투자전략 | 2025.09.18

투자전략 한눈에보는상상인자산전략

역사를 다시 쓸 KOSPI, 추가 상승 가능성은?

Analyst 김경태 | 퀀트/AI
02-3779-3427
kt.kim@sangsanginib.com

Analyst 황준호 | 시황/ETF
02-3779-3186
jh.hwang@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

KOSPI 밴드, 기존 2,900pt~3,500pt 에서 연말 목표치 3,150pt~3,700pt 으로 상향 조정

-코스피 산출식 (ROE-g) / (COE-g) 기준 코스피 적정 PBR은 1.39배로 여전히 현 ROE, COE 대비 13% 할인 상태. 국내증시 순풍으로 인해 기존 전망치 PBR 1.2배 -> 1.25배로 상향

-구조적 저평가 요인 완화와 반도체 대형주의 강세가 지수 상승을 견인했으며, 연말까지 대형 반도체 업종이 코스피 상승을 주도할 전망

-AI / 반도체 공급자 우위 시장 장기화 전망 & 한-미 금리차 축소 및 달러화 약세에 따른 외국인 수급의 복귀는 시장 전체 유동성을 늘리는 요인

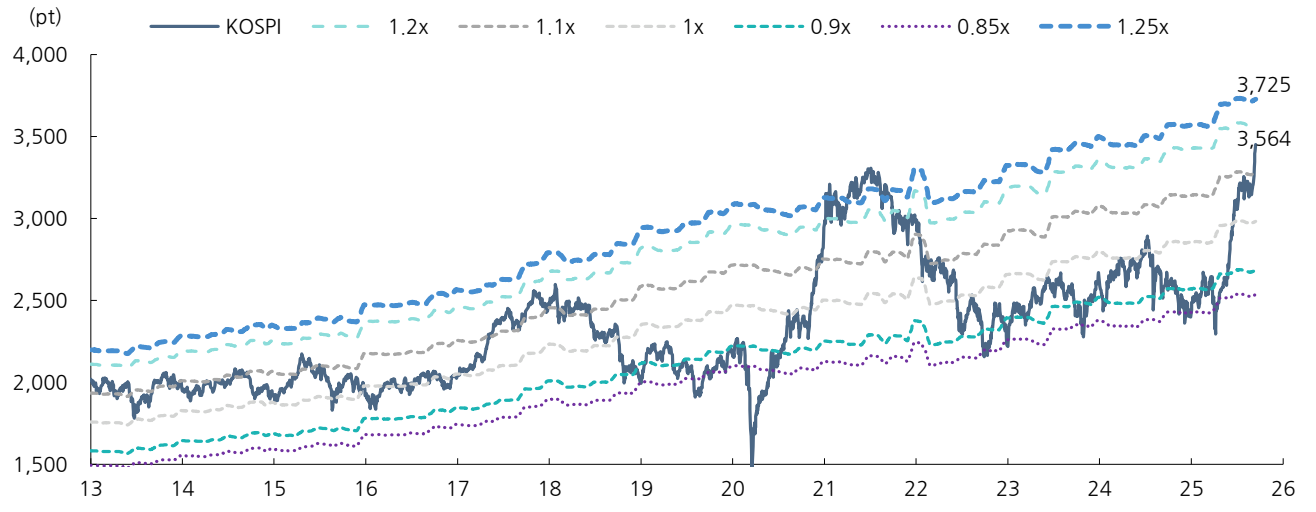
재정 정책 • 금융 정책 • 증시 부양책의 삼박자

-AI 3대강국 공약, 주택 공급 확대를 통한 건설 경기 활성화, 2차 소비 지원금 등 대규모 재정 정책에 따른 유동성 증가 및 잠재성장률 회복

-달러화 약세에 따른 환율 부담 감소 및 글로벌 금리인하 사이클 1년 이상 지속되면서 나타날 위험자산 선호심리 회복

-상법 개정안(자사주 매입 후 소각 의무화) 및 배당소득세 개편, 그리고 대주주양도기준 동결 등 증시 부양 정책들로 밸류업 센티먼트 부담 완화

그림 1. 코스피 TTM PBR Band 추이. 3,700은 P/B 약 1.25배에 해당 (21년 9월에는 1.29배 도달)



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

1. 코스피 전망치 상향 조정 배경

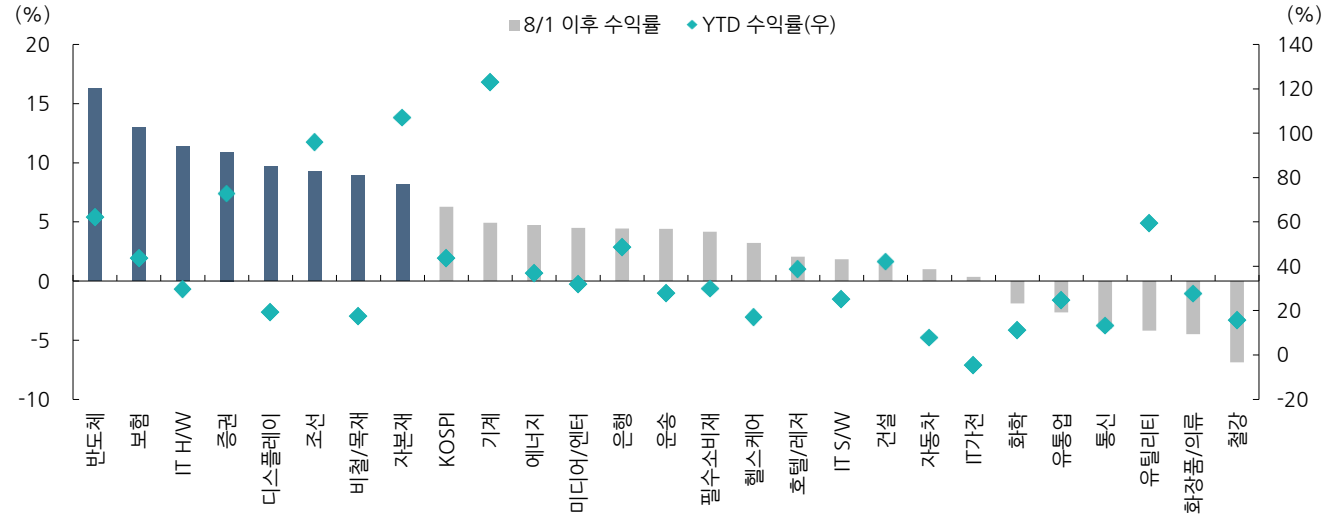
상반기 "조/방/원" 업종의 상승세가 두드러진 코스피, 하반기는 반도체의 강세가 한동안 지속될 전망

4월 이후 코스피는 극단적 수준까지 고조되었던 글로벌 무역분쟁 우려가 완화되고 국내 기업들의 1분기 실적이 시장 컨센서스를 상회하면서 바닥권을 탈피하여 연초 고점을 경신하였다. 특히 정권교체 이후 추진되고 있는 상법개정안이 새로운 상승 모멘텀으로 작용하면서 지수 상승세가 가속화되었다.

섹터별 성과를 분석해보면, 반도체, IT 하드웨어, 조선, 상사/자본재, 기계 등 수출 업종과 상법 개정안 수혜 예상 기업 및 자사주 매입, 배당 확대 등 주주 환원 정책을 적극 시행하는 증권 등 업종이 시장의 관심을 받으며 지수 상승을 견인하였다.

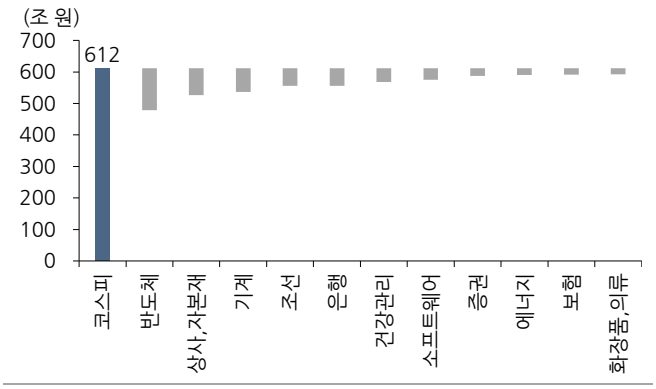
현재 코스피 PBR은 1.21배로 공정가 산출식에 따른 적정 PBR 1.39배 대비 약 13%의 할인율을 기록하고 있다.

그림 2. 연초 이후 & 8월 1일 이후 업종별 수익률 추이



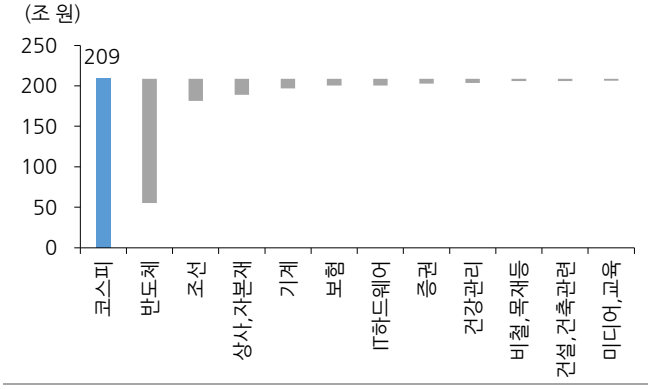
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 연초 ~ 7/31 섹터별 시가총액 증가분



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 8/1 ~ 9/16 섹터별 시가총액 증가분



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

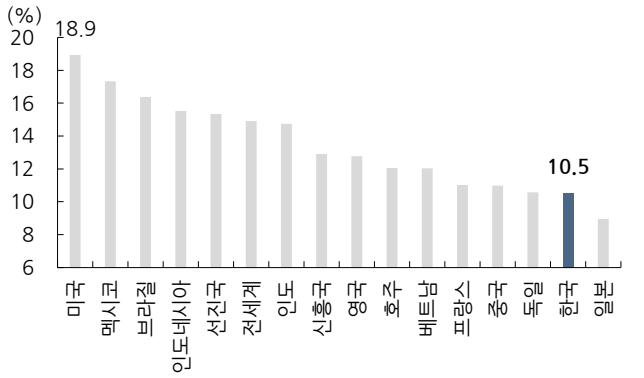
2. 코스피 구조적 저평가 요인 분석

재무적 요인 + 지배구조 관련 요인은 구조적 저평가 요소로 작용

코스피의 구조적 저평가 요인으로는 1. 재무적 요인과 2. 제도적 문제, 지배구조 관련 요인이 존재한다. 일단 재무적 요인으로는 국내 제조업 기반 경제구조의 특성상 ROE를 단기간에 높이는 데 한계가 존재한다. 이미 성숙기가 끝난 산업들은 인건비 외 마진율 개선의 제약으로 인해 서비스업 중심 경제 대비 수익성 지표 개선이 제한적이며, 다수의 전통 산업에서 혁신 정체에 따른 성장성 둔화가 구조화되고 있다.

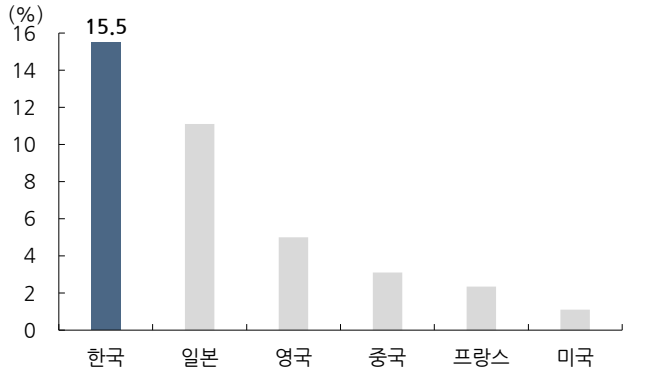
한편, 지배구조 개편은 여전히 개선의 여지가 많이 남아있는 편이며, 관련 제도 또한 ROE와 COE를 동시에 저해하는 복합적 문제가 존재한다. 복수 상장 비율이 전체 시가총액의 15%에 달하여 이익 계상 중복에 따른 구조적 저평가를 야기하고 있으며, 지배구조 불투명성 및 중간지주회사 등 투자 복잡성을 높이는 요인들이 산재해 있다. 실제로 복수 상장, 사업 분할 등 코스피의 기업은 21년 초 1,575개에서 25년 현재 2,373개로 약 51% 증가했으며, 만일 기업수가 동일 했다고 가정했을 시 이미 4,000pt을 돌파했을 가능성도 상존한다.

그림 5. 국가별 12개월 선행 ROE 현황



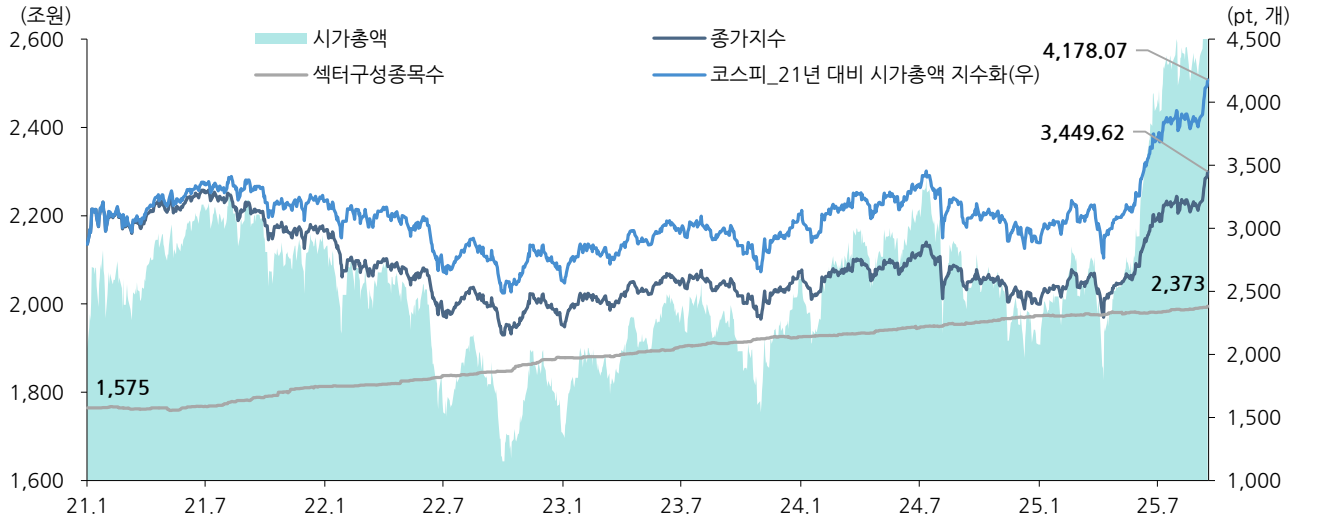
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 국가별 복수 상장 비율



자료: LSEG, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 코스피 시가총액 및 섹터 구성 종목 수 변화 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

TTM PBR 기준 1.2배 -> 1.25배 상향 조정: 지수 상승을 반도체 및 상법개정안 기대감이 견인

글로벌 금리인하 사이클 진입에 따른 한미 금리차 축소 및 달러화 약세 전망은 원화 자산의 상대적 매력도를 제고시키고 있다. 이는 외국인 투자자의 한국 시장 접근성을 개선시켜 중장기적 자금 유입의 구조적 배경으로 작용할 전망이다. 기존 TTM PBR 1.2배에서 1.25배로 상향 조정 시 코스피는 3,720포인트까지 상승 가능하다. 구조적 저평가 요인의 단기 해소는 어려우나, AI 수요 급등에 따른 품귀현상이 발생하고 있는 반도체 섹터 상승세와 주주환원 정책 강화, 글로벌 유동성 개선 등에 힘입어 주주환원 정책 강화와 일부 섹터의 펀더멘털 개선만으로도 연말까지 최대 3,700포인트 달성이 가능할 것으로 판단되어 지수 밴드를 상향 조정한다.

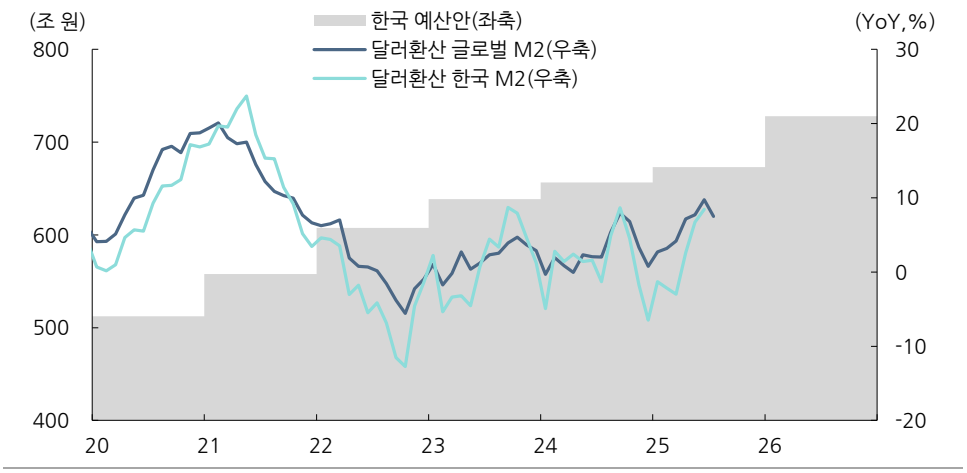
3. 향후 증시의 추가 상승세를 야기할 수 있는 요인

①정부의 적극적 재정 정책 효과

현재 KOSPI의 2025년 영업이익 전망치는 전년 대비 -16% 가까이 감소한 상황이다. 이는 신정부가 출범한 이후 정부 차원에서의 적극적인 재정 정책이 집행되고 있는 것은 한국 경제의 잠재 성장률을 끌어올릴 것으로 기대되고 있다. 이재명 정부에서의 대표적인 재정 정책으로는 1) 150조원 규모의 국민성장펀드 등 AI를 포함한 국가 전략 기술에 대한 대규모 지원 정책, 2) 경기 회복을 위한 주택 공급 확대 정책, 3) 민생회복 소비쿠폰으로 대표되는 내수 부양 정책 등이 있다. 경제 성장에 있어서 수출 개선세가 이루어지고 있으나 이는 대외적 요소에 의해 좌우되는 가운데, 내부적으로는 적극적인 재정 정책을 통해 소비, 투자를 활성화하려는 모습이 나타나고 있다. 이는 그동안 상대적으로 부진한 흐름을 보여왔던 건설, 소비재 종목들의 상승세를 이끌어내 증시에 추가적인 상승 모멘텀을 제공할 수 있을 것이다.

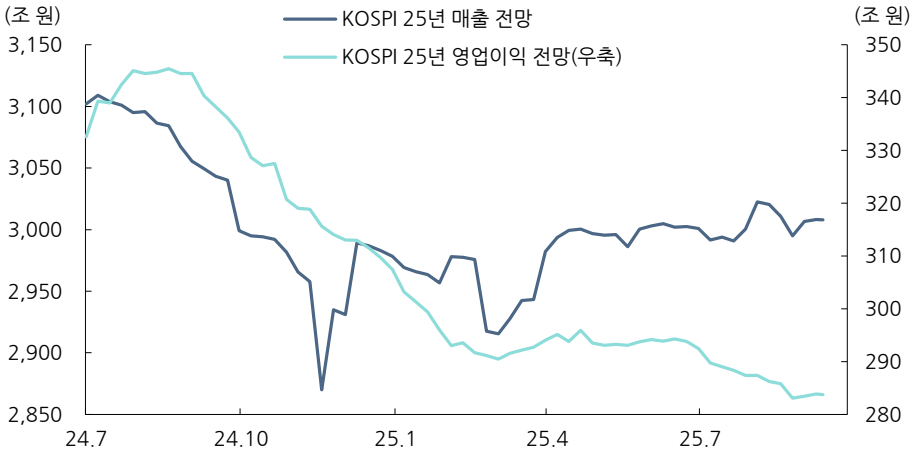
이렇듯 재정정책을 통해 잠재성장률을 제고하는 것은 외부적 요인으로 인해 투자 심리가 개선되면서 나타나는 상승 모멘텀을 넘어서 한국 경제와 증시 내 상장된 개별 종목들의 펀더멘털을 개선시킬 수 있는 요소이다. 그렇기에 향후 KOSPI가 중장기적으로 상승세 추세를 유지하기 위해 반드시 필요한 요소이다.

그림 8. 한국 예산안 및 달러화 환산 글로벌 • 한국 M2 추이



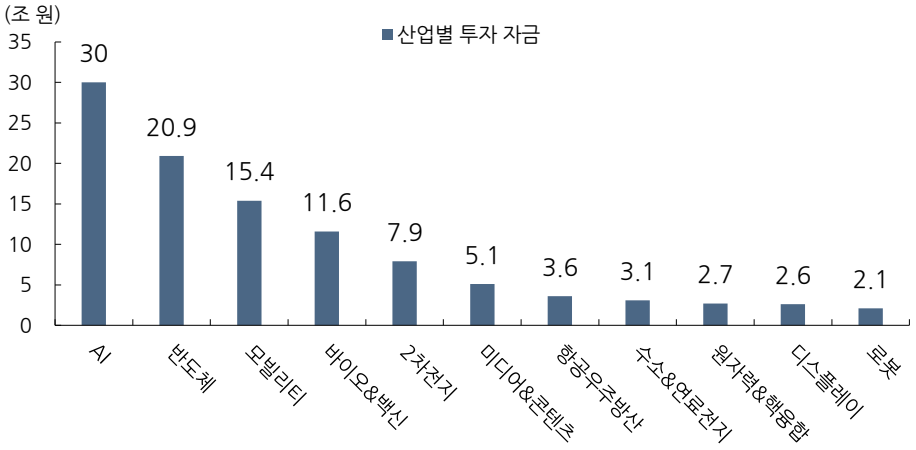
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. KOSPI 25년 매출 및 영업이익 전망치 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 이재명 정부에서 주요 핵심 전략 산업에 투자되는 자금



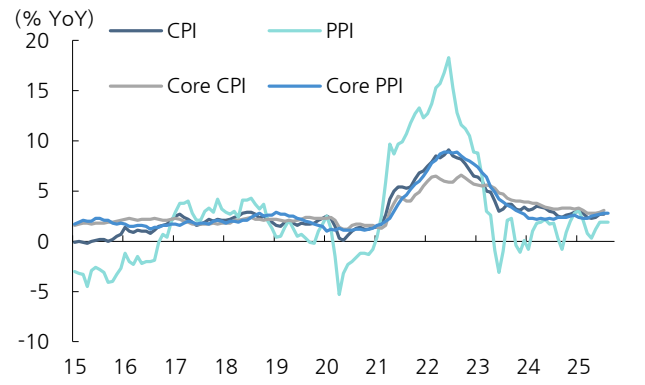
자료: 대한민국 정부, 상상인증권 리서치센터

②글로벌 금리 인하에 따른 위험다산 선호 심리 회복 및 달러화 약세

KOSPI에 단기적으로 가장 큰 상승 모멘텀을 제공할 수 있는 요소는 현재로서는 9월 미 FOMC회의 때부터 미 연준이 본격적으로 금리 인하 사이클에 들어갈 것으로 보이는 점이다. 현재 우려했던 상호 관세 등으로 인하여 물가 상승률이 다시 급격하게 확대될 가능성은 다소 낮아진 가운데, 고용시장은 둔화되고 있어 이에 대응하기 위해 미 연준이 정책금리를 신속하게 인하할 가능성이 높은 상황이다. 심지어 연내 금리 인하 횟수가 증가하거나 9월에 빅컷(정책금리 50bp 인하) 가능성도 제기되는 만큼 미국을 시작으로 금리 인하가 본격적으로 이루어질 것이 기대되고 있다. 현재 이에 영향을 받아 단기채를 중심으로 강세장이 시현되고 있다.

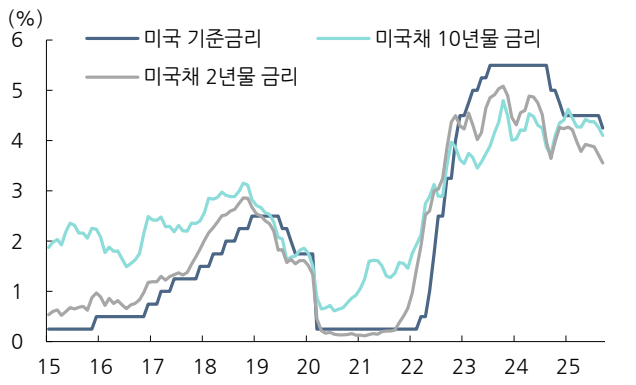
이러한 금리 인하는 달러화 약세를 야기하고 위험자산 선호심리를 회복시키며, 특히 신흥국 증시에 추가적인 상승 모멘텀을 제공할 것이다. 미 연준의 금리 인하는 한국은행에게도 금리 인하 여력을 제공하면서 한국 증시에 있어서도 호재로 인식된다. 특히 증시 상승에 있어서 필요한 외국인 투자자들의 투심을 개선시키는 요인으로 작용하여 연말까지 상승 모멘텀을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 11. 미국 CPI, Core CPI, PPI, Core PPI



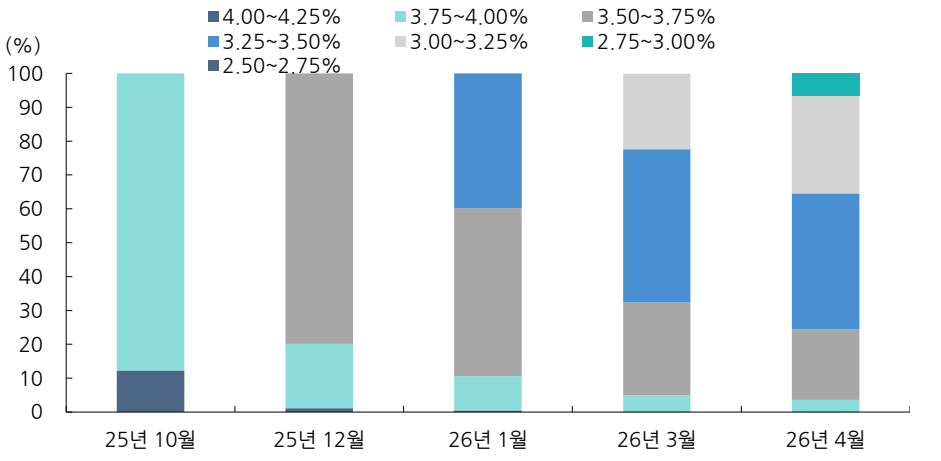
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 미국 기준금리, 미국채 10년물 및 2년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 13. 미 FOMC회의별 미 연준의 기준금리 밴드 전망



자료: CEM FedWatch, 상상인증권 리서치센터

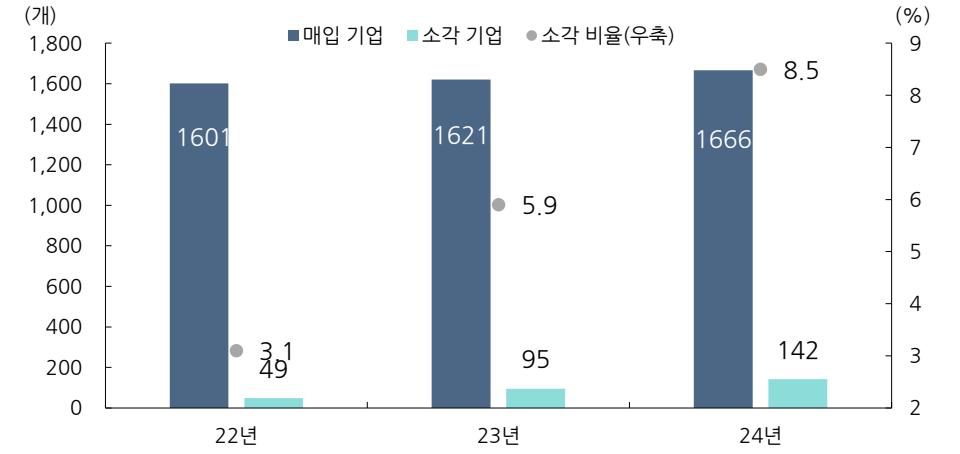
③주주 환원 정책 본격화

마지막으로 증시 상승 여부에 계속해서 이슈로서 인식될 점은 신정부 출범 이후 이어지는 증시 부양 정책들에 대한 방향 여부이다. 크게 주주 환원 정책과 증시에서 얻은 수익에 대한 세제 정책이 얼마나 증시 친화적으로 추진될 것이냐에 따라 증시의 상승 모멘텀이 결정될 것으로 예상한다. 현재 상법 개정을 통해 그동안 코리아 디스카운트의 원인으로 제기되었던 대주주 중심의 지배구조 문제에 대한 해결책들이 법제화되고 있다. 특히 9월 국회 본회의에서 통과될 가능성이 높은 자사주 매입 후 소각을 의무화하는 법안은 현재 KOPSI의 약 4.2%, KOSDAQ의 약 1.9%를 차지하고 있는 자사주들을 매입 후 의무적으로 소각하게 함으로써 단기적으로는 주가 상승 모멘텀을 제공할 것으로 기대된다. 특히 자사주 비중이 높으면서도 계열사들이 호실적을 기록한 SK, 두산, LS 등의 지주사들을 중심으로 상승세가 나타날 것으로 전망한다.

또한 세제 측면에서도 양도소득세 과세를 위한 대주주 기준이 현행 50억원을 유지하면서 투자 심리가 회복되고 있다. 한편 기존의 단기 투자자 중심으로 시장이 조성되어 변동성이 높았던 한국 증시를 장기 투자 중심으로 재편하기 위해 타국대비 상대적으로 높았던 배당소득세율을 낮추고 배당소득 분리과세가 시행할 것으로 기대된다. 원래 7월

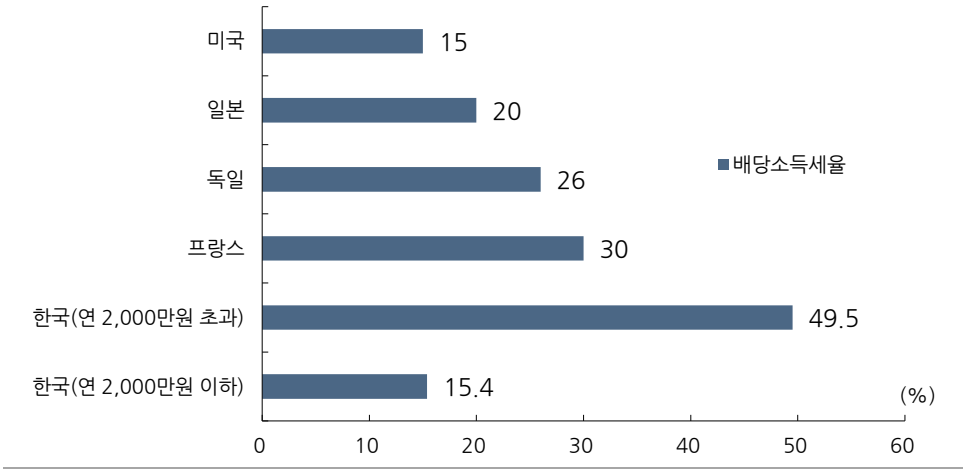
31일 발표된 세제 개편안에서는 종합소득세 최고세율 보다 10%P 세율이 낮춰주는 방안이 제시되어 시장의 기대보다 배당소득 분리과세 안이 증시 친화적이지 않아 증시 전반에 실망감을 주었다. 하지만 이재명 대통령이 증시 친화적인 배당소득 분리과세를 통해 배당을 활성화하여 장기 투자 유인을 강화하고자 하면서 분리 과세안에 대한 수정 가능성을 시사하면서 다시 투심이 살아났다. 배당소득 분리과세 외에도 대기업 집단에 대해 투자, 상생 협력 촉진세 축소 요건에 배당도 포함시키면서 점차 배당 친화적인 정책 기조를 보여주고 있는 점은 향후 한국 증시의 변동성을 줄이고 중장기적인 상승장을 시현하는 데 있어서 필요한 요소이다.

그림 14. 한국 자사주 매입 • 소각 기업 및 소각 비율



자료: 언론보도 종합, 전자공시시스템, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 국가별 배당소득세율 현황



자료: 기획재정부, 상상인증권 리서치센터

표 1. 신정부에서 통과된 상법 개정안 및 향후 추진될 증시 부양 정책 관련 법안

구분		세부 내용
소액 주주 보호 및 지배구조 개선	상법 개정 (7월 2일 국회 본회의 통과)	이사의 충실 의무를 회사에서 회사 및 주주로 확대 즉시 시행
		현장 병행형 전자 주주 총회 도입 의무화: 27년 1월 시행
		3%룰: 사외이사뿐만 아니라 사외이사 감사위원 선출 시 최대주주 및 특수관계인 의결권을 합산 3%로 제한(최대주주 의결권을 3%까지 인정)
		독립이사 전환: 사외이사 명칭을 독립이사 명칭으로 변경
		상장사 독립이사 비율을 기존 25%에서 33%로 확대
	집중투표제 의무화(8월 25일 본회의 통과)	소액 주주가 이사 선임 시 실질적인 영향력 행사 가능(소수 주주 몰아주기 가능)
	감사 분리 선출 확대 (8월 25일 본회의 통과)	감사 위원 중 최소 1명을 주주 총회에서 선출→감사 위원 2명 혹은 전원을 주주 총회에서 선임
	물적분할 후 자회사 상장 규제	쪼개기 상장 시 모회사 일반 주주에게 일정 비율의 신주 우선 배정
	M&A 과정에서 기존 주주 보호	의무공개매수제도 도입: 기업 인수합병 과정에서 지배주주가 되려는 자가 대상 회사의 소액 주주들의 주식도 일정한 비율 이상 의무적으로 공개 매수하는 제도→경영권 프리미엄 공유
		기업 합병 과정에서 합병가액을 기존 시가 또는 자율적 평가 기준에 따라 결정된 것에서 공정가액(자산, 수익 가치 등 복수 기준을 반영해 계산) 적용 의무화
		합병검사인 청구제도: 상장사와 계열사 간 합병 시 주주가 합병검사인 선임을 청구 가능
	주주 총회 의장의 중립성 확보	발행 주식 총수의 10% 이상을 보유한 주주가 주총 개최 10일 전까지 법원에 공정안 의장 선임 청구 가능
자본시장 활성화	상속, 증여세 제도의 합리적 완화	대주주가 지배권 유지를 위해 주가를 낮게 유지하는 유인 약화+기업가치 상승 유도를 통한 세수 확보
	배당소득 분리과세 도입 (9월 추진)	배당 성향 35% 이상 기업에 분리과세 적용 →투자자들의 세부담을 줄여 장기 투자 유도+자본시장 안정
	자본시장 불공정 행위 처벌 강화	주가 조작 등 불공정 거래에 대한 사전 모니터링+엄정 대응 시스템 강화 필요(원스트라이크 아웃 제도 도입)
	자사주 정책 보완 (9월 추진)	주주가치 획기적 제고를 위한 자사주 처리에 대한 구체적인 가이드라인 필요 : **자사주 매입 시 원칙적 소각 의무화** 등(신규 자사주는 취득 즈식 소각, 기존 자사주는 6개월 이내 소각)
	연금저축 공제 혜택 확대	미국 DC형 퇴직연금인 401k(연 최대 23,000$의 납입액과 수익에 대한 소득세가 은퇴 시점까지 유예)는 연간 적립금의 100%에 세전 소득공제 혜택 부여
		한국 퇴직연금의 세액공제 한도 점진적 확대 및 소득공제 혜택 부여를 통한 장기 투자 유도 필요

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

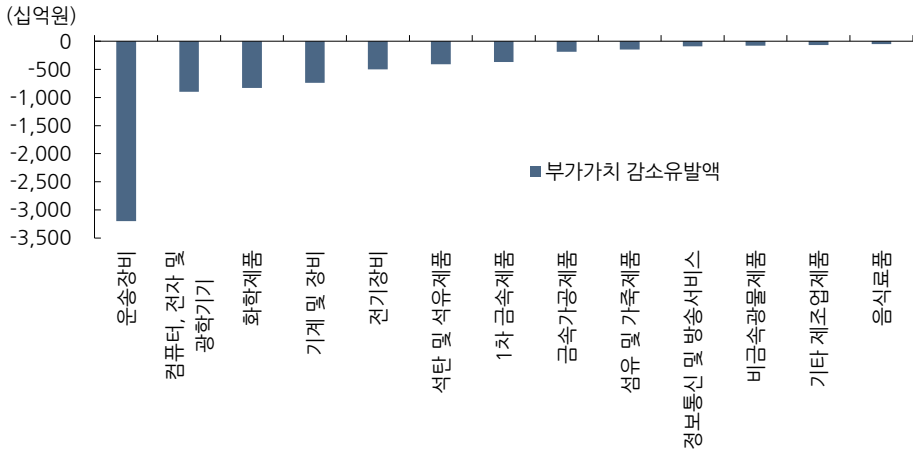
추세적 상승을 위한 중장기적 이슈 및 단기적 해결 과제

장기화되는 대미 관세 협상, 경제와 증시 펀더멘탈 약화 요인으로 작용

반면 EU, 일본 등과 달리 한국과 미국 간의 관세 협상이 장기화되면서 수출 산업들의 가격 경쟁력이 저하될 경우, 정부 차원에서 추진 중인 산업 정책의 효과를 제한하면서 한국의 잠재성장력과 증시에 하방 압력으로 작용할 수 있다. 특히 조지아 주에서의 한국인 근로자 구금 사태 및 중국•일본 등과 글로벌 시장에서 경쟁하면서 관세율에 민감할 수 밖에 없는 자동차, 2차전지 업종들이 현재 미국의 관세 여파로 인해 부진한 흐름을 보이고 있다. 여기에 트럼프 대통령이 반도체, 의약품에 대한 품목별 관세를 예고하면서 관세 이슈가 제대로 해결되지 않을 경우, 증시 내 상승 모멘텀을 주도해야 할 반도체, 바이오 업종들의 하락세로 이어질 수 있어 증시의 상단이 제한될 것이라는 우려가 증대되고 있다. 실제로 관세로 인한 대외 수요 약화 외에 무역정책 불확실성 확대 충격 역시 산업의 부가가치를 감소시키고 실물 경제 활동에 악재로 작용하면서 GDP 감소 및 잠재성장률 훼손을 유발할 수 있다.

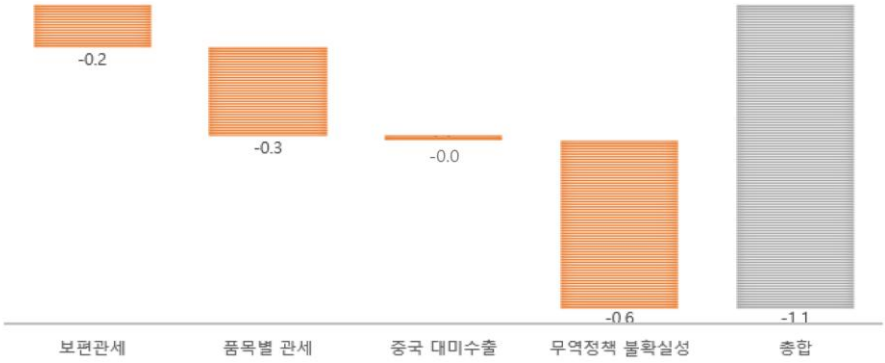
결국 무역정책으로 인해 KOSPI의 불확실성이 높아진 상황에서, 무역 협상 타결을 통한 타국 대비 경쟁력 있는 관세율을 확보해야 하는 필요성이 높아지고 있다. 이는 기업들의 실적 개선 및 주주 환원 확대를 통한 한국 경제와 증시의 펀더멘털 제고로 이어지기 때문이다. 한국 증시의 상승세가 지속되기 위해서는 결국 1) 거시 경제적 요소(경기, 금리, 환율 등), 2) 기업들의 펀더멘털(실적, 기술력 등) 및 주주 환원, 3) 증시의 외부적 요소(지정학, 정책적 요소 등)같은 크게 세 가지 요소들이 뒷받침 되어야만 한다. 결국 특정 요인이 주도하는 장세는 모멘텀이 단기적일 수 밖에 없으며, 펀더멘탈 개선을 통한 한국에 대한 투자자들의 신뢰가 확립될 때 중장기적으로도 상승장이 지속될 수 있다.

그림 16. 관세율 10%당 부문별 부가가치 감소 유발액



자료: 자본시장연구원, 상상인증권 리서치센터, 관세율 가정: 자동차-25%, 철강-25%, 기타 품목-10%

그림 17. 미 관세 및 무역정책 불확실성에 따른 국내 성장률 둔화 효과



자료: 자본시장연구원, 품목별 관세는 자동차(25%), 철강(25%)에 대한 관세부과를 포함. 무역 정책 불확실성은 25~26년 중 높게 유지된다는 가정 하에 기반

그림 18. 증시 상승을 위해 필요한 요소들

자료: 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김경태, 황준호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.