



2026년 하반기 US-China 주식시장 전망과 전략 거인의 어깨

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

민병규 Global Strategist 02 3770 3635 | byungkyu.min@yuantakorea.com

황병준 US Market 02 3770 3523 | byeongjun.hwang@yuantakorea.com





2026년 하반기 US-China 주식시장 전망과 전략
거인의 어깨



김용구

Strategist

02 3770 3521

yg.kim@yuantakorea.com



민병규

Global Strategist

02 3770 3635

byungkyu.min@yuantakorea.com



황병준

US Market

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

SUMMARY

2026년 하반기 미국 주식시장 전망과 전략

2026년 하반기 S&P500 시장은 Base 시나리오하 지수 6,900~8,300Pt 밴드 내 마디 지수대 8천Pt선 안착을 모색하는 강세장 사이클 지속 전개를 예상. 하반기 Quasi-Goldilocks(준골디락스, 중상주의 재정정책 + AI Capex 슈퍼 사이클 + 북중미 월드컵 특수 + 12월 연준 1회 금리인하) 매크로 환경과 SpaceX, 오픈AI, 엔트로픽 등 초대형 IPO간 결합이 미국 예외주의(Exceptionalism) 리더십 지속과 함께 S&P500 시장의 추가 도약을 견인할 전망

AI 밸류체인 전반의 기록적 주가 상승과 관련주로의 극단적 쏠림 현상을 이유로 미국 증시 내 버블 논쟁이 격화. 5월 말 현재 S&P500 12개월 선행 P/E는 21.1배로 증시 과열의 경험/통계적 임계선인 +1SD(20.0배)권을 상회. AI Big 10(M7 + 브로드컴/AMD/마이크론) 기업의 시장 대비 시가총액 비중은 5월 말 현재 40%선에 다다르며 과거 버블 정점 수준에 근접. 단, 과거 증시 버블 당시와는 비교불가 수준의 절대적으로 높은 수익성과 더 빠른 이익 성장세가 현 멀티플 부담을 정당화. 현 미국 증시 주가/멀티플 환경이 실적 펀더멘탈 측면에선 여전히 정상 범위를 벗어나지 않았다는 점을 고려할 경우, 이는 중장기 AI/반도체 슈퍼 사이클 내 New Normal격 상황 변화로 재인식하는 것이 합당. 주목할 점은 대장주와 장세 사이클은 그 수명 주기가 동일하다 사실. 주도주가 죽어야 강세장 사이클이 마무리되고, 약세장 사이클로의 추세 전환 이후에 주도주로의 쏠림 현상 또한 일단락된다는 의미. 초대형 대장주로의 극단적 쏠림만으로 증시 및 AI 밸류체인 버블을 논하는 것은 원인과 결과를 혼동한 논리비약에 해당

11월 중간선거 이후 트럼프 정치/지정학적 불확실성 피크아웃 전환 가능성 역시 하반기 강세장 사이클 추세화 가능성을 암시하는 추가 긍정요인에 해당. 상승일로의 명목금리와는 달리, 실질금리는 통제 범위 안에서 하향 안정화 기류가 지속. 금융시장 내 금리 긴축 발작격 쇼크는 명목/실질 금리 동반 상승에 기인하는 바, 하반기 이의 현실화 여지는 지극히 희박. 3Q 말 인플레이 피크아웃 이후 12월 FOMC 중 보험성 금리인하(1회)가 가세할 경우엔 미국 경기/증시 선순환은 가일층 강화될 개연성이 높음. 하반기 미국 경제 및 자산시장 내 최대 위험요인은 유가/물가/금리 Higher for Longer와 이에 따른 Stagflation 내러티브 확산 가능성. 상반기 Goldilocks(1Q Immaculate-Goldilocks, 2Q Quasi-Goldilocks) → 3Q Reflation(No Stagflation) → 4Q Quasi-Goldilocks 국면 변화 가능성에 초점. 하반기 보수적 물가/금리 전망을 전제하더라도, S&P500 8천Pt선 안착까지의 미국 증시 추가 도약엔 무리가 없을 것으로 판단. 하반기 잠복 불확실성의 극한을 상정하더라도, S&P500 진바닥은 MDD -10%에 준하는 지수 6,900Pt선 어귀에서 형성될 개연성이 높음

하반기 미국 선호 업종은 반도체, 우주항공및국방, 금융(다각화금융). 현재 미국 증시는 지속되는 이란 전쟁 불확실성 여파와 고금리 사이클 진입 이후 드라이빙 시즌 진입에 따른 계절적 장기 금리 반등의 하방 압력이 작용. 이는 단기 하락 재료로 불과, 미국 증시에 대한 매수 기회를 형성. 24년부터 전체 인플레이션 내 근원 물가 기여도가 추세적으로 약화하고 장기 금리도 이와 동행해 하락 추세를 지속 중. 최근 장기 금리 반등은 대부분 이란전 여파에 기인. 연산 리소스 수요 폭증에 따른 구조적인 에너지 물가 상승을 제외한 인플레이션 우려는 이란 전쟁 일단락과 함께 해소될 것

미국 실물 경기내 AI 침투가 확대하며 경기 근원 체력이 개선하는 한편 근원 물가 둔화는 지속, 트럼프 2기 행정부의 관세 정책과 의도적인 지정학적 불확실성에 따른 실물 경기 침체 유발은 근원 물가 둔화를 유도하고 유동성 공급 환경을 조성하는 한편, 생산성이 높은 부문으로의 자금 이동을 유도. 해당 기조는 신임 연준 의장 Kevin Warsh의 AI 주도 생산성 제고와 물가 하락에 대한 View와 일치. 한편, AI-Agent 고도화 핵심 요소인 메모리발 미국 단기 자금 시장 경쟁에 따라 구조적인 유동성 확대가 요구되는 시점에서 연준은 RMP를 진행 중

중간 선거 결과와 무관하게 AI/우주/국방 중심의 글로벌 패권 확보를 위한 정책 일변도의 트럼프 행보, 이를 뒷받침하는 재무부/연준 주도의 유동성 확대, 관련 규제 완화의 직접적인 수혜가 예상되는 반도체, 우주항공및국방, 금융(다각화금융) 업종에 대한 비중 확대가 유효한 국면



SUMMARY

2026년 하반기 중국 주식시장 전망과 전략

2026년 양회에서는 15차 5개년 계획의 구속력을 강화하는 국가발전계획법이 제정. 신질생산력을 근간으로 하는 향후의 정책 방향은 4월 정치국 회의에서 구체화. 'AI+ 전면 시행, 에너지 안보 확립, 고품질 내수 진작, 부동산 시장 안정, 자본시장 신뢰도 개선'

전략 1) 기술자립: 미국과 중국 정상은 5월 회담에서 긴장 완화에 합의. 그러나 첨단 산업에 있어서는 여전히 동행이 불가능하다는 점이 확인. 중국의 반도체 자급률은 목표치 대비 부진했으나, 글로벌 점유율은 꾸준히 확대 중. 중국 민간기업들의 AI 투자도 본격적인 확장 구간에 진입. 2025년 파장을 일으켰던 Deepseek는 4월말 V4 모델을 출시. Huawei의 자체 AI 칩인 'Ascend 950'에 최적화되도록 설계. 중국 AI 모델의 성공은 자국 밸류체인의 실적 개선으로 연결 중

중지쉬황(300308 SZ), 사원전기(002028 SZ), 중신국제(0981 HK/688981 SH), 북방화창(002371 SZ), Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)

전략 2) 실질생산력: 중국 정부가 추진하는 실질생산력은 구경제의 디지털 전환과 무인 공정 도입을 포괄. 중국의 휴머노이드 로봇 특허건수는 '중국제조 2025' 발표 이후 빠르게 성장. 현재 전세계 관련 특허의 75.3%를 차지하고 있으며, 개별기업으로는 UBITECH가 812건으로 전세계 1위. 휴머노이드 로봇 분야에서 중국이 가지는 경쟁력은 수직 통합된 공급망을 갖추고 있다는 점. 로봇 제작에 필요한 핵심 광물과 부품 공급망 장악. 중국은 2025년 산업용 로봇 순수출국으로 전환

에사돈자동화(2715 HK/002747 SZ), 유비테크(9880 HK), 이노방스(300124 SZ), 킹디(0268 HK), Global X China Robotics and AI ETF(2807 HK)

전략 3) Global South: 중국은 녹색 기술 분야에서 압도적인 점유율과 가격 결정권을 보유. 이를 무기로 신규 수출 시장인 Global South를 장악하고, 이들 국가와 자원 동맹을 구축하기 위한 사업을 가속화. 중국 녹색 산업의 업황 회복을 기대할 만한 대내외 호재는 지속 확인. NDRC는 화석연료를 기본적인 전력량 유지용 발전원으로 격하. 반면 비화석 에너지를 주력 에너지원으로 전환하겠다는 의지를 표명. 사우디와 UAE는 Post-oil 시대를 대비하여 대규모 재생에너지 프로젝트를 발주. 중국 기업들이 기술력과 원가 경쟁력을 바탕으로 대규모 수주를 확보 중

양광전력(300274 SZ), 국전남서과기(600406 SH), BYD(1211 HK/002594 SZ), CATL(3750 HK/300750 SZ), Global X China Electric Vehicle and Battery ETF(2845 HK)

전략 4) 질적 내수 성장: 2026년 이구환신은 1) 자동차 보조금 개편(정액제→정률제), 2) 스마트 디바이스, 실버 케어 등 미래 성장 품목을 편입. 이는 반내권 정책의 일환으로, 저가 출혈 경쟁을 일삼는 하위 기업들을 퇴출시키려는 의도. 반면 판매 단가가 높은 프리미엄 제품은 정책 효과를 극대화 가능. 이구환신과 소비쿠폰 지급을 통한 소비 부양은 한계가 존재. 교체 주기가 긴 내구재 품목에 혜택이 적용되어 수요 공백이 불가피하기 때문. 이에 중국 정부의 소비 부양 타겟은 서비스 소비로 확장. 인민은행의 소비 의향 조사에서는 관광, 문화/엔터 영역에 대한 지출 의향이 크게 상승한 것으로 집계. 심리 변화는 실제로 관련 산업의 활황으로 연결 중

콰이서우(1024 HK), 샤오미(1810 HK), 중국중면(1880 HK/601888 SH), 트립닷컴(9961 HK), Global X China Consumer ETF(2806 HK)





CONTENTS



PART 1	미국 주식시장 전망과 전략	9
PART 2	미국 포트폴리오 전략	51
PART 3	중국 주식시장 전망과 전략	73





김용구

Strategist

02 3770 3521

yg.kim@yuantakorea.com

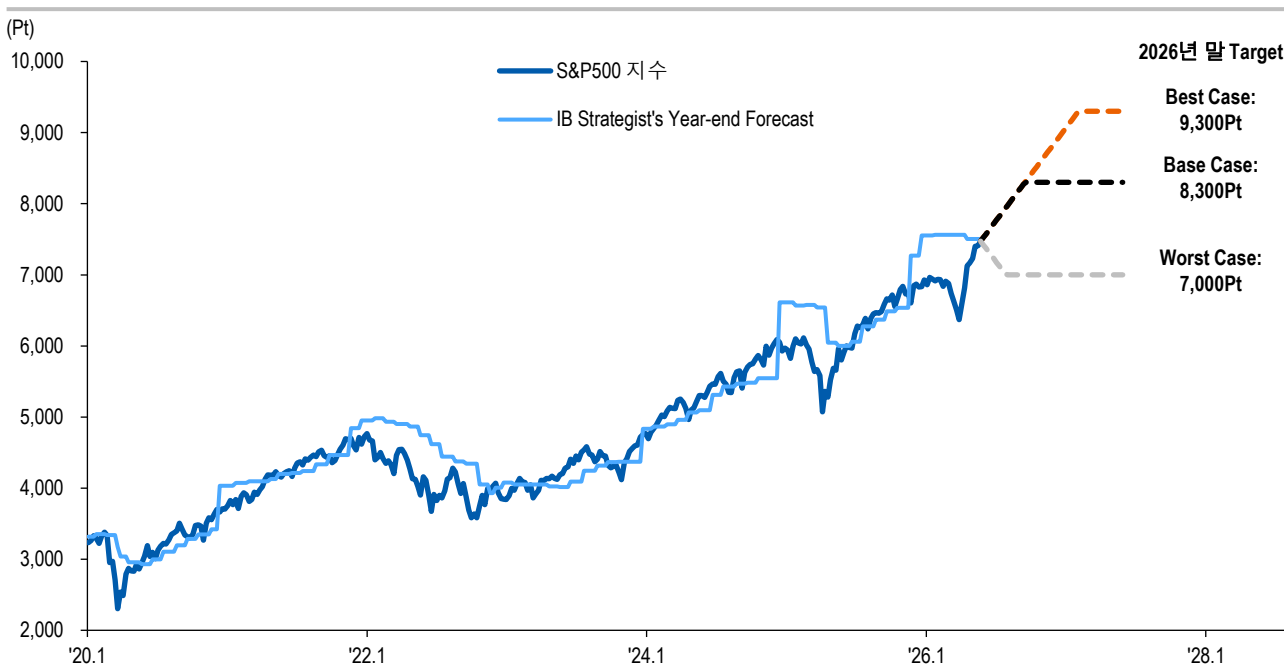
[Part 1.미국 주식시장 전망과 전략]



1) 2026년 하반기 미국 S&P500 지수 전망: 6,900~8,300Pt(Base Case)

- 2026년 하반기 S&P500 시장은 Base 시나리오下 지수 6,900~8,300Pt 밴드 내 마디 지수대 8천Pt선 안착을 모색하는 강세장 사이클 지속 전개를 예상
- '26년 말 S&P500 지수 상단은, 1) Best 시나리오(확률 20%)下 9,300Pt(Target P/E 24.0배(+3σ. 5월 말 현재 21.1배), Target EPS 389.8\$(5월 말 현 컨센서스 324.8\$ 대비 +20% 상향 조정)), 2) Normal 시나리오(확률 70%)下 8,300Pt(Target P/E 22.3배(+1σ), Target EPS 373.6\$(현 컨센서스 대비 +15% 상향 조정)), 3) Worst 시나리오(확률 10%)下 7,000Pt(Target P/E 20.5배(-1σ), Target EPS 341.1\$(현 컨센서스 대비 +5% 상향 조정))
- 하반기 Quasi-Goldilocks(준골디락스, 중상주의 재정정책 + AI Capex 슈퍼 사이클 + 북중미 월드컵 특수 + 12월 연준 1회 금리인하) 매크로 환경과 SpaceX(6월 예정), 오픈AI(9월 예정), 엔트로픽(4Q 예정) 등 초대형 IPO간 결합이 미국 예외주의(Exceptionalism) 리더십 지속과 함께 S&P500 시장의 추가 도약을 견인할 전망

2026년 하반기 S&P500 지수 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 IB Strategist의 각 연도 말 S&P500 EPS 전망

IB	Strategist	'26년 EPS(\$)	'27년 EPS(\$)
Deutsche Bank	Binky Chadha	342	390
Morgan Stanley	Mike Wilson	339	380
JPMorgan	Dubravko Lakos-Bujas	330	385
Yardeni Research	Ed Yardeni	330	375
Wells Fargo	Ohsung Kwon	315	365
Scotiabank	Hugo Ste-Marie	314	351
Evercore ISI	Julian Emanuel	310	333
Societe Generale	Manish Kabra	310	333
Goldman Sachs	Ben Snider	309	342
Fundstrat	Tom Lee	307	350
CIBC	Chris Harvey	298	328

참고: 5/22일 현재

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



2026년 하반기 S&P500 지수 Target 추정

2026년 하반기 S&P500 지수 Target 추정

		I/B/E/S S&P500 2026년 EPS (달러)								
구분		389.8 (+20%, Best)	373.6 (+15%, Base)	357.3 (+10%)	341.1 (+5%. Worst)	324.8 (현 컨센서스)	308.6 (-5%)	292.4 (-10%)	276.1 (-15%)	259.9 (-20%)
I/B/E/S S&P500 12개월 선 행 P/E (배)	24.0(+3σ, Best)	9,345	8,955	8,566	8,177	7,787	7,398	7,008	6,619	6,230
	23.1(+2σ)	9,010	8,635	8,259	7,884	7,509	7,133	6,758	6,382	6,007
	22.3(+1σ, Base)	8,676	8,315	7,953	7,592	7,230	6,869	6,507	6,146	5,784
	21.4(26주 MA)	8,342	7,994	7,647	7,299	6,951	6,604	6,256	5,909	5,561
	20.5(-1σ, Worst)	8,007	7,674	7,340	7,007	6,673	6,339	6,006	5,672	5,338
	19.7(-2σ)	7,673	7,353	7,034	6,714	6,394	6,075	5,755	5,435	5,115

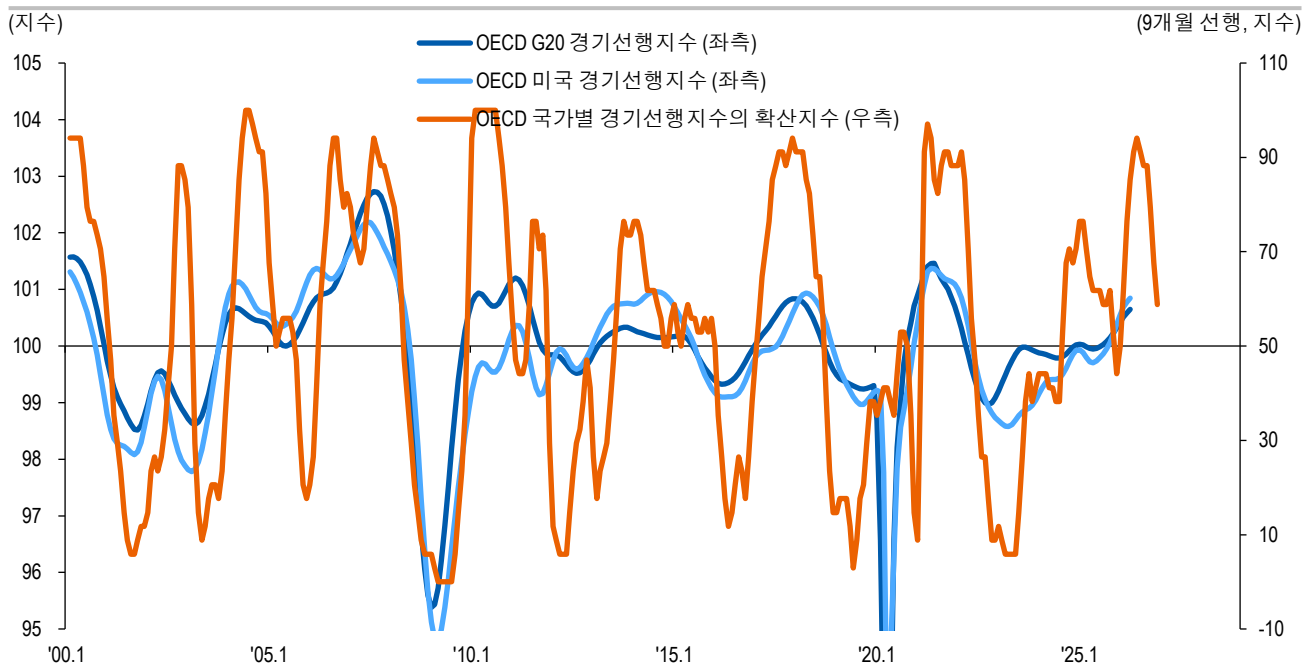
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



AI 혁명, 중상주의 재정부양, 월드컵 특수 등이 하반기 미국 실물경기 고공비행을 견인

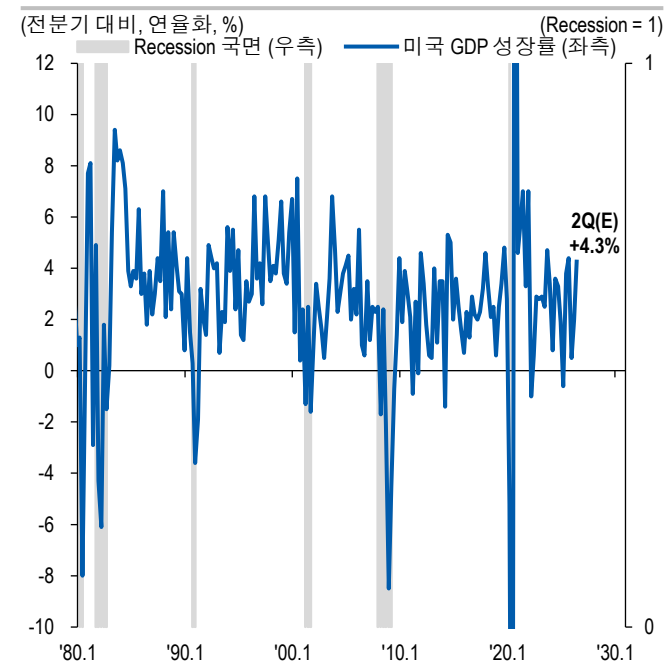
- OECD 글로벌(G20) 또는 미국 경기선행지수에 3분기가량 선행하는 확산지수로 보면, 글로벌/미국 경기선행지수는 최소 '26년 말까진 현 상승 추세가 지속될 전망
- '27년 이후 대순환 주기 측면 경기 사이클 정점통과가 고민이나, 이는 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 진전, 연준 통화완화(하반기 1회 이상의 금리인하), 11월 중간선거 이후 트럼프궤 정치/지정학 리스크 완화 등이 이의 완충기제로 작용할 것으로 판단
- Atlanta 연준 GDPNow 추정 2Q 미국 실질 GDP 성장률은 5월 말 현재 +4.3%. 1) 대체불가의 미국 AI 기술/생산성 혁신과 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 도약 가능성, 2) OBBBA 감세안으로 대표되는 중상주의적 재정정책, 3) 6/11~7/19일 북미 월드컵 특수의 가세, 4) 3Q 말 인플레이션 피크아웃 전환과 12월 FOMC 1회 금리인하 등이 '26년 하반기 미국 실물경기 환경의 추세(잠재 성장률 또는 연준 Longer run 실질 GDP 성장률 전망치 1.8%) 이상의 성장을 견인할 전망
- 미국 증시는 경기선행지수 및 실질 GDP 성장률 경로와 밀접한 상관성을 갖고 움직이는 바, 하반기 단기 부침 여지를 고려해도 강세장 사이클은 추세화될 소지가 다분

OECD G20(글로벌) 경기선행지수와 국가별 지수의 확산지수(9개월 선행 Proxy)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 실질 GDP 성장률과 Recession 국면



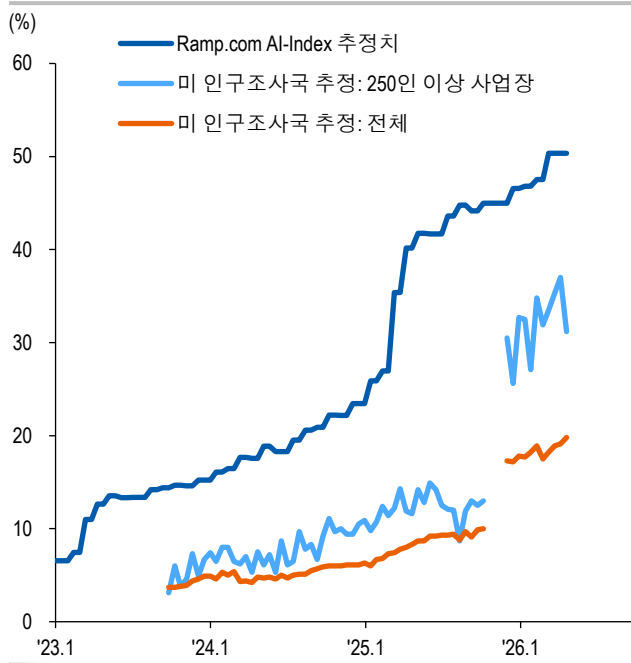
참고: 2Q 실질 GDP 성장률은 Atlanta 연준 GDPNow 추정치
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



AI 기술 혁신 및 AI Capex 슈퍼 사이클이 하반기 미국 경제/증시 선순환을 자극

- '22년 ChatGPT 서비스 출시 이후 생성형 AI 보급이 가속화. '26년 3월 현재 미국 기업들의 AI 서비스 도입률은 50%를 넘어서기 시작했고(Ramp.com AI-Index 분석), '25년 말 기준 미국 전체 인구의 56%, 노동자 41%가 생성형 AI 서비스를 사용 중인 것으로 조사
- 퍼스널 PC 출시 3년 이후 PC 보급률은 20%, 인터넷 대중화 3년 이후 브로드밴드 보급률이 30% 남짓에 불과했다는 점을 고려할 경우 이는 대단히 빠른 확산 속도
- 인류사적으로 각별한 의미를 갖는 주요 기술혁명은 언제나 글로벌 경제/산업 전반의 생산성 향상을 유발. AI의 중장기 파급력이 PC/인터넷 혁명 당시보다 크고, 확산 속도 역시 훨씬 더 빠르다는 점을 고려할 경우, 장래 생산성은 과거 주요 기술혁명 당시 이상으로 증가할 개연성이 높은 것으로 판단
- AI 기술 혁신 및 패권 경쟁 → AI 도입 확산에 따른 경제/산업/기업 생산성 개선 → AI Capex 투자 촉진에 방점을 맞춘 중상주의적 재정정책 → AI Capex 슈퍼 사이클 추가 진전 → 미국 경제/증시/실적 모멘텀 추가 도약의 AI 發 선순환 사이클이 하반기 강세장 전망의 핵심 논거

미국 기업체 생성형 AI 도입률



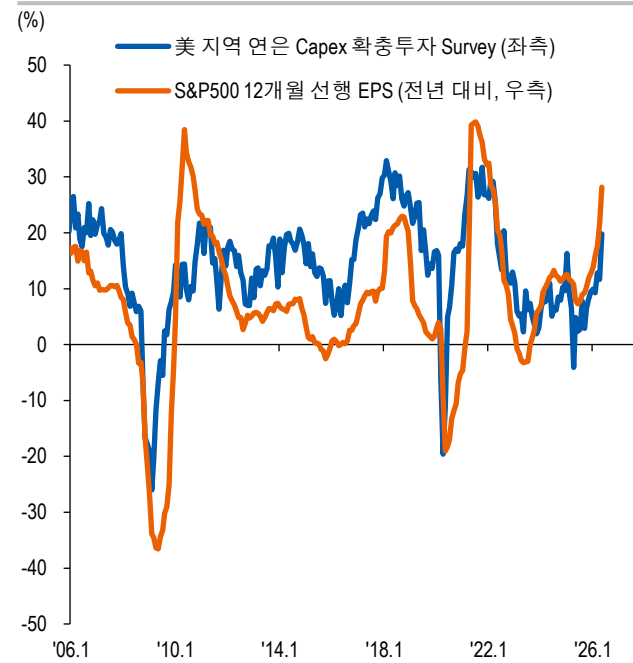
자료: US Census Bureau, Ramp.com, 유안타증권 리서치센터

미국 비농업 부문 노동생산성과 Recession 국면



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

5대 지역 연은 Capex 서버와 S&P500 12개월 선행 EPS



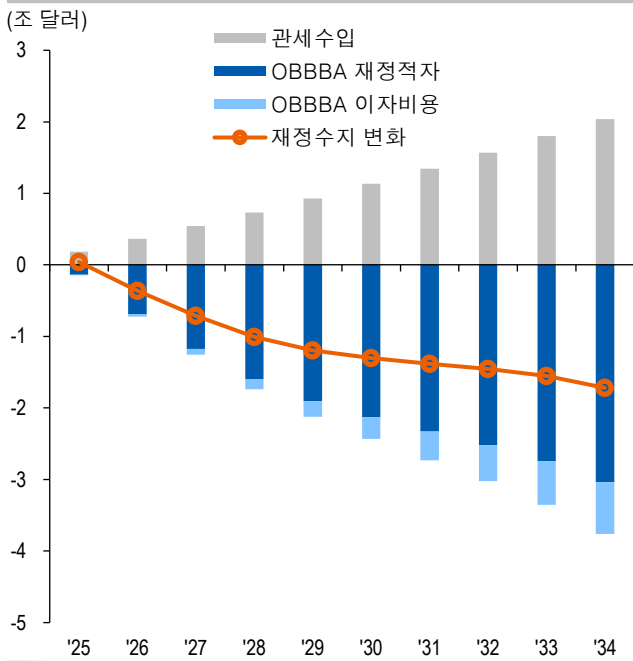
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



OBBBA 감세안을 활용한 적극적 재정부양 역시 AI Capex 투자 촉진에 방점

- '26년 11월 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프의 노림수는 재정/통화 쌍끌이 부양을 통한 AI Capex 슈퍼 사이클 촉진과 Goldilocks 매크로 및 금융시장 버블 환경 조성
- 트럼프는 연준 통화정책을 중상주의적 재정정책을 뒷받침하는 보조수단으로 인식. 하반기 케빈 워시 체제下 연준에서도 통화/금융 완화 압박은 지속될 개연성이 높음
- 특히, OBBBA 감세안을 활용한 적극적 재정부양은 '26년 하반기 미국 매크로 추가 도약과 AI Capex 투자 촉진을 자극하는 정족수에 해당
- '25년 7월 발효된 OBBBA 감세안은, 1) 적격 유형자산의 취득 연도 100% 비용 공제, 2) 미국 내 생산시설 취득 원가 100% 즉시 공제, 3) R&D 비용 전액 공제, 4) 반도체/반도체 제조장비 투자 세액공제율 증진 25%에서 35%로의 상향조정을 통해 기업측 AI Capex 대규모 확충투자 유도에 방점

OBBBA 감세 관련 재정부담은 경제 성장과 관세수입 확대에 완충



자료: Tax Foundation, 유안타증권 리서치센터

OBBBA 감세안은 기업들의 대규모 자본지출 촉진에 방점

구분	내용	
감가상각 & 자산 투자	보너스 감가상각: 100% 즉시 전액 공제 Bonus Depreciation	- 2025년 1월 20일 이후 취득 또는 사용 개시된 적격 유형자산(기계/장비/차량 등)을 취득 연도에 100% 비용으로 즉시 공제 - TCJA에서 매년 20%씩 단계 축소 중이던 것을 완전 복원
	제조 시설: 생산 시설 100% 즉시 공제 Qualified Production Property §168(n)	- 미국 내 제조/생산에 활용되는 비주거용 부동산(공장 등)의 취득 원가 100% 즉시 공제 - 통상 39년 감가상각 대상이던 구조물에 적용 - 착공: 2025년 1/19일~2028년 12/31일, 사용 개시: 2030년 12/31일 이전
R&D & 이자 비용	R&D 비용: 국내 연구개발비 즉시 전액 비용처리 §174A	- 2024년 이후 발생 국내 R&D 비용 즉시 전액 공제 복원(TCJA의 5년 분할 상각 폐지) - 2022~2024년 분할 상각분도 소급 일괄 공제 선택 가능(소기업은 2021년까지 소급)
	이자 비용 제한: 사업 이자비용 공제 한도 완화 §163(j)	- EBIT 기준 30% 상한 → EBITDA 기준으로 전환 - 부채 조달 투자 시 세 부담 완화 효과
반도체 & 제조업 세액공제	반도체 제조시설 투자세액공제 확대 Advanced Manufacturing ITC	- 반도체/반도체 제조장비 생산 시설 투자에 대한 세액공제율을 25%→35%로 상향 - 2026년 1/1일 이후 사용 개시 자산부터 적용 - 미국 내 첨단 제조 투자 유치 촉진

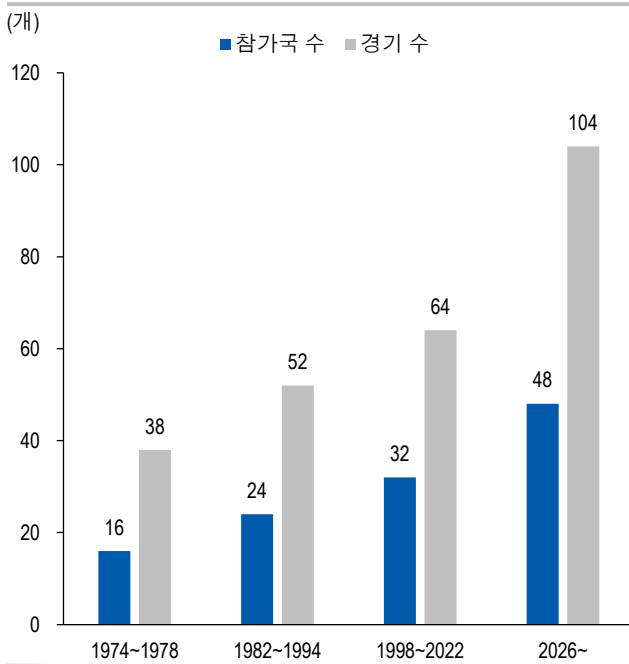
자료: Tax Foundation, 유안타증권 리서치센터



북중미 월드컵 관련 미국 경제 영향은 GDP +172억\$, 신규 고용 +18.5만명

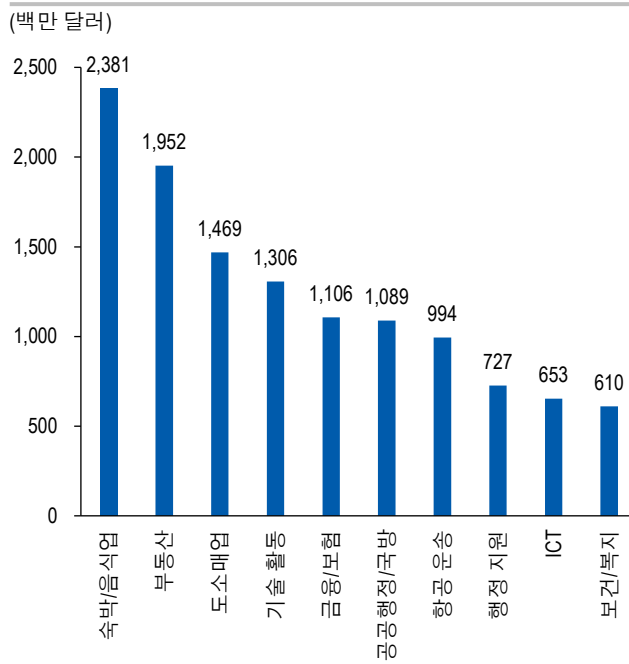
- FIFA는 2026년 북중미 월드컵(미국/캐나다/멕시코 공동 개최, 6/11~7/19일)부터 참가국을 32개국에서 48개국으로 확대
- 이에 따라 월드컵 대회 기간은 종전(평균) 31일에서 39일로 확대되고, 경기 수 역시 종전 64개에서 104개로 대폭 증가(32강 토너먼트 신설)
- FIFA/WTO는 이번 북중미 월드컵 관련 경제 효과를, 1) 글로벌 GDP(경제적 부가가치) 409억\$ 증가, 2) 미국 GDP 172억\$ 증가, 3) 미국 신규 고용 18.5만명 증가, 4) 미국 관광 부문 경제적 편익 41.1억\$(외국인 관광객 74.2만명 순증 관련 +25.9억\$) 증가 등으로 추정
- 월드컵 관련 경제 특수의 최대 수혜처는 숙박/음식업, 항공/운송, 도소매 유통 등이 해당. 이는 하반기 저소득층 소득 개선을 통해 K자 형태로 양극화된 미국 경제의 고민과 부담을 완충하며 추가 도약을 자극할 개연성이 높음

역대 월드컵 참가국 및 경기 수 변화



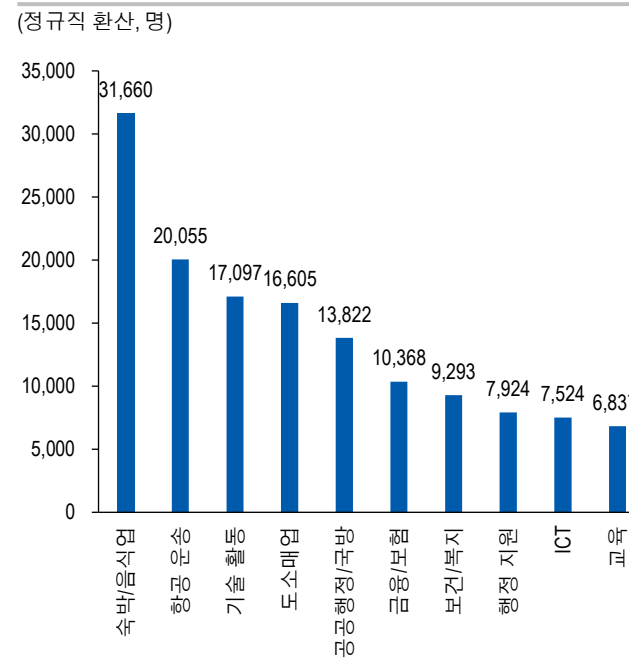
자료: FIFA, 유안타증권 리서치센터

'26년 북미 월드컵 관련 미국 GDP 영향: 총 +172억\$



자료: FIFA, WTO, 유안타증권 리서치센터

'26년 북미 월드컵 관련 미국 고용 창출 효과: 총 +18.5만 명



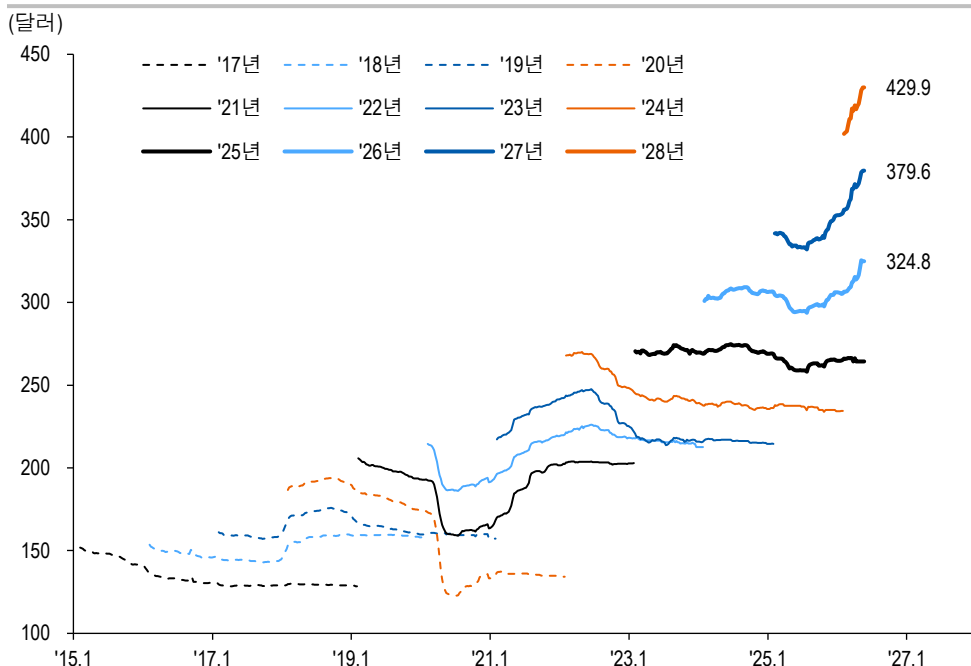
자료: FIFA, WTO, 유안타증권 리서치센터



'26년 S&P500 EPS 373.6\$ 달성 가능성에 초점(Base 시나리오)

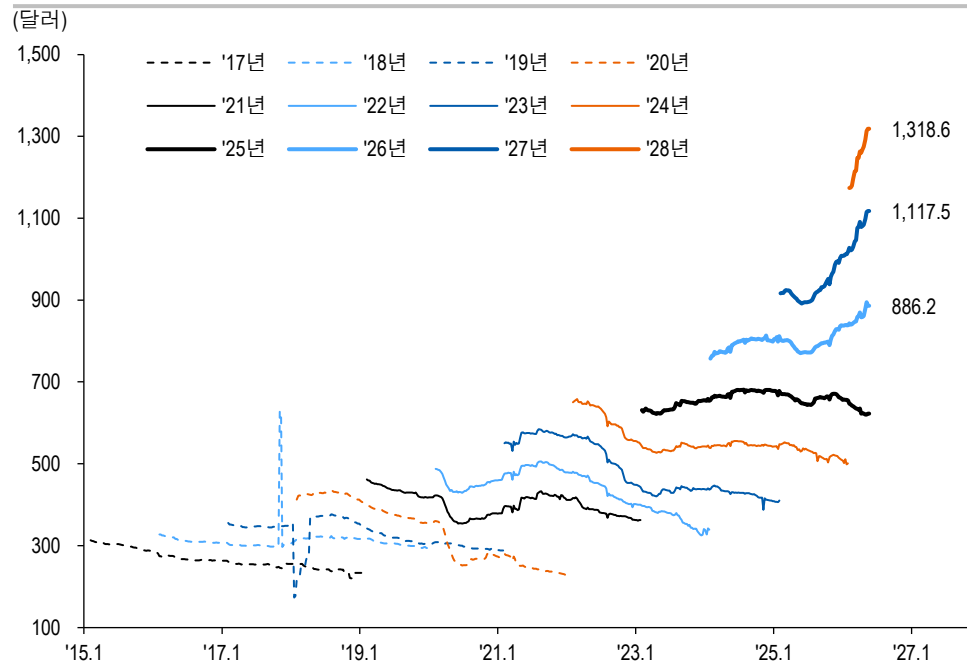
- 5월 말 현재 I/B/E/S 집계 S&P500(NASDAQ) EPS 컨센서스는 '26년 324.8\$로 '25년 264.3\$ 대비 +22.9% 증익 가능성을 상정
- 기술주가 집중 포진한 NASDAQ EPS 컨센서스는 '26년 886.2\$로 '25년 622.2\$ 대비 +42.4%의 대폭적 이익 성장 가능성이 기대
- 시장은 S&P500/NASDAQ EPS가 '27년 379.6\$/1,117.5\$로 '26년 대비 +16.9%/+26.1%, '28년 429.9\$/1,318.6\$로 '27년 대비 +13.2%/ +18.0%의 실적 고속 성장의 중장기 추세화 가능성에 방점
- 1) 대체불가의 미국 AI 기술/생산성 혁신과 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 도약, 2) 중상주의적 재정정책, 3) 북미 월드컵 특수의 가세, 4) 3Q 말 인플레이션 피크아웃과 12월 FOMC 1회 금리인하 등에 따를 경우, '26년 S&P500 실제 EPS는 현 실적 눈높이 대비 +15% 추가 상향 조정된 373.6\$ 달성에 무리가 없을 것으로 판단

S&P500 연도별 EPS 컨센서스 변화 추이



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

NASDAQ 연도별 EPS 컨센서스 변화 추이



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



미국 증시 및 AI/빅테크 대표주 버블 논쟁 바로 보기

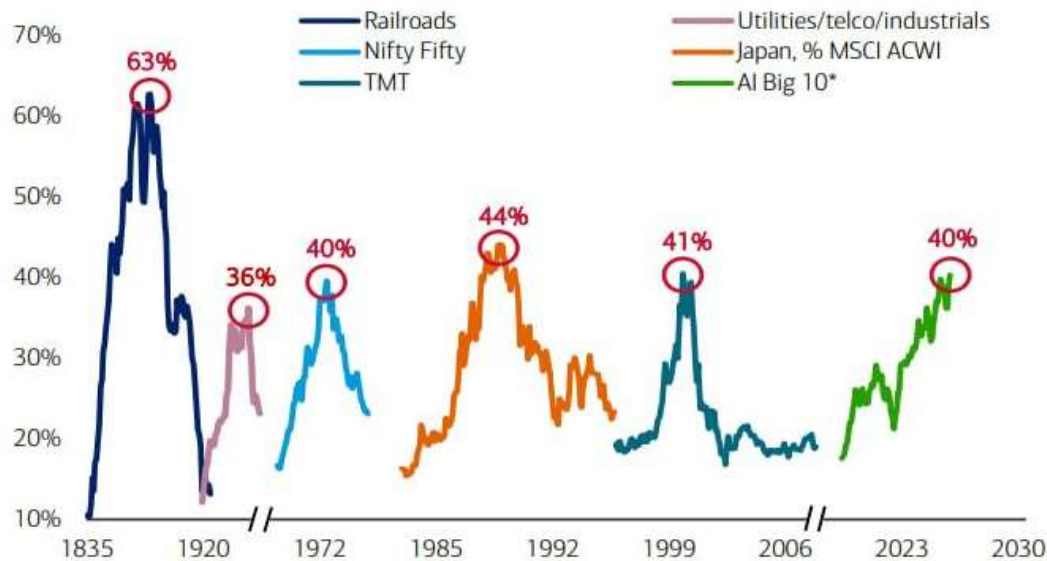
- 빅테크 및 반도체 대표주를 위시한 AI 밸류체인 전반의 기록적 주가 상승과 관련주로의 극단적 쏠림 현상을 이유로 미국/글로벌 증시 내 버블 논쟁이 격화
- 5월 말 현재 S&P500 12개월 선행 P/E는 21.1배로 증시 과열의 경험/통계적 임계선인 +1SD(20.0배)권을 상회(과열 극단은 +2SD(23.3배))
- BofA 전략가 마이클 하트넷의 분석에 따르면 AI Big 10(M7 + 브로드컴/AMD/마이크론) 기업의 시장 대비 시가총액 상대 비중은 5월 말 현재 40%선에 다다르며, 1920년대 ‘광란의 시대’, 1970년대 ‘Nifty Fifty’, 1980년대 일본 버블, 1990년대 ‘TMT(닷컴) 버블’ 당시의 정점 수준에 근접
- 하반기 SpaceX(6월 예정), 오픈AI(9월 예정), 엔트로픽(4Q 예정) 등 AI 밸류체인 기업의 초대형 IPO를 고려할 경우, 동 비중은 하반기 중 1980년대 일본 버블 당시의 44%선을 웃돌 가능성이 절대적으로 높은 것이 사실

S&P500 12개월 선행 P/E: 5월 말 현재 21.1배



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

글로벌 증시 버블의 역사: 시대별 시장 대비 주도주 비중



Source: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon, Bloomberg. Note: Japan is measured as % of MSCI ACWI, all others as % of US stock market. **AI Big 10* = Magnificent 7 + Broadcom, AMD, Micron.

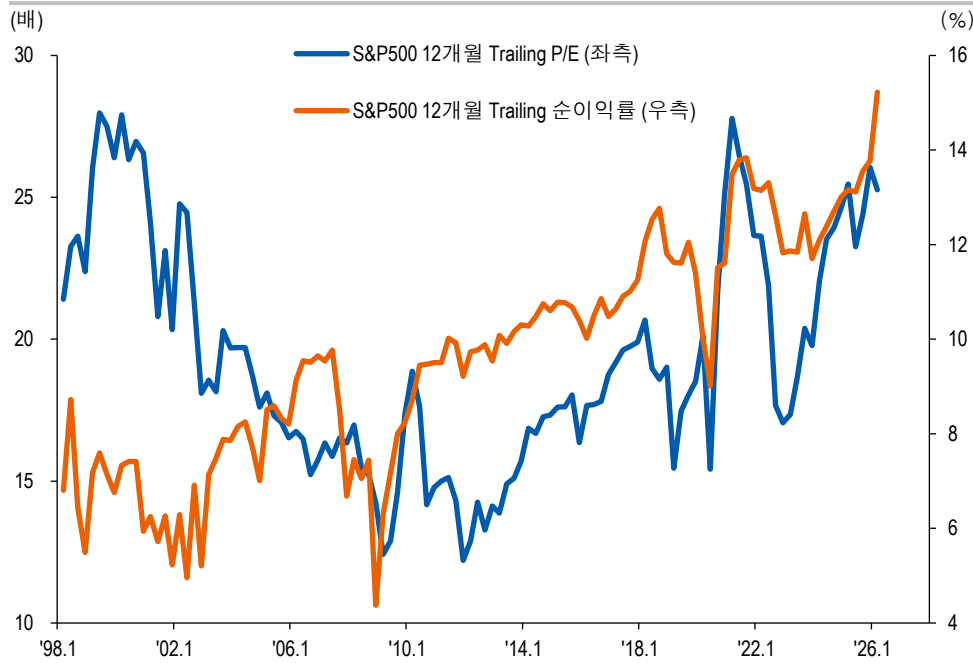
자료: BofA Global Research



더 높은 수익성과 더 빠른 이익 성장이 닷컴 버블 수준의 밸류에이션을 정당화

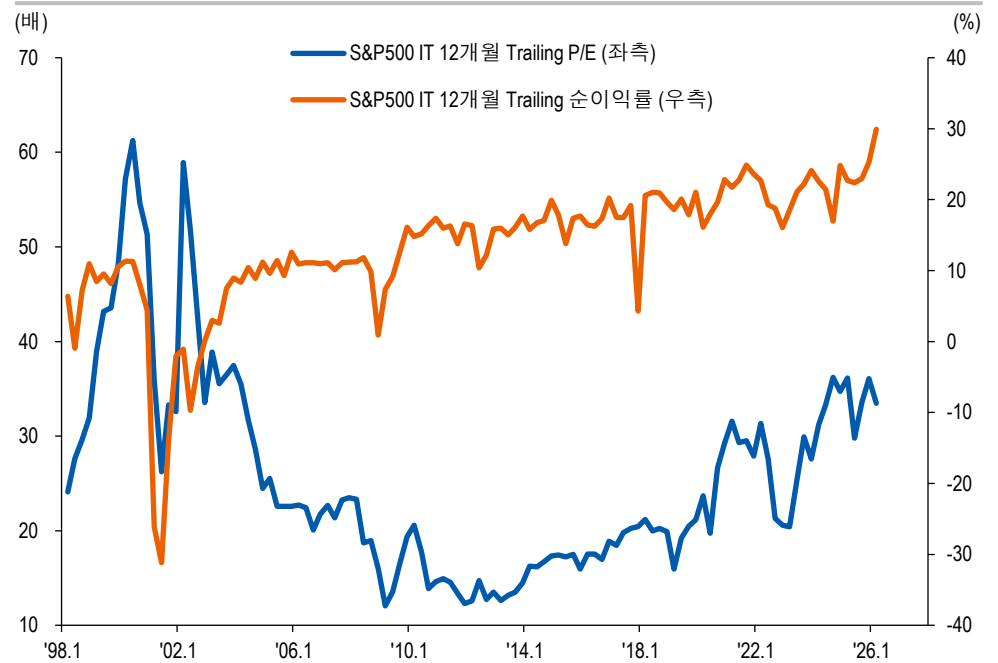
- 5월 말 현재 S&P500 12개월 Trailing P/E는 25.3배로 닷컴 버블 당시 고점인 28.0배와 코로나 팬데믹 당시 고점인 27.8배 수준에 근접
- 단, 당시와는 비교불가 수준의 절대적으로 높은 수익성과 더 빠른 이익 성장세가 현 멀티플 부담을 정당화. 현 미국 증시 주가/멀티플 환경이 실적 펀더멘탈 측면에선 여전히 정상 범위를 벗어나지 않았다는 점을 고려할 경우, 이는 중장기 AI/반도체 슈퍼 사이클 내 New Normal격 상황 변화로 재인식하는 것이 합당
- 실제, 2000년 닷컴 버블 당시 S&P500 기업의 12개월 Trailing 순이익률(Net Profit Margin)은 +5% 남짓에 불과했으나 현재 순이익률은 +15%대로 쿼터점프 개선
- 특히, S&P500 IT의 12개월 Trailing P/E는 33.0배로 닷컴 버블 당시 고점인 61.3배의 절반에 불과하나, 현 S&P500 IT 섹터 순이익률은 +29.9%로 닷컴 버블 당시의 -31.2% 대비 환골탈태 수준으로 이익 체력이 변화

S&P500 12개월 Trailing P/E와 순이익률(Net Profit Margin)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S&P500 IT 섹터 12개월 Trailing P/E와 순이익률(Net Profit Margin)



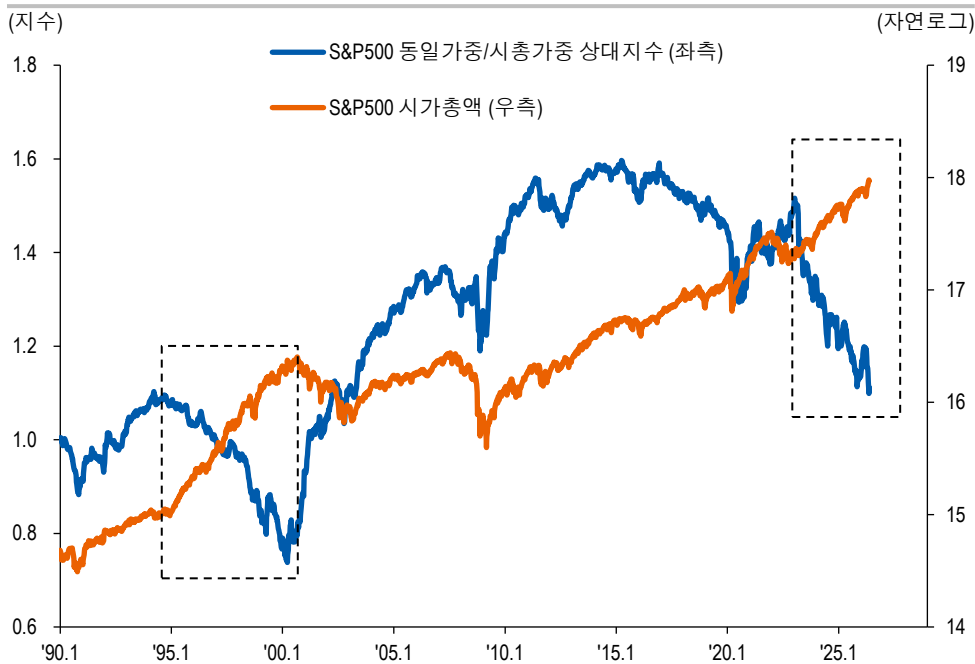
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



대장주 자격을 끊임없이 증명 중인 AI 밸류체인으로의 쏠림을 버블이라 말하긴 무리

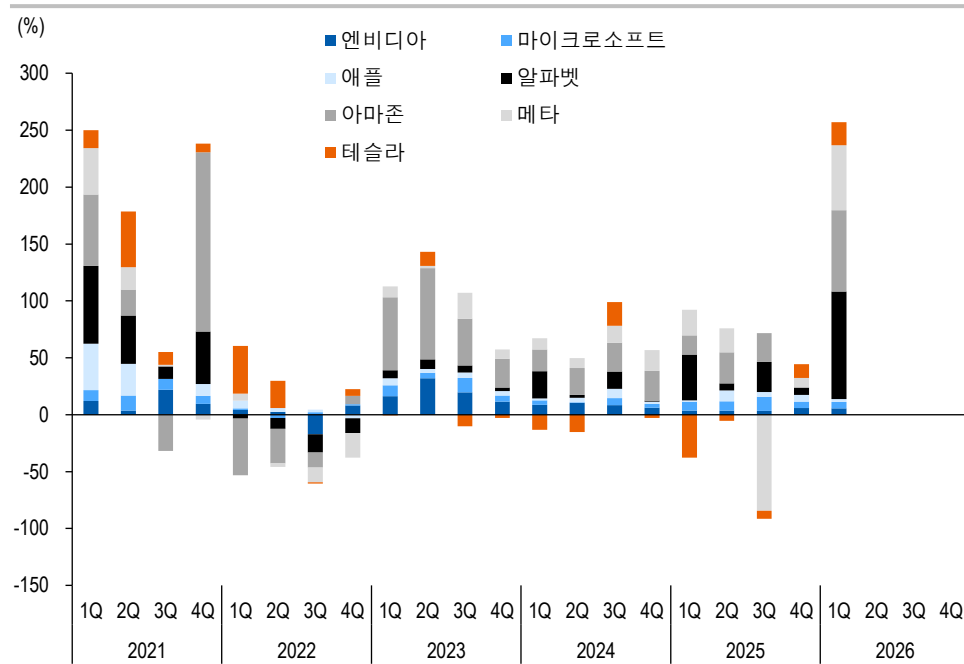
- 현 장세의 특수성은 S&P500 동일가중(주가 키 높이 맞추기격 적극적 순환매) 지수 대비 시총가중(초대형 AI 밸류체인 대표주로의 쏠림) 지수의 절대/상대 우위로 반영
- 주목할 점은 대장주와 장세 사이클은 그 수명 주기가 동일하는 사실. 주도주가 죽어야 강세장 사이클이 마무리되고, 약세장 사이클로의 추세 전환 이후에 주도주로의 쏠림 현상 또한 일단락된다는 의미. 초대형 대장주로의 극단적 쏠림만으로 증시 및 AI 밸류체인 버블을 논하는 것은 원인과 결과를 혼동한 논리비약에 해당
- 특히, AI/빅테크/하이퍼스케일 대표주들은 시장의 눈높이를 압도하는 실적 성장을 통해 주도주의 자격을 끊임없이 증명
- 결국, 1) 현 시장 주도주의 실적 성장이 지속되는 한 AI 밸류체인 대표주로의 쏠림은 지속될 공산이 크고, 2) 시장은 대장주 리더십 강화에 발맞춰 추가 도약에 나설 개연성이 높으며, 3) 증시 버블 붕괴 우려 역시 비관론자의 허무맹랑한 기우짐으로 제한될 소지가 다분한 것으로 평가

S&P500 동일가중/시총가중 상대지수와 시가총액 변화 추이



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

M7 기업 분기별 실적 서프라이즈 비율(확정실적/컨센서스)



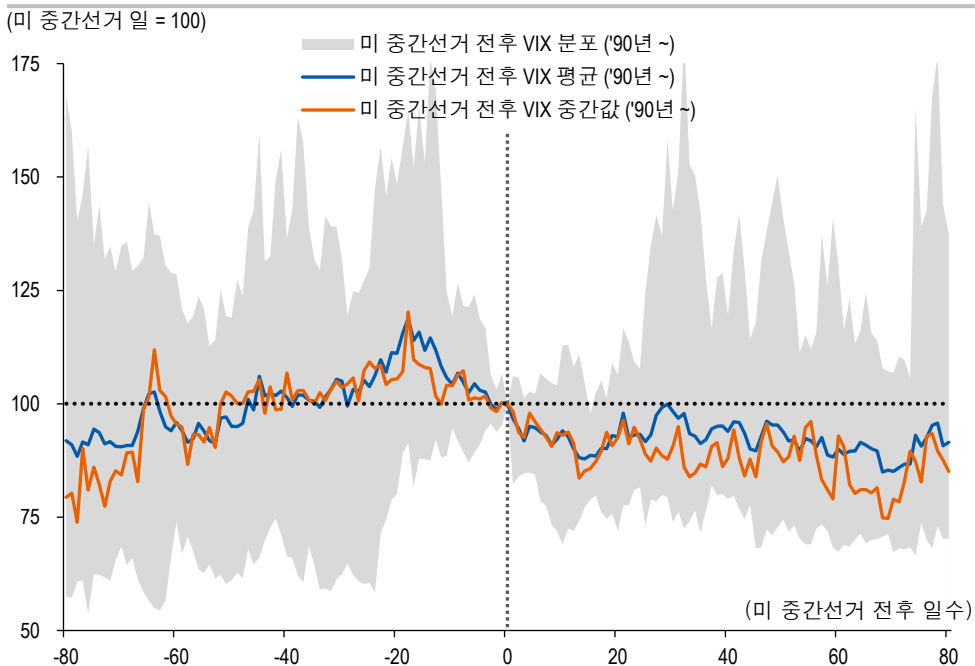
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



11월 중간선거 이후 트럼프 정치/지정학적 불확실성은 피크아웃 전환을 모색할 전망

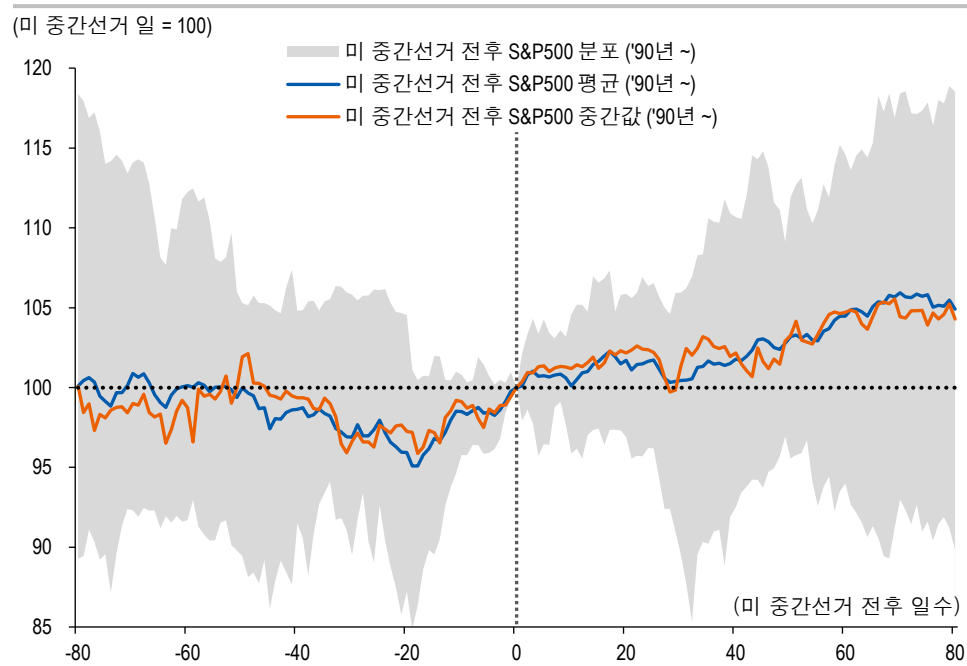
- 5월 말 현재 트럼프 국정 지지율은 39.8%로 정권 2기 출범 이후 최저 수준까지 하락(Real Clear Politics 종합)
- 현 Polymarket.com의 11/3일 중간선거 베팅 확률은, 1) 민주당 상하원 Sweep 47%, 2) 민주/공화 상하원 Split 34%, 3) 공화당 상하원 Sweep(사수) 19%
- 이번 중간선거는 트럼프/공화당의 참패 가능성이 유력시. 실제 1990년 이후 총 9번의 중간선거에서 집권당이 승리했던 것은 '02년 조지 W. 부시 당시 단 한번에 불과
- 통상, 1) 중간선거 실시 이전까지의 사전적 경계감 및 정치/정책적 모호성은 VIX 지수 상승 및 중립 이하의 S&P500(NASDAQ) 주가 행보를 반영했으나, 2) 중간선거 이후(대부분의 경우 집권당이 패배)의 정치/정책/지정학적 불확실성 완화 관련 사후적 안도감은 VIX 지수 하락 및 중립 이상의 증시 행보를 자극
- 11월 중간선거 이후 트럼프 정치/지정학적 불확실성의 피크아웃 전환 가능성 역시 '26년 하반기 미국 증시 강세장 사이클 지속을 전망하는 추가 논거에 해당

미국 중간선거 일 전후 VIX 지수 변화 추이('90년 이후 평균)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 중간선거 일 전후 S&P500 지수 변화 추이('90년 이후 평균)



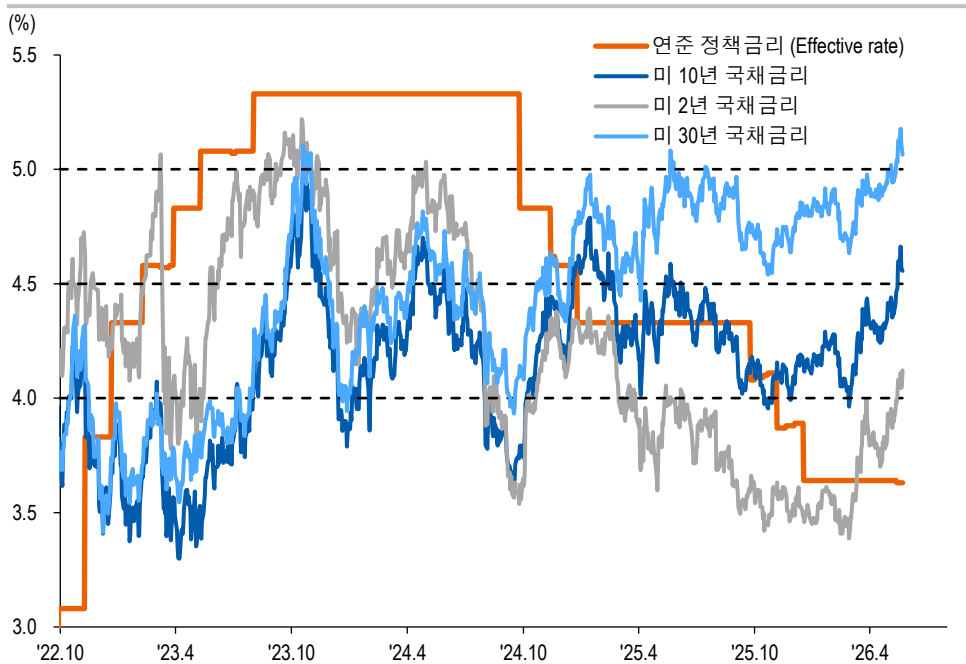
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



명목/실질 금리 엇갈림 국면. 12월 FOMC 보험성 금리인하로 경기/증시 선순환은 강화

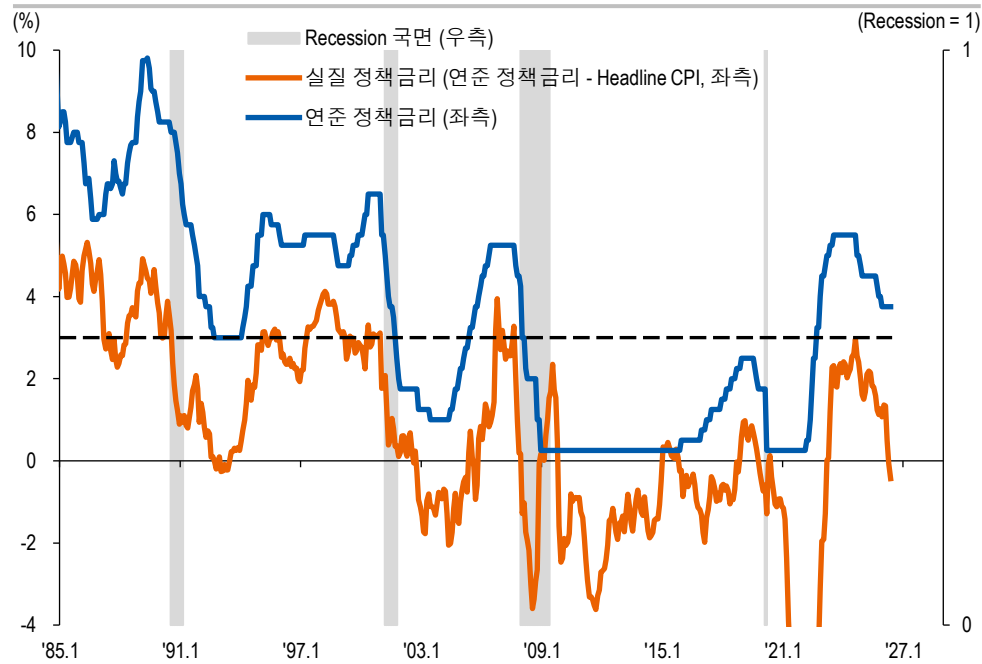
- 5월 말 현재 미 국채금리 2년물은 4.12%로 임계선 4.0%선을, 10년물은 4.56%로 임계선 4.5%선을, 30년물은 5.06%로 임계선 5.0%선을 동반 상회
- 1) 관세/유가 등 지정학적 물가 충격 확산, 2) 연준 금리인상 전망 급부상, 3) 미국 재정 건전성 악화 우려 심화, 4) 글로벌 국채시장 투매공세 릴레이의 복합 작용 영향
- 단, 실물경기와 금융시장 전반을 관장하는 진짜 금리는 명목금리가 아닌 실질금리. 연준 정책금리(현재 3.75%) - 미 Headline CPI(YoY%)로 실질 정책금리를 도출
- 실질 정책금리는 4월 기준 -0.06%(H.CPI 3.81%), 5월 현재(클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 추정치 4.18% 적용시) -0.43%의 마이너스 금리 여건이 지속
- 1) 현 시장금리나 정책금리 모두 명목 관점에선 부담스러운 것이 사실이나, 2) 현 물가 압력을 고려할 경우엔 여전히 확장적인 금융/통화 여건이 지속되고 있고, 3) 금융시장 내 금리 긴축 발작격 쇼크는 명목/실질 금리 동반 상승에 기인하는 바, 하반기 이의 현실화 여지는 지극히 미미하며, 4) 3Q 말 인플레이 피크아웃 이후 12월 FOMC 중 보험성 금리인하(1회)가 가세할 경우엔 미국 경기/증시 선순환은 가일층 강화될 개연성이 높음

연준 정책금리(Effective rate)와 미 30년, 10년, 2년 국채금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

연준 실질 정책금리 변화와 Recession 국면: 미국 실질 정책금리는 4월 -0.06%, 5월 현재 -0.43%



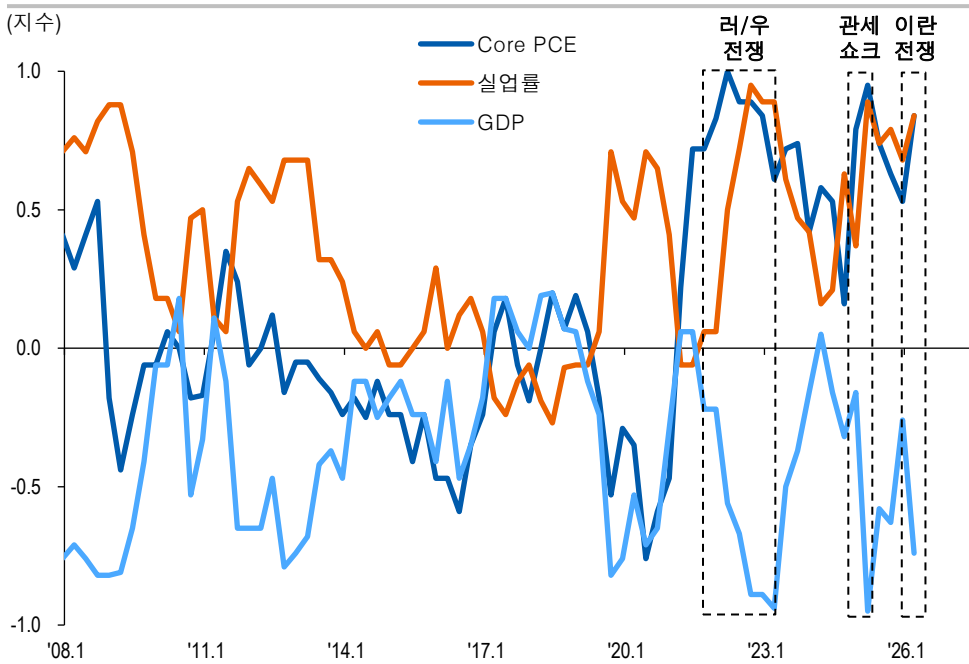
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



상반기 Goldilocks → 3Q Reflation → 4Q Goldilocks 국면 변화 가능성에 초점

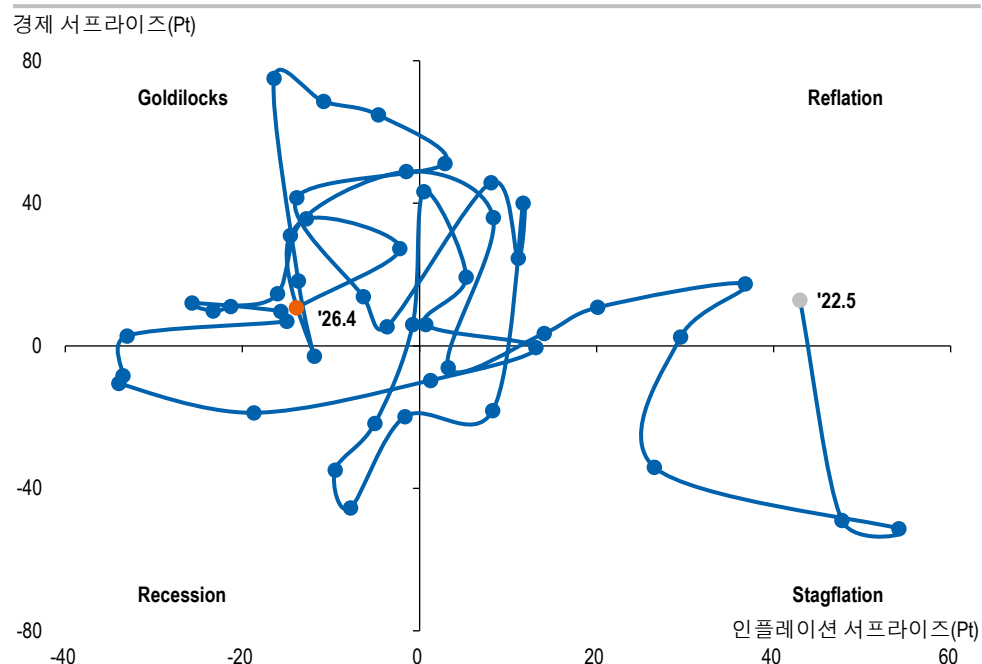
- 하반기 미국 경제 및 자산시장 내 최대 위험요인은 유가/물가/금리 Higher for Longer와 이에 따른 Stagflation 내러티브 확산 가능성
- 관세/전쟁 지정학적 후폭풍은 2~3Q 상품/에너지 물가 상승을 자극할 것이나, 노동시장, 서비스 물가, AI 생산성 혁신은 3~4Q Disinflation 방향선회 가능성을 지지
- 1) 대체불가의 미국 AI 기술/생산성 혁신과 AI Capex 슈퍼 사이클의 지속, 2) 중상주의적 재정정책, 3) 북미 월드컵 특수의 가세, 4) 3Q 말 인플레이션 피크아웃 전환과 12월 FOMC 연준 1회 금리인하 가능성 등은 '26년 하반기 미국 실물경기 환경의 추세 이상의 성장을 견인할 개연성이 높음
- 현 미국 매크로 환경을 Citi Economic Surprise(CESI, Y축)와 Inflation Surprise(CISI, X축) Index를 활용해 투자전략 관점하 4사 분면 형태로 재정의
- 상반기 Goldilocks(1Q Immaculate-Goldilocks, 2Q Quasi-Goldilocks) → 3Q Reflation(No Stagflation) → 4Q Quasi-Goldilocks 국면 변화 가능성에 초점

FOMC 참여자들의 주요 경제 전망치 확산 지수: 이란 전쟁으로 Stagflation 현실화 우려 재점화



참고: 확산 지수는 FOMC 참여자들의 각 경제지표에 대한 (상향 조정수 - 하향 조정수)/총 조정수로 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 Macro 4사 분면: '26년 상반기 Goldilocks → 3Q Reflation → 4Q Goldilocks 가능성에 초점



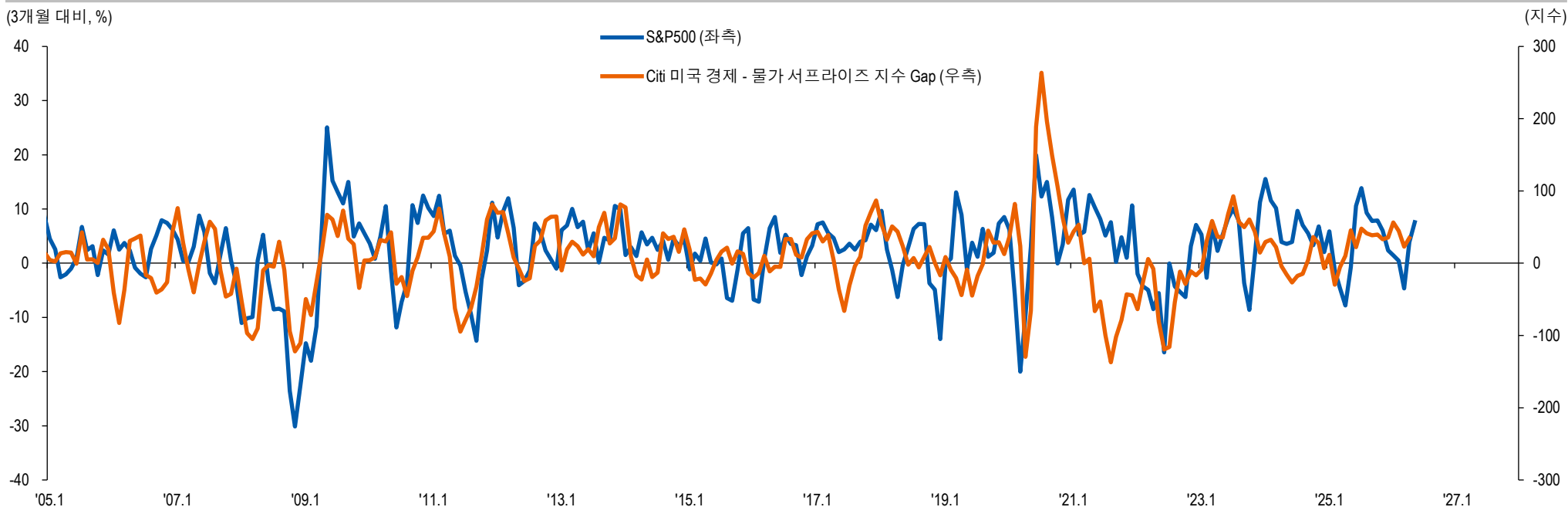
참고: Citi Economics/Inflation Surprise Index를 통해 매크로 4사분면을 구성
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 Quasi-Goldilocks 매크로 환경이 S&P500 8천Pt선 안착 행렬을 견인

- 글로벌 증시 인덱스 경로는 Citi Economic Surprise(CESI)와 Inflation Surprise Index(CISI)간 Gap으로 측정되는 글로벌/국가별 경기 - 물가 모멘텀 변화에 편승 - S&P500/NASDAQ 주가 경로는 Citi 미국 CESI - CISI Gap, KOSPI 지수 등락 추이는 Citi 글로벌 또는 EM CESI - CISI Gap 변화에 부응
- Goldilocks 국면에선 CESI는 양수(+), CISI는 음수(-)로 CESI - CISI Gap은 언제나 플러스가 되는 바, 동 국면 내 미국/글로벌 증시는 언제나 강세장 사이클이 지속
- Reflation 국면에선 CESI와 CISI는 모두 양수(+)로, CESI - CISI Gap은 플러스/마이너스 경우가 혼재. 단, 1) 상품/에너지 인플레 압력은 추세화 가능성이 제한된 단기 노이즈로 제한되고, 2) 핵심/서비스 물가의 Disinflation 완충력은 여전하며, 3) 현 추세 이상의 성장률 등을 고려할 경우 CESI - CISI Gap 플러스 행렬은 불변
- 하반기 보수적 물가/금리 전망을 전제하더라도(3Q Reflation 국면 전환 가능성), S&P500 8천Pt선 안착까지의 미국 증시 추가 도약엔 무리가 없을 것이라 보는 이유

S&P500과 Citi 미국 Economic - Inflation Surprise Index Gap



자료: 유안타증권 리서치센터



Case Study: 미국 Macro 4국면별 미국 주요 업종의 S&P500 대비 상대 수익률

- Citi Economic Surprise(CESI)와 Inflation Surprise Index(CISI)로 재구성한 글로벌 매크로 순환 국면의 위치에 따라 국내외 증시 주도주 리더십이 변화
- Goldilocks와 Reflation 국면 모두에서 S&P500 내 주도주 리더십이 지속됐던 업종대안은 Tech(반도체, IT하드웨어), 에너지, 자본재 등의 경기민감주

미국 Macro 국면별 미국 주요 업종의 S&P500 대비 상대 퍼포먼스

Reflation (1국면: CESI(+) & CISI(+))			Goldilocks (2국면: CESI(+) & CISI(-))			Recession (3국면: CESI(-) & CISI(-))			Stagflation (4국면: CESI(-) & CISI(+))		
구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
에너지	1.3	47.2	반도체	1.8	61.5	자동차	1.4	50.0	필수소비재	1.8	65.6
IT하드웨어	0.9	58.5	미디어/엔터	0.7	58.3	경기소비재	1.1	68.9	가정용품	1.7	59.4
음식료/담배	0.5	58.5	자본재	0.6	57.3	IT하드웨어	1.0	64.9	제약/바이오	1.7	71.9
반도체	0.5	49.1	은행	0.2	43.8	소프트웨어	0.8	63.5	소비자 서비스	1.5	68.8
소재	0.4	56.6	경기소비재	0.2	49.0	반도체	0.5	56.8	유틸리티	1.2	59.4
부동산	0.3	54.7	소재	0.2	52.1	미디어/엔터	0.5	60.8	음식료/담배	1.1	62.5
소비자 서비스	0.2	50.9	IT하드웨어	0.2	53.1	내구소비재/의류	0.2	52.7	헬스케어	0.9	56.3
헬스케어	0.2	54.7	자동차	0.1	50.0	헬스케어	0.1	50.0	경기소비재	0.8	53.1
제약/바이오	0.1	47.2	운송	0.1	52.1	상업/전문 서비스	0.0	54.1	운송	0.8	62.5
자본재	0.1	49.1	다각화 금융	0.0	44.8	다각화 금융	0.0	47.3	상업/전문 서비스	0.4	71.9
운송	0.1	54.7	에너지	0.0	49.0	필수소비재	0.0	45.9	통신서비스	0.2	56.3
다각화 금융	0.0	50.9	소프트웨어	-0.1	50.0	부동산	-0.1	43.2	소프트웨어	0.1	53.1
유틸리티	0.0	56.6	보험	-0.1	50.0	소비자 서비스	-0.2	54.1	IT하드웨어	0.0	43.8
소프트웨어	0.0	50.9	필수소비재	-0.4	40.6	소재	-0.3	39.2	내구소비재/의류	-0.1	50.0
가정용품	0.0	47.2	소비자 서비스	-0.4	43.8	제약/바이오	-0.3	47.3	부동산	-0.2	50.0
보험	0.0	43.4	헬스케어	-0.5	43.8	자본재	-0.3	44.6	미디어/엔터	-0.3	43.8
필수소비재	-0.1	49.1	상업/전문 서비스	-0.6	40.6	통신서비스	-0.4	43.2	은행	-0.5	46.9
미디어/엔터	-0.4	43.4	부동산	-0.7	38.5	유틸리티	-0.4	51.4	보험	-0.5	53.1
상업/전문 서비스	-0.4	39.6	유틸리티	-0.7	39.6	운송	-0.5	47.3	자본재	-0.8	43.8
통신서비스	-0.5	41.5	제약/바이오	-0.7	36.5	보험	-0.5	52.7	반도체	-0.9	34.4
내구소비재/의류	-0.5	39.6	내구소비재/의류	-0.7	40.6	가정용품	-0.6	40.5	에너지	-1.0	34.4
경기소비재	-0.6	47.2	음식료/담배	-0.8	38.5	음식료/담배	-0.6	45.9	자동차	-1.1	31.3
은행	-0.7	49.1	가정용품	-1.0	47.9	에너지	-0.7	44.6	소재	-1.6	28.1
자동차	-1.5	35.8	통신서비스	-1.1	40.6	은행	-0.7	44.6	다각화 금융	-2.0	37.5

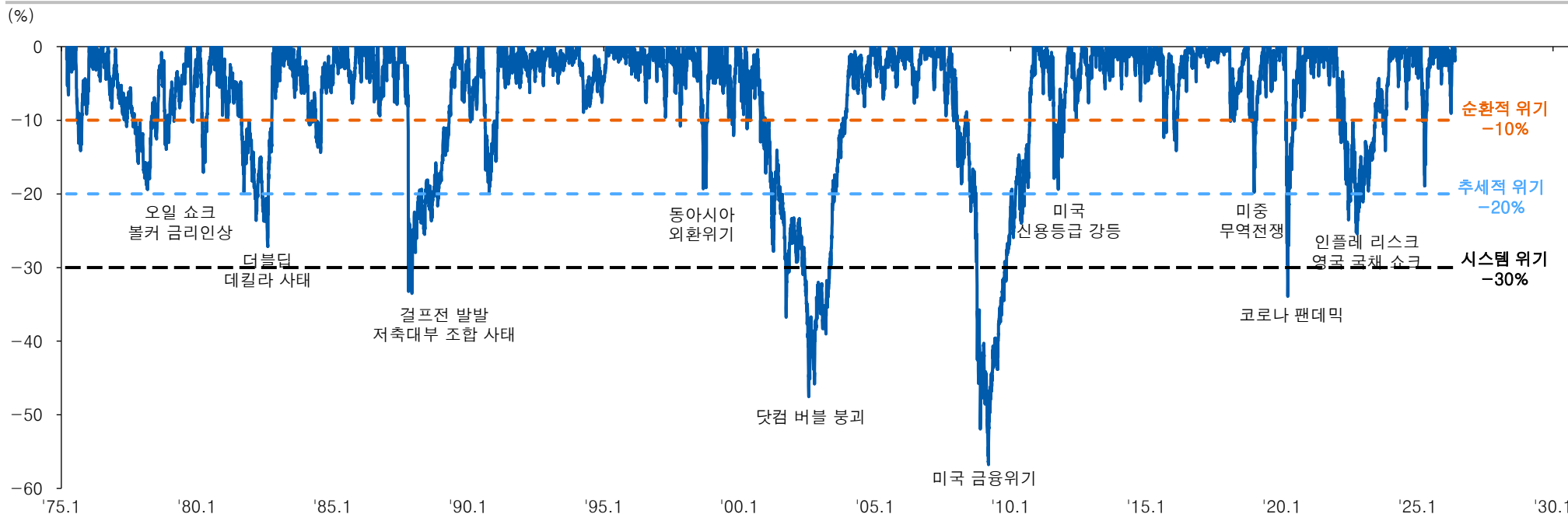
참고: 시장 및 업종 구분은 S&P500 Economic Sector Level 1에 의거. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값
자료: LSEG Workspace, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



하반기 잠복 불확실성 극한을 상정해도 S&P500 진바닥은 MDD -10% 내외에서 한정

- 통상, S&P500 2년 고점 대비 최대 하락률(MDD, Maximum Drawdown)은, 1) 미국 및 글로벌 순환적 노이즈('26년 3월 이란 전쟁 및 주요 중동 지정학적 충격, '14년 그렉시트와 러시아 위기, '15년 미국 금리인상과 위안화 쇼크, '19년 브렉시트 등) 현실화 당시엔 -10%, 2) 추세적 위기(미국/글로벌 경기침체, '22년 영국 국채 쇼크(인플레이 리스크 부각), '19년 미중 무역전쟁, '11년 미국 신용등급 강등, '98년 동아시아 외환위기 등) 발생시엔 -20%, 3) 글로벌 금융/외환위기 발발 등 최악의 퍼펙트 스톰 및 시스템 리스크 발생시엔 -30% 수준으로 확대
- 이란 전황은 교착상태가 지속되고 있으나, 미국/이란간 협상 초점은 'Give & Take' 가격 흥정 쪽으로 변화. 2~3Q 중 유가/물가/금리 Higher for Longer가 불가피할 것이나, 최악의 무력충돌 또는 Stagflation 현실화가 아닌 이상 증시 충격의 극한은 3월 당시의 MDD -10% 이하 수준에서 한정될 공산이 큼
- 하반기 잠복 불확실성의 극한을 상정하더라도, S&P500 진바닥(Rock-bottom)은 MDD -10%에 준하는 지수 6,900Pt선 어귀에서 형성될 것이라 확신하는 이유

S&P500 최근 2년 고점 대비 최대 하락률(MDD, Maximum Drawdown)



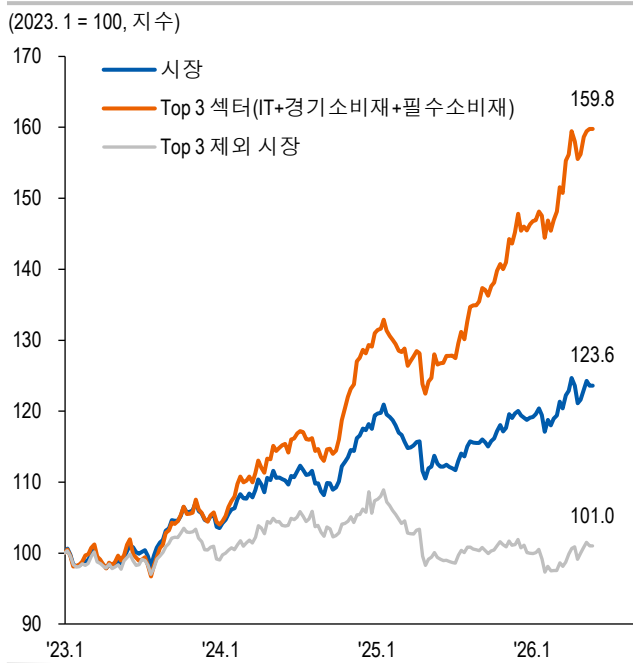
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 미국 투자전략 초점: ① 미국 예외주의(Exceptionalism) Never Die

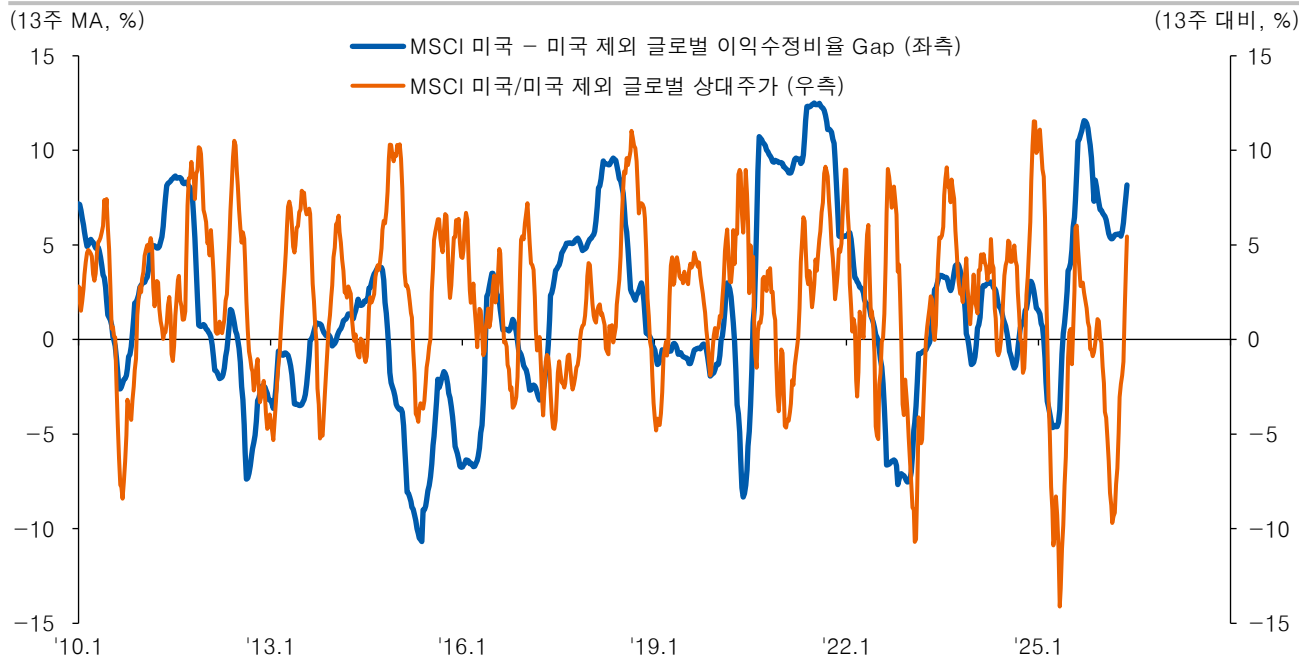
- Non-US 주요국 대비 미국 경기/증시의 절대/상대 우위 구도는 불변. 하반기 미국 예외주의(Exceptionalism) 리더십의 추세화 및 추가 강화 가능성에 초점
- MSCI 미국/미국 제외 글로벌 상대 EPS로 보면 미국 증시의 압도적 우위가 확연. 특히, 현 시장 주도주군에 해당하는 미국 IT/경기소비재/필수소비재 Top 3 섹터는 Non-US 주요국 대비 비교불가 수준으로 실적 펀더멘탈 괴리가 확대. AI 혁신 역량 및 AI 밸류체인의 수익성의 절대적 격차 뿐만이 아니란 의미
- 미국/미국 제외 글로벌 상대주가에 동선행하는 미국 - 미국 제외 글로벌 실적 모멘텀 Gap 역시 미국 매크로 환경의 전방위적 우위가 지속. 미국 AI/빅테크 대표주의 독보적 실적 성장성, 압도적 기술 지배력, 절대적 가격 전가력 등이 여전한 이상 하반기에도 글로벌 자산배분 측면 미국 증시/대표주의 주도권은 지속될 개연성이 높음
- 현재 S&P500 시장의 20%를 해외 투자자들이 점유. 하반기 SpaceX(6월 예정), 오픈AI(9월 예정), 엔트로픽(4Q 예정) 등 초대형 IPO의 가세로 글로벌 투자자들의 미국 증시를 향한 관심은 가일층 강화될 소지가 다분

MSCI 미국/미국 제외 글로벌 상대실적(12개월 선행 EPS)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI 미국/미국 제외 글로벌 상대주가와 이익수정비율 Gap



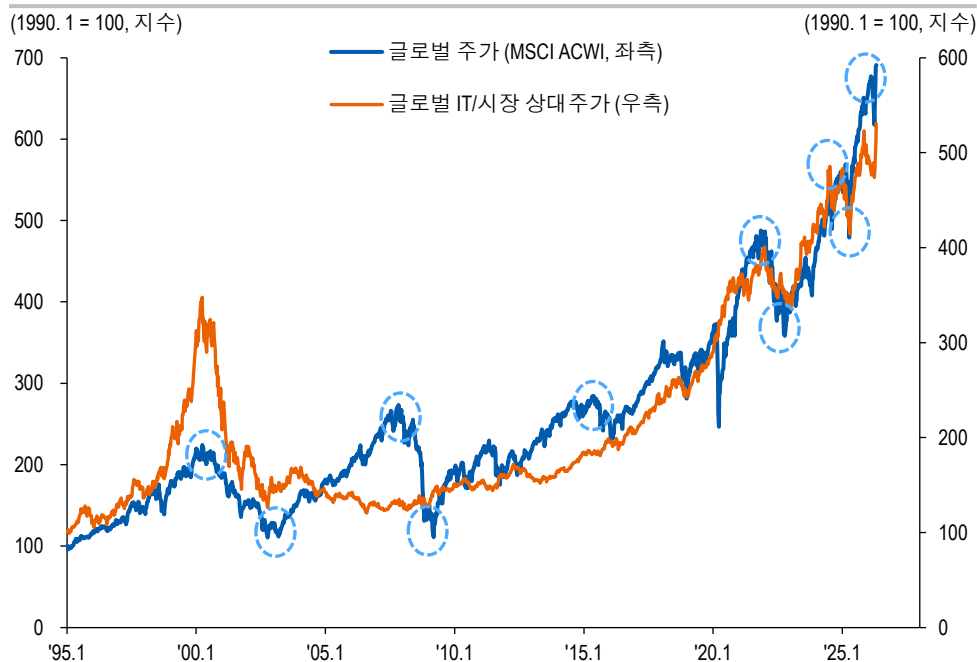
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



AI 기술 혁신 = 글로벌 경기/증시 선순환 = 미국 예외주의 리더십

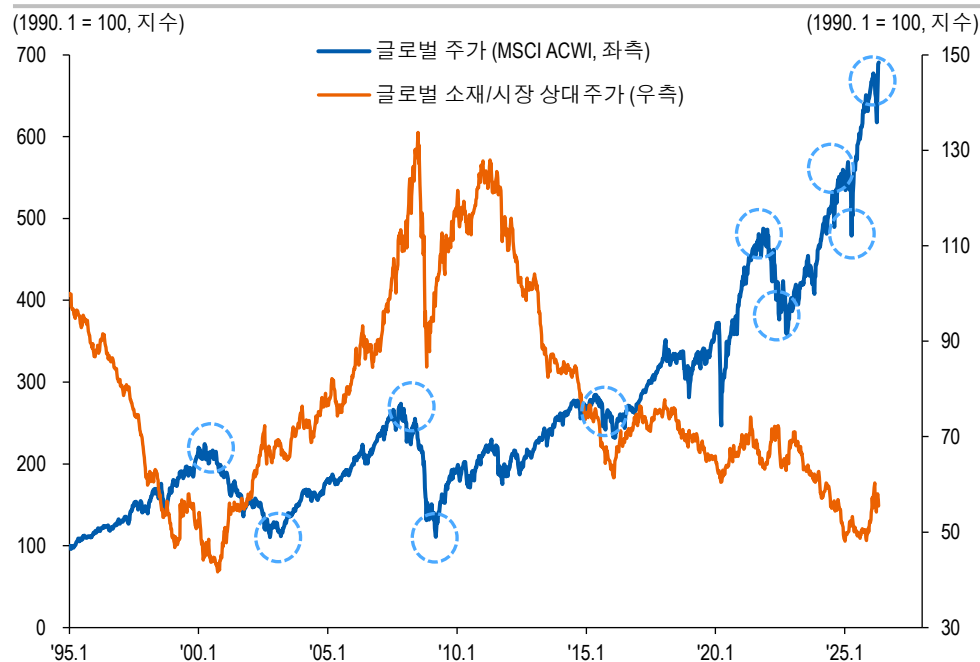
- 국내외 증시 사이클은 대장주 수명과 그 궤를 공유. 즉, 대장주가 죽으면 강세장 사이클이 끝나고, 장세 사이클이 변하면 주도주 리더십 또한 크게 달라진다는 의미
- 실제, 1) 2000년 닷컴 버블 붕괴 당시 증시 충격은 IT(Tech)에서 소재/산업재(시클리컬)로, 2) 2008 ~ 2010년 사이 글로벌 양대 금융위기 관련 파장은 시클리컬에서 재차 IT 대표주 절대/상대 우위로의 주도주 리더십 변화를 촉발
- 결국, 1) AI 기술 혁신 및 AI Capex 슈퍼 사이클이 지속되는 한 글로벌 증시 내 AI 밸류체인의 주도주 리더십은 공고하게 유지될 공산이 크고, 2) AI 밸류체인의 증시 주도권이 지속되는 한 글로벌 증시 강세장 사이클은 하반기에도 추세화될 공산이 크며, 3) 현 강세장 사이클이 지속되는 한 AI 기술 혁신 및 AI Capex 슈퍼 사이클의 본산인 미국 증시를 향한 글로벌 투자가족 관성적 접근은 계속될 개연성이 높으며, 4) 미국 증시의 죽음은 경기침체 및 AI 기술/투자 경쟁의 붕괴 뒤에 현실화될 소지

글로벌(MSCI ACWI) 주가와 IT/시장 상대주가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

글로벌(MSCI ACWI) 주가와 소재/시장 상대주가



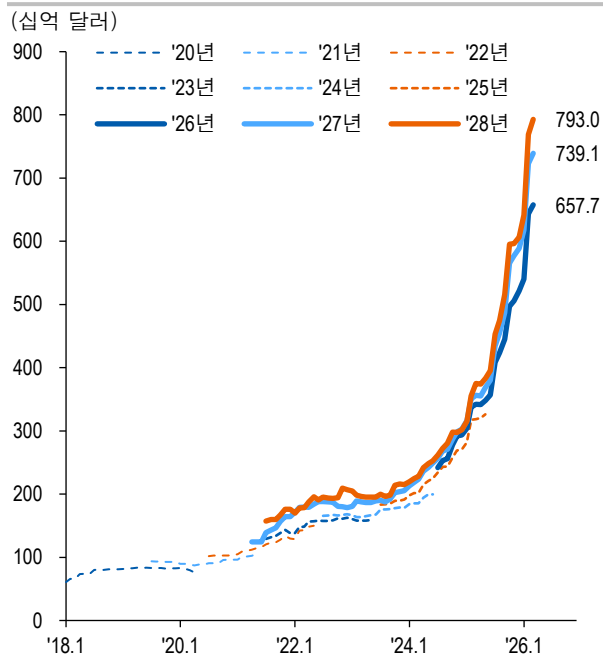
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



미국 내 AI 스케일링 법칙(Scaling Law) 추종자들이 이끄는 글로벌 AI 기술 혁명

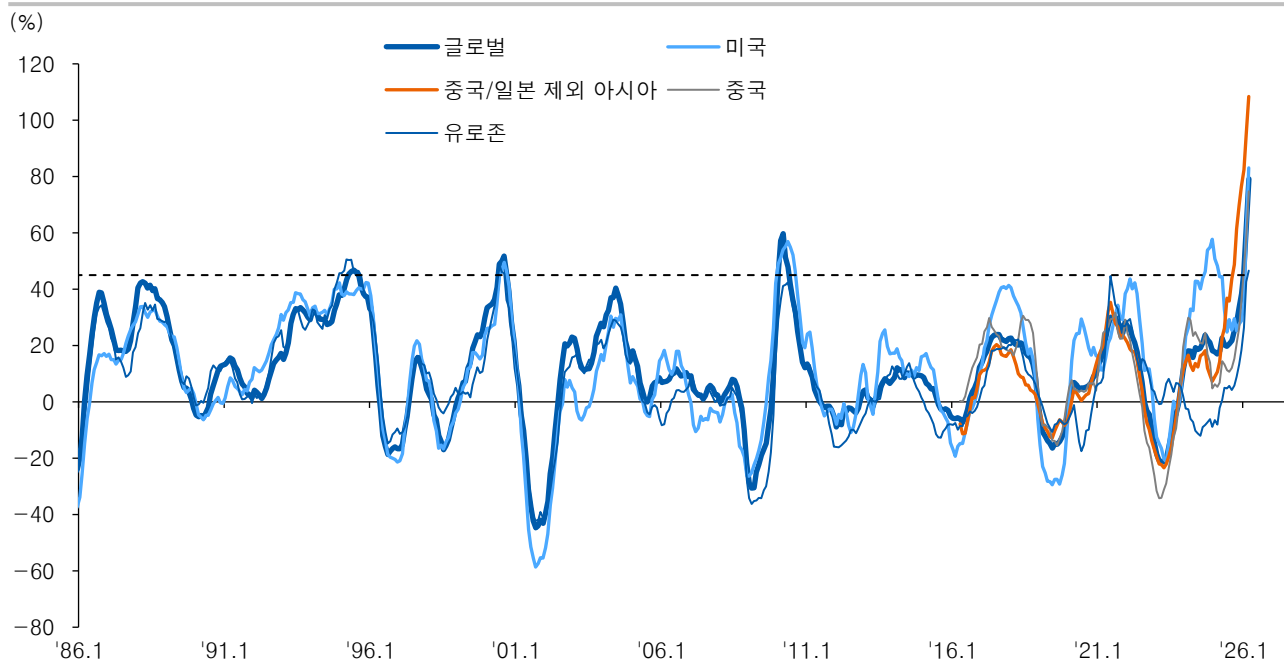
- AI Scaling Law는 LLM을 위시한 AI 모델의 성능이 모델의 크기(파라미터 수), 데이터의 크기, 계산량의 크기(GPU/CPU 등 투입량)에 비례적으로 증가한다는 법칙. 즉, AI 모델을 키우고, 더 많은 데이터를 학습하고, 더 강력한 컴퓨팅 환경을 구축할 수록 AI 성능은 지속적으로 향상되고 기업 이익 역시 비례적으로 상승한다는 논리
- 현재 글로벌 AI 혁명 및 AI Capex 슈퍼 사이클은 미국 내 AI 스케일링 법칙 신봉자(Microsoft, Google, Amazon, Meta, Oracle 등 Big 5 하이퍼스케일러)가 주도
- 1) AI Capex 투자 경쟁 과열, 2) GPU/CPU/HBM/전력망 등 관련 인프라 구축 비용 폭증, 3) 수익화 제한 및 잉여 현금흐름(FCF) 급감에 따른 자본 제약 심화 등이 연쇄화되고 있으나, 미국 AI 혁명의 리더 기업들은 관련 Capex 투자를 기업과 산업의 명운이 달린 사생결단격 투쟁 과정으로 인식
- 미국 주도 AI 기술 혁신 및 Capex 투자 경쟁 영향은 사상 최고 수준의 글로벌 반도체 매출(3M MA, 전년 대비 증감률) 등을 경유해 글로벌 경제/증시 전반으로 확산

미국 Big 5 하이퍼스케일러의 연도별 Capex 변화 추이



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

글로벌 및 주요국 반도체 매출 추이(3M MA): 미국 주도 AI 기술 혁신 및 AI Capex 투자 경쟁 효과가 반도체를 경유해 글로벌 전체로 확산



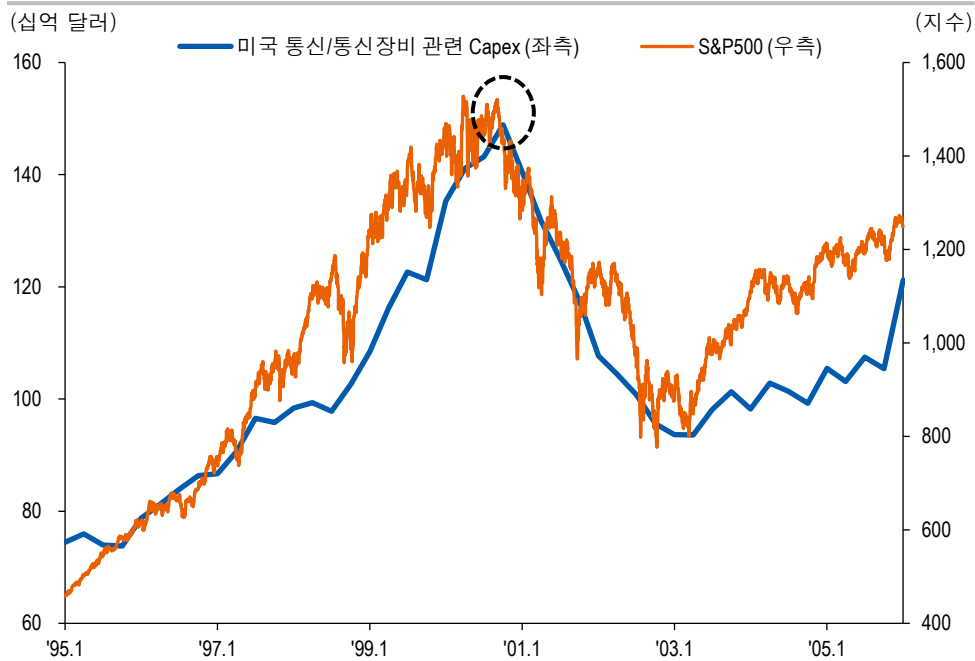
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



1등이 정해지기 전까진 순현금 증가가 지속되는 한, AI 투자 경쟁은 사생결단 형태로 지속

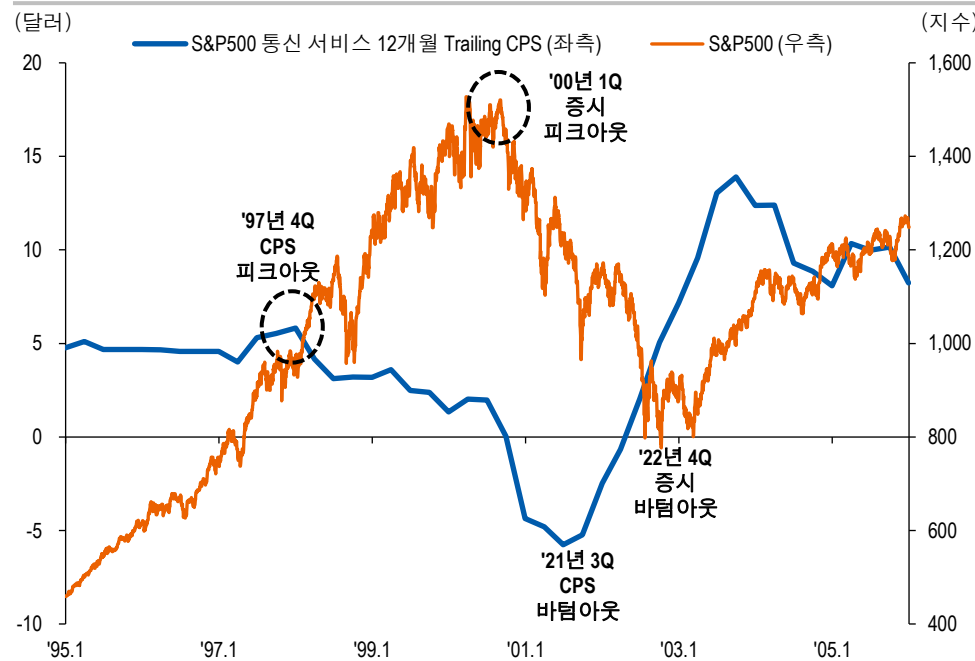
- 궁금한 점은 미국 내 AI 스케일링 법칙의 추종자들이 이끄는 글로벌 AI 혁명 및 AI Capex/인프라 투자 경쟁이 언제까지 이어질 수 있느냐는 것
- 2000년 1Q 닷컴 버블 붕괴는 당시 인터넷/통신 혁명의 주도주였던 미국 통신/통신장비 대표주 Capex 재원인 순현금흐름의 피크아웃 전환 여부가 그 전조로 기능
- 실제 S&P500 통신 서비스 업종 12개월 Trailing CPS(주당 순현금)는 '97년 4Q 피크아웃 전환했고 주가 및 Capex 투자는 이보다 뒤늦은 '00년 1Q부터 폭락. 이후 미국 통신 업종 CPS '21년 3Q 바텀아웃 전환은 '22년 4Q 주가/Capex 바텀아웃을 암시하는 신호탄으로 작용
- AI 혁명의 최종 승자('Winner takes it all')가 판가름 나고 현금흐름이 바닥나기 전까진, AI 산업의 리더들은 사생결단으로 Capex 투자 경쟁을 지속할 개연성이 높음

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 순현금)와 S&P500



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

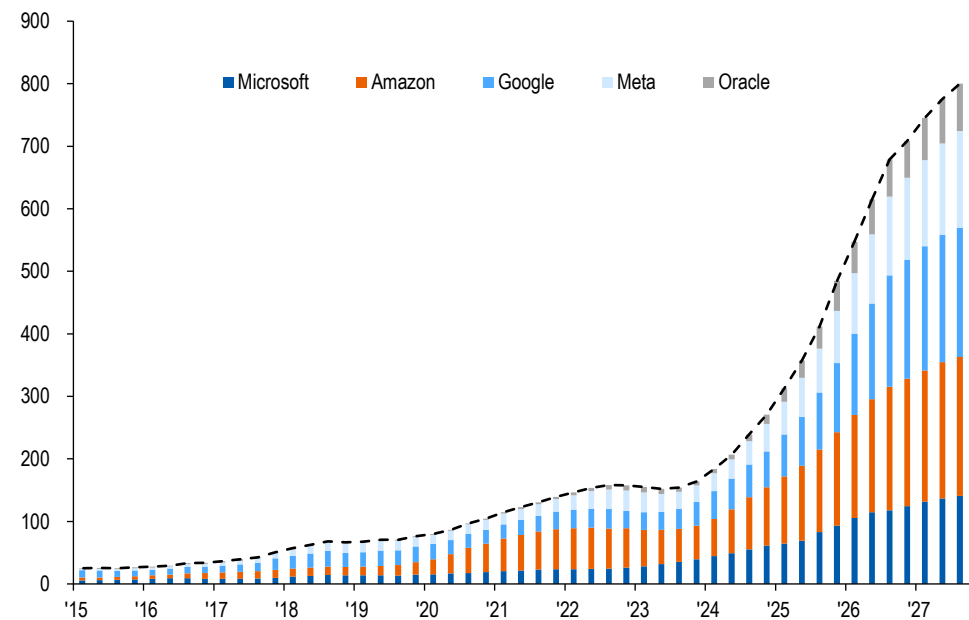


닷컴 버블과는 달리 하이퍼스케일러 순현금흐름과 Capex 모두 중립 이상 기류가 유지

- 2000년 1Q 닷컴 버블 붕괴 직후 과정과는 다르게, 현재 AI/하이퍼스케일 대표 기업의 Capex와 순현금흐름 모두 중립 이상의 긍정적 기류가 지속
- 마이크로소프트, 아마존, 알파벳(구글), 메타, 오라클 등 미국 하이퍼스케일러 Big 5 Capex는 '24년 말 2,391억\$, '25년 말 4,115억\$에서 '26년 말(E) 6,789억\$, '27년 말(E) 8,001억\$로 지속 증가할 전망(Bloomberg 컨센서스)
- Big 5 하이퍼스케일러 잉여 현금흐름(Free Cash Flow)은 '25년 2Q '해방의 날' 관련 매크로 충격과 AI Capex 투자 과열 경쟁을 반영하며 '24년부 피크아웃 전환
- 단, 이는 Capex 자원 확보 방식이 Debt Financing(외부차입)으로 달라진 Oracle과 Amazon에 기인한 바가 크고, 산업 전체적으로 중립 이상의 기류가 지속되고 있으며 '27년부터는 재차 증가 추세로 돌아설 공산이 큼('24년 말 2,393억\$, '25년 말 1,913억\$, '26년 말(E) 602억\$, '27년 말(E) 1,369억\$. Bloomberg 컨센서스)

미국 하이퍼스케일러 Big 5 Capex

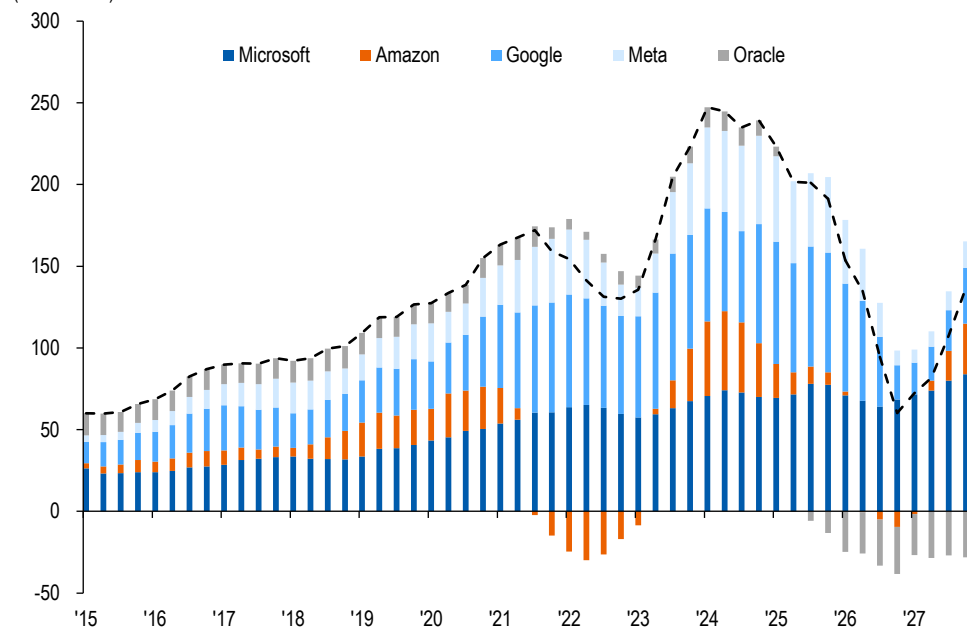
(십억 달러)



참고: '26년 2Q 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 Big 5 Free Cash Flow(잉여 현금흐름)

(십억 달러)



참고: '26년 2Q 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

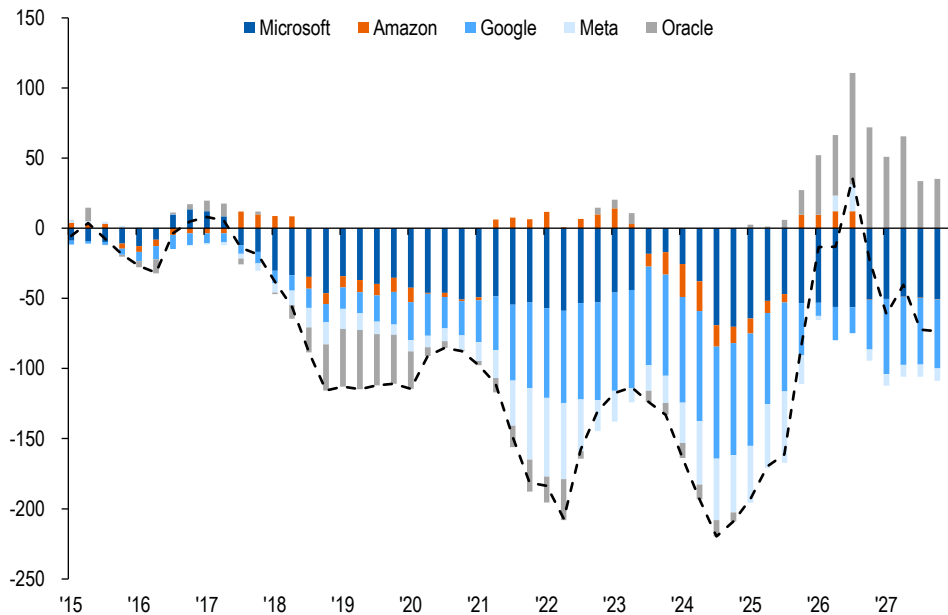


빅테크 및 AI 하이퍼스케일 대표 기업의 내외부 자금조달 제약은 전무한 상황

- 과거 닷컴 버블은 자생적 현금흐름에서 Debt Financing(채권발행 등 외부차입)으로, 이후 Debt Financing에서 Equity Financing(IPO, 유상증자 등)으로의 Capex 자본조달 구조 변화 과정 뒤에 가서야 붕괴. 내부 순현금흐름, Debt Financing, Equity Financing 순으로 실질적 자본조달 비용 및 요구수익률이 상승하기 때문
- '25년 상반기 이전까지의 AI Capex 투자는 Equity Financing과 Debt Financing 없이 내부 현금흐름만으로 전개. '25년 하반기부터 Oracle(부채비율 520%), Amazon(41%), Meta(39%) 중심으로 Debt Financing이 본격화되고 있으나, 여전히 자금조달 제약은 전무한 상황이며 신용위기로의 전염 가능성 역시 지극히 희박
- 미국 Big 5 하이퍼스케일러의 재무 현금흐름(Financing Cash Flow, 마이너스 부호는 안정적 원리금 상환과 요구수익률 이상의 적극적 주주환원을 지시)은 '24년 말 -2,089억\$, '25년 말 -840억\$에서 '26년 말 -226억\$로의 후퇴가 불가피하나, '27년 말에는 재차 -735억\$ 수준으로 개선될 것으로 전망(Bloomberg 컨센서스)
- 양호한 잉여 현금흐름 창출력, 소규모 Debt Financing, 안정적 원리금 상환, 적극적 주주환원 등은 현 AI Capex 투자 경쟁이 아직 버블 단계에 미치지 못했음을 시사

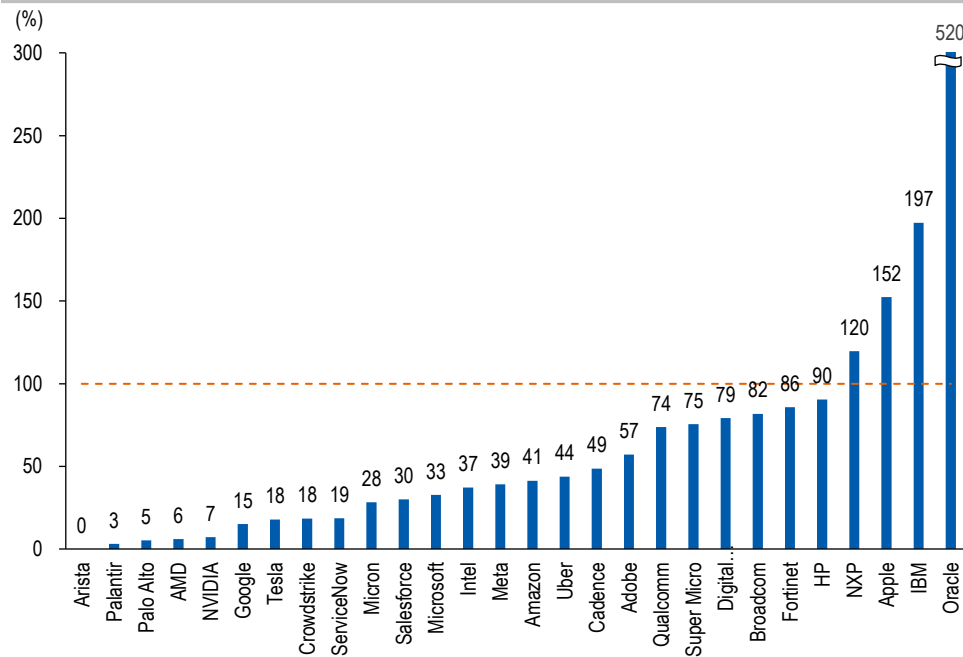
미국 하이퍼스케일러 Big 5 Financing Cash Flow(재무 현금흐름)

(십억 달러)



참고: '26년 2Q 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 AI/하이퍼스케일 대표주 부채비율



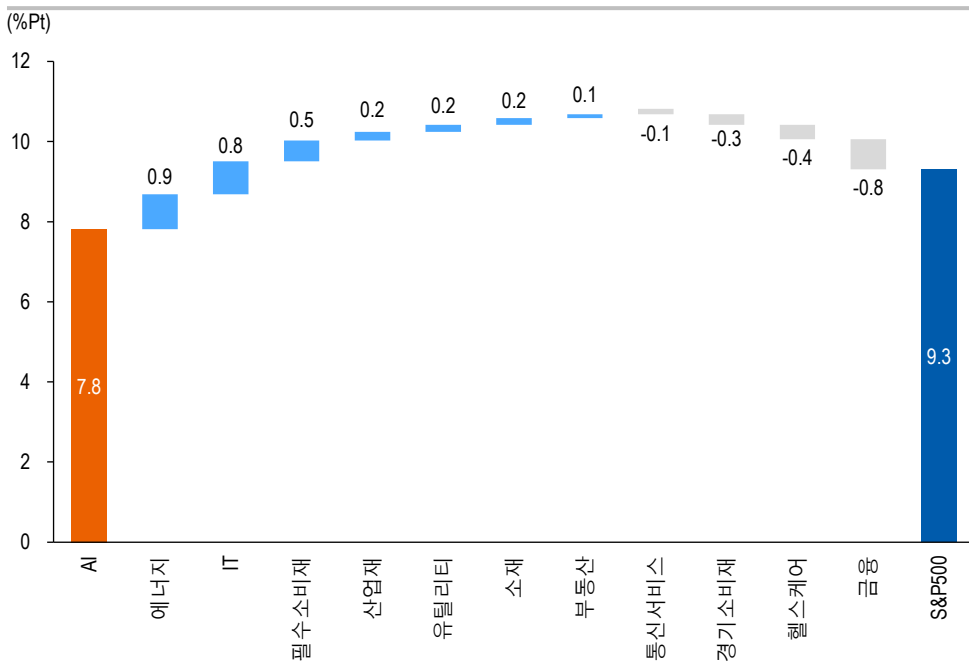
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



S&P500 AI 밸류체인 대표주 PEG는 0.7로 실적 성장성 대비 현격한 저평가

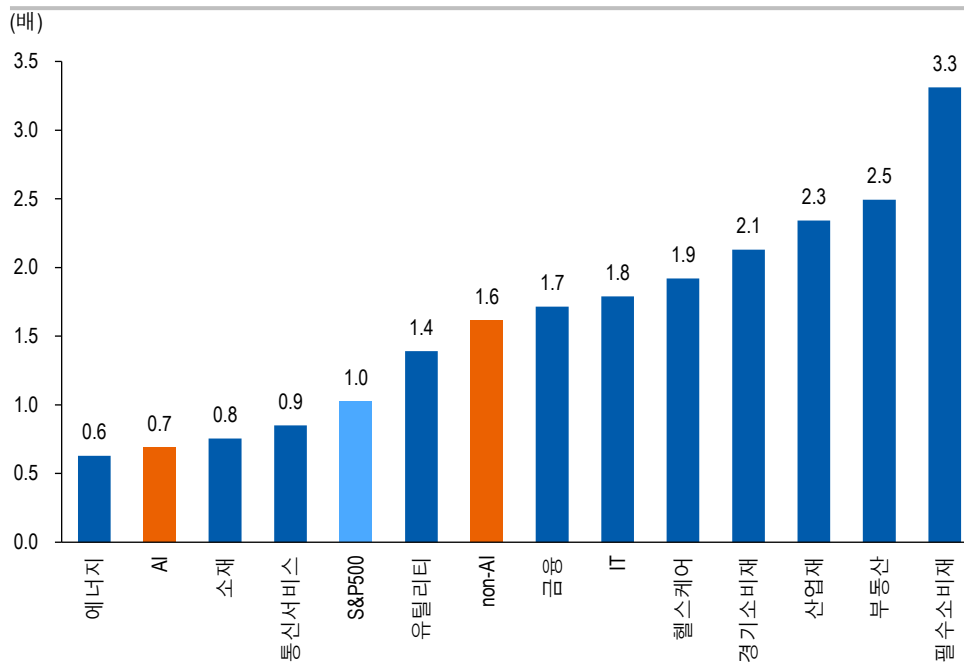
- 5/22일 종가 기준 현재 S&P500 지수는 '26년 연초 이후 +9.3% 상승. AI 밸류체인(S&P500 종목군 중 JP Morgan iDex S&P500 ex AI Index에 속하지 않은 47개 종목을 선별) 관련주는 연초 이후 +7.8% 상승하며 상반기 강세장 사이클 대부분을 설명
- PEG(12개월 선행 P/E ÷ 12개월 선행 EPS 성장률) 렌즈의 신봉자인 피터 린치는 PEG 1.0을 미래 성장성 대비 주가 저평가/고평가의 기준선으로 설정한 바 있고, PEG 0.5 이하 기업을 실적 성장성 대비 주가가 극단적으로 저평가된 적극적 매수대상임을 강조
- 5월 말 현재 S&P500 시장 전체의 12개월 선행 PEG는 1.0으로 Fair Value 수준이나, AI 밸류체인 대표주 PEG는 0.7로 버블 논쟁이 한창인 명목 멀티플 환경과는 달리 미래 실적 성장성 대비론 현격한 저평가 구도가 지속(non-AI 대표주 PEG는 1.6으로 명목 멀티플 저평가 여건과는 달리 실적 성장성 대비론 고평가)

S&P500 주요 섹터별 '26년 연초 이후 추가 상승 기여분



참고: 5/22일 종가 기준 현재. AI 이외 모든 섹터는 AI 관련주 제외
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 주요 섹터별 12개월 예상 PEG



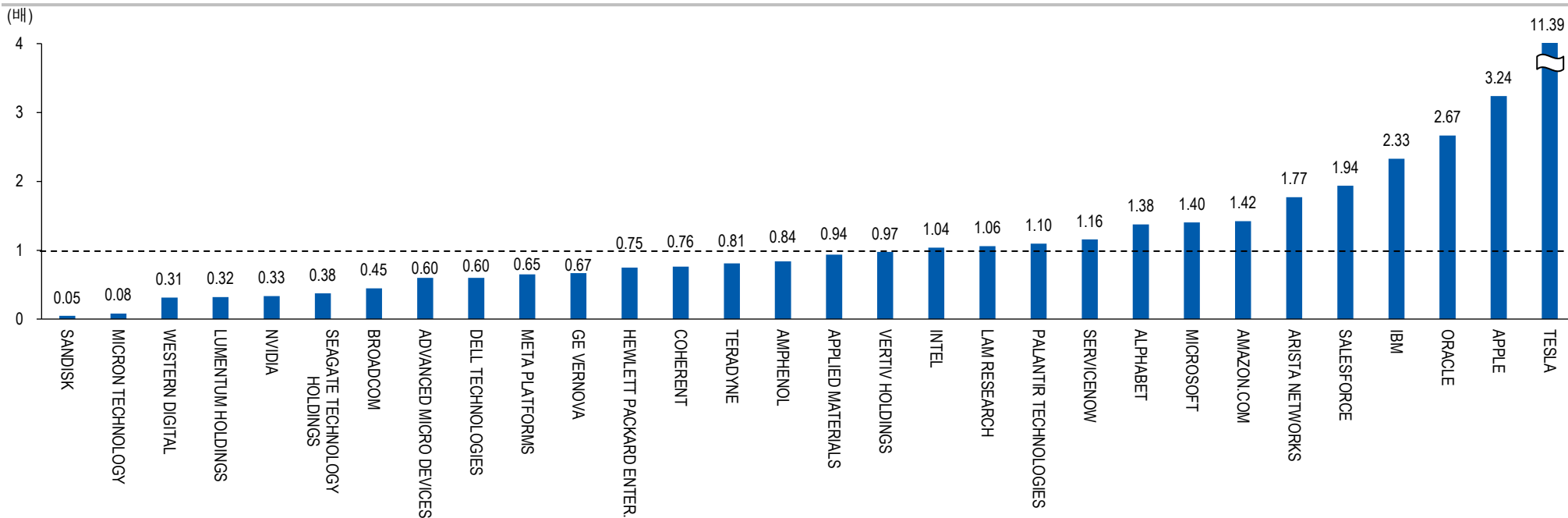
참고: 5/22일 종가 기준 현재. AI 이외 모든 섹터는 AI 관련주 제외
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



미국 AI 밸류체인은 성장/가치주 투자가 모두를 만족시킬 수 있는 양수검장 투자대안

- 5월 말 현재 S&P500 내 AI 밸류체인 대표주 PEG는 대부분 1.0 내외 수준으로 한정
- 중장기 AI 혁명의 지지자(성장주 투자자)와 글로벌 펀더멘탈리스트(가치주 투자자) 모두를 만족시킬 수 있는 양수검장 투자대안이 미국 AI 밸류체인 대표주란 점 역시 하반기 미국 예외주의 리더십 지속 가능성을 역설하는 명징한 긍정요인
- 샌디스크(0.05), 마이크론(0.08), 웨스턴디지털(0.31), NVIDIA(0.33), 브로드컴(0.45) 등은 PEG 0.5 이하로 실적 성장성 대비 현격한 주가 저평가 구도가 지속
- AMD(0.60), Dell(0.60), Meta Platforms(0.65), Coherent(0.76), Amphenol(0.84), Vertiv(0.97) 역시 PEG 1.0를 밑도는 Under Value 주가 수준
- Intel(1.04), 팔란티어(1.10), 서비스나우(1.16), 알파벳(1.38), 마이크로소프트(1.40), 아마존(1.42) 등은 PEG 1.0 어귀의 Fair Value 수준의 주가가 형성

S&P500 내 AI 밸류체인 대표주 12개월 예상 PEG



참고: 5/22일 종가 기준 현재

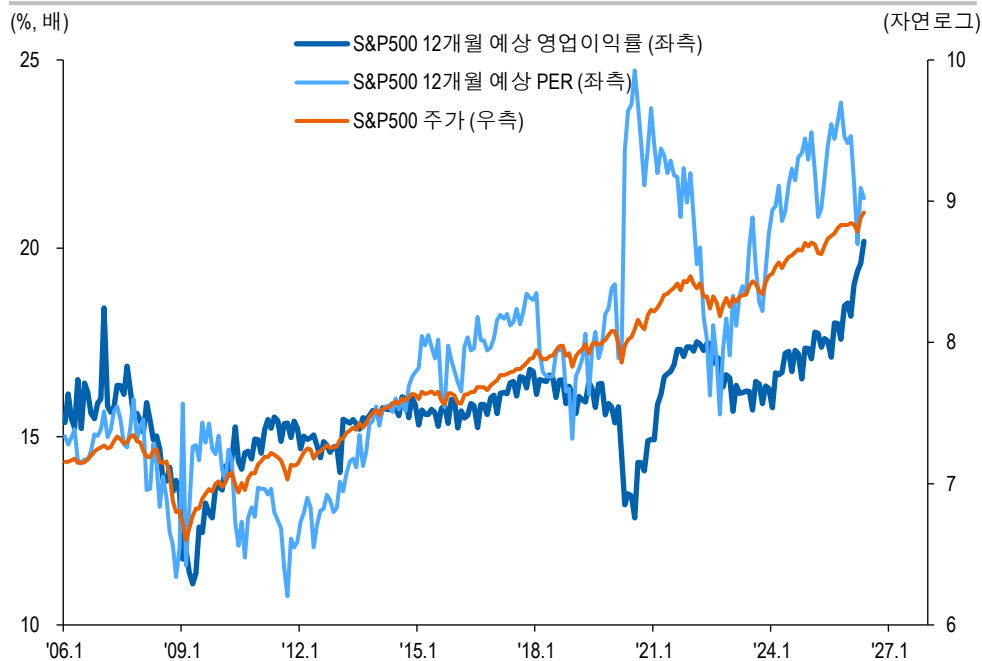
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



영업이익률 추세적 상승 국면에선 高 PER 보유 & 低 PER 매수가 Winning Strategy

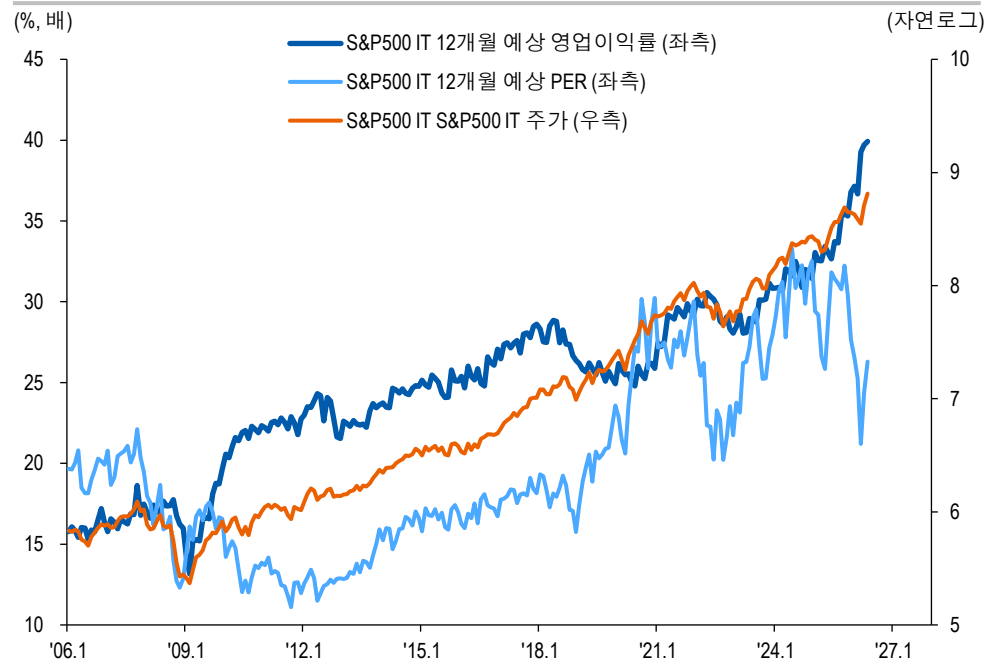
- AI/반도체 대표주 및 핵심 성장주 주가/멀티플 경로는 영업이익률 변화에 절대적으로 연동. 관련 맥락에 따라 경우, 현 미국 증시 및 AI 밸류체인 대표주 주가/멀티플 환경은 여전히 Fair Value 이하 수준으로 제한. 하반기 AI 밸류체인 대표주 주도 실적 성장이 미국 증시 추가 도약을 이끄는 핵심 견인차가 될 것이라 판단하는 이유
- S&P500 12개월 예상 영업이익률은 5월 말 현재 사상 최고치인 20.2% 수준까지 속등했으나, 12개월 선행 P/E는 전고점('25년 10월 말) 23.9배를 크게 밑도는 21.3배 수준에 불과. S&P500 IT섹터 12개월 예상 영업이익률은 39.9%의 파죽지세격 상승세가 지속 중이나, 12개월 선행 P/E는 26.3배 수준으로 제한
- 1) 영업이익률 추세적 상승 국면에선 주도주 리더십 및 주가 상승 추세는 흔들림없이 지속되고, 2) 영업이익률 환경의 구조적 변화가 나타날 경우엔 멀티플 리레이팅 효과가 추가 가세했으며, 3) 영업이익률이 절대적으로 낮거나 박스권 등락을 반복하는 구간에선 高 PER 매수 & 低 PER 매도가, 영업이익률 고원지대 진입시엔 실적 쇼크 연쇄화 및 영업이익률 피크아웃 추세 전환 이전까진 高 PER 보유 & 低 PER 매수로 Winning Strategy가 변화

S&P500 주가와 12개월 선행 영업이익률 및 P/E



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 IT 섹터 주가와 12개월 선행 영업이익률 및 P/E



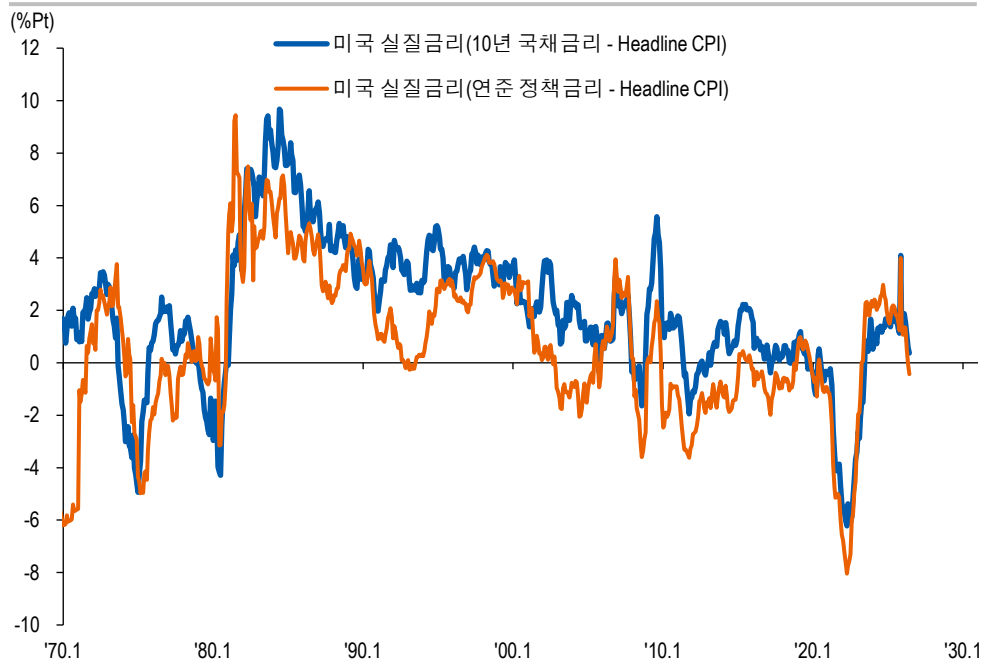
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



AI 대표주 이익 성장과 연준 금리인하간 결합으로 현 멀티플 부담은 빠르게 완화될 전망

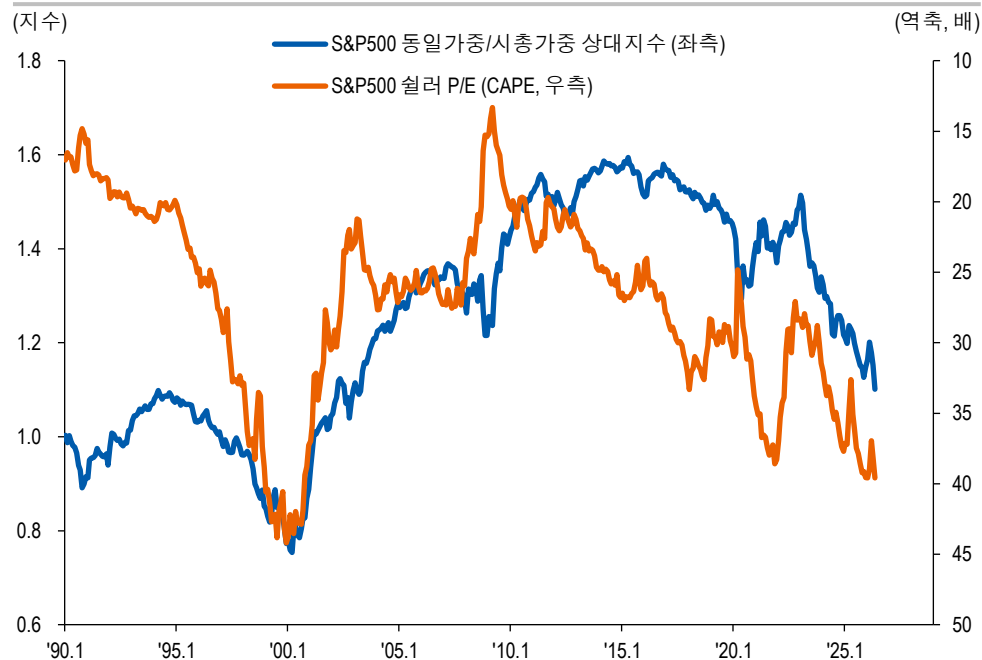
- 상승일로의 명목금리와는 달리, 실질금리는 하향 안정화 기류가 지속. 5월 말 현재 미 10년 국채금리 유래 실질금리(5월 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 예상 Headline CPI 4.18% 적용시)는 0.38%, 연준 실질 정책금리는 -0.43%
- 유안타증권은 하반기 2회 이하의 연준 금리인하를 예상. 1) 보수적 물가 전망을 전제할 경우엔 12월 FOMC 중 1회(25Bp), 2) Trimmed Mean PCE로의 물가 프레임워크 변화, 상품/에너지 물가 리스크 조기 진화, 서비스 물가 Disinflation 추세화 등이 전제될 경우엔 9~10월, 12월 총 2회(50Bp) 금리인하가 가능할 전망
- 5월 말 현재 S&P500 쉐어 P/E(CAPE)는 39.6배로 닷컴 버블('99년 12월) 당시 고점인 44.2배에 근접. 단, AI 밸류체인 대표주의 폭발적 실적 성장과 3Q 물가 피크아웃 전환 이후 연준 금리인하간 결합은 실질금리 추가 하향 안정화를 경유해 하반기 미국 증시 추가 도약 및 주도주 멀티플 부담 완화로 반영될 개연성이 높음

미국 실질금리(10년 국채금리 유래 실질금리 및 연준 실질 정책금리)



참고: 5월 Headline CPI는 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 추정치 4.18%를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 동일가중/시총가중 상대지수와 쉐어 P/E(CAPE)

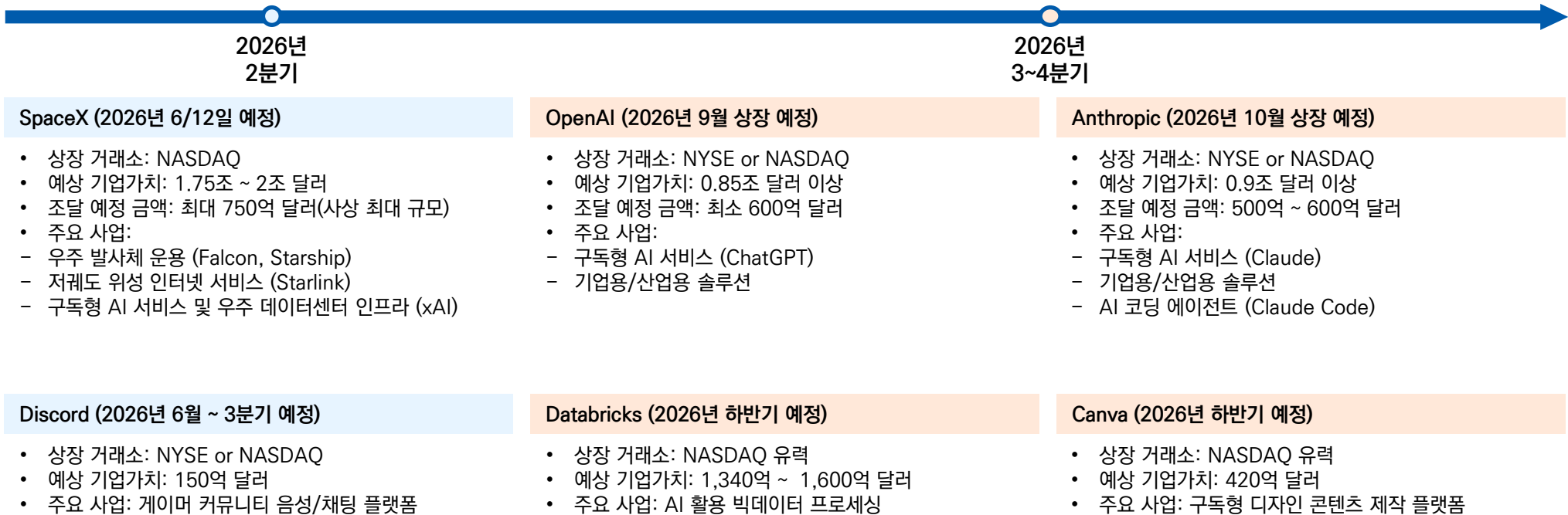


참고: 5월 Headline CPI는 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 추정치 4.18%를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 AI 밸류체인 관련 초대형 IPO 가세로 미국 예외주의 리더십은 추가 강화

- 하반기 AI 밸류체인 관련 초대형 IPO 가세로 미국 예외주의 리더십은 한층 더 강화될 소지가 다분
- 1) 6/12일 SpaceX가 NASDAQ에 상장 예정. IPO 금액은 사상 최대 규모인 750억\$에 달할 전망이다며 예상 기업가치는 2조\$대로 추정. 2) 2~3분기 중 Discord 상장 예정. 예상 기업가치는 150억\$로 추정. 3) 9월 중 OpenAI가 상장 예정. IPO 예정 금액은 최소 600억\$ 이상이며 예상 기업가치는 0.85조\$대로 추정. 4) 하반기 중 Databricks(예상 기업가치 1,600억\$로 추정)와 Canva(예상 기업가치 420억\$로 추정)가 상장 예정. 5) 10월 Anthropic이 상장 예정. IPO 금액은 600억\$이며 예상 기업가치는 0.9조\$ 이상으로 추정





초대형 IPO 영향은 기존 AI 대표주 수급 구축효과보단 낙수효과 형태로 발현될 것

- 시장 일각에선 하반기 초대형 IPO가 기존 AI 밸류체인 대표주에 대한 수급/유동성 블랙홀 유발과 증시 조정 및 버블 붕괴의 트리거가 될 것이란 우려를 제기
- 종전 AI 밸류체인 대표주에 집중됐던 시장 투자가의 이목과 수급력은 IPO 이후 SpaceX, OpenAI, 엔트로픽 등으로 상당 수준 분산될 개연성이 높은 것이 사실
- 단, 1) SpaceX, OpenAI, 엔트로픽 등의 하반기 IPO 대상 기업은 미래 혁신기술 및 AI 혁명 관련 글로벌/미국 No.1 대표 기업이며, 2) 수급력 이동은 구축효과가 아닌 AI 밸류체인 내 기업간 옥석 가리기 대체효과 성격이 짙은 바, 증시 조정의 단초로 기능할 가능성은 제한된 가운데, 3) 전 지구적 이목이 집중된 핵심기업의 가세로 글로벌 투자가의 추가 유입 및 종전 AI 밸류체인 대표주로의 수급 낙수효과(종전 대표주 수급 블랙홀 발생시 Bottom-fishing 대기자금 추가 유입) 발현 여지가 보다 클 수 있다는 점을 주목할 필요
- 과거 글로벌 초대형 IPO 이후 상장국 증시 투자성과는 수급 대체/구축효과 관련 부정적 영향보단 시장 광목상대 및 수급 낙수효과 영향이 압도적으로 컸음을 방증

글로벌 초대형 IPO 이후 해당 상장 증시 기간 등락률

구분	IPO 일 (상장 시장)	IPO 규모 (십억 달러)	초대형 IPO 이후 상장 시장 등락률 (%)			
			+3M	+6M	+9M	+12M
Aramco	2019년 12월 11일 (사우디 Tadawul 거래소)	26	-5	-8	0	10
Alibaba	2014년 9월 19일 (뉴욕증권거래소)	22	32	51	119	38
SoftBank	2018년 12월 19일 (도쿄증권거래소)	21	-1	-2	0	10
NTT DOCOMO	1998년 10월 22일 (도쿄증권거래소)	18	-2	17	30	23
Visa	2008년 3월 19일 (뉴욕증권거래소)	18	2	-6	-34	-43
AIA Group	2010년 10월 29일 (홍콩증권거래소)	18	3	-1	-8	-22
Enel	1999년 11월 2일 (밀라노증권거래소)	17	22	36	29	26
Facebook	2012년 5월 18일 (나스닥)	16	8	5	16	25
GM	2010년 11월 18일 (뉴욕증권거래소)	16	13	13	0	7
ICBC	2006년 10월 27일 (상하이 및 홍콩증권거래소)	14	54	102	118	237
Average			13	21	27	31
Median			6	9	8	17

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 미국 투자전략 초점: ② 12월 FOMC 1회 금리인하 가능성에 무게

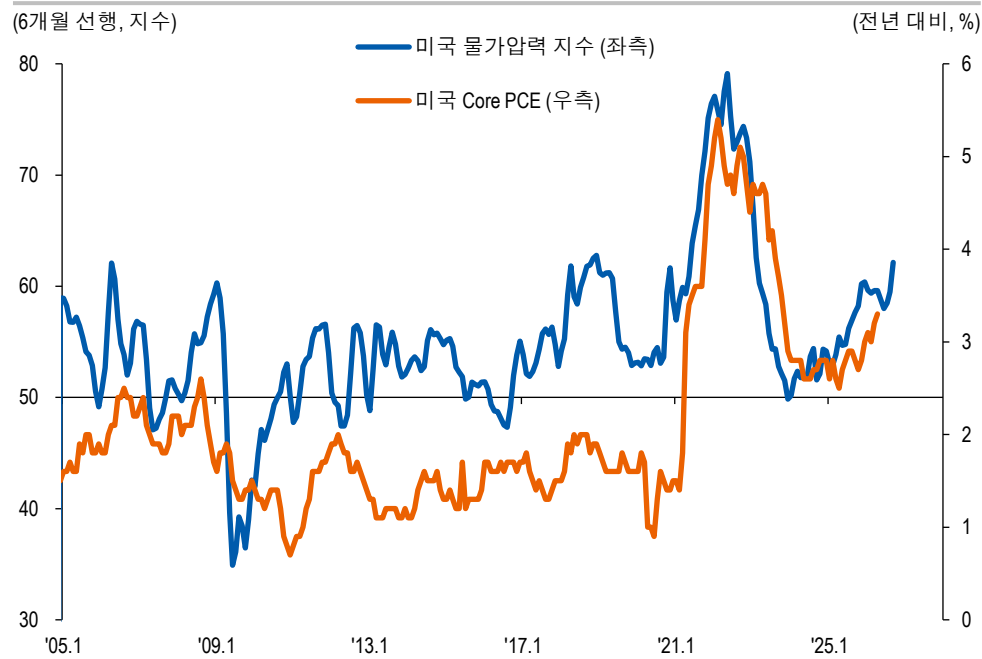
- '25년 말 60\$대(WTI 57.3\$, Brent 61.4\$, Dubai 60.9\$)에 불과했던 국제유가가 5월 말 현재 100\$ 이상으로 속등(WTI 100.4\$, Brent 116.7\$, Dubai 101.1\$)
- 통상, WTI 유가는 미국 제조업 물가압력 지수(ISM 제조업 지수 내 공급자 인도 지수와 가격 지불 지수의 평균으로 산출) 변화에 3개월여 선행. 국제유가 상승이 내부 리테일 가솔린 가격의 즉각적 상승을 경유해 상품 및 제조업 관련 물가의 점진적/추세적 상승으로 확산되는 형태인 것
- 관련 아이디어를 확장해 Core PCE 디플레이터(전년 대비)에 6개월 가량 선행하는 미국 물가압력 지수(제조업 물가압력 25%, 비제조업 75%로 가중평균)를 도출. 현재 미국 물가압력 지수는 적어도 3분기 말까진 Core PCE 물가 상승이 불가피할 수 있음을 시사

미국 제조업 물가압력 지수와 WTI 유가



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

미국 물가압력 지수와 Core PCE 디플레이터



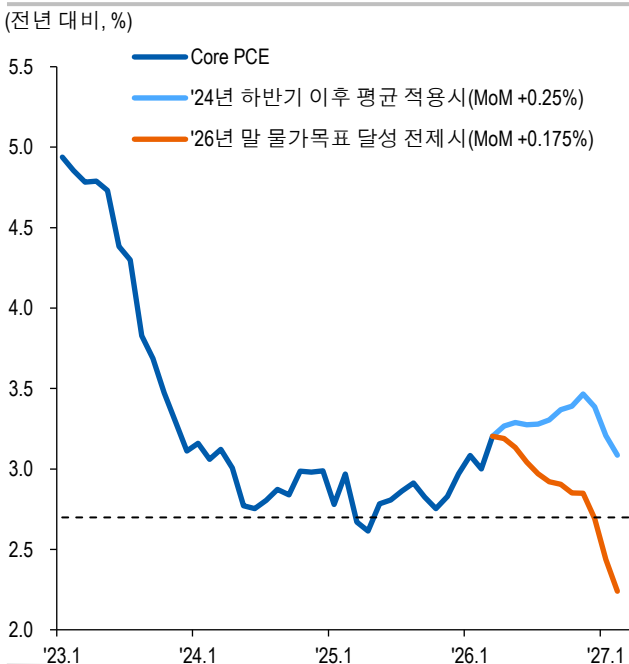
참고: 미국 물가압력 지수는 ISM 제조업 지수 유래 제조업 물가압력 지수를 25%, ISM 비제조업 지수 유래 서비스 물가압력 지수를 75% 가중평균해 산출
 자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



3%대 Core PCE 물가 환경에선 경기침체 현실화가 아니고선 연내 금리인하는 불가능

- Core PCE(3월 YoY 3.2%) 물가가 '26년 말 연준의 YoY 2.7% 목표에 도달하기 위해선 4월 이후 MoM 평균 +0.175%(3월 MoM +0.29%, 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 예상 MoM 4월 +0.29%, 5월 +0.27%)로 인플레이션 압력이 크게 완화될 필요. 현재로서는 '26년 물가 목표 달성이 요원하다 판단하는 이유
- 연준 정책금리/적정금리 추정 방법론 가운데 최근 통화정책 변화를 가장 잘 설명하고 예측력이 높았던 것은 Balanced-approach Shortfalls Rule(이하 BSR)
- BSR 적정금리 예상 = Lr 실질 정책금리 전망 + 향후 1년 Core PCE 전망 + 0.5(향후 1년 Core PCE 전망 - Lr 물가 목표) + 2Min{(Lr 실업률 전망 - 현재 실업률), 0}
- BSR 모델에 따를 경우, 실업률 4.7% 이상으로의 경기/고용 리스크 전면화가 아니고선 현 3%대 Core PCE 물가 수준에선 실제 '26년 연준 금리인하는 불가능. 당분간 연준 정책 초점은 경기/고용보단 물가 변수에 집중될 공산이 크고, 인플레이션 피크아웃 이전까진 대단히 매파적 행보를 지속할 개연성이 높다 판단하는 이유

Core PCE 물가와 MoM% 레벨별 시뮬레이션



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Balanced-approach (Shortfalls) Rule 연준 정책금리 예상 모델

구분 (%)	실업률									
	4.0	4.1	4.2	4.3(4월)	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	
Core PCE (YoY)	2.0	3.10	3.10	3.10	2.90	2.70	2.50	2.30	2.10	1.90
	2.1	3.25	3.25	3.25	3.05	2.85	2.65	2.45	2.25	2.05
	2.2	3.40	3.40	3.40	3.20	3.00	2.80	2.60	2.40	2.20
	2.3	3.55	3.55	3.55	3.35	3.15	2.95	2.75	2.55	2.35
	2.4	3.70	3.70	3.70	3.50	3.30	3.10	2.90	2.70	2.50
	2.5	3.85	3.85	3.85	3.65	3.45	3.25	3.05	2.85	2.65
	2.6	4.00	4.00	4.00	3.80	3.60	3.40	3.20	3.00	2.80
	2.7	4.15	4.15	4.15	3.95	3.75	3.55	3.35	3.15	2.95
	2.8	4.30	4.30	4.30	4.10	3.90	3.70	3.50	3.30	3.10
	2.9	4.45	4.45	4.45	4.25	4.05	3.85	3.65	3.45	3.25
	3.0	4.60	4.60	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80	3.60	3.40
	3.1	4.75	4.75	4.75	4.55	4.35	4.15	3.95	3.75	3.55
3.2(3월)	4.90	4.90	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10	3.90	3.70	
3.3(4월 E)	5.05	5.05	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25	4.05	3.85	

참고: Monetary Policy Report June 2025

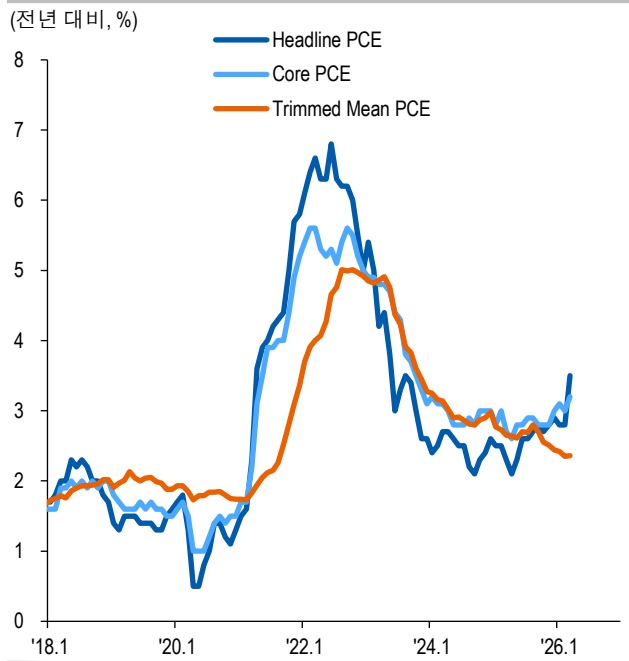
자료: Fed, 유안타증권 리서치센터



케빈 워시는 Core PCE에서 Trimmed Mean PCE로의 물가 프레임워크 변화를 예고

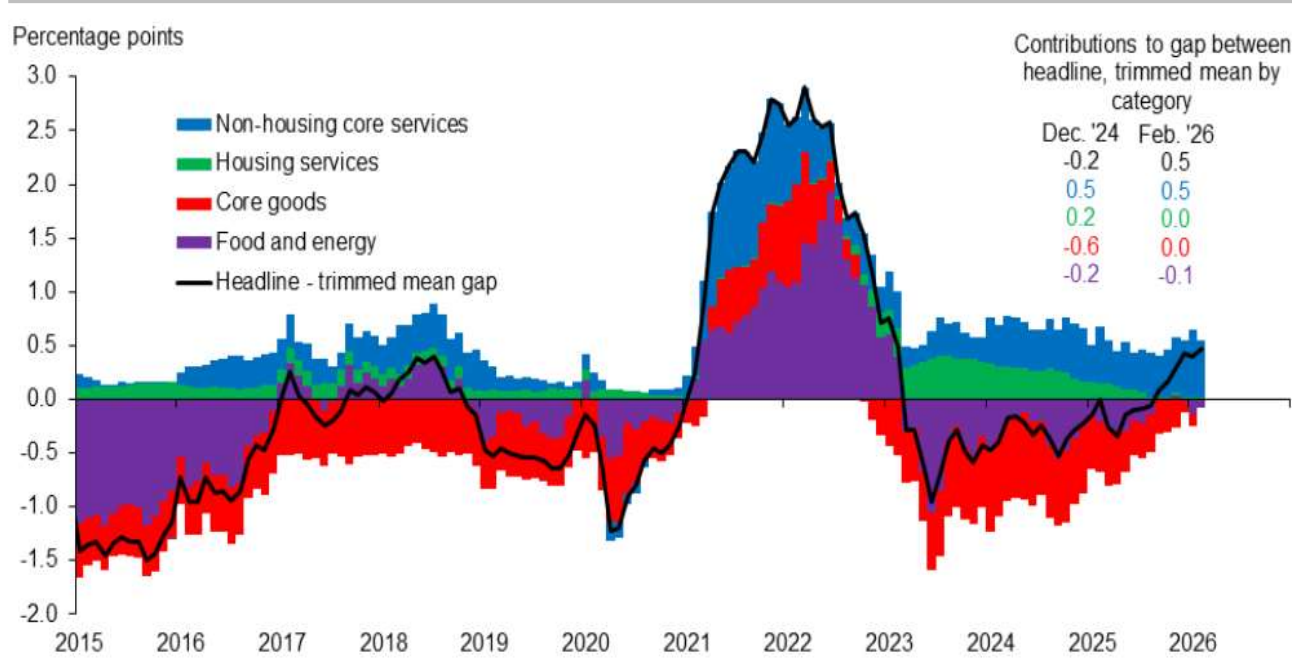
- 케빈 워시는 4/21일 상원 인사 청문회에서, 1) 연준 정책 프레임워크의 대대적 개편을 예고하며, 2) 현재의 Headline/Core PCE로 획일화된 물가 측정 지표들이 유연하고 다변화된 인플레이션 해석/판단을 크게 제한하는 바, 3) AI발 생산성 혁신, 관세 압력, 지정학적(유가) 충격 등이 혼재된 현 거시 환경에선 상하방 극단치를 배제하는 Trimmed Mean PCE(물가 조사대상 품목 중 상위 31%, 하위 24% 절사평균)를 적극 활용해 기저의 펀더멘탈 변화에 대응하는 것이 타당함을 역설
- 실제, 이란 전쟁 발발 영향으로 Headline PCE(전년 대비)는 2월 2.8%에서 3월 3.5%, Core PCE는 2월 3.0%에서 3월 3.2%로 급등했으나, 달러스 연준 Trimmed Mean PCE는 2월 2.35%와 크게 다른없는 3월 2.36%의 안정적 흐름이 지속
- 이에 대해 달러스 연준은, 1) 이란 전쟁 관련 유가 충격은 적극적 사주경계가 필요한 것은 사실이나, 2) Headline PCE와 Trimmed Mean PCE간 최근 괴리는 추세화 가능성이 제한된 핵심 상품물가의 일시적 상승에 기인한 바가 크고, 3) 핵심(또는 서비스) 물가 구성은 여전히 Disinflation 추세화 가능성을 지지하는 것으로 평가

Headline/Core PCE vs 달러스 연준 Trimmed Mean PCE



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Headline PCE와 달러스 연준 Trimmed Mean PCE와의 차이 분석



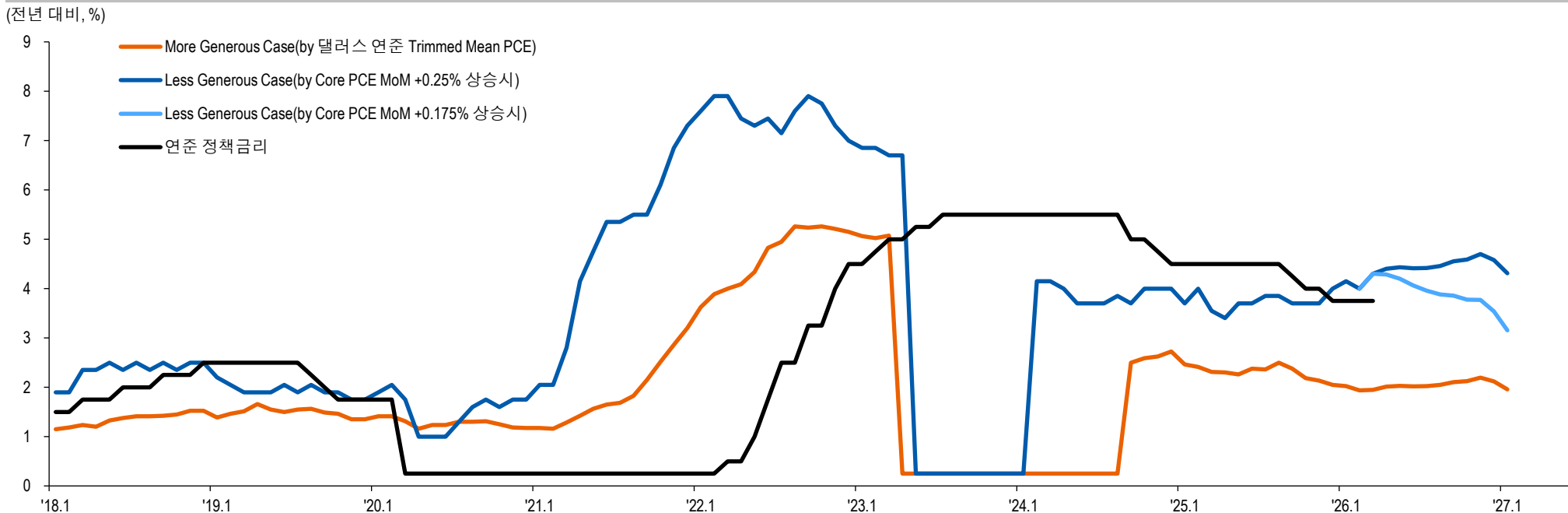
자료: Dallas Fed



케빈 워시 X 제임스 블라드: Trimmed Mean PCE로 보면 아직 금리인하의 길은 열려 있다

- 전술한 바와 같이 Core PCE 디플레이터로 보면 하반기 유의미한 물가 피크아웃 없이는 연내 연준 금리인하는 실제 불가능에 가까운 것이 사실. 단, 케빈 워시가 선호하는 델러스 연준 Trimmed Mean PCE로 보면 여전히 하반기 1회 이상의 연준 금리인하의 길은 열려 있는 것으로 판단
- 제임스 블라드(前 세인트루이스 연준 총재)가 '22년 11월 제시했던 테일러 룰 변용 연준 정책금리 적정 밴드 논문('Getting into the Zone')을 주목할 필요
- 1) 인플레이션 급등 환경에선 정책금리를 적정 수준('the Zone')까지 초기에 빠르게 올려야 하고(Front-loading), 2) 'the Zone'은 기대인플레이션을 억제하고 물가 통제가 가능한 충분히 높은 수준의 정책금리 구간에 해당하며, 3) 'the Zone'의 상단은 Core PCE, 하단은 델러스 연준의 Trimmed Mean PCE로 설정
- 현재 연준 정책금리는 제임스 블라드가 주장했던 충분히 긴축적이며 인플레 파이팅이 가능한 'the Zone' 안에 자리. 금리인상으로의 Pivot 가능성이 제한되는 이유. 케빈 워시가 선호하는 Trimmed Mean PCE로 보면 추가 금리인하 여지는 존재. 하반기 물가 피크아웃 전환 이후 1회 수준의 보험성 금리인하를 기대할 수 있는 이유

제임스 블라드가 2022년 11월 논문으로 제시한 테일러 룰 변용 연준 정책금리 적정 밴드(the Zone)



참고: 'Getting into the Zone', James Bullard(2022.11)
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



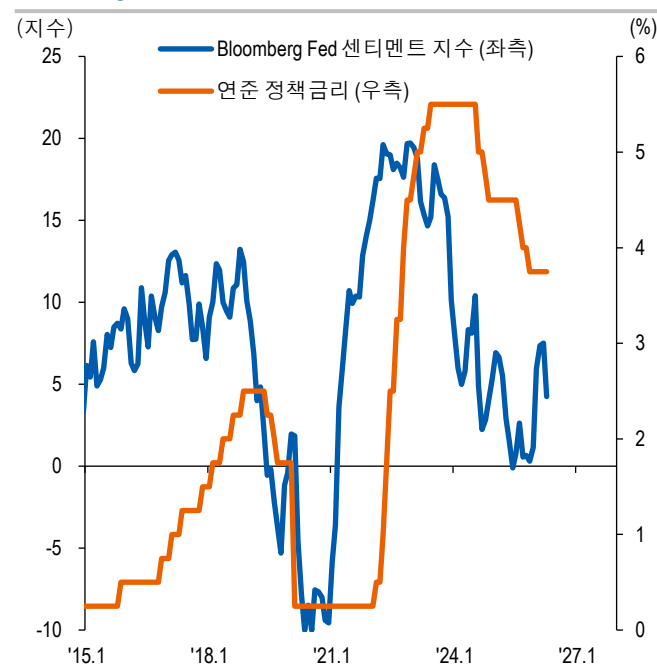
케빈 워시 체제하 FOMC 투표권자 구성은 파월 시절보다 비둘기적 색채가 강화

- 5/23일 이후 케빈 워시 의장 체제하 연준의 FOMC 투표권자 구성은 전임 파월 의장 시절보다 비둘기적 색채가 한층 더 강화되는 것으로 평가
- ChatGPT/제미나이/클로드 3종의 AI 서비스를 활용해 투표권자별 최근 연설, 인터뷰, 기고문 등(하기한 테이블 내 하이퍼링크 참고)으로 통화정책 성향을 진단
- 총 12인의 Voting Member 가운데, 1) 비둘기파(Dove)는 케빈 워시, 미셸 보우만, 크리스토퍼 월러, 앤나 폴슨 등 총 4명, 2) 중도파(Neutral)는 제롬 파월, 리사 쿡, 필립 제퍼슨, 마이클 바, 존 윌리엄스, 닐 카시카리 등 총 6명, 3) 매파(Hawk)는 베스 해맥, 로리 로건 등 2인이 해당
- 당분간 연준 구성원은 물가 피크아웃 확인 이전까진 선부른 금리인하 기대를 차단하는데 주력할 것이나, 이는 이미 시장이 상수로 평가 중인 선반영 부정요인에 해당. 인플레이 정점통과 시점이 가까워질 수록 중도파의 시각선회가 더해져 연준의 Dovish Surprise 기대는 상승. 이는 시장이 충분히 반영치 못한 미반영 긍정요인에 해당

'26년 연준 FOMC 투표권자 구성(총 12인)

구분	이름	역할	정책 성향(최근 동향)
연준 이사회(7인)	Jerome Powell	의장(~5/23일) → 이사('28년 1/31일)	Neutral
	Stephen Miran → Warsh(5/23일~)	이사(Miran) → 의장(Warsh)	Dove
	Michelle Bowman	이사	Dove
	Lisa Cook	이사	Neutral
	Philip Jefferson	이사	Neutral
	Michael Barr	이사	Neutral
	Chris Waller	이사	Dove
뉴욕 연준 총재(상시)	John Williams	New York 연은 총재	Neutral
	Beth Hammack	Cleveland 연은 총재	Hawk
	Neel Kashkari	Minneapolis 연은 총재	Neutral
	Lorie Logan	Dallas 연은 총재	Hawk
투표권 보유 지역 연은 총재(4인)	Anna Paulson	Philadelphia 연은 총재	Dove
	Thomas Barkin	Richmond 연은 총재	Neutral
	Cheryl Venable (interim)	Atlanta 연은 총재	Hawk
	Mary Daly	San Francisco 연은 총재	Dove
투표권 미보유 지역 연은 총재(7인)	Susan Collins	Boston 연은 총재	Hawk
	Austan Goolsbee	Chicago 연은 총재	Hawk
	Alberto Musalem	St. Louis 연은 총재	Hawk
	Jeffrey Schmid	Kansas City 연은 총재	Hawk

Bloomberg Fed Sentiment 지수와 연준 정책금리



참고: 하이퍼링크는 연준 각 구성원별 최근 발언 및 동향
자료: FRB, Bloomberg, BCA Research, 유안타증권 리서치센터

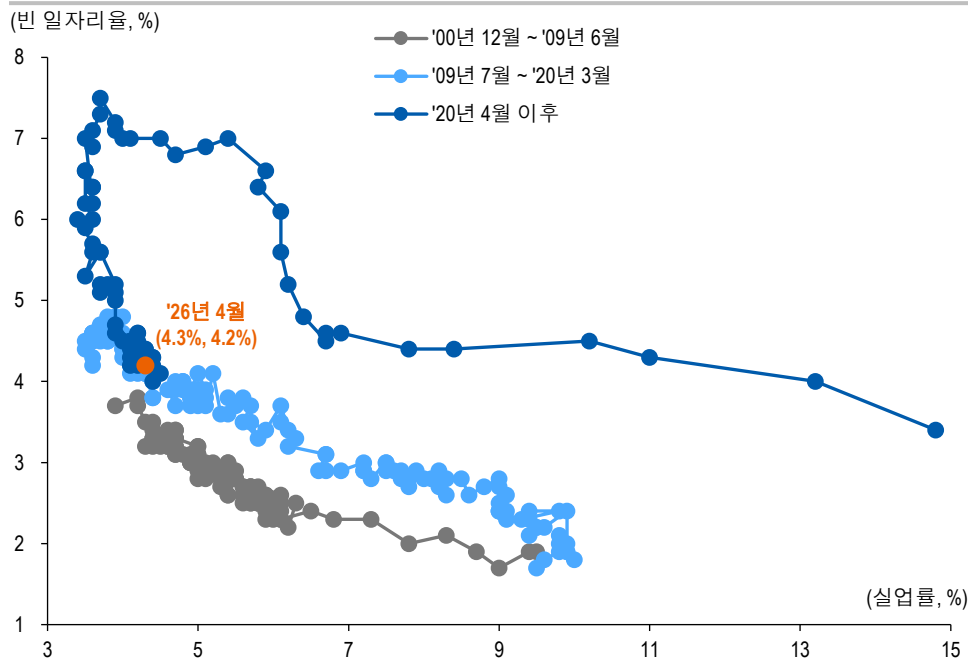
참고: Bloomberg Fed Sentiment 지수 상승은 Hawkish 통화정책 스탠스를 반영
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



연준은 당장엔 관세/유가 지정학 충격이 고민이지만, 추세적으로 고용시장 하방 위험이 문제

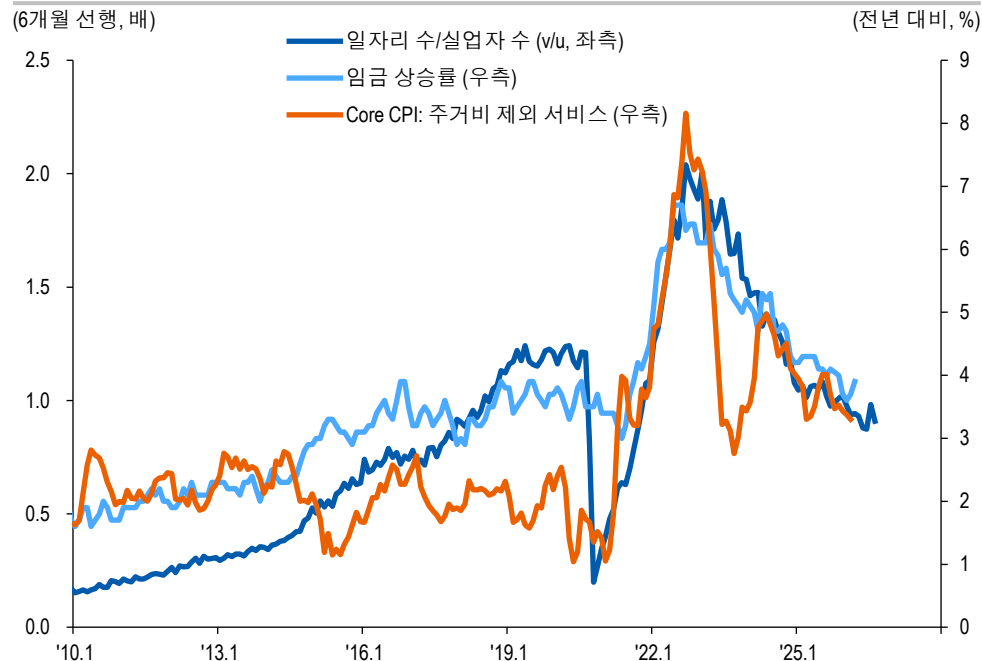
- 연준은 단기 및 순환적으로 관세/유가 등 지정학적 물가 충격이 고민이지만, 중장기 및 추세적으로 고용시장 다운 사이드 리스크 방어가 더 큰 고민거리해 해당
- 구인율(Vacancy rate, 노동수요의 Proxy. 4월 4.2%)과 실업률(4월 4.3%)간 역의 상관관계를 지시하는 레버리지 곡선은, 최근 미국 노동시장의 질적/양적 둔화와 구인율의 지속적 하락 영향을 반영하며 '09년 7월 ~ '20년 3월 당시와 같은 악순환 사이클의 초입 구간에 진입
- Gauti B. Eggertsson은 '24년 잭슨홀 미팅에서 구인율/실업률(일자리/실업자 수, v/u) 1.0배 이하 구간에서의 연준 통화긴축은 물가 통제의 순기능보단 경기/고용 둔화의 악영향이 우세함을 실증분석. 3월 말 현재 동 비율은 0.95배로 하락하며, 장래 임금 상승률과 주거비 제외 핵심 물가의 추세적 하락 가능성을 시사
- 당분간 지정학적 충격의 여진이 상품/에너지 물가 상승을 자극할 개연성이 높으나, 임금과 서비스 물가 여건은 여전히 Disinflation 추세화 기대가 유효한 것으로 판단

미국 레버리지 곡선: 일자리 공석률(Vacancy rate) 상승 → 실업률 상승의 악순환 사이클 진입



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

일자리/실업자 수 비율 하락 → 임금 상승률 및 Core CPI(주거비 제외 서비스) 하락



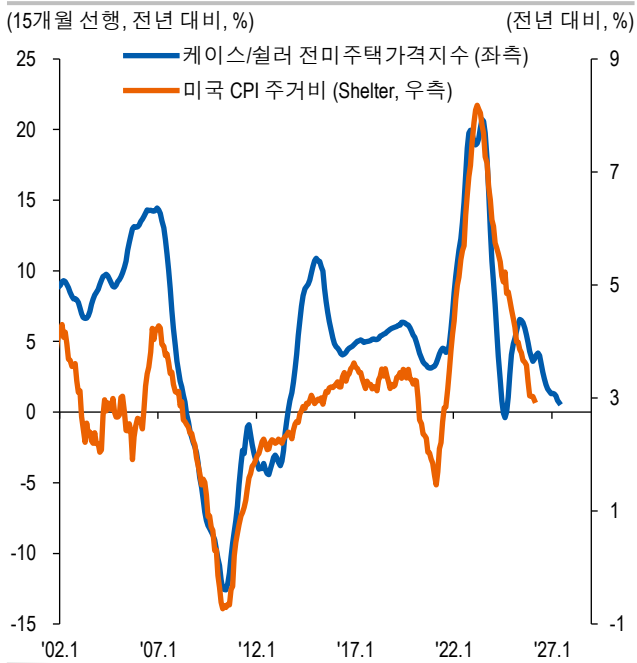
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



노동시장 둔화 + 주거비 하락 + AI發 생산성 혁신 + 원유 증산 = Disinflation 추세화

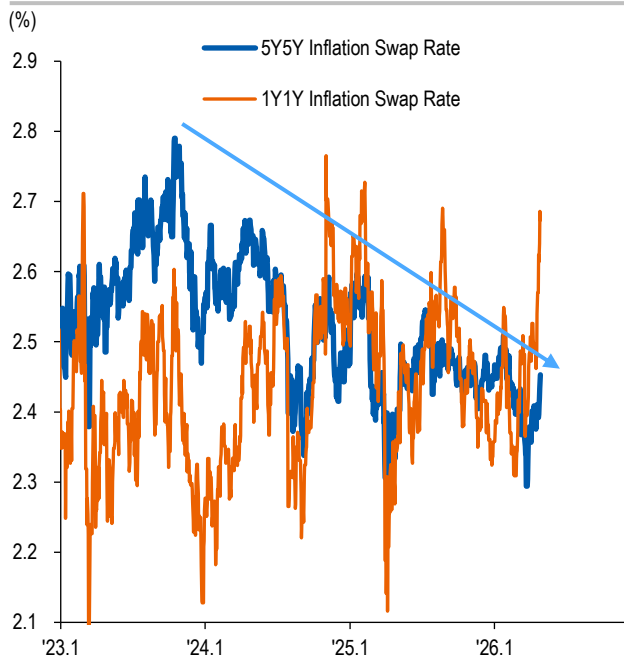
- 노동시장 질적/양적 둔화, 주거비 하향 안정화, AI發 생산성 혁신, 미국 오일 메이저측 원유 증산 가능성 모두 여전히 중장기 Disinflation 추세화 가능성을 지지
- Core CPI 디플레이터의 41~43%를 차지하는 최중요 항목은 바로 주거비(Shelter). 미국 주택경기의 계속된 부진과 이를 반영한 케이스/셸러 주택가격지수의 계속된 하락은 이에 15개월 가장 후행하는 주거 관련 물가의 추가 하락을 경유해 핵심/근원 물가 환경 전반의 추세적 하향 안정화로 반영될 소지가 다분
- AI發 생산성 향상 역시 Disinflation 중장기 추세화 가능성을 지지. 단기 기대인플레이션(1Y1Y 인플레이션 스왑 금리)은 지정학적 영향을 반영하며 요동치고 있으나, 중장기 기대인플레이션(5Y5Y 인플레이션 스왑 금리)은 AI 혁신 및 확산 성과를 반영하며 '23년 말 정점통과 이후 하향 안정화 추세가 지속
- 미국 주요 산유기업의 WTI 기준 BEP 유가는 60~70\$ 수준. 현 절대 고유가 환경은 미국 주요 오일 메이저에게 강력한 증산 인센티브를 제공

케이스/셸러 주택가격지수와 미국 주거 관련 물가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 단기(1Y1Y Swap) 및 중장기(5Y5Y) 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 산유기업의 WTI 기준 BEP 유가

구분(단위: 달러/배럴)	Mean	Min	Max
Permian (Other, 12개 사)	70	50	85
Permian (Midland, 14개 사)	69	50	90
Other US (Nonshale, 53개 사)	68	25	100
Eagle Ford (5개 사)	63	60	70
Permian (Delaware, 19개 사)	63	50	85
기타 (Shale, 17개 사)	62	35	85

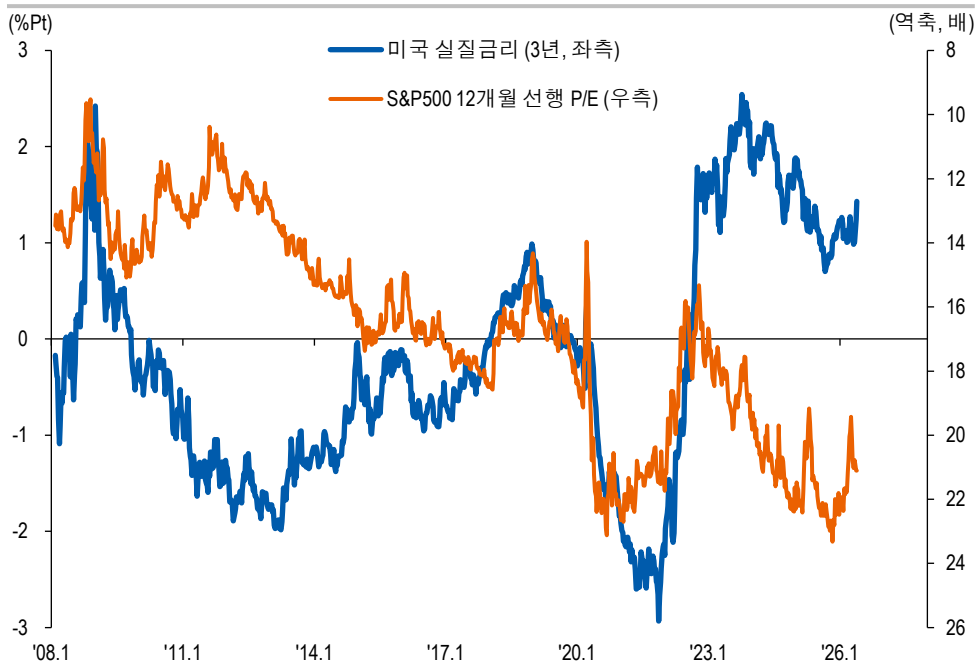
자료: Dallas Fed('26년 3월 11~19일 설문조사), 유안타증권 리서치센터



보수적 물가 전망을 전제하더라도 12월 FOMC간 25Bp 보험성 금리인하는 가능

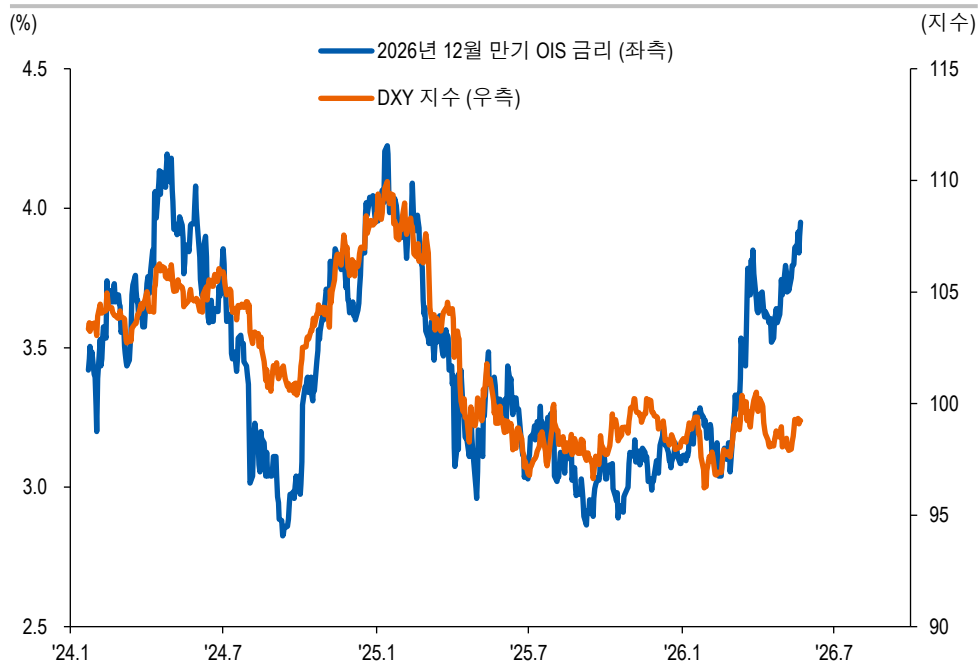
- 유안타증권은 하반기 2회 이하의 연준 금리인하를 예상. 1) 보수적 물가 전망을 전제할 경우엔 12월 FOMC 중 1회(25Bp), 2) Trimmed Mean PCE로의 물가 프레임워크 변화, 상품/에너지 물가 리스크 조기 진화, 서비스 물가 Disinflation 추세화 등이 전제될 경우엔 9~10월, 12월 총 2회(50Bp) 금리인하가 가능할 전망
- 3Q 말 인플레이션 피크아웃 전환과 4Q 연준 금리인하의 가세는 시장금리(명목/실질 금리) 하향 안정화를 경유해 하반기 미국 증시 및 AI 밸류체인 추가 도약의 기폭제로 작용할 소지가 다분
- '26년 연준 정책 기대를 반영한 OIS(Overnight Inflation Swap) 금리와 DXY 달러화 인덱스는 동행. 연준 금리인하 기대 부활과 시장금리 하향 안정화는 美 달러화 약세 전환을 경유해 글로벌 Risk-onセンチメント 추가 강화로 반영될 것으로 판단

미국 실질금리와 S&P500 12개월 선행 P/E



참고: 실질금리는 3년 국채금리에서 물가연동 3년 스왑금리를 차감해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

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



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

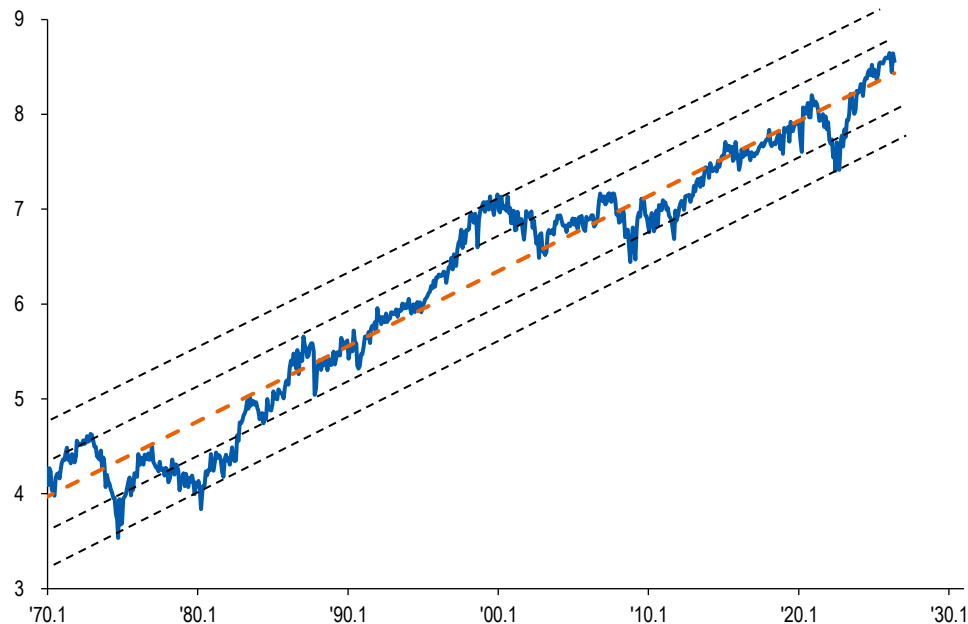


실질주가는 장기 시계열 평균 수준에 불과. 금리인하 가세시 주가 모멘텀은 배가될 전망

- 미국/글로벌 실물경기 환경과 금융시장 전반을 관장하는 진짜 금리는 명목금리가 아닌 실질금리. 상승일로의 명목금리와는 달리, 실질금리는 하향 안정화 기류가 지속
- S&P500과 NASDAQ 지수를 미 Headline CPI(전년 대비 증감률)로 할인해 장기 실질주가를 도출. 현재 S&P500/NASDAQ 지수 공히 명목 주가/밸류 측면에선 버블(고평가) 논쟁이 한창이나, 실질주가 환경은 장기 시계열 추세선에 준하는 Fair Value 수준에 해당
- 12월 FOMC 연준 금리인하 가세시 미국 증시 및 AI 밸류체인 대표주 주가 모멘텀은 한층 더 강화될 소지가 다분
- AI Capex 슈퍼 사이클이 이끌고 북미 월드컵 특수가 뒷받침하는 3Q 실물경기 순항과 물가 피크아웃 전환과 12월 FOMC 1회 금리인하에 따른 4Q 시장금리 하향 안정화간 결합은 '26년 하반기 Quasi-Goldilocks 매크로 환경의 완성으로 반영될 전망

S&P500 장기 실질주가

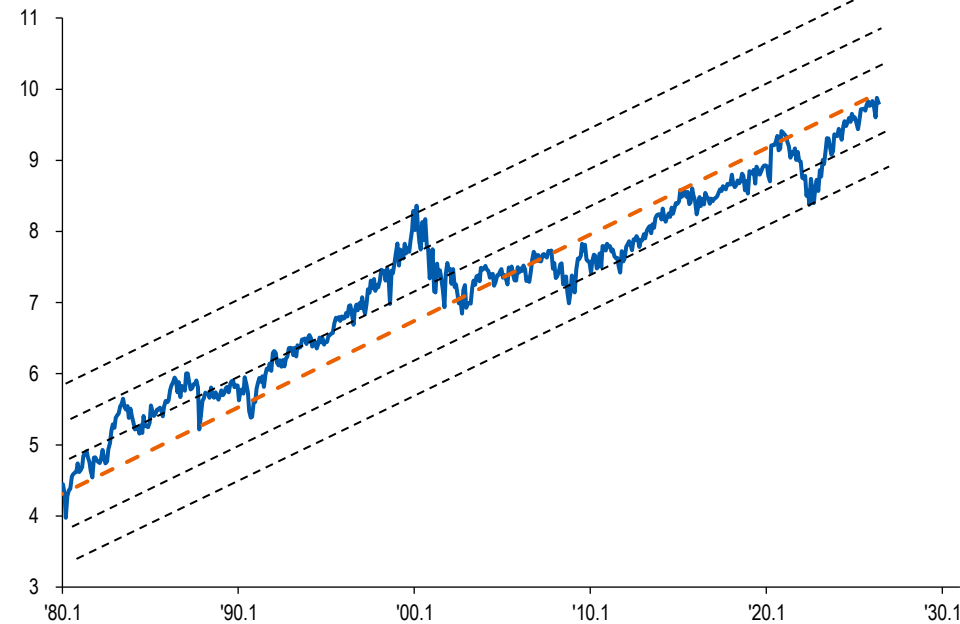
(자연로그, 지수)



참고: 장기 실질주가는 (명목)지수를 미국 Headline CPI(전년 대비)로 할인해 산출. 5월 물가는 클리블랜드 연준 추정치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

NASDAQ 장기 실질주가

(자연로그, 지수)



참고: 장기 실질주가는 (명목)지수를 미국 Headline CPI(전년 대비)로 할인해 산출. 5월 물가는 클리블랜드 연준 추정치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

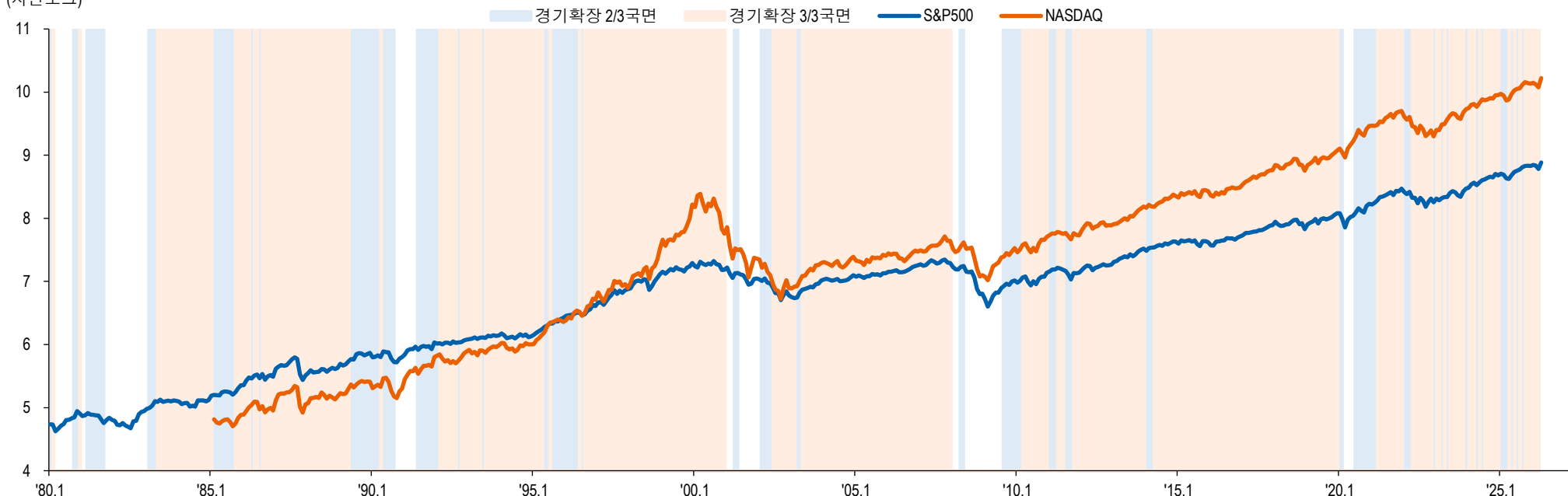


하반기 경기 순항 + 3Q 물가 피크아웃 + 4Q 금리인하 = Quasi-Goldilocks 완성

- 미국 실물경기 확장 국면 내 연준의 선제적/보험성 금리인하가 가세할 경우엔 증시 상승 탄력 및 주도주 리더십은 가일층 강화. 하반기 Quasi-Goldilocks 매크로 순항과 3Q 인플레이션 피크아웃 전환 및 4Q 연준 금리인하간 결합은 미국 경기/증시 선순환을 이끄는 명징한 긍정요인에 해당
- 1) 1980년 이후 ISM 복합지수(제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균) 기준선 50Pt선 이상, 2) 컨퍼런스보드 경기동행지수 전년 대비 증감률 플러스(+), 3) 분기별 실질 GDP 성장률(전분기 대비, 연율화 환산) 플러스(+), 4) 4월 말 현재 3/3의 경기확장 국면이 전개: 1) 4월 말 현재 ISM 복합지수는 53.4Pt(ISM 제조업 52.7Pt, 비제조업 53.6Pt. 3월 53.7Pt), 2) 4월 경기동행지수 전년 대비 증감률은 +0.7%, 3) 실질 GDP 성장률은 1Q +2.0%, 2Q Atlanta Fed GDPNow 예상 +4.3%

미국 경기확장 국면별 S&P500 및 NASDAQ 지수 등락 추이

(자연로그)



참고: 1) ISM 복합지수(제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균) 50Pt선 이상, 2) 컨퍼런스보드 경기동행지수 전년 대비 증감률 플러스, 3) 분기별 실질 GDP 성장률 플러스 여부로 경기확장 국면을 측정. 3가지 요건 중 2개 충족시 경기확장 2/3국면, 3개 모두 충족시 경기확장 3/3 국면으로 규정

자료: LSEG Workspace, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



미국 경기확장 국면 내 연준 금리인하 가세 당시 S&P500/NASDAQ 투자 성과

- 1980년 이후 미국 경기확장(3/3 + 2/3) 국면 내 연준 금리인하 가세 당시 미국 증시 평균 투자성과는, 1) S&P500은 금리인하 실시 3개월 이후(+3M) 1.0%(Hit Ratio 상승 확률 54.4%), +6M은 2.0%(59.6%), +9M 4.5%(71.9%), +12M 7.3%(71.9%), 2) NASDAQ은 +3M 3.5%(49.1%), +6M 6.1%(57.9%), +9M 10.4%(59.6%), +12M 16.4%(63.2%)로 전 구간에 걸쳐 긍정적 주가 영향이 확인

미국 경기확장 국면 내 연준 금리인하 가세 당시 기간별 S&P500 및 NASDAQ 지수 평균 수익률과 Hit Ratio

S&P500 지수 등락률 (연준 금리인하 실시 이후)	경기확장 국면 전체(2/3 + 3/3 국면)		경기확장 3/3 국면		경기확장 2/3 국면	
	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
+3M	1.0	54.4	2.2	62.5	-0.6	44.0
+6M	2.0	59.6	3.9	62.5	-0.3	56.0
+9M	4.5	71.9	6.5	78.1	2.0	64.0
+12M	7.3	71.9	9.7	81.3	4.2	60.0
NASDAQ 지수 등락률 (연준 금리인하 실시 이후)	경기확장 국면 전체(2/3 + 3/3 국면)		경기확장 3/3 국면		경기확장 2/3 국면	
	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
+3M	3.5	49.1	5.6	53.1	1.0	44.0
+6M	6.1	57.9	10.4	59.4	1.2	56.0
+9M	10.4	59.6	16.8	59.4	3.3	60.0
+12M	16.4	63.2	22.9	65.6	8.9	60.0

참고: 1) ISM 복합지수(제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균) 50Pt선 이상, 2) 컨퍼런스보드 경기동행지수 전년 대비 증감을 플러스, 3) 분기별 실질 GDP 성장률 플러스 여부로 경기확장 국면을 측정. 3가지 요건 중 2개 충족시 경기확장 2/3국면, 3개 모두 충족시 경기확장 3/3 국면으로 규정

자료: LSEG Workspace, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



미국 경기확장 국면 내 연준 금리인하 가세 당시 Winner 업종대안 판단

- 미국 실물경기 확장/회복 국면 내 연준의 선제적/보험성 금리인하 가세 당시 Winner 업종대안은 반도체를 위시한 Tech(IT) 또는 AI 밸류체인 대표주
- '26~'27년 실적 모멘텀을 추가 고려해 이를 압축할 경우, 반도체, 소프트웨어, IT하드웨어, 유통 등이 도출. 관련 업종 대표주를 하반기 포트폴리오 전략의 중추로 설정

미국 경기확장 국면 내 연준 금리인하 가세 당시 S&P500 주요 업종별 시장 대비 상대수익률(평균) 및 실적 모멘텀

S&P500 (연준 금리인하 이후)	경기확장 국면(2/3 + 3/3 국면) 내 시장 대비 상대수익률 (평균, %)				2026년 연간 EPS (%)		2027년 연간 EPS (%)		12개월 예상 P/E		12개월 예상 P/B	
	+3M	+6M	+9M	+12M	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	현재 (배)	Z-Score	현재 (배)	Z-Score
반도체	6.3	11.1	20.6	31.6	84.1	1.4	44.7	2.1	24.1	0.6	10.5	2.7
IT서비스/소프트웨어	2.5	5.5	7.5	9.7	18.2	0.9	16.5	1.8	21.4	-0.2	5.6	0.2
IT하드웨어	2.5	2.9	5.7	9.0	25.3	4.6	21.1	8.2	27.7	0.9	16.5	1.8
소매/유통(경기소비재)	2.2	4.6	7.1	8.7	16.7	8.1	12.6	3.1	26.1	0.6	6.1	0.0
가정용품	2.7	4.7	4.1	6.1	1.9	0.1	4.1	-0.9	19.4	-0.2	6.3	0.1
미디어/엔터	0.7	2.9	1.6	2.3	35.3	14.1	5.6	4.2	24.3	0.7	5.8	2.1
소비자 서비스	1.3	1.9	0.9	2.1	10.1	0.0	16.4	0.3	20.1	-0.1	36.1	0.0
다각화금융	-1.1	0.0	-0.9	0.1	9.9	-0.2	12.2	-0.1	17.6	1.1	2.6	1.9
소매/유통(필수소비재)	1.6	1.4	0.3	-0.5	10.0	0.2	10.2	0.1	34.3	3.4	8.2	3.0
음식료/담배	0.8	1.1	-1.1	-0.7	7.1	1.0	7.4	0.6	17.9	0.5	5.1	0.2
자본재	0.1	0.8	-0.5	-1.0	21.4	1.8	18.1	2.0	28.1	3.0	7.3	3.1
운송	0.8	1.8	-1.2	-1.4	-2.9	-1.3	24.9	0.8	17.8	0.2	4.1	0.6
제약·바이오/생명과학	1.0	-0.7	-2.7	-2.9	-0.3	-4.8	24.1	1.1	17.5	0.3	5.3	1.5
은행	-0.2	-1.4	-3.9	-2.9	14.4	-0.1	11.3	0.1	11.3	-0.3	1.4	0.5
자동차	-1.7	-3.2	-4.2	-3.0	24.2	3.4	14.2	-0.6	52.2	2.5	7.0	0.6
내구소비재/의류	-1.2	-3.0	-3.5	-3.8	-0.1	0.3	14.7	0.4	15.3	0.0	2.8	-0.2
소재	-1.0	-0.5	-1.6	-4.4	39.1	5.4	10.6	3.4	18.0	0.6	2.9	1.0
통신	-0.1	-1.2	-4.2	-5.3	-0.1	0.7	9.6	-0.1	9.7	-1.1	1.6	-0.9
상업/전문 서비스	-0.5	-0.8	-1.9	-5.5	8.4	0.5	10.4	0.5	19.9	0.0	6.6	1.3
헬스케어	0.5	-2.9	-3.3	-5.7	7.2	2.1	11.8	1.8	16.1	-0.3	3.0	0.1
보험	-1.1	-2.6	-5.2	-5.8	1.7	1.3	5.7	0.4	11.0	-0.4	1.8	1.1
유틸리티	-2.0	-3.7	-5.6	-6.8	10.9	0.1	9.7	0.4	17.9	0.9	2.1	1.2
에너지	-1.2	-1.9	-3.2	-7.1	56.0	9.1	-5.6	4.0	14.0	-0.2	2.2	0.9
부동산	-1.6	-2.0	-6.9	-13.5	14.3	3.2	7.1	0.9	36.5	-0.6	3.3	0.0

참고: 5/25일 현재. 1989년 9월 이후 경기확장 국면 내 연준 금리인하 실시 이후 기간을 대상. 업종 구분은 S&P500 Economic Sector Level 1
자료: LSEG Workspace, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



S&P500 섹터/업종 Dashboard

구분	YTD 추가 등락률 (%)			2025년		2026년 (E)		2027년 (E)		12개월 선행 P/E		12개월 선행 P/B	
	2024	2025	2026	EPS (달러)	전년 대비 (%)	EPS (달러)	전년 대비 (%)	EPS (달러)	전년 대비 (%)	현재 (배)	Z-Score	현재 (배)	Z-Score
S&P500	23.3	16.4	9.2	234.2	9.2	324.8	38.7	379.6	16.9	21.1	1.3	4.8	2.3
에너지	2.3	5.0	31.5	45.6	-19.8	64.2	40.9	60.6	-5.6	14.0	-0.2	2.2	0.9
소재	-1.8	8.4	9.9	24.9	-8.0	34.8	40.0	38.5	10.6	18.0	0.6	2.9	1.0
산업재	15.6	17.7	10.6	42.3	-3.9	54.1	27.9	64.2	18.7	25.1	2.4	6.5	2.5
자본재	20.7	24.6	14.6	43.9	-8.5	59.4	35.4	70.2	18.1	28.1	3.0	7.3	3.1
상업/전문 서비스	16.8	-6.2	-12.5	21.6	11.8	25.5	18.2	28.1	10.4	19.9	-0.0	6.6	1.3
운송	-1.4	10.5	8.6	51.9	3.5	59.1	13.9	73.8	24.9	17.8	0.2	4.1	0.6
경기소비재	29.1	5.3	2.3	55.8	12.5	69.2	24.0	78.7	13.7	27.1	1.2	6.9	0.9
자동차	54.5	14.4	-4.5	4.3	-5.2	4.3	-0.4	4.9	14.1	52.2	2.5	7.0	0.6
내구소비재/의류	-7.0	-9.4	-9.2	23.5	-1.4	19.6	-16.5	22.5	14.7	15.3	-0.0	2.8	-0.2
소비자 서비스	14.0	4.8	-7.1	67.0	0.1	82.6	23.3	96.1	16.4	20.1	-0.1	36.1	-0.0
유통(경기소비재)	32.3	3.9	9.3	153.0	30.7	212.9	39.1	239.7	12.6	26.1	0.6	6.1	-0.0
필수소비재	12.0	1.3	10.1	38.4	2.1	41.2	7.4	44.3	7.4	22.5	1.9	6.3	1.5
유통(필수소비재)	33.7	7.7	11.7	28.7	-3.6	32.8	14.4	36.2	10.2	34.3	3.4	8.2	3.0
음식료/담배	-0.1	4.5	12.5	47.3	2.8	50.3	6.3	54.0	7.3	17.9	0.5	5.1	0.2
가정용품	9.0	-14.7	2.0	35.9	8.0	37.4	4.1	38.9	4.1	19.4	-0.2	6.3	0.1
헬스케어	0.9	12.5	-3.4	80.1	4.9	93.2	16.4	111.1	19.2	17.0	0.1	4.1	1.0
헬스케어 장비/서비스	-0.2	2.0	-8.1	100.1	3.0	103.7	3.6	115.9	11.8	16.1	-0.3	3.0	0.1
제약/바이오	1.7	20.3	-0.5	62.0	6.5	78.6	26.9	97.6	24.1	17.5	0.3	5.3	1.5
금융	30.4	11.7	-7.0	45.2	14.6	56.4	24.9	62.5	10.8	14.3	0.8	2.0	1.8
은행	34.2	30.4	-4.3	37.6	6.4	48.1	28.0	53.5	11.3	11.3	-0.3	1.4	0.5
다각화 금융	27.0	9.2	-6.0	61.5	19.8	75.7	23.0	84.9	12.2	17.6	1.1	2.6	1.9
보험	24.9	2.3	-4.4	54.1	25.9	67.1	23.9	70.9	5.7	11.0	-0.4	1.8	1.1
IT	40.4	19.0	16.8	128.0	19.3	231.7	81.1	303.7	31.1	24.3	0.4	9.5	1.8
소프트웨어	14.9	9.7	-13.4	135.1	13.7	186.0	37.7	216.7	16.5	21.4	-0.2	5.6	0.2
IT하드웨어	27.5	13.5	26.7	140.5	9.4	194.6	38.5	235.8	21.1	27.7	0.9	16.5	1.8
반도체	75.3	45.7	37.8	145.3	40.3	397.9	173.8	575.7	44.7	24.1	0.6	10.5	2.7
통신서비스	25.0	1.8	1.5	13.4	-0.4	15.0	12.0	16.5	9.6	9.7	-1.1	1.6	-0.9
미디어/엔터	44.8	30.9	13.4	56.3	31.5	87.3	55.1	92.2	5.6	24.3	0.7	5.8	2.1
유틸리티	21.6	11.5	4.4	21.1	16.6	24.3	15.2	26.7	9.7	17.9	0.9	2.1	1.2
부동산	1.7	-0.3	10.9	6.7	1.6	7.5	11.5	8.0	7.1	36.5	-0.6	3.3	0.0

참고: 5/25일 증가 기준

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



황병준

US Market

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

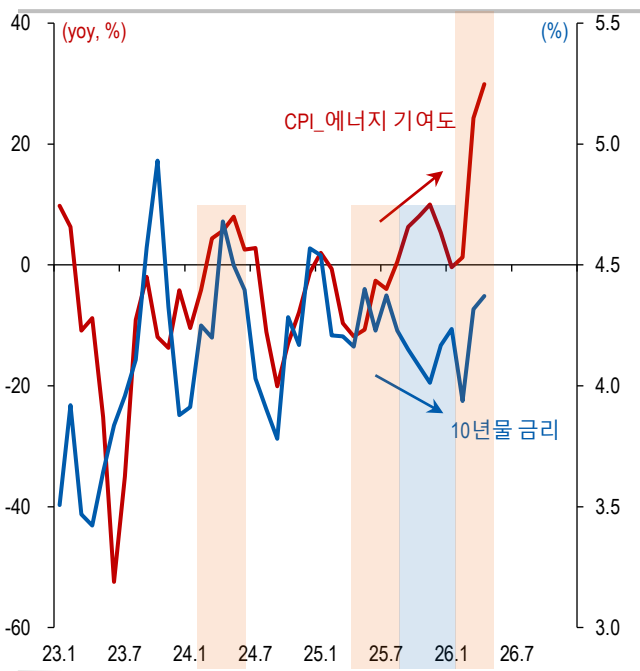
[Part 2. 미국 포트폴리오 전략]



장기 금리 환경 좋아질 것. 23, 24년 계절적 반등과는 “결”과 “질”이 다르다

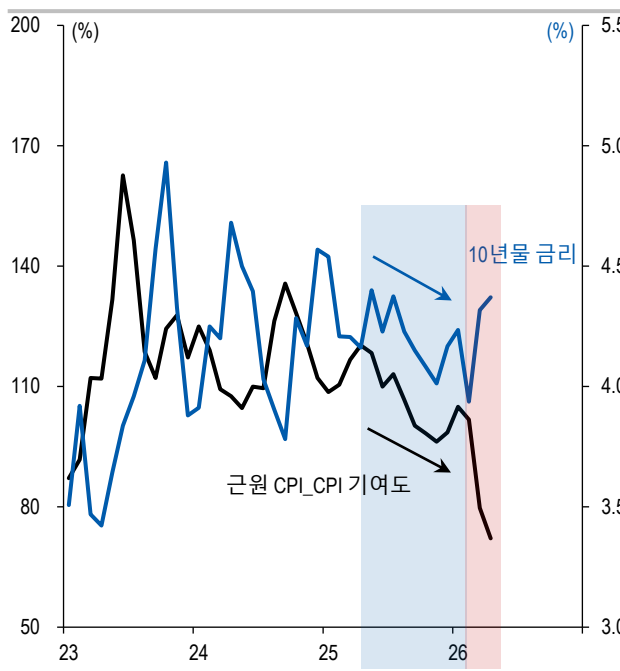
- 21년 인플레이션 급등 및 22년 고금리 사이클 진입 이후, 드라이빙 시즌 유가 상승 영향이 데이터에 반영된 연간 중반(5~7월), 계절적 장기 금리 반등 시현
- 하지만 25년 초부터 장기 금리 하락 추세 지속. 이는 근원 물가의 인플레이션 기여도 약화에 기인. 25년 초 본격화한 관세 정책 영향이 소비 경기 둔화로 반영
- 장기 금리 하락 추세 지속에 따라 정부 부채 내 장기채 비중 역시 24년 초부터 상승 추세가 지속한 한편, 개인의 유틸리티 지출 비용 증가 추세 역시 동행해 상승
- CPI 내 에너지 기여도 증가 추세와 달리 개인 유틸리티 지출 비용의 증가 추세는 25년 들어 둔화. 이란전 불확실성 일단락시 에너지 PCE 하락 추세 진입할 것

지난 23, 24년과 달리 최근 10년물 금리 반등 주요 요인은 이란전



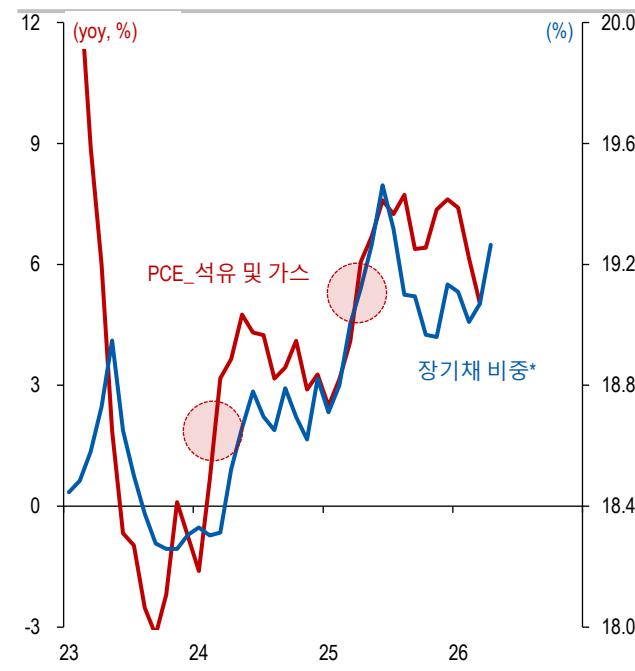
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

10년물 금리 하향 안정화 추세 지속 - 근원 물가 기여도 약화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에너지 PCE 증가세 둔화. 이란전 일단락시 하락세 전환 전망



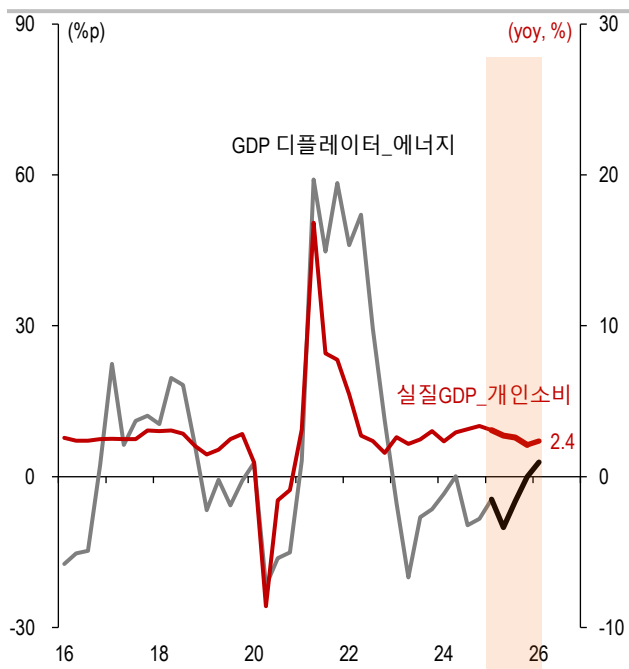
참고: 정부부채(단기+중기+장기채) 내 장기채 비중
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



구조적인 연산 리소스 수요 폭증 외 인플레이션 요인은 단기 노이즈에 불과

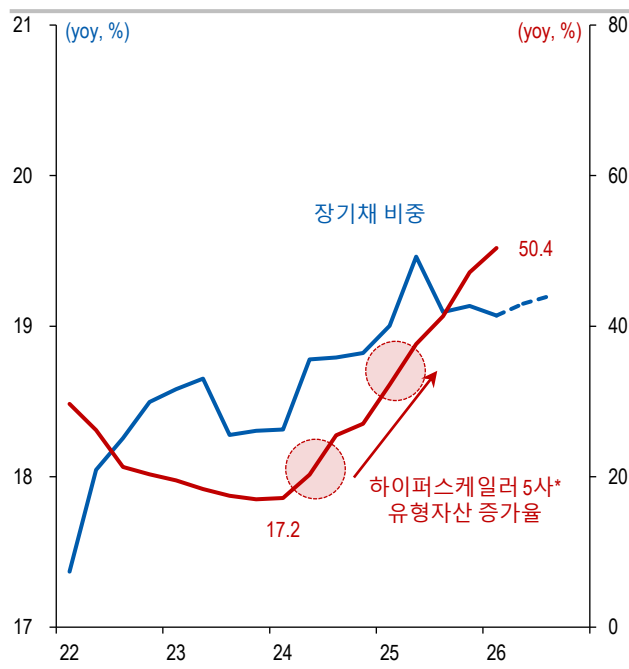
- 24, 25년 초, NVIDIA 주력 및 차세대 Architecture 제품 출하 본격화. Hyperscaler 투자 확대 기조 지속에 따른 전력 수요 증가가 인플레이션 주요 상방 압력 요소
- 25년 이후 AI-Agent 고도화가 견인하는 S/W 투자 확대 및 연산 리소스 수요 폭증이 구조적인 에너지 물가 상승 견인. 개인 소비 부문 기여도는 지속 하락
- 구조적인 전력 수요 증가발 인플레이션 압력, 이에 따른 인플레이션 및 시장 금리 안정화를 위한 제약적 실물 경기 환경 지속 전망. 시장 금리 추가 상승 여력 제한적
- 이외, 최근 장기 금리 반등은 드라이빙 시즌 진입에 따른 물가 상승 압력, 채권 자경단 매도의 단기 노이즈에 이란전 발발에 따라 조기에 가시화한 계절적 흐름에 불과

25년 연간 에너지 인플레이션, 개인 소비 부문 기여도 지속 하락



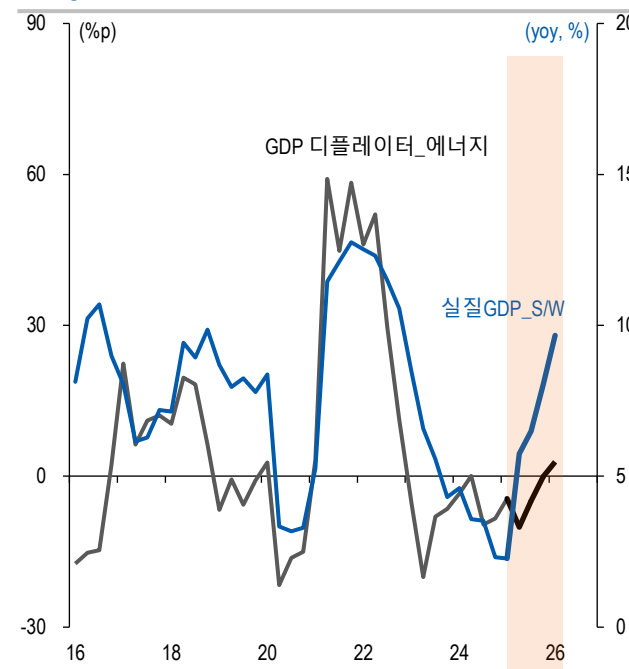
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에너지 인플레이션의 구조적 요인으로 자리잡은 AI 인프라 투자 확대



참고: 하이퍼스케일러 5사는 AMZN, MSFT, GOOGL, META, ORCL
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI-Agent 고도화 연산 리소스 수요 폭증, 에너지 물가 상승 견인



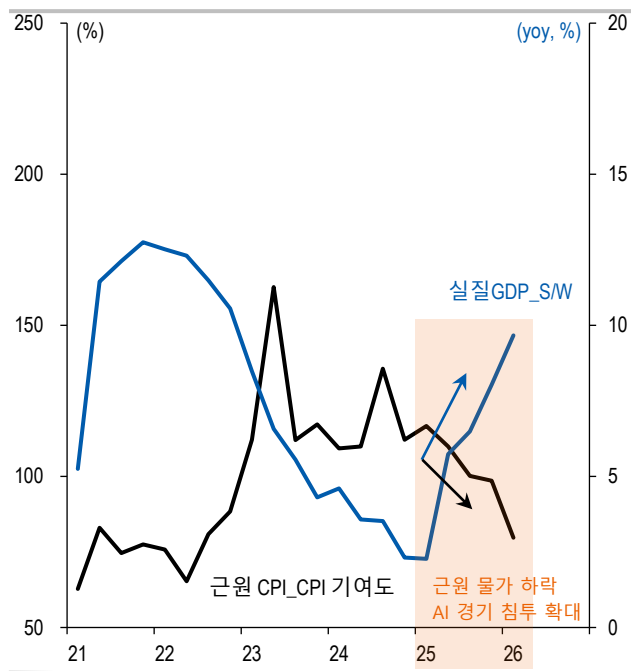
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



AI 침투 확대로 근원 체력은 개선, 근원 물가는 둔화

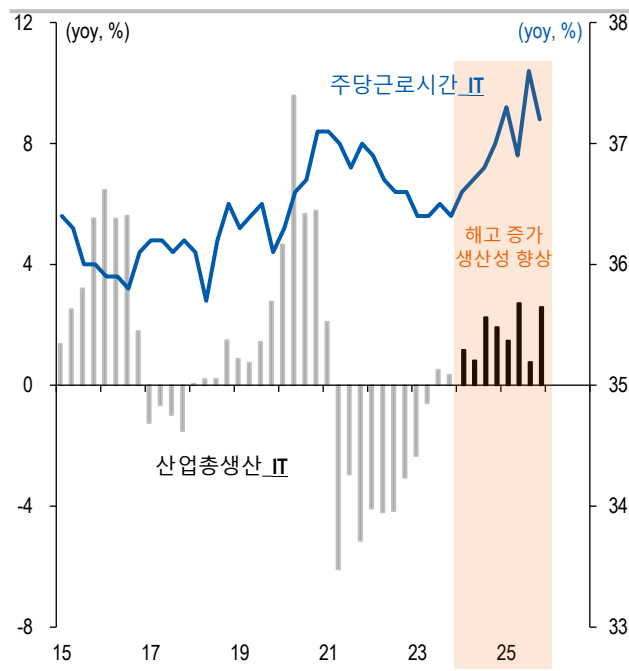
- 지난 6개 분기간 AI의 실물 경기 침투 확대로 경기 근원 체력이 개선되는 한편, 근원 물가의 둔화는 지속
- 이는 연준 의장 Kevin Warsh “AI will be a significant disinflationary force” 주장을 뒷받침. 지난 2년간 IT 산업 주당 근로 시간과 총생산 급증, 생산성 개선 반영
- 25년 이후 미국 경제는 명목 기준으로 성장을 가속화하였으나 AI 인프라(정보처리기기+소프트웨어) 투자 확대 및 인플레이션 효과 제외시 GDP는 근 10년 최저 수준 형성
- 트럼프 2기 행정부 관세 정책의 의도적 경기 침체 유발은 근원 물가 둔화를 유도하고 유동성 공급 환경을 조성하는 한편 생산성이 높은 부문으로의 자금 이동을 유도

AI 경기 침투 확대와 함께 근원 물가 둔화 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

24~25년간 IT 산업 주당 근로 시간과 총생산 급증, 생산성 개선 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

IT 투자 확대 및 인플레이션 효과 제외시 GDP 근 10년 최저 수준



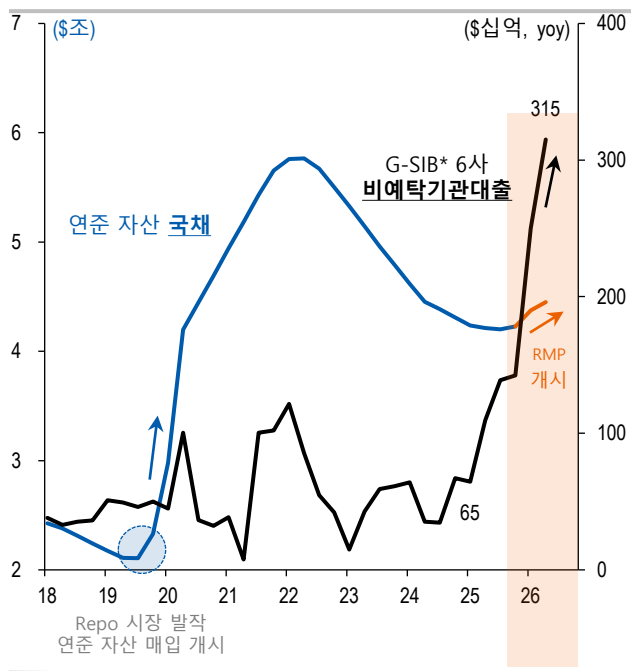
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



불가역적 유동성 공급 확대로 인프라 투자 확대에 우호적 환경 지속

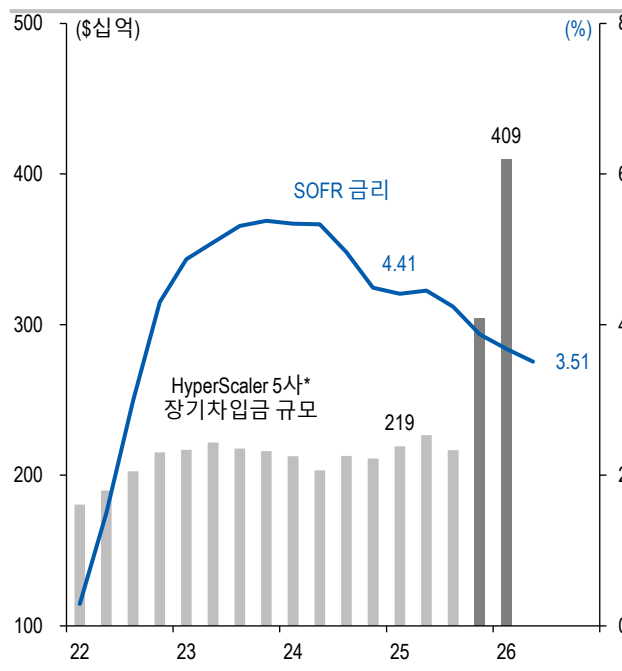
- Hyperscaler 채권 발행 확대와 함께 G-SIB(Global Systematically Important Bank) 6사의 비예탁금융기관향 대출 급증. 25.4Q~26.1Q 누적 \$1,700억 수준
- Hyperscaler CapEx 확대에 채권 발행이 본격적으로 가세하기 시작한 것은 25년 4분기, 25.4Q~26.1Q 2개 분기간 발행 증가 규모는 누적 \$2,000억 수준
- 3년간 지속된 제약적 금융 환경(QT, 고금리 사이클 지속)에 비예탁금융기관 및 빅테크발 급격한 유동성 흡수로 19년 3분기 당시와 같은 SOFR-IORB 스프레드 급등
- 연준 RMP 개시는 빅테크발 급격한 유동성 흡수에 따른 단기 금융 시장 충격 해소를 위한 불가역적 유동성 확대. AI 견인 경기 성장, 체계적 위험 요소가 양립한 국면

하이퍼스케일러 채권 발행 확대와 함께 비예탁금융기관향 대출 급증



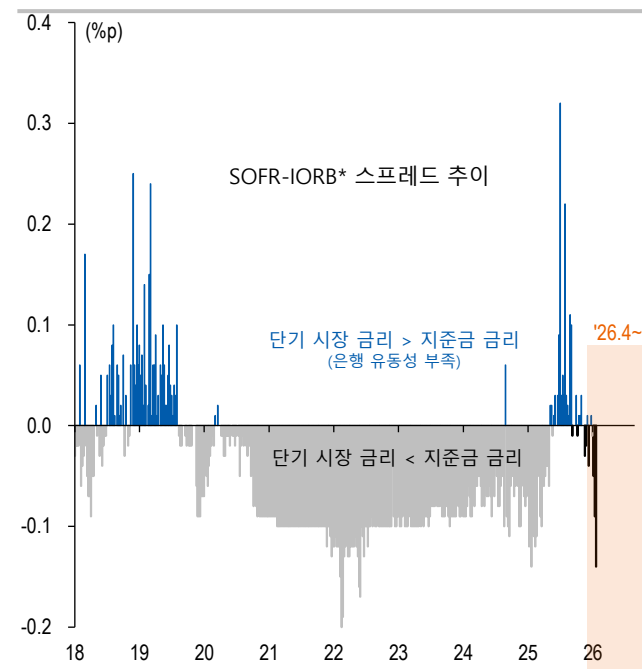
참고: G-SIB 6사는 JPM, C, BAC, WFC, GS, MS
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대출, 채권 발행 규모는 최근 2개 분기 누적 \$1,700~2,000억 수준



참고: 하이퍼스케일러 5사는 AMZN, MSFT, GOOGL, META, ORCL
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

지난 23, 24년과 달리 최근 10년물 금리 반등 주요 요인은 이란전



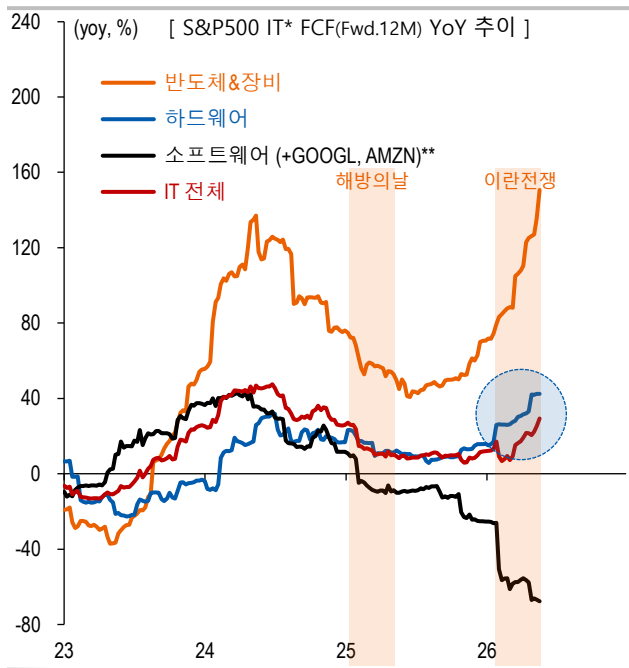
참고: Secured Overnight Financing Rate / Interest Rate on Reserve Balances
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



해방의 날 이후 흐름과 유사, 스토리지 가세로 업사이클에 재진입한 반도체

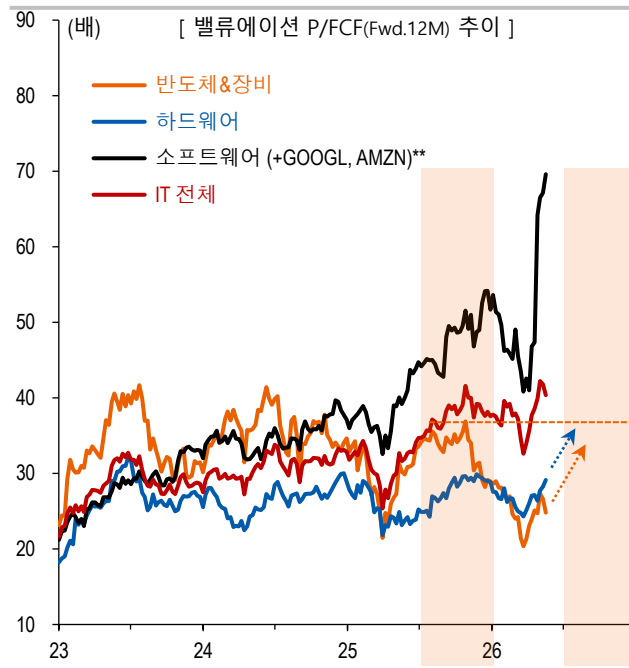
- 강세장 지속을 뒷받침하는 핵심 KPI는 잉여현금흐름(Free-Cash Flow: FCF). 25.4Q부터 AI-Agent 플랫폼 고도화 핵심 요소 스토리지, 업종 FCF 업사이클에 가세
- 소프트웨어 주도주 CSPs 3사(MSFT, AMZN, GOOGL) CapEx 급증에도 반도체, 반도체 장비, 스토리지 업종 현금흐름 개선이 IT 업종 전체 FCF 업사이클 견인 ('26.3~)
- 지난 3월 말 이후 주가 흐름은 25년 해방의 날 이후 흐름과 유사하게 전개되고 있으나 업종 이익 사이클이 업사이클 국면 재진입, 25년 당시 이익 사이클 흐름과 대비
- 엔비디아 Vera/Rubin 출하를 앞둔 반도체&장비 업종 밸류에이션, 본격적인 슈퍼 사이클 국면에 진입한 스토리지 주도 하드웨어 밸류에이션, Re-Rating 여력 보유

AI-Agent 고도화 핵심 요소 스토리지, 업종 FCF 업사이클에 가세



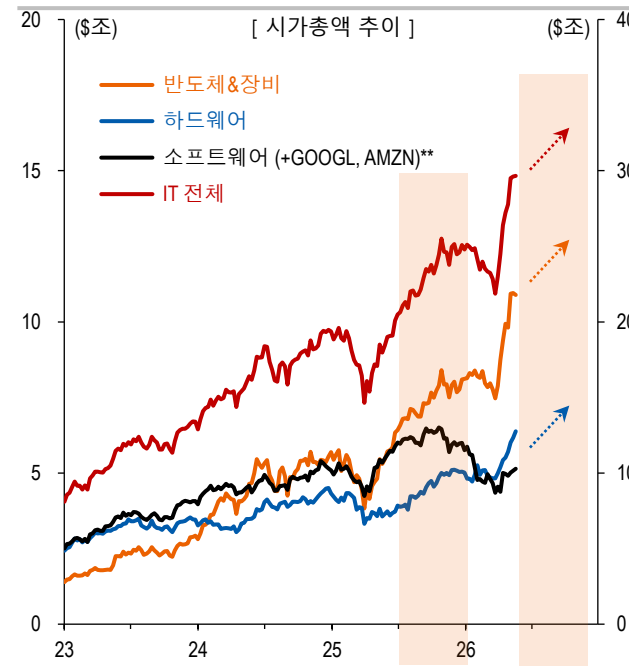
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
 참고: S&P500 업종 지수별 구성 종목 시가총액 상위 10개 종목 기반 산출
 소프트웨어 상위 10개 종목 중 ACN, NOW 제외, AMZN, GOOGL 포함 산출

밸류에이션 Re-Rating 여력 - 반도체(Vera/Rubin), 하드웨어(스토리지)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주가 흐름은 작년 상반기와 유사 vs. 이익 사이클은 업사이클 진입



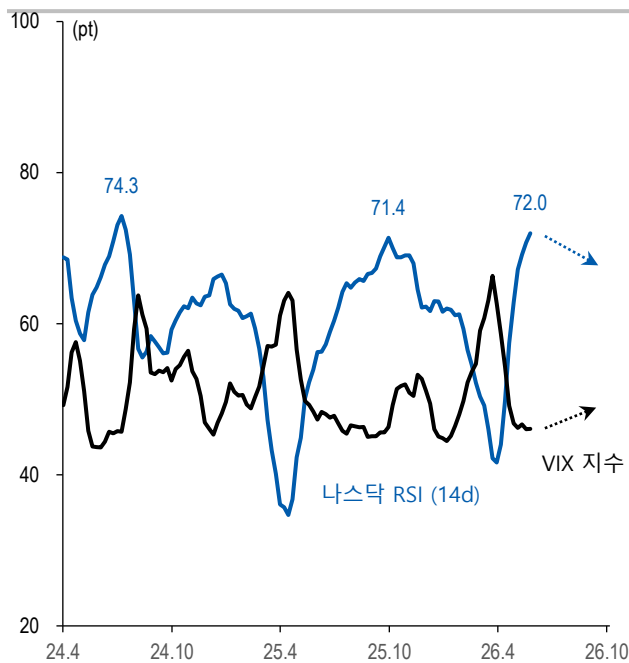
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



밸류에이션 매력 높아진 기존 주도주, 모멘텀 주도주와의 바벨 전략 유효

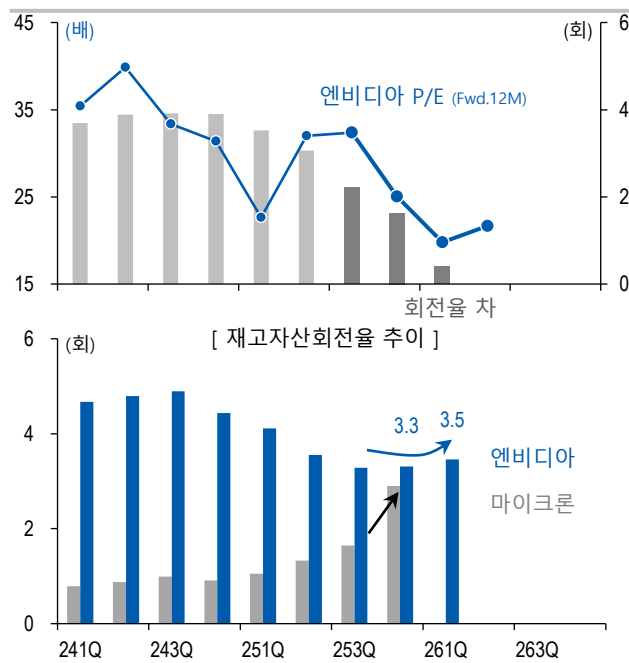
- 반도체&장비 중심의 증시 모멘텀 지속은 Narrative와 실적의 문제가 아닌 과열 여부의 문제. RSI 부담으로 하반기 예정된 이벤트가 변동성 확대 재료로 활용될 것
- 모멘텀 Exposure를 유지하면서 포트폴리오 β 를 줄일 수 있도록 밸류에이션 매력이 높아진 기존 AI 주도주 비중을 확대하는 바벨 전략 유효
- 대표 기존 주도주 NVDA는 작년 하반기부터 지속되어 온 종목 장세 영향에 따라 회전을 열위를 반영하며 De-Rating, 최근 사업 Mix 개선을 반영하며 회복 국면 진입
- AI-Agent 고도화의 핵심, 메모리(DRAM-NAND) 견인 성장 Narrative는 지속될 것, 상승세 지속에도 현금흐름 개선 속도 대비 밸류에이션 레벨은 매력적

하반기 증시 모멘텀, Narrative와 실적 문제가 아닌 과열 여부 문제



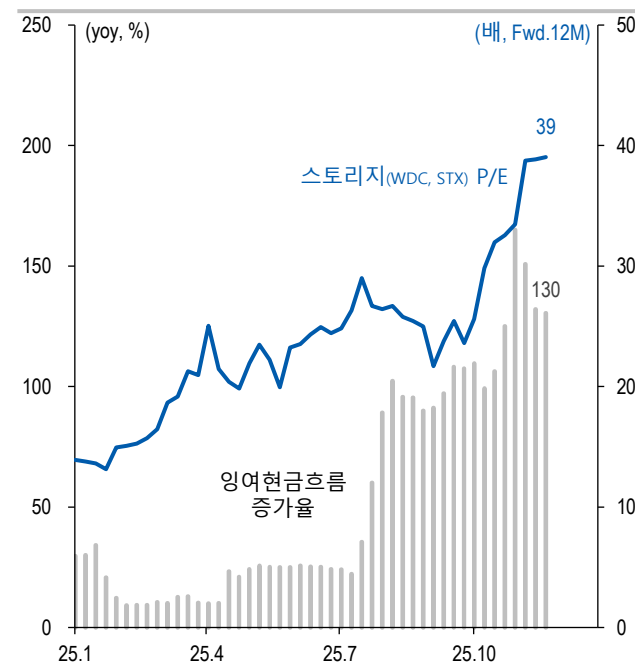
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션 매력 높아진 기존 AI 주도주 비중 확대, 바벨 전략 유효



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

DRAM-NAND, 상승세 지속에도 FCF 개선 대비 밸류 레벨 매력적



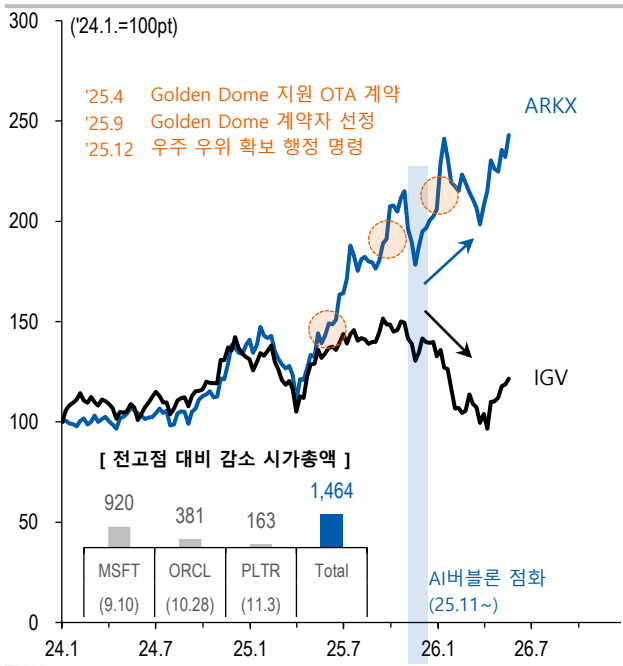
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



하반기 잠재 주요 리스크 요인은 대형 IPO와 중간 선거 결과 불확실성

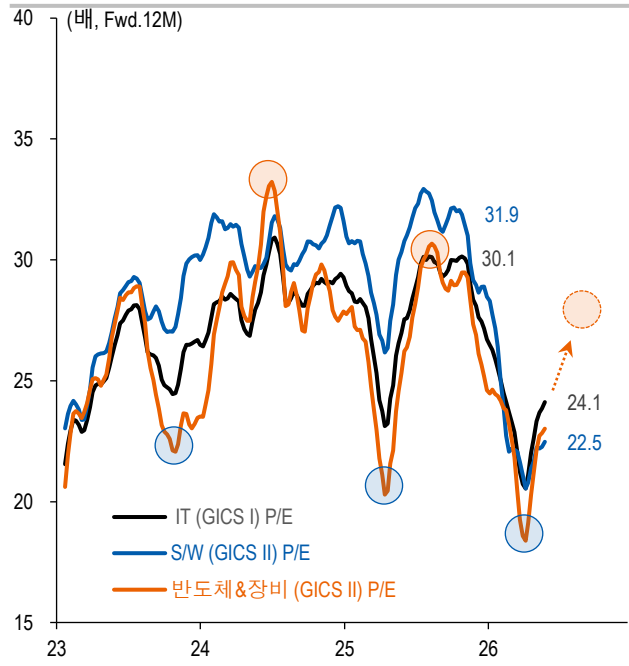
- 미 증시 주요 잠재 리스크 요인으로는 이익 및 실적이 아닌 1) SpaceX, Anthropic, OpenAI발 대형 IPO 수급 문제와 2) 중간 선거 결과에 따른 불확실성
- 6월 초중순 상장 예정인 SpaceX는 기업 가치 \$1.75~2조(A \$0.9조, O \$0.85조), 신규 자금 조달 규모 \$750억으로 상장 전후 증시 수급 불확실성 확대 문제가 거론
- 25.1H 이후 IGV 상위 3개 종목 시가총액 전고점 대비 \$1.4조 감소, 밸류에이션은 23년 이후 최저 레벨을 유지 중. 반도체/장비 업종 역시 역사적으로 낮은 레벨
- 25년 하반기 초 대비 IT 업종 밸류에이션이 S/W를 중심으로 크게 축소. SpaceX/Anthropic발 수급 불확실성을 지난 1년간 충분히 소화한 결과로 분석
- 중간 선거 결과 불확실성 역시 하방 압력으로 작용할 가능성. 작년 하반기부터 ICE 주도 이민자 추방 정책 추진을 본격화하며 주력 지지층 겨냥 정책 행보 지속

작년 하반기 섰다운, AI 버블론 이슈 점화로 S/W 시총 \$1.5조 증발



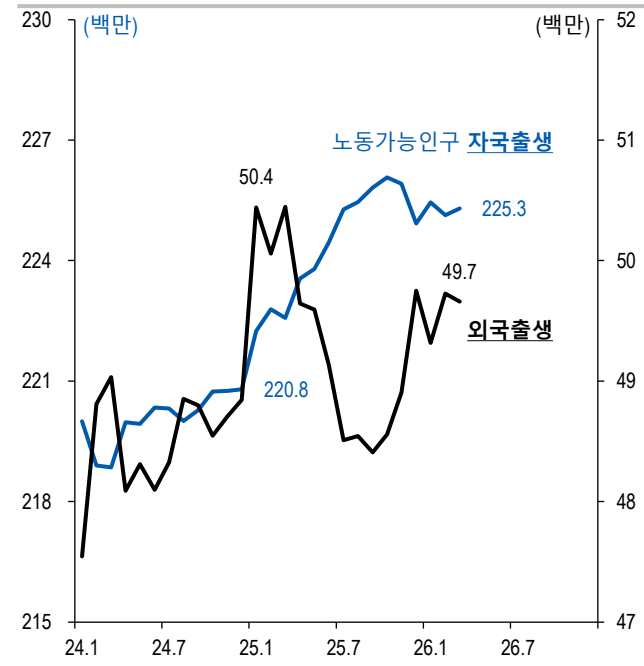
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 주도주 모멘텀 약화, 실적 개선에도 밸류에이션 역사적 최저 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25.2H ICE 주도 이민자 추방 정책 추진 본격화



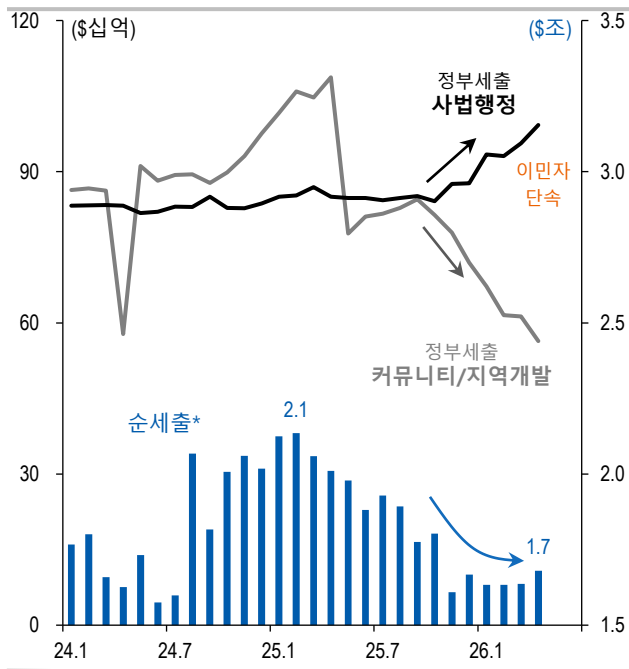
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



“하원 의석? 내 갈 길 간다” – 정책 로드맵 추진에 유의미한 제약 없어

- 트럼프 2기 집권 이후 하원이 국정 동력 약화에 영향을 줄 수 있는 것은 연방 정부 셋다운 정도. **트럼프 주력 부문인 외교/안보/통상은 대부분이 대통령 재량 영역**
- 작년 하반기부터 추진한 ICE 주도 이민자 추방 정책, 대규모 세제/국방/에너지 관련 패키지 법안 추진에 있어 가장 큰 제약 조건은 하원의 입법권
- 작년년부터 지속된 사법/행정 세출 확대, 주로 이민 집행 관련 소송과 관련(Laken Riley Act, '25.1). 세제/국방/에너지 최대 재정 패키지 법안 역시 최종 통과 (OBBBA, '25.7)
- **하원의 동의가 필요한 국경/국방/에너지/세제 등 주요 법안은 25년 모두 최종 통과.** 트럼프의 주력 부문은 외교/안보/통상. 대통령 행정 명령 중심의 국정 행보 지속

이민자 단속 정책 드라이브, 사법 행정 세출 급증



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

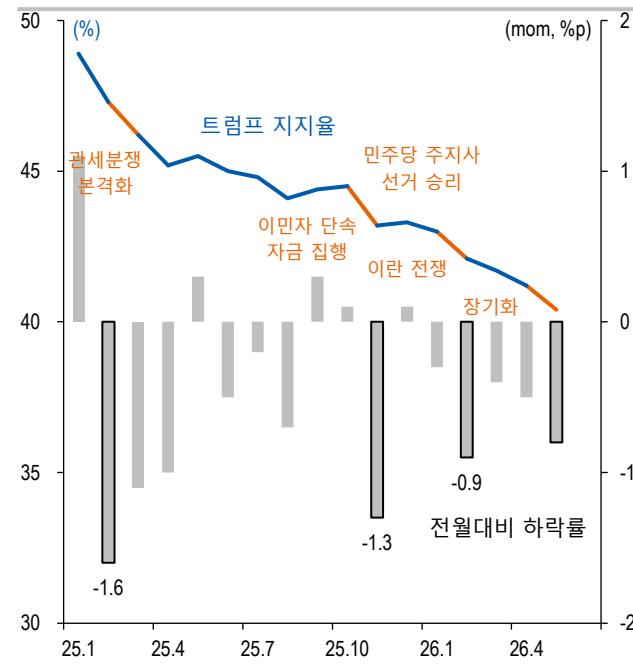
OBBBA 최종 통과, 이외 주요 계류 법안은 하원 아닌 상원에 계류

트럼프 2기 대표 입법 성과		
I	One Big Beautiful Bill Act	25.07.04 최종 통과
	세제/복지/에너지/국방을 묶은 트럼프 2기 최대 재정 패키지	
II	GENIUS Act	25.07.18 최종 통과
	연방 스테이블코인 규제법	
III	Rescissions Act	25.07.24 최종 통과
	대외원조·공영방송 지원 예산 삭감	
IV	Laken Riley Act	25.01.29 최종 통과
	비시민권자 구금 의무 확대	

트럼프 2기 주요 계류 법안		
I	SAVE Act	상원 필리버스터
	연방선거 유권자 등록 시 시민권 증빙 요구	
II	ACA 보조금 3년 연장안	상원 계류
	오바마케어 강화 보험료 세액공제 연장	
III	CLARITY Act	상원 본회의 전단계
	디지털 자산 시장 구조, SEC/CFTC 관할 정리	

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

지지를 하락 핵심 요인 관세/전쟁 – 외교/안보/통상 중심 국정 결과



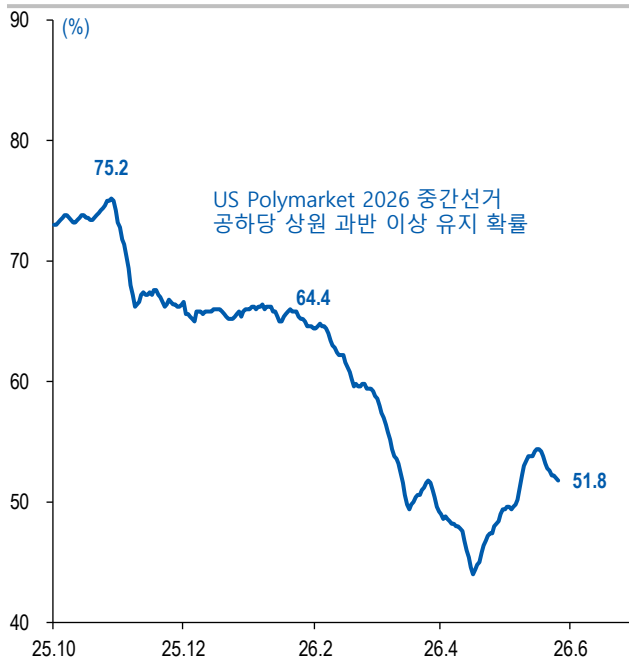
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



관련 불확실성은 단기 재료 불과, 재무부 주도 재정 정책으로 증시 하방 경직

- 국정 지지율은 이란전이 격화한 3월 말 이후 Rock-Bottom 형성, 종전 국면 진입, 하반기 월드컵 및 OBBBA 효과에 따라 과반 이상 상원 의석 유지할 것
- OBBBA, **개인/** 세율 인하, 공제 확대, **복지/** 검증 강화, ACA 미연장, **산업/** 첨단산업 육성, 화석에너지 진흥, **안보/** ICE, 국경, Golden Dome, AI
- 개인의 실질 소득 개선 뿐만 아니라 방만한 복지 구조 개선을 통한 재정 건전성 개선, 첨단 산업 육성과 안보 강화를 통한 글로벌 패권 강화를 재무부 기능과 연계
- Scott Bessent-Kevin Warsh-Michelle Bowman 주도 재무부/대형은행 주도 유동성 공급 확대가 본격화되며 Macro 측면의 증시 모멘텀 형성 기대

26 중간선거, 상원은 사수 - 이란전 상흔은 점진적으로 회복될 것



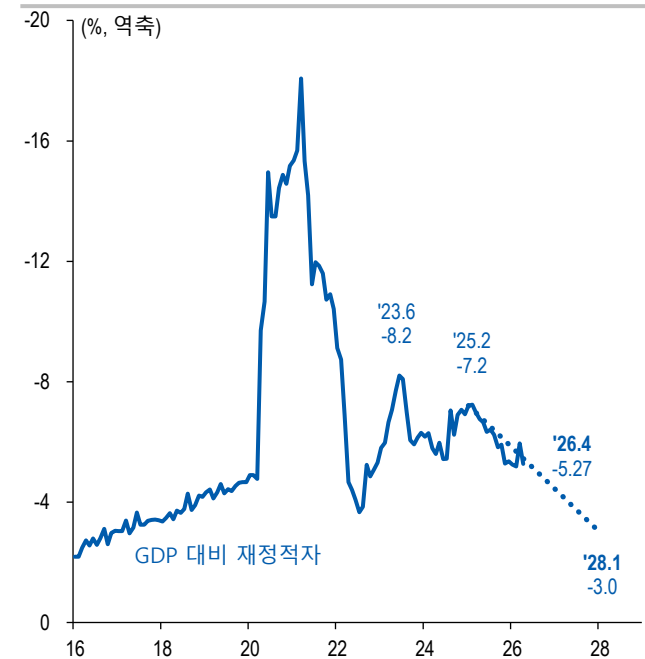
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

OBBBA, 개인공제확대/복지요건강화/산업인센티브/안보국경강화

One Big Beautiful Bill Act, OBBBA 법안 주요 내용		
TCJA 연장/영구화 + 팁/초과근무/자동차대출/고령층공제 추가		
세제	개인소득	TJCA 개인세율 인하, 표준공제 확대 영구화
	SALT 공제	주/지방세 공제한도, \$4만으로 일시 상향
Medicaid, ACA 자격요건 강화와 지출 축소		
복지	Medicaid	근로요건, 자격검증 강화, 비시민권자 제한
	오바마케어	enhanced ACA 보조금 연장 미포함
IRA 후퇴, 반도체·제조업 투자 인센티브 유지 및 강화		
산업	반도체	첨단 반도체 제조 관련 세액공제 강화/조정
	에너지/IRA	IRA 조기 종료/축소, 화석에너지 우호 조항
국경 관리, 이민자 추방 집행 + 국방·Golden Dome 예산 확대		
안보	이민/국방	국경 장벽, ICE, 추방 집행, \$1,500억 규모 Golden Dome, AI, 조선, 핵역지, 인도태평양

자료: 유안타증권 리서치센터

재정적자/GDP, 26.4 목표 수준 -5.45% 대비 +0.18%p 추가 감축



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



OBBBA, 트럼프의 복안을 집대성 - 소득개선+재정효율+이민단속+기술패권

- OBBBA는 개인 세액 부담 완화를 통한 실질 소득 개선만을 위한 법안이 아닌 방만한 복지 구조 개선을 통한 세출 감축으로 재정 건전성을 강화하는 목적과도 연관
- 핵심 지지층 요구 사항인 이민자 단속과 추방도 달성하면서 이민자들에 대한 교육/연수/고용/사회/커뮤니티 지원 관련 세출을 감축하고 복지 서비스 수급 요건을 강화
- 트럼프 2기 집권과 함께 비시민권자 제한과 관련, Medicaid 지출, ACA 보조금 감축이 가세하며 전체 세출의 27~28%를 차지하는 메디케어/건강 부문의 세출 감소까지 확산될 것으로 판단

OBBBA / 개인 세액 부담 완화를 통한 실질 소득 개선 뿐만 아니라 방만한 복지 구조 개선을 통한 재정 건전성 강화를 추구, 이는 핵심 지지층 요구 사항인 이민자 단속과 추방 확대와 연관

(\$십억)	정부세출 ↓	교육연수 고용사회	커뮤니티 지역개발	국제관계	운송	수익증권	상업/주택 신용	메디케어	건강 ↑	사회보장	사법행정	보훈	순이자
25.2	7,090	307	106	64	143	721	-33	993	941	1,499	85	373	928
25.3	7,050	305	105	65	144	699	-34	952	942	1,521	87	359	942
25.4	7,075	287	109	62	144	704	-33	960	948	1,531	85	356	946
25.5	7,091	284	78	64	143	712	-16	966	952	1,541	85	364	945
25.6	7,053	205	81	70	142	718	-14	969	957	1,553	85	368	948
25.7	7,108	226	82	68	144	713	-30	976	974	1,562	84	371	960
25.8	7,111	195	83	57	145	706	-23	989	973	1,572	85	375	972
25.9	7,010	69	85	45	146	702	-29	997	979	1,581	85	377	971
25.10	7,114	64	81	41	145	719	-29	1,070	982	1,590	84	396	981
25.11	6,955	61	78	59	145	694	-29	966	984	1,599	88	366	990
25.12	7,043	56	72	35	143	705	-31	1,018	994	1,609	88	386	999
26.1	7,056	55	67	37	142	700	-30	1,032	996	1,619	93	388	995
26.2	7,073	57	62	39	142	699	-31	1,032	999	1,628	93	392	999
26.3	7,094	57	61	39	142	695	-34	1,030	1,009	1,623	96	393	1,001
26.4	7,124	57	56	39	140	697	-34	1,036	1,007	1,630	99	401	1,008

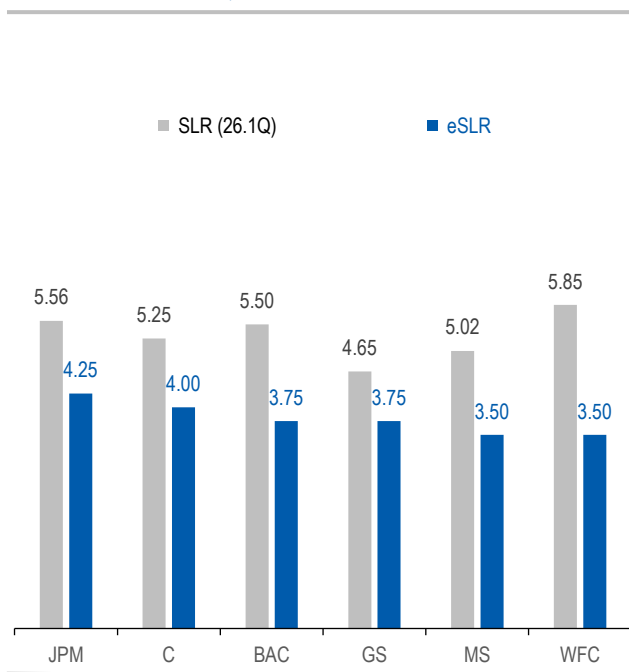
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



신규 파이프라인 AI 인프라향 대출 자산 주도 Mix 개선, SLR 부담 완화될 것

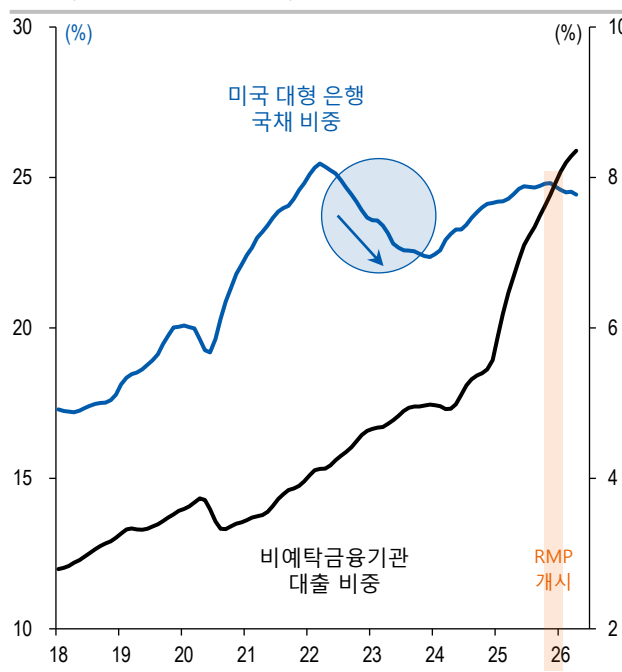
- 25.4Q, SOFR-IORB 스프레드가 급등하며 단기 금융 시장 유동성 고갈 가시화, 연준의 RMP 개시로 연초부터 미국 대형 은행 국채 비중 감소 추세 지속
- RMP 개시 후 유입된 고객 예금 증가가 비예탁금융기관향 대출 확대에 이어지며 CET1, SLR 비율 동시 하락. G-SIB의 eSLR Deadline은 3.5%~4.25% 수준 26.1Q 급격한 하락 속도를 감안해도 최소 3개 분기 여유 보유
- SLR 부담은 점진적으로 완화될 것. 22~23년 사례와 같이 국채 비중 하락 및 대출 비중 확대는 자산 Mix 측면에서 Tier 1 Capital을 중장기적으로 증가시키는 요인

G-SIB eSLR Deadline, 3.5%~4.25% 수준 - 3개 분기 여유 보유



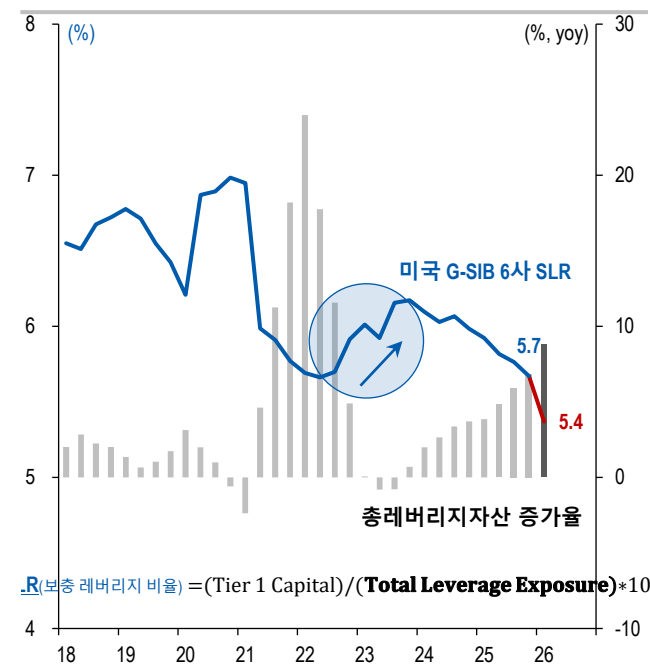
자료: congress.gov, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국채 ↓, 대출 ↑ 자산 Mix 개선, CET1은 1-2년 내로 개선될 것



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

22~23년 사례와 같이 SLR 부담은 점진적으로 완화될 전망



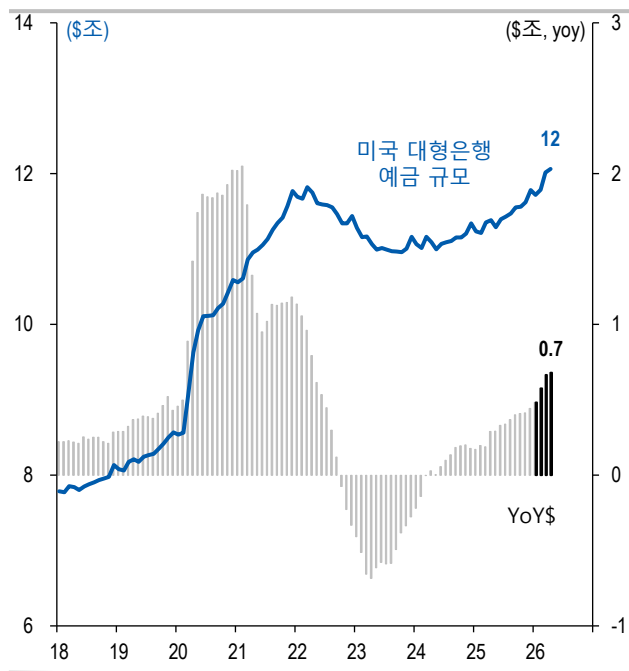
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



RMP 지속은 대형 은행발 대출 증가, 채권 매입 확대의 선순환 창출 전망

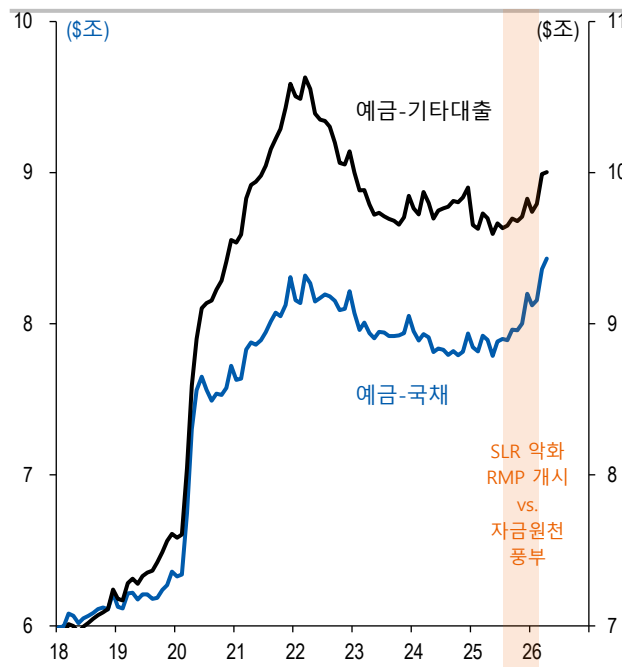
- RMP를 개시한 작년 12월 이후 연준발 유동성 확대가 대형 은행 예금 증가로 반영, 증가한 예금 자산은 비예탁금융기관향 대출과 국채 매입 확대 중심으로 활용
- 채권 중심의 은행 레버리지자산, 비예탁금융기관향 대출 중심 Mix로 전환, 신용 비중을 확대하지 않으면서 중장기적으로 CET1과 ROE는 개선되는 선순환 창출
- 급격히 증가하는 예금은 신용에 의지하지 않은 대출 자금의 원천, 수익성과 자산 건전성 측면에서 긍정적
- 채권 매입은 위험 자산 비중 확대에 따른 RWA 관리 및 CET1 비율 최적화 목적으로 활용하기 위한 구조적인 수요가 지속

12월 RMP 개시, 연준발 유동성 확대가 대형 은행 예금 증가로 반영



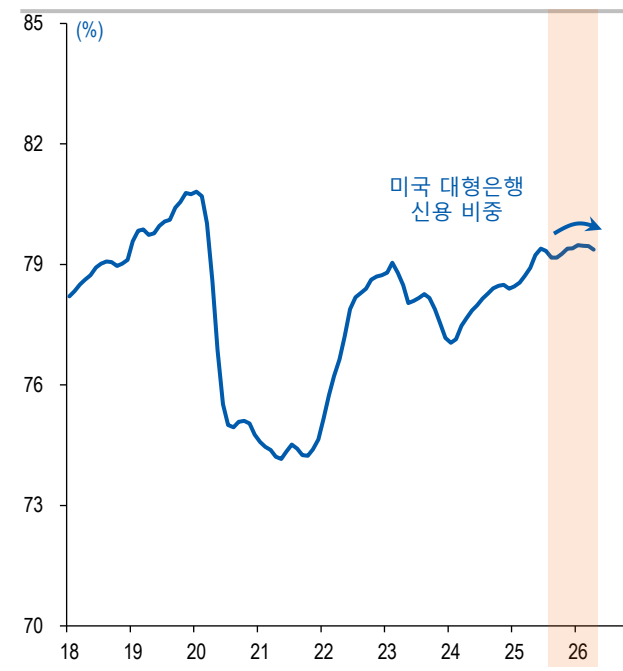
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

RMP - 채권 중심 레버리지자산, 비예탁기관대출 중심의 Mix 전환



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

RMP 효과, 신용 창출 없이 위험 자산 확대하며 CET1, ROE 개선



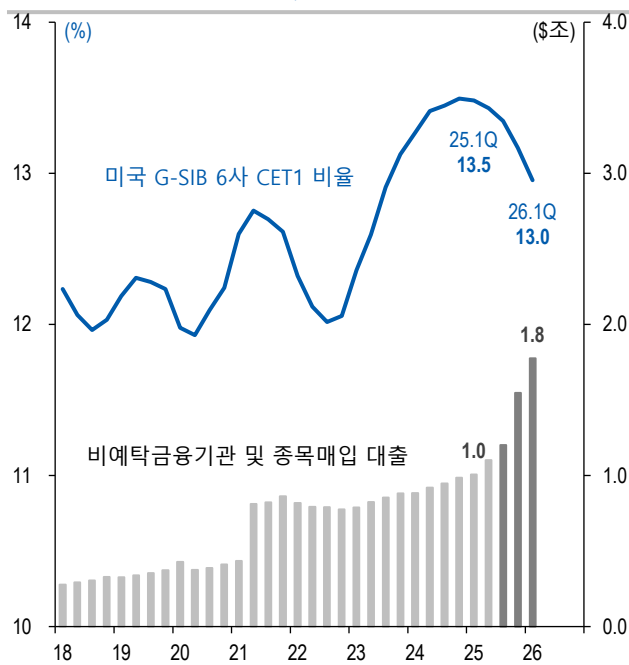
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



6월 대형 은행 자본 요건 완화 방안 공개 - \$8,000억 추가 신용 창출 기대

- 25년 들어 G-SIB CET1 비율 급격히 하락 중. 연준은 지난 3월 19일 대형 금융 기관 자본 요건 완화 방안 발표, 90일간 공개의견 수렴 절차를 거쳐 최종 확정 예정
- 연준이 대형 금융 기관 CET1 완화와 관련해 제안한 내용에 따르면, 대형 은행 CET1 요건 -4.8% 완화안이 6월 중순 최종 확정될 전망
- 26.1Q 기준 G-SIB 6사의 전체 RWA는 \$7.72조, CET1 -4.8% 완화 시 확대 가능 RWA 규모는 \$3,900억, 확대 가능 자산 규모는 단순 산출 시 \$8,100억
- \$8,100억 달러는 비예탁 금융기관향 대출과 AI 인프라 기업 발행 채권 매입 대출로 지난 1년간 증가한 \$7,700억을 상회하는 규모

G-SIB CET1 비율 급감 - 연준, 6월 중순 자본 요건 완화 발표 예정



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

연준 CET1 자본 요건 변경 제안(26.3.19) - 6월 셋째 주 최종 확정

CET1 요건 변경 제안	Category I & II	Category III & IV	소형 은행
Basel III	+1.4%		
G-SIB Surcharge	-3.8%		
Standardized Approach		-6.1%	-7.8%
AOCI 기타포괄손익누계액		+3.1%	
Stress Test	-2.4%	-2.2%	
Total	-4.8%	-5.2%	-7.8%

Category	핵심 기준
I	미국 G-SIB
II	총자산 \$7,000억 혹은 국경간 거래 \$750억 이상
III	총자산 \$2,500억 혹은 총자산 \$1,000억, 특정 자산 \$750억 이상
IV	총자산 \$1,000억 달러 이상
소형	총자산 \$1,000억 미만

자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

\$0.81조 vs. 25년 비예탁기관, AI인프라채권 대출 증가 \$0.77조

G-SIB 6사 CET1 자본 요건 완화 (26.1Q)					
RWA 규모	CET1 규모	CET1	-4.8% 완화 후	운용 가능 RWA	확대 가능 RWA ¹⁾
\$7.72조	\$1.0조	13.0% (26.1Q)	12.376%	\$8.11조	\$0.39조

총자산	RWA	위험 가중치 ²⁾	1) ÷ 2)	확대 가능 자산
\$16.08조	\$7.72조	48%	\$0.39조 ÷ 0.48	\$0.81조

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



황병준

US Market

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

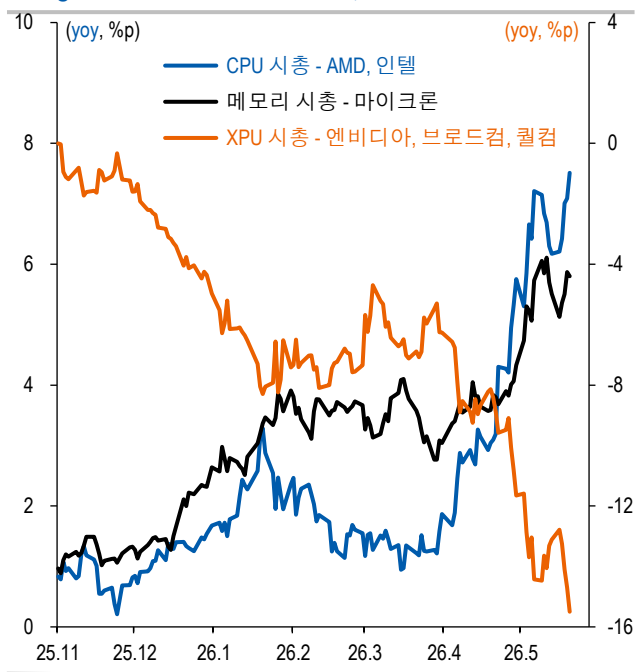
[선호 ETFs]



[반도체] 지속하는 업종 내 순환매, 포트폴리오 접근시 매력적

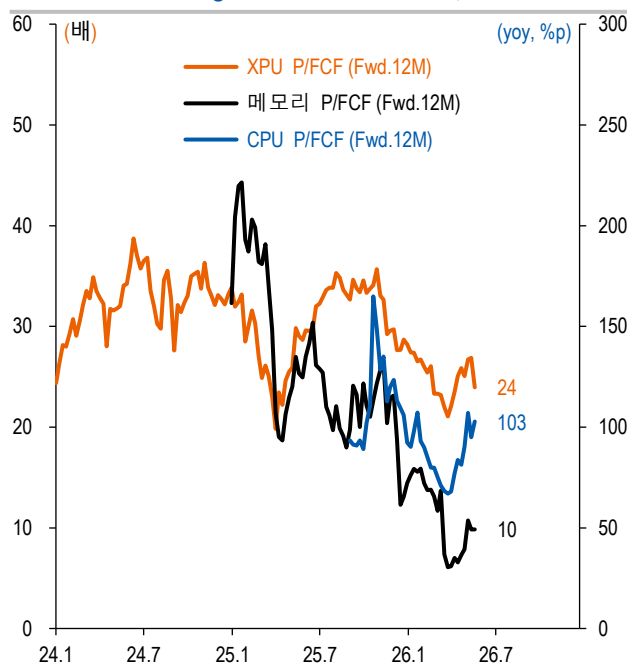
- 강세장 지속을 뒷받침하는 핵심 KPI는 잉여현금흐름(Free-Cash Flow: FCF). 25.4Q부터 AI-Agent 플랫폼 고도화 핵심 요소 스토리지, 업종 FCF 업사이클에 가세
- 소프트웨어 주도주 CSPs 3사(MSFT, AMZN, GOOGL) CapEx 급증에도 반도체, 반도체 장비, 스토리지 업종 현금흐름 개선이 IT 업종 전체 FCF 업사이클 견인 ('26.3~)
- 지난 3월 말 이후 주가 흐름은 25년 해방의 날 이후 흐름과 유사하게 전개되고 있으나 업종 이익 사이클이 업사이클 국면 재진입, 25년 당시 이익 사이클 흐름과 대비
- 엔비디아 Vera/Rubin 출하를 앞둔 반도체&장비 업종 밸류에이션, 본격적인 슈퍼 사이클 국면에 진입한 스토리지 주도 하드웨어 밸류에이션, Re-Rating 여력 보유

AI-Agent 고도화 핵심 요소 스토리지, 업종 FCF 업사이클에 가세



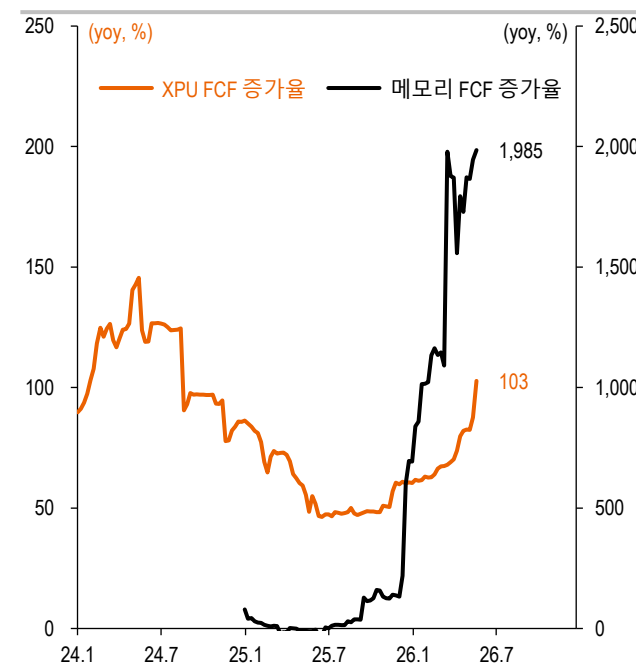
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션 Re-Rating 여력 - 반도체(Vera/Rubin), 하드웨어(스토리지)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주가 흐름은 작년 상반기와 유사 vs. 이익 사이클은 업사이클 진입



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



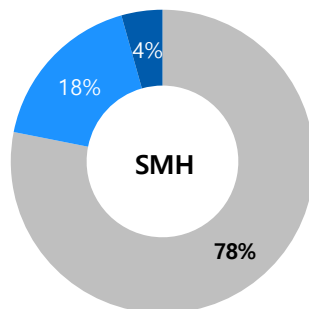
SMH VanEck Semiconductor ETF

IT, 반도체 및 반도체 장비 부문에 걸쳐 사업을 운영하는 미국 상장 주식에 투자. MVIS US Listed Semiconductor 25 Index 성과를 추종하며, 벤치마크는 MSCI AC World.

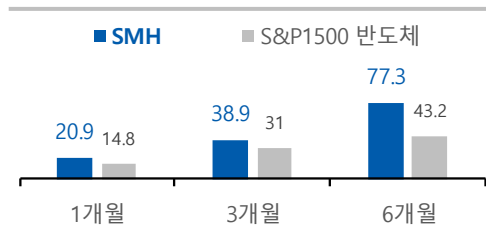
내용 (5/26)

현재가	576.32
AUM	\$66.35B
52주 저/고	\$235.37 / \$582.50
보수율	0.35%
구성 종목 수	26
90일 평균 거래량 (백만)	9.16

업종별 비중 (GICS IV)



수익률 (5/26)



구성 종목 Top 10 (5/26)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
엔비디아	NVDA	16.14	\$5,211B	21.7	23.5	71.2	0.0	15.5
TSMC	TSM	9.42	\$2,098B	24.5	10.3	36.8	0.9	33.5
인텔	INTC	7.83	\$602B	110.2	5.0	6.0	0.1	224.8
AMD	AMD	7.16	\$762B	53.9	11.6	22.0	-	118.3
브로드컴	AVGO	6.93	\$1,961B	31.3	23.6	59.2	0.6	19.9
마이크론	MU	6.25	\$847B	7.9	9.2	63.2	0.1	163.3
퀄컴	QCOM	5.03	\$251B	24.4	9.8	37.9	1.6	40.1
텍사스 인스트루먼트	TXN	4.88	\$281B	37.9	16.4	43.7	1.9	80.3
램리서치	LRCX	4.38	\$382B	41.1	33.3	68.9	0.4	78.6
ASML	ASML	4.1	\$634B	40.8	25.9	56.6	0.6	53.2

주: 12개월 Forward
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

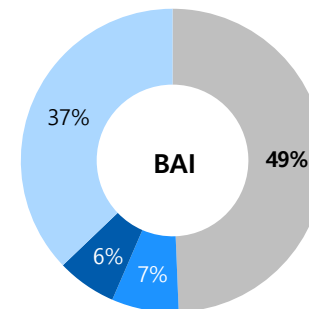
BAI iShares AI Innovation and Tech Active ETF

블랙록에서 출시한 ETF로 글로벌 전체 공모 주식 시장에 투자. AI 및 IT 분야의 기업 주식에 직접 투자하거나 파생상품을 통해 투자.

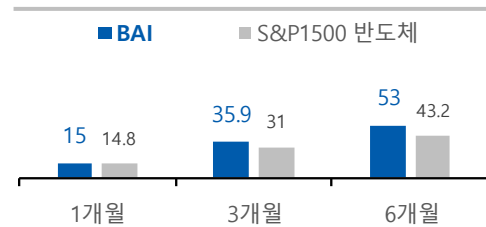
내용 (5/26)

현재가	47.81
AUM	\$15.49B
52주 저/고	\$25.41 / \$48.80
보수율	0.55%
구성 종목 수	44
90일 평균 거래량 (백만)	2.54

업종별 비중 (GICS IV)



수익률 (5/26)



구성 종목 Top 10 (5/26)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
SK하이닉스	000660	6.2	\$976B	6.2	6.8	60.3	0.7	216.6
브로드컴	AVGO	5.3	\$1,961B	31.3	23.6	59.2	0.6	19.9
엔비디아	NVDA	4.97	\$5,211B	21.7	23.5	71.2	0.0	15.5
AMD	AMD	4.76	\$762B	53.9	11.6	22.0	-	118.3
램리서치	LRCX	4.43	\$382B	41.1	33.3	68.9	0.4	78.6
타워 세미컨덕터	TSEM	4.32	\$33B	68.2	-	-	-	123.8
TSMC	TSM	4.24	\$2,098B	24.5	10.3	36.8	0.9	33.5
마이크론	MU	4.16	\$847B	7.9	9.2	63.2	0.1	163.3
알파벳	GOOGL	3.84	\$4,619B	28.5	9.2	37.5	0.2	22.4
엘리트머티리얼	2383	3.03	\$60B	49.3	29.9	58.1	-	221.6

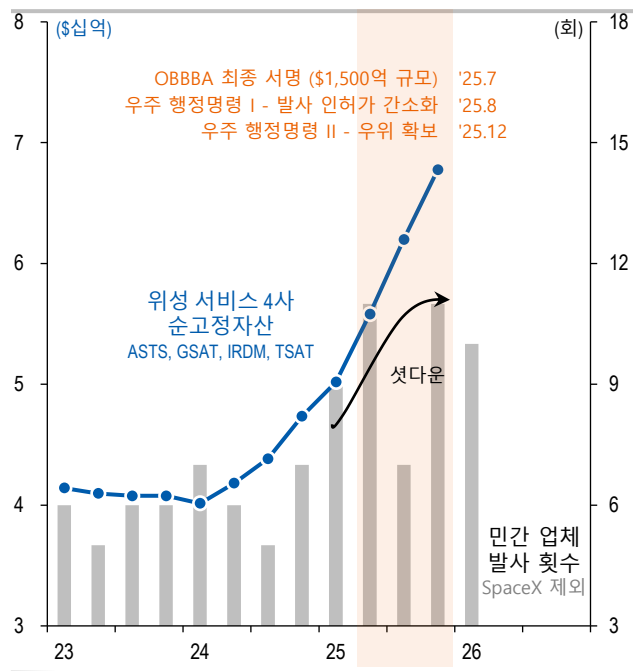
주: 12개월 Forward
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[우주] Golden Dome 프로젝트 본격화, 수주 서프라이즈 지속

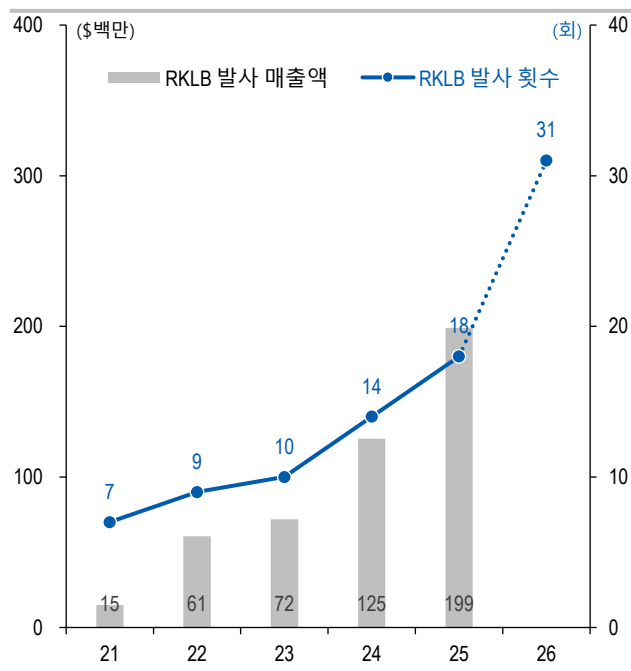
- 미사일방어청(MDA) SHIELD는 최대 계약 기간 10년, \$1,510억 규모의 Golden Dome 프로젝트를 실제 조달로 풀어내기 위한 다중 수주 계약 Vehicle
- 미국 본토 다층 방어 아키텍처 Golden Dome은 행정 부처 주도 미국 우주 우위 확보 관련 최대 프로젝트. 발사/탐지/운용/보안 등 다양한 부문과 연관
- 해당 프로젝트는 극초음속 미사일 발사 인프라 + 극초음속 미사일 탐지 위성(센서) 네트워크 + 보안 및 통합 지원 3부문으로 구성. 핵심은 발사 인프라와 위성 네트워크
- 극초음속 미사일 발사 관련 단기 대응 능력 레퍼런스와 우주 기반 탐지 체계(위성, 센서) 제조 및 운용 레퍼런스를 보유한 업체의 수주 모멘텀이 26년부터 본격화 (SPCX, RKLБ, FLY, RDW, NOC, RTX 등). RKLБ의 발사 수주는 24년부터 4회씩 증가했으나 올해 13회 이상 증가, FLY는 연간 1회에서 올해 4회 이상으로 증가

25년, 우주행정명령, GoldenDome 본격화로 우주 업종 수혜 확산



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

RKLБ 발사 수주, 24년부터 4회씩 증가했으나 올해 13회 이상 증가



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

부처 주도 미국 우주 우위 확보 관련 최대 프로젝트 Golden Dome

미사일방어청 MDA SHIELD - 프로젝트 Golden Dome 조달, 최대 \$1,510억, 10년 다중수주계약 프로젝트		
센서	미사일 발사 탐지, 추적, 식별, 우주·지상·해상 센서 네트워크	L3Harris, Northrop, RTX, Redwire, SpaceX
요격체	탄도·극초음속·순항미사일 요격 수단	Lockheed Martin, RTX, Northrop, Boeing
우주 체계	우주 센서, 우주 기반 추적, 잠재적 우주 기반 요격 개념	SpaceX, L3Harris, Northrop, Redwire
AI/ML	위협 식별, 추적, 의사 결정 보조, 방어 네트워크 자동화	Palantir, Anduril, Booz Allen
사이버 방어	미사일방어 네트워크 사이버 보안	CACI, Leidos, Booz Allen
디지털 엔지니어링	모델링·시뮬레이션, 디지털 트윈, 테스트·평가	방산 prime + 전문 업체
시험 평가	무기 체계, 발사, 통합 시험	Kratos, Rocket Lab
생산 배치	개발 이후 양산·통합·운용지원	대형 방산 prime 중심

자료: 유안타증권 리서치센터



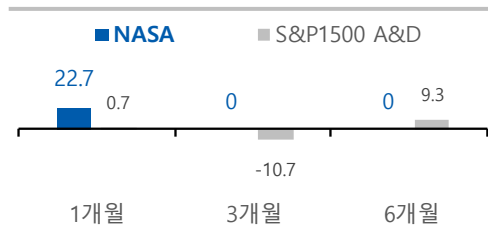
NASA Tema Space Innovators ETF

글로벌 우주 산업 관련 기업 및 위성 기술 활용 기업에 투자. S-Network Space Index 성과를 추종하는 패시브 ETF. 26년 3월 30일 상장.

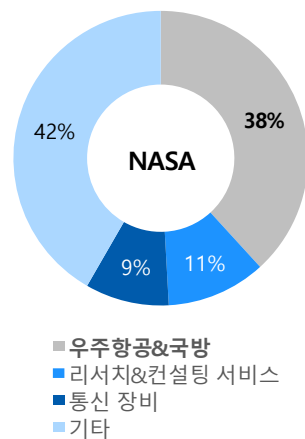
내용 (5/26)

현재가	38.76
AUM	\$1.42B
52주 저/고	\$24.04 / \$38.95
보수율	0.87%
구성 종목 수	38
90일 평균 거래량 (백만)	-

수익률 (5/26)



업종별 비중 (GICS IV)



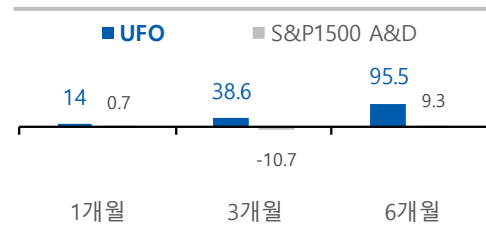
UFO Procure Space ETF

우주 탐사, 로켓 시스템, 위성 장비 및 우주 관련 서비스 기업에 투자. 상향식·하향식 분석을 병행해 장기 성장을 추구하는 액티브 ETF.

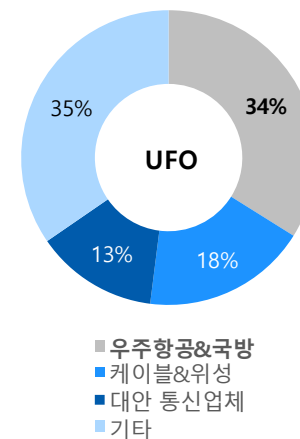
내용 (5/26)

현재가	61.90
AUM	\$1.03B
52주 저/고	\$23.90 / \$62.11
보수율	0.75%
구성 종목 수	50
90일 평균 거래량 (백만)	0.76

수익률 (5/26)



업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (5/26)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
로켓랩	RKLB	10.71	\$85B	-	38.9	-0.5	-	94.6
플래닛 랩스	PL	6.05	\$15B	-	73.9	-13.3	-	124.9
인튜이티브 머신스	LUNR	5.97	\$08B	-	33.1	-6.5	-	135.7
파이어플라이	FLY	5.5	\$08B	-	7.9	-24.1	-	121.3
AST 스페이스모바일	ASTS	4.88	\$41B	-	15.9	-12.5	-	45.8
펠트로닉	FTC	4.85	\$01B	-	-	17.6	-	114.5
5N 플러스	VNP	4.06	\$03B	44.1	12.9	24.1	-	155.5
블랙스카이	BKSY	4.07	\$02B	-	25.2	-7.4	-	155.3
비아셋	VSAT	3.57	\$10B	-	2.3	-0.4	-	116.4
MDA 스페이스	MDA	3.33	\$06B	40.8	4.4	11.0	-	121.2

구성 종목 Top 10 (5/26)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
로켓랩	RKLB	6.92	\$85B	-	38.9	-0.5	-	94.6
플래닛 랩스	PL	6.19	\$15B	-	73.9	-13.3	-	124.9
비아셋	VSAT	5.59	\$10B	-	2.3	-0.4	-	116.4
MDA 스페이스	MDA	4.85	\$06B	40.8	4.4	11.0	-	121.2
이리디움	IRDM	4.71	\$05B	40.4	10.0	24.6	1.0	182.7
파이어플라이	FLY	4.64	\$08B	-	7.9	-24.1	-	121.3
시리우스XM	SIRI	4.53	\$10B	9.0	-	8.9	3.9	47.7
글로벌스타	GSAT	4.46	\$11B	-	29.5	13.4	-	36.0
인튜이티브 머신스	LUNR	4.37	\$08B	-	33.1	-6.5	-	135.7
AST 스페이스모바일	ASTS	4.24	\$41B	-	15.9	-12.5	-	45.8

주: 12개월 Forward
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

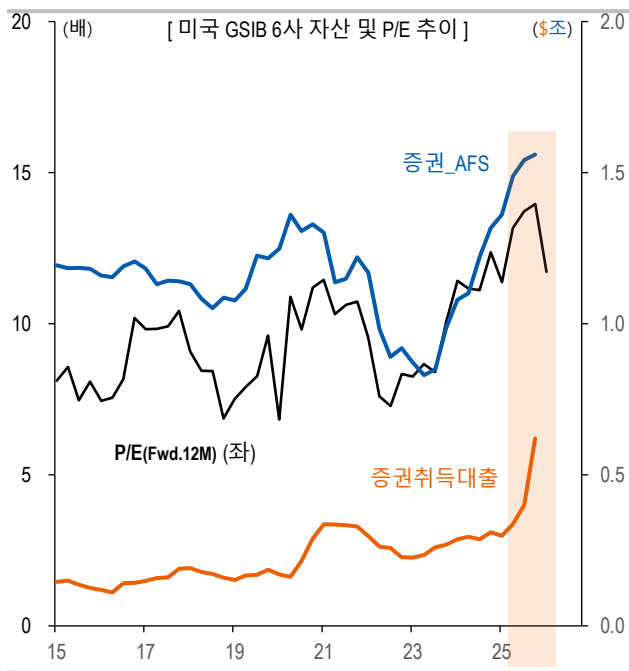
주: 12개월 Forward
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[금융] 고수익 자산 중심의 Mix 개선 가속화, 밸류에이션 매력

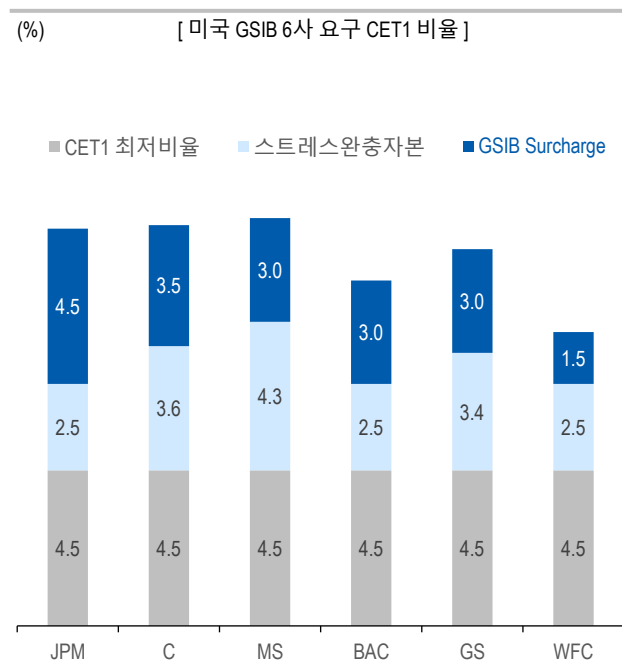
- 금번 6월 예정된 Michelle Bowman 연준 감독 부의장이 제안하는 금융 규제 완화로 CET1 요구 자본은 대형 은행(자본금≥\$1,000억) -5%, 소형 은행(자본금≤\$250억)은 -8~-7%대 감소 전망.
- 업종 주가는 1) 증권 취득 대출 자산 익스포저 확대에 따른 자본 요건 부담, 2) 금리 인상에 따른 부정적センチ먼트를 반영하는 반면, 해당 자산 비중 확대에 따른 이익 개선 여력 및 연준 주도 규제 완화에 대한 기대감이 충분히 반영되어 있지 않아
- Morgan Stanley(MS), Goldman Sachs(GS)와 같은 투자은행 & 중개업 업종 내 주도주와 JPMorgan Chase(JPM)의 경우 업계 수위의 CET1을 축적 중인 업체, 점진적인 자산 Mix 개선 진행에도 다각화금융(JPM, BAC, WFC 등) 업종 밸류에이션은 역사적 하단.

RMP 주도 채권 비중 하락, 대출 비중 확대에 따른 이익 개선 기대



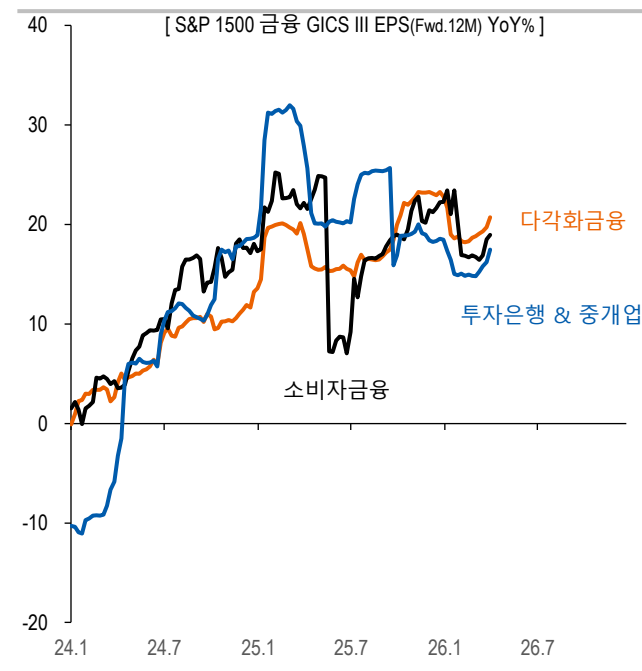
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

6월 연준 주도 규제 완화로 CET1 요구 자본 -5% 수준 감소할 것



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

점진적인 자산 Mix 개선 진행에도 다각화금융 업종 밸류 역사 하단



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



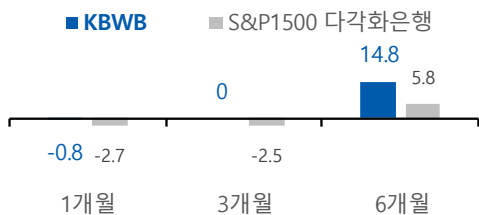
KBWB Invesco KBW Bank ETF

금융 및 은행 부문에 걸쳐 사업을 영위하는 미국 상장 주식에 투자. KBW 나스닥 은행 지수 성과를 추종하며, 벤치마크는 S&P 500 TR.

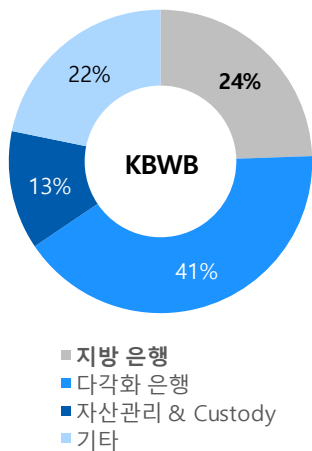
내용 (5/26)

현재가	86.53
AUM	\$5.28B
52주 저/고	\$64.54 / \$91.44
보수율	0.35%
구성 종목 수	29
90일 평균 거래량 (백만)	2.09

수익률 (5/26)



업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (5/26)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
모간스탠리	MS	9.09	\$317B	16.7	3.0	17.7	2.1	14.5
골드만삭스	GS	8.73	\$306B	16.8	2.7	17.2	1.9	14.0
뱅크오브아메리카	BAC	7.83	\$368B	11.4	1.3	12.3	2.4	-5.3
JP모간체이스	JPM	7.68	\$821B	13.8	2.3	16.8	2.1	-4.0
웰스파고	WFC	7.06	\$234B	10.7	1.4	13.5	2.6	-17.1
스테이트 스트리트	STT	4.51	\$43B	12.2	1.7	14.2	2.3	20.9
뉴욕 멜론 은행	BNY	4.4	\$96B	15.9	2.4	15.5	1.7	20.9
씨티그룹	C	4.27	\$213B	11.3	1.1	10.4	2.2	8.3
PNC 파이낸셜 서비스	PNC	3.89	\$88B	11.2	1.5	13.1	3.2	6.7
U.S.뱅크프	USB	3.78	\$85B	10.5	1.4	13.8	3.9	3.8

주 : 12개월 Forward
자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

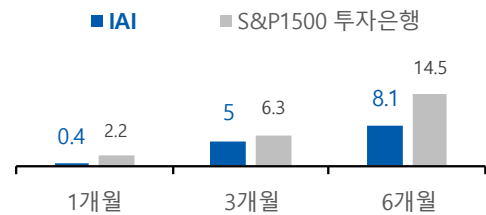
IAI iShares US Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF

금융, 자본 시장, 거래소 및 데이터, 투자 은행 및 중개업을 영위하는 미국 상장 주식 시장에 투자. Dow Jones US Select Investment Services Index 성과를 추종하며, 벤치마크는 S&P 500 TR.

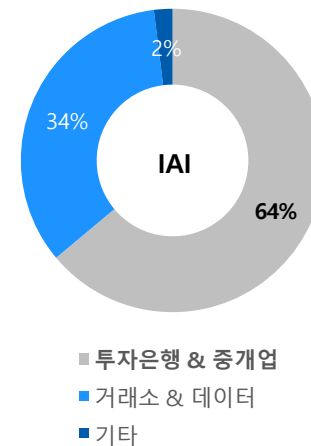
내용 (5/26)

현재가	179.89
AUM	\$1.39B
52주 저/고	\$152.52 / \$191.62
보수율	0.4%
구성 종목 수	37
90일 평균 거래량 (백만)	0.14

수익률 (5/26)



업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (5/26)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
골드만삭스	GS	19.75	\$306B	16.8	2.7	17.2	1.9	14.0
모간스탠리	MS	15.98	\$317B	16.7	3.0	17.7	2.1	14.5
찰스 슈왈	SCHW	9.95	\$161B	14.0	3.4	24.9	1.4	-9.1
무디스	MCO	4.17	\$78B	26.2	24.7	77.3	0.9	-11.7
MSCI	MSCI	4.12	\$43B	28.9	-	-63.3	1.5	3.4
인터컨티넨털 익스체인지	ICE	4.03	\$87B	19.1	2.9	14.1	1.4	-5.2
S&P 글로벌	SPGI	4.03	\$127B	20.6	4.0	18.3	1.0	-19.9
CME 그룹	CME	3.97	\$106B	23.9	3.9	16.1	4.1	9.2
나스닥	NDAQ	3.9	\$51B	22.6	4.3	18.4	1.3	-6.0
로빈후드	HOOD	3.87	\$66B	36.3	6.6	20.3	-	-34.9

주 : 12개월 Forward
자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터





민병규

Global Strategist

02 3770 3635

byungkyu.min@yuantakorea.com

[Part 3. 중국 주식시장 전망과 전략]





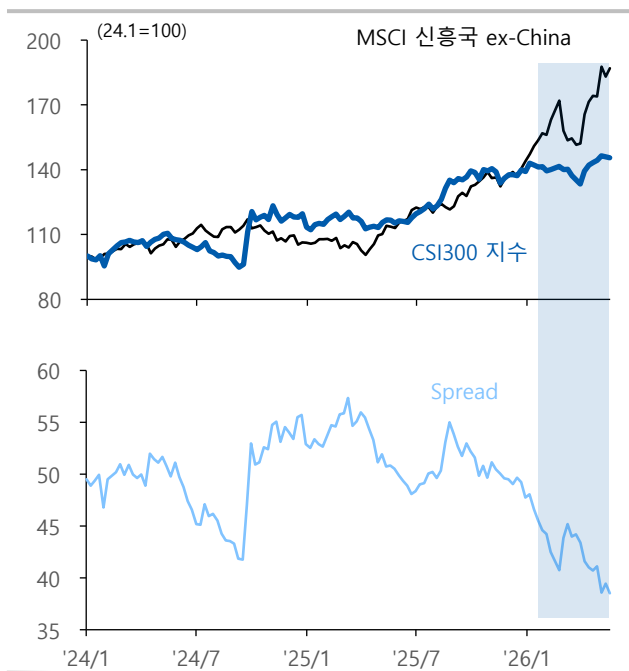
Stay Aligned



활력 없이 견고했던 중국 증시 존재감 낮은 AI 밸류체인의 시총 비중

- 중국 증시는 미국-이스라엘의 이란 공습으로 인한 변동성 구간에도 상대적으로 견조한 흐름. 그러나 고점 돌파 시도는 부재. 한국, 대만 등 아시아 주변국 증시가 신고가를 경신하고 있는 것과 대비.
- 중국 본토와 홍콩 모두 AI/반도체 관련 기업들이 주가 수익률 상위 리스트를 점유 중. 본토 증시 내 수익률 1위는 전자부품 제조기업인 Suzhou Dongshan Precision(YTD 수익률 +167.3%), 홍콩은 1Q 실적에서 AI 관련 매출 급증(YoY +84%)이 확인된 Lenovo(YTD 수익률 +70.1%). 그러나 금융(-10.3%), 필수소비재(-12.5%) 등 구산업의 부진이 지수 상단을 제한(CSI300 기준).

상반기 중국 증시의 성적은 신흥국과 상당한 괴리



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

수익률 상위 테마는 동일, 그러나 해당 산업의 시총 비중은 상당한 차이

CSI300지수 수익률 상위 기업				HSI지수 수익률 상위 기업			
기업명	티커	YTD	사업분야	기업명	티커	YTD	사업분야
1. Suzhou Dongshan Precision	002384	167.3%	전자기기/부품	Lenovo	992	70.1%	IT H/W
2. Chaozhou Three-Circle	300408	153.5%	전자기기/부품	Sun Hung Kai	16	47.4%	부동산관리/개발
3. Montage Technology	688008	141.2%	반도체/장비	CATL	3750	36.2%	전기장비
4. GigaDevice Semiconductor	603986	140.7%	반도체/장비	CK Hutchison	1	36.1%	복합기업
5. Jiangsu Zhongtian Tech	600522	136.7%	전기장비	Techtronic Industries	669	33.6%	기계
6. China Jushi	600176	130.5%	건자재	WuXi AppTec	2359	33.5%	제약
7. Avary Holding	002938	126.0%	전자기기/부품	CK Asset	1113	30.1%	부동산관리/개발
8. JCET	600584	118.0%	반도체/장비	PetroChina	857	29.2%	석유/가스
9. Weichai Power	000338	104.1%	기계	CNOOC	883	28.8%	석유/가스
10. China Merchants Shipping	601872	97.9%	석유/가스	China Resources Land	1109	28.3%	부동산관리/개발

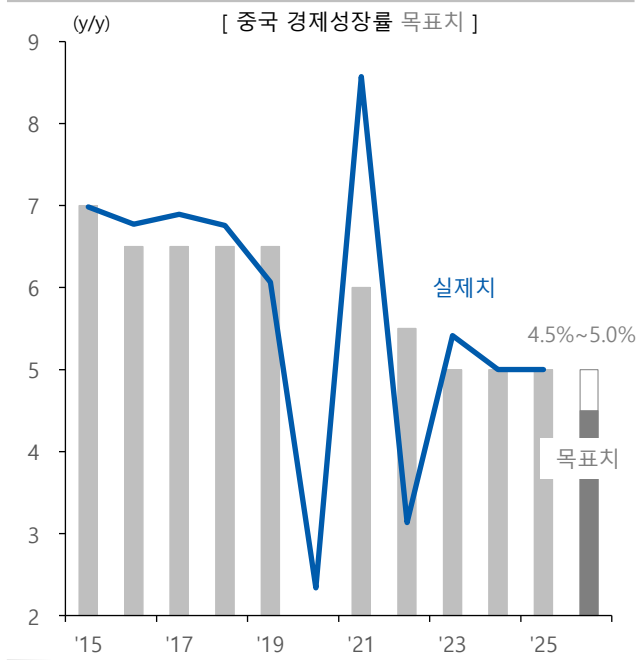
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



2026년 경제성장률 목표치 하향 → '질적 성장'으로의 전환 재확인

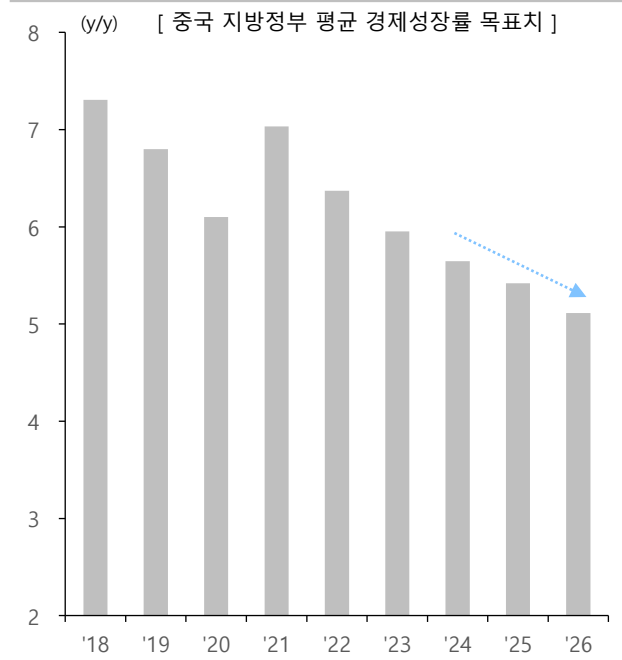
- 중국 정부는 3월 전인대 업무보고를 통해 경제성장률 목표치를 2025년 '5.0% 내외'에서 '4.5%~5.0%'로 하향 조정. 1991년 이후 최저 수준.
- 목표치 하향은 성장의 속도보다는 질을 추구하는 과정에서 나타나는 자연스러운 변화. 기존 인프라와 부동산 투자를 중심으로 한 부채 주도 성장은 한계에 직면. 과도한 목표 설정으로 인해 발생하는 악성 부채(LGFV, 지방정부자금조달기구)와 중복 인프라 투자도 관리가 필요한 영역.
- 중국 정부는 이를 대체할 성장 동력으로 신질생산력을 제시하고 있으며, 2026년 양회에서 이를 기반으로 한 질적 성장의 필요성을 강조.

중국 정부는 26년 경제성장률 목표치를 4.5%~5.0%로 하향 조정



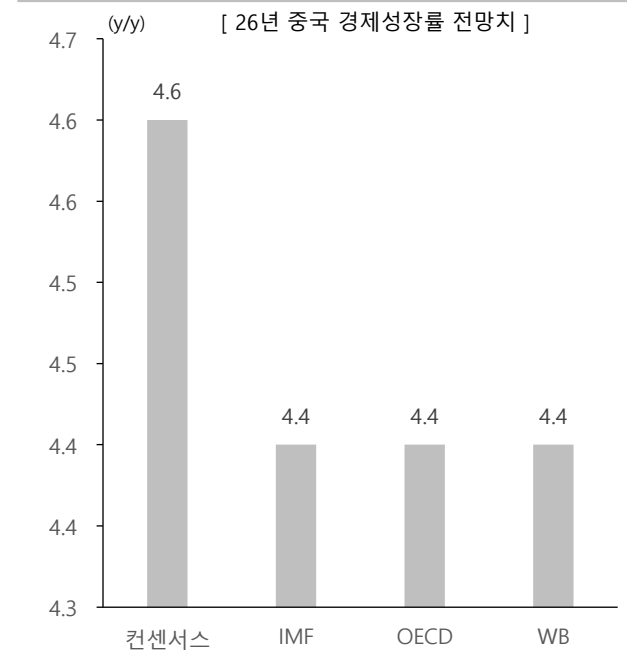
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

지방정부도 성장 동력 변화 과정에 순응



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국의 경제성장률 컨센서스는 점진적인 상향 추세



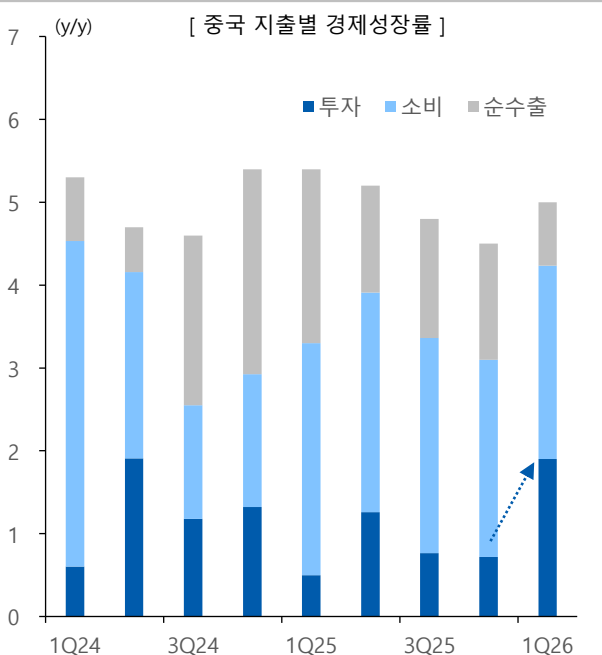
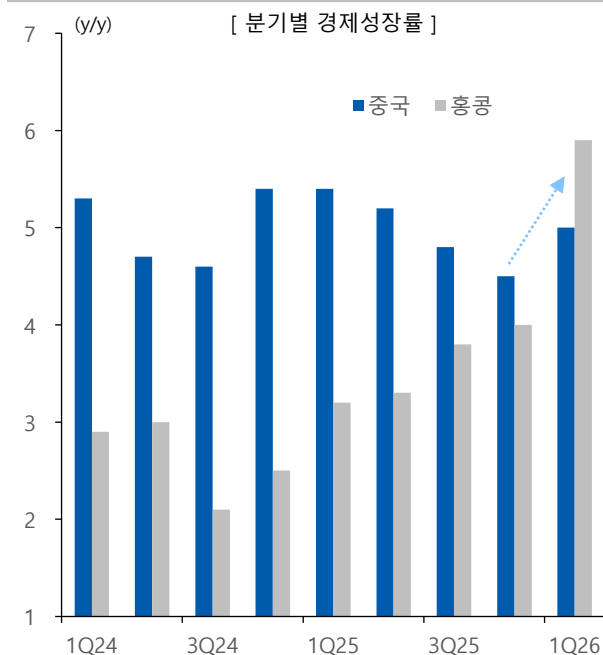
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



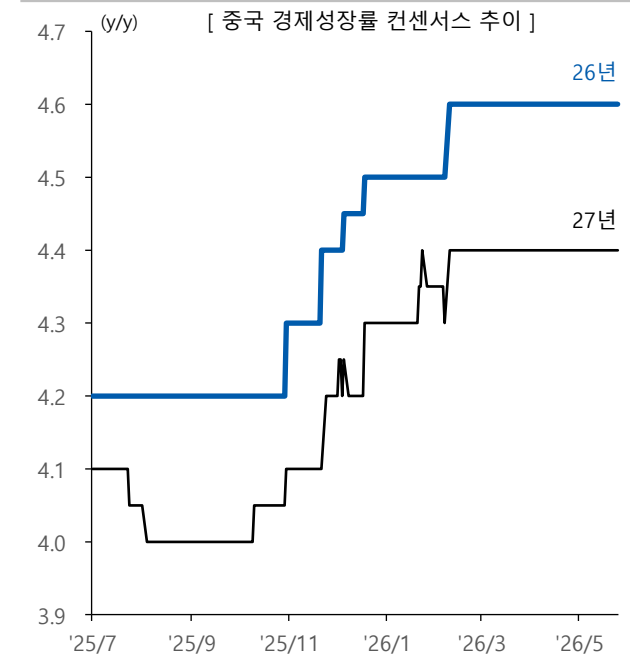
1분기 경제성장률 5.0%, 가벼운 첫 걸음 정책 목표인 소비와 투자의 조화

- 중국의 2026년 1분기 경제성장률은 +5.0%로 컨센서스 +4.8%를 상회. 홍콩은 +5.9%로 역시 컨센서스(+3.5%)와 전분기(+4.0%)를 대폭 상회하는 성장세를 기록. 예상 외 성장은 중국 정부가 정책 과제로 삼고 있는 내수가 견인. 소비가 건조한 흐름을 보인 가운데 투자가 장기 부진에서 탈피.
- 양호한 성장률이 확인된 중국의 2026년 경제성장률 컨센서스는 연초 4.5%→4.6%, 2027년은 4.3%→4.4%로 상향.

1분기 중국과 홍콩의 경제성장률은 컨센서스를 상회: 소비 건조 & 투자 회복 → 정부의 정책 의도와 일치



경제성장률 컨센서스는 완만한 상향 추세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

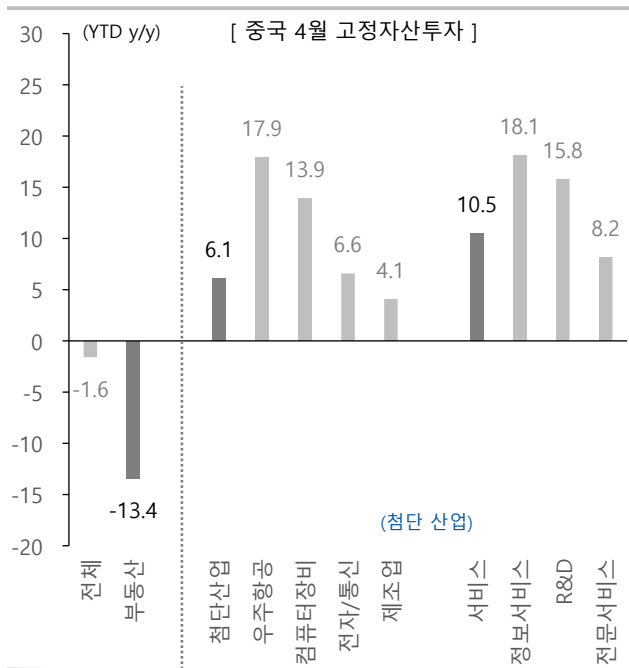
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



첨단산업 투자와 서비스 소비 → 중국 경제의 이중성이 확인되는 대표 영역

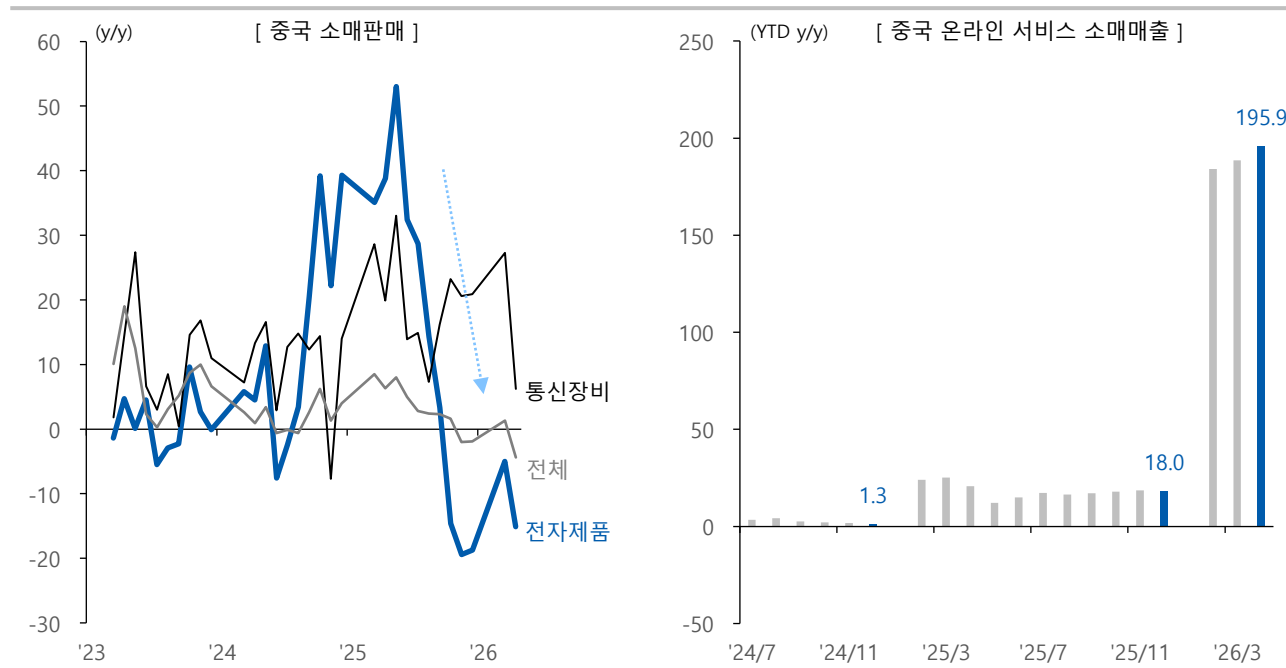
- 중국 경제의 분화는 점차 확대되는 양상.
- 1) 그동안 중국의 전체 고정자산투자는 부동산 경기 부진을 반영해 약세. 그러나 정부의 관심과 민간의 역량이 집중되고 있는 첨단산업(정보서비스, 우주항공 등)에 대한 투자는 높은 성장세 지속. 2) 사용 연한이 긴 내구재 소비를 촉진하는 이구환신 정책(상품 소비)은 효과가 둔화되고 있으나, 정부의 정책 관심이 이전된 서비스 소비의 성장세는 확대.
- 중국의 성장 동력이 변화하는 과정에서 투자 우선순위를 정부의 정책 방향성과 일치시킬 필요가 있다는 점이 재차 확인.

FAI 부진에도 첨단산업에 대한 투자는 높은 성장세 지속



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

상품 소비는 이구환신의 역기저효과로 둔화. 반면 정부의 관심이 이전된 서비스 소비는 성장세 확대



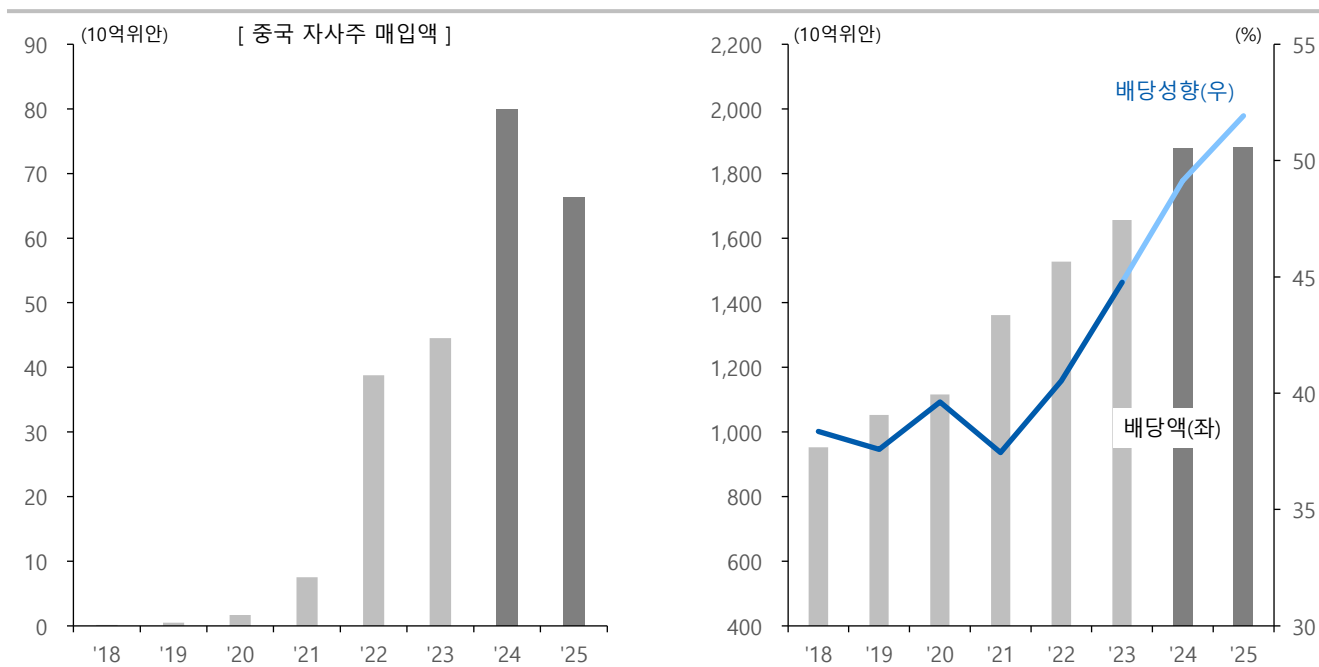
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



튼튼한 수급 주체(1) - 정부 지시를 잘 이행하고 있는 국유자본

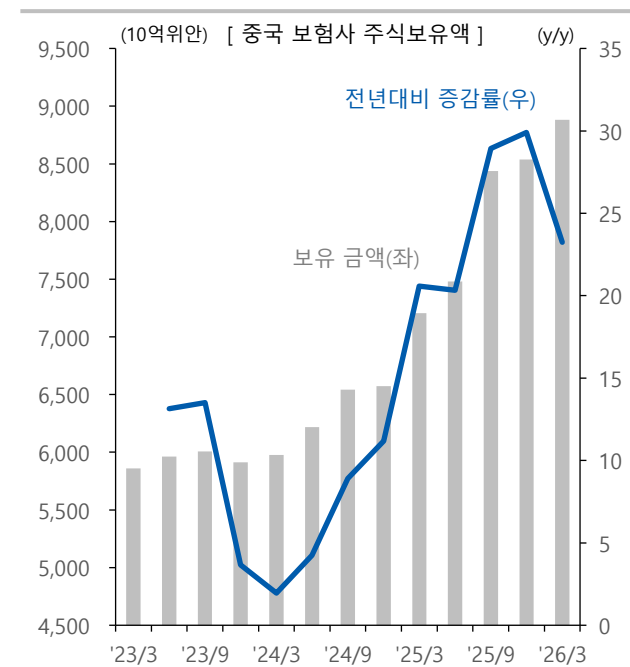
- 중국 정부는 부동산 경기 침체에서 비롯된 내수 부진에 대응하기 위해 다각적인 증시 부양책을 사용 중. 2024년 공개된 '신국9조'와 인민은행의 '자사주 매입 전용 대출'은 중국 기업들의 자사주 매입 규모와 배당액이 급증하는 성과로 연결. 특히 국유기업 비중이 높은 금융과 에너지 섹터가 적극 참여.
- 중국 정부는 증시 부양책의 일환으로 국유 자본의 중국 ETF 매입을 독려. 2026년 1분기 중국 보험사의 주식 보유 금액(펀드 포함)은 8.9조 위안으로 전년대비 +23.2% 급증. 중국 증시의 안정적인 수급 기반으로 활약 중.

막대한 성과를 올리고 있는 '신국9조'와 '자사주 매입 전용 대출'



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

보험사의 주식 보유 금액은 상반기에만 3,435억 위안 증가



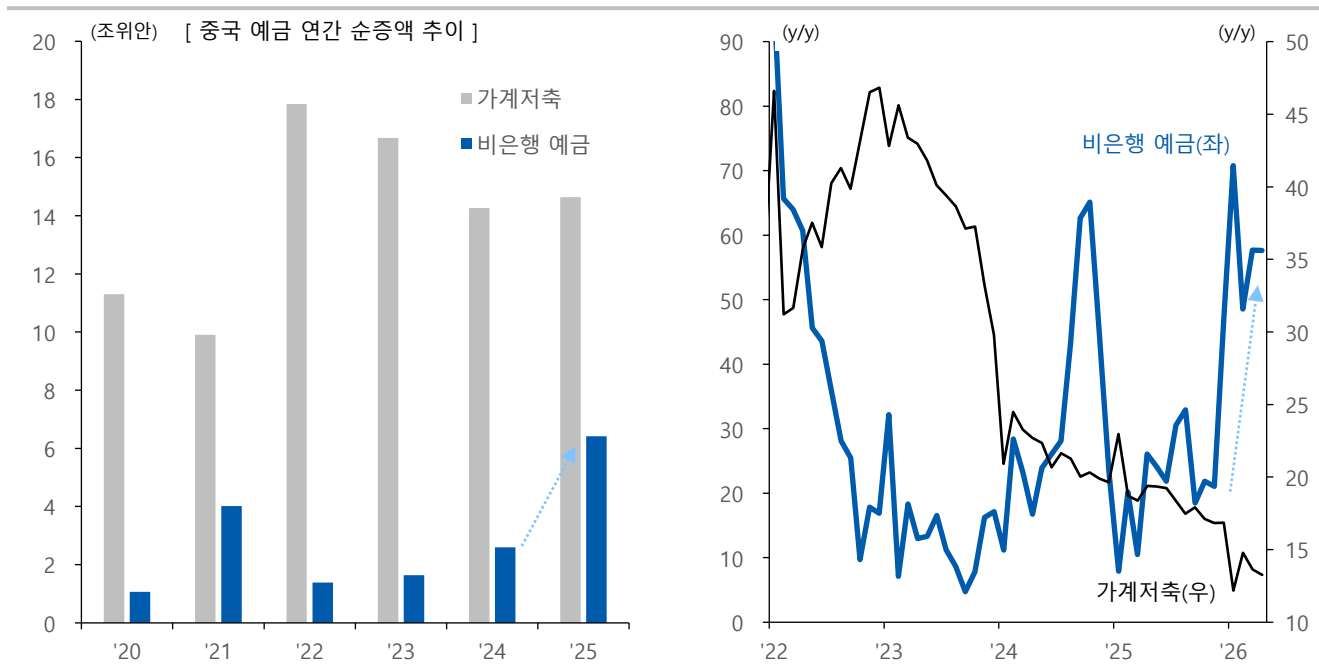
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



튼튼한 수급 주체(2) - Yield hunting에 나선 개인투자자

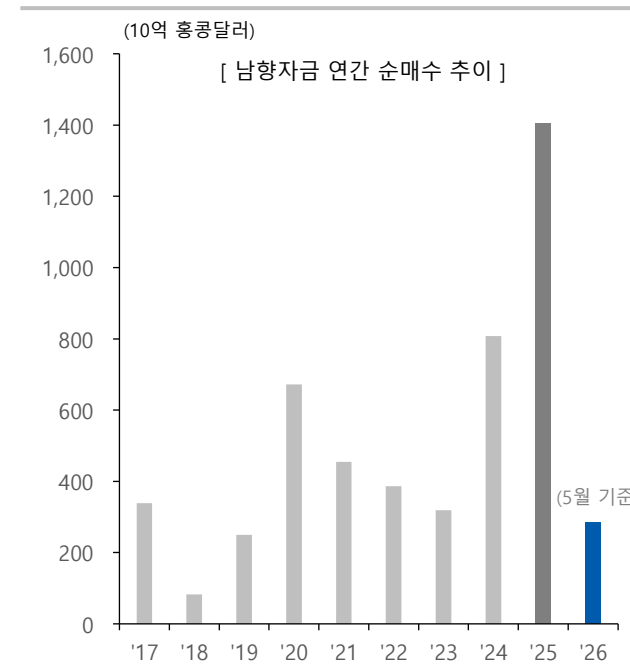
- 중국의 가계저축은 코로나19, 무역분쟁, 부동산 경기침체 등의 악재를 소화하며 2022년 이후 63.4조 위안 순증. 최근에는 증시 회복세가 지속되면서 가계저축 속도는 둔화, 반면 증시 대기자금(비은행 금융기관 예금)은 빠르게 증가. 가계 여유 자금의 증시 유입이 진행되고 있는 상황.
- 본토 증시의 강한 수급은 홍콩으로도 확산. 2025년 남향자금 순유입 금액은 1.4조 홍콩달러로 역대 최고치, 2026년은 2,857억 홍콩달러를 기록 중.

가계저축 속도는 둔화, 반면 증시 대기자금은 빠르게 증가



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

25년 기록적인 매수세를 보인 남향자금은 순유입 기조 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



양회에서 제시된 방향성은 정치국 회의에서 구체화 Stay Aligned

- 2026년 양회에서는 15차 5개년 계획의 구속력을 강화하는 국가발전계획법(경제/사회 발전 계획 및 집행 과정을 법제화)이 제정. 기존 5개년 계획은 정책 지침의 성격이 강했으나, 15차 5개년 계획은 법제화 된 첫 국가 전략.
- 신질생산력을 근간으로 하는 향후의 정책 방향은 4월 정치국 회의에서 구체화.

4월 정치국 회의: AI+ 전면 시행, 에너지 안보 확립, 고품질 내수 진작, 부동산 시장 안정, 자본시장 신뢰도 개선

중국 양회-정치국 회의 비교

	양회	정치국 회의	투자 합의	양회	정치국 회의	투자 합의		
신형 인프라	신질생산력 육성, AI 및 첨단 반도체 기술 자립 강화	전력망, 연산망, 차세대 통신망 등 6대 네트워크 인프라 건설 구체화 및 에너지 안보 강조 - 수자원, 신형 전력망, 컴퓨팅 파워망, 차세대 통신망 등 6대 인프라 건설 강화 - AI+ 행동 전면 시행 - 에너지/자원 안보 보장 제고	첨단 산업 가동을 위한 '에너지 안보'와 '인프라 투자'를 직접 연계한 실질적 Capex 공식화 → 전력기기, 데이터센터, 통신장비 등 AI 밸류체인	부동산	화이트리스트 용자 지원 확대, 서민용 주택 건설 등 방어적 파산 통제 및 리스크 관리	상업용 미분양 주택 정부 직접 매입 후 보장성 주택으로 활용. 강력한 시장 개입 - 기존 상업용 미분양 주택을 정부가 매입하여 보장성 주택으로 활용 - 미완공 프로젝트 완성 강도 제고	주택 재고를 직접적으로 해소하는 방향으로 정부의 시장 개입 강도 대폭 상향 → 우량 국유 디벨로퍼 및 인프라 건자재	
	재정적자 4.0% 유지, 1.5조 위안 초장기 특별국채 발행 및 이구환신 예고	1Q GDP 호실적으로 무분별한 재정 확장은 경계. 특별국채 조속 발행 및 정밀하고 효율적인 집행 강조 - 정밀하고 효율적인 통화정책 - 초장기 특별국채 조속 발행 및 활용 - 소비 고도화(이구환신) 추진	무분별한 재정 확장 경계. 자금의 적기 투입과 누수 방지에 집중. 고품질 내수 진작 → 정률제 보조금 수혜 예상되는 중고급 소비재 및 친환경차		자본시장	국부펀드 투입 등 자본시장 안정화 의지 표명 및 투심 회복 주력	자본시장 신뢰 안정 및 하방 지지 공식 문건 재확인. 제도적 정비 가속화 - 자본시장 신뢰성 안정 및 강화 - 중소형 부실 금융기관 구조조정을 통한 건전성 확보	정부의 증시 하방 지지 의지가 여전히 확고함을 명시. 투자자 불안 불식 → 고배당 국유기업
	양회	정치국 회의	투자 합의			양회	정치국 회의	투자 합의

자료: 유안타증권 리서치센터



전략 1) 기술자립

관련 종목	투자 포인트
중지쉬창(Zhongji Innolight, 300308 SZ)	글로벌 800G 및 1.6T 광모듈 시장 점유율 1위. 글로벌 빅테크(Google, Meta 등)를 고객사로 확보
사원전기(Sieyuan Electric, 002028 SZ)	AI 컴퓨팅 파워망 확충에 필수적인 초고압 송배전 설비 분야 선도 기업. 막대한 전력을 소모하는 데이터센터의 건립은 전력망 업그레이드를 요구
중신국제(SMIC, 0981 HK/688981 SH)	중국 내 파운드리 capa 1위 기업. 중국 반도체 자립 정책의 중심. AI chip 수요 폭증으로 웨이퍼 단가 인상 사이클에 진입
북방화창(NAURA Technology, 002371 SZ)	반도체 제조 원가의 핵심인 전공정 장비(식각, 증착, 세정) 국산화 1위 업체

*Global X China Semiconductor ETF(3191 HK)



다시 대화에 나선 두 정상, 타협하지 않는 영역이 재확인 기술 패권, 대만

- 중국 정부는 미국의 전방위적 규제에 대응해 '과학기술 자립자강 및 현대화 된 산업체계 구축'을 향후 5개년의 1순위 과제로 지정. '신질생산력 고도화(AI+ 이니셔티브 고도화, 첨단 반도체/장비 국산화, 바이오/신에너지 생태계 선점)'와 '공급망 단절 대응(해외 의존도 높은 핵심 부품/소재의 국산화율 가속화)'이 핵심 키워드.
- 미국과 중국 정상은 5월 회담에서 상호 관세 인하, 농산물과 항공기 구매 등 일부 영역에서 긴장 완화에 합의. 그러나 첨단 반도체/장비 산업에 있어서는 여전히 동행이 불가능하다는 점이 확인.

미-중 정상은 5월 회담에서 일부 긴장 완화에 합의. 첨단 반도체/장비는 각자도생

미-중 정상회담 결과			
합의 의제	내용	미합의 의제	내용
상호 관세 인하 프레임워크	양국이 각각 최소 300억 달러(약 45조 원) 규모 이상의 상품에 대해 '동등한 규모, 대등한 비율'로 관세를 인하하기로 원칙적 합의 (중국 측은 일부 품목 최혜국 대우 이하 적용 언급)	대중국 고율 관세 전면 철회	300억 달러 규모의 타깃형 인하 외, 무역법 301조 및 무역확장법 232조 등에 기반한 미국의 근본적인 대중국 고율 관세 기조 전체의 전면 철회는 불발
농산물 대규모 구매	중국이 미국산 소고기, 가금류 등을 연간 170억 달러 규모로 구매 약속 (2026~2028년). 미국은 2008년부터 시행한 중국산 유제품 자동 역류 조치 해제 등 비관세 장벽 완화	대규모 항공기 일괄 타결	미국이 기대했던 Boeing 항공기 500대 구매는 불발
상업용 항공기 구매	중국이 Boeing의 상업용 항공기 200대 1차 구매에 합의	전반적 반도체 수출 통제 해제	Nvidia 일부 칩의 제한적 허용 외에, 미국 상무부의 대중국 첨단 반도체 및 제조 장비 (SME)에 대한 포괄적 수출 통제 기조 완화는 의제에서 제외
정부 간 소통 채널 제도화	비민감 재화 교역을 관리하는 '무역위원회' 및 자본 흐름을 조율하는 '투자위원회'를 전격 신설하여 갈등 관리 체계 전환	대만 지위 합의	중국이 '최고의 레드라인'으로 경고했으나, 트럼프 대통령은 대만 무기 판매 건을 중국과의 협상 카드로 활용할 수 있음을 시사
제한적 첨단 칩 허용(Nvidia)	미국 정부가 Nvidia의 H200 첨단 AI 칩을 사전 검증된 10개 중국 현지 기업에 판매할 수 있도록 허용	중국 정부 보조금 등 구조 개혁	중국 정부의 첨단 제조업(전기차, 배터리, 태양광 등)에 대한 보조금 지급 및 과잉 생산 등 무역 불균형의 근본적 원인 조율은 제외
중동 안보 및 에너지 협력	이란 핵 보유 불가 공감, 호르무즈 해협 재개방 및 무단 통행료 징수 금지에 합의. 중국은 미국산 원유/LNG 추가 구매 의향 표명, 미국은 이란산 원유를 구매한 일부 중국 기업 제재 완화 시사		

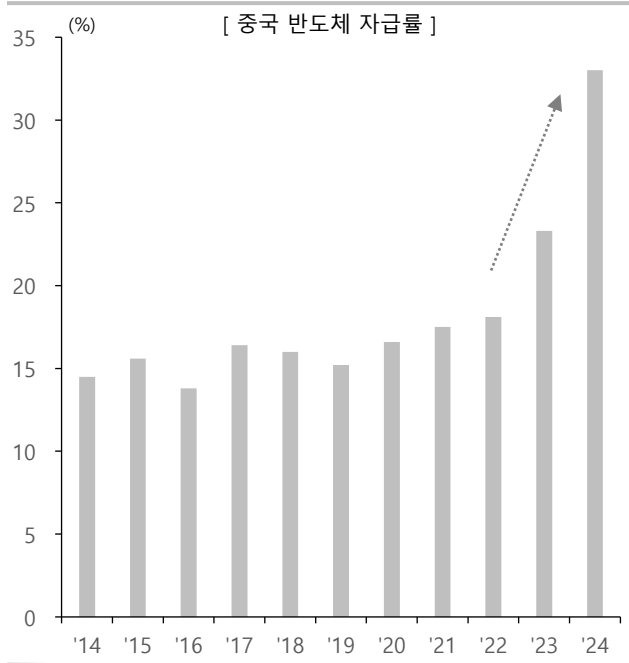
자료: 유안타증권 리서치센터



중국 제조 2025, 미국의 전방위 제재에도 꾸준한 성과

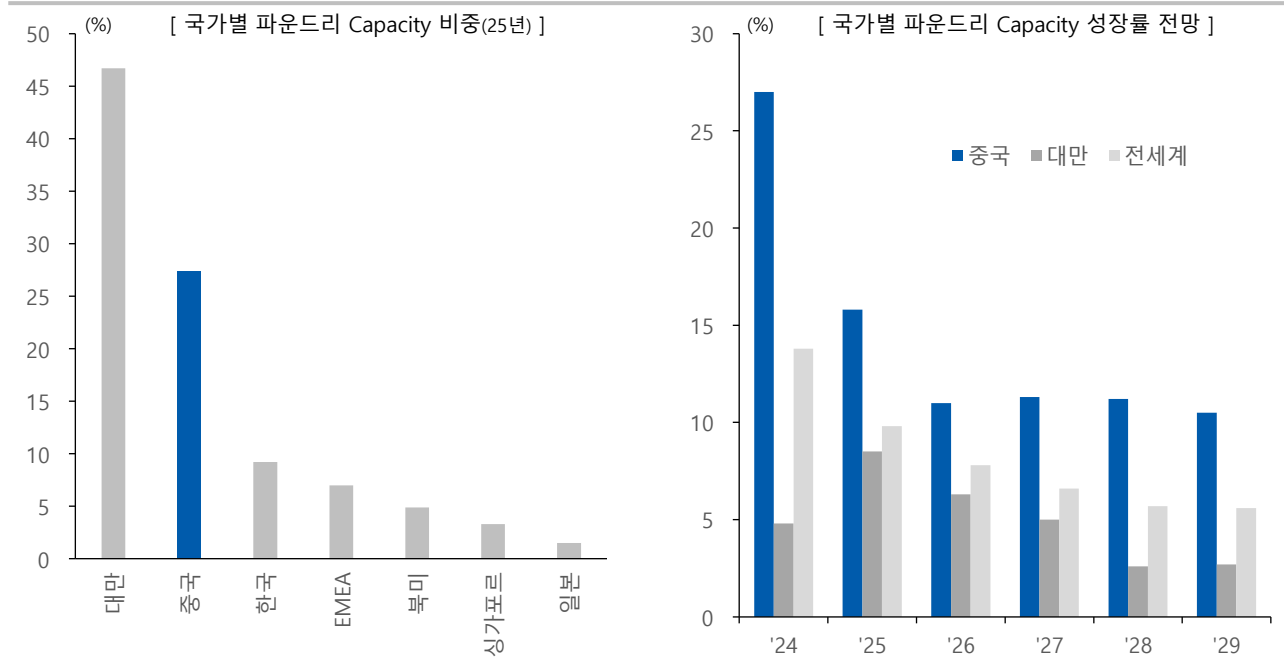
- 중국의 반도체 자급률은 목표치 대비 부진했으나, 글로벌 점유율은 꾸준히 확대해 나가는 중. 최근에는 신규 팹 증설 시 국산 장비 사용 비율을 최소 50%로 의무화하는 정책도 도입.
- SMIC(0981 HK/688981 SH), 화홍반도체(Hua Hong Semiconductor, 688347 SH)를 필두로 하는 중국 기업들의 전세계 파운드리 Capacity 비중은 2024년 27.4%로 전세계 2위로 도약. 또한 2024~2029년 중국 파운드리 Capacity의 연평균 성장률은 12%로, 글로벌 평균인 7%를 크게 상회할 전망.
- 중국의 4월 반도체 수출은 310.8억 달러로 전년대비 100.1% 급증한 것으로 조사.

중국의 반도체 자립 속도는 최근 가속화



자료: Nikkei, Techinsights, 유안타증권 리서치센터

향후에도 중국의 파운드리 증설 속도는 상대적으로 빠른 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



중국 제조 2025 → Digital China: 반도체 제조국에서 AI 강국으로

- 중국 정부는 '중국 제조 2025'에서 'Digital China'로 전략적 pivot을 진행 중. 정책 목표를 단순 칩 생산량이 아닌 더 포괄적인 개념으로 확장.
- 최근에는 AI 데이터센터 폭증에 대응하기 위해 'AI/에너지 양방향 역량 강화 촉진에 관한 행동방안(AIDC 내 신재생에너지 도입 감독)'을 발표. 서부 지역의 과잉 신재생에너지 인프라와 정부 보조금(국산 칩 데이터센터 대상 전력보조금 최대 50%)을 조합해 세계 최저 수준의 토큰 생산 단가를 확보하겠다는 것
- 5월에는 중국 내 최초로 데이터센터와 직접 연결되는 대규모 재생에너지 발전소도 가동.

중국의 첨단산업 정책 프레임은 한단계 진화

	중국 제조 2025(Made in China 2025)	디지털 중국(Digital China)
정의	- 저가 산업 구조 탈피 - 고부가가치 중심의 '하드웨어 제조 강국' 도약	- 전면적인 경제 체질 전환 - AI 중심의 'AI/데이터 강국' 건설
추진 시기	- 2015년 발표 ~ 2025년	- 제15차 5개년 계획(2026~2030년) 및 Vision 2035
지향점	- 하드웨어 중심의 핵심 부품 국산화/내재화 - 서구권 선도 기술을 따라잡는 '추격형' 전략	- 소프트웨어 융합 및 데이터의 '생산 요소화(Token)' - 실물 경제 전반의 '응용/지능화(AI+)' 전략
정량 목표	- 반도체, 우주항공 등 10대 핵심 부품 및 소재 국산화율 70% 달성	- 2030년까지 산업 전반 AI 침투율 90% 달성 - 디지털 경제 부가가치 비중 12.5% 도달
재원/실행안	- 대규모 Capex 및 정부 직접 보조금 지급 - 국가 주도의 제조 설비 확충	- AI+ 행동 계획, 동수생산(연산망 통합) 프로젝트 - 초장기 특별국채를 통한 무형자산 및 인프라 고도화
지정학적 리스크	- 직접 충돌: 국가 주도 보조금 지급으로 미국 등 서구권의 강력한 반발 초래 (무역법 301조, IRA, CHIPS 법안의 빌미 제공)	- 우회/표준화: '독자적 생태계' 구축 및 Global South 국가 대상 디지털 표준화 장악 시도
핵심 밸류체인	- 레거시 반도체 및 소부장 국산화 밸류체인 - 신에너지차(EV) 밸류체인 및 2차전지 - 산업용 로봇	- 초고압 전력기기 및 AI 데이터센터 냉각 인프라 - 국산 칩 기반의 로컬 컴퓨팅 기업 - 전통 산업에 AI를 이식하는 스마트 팩토리 S/W

자료: 유안타증권 리서치센터



이제 ChiNext 상장은 R&D 내역만으로 가능 → 신성장 기업의 자본조달 촉진

- 4월 Chinext는 신흥(AI, 반도체), 미래(양자컴퓨팅, 우주항공 등) 산업의 자본조달을 촉진하기 위해 'R&D 투자 내역'으로도 신청이 가능한 4번째 상장 기준을 도입. 해당 산업이 초기 R&D와 인프라 구축에 막대한 자본이 소요되며, 수익화에 시간이 필요하다는 점을 고려.
- 4월 시행 직후 중국의 기업용 SSD 설계 기업인 다푸스토어(DapuStor)가 상장되었으며, 휴머노이드 로봇 생산 기업인 러쥬 로봇(Leju Robot)도 새로운 상장 기준을 적용한 IPO를 신청.

4월 Chinext는 신성장 기업에 유리한 4번째 상장 기준을 도입

[Chinext 상장 요건]				
상장 기준	예상 시총	순이익	1년 매출	기타
1기준	-	최근 2년 연속 흑자, 누적 1억 위안 이상, 최근 1년 6,000만 위안 이상	-	-
2기준	15억 위안 이상	최근 1년 흑자	4억 위안 이상	-
3기준	50억 위안 이상	-	3억 위안 이상	-
4기준 (신흥 산업)	30억 위안 이상	-	2억 위안 이상	최근 3년 매출 연평균 성장률 30% 이상
4기준 (미래 산업)	40억 위안 이상	-	2억 위안 이상	최근 3년 누적 R&D 투자액 1억 위안 이상, 최근 3년 매출의 15% 이상

자료: 유안타증권 리서치센터

하반기 IPO 기대주는 중국 내 DRAM 1위 기업인 창신메모리

2026년 상장/상장예상 기업 리스트			
기업명	상장 시장	진행 현황	핵심 사업
무어스레드 (Moore Threads)	상하이 과창판	2026년 2월 상장	국산 범용 GPU 및 데이터센터용 AI 가속 칩 설계. 중국 내 Nvidia 인프라를 대체할 후보군으로 평가
다푸스토어 (DapuStor)	선전 창업판	2026년 4월 상장	클라우드 및 AI 모델 학습을 위한 기업용 SSD를 설계 및 공급. 창업판 개혁 이후 최초로 미수의 혁신기업 요건을 통해 상장
러쥬 로봇 (Leju Robot)	선전 창업판	2026년 5월 IPO 신청	휴머노이드 로봇 및 AI 기반 지능형 생태계를 구축. 텐센트의 투자를 받은 딥테크 기업으로, 창업판 '제4기준'을 적용해 신청한 최초 사례
창신메모리 (CXMT)	상하이 과창판	2026년 하반기	중국 내 DRAM 1위 기업. 차세대 HBM 기술을 바탕으로 상장을 추진 중. 최대 5,000억 위안 규모의 시가총액이 거론
양쯔메모리 (YMTC)	상하이 과창판	2026년 내	270단 이상 3D NAND 플래시 기술을 확보한 중국 내 1위 제조사
SJ세미 (SJ Semi)	상하이 과창판	2026년 내	GPU, AI 칩 중심의 첨단 반도체 패키징 서비스 제공. SMIC에서 분사된 기업으로, 1,000억~1,500억 위안 수준의 시가총액을 목표
엔플레임 (Enflame)	상하이 과창판	2026년 내	텐센트가 핵심 전략적 주주로 참여하고 있는 딥러닝 연산 전용 GPU 및 가속기 개발사
티헤드 (T-Head)	홍콩/과창판	2026년 말	Alibaba 그룹의 핵심 AI 반도체 자회사로, 기업가치 약 3,000억 위안 규모로 독자 상장을 추진

자료: 유안타증권 리서치센터



막강한 지원책은 기술 발전의 연속성을 보장 R&D 지출은 이미 미국을 추월

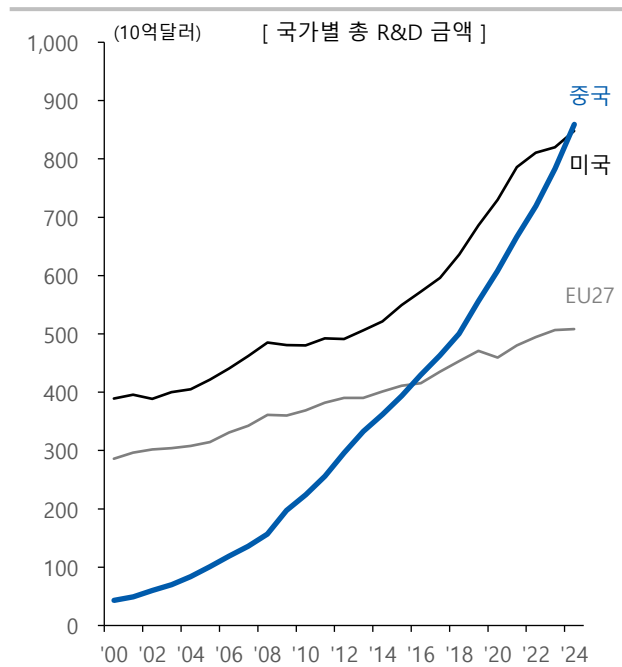
- 기술 발전의 연속성은 정책이 담보. 과거 철강, 화학 등 구산업의 공급과잉을 초래했던 막강한 지원책은 High-tech로 이전.
- 중국의 총 R&D 지출은 이미 2024년 미국을 추월. 중국 정부는 15차 5개년 계획 기간 동안 R&D 지출을 연평균 최소 7% 이상 증가시킨다는 목표를 명문화. 이러한 기조를 반영해 과학/기술 산업에 대한 중앙정부의 예산 배정액 증감률은 최근 3년 연속 국방 분야보다 높게 책정.

구산업의 공급과잉을 야기했던 지원은 신성장산업으로 선화

중국 High-tech 기업 법인세 감면 혜택	
1. 기본 법인세율	25%
2. 법인세 감면 후	1. 고신기술기업, 산업 클러스터 종사 기업 15% 2. 반도체 업종 2년간 100% 면제, 3년간 50% 감면. 기술 조건에 따라 최대 10년간 면제
3. 기업 유형	하이테크(IT 기업), 반도체 기업
4. 자격	1. 국가 고신기술기업 선정 중국 정부 지원 하이테크 분야에서 중국 본토에 등록된 지 1년 이상 된 우수 기업을 심사 후 부여 2. 투자장려업종 산업 클러스터 종사 기업 특정 지역에 존재하는 과학기술 혁신협력구역에 실질적인 관리 조직이 있으며, 중국 정부가 지원하는 업종 카테고리에서 총 소득 60% 이상이 발생 3. 반도체 관련 기업 65나노 이하 메모리 제조, 최첨단 특수공정제품에 관여하는 기업

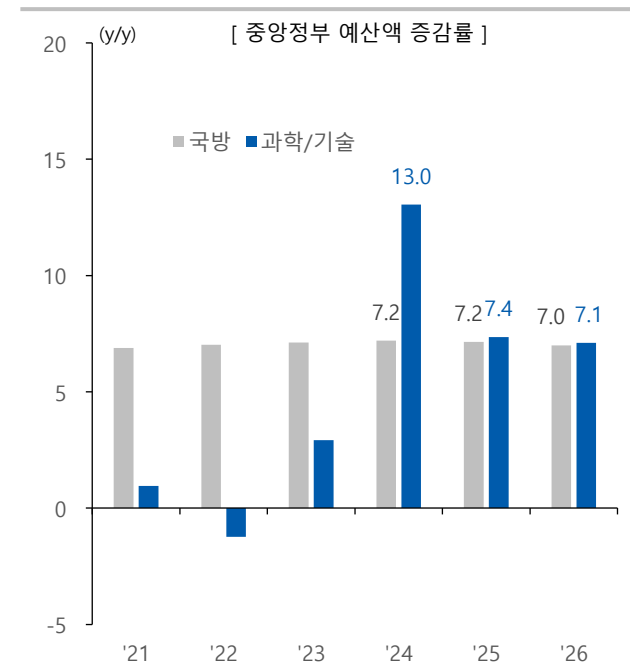
자료: 유안타증권 리서치센터

24년 중국의 총 R&D 지출은 미국을 추월



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

중국의 과학/기술 분야 예산은 국방 분야보다 빠르게 증가



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



중국 정부의 반도체 산업 투자(Big fund) 규모는 추가 확대

- 2024년 중국은 3,440억 위안 규모 'Big fund 3기(집적회로산업투자기금)'를 출범. 1기(1,387억 위안)와 2기(2,040억 위안)의 합산액을 상회하는 규모. 1기 펀드가 제조업 전반에 광범위한 투자를 집행한 반면, 3기는 자금률이 낮은 품목(제조장비, 첨단소재, HBM, EDA, 소프트웨어)에 집중하는 전략으로 전환.
- 3기 펀드는 첨단패키징(3D 통합 장비)에 주력하는 피오테크 젠커(Piotech Jianke)에 4.5억 위안 규모의 첫 투자를 진행. 첨단패키징 투자는 단기간에 기술 격차를 극복하기 어렵다는 점을 인정하고, 칩을 더 효율적으로 연결하는 More than Moore 접근법을 통해 대응하겠다는 현실적인 전략.

중국의 Big fund는 보다 효율적이고 집약적인 방식으로 진화

	Big fund 1기(2014년)	Big fund 2기(2019년)	Big fund 3기(2024년)
1. 펀드 규모	1,387억 위안	2,040억 위안	3,440억 위안
2. 주요 투자자	재정부, 국가개발은행	재정부, 국유기업	재정부, 국가개발은행, 6대 국유 상업은행
3. 핵심 전략	반도체 산업 전반 육성	제조업 역량 강화 및 스케일업	기술 자립 및 공급 병목 현상 해소
4. 투자 접근법	광범위한 '산탄식' 투자	제조업 중심의 집중 투자	'선택과 집중'을 통한 정밀 투자
5. 주요 투자분야	파운드리, 패키징 등 전반	SMIC 등 대규모 파운드리	장비, 소재, HBM, 첨단 패키징

자료: 유안타증권 리서치센터

최근 Big fund 3기는 Deepseek 투자를 논의 중

Big fund 3기 핵심 투자 집행 현황			
투자 시기	투자 대상 기업	투자 규모 및 지분	핵심 투자 영역 및 전략적 의미
25년 9월	피오테크 젠커 (Piotech Jianke)	4.5억 위안	[후공정/첨단 패키징 장비] 피오테크의 자회사로, HBM 및 첨단 반도체 제조의 핵심인 3D 하이브리드 본딩 장비의 국산화 지원
25년 11월	난통 크리스탈 (Nantong Crystal)	지분 25% 인수	[반도체 소재/노광 핵심 원료] 포토마스크 기판 핵심 원료인 고순도 합성 석영 재료 내재화 (해외 의존도 탈피)
26년 3월	갤럭시 제너럴 로봇 (Galaxy General Robot)	250억 위안 펀딩 참여	[휴머노이드 로봇 및 Agent AI] big fund 최초 로봇 분야 투자. 하드웨어 칩을 넘어 차세대 AI 응용 인프라 영역으로 포트폴리오 확장
26년 5월 (협상 중)	DeepSeek	약 100억 위안 투자 (최종 협상 단계)	[AI LLM] 미국의 첨단 GPU 수출 통제에 대응해, 중국 자체 오픈소스 AGI 인프라를 구축하기 위한 'AI 국가대표' 육성

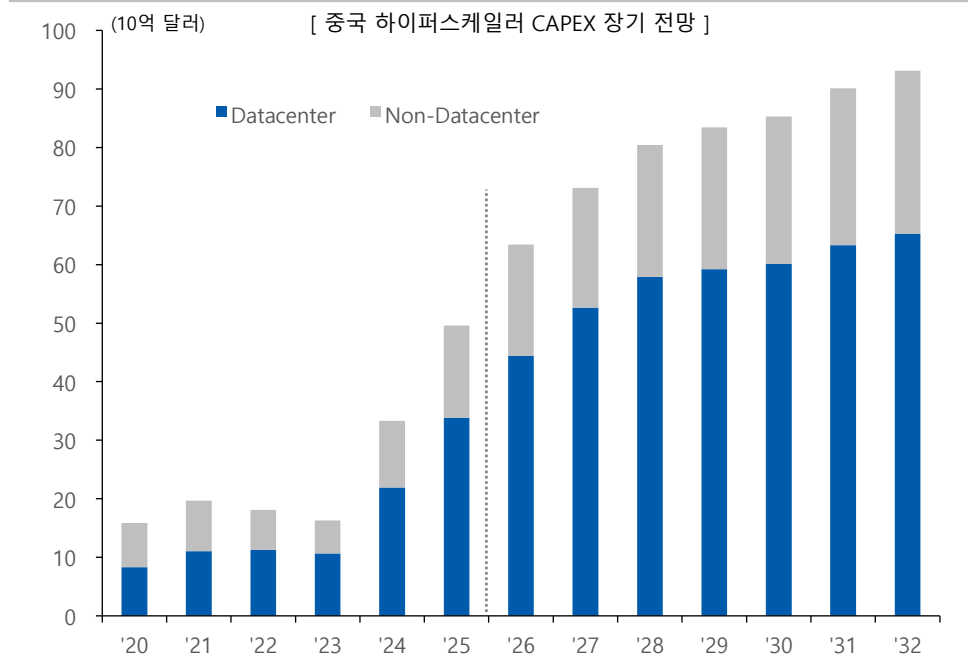
자료: 유안타증권 리서치센터



26년 중국 하이퍼스케일러 CAPEX YoY +30%. 집중 영역은 'AI 추론'

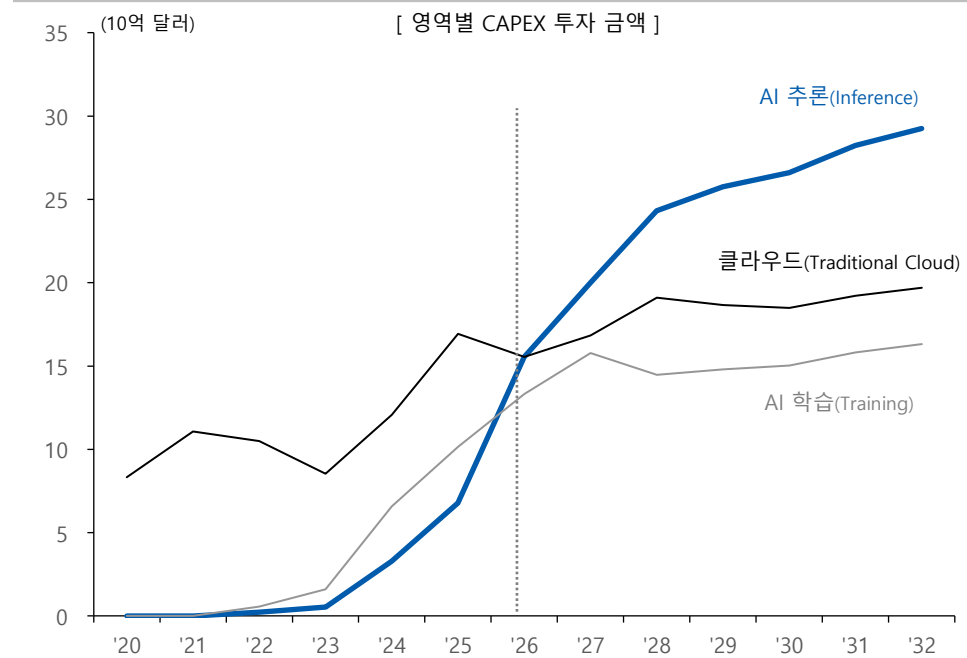
- 중국 민간기업들의 AI 투자도 본격적인 확장 구간에 진입
- 2026년 중국 하이퍼스케일러의 CAPEX는 2025년 495.7억 달러 → 2026년 634.3억 달러(YoY 30%)로 증가할 것으로 예상. 향후 CAPEX 투자가 크게 확대될 것으로 예상되는 영역은 AI 추론(2025년 67.7억 달러 → 2026년 155.4억 달러).

중국 하이퍼스케일러의 CAPEX는 본궤도에 진입



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 역시 'AI 추론'에 집중하는 단계에 도달



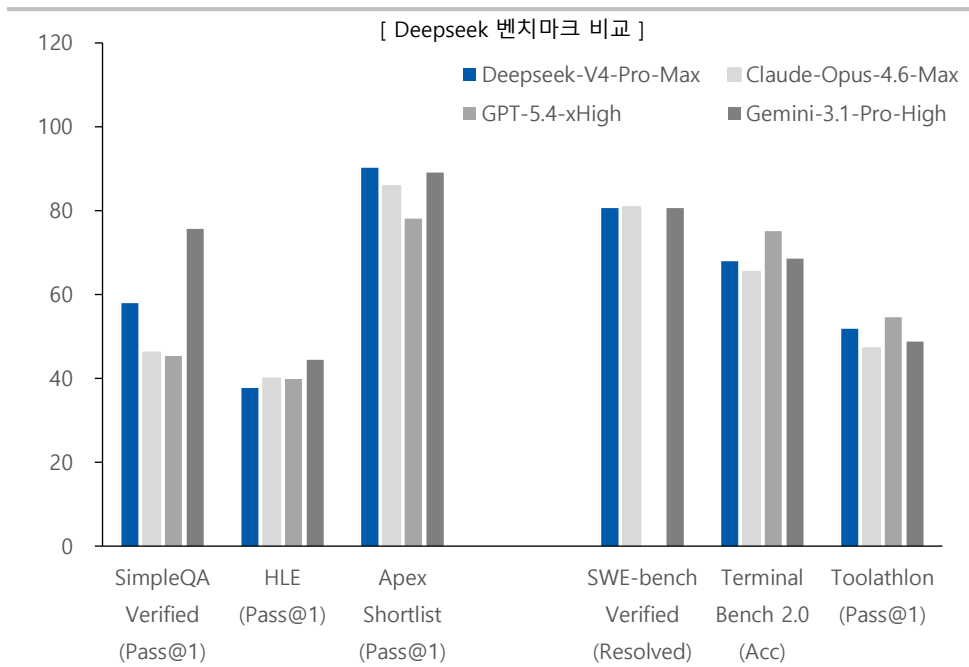
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



중국이 원했던 국산 AI 밸류체인, Deepseek V4에서 가시적인 성과 확인

- 미국의 제재는 중국 내 AI 발전 속도를 일부 지연시켰으나, 결과적으로는 국산 AI 밸류체인을 앞당기는 결과를 초래
- 2025년 파장을 일으켰던 Deepseek는 2026년 4월 말 Deepseek V4 모델을 공식 출시. V4 모델은 Nvidia의 하드웨어를 벗어나 Huawei의 자체 AI 칩인 'Ascend 950'에 최적화되도록 설계. 미국의 수출 통제를 무력화하는 중국산 AI 생태계의 가능성을 증명.
- 5/25일 기준 Deepseek V4 Flash와 Hy3 preview(Tencent)의 월간 토큰 호출량은 각각 전세계 1, 2위를 차지.

Deepseek의 기술력은 여전히 글로벌 peer와 견줄 만한 수준



자료: Deepseek, 유안타증권 리서치센터

토큰 호출량 상위 모델은 대부분 중국이 개발. 낮은 토큰 가격이 경쟁력

LLM Leaderboard - 월간 토큰 호출량

Model	Provider	Tokens
1. DeepSeek V4 Flash	Deepseek	7.44T
2. Hy3 preview	Tencent	6.58T
3. Claude Sonnet 4.6	Anthropic	6.52T
4. Hy3 preview (free)	Tencent	5.9T
5. Claude Opus 4.7	Anthropic	5.89T
6. Kimi K2.6	Moonshotai	5.65T
7. Gemini 3 Flash Preview	Google	4.55T
8. DeepSeek V3.2	Deepseek	4.09T
9. DeepSeek V4 Pro	Deepseek	3.22T
10. MiniMax M2.7	Minimax	2.98T
11. Step 3.5 Flash	Stepfun	2.88T
12. Gemini 2.5 Flash Lite	Google	2.59T
13. Nemotron 3 Super (free)	Nvidia	2.56T

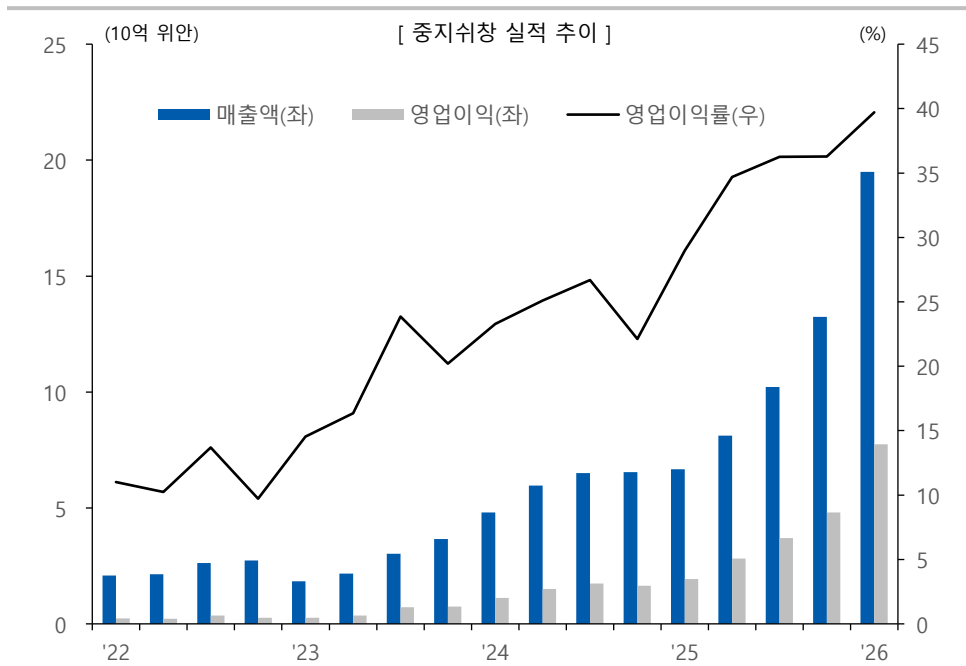
주: 5/25일 기준 월간데이터
자료: Openrouter, 유안타증권 리서치센터



광모듈 기업은 중국에서도 뜨거운 관심 증시수황, 천부광통신

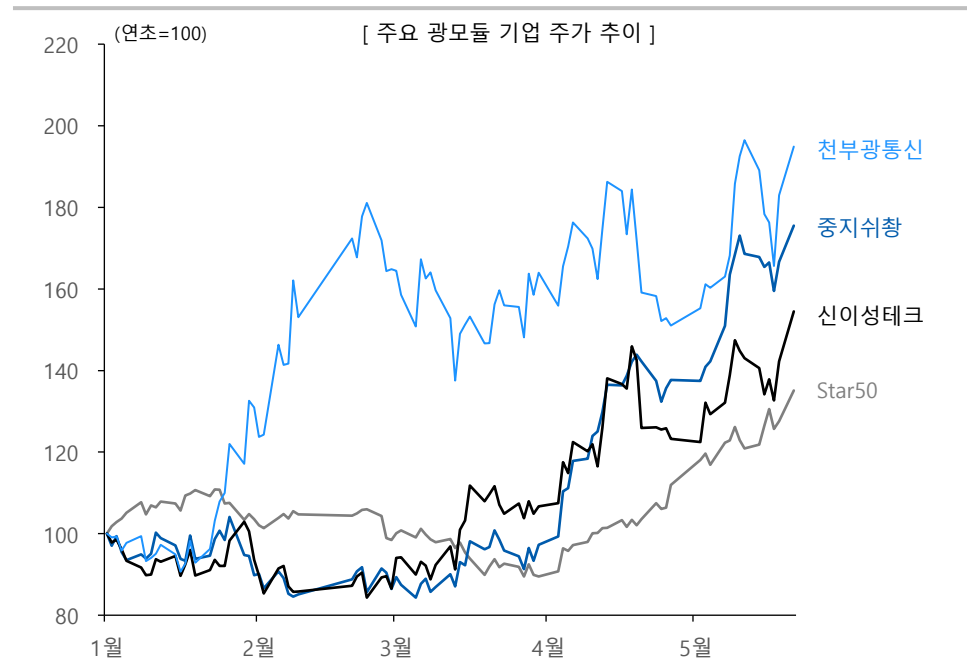
- 중국 AI 모델의 성공은 관련 밸류체인의 실적 개선으로 연결. 중국의 대표 광모듈 기업인 중지쉬창(Zhongji Innolight, 300308.SZ)의 2026년 1분기 매출은 전년대비 +192.6% 급증했으며, 영업이익률은 39.7%에 육박. 5월에는 시가총액 1조 위안 달성.
- 중국 내 상위 3대 광모듈 기업의 연초대비 수익률은 각각 중지쉬창(Zhongji Innolight, 300308.SZ) +75.5%, 신이성테크(Eoptolink, 300502.SZ) 54.5%, 천부광통신(TFC Communication, 300394.SZ) +94.9%로 Star50의 +35.1%를 대폭 상회.

광모듈 대표주인 중지쉬창의 영업이익률은 40%에 육박



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

26년 3대 광모듈 기업들의 주가수익률은 Star50을 대폭 상회 중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



전략 2) 신질생산력

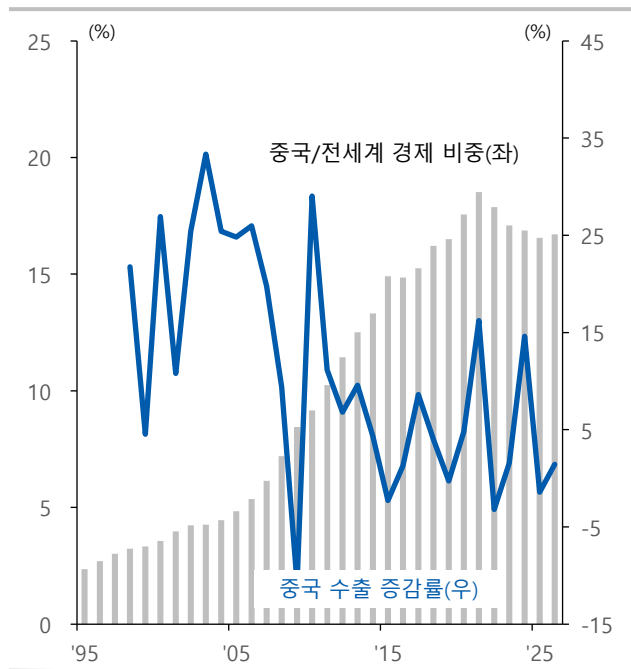
관련 종목	투자 포인트
에사돈자동화(Estun Automation, 2715 HK/002747 SZ)	스마트 팩토리 전환 시 필수 소요되는 산업용 다관절 로봇 점유율 1위 기업
유비테크(UBTECH Robotics, 9880 HK)	전세계 휴머노이드 로봇 특허건수 1위. 2025년 full size 로봇 매출이 급증하며 성장 궤도에 진입
이노방스(Shenzhen Inovance Tech, 300124 SZ)	로봇 제작을 위한 공작기계 제조사. 스마트 팩토리의 핵심 부품인 저압 인버터, 서보 시스템(Servo system, 정밀 제어 장치) 점유율 1위 기업
킹디(Kingdee International, 0268 HK)	기업용 소프트웨어(ERP, 클라우드 SaaS) 제공 업체. 초기 R&D 투자로 지속됐던 적자 구간을 2025년 탈출
*Global X China Robotics and AI ETF(2807 HK)	



신질생산력은 구경제의 디지털 전환을 포괄 질적 성장과 인구구조 변화 대응 수단

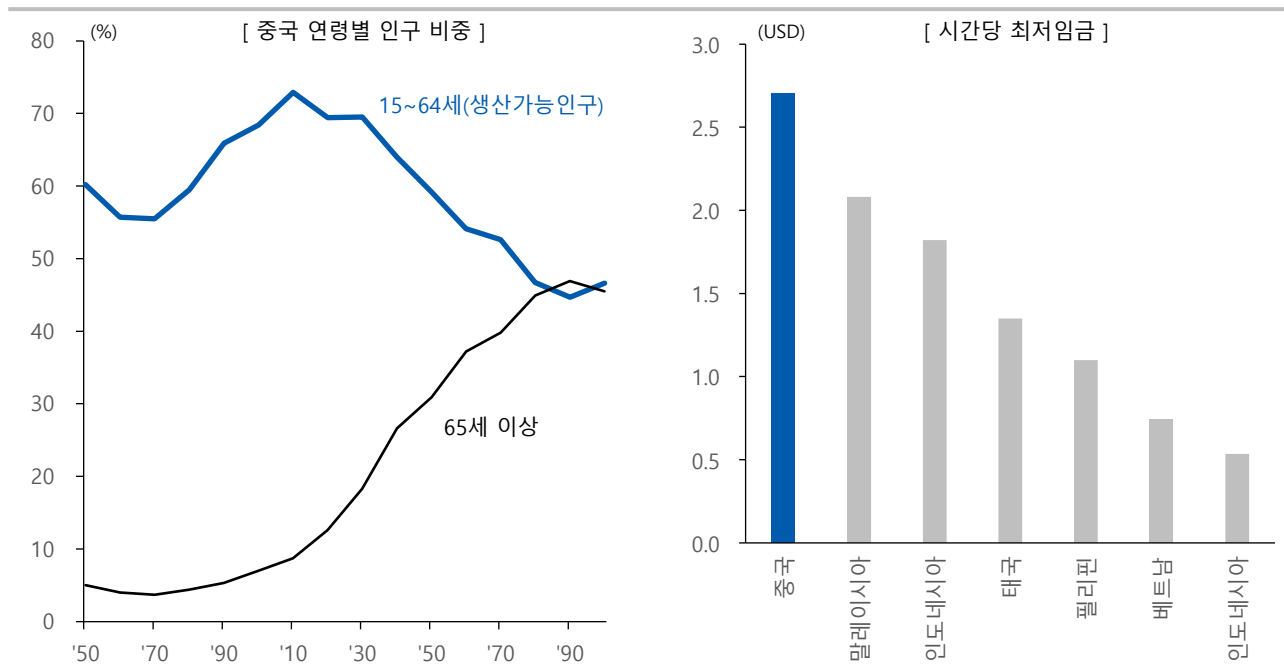
- 중국은 1978년 개혁개방 이후 두 자릿대 성장세를 유지하며 '세계의 공장' 역할을 수행. 그러나 고령화로 인한 생산가능인구 급감과 인건비 상승이라는 구조적인 한계에 직면. 이에 '공정 무인화, 자동화 로봇, 스마트 제어 시스템'이 전통 제조업 기업들의 필수 생존 전략으로 부상.
- 중국 정부가 추진하는 실질생산력은 반도체, AI 등 첨단산업 뿐만 아니라, 구경제의 디지털 전환(Digital Transformation)과 무인 공정 도입을 포괄. 이구환신('노후 설비와 소비재 교체)을 통해 중국 정부의 재정이 직접적으로 투입되고 있는 분야.

세계의 공장을 자처하던 시기는 종료



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국의 생산가능인구는 이미 감소 전환. 저임금 노동력도 이제는 ASEAN이 우위



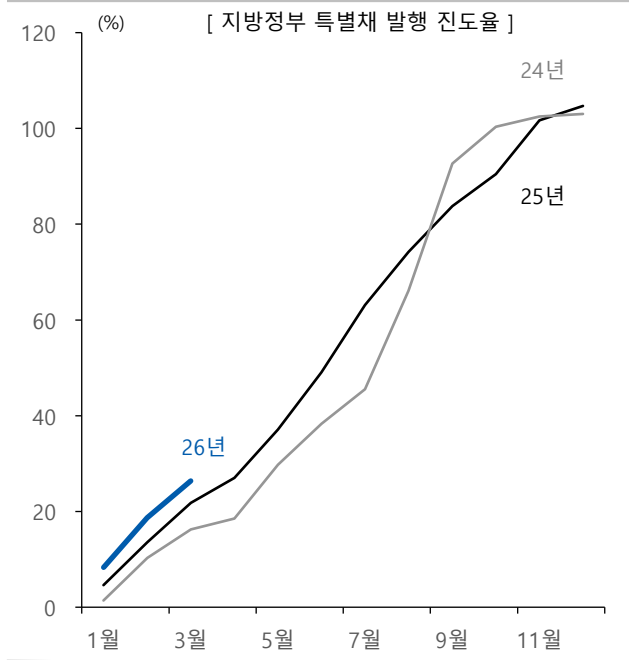
주: 지역간 편차가 심한 경우 평균값 사용
자료: UN, 유안타증권 리서치센터



인프라 투자는 양적 성장 → 질적 성장 수단으로 변화 데이터센터, 스마트그리드

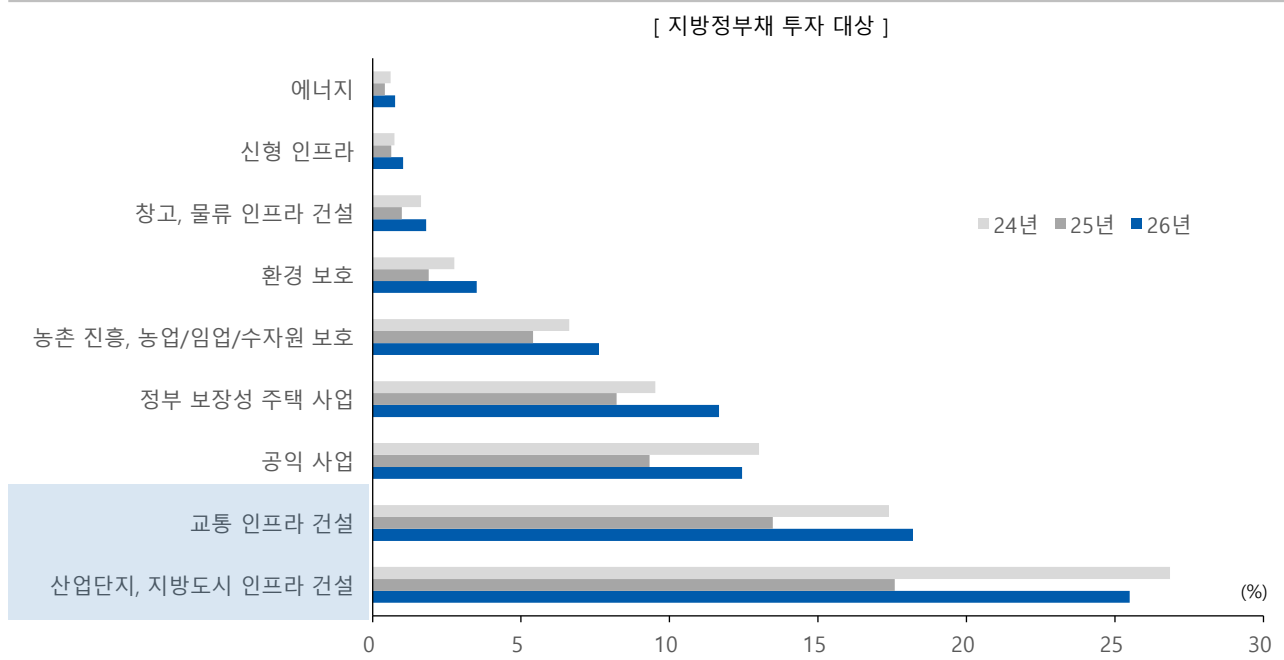
- 과거 부채 주도형 성장 엔진이 되었던 인프라 투자도 이제 질적 성장을 달성하기 위한 수단으로 변화. 기술 자립(데이터센터, 통신 기지국, 산업 인터넷망 등)과 녹색 전환(스마트그리드, 초고압 송전망, 전기차 충전 네트워크 등)은 대규모 인프라 투자를 전제.
- 중국 지방정부의 특별채 신규 발행률은 2024~2025년 대비 빠른 상승세. 가장 많은 금액이 배정되고 있는 사업분야는 산업단지/지방도시 인프라 건설. 이러한 변화는 산업 현장의 자동화 수요를 견인할 것.

올해 중국의 특별채 발행 속도는 평년 수준을 상회



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

지방 정부채로 조달한 자금은 산업단지 조성과 인프라 건설에 배정



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



'로봇+'와 '로봇공학'의 결합 수요 개척, 원천 기술 확보, 공급망 자립

- 중국 정부는 이러한 변화에 대응하기 위해 Robot+와 Robotics 정책을 동시 가동 중.
- 1) '로봇+(Robot+)' 이니셔티브는 로봇을 '어디에 어떻게 쓸 것인가'에 집중. 로봇이 필요한 의료, 농업 등의 주관 부처들이 참여하여 규제 완화 및 수요처를 발굴.
- 2) '로봇공학(Robotics)' 정책은 로봇을 '어떻게 만들 것인가'를 연구. 하드웨어(감속기, 모터) 국산화를 넘어, AI 칩, 로봇 운용체제(ROS), 로봇 지능 등 소프트웨어 경쟁력 확보에 집중 투자.
- 두 축을 결합하여 신질생산력 고도화를 견인하겠다는 계획.

중국 정부는 로봇+와 로봇공학 정책을 결합해 빈틈없는 산업 발전을 도모

	로봇+ 응용행동 정책	로봇공학 및 산업 발전 계획
정의	수요 견인형(Demand-pull) 시장 침투 정책 - 이미 상용화 단계에 진입했거나 검증된 로봇 기술을 자동차, 전자, 섬유, 화학 등 기존 주력 제조업 및 서비스 산업 현장에 빠르게 이식 - 공급자 중심의 단순 기술 개발을 넘어, 실제 수요처 중심의 시장 창출을 유도. 전방 산업의 지능화 전환과 전반적인 생산 수율 극대화 달성을 목적	기술 공급형(Tech-push) 공급망 내재화 정책 - 로봇의 핵심 강성 부품, 인공지능 제어 알고리즘, 차세대 하드웨어 플랫폼 등 전방위적 공급 체계를 기술적 자립화를 구축하기 위한 원천 인프라 정책 - 해외 의존도가 높은 핵심 밸류체인을 국산화하여 대외 무역 제재 등 외교적 리스크에 대응. 글로벌 기술 표준을 선점
목적	모범 사례 발굴 및 대규모 내수 시장 안착 - 실제 비즈니스 환경에서 작동 가능한 레퍼런스를 확보하여 중소/중견기업의 로봇 도입을 유도 - 규모의 경제를 통해 로봇 단가를 인하하고 생산 효율을 도모 - 현장에서 축적된 방대한 가동 피드백 데이터를 기반으로 유관 산업 전반의 고도화를 견인	원천기술 독점력 확보 및 글로벌 표준 선점 - 핵심 5대 부품의 독자 설계 능력을 배양하여 기술적 종속에서 탈피 - 차세대 인공지능 기술과의 결합을 통해 지능형 로봇 및 인간형 로봇 시장의 글로벌 패권 장악 - 미래 산업 규격 및 인증 체계에서 중국 규격을 국제 표준으로 관철
추진 분야	10대 부처별 핵심 응용 영역 전방위 확산 - 제조업: 고위험/고기피 공정(용접, 도장, 주조, 프레스 등) 자동화 - 농업: 무인 트랙터, 드론 방제, 과수 수확 로봇 도입 - 물류/의료: AGV/AMR 기반 물류창고 고도화 및 수술 보조, 고령화 대응 로봇 보급 - 특수 환경: 재난 구조, 소방, 해저 탐사, 전력선 점검 등 인간 접근 불가 영역 전용 로봇 전개	5대 핵심 강성 부품 및 미래 Embodied AI 선점 - 5대 핵심 부품: 초정밀 RV 감속기, 하모닉(고조파) 감속기, 고성능 서보 모터, 고정밀 제어기, 고분해능 센서 및 액추에이터 내재화 - 미래 플랫폼: 대형 언어 모델(LLM) 및 시각 언어 행동 모델(VLA)을 물리적 하드웨어에 결합한 Embodied AI 및 휴머노이드의 설계 및 제조
목표	현장 맞춤형 응용 기술 및 시나리오 다각화 - 100가지 이상의 혁신적인 현장 맞춤형 로봇 응용 기술 솔루션 개발 - 200개 이상의 구체적인 로봇 응용 실증 시나리오 모델 발굴 및 산업계 보급 - 주요 제조 부문 로봇 밀도세계 최고 수준 달성	글로벌 점유율 및 공급망 국산화를 정량화 - 2030년까지 글로벌 첨단 로봇 시장 점유율 40% 이상 확보 - 연간 매출 1,000억 위안 이상의 글로벌 선두 기업 5개 이상 육성 - 정밀 부품 및 구동 S/W의 핵심 국산화를 증대

자료: 유안타증권 리서치센터



이구환신은 기업들의 설비교체 수요를 자극 중 시대와 정책이 조화

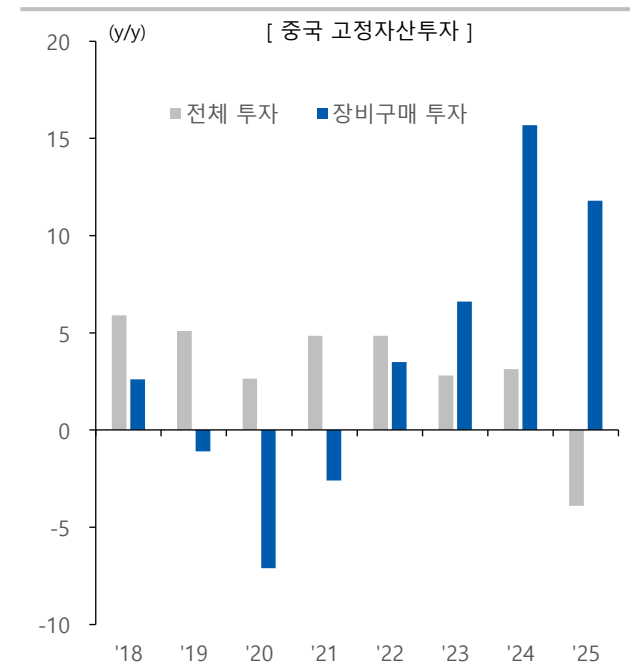
- 중국 정부는 노후 설비와 소비재를 교체하여 신규 투자를 유도하는 '이구환신(대규모 설비 교체 및 소비재 교체)' 정책을 2024년 부터 시행 중.
- 2025년말 NDRC는 2026년 양신 프로젝트 리스트를 공식 발표. 16개 핵심 산업 부문의 6,700개 프로젝트에 총 915억 위안 규모의 초장기 특별국채 배정을 확정. 당국은 이러한 마중물이 총 3,800억위안에 달하는 투자를 유발할 것으로 예상.
- 2025년 중국의 '장비구매 투자'는 전년대비 +11.8% 급증하며 호응.

이구환신은 설비교체 기업들에 법인세 인하, 소득세 감면 등의 혜택을 제공

이구환신 - 설비교체 세제 혜택	
기업 소득세 감면	<ul style="list-style-type: none"> - 첨단/스마트 제조 고도화 기업 우대: NDRC와 공신부 기준에 부합하는 고신기술기업 지위를 획득할 경우, 표준 법인세율을 25% → 15%로 인하 - 스마트 팩토리 및 핵심 기술 공정 업그레이드를 위한 R&D 비용에 대해 초과공제 혜택 연장 제공
감가상각 가속화	<ul style="list-style-type: none"> - 설비 교체 주기를 단축하기 위해 신규 도입하는 산업용 로봇, 고정밀 공작기계, 스마트 제조 소프트웨어 등의 고정자산에 대해 가속 감가상각 허용 - 취득 초기 연도에 비용 처리 비율을 극대화하여 기업의 단기 과세 대상 소득을 획기적으로 인하
재정 보조금 연계	<ul style="list-style-type: none"> - 프로젝트 신청 기준 완화: 중소기업도 수혜를 입을 수 있도록 투자액 기준 하향 조정, 심사 절차 완화 - 노후 영업용 화물차의 경우 전기 화물차(NEV) 등 친환경 차종으로 폐차/교체 시 보조금 최우선 지원
금융 지원 시너지	<ul style="list-style-type: none"> - 설비 교체 전용 재대출 프로그램 및 이자 보전 혜택 제공

자료: 유안타증권 리서치센터

정책 시행 후 기업들의 장비구매 투자가 급증하며 호응



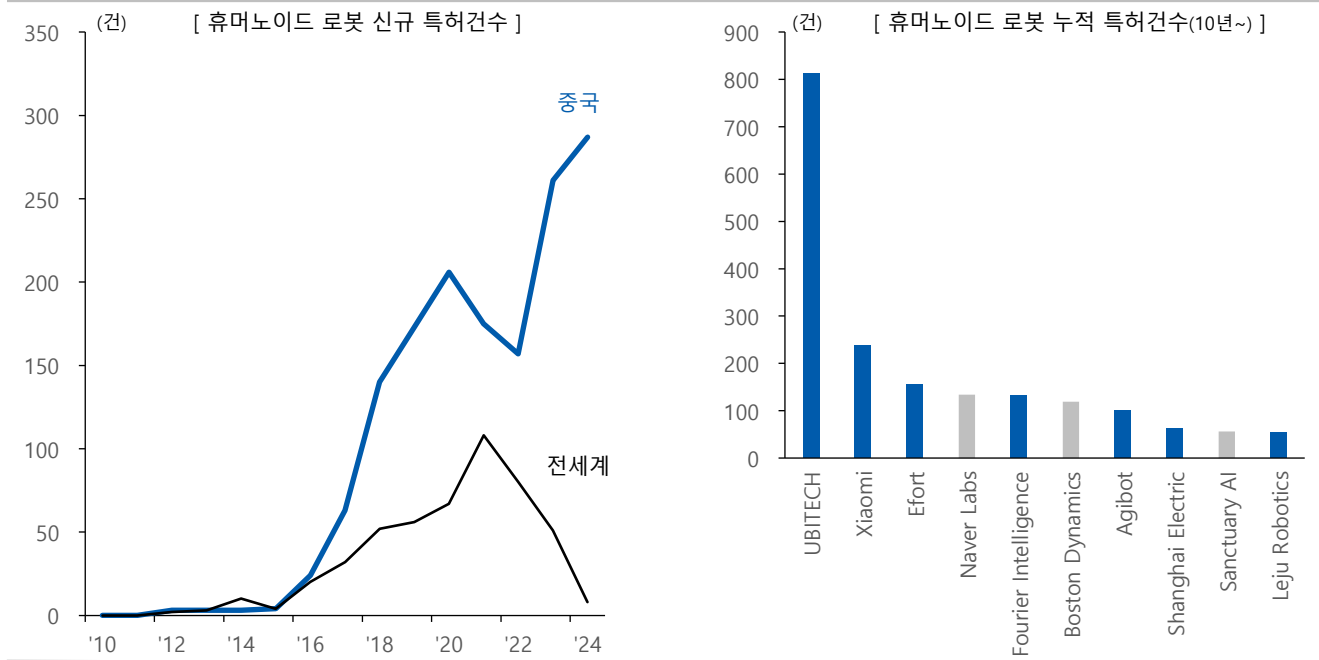
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



휴머노이드 로봇 분야에서는 선도적인 위치에 있는 중국 점유율과 특허건수 1위

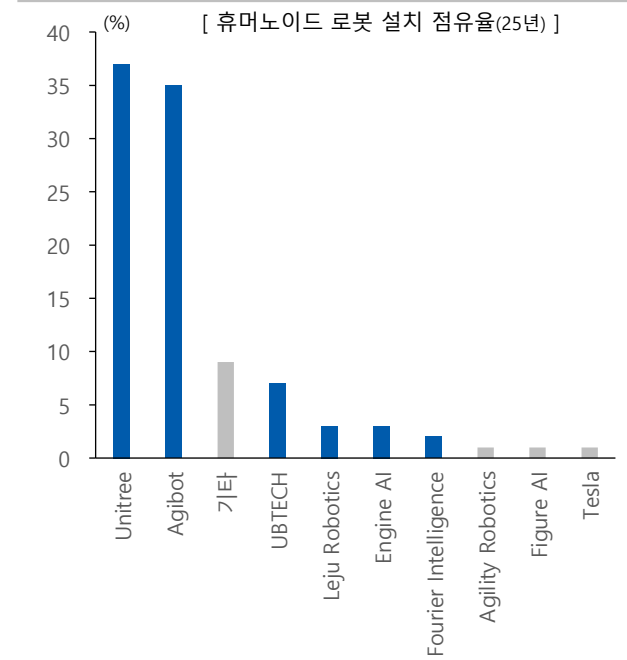
- 중국의 휴머노이드 로봇 특허건수는 2015년 '중국제조 2025' 발표 이후 빠르게 성장. 현재 전세계 관련 특허의 75.3%를 차지하고 있으며, 개별기업으로는 UBITECH가 812건으로 전세계 1위. 2025년 기준 중국은 글로벌 휴머노이드 로봇 설치의 85%를 차지한 것으로 조사.
- 중국의 휴머노이드 로봇 및 AI 기업인 AGIBOT은 4월 로봇의 AI 학습을 지원하기 위한 데이터셋을 오픈소스로 공개(AGIBOT World)하며 글로벌 주도권 확보에 시동.

중국은 전세계 휴머노이드 로봇 관련 특허의 75%를 차지. 1위는 UBITECH



자료: PATSTAT, 유안타증권 리서치센터

25년 설치 점유율은 하반기 상장이 예상되는 Unitree가 1위



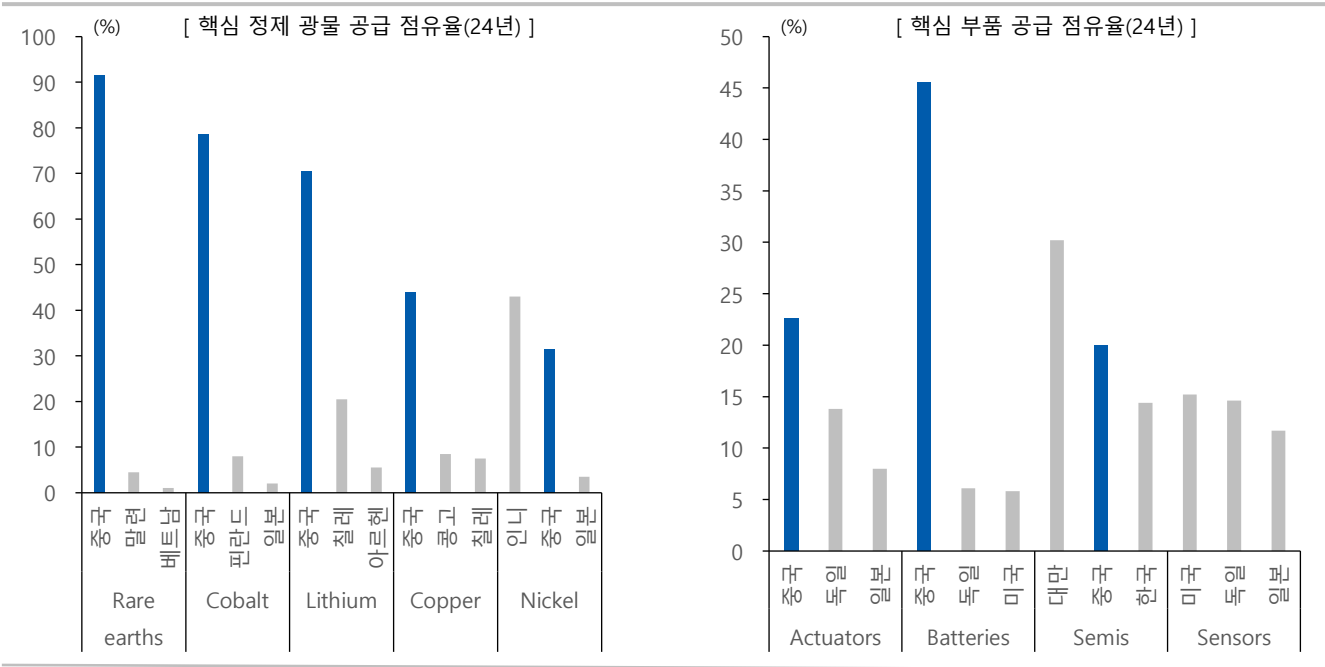
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터



핵심 광물과 부품 공급망 장악 중 → 1분기 로봇 수출액 전세계 2위

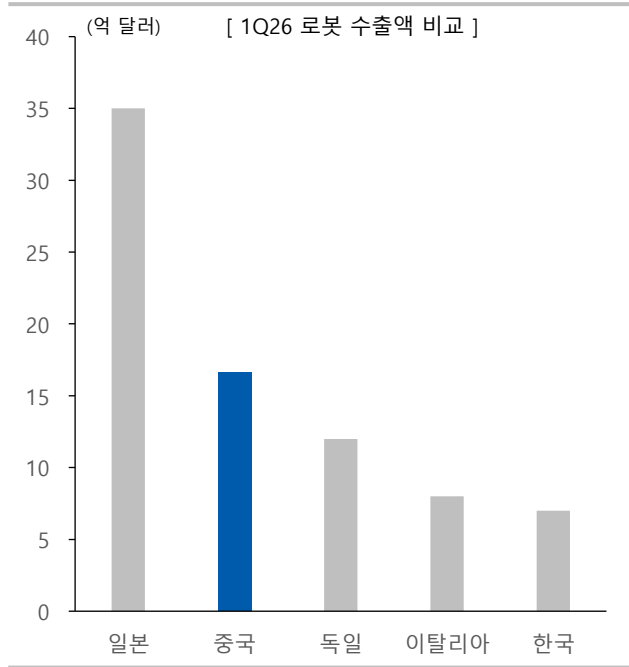
- 휴머노이드 로봇 분야에서 중국이 가지는 경쟁력은 수직 통합된 공급망을 갖추고 있다는 점. 중국은 로봇 구동 관절의 핵심 소재인 자성 희토류의 전세계 생산량 91.5%를 점유하고 있으며, 이외 코발트, 리튬, 구리 등의 광물의 공급량 역시 지배적. 액추에이터, 배터리, 반도체 등 중간 부품의 점유율도 전세계 상위권.
- 중국은 2025년 산업용 로봇 수출은 전년대비 48.7% 증가하며 로봇 순수출국으로 전환. 2026년 1분기 로봇 수출액은 16.6억달러로 전세계 2위 기록.
- 국무원은 중국 내 약 150개 휴머노이드 로봇 기업이 있으며, 휴머노이드 로봇 시장이 연평균 50% 이상 성장하고 있다고 평가. 또한 시장 규모가 2035년까지 1조 위안으로 팽창할 것이라 예측. 중국이 전기차 시장에서 보여준 막대한 성과가 로봇 시장에서도 재현될 것이라 기대하는 시각도 존재.

중국의 강점은 로봇 제작에 필요한 핵심 광물과 부품 공급망을 장악하고 있다는 점



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

중국의 1Q26 로봇 수출액 전세계 2위 수준



자료: 해관총서, IFR, 유안타증권 리서치센터





전략 3) Global South

관련 종목	투자 포인트
양광전력(Sungrow Power Supply, 300274 SZ)	글로벌 1위 태양광 인버터 및 ESS 공급사. 사우디 NEOM, ALGIHAZ 등 대형 재생에너지 프로젝트 수주
국전남서과기(NARI Technology, 600406 SH)	국가전망공사의 자회사. 중국 2차 전력 관리 장비 시장의 45%를 장악. 브라질, 사우디 등 글로벌 에너지 표준화 구축 주도
BYD(1211 HK/002594 SZ):	2025년 글로벌 전기차 460만 대, BEV 225만대 판매로 Tesla 추월. 글로벌 현지 생산기지 구축 중
CATL(3750 HK/300750 SZ)	Global South 현지에서 조립되는 저가 전기차 및 상업용 ESS에 탑재되는 LFP 배터리 팩을 사실상 독점

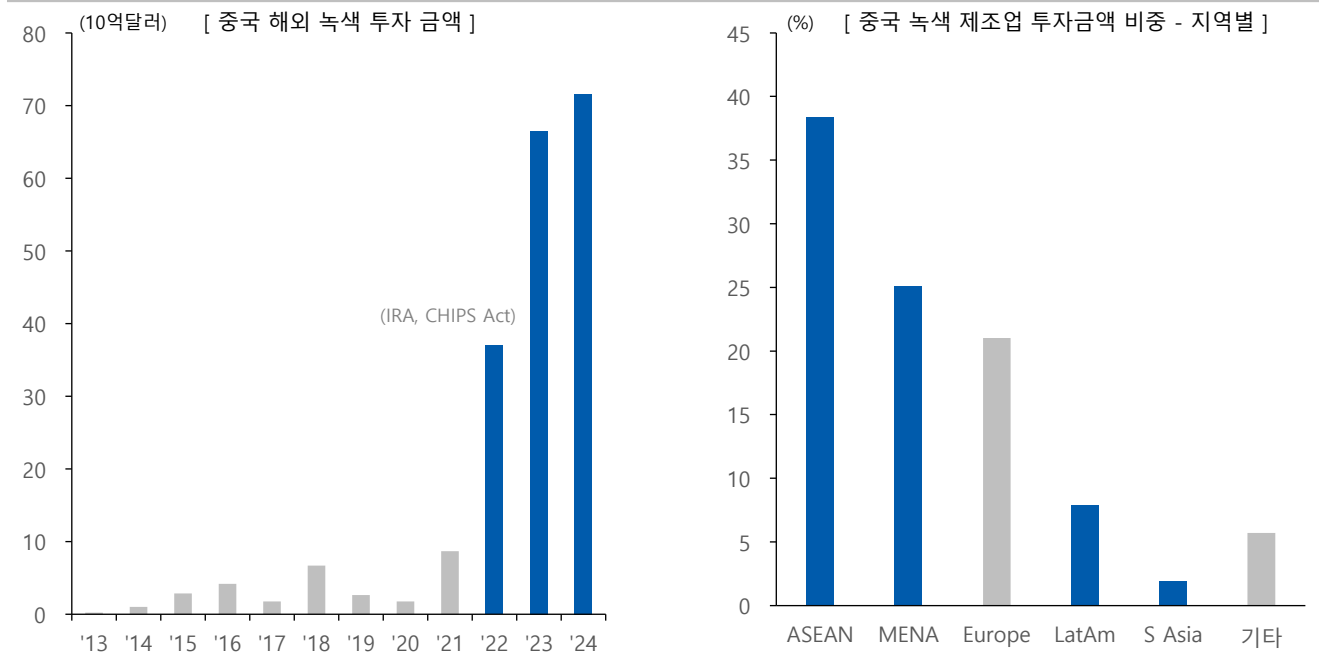
*Global X China Electric Vehicle and Battery ETF(2845 HK)



봉쇄를 넘어서는 전략, Global South와 녹색 기술

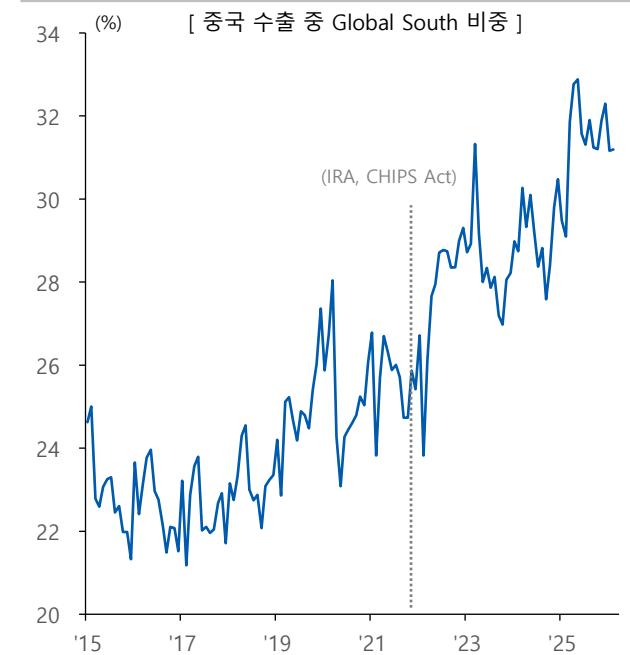
- 중국은 녹색 기술(태양광, 풍력, 전기차 배터리) 분야에서 압도적인 점유율과 가격 결정권을 보유. 이를 무기로 신규 수출 시장인 Global South를 장악하고, 이들 국가와 자원 동맹을 구축하기 위한 사업을 가속화. 저렴한 녹색 기술과 금융을 제공함으로써 자국의 기술 표준(스마트그리드, EV 충전 등)을 해당 국가의 인프라에 이식, 장기적인 의존 관계를 형성하려는 전략.
- 중국의 해외 녹색 투자는 2022년 이후 급증하기 시작. 전체 누적 투자액의 86.9%(1981.7억 달러), 프로젝트 건수 중 82.4%(380건)가 2022년 이후 집행. 당시는 미국의 IRA와 CHIPS Act가 제정된 시기로, 미국의 기술 봉쇄에 맞서 독자적인 경제 블록을 구축하려는 중국의 '지정학적 생존 전략'이 가동된 것으로 해석.

중국은 IRA와 CHIPS Act 발동 이후 Global South 공략에 박차. 지역별로는 ASEAN과 중동/아프리카가 주요 타겟



자료: netzeropolicylab, 유안타증권 리서치센터

Global South와의 교역 비중도 급격하게 증가



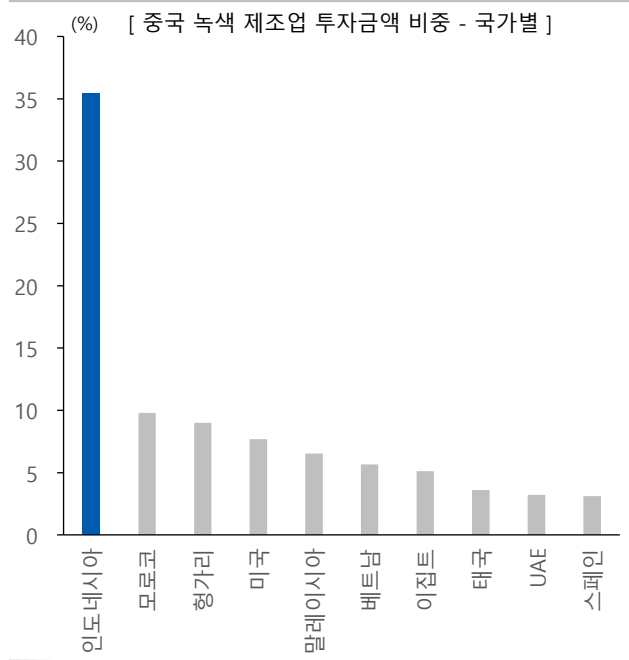
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



최대 투자국은 인도네시아 → 시장 선점과 자원 동맹의 성공 사례

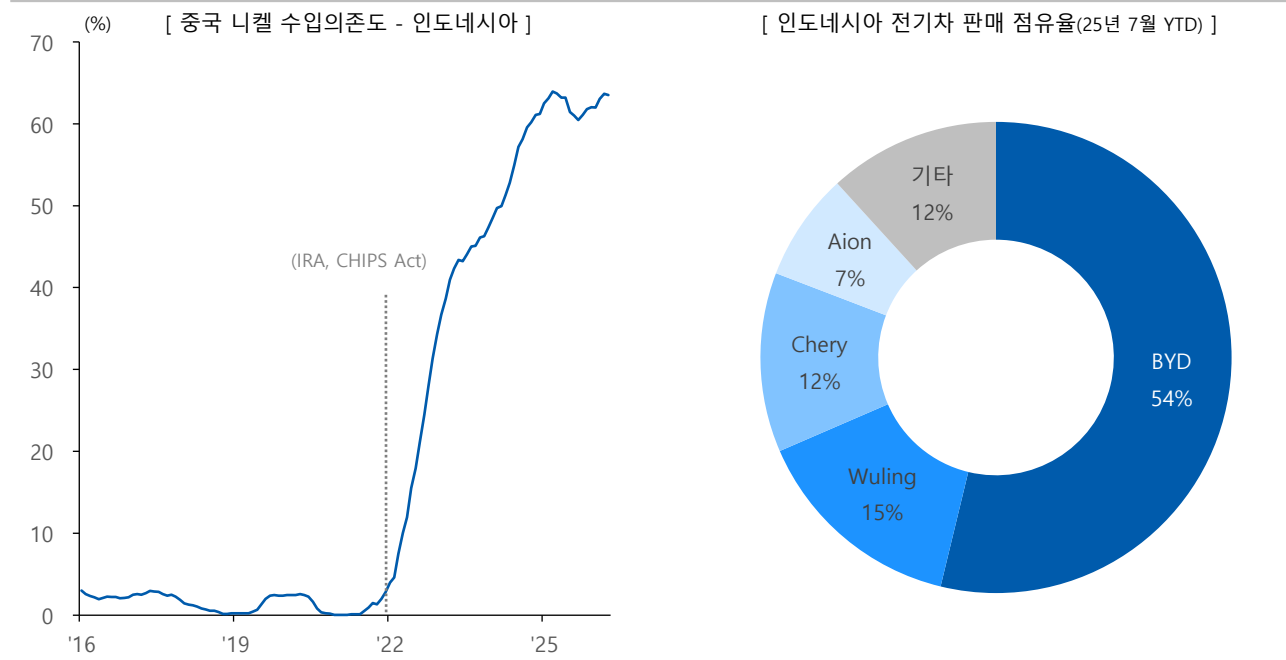
- 2024년 기준 중국의 해외 녹색 제조업 투자 금액 중 Global South의 비중은 73.3%에 육박. 국가별로는 배터리 소재인 니켈이 풍부한 인도네시아가 전체 약정 금액의 35.1%(cumulative)를 차지. 이는 니켈 원광 수출을 금지한 인도네시아에 현지 가공 시설을 구축하여, 배터리 산업에 필요한 핵심 소재를 안정적으로 조달하기 위함. 실제로 중국의 대 인도네시아 니켈 수입 의존도는 63.5%에 육박하며 공급망 재편이 현실화.
- 자원 공급망 장악은 완제품 시장 선점으로 연결. 현지 생산 기반을 확보한 중국의 인도네시아 전기차 시장 점유율은 90%에 육박. 자국 기술 표준을 선제적으로 이식하기 위한 전략이 성과를 보이고 있는 것.

최대 투자 비중을 차지하는 것은 니켈 자원이 풍부한 인도네시아



자료: netzeropolicylab, 유안타증권 리서치센터

중국의 인도네시아 전기차 시장 점유율은 88%, 니켈 수입의존도는 64%에 육박



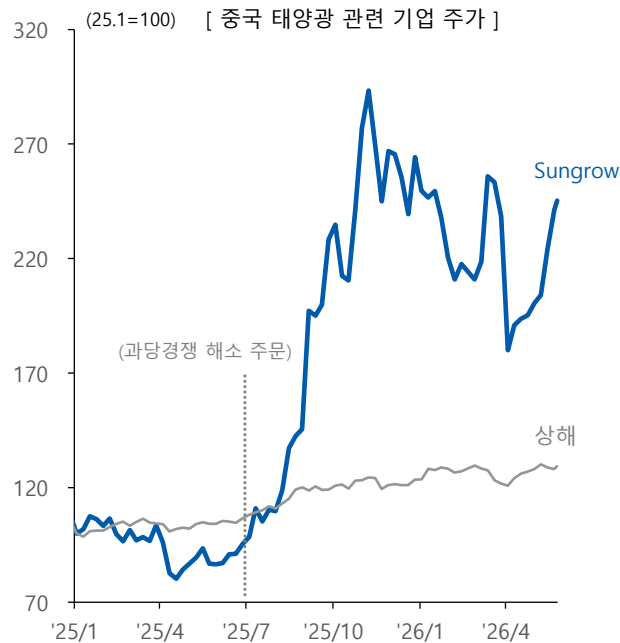
자료: GAIKINDO, CEIC, 유안타증권 리서치센터



내부적으로는 과당경쟁 해소 주문(반내권)을 통해 내실을 확보

- 철강, 화학 등 구산업의 공급과잉 폐해를 경험한 중국 정부는 기술자립의 첫 성과인 전기차, 배터리, 태양광 패널 산업 등의 내실을 다지기 위한 절차에 착수. 중국 정부가 2025년 7월 과당경쟁 해소를 주문하면서 태양광 밸류체인(Sungrow Power Supply, Nari Technology) 주가는 강세. 중국 정부가 생산통제에 나선 탄산리튬 가격은 톤당 톤당 20만 위안을 일시 상회.
- 정책 효과는 경제 지표로도 확인되기 시작. 장기간 부진했던 중국의 공업기업 이익은 2026년 3월 전년대비 +15.8% 급등.

태양광 기업 주가는 과당경쟁 해소 기대감을 적극 반영. 탄산리튬 가격은 톤당 20만 위안을 일시 상회



최근 공업기업 전반의 수익성 개선도 가시화



자료: Bloomberg, CEIC, 유안타증권 리서치센터

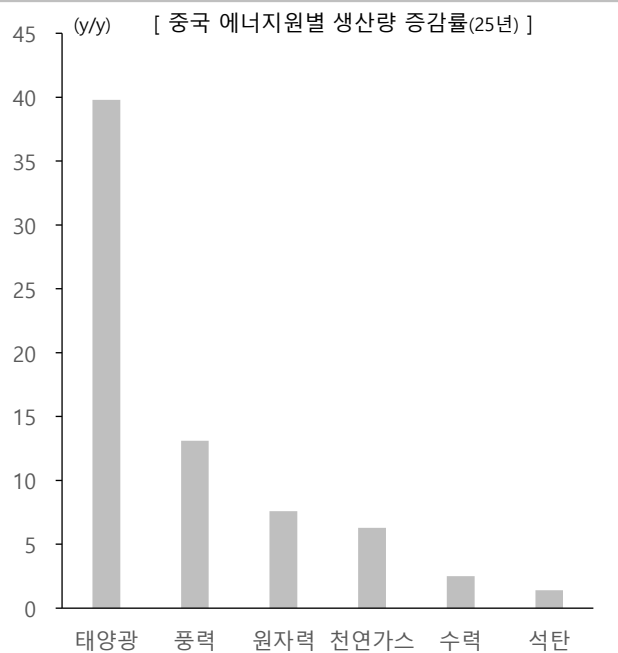
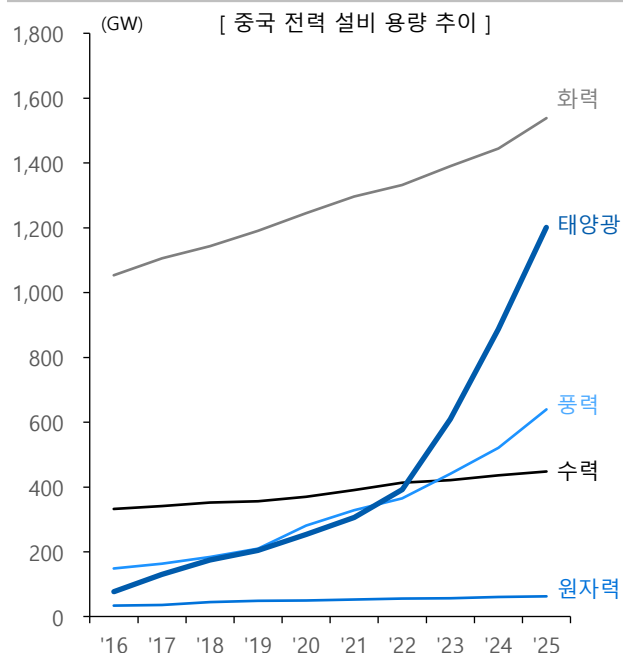
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



15차 5개년 계획의 에너지 자립 목표 달성 → 녹색 기술이 최적의 수단

- 중국 녹색 산업의 업황 회복을 기대할만한 대내외 호재는 지속 확인.
- 중국 NDRC는 화석연료를 기본적인 전력망 유지용(Bottom-line guarantee) 발전원으로 격하. 반면 비화석 에너지를 국가 전력 공급의 주력 에너지원으로 전환하겠다는 의지를 표명. 세부적으로는 2025년부터 2035년까지 비화석 에너지 발전 용량을 2배로 늘리겠다는 목표치를 제시.
- 이를 달성하기 위해 중앙정부는 네이멍구, 간쑤, 칭하이, 신장 등 서부 내륙 지역의 막대한 태양광 및 풍력 발전 자원을 동부 연안으로 수송하기 위한 420GW 규모의 초고압(UHV) 전력망 구축 사업과, 보하이해 및 황해 일대에 100GW 이상의 해상 풍력 기지를 건설하는 대형 프로젝트를 전개.

전력 설비 용량과 생산량이 가장 빠르게 증가하고 있는 것은 태양광



자료: 국가에너지국, 국가통계국, 유안타증권 리서치센터

15차 5개년 계획에서 다양한 증설 계획을 수립

프로젝트명	지역	목표 설비용량
서전동송 전력망	내몽골, 지린, 헤이룽장, 간쑤, 칭하이, 닝샤, 신장 및 티베트 에너지 기지	송전 용량 420GW 이상
연안 원자력 발전소	연안 성 지역	설비 용량 약 110GW
해상풍력 기지	보하이해, 황해, 동중국해 및 남중국해	설비 용량 100GW 이상
양수발전소	입지 자원이 우수하고 부하 조절 수요가 높은 지역 선정	설비 용량 약 100GW 추가

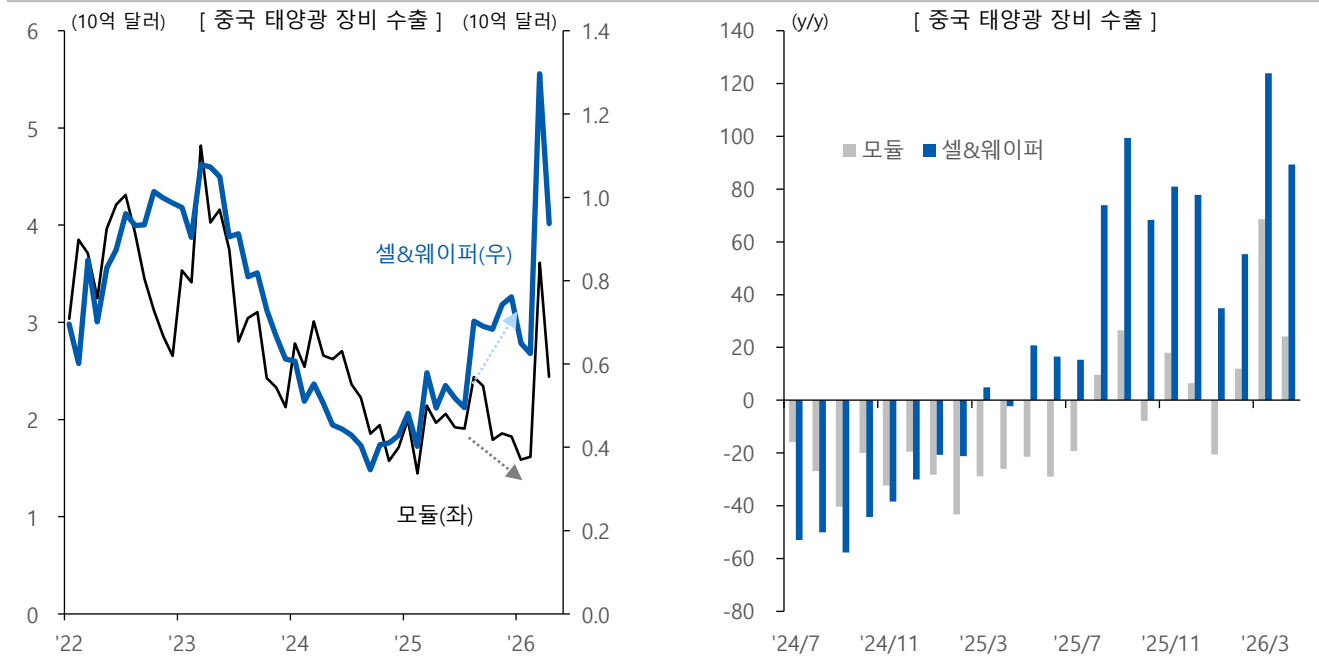
자료: 유안타증권 리서치센터



Global South는 완제품이 아닌 부품을 요구하기 시작 태양광 기술 내재화 진행 중

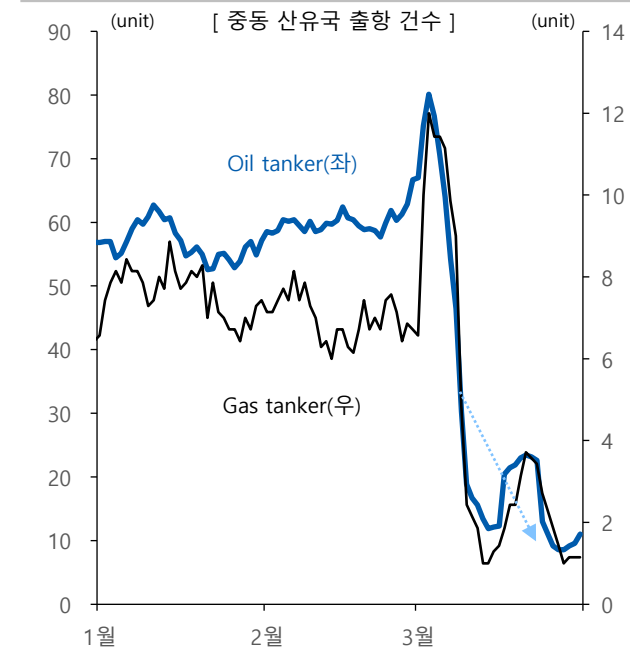
- Global South 국가들은 단순히 중국산 완제품 모듈을 수입하는 단계를 넘어, 자국 내 제조/조립 공장을 구축하여 태양광 밸류체인을 내재화하려 시도 중.
- 현지 국가들의 요구에 맞춰 중국 기업들은 모듈 완제품 수출 비중을 줄이고, 태양광 셀과 웨이퍼 등 중간재 수출을 확대. 2026년 4월 중국의 태양광 셀/웨이퍼 수출은 전년대비 +89.3% 급증(vs 태양광 모듈 +24.1%).
- 미국-이스라엘의 이란 공급으로 촉발된 공급망 불안은 신흥국의 에너지 안보 수요를 가속화 할 것.

중국의 태양광 장비 중 중간재 수출이 대폭 확대 중(기술 표준 이식/우회 수출)



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

이란 사태는 에너지 안보 수요를 가속화 할 것



자료: Lloyd's List Intelligence, 유안타증권 리서치센터



중동의 Post-oil 시대는 중국 기업들이 앞서 대비 중

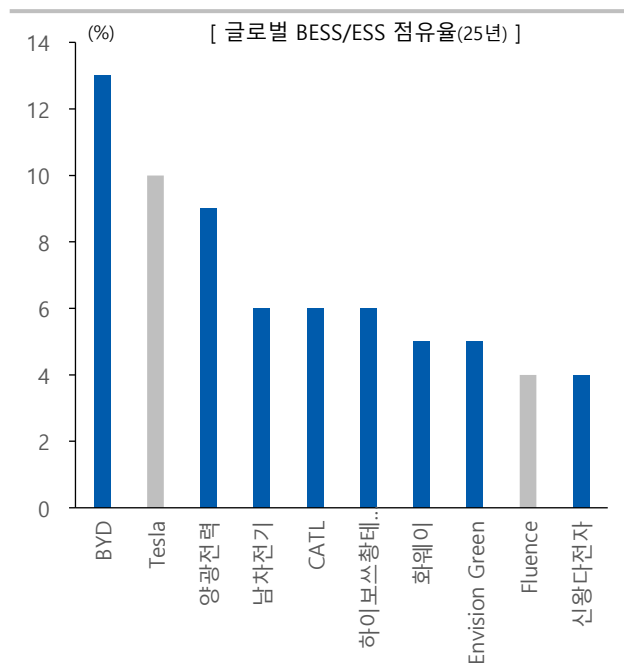
- 산유국인 사우디아라비아와 UAE는 Post-oil 시대를 대비하여 대규모 재생에너지 프로젝트를 발주. 중국 기업들이 기술력과 원가 경쟁력을 바탕으로 대규모 수주를 확보 중. 대표 기업인 양광전력(Sungrow Power Supply, 300274 SH)은 사우디아라비아의 랜드마크인 NEOM 그린 수소 프로젝트에 2.2GW 규모의 태양광 인버터와 600MWh 규모의 ESS 솔루션을 공급하는 계약을 체결(인도 기업 Larsen & Toubro와 공동).
- 전기차와 배터리 밸류체인에서는 BYD가 두각. BYD는 배터리 에너지 저장 장치(BESS/ESS) 시장에서 Tesla를 제치고 글로벌 점유율 1위 기업에 등극. 이외 양광전력(Sungrow Power Supply, 300274 SH), 남차전기(Zhuzhou CRRC Times Electric, 3898 HK), CATL(300750.SZ)이 후순위로 추격 중.

중동 재생에너지 프로젝트에서는 양광전력이 두각

중동 재생에너지 프로젝트 수주 현황		
지역	프로젝트	참여 기업
아프리카 북부 / 중동	이집트 SCZONE 배터리 공장, 민야(Minya) 'Energy Valley'	양광전력
중동 산유국	사우디 NEOM 그린 수소 프로젝트, ALGIHAZ 전력망 프로젝트	양광전력, BYD, Hithium(비상장)
아프리카 남부	남아프리카공화국 상업용/산업용 (C&I) 에너지 저장 시스템	양광전력
아프리카 동/서부	나이지리아, 에티오피아, 케냐 태양광 수입 폭증	징커에너지, 아터스태양광 등

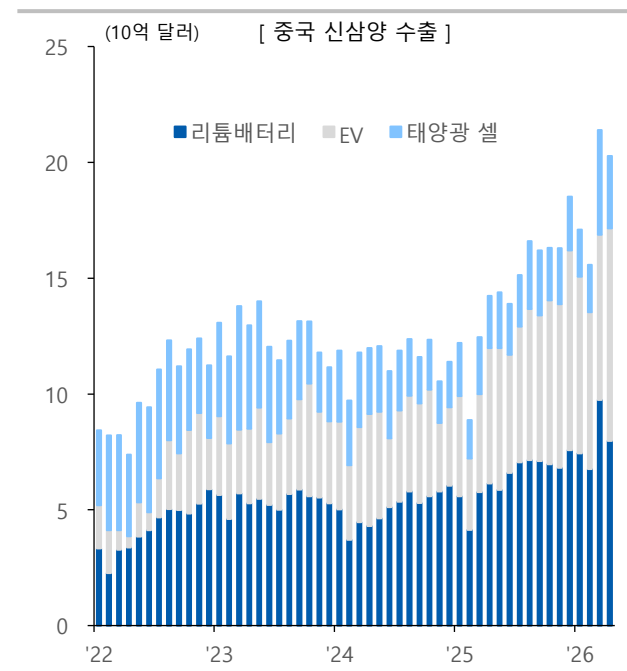
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 BESS 시장에서도 중국 기업들이 지배적인 위치



자료: Mineral Intelligence, 유안타증권 리서치센터

빠르게 증가하고 있는 중국의 신삼양 수출



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터





전략 4) 질적 내수 성장

관련 종목	투자 포인트
과이서우(Kuaishou Technology, 1024 HK)	커뮤니티 및 소셜 플랫폼 제공 업체. 이구환신이 촉발한 스마트 기기 교체 수요가 온라인 라이브 커머스로 집중되며 수혜
샤오미(Xiaomi, 1810 HK)	정부의 지원 타겟이 스마트 디바이스와 자동차로 이동. 스마트폰-가전-전기차 생태계를 구축한 샤오미의 수혜 구간
중국중면(CTG Duty Free, 1880 HK/601888 SH)	내국인 여행 수요가 급증하는 가운데, 하이난 봉관 면세 혜택이 가세. 이익 전망치 상향에도 최근 이란 사태로 인해 추가 조정
트립닷컴(Trip.com, 9961 HK)	글로벌 관광객 유입과 내국인 아웃바운드 여행을 중개하는 대형 플랫폼. 신흥국 관광객 유입 데이터를 가장 먼저 수익화

*Global X China Consumer ETF(2806 HK)



홍콩 부동산주의 이례적인 강세 → 중국 정부의 부동산 안정 의지 재차 확인

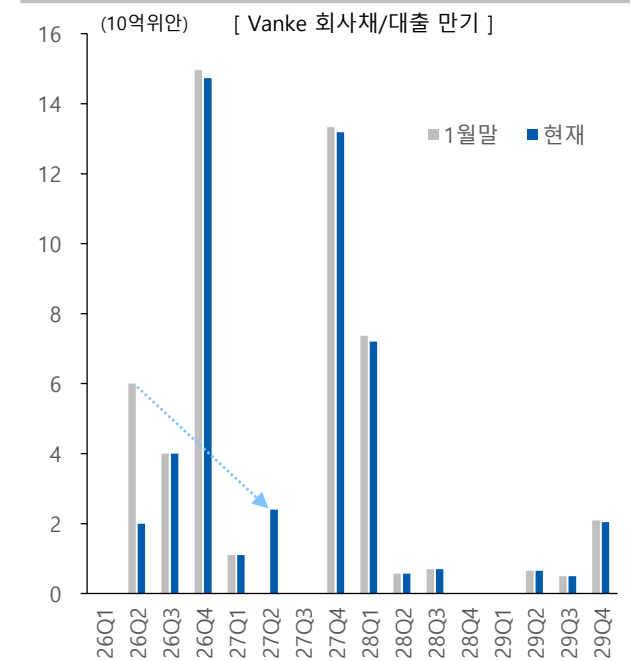
- 부동산 경기 침체는 그동안 중국의 소비 회복을 저해하는 근본적인 요인으로 작용. 그러나 연초 이후 중국 부동산 개발 기업들의 주가 상승은 뚜렷. 화룬부동산(China Resources Land, 1109 HK), 중국해외개발(China Overseas Land, 0688 HK) 등 주요 부동산 개발 기업들의 주가 수익률은 대표 지수를 대폭 상회, 항셱 부동산 지수 역시 항셱 지수의 수익률을 압도. 연초 부동산 시장 안정에 대한 중국 정부의 의지가 재차 확인된 영향.
- 2025년 12월 회사채 만기 연장 실패로 디폴트 위기에 직면했던 중국만과(Vanke, 2202 HK/000002 SZ)는 이자 지급 유예에 성공. 특히 중국만과와 대출은행 간의 합의를 '선전시 정부 산하 국유자산감독관리위원회'가 주도했다는 점에서 정부의 시장 안정 의지가 확인. 채권 만기를 일부 연장(40% 상환, 60%는 2026년 12월 15일 상환)하는 것에도 추가 합의. 원금 상환은 최대주주인 Shenzhen Metro(국영기업)가 유동성을 지원할 예정.

항셱 부동산 지수는 항셱 지수의 수익률을 대폭 상회 중. 섹터별 수익률도 차별화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

디폴트 위기에 직면했던 중국만과는 선전시 주도로 지급 유예 합의



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



3대 레드라인 보고 의무 폐지 → 부동산 개발사에 대한 금융 지원 정상화 기대

- 연초 중국 정부는 부동산 개발사들의 유동성 위기와 디폴트를 촉발했던 '3대 레드라인'(자산/부채 비율 70% 미만, 순부채 비율 100% 미만, 현금/단기부채 비율 1배 이상)을 충족하지 못할 경우 차입 제한' 규제를 사실상 폐지, 기업들에게 관련 재무지표의 정기 보고를 요구하지 않고 있는 상황.
- 이는 중국 정부가 현재 리스크가 '과도한 부채 확장'이 아닌 '유동성 고갈'에 있다고 판단하고 있음을 시사하며, 2020년 8월 '3대 레드라인 규제' 시행 후 위축됐던 금융 지원이 정상화 될 것이라는 기대감을 형성.

3대 레드라인 규제는 부동산 개발사들의 유동성 고갈을 초래



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

1월 이후에는 월간 보고 의무가 중단된 상태

구분	변경 전(20년 8월~25년)	변경 후(26년 1월~)
정책명	3대 레드라인(Three Red Lines)	규제 사실상 폐지 및 모니터링 완화
핵심 지표	1. 자산/부채 비율 70% 미만 2. 순부채 비율 100% 미만 3. 현금/단기부채 비율 1배 이상	지표 준수 강제성 소멸 (시장 자율 및 은행별 리스크 관리로 이관)
보고 의무	매월 인민은행에 재무지표 보고 (위반 시 강력한 제재 수반)	월간 보고 의무 중단 (자산부채 비율 제출만 유지하되 규제 연동 해제)
신규 대출	위반 등급(적, 황, 녹)에 따라 신규 부채 증액 한도 설정 (0%~15%)	기업 단위 총량 규제 철폐, 프로젝트 단위 대출 심사로 전환
정책 목표	부채 주도 성장 억제 및 거품 제거	유동성 공급 재개 및 개발업체 연쇄 도산 방지
관리 주체	정부 주도 Top-down 통제	지방정부 및 주관은행 중심의 현장 관리

자료: 유안타증권 리서치센터



화이트리스트 제도는 강화 → 분양 시장의 신뢰도 회복 도모

- 2024년 이후 중국 정부는 개별 기업이 아닌 프로젝트 단위의 부동산 개발 지원에 나서기 시작. '화이트리스트' 제도로 명명된 이 지원책은 각 지방정부가 완공 가능성 높은 우량 프로젝트를 선정하면 은행이 자금을 지원하는 방식. 2025년말 개편된 화이트리스트 정책은 1~2년 내외로 만기가 짧았던 대출을 최대 5년까지 연장할 수 있도록 허용하며, 추가 담보 역시 면제할 계획. 프로젝트 완료 시점까지 사업의 안정성을 보장하겠다는 것.
- 그동안 주거용 부동산에 집중됐던 중국 정부의 부양책은 2026년 상업용 부동산으로 확대. 1월 인민은행과 국가금융감독관리총국은 상업용 부동산 모기지 대출의 초기 납입금 비율을 기존 50%에서 30%로 대폭 인하. 또한 인민은행은 추가적인 기준금리 및 기준을 인하를 통해 유동성 공급 효과를 강화하겠다는 입장. 이는 보다 투기적으로 인식돼 정책 사각지대에 있던 상업용 부동산의 높은 공실률을 해소하고, 주거와 생업을 겸하는 소상공인들의 담보 여력을 확충(서민 경제 안정)하기 위한 전향적인 변화.

화이트리스트 대출은 추가 담보없이 5년까지 연장 가능

구분	변경 전(23년말~25년)	변경 후(25년말~)
지원 대상	일부 우량 기업 위주 (기업 신용도 중시)	화이트리스트에 등재된 개별 프로젝트 (모기업 부실 여부와 무관하게 사업성만 평가)
대출 만기	1~2년 단기 운영 자금 중심	최대 5년까지 연장 허용
담보/보증	대출 연장/신규 시 추가 담보 및 보증 필수	적격 프로젝트 연장 시 추가 담보 요구 면제
자금 관리	다수 채권 은행의 각자 자금 회수	주관 은행 제도(Lead Bank System) 도입
핵심 목표	부도 방지를 위한 소극적 연명 지원	프로젝트 완수 및 분양 신뢰 회복

상업용 부동산의 초기 납입금 비율 인하는 약 20년만의 변화

구분	변경 전	변경 후(26년 1월~)
대상	상가, 오피스, 호텔, 상업용 아파트 등	
초기 납입금 비율	50%	30%
정책 결정권	중앙정부 가이드라인	지방정부 및 금융기관 자율
금리/유동성	상업용 대출에 대한 가산금리 적용	기준금리 인하 시사(0.25%p)
세제/혜택	상업용 부동산의 주거 전환 금지	임대 주택 전환 장려 및 리모델링 금융 지원
정책 목표	상업용 부동산 투기 및 과잉 공급 억제	공실률 해소, 자영업자 담보 여력 확충, 내수 경기 부양

자료: 유안타증권 리서치센터

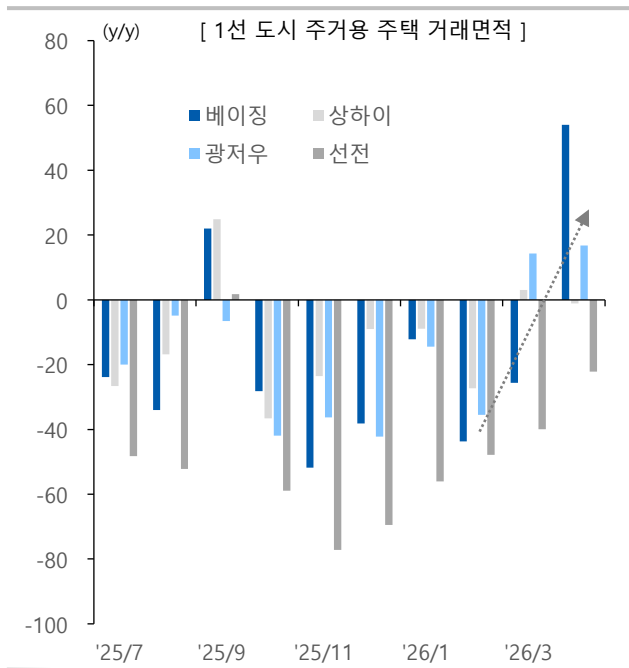
자료: 유안타증권 리서치센터



중국 부동산 경기는 1선 도시를 중심으로 회복세 거래량 증가, 가격 상승, 매물 해소

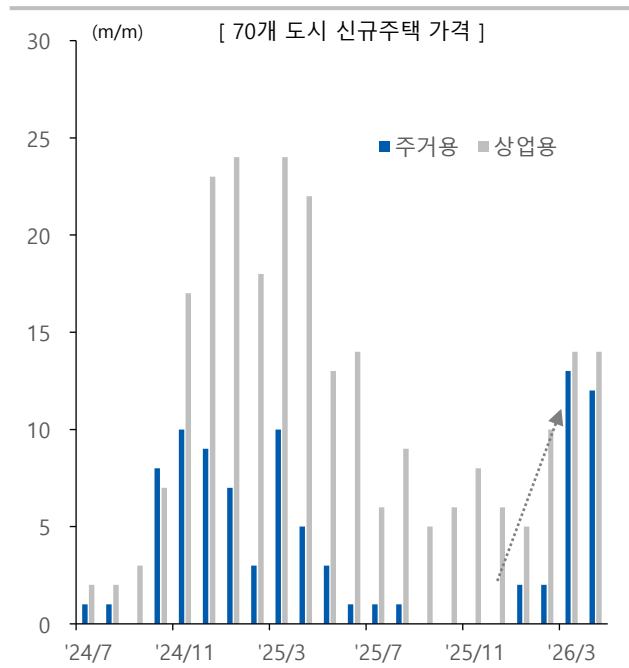
- 중국의 주거용 신규주택과 기존주택의 전월대비 가격 상승 도시 수는 재차 증가하기 시작. 부동산 가격 하락이 본격화 된 2022년 이후 급증했던 주택 매물 역시 정상화 과정이 진행 중. 외지인 독신자에 대한 차별 규제 폐지 등 추가 부양책이 더해진 상해의 경우 2026년 4월 신규주택 가격이 전년대비 +3.7% 상승.
- 중국 정부의 정책 목표는 부동산 경기 부양이 아닌 방어에 있으나, 불확실성 완화만으로도 역할은 충분. 부동산 수요 회복과 부동산 개발 프로젝트의 리스크 완화(화이트리스트)는 우량 개발사들의 밸류에이션 리레이팅 기회를 제공할 것.

연초 주거용 주택 거래는 베이징을 중심으로 회복세



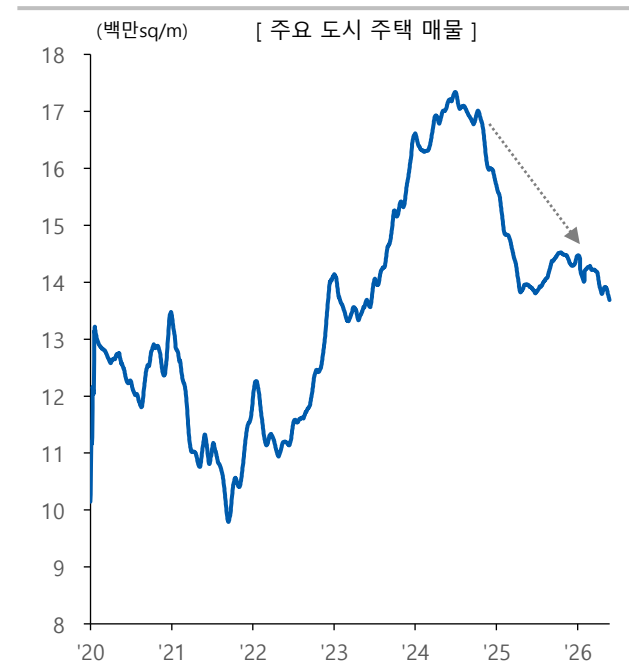
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

주택가격 상승 도시 수도 증가하기 시작



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

부동산 경기 침체 후 급증했던 매물도 소화 단계



주: 베이징, 상해, 선전
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



점차 개선되고 있는 소비 여건 → 이전소득과 부의 효과

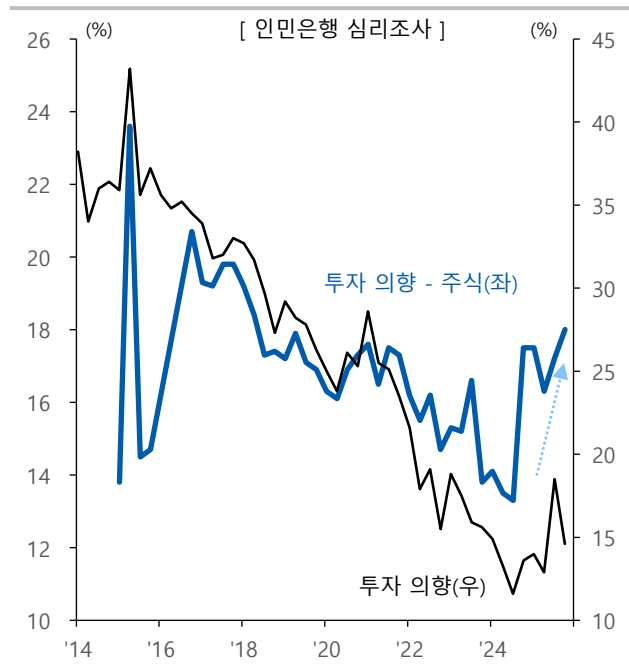
- 무역분쟁 1기 이후 중국은 전체 무역에서 가공무역 비중이 감소하는 구조적인 변화가 발생. 미국의 주기적인 관세 위협은 내수 중심으로의 경제 구조 전환을 가속화. 이는 15차 5개년 계획의 또 다른 핵심 축인 '질적 내수 성장'과도 연결. 과거와 같은 양적 팽창이 아닌, 인구 구조 변화에 대응하고 부가가치 높은 내수 시장을 창출하는데 초점.
- 중국 정부의 사회보장 지출 증액은 이전소득, 부동산 경기 회복은 자산소득 증대로 연결 중. 주식시장 강세로 인한 부의 효과도 가세. 중국의 소비심리가 추세적인 회복세를 보이는 가운데, 최근 가계예금 증감율은 크게 둔화되는 양상. 이는 팬데믹 이후 소비 경기 회복을 저해했던 맹목적인 저축 기조가 종료되고 있음을 시사.

중국 정부의 사회보장 지출은 이전소득을 보전



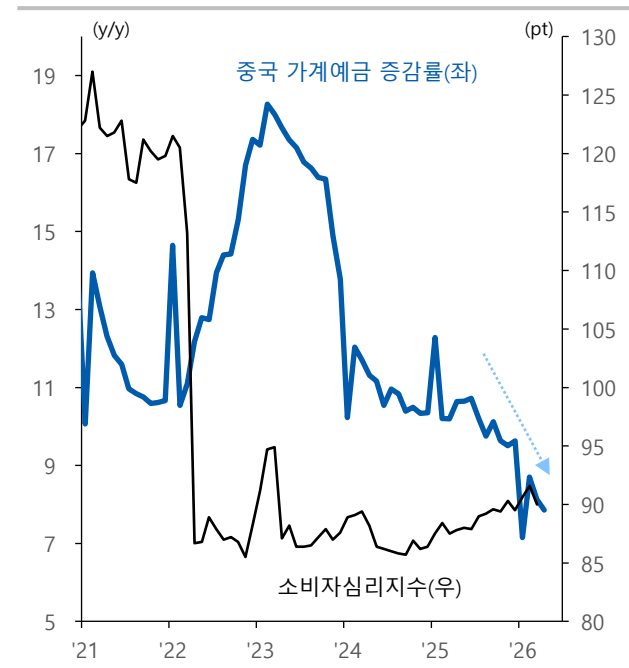
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

부의 효과는 증시 투자 의향에서 확인



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

팬데믹 이후 높아졌던 저축 성향은 뚜렷하게 약화



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



2026년 이구환신 정책 변화 → 고부가가치 수요 촉진

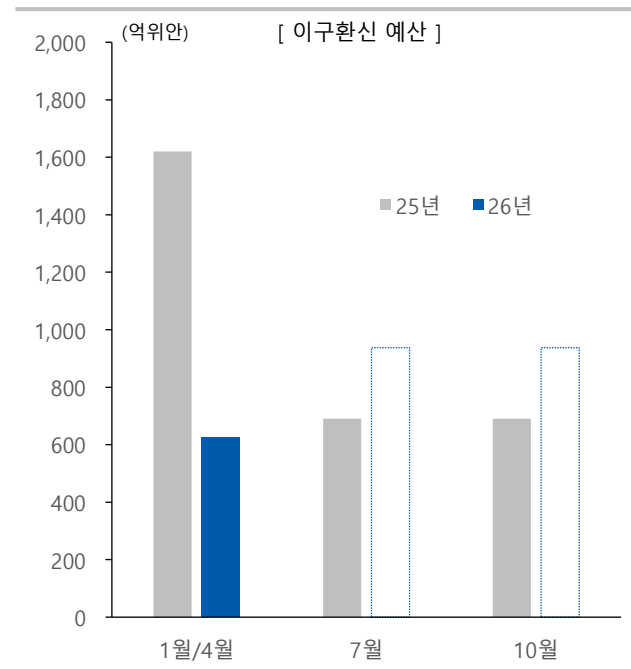
- 2025년말 국가발전개혁위원회는 '2026년 이구환신 보조금 통지'를 발표. 2025년 대비 변화는 1) 자동차 보조금 체계 개편(정액제→정률제): 보조금을 차량 가액에 연동, 저가 모델 쏠림 방지 및 재정 효율성 제고, 2) 지원 대상 조정: 스마트 디바이스, 실버 케어 등 미래 성장 품목 신규 편입. 범용 가전 혜택 축소 등.
- 정률제 도입은 반내권 정책의 일환으로, 저가 출혈 경쟁을 일삼는 하위 기업들을 퇴출시키려는 의도. 반면 판매 단가가 높은 프리미엄 제품은 정책 효과를 극대화할 수 있어, 해당 기업들의 점유율 확대와 이익 개선으로 연결될 것.
- 2025년 이구환신 예산은 상반기에 집중되었으나, 2026년에는 하반기에 집중 배정될 것으로 예상(2,500억 위안 중 1,875억 위안).

26년 이구환신의 키워드는 재정 효율화와 질적 성장

정책 기초		이구환신 정책 기초 변화	
		2024~2025년	2026년
자동차	폐차 후 신규 구매	[정액제] 전기차(NEV): 2만 위안 (고정) 내연기관차: 1.5만 위안 (고정)	선택과 집중 (재정 효율화 및 질적 성장) [정률제+상한선] 전기차: 차량가의 12%(최대 2만) 내연기관차: 차량가의 10%(최대 1.5만)
	신차 구매	[정액제] 전기차: 1.5만 위안 내연기관차: 1.3만 위안	[정률제+상한선] 전기차: 차량가의 8%(최대 1.5만) 내연기관차: 차량가의 6%(최대 1.3만)
가전제품	지원 품목	[8대 품목+α] 냉장고, 세탁기, TV, 에어컨, PC, 온수기, 가스레인지, 후드 + (지역별 추가 가능)	[6대 핵심 품목] 냉장고, 세탁기, TV, 에어컨, PC, 온수기
	지원 금액	[고효율 인센티브] 1등급: 20% 지원 2등급: 15% 지원 한도: 품목당 2,000 위안	[지원율 및 한도 축소] 1등급: 15% 지원(하향) 2등급: - 한도: 품목당 1,500 위안(하향)
디지털/스마트		[제한적 지원]	[전국 확대 및 품목 추가]
(신성장 품목)		일부 지역에서만 스마트폰 등 지원 (전국 통일 기준 부재)	스마트폰, 태블릿, 워치 + 스마트 글래스 실버(양로)용 스마트 홈 기기 신규 포함

자료: 유안타증권 리서치센터

26년 이구환신 예산은 하반기에 집중 배정될 예정



자료: 유안타증권 리서치센터



내수 부양책은 서비스 부문으로 확장 관광, 문화/엔터

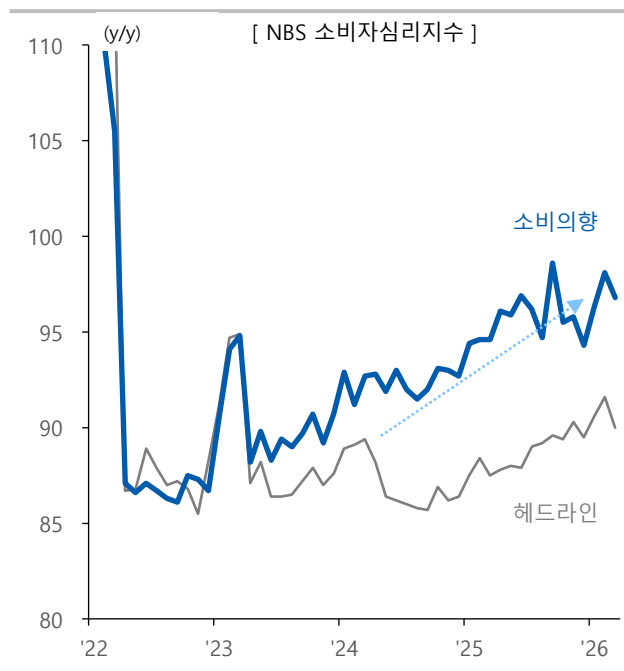
- 이구환신과 소비쿠폰 지급을 통한 소비 부양은 한계가 존재. 교체 주기가 긴 내구재 품목에 혜택이 적용되어 수요 공백이 불가피하기 때문. 이에 중국 정부의 소비 부양 타겟은 기존 상품 부문에서 서비스 소비 영역으로 확장. 최근 서비스 소매판매의 성장세가 가팔라진 배경.
- 인민은행의 소비 의향 조사에서는 관광, 문화/엔터 영역에 대한 지출 의향이 크게 상승한 것으로 집계. 심리 변화는 실제로 관련 산업의 활황으로 연결 중.

서비스 소비 활성화에 나선 중국 정부

중국 서비스 소비 활성화 정책		
정책명	내용	
25.4월	서비스 소비 활성화 계획	- 소득 증대, 휴가 활성화, 관광 진흥, 노인/아동 돌봄 서비스, 디지털 소비 촉진 - 요식, 숙박, 헬스케어, 문화/엔터, 관광
25.5월	서비스 소비, 양로 재대출 신설	- 내수 촉진과 노인 돌봄을 위한 5천억 위안 규모 '서비스 소비, 양로 재대출'
25.7월	신소비 모델 육성 강조	- 디지털 경제와 실물 경제의 융합 촉진 - 스마트 관광, 온라인 교육, 의료, 스포츠/엔터테인먼트 등 새로운 서비스 소비 모델을 적극 지원. 관련 규제 합리화 논의
26.4월	여행 서비스 수출 및 Inbound 소비 확대	- 관광, 비즈니스, 스포츠 이벤트 등 분야별 외국인 소비 편의성 및 인프라 개선
26.4월	서비스 소비 업그레이드 행동계획	- 전통 서비스(요식, 숙박, 노인/아동 돌봄), 신성장 분야(온라인 콘텐츠, 라이브 공연)의 서비스 소비 고도화 및 품질 제고

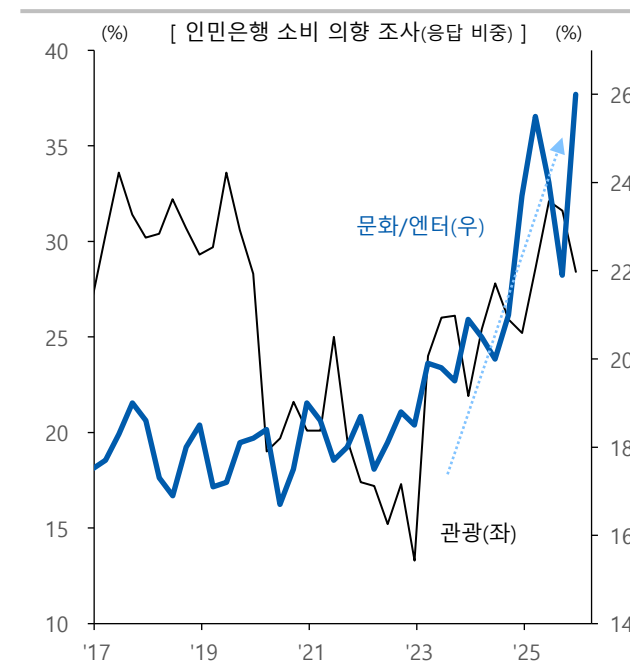
자료: 유안타증권 리서치센터

인민들의 소비 의향은 점차 회복되는 추세



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

지출 의향은 관광, 문화/엔터 영역에서 크게 상승



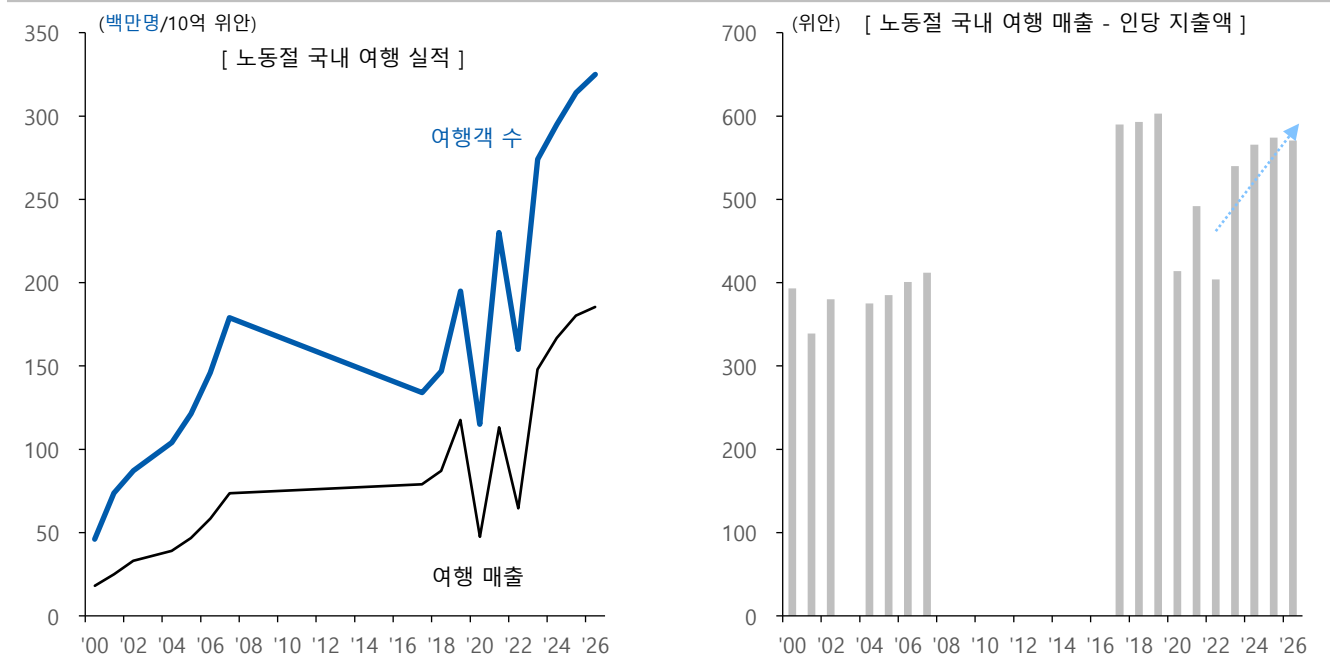
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



2026년 국내 여행객 수와 매출은 모든 연휴에 최고치 경신 중

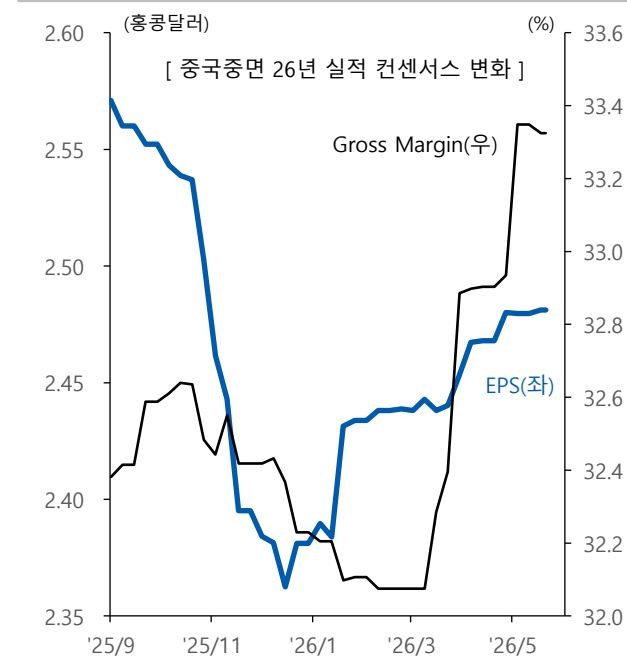
- 중국 정부는 2025년 12월 하이난 자유무역항에 대한 봉관(세관 봉쇄) 정책을 시행. 이에 하이난에서 판매되는 무관세 품목의 수는 1,900개→6,600개, 비중은 21%→74%로 대폭 증가. 또한 무비자로 하이난에 입국 가능한 국가의 수는 85개국으로 증가.
- 시행 후 첫 연휴인 위안단(1월 1일~3일) 기간 하이난 지역의 면세 쇼핑객 수는 전년대비 +60.6%, 면세 매출액은 +128.9%(인당 매출액 +42.5%) 급증. 국내 여행 지표의 호조는 춘절, 노동절 연휴 기간에도 지속 확인. 봉관 정책은 하이난의 면세 사업자 뿐만 아니라 호텔, 항공 등 연관 산업 전반에 낙수 효과를 창출.

노동절 기간 국내 여행객 수와 여행 매출은 역대 최고치 경신. 인당 지출액도 이전 수준 회복



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

이란 사태 이후 중국중면의 주가는 급락, 이익 지표는 상향



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구, 민병규, 황병준)
- 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 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자이사결정은 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.



2026년 하반기 US-China 주식시장 전망과 전략 거인의 어깨