

KB Asset Management

# 2026 Market View

2025년 12월



# Contents

KBAM 2025 Market View

1	글로벌 종합	3
2	국내 주식	5
3	해외 주식	12
4	국내 채권	14
5	해외 채권	15



## 글로벌 자산에 미치는 Factor 점검

## '25년 리뷰

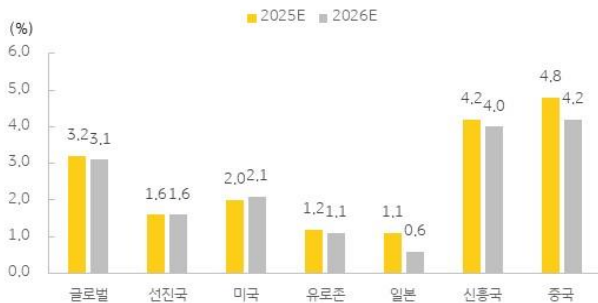
Factor	2025년 요약	2025년 리뷰
관세 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 트럼프 정부의 상호관세 부과</li> <li>* 관세에 따른 인플레이션 우려</li> </ul>	4월초 트럼프 정부의 상호 관세 부과에 따른 불확실성 확대 모든 국가 수입품에 대한 상호관세와 보편적 관세 부과로 일시적으로 증시는 큰 폭으로 하락. 이후 관세 협상이 진행되며 글로벌 증시는 비교적 빠르게 반등
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 미연준 금리인하 사이클 재개</li> <li>* 주요국 중앙은행 완화적 통화정책 지속</li> </ul>	인플레이션이 안정화되며 미 연준은 9월부터 금리인하 재개. Everything Rally를 촉발 금리인하로 글로벌 유동성에 긍정적인 영향. 높아진 주식 밸류에이션 부담을 완화. ECB 역시 추가 금리인하에 나섰으며, 일본의 경우 인플레이션 위협에도 금리 동결 지속.
AI	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 빅테크를 중심으로 Capex 확대</li> <li>* 일부 기업의 채권 발행</li> </ul>	버블 논란이 지속되긴 했으나 AI 관련 Capex의 지속적인 확대 움직임이 강력한 이익 모멘텀 제공 글로벌 증시는 AI 관련 섹터/스타일 중심으로 강한 상승세. AI 인프라 투자 확대가 지속되었으나 현금흐름 고갈로 일부 기업에서는 채권 발행으로 자금 조달

## '26년 전망

주식 : 비중확대(미국/일본 OW, 유럽 N, 신흥주 N, 성장주 OW)

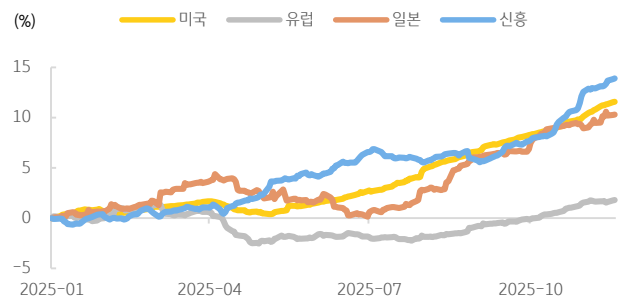
- '25년 글로벌 경기는 지역별 편차가 확대될 순 있으나 전반적으로 견조한 성장세를 유지
- 양호한 펀더멘탈이 이어지는 가운데 완화적인 통화정책과 재정확대 움직임이 글로벌 증시 상승을 이끌어가는 요소로 작용

[글로벌 경제성장률 전망]



※ 출처 : IMF

[전세계 권역별 EPS 증가율 추이]



※ 출처 : Bloomberg

## 경기

Base scenario : 견조한 경제성장 지속

2026년 글로벌 경기는 미국 관세 인하 및 유예에 따른 불확실성 완화, 무역경로 재편 등을 통해 견조한 성장 이어갈 전망. 국가별 성장 흐름의 비대칭성이 심화

경기의 진폭이 과거보다 축소된 가운데 기대치에 부합하거나 소폭 상회하는 흐름을 지속

미국은 금리인하, 감세정책등의 효과. 유럽지역은 관광 및 이민 효과. 한국은 수출 중심의 경기 회복

주식 긍정

채권 부정

## 유동성

Base scenario : 재정확장+금리인하

재정정책은 주요 선진권역을 중심으로 더욱 확장적인 추세를 보일 전망. 미국과 일본은 적극적 재정정책이 예정. 중국 역시 수요 진작을 위한 정책이 절실

통화정책 역시 완화적인 환경 지속. 고용 불안에 따른 미 연준 금리인하 2~3회 예상. ECB 역시 낮은 인플레이션에 기인한 저금리 기조 유지  
전반적인 정책 모멘텀은 글로벌 유동성 증가를 자극. 금융자산에 우호적인 환경 지속 예상

주식 긍정

채권 긍정

## AI

Base scenario : AI 성장세 지속

AI발 과잉 투자 우려에도 주요 빅테크는 Capex를 공격적으로 확장. 아직 과잉투자보다는 과소투자의 위험성을 강조

이에 따라 AI 인프라 기업의 이익은 견조한 추세. 2026년에도 주요 빅테크는 FCF, 채권발행을 통한 Capex 지속할 전망

다만, AI 인프라수요를 지속시킬 수 있을지에 대한 논쟁은 재차 부각될 가능성. Agentic AI 및 Physical AI로의 발전이 가시화되어야 할 시기로 판단

주식 긍정

채권 중립

## 지역별 주식시장 선호도

자산군	지역	투자의견					시장전망 및 전략
		(-)(-)	(-)	0	(+)	(+)(+)	
글로벌 주식	미국						<p>26년 미국 증시는 타 권역대비 양호한 펀더멘탈과 정책 여력에 힘입어 긍정적인 성과 예상. 멀티플에 대한 부담은 여전하나 기술섹터를 중심으로 한 견조한 이익성장세가 증시 상승을 뒷받침. 미 연준 금리인하가 2~3회 지속될 경우 S&amp;P500 기준 26년 연간 15% 수준의 상승도 가능할 전망. 상반기 우호적인 유동성 환경 및 재정확대 모멘텀이 극대화 될 것으로 예상되며, 하반기로 갈수록 금리인하 사이클 종료에 대한 우려, 미 중간선거 관련 노이즈 확대 가능성이 부각될 수 있음. 이에 따라 미국 증시 전반적인 움직임은 상고하저의 모습을 띌 것.</p> <p>AI를 중심으로 한 성장주가 미국 증시의 주도주 역할을 지속할 전망. 오라클,메타 등에 이어 빅테크의 채권 발행이 지속되며 AI 버블 논란이 이어질 순 있으나 AI 발전단계가 아직 초기인 점 및 빅테크의 이익이 견조한 상황은 우려를 낮출 수 있는 요인. 다만, 올해 연말에 나타난 모습과 같이 증시 변동성이 높아지는 환경은 빈번하게 나타날 수 있음.</p> <p>인플레이션은 현 수준 대비 크게 상승하지는 않을 전망. 관세 부과에 따른 상품가격의 상승이 일부 나타나고 있으나 유의미하지는 않은 수준으로 판단. 수요 부족 우려로 공격적으로 가격 전가에 나서기도 쉽지 않은 상황. 임대료를 비롯한 서비스 가격 안정화가 지속될 것으로 예상됨에 따라 인플레이션은 다소 높지만 금리인하 사이클에 방해가 되지는 않을 가능성. 여기에 새로운 연준 의장이 정부 정책과 보조를 맞추는 인물이 될 가능성이 높은 환경도 증시에 우호적인 통화정책이 이어질 가능성을 높임</p> <p>하반기는 다소 주의해야할 시기로 판단. 기준금리 인하 마지막 국면이라는 점과 미국 중간선거가 진행되며 정치적 노이즈가 확대될 가능성, 1년 유예된 중국과의 무역 갈등이 재차 불거질 수 있는 시기이기 때문</p>
	유럽						<p>유럽 경제의 약한 모멘텀은 지속될 가능성. 아직 펀더멘탈의 유의미한 개선세가 나타나지 않고 있는 가운데 ECB의 금리인하 사이클이 종료를 앞두고 있어 탄력적인 증시 반응은 어려울 것. 독일 정부의 5,000억 유로 특별기금이 본격적으로 투입될 수 있으나, 특별기금 규모의 축소 가능성 및 다른 유럽 국가의 재정 불안은 정책 모멘텀이 제한적일 수 있는 상황임을 암시.</p> <p>이익성장세 또한 타 권역대비 약한 모습. 현재 글로벌 증시를 리딩하는 AI 밸류체인에서 벗어나 있는 점과 주요 교역국인 중국의 경제 둔화가 장기화되고 있기 때문. 밸류에이션은 5년 평균 대비 높아져 있어 매력도가 높지 않음</p>
	일본						<p>일본 증시는 양호한 펀더멘탈과 더불어 재정 확대 기대에 따른 상승 예상. 다카이 정부는 일본의 자체 기술력과 공급망을 기반으로 한 성장을 추진. 기존 자민당 정책보다 경기부양을 위한 정책에 적극적으로 나설 것으로 전망. 통화정책에서는 BOJ와 공조를 강화해 점진적 금리인상을 선호할 것</p> <p>BOJ가 금리인상에 나선 이후 25년부터 엔화와 일본 증시의 상관관계가 약화되고 있음. 수출주 중심의 증시 주도주가 일부 다변화되기도 함. 주도 섹터는 여전히 IT가 될 것으로 예상되나 하반기로 갈수록 내수/서비스 업종에 주목해야할 것</p> <p>금리인상에 따른 엔케리 청산 우려는 변동성 확대 요인. 다만, 시장이 한번 겪어본 리스크에 동일하게 반응하지는 않을 전망</p>
	신흥국						<p><b>(중국)</b> 중국 경제의 부동산 구조조정과 디플레이션은 지속 가능. 미국과의 수출이 큰 폭으로 둔화된 가운데 소비와 정부투자 정체 상황. 이구환신 등 소비진작정책의 정책효과는 다소 미진한 모습</p> <p>AI 관련 제조업 및 인프라 투자는 정부 및 민간에서 이어질 전망. 정부 지원에도 불구하고 반도체 장비 국산화율은 18%에 그치며 목표치(75%)를 하회</p> <p>미국과의 관세 협상은 1년 연장되어 미국 중간선거 기간과 겹치게 됨. 미 중간선거 이후 미국 정부와의 무역 갈등이 재차 높아질 수 있는 점은 부담</p> <p>증시 전반적인 상승 여력에 집중하기 보다는 AI 중심의 섹터로 알파 추구가 적절할 전망</p> <p><b>(인도)</b> 인도 증시는 GST 개편 효과와 미국과의 관세 협상 종료로 상대적으로 양호한 흐름 기대</p> <p><b>(기타 이머징)</b> 한국 및 대만 증시는 AI 모멘텀 지속에 따른 긍정적 영향</p>



# 국내 주식

주식운용본부

## 한국 주식시장에 미치는 Factor 점검

### '25년 리뷰

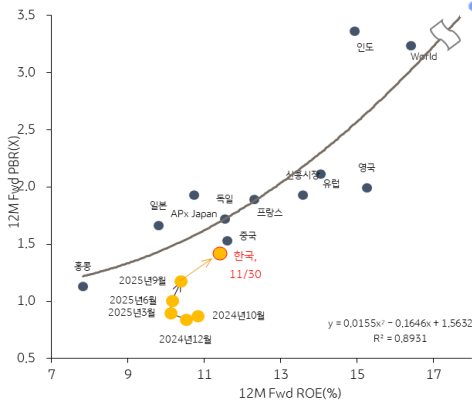
Factor	2025년 요약	2025년 리뷰
매크로	* 지정학 리스크로 인한 글로벌 변동성 확대	미국의 관세 인상으로 인한 각 국가의 경제 영향, 미중 무역 분쟁, 러우 전쟁, 일본 신임 총리 부임 등의 이슈는 기존 글로벌 관계를 재편하고 그 과정에서 주식시장의 변동성은 확대 되었음. 코스피는 정책 모멘텀과 함께 역사적 기록을 경신하였지만 국내외 매크로에 의해 큰 변동성을 보임
실적 밸류에이션	* 글로벌 산업 재편에 따른 섹터 실적/밸류에이션 격차 확대	글로벌 AI 밸류체인의 강한 실적 성장 기반하여 관련된 기업들과 그렇지 않은 기업들의 실적 모멘텀의 격차가 더욱 확대되었음. 또한 글로벌 산업 재편에 따라 수혜를 받은 섹터(방산, 조선 등)와 지정학 리스크로 인해 피해를 받은 섹터(자동차, 엔터 등)들은 실적 모멘텀과 밸류에이션의 편차가 더욱 크게 발생하였음
수급/ 이벤트	* 외국인 수급과 괴리 발생 * 정부의 증시 부양 의지	코스피의 기록적인 상승에도 불구하고 외국인 수급은 혼조세를 보임. 다만 추세가 동행하던 코스피와 외국인 수급의 괴리가 발생. 이는 한국 정부의 증시 부양 의지와 더불어 금리 인하, 경기 부양 정책들이 동반되며 국내 증시 환경이 개선되어 연기금/기관을 포함한 내국인의 수급이 긍정적으로 작용한 영향.

### '26년 전망

긍정

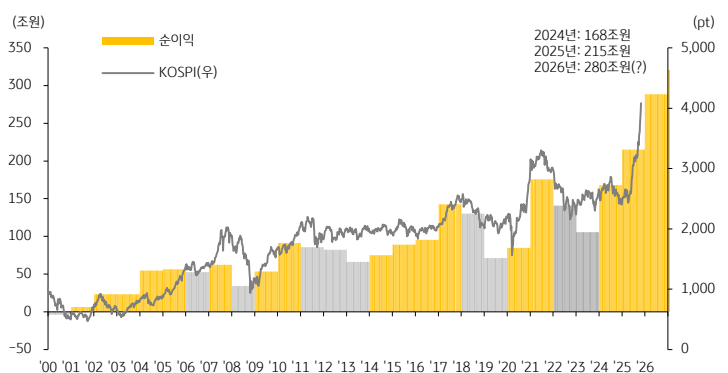
- 글로벌 매크로 환경의 개선, 정부의 경기부양 의지, 제조업 공급망 재편 속에서 이익 증가 가능한 종목 위주로 상승 예상
- 지수 자체에 대한 투자보다 퀄리티(기업가치 제고, 배당성장), 성장(AI, SW, 전력, 방산), 산업전환(내수→수출성장) 등 액티브 운용이 각광받을 것

[ROE-PBR 아직 갈 길이 남아있어]



※ 출처: QuantiWise, LS증권, KB자산운용

[ KOSPI 레벨업은 순이익 연속상승을 동반]



※ 출처: Fnguide, 메리츠증권, KB자산운용

### 매크로

Base scenario : 미국/중국 개선 기대

26년 글로벌 매크로 환경은 25년 대비 개선 될 것으로 예상됨. 금리 인하, QT종료, eSLR 규제 완화 등의 이슈는 미국 시장의 유동성을 더욱 증가 시킬 것으로 예상. 또한 중국은 디레버리징을 종료하고 첨단산업과 경기부양을 더욱 공격적으로 할 것으로 전망.

풍부해진 유동성 속에서 AI와 같이 성장성이 가시적인 섹터 주도 지속 전망. 원화 약세, 중국 경기 부양 등의 매크로 이슈로 기회가 발생하는 섹터도 주목 필요.

### 실적 & 밸류에이션

Base scenario : 이익/매출성장 기대

글로벌 경쟁력을 보유한 성장 산업 섹터는 업황이 내년에도 성장을 이어갈 것으로 예상되어 높은 시장 지위 기반 실적 성장이 이어질 것으로 예상. 뿐만 아니라 원화 약세로 인한 수출 비중이 높은 섹터들도 실적 모멘텀이 강해질 것으로 보임.

글로벌 경쟁력을 확보한 섹터(AI반도체, 헬스케어, 전력기기), 내년 매크로 환경에서 수혜를 받을 수 있는 섹터(엔터/미디어, 철강 등)들의 성장 가능성 부각.

### 이벤트

Base scenario : 수급 개선 기대

25년 코스피의 기록적인 상승을 통해 국내 주식시장의 가능성에 대한 인식이 개선 되었음. 그에 따라 미국의 shut-down으로 인한 단기 유동성 경색과 같이 수급 개선을 저해한 이슈를 제외 시 코스피에 대한 외국인들의 시각 자체는 긍정적으로 리레이팅 되었음.

외국인 상관관계가 높은 삼성전자는 반도체 업황의 호황과 함께 투자매력도도 증가. 26년 외국인 수급 증가의 주요 요인이 될 전망.

## 섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망
	(-)	0	(+)	
방산				<p>지정학적 리스크 지속 및 국내 방산업체의 글로벌 밸류체인 내 구조적인 수혜가 기대됨.</p> <p>지정학적 리스크 지속됨에 따라 안보 니즈 확대 기대. 금년 정책적 기조가 마련된 이후 실 집행은 26년을 기점으로 좀 더 본격화 될 것으로 기대. 시장이 주목하고 있는 유럽 등 선진국 외에도 중동 지역의 무장 니즈 확대가 커질 것으로 예상.</p> <p>견조한 수요하, 국내 업체는 방산 밸류체인의 구조의 수혜를 입을 것으로 예상. 해외 Legacy 방산 업체들 포함 다수 업체들이 현재 Supply chain bottleneck, labor shortage 등 공급 능력 제한이 존재. 무기체계 업체들의 높은 Backlog에도 불구하고 실제 오더 소화에 대한 confidence level은 상대적으로 낮은 상황. 반면 국내 업체들은 지정학적 리스크가 지속되어 왔던 구조 특성상 기술 개발 및 양산체계를 지속 확대해오고 있는 면이 구조적인 수혜를 입을 수 있는 면.</p> <p>국내 업체의 수주 파이프라인은 상당히 풍부한 상황이고, 부품 업체들 역시 국내 체계 업체 외에도 해외 업체의 직수출 기회 확대 기대. 방공 시스템 등 미래 기술 투자 관련 관심이 부상될 시기에는 관련 업체들까지 주목 받을 개연성 존재.</p>
전력기기				<p>금리 인하 등 매크로 여건과 전력망 현대화와 에너지 안보 이슈에 대한 대응 수요 등 수요 여건은 지속 강세 예상. 글로벌 업체들의 CAPA 증설이 지속됨에도 불구하고 강한 수요로 인해 공급 불균형 지속 예상, 유관 사업자들의 수혜와 업황 호조는 지속 될 것으로 예상.</p> <p>Q성장의 여력은 제품, Segment 별로 상이할 것으로 예상되나, 공급 불균형 심화로 인한 가격 상승은 지속될 것으로 예상. 관련 업체들의 견조한 수익성과 이익 성장은 26년에도 지속될 것으로 기대.</p> <p>시장에서 주목하고 있는 AI 등 첨단 산업 관련 CAPEX 는 지속 예상되며, AI 관련 Sentiment와 어느정도 동행하는 모습이 예상. 각국의 에너지 관련 정책, Private money 의 실물 경제 유입 효과 등이 또다른 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대. 다만, 최근 2~3년간 섹터의 가파른 주가 상승이 있었고, 밸류에이션 역시 타 섹터 대비 높아진 상태이기 때문에 주가 변동성은 다소 존재할 것으로 예상.</p>
건설기계				<p>글로벌 건설기계 시장은 25년 저점을 기점으로 26년부터 회복 기조에 진입할 것으로 예상.</p> <p>신흥국에서는 귀금속 가격 강세, 광물 자원 개발 활성화 등에 힘입은 Mining, 인프라 관련 수요 강세 예상. 선진국에서는 정부 정책, 매크로 요건에 힘입어 인프라, 부동산, 플랜트/제조 설비 등의 회복이 예상. 지난 몇년간 딜러들의 재고 조정이 다소 진행되었고, 수요 상승이 지속되면서 현재는 공급 균형이 어느정도 맞은 상황. 관세 영향이 일부 혼재되었으나, 최근 업황이 좋지 않았던 선진국 건설기계 시장 PPI 상승은 이와 같은 상승을 반증. 실 수요가 주요 드라이버로 예상.</p> <p>마ining, 공사 착공 등과 연관성이 높은 중대형 장비 → 소형 장비순으로 수혜가 예상.</p>
엔터/미디어/레저				<p><b>엔터테인먼트</b></p> <p>코로나 이후 영상매체를 통해 급속도로 확대된 K-POP의 영향력은 점차 글로벌 팬덤을 확대해나가고 있으며, 이는 지속적으로 확대하고 있는 콘서트 모객 규모로 증명되고 있음. 또한 단순히 콘서트와 동반해서 판매되었던 MD판매는 전략적인 기획 MD와 상시 MD 판매전략과 더불어 기대치를 상회하는 가파른 성장을 시현 중. 동시에 음원 매출은 지속적으로 상승하고 있는 상황. 블랙핑크/BTS와 같은 메가H의 컴백은 그동안 상대적으로 소외된 엔터섹터의 분위기를 환기시킬 수 있을 것. 추가로 중국의 부양기조와 규제 완화 흐름은 예상치 못한 타이밍에 추가 상승여력을 만들어 줄 수 있는 요소라는 판단. 섹터 전반의 yoy 증익 가시성이 매우 높으며, 구조적 성장을 기대할 수 있는 섹터이기에 OW 의견.</p> <p><b>미디어</b></p> <p>광고는 여전히 회복이 더딘 상황 지속 중. 다만 드라마의 경우 그동안 부담으로 작용했던 제작비 상승 기조가 꺾이며, 비용 효율화 국면으로 접어든 것으로 파악되며 동시에 방송사의 드라마 편성 자체는 점진적으로 증가하는 상황. 특히 Q 증가, C 하락은 2H25에 본격화되어 향후에도 견조한 실적이 기대됨.</p> <p><b>레저</b></p> <p>중국의 무비자 입국이 허용되어 중국인 관광객은 점진적으로 증가할 것이며, 이에따라 충분히 매수관점으로 접근가능하다는 판단. 또한 마카오 카지노의 빠른 지표반등을 통해 중국 당국이 카지노에 가하던 엄격한 규제가 조금씩 완화되고 있다는 추론이 가능한 상황.</p> <p>최근 부각되는 중-일 갈등상황은 한국업체들의 반사수혜를 기대가능하게 하는 부분.</p>

## 섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망
	(-)	0	(+)	
IT				<p>북미 글로벌 빅테크 업체들은 AI가 학습에서 추론단계로 넘어감에 따라 더 많은 양의 컴퓨팅 능력을 필요로 하고 있음. 그에 따라 CSP 업체들과 NVIDIA와 같은 반도체 및 서버 업체들과의 공급 계약이 이어지고, 이를 기반으로 글로벌 AI CAPEX는 지속 상승하고 있음. 반면 투자가 계속해서 강해지고 AI 투자를 리드하는 메타, 아마존 등의 기업들이 회사채를 발행한 사실과, AI 사업의 수익성에 대한 의견들은 현재의 사이클이 버블일 가능성에 대해 시장의 우려가 나타나고 있음. 이에 관해, AI 투자 및 관련 사업 등이 고성장을 이어 왔음에도 여전히 시장 기대치를 상회하며 성장하고 있다는 점, AI가 실질적으로 전반적인 산업에 영향을 미치고 있다는 점, 그리고 그러한 사용들이 이전 보다 더욱 큰 컴퓨팅 능력을 필요로 한다는 점 등을 감안 시 버블이라고 보기는 어렵다고 판단됨.</p> <p>국내 업체들은 그 동안 AI 가속기 시장을 리드하고 있는 NVIDIA향으로의 HBM 공급을 통해 AI 산업 성장의 수혜를 받아오고 있었음. 그러나 최근 데이터 처리의 병목현상 해소, AI 사용량 증가에 따른 컨텐츠(ex. 생성된 이미지 등)를 저장하기 위한 일반 서버 내 메모리 수요가 급격하게 증가하기 시작함. 따라서 컨벤셔널 메모리 시장에서도 AI가 촉발한 서버용 수요가 다른 어플리케이션 향의 수요까지 잡아먹으며 공급부족 현상이 일어나고 있음. 이러한 현상에 의해 컨벤셔널 가격이 강하게 상승하기 시작하며 관련 사업의 성장성이 강해지게 되었음.</p> <p>AI 산업의 성장과 투자 사이클은 여전히 지속되고 있음. 여기에 더불어 컨벤셔널 메모리 산업까지 그 온기가 내려오게 되면서 AI 투자 사이클과 컨벤셔널 메모리 상승 사이클이 겹치게 된 상황. 메모리 사업을 주도하는 국내 IT H/W 기업들에게 매우 우호적인 상황이 형성되었으며, 그로 인해 주가 업사이드와 실적 모멘텀이 강해질 것으로 판단됨. OW 비중 유지.</p>
헬스케어				<p>헬스케어 섹터의 경우, 최근을 제외하고는 반도체 위주 국내 증시 랠리에서 소외되는 구간 지속되었음. 이는 대형 바이오텍의 기술이전 모멘텀이 그동안 약했던 영향이 큰데, 에이비엘바이오-일라이 릴리의 3.8조원 규모 플랫폼 기술이전으로 섹터 전반의 분위기가 반전. 기술이전 기대감이 높은 종목들 위주 강세 지속.</p> <p>베링거인겔하임과 기술이전을 완료한 에임드바이오, 일라이 릴리와 기술이전을 완료한 알지노믹스가 연말 상장을 앞두고 있는 가운데, 1월초 JPM헬스케어컨퍼런스까지 이벤트가 이어지며 섹터 전반 분위기는 나쁘지 않을 것으로 판단.</p> <p>또한 연말로 접어들면서, 연내 기술이전 및 모멘텀을 기대하고 있는 다수의 바이오텍에 대한 기대감 증폭되는 구간. 알테오젠, 리카켄바이오 등 섹터 내 비중이 큰 주요 종목들이 기술이전 모멘텀을 연내 보유 중. 기대감을 반영한 주가 플레이는 가능한 상황. 단, 대주주 양도세 관련 이슈로 올해 급상승 했지만 남은 기간 동안 모멘텀이 부재한 종목의 경우, 조심스러운 접근이 필요.</p> <p>CDMO/바이오시밀러/전통제약사의 경우, 셀트리온, 유한양행 등을 필두로 내년 이익 개선세가 뚜렷한 상황. 삼성바이오로직스가 분할 이후 추가적인 수주 및 매출 성장으로 섹터 전반 외형 성장에 크게 기여할 것으로 판단.</p> <p>의료기기 섹터의 경우, 기존 주요 플레이어들의 추가흐름은 아쉬움. 이전과 같은 강한 성장세는 단기적으로 보여주기 어려운 가운데, 새로운 BM을 보유한 신규 종목 또는 강한 브랜드 파워를 통해 외부적 요인에도 견조한 실적 보여주는 종목으로의 접근 필요. 낮아진 주가로 인한 높아진 밸류 매력도는 하나의 투자 포인트. 의료기기 섹터의 경우, 신규 상장 종목이 오버행을 소화해나가며 긍정적인 주가 흐름 보여주고 있음.</p>
철강및금속				<p><b>철강</b> 여전히 유효한 중국발 수급 환경 개선세 이어지는 중. 1) 26년 중국은 5년 만에 디레버리징 사이클 종료, 리플레이션 국면 진입 전망되며, 2분기 PPI 플러스 전환과 하반기 고정투자 사이클 점차 회복 예상 2) 내년 1월 15차 5개년 계획 발표와 함께 철강산업 구조조정 발표 예상되며, 구조적 공급 과잉 해결을 위해 16년과 비슷한 생산 설비 감축 정책 제시 가능할 것 3) 이에 더해 새로운 공급 개혁 사이클(반내권)이 본격적으로 강화되며 개선되는 수급 상황을 원자재 가격과 시클리컬 업종 주가가 선제적으로 반영할 수 있을 것.</p> <p>또한 국내외 중국산 철강 반덤핑 관세 효과는 내년에 더 가시화될 예정인데, 중국 철강 수출의 20%를 차지하는 베트남과 한국의 중국산 판재류에 대한 반덤핑 관세 부과가 올해 5월 이후 순차적으로 개시, 내년 온기 반영되며 수출 감소 본격화 될 것.</p> <p><b>금속</b> 금속도 마찬가지로 중국발 수급 환경 개선 기대되며, 무역 분쟁 완화, 달러화 구조적 약세로 금속가격 추세적 상승 가능한 여건. 금속 중 전력 수요와 글로벌 공급 부족의 수급 여건이 가격 하방을 제한하는 구리에 대해 가장 긍정적인 견해. 정광 부족으로 구리 제련 수수료는 spot TC 기준 -50\$/t 수준으로 역사적 최저점을 기록 중인데, 일부 입찰에서는 -100\$/t 기록. Benchmark TC는 아직 + 유지하고 있으나, 대형 광산들의 공급차질 26년까지 지속되며 추가 하락 가능. 이는 구리 가격 상승으로 이어질 것. 구리 가격 상승 시 메탈 게인 수혜가 있고, 판가에 전가 가능한 가공 업체에 대해 긍정적인 견해.</p>

## 섹터별 전망 및 전략

섹터	투자의견			섹터 전망
	(-)	0	(+)	
증권				<p>연초 이후 증권업종은 상법개정, 증시활성화 정책, 기록적인 주가지수 상승 등에 힘입어 가파른 주가 상승세를 보임. 3분기 실적 업체 대부분 또한 거래대금 증가로 기대를 넘어서는 실적 기록.</p> <p>다만, 단기적으로는 AI 버블 논란, 단기 유동성 경색 우려, 미국 금리인하 시점에 대한 불확실성 등으로 지수의 변동성이 높아질 것으로 예상됨. 이는 이미 한차례 레벨업된 증권업종의 내년 실적 성장 폭에 대한 우려를 높이는 요인이 될 수 있음.</p> <p>그러나 장기적 관점에서는 1) 정부정책 주도 下 모험자본 투자 확대, 2) 발행어음/IMA 등 신규 비즈니스 모델의 본격화, 3) 배당분리과세, 자사주 소각 등 주식시장에 우호적인 정책이 주식시장으로의 자금 유입 요인으로 작용할 것이라는 점 등을 반영할 때 증권업종은 구조적 성장기에 진입했다는 판단. 단기 불확실성 감안하여 소폭 OW 포지션 유지하나, 주가 조정시 점진적 비중 확대 권고.</p>
유통				<p>상반기 말 신정부가 들어서며 소비심리가 개선되었고, 이후 금리인하, 재정정책 등 유동성 증가가 가능한 환경이 조성되었음. 증시와 부동산 모두 고점을 갱신하는 등 자산 증가에 따른 부의 효과도 발현되고 있음. KOSPI 순이익 추정치는 전년대비 23% 성장할 것으로 예상되고 있으며 반도체 뿐만 아니라 조선, 방산 등 다양한 산업에서 증익이 골고루 나오고 있어 내년 초 성과급에 의한 추가적인 내수 활성화가 일어날 것으로 기대.</p> <p>K컬처가 확산되며 인바운드 증가세가 지속되고 있으며 최근 중-일간 관계 악화로 인해 연간 1,000만명에 달하는 방일 중국인 관광객이 한국으로 유입될 가능성이 높아지고 있음. 이들이 일본에서 연간 사용하는 금액은 21조로 국내 백화점 소비액이 연간 40조, 올리브영 6조 수준과 비교했을 때 조금만 유입되어도 내수 시장에는 활성화 요인이 될 것으로 보임.</p> <p>이러한 부분을 종합적으로 고려할 때 백화점의 실적 호조는 내년 상반기까지 지속될 가능성이 높아 현시점 최선호. 마트의 경우도 홈플러스의 구조조정이 한동안 주춤했으나 다시 재개될 가능성이 높아 폐점에 따른 반사수혜를 받을 수 있을 것으로 보여 차선호.</p>
조선				<p>선가 이슈 및 밸류에이션 우려, 수주 경쟁력 등 긍정적인 면과 부정적인 면이 혼재되면서 주가 변동성은 클 것으로 예상. 그럼에도 불구하고, 조선업의 상승사이클은 아직 진행중인 상황이며 미국의 중국 선박 규제, 환경 규제 방향성, LNG 프로젝트의 활성화 등이 호황기에 대한 확실한 근거가 되고 있음. 또한 미국 함정사업으로의 확대 가능성, 해외 야드 투자, 핵심 기자재 Shortage 지속은 장기 트렌드에 대한 가시성을 더 높여주는 상황이라는 판단. 조선소뿐만 아니라 핵심 기자재에 해당하는 엔진이나 탱크와 같은 품목을 주력으로 생산하는 기자재 업체들의 실적 개선세도 당분간 지속될 수 있을 것. 다만 밸류에이션 부담이 있는 상황에서 추세상승을 위해서는 미국발 LNGC 발주 또는 군함 발주가 필요한 상황.</p>
건설				<p>섹터의 큰성장은 어려우나, 주가 관점에서는 과도하게 저평가 되어 있는 면이 존재하는 등 risk 관리 관점에서 선호도가 높아질 수 있음.</p> <p>정부의 부동산 규제 강화 기조 등으로 인해 국내 주택건설 전체의 구조적인 큰 성장은 기대하기 어려운 상황. 특히, 중대재해, 안전관리 관련 규제 및 비용에 관한 리스크가 아직은 일부 상존하고 있으며, 특히 주가センチ먼트 관점에서 현재도 이가 작용하고 있는 상황.</p> <p>그러나, 안전 규제 관련 예산을 이미 대형 건설사들은 다수 반영 중이고, 중대재해 리스크는 책임 소재가 불명하는 등 실제 관련 리스크 발현 가능성은 제한적. 건설 공기 등 다른 이슈는 모니터링이 필요하나 과대 계상된 면도 있음.</p> <p>섹터 내에서는 대형건설사, 지방 사업장이나 공공 건설 관련 exposure가 있는 업체가 유리할 수있음. 부동산 규제의 상대적인 안전지대이자 최근 미분양이 감소 중인 지방 주택, 정부의 공공 주도 건설 기조 등이 그 이유. 또한, 과거 러-우 전쟁 이전에 수주한 저수익성 현장의 비중이 낮아지며 수익성 개선도 기대.</p> <p>이외 에너지 CAPEX 관련 수혜가 있는 업체들이 상당히 부각될 수 있다고 생각됨.</p>

## 섹터별 전망 및 전략

섹터	투자의견			섹터 전망
	(-)	0	(+)	
은행				<p>금융지주는 금리하락에도 불구하고 양호한 실적을 보여주며 기대 이상의 안정적인 CET-1 비율을 유지하고 있음. 이는 향후 주주환원에 대한 가시성을 높여주는 요인으로 은행의 Valuation Multiple 상향에 대한 기대감을 지속 유지시켜 줄 수 있는 요소. 24~25년 적극적인 RWA 관리를 통해 충분한 자본여력을 확보함으로써 상위 금융지주 중심 주주환원을 50% 달성 조기달성은 가능할 것으로 판단.</p> <p>특히, 배당분리과세, 자사주 소각 의무화 등 추가적인 정책과 연말 배당 기대감으로 은행주는 3분기 대비 양호한 주가흐름을 이어갈 수 있을 것으로 예상.</p> <p>26년은 생산적 금융을 위한 모험자본 투입의 원년으로 기업들은 가계대출보다는 기업대출 중심으로 성장 전략 변화를 꾀할 것으로 전망. 위험가중치가 높은 대출 비중이 늘어난다는 우려 존재하나, 한편으로는 금융지주의 비은행 부문 성장을 위한 마중물로 작용할 수 있다는 기대감도 상존. 비은행 부문 경쟁력과 자본여력이 우수한 상위 은행 중심의 포트폴리오 구성 추천.</p>
유틸리티				<p>에너지 가격 하향 안정화는 지속 예상되며, 하향 안정화에 대한 수혜가 예상되는 업체의 어닝은 견조해질 것으로 예상. 국내 시장에서는 에너지 개발, 탄소 비용 등의 이유로 공공 에너지 요금 인상과 국내 에너지 인프라 및 재생 에너지 확대 관련한 정부 정책관련 움직임이 좀 더 구체화 될 것으로 예상. 해외 역시도 에너지 개발 사업 관련 사항 확대 기대.</p> <p>상기 사항을 고려시 Cashflow의 중요성과 에너지 개발 및 운영 관련 reference가 중요해질 가능성이 높을 것. 주주환원/거버넌스 이슈가 유틸리티 섹터에서도 확대될 개연성이 높은 상황.</p> <p>주가 관점에서는 시장 변동성 확대 등 리스크 관리 대안/방어주로서 부상될 가능성이 있음.</p>
인터넷/게임				<p><b>인터넷</b> 새로운 정부의 정책적 기대감이 지나가고, 실제 어닝으로 연결시킬 수 있는 기업들에 대한 옥석가리기가 진행될 것. 커머스의 견조한 성장과 소비라이프에 대한 익스포저로 인해 NAVER를 카카오 대비해서 선호. 또한 AI로의 전환이 B2B에서 본격화되고 있으며, 이는 SI업체들이 과거 클라우드 전환국면과 마찬가지로 성장 동력으로 작용할 것. 따라서 AI 전환에 대한 수혜가 가능한 SI 업체들도 긍정적.</p> <p><b>게임</b> MMORPG 위주의 한국 게임시장이 글로벌 스탠다드로 맞춰가는 과도기였던 시기였음. 추가적인 역량 확보가 필요하겠지만 일부 업체들은 이 흐름에 발맞춰 사업을 전개하고 있는 상황. 여전히 바텀업 관점에서 접근해야 하는 섹터지만, 큰 흐름에서의 업황은 조금씩 개선되고 있다는 의견.</p>
항공				<p>FSC 위주의 시장 점유율 상승 전망, 공급 과잉 및 재무리스크 있는 LCC 비선호.</p> <p>향후 국내 항공산업의 양극화 더욱 심화될 것. 공급 과잉으로 국제선 운임 하락하고 여행 수요 둔화되며 3분기 항공산업 실적 우려했던 것 이상으로 부진. 대한항공만 흑자, LCC들은 2020년 수준 손실 기록. LCC는 공급 과잉, 재무 리스크 등으로 우호적이지 않은 영업 환경 지속 될 전망.</p> <p>국내 유일 FSC(Full Service Carrier) 대한항공, 아시아나와의 합병으로 과점적 시장 지배력 한층 더 강화되며 수혜 확대 예상.</p>
자동차				<p>3분기까지 섹터 부진 요인은 1) 관세 25% 2) 스마트카로의 전환 부진 3) 중국차의 약진으로 요약 가능. 4분기 美 관세 인하와 엔비디아와의 협력 강화로 1) 2) 요인에 대한 우려가 부분적으로 해소. 해외 경쟁사 대비 디스크온트 받던 국내 완성차의 PER이 회복하는 계기로 작용. 추후 멀티플이 일본 완성차 수준까지 상승하기 위해선 미국 시장에서 점유율을 확장해나가는 모습을 확인할 필요가 있다는 의견. 점유율은 HEV 우위와 가성비비를 통해 점증하겠으나 이는 앞으로 천천히 확인될 부분으로 주가가 4분기 빠르게 올랐던만큼 당분간 상승 폭은 제한될 것으로 전망함에 따라 중립 의견 제시.</p> <p>내년도 자동차 시장에서 주목하는 부분은 크게 3가지로 1) 중국차 해외 성장 2) 유럽 시장 전기차 성장률 3) 미국 시장 HEV점유율 및 건전성. 중국 자동차의 해외 진출은 자국 내 전기차 보조금 및 면세 혜택 종료로 점점 가속화될 것으로 보임. 중국차 약진 속에서 유럽, EM 등 해외시장 점유율 방어에 중요할 것. 유럽 지역에서는 각국의 보조금 정책이 다시 확대될 조짐이 보임에 따라 전기차 수요가 더 가속화될 수 있음. 이에 따른 EV라인업 대응 및 납품 벤더사는 수혜를 입을 수 있음.</p>

## 섹터별 전망 및 전략

섹터	투자의견			섹터 전망
	(-)	0	(+)	
식음료/ 생활용품				<p><b>화장품</b> 3Q 실적이 기업별로 차별화되는 모습과 밸류에이션에 대한 부담이 생기며 주가가 조정됨. 블랙프라이데이 시즌 경쟁심화에 따른 마진 압박을 우려하는 시선이 지속될 수 있어 연말까지는 보수적으로 전망. 연말연초부터는 다시 매수가 가능한 시점이 될 것으로 보는데, 작년까지는 미국 중심으로 성장했다면 올해와 내년은 유럽, 중동 등의 기타 지역으로 K-뷰티의 침투가 가속화되며 전체 수출은 우상향을 이어갈 것. 다만 한가지 염두할 사항은 작년도 고성장에 의해 기저효과가 강하다는 점. 성장을 자체는 작년 대비 감소할 가능성이 높아 작년처럼 강한 멀티플을 부여하기는 어려울 것임을 고려할 필요가 있음.</p> <p><b>음식료</b> 상반기는 기업들이 공통적으로 내수부진 영향으로 이익부진을 겪었다면 3분기부터는 조금씩 차별화되는 모습이 나오고 있음. 연말 및 내년 상반기에는 내수 회복+해외 성장의 모습이 같이 확인되는 기업에 주목할 필요있음. 작년 하반기부터 내수부진과 고환율로 피해를 입었던 일부기업은 경기 부양과 가격 인상을 바탕으로 실적부진에서 벗어날 것으로 보임. 세부 품목으로는 빙과류, 신공장 가동과 해외 수요 지속되는 라면, 담배, 스낵에 대해 기대불망하다고 판단함.</p>
통신				<p>대외변수에 영향을 거의 받지 않는다는 것과 동시에 밸류업 관점에서 통신주의 매력력이 부각되어 왔음. 통신업은 마케팅 비용 및 감가비 하락에 따라 견조한 실적을 기록하고 있으며, 시장 친화적인 주주환원 정책 발표를 통해 중장기 주주환원에 대한 가시성을 높였다는 부분이 긍정적.</p> <p>다만 최근 보안이슈로 인한 배당 불확실성이 일부 제기되는 상황. 동시에 그 동안의 추가상승으로 기대가능한 배당수익률이 소폭 감소했다는 것을 감안하면, 추후 불확실성 해소 후 비중확대를 고려해도 충분하다는 판단.</p>
화학				<p><b>화학</b> 21년부터 시작된 석유화학 업황 부진은 올해까지도 이어지고 있으며, 주요업체들은 공급과잉과 원가경쟁력 약화로 3년간 영업적자가 지속되며 재무구조가 악화되었음. 하지만 최근 중국과 한국 정부에서 공급개혁 의지를 내비치고 있어 공급과잉의 일부 해소를 기대해볼 수 있는 시점이 되었음. 단 석유화학산업은 제품과 이해관계가 다양해 정부 주도의 구조조정 효과가 상대적으로 작을 가능성이 있으며, 특히 중국은 자급률 감안 시 타 산업 대비 공급개혁 효과가 크지 않을 가능성 있음. 설령 공급 축소가 진행된다고 하더라도 오랜 시간을 두고 바라봐야 할 것으로 예상되어 실적까지 반영되기는 쉽지 않을 것으로 예상. 그럼에도 구조조정 가시화 및 유가 하향안정화로 밸류에이션은 저점을 통과할 것으로 예상되어 중립의견 유지.</p> <p><b>태양광</b> 태양광의 경우, 중국 구조조정이 한국업체들의 모멘텀에 긍정적인 기여를 할 수는 있지만 실적 단에서의 기여는 기대하기 어려움. 그보다는 미국 OBBBA 통과 이후 내년까지 단기 태양광 프로젝트 수요 풀림과 비중국산 소재 프리미엄이 주목받을 수 있다는 점, 그리고 한국 또한 정책 모멘텀과 그에 따른 내년 시장수요 증가 기대감 존재해 OW 의견 견지.</p>
보험				<p>계리적/경제적 가정 변경 등으로 키스비율이 한차례 하락한 후 최근에는 업종 전반 손해를 상승이 실적에 대한 우려를 키우고 있는 상황. 23~24년 기업들의 경쟁 심화가 최근 손해를 상승으로 이어지고 있음. 4분기 기업들의 가정변경이 예정되어 있어, 단기 실적 불확실성이 높아졌음.</p> <p>26년에는 자동차 보험을 인상 가능성, 과당경쟁 완화를 위한 제도 변경, 자본규제 완화 등 긍정적인 변화들이 예상되나 아직 그 시점과 완화 폭은 불확실.</p> <p>자본역력 부족으로 단기적으로 배당주로서의 두각을 보이지 어려운 만큼 금융업종 내 매력도는 가장 낮아 UW 유지. 26년 규제완화 가시화 시 실적 개선 폭, 배당 재개 여부 등을 검토한 후 비중 확대 가능.</p>

## 섹터별 전망 및 전략

섹터	투자의견			섹터 전망
	(-)	0	(+)	
정유				<p>두바이유 평균가는 OPEC+의 증산 기조에 약세를 보이다 이란-이스라엘 이슈로 급등 후 다시 \$70 아래로 복귀. 반면 정제마진은 미국/유럽 중심의 설비 폐쇄 지속으로 수급 타이트한 와중에, 우크라이나의 러시아 정제설비 공격 지속 및 미국/EU에서의 러시아 제재 강화, 난방유 계절적 수요 등의 영향으로 이례적으로 높은 수준에서 유지되는 중.</p> <p>주가와 가장 상관성이 높은 유가의 경우, OPEC+가 기존 18개월간 늘리려 계획했던 증산을 6개월만에 하기로 결정하며 약세 보이고 있으나 최근 26년 1~3월간은 증산을 일시중단하겠다고 발표하면서 단기 유가 하방리스크 완화. 단기 급등한 정제마진은 겨울이 지나며 피크아웃하겠으나 타이트해진 수급밸런스로 인해 내년 상반기까지 정제마진은 과거 대비 높은 레벨에 머무를 가능성 높을 수 있어 단기 트레이딩 추천.</p>
2차전지				<p>2~3분기 실적발표시즌을 지나면서 2차전지 섹터는 미국 ESS 수요 급증과 비중국산 프리미엄 반영하며 주가 상승. ESS의 경우, 관세와 OBBBA를 근거로 비중국 배터리업체들이 누릴 수 있다는 점과, 특히 그중에서 미국 현지 공장을 가진 업체들은 AMPC를 통해 관련 마진을 20%이상 벌 수 있다는 기대감 존재하며 내년까지도 추가 수주 및 실적 기대감 유효할 것으로 전망.</p> <p>단 EV 단에서는 여전히 회사의 가이던스가 추가 하향조정될 가능성 높음. 유럽은 보조금 재개와 CO2 규제로 전기차 시장 고성장 중이나 볼륨모델/LFP 중심으로 확대되는 국면 속 한국업체들의 m/s는 26년까지도 지속 하락할 것으로 예상되며, 미국은 9월 이후 보조금 종료되며 내년 수요 부진에 따른 가동률 하락 불가피하기 때문. 특히 OEM으로부터의 보상금, ESS AMPC 등으로 EV 부진을 일부 만회할 수 있는 셀사들 대비 소재사들은 1H26까지 실적 하향조정 불가피 예상.</p> <p>따라서 단기적으로 급등한 주가는 내년 실적추정치 하향을 앞두고 조정 예상. 주가 조정 시 ESS 수주 기대감과 EV 리스크 상쇄가능한 셀사를 소재사보다 선호. 셀사 중에서는 가장 미국 내 ESS 캐파 대응이 빠르고 수주잔고 속도가 빠를 것으로 기대되는 LG에너지솔루션, 소재사 중에서는 리튬가격 반등에 따른 실적 개선과 LFP 양극재 추진속도가 가장 빠른 엘앤에프 선호.</p>
해운				<p>무역 분쟁 완화로 전반적인 운송 섹터에 대한 리스크-오프 심리 개선 여지 있음. 그럼에도 해운주는 유가 하락기에는 섹터내에서 상대적으로 비선호 될 수 있다고 판단 (유가 상승기에 가격 전가 가능 업종).</p> <p>컨테이너: 3분기 성수기 효과 거의 없었으며 구조적 운임 약세 이어지는 중. 선복량 지난 3년간 24% 증가했고 향후 3년간도 17% 확대될 전망인데, 물동량은 글로벌 경제성장률 이상으로 증가하기 어려운 상황.</p> <p>벌크: 중국 경기 회복세가 중요한 상황에서, 업황 개선 가능 여부는 중국의 경기 부양책 시행에 대한 확인이 필요.</p> <p>LNG: LNG 도입확대와 국적선사 활용 강화 등 정책 모멘텀이 확대될 경우 LNG선 신사업 확대하고 있는 팬오션이 가장 큰 수혜.</p>



## 미국 주식시장에 미치는 Factor 점검

## '25년 리뷰

Factor	2025년 요약	2025년 리뷰
매크로	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 미국 경제의 연착륙</li> <li>* 재정 확대와 통화 완화의 공존</li> <li>* 인플레이션 하방 경직성</li> </ul>	<p>미국 GDP 성장률은 2.0~2.2% 수준으로 잠재성장률을 상회하며 연착륙</p> <p>트럼프 2기 행정부의 감세 및 재정 지출 확대는 성장을 지지하나, 관세 정책으로 인해 인플레이션 하락 속도는 둔화</p> <p>금리인하 사이클 재개</p>
실적 밸류에이션	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 견조한 실적 속 섹터 다변화</li> <li>* 금리 인하 사이클 시작</li> </ul>	<p>S&amp;P 500 '25년 이익 성장률(EPS Growth)은 +14~15% 수준으로 두 자릿수 성장 지속</p> <p>AI 인프라 투자가 실제 기업의 생산성 향상과 수익으로 연결되는지 검증되는 시기</p> <p>연준의 금리 인하 사이클이 지속됨에 따라 시장 유동성이 공급되고, 밸류에이션 부담 완화 및 증시 하방 경직성을 제공하는 핵심 요인으로 작용</p>
이벤트	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 트럼프 2.0 정책 본격화</li> <li>* 지정학적 리스크 심화</li> </ul>	<p>취임 이후 행정명령 및 입법을 통한 '미국 우선주의' 정책 구체화 (보편 관세, 법인세 인하 연장 등)</p> <p>미·중 무역 갈등 심화 및 공급망 재편 압력 가중</p>

## '26년 전망

긍정

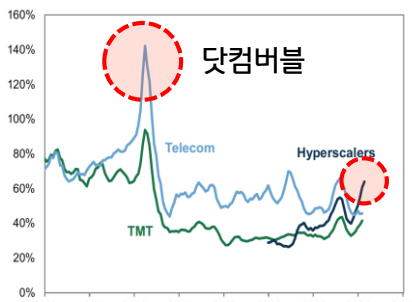
- 감세와 규제완화, 완화적 통화정책이 동시에 움직이는 이례적인 Risk-on 시나리오
- 기업 이익: 금리인하, Capex공제 등 세제 혜택 등 개선된 영업환경이 기업 이익과 주가 멀티플 확장을 지지

[미국 주요 경제 지표 전망]

비교 항목	FOMC (9월 전망)	OECD (12월 전망)
2026 GDP 성장률	1.80%	1.70%
2026 물가 전망	2.6% (PCE)	약 3.0%
2026 금리 수준	3.40%	3.25~3.50%
주요 리스크	고용 둔화 방어 AI 버블 & 재정	

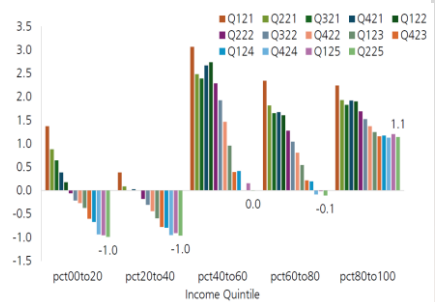
※ 출처: FOMC, OECD

[자본투자가 영업현금흐름에서 차지하는 비중]



※ 출처: GoldmanSachs, 2025/11

[가계 소득별 현금성 자산 비중]



※ 출처: Federal Reserve, UBS calculations, 2025/11

## 매크로

Base scenario : (+) 감세와 규제완화, 완화적 통화정책이 동시에 진행

2026년 미국 증시는 연간 약 10~15% 수준의 기대 수익률을 목표로 하며 글로벌 증시 상승을 견인할 것으로 전망

단, 연초(1Q)는 관세 부과와 물가 전가에 따른 '소프트 패치(Soft Patch, 경기 회복기 일시적 둔화)' 구간이 예상

AI Capex의 확산: 소수 빅테크가 주도하는 투자 사이클의 지속

소비의 양극화(Bifurcation): 자산 효과(Wealth Effect)에 기반한 고소득층 소비 강세 vs 저소득층의 신용 위기

## 실적 &amp; 밸류에이션

Base scenario : (+) 견조한 기업 실적 성장

금리인하, Capex공제, 세제 혜택 등 개선된 영업환경이 기업 이익과 멀티플 확장을 지지

S&P500 전망: '26 EPS US\$ 320, PER 23.5배 기준, 목표주가 7,500pt

2024~26년 S&P 500 EPS가 연 6~8%대, AI·테크(반도체·클라우드·하이퍼스케일러) EPS는 연 15~20%+ 성장

강한 정책·AI 드라이버가 있는 동안은 높은 밸류에이션이 생각보다 오래 지속될 가능성

## 이벤트

Base scenario : (O) 선거 등 이벤트

트럼프 행정부의 관세 부과 조치가 실제 기업 실적과 물가 지표(CPI/PCE)에 반영

연준 의장 임기 만료 (2026년 5월)

미국 중간선거 (2026년 11월) - 역사적으로 중간선거가 있는 해의 2~3분기는 정책 불확실성으로 인해 증시 변동성이 확대

리스크: 관세의 지연 전가, 성장 양극화(투자 ↑ vs 소비 둔화) 지속



## 중국 주식시장에 미치는 Factor 점검

### '25년 리뷰

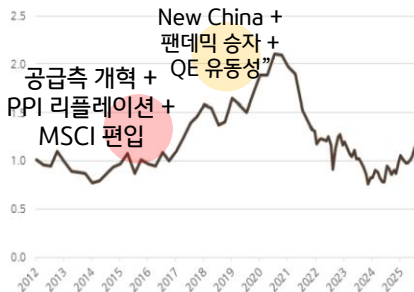
Factor	2025년 요약	2025년 리뷰
매크로	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 구조적 변화</li> <li>* PPI의 바닥 확인</li> </ul>	부동산 투자의 부진의 지속에도 하이테크 제조업 및 인프라 투자가 이를 상쇄하며 연간 5.0% 성장 기록 지방정부 부채 문제 해결을 위해 중앙정부가 전면에서 나선 원년. '이구환신(보상판매)' 정책을 통해 내수 소비의 하방 경직성을 확보(전기차와 가전 섹터) PPI가 개선세로 전환되며 기업 이익 회복의 발판 마련
실적 밸류에이션	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 건조한 실적 속 섹터 다변화</li> <li>* 공격적인 주주환원(자사주 매입)과 신규 사업 투자가 재개되며 이익 가시성 회복</li> </ul>	CSI 300 지수 기업들의 이익은 상반기 정체되었으나, 하반기 부양책 효과가 가시화되며 완만한 회복세 진입 지수 전체의 V자 반등보다는, 정책 수혜가 집중된 '신질생산력' 테마(AI, 반도체, 로봇)가 시장 수익률을 상회하는 차별화 장세가 지속
이벤트	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 규제 리스크 해소</li> <li>* 지정학적 리스크 유지</li> </ul>	AI 기술력의 재평가(DeepSeek)와 정부-민간의 극적인 화해(마윈-시진핑 회동)를 통해 투자 심리의 바닥을 탈출

### '26년 전망

긍정

- 25년 유동성 장세 이후 편더멘털 확산장세 전망
- 기업 이익: 금리인하, Capex공제 등 세제 혜택 등 개선된 영업환경이 기업 이익과 주가 멀티플 확장을 지지

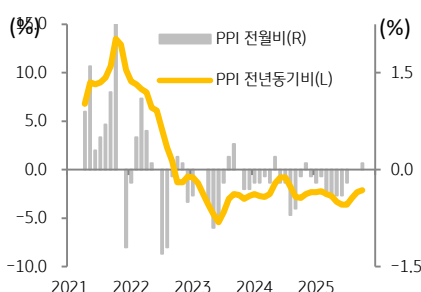
[글로벌 Top40 기관의 중국 보유 비중]



※ 출처: FactSet, UBS.

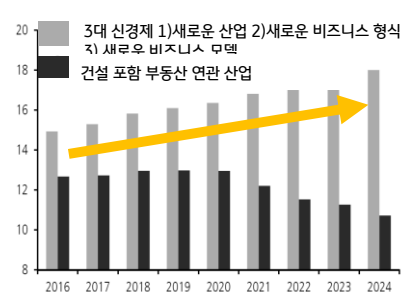
Note: Last data point as of 30 Sep 2025

[물가하락 압력 완화]



※ 출처: Wind, KB자산운용

[GDP에서 차지하는 비중: 신경제 vs 부동산]



※ 출처: Wind, KB자산운용

#### 매크로

Base scenario: (O) 경기 둔화 지속 확인;  
글로벌 공급 개선

#### Under-owned: 중국을 다시 EM 포트폴리오의 코어 비중으로

25년 상승 배경: AI 혁신 모멘텀 / 규제 완화 / 자본시장 안정화 / 풍부한 유동성 / 지정학 리스크 완화

26년은 핵심 구조적 변화의 연속선상에서 디플레이션 압력 완화가 진행될 것

25년 이후 반내권 정책: 신에너지, 신소재, 장비, 일부 화학/자본재 대상

19-20년 "New China" → "AI China"  
과거 BAT+인터넷 중심에서, 이제는 EV·배터리·태양광·전력장비·로봇·AI 칩/서버 쪽 이 새 성장동력

#### 실적 & 밸류에이션

Base scenario: (+) CSI 300지수 12fwd  
순이익 예상치 증가율 개선 지속

2026년 CSI300지수 순이익의 증가율 예상치는 +9.46%로 2025년(+8.59%) 대비 개선; 섹터별로는 경기소비재, 의약, 통신, IT섹터의 2026년 순이익 예상치 개선

ChiNext (창업판/성장주): 12개월 선행 순이익 증가율 +19.0% 예상. 하이테크 및 국산 대체 정책의 직접적 수혜로 대형주 대비 압도적인 이익 성장 기대

#### 이벤트

Base scenario: (O) 중앙경제공작 회의;  
정치국 회의

12월 미국 금리인하 가능성이 높아지면서 위안화 강세 지속되는 것은 외자유입 요인, 중시에는 긍정적

단기적으로는 PE의 성장주에서 저PE 주식, 배당주로의 자금 로테이션 지속

중앙경제공작회의에서는 국산대체(반도체, ai, 로봇), 내수확대 등 정책을 언급할 가능성이 높고, 해당 섹터는 수혜 예상

## 국내 채권 자산에 미치는 Factor 점검

## '25년 리뷰

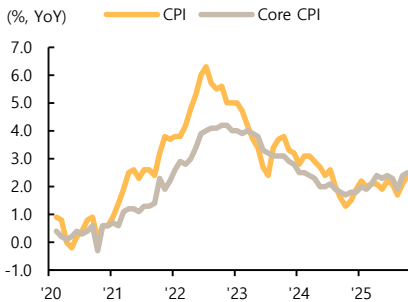
Factor	2025년 요약	2025년 리뷰
펀더멘털	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 국내 성장 완만한 회복</li> <li>* 물가 하향 안정 지속</li> </ul>	국내 상반기는 대미 관세 정책 불확실성과 건설부문 부진 지속에 따른 내수 경기 우려가 지속되고 물가는 하향 안정 흐름 보였음. 하반기 부양 정책 효과 및 반도체 수출 호조에 따라 완만한 경기 회복 흐름이 나타났음.
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 국내 기준금리 2회(50bp) 인하</li> <li>* 하반기 기준금리 동결 지속</li> </ul>	한은은 상반기 관세 정책에 따른 글로벌 성장 불확실성 및 내수 경기 부양을 위하여 기준금리를 3.0%에서 2.5%로 2회 인하하였음. 하반기는 무역 정책 우려 완화, 부동산 및 가계대출 우려 증가, 환율 레인지가 상향되는 모습 보이자 금융안정 요인을 고려하여 기준금리 동결 지속.
수급	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 재정적자 발행 물량 부담 확대</li> <li>* 26년 WGBI 편입 확정</li> </ul>	대선 이후 내수 부양을 위한 소비쿠폰 지급 정책에 따른 추경 편성 및 국채 발행 부담이 확대. 26년 WGBI 편입 스케줄 확정은 긍정적 작용, 연화와 원화 동반 약세 흐름 속 외인 선물을 중심으로 수급 불안 지속.

## '26년 전망

최종 기준금리 2.50%로 인하 사이클 종료, 일시적 상승 국면 이후 WGBI 등 수급과 함께 안정화 예상

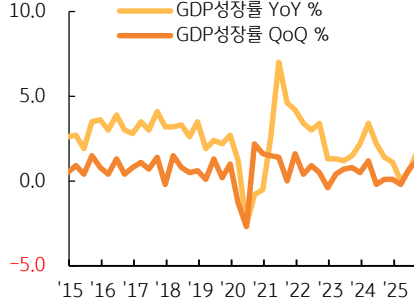
- 기준금리 인하 사이클은 최종금리 2.5% 유지로 종료 전망. 역사적으로 금리 인하 종료 이후 금리 상승이 있었던 바, 상승 국면 진입 후 안정화 예상
- 시장금리는 상반기 중 인하 사이클 종료 신호와 함께 반등한 뒤, WGBI 추종 패시브 자금 등과 함께 하향 안정화 전망

[ 한국 소비자물가 상승률 ]



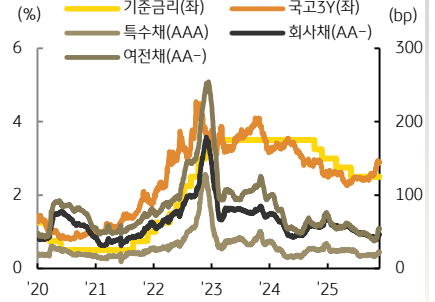
※ 출처 : 통계청, KB자산운용

[ 한국 GDP 성장률 ]



※ 출처 : 한국은행, KB자산운용

[ 국고 및 크레딧 스프레드 ]



※ 출처 : Infomax, KB자산운용

## 펀더멘털

Base scenario : GDP Output Gap 지속 및 반도체발 수출 성장 기여도 모니터링

한국 GDP Negative Output Gap이 지속되고 있는 가운데, 한국은행은 내년 성장을 전망치를 1.6%에서 1.8%로 상향 조정. 다만 IT 제외한 내년 성장을 전망은 1.4% 수준으로, 반도체 사이클의 변동성에 따라 성장률의 변화가 클 것으로 예상. 국내 투자자의 해외 투자 확대로 인해 고환율이 고착화된 것은 수출 기업 위주로 환차익 효과 있으나, 장기적으로 수입물가 및 경기 양극화 초래 가능성 있어서 모니터링 필요할 것으로 전망. 고용 환경 둔화 기조와 함께 수입물가 상승 등은 내수 부진으로 이어져, 성장을 상향 조정에도 Output Gap 개선은 점진적인 속도로 진행될 것으로 예상.

## 통화정책

Base scenario : 기준금리 인하 사이클 마무리 국면과 금리 안정화

2025년 11월 연내 마지막 금통위에서 한국은행은 기준금리를 2.5%로 동결하였으며, 통화문에서는 “인하 기조”를 “인하 가능성”으로 수정하는 등 매파적인 스탠스를 보임. 또한 3개월 포워드 가이던스도 기존 인하 4, 동결 2에서 3:3으로 맞서는 가운데, 2026년 연내 인하 역시 불확실한 상황. 인상 사이클로의 전환 가능성은 낮으나, 2.50%로 유지 시나리오를 기본 가정으로 대응 필요할 것으로 판단. 인하 사이클 마무리 국면 이후 역사적으로 금리 상승이 진행되었던 바, 일시적인 상승 등을 감안한 탄력적인 듀레이션 관리 필요할 것으로 전망되며, 안정화 국면에서는 커브별 스프레드 대응.

## 투자전략

Base scenario: WGBI 추종자금 유입과 우호적인 수급, 추경 및 공사채 발행 모니터링

2026년 국고 발행 예정 규모는 232조원으로 2025년 과 유사한 수준. 다만 2026년 4월부터 WGBI 추종 패시브 자금이 유입되며, 수급은 원활할 것으로 전망. 1분기 중 선제적으로 들어올 액티브 자금 역시 공급 부담을 경감시킬 것으로 예상.

2026년 크레딧 시장은 ‘생산적 금융’으로의 구조적 전환이 핵심 테마. 상반기에는 연초 효과로 강세 예상되나, 하반기에는 공사채와 기업채의 대규모 공급 부담이 가시화될 것으로 스프레드 확대 압력 커질 전망. IMA 인가와 함께 발행어음과 IMA 자금이 기업금융으로 유입되며 수급 여건 자체는 긍정적인 전망.

## 글로벌 채권 자산에 미치는 Factor 점검

## '25년 리뷰

Factor	2025년 요약	2025년 리뷰
매크로	* 예상보다 건조한 성장 관세 부과로 물가 상승 미국 고용 둔화 확인	관세 부과로 미국의 평균 관세율은 2차대전 이후 최고 수준 까지 상승. 관세 부과에도 불구하고 우려하던 물가 급등이나 급격한 경기 둔화는 발생하지 않음. 하반기 들어 미국의 고용 둔화가 빠르게 진행되며 실업률 소폭 상승. 노동 공급 감소와 수요 감소가 동시에 일어나고 있으나 수요 둔화가 더 큰 영향을 미치며 금리 인하 여건 조성
통화정책	* 리스크매니지먼트 금리인하	상반기 관세 부과에 따른 물가 상승 우려, 예상을 상회하는 건조한 경제 성장으로 금리 인하 기대감이 약화되었으나 하반기 고용시장이 빠르게 둔화되는 모습을 보임에 따라 9월 부터 금리 인하를 재개
IG 크레딧	* 해방의 날 이전 확대 * 해방의 날 이후 축소	4월까지의 관세 리스크로 상승세를 보이고 해방의 날 직후 경기 침체 우려로 금등세를 보이기도 했으나 관세 협상 진행되며 금융위기 이후 최저점 까지 스프레드 축소, 이후 AI 거품론에 따른 위험 자산 심리 악화로 낙폭을 축소. 작년말 수준 마감

## '26년 전망

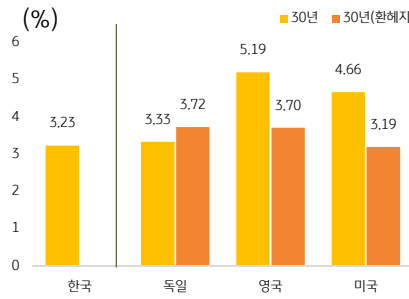
## 듀레이션 확대 &amp; 장단기 중립 &amp; 크레딧 포지션 중립

- (듀레이션) 고용 둔화와 물가 안정에 힘입어 연준은 추가 인하를 계속할 것
- (장단기) 연준 인하 + 초장기채 밸류에이션 매력을 반영한 바벨 전략
- (크레딧) 중립 유지하며 모니터링. 강보합 수준 움직임 전망. 현재 포지션 유지

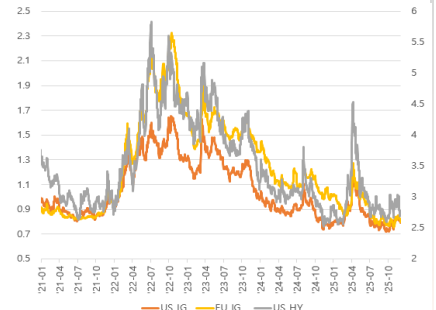
[중앙은행들의 미국채 보유 비중]



[국가별 30년 투자 수익률]



[크레딧 스프레드 추이]



## 매크로

Base scenario : 금리 인하와 확장 재정

(미국) 2025년의 매크로 불확실성(관세, 이민)을 통화+재정정책이 상쇄해 나갈 전망. 유일한 우려는 재정건전성. 장기채 공급이 늘기 때문에 수요처가 중요한데, 주요 수요처인 중앙은행들이 미국채 의존도를 낮추고 있음. 따라서 텀 스프레드 확대 전망

(유럽) 유럽도 마찬가지로 완전한 경기 회복과 재정건전성 우려가 예상됨. 다만, 미국보다 경기 모멘텀 열위. 독일이 확장재정을 펼치기는 하나, 비(非)AI 인프라 부문에 투자됨. 영국도 금리인하를 제외하면 경기부양책을 기대하기 어려움

## 통화 정책

Base scenario: 연준/BOE 12월 포함 3회 인하, ECB 동결 지속

(미국) 연준은 관세로 인한 인플레이션 재발 가능성에 유의하며 상반기 중 분기별 1회 인하를 이어갈 것. 차기 연준 의장으로 친(親) 트럼프 인사가 임명되면 추가 인하를 기대할 수도 있을 것

(유럽) ECB 동결 예상. 물가는 안정되었고, 경기 회복 속도는 예상보다 빠르기 때문에 추가 인하가 필요하지 않음. 반면, BOE 인하를 이어갈 것. 재정건전성 때문에 경기부양을 위해서는 금리를 인하할 수밖에 없음

## 크레딧

Base scenario : 매크로 불확실성 지속과 대규모 발행 가능성으로 조정 가능성

IG는 매크로 불확실성 지속되는 가운데 관세부과 효과가 기업별로 차별화되며 나타날 것. 테크/미디어 대규모 발행으로 수급 부담도 존재. 스프레드 대비 투자 매력도가 크지 않음.

HY는 IG 시장의 대규모 발행으로 유동성이 제약될 것으로 예상. 중상위 등급(B+/BB) 중심으로 접근하면 금리인하 수혜볼 수 있을 것으로 전망

## 국가/섹터별 채권시장 선호도

자산군	지역/섹터	투자의견					시장전망 및 전략
		(-)(-)	(-)	0	(+)	(+)(+)	
글로벌 채권	미국						<ul style="list-style-type: none"> <li>2026년은 2025년의 매크로 불확실성(관세, 이민)을 통화+재정정책이 상쇄해 나가는 시기로 전망. 따라서 단기 금리는 연준의 인하 영향으로 하락하되, 장기 금리는 재정건전성 우려 때문에 하락폭이 작은 볼 스티프닝 예상. 주된 채권 매수처였던 중앙은행들이 구조적으로 글로벌 분절화 때문에 미국채 의존도를 낮추면서 텀 프리미엄 상승을 유발했으며, 2026년에도 유효한 요인. 한편, 연준은 관세로 인한 인플레이션 재발 가능성에 유익하며 상반기 중 분기별 1회 인하를 이어갈 것. 차기 연준 의장으로 친(親) 트럼프 인사가 임명되면 추가 인하를 기대할 수도 있음. 단기적으로는 미국채 10년 4.2% 레벨 위에서 듀레이션 확대 &amp; 3.9% 레벨에서 듀레이션 축소 계획</li> </ul>
	유럽						<ul style="list-style-type: none"> <li>유럽도 마찬가지로 완만한 경기 회복과 재정건전성 우려가 예상됨. 독일 확장재정이 기대되지만 예정된 지출 부문이 비(非)AI 인프라이기 때문에 미국보다 경기 모멘텀은 열위일 것. 그러나 금융억압이 현실화되기 어려운 지역이기 때문에 ECB는 동결을 지속할 것</li> </ul>
	영국						<ul style="list-style-type: none"> <li>재정건전성 때문에 경기부양을 위해서는 금리를 인하할 수밖에 없음. 이번에 발표된 예산안이 영국 재정건전성 우려를 감소시키기는 했음. 그러나 내년 예산안에서 확장재정을 기대할 여지도 없어짐. 당장의 지출은 유지하되 세수 확보는 2028년 이후로 미루는 구조이기 때문</li> </ul>
	아시아						<ul style="list-style-type: none"> <li><b>[일본]</b> BOJ는 물가 안정을 위해 인상을 지속할 전망. Rengo는 이미 2026년 춘투 가이드라인으로 성과급 포함 5% 이상의 임금상승률을 제시. 즉, 임금-물가 spiral은 계속되고 실질금리는 여전히 (-)이기 때문에 추가 인상 여력 있음</li> <li><b>[중국]</b> GDP 대비 정부지출이 2025년 8.4%보다 줄어들면서 경기 모멘텀은 소폭 축소될 전망. 여전히 2023~2024년의 6%대에 비해 객관적으로 높음. 그러나 디플레이션에서 점진적으로 탈피하면서 금리 상승 압력이 커질 전망. 4Q25 들어 인민은행의 유동성 공급이 재개되는 모습</li> </ul>
	기타 이머징						<ul style="list-style-type: none"> <li>밸류에이션 부담 확대, 관세로 인한 경기 둔화 시 스프레드 확대 가능성</li> </ul>
	IG 회사채						<ul style="list-style-type: none"> <li>매크로 및 통화정책 대한 불확실성 지속과 관세부과의 영향이 기업별로 차별화되며 나타나며 변동성 확대 예상. 금융위기 이후 최저점 수준의 낮은 스프레드 이어지며 밸류에이션 부담 지속. AI 관련 기업들의 대규모 발행으로 수급 부담도 증가, 안정적인 MBS 중심으로 포지션 구축</li> </ul>
	HY 회사채						<ul style="list-style-type: none"> <li>전반적으로 단기 변동성은 높았으나 견조한 경제지표와 기업실적이 추가 약화를 제한함. 과도한 밸류에이션 우려에 따른 자금유출과 주식시장 급락 및 12월 금리인하 불확실성에 의해 스프레드가 확대되었으나, 월말 거시경제 및 정치적 불확실성 완화로 강한 회복세를 보임. IG 시장의 대규모 발행으로 HY 시장 유동성 제약이 예상되는 가운데, 등급별로는 금리인하 수혜가 큰 중상위 등급(B+/BB) 중심으로 접근할 수 있을 것으로 기대함. 이에 선별적 접근을 전제로 중립 포지션 유지</li> </ul>

---

※ KB자산운용 준법감시인 심사필 ‘투자정보 2025\_2013’

※ 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자 프로세스는 현재의 시장 상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.

※ 당사는 관련 법령에 허용된 범위 내에서 투자 전략 및 투자 프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.

※ 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보장이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 KB자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.

※ 본 자료를 KB자산운용 임직원 외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.

※ 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

---