

'26.7월 금융시장 전망

국내외 주식시장 전망

Executive Summary

'26.7월 금융시장 전망

01 미국 주식시장

- AI사이클 발전(학습 → 추론 → 일반인공지능) 과정 중 산업 밸류체인(AI인프라 → AI서비스 → AI적용) 확장 부각
- 단기적으로 OpenAI 및 Anthropic 상장, 고금리에 따른 빅테크 외부조달 부담에 AI수익성 이슈 부각
- 기업들의 AI예산 조기 소진 및 데이터센터 임대비용 부담에 향후 AI는 효율성이 개선되는 분야에 집중
→ LLM 및 빅테크의 수익성 개선으로 나타날 것으로 예상
- 기존과 같은 폭발적인 AI 성장성은 다소 둔화되겠지만, 효율성 개선에 따른 수익성 향상이 이익을 뒷받침 할 전망
- ① AI 수요 증가, ② 대형 IPO 예정에 따른 新산업 성장 기대 등으로 PER 23.6배 반등 가능 * 밴드 상단 8,300pt

02 한국 주식시장

- 반도체 섹터로의 쏠림 강화. 3월 말 이후 누적 반도체섹터의 코스피 상승 기여도 +52%p, 기여율 85%
- 아직까지 반도체 시가총액은 이익 증가를 따라잡지 못하는 상황이라는 점에서 이익측면에서 상승 견조
- 다만 해외 상장 한국 ETF 리밸런싱(8월) 및 국민연금 리밸런싱 (국내주식 축소 방향) 우려 등 수급 상황은 다소 약화
- 중기적으로 한국 반도체, 아시아 피어 대비 고ROE·저PBR로 밸류에이션 매력 ↑
- 연초이후 이어진 KOSPI 지수 상승 피로도에 단기 상승 부담 존재하나, 실적시즌에 단계적 상승 흐름 전망
- AI 프리미엄 및 이익 안정화 적용하여 코스피 기준점 10,000pt 제시

Agenda

01 | 미국 주식시장 전망

02 | 국내 주식시장 전망

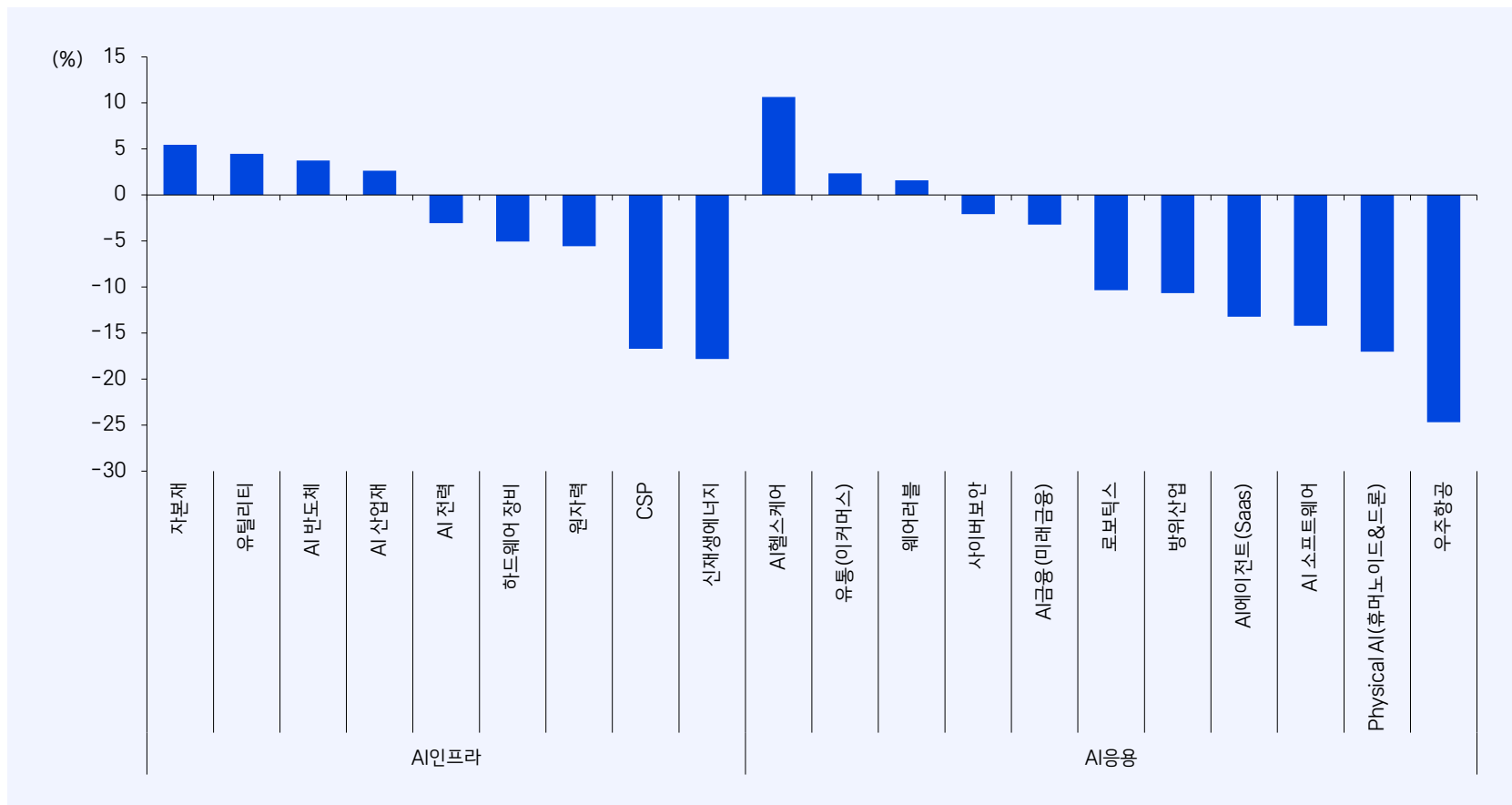
'26.7월 금융시장 전망

미국 주식시장 전망: AI의 질적 전환 과정과 노이즈

[리뷰] 반도체 중심 강세

'26.7월 금융시장 전망

6월 AI인프라 강세, AI응용 분야는 고금리에 조정



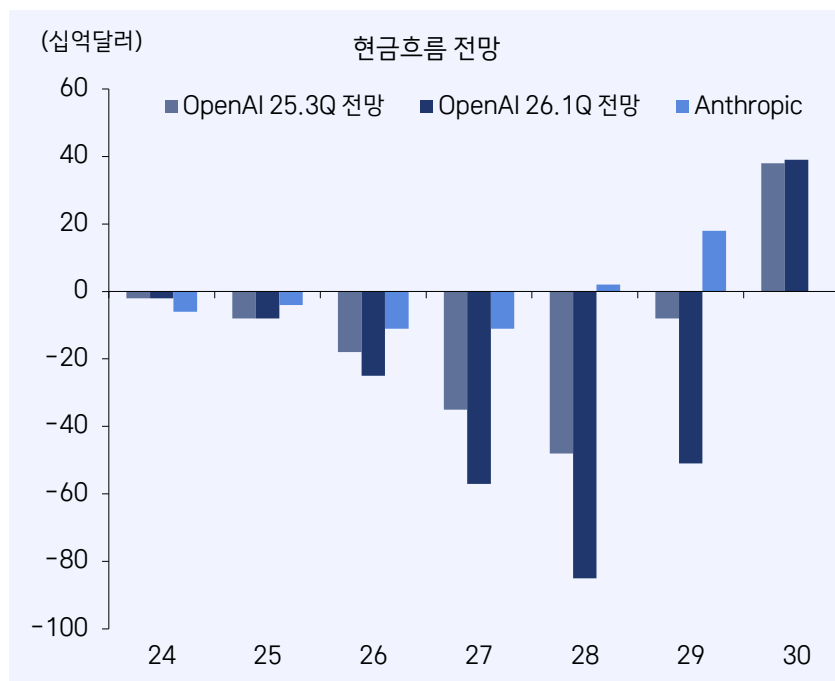
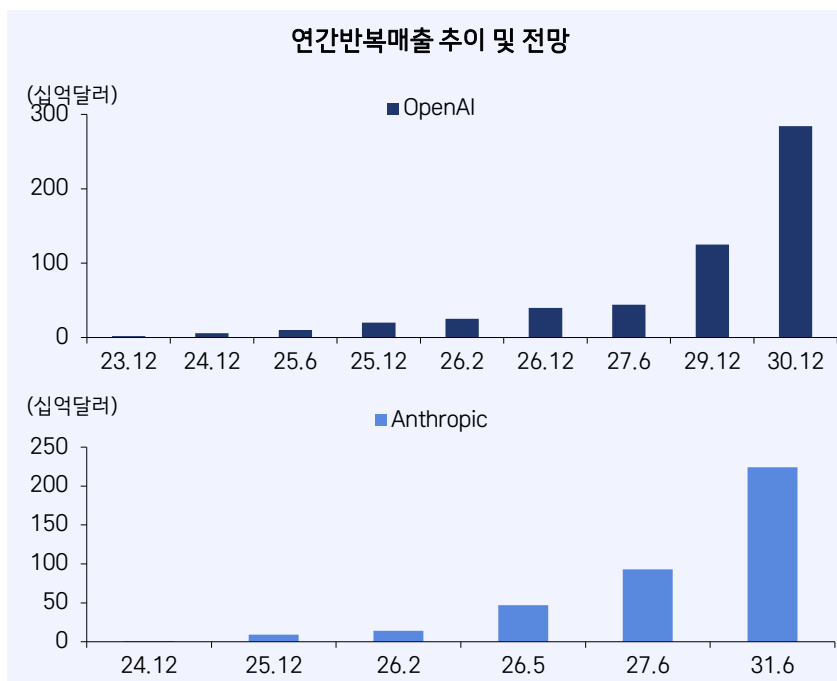
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

OpenAI 수익성 우려 매출 성장 견조 vs 수익성 후퇴

'26.7월 금융시장 전망

연간 반복매출(ARR) 성장에도 현금 소진 악화 전망

- OpenAI 연간 반복매출 250억달러('26.2월), Anthropic 470억달러('26.5월)로 급성장. 작년말 대비 각각 +25%, +422% 성장
- 다만 OpenAI 현금흐름 전망은 악화: 데이터센터 임대비용 및 R&D비용 부담



자료: 언론종합, 각사 IR, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

Jevon's Paradox의 두 얼굴 단위비용 하락이 수요 자극

'26.7월 금융시장 전망

수요의 가파른 상승이 오히려 총비용을 늘릴 수 있다

- 토큰 생산 단가 하락과 추론 성능의 강화로 LLM 수요 증가
- 그럼에도 '25년 OpenAI의 총이익율은 40→33% 둔화. 매출보다 빠르게 늘어난 연산비용이 이익율 하락 배경

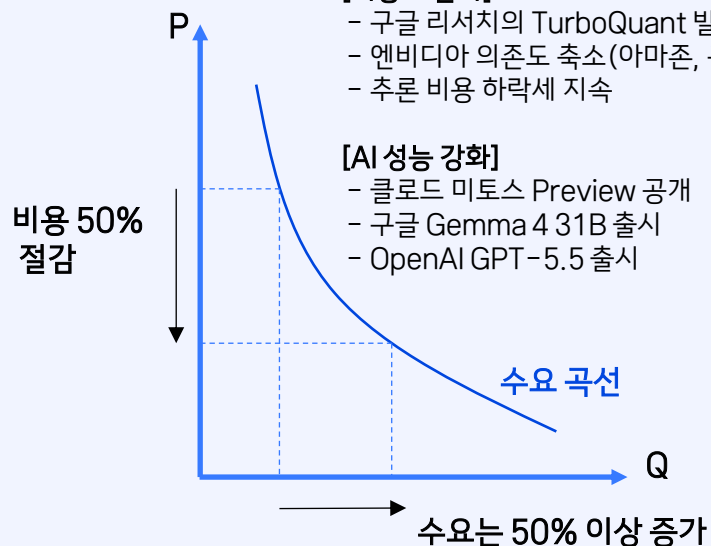
[제번스의 역설 = 비용 효율 → 더 큰 규모의 수요 확대]

[비용 효율화]

- 구글 리서치의 TurboQuant 발표
- 엔비디아 의존도 축소(아마존, 구글)
- 추론 비용 하락세 지속

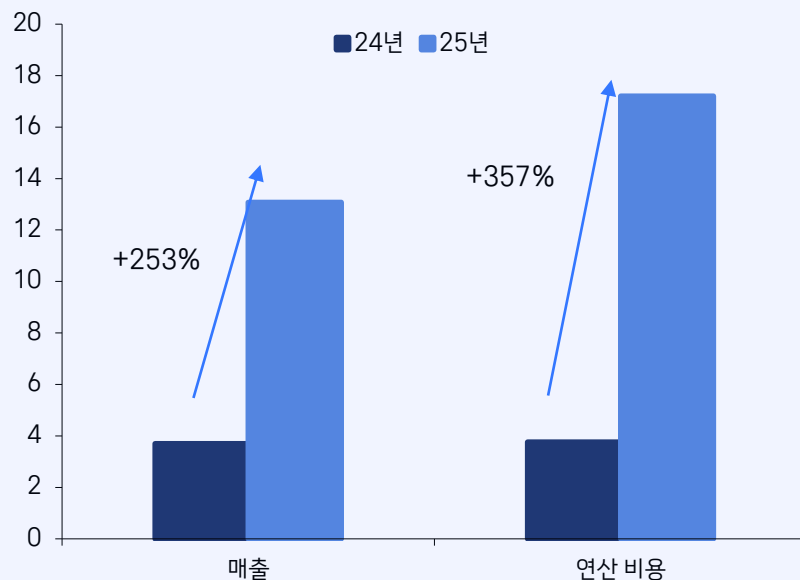
[AI 성능 강화]

- 클로드 미토스 Preview 공개
- 구글 Gemma 4 31B 출시
- OpenAI GPT-5.5 출시



(십억달러)

OpenAI 유출 재무제표 일부

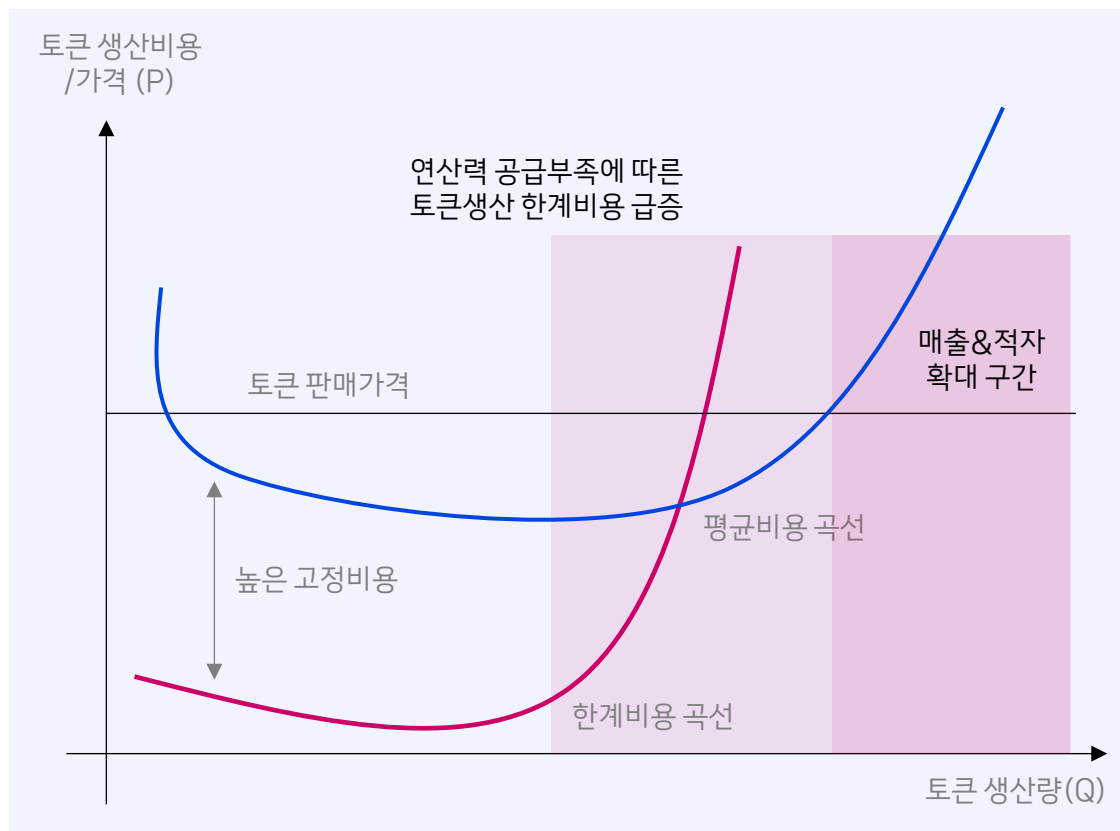


자료: OpenAI, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

토큰 생산은 제조업에 가깝다 연산력 공급 부족의 결과

'26.7월 금융시장 전망

토큰 생산 한계비용 증가, 연산력 공급 부족이 규모의 경제를 제한



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

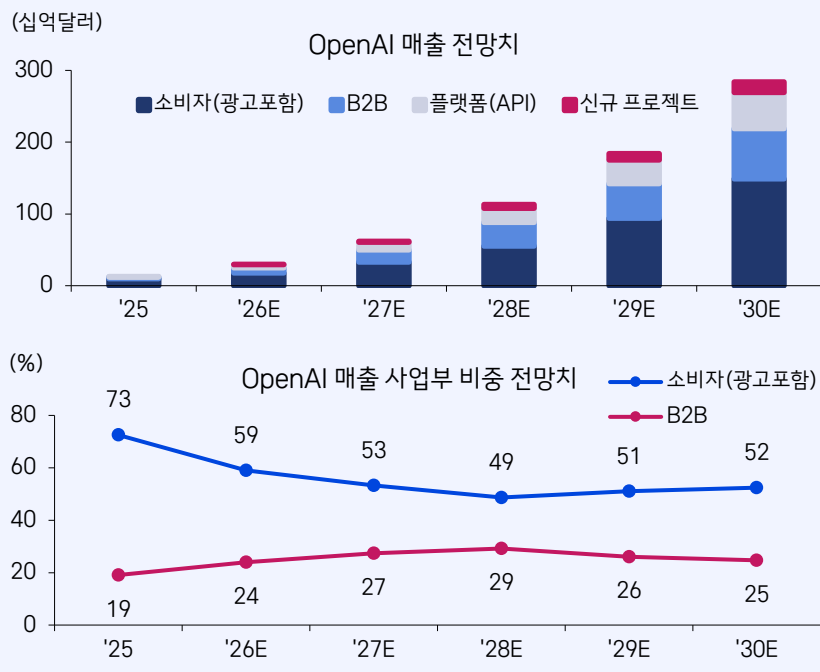
- 높은 연산 비용으로 인해 LLM의 비즈니스 모델은 SW보다 제조업에 가까운 상황 (한계비용 > 0)
- 유료 구독제 도입 초기 구간, 개인의 토큰 사용량 제한 미비로 인해 토큰 생산 비용 급등
- 생산량 조절을 통해 수익을 조절하는 일반적인 제조업 대비 토큰 생산량을 자유롭게 조정하지 못함으로써 손실이 확대된 것으로 판단

LLM수익성 개선노력 매출 다각화 및 가격 차등화

'26.7월 금융시장 전망

매출 다각화: 사용량 기반 매출 확대

- OpenAI는 B2B 확대를 사용량 기반의 매출 확대를 도모
- B2B 중심의 Anthropic 흑자전환 시점 '27년으로 OpenAI 대비 약 3년 빠를 것으로 예상되는 상황



자료: 언론종합, 삼성증권, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

모델별 가격 차등화

- 고성능 모델의 토큰 가격 상향으로 평균판매 단가 개선
- 저가형 모델: 상품(commodity)화

회사	모델	Input (\$/1M)	Output (\$/1M)	포지셔닝
OpenAI	GPT-5.5	\$5.00	\$30.00	Flagship / 에이전트
OpenAI	GPT-5.4 Mini	\$0.75	\$4.50	중저가
OpenAI	GPT-5.4 Nano	\$0.20	\$1.25	경량
Anthropic	Opus 4.8	\$5.00	\$25.00	Flagship
Anthropic	Sonnet 4.6	\$3.00	\$15.00	중간
Anthropic	Haiku 4.5	\$1.00	\$5.00	경량

자료: 언론종합, 각사 IR, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

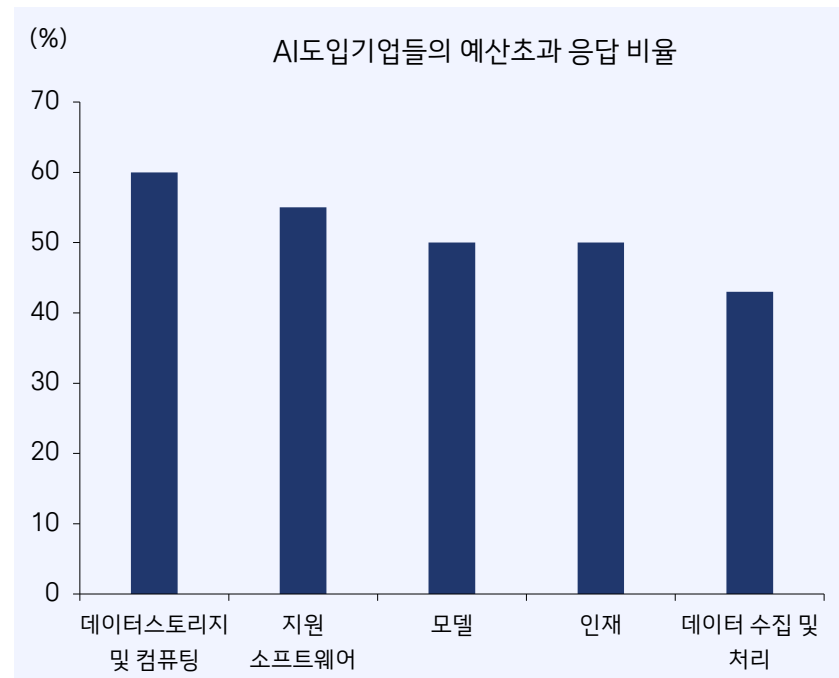
생산량 통제 실패 공유지의 비극

'26.7월 금융시장 전망

기존 정액 구독 구조 및 기업들의 약한 AI-거버넌스가 과잉 소비를 자극

- AI를 도입하는 기업들 역시 무분별한 사용에 따라 과도한 AI예산 조기소진 및 AI비용 부담. 직원들의 사용 제한
- LLM 최종 수요자라고 할 수 있는 기업들도 기존 라이선스 구독 기준 정액 비용 지출 → 사용량에 따른 비용 확대 경험에 따라 일부 비용 통제 움직임

기업명	예산 문제 발생 및 조치
우버	적극적인 AI 사용 권장 '26년 연간 AI예산 4월에 전액 소진 → AI코딩도구 개별지출을 인당 월 \$1,500로 제한
마이크로소프트	외부 API기반 도구 사용 허용 후 비용 급증 → 외부 라이선스 대거 축소 자사 도구인 Copilot 사용 강제 전환
아마존	AI사용량 점수화 도입 후 직원간 경쟁심화에 비용 급증 → AI사용량 리더보드 시스템 전면 폐쇄
미상 대기업 (Axios보도)	AI도입 후, 한 달만에 5억달러 비용 청구 → 사용 통제 및 거버넌스 도입 절차 착수



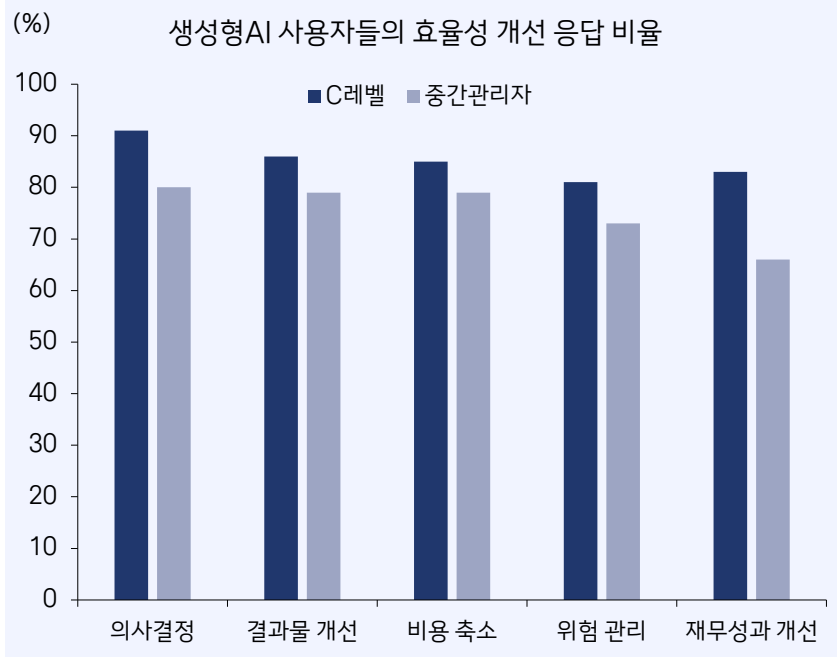
자료: 언론종합, Snowflake, 삼성전자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

LLM비즈니스의 질적전환 수익성 확보

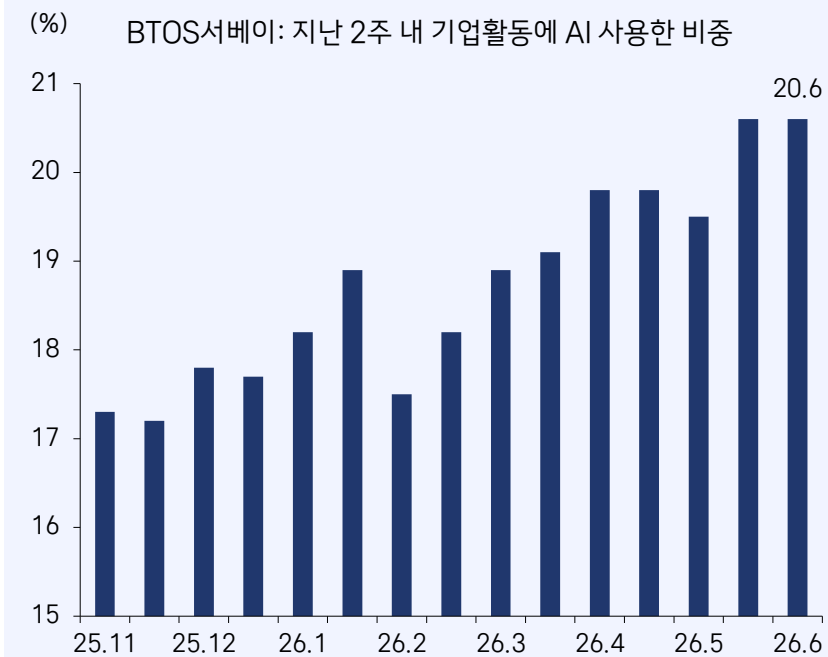
'26.7월 금융시장 전망

폭발적 양적 성장 → 검증된 수요 중심 질적 성장으로 변곡점 진입

- LLM의 수익성 확보 노력은 단기적으로 무분별한 토큰 소비 증가를 제한할 것으로 전망
- 기업들은 AI도입에 따른 효율성 확대가 확인 되는 분야에 집중적으로 예산 집행할 것 – 80% 이상의 기업들이 ROI 개선 경험
- 아직까지 20% 수준의 낮은 도입율을 감안할 때, AI도입에 따른 기업 효율 개선 – LLM의 수익성 개선 선순환 기대



자료: Snowflake, US Census, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

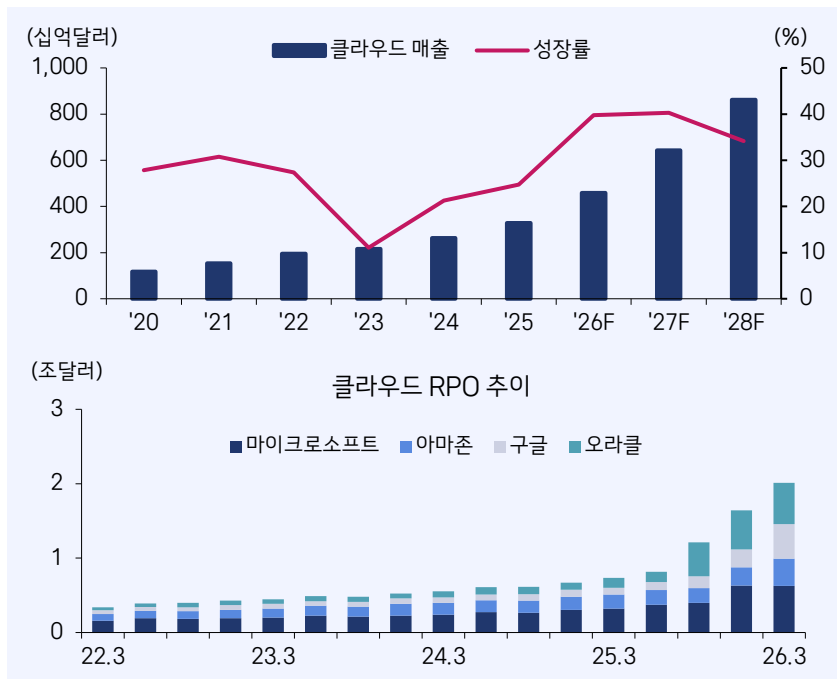


미국 빅테크: 단기적으로 상방 제한 RPO 상향 둔화

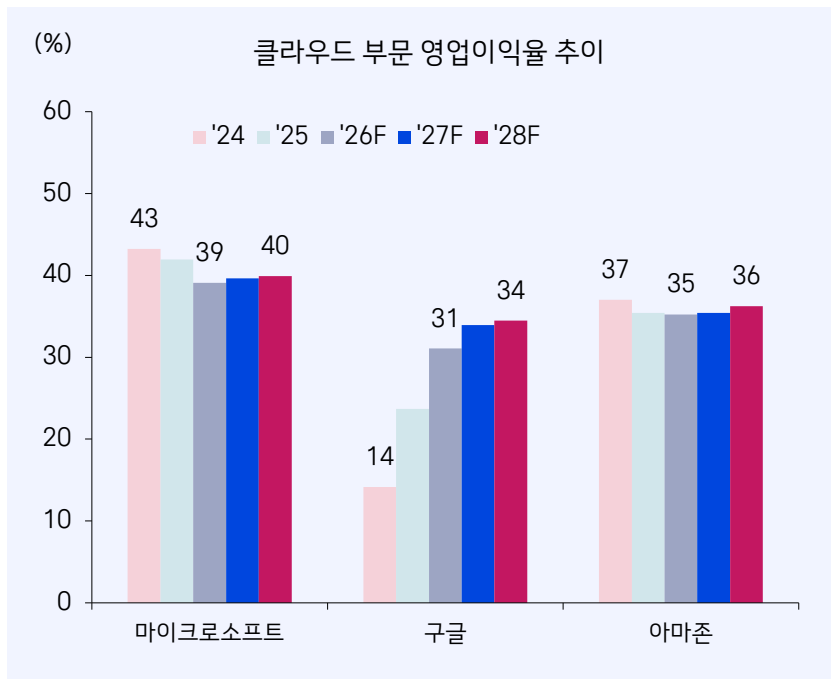
'26.7월 금융시장 전망

클라우드 성장성 하향조정 vs 수익성 개선

- 최종 수요기업 단에서의 AI비용 통제 및 효율성 확인 기조가 나타난다면, 빅테크의 클라우드 매출 상승률 (현 40%내외) 둔화 가능성
- 다만 최종수요자의 ROI 개선을 바탕으로 성장하는 LLM 수요는 클라우드의 영업이익율 개선으로 나타날 것으로 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

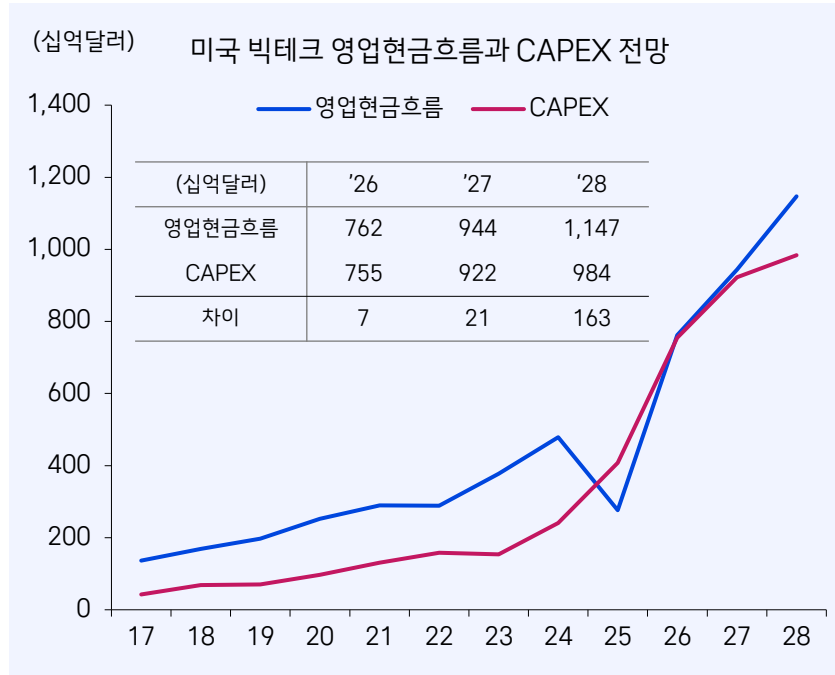


미국 빅테크: 수익성 개선이 CapEx를 정당화

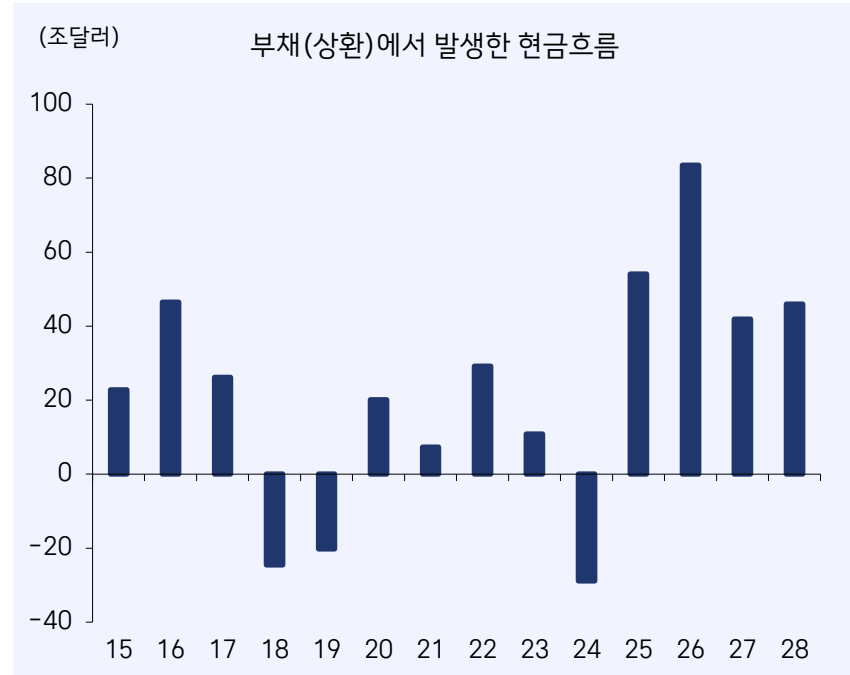
'26.7월 금융시장 전망

LLM의 수익성 개선 확인 → 자본지출 정당화

- 수익성 개선이 동반되는 LLM의 연산 수요 확대는 빅테크의 높은 자본지출을 정당화
- 다만 현재 CAPEX를 위해 영업현금흐름 소진, 채권 및 주식 발행을 통한 외부조달 확대 국면으로 금리 민감도 상승. 단기간 고금리는 빅테크 중심의 증시 변동성 확대 요인으로 작용할 가능성



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 23일 기준

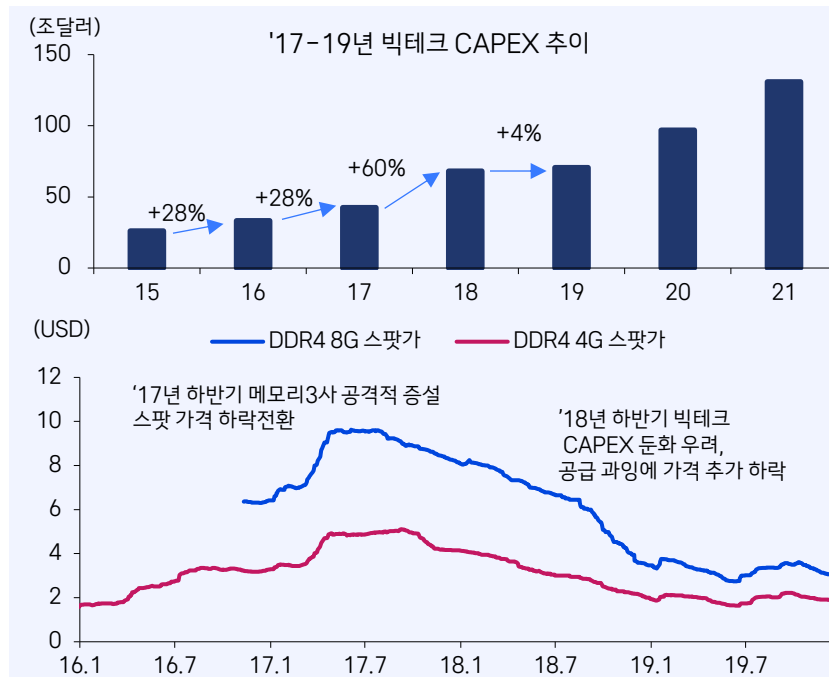
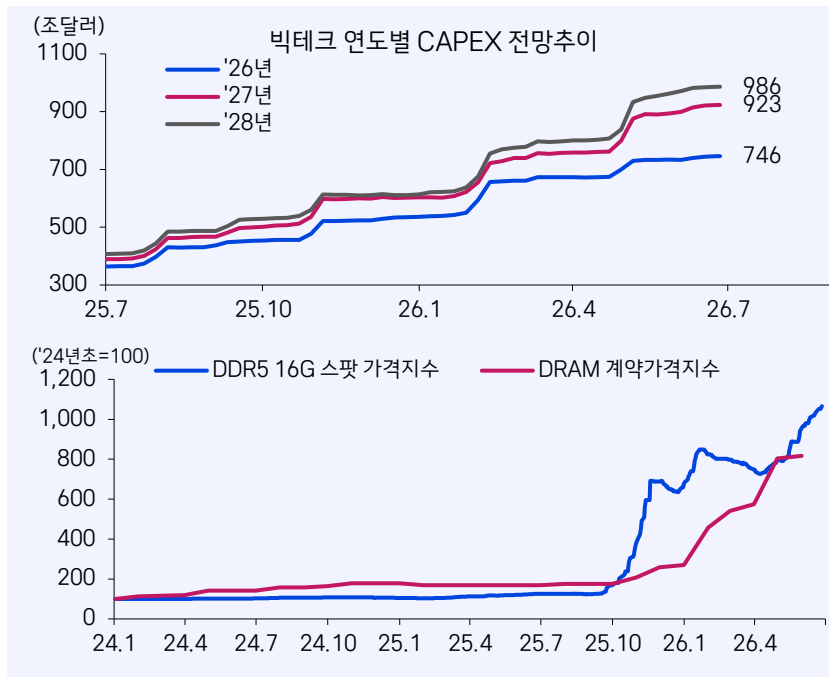


반도체: 투자심리 악화 위험

'26.7월 금융시장 전망

클라우드 성장세 하향조정 → 빅테크 추가 CapEx 제한적 → 반도체 투자심리 악화

- 빅테크의 CAPEX 상향조정 폭 둔화는 반도체 공급 병목이 악화된다는 우려로 이어질 가능성
- '18-19년, 반도체 증설 완료 기대에 더해, 빅테크의 클라우드 CAPEX 둔화가 겹치면서 업황 하락 경험
- 과거와 같은 대규모 반도체 증설은 부재하나 빅테크 수익성 우려가 CAPEX 둔화로 이어질 경우, 반도체 투자심리 악화 위험



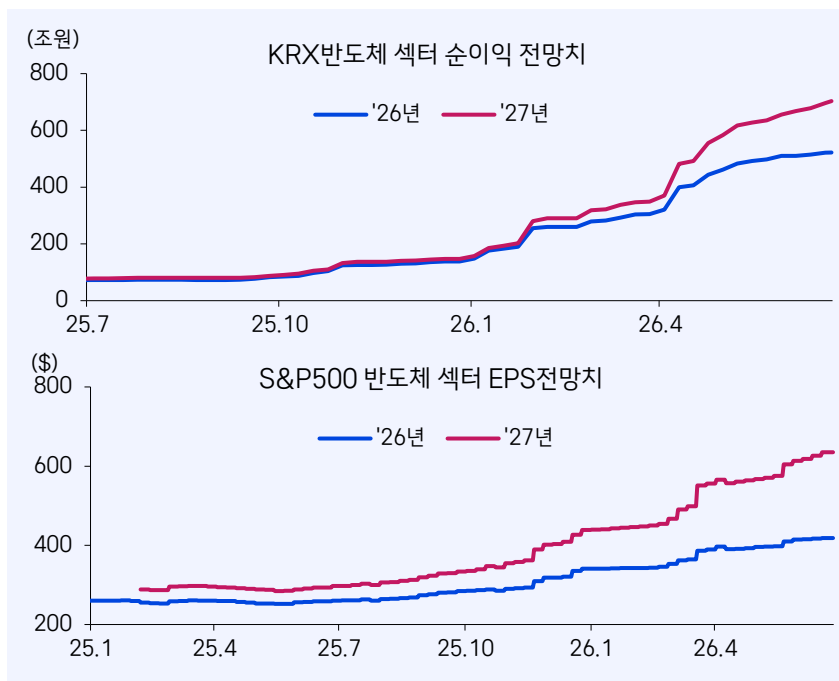
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

반도체: 이익의 가시성은 여전히 높다

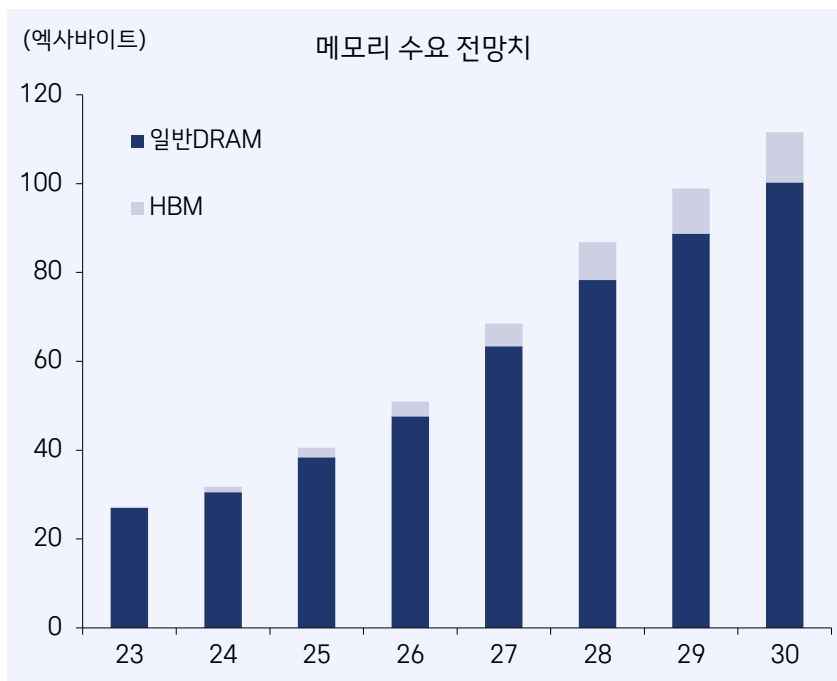
'26.7월 금융시장 전망

이익은 꾸준히 상향조정 중

- 과거와 달리 대규모 증설 부재한 가운데, 삼성전자 및 SK하이닉스는 26.1분기부터 '27년 물량 선주문 장기계약 확보 중이라고 밝힘
→ 반도체 증설이 제한적인 최소 '27년 말까지 높은 이익 가시성
- 빅테크의 CAPEX 확대 기조 지속되는 가운데, '27년에도 반도체 병목 지속 전망 ('27년 수요 +34%, 공급 +20% 수준 컨센서스)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준



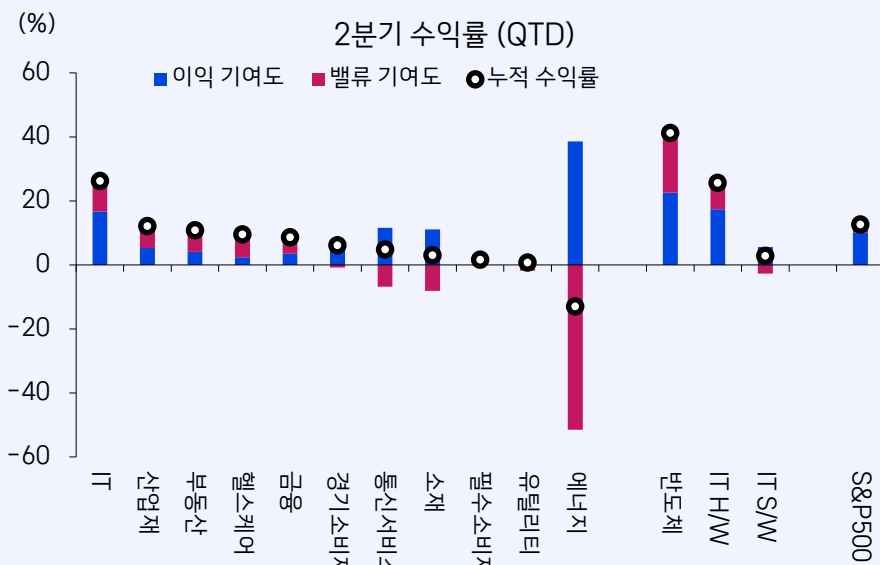
건조한 미국 이익 모멘텀

'26.7월 금융시장 전망

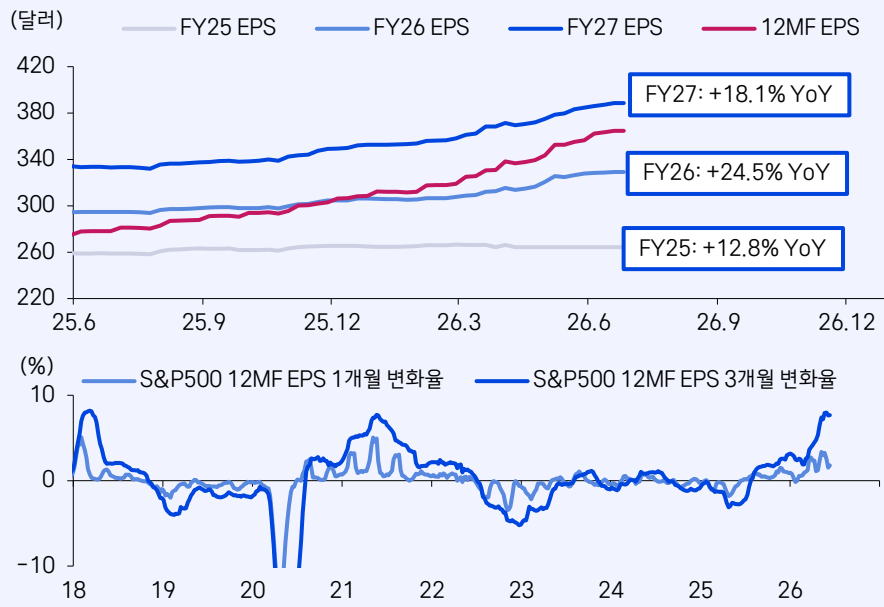
이익 상향조정 지속으로 미국 증시 강세 유지, 섹터별 이익 모멘텀 차별화 뚜렷

- S&P 500 '26년 EPS 증가율 +24%대 상향 지속, 이익 하향 전환 없이 건조한 실적 유지
- IT·반도체 섹터 중심 연초 대비 이익 상향 조정세 뚜렷, 기술주 이익 모멘텀이 지수 상승 견인
- 에너지섹터 미-이란 종전협약에 유가 하락하자 밸류에이션 중심 큰 폭 주가 조정

[이익 상향조정에 강세 기록하는 미국 증시]



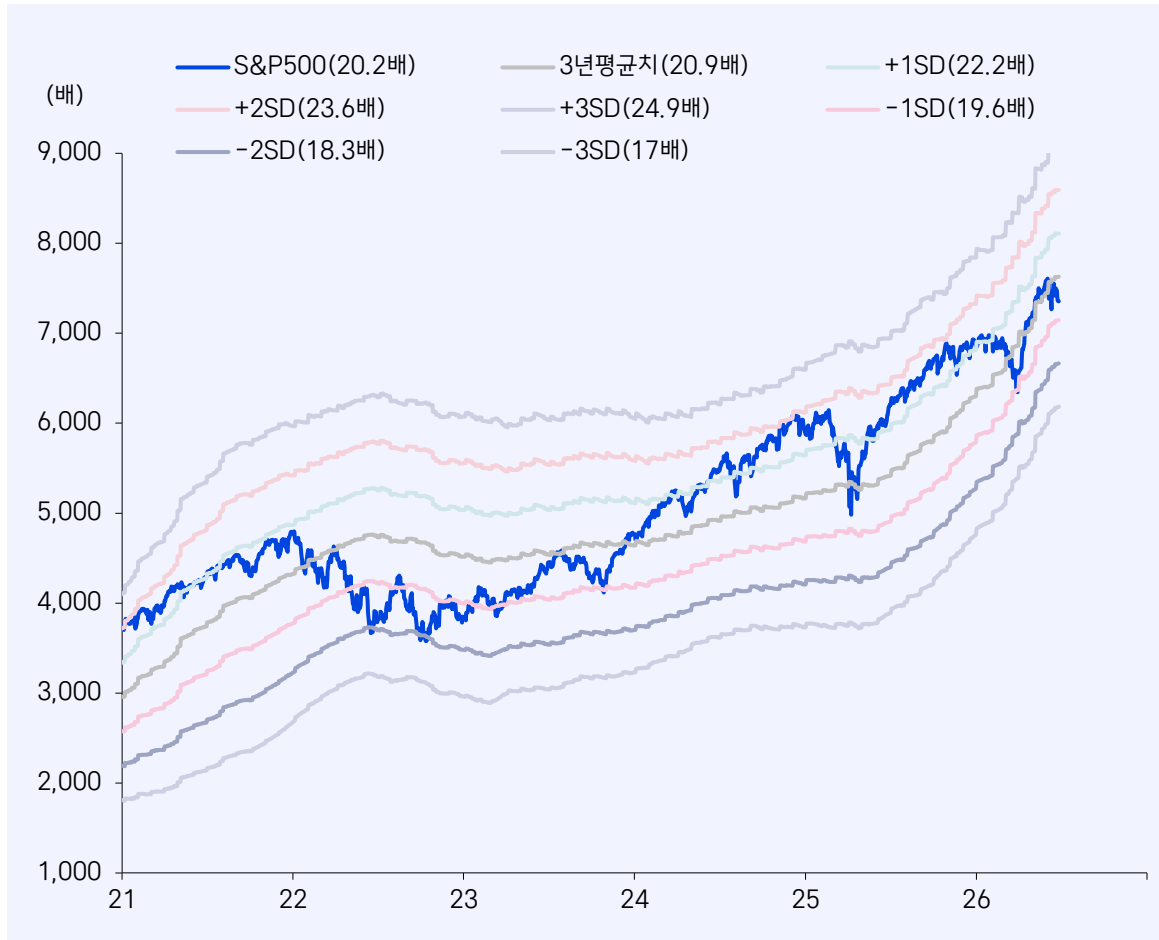
[이익 모멘텀 지속, 이익 하향조정세 부재]



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

미국 연간밴드 6,400 ~ 8,300pt 유지

'26.7월 금융시장 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

연간 밴드: 6,400~8,300pt

- 현 PER은 과거평균치의 +1표준편차(22.2배)를 하회하는 20.6배 수준
- ① AI 수익화 및 활용 확대에 따른 수요 증가,
② 하반기 대형 IPO 예정에 따른 新산업 성장 기대 등으로 밸류에이션 개선 가능
- 투자 의견 OW 유지. AI 사이클 견조: 마진 개선, 하반기 수익성 개선 등으로 빅테크 및 AI인프라 중심 비중 확대 유지

'26.7월 금융시장 전망

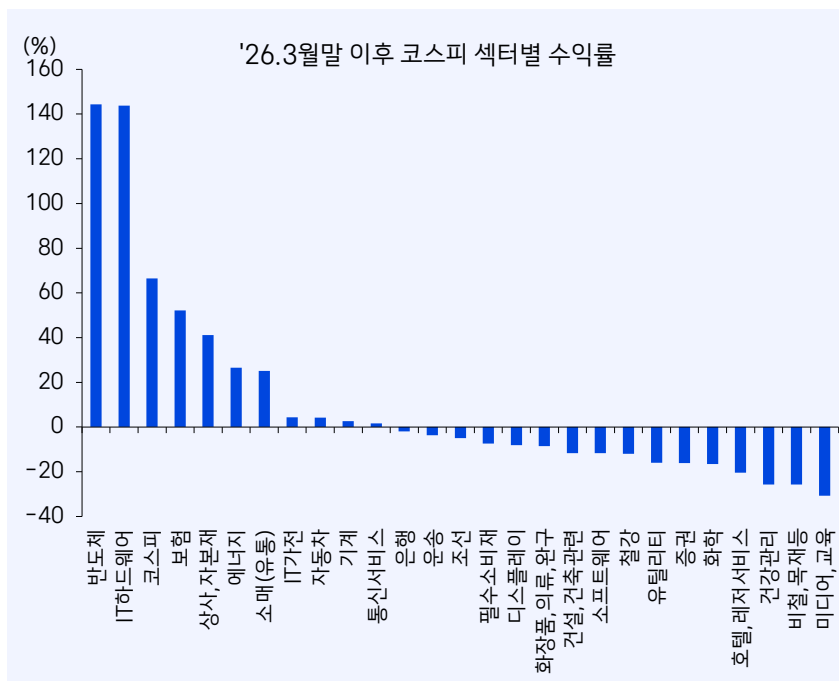
국내 증시: 쏠림은 계속될까

반도체로의 쏠림

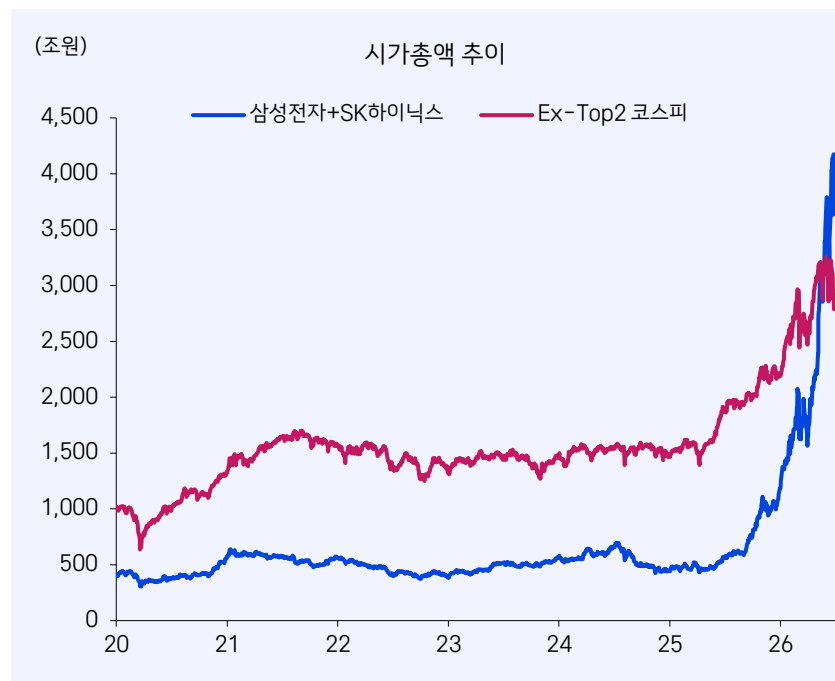
'26.7월 금융시장 전망

반도체가 이끌어온 코스피, 언제까지 쏠림 지속될 수 있을까

- '25.9월 이후 반도체 섹터가 코스피 견인
- 올해 5월 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 시가총액이 Top2 제외 코스피 시가총액을 상회



자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준



자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

반도체 쏠림을 바라보는 프레임워크 펀더멘털 vs 수급

'26.7월 금융시장 전망

쏘림 모니터링 지표

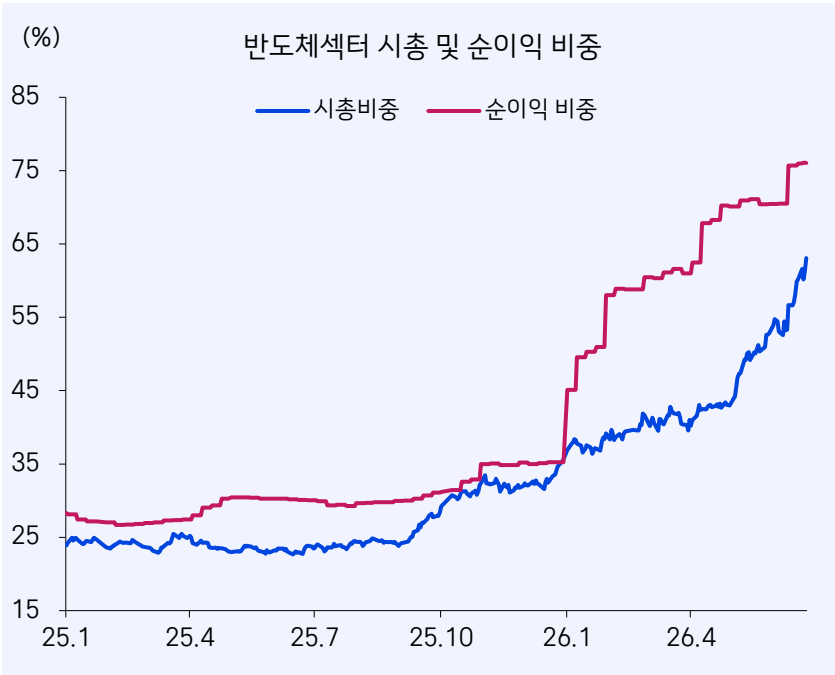
	지표	평가	위험도
이익	반도체 시총 비중 vs 이익 비중	반도체 이익 비중 > 시가총액 비중, 이익 견인 주가 상승	😊
	반도체 이익 상향 폭	'26년 및 '27년 이익 상향 지속	😊
밸류에이션	삼성전자-하이닉스 밸류에이션 격차	SK하이닉스 PER 역전 중장기 메모리 업황 호조 낙관 반영	😐
	원주-ADR 괴리율 (SK하이닉스 미국 상장 시)	TSMC 미국 ADR 원주대비 프리미엄이 높은 PER 지지 SK하이닉스의 미국 ADR상장 후 프리미엄 모니터링 필요	?
수급	외국인 반도체 보유 비중	이미 많이 팔았지만, 8월 EWY ETF 리밸런싱 경계	😐
	국민연금 주식 비중 조정	연말까지 기계적 매도 위험 부담	😓

반도체 쓸림을 바라보는 프레임워크 ①이익

'26.7월 금융시장 전망

이익을 따라가지 못하는 시총

- 반도체 순이익비중 '26년 76%, '27년 78% 전망
- 시가총액 비중은 60%로 이익 상승을 따라잡지 못하고 있는 상황

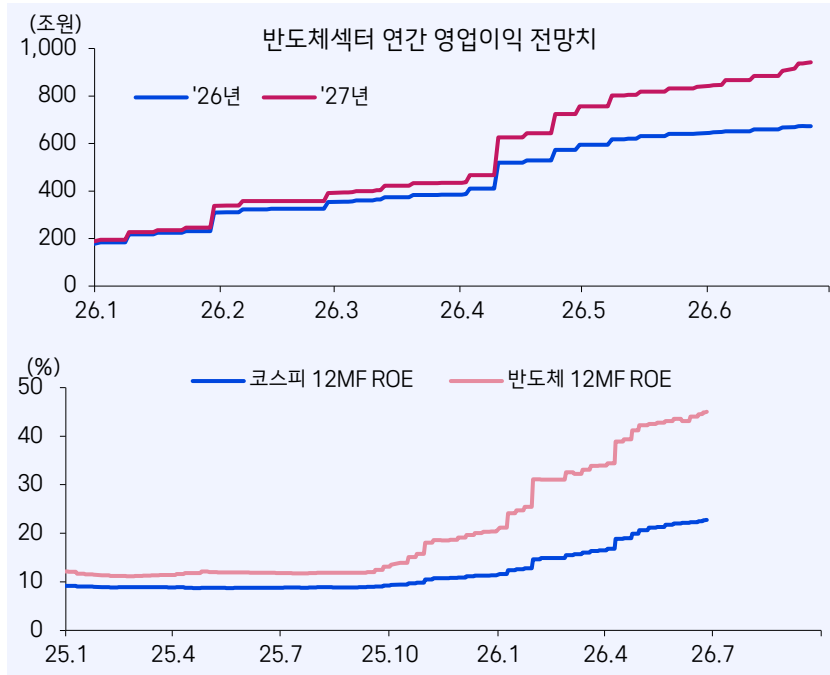


자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 25년은 25년 순이익(지배) 기준, 26년은 26년 순이익(지배) 기준, 6월 26일 종가 기준

이익 퀄리티 높은 수준

- 이익 전망치 상향조정 지속, 수익성도 개선
- 연초 이후 반도체 '26년 영업이익 +265%, '27년 +384% 상향조정



자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

반도체 쏠림을 바라보는 프레임워크 ②밸류에이션: 피어

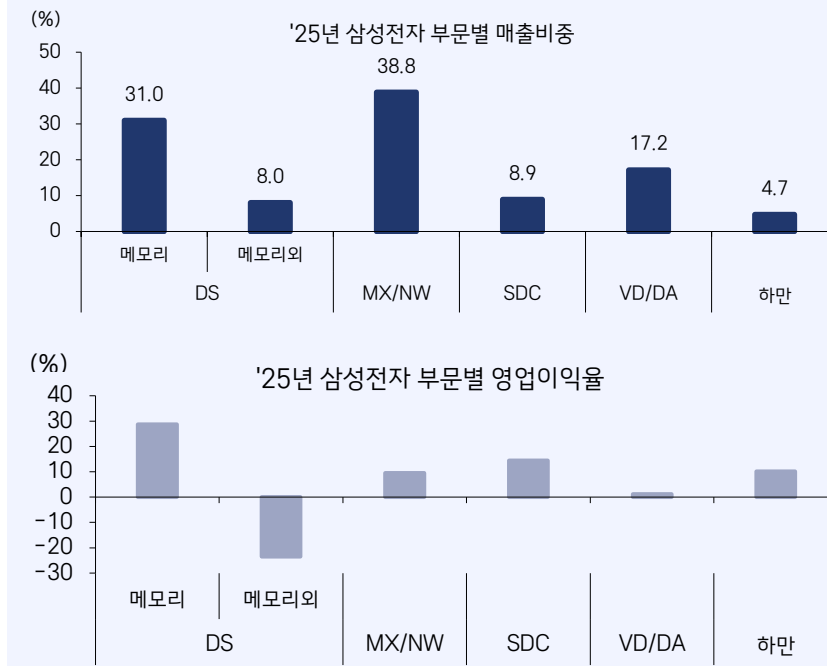
'26.7월 금융시장 전망

SK하이닉스의 밸류에이션 역전, 순수 메모리플레이 부각

- SK하이닉스-삼성전자 밸류에이션 갭 빠르게 축소, 최근 역전: 상대적으로 높은 SK하이닉스의 메모리 사업 비중 반영 (SK하이닉스 '25년 DRAM 매출비중 75%, 삼성전자 약 22.5%)
- 밸류에이션 역전은 중장기 메모리 업황 개선을 선반영하고 있다는 판단, 추가 밸류에이션 갭 확대 시 쏠림 경계 필요



자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준



자료: 각사 IR, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

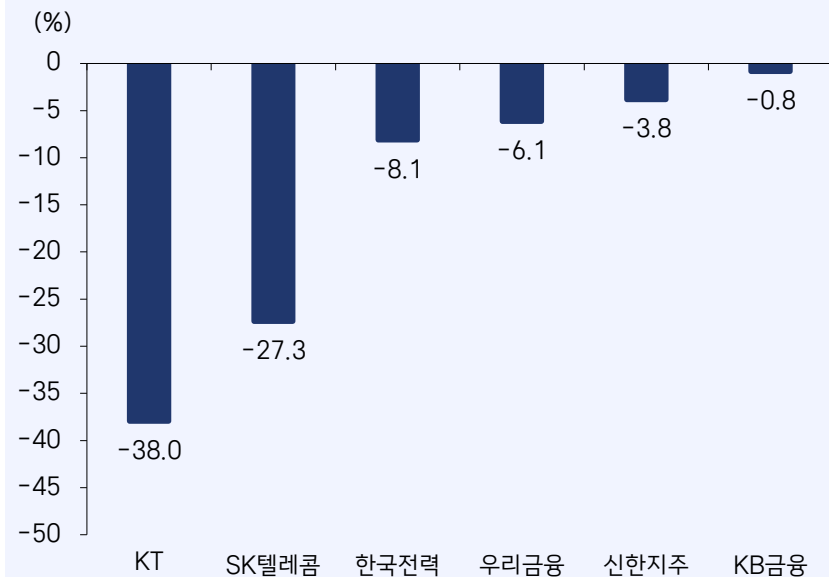
반도체 쏠림을 바라보는 프레임워크 ②밸류에이션:ADR

'26.7월 금융시장 전망

SK하이닉스의 미국 ADR 상장, 접근성 확대 프리미엄

- SK하이닉스, 3월 나스닥ADR 상장 신청. 6월 넷째 주 승인 예상 → 이르면 8월 중순 정식 상장
- 단기적으로 신주발행 및 국내 주식 보유한 외국인 이탈 등 부담 상존. 중장기적으로 TSMC ADR과 같이 접근성 프리미엄 형성 시, 삼성전자 대비 높아진 수준의 밸류에이션 유지 가능성

'26.5월말 기준 주요 ADR 밸류에이션 디스카운트 수준



자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

(배) 궤리(ADR-원주) TSMC(원주) PE TSMC(ADR) PE



자료: Quantwise, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

반도체 쏠림을 바라보는 프레임워크 ③수급: 외국인과 연금

'26.7월 금융시장 전망

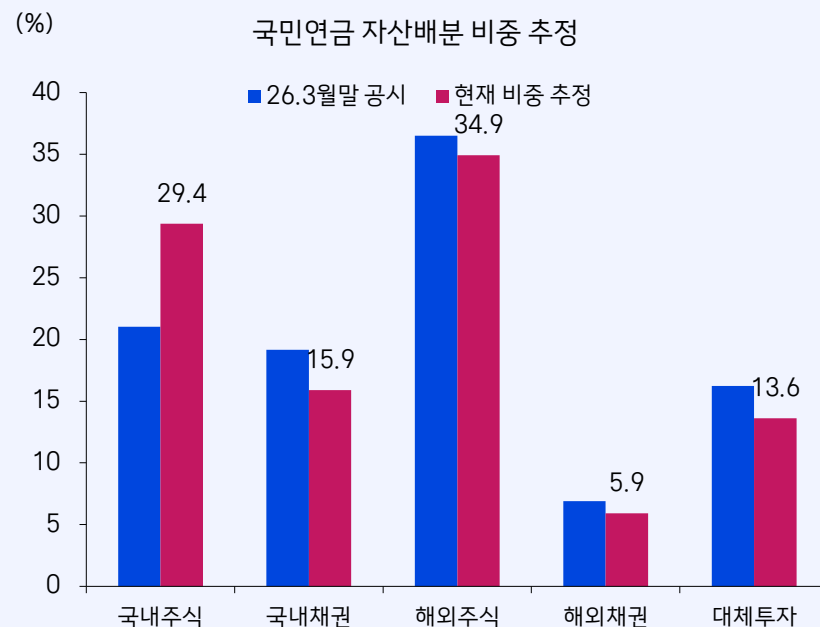
패시브 리밸런싱 매도 위험 상존

- 3월 이후 외국인은 삼성전자+SK하이닉스 중심으로 코스피 순매도. 두 종목의 외국인 지분율은 50% 하회, 10년래 저점 수준
- 다만 iShares South Korea ETF (EWY) 의 정기 리밸런싱(8월) 대기 및 국민연금의 국내주식 배분 축소에 따른 매도 대기물량 우려에 수급 환경은 다소 부정적



단일종목 25%: 리밸런싱 시, 버퍼 감안 22.5%로 조정	(%)	현재비중	최소 리밸런싱	현재 비율 유지하며 리밸런싱
	SK하이닉스	26.5	22.5	22.5
	삼성전자	23.0	22.5	19.5
	SK스퀘어	4.2	-	-
5% 보유종목 합산 50% 한도	리밸런싱 시점 SK스퀘어 비중 5% 상회 시, 보유 상위 3개 종목 추가 매도 압력			

자료: Quantiwise, Blackrock, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준



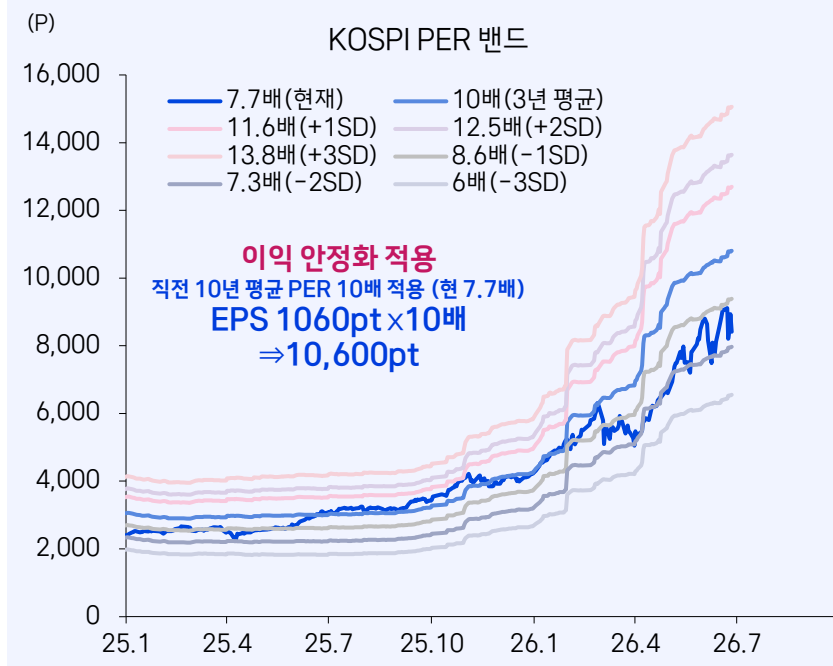
자료: 국민연금공단, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

한국 증시에 대한 비중확대 의견 유지

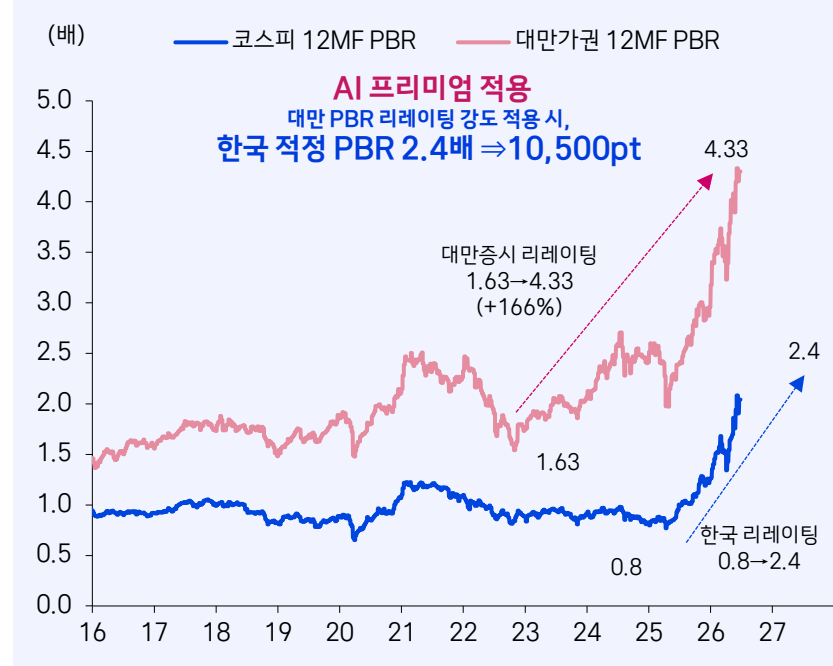
'26.7월 금융시장 전망

코스피 밴드 상단 10,000pt 및 비중확대 의견 유지

- 연초이후 주가 상승 피로도 및 반도체 쏠림 부담 상존하나, 추가적인 반도체 이익 상향이 예상되는 실적시즌에 단계적 상승 전망
- 현 반도체 사이클 국면에서 ROE 안정화 + 주주친화정책 예상되어는 가운데 멀티플 확대 나타날 것으로 전망
- AI 프리미엄 및 이익 안정화 적용하여 코스피의 새로운 기준점으로 10,000pt 제시



자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준



자료: Datastream, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 26일 기준

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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