삼성자산운용 준법감시인 승인필 제261030-12호

Samsung
Financial Networks

'26년 11월

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** : 반도체 중심 주가 부진, 금리는 10월 반락

② **매 크 로** : 한국 성장률 상향, 한국 최종 기준금리 3.5%로 변경(추가 2회)

③ **금 리** : AI자본수요에 텀프리미엄 부활, 높은 수준 금리 지속 전망

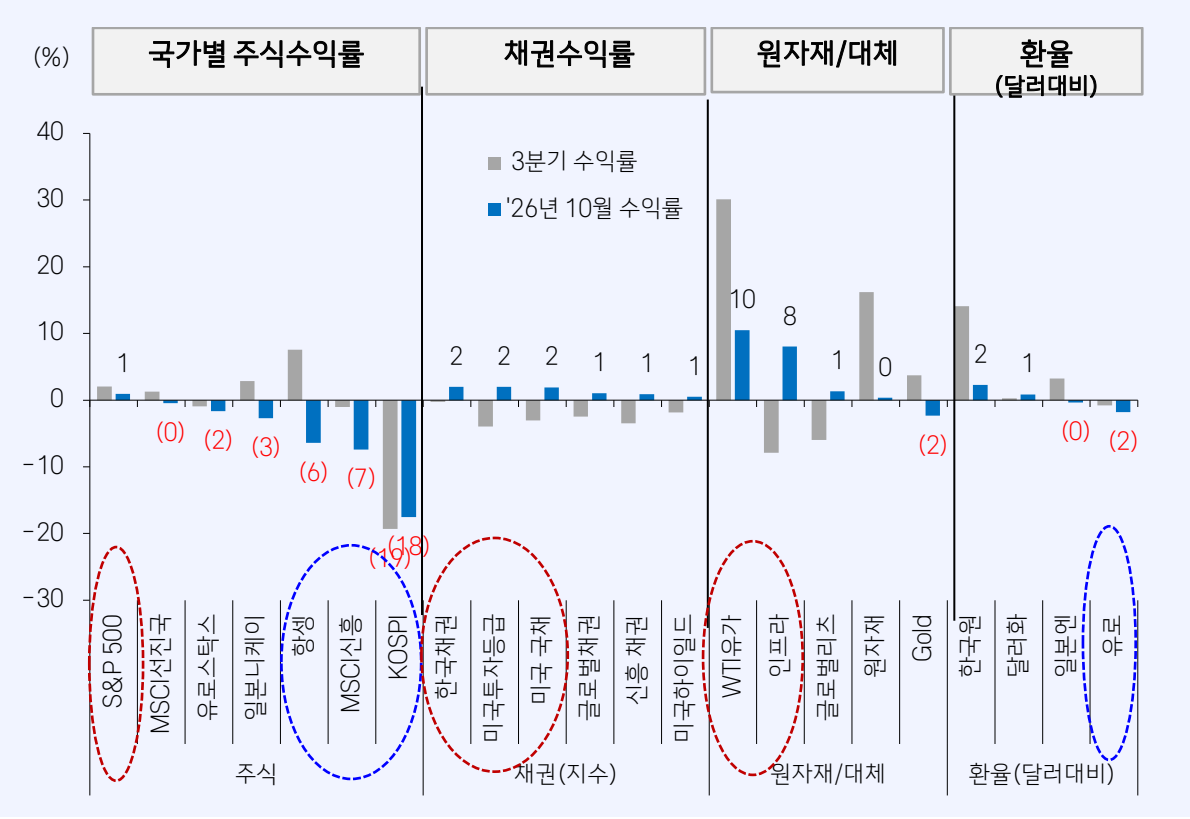
④ **국내주식** : 외국인 매도는 영국계 주도, 반도체 단기사이클 매수구간 진입

⑤ **환 율** : 경상수지 우위 환경 지속, 중심점은 1340원 전후, 내년 상저하고 패턴 예상

⑥ **하우스뷰** : 자산별 전망 및 투자전략

금융시장 리뷰

10월 자산 수익률 : 한국/항생 중심 주가하락, 원화강세 지속, 금리 반락



미국 주식 상대적 선방

미국은 업종 다변화, 테크 부진에도 업종 로테이션 활발
반도체 집중도 높은 한국증시 7월이후 지속 하락

AI수요위축 우려로 금리 반락

글로벌 금리 일제히 하락, 채권수익률 상승
프랑스 재정위기로 미국채로 대체 매수세 유입

유가 상승, 금값 하락

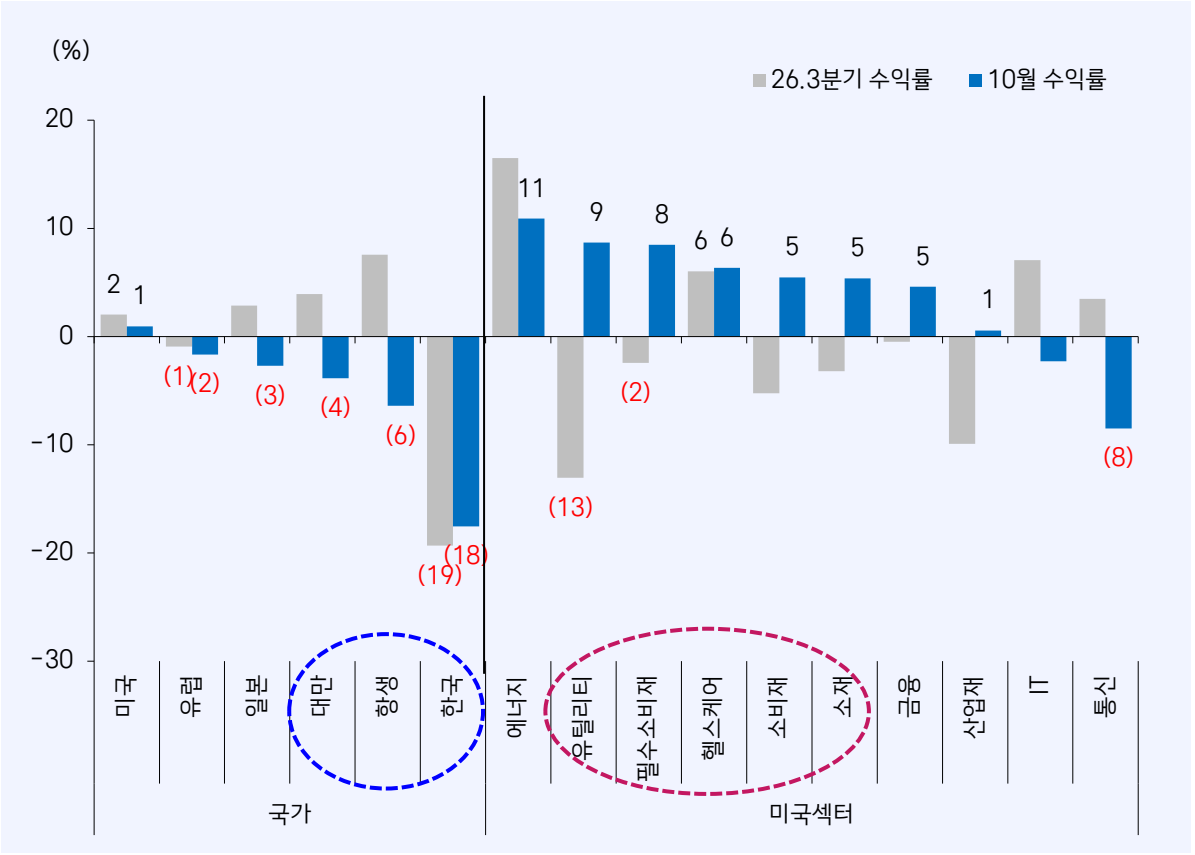
원화 강세 지속, 속도는 진정

원/달러 한때 1320원대 진입 후 반등
달러예금 큰 폭 증가,
환율급락에 따라 기업이익 부정적 영향 확산

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

해외증시 : 한국/대만 하락·미국은 섹터로테이션이 지수방어

업종 분산 효과로 미국 상대적 선전. 금리 반락으로 유틸리티,헬스케어 반등



미국증시 업종 로테이션 효과로 상대적 선방

(반도체 시총비중) 한국 54%, 대만 56%
미국 16%, 중국 17%

한국,대만,홍콩 하락세 지속

외국인은 한국에 이어 대만에서도 매도세 강화
연말을 앞둔 AI 포트폴리오 조정 영향으로 추정

미국 섹터, 전통 방어주의 강세

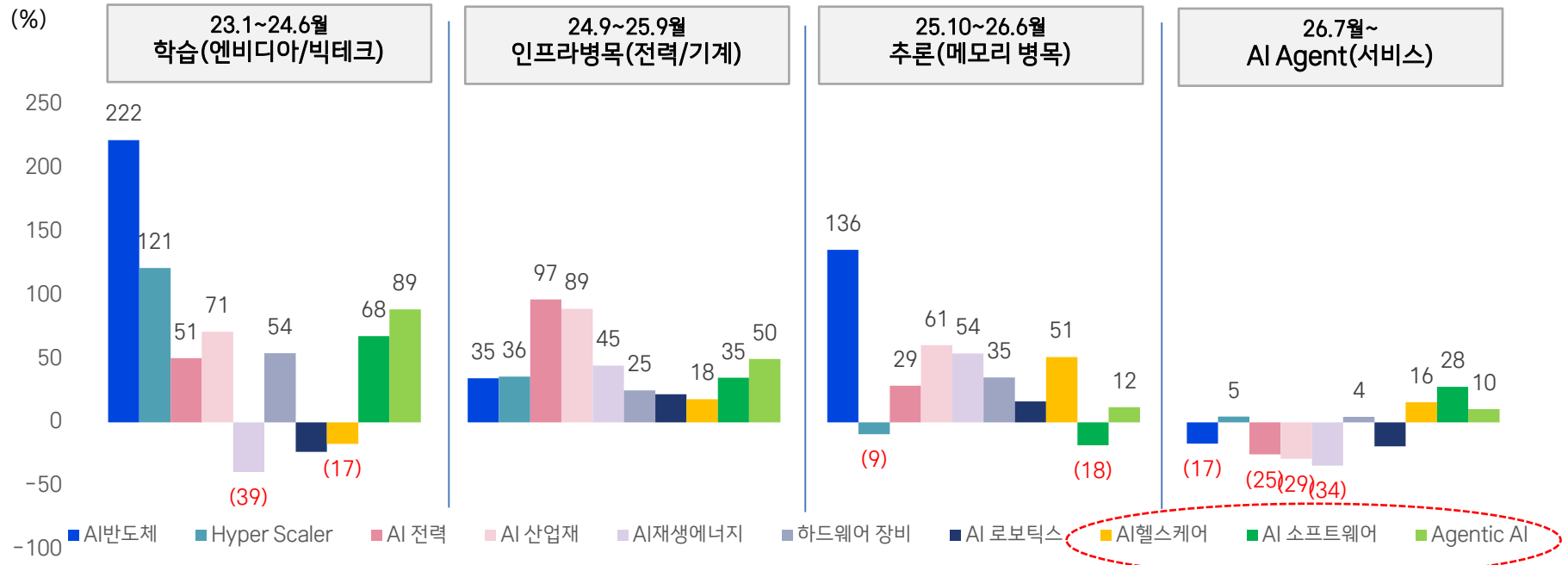
금리상승 국면 급락했던 유틸리티, 헬스케어 반등
AI 수요위축론이 부각되면서 업종 분산 수요 증가

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 :10.27일 기준

AI사이클 : GPU → 전력 → 메모리, 다음은 AI서비스

병목 이동마다 주도주 교체 : 투자에서 수익창출 기업으로 이동

AI 주도주 순환 : GPU → 전력 → 메모리 → 서비스, 국면별 수익률



GPU 공급자·투자 주체 주도

전력·메모리로 병목 확산

서비스주 반등은 확장의 초기 신호

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

국내증시 주요 데이터: 저평가 심화 속 수급 공백 장기화

		'23.12월	'24.12월	'25.12월	'26.6월(고점)	'26.10.27
코스피 지수	pt	2,655	2,399	4,214	9,114	5,638
연 수익률	%	18.7	△9.6	75.6	116.3	33.7
코스피 시가총액	조원	2,126	1,963	3,478	7,449	4,514
명목 GDP	조원	2,407	2,564	2,677	3,199	
코스피 '26년 연간 순이익	조원	114	173	223	734	795
코스피 순이익 증가율	%	△21.2	52.6	29.3	228	256
PER (12개월 예상)	배	10.7	8.2	10.2	8.5	4.3
PBR (12개월 예상)	배	0.86	0.79	1.22	2.01	1.09
고객예탁금	조원	53.8	54.5	87.4	136.8	89.8
신용융자	조원	8.8	9.1	16.8	29.0	22.8
코스피 거래대금(당월 일평균)	조원	9.3	8.7	14.4	51.7	19.9
변동성 지수 (VKOSPI)	pt	17.8	21.1	28.8	96.9	51.4
외국인순매수 (누적)	조원	11.3	1.3	△4.7	△148.3	△60.6
개인 순매수 (누적)	조원	△13.8	△5.4	△26.4	99.2	0.8
금융투자 순매수 (누적)	조원	7.8	6.9	29.9	62.3	9.1
기타법인 순매수 (누적)	조원	1.5	2.5	11.4	14.1	53.7
개인 미국주식 순매수(누적)	$억	△28.3	105.5	324.6	98.7	128.5
퇴직연금 잔고	조원	378	427	497	554	542
ETF 잔고	조원	121	174	297	512	417

- 코스피 고점대비 △38%
- 코스피 YTD 수익률 +34%

- 명목GDP는 +20%
- 이익증가율 +256% (3~5% 하향)
- PER 4.3 최저구간
- PBR 과거 평균수준으로 회귀

- 신용융자는 여전히 높은 수준
- 거래대금 6월 고점비 40% 수준
- 변동성 하락했으나 높은 수준
- 9~10월 외국인 순매도 강화
- 개인·금융투자 매수세 크게 위축

- 개인 미국주식 순매수 증가
  (7월 $46.4억,10월 $52.5억)

자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.27일 기준

금 리 : 인상 속도 조절, AI발 경기우려 부각

'26.11월 금융시장 전망

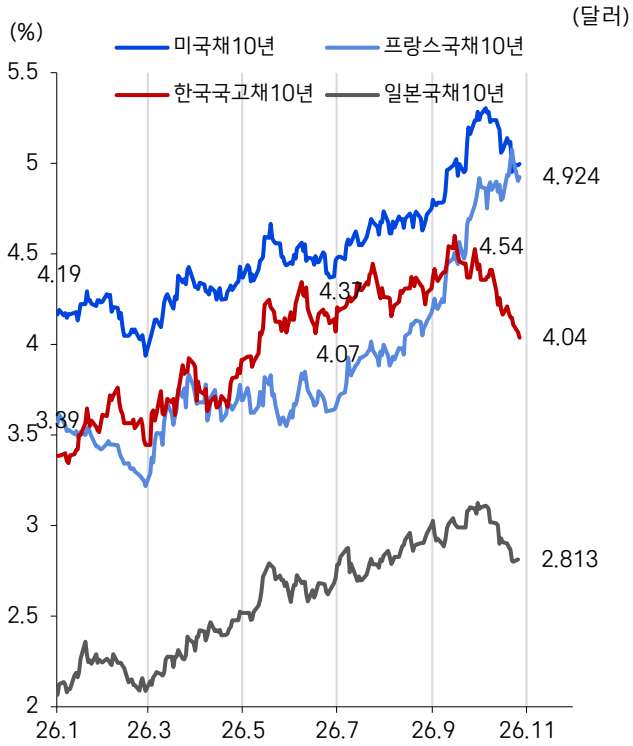
10월 글로벌 금리 반락 (미국 연속인상 후퇴, AI수요부진 우려)

	기준금리 추이			국채10년 (%)	연초이후 금리변동 (bp)	3분기 금리변동 (bp)	10월 금리변동 (bp)
	현재	올해 변동	정책기조				
일 본	1.25	+0.50	인상 지속	2.83	+76.5	+38.2	△25.2
호 주	3.6→4.1	+0.50	2회 인상	5.21	+46.8	+62.7	△19.5
프랑스	2.0→2.5	+0.50	2회 인상	4.92	+136.0	+120.5	+6.7
한 국	2.5→3.0	+0.50	연속 인상	4.04	+65.3	+34.5	△37.7
미 국	3.75→4.0	+0.25	첫번째 인상	4.99	+85.5	+82.0	△28.8
영 국	3.75	-	동결지속	5.35	+86.7	+66.7	△7.8
스위스	0.0	-	동결지속	0.46	+14.4	+29.2	△11.7
캐나다	2.25	-	동결지속	3.83	+39.7	+61.4	△16.4
중 국	1.4	-	동결지속	1.62	△23.8	△5.1	△5.7

- 프랑스 재정 이슈 부각, 내년 4월 대선까지 불안 지속(신용등급은 유지)
- 10월 금리 반락 : 프랑스 채권 대체수요, AI수요 둔화 및 경기 우려
- 인플레 지속, 최종 금리 불확실성은 높은 금리수준 지속 예상

미국 10년 5% 전후 등락

- 최근 미국 금리 하락은 텀프리미엄이 견인
- 한국, 성장률 상향 부담으로 추가 하락 제한



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.27일 기준, 중국 기준금리는 7일물 역RP금리

삼성자산운용

매크로 현황

한국 3분기 성장률 서프라이즈(연 성장률 3.8% 예상)

주요 지표		'23년	'24년	'25년	'26년 경제지표 추이						comment	잠재성장률 /컨센서스
					26.1월	6월	7월	8월	9월	10월		
성장률	미국 경제성장률	2.9%	2.8%	2.1%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	긍정적 경제지표 확인되며 성장률 전망 상향 조정 중	2.0%
	유로존	0.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	성장률, 독일 중심으로 반등 흐름	1.2%
	일본	0.9%	0.1%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	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, 대출 부진은 심화	4.1%
	한국	1.6%	2.0%	1.0%	1.9%	2.6%	3.0%	3.3%	3.4%	3.5%	3분기 성장률 서프라이즈 기록, 전분기비 +1.0% 성장	2.0%
물 가	미국 CPI (기말)	4.1%	3.0%	2.7%	2.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.7%		고유가, 디젤가격 부담으로 3% 대 후반 지속 예상	
	미국 Core PCE	4.2%	2.9%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%			벤치마크 조정으로 직전 발표치 0.2%p 하향	
	유로존 CPI	5.5%	2.4%	2.1%	1.7%	2.8%	2.9%	3.2%	3.8%		에너지 가격 재상승으로 물가 큰 폭 상승	
	일본 CPI	3.3%	2.7%	3.2%	1.5%	1.6%	1.9%	1.9%	2.1%		2%대 재진입, 식품물가 전년 기저 소멸	
	중국 CPI	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	1.0%	0.5%	0.8%	0.9%		유가 영향 반영중이나 돼지고기 등 식품 물가는 하락	
	한국 CPI	3.6%	2.3%	2.3%	2.0%	3.2%	2.8%	3.1%	2.9%		2%대로 진입했으나 성장률 상향, 소득효과 상승압력	(연말컨센)
통화정책	미국 기준금리	5.5%	4.5%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	4.0%	4.0%	10월 동결 예상, 12월 추가 1회 인상 후 마무리 예상	4.2%
	유로존 기준금리	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.25%	2.25%	2.25%	2.5%	2.5%	인플레 억제 위해 금리인상 사이클 진입 (인상폭은 제한)	2.7%
	일본 기준금리	-0.1%	0.25%	0.75%	0.75%	1.0%	1.0%	1.0%	1.25%	1.25%	환율, 물가 이슈로 9월 금리인상 단행, 인상 후 엔약세	1.3%
	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%	2.75%	3.0%	3.0%	3.0%	연속 인상 멈추고 만장일치 동결, 11월 인상 예상	3.2%
	QT(연준자산, $조)	$7.80	$6.90	$6.58	$6.58	$6.74	$6.74	$6.74	$6.75	$6.75	6월 지준관리목적 채권 매입 종료 후 큰 변동 없음	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.28일 기준

매크로 하우스뷰

한국 성장률·물가 전망 상향

		실 적			전 망		'27년 주요 근거
		'23년	'24년	'25년	'26년(e)	'27년(e)	
① 年성장률	미국	2.9%	2.8	2.1	2.2	2.2	2.2% 유지 (견조한 소비 + 투자 확대)
	한국	2.8%	1.4	1.0	3.3→3.8	2.5→3.2	한국은행 11월 경제전망에서 상향 예상
② 물 가 (평균	미국	4.1%	3.0	2.7	3.2	2.6	고유가 지속으로 물가레벨 소폭 상향
	한국	3.6%	2.3	2.1	2.5→2.7	2.5	헤드라인은 둔화, 코어는 2% 중반 지속
③ 기준금리	미국	5.5%	4.5	3.75	4.25	4.25	26.12월 인상 후 동결 예상
	한국	3.5%	3.0	2.5	3.25	3.5	성장/물가 압력으로 내년 1분기 추가 1회 인상
④ 금리 10년국채	미국	3.86%	4.6	4.1	4.9	4.4	상반기 높은 수준 유지, 하반기 완만한 하락
	한국	3.18%	2.9	3.4	4.3	3.7	상반기 추가인상으로 높은 수준 유지
⑤ 기업이익 연간 증가율	미국	0.9%	9.6	12.8	33.0	18.0	Tech 중심 이익성장세 지속
	한국	△21.4%	52.5	26.4	256.0	30.0	반도체 중심 이익증가, 이익할인율 개선이 관건
⑥ 환 율	$Index	101.3	107.9	98.8	101	100	강세요인(프랑스 재정), 약세요인(금리 동결)
	원달러	1,291	1,479	1,439	1.310	1,360	원/달러, 내년 상저하고(연간 저점 1분기

자료: Bloomberg 컨센서스, Refinitiv, Fnguide, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.28일 기준

한국경제 : 3분기 서프라이즈 ('26년 누적 실질GDP +3.6%, 실질GDI +15.9%)

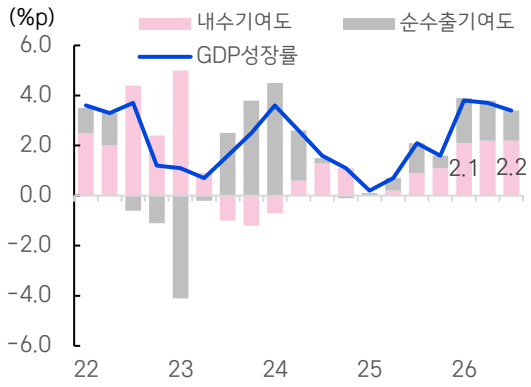
내년에도 성장률 3%대 전망

	GDP 구성 ('26년)		GDP 성장률 및 주요 지표 추이				
	(조)	(비중,%)	'23년	'24년	'25년	'26년 예상	'26.3QYTD
한국 GDI(실질)			1.8%	3.9	1.9	(한국은행)	15.9
한국 GDP(실질)	2,389조		1.6%	2.0	1.1	3.3	3.6
민 간 소 비	1,134	48%	1.8%	1.3	1.5	2.1	2.2
정 부 지 출	419	18	1.3%	2.8	2.7		2.6
건 설 투 자	263	11	1.5%	△5.2	△9.7	0.2	△1.2
설 비 투 자	229	10	1.1%	0.5	1.5	6.8	6.7
지적재산권투자	165	7	1.7%	1.2	3.0	3.7	3.7
순 수 출	181	8	0.4%	4.3	1.0		3.0
수 출(재화)	944	41	2.9%	6.4	3.3		9.7
수 입(재화)	801	35	0.3%	1.3	1.9		7.2
경 상 수 지		(연간,조원)	355억$	990	1,231	4,500	*7월 2,792
기 준 금 리		(기말,%)	3.5%	3.0	2.5	3.25	3.0
소비자물가 상승률		(평균,%)	3.6%	2.3	2.0	2.7	2.5
· M2 유동성 증가율		(평잔,%)	1.7%	4.1	4.6		5.8
· 정부 재정지출 증가율		(연간,%)	5.1%	2.8	7.1	7.2	
· 국채 총발행 규모		(조원)	169조	166	226	226	180
신규고용 월 평균		(천명)	33만	16만	19만	17만	11.6만
(15~60세 신규고용)		(천명)	△3.8만	△10.7만	△15.1만		△8.8만

3분기 성장률 전기비+1.0% 성장

- 3분기 전기비 +1.0%(한은 전망 +0.3%)
- 1~3분기 누적 전년동기비 3.6% 성장
- 설비투자와 수출 호조 지속
- 민간소비는 내구재 소비와 서비스지출 감소로 전기비 0.2% 역성장(누적 +2.2%)
- 국내총소득은 3분기 18.8% 증가, 77년 이후 분기 최대수치 기록. 소득과 소비괴리 심화

설비투자 호조로 내수 기여도 유지



자료: 한국은행, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : '26년 예상은 한국은행 8월전망치

반도체 소득효과 : 경제 파급 효과는 이제 시작

'27년 전자·하이닉스 세전이익 예상 1,015조원 : 주주환원 335조원

채널		'25년 실적	'26년 상반기 실적	'26년 예상	'27년 예상
세 전 이 익		88.2조	327조	730조	1,015조
① 채 권	운용자산	195.1조	409조	495조	758조
② 설비투자	유형자산취득	69.4조	49조	117조	147조
③ 주 식	자사주매입·배당	19.8조	21조	195조	335조
④ 재 정	법인세	7.7조	74조	135조	194조
⑤ 소 득	충당부채			67조	94조
잉 여 현 금(주주환원 후)		69.3조	185.1조	219조	335조

반도체 호황의 경제·금융시장 파급, '27년 본격화

파급 순서 : 설비투자 → 주주환원 → 재정 → 소득

자료: Quantiwise 추정치, 각사 분기보고서 인용, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.26일 기준

기준금리 전망 : 한국 성장률 호조 반영, 추가 2회 인상으로 변경

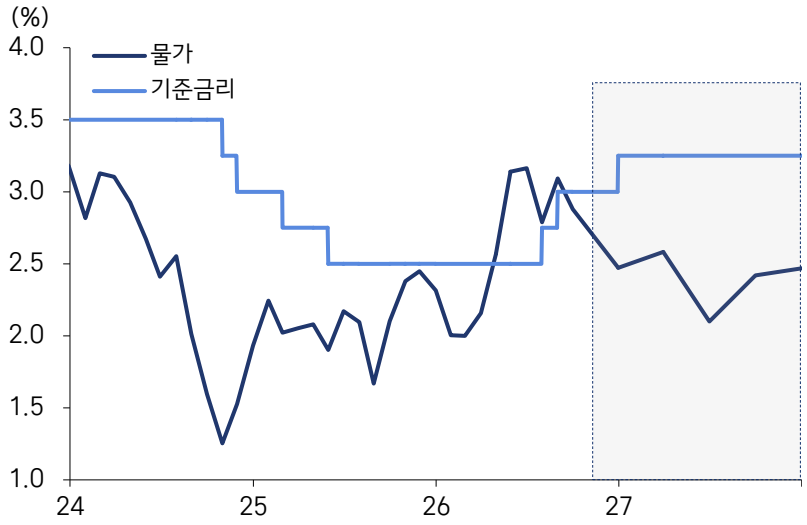
[한국] 11월, 내년 2월 인상 예상

- 11월, 내년 2월 인상해 최종금리 3.5% 전망.

  1)핵심 물가 상승폭 확대, 2)내년에도 3%대 성장률 예상

  선도시장의 최종금리는 3.75%보다는 낮은 3.5% 수준

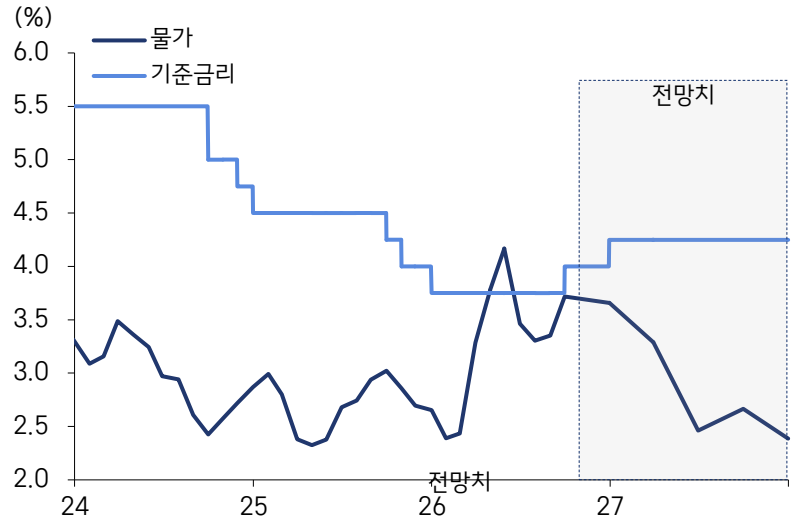
- 올해와 내년 성장률은 8월 전망치 3.3%, 2.9% 대비 상당폭 상회 예상, 내년 헤드라인과 핵심 물가가 기존전망도 2.3%, 2.5%를 상회할 것이라고 언급



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.26일 기준

[미국] 12월 추가 25bp 인상 예상

- 10월 매파적 동결 이후 12월 인상을 전망. 미세조정 성격의 정책조정이라는 뷰 유지. 워시 의장의 경기 판단이 변하지 않은 점 고려 연속인상보다는 완만한 속도 인상 후 종료 예상
- 물가 경로에 대한 판단 유지. 소비자물가는 9~10월 고점을 통과하나, 이후 경로는 예상보다 높은 수준에서 완만히 둔화. 물가의 추가 스파이크가 없다면 올해 12월로 인상 종료 예상



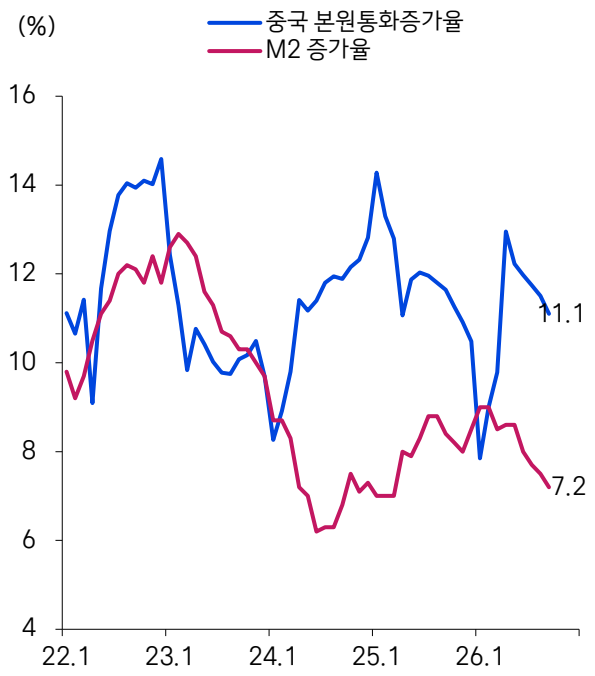
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.26일 기준

(참고) 중국경제 : 가계대출 부진, 주가하락의 이중고

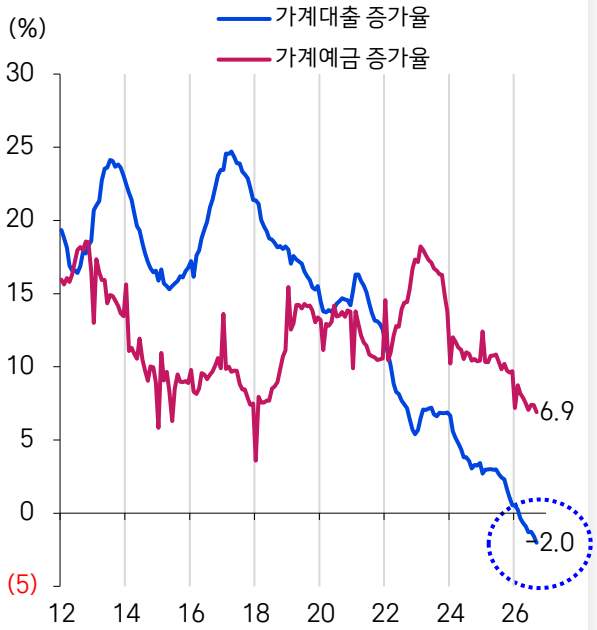
가계 대출 역성장 심화, 주식시장 부진도 장기화

- 중국 가계대출 급감 현상 지속, 가계대출 증가율 전년동월비 마이너스로 전환(가계 디레리징)
- 주식시장 2분기 연속 부진 심화, 전통주식 및 테크 주식 동반 부진

본원통화를 밑도는 M2 증가율



가계 대출 증가율 -2.0%(디레버리징)



중국 주식 : 전방위 부진

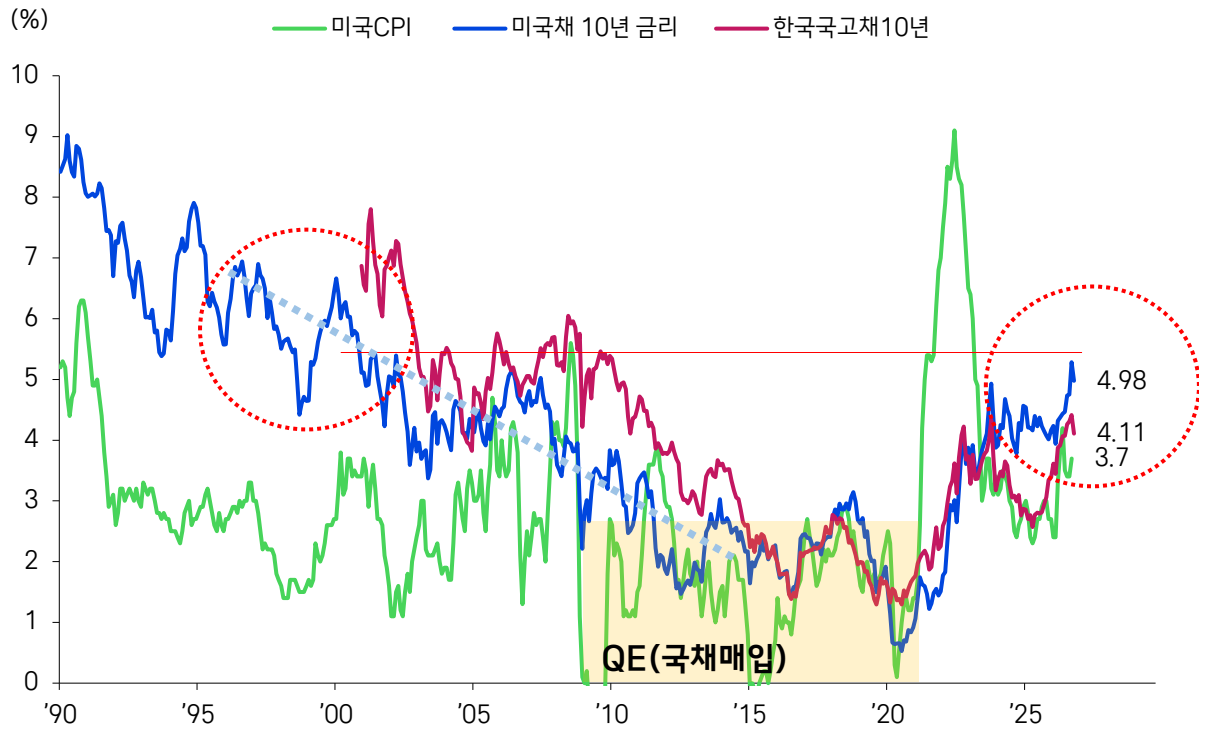
분기수익률 %		26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
상 해	종 합	-1.9	5.2	-6.2	-4.3
	대형주	-6.8	5.8	-5.6	-2.7
	과창판	**-6.5**	**75.7**	-30.7	-15.5
심 천	종 합	0.2	12.0	-15.4	-9.2
	대형주	-0.6	6.8	-10.0	-0.5
	창업판	**3.6**	**36.4**	-27.8	-15.6
홍 콩	종 합	-4.8	-7.9	5.9	-7.2
	중국기업	-6.1	-9.7	8.8	-5.2
	항생테크	**-15.7**	**-3.8**	-4.9	-9.2

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.27일 기준

금 리 : 높아진 하단, AI 자본수요 증가

'26.11월 금융시장 전망

물가는 이전보다 낮아졌지만 국채금리는 고점 돌파 → AI 자본수요 증가 영향



'27년 금리 전망

미국 10년 기본 시나리오	4.5~5.2%
한국 10년 기본 시나리오	3.7~4.4%
한국 기준금리 11월,27.1Q 인상	3.50%

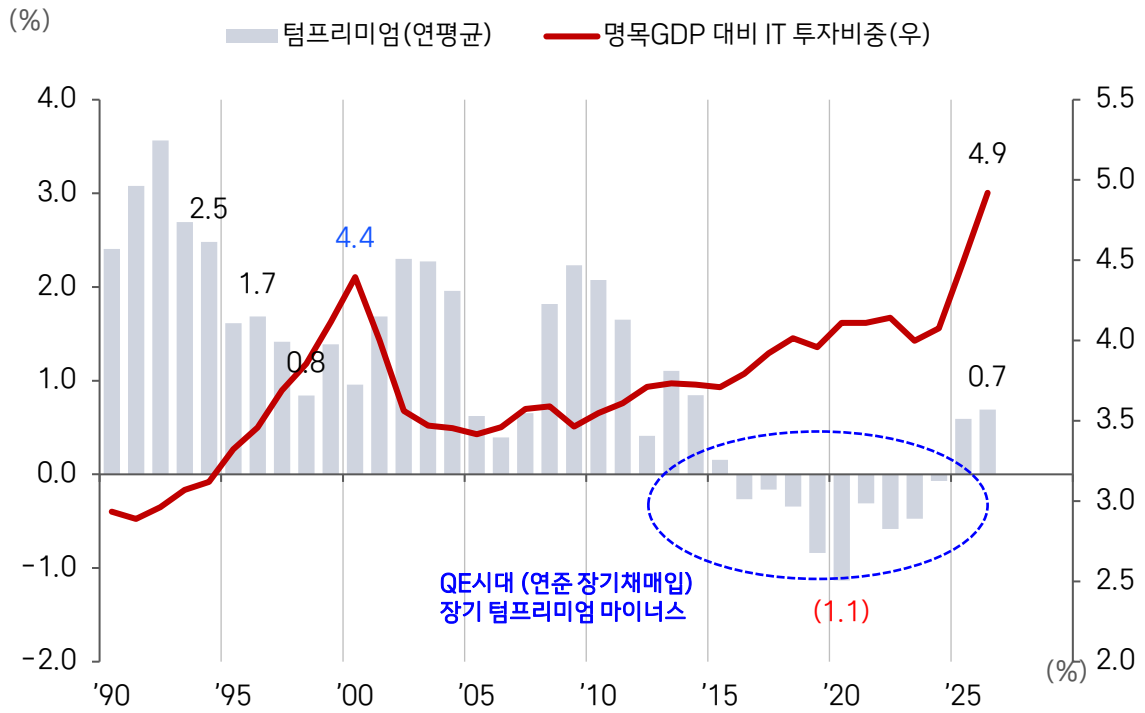
채권은 캐리(이자수익) 우선, 장기물 확대는 물가 안정 이후

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.24일 기준

금 리 : 텀프리미엄 부활

'26.11월 금융시장 전망

AI 자본 수요 : 국채 수급 부담, 취약부문 조달금리 상승



미 국채 10년 4.98% 분해

위험실질금리	1.97%
기대인플레	2.32%
텀프리미엄	0.69%
90년대 후반 텀프리미엄 평균 (95~99년)	1.39%

다음 병목은 자본, 생산성보다 자본수요가 먼저

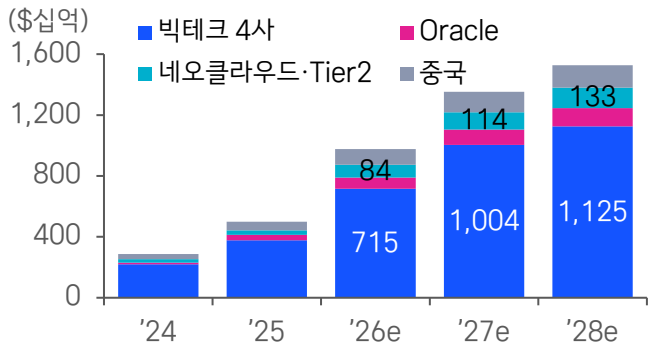
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 :10.24일 기준

금 리 : AI 투자·펀딩 구조 – 자체 현금에서 외부차입 비중 상승

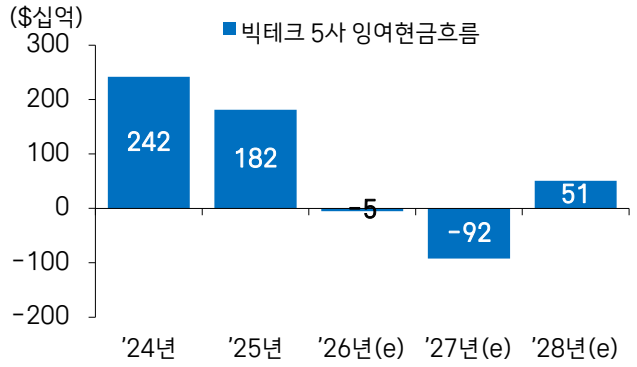
'26.11월 금융시장 전망

'27년 AI 설비투자 $1.35조, 빅테크 5사 FCF 적자 전환 : 조달 무게중심이 부채·순환 투자로

AI 설비투자 '27e $1.35조 +40% 이상 증가



빅테크 5사 합산 FCF : '26e 적자 전환



자금 조달 4단계 : 자체 현금 소진, 외부 조달 확대 불가피

단계	조달 방식	규모·주체	위험
1단계	영업현금흐름	빅테크 5사 OCF '26e $7,677억 → '27e $9,949억 '27e capex의 92%를 자체 현금으로 감당	낮음
2단계	회사채(IG)	하이퍼스케일러 발행 '26.9월 누적 $2,288억(전년 2배) 빅테크 3사 조달금리 6% 내외, 오라클은 9% 내외 AI 관련 부채 발행 '26e $5,700억(MS 추정)	중간
3단계	사모신용·SPV	메타 Hyperion JV $270억(Blue Owl 80%, 부외약정) 네오클라우드 GPU 담보대출·회사채 금리 (코어위브 금리 15%) 오라클 데이터센터 은행 대출 $380억 매각 지연	높음
4단계	지분·벤더 금융	아마존 → 오픈AI $500억, 아마존 → 앤트로픽(AWS 사용약정) 엔비디아 → 오픈AI $300억(GPU 구매약정) 지분투자 : 구매약정으로 환류, 벤더 금융 : 고객에 대출 및 보증 수요보증 : GPU 보증, 워런트 : 칩구매 대응 주식 부여	높음

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.23일 기준

국내증시 : 외국인 누가 팔았나

외국인 208조 순매도, 시총의 7%

- 거래소 외국인 보유 시가총액 1,689조 (연초 1,233조)
- 외국인의 순매도의 90%는 반도체
- 반도체 순매도는 월평균 반도체 시총의 7% 수준
- 주가상승효과로 외국인 추정 평가익은 700조 이상으로 추정

	1~8월	1월~10.27일
외국인 순매도(조원)	△168.3	△208.4
외국인 순매도 중 반도체 비중	91.7%	89.2%
월평균 시총 대비 순매도비율	△3.2%	△3.9%
외국인 지분율 (연초 35.4%)	38.5%	37.6%
추정 평가이익(조원)	+1,099	+729
평가이익 대비 순매도	15.3%	28.6%

자료: Quantiwise, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.26일 기준

1~8월 영국계자금이 외국인매도 주도

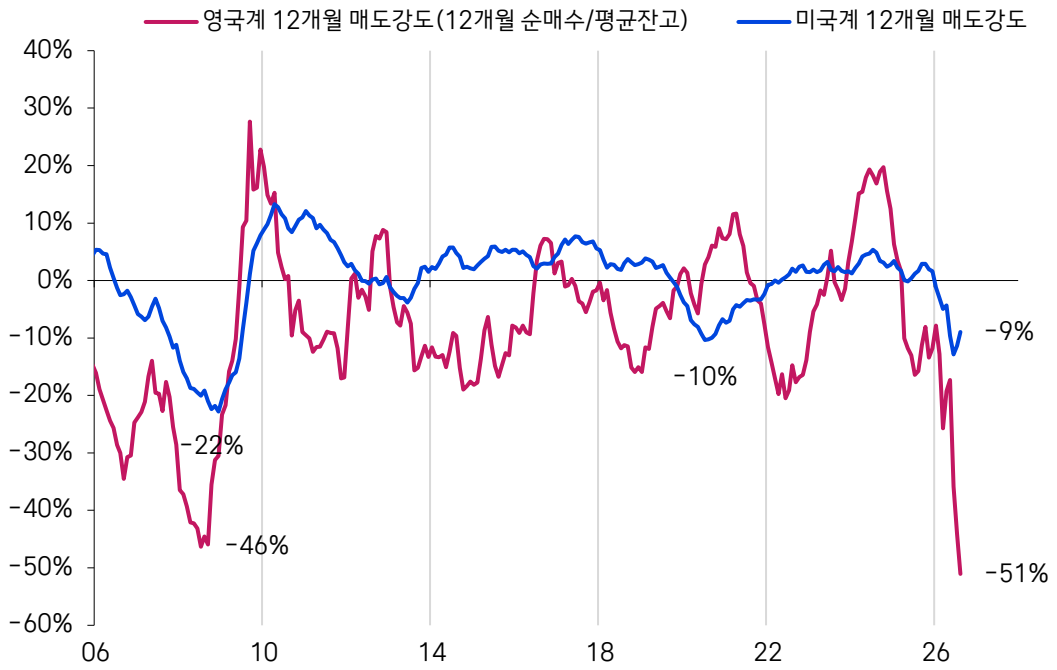
- 1~8월 거래소/코스닥 합산 순매도 195조
- 국적별로 영국계 매도가 전체의 44%, 미국계는 34% 차지
- 영국계는 평균 잔고 대비 순매도 비율이 44%에 달함
- 잔고대비 매도비율 상위국은 영국, 캐나다, 스위스, 독일

국적 (조원)	1~8월 누적 순매도	8월말 보유잔고	잔고 대비 비율	7~8월 순매도
영국	△90.6	176.8	△44.3%	△37.1
미국	△61.2	999.7	△7.0%	+16.8
캐나다	△14.1	49.6	△27.9%	
싱가포르	△12.2	139.9	△9.2%	
스위스	△7.7	34.3	△21.3%	△2.1
네덜란드	△5.3	74.3	△9.2%	
룩셈부르크	△5.0	130.0	△4.3%	+1.4
말레이시아	△4.7	15.0	△35.7%	
독일	△4.4	27.7	△22.4%	
호주	△3.5	91.8	△4.3%	+3.3
일본	△1.0	43.1		△0.5
중국+홍콩	+6.7	102.2		△1.8

자료: 금융감독원, Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월말 기준

국내증시 : 영국계 자금 매도강도는 역대 최대, 향후 매도 약화 예상

영국계 자금은 최대 수준 매도강도, 매도는 약화 예상



- 영국계 : 상시매도(단기매매패턴,차익실현형)
- 미국계 : 장기보유, 위기 시 매도
- 영국계 매도강도 최대(08년 금융위기 상회)
  매도강도는 약화 예상

추정 평가 이익 대비 순매도('25년 이후)

국적 (조원)	추정 평가이익	순매도	비율
영국	+209	△101	49%
미국	+783	△55	7%
외국인 전체	+1,813	△207	11.4%

*추정평가이익: (8월말잔고-24년말잔고) – 순매수
비율(평가이익 대비 순매도) : 순매도/평가이익

영국계는 추정평가이익의 절반 정도 차익실현 추정, 미국계는 7% 수준

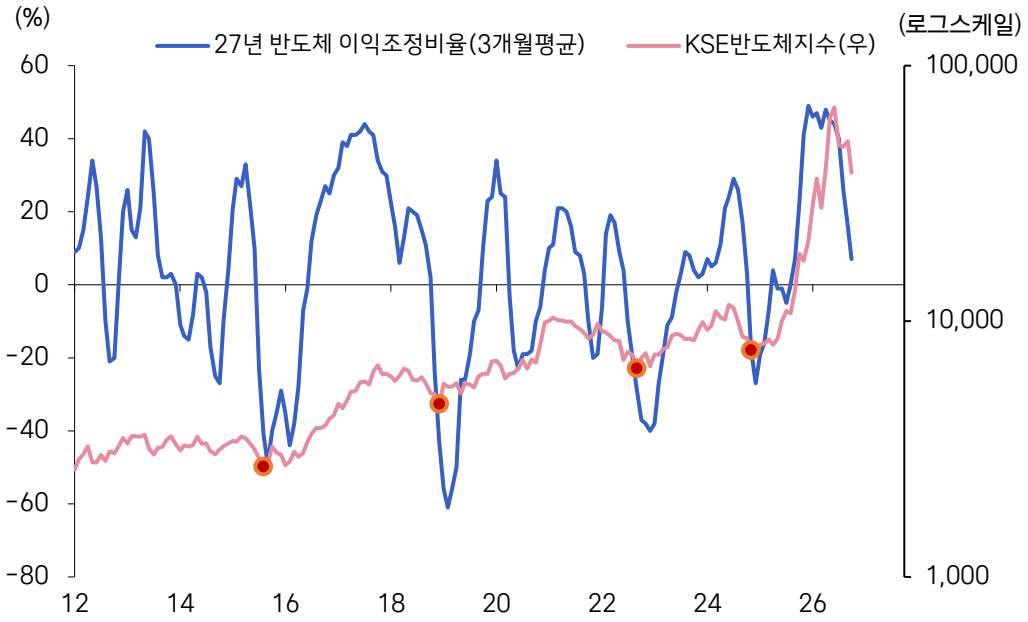
자료: 금융감독원, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 :8월말 데이터 기준, 보유잔고/순매매 활용 추산

반도체 단기사이클 지표 : 이익보다 먼저 움직이는 이익조정비율

'26.11월 금융시장 전망

예상이익 10% 상향되었으나 이월효과 뺀 실질은 +2.1%, 이익조정비율은 40%→7%로 급락

반도체 '27년 이익조정비율



반도체 12개월 선행이익 3개월 +10.4%

선행이익 증가율 구성	기여
연도 이월 효과	+8.2%p
실제 상향분 (가중치 고정)	+2.1%

연도별 반도체 영업이익 컨센서스

연도	고점	현재	고점비
'26년	706.8조	686.6조	△2.9%
'27년	1,030.3조	1,027.9조	△0.2%
'28년	1,115.8조	1,113.6조	△0.2%

이익추세 견조하나 이익하향 조정비율은 큰 폭 둔화 →이익보다 먼저 움직이는 이익조정 비율로 반도체 단기사이클 분석

이익조정비율 = (상향 추정 수 – 하향 추정 수)/전체 추정 수 · 0선 아래로 내려가는 시점이 이익 하향 확인 시점

자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.26일 기준

반도체 단기사이클 : 이익조정비율 · 주가 · 외국인매매패턴

'26.11월 금융시장 전망

이익조정비율(-)진입하면 3단계 → 주가저점 형성, 외국인 매도 축소

1단계 동반 상승 이익조정비율+ 주가↑	2단계 주가 선행 하락 이익조정비율+ 주가↓	3단계 주가 저점 이익조정비율- 주가↓	4단계 주가 상승 이익조정비율- 주가↑
추세 구간 이익 상향 확산, 주가 동반 상승 **가장 긴 단계** 지속기간 평균 5.4개월, 3개월 수익률 +6.1% **외국인 중립** 반도체 시총 대비 월 △0.10%	**이익 정점 선반영** 이익 상향 지속에도 주가 하락 **수익률 가장 부진** 지속기간 평균 3.0개월, 3개월 수익률 △3.0%(상승 확률 38%) **외국인 매도 최대** 반도체 시총 대비 월 △0.44%	**투자심리 악화** 이익조정비율 (-)진입 **매수 적기** 지속기간 평균 2.3개월, 3개월 수익률 +10.0%(15회 중 13회 상승) **외국인 매도 약화** 반도체 시총 대비 월 △0.13%	**주가 반등 지속** 이익 하향 지속에도 주가 상승 **상승 지속** 지속기간 평균 2.4개월, 3개월 수익률 +6.0% **외국인 순매수 전환** 반도체 시총 대비 월 +0.17%
	현재 : 2단계 후반	3단계 진입 예상	

이익 방향(3개월 이익조정비율)과 주가 방향(시총 3개월 변화)으로 사이클 구분 : 현재 2단계, 3단계 주가 바닥 형성
반도체 업황은 견조, 다만 11~12월 애널리스트 연간 전망 업데이트에서 내년 평균환율 하향 통한 이익 하향 가능성 상존

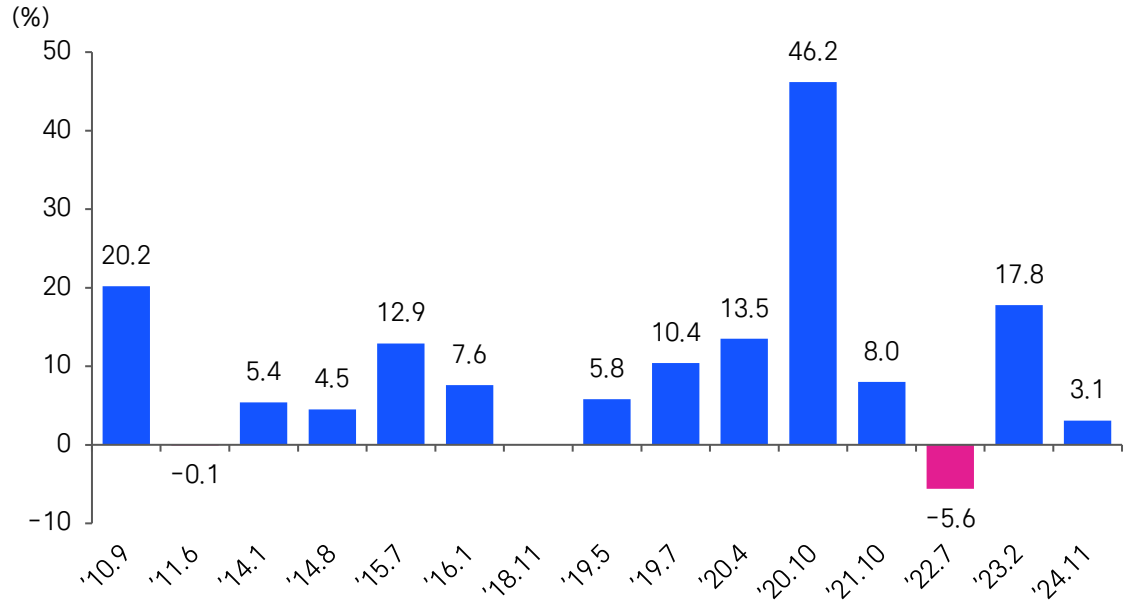
자료: Quantiwise, 한국거래소, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: '09.12~'26.10월 *분석자료: 총 203개월, 단계별 구간 63개(단계 평균 개월수 3.2), 수익률은 단계 시작 월말기준 3개월 수익률

반도체 단기사이클 : 3단계 진입 후 15회 중 13회 상승

'26.11월 금융시장 전망

3단계 진입후 수익률 : 3개월 평균 +10.0%, 12개월 평균 +28.0%

3단계 진입 후 3개월 수익률 : 하락 2회에 그침



13/15회
3개월 뒤 상승

+10.0%
3개월 평균

반도체 사이클 단계	상승 확률
3단계 동반 하락	87%
1단계 동반 상승	67%
4단계 주가 선행 반등	74%
2단계(현재)	38%

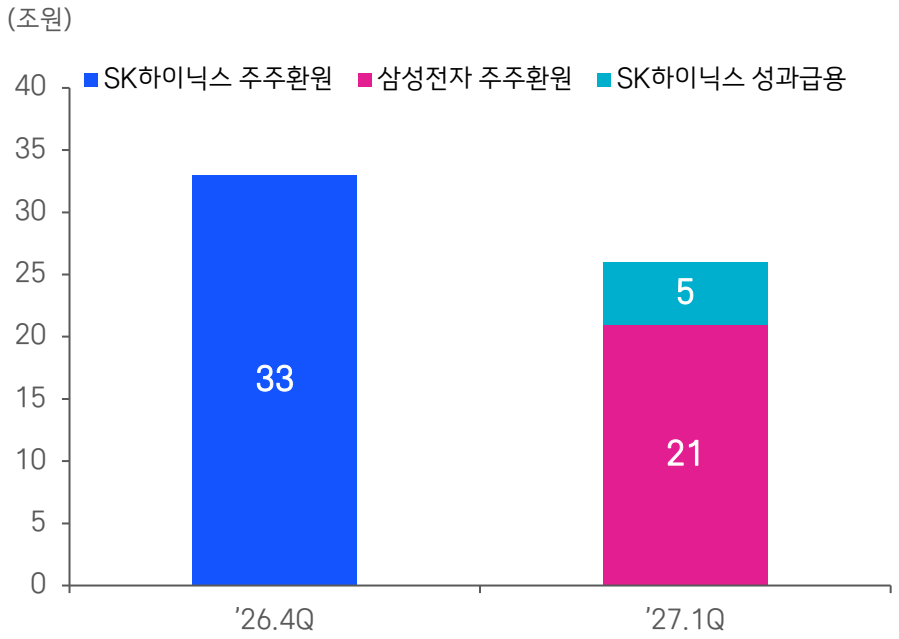
3단계 진입 후 하방은 제한적, 상승 가능성 높아 : 하락 2회 vs 상승 13회, 3개월후 평균 수익률 +10%

자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: '09.12~'26.10월

주주환원으로 하방 지지선 확보 : 하이닉스 20조 자사주 매입 개시

잉여현금 50% 환원 기준 잔여 자사주와 성과급용 매입 합산 규모 : '26.4Q 33조원, '27.1Q 26조원

분기별 자사주 유입 추정 : 4Q는 하이닉스, 1Q는 삼성 주도



'26년 환원 구조 : 삼성은 배당, 하이닉스는 자사주 중심 가정

항목(조원)	삼성전자	SK하이닉스
환원 총액(FCF×50%)	127.0	86.7
주주환원 중 자사주매입 비율(추정)	30%	60%
자사주 매입 완료 (10월 완료)		40
남은 자사주	21	33
성과급용 자사주 매입		5
총 자사주 매입 가능 금액	21	38

10.28일 하이닉스 자사주 매입 20조 발표, 내년 1월 추가 10조 이상 대기

자사주 매입 재개로 주가 하락 방어, 지속적 주주환원 확인으로 투자심리 개선에 일조

자료: 삼성전자, 하이닉스 공시자료, 언론보도 종합, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.28일 기준

원/달러 환율 추이

원/달러 환율 1,440원(1.2일) → 1,548(6.30일) → 1,327(10.27일)

1~6월 외국인 순매도로 환율 상승

- **외국인 순매도 확대**

  상반기 외국인 순매도 $950억
  (반도체 차익실현, 영국계 주도)

- **외국인 순매도는 환율 상승에 즉각 영향**
  경상수지는 환전 시차등으로 반영 지연

7~10월 경상수지 유입 효과 본격화

- **월 경상수지 규모 확대**

  1~5월 월평균 $283억→ 6~8월 $459억
  경상수지 효과가 대외순투자 압도

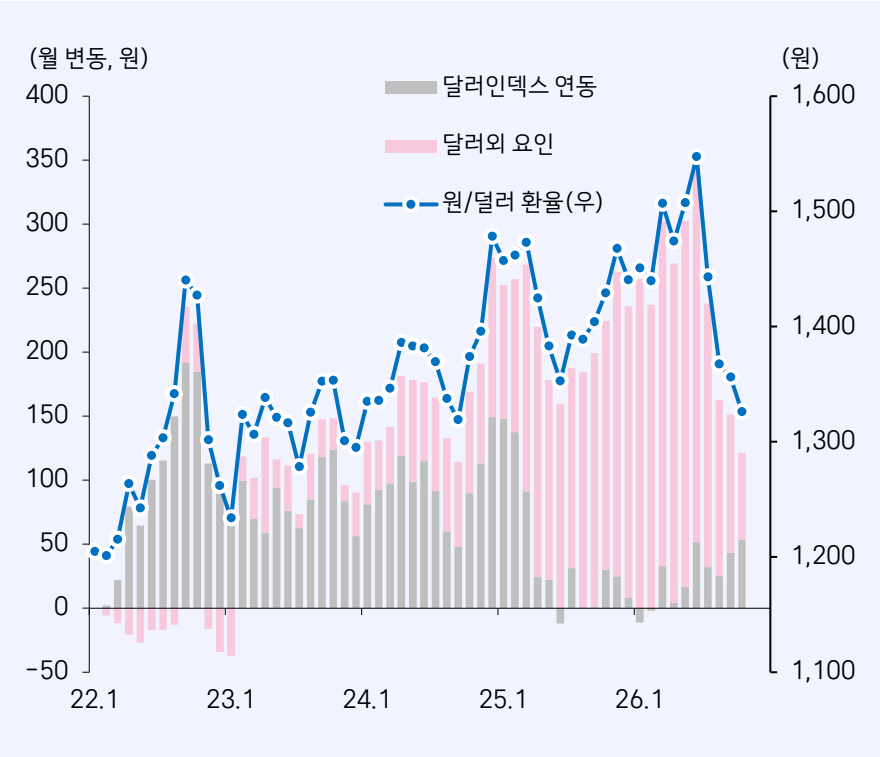
- **7~8월 외국인 순매도 강도 축소**

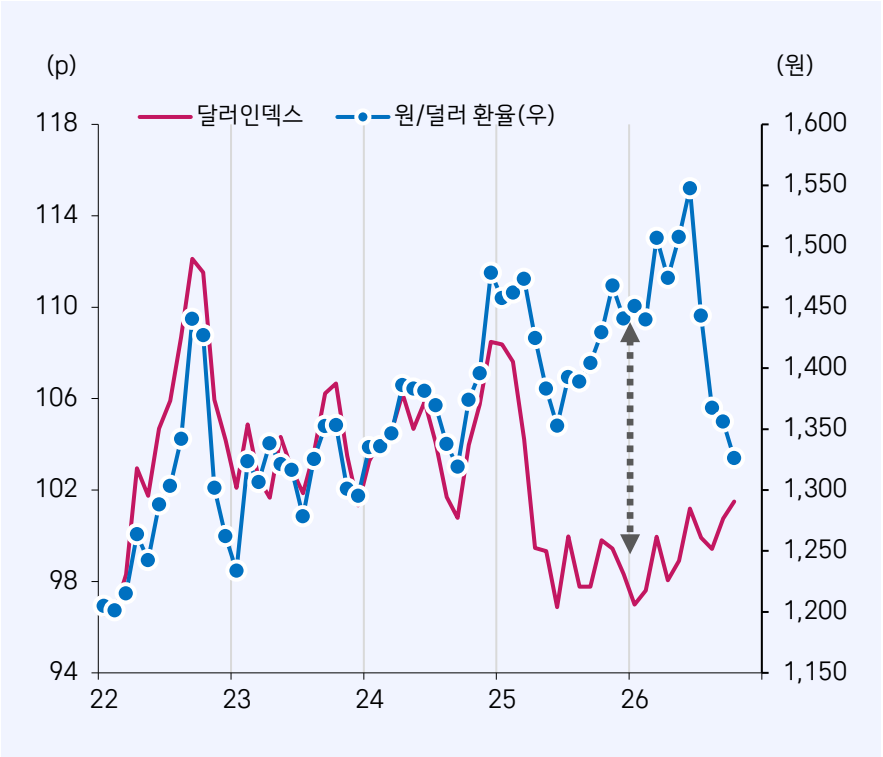
  상반기 월평균 $158억 → 7~8월 $74억

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터/ 주: 10.27일 기준

환율 변동 요인 : 달러 영향력 축소, 환율수급이 좌우

달러 영향력 축소 → 경상수지, 대외순투자(해외투자,외국인국내투자) 영향력 확대
내년에도 대내요인이 환율 변동 좌우



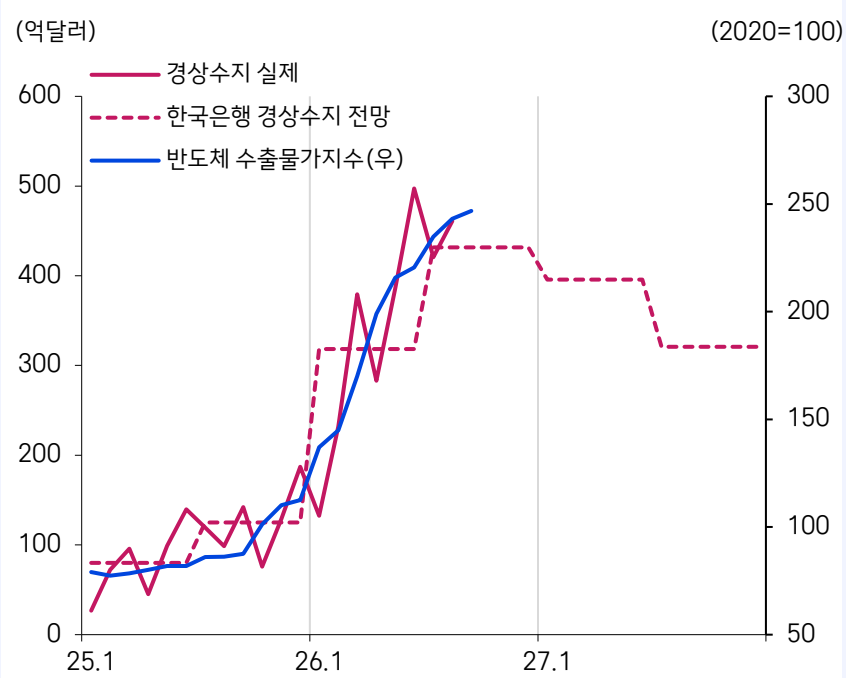


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

경상수지와 달러 수요 : 내년 경상수지 상고하저 패턴

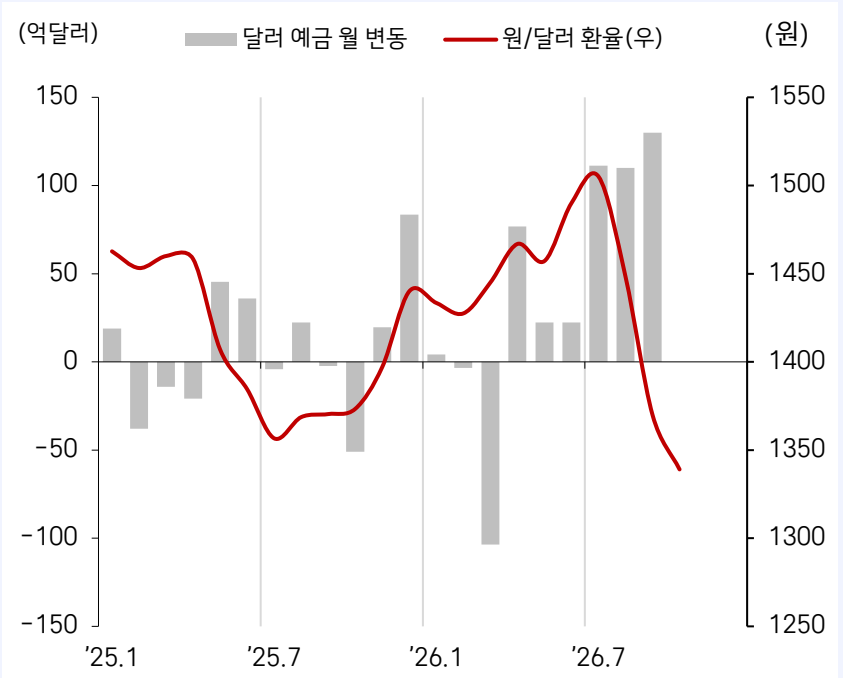
경상수지우위 환경, 강도는 점차 둔화

- 경상수지의 원천은 가격 효과 (반도체 수출물가지수)
- 반도체 이익 유지되더라도 수입증가로 경상수지 강도는 약화



환율 하락 후 달러예금 수요 증가

- 달러예금 잔액 : '25년말 $959억 →'26.9월 $1329억
- 1,300원대 진입 후 월 유입세 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

환율 전망 : '27년 상저하고 · 연평균 1,340원

'26.11월 금융시장 전망

상반기 경상수지 유입·외국인매도 약화로 강세 압력, 하반기 경상수지 둔화·대외순투자 증가로 반등

원달러 환율 전망

구분	기준선(기말)	변동 밴드
'26.4Q	1,330 (1,310)	1,300~1,360
'27년 상반기	1,320 (1,340)	1,260~1,380
'27년 하반기	1,360 (1,360)	1,320~1,420
'27년 연평균	1,340	1,260~1,420

변동 요인

'27년 상반기 : 경상수지 우위 원화 강세, 연간 저점

경상수지 유입 우위 (월 $400억 전후 유입 지속)
반도체 외국인 매도 약화 및 순매수 전환 가능성

'27년 하반기 : 수출 단가효과 약화, 수입 확대

단가 조정으로 교역조건 둔화
장비 수입 증가 등 수입 확대로 경상흑자 축소

한국은행 경상수지 및 수출입 전망 ('26.8월 경제전망 기준, 억달러)

항목	'26년 상반기	'26년 하반기	'27년 상반기	'27년 하반기
경상수지 (월평균)	$1,910억 (318)	2,590 (432)	2,375 (396)	1,925 (320)
수출증가율 (통관) (전년동기비 증가율)	$4,961억 (+48.2%)	6.046 (+61.4)	5,973 (+20.4)	5,726 (△5.3)
수입증가율 (통관) (전년동기비 증가율)	$3,587억 (+16.8%)	4.037 (+24.3)	4,055 (+13.0)	4,178 (+3.5)

원/달러 환율 참고 수치

모델	적정수준
ECM모형 (달러/금리,유가)	1,358원
국면 평균 (22년 이후)	1,365원
PPP환율 괴리 (구매력평가)	1,296원
BIS REER (실질실효환율)	1,319우

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

하우스뷰 요약

'26.11월 금융시장 전망

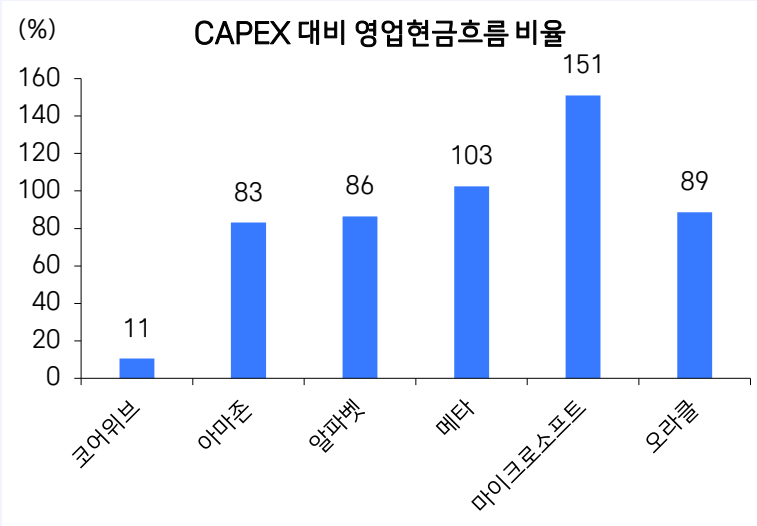
자산	투자의견	현재가 (10.27일)	연말 목표	주요 근거
국내주식	비중확대	5,638	7,200	주주환원으로 하방 지지선 확보, 외국인 매도 완화, 급락에 따른 반등
미국주식	비중확대	7,722	8,200	이익 성장세 유지되는 가운데 밸류에이션은 평균 수준
AI 투자	비중확대			낙폭과대 반도체 반등, 다음단계는 AI서비스 (SW,Agentic AI,보안 등)
미국 10년	듀레이션 중립	4.99%	4.90%	연말까지 인플레 2차확산 우려, 최종금리 불확실성 지속
한국 10년	듀레이션 중립	4.11%	4.30%	11월 성장률 및 물가 상향 가능성 높아. 최종 금리 불확실성 지속
원/달러	하락(원화강세)	1,339원	1,310원	경상수지 유입 지속되는 가운데 외국인 매도 축소로 추가 하락 예상
미국 기준금리	추가 1회 인상	4.0%	4.25%	연내 추가 1회 인상(12월) 후 동결 (최종금리 상단 4.25%)
한국 기준금리	추가 2회 인상	3.0%	3.25%	성장률 상향 반영하여 추가 2회 인상으로 변경(최종 금리 3.5%)

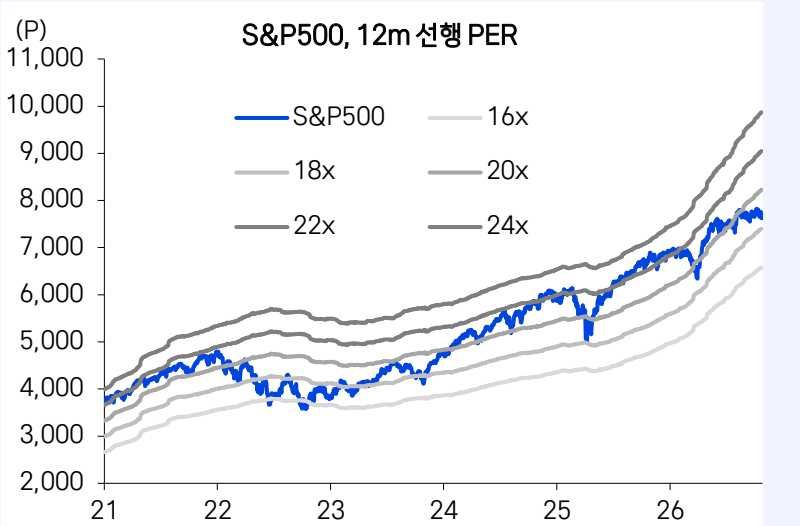
자료 : 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

미국증시 전망

미국 비중확대 의견 유지. 연말 타겟 8200p 유지

- AI 관련 섹터 약세에도, 순환매가 나타나며 S&P500은 10월 들어 보합 : 금리 하락 효과 및 다변화된 섹터 강점이 드러난 결과로 해석
- AI 자본조달 관련 리스크가 확대되었으나, 견고한 AI 수요가 확인되고 숏 베팅이 되돌려지는 과정에서 낙폭과대주 중심의 반등 전망
- 중간선거 결과에 따른 변동성이 나타날 수 있으나, 중간선거 이후 계절성은 주가 상승에 우호적
- 12m 선행 PER 18.7배로 '21년 이후 평균(20.2배) 대비 낮아 밸류에이션 매력 존재
- 선호 섹터 : 반도체(투자심리 회복 기대, 반등 이후는 AI인프라보다 AI응용), 유틸리티(금리 안정, 밸류에이션 매력)





자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터. / 주: 각 사 2분기 실적 기준(오라클 3~5월 기준). 오라클은 금융성 선수금 제외 시 61%. 10.26일 기준

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.26일 기준

한국증시 전망

투자의견 비중확대 유지, 연말까지 반등 국면

자사주 발표로 하방 지지력 확보, 연말까지 반등 국면 예상, 코스피 연말 7,200 전후 예상

*연말까지 AI사이클 민감도는 계속 높게 유지 (AI투자 조달, 앤트로픽 상장 등)

국가별, 종목별 수익률 비교

종목	연초대비	고점	고점 대비	10월
코스피	+34%	'26.6.22	△38%	△20%
S&P500	+12%	'26.10.6	△2%	0%
나스닥 100	+16%	'26.10.6	△6%	△4%
대만가권	+59%	'26.10.6	△8%	△4%
SK하이닉스	+106%	'26.6.22	△54%	△24%
삼성전자	+85%	'26.6.18	△37%	△17%
마이크론	+216%	'26.6.25	△26%	△15%
키옥시아	+261%	'26.6.25	△65%	△31%
샌디스크	+429%	'26.6.25	△46%	△28%
TSMC	+54%	'26.10.6	△8%	△4%
엔비디아	+16%	'26.10.6	△10%	△5%

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주 : 10.27일 기준

채권시장 전망

[미국] 듀레이션 중립

- 10년물 금리 5% 내외 흐름 지속. 상방 요인 잔존. 1) AI 조달 리스크발 안전자산 선호 심리로 인한 금리 하락폭 일부 되돌림 압력. 2) 10월에도 높은 유가 흐름 이어지며, 동월 물가에서도 에너지 관련 품목 가격 오름세 지속될 것
- 연내 10년물은 5%대 초반에서 고착되며 추가 상승은 제한될 것. 듀레이션 중립을 유지하는 것은 5%대 금리 레벨의 캐리 매력과 12월 인상 종료 시 상단이 제한될 가능성 때문

미국	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
기준금리	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
국채 2년	4.40	4.20	3.90	3.90	3.90
국채 10년	4.90	4.80	4.50	4.40	4.40
2/10 스프레드	0.50	0.60	0.60	0.50	0.50

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.26일 기준

[한국] 듀레이션 중립

- 최근 불거진 AI 조달 리스크로 인한 안전자산 선호, 금리 하락은 일부 되돌릴 것으로 예상. 11월 금통위에서 매파적인 인상 예상되는 점도 금리 상승 압력 지지. 성장률 큰 폭 상향 조정해 올해와 내년 모두 3%대 성장률 제시할 것
- 기준금리 인상기 후반부인 점 변함없으나, WGBI 편입 완료 후 외국인 수요 공백 메워줄 주체 확인, 중동전쟁 진정과 유가 안정, 11월 경제전망 상향으로 인한 금리 영향 확인 필요

한국	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
기준금리	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
국고 3년	4.00	3.90	3.60	3.60	3.50
국고 10년	4.30	4.20	3.90	3.80	3.70
3/10 스프레드	0.30	0.30	0.30	0.20	0.20

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.26일 기준

하우스뷰 (자산시장 뷰)

'26.11월 금융시장 전망

- 주식 (비중확대) : 미국 자본조달 우려에도 견고한 AI 수요로 상승 전망. 반도체 수요 둔화 우려 완화·높은 주주환원 매력. 한·미 비중확대 유지
- 채권 (중립) : 미국 연내 1회 추가 인상 전망. 한국 성장률·핵심물가 상향에 2차례 인상 예상(11월·내년 2월). 한·미 듀레이션 중립 유지

자산군		실제치			26년				3개월 전망	12개월 전망
		23년	24년	25년	7월	8월	9월	10월		
채 권										
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.18	2.87	3.39	4.26	4.31	4.42	4.12	Neutral	Neutral
	한국 크레딧 spread (AA-)	74	68	51	70	68	67	68	O/W	O/W
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.88	4.57	4.17	4.73	4.75	5.28	5.02	Neutral	Neutral
	회사채 spread(BB 미국 IG)	322	329	355	352	353	343	350	Neutral	Neutral
	하이일드 spread(BB 미국HY)	248	268	291	296	299	292	294	Neutral	Neutral
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	569	605	689	695	701	676	683	Neutral	U/W
주 식										
선진국	미국 (S&P500)	4,770	5,882	6,846	7,490	7,686	7,652	7,744	O/W	O/W
	유럽 (Euro stoxx 50)	4,521	4,896	5,791	6,358	6,420	6,269	6,168	Neutral	Neutral
	일본 (TOPIX)	2,366	2,785	3,409	4,003	4,156	4,109	3,992	Neutral	O/W
신흥국	중국 (상해종합)	3,431	3,935	4,630	4,588	4,625	4,358	4,084	Neutral	Neutral
	인도 (Nifty50)	21,731	23,645	26,130	24,384	24,080	22,620	22,699	Neutral	O/W
국 내	국내 (코스피)	2,655	2,399	4,214	6,595	6,820	6,838	6,012	O/W	O/W
원자재 (Bloomberg Commodity Index)		226	239	276	340	365	367	370	Neutral	Neutral
부동산 (Global REIT)		2,772	2,817	3,021	3,461	3,355	3,171	3,189	Neutral	Neutral
원/달러 환율 (기말)		1,288	1,472	1,440	1,439	1,368	1,357	1,343	1,310	1,360

자료 : Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10.28일 기준

삼성자산운용

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