# 투자자 서한

**InvestWith CEO**
**2026.10.15**

**안녕하십니까, 인베스트위드 운용본부입니다.**

7월 이후 다시금 찾아온 높은 변동성과 국내 증시의 급락에 대하여 고객님들의 피로도가 높으시고, 다양한 우려가 있으실 것이라 생각됩니다. 이러한 시기에 당사의 현재 증시에 대한 시각을 공유드리기 위해 투자레터를 전달드립니다.

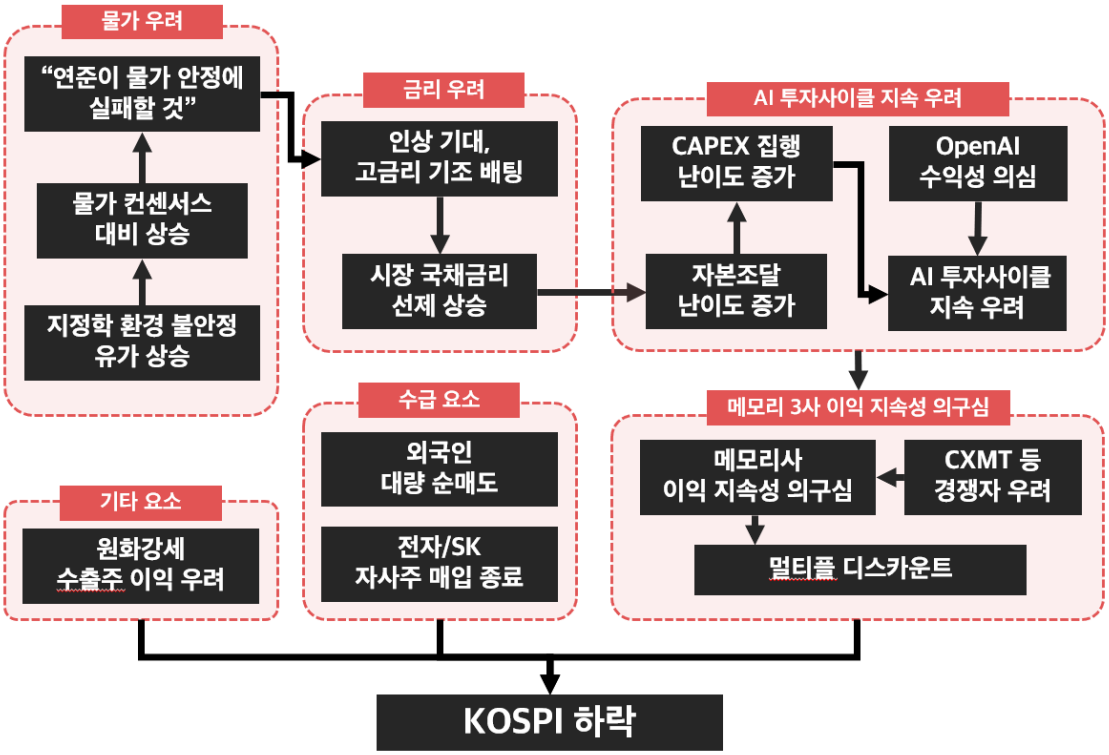
## 1. 시장 하락의 요소 분해 및 구조화

우선, 최근 **하락의 원인으로 지목되는 요소**들을 짚어 보자면 대표적으로 다음과 같습니다.

*A. 미국 물가 상승률 예상 상회*
*B. 지속적으로 불안정한 지정학적 환경, 국제 유가 상승 및 중동발 유가 충격*
*C. 미국 고금리 기조, 10년물 6% 돌파 시나리오 제시 등 금리 우려*
*D. 브로드컴/인텔 CEO의 자본조달 문제 언급*
*E. 중국 CXMT 차세대 서버용 DRAM 기술 발표, 27~28년 메모리 3사 점유율 축소 우려*
*F. OpenAI 매출 시장 기대치 미달, AI 투자 수익성 논란*
*G. 삼성전자/SK하이닉스 자사주 매입 종료 이후 수급 공백 상황에서의 외국인 대량 순매도*
*H. 원화 강세에 따른 수출기업 이익 둔화 우려*

2024년 8월 블랙먼데이 사태, 가장 최근의 7월 말과 같이 시장이 크게 하락할 경우, 이유로 **수많은 요소들이 지목되는 것은 자연스러운 현상**입니다. 심지어 몇몇 요소는 이미 시장에 존재했지만, 시장이 하락하고 나서야 비로소 원인으로 지목되는 경우도 많습니다. 많은 시장 참여자가 쉽고 명쾌한 해설을 원하기에, 하락 국면에서는 “이 변수가 범인”이라는 설명들이 많지만, 결론부터 말씀드리자면 이는 **이해하기엔 쉬울 수 있어도 정확한 분석과는 거리가 있다고** 생각합니다.

시장은 수많은 조직이 얽힌 복잡한 유기체와 같아, 각 요소가 어떻게 연결되는지, 어디를 가리키고 있는지 정확히 확인하는 것이 중요합니다. 이러한 관점에서, 위에 언급드린 하락 요소의 흐름과 관계를 보기 쉽게 묶어 제시하면 다음과 같습니다.



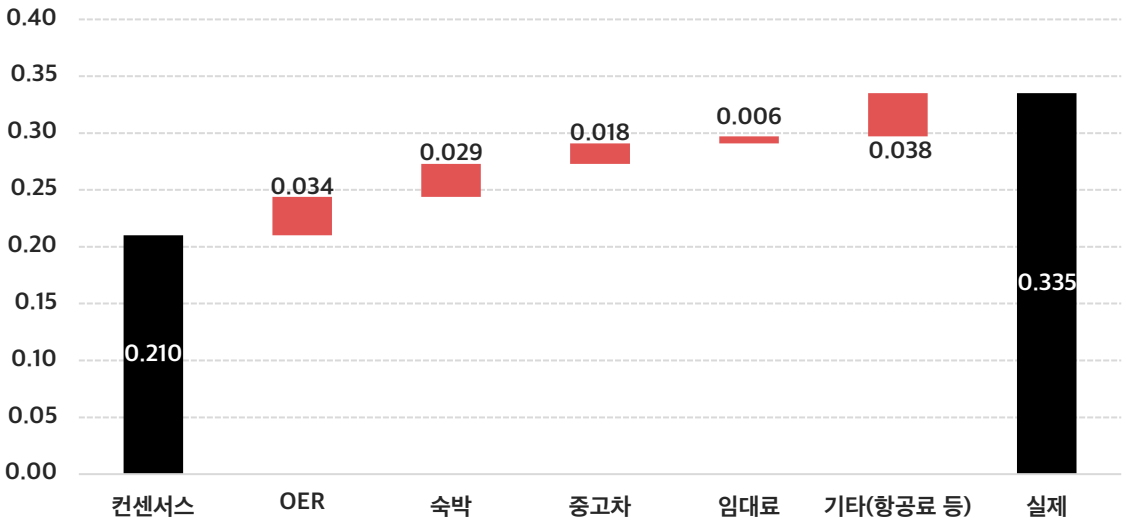

*<그림 1, 국내 증시 하락 이유 구조 및 도식화>*

## 2. 결국 문제의 근원이 물가와 금리에 있다면

위 그림에서 쉽게 알 수 있듯, **현재 시장 하락의 가장 큰 요인은 물가와 금리에 대한 우려**에 있다고 판단합니다. 수급 공백 혹은 환율과 같은 요소들도 물론 중요하지만, 금융시장의 중력과 같은 **미국채금리의 상승,** 그리고 그 기저에 있는 **물가** 우려가 **AI 투자사이클 지속,** 주식에 대한 기대감인 **'멀티플'의 할인을 유발**하는 구조적 원인이라고 당사는 분석합니다.

이러한 상황에서 어제(14일) 발표된 미국 물가는 많은 사람들이 "연준이 물가 안정에 실패했다"라는 의구심을 가지게 합니다. 당연히 물가가 높게 나온 사실은 부정할 수 없고, 이에 대해서 조심스럽게 접근하는 것은 자연스러운 일입니다. 그러나 결론부터 말씀드리면, 시장의 의구심에도 불구 당사는 현재까지 **연준이 물가 안정을 달성하는 트랙에서 벗어나지 않았다**고 판단합니다.

실제로 금번 CPI의 서프라이즈를 만든 요소들을 분해해 보면, ① **유가 상승** ② **주거비 상승** ③ **중고차 가격 상승** 3가지가 대부분의 기여분을 설명하고, 각 요소들은 향후에 기저효과로 인해 사라지거나, 물가 압박이 강하게 들어갈 개연성이 높은 항목들이기에, "물가의 구조적 재상승" 등 추가적으로 매파성을 가지는 것은 **시장의 공포에 휩쓸릴 수 있는 행동**이라고 판단합니다.

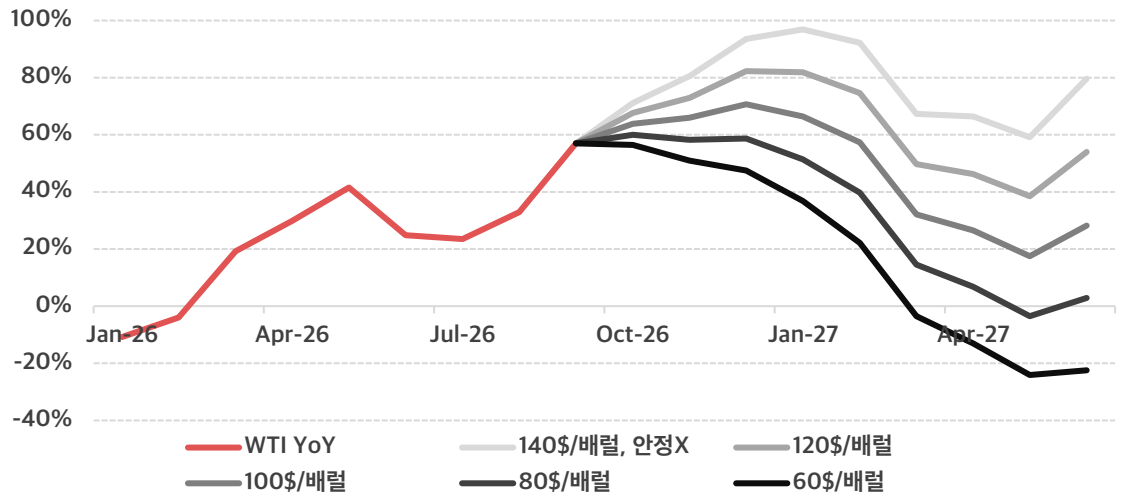



*<그림 2, 9월 근원 CPI 서프라이즈 기여 분석(단위: %p)>*

## 2.1. 유가

우선 유가입니다. 26년 3월 미국-이란 전쟁으로 급등한 유가는 WTI 선물 기준 $110까지 치솟은 이후, 현재 약 $95선에서 횡보하고 있습니다. 이란 전쟁은 트럼프의 의도와 다르게 혼란스러운 양상으로 연장되고 있기에, **전쟁이 언제 끝날지**를 예측하는 것보다 유익한 것은, **향후 유가 경로에 따른 물가 영향력, 유가 상승이 타 물가 항목에 전이되는지**를 관측하는 것이라 봅니다.

결론부터 말씀드리면 중동 전쟁이 길어져 현 유가 레벨($100 부근)에서 고착화될 경우, **27년 3월에 들어서는 유가가 오히려 디플레 요인**으로 작용할 가능성이 높습니다. 앞서 언급했듯 중동전쟁으로 인한 유가 발작은 26년 3월에 시작했기 때문에, 올라간 유가가 더 이상 "전년 대비" 물가에 영향을 끼치지 못하게 됩니다.



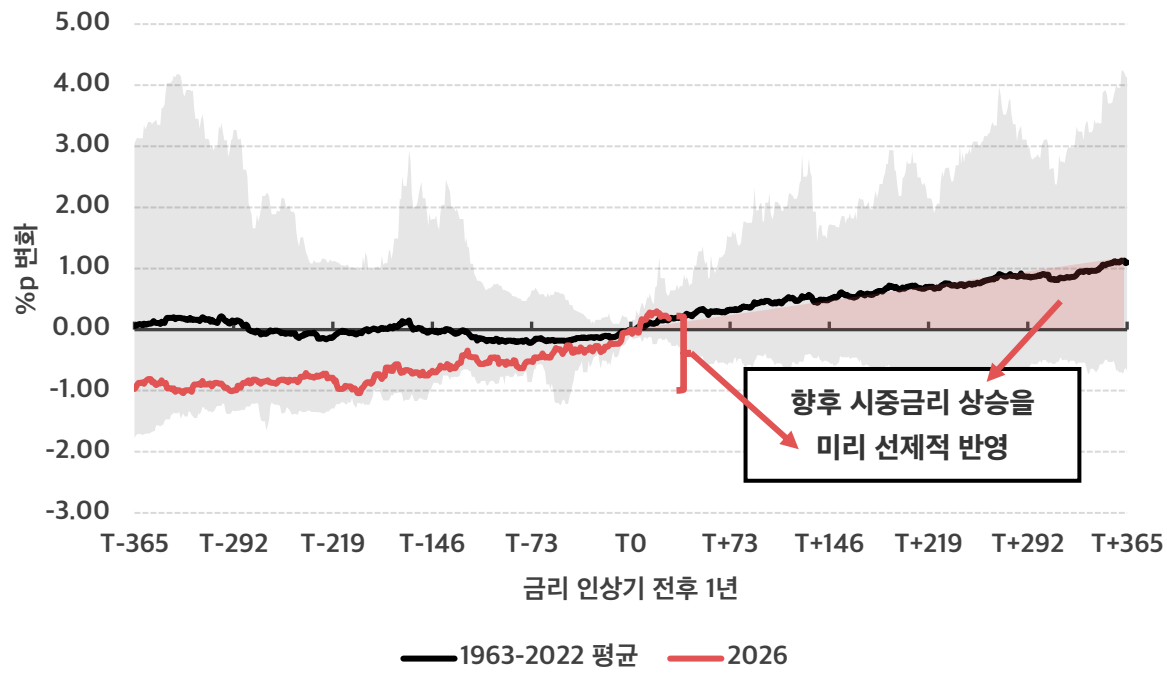

*<그림 3, 향후 WTI유 가격별 전년 대비 변화율 시나리오>*

실제로 이번 에너지 물가의 전년 대비 상승폭은 20%로, 가중치를 곱한 **기여도는 1.5%p** 수준입니다. 금번 물가 전년 대비 상승폭이 3.7%이니, 에너지 가격이 지금 그대로 유지된다고 가정하면 **단순 계산으로도 CPI는 2% 초반**이 되는 것입니다.

### 2.2. 주거비와 자동차 보험

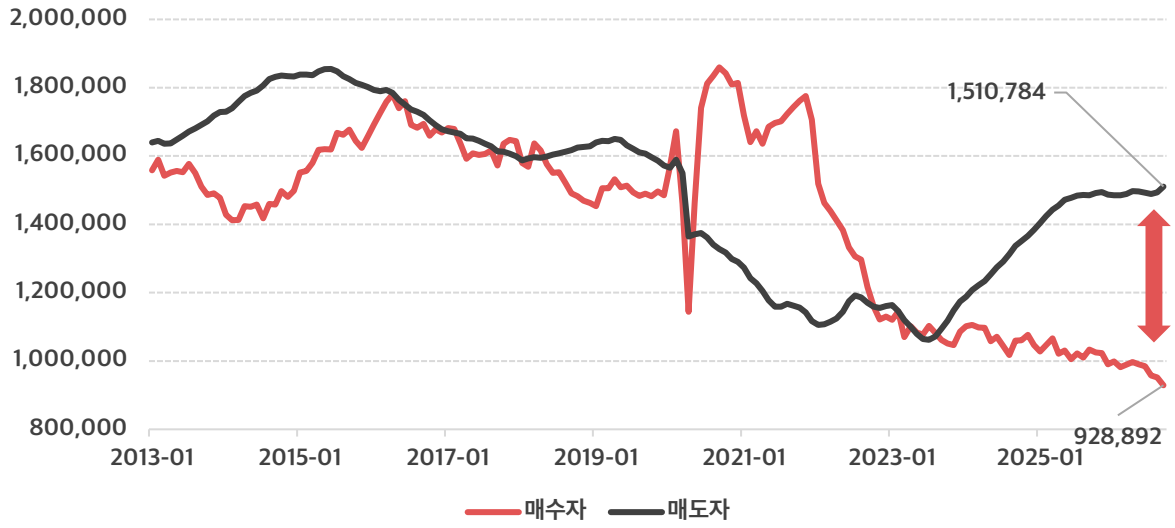
물가에 대한 우려가 시장에서 매우 큰 만큼, 시장은 실제 기준금리 **인상 이전부터 시중금리를 미리 상승시켜 반영**하고 있습니다. 과거 금리 인상기 전후 10년물 금리 움직임을 보면, 평균적으로 금리 인상 전 1년간은 금리가 횡보하다가 **실제 인상 후에는 약 1% 상승 후 횡보**하는 움직임을 보입니다.

그런데 지금은 이미 **인상 결정을 내리기도 전에 1%가 상승**해 있던 환경입니다. 즉 연준이 시장을 긴축하기 전에, **"시장이 스스로 물어뜯고 통제하며, 미리 우려를 통해 알아서 긴축하는 환경"**이 조성된 것입니다.



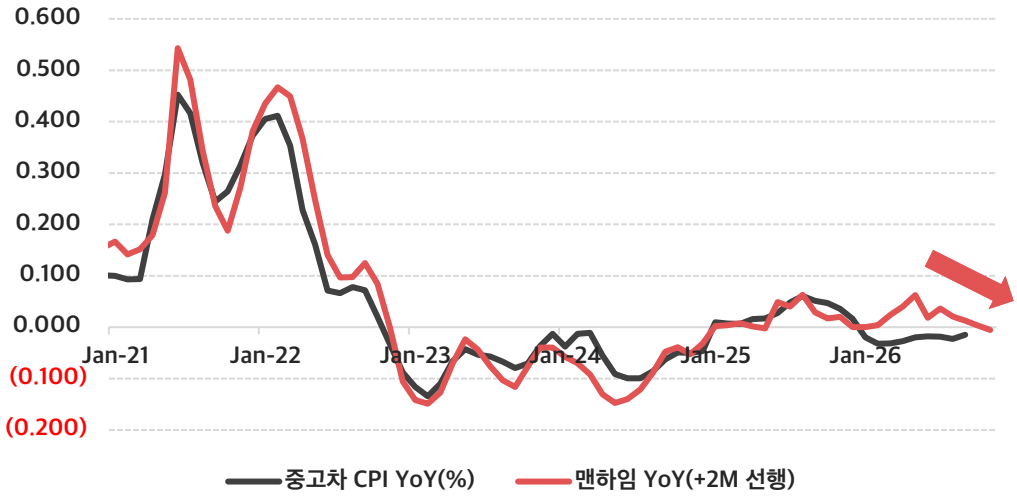

*<그림 4, 금리 인상기 전후 미 10년물 국채 움직임>*

이렇게 시장이 물가를 우려해 알아서 조심스럽게 움직이면, 아이러니하게도 물가에 가장 크게 영향을 미치고 있는 주거비와 자동차 가격은 자연스레 압박을 받습니다. 미국의 30년물 모기지 금리는 10월 8일 기준으로 7.4%에 육박하고, 이러한 **고금리는 주택/자동차 매수 수요를 강하게 짓누릅니다.**




*<그림 5, 레드핀 주택 매수자/매도자 추이(매수자 우위)>*

간밤 부동산 업체 레드핀에서는 현재 주택 시장을 **"기록적인 매수자 시장"**으로 표현하며, 주택 매매계약이 지난 12년만에 최저 수준으로 내려왔다는 점을 들어 고금리가 주택 시장을 약하게 만든다고 분석했습니다. 매매가 먼저 감소하고, 집값이 이후에 내려오는 선후 관계를 고려하면 집값은 향후 지속적으로 압박을 받을 것으로 분석됩니다. CPI는 이 업황을 따라가고, 최근 주거비 흐름이 월평균 +0.2%라는 점을 고려하면 **금번 주거비 상승은 일시적으로 튀는 숫자일 확률이 높습니다.**



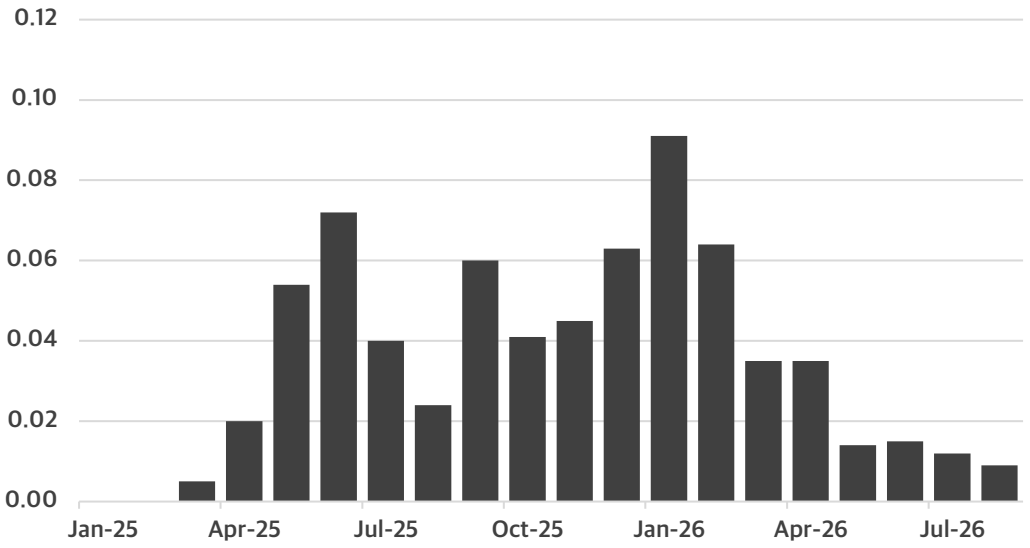

*<그림 6, 맨하임 중고차 지수 vs 중고차 CPI YoY>*

금번 물가 서프라이즈의 다른 요인 중 하나인 자동차 관련 물가 역시, 미국 맨하임(Manheim) 중고차 지수를 보면 **지난 3개월 하락의 방향성과 일시적으로 다르게 움직이고 있음**을 파악할 수 있고, 맨하임 역시 중고차 가격의 지속적 약세로 **고금리**를 꼽았습니다. 결국 전쟁의 장기화 이후 물가의 우려가 어느 때보다 큰 것은 사실이나, 이러한 우려와 시중금리의 선제적 상승 및 압박이 **근원 물가에 오히려 압박으로 작용한다**는 사실을 간과해서는 안 된다고 판단합니다.

### 2.3. 향후에 주목해야 할 잠재적 위험은 무엇인가

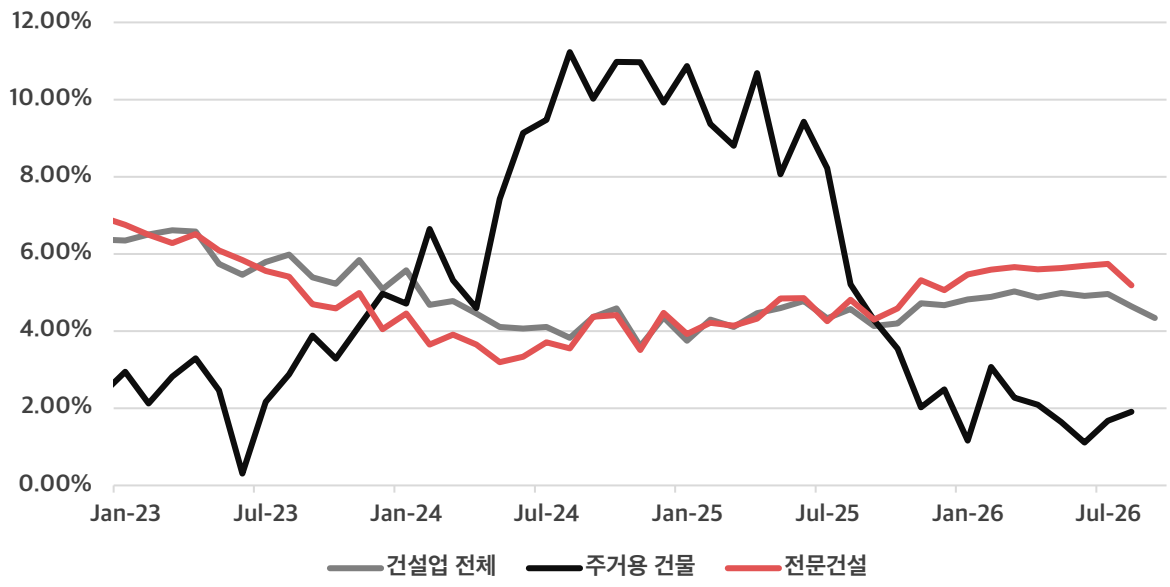
연준 위원 중 의장, 부의장 다음으로 무게감을 가지는(지역 연은 중 유일한 상시 투표권 보유) **뉴욕 연은 총재**는 시장의 목소리를 가장 잘 청취하는 곳으로 알려져 있습니다. 현 뉴욕 연은 총재인 윌리엄스는 특히 경제 성장률, 물가, 실업률에 대해서 **구체적인 기준**과 함께 연준의 **정책 반응 역시 명확하게 제시**하고 있으므로 윌리엄스 총재의 발언은 특히 참고하기 좋습니다.

윌리엄스 총재는 물가에 대해 크게 **①관세 ②전쟁 ③AI**의 세 가지 요인이 여전히 영향을 주고 있다고 분석합니다. 이 중 **관세**에 대해서는 지난 8월을 끝으로 **경제 전반에 미치는 영향은 거의 끝났다**고 판단하고 있으며, **에너지**의 경우 단기적으로(26년 말까지) 계속 근원 물가에 영향을 줄 것으로 보았으나 **내년에는 오히려 전년 동기 대비 기준 디플레 요인**으로 작용할 가능성을 들었습니다.




*<그림 7, 근원 CPI 내 관세 영향 분석 (단위: %p)>*

마지막으로 **AI**는 향후 수요발 인플레이션 유발 요인이 될 수 있음을 들어 **지속적인 트래킹이 필요**함을 지적합니다. 윌리엄스는 AI가 인플레이션에 영향을 끼치는 순서는 반도체**(1단계)** > 이를 이용한 소비재(노트북, 핸드폰, **2단계**) > 데이터센터 인건비 증가**(3단계)**로 이루어진다고 제시하며, 이를 유심히 트래킹하고 있다고 밝혔습니다.




*<그림 8, 건설 업종 내 임금 상승률 추이>*

실제로 건설 분야의 임금 상승률은 **전문 건설이 상승률을 주도**하고 있으나 **주거용은 매우 낮게 유지**되고 있으며 **아직까지는** 전문 건설의 추가 상승/주거용 건설로의 전이가 나타나지는 않고 있습니다. 즉 시장이 주목하고 있는 관세, 전쟁 등의 요소들은 이미 지나갔거나 올해를 마지막으로 지나갈 요소들로 분석하며, 기저 근원 물가의 하락을 언급했습니다.

위와 같은 요소들을 종합해 보았을 때, 기존 당사가 **물가를 보던 시각을 전면 수정할 근거는 현재로서 부족하다 판단**합니다. 당사는 현재 전망대로라면 27년 들어 물가 하락 시나리오 가능성이 높다고 보며, 시장의 물가 우려가 해결되어 추가 금리인상에 대한 우려가 낮아진다면 자연스럽게 시중금리를 자극하던 요소는 사라지고, 그 때부터 시장은 당사가 지속적으로 **강조하는 "성장에 대한 기대"와 금리를 비교하게 될 것**으로 예측합니다.

특히 당사의 분석이, 미국의 중간 선거와 이란 전쟁의 종전을 고려하지 않은 **유가 고착화 시나리오를 기본**으로 둔 점을 고려하면, 잠재적으로 이란 전쟁이 종식될 경우 나타날 효과는 **예상보다 긍정적일 수** 있습니다만, 긍정적인 측면을 조망하는 시나리오보다는 조심스러운 접근이 필요한 시점이라 판단, 분석에서 **의도적으로 배제**하였음을 알려드립니다.

향후 당사는 27년 상반기까지 고객님들께 말씀드린 현 시나리오가 실제로 이루어지는지, AI로 인한 인플레가 촉발이 실제로 발생하는지 등을 중점으로 관측할 계획입니다. 이 **과정에서 당사의 관점을 변경해야 할 요소 혹은 예상과 다른 시나리오가 발생 시** 추가적으로 고객님들께 소통드리겠습니다.

## 3. AI 투자사이클 우려와 다른 우려들, 그리고 당사의 생각

### 3.1. 시장의 우려

그럼에도 여전히 시장에 우려를 만드는 물가와 금리 환경이 가장 크게 영향을 미치는 곳이자, 투자자들의 우려로 연결되어 멀티플을 깎는 주범은 **AI 투자에 대한 우려**라고 판단합니다. 높은 금리는 회사채 발행 등 AI 투자에 필요한 자본을 조달하기 어렵게 하고, 이로 인해 투자가 계획대로 집행되지 않거나 취소된다면 **AI 투자사이클 지속이 어렵다**는 논리입니다.

실제로 인프라 기업인 **코어위브**의 회사채 수익률이 전일(14일) 한때 **15%**에 근접하고, 브로드컴 CEO의 일부 투자자의 **자금집행 방식에 대한 경고**가 이어진 점은 시장이 그만큼 AI 과잉투자/투자사이클 종료에 대해 민감하게 반응한다는 뜻이라 생각합니다. 이러한 고객사들의 투자에 채찍 효과(Bullwhip effect)로 영향을 받는 **국내 메모리사**, 그리고 이들이 주도하는 코스피는 영향을 더욱 크게 받았고, 특히 **CXMT**의 신기술 개발과 점유율 확대라는 부정적인 뉴스까지 겹쳐져 최근의 급락을 촉발하는 양상입니다.

이러한 과정에서 나타난 **외국인의 대량 순매도**로 인한 수급적 요소, 원화 강세에 따른 산업재를 중심으로 한 **수출 대표주자들의 이익 감소 우려** 등 다양한 부정적인 근거들이 뒤를 이으며 이 글을 작성하는 현재(15일 13:00) 기준으로 코스피는 **5,500**선까지 서킷브레이커(CB)를 일으키며 하락하였습니다.

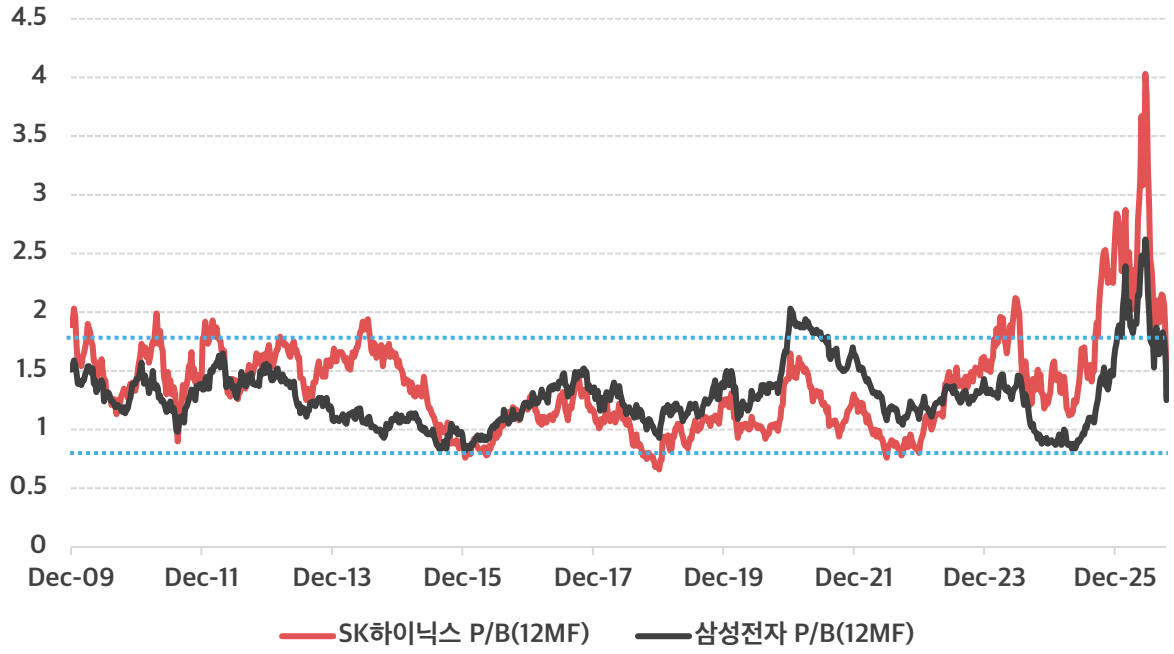
### 3.2. 당사의 생각

오늘 언급드린 모든 요소를 종합하자면, 현재의 투자자(기업 및 주식 모두)들은**, "AI 투자사이클은 정말 거품이고 붕괴하는가?"**라는 정답이 정해지지 않은 질문에 대해, 극도의 압박감과 불안감을 가지고 있으며, 이것이 **급락**이라는 형태로 드러났다고 생각합니다.

그러나 당사는 현재 시점에서 위의 질문에 답을 할 수 있는 시장참여자는 **"사실상 존재하지 않는다"**고 생각하며, AI 투자 사이클의 끝은 사이클이 끝난 후에서야 비로소 답을 내놓을 수 있을 것이라 판단합니다. 불확실한 영역이 존재하는 현재 시점에서 투자자로서 최선의 행동은 **공포에 편승**하는 것도, **고집적인 확증편향**을 가지는 것도 아닌, 당사가 확인한 객관적 근거들을 토대로 **최대한 합리적인 판단(업/다운사이드 리스크 양측을 모두 고려)을 이어가는 것**에 있습니다.

당사는 물가 및 금리가 촉발한 AI 투자 지속가능성 우려에 대해, 앞선 근거들을 토대로 향후 물가 안정화 및 금리 진정이 발생할 시 AI 투자에 대한 우려 역시 **한층 덜어질 개연성**이 높다고 판단하며, 이는 국내 반도체 기업들의 향후 이익 지속성 근거를 높여 **크게 할인된 멀티플(PER, PBR)에서 개선이 나타날 근거**가 된다고 생각합니다.

금일 13:00 기준으로 현재 한국 증시의 핵심 종목인 SK하이닉스와 삼성전자의 포워드 멀티플은 각각 **PER 기준 2.85배/3.26배** 수준, **PBR 기준 1.28배/1.25배** 수준입니다. 이는 PBR 기준으로 지난 2010년~2024년 멀티플 박스권의 상단 수준이며 이 가격대는 **"AI 투자 사이클 지속이 어려워 메모리 2사의 이익이 지속 불가능하다"**고 판단했을 때의 가격이 반영된 것으로 해석할 수 있습니다.




이는 반대로 시장의 심리가 개선되고, 물가의 안정화와 함께 당사가 지난 세미나부터 강조드렸던 **"성장과 금리의 비교"**라는 관점이 시장에서 주목을 받으며, 국내 기업들의 이익 지속성이 실적으로 증명되는 그 때, 삼성전자와 하이닉스를 필두로 한 **국내 증시의 개선 역시 따라올 가능성이 높다는 뜻**이기도 합니다.

당사는 위와 같이 다양한 근거들을 토대로 현재 시장의 불확실성 속에서 당사의 투자 논리를 다시금 점검하며 지켜나갈 계획입니다. 지난 대고객 세미나에서 언급드린 대로 결국 중요한 **경기 및 소매 판매 데이터는 우호적으로 지속**되고 있으며(BofA CEO, 자사 고객들 대상 조사 결과 소비 매우 견조), **낮은 재고 수준에서 경기는 이제야 상승의 문턱을 넘어가고 있다**는 뷰 역시 유지중입니다.

이에 따라 당사는 현재 유지중인 포트폴리오의 전면적 재구성 혹은 주식비중의 극적 축소보다는, 당사가 이미 보유한 종목/유니버스에서 이미 분석된 종목들을 중심으로 향후 **물가 안정, 심리 회복 시 더욱 수혜를 받을 종목들을 중심으로 포트폴리오를 지속 조정**할 계획이며, 앞서 언급드린 판단 근거에서 훼손이 발생하거나 오류가 확인될 경우 **대비할 수 있는 방안, 증시의 위험을 선제적으로 대비할 방안을 지속 강구**하고 있음을 전달드립니다.

현재 시장이 주목하고 있는 여러 위험들 역시 **충분히 논리적인 근거**들을 들고 있으며, 시장의 불확실성을 '무시해야 할 것'으로 치부하는 행위는 향후 당사에게 더 큰 리스크로 다가올 수 있기에, 당사는 지속적으로 시장이 어떤 위험을 반영하고 있는지 주목하되, 고객님들이 믿어주신 **"당사만의 근거와 철학"에 기반한 투자를 이어갈 것**을 다시금 약속드립니다.

늘 믿고 맡겨 주시는 고객님들의 신뢰에 감사드리며, 당사는 최선의 투자를 지속하기 위해 더더욱 노력하겠습니다. 감사합니다.

인베스트위드 운용본부 드림.