

'26년 9월

글로벌 매크로 및 금융시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

Talking Point |

① **시장리뷰** 주가 반등, 반등폭은 제한, 금리상승-달러약세-금상승 조합

② **매 크 로** 한국 성장률 상향, 미국은 경기 하향 압력, 중국은 가계 디레리징 심화

③ **9월 이슈**

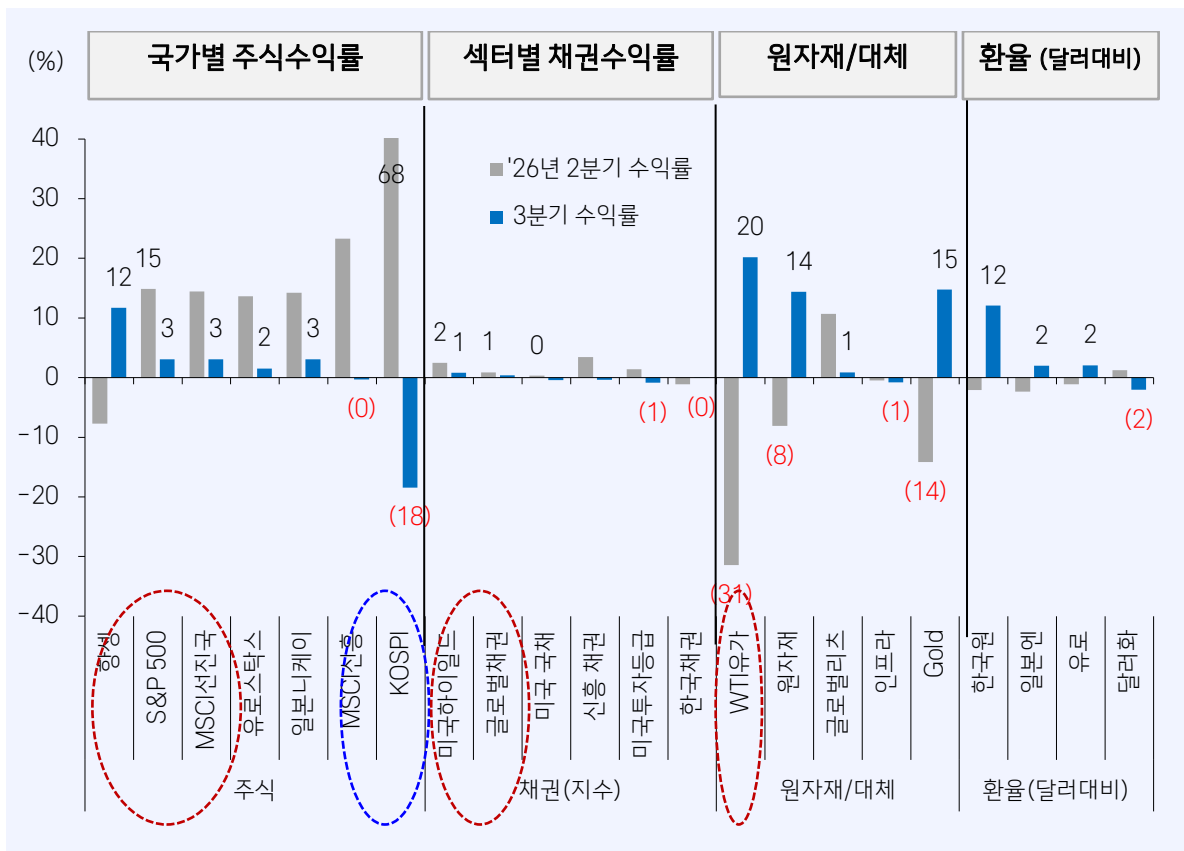
- 환율 1,300원대 진입 → 기업 환전이 하락 주도, 추가 하락은 제한
- 미국금리 상승 압력 → 텀프리미엄이 주도(전쟁, 중간선거, AI회사채급증), 10월까지 수준 지속
- 한국 백투백 인상 단행 → 인상 효과 관찰 후 11월 마지막 인상 예상
- 반도체 이익의 파급 경로 → 환율/채권/주식/투자/재정/임금으로 순차 파급
- 자사주 매입과 국내증시 → 월18조원 자사주, 변동성 완화 및 밸류 재평가에 기여
- AI 서브섹터별 차별화 지속 → AI 서비스의 부상 (데이터센터→반도체/전력→서비스)

③ **하우스 뷰**

금융시장 리뷰

'26.9월 금융시장 전망

3분기(7~8월) 자산 수익률 : 한국/대만 하락, 유가반등/금리상승, 원화강세



반도체발 주식시장 변동성 확대 상승폭이 컸던 한국/대만 주가 하락

항생지수, 대형 테크 중심 상승세
미국증시, 업종 순환매 (금융/제약)로 지수하락 방어

금리상승세 지속

한국 연속 금리인상 사이클 진입
미국금리 텀프리미엄 상승(전쟁 및 재정우려, AI회사채)

유가 20% 상승

미국과 이란 합의 지연 및 군사적 갈등

달러는 보합, 원화 강세 뚜렷

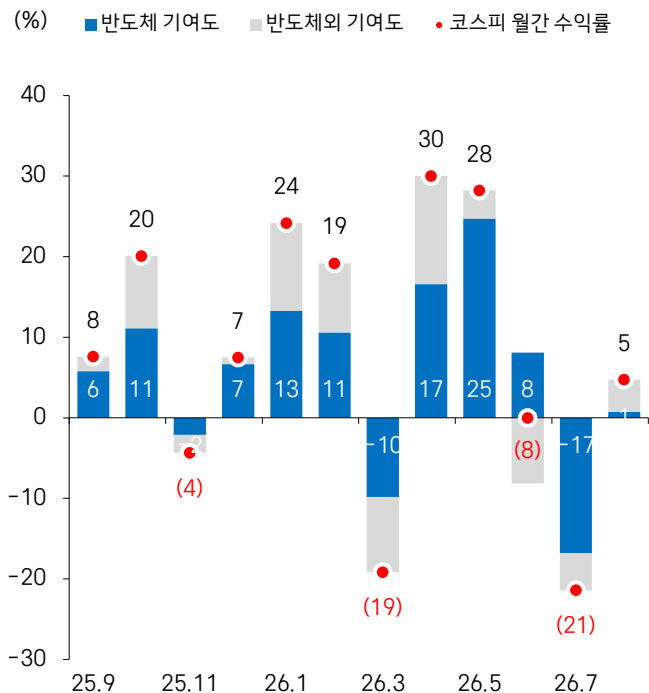
원/달러 1300원대 진입, 전월비 (6월말 1,549원)
기업 환전수요 증가, 외국인 대규모 매도세 진정

국내증시 : 반도체 쏠림 완화

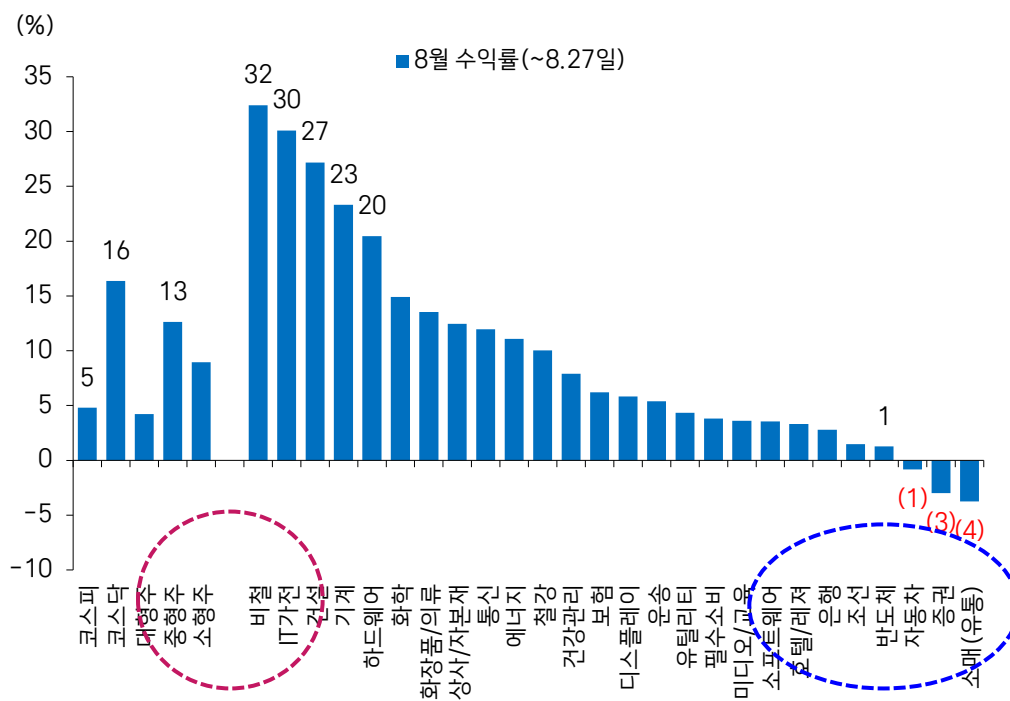
'26.9월 금융시장 전망

8월, 반도체 쏠림 완화와 업종 확산

7월 코스피 $\Delta 21\%$ 하락, 8월 5% 반등
반도체 기여 $\Delta 17\%p$ +1%



8월 업종 수익률 : 업종 확산 뚜렷(2차전자, 건설, 기계)
반도체, 자동차, 증권, 소매 상대적 부진



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

국내증시 : 변동성 완화 주가/변동성 정상관계 복원(음의 상관관계)

'26.9월 금융시장 전망

코스피 변동성 둔화 지속

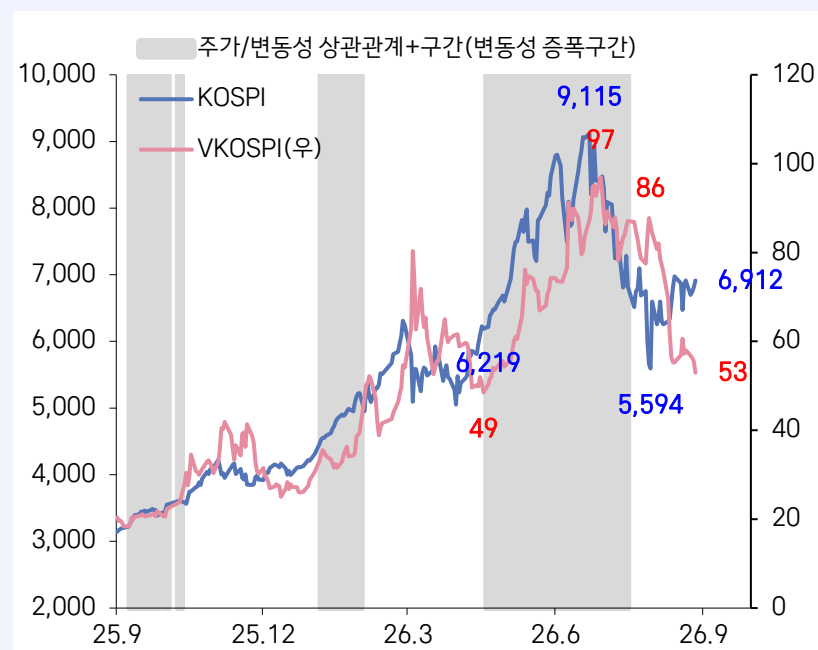
- 한국 변동성은 고점에서 하락 중(96.9 → 53.0)
- 반도체 변동성 수준은 다르나 둔화세 지속
- 한국 반도체 시총 비중도 고점대비 7%p 하락

(연환산vol)	25.8월 →	26년 고점	26.8.27일
미국 VIX	15.7	31.1	14.5
한국 VKOSPI	22.5	96.9	53.0
한국 반도체	28.4	133.6	115.4
(시총비중)	25%	62%	55%
미국 반도체	21.3	68.6	43.6
(시총비중)	13%	17%	16%
대만 반도체	18.2	52.1	41.8
(시총비중)	48%	57%	55%
중국 반도체	18.8	87.2	71.2

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

주가/변동성 정상구간(음의 상관관계) 진입

- 6월말 6200pt 이상에서 주가와 변동성 상관관계가 +로 전환되면서 변동성 증폭 구간 진입(주가급등, 변동성상승)
- 7.16일 이후 변동성 정상화. 증폭 아닌 변동성 소진 진입



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

(참고) 코스피 급락 사례 : 6~7월 하락속도는 역대 최대

'26.8월 금융시장 전망

경기침체/금융위기 수준 급락, 급락 속도는 역대 최대 * 직전 상승률 최대에 기인

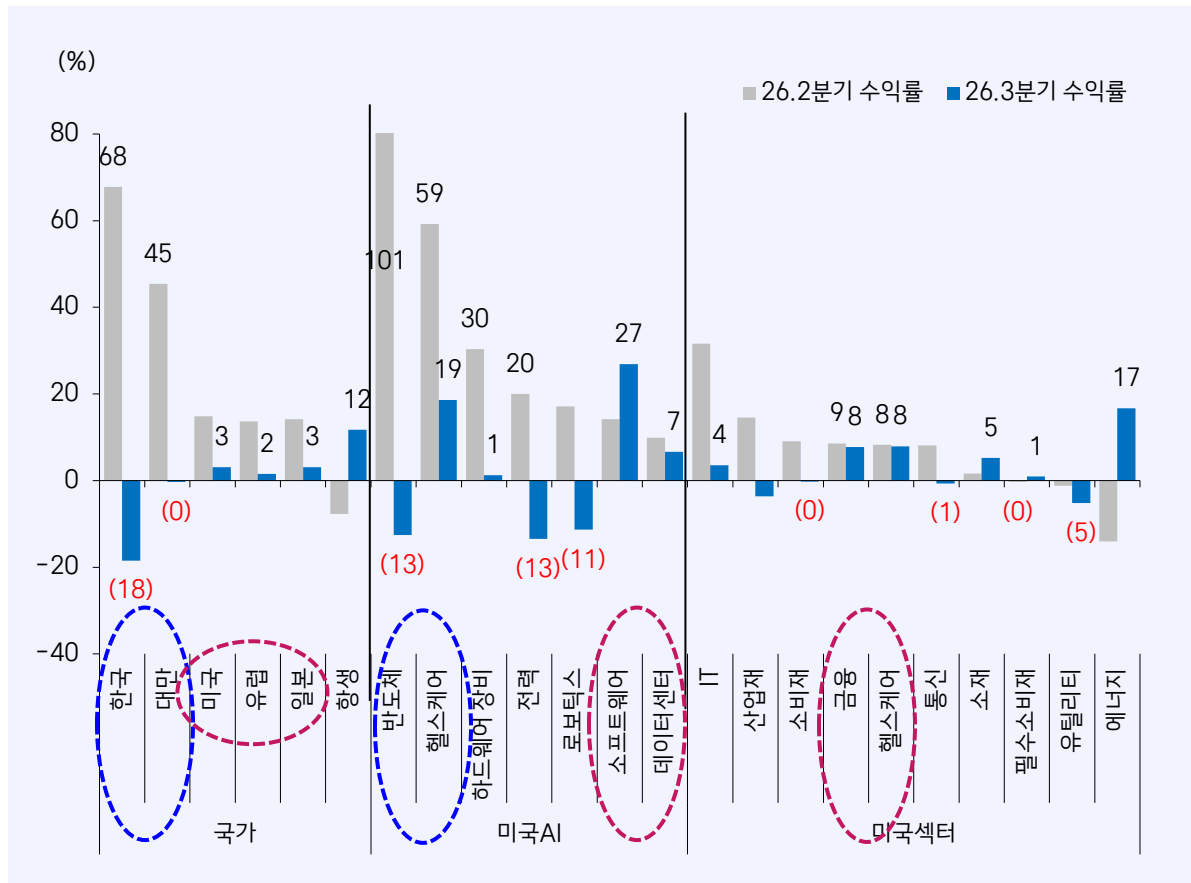
사건	최고점까지 상승률	고점대비 하락폭	저점까지 기간(월)	저점 이후 5일수익률	10일 수익률	20일 수익률	3개월 수익률	회복기간(월)
97년 외환위기(IMF)	27.9%	-64.2%	11.8	8.3%	6.4%	9.5%	14.5%	10.7
08년 미국 금융위기	46.8%	-52.8%	11.9	18.6%	20.9%	6.9%	17.6%	26.5
02년 카드사태·이라크전	100.0%	-45.0%	11.3	10.6%	4.0%	15.4%	27.7%	23.6
26년 반도체 수출 반작용(진행중)	198.4%	-38.6%	1.3	12.6%	21.8%	23.6%		
91년 증시 침체·광통계좌	21.5%	-36.3%	11.0	13.0%	18.5%	16.5%	35.3%	7.9
20년 코로나19 팬데믹	18.7%	-35.7%	2.0	15.7%	18.3%	27.4%	46.7%	4.7
22년 긴축 쇼크·강달러	26.2%	-29.3%	11.6	3.6%	2.6%	5.2%	5.8%	33.9
11년 유럽 재정위기	42.8%	-25.9%	5.0	7.1%	6.9%	14.9%	11.8%	69.7
01년 9·11 테러	28.7%	-25.8%	3.8	2.9%	2.3%	9.6%	44.3%	2.3
95년 D램 가격 폭락	42.1%	-25.5%	6.7	4.0%	6.0%	3.6%	7.6%	127.9
18년 반도체 다운사이클	25.8%	-23.3%	11.6	3.5%	5.7%	10.6%	9.2%	23.4
04년 중국 긴축쇼크	57.2%	-23.1%	3.4	3.1%	7.5%	11.9%	15.8%	6.4
25년 상호관세 쇼크	26.9%	-20.7%	9.2	6.7%	10.1%	12.2%	33.4%	2.1
평균값	51.0%	-34.3%	7.7	8.1%	9.1%	12.0%	22.5%	28.3
중간값	28.7%	-29.3%	9.2	6.9%	6.6%	11.2%	16.7%	17.1

저점은 사후적으로 확인. 저점 이후 3개월 평균수익률은 +22.5%

해외증시 : AI섹터외로 업종 순환매 지속 (금융, 헬스케어, 에너지 강세)

'26.9월 금융시장 전망

AI노출도 큰 국가 중심 하락, 미국은 업종 로테이션 원활히 진행



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

반도체 비중 높은 국가 급락

(반도체 시총비중) 한국 55%, 대만 57%
미국 16%, 중국 18%

플랫폼 중심 항생지수 반등

(→ 미국과 LLM 격차 축소, 가격 선조정)

AI섹터, 반도체/로봇/전력 동반 약세

(→ 소프트웨어/헬스케어/데이터센터 상대 우위)

미국섹터, 업종 순환매가 지수하락 방어

(→ 금융, 헬스케어 2분기에 이어 수익률 견조)

금 리 : 한국 연속 금리인상, 시중금리는 유럽/호주 상승폭 커

'26.9월 금융시장 전망

한국 연속 금리인상 단행 (7월 이후 금리변동 상위국 : 유럽, 호주)

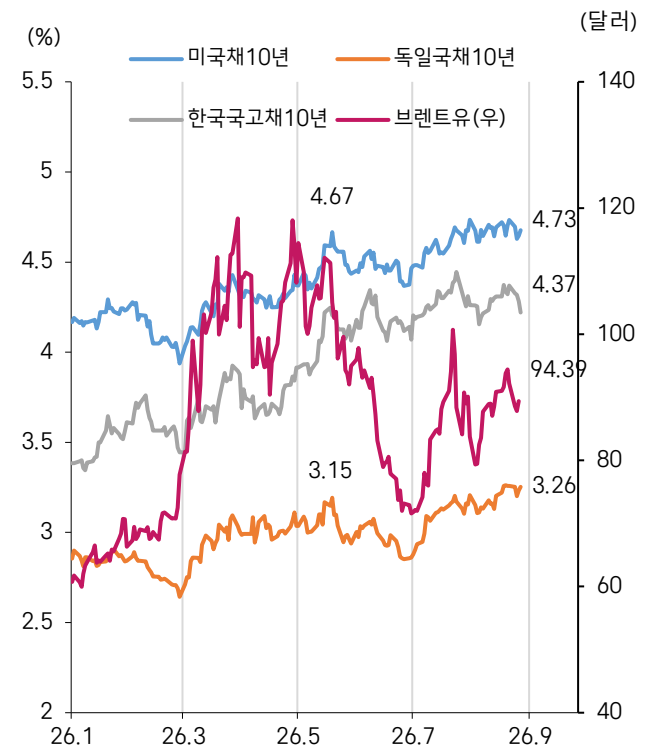
	기준금리 (%)				국채10년 (%)	연초이후 금리변동 (bp)	7월이후 금리변동 (bp)
	고점	현재	기준금리 변동	마지막인하			
일 본	-0.1	0.75→1.0	+1.1	인상 지속	2.91	+83.9	+22.2
호 주	4.35	3.6→4.1	+0.50	인상 지속	5.09	+35.2	+37.1
독 일	4.0	2.0→2.25	+0.25	첫번째 인상	3.25	+39.8	+39.3
한 국	3.5	2.5→3.0	+0.50	연속 인상	4.22	+83.6	+15.1
영 국	5.25	3.75	△1.5	25.12.18	5.03	+55.1	+27.3
스위스	1.75	0.0	△1.75	25.06.19	0.38	+6.1	+9.2
캐나다	5.0	2.25	△2.75	25.10.29	3.71	+27.8	+33.1
미 국	5.5	3.75	△1.75	25.12.10	4.67	+50.9	+21.1
중 국	2.0	1.4	△0.6	25.05.08	1.71	△15.0	△2.4

- 유로존 금리인상(6월), 한국 7월/8월 연속 금리인상 단행
- 성장률이 부진한 유로존과 달리 한국은 성장률 서프라이즈 기록(반도체 호황)
한국은행 26년 성장률 3.3%로 상향, 27년 성장률도 2.9%로 상향

, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.27일 기준, 중국 기준금리는 7월물 역RP금리

주요국 10년 금리와 유가

- 미국 금리 상승, 텀프리미엄 상승에 기반
(재정우려, 국채신뢰 훼손, AI 회사채)



한국 성장률 대폭 상향 (연속 금리인상 단행, 27년 성장률도 상향 조정)

주요 지표		'23년	'24년	'25년	'26년 추이						comment	잠재성장률 /컨센서스
					26.1월	3월	5월	6월	7월	8월		
성장률	미국 경제성장률	2.9%	2.8%	2.1%	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	성장률 하향 조정은 마무리, 잠재성장률 수준 정체	2.0%
	유로존	0.4%	0.7%	1.4%	1.2%	1.1%	0.8%	0.6%	0.6%	0.8%	성장률 하향세는 멈춰. 소폭 반등	1.2%
	일본	1.5%	△0.2%	1.2%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	2분기 성장률 발표 이후 성장률 반등	0.5%
	중국	5.4%	5.0%	5.0%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	수출 등 일부지표 개선, 부동산과 투자, 대출은 부진	4.1%
	한국	1.4%	2.0%	1.0%	1.9%	2.0%	2.5%	2.6%	3.0%	3.3%	26년 성장률 2.6%에서 3.3%로 대폭 상향	1.8%
물가	미국 CPI (기말)	3.4%	2.9%	2.7%	2.4%	3.3%	4.2%	3.5%	3.4%	3.4	5월 정점에서 하락 중. 8월 유가 반등으로	(연말컨센)
	미국 Core PCE	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	3.4%	3.3%			연준 연간 근원PCE 물가 기준 2.7%에서 3.3%로 상향	
	유로존 CPI	2.9%	2.4%	2.0%	1.7%	2.6%	3.2%	2.8%	2.9%		에너지 가격 재상승으로 인플레이 압력 지속	
	일본 CPI	2.6%	3.6%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%		식품물가 전년 기저, 에너지 보조금 정책 효과로 안정세	
	중국 CPI	△0.3%	0.1%	0.8%	0.2%	1.0%	1.2%	1.0%	0.5%		유가 영향 반영중이나 돼지고기 등 식품 물가는 하락	
	한국 CPI	3.2%	1.9%	2.3%	2.0%	2.2%	3.1%	3.2%	2.8%		9월초 발표 8월 물가 통신비 기저효과로 상승 예상	
통화정책	미국 기준금리	5.5%	4.5%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	물가 하회 이후 9월 인상확률은 30%전후로 하락	3.5%
	유로존 기준금리	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.25%	2.25%	2.25%	인플레이 억제 위해 금리인상 사이클 진입 (인상폭은 제한)	2.5%
	일본 기준금리	△0.1%	0.25%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	1.0%	1.0%	1.0%	환율, 물가 이슈로 9월 인상론 다수	1.0%
	중국 대출금리(5y)	4.2%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	통화정책 보다 재정정책 활용도 높아져(이구환신 등)	
	한국 기준금리	3.5%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.75%	3.0%	7월에 이어 8월 연속 인상 단행, 4분기(11월) 추가인상	2.75%
	QT(연준자산, \$조)	\$7.80	\$6.90	\$6.58	\$6.58	\$6.66	\$6.70	\$6.74	\$6.74	\$6.74	6월 회의에서 지준관리목적 채권 매입 정책 유지	

한국 매크로 : 한국 성장을 상향, 물가 전망은 유지

'26.9월 금융시장 전망

한국경제 성장을 상향 (→수출, 민간소비가 상향 주도)

	비중	'23년	'24년	'25년	26년 (기준)	26년 (수정)	27년 전망	한국은행 26년	한국은행 27년
GDP 성장률 (yoy)	2,314조	1.6%	2.0%	1.0%	2.9%	3.3%	2.5%	3.3%	2.9%
민간소비	48%	1.8%	1.3%	1.3%	2.1%	2.3%	1.8%	2.1%	2.3%
정부소비	18%	1.3%	2.8%	3.0%	3.5%	1.9%	2.0%		
건설투자	12%	1.5%	△5.2%	△10.0%	0.0%	△0.6	1.2%	0.2%	1.9%
설비투자	9%	1.1%	0.5%	2.1%	7.0%	7.0%	5.0%	6.8%	4.7%
지적재산권투자	7%	1.7%	1.2%	2.9%	3.5%	4.0%	3.6%	3.7%	3.2%
순 수출	6%	0.3%	1.7%	0.4%	1.1%	2.0%	0.6%		
상품수지	(억달러)	341	1,001	1,381	3,000	4,400	3,750	4,672	4,589
경상수지	(억달러)	355	990	1,231	2,800	4,200	3,500	4,500	4,300
소비자물가	(연평균)	3.6%	2.3%	2.0%	2.5%	2.6%	2.3%	2.7%	2.3%
기준금리 (%)	(기말)	3.5%	3.0%	2.5%	3.25%	3.25%	3.25%		
재정지출증가율 (%)		5.1%	2.8%	7.1%	7.2%	7.2%	7.6%		
국고채 총 발행 (원)		169조	166조	231조	232조	232조	225~235조		

상향 요인 : 수출 호조와 반도체 사이클 파급 효과

- 연간 성장률 3.3%는 하반기 전분기 성장률 각 +0.3% 수치
수출 기저효과 및 이월효과 소진에 기인, 설비투자 확대세는 지속

'27년 전망에 대한 시각차 (당사 2.5% ↔ 한은 2.9%)

- 한은은 민간소비와 건설투자 기여도를 당사보다 0.32% 높게 전망
*한은 주요 가정: 반도체수출물량증가율 10%초중반, 유가(브렌트) 74달러
반도체 시나리오별 27년 성장률 전망 제시 : 기본 2.9% (낙관 3.5, 비관 2.5)
- 경상수지에서 당사는 평가조정, 물량증가 및 장비 수입 영향 반영

미국 매크로 : AI관련 투자가 성장을 둔화 방어

'26.9월 금융시장 전망

AI투자(IT장비/SW) +20% 성장, 성장기여 40%에 달해

	GDP 구성 ('25년)		GDP 부문별 성장률(%)					
	(\$조)	(비중,%)	'22년	'23년	'24년	'25년	'26.1H	'26년(E)
미국 GDP(실질)	23.8		2.5	2.9	2.8	2.1	1.8	2.2
민간 소비	16.5	69.2	3.0	2.6	2.9	2.6	1.9	2.0
상품	5.6	23.7	△0.6	1.7	2.8	3.2	2.9	
서비스	10.9	45.7	4.9	3.0	3.0	2.3	1.4	
정부 지출	4.0	16.7	△1.2	3.5	3.8	1.1	1.8	0.5
민간 투자	4.4	18.4	2.5	3.4	3.0	2.7	5.5	
주거용건물	0.8	3.2	△8.1	△7.8	3.2	△2.2	△3.2	△2.9
공장(구조물)	0.7	2.8	3.5	16.7	1.1	△5.3	△4.9	△4.8
장비/설비	1.4	6.0	2.8	2.9	3.5	8.3	15.5	10.3
※ IT장비/SW	0.9	3.7	6.1	△7.8	8.8	28.8	20.4	17.9
지적재산권	1.6	6.7	11.7	6.2	3.5	5.6	11.3	9.0
수 출	2.7	11.2	7.6	2.8	3.6	1.6	7.7	4.7
수 입	3.8	15.8	8.5	△0.9	5.8	2.7	11.7	2.4
※ 소비자물가 상승률		(기말,%)	6.5	3.4	2.9	2.7	3.3	3.3
※ 신규고용 월 평균		(천명)	377	209	122	10	61	50

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.27일 기준, 상반기 평균 성장률로 평가

'26년 상반기 성장 기여도

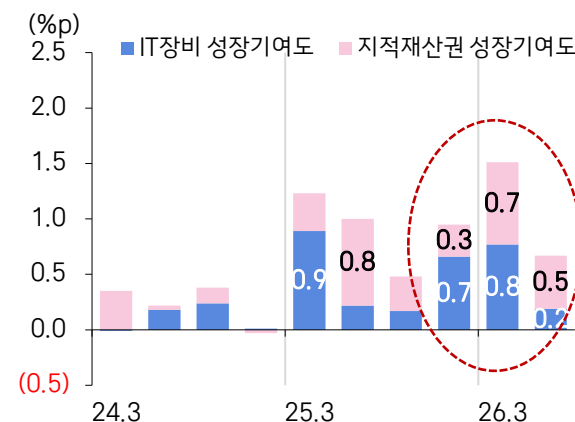
소비 +1.3%p (상품 0.6+서비스 0.7)

투자 +1.2%p(비주거 1.3+주거 △0.1)

장비/설비/지재권 기여도 1.7%p

(AI관련 IT장비/소프트웨어 기여도 +0.7%)

순수출 기여도 △1.0 (IT 수입 급증)



미국 매크로 : 만만치 않은 하반기, 목표(2.2%) 달성 위해 가속 필요

'26.9월 금융시장 전망

미국 성장률 예상 하회 위험 증가

	GDP 구성 ('25년)		GDP 성장률 추이와 예상			하반기
	(\$조)	(비중, %)	'25년	'26.1H	'26년(E)	요구수준
미국 GDP(실질)	23.8		2.1	1.8	2.2	2.6
민간 소비	16.5	69.2	2.6	1.9	2.0	1.9
상품	5.6	23.7	3.2	2.9		
서비스	10.9	45.7	2.3	1.4		
정부 지출	4.0	16.7	1.1	1.8	0.5	2.0
민간 투자	4.4	18.4	2.7	5.5		
주거용건물	0.8	3.2	△2.2	△3.2	△2.9	2.5
공장(구조물)	0.7	2.8	△5.3	△4.9	△4.8	△1.0
장비/설비	1.4	6.0	8.3	15.5	10.3	8.0
※ IT장비/SW	0.9	3.7	28.8	20.4	17.9	16.5
지적재산권	1.6	6.7	5.6	11.3	9.0	6.8
수 출	2.7	11.2	1.6	7.7	4.7	4.0
수 입	3.8	15.8	2.7	11.7	2.4	3.0
※ 소비자물가 상승률		(기말, %)	2.7	3.3	3.3	
※ 신규고용 월 평균		(천명)	10	61	50	35

· AI 투자 집중도 리스크

IT장비/SW의 GDP 비중은 3.7%

GDP 성장기여도는 30% 이상 차지

*25년 29%, 26년 상반기 20% 성장

· 민간소비 기여 약화

70% 비중의 민간소비는 기여는 약화

24년 2% → 26년 1.4 → 27년 1.3% 예상

AI투자가 성장둔화 방어 중

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.27일 기준, 상반기 평균 성장률로 평가

한국 성장률 상향 압력 지속, 미국 성장률 하방 압력, 물가는 완만한 둔화 경로

	지표	'23	'24	'25	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	당사전망	전망 및 평가
한국	성장률 컨센서스	2.8	1.4	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	2.6	3.0	3.3	3.3%	하반기 전분기비 0.3% 필요
	물가	3.6	2.3	2.1	2.0	2.0	2.2	2.6	3.1	3.2	2.8	·	2.6%	현재 흐름 유지되면 달성가능
	기준금리	3.50	3.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.0	3.25%	11월 1회, 최종금리 3.25%
미국	성장률 컨센서스	2.9	2.8	2.1	2.4	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2%	하반기 연율화 각 2.6% 필요
	신규 일자리	210	122	10	160	-156	214	148	63	20	-23	·	50천명	남은 기간 신규고용 35천명
	물가	4.1	3.0	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.3	·	3.3%	현재 흐름 유지되면 달성가능
	기준금리	5.50	4.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75%	동결 예상

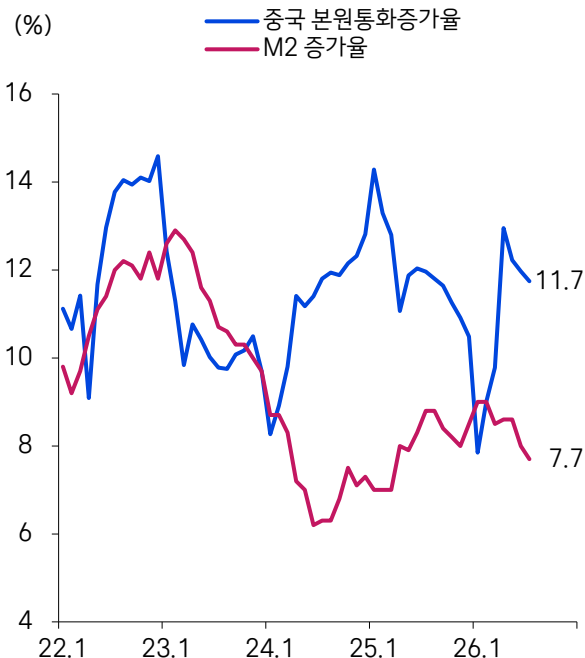
(참고) 중국경제 : 가계 디레버리징 심화

'26.9월 금융시장 전망

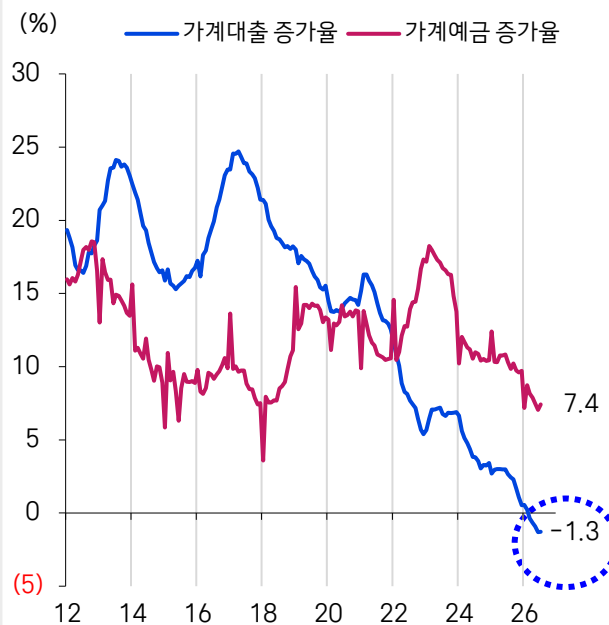
가계 대출 역성장 지속 → 중국경제 하방 압력으로 작용

- 중국 가계대출 급감 현상 지속, 가계대출 증가율 전년동월비 마이너스 환경 지속(가계 디레버리징 심화)
- 실물경기 회복까지는 상당한 시간 소요, 주식시장은 기술주(반도체, 통신장비, 휴머노이드) 선별 상승

본원통화를 밀도는 M2 증가율



가계 대출 증가율 -1.3%(디레버리징)



중국 주식 : 부진했던 항생지수 반등

분기수익률 %		25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q
상 해	총 합	2.1	-1.9	5.2	-3.4
	대형주	1.6	-6.8	5.8	-2.0
	과창판	-9.1	-6.5	75.7	-23.3
심 천	총 합	0.8	0.2	12.0	-9.8
	대형주	1.5	-0.6	6.8	-7.3
	창업판	-0.5	3.6	36.4	-20.0
홍 콩	총 합	-5.4	-4.8	-7.9	10.1
	중국기업	-5.9	-6.1	-9.7	12.3
	항생테크	-13.7	-15.7	-3.8	3.3

9월 하우스뷰 핵심 이슈

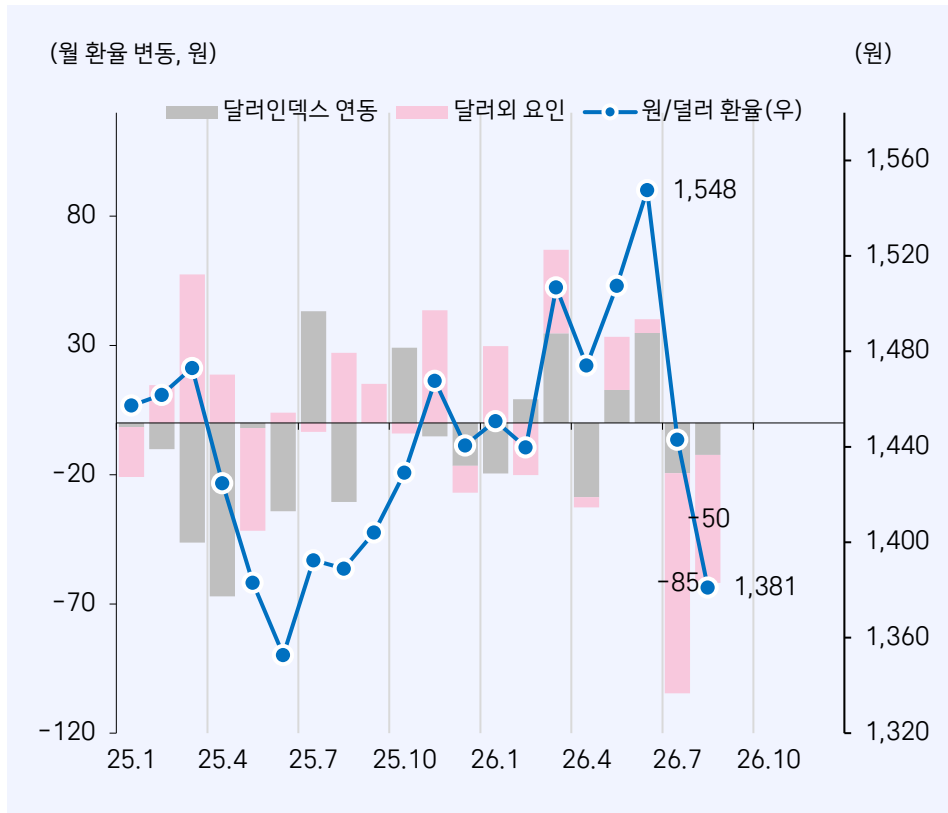
'26.9월 금융시장 전망

- ① 환율 1,300원대 진입 → 기업 환전이 하락 주도, 추가하락은 제한
- ② 미국금리 상승 압력 → 텀프리미엄이 주도(전쟁, 중간선거, AI회사채급증)
- ③ 한국 백투백 인상 단행 → 인상 효과 관찰 후 11월 마지막 인상 후 동결(최종금리 3.25%)
- ④ 반도체 이익의 전달 경로 → 환율/채권/주식/투자/재정/임금으로 순차 파급
- ⑤ 자사주 매입과 수급 영향 → 월18조원 자사주, 국내증시 변동성 완화 및 밸류 재평가에 기여
- ⑥ AI 서브섹터별 차별화 지속 → AI 서비스의 부상 (데이터센터→반도체/전력→서비스)

환율 변동 요인 : 외부요인(달러) + 자체요인(외환수급, 금리차, 심리)

'26.9월 금융시장 전망

원/달러 환율 6월말 1,548원 → 1,381원 (△167원) *8.27일 기준



① 달러인덱스 연동 (△32원)

- 달러인덱스 정체 10.9 → 99.8 (△1.1%)
- 미/일 환율공조로 엔 급변동 163 → 157 → 161

② 달러외 요인(자체요인) (△135원)

- 기업, 경상수지 환전효과 본격화 * 1~6월 기업환전 \$1869억
- 하이닉스 ADR발행 및 달러유입 * \$250억
- 외국인 매도세 진정 * 1~6월 월평균 \$305억, 7월 \$67 8월 \$74
- 추가 유입 재료 (8월 법인세 예납, 9월 주주환원)

→ 내부요인(기업환전, 외국인주식매도 약화)
일시에 반영되며 원/달러 큰 폭 하락

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

① 환율 : 1,400원 이하 진입, 기업 환전이 하락 주도

'26.9월 금융시장 전망

3개월 방향 : 추가 하락 제한 · 9월 1,400원대 초반 · 연말 1,440원 전후

연중 고점 대비 하락률

연중 고점 (6.5일)
1,559.5원 → 1,381.0 (8.27일)
△178원 · △11.4%
1,400원 이하 진입

하락요인 · 대내 (기업환전)

기업환전이 하락 주도

26. 상반기 민간기업 현물환·선물환
 순매도 **\$1,869억달러**
 * 경상흑자 1,910억달러의 **97.8%**
 선물환 순매도포지션 **\$△260억**
 * 달러 선물환 매도(미래 수취분 실행)

하락요인 · 외국인매도 진정

외국인 주식 순매도 약화

외국인 순매도가
 6월 **304.9억달러** · 7월 **67.4억**
 · 8월 **74.4억**으로 축소
 달러 유출 요인이 줄어든 만큼
기업환전의 순효과가 확대

하락요인 · 대외 (달러약세)

달러약세 (정책신뢰 약화)

달러인덱스 **101.36→98.90(△2%)**
 미금리 상승 · 달러약세 · 금상승 조합
 → **달러자산에 대한 선호 약화** 의미
 * 장기금리 상승 억제 위한 미정부 대책 예고
 (재정건전화, 정부예금 활용, 바이백 확대)

분기 기준 환율 변동

분기 평균 (매출액 · 영업이익)
 2분기 1,501.5 → 3분기 1,457.0
(△3.0%)

분기 말 (외화자산 평가)
 2분기 말 1,549.3 → 1,381.4 (8/27)
(△10.8%)

환전 자금 사용처 → 채권/예금으로

환전한 원화를 **사내 단기자금 운용**으로 적치
 양사 금융자산 : 25년말 192조 26.상반기 **409조**
 삼성전자 : 현금성 +35.1조, 단기금융 +29.1 기타금융 +37.4
 하이닉스 : 현금성 +11.9조, 단기금융 +7.7 단기투자 +33.4

환율 하락과 채권 수요는 같은 거래의 앞뒤.
 하반기 자사주 · 법인세 납부로 순차 유출 예정

리스크 · 빠른속도, 환 연동 이익감소

환율하락은 **이익 감소 및 외화평가손 요인**
매출/영업이익은 분기평균 환율에 연동(현 3% 하락)
 원화 1% 절상당 하이닉스 영업이익 △0.6조
 (반기보고서 기준 추정)

외화자산평가는 분기말 환율 기준(현 10.5% 하락)
 하이닉스 영향 더 클 듯 상반기말 외화자산 급증
 *25년말 달러 순노출 \$75.5억 → 26.상반기말 \$307.5억

① 환율 : 레벨에 따른 주체별 언와이딩 · 속도조절, 달러자산 수요 점증

'26.9월 금융시장 전망

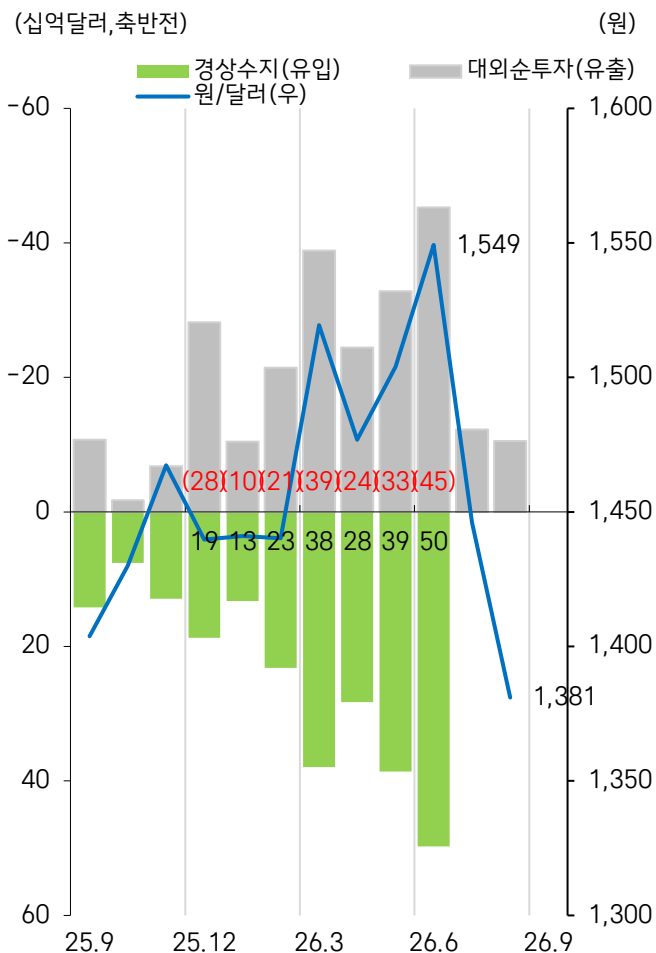
환율 레벨에 따른 주체별 대응 변화

주체	1,450~1,540원	1,450원 이하	1,400원 ~ 1,350원 (8월)	전환 이유
정 부	외환시장 개입 25.4분기 224억 달러매도 26.1분기 136억 달러매도		외환시장 개입 없음	외환시장 개입 유인 소멸
국민연금	전략적 환헤지 (외화자산 10%)	해외자산 매수시 외환스왑	환헤지 언와이딩 검토	환헤지는 변동성 제어 위한 일시적 조치
수출기업	민간기업 달러 순매도(현물환, 선물환) 1분기 \$773억 → 2분기 \$1,096억 (합산 \$1,869억) *상반기 선물환 순매도 \$260억		무역수지 6월 359억 → 7월 305억달러	원화 1% 절상당 하이닉스 영업이익 △1.9조. 환율 속도가 가파를 경우 환전 속도조절
해외투자 (개인)	상반기 개인 미국자산 순매수 미국주식 \$94억 채권 \$2.4억 *25.2H 주식 \$192억 채권 \$34억		7~8월 미국자산 확대 주식 \$63.5억, 채권 22.8억	환율 하락 = 달러 자산 매수 유인 증가 국내증시 변동성에 따른 대안 성격
달러수요	5대은행 달러예금은 환율하락 국면에서 지속 증가 (6월말) \$659억: 가계 138억, 기업 521억 → (8.24일) \$749억 :가계 132억, 기업 617억			환율하락으로 달러 수요 증가
합산	정부, 기업 달러 매도 우위 / 미국자산 수요 약화		달러 매도 약화 + 매수 유인	레벨 하락에 따른 심리, 수요 변화 발생

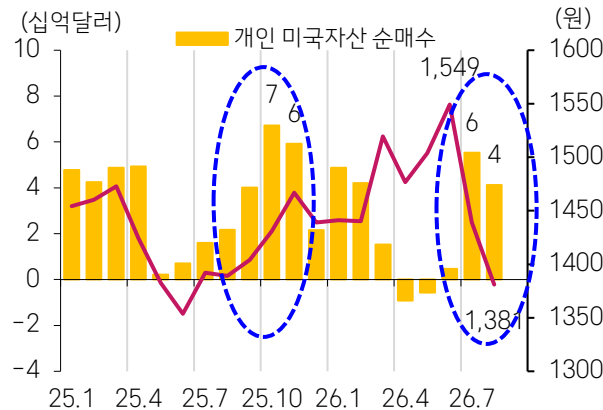
외환 수급 주요 차트 : 경상수지는 하방요인이나 해외투자 선호도 동시에 발생 중

'26.9월 금융시장 전망

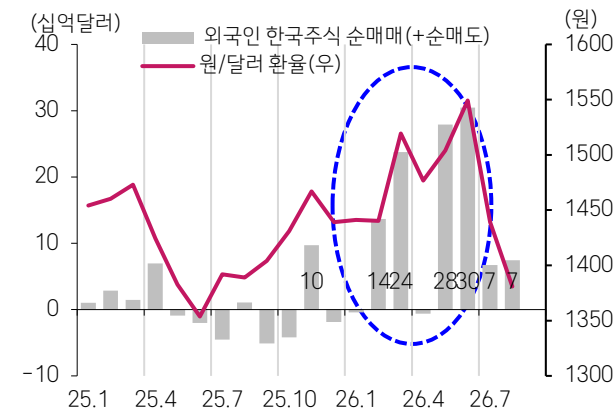
외환수급 : 경상수지 > 대외투자



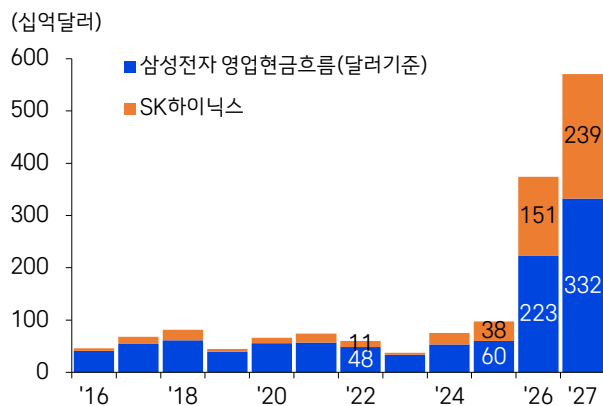
미국자산 매수증가→ 상승 압력



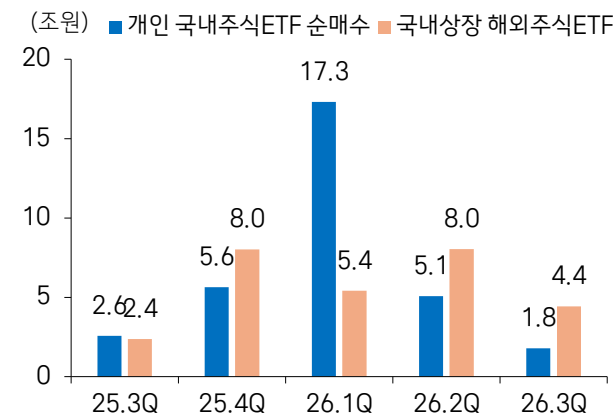
외국인 매도는 진정



반도체 영업현금흐름(달러유입 flow)



개인투자자, 해외ETF 선호 증가



② 미국금리, 상승의 주체는 연준이 아닌 재정

상승분의 93%가 기간프리미엄

'26.9월 금융시장 전망

미 10년 금리 분해

구분	6/26 일	8/21일	변화 bp
10년 수익률	4.37%	4.73%	+36.5
└ 위험중립금리 (정책경로)	3.89%	3.92%	+2.6
└ 기간프리미엄 (재정·국채)	0.48%	0.82%	+33.9

통화정책이 아니라 재정이 움직인 결과

정책금리 경로를 담은 위험중립금리는 사실상 제자리(+2.6bp) — 재정 소요와 국채 발행 부담이 장기물 대가를 인상

기간프리미엄의 상방 여지

기준	기간프리미엄
현재 (백분위 45.5%)	0.82%
중간값	0.98%
2025년 이후 최고	0.85%
2000~2007년 평균	1.38%
당사 전망(최대치)	1.00%

→ 미 10년 상단 4.9% 전후, 중간선거후 하락

하락 전환의 조건

미국채 금리 하락은 4분기 물가 둔화가 확인되면서 가시화 (11월 중간선거 이후)

미국 물가는 5월 고점으로 하락해 연말 CPI 기준 3.1%, 내년 2분기 2% 초반까지 둔화 예상

고용은 현재 월평균 6만 수준이나 연말까지 월평균치 하락 예상. 물가와 경기둔화가 위험중립금리를 하락시키는 금리 하락 경로 예상

핵심요인

최근 금리 상승 → 재정,수급,신뢰악화로 인한 텀프리미엄 상승

전망

기간프리미엄 최대 1.0% 반영
→ 미 10년 4.9%가 상단

체크포인트

- 기간프리미엄 1.0% 상향 돌파
- 위험중립금리 3.70% 하향 돌파
- 워시 태스크포스 결과

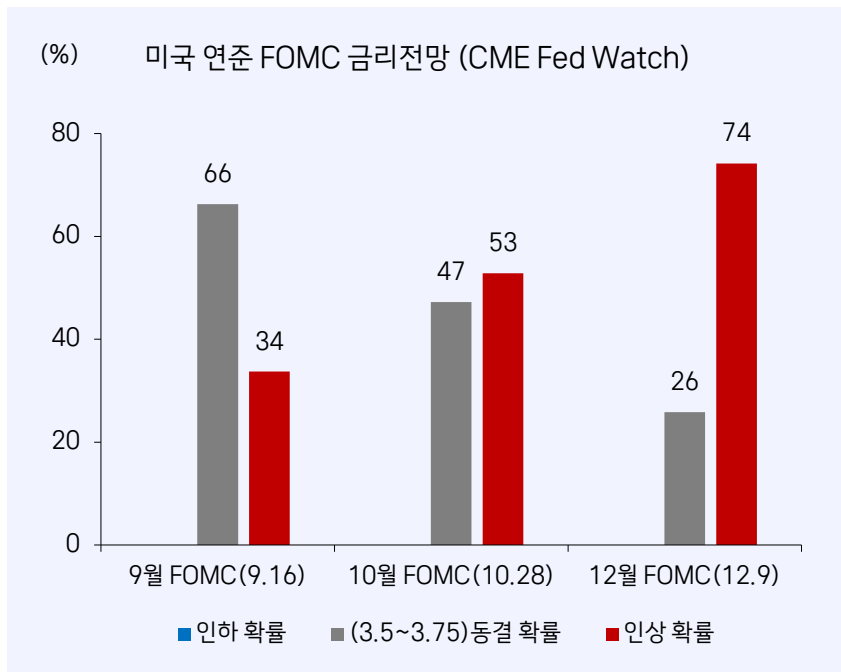
미국 금리 컨센서스 : 물가 예상 하회 이후 9월 인상 확률 큰 폭 하락

'26.9월 금융시장 전망

CME FED 워치 (9월 동결 우위)

Chicago Mercantile Exchange에서 거래되는 미국 기준금리 선물 기반 인하 확률

- 물가 예상 하회이후 기준금리 선물 9월 인상 확률 급락
- 9월 인상 확률도 34%, 연말 인상 확률은 74%로 높은 수준 유지

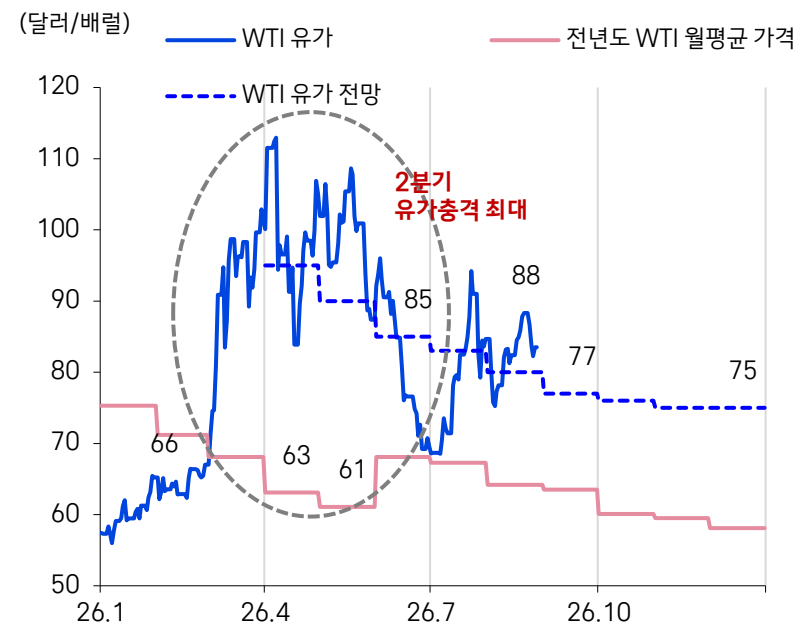


자료: CME Fed Watch, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.27일 기준

유가 추이

'26년 평균 유가 수준 WTI기준 82\$ (현재 83)

- 중동 갈등 격화로 유가 재급등
- 다만 유가전망 꺾적으로 크게 벗어나지는 않음
- 공급선 다변화로 이전보다 지정학위기의 유가 영향력 약화



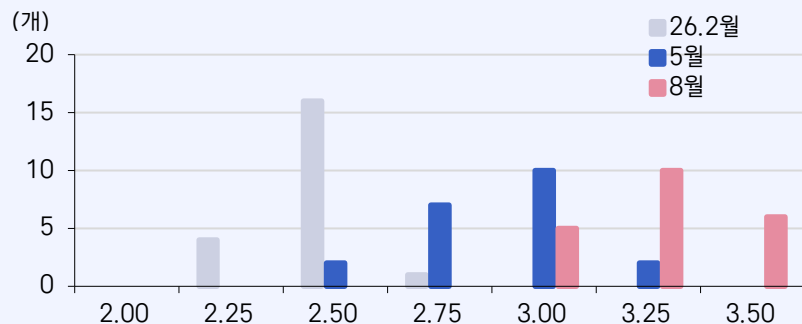
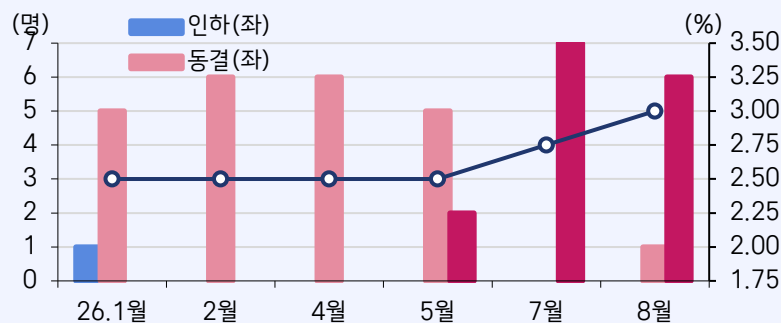
자료: 애틀란타 연준, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.27일 기준

③ 한국금리 : 백투백 인상 단행 후 금리 전망

'26.9월 금융시장 전망

한국 기준금리 3%로 연속 인상 결정

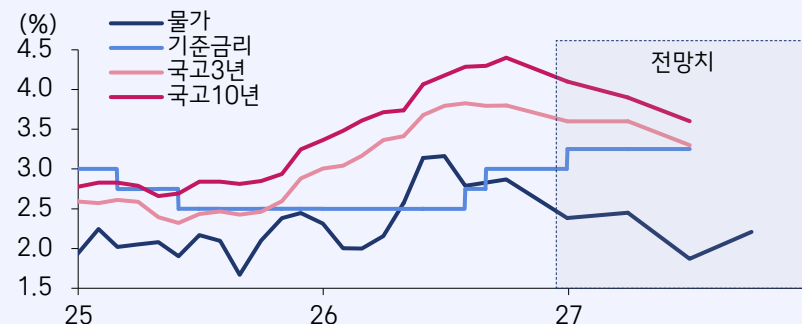
- 수출과 투자 중심의 견조한 성장세 속 수요측 물가 압력에 대한 선제적인 대응. 7월에 이어 백투백 인상 단행
- 점도표는 향후 6개월내 추가 1차례 인상만을 반영하며 신중한 모습. 기자회견에서도 향후 인상 속도 조절하겠다고 시사



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

9~10월 금리 변곡점 형성 후 하락 전망

- 인상기 후반부 진입 판단. 시차를 두고 듀레이션 확대 검토
- 10년물 기준 3분기 4.4% 전후에서 유지되다가, 4분기 4.1% 수준으로 안정될 것으로 예상(인상 마무리 구간 적정 스프레드 기준금리/10년 90bp 반영)



한국	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27
기준금리	3.00	3.25	3.25	3.25
국고 3년	3.80	3.60	3.60	3.60
국고 10년	4.40	4.10	4.10	3.90
3/10 스프레드	0.60	0.50	0.50	0.30

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

④ 반도체 이익의 파급 : 6개 채널 및 상반기 결과 및 전망

'26.9월 금융시장 전망

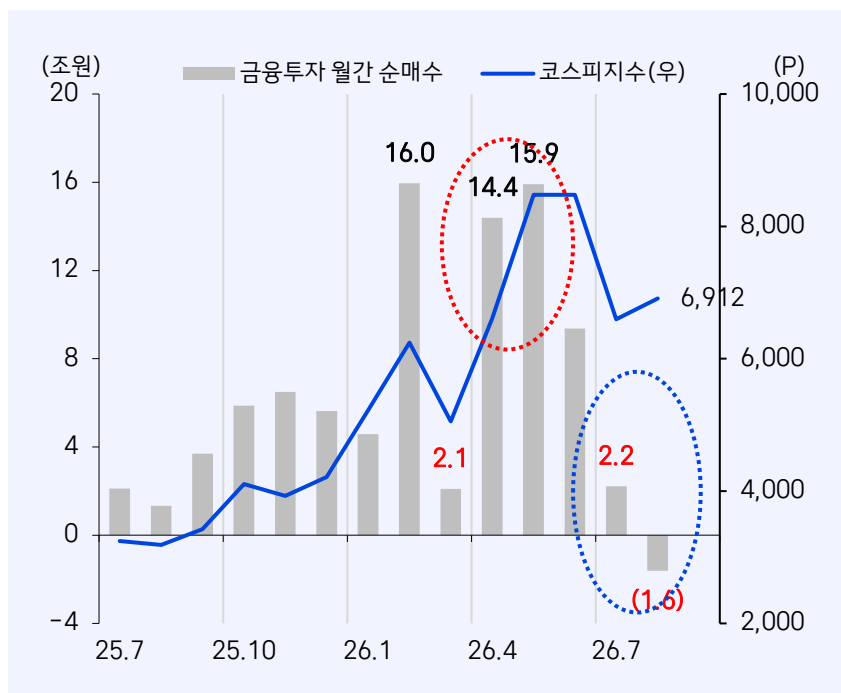
채널	경로	상반기 실적	'26년 예상	'27년 예상	금융시장 및 경제 영향
① 환 율	수출대금 환전 → 원화 강세 → 이익 부담	기업순매도 \$1,869억 * 270조원, 전년의 3.2배	—	—	원/달러 환율 급락
② 채 권	환전 원화 → 단기자금 운용 → 크레딧 수요	운용자산 409.7조 *25년말 대비 2.1배	494.7조	757.6조	채권으로 자금이동 후 배분
③ 설비투자	캐פק스 → 국내 부가가치	유형자산 취득 49.6조	116.6조	146.5조	GDP 상향(부가가치 42%)
④ 주 식	잉여현금 → 자사주·배당 → 수급·주식소각	환원 21.1조 *전자, 예상 진도 10.3%	204.6조	330.1조	8월 시작 · 하반기 집중 · 지속
⑤ 재 정	법인세 → 국고 → 이듬해 예산	비용 74.5조 → 납부 13.8조 차액 60.7조 유보	135.0조	193.8조	8/31 중간예납 40조
⑥ 소 득	성과급 재원 → 가계 → 소비	총당부채 증가 3.3조	67.2조	94.2조	27년 초 지급 주식수급/밸류 → 소득효과
자금 원천	세전이익 (반도체 양사 합산)	327조 *25년의 3.7배	724.4조	1,014.6조	재정·소득채널의 산정기준
자금 원천	잉여현금 (반도체 양사 합산) (영업현금 – 캐פק스)	185조 영업현금 237 캐פק스 52	409.2조	660.1조	주주환원/신사업투자의 기준 채권시장 자금 원천

⑤ 국내주식 국내 수급은 공백 : 4월(V자형 반등)과 다른 머니무브 환경

'26.9월 금융시장 전망

V자형 반등을 이끈 국내자금 매수 약화

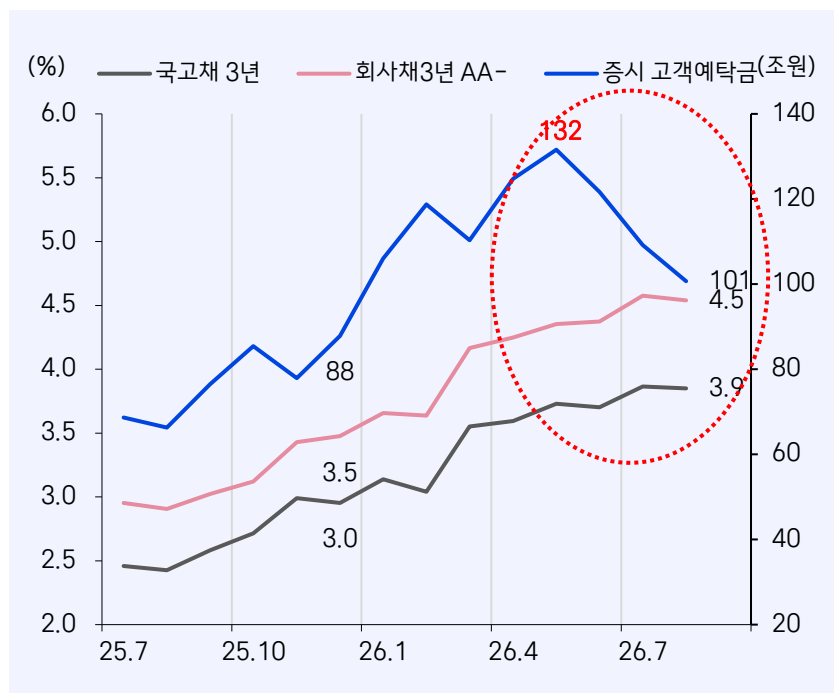
- 7월 변동성 확대 국면에서 금투 순매수는 사실상 제로
- 3월 급락국면과 유사, V자형 반등의 키는 금투의 순매수 전환 여부 (4월 대규모 순매수로 반등 주도)



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

금리 등 거시환경은 순매수 제약 요인

- 6월 이후 증시 고객예탁금 28조 유출
- 금리인상 예고 따른 시중금리 상승이 역 머니무브로 연결
- 8월 연속 인상 가능성은 불안요인(9월경 금리 고점 예상)



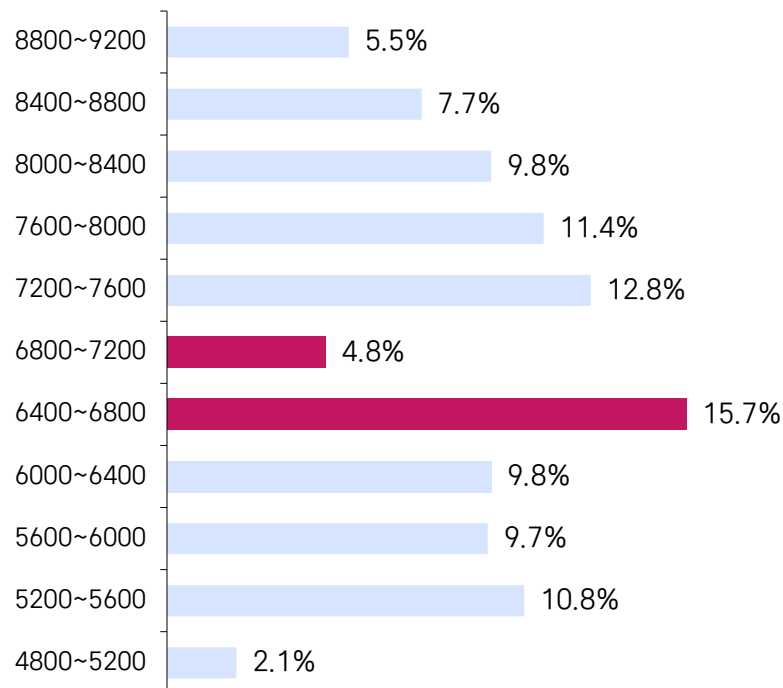
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 8.27일 기준

(참고) 매물대 분석 및 코스피 주요 레벨

'26.9월 금융시장 전망

코스피, 매물 소화하며 완만한 상승 추세 예상

'26.4월 이후 지수대별 코스피 매물대 분포



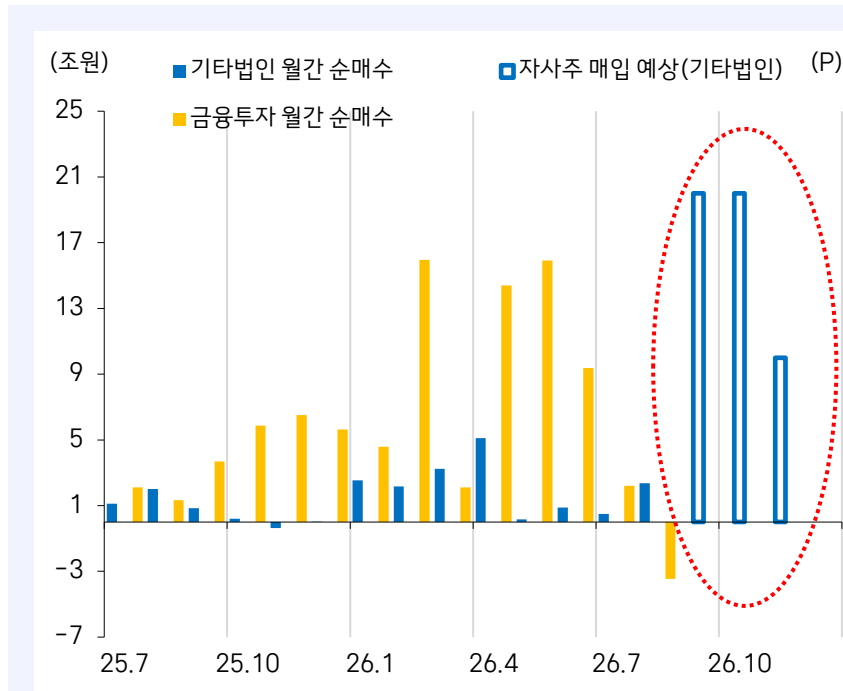
레벨	의미	현재 대비
9,115	전고점 계산 저점 대비 +62.9%	+31.9% 현재 위
8,426	3개월 최고점 최고 계산 저점 대비 +50.6%	+21.9% 현재 위
7,262	3개월 최고점 평균 계산 저점 대비 +29.8%	+5.0% 현재 위
▶ 6,913	현재 저점 대비 +23.6%	—
6,200	변동성 증폭 시작점 판단	-10.3% 현재 아래
5,718	200일 이동평균 판단	-17.3% 현재 아래
5,262	최근 장중 저점 판단	-23.9% 현재 아래

대규모 자사주 소각, 밸류에이션 확장의 출발

'26.9월 금융시장 전망

9~10월 월18조규모 자사주매수 대기

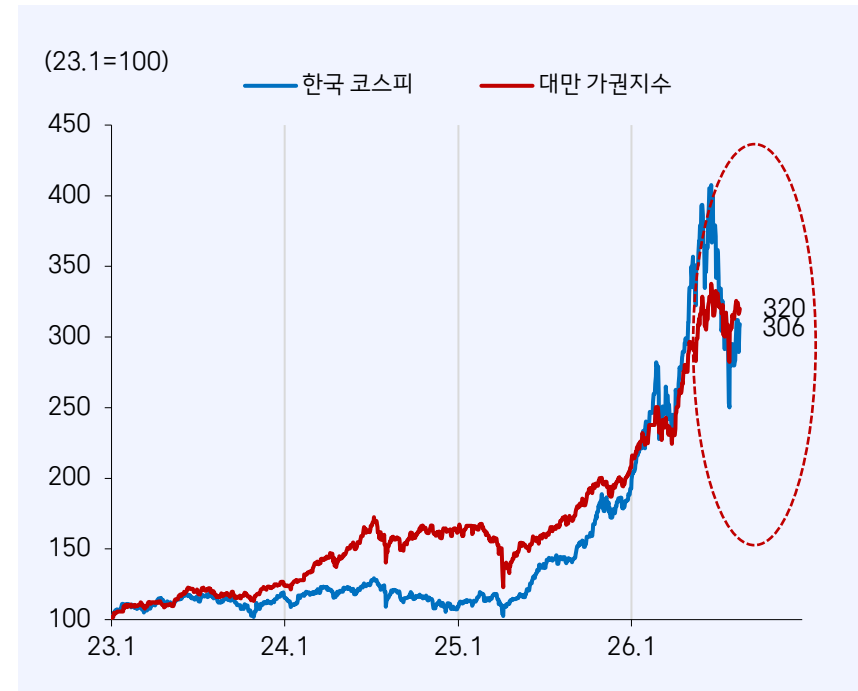
- 하이닉스 40조(주주환원), 삼성전자 15조(성과급) 자사주 매입 실행 (11월 중순까지)
- 주주환원은 내년까지 지속 (구조적 수급 변수)



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

한국과 대만의 밸류 격차

- AI사이클 시작 후 주가 상승률 유사한 수준
- 23년초 한국 예상PER 10.2배, 현재 6배
- 23년초 대만 예상PER 10.2배, 현재 20배



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8.25일 기준

자사주 매입에서 시작되는 밸류에이션 확장 스토리

'26.9월 금융시장 전망

한국 ↔ 대만 : AI 사이클 이후 비교 (23년 이후)

	한국	대만
주가 (2023년~)	+210.6%	+219.9%
이익	+369%	+60%
배수 변화	△33.8%	+100.4%

23년 초 밸류에이션은 동일 한국예상PER 10.16배 ↔ 대만10.15

한국은 이익이 여섯 배 빠른데도 배수 하락 : 이익 지속성에 대한 의심이 원인
한국 실현실적 기준 PER 9.2배, 예상PER은 5.5배

점진적 상승 : 주주환원 + 이익안정성

	무엇	언제
①	자사주 매입 · 소각에 따른 주당순이익 개선	11월
②	장기공급계약 확대 — 이익 안정성 확보	4분기
③	주주환원 계획 구체화	27.1월

하이닉스 40조는 소각 · 삼성전자 잔여 60~80조는 2027년 1월 이사회에서 확정
주주환원 규모추정 : 잉여현금 흐름의 50%, 3년 분할 가정, 26년 140조, 27년 226
* 26년 주주환원율 5.3%, 27년 8.5% (자사주 4.7% + 배당 3.8%)

수급 구조의 변화

자사주 순매수 월 **18.6조**(일 0.9조)
8월 **기타법인 +4.0조**로 확인.
외국인 순매도는 6월
△48.4조 정점 이후 7월 △9.9조 ·
8월 **△4.9조**로 축소

① 주주환원은 즉각적

주주환원 계획대로 진행시
27년 주주환원수익률 8.5% 추정
↔ 대만 **1.2%의 일곱 배**
대만은 배당 중심(성향 33%)
한국은 자사주 소각 의미있게 진행
⇒ 이익안정성 높이는 요인
(소각에 따른 EPS 개선)

② 이익 안정성 시간소요

대만은 파운드리 **지배적 지위**와 장기
고객관계로 이익이 안정적.
한국은 메모리 **사이클 산업**이라 가격
이 이익을 결정
대만과 **배수 차이**는 **이익안정성 때문**
한국 이익급증을 일시적으로 판단
→ HBM 비중확대, 장기계약으로
전체 캐파의 **60~70%고정**

밸류에이션 확장 경로

한국 예상PER **5.5배**
↔ 대만 **21배** (대만의 **25%**)
비즈니스 구조 차이로 사이클 성격
을 바꾸지는 못함
⇒ 이익변동성 완화가 확인되고
있어 대만의 **50%**가 목표
(배수 타겟 10배)

⑤ 미국 AI 로테이션 : 지수 상승은 완만, 업종간 격차 확대

'26.9월 금융시장 전망

	① 딥시크 충격과 수익성 논쟁	② 인프라/하드웨어 전면 랠리	③ 선별과 조정 (AI혁신 공포)	④ 반도체 독주	⑤ AI 서비스 기대 피해주의 반등
서브섹터	① 25.1~4월	② 25.4~9월	③ 25.10~26.3	④ 26.4~6월	⑤ 26.7월~
AI 반도체	△29.3	+99.4	+17.0	+101.4	△13.7
AI 전력	△17.4	+87.9	+7.4	+20.0	△13.9
AI 산업재	△22.3	+104.1	+21.5	+32.1	△18.0
원자력	△18.6	+131.5	△15.1	+3.7	△7.3
통신·하드웨어 장비	△19.6	+26.8	+3.9	+30.3	△0.4
휴머노이드·로보틱스	△30.5	+52.0	△0.6	+17.1	△9.3
AI 소프트웨어	△25.0	+52.8	△28.1	+14.2	+19.1
AI 헬스케어	△20.5	+42.8	△5.0	+59.2	+17.6
AI 확산 피해주	△25.4	+0.9	△29.1	△5.1	+32.7
하이퍼스케일러	△21.1	+55.4	△17.4	+9.9	+5.2
S&P 500	△15.3	+34.2	△2.4	+14.9	+2.3

미국증시는 AI서비스 본격화로 AI업종내 차별화 흐름 지속 예상 (하반기 LLM IPO, 서비스 수익화 기업)

AI 핵심 Player간 차별화 지속

'26.9월 금융시장 전망

투자 우선 순위 : 하드웨어·인프라 > AI서비스 > 하이퍼스케일러

하이퍼스케일러 01

투자의 주체 (데이터센터)

아마존, MS, 구글, 메타, 오라클

자본지출로 고정자산 급증
승자독식 구조, 과소투자보다 과다투자

하드웨어/인프라 02

AI 기술혁신/인프라 주체

엔비디아, TSMC, 전자, 하이닉스

인프라 구축은 진행형
병목 심화로 주문형 비즈니스로 전환

AI서비스 03

AI 최종 수요 창출

오픈AI, Anthropic, 구글, 메타

새로운 성장축, AI서비스시대 개화
AI Native 중심으로 대응

'25~'26년 데이터센터
Capex \$1.33조

AI매출
\$1.2조

학습 인프라
\$4,672억

추론 서버
2,698

추론 서비스/App
3,239

광고/서비스 등
1,339

'27~'28년 데이터센터
Capex \$2.2조

AI매출
\$2.6조

학습 인프라
\$9,953억

추론 서버
5,728

추론 서비스/App
7,967

광고/서비스 등
2,985

하우스뷰 요약

'26.9월 금융시장 전망

자산	스탠스	확신	핵심 수준
국내주식	비중확대	중	변동성 여진 속 완만한 상승 · 배수 역사적 저점, 업종 순환 예상
미국주식	비중확대	중	이익 증가가 주가에 선행 · 반도체 · 전력기기 선호
AI 투자	비중확대	고	순환 상승 지속(데이터센터→반도체/전력→AI서비스(빅테크/SW))
미국 10년	듀레이션 중립	중	중간선거로 10월까지 높은 수준 지속 (텀프리미엄 최대 100bp 반영)
한국 10년	중립 → 9월 중순 확대	중	최종금리 3.25%를 반영한 10년 적정 금리수준 4.5% (현재 4.28%)
원/달러	추가 하락 제한	고	9월 1,400원대 초반 · 연말 1,440원 전후
미국 기준금리	연내 동결	고	연말 워시의장 태스크포스 결과까지 관망 (연내 동결)
한국 기준금리	연내 2회 인상	고	11월 추가1회 후 인상 마무리(최종 금리 3.25%)

핵심요인

- 주식은 국내 선호 (미국 중간선거 부담)
- 금리 9~10월 고점 형성 (점진 확대)
- 환율 점진적 상승 (9월말 1400원 초반)

전망

국내 · 미국 · AI 비중확대 유지
듀레이션 중립

체크포인트

- 미국 기간프리미엄 상승 압력 지속
- 반도체 실적 발표 통한 이익안정성 확인
- 국내 자사주 매입 지속성

하우스 뷰

'26.9월 금융시장 전망

- 주식 (비중확대) : 미국 빅테크 역할 변화 기반한 AI 투자의 이익 사이클 지속 전망. 한국 반도체 LTA 기반 이익변동성 완화로 비중확대 유지
- 채권 (중립) : 미국 재정·수급발 텀프 상승 압력 주의. 한국 기준금리 인상 후반부 진입, 9~10월 금리 고점 전망. 듀레이션 중립 유지

자 산 군		실제치			26년				3개월 전망	12개월 전망
		23년	24년	25년	5월	6월	7월	8월		
채 권										
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.18	2.87	3.39	4.07	4.07	4.26	4.28	Neutral	Neutral
	한국 크레딧 spread (AA-)	74	68	51	62	68	70	68	O/W	O/W
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.88	4.57	4.17	4.44	4.47	4.73	4.65	Neutral	Neutral
	회사채 spread(BB 미국 IG)	322	329	355	357	358	352	355	Neutral	Neutral
	하이일드 spread(BB 미국HY)	248	268	291	296	297	296	299	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	569	605	689	701	707	695	702	Neutral	U/W
주 식										
선진국	미국 (S&P500)	4,770	5,882	6,846	7,580	7,499	7,490	7,676	O/W	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4,521	4,896	5,791	6,051	6,328	6,358	6,471	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	2,366	2,785	3,409	3,957	3,995	4,003	4,111	Neutral	O/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,431	3,935	4,630	4,892	4,979	4,588	4,591	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	21,731	23,645	26,130	23,548	23,866	24,384	24,208	Neutral	O/W
국 내	국내 (코스피)	2,655	2,399	4,214	8,476	8,476	6,595	6,808	O/W	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		226	239	276	345	316	340	359	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2,772	2,817	3,021	3,310	3,372	3,461	3,429	O/W	O/W
원/달러 환율 (기말)		1,288	1,472	1,440	1,504	1,549	1,439	1,385	1,400	1,430

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 CS센터 : 1533-0300 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]