

전략공감 2.0

Strategy Idea

2026 Outlook #4 (해설판) [글로벌 투자전략]

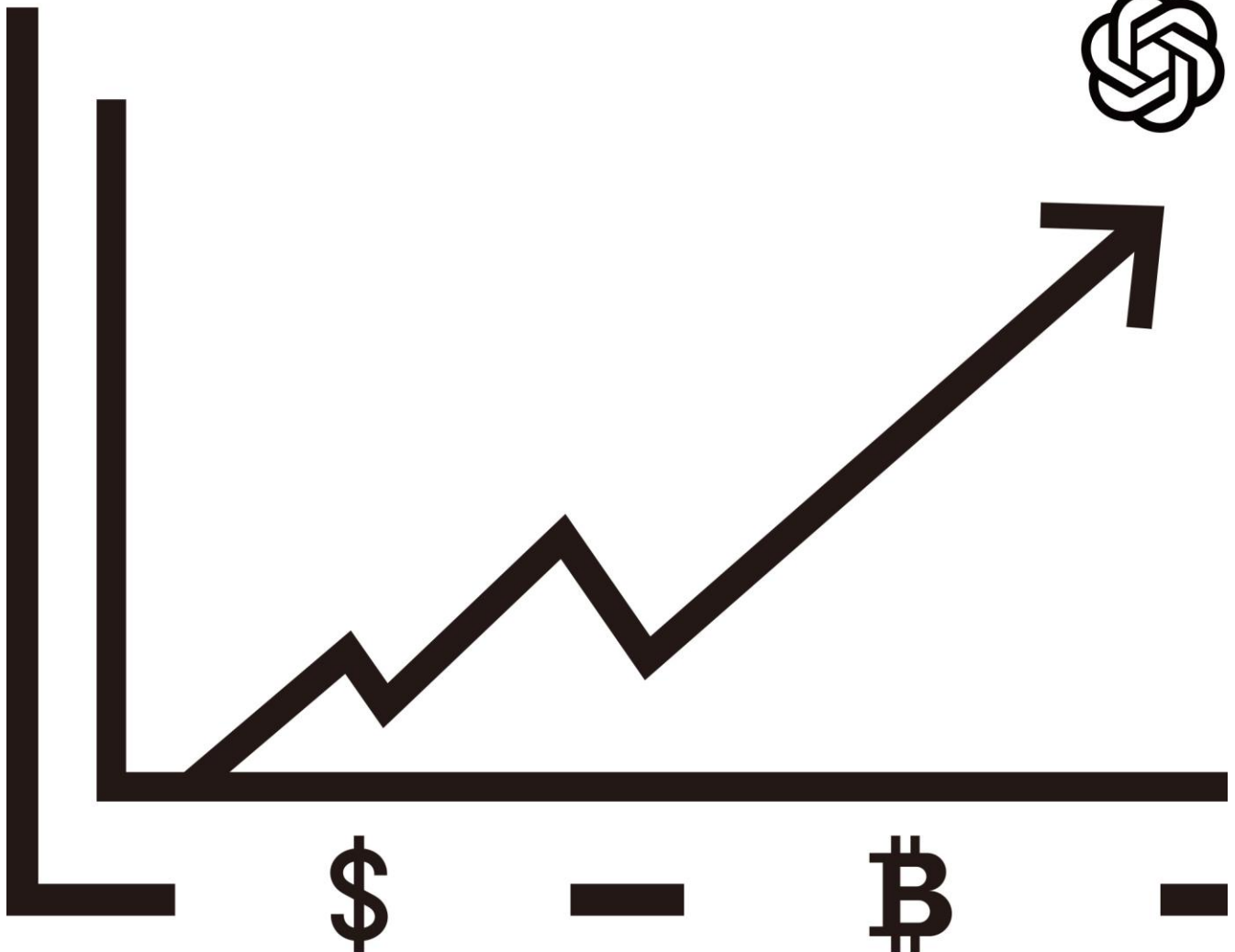
중국: Beyond Catch Up

오늘의 차트

일본의 물가안정을 위한 부양책, 가능할까?

칼럼의 재해석

숲이 흔들리는 것은 어쩔 수 없다: 이후에도 살아남을 군집과 나무에 주목할 때



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 4일 발간된
[2026 Outlook #4. 글로벌전략: G2 기술공화국] 임



글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst 최설화
xuehua.cui@meritz.co.kr

2026 Outlook #4 (해설판)

[중국] Beyond Catch Up

- ✓ '26년에도 미·중 기술격차 축소 지속, 주요 방향은 AI 응용 확대 및 국산 대체
- ✓ 질적으로 개선되는 경기, 디스플레이선 탈출은 기업이익 개선에 유리
- ✓ '26년 상해종합지수 4,400pt, 홍콩H지수 11,035pt 제시. 투자 아이디어로 1) 중국 AI 밸류체인, 2) 우주항공 전략산업, 3) 턴어라운드 리튬, 4) 변동성 해지용 고배당주에 주목

'26년에도 미중 기술격차 축소 지속

'26년 중국 AI의 2가지 방향:
1) 응용 확대

2025년 중국 주식시장은 기술주 중심의 재평가 시간이었다. 연초 DeepSeek의 부상은 AI 분야에서 미·중 기술 격차 축소의 계기로 작용했고, 이는 그동안 상대적으로 저평가되었던 중국 기술주의 리레이팅으로 연결되었다.

'26년에도 중국의 기술 추격은 이어질 전망이다. 크게 2가지 방향이다. 하나는 AI 응용이고, 다른 하나는 국산 대체이다.

우선, AI에서 미국은 현재 빅테크 중심으로 AI 인프라 Capex를 늘리는 것 대비, 중국은 AI 응용을 가속화하고 있다. 올해 8월에 발표된 'AI 플러스' 정책에서 정책당국은 모든 산업과 AI의 결합을 통한 생산성 향상을 요구했다. 딥시크 등 로컬 대형언어모델(LLM)들이 이미 가성비 경쟁력을 갖추었고, 중국 빅테크들도 본격 Capex 투자를 늘리고 있어 중국 AI 응용이 빠르게 확산될 가능성이 높아졌다.

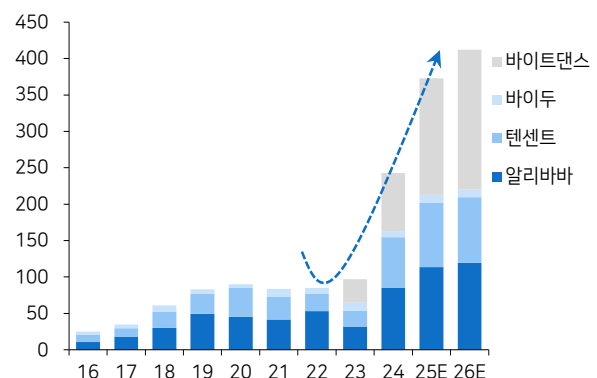
그림1 중국 'AI 플러스(+)' 정책은 모든 산업과 AI 융합 요구



자료: iResearch, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 빅테크들의 Capex 지출 추이

(십억위안)



자료: Bloomberg, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

2) 국산 대체

다른 하나는 국산 대체이다. 미국에 대한 기술 의존도를 낮추기 위해 중국은 기술 자립을 강하게 추진하고 있다. <그림 3>에서 보는 것처럼 화웨이를 비롯한 캄브리콘, Moore Threads 등 반도체 대안들이 점차 구축되고 있다. 화웨이는 하드웨어 뿐만 아니라 소프트웨어 생태계에서도 엔비디아의 CUDA에 준하는 CANN(Compute Architecture for Neural Networks)로 자립 노선을 강화하고 있다.

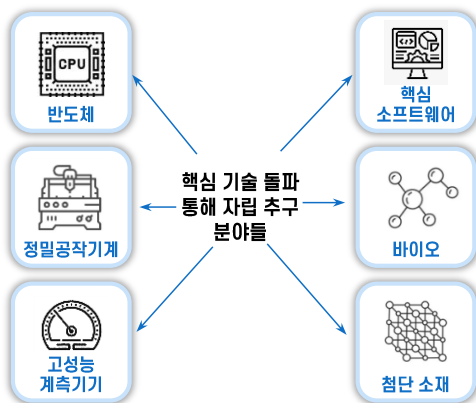
또한 올해 10월 말에 있었던 15차 5개년 계획에서도 반도체, 핵심 S/W, 정밀공작기계, 바이오, 고성능 계측기기, 첨단 소재 등 분야에서 핵심 기술의 돌파를 통한 기술 자립을 강조했다. 기술 자립이 곧 국가 안보로, 2030년까지 중국 정책의 기술 자립을 위한 금융 및 인재 지원 정책은 강화될 전망이다.

그림3 중국 내 엔비디아 H20칩 대체 방안

	 NVIDIA 엔비디아		 HUAWEI Huawei	 Cambricon 寒武纪科技		 壁仞科技 Biren	 摩尔线程 MOORE THREADS	 META-X 真芯未来	 HYGON 中科海光	 Baidu 百度
주요 제품	A100	H20	Ascend 910B	MLU590	MLU370	BR100	MTT S4000	MXC500	shensuan No1	KUNLUN P800
INT8 (TOPS)	624	296	512	512(보도)	256	2,048	~200(보도)	160	2,048	256
FP16 (TFLOPS)	312	148	256	-	-	1,024	-	80	128	-
공정	TSMC 7nm		SMIC 7nm (N+1)	7nm	7nm	TSMC 7nm, 2.5D Cowos	-	-	7nm	7nm, 소규모 양산
메모리	HBM2e 40/80GB	HBM3 96GB	HBM2e 64GB	HBM2e	LPDDR5 48GB	HBM2e 64GB	GDDR6 48GB	HBM2e (용량 비공개)	HBM2e 32GB	HBMGDDR6
S/W 생태계	CUDA		CANN, MindSpore	Neuware	Neuware	BIRENSUPA	MUSA SDK	전용 SDK	ROCm 계열	XPU
용도	범용 훈련·추론, 업계 표준, 중국 규제 준수형 Hopper		대규모 훈련·추론	대형 모델 훈련, A100 성능 지향	대규모 훈련·추론, 데이터센터용	데이터센터 LLM 훈련·추론	국내 GPGPU/추론 비디오, 그래픽	데이터센터 추론·경량 훈련 지향	범용 훈련·추론, A100의 40% 수준 분석	대규모 클러스터/Deepseek 적합성 보도
기업가치 (조원)	6,888.7		-	113.6		2.7	4.8	4.1	105.1	59.3
주요 창업자			화웨이	중국과학기술연구원 등		센스타임, 엔비디아 AMD 등 출신자들	AMD, 엔비디아 출신들	AMD 출신	Sugon, 국가과학기술출신들	바이두
비고			정부 프로젝트 우선 선정대상	A100의 80% 수준		연산량 A100의 3배, 기타 부진	CUDA 호환 추구	CUDA 호환 추구		CUDA 호환성 추구, 주로 내부 사용

주: 상장기업은 10/31일 종가 기준. 비상장기업은 올해 6~7월의 라운드에서 평가 받은 기업가치 기준
자료: Bloomberg, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림4 핵심 기술의 돌파를 통해 자립을 추구하는 분야들



자료: 15차 5개년 계획, 메리츠증권 리서치센터

그림5 15차 5개년 기간 4대 전략산업과 6대 미래산업

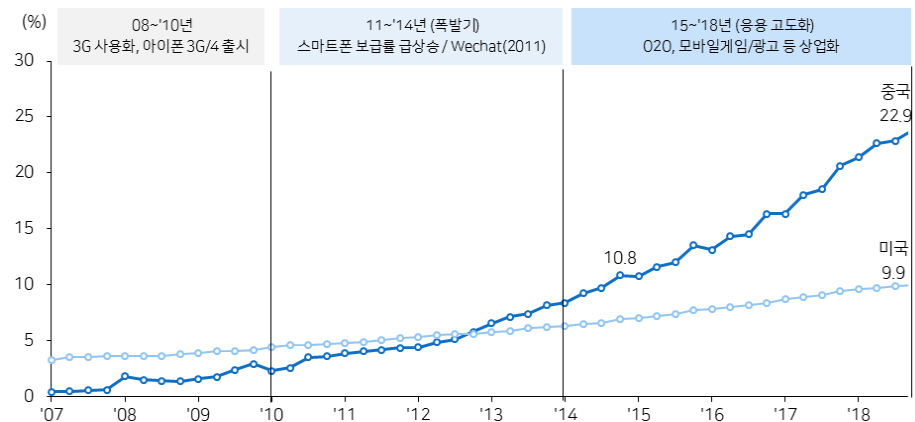


자료: 15차 5개년 계획, 메리츠증권 리서치센터

AI 응용이 미국대비 빠르게 확산
된다면 중국 기술주 디스카운트
요인 완화될 전망

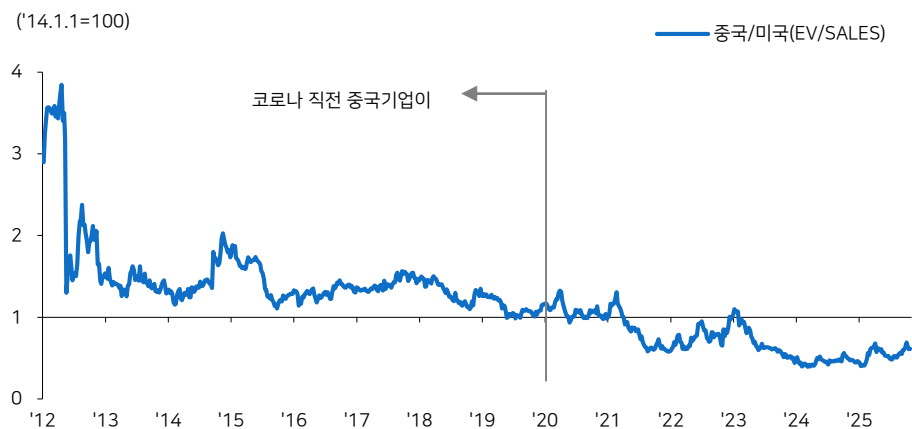
중장기적 관점에서 이러한 AI 기술 응용 확산과 국산 대체 추세는 중국 테크 기업들의 실적 개선으로 연결될 가능성이 높고, 이는 현재의 디스카운트 요인을 완화하는 동력으로 작용 가능하다. 과거 2010년 ~ 2017년에 전세계적으로 스마트폰이 보급되며 중국 내 모바일 생태계가 미국보다 빠르게 성장하면서 미국 기술주 대비 중국 테크 기업들이 고평가를 받은 적이 있었다(그림 6). 앞으로 AI 응용 분야에서 이와 같은 중국의 빠른 성장이 가시화된다면 현재의 디스카운트된 기술주는 오히려 매수의 기회라고 생각한다(그림 7).

그림6 미중 E-commerce 침투율 추이: '13년에 중국이 미국을 상회, '14년부터 차별화 가속



자료: 중국 국가통계국, FRED, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미중 기술주들의 12개월 선행 EV/Sales 상대 강도



주: 중국 기업은 알라비바, 텐센트, 바이두. 미국 기업은 아마존, 메타, 구글
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

질적으로 개선될 경기

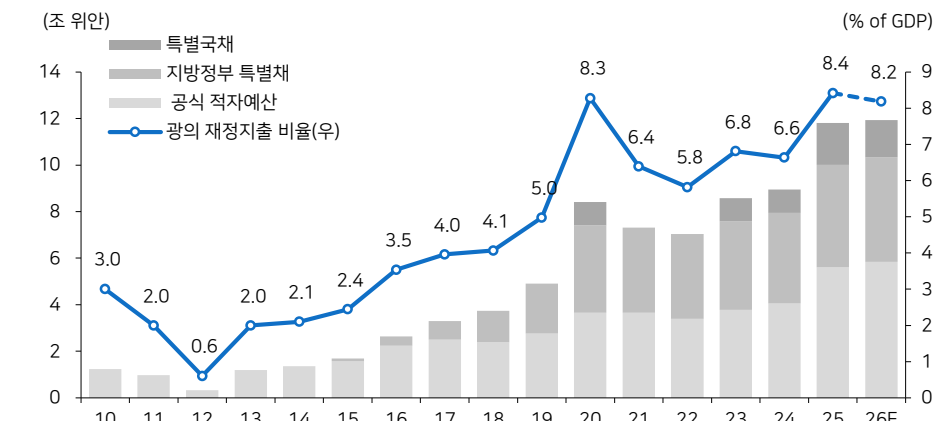
‘26년 실질성장률 4.6%로 전망

2026년의 중국 GDP 성장률은 약 4.6%로, 올해의 5.0%보다 둔화될 전망이다. 확장적 재정 기조가 유지되겠지만 국채 발행을 포함한 광의의 재정 지출액이 GDP 대비 8.2%로 올해의 8.4%보다 소폭 하락할 것으로 예상되기 때문이다(그림 8). 또한 이구환신을 비롯한 내수 소비 부양책이 올해와 같은 규모로 유지되더라도 정책 효과 민감도는 올해보다 약해질 수 있다(그림 9).

‘25년보다 부양 강도 약화,
제도 개혁과 기술 발전에 집중

물론 중국은 필요에 의해 강력한 부양책을 쓸 수 있는 재정 여력을 보유하고 있다. 다만 미국과의 관세 협상 타결로 인해, 내년 10월까지 관세 불확실성이 낮아지고 견조한 수출이 지속될 수 있는 환경에서 정책당국이 강력한 경기 부양에 나설 가능성은 높지 않아 보인다. 대신 다양한 제도적 개혁과 기술 발전 등에 집중할 것으로 예상되며, 내년 연중에 경기가 예상보다 더 빠르게 둔화된다면 추가적인 부양책에 나설 가능성이 높다.

그림8 (기본 가정시) '26년 광의 재정지출액은 GDP의 8.2%로 예상



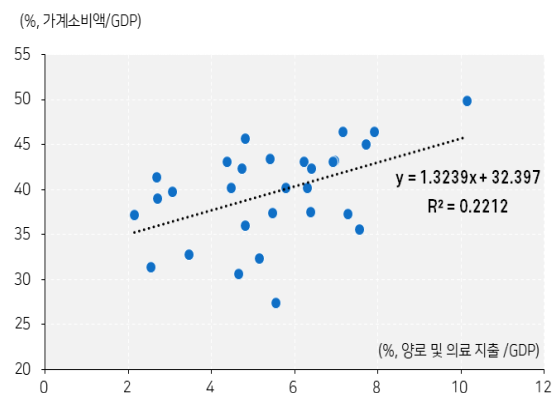
주: 기본 가정은 GDP 대비 공식 적자율 4.0%, 특별국채 1.6조 위안, 지방정부 특별채권 4.5조 위안
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2026년 이구환신 규모와 효과 전망

	2024년	2025년	2026년(예상)
규모	1,500억 위안	3,000억 위안	3,000억 위안
품목	자동차 가전 가구	자동차 가전 가구 휴대폰+웨어러블	자동차 가전 가구 휴대폰+웨어러블 서비스 소비(가)
소매판매 기여효과	+0.8%p	+1.4~1.5%p	+1.0~1.1%p

자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국의 사회 안전망 확대와 가계소비 비중 상관관계



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

단, 명목성장률은 상승될 것

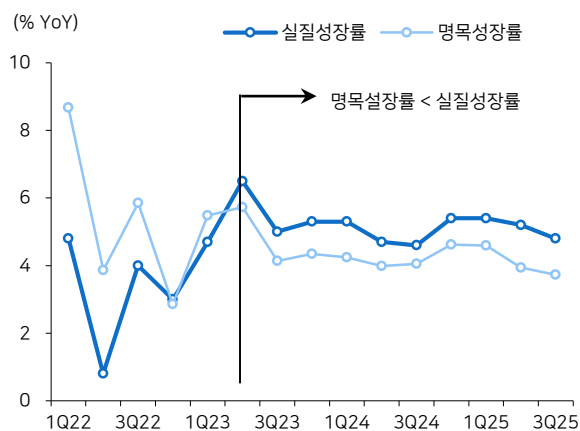
오히려 내년 중국 매크로의 관건은 물가(P) 반등이다. 지난 3년간 중국은 물가가 하락하며, 명목성장률이 실질성장률을 하회하는 현상이 지속되었다(그림 11).

그러나 올해 7월부터 정책당국은 반내권(反內卷) 등 산업간의 비효율적인 과열 경쟁을 제한하는 구조조정을 시작했다. 아직 수요가 약하기에 이번 공급 축소 과정이 완만하게 진행될 것으로 예상되지만 올해보다 더 과한 출혈 경쟁, 기업들의 마진을 축소 등의 우려가 해소될 전망이다. 한편 재정지출 강도는 올해보다 소폭 하락하겠지만 '23~'24년의 6%대에 비해 높다.

물가 낙폭 축소와 함께 기업이익 소폭 개선 예상

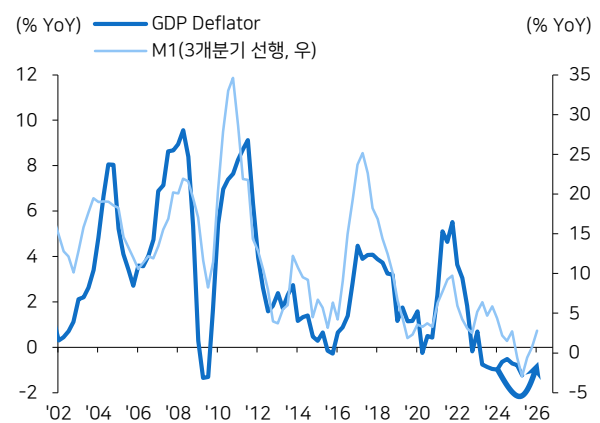
따라서 내년 중국의 생산자물가(PPI) 하락폭은 현재(10월)의 -2.2%에서 내년 말 -0.2%로 축소되고 27년에는 플러스로 전환되는 회복 경로를 기대한다(그림 13). 통상 중국 기업들의 세전이익과 생산자물가(PPI)가 동행 지표인데, 물가의 낙폭 축소는 결국 기업이익 증가율 낙폭이 축소될 것임을 시사한다(그림 14).

그림11 2Q23부터 중국의 명목 성장률은 실질 성장률 하회



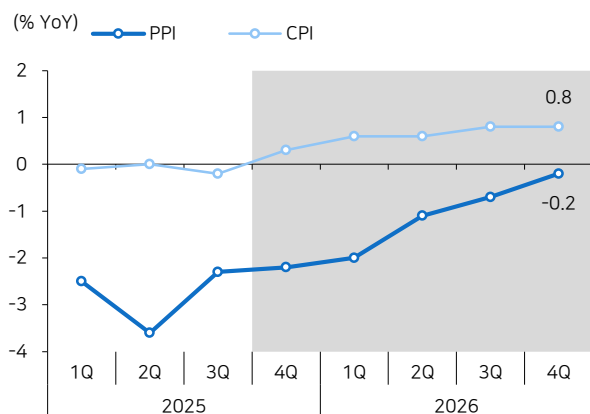
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림12 정부의 유동성 공급에 물가는 후행적으로 반등 예상



자료: 중국 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

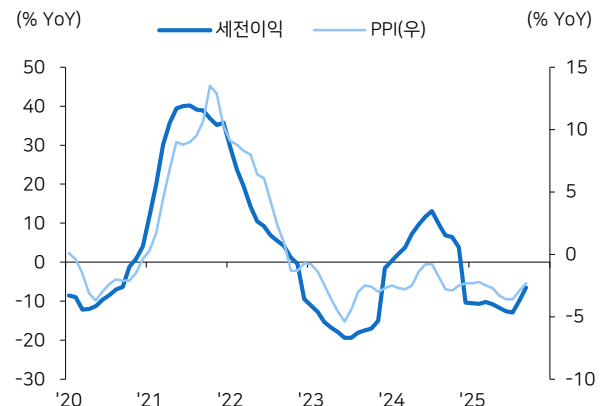
그림13 2026년 중국의 물가 전망 궤적



주: 25년 10월 말 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 '26년 물가 낙폭이 축소된다면 기업이익도 개선 예상



주: 12개월 합산액 증가율

자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

'26년 중화권 증시 상단: 상해종합 4,400pt, 홍콩H지수 11,035pt

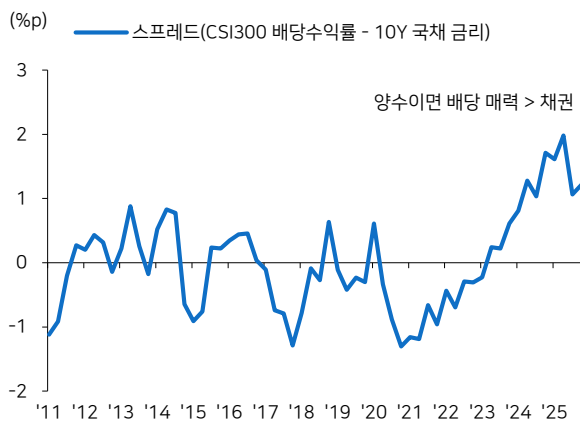
'26년 상해종합지수 4,400pt,
홍콩H 11,035pt 전망

2026년 상해종합지수의 상단을 4,400pt, 홍콩H 지수의 상단은 11,035pt로 제시한다. 1) 정책당국의 디플레이션 탈출 노력이 채권보다 주식에 유리한 투자 환경을 마련하고 있고, 2) 시가총액 대비 신용잔고 비중이 2.5% 수준으로 추가 유입 여력이 남아있다는 점에서 유동성에 의한 밸류에이션 확장이 가능하다고 판단하기 때문이다(그림 15, 16).

정책당국의 증시 부양 기조 유지

또한 GDP 대비 중국증시의 시가총액 비중도 고작 78%로, 대만(326%), 미국(240%), 일본(181%), 한국(128%)에 비해 매우 낮다. 부동산에 의한 부의 효과가 약해진 만큼, 주식시장 부양을 통한 부의 효과 창출 및 내수 소비 확대 등 필요성이 여전히 높다. 따라서 내년에도 중국정부의 증시 부양 기조는 이어질 것이며, 적어도 이는 중국증시의 하방 위험을 방어해줄 전망이다.

그림15 주식시장 배당매력 > 채권 금리, 주식하기 좋은 환경



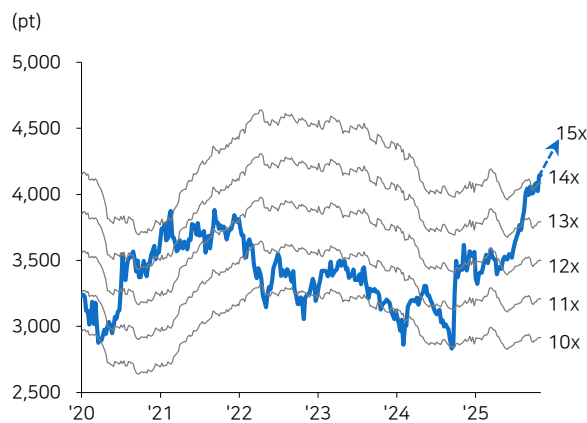
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 유통시총 대비 신용잔고 비중: 추가 유입 여력 有



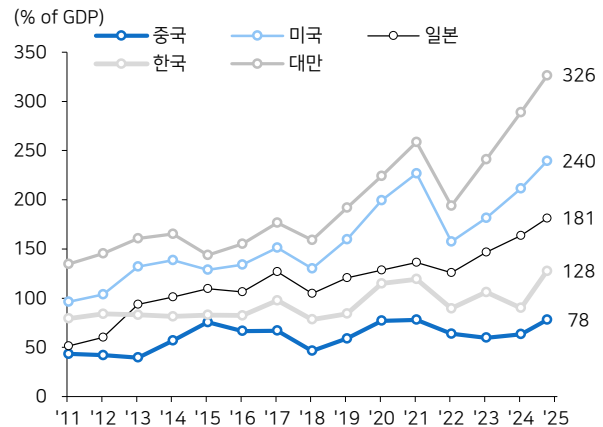
자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

그림17 '26년 상해종합지수의 Target P/E: 15배



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림18 GDP 대비 각국 시가총액 비율 비교: 중국 불과 78%



주: 25년 9월 말 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전략산업에서 찾는 투자 기회

아이디어1: 여전히 AI 기술주

우선, '26년에도 기술주 중심의 강세를 전망한다. AI 응용 확산, 국산 대체 등 추세 속에서 로컬 기업들의 점유율 상승 및 이에 따른 실적 개선이 기대되기 때문이다. AI 응용 확산에 따른 수혜주로 텐센트, 화이서우, 빌리빌리, 중국 AI 인프라 수혜주로는 SMIC, 캄브리콘, 폭스콘 등을 제시한다<표 1>.

아이디어2: 우주항공 산업 개화

둘째, 전략적 산업으로 내년 중국의 우주항공 산업에 주목한다. 산업 변화를 촉진할 변곡점이 올해 말부터 내년 초기에 나타날 가능성이 높기 때문이다. 그 변곡점으로 주목하는 것은 바로 민간 로켓 발사 기업인 LandSpace의 액체 연료 재활용 로켓의 발사이다. 내년 1분기 내에 완성될 이 시험은 성공할 확률이 높다. 이미 많은 준비를 해왔고, 동사도 상장을 준비하고 있어 기술을 성공시켜야 할 목표가 뚜렷하다(그림 19).

만약 이번 발사가 성공한다면 내년 중국의 로켓 발사는 상용화 구간에 진입할 가능성이 높다. 액체 연료의 재활용 로켓 발사 비용이 기존 로켓보다 약 30% 낮기 때문이다. 그동안 중국은 이미 귀왕(GW Constellation)과 천판(Qianfan Constellation)을 통해 각각 1만 3,000기 및 1만 5,000기의 위성 발사 목표를 제시했다(그림 20). 그러나 높은 위성 발사 비용으로 실제 발사 기수가 매우 저조했다. 따라서 이번 시험 발사가 성공적으로 이루어진다면 내년 산업의 빠른 개화를 촉진할 것으로 기대된다. 대표기업들이 아직 비상장이기 때문에 상장기업 중 로켓 생산 기업인 중국위성과 우주항공 반도체 기업인 Greatmicrowave에 주목한다.

아이디어3: 리튬의 턴어라운드

셋째, 리튬 업종의 턴어라운드 가능성을 높게 기대한다. 그동안 공급 과잉 이슈로 하락했던 리튬 가격은 중국 정부의 공급 과잉 산업 구조조정 추진으로 가격이 바닥을 통과한 것으로 보인다. 수요 측면에서는 중국을 포함해 전세계 ESS 설치 수요가 빠르게 증가하고 있다. 중국 정부는 2027년까지 신형 에너지 누적 설치용량 180GW를 목표로 하고 있다. 25년 상반기까지 설치된 100GW의 1.8배, 미국의 설치량인 26GW('24년 말 기준)의 6.9배 수준이다. 수요 호조와 공급 축소가 동반 작용하며 기업들의 실적 개선이 기대되는 바이다. 대표기업인 천제리튬과 강봉리튬에 주목하는 이유이다(그림 21, 22).

아이디어4: 변동성 해지용인 고배당주

마지막으로 은행을 포함한 중국의 고배당주를 기술주의 변동성 해지용으로 포트폴리오에 일부 포함해야 한다는 의견이다. 미국과 달리 중국의 기술주들은 아직 멀티플 확장에 의거한 것으로 변동성이 크다. 또한 현재 주식시장의 배당수익률이 10년물 국채금리보다 높아, 연기금 등 장기 투자자금의 증시 유입 등 수급 호재가 있어 고배당주에 유리하다. 관련하여서는 AIA보험과 농업은행을 추천한다<표 1>.

그림19 상장 대기 중인 중국의 우주항공 대표 비상장 기업들

기업명	설립연도	상장 착수	발사체	발사 회수	기업 설명
LandSpace	2015년	2025.7.9	주체 2호, 주체 3호	액체로켓 4회	세계 최초로 액체연료 로켓을 궤도에 진입
CAS Space	2016년	2025.8.12	리젠 1호, 2호	고체로켓 8회	중국과학원(CAS) 주도한 상업 우주발사체 기업
Space Pioneer	2015년	2025.10.17	텐룽 2호, 3호	액체로켓 1회	재사용형 액체로켓 개발사, 23년 첫 성공 발사
Galaxy Power	2018년	2025.10.22	구선싱 1호, 2호; 즈선싱 1호	고체로켓 20회	구선싱 1호 소형 고체로켓으로 상업위성 다수 수행
iSpace	2014년	2020.12	쌍취셴 1호, 2호, 3호	고체로켓 4회	중소형 발사체 기업, 19년 최초의 민간 궤도 진입 기록
Yixin Aerospace	2018년	2025.8.1	-	26기 위성에 IoT 탑재	소형 위성 발사 및 엔진 시스템 개발 기업
Micro-Nano Space	2017년	2025.9.15	타이징 시리즈 위성 보유	연간 60개 위성 캡슐 보유	소형 위성, 큐브셋 및 위성 플랫폼 제작 전문기업

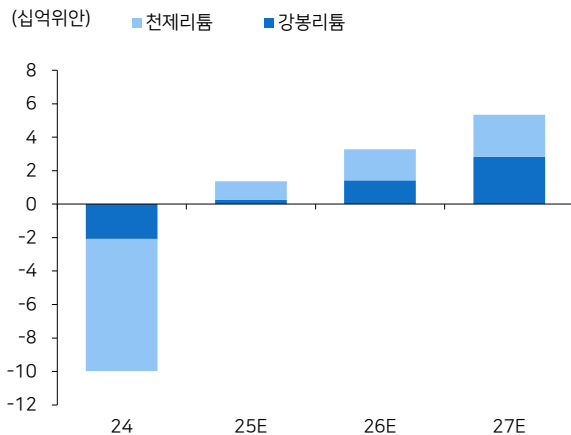
자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국의 위성 인프라 프로젝트인 귀왕과 천판 비교

	귀왕(GW Constellation)	천판(Qianfan Constellation)
주도 기업	국가 주도 프로젝트	상하이시 정부+기업(SSST) 주도하는 상업 지향 프로젝트
주요 전략	중국 내 네트워크 강화 및 국가전략적 통신망 구축	글로벌 인터넷 연결 제공 목표. 상업시장 및 해외 진출 염두에 둔 프로젝트
규모 (계획 위성 수)	1만 3000기	1만 5000기
서비스 대상	To C (개인, 가정, 모바일)	To B & G (자동차, 선박, 항공, 농업, 환경보호 등)
궤도 고도/설계 특징	1개의 하위 constellation으로 구성 하나는 500-600km, 다른 하나는 1145km 고궤도	저궤도(LEO) 위주, 예컨대 고도 약 800-1100km 등으로 보도
진행 상황	대규모 구축 준비단계	발사 테스트, 기술검증 중
특징	국가통신망 강화에 무게가 있으며 전략적 측면, 국가안보 연계 가능성	상업화 및 해외시장 진출 의도 강해, 중국판 스타링크로 자주 언급

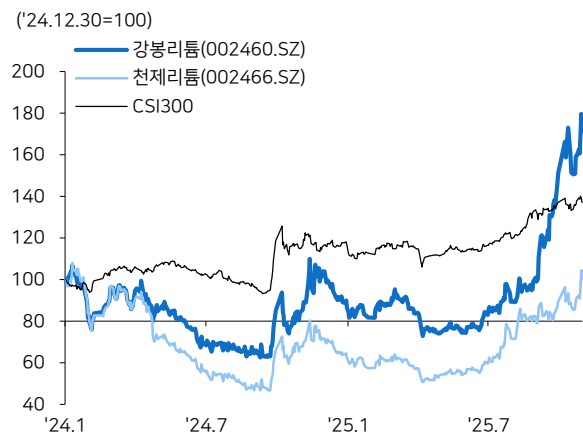
자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림21 천제리튬과 강봉리튬의 연도별 순이익 전망치



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림22 강봉리튬과 천제리튬의 주가



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

표1 2026 중국 주식 포트폴리오

섹터	기업명	상장코드	시가총액 (십억원)	EPS 증가율 (%)			PE (배)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
AI 밸류체인	SMIC	981.HK	132,809	48.3	43.8	33.6	108.4	75.4	56.4
	캠브리콘	688256.SH	116,594	572.6	121.7	65.4	266.9	120.4	72.8
	폭스콘	601138.SH	287,512	43.0	61.6	21.5	43.0	26.6	21.9
	이노라이트	300308.SZ	105,685	91.9	69.7	38.4	52.2	30.8	22.2
	생익과기	600183.SH	31,408	78.9	39.8	26.1	48.6	34.7	27.5
	심난전로	002916.SZ	28,756	66.2	29.3	29.1	45.8	35.4	27.4
	양광전원	300274.SZ	79,127	35.9	13.7	7.1	26.3	23.1	21.6
	스웬전기	002028.SZ	20,560	38.1	29.2	25.6	36.0	27.9	22.2
	텐센트	700.HK	1,060,653	31.3	13.5	11.4	21.0	18.5	16.6
	콰이서우	1024.HK	57,786	31.9	18.3	17.0	14.1	11.9	10.2
	빌리빌리	9626.HK	18,034	270.9	43.2	30.1	39.2	27.4	21.0
휴머노이드	삼화그룹	002050.SZ	41,063	17.3	15.6	18.5	50.7	43.8	37.0
	탁보그룹	601689.SH	25,783	1.2	26.1	22.6	40.7	32.3	26.4
우주항공	중국위성	600118.SH	10,215	-	-	-	-	-	-
	Greatmicrowave	688270.SH	2,707	800.0	66.7	47.9	87.3	52.4	35.4
리튬	강봉리튬	002460.SZ	26,587	117.6	398.3	56.0	381.3	76.5	49.1
	천제리튬	002466.SZ	17,303	110.2	157.4	55.6	108.3	42.1	27.1
고배당	AIA보험	1299.HK	146,002	6.8	11.8	10.8	14.7	13.2	11.9
	농업은행	601288.SH	544,523	5.2	3.0	5.2	10.1	9.8	9.3

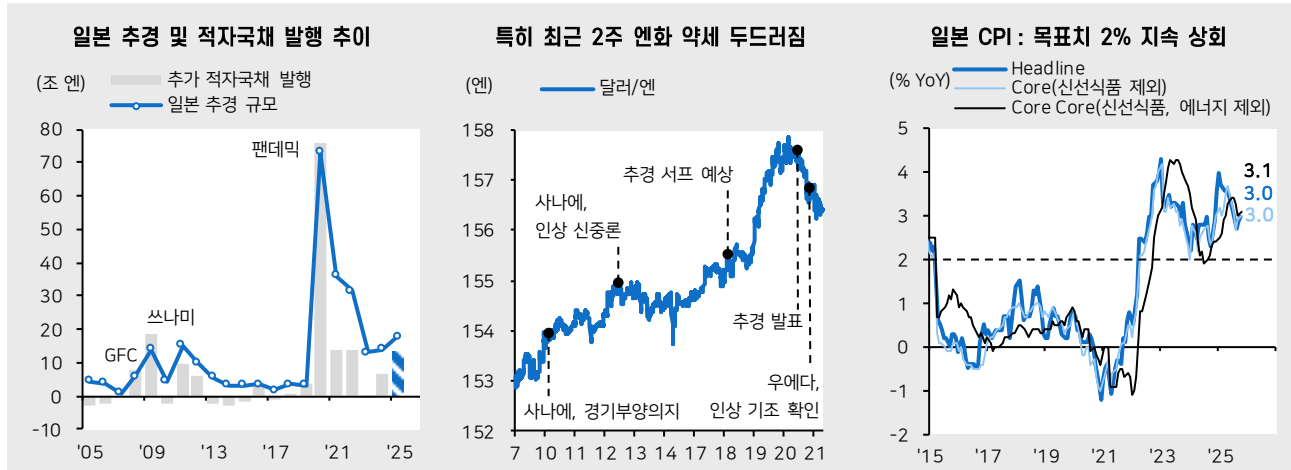
적용환율: 1위안=200.80원 (11/3일 기준)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박민서 연구원

일본의 물가안정을 위한 부양책, 가능할까?



자료: Ministry of Finance, Bloomberg, Statistical Bureau, 메리츠증권 리서치센터

일본 경기부양책 발표

1) 물가, 2) 국방, 3) 성장

일본은 21.3조 엔 규모의 경기종합대책을 발표하며 재원 마련을 위해 17.7조 엔의 추경 예산을 편성했다. 이는 팬데믹을 제외하면 '09년 이후 가장 큰 규모이며, 작년 6.7조 엔 대비 최대 2배의 추가 적자국채 발행이 예상되고 있다. 구체적으로 1) 물가 안정에 11.7조 엔, 2) AI/반도체/조선/우주/광물 등 전략 산업 투자에 7.2조 엔, 3) 외교 및 국방 강화에 1.7조 엔, 4) 재난 대응 예비비 0.7조 엔이다.

시장은 이미 다카이치 트레이드

시장에서는 다카이치 사나에 총리 선거 당시부터 이미 재정건전성 우려를 반영했고, 11/20 기준 일본 초장기채 30년(3.39%)과 40년 금리(3.75%)는 사상 최고치를 기록했으며, 달러/엔 환율(157.89엔)도 연고점 수준으로 절하된 바 있다.

핵심 목표인 물가안정마저 의문

1) 비용상승 인플레이 근본적 해결X
2) 수요견인 인플레이까지 가중

더욱 주목할 문제는 가장 큰 예산을 배정한 물가 안정마저 불확실하다는 것이다. 우선 비용상승 인플레이가 해소되지 않았다. 11.7조 엔에 포함된 가스/전기료 지원이나 휘발유세 인하는 단기 가격 억제책일 뿐 높은 수입 의존도와 같은 근본적인 문제를 해결하지 못한다. 게다가 엔화 약세도 수입물가를 끌어올려 대부분의 원자재를 수입하는 일본에 비용상승형 인플레이를 유발할 수 있다. 뿐만 아니라 대규모 현금 지급은 Output Gap을 상승시켜 수요견인 인플레이까지 가중된다.

따라서 BOJ 인상 명분 강화

결과적으로 이번 대책은 사나에가 원치 않았던 BOJ의 추가 인상 명분을 강화할 가능성이 크다. 그동안 사나에 뿐만 아니라 우에다 BOJ 총재 역시 현재 인플레이션은 수요측보다 공급측 요인이 강하기에 금리 인상 필요성을 일축해왔다. 그러나 이제는 공급 요인 장기화에 수요 요인까지 가세할 공산이 커졌고, 높은 물가로 실질임금이 (-)인 소비자들은 수요측/공급측 모두 인플레이로 인식하는 상황이다. 대책 발표 직후 우에다 총재가 물가가 예상대로라면 금리 정상화가 필요하다고 발언한 것까지 감안하면, 내년 1월 인상을 기본 시나리오로 가져가되 올해 12월 추가 인상 가능성을 열어두는 것도 합리적이라는 판단이다.

칼럼의 재해석

우서현 연구원

숲이 흔들리는 것은 어쩔 수 없다: 이후에도 살아남을 군집과 나무에 주목할 때 (Bloomberg)

빅테크 기업들의 CDS(신용부도스와프) 스프레드 확대, 엔비디아의 매출채권 상승폭, 일부 연준 인사들의 ‘자산 가격 과열’ 경고가 시장에 연이어 찬물을 끼얹었다. AI 기업들에 대한 낙관적 심리는 급속히 식으며, 시장은 이제 ‘실적의 절대수준’보다는 ‘지속 가능한 구조인가’라는 근본적인 질문을 던지고 있다.

하지만, 이번 흔들림을 거품으로 보기에는 한계가 있다. AI 인프라가 국가 차원의 전략 자산으로 격상되는 과정에서 나타나는 자연스러운 거시적 조정이기 때문이다. 숲은 흔들려도, 그 안에서 살아남는 나무와 군집은 오히려 더 선명해지는 시기다.

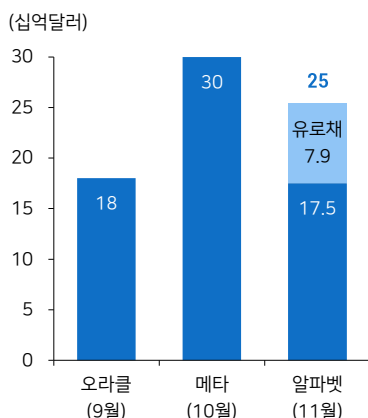
특히, 이런 환경에서 대만 증시에 주목할 필요가 있다. 글로벌 AI 공급망의 핵심이 TSMC를 필두로 한 대만에 집중되어 있고, 대만 기업들은 매월 실적을 공개하는 독특한 구조 덕분에 기술의 변화와 수요의 흐름이 가장 빠르게 가격에 반영된다. AI 인프라가 흔들리는 국면에서도 “실체 있는 현금흐름”과 “병목을 해결할 수 있는 제조력”을 가진 기업은 시장이 식어도 오히려 존재감이 강화되는 구간이다. 이번 조정은 누가 끝까지 살아남을 수 있는가의 관점으로 바라볼 시기이며, NEXT 엔비디아가 등장하더라도 여전히 수혜를 누릴 수 있는 대만 증시와 기업에 다시한번 주목할 필요가 있다.

흔들리는 숲(거시경제)의 진실

글로벌 AI 투자 사이클은 이미 단일 산업의 호황 국면을 넘어 거시경제 구조를 바꾸는 대전환기에 진입했다. AI 인프라 확장을 주도하는 미국의 하이퍼스케일러/네오클라우드, 각국 정부는 수십 조 원 규모의 데이터센터 건설에 나서고 있으며, 그 과정에서 불가피하게 부채 조달 압력이 전면에 떠오르고 있다. 이는 과거 클라우드와 스마트폰 시기의 설비투자와는 차원이 다른, 국가 기반시설 수준의 Capex 경쟁이기 때문이다. 이 과정에서 최근 시장이 주목한 것이 바로 빅테크 기업들의 CDS(신용부도스와프) 스프레드 확대이다.

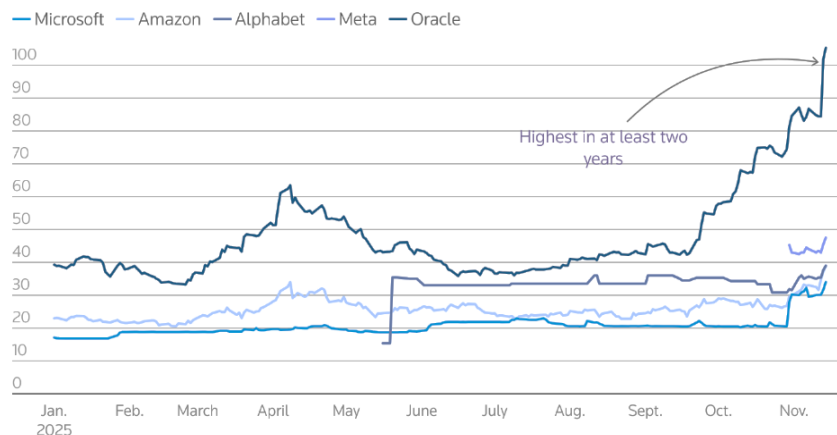
최근 Saba Capital과 같은 신용 헤지펀드가 메타/아마존/구글/MS/오라클에 대한 CDS를 은행들에 대규모로 판매하고 있으며, 금융기관들 역시 데이터센터 투자로 인해 기업들의 차입 규모가 단기간에 급증하자 자체 익스포저를 헤지하기 위해 CDS를 적극적으로 매입하고 있다. 이는 단순한 개별 기업의 재무 불안 때문이 아니라, **AI 인프라 확장 자체가 필연적으로 동반하는 자금조달 구조의 불가피한 결과라는 점이 핵심이다.**

그림1 회사채 발행 본격 확대



자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림2 9월부터 급증하기 시작한 미국 빅테크/네오클라우드 CDS (신용부도스와프)



자료: S&P Global Market Intelligence, Reuters

데이터센터는 수십 년 동안 현금흐름을 창출하는 일종의 인프라 자산이며, 메가 프로젝트에 가까운 규모이기 때문에 SPV(Special Purpose Vehicle, 특수목적법인) 구조를 활용한 조달이 자연스럽게 증가한다 (≒부동산PF SPC). 이는 리스크를 모기업의 재무제표에서 분리하는 장점이 있지만, 동시에 신용시장에서 해당 리스크가 신생 법인과 신규 채권 투자자에게 전가되는 구조적 특성을 가진다. 최근 CDS 스프레드 확장은 이러한 '구조적 리스크 배분 과정'이 본격화되었음을 보여주는 신호이다.

중요한 점은, 이 스프레드 확대가 투자 사이클의 본격적인 초기 국면에서 흔히 관찰되는 현상이라는 것이다. 과거 통신 인프라, 셰일 가스, 신항구 전력망 투자에서도 동일한 패턴인 (대규모 투자 전면화 → 부채조달 확대 → 신용프리미엄 상승)이 반복되었다. AI 인프라 분야는 규모와 속도 모두에서 위 사례를 상회하고 있어 신용시장 변동성이 단기적으로 확대되는 것은 지극히 정상적인 "거시적 숲의 흔들림"이다.

최근 엔비디아의 어닝 서프라이즈와 M4의 견조한 실적조차 시장의 조정 압력을 상쇄하지 못한 것도 같은 맥락이다. 시장은 이제 개별 기업의 펀더멘탈이 아니라, AI 확장에 내재한 자금조달·금융시스템 부담을 어떤 방식으로 분산/흡수할 것인가라는 더 큰 질문을 가격에 반영하기 시작했다.

하지만, 이러한 흔들림은 오히려 기회를 제공한다. 숲 전체가 흔들리는 시기일수록, 그 바람 속에서도 생존하고 다음 질서를 구축할 군집과 나무는 더욱 선명해지기 때문이다. 미국 기술주, 그리고 이들의 Capex 확대에 직접 노출된 대만/한국의 밸류체인들이 바로 그 중심에 있는 플레이어이다. 다윈의 진화론은 변이, 유전, 생존 경쟁, 그리고 자연선택 4가지 핵심 과정을 통해 생물이 점진적으로 진화한다고 설명한다. AI의 탄생, 자국 우선주의와 온쇼어링 등 산업 생태계의 변화에 적응할 수 있는 산업군과 기업에 집중할 시기이다.

표1 주요 하이퍼스케일러/네오클라우드 AI 데이터센터 품목 내용연수 분류

회사	대분류	카테고리	기간	대분류	카테고리	기간
구글	IT Hardware	Servers & Network Equipment	6년	Land & Building	Data Center and Office Buildings	7~40년
아마존		Servers and Networking Equipment	5년		-	-
메타		Servers and network assets	4~5년		Buildings	25~30년
마이크로소프트		Computer Equipment	2~6년		Buildings and Improvements	5~15년
오라클		Computer, network, machinery and equipment	1~6년		Buildings and Improvements	1~40년
코어워브		Technology Equipment	6년		-	-

자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

표2 AI 환경 변화에 적응하기 위한 생존 요건

다윈 개념	지금의 경제·산업 변화에 대응되는 핵심 포인트	생존 가능성이 높은 기업군
종 분화 (Speciation)	AI·온쇼어링으로 밸류체인 분화, 역할 분리	미국 빅테크/대만 파운드리, 패키징/한국 메모리, 기판
자연선택 (Natural Selection)	고금리·CDS 확대 → 자본조달 취약 기업 탈락	현금흐름 강한 테크·AI 인프라 장치 기업
적응 (Adaptation)	지정학·정책 변화에 따른 온쇼어링 대응력 필요	신규 투자 여력 및 공급망 다변화 가능 기업
공진화 (Co-evolution)	AI 성능 ↑ → GPU·메모리·전력·냉각 동시 성장	엔비디아 핵심 밸류체인
생존 규칙 (Survival Rule)	거시 충격 속에서도 이익모델, 자금조달 능력, 밸류체인 지위 유지	미국 빅테크, 대만·한국 핵심 부품군, 고정비 낮은 일부 시장 독점 기업

자료: 메리츠증권 리서치센터

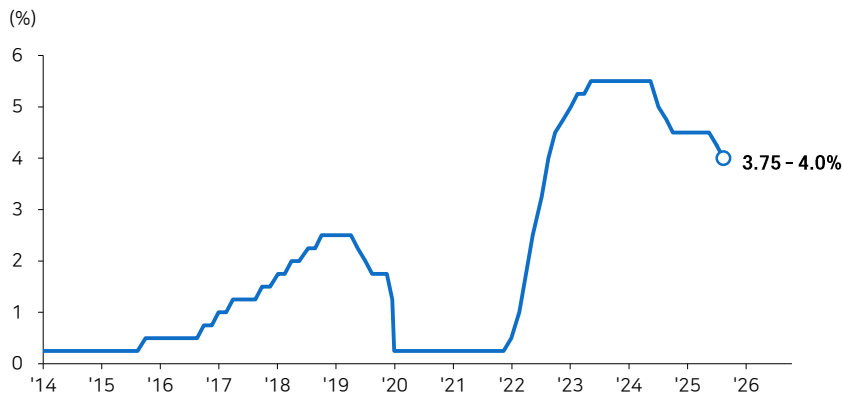
정책의 혼선: 리사 쿡의 경고와 윌리엄스의 수습

지난 목요일, 리사 쿡 연준 이사는 자산 가격의 과열을 지목하며 금융 불안 리스크를 정면으로 경고했다. 해당 발언은 단순한 우려 수준이 아니라, 정책 당국이 AI 중심의 밸류에이션 구조를 불편하게 바라보고 있음을 내비친다. 이에, 시장은 즉각적으로 긴장했고, 단숨에 압력을 받았다. 다음 날, 존 윌리엄스 총재는 황급히 진화에 나섰다. 인플레이션 둔화와 고용의 균형적 조정을 언급했으며, 12월 금리 인하를 시사하는 발언까지 흘리며, 흔들린 심리를 위로했다. 이러한 연준 인사들의 발언은 불확실성을 더 깊게 만들며 시장 변동성의 직접적인 기폭제가 되고 있다.

최근 트럼프는 맘다니 뉴욕 시장 당선자와의 회동에서 부동산 공급확대에 뜻을 맞추며, 정책 논의의 중심축을 완만한 금리 인하 쪽으로 밀어붙이고 있다. 특히, 뉴욕 부동산 시장의 개선 의지를 공유한 이번 회동은, 지방 정부와 연방 정부 사이의 정책 신호 정렬이 빠르게 진행되고 있음을 상징적으로 보여줬다.

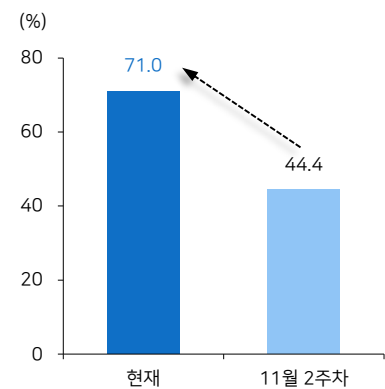
아울러, 내년도 중간선거가 다가오면서 금리 경로는 순수한 경제 변수뿐 아니라, 정책 이행의 필요라는 추가적인 동인을 강하게 부여받고 있다. 선거 국면에서 부동산·고용·유동성은 가장 직관적이고 가시적인 표심 변수이기 때문이다.

그림3 미국 기준금리 추이



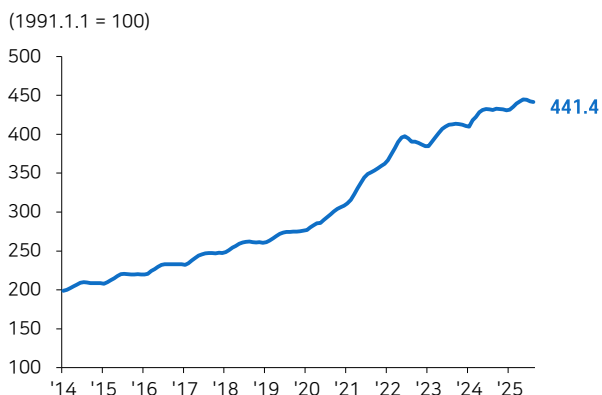
자료: U.S. Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 12월 인하 가능성 급등



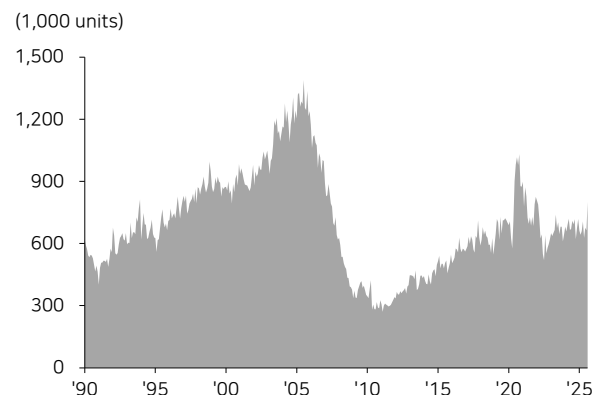
자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 주택 가격, 지속 상승



자료: U.S. Federal Housing, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 신규 주택 판매량의 더딘 회복



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

결국 살아남는 군집: '병목'을 뚫은 자들의 독주

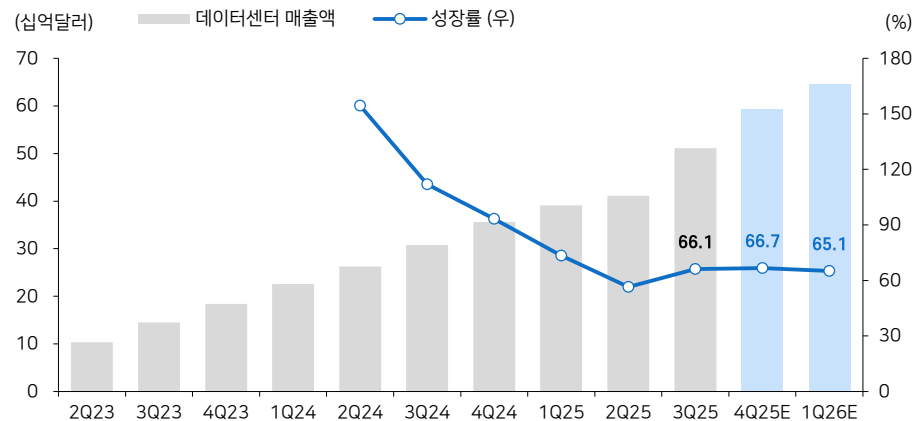
AI 인프라가 국가 단위의 전략 자산으로 격상된 지금, 단순한 질문이 핵심을 관통한다고 생각한다. “누가 지속적으로 선택받는가?” 이다.

AI 인프라의 병목은 단순한 병목이 아니다. 곧 경쟁 우위이며, 가격 결정력이다. GPU/HBM/첨단패키징/전력 인프라 등 공급이 구조적으로 제한된 영역은 공급자 중심의 시장 구조가 고착되고 있다.

대만 파운드리와 패키징, 한국 메모리와 기판, 일본 소재 기업들이 '독주하는 군집'으로 분류되는 이유는 단순 사이클이 좋아서가 아니다. 그들은 공급 제약을 만든 주체이자 병목을 해소할 수 있는 유일한 플레이어이다. 높아진 조달 금리, 확대된 CDS 프리미엄은 자본력이 시장 참여자 전체를 압박하지만, 이 환경은 동시에 산업 내 기업들을 선별하는 역할을 하고 있다. 자금 조달 능력, 공급망 확보력, 기술 우위가 분명한 기업은 외부 충격 속에서도 투자와 점유율 확대를 지속할 수 있는 반면, 주변부 기업은 점진적으로 경쟁 압박을 견디기 어려워진다.

이 과정은 드라마틱한 '도태'를 유발하기보다는 기존 수요에도 영향을 주어, 일시적으로 전체적인 호황을 이끄는 것처럼 보일 수 있다. 하지만, 자본 구조와 전략적 자원의 차이가 누적적으로 격차를 벌리는 분기점에 위치해있음을 상기할 필요가 있다.

그림7 엔비디아 데이터센터 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대만: AI 핵심 군집

TSMC를 필두로 한 대만 공급망은 현재 글로벌 AI 인프라 구축의 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 엔비디아가 칩 설계와 플랫폼을 주도하고 있지만, 실제 생산/패키징/조립/시스템 통합 과정에 들어가는 주요 기업들은 대부분 대만의 공급망을 통해 연결된다.

대만 증시의 구조는 이러한 공급망 현실을 반영한다. 가권지수(TAIIEX)의 시가총액 상위권을 차지하는 기업들을 살펴보면, 반도체 제조, 패키징, 서버 조립 등 AI 인프라의 핵심 공정에 직접 관여하는 기업들이 대부분이다. 이처럼 시장 자체가 AI 인프라의 필수 공정으로 구성되어 있기 때문에, 대만 증시는 글로벌 AI 아키텍처의 변화를 가장 민감하게 흡수하는 구조적 특성을 가진다.

아울러, 아래의 3가지 특징은 대만의 시장의 견고한 성장을 지속하게 한다.

1) 대만 시장은 엔비디아라는 단일 종목의 사이클에 묶여 있지 않다.

엔비디아 뿐만 아니라, AMD, ASIC과 같이 2등의 반란이 전개되는 영역에서 구조적 수혜를 받는 포지션에 있다. AI 인프라가 다극화될수록 대만은 특정 기업이 아닌 기술 아키텍처 전체에 노출된 시장이라는 특성이 부각된다.

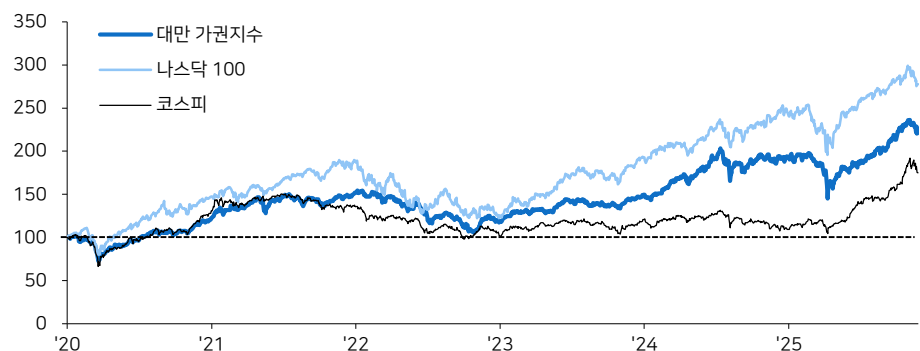
2) 기술 트렌드가 주가에 실시간으로 반영되는 드문 시장이다.

무엇보다 대만은 월 단위 매출 공개라는 이례적인 투명성을 갖는다. 이 때문에 글로벌 공급망이 정상 작동하는지 여부를 월 단위로 확인할 수 있으며, 수요 회복/병목 완화/출하 정상화 같은 정보가 여타 시장보다 훨씬 빠르게 가격에 반영되는 구조이다. 또한 데이터센터의 전력, 발열, 패키징 병목에 대한 문제를 해결하기 위한 신규 밸류체인이 탄생이 빠르게 발생하기 때문에 AI 인프라의 병목을 통해 기업들은 자연스럽게 성장의 최전선에 놓인다.

정리하자면, 대만 증시는 AI 인프라 군집의 내재가치를 가장 직접적으로 반영하는 시장이며, 기술 패러다임 변화가 즉시 가격에 반영된다. AI 자본지출 사이클이 이어지는 한, 대만 기술주의 전략적 중요성은 오히려 더 커질 것이다.

그림8 2020년 이후 주요 지수 추이

(2020. 1. 1 = 100)



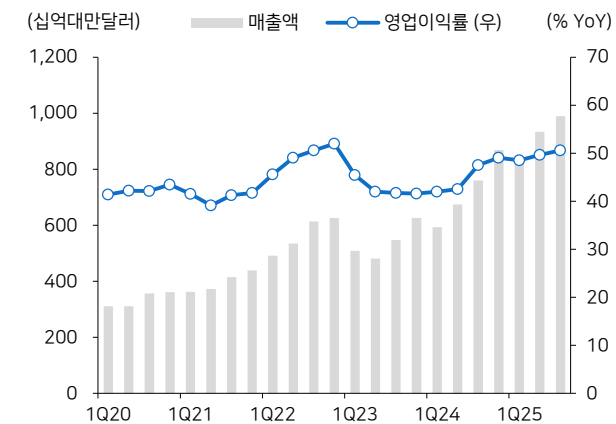
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 대만 가권지수 내 시총상위 종목

시가총액 순위	기업명	종목 코드	지수 내 비중 (%)	GICS산업명
1	TSMC	2330 TT	42.2	Semiconductors & Semiconductor Equipment
2	Honhai (Foxconn)	2317 TT	3.7	Electronic Equipment, Instruments & Components
3	Delta Electronics	2308 TT	2.7	Electronic Equipment, Instruments & Components
4	MediaTek logo	2454 TT	2.2	Semiconductors & Semiconductor Equipment
5	Fubon Financial	2881 TT	1.5	Insurance
6	Quanta Computer	2382 TT	1.2	Technology Hardware, Storage & Peripherals
7	Chunghwa Telecom	2412 TT	1.2	Diversified Telecommunication Services
8	Cathay Financial Holding	2882 TT	1.1	Insurance
9	ASE Group	3711 TT	1.1	Semiconductors & Semiconductor Equipment
10	CTBC Financial Holding	2891 TT	1.0	Banks

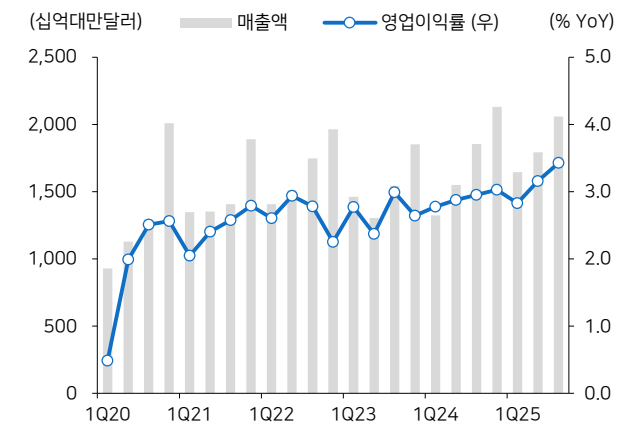
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 TSMC 매출액, 영업이익률 추이



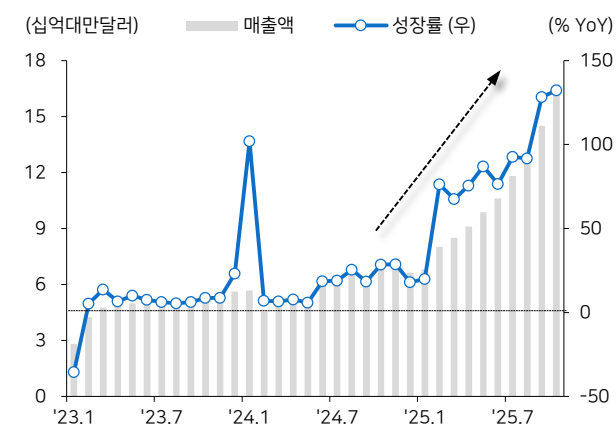
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Foxconn 매출액, 영업이익률 추이



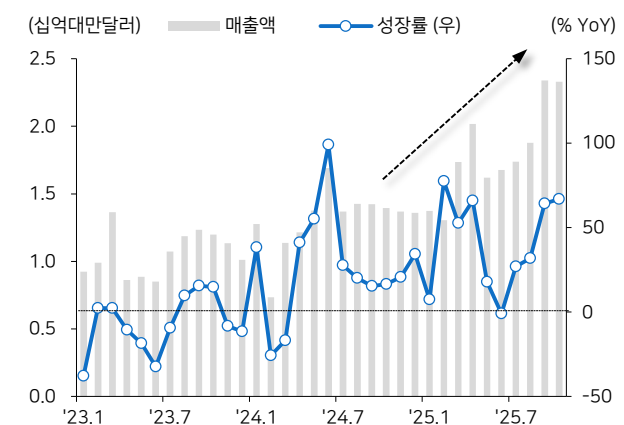
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 냉각 솔루션 AVC(3017 TT) 월별 매출 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 냉각 솔루션 Auras Tech(3324 TT) 월별 매출 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

원문: Behind the AI bubble, another tech revolution could be brewing,
Taiwan Beats World With Tech-Driven Market Halo