

Contents

Summary	P.03
I. 미국 주식: 기승전결	P.04
II. 중국 주식: 다이내믹 차이나	P.76
III. ETF 전략: Bubble Portfolio	P.111

Compliance Notice

- 당사는 05월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법 에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.





Summary

미국: 기승전결

- 트럼프의 의무지출 보호·OBBBA 감세에 SLR 완화와 TGA 인출이 더해지며, 정책·민간 유동성과 실적 기반 성장세가 하반기 증시를 지지하는 구도. 다만 국채 공급-수요 미스매치, 에너지궤 물가·금리 부담, 중간선거 불확실성은 단기 조정의 빌미로 작용할 가능성. 조정 이후에는 정책 불확실성 소강, 미국으로의 자금 복귀, 중소기업 AI 확산, 에이전트·피지컬 AI 수익성 입증에 고점 우려를 희석하며 반등 흐름을 만들 전망
- 2H26 AI CapEx 사이클은 시장의 일부 피크아웃 우려와 달리 견조할 전망. 이는 Agentic AI 및 사용량 기반 과금 체제 도입으로 CapEx가 매출 연동 변동비로 재정되되기 때문이며, 이러한 매출 구조는 'CapEx 부담 → 멀티플 하락'이라는 비관론의 가설을 무력화. 2H26은 AI의 수익화 능력을 증명하는 시기가 될 것으로 보이며, 밸류체인 내 부가가치는 하이퍼스케일러에서 AI 인프라 업스트림으로 이동이 지속될 전망

중국: 다이내믹 차이나

- 경기는 공급 중심의 익숙한 성장 패턴 예상. 디플레이션 압력 완화는 기업 이익에 긍정적이나, 산업 전반 확산은 제한적
- 유동성 이후 실적 검증 시간. 상대적으로 이익 모멘텀을 보유한 ChiNext와 STAR50 중심의 본토 증시 선호
- 미국과의 격차 축소를 위한 투자 확대 지속 예상, AI 모멘텀 유효, 전력 수요 확대와 공급 불확실성으로 ESS 주목 필요

ETF: Bubble Portfolio

- AI CapEx 사이클이 이끄는 버블 장세 연장에 따라 AI 밸류체인 중심의 포트폴리오 구성 전략은 하반기에도 유효. 반도체-에너지-전력-네트워크-데이터센터-Physical·Agentic AI에 이르는 광범위한 기술 확산이 성장을 뒷받침할 것으로 전망
- 국가 안보 및 공급망 강화, 무역수지 개선 등 MAGA 구현이 가능한 정책 수혜주 주목(→ 에너지, 방산 등). 민간에서도 자본활용 여건 개선 중이며 자금조달 여력, 기술력 갖춘 민간 기업들의 확장성 기대(→ 우주항공, 금융 등). 지역 배분에 있어서도 AI궤 성장으로 인플레이-비용 압력을 상쇄할 수 있는 지가 선택의 주요 기준으로 작용할 것
- 지정학 불안과 에너지 가격 상승에 따른 소비 불균형 심화, 인플레이 우려 등 제약 요인들이 상존해 있으나 AI 사이클 연장 속 생산성 향상에 따른 '성장'이 이를 상쇄할 것으로 기대

2026년 하반기 미국 전망

기승전결





2026년 하반기 미국 전망 | 기승전결

중간선거를 향한 여정들

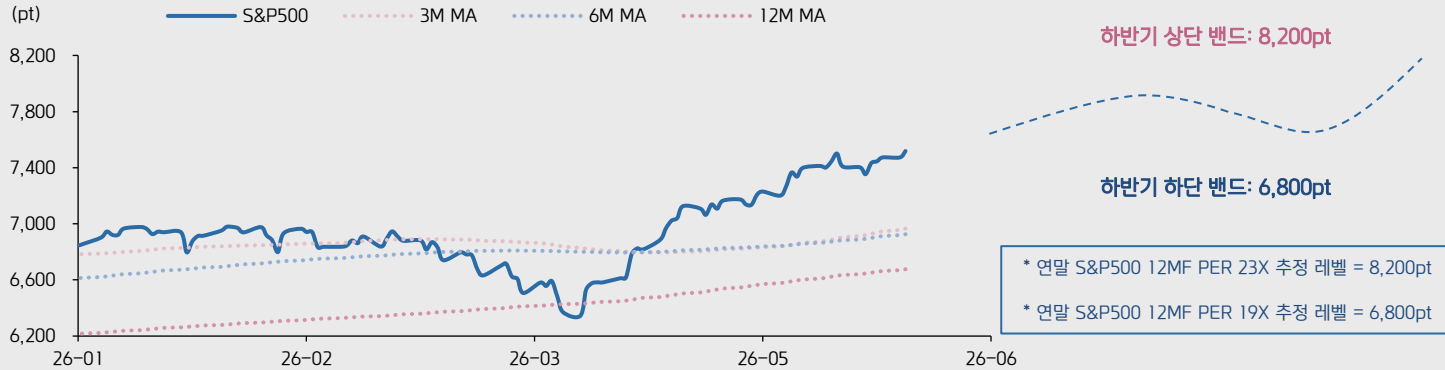
- 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프가 의무지출 보호와 OBBBA 감세를 동시에 추진하면서 재정지출이 자동 증가하는 구도 형성. 여기에 SLR 완화는 은행의 국제 흡수력을 높이고, OBBBA CapEx 즉시 비용처리는 기업 현금흐름을 개선하는 요인. TGA 인출 자금의 지준 유입, M2 증가율 상승, 견고한 실적 기반 성장세까지 더해지며 정책 유동성과 민간 유동성이 같은 방향으로 증시 하방을 지지하는 흐름
- 물론 국제 공급 확대와 수요 부진이 맞물리며 적자 및 장기물 발행 부담이 금리에 재반영되고, 에너지 가격발 물가·금리 부담도 증시 상단을 제약. 반도체 중심 고점 부담도 이에 일조. 나아가 중간선거를 앞둔 정책 변수 누적이 단기 변동성과 일시 조정의 빌미로 작용할 가능성 존재
- 다만 조정이 일단락되면 역대 모든 중간선거 이후 6개월간 증시가 상승 마감했던 패턴이 재현될 가능성이 높음. 반등 국면에서는 선제적으로 조정 받은 성장지수가 주도권을 되찾는 가운데 유럽 자금의 미국 회귀, 중소기업으로의 AI 생산성 확산, Agentic·피지컬 AI의 수익성 입증에 맞물리며 고점 부담을 완화하는 흐름으로 전환될 전망

AI 수익화의 본격적 시작 : CapEx 사이클이 견조할 수밖에 없는 이유

- 2H26 AI CapEx 사이클은 시장의 피크아웃 우려를 뚫고 견조한 흐름을 지속할 전망. Agentic AI발 'Production-grade' 수요가 토큰 소비의 기하급수적 팽창을 견인하는 가운데, 과금 모델이 사용량 기반으로 전환되며 CapEx는 매출 연동 변동비로 재정의되었기 때문. 이는 'CapEx 부담 → FCF 훼손'이라는 비관론의 가설을 무력화
- 2H26은 AI의 수익화(Monetization) 증명기로서 생태계 내 승자독식 역학이 강화될 전망. 투자 전략의 핵심은 두 가지로 압축됨. 첫째, 빅테크 중 수익화 채널이 다변화된 기업(MSFT, GOOGL)의 상대적 우위. 둘째, AI 인프라 업스트림(반도체·전력·네트워킹 등)으로의 알파 이동 지속
- IT - 인텔(INTC), 마이크론 테크놀로지(MU), 비코 인스트루먼트(VECO), 비코(VICR), 네비우스 그룹(NBIS), 산업재 - 엔벤트 일렉트릭(NVT), 블룸 에너지(BE)를 관심 종목으로 제시



2026년 하반기 미국 주요지수 전망



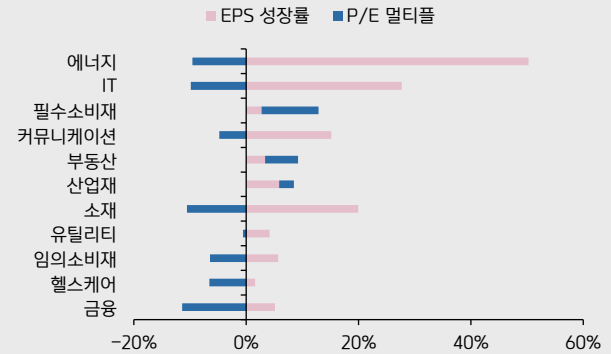
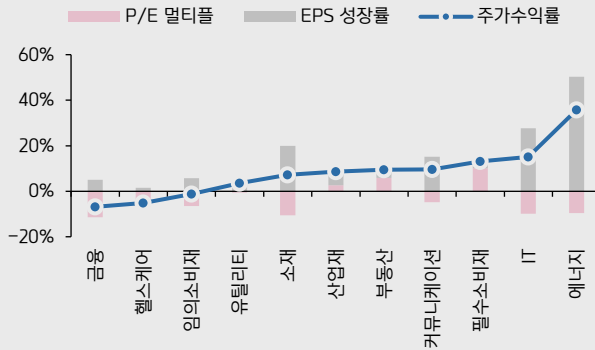
하반기 시나리오 | 기승전결

<p>1 상승 재료 현재 ~ 8월 중반 ▲</p> <p>이익성장률 M7 5사 CapEx 합계</p> <p>부양·이익 가속으로 위로 끄는 구간</p> <ul style="list-style-type: none"> M7 이익 +63.2% vs S&P493 +17.4%로 갭 확대 AI CapEx 가이드런스 지속 상향, 펀더멘털 떠받침 OBBBA·SLR 완화·TGA 방출이 동시 작동 	<p>2 조정 재료 8월 중반 ~ 11월 초 ▼</p> <p>T-Bill 월간 발행 중간선거 전·후 6M</p> <p>공급 부담·정치 헤드라인에 변동성 확대</p> <ul style="list-style-type: none"> T-Bill 발행 \$200→\$450bn, 채권 공급 가속 중간선거 전 정책 불확실성으로 증시 수익률 부진(+0.6%) 관세 헤드라인 + 자본지출 큰 빅테크 차익 실현 	<p>3 회복 재료 11월 초 ~ 연말 ▲</p> <p>스태이블코인 시총 선거 후 6M 수익률</p> <p>정치적 불확실성 해소, 유동성 누적 효과 기반 반등</p> <ul style="list-style-type: none"> 스태이블코인·SLR로 단기국채 수요 채널 확대 선거 후 정책 불확실성 완화에 의한 성장주 회복 기대 달러 다지는 구간, 환차익 청산되며 Non-US 자금 미국 회귀
--	--	--

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



상반기 산업별 수익률 비교 및 Break-Down



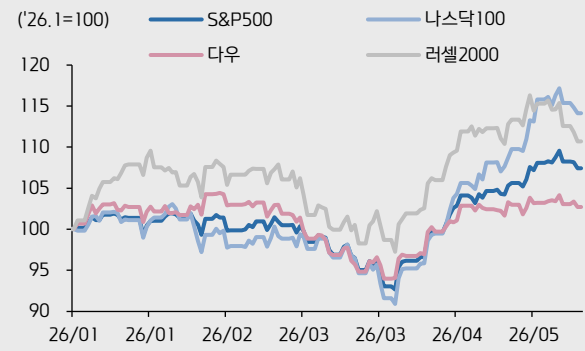
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

최근 4개년 S&P500 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주요 주가지수별 수익률 비교



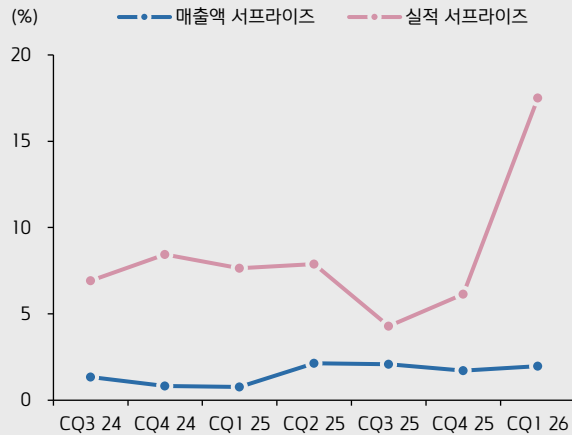
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 매출 성장 속도를 앞지른 이익 가속도

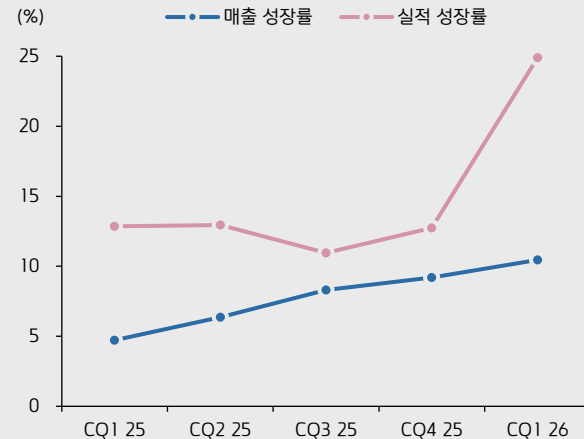
- S&P 500의 CY1Q26 매출액은 컨센서스 대비 +2.0%, EPS는 +17.5% 상회. EPS 서프라이즈 폭은 직전분기 +6.1%에서 약 3배 수준으로 확대된 모습
- YoY 성장률도 매출은 5개 분기 연속 가속해 +10.4%, EPS는 +12.8% → +24.9%로 두 배 가까이 확대. 매출 가속 폭(+1.3%p)보다 EPS 가속 폭(+12.2%p)이 크게 앞선 구도
- 이익 가속이 매출 가속을 앞서는 모습은 비용단 효율화가 함께 진행되고 있다는 신호. AI 도입에 따른 인건비·운영비 절감과 자동화가 배경으로 추정되며, 컨센서스가 이 속도를 따라가지 못한 점이 EPS 서프라이즈가 매출 서프라이즈를 웃돈 배경

S&P 500 매출액 · EPS 서프라이즈 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P 500 매출 · EPS 성장률 추이 (YoY)

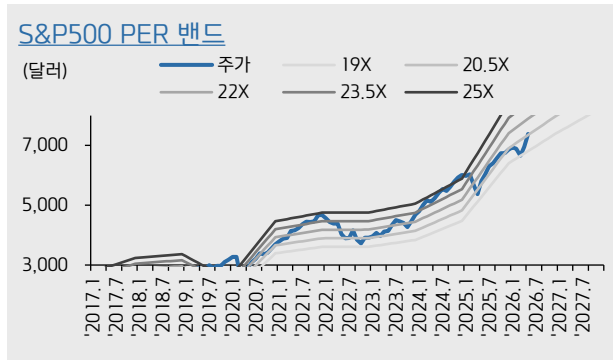


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

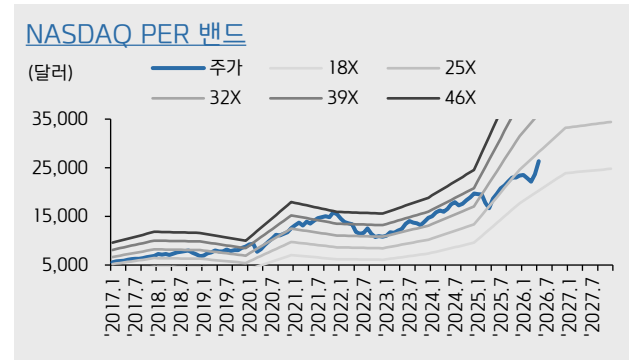


◆ 연초 밸류에이션 레벨을 회복하지 못한 미국 증시

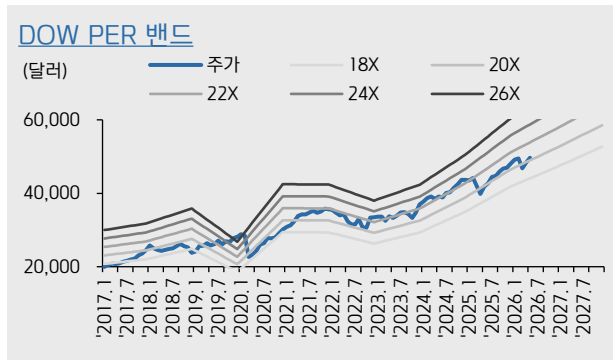
- S&P 500의 12MF PER은 20배 중반. 3월 이후 지수가 빠르게 반등했음에도, 연초 달성한 23배에 훨씬 미치지 못했다는 점을 감안할 때 현재 미국 증시 밸류 부담이 크게 누적된 상황은 아닌 모습. 20%대 EPS 성장률과 연초 조정 흐름이 부담을 덜어준 요인



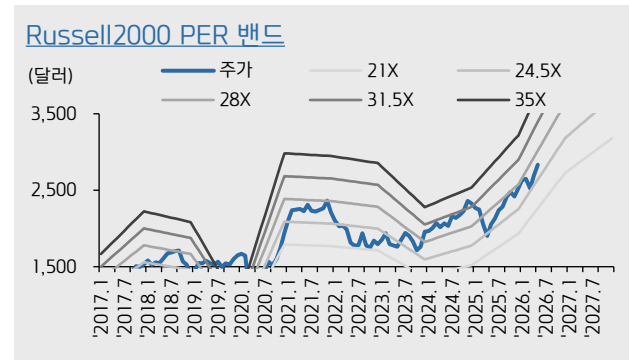
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



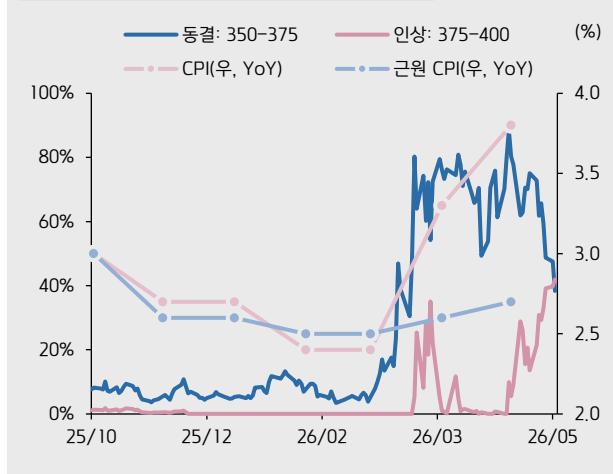
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ CPI 반등에 인하 기대가 후퇴, 일부 인상 베팅까지 나오는 구간

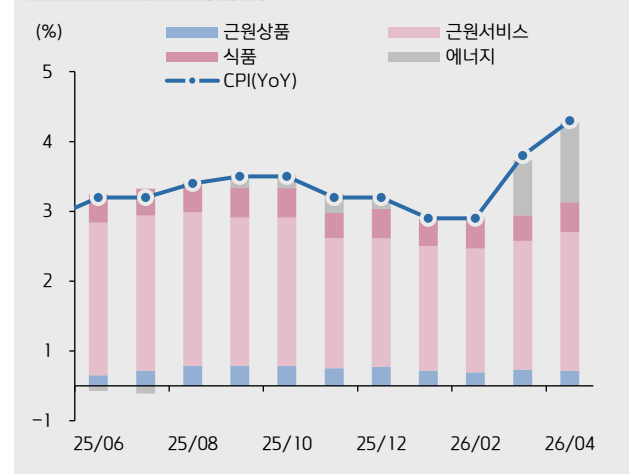
- CPI YoY는 3.3% → 3.8%로 반등. 인플레 우려가 재차 발생하자 12월 FOMC 동결 확률은 47.5% → 38.3%로 내려가고 인상 확률은 39.8% → 42.0%로 동결 확률을 역전
- 연초 이후의 갑작스러운 물가 상승은 에너지(+1.14%p) 증가분이 주도. 이를 제외하면 여전히 물가는 횡보 흐름을 이어가고 있기에, 에너지 가격이 향후 금리·기대 인플레이션에서의 핵심 변수
- 근원 CPI를 상품·서비스로 구분하면 근원서비스 기여(+1.98%p)가 상품(+0.22%p)을 크게 웃돌. 임금·주거비 같은 끈적한 서비스 물가가 여전히 물가 경로를 좌우하는 모습
- 종합할 때 호르무즈 해협 봉쇄에 의한 에너지 상승분 되돌림이 물가 안정에 트리거이며, 장기화될 경우 금리 경로에 대한 변화가 고착화될 수 있음. 트럼프는 이를 막기 위한 접촉을 진행 중이며, 지정학적 이슈가 소화될 경우 물가는 기존 안정 경로로 복귀할 것

CPI & 12월 FOMC에서의 금리 기대감



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Core CPI 및 구성항목



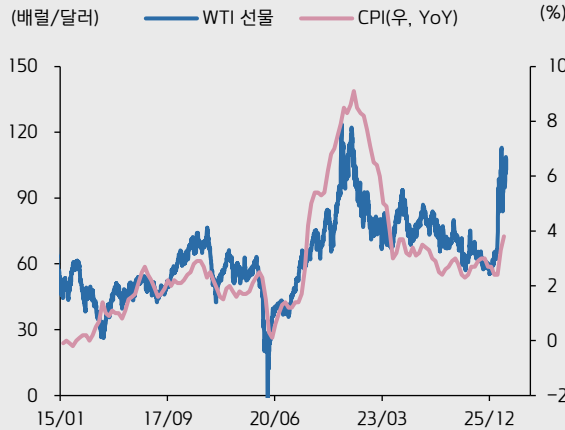
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 에너지궤 상방과 주거·소비궤 하방이 함께 작용하는 구간

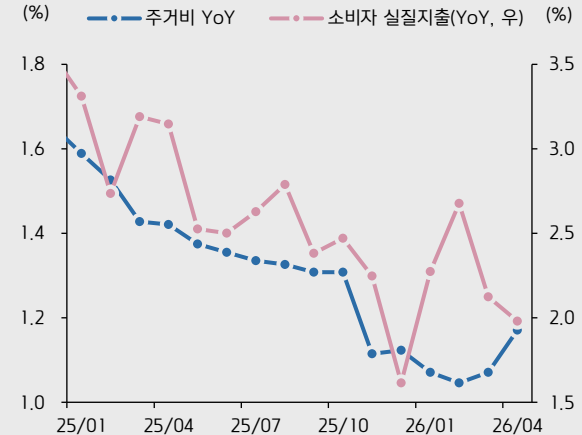
- (상방) WTI는 최근 고점 \$112.95에서 \$102.89로 약 9% 조정되었으나 여전히 \$100 상회 구간. 헤드라인 CPI가 3.3%→3.8%로 반등한 배경에 에너지 비용 전가가 자리
- (하방) 주거비 YoY는 1.17% 수준에서 안정, 실질소비지출은 2.12%→1.98%로 둔화. 수요단 압력이 약화되며 근원 물가의 추가 상방을 제어하는 요인이거나, 에너지 단기 변동성이 헤드라인을 흔드는 구조여서 채권금리 변동성 확대는 지속되는 흐름
- 앞서 언급했듯 미국-이란 협상 내용에 따라 단기적 에너지, 물가 향방이 결정될 수 있지만, 주거비 안정 및 소비자 실질지출의 점진적 둔화는 장기적 물가 방향성을 결정하는 재료. Bad(경기 둔화) is Good(물가 안정)의 시나리오가 하반기 재차 등장할 수 있음

에너지 가격 & CPI 헤드라인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주거비 가격 & 소비자 실질지출 추이



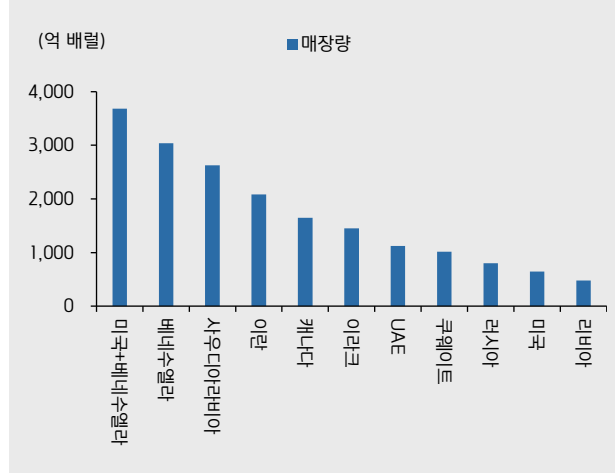
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 유가와 증시를 보면 과거와는 다른 지금

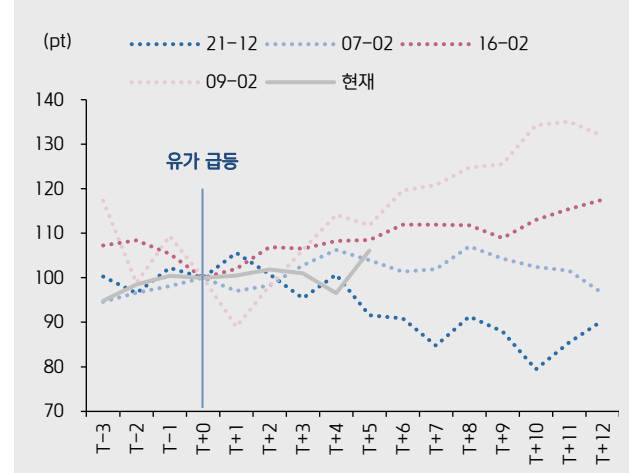
- 중동 분쟁이나 산유국 갈등이 부각될 때마다 유가 급등이 증시에 곧바로 부정적이라는 인식이 자리잡아 왔지만, 1970년대 두 차례 오일쇼크 국면에서만 12개월 후 미국 증시가 하락 마감했을 뿐 1990년 걸프전과 2008년 유가 급등 사이클에서는 오히려 두 자릿수 상승으로 마무리. 유가 충격 자체보다 그 배경에 있는 수요·정책 환경이 증시 방향을 갈라온 모습
- 이번 사이클은 미국이 세일 증산 여력을 보유하고, 베네수엘라 매장량까지 영향권에 끌어들이면서 사우디를 큰 격차로 제치고 세계 1위 매장국으로 올라선 구도
- 이에 유가가 일시적으로 튀더라도 미국의 공급 측 통제력이 과거보다 강화돼 있으며, UAE OPEC+ 탈퇴 등 주변 환경이 미국에 유리한 상황임을 감안할 때 시간이 흐름에 따라 증시에 대한 유가 여파는 2009년, 2016년 케이스와 같이 희석될 여지가 있다고 판단

매장량 기준 국가별 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

과거 유가 급등 이후의 시기별 주가 흐름



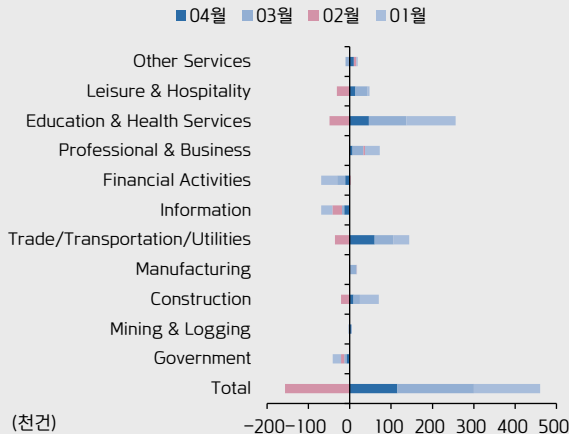
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 유가 급등 시점 주가 레벨 = 100, 주가는 S&P500



◆ 식어가고 있지만, 꺾이지는 않은 고용

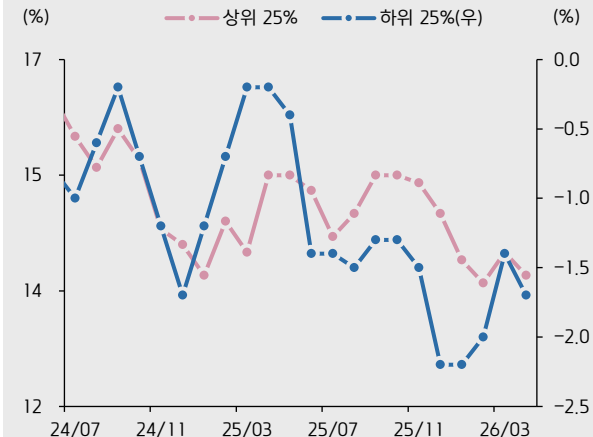
- 1~4월 누적 비농업 신규고용은 +30.4만건, 월평균 +7.6만건으로 2024년 월평균 +18만건의 절반 이하로 떨어진 상태. 2월 -15.6만건 감소 이후 3월 +18.5만건·4월 +11.5만건으로 다시 올라온 만큼, 추세 자체가 무너졌다고 보기는 어려운 수준
- 직군별로는 정보·금융 같은 사무직에서 누적 -6.9만·-6.7만이 줄어든 반면 교육·의료 +20.7만·무역·운수 +10.8만이 그 자리를 메우는 구도. 전체 고용 규모는 유지되지만 늘어나는 일자리와 줄어드는 일자리가 갈리고 있다는 점이 특징
- 임금 상승률은 상위 25% +13.7%, 하위 25% -1.7%로 격차는 여전하지만, 하위 임금이 마이너스로 돌아서면서 전체 임금 압력은 한 단계 낮아진 상태. 임금이 서비스 물가를 다시 밀어 올릴 가능성이 줄어든 만큼, 연준 입장에서는 추가 금리 인하의 명분이 한층 분명해진 환경

직군별 고용 건수 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

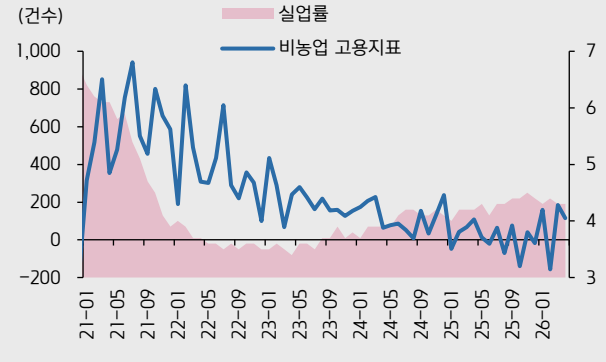
소득군 별 임금 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

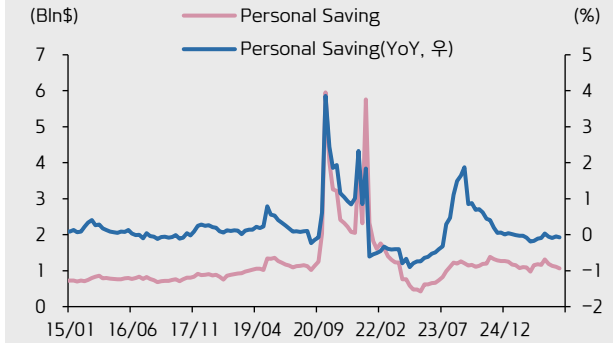


비농업 고용지수와 실업률



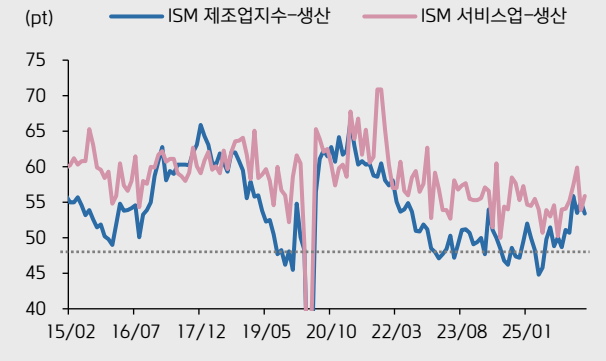
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실질 저축액 및 YoY 변화율



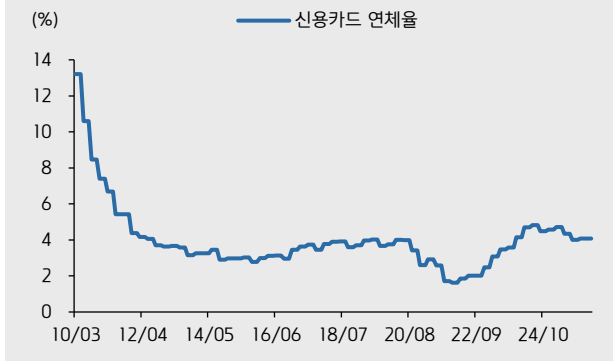
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

제조업 / 서비스업 Production Index



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

신용카드 연체율 추이



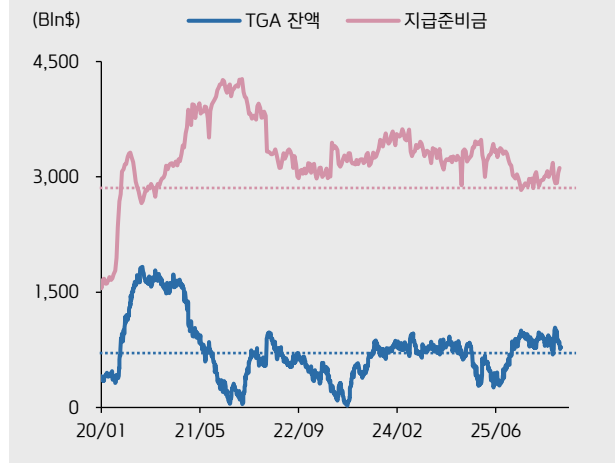
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 재무부 현금인 풀리고, 지급준비금이 받쳐주는 구도

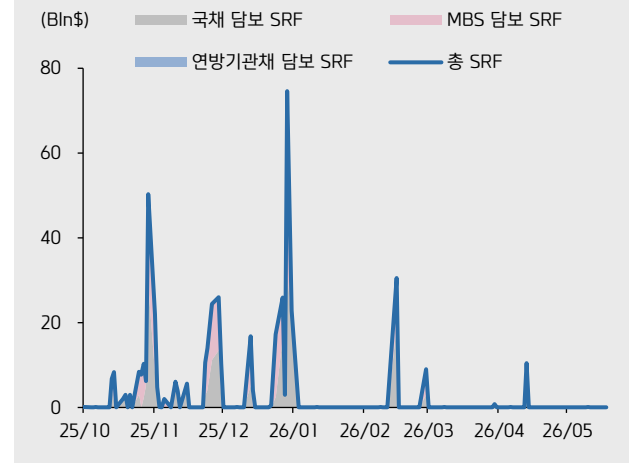
- 재무부 TGA 잔액은 4월 20일 1조 380억 달러에서 5월 20일 7,860억 달러로 한 달 사이 약 2,500억 달러가 시중으로 풀려나간 상태. 지급준비금도 5월 기준 3.12조 달러로 자산축소가 누적된 가운데에도 여유 있는 수준을 유지하고 있어, 시중에서 동원 가능한 현금이 단기간에 마를 단계는 아닌 상황
- 연준 상설 환매조건부증권(SRF) 사용액은 2025년 말 연말 자금 압박이 최고치 746억 달러(국채담보 315억 달러, MBS담보 431억 달러)를 찍은 뒤 사실상 제로로 돌아온 상황. 연준의 비상 창구를 끌어쓸 만한 단기자금시장의 긴장은 보이지 않으며, 지금의 유동성은 재정 쪽이 이어 받아 공급하고 있다는 점이 확인되고 있음

TGA와 지급준비금 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

연준의 SRF 사용액 추이

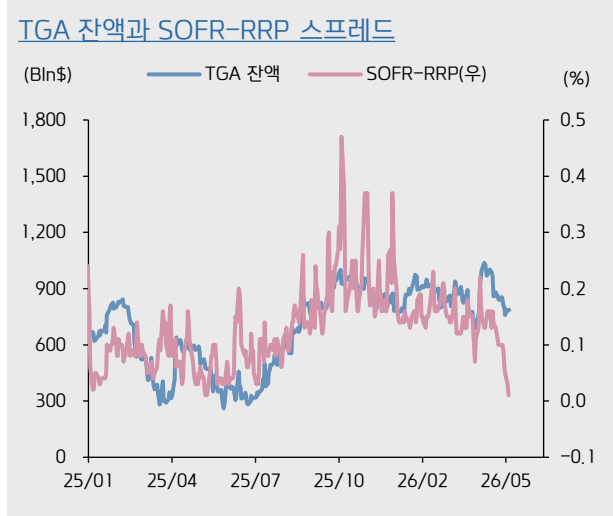


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

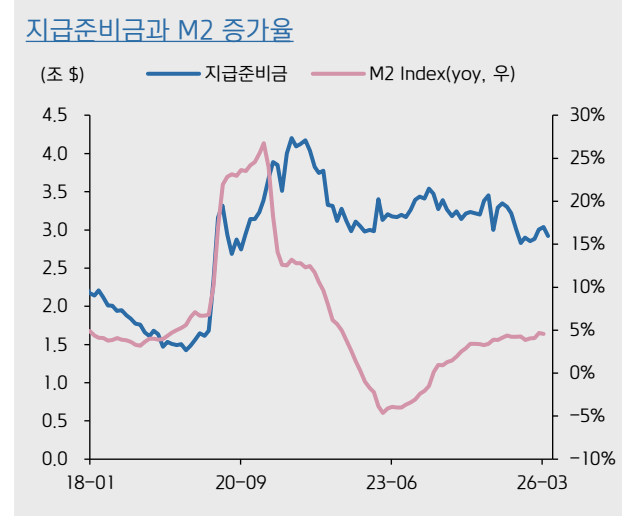


◆ 단기자금시장은 안정, 광의 통화량은 정상 궤도로 돌아온 흐름

- SOFR-RRP 스프레드는 5월 중순 들어 +1~9bp 좁은 범위에서 점차 축소되는 흐름(5/13 +9bp → 5/19 +1bp). 2019년 9월 레포 발작 당시 +325bp까지 튀었던 때와 비교하면 사실상 긴장 없는 구간이며, 재무부 TGA 잔액이 7,860억 달러로 내려오면서 시중에 풀린 현금이 단기금리를 정책금리 하단에 안정적으로 묶어두고 있는 상황
- 지급준비금은 5월 3.12조 달러로, 2019년 레포 발작 당시 1.43조 달러 대비 두 배 이상 두툽한 수준. 광의 통화량 증가율도 3월 전년대비 +4.6%로 2023년 마이너스 구간을 벗어나 정상 성장 궤도에 복귀. 통화량 회복은 위험자산에 우호적이지만, 팬데믹기 +26%처럼 과잉 유동성과는 거리가 있어 자산가격을 자극할 만한 수준은 아님



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



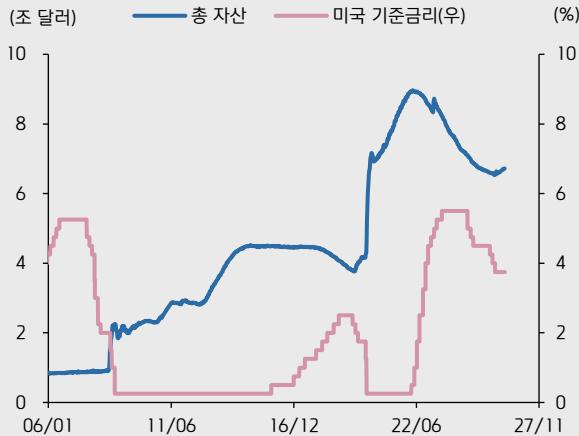
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 대차대조표 축소를 주장하는 케빈 워시 체제

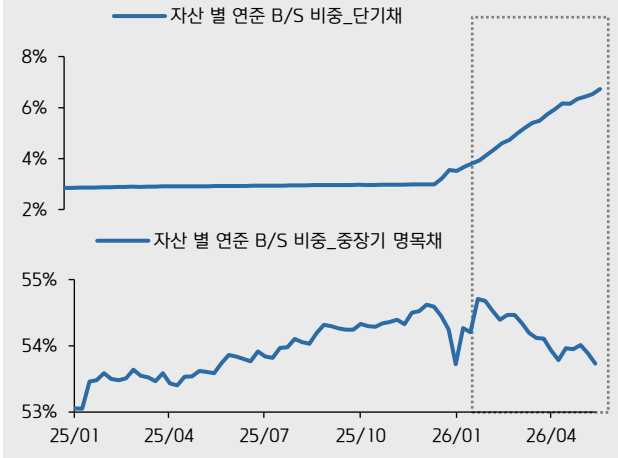
- 역사적으로 자산 축소와 금리 인하의 동시 진행은 사례를 찾기 어려움. 2019년 7/31 FOMC는 같은 날 첫 인하와 QT 조기 종료를 동시에 발표하며 두 정책의 충돌을 피한 분기점, 그럼에도 QT 종료 후 9월 레포 발작이 발생하며 지준 임계의 무서움을 드러낸 사례
- 단기채 비중은 2003년 약 33%에서 QE를 거치며 현재 6.7%까지 압축, 중장기 명목채 비중은 53.7% 수준 유지로 ALM 미스매치가 누적된 상태. 파월 체제가 2025년 10/29 FOMC에서 단기 T-bill 롤오버를 결정하며 12월부터 월 400억 달러 매입 개시, 워시 체제는 이 단축 기조의 가속자 위치
- 듀레이션이 짧아질수록 민간이 흡수해야 할 장기물 공급은 늘어나며 텀 프리미엄 확대 압력으로 작동. 10년물이 4.6%대로 다시 오른 배경과도 정합, 축소 의지와 단기 정책금리 인하 추구가 공존하며 커브 스티프닝이 강해지는 환경이 케빈 워시 체제 속 시나리오

자산 축소와 미국의 기준금리 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

연준 대차대조표 흐름과 구성 변화



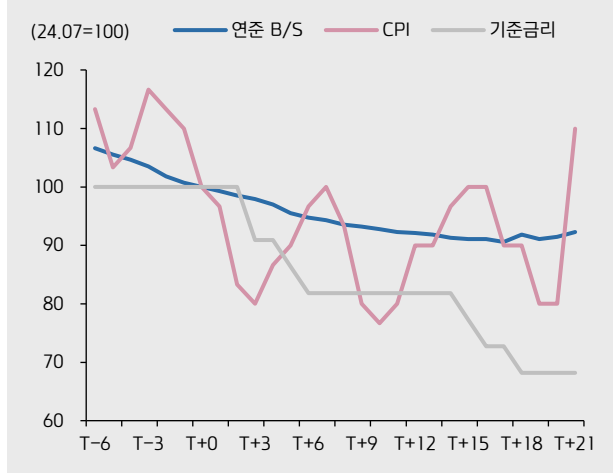
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 대차대조표 축소가 증시에 주는 직접적 영향은 미미

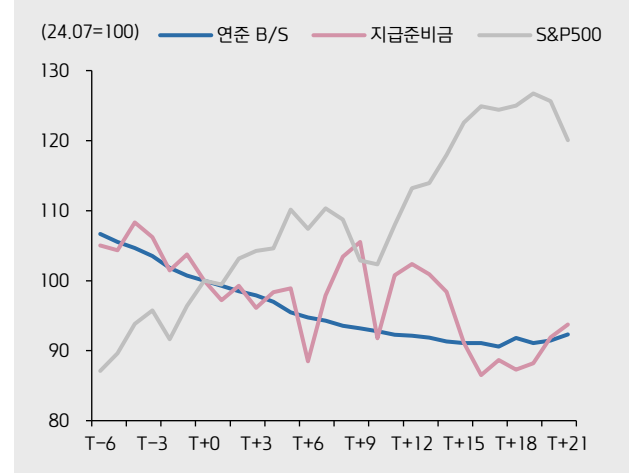
- 관찰 기간 동안 연준 자산 인덱스는 106.7→92.3으로 약 14% 줄어든 반면 CPI는 110 부근에서 의미있는 추세를 보이지 않음. 잔액 축소가 인플레이션을 직접 끌어내리는 경로는 약하고, 효과는 통화량보다 자금시장 채널을 통해 발현되는 흐름
- 기준금리는 +16개월까지 100 유지 후 +17~+21개월에 걸쳐 68.2까지 약 32% 인하. 지급준비금은 QT 누적으로 꾸준히 흘러내려 +16개월 86.5 저점에서 2019년 9월 레포 발착을 유발, 이후 not-QE 명목으로 단기물 매입이 개시되며 93.7로 반등. 잔액 축소의 한계선은 인플레이션이 아니라 기준 임금 수준
- S&P500은 87.1→120.1로 약 +38% 상승, 잔액 축소 진행 중에도 위험자산은 견조. 결정 변수는 잔액 축소 자체가 아니라 기준 레벨과 단기자금시장 안정이며, 2025년 말부터 시작된 단기 T-bill 매입과 워시 체제의 가속 기조도 같은 학습 효과의 산물

B/S 잔액 축소와 CPI · 기준금리 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

24년 7월 이후 지급준비금과 S&P500의 반응



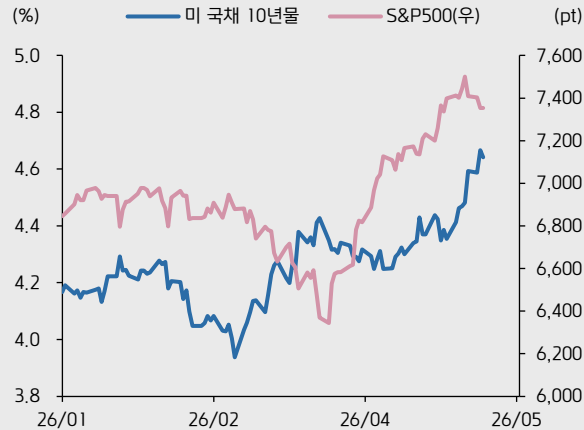
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 高 金리 환경에서도 증시가 버틸 수 있는 이유

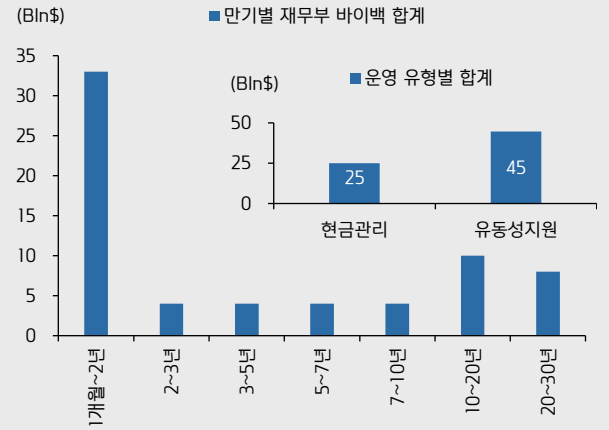
- 미 국채 10년물은 2월 저점 약 4.0%에서 5월 4.6%대로 약 60bp 상승했음에도 S&P500은 동기간 사상 최고치 부근까지 동반 강세. 재정확장·관세 전가·AI 자본지출이 만들어내는 명목성장 베틱이 채권 금리 부담을 앞서는 흐름
- 재무부 5~8월 예정 바이백은 총 약 670억 달러 규모로, 1개월~2년 단기물에 330억 달러(49%)가 집중되고 운영 유형도 유동성지원이 448억 달러(64%)로 다수. 단기 롤오버 부담 경감과 시중 유동성 공급에 무게가 실리는 운용 패턴
- 이러한 유동성 지원이 장기채 금리 상승 압력이 지속되고 있는 환경에서도 증시가 버틸 수 있는 하나의 요인

미 국채 10년물 금리와 S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무부 바이백 분해 (단기·유형별)



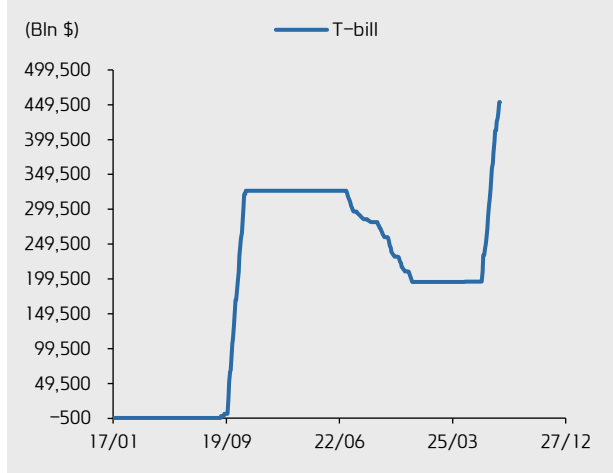
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 공급은 빠르게 늘고 수요는 달러로 쏠리는 흐름

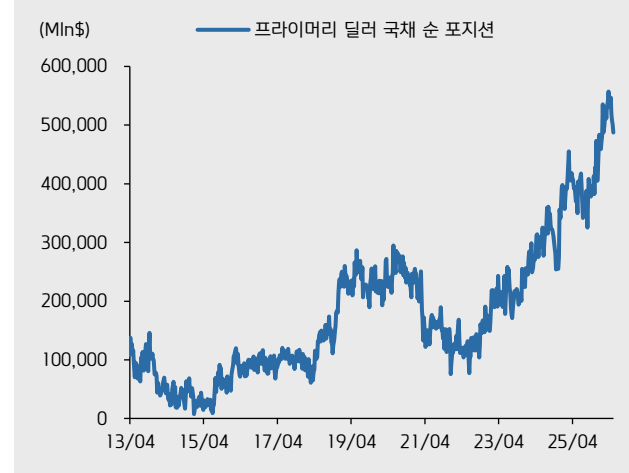
- T-bill 발행 계획은 2025년 초 약 2,000억 달러에서 최근 4,500억 달러로 약 1년 만에 2배 가까이 늘어난 흐름. 부채한도 해소 직후 재무부가 현금 잔고를 다시 채우는 과정과 워시 체제의 단기물 위주 발행이 겹치며 공급이 단기에 집중
- 프라이머리 달러 국채 순포지션은 5/13 4,870억 달러, 3/25 사상 최고 5,570억 달러 이후에도 1년 전 3,500억 달러 대비 40% 가까이 늘어 있는 상태. 늘어난 공급의 상당분을 달러가 떠안고 있다는 뜻으로, 외국인·연기금 등 비전통 매수자의 흡수 여력이 그만큼 줄어든 신호
- 달러 채고 부담이 한계에 가까워지면 입찰 고리·간접입찰 비중 하락으로 곤장 드러나면서 텀 프리미엄을 한 단계 더 밀어올리는 압력. 지금은 흡수되고 있어도 중기적으로 채권 변동성과 금리 상단을 키울 수 있는 지점

재무부 T-bill 발행 계획



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

프라이머리 달러 국채 순포지션



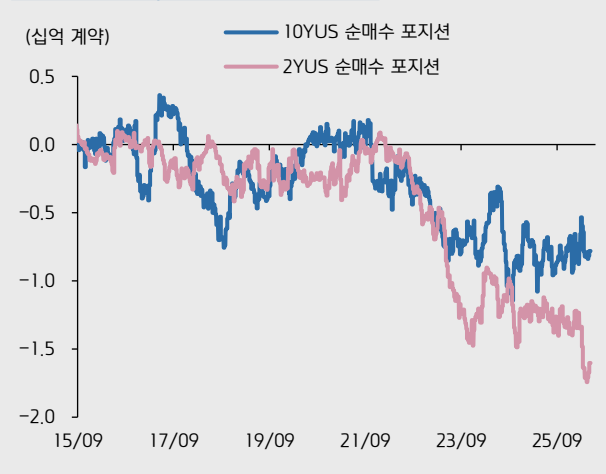
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 유의해서 봐야 할 베이스 트레이드

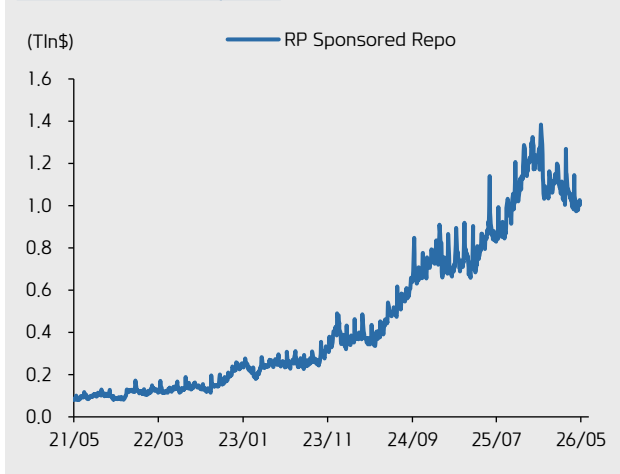
- 베이스 트레이드는 헤지펀드가 국채 현물을 사고 같은 만기의 국채 선물을 파는 거래로, 둘 사이의 작은 가격차를 차익으로 가져가는 전략. 현재 미국채 선물 순매도는 2Y -1.60M 계약·10Y -0.78M 계약으로 사상 최대 수준까지 늘어난 상황
- 베이스 트레이드 거래의 자금줄인 Sponsored 레포 잔액은 5월 기준 1조 달러 부근에서 움직이며 연초 피크 1,38조 달러에서 일부 되돌림. 이는 22년 1,000억 달러에서 약 10배 늘어난 규모로, 단기자금시장 한 곳에 베이스 트레이드의 레버리지가 쌓여 있는 흐름
- 앞서 언급한 미국채 순매도 포지션 급등은 T-Bill 공급 확대와 SOFR 금리 하락(조달 비용)이 맞물려 베이스 트레이드가 증가한 효과일 수 있으며, Sponsored 레포가 아닌 MMF에서 자금을 직접 조달하는 경우도 보고되기 시작함
- 이러한 거래는, 평소 수급의 빈틈을 메워주는 유틸리티 역할이지만, 레포 금리가 출렁이거나 증거금 부담이 한꺼번에 커지면 헤지펀드가 포지션을 빠르게 줄이는 과정이 따라오기에, 유동성 환경이 흔들릴 때 국채 금리 변동성을 키우는 요인으로 작용 가능

헤지펀드 미국채 선물 순매도 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

스폰서드 레포 잔액 추이

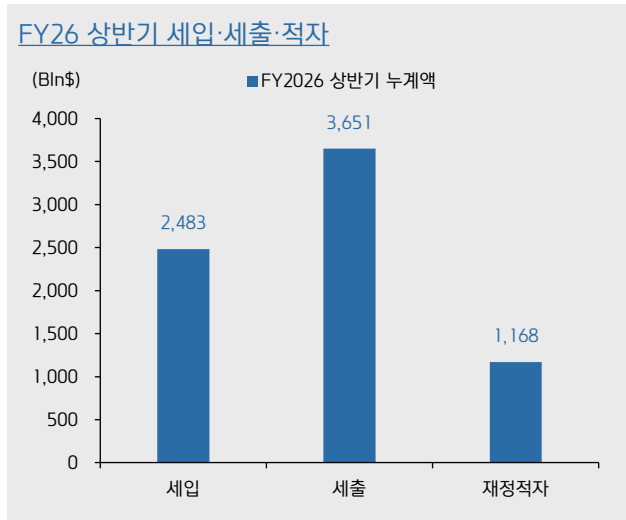


자료: Fed, 키움증권 리서치

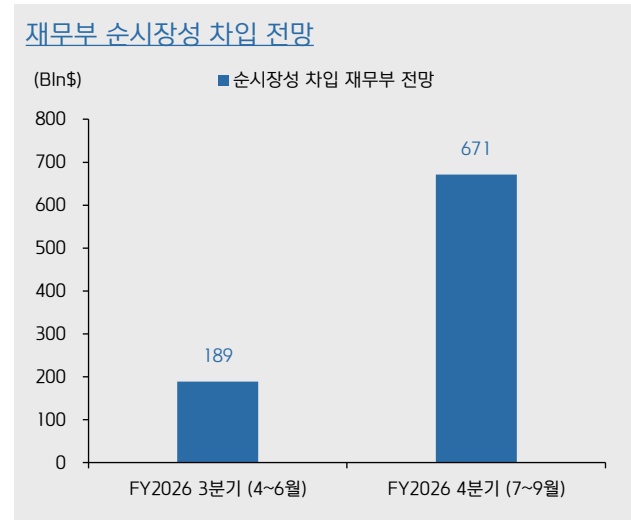


◆ 정치 일정에 민감해지는 구간: 적자와 차입

- FY2026 상반기(2025/10~2026/03) 누계 기준 세입 2조 4,830억 달러·세출 3조 6,510억 달러로 적자가 1조 1,680억 달러. 세출이 세입의 약 1.5배에 달하는 구조가 그대로 이어지는 흐름
- 재무부의 순시장성 차입 전망은 FY2026 3분기(4~6월) 1,890억 달러에서 4분기(7~9월) 6,710억 달러로 한 분기 사이 약 3.5배 확대. 회계연도 후반으로 갈수록 시장이 흡수해야 하는 물량이 빠르게 늘어나는 일정
- 적자 고착과 차입 가속이 겹치는 국면에서는 중간선거·예산 협상·부채한도 같은 정치 이벤트가 금리와 달러 변동성으로 바로 옮겨붙는 경향. 재정의 자유도가 좁아진 만큼 정책 헤드라인에 시장이 평소보다 민감하게 반응할 수 있는 환경



자료: CBO, 키움증권 리서치



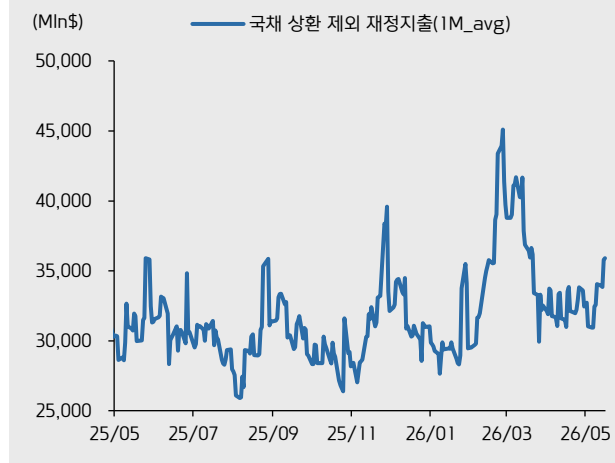
자료: CBO, 키움증권 리서치



◆ 의무지출에 정책 의지가 더해지는 중간선거 앞 구간

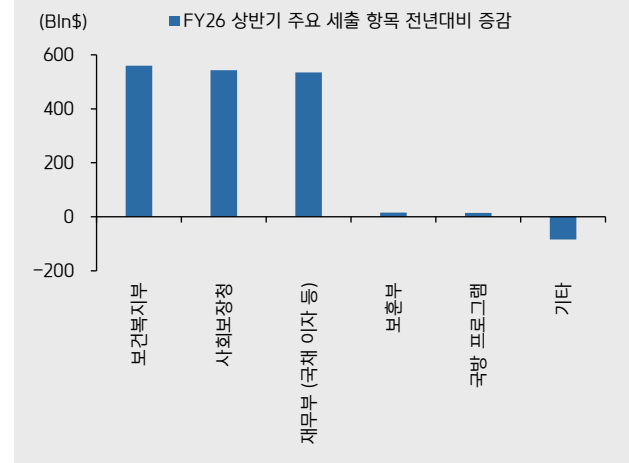
- 국채 상환을 제외한 일평균 재정지출(1개월 평균)은 2023년 초 약 270억 달러에서 최근 360억 달러 부근까지 약 30% 확대. 이자 지출을 빼고 봐도 추세 자체가 한 단계 올라간 흐름이며 단기 변동만으로 설명되기 어려운 수준
- FY26 상반기 세출 증가는 보건복지부 +5,590억 달러·사회보장청 +5,430억 달러·재무부(국채 이자) +5,340억 달러에서 거의 다 발생. 이미 묶인 의무지출이 베이스라인을 끌어올리는 가운데, 행정부는 그 위에 OBBBA와 같은 카드를 얹어 부양 효과를 추가하는 모습
- 지지율이 낮은 상황에서 중간선거를 치러야 하는 트럼프 행정부 입장에선 재정 카드를 적극적으로 쓰려는 동기가 큰 시점. TGA에 쌓인 현금과 OBBBA·SLR 완화로 동원 가능한 수단이 함께 마련돼 있어, 하반기 이자 외 재정지출이 의도적으로 더 확대될 가능성이 부각되는 구도

일평균 재정지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FY26 상반기 주요 세출 항목 증감



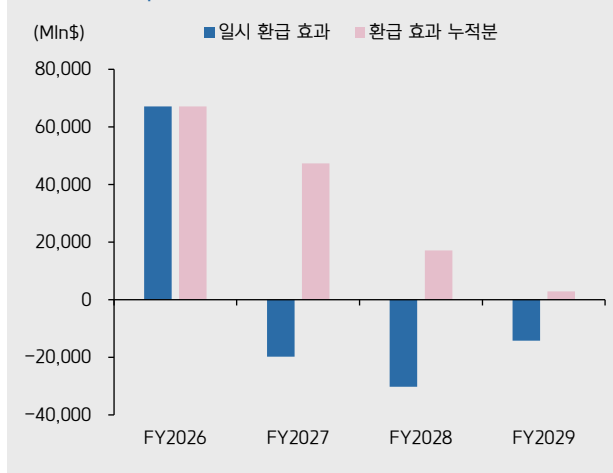
자료: Fed, 키움증권 리서치



◆ OBBBA는 기업 현금, SLR 완화는 은행 국채 수요

- OBBBA의 CapEx 환급은 FY26 일시효과 +670억 달러로 집중되는 구조 - 즉 하반기 들어 기업으로 현금이 유입되는 트리거가 작동하는 시점. 4년 누적은 거의 0으로 본질은 시점 이동이지만, 현금이 실제로 흘러들어오는 단기 구간에 부양 효과가 응축
- 다만 실제 환급 신청은 IRS 처리 백로그가 신고연도별로 2~9개월까지 벌어진 상태. 최근 연도일수록 지연이 길어 부양 효과는 한 번에 쏟아지기보다 하반기 내내 분산되어 시장에 흘러갈 가능성
- SLR(은행 보충 레버리지 비율) 완화는 국채·지급준비금을 분모에서 일부 빼주는 조치로, 은행이 국채를 더 들고 있어도 자본 부담이 줄어드는 효과. 헤지펀드 베이스스 외에 은행이라는 또 다른 흡수 주체를 더해주는 수단으로, 기업 부양과 수급 보강이 같은 시점에 함께 작동하도록 짜인 흐름

OBBBA CapEx 환급 효과 연도별 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

IRS 환급 신청 백로그 추이

신고연도	실효 마감	신청일	백로그
2022년 (23.4.15 신고)	2026.04.15	26년 3월 신청분	2개월
2022년 (23.10.15 연장신고)	2026.07.06	26년 2월 신청분	약 3개월
2023년	2026.07.06	26년 1월 신청분	약 4개월
2024년	2026.07.06	25년 8월 신청분	약 9개월

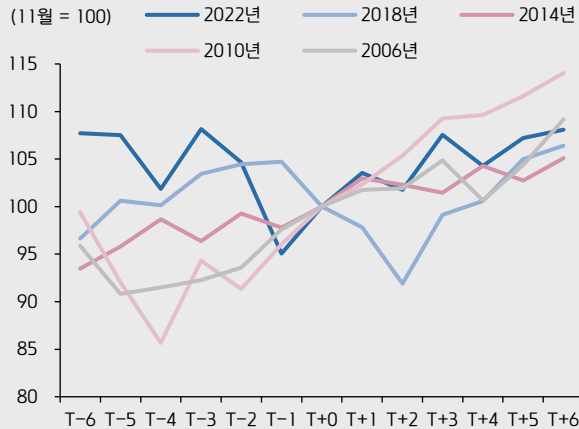
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 선거 직전 변동·직후 반등은 역대 반복돼온 패턴

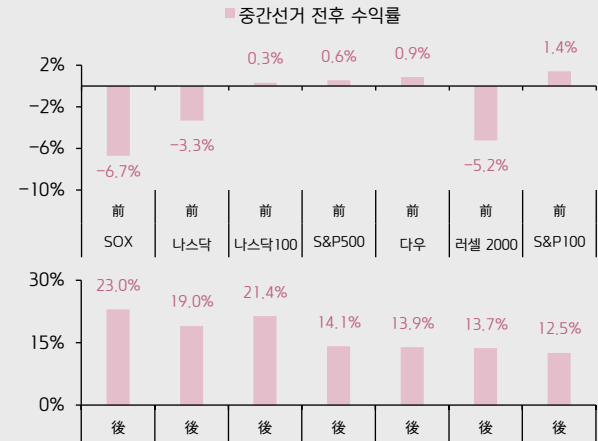
- 역대 모든 중간선거에서 선거 직후 6개월 S&P500은 모두 플러스(+5~14%)로 마감. 선거 직전 6개월은 들쭉날쭉한 변동성 구간이었던 반면, 결과 확인 이후엔 일관되게 회복 흐름이 따라온 모습
- 지수별로 보면 전 6M 평균은 0% 부근으로 부진하다 후 6M에는 성장지수가 더 크게 반등. SOX +23.0%·나스닥100 +21.4%·나스닥 +19.0%로 S&P500 +14.1%·다우 +13.9%를 두드러지게 상회. 채권 금리 부담 등으로 먼저 차익실현 압력에 노출되는 빅테크·반도체가 결국 회복 국면을 주도해온 흐름
- 이번 사이클은 TGA 현금·OBBBA 환급·SLR 완화 같은 정책 수단이 같은 시점에 맞물려 있어 과거 패턴이 더 강하게 반복될 여지. 선거 전 구간은 관세·정치 헤드라인에 흔들릴 수 있지만, 시간이 지날수록 부양 효과가 자리잡으며 성장주 중심의 반등 시나리오가 무게를 키워가는 구간

역대 중간선거 전후 S&P500 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지수별 중간선거 전후 6M 수익률



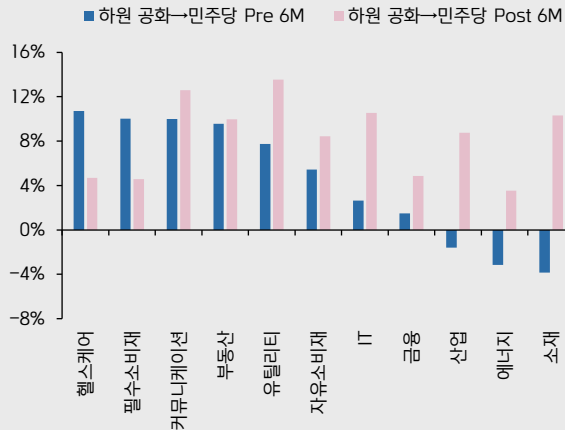
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중간선거 시나리오별 정책·산업 영향

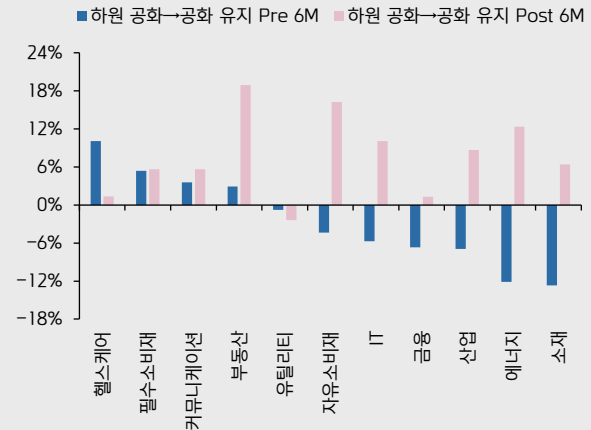
- 선거 전 6개월은 시나리오에 따라 섹터 명암이 갈리지만, 선거 후 6개월엔 양쪽 모두 모든 섹터가 플러스로 회복되는 흐름. 정책 불확실성 해소 자체가 위험선호를 끌어올리는 구간
- 하원 공화당 유지 시 - 선거 전 경기민감주가 조정된 뒤 후반 6개월에 부동산·자유소비재가 두 자릿수 되돌림. 추가 감세·관세 환급 입법 통로가 살아 있고 친환경 규제 환수도 이어져 전통 에너지·원전·국방·은행·중소형주 우위, 재생에너지·헬스케어는 부담
- 하원 민주당 탈환 시 - 선거 전엔 헬스케어·필수소비재 등 방어주가 우위, 후반 6개월엔 유틸리티·커뮤니케이션 중심으로 모든 섹터 플러스 정렬. 추가 입법은 막히는 대신 재생에너지·헬스케어 정책 불확실성이 완화되고, 부채한도 총출과 빅테크·방산 대상 의회 조사가 새 변수

공화 하원 상실 시 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

공화 하원 유지 시 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

참고: 정치 지형 변화와 중간선거 전후 평균 수익률



연도	대통령	상원	하원	여당	연도	대통령	상원	하원	여당	선거연도	수익률 평균	
1989	조지 H. W. 부시	민주당	민주당	공화당	1950	해리 트루먼	민주당	민주당	민주당	S&P500	Pre	0.6%
1990		민주당	민주당	공화당	1951		민주당	민주당	민주당	Post	14.1%	
1991		민주당	민주당	공화당	1952		민주당	민주당	민주당	NASDAQ	Pre	-3.3%
1992		민주당	민주당	공화당	1953		공화당	공화당	공화당	Post	19.0%	
1993		민주당	민주당	민주당	1954		공화당	공화당	공화당	필라델피아 반도체	Pre	-6.7%
1994		민주당	민주당	민주당	1955		민주당	민주당	민주당	Post	23.0%	
1995		공화당	공화당	민주당	1956		민주당	민주당	공화당	VIX 변동성	Pre	22.5%
1996		공화당	공화당	민주당	1957		민주당	민주당	공화당	Post	-20.6%	
1997		공화당	공화당	민주당	1958		민주당	민주당	공화당	S&P100	Pre	1.4%
1998		공화당	공화당	민주당	1959		민주당	민주당	공화당	Post	12.5%	
1999	빌 클린턴	공화당	공화당	민주당	1960	민주당	민주당	민주당	나스닥100	Pre	0.3%	
2000		공화당	공화당	민주당	1961	민주당	민주당	민주당	Post	21.4%		
2001		공화당	공화당	공화당	1962	민주당	민주당	민주당	다우	Pre	0.9%	
2002		공화당	공화당	공화당	1963	민주당	민주당	민주당	Post	13.9%		
2003		공화당	공화당	공화당	1964	민주당	민주당	민주당	라셀 2000	Pre	-5.2%	
2004		공화당	공화당	공화당	1965	민주당	민주당	민주당	Post	13.7%		
2005		공화당	공화당	공화당	1966	민주당	민주당	민주당	IT	Pre	0.8%	
2006		공화당	공화당	공화당	1967	민주당	민주당	민주당	Post	15.5%		
2007		민주당	민주당	공화당	1968	민주당	민주당	공화당	헬스케어	Pre	6.0%	
2008		민주당	민주당	공화당	1969	민주당	민주당	공화당	Post	5.7%		
2009	조지 W. 부시	민주당	민주당	민주당	1970	리처드 닉슨 (워터게이트로 사임)	민주당	민주당	공화당	자유소비재	Pre	-2.0%
2010		민주당	민주당	민주당	1971		민주당	민주당	민주당	Post	12.7%	
2011		민주당	공화당	민주당	1972		민주당	민주당	민주당	산업	Pre	-3.4%
2012		민주당	공화당	민주당	1973		민주당	민주당	민주당	Post	9.3%	
2013		민주당	공화당	민주당	1974		민주당	민주당	민주당	필수소비재	Pre	2.5%
2014		민주당	공화당	민주당	1975		민주당	민주당	민주당	Post	2.5%	
2015		공화당	공화당	민주당	1976		민주당	민주당	공화당	에너지	Pre	-4.5%
2016		공화당	공화당	민주당	1977		민주당	민주당	민주당	Post	6.3%	
2017		공화당	공화당	공화당	1978		민주당	민주당	민주당	금융	Pre	-3.6%
2018		공화당	공화당	공화당	1979		민주당	민주당	민주당	Post	6.6%	
2019	도널드 트럼프	공화당	민주당	공화당	1980	제럴드 포드 (부통령이 대신 수행)	공화당	민주당	공화당	소재	Pre	-6.7%
2020		공화당	민주당	공화당	1981		민주당	민주당	민주당	Post	11.0%	
2021		공화당	민주당	공화당	1982		민주당	민주당	민주당	유틸리티	Pre	-1.2%
2022		민주당	민주당	민주당	1983		민주당	민주당	민주당	Post	5.6%	
2023		민주당	공화당	민주당	1984		민주당	민주당	민주당	커뮤니케이션	Pre	3.4%
2024		민주당	공화당	민주당	1985		민주당	민주당	민주당	Post	11.0%	
		민주당	공화당	민주당	1986		민주당	민주당	민주당	부동산	Pre	3.7%
		민주당	공화당	민주당	1987		민주당	민주당	민주당	Post	7.9%	
		공화당	공화당	민주당	1988		민주당	민주당	공화당			

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

참고: 중간선거 전후 6M 수익률 - 지수·팩터·섹터 종합



상하원 모두 교체

하원만 교체

상원만 교체

선거일 전후 6개월 수익률 비교 (역대 중간선거)

선거연도	S&P500		NASDAQ		SOX		VIX		S&P100		나스닥 100		다우		러셀 2000		Momentum		Growth		Quality		고배당		저변동성		
	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	
1950	6.0%	16.9%											2.7%	17.4%													
1954	12.5%	19.7%											11.2%	20.4%													
1958	18.0%	11.8%											18.6%	14.7%													
1962	(11.9%)	19.2%											(9.0%)	16.9%													
1966	(8.1%)	17.2%											(11.1%)	13.4%													
1970	3.4%	22.6%											4.7%	21.4%													
1974	(17.7%)	19.9%	(24.6%)	23.0%									(20.2%)	26.8%			(15.8%)	23.5%							(14.3%)	16.7%	
1978	(2.8%)	5.5%	(3.8%)	15.7%					(0.8%)	4.9%			(3.5%)	4.2%			(1.0%)	6.7%						(2.8%)	3.4%		
1982	18.1%	17.9%	17.8%	33.5%					20.1%	18.4%			20.5%	17.8%	19.0%	33.5%	15.2%	17.6%									
1986	4.9%	17.5%	(5.6%)	15.6%					2.8%	22.6%	(5.8%)	27.7%	6.6%	20.8%	(6.1%)	15.3%	6.1%	15.8%							9.9%	7.4%	
1990	(7.9%)	22.0%	(20.6%)	44.3%			68.5%	(38.4%)	(7.5%)	21.4%	(15.3%)	48.3%	(8.3%)	18.4%	(24.2%)	42.7%	(7.1%)	20.1%							(6.1%)	14.3%	
1994	4.0%	12.5%	4.7%	10.7%	20.3%	44.3%	8.1%	(25.0%)	4.6%	15.0%	8.8%	17.0%	4.4%	14.4%	0.1%	6.1%	3.5%	10.7%	7.7%	12.9%			0.8%	10.4%	0.9%	10.4%	
1998	(0.9%)	21.9%	(4.5%)	41.8%	(19.1%)	48.4%	43.5%	(13.0%)	0.5%	25.9%	12.0%	52.5%	(4.8%)	26.5%	(20.2%)	11.7%	7.0%	34.1%	5.7%	21.5%	7.9%	14.0%	(3.0%)	9.4%	(2.6%)	3.8%	
2002	(14.7%)	1.2%	(13.1%)	7.3%	(33.9%)	9.3%	54.7%	(32.3%)	(11.8%)	0.3%	(11.8%)	8.2%	(13.3%)	(1.7%)	(24.6%)	6.1%	(20.6%)	0.3%	(12.1%)	1.0%	(10.8%)	1.3%	(21.5%)	2.1%	(14.1%)	0.3%	
2006	4.3%	9.2%	1.4%	8.2%	(11.9%)	8.2%	(4.6%)	18.6%	6.8%	7.5%	1.6%	8.9%	5.0%	9.5%	(2.2%)	8.8%	(3.0%)	9.0%	4.8%	7.5%	6.5%	10.8%	8.2%	11.4%	7.1%	8.4%	
2010	0.6%	14.0%	2.9%	13.0%	(0.5%)	18.9%	(2.2%)	(25.9%)	(0.5%)	12.9%	7.6%	11.7%	1.6%	14.5%	(0.5%)	19.9%	2.1%	15.0%	4.1%	12.4%	1.8%	12.3%	4.6%	11.1%	4.4%	9.1%	
2014	7.0%	5.1%	12.1%	8.5%	11.7%	9.5%	15.3%	(13.7%)	7.2%	3.9%	15.8%	7.9%	5.3%	3.9%	3.2%	5.8%	9.3%	3.5%	9.5%	6.0%	8.0%	6.3%	6.9%	3.6%	6.5%	2.4%	
2018	3.5%	6.4%	2.3%	10.1%	(4.2%)	24.2%	34.8%	(22.5%)	4.7%	6.2%	3.2%	11.5%	5.7%	3.1%	(0.6%)	3.8%	2.4%	7.0%	4.0%	8.5%	4.4%	6.5%	3.1%	3.0%	4.4%	9.7%	
2022	(7.2%)	8.1%	(12.6%)	15.5%	(16.1%)	20.8%	(15.4%)	(33.5%)	(8.9%)	11.4%	(12.9%)	20.2%	0.8%	1.4%	(1.7%)	(3.0%)	1.8%	(3.9%)	(11.6%)	10.7%	(5.6%)	8.8%	(10.3%)	(6.2%)	(5.2%)	2.9%	
평균	0.6%	14.1%	(3.3%)	19.0%	(6.7%)	23.0%	22.5%	(20.6%)	1.4%	12.5%	0.3%	21.4%	0.9%	13.9%	(5.2%)	13.7%	0.0%	12.3%	1.5%	10.1%	1.7%	8.6%	(1.4%)	5.6%	0.4%	7.9%	

선거연도	IT		헬스케어		자유소비재		산업		필수소비재		에너지		금융		소매		유틸리티		커뮤니케이션		부동산		Enhanced value		Value		High Beta			
	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post	Pre	Post		
1998	7.9%	45.2%	10.4%	6.3%	(0.3%)	33.2%	(7.1%)	21.4%	4.6%	(3.5%)	(10.8%)	20.6%	(12.6%)	25.5%	(18.4%)	24.9%	6.7%	0.1%	13.7%	27.1%					(3.7%)	20.2%	(7.9%)	22.0%	(6.7%)	36.6%
2002	(12.2%)	4.8%	(10.8%)	2.1%	(17.4%)	1.7%	(17.7%)	2.1%	(13.9%)	(7.0%)	(17.4%)	0.9%	(13.4%)	2.1%	(17.6%)	4.9%	(33.8%)	5.4%	(6.3%)	(9.7%)					(24.4%)	0.1%	(17.5%)	1.5%	(24.7%)	26.2%
2006	2.9%	7.9%	9.7%	9.2%	7.3%	6.3%	(2.9%)	9.6%	6.7%	7.1%	(0.0%)	14.2%	4.2%	6.1%	(2.9%)	18.9%	10.0%	20.4%	16.6%	14.0%	14.7%	8.9%	2.0%	12.4%	3.8%	10.7%	(6.1%)	12.9%		
2010	3.4%	8.0%	1.8%	13.0%	2.2%	14.6%	(1.5%)	19.2%	4.9%	9.3%	(0.1%)	31.5%	(9.8%)	11.9%	5.8%	16.3%	4.5%	4.3%	15.2%	9.0%	7.9%	15.9%	(1.7%)	19.3%	(2.8%)	15.8%	(6.1%)	22.3%		
2014	13.0%	6.7%	16.6%	8.4%	4.7%	13.8%	4.0%	2.5%	7.1%	3.4%	(9.9%)	(2.4%)	8.8%	2.6%	(0.3%)	7.2%	7.1%	(1.6%)	3.4%	(0.4%)	10.1%	1.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.1%	8.3%	5.4%		
2018	2.3%	13.2%	11.8%	0.2%	3.5%	10.6%	(0.2%)	8.0%	13.4%	2.0%	(6.3%)	(7.2%)	(1.3%)	3.6%	(4.9%)	1.7%	5.5%	6.7%	3.4%	11.2%	4.5%	11.0%	3.1%	0.4%	2.8%	4.2%	(4.1%)	7.8%		
2022	(11.9%)	22.9%	2.3%	0.4%	(14.0%)	9.0%	1.5%	2.4%	(5.3%)	5.9%	13.3%	(13.6%)	(0.9%)	(5.9%)	(8.5%)	2.9%	(8.2%)	3.9%	(22.2%)	26.0%	(18.7%)	2.3%	(4.8%)	(7.5%)	(3.0%)	5.4%	(7.2%)	6.3%		
평균	0.8%	15.5%	6.0%	5.7%	(2.0%)	12.7%	(3.4%)	9.3%	2.5%	2.5%	(4.5%)	6.3%	(3.6%)	6.6%	(6.7%)	11.0%	(1.2%)	5.6%	3.4%	11.0%	3.7%	7.9%	(3.6%)	7.0%	(2.9%)	9.1%	(5.4%)	16.3%		

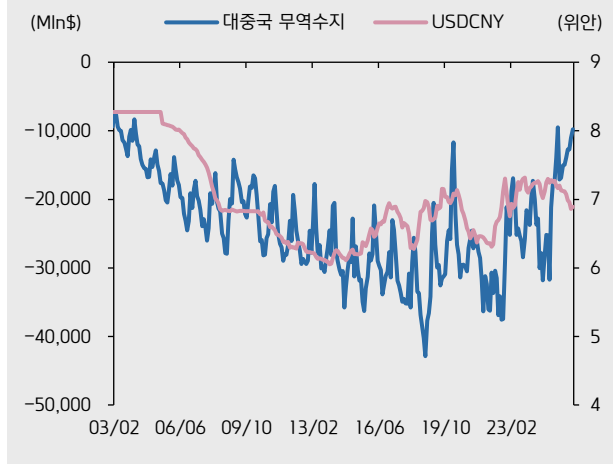
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 대중 관세는 무역수지·산업·재정 채널로 함께 작동하는 정책 도구

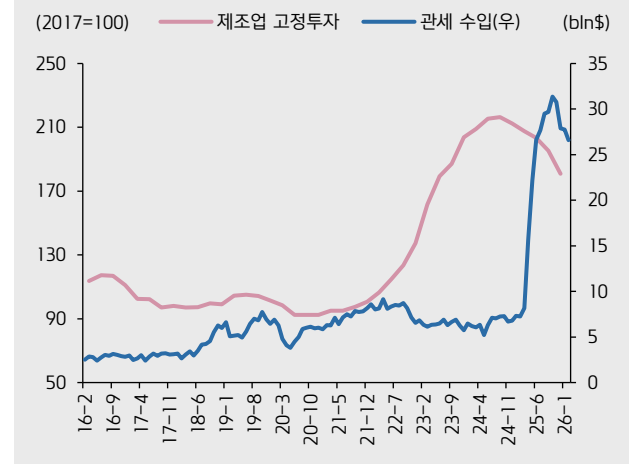
- 대중국 무역수지는 2018년 10월 사상 최저 -429억 달러 이후 점차 축소되어 2026년 3월 -98억 달러까지 적자 폭이 빠르게 줄어든 모습. 같은 기간 위안화는 2025년 말 7.1대에서 6.89로 강세 반전, 양국 협상 국면이 일정 부분 가격에 반영되고 있는 흐름
- 2018~19년 1차 관세 사이클에서 미국 제조업 고정투자는 92.5 → 216.5(2017=100, 약 2.3배)까지 가파르게 늘었고, 이번 사이클에선 월간 관세 수입이 20~50억 달러대에서 최근 260~310억 달러까지 6~10배 폭증. 관세가 재정 수입 측면에서도 가시적 기여로 자리 잡는 구조
- 관세 헤드라인 초기엔 자본집약·수출비중 큰 빅테크·반도체 중심의 차익실현 압력이 먼저 표출되지만, 1차 사이클 경험을 학습한 시장은 협상 진전과 함께 위안화·무역수지가 안정되는 구간에서 같은 섹터가 회복 국면을 주도하는 패턴을 반복

대중국 무역수지와 위안화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

관세 수입과 제조업 고정투자

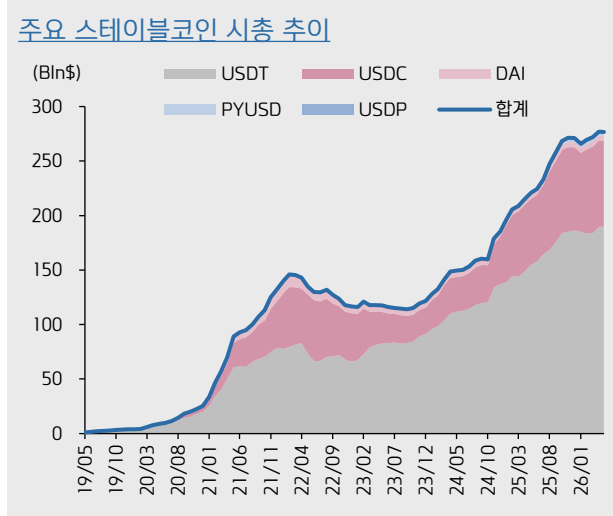


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

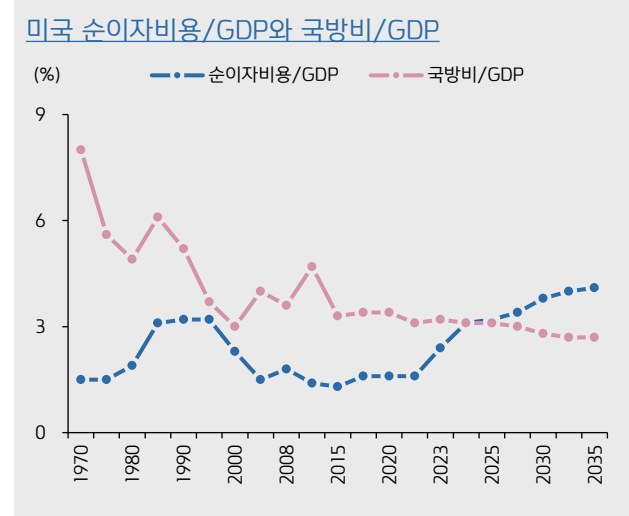


◆ 늘어난 T-Bill을 받쳐줄 새 수요원으로 스테이블코인을 키우는 그림

- T-Bill 월간 발행은 2,000억 달러 → 4,500억 달러로 1년 만에 두 배, FY26 상반기 이자비용은 전년대비 +5,340억 달러. 단기물 수요원 확보가 이자 부담 통제의 핵심
- 스테이블코인 시총 2,770억 달러 중 적립금 약 80%가 T-Bill·현금성 자산이라 잠재 T-Bill 수요는 2,200억 달러 수준. 월간 신규 발행의 절반 가까이를 이 한 채널이 흡수할 체급이며, 시총이 더 커지면 그만큼 매수가 자동 동반
- 그래서 클래리티 법안으로 발행사에 적격 자산 보유를 의무화 - 이자비용/GDP가 국방비를 추월하는 구간에서 단기금리 하단을 지지해 이자 부담 증가 속도를 늦추려는 정책 카드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

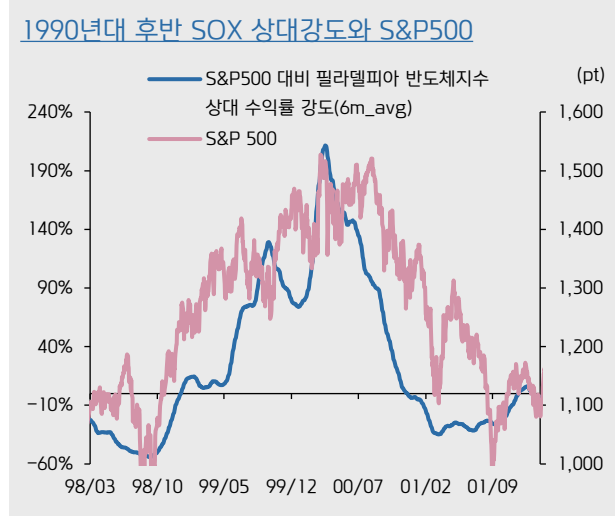


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

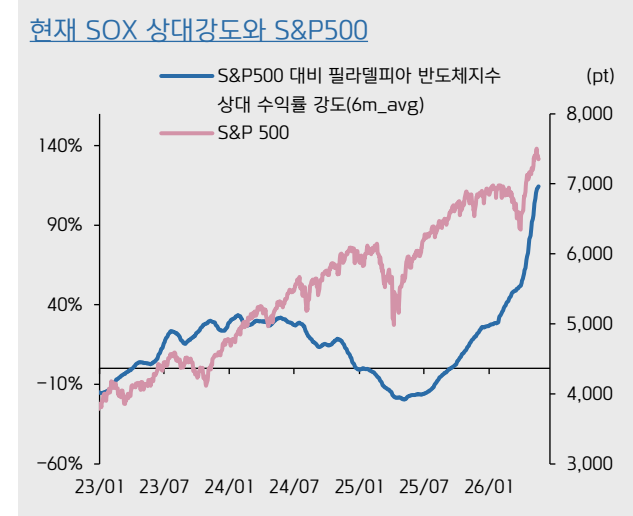


◆ 닷컴 대비 절반 수준, AI 펀더멘털이 받쳐주는 구간

- S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 강도(6개월 평균)는 2000년 봄 +212% 피크를 기록한 바 있고, 현재는 약 +120% 부근으로 그 절반(약 60%) 수준. 같은 기간 S&P500도 4,000 → 7,500까지 동행 상승, 쓸림이 임계 수준까지는 아직 거리가 있는 모습
- 닷컴 시기와 달리 이번 상대강도는 펀더멘털이 떠받치는 구조. 생성형 AI가 기업 생산성 지표로 가시화되고, 피지컬 AI와 에이전틱 AI가 산업 현장·소프트웨어 전반으로 확산되는 초입에 들어선 단계
- 빅테크의 AI 인프라 자본지출은 가이던스 향상이 이어지며 24~26년 동안 단계별로 확대되는 흐름. 수요·투자·정책이 동시에 받쳐주는 구간. 물론, 채권 금리 변동성에 단기 흔들림은 따라올 수 있어도 추세를 바꿀 만한 변수로 보긴 어려운 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



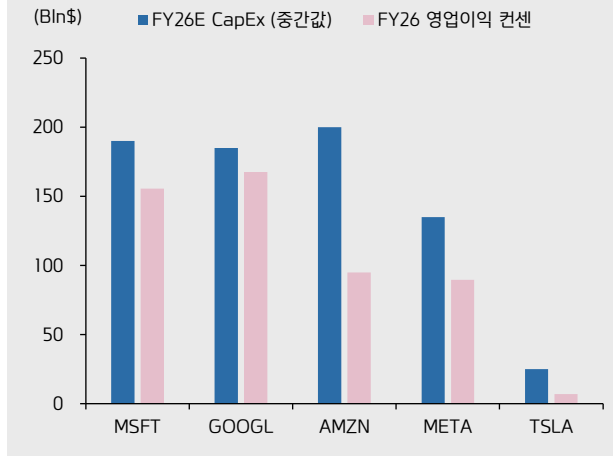
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 주의해야 할 AI 산업 속 변화

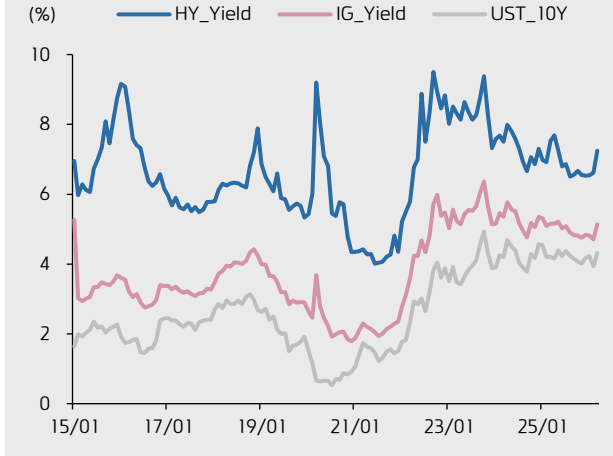
- M7 FY26 CapEx 가이드스가 영업이익을 넘어섬. AMZN 2,000억 달러·MSFT 1,900억 달러·GOOGL 1,850억 달러·META 1,350억 달러가 영업이익 950~1,670억 달러를 모두 웃돌. 그동안 잉여현금흐름으로 자체 조달해온 구조에서 외부 차입을 더해야 하는 단계로 진입
- 외부 자금 조달 비용은 IG 5.14%·HY 7.25%·미국채 10년물 4.32%로 2021년 저점(IG 1.8%·HY 4.0%) 대비 두 배 이상. 회사채 발행으로 자금을 조달하더라도 이자 비용이 과거보다 무겁게 깔리며 EPS·FCF에 부담 요인으로 작용할 수 있는 환경
- 결국 AI 투자가 만들어내는 매출·생산성 효과가 늘어난 자본지출과 조달 비용을 넘어서는지가 핵심. 가이드스 상향 흐름은 시장이 이 부분을 일정 부분 신뢰하고 있다는 신호지만, 실제 수익화 속도를 분기 실적에서 매년 확인해야 하는 구간으로 들어선 모습

M7 FY26 CapEx vs 영업이익의 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 블룸버그 컨센서스

IG·HY·미국채 10년물 금리 추이

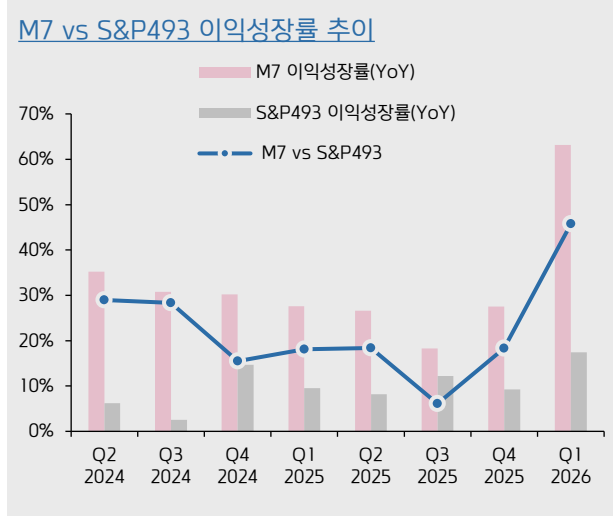


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

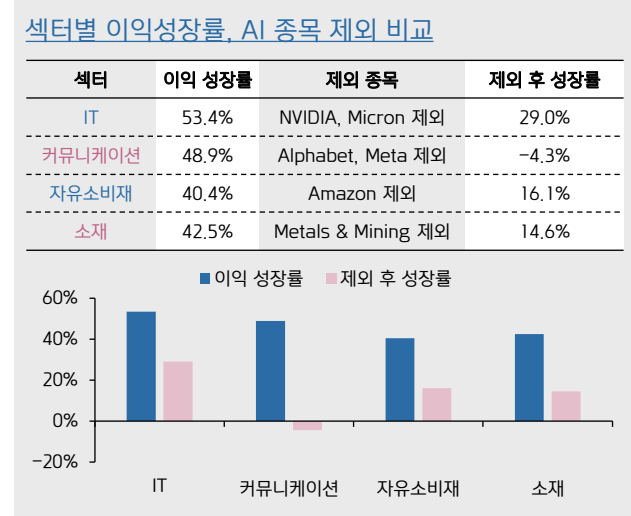


◆ 이익 성장이 아직은 M7에 집중된 구도

- M7 이익성장률은 Q3 2025 +18.3%에서 Q1 2026 +63.2%로 재가속, 같은 분기 S&P493은 +17.4%에 그치며 갭이 +45.8%p까지 재확대. 지수 전체의 이익 성장 모멘텀이 다시금 M7에 집중
- 섹터로 들어가면 집중도가 더 분명. IT +53.4%는 NVIDIA·Micron 제외 시 +29.0%, 커뮤니케이션 +48.9%는 Alphabet·Meta 제외 시 -4.3%로 반전, 자유소비재 +40.4% → +16.1%(Amazon 제외), 소재 +42.5% → +14.6%로 한두 종목이 섹터 평균을 끌어올리는 그림
- 지수 성장은 강해 보이지만 그 안에서 실제로 이익을 견인하는 종목은 좁고, 채권 금리 변동성이 이들에게 우선 반영되는 구간이라 종목 단에서 변동성은 평균보다 클 수 있는 환경. 다만, 시장 폭이 넓어지는 신호가 보이면 그 자체가 후속 회복 국면을 알리는 시그널



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



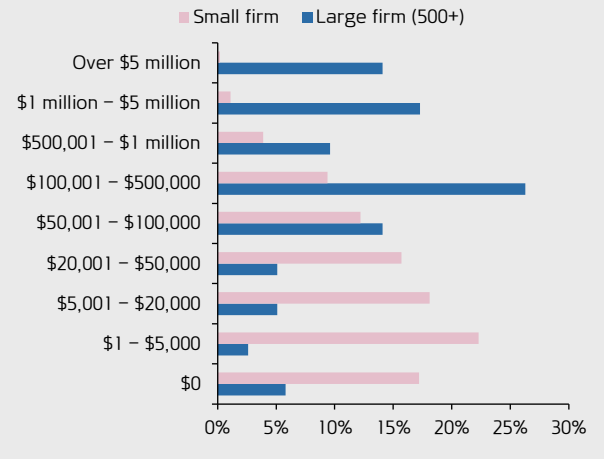
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ AI 수혜가 소형 기업으로 번지는 초입

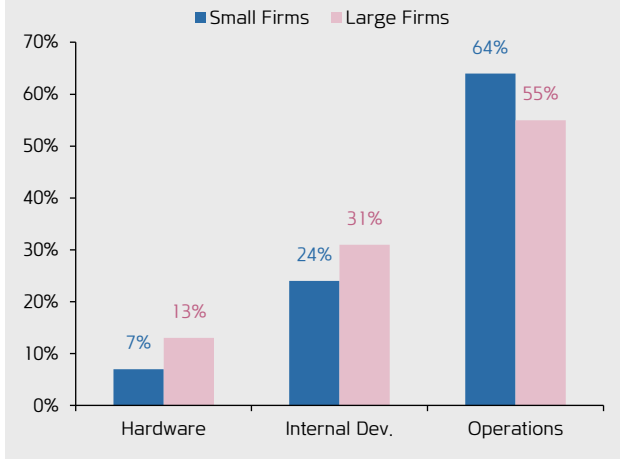
- 소형 기업의 AI 투자는 1~2만 달러 구간이 약 40%로 가장 두꺼움. 빅테크 단위와 비교하면 규모는 작지만 미도입(0달러) 비중이 줄어들고 소액부터 시작하는 기업이 빠르게 늘어나는 모습
- 투자가 어디로 가는지 핵심. 소형 기업 AI 지출의 64%가 오퍼레이션(워크플로 자동화·고객 관리·반복 업무 처리) 영역에 몰려 있고 대형 기업도 55%로 비슷한 비중. 매출 증대보다 비용·시간을 줄여 생산성 개선으로 곧장 이어지는 영역에 자금이 집중
- 실제 도입 기업은 적용 부문에서 생산성 26~55%, 매출 개선 사례도 다수 보고. AI 수혜 종목이 M7에서 소형 기업으로 번지면 그동안 한두 종목에 묶여 있던 섹터 이익 폭이 넓어지는 흐름 - 후속 회복 국면을 알리는 첫 신호로 읽히는 구간

기업 규모별 AI 투자 금액 분포



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기업 규모별 AI 지출 카테고리 비중



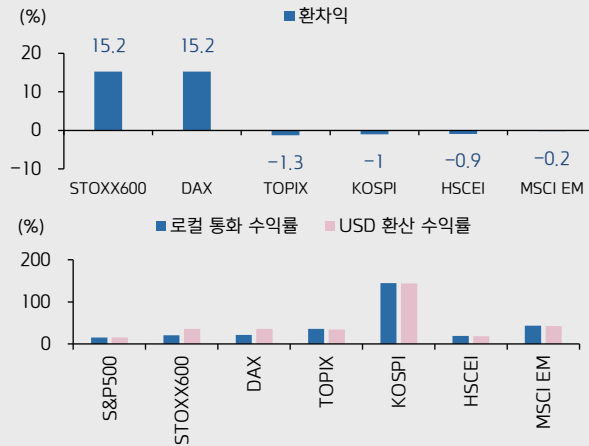
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 지난 1년간 자금은 비미국으로 분산 - 달러 인덱스 횡보 효과

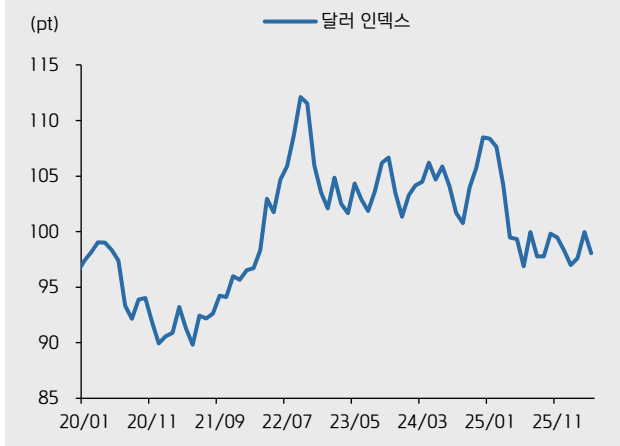
- 2025년 이후 USD 환산 수익률은 KOSPI +143.7%·MSCI EM +43.0%·DAX +36.2%·STOXX600 +36.1%로 S&P500 +15.3%를 큰 폭 상회. 그동안 글로벌 자금이 미국 외 시장으로 분산되어 흘렀다는 결과
- 유럽 지수의 USD 환산 초과 수익에는 환차익 +15%p가 함께 작용. 유로 강세가 자체 가격 상승에 더해진 구조라 환율 방향이 바뀌면 동일한 매력도 빠르게 줄어드는 자리
- 달러 인덱스는 2025년 약세 후 최근 100 부근에서 횡보. 달러가 이 레벨에서 다시거나 상승 전환하면 비미국 자산의 환차익 매력이 사라지며 자금이 미국으로 회귀하는 시나리오가 부각될 수 있는 흐름

주요 글로벌 지수 USD 환산 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2025.01.01~2026.03.30 수익률

달러 인덱스 추이

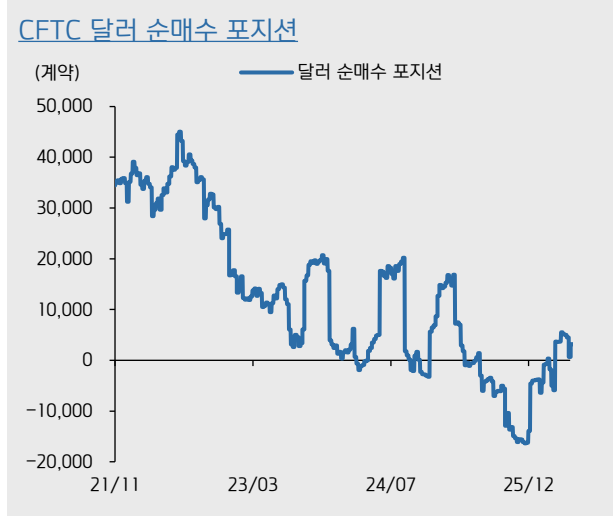


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

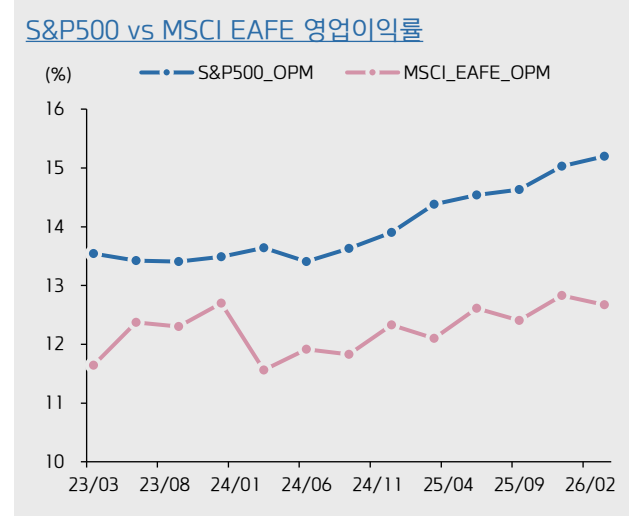


◆ 달러 약세 청산과 미국 펀더멘털 우위가 함께 따라오는 구도

- CFTC 달러 순매수 포지션은 2025년 말 약 -18,000계약까지 내려가며 달러 약세 베팅이 정점에 도달, 최근엔 다시 0 부근까지 회복되며 플러스 전환 시도. 투기적 자금이 그동안 쌓아왔던 달러 숏을 정리하고 있다는 신호
- 펀더멘털 격차는 그대로. S&P500 영업이익이익률은 2023년 초 13.4%에서 최근 15.2%까지 우상향, 같은 기간 MSCI EAFE는 11.6% → 12.7%로 격차 약 2.5%p가 유지. 미국 기업의 수익성 우위가 추세적으로 더 강해지는 모습
- 달러 약세 청산과 미국 수익성 우위가 동시에 관찰되는 만큼, 환율이 가격에서 매력을 빼주는 구간으로 들어서면 펀더멘털 명분이 자금 회귀를 정당화하는 흐름. 분산 국면이 끝나가는 신호로 점진적으로 자리잡을 수 있는 환경



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

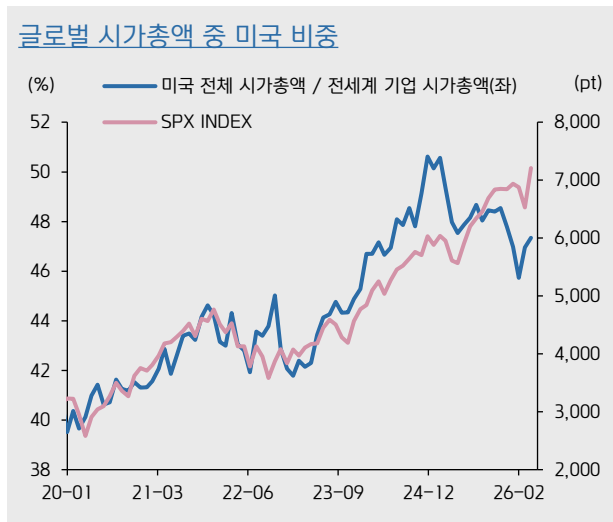


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

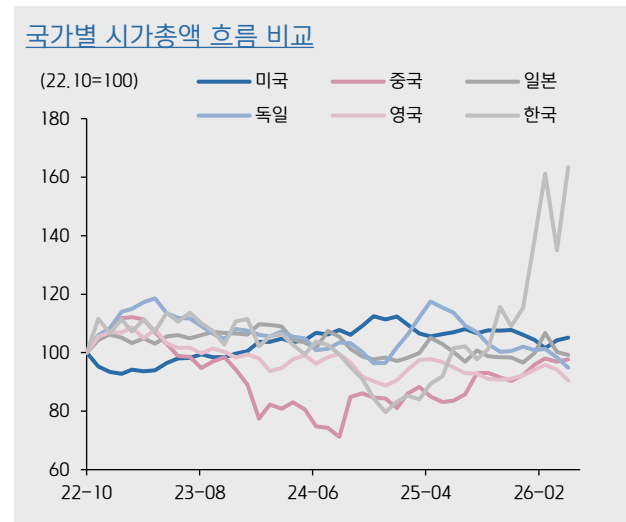


◆ 환차익에 기뻐던 자금부터 미국으로 회귀하는 흐름

- 전세계 시가총액 중 미국 비중은 2020년 초 40%대에서 2024년 말 약 50.5%까지 올라 사상 최고 부근, 이후 45%대까지 되돌렸다가 최근 다시 49~50% 부근으로 반등. SPX 우상향(약 3,000 → 7,500)과 함께 글로벌 자본의 미국 집중도가 구조적으로 자리잡은 모습
- 국가별 펀드 자금 흐름(22.10=100)을 보면 한국 등 일부 자체 모멘텀이 있는 시장은 차별화로 자금이 머문 반면, 독일·영국 등 유럽은 가격 상승의 상당 부분이 환차익 +15%p에 기댄 구조. 달러가 다지는 구간에선 매력력이 먼저 빠지는 자리
- 달러 약세 청산과 미국 수익성 우위가 동시에 작동하는 만큼, 하반기 자금 회귀는 환차익에 기뻐던 유럽 자금부터 우선 풀리며 점진적으로 미국으로 흐름 가능성. 시가총액 비중이 이미 50% 부근에서 다지고 있다는 점 자체가 그 회귀 압력을 받쳐주는 베이스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 2H26의 핵심 화두는 '새로운 테마 발굴'이 아닌 '기존 포지션의 유지'

— 시장은 AI 인프라 사이클의 생명력을 과소평가 중

- **투자 연속성(Continuation Call) 판단과 비관론의 명제 분해:** 하반기 미국 증시 전망의 본질은 기존 주도주 포지션을 유지할 것인가에 대한 연속성 판단임. 시장 일각의 CapEx 정점 우려를 수요·투자·이익 명제로 분해 검증한 결과, 전방 트래픽 및 투자 총량의 둔화 시그널은 미미하며 이익 정점 우려 역시 기업별 실적 반영 시차에 따른 차별화 요인에 불과함
- **월가 추정치 상향 시차와 공급망 정체에 따른 강제 이연 호재:** 하반기 초과수익은 사이클을 보수적으로 모델링한 월가 컨센서스의 상향 조정 시차(Time-lag)에서 도출됨. 상류 공급망 병목으로 인한 'CapEx 강제 이연(분기 집행액 정체 ≠ 사이클 종료)'은 수요 소멸이 아닌, 투자 사이클의 수명(Duration)을 늘려주는 핵심 호재로 작동함
- **상류 병목 선점과 5개 레이어 Enabler 및 변별 알파 바스켓 구축:** 진짜 알파는 가치사슬 최상류의 병목포인트(CoWoS-L 슬롯, InP 에피택시, 대형 변압기)의 유효 생산능력(CAPA) 데이터 선점에서 나옴. 월가 리비전 속도가 가장 지연된 빈틈을 공략하기 위해 5개 레이어로 압축된 'AI Infra Enabler 바스켓'을 하반기 포트폴리오로 제안하며, AI 내러티브와 무관한 'Beyond AI 바스켓(RPRX, TPR)'을 변별 알파 보조 축으로 동시 제시함
- **AI Enabler 바스켓의 포지션 임계치 설정:** 아울러 다음 3대 핵심 리스크 가이드라인 중 하나라도 충족 시 포지션을 즉시 보수적으로 전환하거나 중단하는 비상 대응 체제를 확립 필요. ① 미 10년물 국채 금리 5거래일 연속 증가 5.0% 상회 ② 국제유가(Brent) 5거래일 연속 \$120 안착 ③ 빅테크 4사 중 2개사 이상의 분기 CapEx 전분기 대비(QoQ) 감소 발표

Bear Case 해부: '2H26 AI Capex 정점론'의 3대 명제

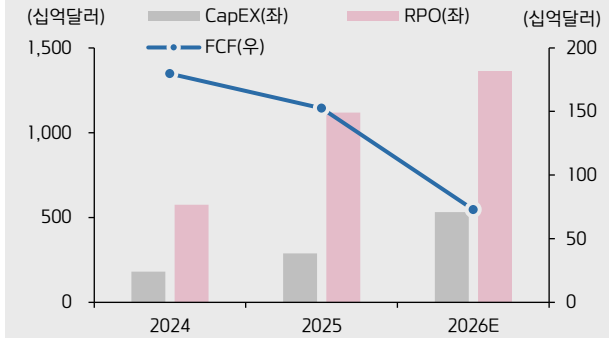


◆ 무차별적인 'Capex 정점 공포'를 3개 명제로 분해

— 비관론의 오류를 바로잡는 출발점

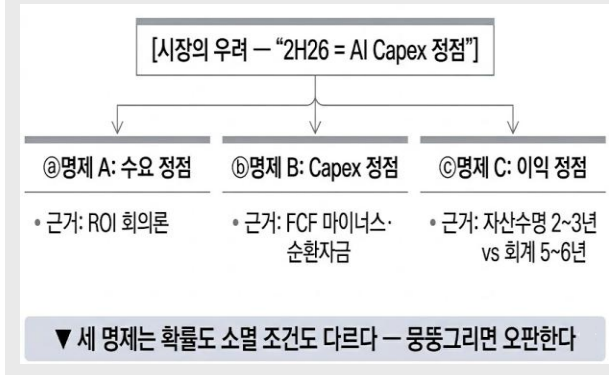
- 디레이팅 우려의 논리적 해부:** 시장의 CapEx 정점 공포는 단일 논제가 아니며, ①수요 둔화(명제 A) ②투자 중단(명제 B) ③이익 잠식(명제 C)이 혼재된 결과임. 각 명제는 발생 확률과 소멸 조건이 다르므로 이를 분해하여 정량 검증함
- 명제 A(수요 정점론) — 생성형 AI 채택 지연 및 ROI 회의론:** 기업들의 AI 도입 속도 조절로 토큰 수요가 정체될 것이라는 우려임. 파일럿 프로그램의 정량적 ROI 증명 실패와 비용 부담에 따른 인프라 도입 지속성 의문이 주된 근거임
- 명제 B(CapEx 정점론) — 자금조달 피로감 및 순환 거래 의구심:** 재무적 임계치로 인해 하이퍼스케일러가 투자를 감축할 것이라는 시각임. 급격한 지출에 따른 합산 FCF 마이너스 전환 우려와 하드웨어 제조사-AI 랩 간 상호 출자(Circular Financing)로 인한 가수요 우려를 지적함
- 명제 C(이익 정점론) — 감가상각 잠식과 후속 검증 로드맵:** 투자 지속 시 고정비 부담이 이익을 파괴한다는 논리로, 비관론 중 가장 예리함. 가속기의 실제 수명(2~3년)과 회계상 상각 기간(5~6년)의 mismatch로 순이익 잠식 압력이 상존함

하이퍼스케일러 Capex·RPO·FCF 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치/ 주: MSFT, AMZN, GOOGL 합산치

'AI Capex 정점' 우려의 3대 명제 분해



자료: 키움증권 리서치

명제 A - 수요 정점론 격파: Agentic AI 도입에 따른 토큰 수요의 비선형적 폭증



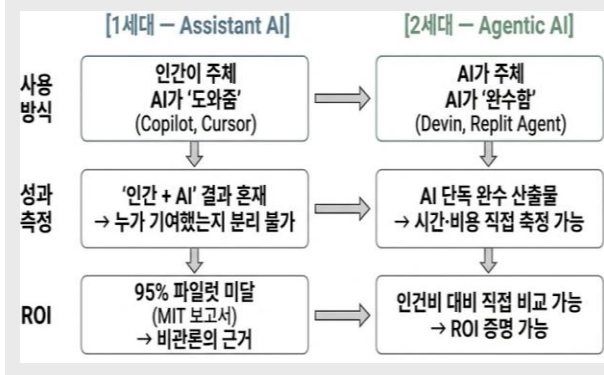
- ◆ 토큰 처리량 7배·종량제 전환의 동시 발현
 - Street가 모델링한 수요 곡선을 매 분기 추월
 - 단발성에서 멀티스텝 자율 실행으로의 패러다임 시프트: AI 수요가 '사용자 수' 비례 모델에서 '작업당 추론 집약도' 중심으로 재편됨. 계획·도구 호출·검증을 자율 수행하는 Agentic AI는 작업당 토큰 소비가 기존 단발 대화 대비 5~1,000배로 비선형 폭증함
 - 토큰 데이터·실측 단가의 동반 강세 — 추정치 자생 상향의 구조적 동력: Google의 월 3,200T 토큰 처리(YoY +7x)와 골드만삭스의 2030년 24배 수요 전망이 이를 방증함. 더 결정적으로 Silicon Data의 LLM Token Expenditure Index(전체 LLM 시장 가중평균 단가)가 직전 6개월간 +103.7% 상승하며 'LLMflation'(가격 하락) 통념을 정면 반박 — 사용량 폭증이 단가 하락 압력을 압도하는 구간임을 실측 가격으로 입증
 - 1세대 ROI 데이터의 시점적 유효성 상실: 비관론 근거인 '파일럿 95% ROI 미달'은 인간 보조형인 1세대 어시스턴트 AI의 데이터에 불과함. 운영급 업무를 자율 완수하는 Agentic AI는 대체 인건비 대비 ROI를 직접 측정 가능하게 하며, 기존 비관론의 근거 데이터는 이제 설득력을 잃어가고 있음
 - 종량제 과금 전환을 통한 실수요 검증: 주요 SaaS(ServiceNow·Salesforce·MS Copilot)가 시트당 정액제에서 사용량·성과 기반 과금으로 전환 중임. 실험을 넘은 실수요 진입의 방증이며, 명제 A를 기각하고 명제 B(지출 한계)·C(이익 잠식)로 논의를 진전시키는 근거임

작업 유형별 토큰 소비 강도 (단발 챗 = 1x 기준)

AI 사용 방법	작업당 토큰 (절대값)	vs 단발 챗 (배수)	대표 사용 사례
단발 챗	약 500~2,000	1x (기준선)	ChatGPT 일상 질의
Tool-calling 에이전트	약 5,000~15,000	5~30x	Copilot·Cursor 코드 어시스턴트
멀티에이전트 워크플로우	200,000~1,000,000+	수백~1,000x+	Devin·자율 연구 에이전트

자료: Stanford Digital Economy Lab·Microsoft Research, Internal.ai, 키움증권 리서치센터 정리

AI 기술 세대 간 비교: ROI 관점



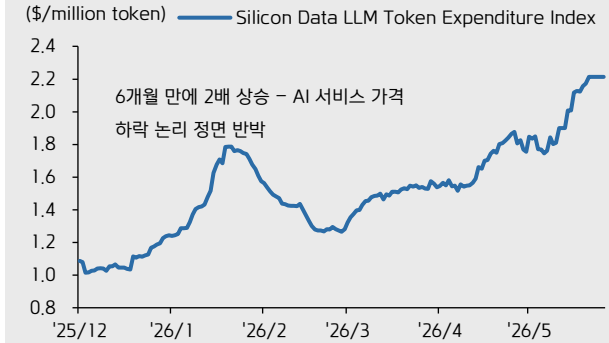
자료: 키움증권 리서치



◆ CapEx 정점론에 대한 명제는 두 개의 착시 위에서 있다

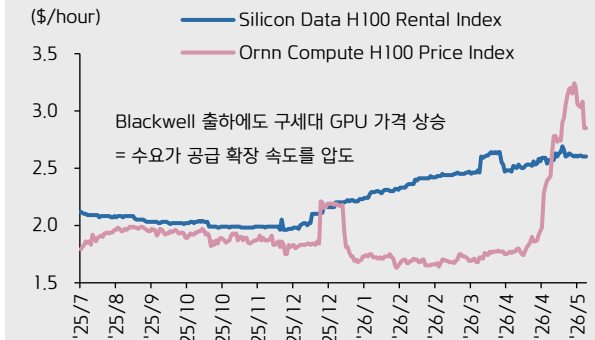
- 명제 B의 구조와 반박 틀:** 수요(명제 A)가 기각된 이상, 비관론에 남은 카드는 '수요는 있어도 하이퍼스케일러가 더는 못 쓴다'임. 이 주장은 ㉠'FCF 마이너스 = 자금조달 위기'와 ㉡'분기 CapEx 정체 = 수요 정점'이라는 두 착시에 기댄
- 착시 ① 반박 - 수익화 가시화가 자금조달을 정당화:** FCF 마이너스 전환은 '돈이 없어서'가 아니라 회수 가시성이 확보된 자산에 대한 의도적 자본 배치임. 클라우드 수주잔고·AI 매출 런레이트·토큰 종량제 매출이 CapEx의 매출 전환을 입증하며, 감가상각은 비현금 항목으로 자금조달과 무관함
- 순환 거래(Circular Financing) 의구심 반박:** 칩-클라우드-AI 랩 간 상호 출자는 식별 가능한 소수 거래에 국한되며, 수요의 본체는 ROI가 검증된 엔터프라이즈 실수요임. CME·ICE의 컴퓨터 선물 상장이 가수요·실수요 논쟁을 시장 가격이라는 제3자 검증 장치로 종결시킴
- 착시 ② 반박 - Bottleneck Paradox(강제 이연):** 가치사슬 물리 병목 (CoWoS-L·변압기·가스터빈)으로 분기 CapEx가 정체될 수 있으나, Blackwell 출하 와중 H100 가격이 직전 10개월 +22.6% 상승했다는 사실은 이것이 수요 둔화가 아닌 공급 제약에 의한 '강제 이연'임을 실증함. 미뤄진 수요는 사이클 Duration을 연장하므로 추적 지표는 집행 CapEx가 아닌 수주잔고와 GPU 렌탈 가격 - 명제 B 기각, 남은 변수는 명제 C임

LLM 백만 토큰 당 단가는 6개월 사이 2배 상승



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

구세대 GPU(H100) 시간당 대여료 지수

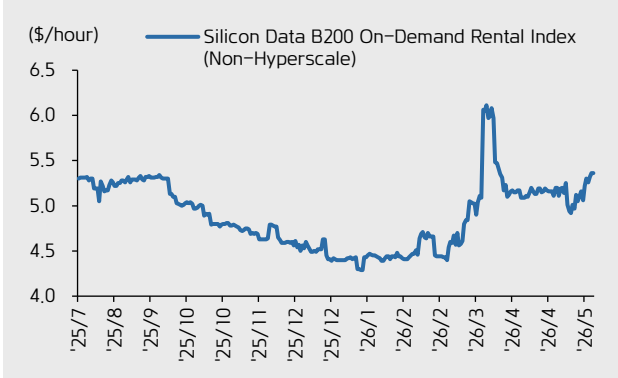


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 컴퓨터 선물 시장은 AI 자산의 제도권 편입과 금융 구조 성숙을 방증 — 단, 장기 마진 압박 리스크는 양날의 검
 - **글로벌 양대 거래소의 GPU 컴퓨터 선물 상장:** 2026년 5월 CME(×Silicon Data)와 ICE(×Ornn OCPI)가 일주일 간격으로 컴퓨터 선물 상장을 발표하며 '컴퓨터'가 제도권 자산 클래스로 편입됨. 연산 능력이 객관적 시장 가격을 갖추게 됨에 따라 인프라 공급 주체의 자금조달 기반이 고도화됨
 - **자금조달 채널 다변화와 백로그 유동화 — CapEx 정점론 정면 반박:** 선도 도입은 선도 계약의 투명성을 높여 빅테크·네오클라우드 수주잔고의 파이낸싱을 활성화함. 이는 시장의 자금조달 피로 우려를 시장 메커니즘으로 정면 반박하는 정량적 채널이며, 본 슬라이드의 핵심 페이로드는 '수요 인증'이 아닌 '자금조달 인프라의 외연 확장'임
 - **선도곡선(Forward Curve) 기반 인프라 금융의 성숙:** 컴퓨터 선도곡선 도입으로 데이터센터 사업자는 미래 연산 매출 헤지가, 금융기관은 계약 가격 기반 자산유동화대출(ABL) 집행이 가능해짐. 인프라 금융의 완성도가 전통 에너지·원유 PF 수준으로 성숙했으며, 선도곡선 추이를 하반기 thesis 추적의 핵심 계기판으로 활용함
 - **장기 상품화에 따른 종목 차별화 — 양날의 검:** 가격 투명성은 중장기적으로 연산 단가 하락과 인프라 업체 프리미엄 축소를 유발하는 양날의 검임. 단기 파이낸싱 호재 국면이 지나고 pricing power가 약화되는 장기 국면에서는 저비용·순현금 구조(NBIS)가 고레버리지 한계 플레이어(CRWW) 대비 상대적 매력이 극대화될 전망이다

GPU 컴퓨터 현물 가격 지수 - 이제 선물로 거래 예정



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

선물 시장 참여에 따른 호재 및 리스크 요인

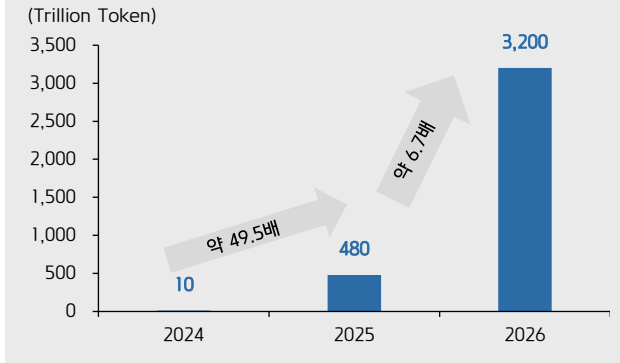
호재 (단기)	리스크 (장기)
가격 발견	가격 하방 압박
자금조달 확대	마진 축소
헤지 가능	상품화(Commoditization)
자본 시장 진입	변동성 증대

자료: 키움증권 리서치



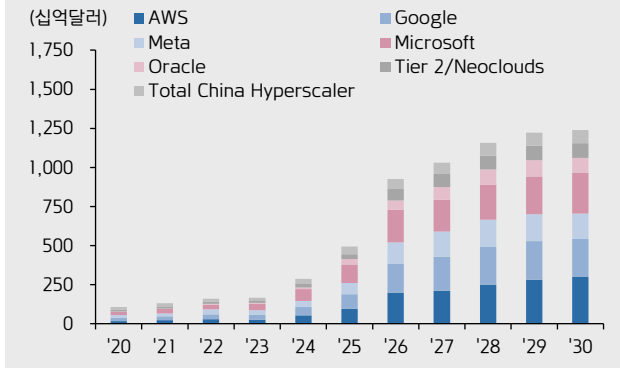
- ◆ 토큰 처리량 YoY 7배 폭증과 Jevons Paradox의 동시 발현
 - 하이퍼스케일러 진영 전체의 인프라 사이클 생명력 정량 입증
 - **Agentic AI를 통한 워크로드 프로필의 체질 개선:** AI 가동 구조가 인간 입력 중심의 단발성 채팅에서 24시간 자율 구동되는 지속형(Always-on) 시스템으로 진화함. 데이터센터 트래픽이 Burst형에서 고정 기저부하(Base-load) 구조로 전면 재편되며 하드웨어 가동률·수명 주기를 동시에 끌어올리는 분수령임
 - **하드 데이터로 입증된 토큰 소비량의 지수적 폭발:** Google 인프라 월간 토큰 처리량은 '24.5월 9.7T → '25.5월 480T → '26.5월 3,200T 이상으로 YoY 약 7배 급증함. Antigravity 시연에서 93개 에이전트가 12시간에 26억 토큰을 생성한 사례처럼, 총 연산 볼륨은 인간의 타이핑 속도를 초월해 시스템 처리량 한계까지 폭발하는 구조임
 - **Jevons Paradox — 비용 하락이 증설을 강제:** Gemini 3.5 Flash 등 경량 모델의 토큰 단가 하락이 투자를 둔화시킬 것이라는 월가 내러티브는 오판임. 한계비용 하락은 오히려 신규 엔터프라이즈 워크로드의 경제성을 확보해 총 수요 폭발과 인프라 추가 증설을 촉발하는 양의 피드백 루프를 형성함
 - **진영의 Capex 동반 확장 — 수요 탄력성의 정량 증명:** Google 단독 CapEx YoY 약 2배('25 \$91B → '26E \$190B) 대비 토큰 처리량 +7배 — 수요 가격 탄력성이 3.5배 수준임이 정량 확인됨. 글로벌 하이퍼스케일러 합산 CapEx는 '26년 YoY +70%인 약 \$830B까지 확대 — 진영 전체의 수요 지속성에 대한 명확한 시그널임

Google 월간 토큰 처리량 추이



자료: 구글, 키움증권 리서치

글로벌 하이퍼스케일러 합산 Capex 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 빅테크 진영의 자체 칩 내재화 효과 — 독자적 아키텍처를 통한 감가상각 및 원가 부담 제어
 - **TPU v8 이원화를 통한 자본 효율성 증명:** 구글은 자체 칩을 학습용(TPU 8t)과 추론용(TPU 8i)으로 분리해 투자 효율을 극대화함. 학습 성능 3배, 추론 비용 80% 개선을 달성하며 외산 가속기 단가 압박에 대응할 원가 통제력을 입증함
 - **추론 특화 설계를 통한 전력 및 지연 병목 제어:** 추론 전용 칩은 온칩 메모리 확대와 가속 엔진 도입으로 반응 지연 시간을 5배 단축함. 와트당 성능 효율을 2배 개선해 데이터센터 운영의 최대 걸림돌인 전력 부하 문제를 물리적으로 해결함
 - **빅테크 자체 칩 확산에 따른 이익 감소 우려 완화:** 이는 구글뿐 아니라 빅테크 진영 전체(MSFT, AMZN, META)의 공통된 내재화 추세임. 자체 칩 도입은 감가상각 부담을 낮춰주므로, '짧은 가속기 수명과 회계 상각 시차로 인해 기업 이익이 잠식된다'는 시장의 우려를 공급망 차원에서 상쇄함
 - **인프라 발주 지속성과 투자 전략 방향:** 자체 칩 확산에도 패키징, HBM, 전력 등 상류 인프라 발주는 오히려 강화됨. 칩 종류가 다양해질수록 고성능 메모리와 네트워킹 부품 수요가 증식하기 때문이며, 하반기 투자 알파의 핵심은 빅테크 내부 줄 세우기가 아닌 상류 병목 플레이어 선점에 있음

구글 8세대 TPU 제품군(TPU 8t / 8i) 핵심 스펙 및 아키텍처 혁신

주요 평가 항목	TPU 8t (학습)	TPU 8i (추론)
주요 목적	대규모 모델 학습 최적화	저지연 추론 및 멀티 에이전트 구동 최적화
연산 성능 및 가치	포드(Pod)당 연산 성능 약 3배 향상	이전 세대 대비 달러당 성능 80% 개선
전력 효율성	와트당 성능(Performance-per-watt) 최대 2배 향상	와트당 성능(Performance-per-watt) 최대 2배 향상
메모리 아키텍처	단일 슈퍼포드당 9,600개 칩 및 2PB 공유 HBM 확장	288GB HBM + 384MB 온칩 SRAM (이전 대비 3배)
인터넥트 대역폭 (ICI)	인터칩 대역폭(ICI) 2배 확장	ICI 대역폭 2배 확장 (19.2 Tb/s)
CPU 호스트 환경	자체 Axion ARM 기반 CPU 최초 탑재	자체 Axion ARM 기반 CPU 탑재 (서버당 호스트 2배 확충)
시스템 최적화 혁신	10x 빠른 스토리지 액세스 및 TPUDirect Virgo 네트워크 기반 100만 칩 스케일링	Boardfly 아키텍처 (네트워크 직경 50% 축소) 온칩 가속 엔진(CAE) 도입으로 지연 5배 단축

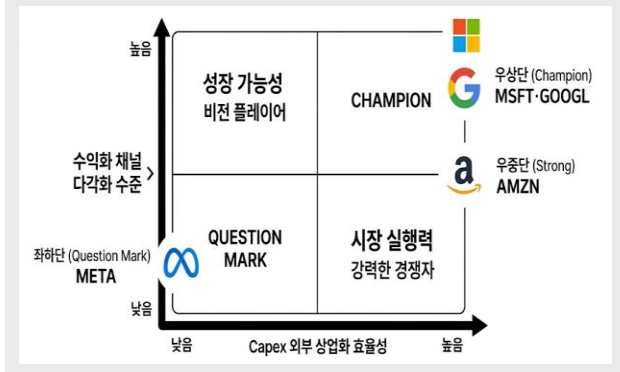
자료: 구글, 키움증권 리서치

빅테크 자본지출(Capex) 효율성과 인프라 핵심 병목 선점 전략



- ◆ 빅테크 기업은 AI 회수 가시성을 확인하는 지표일 뿐
 - 실제 수익은 AI 밸류체인 업스트림 5개 레이어에서 발생
 - **AI 수익화 채널 다각화 구조:** 외부 재판매 능력과 채널 다변화 수준에 따라 빅테크 간 AI 수익화 경로의 폭이 갈림. 클라우드 인프라에 더해 고마진 B2B 구독으로 AI를 복수 채널 수익화하는 MSFT(OPM ~40%, M365·GitHub Copilot)·GOOGL(OPM ~33%, Workspace·Gemini), 마진은 ~37%로 최상위권이나 클라우드 인프라 재판매라는 단일 채널에 편중되면서 4사 최대 CapEx 런레이트(2026년 ~\$200B)를 짊어진 AMZN, 그리고 외부 재판매 라인 자체가 없어 AI 투자가 전액 내부 소비(추천·광고·Llama)로만 환류되는 META의 구조적 차이가 데이터로 드러남
 - **빅테크 모니터링과 상류 공급망으로의 알파 전이:** 선두 기업들의 견조한 OPM은 투자 사이클의 지속성을 지지하나 시장 기대감이 주가에 선반영된 상태. 이에 따라 빅테크 4사는 재진입 시점을 저울질하는 관찰 대상으로 분류, 하반기 초과수익 기회는 실적 반영 속도가 빠른 업스트림에서 찾아야 함
 - **공급망 병목의 상류 이동과 유효 생산능력(CAPA)의 중요성:** 기술 경쟁의 중심이 완제품에서 가치사슬 최상류의 핵심 소재·부품·장비 영역으로 이동함. 물리적 병목이 업스트림으로 전이되며 독점 부품사의 가격 결정력이 극대화되는 국면이며, 종목 선별의 확실한 기준은 전방 수요를 통제하는 독과점 기업들의 실질 생산 가용량 데이터임
 - **인프라 Enabler 5개 레이어 핵심 종목 구성:** 전방위 수요 증가 속에서 핵심 병목을 장악한 5개 분야의 기업들로 포트폴리오 구축 필요

Big Tech AI 수익화 4분면 매트릭스



자료: 키움증권 리서치

AI 인프라 Enabler 5개 레이어 및 핵심 종목

레이어 분류	핵심 병목
① Compute & Packaging	CoWoS-L, EMIB 공정 가동률
② Memory & HBM	HBM4 맞춤형 설계(Co-design)
③ Networking & Cooling	InP/EML 레이저 및 액체냉각 수율
④ Power & Grid	GOES 변압기 쇼터지 및 가스터빈
⑤ Neocloud	인프라 백로그 파이낸싱 규모

자료: 키움증권 리서치



- ◆ 컨센은 CoWoS-L 슬롯 게임에 머물러 있다
 - 변별점은 EMIB·Foveros의 2H26 매출 전환 시점
 - 빅테크 ASIC 내재화 및 CoWoS-L 슬롯 선점 (컨센서스 축): 가속기 인도 속도의 핵심은 TSMC 후공정 CAPA임. 빅테크 진영의 자체 ASIC(MSFT Maia, AMZN Trainium, META MTIA, Google TPU v8) 도입 가속화로 디자인 파트너사 AVGO, MRVL의 선행 슬롯 할당량 급증하며 단기 실적 가시성 견인
 - Rubin CPX 구조 변화에 따른 인터커넥트 수요 폭증과 자가 해지: 차세대 Rubin CPX는 추론 워크로드를 Prefill(연산)과 Decode(대역폭)로 물리 분리해 다이(Die) 간 인터커넥트 수요를 폭증시킴. 이는 추론 토큰당 HBM 집약도 정체 우려를 상쇄하는 공급망 내 구조적 자가 해지로 작동, 후공정 모멘텀을 연장
 - EMIB·Foveros 이원화와 실적 미반영 변별점 (차별화 축): NVDA Feynman의 EMIB 채택, MSFT Maia의 인텔 18A 활용(150억 달러 장기 계약), Google TPU v9의 EMIB 진입 등 패키징 이원화가 본격화됨. 인텔의 패키징 백로그는 연간 수십억 달러 수준이나 1Q26 외주 매출은 1.7억 달러에 불과해, 향후 실질 매출 전환 시점이 핵심 촉매임
 - 포트폴리오 구축 전략 및 핵심 지표 가이드: 하반기 투자 전략은 이미 시장이 확신하는 안정적인 주도주(AVGO, MRVL)와 실적 추정치 상향 여력이 크게 남아있는 숨은 대안(INTC)에 분산 투자하는 것이 핵심임. 독점적 생산 기업인 TSMC는 생산 능력이 이미 포화 상태에 도달해 단기적인 물량(Q) 증가 효과는 제한적이지만, 차세대 HBM4 도입 시 핵심 부품(Base Die) 생산을 독점하며 가격(P) 상승 중심의 주가 재평가를 이끌어낼 전망이다

AI 가속기 패키징 진영 분화 — TSMC vs Intel

[TSMC CoWoS-L]	[Intel EMIB · Foveros]
<ul style="list-style-type: none"> • NVDA Blackwell · Rubin • GOOGL TPU v8 	<ul style="list-style-type: none"> • NVDA Feynman (25% 추정) • MSFT Maia 2 • GOOGL TPU v9 ('27년 예정) • AMZN Trainium (도입 협상 중)
↓ CAPA 부족 (Bottleneck)	↓ 신규 CAPA 진입 (Ramp-up)
결론: CoWoS-L 공급 병목 → EMIB 가치사슬 진입 = INTC 실적 변별력 Thesis의 핵심	

자료: 키움증권 리서치

2026 CoWoS-L CAPA 점유율

NVIDIA 단독 60% 점유 → 비-NVIDIA 진영은 40% CAPA 두고 경쟁

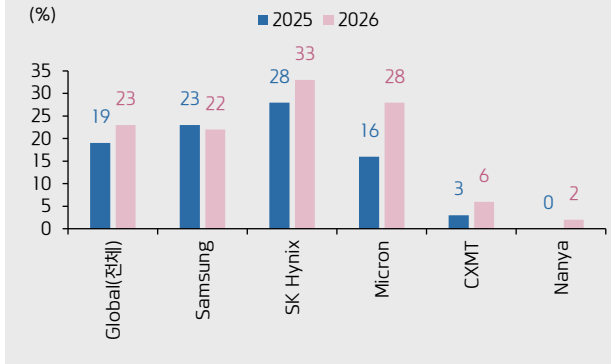
플레이어	점유율	주요 용도
NVIDIA	60%	Rubin·Vera CPU·GB100·Blackwell Ultra
Broadcom	15%	Google TPU(90k)·Meta MTIA(50k)·OpenAI(10k)
AMD	11%	MI355·MI400 시리즈
기타 (AWS·MediaTek 등)	14%	Trainium·신규 ASIC
합계	100%	-

자료: Morgan Stanley, TrendForce, DigiTimes, 키움증권 리서치센터 정리



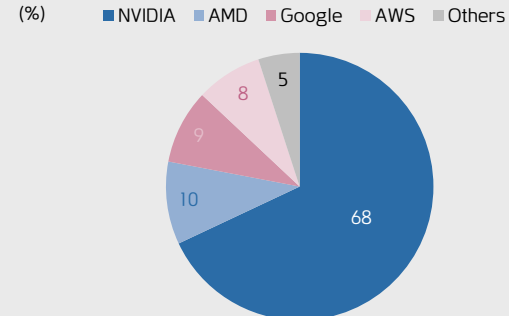
- ◆ HBM이 commodity DRAM에서 'co-design 부품'으로
 - 2H26은 누가 어느 하이퍼스케일러 커스텀 HBM을 따냈는지가 가시화되는 분기
- **영구적 CAPA 재배분과 가격 슈퍼사이클:** HBM 1GB가 standard DRAM 3~4배 웨이퍼 캐파를 소비하며 Samsung·SK Hynix가 advanced CAPA를 HBM으로 공격적으로 재배분 중임. 글로벌 TSV(HBM) 비중이 2025년 말 19%에서 2026년 말 23%로 확장되며 DDR5 계약가가 1년 새 약 4.7배 급등(YoY +374%, '25.4월 \$263.85 → '26.4월 \$1,250) — 구조적 재배분
- **HBM이 co-design 부품으로 — TSM의 가치 흡수:** HBM4부터 base die가 로직 파운드리로 이전 — SK Hynix는 HBM4 base die에 TSMC 12nm, HBM4E엔 TSMC 3nm 검토, Micron은 HBM4E에 TSMC 협력. Samsung은 자체 파운드리(4nm) 유지로 이 흐름에서 빠짐
- **커스텀 HBM4E 설계 확정과 수주 분기:** Samsung·SK Hynix·Micron 커스텀 HBM4E 설 계 가 2026년 중 반 (1H26) 완 료 — 2H26은 어느 하이퍼스케일러(Google·Meta·NVIDIA·AMZN) 커스텀 HBM을 따냈는지가 분기별로 가시화되는 시점임. 2H26 수주 분포가 2027~28 매출 가시성을 결정
- **양산 진입의 역설과 픽 결착:** 2026.2월 Samsung HBM4 양산이 commodity DDR5를 더 잠식해 부족을 심화 — 양산이 오히려 슈퍼사이클을 강화함. 픽은 MU(HBM 직접 수혜 + HBM4E TSMC 협력 + Crucial 종료) + TSM(base die 침투) + SNDK(NAND 병행). SK Hynix·Samsung은 픽 아니나 CAPA 추적 핵심 지표

글로벌 DRAM 웨이퍼 중 HBM 비중



자료: TrendForce, 키움증권 리서치

Distribution of HBM Demand Among AI Chip Makers, Based on Chip Shipments

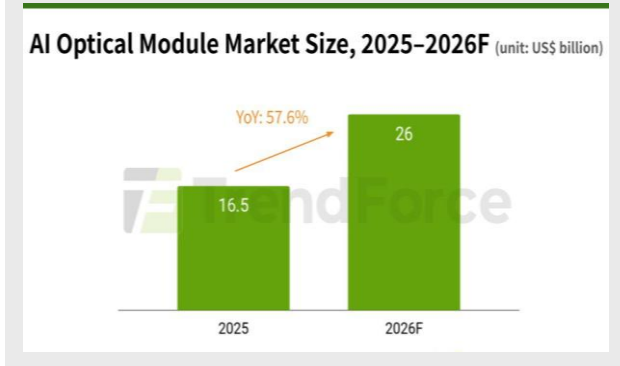


자료: TrendForce, 키움증권 리서치



- ◆ 컨센은 800G·1.6T 트랜시버 부족에 머무름
 - 변별점은 InP·EML 레이저 캐파의 2H26 매출 전환
 - **광 병목의 상류 이동 (컨센 측):** McKinsey 기준 800G 트랜시버는 2027년까지 40~60% 공급 부족이나 진짜 병목은 InP·EML 레이저 — 제조사 글로벌 약 5곳에 그침. 800G+ 출하가 2025년 24M에서 2026년 63M으로 2.6배 폭증하며 InP 17% 공급 부족이 2H27까지 지속 전망
 - **NVIDIA 자본 락인과 변별점 위치:** NVIDIA가 2026.3월 Lumentum·Coherent에 함께 \$4B 투자로 광 공급망을 수직 락인함 — Lumentum은 200G/lane EML 선도 출하사로 1.6T 핵심임. Veeco는 2026.5월 \$250M+ MOCVD/IBD 장비 수주(2026년 인도, 2027년 램프업) — 자본·장비 투입의 2H26 매출 전환이 Street 미반영 변별점
 - **종목 픽:** 픽은 COHR·LITE(NVIDIA 락인 + 1.6T 우위) + VECO(MOCVD 장비 + HBM 보너스) + FN(NVIDIA·Cisco·AWS 위탁 제조, 첫 \$1B 분기 +36% YoY) + nVent(액체냉각 변별점)
 - **자가 헤지와 추적 지표:** HDIN Research가 2H26 oversupply warning을 제시 — Tier-2의 800G CAPA 확장 진입 시 가격 압박 가능. 추적: 1.6T 전환 비중·NVIDIA 추가 자본 투입·EML 수율 곡선

AI 광 모듈 시장 규모 2025-2026F



자료: TrendForce

광 트랜시버 공급 총족도 전망 2024-2029 (k units)

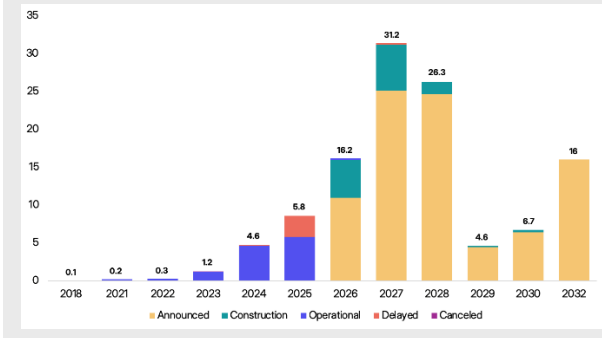
By bandwidth	Supply Status					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
≤200 Gbps	1,500	1,300	3,200	5,000	3,500	1,000
400 Gbps	5,500	7,000	7,500	9,000	11,000	12,000
800 Gbps	-3,500	-5,000	-6,000	800	4,500	10,000
1.6 Tbps	-10	-200	-1,500	-7,000	-8,000	-8,000
Total	3,490	3,100	3,200	7,800	11,000	15,000

자료: McKinsey



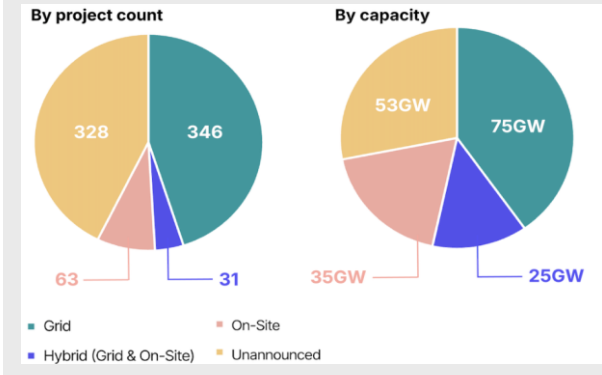
- ◆ 데이터센터 발표분의 2/3가 전력 부재로 미착공
 - 변별점은 변압기 캐파와 behind-the-meter 브릿지 전력
 - **그리드 단 핵심 병목과 CAPA 고정화(Fixed):** 대형 변압기 리드타임 128주(GSU 144주), 공급 부족률 ~30%로 단가는 2019년 대비 77% 급등함. Hitachi, Siemens 등의 \$2B 캐파 증설분은 2028년 양산 예정으로 단기 공급 총량은 전면 고정됨
 - **데이터센터 착공 지연 및 PJM 용량 요금 급등:** 미국 2026년 발표분 16GW 중 실제 착공은 5GW에 불과하며 30~50% 지연·취소 국면임. PJM 2027/28 경매(BRA)는 상한선인 \$333.44/MW-day에서 타결(\$16.4B)되었으며, 계통 안정성 요구 증가분의 95%가 데이터센터발 기저부하임
 - **2H26 온사이트 브릿지 전력의 실적 리비전 본격화:** 가스터빈 제약(리드타임 5~7년)하에 GEV(에어로), CMI(디젤), BE(연료전지) 중심의 브릿지 전력 매출화가 실적 변별 축임. 특히 Bloom Energy(BE)는 Oracle(2.8GW) 등 대형 백로그 기반의 2027년 이후 실적 성장세가 컨센서스에 미반영됨
 - **바스켓 최종 결착 및 초대형 M&A의 함의:** 탑픽은 제품 메이커(GEV-BE)와 시공 CAPA(PWR)의 결합으로 그리드 신축 사이클을 양면 커버함. 5월 18일 발표된 NextEra-Dominion의 \$67B 규모 합병(합산 대형 부하 파이프라인 약 130GW)은 '전력 자산이 새로운 알파'임을 가리키는 최신 정량 증거임

미국 데이터센터 발표분(16GW) vs 실제 착공(5GW) 격차 (단위: GW)



자료: Sightline Climate

Power Model에 따른 데이터센터 분류 2024-2042



자료: Sightline Climate



◆ 단기 백로그 파이낸싱 호재 vs 장기 상품화 리스크

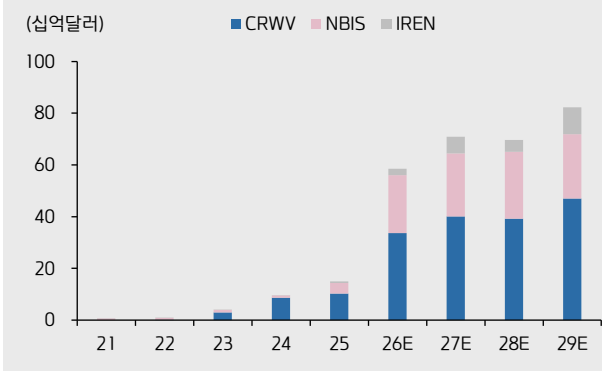
- **컴퓨터 금융상품화의 직접 수혜와 수직 계열화 검증:** GPU 선물시장 개설은 네오클라우드사들의 백로그 파이낸싱 가속화로 직결됨. 주요 3사(NBIS, CRWV, IREN) 모두 엔비디아의 직접 지분 투자 및 대형 공급 계약을 유지하며 가치사슬 내 수직 계열화 구조를 정량 증명함
- **NBIS — 저비용·순현금 구조 기반의 Quality주:** 1Q26 AI 클라우드 매출 \$390M(YoY +841%), AI 부문 조정 EBITDA 마진 45%로 급격한 수익성 개선을 시연함. 현금성 자산 \$9.3B, Meta향 \$27B(확정 \$12B+옵션 \$15B) 5년 계약, GB300 NVL72 인증(NVIDIA Exempler Cloud)을 확보하여 향후 장기 연산 단가 하락 시나리오에서도 독보적인 가격 결정력을 유지할 대안임
- **IREN — 인프라 스케일 전환 및 다각화된 건전 자본구조 수혜:** 비트코인 채굴에서 AI 풀스택 플랫폼으로 체질 개선에 성공하며 MSFT향 \$9.7B 계약(GB300 약 76k대)을 확보함. GPU 금융(\$3.6B)과 MS 선수금(\$1.9B)으로 GPU 관련 CAPEX의 95%를 커버한 건전한 재무 구조(보유 현금 \$2.8B)와 2026년 말 ARR \$3.7B 목표 궤도는 Street 컨센서스 미반영 촉매임
- **CRWV — 최대 백로그 보유 기업이나 높은 레버리지 리스크 경고:** 업계 최대 규모의 누적 백로그(\$99.4B)와 Anthropic·Meta향 신규 수주를 보유함. 다만 총부채 \$25B 및 1Q26 GAAP 순손실 \$740M에 따른 EPS 미스로 멀티플 훼손 압력이 상존

네오클라우드 3사의 재무 구조 정량 비교

	CRWV	IREN	NBIS
순부채	약 \$21.6B	약 \$1.5B	순현금 (약 -\$0.9B)
순부채/지분	약 450%	약 55%	순현금
조달 방식	부채 중심 (비소구 DDTL) + 엔비디아 지분 투자	고객 선수금 (MSFT) + 전환사채 + GPU 금융	자체 현금 + 전환사채 + 엔비디아 지분 투자

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

네오클라우드 3사 연간 CAPEX 추이

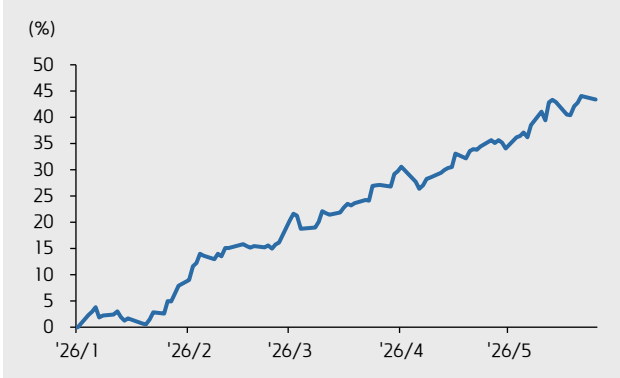


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 로열티 자산경량 모델(RPRX)과 Coach 브랜드의 재발견(TPR)
 - RPRX — 자산경량 로열티 구조 + 부분적 매크로 방어력: 직접 R&D 및 임상 부담 없이 상업화 단계 의약품의 로열티 스트림만 매입하여 신약 바이너리 리스크를 회피하는 구조임. '26~'27년 후속 블록버스터 신약의 로열티 매출화가 가시화되는 기점이며, Fitch 신용등급 상향 기반의 안정적 현금 흐름은 매크로 금리 발작 시 AI 인프라 픽의 멀티플 압박을 부분적으로 상쇄함 — 다만 본질은 변별 알파임
 - TPR — 카프리 노이즈 인식 갭과 Z세대 중심의 구조적 반등: 시장 내 카프리(Capri) 인수 무산 노이즈로 주가가 과도하게 억눌려 있으나, 독자 노선 회귀 이후 Coach 브랜드의 Z세대 신규 유입 및 점유율 확장의 구조적 성장세(Secular Momentum)에 진입함. 압도적 마케팅 효율성을 바탕으로 양극화 소비층 위쪽을 흡수 중이며, FCF의 거의 100%를 자사주 매입 및 배당으로 집행하는 강력한 주주환원 체력을 보유함

RPRX의 S&P500 헬스케어 대비 상대성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TPR의 S&P500 임의소비재 대비 상대성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 7월 빅테크 실적발표 → 9월 Rubin 출하 → 11월 미 중간선거로 이어지는 3대 핵심 Catalyst 주목

- **실적 차원 — 빅테크 가이드런스 및 월가 컨센서스 상향 추적:** 7~8월 빅테크 4사 실적 발표는 하반기 인프라 투자 강도의 1차 변곡점임. 비상 대응 기준인 '2개사 이상 분기 Capex QoQ 감소' 여부를 즉시 검증하며, 하이퍼스케일러 수주잔고(Bookings) 증가에 연동된 월가 추정치 리비전 속도를 추적함
- **기술 차원 — Rubin 출하 본격화와 차세대 메모리 수주 확정:** 3Q26 내 엔비디아 Rubin 플랫폼의 본격 출하 및 실질 디플로이가 핵심 촉매임. 커스텀 HBM4E 수주 가시화에 따른 수혜주(MU, TSM, SNDK) 선별, 인텔 차세대 패키징 진척도, 컴퓨터 선물 시장 거래량을 동시 관찰함
- **매크로 및 산업 — 위험 임계치 모니터링과 정책 방향 확정:** 유가·금리 리스크 가이드라인(Brent \$120, 미 10년물 5.0%) 진입 여부를 상시 체크함. 11월 3일 미 중간선거(보정 정부 유력)에 따른 보조금·수출 규제 방향성을 점검하고, GEV·ETN·HUBB 전력기기 3사의 분기 수주잔고 공시를 통해 상류 캐파 제약을 정량화함

2H26 시점별 체크리스트 요약

구분	7월 ~ 8월	9월 ~ 10월	11월 이후
실적	빅테크 4사 Q2 Capex 실적행역, 컨센서스 변동 추이	AI 인프라 Enabler 핵심 Pick들의 분기 실적·백로그 데이터 확인	빅테크 4사 Q3 실적 기반 2027년 선행 CapEx 가이드런스 가동
기술	컴퓨터 선물 시장 거래량 추이, 인텔 외주 패키징 매출 추이	엔비디아 Rubin 본격 출하 및 HBM4E 공급망 수주 확정 점검	테슬라 TeraFab 14A 공정 파일럿 램프업 진척도 검증
매크로	7월 FOMC 결과, 유가·금리 임계치 관찰	9월 FOMC 점도표 업데이트, GEV·ETN 변압기 수주잔고 점검	11월 3일 미국 중간선거 결과

자료: 키움증권 리서치

2H26 미국주식 관심종목 리스트 : AI 인프라 구축의 핵심 요소들을 선점한 Enabler 모음



AI 확장 사이클 지속

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mln)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
Compute & Packaging	IT	인텔 (INTC)	<ul style="list-style-type: none"> 패키징 2H26 수익화 본격화. 백로그 해소 속도가 주가 방향성 핵심 변수 MSFT(\$15B)·NVIDIA Feynman (25%) 주주 및 TeraFab 14A 협업 확정 EMIB·Foveros 기반 밸류에이션 재평가 기대. 실적 가시화 시 추정치 상향 여력 충분 	612,016	43.3	230.0
Memory & HBM	IT	마이크론 테크놀로지 (MU)	<ul style="list-style-type: none"> HBM3E~4E 풀 라인업 확보. NVIDIA·AMD·Google·AWS 4대 진영 전방위 공급 가시화 HBM4 전환기, TSMC 파운드리 협력. 베이스 다이 로직화로 차세대 기술 레버리지 강화 DDR5 판가 급등 최대 수혜. Crucial 브랜드 정리로 AI 포트폴리오 집중 	1,047,000	77.0	225.3
Networking	IT	비코 인스트루먼트 (VECO)	<ul style="list-style-type: none"> \$250M+ 주주 잔고 기반 2H26 매출 본격화. 2027 램프업에 따른 실적 변곡점 도래 InP-EML 공급 부족(2H27까지)의 핵심 수혜주. 업스트림 장비 내 독점적 지위 확보 HBM 다층화 사이클 직접 노출. 메모리 Fab 증설에 따른 장비 수요 추가 수혜 	3,677	21.1	110.8
Cooling	산업재	엔벳트 일렉트릭 (NVT)	<ul style="list-style-type: none"> AI 데이터센터 액체냉각(Liquid Cooling) 시장 내 독보적 Small-cap 순수 종목 대형사(Schneider·Eaton) 대비 액체냉각 기술 집중도 우위, AI 사이클 직접 수혜 데이터센터 열관리 차별화. VRT 대비 높은 알파(Alpha) 창출 가능 	27,137	18.4	64.6
Power Delivery	IT	비코 (VICR)	<ul style="list-style-type: none"> ITC FPA·ChiP 특허 승소(2034·2035년 만료). 제품+IP 이중 수익 모델을 통한 수익화 가시화 AI 칩 전력 수요 급증(랙 전력 기준 10kW → 1MW)에 따른 VPD 아키텍처 필수성 재확인 Cerebras Gen-5 램프업 실행 및 NVIDIA Rubin 세대 VPD 기술 채택 시 직접 수혜 가능성 	15,764	28.8	215.5
Neocloud	IT	네비우스 그룹 (NBIS)	<ul style="list-style-type: none"> 1Q26 AI 클라우드 매출 \$390M(YoY +841%), 마진율 45% 달성. 수익성 기반의 Quality주 \$9.3B 순현금 및 Meta항 \$27B 주주 잔고 확보. GB300 NVL72 인증으로 성장 가시성 극대화 AI 인프라 범용화 국면의 저비용 구조. 순현금 재무 건전성을 통한 독보적 가격 결정권 방어 	52,905	43.7	148.9
On-site Power	산업재	볼륨 에너지 (BE)	<ul style="list-style-type: none"> Oracle 2.8GW 백로그 확보. 가스터빈 리드타임(5~7년) 대안으로 On-site 매출 본격화 데이터센터 전력 발표(16GW)와 실제 착공(5GW) 괴리 심화. BTM 전력 솔루션 수요 급증 2027년 이후 성장세 미반영. 현 컨센서스 대비 실적 추정치 상향 여력(Upside) 충분 	83,570	25.2	238.1

자료: 키움증권 리서치, 주) 2026.05.28 기준

2H26 관심종목 Universe



테마	업종	종목	시가 총액 (\$mln)	YTD 수익률(%)	'FY24~ 26 매출액 CAGR	EBITDA 마진(%)			순부채비율(%)			ROE(%)			PER(배)		
						FY24	FY25	FY26	FY24	FY25	FY26	FY24	FY25	FY26	FY24	FY25	FY26
Compute & Packaging	IT	브로드컴 (AVGO)	1,997,367	21.9	26.3	61.8	67.3	68.1	88.0	61.9	21.3	12.9	31.0	55.1	64.5	69.8	37.9
	IT	마벨 (MRVL)	178,300	133.8	23.9	34.1	39.5	39.4	25.3	15.0	11.6	-6.3	19.3	17.8	-	52.1	51.4
Memory	IT	TSMC (TSM)	2,192,478	39.1	22.4	68.6	68.9	72.8	-31.7	-36.7	-34.3	30.3	35.4	38.4	-	-	27.0
	IT	샌디스크 (SNDK)	235,454	569.8	-	-	11.6	60.6	-	6.4	-38.8	0.0	-16.2	60.0	-	27.8	24.4
Networking	IT	코히어런트 (COHR)	74,378	106.0	14.5	21.3	22.2	24.3	42.5	35.2	9.6	-4.7	-1.5	9.5	-	86.5	69.6
	IT	루멘텍 홀딩스 (LITE)	70,200	144.8	30.1	10.3	16.1	33.1	174.7	152.6	26.2	-47.3	2.5	33.3	-	217.2	110.5
	IT	패브리넷 (FN)	24,611	50.9	16.8	12.3	12.1	12.2	-48.9	-46.9	-35.0	18.4	17.8	22.3	30.2	32.1	49.8
Power + Grid & Power Delivery	산업재	GE 베르노바 (GEV)	277,289	57.9	9.0	5.8	8.4	13.6	-70.6	-62.8	-62.8	18.3	47.1	39.8	48.4	35.9	47.8
	산업재	관타 서비스 (PWR)	110,087	73.8	13.9	9.8	10.1	10.2	51.0	66.2	40.3	13.3	12.7	17.2	47.6	57.3	53.0
	산업재	허벨 (HUBB)	25,589	9.0	4.4	23.2	24.2	24.5	41.9	51.6	35.5	25.3	24.9	23.9	28.0	26.3	24.5
	산업재	커민스 (CMI)	92,156	30.8	2.9	15.7	17.4	18.3	47.2	33.6	23.7	41.3	25.1	28.7	16.3	21.5	23.4
Neocloud	IT	나비타스 (NVTS)	6,938	304.5	-20.2	-33.4	-58.9	-97.4	-22.8	-51.9	23.7	-23.2	-29.5	-9.5	-	-	-
	IT	아이렌 (IREN)	24,245	79.6	62.0	29.0	53.8	42.3	-36.7	-31.0	23.7	-4.1	6.0	-2.0	-	130.5	-
Server	IT	코어워브 (CRWW)	57,095	45.6	87.5	63.7	60.3	58.4	707.6	799.4	23.7	-	-	-49.9	-	-	-
	IT	델 테크놀로지 (DELL)	198,326	142.5	14.4	11.2	11.0	10.1	-	-	23.7	-	-	-418.7	16.1	12.1	23.3
Beyond AI	헬스케어	로열티 파머 (RPRX)	31,078	39.7	5.7	91.6	91.1	97.2	64.6	85.8	23.7	12.8	11.5	32.1	21.4	19.6	12.7
	임의소비재	테프스트리 (TPR)	28,050	8.7	6.1	21.3	22.3	25.4	53.9	324.0	23.7	31.5	9.8	181.1	10.0	17.1	19.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

인텔 (INTC)



US Equity Analyst 박기현

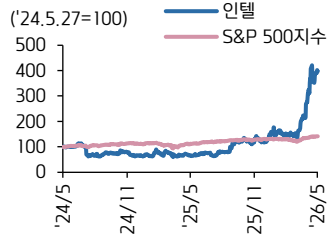
블룸버그 목표주가	USD 121.77
현재 주가 (5/27)	USD 89.57

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	반도체&반도체 장비
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	612,016.0
유통주식수(min)	5,026.0
52주 최고	132.75
52주 최저	18.97
일평균거래량	118,861,048

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	230.0	43.3	230.8	492.6
S&P 500	9.9	4.8	10.4	27.0



- 기업 개요:** 인텔은 미국 최대 종합 반도체 기업으로 CPU·파운드리·차세대 패키징 사업을 영위. 핵심 경쟁력은 Intel 18A·14A 첨단 공정 노드와 EMIB·Foveros 어드밴스드 패키징 기술로, TSMC CoWoS-L CAPA 포화 국면에서 비-NVIDIA 진영의 ASIC 위탁 수요를 흡수할 수 있는 대안 파운드리 지위 확보. AI ASIC 다각화 추세 속에서 외주 패키징 매출 본격 ramp-up이 2H26 변곡점이며, MSFT·NVDA·TSLA 3대 진영의 동시 채택으로 사업 정상화 궤도 진입 중
- 투자 포인트:** 1) EMIB·Foveros 패키징 매출 전환 본격화: TSMC CoWoS-L CAPA의 60%를 NVIDIA가 단독 점유하는 환경에서 비-NVIDIA 진영의 EMIB 진입이 가속화됨. 인텔의 외주 패키징 매출은 1Q26 1.7억 달러에 불과하나 연간 백로그는 수십억 달러 수준으로 격차가 큼. 2H26 매출 전환 가시화 시 EPS 정상화 본격 진입하며, 백로그 해소 속도가 주가 방향성의 핵심 변수. 2) 빅테크 3대 진영 동시 채택의 변별 포지셔닝: MSFT Maia 2의 Intel 18A 활용으로 150억 달러 장기 계약 확정, NVIDIA Feynman의 EMIB 25% 채택, Tesla TeraFab의 Intel 14A 협력 등 단일 종목이 반도체·CPU·EV 진영 3대 메가 player의 동시 위탁을 확보. 3) Foundry Services 흑자 전환 Catalyst와 멀티플 정상화: Intel Foundry Services는 영업적자가 단계적 축소되며 2027년 흑자 전환 궤도 진입할 전망. AI ASIC 위탁 매출 확대·CHIPS Act 보조금 흡수로 흑전 시점이 컨센서스 대비 빠른 가능성 존재
- 실적 및 밸류에이션:** FY1Q26 매출 \$13.6B(+7% YoY), Non-GAAP EPS \$0.29(+123% YoY), Non-GAAP OPM 12.3%(+6.9%p YoY) 기록. 12M Fwd P/E 113.5배로 일반적인 반도체 기업 밸류(20~30배) 대비 프리미엄에서 거래 중이나, 컨센서스 기준 FY29까지 연평균 74%의 EPS 성장률을 기록할 예정으로 FY29 기준 P/E가 32.2배까지 낮아질 전망. 현재 기대되는 여러 주가 Catalyst들이 충분히 반영되지 않았다는 점에서 하반기 추가 리레이팅 가능성 보유

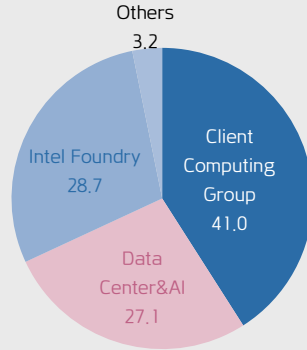
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	53,101	52,853	58,796	65,058
영업이익	-254	2,916	7,250	10,027
영업이익률(%)	-0.5	5.5	12.3	15.4
순이익	-566	1,929	5,574	7,876
EPS	-0.13	0.42	1.11	1.56
증가율	-112.4	-423.1	163.6	41.2
PER	-	1571.7	110.0	77.9
PBR	0.9	1.6	5.1	4.8
ROE	-18.3	-0.3	3.6	6.0
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

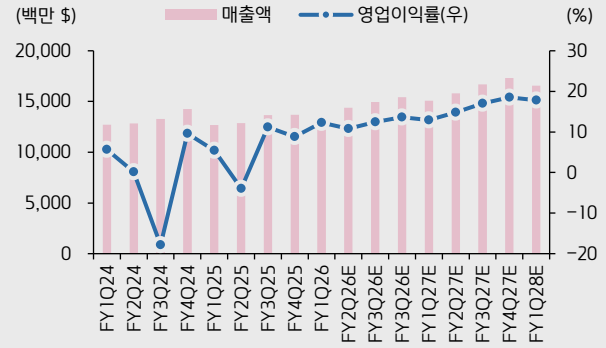


INTC 사업부별 매출액 비중



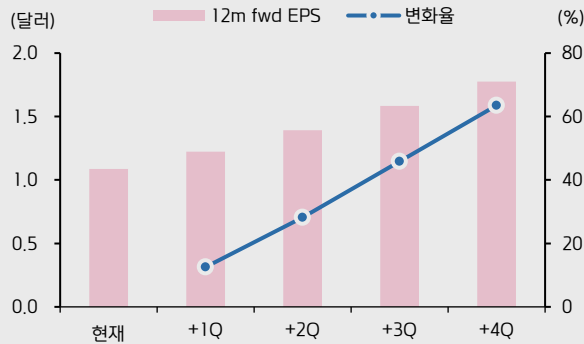
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

INTC 분기 매출액 및 영업이익률 추이



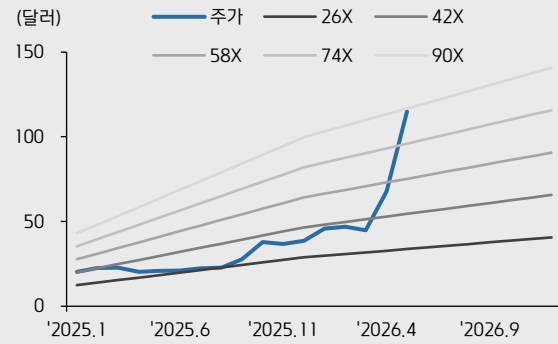
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

INTC 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

INTC 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	79,024	63,054	54,228	53,101	52,853
매출원가	35,209	36,188	32,517	35,756	34,478
매출총이익, GAAP	43,815	26,866	21,711	17,345	18,375
판매비	6,543	7,002	5,634	5,507	4,624
연구개발비	15,190	17,528	16,046	16,546	13,774
영업이익, GAAP	22,205	7,917	4,667	-254	2,916
영업외 (이익)손실	-2,247	-5,434	-669	-468	-3,771
세전이익, GAAP	24,582	7,917	5,143	-184	2,286
법인세비용	1,835	-249	-913	8,023	1,531
당기순이익, GAAP	19,868	8,017	1,689	-19,233	-267
EPS, GAAP	4.89	1.95	0.40	-4.38	-0.06
희석 EPS, GAAP	4.86	1.94	0.40	-4.38	-0.06
영업이익, 조정	22,205	7,917	4,667	-254	2,916
당기순이익, 조정	22,356	7,594	4,423	-566	1,929
EBITDA	32,158	20,950	14,269	11,125	14,622

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	29,991	15,433	11,471	8,288	9,697
감가상각비, 무형자산상각비	11,792	13,035	9,602	11,379	11,706
운전자본 변동	-5,332	-3,230	-2,118	-1,120	-497
투자활동으로 인한 현금흐름	-25,167	-10,231	-24,041	-18,256	-14,821
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-20,329	-25,050	-25,750	-23,944	-14,646
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5,862	1,115	8,505	11,138	11,587
지급배당금	-5,644	-5,997	-3,088	-1,599	0
차입금의 증가(감소)	2,474	5,164	6,928	687	-3,750
자사주매입	-1,395	977	4,001	987	1,692
현금증가	-1,038	6,317	-4,065	1,170	6,463
기초현금	5,865	-	-	7,079	8,249
기말현금	4,827	11,144	7,079	8,249	14,712
FCF	9,662	-9,617	-14,279	-15,656	-4,949
FCFF	10,209	-	-	-	-4,931

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	168,406	182,103	191,572	196,485	211,429
유동자산	57,718	50,407	43,269	47,324	63,688
현금 및 현금성자산	28,413	28,338	25,034	22,062	37,416
매출채권	9,457	4,133	3,402	3,478	3,839
재고자산	10,776	13,224	11,127	12,198	11,618
비유동자산	110,688	131,696	148,303	149,161	147,741
유형자산	63,794	81,347	97,152	108,376	105,835
무형자산	34,233	33,609	32,180	28,384	26,684
부채총계	73,015	78,817	81,607	91,453	85,069
유동부채	27,462	32,155	28,053	35,666	31,575
매입채무	22,171	26,930	24,983	31,060	27,132
단기성부채	4,771	4,540	2,430	3,910	2,609
비유동부채	45,553	46,662	53,554	55,787	53,494
장기성부채	33,805	37,920	47,267	46,561	44,367
자본총계	95,391	103,286	109,965	105,032	126,360

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	25.14	12.71	3.11	-35.32	-0.51
영업이익률	24.62	3.70	0.17	-21.99	-4.19
EBITDA 마진	39.77	24.66	18.24	-0.28	18.17
ROE	22.52	8.14	1.63	-18.31	-0.25
ROA	12.36	4.57	0.90	-9.67	-0.13
ROIC	13.92	2.70	0.81	-12.48	-0.04
부채비율	40.44	41.86	47.07	50.84	41.11
순차입금비용	4.05	7.95	17.13	21.92	0.83
EBITDA/현금지급이자	57.66	33.87	16.13	-0.15	8.68
현금비용	103.46	88.13	89.24	61.86	118.50
유동비용	210.17	156.76	154.24	132.69	201.70
PER	11.21	28.24	139.43	-	1,571.66
PBR	2.19	1.08	2.01	0.89	1.58
EV/EBIT	10.93	50.75	2,067.25	-	-
EV/EBITDA	6.77	7.68	23.83	-	20.19



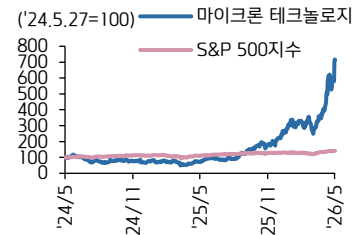
블룸버그 목표주가	USD 704.71
현재 주가 (5/27)	USD 928.41

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	반도체&반도체 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	1,046,999.6
유통주식수(min)	1,127.7
52주 최고	956.16
52주 최저	92.22
일평균거래량	46,671,932

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	225.3	77.0	303.2	863.3
S&P 500	9.9	4.8	10.4	27.0



- 기업 개요:** 마이크론 테크놀로지는 글로벌 3대 메모리 반도체 기업으로 핵심 경쟁력은 HBM3E·HBM4·HBM4E 차세대 세대로 이어지는 풀 라인업 보유와 TSMC와의 HBM4E base die 협력 체결로, AI 가속기에 필수적인 고대역폭 메모리 시장에서 SK하이닉스·삼성과 함께 글로벌 3강 체제를 형성. 동사는 NVIDIA Vera Rubin 공급이 확인되었으며, Hyperscaler ASIC 다각화 사이클(MSFT Maia·META MTIA·Google TPU·AWS Trainium)의 직접 수혜 포지션에 위치
- 투자 포인트:**
 - HBM4E 기반 파운드리 전환 및 차세대 풀 라인업 확보:** HBM4E부터 로직 파운드리(TSMC) 전환을 통해 커스터마이징 경쟁력 강화. NVIDIA Vera Rubin향 HBM4 12H(36GB)는 26년 1분기 양산, 16H(48GB)는 샘플링 완료. 1γ DRAM 기반 HBM4E(27년)까지 차세대 풀 라인업 구축을 완료함.
 - 미국 유일 제조사 지위 및 Hyperscaler 공급 다각화:** 미국 유일 첨단 메모리 제조사로서 NVIDIA 및 주요 Hyperscaler(MSFT, META, Google, AWS) 대상 공급망 선점. 26년 DC 메모리 비중이 산업 내 50%를 상회할 전망이며, 공급 부족(수요 대비 50~66% 수준) 심화에 따른 수혜 극대화 예상.
 - DDR5 슈퍼사이클 및 AI 인프라 집중 전략:** DDR5 가격 급등의 직접적 수혜로 FY2Q26 호실적 달성 및 FY3Q26 가이던스(매출 \$33.5B, GM 81%) 상향. 컨슈머 브랜드(Crucial) 정리 및 생산 설비를 AI·데이터센터용으로 재배분하고, \$25B+의 공격적 Capex 집행을 통해 AI 인프라 대응력을 구조적으로 강화함
- 실적 및 밸류에이션:** FY2Q26 매출 \$23.9B(+196% YoY), Non-GAAP EPS \$12.2(+682% YoY), Non-GAAP GPM 75% 기록. 12M Fwd P/E는 15배로 IT 업종 중앙값(15배) 대비 저평가 되어 있음. 마이크론은 SK하이닉스·삼성 대비 미국 단독 HBM player라는 지정학 프리미엄 + TSMC HBM4E 협력 + 메모리 슈퍼사이클 + Samsung HBM4 양산이 commodity DDR5를 추가 잠식하는 구조적 호재를 고려할 시 추가 multiple expansion 여력 충분

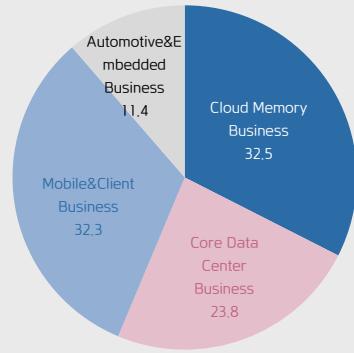
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	25,111	37,378	110,730	180,645
영업이익	1,935	10,846	79,409	141,741
영업이익률(%)	7.7	29.0	71.7	78.5
순이익	1,472	9,470	68,160	120,371
EPS	1.30	8.29	59.46	104.71
증가율	-129.2	537.7	617.2	76.1
PER	134.3	15.8	15.6	8.9
PBR	2.3	2.5	8.9	4.6
ROE	1.7	17.2	70.5	62.7
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

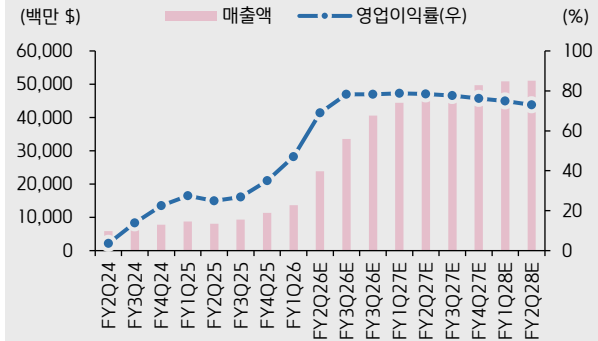


MU 사업부별 매출액 비중



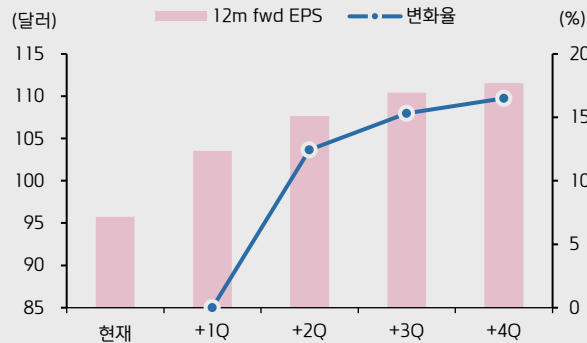
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MU 분기 매출액 및 영업이익률 추이



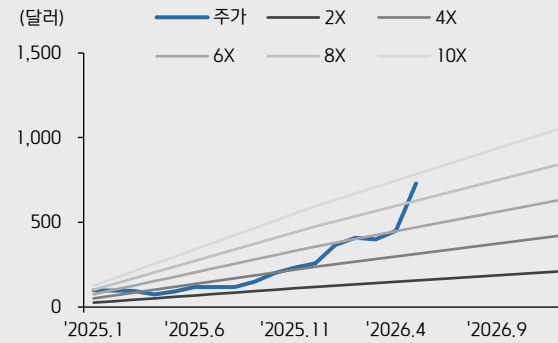
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MU 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MU 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

마이크론 테크놀로지 (MU)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	27,705	30,758	15,540	25,111	37,378
매출원가	17,282	16,860	16,956	19,498	22,505
매출총이익, GAAP	10,423	13,898	-1,416	5,613	14,873
판매비	894	1,066	920	1,129	1,205
연구개발비	2,663	3,115	3,114	3,430	3,798
영업이익, GAAP	7,667	10,281	-4,819	1,935	10,846
영업외 (이익)손실	65	131	-87	64	116
세전이익, GAAP	7,633	8,814	-5,658	1,240	9,654
법인세비용	394	888	177	451	1,124
당기순이익, GAAP	5,861	8,687	-5,833	778	8,539
EPS, GAAP	5.23	7.81	-5.34	0.70	7.65
희석 EPS, GAAP	5.14	7.75	-5.34	0.70	7.59
영업이익, 조정	7,667	10,281	-4,819	1,935	10,846
당기순이익, 조정	6,373	9,475	-4,862	1,472	9,470
EBITDA	13,881	17,397	2,937	9,715	19,198

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	12,468	15,181	1,559	8,507	17,525
감가상각비, 무형자산상각비	6,214	7,116	7,756	7,780	8,352
운전자본 변동	-370	-1,245	-2,896	-1,165	-666
투자활동으로 인한 현금흐름	-10,589	-11,585	-6,191	-8,309	-14,087
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-10,030	-12,067	-7,676	-8,386	-15,857
유, 무형자산 처분	0	888	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,781	-2,980	4,983	-1,842	-850
지급배당금	0	-461	-504	-513	-522
차입금의 증가(감소)	-332	-32	5,955	-898	-189
자사주매입	-1,294	-2,557	-425	-300	0
현금증가	139	510	317	-1,604	2,594
기초현금	7,690	7,829	8,339	8,656	7,052
기말현금	7,829	8,339	8,656	7,052	9,646
FCF	2,438	3,114	-6,117	121	1,668
FCFF	2,638	3,314	-	479	2,089

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	58,849	66,283	64,254	69,416	82,798
유동자산	19,907	21,781	21,244	24,372	28,841
현금 및 현금성자산	8,633	9,331	9,594	8,106	10,307
매출채권	4,920	4,765	2,048	5,419	7,163
재고자산	4,487	6,663	8,387	8,875	8,355
비유동자산	38,942	44,502	43,010	45,044	53,957
유형자산	33,764	39,227	38,594	40,394	47,326
무형자산	1,577	1,649	1,554	1,566	1,603
부채총계	14,916	16,376	20,134	24,285	28,633
유동부채	6,424	7,539	4,765	9,248	11,454
매입채무	5,325	6,090	3,958	7,299	9,649
단기성부채	210	103	278	502	634
비유동부채	8,492	8,837	15,369	15,037	17,179
장기성부채	7,125	7,413	13,655	13,576	14,718
자본총계	43,933	49,907	44,120	45,131	54,165

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	21.16	28.24	-37.54	3.10	22.85
영업이익률	22.68	31.54	-36.97	5.19	26.14
EBITDA 마진	45.50	55.08	13.82	36.73	48.89
ROE	14.14	18.51	-12.41	1.74	17.20
ROA	10.42	13.88	-8.94	1.16	11.22
ROIC	12.26	16.30	-10.26	1.40	13.46
부채비율	16.70	15.06	31.58	31.19	28.34
순차입금비용	-6.97	-6.94	7.92	10.91	6.31
EBITDA/현금지급이자	73.71	110.02	6.65	18.34	43.72
현금비용	134.39	123.77	201.34	87.65	89.99
유동비용	309.88	288.91	445.83	263.54	251.80
PER	13.28	7.16	-	134.29	15.78
PBR	1.88	1.26	1.74	2.35	2.53
EV/EBIT	12.62	6.09	-	83.65	14.31
EV/EBITDA	6.33	3.50	37.38	12.02	7.68

비코 인스트루먼트 (VECO)



US Equity Analyst 박기현

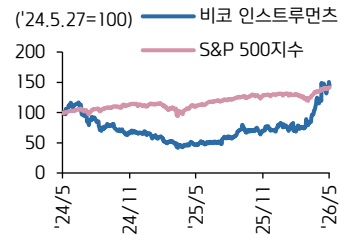
블룸버그 목표주가	USD 60.33
현재 주가 (5/27)	USD 60.24

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	반도체&반도체 장비
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	3,676.7
유통주식수(min)	61.0
52주 최고	65.43
52주 최저	19.04
일평균거래량	1,356,010

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	110.8	21.1	106.1	204.6
S&P 500	9.9	4.8	10.4	27.0



- 기업 개요:** 미국 첨단 전공정 장비사로 MOCVD·IBD·Laser Annealing 등 반도체/광반도체 핵심 장비 공급. InP 레이저 제조 3대 공정(에피택시·Wet·IBD 코팅)을 모두 커버하는 멀티 포트폴리오가 핵심 경쟁력임. 특히 EML 레이저용 Spector IBD는 선도적 지위를, InP MOCVD는 AIXTRON과 양강 구도(2nd Source)를 확보. AI 데이터센터 (800G·1.6T), HBM 다중화, EUV 노드 확장이 맞물리며 광·메모리·반도체 3중 사이클 레버리지 본격화 구간
- 투자 포인트:** 1) **\$250M+ 수주 기반, 2H26 매출 본격화:** 누적 \$250M+ 수주(IBD 코팅 중심)의 2026년 인도 및 2027년 가동 일정으로 향후 6~8분기 매출 가시성 확보. 컨센서스가 완제품단(COHR·LITE)에 집중된 상황에서, 상류 장비사 특유의 매출 인식 시차가 향후 추정치 상향의 핵심 변별력임. 2) **EML 쇼티지의 구조적 수혜:** McKinsey 기준 InP EML 공급 부족(2026년 17%)이 2H27까지 지속될 전망. 소수 제조사(3~5개) 집중 구조상 캐파 증설 시 동사 장비(MOCVD·Wet·IBD)가 필수 해결사(Enabler)로 작용하며, 공급 부족에 따른 가격 결정력 확보로 마진 확장의 촉매제가 될 것임. 3) **광·HBM·EUV 3중 사이클 동시 수혜:** MOCVD/IBD가 800G·1.6T 사이클을 흡수하고, LSA 장비는 글로벌 선두 업체의 HBM 양산 표준 장비(POR)로 채택됨. 여기에 IBD 장비의 차세대 EUV 마스크 블랭크 노드 확장 수혜가 동시 반영되어, 단일 시장 리스크를 분산하고 다년간의 성장 가시성(Runway)을 확보함
- 실적 및 밸류에이션:** FY1Q26 \$158M(-5% YoY), Non-GAAP EPS는 \$0.14(-62% YoY)로 전년 대비 부진한 성과를 보임. 다만 그럼에도 주가는 연초 대비 약 100% 가까이 상승하면서 강세를 보이고 있는데 이는 시장이 현재의 당기 순이익 크기보다 800G 및 1.6T 광트랜시버 인프라 확장에 따른 멀티플 리레이팅에 무게를 두고 있기 때문으로 해석됨. 12M Fwd P/E는 39배로 IT 업종 중앙값(25배) 대비 높은 수준이나 컨센서스 기준 연간 EPS 성장률이 FY26 22%, FY27 88%를 기록할 것으로 전망되어 이익 증가에 따른 밸류에이션 부담 해소가 이뤄질 수 있을 것으로 전망

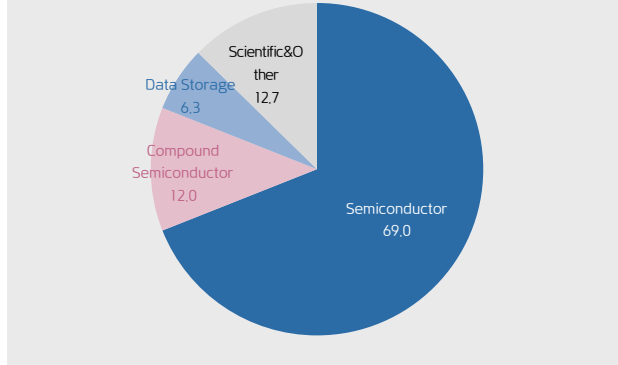
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	717	664	766	1,021
영업이익	116	84	111	201
영업이익률(%)	16.2	12.7	14.5	19.7
순이익	104	80	103	216
EPS	1.74	1.33	1.63	2.88
증가율	3.0	-23.6	22.6	76.8
PER	20.8	39.6	37.0	20.9
PBR	2.0	1.9	4.1	3.4
ROE	10.2	4.3	6.8	16.5
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

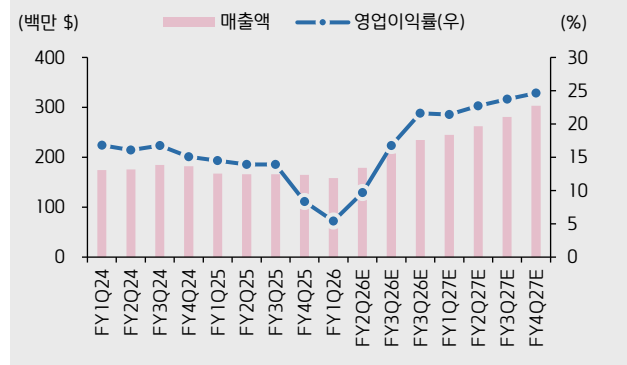


VECO 사업부별 매출액 비중



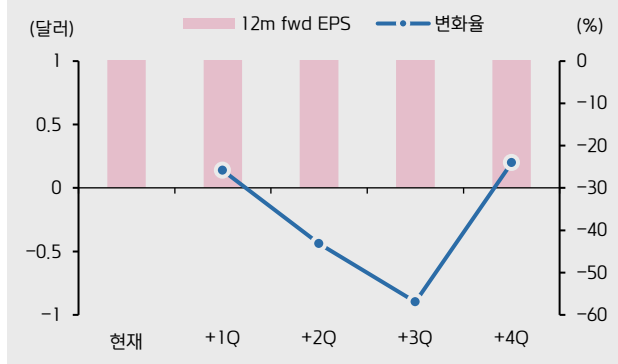
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VECO 분기 매출액 및 영업이익률 추이



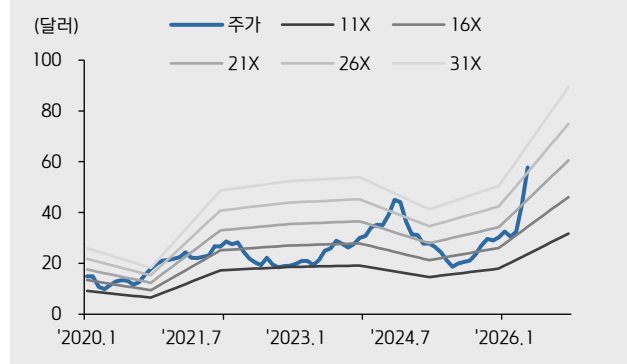
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VECO 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VECO 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

비코 인스트루먼트 (VECO)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	583	646	666	717	664
매출원가	341	383	381	413	399
매출총이익, GAAP	242	263	285	304	265
판매비	85	89	93	100	99
연구개발비	89	104	113	125	120
영업이익, GAAP	87	100	110	116	84
영업외 (이익)손실	31	9	98	-2	-4
세전이익, GAAP	26	51	-28	69	39
법인세비용	-0	-116	2	-5	4
당기순이익, GAAP	26	167	-30	74	35
EPS, GAAP	0.53	3.35	-0.56	1.31	0.60
희석 EPS, GAAP	0.49	2.71	-0.56	1.23	0.59
영업이익, 조정	87	100	110	116	84
당기순이익, 조정	32	90	98	104	80
EBITDA	113	115	135	123	87

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	68	108	62	64	69
감가상각비, 무형자산상각비	26	26	25	25	20
운전자본 변동	-27	9	-57	-67	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	45	-69	-53	-65	-41
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-41	-25	-28	-18	-16
유, 무형자산 처분	2	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-122	-5	-5	-13	-10
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자사주매입	-112	4	228	5	5
현금증가	-10	35	4	-13	18
기초현금	130	120	155	159	146
기말현금	120	155	159	146	163
FCF	27	84	34	46	53
FCFF	-	-	-	-	62

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	899	1,128	1,229	1,252	1,326
유동자산	549	669	706	765	845
현금 및 현금성자산	224	302	305	344	390
매출채권	110	124	103	97	111
재고자산	171	207	238	247	275
비유동자산	350	459	523	487	480
유형자산	129	134	143	140	133
무형자산	216	206	259	224	221
부채총계	461	550	557	481	440
유동부채	189	258	218	192	178
매입채무	122	107	96	97	100
단기성부채	4	24	4	30	4
비유동부채	272	292	339	289	262
장기성부채	262	288	306	284	258
자본총계	438	578	672	771	886

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	4.46	25.84	-4.56	10.28	5.33
영업이익률	9.72	9.33	10.49	9.34	5.38
EBITDA 마진	15.32	14.45	14.99	13.51	9.31
ROE	6.16	32.88	-4.86	10.22	4.27
ROA	2.90	16.47	-2.58	5.94	2.75
ROIC	6.95	23.45	5.74	7.86	3.22
부채비율	60.94	53.92	46.17	40.77	29.59
순차입금비율	9.78	1.59	0.75	-3.90	-14.48
EBITDA/현금지급이자	7.12	9.21	8.48	10.20	7.51
현금비율	118.35	117.26	140.09	179.07	219.16
유동비율	290.37	259.36	323.93	397.61	474.76
PER	47.47	6.58	34.22	20.79	39.60
PBR	3.23	1.63	2.60	1.98	1.95
EV/EBIT	25.11	15.26	24.40	21.61	42.25
EV/EBITDA	16.32	10.18	17.56	15.40	25.84

엔벤티 일렉트릭 (NVT)



US Equity Analyst 박기현 / RA 한유진

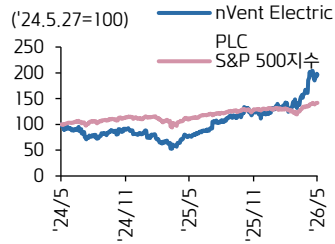
블룸버그 목표주가	USD 185.38
현재 주가 (5/27)	USD 167.80

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	27,136.7
유통주식수(min)	161.7
52주 최고	175.00
52주 최저	63.60
일평균거래량	2,284,857

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	64.6	18.4	57.5	150.7
S&P 500	9.9	4.8	10.4	27.0



- 기업 개요:** 엔벤티 일렉트릭은 전력 연결·보호 및 액체 냉각 솔루션을 공급하는 인프라 기업. 고성능 GPU 확산으로 데이터센터 내 랙당 전력 밀도가 빠르게 상승하는 가운데, 동사는 이에 필요한 전력·냉각 모듈형 솔루션을 제공하고 있어 기존 데이터센터의 AI 서버 전환과 신규 AI 데이터센터 구축 과정에서 발생하는 랙 단위 인프라 수요를 매출로 흡수. '25년 1월 열관리 사업부 매각을 완료한 이후 액체냉각을 포함한 Systems Protection 부문(1Q26 매출 기준 72%)과 Electrical Connections 부문(28%) 중심으로 사업 포트폴리오를 재편하며 AI 인프라 기업으로의 체질 전환 지속
- 투자 포인트:** 1) **NVIDIA GB200·GB300 대응 냉각 솔루션 출시 모멘텀:** 동사는 신제품 포트폴리오를 지속 확장 중이며, 1Q26 신제품 매출 기여도는 20%p로 FY25 10%p 대비 확대되며 빠른 매출 기여가 확인됨. '25년 SC25에서는 NVIDIA GB200·GB300 랙 대응 차세대 액체냉각·전력 포트폴리오를 공개했으며, 관련 제품군은 2026년 상반기 순차 가용될 예정으로 향후 추가 매출 기여가 본격화될 전망. 2) **액체냉각 신공장 램프업에 따른 마진 개선:** 동사는 FY26 연중 약 12만 ft² 규모의 블레인(Blaine) 신규 시설 램프업을 진행할 예정으로, 연말 기준 액체냉각 생산능력이 전년 대비 약 2배 확대될 전망. 램프업 본격화 시 고 ASP 제품 비중 상승에 따른 마진 개선 여지 존재. 3) **M&A 기반 추가 성장 기회 확보:** 동사는 EPG와 Trachte 인수를 통해 전력실·수배전 영역으로 사업 범위 확장. Q2부터 EPG가 유기적 매출로 전환되면서 인수 효과를 제외한 자립적 성장률과 EPS 기여도가 본격 검증될 예정
- 실적 및 밸류에이션:** FY26Q1 매출액은 12.4억 달러(+54% YoY), 영업이익은 2.0억 달러(+51% YoY)로 시장 컨센서스를 상회. 인프라 부문 유기적 성장률 +80% YoY에 힘입어 수주잔고는 26억 달러로 확대됐으며, 연간 매출 성장률 가이던스도 11%p 상향되며 외형 성장과 수익성 개선의 동반 확대 가능성을 시사. 5/27 기준 12M Fwd P/E는 34배 수준으로 이튼(29배), 허벨(24배) 대비 높지만, 데이터센터 매출 비중 확대와 인프라 부문 성장 가속화, 자체 액체냉각 역량을 감안하면 추가 EPS 상향에 따른 리레이팅 가능성은 유호

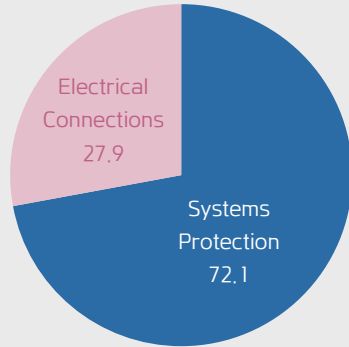
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	3,006	3,893	4,973	5,692
영업이익	652	786	1,021	1,210
영업이익률(%)	21.7	20.2	20.5	21.3
순이익	419	551	732	889
EPS	2.49	3.35	4.52	5.48
증가율	-18.6	34.5	35.0	21.3
PER	31.7	37.7	37.1	30.6
PBR	3.5	4.4	6.7	6.1
ROE	10.4	20.4	18.0	19.6
배당지표수익률	0.5	0.5	0.5	0.5

주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

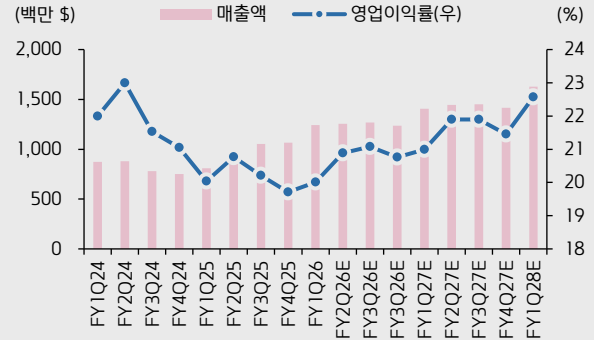


NVT 사업부별 매출액 비중



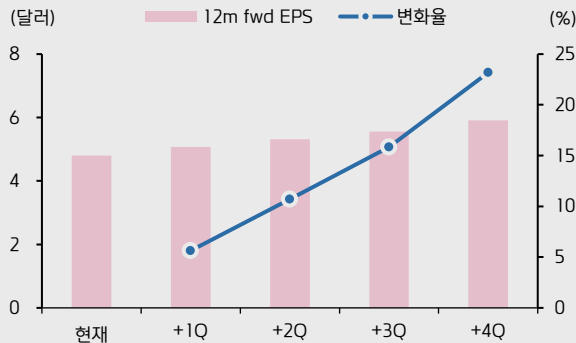
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NVT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



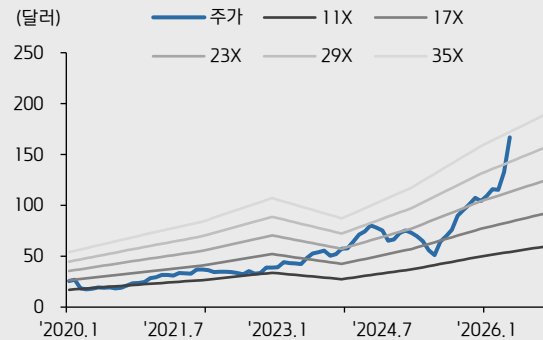
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NVT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NVT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

엔벳트 일렉트릭 (NVT)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	2,462	2,909	3,264	3,006	3,893
매출원가	1,520	1,812	1,594	1,797	2,424
매출총이익, GAAP	942	1,097	1,075	1,209	1,469
판매비	538	596	557	616	774
연구개발비	49	60	55	66	79
영업이익, GAAP	436	524	721	652	786
영업외 (이익)손실	35	-32	87	98	67
세전이익, GAAP	401	556	636	554	706
법인세비용	48	73	-84	188	122
당기순이익, GAAP	273	400	567	332	710
EPS, GAAP	1.63	2.40	3.42	2.00	4.36
희석 EPS, GAAP	1.61	2.38	3.37	1.97	4.31
영업이익, 조정	—	—	567	652	786
당기순이익, 조정	333	404	515	419	551
EBITDA	477	565	772	703	847

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	373	395	528	643	465
감가상각비, 무형자산상각비	108	114	113	146	208
운전자본 변동	-9	-56	-2	4	-23
투자활동으로 인한 현금흐름	-274	-53	-1,165	-758	521
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-40	-46	-66	-74	-93
유, 무형자산 처분	1	2	0	1	5
재무활동으로 인한 현금흐름	-167	-82	517	146	-968
지급배당금	-118	-117	-101	-127	-130
차입금의 증가(감소)	38	83	683	374	-598
자사주매입	-112	-66	-61	-100	-253
현금증가	-73	248	-112	5	48
기초현금	123	50	290	180	131
기말현금	50	298	180	131	238
FCF	334	349	463	569	372
FCFF	361	375	—	629	430

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	4,674	4,902	6,162	6,735	6,852
유동자산	912	1,229	1,336	1,389	1,640
현금 및 현금성자산	50	298	180	131	238
매출채권	438	473	470	473	693
재고자산	322	347	360	360	472
비유동자산	3,763	3,673	4,826	5,346	5,212
유형자산	370	366	420	455	563
무형자산	3,331	3,244	3,209	3,809	4,555
부채총계	2,178	2,171	3,020	3,497	3,122
유동부채	636	650	734	802	1,004
매입채무	596	588	560	597	782
단기성부채	22	33	51	60	45
비유동부채	1,542	1,521	2,286	2,696	2,118
장기성부채	1,061	1,146	1,867	2,266	1,702
자본총계	2,496	2,732	3,142	3,238	3,730

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	11.08	13.74	21.25	11.04	18.24
영업이익률	14.44	15.14	17.34	17.53	15.84
EBITDA 마진	19.65	19.96	22.50	23.27	21.98
ROE	11.13	15.30	19.31	10.40	20.39
ROA	6.04	8.35	10.25	5.15	10.45
ROIC	8.02	9.30	11.38	5.38	8.31
부채비율	43.39	43.16	61.05	71.85	46.83
순차입금비율	41.41	32.27	55.34	67.80	40.46
EBITDA/현금지급이자	11.25	11.80	5.82	5.19	8.06
현금비율	7.78	45.80	24.48	16.37	23.67
유동비율	143.25	189.25	182.13	173.32	163.39
PER	21.92	16.04	32.26	31.73	37.71
PBR	2.53	2.33	3.10	3.47	4.42
EV/EBIT	20.51	16.32	24.60	25.24	28.87
EV/EBITDA	15.19	12.47	19.14	19.22	21.03

비코 (VICR)



US Equity Analyst 박기현 / RA 조호준

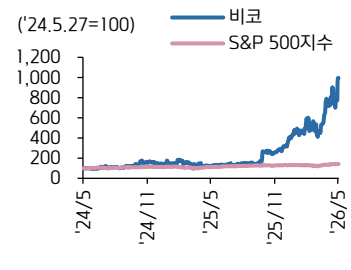
블룸버그 목표주가	USD 323.75
현재 주가 (5/27)	USD 345.84

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	전자 부품
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	15,763.9
유통주식수(min)	33.9
52주 최고	361.89
52주 최저	41.58
일평균거래량	922,208

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	215.5	28.8	286.2	713.7
S&P 500	9.9	4.8	10.4	27.0



- 기업 개요:** 비코는 전력 변환 모듈 전문 반도체 기업으로 발전소에서 시작된 고압 전력을 데이터센터의 48V를 거쳐 GPU가 사용하는 1V 이하까지 단계적으로 변환·공급하는 모듈을 설계·제조. 사업은 AI·HPC·하이퍼스케일러를 겨냥한 Advanced Products(1Q26 매출 비중 57.5%)와 방산·산업·철도 등 성숙시장을 담당하는 Brick Products(42.5%)로 구성되며, 전략의 무게중심은 빠르게 Advanced Products로 이동 중. 변환과 조정을 분리하는 설계 철학 FPA, 모듈을 칩 형태로 소형화하는 패키징 기술 ChiP, 전압 변환 모듈을 GPU 발 밑에 수직 배치하는 VPD가 회사의 핵심 기술 자산
- 투자 포인트:** 1) 서버 랙당 전력 필요량 증가로 VPD 필요성 증대: NVIDIA 서버 랙 전력이 2020년 10kW에서 2028년 1,000kW+로 증가 전망. 이 정도 전력 수준의 차세대 패키징(wafer-scale·CoWoS·멀티다이)에서 VPD가 사실상 유일한 해법으로 부각 중. Cerebras로 추정되는 lead customer가 2H26부터 Gen 5 램프업 진입 예정. 2) ITC 판결과 기술 해자로 라이선싱 수익 확대: ITC가 경쟁사의 특허 침해를 인정해 미국 수입 금지 명령. 거의 100% 마진의 라이선싱 매출이 2023년 \$16M에서 1Q26 연환산 \$60M까지 확대됐고, GPM도 55% 수준으로 증가. 2027년 2차 ITC 판결로 추가 라이선스 가능성. 3) 비AI 사업도 견조: 방산에서 DC-DC 컨버터 시장점유율 25%+, 글로벌 Top 100 방산 중 75곳과 거래. AI 스토리가 흔들려도 회사를 지탱하는 안정적 캐시카우
- 실적 및 밸류에이션:** 2026 매출 가이드선 \$570M(YoY +40%) 제시, 1Q26 매출 \$113M(YoY +20.2%), Gross Margin은 YoY +800bp 증가한 55.2%, EPS는 \$0.06 → \$0.44. 백로그가 한 분기 만에 70% 급증해 \$300.6M, book-to-bill 2배 초과로 가이드 신뢰도 매우 높음. 또한, 가이드선스에 신규 라이선스 미반영이라는 보수적 가정이 깔려 있어 추가 업사이드 여지 존재. 다만 12MF P/E 85.3배(5년 평균 43.5배, 필라델피아 반도체 지수 26.6배) 수준으로 이미 큰 프리미엄을 받고 있음. Cerebras Gen 5 램프업 실행, 2027년 2차 ITC 승소·신규 반복 로열티 추가, NVIDIA Rubin에 VPD 기술 채택 가능성 세 가지가 동시에 작동하는지가 현재 멀티플의 정당성을 결정하는 핵심 변수. 5/27 추가 라이선스 체결에 따라 2Q26 매출 가이드선스 \$16M 상향

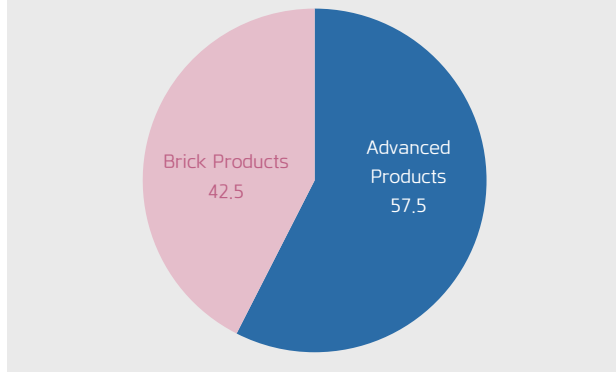
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	359	453	570	915
영업이익	-1	82	138	345
영업이익률(%)	-0.4	18.1	24.2	37.7
순이익	6	119	130	270
EPS	0.14	2.61	2.84	5.86
증가율	-88.2	1764.3	8.6	106.8
PER	101.2	41.9	122.0	59.0
PBR	3.8	7.0	-	-
ROE	1.1	18.5	20.5	27.1
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

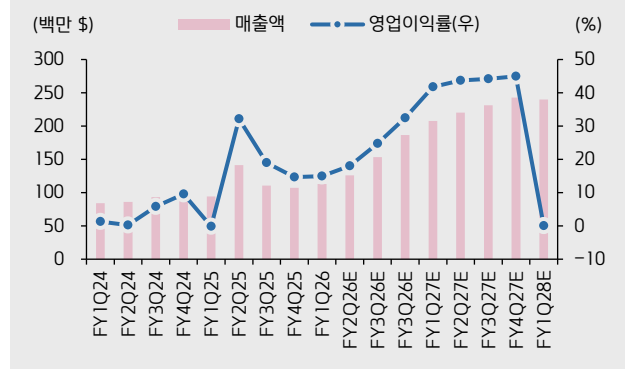


VICR 사업부별 매출액 비중



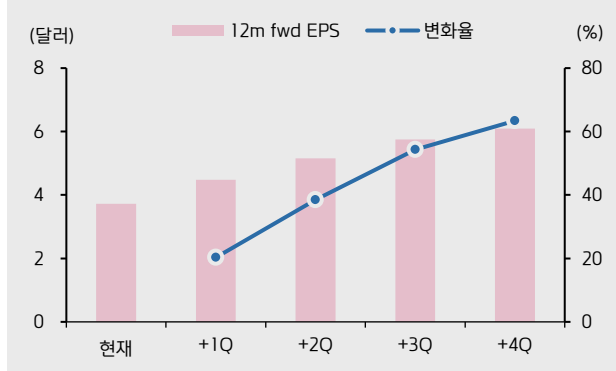
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VICR 분기 매출액 및 영업이익률 추이



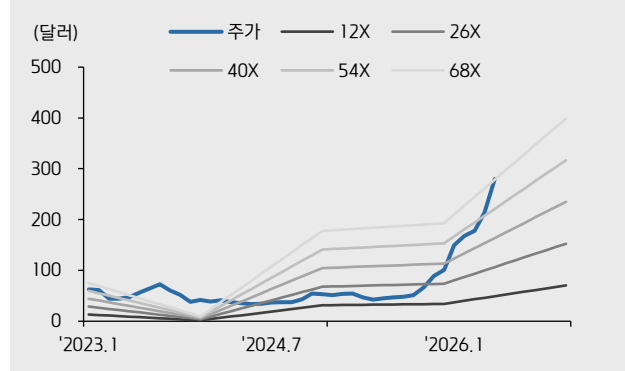
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VICR 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VICR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

비코 (VICR)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	359	399	405	359	453
매출원가	181	219	200	175	193
매출총이익, GAAP	178	181	205	184	259
판매비	69	86	86	97	99
연구개발비	53	61	68	69	79
영업이익, GAAP	56	34	51	-1	82
영업외 (이익)손실	-1	-1	-9	-12	-13
세전이익, GAAP	57	35	60	10	95
법인세비용	0	3	7	4	-24
당기순이익, GAAP	57	25	54	6	119
EPS, GAAP	1.30	0.58	1.21	0.14	2.63
희석 EPS, GAAP	1.26	0.57	1.19	0.14	2.61
영업이익, 조정	-	-	-	-	-
당기순이익, 조정	57	25	54	6	119
EBITDA	67	41	69	17	-

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	54	23	75	51	140
감가상각비, 무형자산상각비	12	15	17	19	21
운전자본 변동	-22	-39	-10	-9	9
투자활동으로 인한 현금흐름	-44	-19	-33	-24	-20
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-48	-64	-33	-24	-20
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	10	4	11	8	6
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
자사주매입	10	4	11	8	41
현금증가	21	8	52	35	126
기초현금	162	182	191	242	277
기말현금	182	191	242	277	403
FCF	7	-41	41	27	119
FCFF	7	-41	41	27	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	477	537	595	641	786
유동자산	357	363	420	463	587
현금 및 현금성자산	228	191	242	277	403
매출채권	55	65	53	53	61
재고자산	67	101	107	106	91
비유동자산	120	174	175	178	198
유형자산	116	166	158	153	148
무형자산	0	0	1	1	1
부채총계	53	73	54	71	74
유동부채	49	65	44	62	65
매입채무	38	42	29	26	29
단기성부채	2	1	2	2	2
비유동부채	4	8	10	9	9
장기성부채	3	7	6	6	6
자본총계	424	464	541	570	712

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	15.76	6.38	13.23	1.71	26.19
영업이익률	15.47	6.82	12.68	-0.36	18.08
EBITDA 마진	19.03	10.88	17.26	5.16	22.88
ROE	14.62	5.73	10.67	1.10	18.50
ROA	12.97	5.02	9.47	0.99	16.62
ROIC	14.13	5.35	8.93	-0.14	16.73
부채비율	1.13	1.82	1.52	1.29	1.01
순차입금비율	-52.57	-39.23	-43.24	-47.33	-55.58
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비율	463.68	295.30	548.39	448.52	616.65
유동비율	726.70	561.75	951.72	749.00	899.19
PER	100.85	78.51	37.71	101.19	41.94
PBR	13.16	5.11	3.69	3.83	6.97
EV/EBIT	96.04	79.68	34.12	-	55.56
EV/EBITDA	78.28	50.38	25.24	103.30	44.07



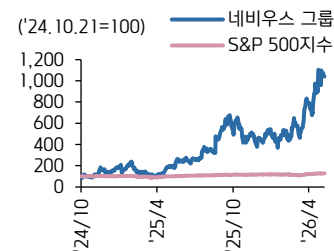
블룸버그 목표주가	USD 241.05
현재 주가 (5/27)	USD 208.37

Stock Data

산업분류	IT
세부업종	인프라 소프트웨어
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	52,904.8
유통주식수(min)	220.4
52주 최고	233.73
52주 최저	34.72
일평균거래량	17,335,096

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	148.9	43.7	120.1	423.3
S&P 500	9.9	4.8	10.4	27.0



- 기업 개요:** 네비우스 그룹은 네덜란드 소재의 AI 인프라 풀스택 기업으로, GPU 클라우드·AI 플랫폼·데이터센터를 아우르는 AI Cloud 부문이 전사 매출의 약 98%를 창출하는 단일 사업 구조를 보유함. NVIDIA Reference Platform Cloud Partner 및 GB300 NVL72 Exemplar Cloud 인증을 획득하며, 차세대 GPU를 시장에서 가장 먼저 대규모 상용화하는 First-mover 지위를 확보함. 유럽 및 미국 중심의 공격적인 데이터센터 확장을 통해 Sovereign AI 및 Non-Hyperscaler 진영 내 최선호주로서의 입지를 구축함
- 투자 포인트:**
 - 압도적 외형 성장 및 수익성 증명:** 1Q26 AI Cloud 매출 \$389.7M(+841% YoY, +82% QoQ), ARR \$1.92B, Adj. EBITDA 마진 45%를 달성하며 신흥 클라우드 사업자 중 차별화된 수익성 개선세를 증명함. FY26 가이던스로 매출 \$3.0~3.4B, ARR \$7~9B, Adj. EBITDA 마진 약 40%를 제시하며 견조한 성장 모멘텀을 예고.
 - 강력한 재무 유연성 및 자산 효율화:** 1Q26 중 \$6.3B 자금 조달(전환사채 \$4.34B + NVIDIA 지분 투자 \$2.0B)을 통해 1Q26 말 기준 \$9.3B의 현금성 자산을 확보함. 1Q26 영업현금흐름 \$2.3B 창출 및 Owned Capacity 비중(75% 상회)을 기반으로 자본 효율적인 비즈니스 모델을 구축하여, 장기적인 단위 경제성 우위를 점함.
 - 수주 가시성 확대:** META와의 \$27B 규모 5년 계약 및 MSFT 등 Hyperscaler와의 장기 계약을 통해 2027년 이후의 안정적인 매출 기반을 확보. 1Q26 기준 파이프라인이 전분기 대비 3.5배 증가하며 수주 모멘텀이 가속화되는 국면임
- 실적 및 밸류에이션:** FY1Q26 매출 \$399M(+684% YoY)으로 컨센서스를 상회하며 Adj. EBITDA 흑자 전환(\$130M)에 성공. 또한 CapEx(\$2.5B)의 대부분을 영업현금흐름(\$2.3B)으로 충당하며 우수한 자본 효율성을 입증함. 현재 EV/Sales(FWD)는 15.5배로 프리미엄을 적용받고 있으나, 고성장세와 ARR 가이던스 기준 EV/ARR 6.7배를 감안하면 네오클라우드 Peer 대비 밸류에이션은 합리적 수준

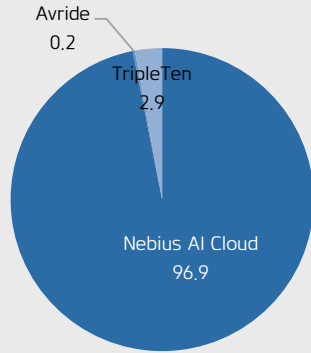
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	118	530	3,556	11,856
EBITDA	-266	-65	1,520	6,657
EBITDA 마진(%)	-226.7	-12.2	42.7	56.1
순이익	-247	-447	-627	-530
EPS	-0.83	-1.77	-2.45	-0.94
증가율	-195.1	113.5	38.7	-61.8
PER	-	-	-	-
PBR	2.0	4.6	10.0	10.0
ROE	-19.5	2.1	-0.7	-3.7
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

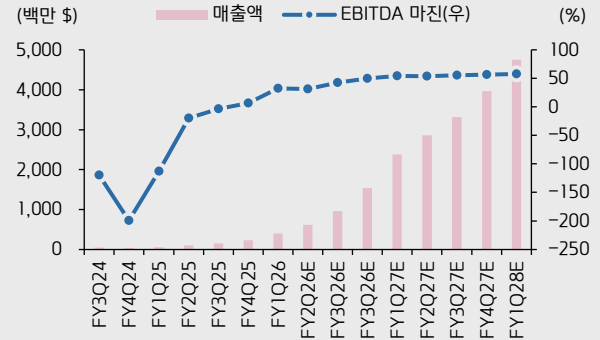


NBIS 사업부별 매출액 비중



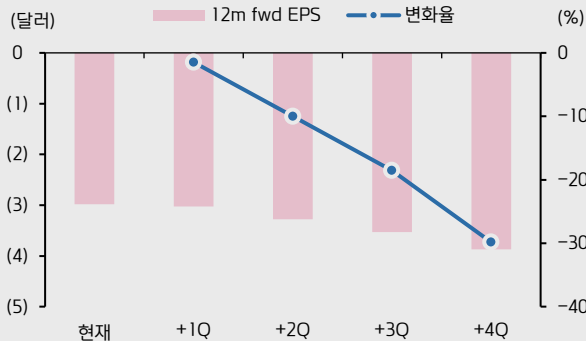
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NBIS 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



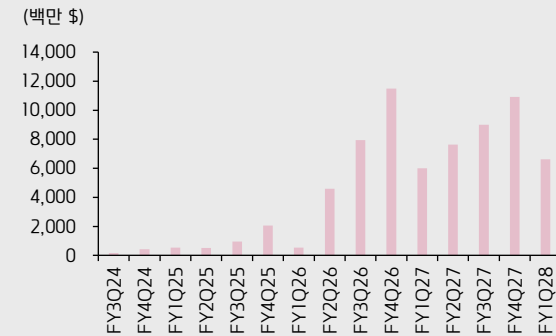
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NBIS 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NBIS 분기 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	4,833	7,736	9,473	118	530
매출원가	2,361	3,459	4,263	73	166
매출총이익, GAAP	2,473	4,278	5,210	44	364
판매비	1,668	2,552	3,168	278	380
연구개발비	658	1,072	1,219	130	177
영업이익, GAAP	-180	196	337	-347	-596
영업외 (이익)손실	-82	-847	-174	-47	-626
세전이익, GAAP	-98	1,043	511	-283	116
법인세비용	101	337	253	1	4
당기순이익, GAAP	-199	585	235	-645	102
EPS, GAAP	-0.55	1.59	0.63	-2.28	0.34
희석 EPS, GAAP	-0.55	1.22	0.63	-1.99	0.40
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	-193	160	325	-283	-447
EBITDA	436	951	1,148	-266	-65

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	126	618	832	246	385
감가상각비, 무형자산상각비	327	458	473	77	418
운전자본 변동	-251	241	340	-44	703
투자활동으로 인한 현금흐름	298	-337	-1,266	312	-4,229
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-606	-750	-1,073	-808	-4,066
유, 무형자산 처분	2	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,151	-82	495	826	5,126
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-48	-52	1,245	699	5,222
자사주매입	-79	0	0	0	8
현금증가	-720	75	159	1,359	1,271
기초현금	1,764	1,084	944	1,091	2,450
기말현금	1,058	1,153	1,094	2,450	3,722
FCF	-479	-131	-241	-562	-3,681
FCFF	—	-97	-176	—	-3,638

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	6,866	8,424	8,790	3,549	12,431
유동자산	2,664	3,277	3,474	2,533	4,711
현금 및 현금성자산	1,062	1,138	1,079	2,450	3,678
매출채권	580	871	1,200	35	720
재고자산	128	385	238	0	0
비유동자산	4,203	5,146	5,316	1,015	7,719
유형자산	1,792	2,136	2,564	892	6,472
무형자산	1,868	2,398	1,913	5	20
부채총계	3,231	3,805	5,479	295	7,837
유동부채	1,480	2,566	3,885	264	1,528
매입채무	1,341	1,912	2,492	228	1,143
단기성부채	0	441	1,138	19	109
비유동부채	1,751	1,239	1,594	31	6,309
장기성부채	1,676	938	1,146	30	4,864
자본총계	3,635	4,619	3,311	3,254	4,594

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-4.12	7.56	2.48	-545.87	15.57
영업이익률	-3.73	2.54	3.56	-375.06	-115.46
EBITDA 마진	3.04	8.46	8.55	-309.28	-36.58
ROE	-5.02	13.74	6.49	-19.55	2.10
ROA	-2.85	6.97	2.83	-10.40	1.03
ROIC	-4.40	2.00	2.73	-8.92	-6.73
부채비율	48.74	31.91	69.00	1.53	108.25
순차입금비율	16.89	5.22	36.42	-73.76	28.19
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	71.76	44.34	27.76	927.88	240.74
유동비율	179.99	127.73	89.42	959.58	308.38
PER	—	—	—	—	—
PBR	6.31	—	—	2.01	4.61
EV/EBIT	—	—	—	—	—
EV/EBITDA	156.00	—	—	—	—



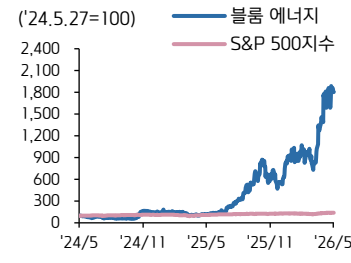
블룸버그 목표주가	USD 398.55
현재 주가 (5/27)	USD 351.94

Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	전력 기기
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,520.36
시가총액(min)	83,569.6
유통주식수(min)	284.4
52주 최고	322.83
52주 최저	18.12
일평균거래량	10,459,274

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	238.1	25.2	190.5	1386.8
S&P 500	9.9	5.3	9.8	27.7

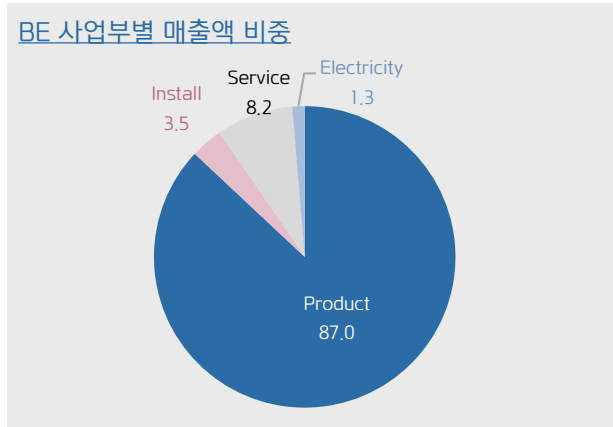


- 기업 개요:** 블룸 에너지는 데이터센터 및 산업 시설에 특화된 SOFC(고체산화물 연료전지) 기반 On-site 발전 인프라를 공급하는 기업. 미국 내 SOFC 상업화를 주도하며 업계 표준 지위를 확보했고, 송전망 병목 현상을 해결하는 BTM 전력 솔루션으로서 데이터센터 전력 수급 제약의 핵심 대안으로 부상. 매출 구조는 에너지 서버 판매(Product)와 장기 유지보수 계약(Service)이 결합된 형태. 2026년부터 하이퍼스케일러 직접 공급 본격화로 성장 모멘텀 가속화 예상
- 투자 포인트:** 1) **Oracle 2.8GW 수주 및 하이퍼스케일러향 BTM 공급 본격화:** 사상 최대 백로그를 바탕으로 2026~2028년 매출 가시성 극대화. Oracle을 앵커 고객으로 확보한 이후, AEP(유틸리티), Equinix(콜로케이션), CoreWeave(클라우드) 등으로 수주 채널이 다변화되며 매출 성장 탄력이 강화되는 구간. 2) **가스터빈의 대안으로서 SOFC의 압도적 시간 우위:** 전력 인프라 병목 구간에서 SOFC는 설치 기간이 약 90일(최대 12개월 내)로, 3~5년이 소요되는 가스터빈 대비 압도적인 설치 속도를 자랑함. 가스터빈 공급 제약이 2028년 이후까지 지속될 것으로 전망됨에 따라, 단순한 임시 전력원을 넘어 주 전원(Prime Power)이자 자가발전 솔루션으로서 경제성 및 채택 유인이 극대화되는 국면. 3) **외형 성장에 따른 본격적인 영업 레버리지 효과:** 1분기 Non-GAAP 영업이익률이 전년 동기 4.0%에서 17.3%로 +1,300bp 급등했으며, 2026년 가이던스 기준 영업이익은 전년 대비 약 3배 성장(영업이익률 ~18%)할 것으로 전망. 생산 가동률 상승에 따른 고정비 희석 효과가 본격화되며, 외형 성장이 구조적인 마진 개선으로 이어지는 선순환 구조에 진입함
- 실적 및 밸류에이션:** FY1Q26 매출은 \$751M(+130% YoY), Non-GAAP 매출총이익률 31.5%(+2.8%p YoY), Non-GAAP 회석 EPS \$0.44(+1,367% YoY)로 어닝 서프라이즈를 기록. 12M FWD EV/EBITDA 114배로 절대 밸류에이션은 높은 수준이나, 이는 폭발적 이익 성장세를 반영한 프리미엄. 가파른 외형 성장과 마진 레버리지에 힘입어 EBITDA가 빠르게 확대되는 구조인 만큼, 향후 실적이 성장 궤도를 이어가는 한 밸류에이션 부담을 이익 성장이 흡수해 나갈 전망

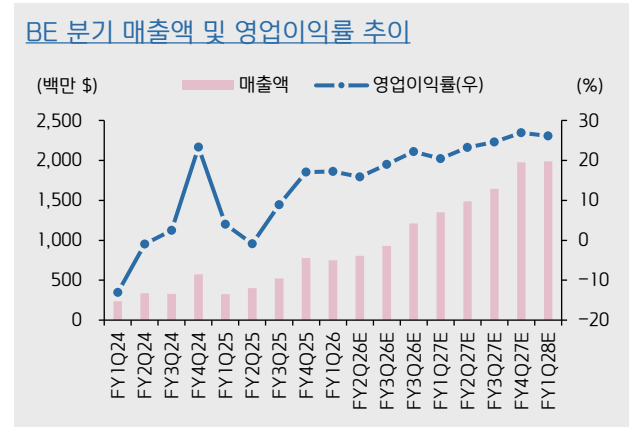
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,474	2,024	3,713	6,406
영업이익	108	221	666	1,507
영업이익률(%)	7.3	10.9	17.9	23.5
순이익	65	198	627	1,305
EPS	0.28	0.76	2.10	4.32
증가율	-380.0	171.4	175.8	106.1
PER	-	-	140.2	68.0
PBR	9.0	31.7	60.7	33.5
ROE	-5.5	-13.3	45.8	50.7
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

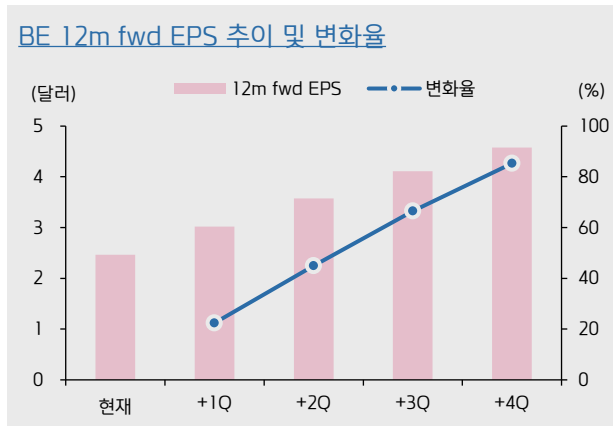
주: 컨센서스는 2026.05.27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



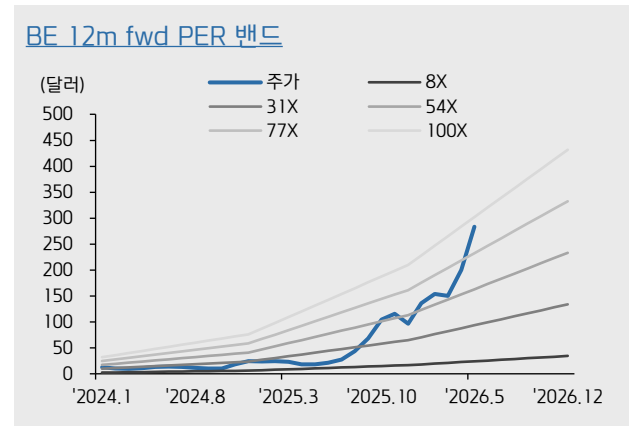
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

블룸 에너지 (BE)



손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	972	1,199	1,333	1,474	2,024
매출원가	775	1,051	1,136	1,069	1,437
매출총이익, GAAP	198	148	198	405	587
판매비	209	259	251	233	329
연구개발비	103	151	156	149	186
영업이익, GAAP	-115	-33	19	108	221
영업외 (이익)손실	78	53	97	49	157
세전이익, GAAP	-192	-201	-306	-26	-84
법인세비용	1	1	2	1	3
당기순이익, GAAP	-164	-301	-302	-29	-88
EPS, GAAP	-0.95	-1.62	-1.42	-0.13	-0.37
희석 EPS, GAAP	-0.95	-1.62	-1.42	-0.13	-0.37
영업이익, 조정	-38	-34	19	108	221
당기순이익, 조정	-96	-76	-21	65	198
EBITDA	14	30	82	161	272

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	-61	-192	-373	92	114
감가상각비, 무형자산상각비	53	62	63	53	51
운전자본 변동	0	-177	-403	-40	-172
투자활동으로 인한 현금흐름	-47	-117	-84	-59	-93
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-50	-117	-84	-59	-57
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	306	211	683	175	1,508
지급배당금	0	0	0	-1	-1
차입금의 증가(감소)	-120	-153	-259	-229	-987
자사주매입	298	15	328	12	59
현금증가	198	-97	227	206	1,531
기초현금	417	615	518	745	951
기말현금	615	518	745	951	2,482
FCF	-110	-309	-456	33	57
FCFF	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	1,726	1,947	2,414	2,657	4,397
유동자산	806	1,056	1,693	2,044	3,731
현금 및 현금성자산	396	348	665	803	2,454
매출채권	88	251	341	336	372
재고자산	143	268	503	545	643
비유동자산	919	891	721	613	666
유형자산	711	727	633	526	507
무형자산	2	-	0	0	0
부채총계	1,519	1,568	1,893	2,072	3,604
유동부채	342	542	470	637	624
매입채무	192	320	281	246	443
단기성부채	55	61	60	147	75
비유동부채	1,176	1,026	1,423	1,435	2,980
장기성부채	1,071	962	990	1,141	2,725
자본총계	207	379	521	585	793

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	-16.92	-25.14	-22.66	-1.98	-4.37
영업이익률	-11.78	-21.77	-15.67	1.55	3.60
EBITDA 마진	-4.65	-14.50	-8.48	7.58	7.85
ROE	-	-	-71.69	-5.49	-13.29
ROA	-10.34	-16.42	-13.86	-1.15	-2.51
ROIC	-11.05	-19.99	-15.55	0.68	1.36
부채비율	-	300.08	209.27	229.01	364.17
순차입금비율	352.43	177.95	74.16	82.92	43.52
EBITDA/현금지급이자	-0.66	-3.55	-2.27	2.01	3.21
현금비율	115.64	64.30	141.28	126.08	393.39
유동비율	235.47	194.85	359.93	321.02	598.01
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	11.54	6.62	9.05	31.66
EV/EBIT	-	-	-	142.99	283.48
EV/EBITDA	-	-	-	50.08	155.51

2026년 하반기 중국 전망

다이내믹 차이나





2026년 하반기 중국 전망 | 다이나믹 차이나

경기는 공급 중심의 익숙한 성장 패턴 예상. 디플레이션 압력 완화는 기업 이익에 긍정적이거나, 산업 전반 확산은 제한적

- 2026년 하반기 중국 경기는 견조한 수출 및 생산/투자(일부)가 내수 부진을 상쇄할 전망. 수출은 기존 경쟁력을 보유한 신재생에너지에 AI 수요가 더해지며 관련 생산을 견인할 것. 투자는 기저효과 및 정부 정책 지원으로 플러스 전환 예상
- 중국 GDP는 하반기 정부 목표치에 부합하는 YoY +4.6~4.7%가 예상되는 만큼 단기적으로 신규 부양책 발표 가능성은 제한적. 다만 경기가 빠르게 악화될 경우 정책 강도 확대 가능성은 유효하다는 판단
- 한편 디플레이션 압력은 PPI를 중심으로 완화되고 있으나, 부진한 소비로 인해 일부 업종의 가격 전가력은 제한적일 것으로 예상

유동성 이후 실적 검증 시간. 상대적으로 이익 모멘텀을 보유한 ChiNext와 STAR50 중심의 본토 증시 선호

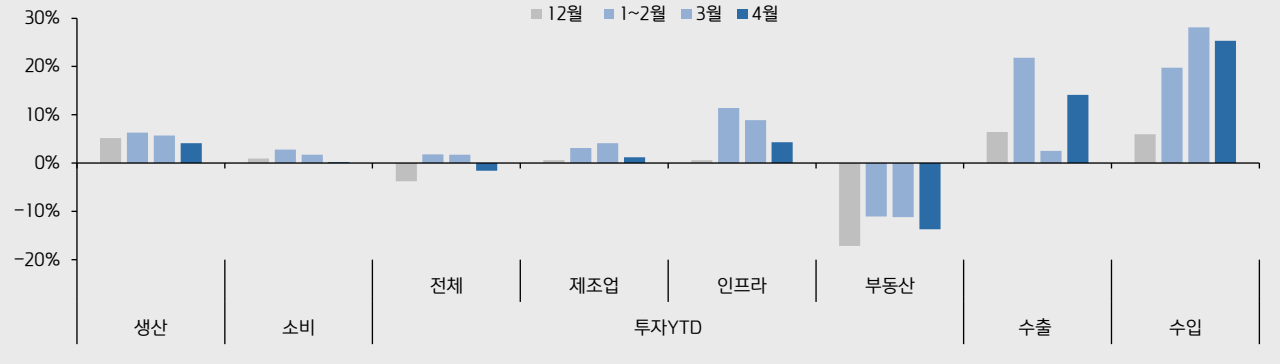
- 2025년 유동성에 기반한 다수 기대감으로 상승했던 중화권 증시는 2026년 하반기 실적 현실화 여부가 핵심 변수로 부상할 것
- PPI 상승으로 기업 이익 개선 기대. 다만 산업 전반으로 확산되기 어려우며, 해외/AI 수요가 뒷받침되는 업종과 전통산업간 차별화된 흐름 예상
- 상대적으로 이익 모멘텀을 보유한 본토 증시 선호. 특히 AI, 첨단제조 등 구조적 성장 업종 비중이 높은 ChiNext와 STAR50 주목 필요. 역외 증시는 대내외 변수 중 일부가 우호적으로 전개될 경우 탄력적인 반등 가능성 존재

미국과의 격차 축소를 위한 투자 확대 지속 예상, AI 모멘텀 유효, 전력 수요 확대와 공급 불확실성으로 ESS 주목 필요

- 중국의 AI 투자는 이제 시작. 중국 대형 플랫폼의 AI 관련 투자는 기존 계획 대비 확대될 전망이며, 반도체 및 피지컬 AI 기업은 자금조달을 통한 증설 예정. 중국의 견조한 AI 수요 속에서 반도체, AI 인프라 등 관련 밸류체인 기업 주가는 긍정적인 주가 모멘텀 지속 전망
- 글로벌 전력 수요는 구조적으로 증가하고 있으나, 공급은 불확실성 확대. 저렴하면서도 안정적인 전력 공급 역량 중요성 부각되며 재생에너지 수요 증가 예상. ESS는 전력망 안정성 확보와 에너지 안보 강화를 위한 핵심 인프라로 주목 필요

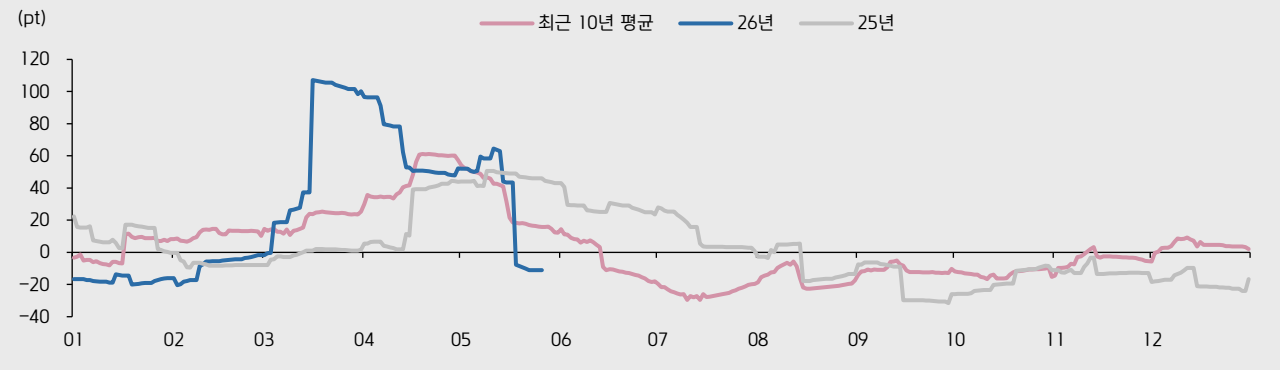


중국 주요 실물 지표 월별 증가율 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 경기 서프라이즈 지수

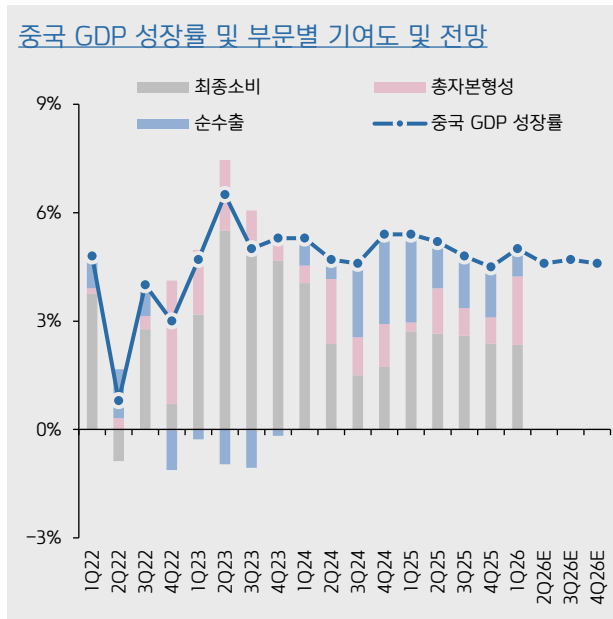


자료: Wind, 키움증권 리서치

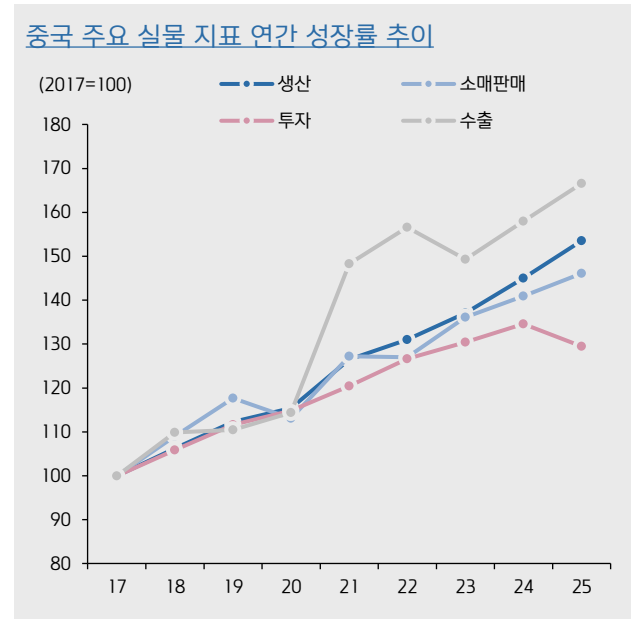


◆ 2026년 중국 GDP YoY +4.6% 수준 예상

- 2026년 하반기 중국 GDP는 YoY +4.6~4.7% 수준을 유지할 것으로 전망. 이는 정부 연간 목표치(YoY +4.5~5%)에 부합하는 수준
- 부진한 내수에도 불구하고 중국의 높은 공급망 및 가격 경쟁력 등으로 인해 수출 경기 견조하며, 일부 산업을 중심으로 생산 증가세도 유지될 것으로 예상. 고정자산투자는 정부의 정책 지원과 기저효과로 플러스 전환 기대



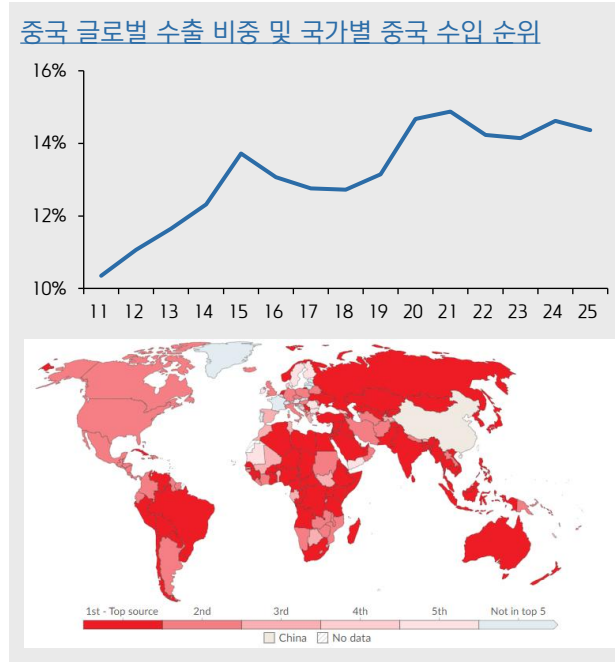
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



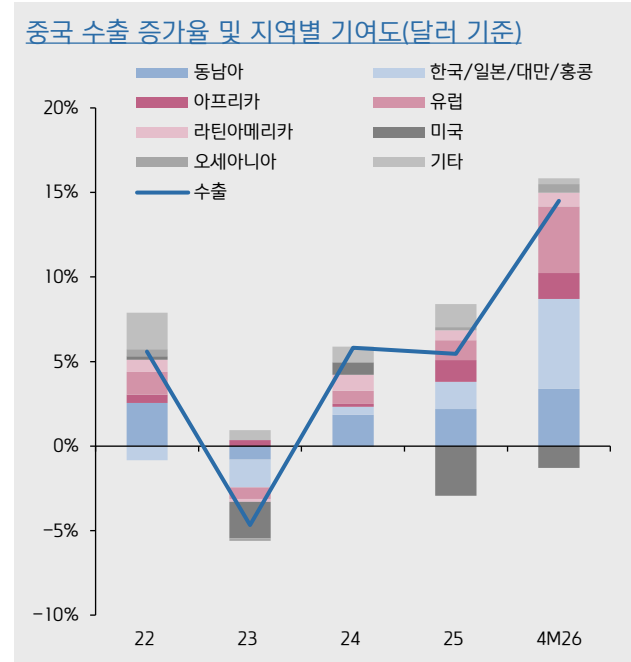
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



- ◆ 공급망 재편 압력에도 중국은 높은 글로벌 수출 점유율 유지
 - 중국은 탈중국 및 공급망 재편 압력에도 불구하고 글로벌 수출 점유율이 15% 수준에서 유지되며 구조적 경쟁력을 확인. 대미 의존도는 축소되는 반면 미국 외 지역과 하이테크 품목 중심으로 수출 저변 확대 중
 - 중동발 리스크에 따른 단기 변동성 확대 가능성은 존재하나, 중국의 가격 경쟁력 및 안정적인 공급망의 대체 난이도를 감안하면 하반기 수출 수요는 견조할 것으로 전망



주: 짙은 빨간색일수록 중국이 해당 국가 1위 수입 상대국임을 의미, 2024년 기준
 자료: WTO, Our World in Data, 키움증권 리서치

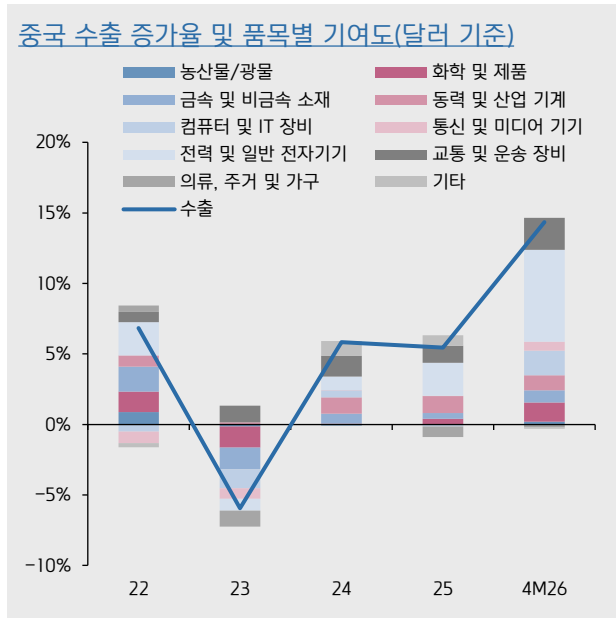


자료: 해관총서, 키움증권 리서치

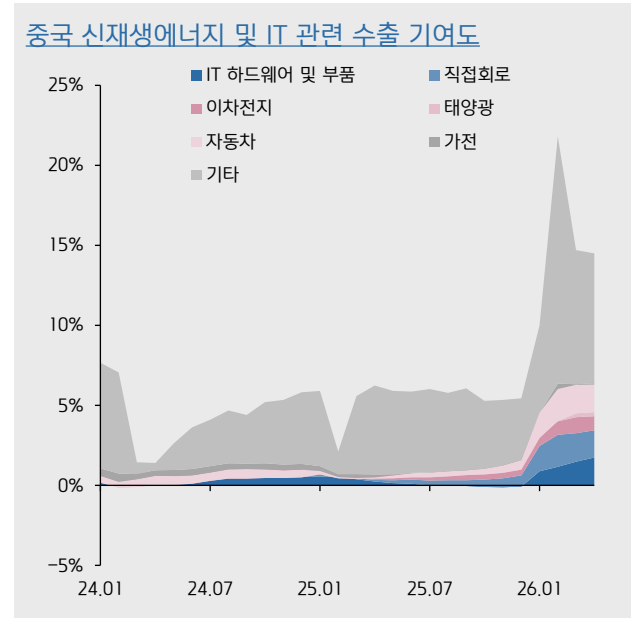


◆ 업그레이드된 Made in China 제품

- 기존 글로벌 시장에서 높은 점유율을 차지하고 있는 이차전지, 전기차, 태양광 외에도 최근 글로벌 AI 투자 확대로 IT 하드웨어 및 직접회로 수출 기여도가 확대되는 모습. 2026년 4월 누적 기준 이차전지, 전기차, 태양광 제품의 합산 수출 금액은 744억 달러로 YoY +56% 증가했으며, IT 하드웨어 및 직접회로 수출 규모는 1,876억 달러(YoY +56%) 기록
- 그 외 화학, 장비 등 산업재에서도 중국은 높은 경쟁력을 보유, 하반기에도 중국산 제품에 대한 글로벌 수요는 높은 수준 유지될 전망



자료: 해관총서, 키움증권 리서치

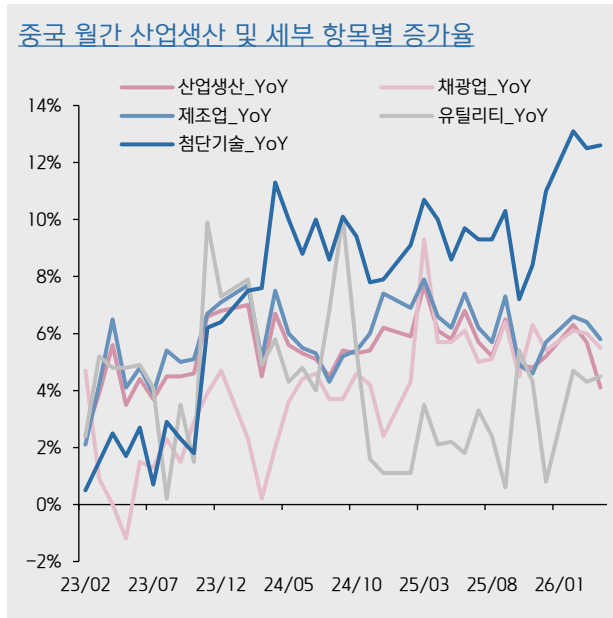


자료: 해관총서, 키움증권 리서치

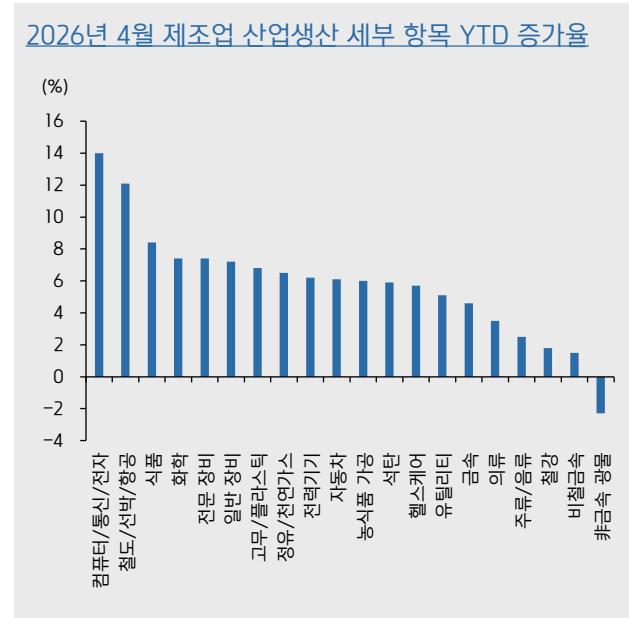


◆ 수출 및 AI 관련 산업을 중심으로 산업생산은 견조한 모습 지속

- 4월 산업생산은 YoY +4.1%로 예상치(YoY +6.0%)를 하회하며 둔화. 내수 및 원자재 관련 업종은 상대적으로 부진했으나, 수출 및 AI 연계 산업은 상대적으로 양호한 흐름 유지
- 그중 전체 제조업 생산은 YoY +5.8%(MoM -0.6%p)로 둔화됐으나, 첨단기술 제조업 생산은 YoY +12.6%(MoM +0.1%p)로 전월 수준 유지. 업종별로는 컴퓨터/통신/전자, 철도/선박/항공, 전문 및 일반 장비 등 산업이 YoY 6% 이상의 높은 성장세를 보임



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

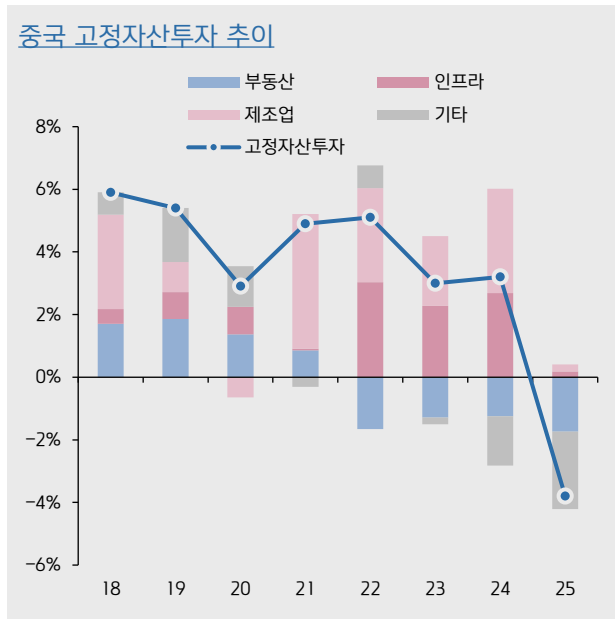


자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

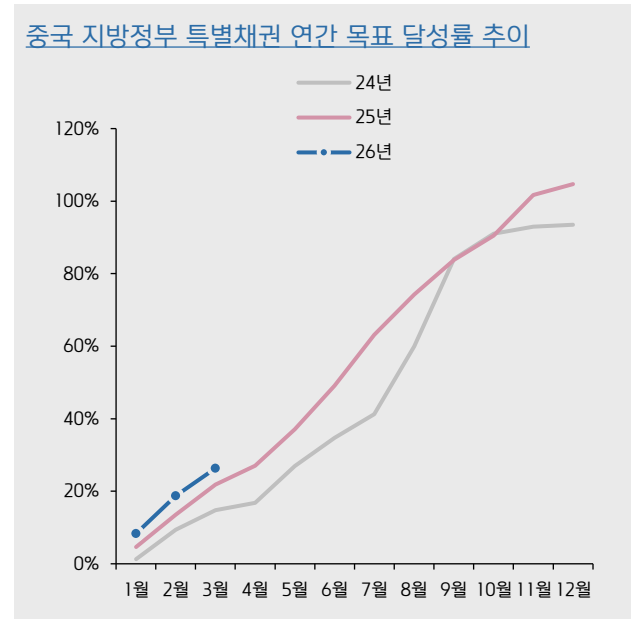


◆ 기저효과 및 정부 정책 지원으로 고정자산투자는 플러스 전환 전망

- 인프라투자는 정부 정책 지원으로 전년 대비 성장세 확대 전망. 2026년 지방정부 특별채권 한도는 4.4조위안으로 전년도 수준을 유지
- 4월 정치국회의에서는 ‘수자원 네트워크, 신형 전력망, 컴퓨팅 파워망, 차세대 통신망, 도시 지하 관로망, 물류망 등의 계획 및 건설을 강화하고 조건이 충족된 주요 프로젝트의 착공 촉진’을 언급하며 인프라 프로젝트 착공 가속화를 강조



주: 세부항목은 추정치
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



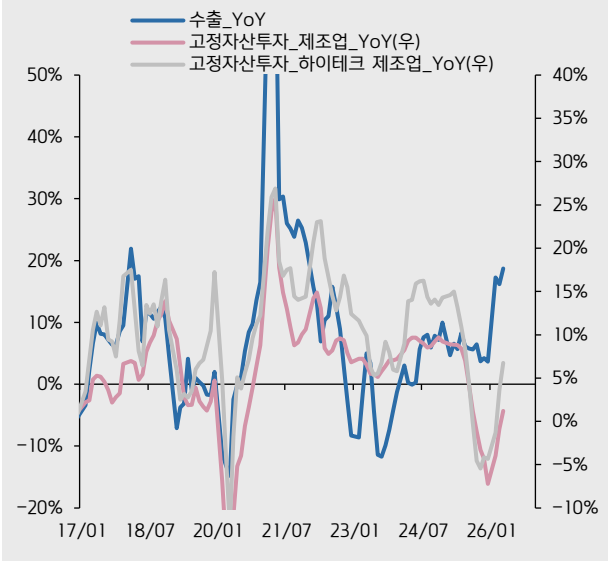
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



◆ 고정자산투자 회복은 인프라와 제조업이 주도할 것으로 예상

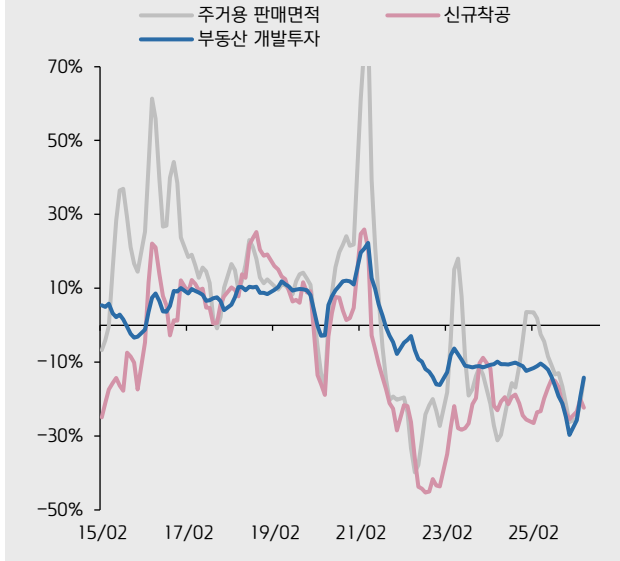
- 제조업투자는 견조한 수출 수요와 AI 투자 확대에 힘입어 관련 업종 중심의 양호한 흐름 지속 예상. 특히 글로벌 및 중국 AI 인프라 투자 확대와 중국 내 국산화 수요가 맞물리면서 전자, 통신 등 밸류체인 중심으로 투자 모멘텀 지속 기대
- 부동산투자는 여전히 경기 회복의 제약 요인으로 작용할 전망. 최근 일부 지역에서 거래면적 회복 조짐이 나타나고 있으나, 추세적 회복 여부는 아직 불확실하다는 판단

중국 수출 및 제조업 고정자산투자 증가율 추이



주: 하이테크 제조업은 장비, 선박, 항공, 전자 등 업종을 의미, 세부항목은 추정치
 자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

부동산 판매면적, 신규착공 및 개발투자 YoY 증가율

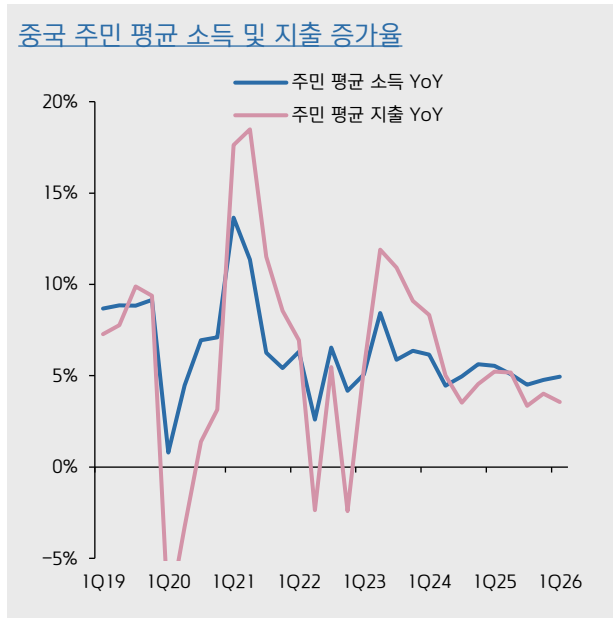


주: 3개월 평균 기준
 자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

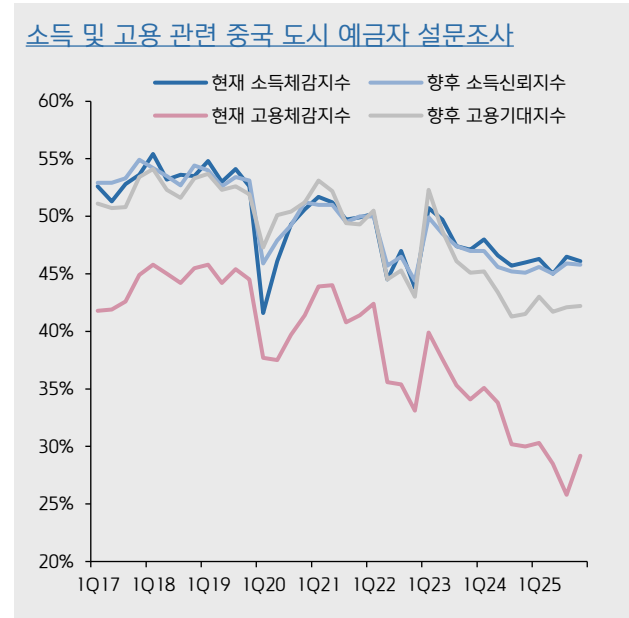


◆ 중국 가계 소비 여력 개선은 아직 제한적인 모습

- 1Q26 중국 주민 평균 소득과 평균 지출은 각각 YoY +5%, YoY +3.6%를 기록. 소비 지출 증가율이 4Q25 대비 둔화되며 가계 소비 여력 개선은 아직 제한적인 상황
- 4월 정치국회의에서 여전히 내수 확대를 최우선 과제로 강조하고 있으나, 소비 회복의 지속성을 확인하기 위해서는 향후 정책 구체화 및 실제 집행 강도 확인이 필요하다는 판단



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

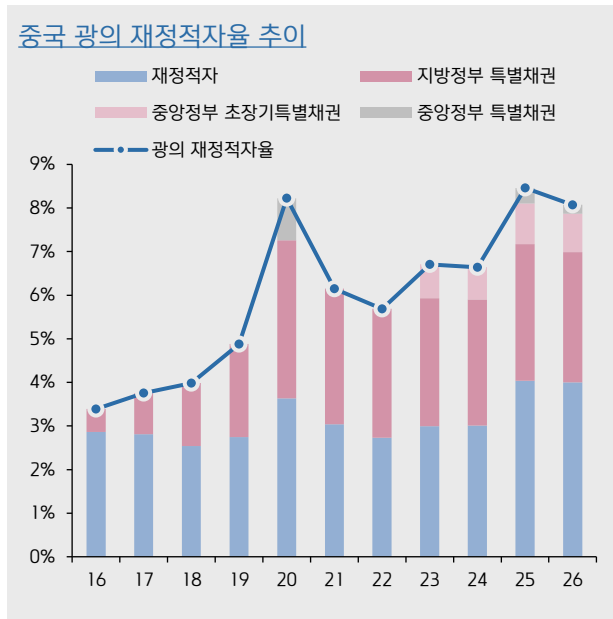


자료: 인민은행, 키움증권 리서치



◆ 현 시점에서 신규 부양책 발표 가능성은 제한적

- 4월 중국 실물 지표는 시장 예상치를 크게 하회하며 2분기 경기 둔화 가능성을 확인. 연초 대비 정부 정책 대응 필요성은 높아졌지만, 현 시점에서는 전면적인 추가 부양보다는 기존에 계획된 재정·인프라 정책의 집행 가속화가 우선될 가능성이 높다는 판단
- 다만 경기 모멘텀이 빠르게 악화될 경우 하반기 정책 강도 확대 가능성은 높아질 것으로 예상



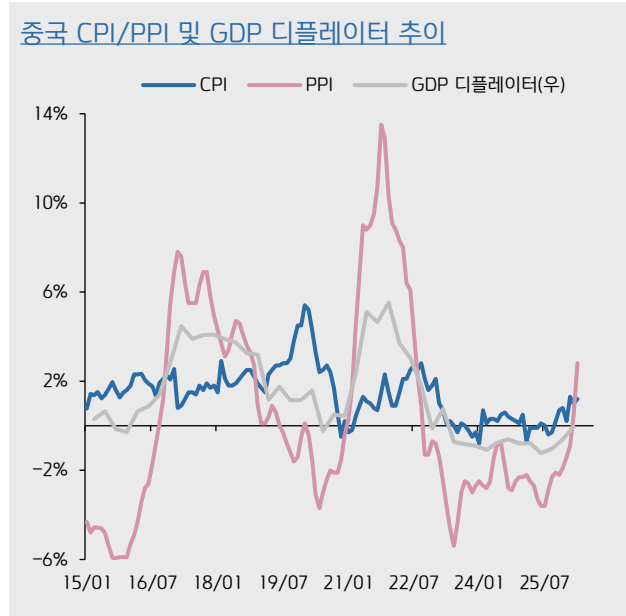
자료: 중국정부, 키움증권 리서치



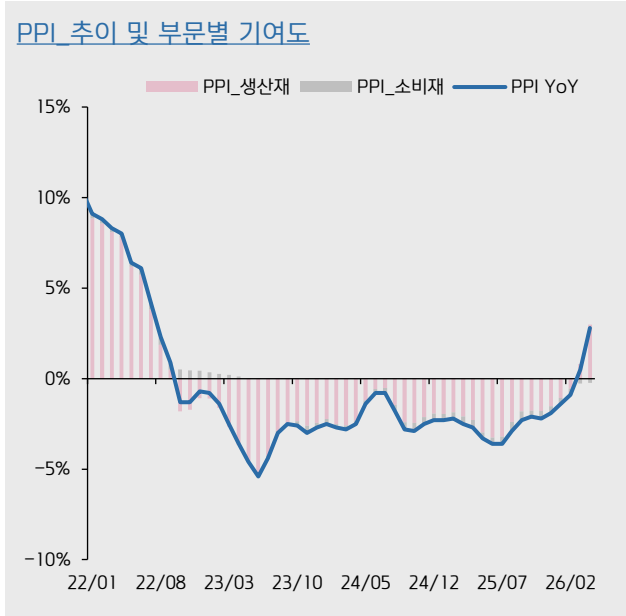
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



- ◆ 중국의 디플레이션 압력은 완화되는 모습. 다만 일부 업종의 가격 전가력은 제한적일 것
 - 중국의 디플레이션 압력은 PPI를 중심으로 완화되는 모습. 다만 최근 물가 반등은 내수 회복보다는 중동발 원자재 가격 상승과 AI 관련 수요 증가에 따른 부품 비용 상승에 기인
 - 전반적으로 부진한 내수를 감안하면 가격 전가력은 제한적일 것으로 예상. 이에 따라 PPI 상승이 기업 마진 개선으로 확산되기는 어려우며, 해외 및 AI 투자 수요가 뒷받침되는 업종과 전통 산업 간 이익의 차별화된 흐름 예상



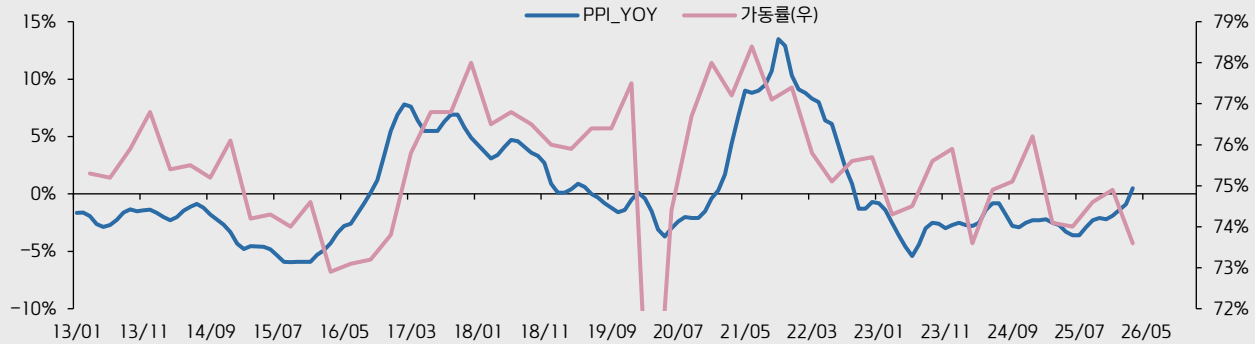
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

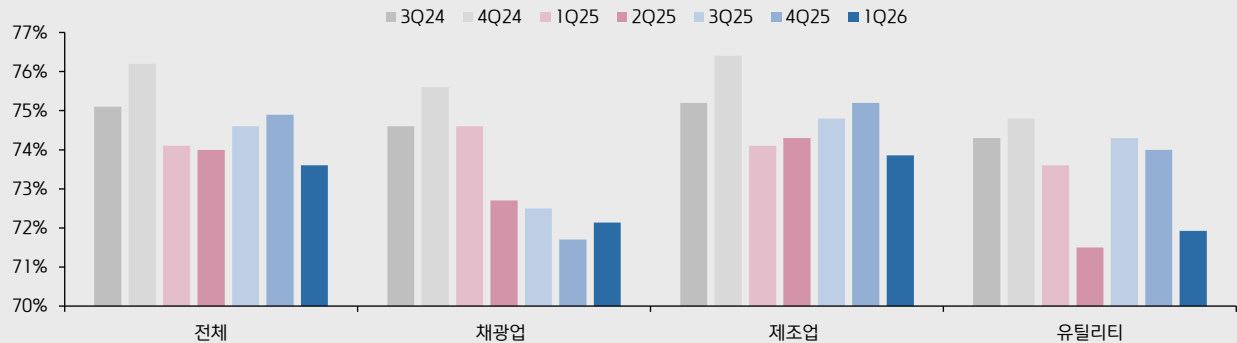


중국 PPI 및 가동률 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 부문별 가동률 추이

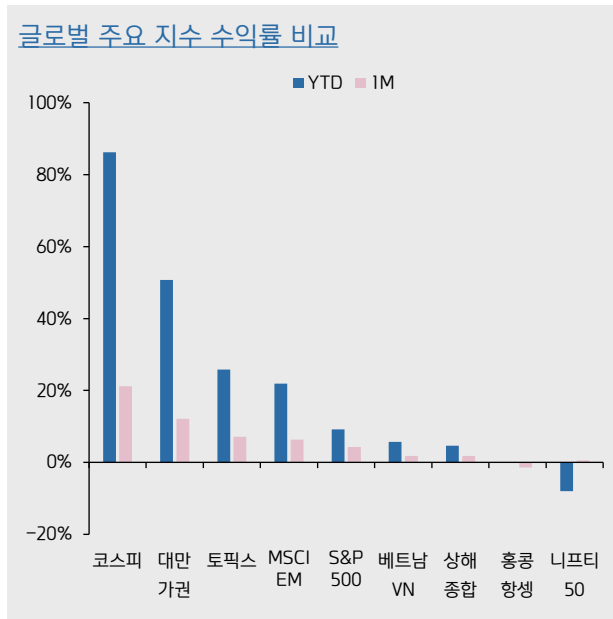


자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

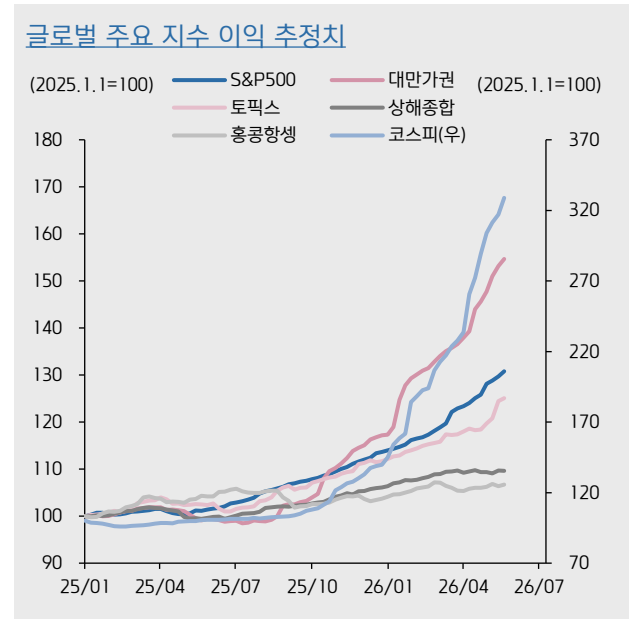


◆ 다시 한번 소외된 증화권 증시

- 5월 25일 기준 상해종합과 홍콩항셱 지수 수익률은 연초 대비 각각 +4.6%, -0.1%에 그치면서 글로벌 주요 지수를 크게 언더퍼폼
- 중국 경기 및 정책 모멘텀이 모두 약화됐으며, 한국, 대만 등 대비 상대적으로 AI 투자가 이익 모멘텀으로 이어지지 못했기 때문



자료: Wind, 키움증권 리서치

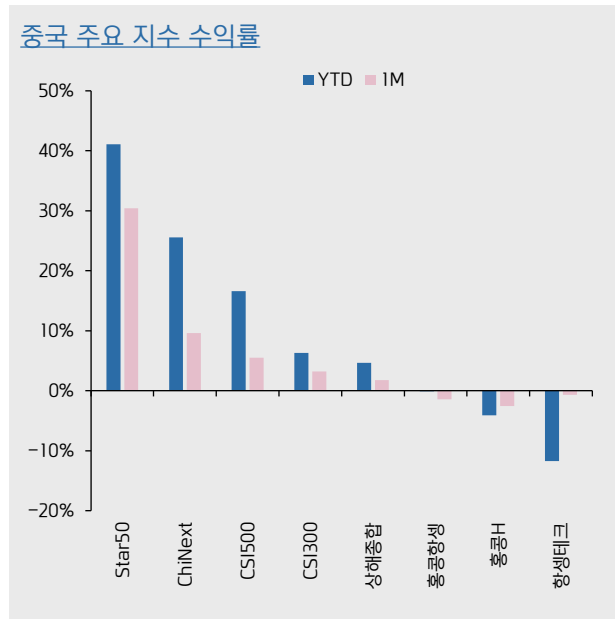


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

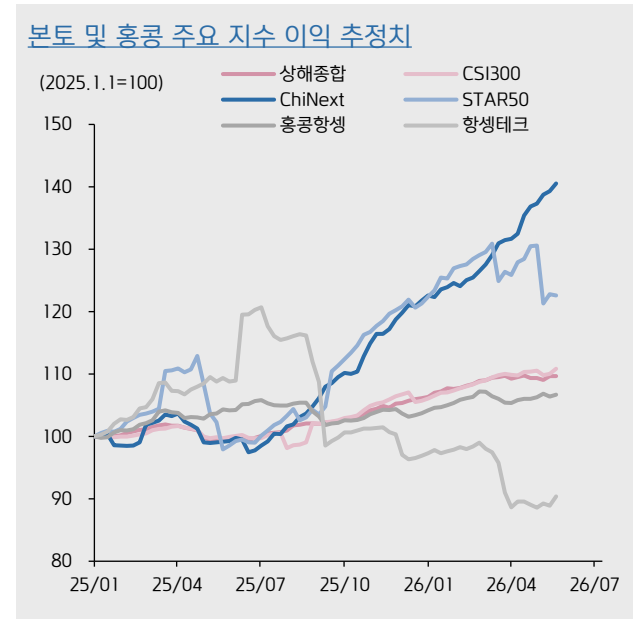


◆ 업종 및 테마별로는 차별화된 투자 기회 존재

- 반면 ChiNext, Star50은 연초 대비 각각 26%, 41% 상승하며 글로벌 주요 증시 대비해서도 견조한 모습을 보임(5월 25일 기준)
- 이는 이차전지, CPO, 반도체 등 구조적 성장 업종 비중이 높아 상대적으로 양호한 이익 모멘텀을 보유하고 있기 때문



자료: Wind, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중화권 증시, 유동성 이후 실적 검증 시간. 구조적 성장 업종에 주목 필요



중국 주요 지수 비중 상위 7개 종목

상해종합				CSI300				CSI500			
종목코드	종목명	비중	업종	종목코드	종목명	비중	업종	종목코드	종목명	비중	업종
601288.CH	농업은행	3.2%	은행	300308.CH	INNOLIGHT	4.4%	광트랜시버	600487.CH	HTGD	1.3%	광통신/해저케이블
601398.CH	공상은행	3.0%	은행	300750.CH	CATL	4.1%	이차전지	002008.CH	HAN'S LASER	1.1%	레이저 장비
601857.CH	페트로차이나	2.7%	석유	600519.CH	마오타이	3.1%	백주	300136.CH	SUNWAY COMM	1.1%	RF/커넥터
600519.CH	마오타이	2.5%	백주	300502.CH	EOPTOLINK	2.3%	광트랜시버	300604.CH	CCTECH	1.0%	반도체 장비
601988.CH	중국은행	2.1%	은행	601318.CH	핑안보험	2.2%	보험	002281.CH	ACCELINK	1.0%	광트랜시버
601138.CH	폭스콘	2.0%	IT하드웨어	601899.CH	자금광업	1.9%	금/구리	688525.CH	BIWIN STORAGE	0.9%	스토리지 모듈
688256.CH	CAMBRICON	1.2%	GPU	600036.CH	초상은행	1.7%	은행	300857.CH	SHARETRONIC	0.9%	데이터 스토리지
합산				합산				합산			
16.7%				19.6%				7.2%			
ChiNext				STAR50				MSCI China			
종목코드	종목명	비중	업종	종목코드	종목명	비중	업종	종목코드	종목명	비중	업종
300750.CH	CATL	16.3%	이차전지	688256.CH	CAMBRICON	12.8%	GPU	0700.HK	텐센트	14.2%	플랫폼
300308.CH	INNOLIGHT	13.7%	광트랜시버	688008.CH	MONTAGE	9.9%	메모리 인터페이스칩	9988.HK	알리바바	10.3%	플랫폼
300502.CH	EOPTOLINK	8.4%	광트랜시버	688041.CH	HYGON	9.2%	CPU	0939.HK	건설은행	4.0%	은행
300059.CH	EASTMONEY	3.9%	온라인 증권	688981.CH	SMIC	8.3%	파운드리	PDD.US	핀뒤튀	2.6%	플랫폼
300274.CH	SUNGROW	3.8%	ESS/인버터	688012.CH	AMEC	6.5%	반도체 장비	1810.HK	샤오미	2.4%	IT하드웨어/전기차
300476.CH	VGT	3.5%	PCB	688072.CH	PIOTECH	3.7%	반도체 장비	1398.HK	공상은행	2.2%	은행
300394.CH	TFC	2.6%	광트랜시버	688525.CH	BIWIN STORAGE	3.6%	스토리지 모듈	601318.CH	핑안보험	2.0%	보험
합산				합산				합산			
52.1%				54.1%				37.6%			
홍콩항생				홍콩H				항생테크			
종목코드	종목명	비중	업종	종목코드	종목명	비중	업종	종목코드	종목명	비중	업종
0005.HK	HSBC	8.2%	은행	0939.HK	건설은행	7.8%	은행	3690.HK	메이투안	8.8%	플랫폼
9988.HK	알리바바	7.5%	플랫폼	9988.HK	알리바바	7.6%	플랫폼	0981.HK	SMIC	8.7%	파운드리
0700.HK	텐센트	7.3%	플랫폼	0700.HK	텐센트	7.4%	플랫폼	1211.HK	BYD	8.5%	IT하드웨어/전기차
1299.HK	AIA	5.5%	보험	1398.HK	공상은행	5.4%	은행	9988.HK	알리바바	7.5%	플랫폼
0939.HK	건설은행	5.2%	은행	1810.HK	샤오미	5.1%	IT하드웨어/전기차	9999.HK	넷이즈	7.4%	플랫폼
1398.HK	공상은행	3.6%	은행	0941.HK	차이나모바일	4.8%	통신	1810.HK	샤오미	7.4%	IT하드웨어/전기차
1810.HK	샤오미	3.3%	IT하드웨어/전기차	3690.HK	메이투안	4.1%	플랫폼	0700.HK	텐센트	7.3%	플랫폼
합산				합산				합산			
40.6%				42.1%				55.6%			

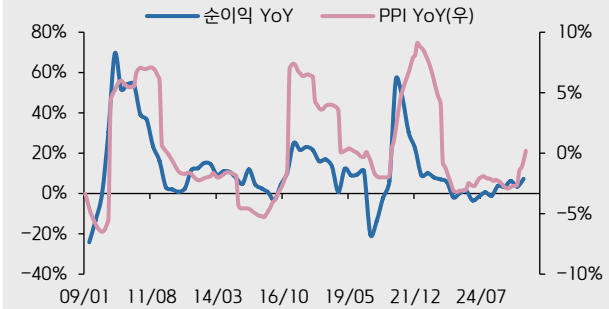
주: 음영표시는 AI 수혜 IT 및 이차전지 기업을 의미
 자료: Wind, 카움증권 리서치



◆ 시장 관심은 유동성에서 이익으로 전환

- 2025년 유동성에 기반한 다수 기대감으로 상승했던 중화권 증시는 하반기 실적 검증 국면에 돌입할 것으로 예상
- PPI 상승으로 기업 이익 개선 기대. 다만 산업 전반으로 확산되기 어려우며, 해외/AI 수요가 뒷받침되는 업종과 전통산업간 차별화된 흐름 예상
- 1Q26 본토 상장 기업은 원자재(에너지/소재), IT(하드웨어/반도체) 및 수출 수혜(전력기기/기계) 업종을 중심으로 이익 성장

중국 PPI 및 본토상장 기업 순이익 증가율 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

2026년 1분기 본토 상장 기업 업종별 전년 동기 대비 순이익 변화



자료: Wind, 키움증권 리서치

중화권 증시, 유동성 이후 실적 검증 시간. 구조적 성장 업종에 주목 필요



본토 지수 및 주요 업종 매출/이익 추정치 및 변동

	매출		순이익		26년 매출 추정치 변동		26년 순이익 추정치 변동		
	1Q26	26E	1Q26	26E	3M	YTD	3M	YTD	
상해종합	3%	8%	5%	17%	5%	5%	-3%	-3%	
CSI300	3%	9%	5%	15%	-1%	0%	-1%	-1%	
ChiNext	36%	29%	27%	57%	4%	5%	3%	5%	
Star50	-4%	11%	237%	160%	-8%	-8%	-10%	-10%	
CSI500	1%	11%	26%	48%	5%	4%	1%	1%	
Wind A	5%	10%	7%	26%	10%	9%	-4%	-4%	
에너지	석유	-4%	11%	9%	29%	6%	6%	13%	13%
	석탄	-1%	12%	-8%	32%	11%	7%	6%	5%
소재	화학	18%	18%	66%	102%	26%	24%	13%	13%
	비철금속	36%	21%	109%	83%	20%	26%	34%	52%
	전자재	-5%	7%	-34%	213%	24%	23%	-14%	-15%
산업재	철강	-5%	1%	-90%	76%	30%	18%	-46%	-48%
	전력장비	17%	20%	21%	95%	13%	12%	-13%	-13%
	기계	15%	13%	9%	43%	16%	14%	-3%	-4%
	교통운수	3%	6%	21%	18%	8%	7%	4%	3%
소비재	방산	-14%	13%	-26%	49%	-2%	-3%	-34%	-35%
	건축	-6%	1%	-13%	9%	-2%	-2%	-28%	-28%
	자동차	4%	15%	-21%	39%	2%	2%	-11%	-12%
	내구재	1%	9%	-57%	51%	15%	14%	-34%	-35%
	가전	5%	7%	-6%	9%	7%	7%	-17%	-17%
헬스케어	방직의류	5%	8%	1%	52%	35%	34%	-9%	-10%
	음식료	1%	6%	-27%	10%	2%	2%	-22%	-23%
	헬스케어	3%	7%	2%	38%	19%	16%	-10%	-11%
금융	은행	8%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	0%
	증권/보험	-5%	6%	-1%	8%	-2%	-2%	-1%	-1%
IT	소프트웨어	6%	11%	흑전	*	28%	24%	-45%	-47%
	하드웨어	21%	28%	49%	84%	13%	14%	0%	2%
	반도체	34%	31%	146%	114%	12%	14%	13%	15%
통신	통신	1%	2%	-7%	4%	3%	2%	-16%	-16%
유틸리티	유틸리티	1%	3%	3%	2%	9%	5%	-5%	-6%
부동산	부동산	-24%	-11%	적지	적지	17%	18%	적전	적전

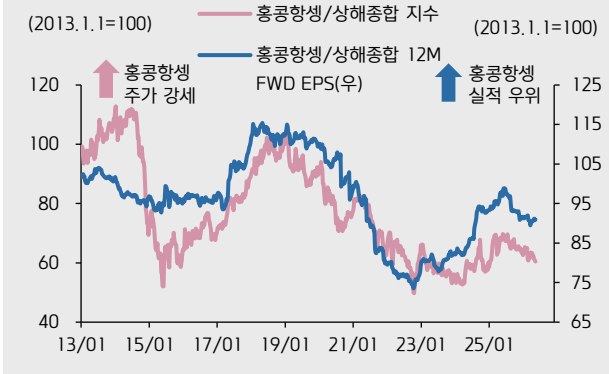
주: *소프트웨어 업종 1Q26 순이익 증가율은 YoY +458%
 자료: Wind 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 하반기 이익 모멘텀 보유한 본토 증시 선호

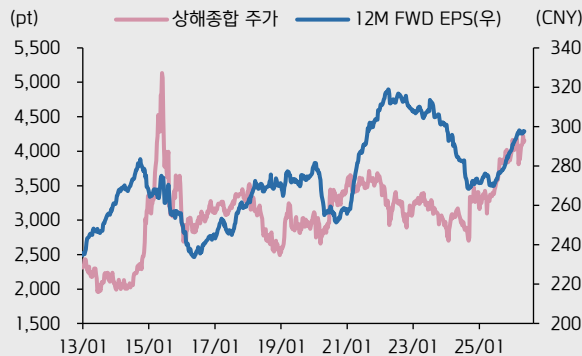
- 하반기 상대적으로 이익 모멘텀을 보유한 본토 증시 선호. 특히 AI, 첨단제조 등 구조적 성장 업종 비중이 높은 ChiNext와 STAR50 주목 필요
- 역외 증시는 금융, 플랫폼 등 전통 산업 비중 높아 이익 모멘텀은 상대적으로 제한적. 다만 플랫폼 기업의 배달음식 관련 투자 부담이 하반기부터 점진적으로 완화될 가능성은 긍정적 요인

상해종합 및 홍콩 이익 상대 강도



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

상해종합 주가 및 이익 추정치



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

홍콩항생 주가 및 이익 추정치



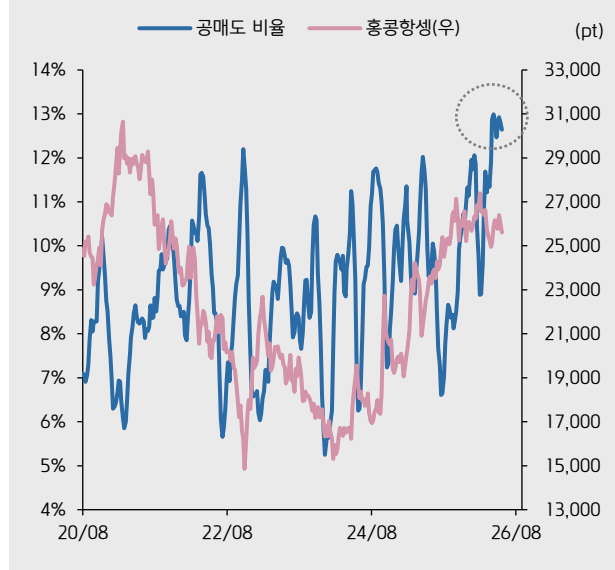
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치



◆ 역외 증시는 하반기 높은 주가 탄력성 가능성 존재

- 현재 역외증시의 공매도 비율은 최근 5년 최대치 수준을 기록하는 중. 하반기 대내외 변수 중 일부가 우호적으로 전개될 경우 역외 증시의 탄력적인 반등 가능성 존재
- 중국 경기 둔화에 따른 정책 기대감 확대 가능성, 플랫폼 기업의 배달음식 투자 완화에 따른 이익 턴어라운드 여부와 미국의 금리 인상 우려 완화 여부에 대한 확인이 중요할 것

홍콩증시 공매도 비율 및 홍콩항셱 주가 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

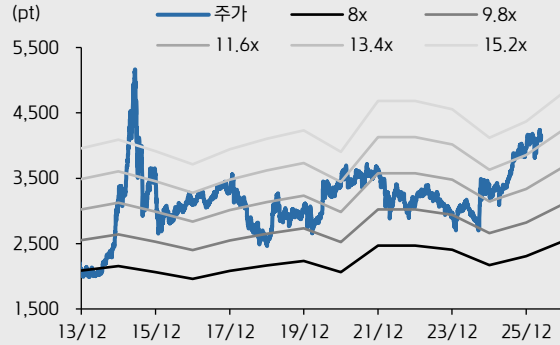
홍콩항셱 및 미국 10년물 금리 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

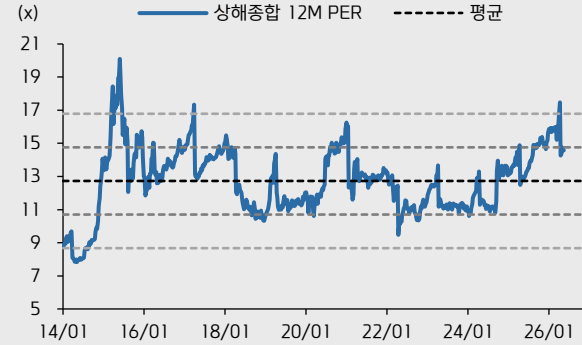


상해종합 PER 밴드



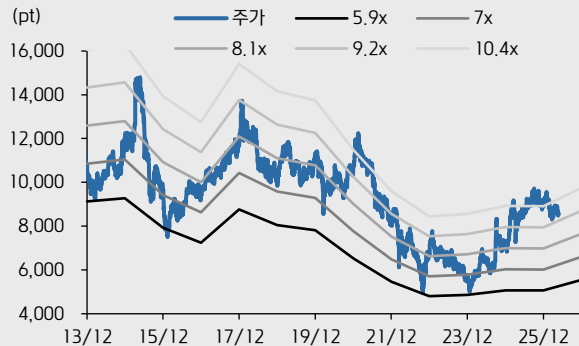
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상해종합 12M FWD PER



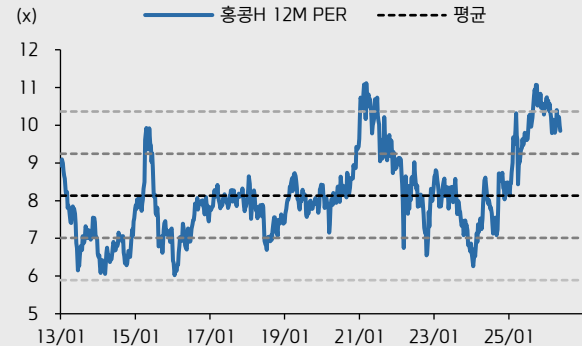
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M FWD PER

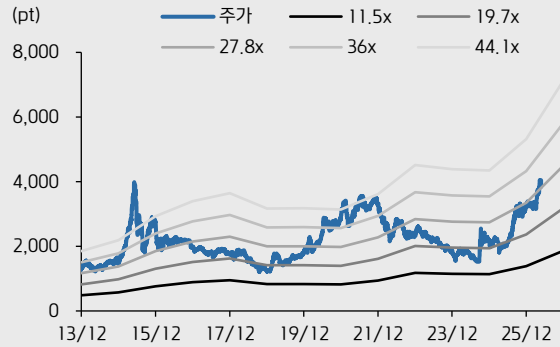


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

증화권 증시, 유동성 이후 실적 검증 시간. 구조적 성장 업종에 주목 필요



ChiNext PER 밴드



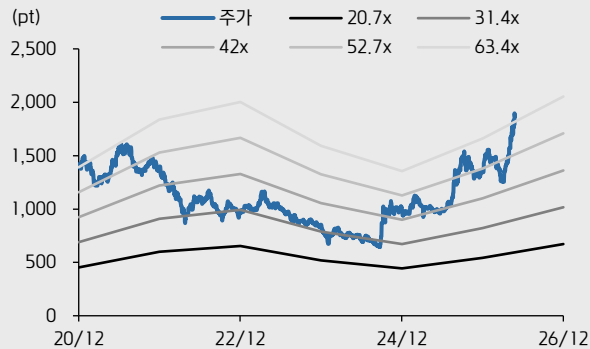
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ChiNext 12M FWD PER



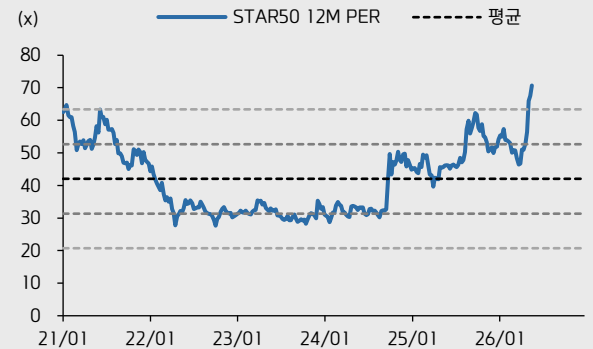
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STAR50 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STAR50 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 중국 AI 투자는 이제 시작

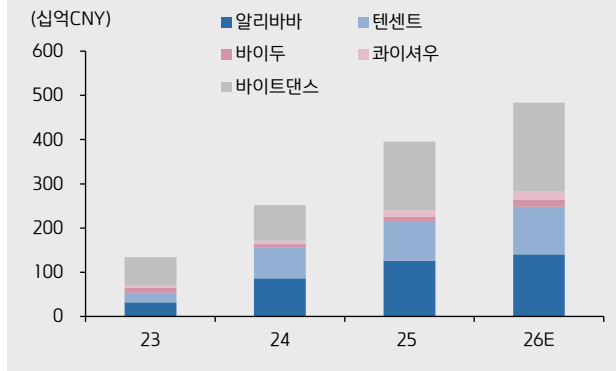
- 알리바바, 텐센트는 최근 실적에 AI 관련 투자를 기존 대비 확대할 것을 언급. 바이트댄스도 2026년 CAPEX 계획이 작년 말 대비 25% 증가했다고 SCMP가 보도
- 중국 메모리 제조기업 CXMT의 상장이 하반기 예정되어 있으며, 그 외 YMTC, 유니트리 등 AI 관련 선두 기업도 상장을 준비하고 있는 상황. 하반기 중국의 AI 투자 확대와 증설 등으로 인해 관련 밸류체인 기업의 수혜 기대

중국 AI 관련 상장 예정 기업 리스트

분야	영문명	상장 예정지	상장 진행 상황
DRAM	CXMT	과창판	거래소 심사 진행 중
NAND	YMTC	과창판 유력	상장 전 사전 심사 착수
AI 서버	xFusion	창업판	IPO 신청 접수
AI 칩	Kunlunxin	홍콩/과창판	홍콩 신청, 본토 준비
	Enflame	과창판	IPO 신청 접수, 심사 진행
LLM	Moonshot AI	홍콩 검토	상장 검토 단계
	StepFun	홍콩	상장 구조 정비 중
로봇	Unitree	과창판	IPO 신청 접수 후 심사 진행
	Leju	창업판	IPO 신청 접수
자율주행	Momenta	홍콩	홍콩 비공개 IPO 신청
우주	LandSpace	과창판	IPO 신청 접수
	CAS Space	과창판	IPO 신청 접수

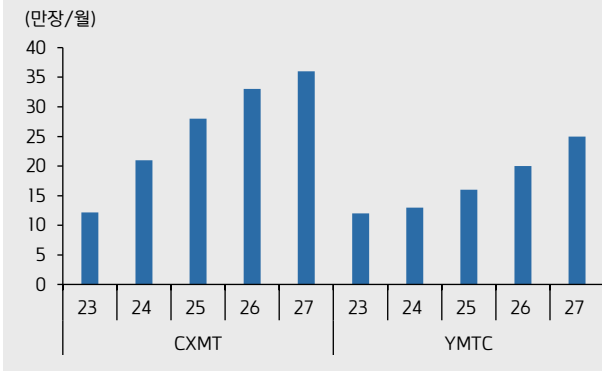
주: 상장 예정지는 변동 가능성 존재
 자료: 언론종합, 키움증권 리서치

중국 주요 빅테크 기업 CAPEX 추이 및 전망



주: 바이트댄스는 추정치
 자료: 각사 보고서, 언론종합, 키움증권 리서치

CXMT/YMTC 증설 전망



주: 연말 기준, 추정치
 자료: 언론종합, 키움증권 리서치



◆ 중국 반도체 국산화 모멘텀 기대

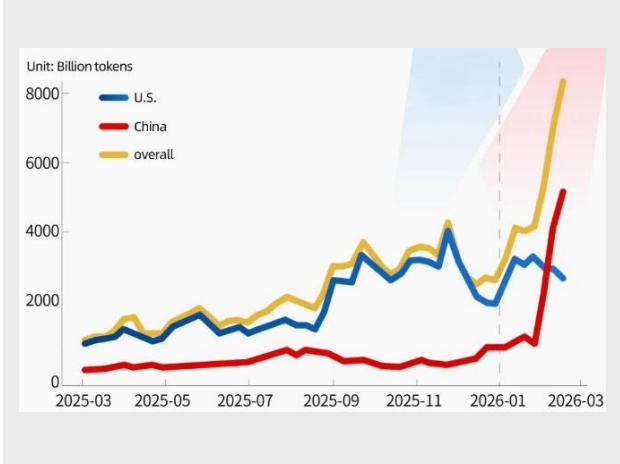
- 최근 글로벌 AI 수요는 학습에서 추론으로 확산 중. OpenRouter의 100조 Token 실사용 분석에 따르면 평균 입력 토큰은 2024년 초 약 1.5K에서 2025년 말 6K 이상으로 4배 증가. 중국 국가데이터국 기준 일평균 Token 호출량도 2024년 초 1,000억 개에서 2026년 3월 140조 개 이상으로 급증. AI 사용이 단순 챗봇에서 코딩, Agent, 문서 분석 등 복잡한 워크플로우로 확산되며 요청당 토큰 소비량 크게 증가
- 추론 분야에서는 최고 성능보다 토큰당 비용, 처리량 및 전력비와 공급 안정성, 데이터 현지화 등이 핵심 경쟁 요소. 중국산 AI 칩은 개별 칩 성능 측면에서는 엔비디아 대비 열위에 있으나 클러스터 최적화와 시스템 단위 확장을 통해 중국 빅테크 기업의 채택 여지가 확대될 전망. 특히 하반기 화웨이는 Ascend 950 시리즈 및 Atlas 950 SuperPoD 공급 확대를 본격화할 전망이며, 중국산 AI 컴퓨팅 공급 확대 기대
- 중국의 견조한 AI 수요 속에서 중국산 반도체 공급 확대가 맞물리며 관련 밸류체인 주목 필요. CXMT/YMTC 투자 확대는 파운드리 및 반도체 장비 기업에 수혜가 예상되며, 중국의 AI 인프라 확장으로 메모리·스토리지, PCB/CCL, 광통신, IDC 등 IT 하드웨어 전반의 수요 확대 기대. 하반기에도 중국의 AI 인프라 관련 밸류체인 기업 주가는 긍정적인 주가 모멘텀 지속 전망

엔비디아 vs 화웨이: 개별 칩과 시스템 성능 비교

구분	Nvidia GB300 NVL72	Huawei Atlas 950 SuperPoD	
물리 단위	1랙	160개 캐비닛	
탑재 칩 수	Blackwell Ultra G PU 72개	Ascend 950DT 8,192개	
시스템	FP8 성능	720 PFLOPS	8,000 PFLOPS
	FP4 성능	1,440 PFLOPS	16,000 PFLOPS
칩당	FP8 성능*	약 10 PFLOPS	약 1.0 PFLOPS
	FP4 성능*	약 20 PFLOPS	약 2.0 PFLOPS
메모리	37TB	1,152TB	

주: 칩당 성능은 비교를 위해 공개된 시스템 성능을 탑재 칩 수로 나눈 단순 역산치
 자료: 언론종합, 키움증권 리서치

국가별 주간 토큰 사용량 추이



자료: OpenRouter, NBD Data, 키움증권 리서치

미국과의 격차 축소를 위한 투자 확대 지속이 예상되며 AI 모멘텀 유효



화웨이 향후 Ascend 로드맵

	발표 시점	칩 간 인터커넥트	연산 성능	메모리
Ascend 910C	1Q25	784GB/s	F16 800TFLOPS	128GB, 3.2TB/s
Ascend 950PR	1Q26	2TB/s	F8 1PFLOPS	128GB, 1.6TB/s
Ascend 950DT	4Q26		F4 2PFLOPS	144GB, 4TB/s
Ascend 960	4Q27	2.2TB/s	F8 2PFLOPS F4 4PFLOPS	288GB, 9.6TB/s
Ascend 970	4Q28	4TB/s	F8 4PFLOPS F4 8PFLOPS	288GB, 14.4TB/s

자료: 화웨이, 키움증권 리서치

중국 및 미국 토큰 가격 비교

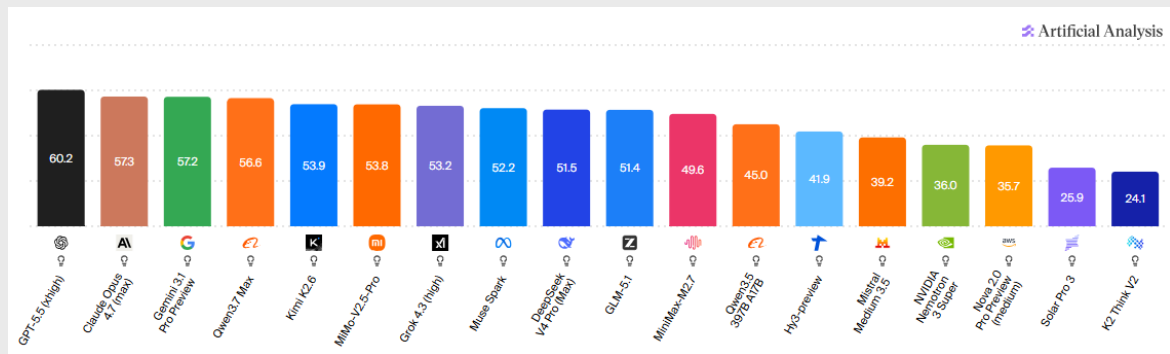
Chinese AI models are cheaper than Western rivals per token

Model Name	Input Price (\$/1M Tokens) ^A	Output Price (\$/1M Tokens)
MiniMax-M2.7	\$0.30	\$1.20
Qwen3.6 Plus	\$0.50	\$3.00
Kimi K2.5	\$0.60	\$3.00
MiMo-V2-Pro	\$1.00	\$3.00
Gemini 3.1 Pro Preview	\$2.00	\$12.00
GPT-5.4 (high)	\$2.50	\$15.00
Claude Opus 4.6 (max)	\$5.00	\$25.00

주: 4월 13일 기준

자료: Artificial Analysis, Reuters, 키움증권 리서치

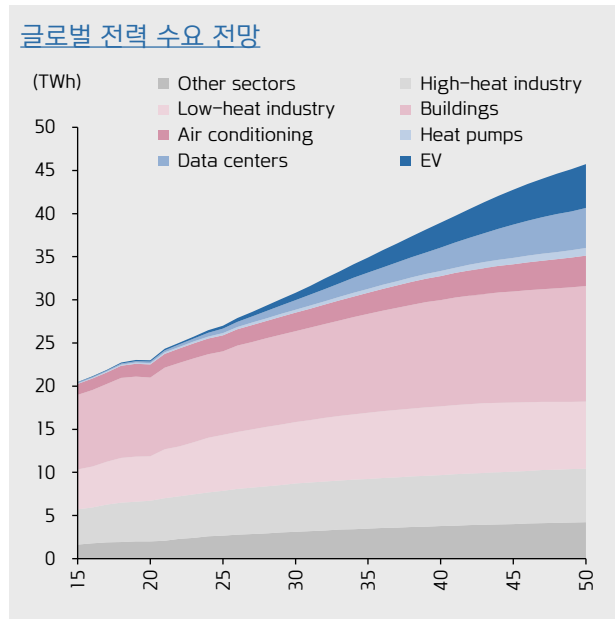
글로벌 주요 모델 Artificial Analysis Intelligence Index 비교



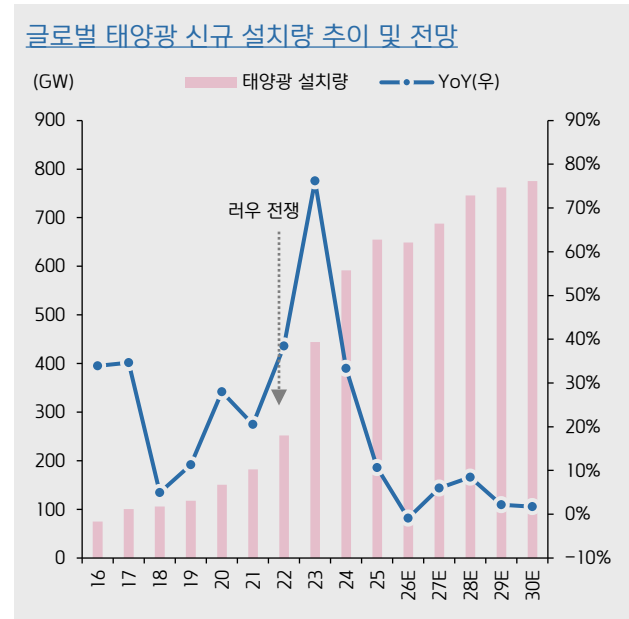
자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치



- ◆ 전력 수요는 구조적으로 증가, 공급은 불확실성 확대. 저렴하면서도 안정적인 전력 공급 역량 중요성 부각
 - 글로벌 전력 수요는 데이터센터, 전기차 수요 확대를 중심으로 구조적 증가세 지속 전망. BNEF 기준 향후 10년 글로벌 전력 수요는 연평균 2.6% 증가 예상하며, 2025~2035년 증가분 중 데이터센터와 EV는 합산 2.8천TWh로 전체 증가분의 35% 차지 전망. 반면 지정학적 리스크, AI 전력 수요 급증, 화석연료 가격 변동성 등으로 전력 공급 안정성에 대한 불확실성 확대
 - 이에 따라 저렴하면서도 안정적인 전력 공급 역량의 중요성 부각. 과거 러시아-우크라이나 전쟁 당시 천연가스 공급 차질 및 가격 급등이 태양광 설치 확대를 자극했던 것처럼 미국-이란 갈등 고조는 에너지 안보 우려로 신재생에너지 수요 확대 요인으로 작용할 가능성 존재



자료: BNEF, 키움증권 리서치



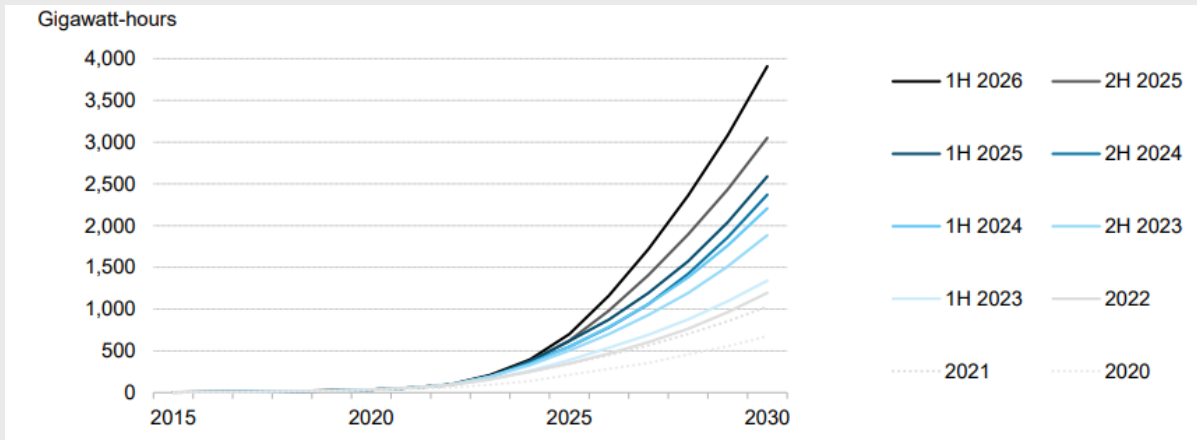
자료: BNEF, 키움증권 리서치



◆ ESS, AI 시대 전력 안보의 핵심 완충 인프라로 부상 기대

- 재생에너지 발전 비중 확대는 전력 자급률 제고에 기여하나, 시간 및 기상 조건에 따른 출력 변동성 확대 불가피. ESS는 저부하 시간대 전력을 저장하고 피크 시간대 방전함으로써 전력망 증설 전까지 계통 부담을 완화하는 역할 수행
- AI 추론 수요 확대는 데이터센터 전력 부하를 기존 학습 중심 수요보다 더 실시간 피크성으로 변화시킬 가능성 존재. 이에 따라 ESS는 데이터센터의 순간 전력 수요를 완충하고 전력 품질을 안정화하는 핵심 설비로 부상 기대
- 중국은 재생에너지 설치가 빠르게 확대됐으나, 서북부 발전 전력을 동부 수요 밀집지로 이전하는 과정에서 송전망 병목 발생. ESS는 재생에너지 계통 연계와 데이터센터 및 첨단 제조업의 피크 전력 대응을 동시에 지원하는 중국의 전력 안보 핵심 축으로 자리매김할 것

BNEF 글로벌 ESS 누적 설치량 전망 변화



자료: BNEF, 키움증권 리서치

2H26 중국주식 관심종목 리스트



모멘텀	기업명	종목코드	업종	시가총액 (십억USD)	주가 수익률		투자포인트
					3M	YTD	
AI	알리바바	BABA.US	커머스 클라우드	307	-11%	-13%	<ul style="list-style-type: none"> AI 수혜로 클라우드 성장 확대, 커머스는 경쟁 완화되며 이익 개선 전망 단순 커머스 플랫폼에서 AI 기업으로 밸류에이션 리레이팅 기대
	SMIC	0981.HK	파운드리	109	25%	19%	<ul style="list-style-type: none"> 중국의 견조한 AI 수요 속 하반기 화웨이 공급 확대 본격화로 수혜 기대 AI 주변칩 및 국산화 수요 확대에 따른 이익 성장 전망
	NAURA	002371.CH	반도체 장비	70	39%	43%	<ul style="list-style-type: none"> CXMT/YMTC 상장으로 향후 2년간 중국 반도체 설비 투자 가시성 개선 중국 반도체 투자 확대 사이클 속 밸류에이션 리레이팅 기대
	VGT	2476.HK	PCB	55	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 AI 서버 공급망 내 PCB 핵심 벤더로 수주 확대 기대 증설을 통한 고부가 PCB 대응력 강화, 중장기 성장 가시성 개선
	항립유항	601100.CH	휴머노이드	22	-2%	1%	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 및 중국 휴머노이드 기업 양산 본격화 전망 휴머노이드 시장 초기에는 부품 및 조립 기업 수혜가 클 것으로 예상
	GDS	GDS.US	데이터센터	7	-18%	-3%	<ul style="list-style-type: none"> 중국 빅테크 시투자 확대로 수주계약 증가와 밸류에이션 리레이팅 기대 중국의 반도체 기술 혁신 및 정부의 국산화 촉진 정책 수혜
에너지 안보	CATL	300750.CH	이차전지	289	23%	14%	<ul style="list-style-type: none"> 유럽 점유율 확대 및 중국 전기상용차 판매량 증가가 EV 배터리 수요 견인 데이터센터 투자 증가 및 경제성 제고로 인해 글로벌 ESS 수요 증가 전망
	자금광업	601899.CH	비철금속	122	-20%	-8%	<ul style="list-style-type: none"> 하반기 중국 디플레이션 압력 완화에 따른 리플레이션 트레이딩 핵심 광물의 글로벌 전략 자산화 및 글로벌 공급망 재편 속 중요성 확대

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

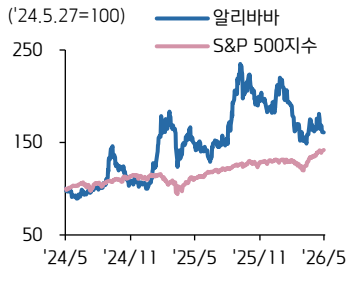
현재주가 (5/26)	USD 129.47
-------------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,519.1
시가총액(mln)	2,106,348.4
유통주식수(mln)	2,399.1
52주 최고	192.67
52주 최저	103.71
일평균거래량	11,306,495

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-11.7	-4.7	-17.8	7.2
S&P 500	9.8	4.9	10.4	29.6



◆ 투자포인트 1. 커머스, 이익 회복 가시성 개선. 클라우드, 성장성 유효

- 배달음식 관련 투자는 점진적으로 축소되고 있으며, 최근 실적에서 경영진은 FY2027 말까지 UE 플러스 전환 전망. 향후 중국 커머스 매출은 로우싱글 수준 성장이 예상되나, 퀵커머스 적자 폭 축소를 기반으로 수익성 개선 기대
- 클라우드 매출은 YoY +38%를 기록. AI 관련 매출은 현재 외부 클라우드 매출의 30%를 차지하고 있으며, 향후 1년 내 50%를 넘어설 전망. 한편 투자 확대에 따른 수익성 둔화 우려에도 클라우드 사업 조정 EBITA 마진은 9% 수준 유지. 향후 클라우드 가격 인상, API 매출 비중 확대 및 자체 칩 칩투울 확대가 수익성 개선을 견인할 전망. 한편 CAPEX는 기존 가이드언스를 상회할 가능성 언급

◆ 투자포인트 2. 이익 턴어라운드 및 AI 모멘텀으로 밸류에이션 리레이팅 기대

- 향후 배달음식 관련 경쟁심화 가능성을 완전히 배제할 수는 없으나, 커머스 부문의 이익 회복 가시성 개선. 클라우드 사업도 중장기 성장성 유효하며, 투자 확대에도 불구하고 수익성 개선이 예상
- 현재 주가는 12M FWD PER 19 배에서 거래 중이며 AI 모멘텀을 기반으로 추가적인 밸류에이션 리레이팅 여력이 존재한다는 판단

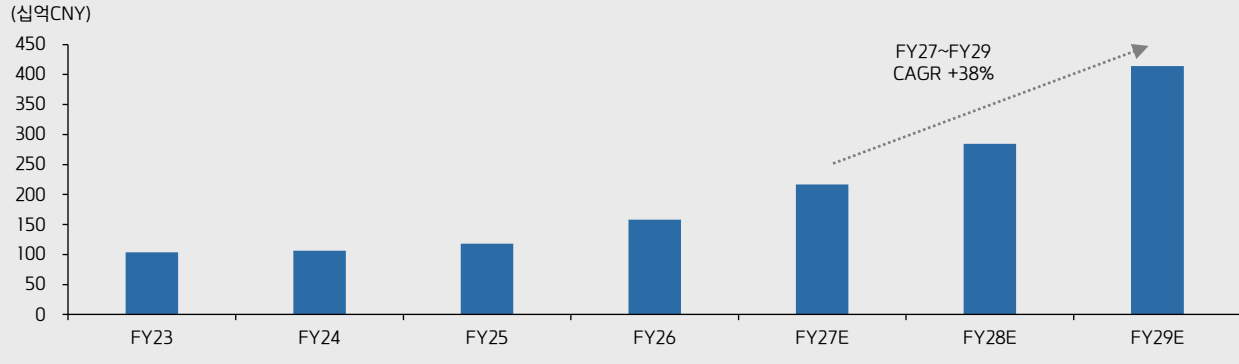
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	941,168	996,347	1,023,670	1,130,528	1,262,225
EBITDA	191,668	202,325	113,483	156,859	217,600
EBITDA Margin(%)	20	20	11	14	17
순이익	157,479	158,122	60,658	107,954	146,656
PER(배)	10.2	14.8	43.6	18.6	13.3
PBR(배)	1.3	2.3	2.0	2.1	1.9
ROE(%)	8.1	13.0	10.2	9.0	11.1
배당수익률(%)	1.4	0.8	0.8	N/A	N/A

주) Non-GAAP 기준
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

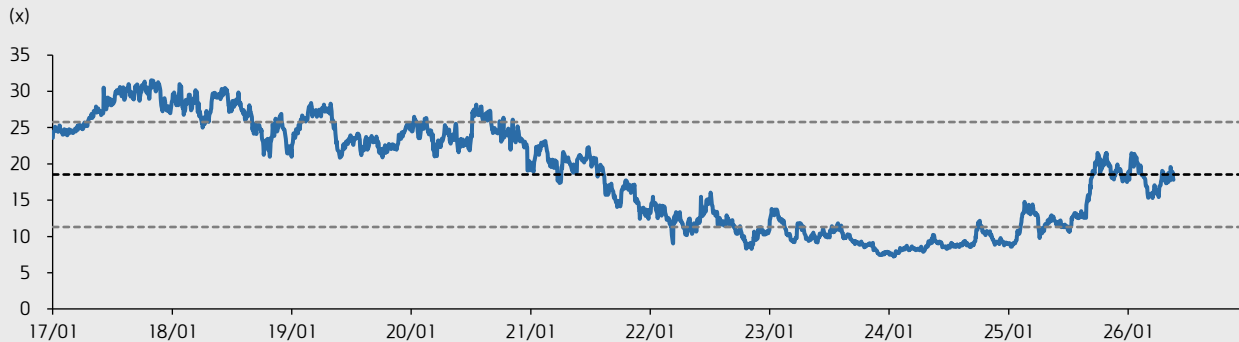


알리바바 클라우드 매출 추이 및 전망



주) 회계연도 기준
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



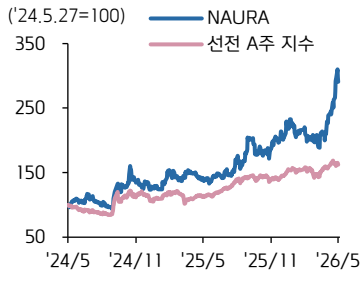
현재주가 (5/27)	CNY 654.77
-------------	------------

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	Shenzhen
상대지수	SZASHR
벤치마크 현재주가	2,966.7
시가총액(mln)	477,664.7
유통주식수(mln)	724.8
52주 최고	721.60
52주 최저	297.10
일평균거래량	10,041,640

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	42.6	26.8	55.2	106.0
선전A	12.0	2.8	16.7	43.9



◆ 투자포인트 1. CXMT/YMTC 상장으로 향후 2년간 중국 반도체 설비 투자 가시성 개선

- 5월 27일 CXMT는 과장판 상장 심사를 통과했으며, YMTC도 상장을 추진하고 있는 중. 두 기업 모두 최종 상장할 경우 자금조달을 통해 생산능력을 확대할 것으로 예상. 이는 정부의 국산화 기조와 기술력 향상과 맞물리며 장비 기업의 실적 개선으로 이어질 전망

◆ 투자포인트 2. 중국 반도체 투자 확대 사이클 속 밸류에이션 리레이팅 기대

- 중국 반도체 장비 기업은 중국의 투자 확대 국면에서 밸류에이션이 리레이팅 되는 모습을 보임. 반도체 증설 여부를 가늠할 수 있는 지표인 전공정 장비 수입 증가율 기준 2019~2021년 투자 사이클 기간 밸류에이션은 뚜렷하게 상승
- 최근 CXMT/YMTC의 상장과 선단공정 중심의 지속적인 투자로 인해 향후 2년 중국 반도체 산업은 증설 국면에 돌입할 것으로 예상. 현재 NAURA 주가는 12M FWD PER 50배로 2019~2021년 투자 사이클 평균(77 배) 대비 밸류에이션 추가 상승 여력 존재한다는 판단. 한편 단기간 주가 급등에 따른 차익실현 매물 출회 가능성 존재한 만큼 주가 조정 시 매수 전략이 타당하다는 판단

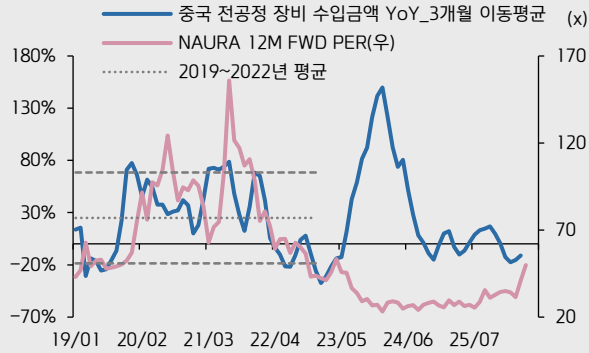
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	22,079	30,075	39,353	50,408	64,147
영업이익	4,428	6,606	6,037	8,752	12,254
OPM(%)	20.1	22.0	15.3	17.4	19.1
순이익	3,899	5,622	5,522	8,209	11,460
PER(배)	33.4	37.0	60.1	57.5	42.1
PBR(배)	5.3	6.7	8.8	10.6	8.4
ROE(%)	17.7	20.3	16.1	18.4	20.9
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

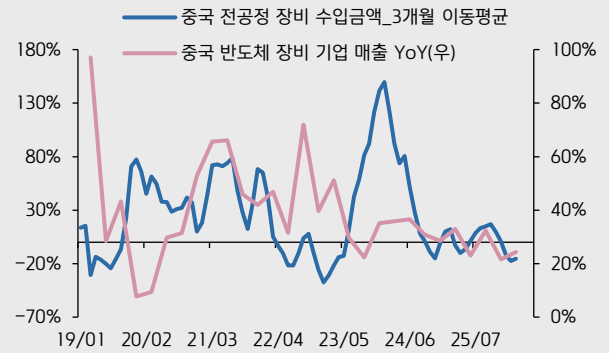


중국 전공정 장비 수입 및 NAURA PER



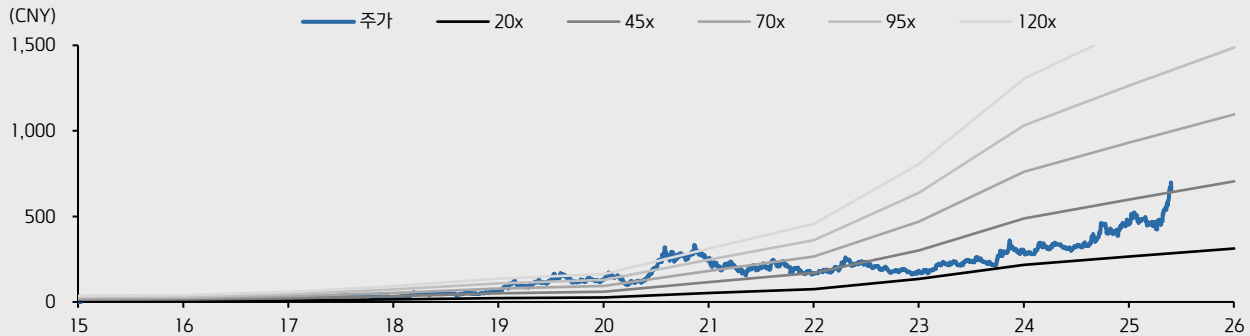
자료: 해관총서, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 전공정 장비 수입 및 주요 반도체 장비기업 매출



주: 반도체 장비기업은 NAURA, AMEC, KINGSEMI, Jingce Electronic, PNC, ACCOTEST, ACM리서치 자료: 해관총서, Bloomberg, 키움증권 리서치

NAURA 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

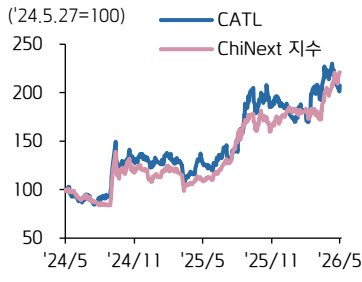
현재주가 (5/27)	CNY 414.80
-------------	------------

Stock Data

산업분류	자우소비재 제품
세부업종	전기장비
거래소	Shenzhen
상대지수	ChiNext
벤치마크 현재주가	4,045.8
시가총액(mln)	1,960,777.7
유통주식수(mln)	4,408.2
52주 최고	468.75
52주 최저	235.48
일평균거래량	34,449,420

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	12.9	-4.6	11.7	63.3
ChiNext	26.3	10.9	33.5	103.1



◆ 투자포인트. AI는 전력, 전력은 ESS

- 중국 전기차 판매량 둔화 및 탄산리튬 가격 상승에 따른 원가 부담 우려가 존재했으나, 1 분기 실적에서 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록하며 견조한 성장성 입증. 1Q26 매출은 1,291 억위안(YoY +52%), 순이익은 207 억위안(YoY +49%)으로 예상치(매출 1,163 억위안, 순이익 179 억위안) 대비 매출 및 이익 모두 크게 상회
- CAAM 기준 2026 년 중국 전기차 판매량은 1,900 만대(YoY +15%)가 예상되며, 배터리 탑재량 상승, 상용 전기차 침투율 상승 및 CATL의 중국 점유율 확대를 감안하면 CATL의 EV 배터리 출하량은 YoY +30% 수준 기대. GGII 는 2026 년 중국 ESS 배터리 출하량으로 850GWh(YoY +35%)를 전망하고 있으며, 이를 감안하면 2026 년 CATL 의 배터리 출하량은 전년 동기 대비 30% 초반 수준 증가 예상
- 1Q26 실적에서 입증된 CATL의 밸류체인 수직계열화 및 높은 가격 전가력을 기반으로 2026년에도 Wh 당 이익은 전년 수준(0.11 위안) 유지 전망. 2026 년 PER 25 배를 감안하면 CATL A 주는 30%에 가까운 높은 상승 여력 존재한다는 판단. 한편 H 주는 현재 42% 할증 거래 중, 상장 이후 평균 프리미엄(27%)을 감안하면 기대감이 주가에 일정 부분 반영됐으나, ESS배터리의 에너지 안보 부각 속에서 높은 프리미엄이 지속될 가능성이 높다는 판단. 향후 AI 인프라 수요에 따른 ESS 출하량 증가, 나트륨/전고체배터리 상용화 및 기술 진전 등이 부각될 경우 높은 주가 탄력성 기대

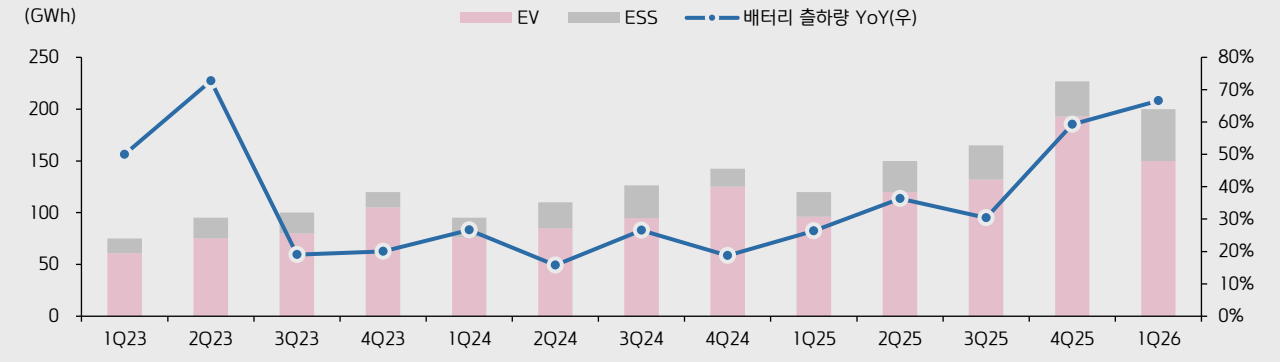
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	400,917	362,013	423,702	608,811	733,397
영업이익	45,601	55,932	73,608	111,522	138,584
OPM(%)	11.4	15.5	17.4	18.3	18.9
순이익	44,121	50,745	72,201	95,736	117,427
PER(배)	16.2	23.0	22.8	19.9	16.2
PBR(배)	3.6	4.7	5.0	4.7	3.9
ROE(%)	24.4	22.8	24.7	24.8	25.9
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.3	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

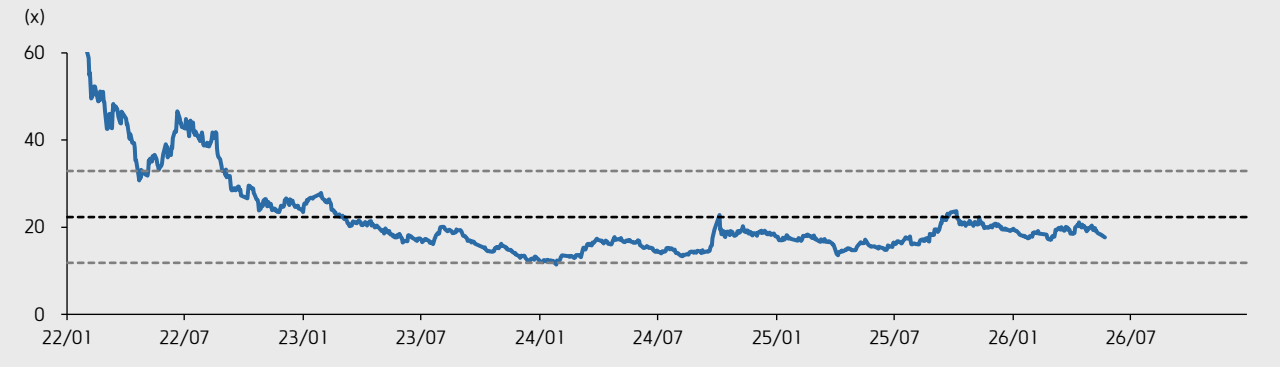


CATL 배터리 출하량



주: 추정치
 자료: CATL, 키움증권 리서치

CATL 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2026년 하반기 ETF 전략

Bubble Portfolio





2026년 하반기 ETF 전략 | Bubble Portfolio

Part 1. ETF 산업 전망: Money Move

- 한국 가계의 자산배분이 **비금융자산(예금·부동산 등)에서 금융자산(ETF·연금 등)으로 이동** 중. 지난해부터 가계의 위험자산 접근성을 높일 정부 차원의 다양한 정책 도입 중
- **그 가운데 ETF는 증시로의 머니무브를 이끄는 핵심 투자수단으로 정착**. 일례로 국내 퇴직연금 계좌 내 ETF 잔액은 '25년 48.7조원으로 3년 연속 100%대 증가율 기록. **ETF가 자산 증식, 장기 저축의 주요 투자 수단으로 자리매김** 중임을 입증
- 연내 **국내 ETF 시장은 순자산총액 500조원 돌파 후 600조 달성 시도 전망**. ▲투자자 유입 구조 변화, ▲퇴직연금 등 장기 채널에서의 구조적 자금 유입, ▲운용사 간 경쟁적 상품 공급, ▲규제/인프라 환경 개선 등이 꾸준한 성장을 뒷받침할 재료

Part 2. ETF 투자 전략: Bubble Portfolio

- AI CapEx 사이클이 이끄는 버블 장세 연장에 따라 **AI 밸류체인 중심의 포트폴리오 구성 전략은 하반기에도 유효**. 반도체 - 에너지·전력 - 네트워크·데이터센터- 로보틱스 - SW·플랫폼에 이르는 광범위한 AI 기술 확산이 성장을 뒷받침할 것으로 전망
- 이 외 **국가 안보 및 공급망 강화, 무역수지 개선 등 MAGA 구현이 가능한 정책 수혜주 주목** (→ 에너지, 방산 등). **민간에서도 자본활용 여건 개선 중이며 자금조달 여력, 기술력 갖춘 민간 기업들의 확장성 기대**(→ 우주항공, 금융 등). 지역 배분에 있어서도 시발 성장으로 인플레이/비용 압력을 상쇄할 수 있는 지가 선택의 주요 기준으로 작용
- 지정학 불안과 에너지 가격 상승에 따른 소비 불균형 심화, 인플레이 우려 등 제약 요인들이 상존해 있으나 AI 사이클 연장 속 **생산성 향상에 따른 '성장'이 이를 상쇄할 것으로 기대**

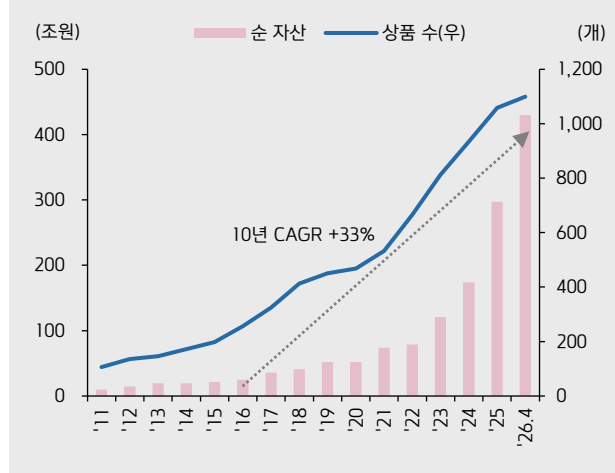
2H26 ETF 산업 전망 : 머니무브



◆ 400조원을 넘어선 국내 ETF 시장

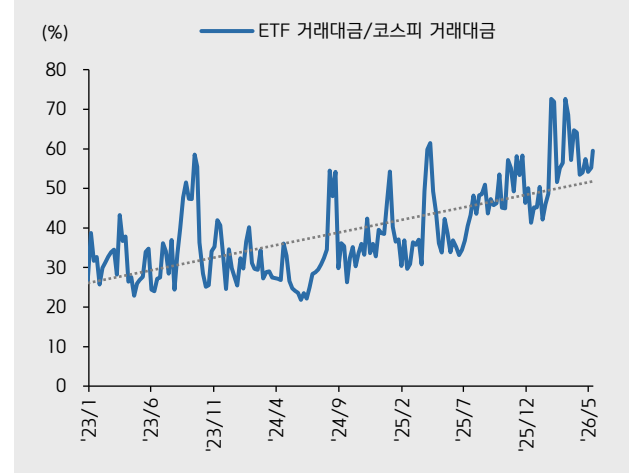
- 국내 ETF 순자산총액은 **'26년 4월 400조원 돌파**(5/27 종가 기준 500조원 돌파)
 - 4월 말 429.8조원으로 '24년말 대비 +148% 증가. 지난 **10년간 연평균 약 33%의 고성장세** 기록
- 국내 증시 대비 ETF **일평균 거래대금 비중도 올해 60%에 근접**하는 등 시장 내 영향력 빠르게 확대
 - '24년 연평균 33% → '25년 연평균 44% → '26년 1~4월 평균 58%
- 개인투자자 유입 구조 변화, 운용사 간 경쟁적 상품 공급, 규제/인프라 환경의 우호적 변화, 퇴직연금 등 장기 투자 채널에서의 **구조적 자금 유입** 등에 기인

국내 ETF 순자산 및 상품 수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

국내 주식시장 내 ETF 거래대금 비중



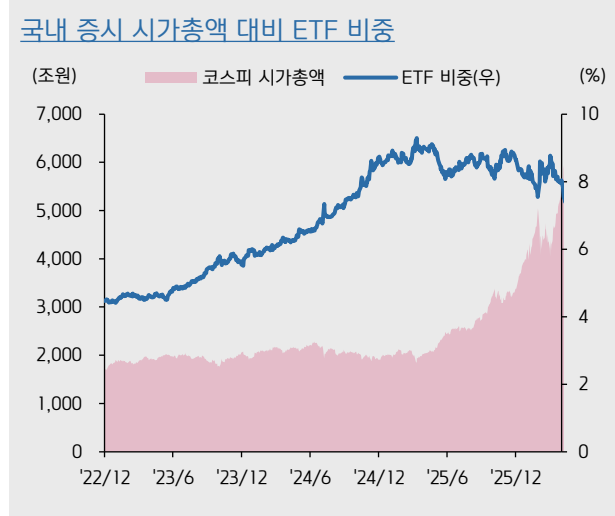
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

ETF, 머니무브 중심에 서다

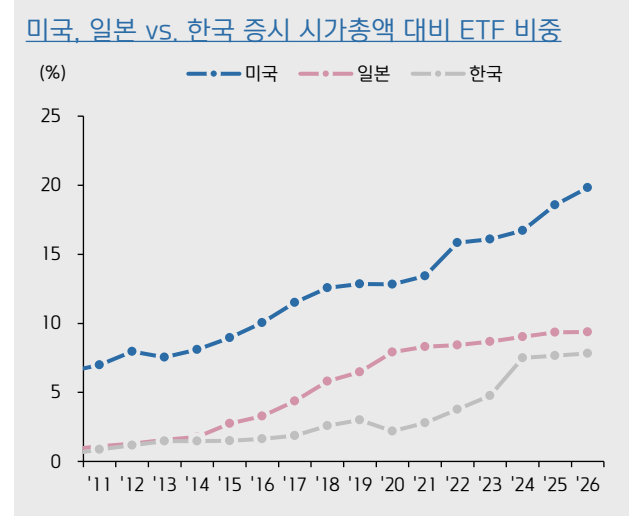


◆ 1,000조 시대를 향하여

- 다만, 코스피 시가총액 대비 ETF 비중은 8%에 불과하며 미국(20%), 일본(9%) 등 기타 선진국 대비 여전히 낮은 수준. 추가 확장 여력 충분하다고 판단



자료: FnGuide, 키움증권 리서치



자료: Morningstar, Bloomberg, JPX, KRX, 키움증권 리서치
주) 2026.3월 말 기준, 현지통화 기준, 일본은 2026.2월 말 기준

ETF, 머니무브 중심에 서다



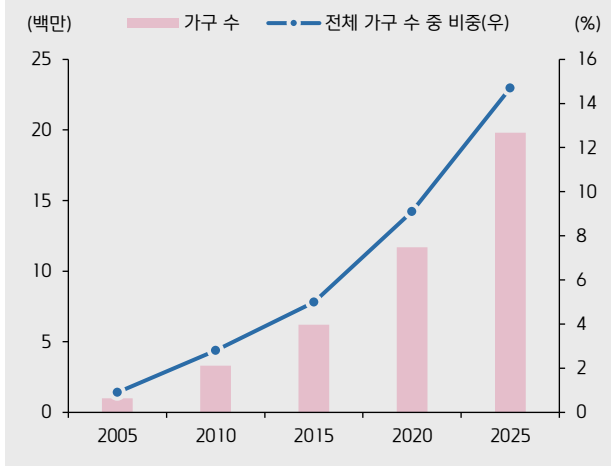
- ◆ 미국 가계자산은 70%가 금융자산, 가계의 15%는 ETF 보유
 - 미국은 이미 가계자산의 약 70%가 금융자산으로 구성되어 있으며, '25년 말 기준 약 **15%(1,980만 가구)가 ETF를 보유**
 - '20년 9%(1,170만 가구)와 비교해도 큰 폭으로 증가
 - 미국은 IRA·401(k) 등 **세제혜택 계좌 내에서 펀드·ETF를 통한 장기 축적이 보편화**

미국 가계부문의 자산별 비중

분류	2015	2020	2025
비금융자산	30.2	29.3	31.8
금융자산	69.8	70.7	68.2
주식	13.4	17.6	21.2
채권	3.3	2.5	3.0
펀드	8.4	9.3	8.9
연금	22.5	20.1	16.9
비법인기업 지분	9.4	8.8	7.9
예금	8.8	9.1	7.5
기타	4.1	3.4	2.9
합계	100.0	100.0	100.0

자료: 미 연준(Fed), 키움증권 리서치

미국 가계의 ETF 보유 비중



자료: ICI, 키움증권 리서치

ETF, 머니무브 중심에 서다



◆ 금융 선진화로 나아가는 과정에서 ETF 역할 확장

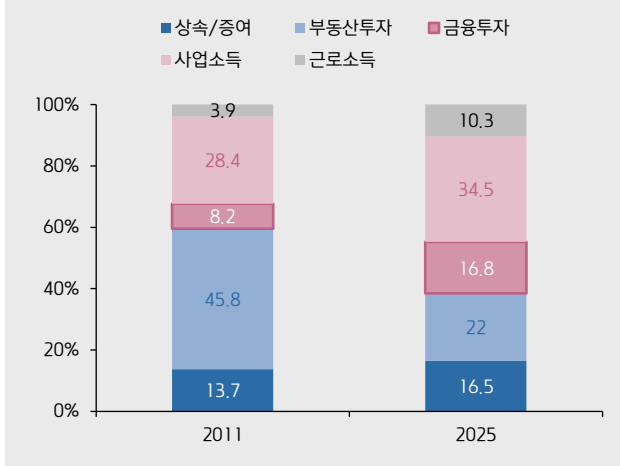
- 최근 우리나라도 가계의 위험자산 접근성을 높이기 위해 **정부 차원에서 제도적 장치 적극 마련 중**
 - ISA 개편, 국민성장펀드 조성, 코스닥 활성화 등
- 실제 지난 15년 간 한국 부자*가 부를 이룬 원천은 부동산투자와 상속·증여 중심 → **사업소득과 근로소득, 금융투자 이익으로 다변화** (KB 경영연구소 '2025년 한국 부자 보고서')
 - *금융자산 10억원 이상 보유하고 거주용 주택을 포함한 부동산자산 10억원 이상을 보유한 개인으로 '25년 47.6만 명으로 집계(+10%YoY)
- 이러한 변화 속에서 **ETF는 해당 정책들의 발현 수단으로 핵심 역할을 담당할 것으로 전망**

한국 가계 자산배분 현황

구분	2011	2020	2024	2025
부동산자산	58.1%	55.7%	55.4%	54.8%
금융자산	36.9%	37.6%	38.9%	37.1%
기타자산 (금, 가상자산 등)	5.0%	6.7%	5.7%	8.1%

자료: KB 경영연구소 '2025년 한국 부자 보고서', 키움증권 리서치

한국 부자의 부 원천 비교(2011 → 2025년)



자료: KB 경영연구소 '2025년 한국 부자 보고서', 키움증권 리서치
주) 부자: 금융자산 10억원 이상 보유하고 거주용 주택을 포함한 부동산자산 10억원 이상을 보유한 개인

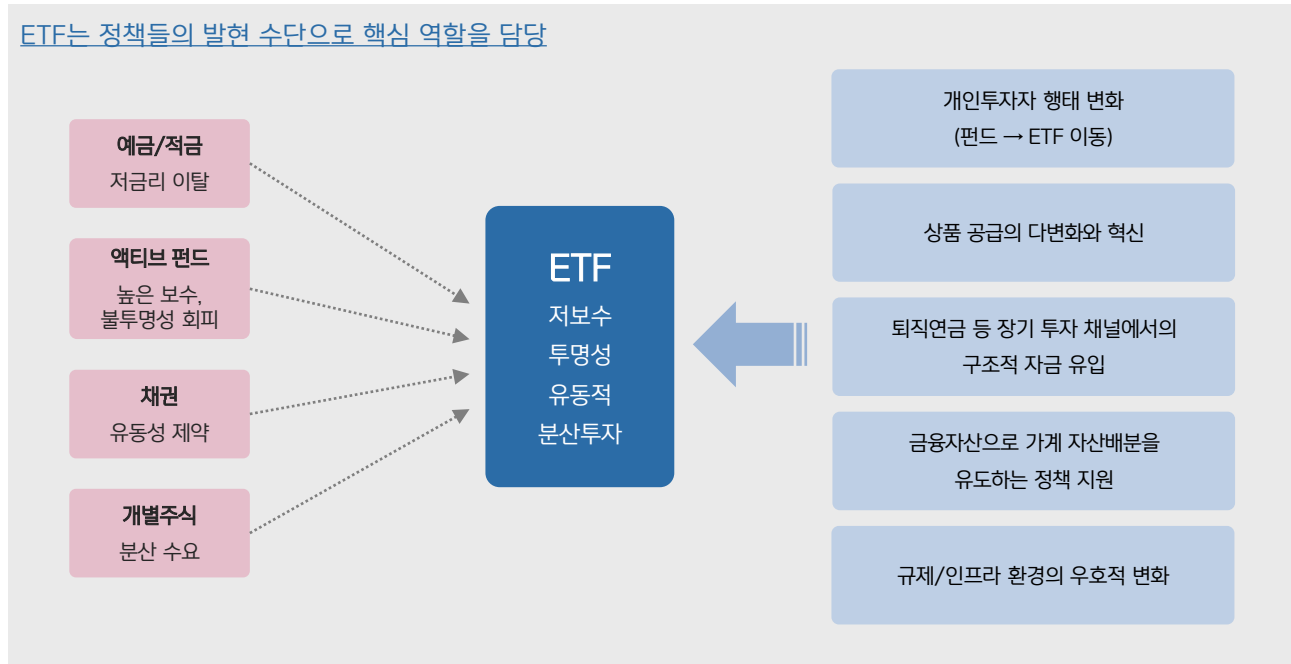
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화



◆ ETF 확장을 이끄는 구조적 변화

국내 ETF 시장 확장을 이끄는 구조적 변화들로는

- ▲개인투자자 행태 변화(펀드 → ETF 이동), ▲상품 공급의 다변화와 혁신, ▲금융자산으로 가계 자산배분을 유도하는 정책 지원, ▲퇴직연금 등 장기 투자 채널에서의 구조적 자금 유입, ▲규제/인프라 환경의 우호적 변화 등을 꼽을 수 있음



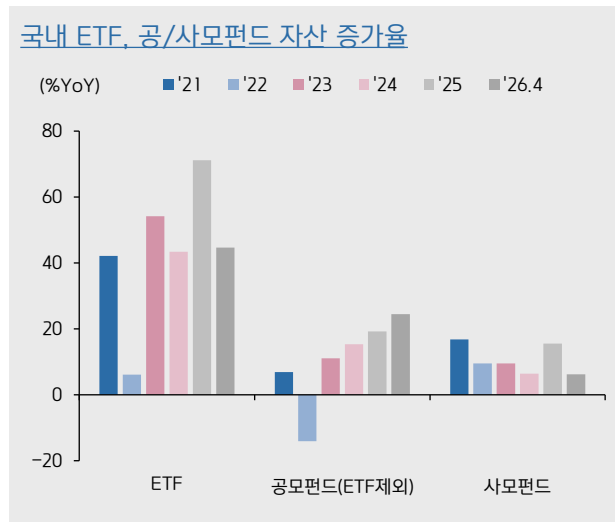
자료: 키움증권 리서치

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ① 투자자 행태 변화

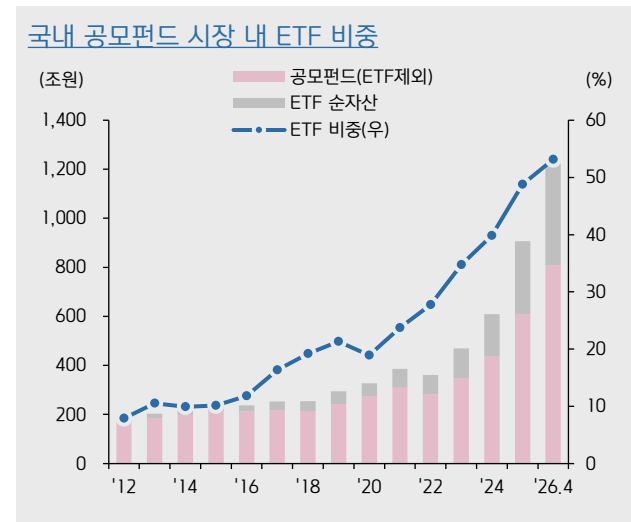


◆ 되돌릴 수 없는 패러다임 변화

- 2010년대 후반, 코로나 팬데믹을 지나며 **국내 공모펀드의 중심은 일반 펀드에서 ETF로 빠르게 이동 중**
 - 현재 공모펀드 내 ETF 비중(순자산총액 기준)은 50%를 넘어섬 ('13년 10% → '19년 20% → '26.4월 53%)
- 자금 흐름이 ETF 중심으로 재편되는 흐름은 되돌릴 수 없는 변화로**, 지난 몇 년 다수의 운용사들이 ETF 시장 진입 또는 계획. 특히 액티브 운용사들의 시장 진출, 비즈니스 확대가 눈에 띈
 - 사모 중심의 DS자산운용, 연내 ETF 출범 계획. 앞서 타임폴리오/삼성액티브는 일찍이 ETF 시장 진출 후 액티브 ETF 시장 선도 중



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치



자료: KRX, 키움증권 리서치

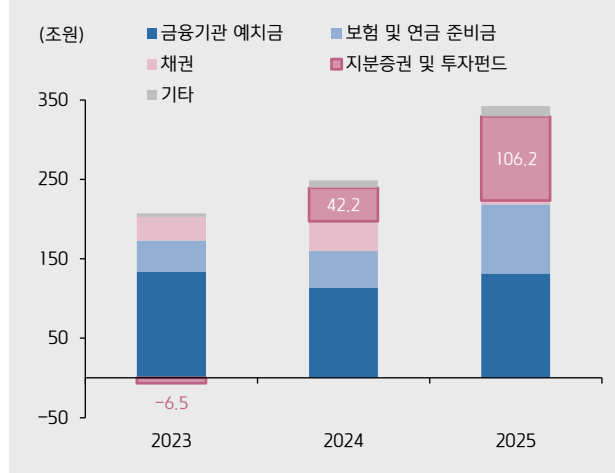
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ① 투자자 행태 변화



◆ 가계 투자 수단, 펀드 → ETF로

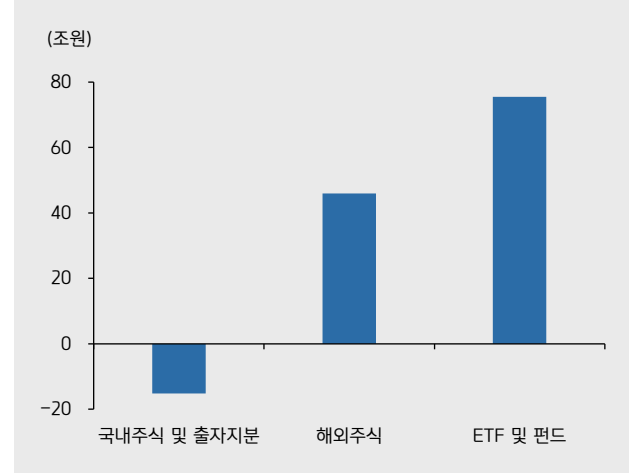
- 한국은행에 따르면 '25년 국내 가계(및 비영리단체)의 자금운용 규모는 342.4조원으로 전년대비 약 100조원 확대
 - 이 가운데 지분증권 및 투자펀드 운용 규모는 106.2조원으로 '21년 이후 최대 수준
 - 투자 방식의 변화가 두드러졌는데 가계는 국내 주식을 15조 원 순매도한 반면 ETF/펀드에는 75.5조원 투자. 개별 종목을 직접 매수하기보다 분산투자가 가능한 펀드로 자금이 이동한 것으로 추정 (다만, '26년에는 주식 투자가 플러스 전환하였을 것으로 예상)

가계 및 비영리단체의 자금운용 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

가계 및 비영리단체 지분증권 및 투자펀드 운용 현황



자료: 한국은행, 키움증권 리서치
주) 2025년 말 기준

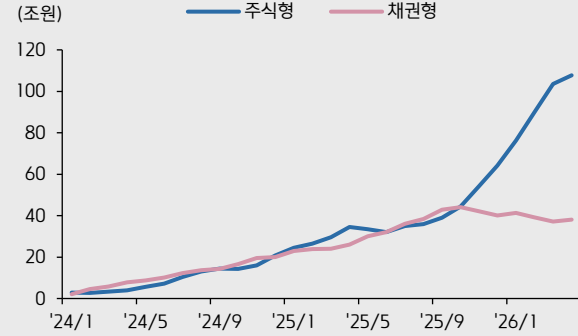
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ① 투자자 행태 변화



◆ 가계 투자 수단, 펀드 → ETF로

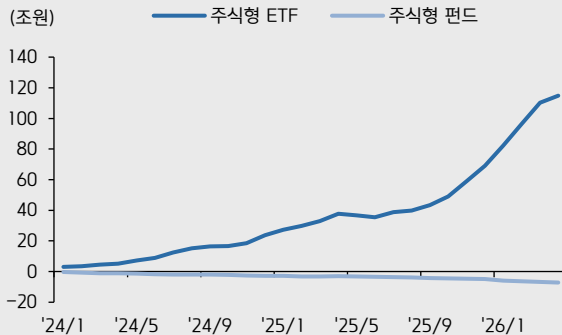
- 이런 가운데 국내 펀드* 유형별 누적 현금흐름 추이를 보면 채권형에서는 자금 유출이, 주식형으로는 지난해 하반기 이후 자금유입 규모가 급격히 확대 *공/사모, ETF 모두 포함
- 주식형과 채권형 두 자산군을 ETF vs. 기타 펀드로 분류해서 보면 **모두 ETF 중심으로 유입되었음을 확인**

국내 펀드 유형별 누적 자금순유입



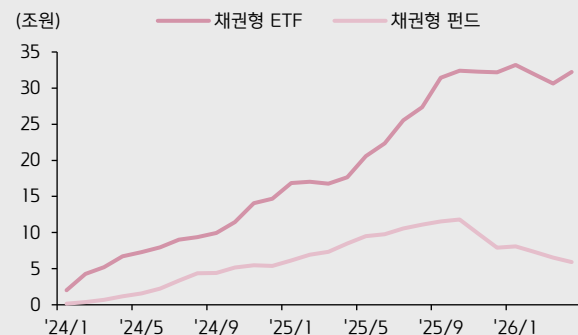
자료: Fund Doctor, 키움증권 리서치

국내 주식형 펀드 내 ETF vs 기타 펀드 누적 자금순유입



자료: Fund Doctor, 키움증권 리서치

국내 채권형 펀드 내 ETF vs 기타 펀드 누적 자금순유입



자료: Fund Doctor, 키움증권 리서치

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ① 투자자 행태 변화

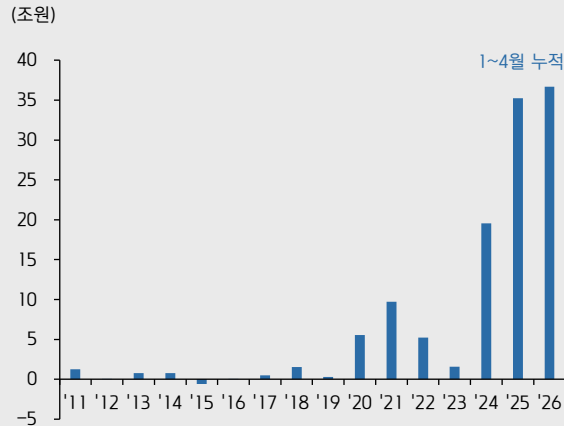


◆ 개인들이 주도하는 ETF 시장

▪ 우리나라 ETF 시장의 핵심 투자 주체는 개인투자자

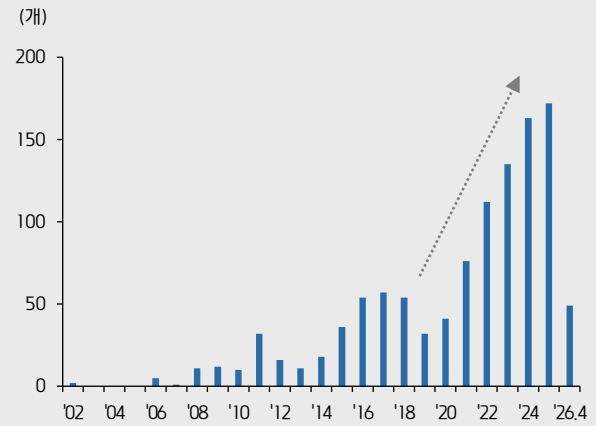
- 올해 1~4월 YTD 누적 개인투자자들은 국내 ETF 시장에서 36.7조원을 순매수
- 이는 지난해 연간 누적순매수 35조원을 이미 뛰어넘은 수치이며 역대 최고치

개인투자자 국내 ETF 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

연간 ETF 신규 상품 수



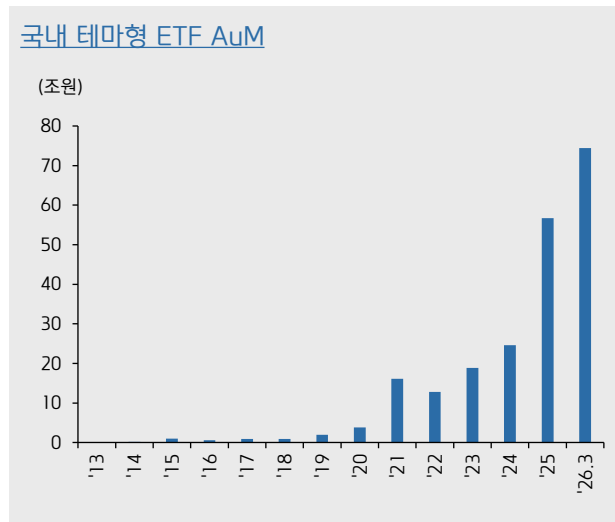
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ② 상품 공급 다변화와 혁신

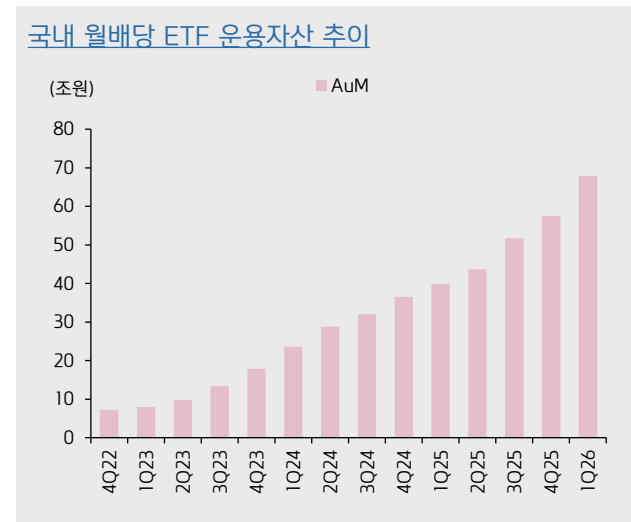


◆ 운용사들의 경쟁적 상품 공급과 전략 다변화

- 이에 따라 2020년 이후 자산운용사들은 개인투자자들이 선호하는 다양한 상품들을 경쟁적으로 공급 중
- 특히 과거 지수형 ETF 중심의 시장에서 현재는 AI/우주 등 성장 테마형 ETF에서부터 커버드콜/고배당 등 인컴 기반 월배당 ETF, 자산배분형 ETF까지 시장 다변화 지속



자료: KRX, 키움증권 리서치



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

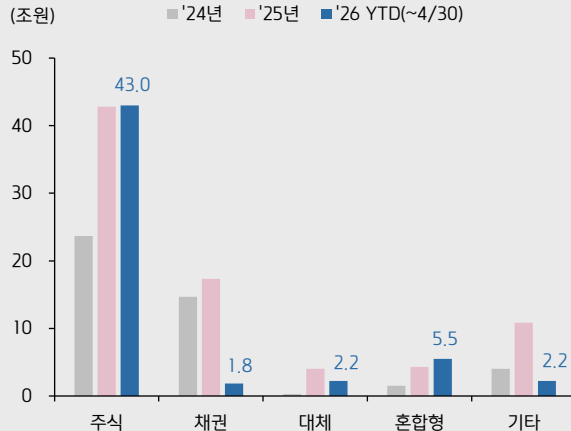
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ② 상품 공급 다변화와 혁신



◆ 국내, 주식형 ETF 중심으로 자금유입

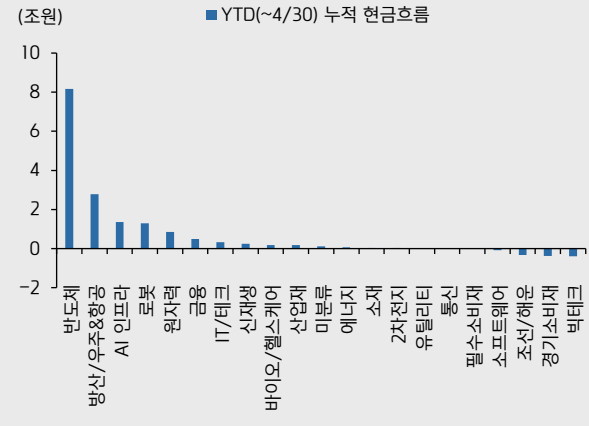
- 올해 1~4월 국내 상장 ETF 자산군별 자금유입 현황을 보면 주식 > 혼합(주식+채권 등) > 대체 > 채권 순으로 주식으로의 자금 유입액이 기타 자산군 대비 압도적으로 컸음
- 특히 올해 '주식'으로의 쏠림이 더욱 강화되는 양상으로, 4개월 간 자금 유입액이 이미 지난 1년간 유입된 전체 규모를 넘어서
 - 2026년 1~4월: 주식형 43.0조원 vs. 채권형 1.8조원, 그 외 9.9조원
 - 2025년 연간: 주식형 42.8조원 vs. 채권형 17.3조원, 그 외 19.2조원
- 섹터/테마 중에서는 '반도체'가 상위. AI 밸류체인(반도체, 전력기기, 원전), 로봇, 방산/우주 중심 자금유입

국내 상장 ETF 자산군별 자금순유입 현황



자료: Fund Doctor, 키움증권 리서치
 주1: 대체 = 커머디티형 + 해외특별자산(탄소배출권 등) + 부동산형/해외부동산형
 주2: 기타 = 기타/해외기타(TDF, 만기매칭형, 인버스, 미분류 등)

국내 상장 ETF 섹터/테마별 자금 순유입



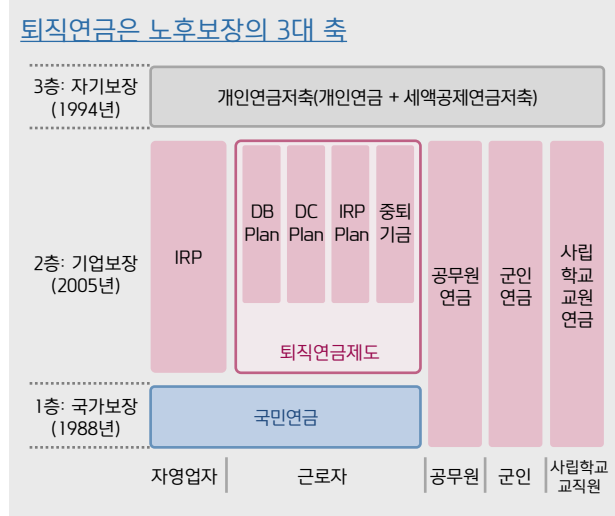
자료: FundDoctor, 키움증권 리서치

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ③ 장기 투자채널을 통한 자금유입

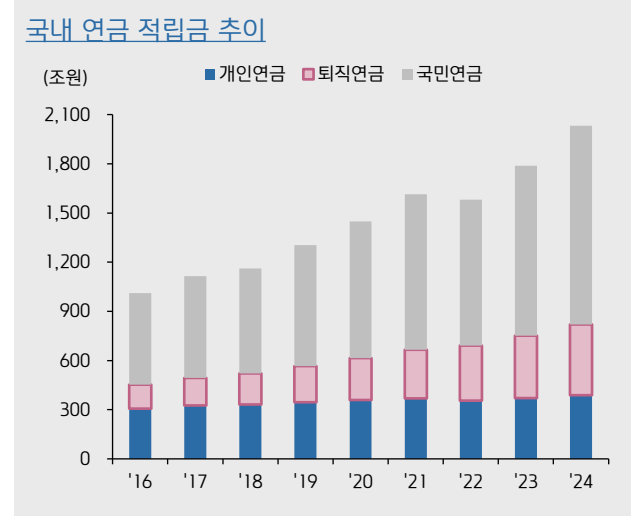


◆ 퇴직연금과 ETF

- 국내 연금시장은 국민연금 60%, 개인연금 19%, 퇴직연금 21%의 3층 구조로 구성되어 세계 기구가 권고하는 다층 연금체계 확보 중
- 그 중 '25년 말 기준 **퇴직연금 적립금은 전년말 대비 70조원(16%) 증가한 501.4조원** 기록. 퇴직연금 제도 도입 이후 최초로 500조원을 돌파, 역대 최고 수익률(6.5%) 달성
- **퇴직연금 자금은 ETF 시장에서 가장 중요한 성장 축**



자료: 키움증권 리서치



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

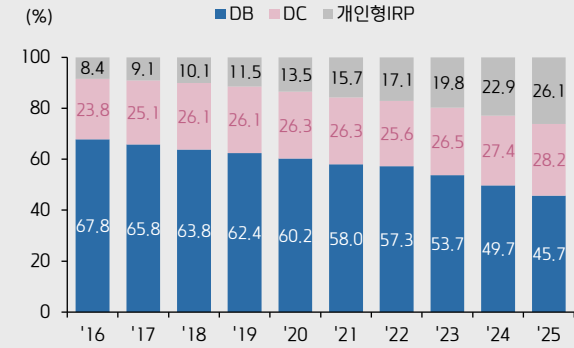
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ③ 장기 투자채널을 통한 자금유입



◆ 연금시장 확대와 ETF 활용 증대

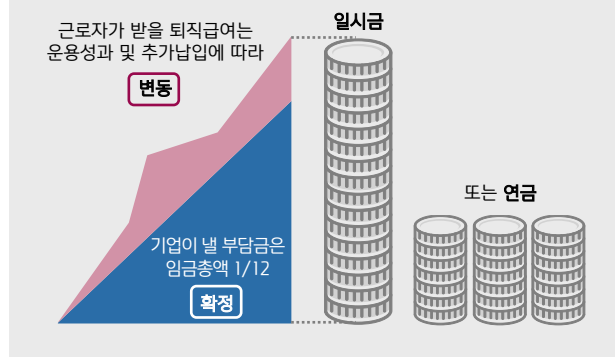
- 국내 퇴직연금 시장은 제도 유형별로 확정급여형(DB), 확정기여형(DC), 개인형퇴직연금(IRP) 분류
 - DB 적립금이 228.9조원(45.7%)으로 가장 많지만, **DC 141.6조(28.2%), IRP 130.9조(26.1%) 선호도가 점차 더 높아짐**
 - IRP 적립금은 전년대비 32.2조원 증가해 (+32.6%) 가장 높은 증가율 기록. IRP의 세제혜택 확대, 퇴직급여 IRP 이전(2022년~) 등 영향에 기인. 고연령대 이직자 및 은퇴자가 증가하면서 빠른 성장세

국내 퇴직연금 제도유형별 적립금 비중 추이



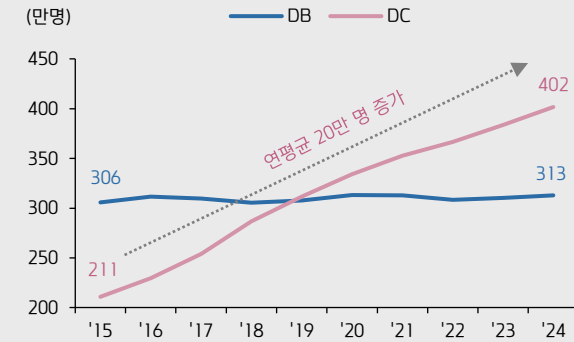
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

국내 퇴직연금 제도유형별 적립금 비중 추이



자료: 고용노동부, 키움증권 리서치

DC형 가입자 수 9년 새 2배 증가



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

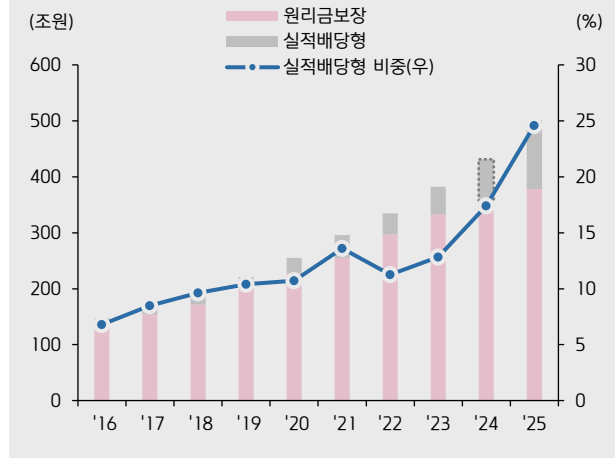
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ③ 장기 투자채널을 통한 자금유입



◆ 연금시장 확대와 ETF 활용 증대

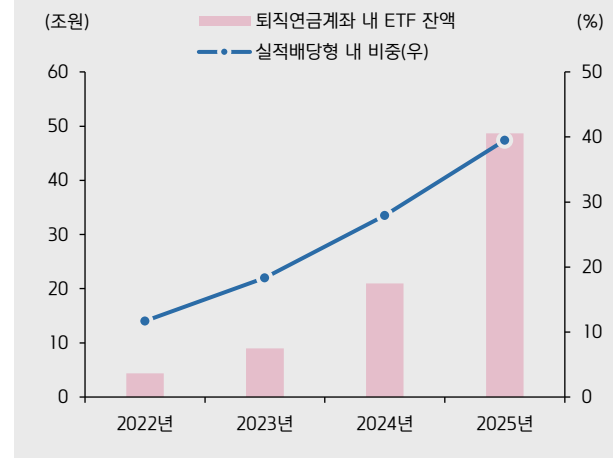
- DC/IRP 선호는 자연스레 수익률 개선을 도모할 수 있는 **실적배당형 상품 비중의 증가**로 연결
 - 운용 방법별로 실적배당형 투자 금액은 123.3조원으로 전년대비 63.4% 증가했으며, 비중은 24.6%로 3년 간 2배 성장
 - 원금보장이 되는 '저축'에서 '투자'로 연금 투자 패러다임 변화 가속
- 원리금보장형 → 실적배당형 이동은 국내 ETF 시장에 기회. 이미 ETF는 실적배당형 내 주요 투자수단으로 자리매김
 - 퇴직연금 내 ETF 투자금액은 48.7조원으로 3년 연속 100%대 증가율 기록, 실적배당형 내에서는 40% 차지하며 빠른 성장
 - 적극적인 투자를 선호하는 경우, 젊은 세대 중심으로 활용도 확대

퇴직연금 제도유형별 실적배당상품 편입 비중



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

퇴직연금계좌 ETF 잔액 및 실적배당형 내 비중



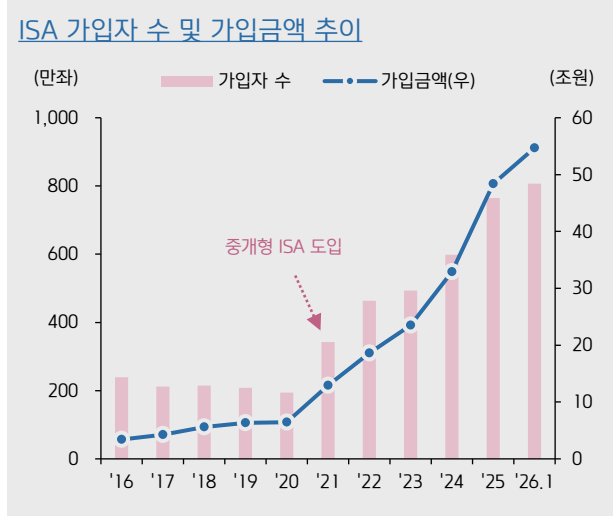
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ③ 장기 투자채널을 통한 자금유입



◆ ISA와 ETF

- 퇴직연금, 연금저축펀드 외 3대 **종합저축계좌 중 하나인 ISA에서의 ETF 활용도 급증**
- '16년 3월 도입된 ISA(중개형 ISA는 '21년 2월) 계좌 내 상품 간 손익을 통산해 비과세 및 분리과세 혜택을 제공하는 대표적인 절세형 투자 계좌로 출시 약 10년 만에 가입자 수 800만 명, 가입금액 50조원 돌파



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

ISA 주요 내용

항목	내용
가입자격	- 가입일 또는 만기연장일 기준 만 19세 이상 거주자 (근로소득자는 15세 이상) * 단, 직전 3개년 금융소득종합과세 대상자는 제외 - 전 금융기관 기준, 1인 1계좌 개설 가능
납입한도	- 연 2,000만원, 5년간 최대 1억원(납입한도 이월 가능)
의무가입기간	- 3년(이후 만기 연장 계속 가능)
세제혜택	- 계좌 내 상품간, 투자기간 별 손익통산 후 순수익에 대해 · 200만원(서민형은 400만원)까지 비과세 · 비과세 초과 금액: 9.9% 분리과세(지방소득세 포함) - 만기 이후 60일 이내 연금 계좌 이전 시 추가 세액공제 가능
중도인출	- 납입 원금 내 언제든지 출금 가능 * 단, 납입 원금 초과시 중도해지로 간주

자료: 키움증권 리서치

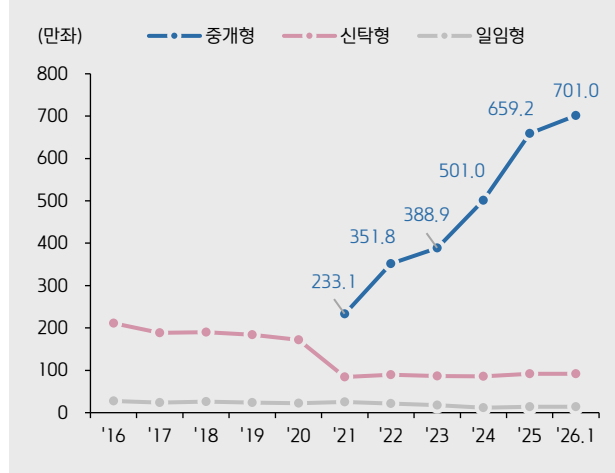
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ③ 장기 투자채널을 통한 자금유입



◆ ISA와 ETF

- 그 중 투자중개형(이하 중개형)* ISA 가입자 수가 700만 명을 넘어섬('26.1월 기준)
*가입자가 직접 금융상품을 선택해 투자/운용. 전체 ISA에서 가입자 수 기준 87%, 가입금액 기준 69% 차지
- 정부가 국내 주식 및 펀드 투자를 장려하는 '생산적 금융 ISA' 도입을 예고한 가운데, 절세 혜택을 극대화하려는 가입자들의 자금이 '중개형 ISA'에 쏠리고 있는 것으로 풀이

ISA 분류별 가입자 수 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

ISA 분류 (투자중개형 vs. 기타)

분류	중개형	신탁형	일임형
주요 특징	투자자가 직접 원하는 상품 선택하여 운용 가능	투자자의 구체적인 상품 운용지시 필수	전문가에게 상품 선정, 편입/교체 등 운용 위임
취급 기관	증권사	은행, 증권사, 보험사	은행, 증권사
투자 대상	국내상장 주식, ETF/ETN, 펀드, ELS/DLS, 채권, 리츠, RP 등	ETF/ETN, 펀드, ELS/DLS, 리츠, RP, 예금 등	ETF, 펀드 등
도입 시점	2021년	2016년	2016년

자료: 키움증권 리서치

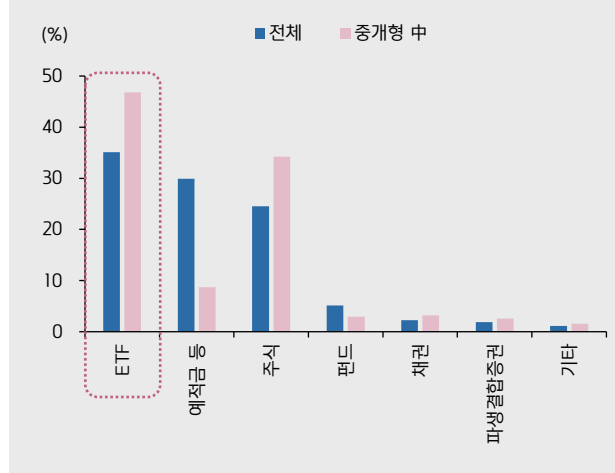
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ③ 장기 투자채널을 통한 자금유입



◆ ISA와 ETF

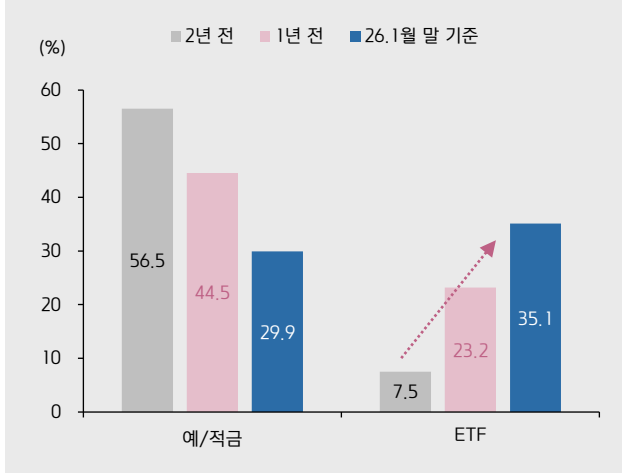
- ISA 전체 운용자산 가운데 **ETF 투자 비중이 1년 전 23.2%에서 35.1%로 11.9%p 급증**
 - 예·적금 비중은 29.9%로 1년 전(44.5%)보다 14.6%p 감소
- ISA에서 예적금 비중이 ETF 등 펀드에 투자한 비중보다 낮아진 것은 이번이 사상 처음. **장기 투자자 성향이 '안정형'에서 '수익형'으로 전환됐음**을 보여주는 대목
- 특히 **중개형으로만 보면 ETF 비중은 47%로 약 절반** 차지. 종목을 일일이 선별하기보다 ETF로 분산 투자하고 + ISA로 절세 효과까지 노리는 구조가 가장 각광받는 투자 전략으로 부상 중

ISA 운용자산 내 금융상품별 비중 ('26.1월)



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치
주) 운용액 기준

최근 3개년 간 ISA 내 예적금 vs. ETF 비중 변화



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치
주) 운용액 기준

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ④ 규제/인프라 환경 변화



- ◆ 최근 정책은 가계의 위험자산 접근성을 확대, 자본시장 개선을 다양한 제도적 장치 마련. 이 가운데 그간 다소 보수적이었던 ‘ETF’ 규제도 완화되는 움직임 관찰
 - 올해 1월 발표된 ‘국내-해외시장 ETF 간 비대칭 규제 해소 추진’을 통해서도 우량주 단일종목 레버리지 ETF 도입, 옵션 대상/만기 확대를 통한 다양한 ETF 개발 마련, 완전한 액티브 ETF 도입을 위한 법률 개정 추진 등 예고
 - 또한 현재 개별 주식만 가능한 ‘외국인통합계좌’의 대상을 ETF까지 확장하는 규정 변경도 예고

국내 장기투자 확대기반 마련 정부 정책

구분	상품	출시시기	주요내용
해외투자 국내환류	국내시장 복귀 계좌 (RIA)	'26년 3월 23일	RIA를 통해 해외주식 매도 후 국내주식 등 투자시 인센티브 부여
	개인투자자용 선물환	'26년 3월 31일~	개인투자자들이 활용 가능한 환위험 관리 수단(선물환 매도)
국내투자 확대	단일종목 ETF	'26년 5월 27일(예정)	국내·외 비대칭 규제 해소를 위한 국내 우량주 ±2배 ETF 출시
	기업성장펀드(BDC)	'26년 3월 17일 제도 시행 출시일은 미정	성장가능성 높은 벤처·혁신기업 등에 투자하는 상장 공모펀드
	국민참여형 국민성장펀드	'26년 5월 22일	첨단전략산업에 투자하는 국민성장펀드의 성과 공유
	국민성장 ISA · 청년형 ISA	'26. 하반기 방안 발표 예정	

자료: 키움증권 리서치

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ④ 규제/인프라 환경 변화



◆ 국내 단일종목 레버리지 ETF 출시를 위한 규정 변경

■ 5월 27일 **국내 우량주* 단일종목을 기초자산으로 한 레버리지 ETF** 출시

*기초자산은 코스피에 **상장된 주권과 해당 증권을 기초로 한 파생상품**. 대상 종목은 직전 3개월간 코스피 내 평균 시가총액 비중 10% 이상, 평균 거래대금 비중 5% 이상 요건을 모두 충족해야 함. 또한 직전 3개월간 평균 국내주식 선물 및 국내주식옵션 거래대금 비중이 해당 파생상품 시장 내 1% 이상이어야 함

■ 기존 규정대로라면 국내 ETF는 분산투자 요건(10개 종목(ETN은 5개 종목) 이상, 종목당 30% 한도) 등으로 단일종목 ETF 출시가 불가능. 이를 해소하기 위해 금융위는 **'26년 4월 시행령과 금투업 규정 개정'**

- 1) 자산총액 대비 동일종목의 증권 운용한도 30% → 100% 확대 (승 제252조 개정), 10개 이상 종목 구성 등 기존 ETF 분산투자요건 적용예제 (規 제7-26조 개정)
- 2) 동일종목 가격변동에 따른 위험평가액을 자산총액의 200%까지 허용 (승 제80조 개정)
- 3) 기초자산의 지수 또는 가격 변화에 운용을 연동 (規 제4-52조의2, 제7-26조 개정)

금융위, 국내-해외상장 ETF 간 비대칭 규제 해소 추진

국내-해외상장 ETF 간 비대칭 규제 해소를 위한 자본시장법 시행령 및 규정 개정 예고 등 추진

- ① **국내 우량주 단일종목** 기초 레버리지(±2배 이내) ETF 도입을 위한 자본시장법 시행령 등 하위법령 **입법예고** 실시
- ② **옵션 대상상품만기 확대**를 통해 커버드콜 등 다양한 ETF 개발 기반 마련
- ③ 지수요건 없는 **액티브 ETF** 도입을 위한 **법률 개정** 추진

【대통령 업무보고 과제】 국내 ETF 시장의 경쟁력 강화와 건전한 성장을 위한 제도개선

자료: 금융위원회

ETF 동일종목에 대한 투자한도 개정

1. 동일 종목에 대한 투자한도 완화 (시행령안 제80조제1항, 제252조 제1항, 규정안 제4-52조제1항, 제7-26제2항 및 제4항 등)

가. 제·개정 이유

- 국내·외 비대칭 규제로 인해 다양한 상장지수집합투자기구 상품 등에 투자하려는 수요가 충족되지 못한다는 지적이 제기됨에 따라, **주요국 사례 등을 감안해 단일 증권종목 기초 상장지수집합 투자기구를 도입하는 등 국내 자본시장의 매력도를 제고하려는 것임**

나. 제·개정 내용

- 투자자 보호 등을 고려하여 금융위원회가 정하여 고시한 상장지수집합투자기구가 일정 요건을 충족하는 유가증권시장에 상장된 주권에 대해 **자산총액의 100분의 100까지** 운용하는 행위를 허용
- 해당 상장지수집합투자기구에 대해 현행 지수의 분산투자 요건 등을 배제하고, 동일 증권의 가격 변동으로 인한 파생상품 위험 평가액이 해당 상장지수집합투자기구 **자산총액의 100분의 200까지** 투자하는 행위를 허용

자료: 국가법령정보센터

ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ④ 규제/인프라 환경 변화



◆ 국내 단일종목 레버리지 ETF 출시

- 5월 27일 출시 첫날 2조 원이 넘는 개인순매수 유입되며 높은 투자자 관심 확인
- 해외 유출 자금의 복귀 및 다양한 구조의 ETF 출시 가능성 확대, 현·선물 시장 유동성 확대 등 긍정적 효과 기대. 국내-해외상장 ETF 간 비대칭 규제 해소를 통해 시장 유동성이 확대되고, 이를 계기로 시장 전반적인 인프라 환경이 개선될 수 있음
- 물론 상품 구조의 특성 상, 해당 ETF들은 매일 장 마감 무렵(NAV 산출 기준 시점) 리밸런싱을 동반. 운용규모가 커지고 기초자산의 일간 변동률이 높아지는 국면에서는 리밸런싱에 따른 영향이 확대될 수 있음. 음(-)의 복리효과로 인한 장기투자 시 손실 가능성도 주의가 필요해 단기 매매용으로 활용 권장

5/27 출시된 단일종목 레버리지 상품 목록

기초자산	구조	배수	ETF 명	운용사 명
삼성전자	현물	레버리지	KODEX 삼성전자단일종목레버리지	삼성자산운용
			TIGER 삼성전자단일종목레버리지	미래에셋자산운용
			ACE 삼성전자단일종목레버리지	한국투자신탁운용
	선물		RISE 삼성전자단일종목레버리지	KB자산운용
			PLUS 삼성전자단일종목레버리지	한화자산운용
			인버스 2X	KIWOOM 삼성전자선물단일종목레버리지
SK하이닉스	현물	레버리지	IQ 삼성전자선물단일종목레버리지	하나자산운용
			PLUS 삼성전자선물단일종목인버스2X	한화자산운용
			KODEX SK하이닉스단일종목레버리지	삼성자산운용
	선물		TIGER SK하이닉스단일종목레버리지	미래에셋자산운용
			ACE SK하이닉스단일종목레버리지	한국투자신탁운용
			인버스 2X	RISE SK하이닉스단일종목레버리지
			SOL SK하이닉스단일종목레버리지	신한자산운용
			KIWOOM SK하이닉스선물단일종목레버리지	키움투자자산운용
			IQ SK하이닉스선물단일종목레버리지	하나자산운용
			SOL SK하이닉스선물단일종목인버스2X	신한자산운용

자료: KRX 표준코드시스템, 키움증권 리서치

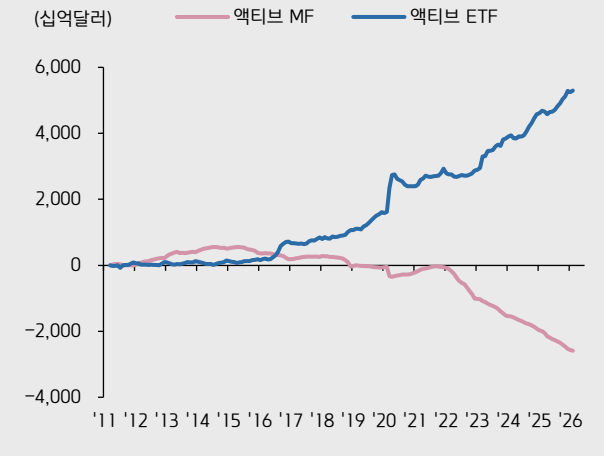
ETF 확장을 이끄는 구조적 변화 ④ 규제/인프라 환경 변화



◆ 완전한 액티브 ETF 도입 추진

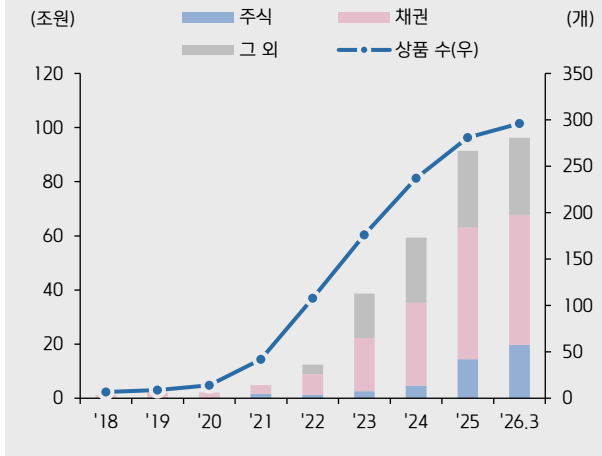
- 금융당국은 또한 연내 '**완전한 액티브 ETF**' 도입 추진을 예고
- 현행 자본시장법상 액티브 ETF는 기초지수와 상관계수가 최소 0.7이 유지되어야 하는데, 해당 규정을 없앨 경우 지수 연동 요건에 얽매이지 않고 종목과 비중을 자율적으로 구성할 수 있게 되는 것
- 미국(및 선진국)은 액티브 ETF에 대해서는 별다른 제약을 두지 않으며, 이러한 환경에서 미국은 액티브 전략을 주로 혁신 테마나 시세추종형, 패시브 전략으로는 구현이 어려운 파생상품 기반 ETF에 적극 활용
 - '19년 SEC의 Rule 6c-11 변경에 따라 액티브 ETF는 지수/상관계수 요건 없이, 온전히 펀드매니저의 재량에 따라 운용되고 있음

미국 액티브 펀드 vs. 액티브 ETF 자금 순유입



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

한국 액티브 ETF 자산군별 규모



자료: KRX, 키움증권 리서치

2H26 ETF 전략 : Bubble Portfolio



<p>1 AI</p>	<p>시가이끄는 버블 연장</p> <p>AI CapEx 사이클 지속 반도체 - 전력 - 네트워크·DC Physical·Agentic AI에 이르는 광범위한 기술 확산</p>	<ul style="list-style-type: none"> - AI CapEx 사이클이 이끄는 버블 장세 연장으로 AI 밸류체인 중심의 포트폴리오 구성 전략은 하반기에도 유효 - 반도체 - 에너지·전력 - 네트워크·DC - 로보틱스 - SW·플랫폼 등에 이르는 AI 기술 확산이 성장을 뒷받침할 전망 - 지정학 불안과 에너지 가격 상승발 소비 불균형, 인플레이 우려 등의 제약 요인에도 불구하고, AI 사이클 연장 속 생산성 향상에 따른 '성장'이 이를 상쇄할 것을 기대
<p>2 Reshaping Power</p>	<p>정부의 확장 정책과 산업 재편</p> <p>AI 참여 지역·국가 선별 정부 재정지출 투입 테마 민간 유동성 및 자본 유입 섹터</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 정부 확장 재정과 민간 수요 팽창(산업 혁신 등)이 유동성 환경을 조성하며 AI 및 특정 산업 중심의 수혜를 연장시킬 것 - 지역 배분에 있어서도 AI발 성장으로 인플레이/비용 압력을 상쇄할 수 있는 지가 선택의 주요 기준으로 작용 - 국가 안보 및 공급망 강화, 무역수지 개선 등 MAGA 구현이 가능한 정책 수혜주 주목 (→ 에너지, 방산 등). 민간에서도 자본활용 여건 개선 중이며 자금조달 어려움, 기술력 갖춘 민간 기업들의 확장성 기대 (→ 우주항공, 금융 등)
<p>3 Risk Hedge</p>	<p>인플레이션/금리 헤지</p> <p>주식 > 채권, 대체자산 전략자산으로 헤지</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 레벨이 물가·금리 향방을 결정하는 주요 변수 (당사 2H26 WTI \$75~105 등락 전망). 변동성 확대는 불가피하나 종전 협상이 진행되는 만큼 상당 리스크도 점차 약화 예상 - 이 가운데 美 '중립금리' 수준에 대한 논쟁이 본격화되며 연내 금리 동결 또는 인상 가능성에 대한 논의가 불거질 전망. 이에 따른 시장금리 상방압력 하에 채권/리츠 등은 주식 대비 기대수익률 약화되는 국면이 이어질 것 - 제약적인 환경 속에서 포트폴리오 헤지를 위한 자산군 분산이 필요. 금 및 전략자산, 에너지 등 활용 가능

자료: 키움증권 리서치

하반기 ETF 관심 유니버스



분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mln)	보수 (%)	수익률 (%)	
							1M	YTD
대표 지수	QQQ	Invesco QQQ Trust ETF	QQQM	TIGER 미국나스닥100 KODEX 미국나스닥100	485,381	0.18	+9.9	+18.9
	QGRW	WisdomTree US Quality Growth Fund	SPHQ	ACE 미국대형성장주액티브	2,592	0.28	+6.9	+13.1
	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	SPY, VOO	TIGER 미국S&P500 RISE 미국S&P500	835,654	0.03	+4.9	+10.1
AI (반도체 전력 DC-네트워크 로보틱스 SI 모델 양자컴퓨팅)	SOXX	iShares Semiconductor ETF	FTXL, PSI, SMH, SOXQ, XSD	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥 PLUS 글로벌HBM반도체	38,510	0.34	+25.2	+89.3
	CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	AIVC, IGPT, ARTY	TIME 글로벌AI인공지능액티브 RISE 미국시테크액티브	1,950	0.75	+19.9	+59.7
	XTL	State Street SPDR S&P Telecom ETF	NXTG	KODEX 미국시광통신네트워크	878	0.35	+11.6	+57.1
	VOLT	Terna Electrification ETF	ZAP, AIPO, POWR	KODEX 미국시전력핵심인프라 TIGER 글로벌시전력인프라액티브	744	0.75	+2.9	+39.3
	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	IQM, IBOT, HUMN, ROBO	TIGER 글로벌자율주행&전기차SOLACTIVE KoAct 글로벌AI&로봇액티브	477	0.68	+14.6	+40.8
	IDGT	iShares US Digital Infra & Real Estate ETF	DTCR, FCLD, SKYY	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	443	0.39	+10.1	+49.0
	QTUM	Defiance Quantum ETF	-	SOL 미국양자컴퓨팅TOP10 KoAct 글로벌양자컴퓨팅액티브	5,417	0.40	+20.3	+44.6
산업 재편 (에너지, 방산-우주항공, 제조-인프라 신금융)	UFO	Procore Space ETF	MARS, NASA	TIGER 미국우주테크 SOL 미국우주항공TOP10	1,108	0.75	+29.2	+69.3
	ITA	iShares US Aerospace & Defense ETF	XAR, PPA, JEDI, FITE	TIME 글로벌우주테크&방산액티브 WON 미국우주항공방산	14,022	0.38	+6.2	+6.9
	AIRR	FT RBA American Industrial Renaissance ETF	RSHO, MADE, PAVE	ACE 미국중심중소형제조업	10,508	0.69	+2.1	+30.5
	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	HYDR, QCLN, TAN, PBW	PLUS 태양광&ESS RISE 글로벌수소경제	3,118	0.39	+13.6	+39.6
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exch ETF	XLFI, KBWB, ARKF	KODEX 미국S&P500금융 KODEX 미국금융테크액티브	1,415	0.38	+0.8	-0.2
	BLOK	Amplify Blockchain Technology ETF	IBLC, FDIG, BKCH	-	1,367	0.70	+8.9	+14.4
비미국	IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	EEM, EWY	PLUS 신흥국MSCI(합성 H)	162,209	0.09	+7.1	+24.3
	EWT	iShares MSCI Taiwan ETF	FLTW	KODEX 한국대만프리미어	10,735	0.59	+16.9	+60.8
	KSTR	KraneShares SSE STAR Market 50 Index ETF	CNXT, CQQQ, PGJ	TIGER 차이나반도체ACTSET KODEX 차이나과학기술STAR50(합성)	191	0.89	+23.8	+43.6
	BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	EWJ, FUJH	TIGER 일본니케이225	17,308	0.19	+6.0	+14.5
위험 헤지 (귀금속, 크립토, 자원 등)	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	SHV, BIL	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채	91,522	0.09	+0.0	+0.3
	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Sec ETF	TIP	KODEX iShares미국인플레이션국채액티브	18,715	0.02	-0.2	+1.7
	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	ACE KRX금현물, KODEX 금액티브 SOL 국제금	30,684	0.10	-3.7	+4.5
	PICK	iShares MSCI Global Metals&Mining Producers ETF	XME	HANARO 글로벌금채굴기업	2,177	0.39	+6.7	+28.3
	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, EMLP	RISE 미국천연가스밸류체인	3,585	0.45	+5.6	+24.9

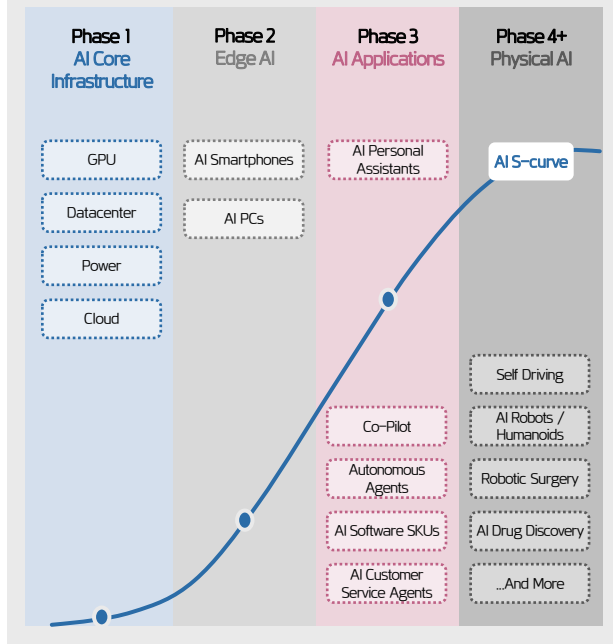
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

① AI



- AI CapEx 사이클이 이끄는 버블 장세가 연장됨에 따라 AI 밸류체인 중심의 포트폴리오 구성 전략은 하반기에도 유효
- 반도체 - 에너지·전력 - 네트워크·데이터센터- 로보틱스 - SW·플랫폼 등에 이르는 광범위한 AI 기술 확산이 성장을 뒷받침할 것으로 전망
- 지정학 불안과 에너지 가격 상승에 따른 소비 불균형 심화, 인플레이 우려 등 제약 요인들이 상존해 있으나 AI 사이클 연장 속 생산성 향상에 따른 '성장'이 이를 상쇄할 것으로 기대

AI 사이클은 현재진행중



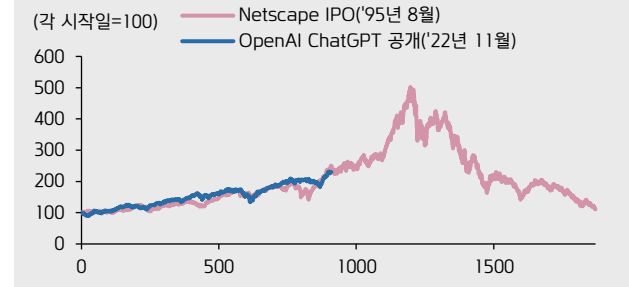
자료: Coatue, 키움증권 리서치

AI 5-Layer Cake



자료: Nvidia, 키움증권 리서치

나스닥종합지수 추이

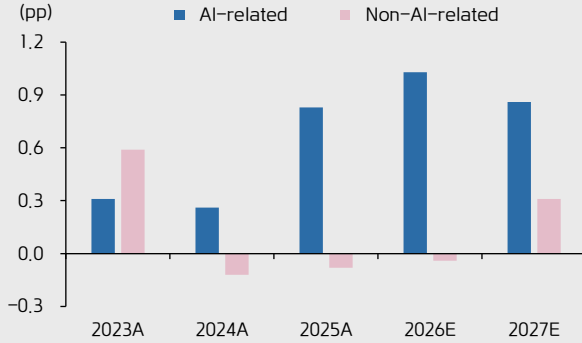


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

① AI - 반도체, AI전력 인프라



부문별 미국 GDP 성장 기여도



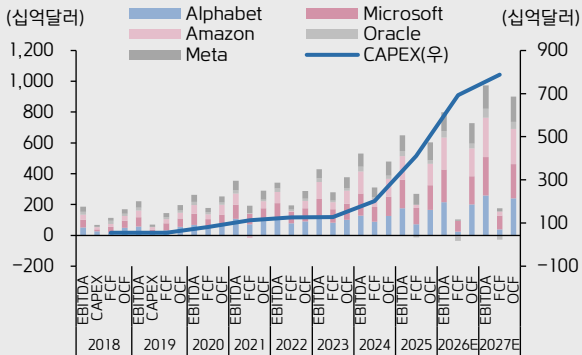
자료: BEA, Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 데이터센터 민간건설 투자



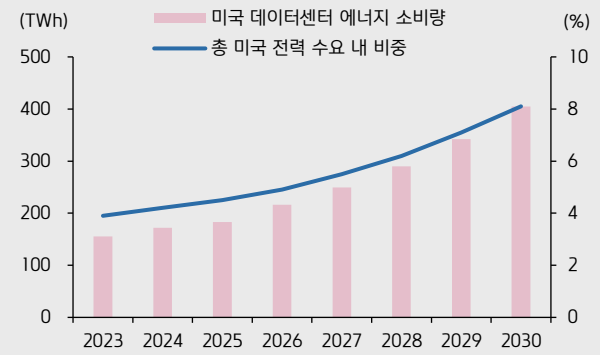
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Top 5 하이퍼스케일러, Capex, EBITDA, 현금흐름 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

총 미국 전력 수요 내 데이터센터 비중 증가세



자료: McKinsey, 키움증권 리서치

① AI - 반도체



반도체 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	반도체	SMH	VanEck Semiconductor ETF	69,061	0.35	+18.9	+67.2	72.1	NVDA 15.4%	TSM 9.2%	INTC 7.7%
		SOXX	iShares Semiconductor ETF	38,510	0.34	+25.2	+89.3	61.5	MU 9.5%	AMD 9.1%	INTC 6.9%
		DRAM	Roundhill Memory ETF	12,150	0.65	+56.9	-	82.0	SK하이닉스 26.6%	삼성전자 19.5%	MU 12.2%
		XSD	State Street SPDR S&P Semiconductor ETF	3,430	0.35	+36.1	+96.6	36.7	MXL 6.2%	NVTS 4.2%	INTC 3.7%
		PSI	Invesco Semiconductors ETF	2,672	0.56	+23.6	+105.0	51.4	MXL 9.0%	AMD 7.4%	MU 6.7%
		FTXL	First Trust Nasdaq Semiconductor ETF	2,537	0.60	+26.3	+103.0	66.5	INTC 13.1%	MU 9.1%	QCOM 8.3%
		SMHX	VanEck Fabless Semiconductor ETF	266	0.35	+23.4	+64.6	72.1	NVDA 14.1%	AVGO 11.3%	AMD 7.5%
한국	글로벌 반도체	381180	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	58,687	0.49	+22.5	+77.2	62.9	NVDA 10.0%	MU 9.9%	AVGO 8.7%
		442580	PLUS 글로벌AI반도체칩액티브	8,494	0.50	+44.4	+146.5	96.4	MU 27.8%	SK하이닉스 26.6%	삼성전자 23.5%
		423170	SOL 글로벌AI반도체칩액티브	2,331	0.55	+31.6	+101.4	81.9	삼성전자 23.5%	SK하이닉스 19.9%	2330 TT 16.4%
		015150	KODEX 미국AI반도체TOP3플러스	2,261	0.49	+21.3	-	98.7	NVDA 16.9%	AVGO 16.3%	TSM 15.2%
		479620	SOL 미국AI반도체칩액티브	884	0.45	+31.7	+83.8	99.6	MU 21.4%	AMD 18.3%	NVDA 15.5%
		017480	KoAct 글로벌AI메모리반도체액티브	774	0.50	+41.9	-	67.4	SK하이닉스 15.4%	MU 13.0%	삼성전자 12.8%
		018180	HANARO 미국AI메모리반도체TOP4+	577	0.45	+0.0	-	99.6	SNDK 17.6%	MU 17.5%	STX 15.6%
		473490	KIWOOM 글로벌AI반도체	437	0.40	+25.0	+57.0	94.7	AMD 29.5%	NVDA 16.6%	TSM 16.4%
		491830	TIGER 미국AI반도체칩플러스	376	0.49	+34.2	+69.2	100.0	AMD 20.7%	ARM 20.0%	NVDA 19.3%
		494340	ACE 글로벌AI맞춤형반도체	200	0.45	+25.2	+88.8	99.7	ARM 25.8%	MRVL 18.1%	AVGO 15.1%
	396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	4,116	0.49	+51.5	+76.1	74.8	기가바이트 9.3%	몬타지 테크놀로지 9.2%	하이온 정보기술 9.2%	
	0162L0	KODEX 차이나반도체TOP10	596	0.55	+41.4	-	99.5	하이온 정보기술 15.1%	캠브리온 14.9%	이노라이트 13.6%	
	469160	ACE 일본반도체	181	0.45	+25.0	+81.6	43.7	카뮈시아 8.2%	SUMCO 6.3%	로움 5.4%	
	한국 반도체	0167A0	SOL AI반도체TOP2플러스	34,101	0.45	+58.7	-	99.8	SK하이닉스 25.9%	삼성전자 21.6%	삼성전자 19.1%
		395160	KODEX AI반도체TOP2플러스	33,187	0.45	+44.8	+162.4	97.4	삼성전자 33.5%	SK하이닉스 23.2%	삼성전자 23.0%
		469150	ACE AI반도체TOP3+	13,923	0.30	+39.4	+185.0	78.1	SK하이닉스 32.6%	삼성전자 24.3%	한미반도체 15.8%
		455850	SOL AI반도체소부장	12,833	0.45	+10.0	+98.0	75.8	한미반도체 19.5%	주성엔지니어링 10.9%	이수퍼타사 9.1%
388420		RISE 비메모리반도체액티브	3,659	0.50	+37.0	+130.1	88.1	삼성전자 22.9%	SK하이닉스 18.7%	SK스퀘어 7.0%	
0182R0		IQ K반도체TOP2+	2,244	0.20	+31.8	-	99.7	삼성전자 28.5%	SK하이닉스 28.0%	한미반도체 12.9%	
0093A0		RISE AI반도체TOP10	2,330	0.20	+16.0	+134.0	96.2	SK하이닉스 23.7%	삼성전자 17.5%	한미반도체 9.1%	
0005G0		IBK K-AI반도체코어테크	1,941	0.28	+54.5	+199.6	95.4	삼성전자 29.0%	SK하이닉스 25.9%	삼성전자 20.7%	
471760	TIGER AI반도체핵심공정	2,057	0.45	+2.6	+91.2	90.9	한미반도체 25.3%	리노공업 17.0%	이수퍼타사 14.5%		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

① AI - AI전력 인프라



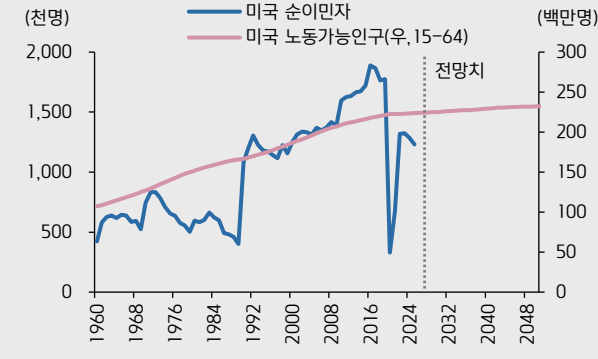
AI전력 인프라 ETF											
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	그리드 송배전	XLU	State Street Utilities Select Sector SPDR ETF	22,679	0.08	-1.9	+6.2	58.1	NEE 13.0%	SO 7.4%	DUK 6.9%
		GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	11,398	0.56	+5.1	+28.8	55.4	ABBNSW 8.4%	ETN 7.8%	SU FP 7.1%
	AI 전력 인프라	VOLT	Tema Electrification ETF	744	0.75	+2.9	+39.3	52.3	POWL 8.0%	BELFB 7.2%	PWR 5.6%
		AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	711	0.69	+8.0	+49.9	52.6	PWR 8.2%	GEV 7.9%	VRT 7.4%
		ZAP	Global X US Electrification ETF	447	0.50	+2.0	+18.7	42.0	BE 5.7%	PWR 4.7%	D 4.3%
		POWR	iShares US Power Infrastructure ETF	380	0.40	+2.4	+19.6	47.5	PWR 7.2%	GEV 6.9%	ETN 6.2%
		ELFY	ALPS Electrification Infrastructure ETF	203	0.50	+4.4	+28.2	13.8	VICR 1.6%	STRL 1.6%	BE 1.6%
POW	VistaShares Electrification Supercycle ETF	70	0.75	+7.2	+64.4	52.1	LS ELECTRIC 9.6%	2308 TT 7.7%	POWL 6.2%		
한국	그리드 송배전	463640	KODEX 미국S&P500유틸리티	158	0.25	-1.0	+9.6	53.8	NEE 12.0%	SO 6.6%	DUK 6.2%
		489860	KIWOOM 글로벌전력GRID인프라	132	0.49	+6.1	+31.1	67.3	ABBSS 8.8%	ETN US 8.0%	SU FP 7.6%
	AI 전력 인프라	487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	20,464	0.45	+3.4	+55.8	99.8	GEV 17.4%	VRT 15.4%	FIX 15.0%
		491010	TIGER 글로벌AI전력인프라액티브	8,078	0.49	+12.6	+80.6	57.1	BE 10.8%	VRT 10.6%	키옥시아 JP 7.4%
		486450	SOL 미국AI전력인프라	3,053	0.45	+0.7	+31.1	67.2	OKLO 10.9%	VRT 10.7%	PWR 7.6%
		0176E0	RISE 미국AI전력인프라액티브	1,687	0.45	+7.7	-	65.9	GEV 12.7%	BE 11.0%	VRT 8.0%
		487240	KODEX AI전력핵심설비	46,975	0.39	+21.1	+138.5	97.8	LS ELECTRIC 24.6%	효성중공업 17.6%	LS 14.9%
		0117V0	TIGER 코리아AI전력기기TOP3플러스	13,937	0.40	+16.7	+128.9	100.0	LS ELECTRIC 25.7%	효성중공업 23.6%	HD현대일렉트릭 17.9%
		0101N0	RISE AI전력인프라	9,220	0.20	+23.5	+120.9	78.9	가온전선 15.3%	LS ELECTRIC 8.3%	대한전선 7.9%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

① AI - Physical·Agentic AI, 네트워크·DC

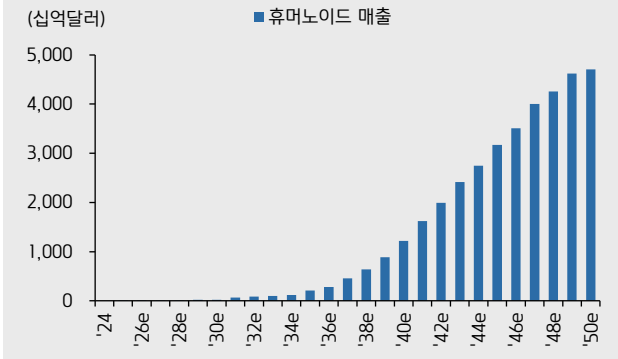


미국 노동가능 인구 감소 중



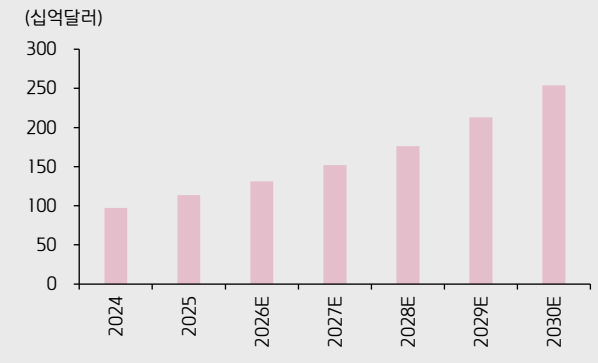
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

휴머노이드 로봇 시장 전망



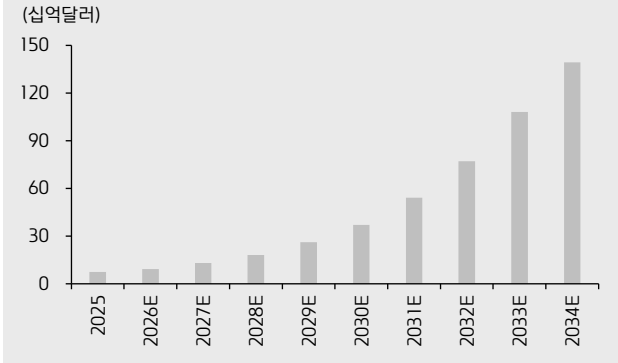
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 추론 시장 규모



자료: Grand View Research, 키움증권 리서치

Agentic AI 시장 규모



자료: Fortune Business Insights, 키움증권 리서치

① AI - Physical AI



Physical AI ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	자율주행 전기차	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	2,346	0.75	+7.3	+21.8	55.4	TSLA 10.4%	AMD 7.9%	TER 7.5%
		DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	477	0.68	+14.6	+40.8	27.3	INTC 5.4%	QCOM 2.9%	NVDA 2.8%
	로봇	IQM	Franklin Intelligent Machines ETF	88	0.50	+7.9	+33.8	46.1	NVDA 7.8%	AVGO 6.2%	TSM 5.8%
		IBOT	VanEck Robotics ETF	84	0.47	+8.2	+27.7	40.5	ABBN SW 5.8%	ASML US 5.8%	키엔스 JP 5.5%
		HUMN	Roundhill Humanoid Robotics ETF	77	0.75	+16.0	+29.7	45.9	TSLA 8.4%	이노텍 JP 7.9%	레인보우로보틱스 4.6%
한국	자율주행 전기차	394660	TIGER 글로벌자율주행&전기차SOLACTIVE	1,413	0.49	+15.1	+41.8	27.6	INTC 5.4%	NVDA 2.9%	GOOGL 2.8%
		429980	SOL 한국형글로벌전기차&2차전자액티브	108	0.55	+15.3	+44.9	44.5	TSLA 8.4%	삼성전자 5.3%	AMD 5.1%
		466930	SOL 자동차TOP3플러스	4,316	0.45	+46.7	+131.7	98.3	현대모비스 21.7%	삼성전기 21.0%	현대차 19.7%
		387280	TIGER 퓨처모빌리티액티브	233	0.77	+17.9	+72.0	72.2	삼성전기 8.7%	현대모비스 8.3%	현대오트모터 7.7%
	로봇	471040	KoAct 글로벌AI&로봇액티브	3,052	0.50	+23.3	+73.9	57.9	INTC 7.4%	AMD 7.2%	ARM 6.8%
		0035T0	PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브	1,377	0.45	+23.8	+43.1	57.4	레인보우로보틱스 11.7%	TSLA 10.7%	현대모비스 5.0%
		0036R0	RISE 미국휴머노이드로봇	1,249	0.40	+16.7	+39.3	83.8	INTC 15.2%	AMD 9.8%	NVDA 9.7%
		0040S0	HANARO 글로벌피지컬AI액티브	700	0.60	+23.9	+77.6	42.0	AAPL 8.4%	TSLA 7.6%	NVDA 4.6%
		0186L0	KoAct 미국로봇피지컬AI액티브	202	0.50	-	-	52.1	CAT 6.7%	AMZN 6.5%	FLEX 6.5%
		445290	KODEX 로봇액티브	14,330	0.50	+22.2	+58.5	70.1	삼성전자 12.3%	현대모비스 7.6%	현대오트모터 7.4%
		0177X0	ACE K휴머노이드로봇산업TOP2+	1,538	0.45	+21.3	+0.0	95.1	현대차 21.2%	로보티즈 18.2%	레인보우로보틱스 13.3%
		0053L0	TIGER 차이나휴머노이드로봇	4,055	0.49	+15.3	+10.2	74.0	릭스웨어 10.5%	유비테크 10.3%	선전 도봇 8.4%
		0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	2,530	0.45	+20.1	+11.3	65.8	리더 하모니어스 8.9%	선전 이노벤스 7.9%	절강삼화 7.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

① AI - Agentic AI, 네트워크·DC



Agentic AI, 네트워크·DC ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목(비중, %)			
						1M	YTD		1	2	3	
미국	SW 플랫폼	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	14,869	0.39	+10.1	-11.0	60.1	ORCL 9.2%	MSFT 8.0%	PANW 7.5%	
		CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	1,950	0.75	+19.9	+59.7	48.0	NVDA 6.2%	GOOGL 6.0%	AMD 5.9%	
		IGPT	Invesco AI and Next Gen Software ETF	1,178	0.56	+28.3	+64.3	65.7	SK하이닉스 11.5%	MU 11.2%	INTC 7.4%	
	네트워크 DC 클라우드	XTL	State Street SPDR S&P Telecom ETF	878	0.35	+11.6	+57.1	43.4	IRDM 5.4%	EXTR 4.8%	VIAV 4.7%	
		DTCR	Global X Data Center & Digital Infrastructure ETF	2,068	0.50	+9.5	+47.5	66.6	EQIX 12.8%	DLR 11.4%	AMT 9.8%	
		IDGT	iShares US Digital Infra & Real Estate ETF	443	0.39	+10.1	+49.0	64.1	EQIX 8.7%	AMT 8.0%	DLR 7.6%	
		SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	2,819	0.60	+12.1	+2.7	38.9	DOCN 5.9%	P 4.2%	ORCL 4.0%	
		FCLD	Fidelity Cloud Computing ETF	101	0.39	+17.8	+21.7	47.0	SNDK 8.3%	STX 6.9%	WDC 6.1%	
	한국	SW 플랫폼	481180	SOL 미국AI소프트웨어	1,594	0.45	+18.8	-3.9	72.1	ORCL 10.4%	MSFT 9.5%	PANW 9.0%
			0102A0	TIGER 미국AI소프트웨어TOP4Plus	842	0.49	+9.3	-21.0	100.0	PLTR 21.3%	ORCL 17.6%	APP 16.6%
0041D0			KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	606	0.45	+5.6	-15.7	99.5	GOOGL 18.0%	PLTR 17.1%	ORCL 16.7%	
412770			TIGER 글로벌SW플랫폼액티브	963	0.79	+21.0	+15.2	50.7	AMD 9.8%	AKAM 6.1%	CRWD 5.4%	
0050E0			PLUS 미국AI에이전트	47	0.45	+14.3	-14.0	88.7	CRWD 13.5%	SNPS 10.2%	CRM 9.7%	
네트워크 DC 클라우드		0173Y0	KODEX 미국AI광통신네트워크	5,798	0.55	+17.3	-	99.2	CIEN 20.9%	LITE 20.1%	COHR 19.4%	
		0142D0	TIGER 미국시데이터센터TOP4Plus	1,063	0.49	+11.1	+55.0	100.0	CRWW 21.7%	NBIS 19.9%	IREN 15.9%	
		371450	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX	204	0.49	+19.1	+5.0	46.5	DDOG 3.7%	DOCN 3.7%	AKAM 3.2%	
		0127R0	RISE 미국시클라우드인프라	168	0.40	+16.6	+81.1	97.4	NBIS 24.7%	CRWW 16.1%	ALAB 9.9%	
		375270	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	109	0.40	+4.3	+31.7	-	스왑 59.1%	스왑 40.9%	-	
367760	RISE 네트워크인프라	6,943	0.45	+59.0	+229.9	87.8	삼성전기 33.0%	SK하이닉스 22.8%	삼성전자 18.1%			

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

① AI - 종합



AI 종합 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목 (비중률,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	AI 종합	BAI	iShares AI Innovation and Tech Active ETF	16,334	0.55	+17.8	+50.2	45.3	SK하이닉스 6.2%	AVGO 5.3%	NVDA 5.0%
		ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	3,556	0.47	+16.4	+48.8	49.4	AMD 7.4%	MRVL 6.8%	MU 6.2%
		CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	1,950	0.75	+19.9	+59.7	48.0	NVDA 6.2%	GOOGL 6.0%	AMD 5.9%
		IGPT	Invesco AI and Next Gen Software ETF	1,178	0.56	+28.3	+64.3	65.7	SK하이닉스 11.5%	MU 11.2%	INTC 7.4%
		AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF	711	0.69	+8.0	+49.9	52.6	PWR 8.2%	GEV 7.9%	VRT 7.4%
		THNQ	Robo Global Artificial Intelligence ETF	410	0.68	+21.4	+36.6	30.4	NBIS 4.2%	AMD 3.9%	가와타 테크 JP 3.1%
	AIVC	Amplify Bloomberg AI Value Chain ETF	65	0.59	+23.6	+60.0	30.9	올어바웃 JP 4.4%	MU 3.6%	SK하이닉스 3.4%	
	IT 종합 빅테크	QQQ	Invesco QQQ Trust Series 1	485,381	0.18	+9.9	+18.9	47.0	NVDA 8.6%	AAPL 7.4%	MSFT 5.1%
		VGT	Vanguard Information Technology ETF	143,214	0.09	+13.2	+25.3	59.7	NVDA 18.6%	AAPL 14.8%	MSFT 10.0%
		XLK	State Street Technology Select Sector SPDR ETF	120,473	0.08	+15.3	+28.6	62.2	NVDA 13.7%	AAPL 11.9%	MSFT 8.1%
		IYW	iShares U.S. Technology ETF	24,519	0.38	+13.3	+23.9	63.0	NVDA 15.8%	AAPL 14.0%	GOOGL 7.0%
		FTEC	Fidelity MSCI Information Technology Index ETF	20,584	0.08	+13.3	+25.5	59.6	NVDA 17.9%	AAPL 15.0%	MSFT 9.1%
	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	10,719	0.39	+12.8	+24.7	53.7	AVGO 8.2%	AAPL 8.0%	NVDA 7.9%	
	기타(양자)	QTUM	Defiance Quantum ETF	5,417	0.40	+20.3	+44.6	21.9	MU 3.0%	INTC 2.6%	올어바웃 JP 2.5%
한국	AI 종합	456600	TIME 글로벌AI인공지능액티브	23,533	0.80	+23.6	+86.8	41.0	INTC 8.0%	SNDK 6.4%	NVDA 6.3%
		466950	TIGER 글로벌AI액티브	5,369	0.79	+23.3	+70.1	60.8	AMD 16.7%	SNDK 13.1%	ARM 5.1%
		485690	RISE 미국시벨류체인TOP3Plus	938	0.01	+14.4	+37.5	80.7	GOOGL 14.2%	ORCL 14.0%	NVDA 13.8%
		480310	TIGER 글로벌온디바이스AI	708	0.49	+42.6	+79.9	86.2	ARM 16.6%	QCOM 12.5%	INTC 12.1%
		495940	RISE 미국시테크액티브	643	0.50	+18.3	+75.0	67.7	NVDA 14.9%	AAPL 11.7%	MSFT 9.7%
		461340	HANARO 글로벌생성형AI액티브	586	0.60	+20.0	+73.4	53.4	AAPL 9.0%	NVDA 8.8%	MSFT 8.4%
		489010	PLUS 글로벌AI인프라	34	0.45	+13.7	+45.8	94.3	NVDA 25.5%	CSCO 9.4%	HPE 8.1%
		IT 종합 빅테크	465580	ACE 미국빅테크TOP7 Plus	11,446	0.30	+6.9	+13.9	97.4	GOOGL 15.8%	NVDA 15.5%
	485540		KODEX 미국시테크TOP10	3,248	0.30	+7.8	+13.6	99.7	NVDA 20.3%	GOOGL 19.4%	MSFT 13.0%
	490090		TIGER 미국시빅테크10	2,391	0.30	+8.3	+15.4	100.0	NVDA 19.9%	AAPL 17.3%	GOOGL 15.1%
	287180		PLUS 미국나스닥테크	435	0.50	+20.3	+35.3	24.0	INTC 4.5%	ARM 3.8%	AMD 3.7%
	491090		KODEX 미국테크TOP3플러스	338	0.30	+11.0	+17.0	99.9	NVDA 24.9%	GOOGL 24.2%	AAPL 23.8%
	기타(양자)	002340	SOL 미국양자컴퓨팅TOP10	5,629	0.45	+37.6	+45.3	99.7	IONQ 18.5%	QBTS 16.2%	RGTI 14.2%
		002040	KoAct 글로벌양자컴퓨팅액티브	523	0.50	+35.0	+57.2	72.5	IONQ 17.5%	QBTS 11.3%	RGTI 9.9%
002380		PLUS 미국양자컴퓨팅TOP10	408	0.45	+36.2	+32.0	99.4	INTC 18.2%	IONQ 13.6%	QBTS 11.4%	

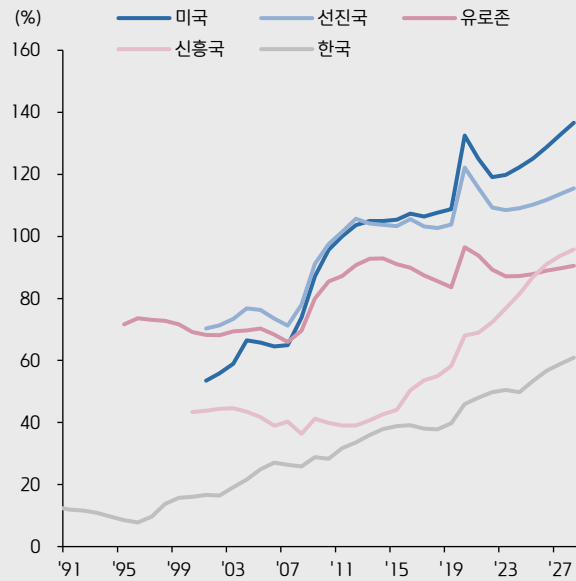
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

② 산업 재편



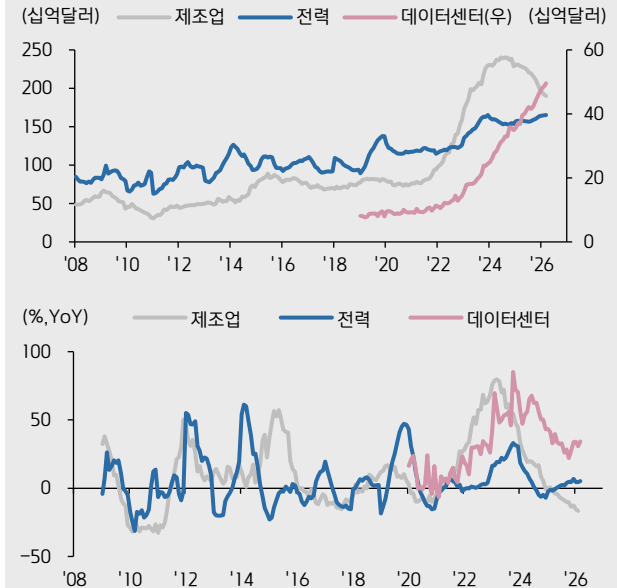
- 정부 확장 재정과 민간 수요 팽창(산업 혁신 등)이 유동성 환경을 조성하며 AI 및 특정 산업 중심의 수혜를 연장시키고 있음
- 지역 배분에 있어서도 AI발 성장으로 인플레이/비용 압력을 상쇄할 수 있는 지가 선택의 주요 기준으로 작용
- 국가 안보 및 공급망 강화, 무역수지 개선 등 MAGA 구현이 가능한 정책 수혜주 주목 (→ 에너지, 방산 등). 민간에서도 자본활용 여건 개선 중이며 자금조달 여력, 기술력 갖춘 민간 기업들의 확장성 기대 (→ 우주항공, 금융 등)

재정지출 확장 국면



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

민간 주도 AI 투자사이클 지속

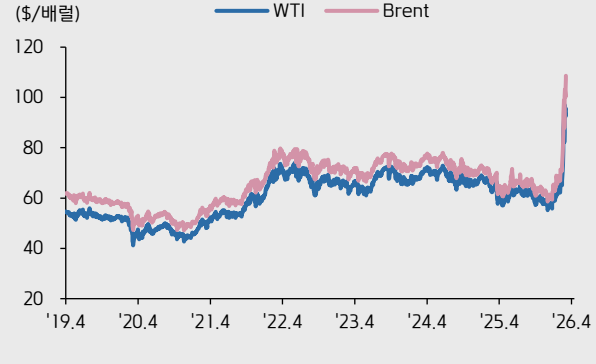


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

② 산업 재편 - 에너지 전환

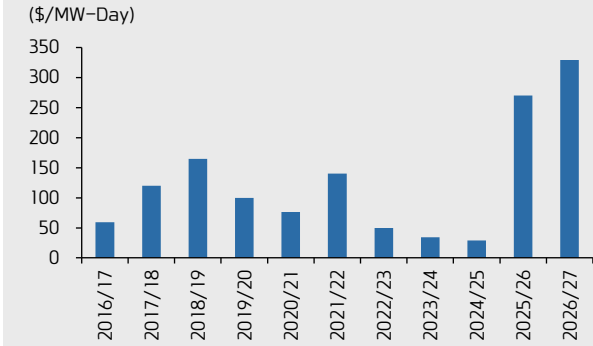


국제유가 추이



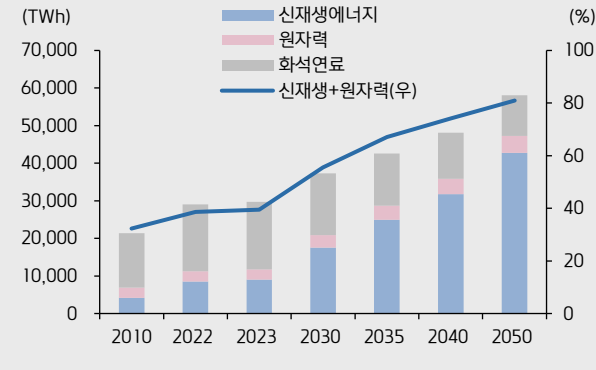
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PJM 2026/27 전력 경매가 상한 도달



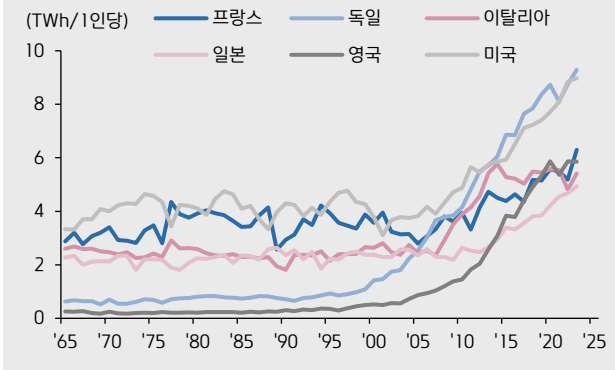
자료: PJM, 키움증권 리서치

전세계 에너지원별 발전량 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치

주요국 재생에너지원 소비량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

② 산업 재편 - 에너지 전환



뉴(New) 에너지 ETF

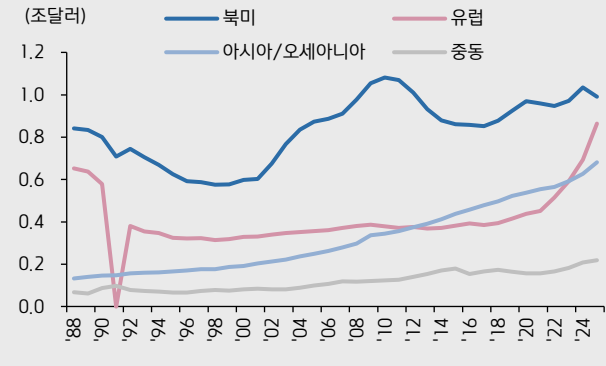
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목(비중順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	신재생 ESS 연료전지	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	3,118	0.39	+13.6	+39.6	52.5	BE 13.6%	FSLR 8.5%	NXT 7.4%
		PBW	Invesco WilderHill Clean Energy ETF	559	0.64	+19.5	+46.2	25.2	FSLR 11.1%	ENPH 9.2%	NXT 8.8%
		CTEC	Global X ClimateTech ETF	33	0.50	+14.4	+42.8	55.7	BE US 9.1%	삼성SDI 7.5%	FSLR US 6.2%
		TAN	Invesco Solar ETF	2,136	0.70	+17.5	+40.4	62.7	FCEL 3.9%	HYLN 3.7%	NVTS 3.7%
		HYDR	Global X Hydrogen ETF	166	0.50	+42.2	+130.0	84.6	두산퓨얼셀 17.3%	BE 16.3%	PLUG 10.2%
		LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF	2,212	0.75	+1.6	+33.1	60.8	RIO US 20.3%	북방화장 CH 5.5%	ALB US 5.4%
		IBAT	iShares Energy Storage & Materials ETF	89	0.47	+14.7	+64.4	59.0	BE US 11.2%	무라타 JP 9.6%	삼성SDI 7.2%
	원자력	URA	Global X Uranium ETF	7,093	0.69	-10.3	+19.0	64.5	CCO CN 22.3%	OKLO 7.5%	NXE CN 6.0%
		NLR	VanEck Uranium and Nuclear ETF	4,932	0.52	-8.3	+8.4	57.9	CEG 8.5%	CCO CN 7.9%	BWXT 6.6%
		URNM	Sprott Uranium Miners ETF	2,180	0.75	-11.4	+10.9	79.1	CCO CN 21.1%	U-U CN 13.7%	NXE CN 12.3%
한국	신재생 ESS 연료전지	475070	KoAct 글로벌친환경전력인프라액티브	611	0.50	+8.8	+69.1	52.9	BE 11.0%	GEV 8.6%	PWR 5.3%
		419420	KODEX 미국클린에너지나스닥	176	0.45	+12.5	+44.6	67.1	QCLN 23.9%	BE 9.3%	ON 7.8%
		399580	RISE 글로벌클린에너지	130	0.40	+14.5	+46.1	60.5	BE 14.2%	FSLR 8.4%	ICLN 7.9%
		457990	PLUS 태양광&ESS	2,009	0.45	-0.8	+130.6	99.6	LS ELECTRIC 26.4%	OCI홀딩스 22.1%	한화솔루션 14.5%
		419650	PLUS 글로벌수소&차세대연료전지	316	0.50	+32.9	+94.5	55.4	FCEL 11.8%	BE 11.8%	BLDP 8.3%
		417450	RISE 글로벌수소경제	198	0.40	+31.5	+105.9	65.3	두산퓨얼셀 11.4%	BE 8.6%	FCEL 8.1%
		394670	TIGER 글로벌리튬&차전지SOLACTIVE(합성)	3,227	0.49	+5.1	+35.4	100.0	스왑 31.5%	스왑 23.0%	스왑 22.3%
	원자력	442320	RISE 글로벌원자력	3,293	0.4	-6.5	+25.2	81.2	CEG 24.5%	CCJ 16.5%	두산에너지빌리티 12.3%
		0051G0	SOL 미국원자력SMR	2,351	0.45	-6.7	+2.77	79.6	CEG 19.8%	CCJ 14.3%	VST 9.6%
		0007G0	PLUS 글로벌원자력밸류체인	529	0.39	-9.7	+12.5	99.4	CCJ 19.1%	BWXT 18.5%	FLR 16.0%
0098F0		KODEX 원자력SMR	3,888	0.45	-12.3	+90.8	97.2	두산에너지빌리티 20.2%	현대건설 18.1%	비에이치아이 14.8%	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

② 산업 재편 - 방산·우주항공

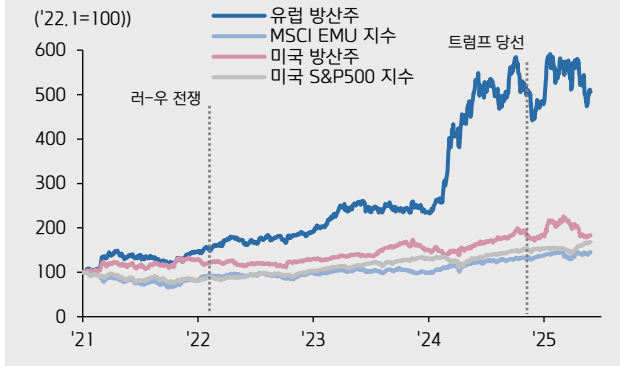


지역별 방위비 지출 추이



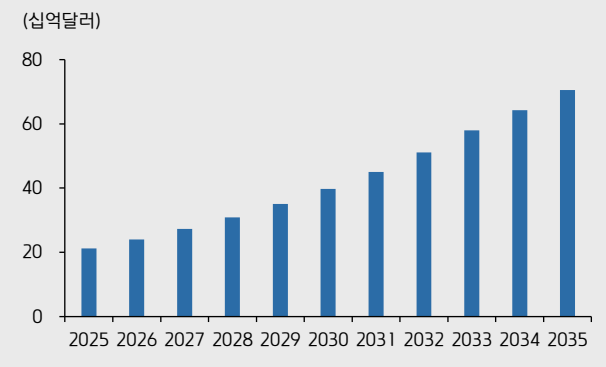
자료: SIPRI, 키움증권 리서치

미국/유럽 방산주 흐름



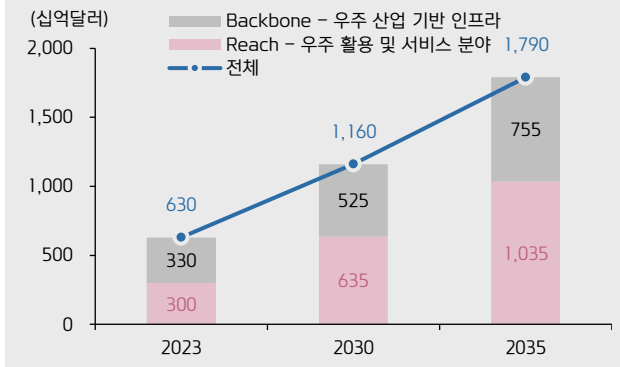
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

우주 발사 서비스 시장 규모 및 전망



자료: Precedence research, 키움증권 리서치

우주 산업 규모 및 전망



자료: McKinsey, 세계경제포럼, 키움증권 리서치

② 산업 재편 - 방산·우주항공



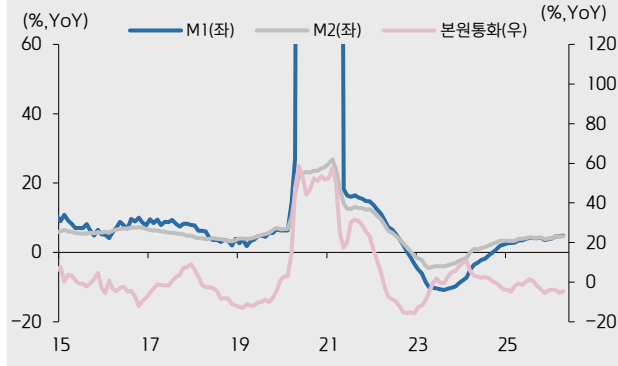
방산·우주항공 ETF											
상장 지역	분류	티커	ETF명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목(비중률,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	방산 우주항공 드론	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	14,022	0.38	+6.2	+6.9	74.8	GE 20.1%	RTX 14.6%	BA 9.3%
		PPA	Invesco Aerospace & Defense ETF	8,216	0.58	+5.0	+11.1	55.4	BA 8.4%	GE 8.2%	RTX 7.0%
		XAR	State Street SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	6,216	0.35	+7.2	+14.6	34.5	RKLB 6.1%	CRS 3.4%	CW 3.3%
		ARKX	ARK Space & Defense Innovation ETF	1,057	0.75	+9.2	+25.3	56.4	RKLB 9.0%	AMD 7.9%	LHX 7.3%
		FITE	State Street SPDR S&P Kensho Future Security ETF	148	0.45	+19.9	+31.1	25.5	PL 4.1%	RDW 3.2%	IRDM 2.9%
		NASA	Tema Space Innovators ETF	1,559	0.87	+43.9	-	58.7	RKLB 10.6%	SPACE X SPV 7.8%	PL 6.2%
		UFO	Procore Space ETF	1,108	0.75	+29.2	+69.3	50.5	RKLB 6.9%	PL 6.4%	VSAT 5.8%
		MARS	Roundhill Space & Technology ETF	77	0.75	+46.0	-	61.5	RKLB 14.0%	ASTS 9.2%	SATS 6.8%
		JEDI	Defiance Drone And Modern Warfare ETF	138	0.69	+28.3	+50.3	65.5	RDW 17.3%	LUNR 7.9%	UMAC 7.0%
		DRNZ	REX Drone ETF	87	0.65	-3.4	+15.1	64.7	NXSN 13.0%	ONDS 12.3%	AVAV 11.9%
한국	방산 우주항공 드론	478150	TIME 글로벌우주테크&방산액티브	3,734	0.80	+9.1	+22.8	53.9	RKLB 15.2%	PL 8.4%	HON 7.5%
		440910	WON 미국우주항공방산	802	0.35	+5.4	+14.4	35.0	RKLB 5.4%	CRS 3.3%	CW 3.2%
		494840	TIGER 미국방산TOP10	590	0.45	-1.2	+5.7	100.0	LMT 20.9%	RTX 19.1%	GD 16.1%
		496770	PLUS 글로벌방산	414	0.45	-3.6	+4.2	99.5	LMT 10.6%	HWM 10.6%	RTX 10.5%
		0183J0	TIGER 미국우주테크	14,361	0.49	+43.6	-	100.0	RKLB 23.4%	LUNR 18.9%	RDW 18.5%
		0131V0	IQ 미국우주항공테크	6,652	0.49	+23.1	+21.9	89.1	RKLB 25.6%	JOBY 14.1%	GE 8.7%
		0167Z0	KODEX 미국우주항공	6,524	0.55	+26.3	-	81.7	RKLB 27.4%	ASTS 13.1%	LUNR 12.9%
		0180V0	ACE 미국우주테크액티브	2,504	0.80	+28.9	-	77.7	SATS 24.6%	RKLB 20.6%	ASTS 4.6%
		0181L0	SOL 미국우주항공TOP10	1,026	0.45	+33.2	-	99.8	RKLB 23.7%	ASTS 16.1%	SATS 12.4%
		0144M0	KODEX 미국드론UAM TOP10	327	0.49	+14.1	-1.6	99.3	JOBY 26.3%	RKLB 12.8%	ACHR 11.6%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

② 산업 재편 - 자금 조달

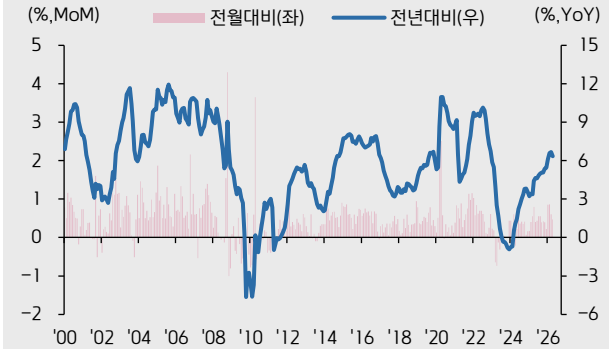


미국 시중 유동성



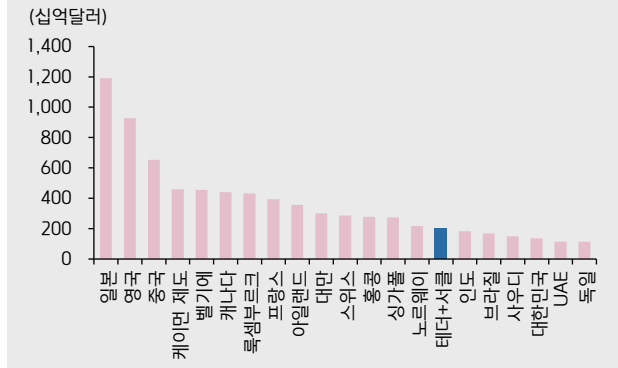
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 상업은행 대출증가율



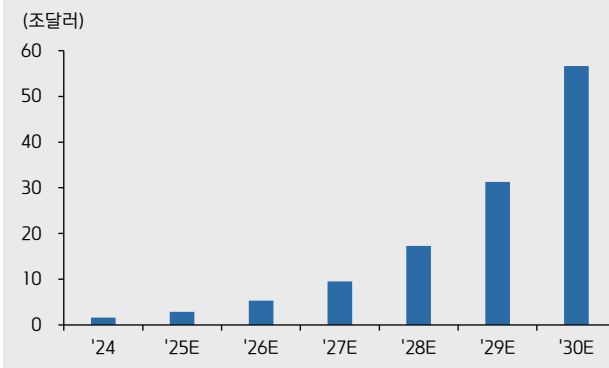
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

각 국가별 및 스테이블코인 발행사의 미국채 보유량



자료: 美 재무부, 각 사 주) 1Q26 기준, 테더+서클 보유량은 US T-bill+REPO 합

글로벌 스테이블코인 결제 시장 전망



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

② 산업 재편 - 자금 조달



금융 ETF												
상장 지역	분류	티커	ETF명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목(비중,%)			
						1M	YTD		1	2	3	
미국	금융	XLF	State Street Financial Select Sector SPDR ETF	50,299	0.08	+0.1	-5.3	56.5	BRK/B 12.0%	JPM 11.2%	V 7.5%	
		FXO	First Trust Financial AlphaDEX Fund	1,049	0.60	-0.6	-1.3	16.4	SEIC 1.7%	TROW 1.7%	FAF 1.7%	
		IXG	iShares Global Financials ETF	546	0.41	+2.2	+1.6	30.0	BRK/B 6.1%	JPM 5.7%	V 3.8%	
	대형은행	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	5,330	0.35	+0.3	+3.5	61.2	MS 9.0%	GS 8.6%	BAC 7.8%	
	브로커리지	IAI	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	1,415	0.38	+0.8	-0.2	73.6	GS 19.8%	MS 16.0%	SCHW 9.9%	
	블록체인 핀테크	BLOK	Amplify Blockchain Technology ETF	1,367	0.70	+8.9	+14.4	37.0	HUT 5.4%	CIFR 4.7%	WULF 4.5%	
		ARKF	ARK Blockchain & Fintech Innovation ETF	789	0.75	-3.8	-14.3	52.9	SHOP 8.5%	ARK BITCOIN ETF 6.7%	CRCL 6.4%	
		BKCH	Global X Blockchain ETF	373	0.50	+18.2	+37.8	70.0	CRCL 12.1%	IREN 12.0%	COIN 9.9%	
		LEGR	FT Indxx Innovative Transaction & Process ETF	135	0.65	+5.9	+10.9	21.2	INTC 3.4%	AMD 3.1%	MU 2.7%	
		FINX	Global X FinTech ETF	186	0.68	-2.8	-15.4	50.2	XYZ 6.3%	PYPL 5.7%	HOOD 5.7%	
		BPAY	iShares FinTech Active ETF	9	0.55	-0.2	-10.1	38.5	GPN 4.6%	KLAR 4.4%	SEZL 4.4%	
	한국	금융	453650	KODEX 미국S&P500금융	440	0.25	+1.1	-2.6	53.3	BRK/B 10.9%	JPM 10.2%	V 6.9%
		대형은행	0013PO	RISE 미국은행TOP10	160	0.20	+1.1	+0.9	101.1	JPM 18.4%	BAC 15.1%	MS 13.2%
핀테크		0028X0	KODEX 미국금융테크액티브	180	0.45	-2.2	-11.2	76.0	V 9.0%	BNY 9.0%	BLK 8.6%	

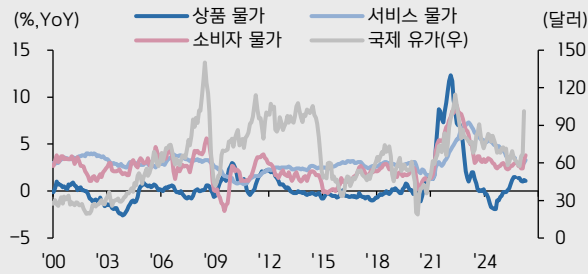
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

③ 인플레이션·금리 헤지



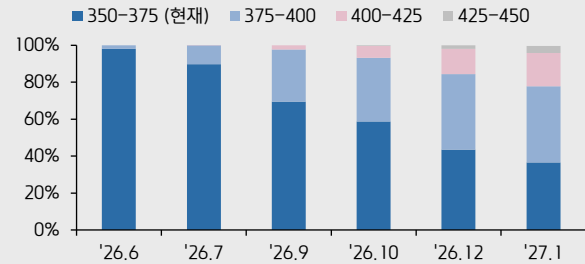
- 유가 레벨이 물가·금리 향방을 결정하는 주요 변수 (당사 2H26 WTI \$75~105 등락 전망). 변동성 확대는 불가피하나 종전 협상이 진행되는 만큼 상방 리스크는 점차 약화 예상
- 이 가운데 美 '중립금리' 수준에 대한 논쟁이 본격화되며 연내 금리 동결 또는 인상 가능성에 대한 논의가 불가질 전망. 이에 따른 시장금리 상방압력 하에 채권/리츠 등은 주식 대비 기대수익률 약화되는 국면 지속될 것
- 제약적인 환경 속에서 포트폴리오 헤지를 위한 자산군 분산이 필요. 금 및 전략자원, 에너지 등 활용 가능

미국 인플레이션 및 국제유가 추이



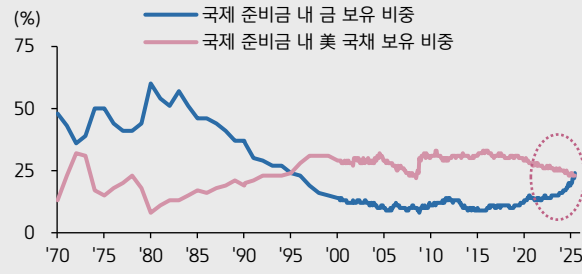
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CME Fedwatch 금리경로 예상



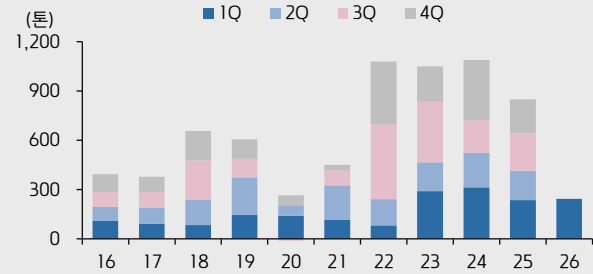
자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치

중앙은행 준비금 내 금과 미국채 보유 비중



자료: IMF, 키움증권 리서치

중앙은행 금 매입량 변화



자료: WGC, 키움증권 리서치

③ 인플레이션·금리 헤지 - 귀금속



귀금속 ETF											
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	귀금속	GLD	SPDR Gold Shares	149,992	0.40	-3.7	+4.5	99.9	-	-	-
		IAU	iShares Gold Trust	69,370	0.25	-3.7	+4.5	100.0	-	-	-
		GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	30,684	0.10	-3.7	+4.5	100.0	-	-	-
		SLV	iShares Silver Trust	37,590	0.50	+2.0	+8.2	100.0	-	-	-
		SIVR	abrdrn Physical Silver Shares ETF	5,308	0.30	+1.9	+8.2	100.0	-	-	-
	귀금속 채굴	GDX	VanEck Gold Miners ETF/USA	26,971	0.51	-4.4	+3.2	60.8	NEM 11.5%	AEM 11.1%	B 8.1%
		GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	8,544	0.52	-4.0	+2.5	43.7	CDE US 6.6%	AGI US 6.6%	EVN AU 6.2%
		RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	2,802	0.39	-4.2	+4.7	69.3	NEM US 16.8%	AEM CN 12.4%	ABX CN 9.0%
		SIL	Global X Silver Miners ETF	5,146	0.65	-2.5	+9.4	76.5	WPM 21.6%	PAAS 13.0%	CDE 10.6%
		SILJ	Amplify Junior Silver Miners ETF	3,923	0.69	-2.0	+8.5	55.3	AG 9.9%	HL 9.4%	HYMC 5.2%
한국	귀금속	411060	ACE KRX금현물	46,867	0.19	-2.2	+5.6	99.9	-	-	-
		0072R0	TIGER KRX금현물	14,458	0.15	-2.2	+5.6	100.0	-	-	-
		132030	KODEX 골드선물(H)	4,017	0.68	-4.2	+2.3	55.7	금 선물 94.9%	2840 HK 5.1%	-
		0064K0	KODEX 금액티브	2,269	0.30	-2.8	+8.6	101.6	IAUM 28.6%	GLDM 28.5%	AAAU 18.4%
		0066W0	SOL 국제금	1,121	0.05	-2.7	+8.6	96.7	GLDM 28.0%	IAUM 27.2%	BAR 22.6%
		144600	KODEX 은선물(H)	10,887	0.68	+0.1	+4.3	57.5	은 선물 95.2%	SLV 4.8%	-
		139320	TIGER 금은선물(H)	505	0.69	-3.7	+2.8	100.0	금 선물 77.7%	GLD 10.5%	은 선물 6.6%
	금 커버드콜	0022T0	SOL 국제금커버드콜액티브	834	0.45	-2.9	+7.2	93.1	GLDM 31.0%	IAUM 30.5%	SGOL 27.8%
	귀금속 채굴	473640	HANARO 글로벌금채굴기업	759	0.15	-5.9	+5.1	62.6	NEM 12.7%	AEM 9.6%	B 7.4%
		0172V0	1Q 은액티브	674	0.30	+1.0	-	99.1	SIVR 28.2%	SLV 28.2%	PSLV 18.6%
0189B0		TIGER 은액티브	543	0.30	-	-	100.0	SLV US 26.8%	SIVR US 26.6%	ETPMAG AU 23.4%	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준

③ 인플레이션·금리 헤지 - 전략자원



전략자원 ETF											
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM (\$mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목(비중,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	구리	COPX	Global X Copper Miners ETF	7,927	0.65	+7.1	+21.9	49.2	TECK/B CN 5.3%	BHP AU 5.1%	ANTO LN 5.1%
		CPER	United States Copper Index Fund	804	0.80	+5.7	+11.6	99.3	DSHXX 41.2%	구리선물 17.4%	구리선물 17.4%
		COPP	Sprott Copper Miners ETF	312	0.65	+6.9	+18.8	78.8	FCX US 25.8%	TECK US 10.9%	ANTO LN 9.5%
	산업금속 회토류	XME	State Street SPDR S&P Metals & Mining ETF	5,151	0.35	+2.0	+18.4	47.5	NUE 5.6%	STLD 5.5%	CLF 5.2%
		PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF	2,177	0.39	+6.7	+28.3	47.2	BHP AU 12.9%	RIOLN 7.1%	FCX US 5.3%
		REMX	VanEck Rare Earth and Strategic Metals ETF	2,986	0.53	-2.0	+33.9	61.7	PLS AU 8.3%	ALB US 8.1%	LYC AU 7.3%
	천연가스 MLP	EMLP	FT North American Energy Infrastructure Fund	4,067	0.95	+1.4	+16.6	42.0	ET 7.4%	EPD 7.2%	MISXX 4.3%
		MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	3,585	0.45	+5.6	+24.9	65.9	TRP 9.2%	ENB 8.9%	WMB 8.7%
		FCG	First Trust Natural Gas ETF	735	0.59	-2.7	+24.8	46.7	DVN 7.9%	EOG 4.7%	WES 4.7%
한국	구리	160580	TIGER 구리선물	2,138	0.83	+4.3	+11.3	1.7	창고증권(구리) 88.2%	구리선물 10.3%	CPER 0.8%
		138910	KODEX 구리선물(H)	434	0.68	+3.8	+11.7	73.8	구리선물 98.1%	WT COPPER 1.9%	-
	산업금속 회토류	276000	TIGER 글로벌자원생산기업(합성 H)	176	0.40	-0.7	+18.8	100.0	스왑 64.9%	스왑 21.0%	스왑 6.1%
		415920	PLUS 글로벌회토류&전략자원생산기업	543	0.50	-0.7	+34.6	62.1	REMXUS 11.5%	PLS AU 7.3%	ALB US 7.3%
	천연가스 MLP	497780	KoAct 미국천연가스인프라애티브	300	0.50	+6.2	+29.1	61.3	TRP CN 8.2%	ENB CN 7.8%	WMB US 7.7%
		003620	RISE 미국천연가스밸류체인	92	0.40	+8.7	+35.2	90.7	ENB CN 15.3%	XOM US 14.5%	CVX US 12.0%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2026-05-26 종가 기준