

'26.9월 금융시장 전망

국내외 주식시장 전망

Executive Summary

'26.9월 금융시장 전망

01 미국 주식시장

- 투자 의견 OW 및 상단 8,300p 유지
- 빅테크의 역할 변화에 기반한 AI 투자 사이클이 기업 이익 증가를 이끌 것
- 빅테크는 자본조달 확대 중 : 금융자본이 빅테크의 CapEx라는 파이프라인을 통해 기업 매출로 연결될 전망
- 이익 증가는 AI 투자 관련 섹터에 집중될 전망 : AI 관련주 아웃퍼폼 전망
- AI 밸류체인 내 하이퍼스케일러 CapEx 증가의 수혜인 반도체, AI 영향에 대한 인식이 개선된 소프트웨어 선호

02 한국 주식시장

- 투자 의견 OW, 완만한 반등 전망. 단기 섹터 로테이션 지속, 중장기 반도체 반등 기대
- 반도체 이익 모멘텀 둔화. 다만 DRAM가격 상승 지속 및 본격 증설 '28년 이후라는 점에서 이익 피크보다는 둔화
- 반도체 외 섹터의 이익 개선: 2차전지, 기계(전력기기), 자동차, 금융 등 이익 모멘텀 확대
- LTA를 통한 이익변동성 축소 및 주주환원 정책은 중기적으로 반도체 중심의 주가상승 원동력으로 작용 기대

Agenda

01 | 미국 주식시장 전망

02 | 국내 주식시장 전망

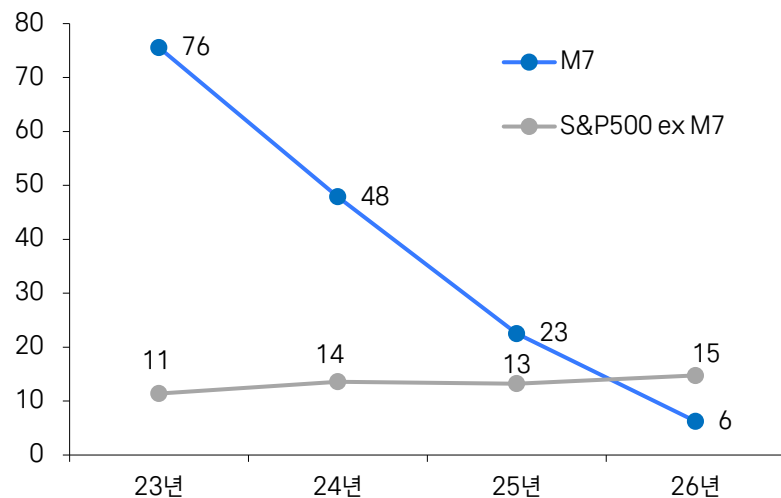
'26.9월 금융시장 전망

미국 주식 전망

빅테크의 역할 변화에 기반한 AI 투자의 이익 사이클

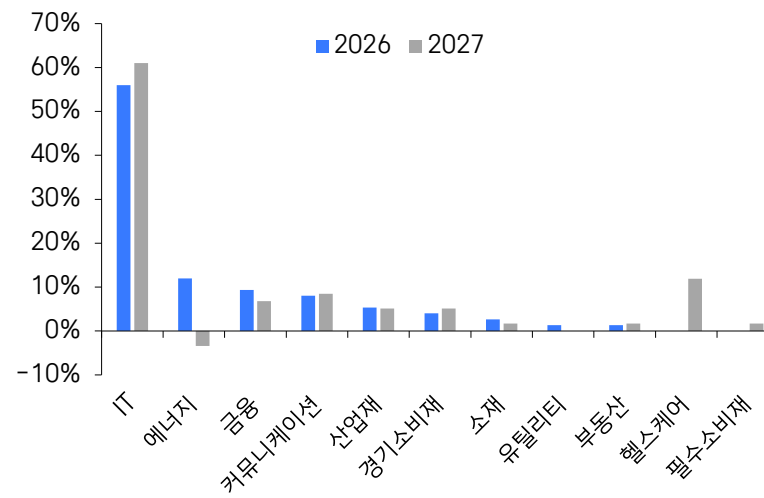
- ~'25년 : 빅테크가 막대한 자본과 기술력으로 높은 마진을 향유. '26년 : CapEx 부담에 빅테크의 재무제표 악화 및 투자 의구심 확대
- 빅테크의 자본조달력은 견고 : 글로벌 금융자본이 빅테크의 CapEX라는 파이프라인을 통해 반도체/산업재 등 기업 매출로 연결될 것
- 이익 증가는 AI 투자 관련 섹터에 집중될 전망 : '27년에도 S&P500 이익 증가 중 IT 기여율이 압도적 → AI 관련주 아웃퍼폼 전망
- 다만, 단기적으로는 중간선거 전 불확실성과 높은 금리 부담 존재 : 8~9월은 유망 기업을 담아가는 시기로 활용

(% YoY) M7과 S&P500 나머지 493개 기업 주가수익률



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 8월 25일 종가 기준

연도별 S&P500 이익 증가의 섹터별 기여율



자료: GS, FactSet, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 구글, 아마존의 일회성 이익은 조정

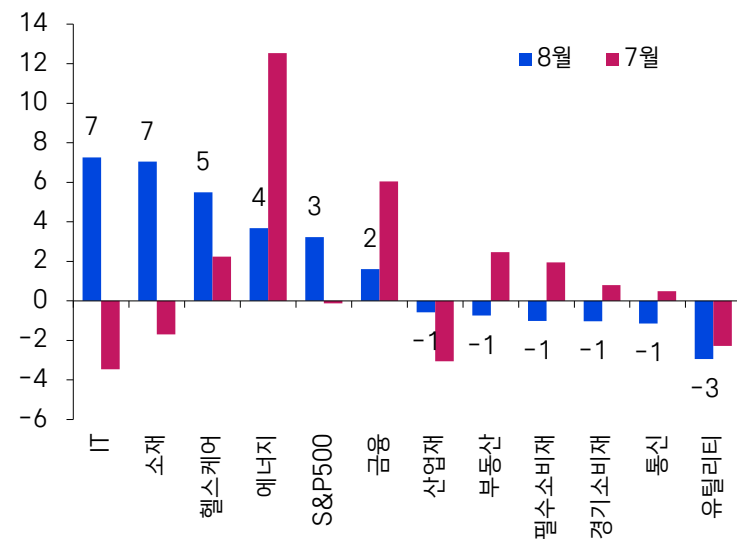
[리뷰] 섹터 로테이션

'26.9월 금융시장 전망

8월 : IT, 반도체로부터의 순환매 지속

- IT 반등. 소재 · 헬스케어 · 에너지 등 강세
- AI 인프라는 소폭 반등에 그쳤고, 소프트웨어 · AI헬스케어 등 응용 부문의 강세가 두드러졌음

S&P500 섹터별 수익률



AI 내 주요 섹터별 수익률



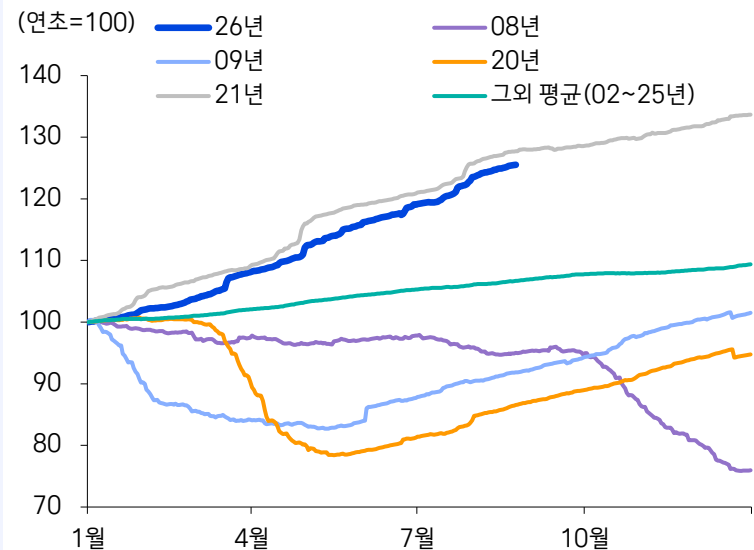
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 27일 종가 기준

증시 펀더멘탈 양호

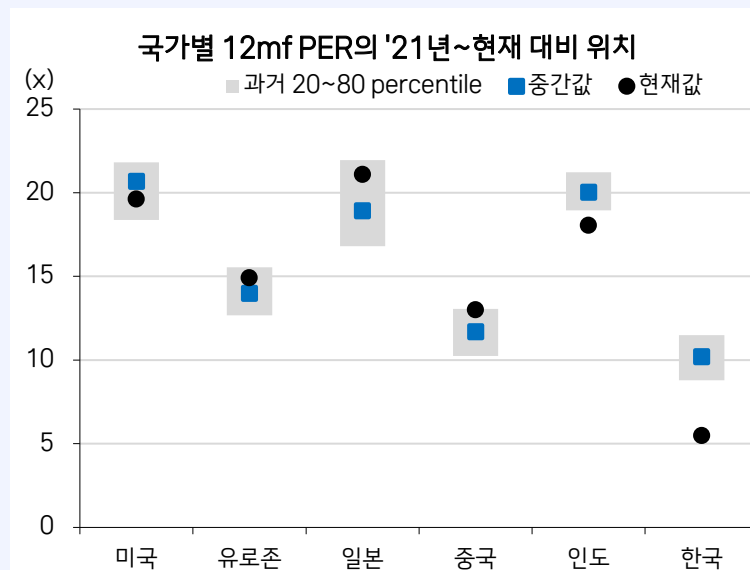
'26.9월 금융시장 전망

빠른 이익 상향과 비싸지 않은 밸류에이션 : 미국 비중확대 유지

- [이익] 올해 EPS 컨센서스 상향 속도는 과거보다 빠름 ('02년 이후 연초대비 12mf EPS 상향 속도는 '21년에 이어 2위)
 - 6~7월 주가 조정기에도 이익 상향은 꾸준히 지속됨
- [밸류에이션] 미국 12mf PER은 19.6배로 '21년 이후 중간값(20.7배)보다 낮음
 - 타 선진국은 현재 PER이 과거 중간값보다 더 높음 : 미국의 상대적 밸류에이션 매력 존재



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



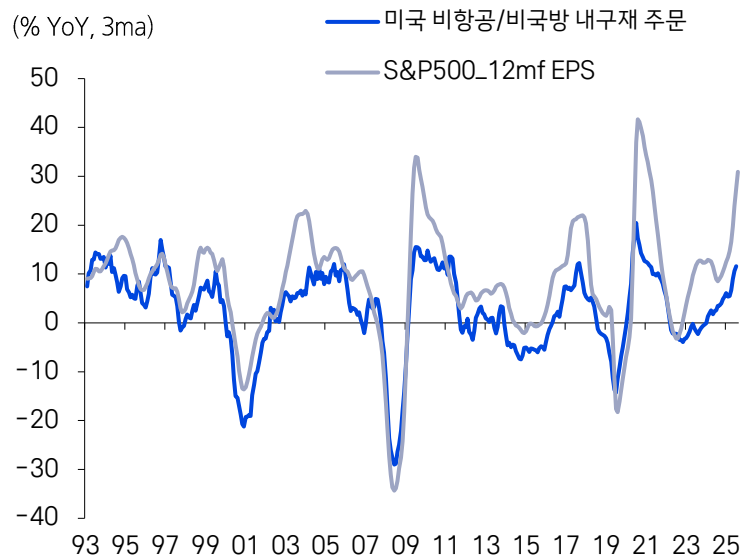
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 27일 종가 기준

증시 펀더멘탈 양호

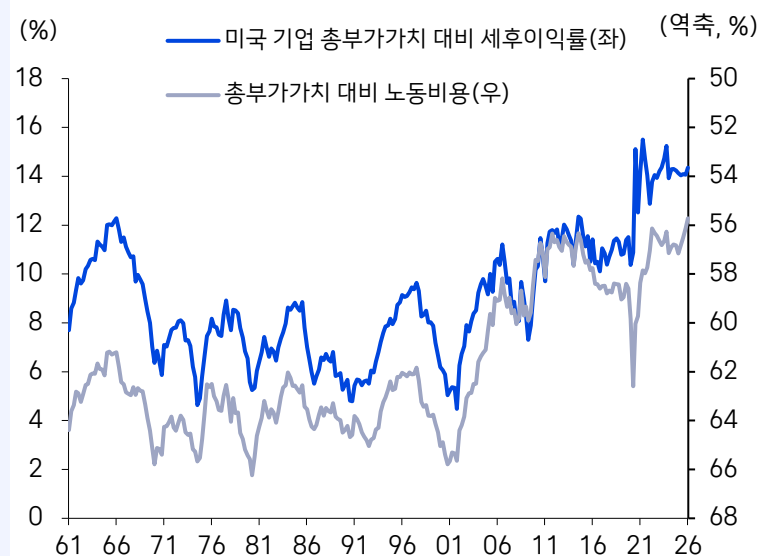
'26.9월 금융시장 전망

중기적 이익 상향 요인 : AI 투자사이클 & 노동비용 부담 축소

- AI 투자사이클은 기업이익 증가의 핵심 드라이버
 - 기업이익은 투자(비항공/비국방 내구재 주문)와 유사한 흐름 : 투자 → '자본재 기업 매출 ↑' & '가동률 ↑' & '생산성 ↑'
- 노동비용 부담 축소는 높은 이익률을 지지하는 요인 중 하나
 - 노동시장의 초과 수요 해소 & 임금상승률 둔화, 장기적으로는 자동화 및 소프트웨어 도입, 슈퍼스타 기업의 부상 등에 기인



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



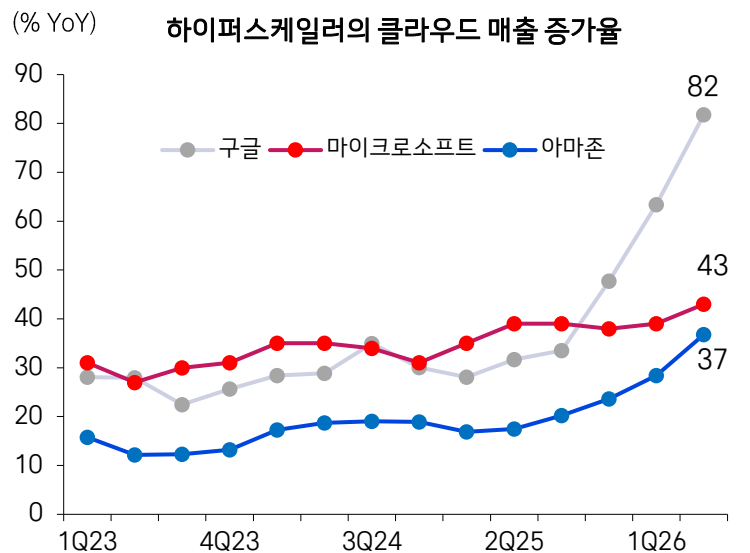
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 총부가가치 = 매출 - 중간투입물 비용

AI 관련 섹터 실적 호조

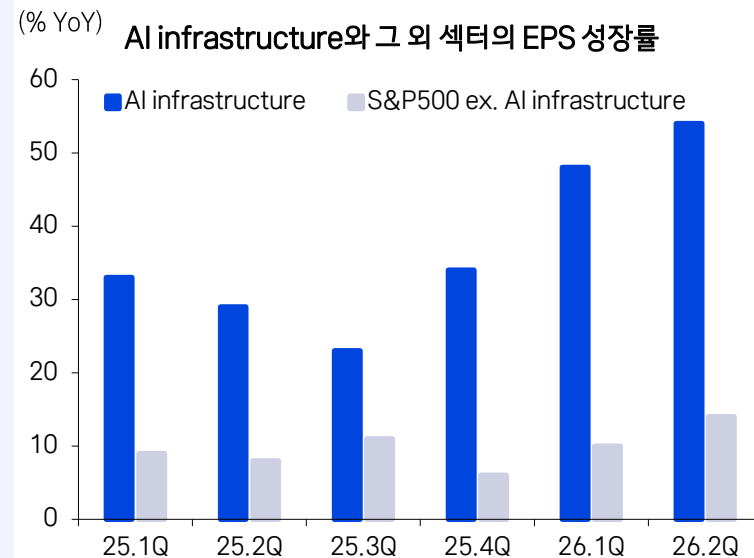
'26.9월 금융시장 전망

실적 시즌을 통해 AI 관련 섹터에 대한 우려 완화 : AI 관련 섹터 선호

- 기업이 AI 투자로 돈을 벌 수 있느냐는 우려가 있었으나, '26.2Q 실적 발표를 통해 관련 우려는 상당 부분 완화
 - 하이퍼스케일러의 클라우드 매출 증가율 가속화 → CAPEX 투자 증가 → 반도체 등 연관 산업 성장
 - 하이퍼스케일러의 투자는 자사에 단기적으로 비용 부담이나, 관련 섹터의 매출과 이익의 원천으로 작용
- '26.2Q 실적에서 AI 인프라 관련주와 타 섹터 간 이익증가율 격차 확대 → AI 관련 섹터의 상대적 우위 강화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 에너지 제외

AI 자금 조달 변화

'26.9월 금융시장 전망

하이퍼스케일러 : 당분간 자금 조달 다변화를 통한 CapEx 투자 확대 가능

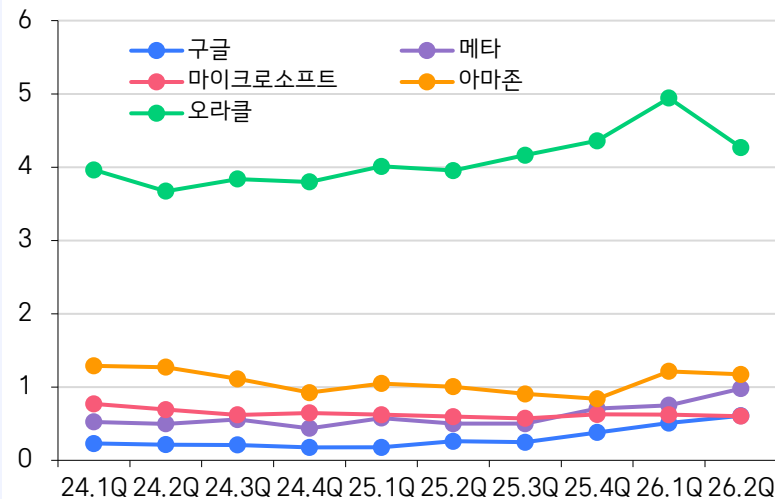
- 하이퍼스케일러들은 잉여현금흐름이 감소하면서 대규모 CapEx 투자를 위해 조달처를 넓혀가고 있음
 - 일반 공모 회사채뿐만 아니라 사모채, 은행 대출, 사모 대출 등으로 확대. SPV 통한 부외조달 방식도 활용
- 낮은 초기 레버리지, 강한 이익 창출력, 대규모 외부 조달 능력 등으로 당분간 CapEx 투자 확대는 감내 가능할 전망
 - 단, FCF 악화와 부채여력 소진이 진행되는 만큼, 중장기 투자 지속성은 AI 투자 수익화에 따른 현금흐름 회복 여부가 관건

26~28년 전세계 데이터센터 자본지출의 자금 원천 추정

	(조 달러)
Equity capital	1.46
Private credit	0.70
IG corporate bond	0.65
ABS, CMBS	0.20
HY corporate bond	0.15
Loans	0.05
Total	3.21

자료: Morgan Stanley, 삼성자산운용 투자리서치센터

(배) 하이퍼스케일러 Total Debt / EBITDA



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

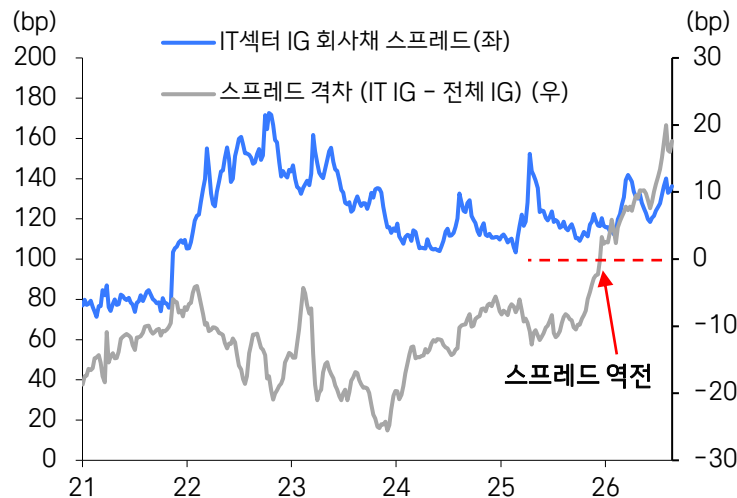
AI 자금 조달 변화

'26.9월 금융시장 전망

시장의 금리 부담 가중, 하이퍼스케일러 밸류에이션 확장을 제한

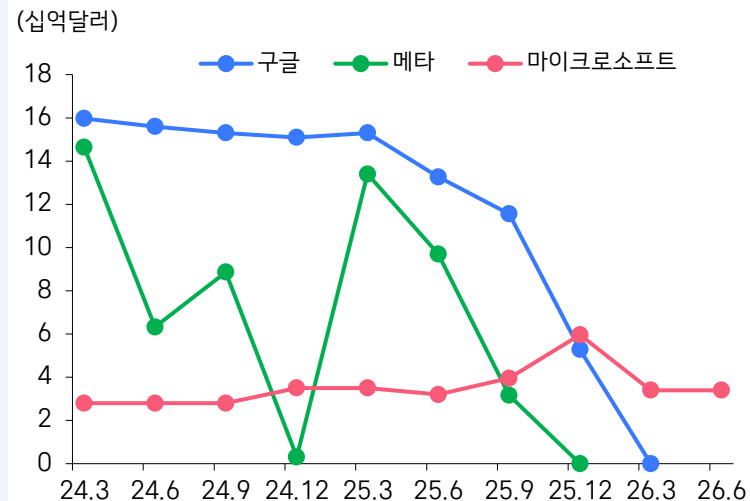
- 하이퍼스케일러의 대규모 CapEx 투자 및 자금 조달은 금융시장에 부담으로 작용 중
 - 작년말 IT 섹터의 IG 회사채 스프레드는 전체 IG 스프레드를 역전한 후 그 격차 확대 : 회사채 및 국채 금리 상방 압력
- 또한, 하이퍼스케일러의 밸류에이션 확장을 제한하는 요소
 - 주주환원 축소에 따른 주가 상승 동력 약화 : 구글, 메타 자사주 매입 중단 & 구글 주식 발행

IT 섹터의 IG 회사채 스프레드가 더 커짐



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

하이퍼스케일러 자사주 매입 규모



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI 자금 조달 변화

'26.9월 금융시장 전망

엔비디아의 파이낸싱 플랫폼 : Neocloud 등의 투자 증가에 기여

- 8/10, 엔비디아는 6개 금융사와 AI Compute Infrastructure Financing Platforms 설립을 발표
- 엔비디아의 AI compute 구매자에 \$5000억 이상 외부 자본 조달을 지원하는 플랫폼. 엔비디아는 일부 거래에 25%까지 backstop
- 단, 개별 딜마다 다른 형태의 구조가 설계되며, 엔비디아의 backstop도 통일된 방식은 아님
- 영향 : 엔비디아 AI compute에 대한 투자가 기업의 Balance Sheet을 넘어 외부 금융시장까지 확대 → 투자 증가에 기여
 - Neocloud, AI lab 등 수혜. 단, 자체 조달이 비교적 수월한 하이퍼스케일러는 긍정적 영향 제한적

	기존 하이퍼스케일러 SPV	기존 엔비디아 직접 금융 지원	엔비디아 + 6개 금융사 플랫폼
주도자	하이퍼스케일러	엔비디아	엔비디아 + 6개 금융사
대상	특정 데이터센터 프로젝트	엔비디아 제품 구매를 원하는 특정 고객	엔비디아 compute 구매 수요 전반
(구체적)	(하이퍼스케일러)	(특정 AI/Neocloud 사업자)	(AI lab, Neocloud, 기업, 정부 등)
자금 제공자	은행, 채권시장, PE, 인프라펀드	엔비디아	광범위한 금융 플랫폼
엔비디아 역할	장비 공급자	장비 공급자, 자금 제공자	장비 공급자, 금융 플랫폼 설계/연결, 잠재적 리스크 셰어링
순환금융 논란	낮음	높음	상대적으로 낮추려는 구조(금융사가 독립적으로 underwriting)
목표	특정 데이터센터 자금 조달	특정 고객의 GPU 구매능력 지원	AI compute 기반 금융시장의 확대

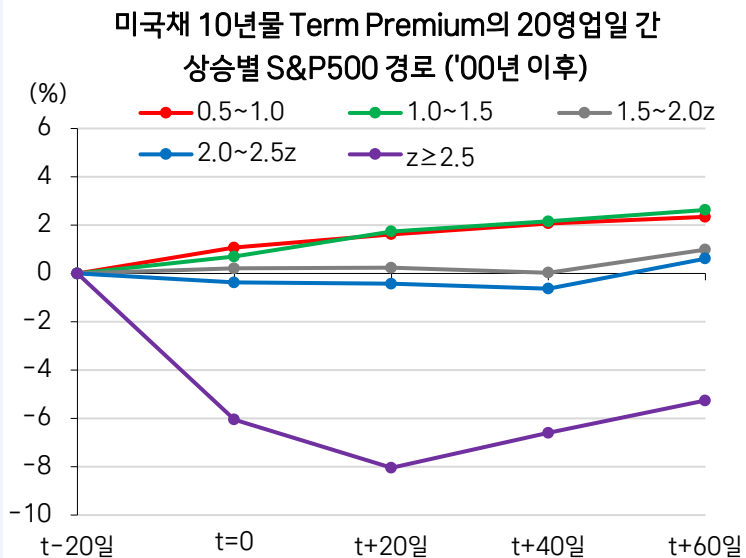
자료: 언론 보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

금리(Term Premium) 상승의 영향

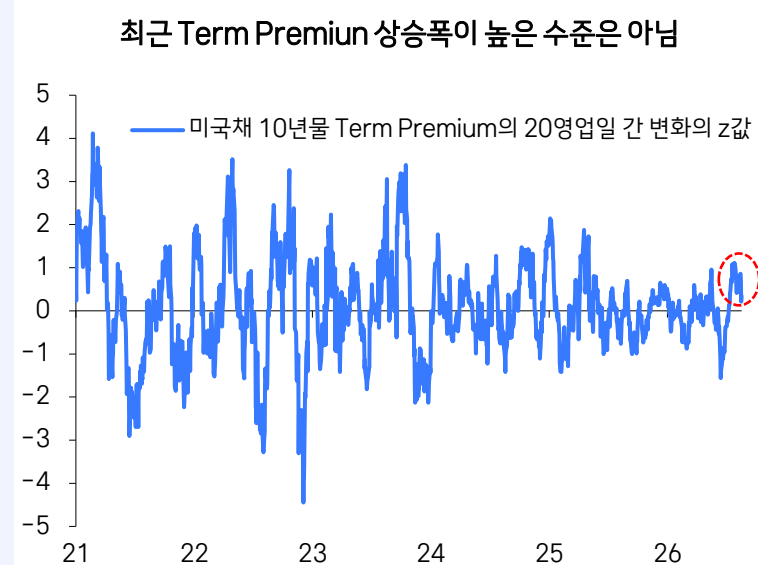
'26.9월 금융시장 전망

금리 상승의 주가 부담은 장기화하지는 않을 전망

- 최근 장기물 금리가 Term Premium 주도로 상승하면서 테크 섹터 중심으로 주식시장에 하락 압력으로 작용
- 기업 투자가 집중되는 시기이고 금리 레벨이 높아 주가의 금리 민감도가 높을 수 있으나, 향후 금리 안정에 따른 부담 완화 예상
- 2000년 이후 미국채 10년물 Term Premium이 20영업일 간 2표준편차 이상 상승 시 TP 상승기 및 그후 20일간 주가 하락 압력
 - 그러나 8/20 기준 TP 상승폭은 0.35 표준편차 수준. 최근 고점은 7/29의 1.11 표준편차



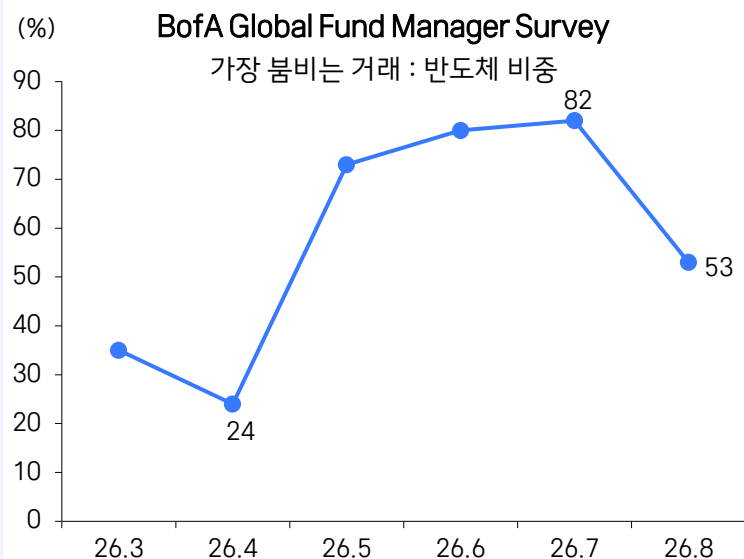
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: TP 상승폭 기준은 t=0 시점



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: z값은 과거 5년 window로 계산

반도체 : 쏠림 경감 & 밸류에이션 매력적 구간

- 반도체는 여전히 가장 붐비는 거래이지만, 주가 하락을 거치면서 붐비는 정도가 축소됨
 - BofA Survey 기준, 반도체의 Crowded 정도 : 7월 82% → 8월 53%
- 반도체의 상대 밸류에이션 부담 완화됨 : 필라델피아 반도체지수와 S&P500 간 12mf PER 격차 축소
- 이익 증가 추세는 꺾이지 않았음. 하이퍼스케일러의 CapEx 증가에 따른 수혜 가시성 높다고 판단



자료: BofA Global Fund Manager Survey, 삼성자산운용 투자리서치센터



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 27일 종가 기준

소프트웨어

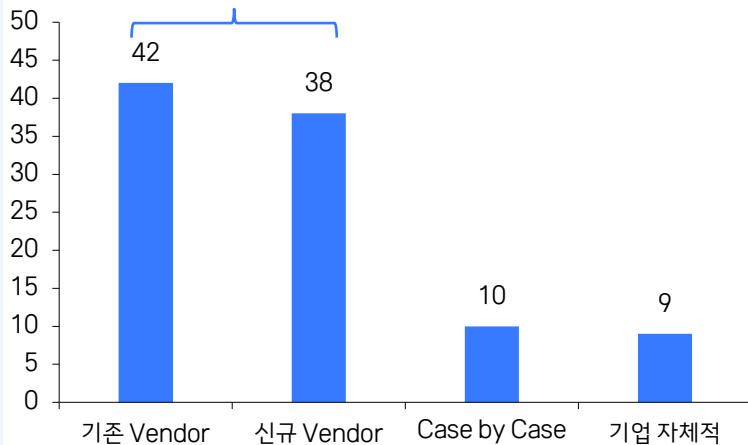
'26.9월 금융시장 전망

소프트웨어 : 과도했던 우려는 완화. 최근 상승에도 불구하고, 밸류에이션 매력 존재

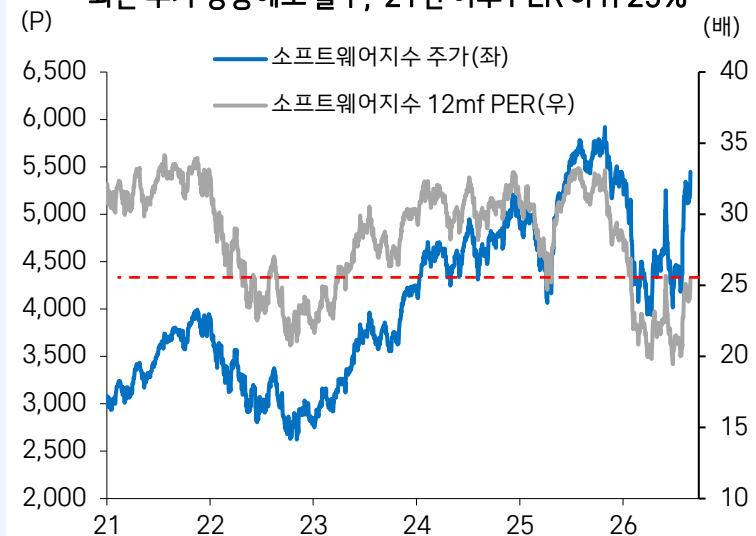
- 2분기 실적 발표를 통해 AI가 기존 소프트웨어를 대체하기보다, 기존 플랫폼을 통한 기업 AI 도입을 촉진한다는 기대 확산
 - 고객사 AI 도입의 91%가 외부 구매를 통해 이루어지며 자체개발은 9%에 불과 : 소프트웨어 업체 매출로 연결
- 최근 소프트웨어 주가 상승에도 불구하고 12mf PER은 '21년 이후 하위 25% 수준으로 밸류에이션 매력 존재
- 차별적 수혜 기업 : System of Record(특정 데이터의 공식 원천 역할을 하는 시스템) 지위, 독점 데이터 보유, 비좌석 과금 전환 가능 기업

기업의 AI 도입 방식 서베이

(%) 소프트웨어 업체 매출로 연결



최근 주가 상승에도 불구하고, '21년 이후 PER 하위 25%



자료: Info-Tech, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 주로 북미지역 기업의 의사결정자 대상 서베이

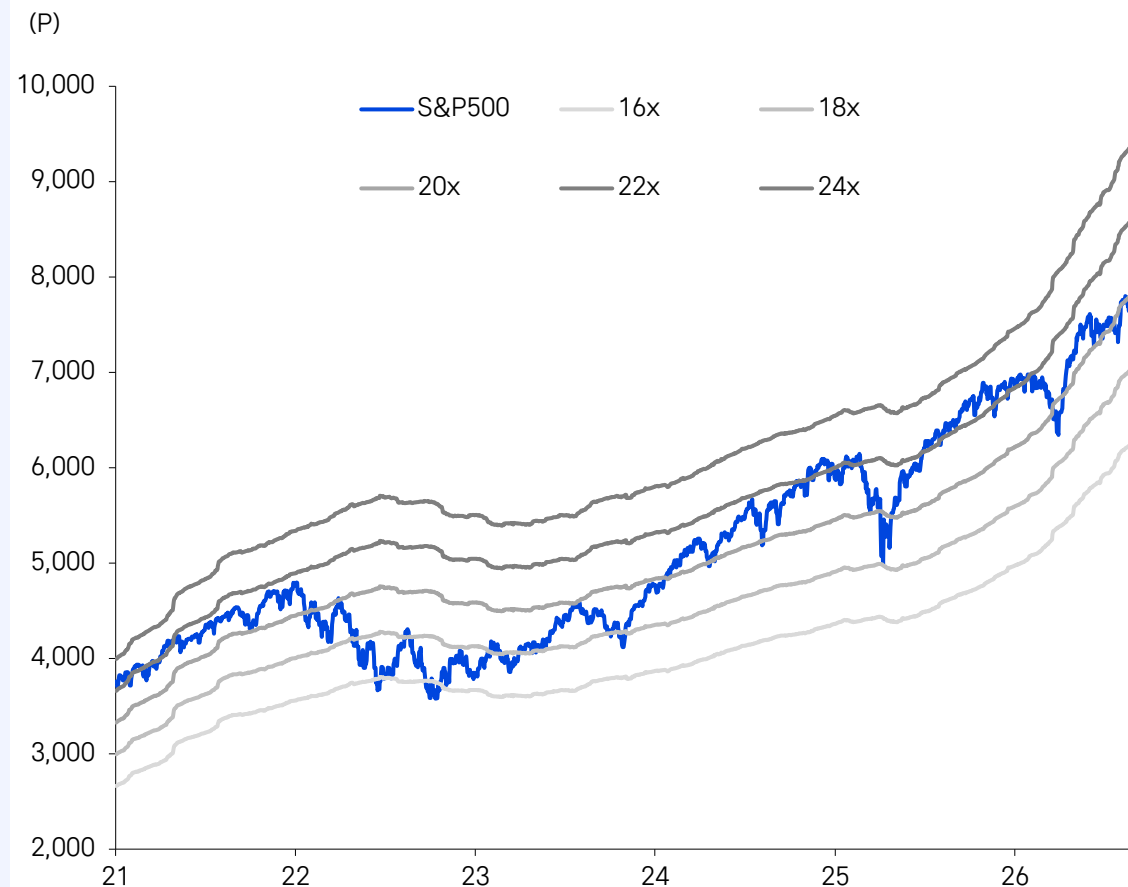
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 27일 종가 기준

미국 연간밴드 6,340 ~ 8,300pt

'26.9월 금융시장 전망

연간 밴드: 6,340~8,300pt

- 미국증시 투자 의견 OW 유지
- 2분기 실적 시즌으로 AI 수익화 우려 완화
- AI 투자 사이클에 힘입은 양호한 이익 증가 전망
- 12mf PER 19.6배 < '21년 이후 평균 20.7배



자료: Datastream, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 27일 기준

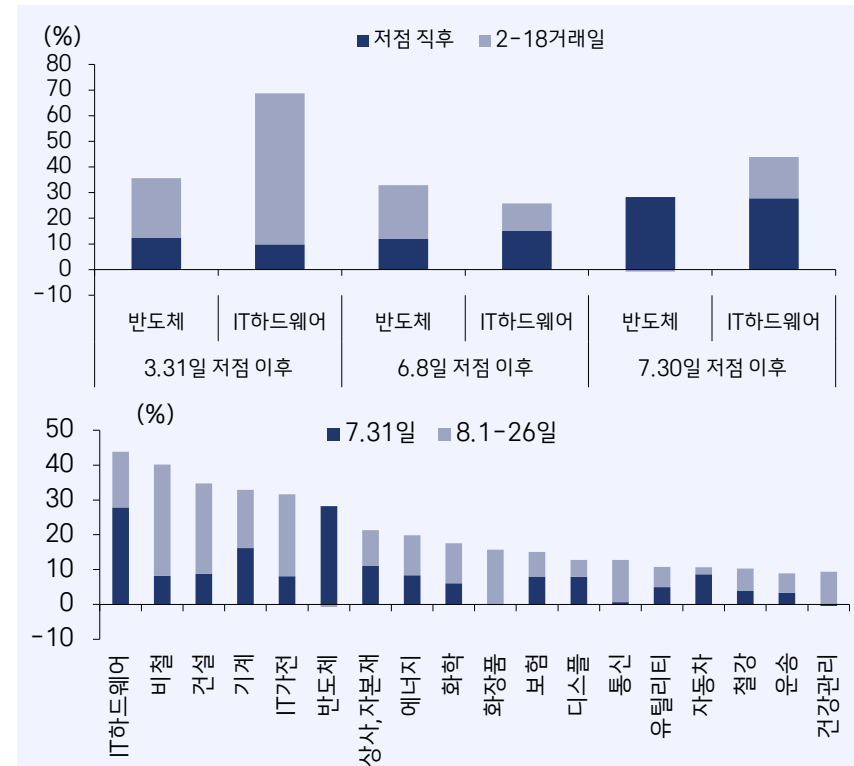
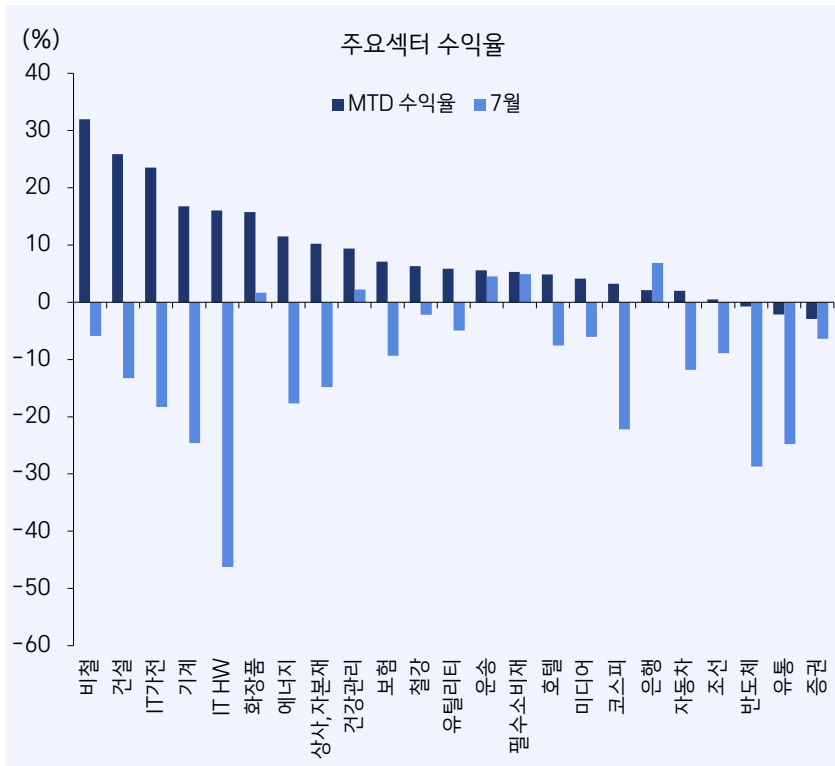
'26.9월 금융시장 전망
한국 증시 전망

[리뷰] 지수는 횡보하는 가운데 로테이션

'26.9월 금융시장 전망

반도체 8월에도 지속 조정, 섹터 로테이션

- IT하드웨어 및 IT가전(2차전자), 기계 등은 7월 조정 후 급반등 했으나, 반도체는 8월에도 추가 조정



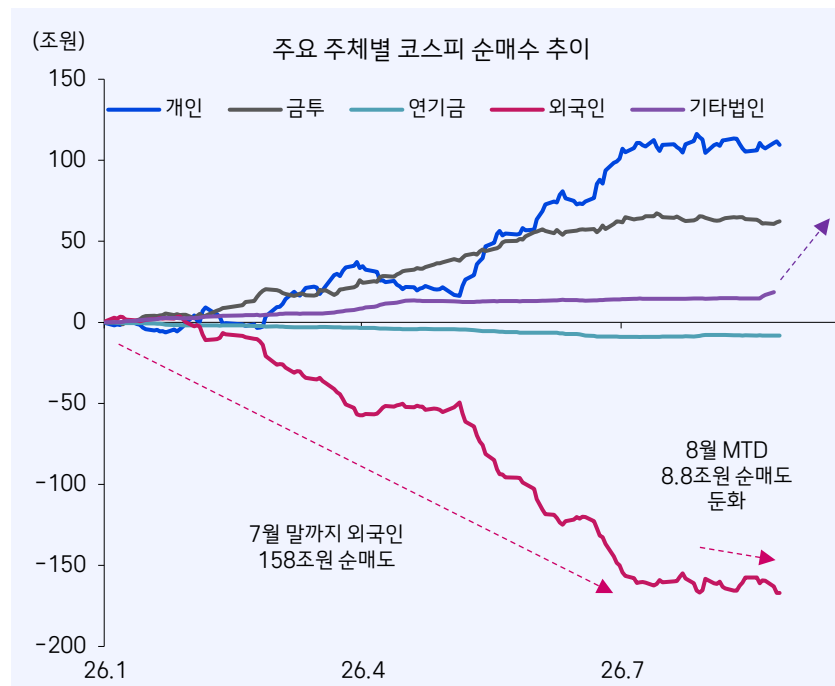
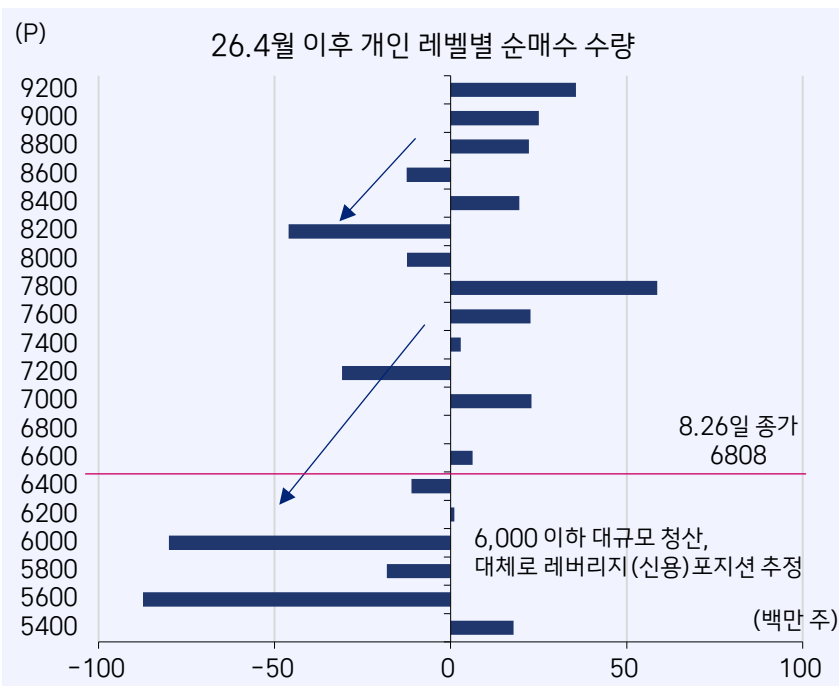
자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준, 6.8일 저점 이후 수익률은 6.22일 고점까지 수익률

개인의 부재가 만들어 낸 차이 과거 V자 반등과의 차이

'26.9월 금융시장 전망

단기간 수급 측면에서의 V자 반등 기대 요소는 제한적

- 7.30일 신용융자 잔고 중심의 포지션 청산 이후, 적극적인 개인 순매수 전환 기대하기 어렵다고 판단
- 외국인은 동 기간 8.8조원 순매도. 순매도 속도는 둔화했으나(7월말까지 월평균 -22.6조) 추세 전환 시그널은 제한적
- 반도체 주주환원 및 임직원 성과급 지급용 자사주 매입에 기타법인 순매수 확대는 수급 하방 역할 기대



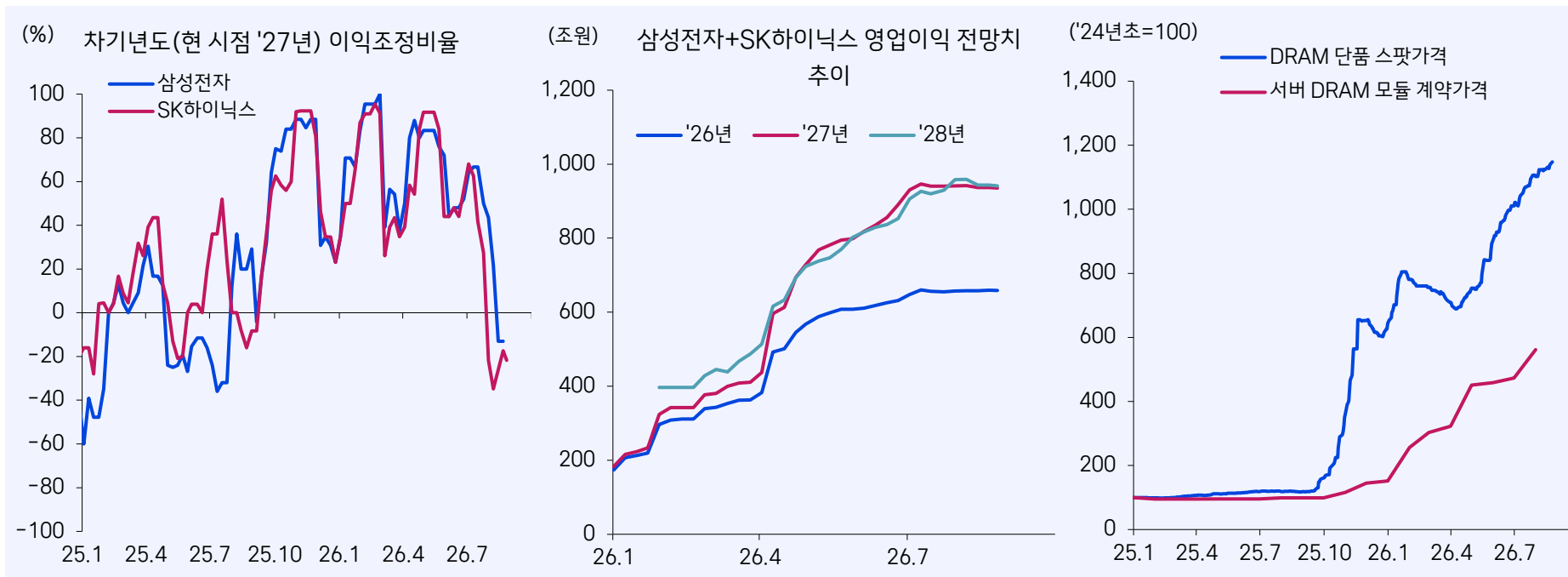
자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준

반도체 이익 모멘텀 둔화

'26.9월 금융시장 전망

8월 들어 반도체 이익조정 비율 마이너스 전환

- 이익 하향조정 애널리스트 숫자 우세. 다만 1)이익 조정 폭은 크지 않고, 2)DRAM 스팟 가격 지속 상승 및 2)본격적인 증설 효과 '28년 이후 반영되는 점을 감안, 이익 피크보다는 둔화 구간이라는 진단



자료: Quantiwise, 삼성전자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준

반도체 섹터 외에서의 이익 모멘텀 개선

'26.9월 금융시장 전망

IT가전(2차전자), 기계, 자동차 등 이익 모멘텀 확산

- 연초 반도체 섹터 중심으로 상향조정 되어 왔던 올해 이익전망치가 다른 섹터로 확산
- 반도체 외 섹터의 이익 모멘텀 개선에 따라 주가 상승 확산 기대

코스피 주요 섹터 '27년 이익전망치 수정비율(%, 4주 전 대비) 및 연간 이익성장률 전망치

	코스피	반도체	상사, 자본재	은행	자동차	기계	건강관리	IT가전	조선	보험	IT하드웨어	소프트웨어
2026-01-30	29.7	74.0	1.7	0.8	0.1	0.2	0.8	-7.4	3.9	-3.0	9.4	-2.3
2026-02-27	9.4	16.7	0.4	2.5	-2.0	0.9	-1.5	-2.4	8.0	-1.3	1.6	1.9
2026-03-27	6.8	11.4	1.8	0.6	0.1	0.3	0.3	2.0	1.7	-4.0	3.9	1.0
2026-04-24	38.4	64.3	-1.1	1.1	0.4	4.9	2.2	1.9	-1.6	0.3	5.8	-1.0
2026-05-29	8.6	10.9	0.7	-0.2	0.6	2.5	1.5	-3.7	4.9	19.5	14.0	-0.6
2026-06-26	8.4	11.2	0.9	0.1	-0.4	0.7	0.0	0.0	-0.3	6.0	-3.9	0.3
2026-07-31	1.4	1.2	1.3	0.8	-0.4	3.0	-0.5	3.0	1.8	2.6	18.1	-0.5
2026-08-07	0.1	-0.4	1.2	0.7	-0.8	8.1	-1.3	0.4	5.8	2.7	11.2	-0.8
2026-08-14	0.1	-0.4	1.5	0.7	0.8	8.2	-0.9	0.7	6.5	14.1	10.4	-1.6
2026-08-26	0.3	-0.3	5.1	0.5	2.2	4.7	-1.3	1.5	6.6	12.5	0.1	-1.1
26년 이익증가율	222.6	604.5	35.8	11.7	3.3	46.0	17.5	흑전	81.5	4.2	120.7	10.4
27년 이익증가율	32.8	41.0	18.5	5.7	13.1	25.4	19.7	78.9	8.0	36.7	63.9	16.0

자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준

LTA 확대로 이익변동성 축소 기대

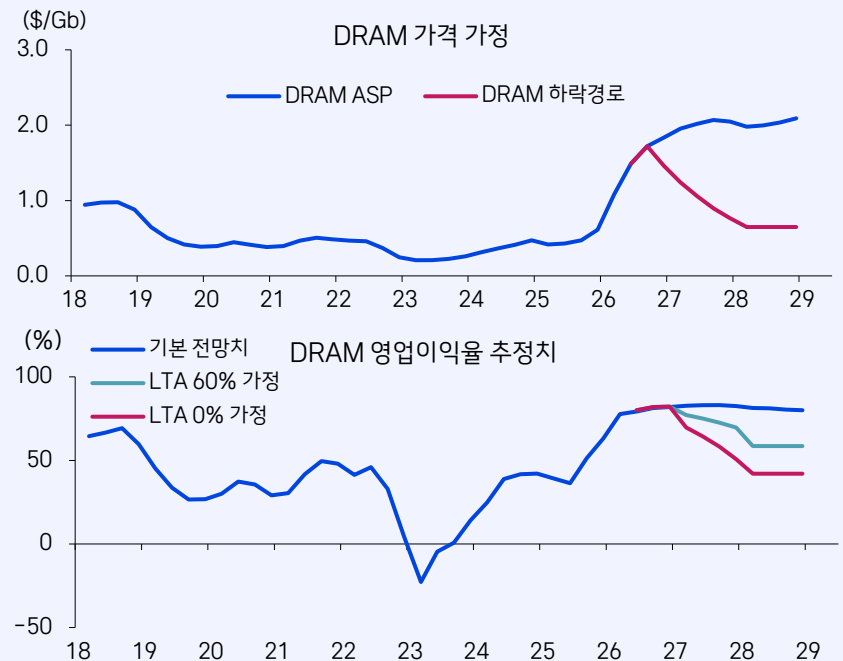
'26.9월 금융시장 전망

다운 사이클 시, 이익율 방어 전망

- 과거 반도체 다운사이클에서 DRAM가격 약 -60% 하락. LTA 물량이 제한적이던 시기 영업이익 하락 폭도 유사하게 -60%p
- '27년 이후 물량의 50% 이상이 LTA에 할당될 것으로 예상되는 만큼, DRAM 가격변동 대비 영업이익 하락폭 제한될 전망

DRAM 가격변동 및 LTA 물량비중 변화에 따른 메모리 영업이익율 변화

'26년 OPM 75% 기준		LTA 물량					
		0%	20%	30%	50%	70%	90%
DRAM 가격 변동	20%	79.2%	78.3%	77.9%	77.1%	76.3%	75.4%
	10%	77.3%	76.8%	76.6%	76.1%	75.7%	75.2%
	0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
	-10%	72.2%	72.8%	73.1%	73.6%	74.2%	74.7%
	-20%	68.8%	70.0%	70.6%	71.9%	73.1%	74.4%
	-30%	64.3%	66.4%	67.5%	69.6%	71.8%	73.9%
	-40%	58.3%	61.7%	63.3%	66.7%	70.0%	73.3%
	-50%	50.0%	55.0%	57.5%	62.5%	67.5%	72.5%
	-60%	37.5%	45.0%	48.8%	56.3%	63.8%	71.3%
	-70%	16.7%	28.3%	34.2%	45.8%	57.5%	69.2%
	-80%	-25.0%	-5.0%	5.0%	25.0%	45.0%	65.0%



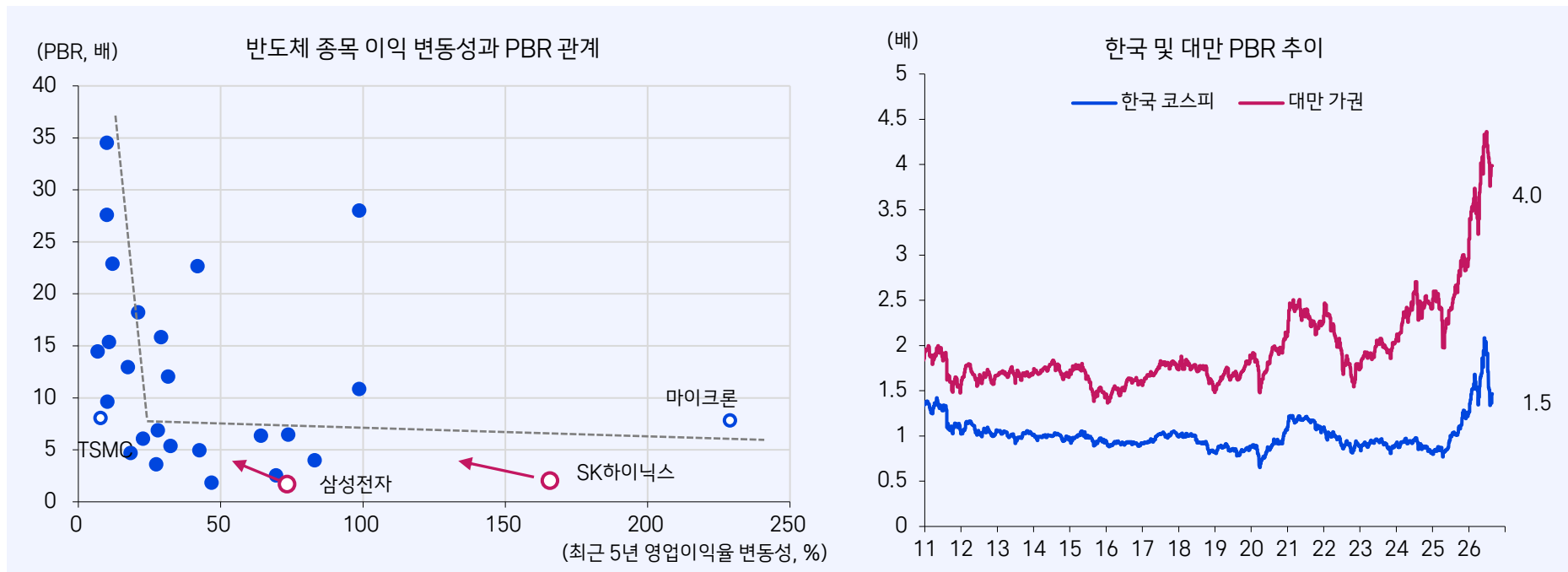
자료: Morgan Stanley, Goldman Sachs, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준

이익 안정화에 힘입은 밸류에이션 재평가 기대

'26.9월 금융시장 전망

주요 피어 대비 저평가 해소 기대

- 기업 이익의 변동성과 PBR 음(-)의 상관관계. 주요 피어인 마이크론 및 TSMC 대비 삼성전자 및 SK하이닉스 저평가
 - 지배구조 및 투자접근성 등 다른 디스카운트 요인도 작용하겠으나, 이익 변동성 축소에 따른 밸류 개선 기대
- * 마이크론 연초 대비 이익변동성 -70%p, PBR 4.1 → 7.8배. 동기간 삼성전자 1.64 → 1.76, SK하이닉스 2.68 → 2.1배



자료: Quantiwise, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준

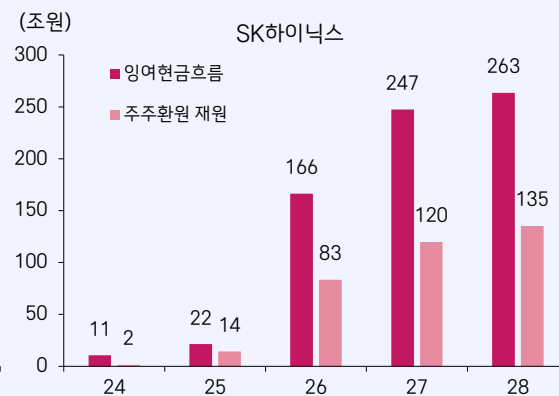
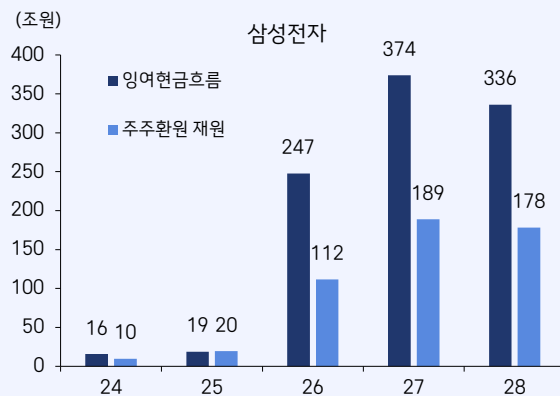
반도체 주주환원 기대감 확대

'26.9월 금융시장 전망

'26년 주주환원 약 150조원 + 추가 자사주매입 38조원 기대

(조원, %)	삼성전자	SK하이닉스
자사주 매입 (유통주식 수 대비 %)	27.6 (0.51)	50.7 (4.10)
- 임직원 성과급 (세후 예상치)	27.6	10.7
- 자사주 소각 (주주환원, 공시기준)	-	40.0
특별배당 (주주환원, 연간 예상치)	100	-
정기배당 (주주환원, 연간 예상치)	10	1
주주환원 수익률 %	6.54	4.19

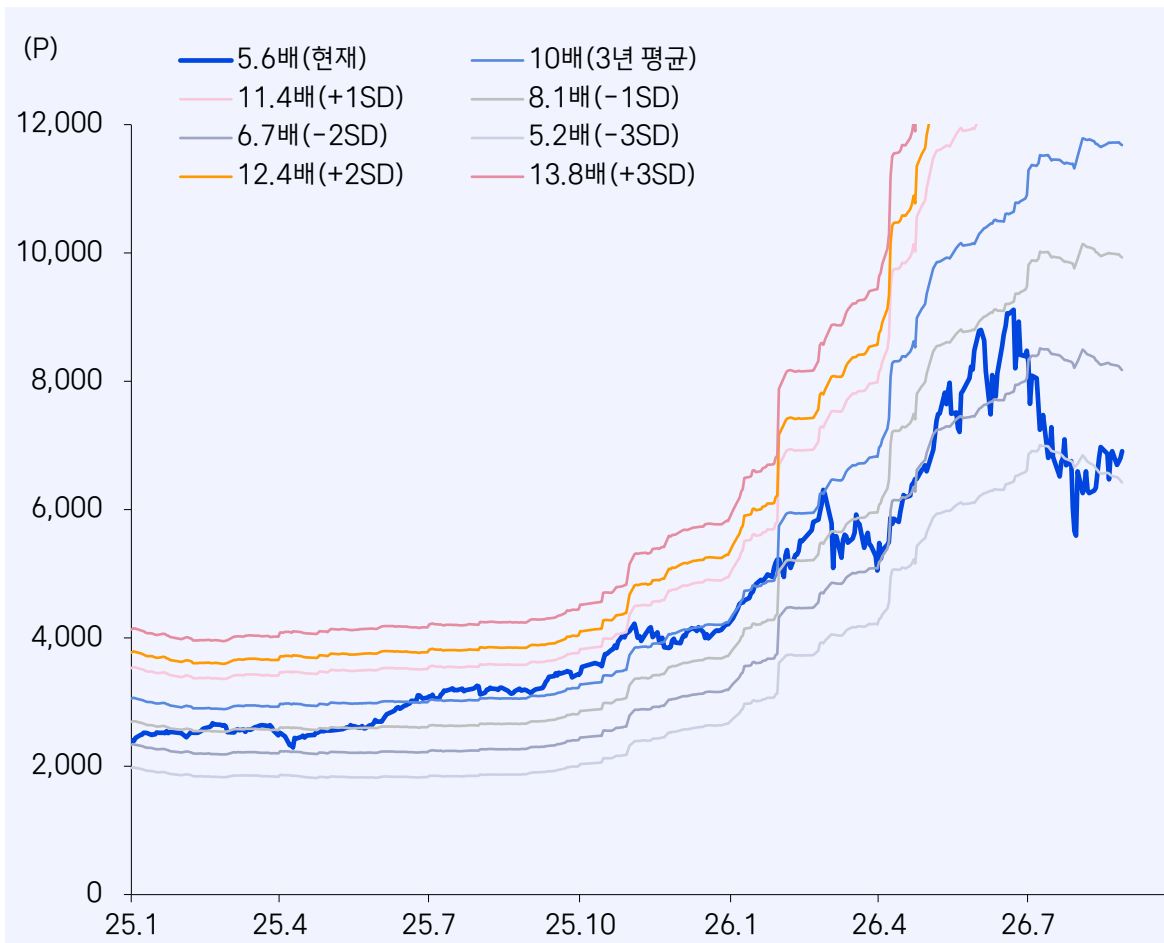
- 반도체 주주환원 정책 확대 발표
 - 삼성전자 주주환원 90~110조원
3분기 특별배당 30조, 나머지 '27.1월 최종 확정
자사주매입 언급 없음
 - SK하이닉스 주주환원 40조원. 자사주 매입 & 소각
자사주 매입 8.20~11.19일 예정
- SK하이닉스의 경우, 올해 잉여현금흐름
예상치 감안, 주주환원 재원 추가 43조 여력
- 두 회사 모두 임직원 성과급의 일부를
자사주로 지급할 예정으로써 자사주 장내
매수에 따른 추가적인 가격 상승 기대
 - 삼성전자 임직원 성과급을 위한 15조원 자사주
매입 공시 (8.24~11.21일)
- 공시기준 3개월 간 일평균 8,670억원 매수 필요
- '27~8년 주주환원 금액 점진 확대 예상



자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.26일 기준

한국 증시에 대한 비중확대 의견 유지

'26.9월 금융시장 전망



자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.27일 기준

연말까지 전고점(9,114p) 회복기대

- 한국증시 투자 의견 OW 유지
 - 현 PER은 과거평균치의 -3표준편차(5.2배)를 소폭 상회하는 5.6배 수준
 - ① 반도체 수출 완화 및 장기공급계약에 따른 이익 변동성 완화 확인하며 밸류에이션 정상화
 - ② 반도체 외 섹터로의 이익 모멘텀 확산
- ⇒ 코스피 완만한 상승 경로 전망

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]