

'26년 금융시장 전망

House View & Mega Trend

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 저작권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제,
배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

Agenda

01 글로벌 금융시장 환경

02 자산별 주요 이슈 및 전망

03 '26년 House View

04 Mega Trend 및 자산시장 전망

'26년 금융시장 전망

매크로와 금리사이클 변화

미국은 성장률이 정체된 가운데 투자(AI, 제조업) 중심의 흐름이 지속될 것 같습니다. 한국은 수출호조, 확장재정, 건설투자 반등이 결합되며 2% 성장률이 가능할 것으로 전망합니다. 한국경제에 대한 눈높이를 단기적으로 높일 필요가 있습니다. 인하사이클이 종료되면 장기금리 중심으로 금리상승 압력이 커집니다. 금리상승에 대비 단기채, 일드중심 대응이 필요합니다. 다만 급격한 긴축 전환 가능성은 낮아 당분간 우호적 유동성 환경은 유지될 것으로 전망합니다.

AI 내러티브 변화 : 'Everything Rally'에서 '차별화와 확장'으로

작년 이맘때 즈음, 지금처럼 AI 관련 논쟁이 있었습니다. AI가 생산성을 높일 수 있을지가 논점이었습니다. 1년이 지난 지금, 빠른 기술 발전과 확장으로 생산성 논쟁은 수면 아래로 가라앉았습니다. 지금은 향후 누가 AI 경쟁에서 최종 승자가 될 것인가에 초점이 맞춰져 있습니다.

AI발전 속도는 여전히 빠르고 강합니다. 지난 3년 동안 주가상승이 지속되어 버블에 대한 우려가 커지고 있지만 AI의 확장 속도를 감안할 때 AI에 투자 노출도를 너무 빨리 줄이는 것도 리스크라고 생각합니다. 'AI Everything Rally'에서 '차별화와 확장'으로 AI의 내러티브가 바뀌고 있습니다. AI 전략 차별화에 따른 빅테크 내 종목 선별과 Agentic AI로의 투자 대상 확장을 병행 할 필요가 있습니다.

'26년 금융시장 전망

금융시장 환경 (매크로, 유동성)

금융환경 변화 : 금리 동결, AI버블 논란

'26년 미국 성장을 정체, 한국 성장을 반등

'25년		비교	'26년 금융환경
		매크로	잠재성장을 수준 정체, 한국 성장을 회복 (투자의 역할 확대 – AI 투자, 미국중심 공급망 재편)
		통화정책 유동성	✓ 금리인하 사이클 종료 (M2 유동성은 증가) 미국 상반기 종료 예상, 동결국면 시중금리 상승
		정책 대응	미국 물가안정 주력, 미국외 확장 재정 기조 11월 미국중간선거, 중국 디플레 탈출/한국 확장재정
		AI 사이클	✓ AI 내러티브 변화 (투자 → 차별화, AI 적용 확대) 기업별 수익성 차별화, AI 적용 범위 확대
하반기 성장을 상향, 잠재 성장을 수준 회복 미국 1.8%, 유로존 1.4%, 한국 1.0% (하반기 회복)			
금리인하 사이클 지속 (국가별 차별화) 유럽 인하 종료, 미국 9월 금리인하 재개			
확장 재정 (유럽/중국→ 미국→ 한국→ 일본) 미국 \$0.3조 관세수입 확보, 비미국 재정지출 확대			
AI 자본지출 급증 (데이터센터) 하이퍼스케일러 Capex (연초) →			

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 '25년 매크로 추이

매크로 : 4월 고율관세 부과 후 일시충격, 점진적 성장률 상향

주요 지표	'22년	'23년	'24년	'25년 추이					comment	IMF		잠재 성장률	
				25.1월	6월	9월	10월	11월		25년 (1월)	25년 (4월)		
성장률	미국 경제성장률	2.5%	2.9%	2.8%	2.2%	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	3분기 지표 호조로 성장률 상향 지속 (소매판매 견조)	2.7%	1.8%	2.0%
	유로존	3.5%	0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	금리인하 및 재정정책 효과로 성장률 전망 상향	1.0%	0.8%	1.2%
	일본	0.9%	1.5%	△0.2%	1.2%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	2분기 성장률 호조로 연간 성장률 상향(3분기는 부진예상)	1.1%	0.6%	0.5%
	중국	3.1%	5.4%	5.0%	4.5%	4.5%	4.8%	4.8%	4.9%	3분기 지표는 생산, 소비, 투자 모두 둔화. 성장률 하향 예상	4.6%	4.0%	4.1%
	한국	2.8%	1.4%	2.0%	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3분기 성장률 전분기 +1.2%로 예상 상회(소비,수출 견조)	2.0%	1.0%	1.8%
물 가	미국 CPI (기말)	6.5%	3.4%	2.9%	3.0%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	9월 물가 전월비 +0.3%로 예상 하회, 연말 2.9% 예상	2.0%	3.0%	
	미국 Core PCE	4.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%			근원물가는 완만한 상승 중 (관세효과 일부 반영)			
	유로존 CPI	9.2%	2.9%	2.4%	2.5%	2.0%	2.2%	2.1%		물가 목표내 안정세 지속 (영국 CPI 3%대로 높은 편)	2.1%	2.1%	
	일본 CPI	4.0%	2.6%	2.7%	4.0%	3.3%	2.9%	3.0%		식품가격 상승 효과 약화되었지만 3% 전후 유지		2.4%	
	중국 CPI	1.8%	△0.3%	0.1%	0.5%	0.1%	△0.3%	0.2%		수요 부진에 따른 디플레 심화, PPI 38개월 연속マイ너스	0.8%	0.0%	
	한국 CPI	5.0%	3.2%	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.4%		통신료 인하 효과(전년비 21%하락) 영향		1.8%	
통화정책	미국 기준금리	4.5%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.25%	4.0%	9,10월 연속 인하, 위험관리형/보험적 인하로 언급			
	유로존	2.0%	4.0%	3.0%	2.75%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	8회 200bp인하 후 동결기조, 금리인하는 마무리 국면			
	기준금리(Deposit)												
	일본 기준금리	△0.1%	△0.1%	0.25%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	9월 회의 매파적 동결(2명 인상 의견), ETF매각도 발표			
	중국 대출금리 (LPR 5y)	4.3%	4.2%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	통화정책 보다 재정정책 활용도 높아져(이구환신 등)			
	한국 기준금리	3.25%	3.5%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	5월 이후 동결 기조. 11월도 동결 예상, 당분간 동결 기조			
	QT(연준자산, \$조)	\$8.55	\$7.80	\$6.90	\$6.82	\$6.66	\$6.61	\$6.59	\$6.55	12월 QT 종료 (단기시장 불안 + 지준 적정수준 도달)			

주: 11월 22일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 매크로 House view

내년 성장률 개선은 미미 대부분 국가 잠재성장을 전후 성장 (매크로vs 주식 디커플링 지속)

- 미국은 내년에도 AI투자가 성장률 둔화 방어 ('25년 IT/SW 설비투자 호조→ '26년 데이터센터발 공장건설 투자가 주도)
- 한국은 수출 호조 속 그동안 부진했던 건설투자 반등으로 잠재성장을 상회하는 2% 성장 예상

주요 지표		실제치			전망		Bloomberg 컨센		IMF 전망		잠재 성장률
		'22년	'23년	'24년	'25년(E)	'26년(E)	'25년(E)	'26년(E)	'25년(E)	'26년(E)	
경기 (GDP성장률)	미국	2.5%	2.9%	2.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
	유로존	3.5%	0.6%	0.9%	1.3%	1.0%	1.4%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%
	일본	1.0%	1.2%	0.1%	1.0%	0.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%
	한국	2.8%	1.4%	2.0%	1.0%	2.0%	1.0%	1.9%	0.8%	1.8%	1.8%
	중국	3.1%	5.4%	5.0%	4.6%	4.2%	4.9%	4.4%	4.8%	4.2%	4.1%
물가 (기말)	미국 CPI	6.5%	3.4%	2.9%	2.9%	2.5%	2.8%	2.9%	3.0%		
	미국 Core PCE	5.0%	3.1%	2.8%	2.8%	2.6%	2.9%	2.8%			
	한국 CPI	5.1%	3.6%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	
기준금리 (시장금리)	미국	4.5%	5.5%	4.5%	3.75%	3.5%	3.83%	3.25%			
	유로존 (Deposit rate)	2.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%			
	한국	3.25%	3.5%	3.0%	2.5%	2.5%	2.35%	2.1%			
	미국 국채10년	3.88%	3.88%	4.57%	4.1%	4.3%	4.1%	4.1%			
	한국 국채10년	3.84%	3.18%	3.05%	2.9%	3.0%	2.8%	2.6%			
환율	원/달러 환율 (원)	1,260	1,291	1,479	1,420	1,430	1,400	1,343			

주: 11월 22일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 글로벌 경기사이클

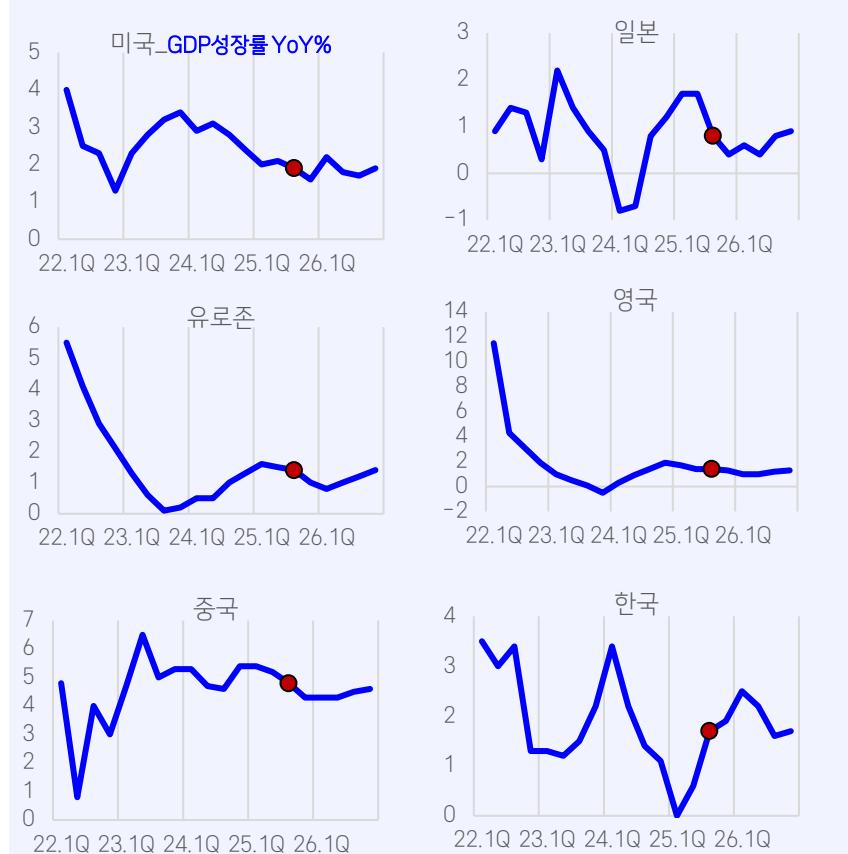
경기사이클 : 한국 회복, 미국 바닥권

- 미국 고성장('22~'24년 평균 +2.7%) 후 잠재 성장을 수준 둔화
- 한국, 확장재정 및 심리회복으로 성장을 회복 ('26년 +2.0%)
- 중국, 부동산 부진 속 디플레 심화(소비심리 약화 지속)
- 유로존 회복 중이나 회복 강도 약한 편



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국가별 추이 비교



주: 11월 22일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 미국 경제

고용둔화에도 3%수준 고물가가 금리인하 제약

	GDP 구성 ('25.6월)		GDP 부문별 성장률(%)				
	(\$조)	(비중, %)	'22년	'23년	'24년	'25.1H	성장기여도
미국 GDP(실질)	23.7		2.5	2.9	2.8	1.6	(%p)
민간 소비	16.4	69.0	3.0	2.5	2.8	1.6	1.1
상 품	5.6	23.6	△0.6	1.9	2.4	1.2	0.3
서 비 스	10.8	45.4	5.0	2.9	2.9	1.7	0.8
정부 지출	4.0	13.1	△1.1	3.9	3.4	△0.6	△0.1
민간 투자	4.4	18.5	2.7	2.4	3.7	5.8	1.0
주거용건물	0.8	3.3	△8.6	△8.3	4.2	△3.1	△0.1
공장(구조물)	0.7	2.8	3.6	10.8	3.5	△5.3	△0.2
장비/설비	1.4	6.0	4.4	3.5	3.4	15.0	0.7
지적재산권	1.6	6.7	11.2	5.8	3.9	10.8	0.6
※ IT기기/SW	1.5	6.2	11.4	2.1	5.9	27.9	1.7
수 출	2.6	11.1	7.5	2.8	3.3	△0.8	△0.1
수 입	3.7	15.4	8.6	△1.2	5.3	4.4	0.2
※ 소비자물가 상승률		(기말, %)	6.5	3.4	2.9	2.9	
※ 신규고용 월 평균		(천명)	379	216	167	75	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

- **상반기 성장률 1.6%로 둔화**

GDP구성: 민간소비 69%, 정부지출 13, 투자 18.5

- **비중 높은 민간소비와 정부지출 둔화**

민간소비 +1.6%, 정부지출 △0.6%

- **민간투자(비중 18.5%), 경기 둔화 방어**

IT/소프트웨어 투자 +28%

- **'26년 성장률 1.8%로 전년과 유사**

① 고용둔화, 소비정체 상반기까지 지속

② 투자 역할 확대 (설비 → 공장, 트럼프 정책)

③ 물가는 목표치 상회 : 금리인하 제약요인

→ **추가인하 2회(최종금리 3.5%)**

① 매크로 글로벌 물가 경로

미국, 1~2월 둔화 (연말 2.5%)

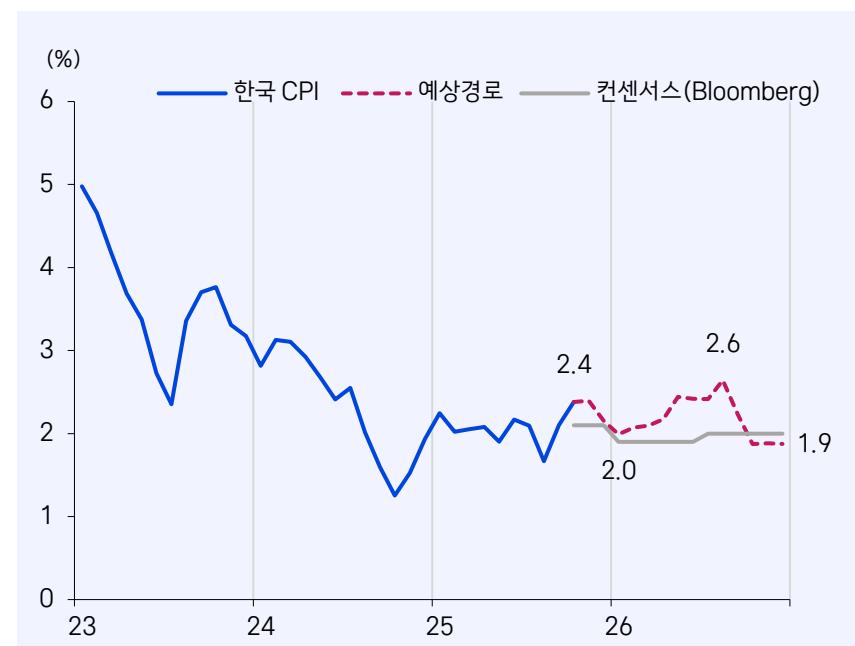
- 미국 물가는 관세 영향 반영하며 3%대 근접
- 1회성 관세효과가 소멸되며 완만한 둔화 기조 예상
(시장컨센서스는 상대적으로 높은 편)



주: 11월 20일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국, 2% 전후로 안정

- 한국은 물가안정 목표인 2% 전후 기록 예상
- 2분기~3분기초 일시적 물가 상승 구간 주의
(전년도 통신비 할인으로 인한 기저효과 구간)



주: 11월 20일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 미국·한국 매크로 비교

'26년 미국 성장을 정체, 한국 성장을 반등

	주요지표	'22년	'23년	'24년	'25년(예상)	'26년(예상)	참고지표
미국	성장을 고용	2.5%	2.9	2.8	1.8	1.8	잠재성장을 2.0 고용, 소비 둔화 ↔ AI 확장으로 투자중심 증가
	물가	38만	21만	17만	7만	7만	균형수준 5~8만
	기준금리	6.5%	3.4	2.9	2.8	2.8	물가목표 2.0
한국	성장을 금융안정	4.5%	5.5	4.5	3.75	3.5	증립금리 2.8~3.4 → 제한적 금리인하 (최종금리 3.5%)
	물가	2.8%	1.4	2.0	1.0	2.0	잠재성장을 1.8 반도체 호조 속 투자 반등이 회복 견인
	기준금리	1,260원	1,291	1,479	1,420	1,420	금융안정 요인이 금리인하 제약 부동산 가격 상승, 1,400원대 환율
	기준금리	5.1%	3.6	2.3	2.0	1.9	물가는 목표수준 2% 전후 안정 증립금리 2.2~2.8 → 당분간 금리 동결 (2.5%)

주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg 이코노미스트 컨센서스, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 한국 경제 전망

반도체 호조, 건설투자 반등

[한국 GDP성장률 추이]



• 26년 전망 및 체크포인트

건설투자 회복, 반도체 및 수출호조가 견인

(회복강도 強 : 반도체 + 투자회복 + 확장재정)

하반기 소비 및 수출지속성 판단 필요

• 주요 변수

반도체 사이클 고점 시기 (27년)

확장재정 효과 (기저효과 이상의 회복)

자동차 등 관세부과 품목 회복 강도

한국경제 현황 및 전망(컨센서스)

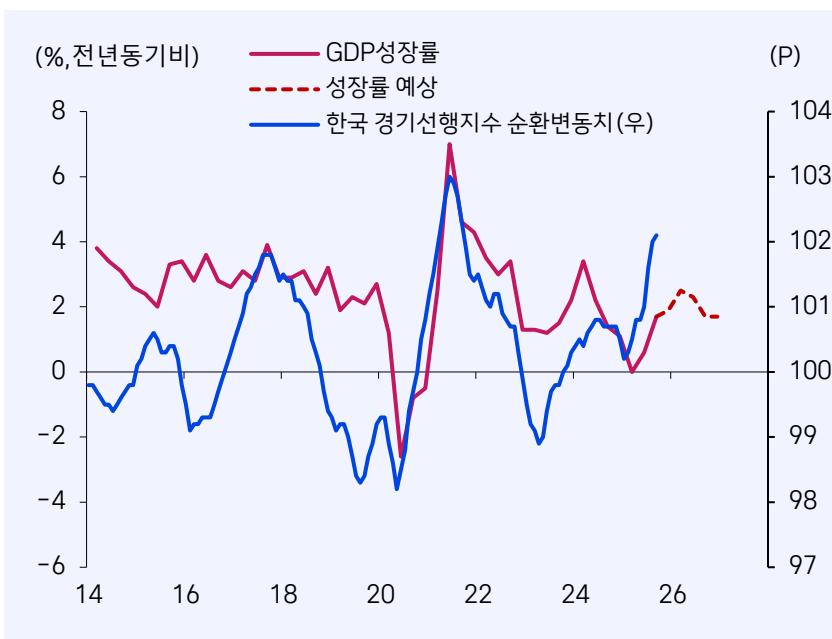
항목	비중	23년	24년	25년(예상)	26년(예상)	참고
GDP 성장률 (yooy)	2,300조	1.6%	2.0%	1.1%	2.0%	1.8%
민간소비	48%	1.7%	0.9%	1.4%	2.0%	*한은 잠재성장률
정부지출	18%	1.9%	2.1%	2.7%	2.1%	
건설투자	12%	1.5%	-3.0%	-8.3%	3.0%	
설비투자	9%	1.1%	1.6%	2.5%	1.5%	
지적재산권투자	7%	1.7%	1.2%	2.9%	2.5%	
순 수출	6%	0.4%	4.3%	0.7%	0.5%	
신규 취업자증감 (명) (15~59세 증감)	33만 -3.8만	16만 -7.9만	17만	13만	*한은 전망	
수출증가율(재화)	39%	2.9%	6.3%	2.5%	1.5%	
수입증가율(재화)	34%	0.3%	1.2%	1.8%	1.0%	*25년은 한은 전망
상품수지	341억\$	1,001	1,153	980		
경상수지	355억\$	990	1,100	900		
소비자물가 (yooy)		3.6%	2.3%	2.0%	2.0%	
기준금리 (%)		3.5%	3.0%	2.5%	2.5%	
재정수지 (% of GDP)		-0.7%	-3.3%	-2.3%	-2.3%	
국고채 총 발행 (원)		169조	166조	231조	232조	

자료: Bloomberg컨센서스/ 한국은행 전망 참조, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 한국 경기사이클 반등 (눈높이 상향)

한국 경기선행지수 상승

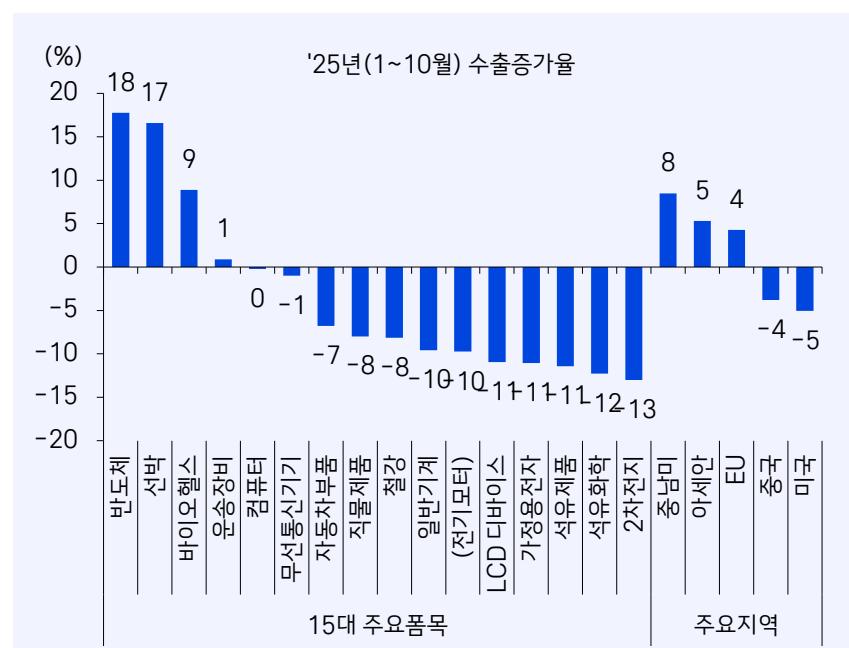
- 3~6개월 경기선행성을 보여주는 선행지수 회복세 강해
- 세부지표 중 주가, 건설수주, 재고순환지표가 상승을 견인
- 선행지수 반등은 건설 투자 반등을 예고



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 수출, 업종간 차별화 완화가 관건

- 올해 반도체, 선박이 전체 수출 이끌어
- 반도체/선박 호조 지속 예상 (GDP계정 수출은 단기효과제외)
- 내년은 자동차, 지역으로 미국 수출 회복 여부 중요

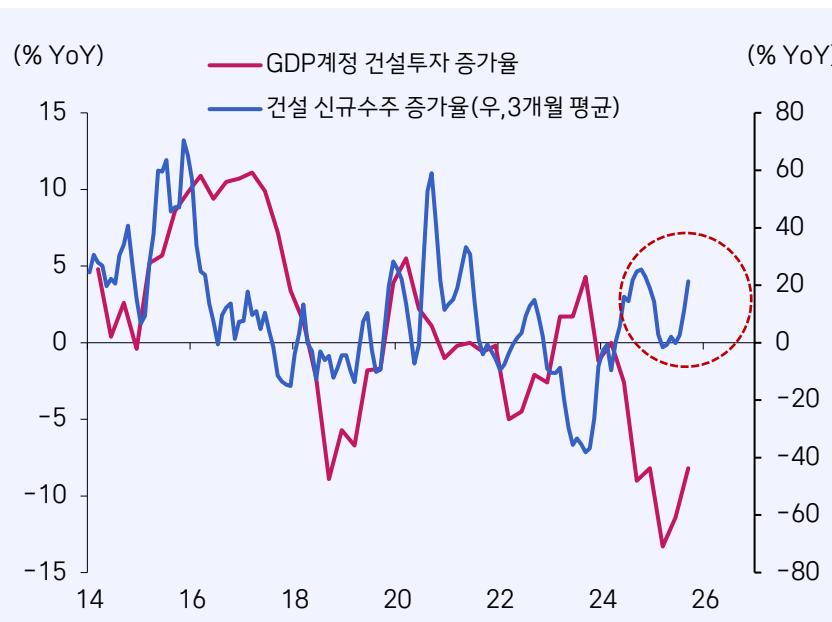


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 매크로 한국 경기사이를 반등 (눈높이 상향)

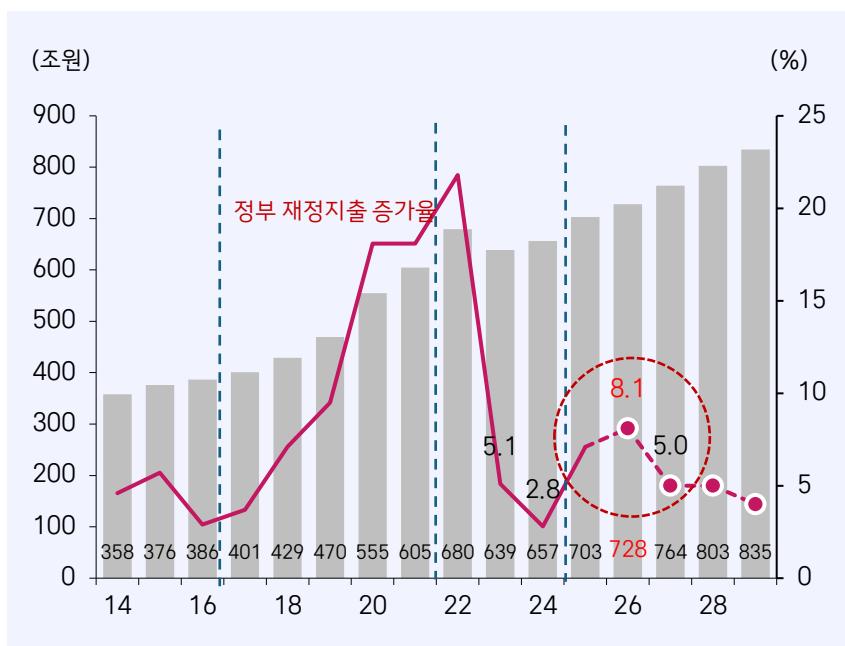
건설투자의 반등

- 실질 GDP내 건설 투자 비중 12% 내외
- 2년 연속 하락 * 24년 -3%, 25년 3분기 누적 -10%
- 건설투자 선행지표인 신규건설수주 회복 중



확장 재정기조로 전환

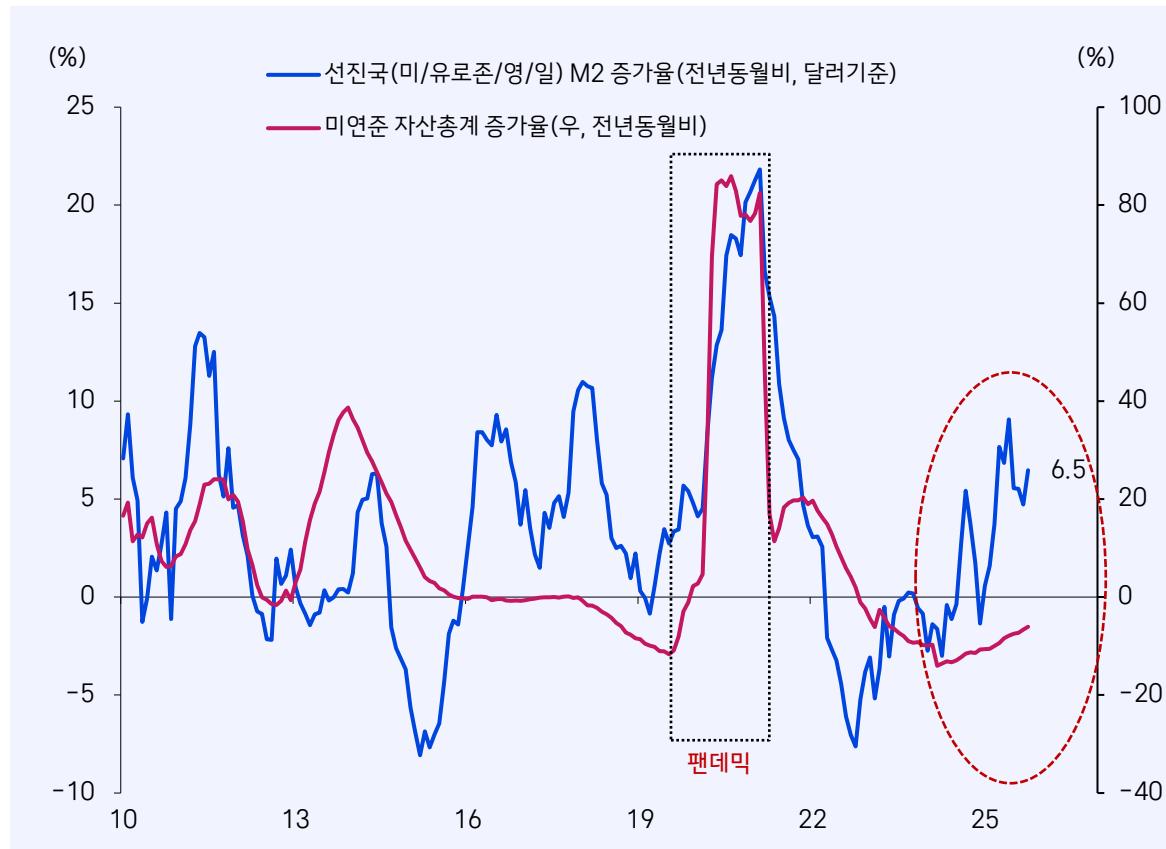
- 26년 예산안 기준 정부 총지출 728조(전년비 +8.1%)
- 향후 4년간 확장적 재정기조 지속
- 내년 GDP계정 정부지출은 2% 전후 증가 예상



주: 11월 20일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

② 유동성 금리인하 → 글로벌 유동성 증가 지속

인하사이클 진입 후 선진국 M2 증가율 상승 지속



금리인하와 유동성 공급

유럽/캐나다, 스위스 2%p 내외 금리인하
M2증가율 전년동월비 +6.5%
(유럽 증가폭 크고, 미국/일본도 증가)



미국 인하 재개 + 투자중심 자금수요

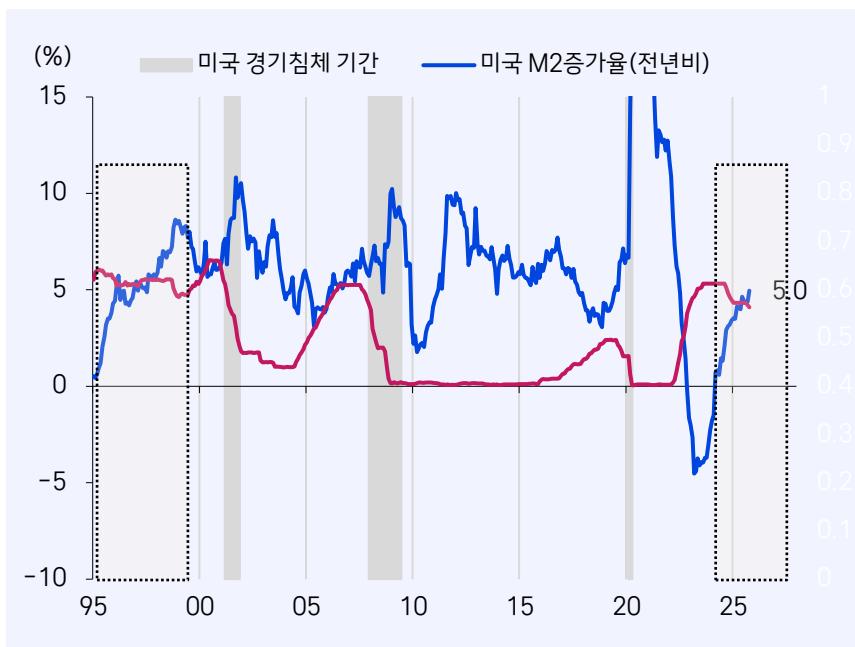
미국 9월 금리인하 재개 (9월)
내년 미국은 AI 투자(외부조달) 및 제조업
투자 관련 유동성 증가 예상

주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

② 유동성 유동성 환경 우호적

미국, 금리인하 후 M2 증가

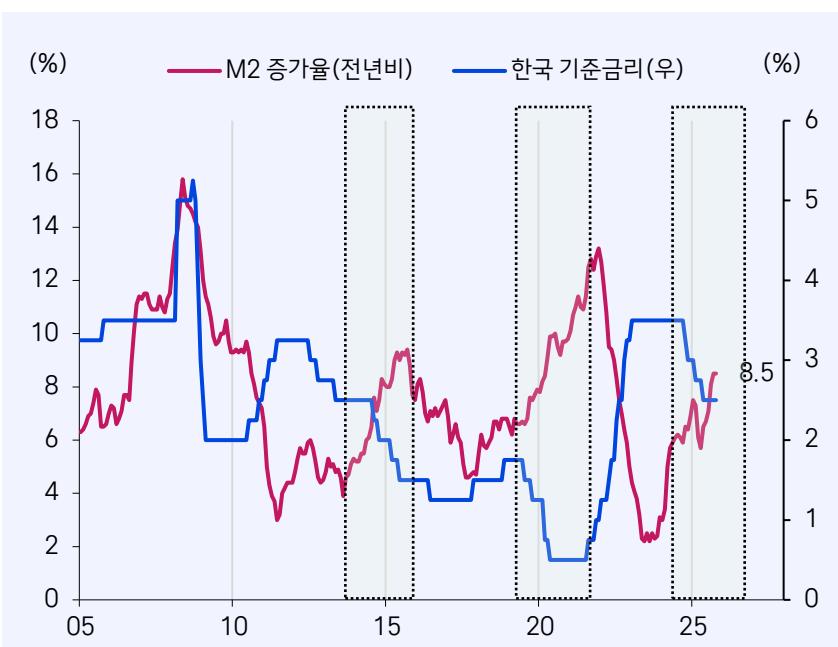
- 미국 M2 증가율, 연초 상승반전 후 증가세 지속
- 경기침체 없는 인하사이클(90년대 후반)에서 유동성 증가 속도 빨라 (경기침체시 유동성 경색)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국, M2 증가율 상승 중

- 금리인하 이후 한국 M2도 증가 흐름 (전년비 +8.1%)
증가 상품 : 수익증권(+31%), MMF(+23),
만기2년미만 금전신탁(+21), 요구불예금 (+9)
주체별 : 기타금융기관(+20%), 기업(10)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

② 유동성 글로벌 펀드 플로우 : ETF로 머니무브

펀드 자금유출 지속, ETF로 자금이동 가속

(십억달러)	글로벌 펀드 플로우					
	'22년	'23년	'24년	'24.10	'25.10	증가율(%)
주식	176	172	737	520	555	6.6
ETF	542	551	1,171	859	985	14.8
NonETF	-366	-379	-433	-339	-431	유출
채권	-258	281	617	567	630	11.2
ETF	245	300	365	331	451	36.4
NonETF	-503	-19	253	236	179	-24.2
M M F	11	1,340	1,144	777	836	7.6
ETF	9	15	21	13	28	111.6
혼합형	-73	-131	-100	-90	-18	유출
ETF	3	-1	7	4	16	252.2
대체자산	-6	-12	76	59	190	220.8
ETF	4	9	81	65	181	179.9
합계	-149	1,650	2,474	1,833	2,193	19.7
ETF	803	874	1,645	1,272	1,661	30.6
NonETF	-952	776	830	561	532	-5.2

주: 10월말 기준, 자료: Bloomberg, CEIC, EPFR, 삼성자산운용 투자리서치센터

펀드에서 유출 지속, ETF 유입 가속

* 주식형 ETF 9850억달러 유입

주식/채권/대체 전영역에서 ETF로 유입

대체자산 ETF 자금유입 두드러져

* 금ETF, 가상자산ETF로 자금유입

② 유동성 한·중·일 자본시장 활성화 (저축에서 투자로)

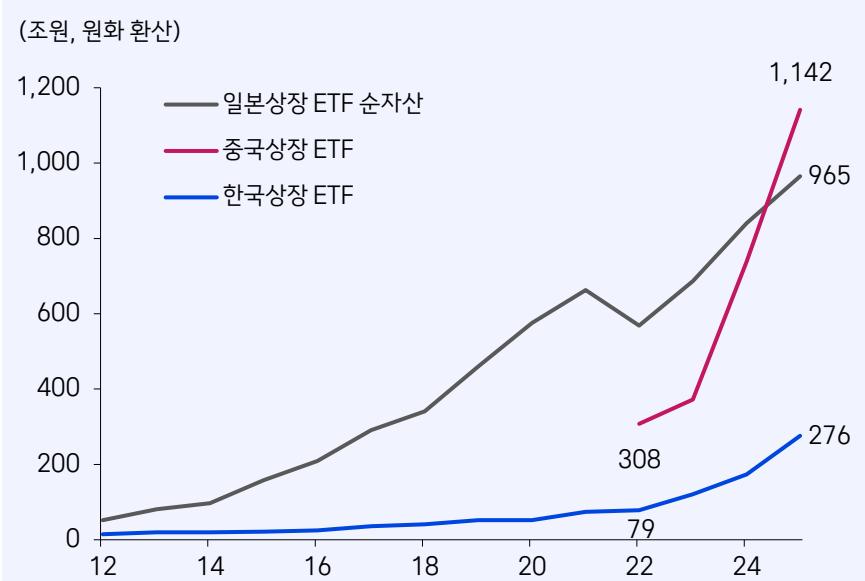
한국, 중국 자본시장 활성화 정책 지속 추진(부동산 → 금융자산, 예금 → 주식)

- 한국, 일본, 중국은 공히 금융자산내 예금의 비중이 절반을 차지 : 금융자산 투자 통한 가계 부 확대 필요
- 일본, 중국은 공적기관의 선도적 역할 수행(일본: 후생연금 국내주식확대/BOJ ETF매수, 중국 : 후이진공사 2분기 0.2조위안 ETF 매수)
→ 투자 수단은 'ETF' : 한국, 중국 ETF 급성장

주요국 가계 금융자산 구성비(높은 예금비중)

가계금융자산 구성비 (%)	미국	일본	중국	한국
현금 / 예금	14.6	52.9	50.2	46.6
채 권	6.2	1.3	8.8	3.6
주식, 뮤추얼펀드	51.0	17.1	31.2	20.6
보험 / 연금	26.1	25.3	9.8	28.9
기 타	2.1	3.4		0.3

투자 수단 변화 : ETF 활용 가속



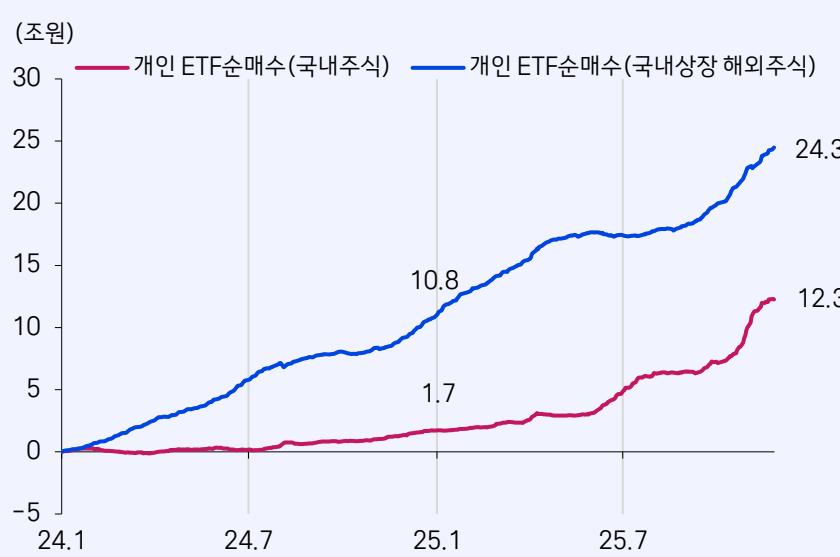
② 유동성 국내주식 수급

개인 국내 ETF 투자 확대 긍정적, 국민연금 국내주식 추가확대는 제한적

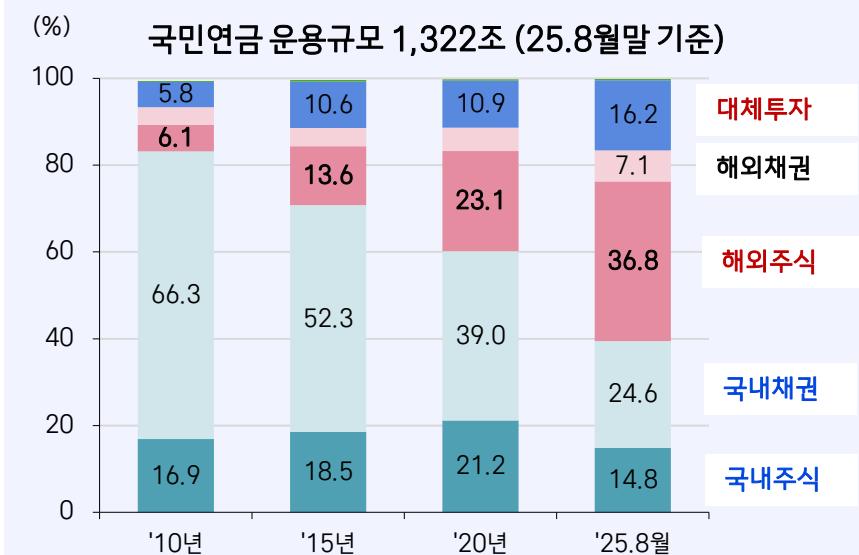
- 개인의 국내주식 ETF 순매수 큰 폭 확대 (24년 1.7조 → 25년 10.6조 순매수) → 지수 방어 역할
- 국민연금 중기자산배분안 : 해외중심 위험자산 비중 확대 (국내주식 '29년말 목표비중 13%) → 국내주식 급등으로 추가확대 제한
 - * '26년자산군별 목표 비중 : 국내주식 14.4%('25년 14.9%), 국내채권 23.7%, 해외주식 38.9%, 해외채권 8%, 대체투자 15%

중기자산배분 목표 변경은 쉽지 않아 : 목표비중 허용범위($\pm 3\%$) 및 전술적 한도($\pm 2\%$) 활용→국내주식 최대 19.9% 가능

개인 국내주식 ETF 순매수(지수 방어 효과)



국민연금, 해외/대체중심 비중 확대 기조



※ 연준 독립성 이슈 ('26.5월 신임 연준의장 취임)

연준 독립성 논란 지속(파월의장 임기 만료 '26.5월) → 신임 의장 취임 후 안정 예상

- 연준 독립성 훼손은 연준의 물가안정 책무를 약화시킨다는 점에서 인플레이션 및 버블 우려를 키울 수 있음

트럼프 2기

임기 4년 (2029.1.19일 종료)

대통령이 연준 이사 지명, 상원이 인준

* 트럼프 임기내 임명 가능한 연준이사 추가 1명(파월 의장 후임)

대외불균형 해소(무역), 미국 제조업 부흥

임기내 경기부양 통한 성과 창출에 집중

저금리 추구 (→ 유럽보다 높은 금리, 경제 성장 저해)

금리인하로 이자부담(年 \$0.9조) 축소, 트럼프 정책 실행도 용이

관세의 물가 충격은 미미

임기초 비상사태 선포(에너지생산 확대, 생필품 가격안정)

연준 개혁 추진 *연준 이사회 개혁 (스蒂븐 마이런 보고서)

이사 임기 14년에서 8년으로 단축, 대통령에 이사 해임권 부여
지역연은 국유화(주지사 임명), 12명 지역총재에 모두 투표권부여

미국 연준(연방준비제도 이사회)

연준 위원 총 19명(이사회 7인, 지역연준의장 12인)

금리결정권 12명(이사회 7인, 뉴욕연은총재, 지역연준 4인 순환)

이사회 멤버 임기 14년, 파월의장 임기는 '26년 5월 만료

현재 이사회 7인 중 트럼프 임명 3인

양대 책무 : 물가 안정과 최대 고용 * 금융안정

(신용경색 등 시스템 위기시 최종대부자 역할 : 양적완화)

고용 하강위험 > 물가 상승위험 → 9월 인하 재개

물가 불확실성은 상존 (중립금리 수준까지 완만한 인하)

구 성

목 표

금리정책

물 가

연준 개혁

※트럼프 2기 정책 방향 점검

트럼프 2기 세가지 정책 방향 ('26년 : 미국내 투자 본격화, 달러강세 제어)

① 대외 불균형 시정

(무역적자 심화, 달러 고평가)

- 무역적자 완화

기본관세+상호관세
평균관세율 15%이상

- 달러 고평가 해소

달러자산 신뢰 약화
미국 재정 리스크

'25년

일부 성과

관세수입 \$0.3조 예상
달러약세 달러화 △8%

② 미국 제조업 부활

(산업기반 약화, 안보 위협)

- 품목관세 + 투자유치

철강, 자동차, 제약, 반도체
관세연계 투자 유치

- 중국 등 시장 개방

개방 통한 대외 시장 확보
우회수출 차단

투자 유치 (제조업 부흥 기반)

(EU \$0.6조, 일본 0.55조 투자)
(한국 0.35조, 연 \$200억)

③ 달러 패권 유지

(경제, 안보, 기술, 금융 우위)

- 안보, 기술 패권 강화

중동, 러-우전쟁 개입
기술우위, 금융개방 압박

- 국채 대체 수요 확보

은행 규제 완화+스테이블코인
통화스왑연계 해외 국채수요 유치
관세수입 활용 (년 3,000억달러)

제조업 부활과 달러패권 상충

달러약세 추구하나 속도조절 예상
→ 점진적 달러 약세 추구

※ 미·중 패권전쟁 : 1년 휴전(→중간선거로 전면전 쉽지 않아)

미국 : 희토류, 전자부품 등 취약부문 위험 여전 ↔ 중국 : 내수부양, 기술자립으로 대응

미국의 취약점

금융 환경 (강달러, 고금리)

달러 약세→달러 위상 약화 (트리핀딜레마)

연준과의 정책 공조 엇박자 (금리상승→ 관세유예)

희토류/전자부품 목 높은 해외 의존도

희토류 수입 6월부터 재개 (중국 기술 제한)

전자부품 아시아 의존, 제약 유럽 의존

해외의 미국자산 보유 및 변동성

달러 패권 약화 및 달러자산 매도 우려

미국가계 부의 효과 약화(주식/연금 비중 60%)

재정적자(부채)와 포퓰리즘(선거)

2년 주기 하원선거, 재정지출 축소 제약

중국의 미국산 대두 수입 비중 급감 (20→4%)

일부 완화

달러 약세, 금리인하 재개

미국 열위 지속

중국 희토류 대안 부재

(희토류 통제 강화 발표)

반도체 관세지연

일부 완화

2분기 달러자산

대두 수출

중국은 대두 수입

다변화로 미국 압박

중국의 취약점

디플레이션 고착화

생산자물가 38개월째 마이너스

가계 대출 수요 급감 → 가계외로 유동성 과잉

과잉생산, 과잉재고

양적성장 중심, 실업문제로 산업구조조정 지연

아시아 제조업 공급망 통한 우회 수출 주력

경제구조 조정 (낮은 소비, 서비스 비중)

제조업 축소는 중국의 위상 약화를 초래

소비확대를 위해서는 가계소득 증대 필요

인구 감소와 잠재성장률 하락

생산가능인구 감소 본격화 (고령화)

인구감소로 중국 잠재성장률 3%대 진입 예상

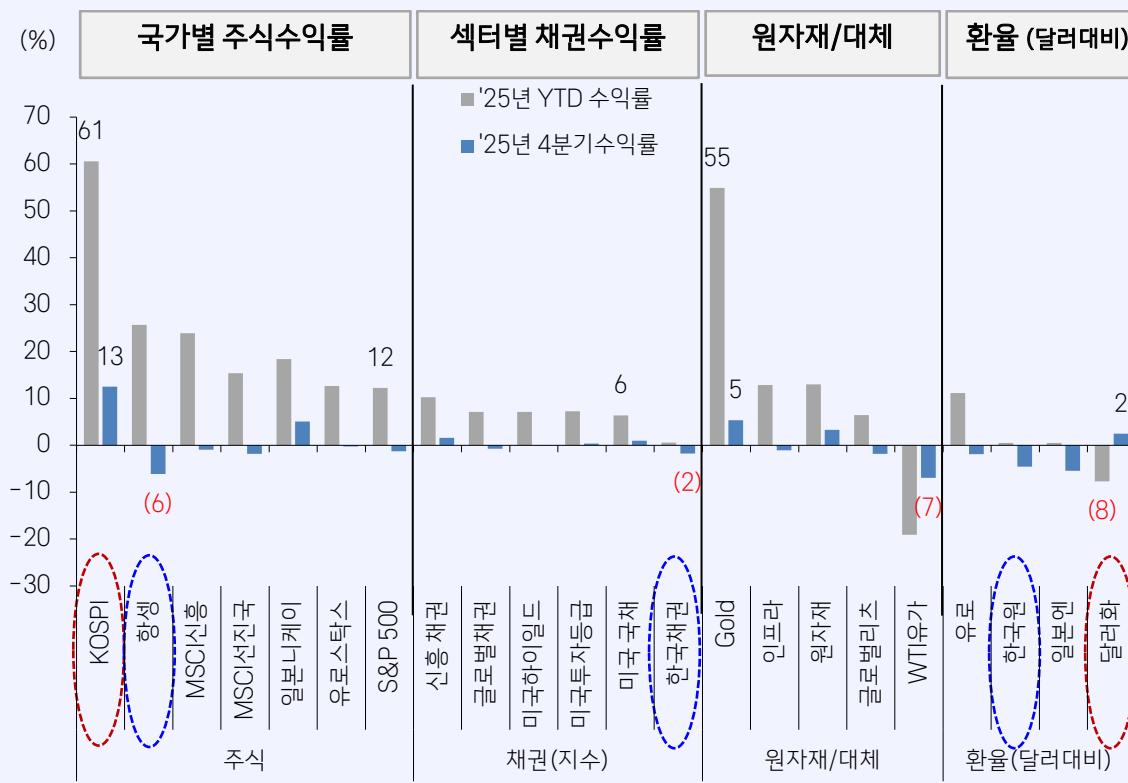
자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

'26년 금융시장 전망

자산별 주요 이슈 및 전망

금융시장 리뷰

25년/4분기 자산 수익률 : 달려강세, 금리상승, 글로벌 주식정체(한국 상승)



4분기 주가 상승세 정체

- * 미국 AI 자금조달 논란 (Tech기업 회사채 발행 증가)
- * 한국, 4000돌파 후 외국인 매도로 주가 조정

금리인하 기대 후퇴로 금리 상승

- * 미국, 12월 금리인하 기대 약화(인하 확률 48%)
- * 한국, 경기호조 및 금융요인으로 11월 동결 예상
금리인하 사이클 종료 시각 확산

금값 4,000돌파 후 하락 전환

- * 달려강세, 금리인하 기대 후퇴로 금값 상승 제동

달려 강세, 원/달러 1,460원 돌파

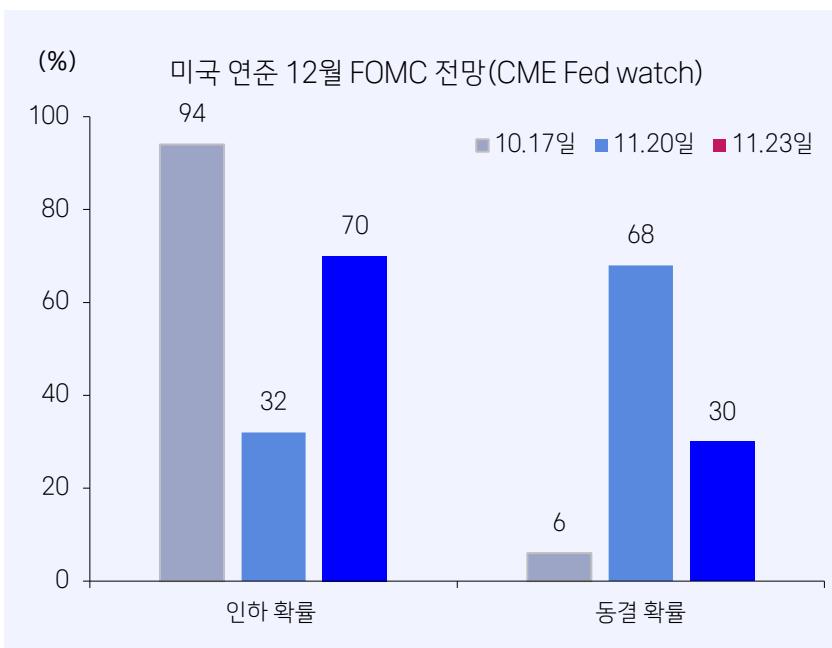
- * 원/달러 연중 고점 수준으로 상승
해외투자 증가 및 대미투자에 따른 환율 상승 우려

주: 11월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 금리 향후 금리 환경

미국, 12월 인하 기대 변동 지속

- 12월 금리 전망은 인하와 동결이 팽팽히 맞서고 있음
- 연준인사 발언 따라 인하 확률 급변 : 94→32→70%
- 금리 전망 변화로 미국채 10년 금리도 4.1% 전후 등락



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

한국, 금리인하 종료 가능성 증가

- 한국기준금리 6개월째 동결, 11월에도 동결 예상(2.5%)
- 기준금리 동결기조 지속을 반영하며 시장금리 큰 폭 상승
(반도체 호조 등 경기요인 +부동산/환율 금융불안정 요인)



주: 11월 20일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

① 금리 기준금리 사이클과 시중금리

금리인하 종료 이후 시중금리는 상승

- 미국은 금리인하 사이클 재개, 유럽은 금리인하 종료 국면
- 금리인하가 종료된 유럽의 시장 금리는 연초대비 상승
- 미국의 제한적 금리인하(추가3회) 감안시 미국 시중금리도 금리인하 반영한 후 내년에는 유럽처럼 완만한 상승 예상

	'23년	'24.1H	'24~25년	'26년
기준금리사이클	인상	동결	인하	동결
경기 국면	확장	수축	수축	회복
금리 방향 (상승 베어, 하락 볼)	상승	하락전환	하락	상승전환
장단기금리차 (축소 플랫, 확대 스텝)	베어플랫	불플랫	불스텝	베어스텝
(장기 금리)	상승	하락	하락	상승
(단기 금리)	상승+	정체	하락+	정체
국가별 사이클	일본		미국→한국→유로존	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

높아진 금리레벨 (\leftarrow 인플레, 재정확대)

- ① 미국 10년 금리 : ('12년 ~'21년) 2.0% \rightarrow ('22년~) 3.8%
 - ② 한국 10년 금리 : ('12년 ~'21년) 2.4% \rightarrow ('22년~) 3.3%
 - ③ 독일 10년 금리 : ('12년 ~'21년) 0.5% \rightarrow ('22년~) 2.1%
- 내년 인하사이클 종료, 최종 기준금리 수준 이전보다 상승
 * 최종금리 예상 : 미국 3.5%(현 4.25%), 유로존 2.0(현 2.0), 한국 2.5(현 2.5)



주: 11월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

① 금리 향후 전망

미국, 기준금리 추가 2회 인하 (4.0→3.5%)

- AI사이클 확장, 물가수준 감안시 최종기준금리 3.5% 예상
- 내년 1분기까지 추가 2회 인하 전망
→ **향후 시중금리(TB 10년 하단 3.8%) *현 4.1%**
미국10년 3.8% 전후에서 장기채 축소, 단기채 확대 필요

기준금리 전망 (현 4.0%)	기준금리	10년 금리 하단 예상	미국채10년 변동
추가 1회	3.75	4.0	4.0~4.2% 범위 등락 중
추가 2회	3.5	3.8	
추가 3회	3.25	3.6	기준금리 선물시장은 3회 인하 반영중

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국, 기준금리 동결 예상 (2.5%)

- 추가 인하 쉽지 않은 환경 (경기 반등, 부동산/환율 이슈)
- 내년 10년 금리 평균수준 상승 예상(25년 2.9%→ 3.2%)
→ **금리동결 전망 하 시중금리(국고10년 2.8~3.5%) *현 3.2%**
금리 하락시 마다 장기채 축소, 단기채 확대 전략 필요

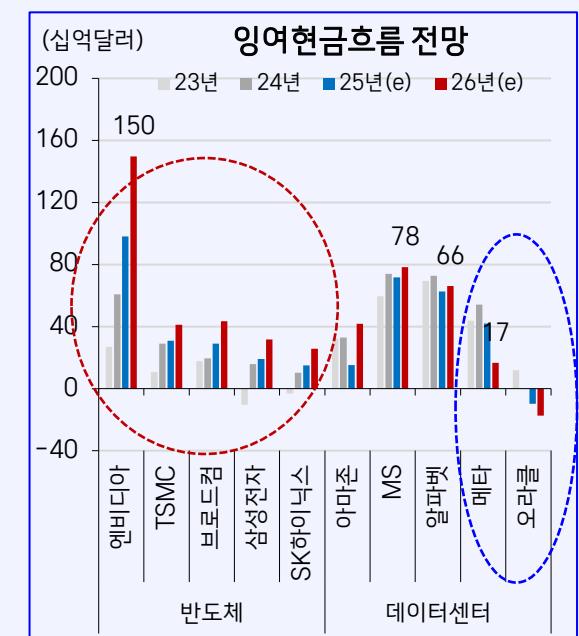
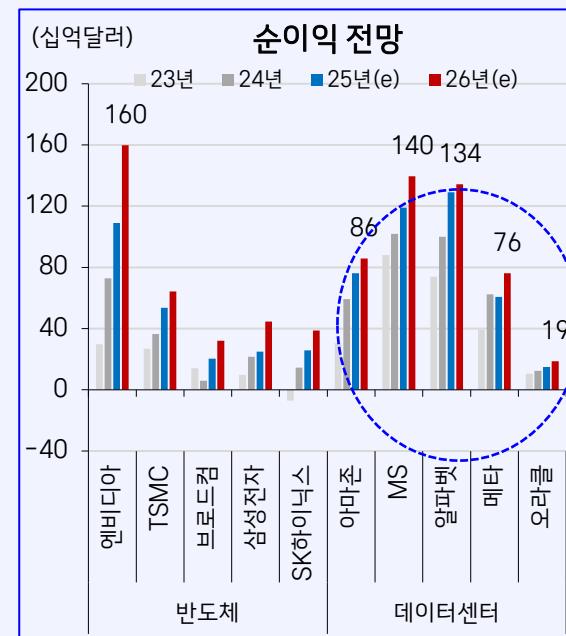
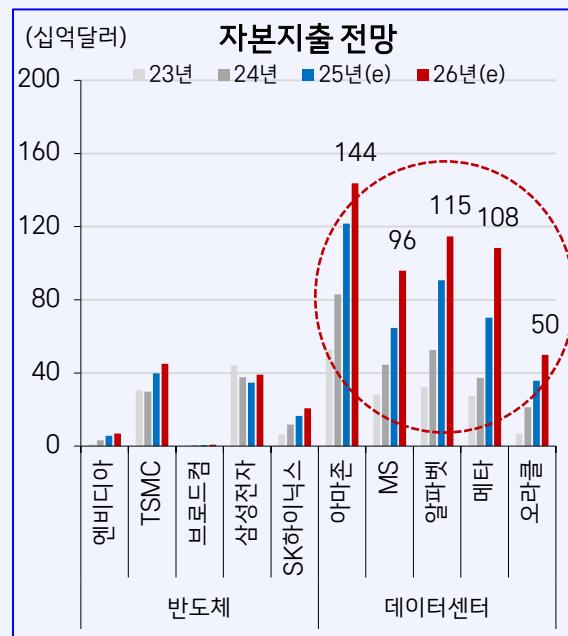
기준금리 전망	기준금리	3년 금리	10년 금리	10월 이후 국고10년 변동
동결 전환	2.5	3.15	3.69	적정수준 상향
인하기조 지속	2.5	2.56	2.96	3.3%
추가 1회 인하	2.25	2.21	2.70	↑ 2.8%

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

② 글로벌 주식 AI 투자 여력 우려 (잉여현금 → 채권발행 확대)

과도한 투자? AI 비즈니스는 'Winner takes All' (scale up→성능개선→투자지연시 도태)

자본지출에 All in → 완만한 이익 증가 → 잉여현금 고갈 → 외부조달 확대



- 내년에도 AI 확장사이클은 지속, 수익성 확보에 따라 차별화 예상 (일부 빅테크 우위)
자본지출 부담이 낮고 잉여현금 누적된 반도체 기업의 재무적 강점 부각 예상

② 글로벌 주식 AI 내러티브 변화

공격적 투자 → 빅테크 전략은 차별화 기술스택(수직계열화), 수익구조, 엔비디아 의존도

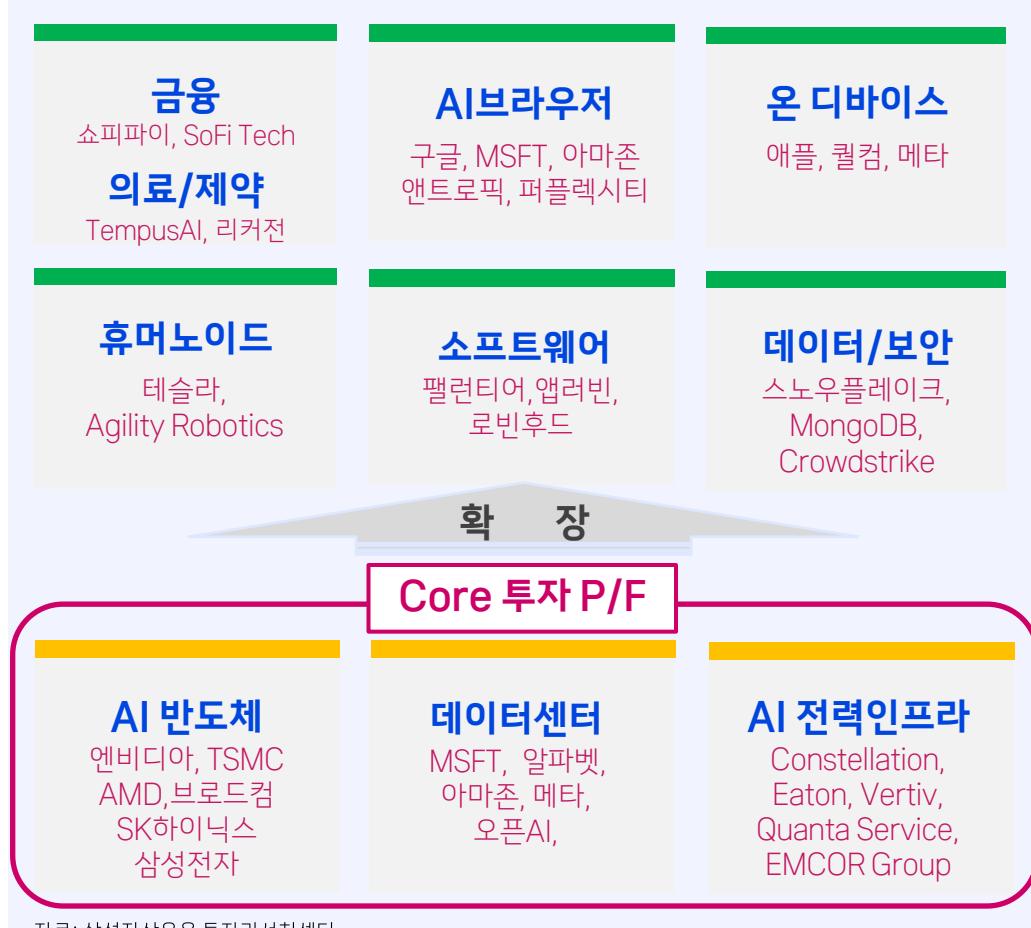
	마이크로소프트	아마존	구글	메타	오라클
핵심 전략	AI OS 독점 (OpenAI + Copilot)	규모의 경제 (점유율 1위, 박리다매)	수직 계열화 (TPU + Gemini + 검색)	오픈소스 생태계 (Llama로 OS 장악 + 광고)	속도와 틈새 (GPU 렌탈 + 멀티클라우드)
수익 구조	SaaS 구독 오피스/Azure AI 구독료	클라우드 마진 + 쇼핑	검색광고 + 클라우드	광고: 타겟팅 광고단가 상승	GPU 렌탈료 + DB 유지보수
자체칩	Maia100(보조적)	Trainium	TPU (핵심)	MITA(추론 전용)	없음
엔비디아 의존도	매우 높음 (OpenAI 훈련용 필수)	중간 (자체 칩 비중 확대 중)	가장 낮음 (TPU로 상당 부분 대체)	훈련 높음, 추론 낮음	가장 높음 (순환투자 구조)
LLM (모델)	GPT-5	Olympus (자체) + Claude	Gemini	Llama 4/5 (오픈소스)	없음
네트워크	InfiniBand + Ethernet 전환	EFA(이더넷) + Marvell 광통신	Jupiter+ OCS 기술	Ethernet (표준)	엔비디아 솔루션 사용

→ 기업별 전략 차별화로 Everything Rally가 아닌 빅테크 내 차별화 예상

- ① 엔비디아 생태계 (오라클, MS, OpenAI) ↔ 수직계열화(구글+브로드컴+마벨)
- ② 수익구조(마진)에 따른 차별화 : 아마존 우위, 구글 추격, MS 정체

② 글로벌 주식 AI 투자전략

AI 투자 Map



AI 투자 전략

'26년 : AI 인프라 병목 + AI 적용 분야 확산

Core P/F로 반도체/전력/미국 빅테크 유지

- 반도체, 데이터센터, 전력등 핵심 인프라 병목현상 지속
- 美 빅테크 중심의 AI 기술 표준화에 따른 주도력 유지
- 미국 빅테크 기업의 AI 사업 수직 계열화 진행 중
 - 비용절감 및 효율성 증대, 공급망의 안정성 확보, 핵심 기술 및 독점적 시장 지배력 강화 전망

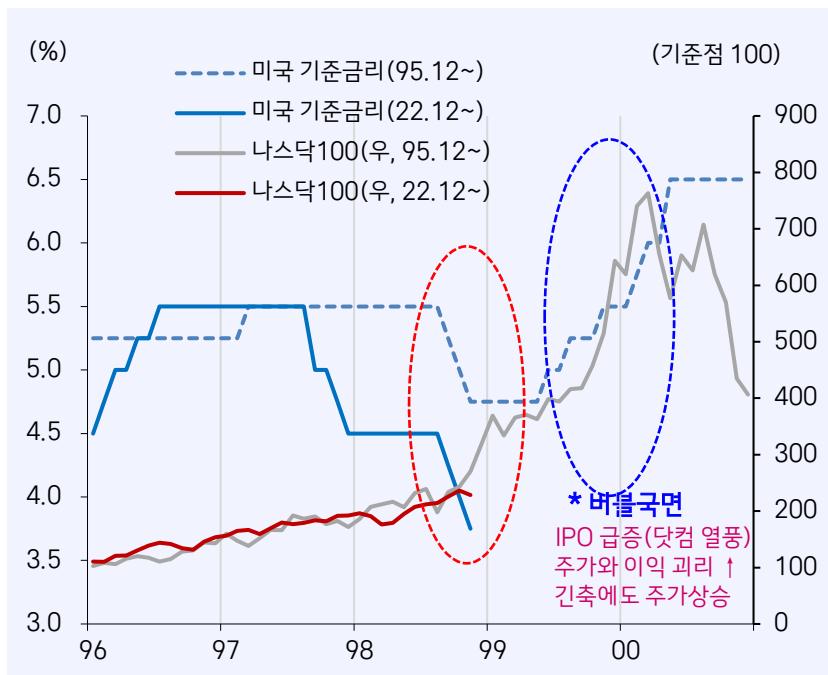
AI 적용분야 확산 본격화 (Agentic AI)

- AI Agent의 다양한 산업 전반의 접점 확대될 것
 - 빅테크가 적극적으로 진입하지 않은 AI 섹터에 관심
-) 특화형 AI 개발 및 AI 플랫폼 관련 섹터 중심 P/F 확장
- 소프트웨어, 데이터/보안, 휴먼로이드
 - 산업별 AI 확산 (금융, 의료/제약, 서비스)

※ 닷컴 버블과의 비교 (버블형성 전 98년과 유사)

'99~00년 닷컴버블과 AI 사이클

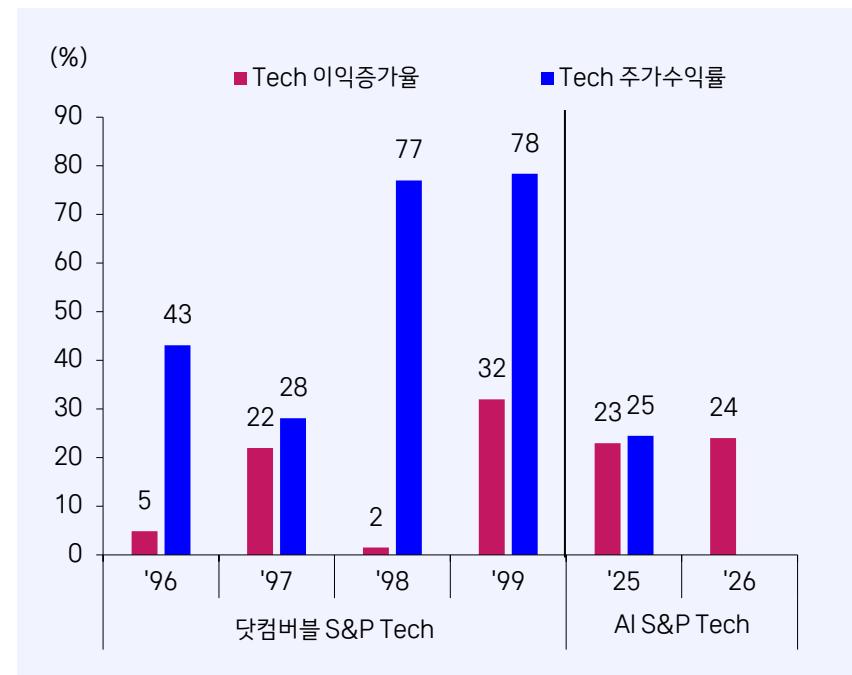
- 90년대 후반과 비교시 '98년 후반부와 유사
 - * 금리인하, 하드웨어 중심 상승 ('99년 시스코, 멜, 인텔, 마이크로소프트)
- 버블 우려로 AI 투자 노출도를 줄이는 것은 시기상조



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

Tech업종 수익성 비교

- 90년 후반 닷컴 버블은 이익으로 주가 상승률을 설명 불가
- 현재는 이익과 주가상승률 괴리도 크지 않아
 - * '25년 S&P500 IT 업종 주가 상승률 25%, 이익 증가율 +23%



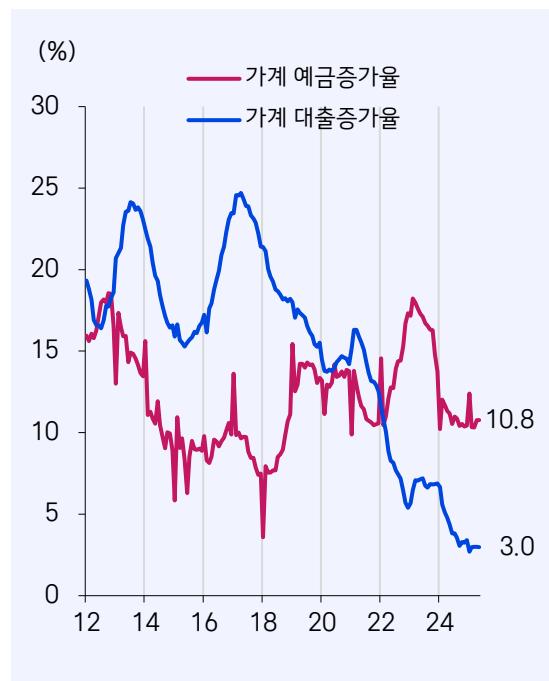
자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

※ 중국 : 버블을 야기하는 정책 (펀더멘탈 개선 미미 : 가계 디레버리징)

가계신용 변화는 미미

중국, 신기술/기업/자본시장 집중

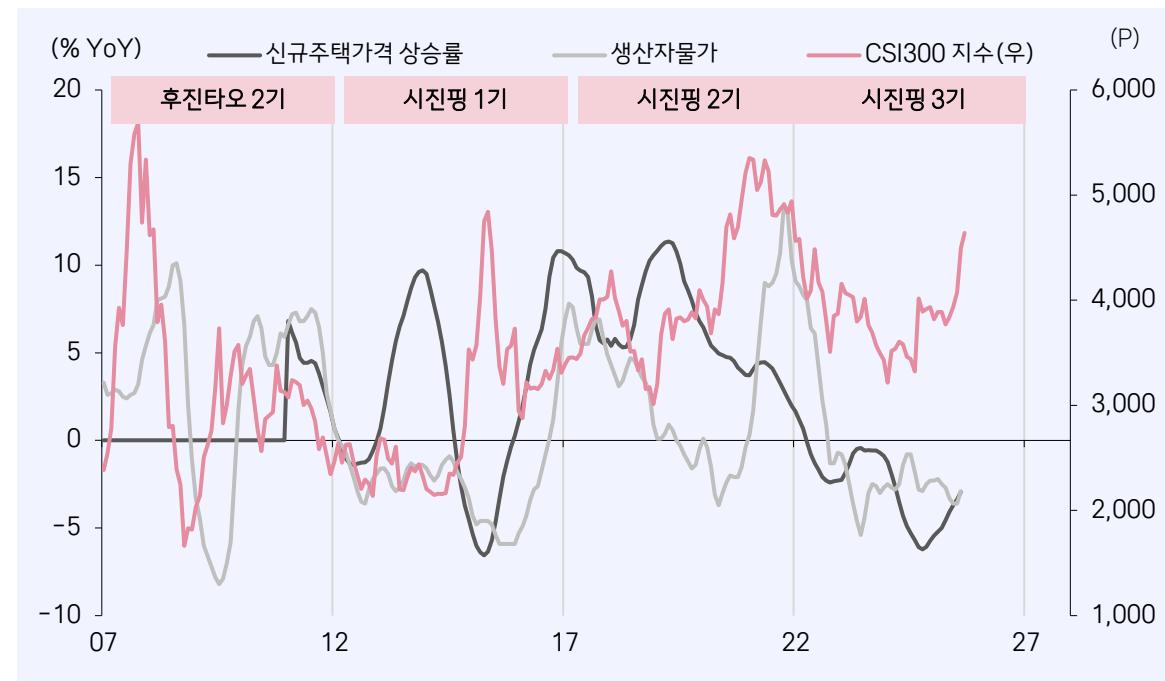
- ① 반내권 개혁(저가 경쟁 억제)
- ② 자본시장 육성 (저축에서 투자로)
- ③ AI 기술 자립화 (성장산업 육성)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

버블이 필요한 시진핑 (펀더멘탈 부진, 주가상승 지속성 약해)

- 디플레 심화 : 부동산 침체, 물가 디플레이션 → 가계의 예금 증가, 대출 감소
- 시진핑 성적표 : 부동산 가격 하락, 디플레이션 → 자본시장 육성을 터닝포인트로
- 중국시장 특성상 버블형성 빠르고, 버블 붕괴도 미국보다 먼저 발생할 수 있음



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

※ 중국 : 매크로 동향

생산, 수출 재차 둔화, 투자/부동산 부진은 지속 (→근본적 개선 어려워)

주요 경제 지표	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
GDP tracker 예상(%)	6.1	6.0	6.5	6.4	6.5	7.5	6.6	6.7	7.0	6.3	6.1	6.8	6.0
년 성장률 추이(Bloomberg)	4.8	4.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.2	4.5	4.5	4.7	4.8	4.8	4.8
리커창 지수(YoY)	4.1	3.9	4.0	4.0	4.0	4.3	4.9	3.5	3.5	5.3	5.1	4.5	
GDP 분기 성장률(YoY)		5.4			5.4			5.2			4.8		
중국 금융상황지수*	57.8	55.6	55.1	56.7	49.8	54.9	58.6	58.1	60.6	59.2	55.1	54.6	
중국 신용증가율(YoY)	-3.7	-4.3	-4.6	-3.8	-2.0	-1.0	1.0	0.7	1.9	1.9	1.6	1.6	1.7
사회융자총액(십억위안)	1400	2326	2851	7055	2233	5889	1159	2290	4225	1131	2566	3530	816
위안화대출(십억위안)	494	578	998	5130	1009	3636	285	623	2238	-49	589	1292	219
가계대출	160	270	358	444	-389	989	-525	54	598	-489	30	392	-363
그림자금융(net, 십억위안)	-144	82	-120	573	-355	371	-287	-116	-148	-167	216	358	
지방채발행(net, 십억위안)	683	1314	1091	558	1306	978	693	779	1175	1213	978	851	
수출증가율(YoY)	12.7	6.7	10.7	6.0	-3.0	12.3	8.1	4.7	5.9	7.2	4.4	8.3	-1.1
수입증가율(YoY)	-2.3	-3.9	1.0	-16.4	1.4	-4.3	-0.2	-3.4	1.1	4.1	1.3	7.4	1.0
무역수지(십억\$)	95.7	97.4	104.8	138.6	31.7	102.6	96.2	103.2	114.7	98.2	102.3	90.4	90.1
통계국 PMI(기준선 50)	50.1	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5	49.0	49.5	49.7	49.3	49.4	49.8	49.0
HSBC PMI(기준선 50)	50.3	51.5	50.5	50.1	50.8	51.2	50.4	48.3	50.4	49.5	50.5	51.2	50.6
산업생산 증가율(YoY)	5.3	5.4	6.2	6.2	6.2	7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9
고정자산 투자(YTD %)	3.4	3.3	3.2	3.2	4.1	4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7
부동산 투자증가율(YTD %)	-10.3	-10.4	-10.6	-10.6	-9.8	-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7
주택판매증가율(YTD %)	-22.0	-20.0	-17.6	-17.6	-0.4	-0.4	-1.9	-2.8	-5.2	-6.2	-7.0	-7.6	-9.4
신규주택가격(YoY)	-6.2	-6.1	-5.7	-5.4	-5.2	-5.0	-4.6	-4.1	-3.7	-3.4	-3.0	-2.7	-2.6
소매판매(YoY)	4.8	3.0	3.7	3.7	3.7	5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9
자동차 판매(YoY)	3.7	6.6	0.5	0.5	0.5	5.5	0.7	1.1	4.6	-1.5	0.8	1.6	-6.6
소비자물가(YoY)	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2
생산자물가(YoY)	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

③ 국내 주식 한국증시 2년간 부진, 6개월만에 캐치업

한국증시 급등으로 3년 누적수익률 미국과 같아져



주: 11.21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

'25년 한국 코스피 65% 상승

① (5~8월) 지주+금융+ 조·방·원

자본시장 활성화 기대 (상법, 자사주, 배당세제)
조선, 방산, 기계 (글로벌 경쟁력)

② (9~11월) 반도체 슈퍼 사이클

한국증시 상대적으로 높은 AI 노출도
코스피내 AI 연관 업종 비중 48%
Tech 43%(반도체 31, SW 4.5, HW/통신 등 6.9)
기계 5.3%(전력기기 등)

상대적 열위 해소, 상승 탄력은 둔화

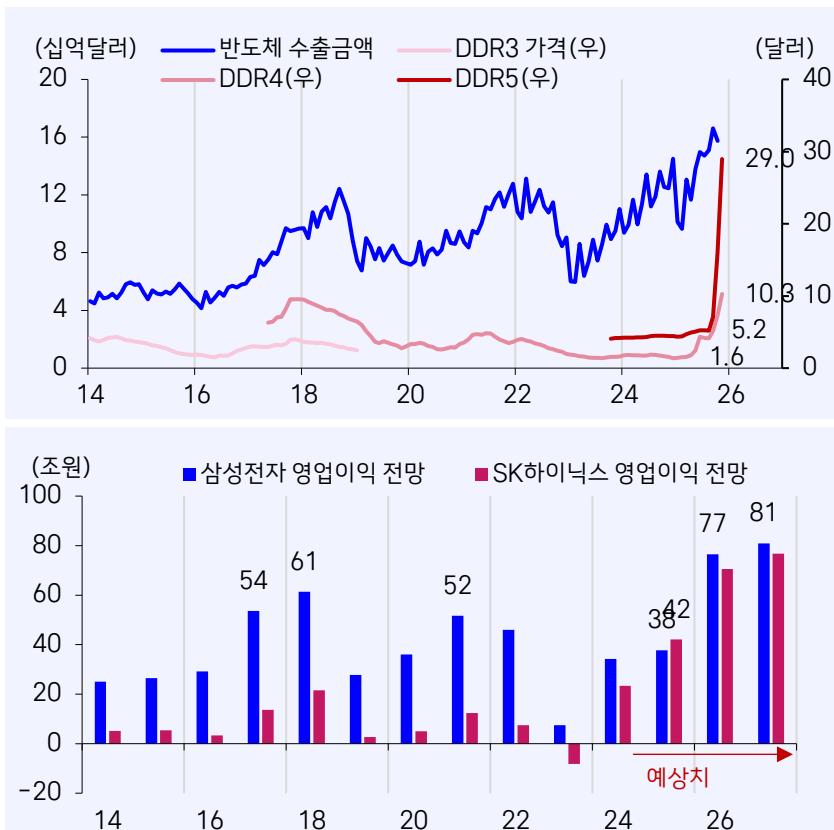
지난 2년간 상대적 열위 극복
향후 미국 AI 사이클(빅테크 자본지출)에 연동

**일본 수준 PBR(1.42배) 적용한
코스피 적정 타겟 4,600**

③ 국내 주식 반도체 슈퍼사이클

반도체 슈퍼사이클

- 이전 사이클과 다른 D램 가격 상승 폭 (2개월래 6배 상승)



주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

삼성전자 주가 사이클과 상승 여력

- 반도체 업황과 삼성전자 PBR(주가순자산배율) 사이클
- 삼성전자 PBR 최대 2배까지 상승가능 (현재 예상PBR 1.36배)
- 가파른 실적 상향 조정은 마무리, 주가는 점진적 우상향 예상 (이익 신뢰도 낮아 실적 상향 대비 주가반영도는 낮은 상태)

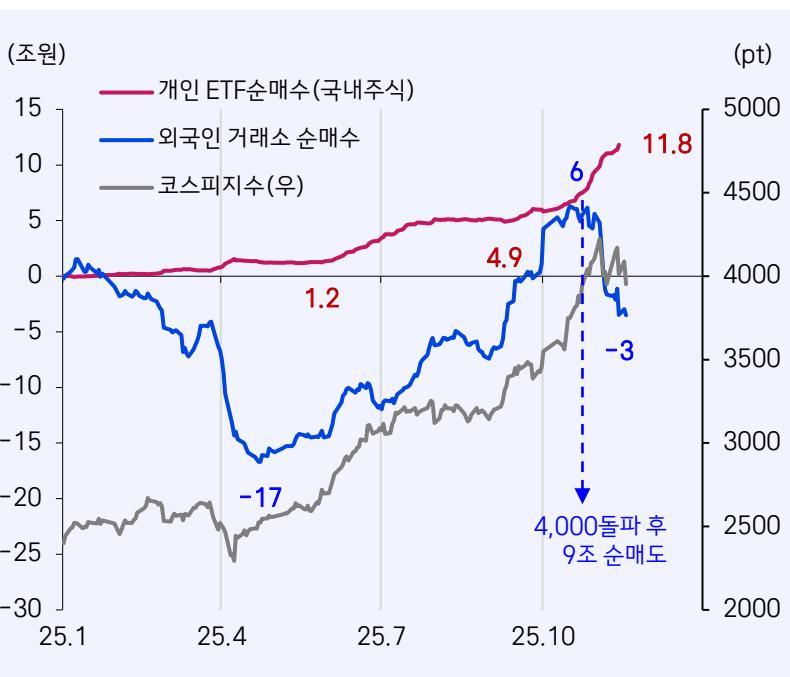


주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

③ 국내 주식 외국인 매도로 주가 조정

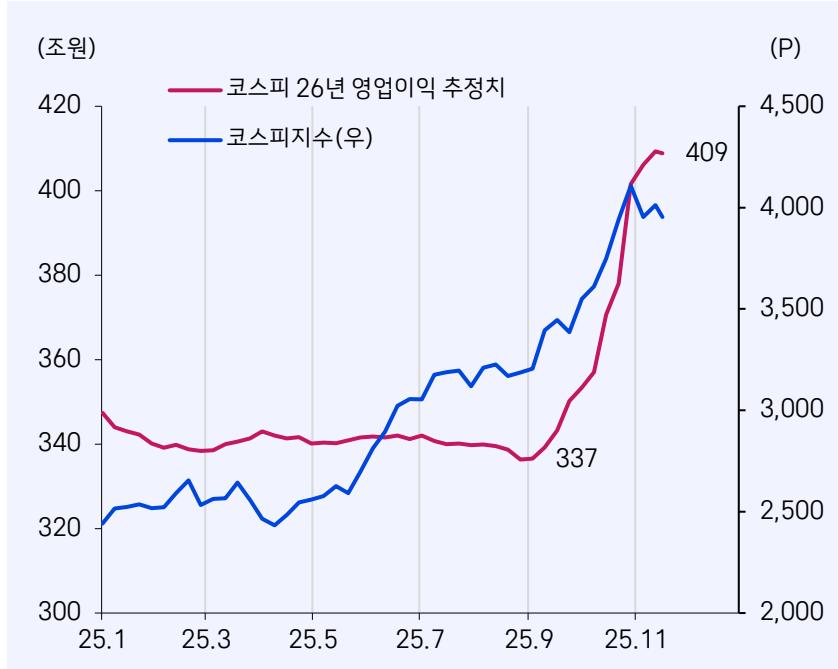
외국인 매도로 조정 ↔ 개인ETF 방어

- 코스피 4000돌파 후 외국인은 9조원 순매도
 - 반면 ETF를 통한 개인의 순매수 유입되며 증시 방어
- * 개인 국내주식ETF 순매수 추이 : '24년 1.9조 → '25년 12조 순매수



'26년 기업 이익 상승 Consensus

- 6~8월, 금융/지주/조선/방산 중심 상승
 - 9월 이후 반도체 주도로 기업이익 전망 큰 폭 상향
- * '26년 코스피 상장사 영업이익 전망 : 8월말 337조원→ 409 (+72조)



주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

③ 국내 주식 추가 상승 가능

AI 사이클에 특화된 한국증시

	시총 비중(%)		'25년		'25년		'26년	
	(%, 조원)	'20년	'25.10	이익 비중	수익률 (%)	영업이익 증가율(%)	이익 증분	영업이익 증가율
코스피			293조	66.9	17.5%	43.5조	37.6%	110조
정보기술	43.2	42.3	31.5%	113.5	32.9	22.3	81.1	71.9
산업재	11.1	21.9	18.7	107.3	34.8	14.1	23.4	12.8
금융	7.5	10.4	18.2	48.2	2.4	1.3	6.5	3.5
에너지	1.9	2.6	3.7	48.1	-1.9	-0.2	64.2	7.0
소재	9.0	5.1	2.6	28.0	23.8	1.5	68.0	5.2
경기소비재	12.7	8.1	13.7	22.1	-9.1	-3.8	11.4	4.9
건강관리	9.2	5.6	1.5	8.1	40.9	1.3	26.1	1.2
필수소비재	2.4	1.7	2.2	21.0	3.5	0.2	11.2	0.7
통신	1.6	1.0	1.6	9.3	34.3	1.2	10.2	0.5
유트리티	1.4	1.4	6.1	79.4	46.6	5.6	13.4	2.4

주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

✓ 국내증시 추가 상승 예상

① 높은 AI 노출도 산업구조

IT (시총비중 42.3%) + 기계(전력) 5.5%
반도체 31.3, IT가전(배터리) 5.2, 소프트웨어(Naver) 4.1
정부 주도 AI 생태계 확장 본격화

② 조선, 방산, 기계 산업 경쟁력

조선, 방산, 전력 분야 글로벌 경쟁력
(시총 비중) 상사/자본재 7.1%, 조선 6.0, 기계 5.5

③ 자본시장 활성화 정책 지속(금융업종)

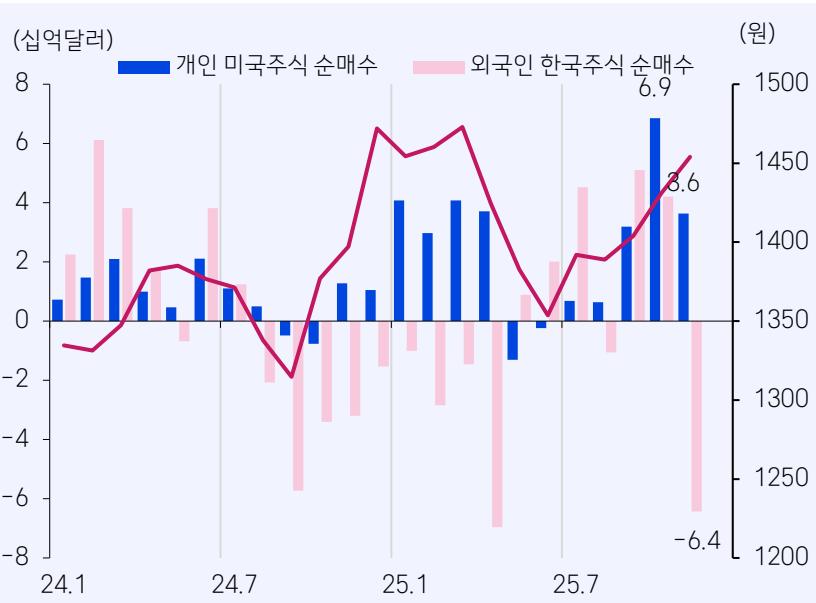
④ 증시 수요기반 확충

개인의 국내ETF 순유입 확대 ('25년 11조 유입)
국민연금 국내주식 비중 확대 가능성
배당세제 개편(최고세율 인하)

④ 환율 수급 우려로 연 고점 수준 상승

(단기) 더 강해진 해외투자 흐름

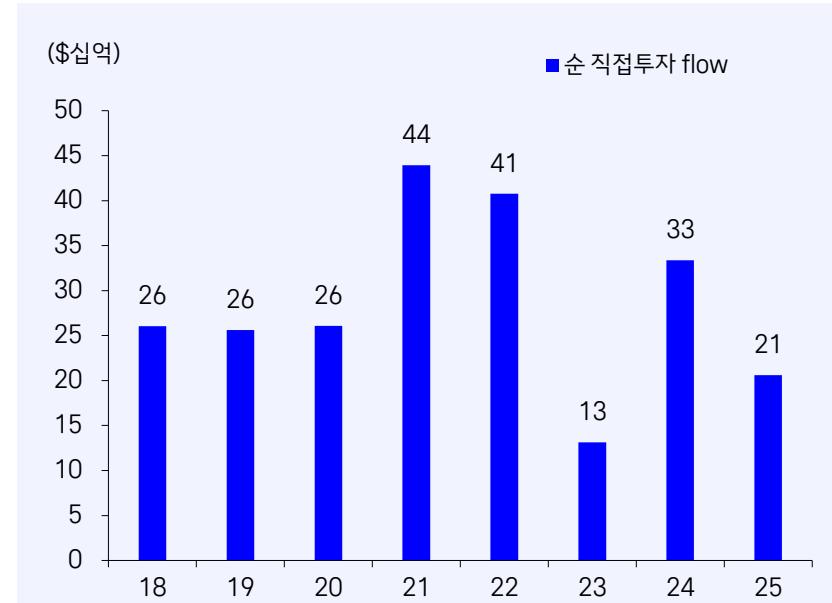
- 10월~11월 개인 미국주식 순매수 105억달러로 매우 강해
* '24년 \$105억 순매수 → '25년 \$283억
- 반면, 외국인은 국내주식 64억달러 순매도
→ 대외투자 쓸림 심화, 원/달러 환율 상승 압력으로 작용



주: 11월 14일 기준, 자료: Bloomberg, 예탁결제원, 삼성자산운용 투자리서치센터

(중장기) 연 \$200억 대미투자 부담

- 대미투자 연 한도를 200억달러로 제한했지만 순직접투자 플로우가 연평균 250억달러 내외인 점 감안하면 부담
- 외환보유고 투자수익 및 외화 채권발행으로 조달 계획
→ 중장기 이슈로 환율 상승 영향은 점차 완화 예상



주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

④ 환율 향후 전망

현 수준, 대내외 악재를 기 반영

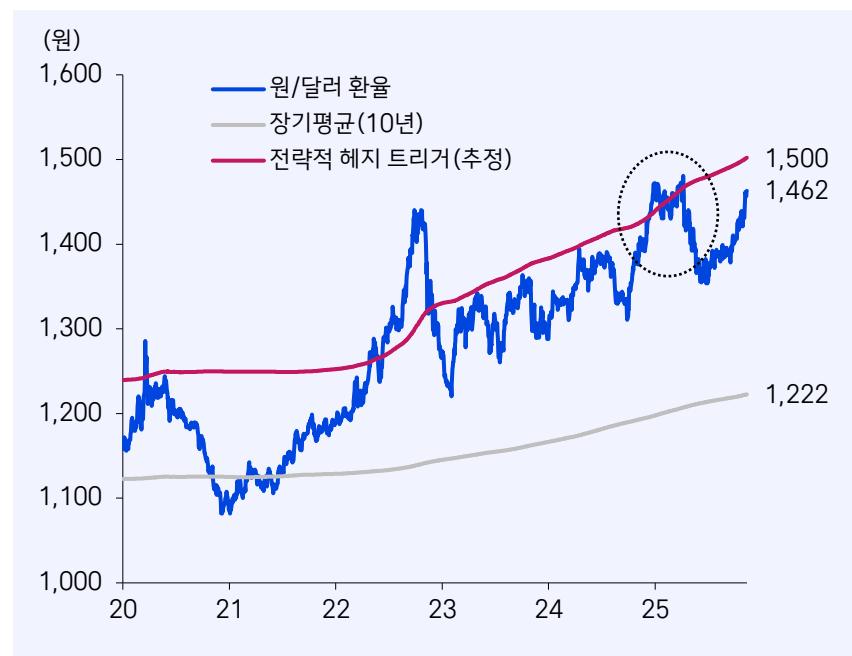
- 대미투자 등 외환수급 우려 완화(협상 마무리, 정책대응강화)
 - 미국 경제지표 발표 재개후 강달러 기조도 약화 예상
* 미국 고용시장 중심으로 경기 둔화 확인
- 상단 1,500원, 1분기까지 완만한 하락 예상



주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

추가 상승시 정부 대응 강화

- 정부당국 구두개입 및 환율 변동성 제어 오퍼레이션
- 외화유동성 공급 및 규제 추가 완화
- 추가상승시 국민연금 전략적 해지(일부 환해지, 신규투자시 스왑)



주: 11월 18일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

※환율 전망 테이블

환율 전망 (연말)	(기말 기준)	실제치					전망		Bloomberg 컨센서스	
		'21년	'22년	'23년	'24년	'25.11.21	'25년말	'26년말	'25년말	'26년말
달러화지수 (p)	95.7	103.5	101.3	108.5	100.2	98	100	97.4	94.5	
유로/달러(유로)	1.14	1.07	1.10	1.04	1.15	1.16	1.14	1.17	1.21	
달러/엔(엔)	115.1	131.1	141.0	157.2	156.4	152	152	149	142	
달러/위안(위안)	6.36	6.90	7.10	7.30	7.10	7.05	7.15	7.15	7.10	
원/달러(원)	1,190	1,260	1,291	1,479	1,471	1,420	1,430	1,400	1,343	

환율 전망 (분기말)	(기말 기준)	실제치							전망치					
		'22년	'23년	'24년	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.11.21		25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
달러화 지수 (p)	103.5	101.3	108.5	104.2	96.9	97.4	100.2	컨센서스	97.4	96.3	95.9	95.1	94.5	
								전 망	98	96	98	98	100	
유로/달러 (유로)	1.14	1.07	1.1	1.08	1.18	1.17	1.15	컨센서스	1.17	1.19	1.20	1.21	1.21	
								전 망	1.16	1.18	1.16	1.16	1.15	
달러/엔 (엔)	131.1	141	157.2	150	144	148	156.4	컨센서스	149	147.5	145	143	142	
								전 망	152	148	150	152	152	
원/달러 (원)	1,188	1,266	1,288	1,474	1,354	1,404	1,471	컨세서스	1,400	1,390	1,370	1,360	1,343	
								전 망	1,420	1,370	1,400	1,420	1,430	

자료: Bloomberg 컨센서스(11.22일 기준), 삼성자산운용 투자리서치센터 전망

⑤ 투자다변화 장기소외(헬스케어/에너지) + 단기채권

장기소외 섹터

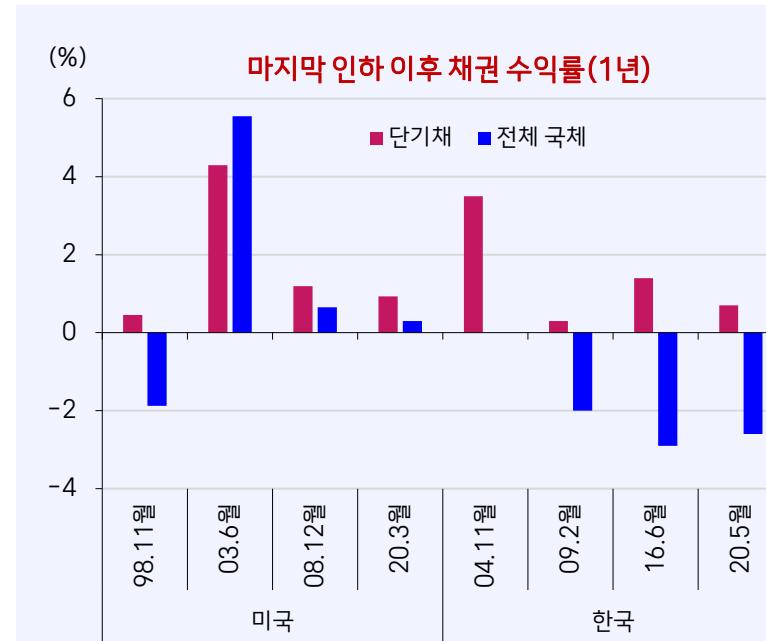
- 섹터간 격차 큰 폭 확대 * 통신, IT 상승 주도, 헬스케어/에너지 부진
- 버블 형성 국면에서 장기소외주 방어적 수단 역할 가능
- 최근 조정국면 헬스케어 방어적 수단으로 부각



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

단기채권

- 내년 인하사이클 종료, 동결 국면 진입
- 인하 종료 후 시중금리는 상승 압력 → 단기채가 대안



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

※ 달러와 금 : 금 상승의 최적 조건

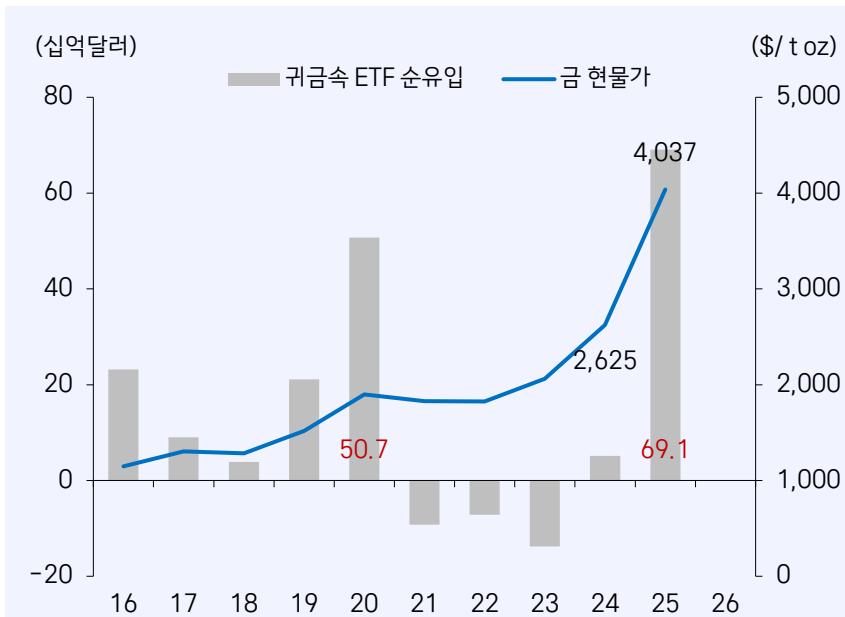
달러약세 + 실질금리 하락 기대 + 인플레 헷지 + ETF순매수 … 금값 급등 (최적의 조건)



※ 금 : 최적의 조건 일부 후퇴 예상 (1분기 미 금리인하 종료)

ETF 매수가 상승 견인

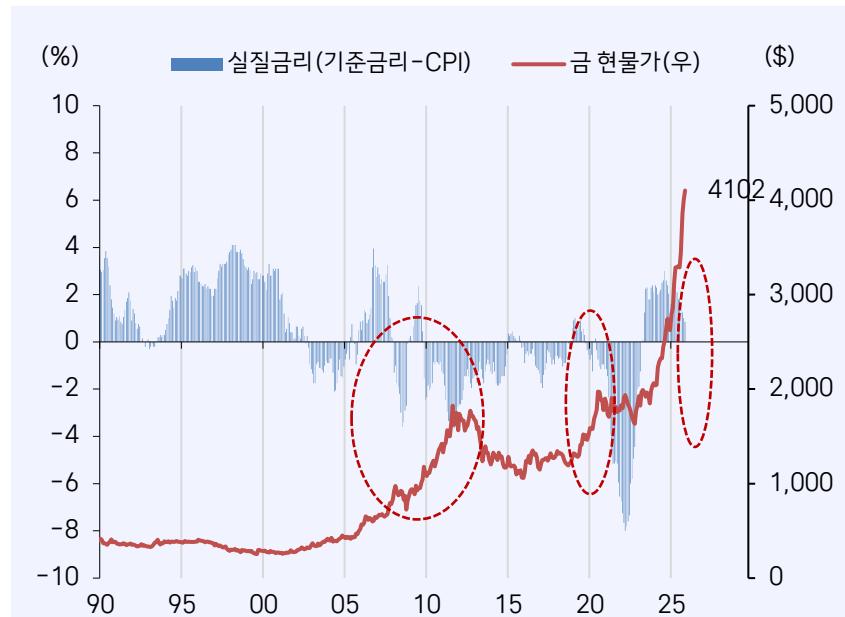
- 중앙은행의 금 보유 확대('22~'24년)에 이어 올해는 귀금속 ETF로의 대규모 자금유입이 금값 급등을 이끌어
*'25년 ETF순매수 \$691억
- 금 상승 최적의 조건은 일부 후퇴 예상(금리, 연준 독립성)



주: 11월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

금, 이보다 좋을 수 없다

- 추가 2회 인하 후 내년 1분기 미국 금리인하 종료
→ 실질금리 하락 기대 일단락되면 금 상승 모멘텀 약화
- 물가/연준 독립성 이슈가 금값 상승을 지지하지만 2분기 이후 이슈 소멸로 금 상승 동력 약화 예상



주: 11월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

⑥ House View 금융시장 환경 및 투자전략

• 금융시장 환경

- AI 사이클 : 확장지속 → 분야별 적용 확대, 수익성 우려는 반복
- 주가 : 상승추세는 지속 → 미국/한국 빅테크, 대표지수 중심 대응
- 금리 : 인하 Cycle 종료, 점진적 금리 상승 대비

미국주식 비중 확대

AI 사이클(Core 빅테크)
(확장: 금융/제약/보안)

중국자산 중립 또는 축소

버블 가능성 有
Tech 선별투자로 대응

한국·일본 비중 확대

반도체 슈퍼사이클
자본시장 활성화

장기채권 축소 단기채권 확대

미국채 10년 3.8% 전후
중립 전환(장기채 축소)

환율 점진적 하락

내년 2분기 이후
환오픈 확대

금/원자재 보유

연준 독립성 훼손
헷지수단 역할

투자전략

1 미국 중심 주식 보유 전략 지속

AI 투자 지속, 투자사이클 선순환, 우호적 유동성
(내년 미국 이익증가율 13% 전후)

• 미국/한국 중심 P/F 유지

미국 기술패권 유지, 한국 AI/투자사이클에 특화

• 섹터, 테마 전략

빅테크 차별화와 AI 확장(빅테크 → Agentic AI)
금리인하 수혜(금융) + 투자수혜(산업재, 소재)

2 금리인하 사이클 종료, 금리 상승 압력

금리수준 상승 → 장기채축소, 단기채 확대

3 원/달러 밴드 1,350~1,500원

현 환율 수준(1,450원 이상) 환 헷지 확대

⑥ House View 주요 자산 전망

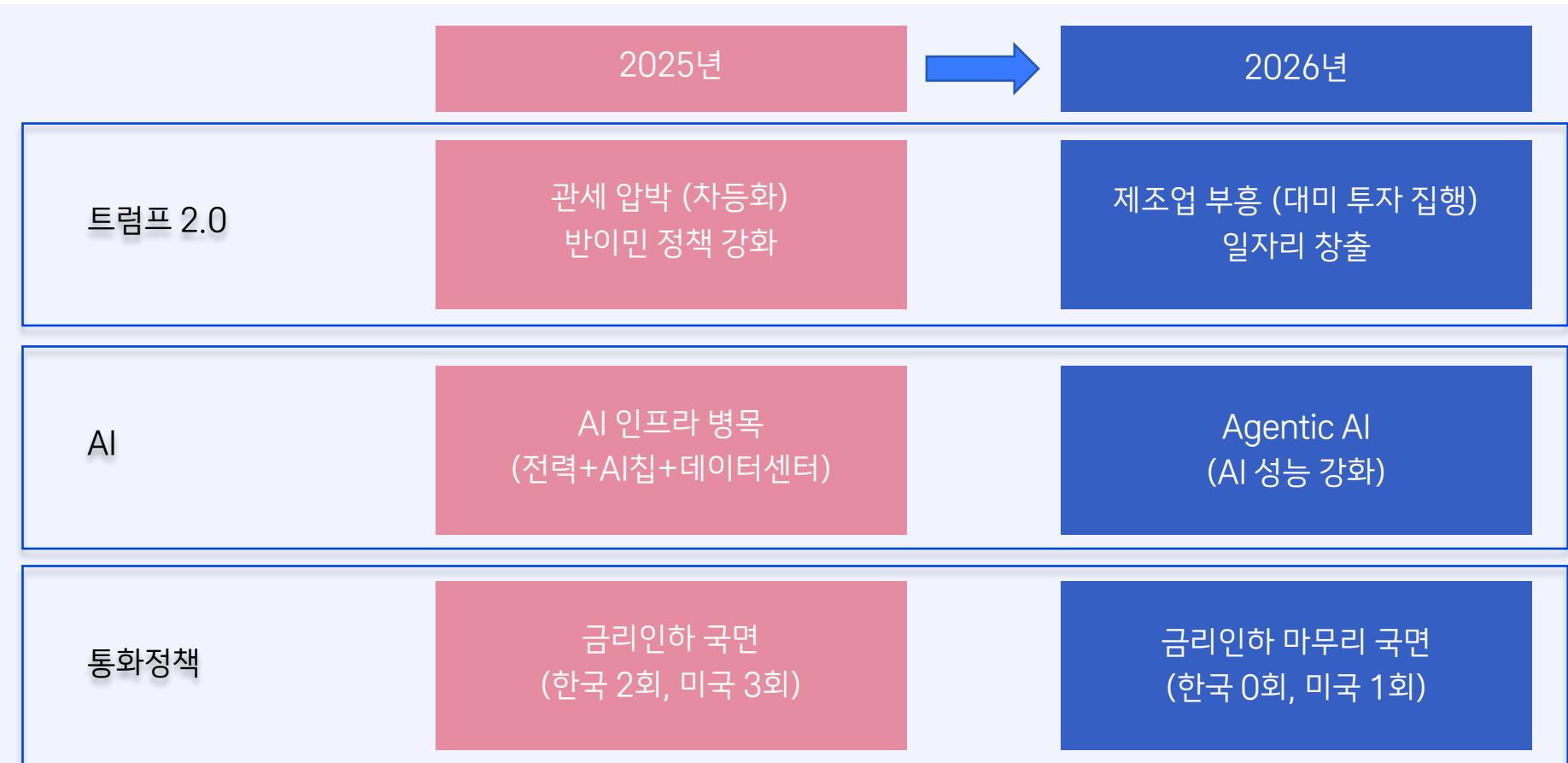
	현재 (11.26)	'26년말 전망	경로	투자의견	
				3개월	12개월
한국10년 국채금리	2.96%	3.25%	상저하고	O/W	N
미국10년 국채금리	4.01%	4.4%	상저하고	O/W	N
미국 S&P	6,812	7,900	상저하고	O/W	O/W
한국 코스피	3,960	4,600	상저하고	O/W	O/W
원/달러 환율	1,465	1,430	상저하고	1,400	1,430

'26년 금융시장 전망
'26년 House View

2026년 House View 주요 이슈 Phase Change

'26년 금융시장 전망

2025년 및 2026년 자산시장 키 드라이버 비교



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

2026년 House View 주요 이슈 AI모멘텀과 금리동결

'26년 금융시장 전망

2026년 House View 키워드: ① 투자 확대 사이클, ② 금리인하 마무리 사이클

트럼프 Agenda Shift

- ① 제조업 부흥 및 고용 회복이 Key Agenda
- ② 무역협상 결과 바탕의 공급망 안정화 조치
- ③ 美 중간선거 전후로 대미 투자 집행 압박

메가 트렌드: 제조업 부흥
미국 전략 산업 부흥(경기순환주)

미국 중심의 AI기술 확산

- ① 미국 하이퍼스케일러, 투자 스케일 경쟁 지속
- ② Agentic AI 보급 및 활용 기대감 확대(하반기)
- ③ 과거보다 강할 한국 반도체 업사이클

주식: 비중확대(미국, 한국)
(1H) 빅테크+韓 반도체+AI전력
(2H) Agentic AI 관련 P/F 편입

금리인하 마무리 사이클

- ① 26년말 美 기준금리 3.5%, 韩 기준금리: 2.5%
- ② 미국 금리 반등세 감안 단기채 중심 투자
- ③ 한국 10년물 3.1% 접근 시 단기채 투자 확대

채권: 美, 1분기 인하 종료 예상
채권: 금리동결 기조 반영 단기채 확대
주식: NIM 확대에 따른 금융섹터

자산시장 변동성 확대

- ① 통화정책 마무리 국면의 금리 스파이크
- ② AI 투자 자금조달 변화에 따른 금리 민감도 ↑
- ③ 증시 버블+수급 기반 강화 과정에서의 변동성

리스크 및 Tracking 지표
AI 수익성: NVDA 재고 및 매출채권
통화정책 전환: 고용 및 물가지표

2026년 House View (자산시장 뷰)

'26년 금융시장 전망

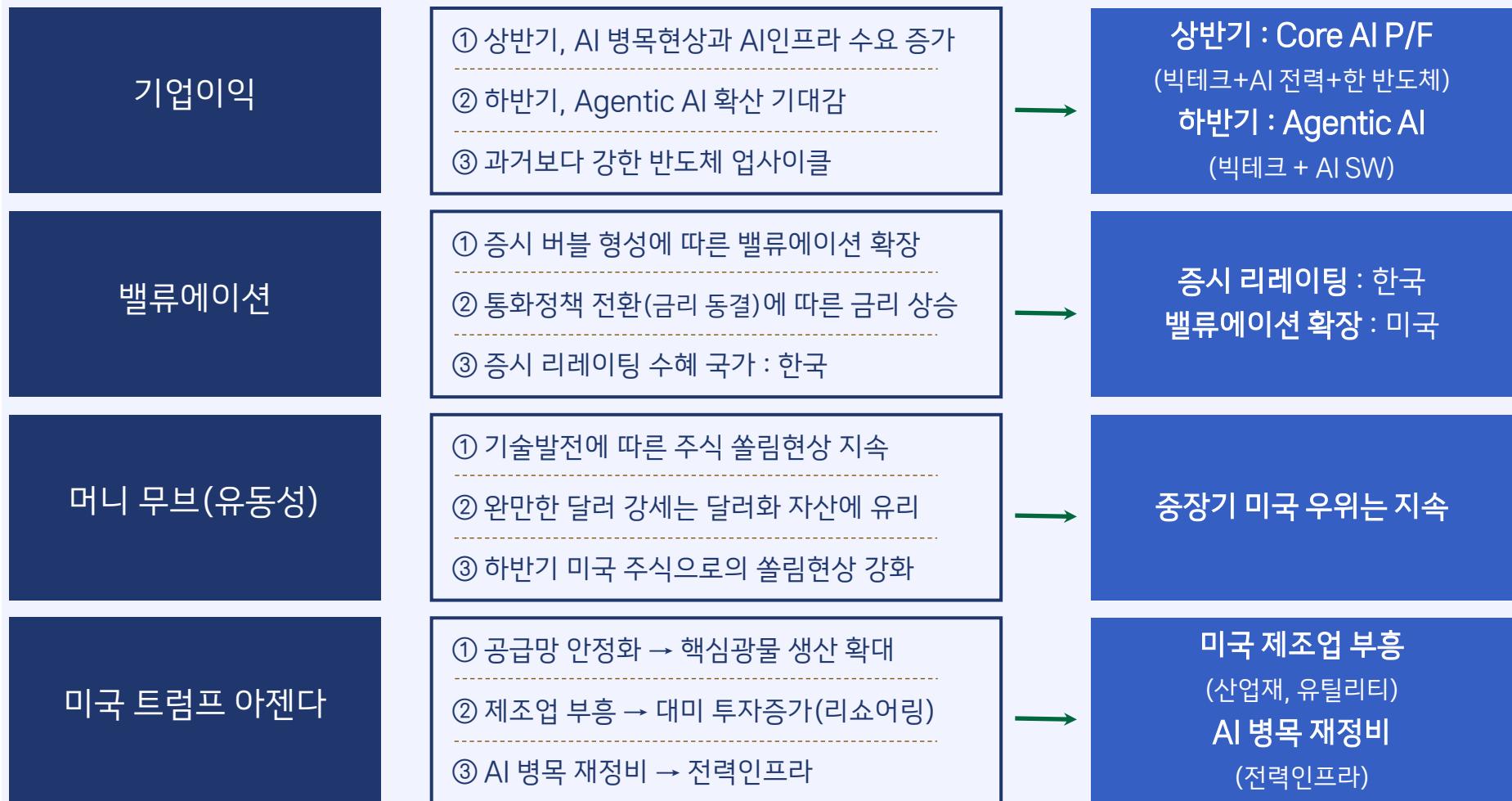
- 주식 연간 흐름 : 상저하고 (상반기 통화정책 불확실성 및 AI 투자대비 수익성에 조정, 하반기 Agentic AI 확산 기대감)
- 금리 연간 흐름 : 3분기까지 상승 후 4분기 횡보 (상반기 통화정책 마무리 및 물가 상승 경로, 하반기 수급 및 물가 안정)

자 산 군	실제치			'26년 전망				투자의견	
	23년	24년	25년	하단	상단	26년말	3개월	12개월	
채 권									
국내 채권	한국 국채 10년 금리	3.74%	3.18%	3.25%	2.80%	3.50%	3.25%	OW	N
	한국 크레딧 spread (AA-)	74	69	48	32	50	40	OW	OW
해외 채권	미국 국채 10년 금리	3.87%	3.88%	3.99	3.70%	4.70%	4.40%	OW	N
	회사채 spread(BB 미국 IG)	98	79	81	75	110	90	N	N
	하이일드 spread(BB 미국 HY)	323	287	285	275	400	310	N	N
	신흥국 spread(JPM EMBIGD)	319	297	248	240	350	280	N	N
주 식									
선진국	미국 (S&P500)	3,840	4,770	6,813	7,200	8,000	7,900	OW	OW
	유럽 (Euro stoxx 50)	3,794	4,521	5,656	5,100	5,900	5,700	N	N
	일본 (TOPIX)	1,892	2,366	3,356	2,900	3,500	3,400	N	OW
신흥국	중국 (CSI300)	3,872	3,431	4,518	3,600	4,700	4,600	N	N
	인도 (Nifty50)	18,105	21,731	26,205	24,000	28,000	27,500	OW	OW
국 내	국내 (코스피)	2,236	2,655	3,961	4,000	4,800	4,600	OW	OW
	원자재 (Bloomberg Commodity Index)	246	226	273	260	285	280	N	N
	부동산 (Global REIT)	2,529	2,772	3,048	2,700	3,300	3,200	OW	N
	원달러 환율 (기말)	1,266	1,288	1,469	1,350	1,500	1,430		

주: 11월 26일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'26년 주식시장 변동 요인 점검 이익, 밸류에이션, 정책

'26년 금융시장 전망



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

'26년 채권시장 변동 요인 점검 경기, 인플레, 재정자극

'26년 금융시장 전망

금리 동결 전환

- ① 미국 중립금리 상단 수준에서 인하 종료
- ② 누적된 인하 영향과 AI투자로 경기 개선
- ③ 동결 전환 인식 강해지며 금리 상승

최종금리 3.5%
미 10년 국채금리
연초 3.9%, 연말 4.4%

최종금리 수준

- ① 미국 중립금리 2.8~3.4%
- ② AI확산과 생산성 증가, 투자 등 자본유입 ↑
- ③ 점도표 장기금리 3%에서 추가 상향 가능성

AI확산과 생산성 증가
점도표 장기금리 3%에서
상향 가능성

인플레이션

- ① 물가 경로는 Hump. 3~8월 물가 반등
- ② 계속해서 관세 영향 들어오는 구간
- ③ 4분기 이후 물가 하향. 관세 영향 역기저有

금리 상저하고
동결+금리상승에 대응하여
단기채 확대 전략

텀프리미엄
(수급/재정)

- ① 동결 기조 하 재정과 수급 요인에 민감
- ② 재무부 단기채 위주의 발행 계획 변화 대기
- ③ 연준 대차대조표 자연성장으로 자산 재축적

여름: 재무부 변화, 금리 ↑
겨울: 연준BS 변화, 금리 →

'26년 Mega Trend 및 자산시장 전망

트럼프 아젠다, 관세 다음은?

'26년 금융시장 전망 MEGA TREND

트럼프 아젠다, 관세 다음은?

소비에서 생산으로: 미국 경제 체질 전환의 초입

트럼프 2기 2년 차 진입을 앞두고 미국 정책의 초점은 관세 압박을 넘어 전략 산업 공급망 재편을 실행하는 단계로 이동하고 있습니다. AI 인프라, 반도체, 에너지, 핵심광물 등 전략산업 전반에서 미국 정부는 직접 예산을 투입하고, 동맹국의 글로벌 기업들로부터 대규모 투자 약속을 확보하고 있습니다.

내년은 미국 중심의 제조·기술 생태계 구축이 구체화되는 첫 해 일 것으로 생각합니다. 특히 11월 중간선거를 앞두고 정책 추진 속도는 더욱 빨라질 가능성이 높습니다. 미국 제조업 경쟁력을 회복시키기 위한 정책적·재정적 지원을 바탕으로 미국 경제는 '소비하는 경제'에서 '생산하는 경제'로의 전환이 기대됩니다.

AI 산업에 집중된 투자는 중기적으로 제조업 전반으로 확장될 것이며 미국 경제의 패러다임 변화에 따라 기업 이익의 성장세도 이어질 전망입니다. 이익 성장이 이어지는 구간에서 새로운 투자 기회가 나타나고, 2026년은 이 패러다임 변화의 초기국면이 될 가능성성이 높습니다.

'26년 트럼프 정부 아젠다 제조업 부흥을 통한 일자리 확대

'26년 금융시장 전망

미국 우선주의: 이제는 내수에 집중

2025년	2026년	2027년~
관세부과 및 무역협상	공급망 안정화 전략 산업 수직계열화 교역국 대미투자 집행 5.6조 달러+	제조업 부흥 & 기술 패권 유지 고용 확대 무역수지 균형
AI 데이터센터 중심 CapEx 확대		달러 패권 유지 및 중장기 재정적자 우려 경감을 위한 금융조치
AI 응용 확대, 제조업 전반으로의 CapEx 확산		

'25년은 미국의 소비력을 바탕으로 교역파트너들에게 미국이 원하는 바를 받아내는 한 해

'26년은 1)공급망 약점을 강화하고, 2)교역국의 대미투자로 리쇼어링, 3)AI 발전에 따른 제조업 Capex 확대

→ 미국의 제조업 경쟁력 개선 & 기술패권 유지

'26년 매크로 내러티브 쏠림과 확산

'26년 금융시장 전망

AI 중심 전략산업 투자 쏠림 → 제조업 & 고용 개선, 균형 잡힌 성장으로 확산

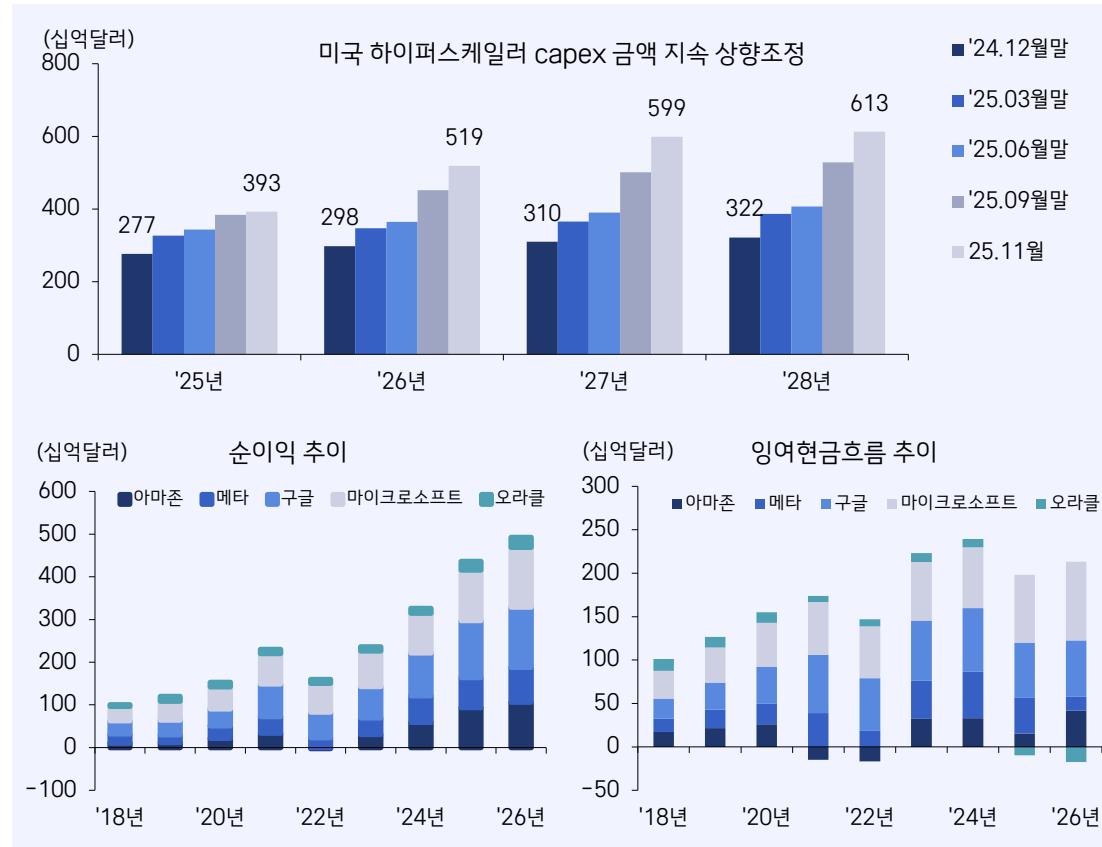
	기본 시나리오	위험요인
쏠림	<p>1. AI 주도권을 잡기 위한 투자 확대 지속 - 데이터센터와 주요 병목 품목 집중(반도체, 전력 등)</p> <p>2. 고소득 가계 중심 민간소비 연착륙 - 부의 효과 집중에 따른 소비 양극화</p> <p>⇒ 자본 중심 성장</p>	<p>신용 불안 확대 - 기업 파산 & 중산층 타격</p> <p>- 크레딧 시장 연쇄 충격</p>
확산	<p>1. AI 를 넘어 제조업 전반으로 capex 확대 - 미국 제조업 수직계열화</p> <p>- AI 적용을 위한 제조업 투자 확대</p> <p>2. 기술 발전에 따른 생산성 개선, J커브의 성장 효과 기대</p> <p>⇒ 고용 및 가계 소비 개선되며 균형 잡힌 성장</p>	<p>신기술 성장 J-커브 반등 지연 - 고용 둔화 장기화</p>

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

쏠림의 구간 ① 민간의 AI CAPEX 투자 수요 견조

'26년 금융시장 전망

CAPEX에 대한 “willingness & ability to pay” 점검 → 수요는 탄탄



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

Willing to Pay: 하이퍼스케일러 투자계획

- 최근 주식시장의 수익성 우려에도 실제 하이퍼스케일러들의 투자계획은 변함 없음

Able to Pay: 하이퍼스케일러

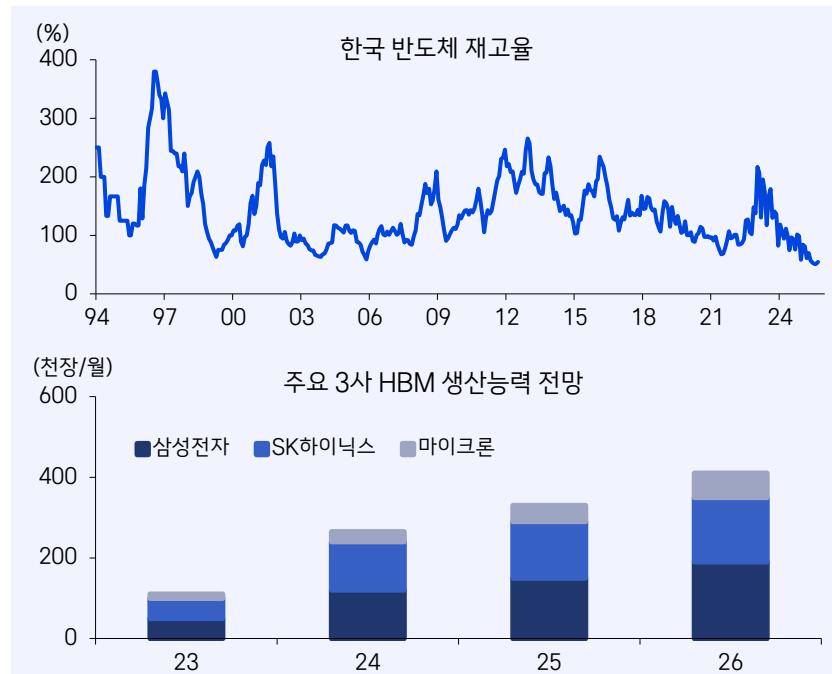
- '26년 순이익 평균 17% 상승 전망
- 영업현금흐름 대비 capex 지출 약 64% ('25.3Q)
- 하이퍼스케일러 투자등급 유지. 발행 증가에 따른 수급 압력은 있으나, 크레딧 스프레드 확대는 제한적

쓸림의 구간 ② AI CAPEX 관련 산업 투자확대

'26년 금융시장 전망

반도체 투자 확대:

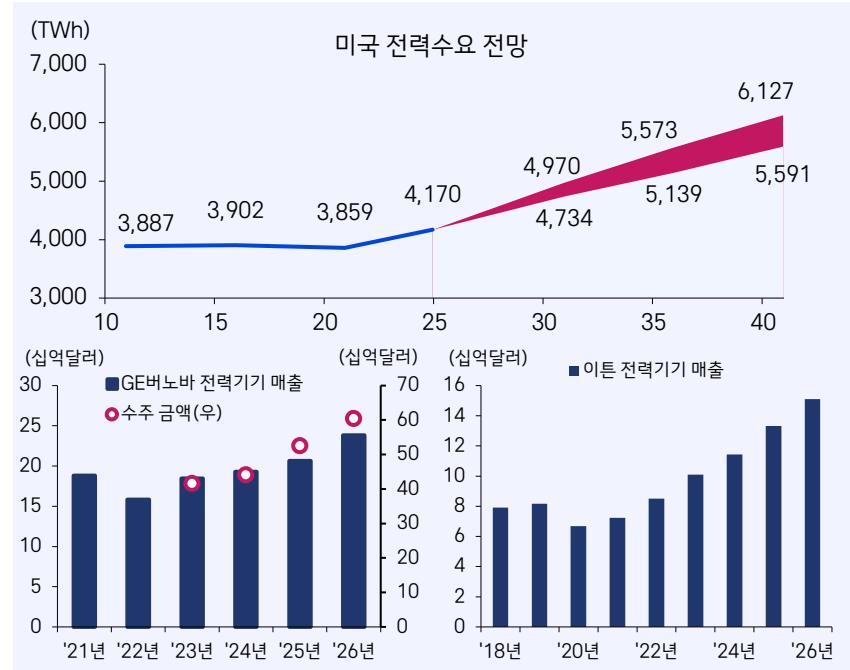
- “메모리 장벽” AI모델 발전 속도 > 메모리 개선 속도
- 공급 부족 진입, 고부가 중심 라인 증설 등 투자 확대



자료: Bloomberg, TrendForce, 삼성자산운용 투자리서치센터

전력인프라 투자 확대:

- AI 데이터센터별 전력 수요 급등
- 발전기기 수주 및 잔량 감안, 인프라 투자 확대 지속



주: GE베노바와 이튼의 '25년 및 '26년 수치는 블룸버그 컨센서스 전망치

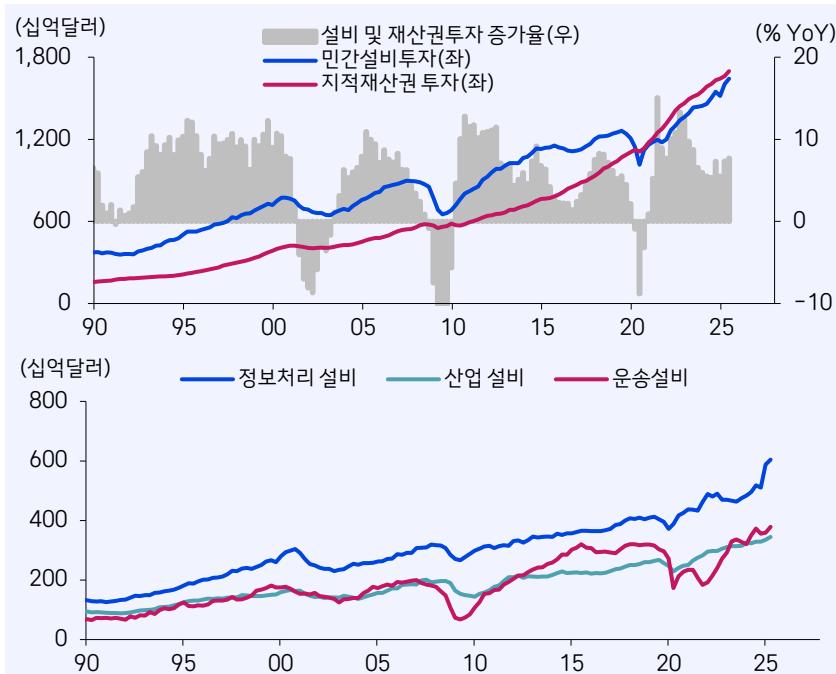
자료: S&P Global, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

쏠림의 구간 ③ 단기간 성장은 자본 중심으로

'26년 금융시장 전망

IT 투자가 성장을 하방 방어

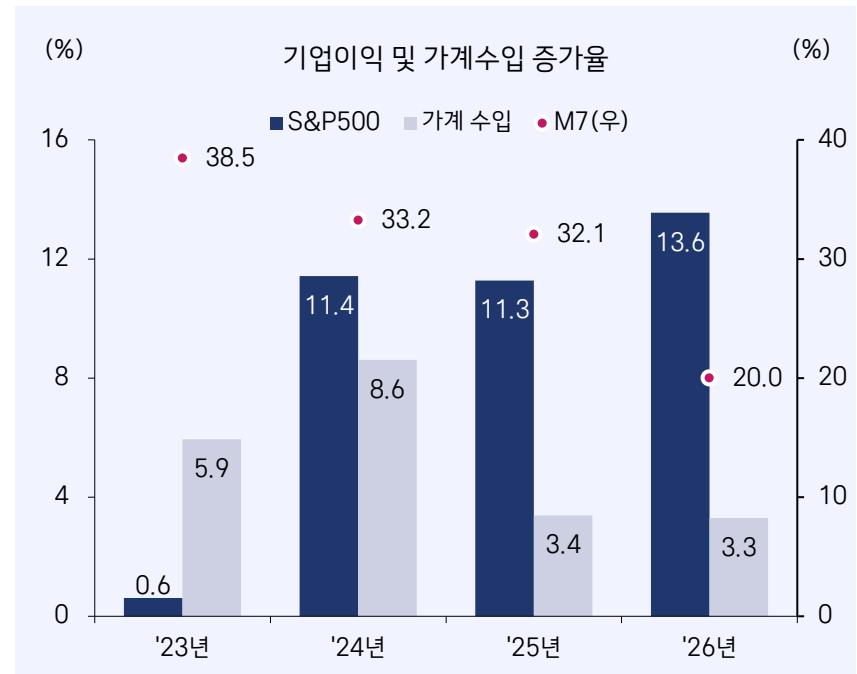
- '26년 상반기까지 설비투자 확대가 성장을 견인
- 고용 및 소비둔화에 따른 경기 하방 방어



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

가계-기업 소득 성장 차별화

- M7 중심으로 기업이익 증가, 가계수입 증가율 압도
- 자본집중적인 설비투자 지속되며 내년에도 가계수입 대비 기업이익 증가율이 높은 수준 유지 전망



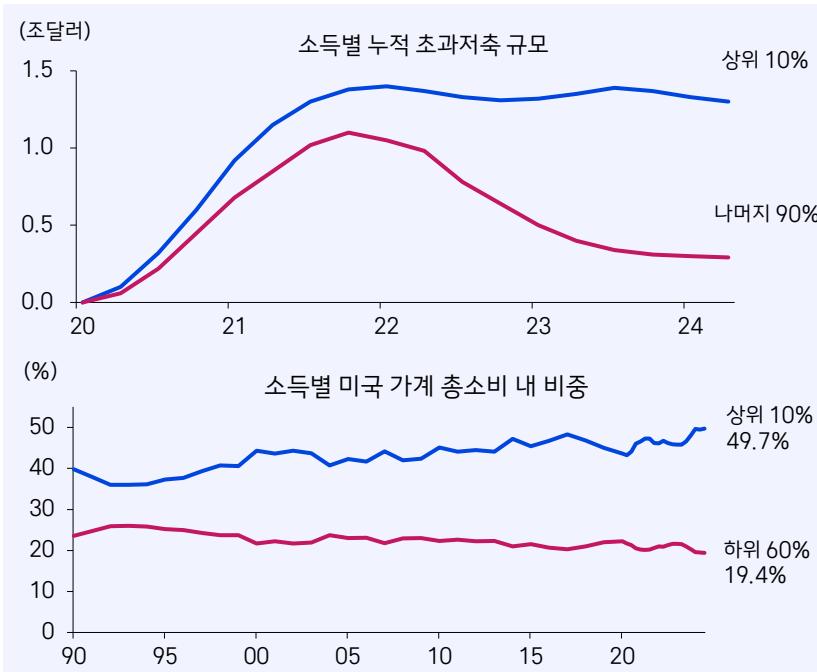
주: '25년 및 26년 자료는 전망치, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

쏠림의 구간 ④ 고용둔화, 가계경제 양극화

'26년 금융시장 전망

부의 효과로 고소득층 소비 증가

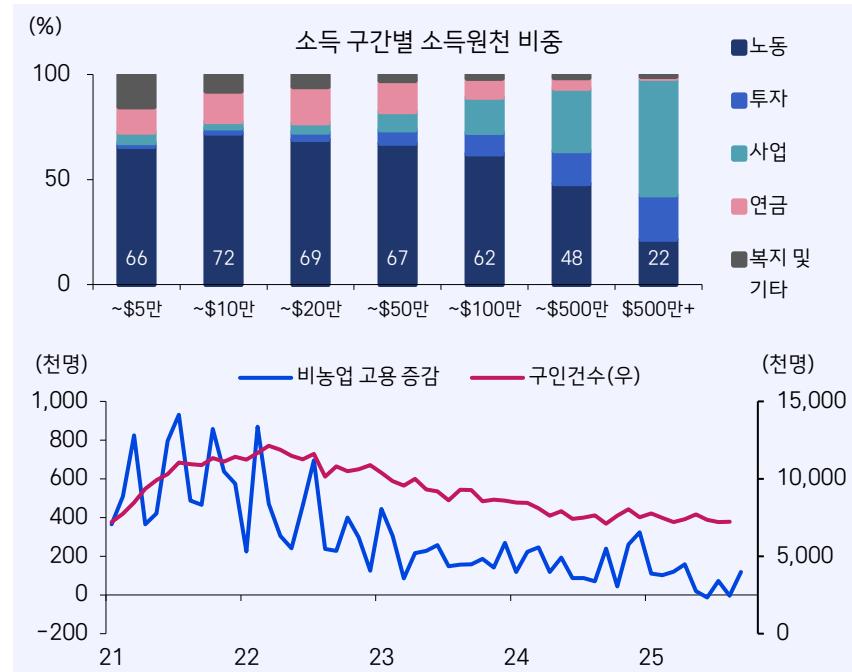
- 미국 전체 가계 자산 내 주식/펀드비중 27.6%
상위 1% 고소득층의 주식 보유비중 49.9%
- 고소득층의 소비 증가가 미국 전체 소비를 지지



자료: Moody's Analytics, 삼성자산운용 투자리서치센터

고용 둔화 지속

- 고용 둔화는 저소득층에 상대적으로 큰 영향
- 저소득층 소비 타격 크다 하더라도, 전체 민간 소비는 완만하게 둔화

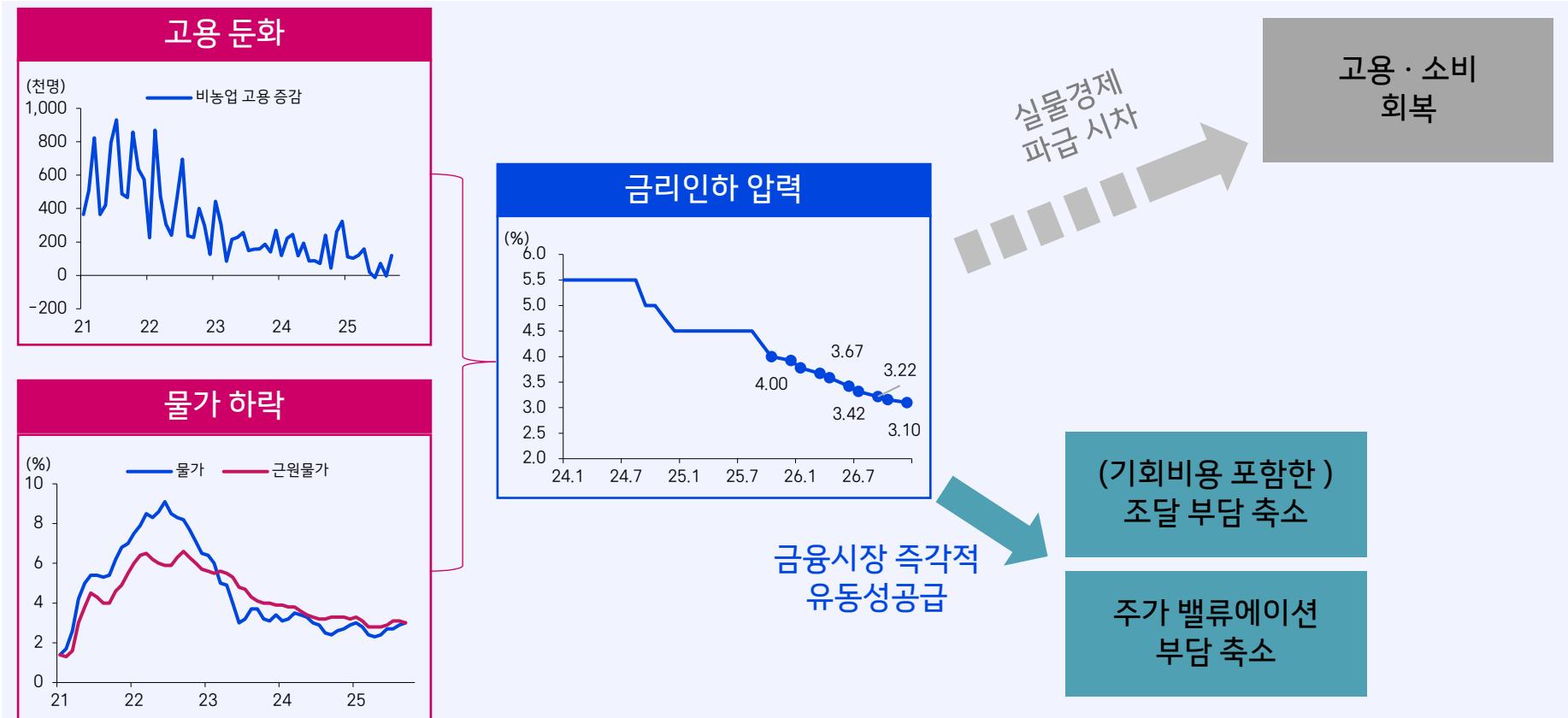


자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

쏠림의 구간 ⑤ Jobless Growth

'26년 금융시장 전망

고용 둔화 → 통화 완화 (중립화) → 투자에 우호적인 환경

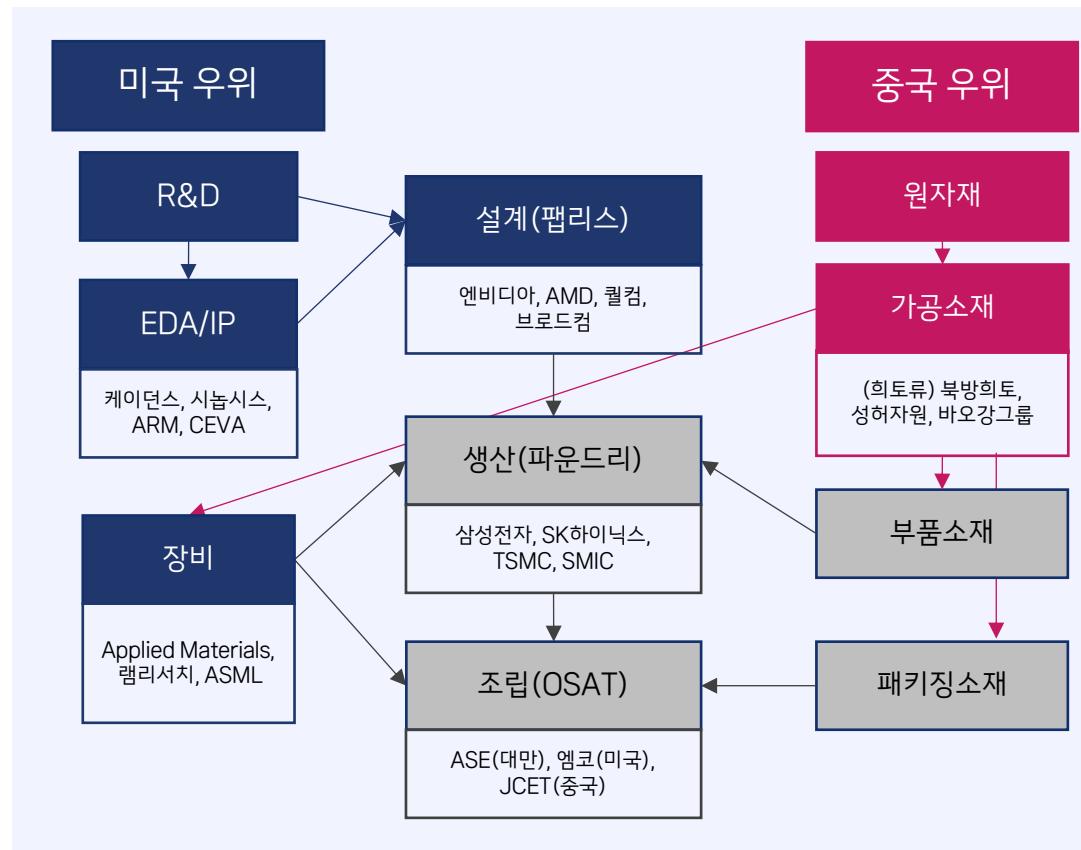


자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

확산의 시간 ① 미중 패권전쟁 휴전 1년, 약점을 보완할 시간

'26년 금융시장 전망

반도체 밸류체인 내 중국의 우위 섹터 따라잡기



중국은 첨단기술, 미국은 희토류 약점 확인

- 미국의 중국기업 기술 수출 제재에 맞춰 중국도 희토류 수출 규제 강화
- 11월 미·중 무역합의로 1년간 상호 제재 유예
- 유예 기간 동안 미국은 공급망 안정화에 집중

제조업, America First → America Only

- AI 기술 경쟁에 따라 반도체 밸류체인이 가장 우선순위가 될 것으로 판단
- 동시에 수직계열화를 통해 중기적인 제조업 경쟁력 강화 목표

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

확산의 시간 ② 제조업 부흥의 핵심은 수직계열화

'26년 금융시장 전망

공급망 안정화 및 미국 내 생산 확대

섹터	미국 정부의 수직계열화 노력
전략광물	<ul style="list-style-type: none"> - 정부, 전략광물 광산업체에 지분 투자: MP Materials(4억달러, 지분 15%), Lithium America(5억, 5%) 등 - 희토류 네오디뮴(NdPr) 최저 매입가격 설정 및 최소 마진 보장하며 광산업체 추가 투자 유도
반도체	<ul style="list-style-type: none"> - 바이든 정부 시절의 국가첨단패키징제조프로그램(NAPMP) 유지, 기존 첨단 칩 설계(미국) → 생산(한국, 대만) → 패키징/테스트(대만, 중국 등)로 분업화 된 밸류체인 미국으로 이전 - 미국 정부의 인텔 지분 투자 (89억, 9.9%)
AI 응용	<ul style="list-style-type: none"> - 백악관 America's AI Action Plan : 로봇, 드론 등 AI 응용 관련 제품들의 제조 공급망 의존도 점검 → 국방물자생산법(DPA) 통해 AI응용 제조 인프라에 투자
국방	<ul style="list-style-type: none"> - 전쟁부: 군수품 전 생산체인을 미국 내 재구성. 탄약, 미사일, 부품 등 핵심 공급망 투자 진행 - 육군: 155mm 포탄 미국내 생산 10만발 수준까지 확대 - 회계감사원: 미군의 1차 밴더 뿐만 아니라 1차 밴더로부터 수주를 받는 하위 업체들에 대한 해외공급원 의존도 평가
에너지	<ul style="list-style-type: none"> - 에너지부: (핵심소재 추출 → 배터리 소재/부품 제조 → 재활용) 전 주기 배터리 공급망을 미국 내 구축 목표 - 세액공제 확대: 에너지 장비 및 소재 미국 내 생산 시(IRC 45X) - 백악관: 대형변압기에 대해 '국가안보 핵심 제조'로 승격. 연방정부의 직접투자 및 생산 지원 가능 - 연방 지원 에너지 프로젝트에 "미국 제조" 우선 조달 의무화. 미국의 비교우위가 없는 가스/정유 장비도 포함

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

확산의 시간 ③ 무역 협상으로 받아낸 투자 집행

'26년 금융시장 전망

11월 중간선거 감안, 투자 확정은 빠르게 진행될 가능성

국가	투자 규모	내용
EU	'28년 까지 6,000억 달러	EU 기업들을 중심으로 미국의 전략 산업에 투자 반도체, 자동차, 에너지 분야 등 포함
일본	'28년 까지 5,500억	기업 직접투자, 정부기관 금융보증 형태 반도체, 제약, 조선, 에너지 분야 등 포함
한국	3,500억	1,500억달러 조선업 협력 및 2,000억달러 투자 예정 2,000억달러에 대해 연간 최대 200억달러 투자
UAE	10년간 1.4조	에너지, AI, 제조분야에 집중
사우디 아라비아	1조	5월 6천억달러 투자 약속에서 증액 미국 기술과 혁신에 투자. 구체적인 산업 분야 언급은 없음
카타르	10년간 5,000억	카타르투자청, 연간 투자 2배로 확대 발표 메타 데이터센터에 10억, 앤트로픽 130억, xAI 100억달러 투자 집행
스위스	'28년까지 2,000억	최소 670억달러는 내년말까지 집행. 제약, 항공우주, 에너지 등 분야 미국 노동자 대상 견습공정 및 기타 훈련프로그램 병행
호주	10년간 1조	호주 연금펀드에서 1조달러 추가 투자(산업미정) 6개월 내 핵심광물 광산 개발에 투자 예정

자료: White House, 언론 종합, 삼성자산운용 투자리서치센터

무역협상으로 투자 재원은 마련

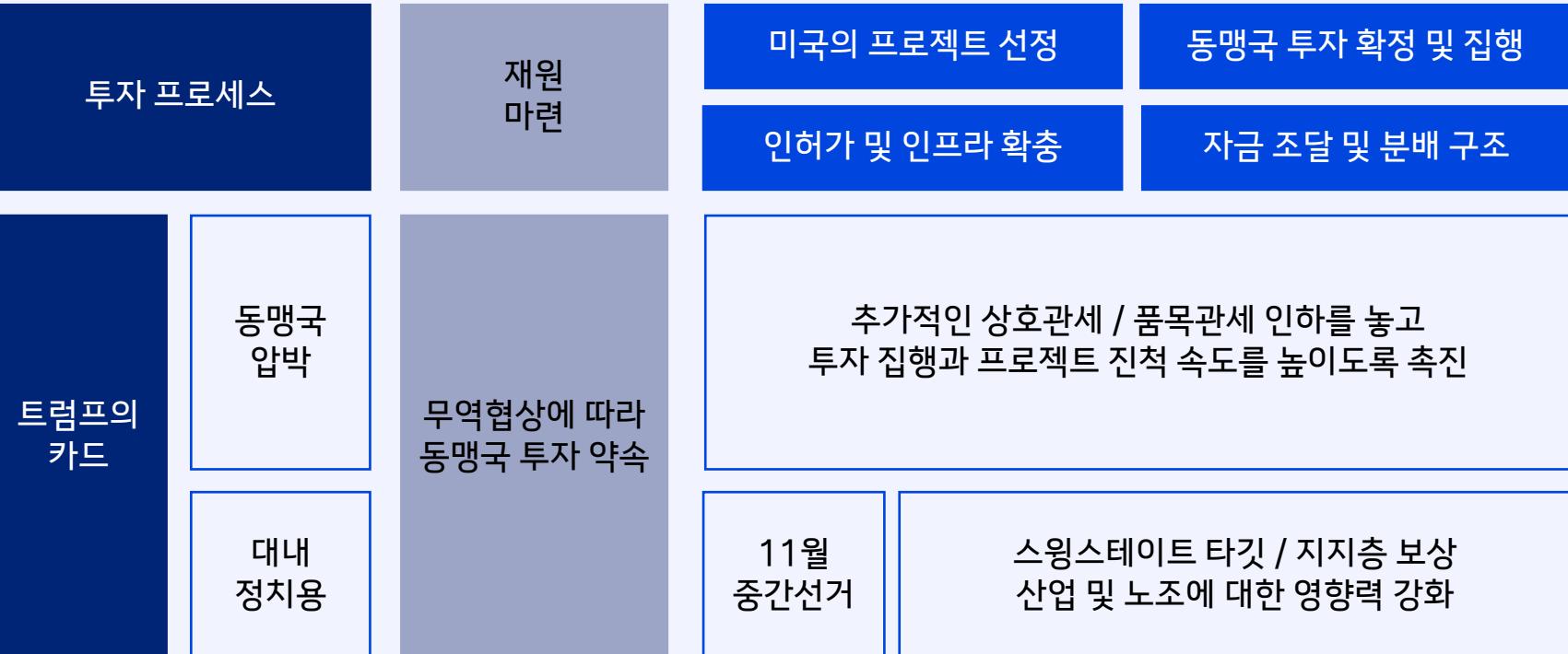
→ 미국의 투자프로젝트 제안 및 확정 필요

- 투자 프로세스 상 미국 정부가 개별 프로젝트를 각국에 제안하고 확정할 단계
- 11월 중간선거 및 주요국의 투자 기한을 감안했을 때, 프로젝트 확정 및 투자 집행은 빠르게 진행될 가능성
- 민간 주도의 AI 분야투자 뿐만 아니라 에너지 · 자동차 · 조선 · 방산 · 인프라 등 다양한 섹터에서 투자 확대

대미 투자 집행 미국 정부가 움직일 차례

'26년 금융시장 전망

11월 중간선거 감안, 투자 확정은 빠르게 진행될 가능성

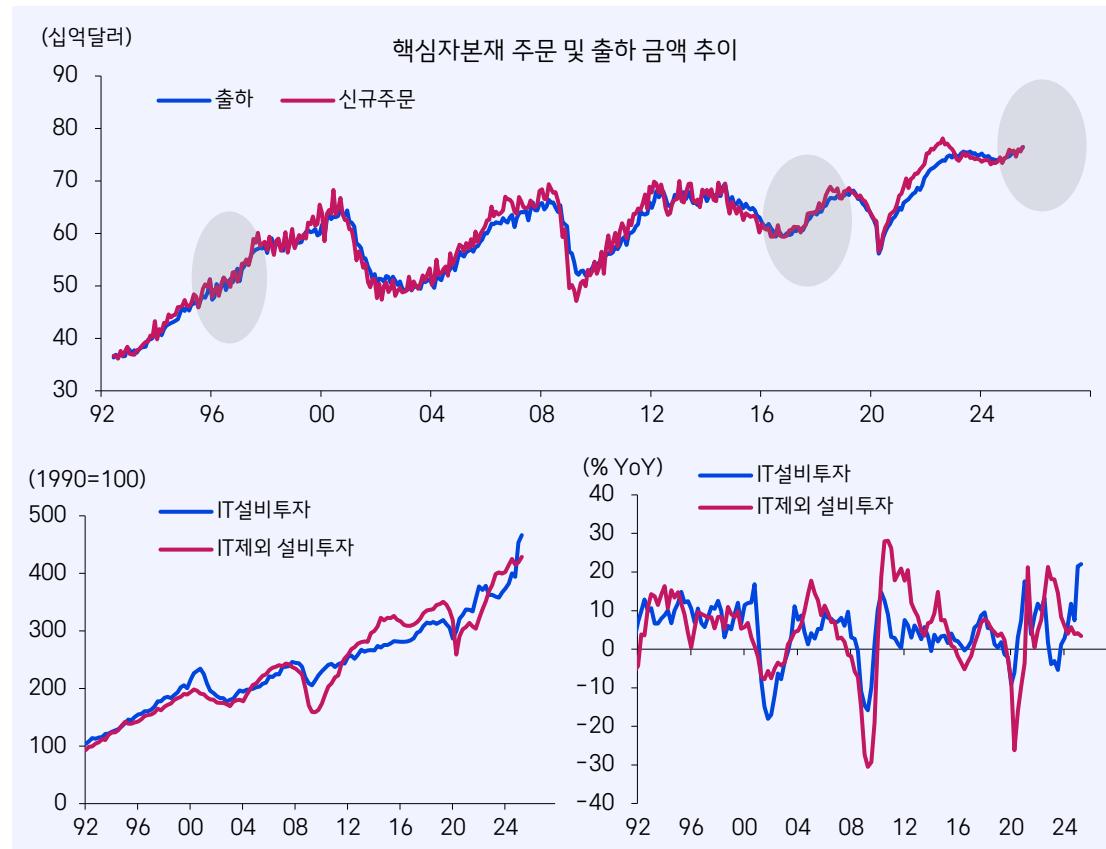


자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

확산의 시간 ④ AI도입 및 제조업 전반 투자 확대 기대

'26년 금융시장 전망

AI 관련산업 외 capex 확대 기대



과거 인터넷 및 클라우드 봄→ 제조업 capex 확대

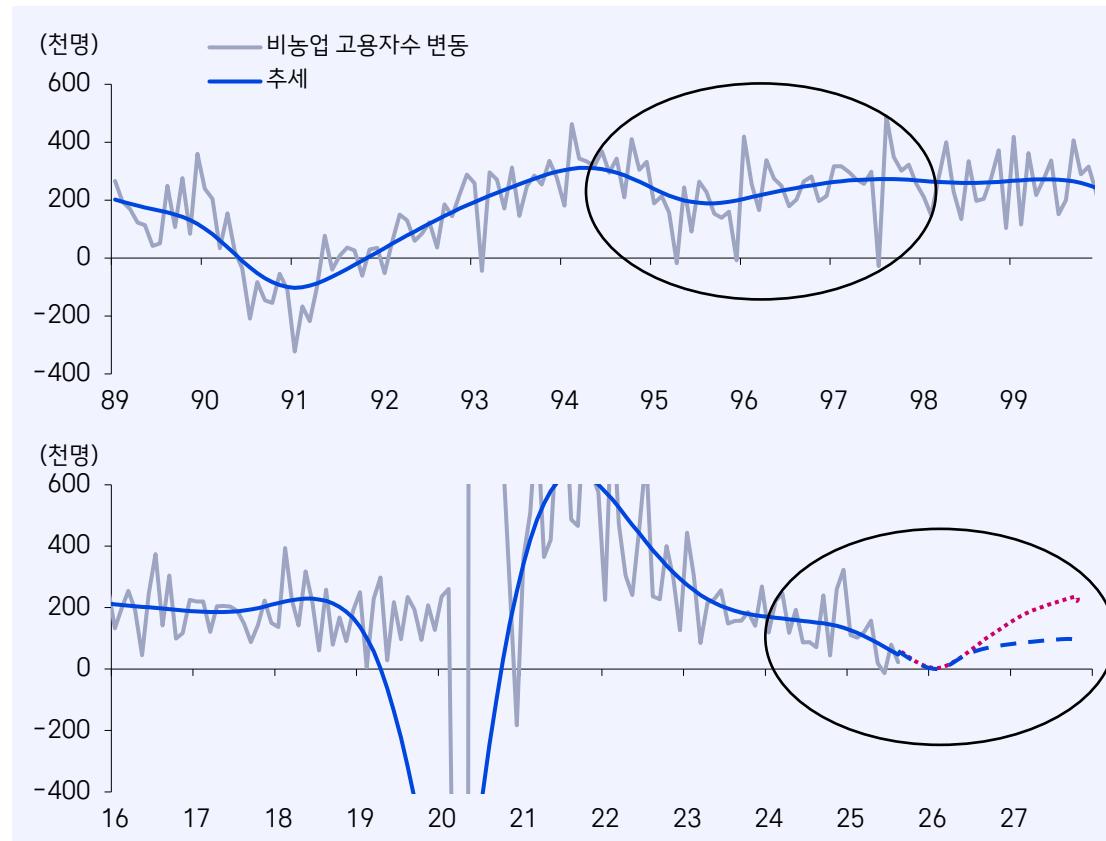
- 과거 민간 설비투자는 IT(정보처리설비) 및 IT 외 투자가 동행 확장. 최근 설비투자는 IT에만 집중
- 아직까지 낮은 수준에(13%) 있는 AI 도입율이 점차 확대되며 자본재 투자 확산 기대
- 휴머노이드 등 AI 응용분야 발전 속도에 따라 도입율 가속

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

확산의 시간 ⑤ 하반기, 고용 반등과 균형 성장 가시화

'26년 금융시장 전망

'94년 인터넷 상용화 이후 고용 J-커브



'94년대 중후반 고용 J-커브 경험

- 월평균 31만('93년) → 19만 명('96)
- NAFTA 체결 및 인터넷 상용화에 따른 구조적 일자리 축소
- '96년 이후 노동생산성 향상에 따른 고용 회복

'25-26년 고용 둔화하나 연착륙 기대

- 월평균 22만('23년) → 7.5만 명('25)
- 고용은 '26년 상반기 저점 형성 후, 균형수준(월평균 10만명 내외) 회복 전망
- 노동생산성 향상에 따라 고용 회복 가속 가능성

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

확산의 시간 *기술발전의 성장 효과

'26년 금융시장 전망

기술 발전의 장기적 성장 효과

- '25년 노벨 경제학상은 기술혁신을 통해 경제 성장을 설명한 학자들에게 수여
- 기술혁신은 기존 산업을 파괴하지만 장기성장에 필수적

(Aghion-Howitt모델) 성장률 = 혁신의 품질상승률 * 혁신 성공확률

혁신 성공률은 기업들의 R&D 투입량에 비례
혁신에 성공한 기업은 독점이윤을 얻고,
기존 기업은 혁신 기업 등장 시 시장 퇴출 가정

기업들은 독점 이윤의 일부를 다음 혁신을 위한 R&D에 투입

AH모델은 기업들의 R&D 투입비용 최적화를 통해
이전 모델에서 ($g = \alpha * f(l, k)$) 외생적으로
받아 드려진 '기술충격(α)'을 내생적으로 설명



AI 사용으로 생산성 개선

- AI 사용에 따라 노동생산성 평균 27-31% 확대



자료: Goldman Sachs, 삼성자산운용 투자리서치센터

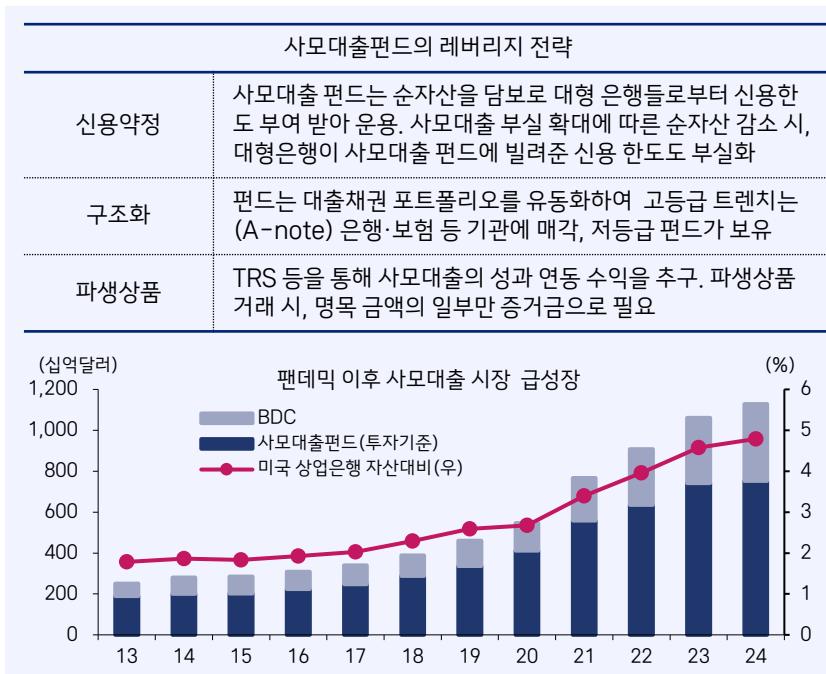
자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

위험 요소 ① 신용불안 확대

'26년 금융시장 전망

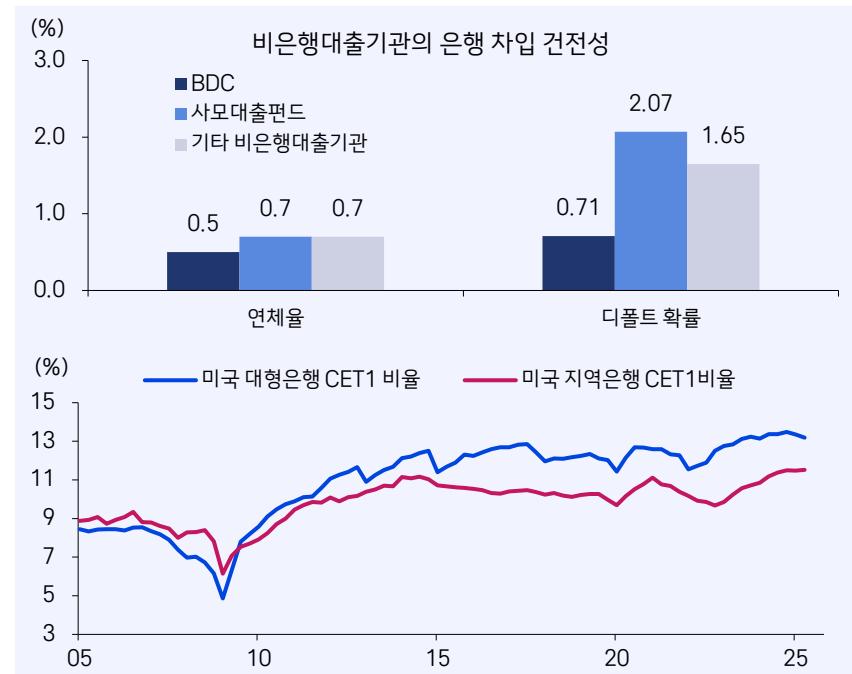
비은행대출기관 빠르게 성장

- 사모대출 시장 빠른 성장. 저등급 & 느슨한 대출조건
- 레버리지를 통해 부실 확산 위험



다만 은행시스템 위험은 제한적

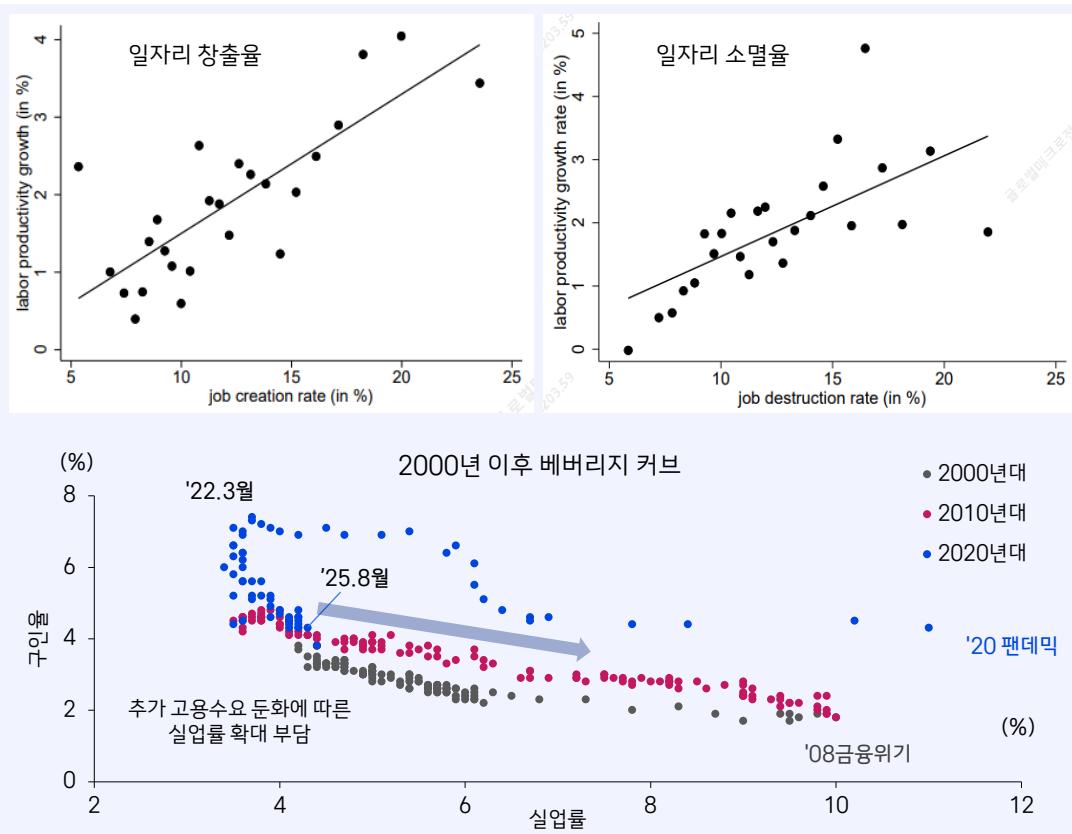
- 비은행대출기관의 은행차입 건전성은 상대적으로 양호
- 은행 역시 '08 금융위기 이전 대비 자본건전성 개선



위험 요소 ② 신기술의 J-커브 성장 지연

'26년 금융시장 전망

생산성 향상 → 투자 확대 & 기존 인력 축소 ... → ... 신규 채용 확대



자료: Bloomberg, 노벨상위원회, 삼성자산운용 투자리서치센터

노동생산성은 일자리 창출&소멸과 양의 상관관계

- 장기적으로 신기술에 따른 노동생산성 향상이 '창조적 파괴'로 나타남을 시사
- 단기적으로는 기존 인력 축소 (노동→자본으로의 대체효과) 이후에 시차를 가지고 신규 채용 확대가 (기업 전체 비용 하락에 따른 소득효과) 나타날 것

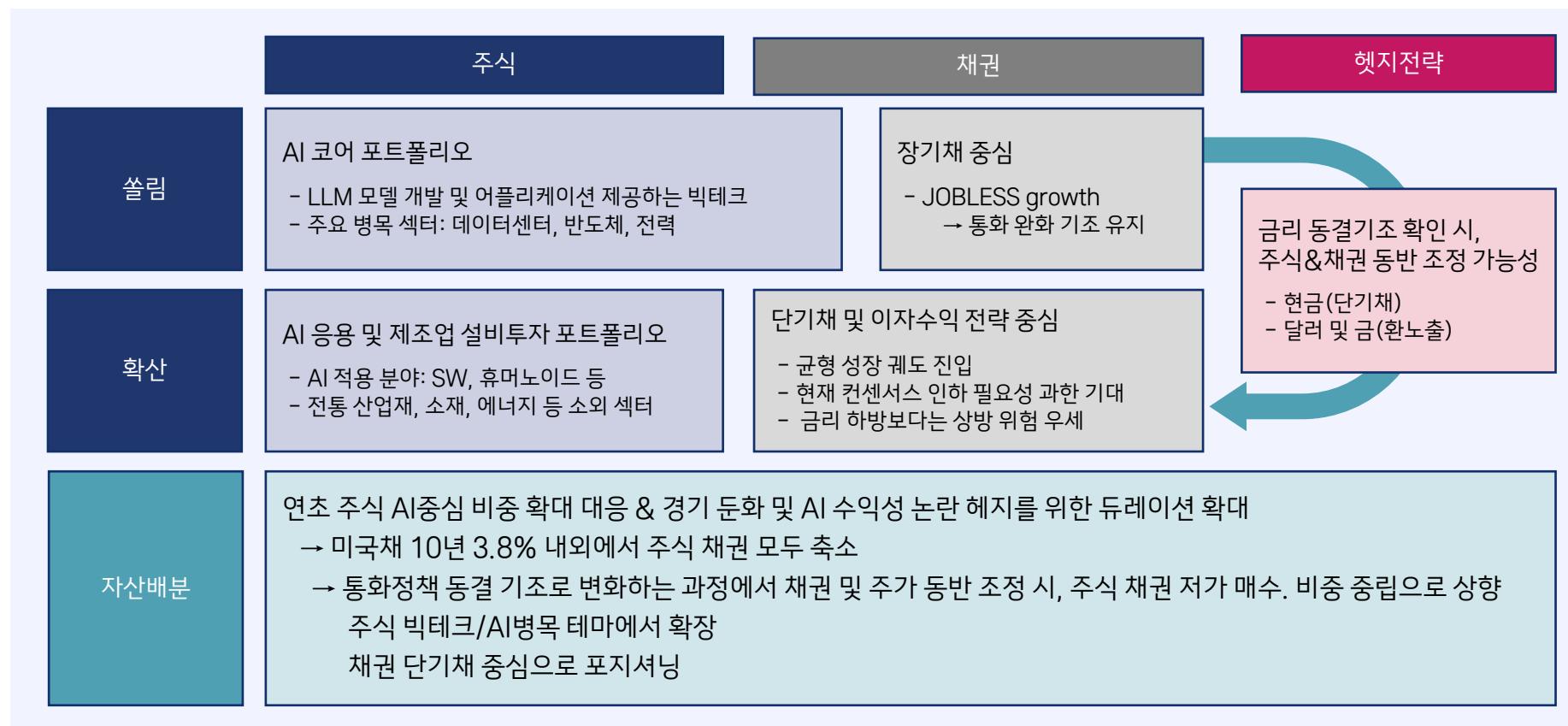
기존 고용 둔화 추세에 추가적인 부담

- 신규 채용 확대가 늦어질 경우, 베버리지 커브 정상화 과정에서 빠른 실업률 확대 위험

'26년 자산배분 전략

'26년 금융시장 전망

성장 & 물가 정상화 경로에서 Risk On



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

'26년 Mega Trend 및 자산시장 전망

중립금리와 인하사이클 종착지

'26년 금융시장 전망 MEGA TREND

중립금리와 인하사이클 종착지

미국과 한국의 기준금리 역전 현상이 이어집니다. 코로나를 지나며 한국과 미국의 잠재성장률이 역전된 데 기인합니다. 미국은 추가 2차례 정도의 금리 인하가 남아 있는 반면에 한국은 현 수준에서 금리 동결을 전망합니다. 현재 역전폭 150bp에서 미국의 추가 인하를 거치며 역전폭은 100bp까지 줄어들겠습니다.

중립금리는 경제가 안정적으로 성장할 때의 인플레나 디플레 압력을 유발하지 않는 금리 수준을 의미합니다. 미국의 중립금리는 2.8~3.4%로, 한국은 1.7~3.2%로 추정됩니다. 미국은 장기적으로 이민 유입과, 재정확대, 자국우선주의 정책으로 중립금리 상승압력이 우세합니다. 중단기적으로도 AI확산과 생산성 증가, 투자확대가 상승압력을 지지합니다. 이에 중립금리 상단에서 인하사이클 종료를 전망합니다.

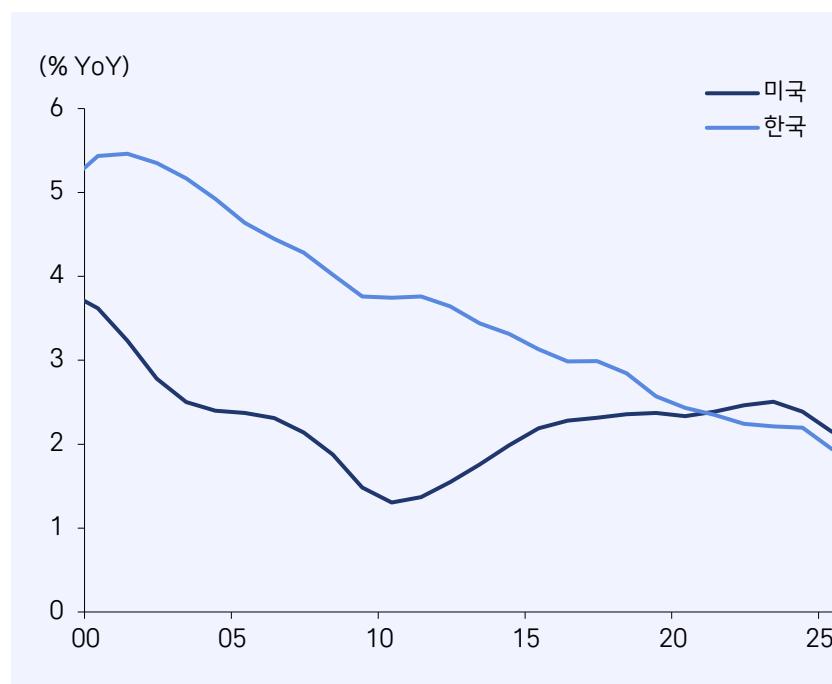
한국은 저출산과 노령화, 자본유출로 중립금리 하락압력이 더 큽니다. 다만 중단기적으로는 반도체 호황에 따른 수출 호조에 순환적인 반등 구간에 돌입합니다. 와중에 가계부채 문제와 대미투자확대에 따른 집값과 환율 오름세 등 금융불안 요소는 한국은행이 중립금리 하단까지 인하를 못하게 저해합니다. 이에 중립금리 중간인 현재 수준에서 인하 종료 가능성이 높습니다.

한국과 미국 잠재성장률 역전 지속 기준금리도 역전

'26년 금융시장 전망

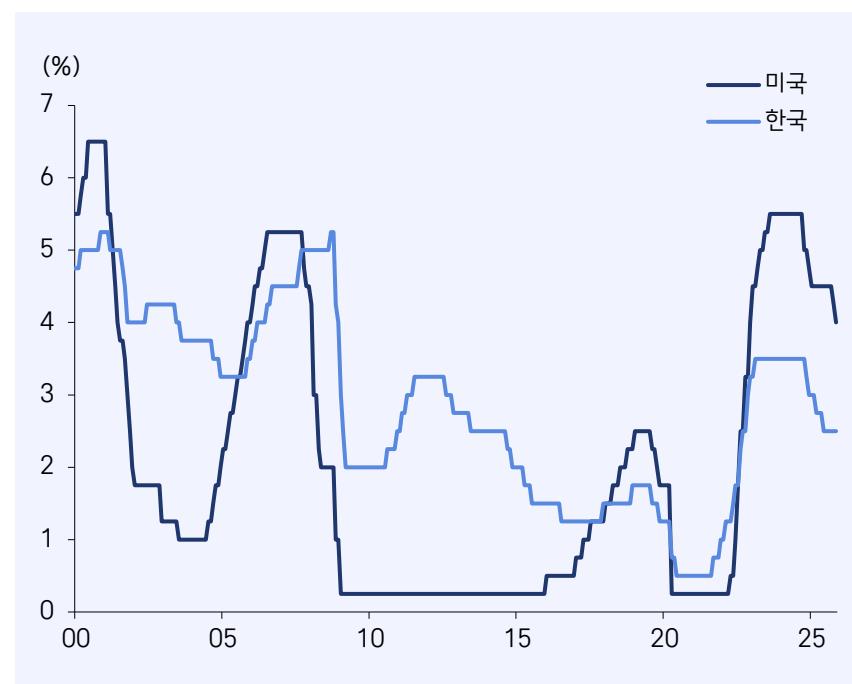
잠재성장률: 미국 > 한국

- 미국 잠재성장률은 2.1%, 한국은 1.9%로 추정
- 코로나 전후 역전된 한-미 잠재성장률 차 지속



기준금리: 미국 > 한국

- 미국 기준금리는 4%, 한국은 2.5%로 금리차 150bp
- 과거 미국 인하사이클에서 역전 해소 됐었으나, 잠재성장률 격차 유지 등에 역전폭 100~150bp 유지 전망



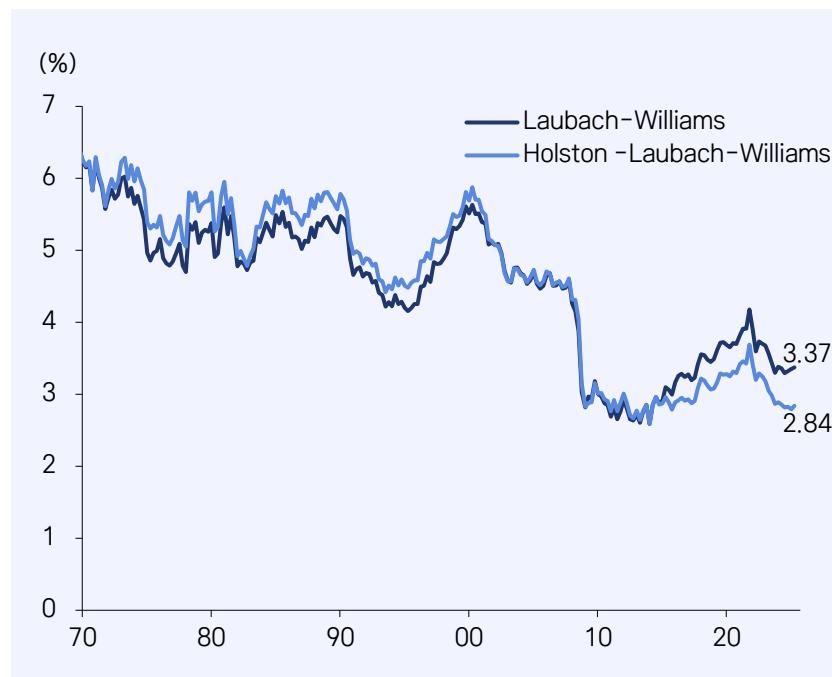
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중립금리 추정 인플레나 디플레 압력 유발 않는 금리 수준

'26년 금융시장 전망

미국 중립금리: 2.8~3.4%

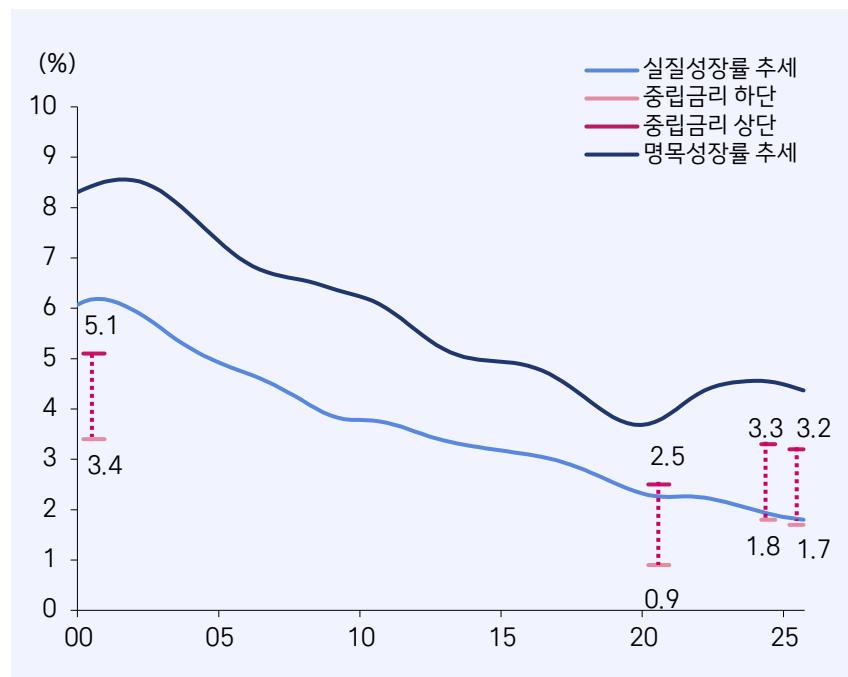
- NY Fed이 추정한 최근 실질중립금리 0.8~1.4%
- 2% 목표물가를 더하면 2.8~3.4% 수준이 적정



자료: NY Fed, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 실질중립금리 + 2% 목표 물가

한국 중립금리: 1.7~3.2%

- 24년 한은이 추정한 실질중립금리에 이후 경기 흐름을 반영한 실질중립금리는 -0.3~1.2% 수준
- 2% 목표물가를 더하면 1.7~3.2% 수준이 적정



미국 중립금리 변동 요인 상승 요인 우세

'26년 금융시장 전망

미국 중립금리

- 1년 전 대비 미국 중립금리는 13bp 상향 조정
- 점도표 상 장기금리도 이전 2.5에서 3%로 상향



중립금리 변동요인

장기

상승요인

하락요인

이민 유입
재정정책
자국우선주의

고령화
불평등 심화

+

중단기

상승요인

⇒ 중립금리 상단에서
인하 사이클 종료

AI화산과 생산성 증가
관세수입과 투자확대

'26: AI투자발 경기 확산
'27: 전년도 관세발 물가 기저
→ 길어지는 동결 기조

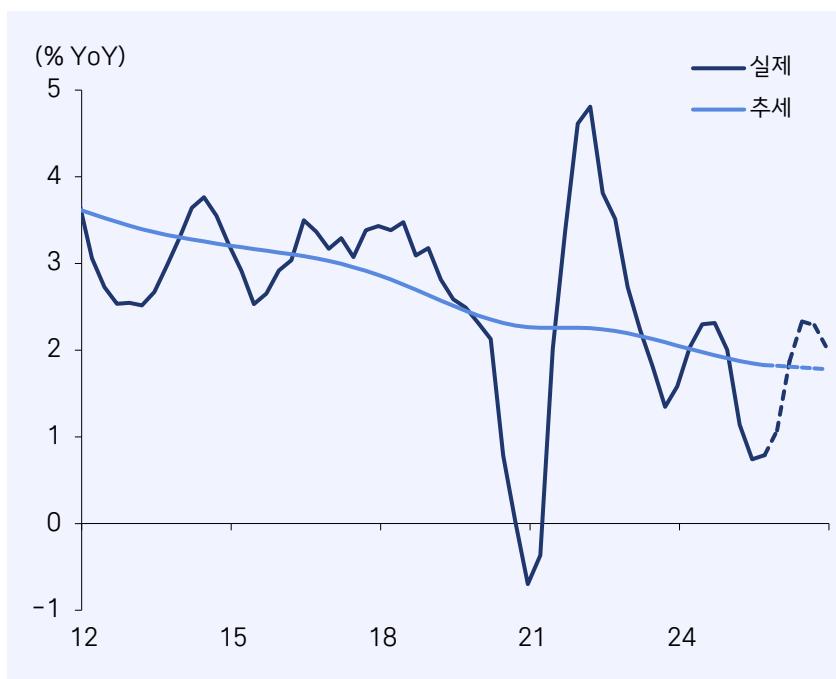
자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 중립금리 LW모델과 HLW모델 중간값

한국 중립금리 변동 요인 하락 요인 우세

'26년 금융시장 전망

한국 경기순환 사이클

- 한국 경기의 장기적인 추세는 하락 (저출산, 노령화)
- 25년 하반기 순환적 회복, 26년은 순환적 반등 구간



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 4개 분기 누적 YoY, 추세는 HP로 추출

중립금리 변동요인

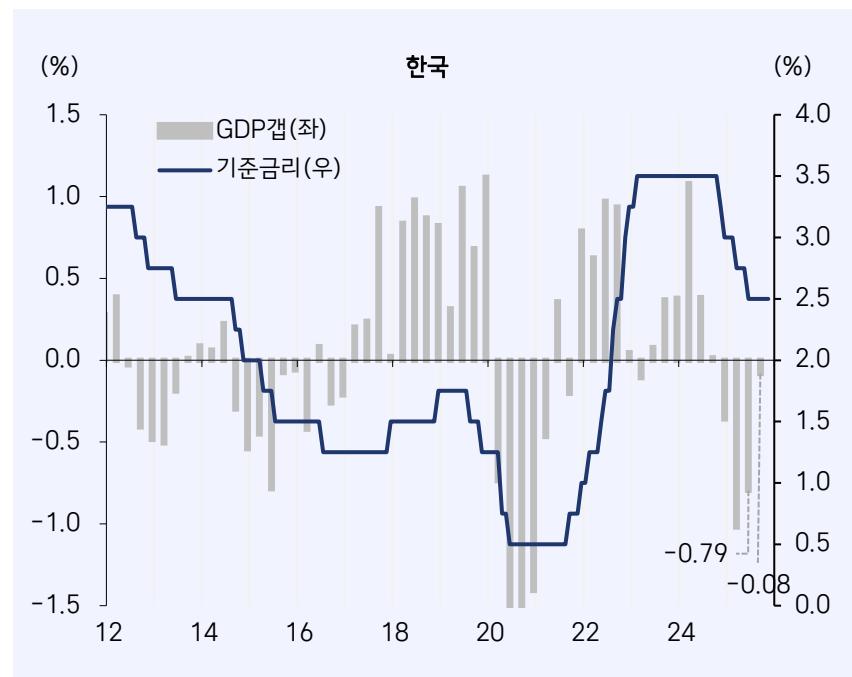
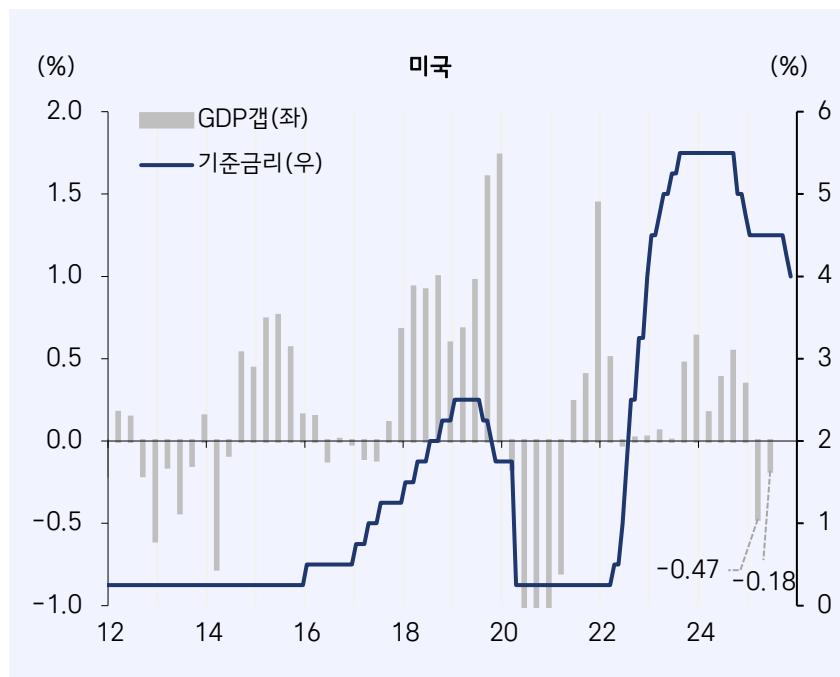


단기 경기순환과 GDP캡 (-)폭 개선세

'26년 금융시장 전망

GDP캡 (+) 전환 목적. 인하사이클 어디에서 멈출지

- 미국과 한국은 GDP캡 (-) 폭이 개선중. 양국 모두 연초대비 인하 필요성 경감
- 단기 경기순환 고려 미국은 2차례 정도 추가 인하 후 중립금리 상단에서, 한국은 중립금리 중간에서 인하 사이클 종료 예상

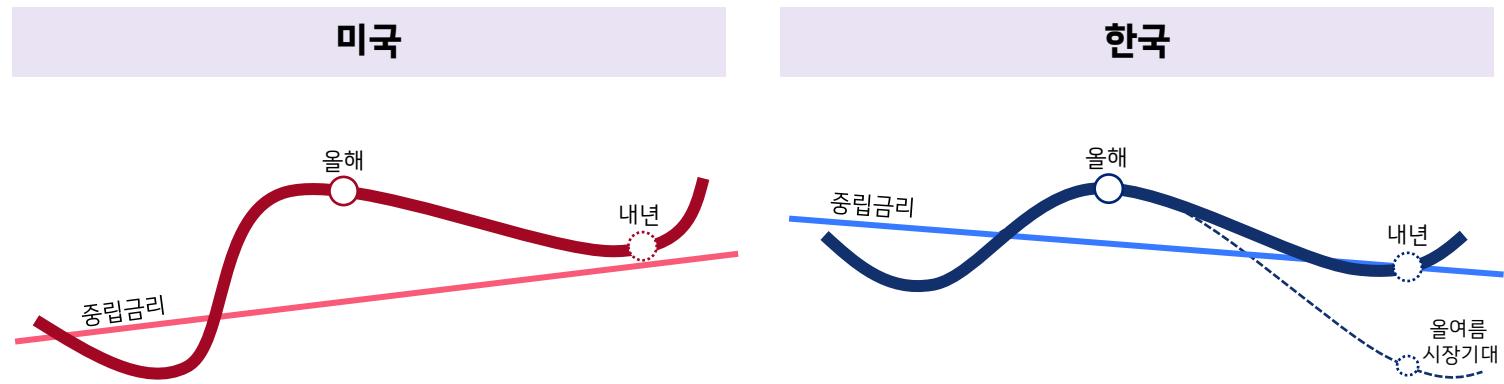


자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: HP필터로 추출한 잠재GDP 기준

중립금리와 최종금리 인하사이클 종착지

'26년 금융시장 전망

금리 사이클에서 우리는 어디에?



중립금리 추세

상승

하락

중립금리 밴드

2.8~3.4%

1.7~3.2%

인하중단시점

3.5%

2.5%

10년 금리 하단

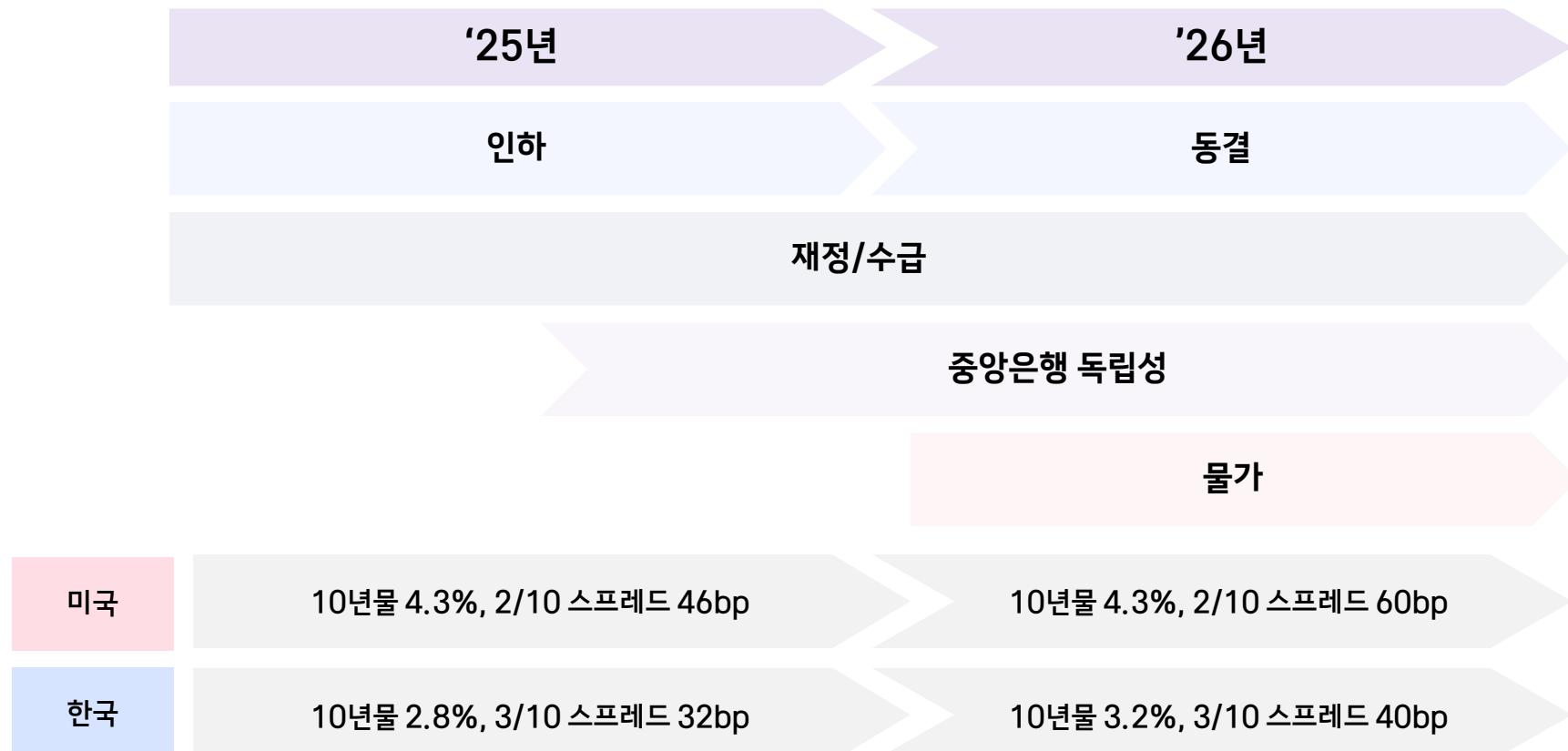
3.8~3.9%

2.9~3.1%

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

26년 채권시장 내러티브

'26년 금융시장 전망



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

26년 채권시장 주요 이슈

'26년 금융시장 전망

이벤트 및 이슈 흐름

1Q

2Q

3Q

4Q

미국

파월 연준의장 교체 관련 연준 독립성

친트럼프 연준 의장 인선 시, 연준의 독립성 우려 불거지며 물가를 안정시킬 것이라는 믿음 훼손. 장기금리 상승 요인

재무부 장기채 비증 발행 확대 가능성

단기채 위주 발행 이자부담을 경감시키나 단점 상존
5, 8월 전후로 장기채 발행 확대 기조로의 변화 예상

연준 대차대조표 자연성장

경제가 성장함에 따라 부채 일부인 화폐발행액 계정 증가
필요 수준의 자준금액 유지를 위해, 연준의 자산 재축적 필요

한국

추가 세수를 재원으로 한 추경 가능성

현 정부의 확장재정 기조로 봄 전후로 추경 집행 가능
적자국채보다는 올해 추가로 걷힌 법인세로 재원 예상

WGBI 관련 중장기물 수요 유입

4~11월 70조원内外의 WGBI 수요 매월 균등 유입
중장기물 중심으로 수급 우호적으로 작용할 전망

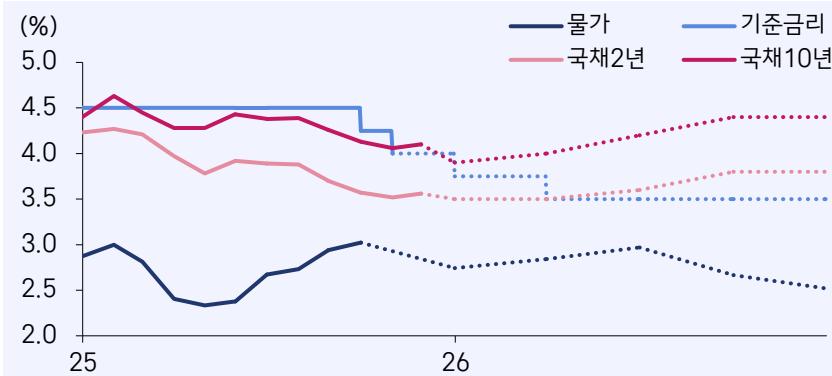
자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 채권시장 요약

'26년 금융시장 전망

미국 금리 테이블

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
기준금리	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
국채 2년	3.50	3.50	3.60	3.80	3.80
국채 10년	3.90	4.00	4.20	4.40	4.40
2/10 스프레드	0.40	0.50	0.60	0.60	0.60



전망

- AI투자 사이클로 인한 미국 경기 온기 확산
- 연초 고용과 소비 둔화에도 투자 중심의 경기 성장
- 물가 기저효과로 3~8월 물가상승률 확대 구간

- 기준금리: 3.50%에서 인하 사이클 종료
- 경로: 상저하고
연초까지 하락 후 반등. 3분기까지 상승, 4분기 횡보
- 연간 밴드: 10년물 3.7~4.7%

미국 국채금리(10년) 상저하고 흐름

'26년 금융시장 전망

미국채 10년 금리 경로



• 미국채 10년 경로 및 레벨

*기준금리 '26년말 및 최종 3.50%

(상저하고, 3.7~4.7% 범위)

('26년말 4.3~4.5%)

	미국채 10년 금리경로			
	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
성장	↓	→	→	↑
물가	→	↑	↑	↓
금리동결	↑	↑	↑	↑
재정자극		◎	◎	
기준금리	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
금리방향	저점형성	상승	상승	정체
금리상단			4.3~4.5%	4.3~4.5%
금리하단	3.8~3.9%			

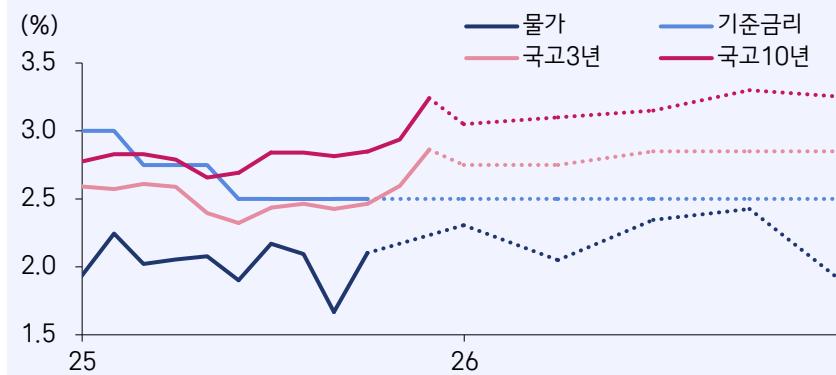
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 채권시장 요약

'26년 금융시장 전망

한국 금리 테이블

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
기준금리	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
국고 3년	2.75	2.75	2.85	2.85	2.85
국고 10년	3.05	3.10	3.20	3.30	3.25
3/10 스프레드	0.30	0.35	0.35	0.45	0.40



전망

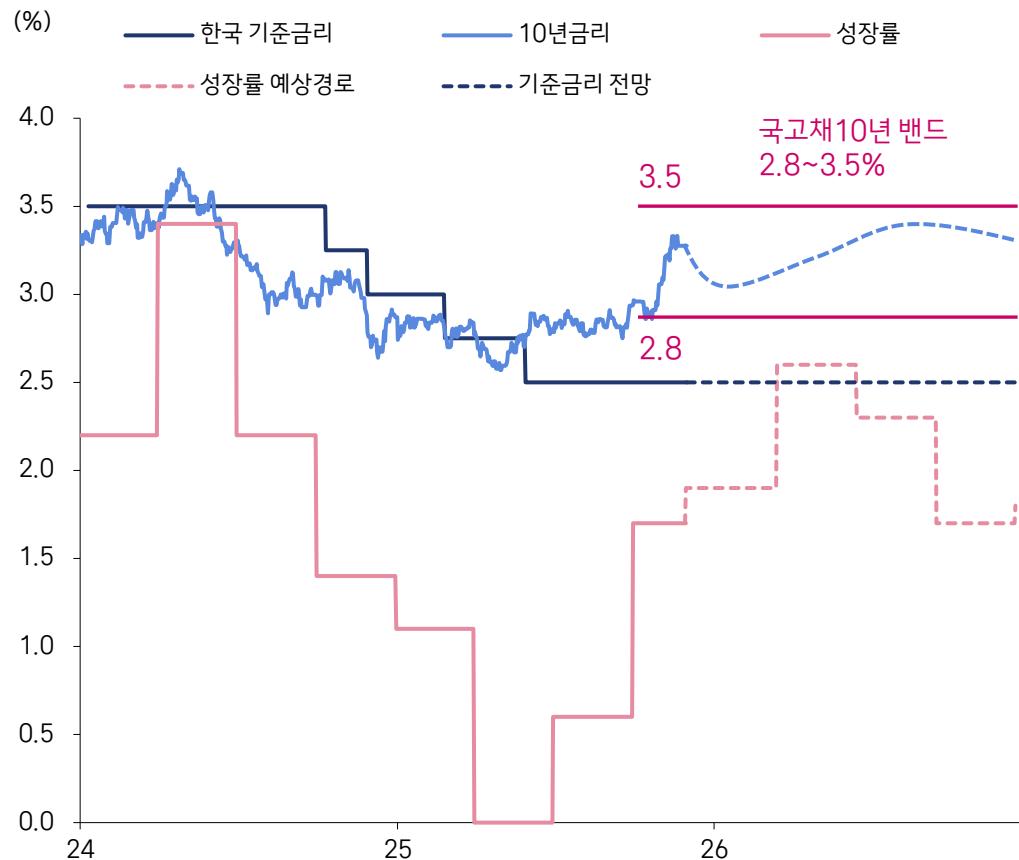
- 반도체 업사이클과 내수 경기 회복세에 경기 개선
- 가계부채는 진정되겠으나, 환율 우려는 중기적 요소
- 환율 상승, 전년도 기저효과로 인한 물가 우려 누증

- 기준금리: 2.5%에서 동결 기조 지속
- 경로: 상저하고
연말연초 하락. 3분기까지 완만히 상승, 4분기 하락
- 연간 밴드: 10년물 2.8~3.5%

한국 국채금리(10년) 상저하고 흐름

'26년 금융시장 전망

한국채 10년 금리 경로



- 한국채 10년 경로 및 레벨

*기준금리 '26년말 및 최종 2.5%

(상저하고, 2.8~3.5% 범위)

('25년말 3.1~3.3%)

	한국채 10년 금리경로			
	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
성장	↑	↑	→	→
물가	↑	↑	↑	↓
금리동결	↑	↑	→	→
재정자극			◎	◎
기준금리	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
금리방향	저점형성	상승	상승	하락
금리상단			3.2~3.5%	3.1~3.3%
금리하단	2.8~3.1%			

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'26년 Mega Trend 및 자산시장 전망

AI 기술 진화와 증시 버블

'26년 금융시장 전망 MEGA TREND

AI 기술 진화와 증시 버블

AI 병목과 Agentic AI 확산 중심의 포트폴리오 구축이 중요해진 시점

2025년 주식시장의 주요 이슈는 AI 수요 증가에 따른 하이퍼스케일러들의 투자 재가속입니다. 하반기부터 AI모델의 추론 성능 강화 및 추론 비용 감소가 AI 투자 스케일 경쟁을 재점화 시켰습니다. 이러한 변화는 AI 보급 가속 및 미국 빅테크 중심의 Agentic AI 확산 기대감을 높였습니다.

AI확산 및 진화 과정 중에서의 병목현상이 2026년 증시 주요 이슈로 부각할 것입니다. AI 기술의 발전과 활용에 따른 수익화 기대감이 커지면서 버블 형성 가능성도 확대되고 있습니다. OpenAI와 같은 AI 기업들의 상장 기대감은 증시에 긍정적인 영향을 미칠 것입니다. 한편, 투자여력(잉여현금흐름) 및 AI생태계 진형 구축 등에 따른 빅테크내 디커플링도 예상됩니다. 한국증시는 미국발 AI확장 사이클의 수혜가 기대됩니다. 반도체 수요 다각화 및 공급 제한 등을 고려하면 과거보다 강한 사이클이 예상됩니다.

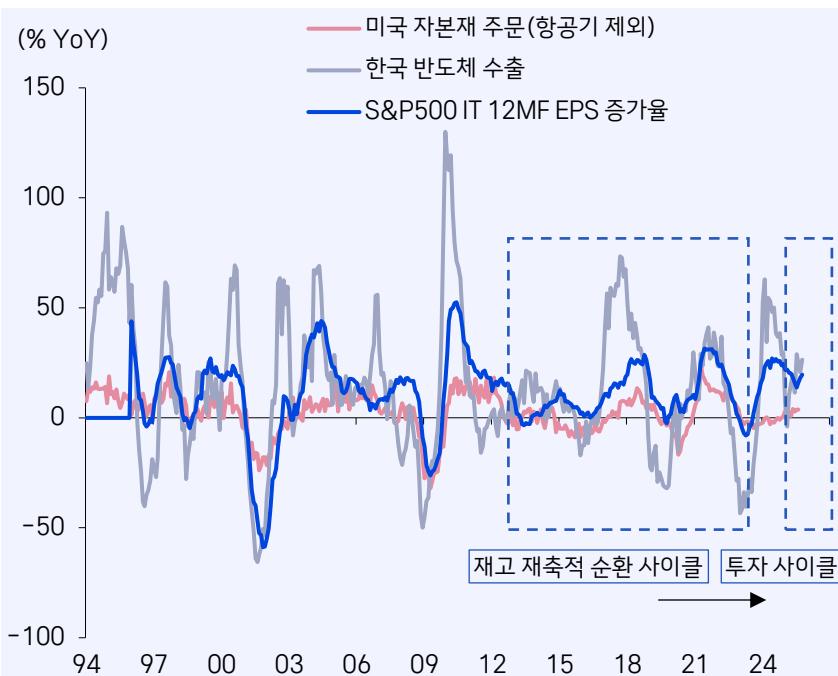
AI 투자 전략으로는 AI 병목에 집중하는 AI 반도체, 데이터 센터, AI 전력 중심의 코어 투자 포트폴리오를 구축할 필요가 있겠습니다. AI 적용 분야 확산이 예상되어 Agentic AI 관련 섹터를 포트폴리오에 점진적으로 반영할 필요가 있습니다.

미국 AI Capex 확대와 AI 기술 진보

'26년 금융시장 전망

설비투자 관련 지표 개선 → 투자 확대

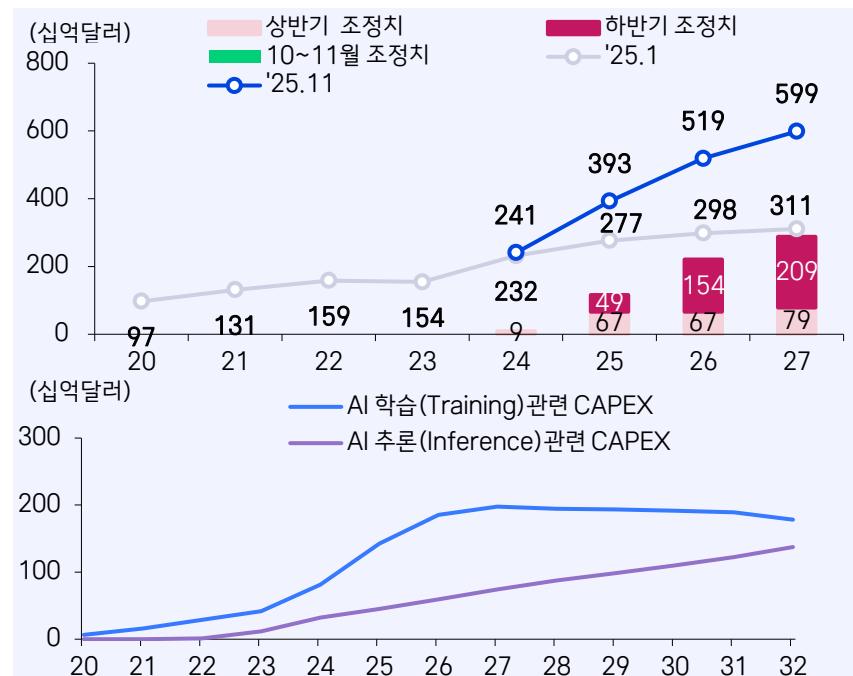
- 2010년 이후 경기변동은 대부분 재고 재축적 순환
- 재고(Re-Stocking)가 아니라 투자(CAPEX)가 성장 주도
- 이에 따라 과거와는 다른 경기 진폭과 기간에 변화가 발생



주: 11월 23일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

Capex(자본지출) 재확장 사이클

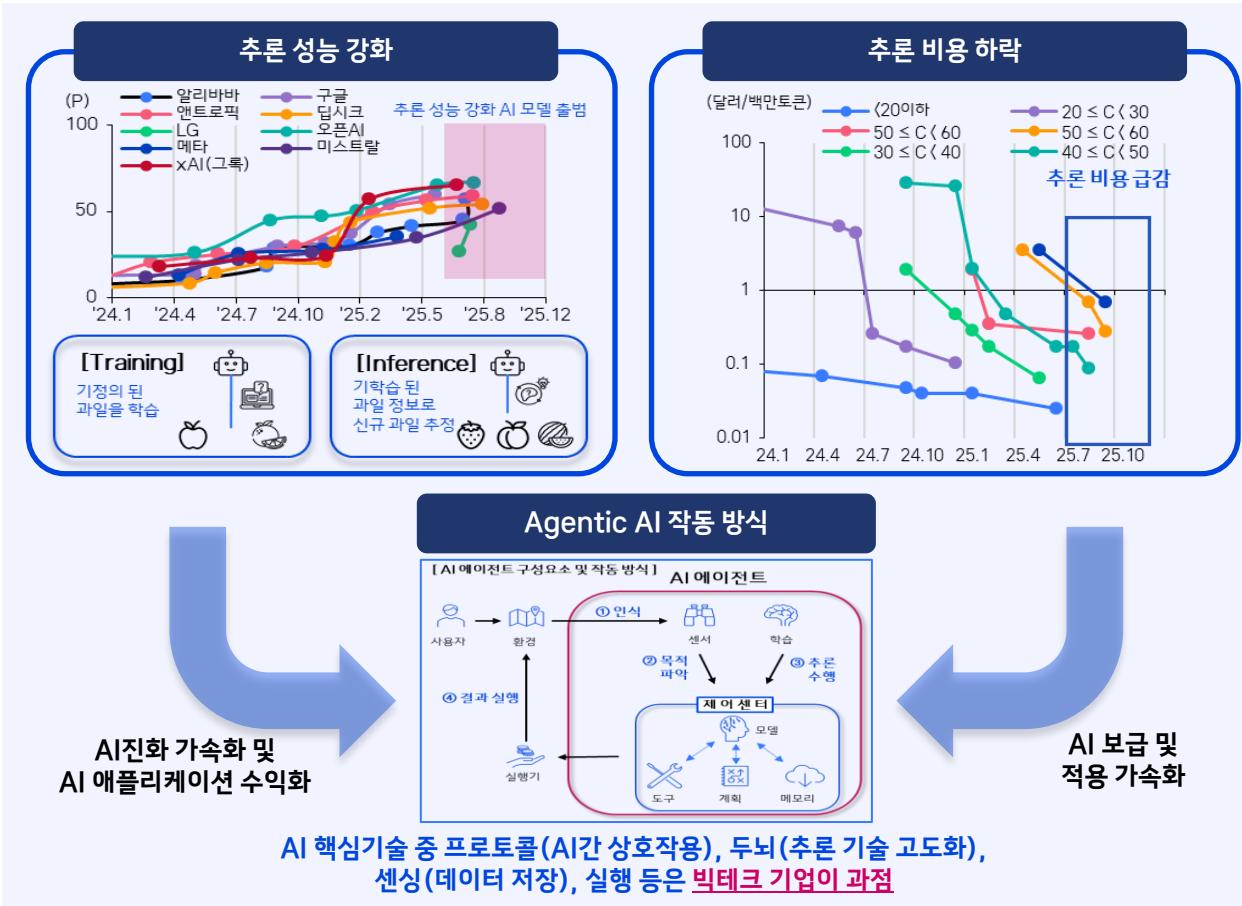
- 하반기 이후 하이퍼스케일러 CAPEX 사이클 재가속
- 향후 AI학습 관련 투자보다는 추론 관련 투자 증가 전망



AI Capex 확대 이유 추론 성능 강화 및 추론 비용 하락

'26년 금융시장 전망

7월이후 추론 성능 강화 AI 출범 및 비용 급감 → Agentic AI 적용 분야 확산 기대감



AI 투자 확대 이유

1 AI 추론 성능 강화

AI진화 가속화 및 AI 수익화 기대감 ↑

2 AI 추론 비용 감소

비용감소 → 제품가격 하락 → 보급 가속

3 Agentic AI 핵심기술 개발가속

AI진화 및 활용도 확대

Agentic AI 산업 확장

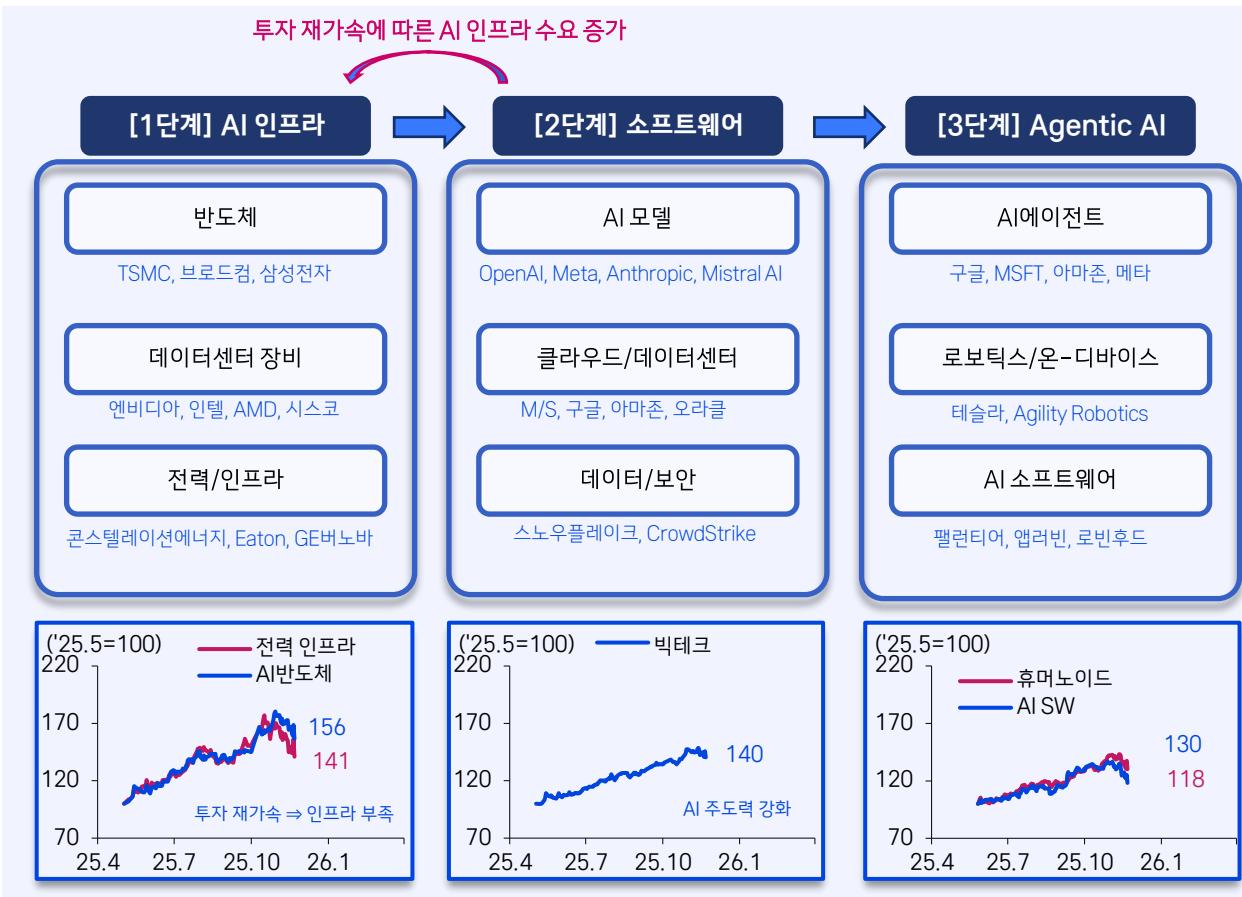
→ 빅테크 경쟁우위 및 이익 다각화

* AI 관련 이익 : 클라우드 → Agentic AI

AI 발전 단계와 사이클 특이점 병목현상의 부각

'26년 금융시장 전망

AI 산업 성장 과정에서 AI인프라 병목현상 강화



주: 11월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

이번 AI 사이클의 특이점

1 [병목현상] 인프라 부족

AI 성능 강화에 따른 AI 인프라 수요 증가

2 [주가 성과] AI 인프라 > AI SW

하이퍼스케일러 투자 ⇒ AI인프라 확대

3 [AI 진화] 어플리케이션 확장성

AI진화에 따른 발전단계 전환 가속 전망

현 인프라 단계에서 투자 선순환 중
→ AI SW 및 App의 빠른 확장 가능

90년대 증시 버블 단계와 비교 ① 기술 진화 반영 과정

'26년 금융시장 전망

90년대 후반의 증시 흐름을 비교, AI 진화 과정에서 증시 상방압력이 강해질 국면



증시 내 신기술 반영 과정

- [‘25년] 보급 확대 기대감**
Policy Mix + 기술 표준화 기대감
* 산업 육성 정책 + 유동성 공급 확대
 - [‘26년] 기술 적용 분야 확대**
기술 진화 → 기술 활용 수익화 기대감
* 신기술 관련 기업 상장 수 증가
 - [‘27년~] 수익 창출 가시화**
신기술 밸류체인 내 어닝 서프라이즈
* 신기술 활용 실질적 수익 창출 기업 ↑
- AI 활용한 수익화 기대감 형성 국면**
→ 증시 내 버블 형성 가능성 높음
* 버블형성 과정에서 수익성 검증 지연

주: 11월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

90년대 증시 버블 단계와 비교 ② 신기술 관련 IPO 증가

'26년 금융시장 전망

대형 IT기업 상장은 지수 레벨업 트리거로 작용 : 하반기 OPENAI 상장 기대감 유효

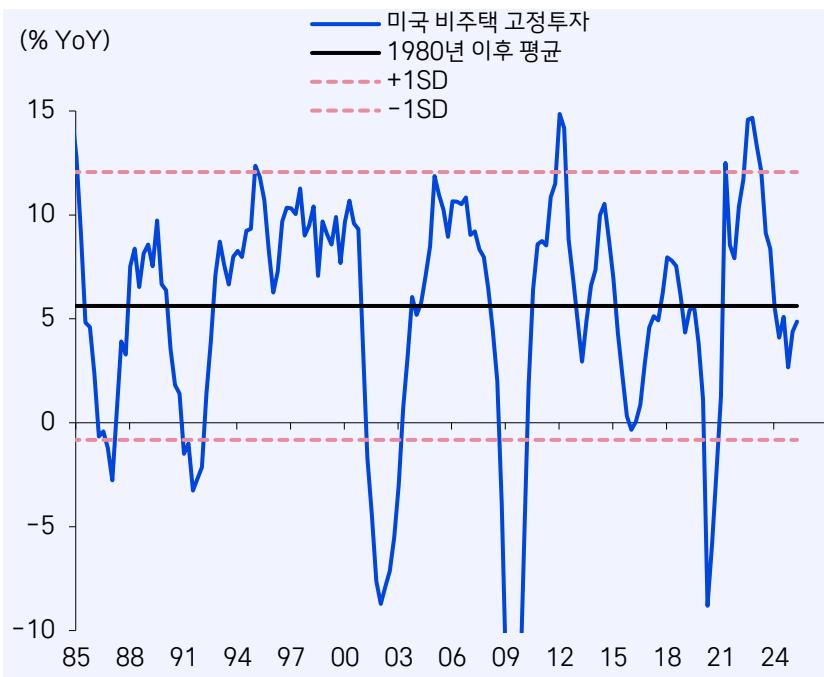


AI 기술 진화를 위한 투자는 지속될 것

'26년 금융시장 전망

미 경제, 투자 주도 경제 성장 지속 전망

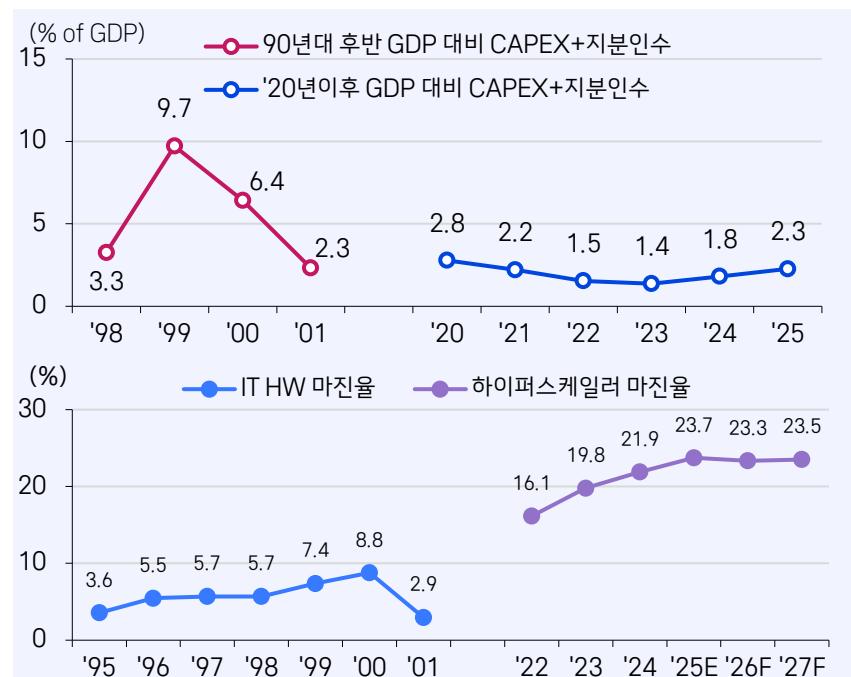
- 1980년대 PC/반도체 투자 및 1990년대 인터넷 투자와 비교할 때 현 AI 관련 투자는 과한 수준이 아님
- 향후 투자 주도 경제 성장 지속될 가능성 높음



주: 11월 21일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

기술 진화 위한 투자 지속될 것

- 과거 버블 당시 GDP비 CAPEX 및 지분인수 3.3→9.7배
- 수익성 측면에서도 과거 버블 대비 차이가 있다는 점 염두
- 과거 버블국면 투자 여력 높음 → 기술진화 위한 투자 지속



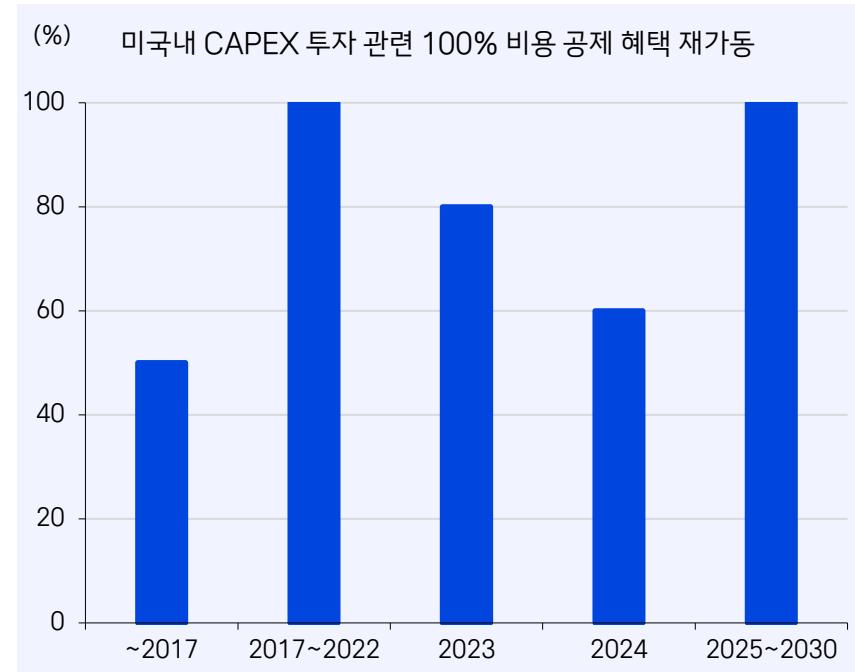
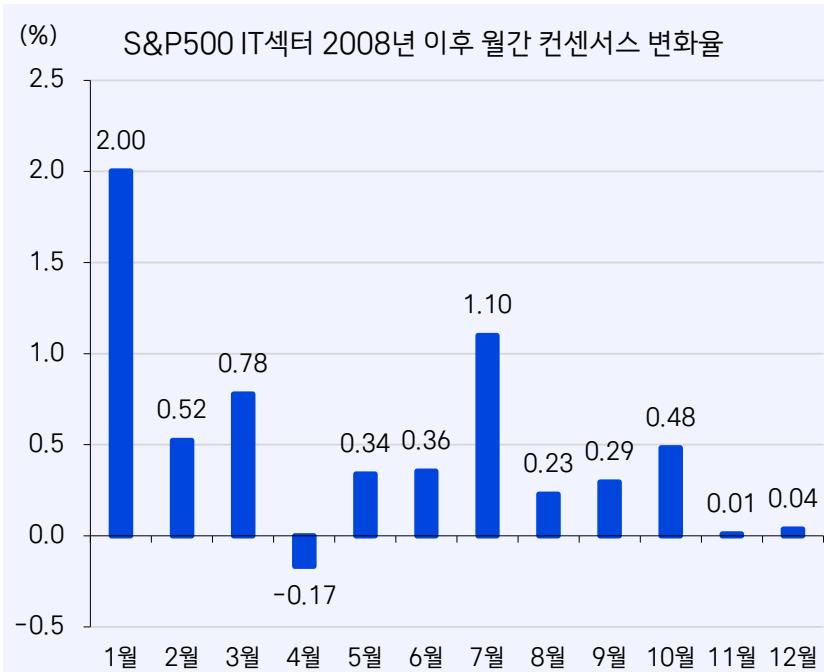
주: 11월 21일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

CAPEX의 계절성과 정책 효과

'26년 금융시장 전망

가속상각 정책과 IT 섹터의 CAPEX 연초효과 기대

- OBBBA로 2025년 1월 이후 미국 연방세법 상 특정 조건을 충족 시 첫해 전액 비용처리 가능 → 세전이익 낮춰 세금 부담 완화
- 2025년에 일정 부분들어 왔으나, 2026년 초에 적극적인 CAPEX 확대가 예상
* 2026년 초 기업의 연간 예산 확정하고, 대규모 프로젝트의 계약을 체결/집행하는 계절성 확인



주: 11월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

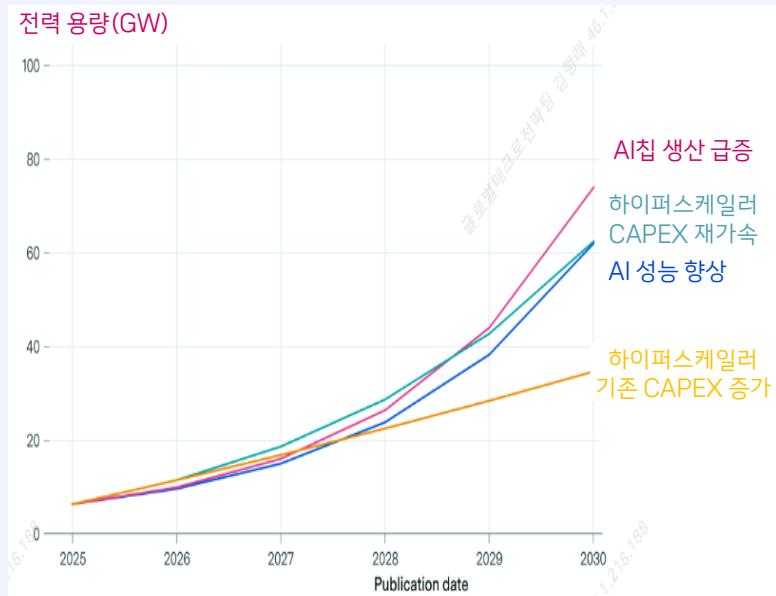
반도체는 AI의 두뇌, 전력은 AI의 심장

'26년 금융시장 전망

AI진화 및 활용 확대는 AI전력인프라 수요 증가 및 병목 현상 심화로 이어질 것

- AI칩 생산 및 하이퍼스케일러 CAPEX 등 인프라 구축 과정에서 전력 수요 증가 예상
- AI 고도화 과정에서 AI 훈련 외 추론 및 실험에 필요한 연산 수요 고려 필요 ↪ 2030년까지 연산량 4배 증가 추정
- AI 인프라 및 SW 발전 가속 국면에서 전력 병목현상 및 유저리티 기업의 자본지출 증가 전망

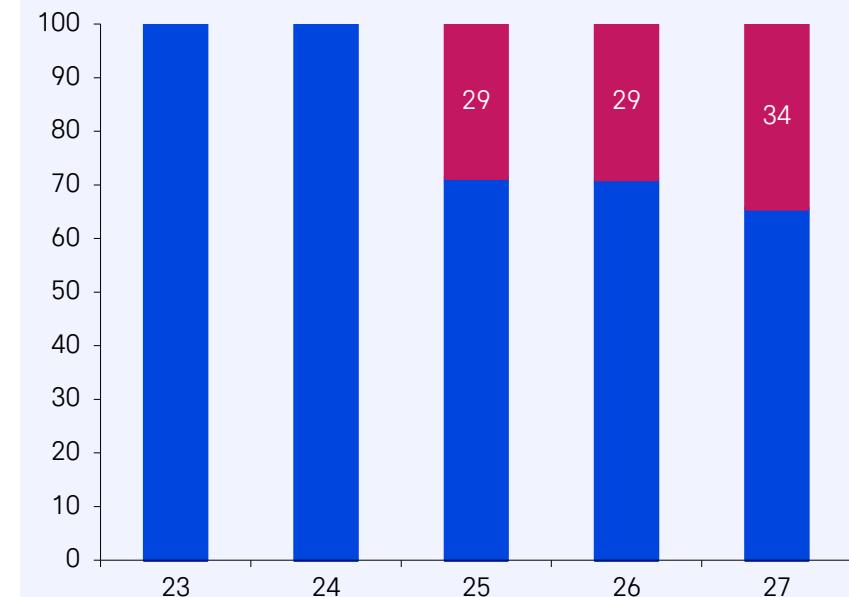
[AI 데이터센터 관련 총 전력 용량 추정치]



자료: Epoche.AI, 삼성자산운용 투자리서처센터

(%)

■ AI훈련 전력 수요 비중 ■ AI추론 전력 수요 비중



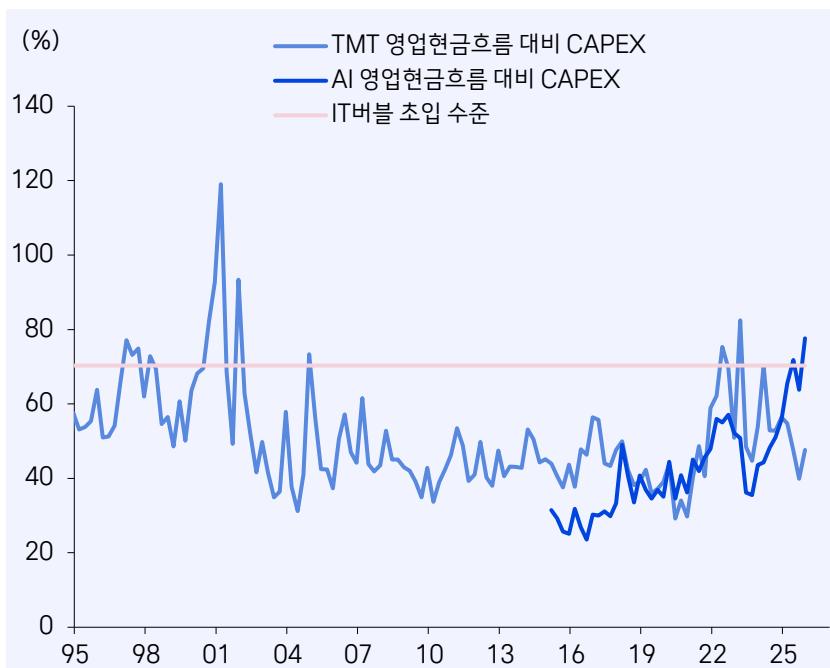
자료: Epoche.AI, 삼성자산운용 투자리서처센터

투자자본 조달 구조의 변화 자기자본에서 타인자본으로

'26년 금융시장 전망

영업현금흐름 대비 투자가 커질때...

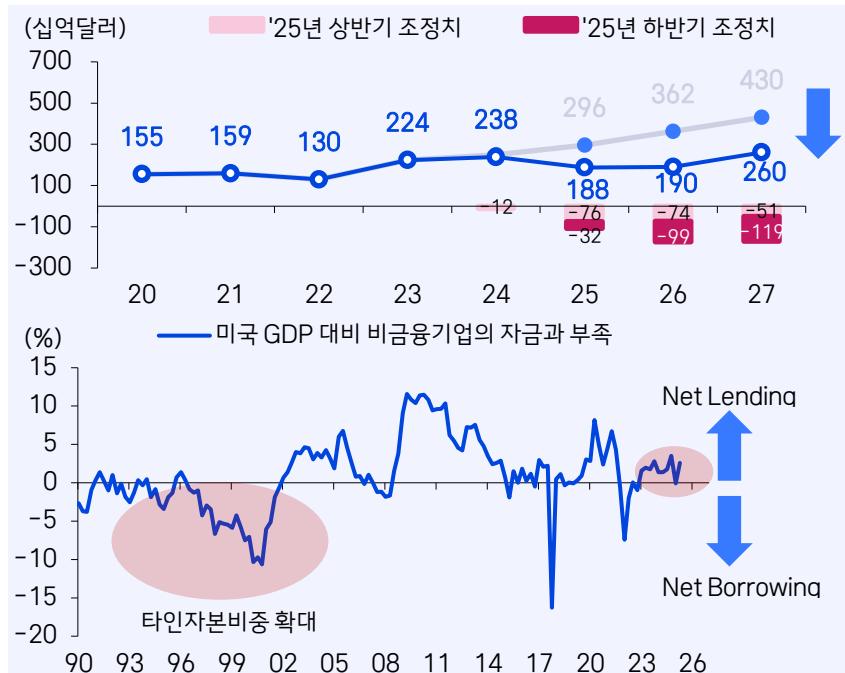
- 영업현금 흐름 대비 CAPEX는 여전히 견조
- 향후 동 지표 반등은 AI기업의 금리 민감도 강화로 이어질 것
 * 영업현금흐름 대비 투자 증가 → 타인자본 통한 투자자금 확보
 → 금리 방향에 따른 이자비용 확대/감소 → 증시 변동 요인



주: TMT = 인텔, 시스코, 애플, IBM, AT&T, 베라이즌, AI = 아마존, MSFT, 매크로, 구글, 오라클 기준
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

잉여현금 소진↑, 타인자본비중↑ 국면

- 과거 인터넷 기술 개발 투자 자금 조달 = 타인자금 조달 ↑
- 현 AI 기업은 자기자본활용 투자 집행에서 타인자본(레버리지)활용으로 전환할 것 * 회사채 발행 및 AI기업간 투자 증가
- 장기적 스케일 경쟁을 위한 자본조달 구조 변화라고 판단



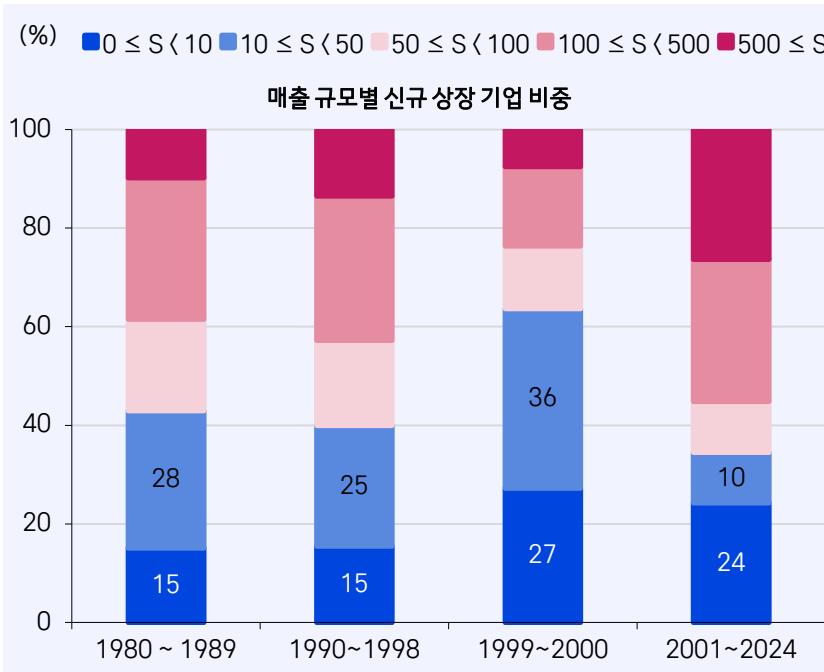
주: AI = 아마존, MSFT, 매크로, 구글, 오라클 기준, 11월 23일 기준
 자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

버블 징후 확인지표 IPO 퀄리티 및 과도한 미래이익 반영

'26년 금융시장 전망

① 저수익 기업 상장 비중 : IPO 퀄리티

- 기술 진화 국면에서 이익창출능력은 낮지만 새로운 기술 활용하는 상품/서비스 제공 기업 출범하며 버블을 형성
- 저수익 기업 비중 확대는 이익 편던멘털 약화로 연결



주: 11월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

② 고PER 기업 비중 : 미래이익 반영

- 증시버블 형성 국면에서 고PER 기업비중 확대
- 20%후반대에서 버블 시그널: 수익 대비 과도한 주가 상승
* 현재 20% 수준이며, 내년 모니터링 지표로 활용



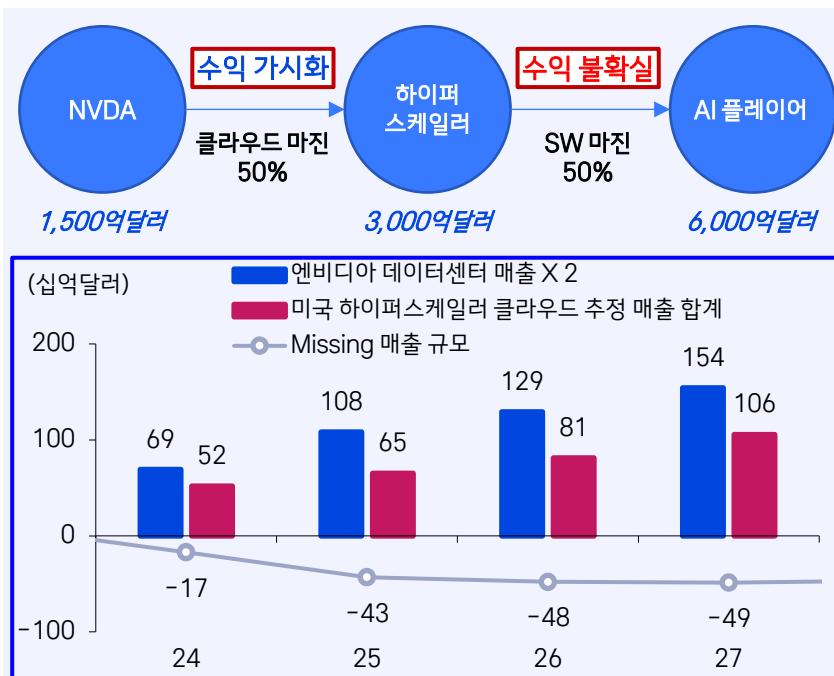
주: 11월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익성은 증시 변동성 요인 NVDA 재무제표로 수익성 체크

'26년 금융시장 전망

증시 변동성을 키울 수익성 우려

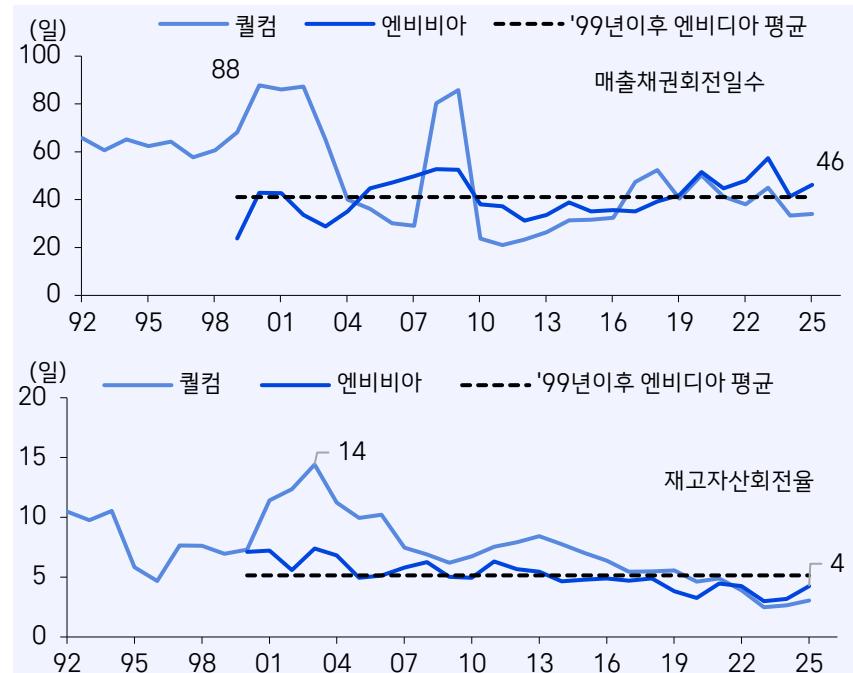
- 비용하락으로 투자스케일 경쟁에 따른 수익성 우려 ↓
- 6,000억달러 질문에 대한 답: 데이터센터는 돈이 됨



주: 11월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

NVDA 재무제표 활용 AI 수익성 점검

- NVDA 매출채권 및 재고자산회전율은 고객 지불능력과 일정부분 연관. AI 수익성의 Proxy data가 될 것
 - * 젠슨황, 재고 증가는 블랙웰 대비 선제적 물량 확보라고 언급
- IT 버블당시 웰컴 수준과 역사적 수준 고려 AI모멘텀 견조



주: 11월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

버블형성 과정 중 나타날 K자형 성장 및 주가 디커플링

'26년 금융시장 전망

2026년 증시 키 이슈는 K자형 성장

- 2026년 버블형성 국면에서 수익성 검증보다는 산업/기술 해자, AI생태계 진형 구축, 투자여력 등에 따른 K자형 성장 전망
- 증시내에서는 빅테크 주도 장세, 빅테크 내에서는 상대적으로 기술적 해자 보유 기업(MSFT, 구글)의 상대적 강세 예상
- 한편, 금리 상승 국면에서 高레버리지 및 잉여현금흐름 약화 기업(메타/오라클)의 주가는 상대적으로 부진할 것



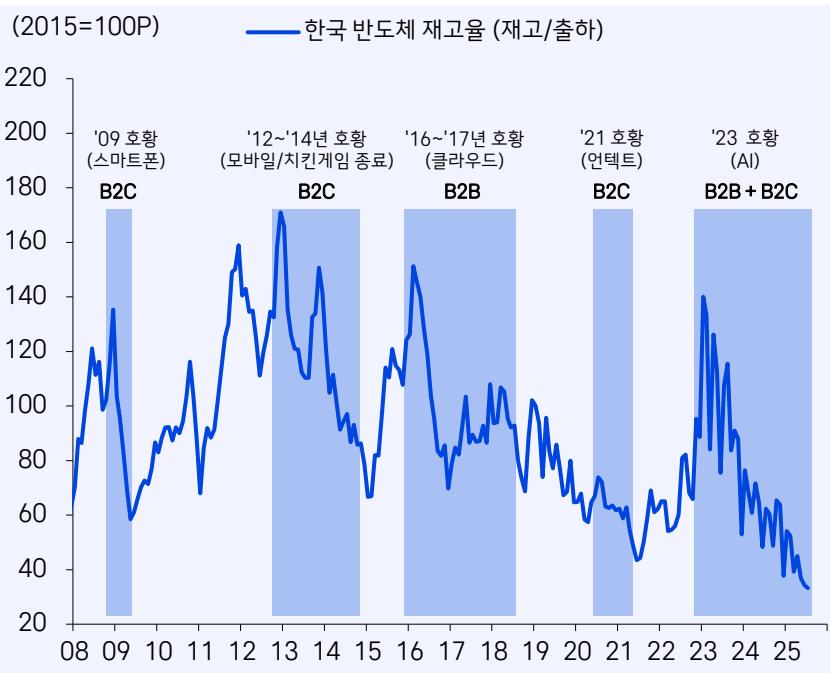
자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

AI 사이클 확장과 한국 증시 B2B와 B2C 수요 동반 확대

'26년 금융시장 전망

① B2B(서버)+B2C(모바일AI) 수요

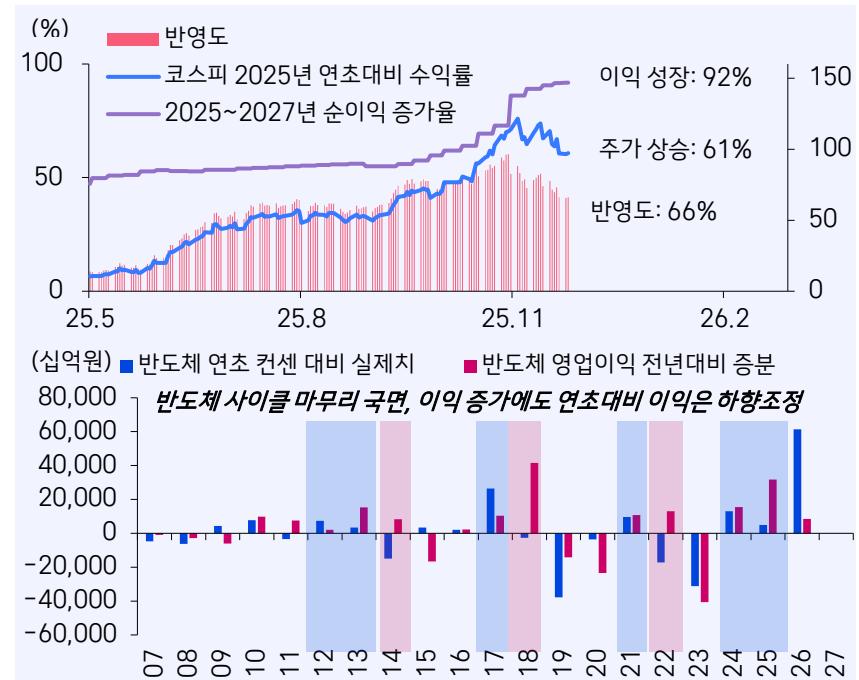
- 한국 반도체 사이클(재고/출하) 역사적 고점
- 16년을 제외하면 B2C 중심의 사이클이었으나,
AI 사이클은 B2B 및 B2C 수요가 동반 증가
→ 강도 및 기간 측면에서 업사이클은 과거 사이클 대비 강할 것



주: 11월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

반도체 이익 추가 상향 가능 (피크 X)

- 증시는 반도체 업사이드는 약 66% 수준 반영했다고 판단
- 과거 사이클 마무리 국면, 이익 증가+ 이익 하향조정 동반
- '26년에 이익 추가 상향조정 여력 충분 → 사이클 피크 X



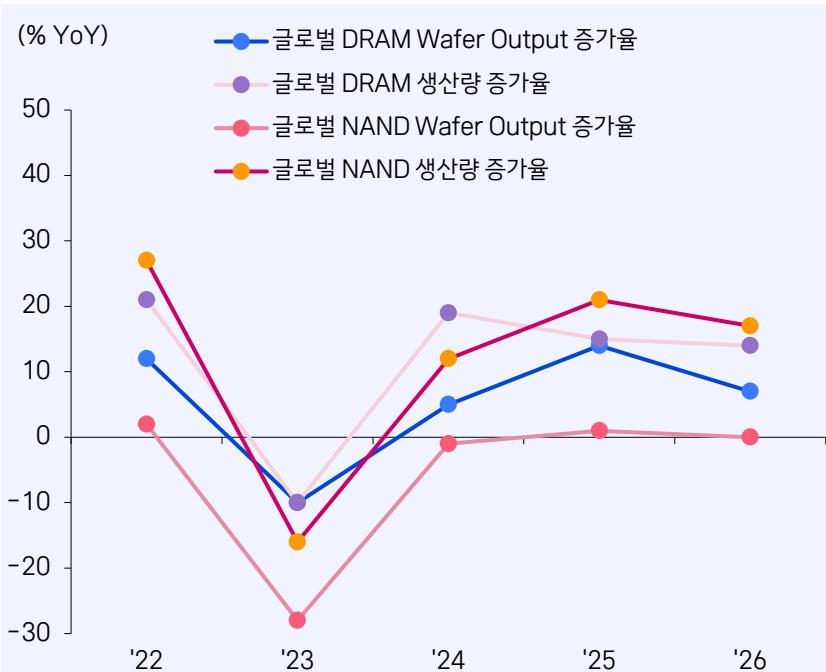
주: 11월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI 사이클 확장과 한국 증시 반도체 사이클 이번엔 다른가

'26년 금융시장 전망

② 과거 사이클과 다른 소극적 증설

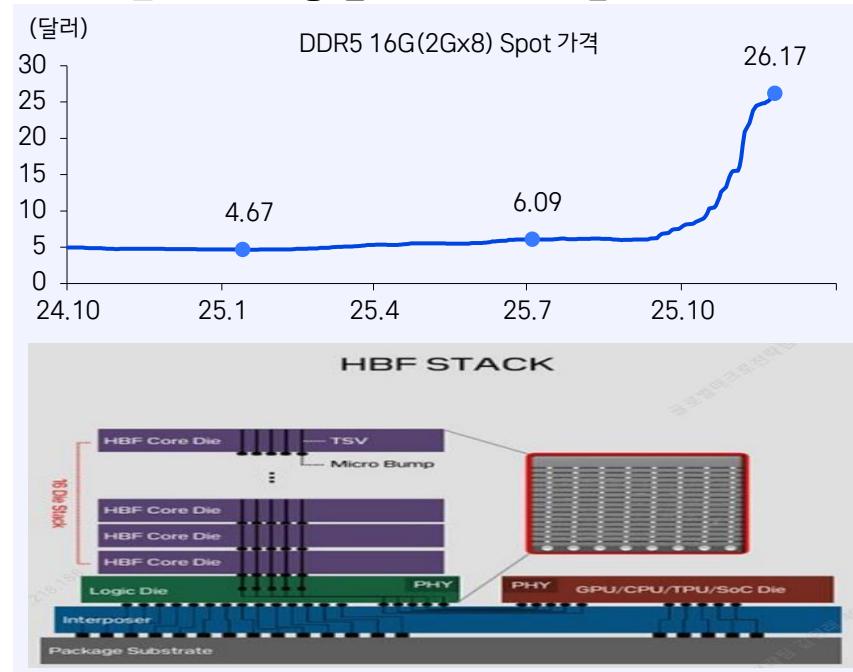
- '26~27년 DRAM 시장은 신규 CAPA 확대할 공간 부족
 - * '28년부터 평택 P5 공장 및 용인 반도체 클러스터 가동 본격화
- 과거 반도체사이클 학습효과(출혈경쟁)로 적극적 증설 부재



자료: Omdia, 삼성자산운용 투자리서치센터

③ 범용 메모리에서 맞춤형 메모리로

- AI칩의 핵심 부품(맞춤형)인 HBM 공급 부족 현상 심화
 - * 맞춤형 칩 공급은 칩 생산 제한 요인 → 반도체 가격 상승
- 동시에 HBM 대비 대용량 메모리를 제공할 수 있는 새로운 메모리 계층 필요 → HBF 기대감 유호

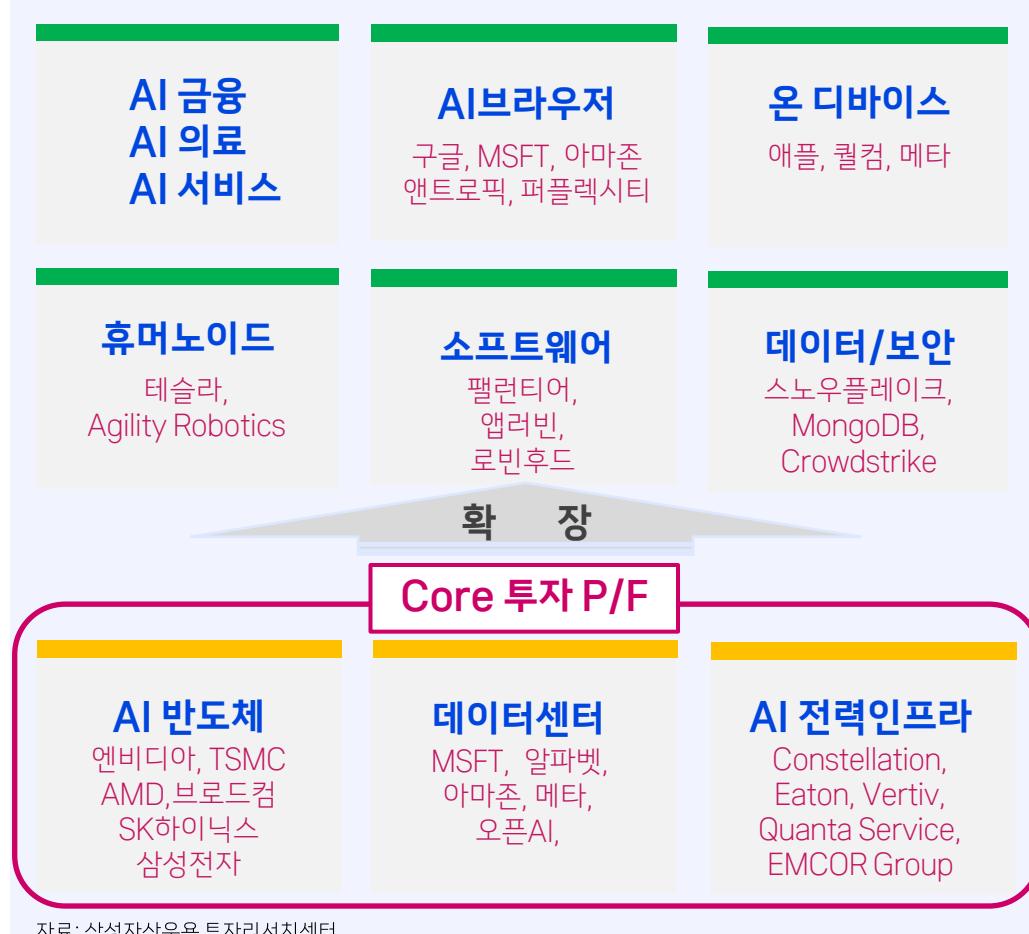


자료: Sandisk, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI사이트과 금융시장 버블 AI 투자 전략

'26년 금융시장 전망

AI 투자 Map



AI 투자 전략

'26년 : AI 인프라 병목 + AI 적용 분야 확산

Core P/F로 반도체/전력/미국 빅테크 유지

- 반도체, 데이터센터, 전력등 핵심 인프라 병목현상 지속
- 美 빅테크 중심의 AI 기술 표준화에 따른 주도력 유지
- 미국 빅테크 기업의 AI 사업 수직 계열화 진행 중
 - 비용절감 및 효율성 증대, 공급망의 안정성 확보, 핵심 기술 및 독점적 시장 지배력 강화 전망

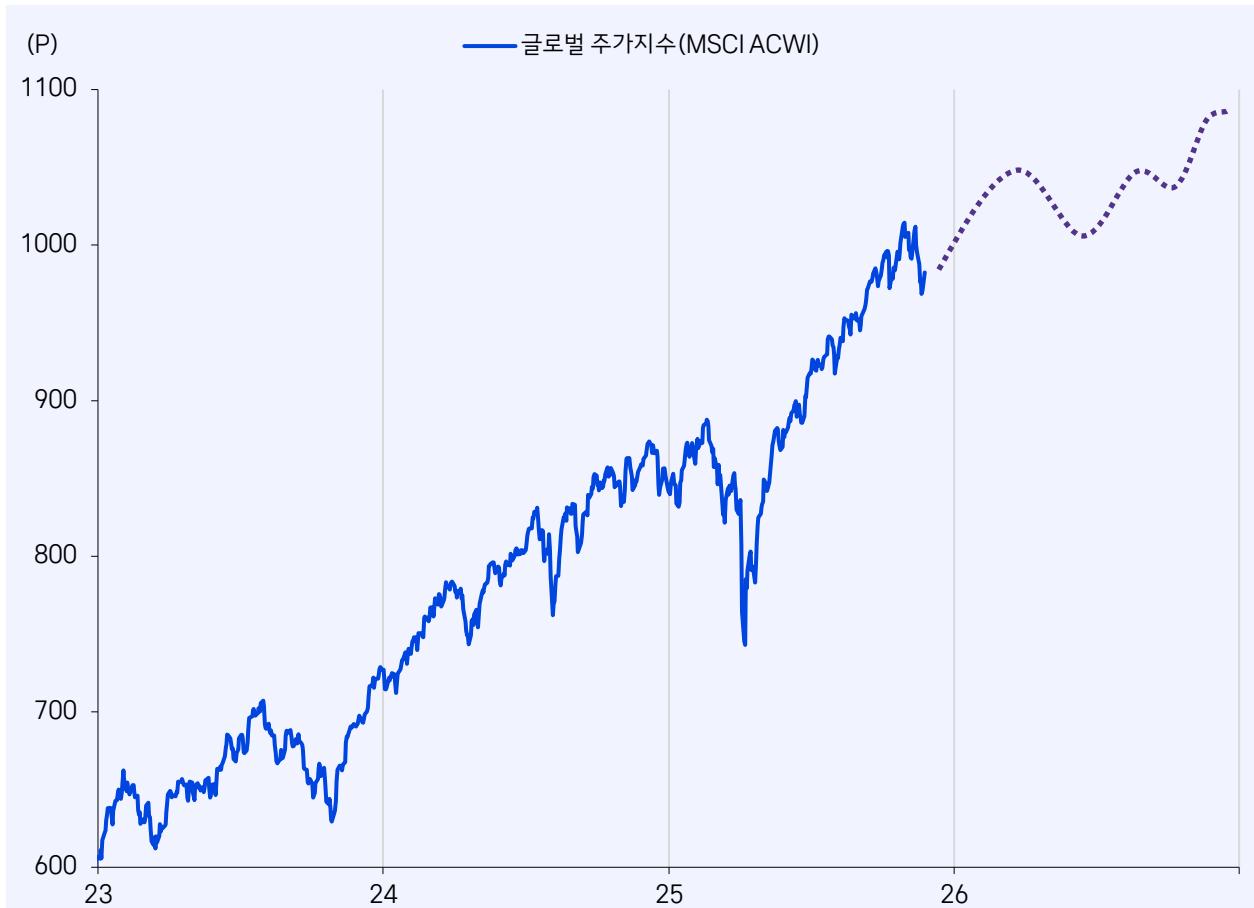
AI 적용분야 확산에도 주목 (Agentic AI)

- AI Agent의 다양한 산업 전반의 접점 확대될 것
 - 빅테크가 적극적으로 진입하지 않은 AI 섹터에 관심
-) 특화형 AI 개발 및 AI 플랫폼 관련 섹터 중심 P/F 확장
- 소프트웨어, 데이터/보안, 휴머노이드
 - 산업별 AI 확산 (금융, 의료/제약, 서비스)

2026년 글로벌 주가지수 예상 경로

'26년 금융시장 전망

글로벌 주식시장 상저하고 전망



주가 경로 : 상저하고

상반기

CAPEX 지속 vs 금리인하 마무리

- ① AI 활용 및 보급 가속 기대감에 투자 확대
- ② 연준 금리인하 마무리 → 일시적 증시 조정
- ③ 반도체 사이클 + 증시 리레이팅 (한국)

하반기

Agentic AI + 대미 투자 집행 = 미국 주도

- ① AI진화에 따른 증시 버블 형성 초입 진입
- ② 중간선거를 앞두고 대미 투자 집행
- ③ 미국 쿨링 + 미국 주도 장세 재개

미국 주식시장 연간 미국 증시 주도력은 유효

'26년 금융시장 전망

'26년 미국 주식시장 전망

연간 밴드 : 7,200~8,000

· '25년 리뷰

- 상반기 관세 영향에 조정, 하반기 AI모멘텀에 반등
- S&P500 연초대비 수익률: 13.4%

· '26년 전망 및 체크포인트

- 상반기: AI 투자 사이클 vs 통화정책 전환
- 하반기: Agentic AI로의 확산 기조

* 주요 변수

- ① 하이퍼스케일러 CAPEX 상향조정 폭
- ② AI기업 투자대비 수익 검증 국면 진입 여부
- ③ 미국으로의 자금 쏠림 현상

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			23년	24년	25년	26년
이익	SPS	증가율	2.1	3.5	6.2	6.7
		연초대비 변화율	0.8	-1.4	-0.7	
	EPS	증가율	0.9	9.6	12.5	14.0
		연초대비 변화율	-11.3	-5.2	-1.9	
	마진	현재	11.8	12.5	13.2	14.2
		연초대비 변화율	-0.7	-0.1	0.2	
섹터 이익	S/W	EPS 증가율	9.5	13.6	14.9	17.5
		연초대비 변화율	-3.7	-0.9	1.3	
	H/W	EPS 증가율	-3.0	9.5	12.7	11.8
		연초대비 변화율	-1.4	2.6	1.5	
	반도체	EPS 증가율	0.7	40.6	43.2	40.0
		연초대비 변화율	13.1	9.9	-0.1	
밸류에이션	12MF PER	현재	22.8	28.2	29.1	26.0
		표준화(3년기준)	-1.4	0.3	1.8	
	12MF PBR	현재	2.7	3.3	3.6	3.4
		표준화(3년기준)	-1.2	0.0	1.6	
	12MF ROE	현재	19.7	19.2	20.3	20.6
		표준화(3년기준)	0.6	0.1	1.1	
유동성/ 수급	달러화		101.3	99.6	99.6	
	명목 금리(10년)		3.8	3.9	4.6	
	실질 금리(10년)		1.8	2.0	2.5	
	장단기 금리차		-0.6	-0.4	0.3	

한국 주식시장 미국발 AI투자 사이클의 대표 수혜국

'26년 금융시장 전망

'26년 한국 주식시장 전망

연간 밴드 : 4,000~4,800

· '25년 리뷰

- 반도체 업사이클 및 증시 리레이팅 기대감 반영
- 코스피 연초대비 수익률 : 70.4%

· '26년 전망 및 체크포인트

- 상반기 : 반도체 업사이클 및 증시 활성화 정책
- 하반기 : 미국 Agentic AI 확산의 반사수혜

* 주요 변수

- ① 미국발 AI 모멘텀에 따른 반도체 업사이클 지속
- ② 개인 ETF 매수세의 증시 하단 지지 여부
- ③ 증시 구조적 변화에 따른 밸류 리레이팅 국면

자료: Bloomberg, CEIC, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 주식시장 주요 지표 현황 및 컨센서스

			23년	24년	25년	26년
이익	매출	증가율	0.1	4.0	8.7	7.2
		연초대비 변화율	-7.3	-4.6	-2.8	
	영업이익	증가율	-16.6	47.0	18.3	39.1
		연초대비 변화율	-22.5	-5.2	-6.6	
	순이익	현재	-21.4	52.5	25.4	36.5
		연초대비 변화율	-24.2	-3.9	-1.2	
섹터 이익(영업이익)	반도체	현재	적전	흑전	38.3	84.0
		연초대비 변화율	적전	33.0	20.6	
	자동차	현재	60.0	5.1	-14.2	8.5
		연초대비 변화율	40.2	3.9	-13.7	
	은행	현재	-1.5	7.5	0.6	7.6
		연초대비 변화율	-8.8	-1.1	-4.9	
밸류에이션	12MF PER	현재	10.7	8.2	11.1	
		표준화(3년기준)	-0.27	-1.65	0.53	
	12MT PBR	현재	0.95	0.84	1.37	
		표준화(3년기준)	-0.63	-1.49	3.34	
	12MF ROE	현재	8.5	9.7	11.5	
		표준화(3년기준)	-0.35	0.92	2.36	
수급	외국인	지분율	32.35	32.52	36.29	
		순매수(십억원)	11,285	1,317	-3,519	
	기관+개인	기관(십억원)	1,035	1,525	9,560	
		개인(십억원)	-13,834	-5,355	-17,365	

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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