

격랑에도 항해는 계속된다

1. 메리츠 추천종목

2. 시장별 View Point

3. 메리츠 센스있는 배분

4. Cover Story

- ① 한국 증시: Visibility > Volatility
- ② 26년 KOSPI 지수 전망: 자신감의 근거
- ③ 신뢰의 시대: 채권은 안전자산, 고금리 수취 필요
- ④ 26년 경제전망: Revealing (윤곽이 드러난다)
- ⑤ 미국 단기 변동성에 대한 판단
- ⑥ 26년 중국 주식시장 전망: Beyond Catch up

5. 메리츠 유니버스

6. 주식 월간 캘린더



(pt)

4,500

4,000

3,500

3,000

2,500

2,000

'25.1 '25.2 '25.3 '25.4 '25.5 '25.6 '25.7 '25.7 '25.8 '25.9 '25.10 '25.11

메리츠 추천종목

투자는 계속되어야 한다

AI 버블 논란 및 연준 통화정책 불확실성 확대

닷컴 버블 당시와 달리 돈을 벌고 있는 빅테크, 금리인하 지연되더라도 인상은 아닌 연준

이익의 가시성이 높아지는 기업 위주 투자 필요

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아(신규) (NVDA US)	미국	3Q25 실적 서프라이즈, 단일 분기 기준 최대 매출 성장 '26년 최신 GPU 매출 전망 5,000억달러 추가 상향 시사 - AI 버블 우려 반박문 공개, 걱정은 기우에 불과	6,416	IT	-4.0	26
알파벳 (GOOGL US)	미국	- 유일한 AI 폴스택 기업, AI 에이전트 거대 잠재 고객 보유 - Gemini 3.0 pro 공개 이후 알파벳 재조명 시작 - 최근 하락장에서 매우 제한적 하방 변동성, 견조함 재확인	5,337	통신서비스	15	82
테슬라(신규) (TSLA US)	미국	- 차세대 AI 폴스택 기업, AI 칩 자체 생산 계획 재확인 - 내년 피지컬 AI 확산 고려시 현재 미국증시 유일한 옵션 - 유류 전기차 AI 칩 연결-DC 역할 등 새 비즈니스 구상	1,920	경기소비재	-10	11
팔란티어 (PLTR US)	미국	- 독점적 지위에 기인한 3Q25 실적 서프라이즈 지속 - Rule of 40 2Q25 94% → 3Q25 114% - 정부, 민간 부문 공히 해외 진출, 성장 동력 가속	545	IT	-16	141
텐센트(신규) (700 HK)	중국	- AI에 기반한 광고 수익과 클라우드 매출 성장세 양호 '26년 연초 출시될 '왕자영웅 월드', '리리의 작은 인간' 등 게임의 매출 호조 기대	1,081	통신서비스	-4.3	54
알리바바 (9988 HK)	중국	- 자체 Qwen AI 모델에 의한 클라우드 매출 성장 예상 - 애플과의 AI 협력이 새로운 사업 모델تم 부여 - 정부의 산업 규제 완화 움직임은 저평가 해소에 유리	560	경기소비재	-12	86
Tiger차이나휴머노이드로봇 (0053LO)	중국	- 유니트리 등 대표 휴머노이드로봇기업 상장 적극 준비 - 연말부터 내년 양산에 대한 기대감 재부각 예상 - 테슬라 옵티머스3 스펙 공개 → 중국 부품주에 유리	0.4	산업재	-10	-
SK하이닉스(신규) (A000660)	한국	- 메모리 사이클 구조적 개선 지속 전망 - B2C 영역에서 AI DC 등 B2B 영역으로 수요 계단식 확대 - Global Peer 대비 극심한 저평가	379	IT	0.6	195
효성중공업 (A298040)	한국	- 중공업 부문 초고압 변압기 증설 확대 - 북미와 유럽 매출 비중 확대 여력 - 선두 업체인 HD현대일렉트릭의 성장 스토리 재연	18	산업재	-1.7	363
이수페타시스(신규) (A007660)	한국	- 빅테크 ASIC 개발에 PCB 수요 확대 본격화 - Google TPU 내부 AI 워크로드 → 외부 제공 추세 - TPU에 들어가는 다층기판(MLB) 수요 전망 상향	9.2	IT	30	448
로보티즈 (A108490)	한국	- 휴머노이드 산업 성장: 유니트리 상장, 테슬라 옵티머스 - 글로벌 Top-Tier 수준의 액추에이터 제조 기술 2대 주주인 LG전자와의 협력 기대	2.7	IT/산업재	-0.6	877

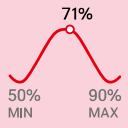
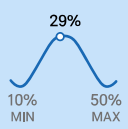
주: 2025. 11. 21 종가 기준. 미국시장 환수익, 홍콩시장 최선휘, 한국시장 이수정의 추천 종목임
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장별 View Point

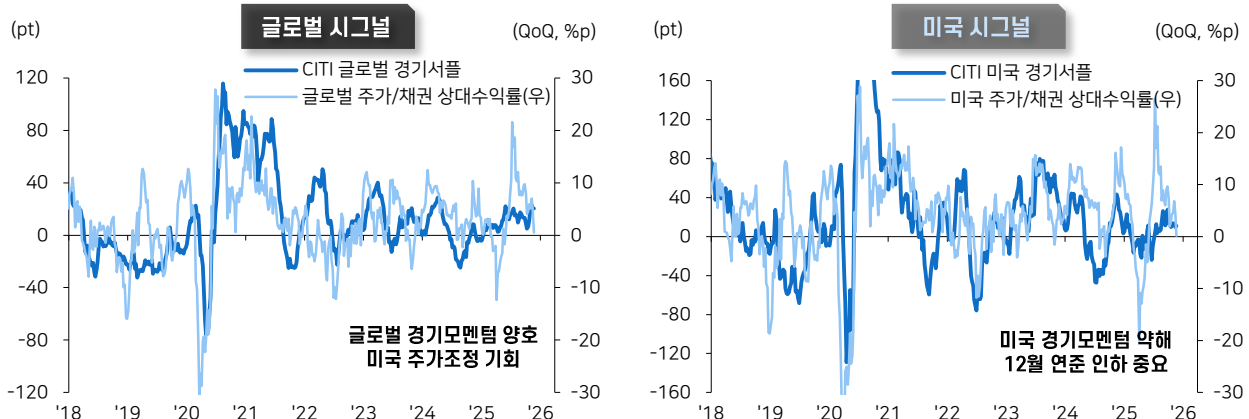
지역	이슈 및 의견	매우 좋음 ← → 매우 나쁨
미국  유동성 우려 안정시 12월 산타렐리 기대 글로벌 투자전략-선진국 Analyst 황수욱	■ AI 버블론은 기우에 불과, 추세 변수 이상 없음 - AI 인프라 감가상각과 수익 과대계상, 매출채권 우려, 부채 확대 등 우려는 모두 기우 - 대규모 수익화는 여전히 숙제지만 가는 길, 현재까지 AI투자는 비용 최적화 중심 효용 ■ 단기 유동성 우려 안정시, 12월 산타렐리 기대 - 당사 12월 FOMC 금리인하 전망, 인하기대 후퇴에 따른 위험 자산 우려 회복 - 코인 청산 관련 변동성까지 진정시 낮아진 주가 레벨에서 12월 산타렐리 기대 ■ 2026년 말 S&P500 8,150pt 전망, AI 주도주 최선호 - 빅테크 중 엔비디아, 알파벳, 팔란티어, 테슬라 선호	
중국  명약관화는 기술 글로벌 투자전략-신흥국 Analyst 최철화	■ 26년 강력한 경기부양 가능성 하락 - 미국과의 관세 협상이 '26년 10월로 연장 → 대외 불확실성 하락 - Non-US 수출 호조에 미국향 관세도 10%p 하락하며 26년 수출 양호할 전망 - 현재 예상되는 광의 재정지출은 GDP의 8.2%로 '25년의 8.4%보다 소폭 하락 가능 - 4분기 경제지표 둔화에 비해, 미온적인 경기부양 기조는 증시 조정 요인으로 작용 예상 ■ 26년 정책 핵심은 여전히 기술 자립, 첨단 제조업 육성에 둘 것 - AI 응용, 국산 반도체 자립 촉진 등 산업 변화 가속화 예상 - 중국 LLM 등 미국 기술주와의 기술 격차 축소는 중국증시 멀티플 축소 요인 ■ 알리바바, 텐센트 등 빅테크와 휴머노이드로봇 밸류체인 긍정 전망 유지	
국내  이익 가시성 상승 투자전략 Analyst 이수정	■ 2026년 고 멀티플과 순이익의 뉴노멀 - 2025년 한국 = 유동성 + 실적장세: 2026E 반도체 순이익 추정치 YTD +73% - 이익 상승 사이클에서 과소 추정 경향: KOSPI 순이익 Base case 300조원(+4%), Bull case 322조원(+12%) - Target KOSPI Base case 4,528pt, Bull case 5,089pt ■ 배당 = 생활비 시대 - 한국 가계 자산: 부동산에서 “국내 주식”이 아닌 “해외 주식”으로 이동 - 개인의 국내 주식 투자 메리트 = 세제 혜택: 한국 기업 배당 성장 요구 증대 ■ 추천: SK하이닉스, 효성중공업, 이수페타시스, 로보티즈	

섹터	이슈 및 의견  매우 좋음 ← → 매우 나쁨
경제 원화 약세 진정 가능성 경제분석 Economist 이승훈	 ▪ Macro 12월 주요 이슈 - 미국: 대부분(most) FOMC 참여자들이 개별 경제전망 하 12월 동결 적절성 주장. 그러나 실업률 상승세 확대 위험 고려시 12월 인하 가능성 높은 편 - 유럽: 26년 프랑스 예산 초안 의회 통과 무산 → 재정건전성 우려 지속 - 일본: 17.7조엔 규모 추경 포함하는 경기부양책 통과 vs BOJ 인플레 위험 경고 → 이르면 12월 BOJ에서 인상 단행할 수 있는 환경 조성 (엔화 약세 경감 요인) ▪ 12월 달러/원 Range: 1,420~1,480원 - 달러화: 박스권 속 강세보다는 약세 가능성 주시 (12월 Fed 인하, BOJ 인상 risk) - 원화 약세 유발하는 국내 요인도 모멘텀 약화될 가능성 → 당국의 정책적 노력: BOK-NPS 통화스왑 확대, 기업부문 달러매도 유도 등 → 외환시장 불안 지속될 경우 대미투자 집행 지연/축소 가능성 있음도 고려해야 함
채권 비둘기>매, 12월 미국 인하 국내 높아진 금리 매력 점검 채권전략 Analyst 윤여삼	 ▪ 12월 FOMC 인하, 위축되는 고용과 섰다운 이후 성장에 무게 - 10월 FOMC 의사록, 섰다운으로 정보 제한 및 관세발 물가부담 12월 인하 신중론 - 최장기간 섰다운 경제 부정적 영향 및 고용위축 지속, 주가하락 등 금융불안 야기 - 글로벌 유동성 여건 확대 정체, 연준의 금리인하 유동성 공급 감안 주요한 이슈 결론: 미국채10년 다시 3%대 재진입, 내년까지 터미널레이트 3.25% 감안 하향 안정 ▪ 국내 금리인하 기대 소멸, 높아진 시장금리 감안 고이자 수취 전략 - 서울 부동산과 교환율 부담으로 금리인하 지연, 2026년 성장을 전망까지 상향 - 국민성장펀드 중심 생산적 금융, 채권은 수단으로 활용되어 공사&은행채 공급 증가 - 2026년까지 금리인하 제한될 가능성, 채권은 고금리 감안 연금형 자산 등에 투자기회 결론: 국내 시장금리 상단 부근, 고금리를 활용한 투자기회로 삼을 시점 ▪ 추천: 한국 장기채 ETF: 439870(KODEX), 미국 장기채 ETF: ZROZ-US(PIMCO)
퀀트 기술적 반등 기대 퀀트 Analyst 이상현	 ▪ 10/20~11/24 외국인 KOSPI -13.4조원 순매도 - 외국인 순매도에 기술적 반등 구간 근접. KOSPI ADR(등락 비율) 75.1% 과매도권 (<80) 진입. KOSPI200 지수 RSI(상대강도지수) 33.5 과매도권 (<30) 근접 - KOSPI200 종목 중 RSI 과매도권 32개, 과매도권 근접(30≤RSI<40) 42개 ▪ 실적(이익성장)& 퀄리티(ROE) 뒷받침되는 종목 선호 - 성장 지표(현재 주가 대비 12MF EPS/12MT SPS 3개월 변동, 3개월 주가수익률) 및 퀄리티 지표(12MF ROE) 상위 종목: SK스퀘어, SK하이닉스, 효성중공업, 한화에어로스페이스, HD한국조선해양

메리츠 센스있는 배분

구분	시장	전술(단기)	전략(장기)	투자포인트
주식 71% 	미국(선진국)	25% ↓ (이전 27%)	30%	- 미국 경기는 예상보다 양호하나 연준인하 기대 의심 - 12월 금리인하 단행기대 유입되어야 다시 안정될 것 - AI 거품론 부각, 상호 출자에 대한 안정성 확인 필요 → 견조한 엔비디아 대비 오라클 등 의심 덜어내야 - 연말 소비시즌 극복 이후 연초 다시 재정확대 주목해야
	중국(신흥국)	23% ↓ (이전 24%)	20%	- 중국 8대 혁신산업(AI 및 휴먼로이드 등) 집중 - 지방 부동산 우려에도 GDP 8% 이상 재정적자 지출 - 트럼프와 관세협상 불확실성에도 유동성 공급자 역할
	국내	23% ↓ (이전 24%)	20%	- 국내 반도체 호경기 반영, 4,200pt 과도한 상승 - 미국중시 조정 기반 국내 투자여건 점검 필요 - 관세협상 타결 이후 확대 재정정책 유효, 긍정적 투자여건 - 대외 금융시장 불안 없다면 일시적 변동성 확대 구간
채권 29% 	국내	12% ↑ (이전 9%)	13%	- 국내 통화완화 기대 후퇴, 늘어나는 공급부담 금리반영 - 현 기준금리 추가 인하 쉽지 않다는 인식 부각 - 부동산과 환율 금융안정 문제 이외 경기개선에 부담 - 국고3년 2.9%와 국고10년 3.3%는 금리인상 반영 영역 - 국내 시장금리 저평가 구간, 연금형 상품 투자기회 활용
	해외(미국채)	17% ↑ (이전 16%)	17%	12월 FOMC 인하 가능성 의심에도 완화기조 지속 - 취약한 고용+ 건설투자 부진, 주가까지 하락 2026년 중간선거 예정에도 재정 브레이크 제어 - 섯다운 종료 이후 내년 연초 쪽지 예산 재점검 - 미국채10년 3%대 재진입 전망 유지

경기모멘텀 자산배분: 흔들리는 미국증시, 연준의 유동성 공급을 확인하는 것이 중요



주: 글로벌 주가는 ACWI와 WGBI 기준 상대수익률, 미국 주가는 S&P500과 미국채 지수의 상대수익률 차이
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story ①

투자전략
Analyst 이수정

한국 증시: Visibility > Volatility

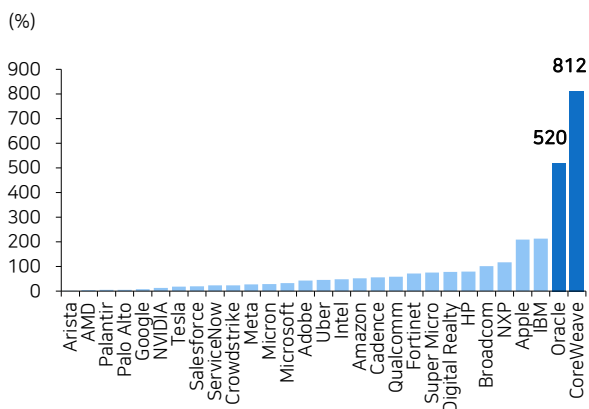
AI Froth

현재의 AI 랠리는 닷컴 버블 당시와 유사한 점이 많다. “규모가 가치”라는 스케일 내러티브, 높은 멀티플, 벤더 파이낸싱, 순환 투자 측면이 그러하다.

차이점이 있다면 주도주의 수익성이다. 닷컴 버블은 VC·IPO·스타트업으로 대표되며 ‘적자 상장’이 유행했다. 반면 현재는 슈퍼스타 기업의 독과점이 특징이다. 메가 빅테크로의 쏠림은 실적으로 정당화된다. 따라서 현재 강세장 종료의 필요충분조건은 AI 기업의 실적 둔화다.

Oracle, CoreWeave와 같은 신생 하이퍼스케일러와 네오클라우드 업체는 선행 투자에 따른 높은 부채 비율이 우려된다. 이는 RPO(미이행 계약금액) → 매출 → 현금 전환의 시차 때문이다.

그림1 주요 AI 기업 부채/자본 비율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

또한 사모 자본(주로 프라이빗 크레딧 · 인프라 펀드)이 데이터센터를 SPV/JV 형식으로 건설하고, 하이퍼스케일러/클라우드가 장기 임대 · 용량 예약 계약을 맺는 구조가 빠르게 확산 중이다.

AI의 ROI가 떨어질 경우(단위 추론당 매출 둔화/사용률 저하) 데이터센터 임대 · 서비스 약정 개시 지연 및 취소 → SPV/JV 현금흐름 악화 → 프라이빗 크레딧 금리 인상·추가 담보 요구 → 담보 자산(중고 GPU/랙·PPA 가치) 평가 절하 → 마진 콜/매각 → 신용 스프레드 급등 → 투자 축소와 고용 조정 → 거시경제 침체와 같은 위기 경로가 가능하다.

다만 Google, Microsoft, Amazon은 최근 실적 발표에서도 클라우드 수요가 공급을 초과하고 있음을 공통적으로 증언하고 있다.

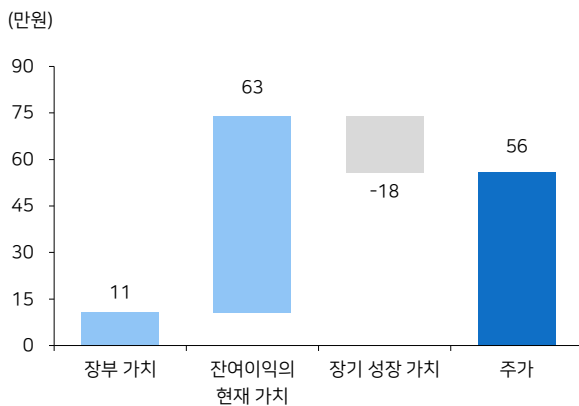
- Google: “올해 3분기까지 체결한 \$10억 이상 규모의 계약이 지난 2년을 합친 것보다 더 많다.”
- Microsoft: “Azure 매출이 40% 성장했고, 다양한 워크로드 전반에서 수요가 다시 공급을 초과했다.”
- Amazon: “AWS는 2022년 이후 보지 못했던 속도로 성장하고 있으며, 전년 대비 20.2%까지 재가속했다. AI와 코어 인프라에서 강한 수요가 지속되고 있다.”

Meta CEO 마크 저커버그의 발언처럼, 이들에게는 “과소 투자로 AI 경쟁에서 밀릴 때의 기회비용이 과잉 투자의 위험보다 훨씬 크다”. 공격적 투자가 지속되는 가운데 최대 수혜 기업은 역시 AI 인프라 업체들이다.

또한 훈련에서 추론으로 컴퓨팅 초점이 이동하며, 디코드(decode, 메모리 대역폭·KV Cache 집약) 단계에서 KV-캐시가 HBM 대역폭을 잠식하는 것이 핵심 병목으로 대두하고 있다. 이는 범용 메모리(DDR5/LPDDR, SSD-NAND) 수요를 끌어올리는 요인이다. HBM만큼 지속적이고 구조적인 공급 부족으로 고착화되기는 어려울 수 있으나, 최소 2026년까지 DRAM·NAND 모두 수급이 타이트할 전망이다.

한국 증시를 대표하는 반도체는 사이클 주식(Cyclical)이라는 이유로 장기성장 가치를 부여받지 못했다. ‘25~’26년은 이러한 시장의 인식이 개선되는 구간으로 판단한다.

그림2 주가 잔여이익 평가식 분해 - SK하이닉스

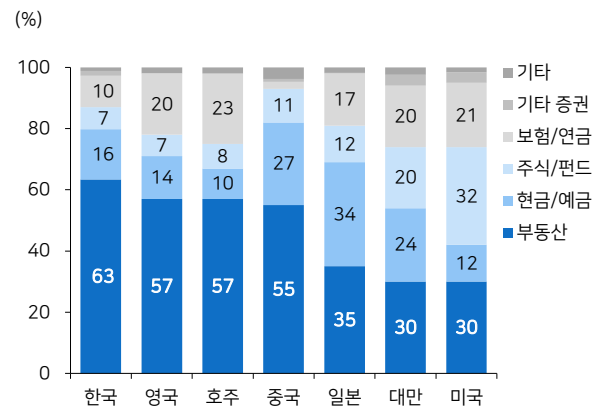


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

배당 = 생활비 시대

2024년 말 한국 가계 및 비영리 단체의 자산 1경 5,435조원 중 부동산이 9,785조원으로 63%를 차지했다. 여타 국가 대비 낮은 가계 금융 자산 비중은 늘 논란거리다. 같은 문제의식을 가진 현 정부의 주택담보대출 규제로 인해 부동산 투자 기대 수익이 저하되는 가운데 가계 자금의 주식으로의 이동이 기대된다.

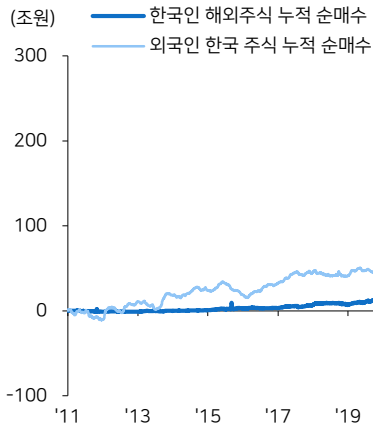
그림3 국가별 가계 자산 구성



자료: 한국 - 국민대차대조표(2024),
미국 - 연준 Z.1 "Financial Accounts of the United States",
영국 - ONS "National balance sheet estimates for the UK",
일본 - BoJ Flow of Funds + 내각부(ESRI) National Wealth/Balance Sheet,
호주 - 호주통계청(ABS) Australian National Accounts: Finance and Wealth,
대만 - 주계처(DGBAS) National Wealth Statistical Tables,
중국 - NIFD (CASS 산하) National Balance Sheet/Household Wealth 보고서,
메리츠증권 리서치센터

그런데 개인은 올해 들어 10월말까지 한국 주식을 20.4조원 순매도했다. 같은 기간 한국예탁결제원의 외화 주식 보관금액은 81.5조원 늘어났다. 개인은 주식을 사지 않은 것이 아니라 해외 주식을 사고 국내 주식을 사지 않은 것이다.

그림4 한국인 해외주식 vs 외국인 한국주식: 누적 순매수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI라는 메가 트렌드의 중심은 미국이므로 국내 증시도 미국 증시와 연동될 수밖에 없다. 다만 대주주가 아니면 상장주식 양도소득세가 부과되지 않는 등 세제 혜택은 국내 주식의 차별적 메리트다.

배당소득 분리과세가 도입되고, 최고세율이 인하된다면 과세표준 고(高)구간 투자자에게 한국 배당주가 매력적 투자 대안이 될 수 있다.

표1 예상 배당수익률 상위 종목

종목명	배당수익률 (%)			배당 성향 (%)
	2024A	2025E	2026E	
LX인터내셔널	7.39	6.63	6.63	41
지역난방공사	9.37	6.36	7.36	21
제일기획	7.26	6.09	6.63	60
롯데쇼핑	7.02	5.84	5.84	-
기업은행	7.43	5.74	6.1	32
한일시멘트	6.89	5.67	5.67	38
삼성카드	7.1	5.65	6	45
GS	6.87	5.63	5.63	45
DB손해보험	6.61	5.52	6.7	22

주: 2025E, 2026E 배당수익률 = DPS 컨센서스 예상치 중앙값/10월 31일 주가
 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Visibility > Volatility

2026년은 지수 자체의 상승률은 2025년보다 낮지만, 높아진 밸류에이션 멀티플과 이익 레벨이 뉴노멀로 인식되는 구간으로 판단한다.

현재 KOSPI 2026년 순이익 컨센서스 289조원에서 과거 반도체 이익 상승 사이클 사례를 적용할 경우, 예상 시나리오는 다음과 같다.

- (A) Bear case = -6% (KOSPI 2026E 순이익 271조원)
- (B) Base case = +4% (KOSPI 2026E 순이익 300조원)
- (C) Bull case = +12% (KOSPI 2026E 순이익 323조원)

2026년 KOSPI Target은 Base case(밸류에이션 현 수준 11.5배 & 순이익 +4% 상향 조정) 4,528pt, Bull case(밸류에이션 강세장 상단 12배 & 순이익 +12% 상향 조정) 5,089pt다. 이익의 가시성이 높은 종목 위주의 포트폴리오를 제안한다.

표2 2026 KOSPI Target 매트릭스

(pt)	순이익 (조원)	PER (배)				
		10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
10% 하향	260	3,578	3,748	3,919	4,089	4,259
6% 하향	271	3,737	3,915	4,093	4,271	4,449
3% 하향	280	3,856	4,040	4,223	4,407	4,591
현재 컨센서스	289	3,975	4,165	4,354	4,543	4,733
4% 상향	300	4,135	4,331	4,528	4,725	4,922
7% 상향	309	4,254	4,456	4,659	4,861	5,064
12% 상향	323	4,453	4,665	4,877	5,089	5,301

자료: 메리츠증권 리서치센터

Cover Story ②

퀀트
Analyst 이상현

26년 KOSPI 지수 전망: 자신감의 근거

KOSPI Key Factor: 순이익 연속 상승

한국 증시는 KOSPI가 11월 3일 종가 4,221.87pt를 경신하며 5,000pt까지 시장 기대를 키웠던 것과는 달리 11월 MTD -6.2% 하락하며 조정 국면을 소화하고 있다.

최근의 부진에도 불구하고 KOSPI 2025년 YTD +61%의 상승은 한국 증시 리레이팅& 이익의 구조적 상승이 결합된 결과이다. 과거 2000년부터의 역사를 보면 KOSPI 레벨업, 즉 1000, 2000과 같은 상징적인 숫자를 돌파할 때에는 항상 순이익 연속 상승을 동반해왔다.

현재 시장은 2025년 순이익 컨센서스는 215조원, 2026년 순이익은 289조원으로 형성되어 있다. 내년까지 적어도 4년 연속의 이익 상승을 예상하고 있다. KOSPI 4,000pt 돌파는 이러한 부분을 반영한 결과이다.

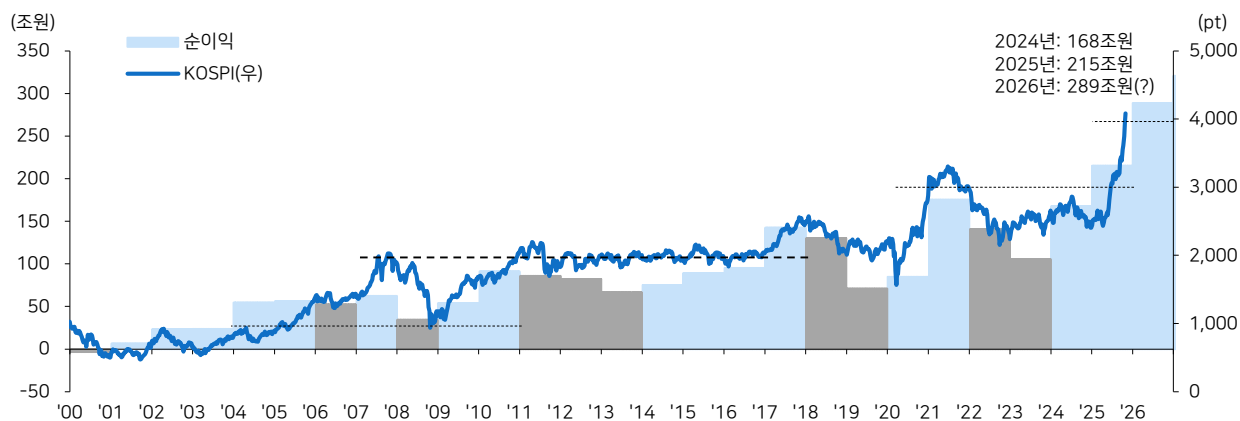
26년 KOSPI 순이익 전망

2026년 KOSPI 실적 패턴은 2010년, 2017년과 같은 반도체 중심 이익 성장기 패턴을 재현할 것으로 기대한다. 해당년도 모두 Y-1년과 Y년 두 해 모두 Y년 반도체 이익 추정치와 KOSPI 이익 추정치가 상향되었다. 총 세 가지 케이스로 나누어 KOSPI 순이익 시나리오를 전망하였다.

(A) Bear Case: -6%(KOSPI 2026E 순이익 271조원)

보수적으로 과거 Y-1년에 반도체 순이익 추정치가 상향되었던 케이스에 평균적으로 다음해(Y년)에도 평균 10% 추가 상향되는 결과를 보였다. 다만 해당 케이스에 KOSPI는 -6% 하향 조정되었다. 2026년 반도체 이익 상향 강도가 KOSPI 이익 상향까지 미치지 못할 경우 KOSPI 순이익은 -6% 하향 조정된 271조원을 기록할 것으로 전망한다.

그림1 KOSPI 지수 및 순이익 추이: KOSPI 레벨업은 항상 순이익 연속 상승을 동반

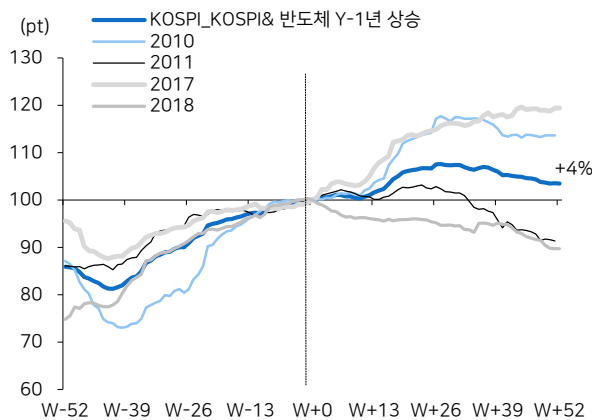


자료: 메리츠증권 리서치센터

(B) Base Case: +4%(KOSPI 2026E 순이익 300조원)

베이스 시나리오로는 과거 Y-1년에 KOSPI와 반도체 이익 추정치가 모두 상향되었던 케이스의 이익 패턴을 반복할 것으로 가정하였다. 다음해(Y년) 반도체는 평균 +20%, KOSPI는 평균 +4% 상향 조정되며 해당 값 반영 시 KOSPI 2026E 순이익은 300조원을 기록할 것으로 보인다.

그림2 KOSPI&반도체 이익 상승 사이클. KOSPI +4% 추가 상향



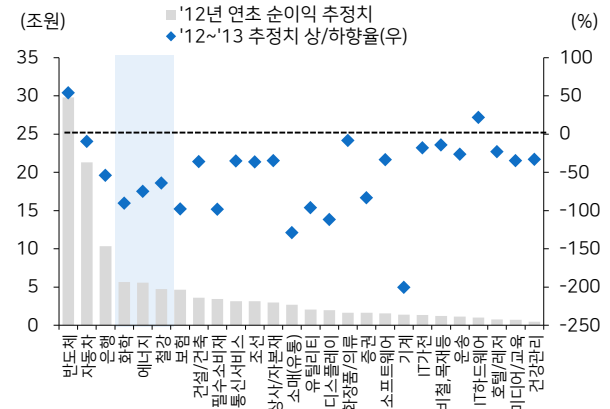
자료: Bloomberg, Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

(C) Bull Case: +12%(KOSPI 2026E 순이익 322조원)

강세 시나리오로는 해당연도(Y년) 반도체 순이익 추정치가 두 해 연속 상향되는 케이스를 가정했다. Y년에 반도체 순이익은 평균 +37% 상향되며 더 높은 강도를 보였으나, KOSPI는 +4% 상향에 그쳤다. 2013년의 경우 타 업종에서의 이익 급감이 평균을 끌어내린 결과이다. IT하드웨어를 제외하고 모든 업종에서 이익 하향이 일어났다.

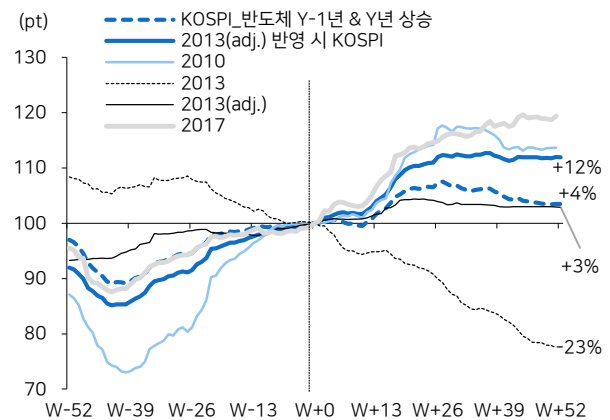
현재는 반도체 뿐만 아니라 타 업종에서도 견조한 이익 성장이 기대된다. 2013년에 타 업종에서의 이익이 하향되지 않았다고 가정한다면 KOSPI 순이익 평균 상향치는 +4%에서 +12%로 개선된다. 해당 값 반영 시 KOSPI 2026E 순이익은 322조원을 기록할 것으로 기대된다.

그림3 2013년 KOSPI 업종별 이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

그림4 반도체 제외 Flat 가정 시 KOSPI +12% 상향 추정



자료: Bloomberg, Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

2026년 KOSPI 전망: 3,750~5,000pt

2025년 10월말 기준 KOSPI 2026E 순이익 컨센서스는 289조원, 12개월 선행 PER은 11.3배로 형성되어 있다. 상법 개정, 배당소득 분리과세 등 정책적 측면에서 긍정적 효과 부각 시 PER 과거 강세장 상단 수준인 12배 달성 가능할 것으로 전망된다. 각 시나리오별로 아래와 같은 PER 밸류에이션을 적용하였다.

- (A) Bear case: 2026E 순이익 271조원, PER 10.5배
- (B) Base case: 2026E 순이익 300조원, PER 11.5배
- (C) Bull case: 2026E 순이익 322조원, PER 12배

2026년 KOSPI 지수는 Bear Case(밸류에이션 과거 10년 평균 수준 10.5배 & 순이익 -6% 하향 조정) 3,737pt, Base case(밸류에이션 현 수준 11.5배 & 순이익 +4% 상향 조정) 4,528pt, Bull case(밸류에이션 강세장 상단 12배 & 순이익 +12% 상향 조정) 5,089pt이다.

표1 2026 KOSPI Target 매트릭스

(pt)		PER(배)					
순이익(조원)		10	10.5	11	11.5	12	12.5
10% 하향	260	3,408	3,578	3,748	3,919	4,089	4,259
6% 하향	271	3,559	3,737	3,915	4,093	4,271	4,449
3% 하향	280	3,673	3,856	4,040	4,223	4,407	4,591
현재 컨센서스	289	3,786	3,975	4,165	4,354	4,543	4,733
4% 상향	300	3,938	4,135	4,331	4,528	4,725	4,922
7% 상향	309	4,051	4,254	4,456	4,659	4,861	5,064
12% 상향	323	4,241	4,453	4,665	4,877	5,089	5,301

자료: Bloomberg, Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story ③

채권 투자전략
Analyst 윤여삼

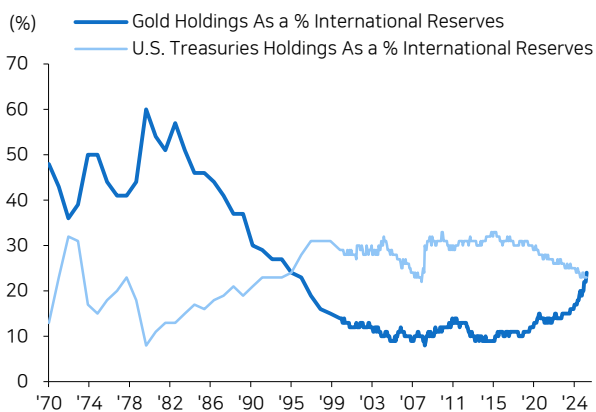
신뢰의 시대: 채권은 안전자산, 고금리 수취 필요

채권은 안전자산, 금이 대체할 수 없어

채권과 금은 안전자산이다. 올해 금가격이 50%가 넘는 급등을 한데 반해, 선진국들의 정부부채가 급증하면서 '채권이 안전자산이나' 의심이 늘고 주요국 금리는 고공행진 중이다. 중국과 인도는 GDP 100%를 초과한 미국채를 매수하기보다는 금을 외환보유고 저장수단으로 채택했다.

그러나 올해 이탈리아와 스페인 등 과거 PIGS 국가들이 신용등급 상향이라는 개과천선의 이슈도 있었다. 미국과 영국, 프랑스, 일본 등 주요국의 재정관련 정책을 주목하면서, 이자가 없는 금보다 채권의 안정성을 따져 매수해볼 타이밍이다.

그림1 글로벌 외환보유고 중 미국채보다 금을 더 많이 보유



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

미국채 3%대 시대, 연준의 인하 기대 유효

글로벌 채권 시장의 지표 역할을 하는 미국채의 경우 올해 경기탄력이 둔화되에도 트럼프의 관세 발 물가 경계감에 상반기까지 4% 중반대에서 약세(가격하락) 흐름을 이어갔다.

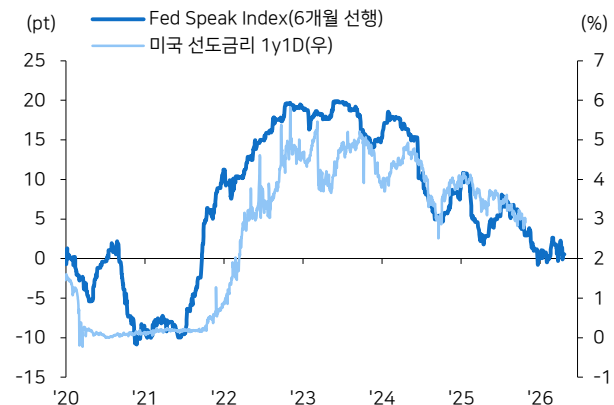
미국의 성장률은 23~24년 2%대 후반대비 25~26년 공히 1%대로 둔화 압력이 높아졌다. 특히 취약해진 고용지표의 경우 기업들의 비용절감 및 AI 효율성 증대로 구조적 둔화가 예상된다.

더해서 미국 실질주택가격은 서브프라임 금융위기 당시보다 10% 넘게 비싸다는 점에서 향후 미국 경제의 추가 위험부담으로 이어질 공산이 크다. 관세발 물가 부담은 주거비 안정 등으로 우려한 것보다 통제될 가능성이 높다.

고용과 건설투자 부진, 소비심리 위축으로 미국 경제에 대한 우려감이 증폭되었으나 non-US 주요국들의 완화적 통화정책 및 확대 재정의 유동성 공급이 미국경제를 지지하는 주요한 요인이다.

내년 중간선거 앞두고 높아진 재정부담을 연준이 덜어내야 한다. 우리는 내년까지 3.25%까지 미국 연방금리가 인하될 것으로 전망하며, 이를 기반 미국채는 3%대 시대에 진입할 것이다.

그림2 연준인사들의 발언은 적정금리 3%까지 인하 인정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

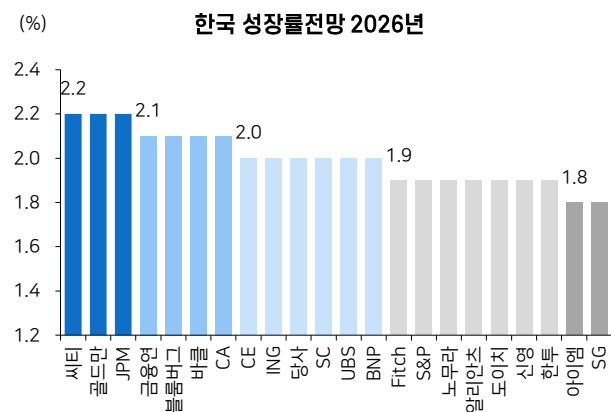
한국 채권시장, 계륵에 살이 붙었다

우리는 올해 채권투자를 두고 국내보다 해외를 추천, 국내는 주식에 투자하라고 권고했다. 정권교체 이전까지 어려운 경기여건으로 0%대 성장을 염려, 기준금리까지 2.0% 내외로 낮아질 것으로 반영한 국내 채권투자 매력은 높지 않아 보였기 때문이다. 한마디로 국내 채권은 계륵이라고 명했다.

정권교체로 확대될 재정정책의 압력을 고려하면, 채권은 지난 2년간 미국이 확대재정 정책을 실시한 당시 고금리가 유지되는 수단으로 이용당한 점을 고려한 의견이었다.

실제로 올해만 45조원의 추경을 실시하고, 내년까지 팬데믹 당시에 준하는 8%가 넘는 예산을 증액하면서 채권시장에 공급부담이 늘기 시작했다. 여기에 국민성장펀드를 중심으로 한 생산적금융은 특별기금채 발행 및 은행(채)들의 조달 압력이 높아져 공급부담으로 이어졌다.

그림3 주요기관 내년 한국 성장률 전망, 2%대 늘고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

늘어난 수급부담 정도는 시장이 각오한 수준이었으나 결정적인 하반기 국내 채권시장 충격은 한국은행의 통화정책 기대 소멸에서 발생했다. 8월 금통위까지만 해도 내년 상반기까지 완화기조라는 한은 총재 발언이 10월 금통위 이후 급변했다.

정권교체 이후 들쭉이던 서울 수도권 아파트 가격은 2차례 대책에도 아직도 매수심리가 잡히지 않고 있다. 여기에 환율은 해외투자 확대가 이유라고 하나 1,450원 이상에서 금융안정을 위협하는 요인으로 부각되고 있다.

금융안정 측면에서 금리인하를 실시하지 못한 한은 입장에서 금리인하의 필요성의 근거가 되는 경기둔화 부담이 내년에는 개선될 것이라는 시각이 강화되고 있는 점도 부담이다(그림 3).

한은은 아직 관세발 수출둔화를 우려하고 있지만, 시장은 내년까지 2%대 성장 가능성을 높게 보고 있다. 그리고 안정적이던 물가 또한 환율이 높아지고, 일부 공공요금 인상 등으로 내년 2% 초중반까지 오를 수 있다는 전망이 늘고 있다.

결국 늘어난 공급부담에 통화완화 기대까지 후퇴한 채권시장은 연말로 진입하면서 국고3년 2.9%대(연저점 2.2%), 국고10년 3.3%대(연저점 2.5%)까지 금리가 급등했다. 우리가 하반기 채권투자를 주저했던 요인이 그대로 반영되면서 예상보다 높은 금리수준으로 올라온 것이다. 내년까지도 국내 채권시장은 금리가 급락할 기회는 많지 않겠지만, 현재 싸진 가격은 연금자산이라도 투자할 영역이다. ‘계륵’이라도 살이 붙었으면, 먹을 수 있다.

그림4 과거 금리인하 종료 후 금리상승 패턴, 이번에도 유사



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터(과거 6번 인하 종료기 비교)

Cover Story ④

경제분석
Economist 이승훈

26년 경제전망: Revealing (윤곽이 드러난다)

2025년 Review: 불확실성 ‘끝판왕’ 의 해

2025년은 트럼프2.0의 원년으로, 역대급 불확실성의 해로 기억될 것이다. 취임 초기부터 매일 관세 이야기를 쏟아내더니, 상반기 중 감세를 영구화했고, 이민자를 추방했으며, 연방 공무원 감축에 나섰다. 파월 의장을 비하하고 연준 이사 해임을 시도하며 금리를 내리라는 압박도 잊지 않았다.

트럼프의 의도대로라면 시중금리가 떨어져야 했지만, 관세율이 손바닥 뒤집히듯이 바뀌고, 무역 질서가 흔들리며, 연준 독립성까지 위협받는 터에 투자자들은 미 국채와 달러화의 안전자산 지위를 의심했다. 그나마 최근 주요국과의 무역/투자협상이 타결되면서 불확실성을 줄여 가고 있을 뿐이다. 이제 적응할 일이 남았다.

2026년 세계 경제의 윤곽과 리스크 요인들

2026년도 올해처럼 혼란스럽기는 마찬가지일 것이나, 불확실성의 크기는 작아질 것이다. 트럼프는 EU, 일본, 한국 등 동맹에게 받아낼 것을 얻어냈다. 11월 중간선거를 앞두고 트럼프가 경기를 부양할 추가적인 카드가 없다면 불확실성을 줄여 놓는 것이 상책이다. 잠시만이라도 조용히 있는 것이다.

그 과정에서 주요국 경제와 인플레이의 윤곽이 드러나며 장막 뒤에 가려졌던 진면목을 알아차릴 시간이 올 것이다. 우리는 다음의 장면들을 예상한다.

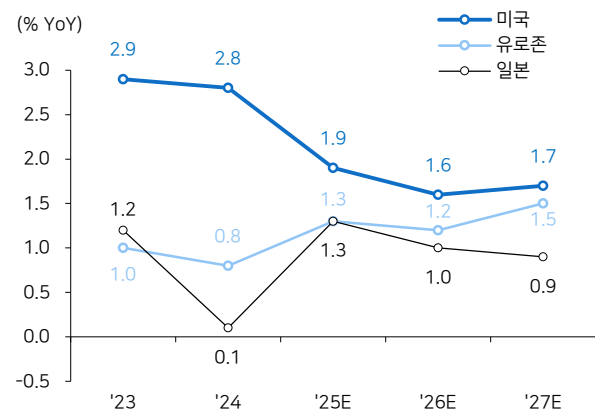
첫째, 2026년 미국 경제성장률은 1.6%로 내려 오는 반면, 유로존과 일본은 각각 1.2%와 1.0% 성장할 전망이다.

관세와 이민자 추방 충격으로 미국경제가 잠재성장률을 밑돌 것인 반면, 유럽은 국방/인프라 유관 재정지출, 일본은 소비회복과 추경으로 성장률이 버티며 선진국 간 경기 격차는 올해에 비해 더욱 줄어들게 될 것이다. 환율 관점에서는 2023~24년 방식의 강달러 가능성이 낮음을 의미한다.

둘째, 마침내 미 국채 10년물 금리가 3%대에 안착할 것이다. 올해 연준의 인하 재개 기대에도 시중금리는 내려 가지 못했다. 잭슨홀 전까지는 인플레이 우려가 컸고, 다른 한편에서는 재정적자 확대, 연준 QT 지속, 중앙은행 독립성 훼손 등 기간프리미엄 상승 요인이 자리했다.

반대로, 내년 중반 인플레이 압력이 일시적이라 판명되며 인하가 재개되는 한편, 연준도 대차대조표의 자생적 성장을 도모하는 과정에서 국채를 재편입할 것이다(2026년 3,000억달러 편입 예상). 은행보완자본비율(SLR) 규제 완화로 이들의 국채 매입 여력이 생기는 것(약 5,000억 달러)은 덤이다.

그림1 주요 선진국 경제성장률 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

물론, 그 과정은 순조롭지 못할 것이다. 내년 상반기 중 ① 보편/상호관세의 최종 위법 판결 여부와 ② 트럼프 대통령의 차기 연준 의장 지명이라는 불확실성의 산을 넘어야 하기 때문이다.

관세가 위법으로 판시되고 무효화되면 향후 성장과 인플레이션 위험이 경감될 수 있지만, 재정적자를 관세로 메울 수 있다는 인식이 확산된 현재로서는 금융시장 영향이 마냥 긍정적이라 해석되기 어렵다. 오히려 소급 적용을 하지 않는 게 불확실성 최소화 조건일 수 있다. 차기 연준 의장으로는 케빈 해셋 현 NEC 의장이 지명될 가능성을 높게 본다. 독립성 이슈가 제기되겠지만, 정작 취임 이후 시스템 자체를 깨지는 못할 가능성이 크다.

표1 상반기 미국 불확실성 관련 변수

구분	내용
IEEPA 관세	- 금융시장 위험 최소화 시나리오: 대법원 최종 위법 판결 + 불소급 적용 - 전면 무효화시 재정적자 확대 우려로 채권금리 spike 가능 - 최악은 관세 합법. 위법/무효화의 경우 "견제와 균형 작동" 인식되며 중기적인 금리 하락, 달러가치 복원 재료
차기 연준 의장	- 금융시장 입장에서 Waller가 최적. 트럼프 선택은 Hassett - 단, 의장 부임 이후 연준의 시스템을 따른다는 점을 가정 - 따라서 독립성 훼손 관련 불확실성은 상반기가 정점

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국: 경기회복, 달러/원은 1,350~1,450원

한국 경제는 2025년 1.0%에서 2026년 2.0%로 성장세가 높아질 것이다. 수출은 반도체 등 IT가 견인하고, 내수는 소비와 건설이 함께 회복한다. 배경에 재정정책과 자산가격 상승(심리 개선)이라는 자극제가 있다. 경기가 좋아지고 위험자산에 좋다는 이야기이지만 솔직히 잘 와 닿지 않는다.

하지만 환율은 높아진 해외주식 열풍만큼이나 모두의 관심사이기에, 본고는 여기에 상당 분량을 할애하고자 한다. 우리는 상반기 달러/원이 1,400원을 일시적으로 하회했다가 연말 1,400원에 재차 수렴할 가능성을 높게 본다(연간 1,350~1,450원).

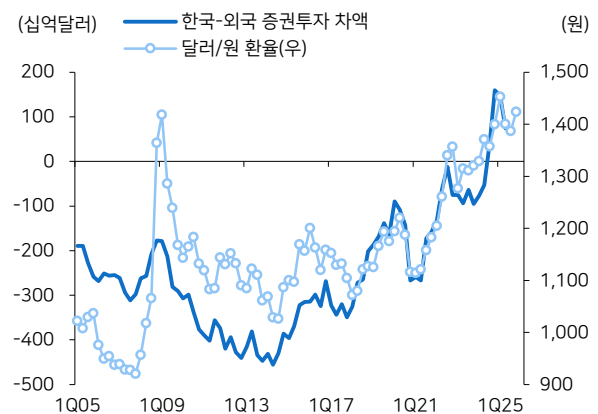
상반기 달러 약세는 차기 연준 의장과 연준의 독립성 유지 여부에 따라 움직일 것이다. 여기에, 국내 고유의 원화 강세 재료로는 반도체 주도 증시 랠리 연장, 그리고 WGBI 선진국 채권 지수 편입 이슈가 있다.

하반기는 불확실성 축소 구간이라 상대적으로 조용할 것이다. 지지율에서 수세에 몰린 트럼프가 중간선거를 앞두고 미국의 위상이나 신뢰를 약화시킬 사건을 벌이지 않는다는 의미라 달러화 반등 재료이다. 원화도 이와 연동된 흐름일 것이다.

한편, 달러화가 약해져도 원화가 강해지지 못하는 결정적인 이유로는, 내국인 해외증권투자가 외국인의 국내증권투자를 넘어설 정도로 영향력을 키웠다는 점을 들 수 있을 것이다. 1980년대 일본해 외투자를 주도했던 와타나베 부인을 연상케 하는 장면이다. 이는 지금까지 미국 기술주 장기투자가 안정적인 성과를 내 왔다는 점과 무관하지 않다.

다만, 향후 달러/원 전망에 있어서는, 국내 증시에 대한 주주친화적 제도 개선에 힘입어 내국인들의 국내 투자비중 확대 개연성을 고려해야 하겠다.

그림2 한국 증권투자수지와 달러/원 환율



주: 내국인 해외증권투자 - 외국인 국내증권투자의 차액을 의미
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story ⑤

글로벌 전략·선진국
Analyst 황수욱

미국 단기 변동성에 대한 판단

11월 리뷰: AI 버블 우려와 유동성 리스크

미국 증시는 10월말 고점 이후 여러 우려 요인이 복합적으로 작용하면서 주가가 하락 중이다. 11월 21일 종가 기준 S&P 500 지수와 나스닥 종합지수는 10월 말 고점 대비 각각 약 4.2%, 7.0% 하락했다. 지수만 보면 낙폭이 크지 않은 것처럼 보이지만, 시장 주도주인 대형 기술주들은 고점 대비 평균 10%가량 조정을 받았고, 기대가 앞서며 올해 큰 폭의 상승률을 기록했던, 소위 서학개미들이 선호하는 미국 중소형 기술주의 주가는 거의 반토막이 난 상태다.

2023년 이후 AI가 이끄는 장기 강세장이 이어지는 과정에서 몇 차례 의구심과 위기가 불거지며 조정 국면이 있었다. 되돌아보면 시장의 위치를 어떻게 판단했느냐에 따라, 위기는 기회가 됐다. 이번 하락도 소음과 신호를 구분해낼 수 있다면 기회로 활용해 볼 수 있는 구간일 수 있다.

최근에는 유동성 문제(금리 인하 기대 되돌림, 코인 청산 문제)와 AI 버블 우려가 시장 조정 요인으로 작용 중이다. 유동성 문제는 결국 꼬인 실타래가 풀리는 시점이 오면 시장이 반등할 수 있는 영역이라고 본다. 추세 변수가 될 수 있는 버블 우려는 결국 지나갈 ‘소음’에 가깝다고 생각한다. 부각된 우려 요인을 네 가지로 정리해 보면 ① 부채에 기반한 AI 투자 급증, ② AI 반도체 감가상각 기간의 과대 설정 가능성, ③ 엔비디아 매출채권 문제, ④ AI 수익화 우려다.

AI 버블 우려에 대한 판단

AI 설비 투자는 그동안 ‘하이퍼스케일러’로 불리는 빅테크들의 막대한 현금 흐름이 중심이었다. 그런데 올해 하반기부터 빅테크들이 회사채를 대규모로 발행하면서 “과도한 리스크 테이킹이 아니냐”는 우려가 커졌다. IT 버블 당시에도 버블 말기에 기업들의 부채가 급격히 늘어났고, 이후 버블 붕괴 과정에서 고통을 키우는 요인이 됐던 기억이 있다.

다만 현재 AI 인프라 기업들의 부채 조달은, 오히려 부족한 AI 투자 자금을 부채로 메우면서 레버리지 효과를 보기 시작하는 초입 국면으로 판단한다. 2025년 하반기 들어 기존 모델보다 100~1,000배 더 많은 연산량을 필요로 하는 AI 에이전트가 본격적으로 확산되면서 연산 수요가 급증했고, 여기에 대응하는 막대한 AI 투자가 필요한데 기존 빅테크들의 현금 흐름만으로는 투자 여력이 부족한 상황이라는 것이다.

ROIC(투자자본이익률)이 부채비용보다 클 때 부채 증가는 ROE 개선 요인이다. 직관적으로 설명하면, 지금 우리 식당이 장사가 너무 잘되기 때문에 은행 대출을 받아 추가 설비를 들고 직원들 더 고용하면 더 많은 돈을 벌 수 있다는 것이고, 이를 ‘레버리지 효과’라고 부른다. AI 데이터센터 사업자들, 특히 하이퍼스케일러들의 ROIC는 대략 20% 수준에 이르는 반면, 세후 부채비용은 5%에 못 미친다. 약한 고리로 자주 언급되는 오라클조차 현재 ROIC가 약 14.2%, 부채비용은 5.1% 수준으로 ROIC가 크게 상회한다.

버블이 터지려면 이미 버블이 충분히 쌓여 있어야 한다. IT 버블 당시에는 1998년 9~11월 75bp (0.75%포인트) 금리 인하 사이클 이후 S&P 500 시가총액 상위 20개 기업의 12개월 후행 순부채/EBITDA 비율이 3.5배에서 상승하기 시작해, 2000년 1분기 버블 정점까지 4배 수준까지 높아졌다. 그런데 현재 하이퍼스케일러들의 순부채/EBITDA 비율은 0.5배를 넘지 않는다. 아마존은 약 0.4배, 마이크로소프트와 메타는 0.1배 수준이며, 알파벳은 오히려 순현금 상태다. 터질 ‘부채 버블’이 아직 충분히 쌓여 있지 않다는 의미다. 오라클의 순부채/EBITDA는 약 3.9배지만, 이는 하이퍼스케일러 중 시장점유율이 가장 작은 기업의 개별 이슈에 가깝다. 산업 전반으로 보면, 지금은 터질 버블을 걱정하기보다는 부채 조달을 통해 레버리지 효과를 누리기 시작하는 초입 국면으로 보는 편이 타당하다.

AI 반도체 감가상각 과대 평가(내용 연수 과대 설정) 우려는 영화 ‘빅 쇼트’로 유명한 마이클 버리가 제기한 이슈다. 그는 글로벌 주식시장에서 가장 유명한 숏 투자자 중 한 명으로, 주가 하락에 베팅해 큰 수익을 올렸던 인물이다. 그가 문제 삼는 지점은 AI 반도체·서버 등의 실제 수명은 2~3년에 불과한데, 빅테크 기업들이 감가상각 기간을 5~6년까지 길게 잡으면서 이익이 과대 계상되고 있다는 점이다.

이에 대해서는 11월 20일 새벽 엔비디아 실적발표 컨퍼런스 콜에서 정면으로 반박하는 코멘트가 나왔다. 엔비디아의 Colette Kress CFO는 클라우드 사업자들의 GPU 용량은 사실상 ‘완판 상태’이며, 블랙웰(최신 GPU), 호퍼(이전 세대 GPU), 암페어(더 이전 세대 GPU)를 포함한 구·신세대 GPU가 모두 높은 가동률을 보이고 있다고 언급했다. 특히 엔비디아 CUDA 기반 GPU의 긴 사용 수명은 다른 가속기에 비해 총소유비용(TCO) 측면에서

큰 강점인데, CUDA의 뛰어난 호환성과 방대한 설치 기반 덕분에 엔비디아 시스템은 최초에 가정했던 내용 연수를 훨씬 넘어 장기간 사용되고 있다는 설명이다.

11월 21일에는 엔비디아의 매출채권 문제가 시장에서 부각되기도 했다. 엔비디아가 놀라운 수준의 실적을 발표했지만, 매출보다 매출채권(기업이 상품을 판매하고 아직 받지 못한 외상 대금)이 더 빠른 속도로 증가한 점을 두고, 엔비디아의 주요 고객인 AI 데이터센터 사업자들이 무분별하게 투자하고 있는 가운데 엔비디아 역시 대금 회수가 어려워질 수 있다는 걱정이 제기된 것이다.

그러나 엔비디아의 매출채권 증가는 매출 증가 추이와 비교할 때 과도한 수준은 아닌 것으로 보이며, 닷컴 버블 붕괴 직전의 시스코 사례와 달리 아직은 부담스럽지 않은 수준으로 판단된다. 만약 매출채권 증가율이 매출 증가율을 상회한다는 사실 자체를 문제 삼는다면, 이미 1년 전부터 같은 현상이 지속되어 왔기 때문에 이번 분기에 갑자기 새롭게 등장한 ‘트리거’라고 보기도 어렵다. 매출채권 회수 위험을 제대로 보려면 매출채권 회전일수를 확인해야 한다. 닷컴 버블 당시에는 매출채권 회전일수가 늘어나는 가운데 재고자산 회전율이 떨어지는 구간에서 버블 붕괴가 일어났고, 엔비디아의 이전 사이클 종료(2018년, 2021년) 시점에도 유사한 패턴이 나타났다. 반면 현재 엔비디아의 매출채권 회전일수는 역사적 평균 수준에서 안정적이며, 재고자산 회전율도 상승 추세다.

마지막으로, 막대한 AI 투자 규모에 비해 표면적으로 드러나는 AI 관련 직접 매출이 아직 크지 않다는 점은 사실이다. 이는 2023년부터 이어져 온 우려이고, 앞으로도 계속 ‘버블론’의 중심에 놓일 만한 지점이다.

다만 AI 기술은 여전히 대규모 수익화로 가는 길 위에 있으며, 지금까지 집행된 AI 투자가 낭비됐다고 보기는 어렵다. 지금까지의 AI 투자는 거대한 신규 매출 창출보다는, 순이익으로 내려오는 과정에서 ‘비용 최적화’를 이루는 데 더 집중되어 활용돼 왔다고 보는 편이 합리적이다. 11월 초 시장의 관심을 끌었던 민간 고용 집계 지표인 Challenger, Gray & Christmas의 보고서에 따르면, AI에 따른 인력 대체가 가장 활발하게 진행되는 분야가 기술과 금융 분야라고 언급된다. 흥미롭게도 S&P 500 섹터 가운데 순이익 마진 개선 폭이 가장 큰 곳 역시 기술·금융 섹터다. 한편 기업들의 대표적인 비용 항목 중 하나가 ‘컨설팅’인데, AI 에이전트가 본격적으로 확산되기 시작한 올해 2분기 이후, 미국 상장 컨설팅 기업들의 주가는 시장 추세와 차별화되며 하락하기 시작했다. AI에 따른 대체 현상 중 하나로 해석할 수 있는 부분이다.

유동성 우려 완화, 단기 변곡점 통과 가능성

11월 21일 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 ‘정책 금리를 중립 수준에 가깝게 가져가기 위해 단기에 추가 조정 여지가 있다고 본다’는 취지의 발언을 했다. 12월 동결이 기본이라는 기존 파월 의장의 톤을 일부 되돌린 셈이다. 윌리엄스 총재 발언 이전에 12월 FOMC 25bp 인하 기대는 30~40% 정도 반영하고 있었는데, 발언 이후 70%까지 상승했다. 스티븐 미란 연준 이사도 금리 인하 의견을 피력했는데, 지난주 확인된 고용지표에서 구조적인 취약성이 드러난 부분(영구 실직자 증가, 실업률 상승)이 이미 긴축의 부담을 보여준다는 논리였다.

다른 한편에서는 암호화폐 시장 연쇄 청산이 유동성 측면에서 부담을 주고 있다고 보고 있었는데, 주말간 암호화폐 가격이 바닥을 잡는 모습도 전반적인 위험자산에게는 나쁘지 않은 신호로 해석된다. 유동성 측면에서 단기 바닥 가능성이 보이기 시작되었다는 해석이다.

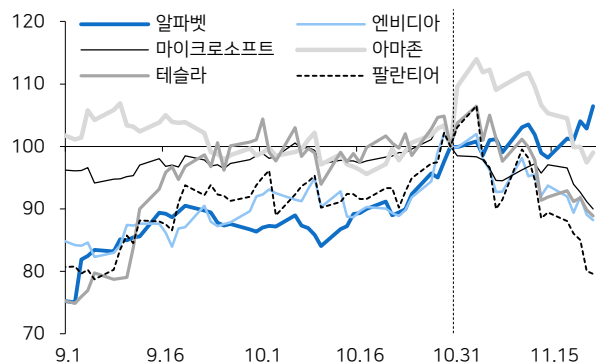
여기에 엔비디아가 최근 AI 버블론 및 실적에 관한 우려 사항에 대한 반박문을 주요 투자자에게 발송한 점도 버블 우려를 낮춰줄 요인으로 보인다. 시장에서 우려하는 재고 증가, 매출채권 건전성, 현금흐름 오해, 그리고 순환출자설 관련해서 정면으로 반박하는 내용이 포함되어 있다. 한편 미국 시간 기준 11월 25일은 대표적으로 AI 버블론을 주장하는 마이클 버리가 버블론 근거를 발 발표하는 날이다. 엔비디아가 반박한 내용을 시장을 설득할 수 있을 정도로 재반박할 수 있을지 여부가 주목되나, 엔비디아 반박문이 설득력이 높아서 버리가 설득력을 얻을 수 있을지는 의문이다.

기술주 반등 가능성과 알파벳의 부각

결국 주가가 턱어라운드 하면 낙폭 과대 기술주 중심으로 다시 반등세가 이어질 것으로 예상된다. AI 인프라 관련주가 그 중심이겠는데, 이중에서도 최근 알파벳이 두각을 나타내고 있는 점이 주목된다. 10월말 이후 하락장에서 대부분 대형 기술주는 고점대비 10~20% 주가가 하락했는데, 알파벳은 거의 하락하지 않았다. 지난주 공개된 알파벳 AI LLM 최신 모델 Gemini 3.0 Pro 모델의 평가가 놀라워서 이후 시장이 반등 하더라도 랠리에서 뒤처지지 않을 가능성이 높아졌다. 계속 주목할 필요가 있겠다.

그림1 알파벳 vs 그 외 빅테크 주가

(2025.10.30=100)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story ⑥

글로벌 전략-신중국
Analyst 최철화

26년 중국 주식시장 전망: Beyond Catch up

미중 기술 격차 좁히기

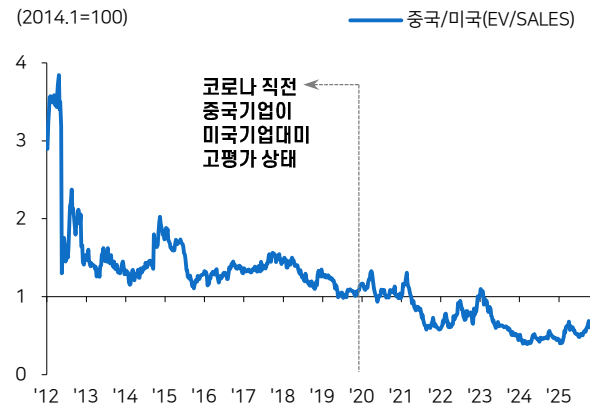
25년 중국 주식시장은 기술주 중심의 재평가 시간이었다. 연초 딥시크(DeepSeek)의 부상은 AI 분야에서 미·중 기술 격차 축소의 계기로 작용했고, 이에 그동안 다른 나라 대비 크게 저평가를 받았던 중국 기술주 주가들이 정상화 되었다.

26년에도 중국의 기술 추격은 이어질 것으로 본다. AI 플러스 정책 속 로봇택시, 휴머노이드로봇 등 산업의 상용화가 빠르게 전개될 것이고, 이러한 응용 확산이 다시 AI 인프라 투자로 이어지는 선순환을 형성할 것이기 때문이다.

과거 전세계 스마트 보급기(2010~2019년) 당시 중국의 온라인 생태계가 급속도로 성장한 적이 있다. 이 과정에 알리바바, 텐센트, 바이두 등 플랫폼 기업들이 빠르게 성장했고, 높은 산업 성장을 근거로 기업가치는 미국대비 프리미엄을 받았다.

AI 응용에서도 비슷한 움직임이 나타날 것으로 기대된다. 이미 주요 글로벌 IB들은 2029년 이후이면 중국의 로봇택시, 휴머노이드 로봇 등 시장 규모가 미국을 추월할 것으로 내다봤다. 정부의 강력한 정책 지원과 많은 기술 개발 인력들, AI에 대한 높은 수용력 등이 산업 개화를 뒷받침하는 근거들이다. 따라서 26년 중국 AI 산업의 빠른 성장이 나타난다면 과거 기술주가 미국대비 프리미엄을 받았던 것처럼 이번에도 주가의 추가 상승을 견인할 것이다.

그림1 미중 기술주들의 12개월 선행 EV/Sales 상대강도



주: 중국 기업은 알리바바, 텐센트, 바이두. 미국 기업은 아마존, 메타, 구글
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

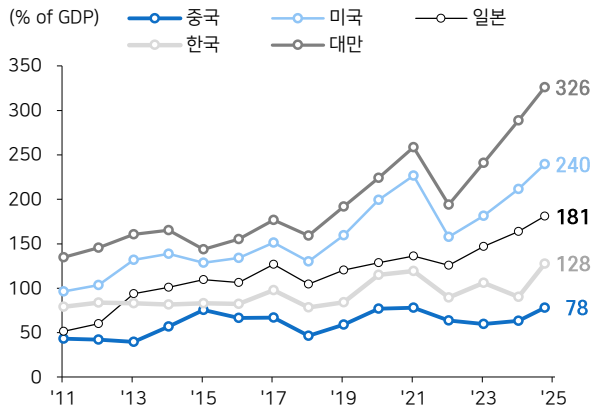
질적으로 개선되는 경기

26년 중국의 GDP 성장률은 약 4.6%로 올해(5.0%)보다 둔화될 전망이다. 그러나 명목 성장률은 오히려 올해보다 소폭 개선된 4.2% 전후를 기록할 것으로 예상된다. 이는 공급과잉 산업에 대한 공급 축소와 확장적 재정 지출에 의한 수요 부양이 작년 보다 균형을 이루면서 물가 반등을 견인할 수 있기 때문이다. 명목 성장률의 상승은 국민들의 체감 경기 개선, 소비 확대, 기업이익 증가 등 선순환을 야기할 수 있다. 질적 성장이 주식시장에 더 유리한 이유다.

한편 주식시장 부양 기조도 이어질 전망이다. 부동산 가격 하락으로 중국인들의 부의 효과는 주로 금융시장을 통해서만 나타난다. 자본소득이 점차 확대되는 글로벌 트렌드 속 GDP 대비 중국의 주식시장 시가총액 비중이 78%로, 대만(326%), 미국(240%), 일본(181%), 한국(128%)보다 낮다.

중국은 내수 소비 시장을 부양하고, 디플레이션 탈출을 위해서라도 부의 효과를 가져올 수 있는 증시 부양에 적극 나설 수 밖에 없다.

그림2 GDP 대비 각국 시가총액 비중 비교: 중국 78%로 低



주: '25년 9월 말 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

전략산업에서 찾는 투자 기회

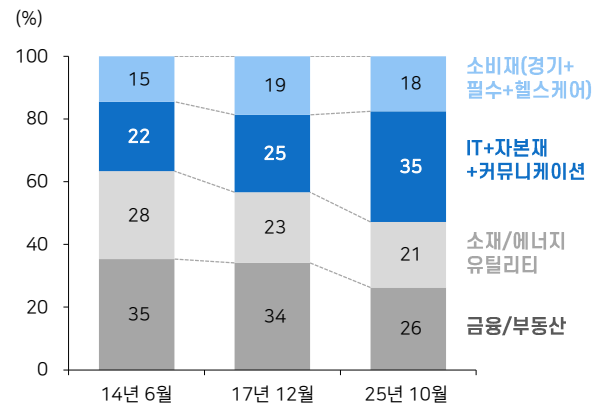
26년 상해종합지수의 상단을 4,400pt, 홍콩H 지수의 상단은 11,035pt로 제시한다. 중국 경제 및 주식시장 구조가 기술주 중심으로 재편되고 있는 점을 반영해 타겟 밸류에이션을 상향 조정했다.

26년에도 기술주 중심으로 유망해 보인다. 1) 중국 AI 밸류체인 국산화 및 응용 추진으로 SMIC, 캄브리콘, 폭스콘, 텐센트 등 기업들의 실적 개선이 기대된다.

2) 차기 5개년 중국의 전략적 산업인 휴머노이드 로봇과 우주항공에도 주목할 필요가 있다. 특히 26년에 중국의 우주항공 산업에 기대하는 바가 크다. 그 이유는 Land Space 등 민영기업들의 재활용 로켓이 성공적으로 발사된다면 내년부터 중국 내 로켓 발사가 급증하며 전반 산업의 양적 성장을 견인할 수 있기 때문이다.

한편 3) 업황 회복이 예상되는 리튬주가 유망하다. 글로벌 AI 데이터센터의 확산으로 에너지 저장장치(ESS) 수요가 급증하며 해외 리튬 수요가 빠르게 늘고 있다. 특히 강봉리튬 등 중국 리튬 기업들은 다수의 해외 광산을 보유하고 있어 직접적인 수혜가 기대된다. 여기에 중국 내 공급 통제 정책이 맞물리며 2026년에는 뚜렷한 실적 개선이 나타날 가능성이 높다.

그림3 중국증시, 기술주 중심으로 재편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 유니버스

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아 (NVDA US) Analyst 김선우	미국	- 엔비디아는 CY3Q25 매출액 570억달러(+62% YoY)를 기록하며 컨센서스를 여유있게 상회하는 호실적을 발표 - 최근 리사 쿡 이사 발언과 엔비디아 매출 채권 우려 등이 주요 하락 원인으로 지목. 다만, 매출채권 증가 추이는 매출 증가 추이와 비교할 때 닷컴 버블 붕괴 직전 시스코와 달리 과하지 않은 수준 - 동사의 26년 루빈 수요조사가 기대를 여전히 크게 능가하는 등 산업 수요는 급격한 팽창기를 진행중인 것으로 판단	6,415	반도체	-4	26
TSMC (TSM US) Analyst 김동관	미국	- N2 본격 양산이 시작될 가운데, 수율과 수요 모두 강력 - 독점적 지위 기반한 가격 인상은 수익성 개선 요인. 26년 주요 선단공정 가격 5% 인상 예상돼 ('24-29) 5개년 AI 프로세서 매출 성장률 가이던스는 45% 내외. 중국 GPU 판매 재개 여부와 무관하게 2026년 초 가이던스 상향 유력	2,157	반도체	-7	47
JP모건 (JPM US) Analyst 조아해	미국	- 시장금리 상승에 따른 은행 NIM 개선에 따른 이자이익 확대 기대감 유효 - 규제 수준을 크게 상회하고 있는 CET-1비율 (3Q25 14.8% vs. 규제 11.5%) 수준 고려해볼 시, 추가적인 주주환원 여력은 충분 - 현재와 같은 높은 시장 변동성 속에서는 주주환원수익률 부각, 하방 리스크 제한적	1,197	금융	-1	22
텐센트 뮤직 엔터테인먼트 (TME US) Analyst 김민영	미국	2Q25 매출액 8.44십억 위안(+17.9% YoY)으로 컨센서스 +6% 상회. SVIP 프로그램 확장과 프리미엄 서비스 확대로 유료 이용자 수 1.2억명(+6.3% YoY) 증가, ARPPU 11.7위안(+9.3% YoY) 기록 - 광고 요금제 출시, 오프라인 콘서트 및 MD 등 팬덤 경제를 기반으로 한 아티스트 관련 상품 매출 강화. 하반기 실적은 기존보다 낙관적으로 전망	41	엔터	-21	59
로켓랩 (RKLB US) Analyst 정지수	미국	3Q25 1억 5,500만달러(+48% YoY) 기록하며 분기 최대 매출 달성 3분기 발사계약 17개를 추가하며 총 49회 발사 수주잔고 (5억달러) 기록 - 뉴트론 전용 발사장 공개, 내년 1분기로 발사 이연	32	우주	-38	73
샤오펑 (XPEV US) Analyst 김준성	미국	26년 로보택시 모델 3종 출시 및 시범 운영 시작. 자체 개발한 Turing AI 칩 4개가 탑재되어 총 3,000 TOPS 연산성능 실현. 2세대 VLA 모델 적용, 고정밀 지도 없이도 저비용 대량 생산 가능, 국제 교통 환경에도 대응 가능 - 올해 1~9월 해외 판매량은 29,723대 (+119% YoY)로 증가, 전체 판매의 9.49% 차지. 향후 10년 내 해외 시장 비중을 50%로 끌어올릴 계획	29	IT/모빌리티	-6	71

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
카메라 테라퓨틱스 (KYMR US) Analyst 김준영	미국	- STAT6 TPD(단백질분해제) KT-621 임상 1상 중간 결과가 약 20조원을 달성하는 사노피의 듀피젠트와 유사 - 듀피젠트는 피하주사제형이나 KT-621은 경구제형으로 만성적 염증 질환에서 편의성 개선 시 시장 침투 가능 - 최종 결과는 4Q25 도출 예상	7	제약/바이오	13	47
월마트 (WMT US) Analyst 김정욱	미국	3Q25 매출 1,794.9억달러(+5.8%), 조정 EPS 0.62 달러(+7.0%) 기록하며 매출과 EPS가 각각 시장 기대치를 1.1%, 3.3% 상회 - 다양한 소득계층 고객 유치에 힘입어 기존점 성장률 +4.4%(객수 +1.8%, 객단가 +2.7%) 달성, 이커머스 매출도 +28% 증가, 7개 분기 연속 20% 이상 성장. 월마트 커넥트(광고사업) +33% 증가, 플러스 멤버십 수익 두자리수 성장세 지속 등 고마진 사업 기여도 증가도 긍정 - 연간 매출 가이드스 +3.75~4.75% 성장에서 +4.8~5.1% 성장으로 상향 및 조정 EPS 가이드스 2.52~2.62달러에서 2.58~2.63달러로 상향. 이커머스 중심의 성장 모멘텀과 연말 소비 개선 기대감 부각	1,239	소비재	-1	18
Taseko Mines (TGB US) Analyst 장재혁	미국	1. 구리 가격 상승: 26년 2월 이전 전세계 구리 Benchmark TC 대폭 하향 조정 예상. 따라서 1Q26 구리 가격 상승 기대. 데이터센터 등 구리 가격에 대한 민감도 낮은 비전통 구리 수요 성장 기대 2. 미국 구리 관세 부과: 최근 미국은 구리를 Critical Mineral에 편입, 관세 부과 가능성 상승 - 미국과 캐나다에 광산을 보유한 Pure 구리 광산주로서 두 가지 아이디어에 부합하는 종목	2	철강	4	104
베이커 휴즈 (BKR US) Analyst 문경원	미국	- 중소형 가스터빈의 강자. 최근 데이터센터용 공급 시작. 현 1.5GW내외의 CAPA를 2028년까지 3~4GW로 확장 - 잠재적으로 빅테크와의 파트너십 기대 - Chart Industry 인수와 미국 LNG 수출에 맞물린 IET 사업부 매출 성장	71	유틸리티	4	13
미츠이 킨조쿠 (5706 JP) Analyst 양승수	미국	- Mitsui Kinzoku는 반도체 패키징용 동박적층판(CCL)에 들어가는 동박을 제조 및 공급하는 업체 - 동사는 글로벌 PCB 소재 공급 부족 국면에서 이미 높은 시장 점유율을 확보했으며, 공격적인 증설 추진과 차세대 HVL5 대응 기술력을 보유하고 있어 중장기적 성장 모멘텀이 강화될 것으로 전망	10	소재	30	294
라인메탈 (RHM GY) Analyst 이지호	독일	- 미국과 우크라이나의 러-우 종전안 논의가 시작됨에 따라 글로벌 방산업종 주가 하락세 시현. - 다만, EU는 종전안의 핵심 사항인 우크라이나 동부 전역의 양도 및 러시아의 배상 포기 반대 의사를 표하고 있어 종전 합의에는 난항이 예상됨 - 단기 종전에 대한 기대감에도 불구하고, NATO 국가들의 국비 지출액 가이드스 상향 및 재무장 기조는 이어질 수 밖에 없는 상황으로 동사의 수혜 규모가 가장 클 것으로 예상 26년말 수주잔고 1,200억 유로 가이드스를 제시(2Q25 말 기준 632억유로), 중장기 성장 방향성에 변함 없음	119	방위산업	-14	147

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
로레알 (OR FP) Analyst 박종대	프랑스	3Q25 매출 103억 유로 기록하며 기대치 소폭 하회했으나, 중국 소비 회복, 북미 시장 점유율 상승 등 주요 시장 매출 개선세 긍정적 - 유럽/북미 중심 빠른 온라인 비중 확대 고무적, 북미 사업 온라인 매출 비중 28%, 이커머스 성장률 12% 기록. 소비자 접점 지속 확대 가능 - 케링 뷰티 사업부 인수 통해 중장기 브랜드 포트폴리오 강화 기대, 향후 실적 모멘텀 확대 가능성 감안 시 우려보다 기대가 큰 상황	328	생활소비재	-4	12
가스트랜스포트&테크니카즈 (GTT FP) Analyst 배기연	프랑스	2025년말 LNG선 수주 분위기 형성, 이미 체결된 SPA 계약은 프로젝트 스케줄에 대한 강제 효과 - 그로 인한 SPA 구매자 중심으로 LNG선 발주는 필연적	11	조선	3	28
CATL (3750 HK) Analyst 노우호	홍콩	- 매출액104.1십억위안, 영업이익률 20.9%, 순이익률 17.8% 기록 - 중국 DOC 136 정책(재생에너지 보급확대) 및 AI발 전력수요 급증 전망에 태양광/풍력 발전과 연계된 ESS부문 높은 성장 잠재성 - 전기차 및 ESS분야 이차전지 포트폴리오, 전기차 수요가 증가하는 EU에 생산 현지화로 점유율 추가 확대 가속화	353	이차전지	-16	-
텐센트 (700 HK) Analyst 이효진	홍콩	2024Y AI 클라우드 매출, 전년 대비 약 2배 증가, 클라우드 해외 매출 성장세 부각 - 중국 정부의 AI 및 클라우드 컴퓨팅 적극 지원 추세에 힘입어 4년만에 채권 발행. AI향 CAPEX 투자 집중 전망 9월 기준 PER 19배, 중국의 빅테크 규제 본격화 직전인 2021년 2월 PER 20 중후반대 수준인 점 고려했을 때 밸류 상승여력 충분 - 이외 본업인 커머스/게임/결제 매출 모두 견고한 캐시카우 역할 수행	1,081	통신서비스	-4	54

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (11월 21일 종가 기준)

12월 주요 주식시장 이벤트

파란색 - 실적발표
검정색 - 기업 및 지수 이벤트
회색 - 정부 및 통화정책 관련

월	화	수	목	금	토
1	2	3	4	5	6
Amazon AWS: Reinvest 2025					
MongoDB (MDB) 한국 11월 수출 동향	CrowdStrike (CRWD) Marvell (MRVL)	Salesforce (CRM) Snowflake (SNOW)			
8	9	10	11	12	13
			Broadcom (AVGO) 미국 FOMC		
15	16	17	18	19	20
	Oracle (ORCL) 미국 11월 고용	Micron (MU)	유럽 ECB 통화정책회의 미국 11월 CPI	일본 BOJ 통화정책회의	
22	23	24	25	26	27
		미국 - 크리스마스 조기폐장 일본 - 노동절 휴장	미국 - 크리스마스 휴장 홍콩 - 크리스마스 휴장	홍콩 - 크리스마스 익일 휴장	
29	30	31			
		일본 - 거래소 휴장일 홍콩 - 조기폐장			

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 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 발생될 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.