

4Q25 주식시장 전망

# 무소의 뿔처럼 가라 (2)

Strategist	노동길	dk.noh@shinhan.com
Global Market Strategist	김성환	shwan.kim@shinhan.com
Global Market Strategist	신승웅	aidenshin@shinhan.com
Market Analyst	강진혁	kjinhyeok@shinhan.com



## 주식전략팀 | 주식전략



노동길 연구위원  
주식전략팀장 / 국내주식전략  
02) 3772-4455  
dk.noh@shinhan.com



김성환 수석연구원  
글로벌주식전략  
02) 3772-2637  
shwan.kim@shinhan.com



신승웅 수석연구원  
중국주식전략  
02) 3772-3175  
aidenshin@shinhan.com



강진혁 선임연구원  
주식시황  
02) 3772-2329  
kjinhyeok@shinhan.com



오한비 선임연구원  
글로벌주식전략  
02) 3772-1525  
hanbi.oh@shinhan.com



홍지연 연구원  
글로벌자산배분 (Jr.)  
02) 3772-1554  
h.jiyeon@shinhan.com



이재원 연구원  
국내주식전략 (Jr.)  
02) 3772-2328  
jayone@shinhan.com

# Summary

고소공포증은 인간의 기본적인 본능 중 하나다. 투자자들은 본능적으로 가격이 비싼 자산에 거부감을 느끼며 가격이 저렴한 자산을 편안하게 여긴다. 관세와 물가, 고용을 비롯한 경기 상황이 여전히 불안해보이는 상황에서 결부된 가격 부담은 지속성에 대한 투자자들의 의구심을 자아낸다. top-down적 시각을 내려놓으면 주식시장의 상승 추세를 지탱하는 동력들이 견고하다는 점을 발견할 수 있다. 실적 모멘텀이 강력해질 징후들을 보여주고 있는데 유동성 여건마저 긍정적으로 전환되고 있기 때문이다.

시장은 경기적 이슈(관세/물가/고용)에서 펀더멘탈의 단서를 찾으려 했지만 기업이익과 경기의 연관성은 현저히 떨어졌다. 현재 글로벌 주식시장의 기업이익을 지배하는 것은 AI다. EPS에 선행하는 미국의 이익수정비율은 40개월내 최대치를 기록했다. 관세로 인한 시장의 우려가 너무나도 컸던데다 경기민감주마저 실적 전망 상향이 시작되는 점을 감안하면 전체적인 실적 컨센서스는 저평가됐을 공산이 크다. 비미국은 경기 모멘텀이 나쁘지 않았는데도 불구하고 실적 컨센서스의 상향이 없었다. 3분기 실적 시즌에서 어닝 서프라이즈 출현 시 주가 상승폭이 클 가능성성이 있다. 여기에 9월 FOMC에서 연준은 금리 인하 사이클을 재개했다. 경기와 기업이익의 방향성이 어긋나 있을 때 조성되는 흔치 않은 환경이다. 이 조건이 조합됐을 경우(1998년 10월, 2020년 3월) 주식시장 뱀류에이션은 계속 확장되는 모습들을 보였다.

4분기 강세 기조를 전망한다. 국가 전략 핵심으로 AI 모멘텀을 향유하는 미국+동아시아 조합을 제시한다. 미국은 S&P 500 기준 6,300~7,000p에서 등락을 예상하며 AI 중심 주도주에 계속 편승하는 전략을 제시한다. 분기 말보다 분기 초 베팅을 권한다. 중국은 상해 종합 기준 3,500~4,200p 등락을 전망한다. AI 모델, 클라우드, 로봇, 자율주행 등 신성장 기술 응용 분야로 주도주 확산을 전망한다. KOSPI는 3,200~3,700p 등락을 전망하며 액티브보다 패시브 장세 전환에 대비해야 한다. 주도주 반도체와 동행할 업종은 IT하드웨어, 반도체 소부장이다. 한미 통상 혼란 부상에 따라 산업재는 점차 Next Stage에 대비할 때다. 배당보다 성장주 중심 스타일 구성을 예상한다. 테마 관점에서는 현정부 정책 주도력(AI, 바이오테크, 거버넌스, K-소비재)에 주목한다.

# Contents



- |                                 |    |
|---------------------------------|----|
| I. 주식시장 전망<br>무소의 뿔처럼 가라        | 5  |
| II. 미국 주식시장 전략<br>과열 초기 국면      | 23 |
| III. 중국 주식시장 전략<br>승풍파랑(乘風破浪)   | 43 |
| IV. 한국 주식시장 전략<br>정상을 향한 마지막 고비 | 58 |
| V. 포트폴리오 아이디어<br>정책과 유동성이라는 엔진  | 76 |

# I. 주식시장 전망

## 무소의 뿔처럼 가라



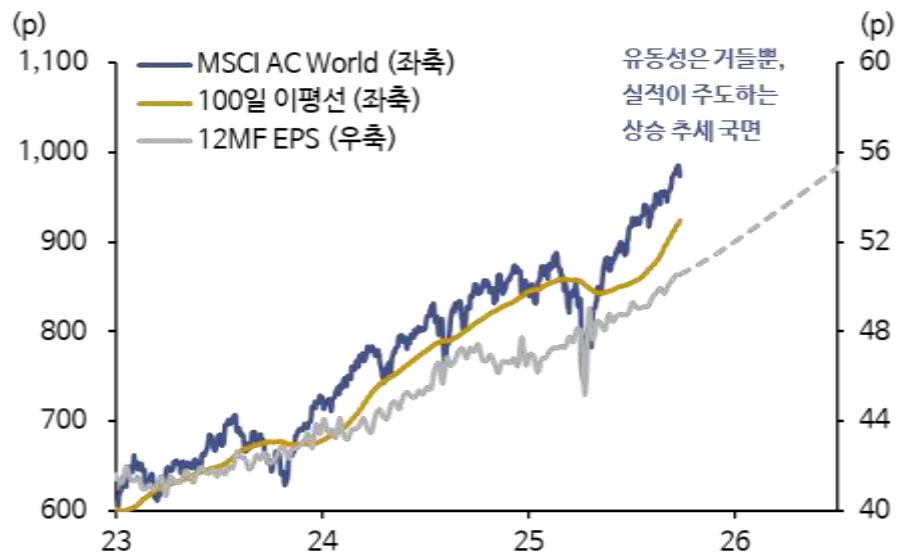
# Summary: 무소의 볼처럼 가라(2)



## 4Q 주식시장, 실적과 유동성의 우호적 환경. 분기 초 베팅 유효, 미국 + 동아시아 조합 선호

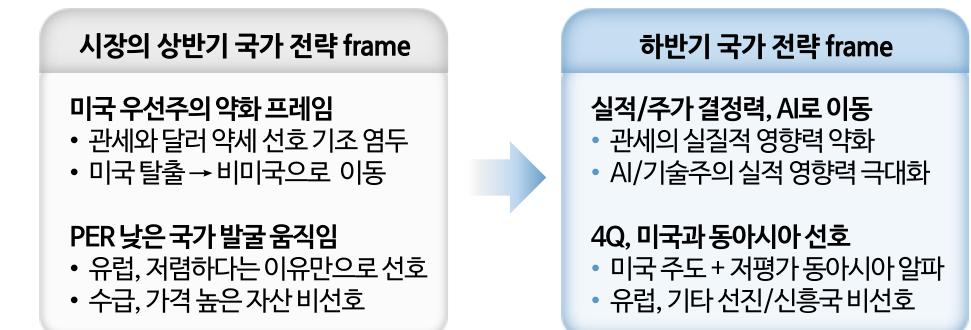
- 4Q 주식시장, 실적과 유동성의 우호적 환경. 분기 초 베팅 유효
  - : 현재 시장 강세의 진짜 본질은 각종 우려를 딛고 개선되는 실적. 3Q 실적 시즌은 또 한번의 모멘텀으로 작동할 전망
  - : 통상 실적 장세 국면에서 유동성 증가를 기대할 수 없지만, 이용할 수 있는 흔치 않은 국면
- 국가 전략, 미국과 동아시아 중기적 관점에서 선호
  - : 관세/달러/PER로 미국과 비미국을 나누는 프레임은 낡았음. AI 편승 여부가 펀더멘탈을 결정

### 주식시장 방향성: 과열로 가는 초입, 분기 초 베팅 유효



자료: LSEG, 신한투자증권

### 국가 선호도: 미국 + 동아시아 조합 선호



자료: 신한투자증권

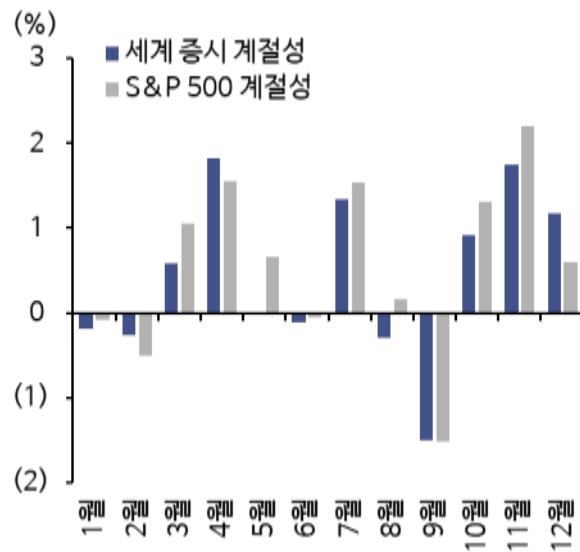
# 3Q Review: 곰들의 침묵



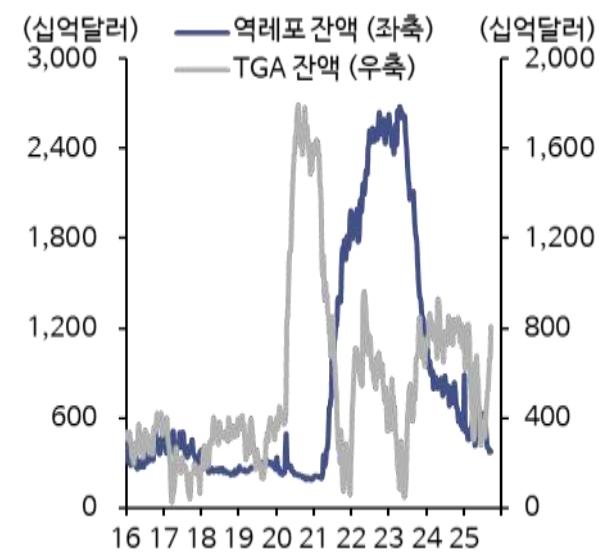
## 시장이 3Q 조정을 전망했던 근거들: 1) 계절성, 2) 단기 유동성 부족, 3) 스태그플레이션 내러티브

- 3Q를 앞둔 시점에서 시장 참여자들의 주식시장 전망은 밝지 않았는데 크게 세 가지 이유가 거론됐었음
  - 1) 계절성: 8~9월 전통적으로 주식시장의 계절성 부정적. 특히 9월은 지난 5년간 80%의 확률로 하락했었던 경험
  - 2) 단기 유동성 부족: 일각에서 역레포 잔액 감소를 들어 단기 유동성 부족해질 수 있다는 (매년 반복되는) 전망 제기
  - 3) 스태그플레이션 우려: 관세가 결국 3Q 중에는 소비-물가-고용 등 실물 어느 부분에는 분명히 타격 미칠거란 우려
- 가격 부담이 높은 상황에서 해당 우려가 결부되면서 3Q 중 주식시장이 조정 받을거란 인식이 득세했었음

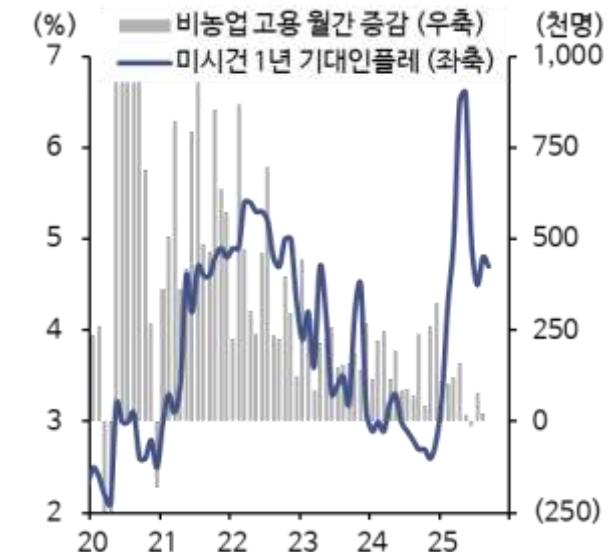
### 조정 기대의 이유: 1) 8~9월 계절성



### 조정 기대의 이유: 2) 단기 유동성 부족



### 조정 기대의 이유: 3) 스태그플레 내러티브



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: S&P 500 기준

자료: LSEG, 신한투자증권

자료: LSEG, 신한투자증권

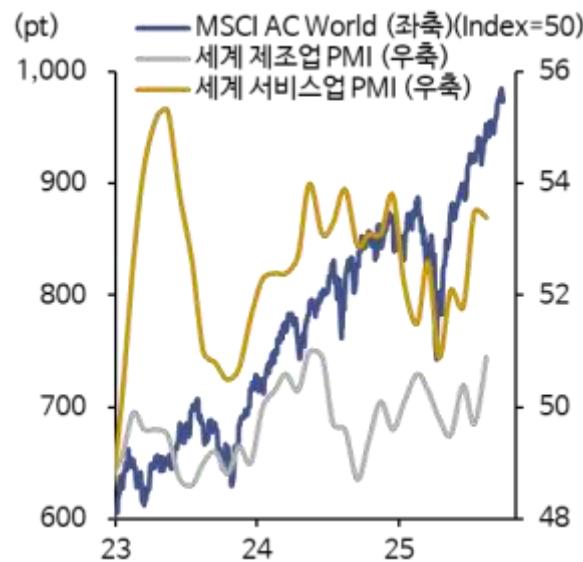
# 3Q Review: 곰들의 침묵



## 곰들의 침묵: 주식시장, 3Q 중 동시다발적 신고가 진입

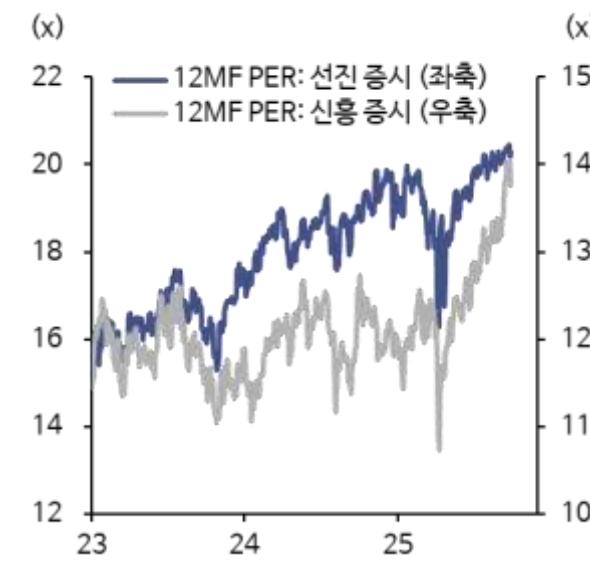
- 글로벌 주식시장은 끊임없이 제기되는 우려를 뚫어내고 신고가 경신 랠리
  - 계절성과 단기 유동성 부족 이슈, 스태그플레이션 우려가 전혀 작동하지 않았다는 점에서 시장 참여자들의 놀라움 야기
- 이전과 달랐던 점은 미국-비미국, 선진국-신흥국 구분없이 동시다발적인 랠리가 전개됐다는 것
  - 미국, 유럽, 일본, 중국의 PER은 모두 이전 3년내 최고치 도달. 한국/대만도 PER 상위 10% 수준에 도달

### 우려를 이겨낸 편더멘탈, 세계 증시 랠리



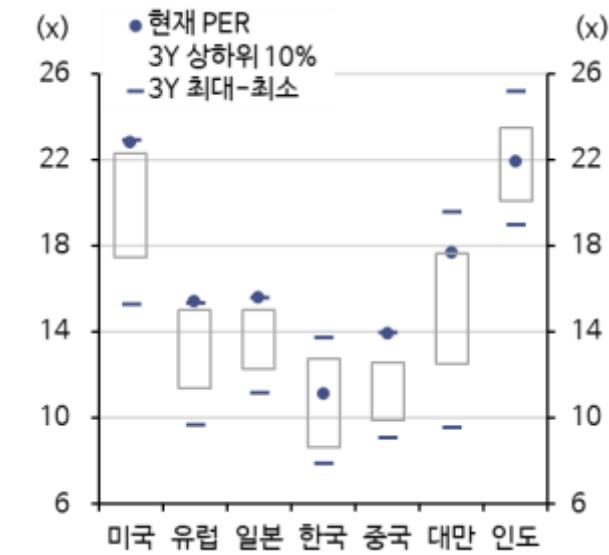
자료: LSEG, 신한투자증권

### 세계 증시 PER 52주 신고가 경신



자료: LSEG, 신한투자증권

### 직전 3년간 PER 밴드: 모든 국가들의 랠리



자료: LSEG, 신한투자증권

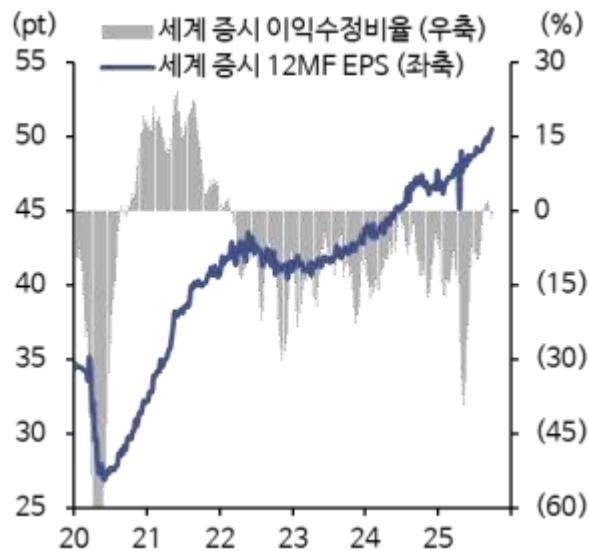
# 낙관론의 가장 강력한 근거, EPS



## 2025년 하반기, 시장이 강할 수 있었던 진짜 이유는 실적

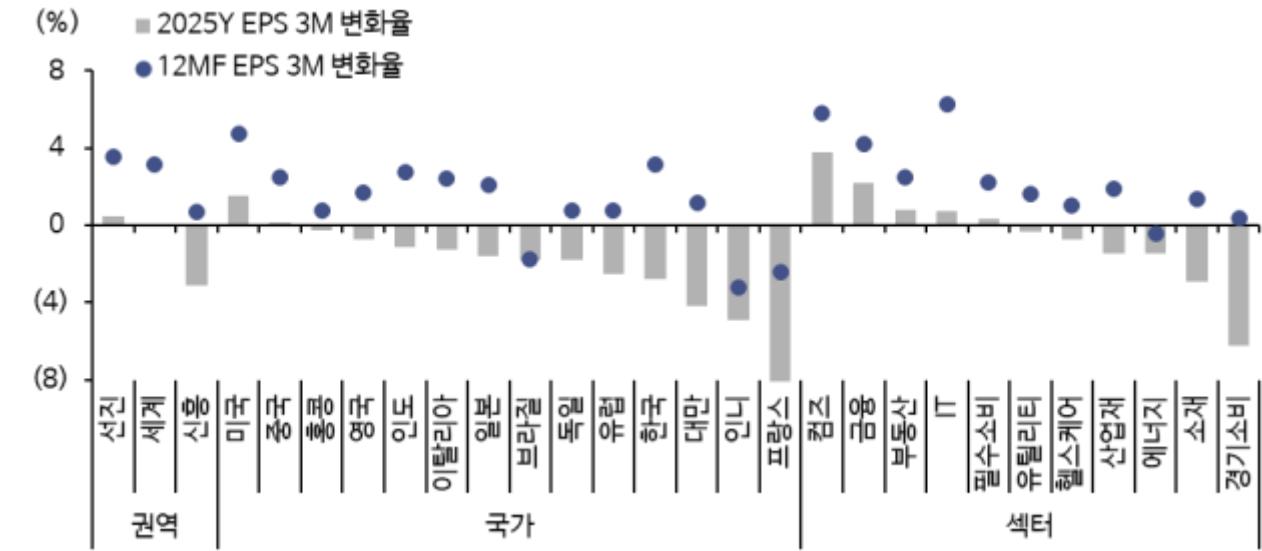
- 주식시장이 부정적 경기 인식에도 불구하고 3Q 조정 받지 않다보니, 여전한 가격 부담 속 4Q 랠리 연속성에 대한 의구심 제기
  - 그러나 상승 연속성 기대. 주식시장의 펀더멘탈 개선세가 강력해졌고, 4Q에도 이어질 가능성이 높아졌기 때문
    - : 하반기 주식시장이 상승 추세를 이어갔었던 숨은 이유는 실적. 세계 증시 12MF EPS 3Q 중 3.6% 증가
    - : 미국과 AI 섹터(컴즈, IT)가 여전히 실적 개선을 주도하는 가운데 동아시아(중국/한국/일본), 금융이 뒤를 받치는 구도
    - : 이익수정비율 2021년 이후 첫 (+) 반등. 12MF EPS에 선행하는 요소로, 이익 모멘텀 4Q에 배가될 수 있음을 시사

## 세계 증시, 뚜렷한 실적 개선 국면으로 변모



자료: LSEG, 신한투자증권

### 직전 3개월간 권역/국가/섹터별 12MF EPS 변화율



자료: LSEG, 신한투자증권

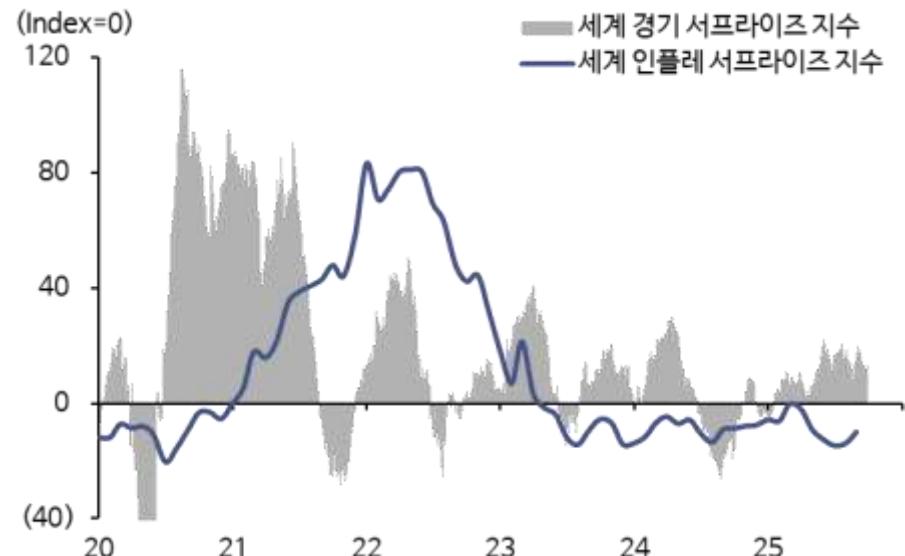
# 낙관론의 가장 강력한 근거, EPS



## Not trump, but AI: ① 관세 영향, 기업이익에 대한 설명력 상실

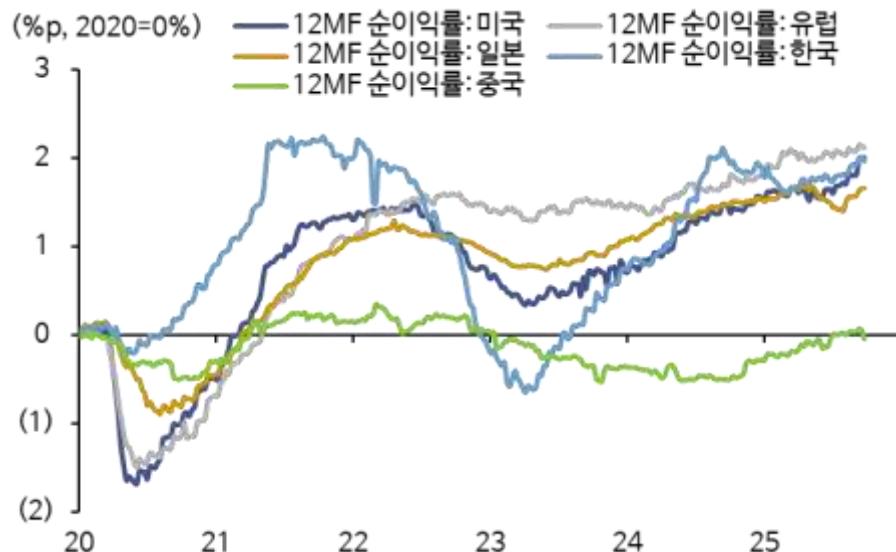
- 트럼프 취임 이후 실적에 지배적인 영향력을 행사할거라 예상됐던 관세는 경제와 기업이익에 대한 설명력을 상실
  - 세계 경기 서프라이즈 지수는 4월 이후 지속적으로 (+) 영역에 위치 vs. 반면 인플레 서프라이즈 지수는 (-) 권에 줄곧 위치
  - 기업이익 차원에서도 관세 충격이 전혀 보이지 않음. 대부분의 국가들이 6월 이후 순이익률 전망의 상승을 시현하는 중
- 지표는 지난 6개월간 진행된 스태그플레이션 내러티브를 정면으로 반박하며, 현재 컨센서스도 저평가되어있을 가능성은 시사

### 관세, 막연한 우려감만 있었을 뿐 현실을 거대하게 바꾸진 못했음



자료: LSEG, 신한투자증권

### 기업이익 역시 관세 충격이 전혀 보이지 않음



자료: LSEG, 신한투자증권

# 낙관론의 가장 강력한 근거, EPS



## Not trump, but AI: ② 관세 내러티브의 핵심 국가인 미국, AI가 경제를 지배하는 구도로의 변화

- 관세가 아닌, AI가 세계 주식시장 펀더멘탈을 지배하는 구도로 변모 중. 특히 미국에서 이러한 경향이 부각되고 있음
  - 상반기 미국 경제성장의 2/3는 IT 장비투자와 소프트웨어 투자로 발생. 기업들은 고용을 줄이면서까지 AI 투자에 집중 중
  - 3Q 중 부진한 고용에 경기 침체 임박 - 금리 인하 필요 주장 제기. 그러나 이는 침체 신호가 아닌 자원 재배분으로 해석해야
- 미국의 고용지표가 가장 부진한 순간(5~9월)에 기업이익은 가속화되기 시작. 경기와 기업이익의 단절을 의미

### 경제가 AI를 재단하지 않고, AI가 경제를 결정하는 구도로 변화



자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국 고용지표가 가장 부진했을 때, 기업이익은 가속화되기 시작



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

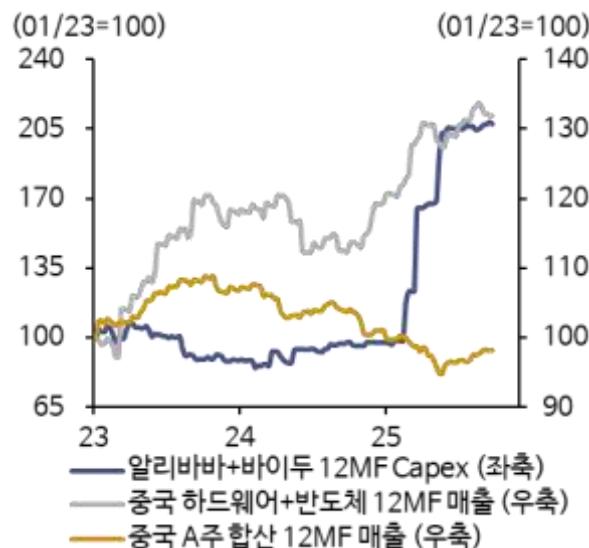
# 낙관론의 가장 강력한 근거, EPS



## Not trump, but AI: ③ AI 밸류체인의 또다른 핵심인 동아시아, 내수 부진 불구 이익 가속

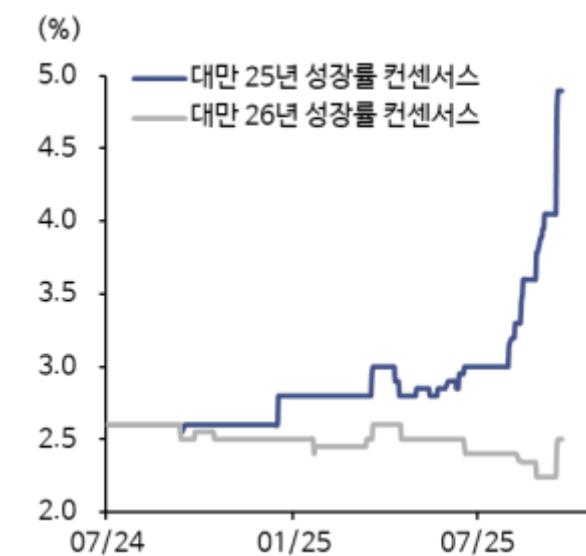
- 미국 뿐만 아니라 동아시아도 하반기들어 AI와 기술주發 이익 가속
  - 중국 증시, 상반기까지만 해도 경기/정책을 주로 살폈지만 하반기들어 AI/기술주가 시장을 주도하는 구도로 완벽히 변모
  - 대만 증시, 미국 중심의 AI 투자가 경제 대호황으로 귀결되는 중. 2025년 성장률 컨센서스 4% 후반대 육박
  - 한국 증시 역시 관세 우려에서 자유롭지 못했지만, 2025년 내내 AI와 구조적 투자 중심으로 기업이익 강세
- 이들은 부진한 내수 속 수출 중심이라는 공통점 → 관세에 취약할 것이라 예상됐으나 AI 모멘텀은 시장 기대를 뛰어넘는 중

### 미국이 갔던 길을 1년 뒤늦게 따라가는 중국



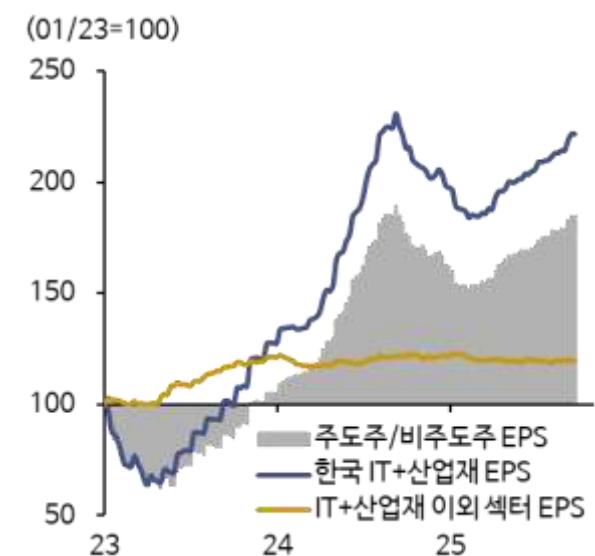
자료: LSEG, 신한투자증권

### 대만, AI 투자로 인한 경제 대호황



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 한국, AI와 구조적 투자 중심 이익 반등



자료: LSEG, 신한투자증권

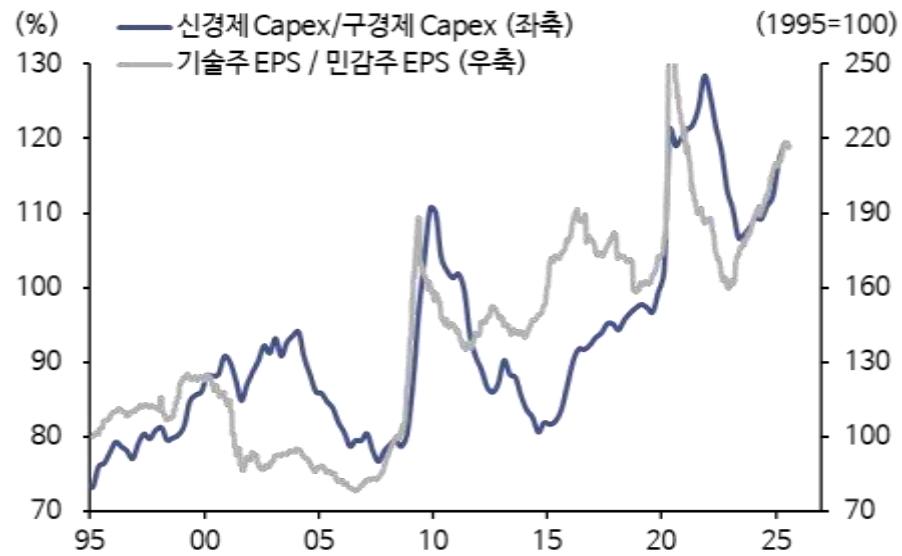
# 낙관론의 가장 강력한 근거, EPS



## Not trump, but AI: ④ 구조적 up-cycle에 순환적 반등도 더해진다면

- 관세를 뚫고 기업이익을 지배하는 AI 사이클은 소순환적 사이클이 아닌 중기적/구조적 사이클을 타고 있음
  - 기술주/민감주의 실적 우위는 4년짜리 재고순환이 아닌 8~11년 주기 Capex 순환에 의해 지배 → 구조적 성격 띠고 있음
  - Capex 업사이클 통상 5년. AI 투자 사이클이 3Q23부터 시작됐다는 점을 감안하면 실적 모멘텀 향후 3년 가량 지속 기대
- 만약 연말 쇼핑시즌이 기대 이상의 호조를 보인다면, 소순환 사이클의 반등까지 가세할 가능성 존재
  - 소비에 대한 기대치 매우 낮지만, 대량해고 없다는 사실 감안 시 반등 가능성 얼마든지 존재 → 재고 부족 촉발할 가능성

### 현재 세계 기업이익은 AI Capex 사이클에 의해 지배되는데



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 미국 기준. 신경제 Capex = IT 장비, S/W, R&D. 구경제 Capex는 나머지

### 연말 미국 쇼핑시즌 호조 시 소순환 반등도 가세 가능



자료: LSEG, 신한투자증권

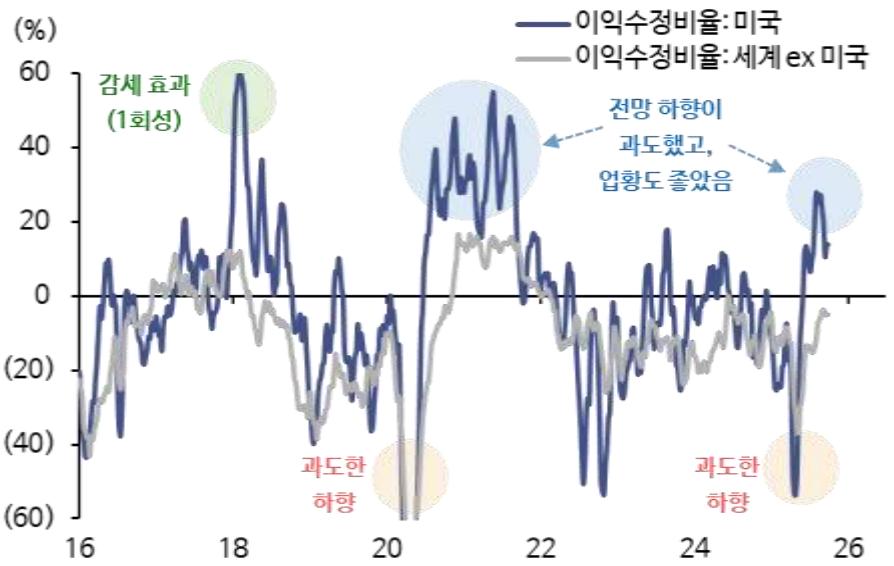
# 낙관론의 가장 강력한 근거, EPS



## 컨센서스 과도하게 저평가된 국면 → 3Q 어닝 서프라이즈 기대

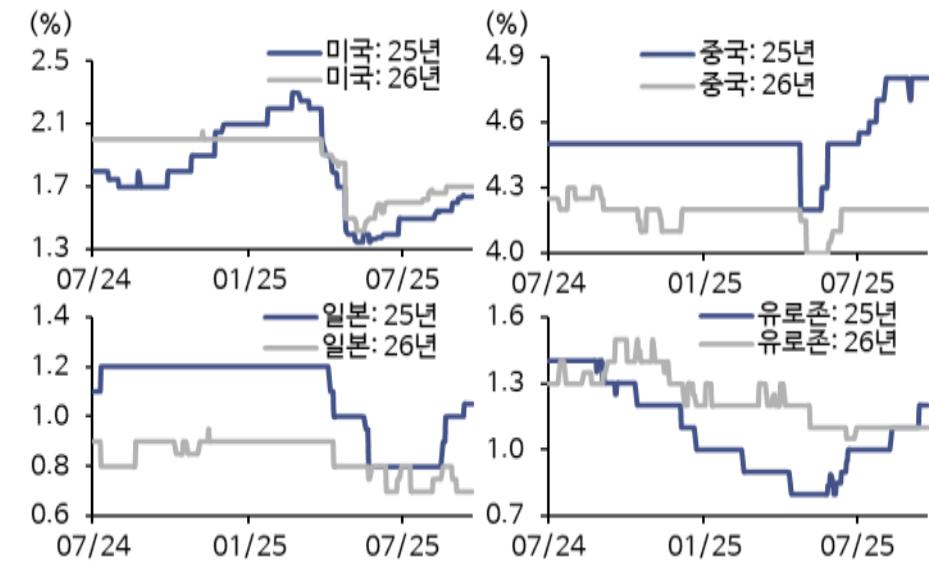
- 종합하면 시장의 실적 컨센서스가 아직 현실을 따라잡지 못하고 저평가됐을 가능성 존재
  - 세계 증시의 이익수정비율은 2Q 구간에서 과도하게 하향된 후 40개월내 최고 수준으로 강한 수준으로 반등
  - 현재 이익수정비율 반등의 속성은 팬데믹 당시 구간과 유사. 팬데믹 당시 강한 이익 모멘텀은 1년 가까이 이어졌던 경험
  - 주요국 경제 성장을 컨센서스도 대폭 하향 조정됐다가 소폭 반등. 아직 충분하게 상향되지 않았을 공산
- 10~11월초 구간에서 집중된 3Q 실적 시즌에서 전방위적인 어닝 서프라이즈를 기대케함. 주식시장 상승 추세를 지지

### 세계 이익수정비율: 4~6월 과도하게 하향 조정, 되돌림 여지 충분



자료: LSEG, 신한투자증권

### 주요국 경제 성장을 전망 컨센서스: 상향 반전, 서프라이즈 기대 요인



자료: Bloomberg, 신한투자증권

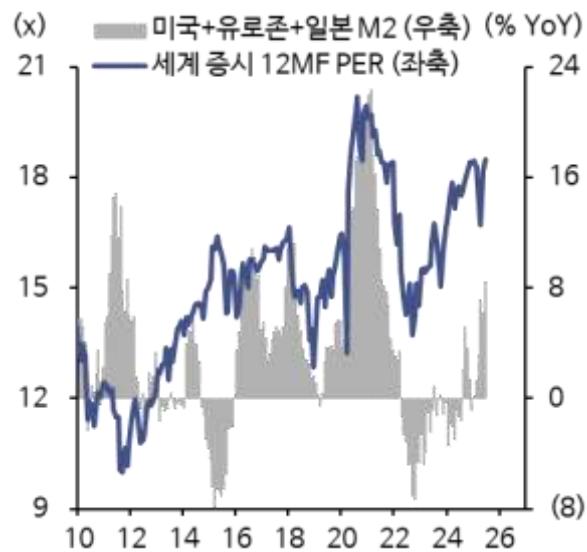
# 과잉 유동성이 만들 Sugar high PER



## 경제와 금융시장, 유동성이 모자라보이지 않으나

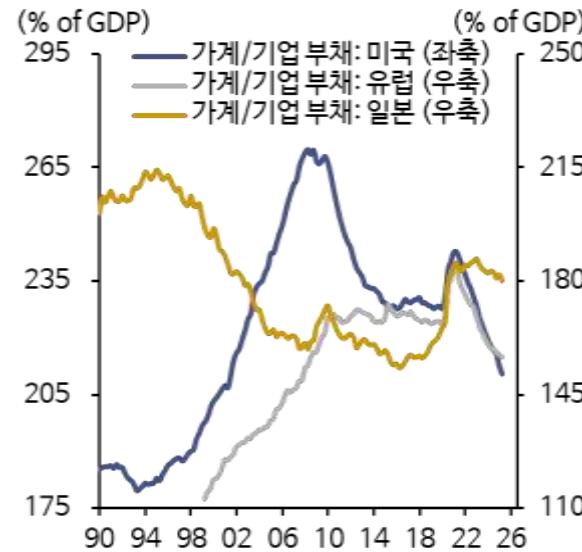
- 4Q는 실적 개선과 시중 유동성 확대가 조합되는 국면
- 현재 금융시장은 9월 FOMC에서의 금리 인하를 배제하더라도 유동성이 이미 충분히 풍부한 국면이었음
  - 글로벌 M2는 이미 2024년 하반기부터 순환적으로 반등하고 있었음. 실물 활동 (생산, 소비, CPI)를 충족하고도 남는 수준
  - 민간부채는 2020년부터 지속적으로 감소. 유동성 부족을 낳을 수 있는 자금 수요가 크지 않은 국면에 있다는 점을 의미
  - 결론적으로 금융 스트레스 지수는 세계 전역에서 낮은 수준을 유지 → 현재 실물과 금융시장은 자금이 절대 모자라지 않음

### 유동성, 이미 풍부: 1) 글로벌 잉여 유동성



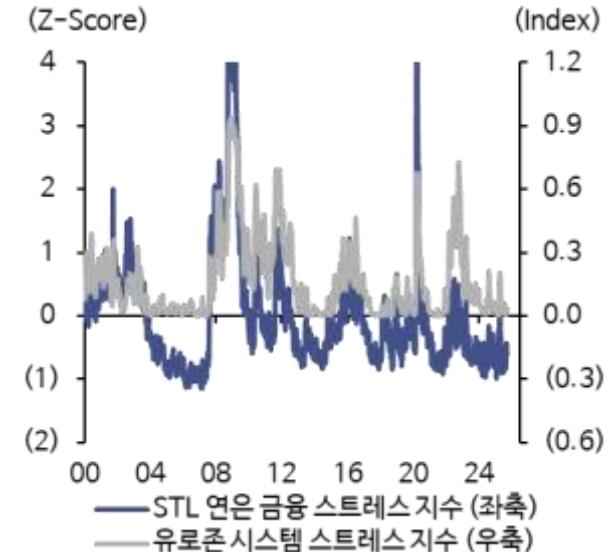
자료: LSEG, 신한투자증권

### 유동성, 이미 풍부: 2) 주요국 민간부채 비율



자료: LSEG, 신한투자증권

### 유동성, 이미 풍부: 3) 금융 스트레스



자료: LSEG, 신한투자증권

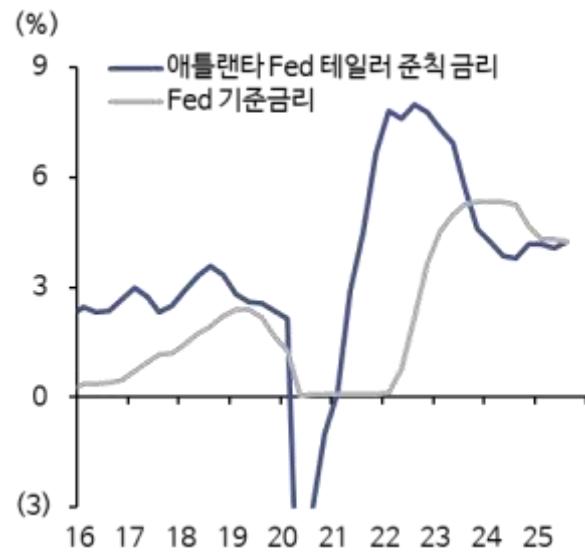
# 과잉 유동성이 만들 Sugar high PER



## 행정부의 외압과 고용 불안을 매개체로 한 대폭의 금리 인하 기대. 정책 준칙 무시되는 상황

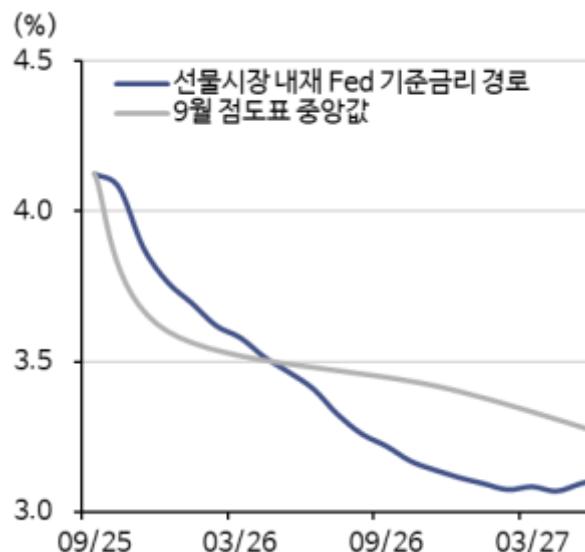
- 9월 FOMC에서 연준은 기준금리 인하를 단행하고 내년까지 3~4회의 추가 금리 인하를 시사. 여러모로 의아한 금리 인하  
: 단기 중립금리를 의미하는 테일러 준칙 금리는 4.25%. 3~4회 추가 인하가 단행된다면 준칙에서 벗어나는 상황  
: 금리 인하 근거로 고용 부진만이 강조되는 중. 막상 경제와 기업이익은 강하고 주식시장도 신고가나 이런 부분들은 무시
- 행정부의 외압으로 인해 연준이 독립성을 상실했다는 우려를 낳는 국면  
: 시장은 이번 금리 인하를 리세션 커트 아닌 과열로 가는 신호탄으로 인식 → 9월 FOMC 이후 국채 금리와 달러 인덱스 반등

### 테일러 준칙은 4% 초중반 금리 시사하나



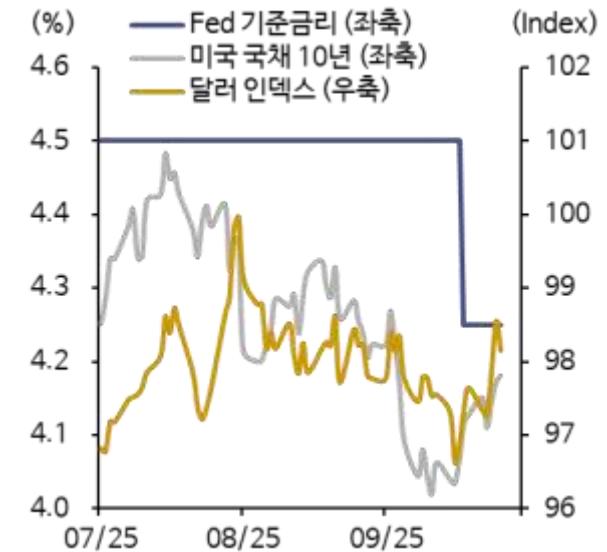
자료: LSEG, Atlanta Fed, 신한투자증권

### 연준 3%대 금리 시사. 독립성 의구심



자료: Federal Reserve, LSEG, 신한투자증권

### 인하 개시 불구 장기금리/달러 반등



자료: LSEG, 신한투자증권

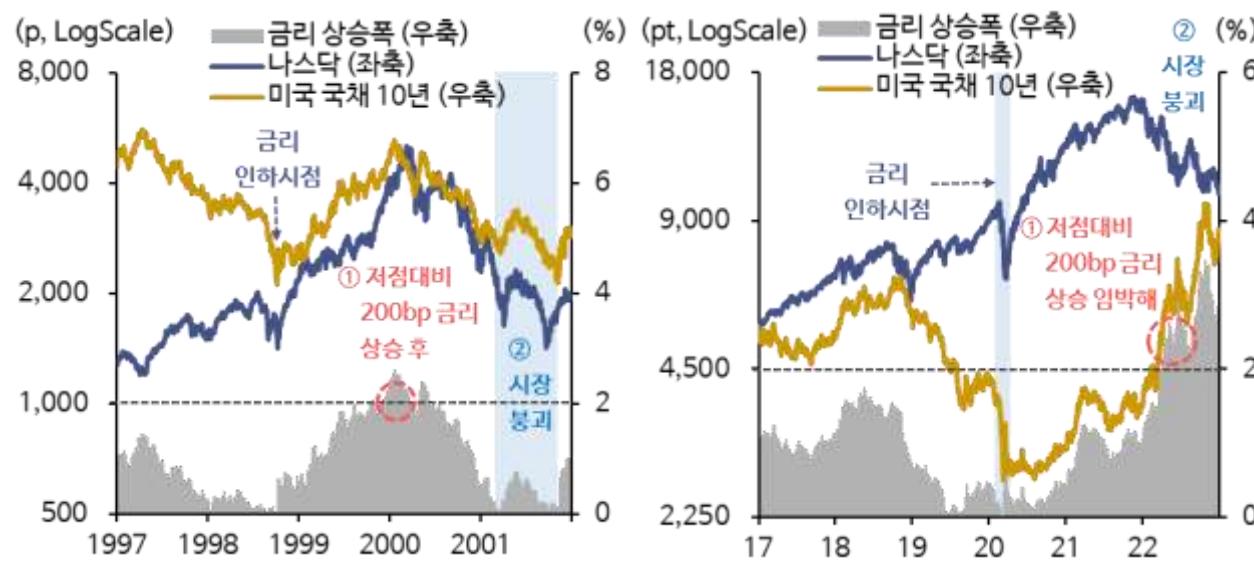
# 과잉 유동성이 만들 Sugar high PER



## 채무자가 유리한 환경에서의 금리 인하, 주식시장을 Sugar high로 만들 것

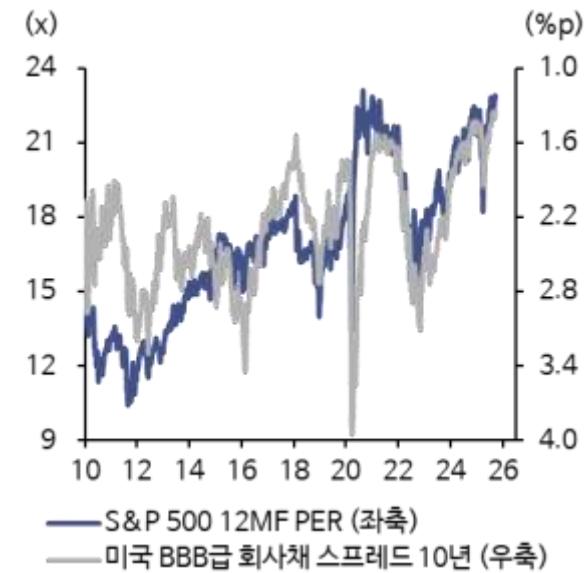
- 현재 금융시장 구도는 채권자보다 채무자가 유리한 상황
  - : 경제주체들의 빚이 많지 않기 때문에, 금리 하락으로 자금조달이 원활해진다면 다시 레버리징 전개될 가능성 배제할 수 없음
- 채무자가 유리한 상황에서의 금리 인하는 향후 주식시장을 과열 초입 상태로 몰고 갈 전망
  - : 1998년 10월, 2020년 3월처럼 레버리지가 과도하지 않은 상태에서의 유동성 주입은 주식시장을 버블 국면으로 이행케 했음
  - : 크레딧 스프레드 역사적으로 낮은 수준, 채무자가 유리한 금융 환경임을 의미. 주식시장 12MF PER과 크레딧 스프레드는 동행

### 레버리지가 낮은 상태에서의 금리 인하는 자산가격 상승에 즉각적인 효과를 부여



자료: LSEG, 신한투자증권

### 채무자 우위 상황 → 주식에 우호적



자료: LSEG, 신한투자증권

# 과잉 유동성이 만들 Sugar high PER



## 유가 때문에 갑자기 분위기가 싸해질 가능성도 낮음

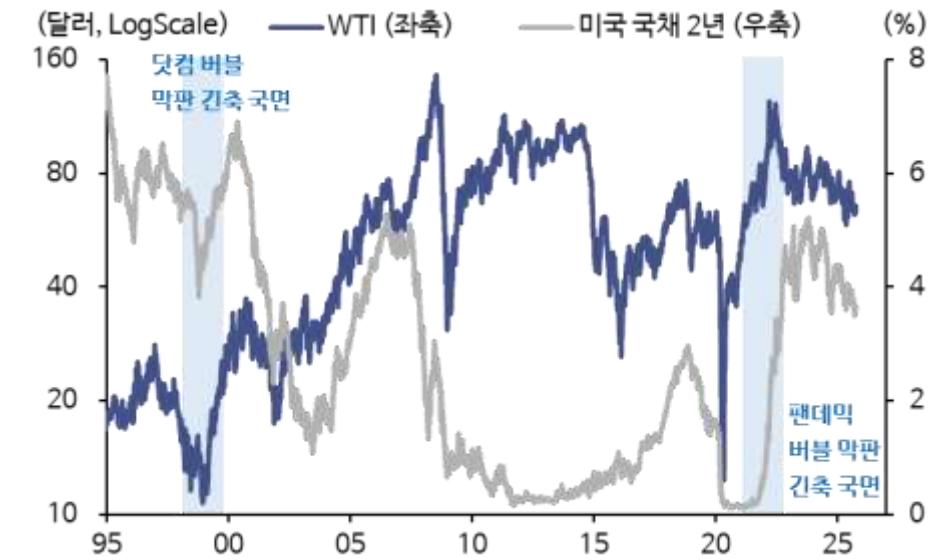
- 금리 인하 사이클에 가장 위협적인 존재라면 유가와 원자재 인플레이션 리스크를 꼽을 수 있음
  - 관세는 느린 속도로 물가에 반영되고 있지만, 유가와 원자재는 한번 급등하면 빠른 속도로 전체적인 물가 끌어올리는 경향
  - 1999년의 닷컴 버블, 2020년의 팬데믹 버블은 모두 유가 급등에 뒤이은 연준의 긴축 과정에서 버블의 막을 내렸음
- 수급 역학을 고려할 경우, 유가 상승이 당분간 금리 인하와 주식시장 강세장에 크게 위협적이진 않을 전망
  - AI로 인한 전력 수요는 원유/가스가 아닌 대체 에너지원이 각광받는 중. OPEC+의 증산 구도도 연말까지 이어질 전망

### 낮은 유가, 연준이 금리를 낮출 수 있었던 숨은 공신



자료: LSEG, 신한투자증권

### 과거 기술주 랠리, 원자재 급등 → 긴축 맞고 마무리



자료: LSEG, 신한투자증권

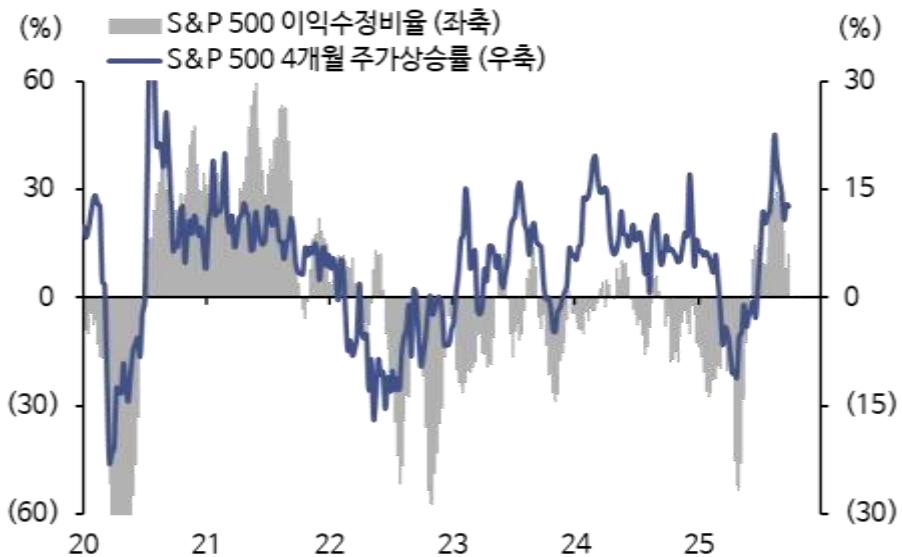
# 4Q, 분기 초 베톤 → 분기 말 실현



## 4Q에도 상승 추세 이어질 전망. 실적 시즌을 감안하면 분기 초 베톤 필요

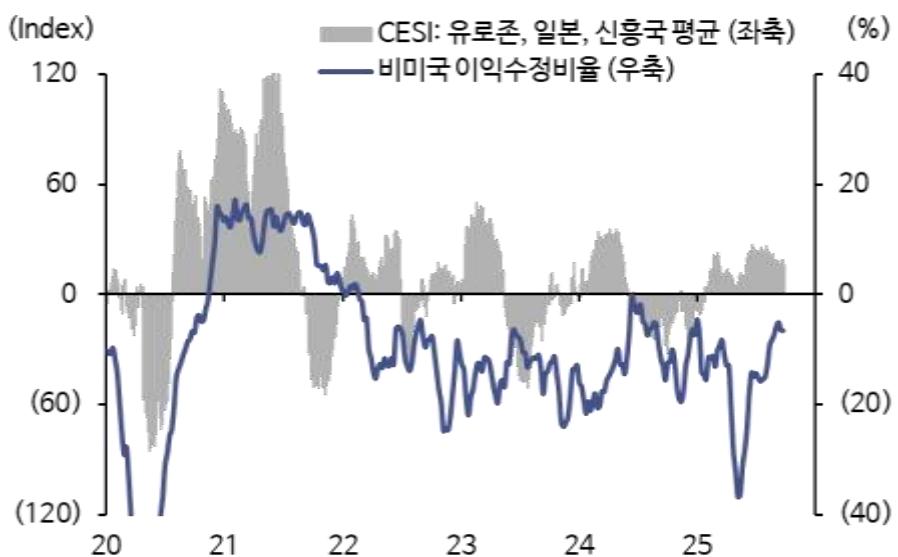
- 종합하면 4Q에도 글로벌 주식시장의 상승 추세는 이어질 전망
- 현재 장세의 핵심은 실적. 3Q 어닝 서프라이즈 가능성 고려하면 분기 말보다는 분기 초의 주가 흐름이 좀 더 우호적일 전망
  - 미국은 어닝 서프라이즈에 주가가 정직하게 반응하는 시장. 실적 컨센서스 상향 촉발될 가능성 높아 실적 시즌 직전 베톤 필요
  - 비미국은 나쁘지 않은 경기 흐름에도 실적 컨센서스가 일절 상향되지 못해. 서프라이즈 출현 시 베타가 클 가능성

### 미국, 3Q 서프라이즈 발생한다면 주가는 정직하게 반응할 것



자료: LSEG, 신한투자증권

### 비미국, 컨센서스 상향 일어나지 않아 서프라이즈 시 베타 클 가능성



자료: LSEG, 신한투자증권

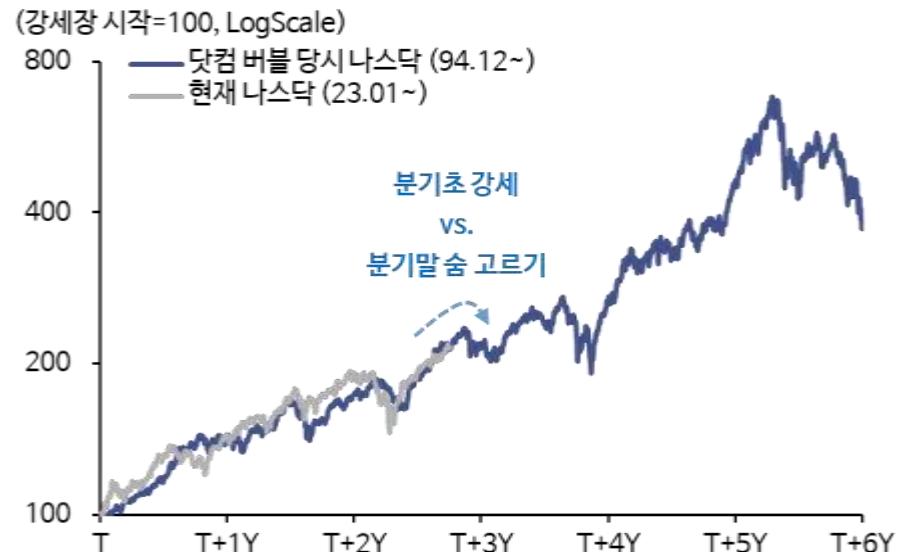
# 4Q, 분기 초 베팅 → 분기 말 실현



## 분기말로 갈수록 속도조절 고민: 1) 닷컴 버블의 궤적, 2) 과도한 금리 인하 기대

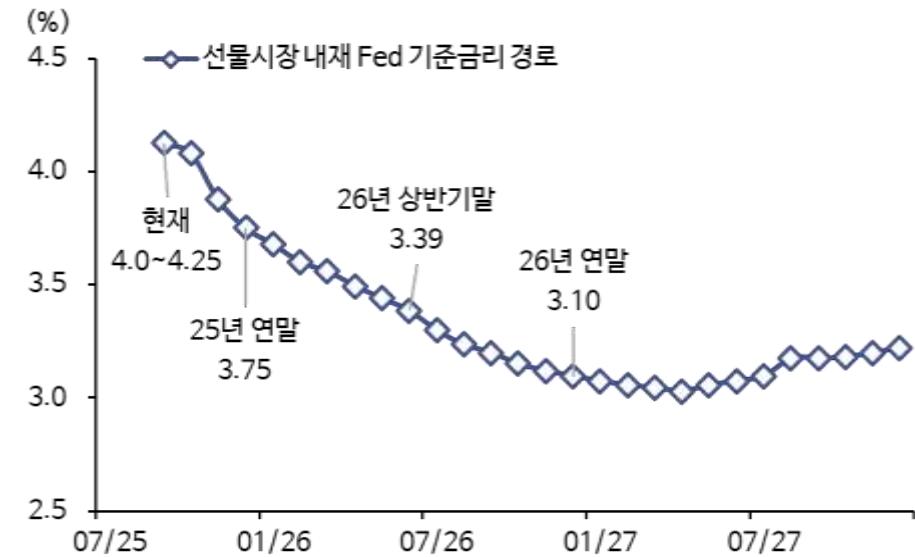
- 분기 말로 가면서 속도조절 가능성을 고민할 필요
  - 1) 이번 강세장은 닷컴 버블의 궤적과 거의 동일하게 전개되고 있는데, 이 궤적을 따라간다면 연말연초가 쉬어갈 타이밍
  - 2) 현재 시장은 점도표보다도 많은 내년까지 5회의 추가 인하를 프라이싱. 연말로 갈수록 인하 기대가 재조정될 가능성 있음
  - 3) 전통적으로 연말연초에는 유럽 주식시장같은 저평가된 자산들로 시장 수급이 이동하는 경향 존재
- 제반 여건이 워낙 탄탄하기에, 시장의 급락 전환이 아닌 숨 고르기 정도로 연말 장세를 예상

### 닷컴 버블의 궤적을 따라간다면, 연말은 범파할 수 있음



자료: LSEG, 신한투자증권

### 금리 인하 기대감, 연말로 가면서 재조정될 가능성 높음



자료: LSEG, 신한투자증권

# 국가 전략: 관세도, 달러도, PER도 아닌 AI



## 국가 전략: 관세와 달러, PER로 미국-비미국의 우위를 따지는 프레임은 이제 낡았다

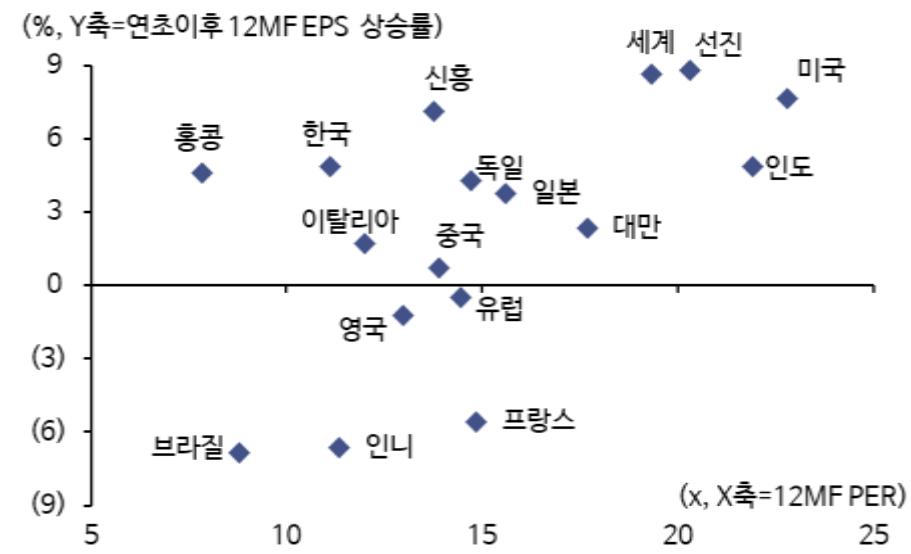
- 국가 전략으로는 2025년 내내 논의돼왔던 관세/달러/PER 프레임을 전면 거부하는 전략을 제시  
: 달러는 2025년 국가 전략 핵심 변수로 줄곧 지목받았지만 2Q부터 전혀 미국-비미국의 우위를 설명하고 있지 못함  
: 가격 매력(PER) 역시 국가 전략 핵심 변수로 인식됐지만, PER이 높은 국가들의 펀더멘탈이 명확한 우위에 있는 국면
- 국가별 펀더멘탈 차별화가 달려, PER에 의해 설명될 수 없다면 기껏해야 단기 순환적 요소로밖에 볼 수 없음

### 2025년 국가 구도, 달러에 의해 결정되는 것이 아니다



자료: LSEG, 신한투자증권

### 낮은 PER은 이익을 보증하지 않음: PER은 단독으로 단기 순환매 요소



자료: LSEG, 신한투자증권

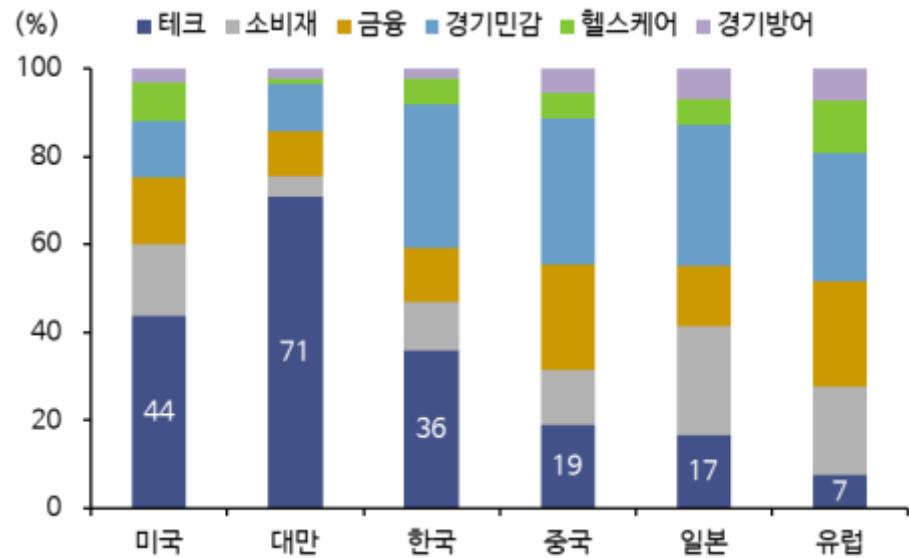
# 국가 전략: 관세도, 달러도, PER도 아닌 AI



## 국가 전략: AI가 결정하는 국가 전략의 우위. 미국 + 동아시아 전략 선호

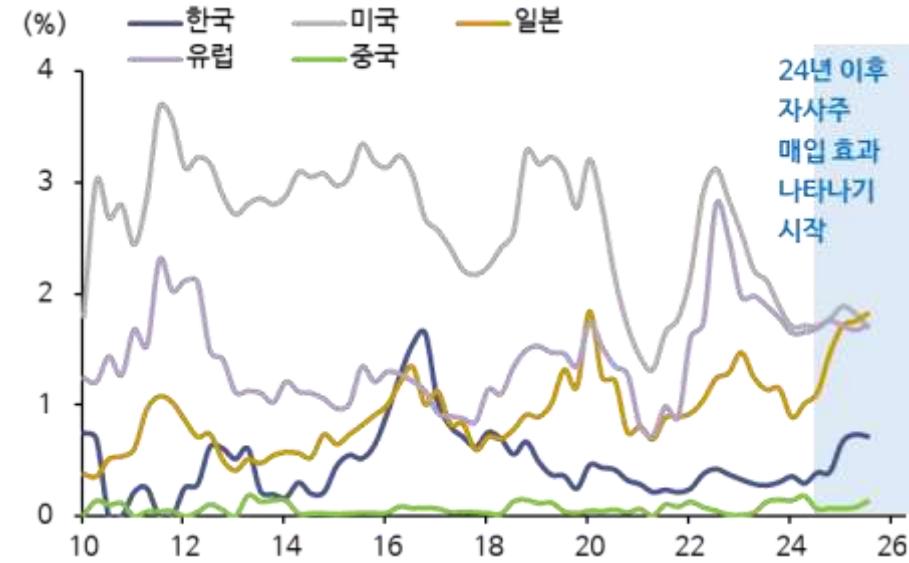
- 2Q 이후 주가 고공행진을 구가하는 국가들의 공통점은 AI 밸류체인에 적극적으로 편승하고 있다는 점
  - : 2025년을 통틀어 실적 개선세가 가장 부각되는 미국과 대만은 전세계에서 IT 비중이 가장 높은 국가
  - : 중국, 테크 비중은 낮지만 미국과 더불어 하이퍼스케일러를 보유한 유이한 국가. 최근 테크 중심 모멘텀 부각
  - : 혹은, 주주환원정책 제고 내러티브(한국과 일본)같은 별도의 구조적 내러티브가 있어야 현재 시장에서 소외되지 않음
- 4Q에도 이런 시장 컬러 이어질 전망. 미국 + 동아시아 중심의 국가 전략 제시

### 잘 나가는 국가들의 특징: AI 사이클에 편승하거나



자료: LSEG, 신한투자증권

### 별도의 구조적 내러티브가 필요: 동아시아 바이백 일드 상승



자료: LSEG, 신한투자증권

## II. 미국 주식시장 전략

### 과열 초기 국면



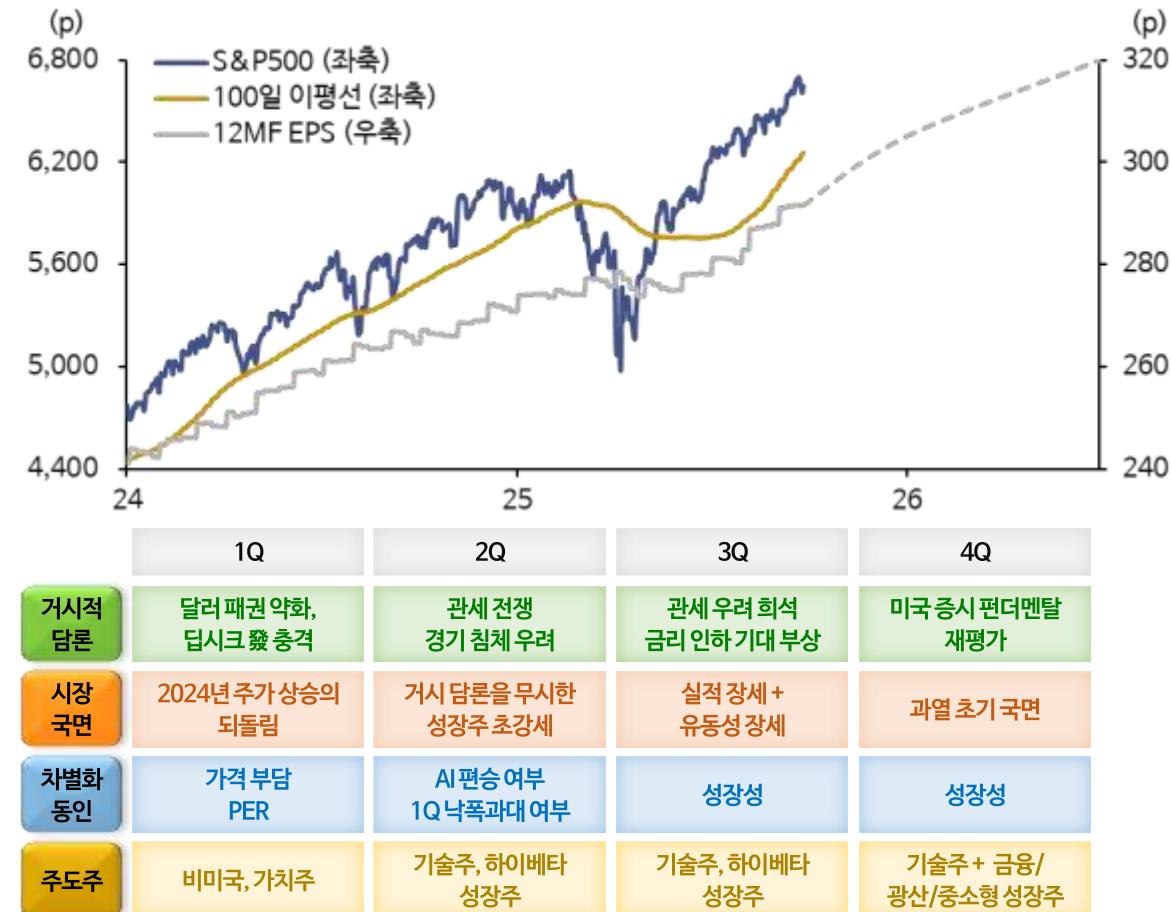
# Summary: 과열 초기 국면



## 4Q 미국 주식시장 전략: 과열 초기 국면

- 미국 증시, 가격 부담 높은 상황에서 관세/고용/달러 약세 등을 이유로 디레이팅 시도에 직면해왔지만 3Q 중 사상 최고치 경신
- 상승 추세의 가장 좋은 친구는 실적. 3Q 중 시장 상승의 주 요인이 연준 금리 인하로 대부분 설명되나 미국 증시를 견인한 진짜 동력은 강력해지는 AI 중심 기업이익 개선세
- 통상 실적이 좋을 때에는 유동성 확대를 기대할 수 있지만, AI와는 결을 달리하는 구경제의 부진으로 인해 유동성 확대도 이용할 수 있는 여건. 기술적 부담 누적에도 불구하고 4Q에도 강세 기조 이어갈 수 있을 전망
- 3Q 어닝 서프라이즈를 계기로 미국 주식시장을 떠난 수급 복귀도 기대해볼 수 있는 환경. 우상향 기조 지속될 전망. 분기 말보다 분기 초 상승폭이 강할 환경. AI 중심 주도주 베팅 유효

### 4Q, 상승 추세의 가장 좋은 친구인 실적 개선 가속화 + 유동성 여건 마저 긍정적



자료: LSEG, 신한투자증권

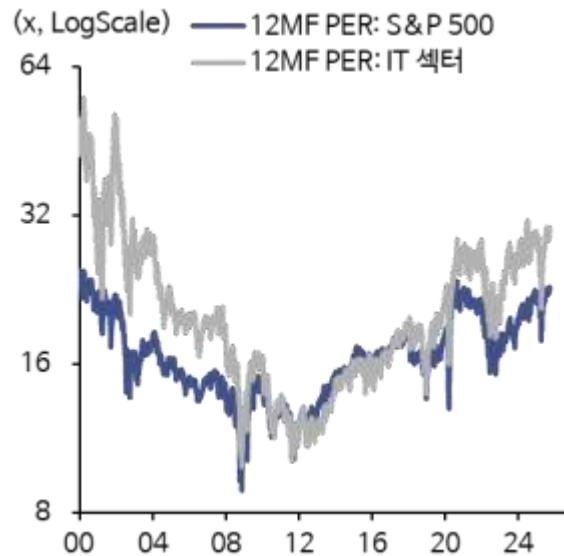
# Review: 끊임없이 디레이팅 시도에 노출



## Top-down에 입각해 전개됐었던 미국 주식시장 디레이팅 시도: ① 가격 부담

- 금년 유독 미국 주식시장에 대한 의구심이 끊이지 않고 있음 (연초 고평가 논란 → 1월말 딥시크 → 3월 관세 → 2Q 침체 → 3Q 버블)
- 투자자들이 미국 주식시장에 대한 부정적인 시선을 보내는 근본적인 이유는 가격 부담
  - S&P 500의 12MF PER은 23배에 육박하며 IT 섹터는 30배를 상회. 닷컴 버블 이후 쉽게 도달하지 못했던 영역
  - 최근 비미국이 반등했다지만, 비미국 대비 미국의 PER 프리미엄은 여전히 50%를 상회하며 이는 2010년 이후 상위 80% 영역
  - 주식-채권 간 성과도 극단화. 비단 비미국 증시 뿐만 아니라, 채권과 비교해도 가격 부담 강조 → 일각에서 채권 상대매력 해석

S&P 500 12MF PER, 23배 육박



자료: LSEG, 신한투자증권

비미국 대비 아직도 50% 프리미엄 적용



자료: LSEG, 신한투자증권

주식-채권 성과 극단화 → 채권 매력 해석



자료: LSEG, 신한투자증권

# Review: 끊임없이 디레이팅 시도에 노출



## Top-down에 입각해 전개됐었던 미국 주식시장 디레이팅 시도: ② 관세, 고용 등의 경기 우려

- 다른 권역은 제쳐두고, 유독 미국 경제에 대한 우려가 금융시장에서 더 강하게 강조되고 있음
  - 지난 3년간 선행지수 하강이 길어지면서 한 번도 좋은 적이 없었던 경기 인식 → 후행지표인 고용의 하강은 침체 전망 야기
  - 기업-가계를 가리지 않고 서베이 지표 상 경제주체들이 느끼는 물가 상승 전망 강화 → 스태그플레이션 내러티브로 귀결
  - 다른 권역들의 경제도 부진하나, 유독 미국의 경제 부진 가능성만이 시장에서 회자되는 분위기
- 경제가 기업이익과 주가를 결정한다는 관점으로 바라본다면, 현재 기업이익 전망은 부풀려졌다고 판단할 수 있음

### 서베이 지표에서는 좀처럼 사그라들지 않는 물가에 대한 우려들



자료: LSEG, 신한투자증권



3년간 경고 울린 선행지수  
→ 고용 부진 침체 우려 야기



자료: LSEG, 신한투자증권

# Review: 끊임없이 디레이팅 시도에 노출



## Top-down에 입각해 전개됐었던 미국 주식시장 디레이팅 시도: ③ 달러 약세, non-US 우위 전망

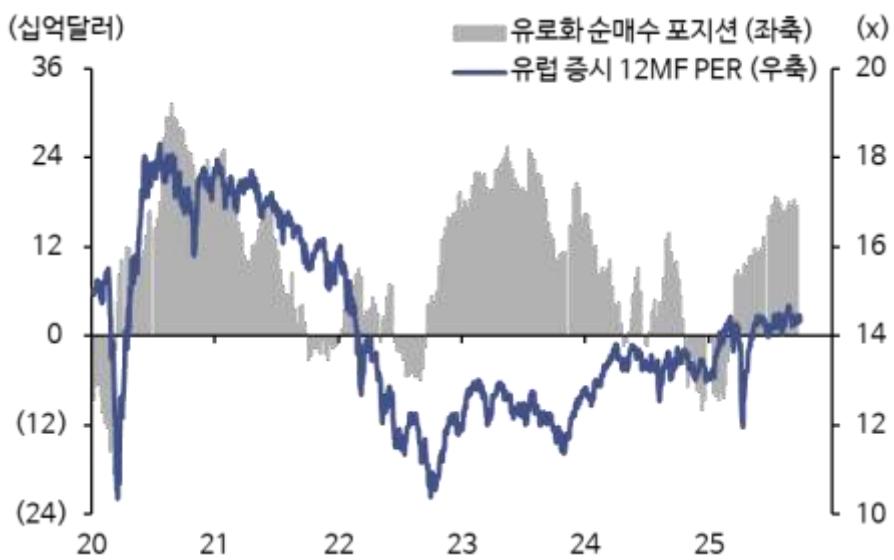
- 트럼프 행정부의 달러 약세 선호가 부각됨에 따라, 관세 전쟁이 벌어진 3월 이후 달러 약세 전망이 공고해졌음
  - 경기/이익/주가/금리 등 다수의 지표들은 달러 강세를 시사하고 있지만 투자자들은 달러 약세 베팅을 지속하고 있음
  - 달러 약세 베팅 주 매개체는 펀더멘탈이 부진한 유럽 → 결국 비미국 자산이 저렴하다는 인식과 결합한 전망/수급으로 이해 가능
- 9월 FOMC를 통해 연준은 금리 인하 사이클을 재개했는데, 이는 시장의 달러 약세 베팅을 또다시 자극
  - 현재 연준의 인하와 달러 약세는 미국 주식시장보다 비미국 주식시장의 매력을 높이는 논리로 통용되고 있음

### 2025년 내내 누적되어 있는 달러 솟 포지션



자료: LSEG, 신한투자증권

### 특히 미국보다 유럽을 격상하려는 시도



자료: LSEG, 신한투자증권

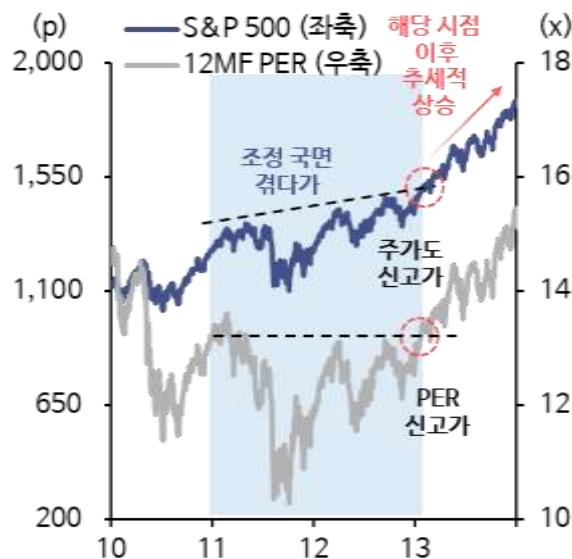
# 우려를 딛고 Show and prove



그러나, 미국 주식시장에서 PER의 신고가 경신은 오히려 추가 상승의 신호였고

- 시장 일각에서 높은 밸류에이션에 위치한 미국 주식시장이 언젠가 붕괴할거란 우려가 지속적으로 제기되는 중
- 언젠가 높은 밸류에이션은 낮아질 것. 그러나 중단기 관점에서 PER의 신고가 경신은 추가 상승의 신호였음
  - 미국 주식시장에서 주가는 대부분 EPS를 정확히 예상함. 주가의 선제적 상승과 PER 돌파는 향후 EPS의 상승을 예상하는 신호
  - 따라서 PER이 박스권에서 횡보하다가 신고가로 진입할 경우, 이는 오히려 비중 확대의 신호였음 (2013년, 2016년, 2019년)

'13년 강세장 진입 전후 주가/PER 반응



'16년 강세장 진입 전후 주가/PER 반응



'19년 강세장 진입 전후 주가/PER 반응



자료: LSEG, 신한투자증권

자료: LSEG, 신한투자증권

자료: LSEG, 신한투자증권

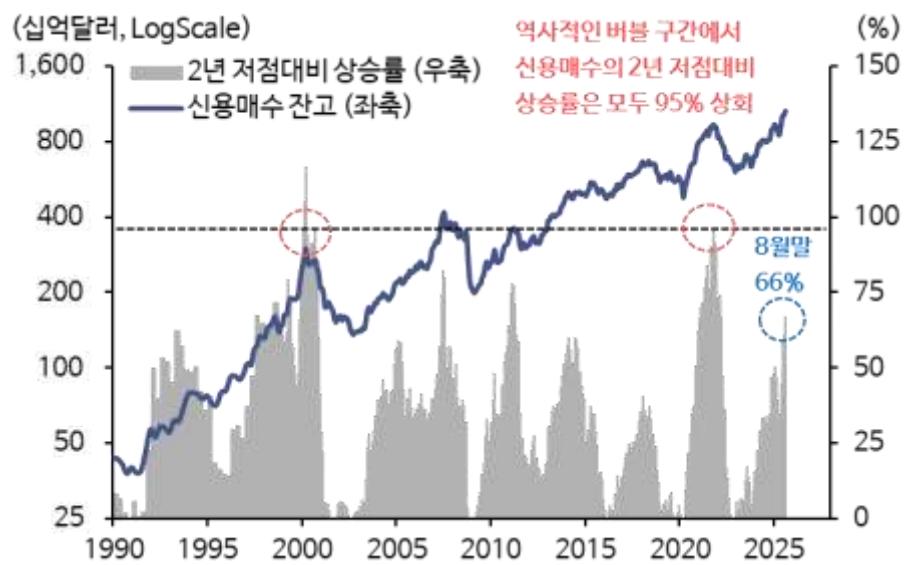
# 우려를 딛고 Show and prove



## 버블 붕괴 직전 나타나는 전형적인 징후들은 현재 보여지지 않음

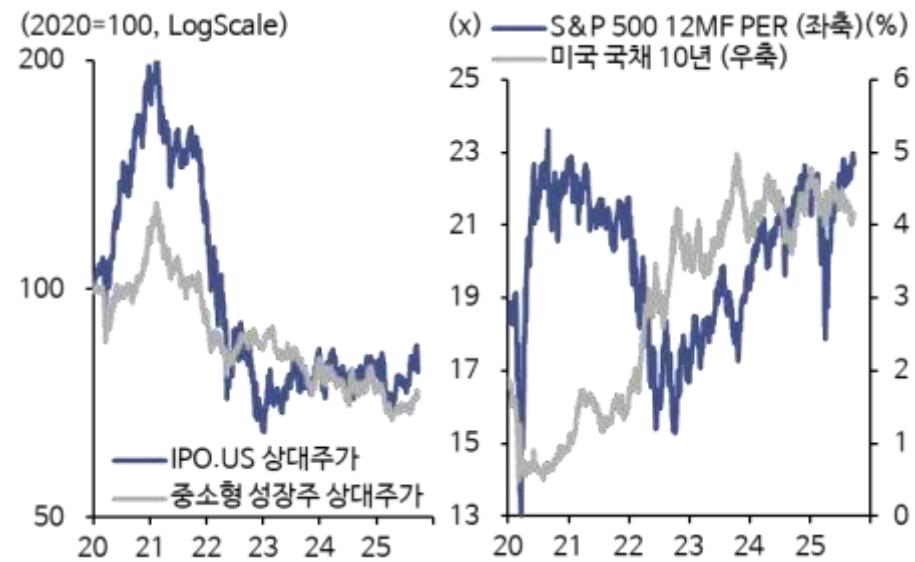
- 시장의 붕괴는 PER이 높기 때문이라는 이유만으로 전개되지 않음. 질적인 조건들을 갖춰야 함
- 현재 주식시장은 버블 붕괴 직전에 보여주는 전형적인 징후들을 보여주고 있지 않음
  - 1) 개인투기: 신용매수는 과거 2년 저점대비 100% 가까이 상승 시 붕괴 임박했다는 신호. 8월말 기준 66%로 이에 미치지 못함
  - 2) 중소형주 봄: 통상 버블 국면에서 중소형주는 1년 가까이 시장을 크게 아웃퍼폼하나, 현재 중소형주 상대강세는 제한적임
  - 3) 연준의 후행적 긴축: 주가가 버블인데 금리를 내리는 연준은 없음. 현재 연준은 금리를 내리고 있으며, 버블 아니라는 신호

### ① 신용매수 상승률, 과열 허들은 아직 많이 남아있음



자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권

### ② IPO/중소형주 봄 없고, ③ 연준의 후행적 긴축도 보여지지 않음



자료: LSEG, 신한투자증권

# 우려를 딛고 Show and prove



## 미국만큼 강한 실적 모멘텀을 보여주는 국가는 없었으며

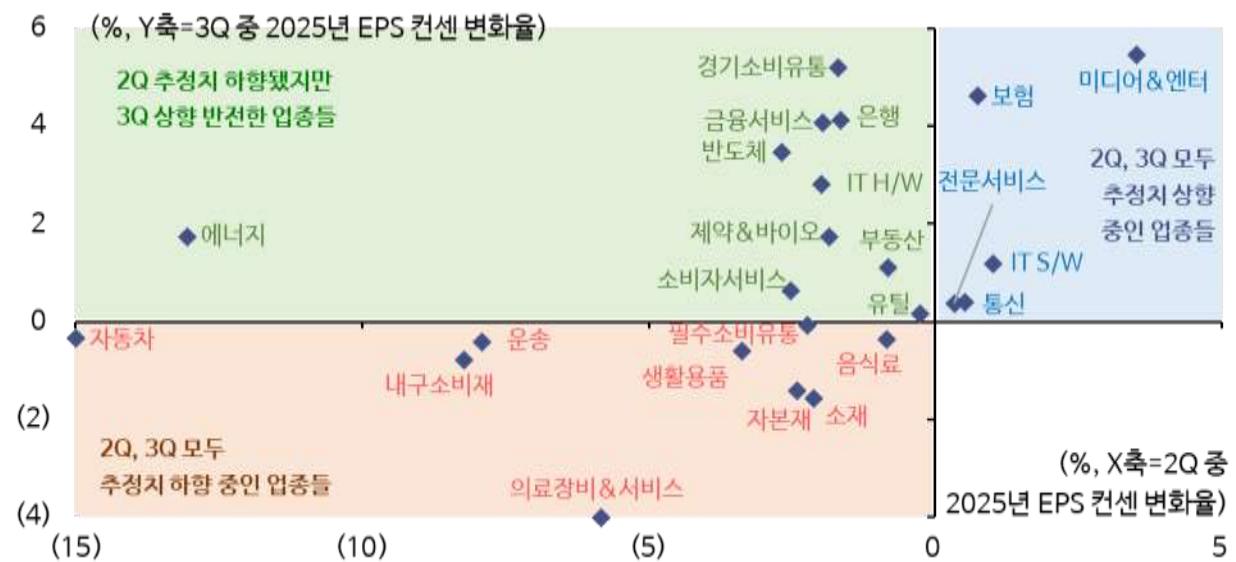
- 추세를 결정하는 변수는 PER이 아닌 실적 모멘텀. 현재 미국만큼 강한 실적 모멘텀을 보여주는 국가는 없음
  - : S&P 500의 이익수정비율은 3Q 중 30%에 도달했는데, 이는 전 국가를 통틀어 가장 높은 수치
  - : 2Q 말만 하더라도 2025년의 실적 전망이 개선되는 업종은 20%에 불과했지만, 3Q 말에는 70%에 육박
  - : 미국 경제가 좋은 게 아님에도 불구하고 민감주 실적 전망 개선 → 컨센서스가 잘못 설정됐다는 결론으로 도달
- EPS가 과소추정됐을 가능성이 있다면, PER이 과대평가됐을 가능성을 고려해야 함. 현재 비싼 가격은 그리 중요하지 않은 국면

### 3Q 실적 시즌까지 컨센 상향 온기 이어질 것



자료: LSEG, 신한투자증권

### 소수만의 기업이익 개선에서, 모두의 기업이익 개선으로



자료: LSEG, 신한투자증권

# 우려를 딛고 Show and prove



## 미국 주식시장의 펀더멘탈은 전통적인 경기 모멘텀에서 크게 멀어지기 시작

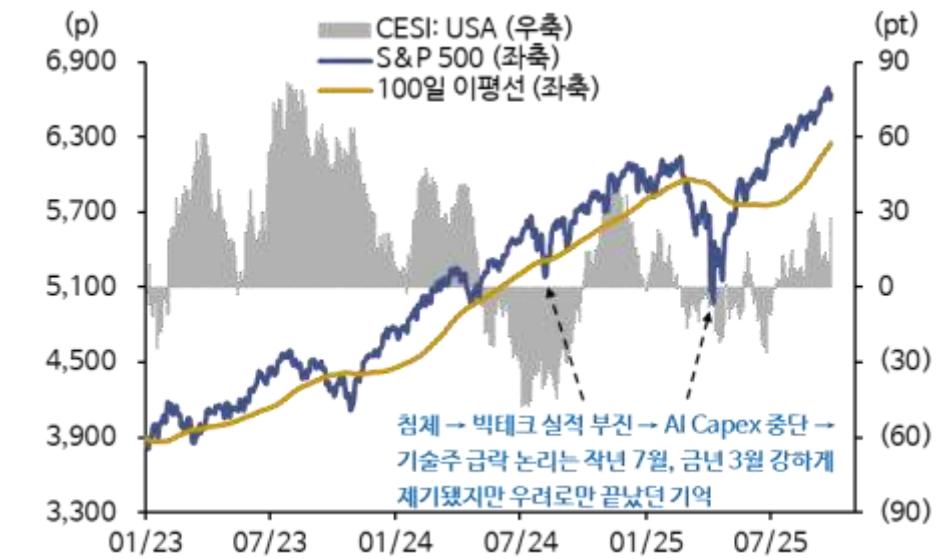
- 경기적 이슈(관세/물가/소비/고용)는 기업이익을 전망하는 데 있어서 점점 중요하지 않게 변하고 있음  
: 전통적 이익 결정변수인 ISM 제조업지수와 나스닥 12MF EPS의 궤적은 완벽하게 탈동조화
- 침체 우려 發 매도 시그널은 AI와 기술주 입장에서 양치기 소년화. 설령 침체 우려가 맞을 수 있지만 시장은 점차 이를 무시  
: 2024년 8월, 2025년 4월 침체 우려가 제기됐을 당시 기술주가 민감주보다 더 급락했지만 이후 업황은 AI 위주로만 고공행진

### 기업이익 궤적, AI 출현 후 전통적 경기 사이클과 완벽하게 탈동조화



자료: LSEG, 신한투자증권

### 두 번 잘못 울린 침체 우려發 매도 시그널, 양치기 소년화



자료: LSEG, 신한투자증권

# 우려를 딛고 Show and prove



## 연준 금리 인하로 인한 달러 약세 압력만큼 강력한 AI 發 미국 투자자산 선호

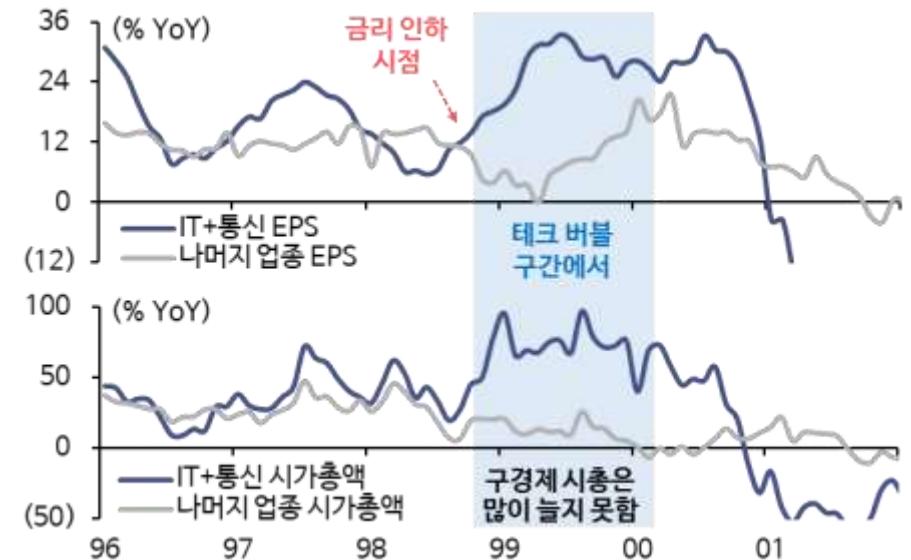
- 달러 약세는 미국 주식시장 디레이팅 vs. 비미국 리레이팅 이유로 거론되나 반은 맞고 반은 틀리다는 생각
  - 역사적으로 S&P 500의 PER과 달러가 동반 강세를 보였던 시기는 1990년대 후반, 2010년대 후반, 그리고 현재
  - 해당 시기는 공통적으로 기술주가 주도권을 잡았던 시기. 기술주 강세는 미국 주식시장 투자 수요의 강화를 의미
- 뿐만 아니라, 경험적으로 유동성 확대는 약한 자산이 아니라 강한 자산으로 주로 흘러 들어가는 경향 존재 → 미국에 긍정적
  - 1998년 10월의 보험성 인하 당시, 주가는 펀더멘탈이 약한 소외주가 아니라 강한 TMT에 집중적으로 유입

### 달러를 중장기적으로 제일 잘 설명하는 것은 테크 사이클



자료: LSEG, 신한투자증권

### 유동성은 소외주가 아니라 주도주(미국/AI)에 긍정적으로 작용



자료: LSEG, 신한투자증권

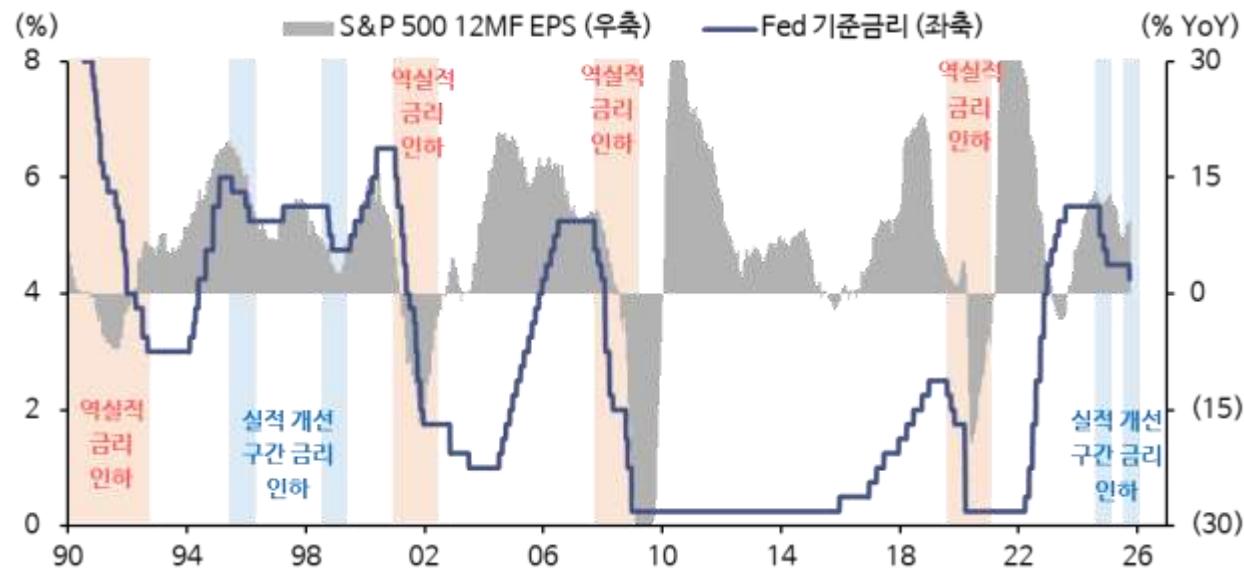
# 우려를 딛고 Show and prove



## 실적이 부러지지 않은 상태에서의 금리 인하는 미국 주식시장에 불리할 게 없는 요소

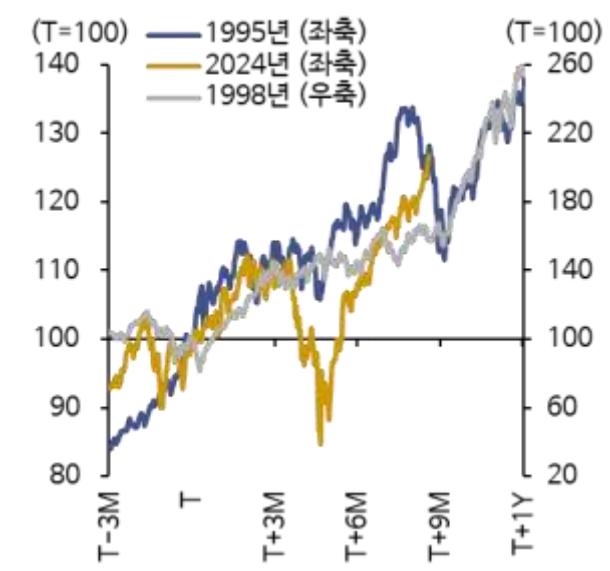
- 9월 FOMC에서 연준은 금리를 인하했는데, 주가와 기업이익이 공히 사상 최고치에 위치한 상태에서 인하 단행
  - : 1990년 이후 실적이 감소하지 않은 상태에서 금리 인하를 단행했던 사례는 총 세 번 (1995년, 1998년, 2024년)
  - : 해당 사례에서 금리 인하 직후 주가는 향후 1년 시계에서 모두 상승을 경험. 인하 직후~3개월 구간에서 상승 탄력 지속
- 실적이 부러지지 않은 상태에서 금리 인하는 다른 자산보다도 미국 주식시장에 긍정적인 요소 → 상대매력 오히려 강화

### 실적 감소 없이 금리를 인하했던 사례: 1995년과 1998년, 2024년



자료: LSEG, 신한투자증권

### 세 번의 경험 모두 주가는 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

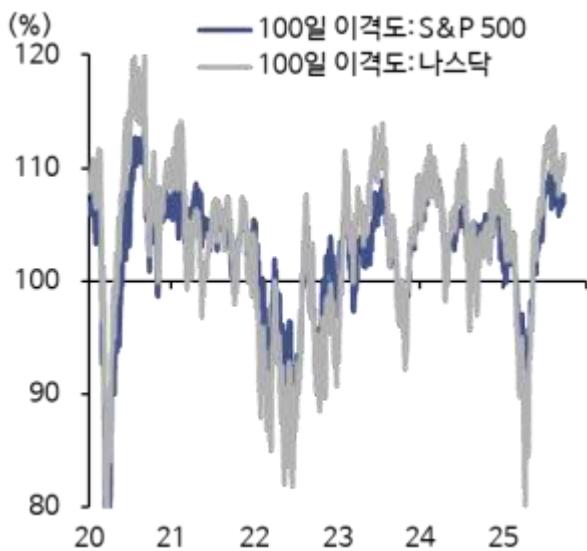
# 기술적 부담에도 불구하고, 4Q 강세를 전망하는 이유



## 4Q 진입을 앞둔 시점에서 기술적 부담감 무시할 수 없는 수준이지만

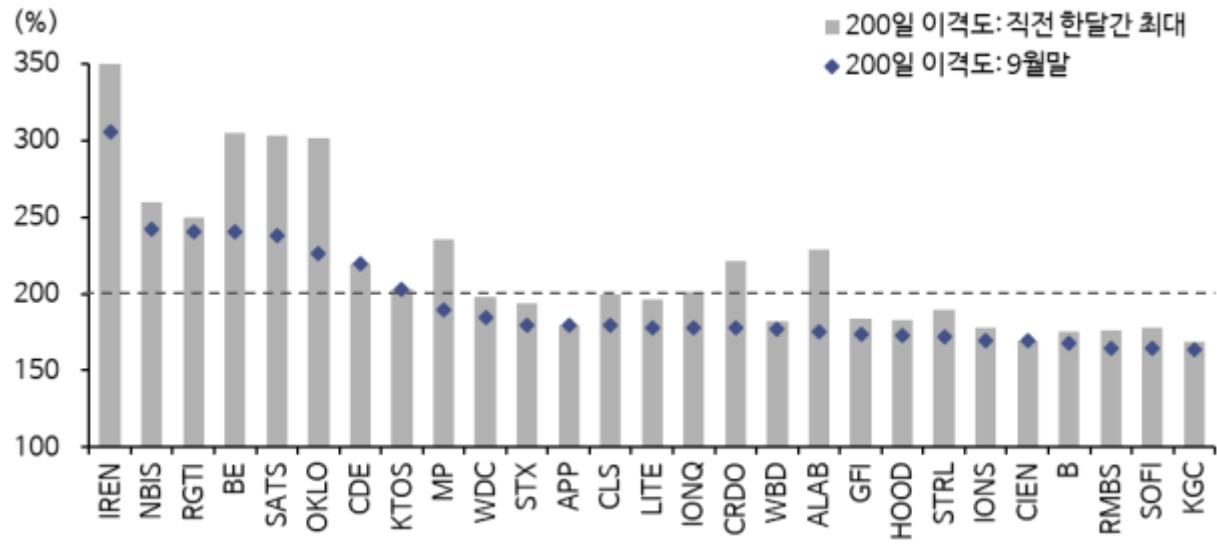
- 4Q 진입을 앞둔 시점에서, 펀더멘탈과 유동성 여건은 모두 갖춰졌지만 기술적 부담감은 무시할 수 없는 수준
  - : S&P 500과 나스닥의 100일 이격도는 과열을 다소 식히긴 했지만 충분히 식혔다고 보기 어려움
  - : 시가총액 100억달러 이상 종목들 중, 200일 이격도가 200%를 상회하는 종목들이 또다시 다수 발생
- 최근 강했던 테마(네오클라우드, 원전, 수소, 양자)들 중심으로 갑자기 차익실현이 발생해도 이상하지 않은 기술적 상황은 맞음

### 지수 이격 과열 해결되지 못했음



자료: LSEG, 신한투자증권

### 시가총액 10B 이상 종목에서 이격도가 가장 큰 종목들: 200% 이상 종목 또다시 다수 발생



자료: LSEG, 신한투자증권

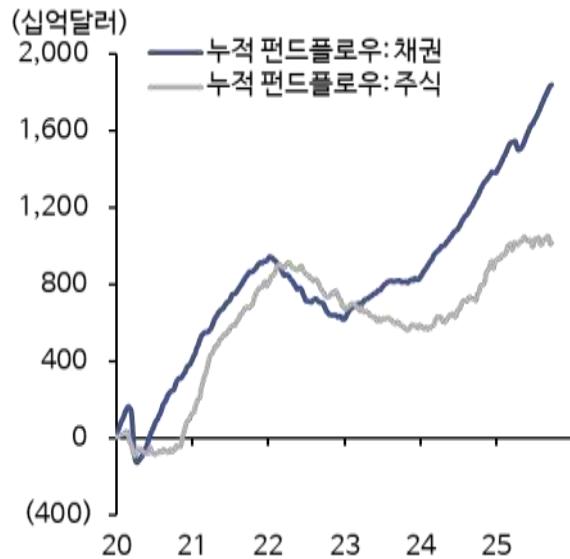
# 기술적 부담에도 불구하고, 4Q 강세를 전망하는 이유



## 아직 미국 주식시장을 사야하는 수급이 남아있고

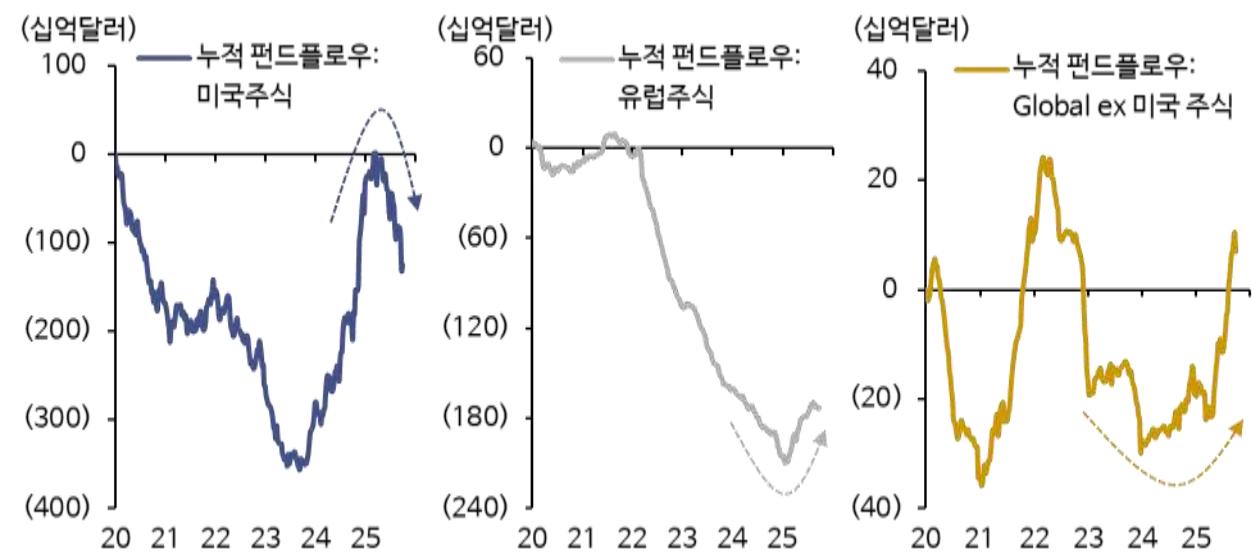
- 아직 수급 주체들이 적극적으로 미국 주식시장을 매수하지 않았다는 정황에 주목
  - 펀드플로우로 표출되는 수급은 2023년부터 지속적으로 채권 선호 뚜렷 vs. 2025년 들어 주식 자금 유입은 중단
  - 주식으로 들어온 수급은 2025년 내내 비미국으로 이동하는 경향이 뚜렷. 미국에서는 지속적으로 수급 이탈
- 더 이상 사줄 사람이 없다면 기술적 부담은 중요 리스크로 다가올 수 있지만, 사야 하는 주체가 있다면 기술적 부담은 완화 가능

### 지금까지 자금 집행은 채권 위주로 이뤄졌고



자료: LSEG, 신한투자증권

### 더군다나 미국을 채우지 못한 수급이 아직 많이 남아있음



자료: LSEG, 신한투자증권

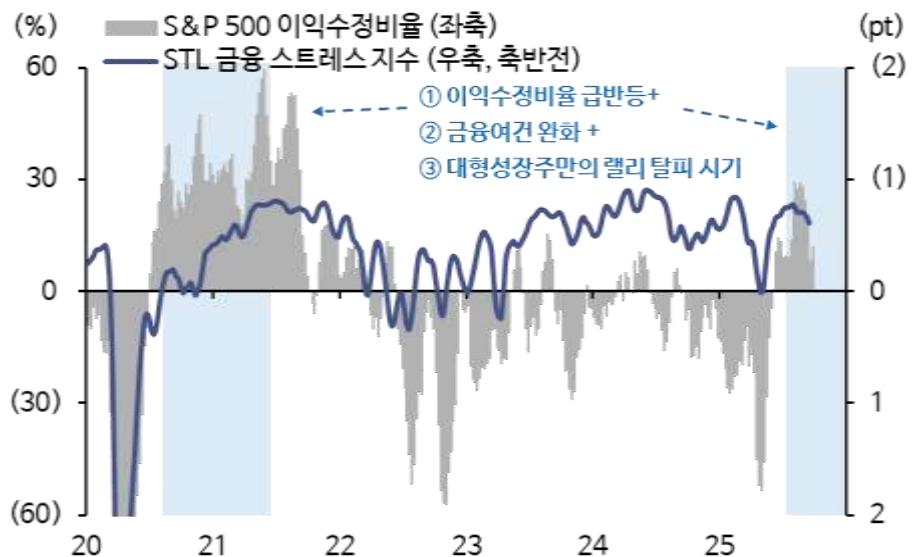
# 기술적 부담에도 불구하고, 4Q 강세를 전망하는 이유



## 금융 여건 완화와 주도주 중심의 실적 개선이 맞물린 상황 → 모멘텀 > 평균회귀

- 채권과 비미국 주식 선호는 평균회귀전략 차원의 접근이나, 현재 금융시장은 모멘텀이 강하게 작동하는 여건
- 금융 여건 완화와 주도주 중심의 실적 개선이 동시에 맞물렸기 때문. 이런 환경에서 시장의 상승 추세는 견고
  - 이익수정비율 30% 도달 + 금융여건 완화가 맞물렸던 가장 마지막 시기는 2020년 하반기 ~ 2021년 상반기
  - 당시 S&P 500은 가격과 기술적 부담 있었음에도 불구하고 상승 추세를 공고히 이어갔던 경험 → 모멘텀 우위의 환경 의미
  - 미국 주식과 비미국 주식/채권의 펀더멘탈 격차가 더욱 벌어진다면 미국 주식을 떠난 자금은 결국 복귀해야 하는 상황

### 금융 여건 완화와 주도주 중심 실적 개선이 맞물린 국면



자료: LSEG, 신한투자증권

### 2020년 하반기 ~ 2021년 상반기, 비쌌어도 시장 상승세는 공고



자료: LSEG, 신한투자증권

# 기술적 부담에도 불구하고, 4Q 강세를 전망하는 이유



버블 선행 조건들이 충족됐기 때문에, upside를 계산하는데 있어 PER에 구애될 필요는 없을 듯

- 단점 버블 이후 최고 수준으로 높아진 PER은 미국 주식시장의 upside를 계산하는데 있어서 장벽으로 보이지만
- 현재 미국 주식시장은 과거 경험했었던 버블의 선행 조건들을 충족하고 있기에, PER에 upside를 구애받을 필요는 없다는 생각
  - AI(기술혁신)가 시장 참여자들 사이에 구조적인 낙관을 가져왔고, 모든 시장 참여자들이 AI가 주도주라는데 동의
  - 경제와 기업이익의 궤적이 다른 K자형 경제 구도의 구현. 실적 장세와 유동성 장세를 동시에 이용하기 위한 조건
  - 행정부의 외압에 의해 사상 최고치 부근에서 금리 인하 사이클을 개시 → 마지막 금리 인하 이후 시장은 급등하는 경향

## ① AI가 구조적인 낙관론을 가져왔고



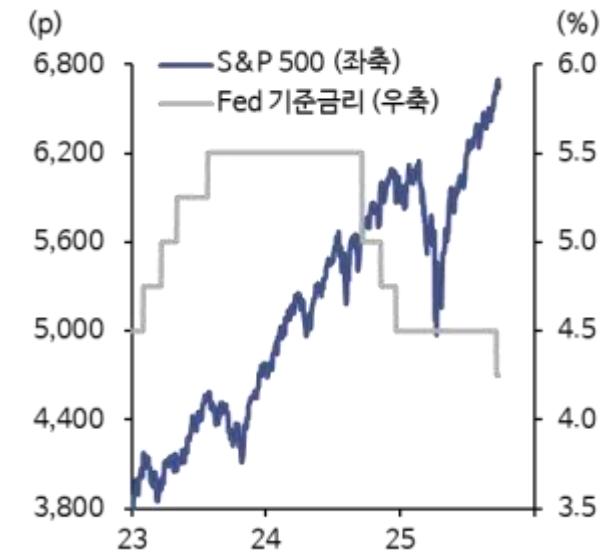
자료: LSEG, 신한투자증권

## ② 경기-기업이익의 궤적이 다르고



자료: LSEG, 신한투자증권

## ③ 사상 최고치 부근에서 금리 인하 개시



자료: LSEG, 신한투자증권

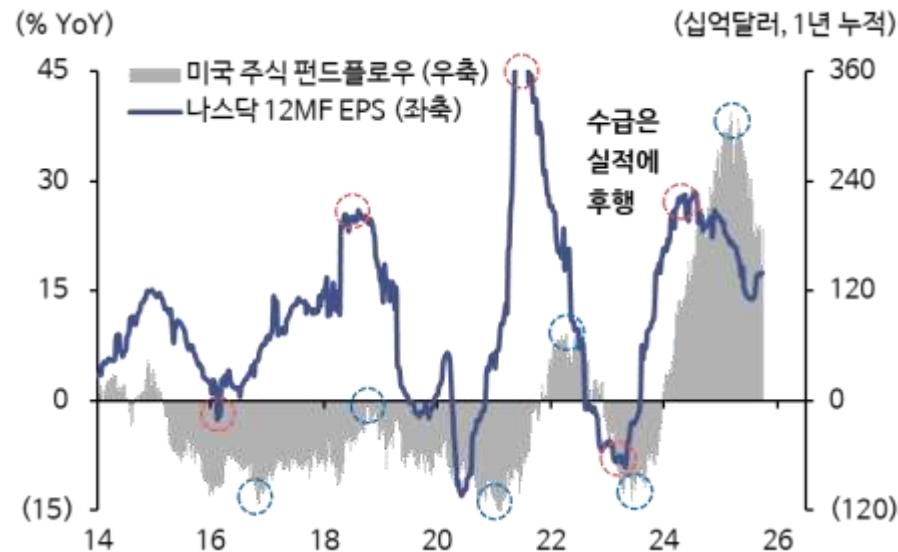
# 기술적 부담에도 불구하고, 4Q 강세를 전망하는 이유



## 분기 초 실적 시즌은 투자자들을 증시로 귀환시킬 것 vs. 분기 말 휴지기 가능성 있음

- 4Q만 놓고보면 분기 초의 상승 모멘텀이 더욱 강할 가능성이 높다는 판단
  - : 실적 시즌의 수급 모멘텀이 강할 것으로 예상되기 때문. 미국 주식 펀드플로우는 기업이익을 확인하고 유입되는 경향
  - : 2023년 이후, 미국 주식시장의 주도주는 탄력적 상승을 시작하면 3개월은 시세분출을 진행한 후 휴지기로 이행하는 경향
- 실적 시즌은 10~11월 중순에 위치하는데다, 주도주는 9월부터 이륙하기 시작
  - 11월까지 상승 모멘텀 유지 가능 vs. 분기 말에는 숨 고르기 전개될 가능성 있음

## 수급은 실적에 후행: 3Q 서프라이즈는 수급 귀환 동력 될 수 있음



자료: LSEG, 신한투자증권

## 2023년 이후, 주도주는 탄력적 상승 시작하면 3개월 상승 후 휴지기



자료: LSEG, 신한투자증권

주: MDD 8% 이상의 조정이 발생하지 않고 상승했던 구간

# 4Q 미국 주식시장 전략: 지수 전략



## 4Q S&P 500 밴드: 6,300~7,000p에서 등락 전망

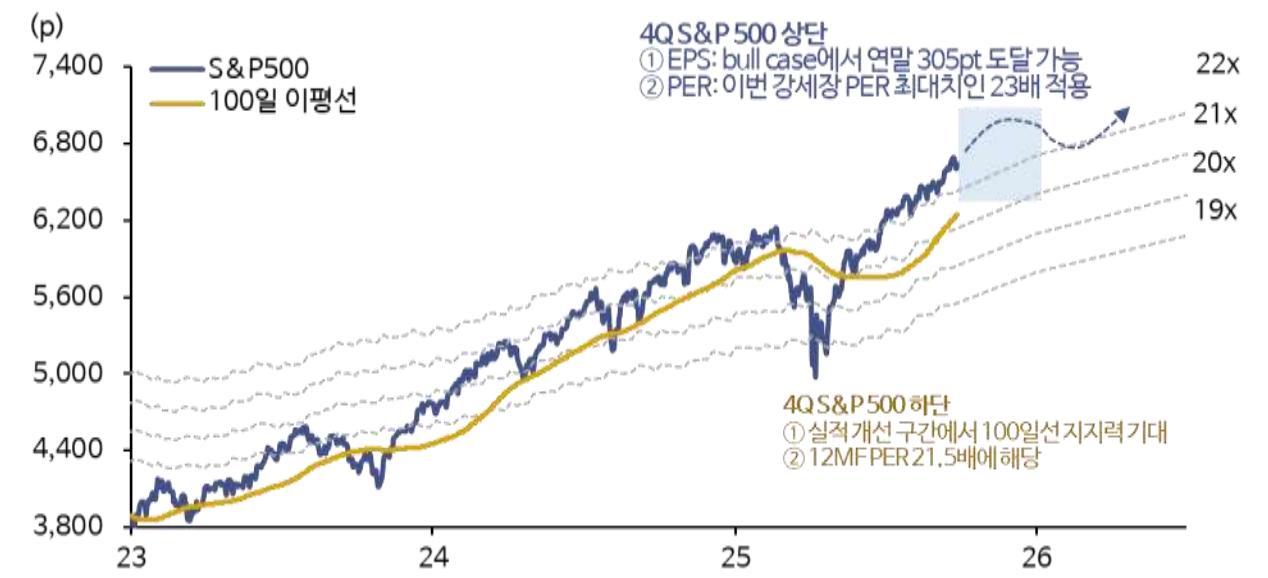
- 4Q S&P 500의 target 밴드는 6,300~7,000p으로 제시
  - : 상단(7,000p)은 Bull case에서 도달 가능한 EPS 305p에 이번 강세장에서의 12MF PER 상단 수치인 23배를 적용한 수치
  - : 하단(6,300p)은 실적 개선 구간에서 100일선의 지지력을 감안해 6,300p로 제시. PER 21.5배에 해당하는 수치
- 현재가 추세적인 상승 구간임을 염두에 두고 밴드 활용하는 전략을 권고
  - : 하단 도달 시 비중확대 기회로 인식 vs. 상단 도달 시 매도 접근보다는 매수 속도 숨 고르기 신호로 인식

### PER \* EPS 테이블

		연말 12MF EPS					
		291 (현재)	294	297	300 (연말)	303	306 (Bull)
P E R	20.0	5,820	5,880	5,940	6,000	6,060	6,120
	20.5	5,966	6,027	6,089	6,150	6,212	6,273
	21.0	6,111	6,174	6,237	6,300	6,363	6,426
	21.5	6,257	6,321	6,386	6,450	6,515	6,579
	22.0	6,402	6,468	6,534	6,600	6,666	6,732
	22.5	6,548	6,615	6,683	6,750	6,818	6,885
	23.0	6,693	6,762	6,831	6,900	6,969	7,038
	23.5	6,839	6,909	6,980	7,050	7,121	7,191
	24.0	6,984	7,056	7,128	7,200	7,272	7,344

자료: LSEG, 신한투자증권

### 4Q S&P500 PER 밴드: 6,300~7,000p 레인지에서의 등락 전망



# 4Q 미국 주식시장 전략: 업종/스타일 전략



## 미국 주식시장, 강세 국면이라면 이미 많이 오른 주식이 불편하지만 유리

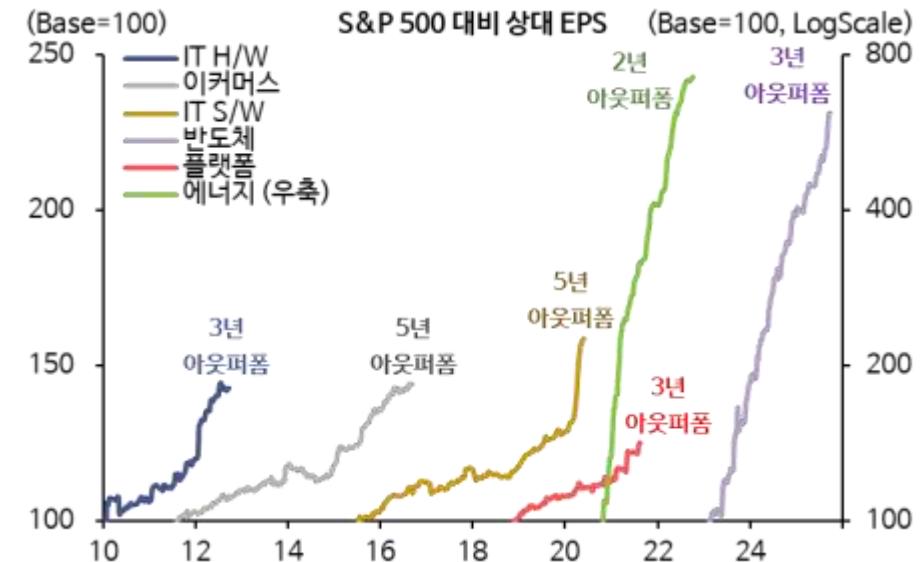
- 상승 추세 연장을 염두에 둔다면 평균회귀전략보다는 추세추종/모멘텀에 기반한 업종 선택 전략이 필요
  - : 역사적으로 강세장이라면 주도주 아웃퍼폼이 일관적으로 확인되는 경향이 있는데, 현재는 강세장에 위치해있음
  - : 미국 증시에서 추세추종 전략이 잘 통하는 이유는 미국 주식시장의 이익 모멘텀 연속성이 굉장히 높기 때문
  - : 시장 전체의 이익 모멘텀 뿐만 아니라, 주도 섹터의 이익 우위도 한번 형성되면 몇 년은 이어지는 경향 존재
- 많이 오른 산업/주식이 얼핏 투자하기에 불편하나, 1) 강세장과 2) 실적 우위라는 조건이 갖춰졌다면 유리한 시황

## 미국 주식시장, 강세장에서는 주도주 아웃퍼폼이 일관적인데



자료: LSEG, 신한투자증권

## 한번 주도 섹터로 등극하면 장기 집권하는 경향이 있기 때문



자료: LSEG, 신한투자증권

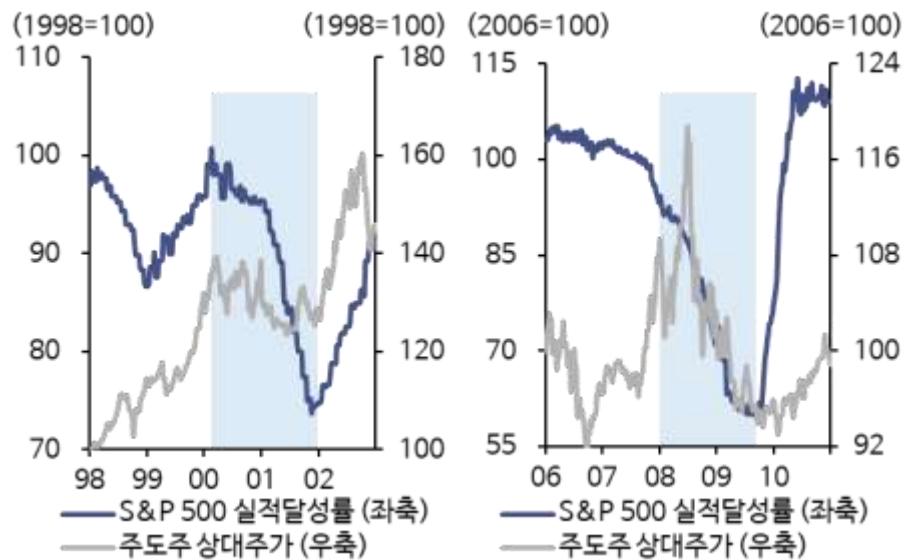
# 4Q 미국 주식시장 전략: 업종/스타일 전략



## 평균회귀가 미시적으로 작동할 수 있지만, 대세적으로 발생할만한 여건 아님

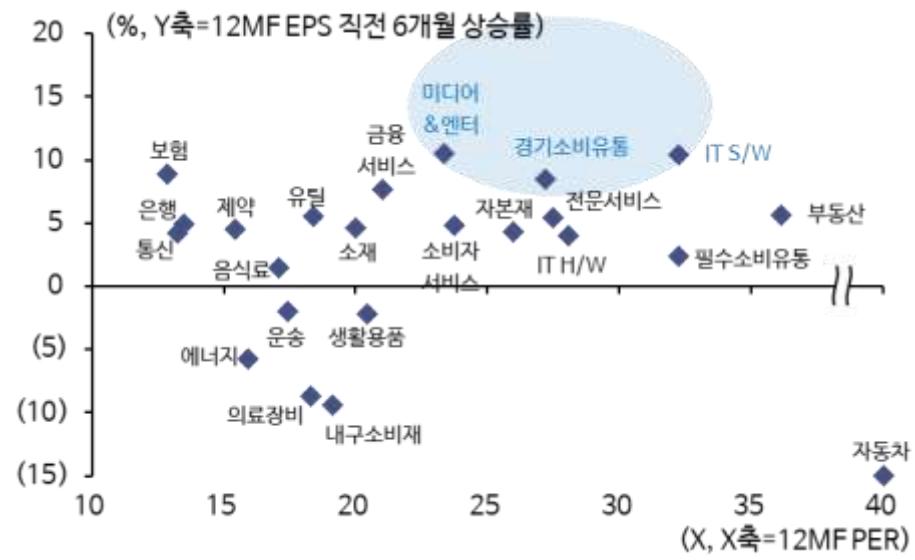
- 평균회귀전략이 아예 작동하지 않는 것은 아니나, 현재는 그런 조건에 해당한다고 볼 수 없음
  - : 주식시장의 실적 모멘텀이 붕괴할 경우(2001년, 2007년) 평균회귀 발생 → 현재 미국은 실적 모멘텀이 강화되는 국면
  - : 구경제/PER이 낮은 업종이 주도주로 자리잡을 경우 평균회귀 발생 → 현재 실적 모멘텀은 신경제/고PER 업종 위주로 발생
- 실적 우위를 갖춘 범 AI 밸류체인(빅테크, 반도체, 소프트웨어 등)의 주가가 많이 올랐어도 주도력 지속을 예상하게 함

### 주도주 중심 실적 모멘텀이 붕괴할 때 평균회귀가 발생하는데



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 실적달성을 = 12MT EPS / 1년전 12MF EPS

### 현재 실적 모멘텀은 PER이 높은 업종 위주로 발생 중



자료: LSEG, 신한투자증권

# 4Q 미국 주식시장 전략: 업종/스타일 전략



## 주도주 이외의 업종 전략: ① 금융, ② 광산, ③ 중소형 성장주

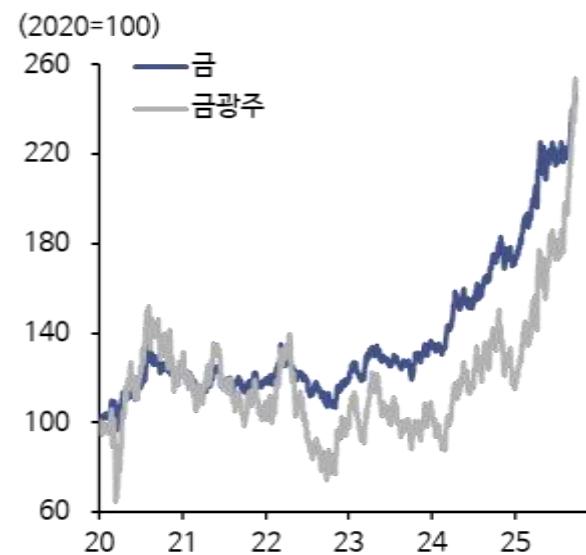
- 실적/유동성 환경이 모두 긍정적인 점 감안하면 포트폴리오 확산 전개 가능. 주도주가 될만한 업종들도 발굴에 나서야 할 시기
- AI 이외에서 주목하는 투자 아이디어로는 금융과 광산, 그리고 중소형 성장주를 제시
  - 금융, 현재 AI를 제외할 경우 가장 실적 모멘텀이 부각되는 업종. 또한 자본시장의 호황은 금융의 구조적 이익 개선으로 귀결
  - 광산주, 금리 인하 기대 확대되는 과정에서 귀금속/일부 산업금속 강세 가격에 편승 중. 특히 금광주와 금 연계성 회복에 주목
  - 중소형 성장주, 내재된 성장성이 높지만 이를 신뢰할 수 없다는 문제 → 이익수정비율 (+) 전환으로 신뢰성 부여 가능

### ① AI를 제외하면 군계일학 실적의 금융주



자료: LSEG, 신한투자증권

### ② 금 대비 언더퍼폼을 따라잡은 금광주



자료: LSEG, 신한투자증권

### ③ 중소형 성장주, 이익 신뢰도 문제 완화



자료: LSEG, 신한투자증권

### III. 중국 주식시장 전략

승풍파랑 (乘風破浪)



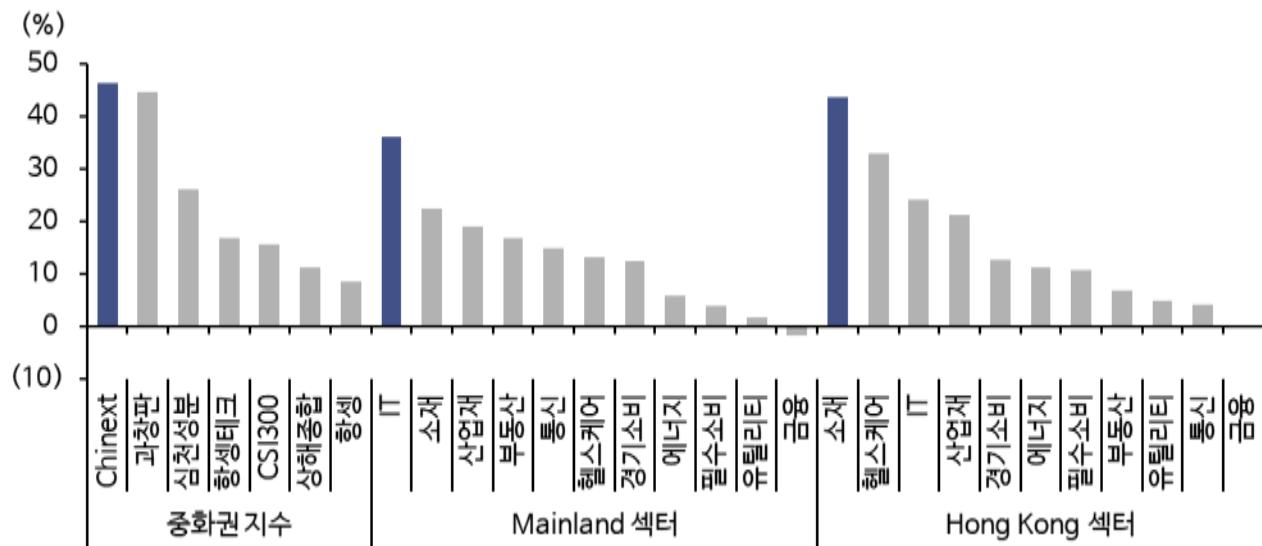
# Review: AI가 주도한 상승 랠리



## AI 모멘텀에 올라탄 중국 기술주

- 3분기 중화권 주식시장은 정부의 AI+ 이니셔티브 드라이브 속 AI 국산화 모멘텀, 빅테크 CapEx 확대 등에 힘입어 기술주 랠리 시현  
: 심천 창업판(ChiNext) +46.4% 상해 과창판(Star50) 지수 +44.6% 속등. AI 인프라/반도체 등 현재 주도주 중심 종목 구성 영향
- 주식시장을 주도하는 변수는 매크로가 아닌 AI 중심의 기술굴기 모멘텀과 자산시장에서의 유동성 이동(Great Rotation)임을 시사  
: 팬데믹 기간 안전자산(예금+국채)에 과잉 유동성 누적. 정부는 자산시장 통한 부의 효과(Wealth effect)로 유동성 함정 타개할 계획

### 3Q25 중화권 주식시장 성과



자료: LSEG, 신한투자증권

### 3Q 기술주 지수 초강세



자료: LSEG, 신한투자증권

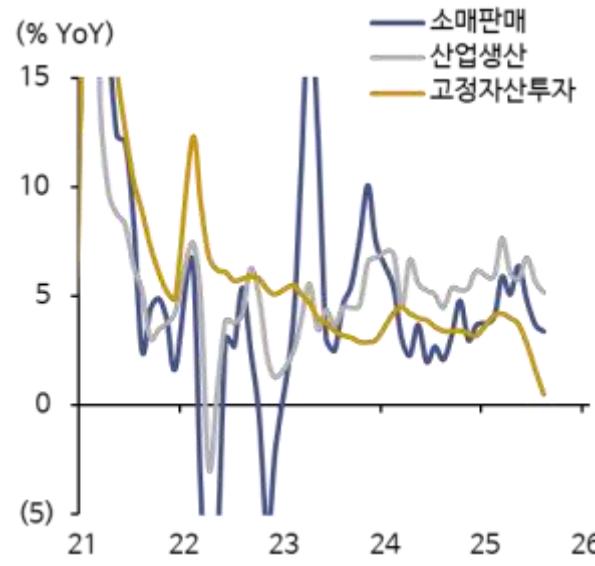
# 매크로를 압도하는 주식시장



## 부진한 매크로, 견고한 주식시장

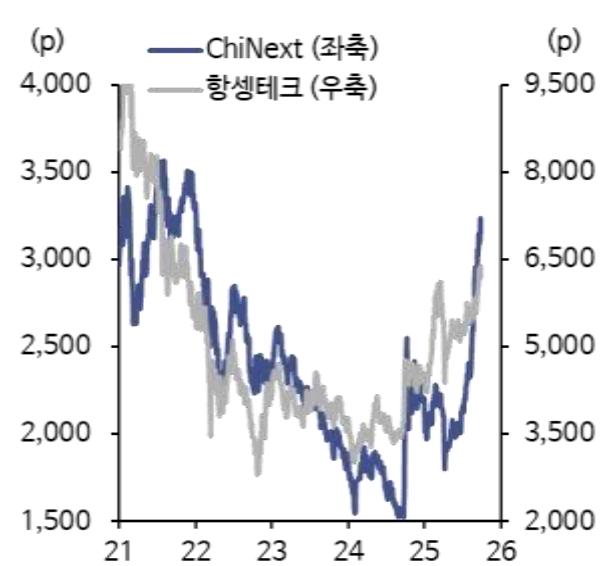
- 3분기 들어 중국 경기 하방압력 확대. 공급과잉 해소 정책 여파와 부동산 침체, 높은 기저 부담들이 작용하며 하드데이터 둔화 흐름
- 상반기 집행한 이구환신 등 재정 부양책 효과 옅어지며 이익 회복 흐름 약화. 정부, 특별국채 한도 확대 등 추가 부양책에 신중한 모습
- 본토 ChiNext와 홍콩 항셍테크로 대변되는 기술주 지수 폭발적인 상승세 시현. 지난 8~9월 A주 거래대금 두 달 연속 사상 최고치 경신
- 리테일 투자열기 반영하는 A주 신용잔고 2.4조위안 돌파하며 10년래 최고치 경신. 정부, 공매도 조치 일부 허용하며 시장 과열 경고

### 경기 하방 압력 커진 국면이나



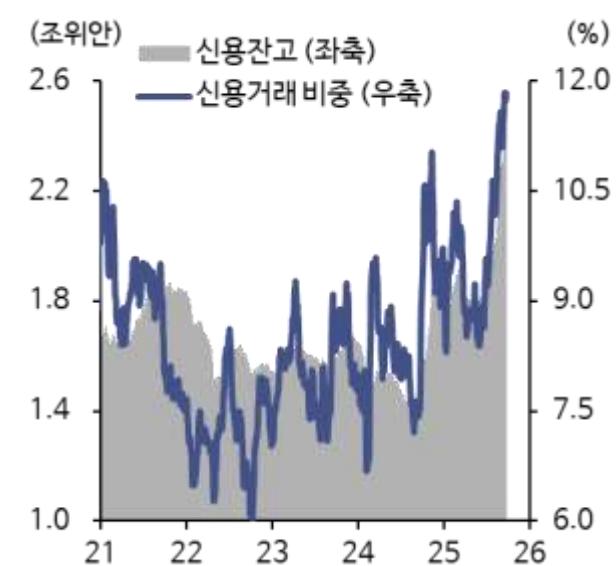
자료: WIND, 신한투자증권

### 중국과 홍콩 기술주는 거침없이 상승



자료: WIND, 신한투자증권

### A주 신용잔고 10년래 최고치



자료: WIND, 신한투자증권

# 매크로를 압도하는 주식시장



## 채권시장 약세의 의미

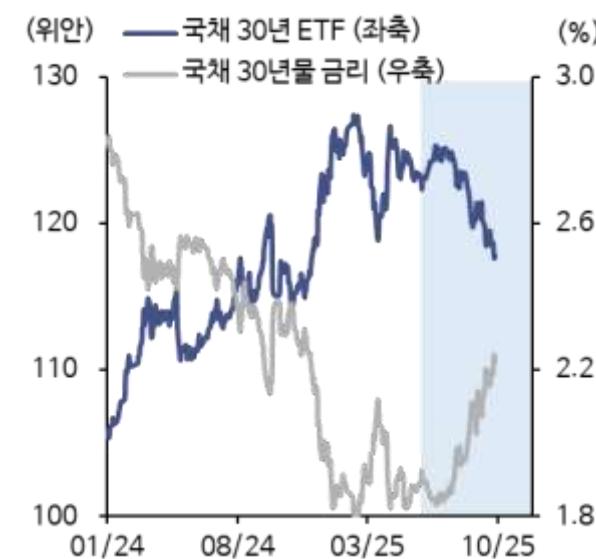
- 2023~2024년 로컬 기관 디플레와 금리 하락에 베팅하며 장기국채 집중 매수. 연초 10년물 금리 1.6% 하회하며 사상 최저치 기록
- 정부, 대규모 국채 발행 통한 확장 재정 전개. 1~9월 국채 발행 규모 전년동기대비 22.1% 증가, 장기물 금리에 상승 압력으로 작용 : 10년물 금리 7월 초 1.65%에서 9월 말 1.88%로 36.8bp 속등. 반면, 2년물 동기간 3.5bp 상승에 그치며 베어 스티프닝 심화
- 채권시장, 디플레 압력 완화 기대 반영하며 기간프리미엄 복원. 극단적 안전자산 선호 현상 약화되며 위험자산으로 로테이션 진행

### 중국 국채 금리와 장단기 스프레드



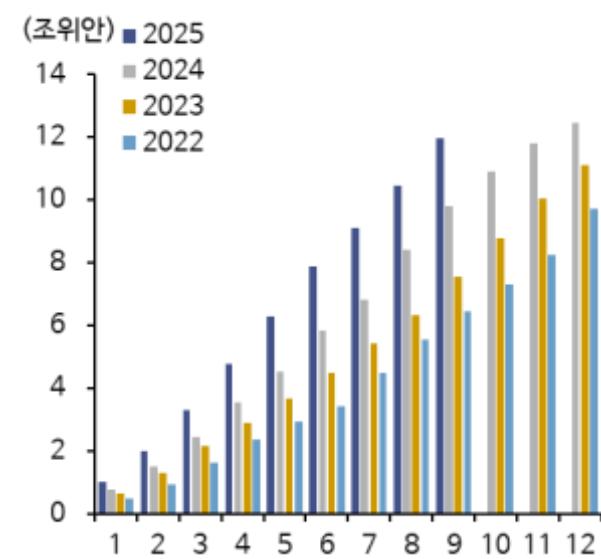
자료: WIND, 신한투자증권

### 장기금리 속등에 국채 하방 압력 확대



자료: WIND, 신한투자증권

### 중국 국채 발행 규모



자료: WIND, 신한투자증권

# 매크로를 압도하는 주식시장



## 예금에서 주식으로 이동

- 신규 가계예금은 감소세인 반면, 증권·보험·신탁 등 비은행 금융기관 예금은 증가 추세. 가계자금이 투자성 자산으로 이동 중임을 시사
- 중국 주식시장의 Key Indicator는 A주 시가총액/가계예금 비율. 과거 주가 고점 구간은 90% 내외, 버블 국면은 120% 상회  
: 현재는 67%로 역사적 저점 구간에 머물러 있어 주식시장으로 유입될 대기 자금이 여전히 큰 상황
- 지난 3분기 중국 주식시장 랠리는 기존 투자자의 유동 자금이 매수세로 전환된 결과. 대중적 참여 확산 단계에는 아직 이르지 않은 국면

### 신규 가계예금 감소세, 신규 비은행 예금 증가세



자료: WIND, 신한투자증권  
주: 비은행금융기관 예금은 증권사, 보험사, 신탁사 등으로 구성

### A주 시가총액/가계예금 비율과 CSI300



자료: WIND, 신한투자증권

# 15차 5개년 계획의 밑그림



## 잠재 성장 견인에 방점

- 중국은 G2 국가지만 1인당 소득은 아직 중진국 수준. 중진국 함정을 극복 위해 장기 성장 동력이 필요, 해법은 기술혁신과 산업 고도화
- C+I+G+NX 성장 모델은 한계 노출, 앞으로의 성장은  $Y=F(L,K) \times TFP$  생산함수 틀에서 접근 필요. TFP는 기술혁신·생산성 향상을 반영
- 장기 성장의 관건은 TFP 개선, R&D 투자 확대와 고부가가치 산업 창출이 핵심 경로. 중국은 AI+ 전략을 통해 이를 달성하려는 구상
- 국무원 지난 8월 'AI 플러스(+)’ 이니셔티브 공식 발표. 오는 10월 4중전회에서 공개될 5차 5개년 계획(2026~2030)의 핵심 구상

## GDP를 보는 또 다른 시각: $Y = F(L,K) \times TFP$



자료: 신한투자증권

## 중국 AI(인공지능) 정책 타임라인

시점	정책 아젠다	내용
2015. 7	‘인터넷+’ 이니셔티브	인터넷·빅데이터 확산, AI를 국가 전략 과제로 격상
2016. 3	제13차 5개년 규획 요강	빅데이터·IoT·스마트로봇 육성, AI를 국가 전략 계획에 포함
2017. 7	차세대 인공지능 발전계획	2020·2025·2030 로드맵, 기초이론 강화 및 응용 시도
2018. 6	AI 표준화 백서	알고리즘·데이터·안전·테스트 평가 등 표준 로드맵 제정
2021. 3	제14차 5개년 계획	데이터·알고리즘·연산을 디지털 경제의 핵심 요소로 규정
2023. 2	디지털 중국 건설 총체 규획	데이터 자원 통합, AI 인프라 및 컴퓨팅 역량 강화
2023. 7	생성형 AI 서비스 관리방법	생성형 AI 서비스의 관리·안전·품질 규율, LLM 규제 정비
2024. 3	2024년 정부업무보고	AI 산업화와 R&D 추진, 정부업무보고에 처음 'AI 행동' 명시
2025. 3	2025년 정부업무보고	AI+ 액션플랜 추진 명시. 물리형 AI 정책 지원 본격화
2025. 8	‘AI+’ 이니셔티브	3단계 로드맵 추진, AI 상용화와 AI Economy 전환 목표

자료: 국무원, 각 부처, 신한투자증권

# 15차 5개년 계획의 밑그림



## 15차 5개년 계획(2026~2030)의 핵심, AI+ 이니셔티브

- AI를 제조, 소비, 의료, 금융 등 산업 전반에 적용해 생산성 제고. AI 인프라 투자와 반도체 국산화, 알고리즘·AI 모델 투자 지원 본격화
- AI+ 이니셔티브 3단계 로드맵: ① 2027년까지 AI와 6대 핵심 분야 융합 가속화. AI 디바이스·AI Agent 보급률 70%까지 확대  
② 2030년 AI 보급률 90% 달성 ③ 2035년 AI Economy & Society 전환 완성
- 중국 정부가 그리는 AI의 역할론은 '범용기술'. 산업정책, 기존의 수직적 지원 중심에서 범용기술을 기반으로 한 수평적 확산으로 전환

### 중국 AI(인공지능) 정책 로드맵 (2015~2035)



자료: 국무원, 각 부처, 신한투자증권

### 15차 5개년 계획 ('26~30)

14차 5개년 계획 ('21~25) 과학기술 자립자강	15차 5개년 계획 ('26~30) AI+ 이니셔티브
① 인공지능(AI)	① 인공지능(AI)
② 반도체	② 체화지능(Embodied AI)
③ 양자정보	③ 스마트 디바이스(로봇)
④ 뇌과학	④ UAM(저고도경제)
⑤ 생명·헬스케어	⑤ 디지털 경제
⑥ 항공우주	⑥ 친환경 커넥티드카
⑦ 신재생에너지·ESS	⑦ 양자기술
⑧ 6G	⑧ 6G
⑨ 블록체인	⑨ 상업용 우주항공
⑩ 첨단제조·신소재	⑩ 바이오테크

자료: 국무원, 전인대, 신한투자증권  
주: 15차 5개년 계획은 2025년 정부 업무보고를 기반으로 예상

# 15차 5개년 계획의 밑그림



## AI 패권 경쟁, 미국 독주에서 중국이 가세한 양강 구도 재편

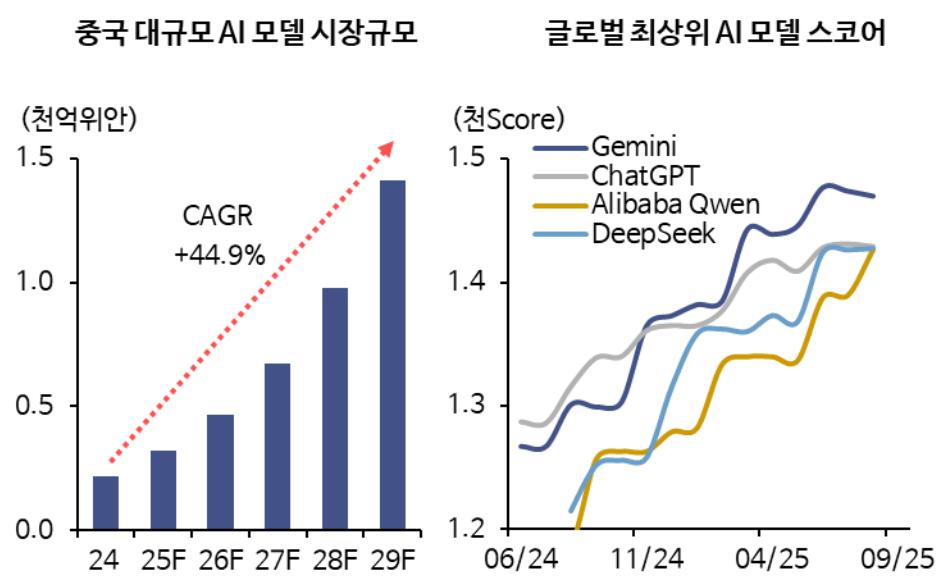
- AI 경쟁 구도는 미국이 독보적 우위를 점했으나, 올해 들어 중국 AI 모델(LLM) 성능이 급성장하며 미국을 추격하는 유일한 국가로 평가 : 정부 주도 AI 연산 인프라 강화, 방대한 데이터 접근, AI 인적 자본 등이 결합한 결과. 규제 종료 후 중국 빅테크 대규모 CapEx 단행
- 정부, 엔비디아 칩 사용 사실상 금지하며 AI 칩 내재화 정책 강행. 알리바바 자체 AI 칩 개발로 선회, 화웨이 Ascend칩 양산 로드맵 공개
- 캠브리콘으로 대변되는 AI 반도체와 AI 인프라(서버/광통신·광모듈/냉각장치) 주도주로 부상하며 과창판과 ChiNext 상승 랠리 견인

### 중국 AI 국산화 모멘텀

시점	중국	미국
2022.10		엔비디아 'A100', 'H100' 칩 수출 금지
2025. 3	상하이市, AI 데이터센터 국산 칩 사용비율 50% 목표	
2025. 4	화웨이 Ascend 910C 칩 출시 (엔비디아 H100급)	엔비디아 H20 칩 수출 금지
2025. 5		화웨이 Ascend 칩 사용 금지
2025. 8	공공데이터센터 국산 AI 칩 50% 의무화 알리바바 AI 칩 개발 (엔비디아 H20급)	중국 매출 15% 정부 납부 조건으로 엔비디아 H20 수출 재개
2025. 9	엔비디아 H20 칩 구매 금지 엔비디아 RTX 6000D 칩 출시	
	화웨이 Ascend 칩 3개년 로드맵 공개 (1년마다 연산 능력 2배 향상)	

자료: 언론 종합, 신한투자증권

### 가파르게 추격하는 중국 LLM



자료: Frost & Sullivan, LMSYS Arena, 신한투자증권

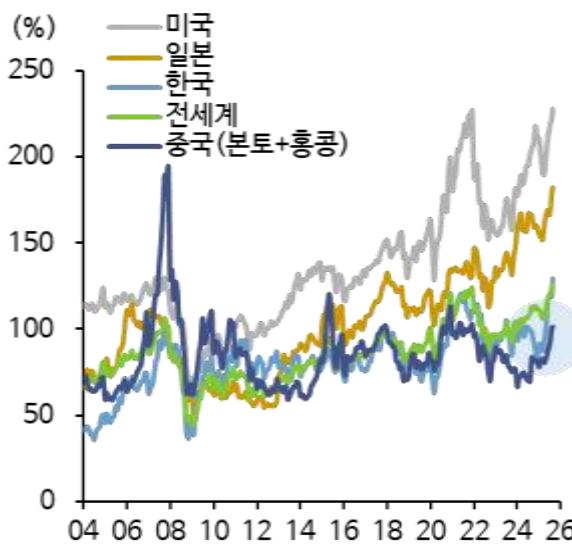
# 아직 비싸지 않은 이유



## 밸류에이션: 1) 버핏지수(시가총액/GDP), 2) PER 공히 매력적

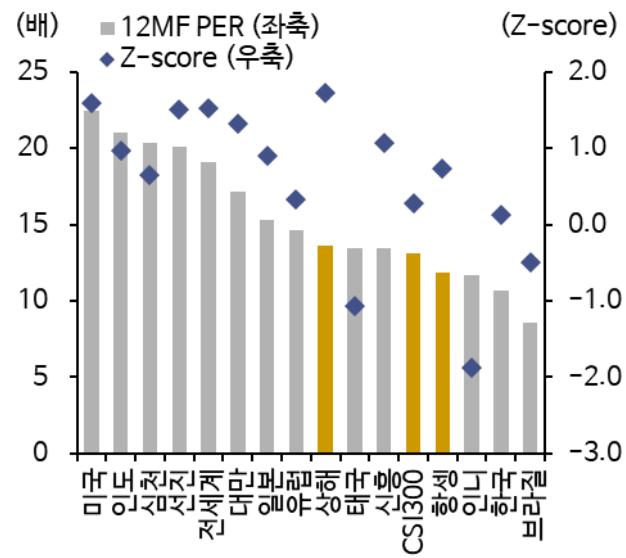
- 중국(본토) 버핏지수(시가총액/GDP) 66.3%로 미국(228.1%)은 물론 일본(182.5%), 한국(129.1%)보다도 현저히 낮은 위치  
: 과거 사이클 고점이었던 2007년 12월 106.6%, 2015년 6월 78.1%와 비교해도 저평가 매력 부각
- CSI300(13.3배)과 항셍(11.9배)은 미국(22.5배), 인도(21.0배)는 물론 MSCI ACWI(19.1배)와 MSCI EM(13.5배) 모두 하회
- MSCI China의 대미국 PER 격차는 -10배 내외로 역사적 관점에서도 과도한 할인 국면. 밸류에이션 매력과 리레이팅 여력 잔존

### 글로벌 주요국 버핏지수(시가총액/GDP)



자료: LSEG, 신한투자증권

### 글로벌 주식시장 12MF PER: 중화권 저평가 위치



자료: LSEG, 신한투자증권

### 중국 대비 PER 갭



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: MSCI 기준

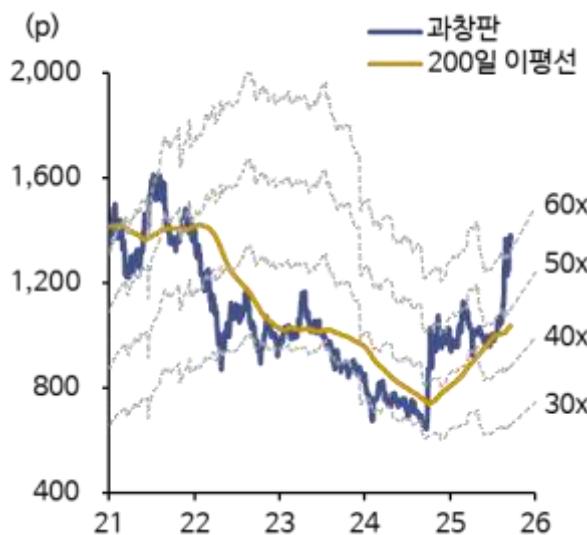
# 아직 비싸지 않은 이유



## 과창판 과열, ChiNext 리레이팅 여력 잔존, 항셍테크 저평가 구간

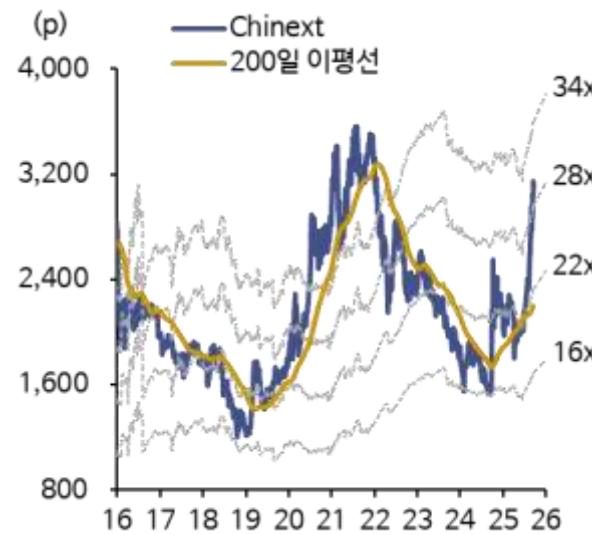
- 과창판 12MF PER은 62.0배로 5년 평균(41.5배)을 크게 웃돌며 역사적 고점(65.4배)에 근접. 성장주 베타 커 단기 변동성 확대 경계
- ChiNext 12MF PER은 29.2배로 2016년 이후 하위 70% 구간 위치. AI 모멘텀 고려 시 1~2개 분기 내 2021년 고점 회복 가능성
- 항셍테크 12MF PER은 19.5배로 지난 5년 평균(24배)을 하회. 성장성과 밸류에이션 매력 고려 시 가장 매력적인 투자대상
- ① 과창판 고베타 기술주 모멘텀 플레이, ② ChiNext 본토 성장주 집중 투자, ③ 항셍테크 빅테크 중심 롱텀 인베스팅 유효

### 과창판 12MF PER 밸류에이션 밴드



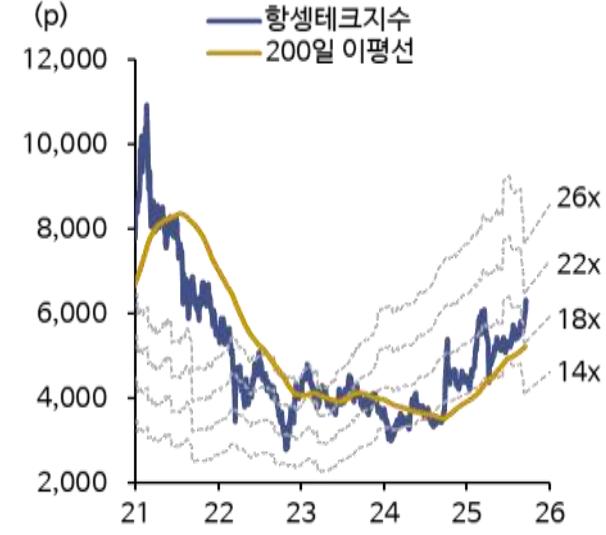
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### ChiNext 12MF PER 밸류에이션 밴드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 항셍테크 12MF PER 밸류에이션 밴드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

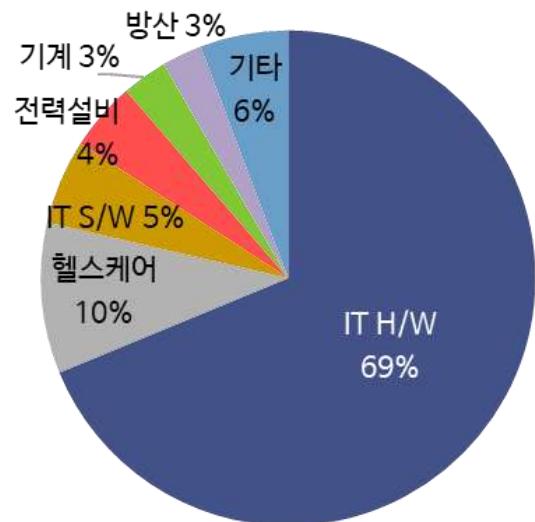
# 아직 비싸지 않은 이유



## 상이한 업종 구성, 차별적 접근 필요

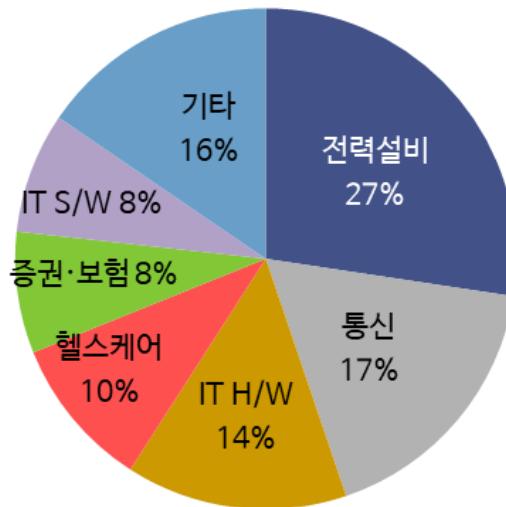
- 과창판(STAR Market)은 AI 자립과 기술굴기 모멘텀 익스포저 제일 높은 시장. 캠브리콘·SMIC·Hygon 등 AI 반도체/인프라 다수 포진
- 심천 벤처·혁신기업 마켓인 창업판(ChiNext)은 IT하드웨어와 소프트웨어, 2차전지·태양광, 헬스케어 등 성장 업종이 고르게 분포
- 항셍테크는 알리바바, 텐센트, 샤오미, BYD 등 플랫폼과 빅테크를 중심으로 구성. 휴머노이드 로봇, 플라잉카 등 미래산업 익스포저 高
- 과창판 단기 모멘텀 유효하나 기술적 과열 구간, 긴 호흡에서 접근. Investing 관점에서 본토 ChiNext와 항셍테크 비중확대 의견 유지

상해 과창판(Star50) 업종 구성



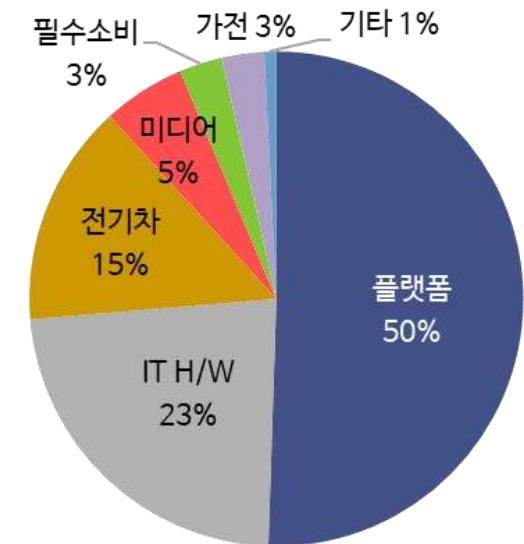
자료: WIND, 신한투자증권

심천 창업판(ChiNext) 업종 구성



자료: WIND, 신한투자증권

홍콩 항셍테크 업종 구성



자료: WIND, 신한투자증권

# 4Q 중국 주식시장 전략



## 2025년 4분기 상해종합 밴드: 3,500~4,200p(12.0~14.0배)

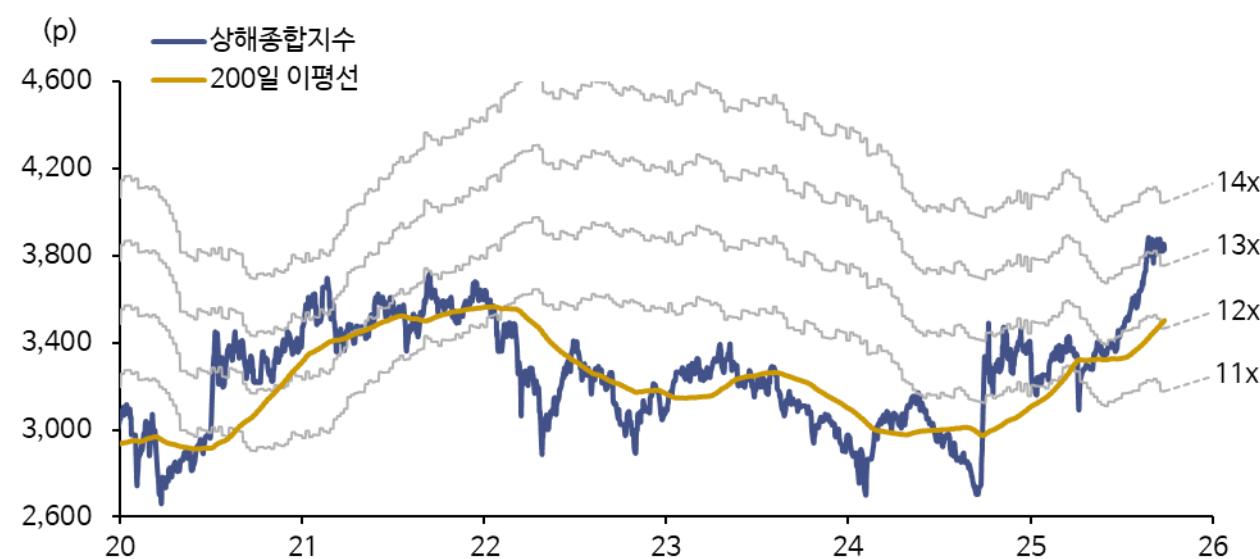
- 4분기 상해종합지수 밴드는 3,500~4,200p으로 유지. 10월 4중전회에서 공개될 15차 5개년 계획 청사진은 중장기 멀티플 상향 요인 : 지수 상단은 12MF EPS 300p(+3.5%) × PER 14.0배, 하단은 현재 12MF EPS 290p × PER 12배 적용해 각각 3,200p, 4,200p로 도출
- 다만 경기 하방 압력에도 특별국채 한도 확대 등 추가 부양책과 정책금리 인하가 지연될 경우 시장 하방 리스크 요인으로 작용할 가능성
- 15차 5개년 계획의 핵심은 AI+ 전략. AI 인프라에서 하이퍼스케일러(클라우드/LLM)와 AI 응용/디바이스로 투자 열기 확산 지속 기대

### PER \* EPS 테이블

		12MF EPS					
		bear	← base →	bull			
	280	285	290	295	300	305	
11.0	3,080	3,135	3,190	3,245	3,300	3,355	
11.5	3,220	3,278	3,335	3,393	3,450	3,508	
12.0	3,360	3,420	3,480	3,540	3,600	3,660	
12.5	3,500	3,563	3,625	3,688	3,750	3,813	
13.0	3,640	3,705	3,770	3,835	3,900	3,965	
13.5	3,780	3,848	3,915	3,983	4,050	4,118	
14.0	3,920	3,990	4,060	4,130	4,200	4,270	

자료: LSEG, 신한투자증권

### 상해종합지수 12MF PER 밴드



자료: LSEG, 신한투자증권

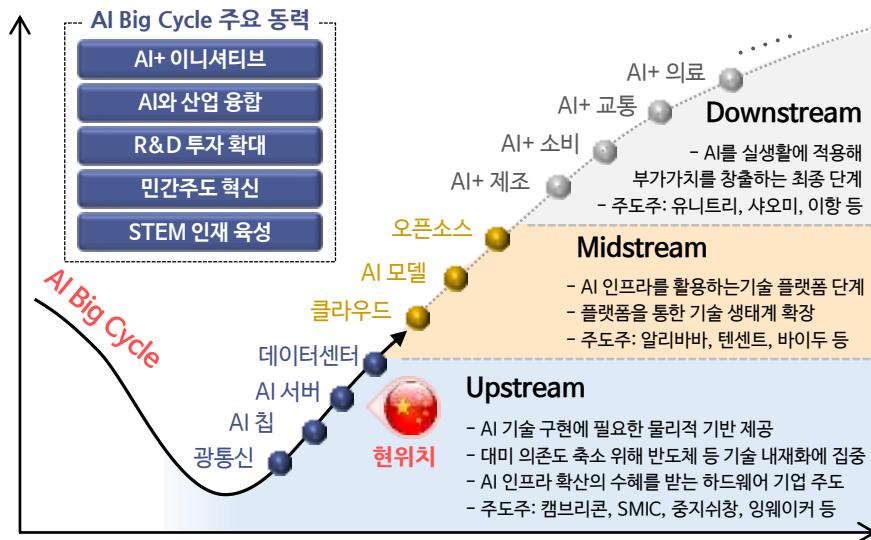
# 스타일/업종 전략



## AI 밸류체인 투자전략: 성장 사이클과 주도주 변화 포착

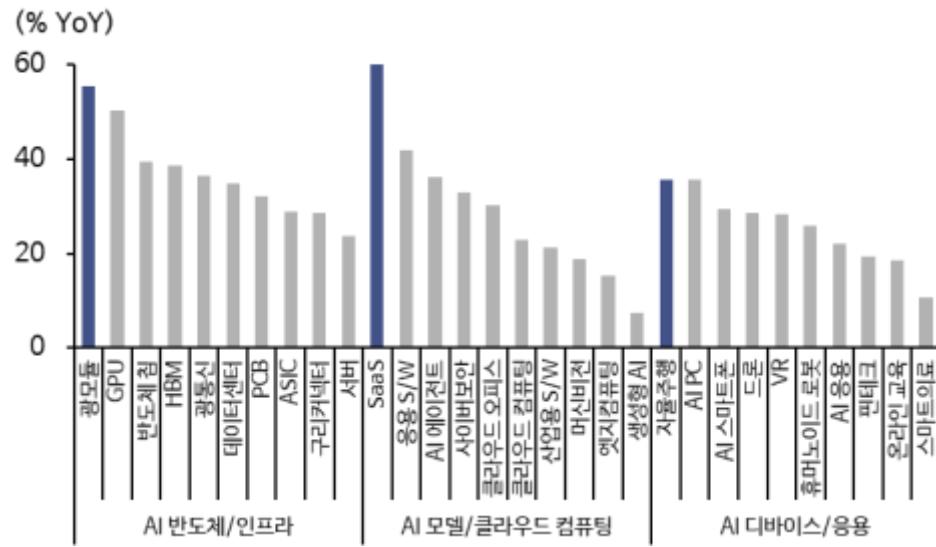
- AI 발전은 연산자원 확보 → 모델 고도화 → 응용 확산의 사이클로 전개. 밸류체인 구분은 성장 모멘텀의 시차를 파악하는 핵심 단서
- AI 밸류체인은 ① AI 반도체·인프라, ② AI 모델·클라우드, ③ AI 디바이스·응용으로 구분. 현재 초기 국면으로 AI 인프라가 주도주로 부각
- 궁극적 방향성은 상용화와 미래 기술 구현에 있음. 향후 모멘텀은 AI 모델·클라우드, 나아가 로봇·자율주행 등 응용 분야로 확산될 전망  
: 밸류체인의 단계적 전환과 함께 주식시장 주도주 교체가 전개될 수 있음을 시사. 4Q 항셍테크, 본토 기술주와 키맞추기 지속될 가능성

### AI Big Cycle과 주도주의 변화



자료: 신한투자증권

### AI 밸류체인 26F 영업이익 컨센서스



자료: WIND, 신한투자증권

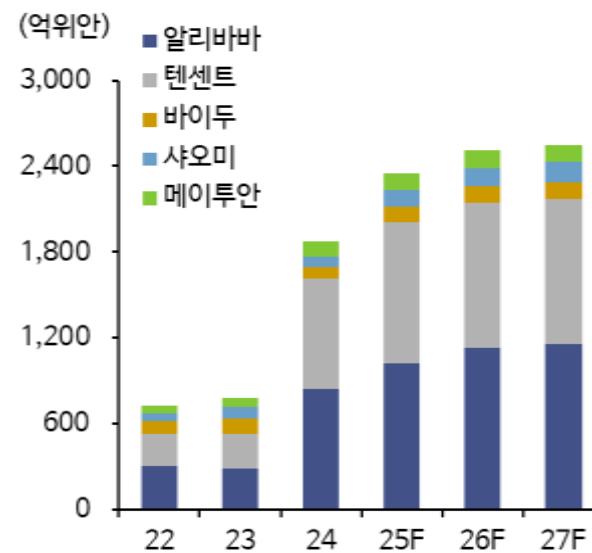
# 스타일/업종 전략



## 하이퍼스케일러가 주도하는 AI 굴기

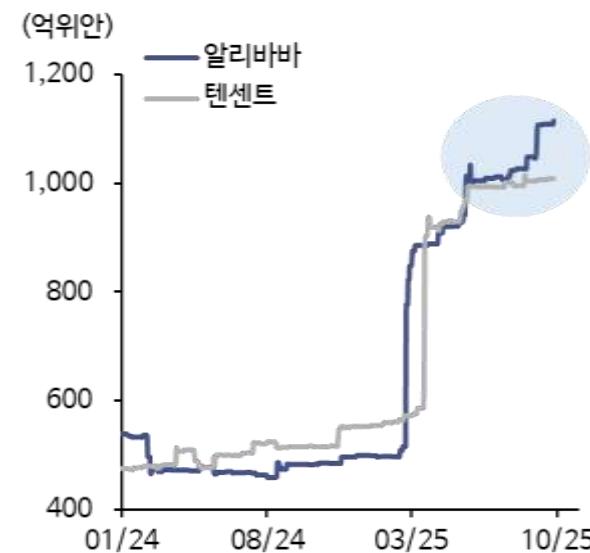
- 알리바바, 3년간 3,800억위안(약 75조원) AI CapEx 계획 발표한 데 이어 폭증하는 AI 연산 수요 대응 차원에서 추가 지출 확대 예고
- 알리바바와 텐센트를 중심으로 한 빅테크 12MF CapEx 추정치 지속 상향. AI 인프라주에 우호적 동인이나 기술적 과열 경계할 필요
- 중국 AI 산업의 최종 지배자는 하이퍼스케일러가 될 가능성. AI 칩 개발, 연산자원(클라우드), 플랫폼 기반 상용화까지 전 밸류체인 장악
- Investing의 관점에서 하이퍼스케일러 중심 구성된 항셍테크 최선호. 기술굴기와 글로벌 경쟁 심화 속에서 장기 성장 모멘텀 부각

### 중국 빅테크 CapEx 업사이클



자료: LSEG, 신한투자증권

### 중국 양대 하이퍼스케일러 12MF CapEx



자료: LSEG, 신한투자증권

### 알리바바 주가와 EPS 추이



자료: WIND, 신한투자증권

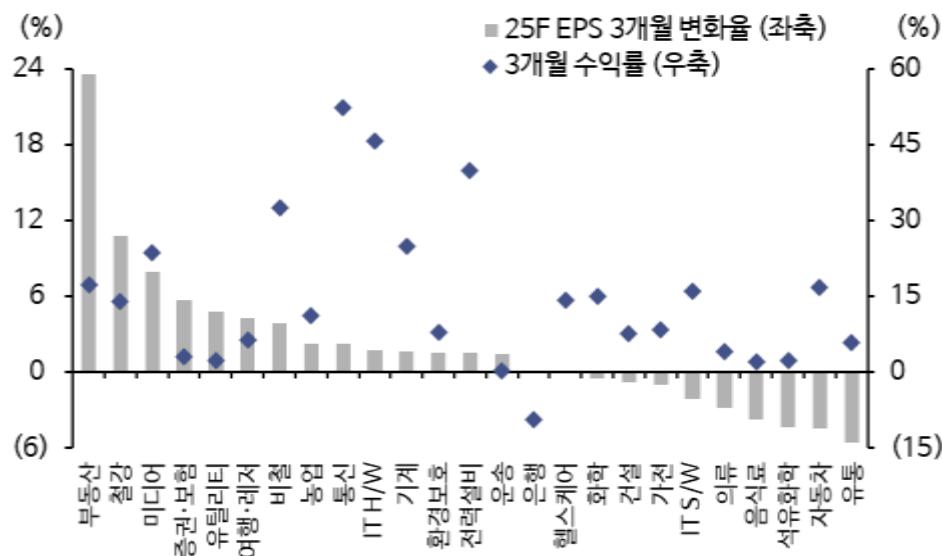
# 스타일/업종 전략



## 공급과잉 업종 상승 여력 잔존

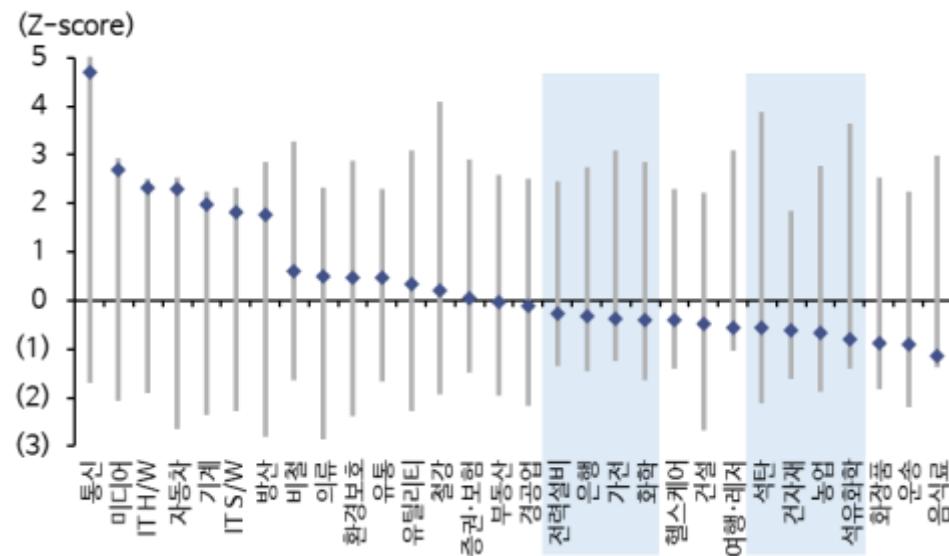
- 이익추정치 상향 조정이 집중된 섹터는 부동산·철강·비철·기계·전력설비 등 공급과잉 업종. 3Q 본격 시행된 과당경쟁 방지 정책 수혜 : 8월 생산자물가 -2.9% YoY로 낙폭 줄어드는 추세이나 (+) 전환 시점 내년 2Q로 예상. 연말까지 공급과잉 해소 정책 기조 강화 전망
- 이들 업종은 최근 주가 반등에도 PBR 관점에서 여전히 저평가 국면. 정부, 초대형사 중심 산업 구조조정 구상, 업종 대장주에 수혜 집중
- 2차전지·태양광은 정책 모멘텀과 함께 기술주 랠리 반사수혜 기대. AI 주도주 쉬어갈 때 상대적으로 덜 오른 성장주로 수급 이동 가능성

### A주 섹터별 이익 추정치 변화율: 공급과잉 업종 상향 주도



자료: 신한투자증권

### A주 섹터별 PBR Z-score: 공급과잉 업종 저평가



자료: WIND, 신한투자증권

## IV. 한국 주식시장 전략

### 정상을 향한 마지막 고비



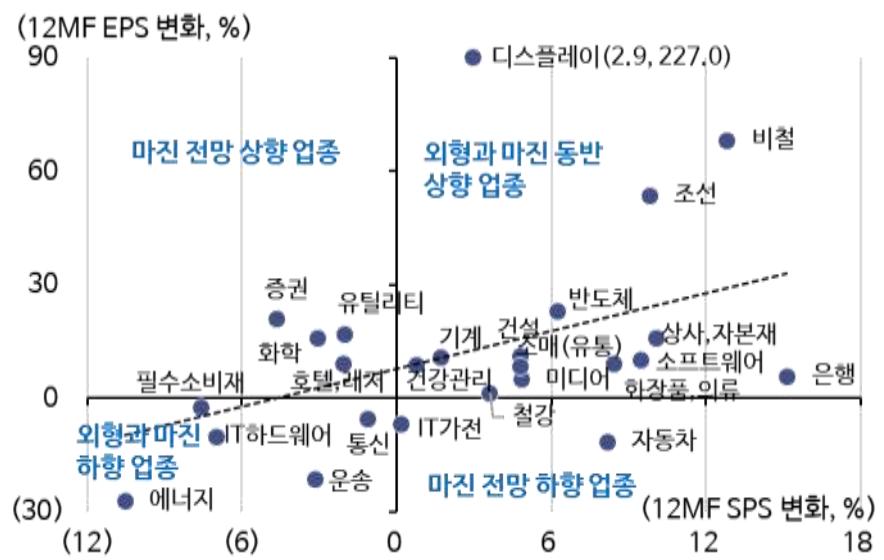
## 한국이 강했던 이유 1) 실적



## ① 우려했던 대미 관세 파급 효과는 일부에 국한됐고

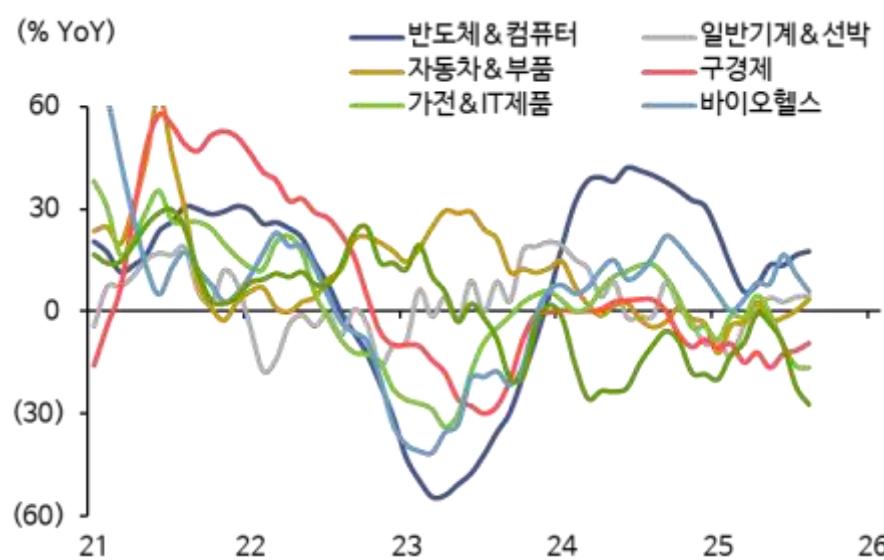
- 4월 초 미국 보편관세 시행 이후 국내 상장 기업 실적은 대체로 상향 조정 중. 매출과 EPS 및 마진 변화 가장 앞서 있는 업종은 비철, 조선, 디스플레이, 반도체, 상사/자본재, 소프트웨어 등. 특히 국내 매출 발생 기업 외에서 IT와 산업재 마진과 매출 보호력 상대적 앞서 : IT와 산업재는 대미 관세 영향 주요 제품으로서 돌파하고 있다는 의미. 반면 구경제와 소비재 일부는 직접적으로 영향권 돌입
  - 한국 주요 수출 품목을 범주화하면 반도체 & 컴퓨터 및 일반기계 & 선박은 상대적으로 견조한 모습. 반면 구경제, 일부 소비재, 가전 & IT제품군은 실적에서 영향 나타나는 상황. 따라서 관세 파급 효과가 전무했다기보다 일부 품목에 국한된 것으로 인식 → 실적 우려 완화

## 미국 보편 관세 시행 이후 KOSPI 업종별 매출, 이익 전망 변화



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 한국 15대 수출 품목 범주화



자료: LSEG, 신한투자증권

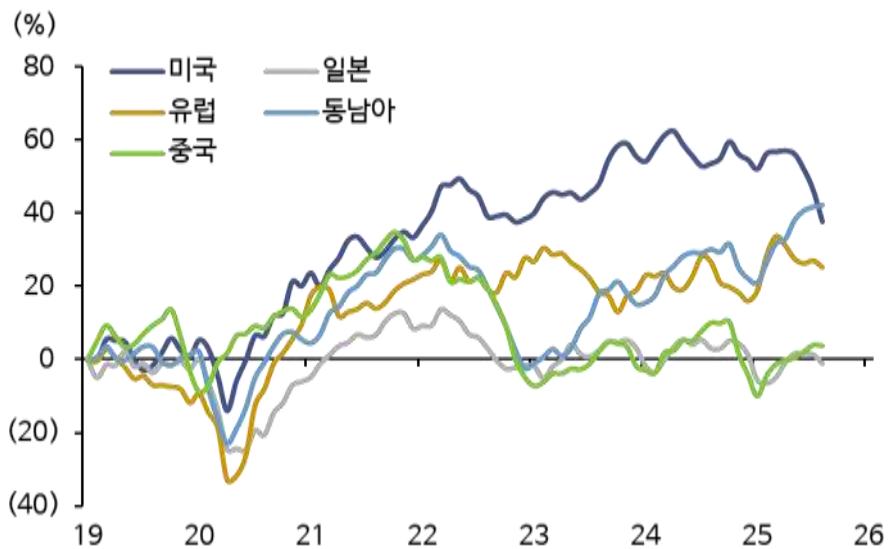
# 한국이 강했던 이유 1) 실적



## ② 비미국 지역으로 대미 관세 효과 일부 상쇄했으며

- 한국의 주요 수출처별로 대미국 모멘텀은 둔화하고 있는 것으로 판단. 전체 수출이 아직 부정적이지는 않은데 유럽, 동남아 등 지역 수출로 일부 상쇄하고 있기 때문. 대중국 모멘텀도 과거에 비해 약하지만 바닥에서 지속 회복 중인 상황이며 유럽향 수출도 비교적 견조
- 9월 들어 주요 선진국 제조업 경기 모멘텀은 유로존 제외하면 다소 둔화. 3Q에도 미국 중심으로 글로벌 경기 2%대 성장 이어갔으며 관세 부과의 실질적 효과가 아직까지 드러나지 않았음을 내비쳐. 미국이 선진국 경기 이끌고 있지만 재고 재축적 강도는 점차 완화 중 : 3Q 실적 뒷받침할 요소. 다만 4Q 들어서는 관세 부과에 따른 미국 기업 재고 재축적 모멘텀 약화로 제조업 경기 둔화 가능성도 존재

한국의 주요 지역별 누적 수출 증가율



자료: LESG, 신한투자증권

주요 선진국 S&P Global PMI: 9월까지도 확장



자료: S&P Global, 신한투자증권

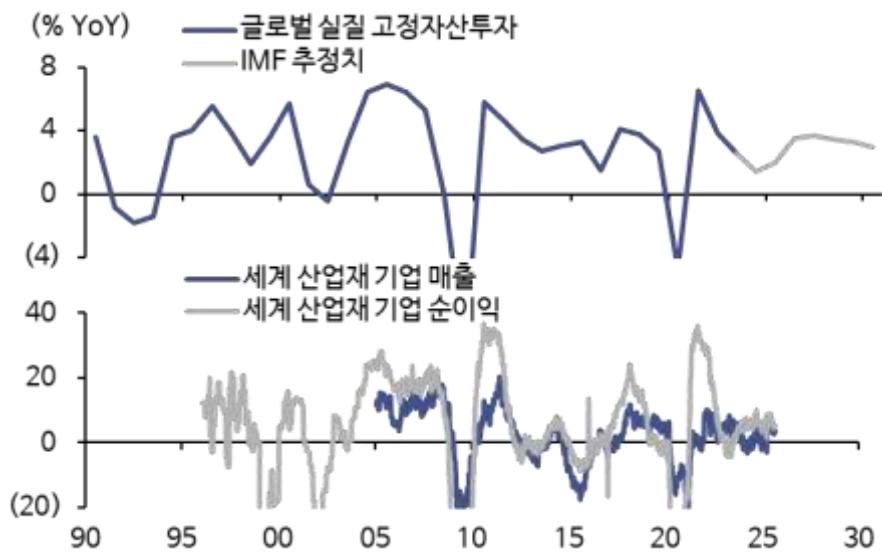
# 한국이 강했던 이유 1) 실적



## ③ 글로벌 투자 사이클에 따라 산업재 수요 여전히 강했던 상황

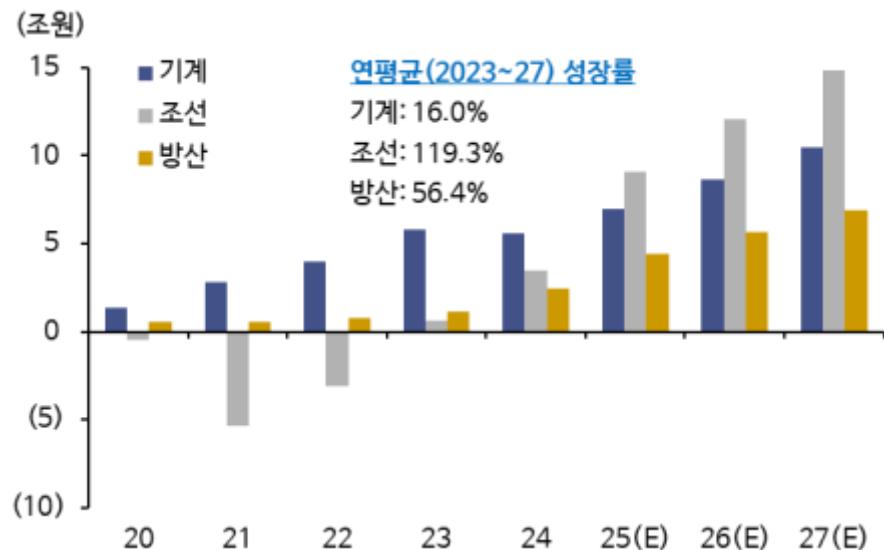
- IMF 글로벌 실질 고정자산투자 예상 고려하면 2024년을 바닥으로 2026년 가속화, 2028년 정점 기록할 것으로 예상
- 세계 산업재 기업 매출 성장과 순이익 성장은 글로벌 실질 고정자산 투자에 연동되는 특성. 특히 순이익 변화폭 더 커
- 이에 대응하는 국내 산업재 섹터 장기 영업이익 합산은 지속 성장할 것으로 예상. 기계는 27년까지 연평균 16.0% 성장. 조선과 방산은 각각 119.3%, 56.4%로 산업재 중심으로 성장 예상. 글로벌 투자 사이클은 미국 보편관세 영향에서도 일부 비껴 있어

세계 고정자산투자와 글로벌 산업재 섹터 기업이익



자료: LSEG, 신한투자증권

KOSPI 산업재 섹터 장기 영업이익 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

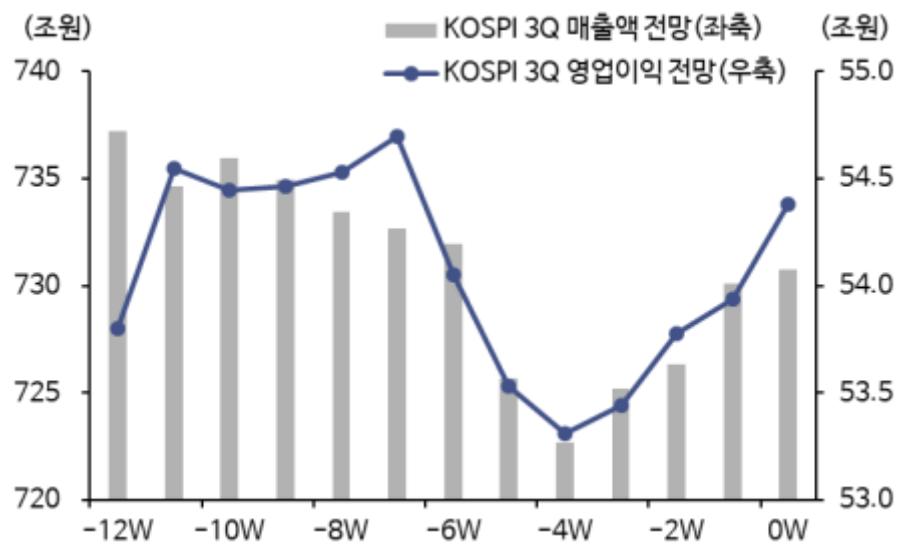
# 한국이 강했던 이유 1) 실적



## 3Q 실적 시즌도 반도체 중심(+IT하드웨어)으로 우려 완화해 갈 전망

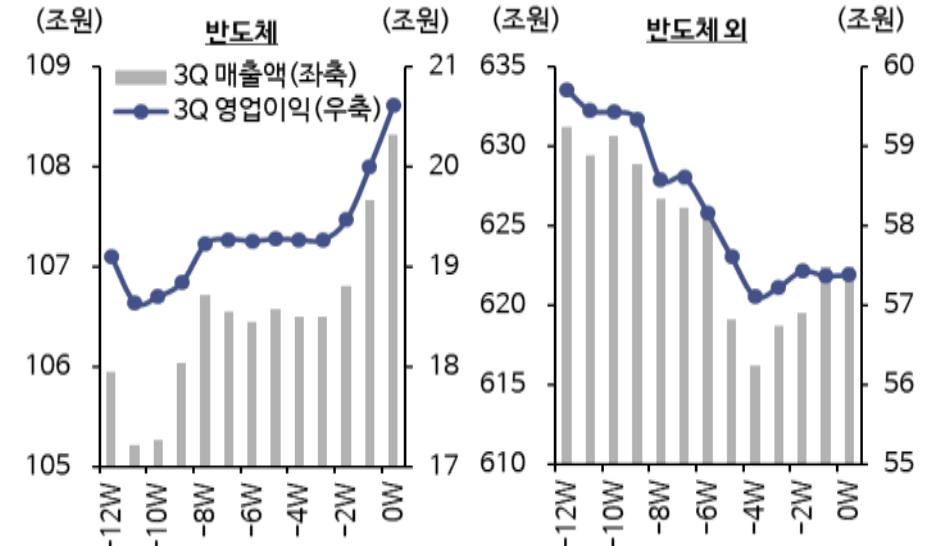
- 10~11월 본격 전개될 3Q 실적 시즌은 전체 주가 방향성에 우호적으로 작용할 전망. 실적 발표 4주 전부터 매출, 영업이익 상향 조정
- 세부 내용을 보면 반도체가 반도체 외 실적 하향 조정을 상쇄할 것으로 예상. 반도체 3Q 매출과 영업이익 전망 각각 108.3조원, 20.6조원 기록 중. 반도체 외 기업들은 각각 622.4조원, 57.4조원으로 과거에 비해 하향 조정 양상 뚜렷한 상황
- 3Q 실적 시즌은 대미 관세 효과에도 불구하고 이를 타개해 나갈 것으로 기대. 실적 중심은 반도체와 이에 편승하는 IT하드웨어 및 산업재 : 실적은 주식시장 우려감 덜겠으나 산업재 중심으로 미국과 통상 현안 부상한 상황에서 투심 약화 가능성 염두

### 3Q 실적 의구심은 완화해 가는 중



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 반도체 실적 변화가 반도체 외 업종 하향 분을 상쇄



자료: FnGuide, 신한투자증권

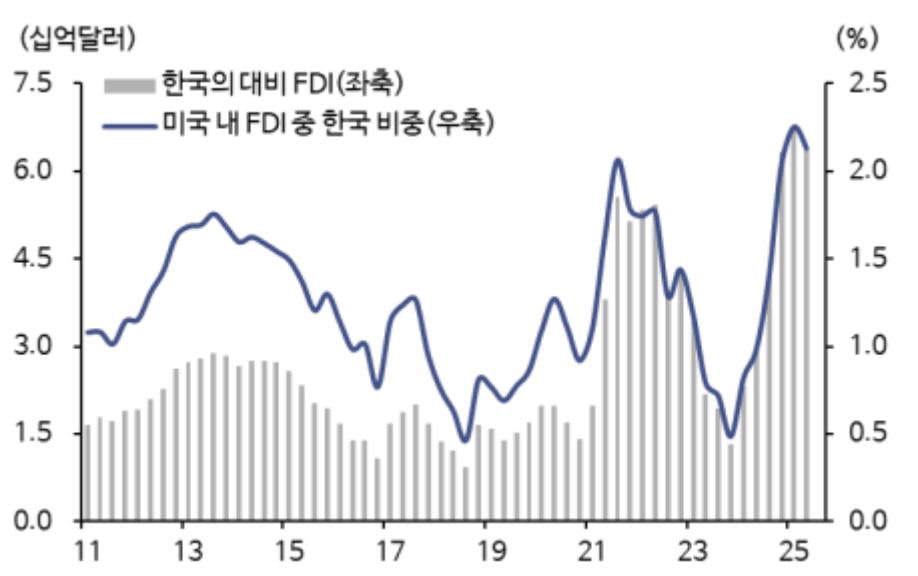
# 한국이 강했던 이유 2) 공급망 존재감



## 한국 기업들은 미국 주도 공급망 재편 과정에 편승

- 한국은 바이든 행정부 시절부터 대미 직접투자(FDI) 확대하며 적극적으로 공급망 재편 과정에 편승 중인 상황  
: 첨단 기술과 시장 확보 위한 반도체, 2차전지, 자동차 등 미래 산업 중심으로 대미 진출 활발. Flow 및 Stock 기준 한국 점유율 각각 2~3%, 6~7%로 경제 규모 대비 상위권에 포진. 트럼프 정부 들어 대미 투자가 요구되면서 오히려 글로벌 시장 성과 아웃퍼폼
- 한국은 일본, 독일 등 미국 우방국 중 가장 앞서 있는 산업 구성 확보. 일본은 반도체 제조와 전기차에서 경쟁력 떨어져 있어 미국 원하는 리쇼어링 완벽하게 커버하지 못할 것. 독일은 오히려 미국 기업들과 직접 경쟁 중인 상황으로 공급망 존재감 커지기 어려울 것 예상

### 한국의 대미 FDI 현황



자료: LSEG, 신한투자증권

### 한국은 미국과 경쟁하기보다 상호 보완적인 사업 내용 보유

국가	대한민국		일본		독일		미국	
	기업	매출	기업	매출	기업	매출	기업	매출
1	삼성전자	309	토요타자동차	485	폭스바겐	324	월마트	693
2	현대자동차	182	혼다자동차	216	메르세데스 벤츠	139	아마존닷컴	670
3	SK	122	미쓰비시상사	182	BMW	137	유나이티드헬스	423
4	기아	111	이토추상사	147	도이치 텔레콤	118	애플	409
5	한국전력	96	미쓰이물산	141	도이체 포스트	84	버크셔 해서웨이	397
6	LG전자	88	NTT	137	E.ON	82	CVS 헬스	387
7	SK이노베이션	78	소니 그룹	126	지멘스	78	매케슨	378
8	SK하이닉스	77	닛산 자동차	123	알리안츠	78	알파벳	371
9	포스코홀딩스	71	ENEOS 홀딩스	120	에어버스	70	엑손 모빌	329
10	HD현대	68	미쓰비시 UFJ	120	巴斯프	65	센코라	317

자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 십억 달러 기준

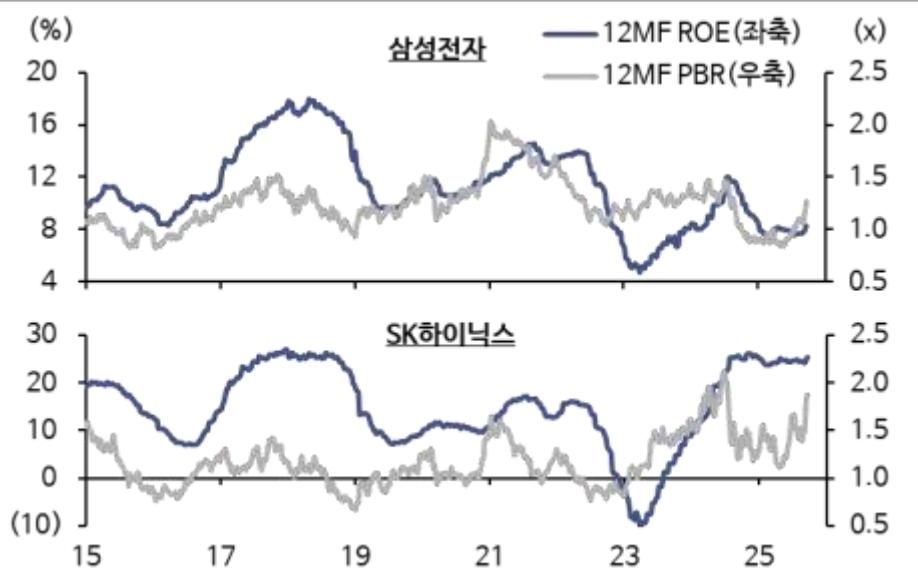
# 한국이 강했던 이유 2) 공급망 존재감



## 반도체 기술 의구심 완화는 밸류에이션 제고로 귀결

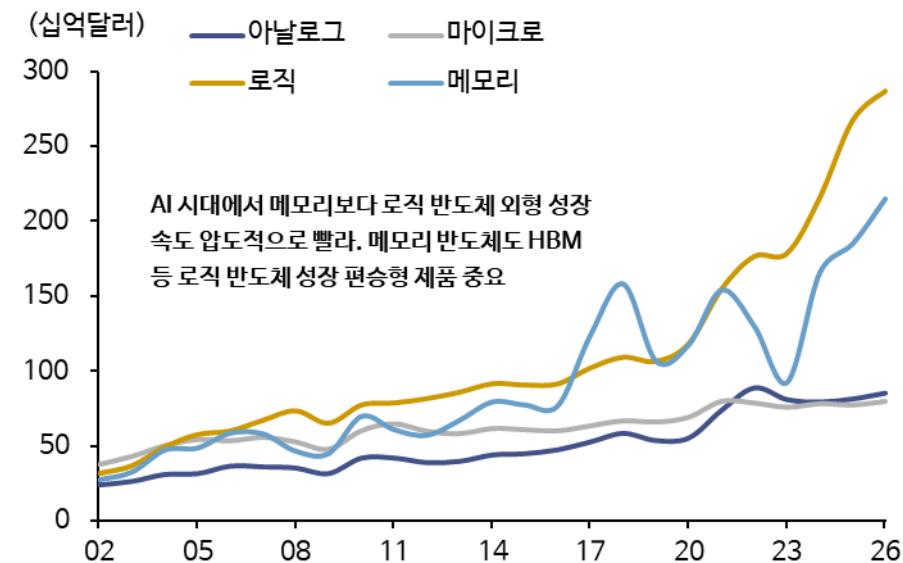
- 한국 반도체 기업들은 기술 의구심을 점차 완화하는 국면으로 진입 중. 삼성전자 파운드리 수주 확대(Tesla, Apple 등)는 상징적 사건  
: 실제 생산 가능성 불확실성 영역에 있고 실적 발생 시점도 아직은 멀다는 점에서 의구심 갖는 시각도 분명히 존재
- 삼성전자 선단 공정 HBM 매출처 추가 확보 여부, SK하이닉스 HBM 점유율 1위 수성 여부가 4Q 주식시장 최대 이슈
- 한국 반도체 기업 밸류에이션은 확연히 바닥 통과 중. 글로벌 IC(직접회로) 시장 무게 중심 메모리에서 로직으로 넘어간 상황에서 해당 매출 확보 여부 지수 전반 성과 결정할 소지. 실적과 시장 기대치는 한국 반도체 주가 방향성에 우호적으로 작용할 전망

### 삼성전자, SK하이닉스 수익성과 밸류에이션



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 세계 IC(직접회로) 시장 규모 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

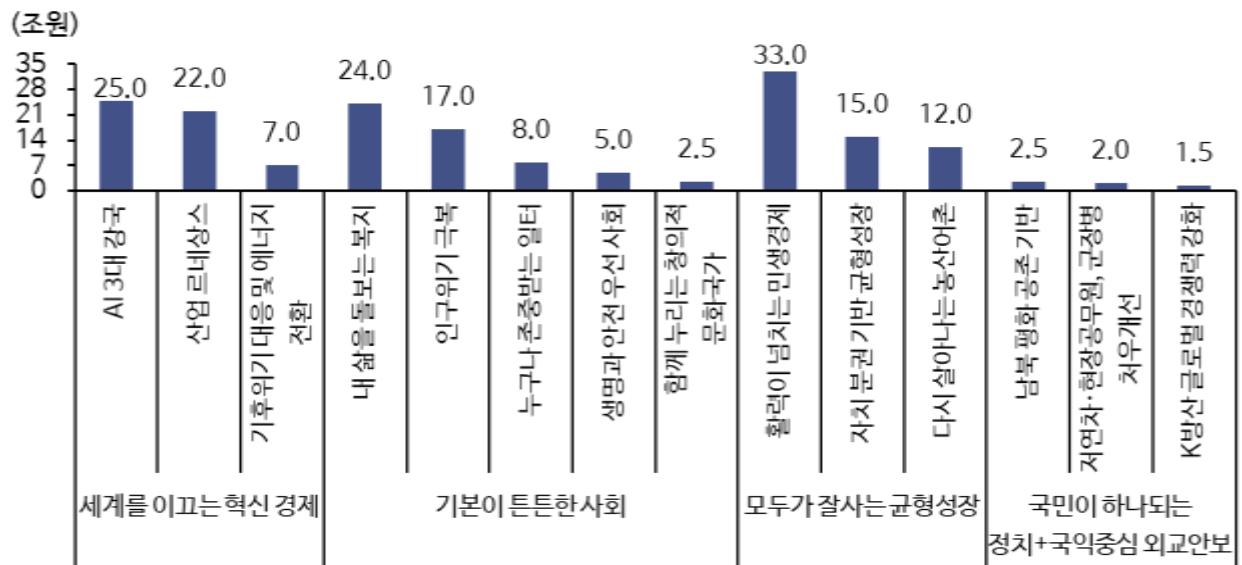
# 한국이 강했던 이유 3) 정부 주도 정책



## 신성장 동력 모색 과정에서 성장주도 우후죽순 등장

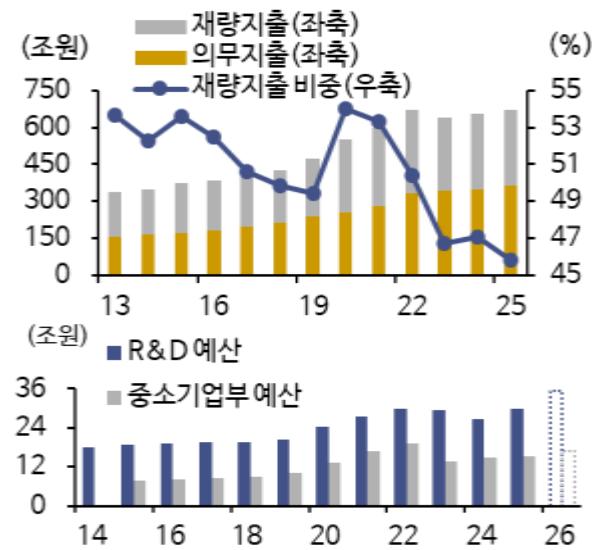
- 정부는 5개년 국정계획 발표, 123대 국정과제 선별로 성장과 분배 관련 아젠다 설정 중. 향후 210조원 추가증분 예산 중 54조원을 AI 3대 강국(25.0조원), 산업 르네상스(22.0조원). 기후위기 대응 및 에너지 전환(7.0조원)으로 활용하겠다는 계획
- 내년 R&D 예산 확보, 중소기업부 예산 증액에 따라 재량지출 비중 상승. 장기 관점에서 한국 재정건전성 이슈 및 신인도 관련 의구심도 자아낼 수 있겠으나 저성장 추세 바꾸려는 노력 금융시장에서 우호적으로 평가 → 정책에 편승한 신규 성장주(AI, 로봇 등) 우후죽순 등장 : 내년까지도 정부 재정지출 모멘텀 살아 있다는 점에서 정부 주도 정책이 성장주 구성에서 핵심 변수로 자리할 전망

### 이재명 정부 210조원 추가 지출 항목별 계획



자료: 국정기획위원회, 신한투자증권

### 정부 의무 및 재량지출, R&D 및 중기부 예산



자료: 열린재정, 지표누리, 신한투자증권

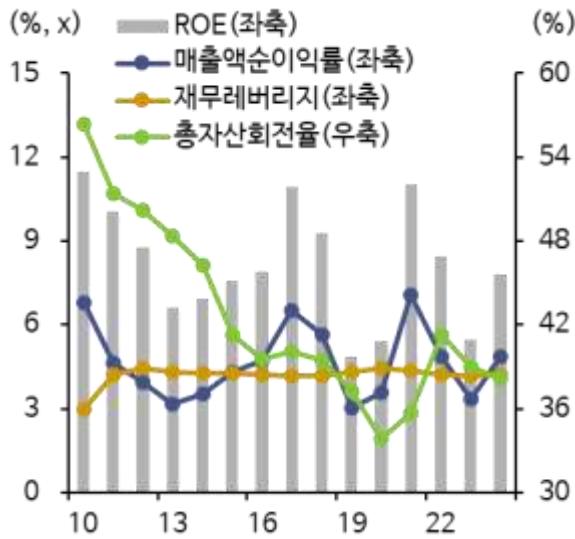
# 한국이 강했던 이유 3) 정부 주도 정책



## 휘몰아치는 주주환원 및 거버넌스 개선 모멘텀

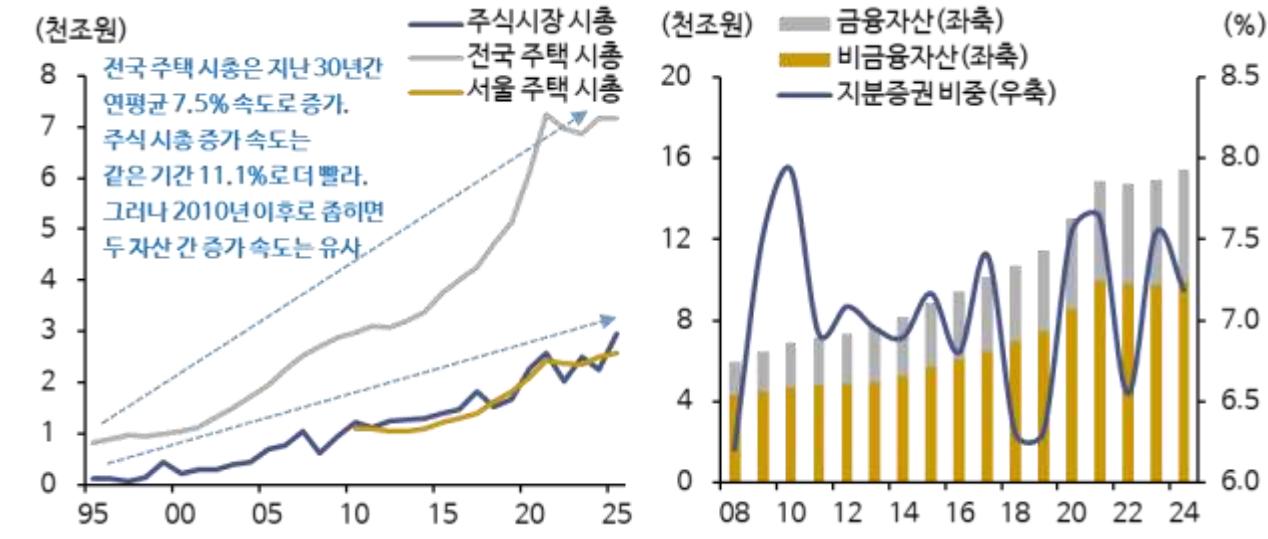
- 한국 잠재성장률 방향성 제고 위해서는 막대한 재정지출 계획 현실화 및 민간자금 활용한 투자 활성화 필수 불가결한 과제
- 정부는 국내 주식시장 활성화로 직접자본시장 경유한 민간 투자 활성화 유도할 계획. 이를 위해서는 낮은 밸류에이션 탈피 필요
- 정부는 세수 결손 유발하지 않는 주주환원 통한 주가 부양 의지 피력. 따라서 배당소득세 완화에 따른 배당 확대보다 기보유 자사주 소각 통한 밸류에이션 상승 유발할 전망. ROE 가장 빠르게 개선시킬 수 있지만 기업들의 경영권 방어 조항도 설정 필요할 것  
: 3차 상법개정안 통해 자사주 의무 소각 시 1~2년내 ROE 개선 효과 기대. PBR 중심 밸류에이션 끌어올리는 요소

## KOSPI ROE와 구성 요인 분해



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 주식시장과 주택시장 시가총액 비교(가계 자산 구성은 비금융 자산에 집중된 상태)



자료: 한국은행, 신한투자증권

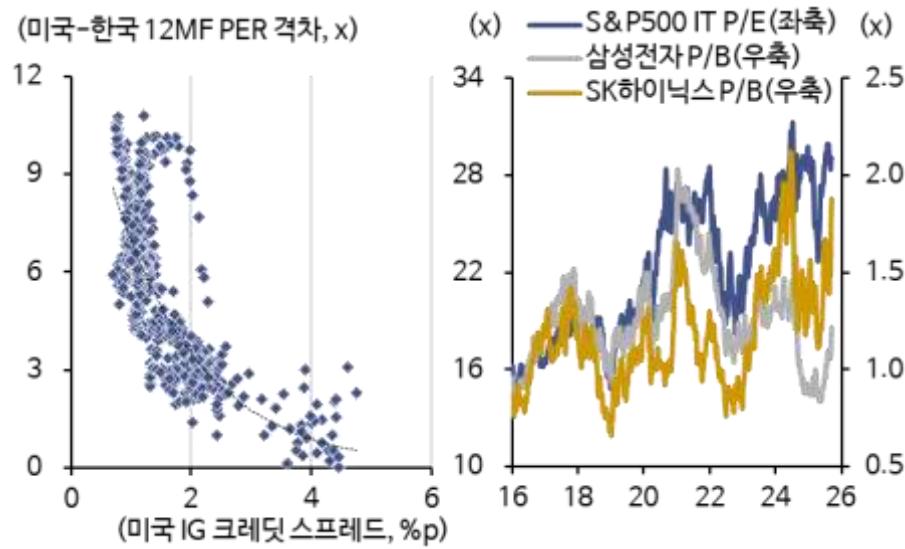
# 한국이 강했던 이유 4) 세계 리스크 프리미엄 하락



## 글로벌 리스크 프리미엄 하락은 외국인 바스켓 형태 귀환에 영향

- 9월 들어 연준 통화정책 스탠스 전환에 따라 투자등급 기준 미국 크레딧 스프레드 1998년 이후 최저 구간까지 진입한 상황
- 통상 미국 크레딧 스프레드 하락은 지수적으로 미국과 한국 밸류에이션 격차를 확대시키는 요소로 작용. 그러나 미국 밸류에이션 개선은 한국의 반도체 기업 밸류에이션에도 우호적으로 영향. 특히 글로벌 리스크 프리미엄 하락은 국내 밸류에이션도 개선시킬 방향
- 외국인은 과거에 비해 환율보다 비환율적 요소(실적, 반도체 업황 매력, 국내 금융시장 정책 등)에도 영향을 받는 모습  
: 올해 외국인의 반도체 향 순매수 확대된 이유 설명 가능한 요소

### 미국 크레딧 스프레드와 상대 밸류에이션



자료: LSEG, 신한투자증권

### 외국인 누적 순매수와 환율



자료: FnGuide, 신한투자증권

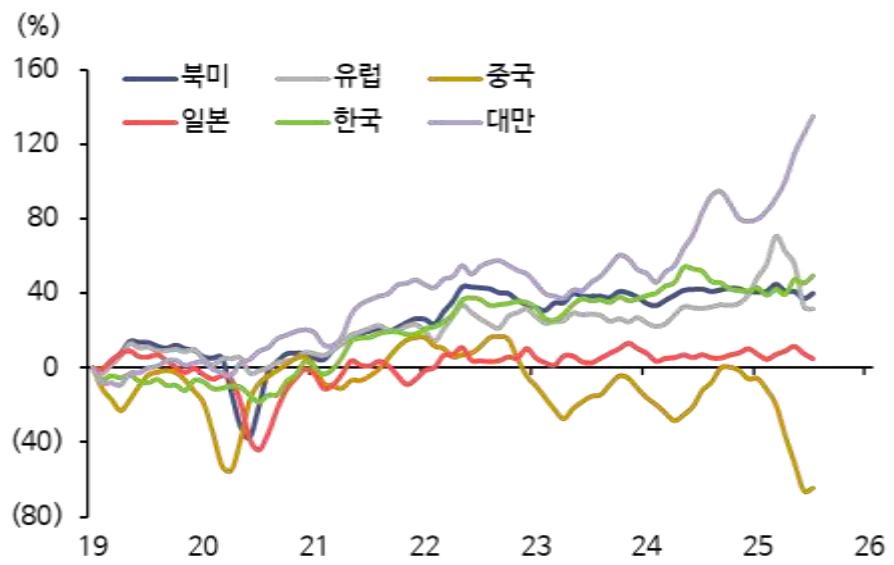
# 4Q 변곡점 만들 Risk 1) 대미 무역협상 현안



해당 변수는 단기적 편더멘털 영향보다 환율 불안 경유한 외국인 수급 이탈 압력 가중

- 미국과 맷은 무역협상은 3,500억달러 투자 안에 대한 악마의 디테일로 난관에 봉착. 한국 관세 경쟁국 대비 높지만  
1) 공급망의 비탄력적 성격, 2) 대표 상품 반도체의 품목별 관세 부과 고려 시 당장 기업이익에 부정적으로 작용하지는 않을 전망
- 환율 측면에서는 1) 대미 무역흑자 축소 우려, 2) 대미 투자 확대 시 달러 수요 확대 전망에 따라 원/달러 환율 매우 가파르게 상승  
: 따라서 대미 무역협상 난항은 편더멘털 이슈보다 외국인 수급에 부정적 영향 집중될 변수. 수급상 차익실현 압력 가중 불가피
- 회복 변곡점은 미국과 통화 스왑 체결 여부, 대미 무역협상 난항 돌파 여부에 있을 전망. 당장 예단하기 어려워 업종별로 영향력 다를 것

## 미국 주요 수입국별 누적 증가율 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

## 한국과 일본 대미 수출 품목 비교: 소비재에 영향력 집중될 가능성

국가	한국			일본			
	HS 코드	품목명	수출액 (~25년 7월, 억달러)	HS 코드	품목명	수출액 (~25년 7월, 억달러)	
1	8703	자동차	182	1	8703	자동차	216
2	8473	컴퓨터부품	56	2	0000	기타	54
3	8708	자동차부품	41	3	8708	자동차부품	44
4	2710	석유제품	31	4	8429	토공기계	32
5	8523	기록매체	27	5	8486	반도체장비	15
6	8507	배터리	21	6	8411	터빈엔진	15
7	8504	변압기	13	7	8443	프린터	15
8	3002	백신	12	8	8507	배터리	15
9	3304	화장품	10	9	8409	엔진부품	13
10	8517	통신기기	9	10	3004	의약품	13

자료: 무역협회, 신한투자증권

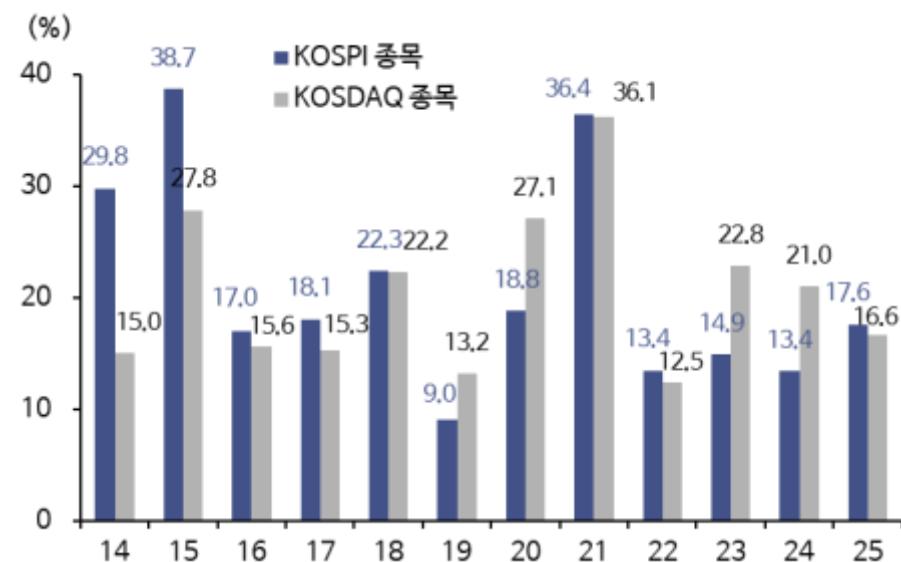
# 4Q 변곡점 만들 Risk 2) 기술적 조정 시기 도래



## 지수 전고점 돌파에도 종목별 매물벽 저항, 급등 이후 기간 조정 양상도 통과

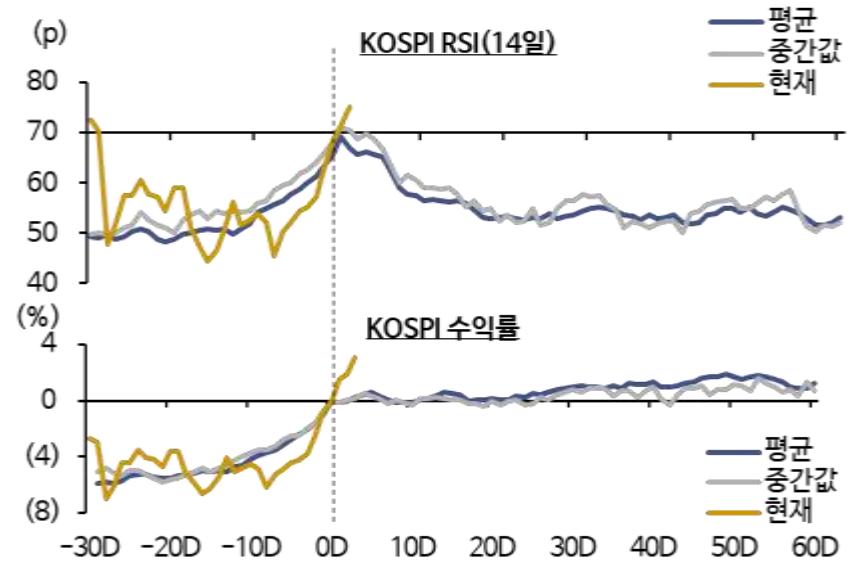
- 9월 역사적 전고점(2021년 6월) 돌파로 수급 관점에서 상단 제약하는 요인은 사라진 상황. 그러나 종목 관점에서 삼성전자 포함해 9월 말 기준 82.4% KOSPI 종목군은 전고점 아직 경신하지 못해. 이는 종목 단계에서 최고치 매물벽에 가로 막힐 수 있다는 점을 시사
- 기술적 저항선에 근거한 예기치 못한 조정 양상은 4Q 중 관찰될 수 있음. 해당 시점 3Q 실적 시즌 종료 이후 연말까지 특별한 상승 재료 찾지 못했을 때 발생. 연말 배당주 겨냥한 수급 효과 약화. 기술적 과열에 따른 조정 양상은 추세적 하락 재료로 작용하지는 않을 전망

### KOSPI, KOSDAQ 종목별 신고가 경신 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

### KOSPI RSI 70 도달 전후 KOSPI 수익률 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

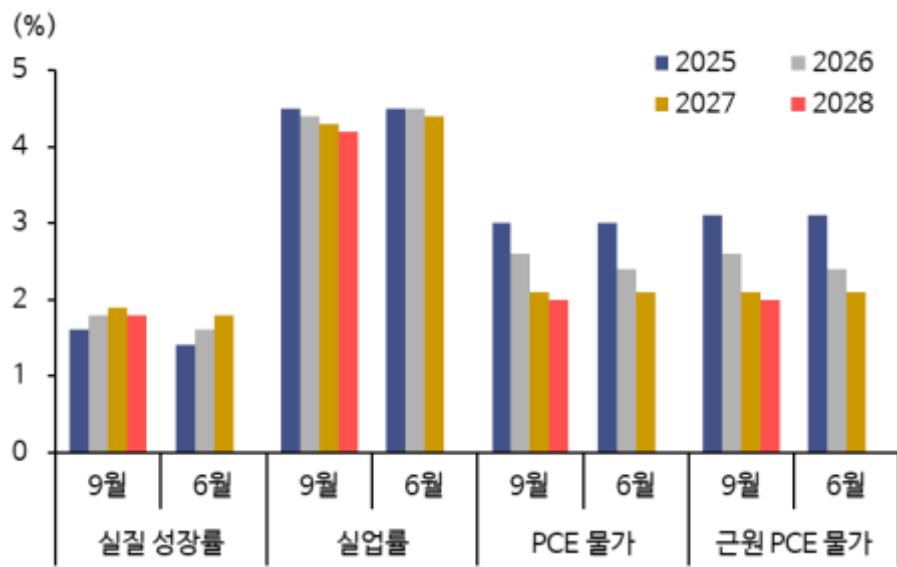
# 4Q 변곡점 만들 Risk 3) 미 고용 전망 약화



## 통화정책 방향 선회 유발한 연준의 경계심, 해당 변수는 소비주와 투자주에 상반된 영향 행사

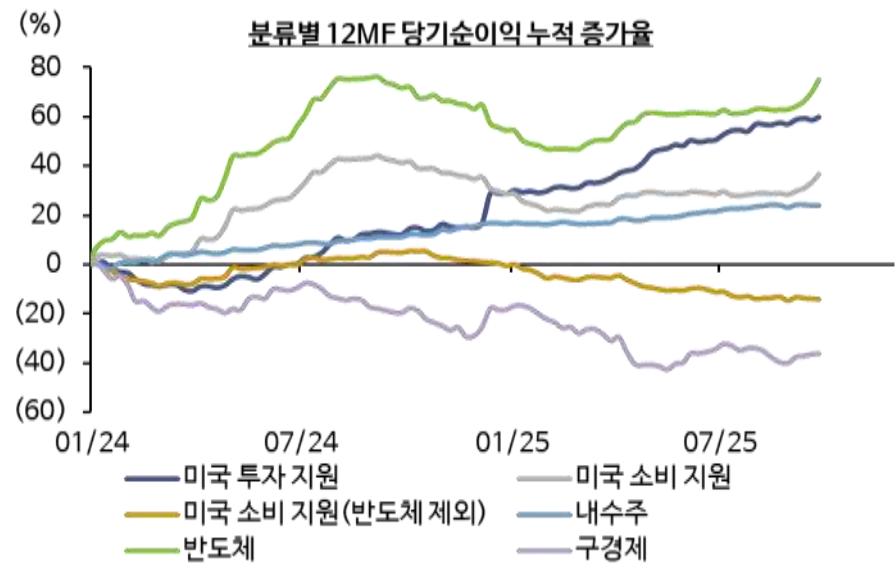
- 미국 2분기 경제성장률은 견고한 소비 경기 영향에 당초(3.3%)보다 상향 조정된 연율 3.8%(전분기대비) 기록. 8월 잭슨홀 미팅, 9월 FOMC 거치며 완화적 통화정책 가능성 반영한 금융시장 전망 흔들 수 있을 만한 견고한 결과. 성장주와 장기금리 전반에 하락 영향
- 연준 정책이 완화적으로 선회한 이유는 노동시장 약화 때문. 2027년까지도 장기균형 실업률 지속 상회할 것 우려해 선제적 조정 나서  
: 고용 위축에 따른 미 소비 전망 약화 가능성 리스크 요인으로 생각. 2026년부터는 트럼프 감세 효과에 따라 점진적 회복 시장 예상 중  
: 해당 변수 국내 증시 전반에 영향 미치기보다 대외 소비주(자동차, 2차전지, 화장품 등)와 투자주(IT, 산업재)에 차별적 영향력 행사

### 9월 FOMC 점도표: 성장을 견조하지만 고용 문제 있다



자료: Fed, 신한투자증권

### KOSPI 업종 분류별 12MF 당기순이익 누적 증가율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

# 4Q25 KOSPI Target: 3,200~3,700p



## 분기 초 미국과 통상 현안에 따른 수급 이탈, 3Q 실적 시즌 통과하며 점차 회복

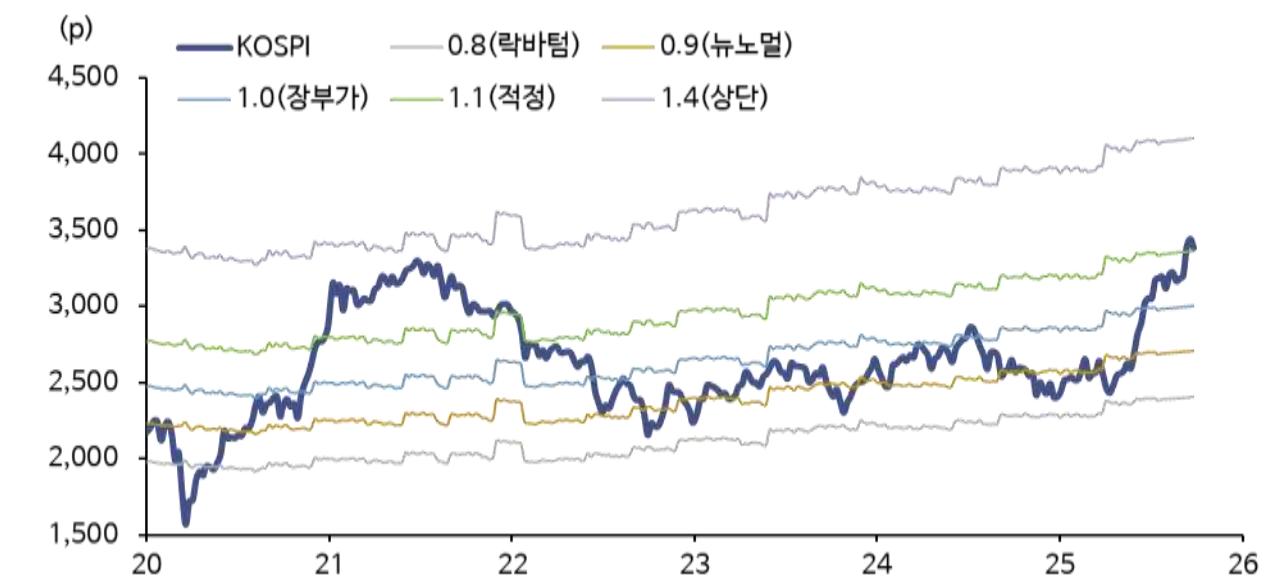
- 4Q KOSPI는 10월 중 미국과 무역협상 우려 고조, 원/달러 환율에 따른 수급 이탈, 기술적 조정 시기 도래에 따라 변동성 직면 가능
  - 대외 수출 모멘텀도 급격히 꺾이지는 않으나 미국 제조업 재축적 모멘텀 정점 통과에 따라 둔화될 가능성 염두에 둘 필요
  - 당장은 가격 변동성 유발하나 3Q 실적 시즌 양호한 통과, 내년 견조한 실적 전망 고려 시 기존 상승 추세 꺾이지는 않을 것
- 4Q KOSPI Target은 3,200~3,700p로 예상. 현재 EPS 기준 PER 10.0~12.0배에 마디 저항 고려. 기존 연간 전망 밴드에서 상단 100p 상향 조정. 당장의 불확실성은 10월 말~11월 초 한국 APEC 정상회담 분수령. 한미 통화스왑, 3,500억달러 투자 향방 핵심 변수

### 밸류에이션 테이블 update

		EPS (p)		
		비관 (20%)	중립 (60%)	낙관 (20%)
PER (x)	비관 (10%)	310	314	328
	현재 (40%)	3,100	3,140	3,280
	중립 (40%)	3,317	3,360	3,510
	낙관 (10%)	3,410	3,454	3,608
	비관 (10%)	3,565	3,611	3,772

자료: FnGuide, 신한투자증권

### KOSPI PBR 밴드: 정책과 수익성 고려 시 내년 상반기 상단에도 근접 시도할 전망



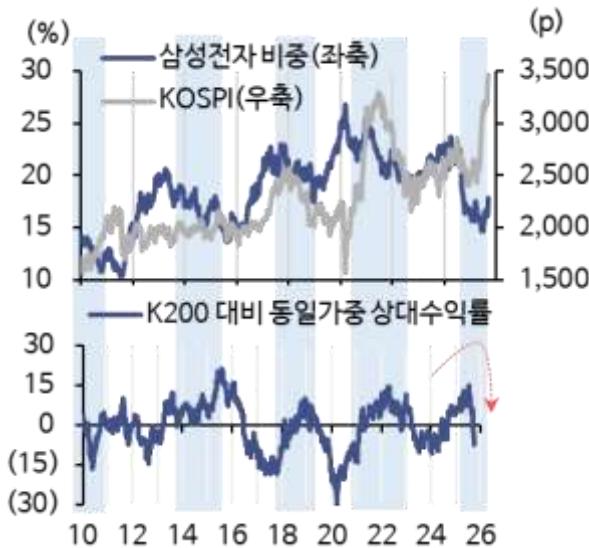
# 4Q 시장 구도 변화에 대비



## 반도체 중심 패시브 시장 구도 대비. Active보다 Passive 전략 구성 요구

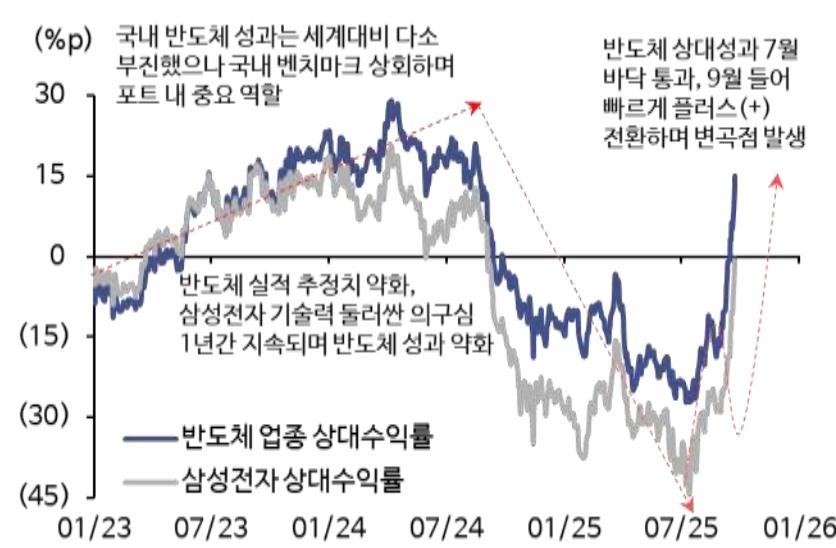
- 실적 방향성은 반도체에 집중될 전망. 내년 전망, 4Q 중 핵심인 SK하이닉스의 HBM4 공급 계약 여부도 반도체 성과에 우호적
- 삼성전자의 대미 HBM 공급 확대 계약 여부 방향성에 중요. 삼성전자 KOSPI 내 비중 상승 국면에서 종목 장세 빠르게 종료 가능성
- 작년부터 반도체 종목 상대수익률 하락 국면에서 종목 장세 연출. 4Q는 시장 구도 크게 바뀌며 패시브 장세로 바뀔 가능성 대비  
: 9월 월간 수익률은 KOSPI200, KOSPI 대형주 등 인덱스 상품 중심 패시브 장세 연출. 4Q에도 길어질 가능성  
: 미국과 통상 현안에 따른 외국인 자금 이탈도 1) 반도체 펀더멘털과 관련 크지 않고, 2) 실적 방향 고려 시 완화될 것 기대

### 삼성전자와 종목 장세 vs. 패시브 장세

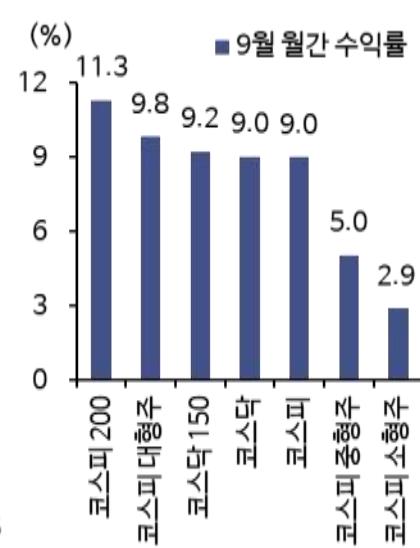


자료: FnGuide, 신한투자증권

### 반도체 상대수익률과 사이즈별 수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권



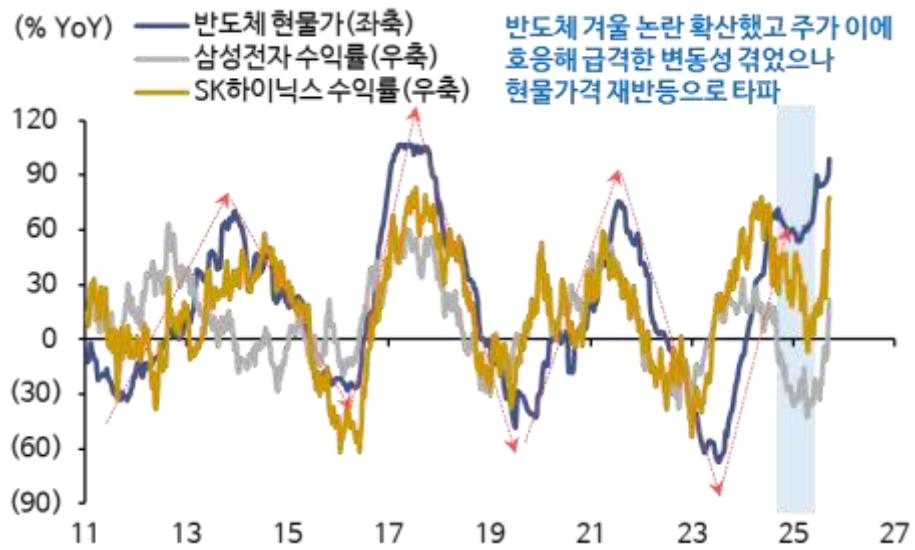
# 4Q 반도체와 동행할 대안



## IT하드웨어(밸류체인 연간 및 실적 추이 우호적), 반도체 소부장(현정부 정책 중심)에 주목

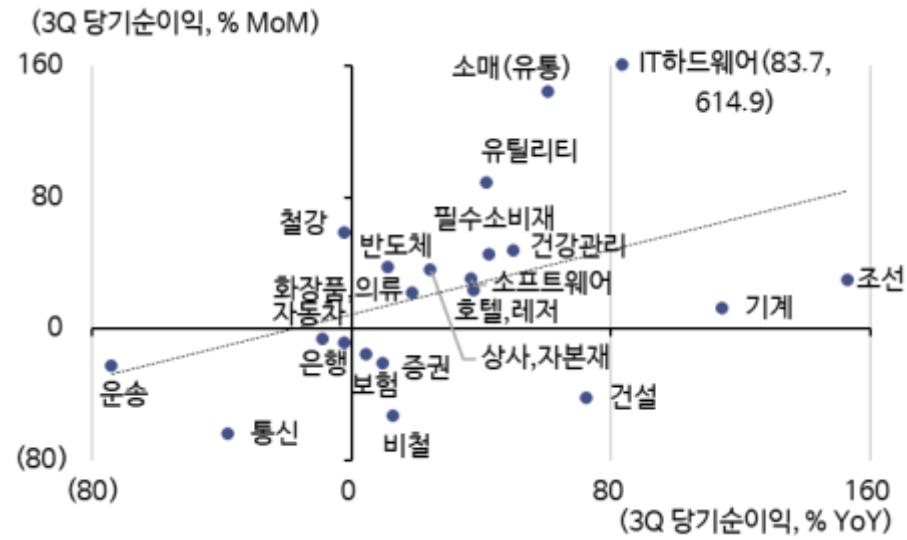
- AI향 메모리 반도체 공급 뿐만 아니라 AI 인프라 투자 사이클에 따른 반도체 현물가 상승 움직임은 국내 반도체 주가 흐름에 우호적
- 작년 9월 반도체 겨울론은 올해 1월 현물가 상승 전환, 4월 상승 속도 가속화에 따라 타파된 상황. 현재 국면 사이클 길이 예단 어려워
- 반도체 중요 투자 대안으로 두는 동시에 같이 보유할 업종은 IT하드웨어 및 반도체 소부장으로 판단. IT하드웨어는 밸류체인상 반도체와 밀접하고 실적 추이 우호적이라는 점 주목. 반도체 소부장은 대형주 상승 이후 시간 차 두고 캡을 메워갔다는 과거 측면 고려  
: 특히 현정부 정책 중 R&D 세액공제 확대는 반도체 소부장 종목 펀더멘털에 우호적 요소

### 반도체 현물 사이클과 삼성전자, SK하이닉스 수익률 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

### 3Q KOSPI 매출과 마진 추정 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

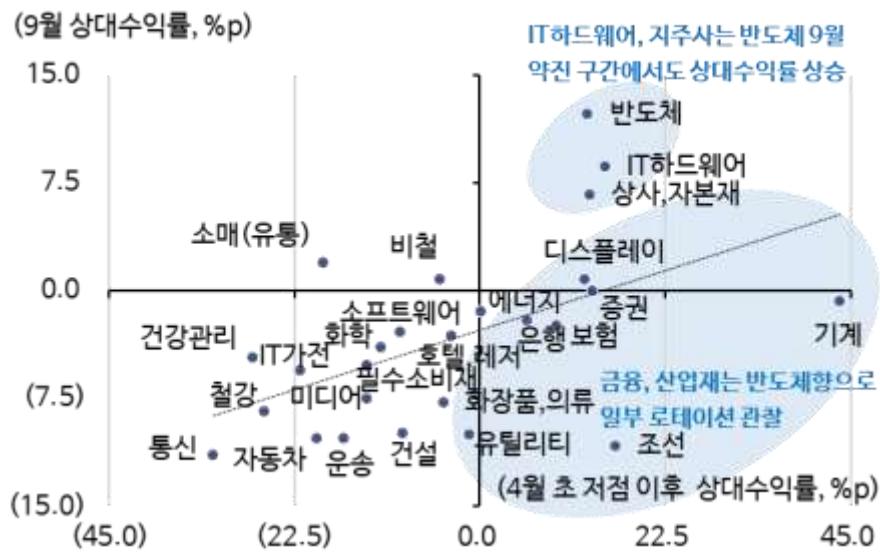
# 산업재는 Next Stage 대비



## 미국과 통상 현안은 산업재 투자심리에 부정적, 대미 투자 중추 논리는 불변

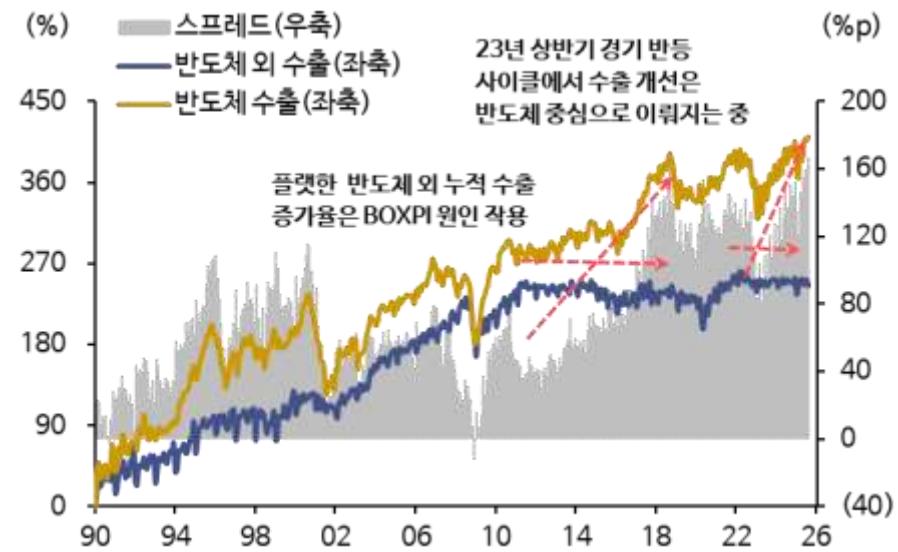
- 기존 주도주였던 산업재는 Next Stage 기약해야 할 상황. 9월 들어 상대수익률 하락한 상황. 주도주 지위가 초대형주인 반도체로 바뀌는 국면에서 상대적으로 높은 수익률 구가했던 산업재 수급 이탈. 여기에 미국과 통상 현안 확대는 센티멘트에 부정적
- 산업재 전략 핵심은 미국 중심 공급망 재편 과정에서 한국 기업들 중추 역할 맡을 수 있다는 논리. 해당 논리 앞으로도 변함 없겠으나 10월에도 부상할 미국과 통상 현안은 섹터 주가 추이에 우호적 재료는 아닐 수 있을 것으로 판단  
: 반도체 외에서도 성장 지속되고 있고 2027년까지 KOSPI 이익 성장 주도하는 대안 산업재. Next Stage에 대비

### 업종별 상대수익률 산포도



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 반도체와 반도체 외 품목 수출 누적 증가율



자료: 무역협회, 신한투자증권

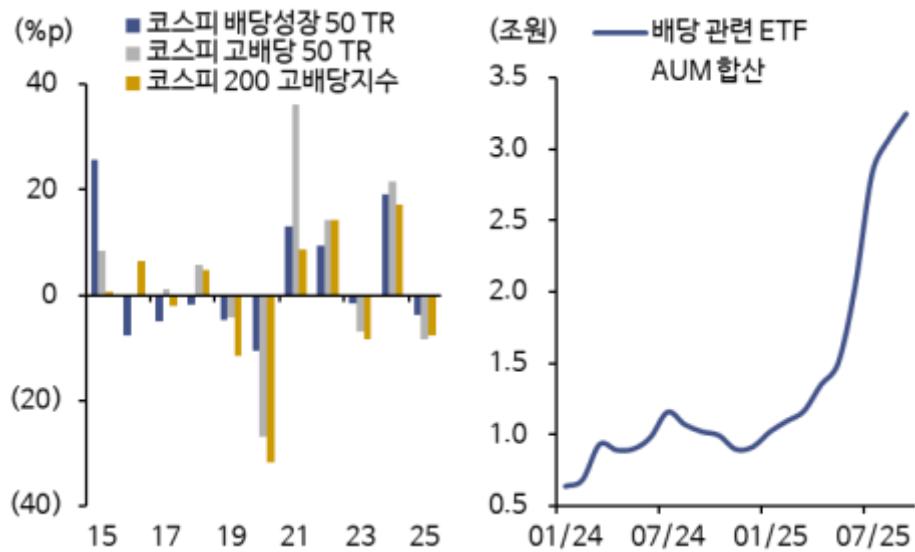
# 배당보다 성장주 중심 스타일 구성



## 정책 관점에서는 배당보다 자사주 소각 우위, 매크로 및 전략적 환경은 성장주 우위 예상

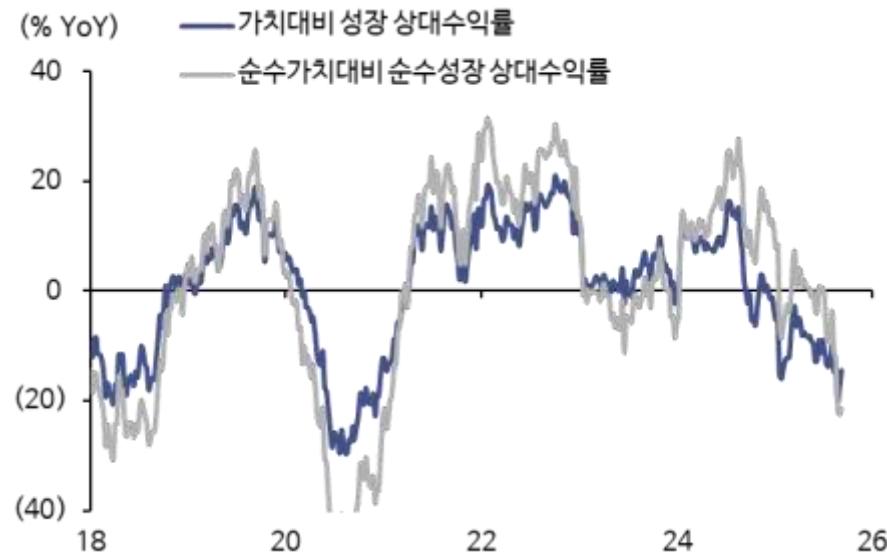
- 올해 주도주 중 하나였던 금융 및 배당 스타일은 정책 관점에서 가장 우위에 있지는 않은 것으로 판단. 연초 이후 누적으로 배당 스타일 상대 수익률 마이너스(-) 등락 중. 배당 관련 ETF의 AUM도 올해 7월을 기점으로 유입 속도 둔화하고 있는 상황  
: 과거와 달리 정말 배당주 겨냥한 수급 효과도 기대하기 어려운 상황. 올해 말보다 내년 1Q에 배당 스타일 유입 기대할 수 있을 전망
- 성장 스타일에 우호적인 시장 상황. 1) 장기금리 하락 환경 예상, 2) 장기 성장주에 부합하는 국내 정부 정책, 3) 모멘텀 스타일의 흔들림  
: 작년 9월 이후 모멘텀 스타일 우위를 보이는 상황에서 가치대비 성장 스타일 상대수익률 1년째 하락 중 → 4Q 중 반전 계기 마련

### 배당스타일 상대수익률과 주요 ETF AUM 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 성장과 가치 상대수익률 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

## V. 포트폴리오 아이디어

정책과 유동성이라는 엔진



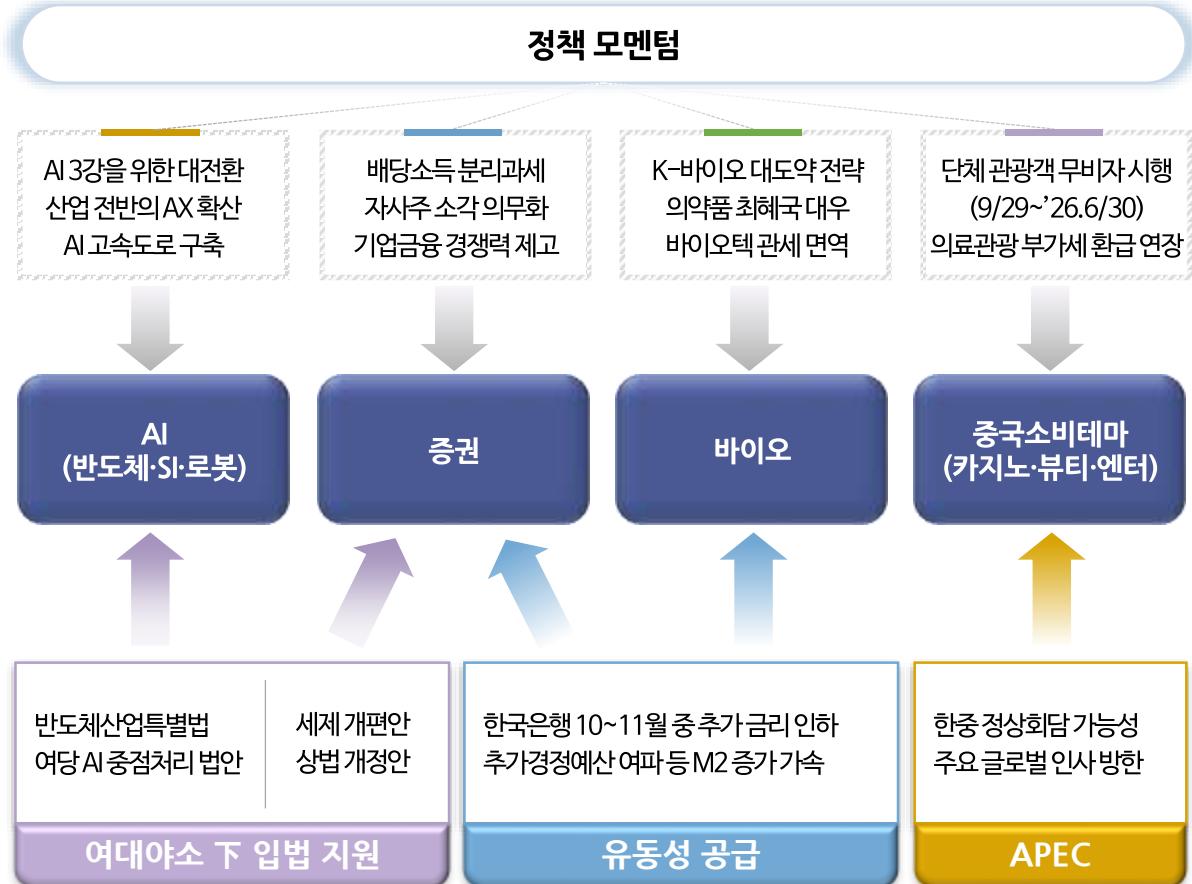
# 여전히 영향력을 발휘할 정책+유동성



## 성장(AI·바이오)+금융+중국소비

- 4분기는 정부의 강력한 주식시장 활성화 의지 이어지는 가운데 정책과 유동성에 주목
- 정부 1~2년차 가장 강한 정책 추진력을 보유 한다는 측면에서 국정운영계획·예산안 항목과 재정 투입 방향에 집중 + 여대야소 입법 지원
- 재정정책 측면에서 추가경정예산 등 여파에 M2 증가 가속 중이고, 한국은행도 연내 1회 (10~11월 중) 추가 금리 인하 가능성 시사
- APEC 정상회담에서 미중 정상 2012년 이후 13년 만에 동시 방한. 한중정상회담은 한한령 완화 등 기대 요소. Jensen Huang, Sam Altman 등 인사 참석 성사 시 AI 투심 자극
- 10월 말~11월 무렵부터 대주주 대상 양도세 회피를 위한 매도 물량 출회 가능. 개인 수급 비중 높고 올해 성과 높은 종목은 변동성 유의

## 4분기 국내외 정치 이벤트 및 유동성 포트폴리오



자료: 신한투자증권

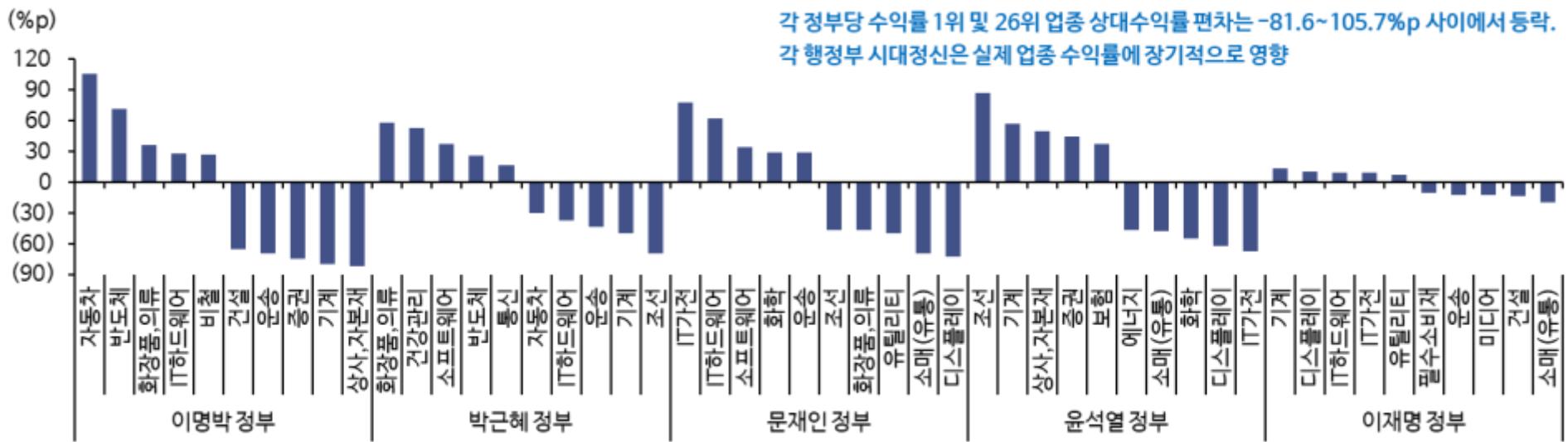
# 국정운영계획·예산안에 드러나는 정부 의지



## 시대정신을 관통하는 정책은 업종 성과에 포괄적으로 영향

- 정부 출범과 임기 중 업종 성과는 공통적으로 반복되는 패턴 찾기 어려워. 상대수익률 관점에서는 시대정신 관통하는 산업 존재  
: 이명박 정부(자동차, 반도체 등 대기업 낙수효과 유도), 박근혜 정부(창조경제 실현에 따른 성장주 강세), 문재인 정부(그린뉴딜 통한 신경제 모색), 윤석열 정부(방산 수출 지원과 밸류업 프로그램 지원) 등 정책에 따라 상대수익률 편차 -81.6~105.7%p 사이 등락 관찰
- 성장 방점이 수출 vs. 내수, 탑다운 vs. 바텀업, 성장주 vs. 구경제 등 어디에 있는지에 따라 달라져. 이번 재정정책 시대정신도 영향 전망  
: 국정운영 5개년 계획, 2026년 예산안을 통해 업종 성과에 포괄적으로 영향을 줄 수 있는 정부 정책 방향성 모색

### 역대 정부별 KOSPI 상하위 5개 업종 상대수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: KOSPI 대비 상대수익률 기준

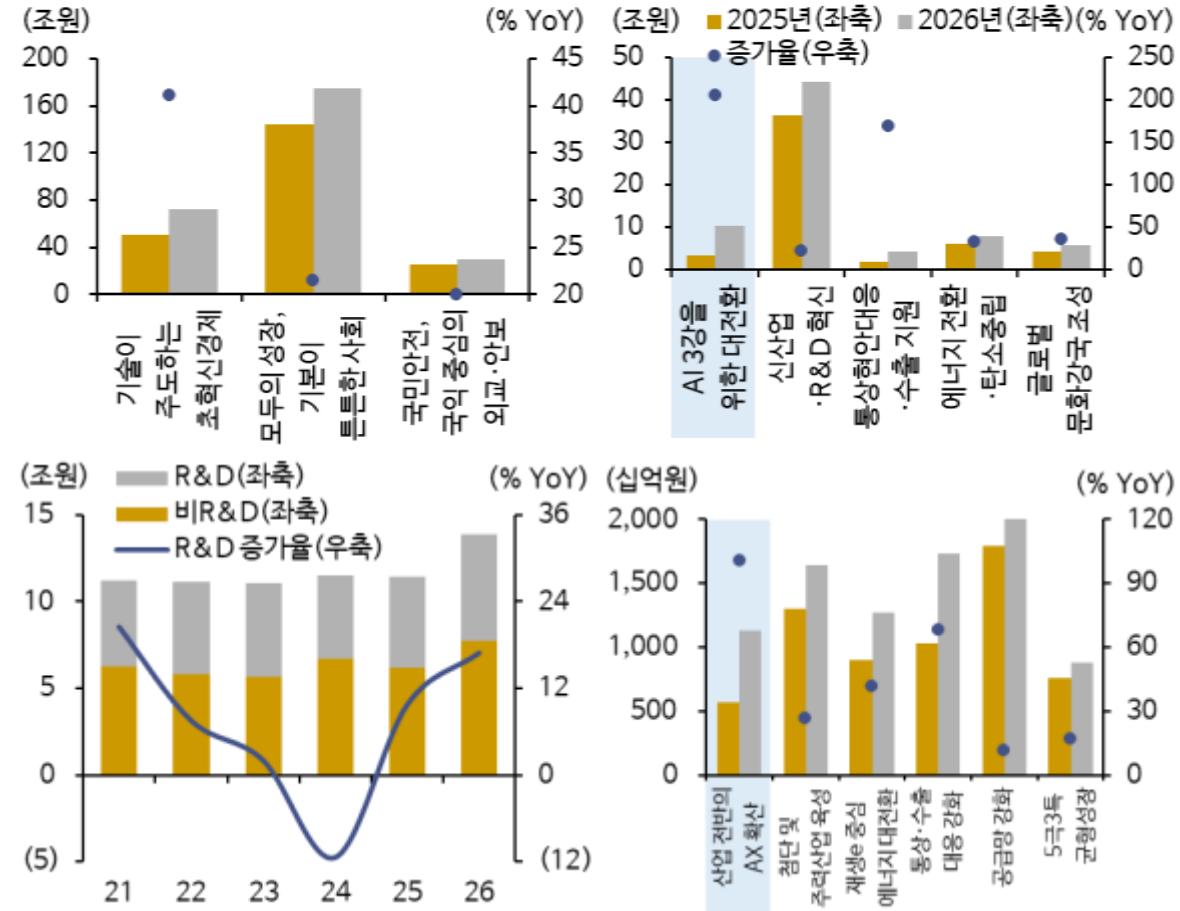
# 국정운영계획·예산안에 드러나는 정부 의지



## 예산이 느는 곳에 자금이 모인다

- 내년도 예산안 중점 투자방향 ① 기술이 주도하는 초혁신경제(51조원 → 72조원, +41.2%), ② 모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회(144조원 → 175조원, +21.5%), ③ 국민안전, 국익 중심의 외교·안보(25조원 → 30조원, +20.0%) 설정
- 세부 투자로 '피지컬AI 중점사업 추진(신규 0.5조원)' 및 'AX-Sprint 300(신규 0.9조원)' 등 AI 지출 급증(3.3조원 → 10.1조원, 206.1%)
- R&D 예산도 내년 35.3조원으로 역대 최대로 증가(+19.3% YoY). 특히 증가세 둔화하던 산업부 R&D 예산도 반등세 연출(+16.9%)
- 세부 내역 '산업 전반의 AX 확산'에 2배 이상 투입(5,651억원 → 1조1,347억원). 그 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 휴머노이드 로봇 등 피지컬AI 개발(2,149억원 → 4,022억원, 87.2%)
- AI 응용 제품 상용화 지원(신규 1,575억원), 온디바이스AI 반도체 개발(신규 1,851억원) 및 AI 팩토리(1,582 억원 → 2,200억원) 등도 포함

## 내년 정부 예산안에서는 AI·AX 관련 예산 증가세가 두드러진 가운데 R&D 증가 관찰



자료: 기획재정부, 산업통상자원부, 신한투자증권

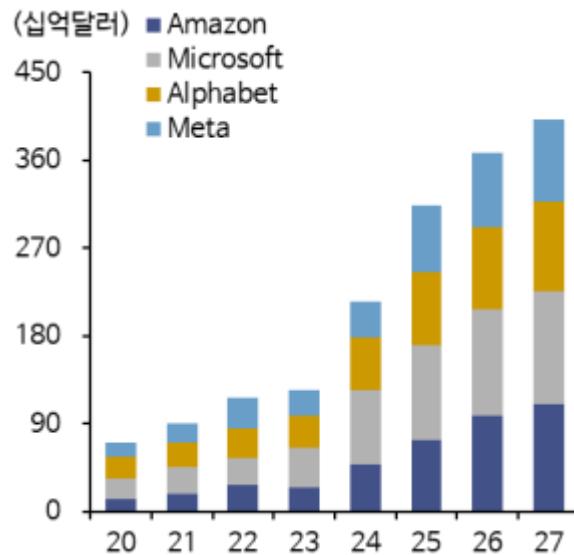
# 신성장 동력 ① AI라는 시대 정신



## AI 밸류체인에서 한국의 비교우위: 반도체 & 전력기기

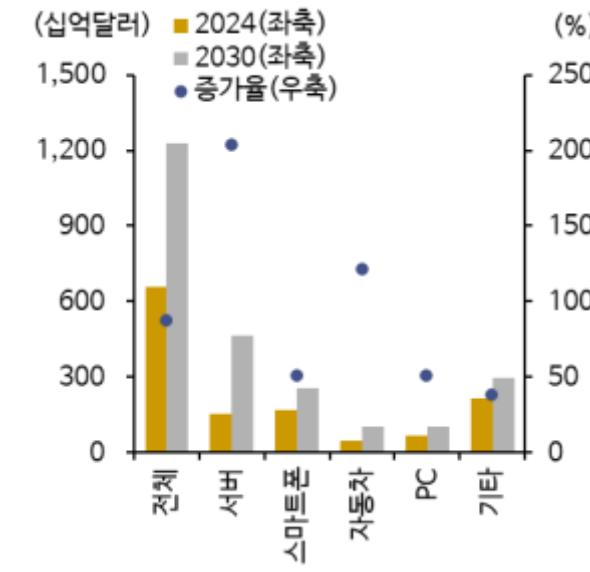
- 글로벌 반도체 매출은 작년 6,560억달러(약 918.4조원)에서 2030년까지 두 배 가량 성장(1조228억달러, 약 1,719.2조원) 전망. 단기적으로는 생성형 AI 인프라 확충 → 장기적으로는 피지컬 AI와 Agent AI가 반도체 수요 견인. 국내 반도체&전력기기 수혜 장기화
- AI 주도의 반도체 수요 성장 가속화 예상. 지난 분기 고부가 DRAM, 고용량 NAND에 이목 집중되며 하반기 실적 강세 의견 유지
- 메모리도 호황기 진입. 일반 서버향 레거시 메모리 반등 시작으로 P·Q 동시 성장 기대되며 가격 상승세 내년까지 지속 전망. 메모리 업체들의 가격 정책, 공급 기조 변화 주목

### 아직 견조한 빅테크의 AI CapEx 성장세



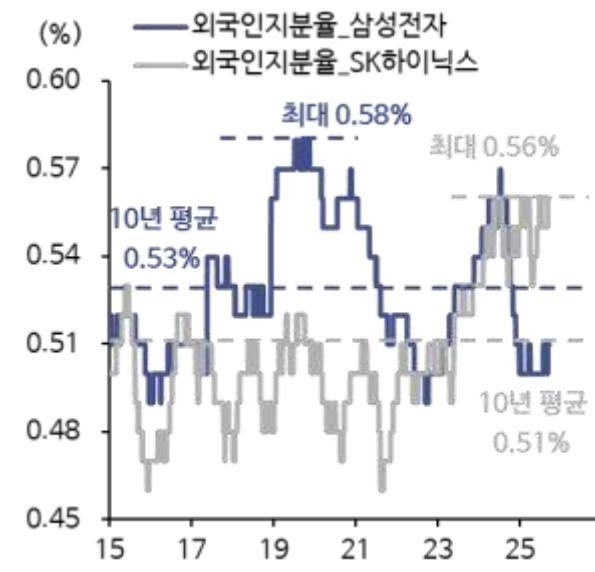
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 단기 AI 인프라, 장기 피지컬 AI&Agent AI



자료: Counter point research, 신한투자증권

### 삼성전자·SK하이닉스 외국인자본율 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

# 신성장 동력 ① AI라는 시대 정신



## AI 사이클 가운데 성장주 주목: SI + 로봇

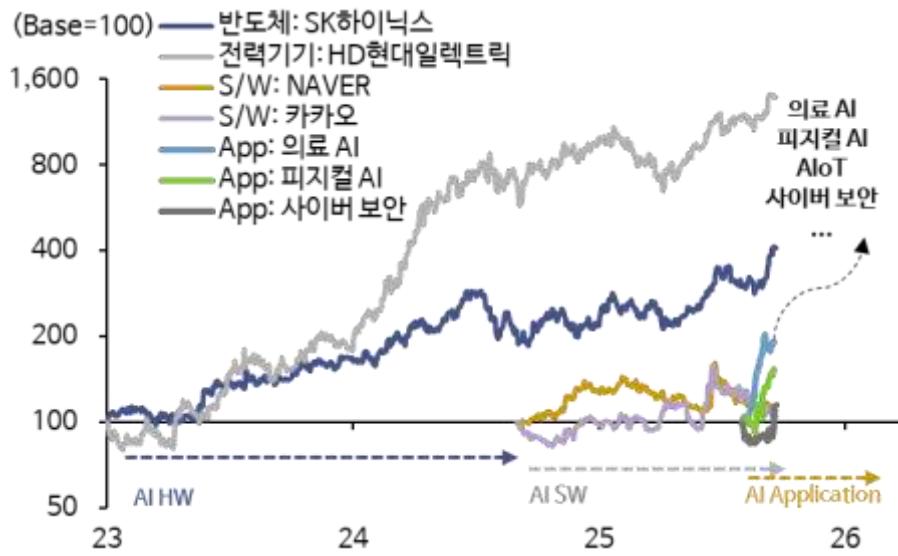
- (AI SW) 국내 소비린 AI 내러티브로 인터넷·IT 서비스 업종 멀티플 확장. 정책 모멘텀의 강도와 지속성에 주가 의존도가 높은 상황에서 AI 활용한 유저 트래픽 개선 등 실적 뒷받침 필요한 상황. 데이터센터 운영에 필요한 B2B SI 기업들도 AI 인프라 확산에서 성장 가능
- (AI Application) AI의 실제 활용 측면까지 확장되면서 중소형 성장주 관심도 높아질 가능성. 특히 금리 인하, 재정 확대로 유동성 증가 상황에서 중소형 성장주에 우호적 환경 조성. 단순 내러티브보다 글로벌 기술 경쟁력 확인된 기업 중심으로 성장성 유효 : 로보티즈(OpenAI와 협업), 씨메스(AI 물류 자동화 관련 쿠팡 수주 확대 주목), 토모큐브(AI 기반 홀로토모그래피 진단 독자기술 보유)

### 올해 성장주는 한국 장기금리 하락과 동행하며 상대적 강세 연출



자료: FnGuide, 신한투자증권

### AI 활용에 관심이 높아질수록 관련 중소형 성장주 주가 반응 기대



자료: FnGuide, 신한투자증권

# 신성장 동력 ② 바이오



## 정부 정책 수혜 + 관세 면역인 바이오텍

- KOSPI200 헬스케어는 KOSPI200 대비 YTD -45%p 언더파폼. 빅테크와 L/O(기술이전·공동개발하는 바이오텍에 종목별 접근 유효)
- Trump의 무역확장법 232조 조사 마무리에 따른 품목별 관세 언급은 경계 확대 요인(일본·EU 15%, 한국 100%). 한국은 최혜국 대우 약속에도 불구하고 무역 합의 최종 타결 미완료가 불안 요소로 작용
- 로열티, 마일스톤 수취하는 바이오텍 BM의 경우, 생산·유통 모두 빅파마가 직접 진행하기 때문에 관세 영향 무관. 핵심 고객사인 글로벌 빅파마의 미국 내 제조시설 투자 급증하는 등 고객사 차원에서 관세 회피 비용 집행으로 국내 바이오텍의 관세 부담은 미미할 전망

### 바이오텍 L/O 성과에 따라 KOSDAQ150 헬스케어 상승 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 국내 기업 글로벌 L/O 및 공동개발 최근 성과

날짜	국내업체	인수업체	계약 규모 (원)	계약금 (원)
22/01/12	에이비엘바이오	사노피	1조 3,000억	900억(7.0%)
23/11/06	종근당	노바티스	1조 6,241억	1,061억(6.5%)
13/11/06	오름테라퓨틱	BMS	2,340억	1,300억(55.5%)
23/12/26	리가켐바이오	J&J	2조 2,000억	1,300억(6.0%)
24/02/22	알테오젠	머크(MSD)	5조 2,700억	461억(0.9%)
24/07/16	오름테라퓨틱	버텍스	1.3조	207억(1.5%)
24/07/31	알테오젠	산도즈	비공개	비공개
24/09/19	인벤토리랩	베링거 인겔하임	비공개	비공개
14/10/07	펩트론	일라이릴리	비공개	비공개
24/10/11	리가켐바이오	오노제약	9,345억 + $\alpha$	비공개
14/11/08	알테오젠	다이이찌산쿄	4,197억	280억(6.7%)
25/02/07	올릭스	일라이릴리	9,116억	비공개
25/03/17	알테오젠	아스트라제네카	1조 9,640억	654억(3.3%)
25/04/07	에이비엘바이오	GSK	4조 4,104억	739억
25/05/15	알지노믹스(비상장)	일라이릴리	1조 9,000억	비공개
25/06/09	올릭스	로레알	비공개	비공개

자료: 신한투자증권

# 신성장 동력 ② 바이오



## 바이오텍 L/O 추세적 확대 기대

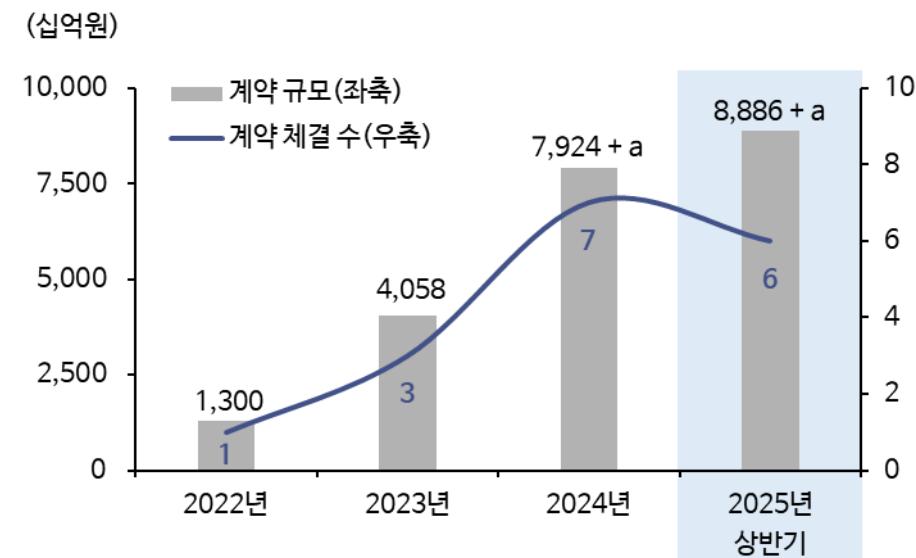
- 정부는 '글로벌 5대 의약품 강국 도약'을 비전으로 2030년까지 ①의약품 수출 2배 달성, ②블록버스터급 신약 3개 창출, ③글로벌 임상시험 3위 달성을 목표로 하는 'K-바이오 의약 산업 대도약 전략' 발표(9/5)
- 빅파마 L/O 및 공동개발 계약은 2022년 1건(1.3조원)에서 2024년 7건(7.9조원 + a), 2025년 상반기만 6건(8.8조원 + a)으로 증가. 정부 R&D 투자 강화 및 바이오 펀드 등 자금 지원으로 바이오텍 역량 개선 시, 계약 수 및 계약 당 규모 모두 성장 탄력 기대
- 빅파마와 L/O 이력 보유 기업 중심으로 검증된 기술력 통해 신규·추가 계약 가능. 마일스톤 및 로열티 수령 통해 현금 매출 가시화 구간

## 바이오 투자 시장 활성화에 필요한 정부 펀드 확대

초기	전임상	1, 2상	3상
과학기술 혁신펀드 400억('25)	K-바이오·백신 펀드 1조원(~'27)		
초기 바이오 투자펀드 500억('25)	기술혁신 전문펀드 500억('26~)	임상3상 특화펀드 1,500억원 ('26)	
스타트업 코리아 펀드 400억('25)			

자료: 관계부처합동, 신한투자증권

## 국내 바이오텍 기술이전 및 공동계약 체결 추이



자료: IQVIA, 신한투자증권  
주: 2024년 - 3개 계약 규모 비공개, 2025년 상반기 - 2개 계약 규모 비공개

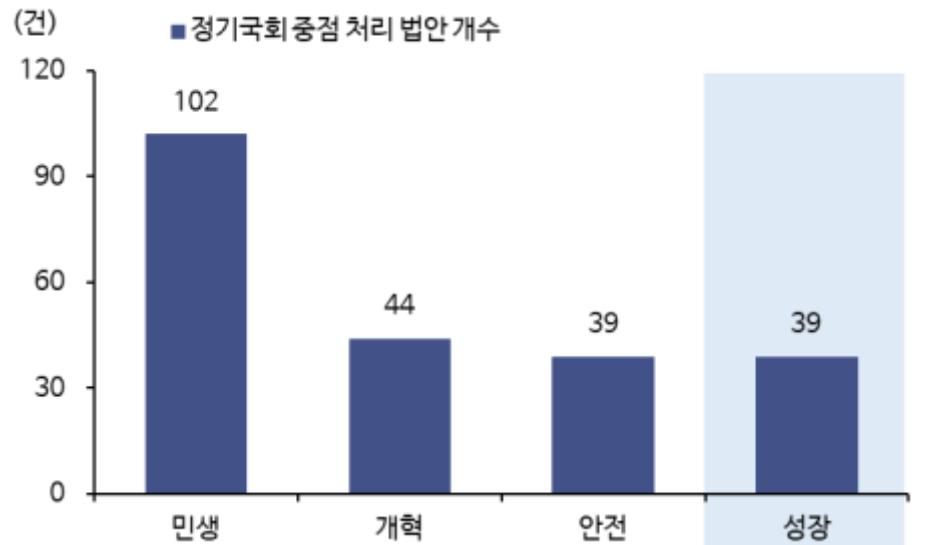
# 여대야소 하 추진력 더해줄 입법 지원



## 여당 중점처리법안 중 성장 부문 39개 주목

- 여당은 올해 정기국회에서 민생·성장·개혁·안전 4대 핵심 과제를 제시하며 하위 224개 중점처리법안 공개. 그 중 민생 102건으로 가장 많은 비중을 차지했고 이어서 개혁 44건, 성장·안전 39건 순. 성장이 다소 후순위이고 자본시장법·상법 등 주식시장 관련 법안이 부재
- 그럼에도 해당 어젠다는 대통령실에서 강하게 의지를 표출해온 과제. 정부도 '새정부 경제성장전략'을 통해 혁신을 뒷받침하기 위한 생산적 부문으로의 자금 이동을 촉진 중. 중점처리법안에는 포함되지 않았지만 당정 협의를 통해 상법 등 자본시장 법안은 처리 전망
- 성장 법안 가운데서는 AI산업 육성, 반도체·디지털전환 등 신산업 성장에 관심. 북극항로 테마는 조선·해운·항만주 주가 자극 재료

### 여당 중점처리법안 4대 핵심 과제는 민생 중심이나 성장 법안 관심



자료: 더불어민주당 정책위원회, 신한투자증권

### 성장 법안 가운데 주식시장 관련 대표 법안 요약

구분	관련 법안	세부 내용
AI산업 육성 (4건)	인공지능데이터센터 진흥법 인공지능산업 인재 육성 특별법 인공지능산업 육성 및 강국 도약 특별법 데이터산업진흥 이용촉진법	AI 데이터센터 지원체계 마련 AI 산업 인재 육성 위한 기반 마련 AI 메가클러스터 조성 개인정보 등 원본 데이터 활용
신산업 성장 (7건)	반도체산업 특별법 산업디지털전환촉진법 RE100 산업단지 특별법 탄소중립산업 특별법 철강산업 경쟁력 강화 및 녹색철강 기술 전환 특별법 벤처투자법 영농형태양광지원법	반도체 산업 지원 및 생태계 구축 산업분야 AI 대전환 추진 지원 RE100 대응 역량 강화로 지역발전 탄소중립산업 지원체계 마련 철강 경쟁력 강화 및 녹색철강 지원 모태펀드의 안정적 운영 농사+에너지소득+탄소중립 기여
균형 성장 (3건)	사회연대경제기본법 북극항로 구축 지원 특별법 부산 해양수도 이전기관 지원 특별법	종합적·체계적 사회연대경제 지원 북극항로 조성 및 지원 이전기관의 종합적·체계적 지원

자료: 더불어민주당 정책위원회, 신한투자증권

# 신성장 동력 ③ '디스카운트'에서 '프리미엄'으로



## 세제 개편안보다 강하게 추진될 상법 개정

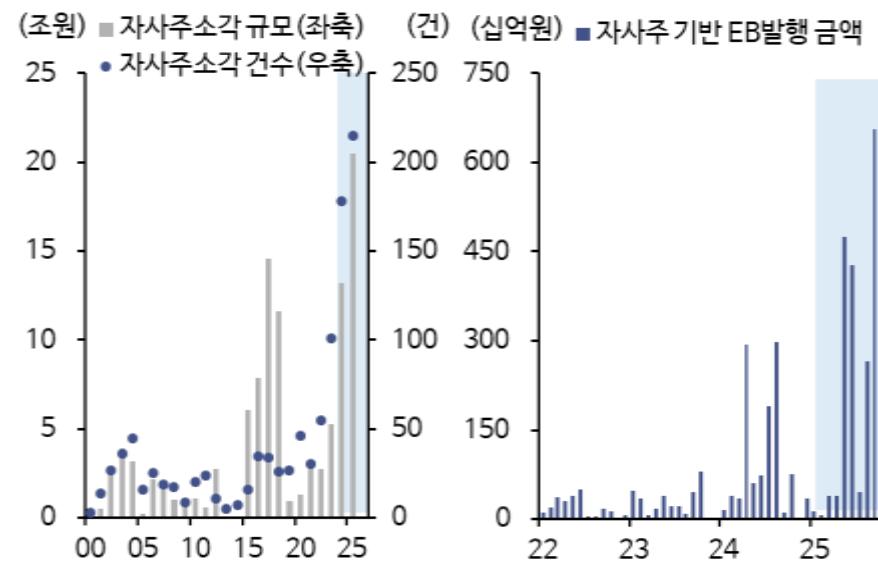
- 세제 개편안에서 양도세 대주주 기준은 원상복귀(50억원)됐지만, 배당소득 분리과세 및 법인세는 세수 확보 차원에서 정부안에서 크게 개선을 기대하기는 어려운 상황. 오히려 재정을 동반하지 않으면서도 지배구조 개선을 담은 상법 모멘텀에서 기회를 모색
- 상법 1차(이사 충실의무 범위 확대, 3% Rule), 2차(집중투표제, 감사위원 분리선출 확대) 개정안은 여대야소 하 신속 통과. 당초 9월 목표였던 3차 개정안은 11~12월로 연기됐지만, 대통령·여당이 자사주 소각을 코리아 디스카운트 해소 요건으로 인식해 통과 가능성↑
- 자사주 보유가 많은 증권·지주 중심 관심 유효. 여기에 더해 자사주 기반 EB 발행이 늘고 있는 만큼 대형 IB 보유 증권사 수익 개선 기대

## 하반기 거버넌스 개선 관련주(증권·지주 등) 상승 동력인 상법 개정

구분	세부 내용
1차 개정안 (7/3통과)	① 이사충실의무 대상 '회사 → 회사 및 주주' 확대(제382조의3, 시행일 7/22) ② 자산규모 2조원 이상 상장사 전자 주주총회 도입 의무화(제542조의14, 시행일 27.1.1) ③ 감사선출 시 사내·사외이사 여부 불문 3% 를 적용(제 542조의12, 시행일 26.7.23) ④ 사외이사 → 독립이사 명칭 변경. 의무선임 비율 상향(제542조의8, 시행일 26.7.23)
2차 개정안 (8/25통과)	① 자산규모 2조원 이상 상장사 집중투표제 도입 의무화(제542조의7, 시행일 26.9/2) ② 자산규모 2조원 이상 상장사 감사위원 2인 이상 분리선임(제542조의12, 시행일 26.9/2)
3차 개정안 (연내 처리 목표)	자사주 의무 소각 ① 신규 취득·기보유 1년 이내(민주당 김남근) ② 6개월 이내(조국혁신당 차규근) ③ 신규 취득은 즉시, 기보유는 6개월 이내(민주당 김현정)

자료: 신한투자증권

## 자사주 의무 소각 앞두고 선제적 소각 및 자사주 기반 EB 발행 증가



자료: FnGuide, 신한투자증권

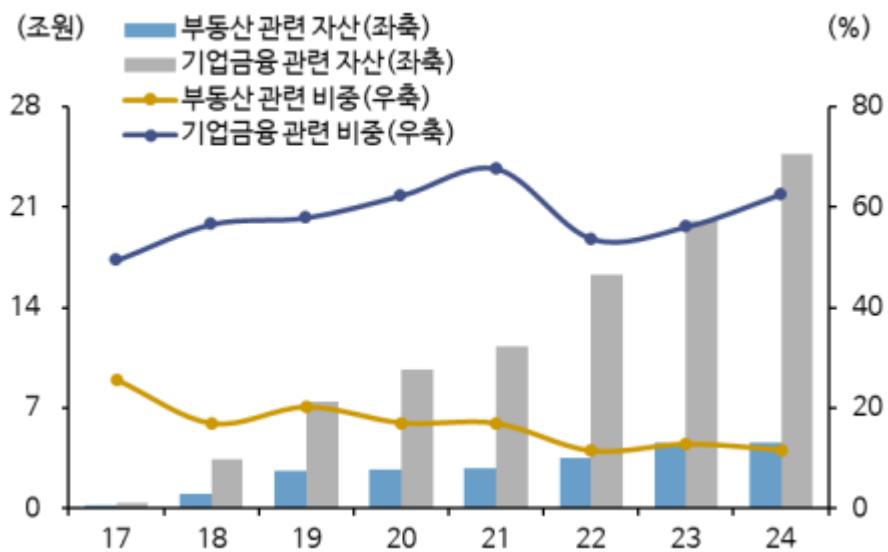
# 신성장 동력 ③ '디스카운트'에서 '프리미엄'으로



## 혁신경제 지원을 위한 증권업 기업금융 경쟁력 제고

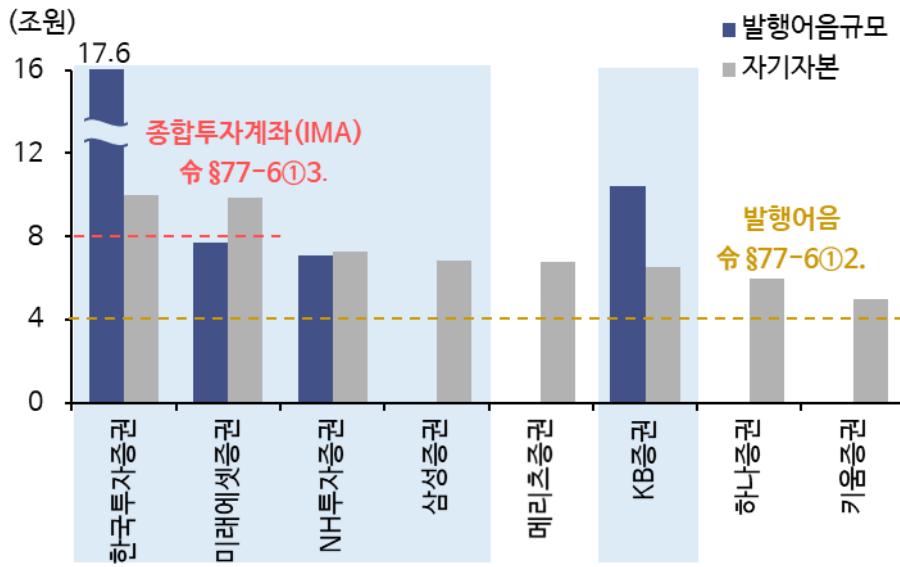
- 정부가 '진짜 성장'을 추진하며 부동산 → 주식시장·모험자본 등으로 자금 이동 추진. 그 과정에서 기업금융의 역할 중요성 점차 확대
- 그간 단순히 기업에 자금공급을 늘리는 데서 나아가 기업 선별을 통해 고위험을 감내하고 장기·지분투자를 촉진하는 질적 측면 강조
- 기업금융 역량 강화 과정에서 IMA(종합투자계좌, 자기자본 8조원↑), 발행어음(자기자본 4조원↑) 통한 신규 비즈니스 모멘텀 종목 관심. IMA 신청(한국투자·미래에셋·NH) 및 발행어음 신청(삼성·메리츠·키움 등 5개사) 결과 주목

### 종투사 대형화에 따라 발행어음 조달을 통한 기업금융 공급 규모 증가



자료: 금융위원회, 신한투자증권

### IMA·발행어음 사업 신규 인가 통한 신성장 동력 확보 기업 관심



자료: FISIS, 신한투자증권  
주: 음영은 현재 4조원 종투사 5개사

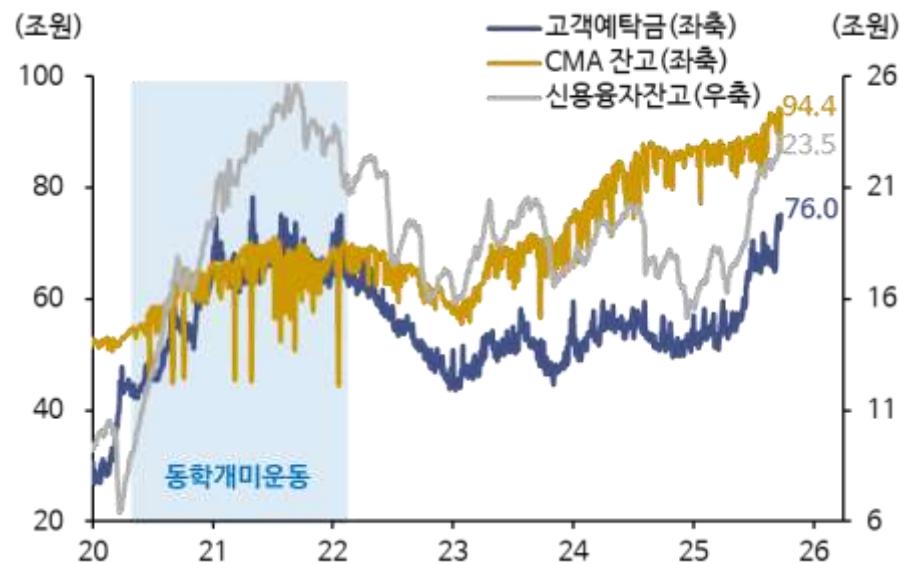
# 신성장 동력 ③ '디스카운트'에서 '프리미엄'으로



## 주식시장 활성화에 따른 리레이팅 필요성

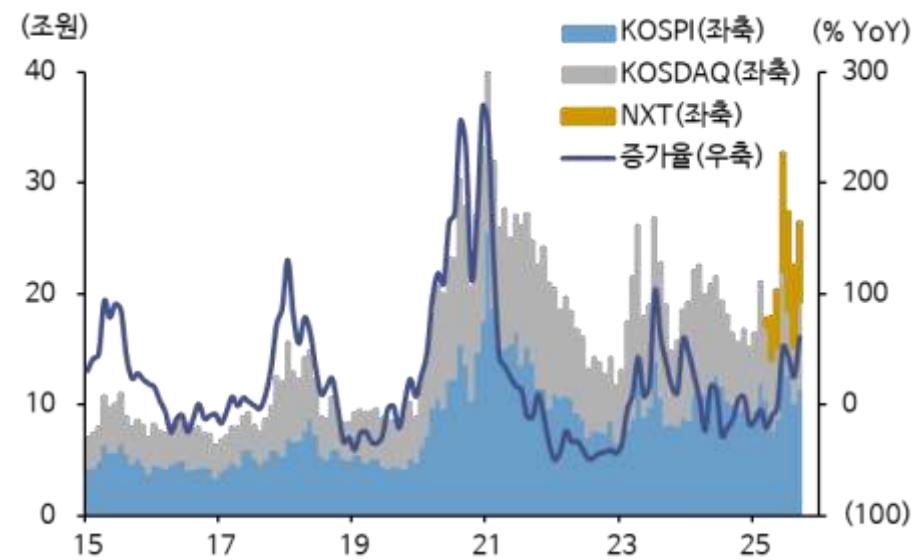
- KOSPI 저평가 해소 과정에서 주식시장 활성화는 증권의 우호적 영업환경 지속. 금리 하락과 맞물려 고객예탁금 및 거래대금 증가
- 고객예탁금 76.0조원(과거 고점 대비 약 98%)으로 팬데믹 고점 근접했으나, 시총 대비 예탁금은 2.4%로 과거 예탁금 고점(3.1%) 하회
- 대체거래소 활성화도 기대 요소. 넥스트레이드 거래량 한도(거래소 15%) 도달에 따라 거래 종목수 제한되는 등 열기 확인.  
단순 이동(KRX→NXT)보다는 전체 규모 확대. 지난 3월 넥스트레이드 개소 이후 시장 반등세와 맞물리며 전체 시장 거래대금 증가 추세

### 고객예탁금·CMA 잔고 등 증시자금은 팬데믹 수준 회복 중 or 상회



자료: FnGuide, 금융투자협회, 신한투자증권

### 대체거래소 안착과 더불어 시장 전반 거래대금 증가 중



자료: FnGuide, 한국거래소, 신한투자증권

# 신성장 동력 ④ K-소비재(Contents·Beauty)



## AI와 함께 정부의 미래전략산업 육성 의지 보인 K-Culture

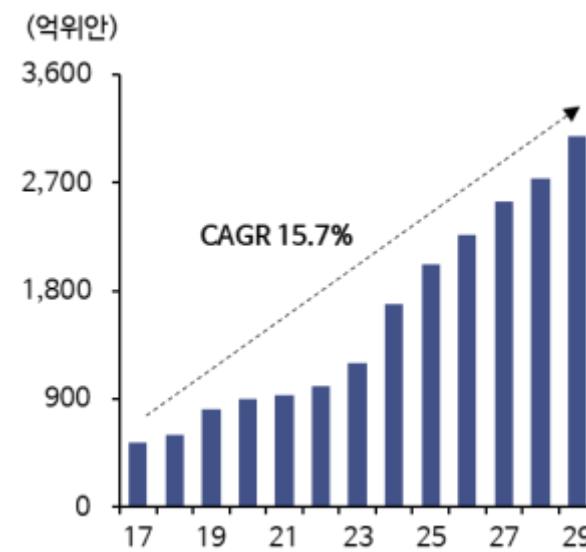
- 정부는 국정운영계획에서 향후 5년간 '함께 누리는 창의적 문화국가'에 2.5조원을 투자할 계획. 세제개편안에서도 AI/반도체, 해운/방산과 더불어 'K-문화·콘텐츠 산업 지원'으로 세제 지원책이 포함. 정부는 AI와 더불어 콘텐츠 산업을 미래전략산업으로 구상중
- 올해 한국 주관 APEC(10/31~11/1)에서 13년 만에 미중 정상이 동시에 한국 방문. 특히 시진핑 주석 방한 및 한중 정상회담 기대 고조. 과거 한중 정상회담 앞두고 중국소비테마 강세 연출 패턴. 한편 한한령 완화 여부와 별개로 굿즈·음원/음반 매출 성장은 이익 성장 요인
- '케이팝 데몬 헌터즈' 흥행에 따른 K-Culture 글로벌 확산 및 BLACKPINK·BTS 등 메가 IP의 활동은 미디어·엔터 투심에 우호적

### 과거 한중 정상회담 전후 중국소비테마 강세



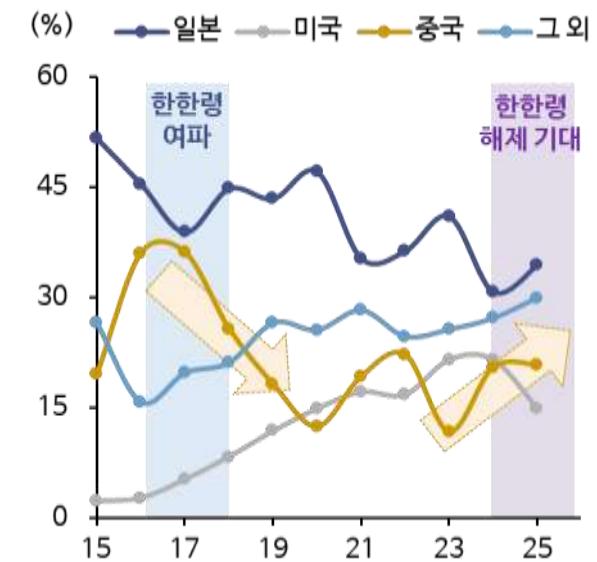
자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: 2013년 이후 12개 사례 평균

### 중국 내 굿즈 시장 최근 가파르게 성장중



자료: 新浪財經, 신한투자증권

### 한한령 해제 기대 속 중국 앨범 수출 비중 ↑



자료: KITA, 신한투자증권

# 신성장 동력 ④ K-소비재(Contents·Beauty)



## 중국소비테마로 주목할 만한 카지노·K-뷰티

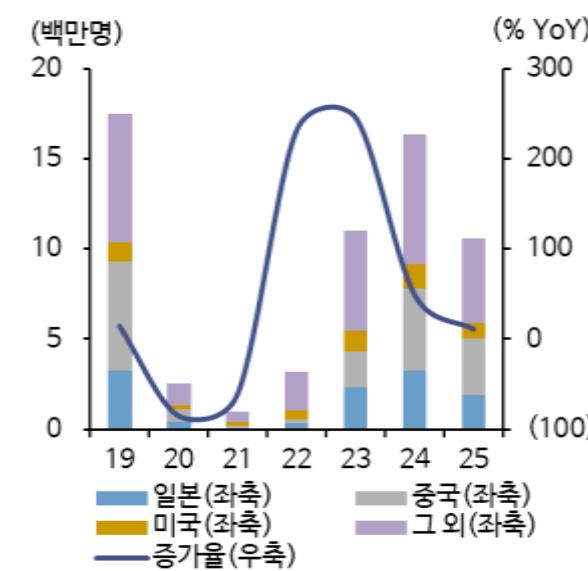
- 작년 말 중국인 대상 무비자 입국 허용에 대응, 9월 29일부터 중국 단체관광객 한시 비자 면제 추진. 7월까지 방한객수를 단순 연율화하면 올해 전체는 10.6% YoY, 중국인 16.5% YoY 증가하며 단체 관광객 무비자는 이를 가속화. 카지노·K-뷰티에 우호적
- (카지노) 무비자에 롯데관광개발(제주) → 파라다이스·GKL(수도권) 확산. 'MASS 비중 확대 → 홀드율 개선 → 매출 증가' 선순환 실현중
- (K-뷰티) 4분기 중국인 인바운드 수요에 더해 의료관광 부가세 환급 연장 논의는 뷰티 투심에 우호적. 7월까지 외국인의 피부과 의료 지출은 5,805억원으로 전년동기간 대비 109% 증가. 2Q25 실적 발표 이후 기간조정 나타난 점도 밸류 측면에서 부담 완화 요소

### 최근 한중 간 접촉 증가로 해빙 무드 조성

날짜	내용
2024년 6월	중국 크루즈선, 6년 만에 부산항 입항 재개
2024년 11월	중국, 2025년 말까지 한국인 대상 무비자 입국 허용
	한-중 관광장관, 5년 만에 회담
2025년 2월	우원식 국회의장, 시진핑 국가주석과 회담
2025년 3월	한-중 외교장관회담
2025년 8월	한국, 중국 단체관광객 한시적 비자 면제 추진(9/29~'26년 6/30)

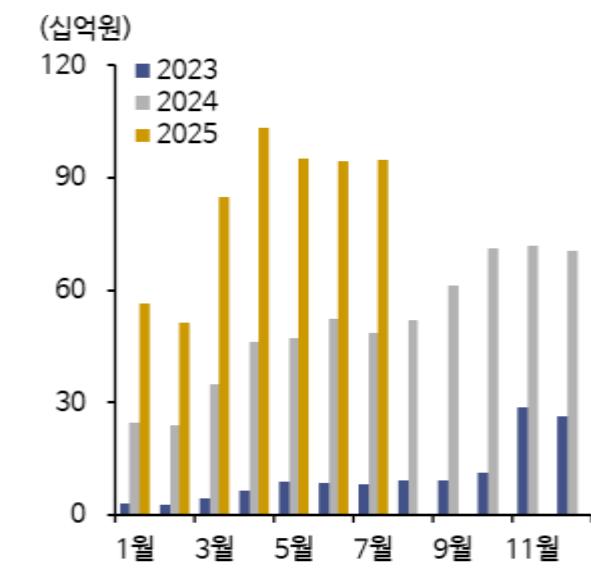
자료: 언론 종합, 신한투자증권

### 중국 무비자 등에 하반기 방한객 증가 기대



자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권  
주: '25년은 7월까지의 데이터

### 상반기 외국인 피부과 의료 지출 2배 증가



자료: 국제의료정보포털, 신한투자증권  
주: '25년은 7월까지의 데이터

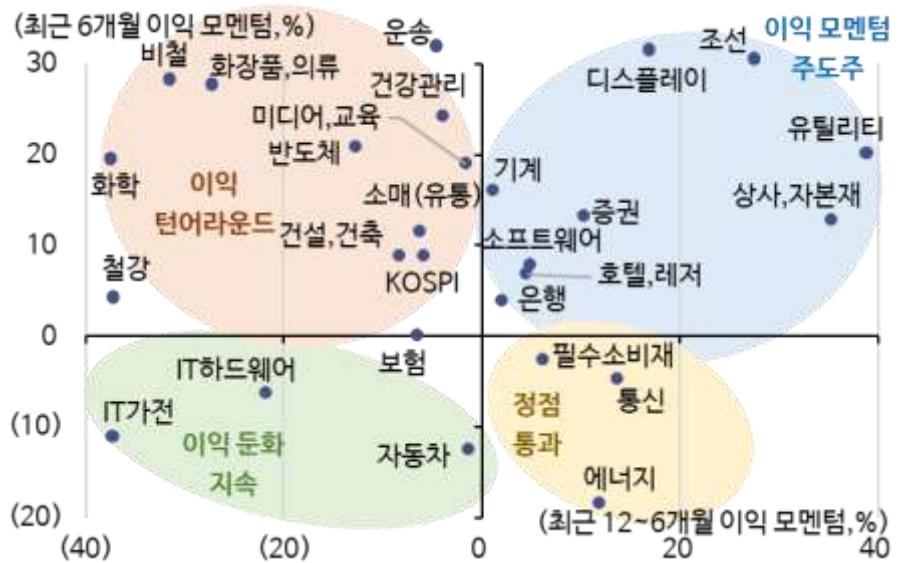
# 이익 모멘텀 & 수급 동향 확인



## 조선·상사자본재(방산)·호텔레저(카지노)·디스플레이 유망

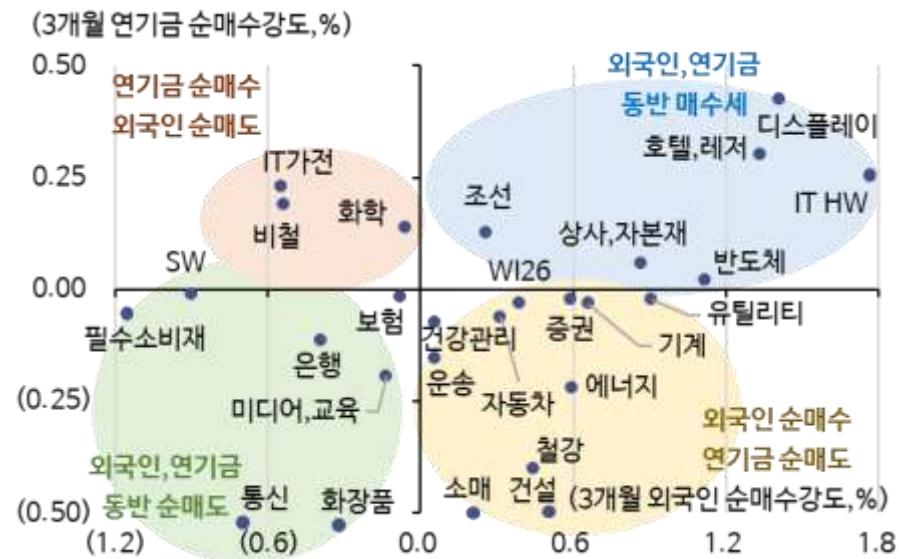
- 현재 이익 모멘텀 주도 업종은 산업재(조선·방산·기계), 금융(증권·은행), 호텔레저, SW, 디스플레이, 유틸리티. 그 가운데 조선·방산·호텔 레저·디스플레이 업종은 연기금&외국인 수급도 우호적. 반면 은행·SW는 수급 측면에서 비교적 불안한 모습
  - 반도체는 연기금&외국인 수급 동반 유입되는 가운데 이익 텐어라운드 국면으로 주가 상승 여력 존재. 반면 보험업의 경우 이익 둔화가 지속되는 가운데 외국인 및 연기금 이탈되면서 이익&수급 측면 모두에서 비우호적인 모습

## 반도체·헬스케어·산업재·금융 이익 주도 가운데 내수주 턴어라운드 중



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 외국인·연기금 동반 순매수는 산업재(조선·방산), 내수(유틸리티 등)



자료: FnGuide, 신한투자증권

# 4분기 포트폴리오 아이디어 관련주



## 4분기 포트폴리오 아이디어 관련주 성과 및 Valuation

테마	코드	종목명	시가총액 (십억원)	주가상승률(%)			PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
				1M	3M	1Y	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
AI(HW)	A005930	삼성전자	493,105.8	18.5	38.4	56.6	18.2	13.6	1.3	1.2	7.7	9.6	(7.7)	33.7
	A000660	SK하이닉스	244,972.8	28.7	14.9	93.5	7.6	6.4	2.2	1.7	36.2	30.7	62.9	16.7
	A010120	LS ELECTRIC	8,190.0	(4.6)	(3.9)	69.8	27.3	20.6	4.0	3.5	15.1	17.9	24.5	32.9
AI(SW)	A035420	NAVER	40,232.7	16.1	(1.7)	29.0	21.0	18.6	1.4	1.3	6.9	7.3	2.0	13.6
AI(App)	A108490	로보티즈	1,969.9	44.2	111.1	540.9	569.7	198.0	21.1	19.0	2.7	9.9	흑전	269.4
	A475960	토모큐브	646.2	22.2	89.0	217.6	(131.1)	-	17.4	-	(12.4)	-	적지	-
AI(에너지)	A034020	두산에너빌리티	40,419.4	(0.3)	(2.5)	259.5	141.3	79.0	5.1	4.7	3.8	5.9	156.9	62.5
	A336260	두산퓨얼셀	1,977.9	9.8	31.0	89.2	(115.8)	775.9	5.2	5.1	(4.4)	0.7	적지	흑전
바이오텍	A196170	알테오젠	23,898.8	1.0	16.1	44.4	221.2	40.9	62.1	24.6	33.1	85.1	79.9	425.6
	A226950	올릭스	1,890.8	69.4	148.7	388.1	-	-	-	-	-	-	-	-
증시 활성화	A028260	삼성물산	31,938.6	15.4	17.0	63.7	15.5	13.2	0.9	0.9	7.3	7.7	7.6	14.1
	A071050	한국금융지주	7,913.1	9.4	(0.2)	99.2	5.4	5.9	0.8	0.7	15.6	13.1	53.3	(6.9)
중국 소비	A278470	에이피알	8,421.9	(0.2)	50.7	350.0	32.6	23.5	16.4	10.3	62.7	54.7	142.9	38.6
	A041510	에스엠	3,015.2	(9.4)	(1.6)	74.2	9.4	20.2	3.1	2.7	32.3	12.5	1,692.2	(51.6)
	A069960	현대백화점	1,984.6	16.8	16.2	85.6	8.7	7.9	0.4	0.4	4.5	4.6	흑전	6.1
	A034230	파라다이스	1,952.0	1.4	41.3	120.3	21.2	18.5	1.1	1.1	6.1	6.7	15.2	13.6

자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 9월 29일 종가 기준, 배열은 시가총액순

# Compliance Notice



| 발행일: 2025년 9월 29일

## ▣ Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노동길, 김성환, 신승웅, 강진혁)
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 NAVER, SK하이닉스, 삼성전자를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성전자의 자사주 취득/처분 위탁투자증권자임을 고지합니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이동현은 상기 회사 LS ELECTRIC의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

## ▣ 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--



고객지원센터: 1588-0365  
서울특별시 영등포구 의사당대로 96

4Q25 주식시장 전망

## 무소의 뿔처럼 가라 (2)

