

‘25년 10월

국내외 주식시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

Executive Summary

01 미국 증시 전망

- 하반기들어 CAPEX 재가속은 4분기 CAPEX 사이클 선반영 이슈가 아닌 AI 투자 사이클의 재확장/가속
- 관세, 통화정책, 재정이슈 등은 향후 증시의 방향성을 바꾸는 요인 X → 단기 변동성 활용한 매수전략 유효
- CAPEX 사이클의 감속이나 통화정책의 급변 등이 아니라면 지수 상승 방향성 유지될 것
- 급상승 피로도로 일시적 지수 상승 속도 둔화는 나타날 수 있으나 주가 상승 기조는 지속될 것
- 이에 연말기준 S&P500 7,000pt 예상되어 3개월 투자의견을 OW으로 상향조정

02 신흥국 증시 전망

- 중국 기업이익 하향조정 가능성, 디플레 지속, 소매판매/주택판매 재둔화 등은 증시 하방 압력 가중
- 매크로 개선이 수반되어야 중국 증시의 추세적 상승이 가능할 것 * 가계대출 증가, 생산자물가 반등 확인 필요
- 한편 글로벌 AI 업사이클 국면에서 물리적 AI에 대한 상대적 강점이 부각: 중소형 HW 및 휴머노이드에 관심
- 중국 주요 정책 공백기인 가운데 매크로 지표 부진도 지속될 것으로 예상되어 3개월 투자의견 중립 유지

03 국내 증시 전망

- 9월들어 세제개편 기대감 확대 및 반도체 업사이클 강화 기대감이 반영되며 높은 수익률 기록
- 반도체 업사이클 및 AI 사이클 탑승 등으로 이익 성장 기대감은 증시 상방요인
- 지수 상승 피로도 누적, 과도하게 쏠려있는 수급, 과도한 정책 기대감, 이익 과대계상 등은 리스크 요인
- 이익 모멘텀 강화 및 외국인 수급 고려 3개월 OW 의견 상향 * 연말 3,700pt 전망

Agenda

01 | 미국 주식시장 전망

02 | 신흥국 주식시장 전망

03 | 국내 주식시장 전망

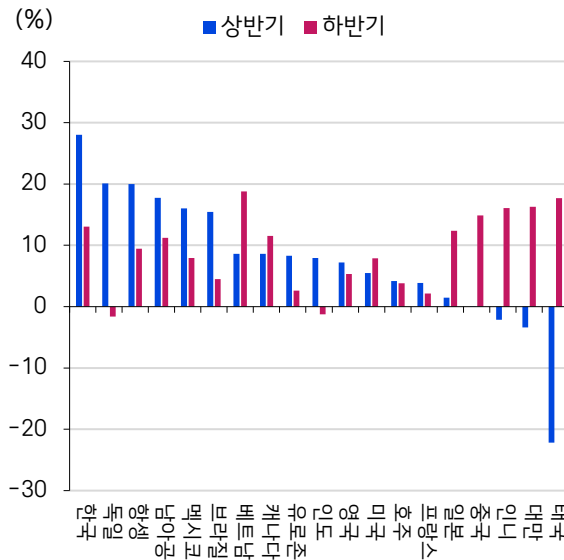
'25년 10월 금융시장 전망

미국 주식시장 이슈

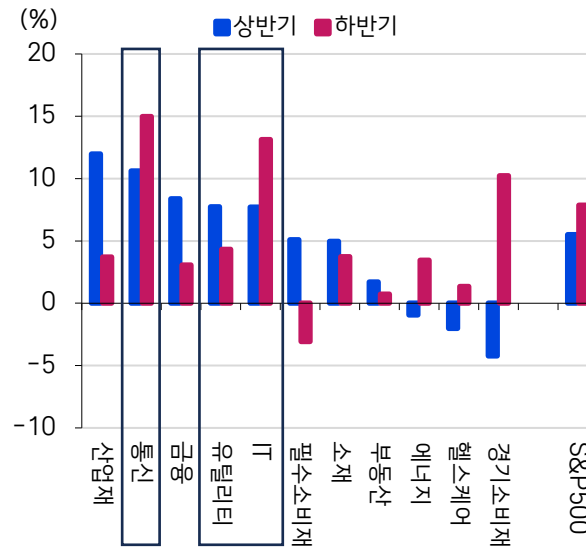
미국 관세 불확실성 해소로 지역별 및 섹터별 순환매 현상 나타남

- 상반기에는 한국, 유로존, 홍콩증시가 강세를 보였으나 하반기에는 아세안, 대만, 인도 등 아시아 신흥국의 증시에서 순환매 장세 연출
- 美 관세 불확실성 해소됨에 따라 상반기에 눌렸던 증시들이 하반기에 반등
 - * 아세안 국가들의 타격이 상대적으로 강할 것으로 예상되었던 만큼 상반기 증시 눌림도 강했음
- 미국 섹터별로 시모멘텀 지속되어 IT 및 유틸리티 섹터 강세 * 미 빅테크가 하이퍼스케일러의 CAPEX 재가속 확인되어 中 T10 대비 우월한 성과 기록

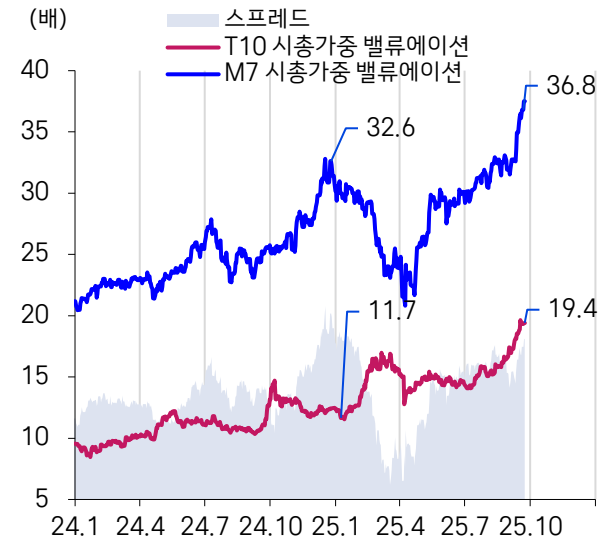
글로벌 증시별 수익률



미국 섹터별 수익률



美 Tech, 中 T10 대비 아웃퍼폼

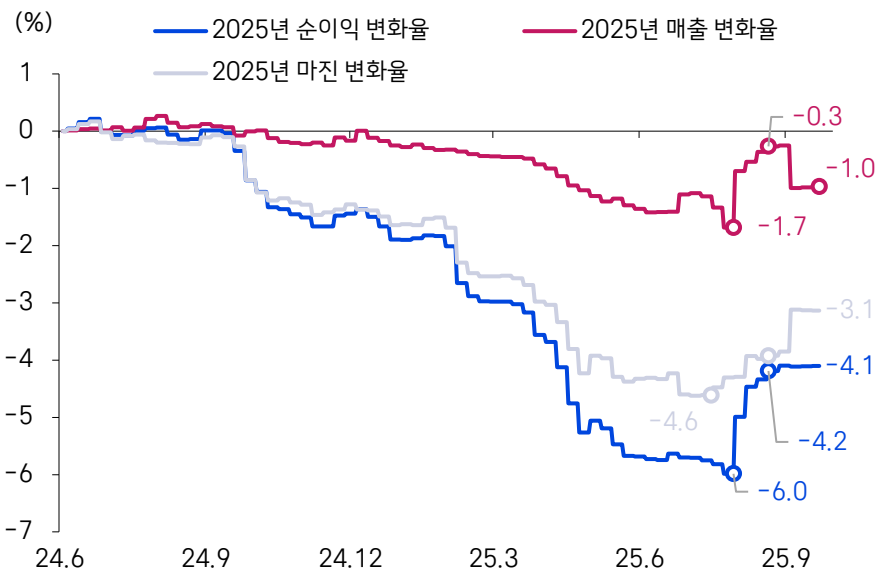


주: 9월 29일 기준, T10: 알리바바, 텐센트, 메이탄, 샤오미, BYD, 넷이즈, 길리, JD닷컴, 바이두, SMIC, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

관세충격 완화 및 OBBBA법안 효과에 이익 상향조정 * 경기둔화 예상되어 낮은 비율로 소비자에게 비용 전가할 전망

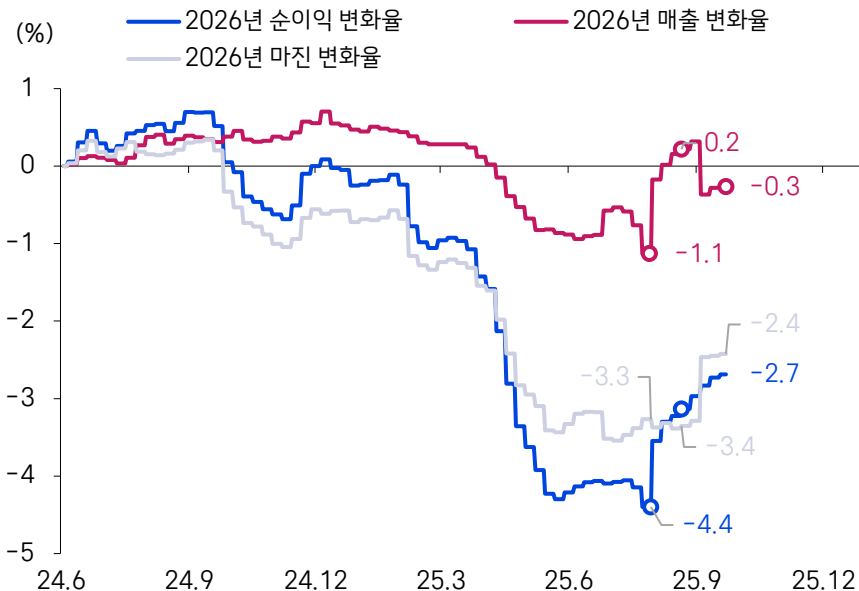
- 관세 관련 이익 하향조정이 나타났던 美 증시에서 이익 상향조정세 확인 * '25년 순이익 전망치 연초대비 변화율 $\Delta 6.0\% \rightarrow \Delta 4.1$, 매출 $\Delta 1.7 \rightarrow \Delta 1.0$
- 양호한 2분기 실적, OBBBA 법안의 가속상각, 비용공제 등에 대한 기대감이 반영되고 있는 것으로 판단
- 2025년과 2026년 연초대비 마진 변화율이 각각 $\Delta 3.1\%$, $\Delta 2.4\%$ * 최근 매출 하락, 순이익 견조로 마진 소폭개선
- 한편 향후 소비자의 구매력에 따라 소비자 전가 비율(가격인상) 정해질 전망 * 경기 둔화가 예상되어 낮은 소비자 전가 비율로 비용전가가 진행될 것

2025년 이익 레벨별 연초대비 변화율



주: 9월 22일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

2026년 이익 레벨별 연초대비 변화율

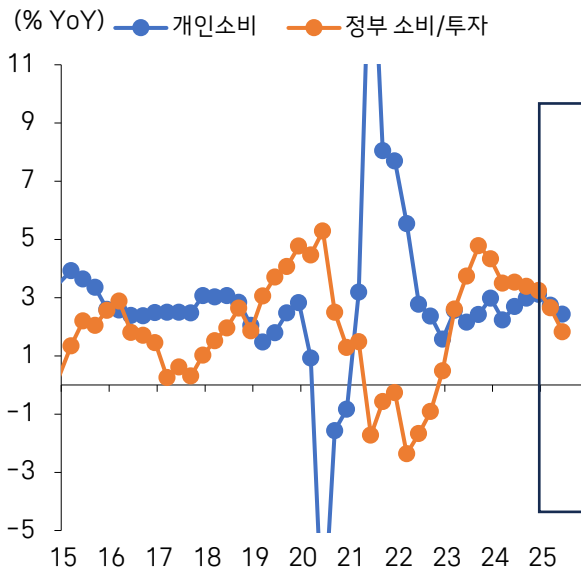


주: 8월 22일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

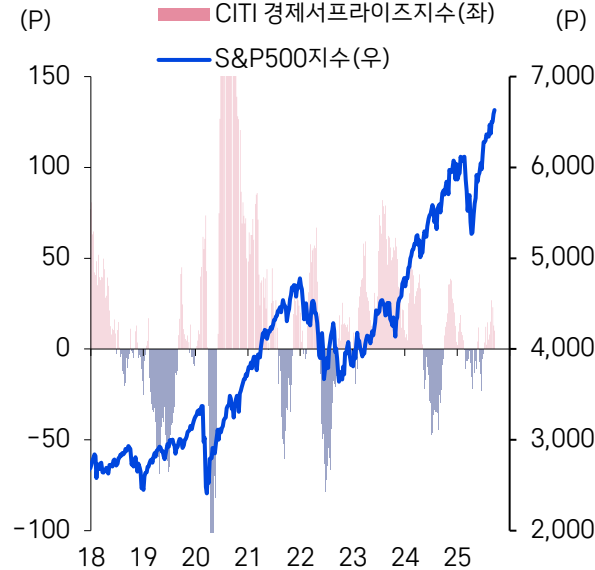
매크로 부진에도 불구하고 미국 AI 투자의 성장률 기여도 확대가 증시 상승세로 이어져

- 고용시장 둔화(월간 신규 고용 평균 24년 17만 → 25년 7.5만)이 소득 및 소비 지출 둔화로 연결되며 경기 둔화에 대한 우려감 확대
- 한편 경기 둔화 우려감이 부가됨에도 불구하고 미국 주식시장은 우상향세 지속
- 소비 및 정부지출 감소에도 불구하고 AI 투자의 성장률 기여도가 확대됨에 따라 주가는 상승

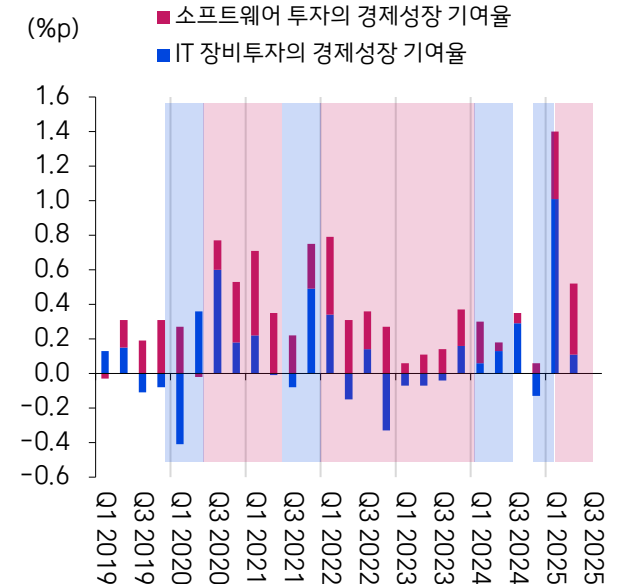
민간소비 및 정부지출 동반 둔화



경기-금융 괴리 확대



GDP 내 투자 기여도

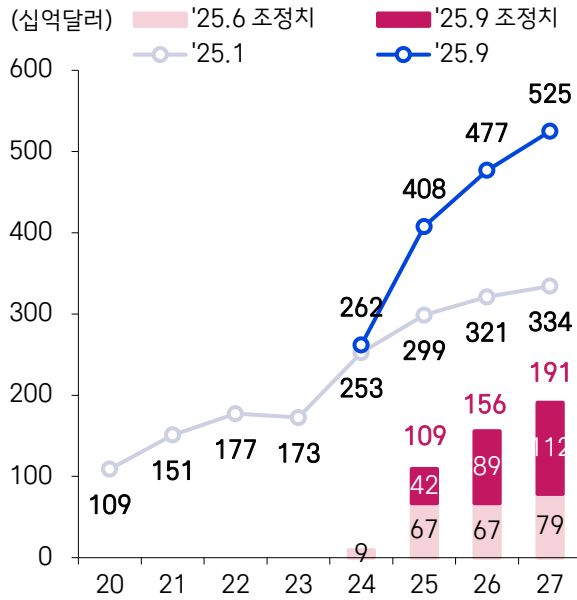


주: 9월 23일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

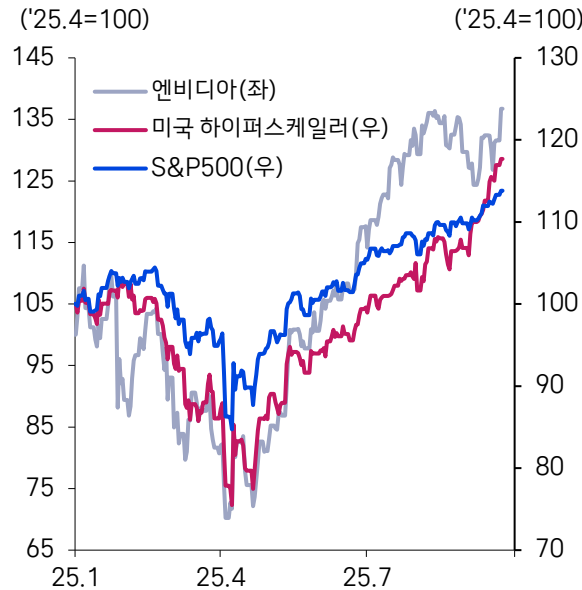
자본지출 재가속, AI 투자 가속은 2026년까지 지속될 전망: 주가의 상방압력 강화 요인

- '25년 빅테크 CAPEX 증가율도 OBBBA 법안발표 및 실적 발표이후 상향조정 * '25년 +22.6% → +54.6%, '26년 +8.4% → +18.7%
- 급증한 자본지출 전망 감안 시 2026년에도 본격적인 투자증가세 나타날 가능성 * '26년 경영계획 수립 시 가속상각 혜택을 적극적으로 활용 전망
- 2017년 감세안(TCJA) 내 가속상각 정책 발표로 정책 적용이 시작되는 2019년까지 투자증가세 이어짐
- 주가는 CAPEX 증가율과 같은 궤를 지속한다는 점에서 미국 하이퍼스케일러의 자본지출 증가는 주가의 상방압력을 강화시키는 요인이라고 판단

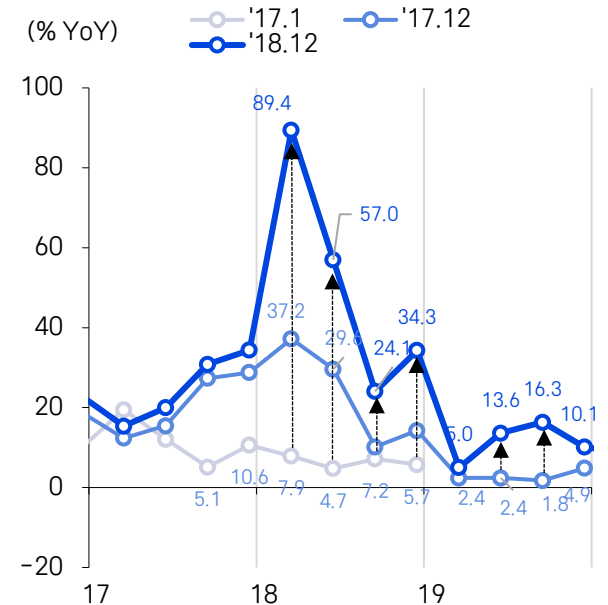
빅테크 CAPEX지출 전망치



주가는 CAPEX 증가율과 같은 궤



'18년 당시 빅테크 CAPEX 증가율



주: 9월 23일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

미국, Policy Mix 기대감 유효

Policy Mix에 따른 기술 발전 가속화 전망

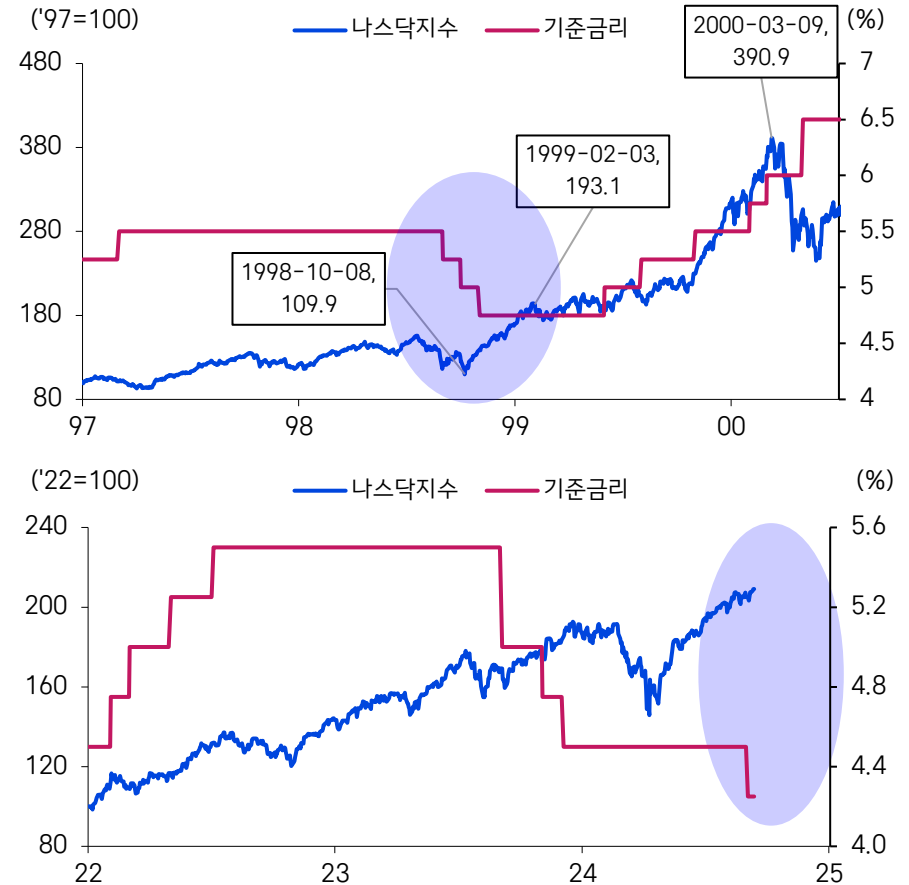
- 90년대 IT 기술 발전의 가속 트리거는 클린턴 행정부의 정보통신법
- 당시 세액 공제 및 세금 감면 등을 통해 민간 투자를 촉진함과 더불어 금융기관 대출을 연계하여 기술 성장에 필요한 유동성 투입
- OBBBA는 세액 공제보다는 가속상각에 초점을 맞춰 첨단 제조업 산업 투자를 유도. 한편 금리인하를 통한 자금조달 비용 감소

정부의 산업 육성 지원 비교

	클린턴 행정부 (정보통신법, 1995)	트럼프 행정부 (OBBBA, 2025)
주요 내용	인프라 및 통신망 구축 위한 세액공제	적격자산에 대해 100% 가속상각
대상 산업	통신 산업 및 관련 인프라 기업	빅테크 및 첨단 제조업 산업
세제 혜택	세액 공제 및 세금감면	자산 초기 투자비용을 빠르게 비용 처리해 세금 부담 감소
기대 효과	민간투자 촉진 및 기술혁신 활성화	기업 현금흐름 개선 및 자본지출 유도
금융규제 완화	GLB법안으로 금융기관 대출 확대 및 벤처 캐피탈 지원 연계	도트-프랭크법 개정으로 중소은행/지역은행 규제 완화
추가 법안	재생구역 내 기업 투자 유도	-

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

성장주에 우호적인 통화정책

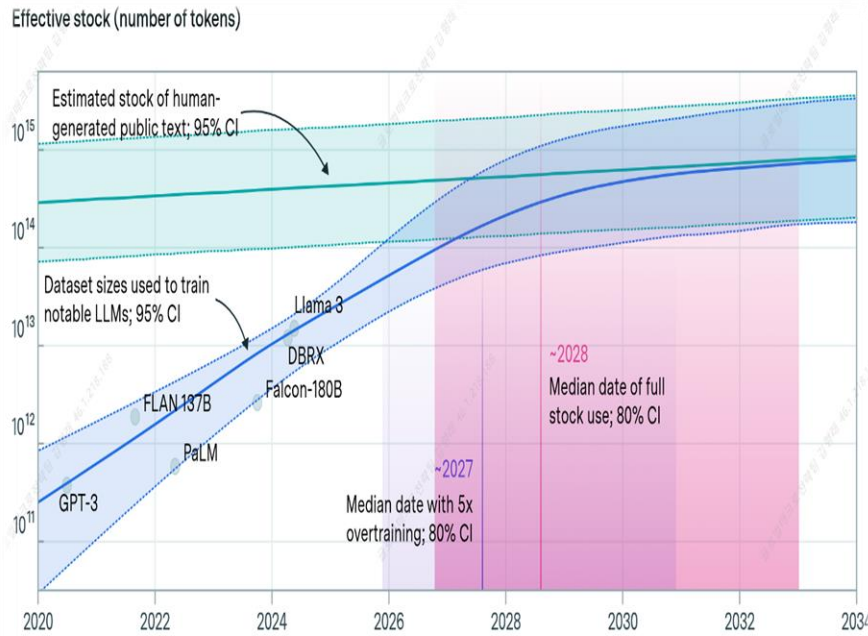


주: 9월 20일 기준, 자료: Artificial Analysis, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI 학습 모델의 성장성 한계가 부각되는 가운데 추론성능 강화 AI 출범으로 AI 인프라 관련 투자 확대

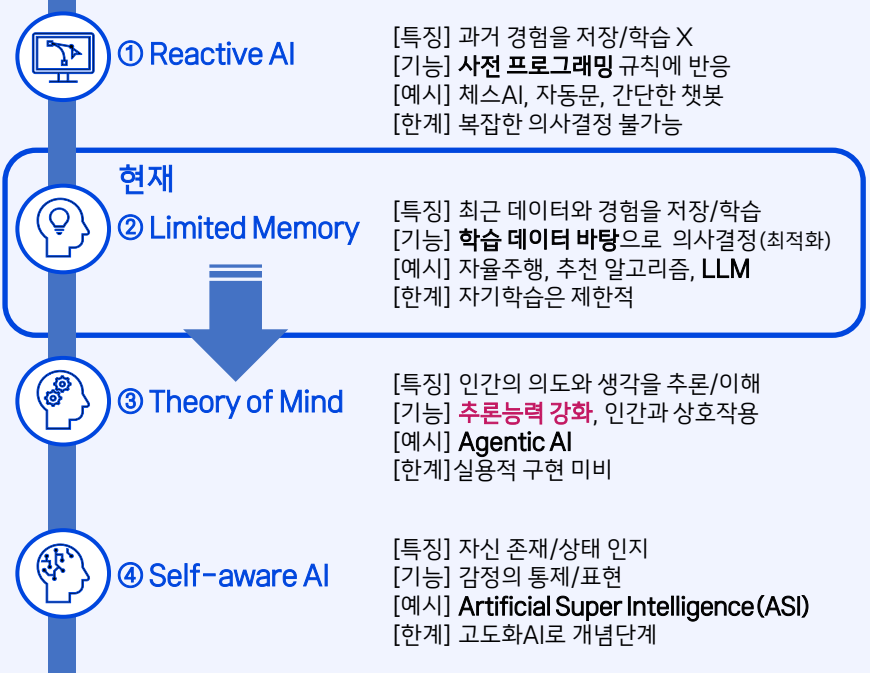
- AI 모델의 학습 데이터는 2026~2028년 고갈, over-train할 경우 더욱 빠르게 소진될 것으로 전망
- 이에 따라, AI산업 성장의 정체 및 한계가 부각되며 상반기 AI 수익성에 대한 우려 부각

학습 데이터 고갈 우려



자료: Epoch.ai, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI 진화의 단계

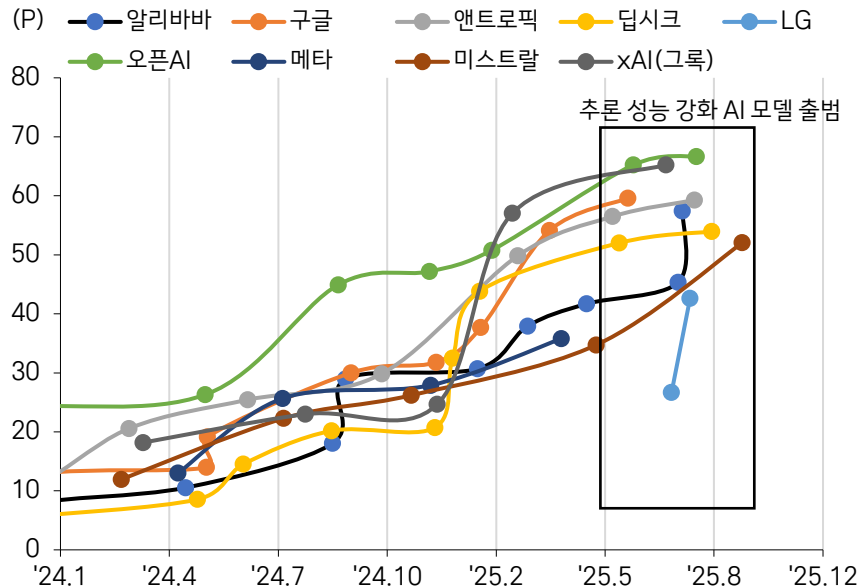


주: 9월 20일 기준, 자료: Artificial Analysis, 삼성자산운용 투자리서치센터

Limited Memory AI에서 Theory of Mind AI로의 진화 과정: 데이터센터에 대한 수요 확대

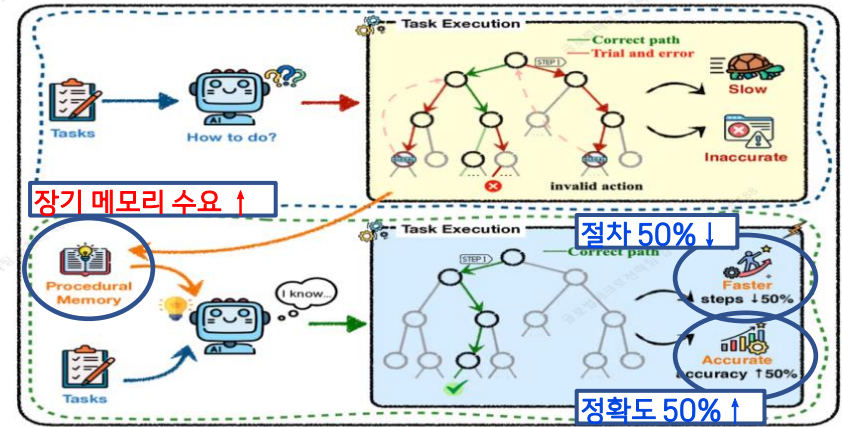
- 2025년 하반기 챗GPT5.0 등 추론 성능 강화 AI가 출범하며 AI진화 가속화 기대감 강화: 동 모델은 기학습 추론값을 이용해 새로운 데이터를 예측
- 기존의 AI인프라, SW(데이터센터/클라우드)의 수요 확대되고, AI 애플리케이션의 수익화 방향이 잡힐 수 있다는 기대감 형성
- 내년에 본격적으로 Theory of Mind AI를 활용하는 Agentic AI 개발이 가속화될 것으로 예상되어 빅테크 중심의 CAPEX 증가 기대
- 추론강화 AI는 데이터베이스 내 기학습 추론 결과를 학습하기에 메모리 수요 확대

7월 이후 추론 성능 강화 AI 출범



주: 9월 20일 기준, 자료: Artificial Analysis, 삼성자산운용 투자리서치센터

RAG와 데이터 저장 수요 ↑



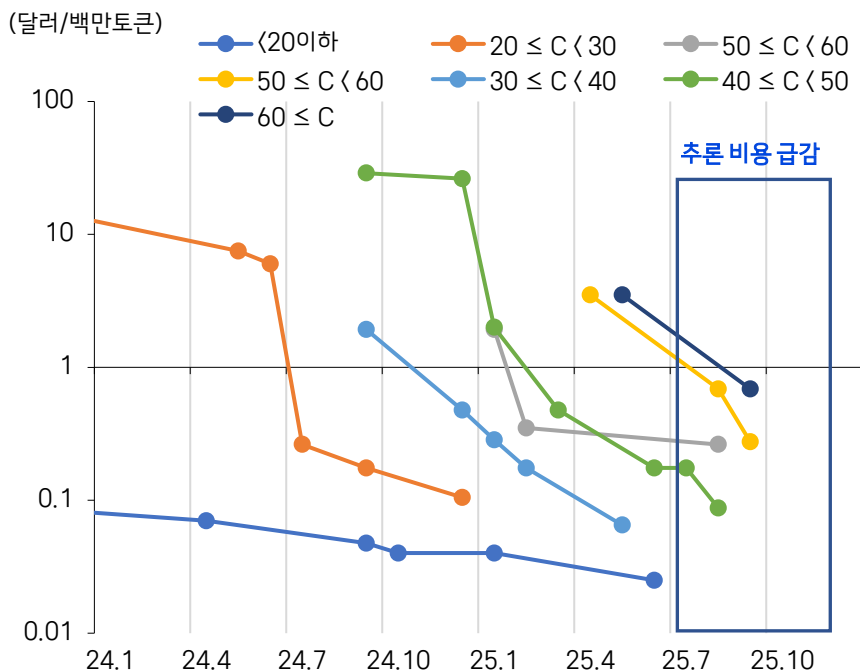
- [워크플로우] 단일 프롬프트 → 반복 루프(계획→추론→행동→피드백)
- [의사결정] 패턴 예측(확률) → 강화 학습을 통한 목표 지향 의사결정
- [주요 사례] 챗봇 → 에이전트, 공급망 최적화, 업무 자동화

주: RAG = Retrieval Augmented Generation, 자료: Alibaba, 삼성자산운용 투자리서치센터

추론 강화 AI 개발 단계 진행되는 과정에서 추론 비용 감소: AI 보급 확대 기대감 강화

- AI 학습은 데이터로부터 패턴을 학습하여 모델 가중치를 최적화하는 알고리즘을 개발하기에 상대적으로 높은 비용의 고성능 하드웨어 지원이 필요
- 한편 추론 강화 모델은 기학습된 모델을 사용하여 새로운 데이터를 예측 수행하기에 상대적으로 적은 비용의 하드웨어 지원 필요
- 90년대 IT 기술발전 단계에서 비용 감소가 소비자제품 가격 하락으로 이어져 보급화 가속된 사례를 염두: 향후 AI 보급 및 적용 가속화 기대감 형성

AI 진화 가능성 : 추론 가격 하락



자료: 삼성전자산운용 투자리서치센터

'90년대 IT 기술 발전과 가속 트리거

개인 컴퓨터 보급기 (‘90~’93)

- MS 윈도우, 애플 매킨토시 등 GUI 출시
- 반도체 성능 향상 및 가격 하락, 정부 IT 보급 정책

네트워크 구축 및 인터넷 확산기 (‘94~’96)

- 인터넷과 WWW의 등장 및 확산
- TCP/IP 표준화, 넷스케이프 등 웹브라우저 등장

멀티미디어 및 고성능 컴퓨팅 시대 (‘97~’98)

- 멀티미디어 콘텐츠 배포, 아마존 상장
- CPU 클럭 속도 증가, 디지털 미디어 코덱 표준화

모바일 통신 및 초고속 인터넷 보급기 (‘99~’00)

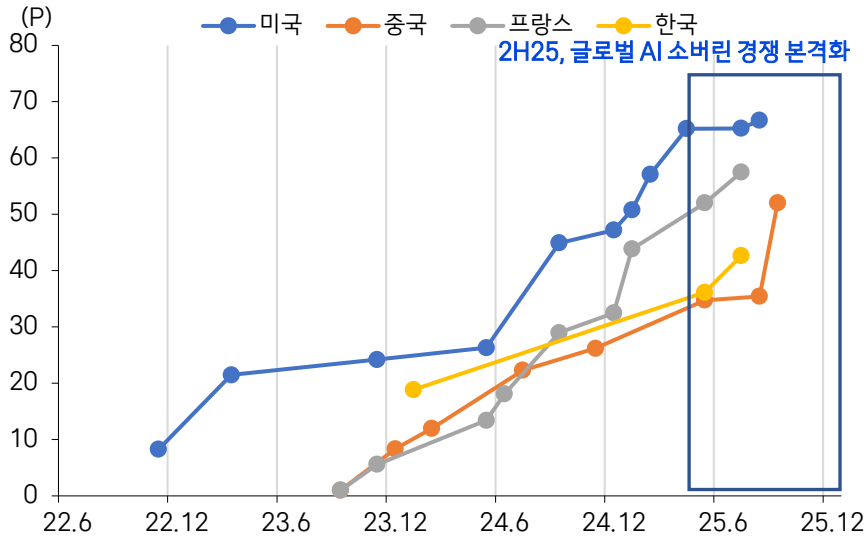
- 휴대폰 및 ADSL 등 초고속 인터넷 출시
- 광케이블 및 초고속 인터넷 인프라 투자 확대

자료: 삼성전자산운용 투자리서치센터

미국과 비미국가간 AI소버린 경쟁 2025년 하반기 이후 가속: 미국의 AI 경쟁 우위 노력 지속될 것

- 하반기 들어 중국, 프랑스, 한국의 AI 성능 강화되며 미국과의 AI 성능 격차 축소 : 미국의 AI 경쟁 우위 노력 지속될 전망
- 현재 중국 하이퍼스케일러의 투자 규모는 미국 대비 압도적으로 낮은 수준 유지
- 중국은 범용 AI(파운데이션 모델)이 아닌 AI 증류기술을 통한 특화형 AI 개발에 노력
 - 미국: 추론성능 강화 AI 출범으로 AI SW 및 애플리케이션 산업 성장이 기대
 - 중국: AI 자국화 전략 진행 과정 중 중소형 HW 및 제조/휴머노이드 등 맞춤형 AI 성장 기대

미-중 하이퍼스케일러의 투자 규모 전망치 추이



주: 9월 20일 기준, 자료: Artificial Analysis, 삼성자산운용 투자리서치센터

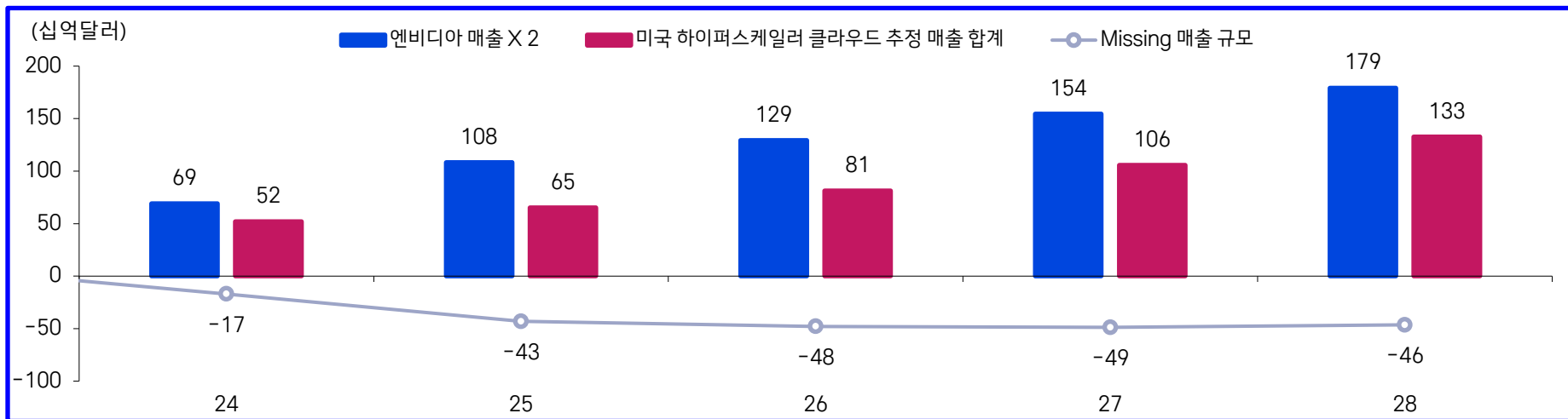
SW 혁신은 미국, HW 혁신은 중국

	미국	중국
주요 전략	범용 AI 파운데이션 모델 집중	AI 자국화 전략 중심
개발 목적	추론 성능 강화: Agentic AI 개발	AI 증류 기술: 경량/맞춤형 AI 개발
투자 주체	민간주도	정부주도
산업구조	대형 빅테크 중심 수직 계열화 (HW→클라우드/SW→애플리케이션)	국산화 및 자국 AI 생태계 구축 중소형 HW 기업 성장 촉진
기술력	핵심 AI 모델, 칩, 알고리즘에서 글로벌 주도권 보유	AI 특허 급증, 기술 자립력 강화
AI 인프라	빅테크 중심 데이터센터 구축 진행 AI 전력 인프라 구축 가속화(SMR)	데이터센터 확충 및 자국 AI칩 개발 재생에너지 기반 전력 인프라 강화
응용 산업	AI 서비스 및 생태계 선도 Agentic AI 고도화 기술 개발 지속	AI+ 산업 융합 전략 강조 제조/휴머노이드 등 맞춤형 AI 확산

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

AI Player 수익성은 불확실하지만 데이터센터는 수익성 ↑ : 빅테크의 AI산업 수직계열화 가속

6,000억달러 질문에 대한 답: 아직까지 데이터센터는 돈이 된다

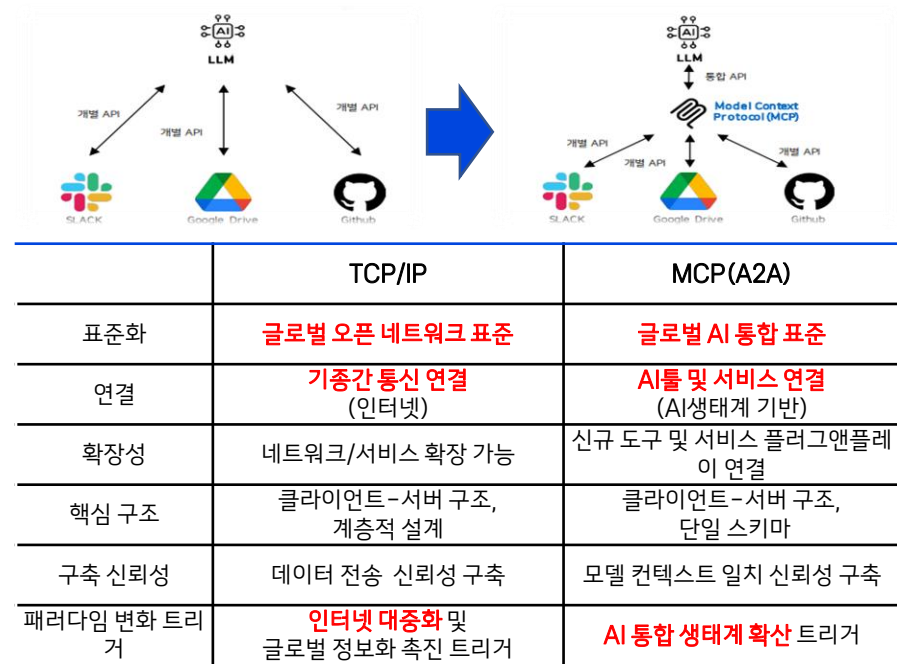


주: 9월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[표준화와 UI] 2026년 AI확산 트리거: Model Context Protocol과 AI브라우저

- ① TCP/IP에 따른 인터넷 보급 확대와 유사하게 AI 표준화(MCP)로 보급 확대 기대
- ② AI브라우저(Agentic AI) 보급 확대 및 활용도 강화로 AI SW 및 애플리케이션 산업의 수익 창출 가능해질 것
- 수익 창출 기업은 수직 계열화 및 표준화 주도할 미국 빅테크 기업 → 2026년에도 이어질 증시 내 빅테크 쏠림현상

MCP (A2A) 출범으로 AI 표준화 기대감 확대



자료: 삼성전자운용 투자리서치센터

기존 인터넷 브라우저와 AI브라우저 비교

[기존 브라우저와 AI브라우저 비교]

	기존 브라우저	AI 브라우저
역할	정보 검색 도구	정보 이해, 요약, 작업
상호작용	수동적, 사용자 중심	능동적, AI-사용자 연계
개인화	북마크, 검색 기록 기반	실시간 행동 및 기록 기반
데이터 활용	과거 검색 기록, 방문 기록	실시간 사용자 행동 데이터
기능 범위	검색, 페이지 이동, 탭 관리	검색, 요약, 번역, 일정 관리, 작업 자동화, 쇼핑

[AI 브라우저 및 에이전트 개발 현황]

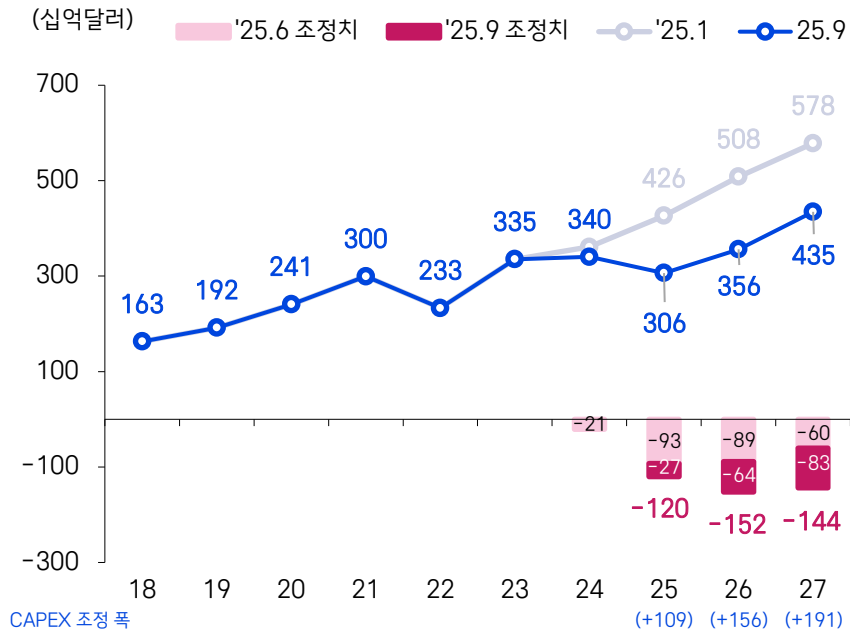
기업	브라우저	에이전트
오픈AI	자체 브라우저 : 아우라	'오퍼레이터' 출시
구글	크롬-제미나이 통합	AI에이전트 '자비스' 개발
애플	크롬 - 클로드	크로드 포 크롬 베타 출시
퍼플렉시티	자체 브라우저 : 코멧	코멧 어시스턴트 내장

자료: 삼성전자운용 투자리서치센터

하이퍼스케일러의 자본지출은 잉여현금에서 동원: 향후 빅테크 주가 방향은 투자여력에 따라 달라질 것

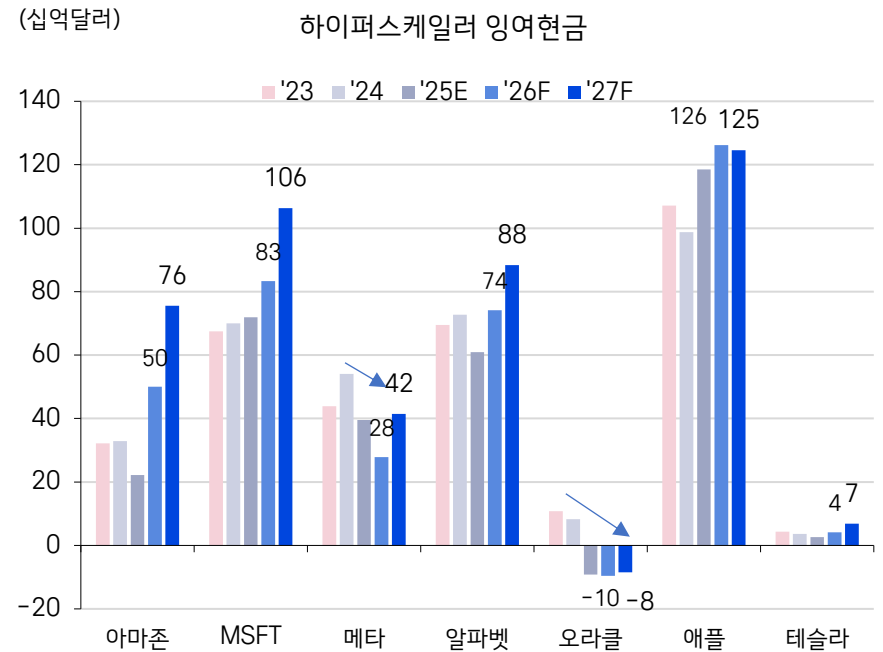
- '25년 자본지출 증가분(1,090억달러)은 잉여현금(+1200억달러)에서 동원: '26년 및 '27년 자본지출 증가분도 잉여현금 감소분과 비슷한 수준
- 향후 빅테크에서도 투자여력(잉여현금)에 따라 주가 차별화가 나타날 것으로 전망

잉여현금을 활용한 자본지출 증가



주: 9월 24일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

빅테크 주가 차별화 = 투자여력 차이



주: 9월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

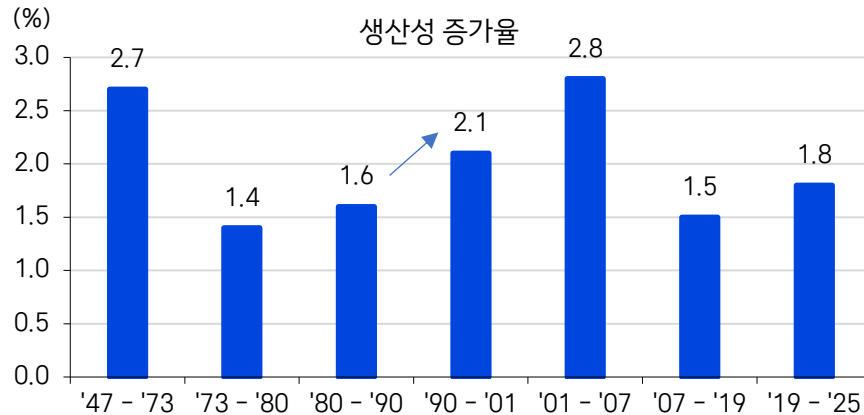
미국 주식시장

[리스크] AI 생산성 논란은 AI 활용도와 연관

생산성/활용도 논란은 '회색 코뿔소'

- AI 노출도는 특정산업에 집중되어 있어 생산성 향상 논란 지속될 것
- AI 생산성은 AI의 활용도와 직접적인 연관이 있다는 점에서 AI산업의 '회색 코뿔소'와 같은 위험 요소라고 판단

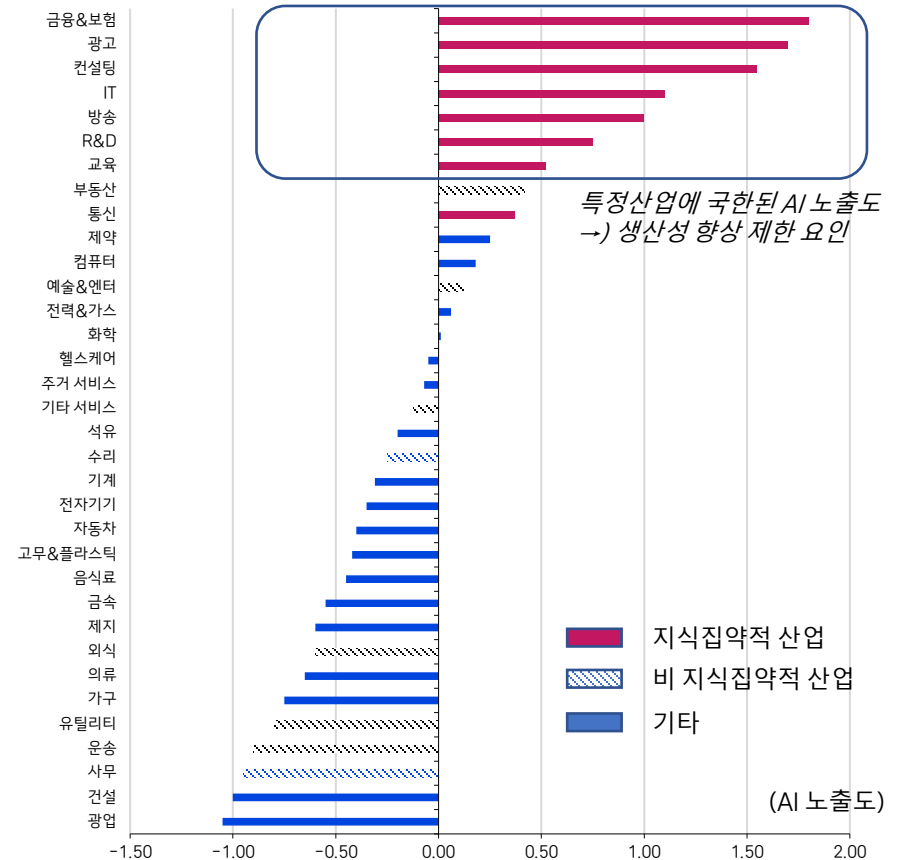
AI는 생산성을 향상시키나



	업무	생산성
MIT	Professional Writing	+40%
BIS	SW Programming	+56%
Brynjolfsson	Call Centers	+14%

주: 2Q25 기준, 자료: US Bureau of Labor Statistics, 삼성자산운용 투자리서치센터

빅테크 주가 차별화 = 투자여력 차이



자료: OECD, 삼성자산운용 투자리서치센터

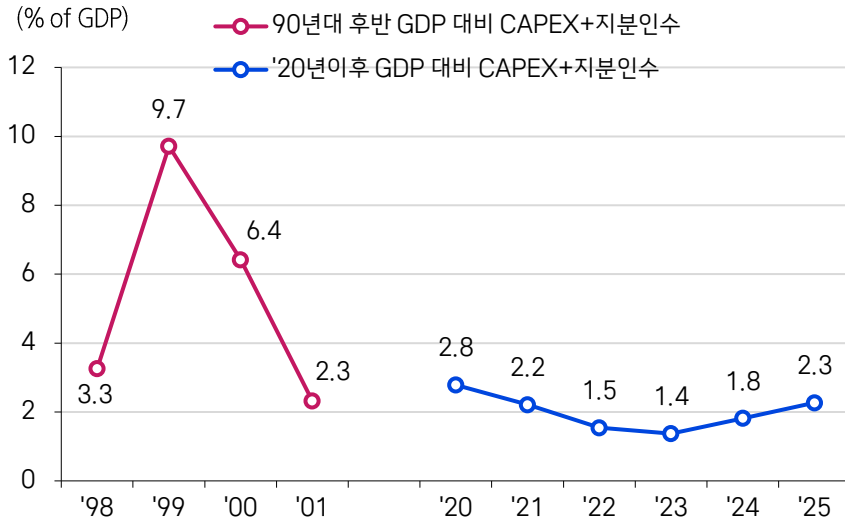
미국 주식시장

투자 사이클 피크 논하기는 이르나...

투자 규모, 이익, 수익성 고려 피크를 논하기에는 일러

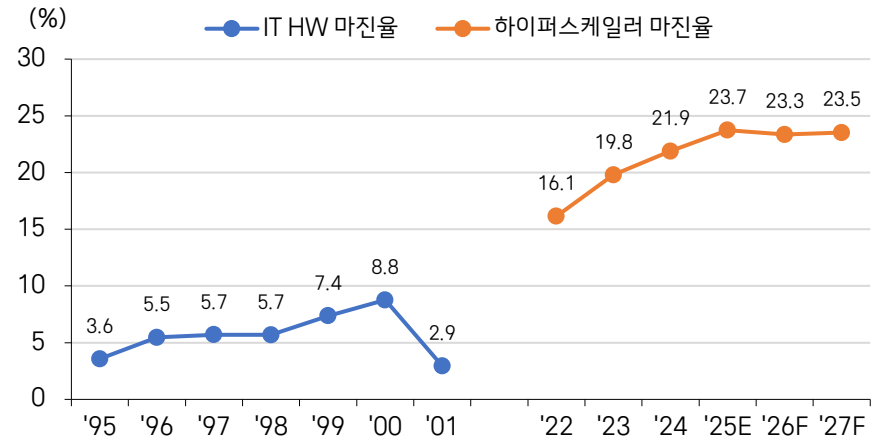
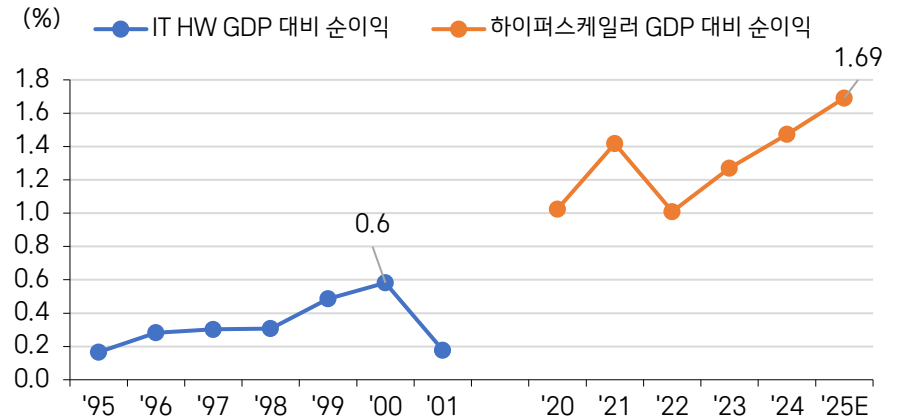
- 자본지출 및 지분인수 관련 투자는 2026년~27년까지 이어질 것:
90년대 Tech 산업의 투자규모는 GDP의 9.7%(현재 2.3%)
- 현재 GDP 대비 순이익 수준 및 마진율도 90년대 IT붐 당시 대비 양호한 수준이라는 점에서 투자 사이클 피크를 논하기에는 일러

과거 IT붐 당시 Tech 투자 사이클 비교



주: 하이퍼스케일러는 AMZN, MSFT, META, GOOGL, ORCL, AAPL, TSLA 기준, IT HW는 INTL, MSFT, ORCL, CSCO, QCOM, T, IBM, VZ, MSI, TXN 기준,
자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

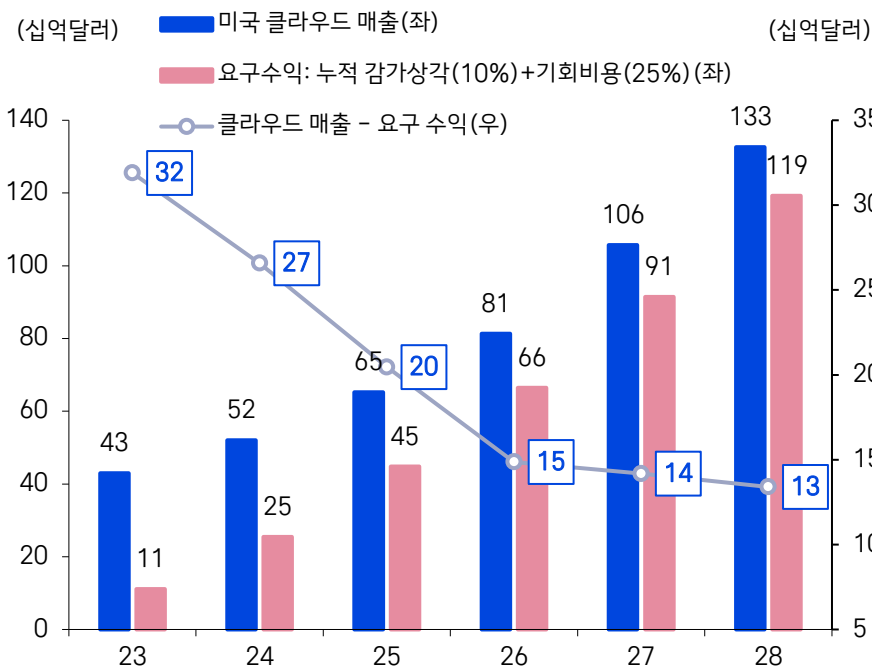
신성장 Tech 산업의 수익성



자본지출에 대한 기회비용 고려한 수익성 우려는 CAPEX 감속으로 이어질 수 있어

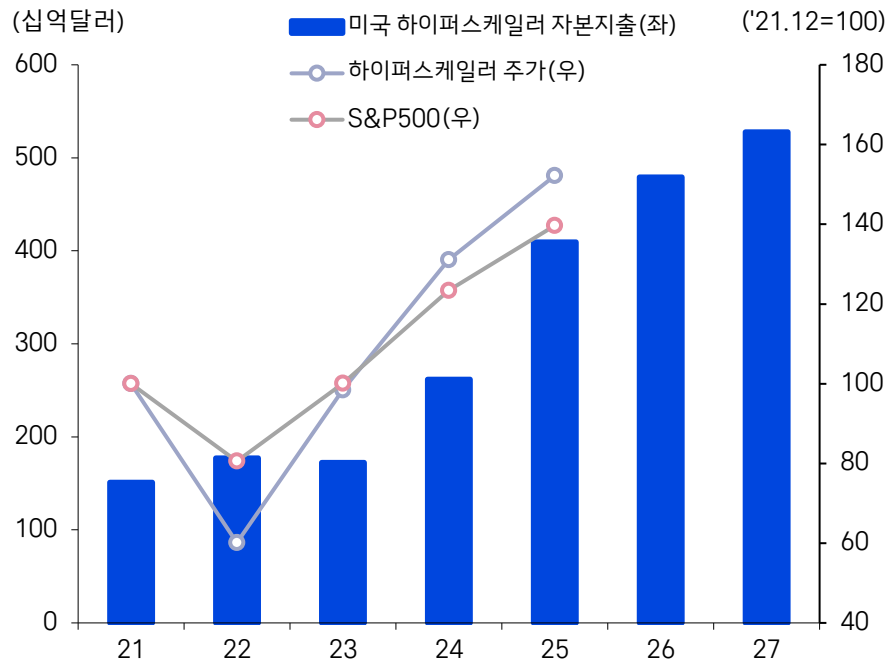
- 미국 하이퍼스케일러의 자본지출 증가는 누적 감가상각 증가에 따른 기회비용 상승 및 요구 매출 증가로 이어져 : 수익성 논란 부각 가능
- 최근 미국 증시는 CAPEX 증가율과 같은 궤를 지속한다는 점에서 미국 하이퍼스케일러의 자본지출 감속은 주가 하방 요인이라는 점 염두

누적 감가상각과 기회비용 우려



주: 9월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

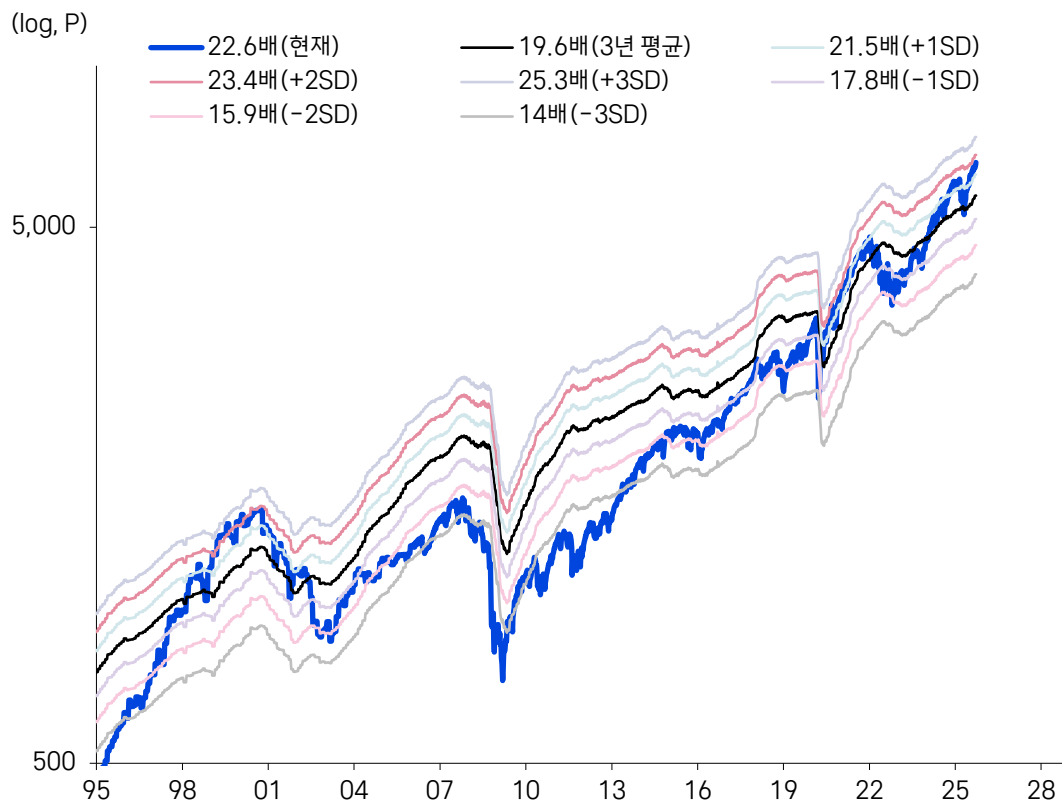
투자 사이클 감속은 주가 하방요인



주: 9월 23일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

CAPEX 사이클 확장세 및 밸류에이션 확장 기조 지속 전망 * 연말 기준 7,000pt 예상

S&P500 PER밴드 추이



주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

- 하반기들어 상향조정된 CAPEX 재가속은 4분기 CAPEX 사이클 선반영 이슈가 아닌 AI 투자 사이클의 재확장/가속이라고 판단
- 관세, 통화정책, 재정이슈 등은 향후 미국 증시 방향성을 바꾸는 요인은 아닐 가능성 높음(단기 변동성 요인)
→ 단기 변동성 활용한 매수전략 유효
- CAPEX 사이클은 2026년에도 이어질 것으로 예상되며 CAPEX 사이클의 감속이나 통화정책의 급변 등이 아니라면 지수 상승 방향성 유지될 것
- 단기적으로 지수 급등 피로도로 일시적 지수 상승 속도 둔화는 나타날 수 있으나 밸류에이션 확장 기조는 지속될 것(S&P500 12MF PER 23.3배)
- 이에 연말기준 S&P500 7,000pt 예상되어 3개월 투자의견을 OW으로 상향조정

'25년 10월 금융시장 전망

신흥국 주식시장 전망

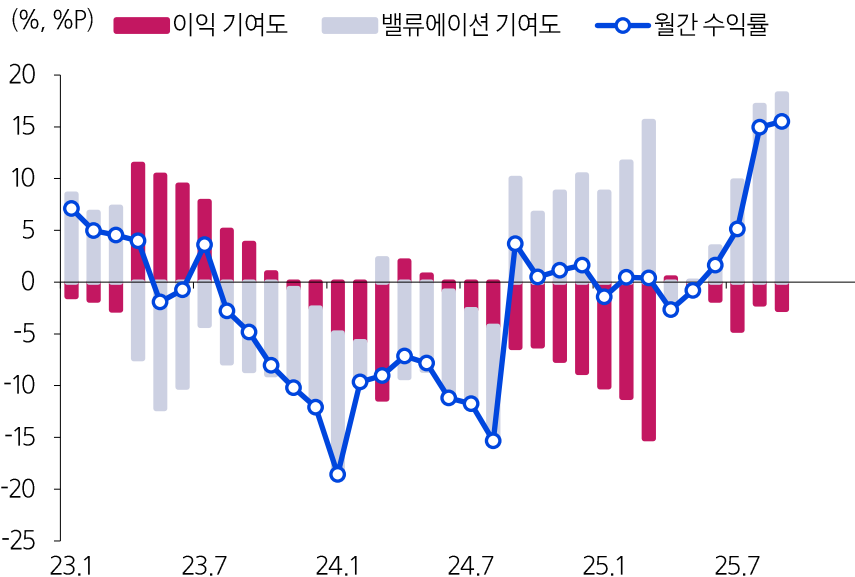
중국 주식시장 전망

유동성 랠리 지속되고 있는 중국 증시

AI 자립화 과정에서 대형주 보다는 중소형 HW 종목들이 강세를 지속

- 이익기여도는 하락하는 가운데 밸류에이션 기여도 상승하며 증시 상승 : 유동성 랠리 지속 중이라고 판단
- 중국 본토 증시가 홍콩증시 대비 아웃퍼폼 중. 상해 대비 중소형 성장주가 다수 존재하는 심천 증시가 상대적 아웃퍼폼
- AI 자립화 과정에서 대형주 보다는 중소형 HW 종목들이 강세를 지속하고 있음

중국의 디플레 장기화



주: 9월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

대외 수요 불확실성 상존

'25년 YTD %	상해	심천	홍콩
IT	53.4	32.4	19.3
통신	8.5	85.9	0.8
경기소비재	16.4	8.4	19.4
금융	-6.0	7.0	1.8
산업재	20.0	32.2	16.4
에너지	0.2	11.5	8.5
소재	30.2	22.3	48.0
H/C	17.6	9.1	26.2
필수소비재	2.1	8.7	5.9
유틸리티	0.6	3.2	-2.1
대표지수	8.2	19.1	8.5

주: 9월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

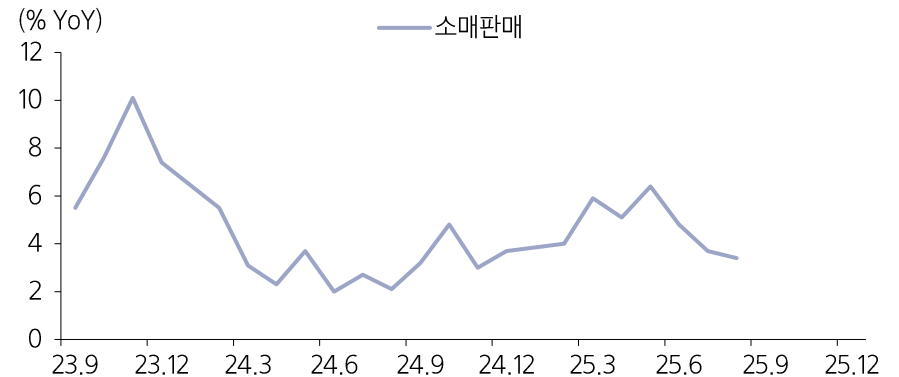
중국 주식시장 전망

[내수] 중국 내수시장의 강한 소비 개선세를 기대하기는 어려워

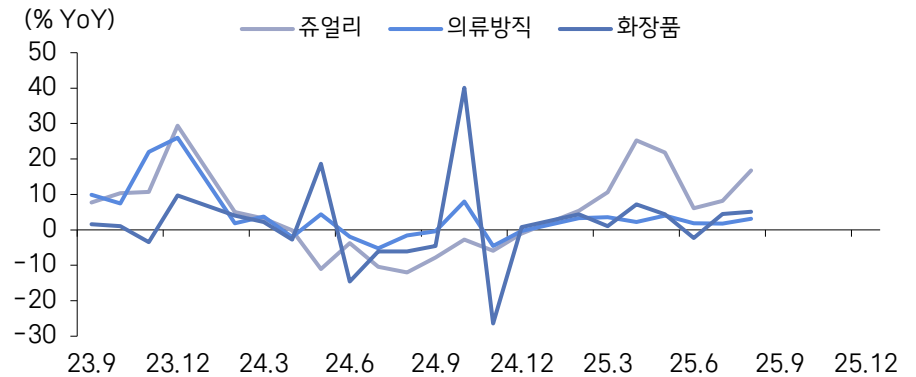
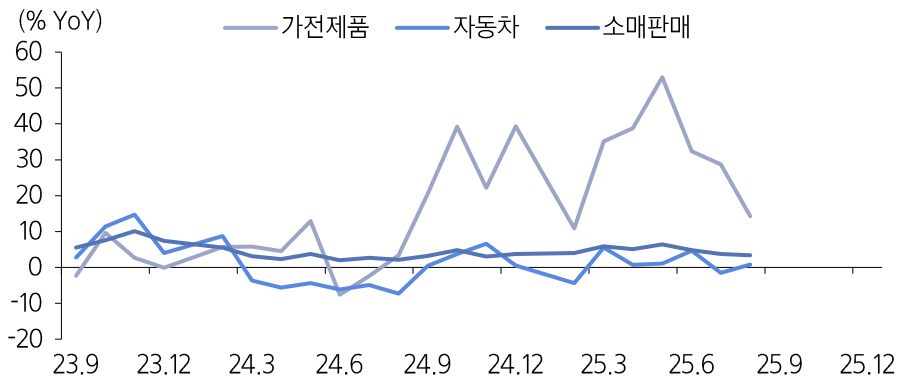
기상 악화·지원 공백 여파로 소매판매 3.4% 증가, 8개월 만에 최저: 장기 디플레 탈출 기조가 부재

- 중국 8월 소매판매는 +3.4%를 기록, 예상치인 +3.9%를 하회
- 일부 소비재와 외식(+2.1%) 소비는 비교적 양호했으나, 재화(+3.6%) 소비 둔화 지속
- 이구환신 보조금 재개에도 소비 회복세가 약했음
- 디플레 기조 및 부동산 회복 지연 등으로 부의 효과를 기대하기는 어려워 연말까지 강한 소비 개선세를 기대하기는 어려울 전망
- 다음 달부터는 내수 진작을 위한 4차 중앙재정 자금도 지방정부에 배정할 계획이라는 점에서 소비 하방은 지지될 것

소매판매 증가율 8개월 최저



중국 8월 소매판매는 +3.4%를 기록, 예상치인 +3.9%를 하회: 이구환신 보조금 재개에도 소비 회복 약했음



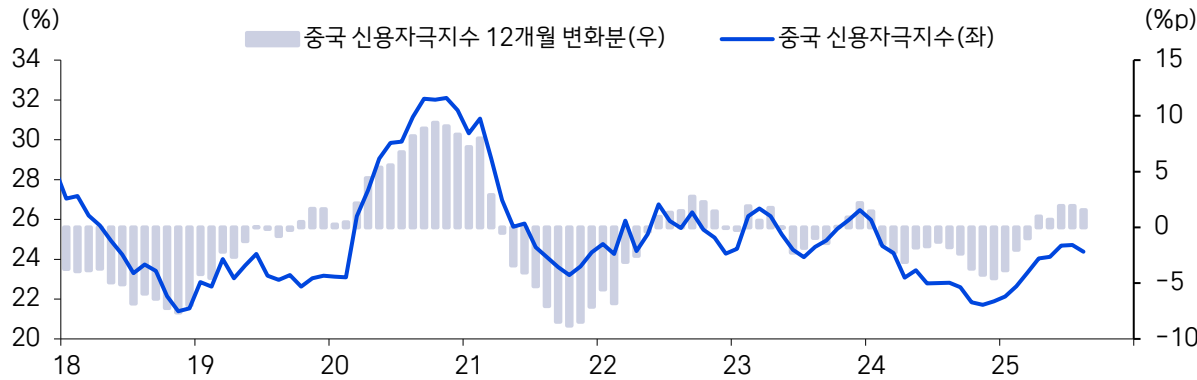
자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 주식시장 전망

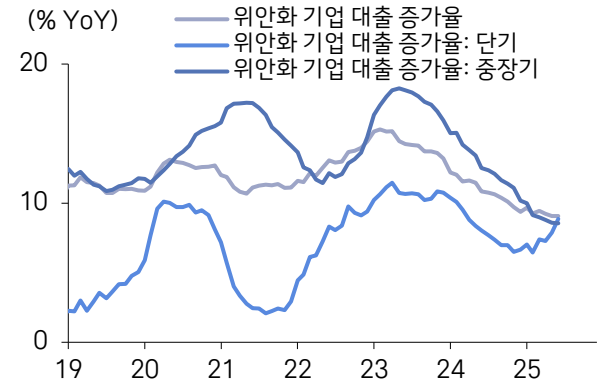
[유동성 및 부동산] 매크로는 여전히 부정적

유동성 지표는 반등했으나 경기회복을 시사할 만한 수준은 아니며, 부동산 지표는 재둔화

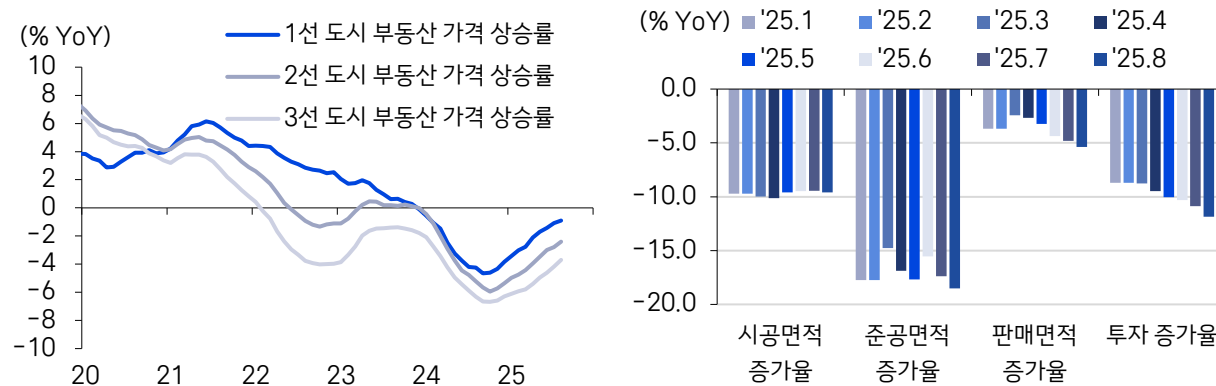
중국 신용자금지수 최근 하락반전 : 유동성 확대 폭이 감소하고 있어



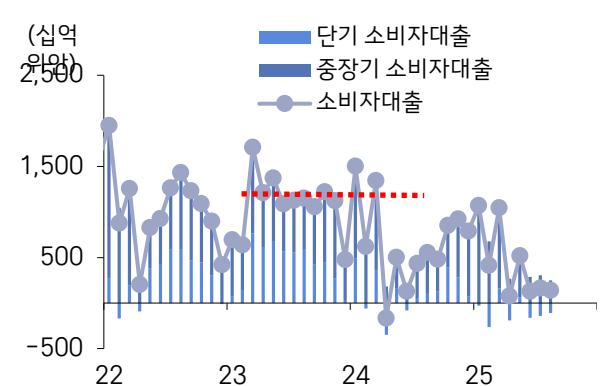
기업 대출 증가율 하락세, 단기 대출 소폭 반등



부동산 가격은 반등세 지속하고 있으나 관련 지표는 재둔화



디플레 지속, 대출부진 심화



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

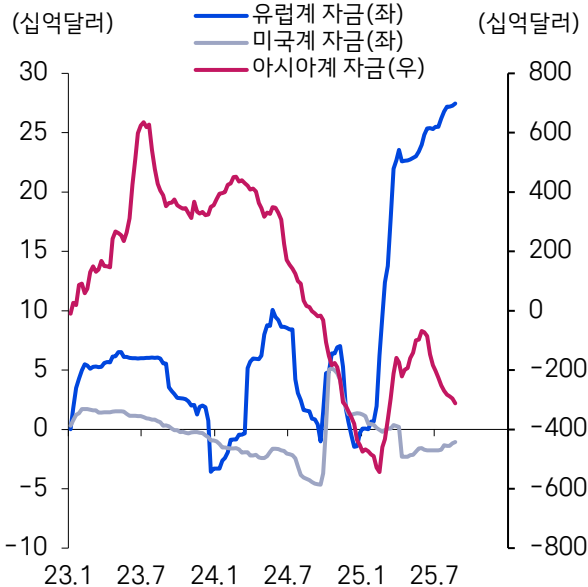
중국 주식시장 전망

CSI300에 대한 3개월 투자의견 중립 유지

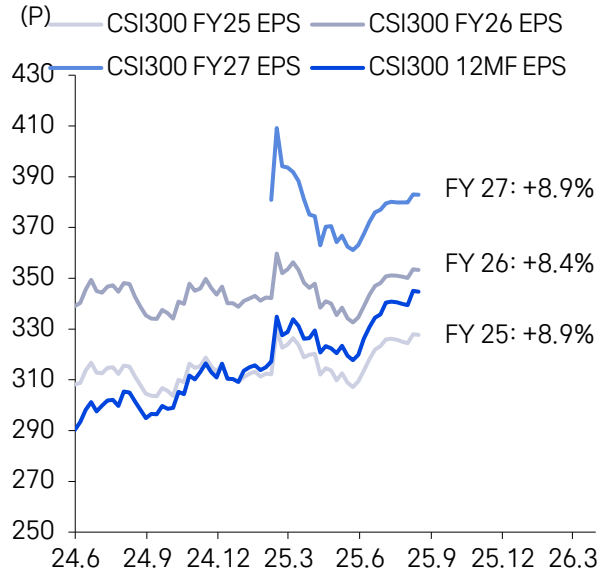
매크로는 여전히 부정적이라는 점에서 3개월 중립의견 유지: Tech 중심의 선별적 투자 유효

- 중국 기업이익 하향조정 가능성, 디플레 지속, 소매판매/주택판매 재둔화 등은 증시 하방 압력 가중
- 매크로 개선이 수반되어야 중국 증시의 추세적 상승이 가능할 것 * **가계대출 증가, 생산자물가 반등 확인 필요**
- 한편 글로벌 AI 업사이클 국면에서 물리적 AI에 대한 상대적 강점이 부각될 수 있다는 점에서 중소형 HW 및 휴머노이드 관련 섹터는 관심 필요
- 중국 주요 정책 공백기인 가운데 매크로 지표 부진도 지속될 것으로 예상되어 3개월 투자의견 중립 유지

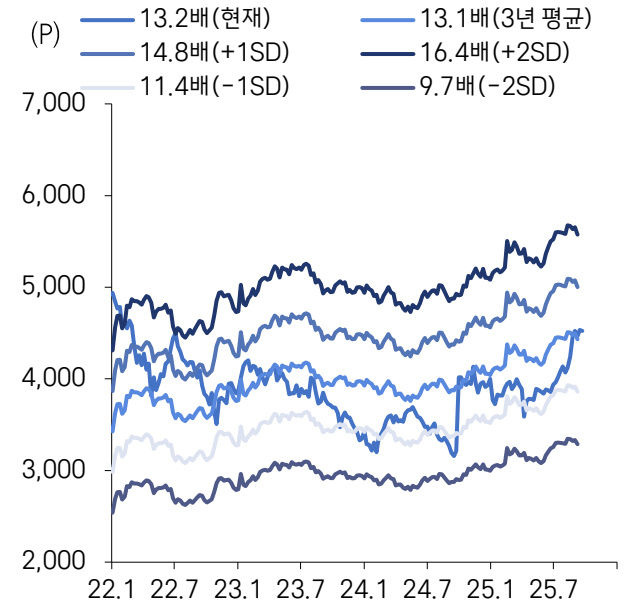
중국으로부터 아시아계 자금 유출



연간 EPS 전망치 추이



밸류에이션은 3년 수준까지 상승



주: 9월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

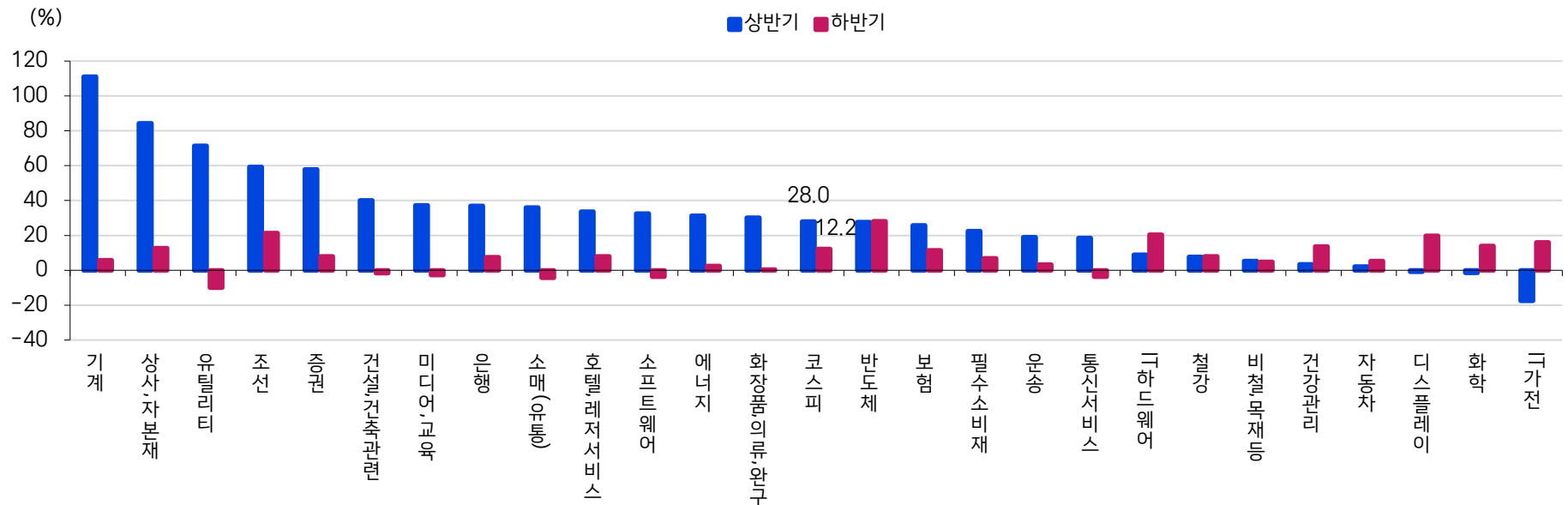
'25년 10월 금융시장 전망

국내 주식시장 전망

9월들어 세제개편 기대감 확대 및 반도체 업사이클 강화 기대감이 반영되며 높은 수익률 기록

- 상반기 28.0%상승한 한국 증시는 하반기 12.2% 상승하며 상승세 지속
- 한때 세제개편안 발표 이후, 한국 증시의 리레이팅 기대감 약화되며 투자자들의 차익실현 욕구를 강화
* 증시 활성화 기대감에 상승했던 증권, 밸류업 기대감이 높았던 지주 등에서 차익실현 매물 출회되며 순환매 나타남
- 9월들어 세제개편 기대감 확대 및 반도체 업사이클 강화 기대감이 반영되며 높은 수익률 기록

코스피 섹터별 상·하반기 수익률



주: 9월 22일 기준, 자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

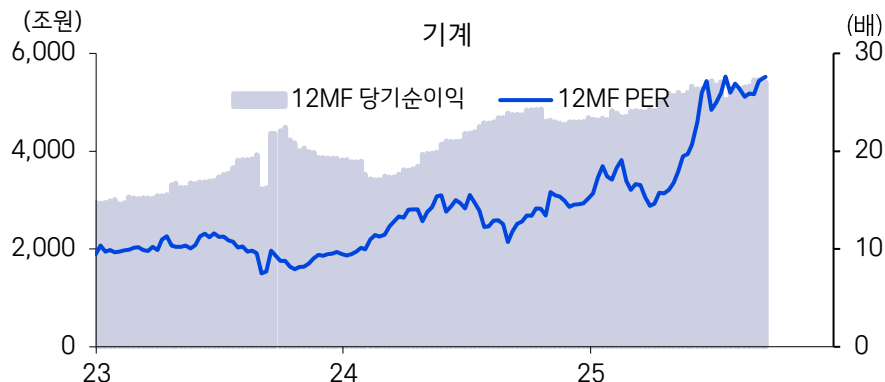
국내 주식시장

주도섹터의 추가 밸류 확장은 제한적

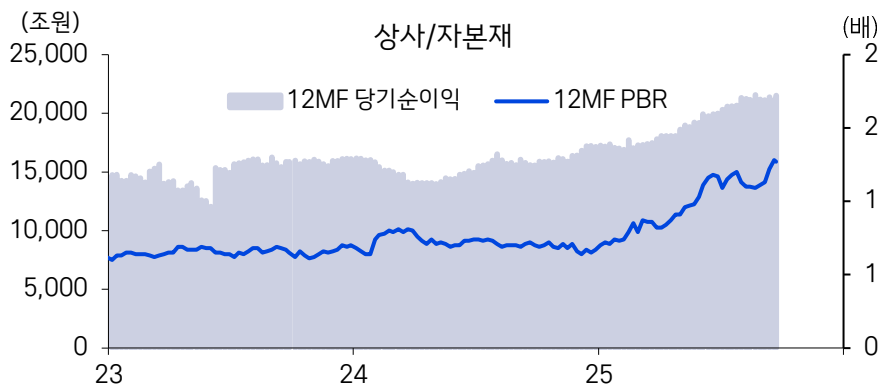
- 기계 : 12MF PER은 27배에서 상승세 약화, 현 멀티플 수준은 부담
- 증권: 증시 활성화/선진화 기대감 대부분 반영
- 상사/자본재(지주): 세제개편 수혜 반영되며 PBR 1.2 유지중
- 대부분의 급등 주도 섹터는 가파른 주가 상승이 진행되면서 정책 기대감과 이익 개선 기대감을 충분히 반영했다고 판단

주도섹터의 추가 밸류 확장은 제한적

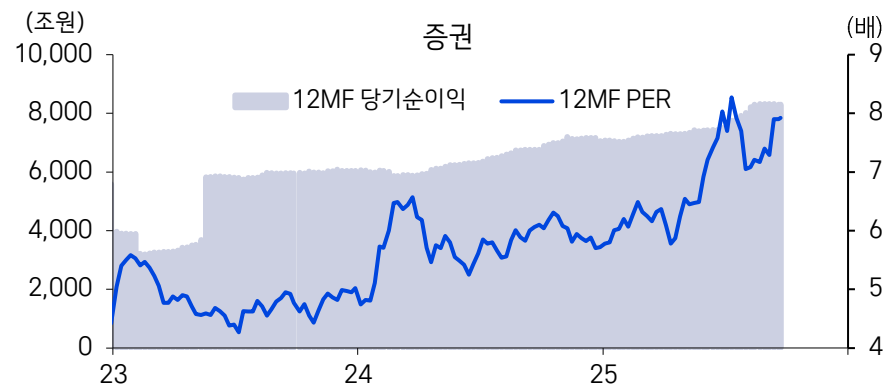
12MF PER 27배에서 상승세 약화, 멀티플 수준은 부담



세제개편 수혜로 PBR 1.2 배 유지



증시 활성화/선진화 기대감 약화에 밸류에이션 축소



주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

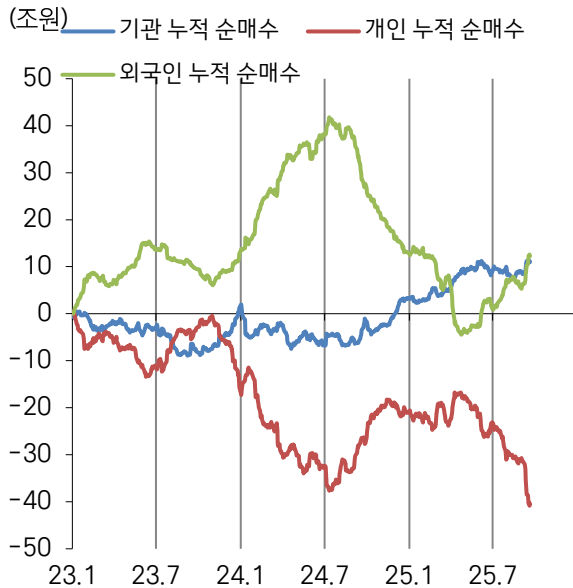
국내 주식시장

외국인, 정책 수혜 섹터에서 반도체로 관심 이동

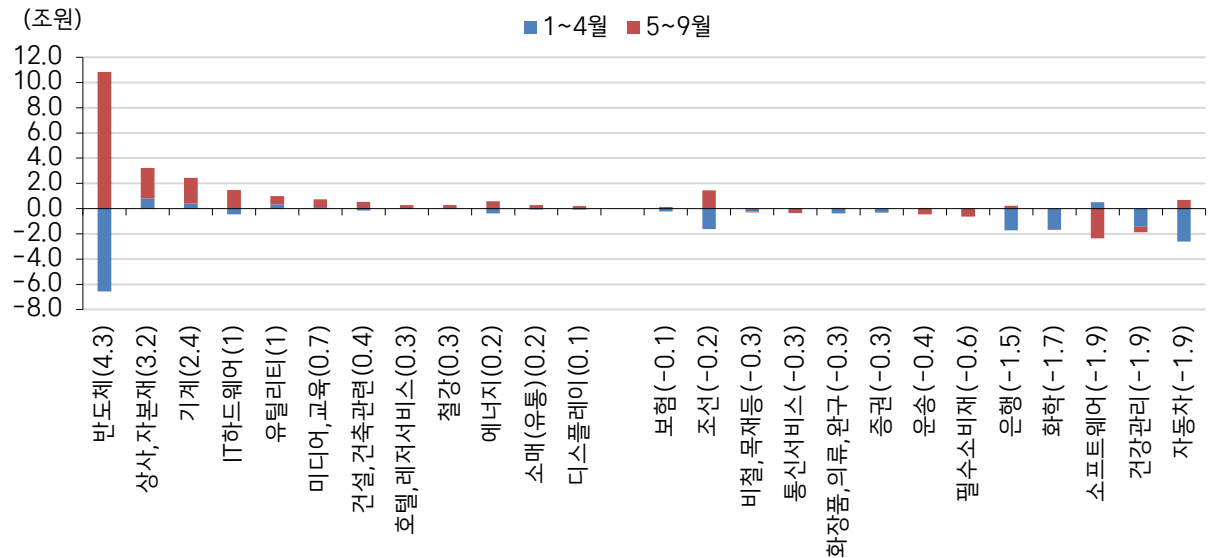
외국인들은 추세적 순매수세 지속, 차익실현 욕구 강화에 개인들은 순매도

- 상법 개정 등 법제화 조치 실행시 주주환원이 강화될 것이라는 기대감에 외국인 순매수 전환 * 7월말 세제개편안 발표 이후 추세적 유입 기조 약화
- 외국인들은 섹터들은 반도체, 상사/자본재, 기계 등 정책 수혜 섹터를 중심으로 순매수 * 5월 이후 반도체 섹터로 자금유입세 강화
- 한편 개인 투자자들은 차익실현 욕구가 강화되며 순매도 전환

연초이후 수급 주체별 누적 순매수



연초이후 섹터별 외국인 순매수 규모(YTD 누적 순매수 규모 순)

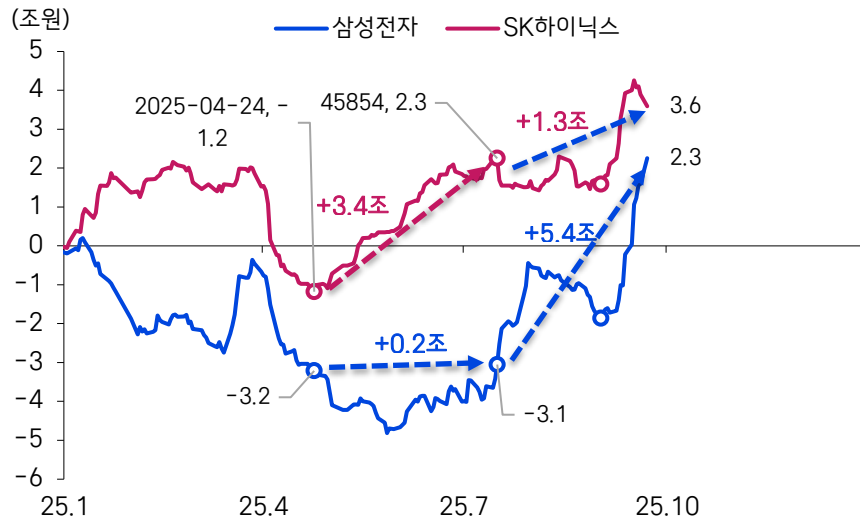


주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

2025년 상반기 SK하이닉스만 순매수하던 외국인들은 하반기들어 삼성전자로 중심으로 순매수

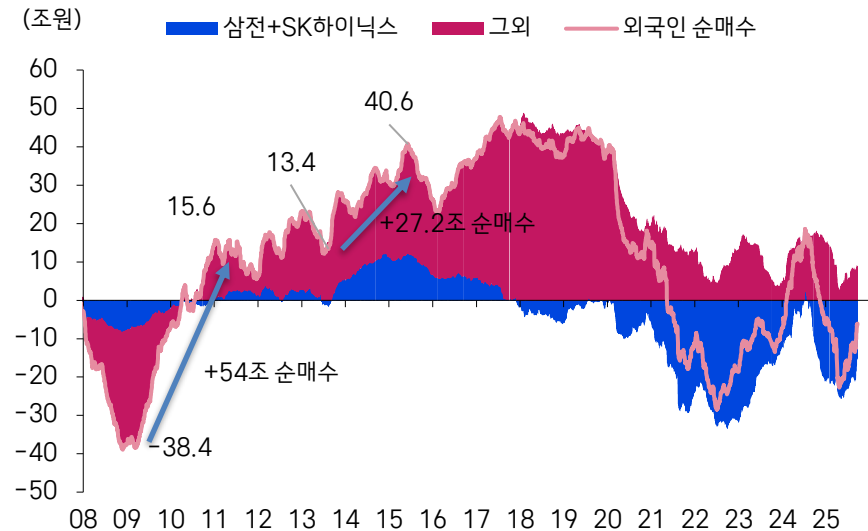
- 25년 4월 이후 글로벌 AI 모멘텀이 반영되며 외국인들은 SK하이닉스를 3.4조 순매수하는 반면 삼성전자는 0.2조 순매수
- 7월 들어 삼성전자의 테슬라 수주 이슈 및 엔비디아 밸류체인 편입 기대감 반영되며 외국인 순매수
- 한편 DDR4 EOL 이슈로 디램 가격이 상승한 것도 삼성전자로의 자금 유입 강화 요인으로 작용
- 과거 반도체 공급자 우위국면에서 외국인들은 추세적으로 한국 증시를 순매수했다는 점 염두

삼성전자를 중심으로 순매수하는 외국인



주: 9월 23일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

외인, 과거 패턴상 순매수 지속 예상

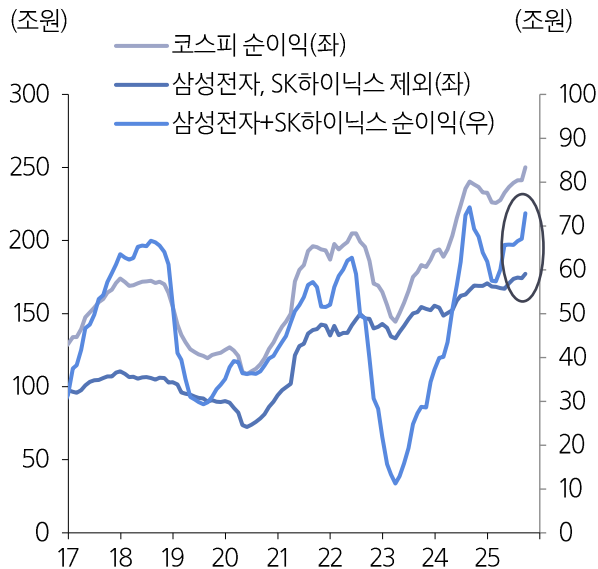


주: 9월 23일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

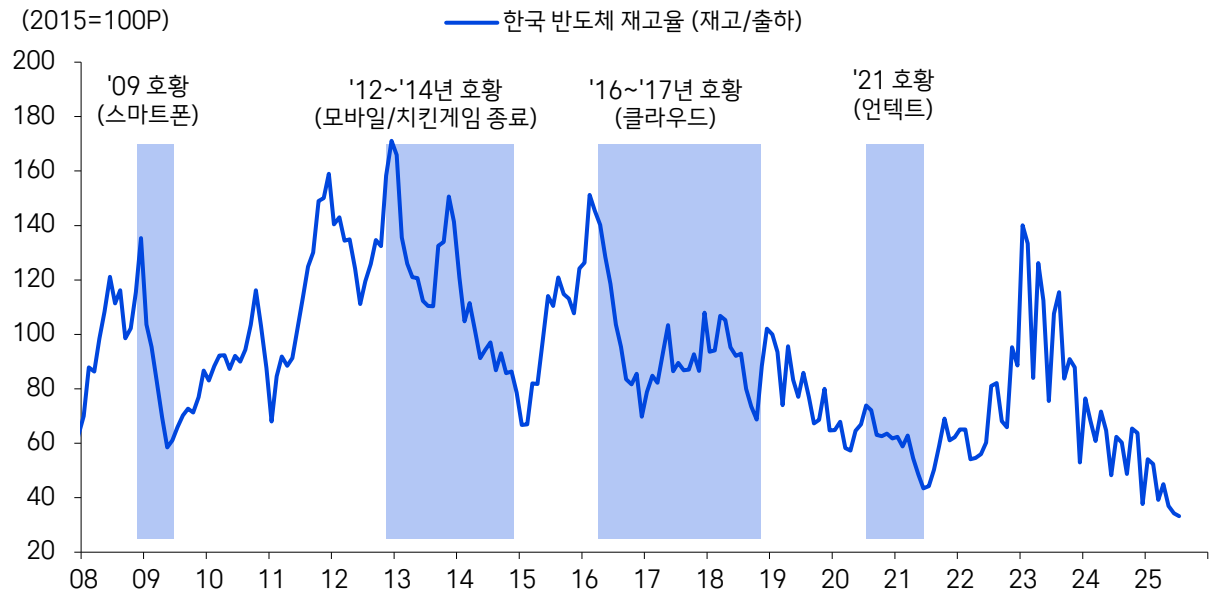
• 반도체 중심으로 한국 증시 이익 증가세 지속: 반도체 업사이클 지속될 가능성이 높다고 판단

- 코스피 순이익은 삼성전자 및 하이닉스를 중심으로 9월들어 빠르게 상향조정
- DDR 전환 이슈, 삼성전자의 AI칩 생태계 편입 기대감, 글로벌 AI 성장 등에 힘입어 한국 반도체 산업은 공급자 우위 장세가 지속될 것
- 한국 재고/출하 사이클은 역사적 저점이라는 점이나 업사이클 지속될 가능성이 높다고 판단

반도체 중심 이익 증가 전망



반도체 사이클: 공급자 우위 지속

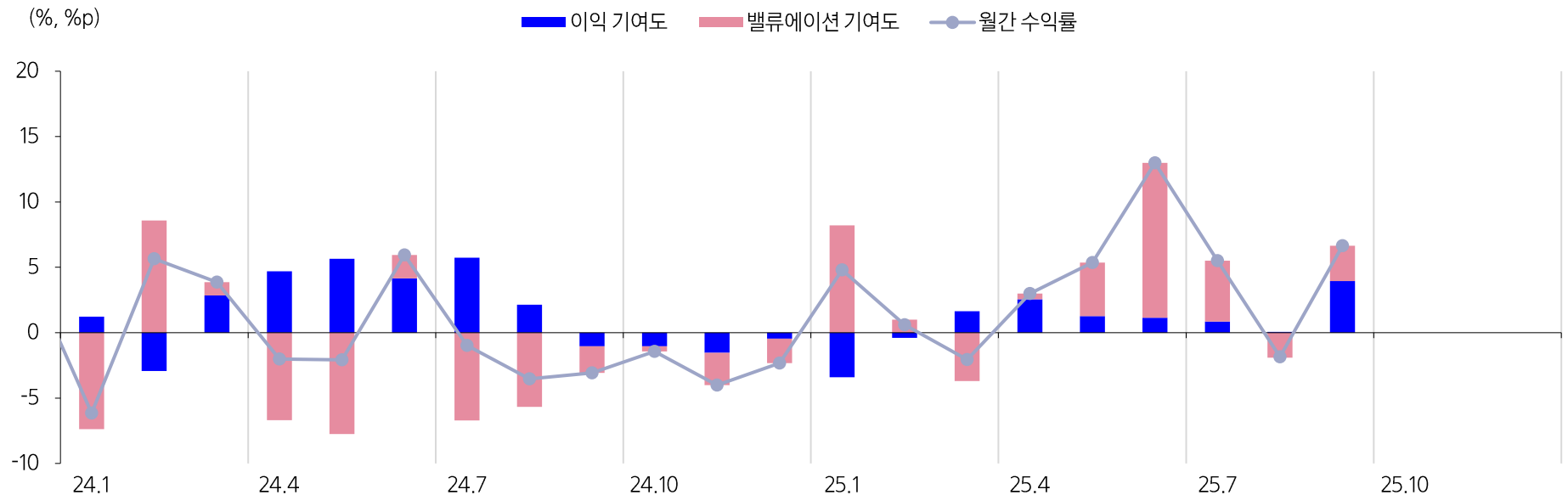


주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

반도체 업사이클 및 AI 사이클 탑승 등 고려 연말 코스피 3,700pt로 예상

- 반도체 업사이클 및 AI 사이클 탑승 등으로 이익 성장 기대감은 증시 상방요인
- 지수 상승 피로도 누적, 과도하게 쏠려있는 수급, 과도한 정책 기대감, 이익 과대계상 등은 리스크 요인
- 이익 모멘텀 강화 및 외국인 수급 고려 3개월 OW 의견 상향 *연말 3,700pt 전망

20년은 이익장세, 25년은 밸류 확장 장세 : 이익 장세 실현 가능성 ↑



주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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