

버블인가, 정상화인가

- 여덟 가지 질문에 답한다



리서치센터 김학균

신영증권

2026. 1. 28
월례 세미나

왜 오를까, 너무 빠른 속도로 오른 건 아닐까

‘증시 구조적 변화로 보기 힘들어’

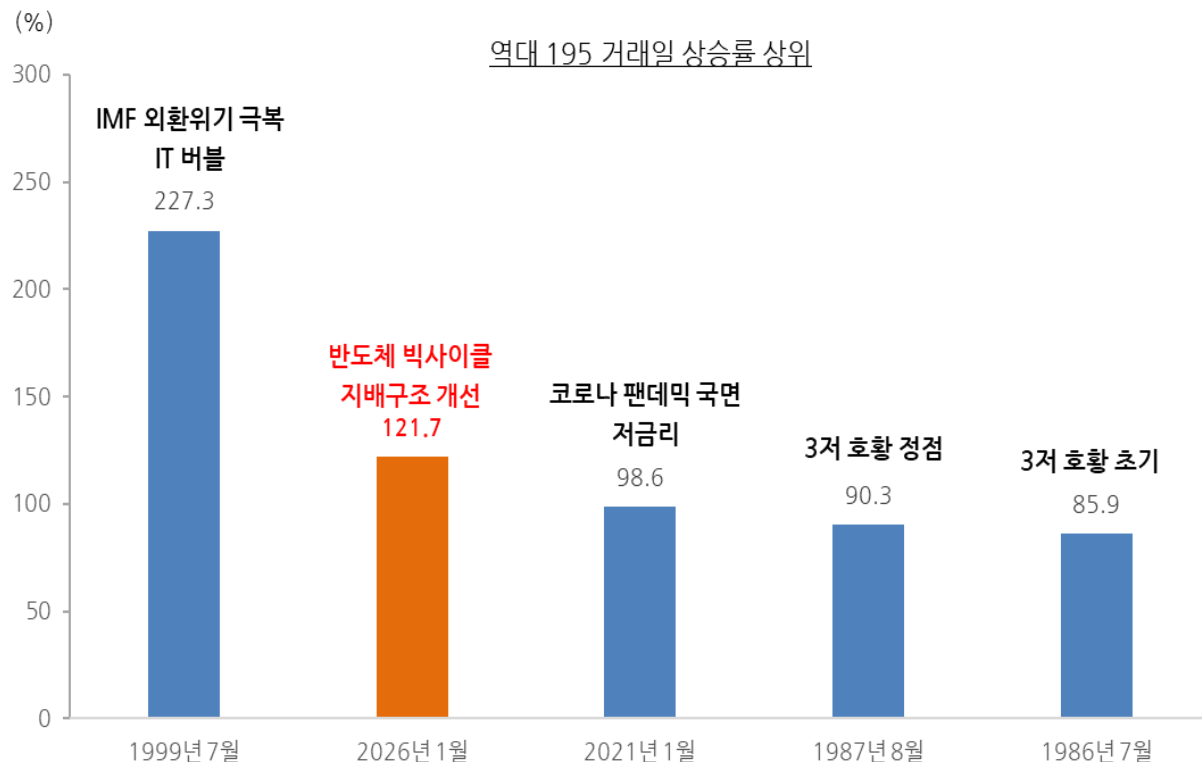
한국경제신문 칼럼 2026.1.26

시장 리뷰 - 기록적인 급등세

역대 두 번째로 빠른 상승 속도



KOSPI 단기 급등의 사례들

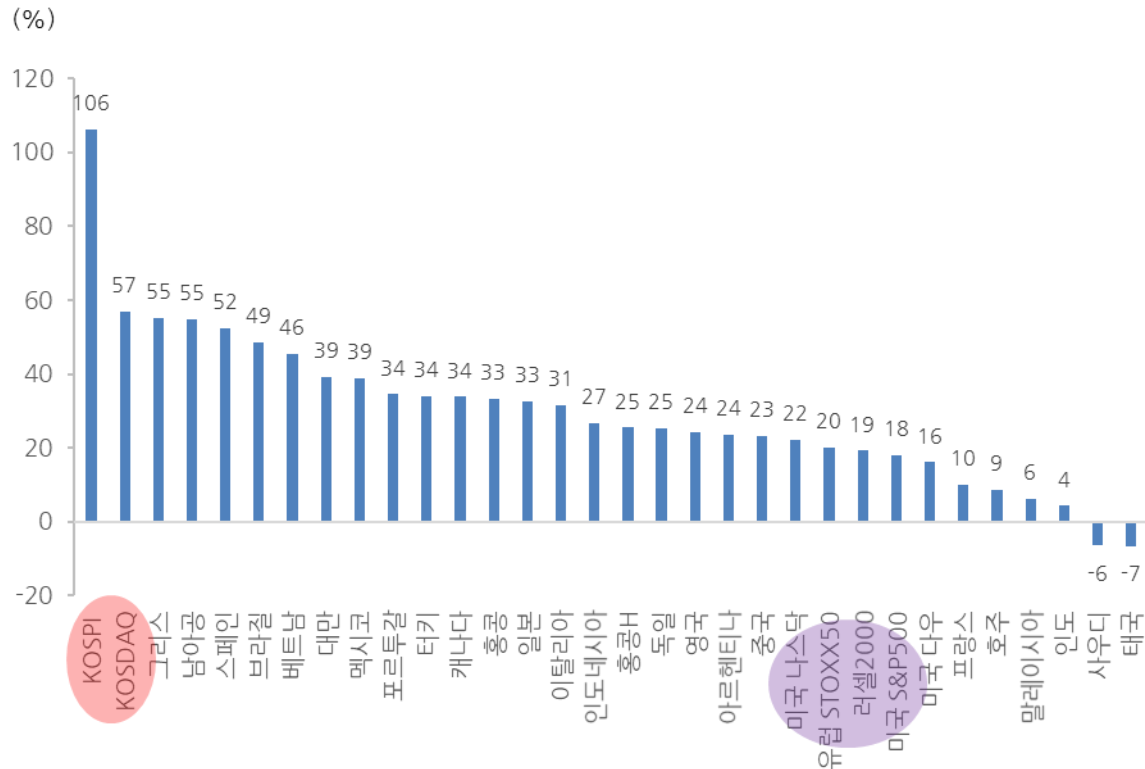


자료 : 신영증권 리서치센터

시장 리뷰 - 3년 성과는 글로벌 주요국과 비슷

KOSPI - 최근 1년여 압도적 성과, 3년으로는 대만 가권, 나스닥과 비슷한 수준

주요국 증시 등락률 (2025년 ~)



주 : 2024년 말~2026년 1월26일
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요국 증시 등락률 (2023년 ~)



주 : 2024년 말 ~ 2026년 1월16일
자료 : Refinitive, 신영증권 리서치센터

시장 리뷰 - 버블일까?

아직도 코리아 디스카운트

1월27일 종가(KOSPI 5,084p) 기준 12개월 예상 PER 10.6배, PBR 1.44배

KOSPI (2020년~)

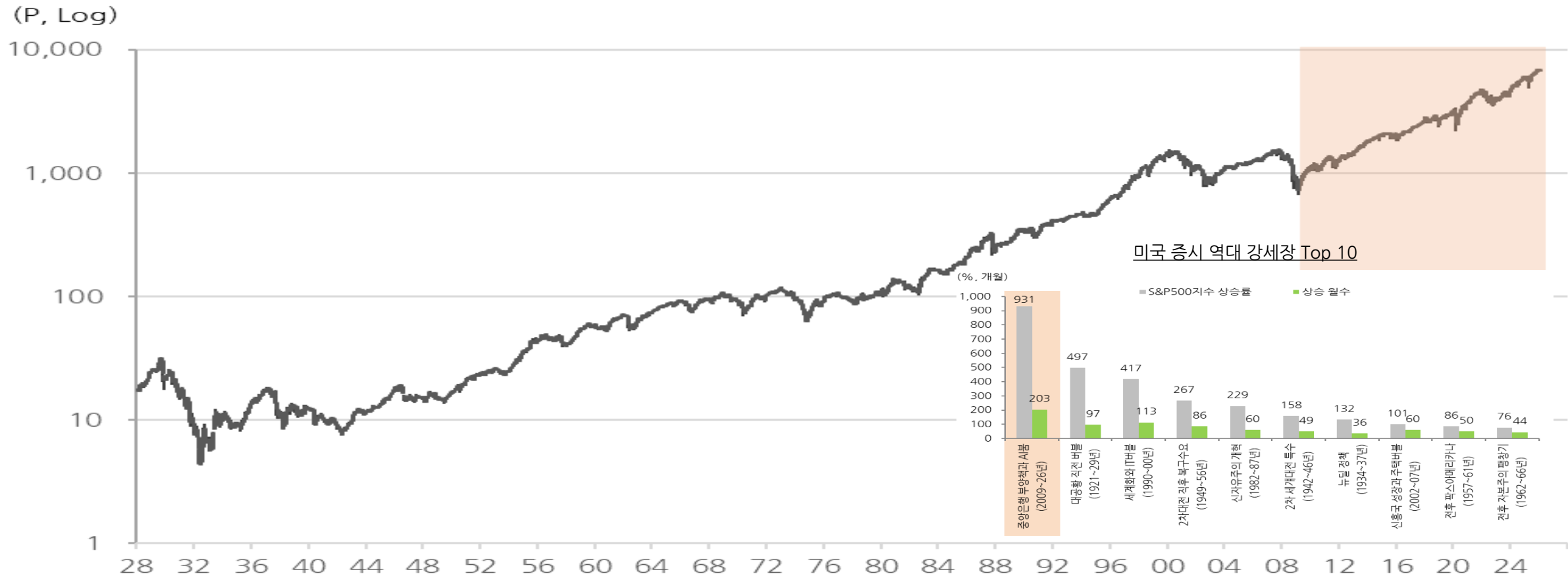


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

시장 리뷰 - 미국 증시도 사상 최고 호황

미국 증시 역사상 최장 기간의 상승세 진행 중

S&P500지수 (1928년~)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주가와 경기의 괴리

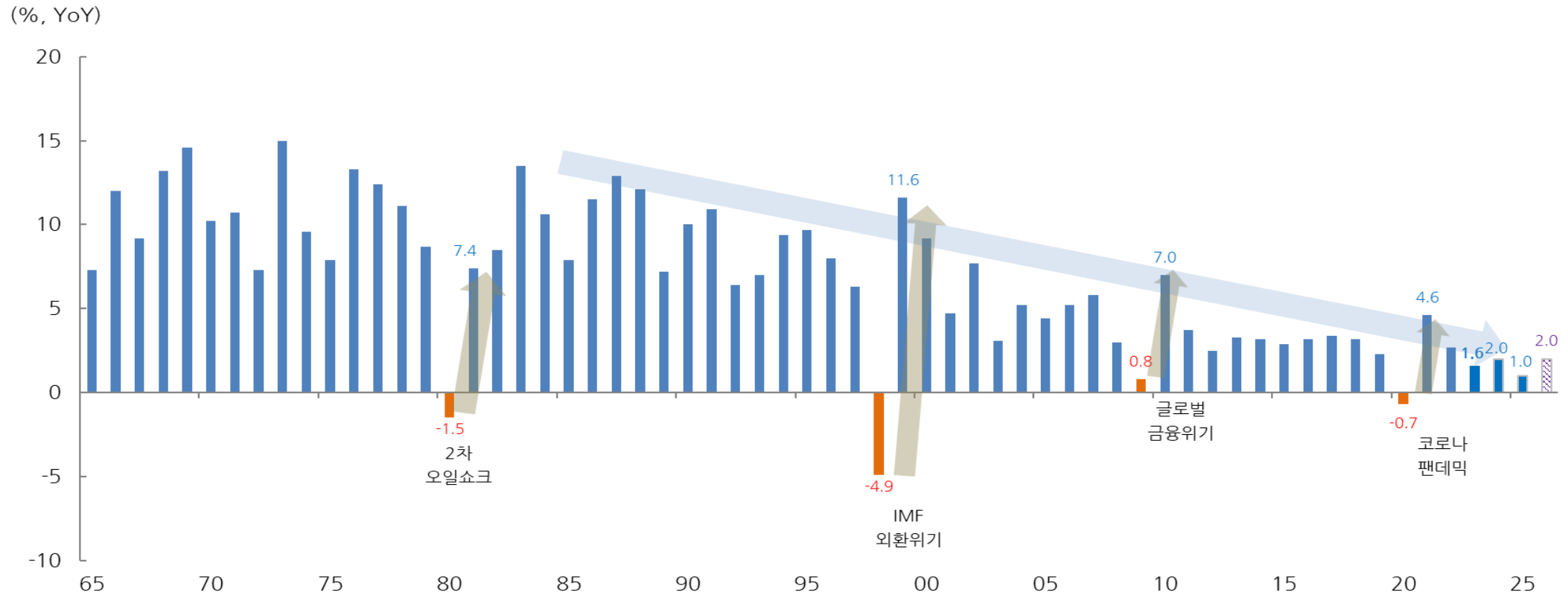
‘코스피 5000 찍었는데, 경제는 -0.3% 역성장 쇼크’

조선일보 1면 2026.1.22

경기와 주가의 괴리

2025년 역대 다섯 번째로 낮은 성장률 (+1.0%)

한국 GDP 성장률



주 : 2026년 성장률 전망치는 Bloomberg 컨센서스

자료 : Bloomberg, 한국은행, 신영증권 리서치센터

경기과 주가의 괴리

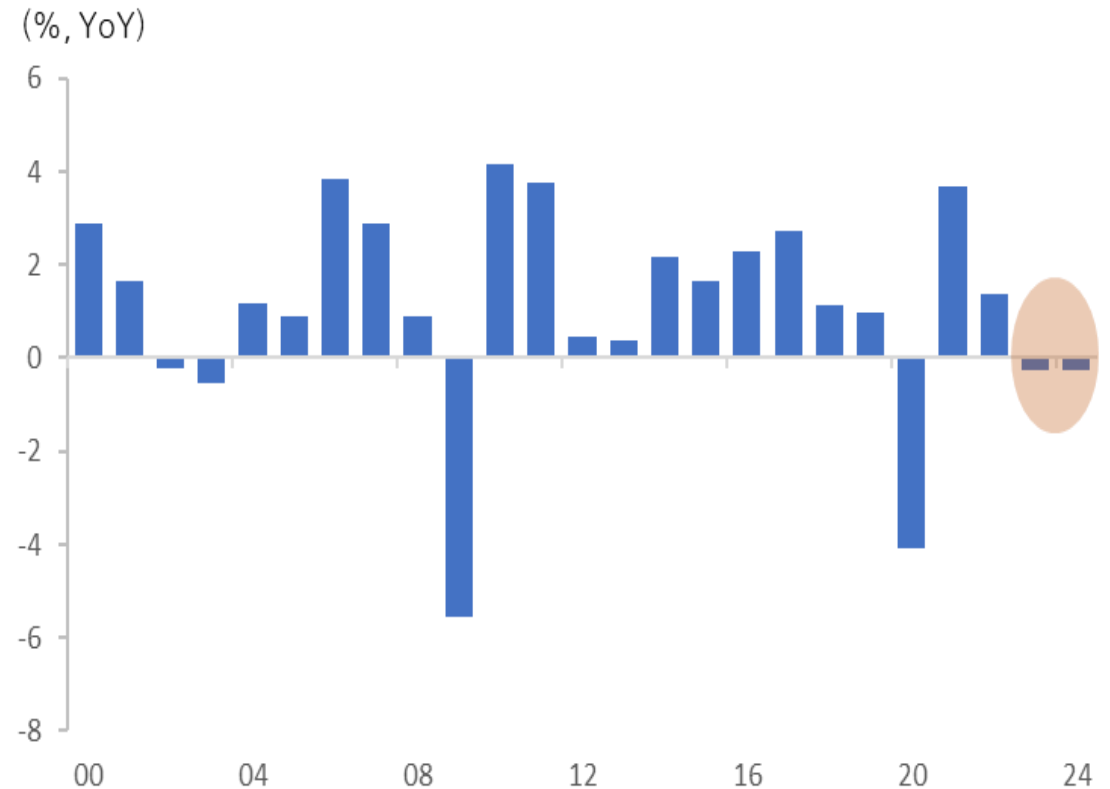
독일 주가지수는 사상 최고치, 독일 GDP는 2023~24년 역성장 2025년 전망치 0.3%

독일 DAX지수 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

독일 GDP 성장률



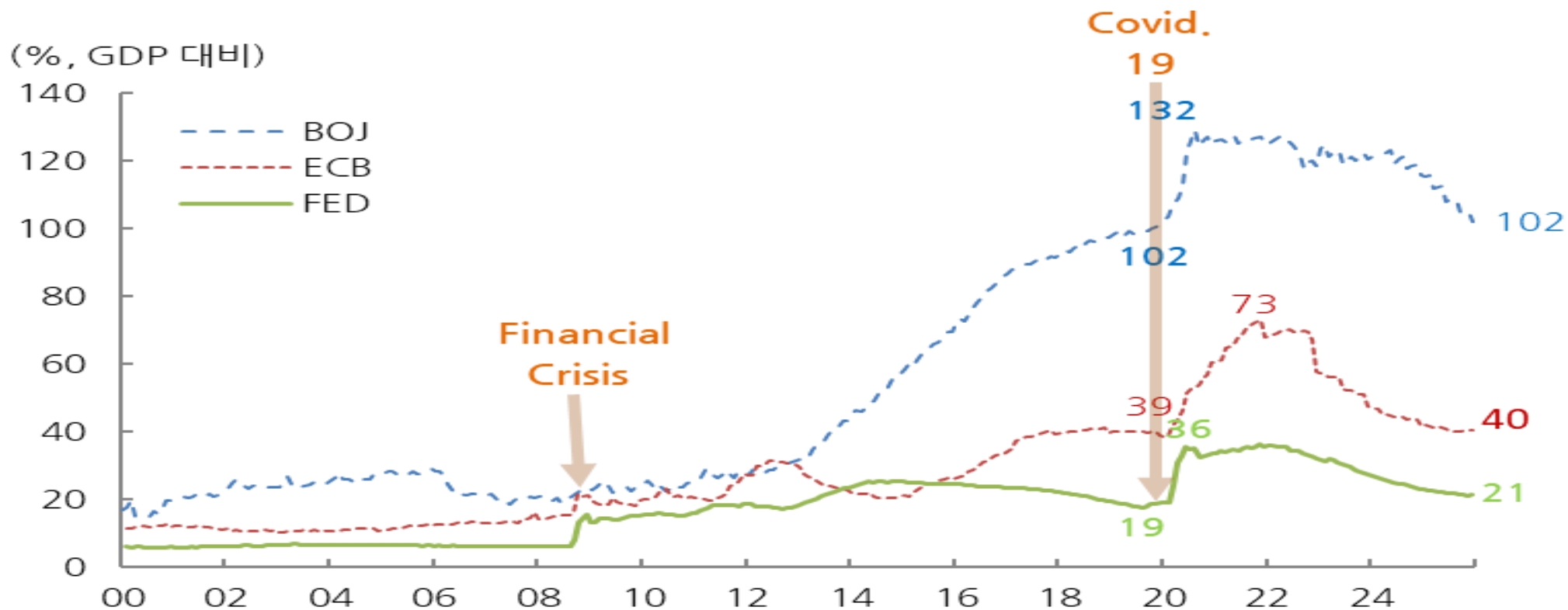
주 : 2024년 말 ~ 2026년 1월16일

자료 : Refinitive, 신영증권 리서치센터

경기과 주가의 괴리

유동성의 풍선효과

주요 3대 중앙은행 자산 규모

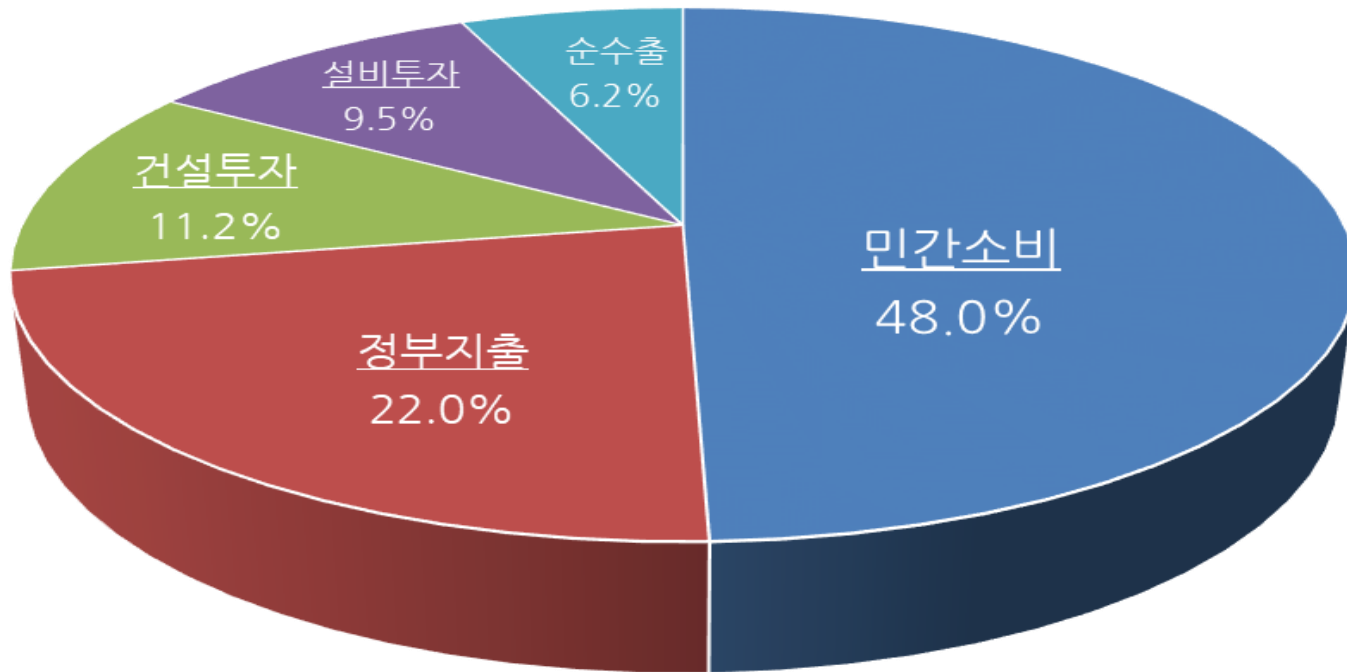


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

경기와 주가의 괴리

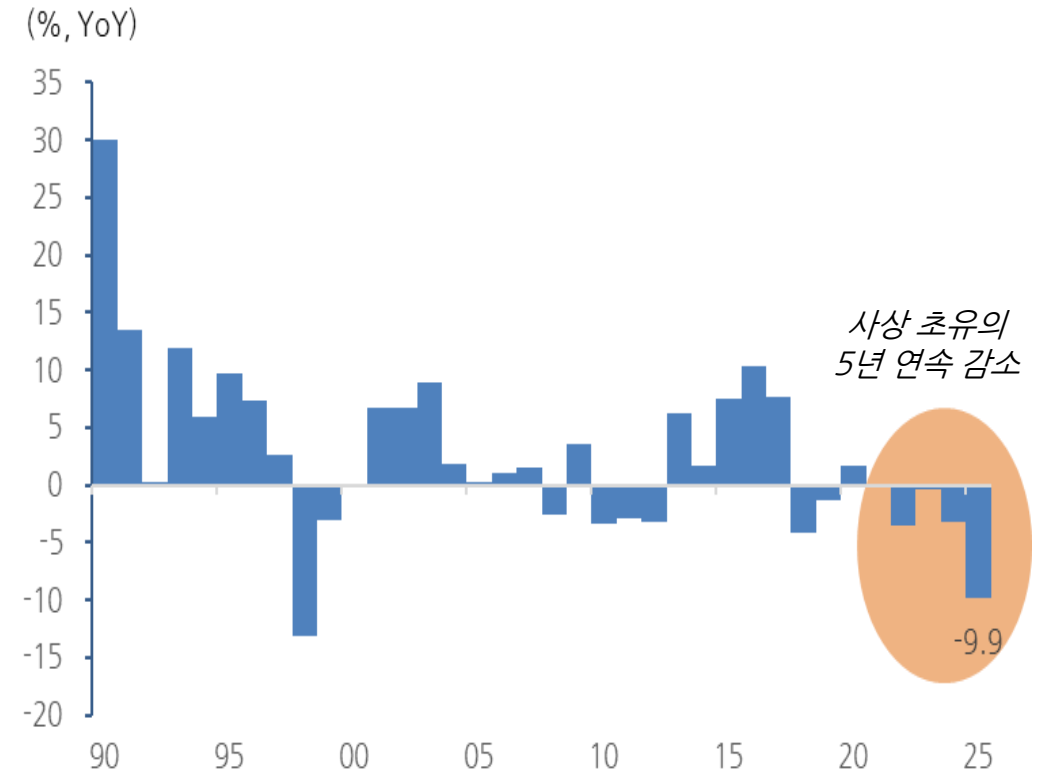
GDP의 91%는 내수 (민간소비+정부지출+건설투자+설비투자)로 구성

한국 GDP의 구성



주 : 2025년 GDP 기준
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

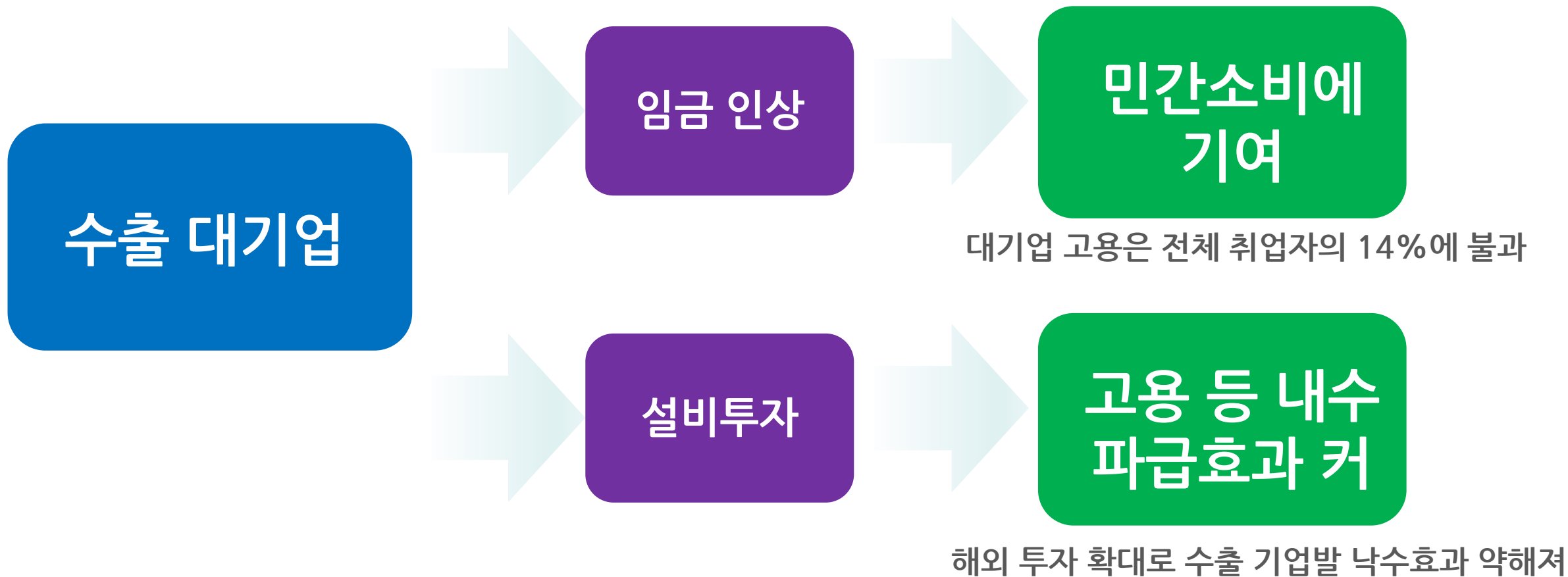
한국 GDP 내 건설투자 증감



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

경기와 주가의 괴리

수출과 내수의 연결 고리 약해져



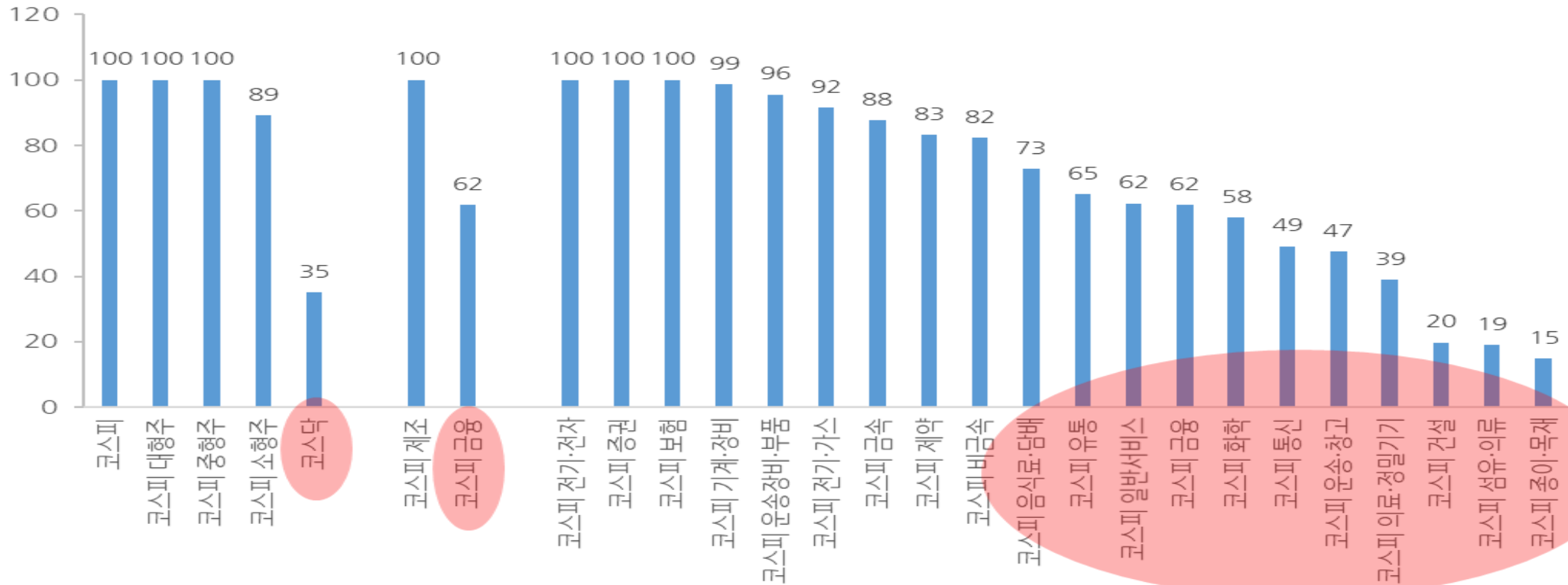
주 : 2025년 GDP 기준
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

경기과 주가의 괴리

사상 최고치와는 거리가 먼 내수 업종 주가

한국 업종지수 사상 최고치 대비 현 주가 레벨

(%, 사상 최고가 대비)



자료 : 신영증권 리서치센터

반도체 빅사이클

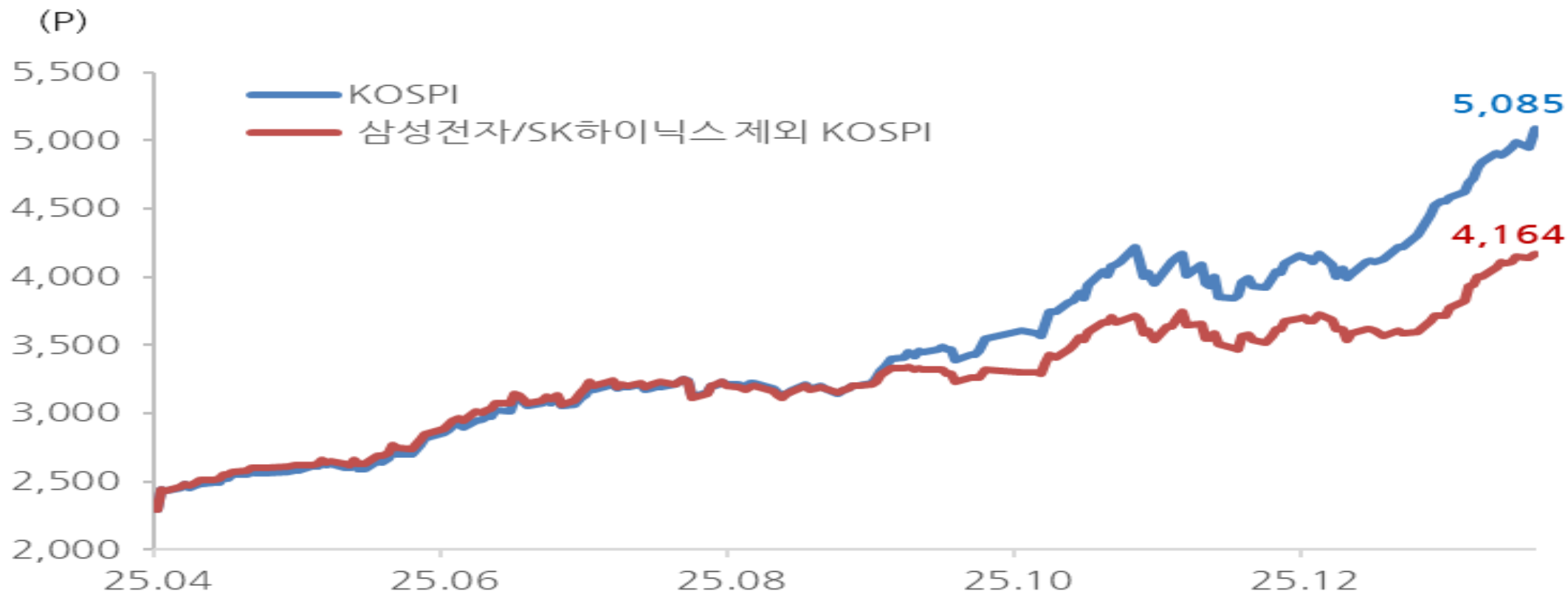
‘삼성전자, SK하이닉스 저평가, 코스피 빅사이클 지속’

반도체 애널리스트 다수 2026.1.8

반도체 디스카운트에 대해

삼성전자와 SK하이닉스의 하드캐리

KOSPI와 반도체 투톱 제외 KOSPI



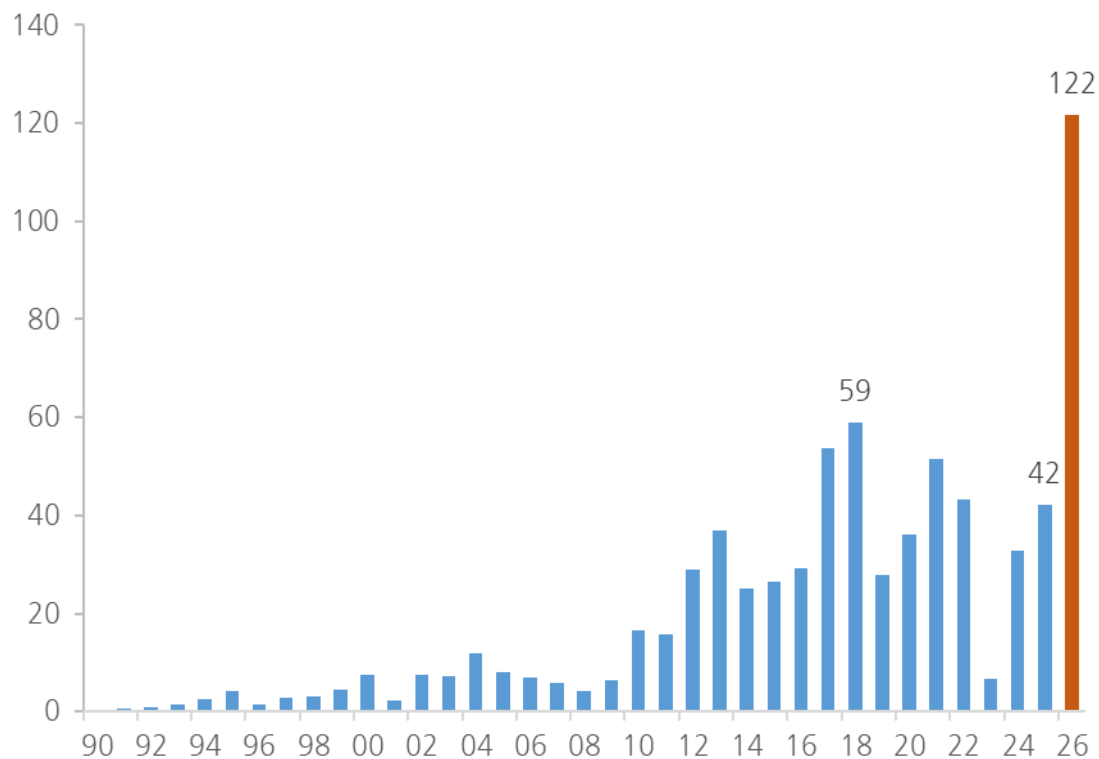
자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

반도체 디스카운트에 대해

돈을 쓸어 담는다

삼성전자 (예상) 영업이익 추이

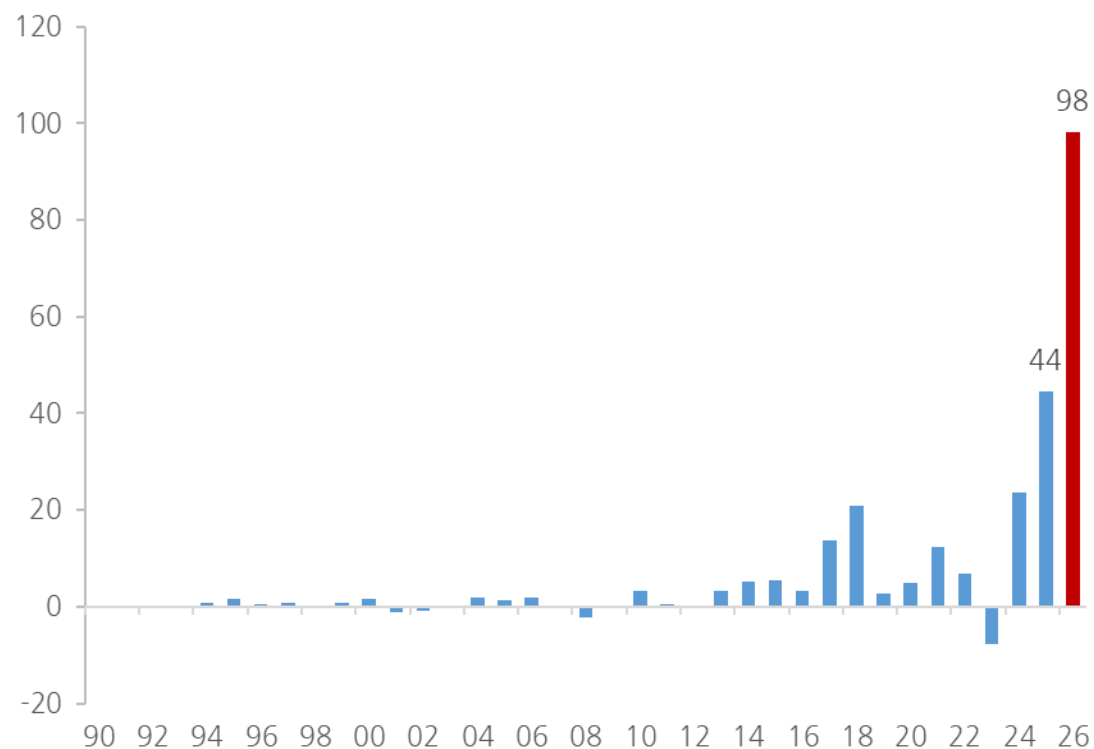
(조 원)



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

SK하이닉스 (예상) 영업이익 추이

(조 원)

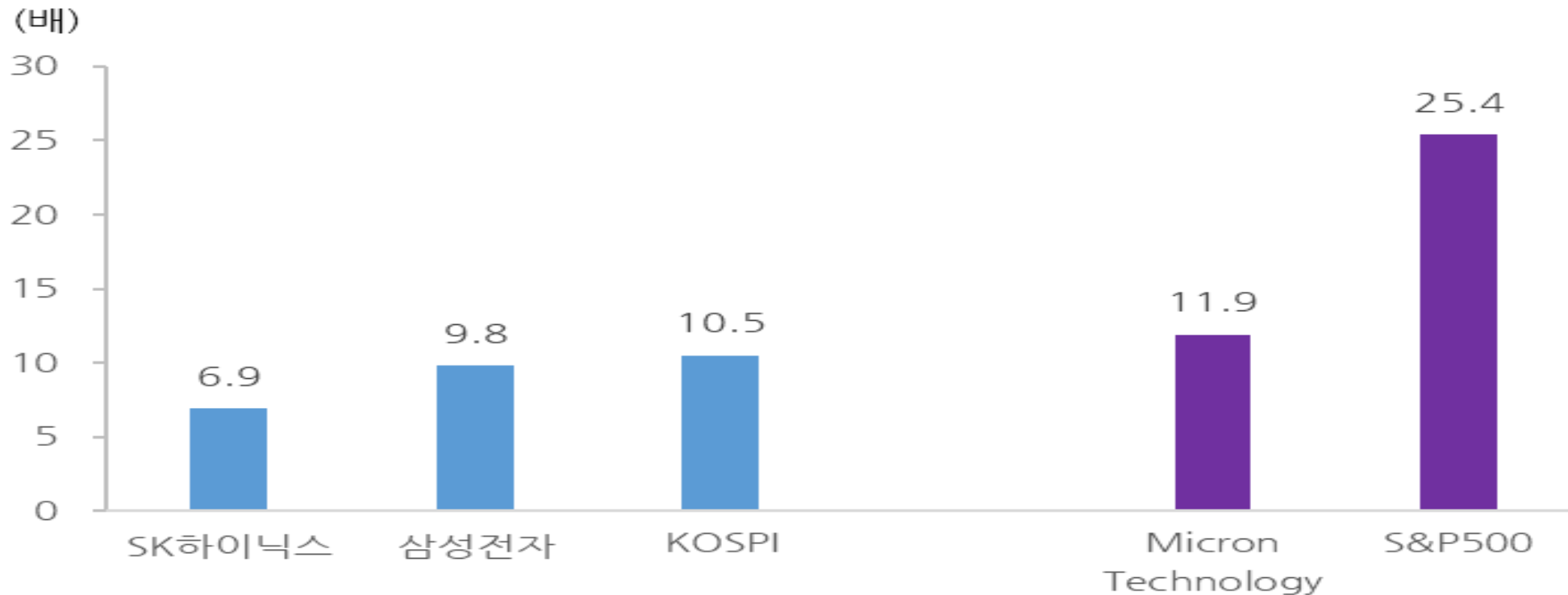


자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

반도체 디스카운트에 대해

왜 첨단산업인 메모리 반도체 주가가 시장 대비 디스카운트될까

글로벌 메모리 반도체 Big 3 PER



주 : 2026년 예상실적과 1월27일 종가 (한국증시), 1월26일 종가 (미국 증시) 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

반도체 디스카운트에 대해

기업이 벌어들인 이익이 주주들에게 귀속되는 최종적인 경로는?



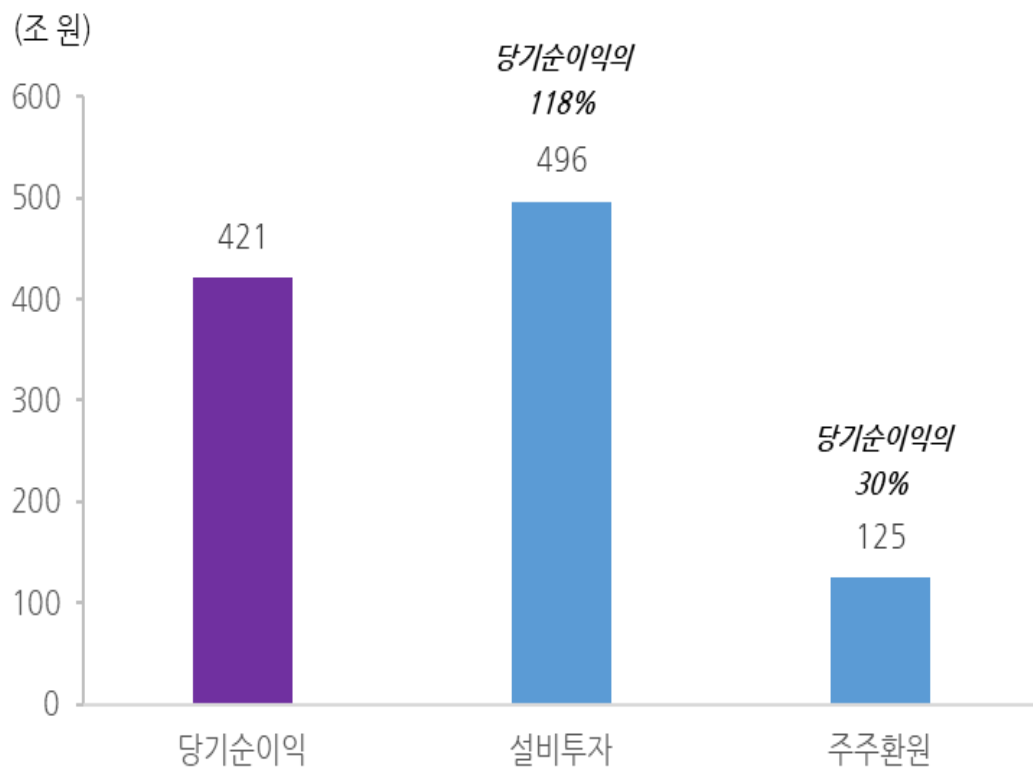
배당

‘그러나 반도체는
당기순이익이
설비투자로 간다.
설비투자는 공급과잉으로
귀결되며 이익 급감,
주가 급락’

반도체 디스카운트에 대해

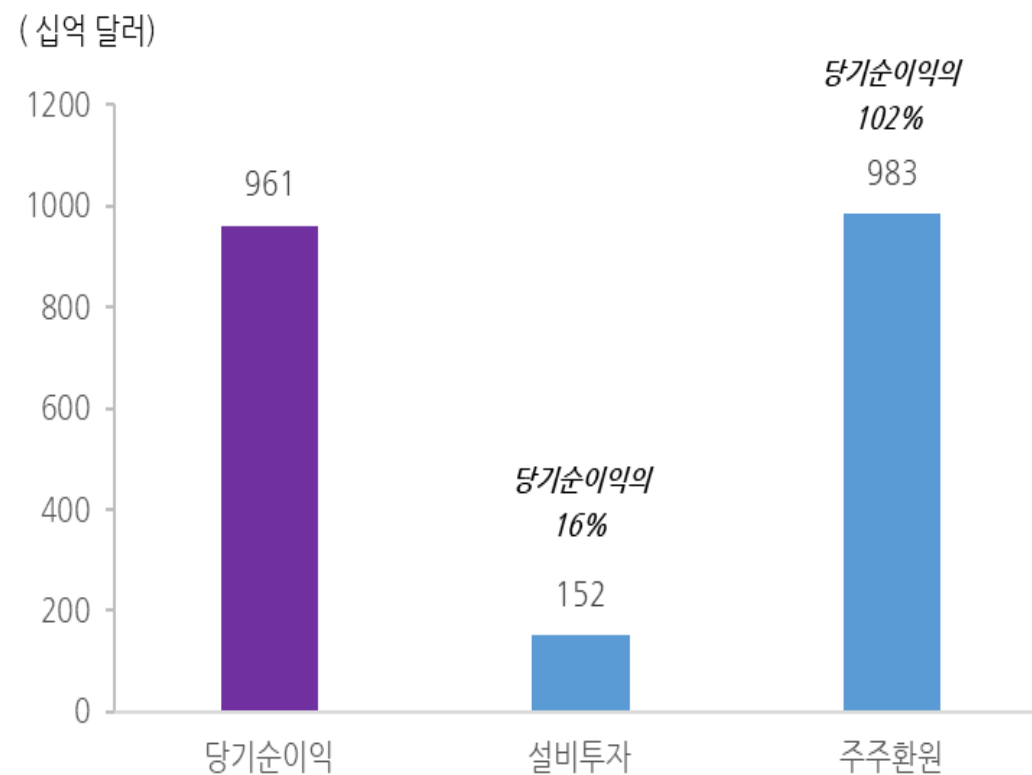
삼성전자 vs 애플, 애플의 PER은 30.0배 2026년 예상실적 기준

삼성전자의 당기순이익과 설비투자, 주주환원
(2010~24년)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

애플 당기순이익과 설비투자, 주주환원
(2010~24년)

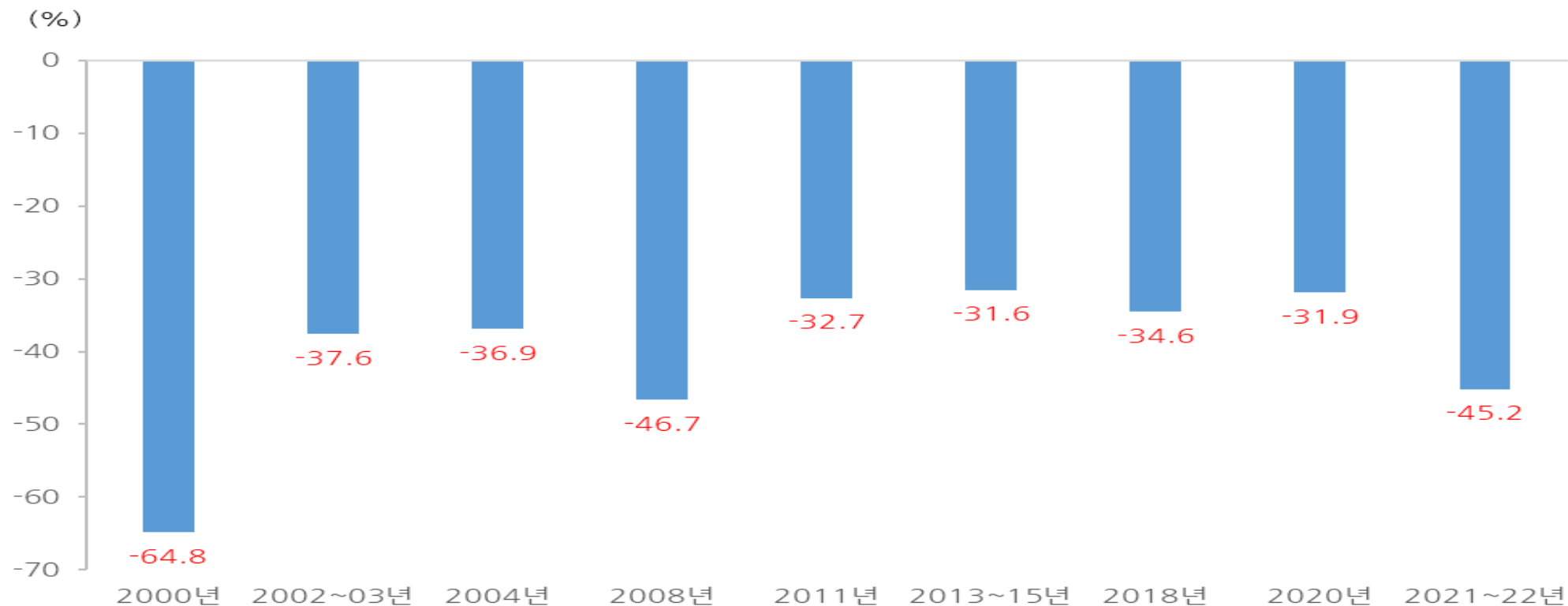


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

반도체 디스카운트에 대해

사이클이 꺾이면 주가도 크게 하락

메모리 업황 둔화 국면에서 삼성전자 주가 조정 강도



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

반도체 디스카운트에 대해

메모리 반도체 주식의 기회와 위험 - 세 가지 관점

설비투자 주가 peak out

*역사적으로 반도체 주가는 수요가 아니라 공급(설비투자)의 함수

설비투자 → 수출 개선에 따른 반도체 공급 증가
→ 판매단가 하락 → 실적 악화 → 주가 조정

*업황에 대한 낙관론이 가장 극단적으로
커졌을 때 설비투자가 이뤄져

메모리 업계의 과점화

*삼성전자·SK하이닉스·마이크론으로
메모리 업계 과점화

엘피다도 가고, 인피니온도 가고, 난야도 없다

* 항공보다는 반도체가 낫다



범용제품 commodity 탈피 가능성

*메모리 반도체 산업에서 과잉투자가 나타나는
이유 중 하나는 제품의 범용성

*메모리 반도체 업계가 고객과 1:1로 매칭되면
과잉 투자 리스크는 완화될 수 있어

최근 HBM 등에서 장기 계약 사례 늘고 있어

자료 : 신영증권 리서치센터

4

미중 관계

왜 트럼프는 중국보다 동맹국들을 더 압박할까

트럼프는 왜?

10월 경주 APEC 이후 중국에 대한 자극을 삼가, 동맹국들에게 더 가혹해



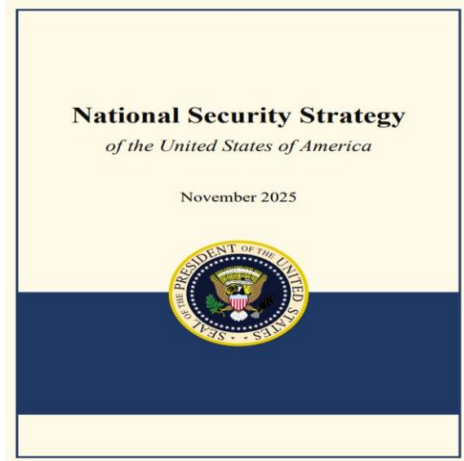
- *중국에 대해 예고했던 보복 관세 적용 유예
- *중국에 대한 실제 관세율 30%로 합의
- *해운 서비스 수수료 부과 조치 1년 연기
- *엔비디아 칩 중국 수출 허용
- *틱톡(Tik Tok) 문제 해결 실마리
- *중국도 미국산 농산물 수입 재개, LNG 수입 계약



- *그린란드 점유권 논쟁
- *유럽에 대한 관세 부과 협박
- *한국에 대한 상호관세 25% 인상
- *베네수엘라 마두로 대통령 체포

트럼프는 왜?

10월 경주 APEC 이후 중국에 대한 자극을 삼가, 동맹국들에게 더 가혹해

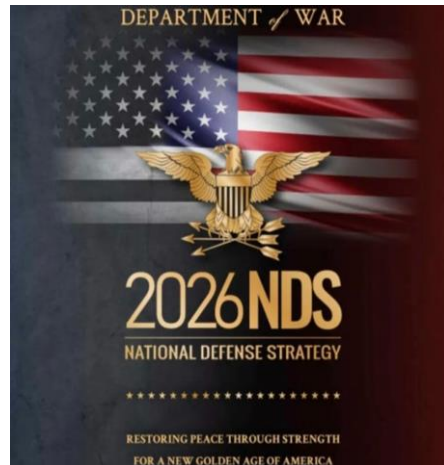


미국 국가안보 전략 (NSS, 2025.11)

중국과의 관계 재조정 (Rebalancing Economic Relations)

“앞으로 미국은 중국과의 관계를 재조정할 것이며, 상호주의와 공정성을 우선하여 미국의 경제적 독립성을 회복할 것이다”
“미국은 유럽, 일본, 한국, 호주, 캐나다, 멕시코 등 동맹국들이 중국 경제가 가계 소비 중심으로 전환되도록 돕는 무역정책을 채택하도록 장려해야 한다”

중국은 미국을 악화시킨 구조적 도전자, 그러나 중국을 ‘적’으로 미규정 (enemy, threat, adversary라는 표현 부재)



미국 국방 전략 (NDS, 2026.1)

국방 우선 순위의 재편

- 1순위 : 미국 본토 방어 및 서반구 지배력 강화
 - 2순위 : 인도-태평양 지역에서 중국에 대한 억제력 유지
 - 3순위 : 동맹국 및 파트너의 안보 부담 확대
 - 4순위 : 미국 국방산업 역량의 획기적 변화
- 중국에 대해서는 ‘대결이 아닌 억제’

트럼프는 왜?

애플은 실패했지만, 샤오미는 성공했다

샤오미 전기차



준비기간 3년

빠른 양산

- 9개월 만에 13만5천대 생산 및 운송

공격적인 R&D

- 2025년 300억 위안

- 2030년까지 1050억 위안

Why a Chinese Gadget Company Can Make an Electric Car and Apple Can't (The New York Times, 2025.2.28)

Xiaomi's ability to succeed where Apple could not shows how thoroughly China has come to dominate supply chain for electric vehicles.

Chinese companies have mastered electric vehicle manufacturing. By tapping that infrastructure, Xiaomi was able to get components quickly and cheaply.

트럼프는 왜?

중국, 사회주의적 방식으로 미국의 봉쇄 돌파

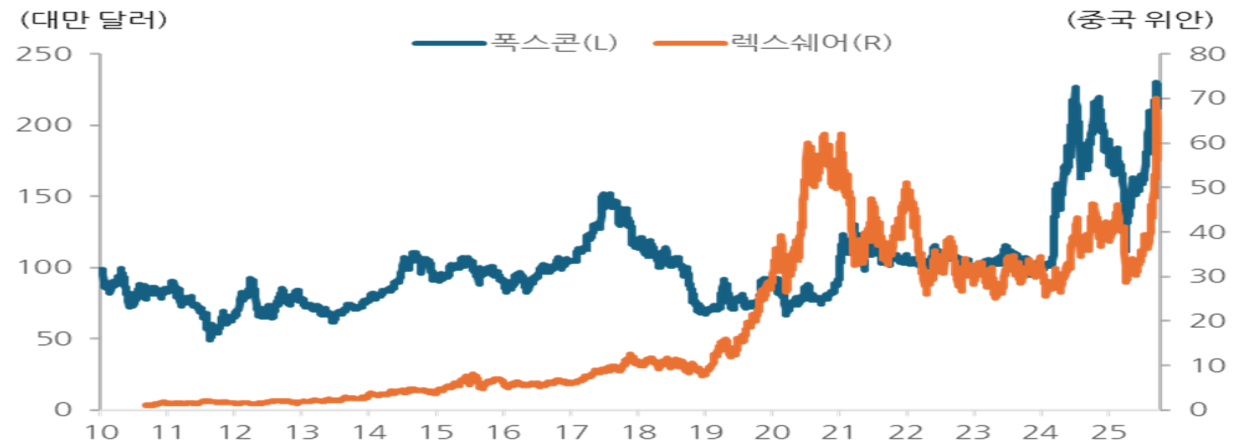


런정페이 任正非 화웨이 CEO

“우리는 서구식 상장기업을 추구하지 않는다”
“화웨이가 단기간에 주주가치를 극대화하기 위해
의사결정을 내리는 일은 없을 것이다”
“이익 극대화는 우리가 추구하는 유일한 목표가 아니다”
“화웨이의 목적은 주주에게 이익을 남기는 것이 아니라
통신장비 분야에서 ‘세계를 주도하는 기업’이 되는 것”



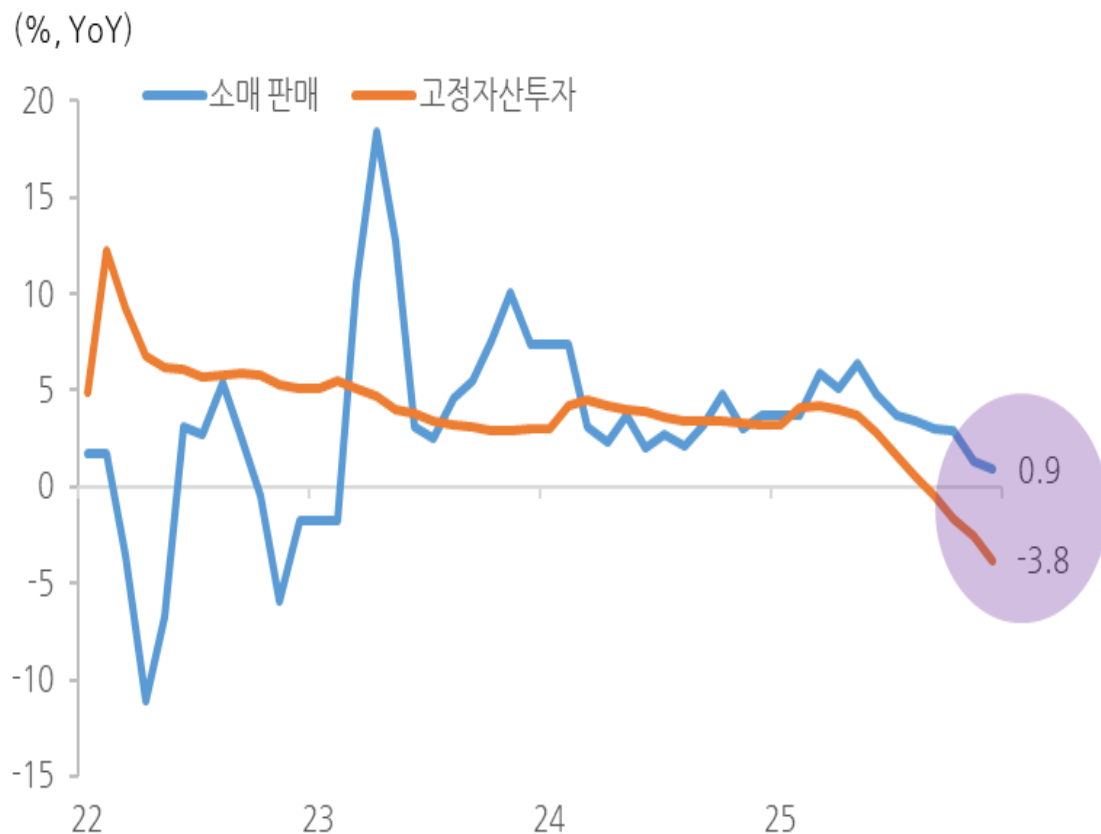
아이폰 생산 하청업체 주가



중국, 기업과 경제의 괴리

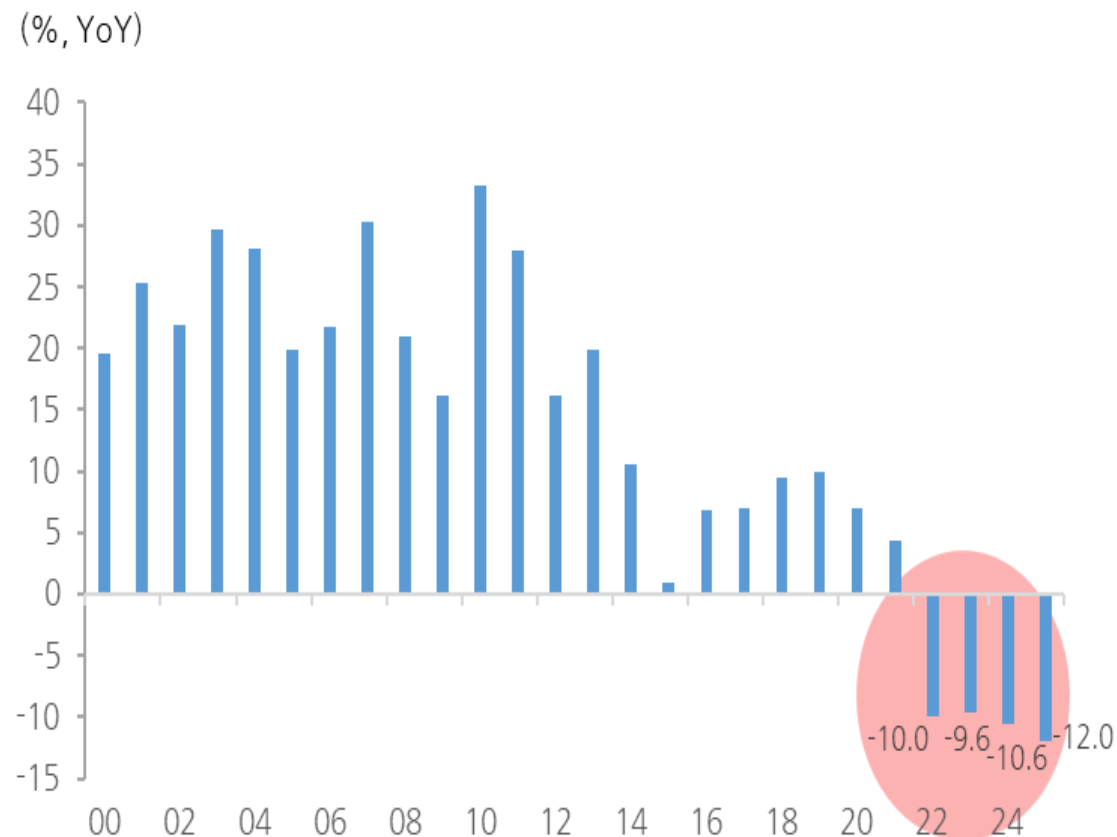
중국, 기업의 약진과 부진한 경제의 공존

중국 소비와 투자



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

중국 부동산 투자

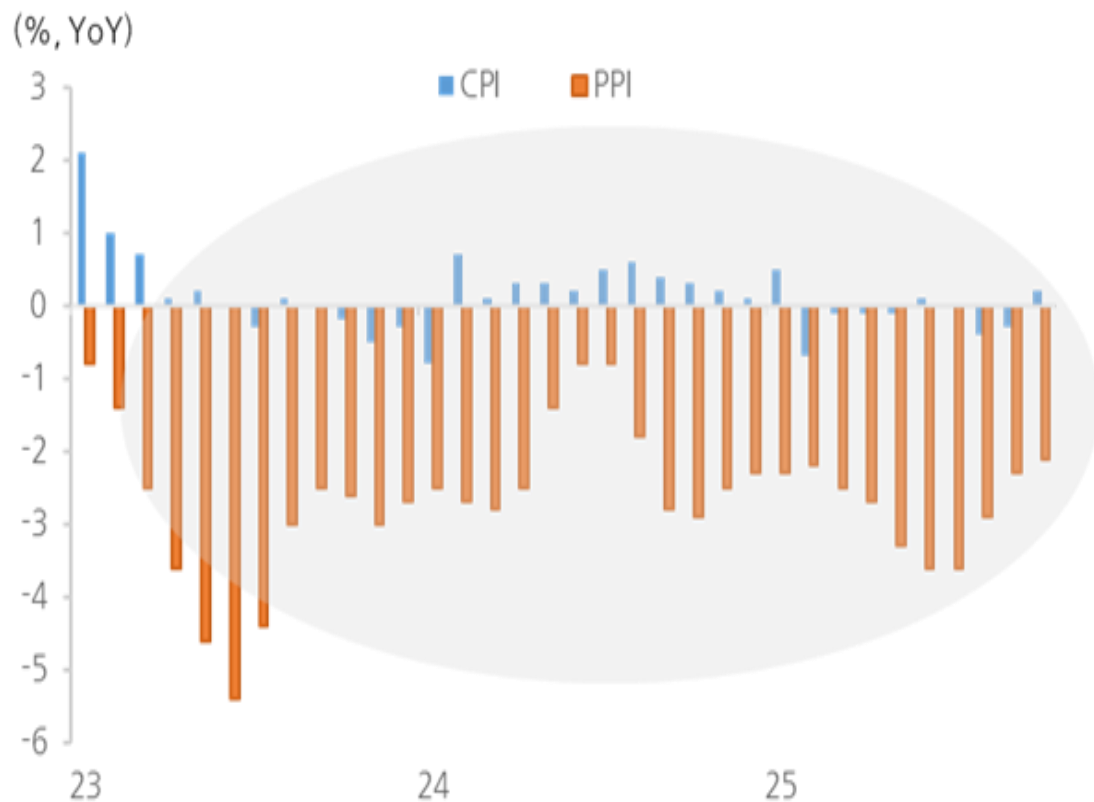


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

중국, 기업과 경제의 괴리

과도한 공급이 초래한 디플레이션

중국 물가



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

중국과 일본 국채 10년물



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

참고 - 미소 냉전 사례

미소 냉전의 타임라인, 직접적 무력 충돌은 없었지만 냉전은 오래 갔다.



2차 세계대전 종전



한국 전쟁



쿠바 미사일 위기

공포의 균형 또는 상호확증파괴



소련, 아프칸 침공

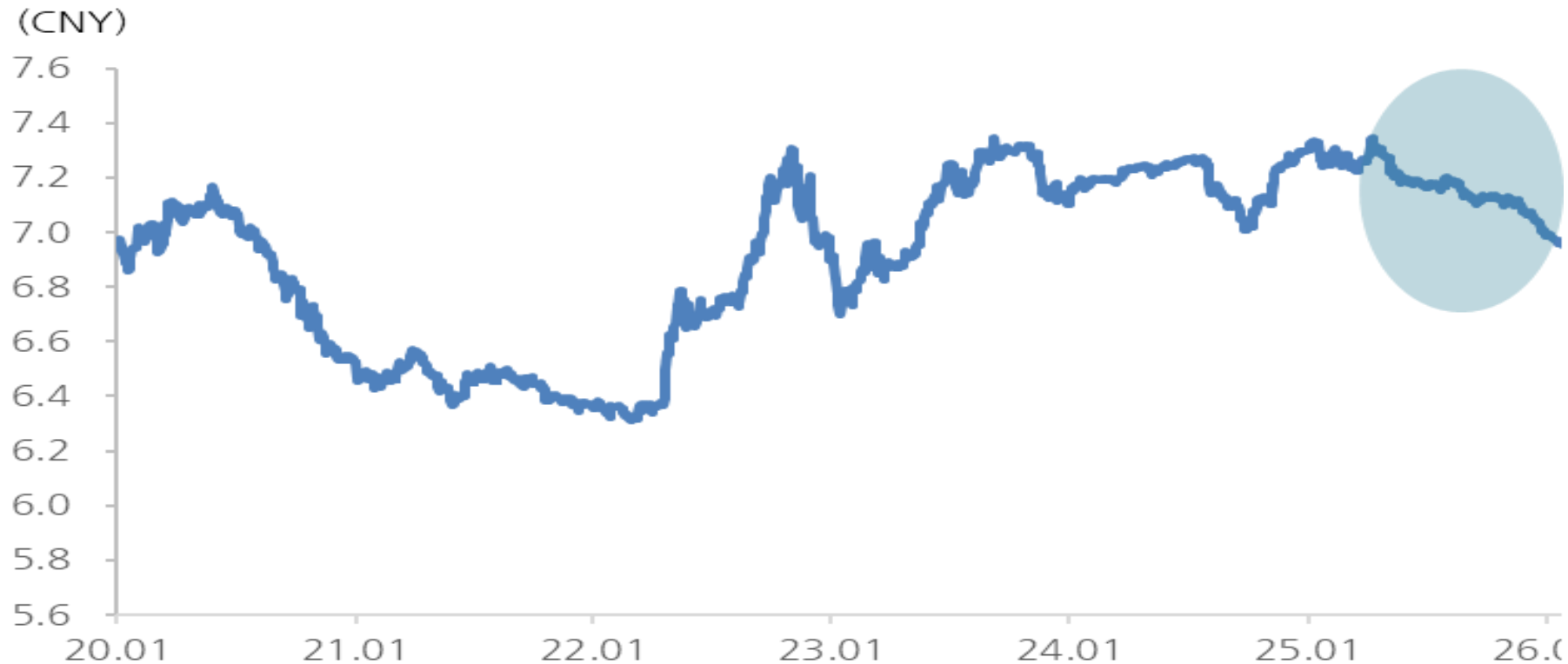


소비에트 해체

트럼프는 왜?

위안화 강세, 미중 관계 해빙의 신호

위안/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

원/달러 환율

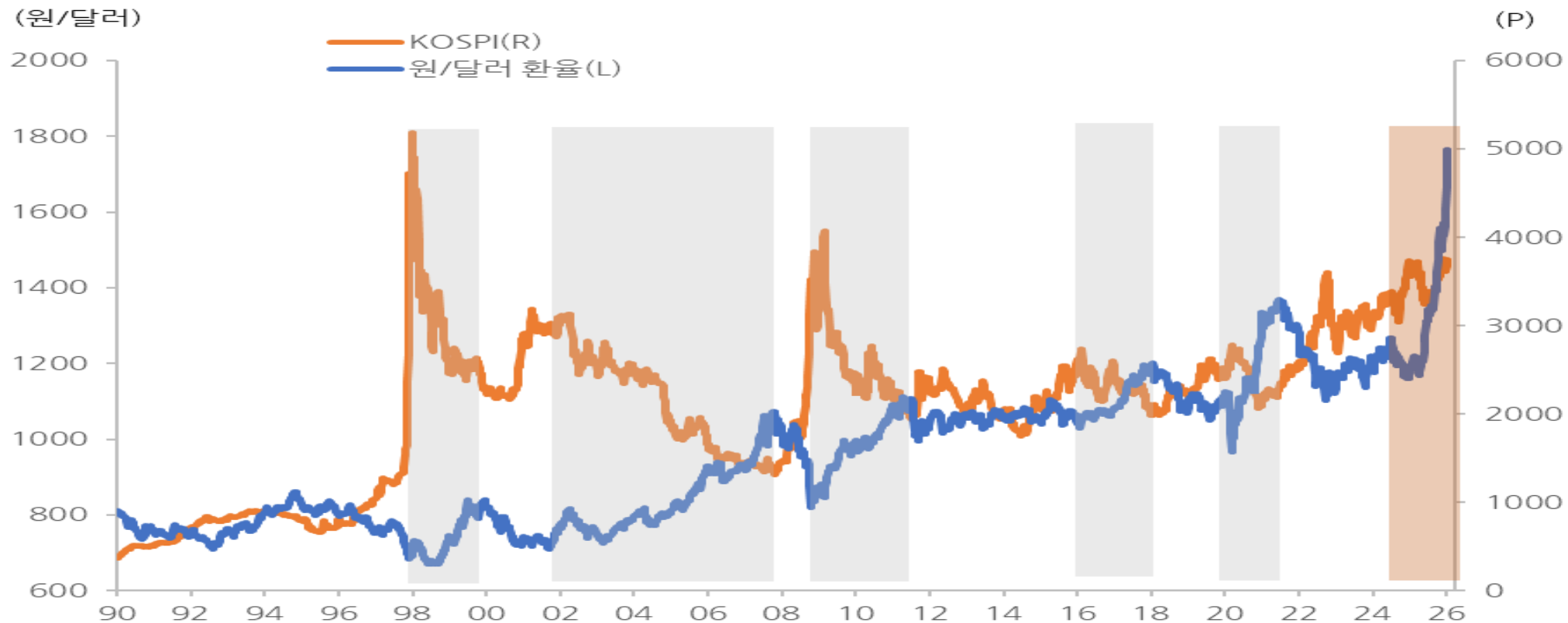
원화 약세에는 한국 경제에 대한 비관론이 투영돼 있다

조선일보 2026.1.7

강달러 지속?

예외적인 2025년 이후 주가와 환율

KOSPI와 원/달러 환율

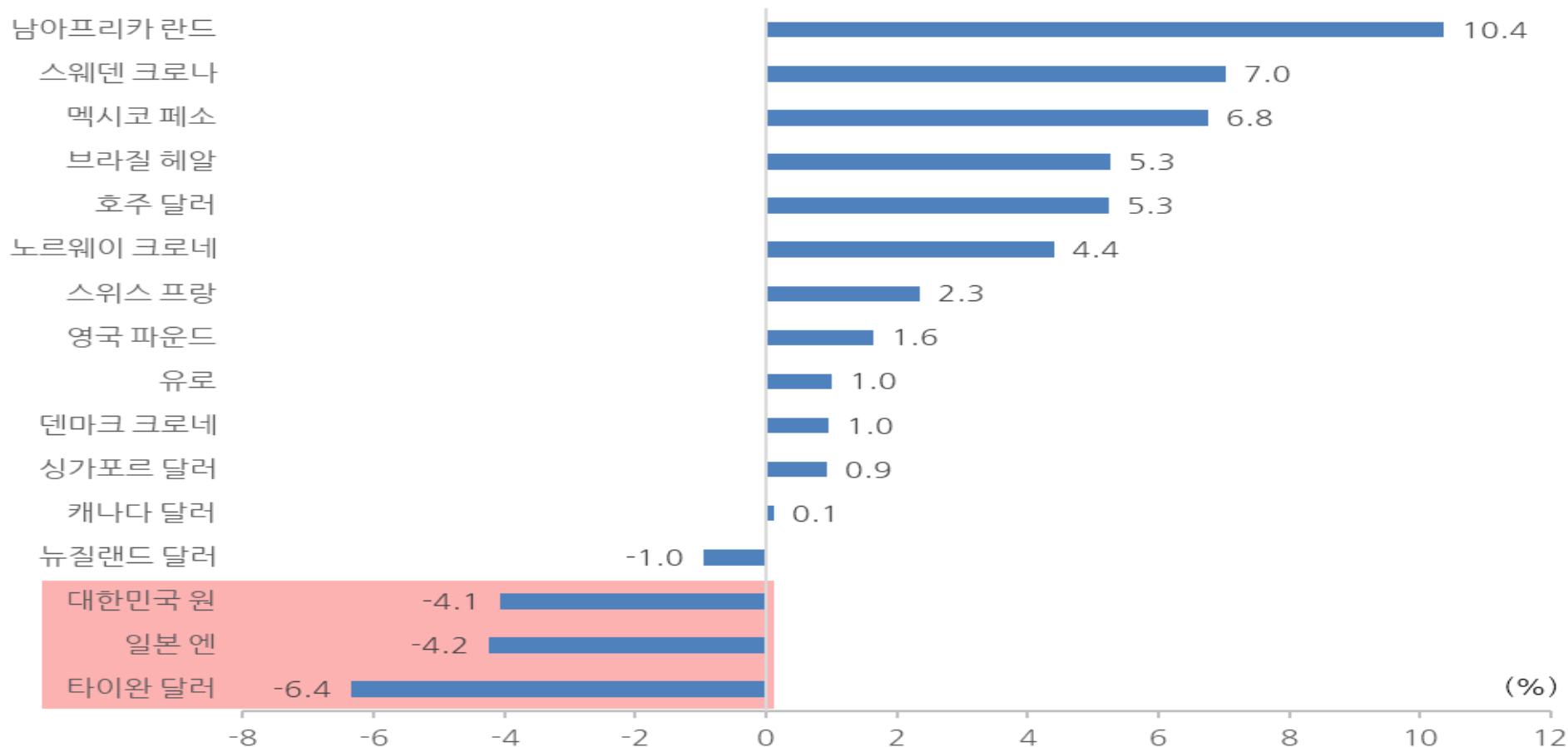


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

강달러 지속?

한국 원화만 약한 건 아니다 - 대만 달러는 왜 약할까?

최근 6개월 통화 가치 등락

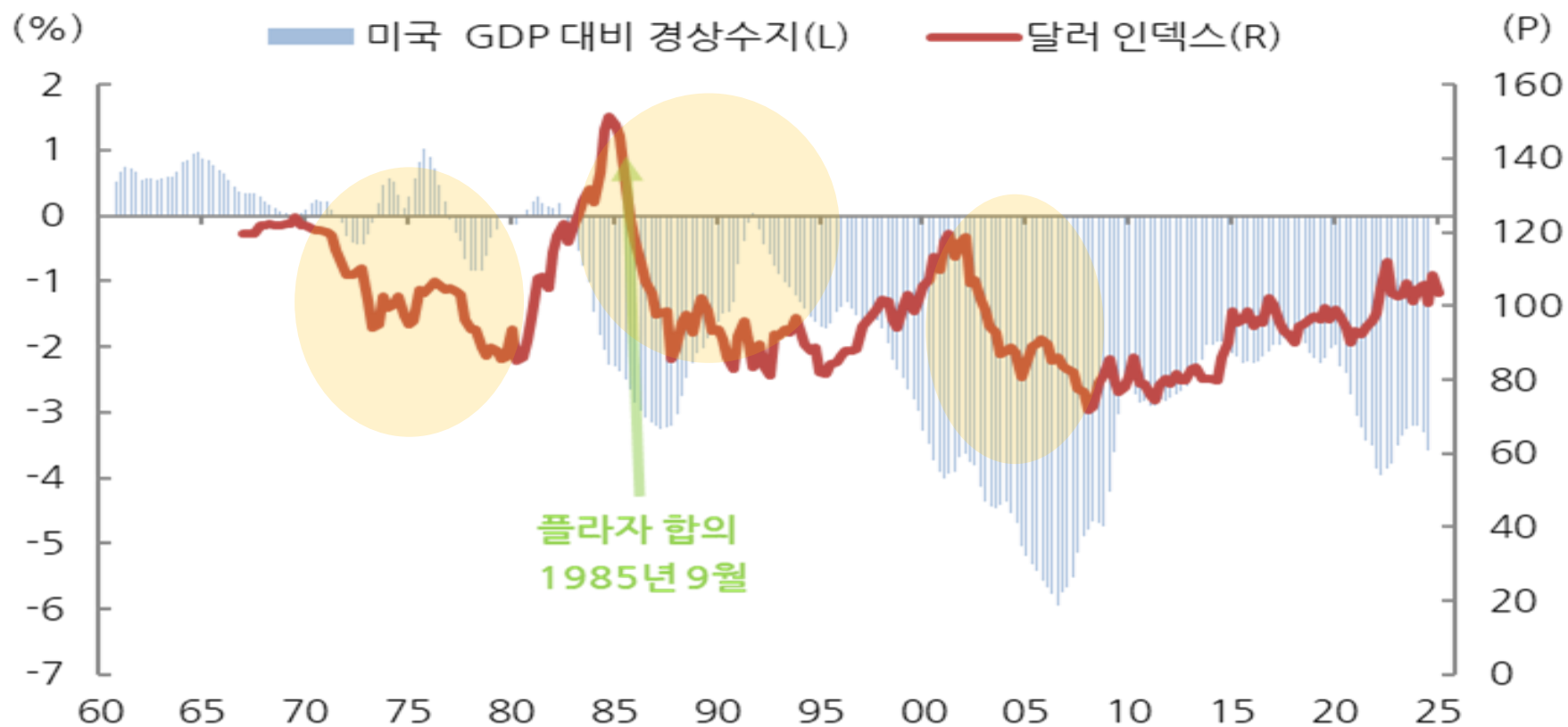


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

강달러 지속?

플라자 합의 1985년, 루브르 합의 1987년, 한국과 대만 환율 조작국 지정 1989년

미국 경상수지와 달러 가치

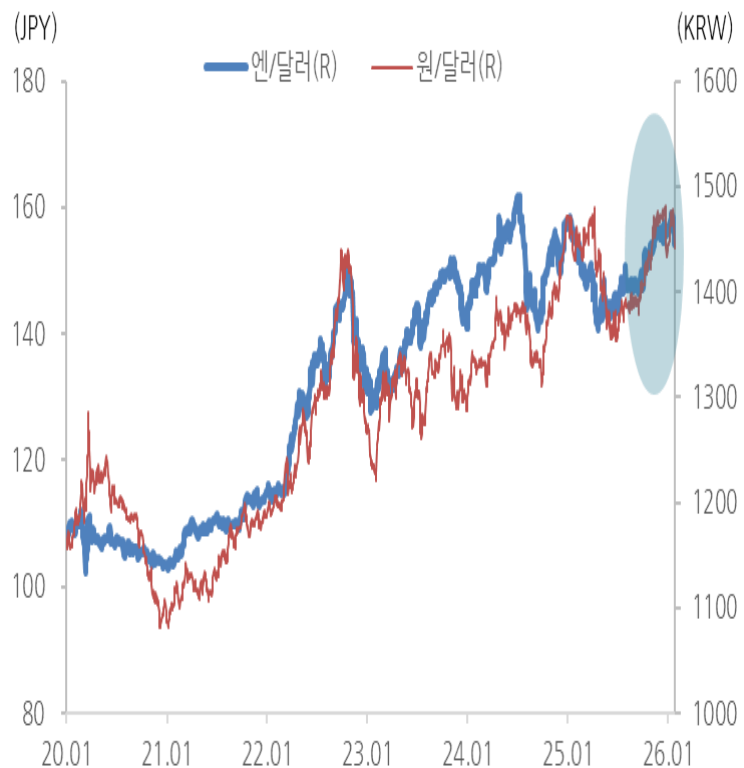


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

강달러 지속?

관세에서 환율로, 동아시아 통화 강세 반전 예상

일본 엔화와 한국 원화 - 동조화



자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

대만 달러화와 한국 원화 - 동조화



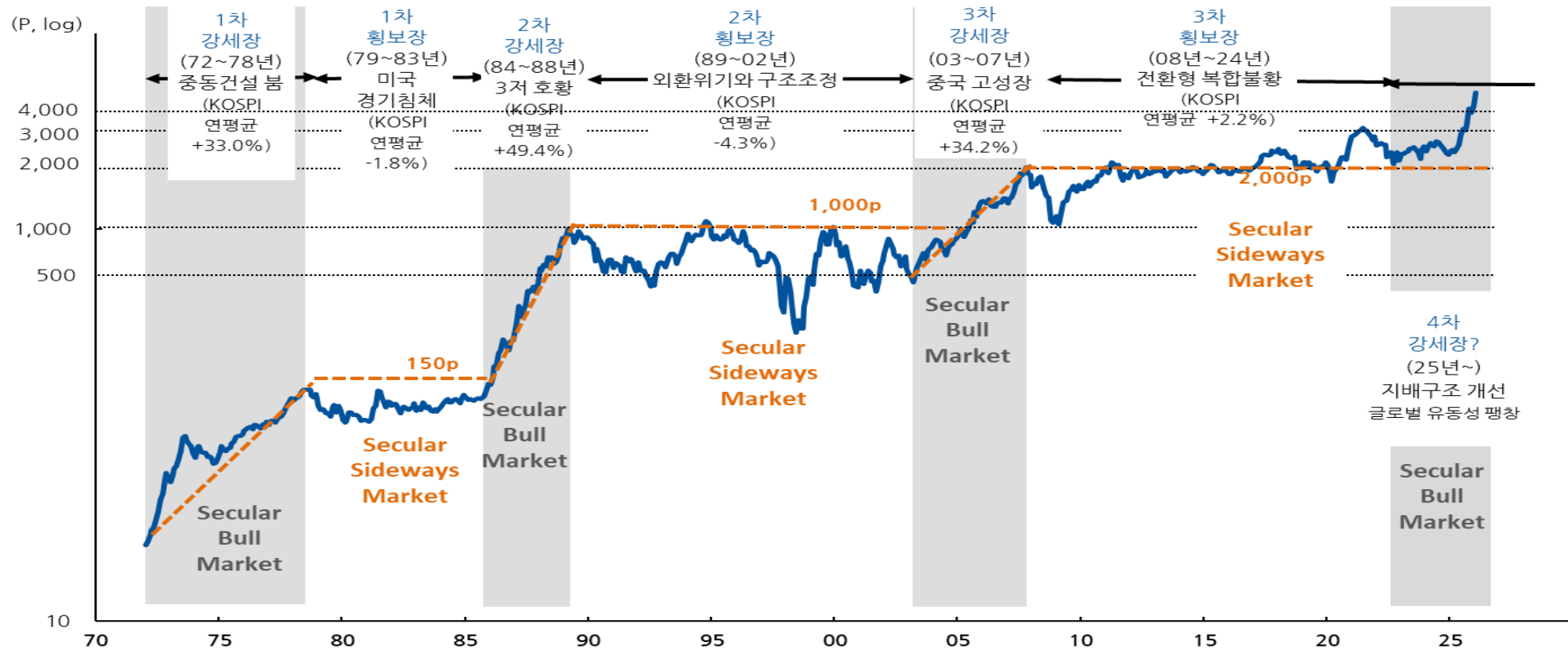
중국 위안화와 한국 원화 - 탈동조화



강달러 지속?

한국 증시의 대세 상승은 약달러 국면에서 나타나

KOSPI Secular Cycle



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 버블 논란

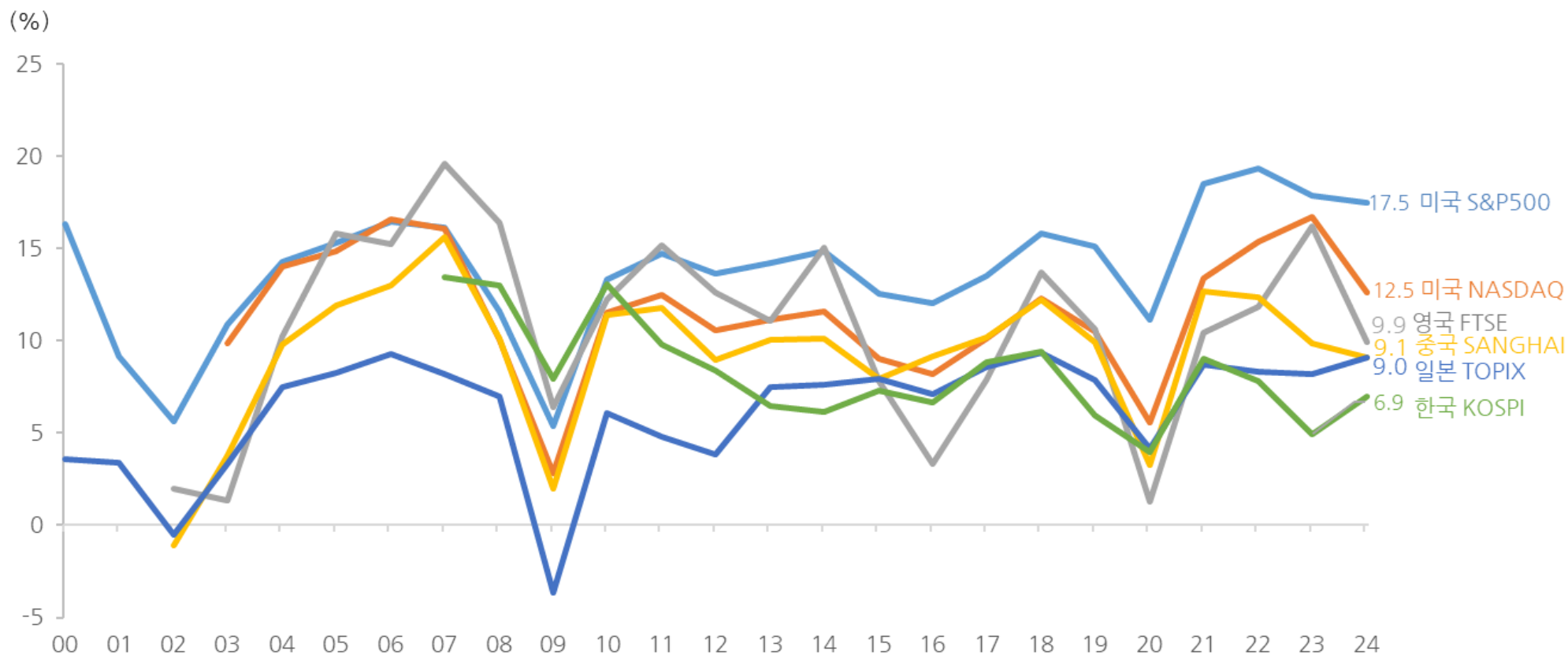
AI 에 대한 낙관론이 과도하다

OECD 2026.1.13

AI 버블 논란

미국 증시 상장기업들의 자본 효율성이 높아

주요국 상장사 ROE

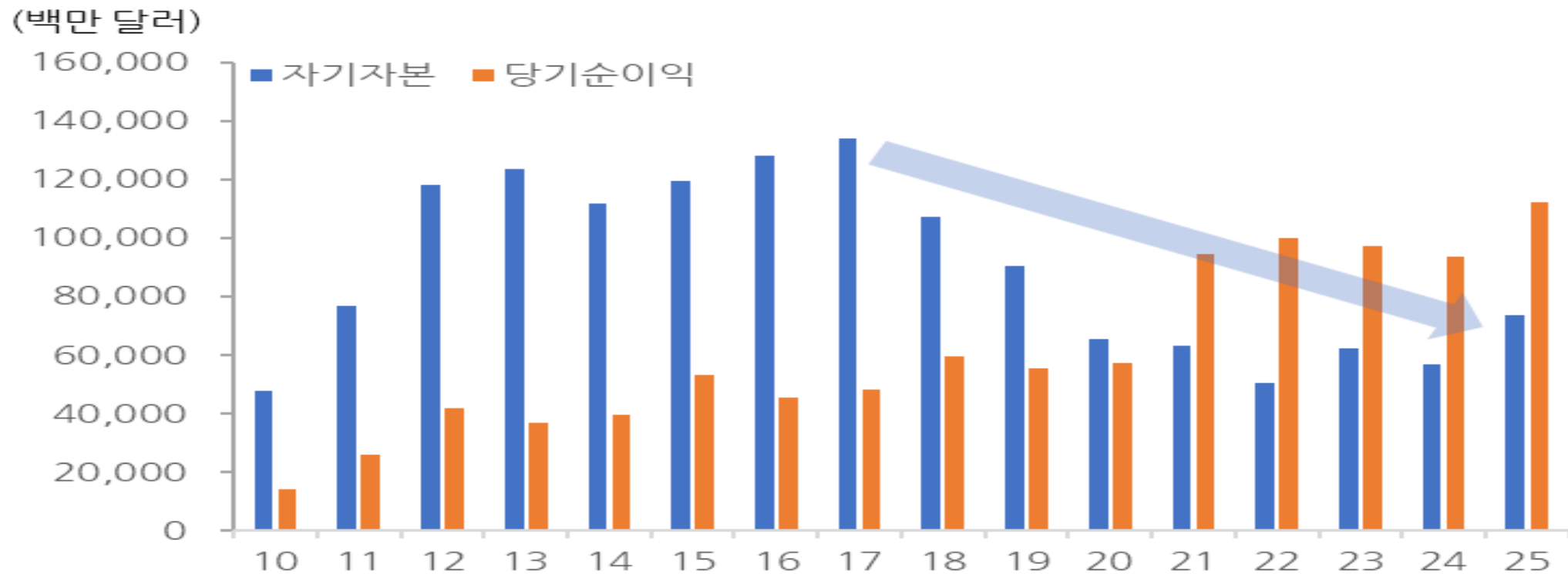


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 버블 논란

애플의 ROE 171%는 어떻게 나왔을까?

애플 당기순이익과 자기자본



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 버블 논란

자본주의는 자기자본을 증식시켜 나가는 일련의 과정

PBR 1배 하회 주가 \Rightarrow 시가총액 < 자기자본

$$\text{자기자본이익률(ROE)} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} = \frac{\frac{\text{시가총액}}{\text{자기자본}}}{\frac{\text{시가총액}}{\text{당기순이익}}} = \frac{\text{PBR}}{\text{PER}}$$

일반적으로 ROE가 낮을 때 PBR도 낮아

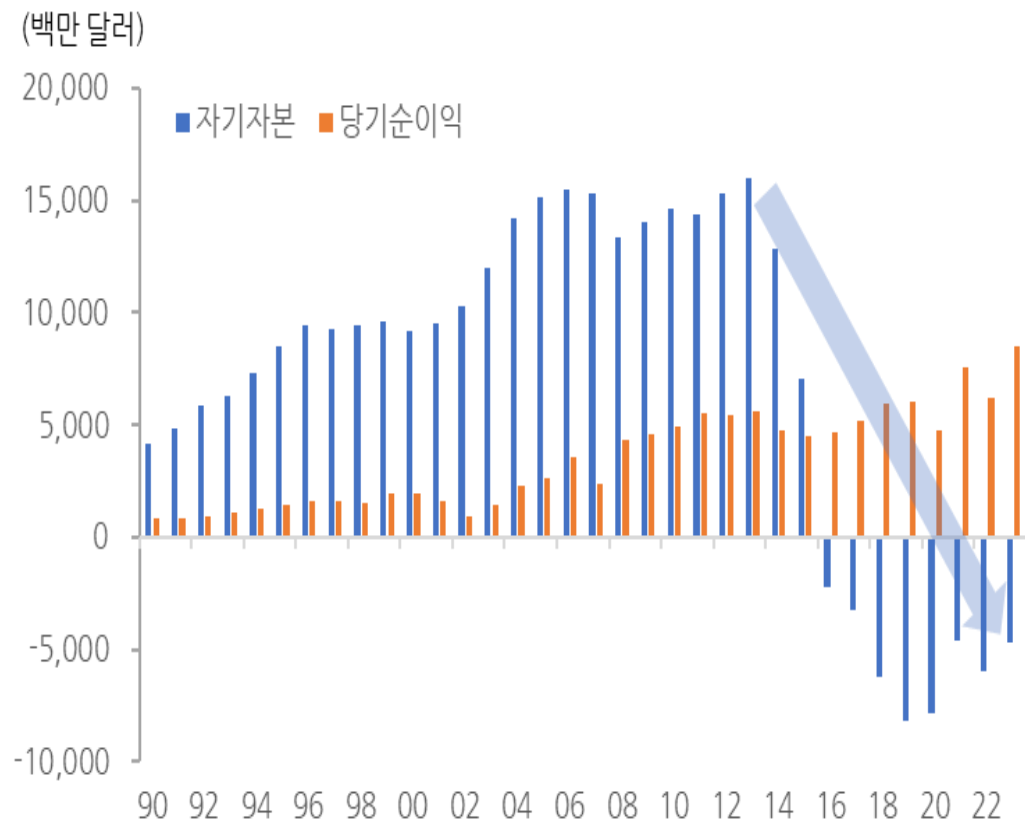
$$\text{PBR} = \text{ROE} \times \text{PER}$$

PBR을 높이려면 ROE를 높이거나 PER을 높여야

AI 버블 논란

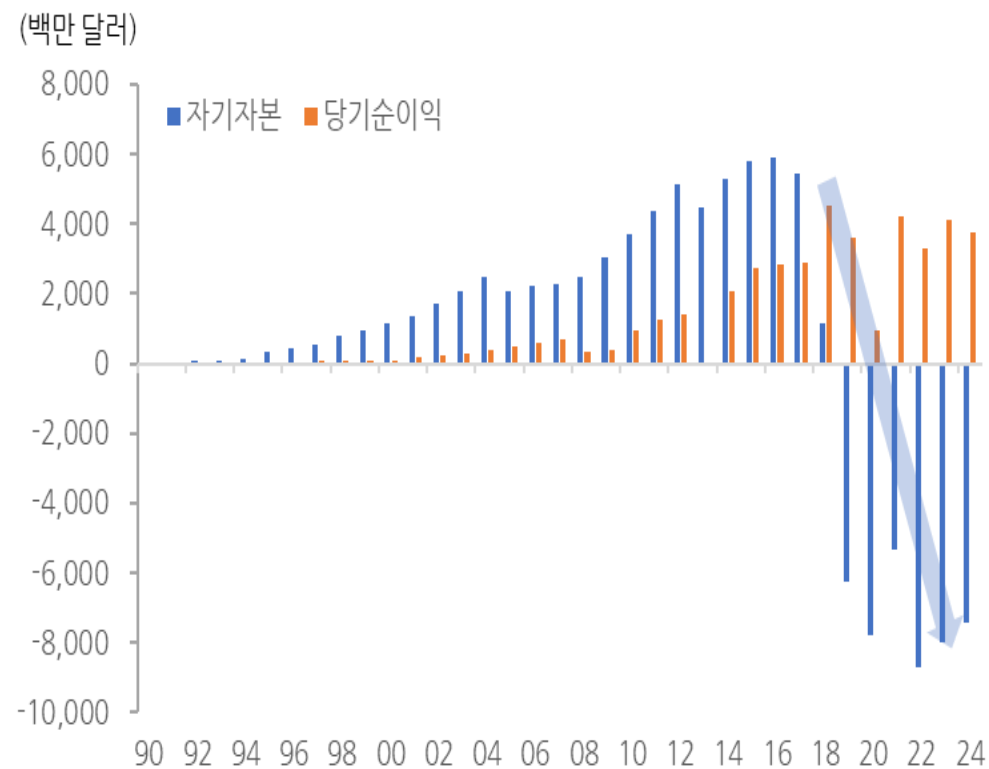
애플보다 더 심한 기업들, S&P500 기업들 중 31개사 완전 자본잠식

맥도널드 자기자본과 당기순이익



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

스타벅스 자기자본과 당기순이익



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 버블 논란

미국 기업들의 투자 자본이 급증하고 있다

ROIC

= 영업이익 / 투자자본
= 영업이익 / (타인자본+자기자본)

주주환원을 통해 자기자본 축소



부채를 통한 자사주 매입의 경우에도
총투자자본은 늘어나지 않아

회사채 발행
자사주 매도

AI버블 논란의 최정점에 있는 기업은
엔비디아가 아니라 오라클과 메타

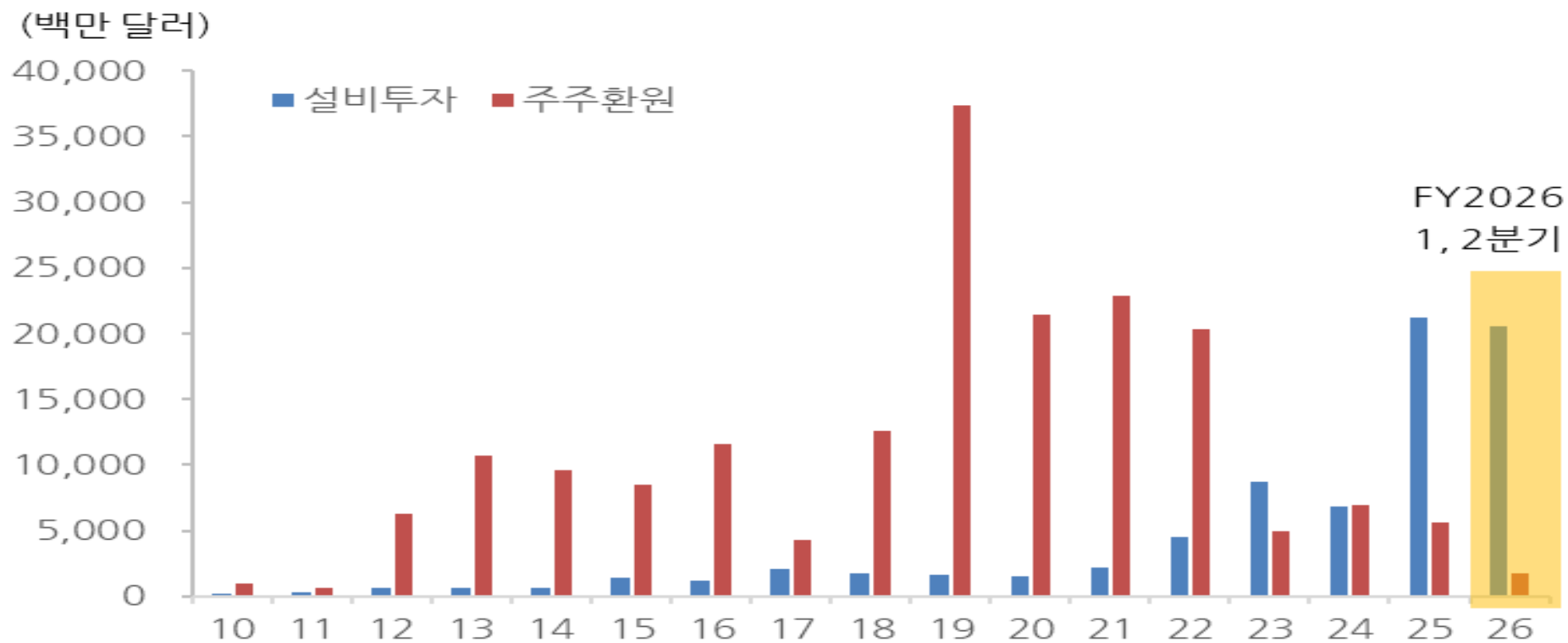
오라클 자사주 매도
메타 300억 달러 회사채 발행

자료 : 신영증권 리서치센터

AI 버블 논란

왜 오라클이 문제일까?

오라클 설비투자과 주주환원

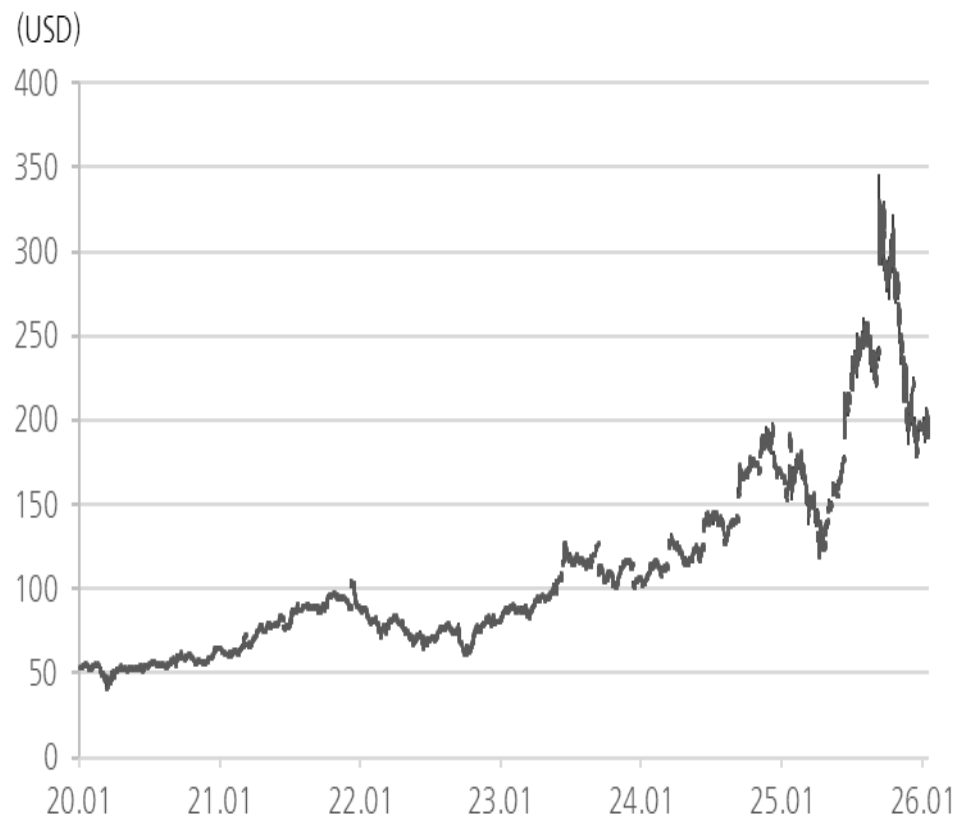


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 버블 논란

악한 고리들

Oracle 주가 추이 (2020년~)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Meta 주가 추이 (2020년~)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

리스크

시장이 꺾인다면?

인플레이션과 장기 금리 상승

익숙한 패턴

S&P500지수와 미국 국채 10년물

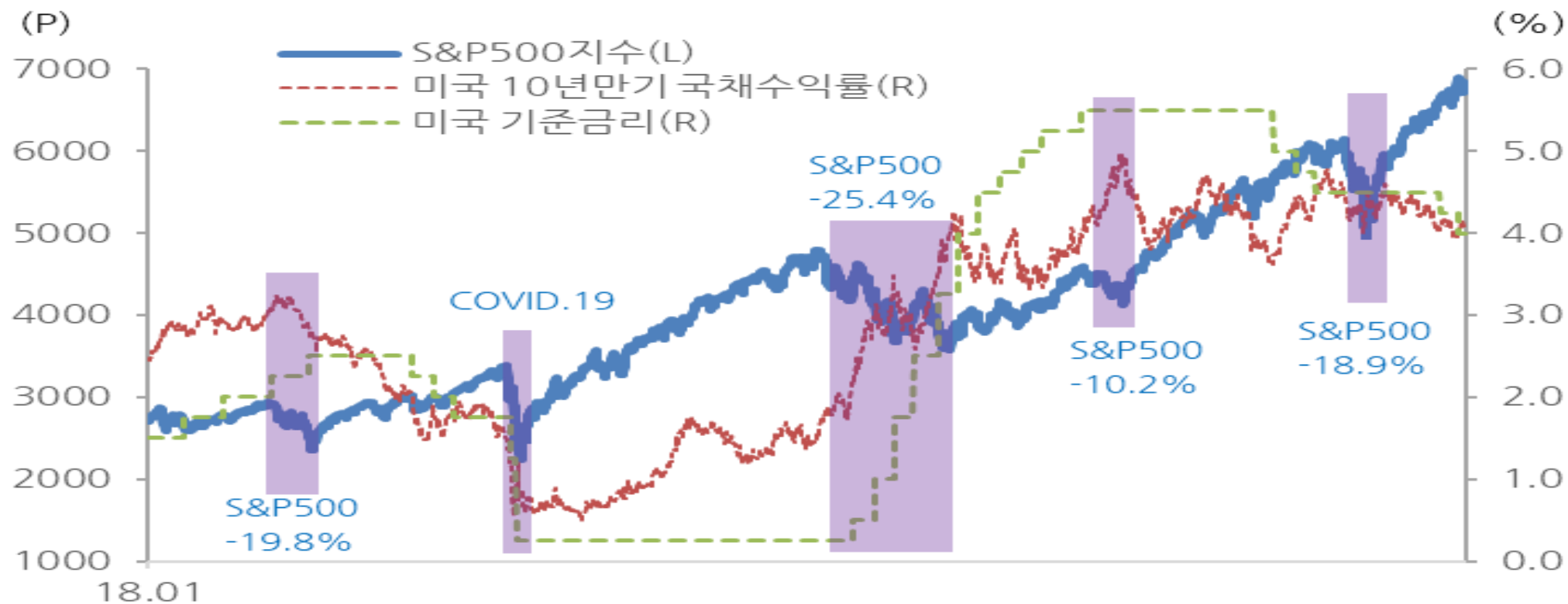


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

인플레이션과 장기 금리 상승

주식과 채권의 대체성 약화

미국 정책금리와 시장금리, 주가지수

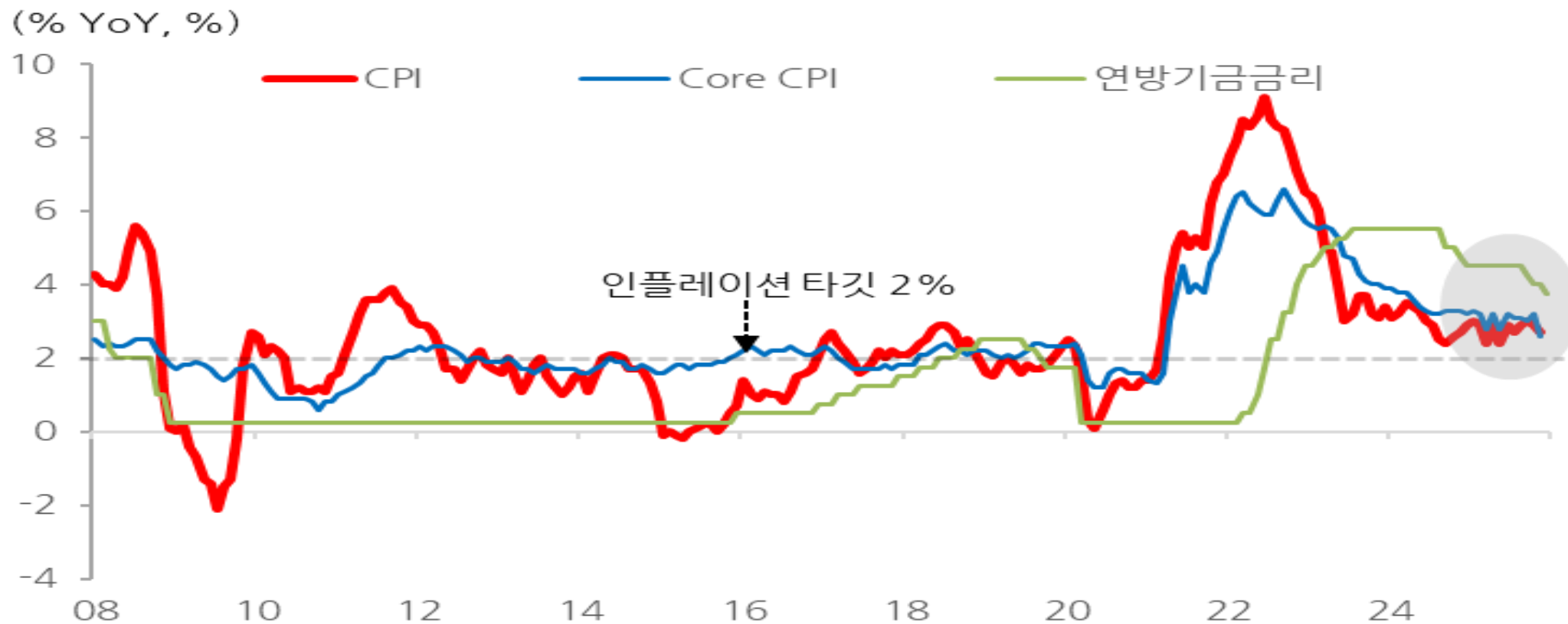


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

인플레이션과 장기 금리 상승

인플레이션이 대두될 때 주가는 조정 - 관세, 연준 권력

미국 소비자물가지수



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

과거와 미래

연평균 수익률 3.9%

KOSPI 장기 추세 Secular Trend



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터