

IBKS 전략 In-Depth

고민은 8월부터

Strategy 변준호

02) 6915-5670

ymaezono@ibks.com



CONTENTS

Summary	3
1. AI 모멘텀 확산 및 강화에 따라 코스피 밴드 상황	4
2. 경기 심리, 여름까지 상승 후 가을부터 하락 전환 예상	7
3. AI 및 반도체 호황, 26년 상수 vs 27년 변수	31
4. 바닥을 다지는 달러, 잭슨홀 미팅 주목	53
5. 미국 중간 선거 직전, 불확실성 확대 패턴 주시	56

Summary

본 보고서에서는 AI 모멘텀 확산 및 강화에 따라 코스피 밴드를 6,500pt~9,000pt로 상향 조정하고, 하반기 리스크 요인들도 함께 점검해 본다. 코스피는 Summer Rally까지 상승 추세를 지속한 뒤, 8~9월부터 변동성이 확대될 것으로 예상된다. 코스피 9,000pt는 현재 12M F. ROE 23%에 적정 P/B 2.1배를 적용한 것이다. 12M F. P/E는 7.5배로 매우 저 평가되어 있다. 우려되는 하반기 시장 리스크들이 완화되거나 영향을 주지 않고 P/E에 대한 신뢰도가 높아질 경우 과거 평균적 고점 레벨인 12배를 타계팅하여 코스피는 12,000pt까지도 상승 가능할 수 있다.

상반기까지는 경제 지표의 악화 가능성이 제한적인 가운데 2분기 실적 발표 기대감이 지속되면서 상승 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 반도체 실적 상향과 AI 모멘텀 확산 현상이 나타나면서 비 반도체 업종들의 밸류에이션 상승이 동반될 것으로 보인다.

다만, 8월부터는 시장의 고민이 깊어질 수 있다. 왜 8월인지 간단히 살펴 보자.

(1) 경기 심리, 여름까지 상승 후 가을부터 하락 전환 예상: 코스피와 연관성이 높은 경기선행지수 순환변동치, OECD G7 경기선행지수 등이 수 개월 추가 상승 후 8~9월에 정점을 통과할 것으로 예상된다. 하반기 수출 증가율, GDP YoY 등의 주요 지표들도 기저 효과 약화되며 3분기 중, 후반부터 둔화 조짐을 나타낼 것으로 보인다.

(2) AI 및 반도체 호황, 26년 상수 vs 27년 변수: 26년 AI 및 반도체 업황과 실적 전망은 지속적으로 상향되고 있다. 반도체 회복 사이클은 이제 1년이 지났고, 경험적 주기를 봤을 때 좀 더 업 사이클 여력이 남아 있는 것으로 추정된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 2분기 실적 기대감이 상반기 중 지속 반영되고 7월 어닝 서프라이즈를 통해 추가 상향 명분을 만들 것이다. 단, 반도체 수출 증가율이 9월부터 둔화될 가능성이 있고 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익 증가율은 YoY 수치 기준 3분기부터 하락할 가능성, QoQ 수치 기준 3분기부터 본격 둔화될 수 있다는 점은 주시해야 한다. 양사의 27년 실적 모멘텀이 둔화될 수 있다는 점, 빅테크들의 AI Capex 투자 증가율이 27년 크게 둔화될 수 있다는 점 등이 가을부터 반영될 수도 있다.

(3) 바닥을 다지는 달러, 잭슨홀 미팅 주목: 26년 상반기 유가 상승은 26년 하반기 물가를 자극하고, 26년 하반기 물가 상승은 27년 상반기 금리 인상을 자극할 수 있다. 내년 3월 연준 금리 인상 가능성 대두는 8월말 잭슨홀 미팅에서 힌트가 나올 것이다. 이란 사태에 따른 에너지 쇼크로 유럽 경기 둔화되며 유로화 약세가 달러 강세를 자극할 수도 있다. 달러가 강세 전환할 경우, 신흥국 증시에 부담은 확대된다.

(4) 미국 중간선거 직전, 불확실성 확대 패턴 주시: 올해 11월 3일로 예정된 미국 중간선거에서 상, 하원 모두 민주당이 다수당을 차지할 가능성이 높아 27년 미국 정치 불확실성이 높아질 전망이다. 경험적으로 미국 중간선거 직전, 금융시장의 변동성 확대 및 불확실성을 회피하기 위한 움직임의 패턴이 있었음을 주시할 필요가 있다.

1. AI 모멘텀 확산 및 강화에 따라 코스피 밴드 상향

AI 모멘텀 확산 및 강화에 따라 코스피 밴드를 상향 조정한다. 실적 상향 그리고 AI 테마의 확산으로 인한 밸류에이션 상승 모멘텀이 동시에 작용하고 있는 것으로 추정된다.

코스피 밴드는 기존 5,500pt~7,600pt에서 6,500pt~9,000pt로 상향 조정하는데 이는 12M F. P/B 1.5~2.05배를 산출한 것이다. 반도체 호황에 따른 실적 상향을 기반으로 상장사 실적 전망이 상향 조정되고 있고 12M F. ROE도 23%까지 상승했다. ROE*P/B 산점도를 기반으로 ROE 23%에 대한 적정 P/B는 대략 2.05배 수준으로 산출된다. 이는 대략 코스피 기준 9,000pt에 해당된다. ROE 15% 이상에서는 P/B가 대체로 1.5배 이상의 범위에서 Pricing됐던 만큼 하단은 1.5배를 적용한 6,500pt로 추정한다.

한편, 코스피 12M F. P/E는 7.5배로 상당히 저평가되어 있다. 일반적으로 코스피가 12M F. P/E 기준 8~12배의 범위에서 등락했다는 점을 감안하면, 현재 레벨은 상당히 낮은 수치다. 여기에는 급격한 반도체 실적 상향을 주가가 따라가지 못하는 경향과 과도한 업황 호조와 실적 상향으로 27년 이후 모멘텀 둔화 우려가 영향을 주고 있을 수 있다.

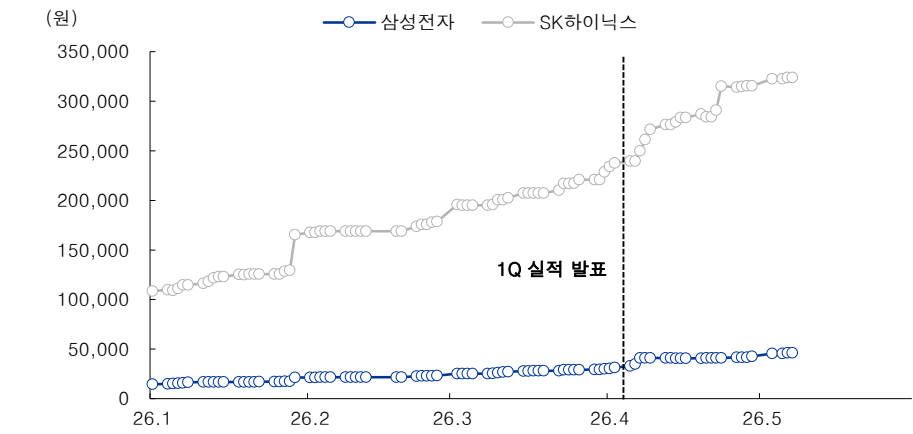
본 보고서에서 언급할 하반기 이후 피크아웃 우려 관련 리스크 요인들이 부각되지 않거나 크게 영향을 주지 않을 경우 P/E에 대한 신뢰도가 높아질 경우, 일반적 범주에서의 과거 12M F. P/E 상단인 12배를 타게팅할 수 있다. 그렇게 되면, 코스피는 대략 12,000pt까지 상승할 수 있게 된다.

작년까지는 AI 모멘텀이 HBM과 반도체, 전력 기기 등으로 모멘텀이 제한되어 있었다면 올해 들어서는 2차전지(ESS), 지주사, 자동차(피지컬AI), 산업재(로봇, 원전), 비 반도체 IT(기판, 광통신 등), 전력기기뿐 아니라 전선 등으로 확산되고 있다.

대형주 100종목 내에서 이와 같은 AI 모멘텀 확산에 영향을 받는 비중은 지주사를 포함하여 대략 70%에 이르고 있어 AI 테마가 단순한 반도체 중심이 아닌 시장 전반의 상승 요인으로 자리잡고 있다.

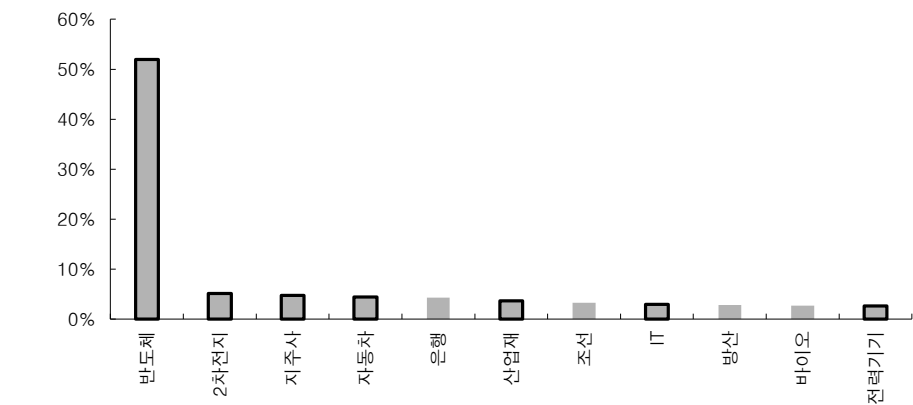
AI 모멘텀의 긍정적 시장 영향이 업종 확산으로 나타나고 있는 만큼 AI와 연동된 70% 업종의 밸류에이션 상승 기대감도 맞물릴 수 있다. 반도체 실적 상향과 AI 업종의 밸류에이션 상승은 전반적인 시장의 상승 추세를 강화하는 요인으로 작용하고 있고 이와 같은 흐름은 2분기 실적 발표의 윤곽이 나오기 전까지 지속될 것으로 예상된다.

그림 1. 26년 1분기 실적 발표 후 강화되고 있는 삼성전자, SK하이닉스 EPS 상향 조정



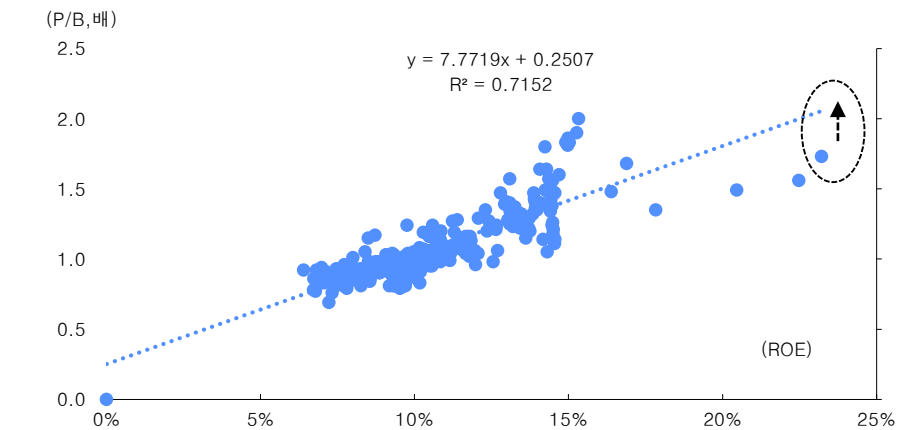
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주: 12M F. 기준

그림 2. 대형주 내 주요 업종별 시가총액 비중(볼드 테두리 막대는 AI 관련 업종)



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 3. 코스피 ROE*P/B 산점도



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주: 2005년 이후 DATA 기준

그림 4. 2005년 이후, 코스피 P/E 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주: 12M F, 기준

2. 경기 심리, 여름까지 상승 후 가을부터 하락 전환 예상

1. 경기선행지수 순환변동치, 2분기 추가 상승 후 3분기 피크 아웃 전망

우선적으로 경기와 관련된 증시 관련 지표들을 점검해 보도록 보자.

국내 경기 심리 관련 지표, 경기 선행 관련 지표들이 상반기 추가 상승 후 하반기부터 둔화될 것으로 예상된다. 특히 코스피를 포함하고 있고 코스피를 가장 잘 설명하는 주요 지표 중 하나인 경기선행지수 순환변동치가 3분기 피크아웃할 가능성에 대해 주목해야 할 시점이다.

경기선행지수 순환변동치는 현재 발표된 26년 3월 수치 기준 103.5를 기록 중인데 이는 시계열상 역사적으로 상당히 높은 수준까지 상승했음을 의미한다. 경기선행지수 순환변동치는 국가데이터처(구 통계청)에서 선행종합지수에서 추세(추세변동분)를 제거한 순환 성분이다. 동 지표는 코스피를 포함해 재고순환지표, 경제심리지수, 기계류 내수출하지수, 건설수주액, 수출입 물가비율, 장단기금리차 등 총 7개 항목으로 구성되어 경기의 선행성을 분석하는데 상당히 유용하다.

경기선행지수 순환변동치 현재 수치 103.5는 지난 2002년 이후 24년 만에 최대 수치이다. 구성 항목 7개가 대부분 상승 기조를 보이면서 강한 상승세를 시현하고 있는 가운데 구성 항목 중 경제심리지수, 기계류내수출하지수, 장단기금리차 등 일부 지표에서 추가 상승 여력이 남아 있다고 판단되어 2분기에도 추가 상승할 것으로 예상된다. 이미 2분기 코스피가 크게 급등한 점도 2분기 동 지표의 추가 상승을 예고해 주고 있다.

다만, 경기선행지수 순환변동치가 2분기까지 추가 상승할 경우, 현재의 상승 추세로 비추어 볼 때 2분기 말에는 104.5~105.5 범위까지 상승해 있을 것으로 추정된다. 동 지표는 2025년 이후 월 평균 0.3p 상승하고 있고 2026년 이후로는 월 평균 0.6p 상승하고 있기 때문이다. 그랬을 때 2분기 말 수치는 지난 IT 버블 붕괴 직전의 최고 수준인 105.2 전후까지 상승하거나 혹은 사상 최고치를 경신하는 상황일 수 있다.

이는 경기선행지수 순환변동치의 강한 지표 과열을 시사하는 것으로, 3분기 이후 추가 상승 여력에 대한 의구심을 높일 가능성이 크고 하반기 피크 아웃 우려를 자극할 수 있는 변곡점 리스크 소재로 부각될 가능성이 높다. 과거 동 지표의 순환적 사이클 Level과 주기를 고려할 때 현재 Level 103.5(3월 기준)와 이전 고점 이후 59개월(5월 기준)의 시간이 소요됐다는 점은 지표 상승의 정점에 근접하는 후반부를 암시한다고 볼 수 있다.

물론 동 지표가 과거의 패턴대로 반드시 움직일 필요는 없다. 다만, 여타 중요한 경기 관련 지표들이 유사한 피크 아웃 신호를 줄 가능성이 높다는 점과 이란 사태에 따른 경기 불확실성 증대와 물가 불확실성에 따른 연준 금리 인하 기대감 후퇴 등의 부정적 영향이 시차를 두고 Pricing될 수 있다는 점에서 과거의 패턴을 크게 벗어나는 초월적 상승 흐름을 기대하기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

경기선행지수 순환변동치의 피크 아웃 우려는 코스피의 피크 아웃 우려를 높일 가능성이 크다. 두 지표는 2000년 이후 유사한 방향성 내지는 궤적을 보여왔고 저점 혹은 고점에서 변곡점의 시차도 크지 않았음에 주목할 필요가 있다.

2000년 이후로 경기선행지수 순환변동치가 크게 6번의 고점(2000년, 2002년, 2007년, 2010년, 2017년, 2021년 등)을 형성했었고 그 고점 전후로 코스피는 대체로 유사한 고점을 형성했다. 코스피 고점이 선행한 경우는 3번, 후행한 경우는 2번, 동행한 경우는 1번이었다. 최근으로 올수록 코스피가 경기선행지수 순환변동치에 후행하는 경향을 보이고 있다. 2010년 사례를 제외 할 경우, 두 지표의 고점 시차는 모두 ± 5 개월 이내였고 평균 시차는 0에 가깝다. 고점이 거의 일치함을 의미한다.

2010년 사례는 예외적으로 경기선행지수 순환변동치가 하락함에도 불구하고 코스피가 추세적 상승 흐름을 지속했던 예외적 사례인데 당시에는 금융위기 이후 연준의 양적완화로 글로벌 경기가 V자 회복하던 국면이었기 때문이다. 경기 동행 및 후행 지표가 막대한 강세를 보인다면 선행 지표의 하락에도 불구하고 코스피가 상승할 수 있음을 보여 준다. 현재 매크로 상황은 양적완화 국면도 아니고 경기 동행 및 후행 지표가 경기 호황을 지지해주는 상황으로 보기 어려워 2010년과 같은 사례를 가정하기는 어렵다.

경기선행지수 순환변동치는 보통 1~3년 주기를 갖기 때문에 3분기에 피크아웃할 경우 내년까지 하락 흐름이 지속될 가능성을 암시한다. 좀 더 긴 호흡에서 이는 2027년 동 지표의 하락 사이클 국면을 시사하는 것으로 2027년 하반기 이후 경기 악화의 복선이 될 수 있다.

올해 하반기부터 2027년까지 경기선행지수 순환변동치의 하락 사이클이 예상된다는 점은 하반기부터 경기에 대한 자신감이 둔화되거나 경계심이 올라올 수 있다는 점을 의미하고 이는 차익 실현의 중요한 재료가 될 수 있다.

그림 5. 2000년 이후, 경기선행지수 순환변동치 추이

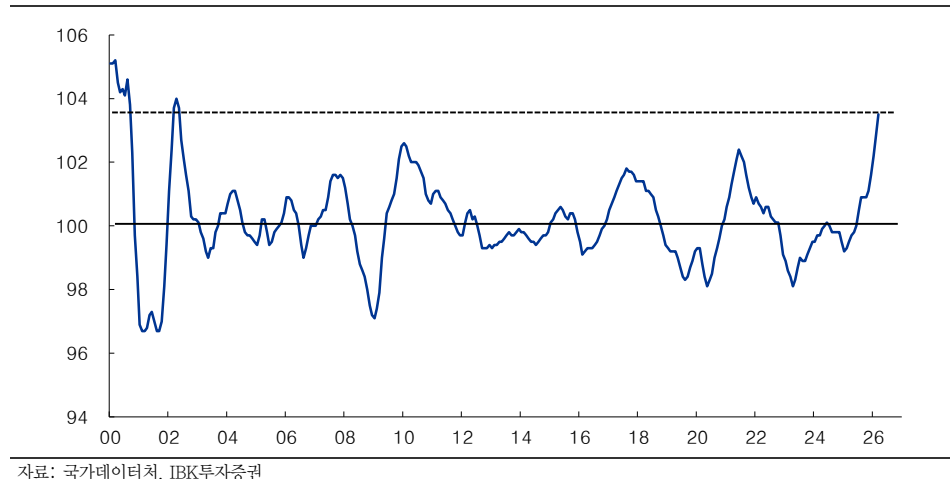
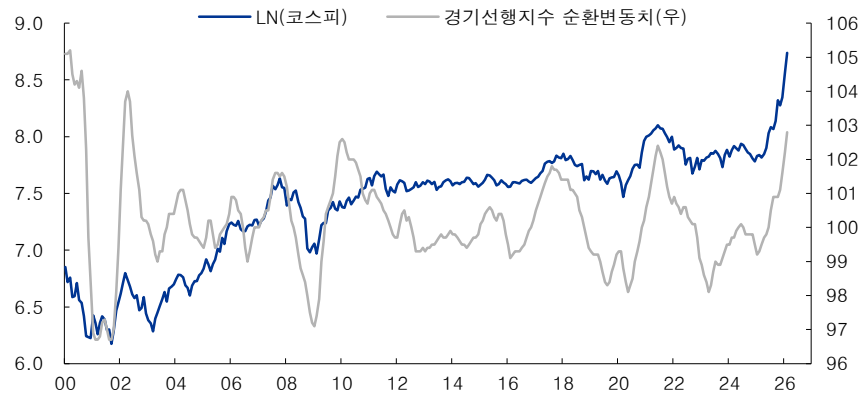
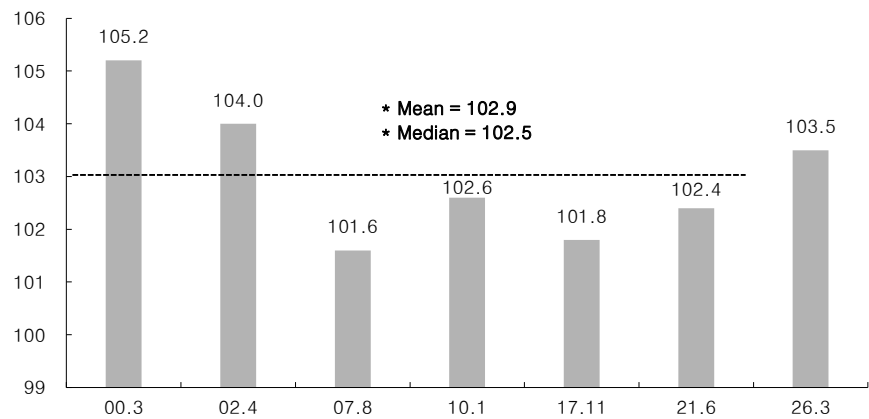


그림 6. 2000년 이후, LN(코스피)와 경기선행지수 순환변동치 추이



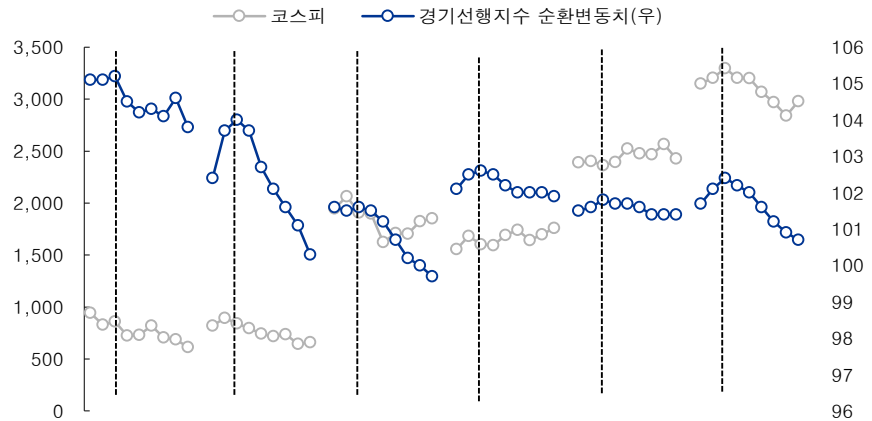
자료: 국가데이터처, Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. 경기선행지수 순환변동치 주요 고점 국면 수준 비교



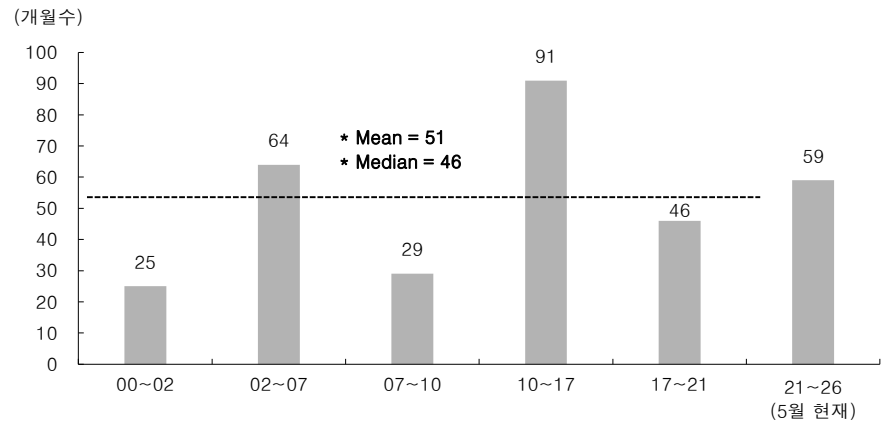
자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 8. 경기선행지수 순환변동치 주요 고점 전후(-2M~+6M) 코스피 추이



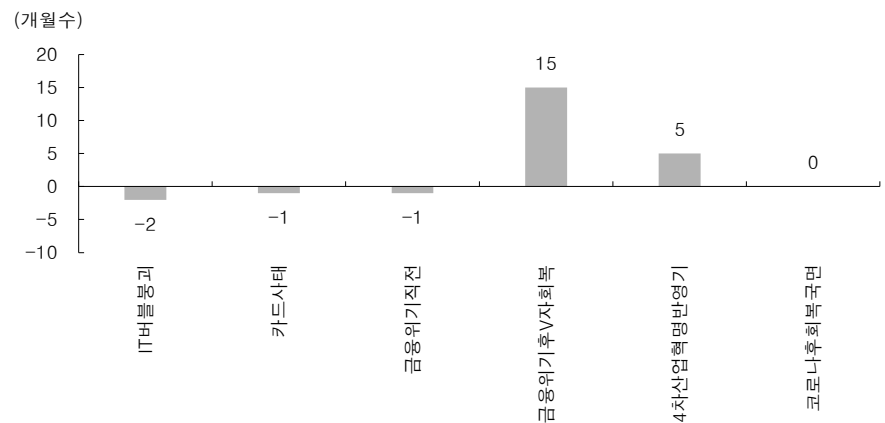
자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 9. 경기선행지수 순환변동치, 이전 고점에서 다음 고점까지의 주기



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

그림 10. 국면별 경기선행지수 순환변동치 고점과 코스피 고점의 시차



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

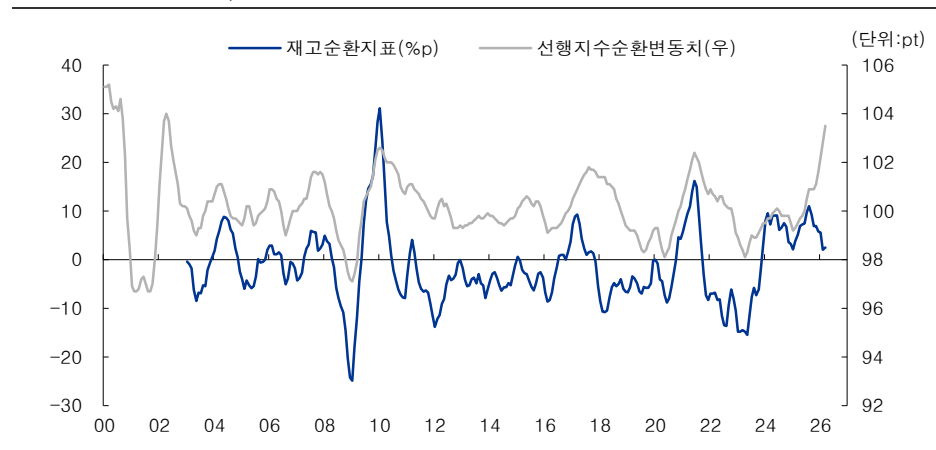
이제 경기선행지수 순환변동치의 7개 항목별 추이를 세부적으로 살펴 보자.

(1) 재고순환지표: 수출 경기의 과열과 냉각

재고순환지표(출하 증가율 - 재고 증가율)은 경기 사이클의 변곡점을 가장 먼저 타격하는 지표이다. 현재 데이터상 재고순환지표는 플러스(+)권을 유지하고 있으나, 그 탄력이 눈에 띄게 둔화되고 있다.

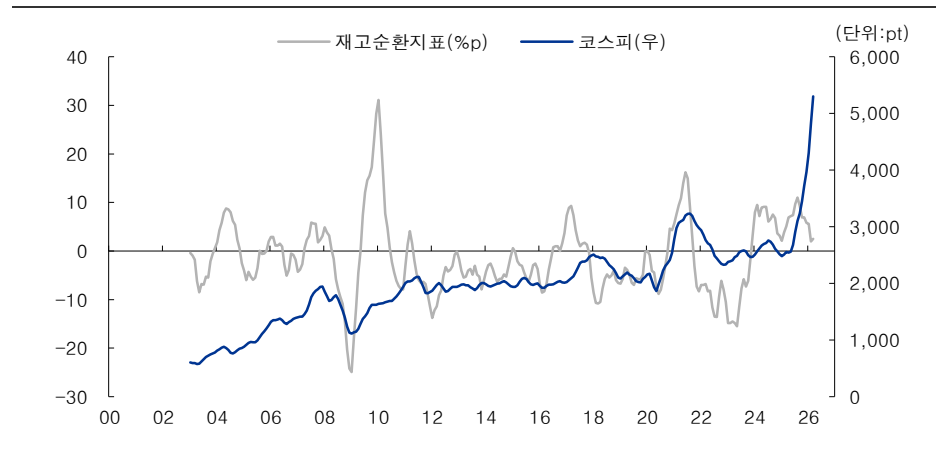
과거 재고순환지표가 고점을 달성하고 하락할 때 코스피 지수 역시 시차를 두고 급락했던 경험을 상기할 필요가 있다. 2026년 상반기 중 재고순환지표가 마이너스(-)로 전환될 경우, 이는 제조업 가동률 하락과 기업 이익 추정치 하향의 트리거가 될 수 있다. ‘팔리지 않고 쌓이는 물건’은 결국 가격 하락과 생산 감축으로 이어져 경기 하강을 가속화할 핵심 고리가 될 전망이다.

그림 11. 재고순환지표, 경기선행지수 순환변동치 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 12. KOSPI, 경기선행지수 순환변동치 추이



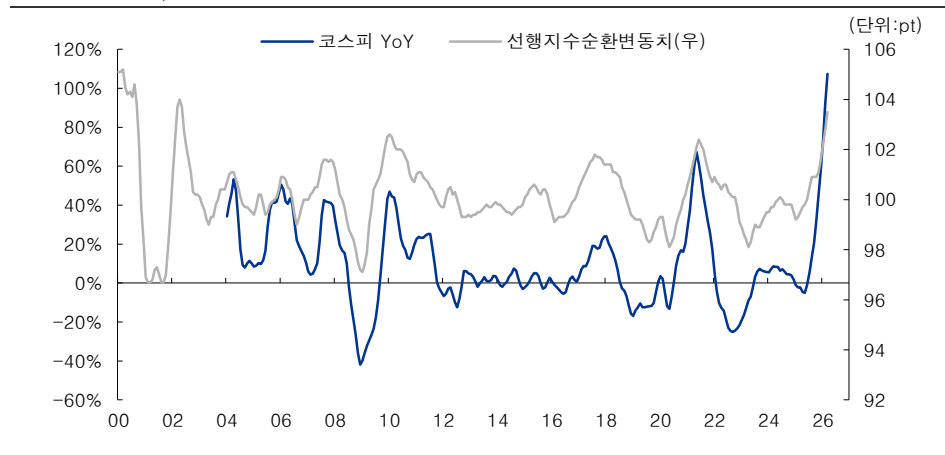
자료: Bloomberg, IBK투자증권

(2) 코스피: 유동성 파티의 종료와 밸류에이션 부담

코스피는 경기선행지수의 구성 항목 중 가장 민감한 자산 가격 지표이다. 현재까지 이어진 유동성 랠리와 AI모멘텀은 코스피를 연일 신고가를 달성하는 상황까지 밀어올린 상황이다.

통계적으로 코스피가 연간 20% 이상의 고성장을 기록한 다음 해에는 예외 없이 수익률 조정을 겪었다. 2026년은 금리 인하 기대감은 이미 반영된 반면, 실제 경기 둔화라는 '청구서'를 받아드는 시기가 될 것이다. 외국인 수급 역시 환율 변동성과 글로벌 자산 배분 조정에 따라 변동성이 확대될 수 있을 전망이다.

그림 13. KOSPI, 경기선행지수 순환변동치 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

(3) 장단기 금리차, 경제심리지수: 아직은 남아있는 방(Room)

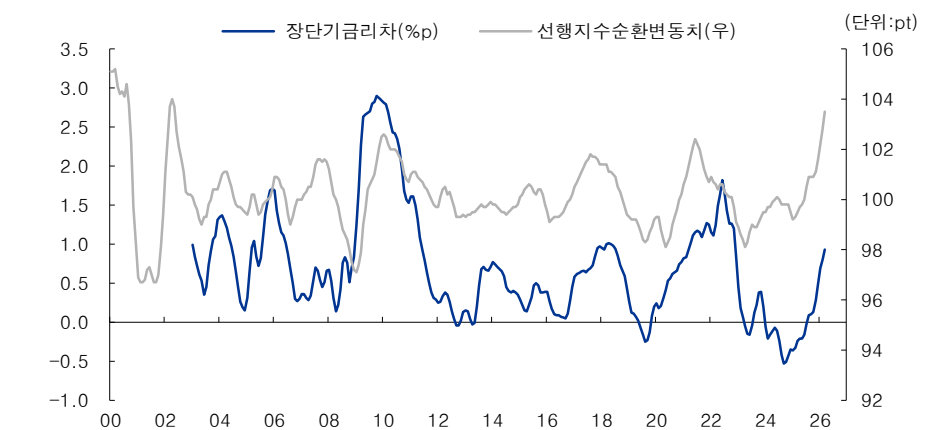
2026년 시장은 경기 선행 지표들의 정점 통과 신호와 실제 경기 흐름 사이의 시차를 어떻게 활용하느냐에 따라 성패가 갈릴 것이다. 선술했던 재고순환지표 등 제조업 관련 수치는 하강 국면을 예고하고 있으나, 장단기 금리차의 정상화 과정과 경제심리지수의 견고함은 2026년 상반기까지 시장의 추가 상승 여력을 뒷받침하는 핵심동력이다.

특히, 금리 인하가 이미 시작된 국면에서 장단기 금리차가 마이너스(-)권을 벗어나 플러스(+)도 돌아선다는 것은 시중의 유동성이 실물 경기를 자극하기 시작하는 완화 효과의 가시화를 뜻한다. 일반적으로 금리 인하 초기에는 경기 침체에 대한 공포가 시장을 지배하지만, 장단기 금리차가 가파르게 정상화되는 구간에서는 인하된 단기 금리가 시장의 자금 조달 여건을 개선시키며 불황형 침체가 아닌 성장형 회복에 대한 기대를 자극한다.

즉, 2026년 상반기는 인하된 금리의 효과가 자산 가격에 온전히 반영되는 유동성 장세의 정점 구간이 될 가능성이 높다. 장기 금리가 경기에 대한 기대를 반영해 버티는 가운데 단기 금리가 내려가며 금리차가 벌어지는 모습은 시장 참여자들에게 경기 연착륙에 대한 확신을 심어주어 지수의 추가 상승을 이끄는 동력이 된다.

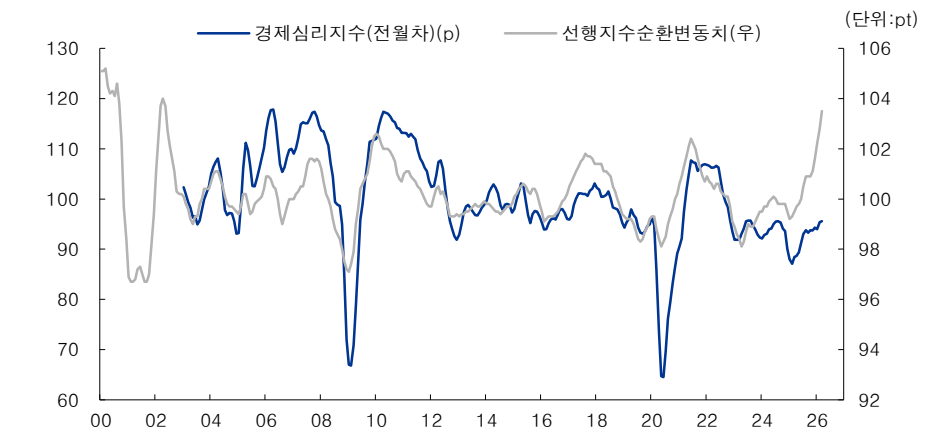
이러한 금융 환경의 변화는 경제심리지수의 오버슈팅을 유발하는 기폭제가 된다. 금리 인하로 인한 이자 부담 경감과 자산 가격 상승은 가계와 기업의 심리를 실제 경제 펀더멘털보다 훨씬 낙관적인 지점으로 밀어올려 비록 제조업의 재고 부담이 누적되고 있더라도 심리적 관성은 지표 간의 균열을 메우며 2026년 상반기 동안 코스피를 비롯한 위험 자산에 대한 선호도를 유지시킬 것이다.

그림 14. 장단기금리차, 경기선행지수 순환변동치 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 15. 경제심리지수, 경기선행지수 순환변동치 추이



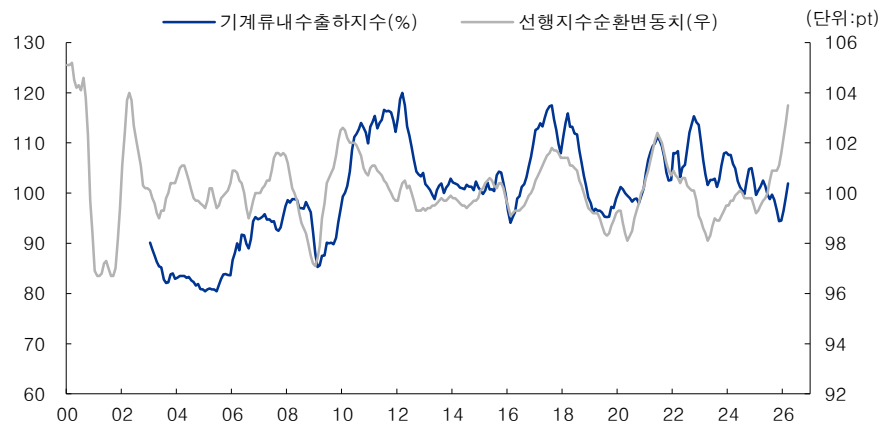
자료: Bloomberg, IBK투자증권

(4) 기계류 내수출하지수: 반전으로 보기엔 아직

다만, 이러한 심리와 금융 지표의 온기가 하강 곡선을 그리고 있는 실물 지표를 다시 반전시키기에는 역부족인 상황임을 인지해야한다. 기계류 내수출하지수의 경우, 반도체 및 고부가가치 장비 부문의 일시적인 교체 수요에 의존하고 있어 제조업 전반으로의 온기 확산이 매우 제한적이다.

2026년 하반기 글로벌 수요 둔화가 가시화될 경우, 기업들은 가장 먼저 확정되지 않은 설비투자 계획을 철회하거나 연기할 것이다. 이는 기계류 지표의 급격한 추가 하락을 야기하며 경기선행지수를 끌어내리는 하방압력으로 작용할 전망이다.

그림 16. 기계류 내수출하지수, 경기선행지수 순환변동치 추이



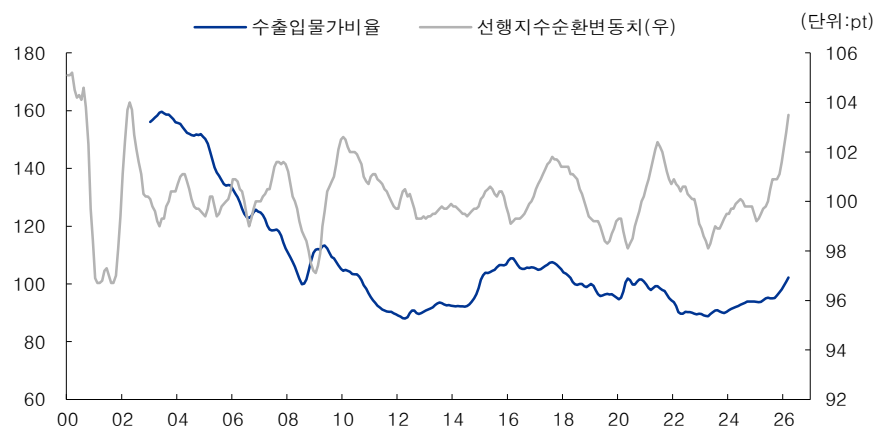
자료: Bloomberg, IBK투자증권

(5) 수출입물가비율: 단일 품목 의존도 과다

현재 수출입물가비율의 반등은 사실상 메모리 반도체 가격 회복에 의존하는 중이다. 수출 구성비에서 반도체가 차지하는 비중이 매우 높아진 상황에서 반도체 단가 하락은 곧바로 교역조건 악화로 직결되는 구조다.

2026년 하반기, HBM등 고부가가치 제품의 상승세가 둔화되거나 꺾이기 시작하면 저점에서 올라오던 수출입물가비율 역시 하방압력을 받을 수 밖에 없는 구조이다.

그림 17. 수출입물가비율, 경기선행지수 순환변동치 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

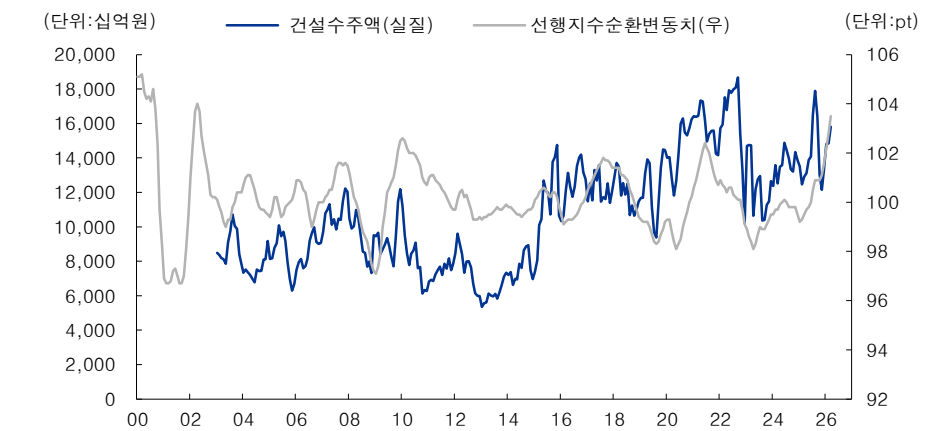
(6) 건설수주액: 숫자의 착시

최근 경기선행지수 순환변동치가 103.5라는 높은 수준에 도달했으나, 이를 견인하는 실질 건설수주액의 질적 측면을 살펴보면 상당한 리스크가 감지된다.

그래프상 건설수주액은 최근 급격한 반응을 보이고 있다. 하지만 만약 이 상승세가 고금리와 원가 상승 등 대외 악재 속에서 발생한 대형 수주에 의한 것이라면 순환변동치 자체가 과대평가되었을 위험이 크다. 특히 수주는 계약 단계에 불과하여 실제 착공으로 이어지지 못할 경우, 선행지수만 높게 유지되다가 실물 경제는 침체되는 지표의 착시현상이 발생할 수 있다.

즉, 현재의 수치는 경기 정점 이후의 급격한 하강을 예고하는 전조일 가능성을 배제할 수는 없다는 것이다. 결과적으로 103.5라는 수치적 낙관론에 매몰되기 보다는 건설 수주의 불안정성이 전체 경기 지표의 변동성을 키울 수 있다는 보수적인 관점이 요구된다.

그림 18. 건설수주액, 경기선행지수 순환변동치 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2. OECD 경기선행지수, 3~6개월 후 피크아웃 가능성 주목

이제 글로벌 및 우리나라의 경기 선행 및 순환 지표로 유용하게 활용되는 OECD 경기선행지수를 살펴 보도록 하자. OECD 경기선행지수의 등락 패턴은 상당히 규칙적인 패턴을 보이는 편이고 증시 방향성과 유사한 경우가 많아 주요한 분석 지표로 볼 수 있다.

코스피를 분석하고 예측하는데는 단순히 한국 수치만 볼 것이 아니라 OECD G7 경기선행지수, OECD 미국 경기선행지수, OECD 한국 경기선행지수 등의 각 지수를 종합해서 볼 필요가 있다. 각 지수별로 변곡점이 다소 상이하며 경우에 따라서는 한국 수치보다 OECD 미국이나 G7 경기선행지수가 더 유용할 수 있다. 그리고 서로의 움직임을 비교하는 것은 직관적 이해를 돕는다.

사실 코스피 고점과의 시차는 평균적으로 OECD 한국 경기선행지수보다 OECD G7 및 미국 경기선행지수가 더 작다. 2000년 이후 코스피 고점과 OECD 경기선행지수 고점과의 평균 시차는 G7은 0개월, 미국은 0.2개월, 한국은 5개월이다. 즉, 코스피 고점은 OECD 경기선행지수 고점보다 소폭 후행하는 경향을 보인다. 그런데 한국 수치는 2010년의 이례적 사례가 포함되어 있어 이를 제거할 경우 약 2.2개월 코스피 고점이 후행하는 것으로 나타난다.

경험적 사이클을 감안해 보면, OECD 경기선행지수는 현재 3월 수치 기준 경험적 평균 고점 부근에 근접했다. 향후 수 개월 추가 상승이 예상되어 추가 상승 여력이 남아 있으나 26년 하반기 중 정점 통과 후 27년 하락 사이클을 나타낼 가능성이 크다고 판단된다. 현재 OECD G7 경기선행지수, OECD 미국 경기선행지수, OECD 한국 경기선행지수는 각각 26년 3월 기준 100.93, 100.89, 102.28을 기록하고 있다. 한국 수치가 G7과 미국 수치대비 상대적으로 매우 높다.

아직 OECD 경기선행지수가 정점을 통과하고 있다는 증거는 약하고 두 달 정도 후행해서 수치가 발표되기 때문에 정점 통과를 인식하는데 어느 정도 시간이 소요된다. 또한, OECD 경기선행지수와 증시의 변곡점이 반드시 일치하는 것도 아니다. 보통은 OECD 경기선행지수가 꺾인 이후 코스피가 꺾이는 경향이 있기 때문에 2분기 당장의 악재로 작용할 가능성은 낮다. 다만, 약 3~6개월 후 정점을 통과할 가능성이 있는 만큼 지금부터 유의해서 볼 필요가 있다.

이제 본격적으로 OECD 경기선행지수 가운데서도 몇몇 주요한 지역의 지수들의 수준과 추이를 세부 수치로 살펴보도록 하자.

(1) OECD G7 경기선행지수: 하반기 정점 통과 가능성 유력

글로벌 선진국 경기를 선행하는 동 지표는 글로벌 경기 심리에 민감한 코스피와 상당히 유사한 궤적을 보인다. 그런 측면에서 매우 중요한 지표이다.

OECD G7 경기선행지수는 100.9로 역사적 평균 수준을 크게 상회한 상황에서 경험적 고점의 평균 수준 101에 근접했다. 101 수준을 크게 상회했던 고점은 글로벌 경기 호황을 보였던 2007년(102.1), 코로나 이후 양적완화로 인한 글로벌 V자 회복기였던 2021년(101.6)이 있다. 이제 현재 OECD G7 경기선행지수가 경험적 고점의 평균 수준인 현재 수준에서 멈출지 아니면 AI 모멘텀에 힘입어 과거 2007년과 2021년 수준까지 상승할 것인지에 대한 고민이 필요하다.

OECD G7 경기선행지수가 지금보다 높았던 고점을 향해 추가 상승한다면, 작년 하반기 이후의 추세를 가정할 경우 2000년 사례(101.3) 고점은 대략 올해 6월, 2021년 사례(101.6) 고점은 대략 올해 9월, 2007년 사례(102.1) 고점은 대략 올해 12월에 도달할 것으로 추정된다.

즉, OECD G7 경기선행지수는 과거 가장 높았던 3번의 고점 국면을 향해 추가 상승한다고 봤을 때 올해 6~12월에 그 고점에 도달하기 때문에 하반기 피크 아웃 가능성이 상당히 높다고 판단된다. 과거 최고점의 공통점은 경기 호황 혹은 양적 완화 등의 강력한 catalyst가 동반되는데 현재 매크로 상황은 이란 사태로 인해 그와 같은 catalyst를 기대하기 어려운 실정이다.

현재 OECD G7 경기선행지수가 추가 상승하여 과거 고점 국면인 2007년이나 2021년을 돌파할 정도의 모멘텀이 있는지는 의구심이 크다. AI 모멘텀이 지속 및 확산되고 있다는 점은 긍정적이나 이란 사태로 인해 실물 경제가 체감하는 부담은 시차를 두고 증가할 것이기 때문이다. 이는 동 지표의 고점이 2007년과 2021년 수준에서 크게 벗어나지 않을 가능성을 암시한다.

이란 사태는 2가지 형태로 경기 심리에 부정적 영향을 줄 가능성이 크다. 하나는 물가 상승 압력 → 소비 심리 둔화 → 소비 및 경기 악화의 형태로 영향을 줄 수 있고, 또 하나는 물가 상승 압력 → 금리 상승 → 소비 여력 둔화 → 소비 및 경기 악화의 형태로 전개될 수 있다.

특히, 유럽의 경우 중동산 원유 비중이 높은 만큼 이번 에너지 쇼크로 인한 타격이 불가피할 전망이다. 미국대비 AI 모멘텀이 약하고 중동발 에너지 쇼크에 취약한 만큼 미국보다 유럽이 부정적 경기 심리에 더욱 민감할 수 있다.

OECD G7 경기선행지수 고점과 코스피 고점은 평균 시차가 0일 정도로 유사하고 2007년 사례를 제외하고는 고점 시차가 모두 ±2개월에서 발생했기 때문에 하반기 코스피 변곡점 분석에 상당히 유용하게 활용될 수 있다.

(2) OECD 미국 경기선행지수: 하반기 정점 통과 가능성 유력

OECD 미국 경기선행지수도 OECD G7 경기선행지수와 유사하게 6월에서 12월 사이에 정점을 통과할 가능성을 주시해야 한다. 2000년 이후 경험적으로 OECD G7 경기선행지수와 OECD 미국 경기선행지수의 고점 시차는 모두 ± 2 개월 이내에서 결정된 바 있다. 이는 선진국 내에서 미국의 비중이 큰 영향일 것이다.

OECD 미국 경기선행지수는 현재 100.9로 상승국면 중에 있다. G7 지수와 유사하게 2000년, 2021년 고점까지 도달 시간은 대략 올해 6~8월로 예상되며 2007년 수준을 Try할 경우 연말 정도가 예상된다.

(3) OECD 한국 경기선행지수: 하반기 정점 통과 가능성 유력

OECD 한국 경기선행지수도 하반기 정점 통과 가능성이 유력하다고 판단된다. OECD G7 및 미국 경기선행지수보다 Level이 이미 크게 상승해 있는 상황이고, 작년 하반기 이후의 상승 추세가 지속된다는 가정하에서 보면 2010년, 2021년 고점에 도달하는 시점은 대략 6월 전후로 추정되고 2000년 고점 수준까지 상승할 경우 대략 연말 즈음에 정점을 통과할 것으로 예상된다.

OECD 한국 경기선행지수 역시 앞서 OECD G7 및 미국 경기선행지수와 유사한 시점에서 고점을 경험하거나 한참 전에 고점을 미리 경험하는 경향성을 보인다. 하지만 올해의 경우는 국내 경기선행지수를 고려하거나 미국 중간선거를 앞둔 상황이라는 점에서 OECD G7 및 미국 수치와 정점의 큰 시차가 나타나지 않을 가능성이 높다고 판단된다.

지금까지 살펴 본 OECD G7, 미국, 한국 경기선행지수는 모두 올해 하반기 정점 통과 후 27년에 하락 사이클에 직면할 것으로 예상된다. 물론 3개의 지표 모두 연말 즈음에 고점을 통과할 수도 있다. 그렇다면 코스피는 하반기 내내 추가 상승을 시도할 가능성이 있다.

그런데 이 3개의 경기선행지수가 설령 연말 즈음에 정점 통과 우려가 부각되기 시작하더라도 증시는 가을부터 빠르게 피크아웃 우려를 반영할 가능성이 있는데 이는 11월 3일 중간선거를 앞두고 있기 때문이다. 중간선거 직전 2~4개월은 국내 증시를 비롯한 글로벌 증시가 뚜렷한 하락 경향을 보인다. 중간선거를 앞둔 선제적 불확실성 회피 물량으로 인해 OECD 경기선행지수가 4분기에 정점을 통과하더라도 증시 변동성은 3분기부터 확대될 가능성이 크다고 판단된다.

그림 19. OECD G7 경기선행지수와 KOSPI 추이

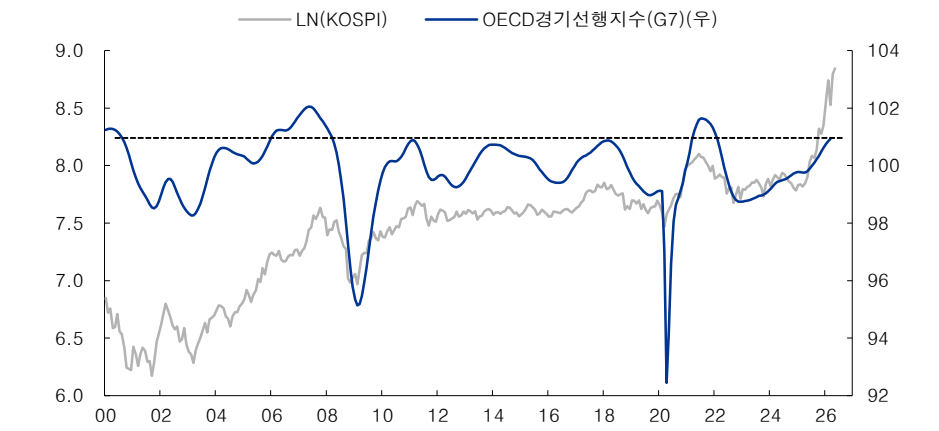


그림 20. OECD 미국 경기선행지수와 KOSPI 추이

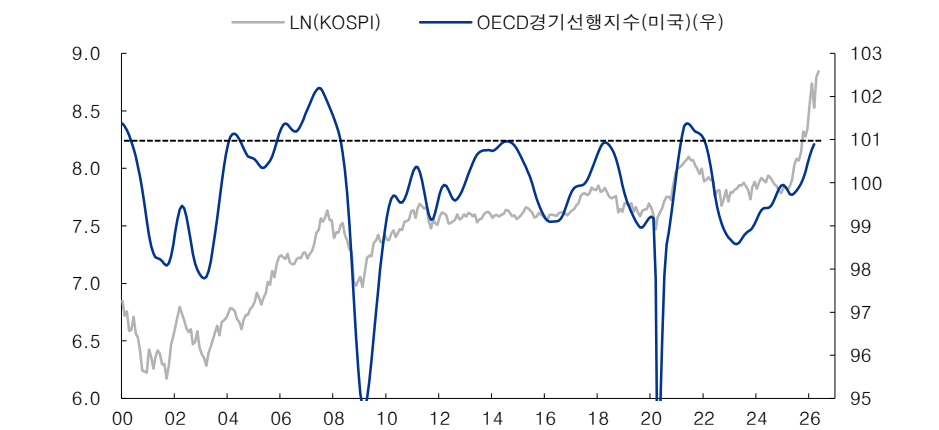


그림 21. OECD 한국 경기선행지수와 KOSPI 추이

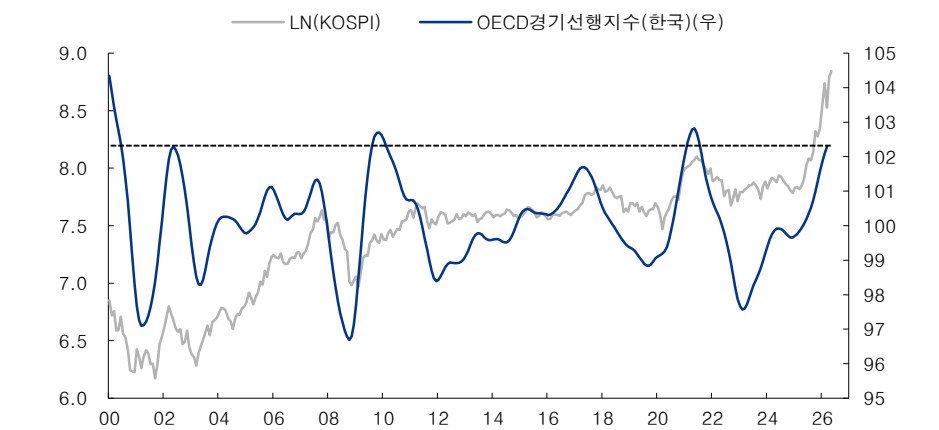
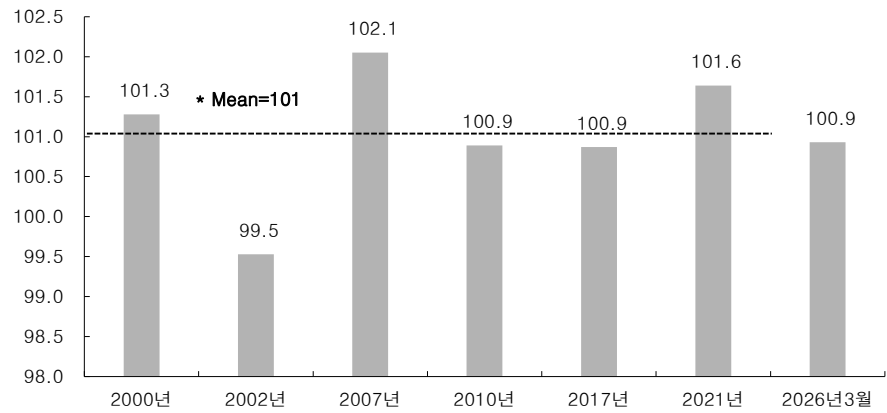
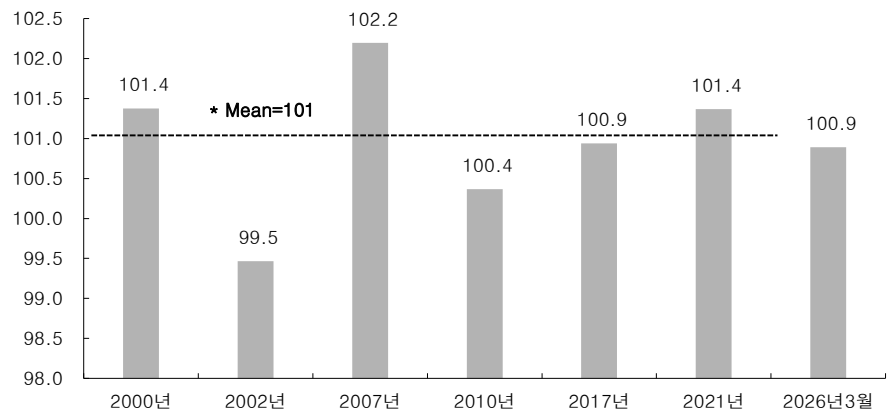


그림 22. OECD G7 경기선행지수 고점 비교



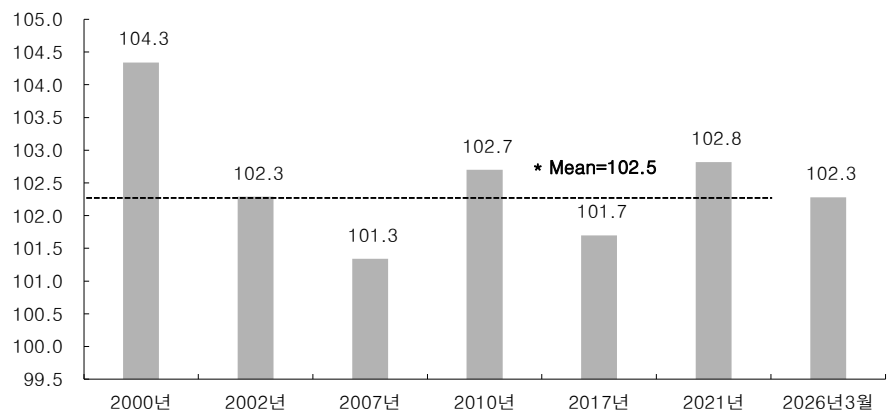
자료: OECD, IBK투자증권

그림 23. OECD 미국 경기선행지수 고점 비교



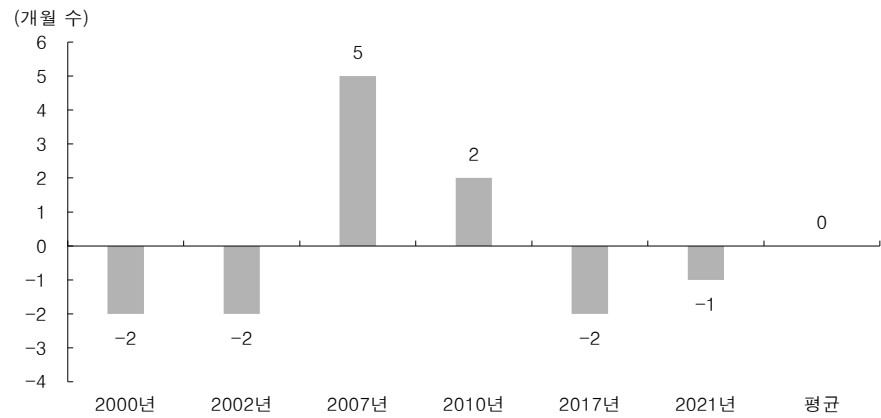
자료: OECD, IBK투자증권

그림 24. OECD 한국 경기선행지수 고점 비교



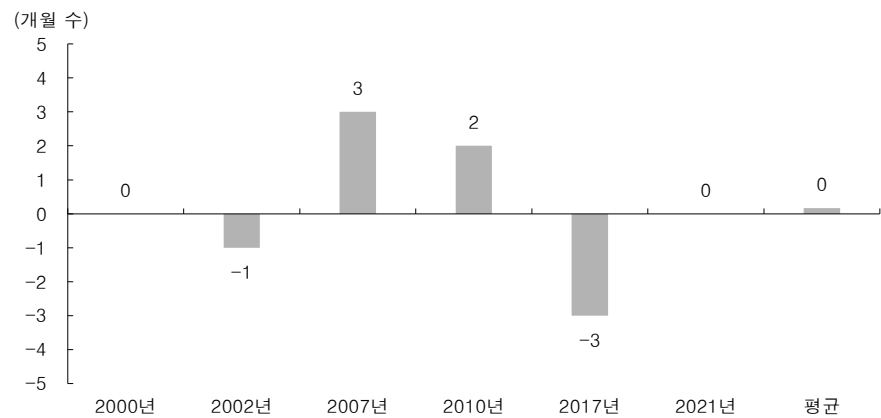
자료: OECD, IBK투자증권

그림 25. OECD G7 경기선행지수와 코스피 고점 국면별 시차



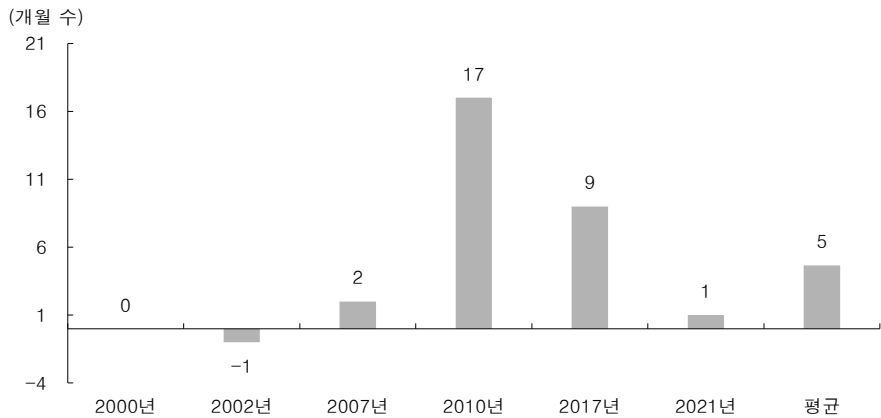
자료: OECD, IBK투자증권

그림 26. OECD 미국 경기선행지수와 코스피 고점 국면별 시차



자료: OECD, IBK투자증권

그림 27. OECD 한국 경기선행지수와 코스피 고점 국면별 시차



자료: OECD, IBK투자증권

3. 수출, 성장을 등 경기 동, 후행 지표도 하반기センチメント 피크 아웃 주목

국내 경기 펀더멘탈이 주로 수출에 의존하고 있고, 상장사 기업 실적 역시 수출 기업들의 비중이 압도적으로 크기 때문에 시장 전망에 있어 수출 동향은 경기 선행 지표들 못지 않게 매우 중요한 지표이다.

지난 3월과 4월 국내 수출은 반도체 호황에 힘입어 약 860억 달러 수준으로 급격히 성장하면서 뚜렷한 시장 상승 논리로 작용하고 있다. 장기적으로 수출 금액과 코스피는 상당히 유사한 방향성을 보이기 때문에 수출 급증은 시장 급등으로 연동되는 것이 자연스럽다. 최근 국내 증시 급등은 그런 측면에서 상승 명분이 높다.

한편, 수출 금액과 코스피의 Level을 비교할 때는 월수출 금액에 4.6을 곱한 수치와 코스피를 비율로 비교하면 수출대비 코스피의 상대적 Level을 대략 확인할 수 있다. 2000년 이후 이 비율은 평균 100% 수준으로 나타나고 대략 70~150%의 범위를 갖는다. 이 비율이 100%를 상회할 경우 코스피가 수출대비 다소 높게 Pricing되는 것이고 반대로 100%를 하회할 경우 코스피가 수출대비 다소 낮게 Pricing되고 있음을 직관적으로 이해할 수 있다.

하지만 코스피는 단순히 수출로만 설명될 수는 없다. 실적, 통화정책, 유동성, 여타 자산과의 가격 관계, 정부정책, 신성장 산업의 테마 형성 등 다양한 요인에 의해 설명된다. 4월말 기준 코스피는 [월수출금액(억달러) X 4.6] 비율대비 약 170% 수준에서 등락하며 2000년 고점 수준까지 상승해 있다. 지난 2월말에는 200% 수준까지 상승한 바 있다. 따라서, 지금은 코스피가 수출 금액대비 다소 높은 가격에서 Pricing되고 있음을 알 수 있다.

그런데 현재 상황을 단순히 코스피가 수출대비 상당히 과대평가됐다고 보기는 어렵다. 왜냐하면 수출 외에 정부의 자본시장 활성화 정책과 강력한 실적 개선이 동반되고 있기 때문이다. 따라서, 과거 비율 수준과 비교해 보면 수출금액대비 일정부분 코스피가 고평가되었다고 볼 수 있으나, 이것으로 증시 고점을 전망하기에는 모호한 측면이 있다.

이제 다른 측면에서 수출을 바라보자. 수출을 전년동기대비 증가율로 살펴 보고, 그 시각에서 코스피를 견주어 보자.

우리나라 수출 증가율은 최근 3~4월 전년동기대비 48% 수준으로 폭등하면서 작년 말 전망했던 수출 환경을 크게 상회하는 서프라이즈를 기록하고 있다. 강력한 수출 개선은 반도체 호황에 기인하고 반도체 업황 기대감이 지속적으로 반영되고 있는 만큼 연중 수출 호조 환경이 지속될 것으로 예상된다. 올해 긍정적 반도체 업황에 대한 이견은 시장에서 크지 않은 것으로 보이고 그로 인한 전체 수출 환경 역시 연중 우호적일 가능성이 높다.

다만, 하반기부터 수출 증가율이 둔화될 가능성에 대비할 필요성은 높는데 기저효과가 점차 약화되기 때문이다. 작년 수출은 1분기를 바닥으로 하반기로 갈수록 점진적으로 개선되는 양상을 보였기 때문에 YoY 증가율은 연말로 갈수록 둔화될 가능성이 크다.

2000년 이후, 수출 YoY 증가율은 대체로 50% 전후에서 일관되게 정점을 통과하는 양상을 보여 왔다. 현재의 경우 전례 없는 반도체 수출 증가로 인해 50%를 상회하는 수출 증가율이 예상되고 있어 현재 48% 수준을 단순히 고점으로 인식하기에는 이를 수 있다.

월별로 살펴 보면, 특히 수출 회복세가 미국의 상호 관세 리스크가 완화되기 시작한 하반기부터 본격적으로 나타났기 때문에 하반기부터 좀더 뚜렷한 증가율 둔화 현상이 나타날 것이다. 월별로 보면, 25년 9월과 12월 수출이 MoM 13%, 14% 급증한 만큼 올해 9월 수출과 12월 수출이 수치상 둔화되는 쪽으로 전개될 가능성이 크다. 9월 1~10일 수출이 발표되는 9월 11일 본격적인 수출 둔화 가능성을 인지해줄 것으로 예상된다.

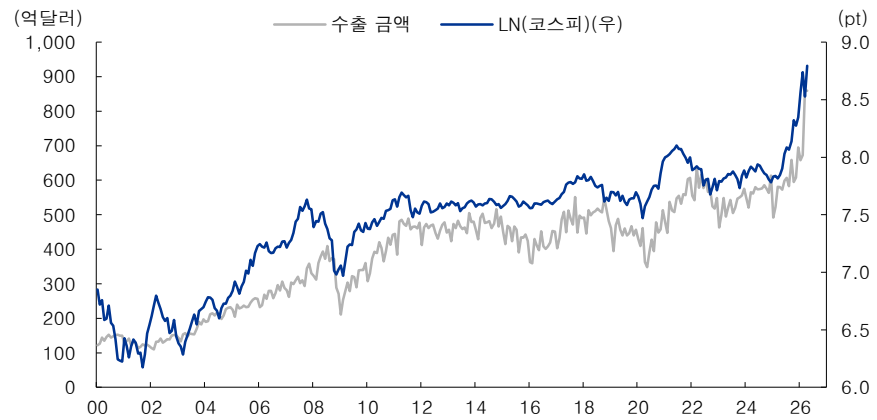
수출 YoY 증가율이 둔화되는 국면에서 대체로 코스피는 동반 하락 압력을 받았다. 2005년, 2010년은 예외적으로 수출 증가율 둔화 국면에서도 코스피 상승 국면이 나타난 바 있는데 당시는 강력한 경기 회복이 동반됨과 동시에 유동성 랠리가 펼쳐졌던 구간이다.

2005년의 경우, 연준을 비롯한 글로벌 기준금리가 낮은 환경에서 국내 펀드 시장이 개화하면서 시중 자금이 주식시장으로 강하게 유입되던 시기였다. 2010년의 경우, 연준의 양적완화로 인해 글로벌 유동성이 확대되던 시기였다. 당시에는 외국인 자금 유입이 강하게 나타났다.

현재의 상황은 2010년의 연준 양적완화 상황은 아니지만 2005년과 유사하게 정부의 자본시장 활성화 정책을 기반으로 기관, 개인 등 국내 시중 자금 유입이 강하게 들어오고 있는 국면으로 볼 수 있다. 따라서, 수출 증가율이 둔화되더라도 시장이 하락할 가능성은 일반적 국면보다 다소 낮다고 판단된다.

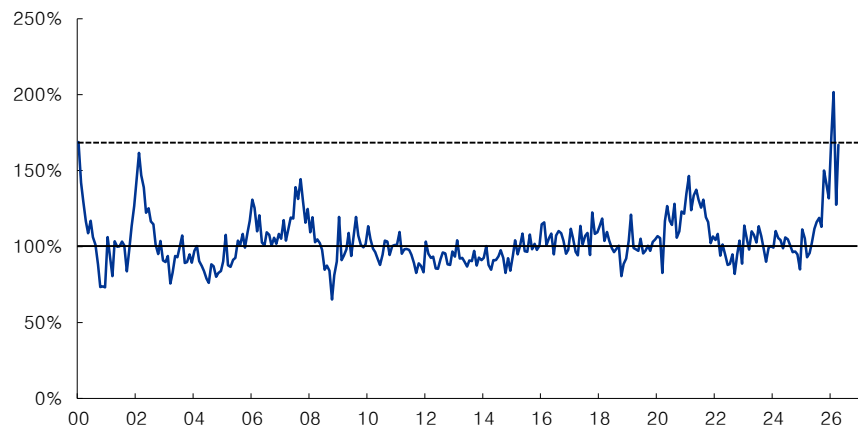
다만, 매우 낮은 저금리 환경이 아니고 내년 이후 반도체 업황 강도 둔화 등이 나타날 수 있어 강력한 경기 회복 국면이 지속될지에 대한 의구심은 높다고 판단되어 수출 증가율 둔화에 따른 시장 상승 탄력 둔화내지는 하락 위험이 여전히 상존할 것으로 예상된다.

그림 28. 2000년 이후, 수출 금액과 코스피 추이



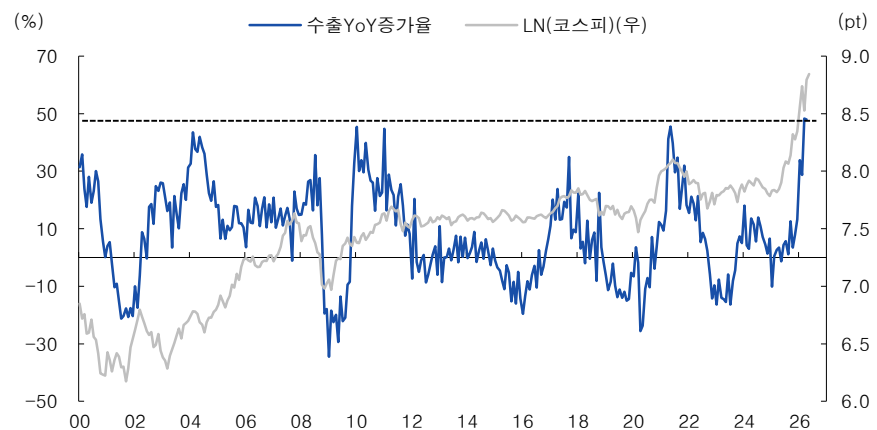
자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 코스피는 자연로그함수를 적용

그림 29. 2000년 이후, 코스피 / [월수출 금액(억달러) X 4.6] 비율 추이



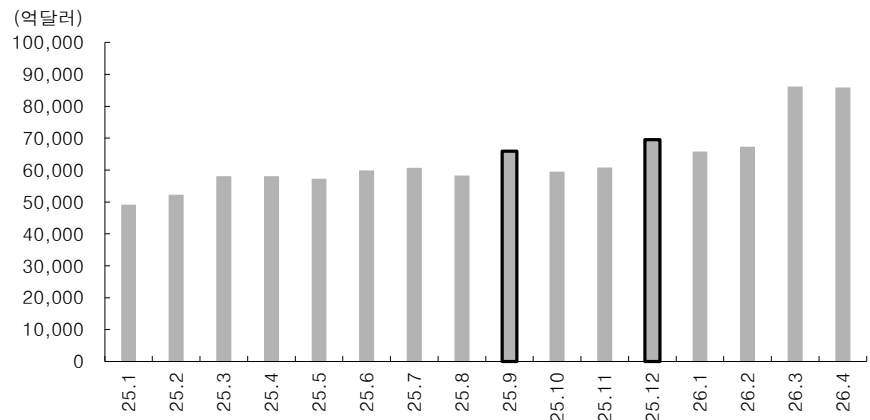
자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 코스피는 자연로그함수를 적용

그림 30. 2000년 이후, 수출 YoY 증가율과 코스피 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 코스피는 자연로그함수를 적용

그림 31. 2025년 이후, 월별 수출 금액 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

경제 성장률은 대표적인 경기 후행 지표로서 지수 예측에 대한 유용성은 떨어지나 경기 모멘텀을 확인하는데 있어 중요한 지표이다. 26년 1분기에 YoY 3.6%, QoQ 1.7% 서프라이즈를 기록하면서 현재 국내 경기 상황은 상당히 개선되고 있음을 보여주고 있다. 2분기 성장률도 수출 및 증시 환경을 봤을 때 상당히 양호할 것으로 예상된다.

다만, 하반기부터는 분기별 성장률 역시 물가 상승 압력, 한미 중앙은행 기준 금리 인상 우려, 그리고 기저 효과가 점차 악화되면서 점진적으로 모멘텀이 둔화될 가능성이 크다. QoQ 모멘텀이 둔화되고 YoY 수치 역시 둔화될 것으로 예상된다.

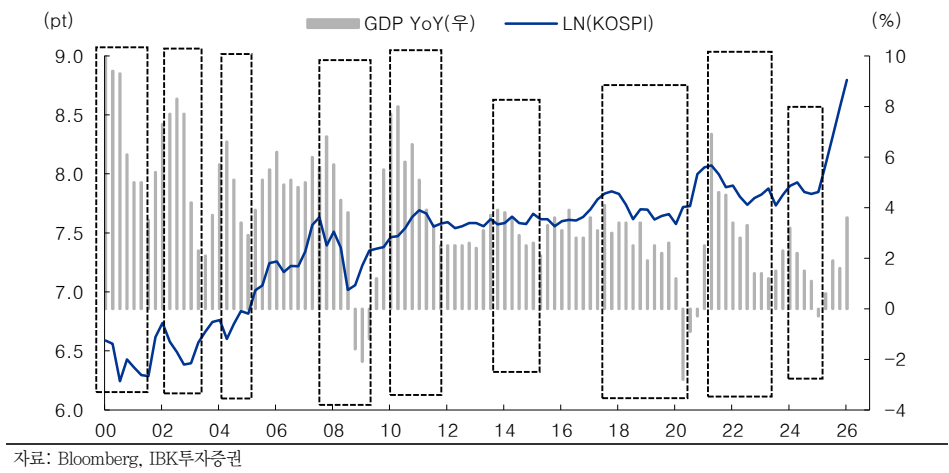
성장률 수치가 둔화되는 국면에서 코스피 역시 경기에 대한 자신감이 약화되면서 약세를 보이는 사례가 많았다. 2000년 이후, 분기별 YoY 경제 성장률은 9번의 하락 사이클이 있었는데 당시 성장률 하락 사이클에서 코스피의 반응은 6번 하락, 1번은 횡보(2014년), 1번은 하락 후 상승(2004년), 1번은 상승 후 하락(2010년)을 경험했다.

물론 성장률의 하강 폭이 크지 않다면 증시가 받는 부정적 영향 역시 그리 크지 않았지만, 큰 틀에서 성장률이 피크아웃하는 경우 증시의 하강 위험은 높게 나타난 바 있다. 현재 성장률 컨센서스는 1분기를 정점으로 하락하더라도 그 폭이 크지 않을 것으로 예상되고 있어 지수 하락 폭이 분기 성장률 피크 아웃으로 인해 크게 하락할 가능성은 제한적이라고 판단된다.

다만, 경제 전망은 대체로 낙관적이고 보통 급격한 경기 둔화나 침체 등 과도한 경기 악화를 추정하지 않는다. 따라서, 성장률 하락 사이클은 진행되면서 전망이 하향 조정되는 경우가 많다는 점도 인지할 필요가 있다.

따라서, 26년 하반기부터 성장률 모멘텀이 둔화되고 27년까지 그와 같은 우려가 지속되어 나타날 경우 Top-down 관점에서 증시 전반에 걸친 차익실현 매물 출회 가능성이 3분기부터 나타날 수 있음에 유의할 필요가 있다.

그림 32. 분기별 YoY 경제 성장률과 코스피 추이



4. 이란 사태에 따른, 후행적 경기 둔화 가능성 주목

이란 사태로 인해 후행적 글로벌 경기 둔화가 나타날 가능성이 높다. 단기 종료될 것이라는 기대와 달리 미국과 이란의 협상이 교착 상태에 빠져 있고 상호 중재안의 의견 차가 커서 사태가 쉽고 빠르게 해결될 가능성이 점차 낮아지고 있다. 이는 높은 유가가 당분간 혹은 상당 기간 지속될 가능성을 시사한다.

봄철 유가 환경은 보통 여름철 드라이빙 시즌 선 수요에 따른 영향으로 강세 경향을 보인다. 유가는 보통 3~4월부터 선제적으로 상승하기 시작하고 미국의 원유재고는 보통 5월부터 감소하는 경향을 보인다. 그런 흐름은 보통 태평양 연안의 태풍 시즌인 8~9월까지 지속된다. 즉, 계절적으로 2~3분기는 유가 성수기이고 쉽게 하락하지 않는다.

이번 이란 사태는 드라이빙 시즌 선 수요기에 발발함에 따라 계절적 수요기와 맞물린 영향으로 유가 상승을 더욱 부추길 가능성이 있다. 중동발 지정학적 리스크가 계속 잔존하는 가운데 올해 가을까지 유가가 크게 하락하기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

고유가 환경으로 재차 물가 상승 압력이 부각될 경우 시차를 두고 소비 및 경기 심리가 압박을 받을 가능성이 크다. 올해 초반 유가 급등은 올해 중반 물가 상승 압력을 자극하고 올해 후반 소비 및 경기 둔화를 자극할 가능성이 높다.

1980년 이후 과거 공급 요인에 따른 유가 폭등기를 살펴 보면, 세계 경제는 약 1~2년의 시차를 두고 경기 둔화 압력을 뚜렷하게 받은 바 있다. 1980년 이란 혁명으로 인해 유가가 13달러 수준에서 40달러까지 대략 3배 상승한 바 있고, 1990년 이라크 전쟁 당시 유가는 21달러에서 46달러까지 대략 2배 상승한 바 있다. 그리고 향후 2년간(81~82년, 91~92년) 세계 성장률이 현저히 하락하는 모습을 보였다.

최근 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 국면에서도 유가는 약 50% 상승한 바 있다. 과거 공급 쇼크보다 유가 상승 폭이 크지 않았기 때문에 세계 성장률 하락 폭은 크지 않았지만 22년 3.8%에서 23, 24년 각각 3.3%, 3.4%로 둔화된 바 있다.

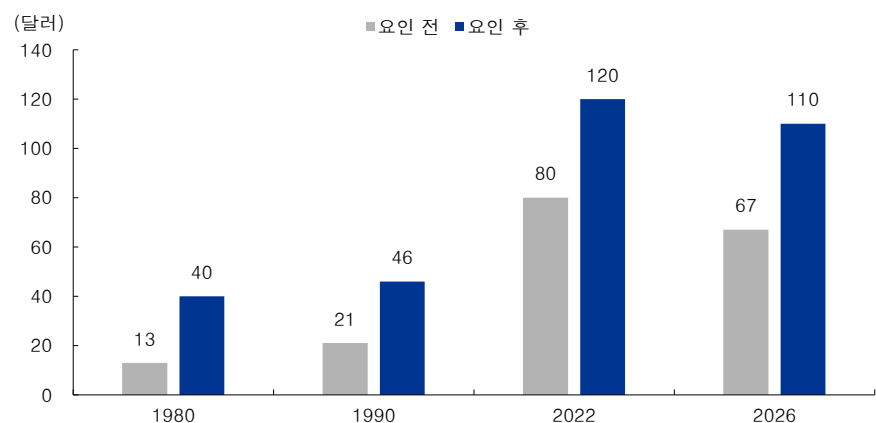
올해 이란 사태로 인한 유가 상승률은 65% 수준으로, 과거 80~90년대보다는 낮지만 최근 우크라이나 전쟁보다는 높은 수준을 기록하고 있다. 이는 과거 3번의 공급 요인에 의한 유가 폭등기를 고려해 볼 때, 세계 성장률이 0.5%p~1%p 하락할 수 있는 재료가 될 수 있다.

그러나 현재 세계 성장률 컨센서스는 26년 3.0%에서 27, 28년 각각 3.1%, 3.2%로 개선될 것으로 전망되고 있다. 이는 공급 요인에 따른 유가 폭등 상황을 26년에 집중 반영한 결과이거나 사태가 빠르게 해결될 것으로 보고 부정적 영향이 크지 않을 것으로 보는 추정일 수 있다.

하지만, 과거 경험상 유가의 공급적 충격에도 불구하고 세계 성장률이 개선된다는 점은 상당한 낙관론을 반영한 수치로 판단된다. 또한, 전 세계 약 80%의 국가들이 원유 수입국이기 때문에 그들 수입국들의 원유 수입 부담이 경기에 부정적 영향을 줄 가능성이 높기 때문에 미국 경기가 매우 좋지 않은 이상 세계 성장률을 하강시킬 가능성이 높다.

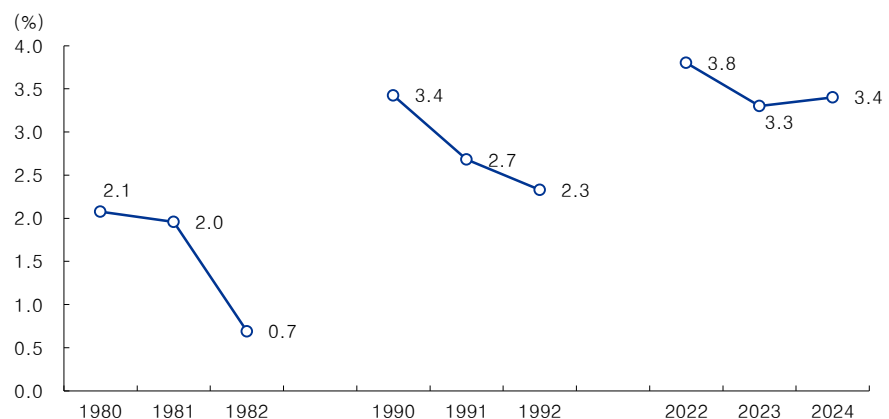
결론적으로 27, 28년 세계 성장률은 이란 사태를 과소평가한 낙관적 전망일 가능성이 높다고 판단된다. 또한 앞서 분석한대로 27년 글로벌 경기선행지수가 하락하는 해이기 때문에 후행적 경기 하향 조정이 나타날 가능성이 높다. 결국 27, 28년 성장률은 향후 하향 조정의 과정을 거칠 가능성이 높다고 판단된다. 이는 2027년 경기에 대한 자신감을 더욱 약화시키는 요인으로 작용할 전망이다.

그림 33. 공급 요인에 따른 유가 폭등기, 유가 변동



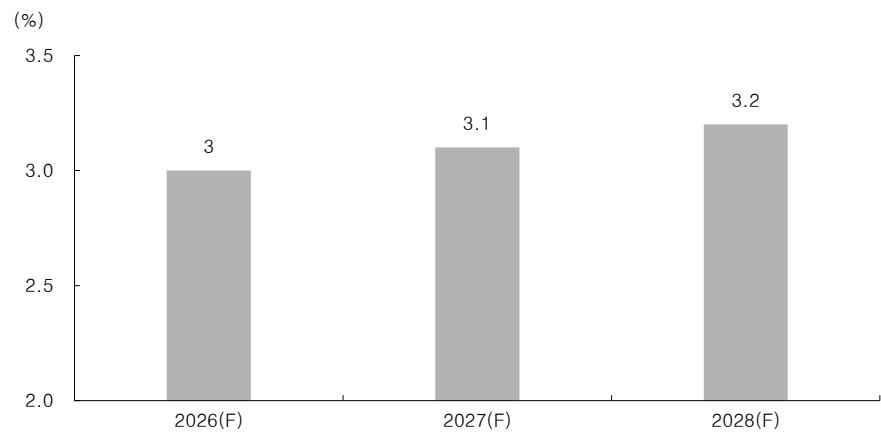
자료: 업계, Bloomberg, IBK투자증권

그림 34. 공급 요인에 따른 유가 폭등기 이후, 세계 성장률 변화



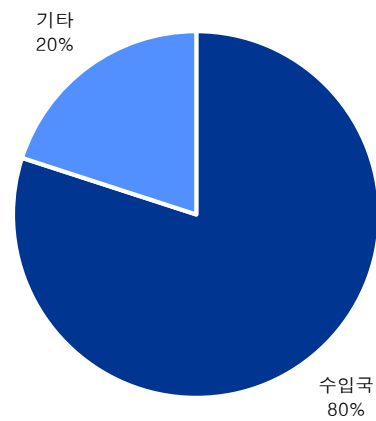
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 35. 26년 공급 요인 유가 급등기 직면에도, 27~28년 세계 성장을 개선 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림36. 전 세계 원유 수입국 비중



자료: 업계, IBK투자증권

3. AI 및 반도체 호황, 26년 상수 vs 27년 변수

1. AI, 26년=확산의 시간 VS 27년=검증의 시간

26년은 AI 모멘텀이 피지컬 AI와 여타 세부 분야로 다변화되는 확산 국면을 맞이하고 있다. 25년까지 GPU와 하드웨어에 집중되어있던 AI 모멘텀이 D램과 NAND 그리고 더 나아가 로봇, ESS, CPU, 기관, 광통신 등으로 확산되고 있다.

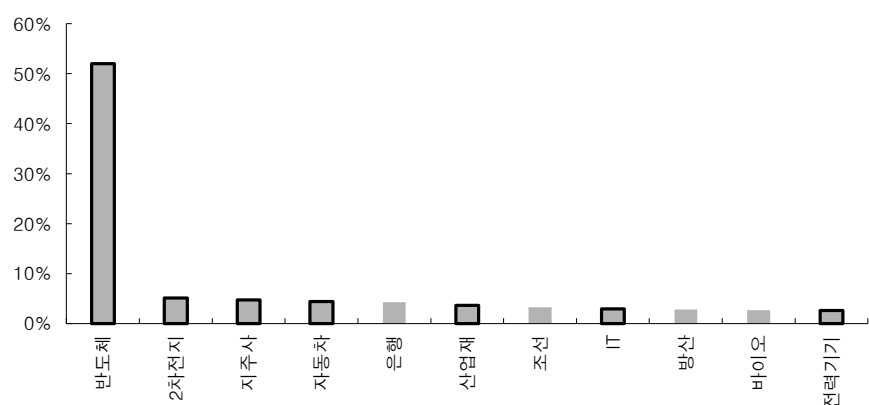
이는 AI 모멘텀이 반도체 수요를 자극하는데서 그치지 않고 여타 산업으로 지속적인 확산 양상을 보이고 있음을 의미한다. 현재 국내 시장을 규정하는 시가총액 상위 업종들인 반도체, 비 반도체 IT, 자동차, 2차전지 등은 모두 이와 같은 AI 확산 모멘텀에 긍정적인 영향을 받고 있다.

AI 모멘텀이 반도체 대형주의 주도력을 강화하는 가운데, 2차전지(ESS), 지주사, 자동차(피지컬AI), 산업재(로봇, 원전), 비 반도체 IT(기관, 광통신 등), 전력기기 등으로 확산되고 있다.

대형주 100종목 내에서 이와 같은 AI 모멘텀 확산에 영향을 받는 비중은 지주사를 포함하여 대략 70%에 이르고 있어 AI 테마가 단순한 반도체 중심이 아닌 시장 전반의 상승 요인으로 자리잡고 있다.

기본적으로 2026년 AI 투자 환경에 대한 이견이 제한적인 상황이고, AI 모멘텀 확산 과정이 증시의 순환매를 만들면서 지수 상승을 계속해서 견인할 가능성이 있는 만큼 단기적으로 AI 모멘텀이 흔들릴 가능성은 크지 않다고 판단된다.

그림 37. 대형주 내 주요 업종별 시가총액 비중(볼드 테두리 막대는 AI 관련 업종)



자료: 애플앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

이어서 현재 AI 산업의 Flow를 점검해 보고자 한다. 여기서 도서 [AI 투자 버블이 온다]의 본문을 상당 부분 인용하여 내용을 전개했다는 점을 미리 언급해 둔다.

글로벌 AI 투자 환경 역시 여전히 우상향 기조를 보이고 있다. 2025년 GPU와 하드웨어 중심 테마에서 레거시 반도체로 관심이 확대되며 D-RAM과 NAND 시장이 강한 주가 상승을 반영하고 있고 CPU와 전력 등 IT 주변 산업으로 모멘텀 확산되는 모습을 보여주고 있다.

코로나 이후의 AI 테마는 버블 및 버블 붕괴 전 3단계 중 현재 3단계를 반영하고 있는 것으로 추정된다. 이는 2020년 코로나로 인해 연준의 제로금리와 양적완화가 단행되었고 대규모 유동성 공급 환경이 도래했다.

2020~2021년 넘치는 유동성은 투자처를 찾아나섰고 바이오, 전기차, 자동차, 반도체 등의 산업이 V자 회복 내지는 단기 호황을 누렸다. 코로나가 잠잠해질 때쯤 인플레이션이 발생하기 시작했고 금리가 폭등하여 성장주가 일시적으로 급락했다.

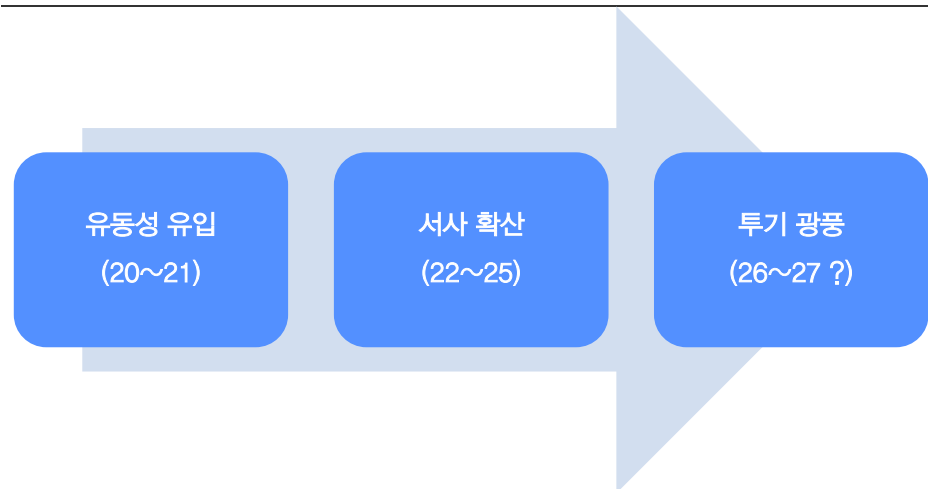
2022년 11월 30일 ChatGPT 베타 출시로 생성형 AI가 부각되기 시작했고, 2023년 생성형 AI의 핵심 기술인 GPU사인 엔비디아가 주목받기 시작한다. 2023년이 AI 서사의 본격적 확산 시점이었다고 볼 수 있는데, 당시 AI 관련 콘텐츠가 급 성장하고 빅테크들이 본격적으로 움직이기 시작한 시점이다.

마침 2023년 봄 삼성전자가 감산을 시사하며 반도체 사이클의 대 바닥을 형성한다. 그리고 2024년 생성형 AI가 보편화되기 시작하며 AI 네러티브가 본격화되고 관련 산업에 대한 투자와 투자 환경이 급 성장한다.

그리하여 2024년부터 빅테크들의 AI Capex 투자가 본격 확대되기 시작했고, 2025년에는 수익과 상관없이 AI 조기 투자가 필요하다는 서사가 확산되었고 모든 산업을 바꾼다는 Must Have 트렌드가 형성되었다.

그리고 그와 같은 필수 아이템으로서의 AI 인식으로 인해 AI 관련 주변 산업과 테마가 주목 받기 시작했고 AI와 연동되는 기업들을 찾아 투자와 주가가 급등하기 시작했다. 그런 측면에서 2026년은 투기 광풍의 본격화를 알리는 서막 국면이고 이것은 올해 또는 내년까지 지속될 가능성이 크다.

그림 38. 버블 및 버블 붕괴 전 3단계 국면의 현재 적용



자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

아직 AI 산업과 관련한 시장의 승자가 판가름나지 않은 현재 진행형 국면으로 볼 수 있고, 기업들의 파산 소식이나 유동성 및 신용 경색 조짐은 크게 나타나지 않고 있다. 닷컴 버블 국면과 비교하여 아직 AI 산업에 대한 주가 반응이 현저히 반영됐다고 보기 힘들다.

아직 시장은 AI 관련 기술적 우수성에 집중하고 있으나, 기술적 우수성이 시장의 성공을 담보하는 것은 아니다. 시간이 지날수록 기술적 우수성에 대한 관심이 적어지고 사람들은 끊임없이 변화하는 기술 속에서 합리적 선택 영역에 안정을 찾으려 한다. 그리고 그 합리적 선택 영역에서 기술적 우수성보다 시장 대응 전략, 산업 생태계, 수익 모델, 네트워크 구조, 사용자 경험 차이 등에서 시장의 승자가 결정되곤 했다.

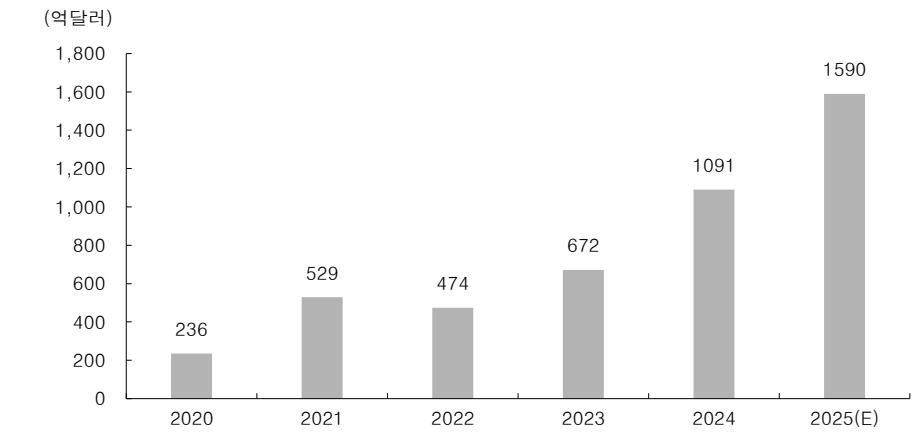
현재 AI 산업의 최종 승자는 아직 나오지 않았다고 판단되고, 시장은 산업의 확산성을 반영해가고 있다. 이는 AI 산업의 주가 반영이 모두 끝났다고 보기에는 아직 이를 수 있다는 시사점을 준다.

그림 39. AI 서사의 미디어 확산(2022 vs 2023)

매체 유형	2022년 AI관련 콘텐츠	2023년 AI관련 콘텐츠	증가율
주요 일간지	~3,000	15,000	5배
비즈니스 매거진	~10	~30+	3배
컨퍼런스 키노트	~50	~200	4배
팟캐스트 에피소드	~500	~3,000+	6배
유튜브 영상	~200	~1,500+	7.5배
링크드인 AI언급	~10만	~100만+	10배
트위터 AI관련	~500만	~5,000만+	10배

자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

그림 40. 미국 AI 스타트업 투자액



자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

그림 41. 닷컴과 AI 밸류체인의 권력 구조 비교

닷컴 밸류체인(1999~2002)			
소비자	←	닷컴사이트	← 인터넷 인프라 ← 하드웨어
		대부분 파산 생존율: 5%	Cisco 생존 생존율: 95% Intel 승리 생존율: 100%
AI 밸류체인(2025~)			
기업고객	←	AI앱	← AI모델 ← GPU/클라우드
		혼전 예상 생존율: 15~20%	대규모 적자 예상 생존율: 30~40% NVIDIA 독점 예상 생존율: 100%

자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

그림 42. 기술적 우수성 vs 시장 성공: 역사적 사례

시대	기술적 승자	시장 승자	교훈
비디오(1970년대)	Betamax(Sony)	VHC(JVC)	호환성>품질
OS(1990년대)	MAC OS	Windows	생태계>우아함
검색(2000년대)	여러엔진 유사	Google	수익>알고리즘
소셜(2000년대)	Friendster(초기)	Facebook	구조>기능
전기차(2010년대)	여러 제조사(R&D)	TSLA	인프라>배터리
AI(2020년대)	최고 벤치마크 모델	(진행중)	역사반복예상

자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

도서 [AI 투자 버블이 온다]는 거품 매커니즘의 3단계를 유동성 홍수 - 서사 폭발 - 자기 강화 순환으로 규정한다. 지금은 FOMO가 확산되는 2단계인 서사 폭발의 국면이거나 가격 상승이 더 많은 투자자들을 유인하는 자기강화순환 국면일지도 모른다. 합리적 가치 평가가 약화되고 과대 평가를 의심하면서도 투자자들이 계속 몰리는 현상이 나타난다.

2026년은 투자자들이 현실에 직면하며 수익을 보기 시작하는 시작점이 되고 있다. 시장은 과연 투자가 수익으로 얼마나 연결될 수 있는가에 관심을 갖기 시작했다. 그리고 이와 같은 의구심이 강화될수록 새로운 균형, 합리적 정상화 시도가 발현되기 시작할 것이다.

그림 43. 자기 강화 순환의 단계별 진행

시기	이벤트	투자자 반응	결과
2022년 말	ChatGPT 출시	"흥미롭다, 관망하자"	소수 투자
2023년 1~2분기	초기 성공 사례	"놓치면 안된다"	투자 급증
2023년 3~4분기	경쟁 심화	"비싸도 들어가야"	밸류 상승
2024년 1~2분기	FOMO 시작	"늦으면 안된다"	밸류 급등
2024년 3~4분기	FOMO 피크	"가격은 상관없다"	비이성적 가격
2025년 1~2분기	첫 의심	"좀 비싼 것 같지만"	가격 하락
2025년 3~4분기	조정 신호	"AI 버블이 의심됨"	선별 투자
2026년	현실 직면	"수익성을 봐야 한다"	투자 감소
2027년	새로운 균형	"기본으로 돌아가자"	정상화 시도

자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

이제 수익성이 주요한 지표가 되면서, AI 산업 내 가격이 상당히 중요한 변수가 될 것으로 보인다. 도서 [AI 투자 버블이 온다]에서는 고객이 현재 AI 산업에서 진짜로 중요하게 여기는 것에 대해 설문 조사한 결과를 보여 준다. 중요한 것에 대해, 중요도를 1~10점으로 나누어 분석했을 때 <가격>의 중요도가 9.2점으로 압도적인 1위를 기록했다. 전환 동기에서도 유일하게 <가격> 지표만이 <매우 높음> 평가를 받는다.

즉, 올해와 내년 시장은 가격과 수익성이 시장 경쟁을 판가름하는 주요한 변수로 대두될 가능성이 높다.

그림 43. 고객이 진짜로 중요하게 여기는 것: 설문 결과

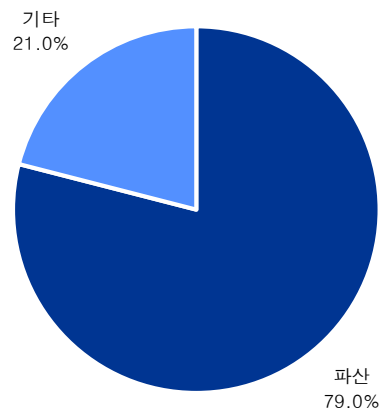
요소	중요도(1~10)	지불 의향 증가	전환 동기
가격	9.2	+40%	매우 높음
통합 용이성	8.7	+30%	높음
안정성/가공시간	8.5	+25%	높음
데이터 보안	8.3	+20%	중간
고객지원	7.8	+15%	중간
정확도(80%→90%)	6.2	+8%	낮음
속도(20%개선)	5.8	+5%	낮음
벤치마크 점수	3.1	+2%	매우 낮음

자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

그런 측면에서 시장의 생존 가능성이 중요해지기 시작할 것이다. 특히 애플리케이션 경쟁이 심화되는 가운데 파산 기업들이 발생하기 시작할 것으로 보인다. 도서 [AI 투자 버블이 온다]에서는 현재 생존 및 번성 기업을 4가지 공통된 패턴(깊은 통합과 워크플로우 락인, 독점적 데이터와 모델, 명확한 ROI와 B2B 포지셔닝, 네트워크 효과와 커뮤니티)으로 적용했다. 그리고 도서의 필자는 차별화 정도와 전환 비용의 매트릭스를 통해, AI 애플리케이션 중 2027년까지 약 79%가 사라질 것으로 예측하고 있다. 차별화 및 전환 비용이 높은 애플리케이션은 생존하고, 차별화 및 전환 비용이 낮은 애플리케이션은 대부분 생존에 실패할 것으로 보고 있다.

이는 단순히 AI 애플리케이션 경쟁 심화를 시사하는 분석일 수도 있으나, AI 전반적인 경쟁 심화 가능성을 암시하는 결과일 수도 있다. AI 산업의 확산은 결국 특정 분야에서 경쟁 심화 및 공급 과잉을 야기할 가능성이 높다. 상기의 분석 결과는 2027년부터 그와 같은 뉘앙스 혹은 전조 현상이 드러날 가능성을 언급해 주는 것이다.

그림 44. 2027년까지 AI 애플리케이션 파산 확률



자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

결국 이와 같은 과정에서 플랫폼사의 경쟁력 우위가 부각될 것으로 예상된다. 도서 [AI 투자 버블이 온다]에서는 플랫폼사가 기존 사용자 기반, 번들링과 가격, 데이터와 통합, 브랜드 신뢰 등에서 우위를 보이며 애플리케이션 시장을 장악해 갈 가능성이 높은 것으로 보고 있다. 도서의 필자는 대부분 주요 요소에서 독립 AI 앱보다 빅테크 플랫폼 AI가 승자가 될 것으로 보고 있다. 이는 결국 플랫폼을 보유한 빅테크들의 시장 중요도를 더욱 강화시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 그것은 빅테크의 AI 투자 선도 환경을 더욱 핵심 변수로 만드는 데 기여하게 될 것이다.

그림 45. 빅테크 플랫폼AI vs 독립AI 앱 비교

요소	빅테크 플랫폼 AI	독립 AI 앱	승자
사용자 접근성	기존 수억 명	제로에서 시작	플랫폼
고객 획득 비용	\$0~5	\$100~300	플랫폼
데이터 통합	완벽(자체 생태계)	제한적(API만)	플랫폼
가격 경쟁력	Add-on 할인	독립 구독료	플랫폼
브랜드 신뢰	매우 높음	낮음~중간	플랫폼
제품 혁신 속도	느림(조직 복잡성)	빠름(민첩성)	독립 앱
전문화/맞춤화	범용적	특화 기능	독립 앱
사용자 경험	표준화	최적화 가능	독립 앱
장기 생존력	거의 확실	불확실	플랫폼

종합평가: 플랫폼AI가 대부분 차원에서 우위, 독립 앱은 혁신과 전문화에서만 우위

자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

결국 빅테크들의 투자 모멘텀이 투자 심리에 중요한 핵심 변수로 계속 지명될 공산이 크다. AI 투자 심리와 관련하여, 26년 시장의 가속화에는 대부분 큰 이견이 없다. 이미 1분기 실적에서 강력한 Capex 투자가 재확인되었기 때문이다. 이와 같은 부분은 2분기 실적 및 Capex 투자 확대 기대감으로 연결될 공산이 크다. 26년 기대감을 지속 반영할 상반기까지는 크게 이슈가 없을 것으로 추정된다.

문제는 하반기에 들어섰을 때 투자자들의 시선이 26년 4분기나 27년으로 넘어가기 시작할 것이란 점에 있다. 26년 빅테크들의 Capex 투자는 이미 가속화의 양상을 보이고 있으나 27년 투자 증가율이 둔화될 가능성이 있다는 점이다. 업계 전망에 따르면, 25, 26년 70~80% 증가율에서 27년은 30%대로 증가율이 둔화될 것으로 예상되고 있다.

물론 빅테크 Capex 투자 추정은 시간이 지날수록 계속해서 낙관론이 반영되며 상향 조정되고 있어 현재의 추정치를 강하게 신뢰할 필요는 없다. 추가 상향 조정에 따른 모멘텀 지속 가능성도 열려 있다.

2027년 빅테크들의 AI Capex 투자 모멘텀이 투자 과열 이후 재무 부담과 기저 효과 등으로 둔화될 수 있는 여러 요인들이 제기되고있는데 이를 짚어보자.

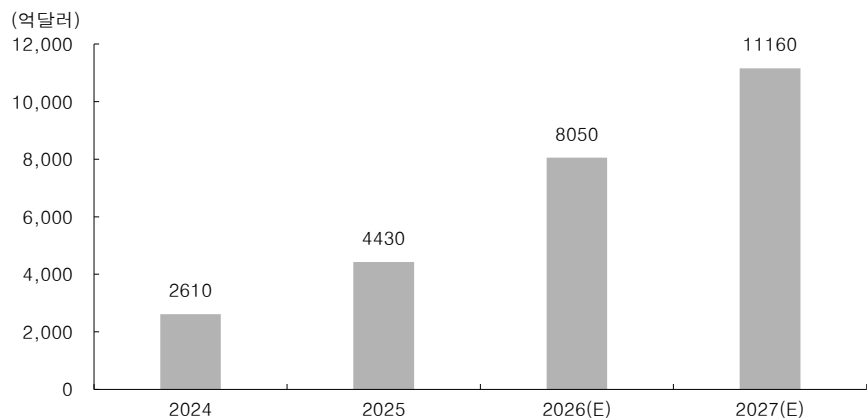
우선, 빅테크들의 대규모 Capex 투자로 영업현금흐름이 악화되고 있다. 27년 이후로는 외부 자금 조달 없이 대규모 투자를 이어가기에 부담을 느낄 수 있다. 또한, 규모가 커지면서 기저 효과가 악화될 가능성이 높다. 일부 빅테크들은 내년 투자 증가율이 한 자리수에 머물 수 있다는 전망도 제기되고 있다. 또한, 과도한 투자 이후에 수익성 검증에 대한 시장의 고심이 반영되며 빅테크들의 투자 탄력이 신중해질 수 있다.

이제 이들 빅테크들의 Capex 투자가 향후 묻지마 투자 형태로 계속 진행된다기보다는 투자에 대한 톤을 지속적으로 체크해야 하는 국면으로 전환되고 있다고 판단된다.

빅테크 내에서도 주가 흐름이 엇갈리는 양상을 보이고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 알파벳, 아마존 주가는 신고가를 경신하며 상승 추세를 지속하고 있으나 마이크로소프트나 메타 주가는 작년 고점 이후 상승 탄력이 현저히 되고 있는 모습을 보이고 있다. 주가가 상대적으로 부진한 2종목의 주가 흐름을 주시할 필요가 있다.

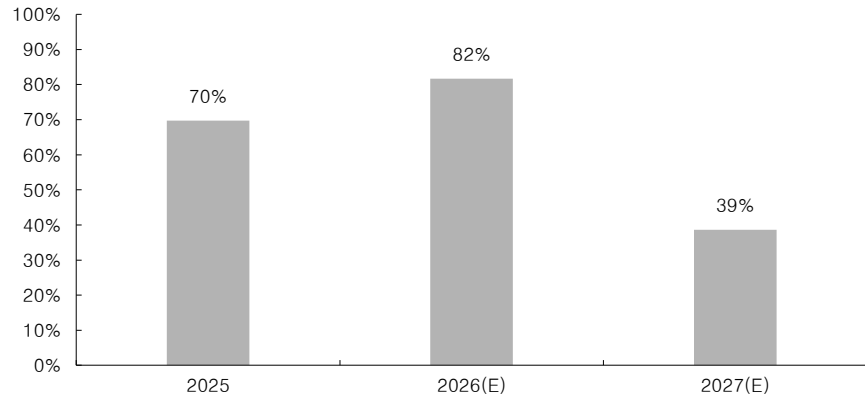
아직 전반적으로 빅테크들의 주가 상승 추세는 유효하다고 판단되나, 마이크로소프트와 메타 주가가 상승 추세 흐름을 이탈하는 것은 아닌지 살펴야 하고, 알파벳과 아마존의 주가 하락 전환 조짐이 나타나는지 살펴볼 필요가 있다. 앞서 분석한대로 27년 모멘텀 둔화 우려로 인해 하반기부터는 그 필요성이 증대될 가능성이 높다.

그림 46. 빅테크 합산 AI Capex 연도별 투자 규모 추이 및 전망



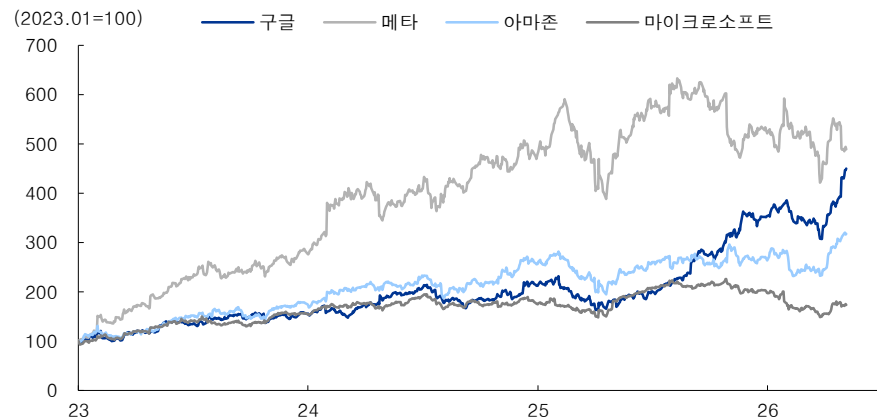
자료: 업계, IBK투자증권

그림 47. 빅테크 합산 AI Capex 연도별 투자 규모 증가율 추이 및 전망



자료: 업계, IBK투자증권

그림 48. 2023년 이후 알파벳, 아마존, 마이크로소프트, 메타 주가 추이



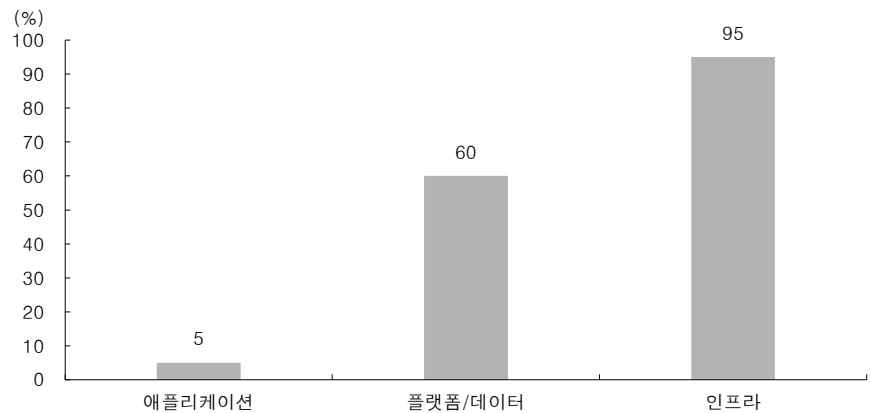
자료: Bloomberg, IBK투자증권

2026년 AI 산업에 대한 낙관론이 추가 반영된 후, 2027년 AI 산업에 대한 모멘텀 둔화 우려와 AI 산업과 관련된 기업 생존의 문제가 하반기부터 점진적으로 대두될 경우 밸류체인별로 기업별로 생존율이 나뉘게 될 것이다. 도서 [AI투자 버블이 온다]에서는 닷컴 버블 당시 밸류체인별 생존율을 비교 분석하였다.

도서의 필자는 상위 개념인 애플리케이션보다는 하위 개념인 인프라 쪽의 높은 생존율을 언급하고 있다. 닷컴 버블 이후 애플리케이션의 생존율은 5%에 불과했으나 인프라는 95%의 높은 생존율을 보였다고 분석하고 있다.

당시 닷컴 관련 회사 대부분이 파산한 것에 비하면 인프라쪽 생존율은 상대적으로 매우 높다. 인프라는 GPU, 데이터센터, 전력과 같은 형태의 세그먼트를 의미한다. 이들 세그먼트는 AI 흥행 및 성패 여부에 덜 민감한 영역으로 볼 수 있다. 이것은 향후 AI 모멘텀 둔화 과정에서 리스크를 회피할 수 있는 좋은 포트폴리오 전략이 될 수 있다.

그림 49. 닷컴 버블 후, 생존율 비교(2000~2005)



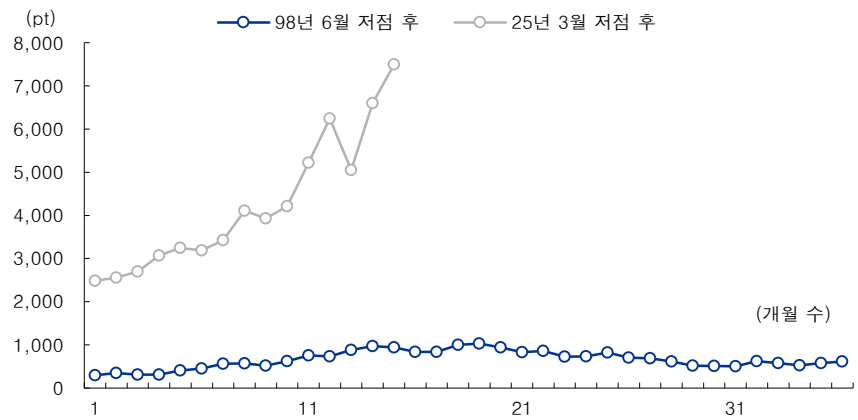
자료: 도서 [AI 투자 버블이 온다] 참조, IBK투자증권

닷컴 버블처럼 AI 버블 형성 가능성이 점차 높아질 것으로 예상되는 만큼 닷컴 버블과 AI 버블 양대 국면에서 코스피의 움직임을 비교해 보는 것은 의미 있는 일일 수 있다.

닷컴 버블 랠리 당시 코스피는 98년 6월을 저점으로 약 18개월 간 250% 상승했고, 현재 AI 코스피 랠리는 14개월 간 약 205% 가량 상승해 있는 상황이다. 닷컴 버블과 비교해 볼 때 상승 기간과 상승 여력은 좀 더 남아 있는 것으로 판단되나, 올해 여름까지 코스피가 현재의 상승 추세를 지속할 경우 8~9월경 닷컴 버블 정점 당시의 상승 기간과 상승률에 근접할 가능성이 크다.

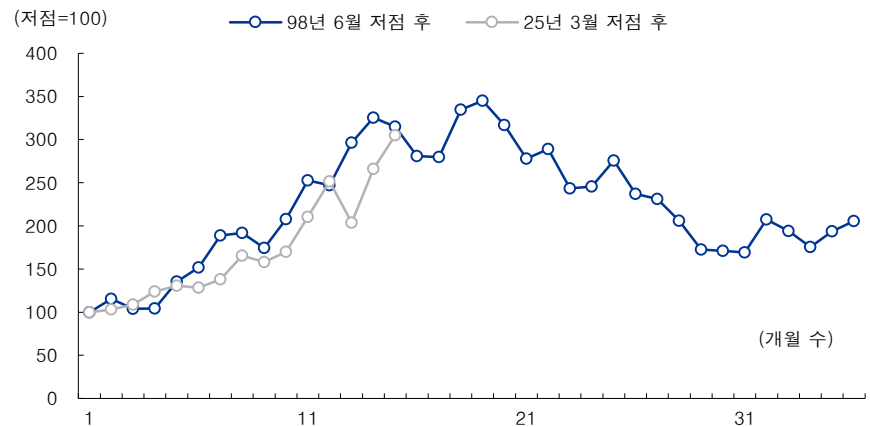
이를 뒤집어서 얘기하면, 여름까지 추가 상승할 경우 가을 이후부터의 추가 상승은 닷컴 버블 그 이상의 에너지가 필요하다는 것을 의미한다. 그것은 2027년 AI 전망에 대한 초 낙관적 전망의 상황이 전개되어야 함을 시사한다.

그림 50. 닷컴 버블 랠리 VS AI 랠리 코스피 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 51. 닷컴 버블 랠리 VS AI 랠리 코스피 비교(저점 100 통일)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2. 반도체 호황 지속 가능성 점검

본 챗터에서는 한국은행에서 발간한 4월 경제상황 평가에 수록된 [글로벌 반도체 경기 확장세 지속가능성 점검] 보고서를 주로 인용하여 현재 메모리 반도체 호황의 지속 가능성에 대해 점검해 본다.

결론적으로 한국은행은 우선 내년 상반기까지 확장세가 이어질 것으로 전망하고 있고 내년 하반기 이후는 유동적일 수 있다고 분석하고 있다. 내년 상반기까지는 공급 쏠티지 환경이 지속된다고 보고 있고, 실질적인 수요 둔화나 공급 확대 등은 2028년에 부각될 것으로 전망하고 있다.

한국은행의 펀더멘탈 측면에서의 반도체 업황 전망을 기준으로 볼 때, 반도체 업황에 대한 실질적인 둔화는 내년 하반기 혹은 2028년부터 본격화될 것으로 예상해 볼 수 있는데 주가 전망은 그것보다 6~12개월 선행하여 볼 필요가 있다. 반도체 업황은 일반적인 산업보다도 주가 선행성이 더 강하게 때문에 여타 산업의 6~9개월 선행보다 더 빨리 6~12개월 전에 주가 선 반응이 시작될 수 있다.

그런 측면에서 한국은행의 전망을 기반으로 한 반도체 주식의 변동성 확대는 빠르면 올해 하반기부터, 늦어도 내년 상반기에는 발생할 가능성이 있다. 2028년 반도체 업황 둔화 우려는 2027년 주가 약세로 선 반영될 가능성이 크다. 그리고 그와 같은 우려가 더 선제적으로 2026년 하반기부터 반영될 수 있음을 인지할 필요가 있다.

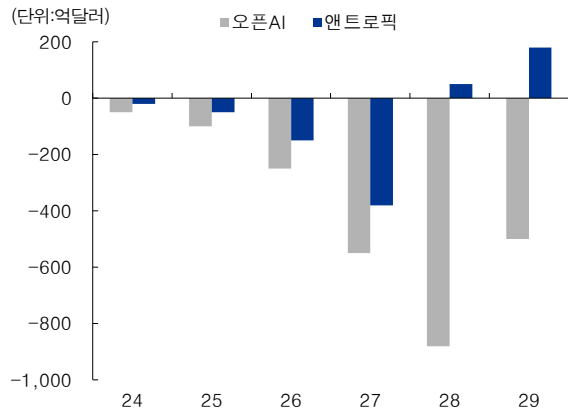
이제 5가지로 나누어진 한은 보고서의 대략적인 내용을 보도록 하자.

(1) AI 투자에 대한 수익성 검증 시기

현재 AI 산업은 수익화의 구체적인 시기나 정도가 불확실함에도 불구하고, 시장 주도권 확보를 위한 빅테크 간의 치열한 경쟁이 투자를 견인하고 있다. 기업들은 잠재적 초과 이윤에 대한 기대와 미래 주도권 상실에 따른 기회비용을 우려하여 적자 상태임에도 과감한 투자를 이어가는 중이다. 이러한 '공포에 기반한 투자(FOMO)'는 당분간 지속되겠으나, 시장의 관심이 실제 수익성으로 옮겨갈 것으로 예상되는 2027년 이후부터는 투자 확대 속도가 둔화될 가능성이 크다.

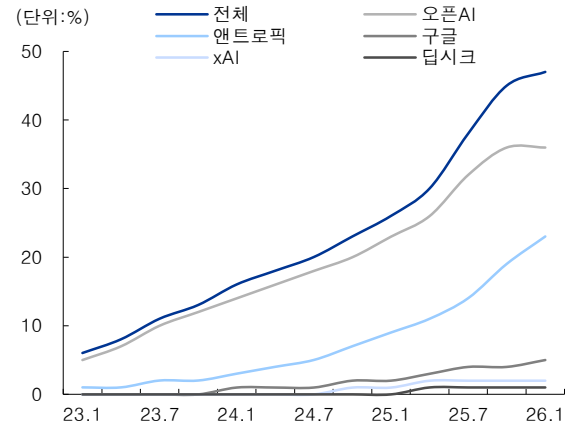
수익성 검증을 앞당길 수 있는 리스크 요인은 산재해 있다. 첫째, 데이터센터의 전력 소모가 극심하여 전력망 연결 지연 우려가 크며, 가동 시점이 늦어질수록 자본 투입 대비 매출 창출이 지연되어 비용 부담이 가중된다. 둘째, GPU 등 고성능 연산장치는 기술 세대교체가 매우 빨라 기존 투자가 조기에 감가상각될 소지가 크다. 셋째, 향후 일반 기업과 가계의 AI 서비스 활용이 기대에 미치지 못할 경우 데이터센터 가동률 부진으로 이어질 수 있다. 따라서 낙관적 전망에 기초한 주도권 경쟁이 일단락되는 시점이 반도체 수요의 변곡점이 될 것이다.

그림 52. AI서비스 기업 잉여현금흐름



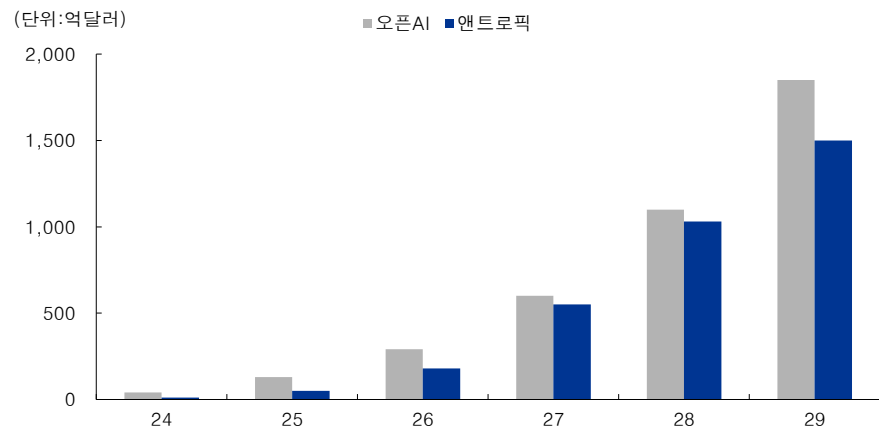
자료: 각 기업 자체 전망, IBK투자증권

그림 53. 대기업의 AI서비스 채택률



자료: IBK투자증권

그림 54. AI 서비스 기업 매출액



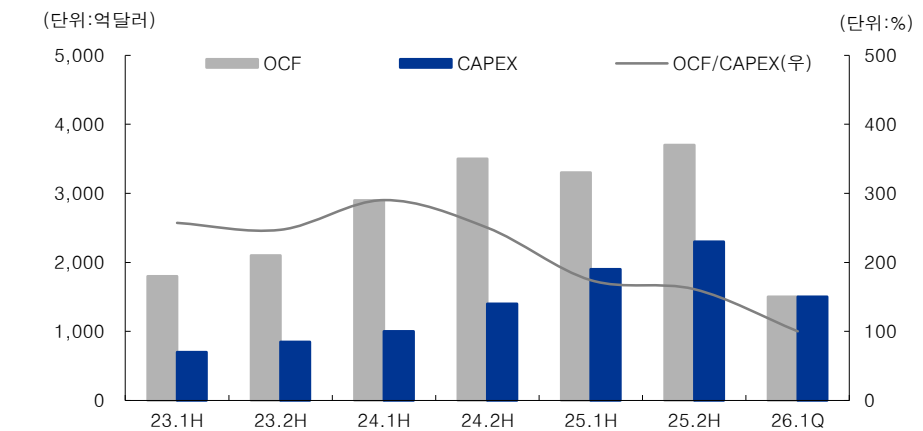
자료: 언론 보도 취합, 각 기업 자체 전망, IBK투자증권

(2) 빅테크의 지속적인 자금확보의 가능여부

과거 닷컴버블 당시의 통신 인프라 투자가 외부 조달에 의존했던 것과 달리, 현재의 AI 투자는 현금 창출력이 견조한 빅테크가 주도하고 있어 금융 여건 변화에 상대적으로 덜 민감하다. 그러나 투자 규모가 기하급수적으로 확대되면서 빅테크의 내부 자원만으로는 이를 감당하기 어려운 임계점에 도달하고 있다. 실제로 2025 년 하반기 이후 빅테크들은 투자 재원 마련을 위해 자사주 매입을 축소하고 회사채 발행을 크게 확대하는 추세다.

외부 조달 비중이 높아지면서 빅테크의 신용 위험에 대한 시장의 경계심도 커지고 있다. 특히 특수목적기구(SPV)를 활용한 대차대조표 외 조달 방식이나 판매자 금융과 유사한 행태는 잠재적 취약 요인이다. 사모신용 시장에서 기술 섹터의 취약성이 부각되어 펀드 환매가 중단되는 사례가 발생하는 등 재무적 안정성은 과거보다 약화된 것으로 평가된다. 금융 여건이 급격히 악화될 경우 일부 빅테크의 자금 조달 차질이 실제 투자 집행 지연으로 이어지며 반도체 수요를 급격히 위축시킬 리스크가 존재한다.

그림 55. 빅테크 영업활동현금흐름 및 CAPEX 추이



자료: 언론 보도 취합, 각 기업 자체 전망, IBK투자증권

(3) AI 모델 기술의 효율성은 어떻게 전개될까

단순한 모델 대형화를 넘어 적은 연산과 메모리로 고성능을 구현하려는 기술 효율성의 진전은 메모리 반도체 수요에 복합적인 영향을 미친다. 최근 AI 산업에서는 양자화, 희소성 기법(MoE), 메모리 계층화 등 메모리 병목 현상을 완화하기 위한 다양한 연구가 진행 중이며, 이는 범용 메모리 가격 급등에 따른 기업들의 비용 절감 노력을 반영한다. 이러한 효율성 개선은 ‘제본스의 역설(Jevons' Paradox)’ 관점에서 해석될 필요가 있다. 메모리 절감 기술이 단기적으로는 개별 모델당 투입되는 메모리 양을 줄일 수 있으나, 장기적으로는 AI 활용의 진입장벽을 낮춰 전체적인 AI 서비스 저변과 메모리 수요를 오히려 확대하는 방향으로 작용할 가능성이 크기 때문이다.

과거 오일쇼크 당시 에너지 절약형 기술 혁신이 일어났던 것처럼, 현재의 고비용 구조는 AI 알고리즘의 최적화를 촉진하고 있다. 만약 기술 혁신 속도가 시장의 기대보다 빠르게 진행되어 메모리 부담이 획기적으로 낮아진다면, 기투자된 고사양 메모리의 수익성이 악화되는 부작용이 나타날 수도 있다. 따라서 기술 효율성의 진전 양상이 반도체 수요의 '감소'로 이어질지, 혹은 서비스 '확산'의 기폭제가 될지가 향후 사이클의 향방을 가르는 핵심 열쇠가 될 것이다.

그림 56. 주요 AI 효율화 기술

기술군	개요	주요 예시
양자화·압축	데이터를 저비트로 표현하거나 더 작은 크기로 압축	구글 터보퀀트, MIT어텐션매칭
희소성 기법	모든 매개변수를 매번 사용하지 않고 일부만 선택적으로 활성화	딥시크 전문가 혼합(MoE)
상태공간모델	긴 문맥을 모두 참조하지 않고 압축된 상태로 순차 처리하는 구조	맘바(Mamba)
메모리 계층화	GPU메모리 외부에 보조 저장 계층을 두어 문맥 정보를 분산 저장	엔비디아 CMX
알고리즘 최적화	계산 및 메모리 관리 방식을 개선	플래시어텐션, 페이지드어텐션

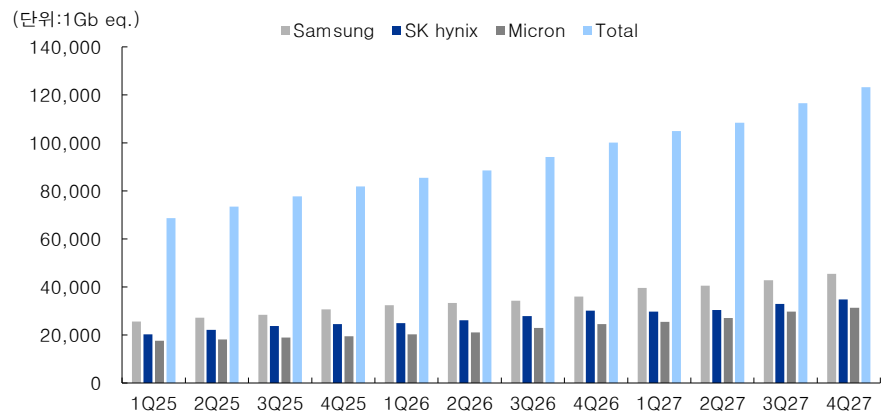
자료: 한국은행, IBK투자증권

(4) 주요 메모리 기업의 증설 속도는 얼마나 빠리질까

메모리 생산업체들은 공급 확대를 시도하고 있으나, 기술적 난이도와 물리적 공간 부족으로 인해 증설 속도는 수요를 따라잡지 못하고 있다. 현재 삼성전자의 평택 4공장과 SK 하이닉스의 M15X 등을 중심으로 클린룸을 가동하며 증설이 진행 중이나, 고사양 제품인 HBM의 공정 난이도가 높고 신규 장비 도입에 시간이 소요되어 양산까지 상당한 시차가 발생하고 있다. 특히 공급 측면에서의 'HBM 우선 배분' 현상이 범용 제품 시장에 미치는 파장에 주목해야 한다. 한정된 생산 라인을 HBM으로 전환하면서 범용 D램의 공급 능력이 위축되었고, 이는 사이클 변동성이 큰 일반 메모리 수급을 더욱 타이트하게 만드는 결과를 초래했다.

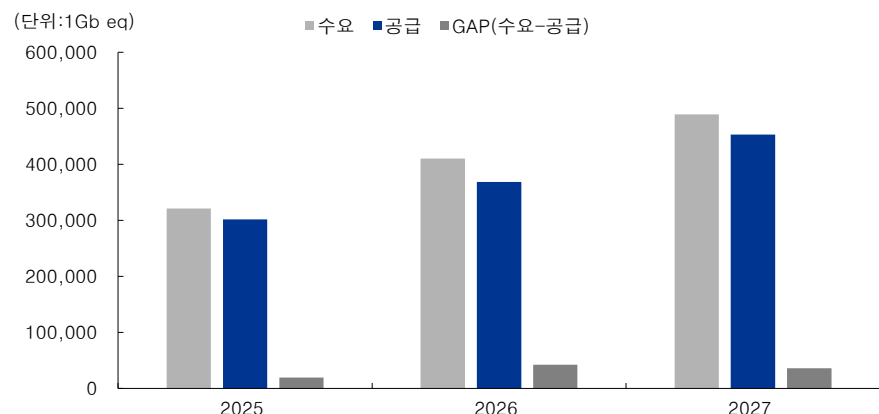
본격적인 공급 확대는 2027년 하반기 이후 신규 캠퍼스들이 완공되는 시점에 가시화될 전망이다. 과거 반도체 사이클이 하락 전환된 결정적인 계기가 '증설 투자의 완공에 따른 공급 과잉'이었다는 점을 감안할 때, 대규모 신규 공장들의 본격 가동 시점은 이번 확장세의 종료를 알리는 결정적인 지표가 될 것이다. 공급 제약이 해소되는 순간부터 재고 축적과 가격 하락이 동시에 발생할 수 있으므로, 각 기업의 증설 로드맵을 면밀히 추적해야 한다.

그림 57. Dram 공급량 추이



자료: Omdia, IBK투자증권

그림 58. Dram 글로벌 수요-공급 Gap 추이



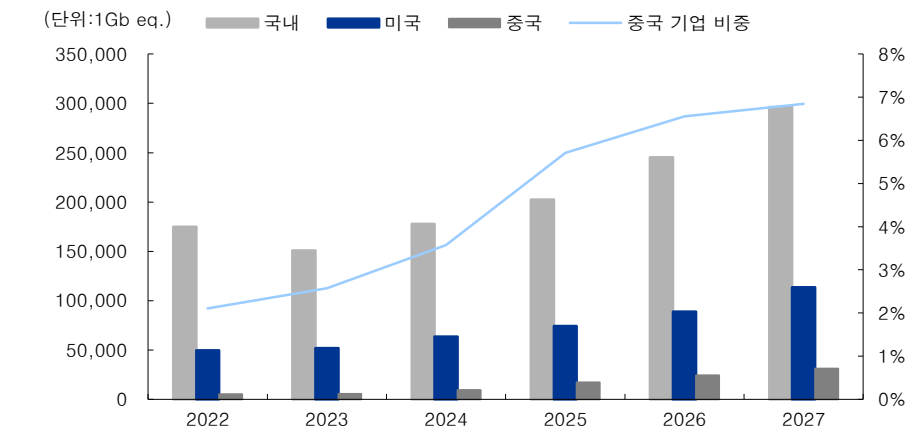
자료: Omdia, IBK투자증권

(5) 중국 기업의 공급과 기술 추격 속도는 얼마나 빨라질까

중국 메모리 기업들은 비록 고사양 제품에서는 국내 기업과 약 4 년의 기술 격차를 보이고 있으나, 범용 제품 시장에서는 공격적인 증설을 통해 사이클의 변수로 부상하고 있다. 중국 정부의 전폭적인 지원 하에 채산성이 개선되면서 공급 확대에 박차를 가하고 있다. 중국 기업의 부상은 특히 ‘범용 시장의 수급 불균형 완화’ 시점을 앞당기는 요인이다. 고성능 제품은 국내 기업이 독점하더라도 범용 제품에서 중국발 저가 물량이 쏟아질 경우 전체 메모리 업황의 가격 하방 압력은 커질 수밖에 없다.

이러한 중국의 추격 속도는 2026 년 하반기 이후 반도체 경기가 얼마나 급격하게 꺾일지를 결정하는 중요한 하방 리스크 요인이다. 과거 일본이 오일쇼크 이후 소형차 시장을 장악하며 자동차 시장의 패권을 가져갔던 것처럼, 중국이 범용 메모리 시장의 주도권을 확보할 경우 국내 기업들의 이익 체력은 크게 약화될 수 있다. 따라서 중국 기업의 미세공정 수준(16nm 등) 달성 여부와 증설 추이를 상반기 동안 철저히 감시해야 한다.

그림 59. 중국기업 D램 출하량 비중 추이



자료: Omdia, IBK투자증권

그림 60. 향후 반도체 경기를 좌우할 핵심 요인 및 종합 평가

핵심 요인	내용	2026	2027	2028
① 수익성 검증 본격화	주도권 경쟁이 완화됨에 따라 투자수익률이 중시			
② 빅테크의 지속적 자금확보 여부	빅테크의 재무건전성 악화, 신용리스크 부각, 조달비용 상승 등으로 투자자금 조달이 제약			
③ AI 모델의 기술 효율성 진전	메모리 절감형 기술진전이 메모리 수요에 양방향으로 작용			
④ 주요 메모리 기업의 증설 속도	신공장 완공으로 증설여력이 확보된 이후 경쟁적 공급 확대			
⑤ 중국 기업의 추격 속도	중기업의 공격적 증설 투자 및 기술격차 축소			
[종합 평가]	적어도 내년 상반기까지는 확장세가 이어지고, 이후에는 상기 요인에 따라 유동적	(수요위)	(유동적)	

자료: 한국은행, IBK투자증권

3. 반도체 수출, 이익 관련 지표들 점검

이제 반도체 수출, 이익 관련 지표들을 점검해 보도록 하자.

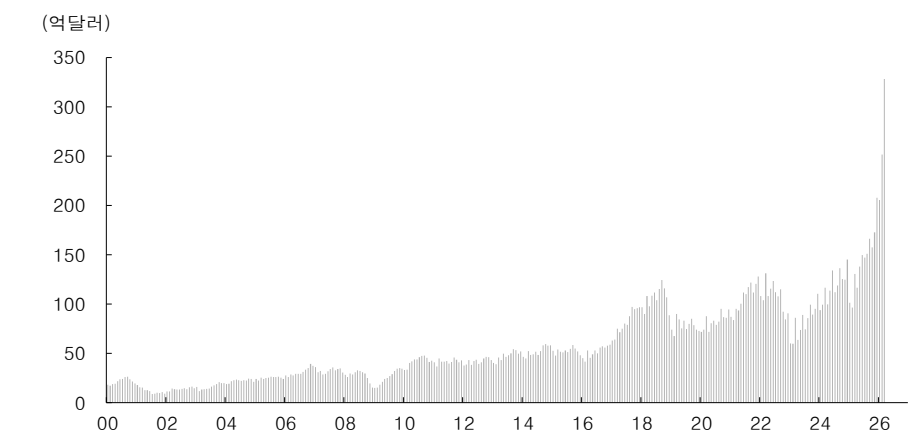
반도체 수출 금액은 25년말부터 AI 모멘텀으로 인해 쏠티지 우려로 수요 급증하며 폭발적으로 성장하고 있다. 코로나 이후로 2020년부터 2024년까지 5년간 반도체 수출 월 평균 금액은 99.5억 달러 수준에 그쳤으나, 작년 4분기부터 MoM +13%씩 급성장하면서 현재 300억 달러 대를 기록하고 있다. 이는 기존 월평균 규모의 대략 3배에 해당하는 수치다.

반도체 수출 급증은 이란 사태와도 무관하게 진행되며 3~4월 폭발적 성장을 이루고 있다. 이에 따라 반도체 수출 증가율도 전년동기대비 160% 수준으로 폭증하며 2000년 이후 전례 없는 최대 증가율을 기록하고 있다.

하지만, 4분기부터 반도체 수출이 급증했기 때문에 올해 4분기부터는 반도체 수출 증가율의 둔화 가능성이 높을 것으로 예상된다. 기저 효과가 4분기부터 약화되는 것이다. 이로 인해 수출 증가율은 봄에 정점을 찍고, 여름까지 높은 수준을 유지하다가 4분기부터 본격적으로 하락하는 그림이 예상된다.

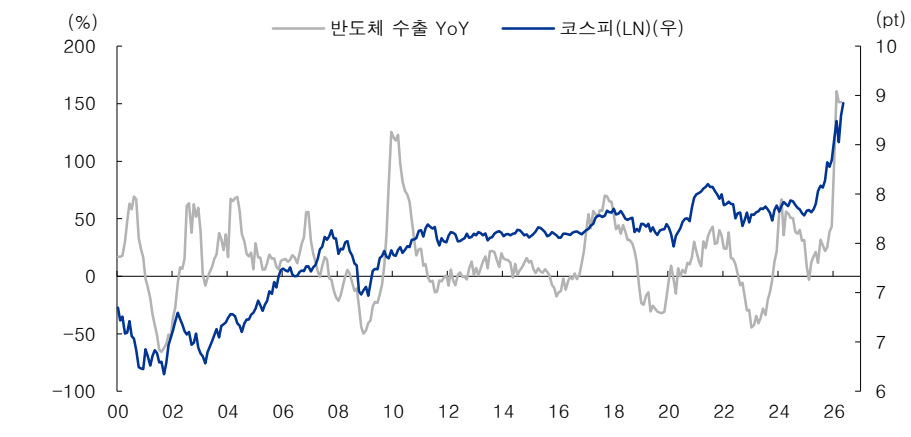
경험적으로 반도체 수출 YoY 증가율과 코스피의 궤적은 유사했고, 변곡점도 시차가 크지 않았다는 점에서 코스피 역시 3분기부터 상승 탄력이 둔화되면서 4분기 하락 전환 위험이 높아질 것으로 예상된다. 이는 시장의 반도체에 대한 민감도가 큼을 의미하며 반도체センチ멘트가 꺾일 때, 코스피도 하방 압력을 받을 가능성을 시사해 준다.

그림 61. 반도체 수출 금액 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 62. 반도체 수출 증가율과 코스피 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

반도체 대형주인 삼성전자, SK하이닉스의 올해 실적은 하반기까지 매우 좋을 것으로 예상된다. 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익은 내년 분기 기준 100조원 돌파가 예상된다. 이는 전례 없는 실적 급증이며, 이와 같은 낙관론이 올해 연중 지속적으로 Pricing될 수 있다.

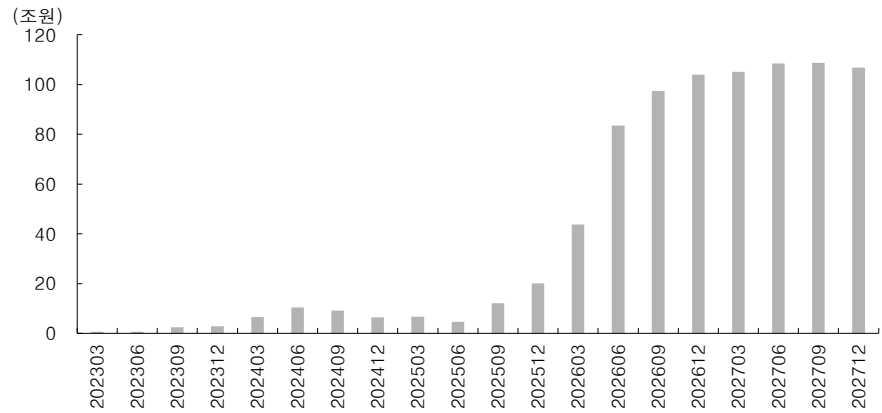
다만, 양사의 분기별 실적 추정치는 올해 3분기까지 급 성장한 이후 점차 Flat한 형태로 바뀐다. 실적 모멘텀의 점진적 둔화 가능성을 암시하는 추정이다. 이익 증가율은 수출 증가율과 유사하게 하반기부터 탄력이 둔화될 것으로 예상된다. 이는 실적 모멘텀에 대한センチメント 약화 가능성을 보여 준다. 삼성전자와 SK하이닉스의 YoY 영업이익 증가율은 2분기가 정점이고, QoQ 증가율은 3분기부터 현저히 둔화되는 모습을 보인다.

삼성전자와 SK하이닉스 주가는 실적에 빠르게 선행하는 경향이 있으며, 이는 외국인의 매매 형태에 많은 영향을 받기 때문이다. 외국인 투자자들은 자산 배분의 투자 형태 그리고 자금 규모가 크기 때문에 아무래도 고점 매도와 저점 매수에 대해 선제적일 수 밖에 없다.

그로 인해 삼성전자와 SK하이닉스는 실적에 보통 6~12개월 선행하는 모습을 보이고 실적 증가율과는 3~6개월 선행하거나 유사한 변곡점을 만들기도 한다. 따라서, 하반기부터 실적 모멘텀이 둔화되는 점은 하반기 이후 반도체 주가 상승 탄력의 둔화 가능성을 시사할 수 있다. 2024년에도 하반기부터 삼성전자와 SK하이닉스의 실적 증가율이 둔화하면서 3분기 이후 주가가 크게 하락하는 모습을 보인 바 있다.

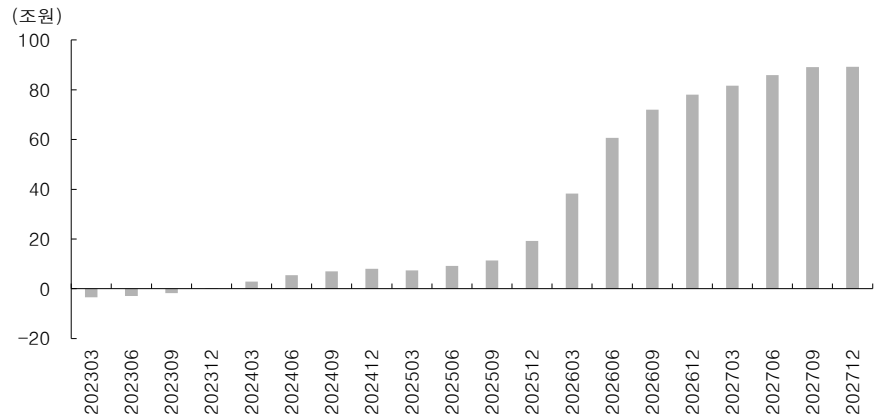
물론, 반도체 업황 실적 추정에 대해 지속적인 상향 조정이 나타나고 있기 때문에 현재의 추정치가 향후 달라질 수 있다. 다만, 앞서 언급한대로 하반기부터 국내 및 해외 경기선행지수가 피크 아웃 리스크를 보이거나 하락 전환할 수 있어 매크로 변동성 확대 우려로 인해 상반기와 같은 상향 조정이 나타날 가능성은 크지 않다고 판단된다.

그림 63. 2023년 이후, 삼성전자 영업이익 추이 및 전망



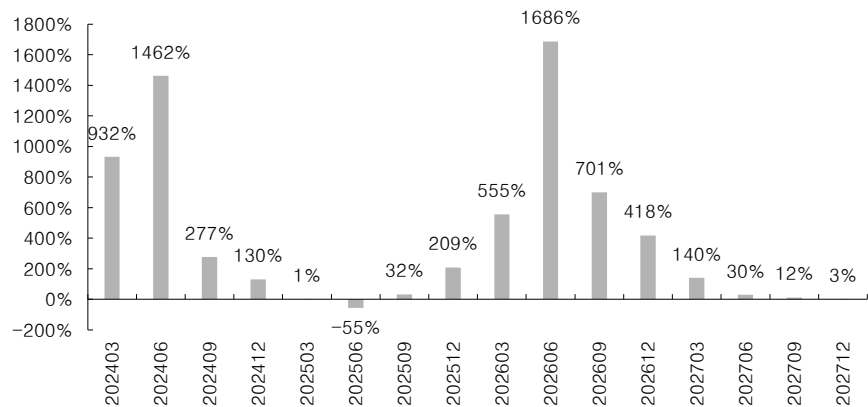
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 64. 2023년 이후, SK하이닉스 영업이익 추이 및 전망



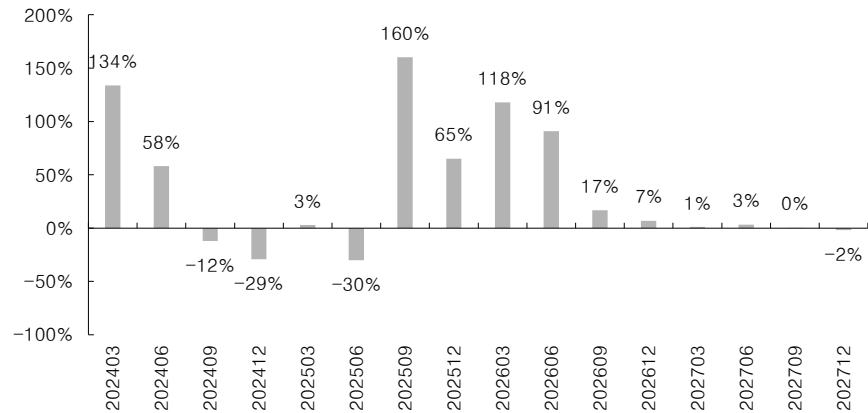
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 65. 2024년 이후, 삼성전자 영업이익 YoY 증가율 추이 및 전망



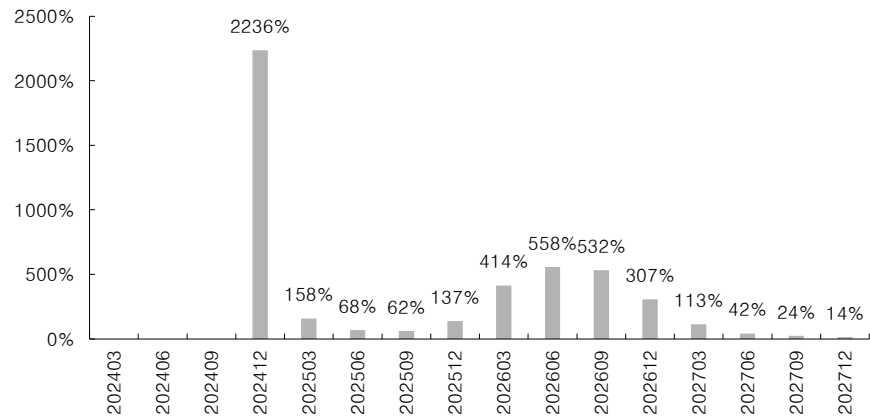
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 66. 2024년 이후, 삼성전자 영업이익의 QoQ 증가율 추이 및 전망



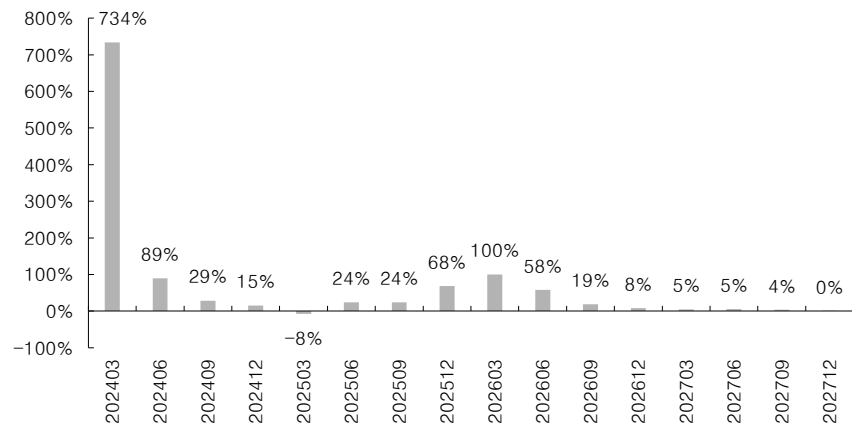
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 67. 2024년 이후, SK하이닉스 영업이익의 YoY 증가율 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 68. 2024년 이후, SK하이닉스 영업이익의 QoQ 증가율 추이 및 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

4. 바닥을 다지는 달러, 잭슨홀 미팅 주목

1. 연준, 26년 금리 동결 vs 27년 금리 인상?

연준은 26년 금리 동결을 지속할 것으로 예상된다. 다만, 26년 하반기부터 연준의 금리 인상 우려가 부각될 수 있다. 그리고 그 힌트는 잭슨홀 미팅에서의 케빈 워시 신임 연준 의장의 발언이 될 전망이다. 연준의 금리 인하 가능성은 이란 사태로 인한 유가 급등으로 사실상 제거되었다. FedWatch에 반영되는 추이를 보면, 상당 기간 금리 동결이 예상되는 가운데 이제 인하 확률보다 인상 확률이 더 크게 전망되고 있다.

최근 추이는 내년 3월 이후로 연준의 금리 인상 확률은 40%에 육박하고 있다. 이란 사태가 협상의 교착화 흐름으로 전개되면서 고 유가 상황이 지속될 수 있고 드라이빙 시즌 수요로 인해 가을까지 유가는 높은 수준을 유지할 가능성이 높다. 그랬을 때, 시차를 두고 물가는 하반기부터 연말까지 지속적으로 상방 압력을 받을 가능성이 크다. 하반기 물가 상승이 확인되면서 연준이 내년 봄을 전후로 금리 인상에 나설 수 있다고 보는 것이 현재 컨센서스다.

여기에 신임 연준 의장 케빈 워시의 지명이 더해지며 매파적 연준 우려는 더욱 커질 전망이다. 케빈 워시는 2006년 조지 W. 부시 대통령의 지명으로 연준 이사직을 수행하며 금융위기 당시 벤 버냉키 의장과 월스트리트 간 가교 역할을 수행한 인물로, 2008년 유가 급등에 따른 물가 상승 압력 증대 시 경기 하방 리스크보다 인플레이션 경계심을 우선하며 금리 인상 가능성을 지지하는 등 선명한 매파적 성향을 표출한 바 있다. 또한 연준 내부의 과도한 통화 완화 기조에 반대하여 2011년 이사직을 사임한 이력도 보유하고 있다.

올해 초 케빈 워시 연준 의장 지명 직후 금(-11%) 및 은(-31%)이 폭락한 것은 시장이 매파적 연준으로의 전환을 이미 선반영하고 있음을 시사한다. 현재 트럼프 대통령의 강력한 금리 인하 요구라는 정치적 기대와 중동발 유가 충격으로 재점화된 인플레이션 압력이라는 경제적 현실 사이에서 케빈 워시는 중앙은행의 독립성을 증명해야 하는 정책적 딜레마에 직면해 있으며, 그의 과거 행적을 감안할 때 인플레이션 대응을 우선시할 가능성이 높다고 판단된다.

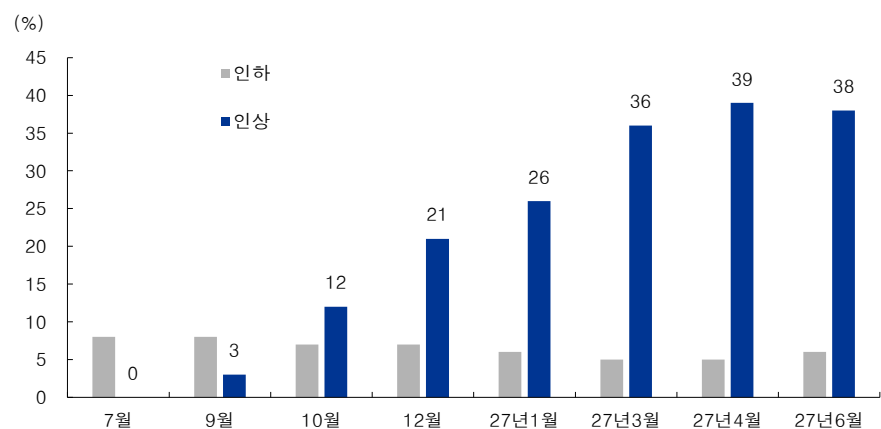
사실, 과거 연준 의장 취임 후 1년 동안 금리 인하는 매우 드물었다. 시장은 신임 연준 의장 취임 이슈를 시장 친화적 이슈로 보지만, 과거 신임 연준 의장들의 취임 초반 금리 인하 시행은 거의 없었다. 그린스핀 취임 직후 기준 금리 인하가 2번 급하게 인하된 바 있는데 이는 87년 10월 블랙먼데이에 기인한 것이며 그 이후 시장이 안정을 찾자 오히려 1년간 5번이나 기준 금리를 인상하게 된다. 블랙먼데이 국면을 제외하고 보면, 신임 연준 의장은 1년 동안 기준 금리를 인하한 적이 없다고 봐도 무방하다.

달러인덱스가 장기 상승 추세의 저점 연결대에서 상승 전환 조짐을 보이고 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 반대로 유로달러는 고점에서 저항을 받는 모습이다. 달러인덱스의 60%가 유로화이기 때문에 달러인덱스는 유로화의 영향을 많이 받을 수 밖에 없다.

달러의 저점 인식, 유로화의 고점 인식은 이란 사태의 영향일 가능성이 크다. 이란 사태로 인한 에너지 쇼크의 부정적 영향이 미국보다 유럽에 더 크게 작용할 것이라는 전망이 많아지고 있다. 실제 미국보다 유럽 경제 지표의 둔화 조짐이 좀 더 뚜렷하다.

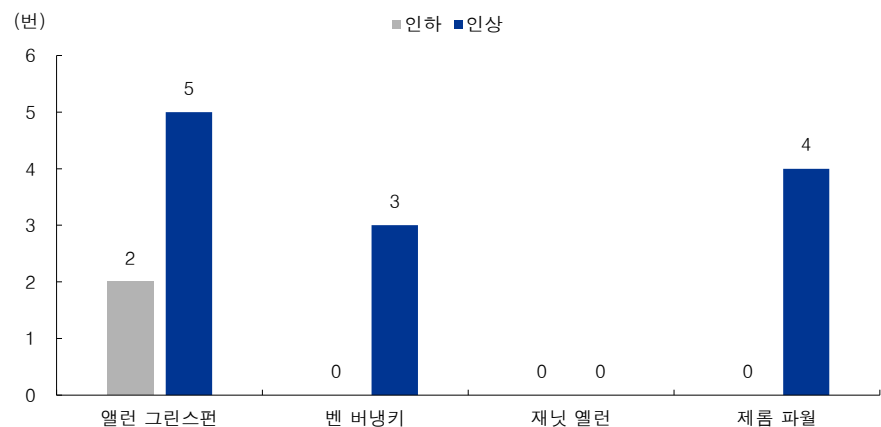
작년 이후 달러가 급격한 약세를 보이며 신흥국 증시의 강세가 나타난 바 있는데 하반기 이후 달러가 강세로 전환한다면 신흥국 증시에 대한 차익실행이 부각될 수 있다.

그림 69. 연준 금리 인하 및 인상 확률 추이



자료: FedWatch, IBK투자증권

그림 70. 연준 의장 취임 직후 1년, 기준 금리 인상, 인하 횟수



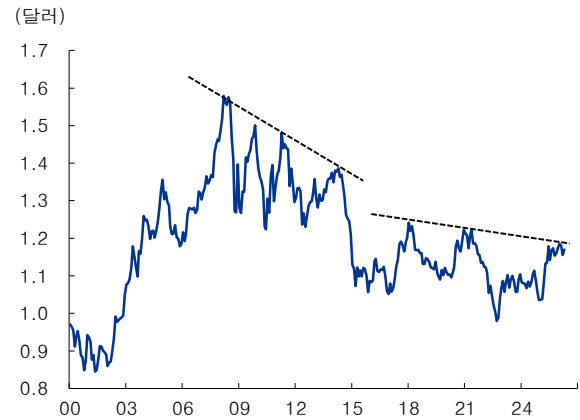
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 71. 2010년 이후, 달러인덱스 추이



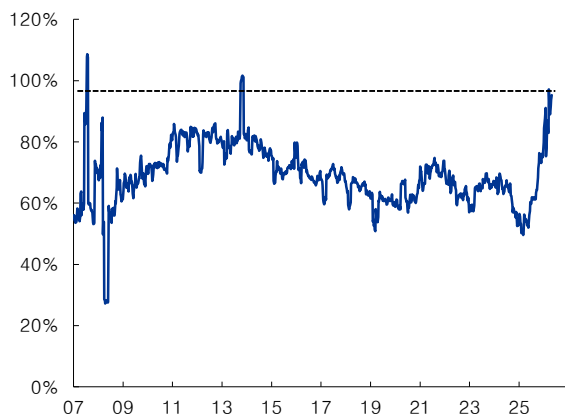
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 72. 2010년 이후, 유로/달러 추이



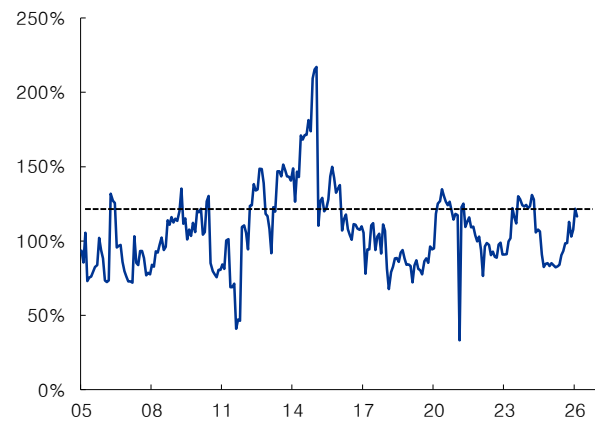
자료: FedWatch, IBK투자증권

그림 73. 신흥국대비 Trailing P/B 상대 수준



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 74. 신흥국대비 Trailing P/E 상대 수준



자료: Bloomberg, IBK투자증권

5. 미국 중간 선거 직전, 불확실성 확대 패턴 주시

4년마다 미국 중간선거가 있는 해에는 글로벌 증시가 전반적으로 변동성을 확대하며 약세 흐름을 보이는 경향이 있다. 실제로 2000년 이후 짝수 해 KOSPI 평균 등락률은 -6%를 기록하며 홀수 해 평균 +25%와 비교해 뚜렷한 차이를 보였다. 이는 중간선거를 앞둔 정책 불확실성과 수급 위축이 시장에 선반영되는 구조로 해석된다.

특히 2025년 KOSPI가 약 +76% 상승하며 큰 폭의 랠리를 보였다는 점을 감안할 때, 시장 참여자들은 하반기 이후 중간선거를 고려한 선제적 차익 실현에 나설 가능성이 높다.

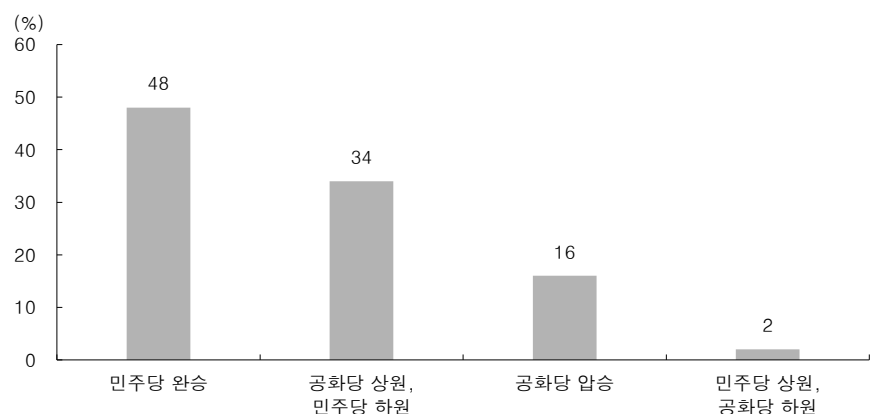
정치 지형 변화 가능성도 부담 요인이다. Polymarket에 따르면 2026년 중간선거에서는 상, 하원 모두 다수당이 민주당으로 바뀔 가능성을 강하게 반영하고 있다. 이는 정책 방향성 변화에 대한 불확실성을 자극할 수 있는 요인이다.

과거 사례를 보면, 중간선거 해에는 KOSPI가 연초 또는 상반기 중 고점을 형성한 이후 하락하는 패턴이 반복적으로 나타났다. 2002년(-10%), 2014년(-5%)은 상고하저 흐름을, 2018년(-17%), 2022년(-25%)은 상저하저 흐름을 보이며 결과적으로 대부분의 경우 연간 기준 하락 압력이 우세했다. 중간선거 해의 코스피 고점은 최근 6번 중 5번이 1~7월에 발생했다.

이는 중간선거 국면에서 정책 기대보다 불확실성이 먼저 반영되고, 이후 경기 및 유동성 변수와 결합되며 하방 압력이 확대되는 구조로 이해할 수 있다.

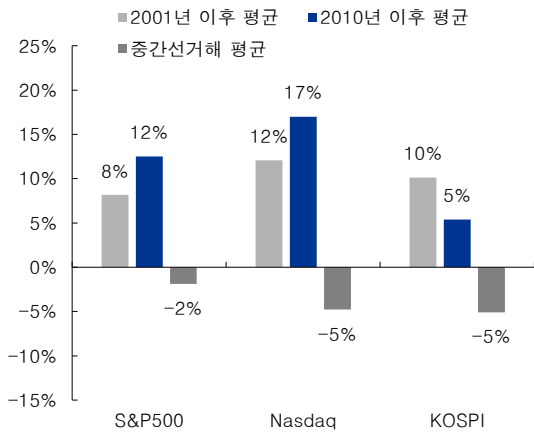
결국 중간선거는 단순 이벤트 리스크를 넘어 수급 및 심리 변화를 유발하는 구조적 변수로 작용할 가능성이 높으며 과거 패턴을 감안할 때 3분기 이후 KOSPI는 고점 형성 후 하락 압력이 점진적으로 확대될 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

그림 75. 예측사이트에 반영된, 미국 중간선거 전망



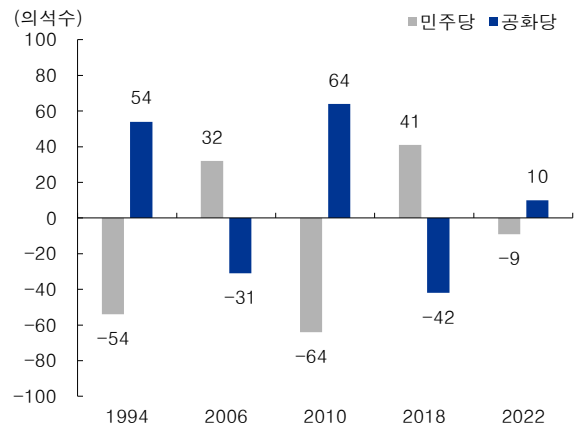
자료: 폴리마켓, IBK투자증권

그림 76. 중간 선거 해, 증시는 평균적으로 부진



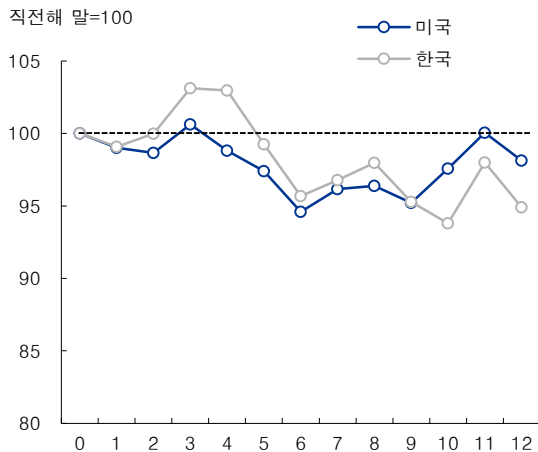
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2000년 이후 Data 분석

그림 77. 최근 5번 하원 다수당 교체 시, 정당별 교체 의석 수



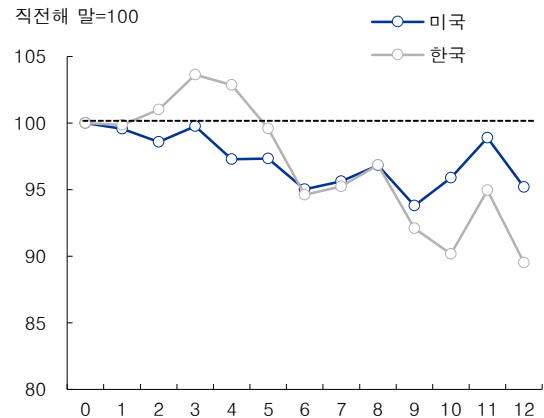
자료: History, Art&Archives United States House Of Representatives, IBK투자증권

그림 78. 00년 후 중간 선거 해, 한미 증시 평균 흐름



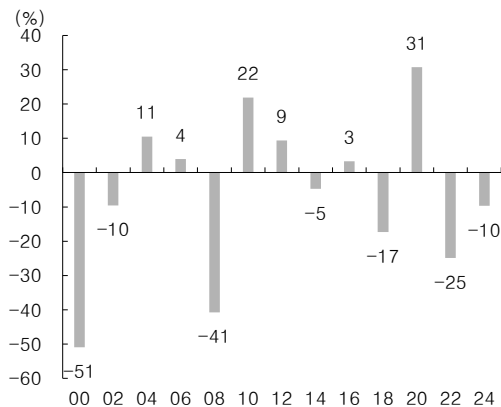
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 79. ⇒ 2010년 제외 시, 흐름



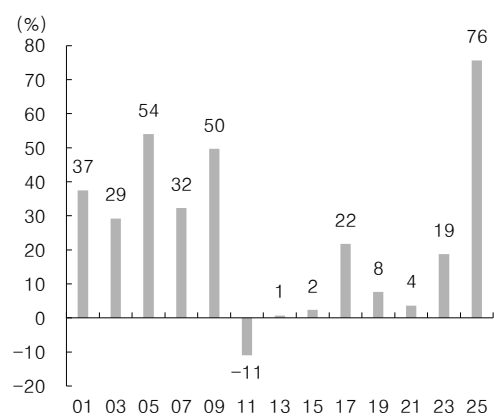
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 80. KOSPI의 출수해 강세, 짝수해 약세의 강력한 순환적 현상
짝수 해 평균 등락률: -6%



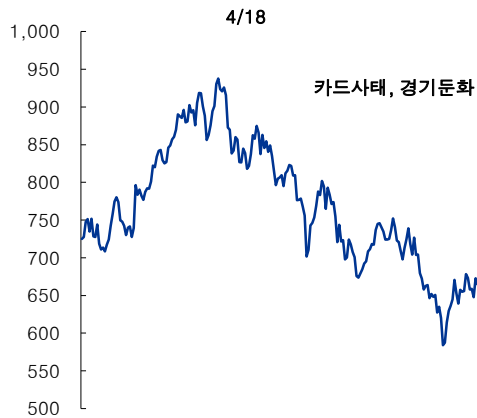
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 짝수 해 차트 내 짙은 수치가 중간선거 해의 등락률

그림 81. KOSPI의 출수해 강세, 짝수해 약세의 강력한 순환적 현상
출수 해 평균 등락률: +25%



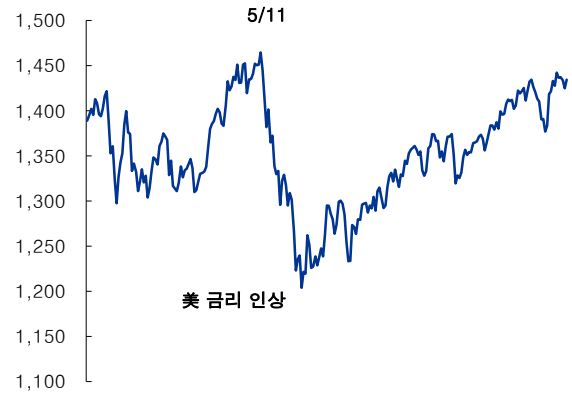
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 짝수 해 차트 내 짙은 수치가 중간선거 해의 등락률

그림 82. 2002년 중간 선거 해 코스피 추이: 상고하저(-10%)



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차트 내 수치는 연중 고점일

그림 83. 2006년 중간 선거 해 코스피 추이: 상저하고(+4%)



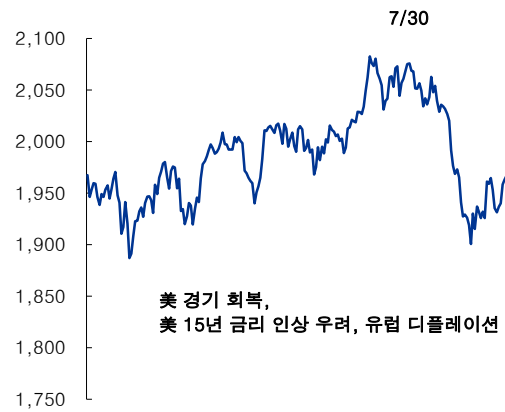
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차트 내 수치는 연중 고점일

그림 84. 2010년 중간 선거 해 코스피 추이: 상동하고(+22%)



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차트 내 수치는 연중 고점일

그림 85. 2014년 중간 선거 해 코스피 추이: 상고하저(-5%)



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차트 내 수치는 연중 고점일

그림 86. 2018년 중간 선거 해 코스피 추이: 상저하저(-17%)



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차트 내 수치는 연중 고점일

그림 87. 2022년 중간 선거 해 코스피 추이: 상저하저(-25%)



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차트 내 수치는 연중 고점일

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		