MULTI ASSET STRATEGY

2026. 3. 23

투자의견 (3개월)			
주식	-1	0	**+1**
채권	**-1**	0	+1
현금	-1	**0**	+1

+1: Positive, 0: Neutral-1: Negative

투자의견 (12개월)			
주식	-1	0	**+1**
채권	-1	**0**	+1
현금	**-1**	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral-1: Negative

Global Asset Allocation I 2026년 2분기

전쟁과 레드라인

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

REPORT
CONTENTS

01 글로벌 자산 배분 05p

02 글로벌 경제 18p

03 글로벌 주식 25p

글로벌 주식	26p	중국 주식	45p
한국 주식	32p	유럽 주식	51p
미국 주식	39p	일본 주식	57p

04 글로벌 채권 64p

한국 국채	67p	한국 크레딧	70p
미국 국채	69p		

05 대체투자 72p

원유	74p	사모 대출	80p
금	76p	인프라	81p
PE/VC	79p	부동산	82p

2026년 Global Asset Allocation 의견 (최근 변경 '26년 3.23일)

		향후 3개월			향후 12개월			핵심 투자 아이디어
		-1	0	+1	-1	0	+1	
Global Asset Allocation	주식	□	□	■	□	□	■	당분간 높은 변동성 예상되나 기업실적 환경 우호적
	채권	■	□	□	□	■	□	지정학 위험이 성장보다 인플레 우려 높여 불리
	현금	□	■	□	■	□	□	단기는 위험관리 필요, 중기는 기회손실 고려
주식	미국	○	●	○	○	○	●	변동성 속 밸류 저평가+이익성장 산업에 주목
	유로존	●	○	○	●	○	○	우크라이나 전쟁과 비교는 시기상조
	중국	○	●	○	○	●	○	증시 안정화 구간, 정책 모멘텀과 미중 회담 주목
	한국	○	○	●	○	○	●	아직은 우호적인 반도체 사이클 수혜 전망
	일본	Not rated			Not rated			정책 안정성에 따른 밸류에이션 리레이팅 전망
채권	한국 국채	●	○	○	●	○	○	성장·물가의 상방 요인, 높은 수준의 금리 지속
	미국 국채	○	●	○	○	○	●	Fed 금리인하 지연 예상. 박스권 탈피 어려워
	한국 크레딧	●	○	○	○	●	○	2분기 신용등급 변동 등 추가 리스크 요인에 유의
대체 투자	원유	● →	●	○	●	○	○	해협 재개방 전까지 공급 차질로 상방 압력 지속
	금	○	●	○	○	●	○	안전자산 선호보다 물가 우려로 지지선 탐색 구간
	PE/VC	Not rated			Not rated			분배금은 서서히 개선세, 메가딜 편중은 지속될 것
	사모 대출	Not rated			Not rated			환매 압력, 시스템 위기보다 선별적 손실 예상
	인프라	Not rated			Not rated			데이터센터 중심의 딜 증가 지속 전망
	부동산	Not rated			Not rated			구조조정 본격화 시기, NPL 전략 활성화 전망

주식 비중 내 상대 선호도 (Not Rated는 배분 대상 지역에 미포함)

채권 비중 내 상대 선호도

배분 대상 자산군에 미포함 (개별 시장에 대한 투자의견)

+1: Positive, 0: Neutral -1: Negative

■ 기존 의견 ■ 현재 의견

Contributor

글로벌 자산 배분/지정학 분석

유승민 이사
strategist.you@samsung.com

글로벌/미국 경제

허진욱 이사 (Macro Head)
james_huh@samsung.com

글로벌/한국 주식 전략

양일우 팀장/수석연구위원
iw.yang@samsung.com

미국 주식 전략

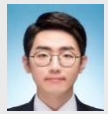
박혜란 선임연구원
hyerani.park@samsung.com

중국 주식 전략

전종규 수석연구위원/이사
juhn21@samsung.com

유럽 주식 전략/유럽 경제

양지성 선임연구원
jisung.yang@samsung.com



한국 주식 전략

권범석 선임연구원
beomseok.kwon@samsung.com

일본 주식

이창희 수석연구위원
changhe01.lee@samsung.com

일본 경제

구민정 선임연구원
mj.gu@samsung.com

국채/선진 채권

김지만 수석연구위원
jiman8.kim@samsung.com

크레딧/해외 채권

김은기 팀장/수석연구위원
creditbond.kim@samsung.com

대체투자

이경자 팀장/수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

중국 경제

금종호 선임연구원
jongho.keum@samsung.com

원자재 전략

박주란 선임연구원
juran.park@samsung.com

PART

글로벌 자산 배분

전쟁과 레드라인

Executive Summary

유승민 팀장/이사 strategist.you@samsung.com

핵심 아이디어

이란 전쟁의 향방은 2분기 글로벌 자산시장의 최대 변수. 중동 산 원유에 대한 글로벌 경제의 의존도, GDP의 원유 집약도는 1970년대보다 낮아졌으나, 전쟁 지속 여부에 따라 인플레이션 영향은 불가피. 특히 아시아 국가들이 미국, 유럽 등에 비해서 이번 사태의 위험에 상대적으로 크게 노출. 전쟁의 레드라인은 양측이 상대방의 석유 생산, 정유 인프라를 파괴하는 것. 이 경우 고유가 상황이 장기화될 수 있음. 그러나 당사 지정학팀은 美의 '하르그' 섬 공격 이후 상황 변화 가능성을 주목. 이란 신정권은 생존 자체가 승리이나 석유 생산능력을 유지해야 정권유지가 가능해 협상에 나설 가능성 높아지기 때문.

단기간 내에 이란전쟁이 종전(휴전) 또는 협상 국면으로 이전되면 매크로 영향이 제한적, 위험자산 선호전략 유효. (단기전의 기본 시나리오 하에서) 3개월은 '주식 확대 – 채권 축소 – 현금 중립' 의견 유지 / 12개월 기준 '주식 확대 – 채권 중립 – 현금 축소'

전쟁 발발 이후 글로벌 금융시장은 스태그플레이션 보다 인플레 우려에 더 집중. 따라서 주식시장은 전쟁에도 불구 위험 프리미엄이 제한적으로 상승. 지역별로는 3개월 기준 한국 확대 – 미국, 중국 중립 – 유럽 축소 의견 유지. 1분기 중 국가별로는 편차 다소 존재하나 실적 전망 개선과 주식시장 성과가 대체로 일치. 반면 업종별로는 'AI 버블 우려+지정학 위험' 등이 혼재되어 펀더멘탈과 괴리 커진 상황. 이를 이용한 Long-Short과 바벨 포트폴리오 전략 선호.

원유시장 불안정에 대해 민감도 상대적으로 높은 채권, 비중 축소 전략 유지. 파월 의장의 발언처럼 에너지 가격 상승으로 인한 인플레 영향의 범위와 지속기간 판단이 어려운 상황. 아직까지 기대 인플레는 '지속적 유가 & 인플레 상승'을 우려하지 않는 수준에서 형성. 이는 이번 전쟁이 단기전이라는 예상이 반영된 것이나, 시장의 전망이 어긋날 경우 위험은 주식보다 채권이 더 클 수 있음.

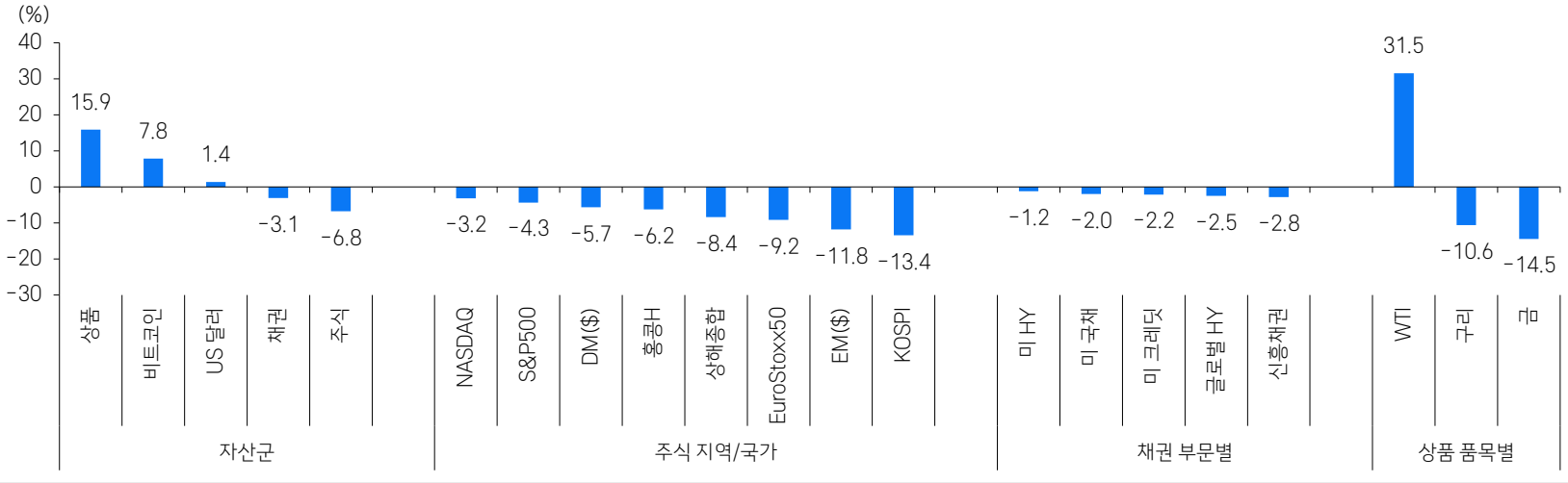
상품시장에서는 금을 중립 유지하나, 원유는 3개월 기준 중립으로 상향. 당사가 지속적으로 주장하듯 유동성 의존 랠리는 지난 해 하반기 이후 둔화 중. 이에 따라 지정학 위험 확대에도 불구하고 금의 헷지기능은 제한적일 전망. 원유시장은 구조적인 공급 우위 환경에서 지정학적 위험이 일시적인 변동성 요인으로 작동 중. 한편 원/달러 환율은 지정학 위험을 감안해도 오버슈팅으로 판단하며, 결국 펀더멘털과 밸류에이션으로 수렴될 것으로 판단.

향후 자산시장 향방은 전쟁 지속 기간에 달림

금융시장은 아직까지는 '스태그플레이션' 보다 '인플레 우려'에 더 집중

- 이란 전쟁의 직접 변수는 에너지 가격 & 인플레이션 상승, 이에 따라 개전 이후 주가 하락, 금리 상승으로 반응
- 유가 상승이 상품 강세를 주도, 대표적 안전자산인 금은 달러 강세와 당사가 우려하는 유동성 랠리 둔화의 영향으로 오히려 가격 하락
- 중동산 원유에 대한 글로벌 경제의 의존도, GDP의 원유 집약도는 1970년대보다 낮아졌으나, 전쟁 지속 기간에 따라 영향 달라질 것
- 금융 시장은 이미 올해 주요 경제권에서 금리 인하 횟수가 줄어들 것으로 예상, 특히 ECB의 경우 공격적인 금리 인상을 우려

이란 전쟁 발발 이후 주요 자산별 등락



참고: 2월 27일 종가 대비 3.23일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

중동 에너지 불안 지속 시 아시아 〉 유럽 〉 미국 순

아시아 지역 국가들이 미국, 유럽 등에 비해서 이번 사태 위험에 상대적으로 크게 노출

국가별 종합 리스크 매트릭스 (종합 리스크 점수 기준 : 8~10점 고위험, 4~7 중위험, 1~3점 저위험 or 수혜)

국가 (항목별 비중)	원유 의존도 (30%)	LNG 의존도 (20)	에너지 대체 가능성 (15%)	외환 취약성 (25%)	경제 규모 & 내성 (10%)	종합 리스크 점수
파키스탄	9	8	3	10	6	8.5
방글라데시	8	8	2	9	5	8.0
일본	9	5	4	3	9	6.2
인도	7	7	7	6	9	6.4
한국	8	6	6	4	8	6.0
중국	8	5	7	3	10	5.6
대만	7	5	6	4	7	5.4
필리핀	7	4	4	7	5	6.1
태국	6	4	6	5	6	5.0
싱가포르	5	5	7	2	6	4.0
독일	3	2	8	2	8	2.9
스페인	2	2	8	3	6	2.6
미국	1	1	10	1	10	1.8

참고: 종합 리스크 점수 = 원유의존도(30%) + LNG의존도(20%) + 에너지 대체가능성(15%, 역수) + 외환취약성(25%) + 경제 규모와 내성(10%, 역수)
자료: 삼성증권

이란 전쟁, 장기 지속보다 휴전 가능성 상승

이란 전쟁 불확실성이 여전히 핵심 변수이나, 당사 지정학 팀은 미국의 '하르그'섬 작전에 따라 상황 변화 예상

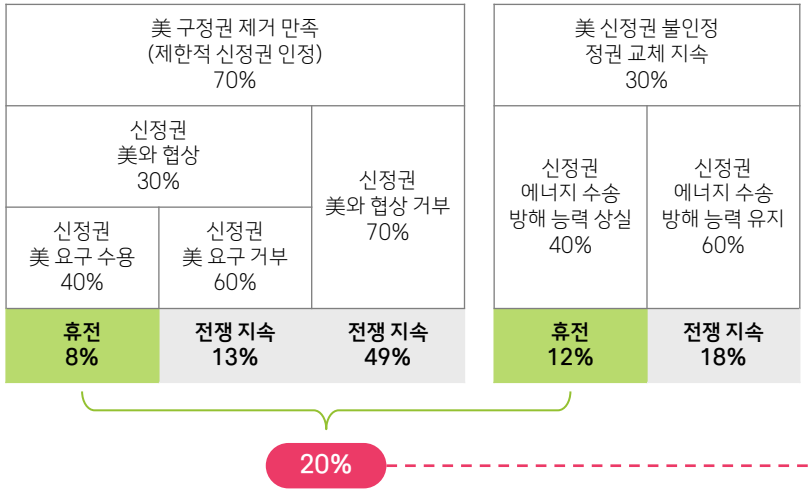
▶ 이란 전 개전 초기 트럼프가 제시했던 '4대 군사적 목표'는 상당 부분 달성, '정치적 결과(=친미 정권 교체)'는 미달

- 4대 군사적 목표: 이란의 핵무기 획득 방지, 이란의 미사일 비축량 및 생산 시설 파괴, 이란의 대리 네트워크 약화, 이란 해군 전멸' 등
- 모즈타바가 최고 지도자로 선출된 이후 이란의 저항 지속되며 장기전 가능성 높았던 상황

▶ 美의 하르그 섬 공격 이후 상황 변화: 이란 신정권의 장기전 수행 능력, 호르무즈 해협 통제력 크게 위협 받게 됨

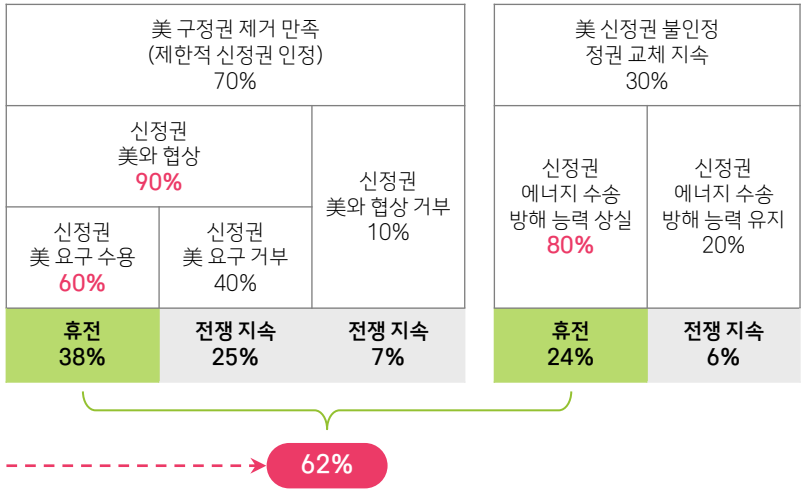
- 이란 신정권은 생존자체가 승리이나, 석유 생산능력을 유지해야 정권유지가 가능하다는 점에서 하르그 섬 지배는 매우 중요

美의 이란 하르그 섬 공격 이전 확률: 휴전 20% vs. 전쟁 지속 80%



자료: 삼성증권

美의 이란 하르그 섬 공격 이후 확률: 휴전 62% vs. 전쟁 지속 38%



자료: 삼성증권

원유시장 위험, 레드라인 이하에서 관리 여부가 관건

원유 공급망의 불안정 지속 여부가 금융시장의 최대 변수, 이란과 걸프지역 원유 인프라 파괴가 레드라인

▶ 미국과 이란 양측 모두 레드라인 이하에서 협상을 모색하는 것이 최선, 레드라인 넘어가면 협상 여지 사라지고 상호 파괴적 국면

▶ 레드라인 이하에서 상황관리 될 경우 국제유가는 배럴당 100달러 수준에서 정점을 형성하고 안정될 가능성 유력

▶ 군사적 충돌 고조되며 레드라인을 위협하고 있으나 협상 국면으로 이전하기 직전 갈등의 정점일 가능성도 주시

이란 사태 시나리오와 (평균) 유가 전망

- 시나리오.1 • **美, 이란 군사 or 핵프로그램 지원 시설 (미사일) 공격:** 협상의 수단으로서 제한적 군사 작전 → 무산됨
- 시나리오.2 • **美, 이란 원유 수출항(하르그 섬) 봉쇄 or 점령, 유조선 압류 :** 최대 160만 배럴/일 이란산 원유 수출에 차질
- 시나리오.3 • **이란, 아랍 걸프 지역 원유 수송 방해 / 美의 작전에 따라 수주 후 정상화:** 초기에 유가 급등(최악의 경우 배럴당 90달러 상회)

현재 미국과 이란이 선택한 대응

Red Line

- 시나리오.4 • **美, 이란 석유시설 직접 공격, 생산 및 정유소 타격 시 영향 장기간 지속:** 이란산 원유 공급 중단 (유가 배럴당 100달러 이상 상승)
- 시나리오.5 • **이란, 아랍 걸프 지역 석유 시설 공격:** 이란 제외 1,800만 배럴/일 원유 생산, 수출 타격 (유가 130달러 상회 가능성)

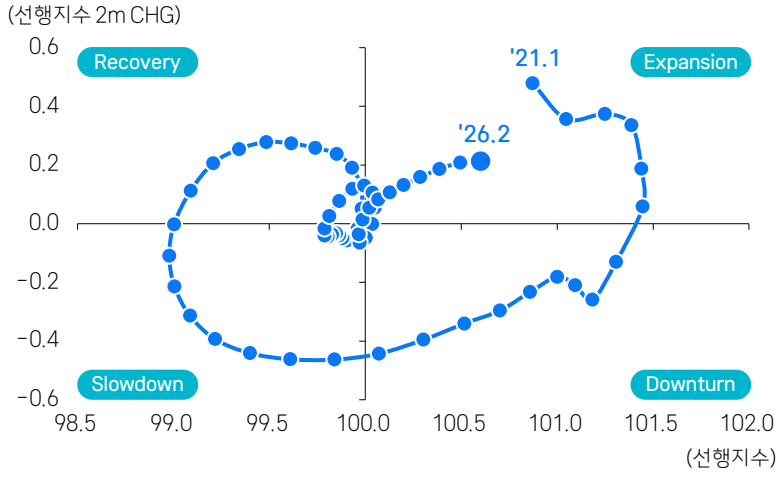
자료: CSIS, 삼성증권

자산 배분: 주식 확대 전략 유지, 단기적으로는 변동성 관리 병행

단기간 내에 종전(휴전) 또는 협상 국면으로 이전되면 매크로 영향이 제한적, 위험자산 선호전략 유효

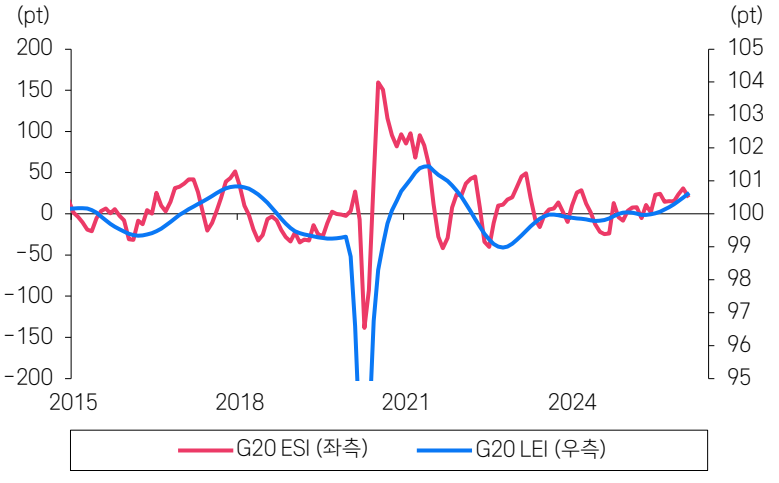
- (기본 시나리오 하에서) 3개월은 '주식 확대 – 채권 축소 – 현금 중립' /12개월 기준 '주식 확대 – 채권 중립 – 현금 축소' 의견 유지
- 다만, 이란 상황에 따라 상기 전략은 가변적이며 분기 중에도 긴급 변경 가능
- 주식의 경우 (인플레 및 변동성) 위험을 고려하여 위험 중립적 포트폴리오 전략 구축을 권고
- 상품시장(자산배분전략 대상 자산군에 포함되지 않음)에서 3개월 기준 원유를 기존 축소에서 중립으로 상향

G20 경기선행 지수에 의한 글로벌 금융 투자 사이클 구분 및 추이



참고: 월간 데이터 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

G20 경제 서프라이즈 지수 vs 경기선행 지수



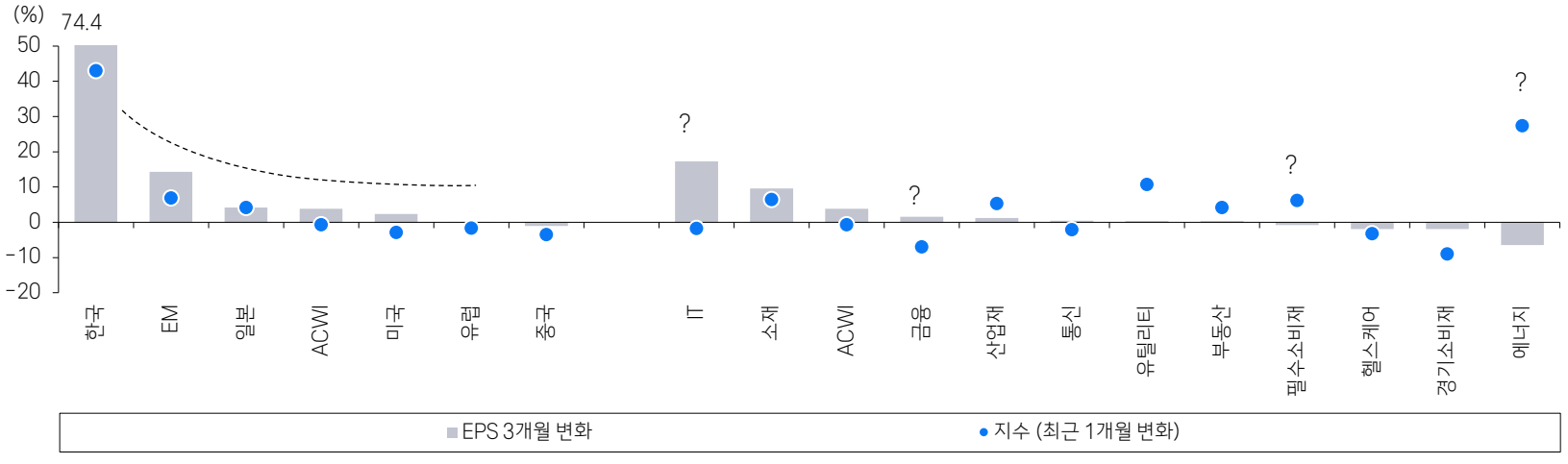
자료: Bloomberg, 삼성증권

주식: 국가별 배분 유지, 업종은 전쟁으로 인한 괴리 확대 주목

글로벌 경제 성장 전망이 훼손되지 않는 가운데 아직까지는 인플레 압력에 따른 제한적 위험 프리미엄 상승

- ▶주식 비중 확대 유지, 지역별로는 3개월 기준 한국 확대 – 미국, 중국 중립 – 유럽 축소 의견 유지
- ▶1분기 중 시장 흐름은 국가별로는 편차 다소 존재하나 실적 전망 개선과 시장 성과가 대체로 균일하게 반영
- ▶반면 업종 별로는 AI 버블 우려+지정학 위험 등이 혼재되어서 펀더멘탈과 괴리 커진 상황
- ▶Long 'IT, 금융' vs. Short '에너지, 필수소비재' / 바벨 포트폴리오 전략은 IT, 금융, 산업재, 유틸리티 등 선호

MSCI 주요국, 글로벌 업종지수의 최근 3개월 EPS 전망 변화 vs. 주가지수 변화 비교



참고: ?는 주가와 펀더멘털의 괴리가 커진 경우
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

채권: 인플레이션 리스크에 가장 민감

원유시장 불안정에 대해 민감도 상대적으로 높은 채권, 비중 축소 전략 유지

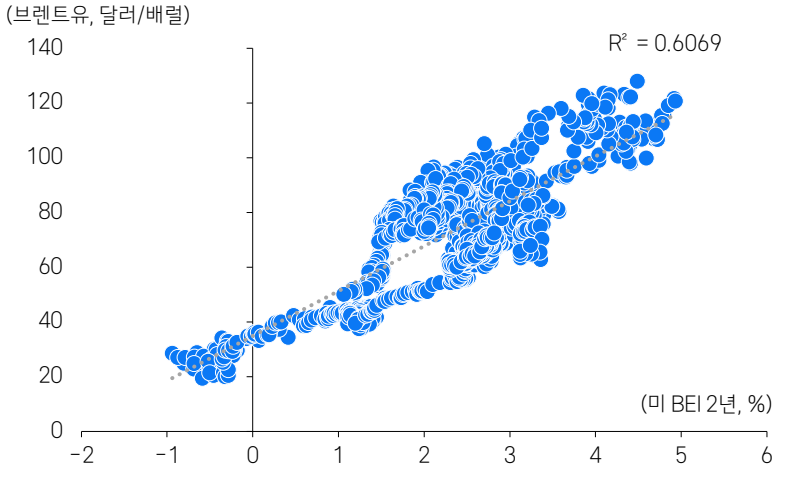
▶ **FOMC 이후 파월 의장의 발언처럼 에너지 가격 상승으로 인한 인플레 영향의 범위와 지속기간 판단이 어려운 상황**

▶ **3월 중순 현재 미 BEI 2년은 3.36%로 배럴당 유가 90달러에 부합하는 수준이며, BEI 10년은 2.42%로 대체로 안정적**

- 이는 이란 전쟁이 단기전이라는 예상이 반영된 것이나, 시장의 전망이 어긋날 경우 금리상승 압력 본격화 예상
- 2022년 러-우 전쟁 당시 브렌트유는 120달러를 상회했으며, BEI는 현재보다 100bps 더 높았음

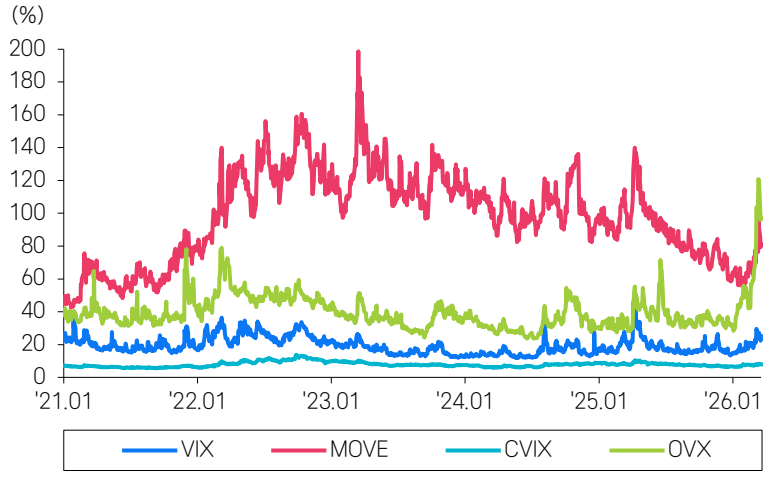
▶ **주요 변동성 지수는 원유시장을 제외하고 대체로 안정적, 반면 '22~23년 국면에 비교 시 채권시장의 변동성이 상대적으로 더 큰 상황**

美 BEI 2년, 10년 vs. 브렌트유 가격



자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 변동성 지수 추이



참고: VIX는 미 주식, MOVE는 미 채권, CVIX는 선진국 외환, OVX는 원유 ETF의 변동성 지수
자료: Bloomberg, 삼성증권

상품: 금 중립 유지, 원유 지정학 이슈로 단기 중립 상향

▶ **당사가 지속적으로 주장하듯 코로나 팬데믹 이후 지속된 막대한 유동성에 의한 everything rally 둔화 중**

- 팬데믹 당시 공급한 유동성 + 여전이 명목 성장에 비해 낮은 명목 금리 + 정부의 재정 적자(=민간의 흑자) 지속 등이 모든 자산으로 유입
- 그러나 유동성 의존 랠리는 지난 해 하반기 이후 둔화 중이며 지정학 위험 확대에도 불구하고 금의 헤지기능은 제한적일 전망

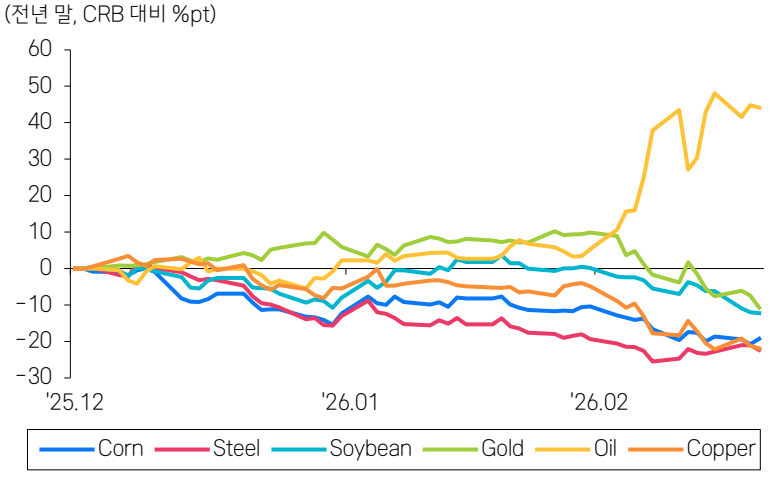
▶ **원유시장은 구조적인 공급 우위 환경에서 지정학적 위험이 일시적인 변동성 요인으로 작동 중**

- 아랍 걸프지역 원유 생산, 정유 인프라의 훼손이 없다면 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 공급망 교란은 단기적 영향에 그칠 것
- 3개월 전망은 기존 축소에서 중립으로 상향하나, 12개월은 비중 축소 의견 유지

금 / 구리 Parity

참고: 음영은 미 경제 리세션 국면
자료: Bloomberg, 삼성증권

전년 말 대비 주요 상품가격 상대 추이



참고: VIX는 주식시장, MOVE는 채권시장 변동성 지수
자료: Bloomberg, 삼성증권

FX: 지정학을 감안하더라도 원/달러 환율 오버슈팅

▶ **달러 가격 결정 변수 중 코로나 팬데믹 이후 미-유로존 금리차가 가장 신뢰도 높음. 향후 통화정책 방향은 달러 지수의 약세를 지지**

- 연준 통화정책은 금리 1~2차례(9, 12월) 인하 vs. ECB는 기준금리가 중립수준에 도달한 가운데 인플레 영향에 따라 금리 인상 가능성

▶ **추세적으로는 달러의 역사적 밸류에이션(실질 실효 환율)은 고평가 해소과정 중, 결국 펀더멘털과 밸류에이션으로 수렴될 것**

- 상대적으로 엔, 원화가 더 저평가 중. (한국, 일본 등) 동아시아 통화는 반도체 등 수출개선 국면에서 강세 압력이 크게 작동했던 경험칙

▶ **투자 붐에 따라 미국과 이외 지역의 성장 격차가 축소되거나 역전될 가능성도 달러 스마일-커브 효과를 지지할 전망**

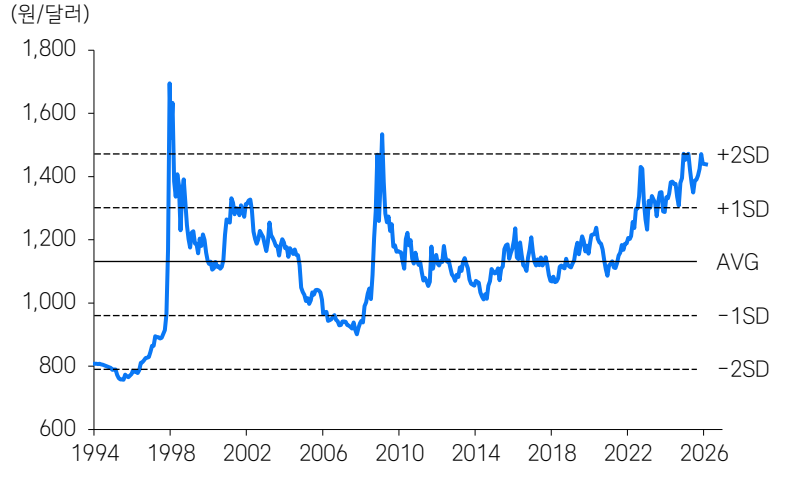
- 지정학적 불확실성에 따른 원/달러 환율 급등은 매크로, 펀더멘탈과 괴리를 더 심화 (당사 연말 기준 원/달러 1,380원 예상)

달러지수 결정 변수

상관관계	'00년 이후	'00~'08년	'09~'19년	'20년 이후
ISM 제조업(역)	0.276	0.400	0.512	0.084
미-유로존 금리차	0.367	0.024	0.822	0.817
인플레 기대(역)	0.260	0.510	0.580	-0.241
R-SQ	**'00년 이후**	**'00~'08년**	**'09~'19년**	**'20년 이후**
ISM 제조업(역)	0.076	0.160	0.263	0.007
미-유로존 금리차	0.135	0.001	0.675	0.668
인플레 기대(역)	0.068	0.261	0.337	0.058

자료: Bloomberg, 삼성증권

원/달러 환율 역사적 추이와 현재



자료: LSEG Workspace, 삼성증권

기타 변수: 사모신용의 시스템 리스크 전이 가능성은 아직 낮음

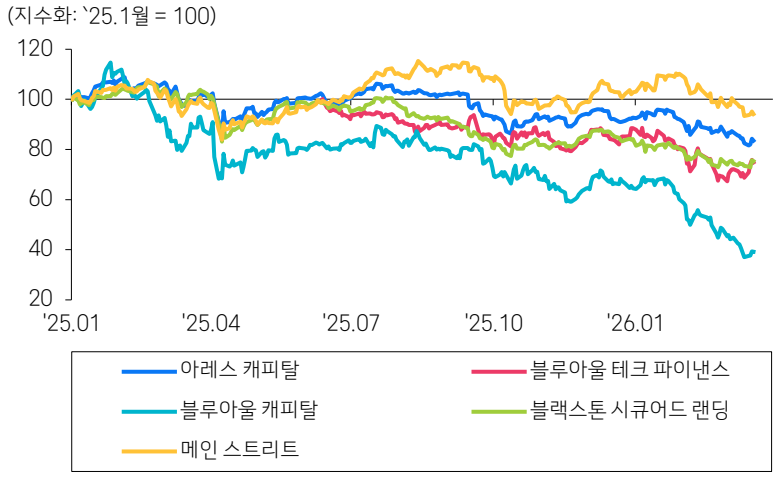
비상장 BDC에서 환매 요청 증가, 건전성 문제이기보다 유동성 불일치가 문제. 금융시스템으로 전이 가능성은 낮다고 평가

▶ **지난 해 10월 서브프라임 자동차 대출 업체 파산 이후 올 들어 비상장 BDC의 환매요청 증가하며 사모신용발 시스템 리스크 우려 제기**

- 사모신용은 1.8조 달러 시장으로 성장했으나 투명성과 시장 신뢰 부족이 문제(상장주식, 회사채와 달리 시장가격 없고, 외부 평가도 받지 않음)
- 일부는 장기대출로 펀드를 운영하나 투자자에게 환매를 허용하는 유동성 미스매치 구조도 문제
- 지난 해 트럼프가 사모신용과 사모펀드(PE) 등을 퇴직연금 상품에 편입할 수 있도록 규제를 완화하는 행정명령에 서명하며 투자자 기반 확대

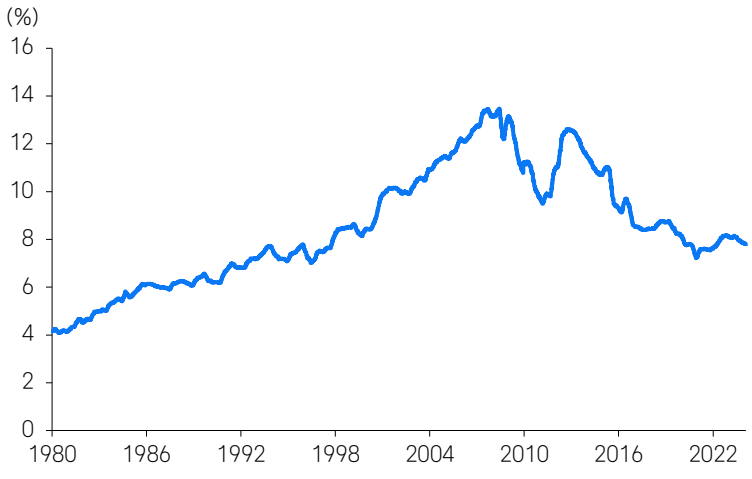
▶ **사모신용의 유동성 확보나 자산매각은 부동산 보다 수월, 또한 은행의 NDFI 대출 비중은 금융위기 전후 18%에서 현재 11%로 감소**

시가총액 상위 상장 BDC 주가 추이



자료: Factset, 삼성증권

은행 총 부채 대비 NDFI 대출 비중



자료: FRED, 삼성증권

분기별 주식/채권/환율 전망

구분	현재*	2026년 2분기		2026년(연간)	
주식 (pt)		하단	상단	하단	상단
S&P500	6,506	6,800	7,200	6,650	8,150
	현재대비(%)	4.51	10.66	2.21	25.26
Eurostoxx50	5,501	5,400	6,200	5,400	6,700
	현재대비(%)	(1.84)	12.70	(1.84)	21.79
상해종합	3,957	3,700	4,500	3,600	4,500
	현재대비(%)	(6.50)	13.72	(9.02)	13.72
KOSPI	5,781	5,700	6,700	5,300	7,200
	현재대비(%)	(1.40)	15.89	(8.32)	24.54
TOPIX	3,609	2,650	3,950	3,650	4,300
	현재대비(%)	(26.58)	9.44	1.12	19.13
채권 (%)		하단	상단	하단	상단
미 국채 10년물 금리	4.38	3.90	4.40	3.70	4.50
	현재대비(%pt)	(0.48)	0.02	(0.68)	0.12
한 국채 10년물 금리	3.74	3.50	3.80	3.00	3.80
	현재대비(%pt)	(0.24)	0.06	(0.74)	0.06
환율 (기말)					
원/달러	1,505	1,480		1,380	
	현재대비(%)	(1.63)		(8.28)	
달러/유로	1.16	1.16		1.16	
	현재대비(%)	0.24		0.24	
엔/달러	159	158		153	
	현재대비(%)	(0.77)		(3.91)	
위안/달러	6.9	7.0		6.7	
	현재대비(%)	1.35		(2.99)	

참고: * 26년 3월 20일 기준 종가
자료: Bloomberg, 삼성증권 전망

PART

글로벌 경제

Inflation shock (US) vs. Growth shock (Non-US)

글로벌 경제 Outlook

허진욱 이사(Macro Head) james_huh@samsung.com

핵심 아이디어

과거 대부분의 중동 관련 지정학 이벤트와 같이, 이번 사태도 국제유가의 상승폭과 기간이 핵심 변수. 당사의 지정학 애널리스트는 여전히 3월말 전후로 휴전 확률이 높은 것으로 보고 있으며, 기본 시나리오 하에서 당사는 WTI 기준 월평균 유가가 3월에 배럴당 90달러, 4월 82달러, 5월에 75달러로 점차 안정화되고, 이란 사태 이전으로 완전 정상화되는 시점은 6월 이후로 예상 . 이러한 전망을 반영해 당사는 Fed의 첫 금리 인하 시점을 기존 6월에서 9월로 수정하고, 다음 인하는 12월로 예상. 이는 6월 FOMC(16~17일)에서는 참여자들이 5월 고용 및 물가 지표까지만 확인할 수 있으며, 이란 사태가 3월 말 전후로 진정 국면에 들어가더라도 유가 급등의 물가 충격이 잔존한 상황에서 지난해 관세 효과와 중첩되어 disinflation 추세를 확신하기 어렵다는 점을 반영한 것

3월 FOMC와 파월 의장 기자회견 내용은 별다른 정책 시그널 없이 "wait-and-see" 모드로 유지되었으며, 올해와 내년 예상 금리 인하 횟수도 각 1회씩으로 유지되었고 올해 말 인플레이션 전망은 상향 조정. 다만, 당사가 dot-plot에서 제시된 것과는 달리, 여전히 연내 2회 인하를 전망하는 배경은, 약 3~5월 중 예상되는 유가 상승이 3Q 이후 본격화될 것으로 예상되는 미국 인플레이션의 정상화 궤적을 크게 훼손시키지는 않을 것으로 예상하기 때문. 이에 따라, 여전히 미국 핵심 PCE물가지수는 올해 4Q에 2.4%(기존 예상 2.2%, 이하 모두 전년 대비)로 현재 FOMC가 예상하는 4Q 2.7%를 상당폭 하회할 것으로 전망하며, 최근 미국의 노동수요 약세를 고려할 때 올해말 실업률이 Fed가 예상하는 4.4%를 상회하는 4.6%까지 상승할 것으로 예상되는 점도 당사의 연내 2회 인하 전망을 지지

한편, 금융시장 관점에서 유가 상승의 충격은 미국과 미국 외 지역에 비대칭적으로 작용하면서 지역 간 펀더멘털 격차를 예상보다 확대시키는 요인. 에너지 순수출국의 지위와 소득세 환급 효과 등을 감안할 때, 최근의 유가 상승은 미국 경제에 growth shock보다는 inflation shock의 성격이 보다 강하겠으나, 이미 물가 목표에 근접한 에너지 순수입국으로 구성된 non-US 지역에는 inflation shock보다는 growth shock의 성격이 강할 것. 이는 앞서 언급한 Fed 금리 인하 시점 지연과 더불어, 연내 예상되는 달러화의 약세폭을 축소시킬 전망으로, 당사는 달러화가 올해 연간 기준 주요국 통화 대비 약 3%내외(vs 기존 전망 5%내외)의 약세를 시현할 것으로 예상

이란 사태에 대한 당사의 기본 시나리오 전망

1 국제유가의 상승 정도 및 기간이 핵심 변수: 1~2개월 이내의 단기적/일시적 상승

- 유가 20%이내: Green zone (유가에 대한 낮은 민감도)
- 유가 20~40%: Orange zone (US와 non-US 간 비대칭적 반응)
- 유가 40%+: Red zone (Stagflation narrative)

2 비대칭적 영향: Inflation shock (US) vs. Growth shocks (Non-US)

3 Trump의 제약 조건: 경기 침체 리스크 확대 + 물가 급등 시, 올 11월 중간 선거 패배

4 금융시장 반등의 조건: TACO (미국 금융여건 악화: 주가 하락+국채금리 상승+달러 강세)

자료: 삼성증권 정리

글로벌 금융시장 내러티브 변화: From Goldilocks to Inflation

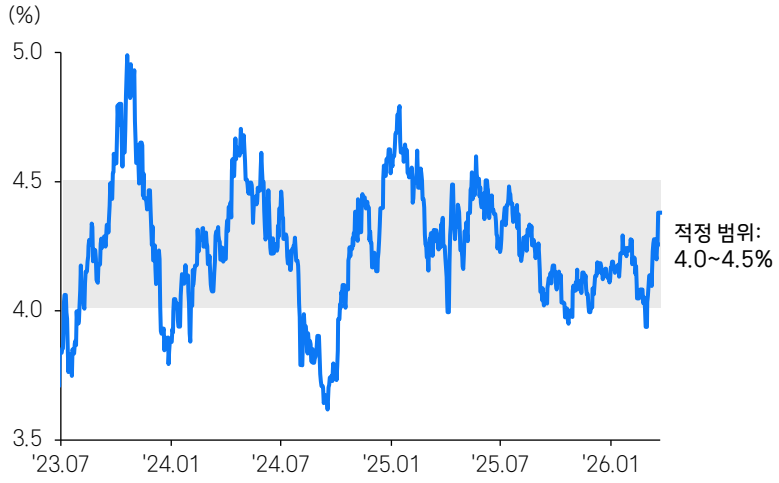
▶최근 금융시장 내 인플레이션 우려 재차 강화

- 이란 사태로 인한 유가 상승은 미국과 미국 외 지역 간 비대칭적으로 영향을 미침
- 에너지 순수출국 지위와 소득세 환급 효과 등을 감안 시, 유가 상승은 미국 경제에 growth shock보다는 inflation shock의 성격이 보다 강할 것

▶미국 장기 금리는 당사가 추정하는 적정 범위(4.0~4.5%)의 하단에서 재차 반등

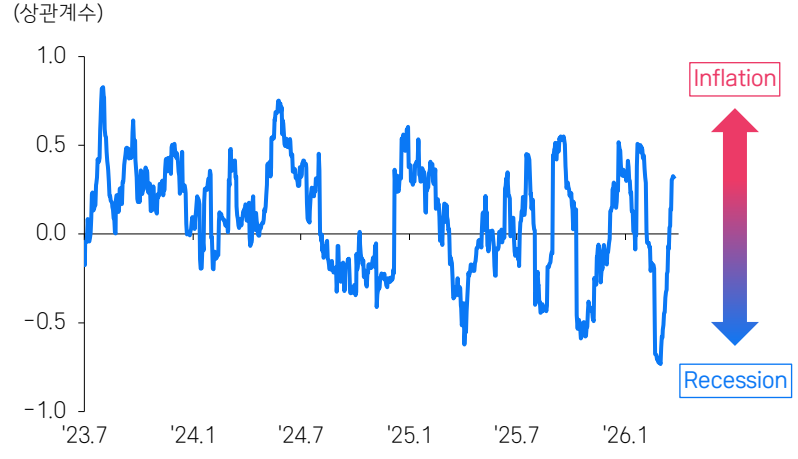
- 최근 가장 주목할 만한 금융시장 반응은 달러화가 여전히 안전자산으로서 강세를 보인 반면, 미 국채 금리는 급등하면서 약세를 보인 것
- 경기 부양을 통화정책에 의지했던 2010년대의 경우, 경기 충격이 발생할 때마다 금리 인하와 QE 재개 기대가 높아지며 미 장기 금리가 하락했으나, 현재와 같이 경기 부양을 재정정책에 의존하는 상황에서는 경기 충격이 확대 재정을 위한 국채발행 증가나 기대 인플레이션 상승을 유발하기 때문

최근 미 장기 금리는 당사 추정 적정 범위(4.0~4.5%)에서 재차 반등



자료: Bloomberg, 삼성증권

주식과 채권 간 상관계수 변화: 골디락스에서 다시 인플레이션으로



참고: S&P 500과 미국 10년물 국채 가격의 1개월 이동 평균 상관계수
자료: Bloomberg, 삼성증권

Fed: 당사가 여전히 연내 2회 (9월과 12월) 금리 인하를 예상하는 이유

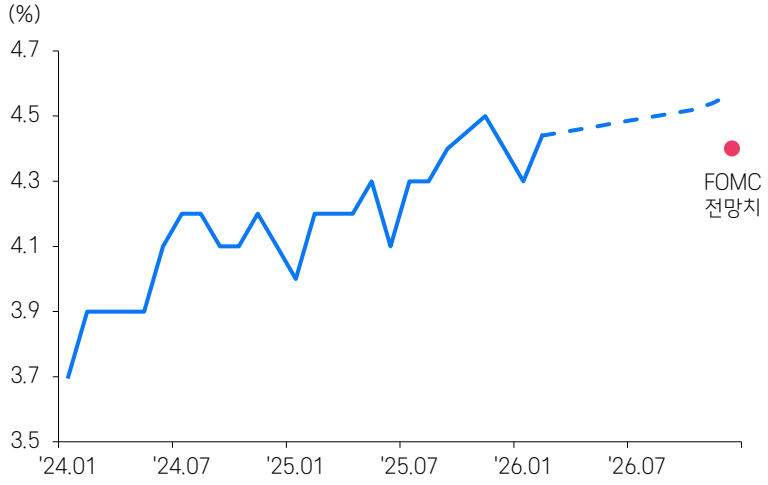
▶ 당사는 Fed의 연내 첫 금리 인하 시점을 기존 6월에서 9월로 수정하고, 두 번째 인하는 12월로 예상

- 이는 6월 16~17일로 예정된 FOMC에서는 5월 고용 및 물가 지표까지만 확인할 수 있으며, 이란 사태가 3월 말 전후로 진정 국면에 들어가더라도, 국제 유가 급등의 물가 충격이 아직 사라지지 않은 상황에서, 지난해 관세 효과와 중첩되어 disinflation 추세를 확신하기 어렵다는 점을 반영한 것

▶ Fed보다 높은 실업률과 낮은 인플레이션 궤적 전망이 당사의 연내 2회 인하 시나리오를 지지

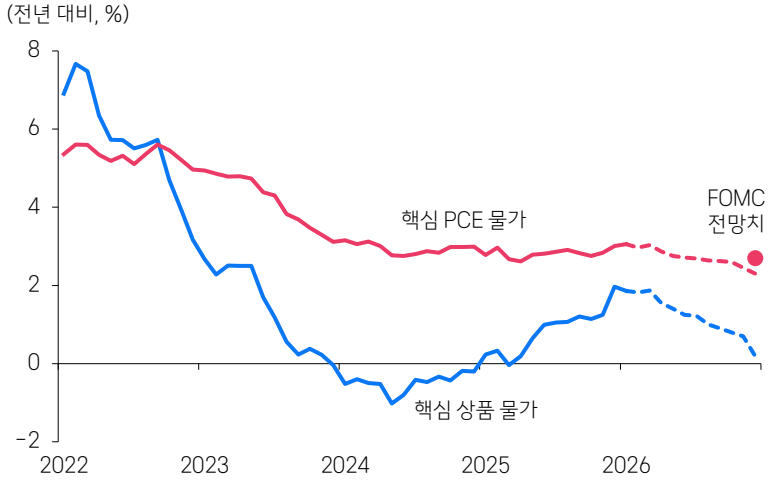
- 최근 미국의 노동수요 약세를 고려할 때, 올해 말 실업률은 Fed가 예상하는 4.4%를 상회하는 4.6%까지 상승할 것으로 예상
- 반면, 당사는 약 3~5월 중 예상되는 유가 상승이, 3Q 이후 본격화될 미국 인플레이션의 정상화 궤적을 크게 훼손시키지는 않을 것으로 예상하며, 여전히 핵심 PCE물가지수가 올해 4Q에 2.4%(기존 예상 2.2%)로 현재 FOMC가 예상하는 4Q 2.7%를 상당폭 하회할 것으로 전망

올해 말 미국의 실업률은 FOMC의 전망을 상회할 것



자료: Bureau of Labor Statistics, 삼성증권

반면, 하반기 미국 물가의 disinflation 궤적은 Fed 예상을 하회



자료: Bureau of Economic Analysis, 삼성증권

달러화: 올해에도 주요국 통화 대비 3~5%의 완만한 달러 약세 지속 예상

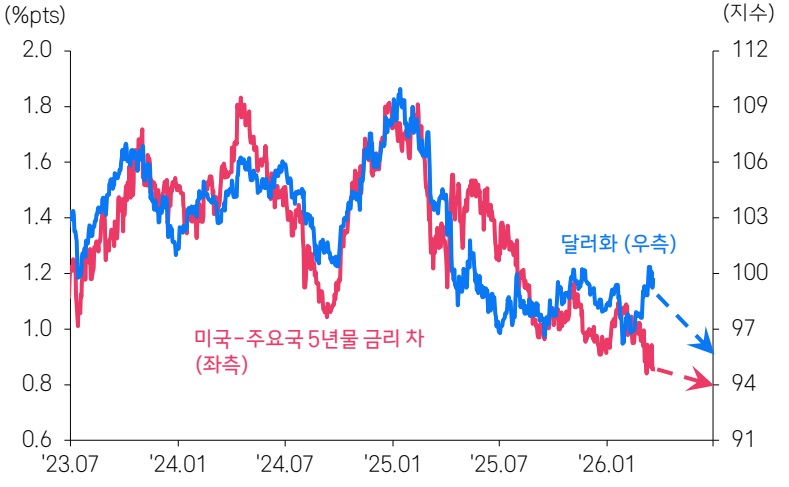
▶ 당분간 이란 사태에 따른 일시적 달러 강세 예상

- 이란 사태는 상반기 중 산유국인 미국과 에너지 수입국인 non-US 간 펀더멘털 격차를 확대시키며 연내 예상되는 달러화 약세폭을 축소시킬 전망

▶ 다만, 연말까지 미국과 주요국 간 금리 차가 지속적으로 축소되면서 달러 약세 압력 재개될 전망

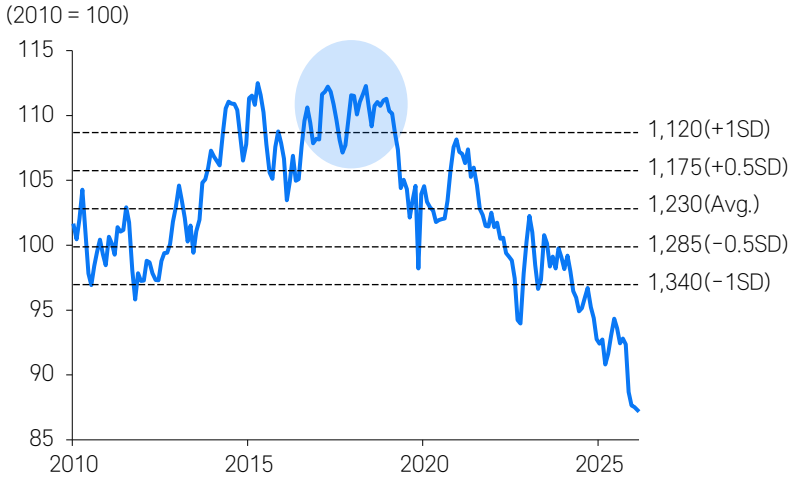
- 당사는 기본 시나리오 하에서 Fed의 2차례 추가 금리 인하를 예상하는 반면, 미국 외 주요국들은 금리 동결 기조가 장기화될 것으로 예상
- 이는 이란 사태에 따른 일시적 달러 강세가 마무리된 후에는 달러 약세 압력이 재개될 것임을 시사

미국과 주요국 간 금리 차 축소는 달러 약세 지속을 예고



자료: Bloomberg, 삼성증권

코스피 아웃퍼폼 + 반도체 슈퍼 사이클은 원화 강세 요인



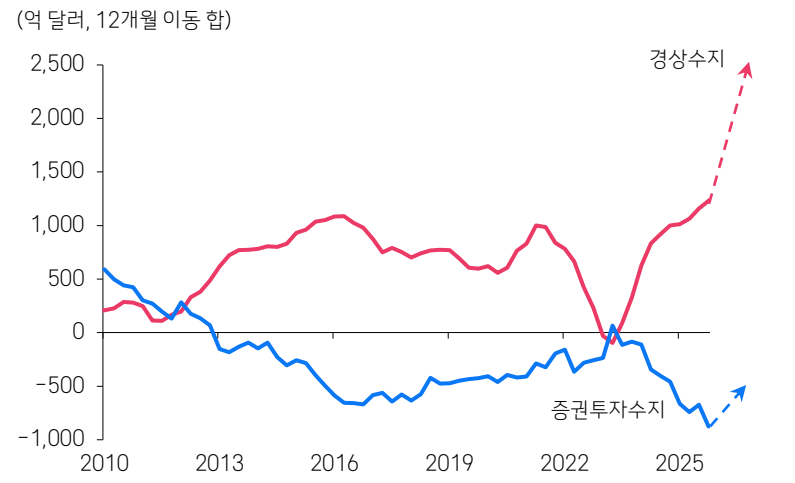
자료: Bloomberg, CEIC, 삼성증권

원화: 경상수지 흑자 확대와 증권투자 적자 축소로 극단적 저평가 국면 완화될 것

▶ 외환시장 수급 여건 개선, 반도체 수출 호조 등으로 원화 강세 압력 상승

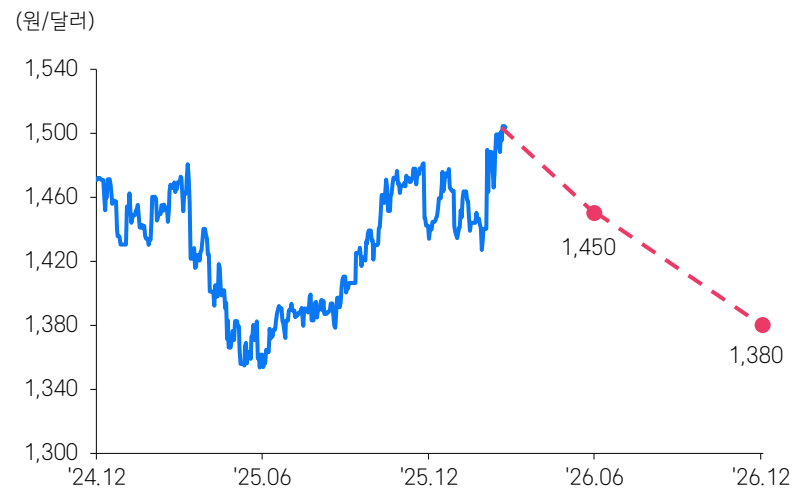
- 당사가 추정한 원화 실질실효환율(REER) 추이는 이미 원화가 -1SD 수준을 크게 하회하는, 극단적 저평가 국면에 있음을 보여줌
- 지난해부터 지속되고 있는 반도체 수출 호조세와 함께, 올해 지난해의 두 배를 넘은 2,500억 달러의 막대한 경상수지 흑자와 이미 둔화되기 시작한 해외증권투자 등을 감안할 때 당사는 파이프라인 안에 원화 강세 압력이 높아지고 있다고 판단하며, 연말 원/달러 환율 1,380원 전망

'26년 중 외환 시장 수급 여건은 상당히 개선될 것



자료: Bloomberg, 삼성증권

원/달러 환율 전망: 올해 말 1,380원



자료: Bloomberg, 삼성증권

PART

글로벌 주식

글로벌 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

양일우 팀장/수석연구위원 iw.yang@samsung.com

핵심 아이디어

2분기 글로벌 주식시장의 핵심 변수로 1) 고유가 장기화 여부, 2) 사모 펀드 부실 관련 논란, 3) 연준 의장 교체 영향 제시

이란 전쟁으로 변동성이 높아진 3월 글로벌 증시(MSCI AC World)는 1, 2월의 약 4% 상승률 이상을 3월에 반납하며 연초 이후 수익률 마이너스로 전환. 3월 업종별로는 업스트림 에너지 업종이 강세를 보였고, AI의 소프트웨어 대체 우려로 1, 2월에 하락했던 소프트웨어 업종의 수익률이 상대적으로 양호했음

고유가 장기화 여부가 지역 및 업종 배분 전략을 좌우할 것으로 판단. 당사 지정학 및 원자재 애널리스트에 따르면, 4월 초중순까지 호르무즈 해협 봉쇄가 해제되지 않으면 고유가가 물가로 전이될 가능성이 있음. 지정학 이벤트 발생 주가 움직임의 특징은 1) 초기 국면에서 경제 펀더멘털(물가, 성장률)보다 더 많이 하락하고, 2) 이벤트가 해소되면 더 많이 하락한 부분이 추가 업사이드가 된다는 점. 따라서, 지정학 이벤트의 소멸 시점을 예상할 수 있다면, 초과 수익을 거둘 수도 있음. 이벤트 소멸 시점을 예상하기 어렵다는 점이 문제. 그러나, 미국은 중간 선거에 영향을 주기 전까지 문제를 해결하려고 시도할 가능성이 높음. 많은 사람들이 언급하는 4월 초중순 전까지는 경기 민감 업종의 비중을 낮추고 유가 상승 위험을 시장이 극대화해서 반영하면 경기 민감 업종의 비중을 높이는 전략이 중기적 관점(3개월~1년)에서 유효할 수도 있다고 판단. 경기 민감도를 낮추기 위해 방어주를 찾는 시점에도 에너지(화석 연료 뿐만 아니라 신재생 에너지까지) 업종의 비중은 과거 대비는 높일 필요가 있고, 방어주를 편입할 때에도 자원 부국(브라질, 호주, 캐나다) 증시의 방어주 비중을 높이는 것이 방법일 수 있을 것

사모펀드 부실 관련 논란도 지속되고 있음. 소프트웨어 업종 투자 비중이 높은 사모펀드가 논쟁의 대상이 되는 경우가 많으나, 당사는 지정학 이벤트가 장기화되어 글로벌 유동성이 축소되는 국면이 아니라면, 특정 업종의 부진이 전체 시스템 리스크로 이어지지는 않을 것으로 생각. 일부 소프트웨어 기업들의 도태가 있을 수는 있겠지만, 대부분의 소프트웨어 기업들은 자체적으로 AI 활용도를 높이며 오히려 수익성을 강화할 가능성도 높다고 기대하기 때문

5월 15일에 임기가 만료되는 파월 연준 의장의 후임은 물가 상승 위험이 명백한 경우를 제외하면 증시 친화적인 스탠스를 취할 가능성이 높다고 생각. 만약, 물가 상승 위험이 있기는 하나 명백하지 않은 상태에서 증시 친화적인 스탠스를 취할 경우, 2026년 거품이 확대되고, 2027년에 일부 거품이 제거되는 형태의 주가 흐름이 나타날 가능성이 있다고 예상

전쟁으로 인해 1, 2월 상승을 3월에 반납한 글로벌 증시

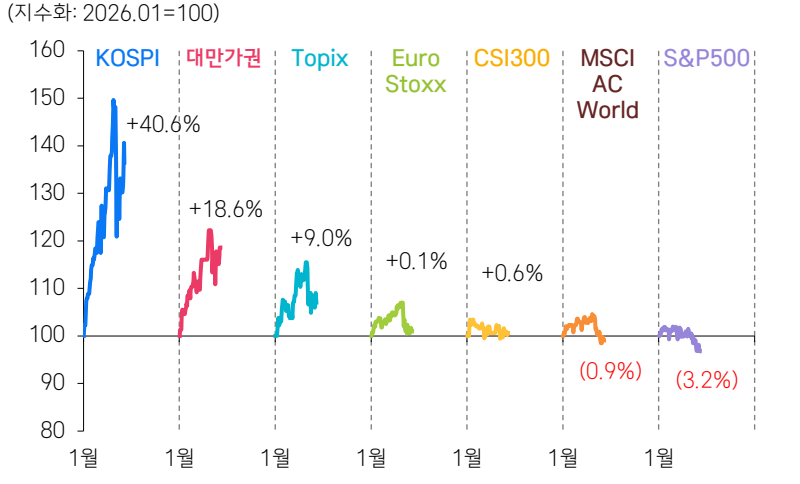
▶ 3월 MSCI AC World 지수, 1, 2월 상승분 반납

- 연초 이후 2월 말까지 4.1% 상승한 MSCI AC World 지수는 이란 전쟁 불확실성 확대되며 3월 초부터 18일까지 4.8% 하락하며 상승분 반납

▶ 3월 FOMC, 인플레이션 경계로 금리 동결하며 달러화 약세폭 축소

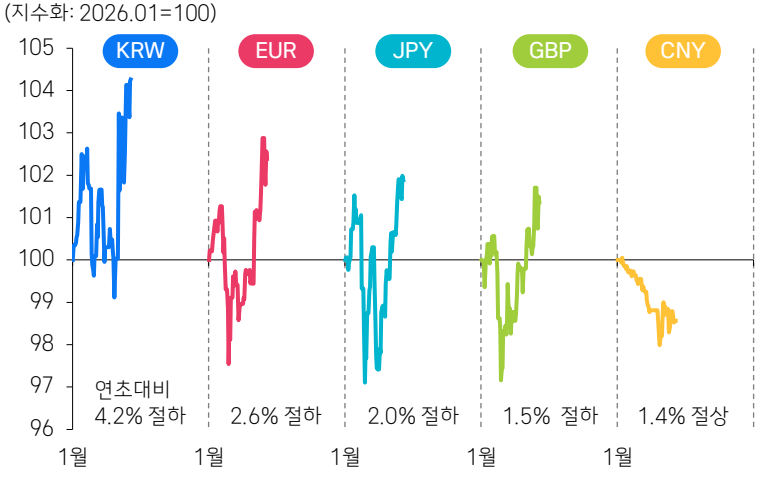
- 3월 한달 동안 위안화 제외 원/달러, 유로/달러, 엔/달러 환율 각 4.2%, 2.6%, 2.4% 절하.

글로벌 증시 performance 비교



참고: 3월 18일 종가 기준
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

주요국 환율 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

이란 전쟁 후 에너지 업종 강세, 소프트웨어 약세 탈출

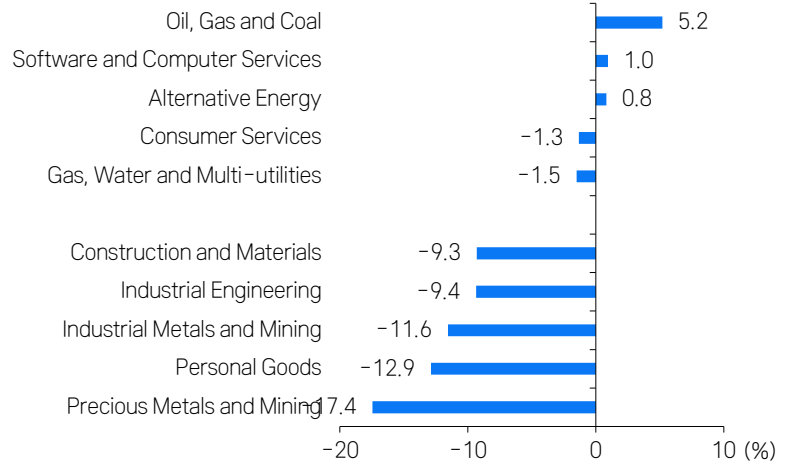
▶ 유가 상승은 에너지 업종(업스트림)에 긍정적으로 작용

- 태양광 등 신재생 에너지 기업의 주가도 양호

▶ 소프트웨어 기업이 상대적으로 강세 시현

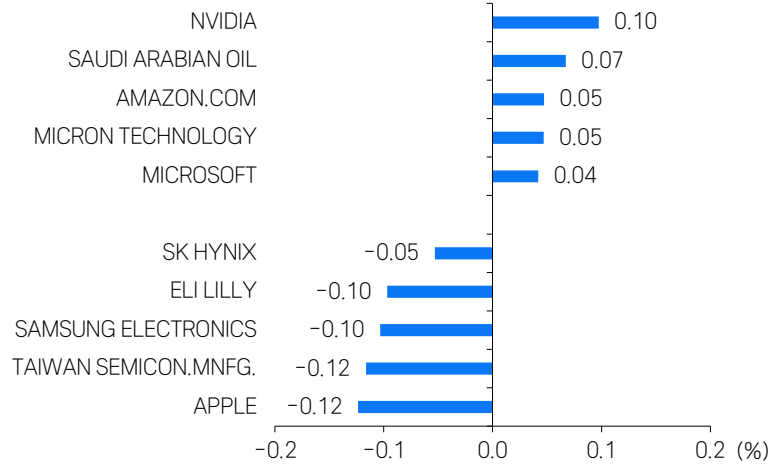
- 단순 저가 매수인지, 소프트웨어 기업들의 AI 활용 수혜 가능성 때문인지가 중요할 것

MSCI AC World 글로벌 업종별 수익률



참고: 3월 초부터 17일까지 기준
자료: LESG, 삼성증권

MSCI AC World 기업 수익률 기여도



참고: 3월 초부터 17일까지 기준
자료: LESG, 삼성증권

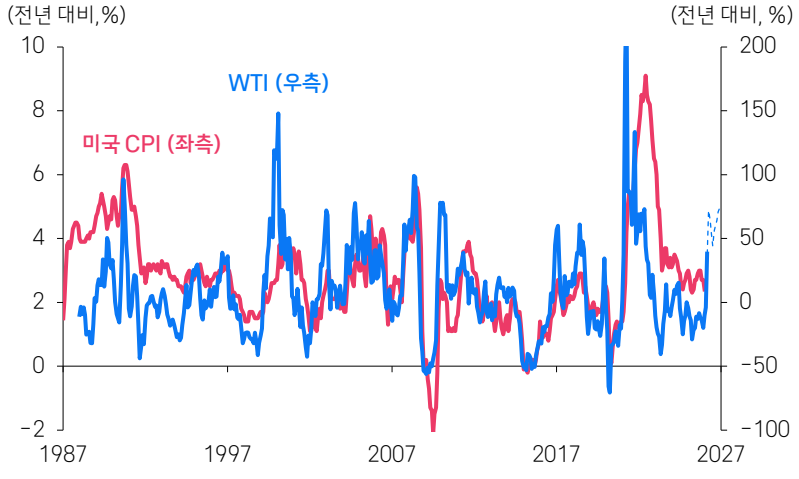
고유가 장기화 여부가 중요

▶ **국제 유가 상승은 물가를 자극한다는 점에서 부담 요인**

▶ **지정학 요인 소멸 시점이 중요**

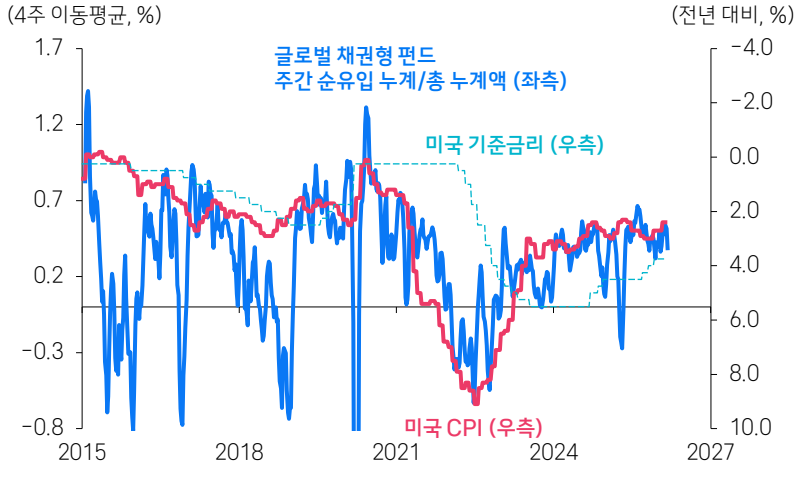
- 주가는 지정학 이벤트 초기 국면에서 금융시장 유동성 감소폭 대비 크게 하락하는 경향이 있고,
- 회복 시에 하락폭 만큼이 추가 업사이드가 됨

WTI와 미국 CPI



참고: 점선은 배럴 당 100달러 유지할 경우
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 CPI와 글로벌 채권형 펀드 자금 유입



자료: Bloomberg, EPFR, 삼성증권

주요국 이익 모멘텀 개선 속도는 상당히 견조

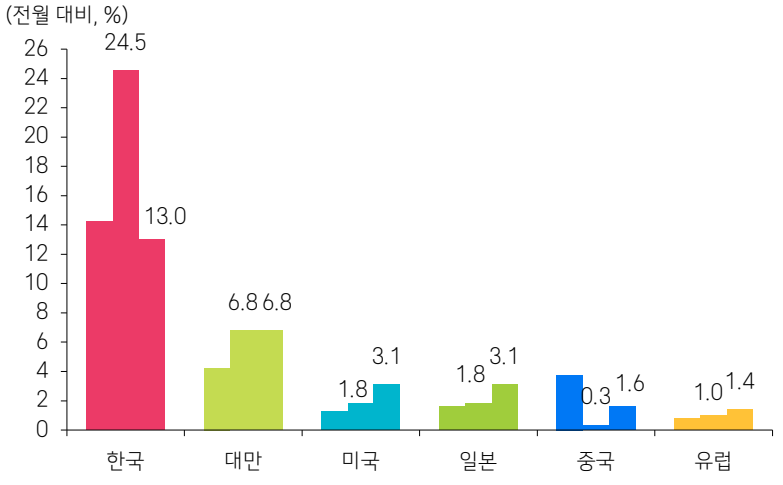
▶한국 이익 모멘텀 여전히 압도적

- 다른 나라들의 이익 모멘텀 강화되고 있어 한국 이익 모멘텀의 상대 강도는 2월에 비해서는 낮은 편

▶IT, 금융 업종 글로벌 전 지역에서 강세. 중국 소재, 유럽 에너지도 강화

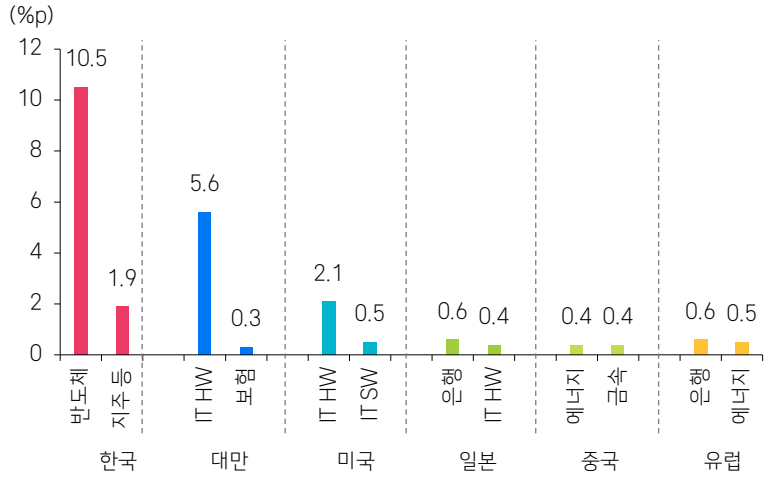
- 여전히 글로벌 성장을 견인하는 것은 IT하드웨어. 금융은 대부분 지역에서 이익 모멘텀 양호
- 일본 증시의 이익 모멘텀이 다양하게 분산되어 있는 편

주요국 증시 전월 대비 12개월 EPS (1, 2, 3월)



참고: 3월 13일 기준, 한국 KOSPI 200, 미국 S&P 500, 유럽 MSCI 유럽, 일본 Nikkei 225, 대만 가권 지수, 중국 CSI 300 흑자 기업 대상
자료: LSEG, Quantiwise, 삼성증권

3월 업종별 증시 순이익 상향 조정 기여도



참고: 오른쪽 차트의 합계가 왼쪽 차트의 3월 수치를 설명. 차이는 기타 업종
자료: LSEG, Quantiwise, 삼성증권

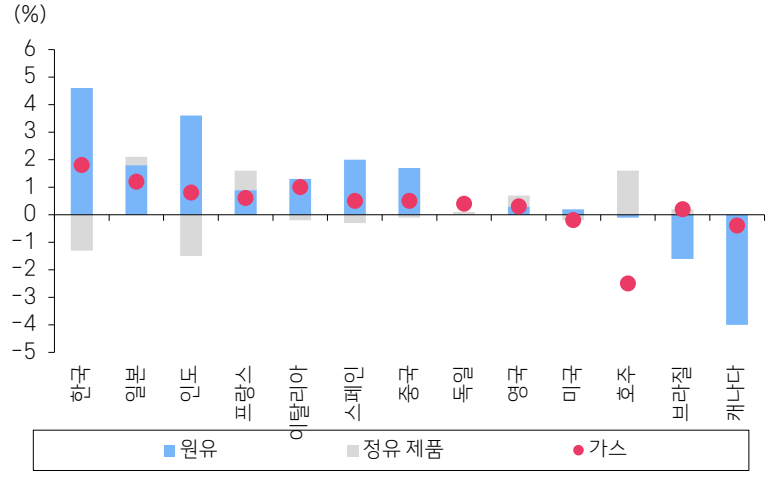
에너지 위기 장기화 시 위험 (아시아, 유럽, 미국, 자원 부국 순서)

▶ **에너지 위기가 장기화된다면 자원이 적고, 제조업 비중이 높은 국가일수록 타격**

- 아시아, 유럽, 미국, 자원 부국 순서로 위험이 높을 것으로 추정

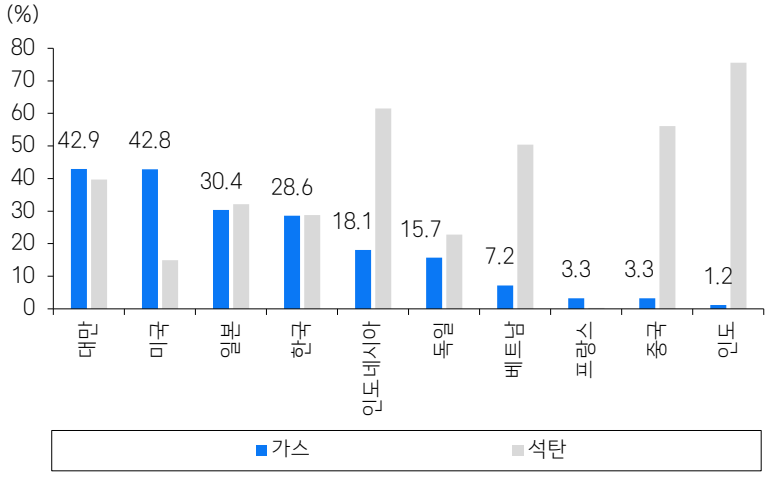
▶ **내수 방어주를 매수하더라도 자원 부국의 내수주를 매수하는 것이 안전한 대안이 될 수 있을 것**

주요국 GDP 대비 석유 및 가스 순수입



참고: 마이너스는 순수출을 의미
자료: BCA, 삼성증권

주요국 발전원 구성



자료: LSEG, 삼성증권

한국 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

양일우 팀장/수석연구위원 iw.yang@samsung.com
권범석 선임연구원 beomseok.kwon@samsung.com

핵심 아이디어

한국 주식시장 2분기 핵심 변수로서 1) 고유가 장기화 가능성 및 장기화 시 투자 대안, 2) 반도체 가격 및 Capex 사이클 제시

유가 상승은 1) 운송비 상승, 2) 전기료 상승, 3) 글로벌 유동성 축소로 인한 글로벌 빅테크 기업들의 투자 감소를 야기해 한국 증시에 부정적일 수 있음. WTI 기준으로 100달러 수준이 유지된다고 가정하면, 운송비 상승은 한국 제조업 영업이익에 약 6% 감소 요인이고, 전기료 상승은 영업이익 약 2~3% 감소 요인이 될 것으로 추정. 그러나, 운송비 증가로 인한 부정적 영향은 1) 운송/물류, 2) 음식료, 3) 소재 업종에 집중될 가능성이 높고, LNG 수입으로 인한 전력원가 상승은 한국 전력이 대부분 부담. 반도체 등 주요 기업에 미치는 영향은 제한적이라고 판단. 유가 상승의 영향이 이익 감소에 미치는 영향이 예상보다 작다면 이는 반도체 가격 상승으로 한국 기업의 이익 전망치가 과거 대비 2~3배 이상 높은 상황이기 때문일 것

고유가가 장기화될 경우, 방어주보다 원자재 노출이 있는 기업에 대한 투자가 유리할 것으로 판단. 투자자들이 약점이 있는 한국 방어주보다 자원 부국의 방어주를 선호할 가능성이 높기 때문. 1) 에너지 업종, 2) 가스전 등 원자재 노출 있는 기업, 3) 유가 상승 수혜국에 매출 비중이 높은 기업이 유리할 것으로 판단

이란 전쟁의 영향이 극대화되는 시나리오가 아니라면, 반도체 업종의 주가는 최소한 상반기 중에는 양호할 가능성이 높다고 판단. 반도체 가격 상승 기간이 과거 사이클 대비 크게 짧을 것이라고 판단되지 않고, 상승폭이 급격했던 것에 비해 상승 기간은 길지 않았기 때문. 상승폭은 AI 사이클과 수요의 가격 탄력성으로 결정되기 때문에 예상이 어려움. 그러나, 상승 기간은 공급자의 대응 속도에 따라 결정될 것이기 때문에 과거 사례를 참고할 만함. 과거 다섯 번의 사이클에서 반도체 가격 상승 평균 기간은 22개월이었고, 현재는 10개월 가량 경과한 것으로 판단되며, 주가의 고점은 반도체 가격 고점에 비해 4~9개월 가량 선행하기 때문에 보수적으로 가정해도 최소 약 3개월(=22-10-9) 가량은 주가 상승 랠리가 지속될 가능성이 높다고 판단

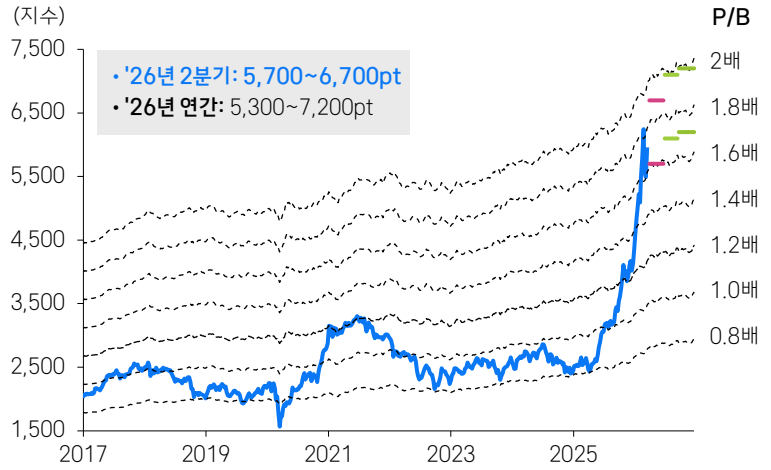
KOSPI의 12개월 예상 ROE가 '26년 2월 말 15.8%에서 16.6%로 상승.16.6%는 미국과 대만을 제외한 대부분의 주요 국가 대비 높은 수치. 이로 인해 최근 주가 급등에도 불구하고, 글로벌 증시 중 단연 저평가 상태를 유지. 중기 관점에서 지속 가능하고, 반도체 가격 하락도 감내 할 수 있는 수준의 ROE로서 '25년과 '27년 ROE의 평균인 13.3%에 적정한 2배의 12개월 예상 P/B를 적용한 7,200pt를 연간 KOSPI 밴드 상단으로 유지하고, 최근 20년 평균 12개월 예상 P/E 10.3배 적용한 6,200pt를 중심으로 5,700~6,700pt를 2분기 KOSPI 밴드로 제시

2분기 KOSPI 전망: 5,700~6,700pt

▶ 아직은 우호적인 반도체 사이클의 수혜를 받는 시기

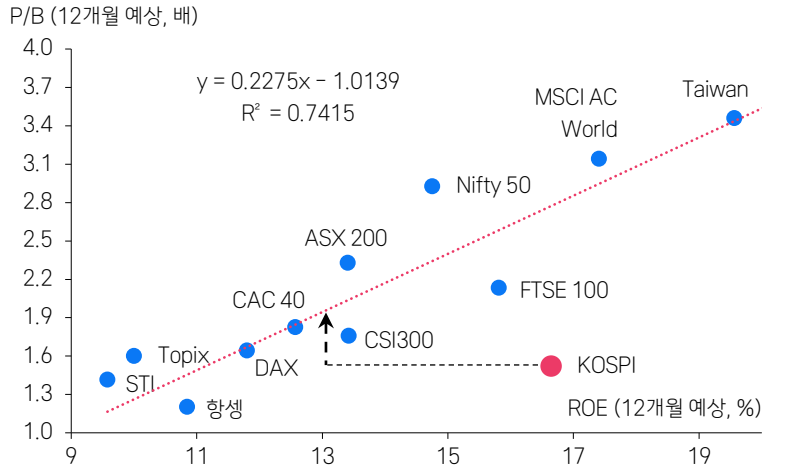
- KOSPI 12개월 예상 ROE가 16.6%로 1개월 전 15.8%에 비해 상승. 16.6%는 미국과 대만을 제외한 대부분의 주요국보다 높은 수준
- '25년과 '27년 예상 ROE 평균인 13.3%를 중기적으로 지속 가능한 ROE로 가정하고 적정 P/B를 2배를 적용한 7,200pt를 연간 상단으로 유지
- 최근 20년 평균 12개월 예상 P/E 10.3배 적용한 6,200pt를 중심으로 5,700~6,700pt를 2분기 KOSPI 밴드로 제시 (4월 5,700~6,600pt)

2026년 KOSPI 전망



참고: 3월 17일 12개월 예상 기준
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

글로벌 증시 ROE와 P/B (12개월 예상)



참고: 3월 17일 기준, S&P 500은 ROE 21.5%, P/B 4.48배
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

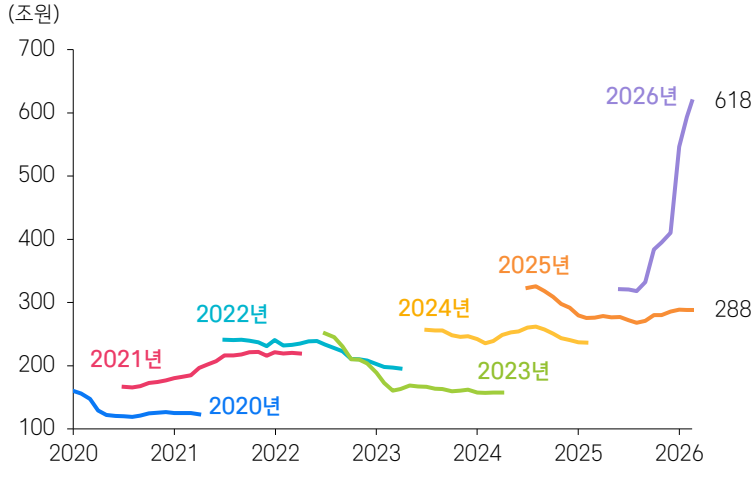
반도체 업종의 증익 기여도가 높기는 하나, 고성장 업종 존재

▶ 2026년 영업이익 전망치 상향 조정 추세 지속

- KOSPI 200 기업의 2026년 컨센서스 영업이익은 전년 대비 115%가량 증가할 것으로 추정
- 전년 대비 증익 규모 약 330조원 중 83%인 274조원이 반도체 업종에 집중

▶ 그러나, 반도체 업종 외에도 다양한 업종 고성장

연간 영업이익 추정치 (KOSPI 200)



참고: 3월 18일 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권

2026년 영업이익 증가 기여 업종 Top 10

순위	기업	영업이익 전망 (조원)		차이	
		2025E	2026E	(조원)	(%)
1	반도체	86.8	360.8	273.9	315.5
2	자본재	51.6	76.8	25.2	48.8
3	에너지	5.8	12.3	6.5	112.5
4	소재	5.9	9.5	3.6	61.2
5	유틸리티	18.0	20.4	2.3	13.0
6	은행	30.4	33.9	3.5	11.4
7	자동차와 부품	29.1	32.0	2.9	9.8
8	전자와 전기제품	1.8	4.3	2.5	143.4
9	증권	11.3	13.7	2.4	21.3
10	미디어, 엔터테인먼트	5.1	6.6	1.6	31.4

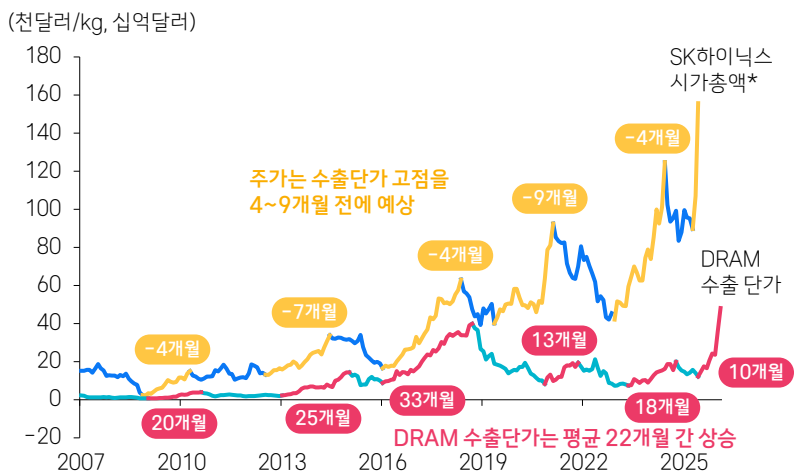
참고: 2월 20일 기준, WI26 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권

반도체 업종 주가 최소한 상반기 중에는 견조할 것으로 전망

▶ 반도체 가격 상승폭은 급격했으나, 가격 상승 기간은 길지 않았음

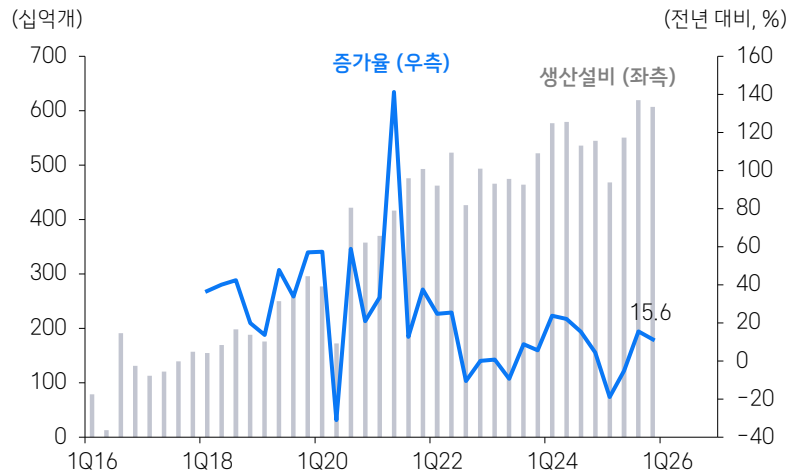
- 지난 다섯 번의 반도체 수출 단가 사이클에서 상승 기간은 평균 22개월. 현재는 이번 상승에서 10개월이 지난 상황
- 주가 고점은 출하 단가 고점 대비 4~9개월 전에 형성. 9개월 전에 형성된다고 보수적으로 가정해도 22-10-9=3개월 남아 상반기 주가 강세 예상

DRAM 수출 단가와 SK하이닉스의 시가총액



참고: DRAM 수출단가는 '26년 3월 20일 기준. * SK하이닉스 시가총액은 '25년 6월까지만 표시
자료: 관세청, Quantiwise, 삼성증권

삼성전자 DS 부문 생산 설비



참고: 1GB 환산 기준으로 환산 생산실적 기준
자료: 삼성전자, 삼성증권

유가 상승 영향은 부정적일 수 있으나 영향이 일부 업종에 집중될 가능성

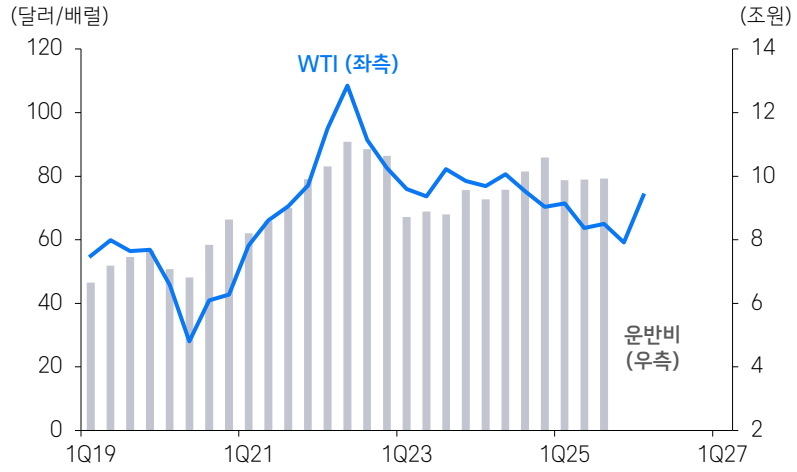
▶ 유가 상승의 부정적 영향

- 국제 유가가 배럴 당 100달러 수준으로 상승하면 (4월 기준 전년 대비 +66%), 운송비, 전기료 상승은 영업이익 각각 6%, 2% 감소 요인
  : 2025년 운송비 공개 기업 매출액 대비 운송비 2~2.5%, 2026년 제조업 영업이익률 추정치 20.6%, 한국의 연간 LNG 수입 25~30조원 가정

▶ 일부 업종에 영향 집중될 가능성

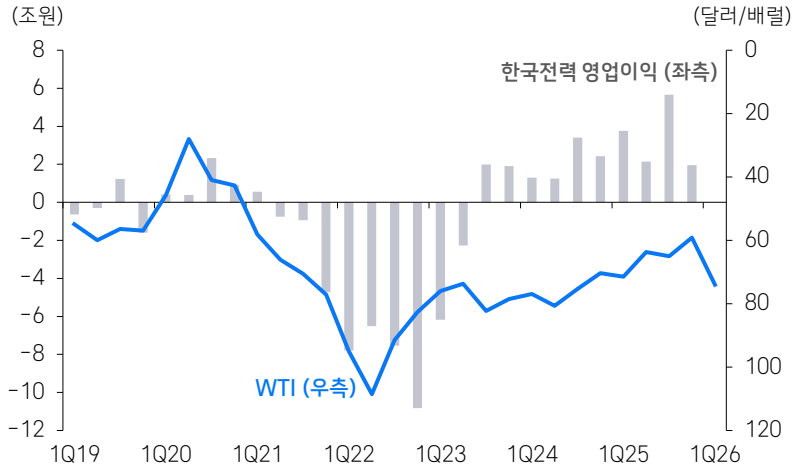
- 운송비는 1) 운송, 2) 필수소비재, 3) 소재 업종 민감도 높고, 전기료는 한국 전력이 흡수할 가능성이 높을 것

WTI와 KOSPI 200 주요기업 운송비



참고: 판관비 내 운반비 혹은 성격별 비용 중 물류비용이 공개된 117개 기업 대상
자료: Quantiwise, 삼성증권

WTI와 한국전력 영업이익



자료: Quantiwise, 삼성증권

유가 장기화 시 대안 모색

▶ **방어주보다 원자재 노출도가 있는 기업 선호 높아질 것으로 예상**

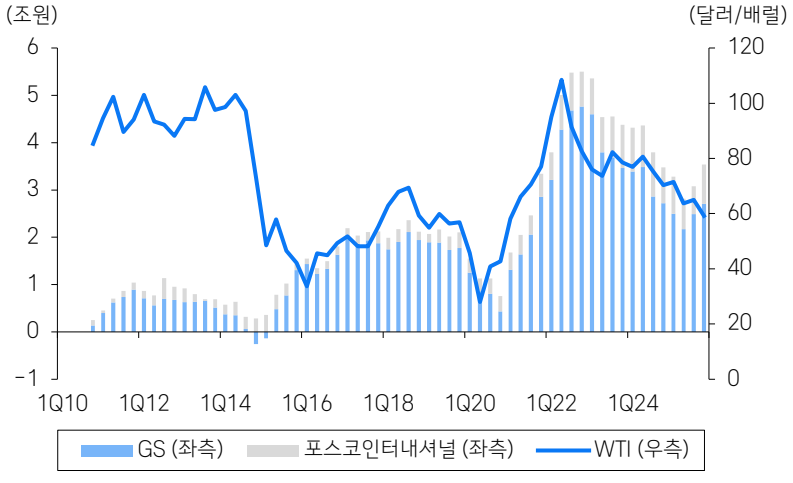
- 1) 약점(낮은 수익성, 환율 리스크)이 있는 한국 방어주보다 자원 부국의 방어주를 선택할 가능성이 높기 때문

▶ **1) 원자재 노출 있는 기업(에너지, 상사), 2) 자원 부국 매출 비중이 높은 기업이 유리**

▶ **비료 공급이 원활하지 않을 경우, 곡물 및 전반적인 식량 가격 높아질 가능성 있어 대비할 필요**

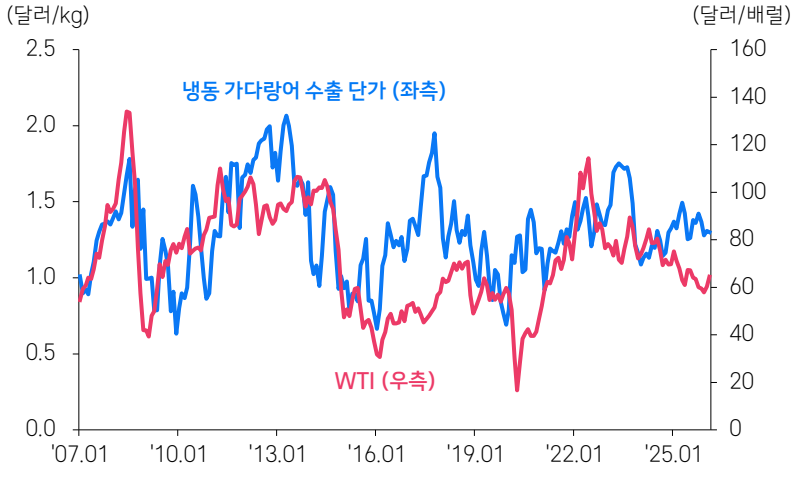
- 미국 파종 시기인 3월, 4월 초에 비료가 필요한 옥수수 파종 감소하면 육류 가격도 상승 가능성

WTI와 GS, 포스코인터내셔널의 세전이익



자료: Quantiwise, 삼성증권

WTI와 참치 어가



자료: 관세청, 삼성증권

Premium Picks – 한국

	종목명	코드	주가 (원)		시가총액	Valuation (배, %)				
			현재가	목표가	(조원)	P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
IT	삼성전자	005930 KS	199,400	230,000	1,180.4	7.9	2.1	303.7	27.0	1.2
	SK하이닉스	000660 KS	1,007,000	1,300,000	717.7	5.3	2.5	234.6	46.5	0.4
경기소비재	현대차	005380 KS	517,000	800,000	105.9	12.0	1.1	4.3	8.9	2.3
금융	한국금융지주	071050 KS	234,500	270,000	13.1	7.0	1.0	-0.2	14.7	3.9
산업재	한화에어로스페이스	012450 KS	1,320,000	1,450,000	68.1	27.1	5.4	47.4	19.8	0.4
	효성중공업	298040 KS	2,735,000	3,030,000	25.5	29.9	7.7	63.7	25.7	0.4
	두산	000150 KS	1,186,000	-	19.2	50.6	9.2	33.6	18.1	0.2
	현대글로비스	086280 KS	230,500	220,000	17.3	9.4	1.5	8.2	15.5	2.8
에너지	GS	078930 KS	69,000	-	6.4	7.8	0.4	4.2	5.4	4.3
필수소비재	KT&G	033780 KS	157,500	190,000	18.1	14.8	1.7	20.9	11.2	4.1

참고: '26년 3월 20일 종가 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권

미국 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

박혜란 선임연구원 hyerani.park@samsung.com

핵심 아이디어

미-이란 갈등에 따른 증시 최악의 위험 경로는 물가 급등과 통화정책 긴축 전환에 따른 스태그플레이션이 현실화되는 것. 즉, 원유 공급망의 불안정 지속이 최대 변수. 현재 상정하고 있는 기본 시나리오는 레드라인(이란, 걸프지역의 원유 인프라 파괴)을 넘지 않고, 통제 내에서 관리돼 국제유가가 100달러 수준에서 정점을 형성하고 6월까지 점진적으로 정상화되는 것. 통제 가능 수준에서 갈등이 봉합될 경우, 현재 미국의 견고한 경기 모멘텀을 빠르게 훼손할 가능성은 적음

하지만 지난해 평균 대비 40~50% 높아진 유가로 인해 상반기 물가 둔화 속도는 저하될 전망. 견고한 경기와 물가 경계감, 금리 인하 기대 후퇴는 곧 채권금리의 상방 압력이 하방 압력 보다 더 높음을 의미. 이때 과거 물가(핵심 PCE)가 2.5% 이상, 10년물 채권금리가 4% 이상인 국면에서 채권금리 상승은 주식에 부정적이었던 경험칙. 당분간 주식 멀티플의 확장이 제약된 환경으로 기업실적의 중요도가 상승할 전망

'26년 S&P 500 EPS는 전년 대비 +15.2% 상승할 전망으로, '25년 실적 상향에도 불구하고 실적 전망 추가 상승하며 이익 모멘텀 가속 중. 특히 IT(반도체, H/W), 산업재(건설, 전기 장비, 기계) 등의 이익 전망치 상향이 두드러짐. 이러한 이익 모멘텀은 제조업 경기가 바닥을 통과하고 반도체 뿐만 아니라 기계, 자동차, 화학 등 전방위적으로 산업생산이 개선되는 흐름과 반도체 주문, Capex 사이클 등을 고려할 때 긍정적인 흐름이 지속될 것으로 예상. 물론 상반기까지 다소 높은 수준의 유가가 지속됨에 따라 유가 상승에 민감한 일부 산업들의 마진 압박 위험이 잠재되어있음. 그러나 유가 상승에 따른 비용 충격과 이로 인한 실적 하락 위험 보다 경기 둔화와 수요 감소에 따른 부정적인 실적 민감도가 더 높아, 상기하듯 경기 침체 현실화되지 않는다면 S&P 500 전반의 이익 하향 조정 위험은 높지 않다는 생각

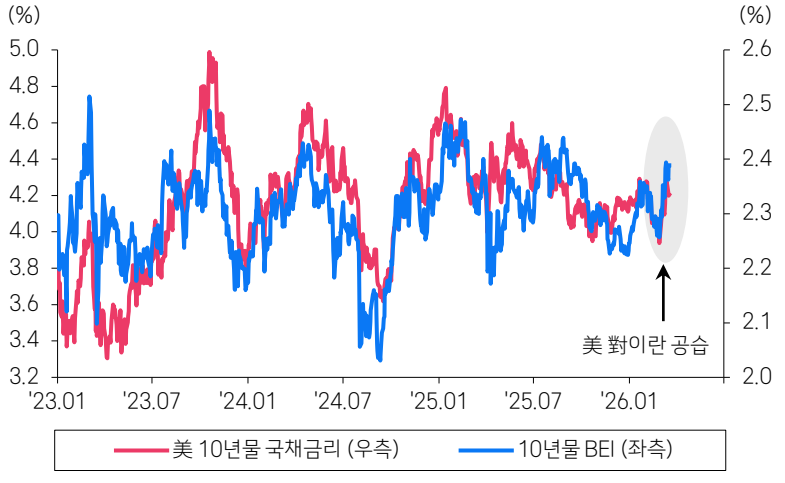
지난해 4분기부터 이어진 AI 경계감이 빅테크의 비용 우려를 넘어 S/W 대체 우려로 확산되며 IT 업종의 멀티플 디레이팅은 심화. 현재 12m fwd P/E는 22.9배로 필수소비재(23.8배) 보다도 낮은 수준. 지난 수 차례 국면에서 IT 업종이 10년 이동평균 수준에 도달했을 때 유의미한 저점을 형성한 바 있음. IT 업종 특히 반도체와 하드웨어 업종 실적 성장 강도는 '26.1~2분기에 긍정적. 실적 성장세와 밸류에이션 매력도 감안 시, 추가적인 주가 모멘텀 유효하며 저평가 구간으로 평가

유가 불안정 당분간 지속, 통제 내 경기 모멘텀 훼손은 제한적

▶통제 가능 수준에서 갈등 봉합 시 경기 침체 위험은 낮음

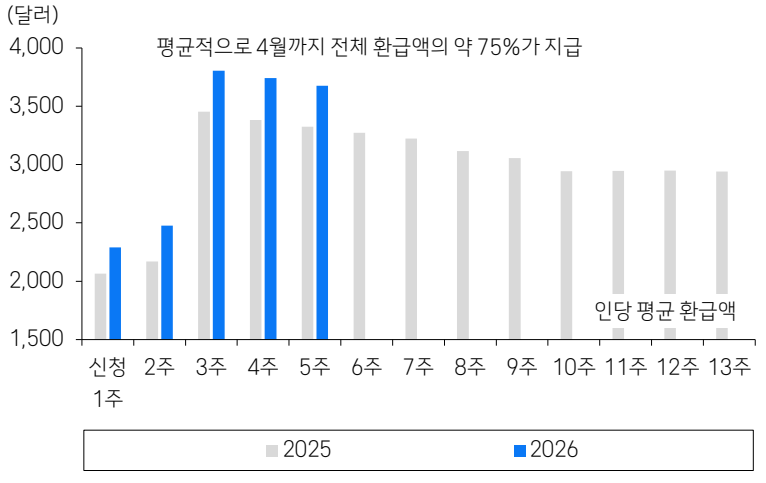
- 레드라인을 넘는 극단적 충돌 가능성을 낮게 전제하지만, 지난해 평균 수준 보다 높은 유가 지속은 불가피
  : 위험선호에 대한 본격적인 회복을 기대하기에는 아직 이른 시점
- 그러나 원유 충격이 통화정책을 전환(금리 인상)시키고 경기 모멘텀을 빠르게 훼손시킬 위험은 높지 않음
- 1) 통제 가능 수준(원유 인프라 훼손 없는)에서 갈등 봉합 시 2분기말 유가 정상화 기대, 2) 2분기 평년 대비 높은 세제 환급 혜택 등으로 가계 재정 및 소비 개선이 경기 하방 충격을 부분 상쇄 (평년 대비 인당 약 1,000달러 환급 증가 추정)

미-이란 지정학 갈등 발발 이후 물가 우려 급등



자료: Bloomberg, 삼성증권

예상대로 지난해 보다 많은 환급액이 지급되는 중



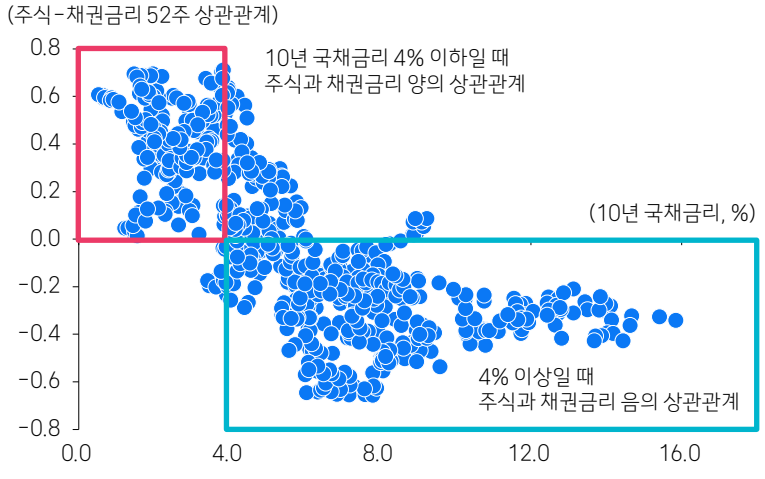
참고: 3월 6일 기준
자료: IRS, 삼성증권

물가 경계감 상승으로 주식 멀티플의 제약적인 환경 강화

▶ 향후 멀티플 확장 기대 보다 이익 펀더멘털의 중요도가 상승

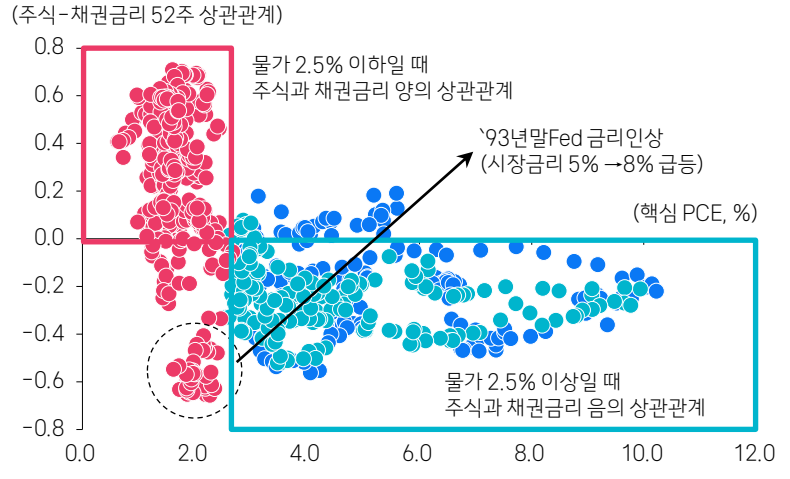
- 이번 미-이란 사태로 유가 불안이 높아짐에 따라 상반기 물가 둔화 속도는 저하될 전망
- 견조한 경기와 물가 경계감은 곧 채권금리의 상방 압력 요인 (3월 FOMC 경제 전망: GDP와 물가 동반 상향 조정)
- 물가(핵심 PCE) 2.5% 이상, 장기 채권금리 4% 이상 국면에서 채권금리 상승은 주식에 부정적이었던 경험칙

국채금리 4% 이상에서 금리 자극은 주식에 부정적



자료: Bloomberg, 삼성증권

물가 2.5% 이상에서 금리 자극은 주식에 부정적



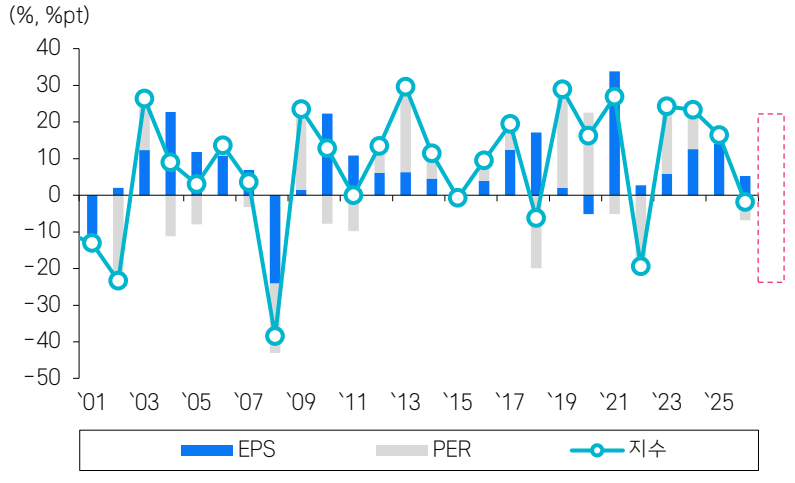
자료: Bloomberg, 삼성증권

변동성 장세 속 실적 의존도 상승

▶ 하방 위험은 우려 보다 낮아, 향후 증시 상승은 실적 강도가 좌우

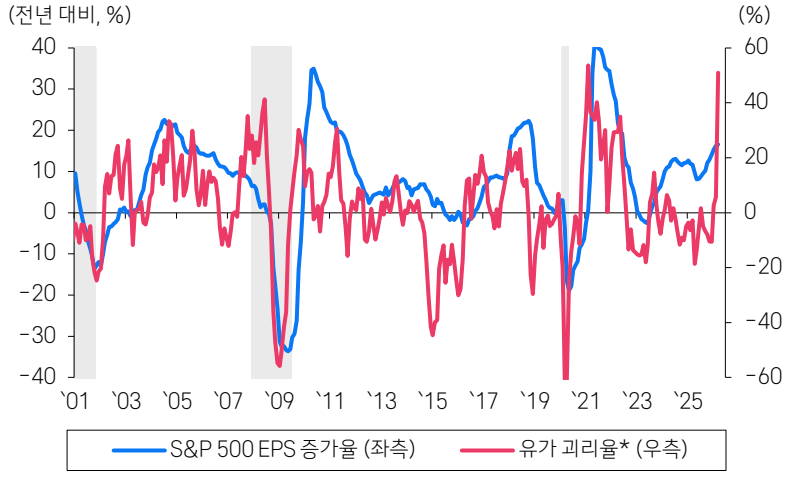
- 멀티플 확장에 제약된 국면에서 증시 레벨의 관건은 '실적'. 특히 강세장 후반부로 갈수록 강세 연장에 있어 실적 역할이 주효
- `26년 S&P 500 EPS는 전년 대비 +15.2% 증가할 전망으로 `25년 실적 상향에도 불구하고 `26년 전망 추가 상승하며 이익 모멘텀 가속
  : 산업재(건설, 전기 장비, 기계), IT(반도체, H/W) 등 이익 전망치 상향 두드러짐
  : 제조업 경기 바닥 통과(기계, 자동차, 화학 등 전방위적인 산업생산 개선되는 흐름)와 반도체 CAPEX 사이클 고려 시 긍정적인 이익흐름 지속 예상
- 상반기까지 높은 유가 상승으로 운송 등 일부 산업의 마진 압박 위험. 그러나 유가 상승에 따른 비용 충격과 실적 하락 위험 보다 경기 둔화와 수요 감소에 따른 부정적인 실적 충격 민감도가 더 높아, S&P 500 전체적으로 이익 전망의 하향 조정 위험은 높지 않음

연초 이후 시장 충격은 실적이 상쇄



참고: 전년 대비
자료: Bloomberg, 삼성증권

유가 상승에 따른 비용 충격 보다 수요 감소에 의한 유가 하락의 부정적 민감도 높아



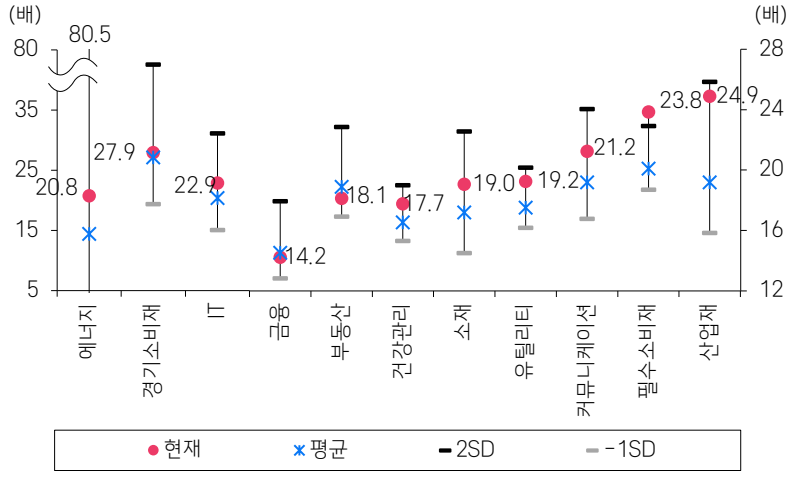
참고: * WTI 12개월 이동평균으로부터의 해당 월 유가 괴리율
자료: Bloomberg, 삼성증권

시장의 AI 경계감은 잔존, 그러나 극단적 비관은 진정 중

▶IT 업종의 멀티플 디레이팅은 진정 국면으로

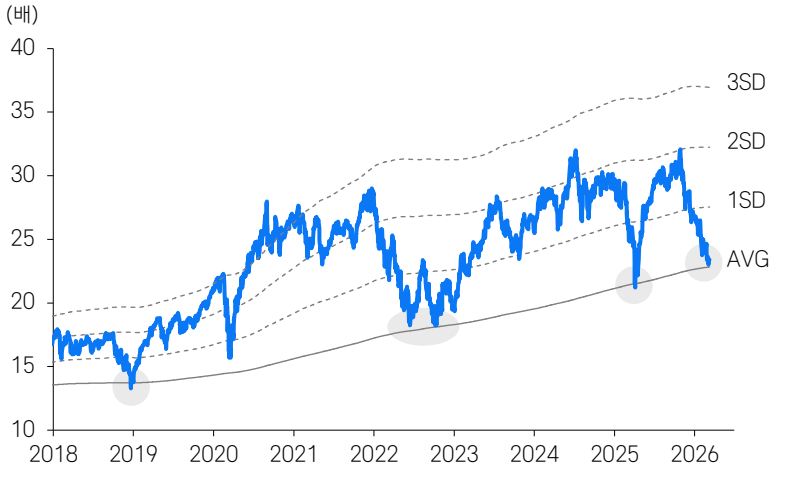
- S&P 500 12m fwd P/E는 20배 중반으로, 25년 고점과 연초 대비 각각 -11.4%, -6.9% 하향 조정
- AI 우려가 빅테크에 그치지 않고, 기존 레거시 산업의 대체 우려가 확산되며 IT 업종의 멀티플 디레이팅이 가장 심화
  : 필수소비재(23.8배) 보다 낮은 수준까지 도달
- IT 업종의 10년 이동평균 수준의 밸류에이션은 지난 수 차례 국면에서 유의미한 저점을 형성했던 경험
  : 실제로 미-이란 갈등 국면에서 IT 업종은 상대적으로 여타 업종 대비 충격에 방어적인 흐름

S&P 500 업종별 밸류에이션 비교



자료: Factset, 삼성증권

IT 업종의 밸류에이션은 유의미한 하단에 도달



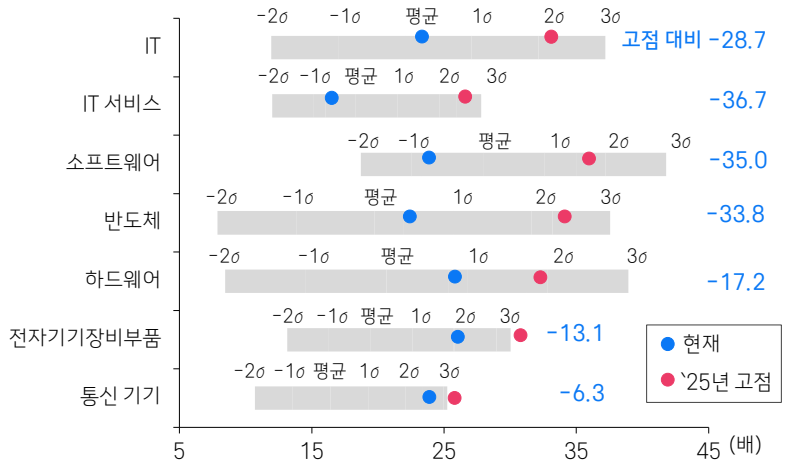
참고: 10년 이동평균
자료: Factset, 삼성증권

어제의 패자에서 내일의 승자로

▶ 밸류에이션과 실적 성장 매력을 동반 보유한 IT(반도체, 하드웨어)에 대한 점진적 비중 확대 필요

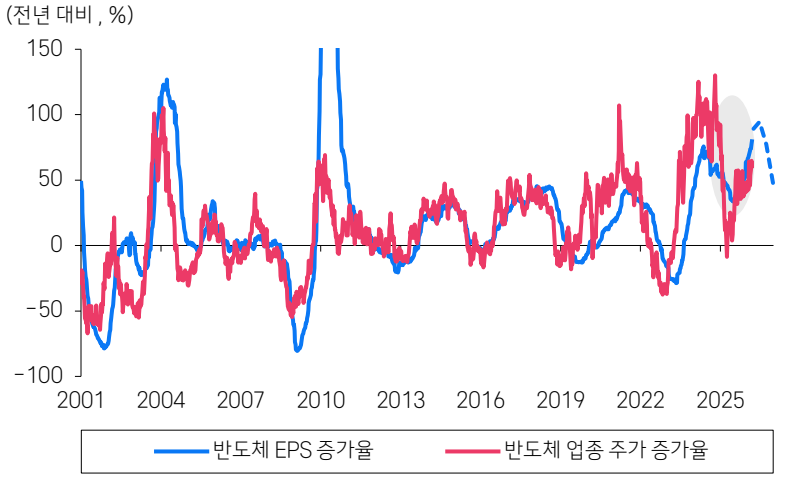
- 1분기 S&P 500 반도체 EPS 증가율 전망은 +90%(전년 대비)로 `10년 이후 최고 수준.12m fwd EPS 증가율은 2분기까지 가속
  : 12m fwd EPS 증가율 現 +79.6% → 2Q26 +94.5%
- 3분기 중 실적 성장률은 정점을 통과함에 따라 향후 주가 상승률의 감속은 불가피
- 그러나 실적 성장세와 밸류에이션 매력도 감안 시, 최소 2분기까지 주가 모멘텀 유효하며 저평가 구간으로 판단
  : AI 관련 밸류체인(메모리 반도체, 저장장치 등)들의 실적 성장 강도는 `26.1~2분기에 집중

IT 산업 밸류에이션 매력도 비교



자료: Factset, 삼성증권

주가가 실적을 선행하는 시차 고려해도 반도체 주가 정점은 아직



참고: 파란색 점선은 `26.1분기~`27.4분기 EPS 전망을 반영한 12m fwd EPS 증가율
자료: Factset, 삼성증권

중국 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

전종규 수석연구위원/이사 juhn21@samsung.com
금종호 선임연구원 jongho.keum@samsung.com

핵심 아이디어

2분기 중국 투자 전략으로 "차이나 테크 선호" 유지. 차이나 테크 성장주 선호 의견은 ① 정책 모멘텀, ② 완만한 펀더멘털 회복, ③ 풍부한 유동성 유입에 근거. 향후 6개월 상해지수와 홍콩H의 지수 밴드는 각각 3,700~ 4,500pt와 8,000~ 12,000pt 설정. 본토 증시의 밸류에이션 매력은 감소하였으나 홍콩H 지수 상단 12,000pt는 12개월 Forward P/E 기준 13.8배로 MSCI AC World(19.3배) 대비 디스카운트 레벨.

중국 증시는 완만한 펀더멘털 회복 구간에 진입할 것으로 전망. 1~2월 중국 실물지표는 소매판매와 부동산 지표 부진 확인. 소매판매 증가율은 전년대비 +2.8%로 리오프닝 이후 최저 수준을 기록하였고 부동산 투자증가율은 -11.1%로 17개 분기 연속 마이너스. 반면에 2월 PPI 디플레이션 완화와 수출 서프라이즈는 긍정적인 요인.1~2월 중국 수출 증가율은 전년 동기 대비 21.8% 급증세 시현. 미중 무역갈등 영향이 축소된 것은 중국의 수출 지역 다변화(중남미, 아프리카 수출 급증)와 제품 경쟁력 제고에 따른 것. 2월 중국 자동차 수출은 전년대비 +51.7%로 올해 자동차 수출 첫 1천만대 돌파 유력.

양회 폐막 직후 15.5 경제규획 로드맵 발표. 2035년 경제 고도화를 위해 『과학기술·산업 고도화 · 내수 성장』 전면 배치. 부동산과 저부가가치 제조업, 구경제 공급 과잉 구조조정과 AI를 위시한 첨단제조의 기술자립 병행. 15.5~16.5 규획 기간 동안 연간 성장률 목표는 4.3%로 추정. R&D 투자증가율 7.0% 이상, 디지털 부각가치 12.5% 이상으로 제시. 반 내권화와 산업 역량 강화(산업 육성과 과학기술 자립)를 주목해야 하며 정부의 공급 개혁과 적극적인 기술 투자 확대를 감안할 때 경기민감 섹터와 성장주의 실적 차별화가 장기화될 것.

2분기 중국 주식시장은 안정화 단계 전망. 1~2월 부진한 내수와 부동산 지표 영향이 있었으나 양회 이후 본격적인 경기지원 정책(인민은행 정책금리 인하와 소비부양)이 예상되고 미중 정상회담이 Mini detent로 종결될 경우 대외 불확실성 완화 기대. 중국 포트폴리오의 키워드는 〈산업 패러다임 변화, 차이나 테크〉. 15.5 경제규획 기간 동안 산업 재편의 속도가 가속될 것. 중국 공급 개혁의 승자는 신성장 산업. 중국의 제조 2035가 본격화되면서 첨단 제조에 대한 정책 모멘텀과 투자가 확대될 것. 유망 중국 포트폴리오로 ① AI 반도체/플랫폼, ② Physical AI(자율주행, 휴머노이드), ③ 첨단 제조(바이오, 우주항공)를 제시

2분기 Key call

1 투자의견

- 점진적인 지수 상승, 차이나 테크 선호
- 상해밴드: 3,700~4,500pt / 홍콩H 8,000~12,000pt
  * 지수 상단 12개월 Forward P/E 상해종합 16.0배, 홍콩H 13.8배

2 정부 정책/펀더멘털

- 매크로 점검: 부동산/소비 부진 지속, 2분기 디플레이션 완화 주목
- 정부 정책조합: 2분기 정책금리 인하, 적극적인 산업정책과 부동산 부양 전망
  * 5월초 미중 정상회담 예상, Mini deal 여부와 금융시장 불확실성 완화 가능성

3 유동성 점검

- 본토 증시 머니 무브, 가계자산의 자본시장 이동 관심: 가계예금 165조 위안 규모
- 지정학적 리스크 완화 시 홍콩 증시 유동성 유입 가능

4 포트폴리오 전략

- AI 테크 대표주와 ETF 저점 매수 전략
  (1) AI Core 인프라(반도체, 플랫폼, 전력망), (2) Physical AI(자율주행, 로봇)
  (3) AI Usage(헬스케어/우주항공)

자료: 삼성증권

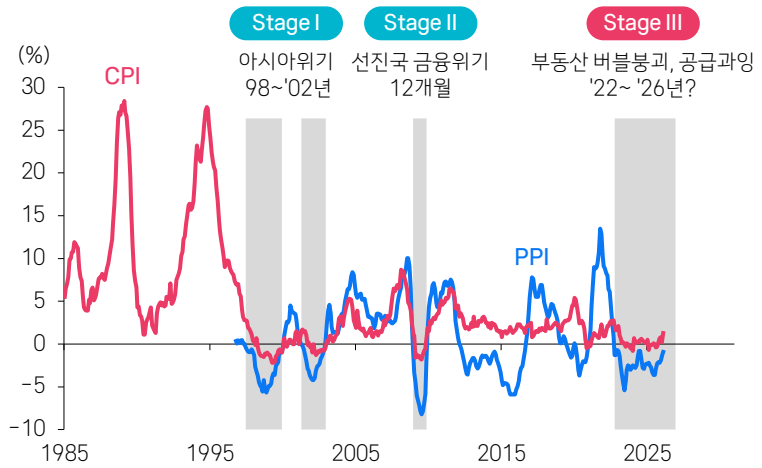
펀더멘털, 디플레이션 완화 주목

디플레이션 완화와 수출 호조세

▶실적 모멘텀 회복 요인

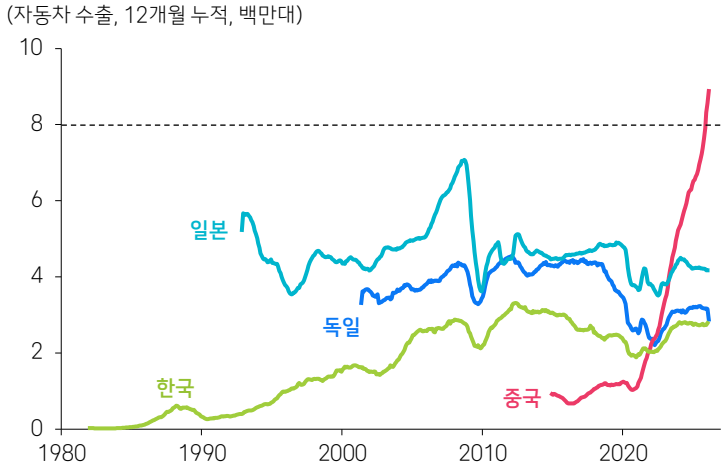
- 1) 디플레이션 완화: 14개 분기 연속 최악의 디플레이션 사이클 진행, 공급 과잉과 부동산 버블 붕괴가 야기한 수요 위축이 주요 원인
  : PPI 디플레이션 압력 완화 전망, 정부의 공급 개혁 정책과 소비 부양정책 효과 → 부동산 경기 바닥 통과 시점도 올해 연말로 예상
- 2) 내수 부진 vs. 수출 호조세: 1분기 지표는 내수/부동산 부진과 수출 호조세의 디커플링 국면. 1~2월 소매판매 증가율 +2.8%에 그쳤으나 1~2월 수출 증가율은 +21.8%로 컨센서스(+7.2%) 크게 상향. 중국 수출급증은 시장 다변화와 제품 경쟁력 제고를 반영한 것

중국 PPI 디플레이션 완화



참고: '26년 2월 말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

2월 중국 자동차 수출 +57.9% 급증



참고: '26년 2월 말 기준
자료: CEIC, 삼성증권

15.5 경제규획 시사점, 산업 고도화가 최우선 목표

▶ 기술 자립 및 AI 발전 강조; "반내권화" 및 소비 확대 언급은 긍정적

- **산업 고도화와 과학기술 발전을 최우선 순위로 강조**
- 첨단 산업 및 기술 확보는 국가 안보 차원의 문제로 발전. 특히, 15.5 규획에서는 AI 산업에 대한 내용이 대폭 증가

"반내권화" 정책 지속; 소비 관련 언급 증가

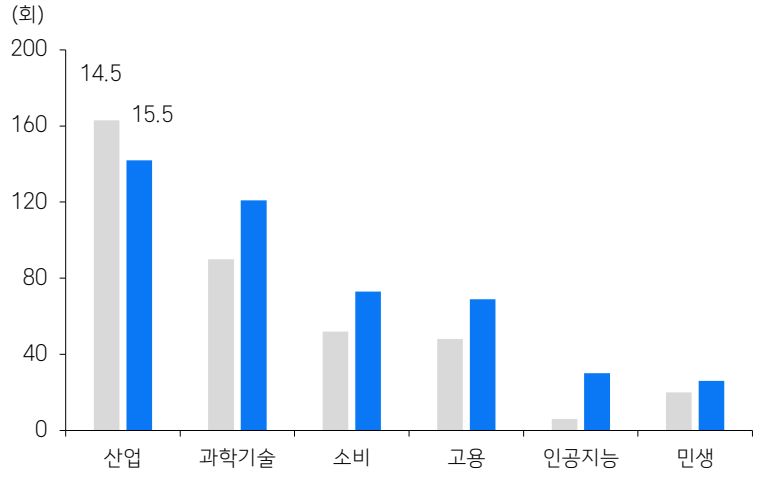
- 철강, 석화, 조선 등 업종의 조정을 강조하고, 낙후 시설 퇴출, 생산능력 조정, 가격 관리 등을 언급하며 공급 조정("반내권화") 의지를 나타냄
- 가계 소비 비중 확대를 주요 목표 중 하나로 설정하며 소비의 중요성을 강조. 다만, 여전히 산업 정책보다 후순위이며 보다 적극적인 정책 필요

15.5 규획에서 언급한 중점 기술 및 산업 비교

구분	15.5 규획	14.5 규획 비교
중점 기술	• 인공지능(반도체), 양자기술, 핵융합, 생명과학, 뇌과학, 질병 예방 및 혁신 의약, 심해 등 극치 탐측, 우주 탐색	• 인공지능에 반도체를 편입 • 극지 탐측 중 우주 탐색 분리
산업 기초능력 강화	• 첨단 신재료, 정밀 부품, 기초 소프트웨어, 공작기계, 첨단 측량기기, 고급 운수장비 (항공기, 대형 LNG 선박 등)	• 위성통신, 신에너지차 삭제 • 정밀 부품 및 기초 소프트웨어 추가
신흥 및 미래 산업	• 신흥산업: 스마트카, 로봇, 생명과학 등 • 미래산업: 양자, 핵융합, BCI, 임바디드 AI 등	• 신흥: 로봇, 생명과학 추가 • 미래: 핵융합, BCI 등 추가

자료: 중국 신화사, 삼성증권 정리

15.5 규획 전문 중 주요 키워드 언급 횟수



참고: 본문 중 키워드 등장 횟수(테이블 중 언급 미포함)
자료: 중국 정부, 삼성증권

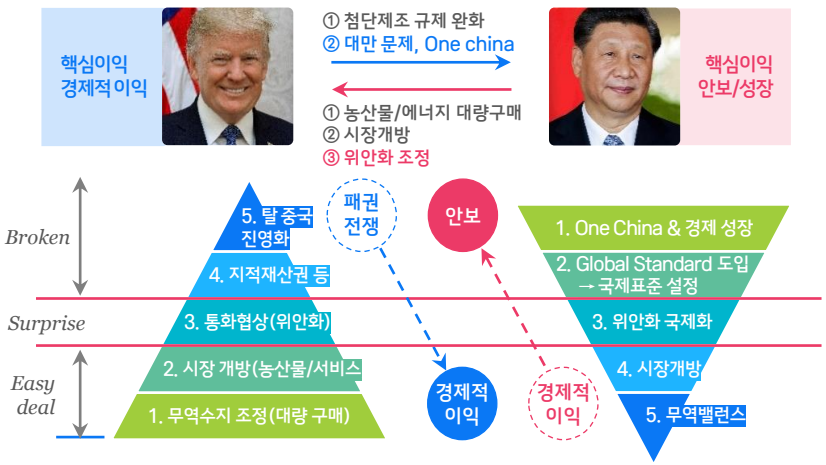
미중 분쟁 시나리오, Mini-detent 전망

상반기 중 미중 무역합의

▶5월 베이징 미중 정상회담 전망

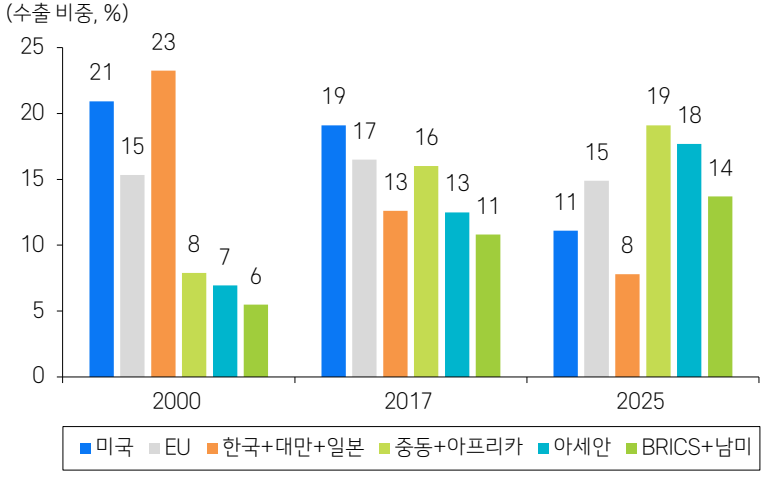
- 이란 사태로 인해 베이징 미중 정상회담 순연: 상반기 중 미중 무역합의 기본 시나리오 유지. 트럼프 대통령은 11월 중간선거 성과 필요
- 미국과 중국의 Easy deal(중국의 대 미국 농산물/항공기 대량 구매와 시장 개방 확대) 예상 속에서 통화협상과 첨단 제조 규제완화가 관건
- 중국 금융시장은 미중 Mini-detent의 경우 대외 불확실성 완화로 긍정적인 반응 예상
  : 포스트 무역 합의는 글로벌 무역구조 재편(다극화)과 위안화 조정, 첨단 제조 공급망 변화 관점에서 주목

5월 미중 정상 회담 의제



자료: 삼성증권 정리

달라진 글로벌 무역구조, 드라마틱한 중국 수출비중 변화



참고: 25년 말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

2분기 포트폴리오 전략

차이나 테크 선호

▶G2 기술 전쟁과 차이나 테크

- 차이나 포트폴리오의 키워드는 〈산업 패러다임 변화, 차이나 테크〉. 15.5 경제규획의 산업 고도화 정책 본격 추진
- 제조 2035, AI 플러스 포트폴리오 구축 권유, ① AI 반도체/플랫폼, ② Physical AI(자율주행, 휴머노이드), ③ 첨단 제조(바이오, 우주항공)
- 중장기 관점에서 자본시장 고도화 과정, (1) 현대 금융시스템 구축, (2) 고수준 대외 개방 확대, (3) 과학기술 금융 발전, (4) 금융 거버넌스 강화 : 15.5 규획 기간 중국 주식시장 시가총액 25~30조 달러 목표

2분기 차이나 포트폴리오

자료: 삼성증권

유럽 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

양지성 선임연구원 jisung.yang@samsung.com

핵심 아이디어

2026년 4월 Eurostoxx50 밴드를 5,400~6,000p로 제시. 과거 유럽증시 조정 사례들을 종합해보면 장기적으로는 추가 하락이 가능하다 하더라도, 단기적으로는 하방이 지지되는 모습이 나타날 가능성이 높음. 현 시점에서 매도하기 보다는, 이익 전망에 집중해 포트폴리오를 정비하는 것이 유리. 낙폭과대나 밸류에이션 플레이 실익은 제한적일 것으로 생각

최근 유럽 증시 약세 배경은 스태그플레이션 우려 확산. 에너지 가격이 급등함에 따라 ECB가 연내 금리를 인상할 수 밖에 없을 것이라는 우려가 커짐. 브렌트유 가격이 120달러를 장기간 유지하는 경우, 연말 인플레이션은 현재 1.9%에서 3.5%까지 높아지게 됨. 이는 2회 이상의 금리인상을 요구하는 수준. 다만, 현 중동 전쟁을 우크라이나 전쟁과 비교하는 것은 시기상조. 2022년과 인플레이션 압력의 정도가 다르기 때문. 2022년 2월 우크라이나 전쟁 발발 직전 인플레이션은 5.8%로, 전쟁이 아니었더라도 수차례 금리인상이 필요했던 상황. 반면 2026년 2월 유로존 인플레이션은 1.9%에 불과. 전쟁이 장기화되지 않는다면 ECB가 공격적인 금리인상을 보일 가능성은 제한적임을 의미

가스 수급 여건 또한 2022년 대비 개선됨. 유럽의 취약점은 LNG이나, 유럽 가스 가격은 60유로 내외로 2022~2023년의 200~300유로 대비 크게 낮아짐. 중동 LNG 수입 비중 또한 6%에 그쳐 직접적인 수급 제약은 미미함. 현재 EU의 우려는 물량 확보보다는 가격 급등 여부에 초점이 맞춰져 있음. EU는 가스 수급의 40%를 단기계약 및 현물시장에 의존하기 때문에, 중동 분쟁이 이어진다면 해당 계약에서의 가격 상승 리스크에 노출

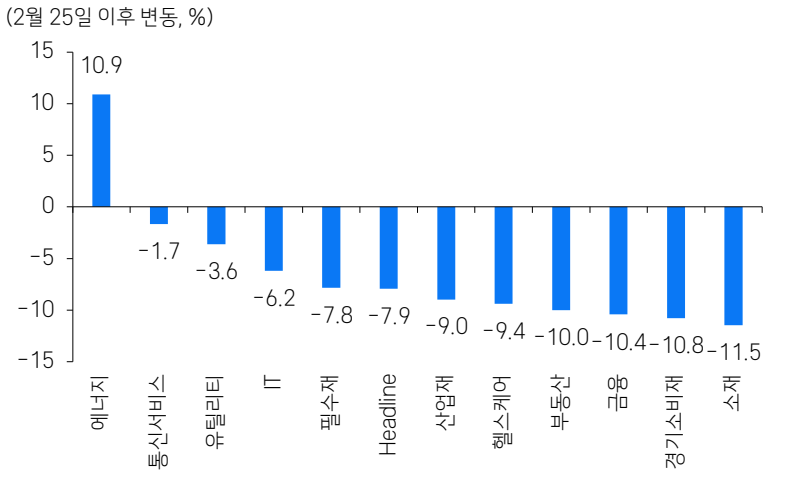
수주 내 갈등 완화를 전제로, 이익 전망에 집중한 포트폴리오 구성을 권고. 유로존 제조업은 장기 침체를 끝내고 중립 수준을 회복함. 이는 리레이팅 장세의 종료, 이익 주도 장세의 본격화를 의미함. 주가 모멘텀이나 밸류에이션 리레이팅에 의한 리더십은 점차 약화될 것. 현 시점에서 방어주로 선회하는 것은 실익이 낮음.유럽 내에서 이익 전망이 우수한 반도체/금융/방산/전력기기/소매 위주의 대응을 고려해야 하며, 이익 전망이 여전히 부진한 자동차/의류내구재 및 럭셔리 등은 비중 축소로 대응

유럽 증시 변동성 확대

▶4월 Eurostoxx50 지수 전망: 5,400~6,000p

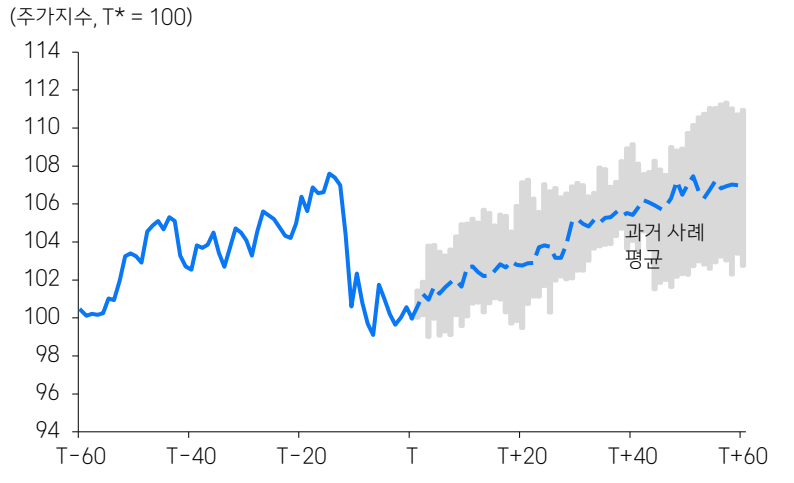
- 이란 전쟁 이후 유럽 증시는 약세. 에너지를 제외한 전 섹터 주가지수는 큰 폭으로 하락
- 장기적으로 추가 하락이 가능하다 하더라도, 단기적으로는 하방이 지지되는 모습이 나타날 가능성이 높음
  - 유럽증시 8% 이상 주가 하락 사례들을 종합해보면, 장기 추가 하락 여부와는 무관하게 1달간 속도 조절 또는 상승 전환을 시도
- 현 시점에서 매도로 대응하기 보다는, 이익 전망에 집중해 포트폴리오를 정비하는 것이 타당해 보임

유럽 주가지수: 에너지 제외하면 약세



참고: GICS1 기준
자료: REFINITIV

Eurostoxx50 급락 이후 주가 궤적



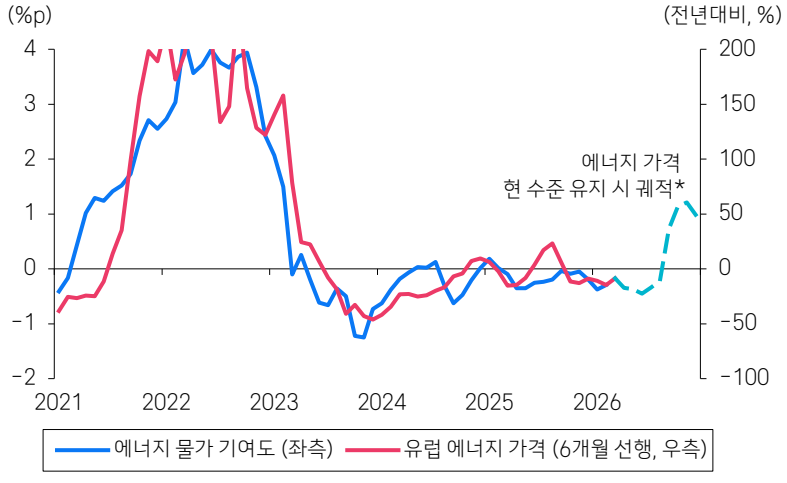
참고: * T는 주가 고점 대비 8% 하락 시점(2026년 3월 19일에 해당), 음영은 과거 유사사례 이후 궤적 (백분위 25~75% 사례)
자료: 삼성증권

브렌트유 120달러 장기간 유지 시, 스태그플레이션 내러티브 확산 불가피

▶ 에너지 가격 현 수준 유지 시, 하반기 2회 이상 금리인상 요구됨

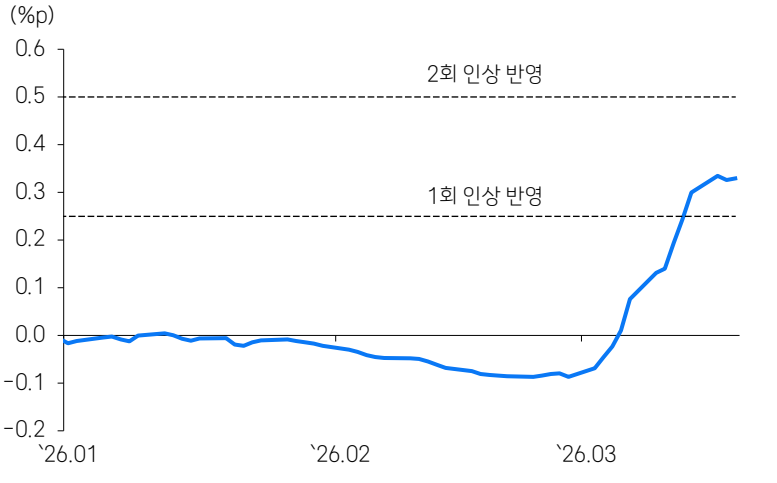
- 유럽 증시 약세의 원인은 스태그플레이션 내러티브 확산. 인플레이션 압력이 높아짐에 따라 ECB가 금리를 올려야 하는 상황이 올 수도 있다는 것
- 브렌트유 100달러, 유럽 천연가스 60유로가 장기간 유지될 경우, 에너지 물가 기여도는 연말에 +1.0%p를 기록하게 됨
  - 브렌트유 120달러, 천연가스 80유로를 가정 시 에너지 기여도는 연말 1.5%p에 근접
- 이는 유로존 소비자물가 상승률이 2월 1.9%에서 12월 3.0~3.5%까지 높아짐을 의미. 이는 ECB의 스태그플레이션 대응 금리인상으로 이어질 것
- 당사 기본 가정과 달리 중동 전쟁 장기화된다면, ECB는 6월부터 금리인상 전환할 것

에너지 가격 유지된다면, 연말 인플레 기존 전망 대비 1.0%p 이상 높아짐



참고: * 브렌트유 100달러, 유럽 천연가스 60유로 가정
자료: Eurostat, European Central Bank, 삼성증권

선물시장에 반영된 ECB 정책금리 변동: 연말까지 1회 이상 인상 반영



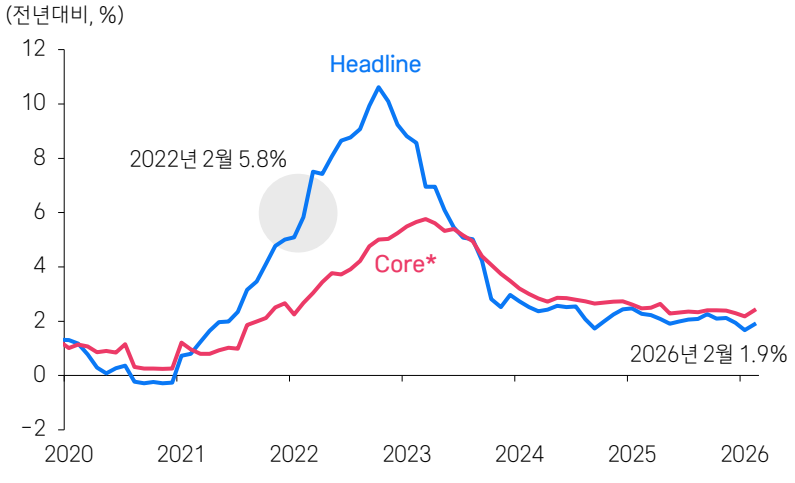
자료: Bloomberg

우크라이나 전쟁과 비교하는 것은 시기상조

▶ 인플레이션 압력은 우크라이나 전쟁 발발 이전보다 낮음

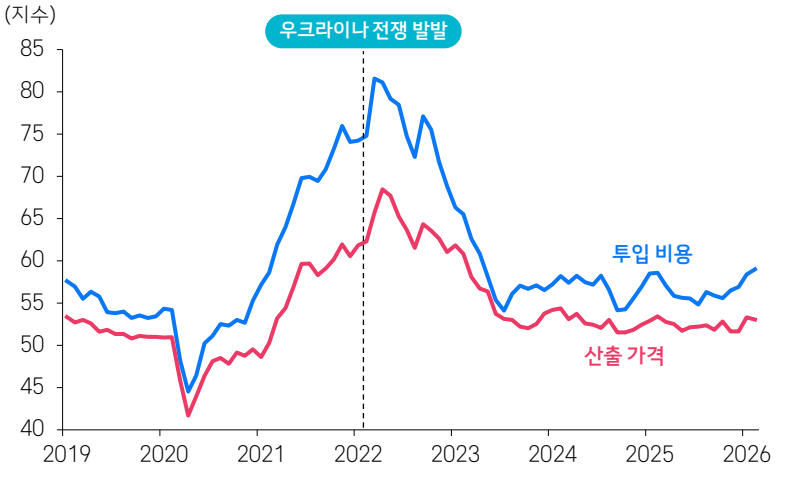
- 일각에서는 에너지 가격 상승이 2022년 우크라이나 전쟁 시나리오의 반복으로 이어질 것을 우려
- 다만, 2022년과 달리 인플레이션 압력은 제한적: 우크라이나 전쟁 발발 직전인 2022년 2월 소비자물가는 5.8%였던 반면, 2026년 2월 소비자물가는 1.9%에 그침. 물가 보조지표 역시 인플레이션 압력이 2022년 대비 낮아졌음을 보여줌
  - 우크라이나 전쟁이 아니었더라도, 2022년 ECB는 공격적으로 금리를 인상해야 했던 상황

유럽 소비자물가: 2022년과는 달리, 인플레이션 압력은 제한적



자료: Eurostat

유로존 PMI 투입 비용 vs 산출 가격 지수: 낮아진 인플레이션 압력



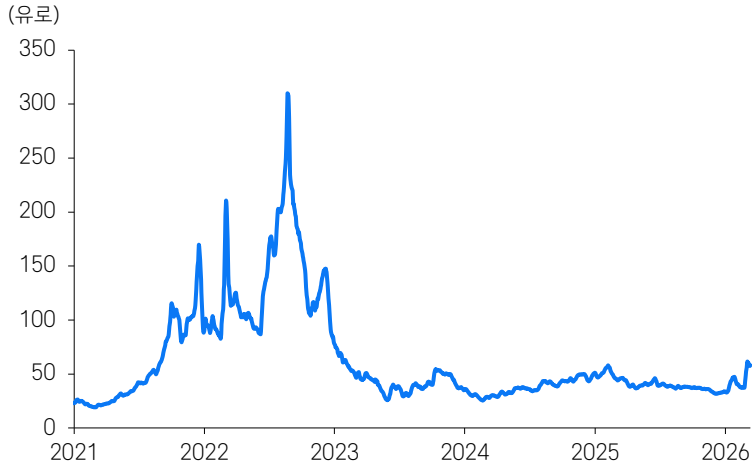
자료: S&P Global

가스 수급 여건 역시 2022~2023년 대비 개선

▶ 유럽의 취약점은 LNG이나, 2022년~2023년 대비 수급 리스크는 낮아짐

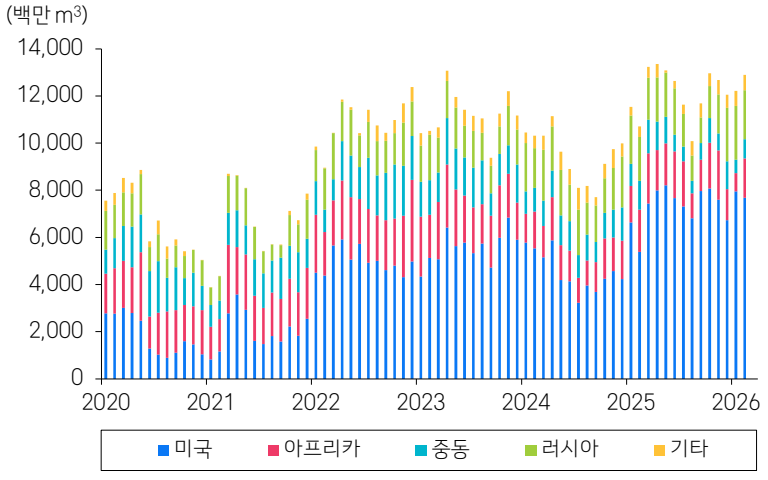
- 유럽 천연가스 가격은 60유로 내외로, 2022~2023년의 200~300유로 대비 크게 낮은 수준
- 수급 제약도 간접적. EU LNG수입의 절반 이상은 미국산이며, 중동 비중은 6% 미만에 그침: 분쟁 장기화 시나리오가 아니라면 가스가 물리적으로 부족해질 가능성은 낮아짐. EU 집행위 또한 즉각적인 공급 안보 리스크는 제한적이라는 입장
- EU의 우려는 물량 부족 보다는 가격 급등에 초점. 중동 LNG가 EU 수입량의 10% 미만을 차지함에도 불구하고, EU는 현물시장 및 단기 계약 시 비용 상승에 직면. 현 위기가 장기화된다면 EU는 러시아산 가스 공급 확대를 고려하게 될 가능성도 있음

유럽 천연가스 가격: 2022~2023년과 비교 불가



자료: Bloomberg

EU LNG 수입: 중동 비중은 6% 미만



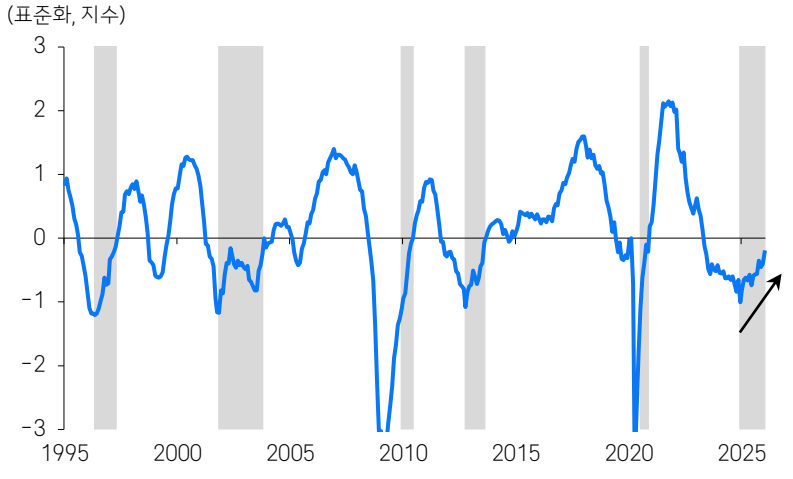
자료: Bruegel

포트폴리오 전략: 철저하게 이익 전망에 집중해야

▶ 철저하게 이익 전망에 집중한 포트폴리오로 대응: 반도체/금융/방산/전력 관련주

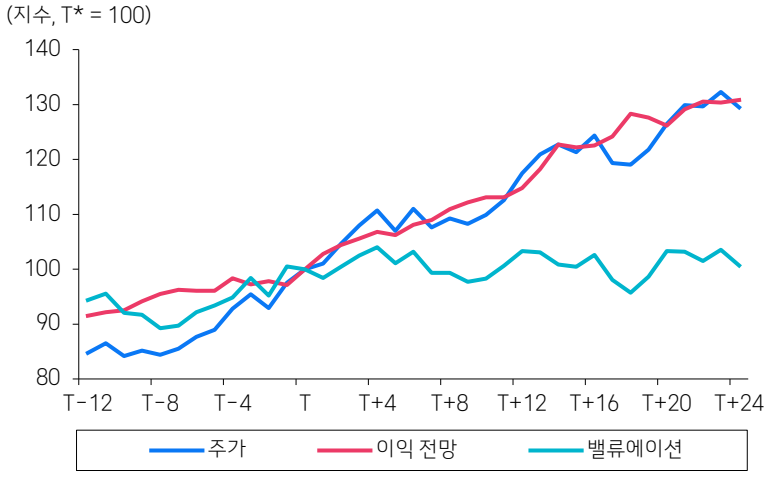
- 기본 시나리오는 수주 내 갈등 완화 및 에너지 가격 안정. 이는 유럽 스태그플레이션 우려를 완화시켜 증시 반등으로 이어질 것
- 현 시장에서 집중해야 할 변수는 이익 전망. 유럽 제조업이 장기 침체에서 벗어나 중립 수준에 근접했기 때문
- 제조업이 중립 수준까지 회복하고 나면, 주가는 밸류에이션 리레이팅이 아닌 이익 전망 상향 정도에 좌우됨
- 이에 따라 이익 전망이 지속 개선되는 반도체/은행/방산/전력기기 등의 업종에 관심 필요

유럽 제조업 지수*: 장기 침체를 벗어나 중립 수준으로



참고: * 유럽 집행위 제조업 신뢰지수 기준
자료: 유럽 집행위, 삼성증권

제조업 회복의 시사점: 이익 전망이 주가를 견인



참고: *제조업 확장 국면전환 시점
자료: 삼성증권

일본 주식시장 Outlook

3M	Not rated
12M	Not rated

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

이창희 수석연구위원 Changhe01.lee@samsung.com
구민정 선임연구원 mj.gu@samsung.com

핵심 아이디어

TOPIX 지수 '26년 2분기 3,650 ~ 3,950pt, 연말 기준 4,300pt 예상. 현재 12개월 선행 P/E 밸류에이션은 16.7배로 지난달 18배(+2SD) 수준에서 하락. 미국-이란 전쟁으로 변동성 높은 구간이나, 전쟁 지속보다 휴전 가능성 높다고 생각되며 자민당의 정책 추진력 강화에 따른 밸류에이션 리레이팅 구간으로 26년 2분기에도 TOPIX 지수 상승 기대.

다카이치 총리는 '책임 있는 적극재정'을 기조로 일본 경제의 성장 회복을 목표로 한 재정 확대 정책 추진 중. 중의원 총선에서 자민당이 2/3 이상 의석을 확보함에 따라 정책 실행력은 한층 더 강화. 이에 따라 기존의 보조금 확대, 에너지 가격 안정화 정책, 감세 논의 등 재정지출 확대 기조가 강화될 가능성 높으며, 이는 임금 인상 및 소비 확대가 맞물리는 선순환 구조를 통해 일본 경제의 성장률을 지지하는 요인으로 작용할 전망. 특히 정책 불확실성 완화와 재정 확대 기대는 리스크 프리미엄 축소를 통해 주식시장 밸류에이션 리레이팅을 유도하는 동시에 기업의 가격 전가 여력을 높여 이익 개선 기대를 뒷받침할 것으로 기대.

이에 따라 '26년말 기준 기업 실적 추정치 상향 가능성 높으며(약 10~15% 전망), 현재 일본은 '05년 9월 11일 총선(우정민영화 법안 참의원 부결 후)에서 고이즈미 내각의 자민당 압승(단독 296석, 2/3에 근접) 당시 정책 안정성 및 구조개혁에 대한 기대감으로 주식시장 밸류에이션 리레이팅이 진행된 시기와 유사한 국면. 미국-이란 전쟁이 일단락될 경우 12개월 선행 P/E 18.2배(고이즈미 총리 우정해산 당시 1년간 평균)에서 밸류에이션 등락 예상. 이와 같은 매크로 환경 고려 시 선호 업종은 1) AI 관련: AI 투자 확대에 의한 메모리 업황 개선, 2) 은행주: 금리 인상 수혜, 3)종합상사: 인플레이션 모멘텀. 각 선호 업종에서 향후 12mf P/E 기준 밸류에이션 매력 및 어닝 모멘텀 보유한 AI 관련(도쿄 일렉트론), 은행주(미쯔비시UFJ, 미쓰이스미토모, 미즈호), 종합상사(미쓰이물산) 기업 관심

2분기 TOPIX 지수, 변동성 구간에도 양호한 흐름 예상

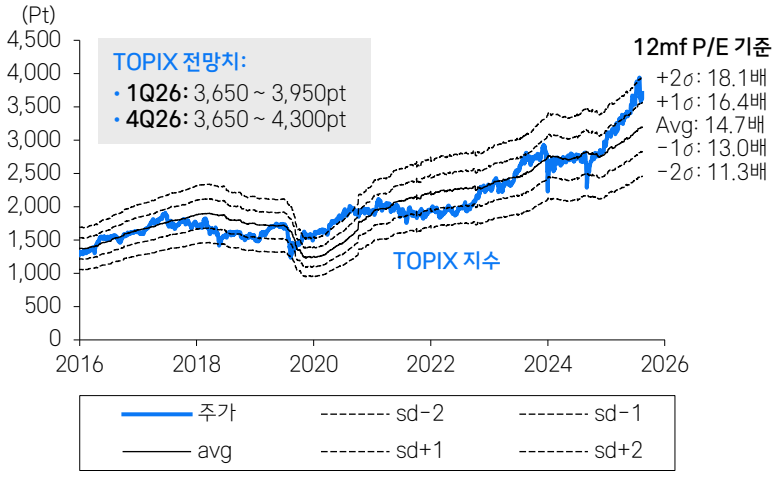
▶ TOPIX 지수 '26년 2분기 3,650 ~ 3,950pt, 연말 기준 4,300pt 예상

- 현재 TOPIX 지수는 12개월 선행 P/E 기준 16.7배로 +1SD 레벨(16.4배)수준까지 하락. 지난달 +2SD 레벨까지 상승했으나, 미국-이란 전쟁으로 변동성 확대되며 밸류에이션 하락. 그럼에도 조만간 전쟁이 안정화될 확률 높으며, 자민당 정책 추진력 강화로 2분기 TOPIX 지수 양호한 흐름 기대

▶ 현재는 '05년 고이즈미 총리 우정해산 총선 당시와 유사한 국면

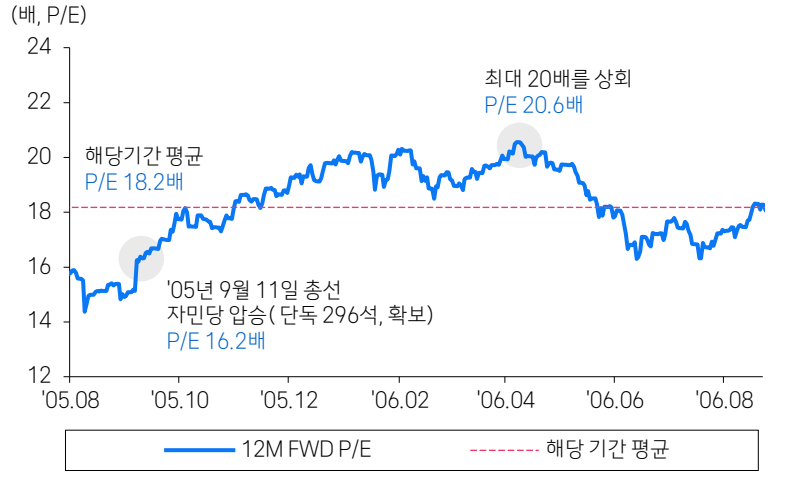
- '05년 8월 8일 우정민영화 법안 참의원 부결 후 고이즈미 총리 즉시 중의원 해산. '05년 9월 11일 총선에서 자민당 압승(단독 296석, 2/3에 근접)
- 당시 정책 안정성 및 구조개혁에 대한 기대감으로 주식시장 밸류에이션 리레이팅 진행. 현재도 유사한 상황으로 미국-이란 전쟁 일단락될 경우, 12개월 선행 P/E 18.2배(고이즈미 총리 우정해산 당시 1년간 평균)에서 등락 예상

TOPIX 지수 12개월 선행 P/E 밸류에이션 및 지수 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

'05년 고이즈미 내각 총선 대승 이후 TOPIX 지수 밸류에이션 리레이팅



자료: Bloomberg, 삼성증권

일본 매크로, 양호한 기업 투자가 완만한 회복 견인

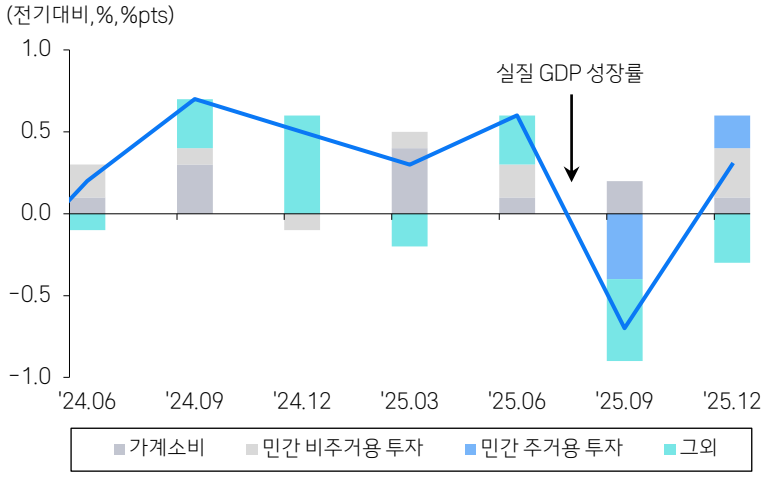
▶ '25년 4분기 실질 GDP는 전기 대비 0.3% 성장

- 지난 4분기 실질 GDP는 전기 대비 0.3%로 속보치 대비 0.2%pts 상향 조정. 그에 따라 연율화 기준으로는 1.3% 기록
- 4분기 가계소비 성장이 다소 둔화, 미국 관세 정책 영향으로 수출도 정체되었으나. 기업 실적이 뒷받침하는 견고한 기업 투자가 성장률 견인

▶ 인플레이션의 경우, 최근 headline 성장률 둔화했으나, 정책효과를 제외하면 물가 상방압력 유효

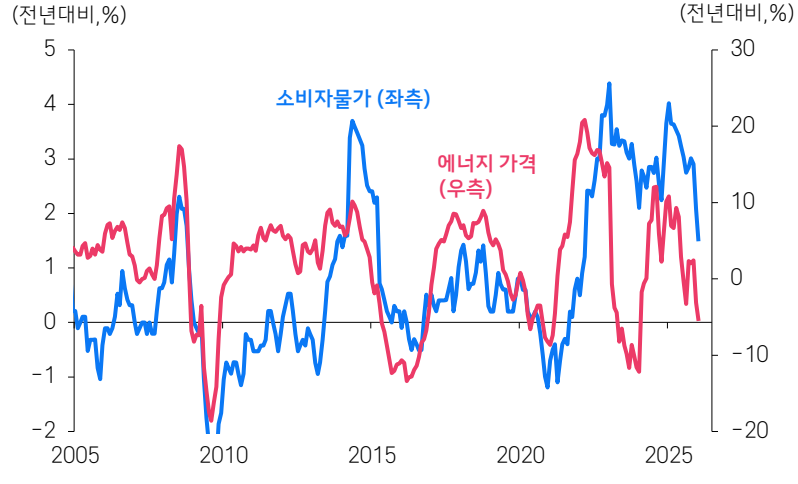
- 최근 1월 신선식품 제외 기준 핵심 물가가 2% 안팎까지 둔화. 채소와 과일 가격에서의 기저효과와 함께 유류세 인하와 공공 서비스 요금 억제라는 정책적 요인이 크게 작용한 영향
- 다만, 일반 서비스 물가와 외식 물가는 각각 전년 대비 2.0%와 3.9%로 여전히 높은 수준에 머무른 것으로 확인

일본 실질 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

일본 소비자물가 추이: headline vs. 에너지 가격



자료: 일본 통계국, 삼성증권

2026년 춘투, 3년 연속 5%를 상회하는 임금 상승률 전망

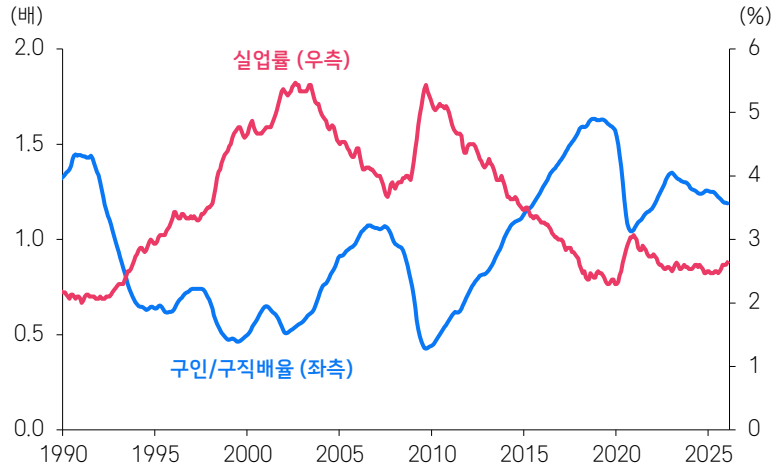
▶ 대부분의 주요국과는 달리 일본은 여전히 노동수요가 공급을 상회하는 국면으로, 이는 높은 수준의 임금 상승 압력 지속 시사

- 생산가능 인구 감소하고 있고 신규 노동공급을 여성, 노년층 및 이민자 등에 의존하고 있는 상황에서 이들의 노동참여율 상승세도 둔화되고 있음
- 노동시장 과열 정도 보여주는 유효 구인/구직 배율이 1.19배 내외로 여전히 장기 평균(0.9배) 상회하고 있으며, 실업률도 2.5% 내외로 낮은 수준

▶ 2026 춘투에서도 3년 연속 5%대 임금 인상 단행될 수 있을 전망

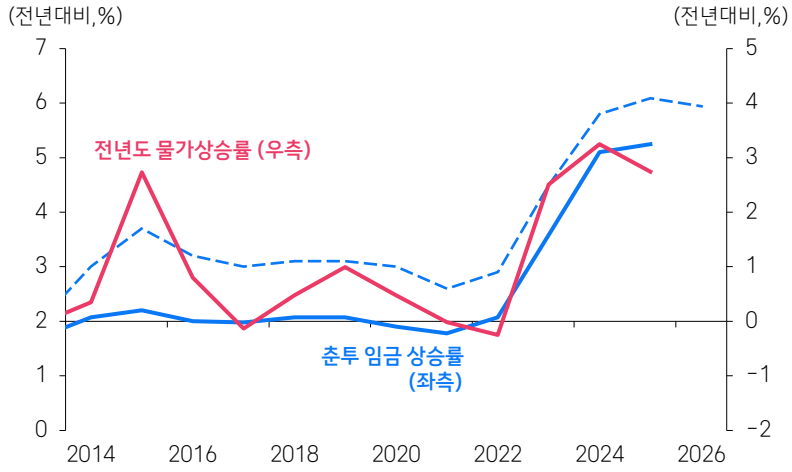
- 일본노동조합총연합회, '24-'25년과 마찬가지로 5% 이상의 임금 인상을 목표로 하고 있다고 밝힘(노사 측 요구 수준은 6%)
- 장기평균을 상회하는 유효구인/구직 배율(1월 1.19) 등 타이트한 노동시장 환경, 5% 이상의 춘투 임금 상승률 예상 등을 감안할 때, 노동시장에서 물가 압력이 높은 수준에 머무를 것으로 판단

구직자 우위의 타이트한 노동시장 환경 지속



자료: 일본 후생노동성, 삼성증권

올해 춘투에서도 평균 5% 전후 임금 상승률 기록 전망



참고: 점선은 노조 요구 수준
자료: 일본 후생노동성, RENGO(連合), 삼성증권

3월 BOJ 총재 기자회견은 다소 hawkish했으나, 7월 인상 전망 유지

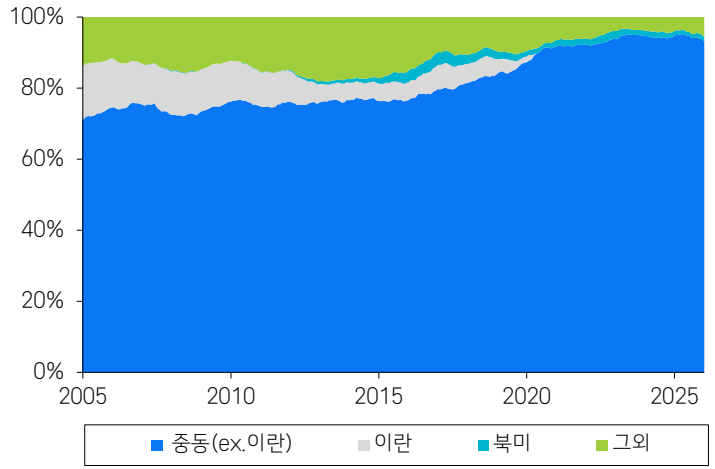
▶BOJ, 3월 금융정책 결정회의에서 정책금리 0.75% 동결

- 3월 19일 BOJ 회의에서 예상대로 정책금리 0.75%로 동결. 한편, 전망에 대한 리스크로 중동 정세의 향후 전개, 원유 가격 동향 등을 새롭게 언급
- 성명문 상에서 경기 판단은 1월과 크게 다르지 않았으나, 물가에 대해 단기적으로 상하방 양방향의 위험을 모두 언급. BOJ 는 쌀 가격 상승률 둔화와 에너지 보조금에 힘입어 신선식품 제외 물가가 일시적으로 2% 하회하나, 중동 지역 긴장 고조에 따른 원유가격 상승은 상방 압력을 가할 것으로 전망

▶당사는 BOJ의 다음 금리 인상 전망 시점을 기존 7월로 유지

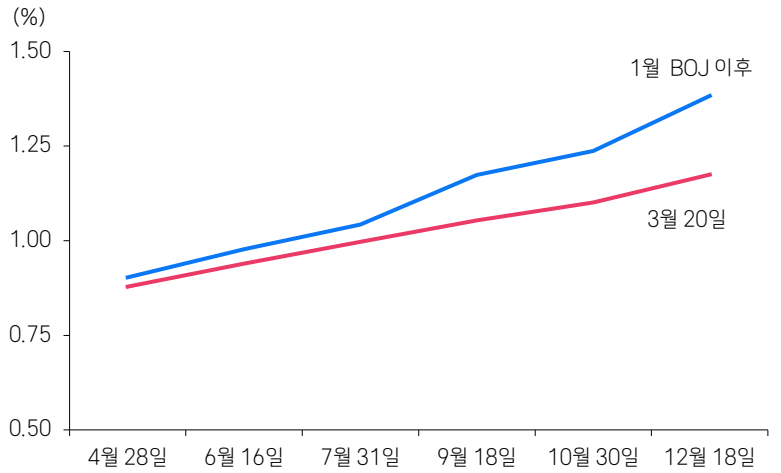
- 회의 이후 우에다 총재 기자회견 내용은 이전보다 다소 매파적이었으나, 당사는 중동지역 정세가 유동적이고, 다카이치 총리가 금리 인상에 부정적인 입장을 견지한다는 점을 감안해 BOJ의 다음 금리 인상 전망 시점을 기존과 같이 7월로 유지

일본은 원유 수입의 90% 이상을 중동 지역에 의존



자료: 일본 경제산업성, 삼성증권

단기금융시장의 '26년 BOJ 정책금리 경로 전망



참고: *3월 20일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

엔화는 단기적으로 달러 대비 약세 예상

▶ 다카이치 내각의 재정확대 정책 기대감에 엔화 약세 지속

- 중의원 해산 이후 치뤄진 총선에서 자민당 2/3 이상 좌석 확보하며 재정 확대정책 추진력 강화될 것으로 예상
- 엔/달러 환율 당분간 달러 대비 엔화 약세 전망. 다만, 당사 매크로팀은 '26년 말 기준 완만한 강세 기조 지속하여, '26년말 147엔까지 하락 전망

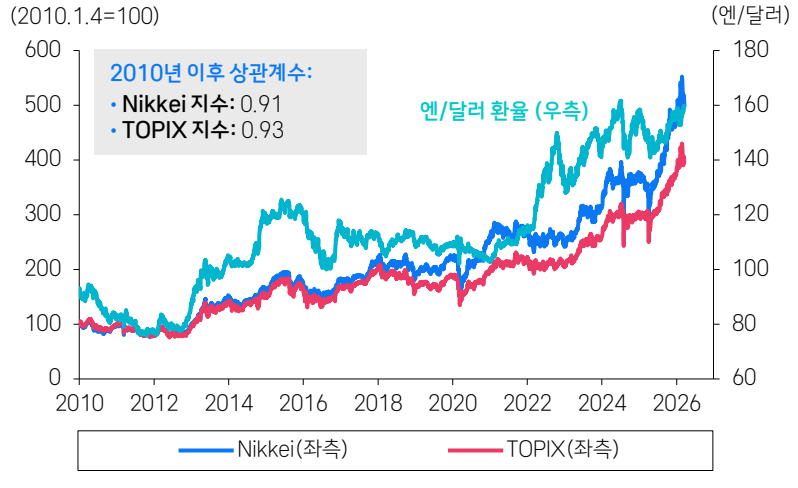
▶ 과거 엔화 약세는 주식시장에 우호적으로 작용

- 2010년 이후 엔/달러 환율과 Nikkei 225 및 TOPIX 지수 간 상관계수는 각각 0.91, 0.93으로 강한 양(+)의 상관관계

최근 미-일 금리 차와 엔/달러 환율 간 괴리 확대

자료: Bloomberg, 삼성증권

엔화 약세는 일본 증시에 우호적으로 작용



자료: Bloomberg, 삼성증권

AI, 금리 인상 관련 업종 선호

▶ **향후 일본 매크로 전망에 따른 1) AI 관련 주, 2) 은행주, 3) 종합상사**

- 1) AI 관련: AI 투자 반도체 메모리
- 2) 은행주: 금리 인상 수혜 업종
- 3) 종합상사: 인플레이션 모멘텀

▶ **각 선호 업종에서 향후 12mf P/E 기준 밸류에이션 매력 및 어닝 모멘텀 보유한 종목 관심**

- AI 관련(도쿄일렉트론)
- 은행주(3대 메가뱅크)
- 종합상사(미쓰이물산)

MSCI Japan sector snapshot

산업그룹	가격모멘텀수익률 (%)		실적모멘텀EPS변화율 (%)				밸류에이션 (배)				배당수익률 (%)
(GICS2)	1개월	3개월	1개월	3개월	1FY (전년 대비)	2FY (전년 대비)	P/E	Z-score	P/B	Z-score	
에너지	-0.8	29.0	7.4	15.8	-7.7	31.6	11.9	2.3	1.0	3.2	2.8
소재	1.6	24.2	5.9	11.2	-8.0	45.2	15.2	1.9	1.3	1.9	2.3
산업재	-5.4	17.2	1.7	5.2	-0.7	10.8	19.0	2.5	2.1	2.7	1.7
자본재	-5.6	21.6	2.3	6.7	6.8	13.2	20.2	2.5	2.3	2.8	1.7
상업서비스	-7.6	-8.1	2.0	7.5	10.4	12.7	17.4	-2.2	2.7	-0.3	0.9
운송	-0.5	4.0	0.6	-1.7	-29.5	-2.8	12.2	0.3	0.9	-0.1	2.5
임의소비재	-4.5	1.9	1.4	6.3	-12.3	28.6	14.1	1.1	1.4	1.3	2.2
자동차	-6.0	8.8	1.2	7.4	-16.9	31.3	10.9	1.3	1.0	0.9	3.2
내구소비재	-2.8	-11.1	1.6	3.5	-5.9	20.9	15.8	0.1	1.9	0.7	1.4
소비자서비스	1.2	-2.5	0.5	1.6	4.3	12.6	32.1	-1.1	4.1	-1.3	0.7
임의재 유통	-3.8	9.5	2.4	6.7	13.2	38.9	34.4	-0.7	4.4	0.7	0.9
필수소비재	-5.2	-4.4	0.8	2.7	23.6	19.3	19.7	-0.5	2.0	0.3	2.7
필수재 유통	-10.8	-17.4	-0.2	3.3	60.1	3.7	26.6	0.4	1.9	-0.0	1.8
음식료,담배	-2.7	2.0	0.1	1.1	20.7	15.8	16.6	0.4	1.9	1.8	3.3
생활용품	-0.9	8.4	2.0	4.8	-18.6	92.2	21.6	-1.5	2.2	-1.2	2.3
헬스케어	-1.8	6.6	0.5	5.7	24.6	13.5	21.7	-0.8	2.4	0.5	2.3
의료장비	-6.2	-1.2	-0.7	3.4	6.7	14.1	25.5	-0.2	3.8	-0.6	1.4
제약	0.4	10.5	0.9	6.5	32.5	13.3	20.4	-0.8	2.0	0.9	2.7
금융	-10.0	12.5	2.0	7.5	18.9	6.9	12.2	1.2	1.3	2.0	3.3
은행	-12.7	12.1	2.4	9.7	27.5	11.0	12.6	1.3	1.3	2.2	3.0
금융서비스	-9.2	9.1	0.5	2.4	24.9	-4.6	12.0	0.8	1.2	1.8	3.7
보험	-3.2	15.4	1.8	5.5	1.8	4.7	11.2	0.5	1.3	1.4	3.7
IT	-4.9	11.5	6.3	19.2	13.6	34.8	22.0	0.2	3.3	2.1	1.3
소프트웨어	-7.5	-20.3	-0.6	-0.1	52.7	-6.8	20.3	-0.6	2.9	0.2	1.3
IT하드웨어	1.2	5.3	-1.6	2.5	26.7	13.3	20.9	0.2	1.9	1.1	1.7
반도체	-7.3	33.9	16.0	46.8	-13.9	92.9	23.5	0.1	6.9	2.1	1.0
커뮤니케이션	-6.7	-10.8	-5.6	-13.4	80.5	-41.4	19.2	0.1	1.9	-0.1	2.2
통신	-9.9	-3.1	-7.4	-17.1	94.5	-51.1	17.9	0.5	1.6	-0.1	2.2
미디어,엔터	0.4	-22.9	-0.7	-2.4	28.0	13.7	22.3	-0.5	2.9	0.1	2.1
유틸리티	-4.4	8.3	0.0	-1.8	4.5	-17.7	12.9	2.7	0.9	2.5	2.5
부동산	-2.7	19.7	2.5	5.4	6.5	8.4	17.0	2.3	1.7	3.0	2.1
리츠	-1.7	-0.8	-0.3	1.4	-7.7	-5.8	29.6	1.0	1.7	1.3	3.2
부동산개발	-2.8	21.2	2.6	5.6	7.2	8.9	16.5	2.6	1.7	2.9	2.0

자료: LSEG Workspace, 삼성증권

PART

글로벌 채권

글로벌 채권 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

김은기 팀장/수석연구위원 creditbond.kim@samsung.com
김지만 수석연구위원 jiman8.kim@samsung.com

핵심 아이디어

한국은행의 성장률 및 물가 전망이 지난 3번의 경제전망에서 연속 상향되었으며, 5월에도 추가 상향 여지가 있음. 통화정책은 인상과 인하 모두 당분간 어려운 상황. 수급 면에서는 정부의 추경 추진에 따른 적자국채 발행 불확실성이 존재하며(정부는 초과세수 활용해 적자국채 최소화한다는 입장), WGBI 편입기간('26.4~11월) 중 외국인 매수 강도의 변화 여부도 주시할 필요. 금리 레벨 측면에서 이번 상승 사이클은 2000년 이후 100bp 이상 상승한 10번째 사례로, 저점 대비 1시그마 범위까지 이미 도달해 기간과 폭 자체는 상당히 진행된 것으로 판단. 다만 성장·물가의 상방 요인을 감안하면 금리가 높은 수준에서 한동안 머물 여지. 금리 추가 상승 여력은 제한적이나 하락 전환 시점도 불명확(2026년 2Q 예상 범위: 국고채 3년 3.00~3.40%, 국고채 10년 3.50~3.80%)

미국 경제의 확장 추세는 이어지고 있으나 유가 급등에 따른 성장 둔화 우려와 인플레이션 상승 리스크가 동시에 부각. 노동시장은 최근 3개월 평균 신규고용이 크게 둔화되고 실업률이 4.44%로 상승하는 등 냉각 신호가 감지되고 있음. 다만 이란 사태에 따른 에너지 가격 불확실성이 물가 정상화를 지연시킬 수 있어, Fed의 추가 금리인하는 하반기(9월, 12월)로 지연될 것으로 예상. 수급 측면에서는 IEEPA 관세 위법 판결에 따른 환급 부담이 단기국채 발행 확대로 이어질 가능성이 있으나, QRA가 지난 수 분기 동일 수준을 유지하고 있으며, TIC 통계상 해외 수요 기반이 약화되었다고 보기 어려움. 반년 이상 미 10년물 금리는 주로 4.0~4.3% 범위의 박스권에 장기간 갇혀 있는 상황. 성장과 물가의 상하방 리스크가 혼재되어 있어 당분간 이 레인지를 크게 벗어나기는 어렵다고 예상(2026년 2Q 예상 범위: 미 국채 10년 3.90~4.40%)

올해 2분기 국내 크레딧 투자의 비중 축소를 권고. 최근 크레딧 스프레드 레벨은 작년 연말 고점을 큰 폭으로 상회하면서 가격 메리트가 높으나, 여전히 남아있는 변동성으로 인해 가격 메리트가 희석될 전망. 미-이란 사태로 인해 유가, 환율 및 금리가 상승하면서 채권 내 위험 자산인 크레딧 채권의 스프레드가 빠르게 확대됐지만, 유동성이 떨어지는 크레딧 채권의 특성 상 이번 사태로 인한 부정적인 영향이 모두 해소된 이후 후행적으로 가격이 회복되는 모습을 보일 것으로 전망됨. 게다가 2분기에는 미-이란 전쟁 이외에도 추가적으로 연초 회사채 발행 부진으로 4월 이후 회사채 발행 증가 우려와 2분기 회사채 정기 평정에 따른 신용등급 하락 우려로 보수적인 투자 스탠스가 유지될 전망. 우량 등급 채권에 집중하면서 은행 코코본드 수준의 중위험 투자와 단기 고금리 채권을 통한 이자 수익 극대화를 추구하는 전략을 추천함.

한국 및 미국 채권시장 요인 분석

- 한국: 성장·물가의 상방 요인으로 높은 수준의 금리 지속
- 미국: Fed 금리인하 지연 예상. 상하방 리스크 혼재되어 있으며, 당분간 박스권에서 크게 벗어나기 어려움

한국 및 미국 채권시장 요인 분석

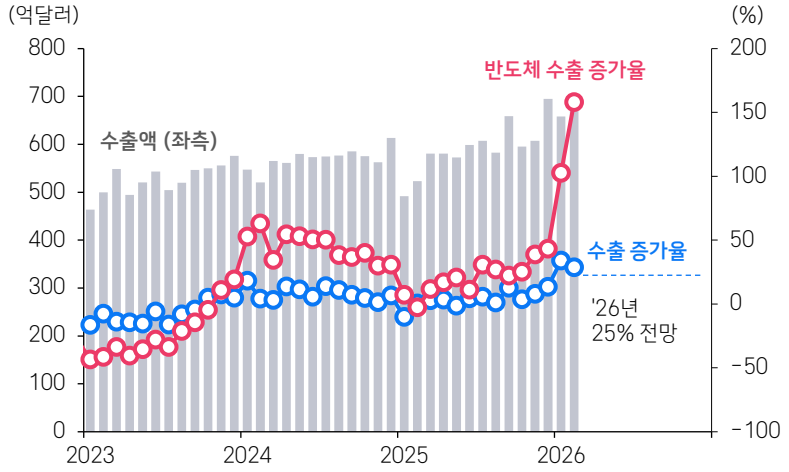
구분	한국	미국
펀더멘털	BoK 성장률 및 물가 전망 지난 3차례 경제전망에서 지속 상향, 5월 추가 상향 여지 (BoK전망: GDP 2.0% vs. 삼성증권 전망 2.3%)	경제 확장 추세 지속 전망이나 유가 급등에 따른 성장 우려 + 인플레이션 상승 위험 증대 노동수요 예상보다 부진. 최근 3개월 평균 신규고용 월 6천명, 실업률 4.44%로 상승
통화정책	인상·인하 모두 당분간 없을 전망 이창용 총재 연임 여부(임기~4.20), 신성환 위원 퇴임(5.12) 후 한은 점도표 변화(5.28)	Fed 추가 금리인하 지연 예상 (Houseview: 9, 12월 인하 예상) 이란 사태에 따른 물가 정상화 지연 Risk
수급	정부 추경 추진 중, 적자국채 발행 최소화 방침이나 규모 불확실 WGBI 편입기간('26.4~11월) 중 외국인 매수강도 변화 여부 (외인 순매수: '25년 1Q 2,473억→2Q 7,148억→3Q 4,108억→4Q 7,275억, '26년 1Q 5,567억원)	QRA 변화 현재까지 없으며, 미 상호관세 위법 결정에 따른 단기국채 발행 가능성 상승(IEEPA 관세 환급 의무) TIC통계상 해외 수요 기반 약화 징후는 약함
금리 레벨	이번 금리 상승 사이클은 10번째(2000년 이후 100bp 이상 상승한 사례). 저점 대비 1시그마 범위까지 이미 상승. 기간·폭은 상당히 진행되었으나 성장·물가 상방요인 감안 시 높은 수준에서 한동안 머물 여지	미 국채 10년물 기준 4.0~4.3% 박스권에 장기간 갇혀있는 상황 상하방 리스크 혼재, 당분간 박스권에서 크게 벗어나기 어려움

자료: 삼성증권

한국 국채: 성장과 물가의 상방 요인 지속

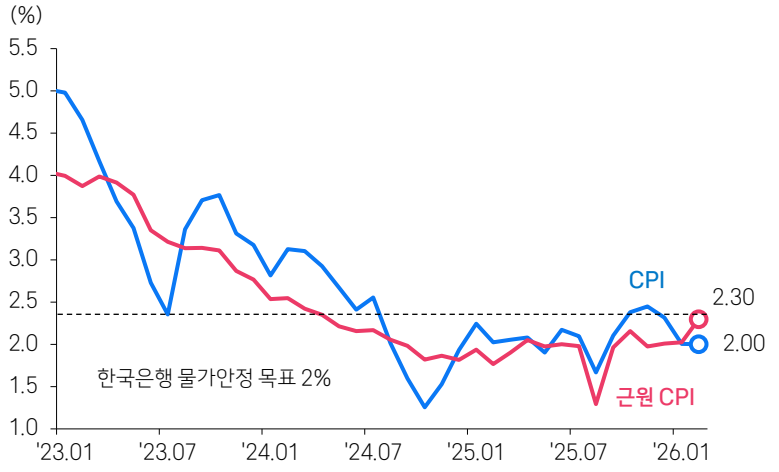
- 올해 수출 증가율 전망은 8.5%→ 13.5%→ 25%로 점점 상향. 한국 경제성장률 상방 압력 지속
- 물가 영향과 관련하여, 국제유가가 10% 상승할 경우 소비자물가에는 약 0.2%p 내외의 상승 압력이 발생하는 것으로 추정
- CPI 내 휘발유·경유의 가중치는 4.04%, 국내 소매 유가의 절반 수준이 세금인 점 감안, 또한 환율 상승에 따라 추가적인 물가 상방 압력으로 작용

한국 수출, 확인할 때마다 전망치 더 높아져



자료: 산업통상부, 삼성증권

한국 소비자물가 상승률 추이

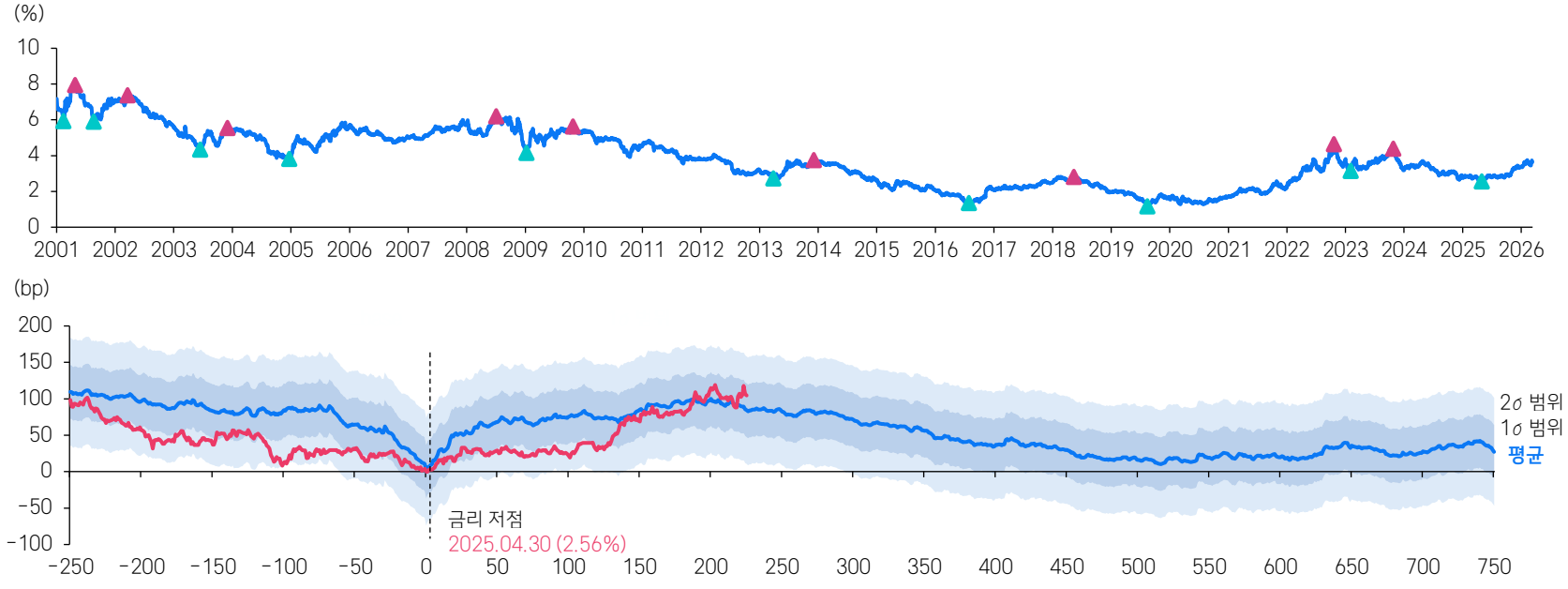


자료: 국가데이터처, 삼성증권

한국 국채: 금리 추가 상승 여력은 제한적이나 하락 전환 시점 불명확

- 이번 상승 사이클은 2000년 이후 100bp 이상 상승한 10번째 사례. 저점 대비 1시그마 범위까지 이미 도달해 기간과 폭 자체는 상당히 진행
- 다만, 성장·물가의 상방 요인을 감안하면 금리가 높은 수준에서 한동안 머물 여지
- 2026년 2Q 예상 범위: 국고채 3년 3.00~3.40%, 국고채 10년 3.50~3.80%

금리 상승 사이클 분석



참고: 금리 상승 사이클 선정 기준은 local low(40거래일 기준)에서 local high까지 금리 상승폭이 100bp 이상
자료: 금융투자협회, 삼성증권

미국 국채: 금리 상하방 리스크 모두 존재. 그동안의 박스권 크게 벗어나기 어려워

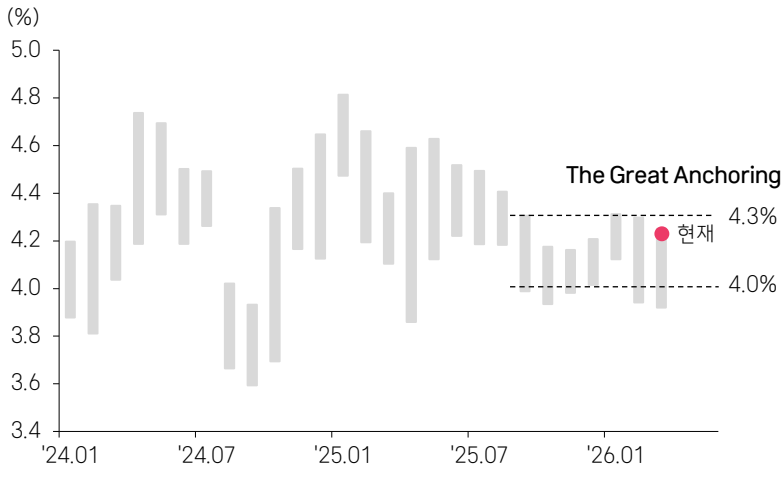
- 이란 사태에 따른 에너지 가격 불확실성이 물가 정상화를 지연시킬 수 있어, Fed의 추가 금리인하는 하반기(9월, 12월)로 지연 예상
- 성장과 물가의 상하방 리스크가 고루 존재. 미 10년물 금리는 반년 이상 주로 4.0~4.3% 범위의 박스권에 장기간 갇혀 있는 상황
- 당분간 해당 레인지를 크게 벗어날 요인을 찾기 어려움. 2026년 2Q 예상 범위: 미 국채 10년 3.90~4.40%

미 국채 투자에 관한 SWOT Matrix

S (Strengths)	W (Weaknesses)
상대적 고금리 유동성 높은 기축통화 국채	재정적자에 따른 금리의 하방경직성
O (Opportunities)	**T (Threats)**
기준금리 인하 여력 포트폴리오에서의 보험적 가치 (단, 미국의 경기 우려는 낮음)	트럼프 정부 정책 리스크 향후 QT 재개 가능성 환율 변동에 따른 환차손 여지 이란 사태에 따른 유가 급등 → 인플레이션 리스크

참고: 당사 리포트『미국 국채 SWOT 분석』(2026.2.20)
자료: 삼성증권

미 국채 월별 변동 범위



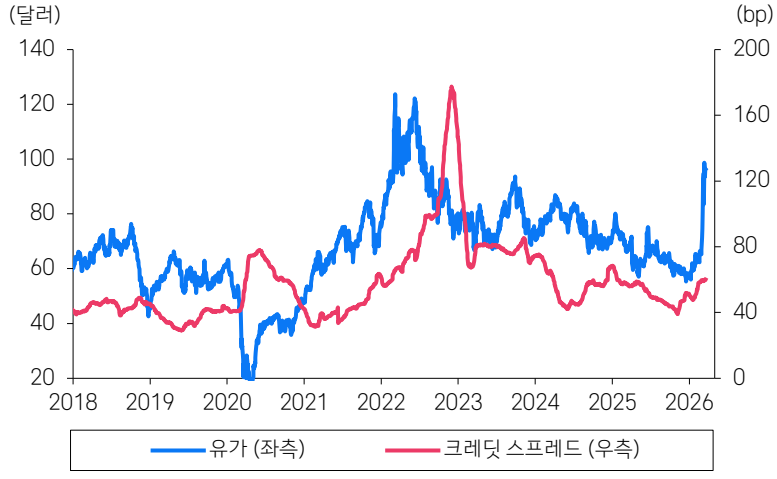
자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 크레딧: 미-이란 사태에 따른 크레딧 스프레드 확대로 가격 메리트 부각

미-이란 사태로 크레딧 스프레드가 추가 확대되면서, 작년 연말 고점을 상회하는 레벨로 크레딧 스프레드의 가격 메리트 부각

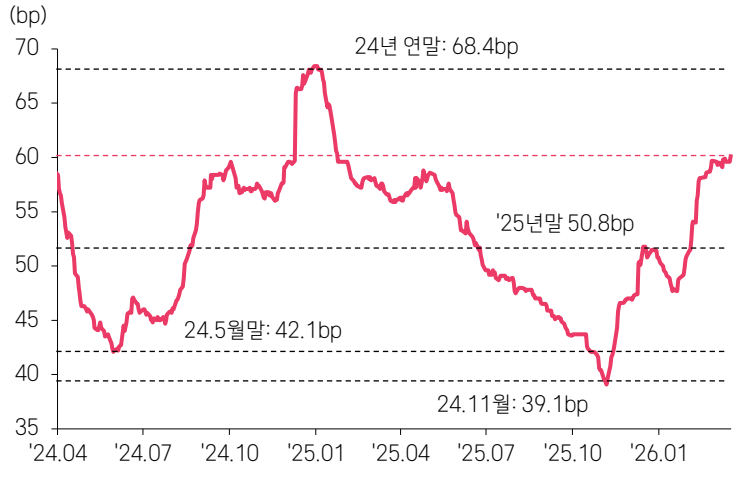
- 미-이란 사태로 인해 유가 및 환율 상승으로 국채 금리도 상승세가 지속되면서, 연초 이후 확대된 크레딧 스프레드의 추가 확대가 이어지고 있음
- 현재 크레딧 스프레드 레벨은 작년 연말 수준보다 약 9bp 가량 높은 60bp 레벨로, 크레딧 스프레드 자체로는 충분히 가격 메리트가 있는 상황
- 다만, 유동성이 떨어지는 크레딧 채권의 특성 상, 전쟁으로 유가/환율/금리에 부정적인 영향이 끝나기 전까지는 보수적인 투자 스탠스 유지

미-이란 사태로 인한 유가/국채 금리 상승이 크레딧 스프레드 확대에 영향



참고: 유가(WTI) 현물가격, 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년)
자료: Infomax

크레딧 스프레드 레벨이 작년 연말 고점보다 높아 가격 메리트 부각



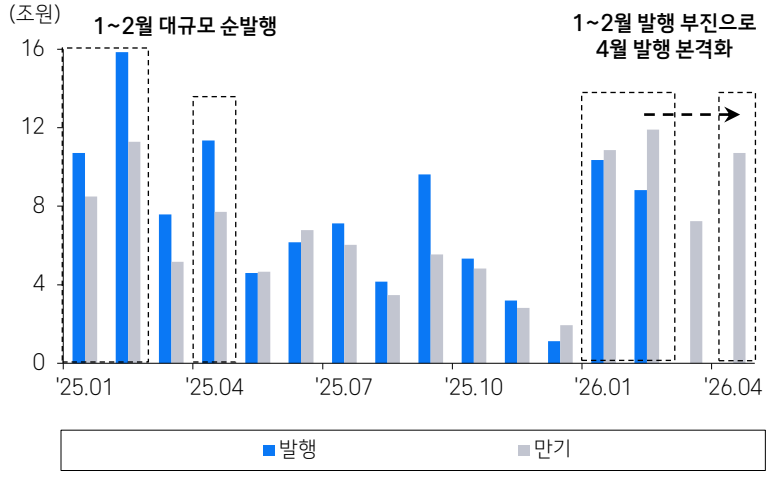
참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년)
자료: Infomax

국내 크레딧: 다만, 여전히 남아 있는 변동성으로 인해 가격 메리트가 희석

미-이란 사태의 부정적 영향 외에도 2분기에는 회사채 발행 증가와 신용등급 정기 평정 등 여전히 남아 있는 변동성에 주의가 필요

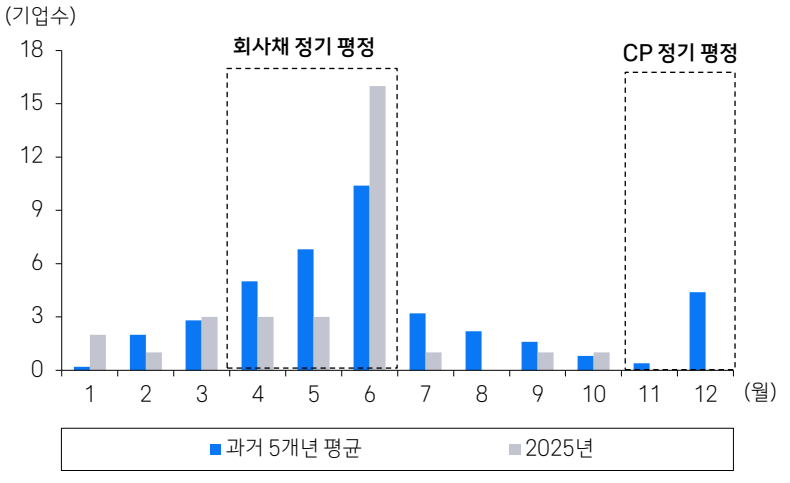
- 올해 연초 회사채 발행은 높은 금리 레벨로 인해 발행 규모를 줄이거나 발행을 연기하는 사례로 인해 예년과 달리 순상환됐음
- 1~2월 회사채 발행 부진으로 4월에 발행이 집중될 전망, 다만, 미-이란 사태로 높은 금리 레벨이 유지되면 발행 본격화 시기도 늦어질 전망
- 최근 유가 급등으로 석유화학의 신용등급 하락 우려가 큰 가운데, 2분기 회사채 정기 평정에 따른 신용등급 하락으로 투자 심리가 위축될 전망

예년과 달리 올해 1~2월 회사채 발행 부진으로 4월 발행이 증가할 전망



참고: 일반 회사채 월별 발행 및 만기
자료: Infomax

2분기 회사채 정기 평정에 따른 신용등급 하락으로 회사채 투자 심리 위축



참고: 최근 5년 동안 회사채 신용등급 하락 기업 수 평균 및 2025년 월별 신용등급 하락 기업 수
자료: Infomax

PART

대체투자

Commodity Outlook

원유			
3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

금			
3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

박주란 선임연구원 juran.park@samsung.com

핵심 아이디어

2분기 원자재 시장은 미국-이란 전쟁으로 공급 차질에 따른 물가 상승 우려 제기되며 에너지 강세, 귀금속 약세 국면 이어질 것으로 예상.

원유(WTI) 시장은 2분기 85~105달러/배럴을 범위로 등락할 것으로 예상되며, 해협 봉쇄 해제 전까지 고유가, 고변동성 국면 지속이 불가피. 3개월 투자의견을 기존 비중 축소에서 중립으로 상향 조정. 연평균 1,987만bpd의 원유와 정제품이 통과하는 호르무즈 해협 봉쇄로 유가 상방 압력이 유지. 당초 2분기 OPEC+의 자발적 감산 되돌림이 재개되며 공급 우위 장세가 예상되었으나, IEA는 걸프 지역의 공급 차질이 장기화될 경우 연간 수급 밸런스가 공급 부족으로 전환될 가능성을 경고. 쿠웨이트, 이라크 등 주요 산유국들은 수출 차질로 저장 여력 부족 사태가 현실화되며 비자발적인 감산 단계에 돌입. 1) 육상 우회 수송 확대, 2) IEA 회원국들의 전략 비축유 동시 방출, 3) 러시아/베네수엘라 원유 제재 완화 등 유가 안정화 수단 동원되었으나 일일 유량 기준으로 공급 감소분을 모두 상쇄하기에는 역부족. 완충 조치에도 불구 3월 3주차 기준 유효 순공급 차질분은 900~1,050만bpd에 달하는 것으로 추정.

단, 개전 이후 이란의 전력이 크게 약화된 반면, 미국이 하르그섬 공격과 해협 호위 연합 구상을 분기점으로 강경 태세로 본격 선회하면서 해협 개방 가능성과 휴전 협상 유인이 높아졌다는 데 주목. 전쟁이 장기화될수록 비용이 누증됨에 따라 산유국과 수요처인 아시아, EU 양측에서 중재 노력이 심화될 것. 현재 유효 순공급 차질분을 기준으로, 4월 중순 경 봉쇄 상태가 해소된다면 유가 상단은 100~105달러/배럴 선에서 관리될 것이며 반영한 리스크 프리미엄을 반납 후 점진적으로 하향 안정화될 전망. 4월 말까지 사태가 연장될 경우 원유 시장에서는 암묵적인 상단을 115~120달러/배럴로 상정하고 있는 것으로 추정.

2분기 금의 등락 범위로는 4,400~5,000달러/t oz를 제시하며 투자의견 중립을 유지. 연초 미국-베네수엘라 긴장, 그린란드 위기로 인한 급등분을 되돌리며 차익실현 매물이 출회되는 구간. 금은 통상적인 지정학적 이벤트에서 강세를 시현하는 안전자산으로 인식되나, 미국-이란 전쟁에서는 달러화 강세 반전과 인플레이션 우려라는 매크로 여건이 단기 상방을 제약하는 요인으로 작용. 유가 급등으로 인해 향후 연준의 금리 인하 재개 시점이 지연될 수 있다는 우려가 반영되기 때문. 고유가에 동반하여 최대 산유국인 미국의 달러화가 동조성을 보이는 점도 부담. 다만, 물가 상승이 광범위하게 나타나 금 강세장의 종료 요건인 연준의 긴축 선회 징조가 부재하다면, 기술적 조정은 통상 52주 고점대비 14~17%에서 마무리. 아직 연준의 통화완화 경로가 급반전할 가능성은 낮다고 생각. 전세계적으로 공급망 분절이 지속되며 투자자산 다변화 경향성이 나타나고 있어 중장기 상승 여력은 유효.

원유: Tail risk 실현으로 상방 압력 지속

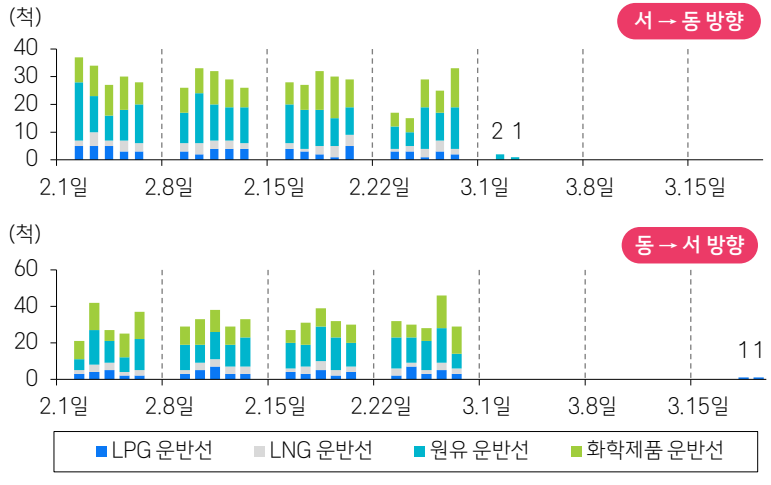
▶ 일일 2천만 배럴의 원유, 석유제품이 통과하는 호르무즈 해협이 봉쇄되며 사상 최대 규모의 공급차질 발생

- WTI 선물곡선은 해협 봉쇄 직후 가파른 백워데이션(근월물 〉 원월물, 공급 차질)으로 급변하며 타이트한 수급 여건을 반영
- 쿠웨이트, 이라크, 사우디 등 걸프 지역 산유국들은 수출길이 차단되며, 국내 저장고 시설 포화로 비자발적 감산 단계에 돌입

▶ 가용한 유가 안정화 조치 총동원되었으나, 일일 유량 기준으로 공급 감소분을 모두 상쇄하기에는 역부족

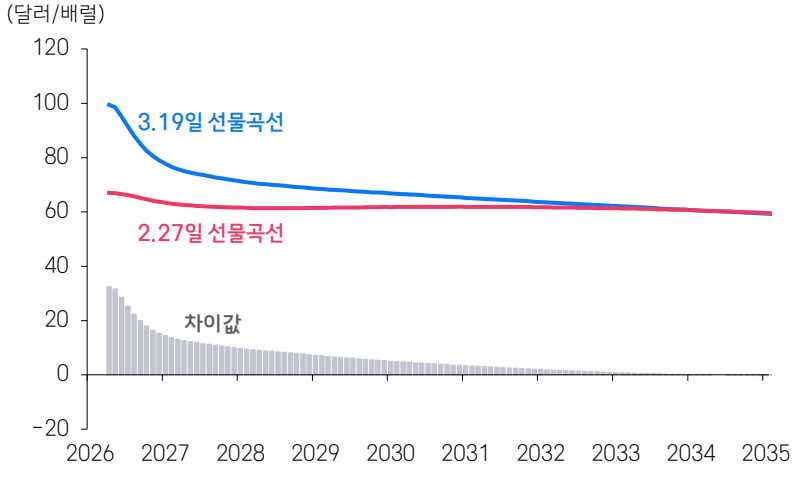
- 1) 육상 우회 수송 확대, 2) IEA 회원국들의 4억 배럴 전략 비축유 동시 방출, 3) 러시아/베네수엘라 원유 제재 완화 등
- 완충 조치와 기존 부유식 비축 원유 재고 소진에도 불구하고, 유효 순공급 차질분은 여전히 900~1,050만bpd 달하는 것으로 추정

호르무즈 해협 일일 횡단량- 탱커선



참고: Bloomberg 집계치 기준. GPS 교란 등의 수단으로 통항에 성공한 선박은 일부 제외됐을 가능성
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국-이란 전쟁 전후 WTI 선물 곡선 변화



자료: Bloomberg, 삼성증권

원유: 해협 재개방 전까지 고유가, 고변동성 국면 연장이 불가피

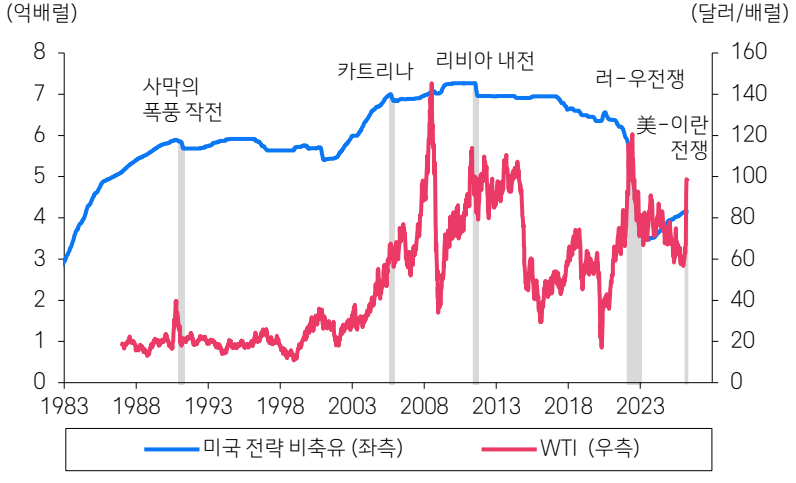
▶2분기 국제유가(WTI) 85~105달러/배럴을 예상. 투자의견은 중립으로 상향 조정

- 유가 향방이 해협의 재개방이라는 지정학적 단일 변수에 크게 의존. 봉쇄 지속 시간과 전략 비축유 방출 속도가 상단을 좌우
- 입찰~실제 방출까지 시간이 소요되어 최대 전략 비축유 보유국인 미국은 3월 말 실제 방출이 가능할 전망. 근본적으로는 해협 개방이 긴요

▶하르그섬 공격 이후 전쟁 비용 누증과 미국 강경 태세 선회로 해협 재개방 가능성과 휴전 협상 유인 높아졌다는데 주목

- 4월 중순 경 봉쇄 상태가 해소된다면 유가 상단은 100~105달러/배럴 선에서 관리된 후 점진 하향 안정화될 것으로 기대
- 4월 말까지 사태가 연장될 경우 원유 시장에서는 암묵적인 상단을 115~120달러/배럴로 상정하고 있는 것으로 생각

IEA 비상 조치와 미국 전략 비축유 변화



참고: '26년 3월 19일 기준, 회색 음영은 전략비축유 방출 시기
자료: Bloomberg, DOE, 삼성증권

호르무즈 해협 예상 봉쇄 지속 기간 별 추정 국제 유가(WTI 기준)

예상 봉쇄 지속 기간	IEA 비상 조치 부재	전략 비축유 방출 속도			
		180일간* (222만bpd)	120일간** (333만bpd)	100일간 (400만bpd)	90일간 (444만bpd)
3.31일 (1개월 경과)	100.2	93.4	90.0	87.9	86.5
4.15일	120.9	110.7	105.7	102.6	100.6
4.30일 (2개월 경과)	141.5	128.1	121.4	117.3	114.6
5.15일	162.2	145.4	137.1	132.0	128.7
5.31일 (3개월 경과)	181.5	161.6	151.7	145.7	141.8

참고: 현재 유효 공급 차질량이 유지되는 경우를 가정해 원유 시장 내재 전쟁 프리미엄 기반 추정
*러-우전쟁; **미국-이란 전쟁에서 미국이 발표한 SPR 방출 속도
자료: Bloomberg, 삼성증권

금: 연초 급등한 금값, 중동 리스크 속 숨 고르기

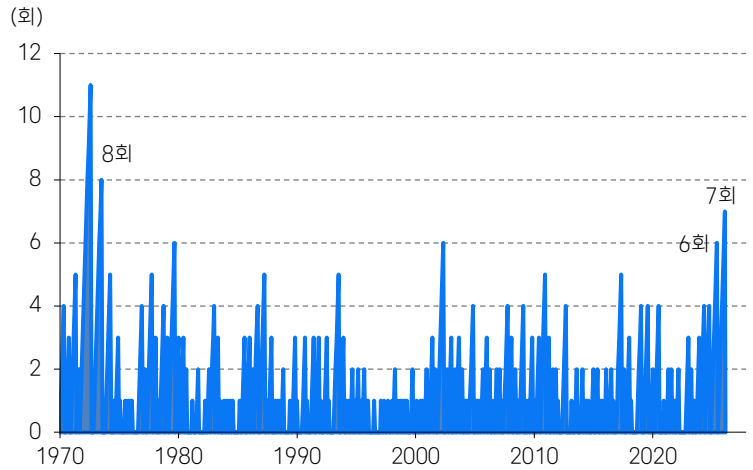
▶3월 미국-이란 전쟁 발발, 7개월 연속 월간 상승세에 제동

- 금은 약보합으로 마감한 7월을 제외하고 지난해 1월~12월 전 기간에 걸쳐 상승. 올해 1~2월에도 22% 급등하며 과열 신호 발신

▶안전자산 수요 확대 기능보다는 인플레이션 우려가 부각되며 상방을 제약하는 양상

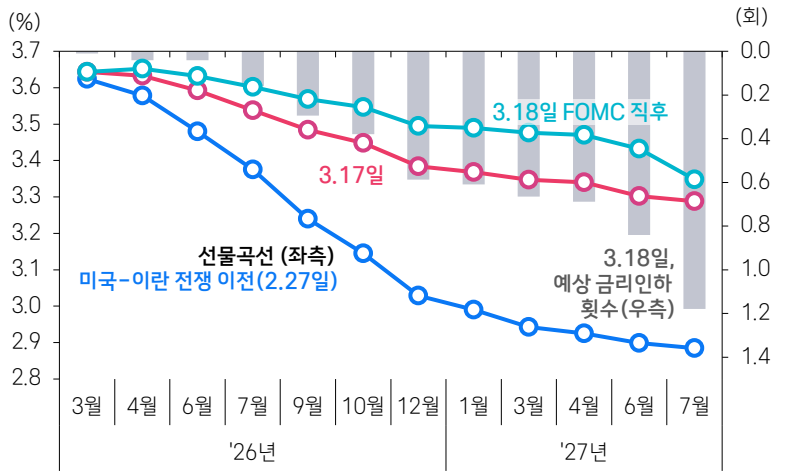
- 연초부터 1) 베네수엘라 마두로 대통령 축출, 2) 그린란드 위기, 3) 美 항모전단의 중동 전개 등 통상의 지정학적 리스크를 선반영한 영향
- 중동 전쟁의 경우 유가 급등이 수반. 연준 금리 인하 예상 시점 지연으로 달러 인덱스가 강세 반전되며 금에 하방 압력으로 작용
- 선물 시장에 내재된 첫번째 금리 인하 시기에 대한 예상 시점은 3월 FOMC 직후 '26년 12월에서 '27년 7월까지 후퇴

금 현물 월간 연속 상승 월수



참고: '26년 2월 말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

연방기금금리 선물 시장에 내재된 연준 금리 인하 기대



자료: Bloomberg, 삼성증권

금: 차익실현 매물 소화하며 지지선 설정 구간

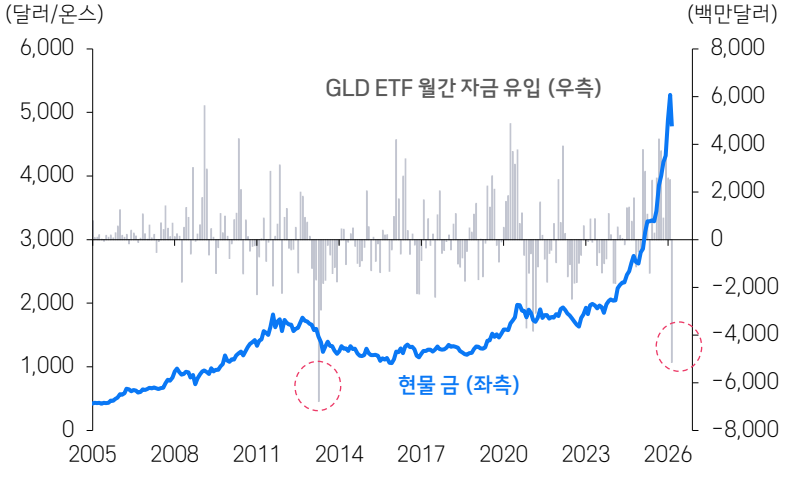
▶ 2분기 금은 4,400~5,000달러/t oz를 제시하며 투자의견 중립을 유지

- 최대 산유국인 미국의 달러화와 유가가 높은 동조성을 보이고 있어 고유가 국면 해소 전까지 상승 탄력이 제약을 받을 소지
- 연초 1~2월 랠리 이후 대체로 2분기는 수급이 얇아지는 경향. 3월 GLD ETF에서 '13년 4월 이후 최대 자금 유출 발생

▶ 단, 유가 상승이 장기화되지 않는다면 추가적인 낙폭은 제한적일 것으로 예상

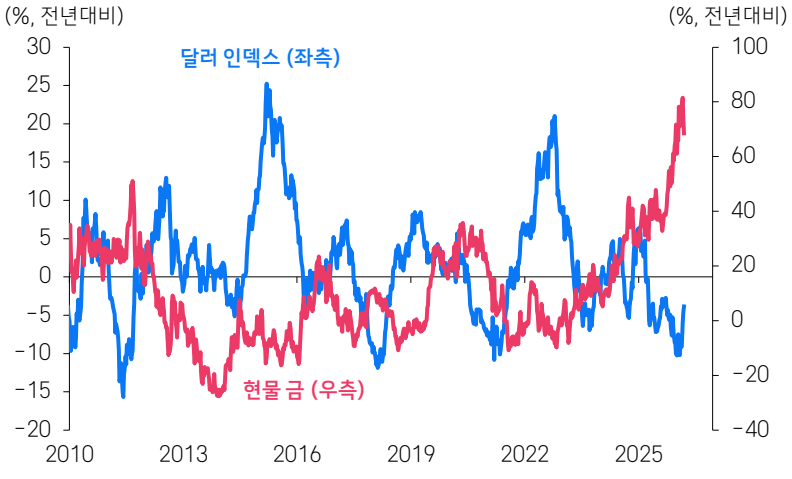
- 물가 상승이 광범위하지 않고 일시적인 성격에 그치는 경우, 연준의 통화완화 경로가 긴축으로 급선회할 가능성은 낮다는 생각
- 통상 금의 기술적 조정은 통상 52주 고점대비 14~17%에서 마무리. 추가 하락 시 4,400달러/t oz 부근에서 지지선 형성할 전망

ETF 금 보유 규모 추이와 현물 금 추이



참고: '26년 3월 19일 기준
자료:Bloomberg, 삼성증권

달러 인덱스, 금 전년 대비 변화율



자료: Bloomberg, 삼성증권

대체 투자 Outlook

3M	Not rated
12M	Not rated

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

이경자 팀장/수석연구위원 kyungja.lee@samsung.com

핵심 아이디어

주식시장의 변동성 심화, 포트폴리오 다각화 니즈, 금리 안정 등으로 대체투자 자산에 대한 균형적 포트폴리오 배분을 검토해야 할 시기. 세부적으로는 가파르게 성장했던 PD시장의 노이즈로 타 자산군으로 비중 조절이 예상됨

PE시장은 2025년 엑시트와 딜 거래에서 개선세를 보임. 그러나 메가딜 편중 현상이 심화되며 본격적인 시장 회복으로 보기에는 어려운 '풍요 속의 빈곤' 상태. 고금리를 거치며 LP의 초점이 Gross IRR보다 현금흐름으로 이동, DPI(납입 자본 대비 분배금 비율)은 점차 개선세. 금리 하락, 주식시장과의 밸류에이션 갭 확대 등으로 하반기로 갈수록 점차 미들마켓으로 딜 거래 활성화 예상

사모 대출은 비상장 BDC의 환매 증가가 당분간 지속될 수 있음. 사모대출의 지표가 아직 급변한 것은 아니나 정책 및 고금리 후유증, AI disruption 영향은 후행적으로 반영될 수 있음. 그러나 시스템 위기로 발전할 가능성 또한 낮음. 강화된 은행의 자본력, 대출자산의 매각은 부동산 대비 덜 어렵다는 점에서 2023년 부동산이 야기한 금융시스템 위협과 차이가 있음. 사모대출 펀드의 비교적 낮은 레버리지, 기관 투자자는 폐쇄형 펀드 중심의 투자로 단기 펀드런 가능성이 낮다는 점도 고려해야 함. 과도하게 축소되었던 스프레드가 정상화되고 유동성, 차주 선별, 포트폴리오 분산, 채무 회수 역량 등에서 차별적인 운용사 중심의 변별의 시기

인프라 시장은 AI데이터센터 중심으로 고금리 시기에도 강한 턴어라운드를 보였으나 AI 투자 부담에 대해 리스크 관리 기조가 강화되며 딜 거래는 둔화되고 있음. 인프라 사모대출 역시 데이터센터 딜 구조, 전력 및 건설 리스크를 고려하며 스프레드가 확대되는 것으로 보임. 반면 국내 인프라 시장은 국민성장펀드 집행이 본격화되며 데이터센터와 재생에너지에 이례적인 자금 유입이 예상, 시장 활성화에 기여할 것

부동산은 그간 부실자산의 정리가 더뎠으나 올해 미뤄두었던 구조조정 예상. 해외 오피스 시장은 오퍼튜니스틱, 스페셜 시추에이션 전략 위주의 거래 증가 예상. 국내는 PF 건전성 강화 방안이 도입되며 유동성 증가를 기대하기 어려운 상황. 물류센터 등 부실이 잔존하는 상업용 부동산 역시 일부 만기연장이 반복되어 왔으나 점차 정리와 함께 손실 반영 가능성이 잔존함. 이는 역으로 투자 기회가 될 것

PE: 메가딜 편중에서 미들마켓으로 확산 예상

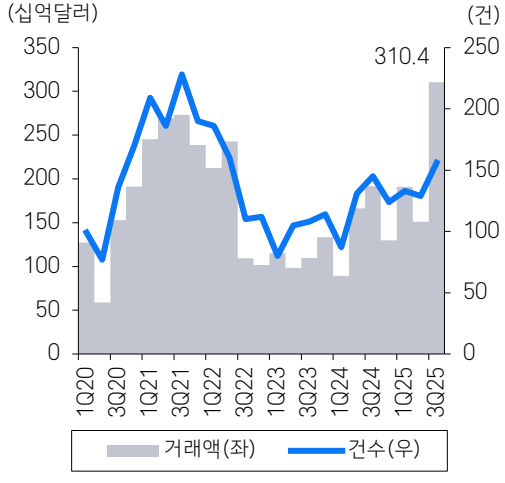
▶증시 대비 밸류에이션 할인율 확대, 2021~2022년 고점 매입에 대한 부담 완화 과정

- 장기간 글로벌 바이아웃 펀드의 시장 침체는 저금리 시기 고점 매입, 고금리 후유증이 큼
- 금리 안정, S&P 500 대비 할인율 확대로 딜 거래와 엑시트에 긍정적 환경. 미국 내 M&A 활성화 예상

▶메가딜에 집중되었던 '풍요 속의 빈곤'이었으나 점차 중견기업으로 확산 예상

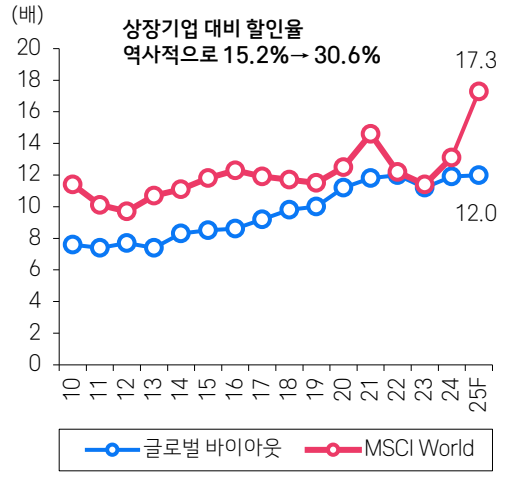
- 2025년 글로벌 PE 딜 거래시장은 역대 최대 수준을 기록했으나 일부 메가딜 편중 현상 심화
- 2026년 하반기로 갈수록 점차 미들마켓 딜 증가 전망

바이아웃딜 거래액과 건수 – 메가딜 견인



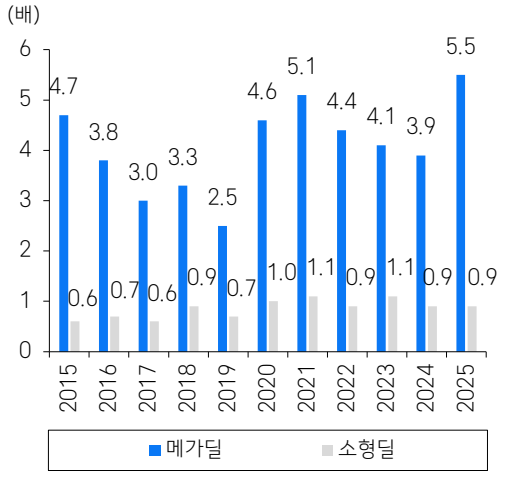
자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 바이아웃 펀드의 EV/EBITDA



자료: Pitchbook, 삼성증권

메가딜 및 소형 딜의 EV/매출 멀티플



참고: 메가딜은 25억 달러 이상, 소형딜은 2,500만 달러 미만 규모
자료: Pitchbook, 삼성증권

사모 대출: 선별적 손실 가능성

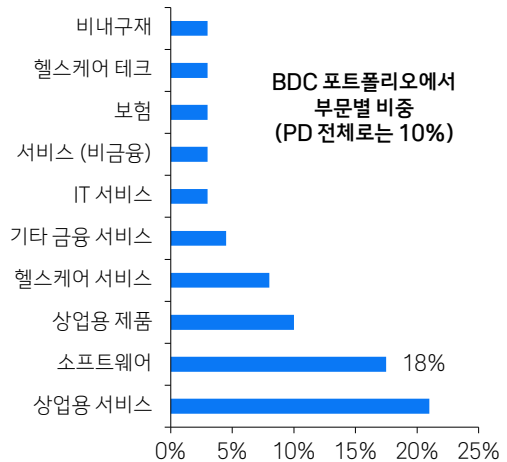
▶ 비상장BDC에서 환매 증가 압력, 개인 투자자 중심의 자금 유출은 단중기적으로 지속될 가능성

- 2026년 들어 비상장BDC의 환매 증가, 관세 정책 및 고금리 후유증으로 투자심리가 취약해진 가운데 AI disruption이 이를 촉진
- 미국 크레딧 부문에서 소프트웨어 비중은 8%, BDC는 18%로 높은 편. 소프트웨어 기업의 대출 만기는 2027년부터 집중
- 개인 투자자 대상의 에버그린형 펀드가 증가하며 유동성 불일치(사모대출 투자기간은 장기인 반면 짧은 주기의 환매 허용) 리스크

▶ 운용사 및 펀드별 변별의 시기, 단기 바닥 확인은 상장BDC 주가로 가늠

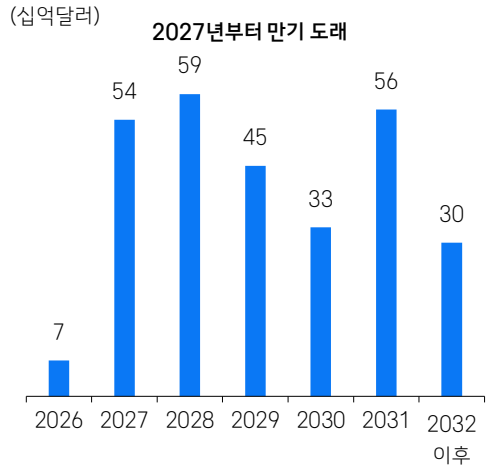
- 수년간 고성장을 해 온 사모대출 시장 내 변별 시장. 과도했던 스프레드 축소 압력은 완화되고 재확대 계기
- 운용사별 유동성 버퍼, 차주 선별 및 포트폴리오 분산, 채무 회수(Work-out) 역량이 중요해질 것

미국 BDC의 소프트웨어 섹터 비중



참고: '25년 6월 말 기준
자료: Bloomberg, Moody's

소프트웨어 기업의 대출 만기 도래액



참고: 레버리지론 대상
자료: S&P Global, 삼성증권

상장BDC ETF(BIZD) 주가

자료: VanEck, 삼성증권

인프라: 데이터센터 딜, 구조와 임차인 신용도 중요

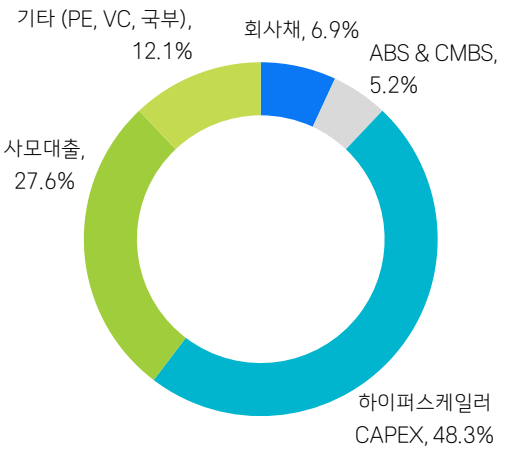
▶ 데이터센터가 주도하던 인프라 시장, 데이터센터의 구조와 임차인 신용도 중요

- 그린필드(신규 개발)와 디지털 인프라(AI 데이터센터), 연계된 전력 시설이 시장 주도, 그러나 데이터센터에 과도한 자금 쏠림 우려
- 빅테크의 Capex는 매년 가파르게 성장하며 기업의 재무부담 가속, 이를 분산하기 위해 인프라 사모대출 활용도 증가
- 데이터센터의 사모대출 금리는 대표 인프라 딜인 재생에너지 스프레드보다 하회, 리스크를 고려해 점차 스프레드 재확대 예상

▶ 코어자산(도로, 수도 등), 유럽 선호도 상승 전망. 한국은 국민성장펀드로 자금 유입 증가

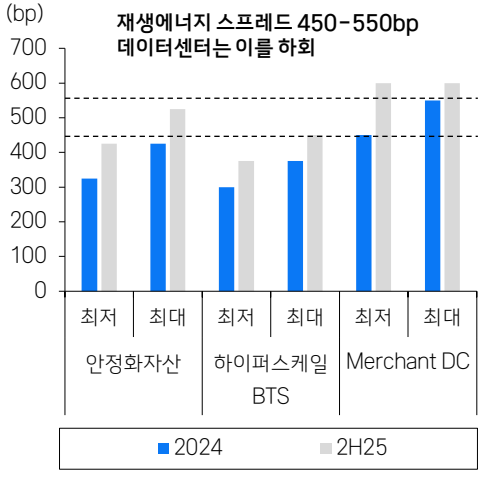
- 전통 인프라인 도로 및 수도시설, 지역적으로는 정책 일관성이 있는 유럽 재생에너지에 대한 관심 증가 전망, 그러나 딜 발굴의 제약
- 한국은 150조원 규모의 국민성장펀드가 본격 집행되기 시작하며 AI데이터센터 딜 증가 예상

2025년 기준 북미 데이터센터 자금 조달 구조



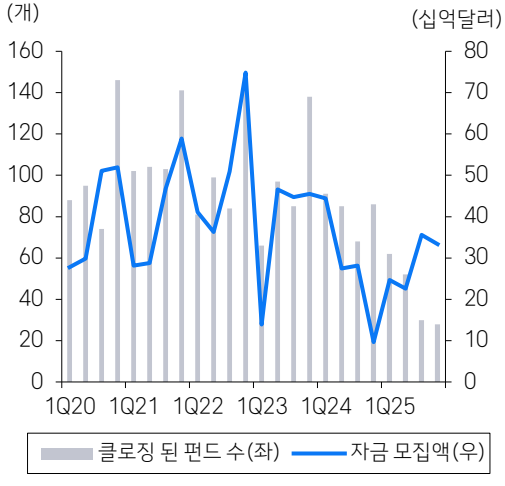
자료 : S&P Global, 삼성증권

데이터센터 사모대출 금리 스프레드 비교



자료 : S&P Global, 삼성증권

글로벌 인프라펀드 자금 모집액 – 둔화



자료: Preqin, 삼성증권

부동산: NPL 전략 증가

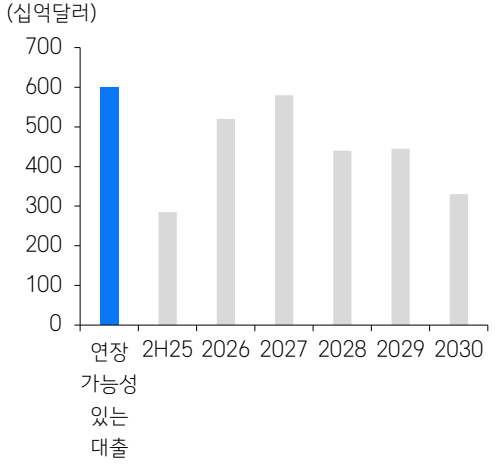
▶ 미국 상업용 부동산은 일부 부실의 이연으로 지표 악화, 대출 만기가 집중되기 시작하는 2026년부터 정리의 시기

- 2028년까지 만기 도래 예정인 CRE 대출은 1.7조 달러, 대부분 오피스 대출로 구조조정 필요. 게다가 저금리인 2022년 실행된 대출이 최대 비중
- 부실채권은 1,219억 달러로 2012년 이후 최고 수준. CMBS에서 특별관리 비율도 빠르게 상승, 멀티패밀리는 하락하고 있으나 오피스는 상승

▶ 불황 속 스페셜 시추에이션 펀드 자금 모집액 증가, NPL 성 거래 증가 예상

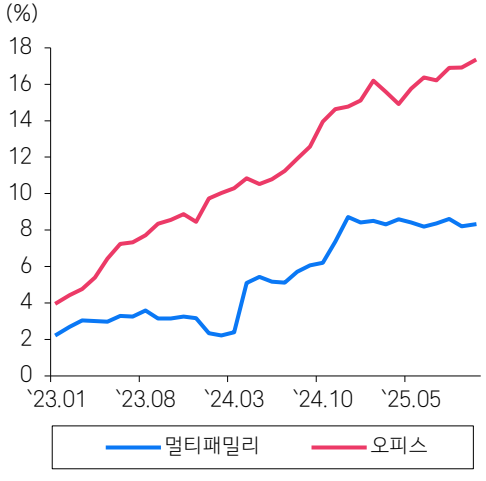
- 글로벌 부동산 펀드의 자금 모집액은 전반적으로 부진하나 올 들어 스페셜 시추에이션과 같은 NPL 전략에는 자금 모집 증가
- 세컨더리 시장에서 부동산의 NAV 할인율은 최대, 이를 기회로 활용하는 펀드 증가 전망

미국 CRE(상업용 부동산) 대출 만기 도래액



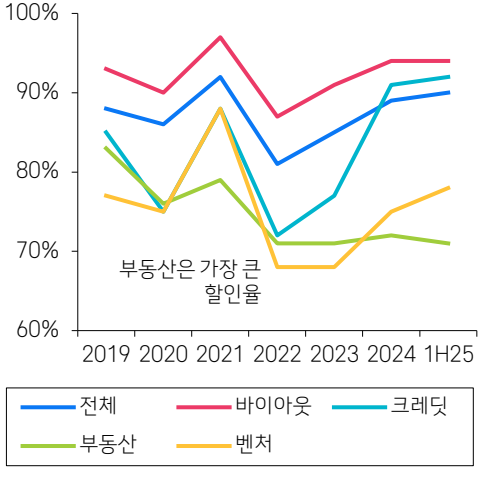
자료: MSCI RCA, 삼성증권

CMBS에서 특별관리(Special servicing) 비율



참고: Special service는 CMBS 대출이 부실 위험에 놓였을 때 전문 관리기관이 개입함을 의미
자료: Trepp, 삼성증권

세컨더리 시장에서 NAV 추이



자료: Preqin, 삼성증권

Compliance Notice

- 당사는 2026년 3월 20일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 3월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 3월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA