2025년 10월 27일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

2026년 금융시장 전망 part 1.

균열과 구심점

경제 김유미 helloym@kiwoom.com
주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com
퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com
시황/ESG 이성훈 shl076@kiwoom.com
RA 이현수 hslee@kiwoom.com
RA 유지윤 jiyun.yoo@kiwoom.com

키움증권

Contents

Summary P.3

Ⅰ. 경제 : 재정주도, 불균형의 시대 P.4

Ⅱ. 전략 : 강세장의 연장선 P.46

Ⅲ. 퀀트 : 성장 모멘텀에 따른 차별화 지속 P.80

Ⅳ. 시황 : 주주가치 프리미엄화 P.103

Compliance Notice

- 당사는 10월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

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

Summary

Ⅰ. 경제: 재정주도, 불균형의 시대

- 2026년 한국 경제성장률은 1.9%로 재정지출 확대에 따른 내수 회복이 수출 둔화를 일부 상쇄하며 전년 대비 개선 예상. 수출은 완만한 둔화세를 보이지만 품목별 차별화가 지속되고, 주요국은 재정우위 전략을 강화하며 통화보다 재정이 경기 대응의 중심으로 이동
- 정부 정책의 수혜를 받는 신성장 산업은 성장세를 이어가지만 전통 제조업 부문은 부진해 K자형 양극화가 심화될 전망. 유동성 공급을 통한 비대칭적 완화 국면이 이어지면서 구조적 불균형과 자산 인플레이션 우려가 동시에 부각될 것으로 예상

Ⅱ. 주식: 강세장의 연장선

- 올해 초 2,400pt에서 4,000pt대까지 퀀텀 레벨업을 시현한 코스피는 2026년에도 주가 모멘텀을 이어갈 전망. 2026년 코스피 레인지를 3,500~4,500pt(12개월 선행 PER 10~13배 적용)로 제시하며, 반도체, 기계, 자동차, 바이오 등을 2026년 주도 및 관심 업종으로 추천
- AI 버블 논란, 트럼프 리스크 등 제약 요인들과 마주해야 겠으나, 1) 반도체 중심의 코스피 이익 상승 사이클, 2) 글로벌 유동성 확대, 3) 정부의 증시 정상화 정책 등 "실적 + 유동성 + 정책"의 구심점이 2026년 주식시장에 선순환 효과를 부여할 전망

Ⅲ. 퀀트: 성장 모멘텀에 따른 차별화 지속

- 2026년 코스피 영업이익은 전년 대비 30% 성장을 기록할 것으로 전망. 상반기가 하반기보다 더 높은 성장 탄력을 보일 것으로 예상되며, 2026년 중반을 기점으로 금리 사이클 변화가 예상됨에 따라 상/하반기에 대한 대응 전략의 변화가 필요
- 현재 유동성 환경과 이익사이클 개선이 맞물려 연출되고 있는 상황은 주가의 모멘텀을 강화. 이를 바탕으로 실적 개선 탄력이 높고, 성장 전망이 밝은 최근 주도 업종들의 우위 지속 전망. 하지만, 하반기 금리 사이클의 변화 시 정책 모멘텀 및 경기방어주에 대한 관심 필요

Ⅳ. 시황: 주주가치 프리미엄화

- 2026년에도 거버넌스 개혁에 초점을 둔 새 정부의 증시 부양 정책 기조는 지속될 전망. 특히, 상법 개정안이 신속하게 통과됨에 따라 2026년부터는 거버넌스 개선, 기업 가치제고, 주주환원 확대 등을 명분으로 한 주주 행동주의 확산에 주목해볼 필요
- 한편, 배당소득 분리과세 최고세율 하향 조정, 자사주 소각 의무화 등 주요 정책 모멘텀도 여전히 남아있는 상황. 제도 개선이 뒷받침되는 가운데 금리 인하기와 이익 성장세가 맞물리며 상장사 전반에 걸친 주주환원 확대와 이에 따른 주가 프리미엄 확대될 것으로 전망

I. 경제: 재정주도, 불균형의 시대

2026년 매크로 환경

재정우위 전략의 부상

✓ **완만한 성장세 속 '재정우위' 전략이 부각되는 국면**

- 물가가 완전히 안정되지 않은 가운데, 주요국은 재정정책 중심의 경기 대응 기조를 강화
- 미국은 감세와 관세를 통한 경기 부양, 유럽은 산업 보조금 확대, 일본은 완화적 재정 유지, 한국은 확장 재정 전환 등 모두 재정 우위 체제로 이동 중
- 이에 따라 중앙은행은 물가 안정보다 국채시장 수급과 재정조달 비용 관리에 더 민감하게 반응하는 구도로 전환, 그 결과 정책 신뢰와 국채금리 간의 괴리가 확대되는 양상

K자형 성장 패턴과 양극화 심화

✓ **K자형 성장 패턴 속 착시 효과와 양극화 심화**

- 디지털·AI·방위산업 등 자본·기술집약 부문은 견조한 성장세를 이어가는 반면, 내수·서비스·중소기업 부문은 고금리와 부채 부담으로 부진한 흐름이 지속
- 이로 인해 기업과 가계, 고소득층과 저소득층 간의 소득·자산 격차가 확대
- 성장률 평균치는 양호해 보이지만, 체감경기와 고용 개선은 제한적이며 금융시장에서는 성장 착시 현상이 나타날 가능성이 높을 전망

신용리스크와 완화적 유동성의 공존

✓ **신용불안과 완화적 대응이 반복되는 국면**

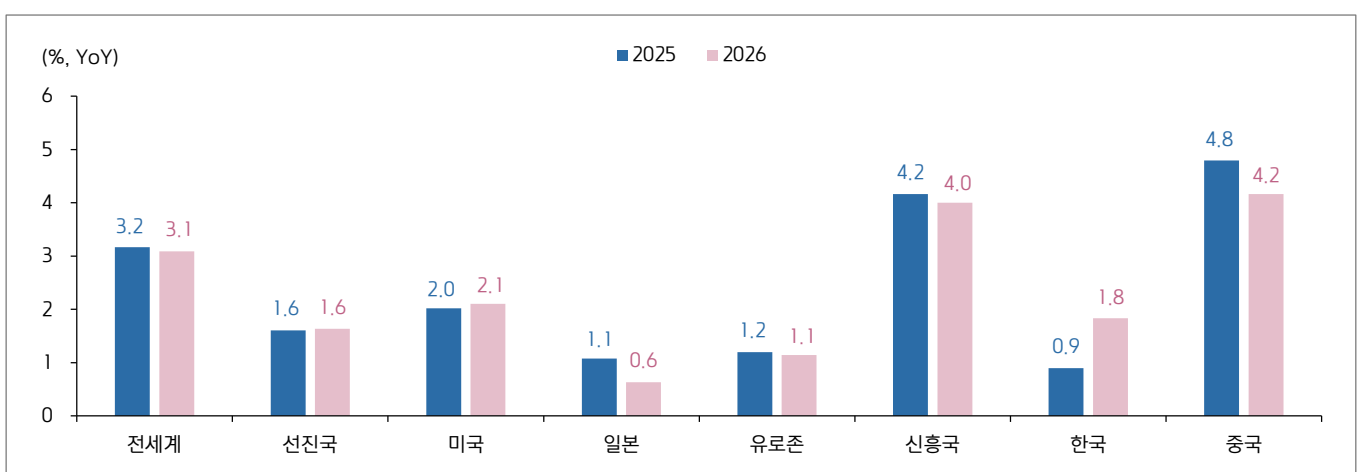
- 부동산·기업대출·비은행권 부문에서 부실 리스크 재부상하고 있으나, 중앙은행과 정부는 유동성 공급과 완화적 레버리지 조정을 통해 충격을 완화
- 그 결과, 부실은 확대되지만 위기는 억제되는 비대칭적 완화 구도가 형성
- 신용스프레드는 완만히 확대되는 반면, 시장 유동성은 풍부해 자산 가격 인플레 우려가 수시로 자극

01. 2026년, 완만한 성장세와 제한된 관세 충격

▶ 2026년에도 완만한 성장 흐름 지속 전망

- IMF는 2025년 세계 경제성장률을 3.2%로 제시하며 7월 전망 대비 0.2%p 상향
  2026년 성장률은 3.1%로 소폭 둔화될 것으로 예상되지만, 전반적으로 완만한 성장세 유지 전망
  → 이는 트럼프 2기 관세 정책 등 무역 제약 요인의 충격이 예상보다 제한적이라는 판단을 반영
- 미국은 2.1%로 소폭 상승, 유로존은 독일(0.9%)을 중심으로 성장세 유지 예상
- 신흥국은 중국 중심으로 성장세 둔화가 예상되나, 한국은 점진적 회복세가 기대

주요국 및 지역 경제성장률 전망



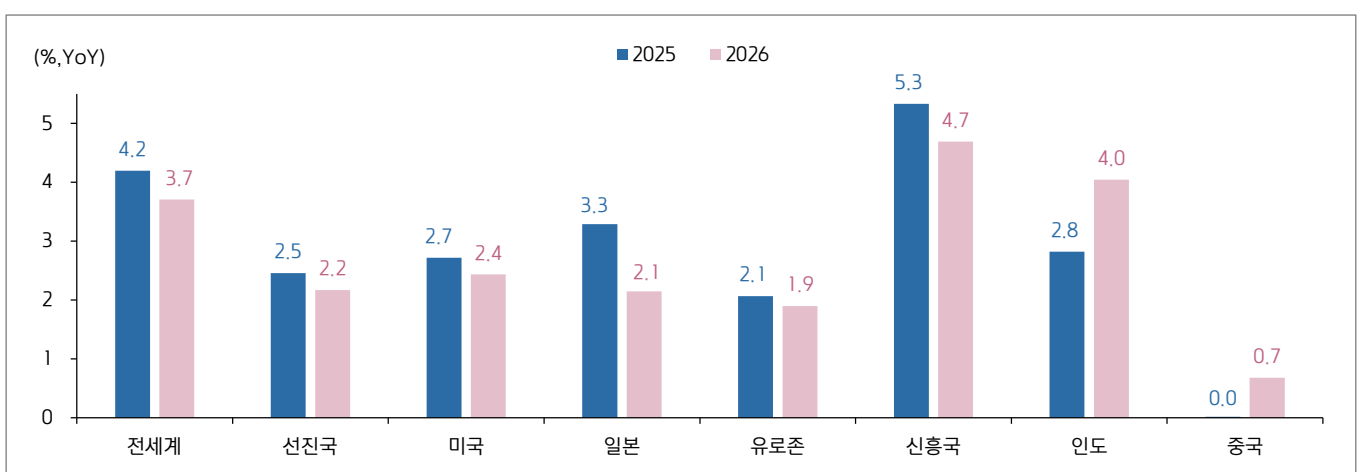
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 완화되는 물가, 남은 리스크

▶ 전 세계 인플레이션은 2026년 3.7% 수준까지 둔화 전망
- 선진국은 물가 목표(2%)에 점차 근접, 반면 신흥국은 여전히 높은 물가 부담 지속 가능성
- 인플레이션 하락세는 뚜렷하지만 아직 목표 수준 아래로 안정되지 않았으며, 상품가격 상승·무역 마찰·공급 제약 등 외생 변수들이 상방 리스크로 작용
- 미국은 상대적으로 높은 물가 수준이 이어질 가능성, 중국은 경기부양 정책의 영향으로 디플레이션 우려가 완화될 전망

주요국 및 지역별 소비자물가 상승률 전망



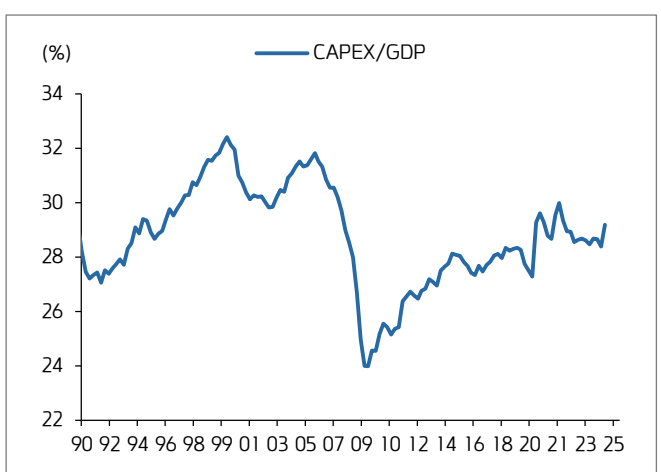
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 미국, AI 투자와 신용확대가 견인하는 회복세

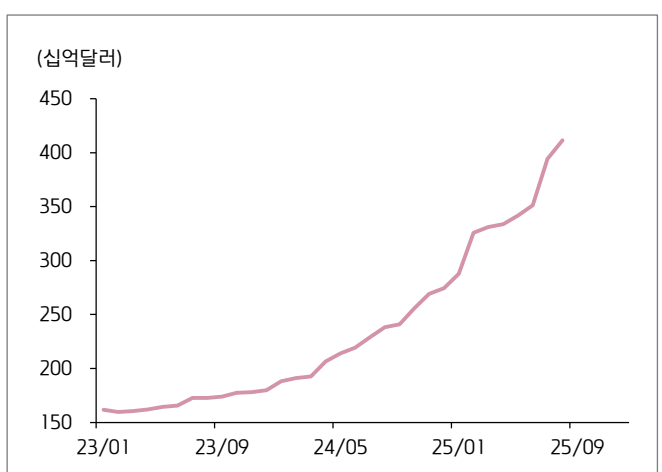
- 금융 규제 완화와 감세 정책이 은행 중심의 민간 신용 창출을 촉진하며 수요 회복에 기여할 것으로 전망
- AI 산업을 중심으로 한 생산성 및 설비투자 사이클이 뚜렷하게 강화
  - CAPEX/GDP 비율은 약 29~30% 수준으로 회복세를 이어가며, 장기 평균(27%)을 상회하는 흐름 유지
  - 미국 주요 빅테크 기업(구글·MS·아마존·메타·오라클 등)의 AI 관련 자본지출은 2023년 대비 두 배 이상 증가, 투자 모멘텀을 주도하는 상황
- 관세 불확실성 완화 및 금융여건 개선 시, 이러한 설비투자 확대가 GDP 성장의 핵심 동력으로 작용하며 미국 경기의 펀더멘털 회복세를 강화할 가능성

미국 CAPEX/GDP 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 5대 주요 기업은 구글, MS, 아마존, 메타, 오라클

키움증권

04. 트럼프 2기, 정책 주도형 AI 투자 사이클 본격화

- 트럼프 행정부는 AI 투자 가속화를 위한 정책 환경 조성
  - 규제 완화, 공공부문 AI 조달 확대, 반도체 공급망 강화 등을 통해 AI 투자가 가속화될 수 있는 정책 기반을 마련
  - 이러한 정책은 데이터센터· AI 반도체· 클라우드 인프라 등 핵심 분야의 투자 사이클을 촉진할 전망
- 정부 정책과 민간 자금의 선순환 구조가 형성되며 미국의 투자 및 성장 모멘텀을 한층 강화할 것으로 예상

트럼프 행정부 AI 투자 촉진 정책

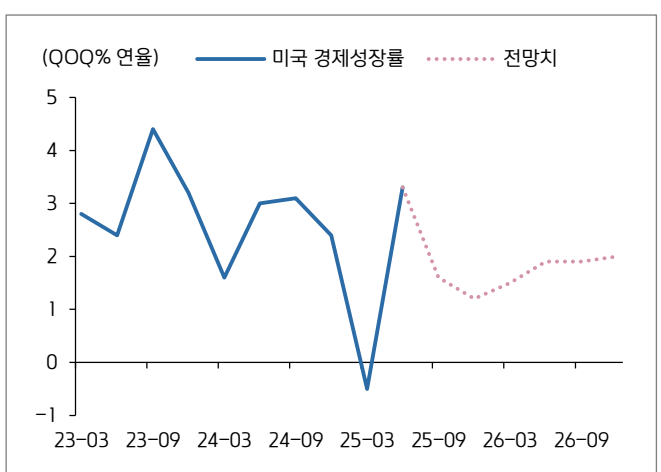
정책 영역	세부 내용 (2025년 발표)	AI 투자사이클에 미치는 영향
규제 완화	- 7월 23일: "anti-woke AI" 행정명령 발표 → 연방정부 입찰 AI는 정치적 중립성 의무화, 불필요한 규제 제거 - 환경·데이터 규제 완화로 AI 데이터센터 투자 인센티브 확대	- 규제부담 축소로 AI 인프라(데이터센터·서버) 투자 촉진 - 연방정부 AI 프로젝트 참여 기회 확대
세제·재정 인센티브	- 제조업·인프라 투자에 대한 세액공제 확대 검토 - 에너지 관련 보조금 일부 조정(전력 인프라 투자 유도)	- GPU/AI 반도체 공장·데이터센터 투자 세제 혜택 강화 - 전력 인프라 확충으로 AI 서비스 확장 기반 마련
기술 인프라 투자	- 국가적 데이터센터·통신 인프라 확충 프로그램 확대 논의 - 클라우드 기업과의 공공 인프라 협력 강화	- AI 모델 학습·추론용 대규모 컴퓨팅 자원 확보 용이 - AI 스타트업과 대형 테크기업의 진입장벽 완화
공공 조달 확대	- 연방정부 AI 솔루션 도입 확대 (국방·보안·행정 서비스 디지털화)	- AI 소프트웨어·솔루션 수요 확대 → 산업 성장 선순환 유발
무역·반도체 정책	- 반도체 공급망 미국 중심 재편 가속 - 대중국 반도체 장비/칩 수출 통제 유지 및 강화	- AI 반도체(특히 Nvidia·AMD·TSMC 미국 내 생산) 투자 집중 - 미국 내 공급망 안정성 제고로 AI 기업 투자심리 강화

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

05 관세수입의 재정 전환, 경기 완충 요인으로 작용

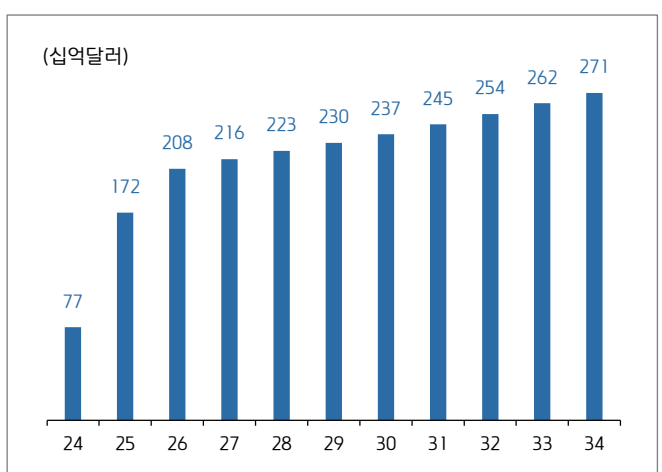
- 미국 경제는 투자 사이클을 중심으로 전기비 연율 약 2% 내외의 완만한 성장세를 이어갈 전망
  - 관세 수준 하락과 가격 전가율 축소, 보복관세 미시행 등으로 무역 불확실성 완화되는 흐름 지속
- 특히 관세 수입이 재정지출로 전환될 경우 경기 완충 효과가 기대
  - 2026년 관세 수입은 명목 GDP의 약 0.7% 수준으로 예상. IMF·CBO 기준 재정승수(0.6~0.8)를 적용할 경우, 단기 성장률은 0.4~0.5%p 상승 효과 발생 가능
  - 관세 충격(-0.5%p)은 재정 효과로 상당 부분 상쇄되며, 지출 전환 폭이 확대될 경우 오히려 성장 기여도로 전환될 가능성도 존재

미국 경제성장률과 분기별 전망치 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 붉은 점선은 주요 IB 전망치 중간값

미국 관세 수입액 예상 추이



자료: 미국 조세재단(Tax Foundation), 키움증권 리서치센터

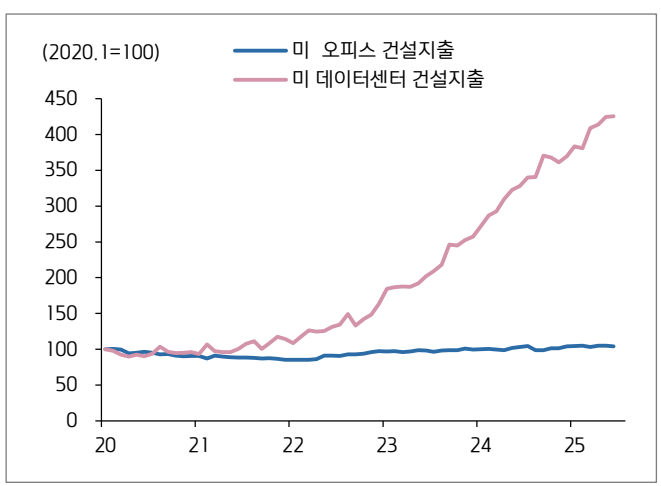
키움증권

06. 집중된 성장, 심화되는 불균형

▶ 미국 경제는 성장 동력의 양극화 K자형 불균형 심화될 전망

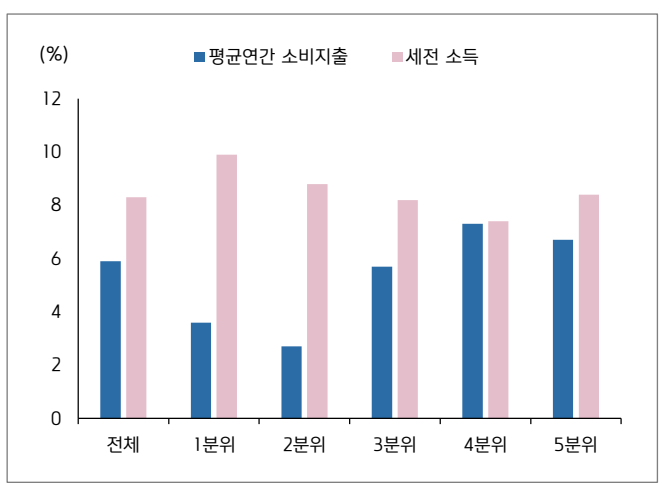
- 정부 정책과 기업 투자가 집중되는 부문은 성장 동력이 강화되는 반면, 상대적으로 낙후된 산업은 뒤처지며 K자형 성장의 불균형이 심화
- 데이터센터 건설지출은 2020년 대비 4배 이상 증가하며 신성장 산업 중심의 투자 확대가 뚜렷, 반면 오피스 건설지출은 정체 국면 지속 → 디지털 전환 격차 확대
- 소득 상·하위 계층 간 소비 격차 역시 확대, 2023년 기준 상위 20% 소비 증가율이 하위 20%의 두 배 이상을 기록 → 기술·자본 집약형 성장 구조 속 분배 불균형 고착화
- 향후 미국 경기의 지속 가능성은 정부가 성장 부문을 어떻게 관리하고 취약 부문을 얼마나 보완하느냐에 달려 있을 전망

미국 오피스 건물 및 데이터 센터 건설지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 2022~2023년 소득 5분위별 소비지출과 소득 증가율



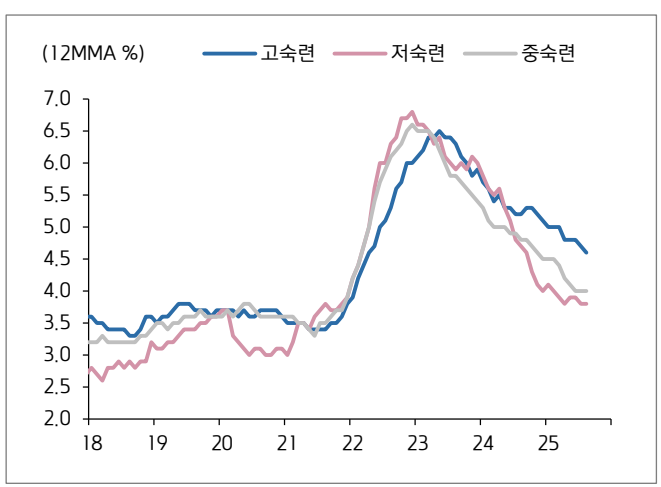
자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 자산효과 속 소비 양극화 확대

▶ 미국 소비는 자산효과로 완충되지만, 소득 격차가 회복의 제약 요인으로 작용
- 미국 GDP의 약 70%를 차지하는 소비는 경기의 핵심 변수
- 가계 순자산 증가는 소비 둔화를 완화하고 있으나, 노동소득 둔화와 소득 불균형이 회복의 제약 요인으로 작용
- 상위 20%는 자산가격 상승의 수혜로 소비 여력을 유지하는 반면, 하위 50%는 높은 부채비율로 소비 여력이 제한적
- 고용 둔화로 임금 상승률이 전 직종에서 2023년 고점 대비 1.5~2%p 하락, 자산효과가 소비를 지탱하더라도 계층 간 소비 격차는 확대되는 추세

미국 숙련별 임금 상승률(중간값)



자료: 애틀란타 연은, 키움증권 리서치센터

미국 소득 분위별 자산과 부채 항목별 비중(2025년 2Q)

	항목 (%)	TOP 1%	90th to 99th	50th to 90th	Bottom 50%
자산	가계순자산	28.3	34.7	31.5	5.4
	부동산 자산	13.5	30.6	46.1	9.8
	금융자산	35.0	37.2	25.3	2.6
	예금	23.4	35.2	35.9	5.5
	채권	38.3	40.8	20.4	0.5
	주식, 뮤추얼 펀드	49.9	37.3	11.7	1.1
부채	부채	5.2	20.3	44.1	30.4
	대출	5.1	20.2	44.2	30.5
	모기지 대출	4.1	24.3	49.2	22.4
	소비자신용	3.3	10.2	34.9	51.6

자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. K자형 성장의 비대칭 구조와 분배 불균형

▶ 경기 회복 국면에서도 경제 전반이 아닌 일부 산업·계층·자산만 빠르게 회복하는 비대칭적(K자형) 성장 구조 심화
- 회복 양상은 '전면적 U자형'이 아니라 상층· 핵심 산업만 회복하고 나머지는 침체되는 형태로 확산
- 산업 간 불균형, 정책 전달력의 편차, 기술 확산 속도 격차 등이 복합적으로 작용하며 분배 불균등이 경기 회복의 주요 리스크로 부상

▶ K자형 성장의 근본 원인으로 산업·노동 ·자산 간의 구조적 괴리를 지목
- 산업 구조의 불균형: 대기업·수출산업 중심 회복, 내수·중소기업은 정체
- 정책적 전달력의 편차: 완화 정책의 혜택이 자산가, 대기업에 집중
- 기술 혁신의 편중 효과: AI·자동화 중심 성장 속 고숙련층·특정 지역으로 효과 집중

K자형 성장의 주요 발생 요인

구분	작동 메커니즘	결과적 양상
① 구조적 요인	산업·노동·자산의 기존 격차 - 경기 회복기에도 격차가 유지·확대 - 대기업·수출산업 중심 회복, 내수·중소기업·저임금 부문은 정체	경기 회복의 불균등 반영 - 성장 과실이 특정 산업·계층에 집중 - 소득·고용 양극화 심화
② 정책적 요인	완화정책의 전달비대칭 (금융 → 실물 지연) - 통화완화가 금융시장에 먼저 전달돼 자산가 계층 중심 회복 - 재정지출도 산업·중산층 중심으로 집중	자산·소득 격차 심화 - 금융시장 회복은 빠르나 실물·고용은 지연
③ 기술·시장 요인	생산성·글로벌화의 편향된 이익 배분 - 디지털 전환·자동화로 생산성은 높아지나 고용창출은 제한 - 플랫폼·첨단산업 중심 성장, 전통산업은 경쟁력 약화	산업·지역 격차 확대 - 고숙련·저숙련 간 노동시장 분화

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

09. K자형 성장의 이중 회복 구조와 정책 대응

- K자형 성장 국면에서의 경기 흐름은 단순한 회복·침체 구분이 아닌, 계층·산업·소득·지역 간 성장속도 격차가 구조적으로 나타나는 '이중 회복'이 특징
  - 전체 경제는 회복 국면처럼 보이지만, 하단부의 침체가 지속되는 불균형적 회복 구조가 전개
- K자형 경기 흐름은 자산·생산 회복 → 분배 불균형 심화 → 후행적 실물 회복의 순환 구조로 진행
  - IT·수출 중심 상층부와 내수·서비스 중심 하층부 간 성장 격차가 고착될 경우, 장기 성장률 둔화로 연결될 위험 존재
  - 금융 완화는 상층 회복을 가속화하지만, 과도한 긴축은 하단부 둔화를 심화시켜 정책 조합의 중요성이 확대
  - 고용·복지정책의 확장적 운용이 병행될 때, K자형 회복에서 완만한 U자형 회복으로의 전환이 가능

경기의 전형적 전개 단계: 이중 궤도 회복

단계	상단부(Up-leg)	하단부(Down-leg)	종합적 경기 흐름
① 충격기 (Crisis Shock)	일시적 위축	급격한 수요·고용 충격	전반적 경기 급락
② 불균형 회복 초기	금융·IT·대기업 빠른 회복	서비스·중소기업 회복 지연	GDP 성장률 반등, 체감경기 냉각
③ K자형 심화기	생산성·수익성 개선, 자산가격 상승	고용 정체·소득 정체	통계상 회복, 분배지표 악화
④ 정책조정기	과열 완화, 금리·물가 부담	점진적 회복	성장률 둔화, 인플레 상승
⑤ 균형회복 전환기	완만한 둔화	후행적 회복	성장률 안정화, 분배 개선 가능

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

10. K자형 성장 국면의 정책 비대칭성과 대응 방향

- K자형 성장 국면에서는 정책 신호의 비대칭 반응으로 정책 조합이 중요
  - K자형 성장국면에서는 경제와 금융시장의 괴리가 확대되며, 동일한 정책 신호가 실물보다 자산시장에 더 강하게 작용하는 비대칭적인 구조가 전개
  - 완화정책은 상단부 자산시장에 빠르게 반영되는 반면, 긴축정책은 하단부 경기 둔화를 심화시켜 정책 효과의 불균형이 확대→ 완화 기조 지속은 자산시장 불균형을 심화시키고, 반대로 급격한 긴축은 실물 부문 위축 가속화로 이어질 가능성
- 이런 국면에서는 재정정책은 하단부 복원(고용·소득·내수)에 집중하고, 통화정책은 물가·금융안정의 균형을 유지하며 속도를 조절할 필요. 재정은 성장 견인, 통화는 균형 조정 역할을 분담하는 정책 조합이 이상적

K자형 성장 국면에서의 정책 접근 별 시사점

구분	정책 접근 방식	경제적 효과	주요 시사점
① 확장 재정 + 신중 통화	정부는 경기하단 지탱을 위한 산업·생산 투자 확대, 중앙은행은 인플레·금리 경로를 고려해 속도 조절	단기 물가·금리 부담 존재하지만, 구조적 하단 복원 효과	재정이 하단부 복원 역할, 통화는 균형·속도 조절 역할을 수행해야 함
② 성장형 재정 + 완화 통화	재정은 산업·투자 확대, 통화는 경기 둔화에 대한 완화적 방향	성장 기대 회복은 빠르나, 자산·물가 과열 위험	동조 완화 시 자산버블·부채 리스크 가능, 단계적 완화 필요
③ 성장형 재정 + 긴축 통화	재정이 확장적이나, 통화는 유동성 조정 유지	실물 회복 시차 발생, 지표 둔화 장기화	정책 비대칭이 커질수록 체감경기 악화·정책 신뢰 약화 우려
④ 균형형 조합 (속도제어형 완화)	재정은 투자·고용 중심, 통화는 긴축 완화 후 점진적 안정	물가 안정 속 지속가능한 회복 경로	한국형 K자형 국면에서 적합 – '하단부 보완 + 물가안정 병행' 가능 구조

자료: 키움증권 리서치센터

11. K자형 성장 국면의 금융억압 구조

- K자형 성장 국면에서 정부는 재정 확대와 금융안정을 동시에 달성해야 하므로, 금리 상승을 억제하려는 정책적 유인이 필연적
  - 이로 인해 시장금리를 정책금리보다 낮게 유지해 부채 부담을 완화하는 '금융억압(financial repression)' 구조가 형성
  - 금리 정상화 시 재정과 실물 모두 부담이 커지기 때문에, 중앙은행은 금리 인상 속도를 완화적으로 조정하는 경향
- 국채 발행 확대에 따른 금리 상승 압력 억제를 위해 금리 상단 통제, 양적긴축(QT) 종료, 장단기 금리차 축소(수익율 곡선 관리) 등의 정책 조합이 병행되는 양상

K자형 성장에서 정책 상황과 결과

정책 상황	정부의 유인	결과
① 재정지출 확대	대규모 적자 → 국채 발행 급증	금리 급등 억제 필요
② 경기 회복 불균형	하단부 침체 → 고금리 시 회복 지연	인위적 저금리 유지로 시간 확보
③ 물가 압력 존재	완전 긴축 어려움 → 실질금리 조정 선택	"완만한 인플레 + 낮은 명목금리" 구조
④ 금융시스템 리스크	부채·신용불안 확대	유동성 유지로 시스템 안정 도모

자료: 키움증권 리서치센터

금융억압(Financial Repression)의 정책 유인

유형	구체적 수단	효과
금리 규제형	중앙은행의 장단기 금리관리(YCC), 수익률 상한제, 국채매입(QE)	장기금리 상승 억제
규제형 억압	은행의 국채 보유 의무, 지급준비율 조정, 자본규제 완화	국채수요 인위적 유지
통화·환율 연계형	외환규제, 자본유출입 제한	금리변동 완화, 통화가치 방어
인플레이션 활용형	완화정책 유지로 인플레율 유도	실질금리 마이너스 전환

자료: FRB, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. K자형 성장의 역사적 전개와 공통 메커니즘

▶ K자형 성장의 패턴은 시대마다 달랐지만, 공통적으로 '정책 완화 → 회복 불균등 → 구조적 양극화 심화'로 진행
- 모든 K자형 회복은 기술 변화 또는 정책 충격이 결합되며 경제 구조 전환을 가속화하는 특징을 보임
- 1930·1980년대에는 산업 구조의 불균형, 2008년 이후에는 자산·계층 중심의 불균형이 두드러짐
- 궁극적으로 K자형 성장은 경기 회복의 불균등이 누적될 때 나타나는 구조적 현상으로, 기술·산업·자산이 교차하는 국면에서 반복적으로 재현되는 패턴

역사적 K자형 성장·회복 사례 정리

시기	주요 배경	특징	K자형 유형
① 1930년대 대공황 이후 (미국)	1933년 루즈벨트의 뉴딜 정책으로 경기 지표는 개선됐지만, 제조업·금융은 빠르게 회복한 반면 농업·저임금 노동자는 장기 침체 지속	고소득층과 저소득층의 격차 확대, 도시 산업 중심 회복이 농촌보다 빠름	산업·계층 간 K자형 회복
② 1980년대 초 레이건 초기 침체 이후 (미국)	볼커 고금리 정책으로 물가 안정 달성했으나, 제조업 타격. 금융·서비스업 중심으로 회복	중서부 러스트벨트 침체 장기화, 반면 뉴욕·캘리포니아 등 금융·테크 지역만 빠른 회복	산업·지역 간 K자형 성장
③ 1997~1999년 아시아 외환위기 이후 (한국 포함)	구조조정·금융개혁으로 대기업·수출 중심 회복, 중소기업·내수 부문 침체 지속	수출 대기업 vs 내수 중소기업 양극화 근로소득 불평등 심화	기업 규모·소득계층 간 K자형 회복
④ 2008년 글로벌 금융위기 이후	양적완화(QE)로 유동성 급증 → 자산가격 상승. 그러나 실질임금·고용 회복은 지연	자산 보유계층 부유화, 노동시장 하단층 소득 정체 자산가격·소득 모두 K자형	산업·계층·자산 간 K자형 확산
⑤ 2020년 코로나19 이후	비대면·디지털 산업 급성장, 대면 서비스업·소상공은 타격. 재정·통화 완화가 자산가격 급등 유도	주식·부동산 급등, 실물 노동시장 양극화 심화. 기술·자산·소득 격차 동시 확대	산업·소득·자산 복합형 K자

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

13. K자형 성장 국면의 금융억압적 정책 조합과 그 부작용

▶ 과거 사례를 보면, K자형 성장 국면에서는 경기 불균형과 재정 부담이 병존하기 때문에, 시장금리 상승을 억제하려는 금융억압적 정책 조합이 불가피

- 금융억압은 단기적으로 부채 부담 완화와 경기 충격 흡수에 기여하지만, 장기적으로는 자본 배분 왜곡과 자산버블 형성 등 금융 불균형을 심화시키는 양면적 구조를 가짐

금융억압의 역사적 사례

시기	국가/지역	주요 수단(정책)	결과(효과)
1940~1951 → 1970년대 (전후 미국)	미국	전시 국채금리 상한/고정(수익률 페그, 1942-51) → 1951년 재무부-연준 협정 전까지 사실상의 금융억압; 전후 기간엔 서프라이즈 인플레·기초재정흑자 병행	실질금리의 장기적 낮은 수준과 함께 부채비율 하락(1946: 106% → 1974: 23%)에 기여(성장은 일부 요인, 나머지는 인플레·페그·흑자 효과)
1990년대 (버블 붕괴 이후 일본)	일본	금리 자유화·경쟁 완화가 지연된 '컨보이 시스템' + 은행의 JGB 보유 확대, 장기 저금리/저성장	장기금리 안정 대가로 은행 수익성 저하·대출공급 위축이 누적(저금리 환경에서 순이자마진 급락)
2010년대 (유로존 국채위기)	유로지역 (특히 남유럽)	ECB LTRO(2011-12) SMP/OMT(2010-12) PSPP 등 QE(2015~)	주변국 국채수익률 급락(스프레드 축소), 차입비용 안정·부채지속가능성 개선. 인플레이션은 2020년 전까지 대체로 낮은 수준 유지.
2020~현재 (코로나 이후 대응)	일본·호주·미국·한국 등	일본: QQE+YCC(상시) 유지 호주: 2020-21 단기 YCC 시행 후 종료 미국·대규모 QE/유동성시설·금리 ZLB(2020-21) → 이후 정상화/QT	2020-21년 정책금리 제로·실질금리 마이너스와 금융여건 완화, 자산가격 강세 이후(2022~) 인플레 재상승 속 긴축·QT로 전환 미국·한국은 YCC 아님

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

14. K자형 성장 구조의 신용리스크 전이와 정책 대응

▶ K자형 성장 구조에서는 경기 하단부(저소득·중소기업·비금융부문)의 부담이 누적되며, 신용리스크가 금융시스템 전반으로 전이되기 쉬운 환경이 조성

- 불균형이 심화될수록, 하단부의 채무상환 능력이 약화, 2금융권·지방은행 등 취약 부문 부실이 시스템 리스크로 확산되는 패턴이 반복, 이에 K자형 해소정책의 핵심은 단순한 분배 확대가 아니라 금융안정과 실물회복을 연계하는 접근이 핵심

역사적으로 반복된 K자형 성장의 금융리스크 전이 메커니즘

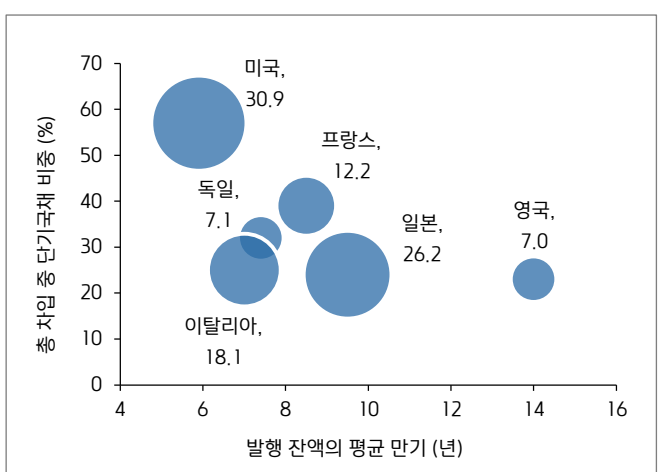
시기	주요 불균형(상·하단 구조)	하단부 부문 충격 및 위기 전이	정책 대응	핵심 시사점
Ⅰ. 1930년대 대공황 이후 (미국)	루즈벨트의 뉴딜정책(1933~37)으로 제조·금융 회복이 빨랐으나, 농업·저소득층 침체 지속	농가부채 상환불능·가격 폭락 → 농촌은행 파산 → 지역 금융위기 확산('더스트볼 위기', 1934~36)	FDIC 설립(1933), 농업신용청(FCA), 사회보장제도 도입	불균형을 방치하면 지역·계층별 위기가 시스템 금융위기로 비화
Ⅱ. 1980~1985 (미국·유럽)	볼커 고금리(FFR 20%) 로 물가 안정, 금융·서비스업은 성장했지만 제조업·중서부 지역(러스트벨트) 붕괴	제조업 고용 급감 → 가계부채·주택연체율 상승 → S&L(저축대부조합) 위기(1986~89)로 이어짐	산업전환펀드·고용안정프로그램, 이후 IT·반도체·통신 산업 육성('신경제' 기반)	산업 전환기의 중간층 붕괴가 금융부문의 구조적 리스크로 전이
Ⅲ. 1997~1999 (한국 등 아시아 외환위기)	대기업·수출 중심 회복, 중소기업·내수 부문 장기 침체	외채의 단기화·고금리로 중소기업 연쇄부도, 가계부채 급증 → 상호저축은행·카드사 등 2금융권 위기(1998~2003)	금융·기업 구조조정, IMF 구제금융, 신용보증제도 확대	K자형 심화는 하단부 금융취약성 → 시스템 리스크로 전이시킬 수 있음
Ⅳ. 2008 글로벌 금융위기 (미국)	유동성 공급으로 대기업·자산가 회복, 저소득층 주택부문(서브프라임) 붕괴	주택가격 폭락·모기지 부실 → 금융기관 신용경색 → 글로벌 위기 확산(2008~09)	TARP(2008), 양적완화(QE), 대형은행 자본확충	불균형 상태에서의 완화정책은 유동성이 상단부만 구제하는 결과를 초래
Ⅴ. 2020~2023 (코로나19 이후, 주요국 공통)	비대면 산업 급성장, 반면 서비스·자영업·청년층 고용 급락	하단부 소득정체·부채 누적 → 체납·자영업대출 부실 증가, 일부 국가에서 가계부채 리스크 부상	대규모 재정지원·대출유예·복지확대, 이후 구조적 고용전환정책 추진	K자형의 하단부 압력은 실물보다 금융 리스크(가계·신용)로 먼저 표출

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

15. 연준, 부채 압력 속 점진적 금리 인하 기조

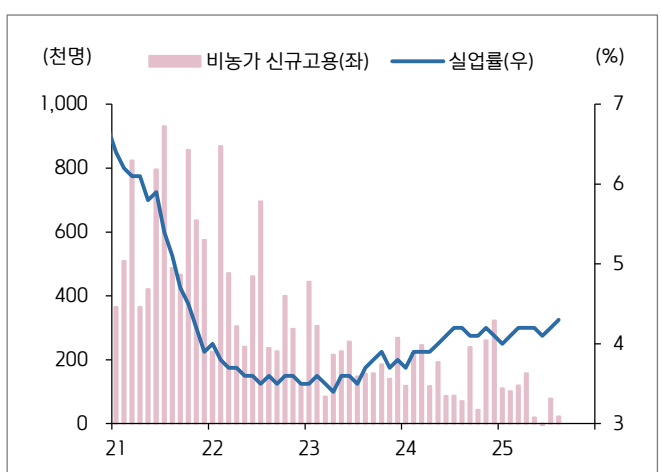
- 낮은 금리의 필요성이 지속적으로 부각되고 있으며, 트럼프 행정부의 금리 인하 압박도 계속될 전망
  - IMF에 따르면 미국 총부채의 약 30.9 %가 단기 만기로 차환 부담이 금리 인하 압력으로 작용
  - 금리 인하는 재정적자와 부채 구조의 지속 가능성을 확보하기 위한 정책 수단으로도 필요
- 다만 K자형 성장 구조를 고려 시 연준은 속도보다 지속 가능성에 초점을 맞춰 점진적 인하 기조를 유지할 전망
  - 물가보다 금융안정과 실물 균형을 중시하는 정책 방향 아래, QT 종료와 유동성 공급 프로그램 병행 가능성이 높음
  - 기준금리는 2025년 3.50~3.75% 수준까지 인하된 이후, 2026년 상반기 QT 종료와 한 차례 추가 인하가 예상

주요국 평균 부채 잔존 만기와 단기채 비중(2024년)



자료: IMF, 키움증권 리서치센터
주: 버블의 크기와 라벨은 각국의 '차환(재융자) 필요 규모(refinancing requirements)'를 GDP 대비 비율로 나타낸 것을 의미

미국 비농가 신규 고용과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

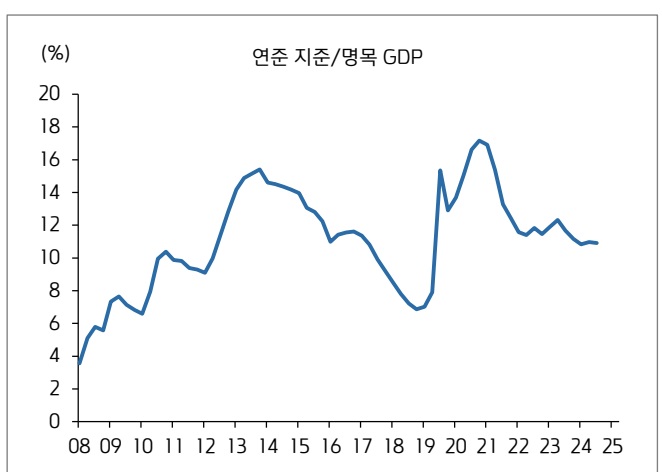
16. QT 종료 가능성 부상과 유동성 완화 전환

- 역레포 잔고와 지급준비금 감소로 단기 자금시장 경색 우려가 확대되고 있으나, 연준은 양적긴축(QT) 종료를 통한 유동성 완화 전환 가능성에 무게를 두는 상황
  - 과거 2019년에도 레포금리 급등 등 단기자금시장 불안이 QT 종료와 기준금리 인하로 이어진 바 있음
  - 뉴욕 연은(2024년 4월 보고서)은 QT 종료 시점 관련 시나리오를 제시: 지급준비금/명목GDP 비율을 기준으로 높은 지준 12%, 테이퍼링 11%, 종료 및 재확대 10% 수준으로 설정, 2025년 2분기 현재 10.9%로 하락해 종료 구간에 근접
- QT 종료는 단기적으로 유동성 공급을 복원해 단기자금시장 안정을 유도하고, 중기적으로 국채금리 상승을 완화해 국가 부채비용 및 금융시장 내 자금조달 여건을 개선

미국 연준 지급준비금과 역레포 잔고

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 연준 지급준비금/명목GDP



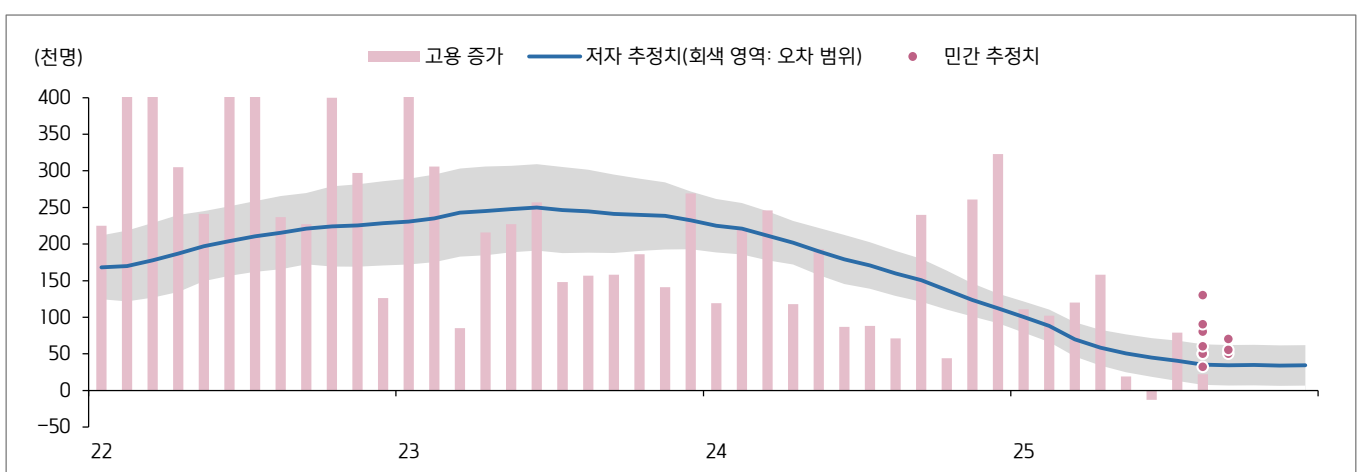
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 손익분기 고용 급락, 완화 전환의 명분 강화

- 실업률을 안정적으로 유지하기 위해 필요한 고용 창출 규모(손익분기 고용)가 크게 하향 조정된 것으로 추정
  - 댈러스 연은 분석에 따르면 2023년 중반까지만 해도 월 25만 개의 신규 고용이 필요했으나, 최근에는 약 3만개 수준으로 급락하며, 노동시장 균형점이 크게 낮아진 것으로 평가
  - 이러한 변화는 인구 증가 둔화, 이민자 유입 감소, 고령화 등 구조적 요인에 따라 적은 신규 고용만으로도 실업률이 안정되는 환경이 형성된 데 기인
- 과거에는 신규 일자리 감소가 고용 둔화로 해석되었지만, 현재는 고용 증가세 둔화에도 노동시장 균형이 유지되는 국면으로 전환, 이는 연준이 금리 인하를 보다 점진적으로 진행할 여지를 높이는 요인으로 작용할 전망

미국 손익분기 고용 수준



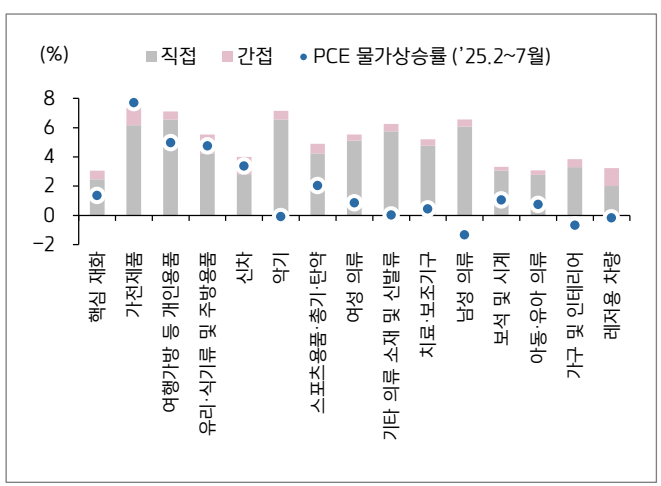
자료: 댈러스 연은, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 급등보다 누적, 관세가 만드는 완만한 물가 상승

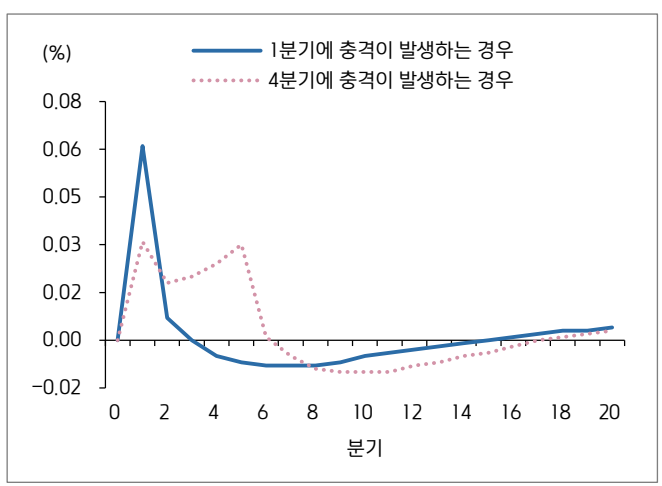
- 관세 충격은 물가에 즉각 반영되기보다 비용전가와 기대 인플레이션 상승을 통해 점진적인 상승 압력으로 작용
  - 과거에는 공급 차질이 물가 상승의 직접 요인이었다면, 현재는 관세·운송비 등 간접적 비용 전가 구조로 전환.
    → 단기 충격보다 시차를 두고 완만하게 물가에 반영될 가능성이 큼
- 관세 인상 효과는 물가에 미치는 영향은 완만하지만 지속적, 불확실성이 높을수록 인플레이션 고착 위험 확대
  - IMF 분석에 따르면 실현된 불확실성 충격은 즉각적이지만 단기적, 반면 '예고형 불확실성(미래 관세 인상 가능성)'은 기업의 재고 확충·비용 전가를 유발해 완만하지만 장기적인 물가 상승으로 연결
  - 즉, 관세 충격은 급등형이 아닌 '완만한 누적형' 인플레이션 패턴으로 나타나는 경향

관세의 물가 가격 전가율



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

관세 불확실성 충격이 물가에 미치는 충격



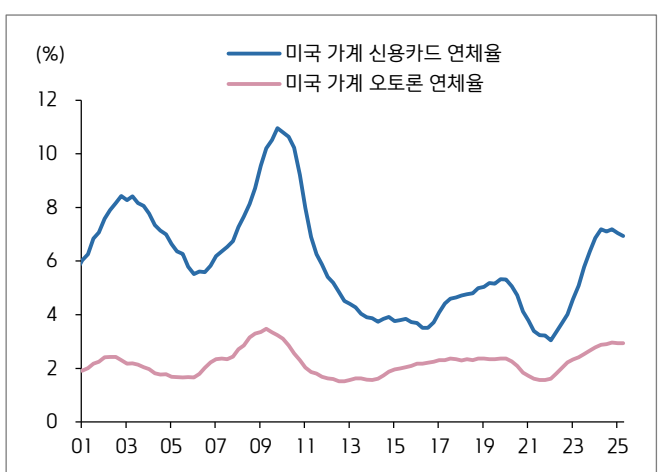
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 금융위기보다 신용 하단부 불안이 변수

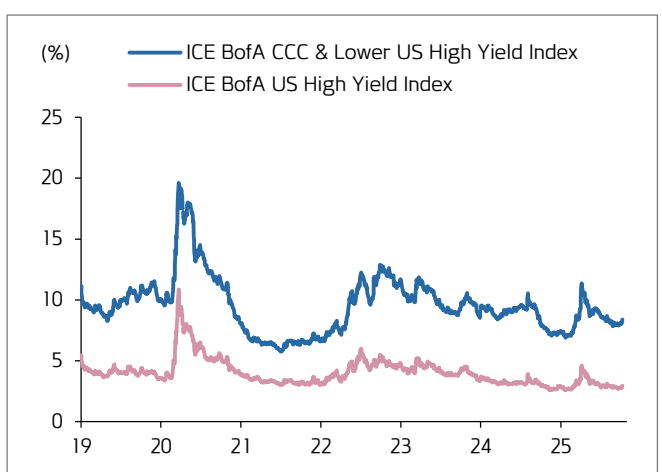
- 고용 둔화, 부채 부담, 재정 리스크가 복합적으로 작용하더라도 금융시스템 전반의 위기 가능성은 낮은 편
- 다만, 신용카드·오토론·CCC채권 등 하단부 신용 부문은 '국지적 불안의 도화선'이 될 가능성이 존재
  - 신용여건 악화 → 소비 둔화 → 금리 변동 → 자산 조정으로 이어지는 연쇄 경로가 형성될 위험이 있음
  - 가계 신용카드·오토론 연체율 상승은 저소득층 소비 여력 약화와 하단부 신용 취약 누적을 반영
- 하이일드 시장 전반은 안정적이나, CCC 등급 이하 저신용 스프레드가 완만히 확대되는 흐름
  이는 금융시스템 전반의 불안보다는, 소비·신용 하단부 중심의 불균형 리스크가 확대되고 있음을 시사

미국 가계 신용카드 오토론 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 하이일드 수익률



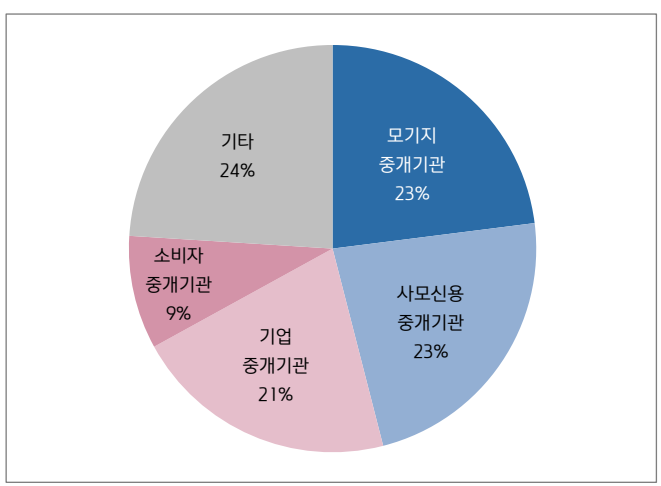
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. 비은행 연계 리스크 확대, 그러나 시스템 안정 유지

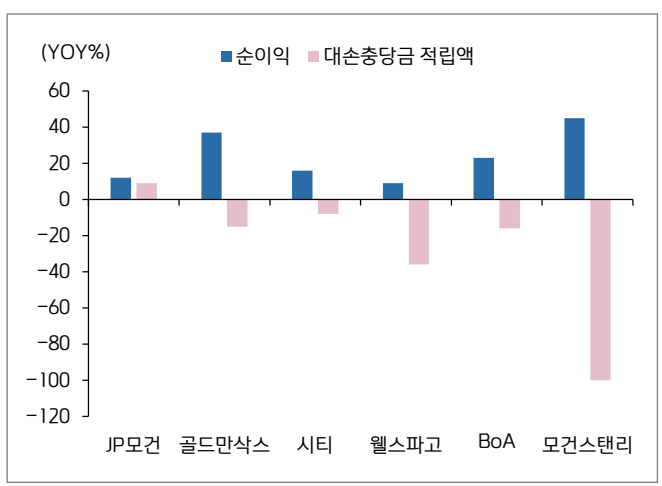
- 미국 일부 은행의 NDFI(비예금 금융기관) 노출 확대로 자산건전성 우려가 제기되고 있으나, 시스템 위기로의 확산 가능성은 제한적
  - 사모대출 및 자동차 산업의 부실 확대로 잠재적 신용 리스크 우려는 높아졌으나 충분한 대손충당금과 양호한 자산 건전성 덕분에 신용불안의 전면 확산 위험은 낮은 수준
  - 대형은행의 사모신용 익스포저는 자기자본의 평균 30% 미만으로 금융안정성에 미치는 영향도 제한적
  - 2025년 3분기 미국 6대 은행들의 순이익은 전년 대비 평균 24% 증가, 시장 예상치(+5.4%)를 상회
    총 대손충당금은 전년 대비 평균 13% 감소해 가계·기업 부문의 견조한 회복력을 반영
- 다만, 은행-비은행 간 연계성이 강화되면서 중소은행 부실이나 해외 은행권으로의 파급 가능성은 주시할 필요

미국 은행권의 비예금기관NDFI 유형별 대출비중



자료: 세인트루이스 연은 자료 재인용, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 1분기 기준

미국 대형은행 2025년 3분기 주요 실적



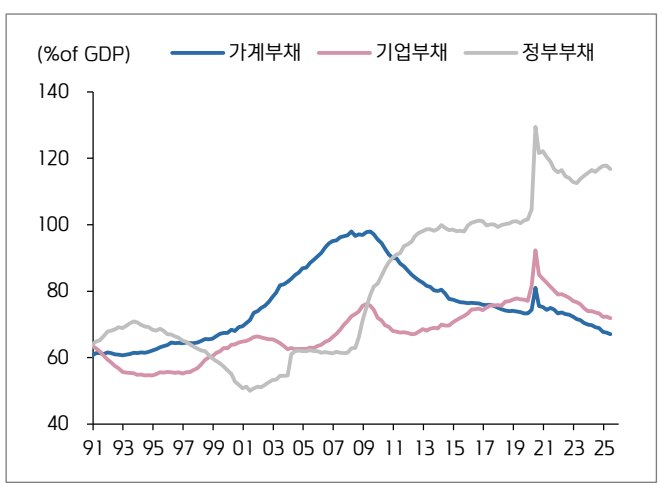
자료: 각 은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 정부 주도의 성장과 국가 채무 확대 지속

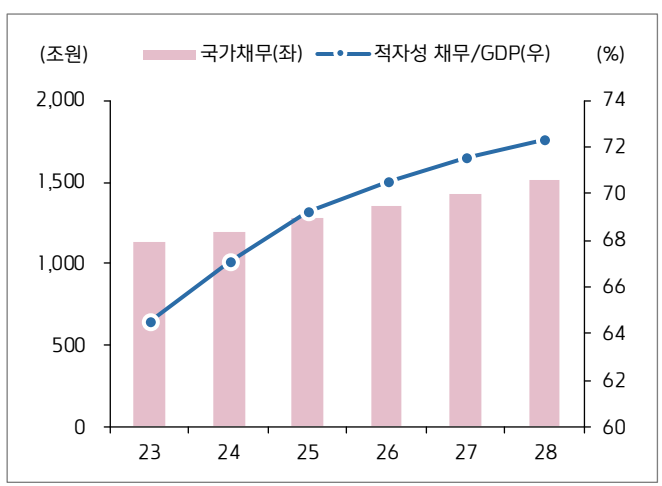
- 미국은 팬더믹 이후 정부 부채 확대를 통해 성장을 견인하는 국면을 이어가는 상황
  - 반면, 민간 부채는 점진적으로 감소하며, 정부 주도의 성장 패턴이 지속되는 모습
- 한국 역시 적자성 채무를 중심으로 국가 채무가 꾸준히 증가할 전망
  - 인구구조 변화 대응과 미래 성장 기반 마련을 위한 재정 수요가 지속되면서 2028년 국가 채무는 약 1,512조원(GDP 대비 50.5%)에 이를 것으로 예상

미국 경제 주체별 GDP 대비 부채 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 국가채무와 적자성 채무/GDP



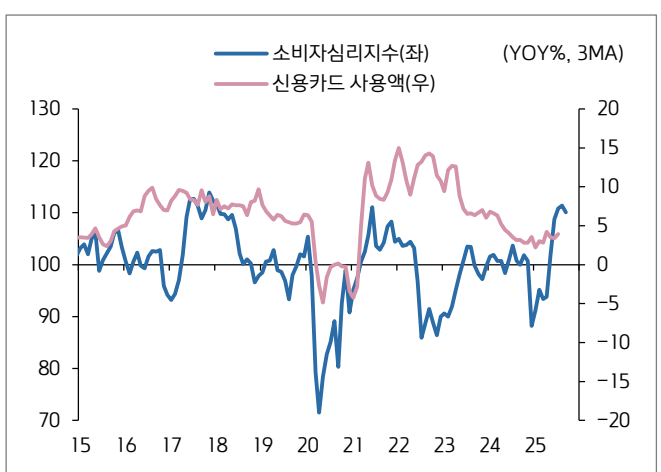
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 한국, 소비 진작과 재정 확대가 이끄는 내수 회복

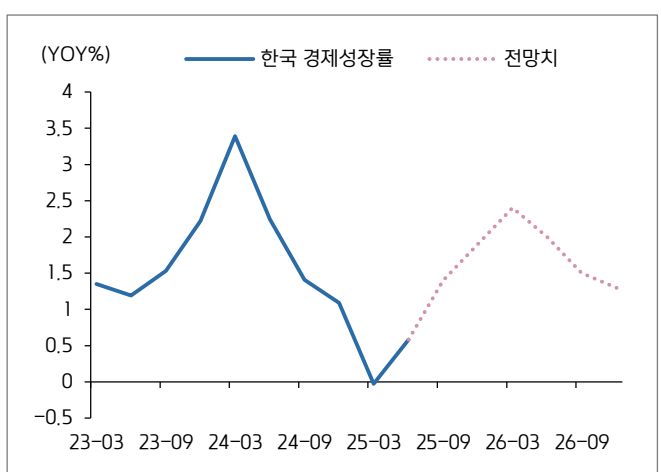
- 한국은 소비 진작 정책과 재정 확대 효과로 내수가 점진적으로 회복세
  - 2024년 하반기 이후 소비자심리지수는 110 수준으로 반등, 신용카드 사용액 증가율도 전년 대비 플러스로 전환되며 정책 효과가 체감 가능한 영역부터 개선세가 나타나고 있는 상황
- 재정지출 확대에 따른 내수 부양 기대가 커지면서, 주요 기관들의 성장률 전망치가 0.1~0.2%p 가량 상향 조정
  - 건설투자 부진에도 소비 회복세가 이어지고 있으며, 3분기 경제성장률은 전기 대비 약 1% 내외로 예상
  - 고용시장 안정과 물가 둔화가 이어질 경우, 소비 회복 흐름은 점진적으로 확산세를 강화할 전망

한국 소비자기대지수와 개인 신용카드 사용액



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 경제성장률과 시장 전망치



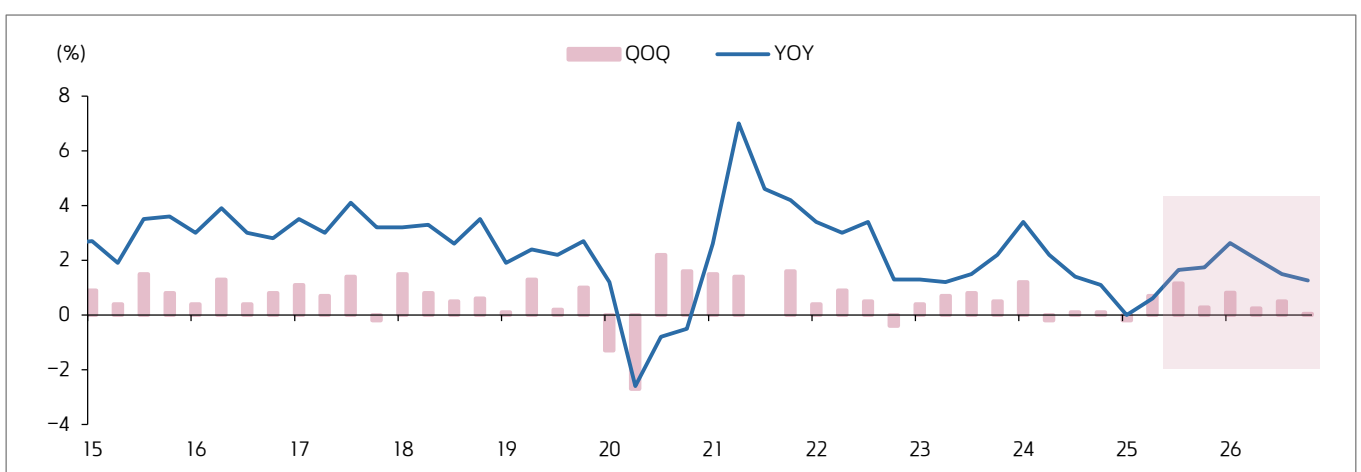
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 붉은 점선은 주요 IB 전망치 중간값

키움증권

23. 2026년 한국 경제, 상반기 견조, 하반기 둔화

- 2026년 한국 경제는 내수 회복과 완만한 수출 둔화가 맞물리며, 연간 약 1.9% 수준의 완만한 성장세를 전망
  - 소비 중심의 내수 회복세가 견조하게 유지되고 정부의 재정 확대가 경기 하방을 완충할 것으로 예상
  - 수출은 전년 대비 둔화되지만, 글로벌 공급망 정상화와 AI·반도체 수요 확대가 완만한 회복세를 견인할 전망
  - 건설투자 부진은 성장 제약 요인으로 작용하나, SOC 예산 집행 확대가 점진적 회복을 유도할 것으로 기대
- 2026년은 '상반기 성장세 강화 → 하반기 둔화'의 흐름이 예상되며 소비와 정부 지출 중심의 내수가 완만한 성장세의 버팀목 역할을 할 전망

한국 경제성장률 추이와 전망치



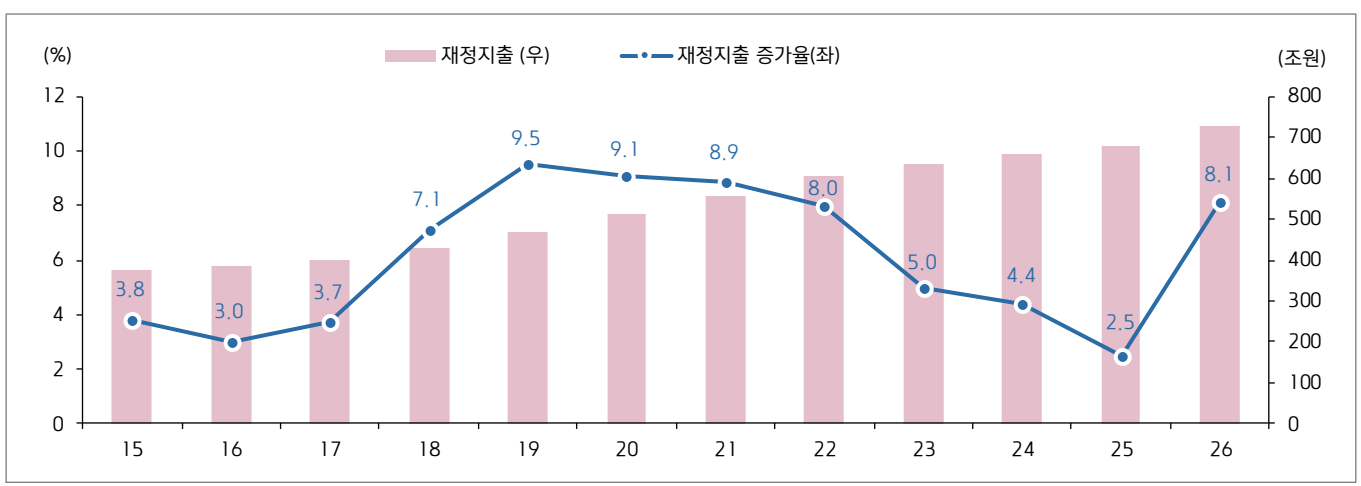
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 붉은 박스는 당사 전망치

키움증권

24. 성장 안정화 + 미래 투자를 겨냥한 확장형 예산

- 2026년 정부 예산안은 전년 대비 8.1% 증가할 것으로 전망, 확장적 재정 기조를 재확인
  - 경기 둔화 국면에서 정책적 완충 역할 강화 의도 반영. 2024~2025년 긴축 운영 이후 뚜렷한 확대 전환으로, 재정지출 증가율(8.1%)은 2025년(7.1%, 추경 포함) 대비 약 1%p 상향
- 핵심 방향은 AI·R&D 중심의 미래 성장 투자
  - AI 반도체, 로봇, 디지털 전환 등 첨단산업 부문에 R&D 예산을 대폭 증액
  - 중장기적으로 생산성 제고와 잠재성장률 개선 목표, 단기적으로는 복지·SOC 지출을 통한 소비 및 내수회복 지원 의도
- 2026년 예산은 '성장 안정화 + 미래 투자'의 이중 목표를 추구하는 확장형 정책 패키지로 평가

한국 재정지출 금액과 증가율 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 2회 추경을 포함할 경우 재정지출은 7.1%

키움증권

25. 재정의 역할 확대: 경기 방어에서 성장 촉진까지

- 정부는 기술 주도의 '초혁신 경제' 실현을 위해 72조 원을 배정, 이는 2025년 대비 약 41% 확대된 규모
- AI와 R&D를 핵심 성장축으로 설정, AI 투자에는 10.1조 원, R&D 에는 35.3조 원을 각각 배정
  - 이는 역대 최대 규모로, 첨단 기술 인프라 구축과 인재 양성을 통해 미래 성장 동력 확보와 생산성 혁신을 가속화하겠다는 정부 의지를 반영

2026년 예산안 부문별 배분 및 비중

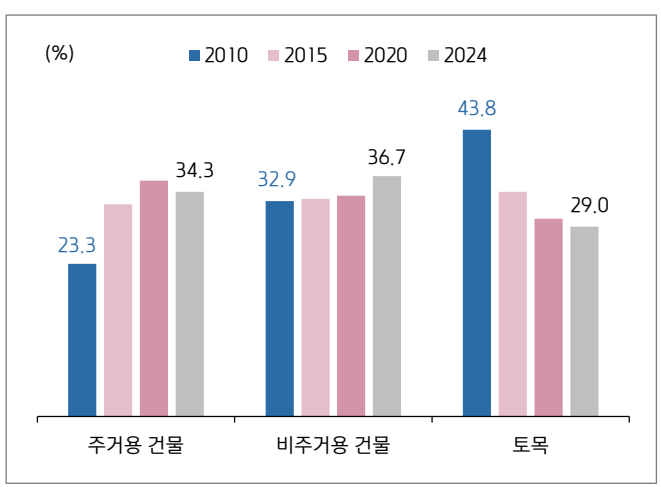
항목	금액 (조 원)	비중 (%)	증가율 (%)	주요 특징 및 정책 포인트
전체 예산	**728.0**		**8.1**	**역대 최대 확장재정, 성장·민생·AI 혁신 중심**
R&D	35.3	4.8	19.3	– ABCDEF 첨단산업 분야별 핵심 기술개발 투자 대폭 확대
산업·중기·에너지	32.3	4.4	14.7	– 첨단·주력산업 고도화 및 유망산업 글로벌경쟁력 강화 – 소상공인 재기지원·경쟁력 강화 및 시장·상권 혁신 지원
일반행정	121.1	16.6	9.4	– 공공부문 AI 대전환 지원 및 정책금융 공급 확대 지역
문화·체육·관광	9.6	1.3	8.8	– 컬처 확산을 통한 글로벌 경쟁력 강화
국방	66.3	9.1	8.2	– 보수, 급식·피복, 교육·훈련 등 장병 인적 투자 전방위 확대 – 재래식무기를 최첨단무기 체계전환 및K-방산육성
복지·고용	269.1	37.0	8.2	– 촘촘하고 두툼한 사회안전매트 구축보장
SOC(사회간접자본)	27.5	3.8	7.9	– 철도·도로 확충 등 균형발전 견인 및 건설경기 진작 뒷받침
농림·수산·식품	27.9	3.8	7.7	– AI·데이터기반 스마트화를 통한 농어업의 미래 산업화
환경·기상	14.0	1.9	7.7	– 녹색금융 등 탈탄소 전환 적극지원
교육	99.8	13.7	1.4	– 지역전략산업 연계 거점국립대 육성
외교·통일	7.0	1.0	-9.1	– ODA 규모를 정상화하고 국익 연계 실용적 ODA로 개편

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

26. 공공 중심의 건설 회복, SOC 확대가 견인

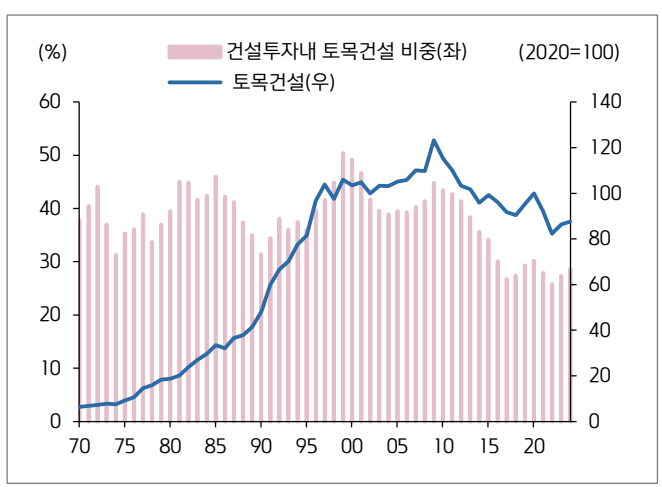
- 건설경기는 민간 부문의 회복이 제한적인 가운데, 공공부문 중심의 공급 확대와 금융여건 개선이 건설경기의 점진적 회복을 견인할 전망
  - 금리 하향 안정세와 정부의 SOC 사업 확대가 건설경기의 하방을 완화하는 핵심 요인으로 작용
  - 민간 건설투자 부진이 장기화되는 만큼, 정부 주도의 공공 인프라 발주 확대가 핵심 성장 모멘텀으로 부상
- SOC 예산 증액에 따라 공공 인프라 중심의 건설지출 확대가 본격화될 가능성
  - 도로, 철도, 항만, 하천 등 사회간접자본(SOC) 사업 비중 확대는 단기적으로 토목 건설 중심의 경기 반등, 중기적으로는 지역 균형 투자 및 고용 유발 효과로 이어질 전망

한국 건설투자 대비 각 항목별 투자 비중



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 토목건설 장기 추이



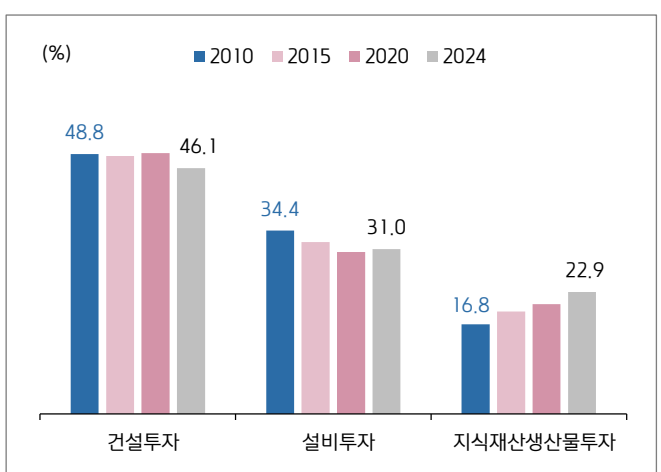
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. 유형에서 무형으로: 산업 전환이 이끄는 건설 둔화

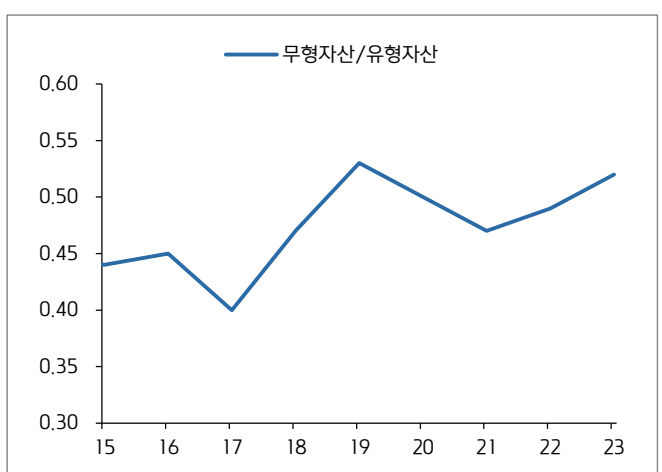
- IT기업의 투자 중심이 유형자산에서 무형자산으로 이동하면서 건설투자가 구조적으로 둔화되는 추세
  - 이는 건설경기에는 제약 요인으로 작용하지만, 동시에 한국 산업이 물적 자본 중심 성장에서 지식·기술 중심 성장으로 전환하고 있음을 시사
  - 과거에는 금리 인상이 건설·설비투자 위축 → 경기 둔화로 직결되었으나, 무형투자는 금리 탄력도가 낮아 금리정책의 실물 파급력이 약화될 가능성이 존재
- 총고정자본(GFCF) 내 건설 비중은 감소, R&D·지식재산 비중은 확대되는 추세. 이는 성장 동력의 질적 전환을 의미하지만, 단기적으로는 건설경기 둔화 요인으로 작용하며 K자형 패턴을 반영

한국 총고정자본투자에서 항목별 투자 비중



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 무형자산/유형자산 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 유형자산은 건설투자 및 설비투자, 무형자산은 지식재산생산물투자 기준

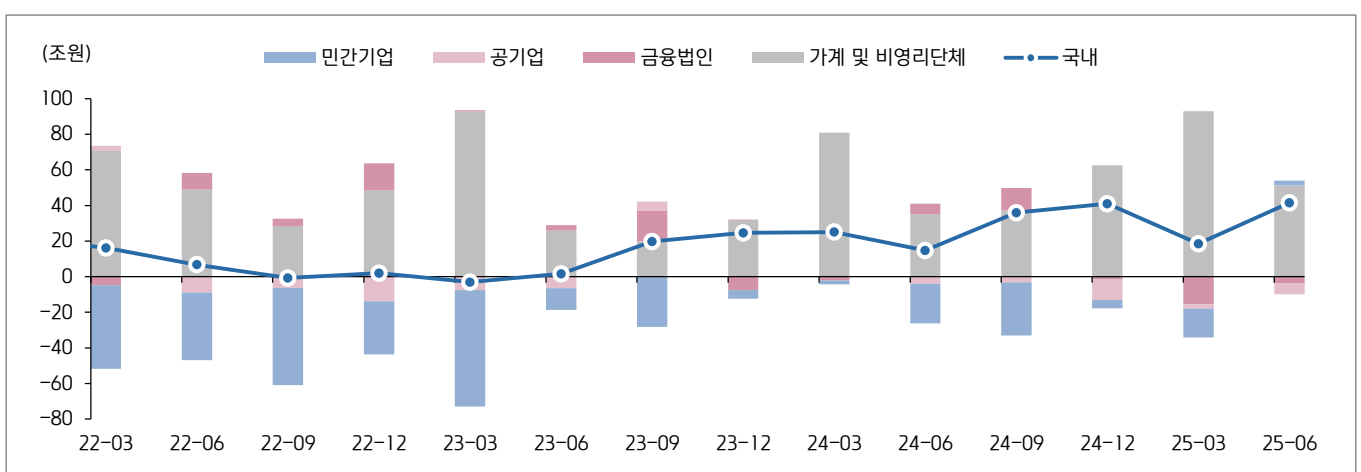
키움증권

28. 자금순환의 축 이동: 민간에서 공공으로

▶ 2025년 들어 민간기업의 순자금조달이 축소되고, 공기업의 자금조달이 확대되면서 자금순환 구조가 민간 중심에서 공공 중심으로 이동하는 양상

- 가계 및 비영리단체는 자금잉여 기조를 유지, 고금리 환경 속에서 완충 역할을 수행
- 반면, 비금융법인 부문 중 민간기업의 순자금조달은 감소, 공기업은 재정·정책사업 관련 자금 수요 확대로 순자금조달이 증가하는 흐름
- 공공부문의 자금 조달 확대는 국채 및 공사채 발행 증가로 이어질 가능성이 높으며, 이는 장기금리 상승 압력으로 작용 가능

한국 경제부문별 자금운용 및 조달 차액



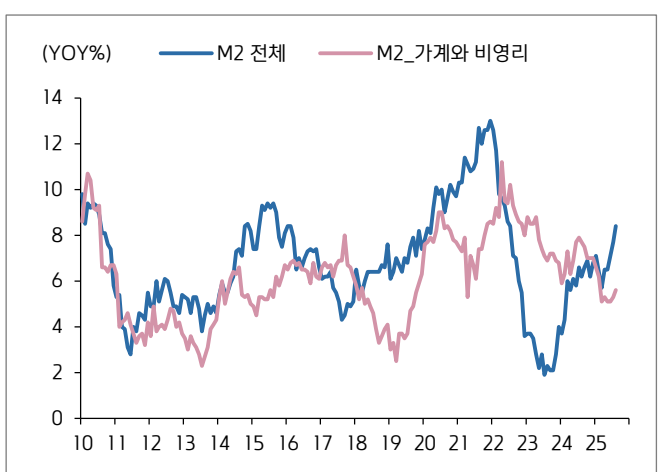
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

29. 비은행 중심 유동성 확대와 완화적 환경 형성

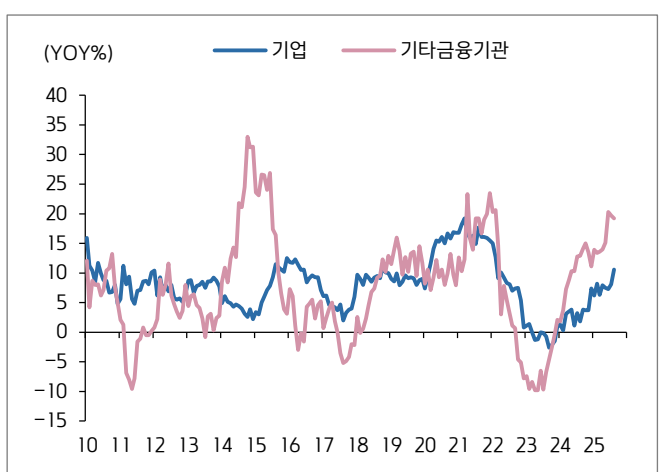
- 최근 M2 반등은 은행보다 비은행(증권·여전·MMF 등) 중심의 시장성 유동성 확대에 기인
  - 단기자금시장에서 MMF·증권사 발행어음 중심의 자금 공급이 증가하며, 체감 유동성은 이미 완화국면에 진입
  - 이는 정책금리가 동결된 상황에서도 비은행 채널을 통한 완화적 환경이 조성되고 있음을 시사
- 유동성 확대는 단기자금시장 안정에는 긍정적이지만, 변동성 및 만기 리스크 확대 가능성이 상존
  - 비은행권 중심의 유동성 확장은 통화정책의 전이효과를 약화시키고 자금흐름의 비대칭성을 심화시키는 요인으로 작용
  - 특히 MMF 중심의 단기자금 운용은 시장금리 하락 시 급격한 환매 리스크로 이어질 가능성 존재
- 기업자금 수요 회복과 맞물리며, 유동성 증가는 물가 및 금융시장 변동성 재확대 압력으로 작용할 전망
  - M2 증가율 반등은 물가 하방 안정 속도를 둔화시킬 잠재 요인으로 평가

한국 전체와 가계 및 비영리단체 보유 M2 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 기업과 기타금융기관 보유 M2 증가율



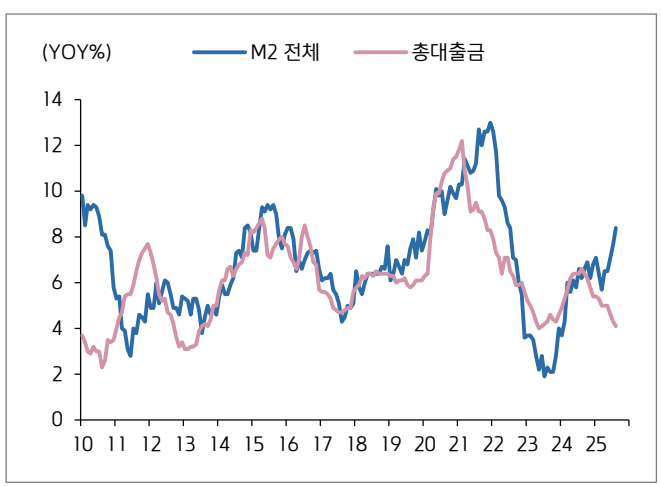
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관(보험회사, 증권회사, 여신전문금융기관 등)

키움증권

30. 비은행 중심 유동성 확장, 실물 신용은 정체

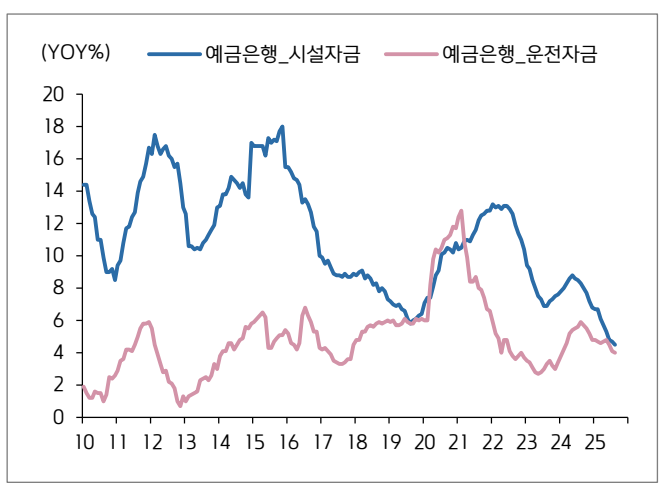
- 국내 유동성은 빠르게 회복되고 있으나, 비은행 부문 중심으로 확산되며 실물 신용으로의 전이는 제한적
  이로 인해 기준금리 인하 시 실물투자 확대보다는 자산시장 쏠림이 재현될 가능성이 존재
  - M2 기준으로는 기타금융기관의 유동성이 전년 대비 20% 이상 증가하며 시장 내 유동성은 크게 확대
  - 반면, 총대출금 증가율은 4~6% 수준에 그쳐 자금이 실물부문으로 충분히 전달되지 못하는 상황
  - MMF·증권사 RP 등 단기상품 중심의 자금 확대로 시장 유동성은 풍부하지만, 기업대출, 특히 설비자금 공급은 제한적

한국 M2 증가율과 예금은행 총대출금



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 예금은행 시설자금 대출과 운전자금 대출



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

31. 실물신용 위축 속 비은행발 유동성 왜곡

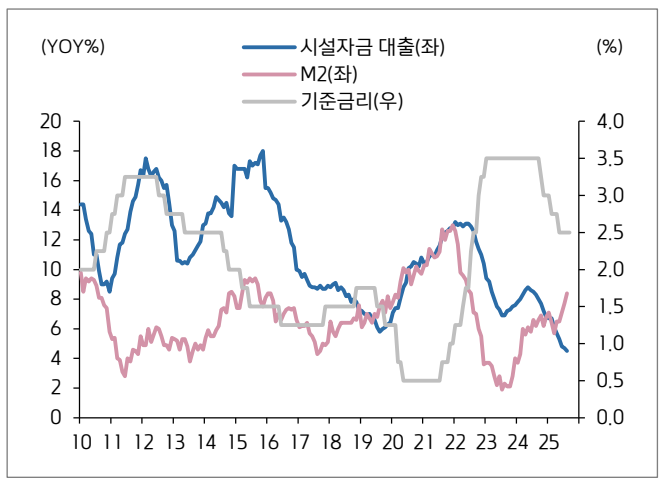
- 과거 금리 인하기(2014~15, 2019, 2020)에서도 실물신용 회복은 지연되었으며, 당시에도 비은행 중심의 자금 확대 → 자산가격 상승 → 유동성 과잉 → 신용경색 후유증의 패턴이 반복
  - 최근 M2 급증과 금리 동결로 유동성은 풍부해졌지만, 실물신용(설비·운전자금 대출)은 여전히 위축 국면
  - 향후 금리 인하 국면에서도 유동성의 실물 전이력 회복 여부가 경기 반등의 핵심 변수가 될 전망
- 이러한 환경에서는 기준금리 인하가 실물투자 확대보다 자산시장 쏠림을 유발할 가능성 존재
  - 이미 비은행 부문을 중심으로 체감금리 인하 효과가 나타나고 있어, 중앙은행은 금리 인하에 신중할 가능성이 있으며 비금리성 완화정책(유동성 공급, 신용보강 등)의 활용 가능성도 고려될 전망

한국 대출 증가율은 둔화되는데 비은행 중심 M2가 급증

구분	시기	M2 vs 대출 괴리	금리 인하 결정
① 2014~15	비은행 M2 급증, 대출 둔화	인하 (-1.0%)	자산시장 과열, 2016 이후 규제
② 2019	실물신용 둔화, 비은행 M2 상승	인하 (-0.5%)	채권·부동산 자금 쏠림
③ 2020	팬데믹 충격, M2 폭등	인하 (-0.75%)	유동성 과잉, 이후 긴축 부담

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 시설자금 대출과 M2, 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

32. 비금리성 수단을 통한 기업대출 확대 전략

▶ 금리 인하 여력이 제한된 상황에서, 정책금융·보증·유동성 전이 등 비금리성 수단을 활용해 기업대출 확대를 유도하는 전략이 핵심

- 실물신용 둔화·비은행 유동성 과잉 환경에서는 금리정책보다 신용채널 완화 접근이 효율적
- 정책금융 유도, 보증·이차보전 강화, 비은행 유동성의 기업금융 전이를 병행할 경우, 기준금리 인하 없이도 실질 조달 금리 하락 및 기업대출 확대가 가능

금리 인하 없이 기업대출 확대를 위한 핵심 정책 수단

구분	정책 수단	핵심 내용	작동 방식	기대 효과	유의점
① 정책금융 유도형	한은–정책금융 연계 대출지원	설비·운전자금 대출 늘린 은행에 한은 저리 자금 공급	은행 조달비용 ↓ → 대출금리 ↓	설비투자·운전자금 확대	자금이 부동산 등으로 새지 않게 관리
② 신용보강형	보증비율 상향·보증료 인하	신보·기보 보증 85→90%, 수수료 인하	은행 리스크 ↓ → 대출 확대	중소기업 자금난 완화	도덕적 해이·부실 대출 관리 필요
③ 이차보전형	정부 이자보전(1~1.5%)	정책대출 금리 일부 정부가 부담	실질 차입금리 ↓	투자·고용 촉진	재정 부담·대상선별 필요
④ 세제지원형	투자 세액공제·이자비용 손금산입 확대	설비투자 공제율 10→12%	세후 자금조달비용 ↓	기업투자 유도	단기 효과 제한
⑤ 유동성 전이형	MMF·RP 자금 → 기업채권 유도	MMF 운용대상에 회사채 비중 확대	비은행 유동성 → 기업금융 이동	회사채시장 안정, 스프레드 축소	저신용기업 접근은 제한적
⑥ 한은 유동성지원형	한은 PSL·LF 확대	중소기업 대출실적 연계 저리자금 지원	은행 유동성 여력 ↑	중소기업 중심 대출 확대	한은 자산 확대로 부담 가능
⑦ 채권담보 확대형	회사채 담보대출 한도 상향	은행이 기업채권 담보로 한은 자금조달	조달금리 ↓ → 대출 확대	자금 순환 촉진	부실채권 모니터링 필요
⑧ 재정–금융 협업형	보증·이차보전 중심 재정 운용	정부지출 대신 민간대출 레버리지	민간자금 유입 ↑	재정효율·승수 개선	성과평가·관리 필수
⑨ 커뮤니케이션형	"금리 동결+유동성 보강" 명확히 전달	시장에 신호 제공	장기금리 ↓, 기대금리 안정	실질금리 ↓, 금융여건 완화	자산시장 과열 주의

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

33. 정책 금융 중심의 '생산적 금융' 전환 가속화

▶ 정책금융 주도 아래 민간 참여가 확대되는 방식으로 생산적 금융 활성화되면 시중 유동성은 더욱 증가할 전망
- 금융위원회는 9.19일 '생산적 금융으로의 대전환'을 선언하며 생산적 금융 추진 방향, 국민 성장펀드 조성·운용, 은행·보험 자본규제 합리화 방안 등을 논의
- 서구 주요국의 생산적 금융은 주로 정책금융기관 주도하에 민간금융이 참여하는 구조로 운영. 은행들은 신용 위험 및 자본 부담을 최소화하기 위해 증권화 및 벤처캐피탈 투자를 활용. 정책당국의 규제 개선 논의가 병행되는 것이 특징

금융위원회 안건별 논의 주요 내용

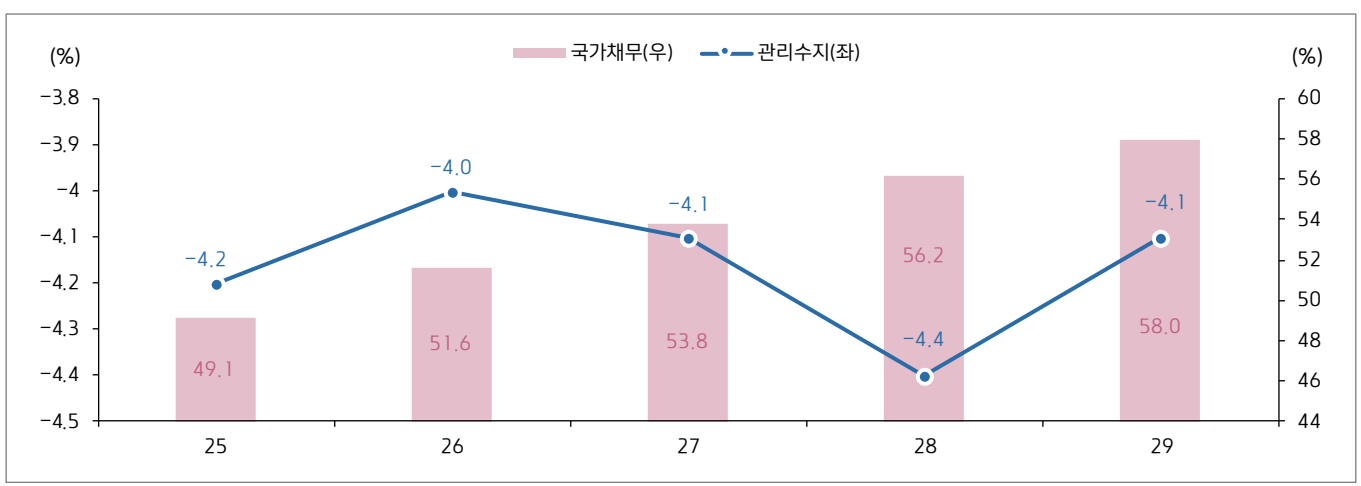
생산적 금융 추진 방향	(정책금융 전환) 정책금융은 첨단·벤처기업과 지역 경제로 시중자금의 물꼬 전환을 선도 (금융회사 전환) 금융감독 전반의 개선 → 업권별 특성을 살린 생산적 금융의 역할 확립 (자본시장 전환) 자본시장 고도화 추진 → 기업의 원활한 성장단계별 자금 조달도모
국민 성장펀드 조성 및 운용방안	(국민성장펀드) '금융대전환'의 대표과제로서 (5년간) 150조원 이상의 펀드 출범 (개요 및 지원) 첨단전략산업기금 75조원과 민간·국민·금융권 자금 75조원으로 구성 (향후 계획) 동 펀드의 상징이 될 수 있는 메가프로젝트 발굴을 지속
은행·보험규제 합리화 방안	(은행권 자본규제 합리화) BIS 기준과 국내 규정 비교분석 등을 통해 글로벌 정합성 제고, 지나치게 보수적으로 운용되는 기준을 합리화 - 내년 1분기 중 주담대 및 주식·펀드 RW 관련 은행업감독업무시행세칙 개정 추진 (보험권 규제개선 방향) 자산 투자시 K-ICS 비율에 주요한 영향을 미치는 시장위험액 등과 관련하여 보수적인 위험 측정 방식을 합리화 - 아울러, 생산적 분야가 보험사가 필요한 장기 안정적 투자처로써 대안이 될 수 있도록 자산-부채 현금흐름 매칭 조정 지원방안 검토

자료: 금융위원회, 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터

34. 확장 재정의 양면성: 단기 부양과 구조적 불균형

- 확장적 재정은 단기적으로 성장에는 긍정적이지만, 중장기적으로는 재정 건전성 악화와 구조적 불균형 심화 가능성이 존재
  - 국제 신용평가사 및 글로벌 금융기관의 재정여력 모니터링 강화는 국채금리 변동성 확대 요인으로 작용 가능
- 2026년 예산안은 경기 방어와 성장 둔화 완화를 동시에 추구하는 양면적 성격
  - 확장 재정을 통해 소비와 고용 회복세를 유도하는 단기 부양효과는 유효하지만, R&D·AI·공공투자 등 상단부 산업 중심의 수혜 확대로 K자형 성장 심화는 불가피
  - 반면, 중소 제조·건설·자영업 등 하단부 산업은 정책 파급 효과가 제한적일 전망

한국 국가채무와 관리수지(GDP 대비 비중)



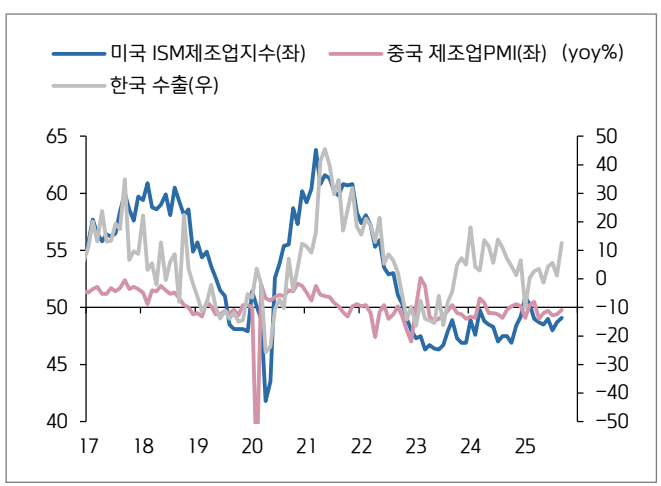
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

키움증권

35. 신성장과 전통 제조의 격차, 한국 수출 회복의 이중 구조

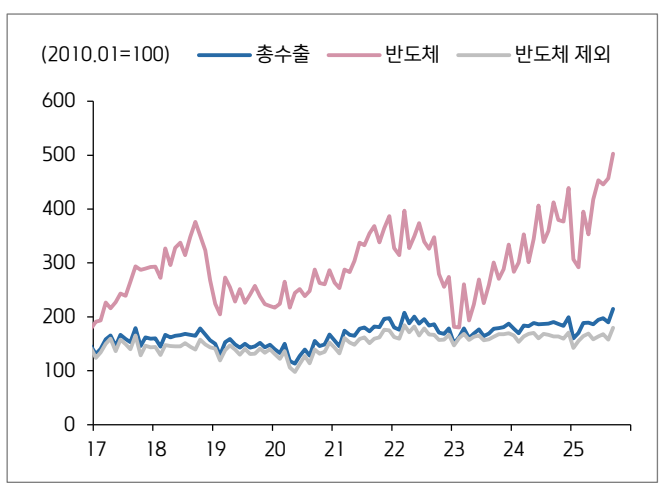
- 글로벌 제조업 경기 둔화와 트럼프 행정부의 관세 정책 여파로 한국 수출 증가세 둔화는 불가피
  - 미국·중국 제조업 PMI가 기준선(50) 이하로 머물며 대외 수요 회복은 더딘 상황
- K자형 성장 패턴 속 산업별 온도차 뚜렷 — 신성장 산업 양호, 전통 제조 부진
  - AI· 반도체 등 신성장 산업은 데이터센터 투자 확대에 따라 수요 회복세를 보이는 반면, 철강·자동차부품·기계 등 관세 민감 산업은 수출 둔화세가 지속. 미중 관세 조정 상황에 따라 수요 변동성이 확대될 가능성도 존재
- 수출 총량의 본격적 회복은 어려우나, 산업별 차별화가 성장의 핵심 변수로 부상
  - AI·첨단기술 중심의 회복과 전통 제조업 둔화가 공존하는 이중 구조가 고착화, 향후 수출 흐름은 반도체 사이클 회복 속도와 관세정책 완화 폭에 달려 있음

한국 수출과 ISM제조업과 중국 제조업PMI지수



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 총수출과 반도체, 반도체 제외 수출



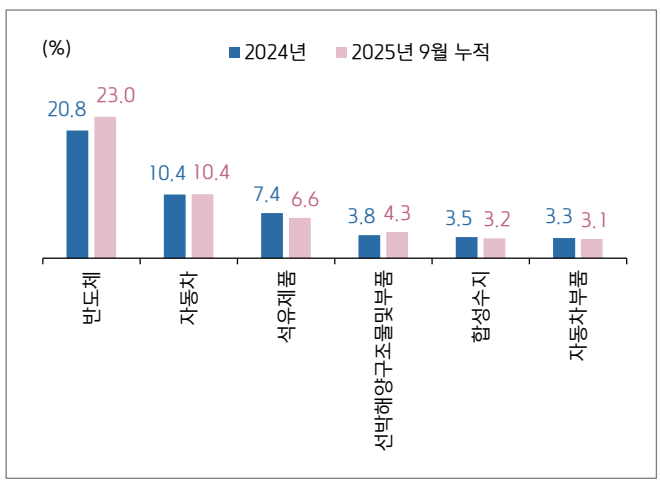
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

36. 한국 수출 회복의 편중화: 신성장 산업 중심의 구조 고착

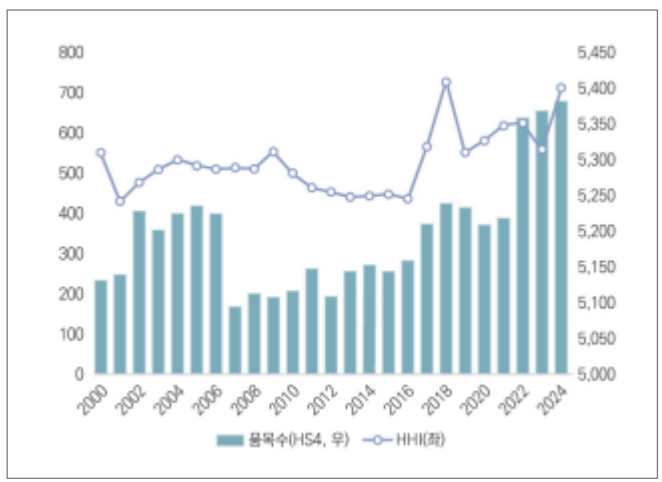
- 수출 회복이 산업 전반으로 확산되지 못하고, 반도체·전기차 등 일부 품목 중심으로 제한되는 편중형 양상 지속
  - 신성장 산업 중심의 수요 개선으로 수출 집중도는 오히려 상승, 반면 기계, 철강, 자동차 부품 등 전통 제조업 부진이 이어지며 수출 구조의 편향성이 심화
  - 전체 수출에서 반도체 비중은 약 23%를 차지, 상위 5대 품목이 전체의 50% 이상을 점유 → 산업별 편중 구조 심화
  - 한국무역협회에 따르면 수출품목 집중도 지수(HHI)는 최근 3년 연속 상승, 이는 수출 포트폴리오의 다양성 후퇴를 의미
- 2026년에도 소수 품목 중심의 구조는 단기간 내 완화되기 어려워 보이며 '품목 집중형 수출 구조'가 고착될 가능성이 높을 전망

한국 주요 수출 품목 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 수출품목 수 및 집중도 지수 추이



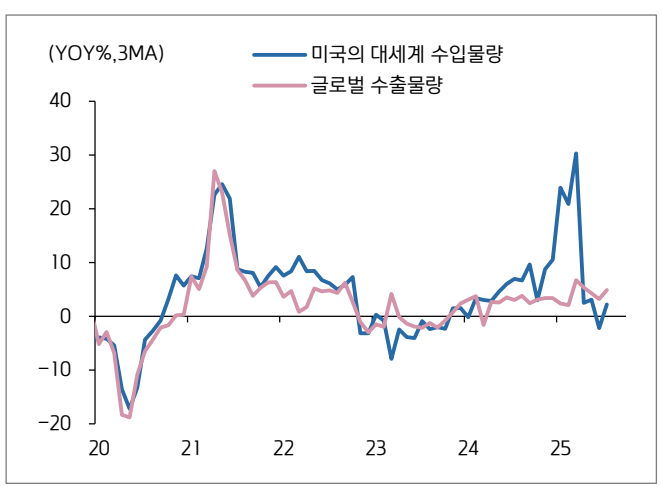
자료: 한국무역협회 재인용, 키움증권 리서치센터
주: HS 4단위 기준

키움증권

37. 글로벌 교역 다변화, 관세 충격의 완충 장치로 작용

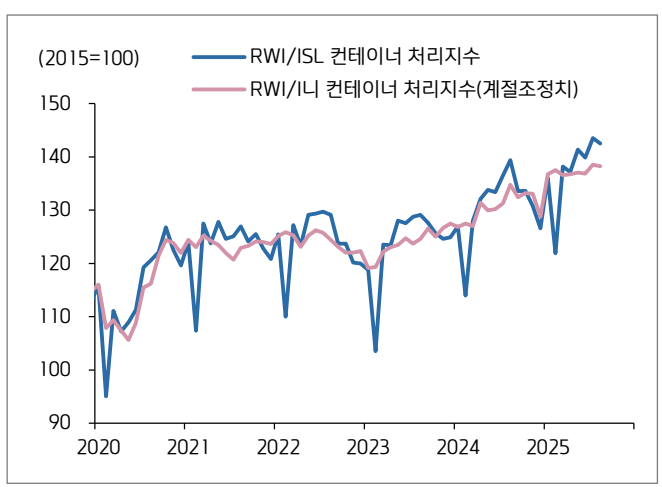
- 미국의 관세 리스크는 여전히 부담 요인이지만, 글로벌 교역 다변화와 물류 회복이 한국 수출의 하방을 완충
- 미국의 4월 보편관세(10%) 시행 이후에도 세계 수출 물량은 뚜렷한 둔화 없이 견조한 흐름을 유지
  - 미국의 대세계 수입 증가율은 둔화된 반면, 세계 수출은 미국 외 지역으로 확산되는 조짐이 뚜렷, 이는 트럼프 2기 행정부의 보호무역 강화에도 불구하고, 한국 수출의 지역 다변화 가능성이 확대되고 있음을 시사
- RWI/ISL 컨테이너 처리량 지수의 상승세 지속, 글로벌 교역의 물류 회복과 운송 효율성 개선이 병행
- 한국 수출은 미국 외 지역(ASEAN, EU 등)으로의 견조한 흐름과 반도체 가격 상승세에 힘입어, 미국발 관세의 부정적 영향을 상당 부분 상쇄할 전망

세계 수출물량 및 미국 수입물량 증가율



자료: CPB, 키움증권 리서치센터

RWI/ISL 컨테이너 처리량 지수 (Container Throughput Index)



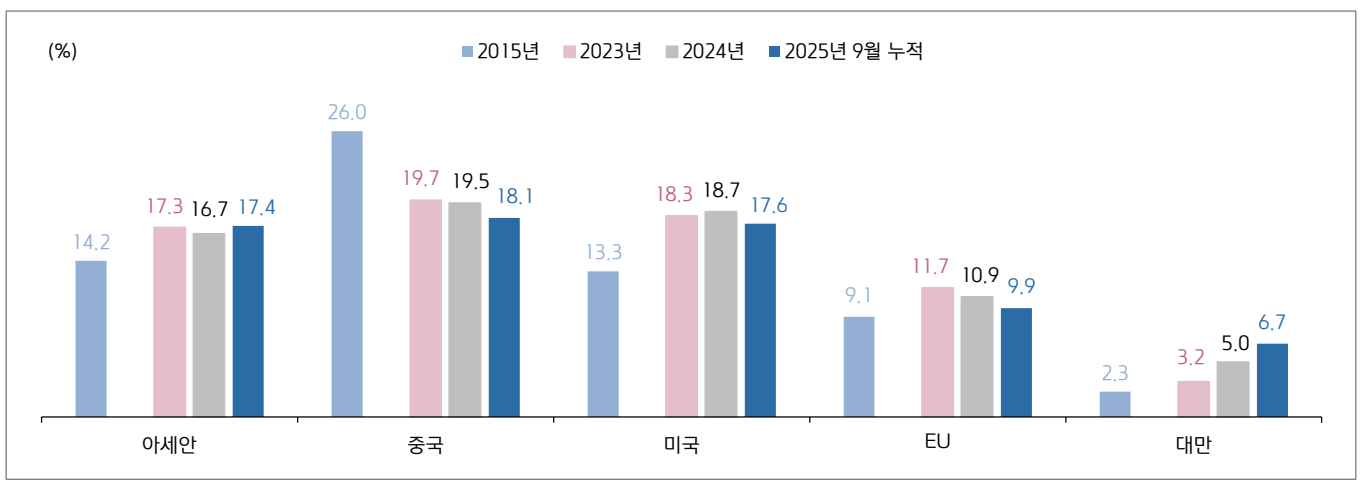
자료: RWI(라인강-루르 지역 경제 연구소), 키움증권 리서치센터

키움증권

38. 아세안·대만 중심 수출 다변화, 관세 리스크 완충

- 글로벌 무역 불확실성 속에서도 수출 지역 다변화가 관세 리스크를 완충하는 핵심 요인으로 작용
  - 2025년 들어 미국·중국향 수출은 둔화된 반면, 아세안 수출은 3개월 연속 증가세를 보이며 수출 축이 '중국·미국 중심 → 아세안·대만 중심'으로 이동
  - 아세안 수출 비중이 17.5%로 중국(18.2%)·미국(17.9%)과 유사한 수준에 근접
  - 대만 비중도 2023년 3.2% → 2025년 6.7%로 상승하며 공급망 분산 효과가 강화되는 모습
- 아세안(21%)과 대만(20.6%)의 동반 부상은 글로벌 교역 다변화와 관세 회피형 중간재 교역 확산을 시사
  이는 한국 수출의 구조적 적응력 강화와 대미·대중 의존도 완화 흐름으로 연결될 전망

한국 국가·지역별 수출 비중



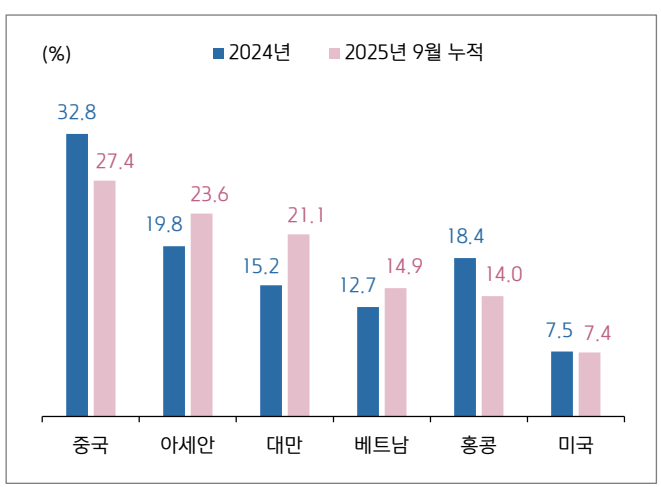
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

39. 반도체 수출 다변화와 업황 회복, 한국 수출의 핵심 축

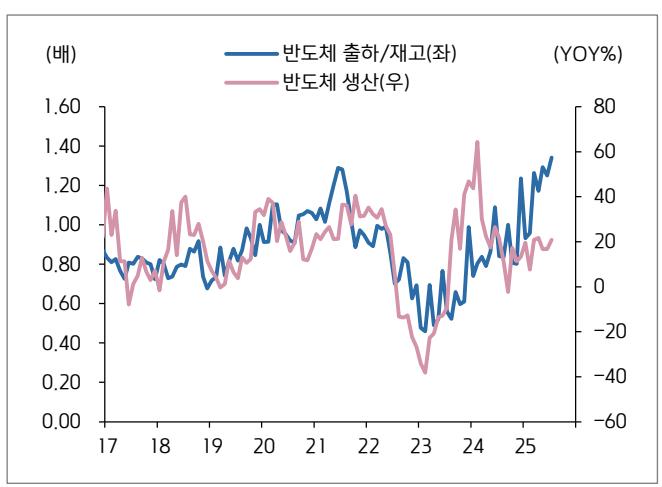
- 한국 반도체 산업은 수출 지역 다변화와 업황 개선이 동시에 진행되며, 한국 수출 회복의 핵심 동력으로 작용 중
- 미국·중국 중심의 교역 구조에서 벗어나, 아세안·대만·베트남 등 '아시아 신흥 제조 허브'로 수요 기반이 확장
  이는 글로벌 공급망 재편 속에서 한국 반도체가 중간재 및 첨단장비 허브로 기능하고 있음을 시사
- 국내 반도체 출하·재고 비율 개선과 생산 증가세 확대가 맞물리며, 업황 개선 기대가 확대
  – 출하/재고 비율은 2023년 말 저점 이후 꾸준히 상승하며 재고 조정이 마무리 단계에 진입
  2025년 들어 생산 증가율(YoY 기준)이 +50%대를 회복하며, 메모리 중심의 Cycle 회복 국면에 진입한 것으로 평가

한국 반도체 수출 상위 국가·지역



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 반도체 출하/재고, 생산 증가율



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

키움증권

40. AI, 글로벌 무역 성장의 새로운 엔진

- AI 산업이 향후 글로벌 무역 성장의 핵심 견인축으로 부상
  - WTO에 따르면 2040년까지 AI가 전 세계 무역 가치(재화+서비스)를 34~37% 확대시키고, 세계 GDP를 12~13% 끌어올릴 잠재력이 있는 것으로 전망 → AI 확산은 단순한 기술혁신을 넘어 글로벌 성장 엔진으로 작용
- AI 관련 재화(반도체, 서버, 통신장비 등)와 디지털 서비스의 무역 기여도가 빠르게 확대
  - WTO 분석에 따르면 AI 관련 품목은 전체 무역의 15%를 차지하지만, 무역 성장률의 42%를 설명 → AI가 글로벌 무역에서 차지하는 '질적 비중'이 매우 높음을 의미
- 지역별로는 아시아와 미주권의 AI 무역 성장세가 두드러지고,한국은 반도체·서버·클라우드 장비를 중심으로 AI 무역의 핵심 공급망 국가로 부상

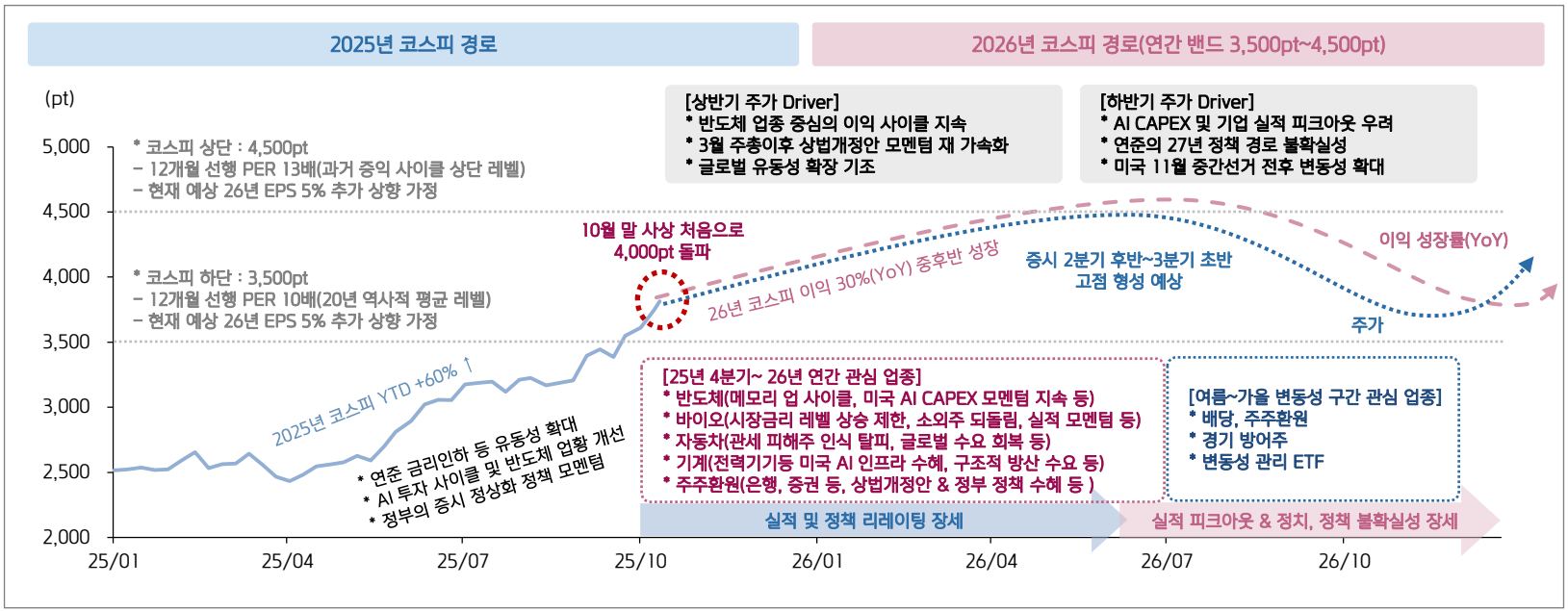
2025년 상반기의 인공지능(AI) 관련 무역 성장: 달러 기준 가치 증감률(%)과 전체 중 해당 품목의 비중(%)

	성장률			기여도		
	2024	2025 Q1	2025 Q2	2024	2025 Q1	2025 Q2
AI 관련 대북미 무역	16.9%	29.2%	28.7%	0.4%	0.5%	0.6%
AI 관련 대유럽 무역	-1.4%	3.6%	9.9%	0.0%	0.1%	0.3%
AI 관련 대아시아 무역	14.5%	19.0%	25.2%	1.2%	1.5%	2.1%
기타 AI 관련 무역	5.0%	5.4%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
총 AI 관련 무역	10.7%	16.5%	21.7%	1.5%	2.2%	3.0%
비(AI) 무역	1.1%	3.7%	4.2%	0.9%	3.2%	3.6%
총 상품 무역 가치 성장률	-	-	-	2.3%	5.4%	6.6%

자료: 세계무역기구(WTO) 사무국의 총 상품 무역 통계 및 인공지능 관련 제품에 대한 추정 통계 , 키움증권 리서치센터

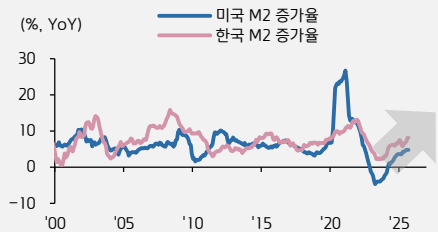
II. 전략: 강세장의 연장선

01. (Key Point) 2026년 연간 코스피 경로 및 투자 아이디어

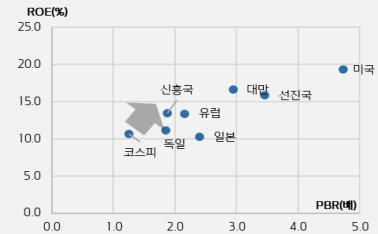


Main Driver 1. 이익 사이클

Main Driver 2. 유동성



Main Driver 3. 정책 리레이팅

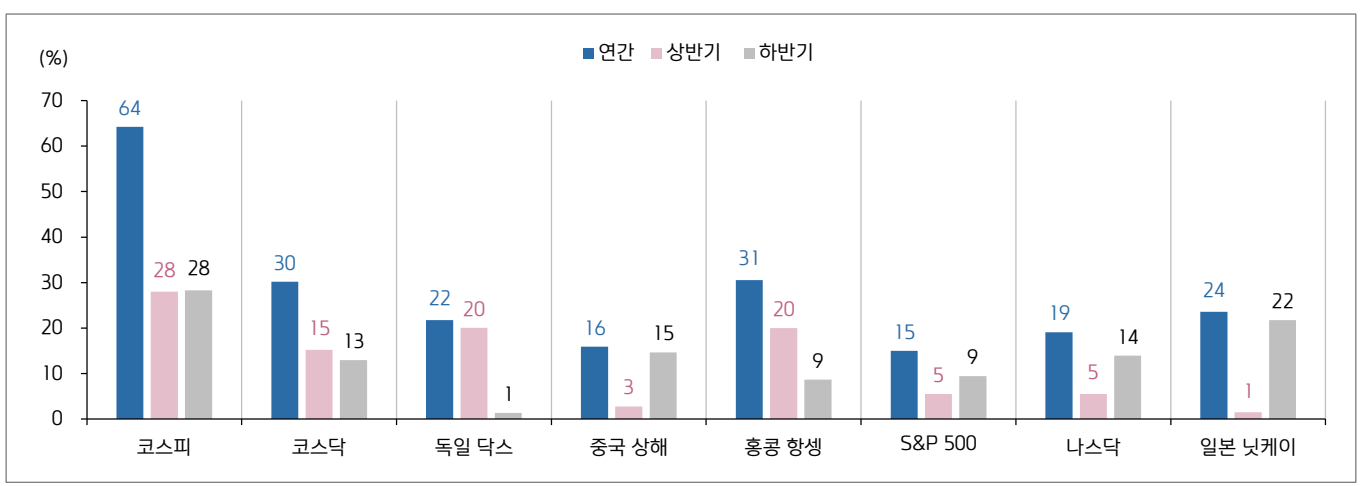


키움증권

02. 올해 대부분 주요국 증시들은 강세장을 연출, 그 중 한국 증시가 압권

- 2025년은 미국과 같이 지난 24~25년에 이어 연간 두 자릿수 이상의 상승세를 기록하는 증시들이 출현하는 등 강세장을 누렸던 한해
- 4월 중 트럼프의 상호관세 쇼크로 일제히 동반 폭락하는 사태를 겪기도 했지만, TACO 트레이딩, AI 투자 사이클 지속, Debasement 트레이딩 등 연중 위험자산 선호심리가 확산되면서 증시 상승을 견인
- 이 중 한국 코스피는 작년만 하더라도 -10%를 기록하면서 전세계 최하위 수익률이라는 오명을 쓰기도 했지만, 올해에는 연간 60% 넘게 폭등하면서 여타 경쟁국 증시 대비 압도적인 성과를 시현
- 미국, 유럽, 일본 등 다른 국가들도 신고가 랠리를 펼쳤음에도, 상반기 혹은 하반기 중 성과 부진 시기가 있었던 반면 코스피는 상하반기 모두 30% 가까운 폭등세를 누린 점도 특징적인 부분

25년 연간, 상반기, 하반기(~10월말) 주요국 증시 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

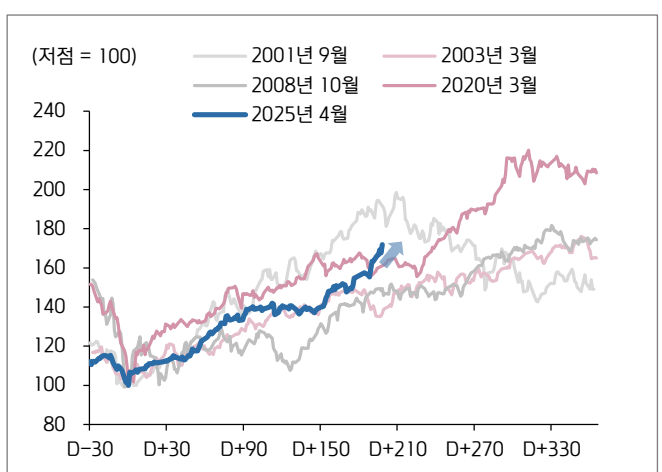
03. 10월 말 사상 처음으로 4,000pt에 도달한 코스피, 이후의 향방은?

- 10월에도 코스피는 15% 넘게 폭등하면서, 월간 단위로도 역사상 손에 꼽히는 강세장을 보이고 있는 상태(1995년 이후 월간 수익률 Top 10안에 드는 성과, 1위는 '98년 2월 51%, 2위 '98년 12월 24%, 3위 '01년 2월 22% 등).
- 현재 4,000pt 안착은 여부의 문제가 아닌 시간의 문제로 변했으며, 10월 남은기간 혹은 연내 4,000pt 안착에 대해서는 다들 크게 반대 의견을 제기하지 않는 분위기
- 코스피는 박스피라는 별명이 붙을 정도로 장기 박스권에 갇혀 있었던 사례가 많긴 했지만, 박스권 돌파(직전 고점 돌파) 후 돌파 모멘텀을 한동안 유지하는 특성도 존재하며, 현재의 장세가 그 특성을 잘 보여주고 있다고 판단
- 4,000pt 안착보다 과거 역대급 강세장(01년 9월 이후, '03년 3월 이후, '08년 10월 이후, '20년 3월 이후 등)이 같은 주가 상승 모멘텀을 내년까지도 이어갈 수 있는지가 관건

코스피 장기 차트

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

2000년 이후 역대급 강세장과 현재의 강세장 추이 비교



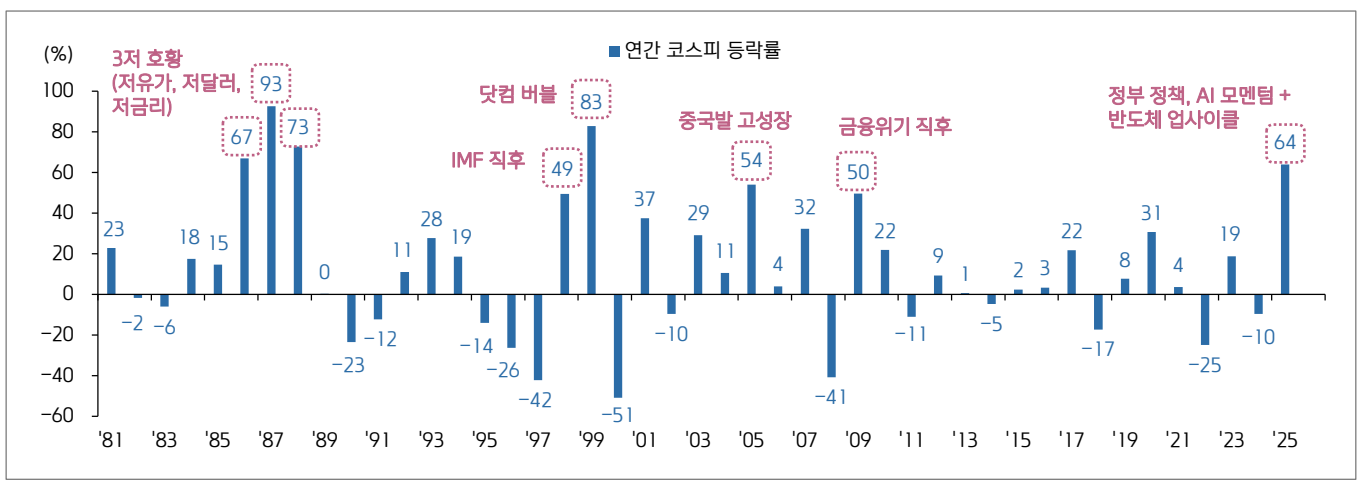
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 역사적 강세장 진입 전 바닥을 100pt

키움증권

04. 연간 코스피의 주가 상승률은 역사상 5번째로 높은 랠리에 해당

- 코스피는 연초 이후 약 60% 폭등하면서, 역사상 가보지 못한 영역에 도달. 1981년 이후 45년 동안 코스피가 50%가까이 폭등한 사례는 1987년(3저 호황, +92.6%, 다음해 수익률 +72.8%), 1999년(닷컴버블 초입 +82.8%, 다음해 수익률 -50.9%), 1988년(3저 호황, +72.8%, 다음해 수익률 +0.3%), 1986년(3저호황, +66.9%, 다음해 수익률 +92.6%), 2005년(중국발 경기 호황, +54.0%, 다음해 수익률 +4.0%), 2009년(금융위기 직후, +49.7%, 다음해 수익률 +21.9%), 1998(IMF 직후, +49.5%, 다음해 수익률 +82.8%) 등 6차례에 불과
- 과거의 연간 코스피 폭등 사례를 살펴보면, 그해 폭등 후 다음해 수익률 편차가 크게 나타났음. 1980년대 후반 3저 호황 당시 3년 연속 40% 넘는 폭등세를 보인 반면, 1999년 닷컴버블 초입 당시 80%대 폭등한 직후 다음해 -50%대를 기록. 2005년 중국발 경기 호황기에는 이듬해 보합수준의 수익률에 그치는 등 당시 시대적 맥락과 증시 환경이 향후 수익률 향방을 좌우했던 것으로 판단.

1981년 이후 코스피의 연간 상승률 비교



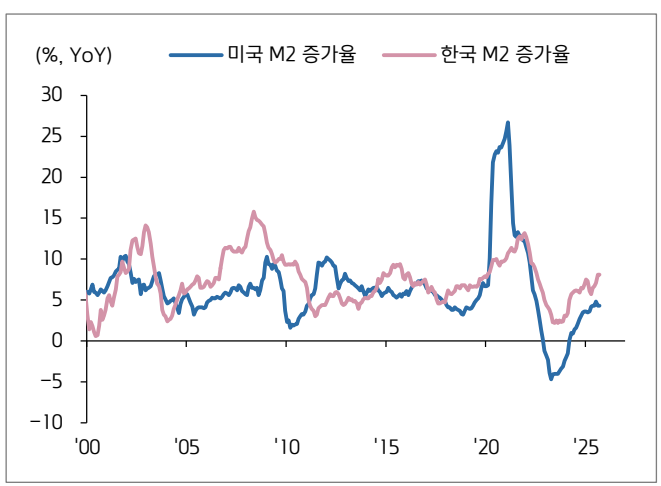
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 시중에 돈이 넘쳐나는 환경, 위험자산의 대표인 주식시장이 못갈 이유는 없었다

- 과거 강세장의 공통적인 특징은 “시중 유동성 확대 " 였으며, 현재도 여전히 글로벌 유동성은 증가하고 있는 상태.
- 24년도 하반기를 기점으로 미국(+4%대)과 한국(+8%대)의 M2 증가율은 양(+)의 영역에 들어와 있기 때문
- 이 같은 M2 증가는 연준, ECB, 한은 등 주요국 중앙은행의 완화정책 기조, 시중 은행들의 대출 확대, 정부의 확장 재정정책 등에서 기인하며, 내년에도 이 같은 환경을 유지될 전망
- 증시 내부적인 관점에서 봐도 거래소의 고객 예탁금은 80조원대에 육박하는 등 올해 상징적인 레벨이었던 코스피 3,000pt 돌파 이후 신고가를 지속 경신하는 과정에서 잠재적인 투자 수요도 동반 급증
- 향후 4,000pt를 넘어 추가 레벨업을 하는 과정에서 국내 주식시장으로 눈을 돌리려는 투자자 자금이 늘어날 전망

미국과 한국의 유동성 지표, 증가율 상향 추세 진행



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 고객 예탁금 80조원대 돌파

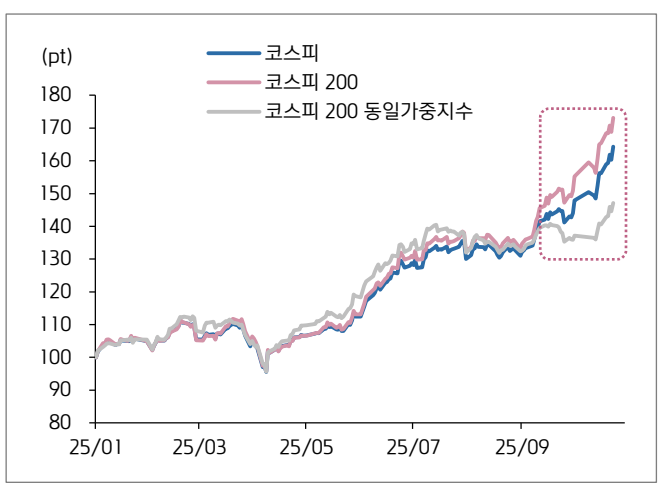
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 폭등에 따른 후유증, 부작용은 있을 것, 문제는 그 부작용의 지속성

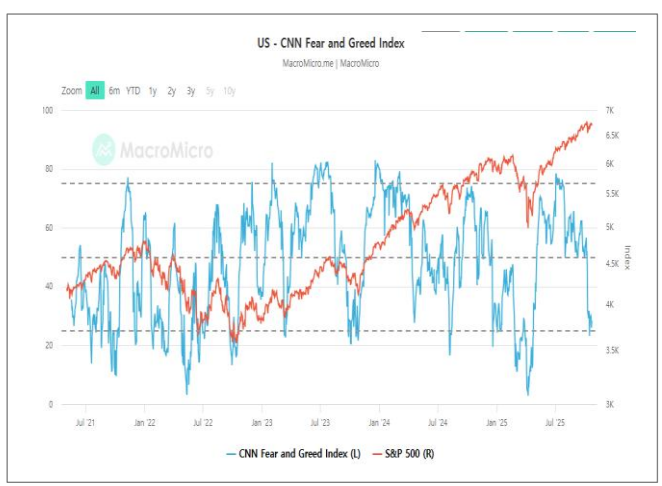
- 물론 25년 남은 기간 혹은 이후에라도 주식시장은 그간 폭등에 따른 후유증 혹은 부작용에 직면할 소지가 있음
- 국내 증시만 봐도 9월 이후 반도체 쏠림현상이 극단적으로 진행되면서, 업종, 사이즈 양극화가 심화되고 있기 때문(9월 이후 코스피 +23% vs 코스피 200 +28%, 코스피 200 동일가중 +10%).
- 강세장에서는 주도주 중심의 쏠림현상이 발생하기는 하지만, 최근 쏠림 현상의 강도가 크다는 점은 단기 경계요인
- 미국도 마찬가지. AI 관련 밸류체인주(반도체, 하이퍼스케일러, 원전, 클라우드 등)를 중심으로 S&P500이 신고가를 경신하고 있기는 함. 그러나 투자심리지표인 Fear & Greed index는 공포 영역에 있다는 점은 미국 증시 역시 특정 주식들만 상승의 혜택을 누리는 장세가 전개되고 있음을 시사
- 결국 한국, 미국 모두 단기적인 후유증을 얼마나 치러야 할지, 또 후유증을 어떤 요인으로 극복할지가 향후 증시 참여자들의 과제

코스피 200 vs 코스피 200 동일가중지수



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

CNN의 Fear & Greed index와 S&P500



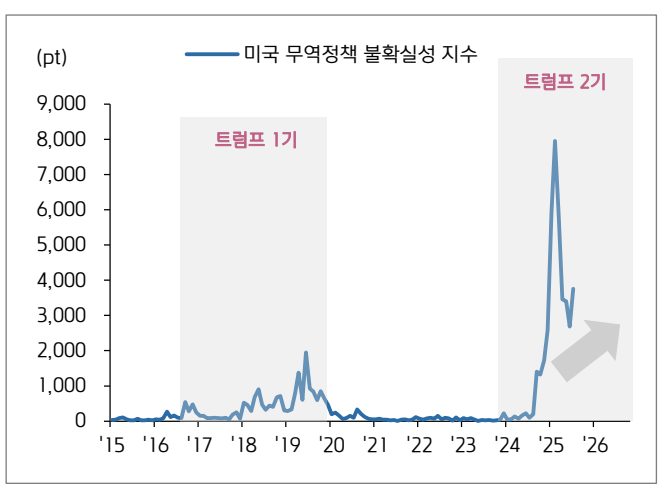
자료: MacroMicro, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 26년에도 트럼프 리스크는 상주하겠지만, 증시의 메인 악재는 아닐 전망

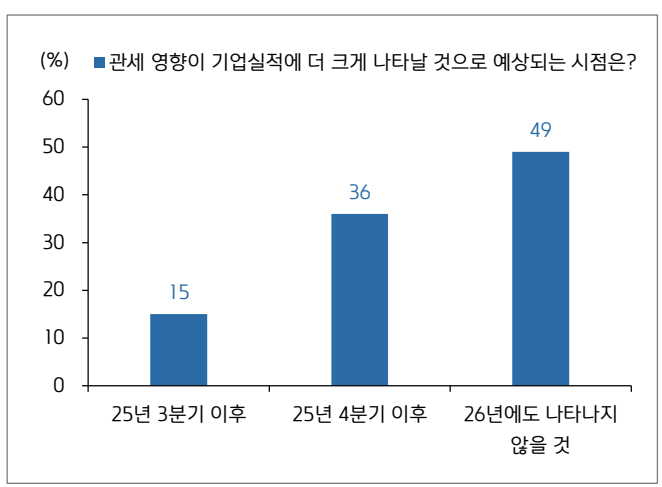
- 우선 탑다운, 매크로 측면에서 첫번째 과제는 트럼프 리스크로, 지금도 여전히 미중 무역 갈등, 여타 국가들과 관세 협상 등으로 주식시장에 주가 및 수급 변동성을 유발하고 있는 상태
- 올해 여러 차례 입장을 바꾸고 번복해왔던 트럼프의 성향을 미루어 보아, 내년에도 전세계 금융시장에 무역, 관세 불확실성을 확대시킬 수 있을 것임
- 시장 참여자들도 무역 불확실성의 구조적인 상승을 대비해야 하는 것은 맞겠으나, 이미 올해 수차례 TACO 를 겪으면서 내성과 학습효과가 생긴 만큼, 트럼프 리스크가 내년에 증시의 메인 악재는 되지 않을 전망
- 또 26년 4분기에는 중간선거를 앞두고 있는 만큼, 공화당의 중간선거 승리를 위해서는 관세, 무역 측면에서 갈등을 일으키기 보다는 완화 쪽으로, 경기도 부양 기조 쪽으로 선회할 것이라는 점도 고려할 필요

미국 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

관세의 기업실적 반영시점에 대한 설문



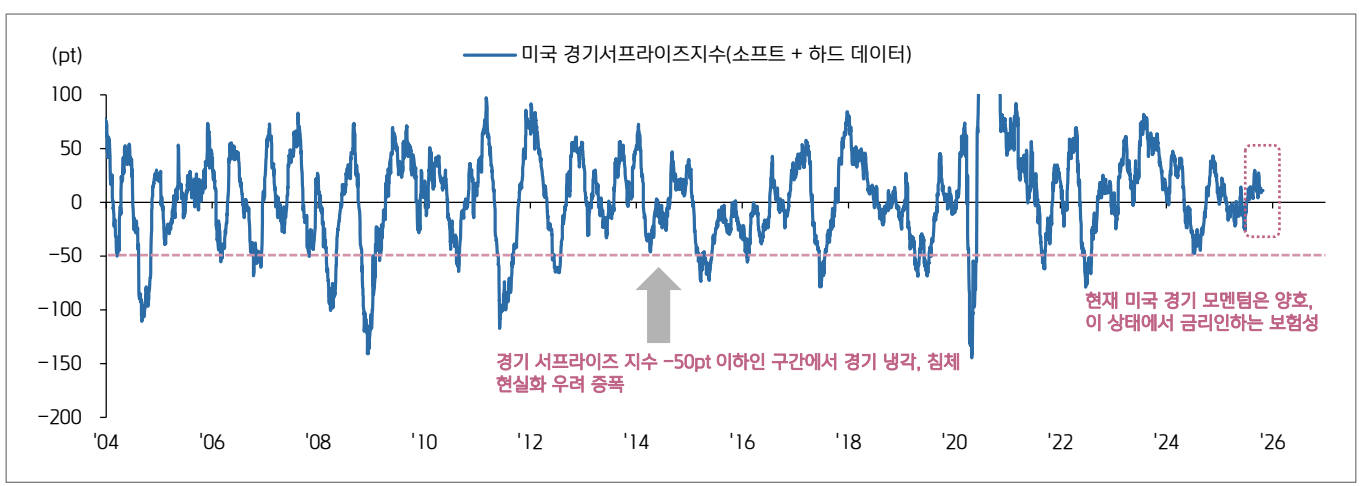
자료: Bloomberg Survey(10월), 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 수년간 찾아오지 않았던 경기 침체, 26년에도 우려에 그칠 가능성

- 연준의 9월 FOMC 인하 이후 증시 경로에 대한 불확실성도 점증하고 있는 상황, 과거 연준의 금리인하 시기는 미국 경기 침체 시기와 맞물린 사례가 다수 였기 때문(2000년, 2008년, 2020년 침체 등). 이 같은 경기 침체를 뒷수습하는 성격의 금리인하 시기에 증시 급락의 경험이 있다 보니, 이번에도 동일한 패턴을 답습할지 모른다는 우려가 존재.
- 하지만 이번 금리인하는 보험성 인하의 증시 경로를 형성할 가능성. 파월 의장이 고용시장의 하방 위험을 지속적으로 강조하고 있기는 하지만, 경기 모멘텀 측정에 활용되는 경기 서프라이즈 지수는 +10~ +20pt대로, 과거 경기 침체가 임박했을 당시의 해당 지수는 평균 -50pt대 이상을 기록했다는 점에 주목할 필요. 현재 미국의 경기 모멘텀은 상대적으로 양호한 편이며, 이 상태에서의 금리인하는 보험 성격으로 보는 것이 타당

미국 경기서프라이즈 지수의 장기 추이



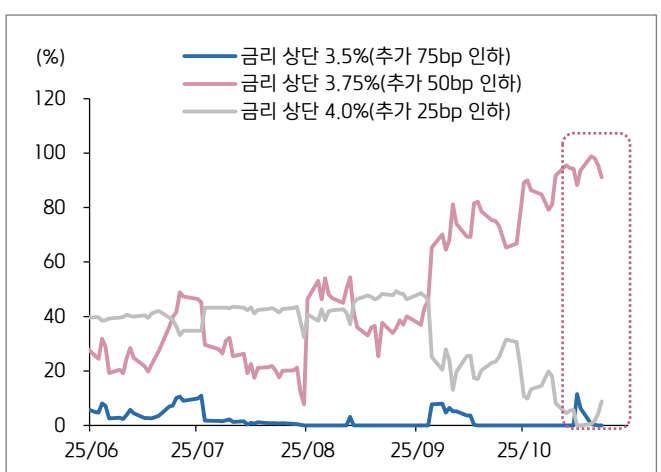
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 연준은 내년에도 완화적 기조를 이어갈 예정

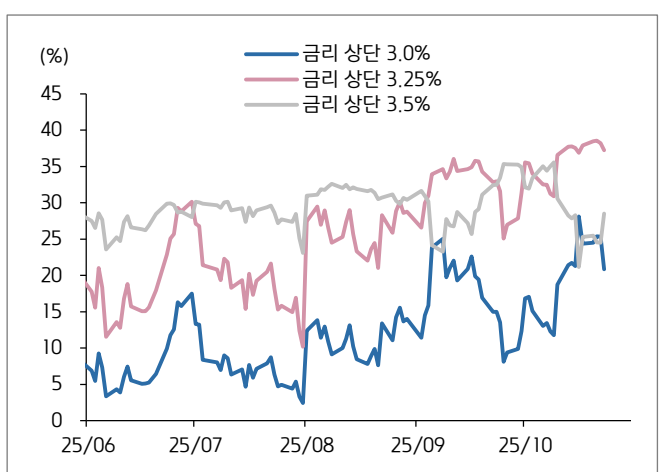
- 올해 10월 FOMC에서 25bp 금리 인하는 기정사실화됐으며, 12월 FOMC에서도 추가 25bp 인하 가능성 높음. 또 10월 중 파월 의장이 언급한 것처럼 QT(양적긴축) 종료도 정해준 수순으로 보임. 26년에도 연준은 완화 기조를 이어갈 전망. 파월 의장 임기는 내년 상반기 만료된 만큼, 차기 연준 의장 및 여타 연준 인사들의 행보가 더 중요하겠으나, 대부분 연준 위원들이 고용시장의 하방 위험에 주목하고 있다는 점을 미루어 보아, 내년에도 완화 노선 채택 예상
- 관세발 인플레이션 재 상승도 염려되는 부분이기는 함. 그러나 현재까지 해외에서 미국으로 수출하는 기업이 관세부담을 일부 분담했으며, 미국 기업들은 재고축적과 마진축소로 대응해온 가운데, 관세율이 낮은 국가로 수입처를 빠르게 전환하는 행태를 보임. 이는 관세가 단기적으로 인플레이션을 끌어올리는 충격을 분산시키는 효과를 내고 있음을 감안 시, 내년도 인플레이션 재 급등 가능성은 크지 않을 전망

2025년 12월 FOMC까지 금리 인하 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

2026년 6월 FOMC까지 금리 인하 확률 변화



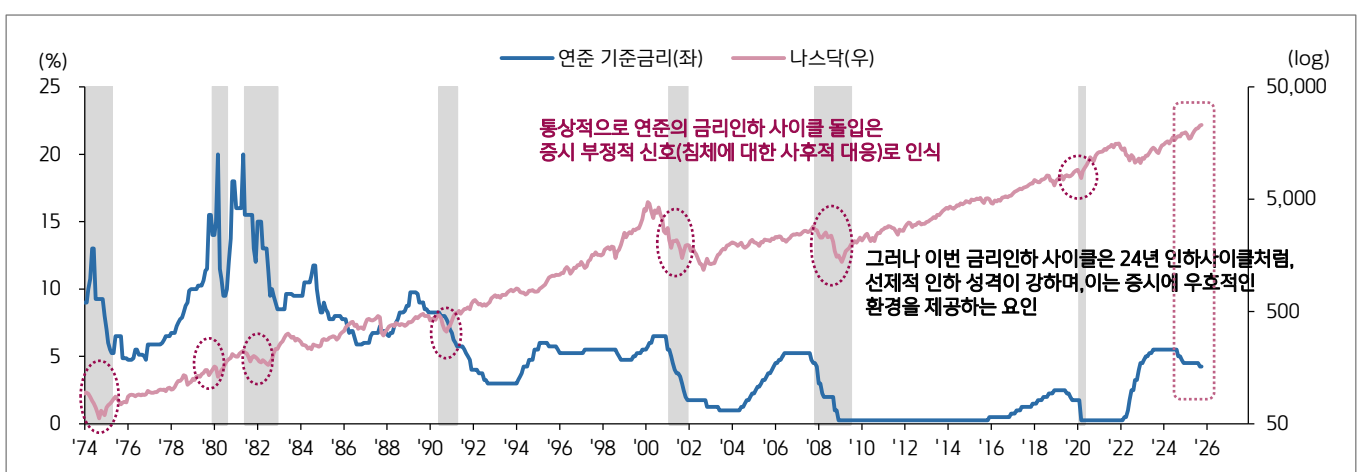
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 연준의 금리인하는 증시에 긍정적인 효과를 부여할 전망

- 내년 중 인플레이션 재급등, 경기 과열로 연준의 긴축이 재개될 확률은 크지 않을 것으로 판단
- 또 25년 9월부터 시작된 연준의 금리인하 사이클은, 24년 9월 인하사이클과 유사하게 보험성, 선제적인 금리인하의 성격이라는 기존의 전망은 여전히 유효
- BOJ를 제외한 대부분 주요국 중앙은행들의 내년 긴축 전환 가능성은 크지 않음을 감안 시, 유동성 증가 환경은 당분간 이어질 전망

연준의 금리인하 사이클과 주식시장의 관계



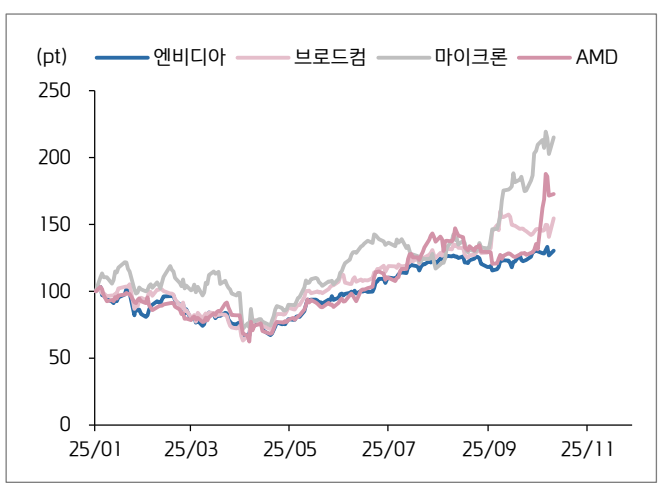
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 매크로(연준), 정치(트럼프) 보다 증시 방향성의 결정 변수는 AI 버블 해소 여부

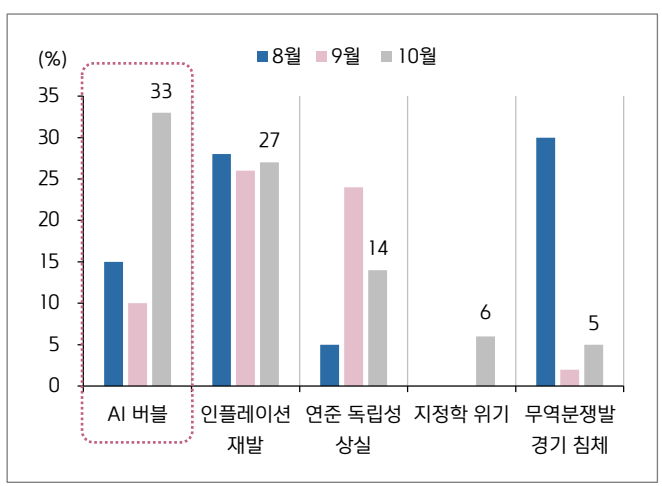
- 내년도 증시 방향성에 매크로(연준), 정치(트럼프)의 영향력을 간과할 수 없긴 하지만, 이보다 더 중요한 것은 주식 시장의 고유 상방 요인이 지속될지 여부
- 미국 증시의 3년 연속 두자릿수 이상의 상승률이나, 코스피 4,000pt 돌파의 근본 배경 중 하나는 미국 AI주 모멘텀에서 주로 기인했던 만큼 이들 주가 향방이 26년 증시 방향성의 메인 드라이버가 될 전망
- 현재 미국에서는 AI주들의 밸류에이션 부담을 넘어 버블 우려까지도 제기되고 있는 실정. 글로벌 기관 투자자 심리를 파악할 수 있는 BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이를 보면, 시장의 잠재적인 위험 요인으로 AI 버블(응답률 33%)이 처음으로 1순위에 등극했다는 점도 경계해야할 부분

미국 AI 반도체주 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

시장의 잠재적인 위험에 대한 글로벌 펀드매니저들의 생각

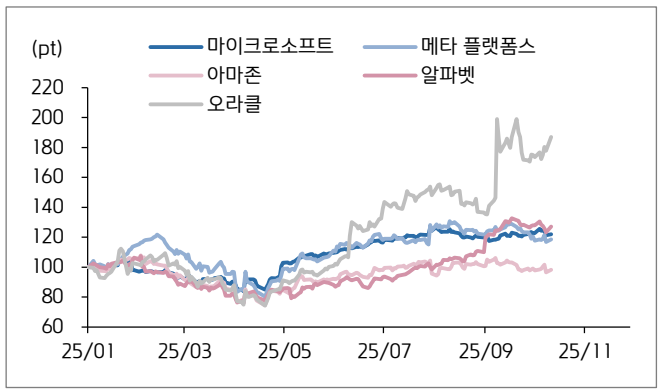


자료: BofA Global fund manger Survey 10월, 키움증권 리서치센터

키움증권

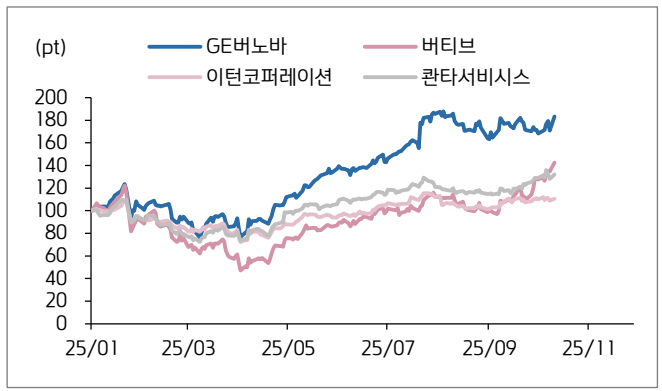
12. AI 밸류체인주들 모두 올해 주도 업종 & 주도 테마를 장악

미국 하이퍼스케일러 업체 주가 변화



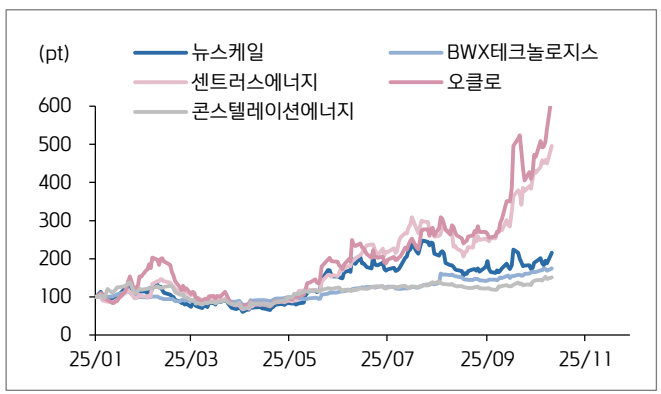
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 원전 업체 주가 변화



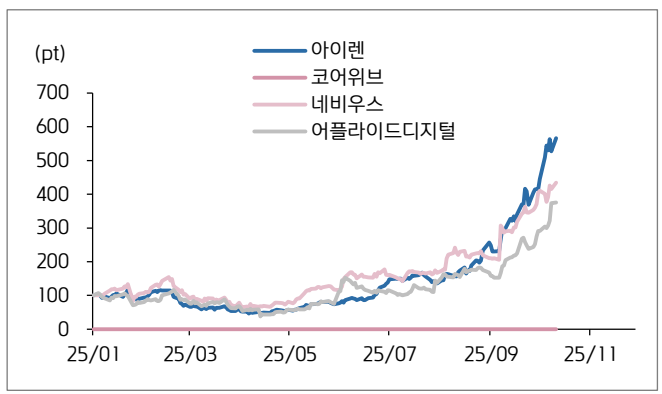
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 전력기기 업체 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 네오클라우드 업체 주가 변화



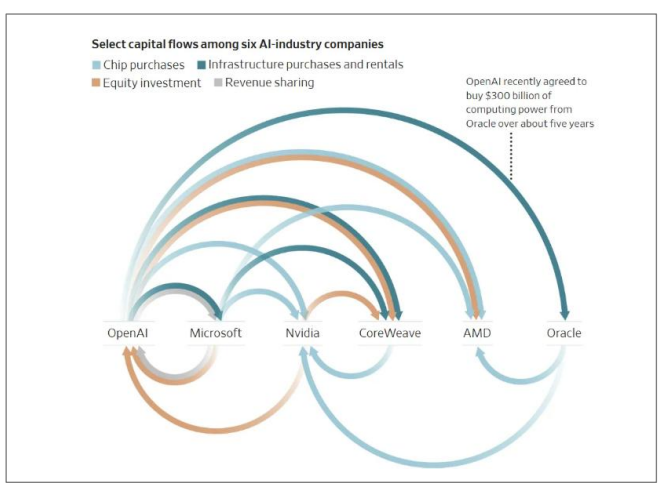
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. AI 업체들의 돌려막기 투자, 엔비디아 혹은 오픈 AI가 무너지면 끝장?

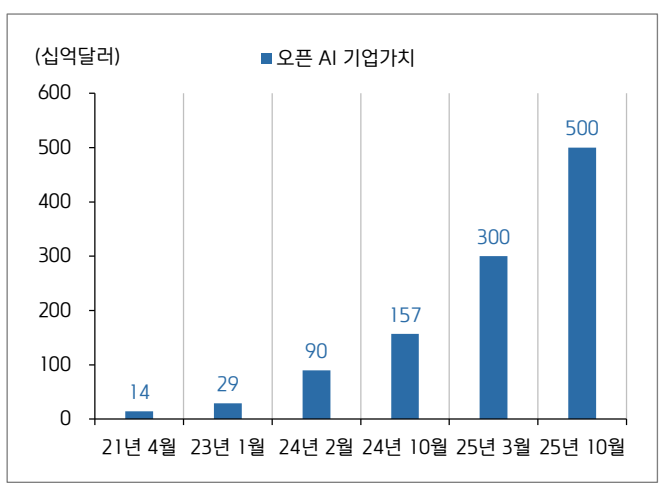
- 미국 주식시장 내 AI 버블 논란은 시간이 지날수록 점증하고 있는 상태. 상위 10개 초대형주의 시가총액 비중도 2000년 닷컴버블 수준을 상회하는 등 AI가 증시 버블을 키우고 있으며, 균열이 발생하고 있다는 불안감도 공존
- 엔비디아, 오픈 AI, 오라클, AMD 등 AI 관련 업체끼리 서로간 투자를 하는 "순환 투자" 형태가 과거 닷컴 버블 시절에 횡행했던 수요 및 매출 부풀리기와 다를 바가 없다는 지적도 제기
- 이렇듯 1) 순환 투자 가능성, 2) 실제 수익성 부재(ROI 둔화), 3) 소수 고객 집중(오픈 AI) 부작용 등이 관련 불안감이 현실화될 시 그 파장은 상당할 것으로 판단.
- 일례로, 오픈 AI 수익모델이 붕괴될 시 엔비디아, 오라클등 주요 파트너사들로 위기가 전이 됨에 따라, AI 생태계 뿐만 아니라 주식시장 전반에 걸쳐 부정적인 연쇄반응을 초래할 소지

미국 주요 AI업체들의 순환투자 구조



자료: 모건스탠리, 키움증권 리서치센터

오픈 AI의 기업가치 변화



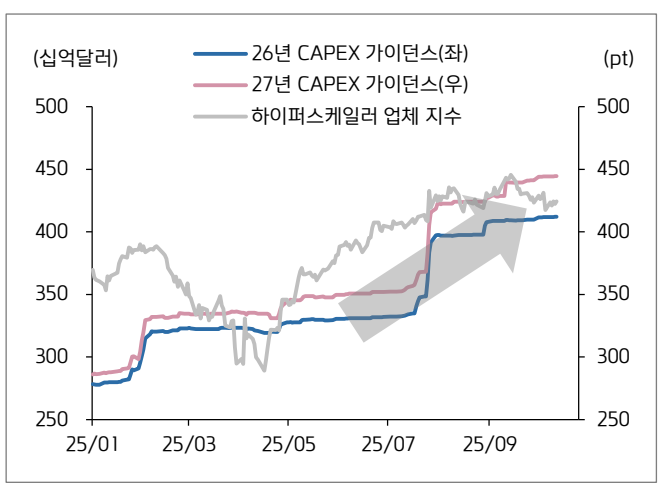
자료: Visual Capitalist, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 수익성 불안은 시기 상조, 보수적으로 봐도 26년까지는 돈 벌 기회가 있다

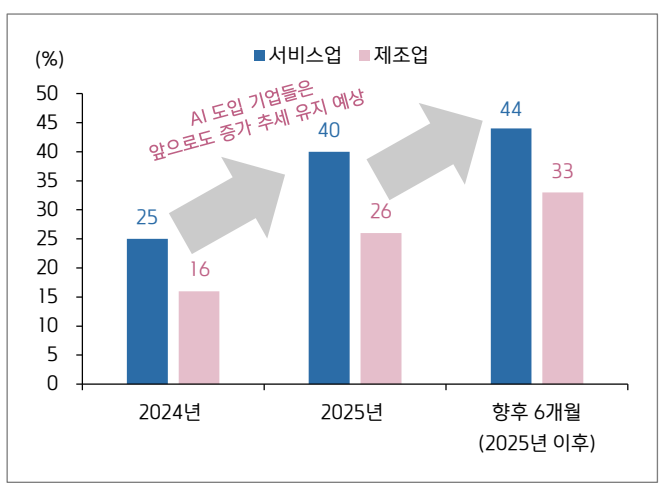
- 하지만 아직 수익성 불안 등에서 기인한 버블 붕괴를 현실적인 시나리오의 범주에 포함시키는 것은 지양할 필요. 여전히 MS, 아마존, 메타 등 하이퍼스케일러 업체들은 26년, 27년 모두 CAPEX 가이던스를 지속 상향하고 있을 정도로 AI 과소투자 리스크를 더 경계하고 있기 때문
- 또 뉴욕 연은 보고서에 의하면, AI를 업무에 활용하고 있는 서비스업체(24년 25% -> 25년 40%), 제조업체(24년 16% -> 25년 33%)로 급증. 더 나아가, 제조업체에서 유료 AI 도구 사용률이 1년 만에 7%에서 46%로 폭증한 것은 기업들이 AI에 실제 돈을 지출하기 시작했음을 시사
- 이처럼 아직 AI 사이클은 중반부 부근에 위치해 있으며, AI 사용자들도 증가하고 있는 추세임을 감안 시, AI 업체들의 수익성 불안, 과잉 투자에 대한 과도한 불안감은 자제. 다만, 2026년 2~3분기 중 AI 업체들의 2027년 가이던스를 확인하는 과정에서 성장 피크아웃이 나타날 가능성을 열고 가는 것이 적절.

미국 하이퍼스케일러 업체의 26~27년 CAPEX 가이던스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 하이퍼스케일러 업체 지수 – MS, 메타, 아마존, 알파벳 4개 주가의 동일가중지수

AI를 업무에 활용하고 있는 미국 서비스업, 제조업 현황



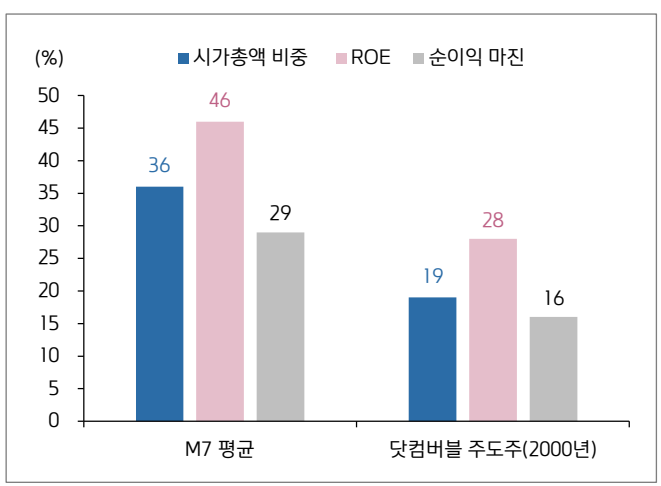
자료: 뉴욕 연은 지역 조사 보고서(25년 8월), 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 역사적인 버블 당시와 비교해봐도, 현재 AI, M7의 수익, 밸류에이션은 양호

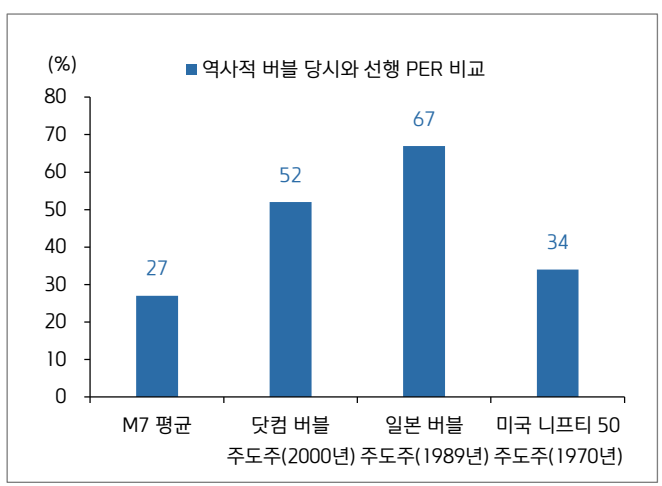
- 앞으로도 AI 버블을 둘러싼 시장의 논쟁은 계속되기는 할 것임. 하지만 2000년도 닷컴버블 당시 시스코, MS 등 버블 주도주들은 실적보다는 투기성 요인에 의해 주가가 폭등한데 반해, 이번 AI주들은 펀더멘털 기반의 주가 상승 성격이 강한 편. 실제로 현재 M7 평균 ROE와 순이익 마진은 각각 46%, 29% 인 반면, 닷컴버블 주도주들의 ROE와 순이익 마진은 각각 28%, 16에 불과했다는 점도 참고
- 또 현재 M7 12개월 PER은 27배 내외로, 2000년대 닷컴버블(52배), 1980년대 일본 증시 버블(67배), 1970년대 닛프티 50 주도주 버블(34배) 보다 밸류에이션이 낮은 수준에 있다는 점도 버블 붕괴 가능성이 낮음을 시사
- 결국, 높은 시장 집중도(시가총액 비중 36%대), AI 산업 경쟁 심화 가능성, CAPEX 피크아웃 가능성 등 잠재 위험요인이 있기는 하지만, 아직 숫자(수익성, 투자 규모)가 뒷받침되고 있다는 점을 고려 시, 26년 하반기 이후에나 버블의 타당성 여부를 가늠하는 것이 적절

현재 M7 주도주 vs 과거 닷컴버블 주도주 7 프로파일



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2000년 닷컴버블 주도주 7: MS, 시스코, 인텔, 오라클, IBM, 루센트, 노텔 네트웍스

역사적 버블 당시와 현재의 밸류에이션

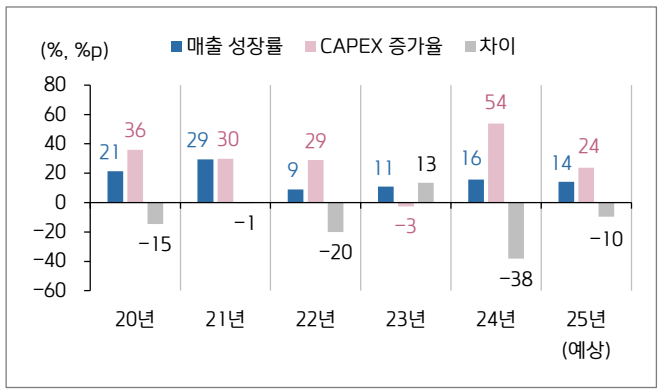


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

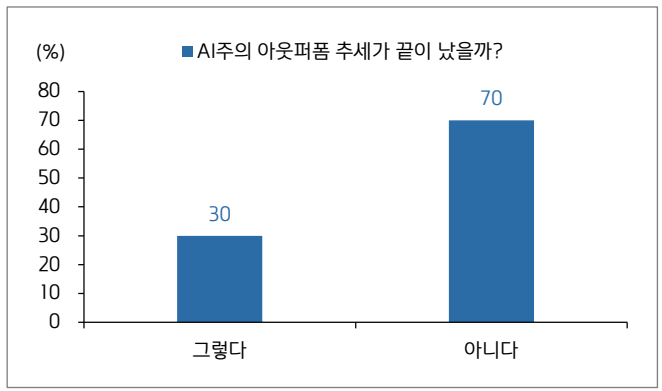
16. AI 산업을 둘러싼 기대와 우려의 시선들, 아직은 버블 절정 단계라 보긴 어려워

M7 주식들의 매출성장률 vs CAPEX 증가율 비교



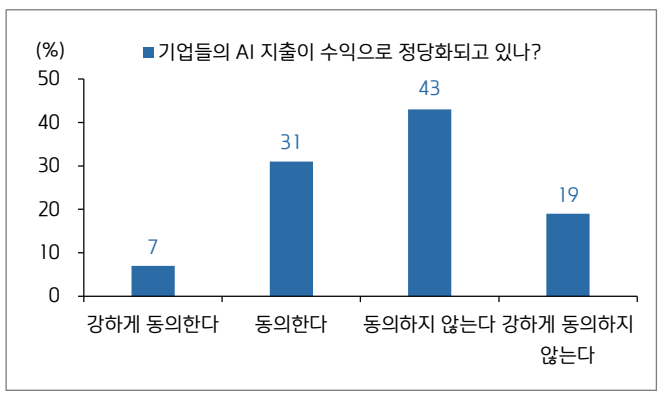
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AI주의 주가 상승세 지속 여부에 대한 시장의 의견



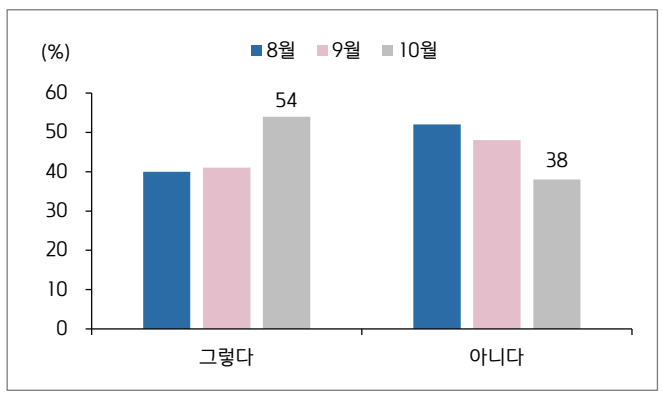
자료: Bloomberg Survey(10월), 키움증권 리서치센터

AI 지출이 수익성으로 연결되는 지에 대한 설문



자료: Bloomberg Survey(10월), , 키움증권 리서치센터

AI 주식에 버블이 형성됐다고 보는지에 대한 설문

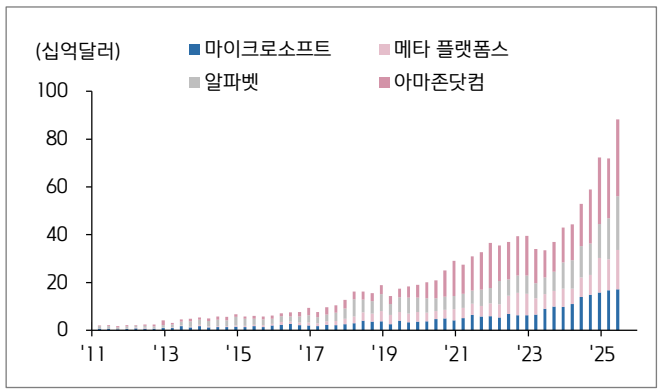


자료: BofA Global fund manger Survey 10월, 키움증권 리서치센터

키움증권

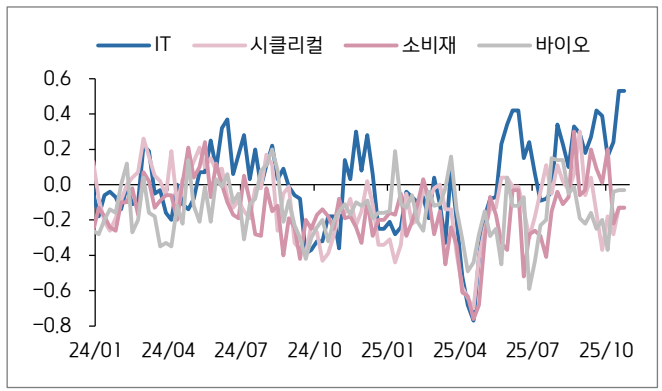
17. IT 이익 모멘텀, CAPEX 투자, 데이터센터 및 전력 수요 전망은 긍정적

하이퍼스케일러 업체의 분기별 CAPEX 투자 규모



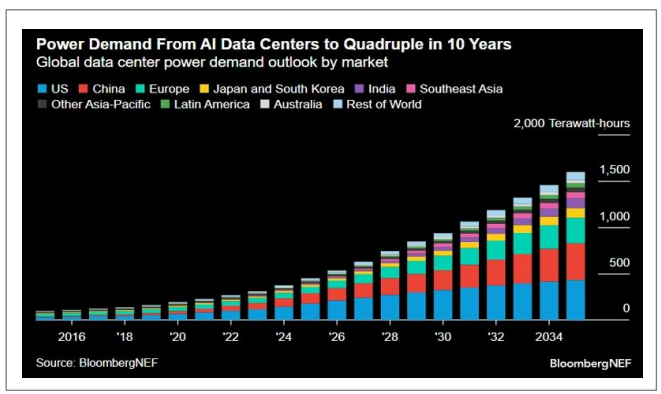
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 업종의 이익 수정 비율



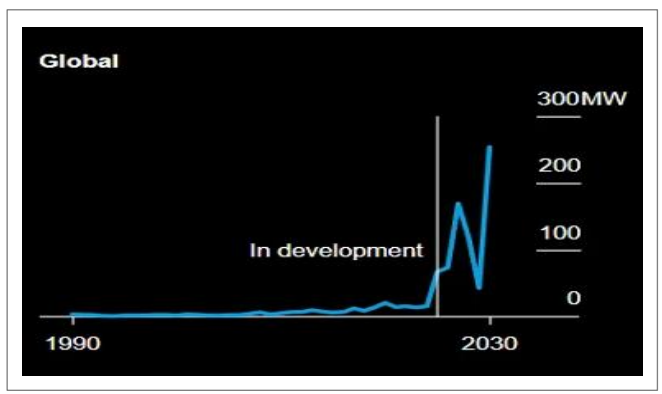
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 지역별 AI 데이터 센터 수요 전망



자료: Bloomberg NEF, 키움증권 리서치센터

전세계 데이터 센터 전력 계획



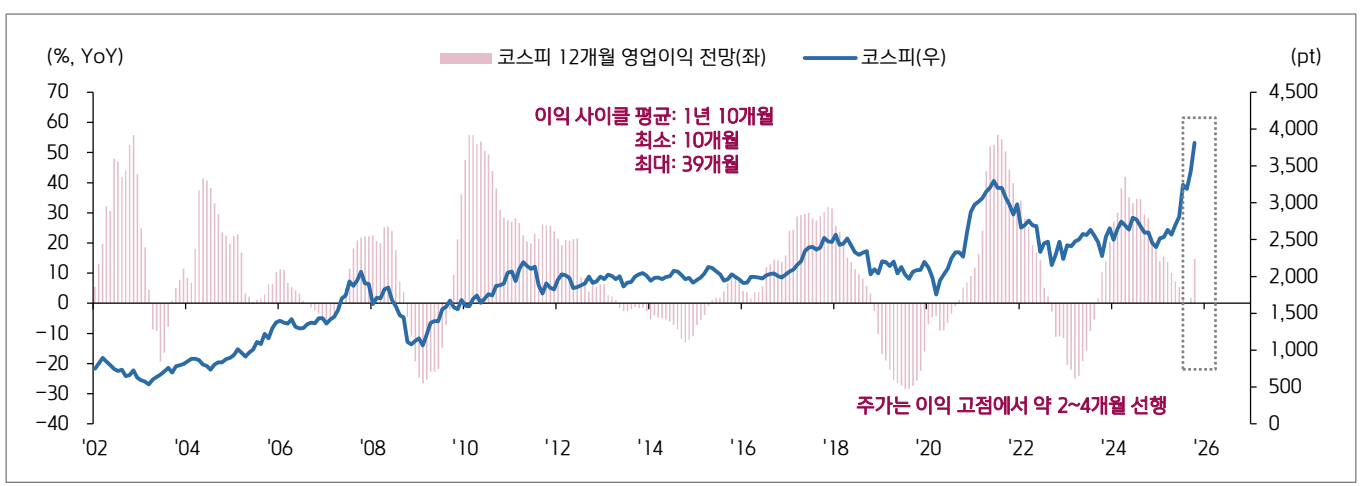
자료: Bloomberg NEF,, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 25년말~26년에도 코스피를 낙관하는 이유, 이익 상승 사이클 돌입

- 코스피 4,000pt 안착은 시간의 문제이고, 내년까지도 상방 추세가 유효한 근본적인 동인은 이익 상승 사이클(증익 사이클)에 이제 막 돌입했기 때문.
- 24년 4월~25년 8월까지 약 17개월 가량 지속된 코스피의 이익 하락 사이클은 종료됐으며, 코스피의 12개월 선행 영업이익 증가율(YoY)은 지난 8월(+0.1%)에 바닥을 확인한 이후 9월(+1.7%), 10월(+16.4%) 연속으로 증가율을 키워가고 있는 상태.
- 현재를 제외하고, 2000년 이후 국내 증시 역사상 증익 사이클은 총 7차례 있었으며, 증익 사이클 평균 기간은 1년 10개월(최소 10개월, 최대 39개월, 이익 증가율 3개월 이동평균 기준), 평균 수익률은 +23% 였음
- 물론 주가는 이익 보다 선행하는 경향이 있지만, 평균적으로 2~4개월 선행했음을 감안 시, 적어도 내년 상반기까지 증시 고점 후 반락 가능성은 크지 않을 전망

코스피 주가와 이익 사이클



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 과거 이익 상승/하락 사이클 프로파일

이익 상승 사이클 (평균 1년 10개월, 평균 수익률 +23.8%)				
시작일 (이익 증가율 저점)	종료일 (이익 증가율 고점)	기간 (개월)	코스피 등락률(%)	수익률 최상위 업종(주도업종)
2002-01-31	2002-11-29	10	-3.1%	IT (반도체/전자), 자동차, 조선
2003-06-30	2004-05-31	11	+20.0%	IT, 철강, 화학
2006-12-28	2008-05-30	17	+29.1%	조선, 철강, 해운, 기계
2009-06-30	2011-09-30	27	+27.3%	자동차, 화학, 정유
2014-08-29	2017-11-30	39	+19.7%	IT, 의약품/바이오
2019-08-30	2021-07-30	23	+62.7%	바이오, 배터리, 인터넷, 게임 ("BBIG")
2023-01-31	2024-04-30	15	+11.0%	HBM, 자동차, 저PBR(금융)
2025-08-31	~ 현재	3	+23.7%	

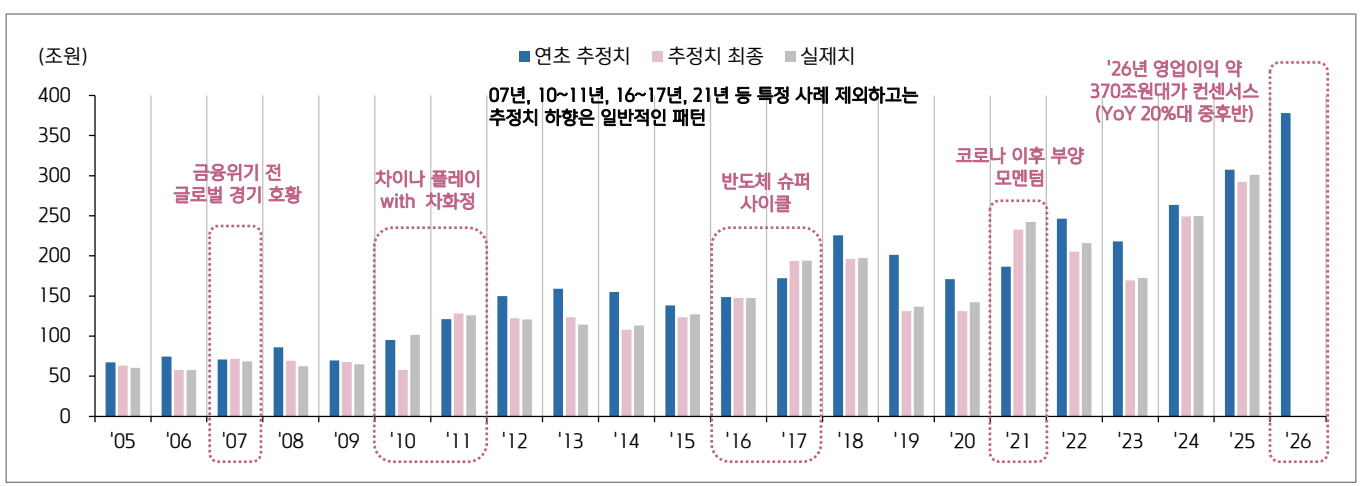
이익 하락 사이클(평균 1년 8개월, 평균 수익률 +5.2%)				
시작일 (이익 증가율 고점)	종료일 (이익 증가율 저점)	기간 (개월)	코스피 등락률(%)	수익률 최상위 업종(주도업종)
2002-11-29	2003-06-30	7	-7.6%	방어주 (음식료, 통신)
2004-05-31	2006-12-28	31	+78.5%	철강, 조선, 기계, 증권
2008-05-30	2009-06-30	13	-24.9%	방어주 (음식료, 통신)
2011-09-30	2014-08-29	35	+16.8%	방어주 (음식료, 통신), IT (모바일)
2017-11-30	2019-08-30	21	-20.5%	방어주 (통신, 배당주)
2021-07-30	2023-01-31	18	-24.3%	2차전지
2024-04-30	2025-08-31	16	+18.4%	조선, 방산, 전력기기, 반도체

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

20. 26년 이익 전망 자체는 긍정적이나, 컨센이 과도하게 낙관적일 가능성도 고려

- 12개월 선행 PER 밸류에이션 관점에서 봐도 비슷한 모습. 일단 9월말 10.8배에서 10월 말 현재 11.5배로 빠르게 상승해 버린 상황. 그러나 과거 역대급 강세장이자 현재와 유사한 환경(유동성 장세 + 실적 증익)이었던 05~07년, 20~21년 당시에 13~14배까지 상승했던 사례를 상기해볼 필요
- 이처럼 증익 사이클 진입 자체는 시장에서도 큰 이견이 없겠으나, 내년에 주식시장 참여자들은 26년 이익 컨센서스 가 어느정도 하향이 될지에 대해 고민해야 할 것으로 판단.
- 과거의 패턴을 고려했을 때 특수한 상황을 제외하고는(대규모 부양책, 슈퍼사이클 등), 연초 이익 추정치 대비 그해 실제 연말 이익 간의 괴리 발생이 불가피했던 사례가 대다수 였기 때문.

2005년 이후 코스피 연간 영업이익 컨센서스 vs 실제치 비교



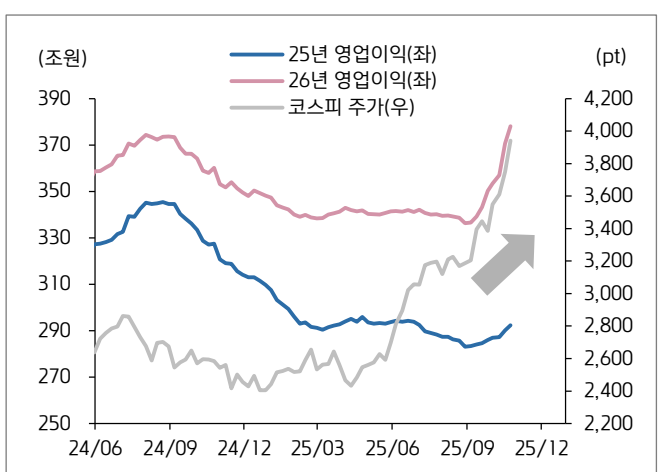
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 증익 사이클 초반부 임을 감안 시, 26년 상반기까지 컨센서스 하향 가능성 제한

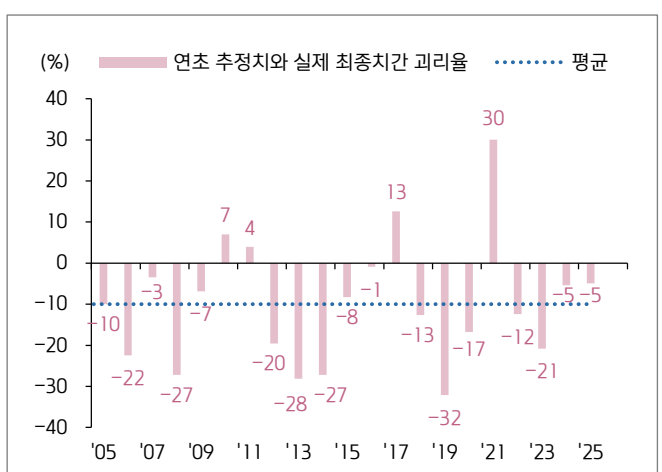
- 이 같은 이익 컨센서스 하향이 나타나는 배경은 연초에 기업 이익이 "올해에는 좋을 것"이라는 낙관적인 편향을 가지고 시작한 채 연말까지 시간이 지날수록 내부 및 외부 요인들의 변화, 실제 기업들의 분기 실적들을 확인해 가면서 현실성을 반영하기 때문.
- 25년 코스피 영업이익 컨센서스는 9월 말 285조원에서 10월말 현재 290조원대로 약 1.4% 상향, 26년 컨센서스는 9월말 350조원에서 10월말 현재 370조원대로 약 5.8% 상향(25년 대비 26년 컨센서스는 약 28% 증익 전망)된 상황.
- 25년 남은 기간에도 추정치 상향 작업은 계속 이루어질 것이며, 이는 26년 이후 시간이 지날수록 반대급부(추정치 하향 조정 재작업) 현상을 염두에 두어야 함을 시사

코스피와 25, 26년 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익의 연초 추정치 vs 실제치 괴리율



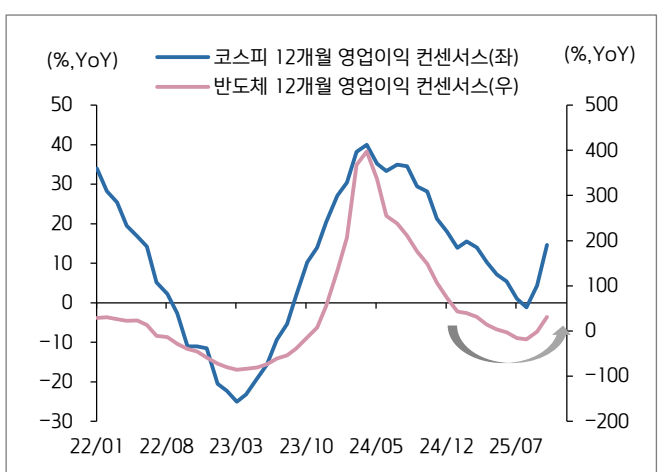
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 코스피 이익 사이클을 견인하는 것은 반도체, 미국 AI 투자 모멘텀도 긍정적

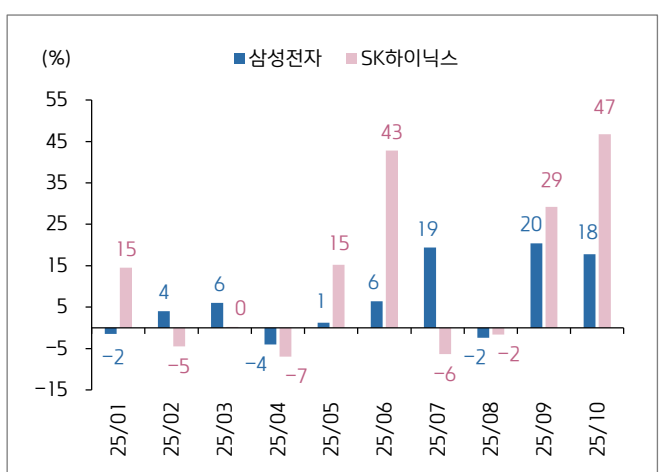
- 하지만 코스피의 증익 사이클은 아직 초반부이며, 한동안 AI 투자 사이클 모멘텀, 관세 피해 수출업종 실적 회복 등이 예상되는 만큼, 내년 상반기까지 컨센서스 하향 가능성은 제한적이라고 판단
- 단기적으로는 삼성전자, SK하이닉스의 9~10월 주가 폭등 이후 차익실현 물량을 소화하는 과정에서 지수 상승에 대한 자신감이 위축되는 상황에 직면할 수 있기는 함
- 다만, 이 같은 자신감 위축, 즉 주가 되돌림은 어디까지는 과열, 속도 부담을 덜고가는 숨고르기 성격 그 이상도 그 이하도 아닐 것으로 판단

코스피와 반도체 업종의 12개월 선행 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

2025년 삼성전자와 SK하이닉스 월간 주가 등락률



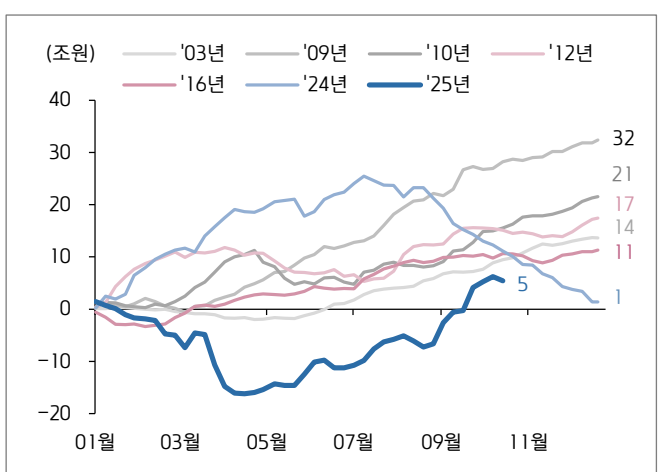
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 외국인 주도로 4,000pt에 도달한 코스피, 향후 외국인 수급 여건도 나쁘지 않아

- 향후 코스피 지수를 전망할 때 외국인 수급 변화를 간과할 수 없음. 올해 코스피를 견인했던 수급상 메인 주포는 외국인이며, 내년에도 이들의 수급 영향력을 무시할 수 없기 때문
- 현재 외국인의 코스피 지분율은 34%를 넘나 들면서 연초 이후 최고 수준을 기록했으며, 2000년 이후 역사적인 평균 지분율(33.8%)대도 상회한 만큼, 외국인 수급이 목에 찼다는 의견을 제기할 수 있음
- 그렇지만 작년 1~7월 초 외국인 바이코리아 당시 이들의 코스피 지분율은 최대 35.0%를 기록했으며, 당시 이들의 바이코리아 배경은 "정부의 밸류업 정책 모멘텀 + 코스피 이익 모멘텀"이었다는 점에 주목해볼 필요
- 현재 환경도 정부의 주식시장 정상화 정책 모멘텀이 발생 중에 있으며, 이익 모멘텀 역시 견조하다는 점을 감안 시 이들의 수급 여력은 아직 남아있다고 판단. 과거 반도체 슈퍼사이클 당시 36%대까지 코스피 지분율을 확대한 경험이 있다는 점도 참고해볼 필요.

역대 외국인 코스피 순매수 최상위 사례 비교



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 지분율

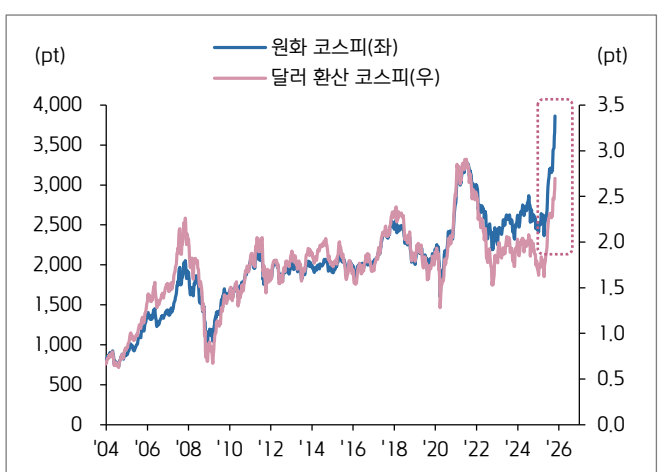
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. 아직 외국인 입장에서는 한국 증시에 대한 투자매력 높은 편

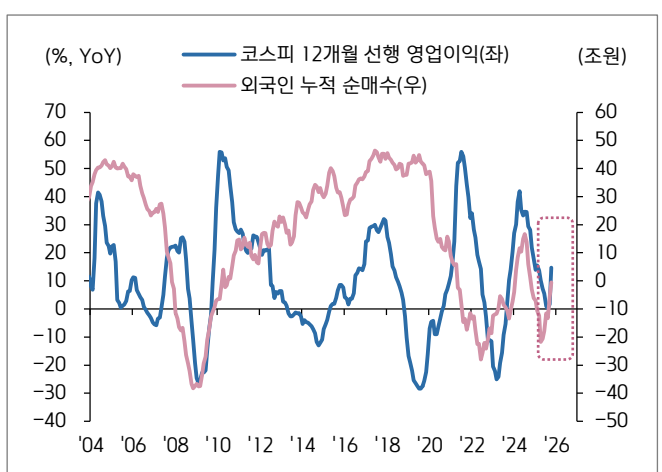
- 올해 외국인의 순매수 규모와 속도가 역대급으로 진행되는 과정에서 일부 시장 참여자들은 기존의 펀더멘털 상요인만으로 추가적인 순매수를 이어가기에 한계가 있다는 의견을 가질 수 있음.
- 여기서 달러로 환산한 코스피 기준으로는 아직 2021년도 고점을 돌파하지 않았다는 점에 주목할 필요. 더욱이 달러를 원화로 환산해 투자하는 외국인 투자자 입장에서 한국 증시에 투자했을 때, 자본 차익이 발생하지 않더라도 환 차익을 획득할 수 있는 확률도 높은 편
- 또 외국인은 통상 환율 플레이보다는 이익 모멘텀 플레이를 중시하는 편이며, 여러 차례 강조했다시피 현재 코스피 이익 모멘텀 개선이 현재 진행형이라는 점은 이들의 순매수 여력을 확대시켜주는 요인

달러 환산 코스피 기준으로는 아직 전고점 미 돌파



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 이익 전망과 외국인 순매수 관계



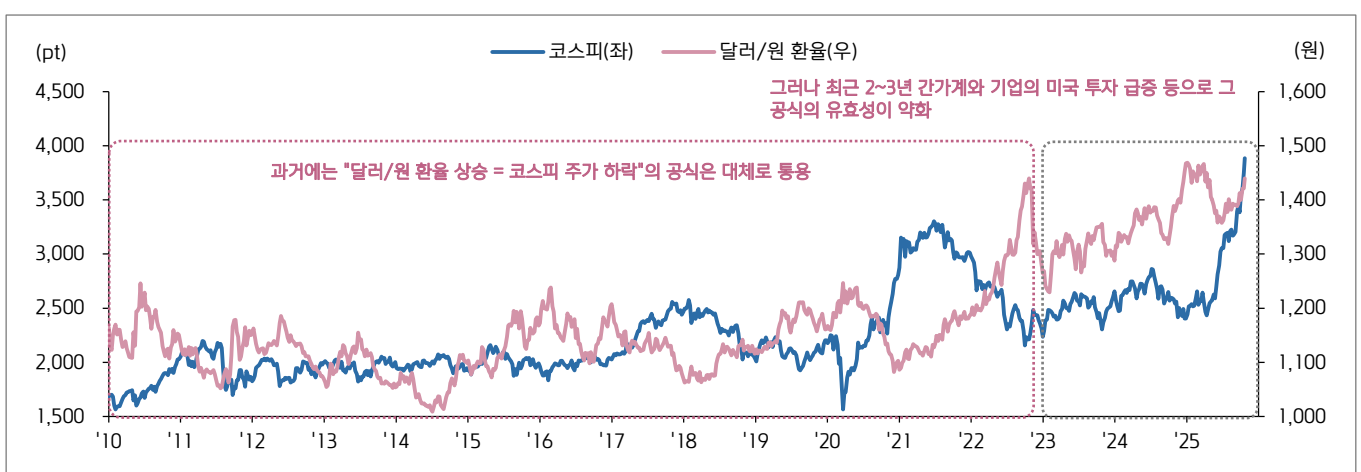
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. 달러/원 환율 급등, 증시에 구조적인 악재가 되지는 않을 것

- 최근 달러/원 환율 급등에는 대미투자 재원 마련 불확실성 (일시불 납입 시 외환보유액 급감 우려 등)이 작용
- 그러나 이미 서학개미들의 미국 주식 투자 급증에 따른 구조적 달러 수요 확대로 국내 고환율이 뉴노멀에 진입했다는 점도 고려해야 함
- 당분간 1,400원 대내외 고환율이 지속될 것이며, 이는 국내 내수, 항공 업체들에게 부담이 되는 요인이지만, 반도체, 조선, 방산, 자동차 등 주력 업종들에게는 긍정적인 환율 효과를 부여할 전망.
- 현 시점에서 심리적 저항선인 1,450원대를 돌파하는 추가 급등이 나타나지 않는 이상, 외국인의 순매수 기조나 증시 상방 추세가 훼손되지 않을 것으로 판단

달러/원 환율과 주식시장



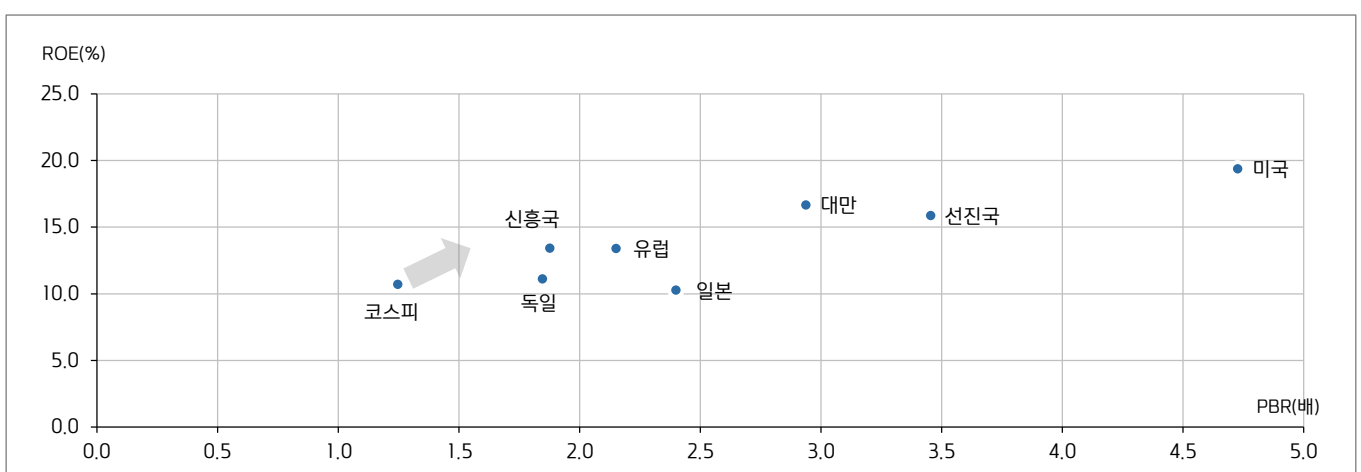
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. 외국인의 한국 증시 비중 확대 추가 유인, 정책 발 코스피 리레이팅

- "코리아 디스카운트'의 원인이었던 낮은 주주환원율과 거버넌스 한계점이 개선되는 추세는 내년에도 이어질 것이며, 이는 PBR, ROE 관점에서도 증시의 구조적인 레벨업(리레이팅)을 만들어낼 것으로 판단
- 배당 정책 개선, 자사주 소각, 투명한 자본 배분 등을 통해 주주환원을 강화하도록 기업들을 유도하는 것. 상법 개정, 자사주 제도 개편, 저 PBR 기업에 대한 밸류에이션 개선 압박 등이 주요 정책 수단이 될 전망.
- 배당소득세 최고세율 인하 가능성(기존 35%에서 25%로 수정 예상)과 상속세 개편 논의 등 세제 혜택은 배당주 투자의 매력을 직접적으로 높이고, 지배주주가 현금을 쌓아두기보다 주주가치를 제고하는 방향으로 의사결정을 내리도록 유도할 전망
- 외환시장 거래시간 연장과 같은 자본시장 선진화 노력은 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 초석으로 내년도 외국인 수급의 추가 유입을 기대하게 만드는 요인

주요국들의 선행 ROE와 PBR 비교



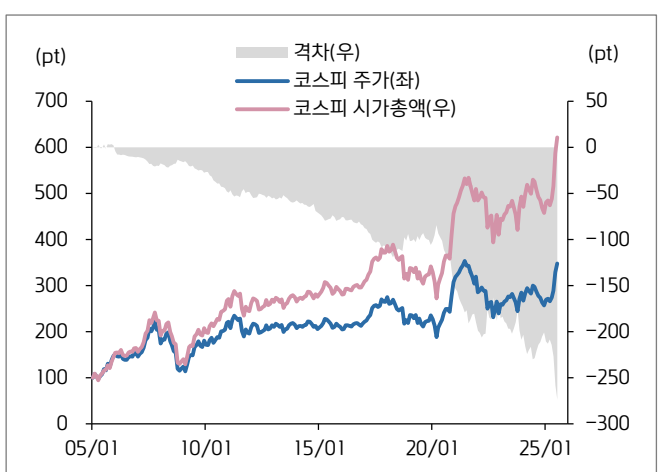
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. 상법개정안 등 정부의 증시 정상화 효과는 계속 작동할 전망

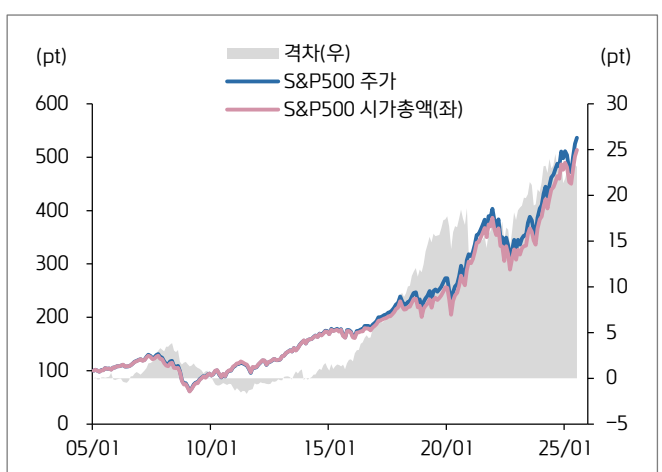
- 2006~2024년 한국 시장의 연평균 총주주 수익률은 약 7.3%로 선진국(8.4%), 신흥국(13.6%)보다 낮음. 한국의 실현수익률은 위험자본에 요구되는 기대수익률에 미달. 장기간 주주 요구수익률을 충족하지 못하는 상태가 이어지면, 투자자는 불확실한 보상에 대해 지속적으로 높은 할인율을 요구, 이는 자본비용을 높은 수준에 고착화시키는 요인. 이번 정부의 증시 정상화 정책은 그 악순환의 고리를 끊어내는 데 주 목적을 둔 것으로 보임
- 미국과 달리, 코스피 주가와 시가총액의 격차가 갈수록 확대된 것도 신규 물량들은 늘어나지만, 자사주 소각 등 주주환원 규모가 이를 따라가지 못해서 발생한 데서 기인.
- 내년 3월 주총을 기점으로 더 많은 기업이 증시 정상회 정책에 동참함에 따라 한국 증시에 대한 인식이 개선 예상. 그 과정에서 더 많은 외국인 수급 유입, 개혁 기업에 더 큰 보상을 제공하는 긍정적 피드백 고리를 형성할 전망. 이는 자본 효율성과 주주가치 중심으로 전환되는 기조를 강화 시켜 나갈 것으로 예상

코스피 주가와 시가총액 격차 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 주가와 시가총액 격차 변화



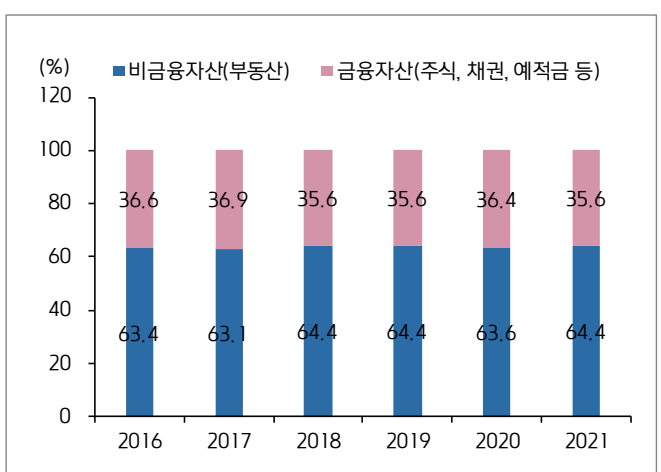
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

28. “부동산 -〉 주식”으로 머니 무브 현상, 내년에도 지속될 전망

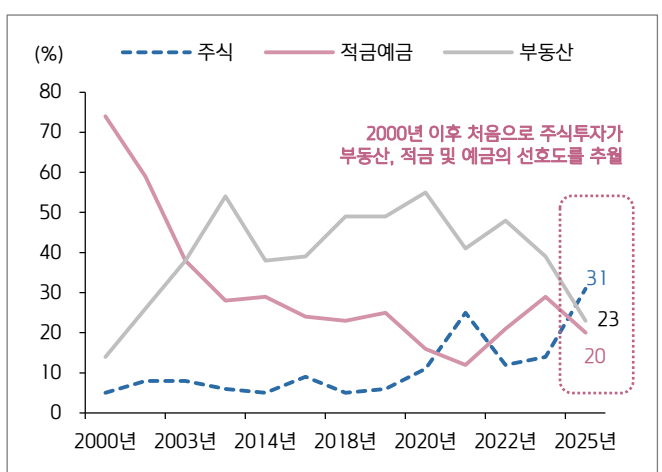
- 현 정부는 주식시장 정상화 및 활성화를 주요 과제로 삼고 있으며, 이를 위해 원칙을 고수하기 보다는 시장 심리와 투자자들의 의견을 수렴하는 유연한 정책 의지를 피력. 지난 6월 이후 연이은 부동산 추가 규제 대책이 나왔다는 점을 미루어보아, 현 정권에서는 “부동산 -〉 주식시장”으로의 머니무브를 유도하려는 의중이 담겨 있다고 판단
- 결국 1) 정부의 코리아 디스카운트 해소 의지는 변하지 않을 것이며, 2) 정치권에 미치는 주식시장의 정치적 영향력이 과거보다 높아졌다는 점을 향후 정책 방향에 반영할 필요

한국의 가계 자산 구성



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

향후 국내에서 유망한 재테크 수단에 대한 설문조사



자료: 금융투자협회 키움증권 리서치센터

키움증권

29. 기존 주도주들이 당분간 주도주의 자리를 지킬 것으로 예상

- 2026년에도 지수를 견인할 수 있는 주도주 선정을 하는 것이 메인 과제. 약세장을 제외하고 시장 색깔 변화 유무와 관계없이 주도주들이 존재. 차기 주도주 선정을 위해서 과거 주도주들의 지속력을 확인해보는 과정이 필요. 국내 증시 역사상 10개가 넘는 주도주들이 등장했다가 사라졌었으며, 이 중 주도주로서 주가 모멘텀을 1년 이상 지속한 업종도 있는 반면 6 개월 내외, 1년 미만의 기간 동안만 주도주 역할을 수행하는데 그친 업종들이 있었음
- 주도주의 지속성을 결정하는 것은 이익 성장에 달려있다고 판단. 더 나아가, 증시 추세가 훼손되지 않는 이상 주도주 교체가 거의 일어나지 않는 다는 경향도 고려해봐야 함
- 이런 측면에서 여전히 구조적 성장, 이익 모멘텀을 보유한 1) 반도체(AI투 투자 사이클), 2) 기계(방산/전력기기, 글로벌 국방 수요 지속, AI 인프라 수혜 등), 3) 저 PBR(은행, 증권 등, 상법 개정안 등 거버넌스 개선 모멘텀) 등 기존 주도주들은 내년에도 그 생명력을 연장할 전망. 또한 자동차, 바이오 등 올해 성과 부진에 시달렸던 이들 업종도 26년 이후 이익 성장이 예상되는 만큼, 이들 업종 관심 확대 필요

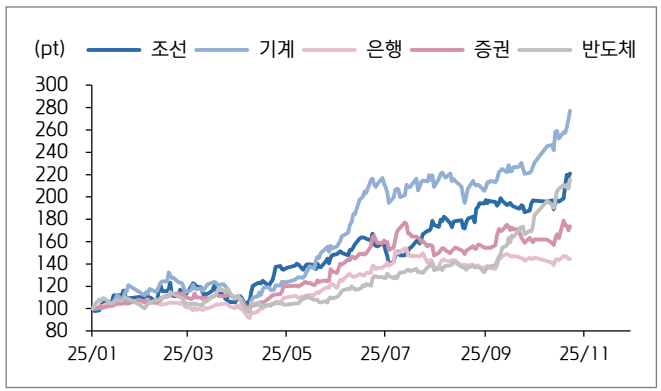
국내 증시의 주도주 역사

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

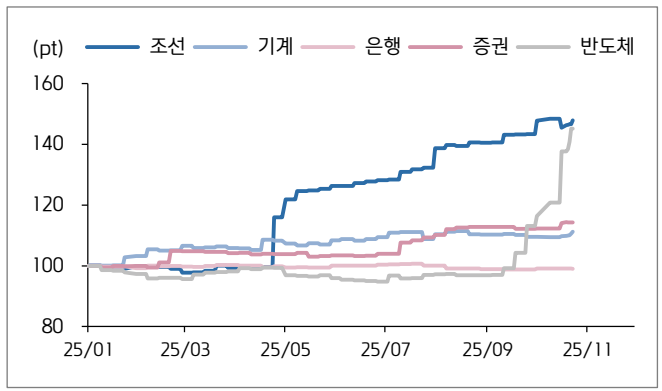
30. 주도주 vs 소외주의 주가 및 이익 기대치 변화: 소외주의 반격도 대비

연초 이후 국내 주도주들의 주가 변화



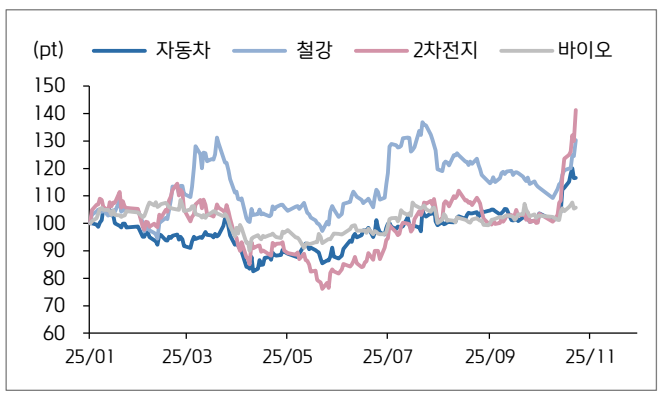
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

연초 이후 국내 주도주들의 12개월 영업이익 전망 변화



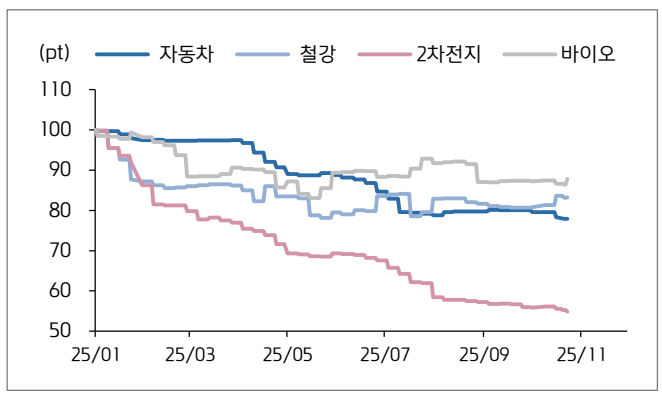
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

연초 이후 국내 소외주들의 주가 변화



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

연초 이후 국내 소외주들의 12개월 영업이익 전망 변화

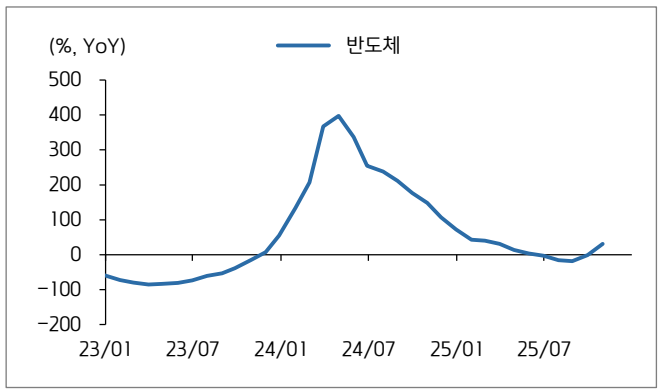


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

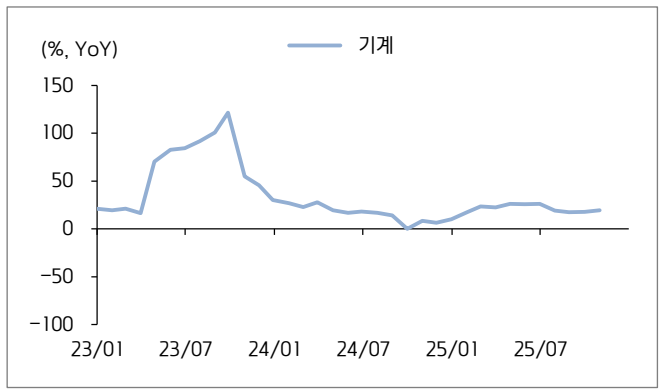
31. 주도 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클(YoY) : 내년까지 증익 추세 지속

반도체 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



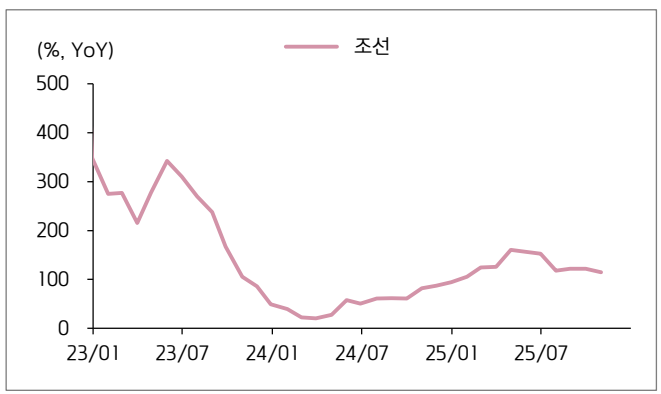
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

기계 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



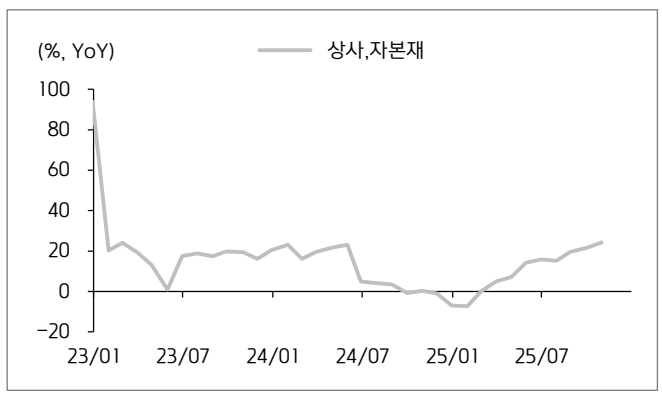
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

조선 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

상사, 자본재 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클

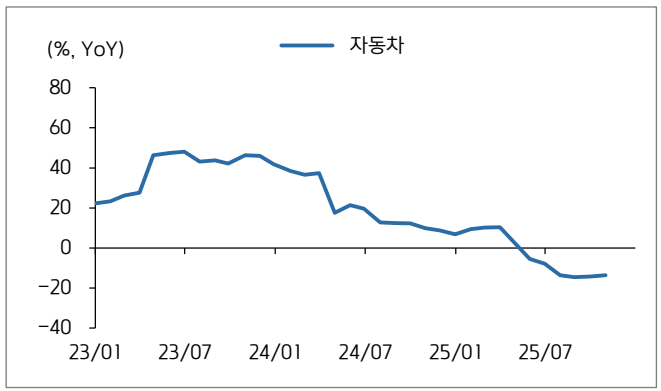


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

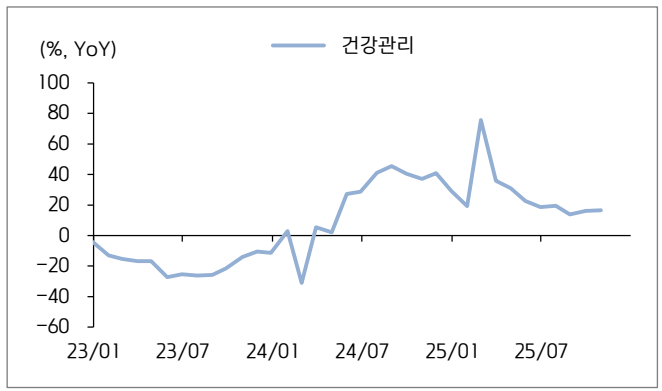
32. 그외 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클(YoY) : 이익 가시성 확보 기대감 상승

자동차 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



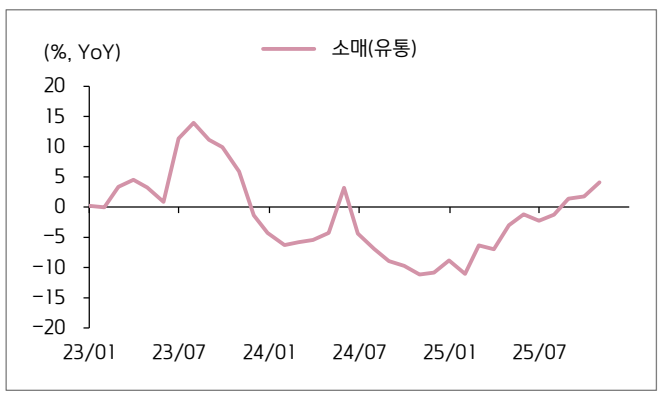
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

건강관리 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



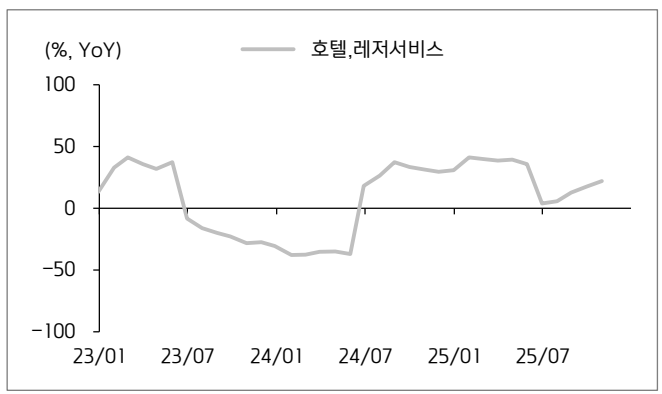
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

소매유통 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

호텔,레저 업종의 12개월 선행 영업이익 사이클



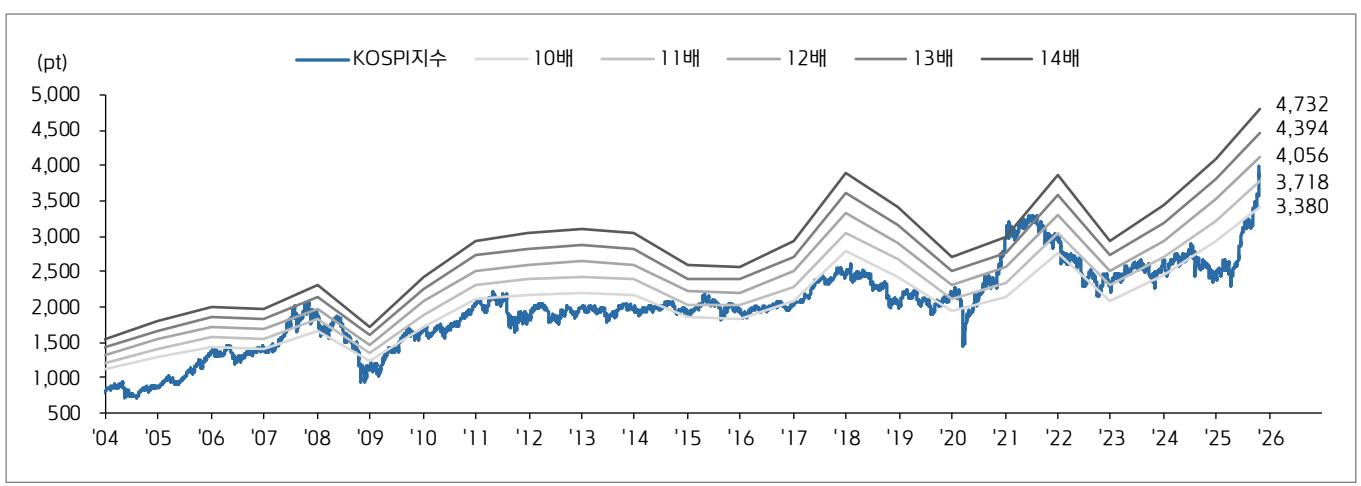
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

33. (결론) 26년 코스피의 추가 레벨업 시기, 상반기까지 상승 추세 강화 예상

- 올해 초 2,400pt에서 4,000pt대까지 퀀텀 레벨업을 시현한 코스피는 내년에도 주가 모멘텀을 이어갈 전망
- 물론 1) 특정 업종 쏠림현상 심화, 2) 단기 지수 속도 부담, 3) AI 버블 붕괴 노이즈, 4) 트럼프 관세 횡포 등 25년 4분기 이후부터 내년까지 제약 사항들이 존재할 것이며, 그 과정에서 주가 되돌림이 여러 차례 발생할 소지
- 그러나 1) 26년에도 지속될 AI 투자 사이클 및 AI 실적 모멘텀 + 국내 반도체 중심의 코스피 증익 사이클, 2) 주요국 중앙은행 및 정부의 완화 및 확대 재정 효과에서 기인한 글로벌 유동성 확대 기조, 3) 국내 정부의 증시 정상화 정책에 따른 코리아 디스카운트 해소 등 "실적 + 유동성 + 정책 " 의 구심점은 여전할 것이라는 점에 주목할 필요. 이 같은 구심점이 훼손되지 않는 한 현 증시 상승 추세가 연장되는 데 무리가 없을 것으로 판단
- 연간 코스피 레인지를 3,500~4,500pt(12개월 선행 PER 10~13배 적용)로 제시하며, 반도체, 기계, 자동차, 바이오 등을 26년 주도 및 관심 업종으로 제시

코스피 12개월 선행 PER 밸류에이션 밴드



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

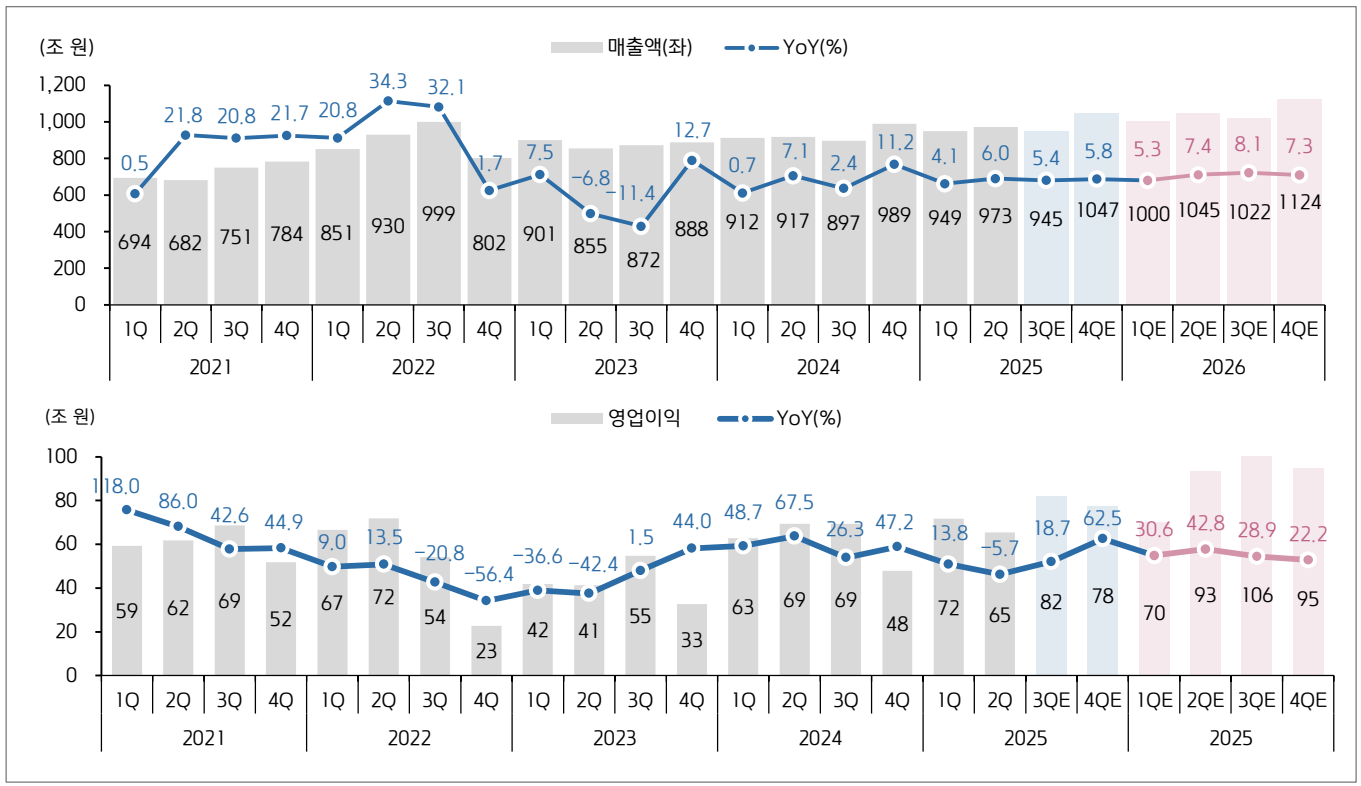
III. 퀀트: 성장 모멘텀에 따른 차별화 지속

01. 2026년 코스피 영업이익 350 조원 상회 기대

▶ 26'년 코스피 매출 전년 대비 6.3% 성장이 예상되는 가운데, 영업이익 성장은 30%에 근접할 것으로 예상. 다만, 실적 성장 탄력은 하반기보다는 상반기에 더 높을 것으로 예상

– 영업이익 성장률은 상반기에 30%대 중반에서 하반기 20%대 중반으로 둔화 전망

코스피, 분기별 매출액과 영업이익 전망치 및 성장률



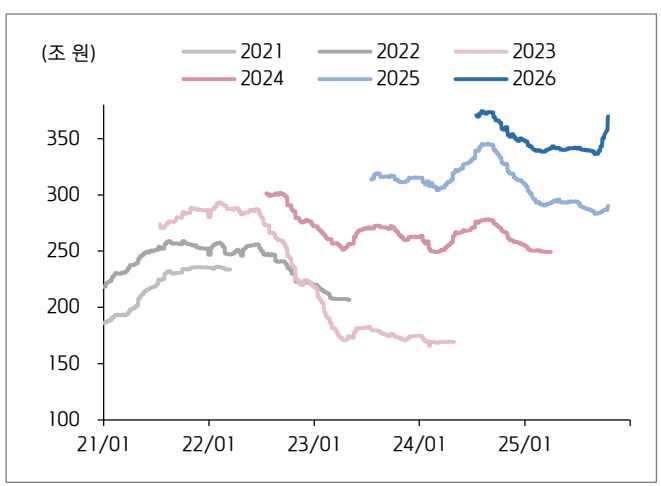
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 국내 증시 실적 반등은 반도체 업종에 집중

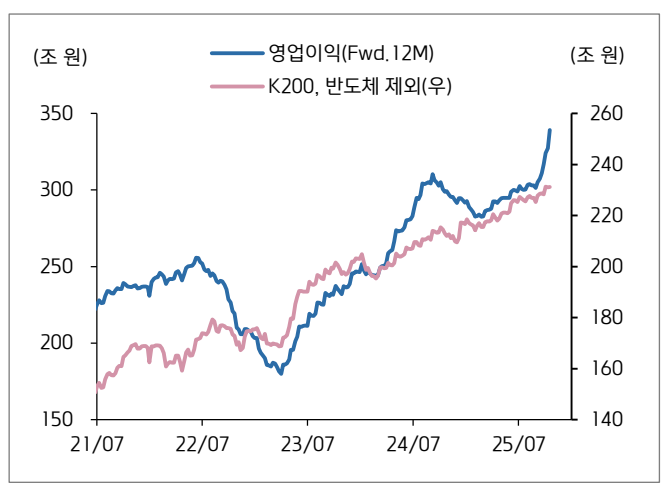
- 지난 9월 이후, 코스피의 실적 전망은 탄력적으로 개선되고 있음. 관세 관련 불확실성이 상존하고 있는 3분기보다는 4분기 실적 전망이 탄력적으로 이루어지고, 올해보다는 내년도 실적 전망이 더욱 가파르게 상향
- 다만, 국내 실적의 약 ¼ 가량을 차지하는 반도체 업종의 실적 개선이 증시 전반의 실적 개선을 주도. 이를 제외하는 경우 여타 업종에서의 실적 모멘텀은 기대만큼 탄력적이지는 않은 모습

코스피, 연도별 영업이익 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피 200과 반도체 제외한 경우의 영업이익(Fwd. 12M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. (참고) 코스피, 업종별 분기 실적 성장률 전망

코스피, 업종별 '26년 분기 매출액 성장률 전망

	2025E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
코스피	5.8	5.3	7.5	8.3	6.9	6.3
코스닥	9.3	25.2	19.0	22.2	23.5	17.8
에너지	0.8	-3.3	2.2	1.2	0.7	3.0
화학	-3.3	-3.3	7.7	9.8	8.9	7.6
비철,목재등	18.0	7.2	13.2	9.9	9.8	2.7
철강	-1.8	5.6	6.4	5.9	8.6	4.6
건설,건축관련	-5.3	4.5	3.0	4.4	1.9	4.1
기계	9.7	18.3	16.5	14.2	13.6	8.6
조선	14.2	10.9	10.0	10.7	9.9	11.9
상사,자본재	12.6	9.4	11.4	14.1	11.3	6.7
운송	7.1	-4.1	-1.2	2.3	1.5	1.6
자동차	8.9	2.9	2.9	4.1	4.2	4.1
화장품,의류,완구	6.6	7.2	11.3	11.5	14.4	6.7
호텔,레저서비스	13.2	19.3	16.6	21.3	29.7	7.4

	2025E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
미디어,교육	5.6	27.8	27.9	45.8	37.0	9.5
소매(유통)	1.6	2.4	2.6	1.2	1.9	2.9
필수소비재	4.1	6.6	5.1	5.4	5.9	4.3
건강관리	15.6	16.1	14.6	6.9	5.5	12.8
은행	-6.5					-2.2
증권	13.0	-	-	-	-	0.4
보험	-	-	-	-	-	-
소프트웨어	6.9	11.5	10.7	10.6	10.1	9.6
IT하드웨어	6.5	3.7	10.6	13.6	6.6	8.5
반도체	12.9	17.5	19.5	15.4	12.4	15.3
IT가전	-3.4	-1.9	6.6	13.6	9.1	8.7
디스플레이	-3.4	6.8	18.1	4.6	-0.8	4.0
통신서비스	2.5	-0.9	-3.3	5.1	2.6	0.9
유틸리티	0.9	-2.2	0.2	4.1	2.6	0.4

코스피, 업종별 '26년 분기 영업이익 성장률 전망

	2025E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
코스피	22.4	32.6	47.0	31.7	20.8	29.5
코스닥	45.5	89.1	52.8	47.0	44.1	57.0
에너지	20.2	흑전	흑전	69.5	139.5	65.0
화학	흑전	376.1	흑전	77.3	116.2	110.6
비철,목재등	23.8	10.3	33.5	23.2	14.6	5.8
철강	10.1	95.3	73.1	62.7	46.3	46.8
건설,건축관련	116.9	21.1	16.9	53.3	31.1	26.5
기계	25.1	37.5	34.5	29.8	25.0	26.5
조선	166.4	43.5	34.2	31.7	25.0	34.4
상사,자본재	37.7	25.4	18.7	15.6	12.8	18.6
운송	-30.6	-8.9	2.7	13.9	-1.4	8.5
자동차	-10.8	-15.9	-6.9	8.1	4.8	2.6
화장품,의류,완구	11.9	2.6	26.8	33.9	32.8	21.5
호텔,레저서비스	46.6	39.6	42.5	29.2	43.2	20.0

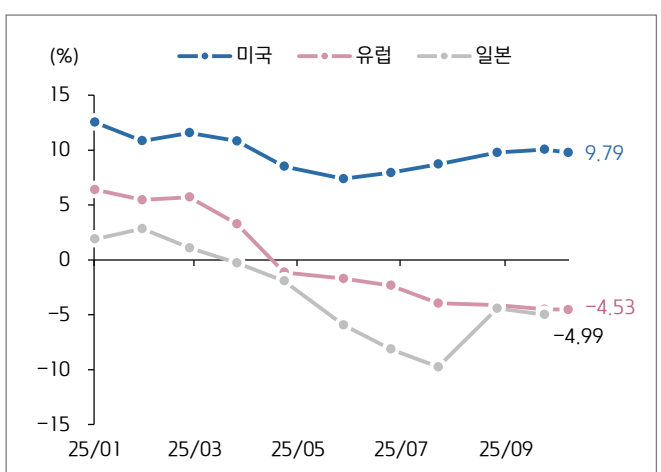
	2025E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
미디어,교육	24.9	464.5	72.1	243.7	99.6	48.8
소매(유통)	37.4	10.4	52.3	25.4	16.3	16.9
필수소비재	5.2	18.6	13.5	10.2	14.7	12.4
건강관리	64.5	35.8	19.6	16.5	17.1	26.1
은행	1.6	4.7	-1.2	8.0	14.0	5.8
증권	21.8	20.1	1.2	12.8	11.9	1.7
보험	0.4	22.9	14.1	5.4	20.9	7.7
소프트웨어	21.7	19.2	20.3	20.6	19.1	18.6
IT하드웨어	19.0	60.3	67.6	33.9	30.3	42.2
반도체	36.6	83.0	108.9	51.0	22.7	57.5
IT가전	47.9	303.2	95097.4	157.9	204.7	149.3
디스플레이	흑전	313.9	흑전	9.6	8.8	48.2
통신서비스	36.2	-5.7	-4.3	80.3	26.2	9.5
유틸리티	42.0	-6.9	47.1	21.5	0.7	13.5

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

04. AI 테마 수혜 여부에 따라 엇갈리는 글로벌 증시의 실적 모멘텀

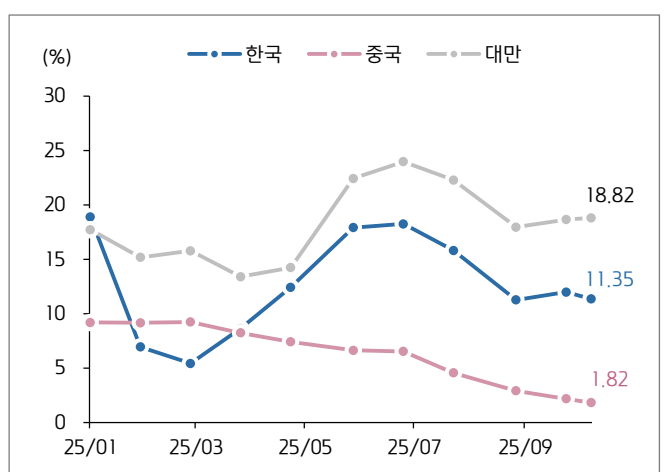
- 최근 주요국의 실적 전망 변화를 살펴보면, 미국을 비롯해 한국, 대만, 일본 등과 같이 기술 집약적인 기업들이 많은 지역들은 실적 개선 흐름 연출. 반면, 중국 그리고 유럽 증시는 지속적으로 실적 전망의 하향 압력 존재
- 10월에 들어 미국 기업들의 추가적인 실적 개선 모멘텀이 제한되는 모습 포착. 밸류에이션 부담에 대한 경계감이 높아진 상황에서 현재의 주가 수준을 정당화 시켜줄 실적 개선 모멘텀의 지속 여부를 집중적으로 살펴볼 필요

주요 선진국 FY25 EPS 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 FY25 EPS 성장률 전망 추이



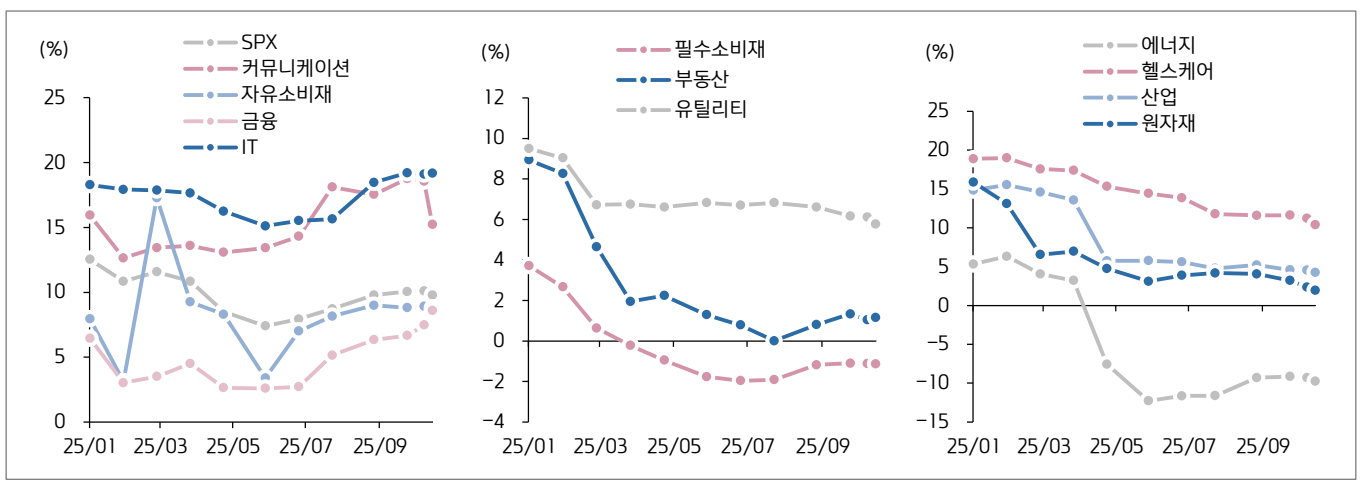
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 미 증시 내에서도 업종에 따른 'K' 자형 이익모멘텀

- 10월에 들어 S&P 500 EPS 성장률(YoY) 전망치의 추가적인 개선 흐름 제한. 다만, 증시의 상승 동력을 만들어 내고 있는 테크 관련 업종들의 실적 모멘텀은 유효
- 업종별로 나누어 살펴보면, 주요 기술주 관련 업종(IT, 커뮤니케이션서비스, 자유소비재)의 실적 성장률 전망은 하반기에 들어서도 개선 흐름 지속. 더불어, 금리 인하 사이클 돌입으로 순이자마진 개선 및 금융시장 전반의 랠리에 힘입어 금융 업종의 실적 또한 이익모멘텀 양호
- 다만, 위 업종들을 제외하는 경우 실적 모멘텀은 제한되는 상황. 특히 전통 제조 산업에 해당하는 에너지, 산업, 원자재 등의 업종의 실적 전망은 하향 압력이 지속되며 업종별 차별화 흐름 심화

S&P 500, 업종별 '25년 EPS 성장률 전망 추이 (상승 / 보합 / 하락)



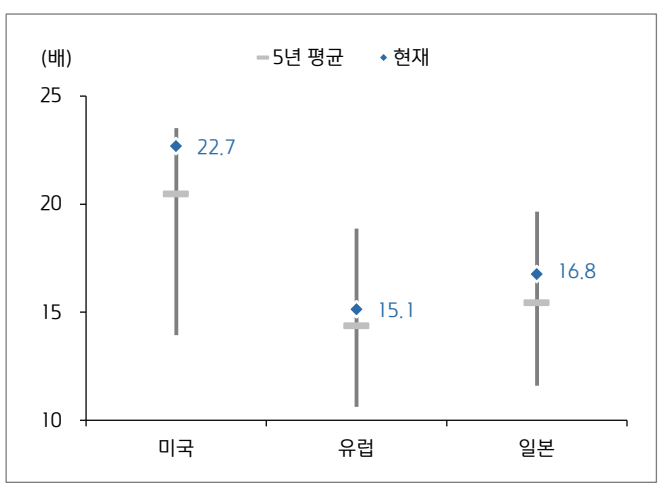
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 글로벌 증시 공통적으로 직면하고 있는 밸류에이션 부담

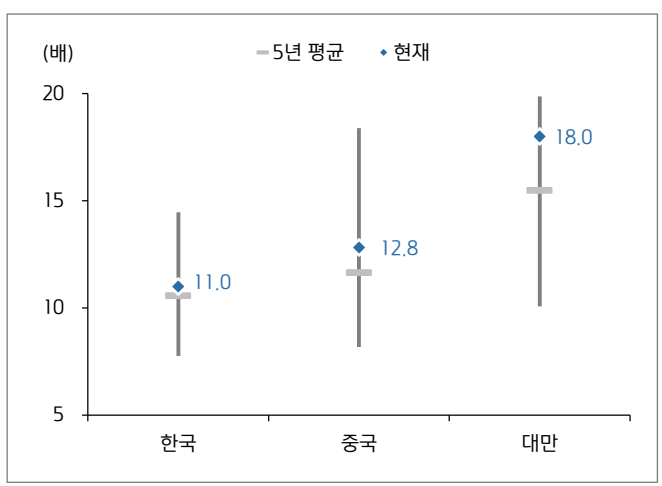
- 올해 신흥증시의 상승 탄력이 높았으나, 선진 증시도 상승세가 동반되며 공통적으로 밸류에이션 부담이 존재하는 상황
  - 미국의 경우, 5년 평균 PER(Fwd. 12M)과 비교해서 현재 +1.1σ 수준에 위치, 신흥국 중에서는 대만이 평균 보다 +1.2σ 높은 수준으로 평균 대비 상회 정도가 높음
- 한국 역시 올해 빠른 상승세가 연출되며 현재 5년 평균 밸류에이션 수준을 소폭 상회하고 있음. 다만, 단기간에 연출된 압축적 상승에도 불구하고 여전히 글로벌 증시와 비교한 밸류에이션 부담 정도는 상대적으로 높지 않음

주요 선진국 선행 12개월 P/E Range



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 선행 12개월 P/E Range



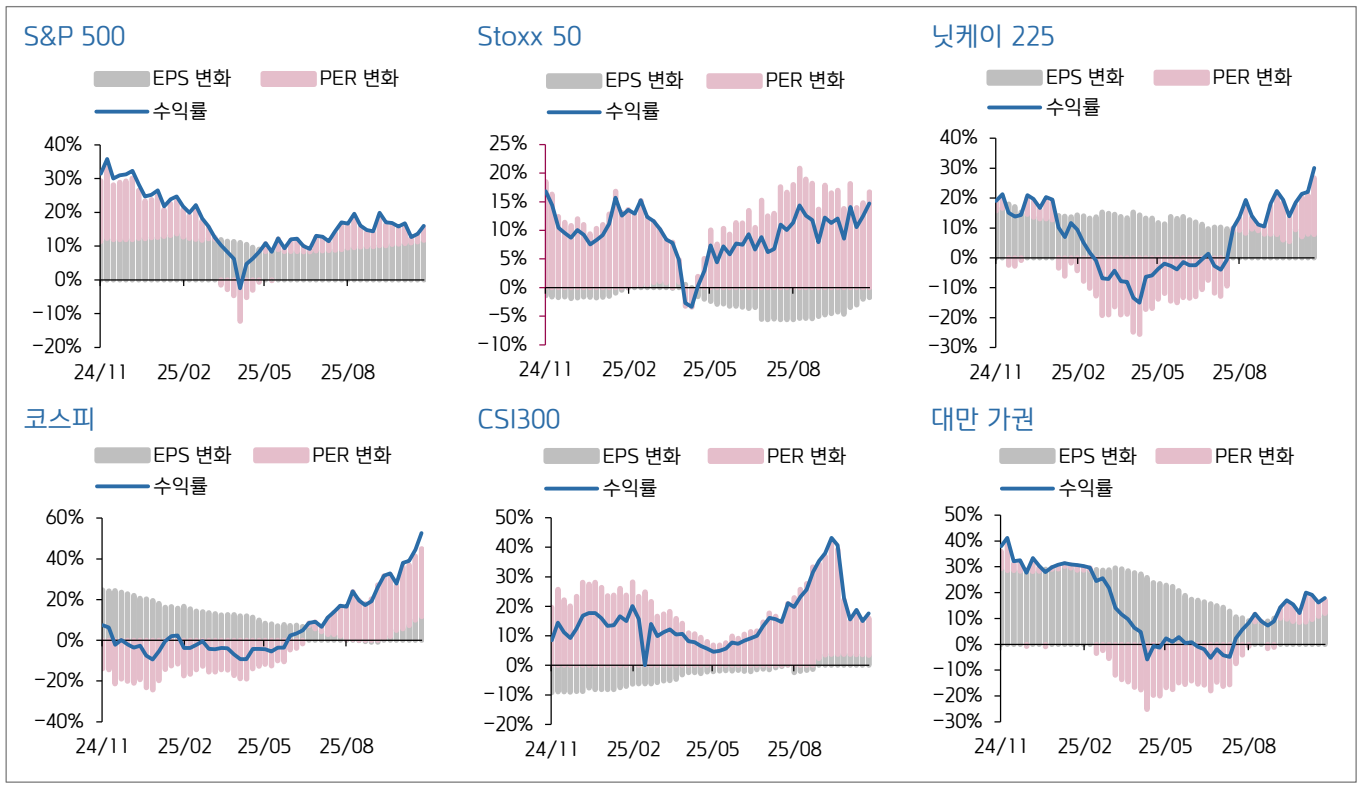
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 유동성 장세는 멀티플 확장에 힘입은 증시 상승을 주도

▶ 수익률을 실적(EPS) 변화 그리고 멀티플(PER) 변화로 나누어 살펴보면, 최근 주가 상승세가 두드러지는 한국을 비롯해 유럽, 일본 등은 멀티플 확대가 주가 상승세를 주도. 반면, 미국과 대만 증시만이 실적과 멀티플 개선이 동반. 멀티플 확장 국면이 유지되기 위해서는 3Q 어닝 시즌을 통해 펀더멘털 회복 흐름이 확인될 필요

주요국 증시, 최근 1년 주가수익률(1Y)의 동인 분해 (EPS/PER)



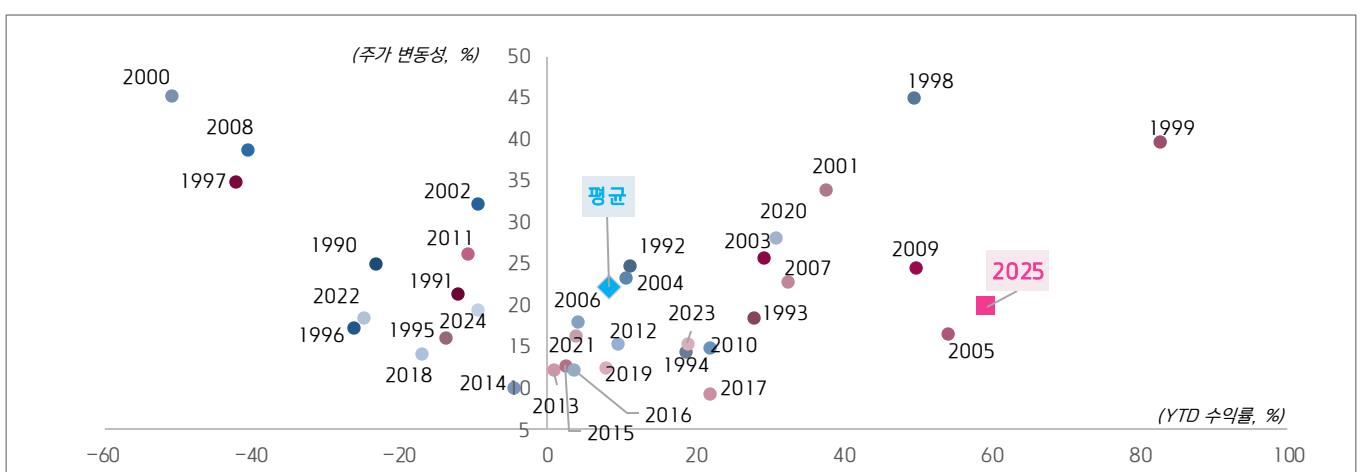
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 2025년은 Low Risk & High Return

- 1990년 이후, 코스피의 연간 주가수익률을 살펴보면 가장 높은 주가 상승세를 기록한 것은 닷컴 버블이 터지기 직전 해인 1999년 (+83%). 현재의 흐름을 이어가는 경우, 2025년은 그 다음으로 높은 수익률을 기록하는 한 해가 될 예정
- 일반적으로 높은 주가 상승을 기록하는 해에는 높은 변동성이 동반되나, 2025년은 낮은 변동성을 기록하며 안정적인 상승을 이어 온 모습은 특징적

1990년 이후, 코스피 연간 수익률과 주가 변동성



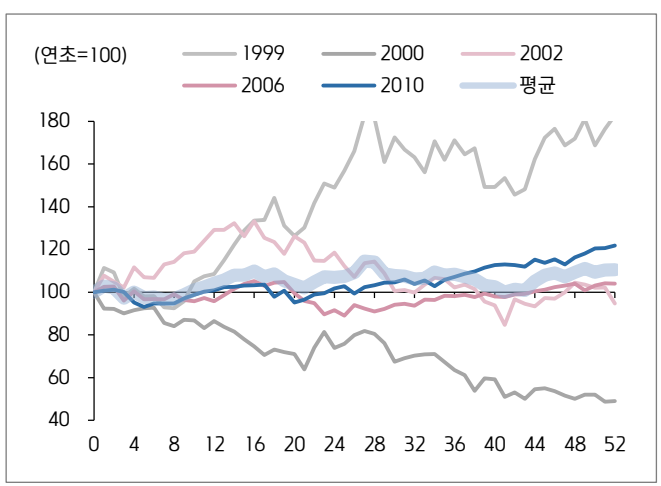
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 높은 주가 상승을 기록한 다음 해의 주가 흐름은?

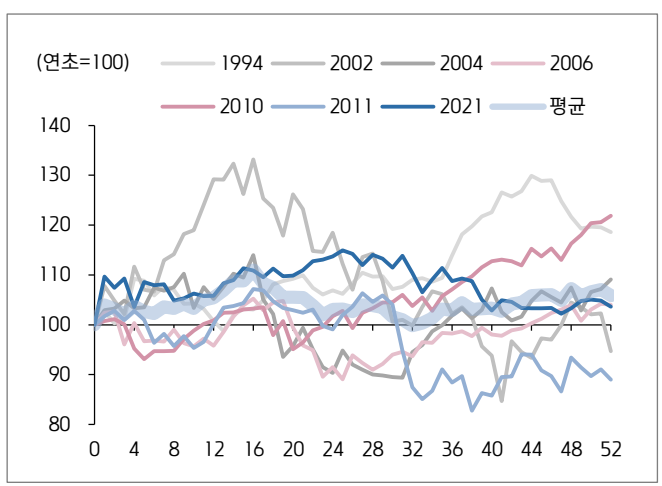
- 역사적으로도 높은 연간 수익률과 신고점을 경신한 2025년을 보내며, 2026년 투자자들이 직면하게 될 고민은 급속한 상승에 따른 차익매물 출회에 대한 우려
- 역사적으로 높은 주가 상승률을 기록한 과거의 사례들을 살펴보면, 평균적으로 뚜렷한 매물 출회 패턴보다는 강보합 흐름이 나타났음. 즉, 가격 상승에 따른 차익매물 출회 패턴을 전제로 대응할 근거 부족
  - 연간 주가 흐름의 패턴 보다는 당해 년도의 매크로 환경 그리고 실적 사이클에 입각한 전략 필요

1990년 이후, 주가 상승 상위 5개 년도의 다음해 주가 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

1990년 이후, 주가 상승 상위 10개 년도의 다음해 주가 추이



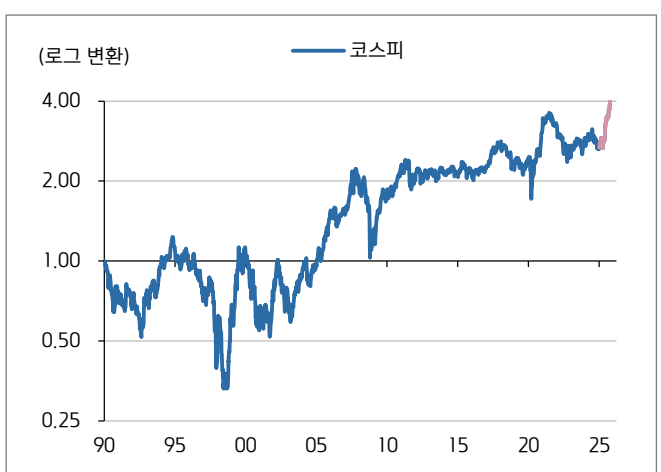
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 시스템 위기가 발생한 2000, 2008년 그리고 닷컴 버블을 앞둔 상승이 연출된 1999년 제외

키움증권

10. (참고) 코스피/S&P 500 장기 주가 추이

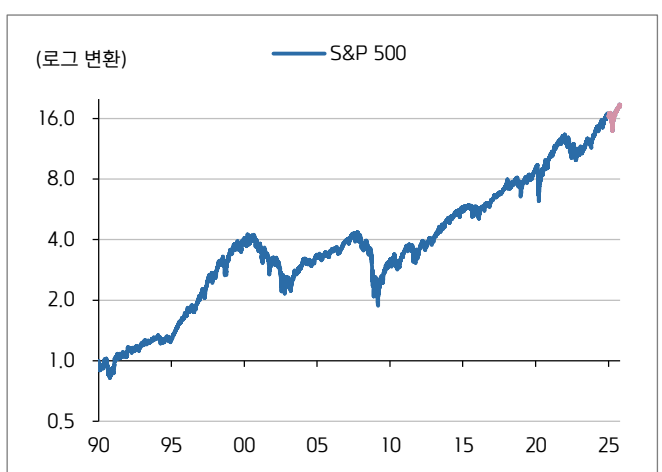
- 2025년 연출된 코스피의 주가 상승세는 상당히 빠른 속도로 이루어지며, 역사적 고점을 경신하고 있음. 절대적인 주가 수준에 대한 부담이 상존하며 지속적으로 차익실현 욕구를 자극
- 1990년 이후, 장기간에 걸친 코스피의 주가 변동을 살펴보면, 2010년대 이후 주가 변동성은 크게 완화
  - 특히 1990 ~ 2000년대에는 단일 사이클에서 주가가 2배 상승 또는 1/2 하락하는 급격한 변동이 빈번하게 연출. 2000년대 중후반 이후로는 글로벌 금융위기 그리고 코로나 국면 정도만이 2배 이상의 변동 기록
- 국내 증시의 상승세가 가파르게 연출된 점은 부담이나, 과거 역사적 상승 추세들에 비해 상승 기간이 상당히 짧았고, 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책적 드라이브가 여전히 진행중이라는 점은 상승 모멘텀 지속 가능성을 높이는 배경

코스피 장기 주가 추이 (로그 변환)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 붉은선은 2025년 기간

S&P 500 장기 주가 추이 (로그 변환)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 붉은선은 2025년 기간

키움증권

11. (참고) 코스피 EPS와 밸류에이션 멀티플

- 주가 상승세가 단기에 가파르게 연출되며, 코스피는 4,000pt를 상회하기도 함. 코스피의 선행 12개월 EPS는 334pt로 전망되는 가운데, 현재의 컨센서스가 유지된다고 가정했을 때 연말/연초에는 주당순이익은 약 5% 가량의 추가 상승 전망
- 최근의 상승에도 여전히 글로벌 증시 대비 낮게 반영되어 있는 국내 증시 멀티플을 감안했을 때, 밸류에이션과 주가의 조합 측면에서도 주가 지수의 상승 여력이 남아 있을 것으로 판단

코스피 선행 12개월 EPS와 PER 밸류에이션 조합에 따른 주가

PER ↓ \ EPS →		현재(pt)							
		-15%	-10%	-5%	334	5%	10%	15%	20%
현재(배)	10	2,836	3,003	3,170	3,337	3,504	3,670	3,837	4,004
	11	3,120	3,303	3,487	3,670	3,854	4,037	4,221	4,404
	11.7	3,307	3,502	3,696	**3,891**	4,085	4,280	4,474	4,669
	12	3,403	3,604	3,804	4,004	4,204	4,404	4,605	4,805
	13	3,687	3,904	4,121	4,338	4,555	4,771	4,988	5,205
	14	3,971	4,204	4,438	4,671	4,905	5,138	5,372	5,606

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) '25/10/24 기준

12. 2025년, 단기 로테이션은 존재했지만 주도 업종은 한정

▶ 올해 업종간 로테이션의 빈번한 연출에도, 상반기에 이어 하반기까지도 공통적으로 주도 업종으로 자리매김하고 있는 것은 AI 반도체, 조선, 방산, 태양광/ESS, 신재생에너지 등이 해당.
더불어, 실적 턴어라운드 기대가 더해지며 2차전지 업종 또한 상승세가 강하게 연출되는 모습

MKF500 주요 테마 기준, 월별 수익률 순위

1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
로보틱스 (45)	방산 (29.7)	방산 (7.4)	조선 (26.5)	원자력SMR (24.5)	원자력SMR (42.9)	방산 (15.9)	조선 (9.6)	로보틱스 (23.4)	2차전지 (40.9)
원자력SMR (22.5)	K-컨텐츠 (17)	K-푸드 (5.5)	태양광&ESS (22.1)	태양광&ESS (21.3)	신재생 에너지 (23.4)	2차전지 (15.8)	K-컨텐츠 (5.9)	AI반도체 (19.8)	태양광&ESS (22.8)
태양광&ESS (19)	E-커머스 (7.4)	자동차 (1)	원자력SMR (21.1)	신재생 에너지 (19.5)	E-커머스 (21.7)	조선 (14.3)	자동차 (4.1)	방산 (10.6)	AI반도체 (20)
방산 (18.3)	K-푸드 (7.1)	K-뷰티 (0.3)	방산 (16.8)	방산 (13.1)	AI반도체 (21.5)	신재생 에너지 (8.9)	의료기기 (1.6)	MKF500 (9.2)	전기/수소차 (19.2)
조선 (17.9)	태양광&ESS (6.3)	MKF500 (-2.1)	신재생 에너지 (16.8)	K-뷰티 (11.6)	플랫폼 (21.5)	태양광&ESS (8.6)	로보틱스 (1)	바이오 (7.7)	신재생 에너지 (18.7)
신재생 에너지 (16.3)	조선 (4.8)	AI반도체 (-2.7)	K-뷰티 (14.3)	플랫폼 (10.4)	방산 (18)	헬스케어 (8.3)	원자력SMR (0.1)	E-커머스 (6.3)	로보틱스 (17.4)
AI반도체 (11.1)	K-뷰티 (3.5)	주주가치 (-2.8)	K-컨텐츠 (13.2)	조선 (9.4)	태양광&ESS (16.2)	전기/수소차 (7.7)	전기/수소차 (0.1)	주주가치 (5.4)	자동차 (12.4)
전기/수소차 (6.9)	플랫폼 (1.9)	원자력SMR (-5.3)	바이오 (11.8)	의료기기 (6.5)	로보틱스 (15.5)	MKF500 (5.7)	2차전지 (-0.2)	신재생 에너지 (4.9)	조선 (12.4)
K-컨텐츠 (6.5)	헬스케어 (1.5)	조선 (-5.9)	의료기기 (9.2)	AI반도체 (6.4)	MKF500 (14.3)	자동차 (5.5)	바이오 (-0.5)	의료기기 (4.1)	MKF500 (12.3)
2차전지 (6.3)	바이오 (1.3)	E-커머스 (-6.1)	주주가치 (8.3)	바이오 (6.1)	게임 (13.9)	바이오 (5.5)	K-뷰티 (-0.6)	태양광&ESS (3)	원자력SMR (11.7)
MKF500 (5.3)	신재생 에너지 (1.2)	의료기기 (-6.4)	E-커머스 (6.9)	MKF500 (5.7)	K-뷰티 (13.8)	AI반도체 (4.9)	AI반도체 (-1)	헬스케어 (2)	방산 (3)
주주가치 (5.2)	의료기기 (0.9)	게임 (-6.6)	게임 (6.4)	로보틱스 (5.6)	전기/수소차 (11.8)	주주가치 (4.3)	K-푸드 (-1.3)	플랫폼 (1.7)	헬스케어 (1.1)
의료기기 (5)	주주가치 (0.7)	플랫폼 (-7.3)	로보틱스 (4.4)	주주가치 (5.3)	주주가치 (11.6)	K-푸드 (1.7)	게임 (-1.6)	자동차 (-0.6)	주주가치 (1.1)
헬스케어 (5)	MKF500 (0.6)	전기/수소차 (-7.8)	플랫폼 (4.3)	K-컨텐츠 (3.9)	K-컨텐츠 (11.4)	의료기기 (1.3)	MKF500 (-1.7)	게임 (-0.7)	바이오 (-0.4)
바이오 (4.6)	로보틱스 (0.5)	바이오 (-8)	헬스케어 (4)	E-커머스 (3.6)	자동차 (9.8)	K-뷰티 (0.7)	주주가치 (-2)	조선 (-0.8)	K-컨텐츠 (-1)
플랫폼 (4.1)	전기/수소차 (0)	K-컨텐츠 (-10.9)	K-푸드 (3.2)	게임 (2.3)	2차전지 (7.6)	플랫폼 (-3.7)	헬스케어 (-2.9)	K-푸드 (-0.9)	의료기기 (-1.3)
자동차 (2.8)	AI반도체 (-0.4)	헬스케어 (-11.6)	MKF500 (2.2)	K-푸드 (1.1)	조선 (6.5)	로보틱스 (-5.3)	신재생 에너지 (-3.2)	K-뷰티 (-1)	플랫폼 (-1.6)
게임 (1.6)	원자력SMR (-0.7)	2차전지 (-13.4)	2차전지 (-0.2)	전기/수소차 (0.4)	K-푸드 (5.1)	E-커머스 (-6)	E-커머스 (-3.9)	전기/수소차 (-1.4)	K-뷰티 (-4.1)
K-뷰티 (1.5)	2차전지 (-1.1)	로보틱스 (-14.3)	전기/수소차 (-1.2)	헬스케어 (0.3)	의료기기 (4.5)	게임 (-7.3)	플랫폼 (-5.3)	2차전지 (-3.1)	게임 (-4.4)
E-커머스 (1.4)	게임 (-2)	태양광&ESS (-14.6)	자동차 (-2.2)	자동차 (-2.3)	헬스케어 (1.2)	원자력SMR (-8.3)	태양광&ESS (-7.4)	K-컨텐츠 (-4.2)	K-푸드 (-4.7)
K-푸드 (-5.7)	자동차 (-5.8)	신재생 에너지 (-14.8)	AI반도체 (-4.2)	2차전지 (-10)	바이오 (0.7)	K-컨텐츠 (-9.1)	방산 (-8)	원자력SMR (-4.8)	E-커머스 (-5)

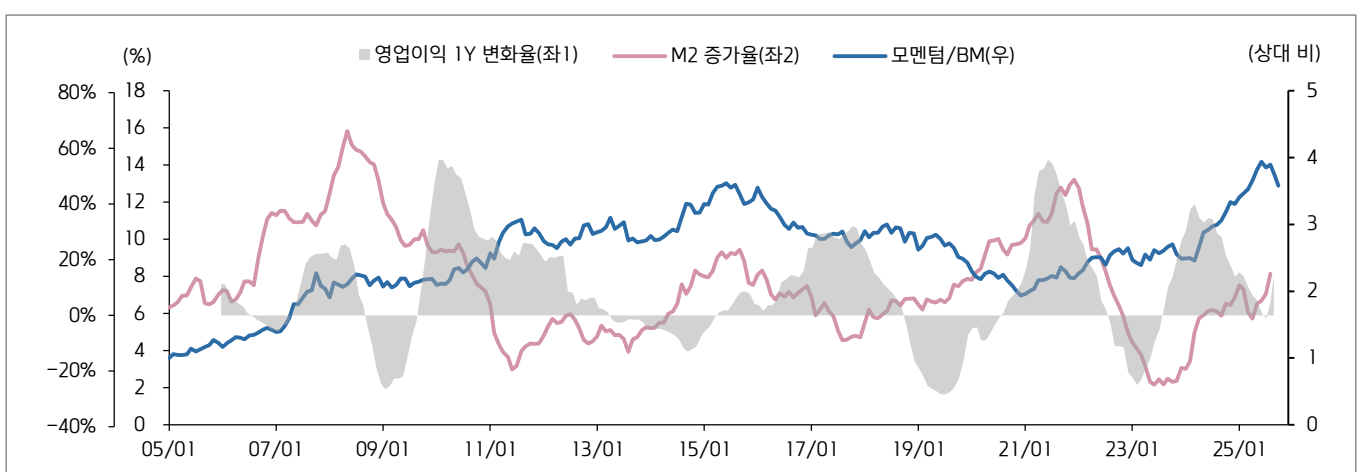
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 유동성 국면과 이익사이클은 주도주의 모멘텀을 연장

- 현재 국내 증시는 시중 유동성이 풍부해지고 있는 가운데, 실적 개선 사이클의 도입부에 위치하고 있음
- 유동성 환경 개선 그리고 실적 개선 사이클이 동반되어 연출되는 구간에서는 주도주 형성이 보다 원활하게 이루어지며, 모멘텀 스타일의 상대 우위가 연출되는 경향이 잦았음
- 4분기에 들어서 그간 소외되어 있던 실적 턴어라운드 종목군까지 상승 흐름이 확산되며, 모멘텀 스타일이 BM 대비 부진한 모습이 연출되기도 했음. 그러나, 상승 온기가 확산되는 기업들은 주력 수출 업종으로 한정되어 나타나는 만큼 실적 개선 기대감이 존재하는 주도주 장세가 이어질 가능성에 무게

유동성 및 실적 전망 환경 하에서 모멘텀 스타일의 상대 성과



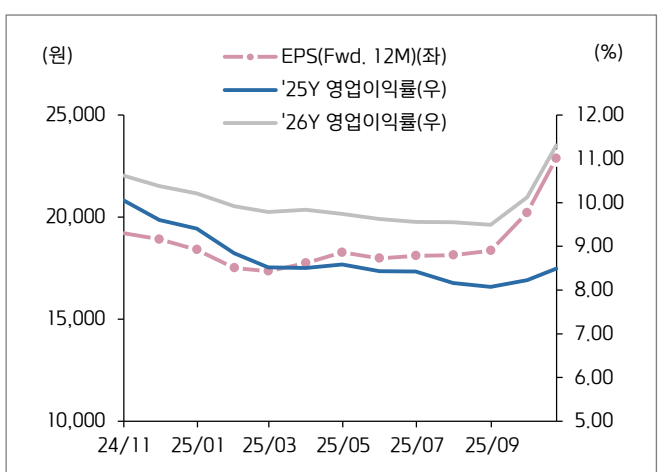
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 업종별 차별화로 수출주의 매력도가 높아지는 국면

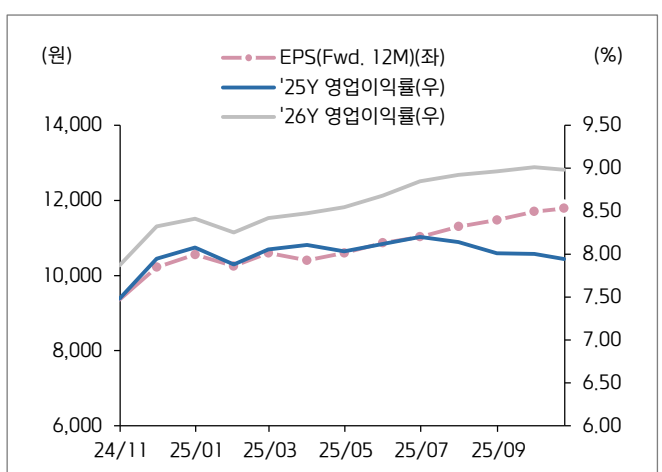
- 상반기 미국발 관세 충격으로 인해 기업들의 수익성이 악화될 것으로 예상되었으나, 현재까지 나타난 기업들의 마진 악화 영향은 제한적
  - 관련 영향이 시차를 두고 나타날 수 있으나, 현재까지는 수출 기업들의 업황 회복 영향이 더 크게 나타나며 내년도 수익성 개선 흐름이 두드러질 것으로 예상. 반면, 내수 기업들은 완만한 실적 개선 흐름에도 수익성 개선 제한
- 이와 같은 수출주와 내수주 사이의 이질적인 실적 전망 경로는 최근까지 이어진 IT, 조선, 방산, 기계, 신재생에너지 등을 중심으로 한 주도주 장세의 연장 가능성을 강화시키는 배경

수출주 실적 전망과 수익성



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

내수주 실적 전망과 수익성



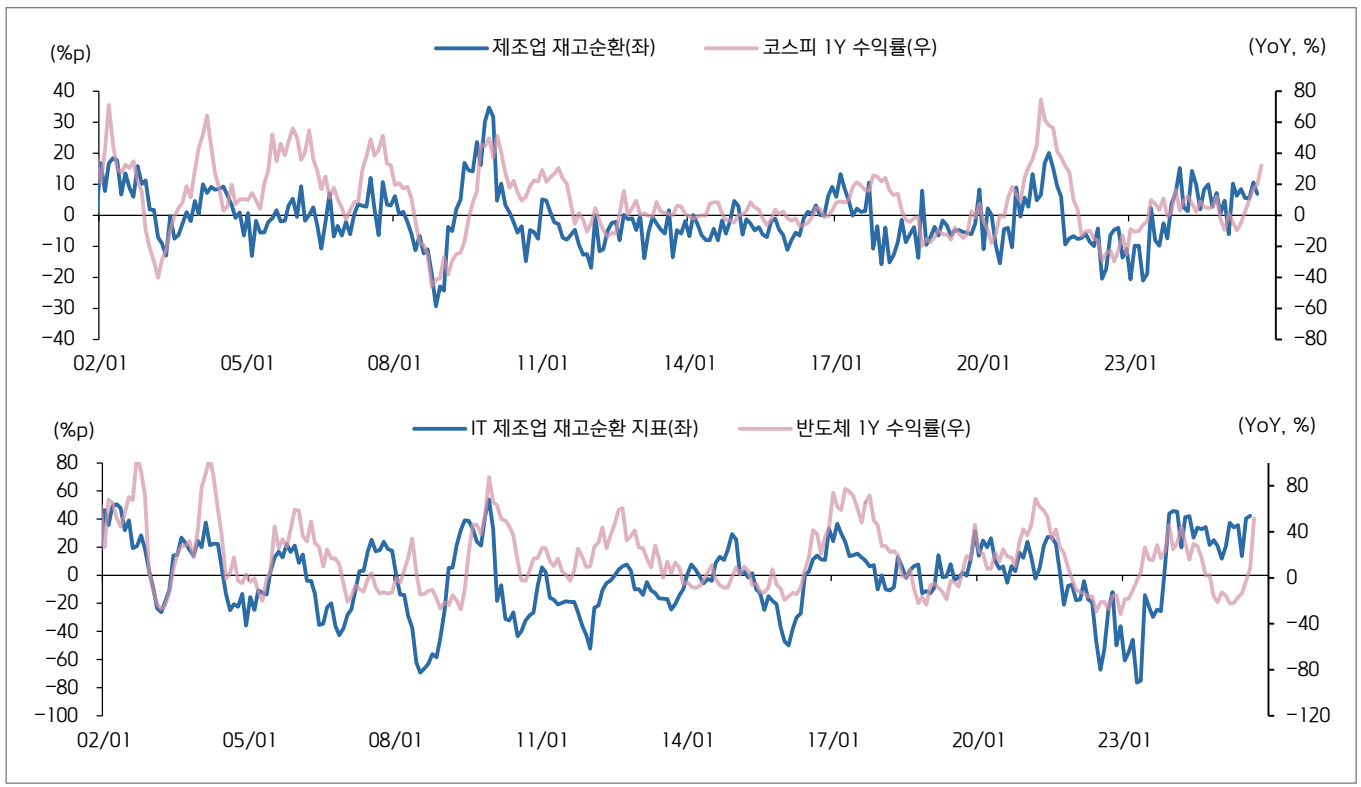
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 기업 실적을 선행하는 재고순환 지표 양호

▶ 일반적으로 국내 기업들의 수출 실적에 선행성을 지니고 있는 재고순환 지표는 '25년에 들어서 양호한 흐름이 이어지고 있음. 특히 IT 산업의 재고순환지표는 최근 10년내 가장 높은 수준에 머물고 있음. 국내 IT 기업들을 중심으로 한 실적 사이클 기대감을 더욱 높이는 배경

제조업 재고순환지표와 주가 수익률



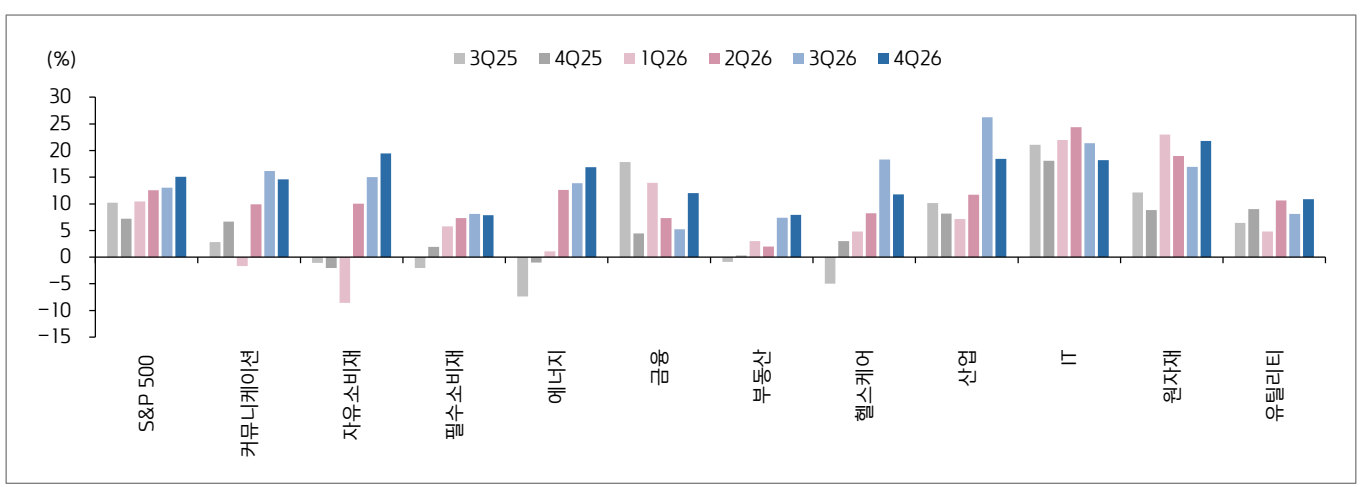
자료: FnGuide 컨센서스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 글로벌 증시의 펀더멘털 경로 또한 양호

- 국내 주요 IT 기업들의 실적 전망은 글로벌 기업들의 실적에 민감하게 반응하는 만큼, 글로벌 기업들의 실적 성장 경로 또한 중요
- 미국 S&P 500의 EPS 성장률 전망은 올 하반기 이후 내년도에도 꾸준히 성장률을 높여갈 것으로 전망되며 낙관적인 실적 흐름이 예상
- 주요 테크 업종에 해당하는 커뮤니케이션서비스, 자유소비재 업종의 경우 하반기 및 내년 1분기 성장률이 부진할 것으로 예상되기도 하지만, IT 업종은 내년 상반기까지 실적 성장률은 꾸준히 높여갈 것으로 전망

S&P 500, GICS 업종의 2H25, 2026년 분기별 EPS 성장률 전망



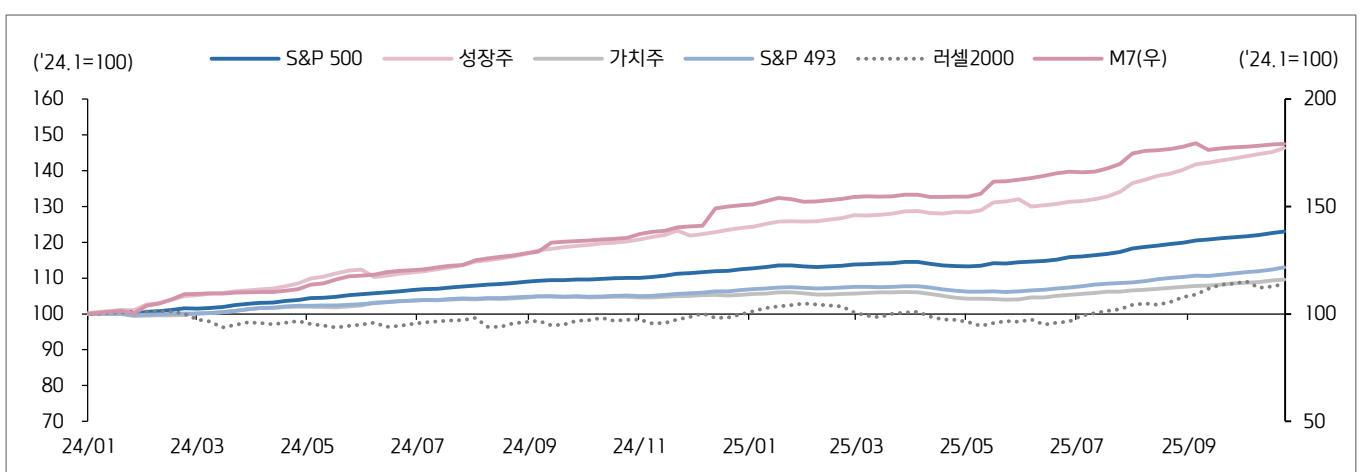
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 다만, 미 증시의 소수 종목 쏠림은 내년에도 경계 요인

- 미 증시의 성장 전망이 견조할 것으로 예상되는 점은 긍정적이나, 올해와 같이 소수 종목으로의 쏠림 심화에 대한 경계감이 상존하며 중간중간 변동성 확대 요인으로 작용할 수 있음
- 국내 IT 기업 및 2차전지 관련 기업들의 투자 심리를 이끄는 미국 빅테크 기업들의 실적 가이던스가 시장 기대를 부합하지 못하게 되는 경우, 글로벌 증시의 투자심리를 훼손할 가능성 또한 존재
- 증시 쏠림에 대한 우려가 단기간에 해소될 가능성은 높지 않은 만큼, 글로벌 빅테크 기업들의 실적 변화 방향성에 대해서는 민감하게 살펴볼 필요

미 증시, 주요 지수별 선행 12개월 주당순이익(EPS) 전망 추이



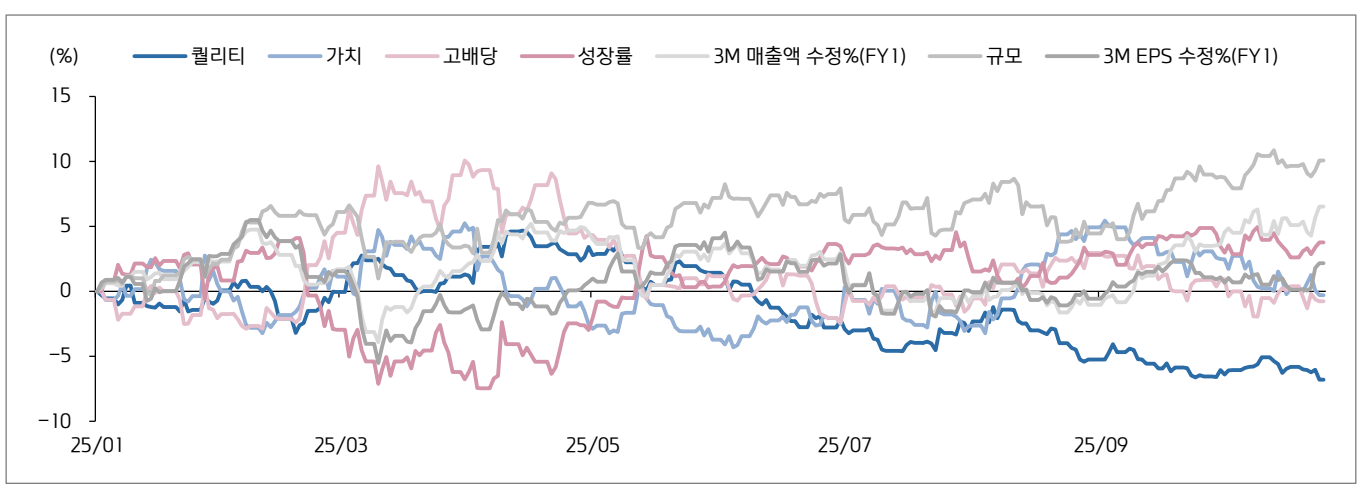
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 미국 증시, 스타일 동향) 이익모멘텀과 규모의 우위

- 미 증시의 '25년 스타일 동향을 살펴보면 하반기 초반까지는 뚜렷한 스타일의 우위가 연출되기보다는 혼재된 모습이 이어져 왔음
  - 이전의 상승 흐름을 소화하는 가운데, 트럼프 행정부가 촉발한 미 관세 여파에 따른 충격을 소화하며 증시의 방향성이 제한된 까닭으로 판단
- 이후 관련 우려가 점차 완화되는 모습이 나타나자 대형주 그리고 매출 전망 개선 모멘텀에 따른 주가 차별화 흐름이 연출되는 모습. 그 외에 성장/가치 또는 퀄리티 스타일의 흐름은 제한적
- 시장 참여자들의 관심이 AI테마의 성장 동력에 집중되어 있는 만큼 외형 성장 여부에 따른 차별화 지속 전망

S&P 500, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



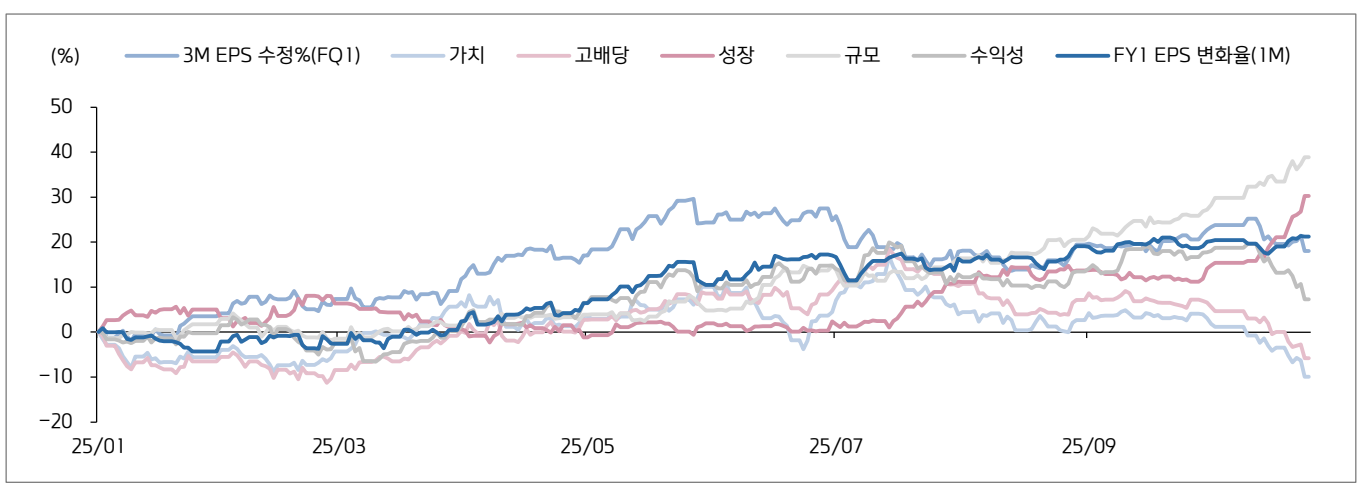
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 한국 증시, 스타일 동향) 성장주와 사이즈로의 로테이션

- 국내 증시는 외국인을 중심으로 한 수급 개선 흐름이 연출되며 하반기 이후 꾸준히 대형주의 상대 우위가 연출되었음
- 한편, 글로벌 증시의 매크로 불확실성이 점차 완화되고, 금리 인하 사이클 기대가 확산됨에 따라 성장주 성과가 빠르게 개선. 미 증시의 성장 스타일 강세와 비교해 보다 탄력적으로 개선된 모습이 특징적
  - 미 증시는 AI 테마를 이끄는 소수의 빅테크 기업들이 상승세를 주도하는 반면, 국내 증시는 반도체를 비롯해 산업/자본재 및 증권 등 비교적 다양한 업종의 성장 전망이 밝은 영향으로 판단

코스피 200, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



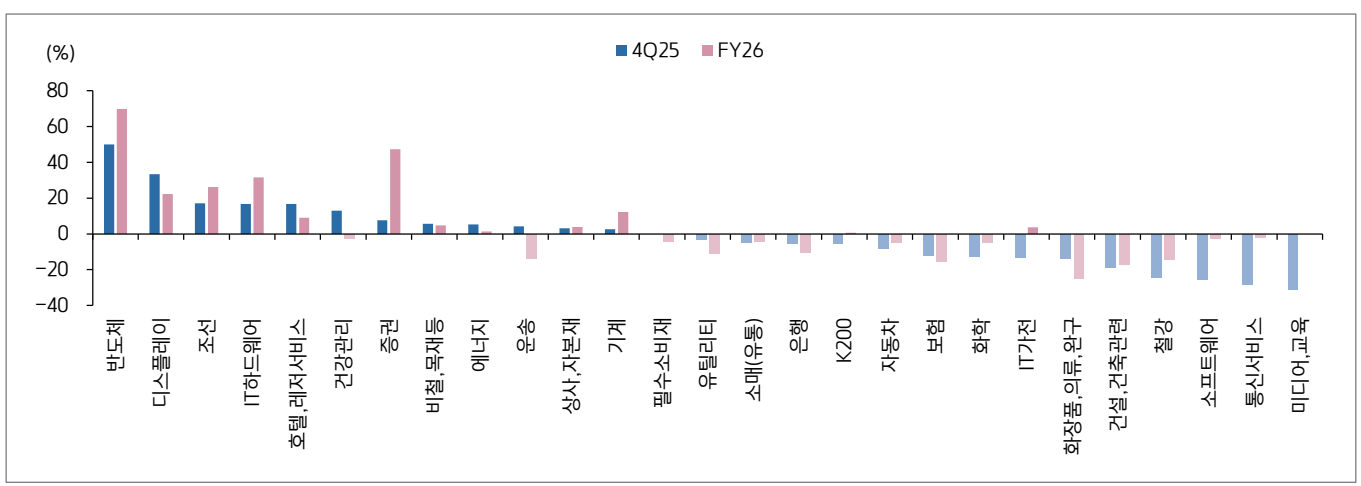
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. 주도 업종은 결국 이익모멘텀에 따라 결정

- 3분기 어닝시즌을 맞이해 기업들의 이익모멘텀을 살펴보면, 업종간 차별화 흐름이 명확하게 나타나며 주요 수출 업종들의 이익모멘텀 확인
  - 실적 개선 사이클을 통해 밸류에이션 부담을 완화시켜갈 수 있는 업종들이 주도주로서의 지위를 유지해 나갈 수 있을 것으로 전망
- IT(반도체, 디스플레이, H/W) 업종의 실적 개선 탄력이 가장 두드러진 가운데, 조선, 기계 업종이 실적 개선 흐름이 지속되는 모습
- 그 외에도 증시 강세에 힘입어 증권 업종, 건강관리 그리고 내년도 실적 턴어라운드가 본격화될 IT가전 업종도 이익모멘텀 유효

코스피200, 업종별 4Q25, FY26 이익조정비율(1개월)



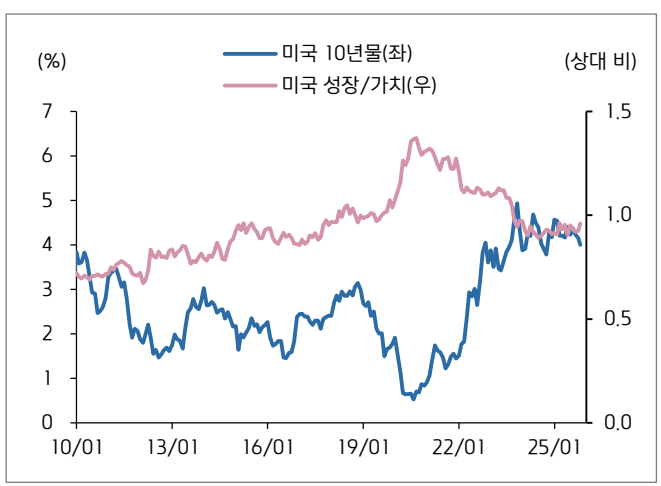
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 2026년 중반, 금리 인하 사이클 종료에 따른 스타일 로테이션

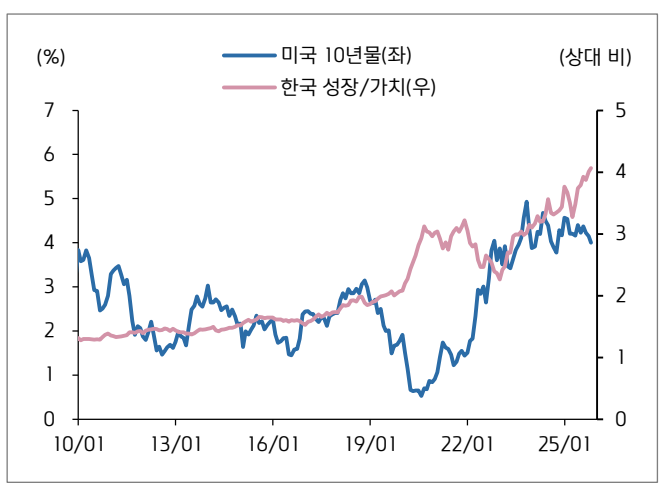
- 전술한 바와 같이 상반기에는 금리 인하 사이클 지속에 따른 유동성 장세 그리고 실적 사이클에 힘입어 성장 테마의 지속 강세 연출 전망
- 다만, 내년 중반을 기점으로 미국의 금리 인하 사이클 종료 가능성에 무게. 이를 앞두고 그간 지속되었던 유동성 랠리를 소화하며 시장 성격의 전환이 연출될 것으로 판단
  - 특히 지속적으로 높게 유지되고 있는 밸류에이션 부담에 대한 경계감이 재차 부각될 가능성 존재

미국 성장/가치 상대지수와 미국채 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 성장/가치 상대지수와 미국채 금리



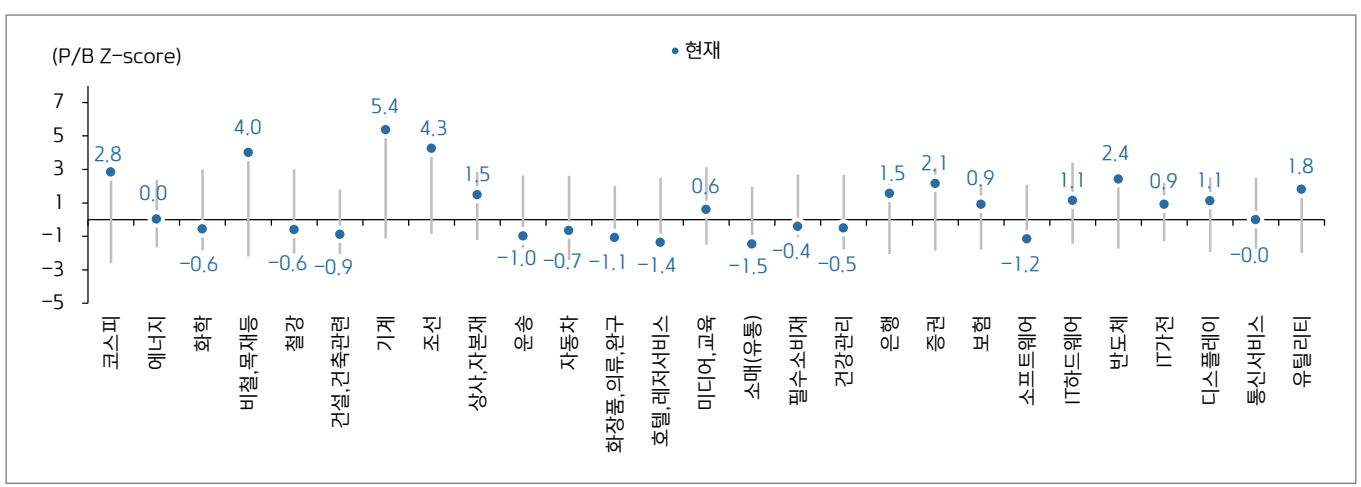
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. (참고) 코스피, 주요 업종별 PBR 밸류에이션 위치 점검

- 주력 수출 업종 그리고 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감이 증시 전반에 반영되며 최근 10년 기준 PBR(Fwd. 12M) 멀티플의 상단에 위치하고 있는 업종이 절반 가량에 해당
- 금리 인하 사이클 종료 시, 실적 모멘텀 보다는 정책 기대감의 영향이 큰 주주환원 및 배당관련 금융 업종의 안정적인 흐름 예상
- 더불어, 실적 개선 기대감에 따른 주가 상승 흐름이 제한되었던 경기방어 섹터 등의 상대적으로 변동성이 제한된 모습을 보일 수 있을 것으로 기대

코스피, 업종별 최근 10년 기준 PBR(Fwd. 12M) Z-score



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

Ⅳ. 시황: 주주가치 프리미엄화

01. 새정부 집권 2년차, 정책 드라이브 본격화

- 통상적으로, 대통령 취임 이후 1~2년 차는 신 정부 정책 기대감이 주식시장에 모멘텀으로 반영될 수 있는 시기
  - 1년차 국정과제 및 예산안 수립 → 2년차 핵심 개혁안 법제화 및 입법화, 성장 전략 실행 등의 사이클을 거치며 새 정부 정책 드라이브가 본격화되는 구간이기 때문
- '25년에도 이재명 정부 취임 이후 자본시장 활성화 정책이 모멘텀으로 작용하며 국내 주식시장 랠리에 기여
  - '26년 2년차부터는 기업지배구조 개선, 세제 개편안, ABCDEF를 중심으로 한 미래전략산업 육성안 등이 실제 정책으로 추진되는 과정에서 정부 정책발 2차 랠리를 기대할 수 있다고 판단

신정부 집권 연차별 정책 추진 특징

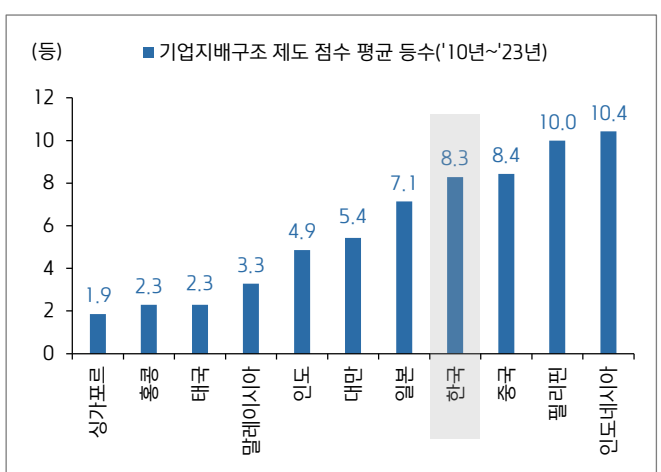
구분	시기	정책 추진 특징	주요 내용 및 경향
1년차 (집권 초기)	취임~연말	**국정 청사진·공약 구체화**	– 국정과제·5개년 계획, 예산안 수립 – 공공부문 인사 교체 – 경기부양 패키지 발표
2년차 (정책 집행기)	집권 2년차 전반~후반	**핵심 법·제도 입법화**	– 핵심 개혁 입법화 – 중점 육성 산업별 성장 전략 실행 – 예산 반영 및 집행 본격화 **[새정부 자본시장, 산업 관련 주요 정책]** * 기업지배구조 개선, 밸류업 정책 등을 통한 증시 정상화 및 자본시장 혁신 * AI(AI), B(바이오), C(컨텐츠), D(방산), E(에너지), F(제조업) 등 미래전략산업 집중 육성
3년차 (정책 수확기)	2년차 말~3년차	**정책 효과 가시화**	– 정책 효과 실현, 후속정책 보완
4~5년차 (레임덕)	집권 후반~차기 선거 국면	**정책 동력 약화**	– 핵심 개혁 및 재정집행 둔화 – 정치 불확실성 증가 속 정책 모멘텀 약화

자료: 키움증권 리서치센터

02. 거버넌스 개혁을 통한 주식시장 정상화에 초점

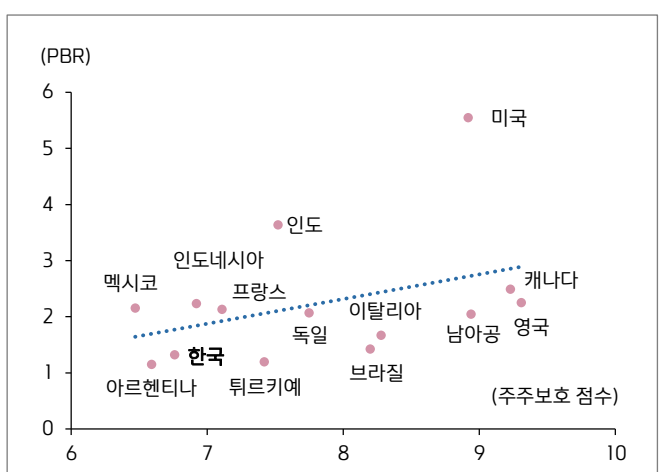
- 새 정부 증시 부양 정책의 핵심 축은 기업 거버넌스 개선을 통한 코리아 디스카운트 해소에 초점
  - 실제로, 주요 아시아 국가 11개 중 한국의 기업지배구조 점수는 8위로 하위권에 위치
  - 한국의 주식시장 및 경제 규모를 감안한다면, 기업 거버넌스 측면에서 저조한 평가를 받고 있다는 점이 확인 가능
- 상법 개정을 통해 지배주주와 일반주주 간 이해 관계 불일치를 점진적으로 해소할 것으로 기대
  - 국내 기업 거버넌스의 취약성은 오너일가 기업의 높은 비중, 경영권 승계 및 지배주주 사익 편취 사례가 빈번하다는 점
  - 지배주주와 일반주주 간 이해 관계 간극 해소, 주주가치를 존중하는 기업 문화 정착 등은 중장기적인 관점에서 국내 증시 재평가로 이어질 전망

아시아 국가별 기업지배구조 제도 평균 등수



자료: CG Watch, 키움증권 리서치센터
주) 등수가 낮을수록(높을수록) 해당 국가의 기업지배구조 제도가 좋음(나쁨)

국가별 PBR과 주주보호점수 비교



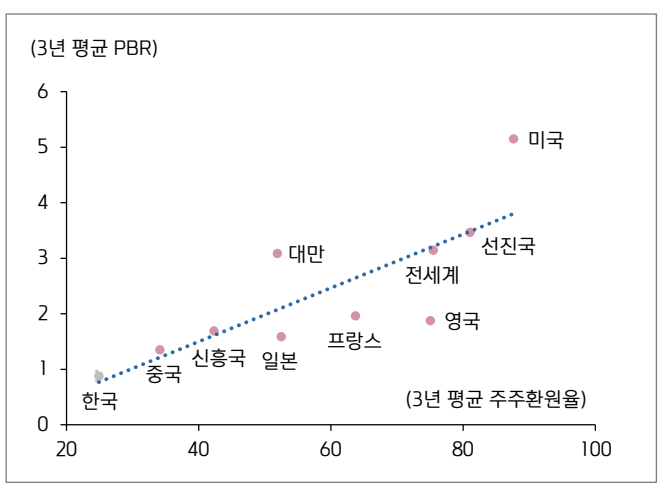
자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터
주) 국가별 주주보호점수는 2019~2023년 기준

키움증권

03. 일관적인 정책 추진 속 코리아 디스카운트 요인 점진적 완화 전망

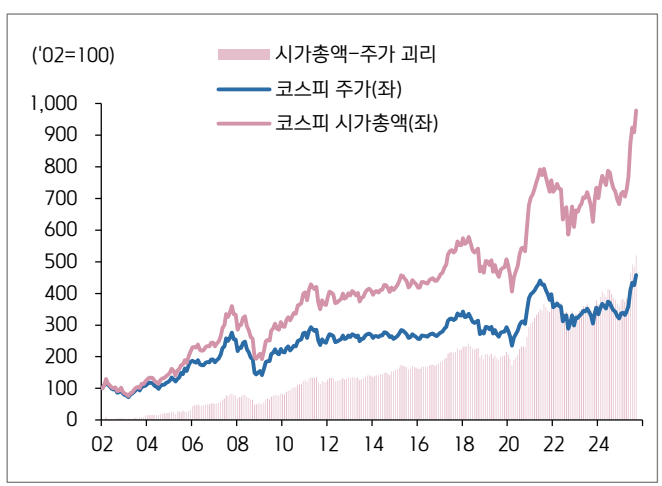
- '24년 밸류업, '25년 상법 개정의 정책적 빌드업 과정 이후 내년은 주식시장 내 구조적인 변화를 확인하는 구간
  - 지배주주 중심의 소유, 경영 일체 구조로 인해 기업의 잉여 현금은 주주환원보다는 신규 투자, 내부 유보, 사익편취형 내부 거래 활용에 활용되어왔음
  - 높은 상속세 및 배당소득 최고세율 등의 세제 구조 또한 지배주주로 하여금 주주환원 유인을 낮추는 또 다른 요인
  - 실제로, 한국의 3년 평균 주주환원율은 29%로 선진시장(87%), 신흥시장(44%) 대비 최하위 수준
  - 그 외에 기업의 핵심 사업 부문 쪼개기 상장, 저조한 자사주 소각, IPO 증가는 구조적으로 지수 부담 요인으로 작용
- 이 같은 코리아 디스카운트 요인을 제거하기 위해 새 정부는 기업 거버넌스 관련 하드룰(강제적 규제)을 도입
  - 정부의 강력한 정책 추진 의지 속 '26년 상장사의 주주환원 확대, 거버넌스 개선 속 일반주주 보호 기조 확대 전망

주요국 및 권역별 PBR과 주주환원율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 주가와 시가총액 괴리도



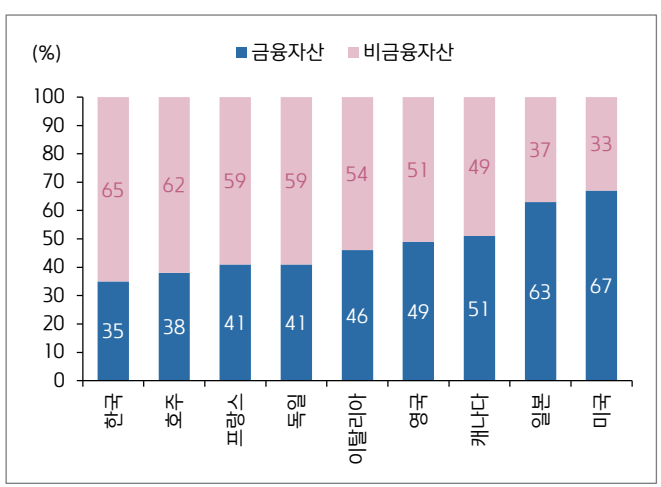
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 부동산에서 주식시장으로의 머니무브

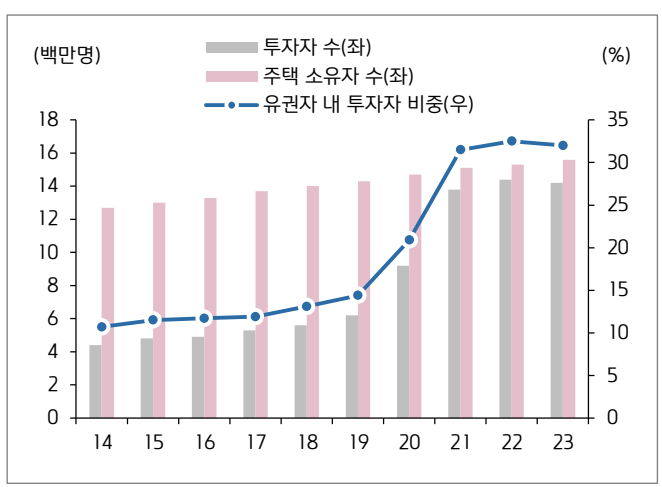
- 생산적 자산으로의 구조 전환과 국민 참여형 자산 소득 확대라는 목적 하에 새 정부는 경제 체질 개선의 일환으로 부동산에서 주식시장으로의 머니 무브를 유도
  - 한국의 가계 자산 구성 비율을 살펴보면 금융 자산(35%) 대비 비금융 자산(65%) 비중이 주요국 대비 가장 높음
  - 최근, 정부의 부동산 규제 정책 강화, 국내 주식시장 랠리로 인해 국내 가계 자산의 주식시장 유입 점증 (증시 대기성 자금인 투자자예탁금, 종합자산관리계좌 잔고 역대 최고치 기록)
- 한편, 코로나 팬데믹 이후 주식 투자 급증으로 인해 유권자 내 투자자 비중 현재 30%대까지 증가한 상태
  - 이전과 달리 주식시장은 단순히 시장 경제 영역이 아닌 정치적 영역과 연관도가 높아졌음. '26년 지방선거 일정 감안시 정부의 현 주식시장 부양 정책 스탠스는 내년까지 지속될 가능성이 높다고 판단

주요국 가계 자산 구성 비율



자료: 각국 통계국, 키움증권 리서치센터

국내 투자자, 주택 소유자, 유권자 내 투자자 비중 추이



자료: 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 2025년 MSCI 선진국 지수 워치리스트 등재는 무산되었지만

- MSCI는 2025년 평가에서 한국을 여전히 신흥시장으로 분류. 대부분의 항목을 전년과 동일한 등급 유지
  - 당초 공매도 재개, 자본시장 선진화 정책 등으로 '25년 한국의 MSCI 선진국 워치리스트 등재 기대감이 높아졌음
  - 다만, MSCI는 '23년 이후 시행된 일련의 외환, 자본시장 개선 조치들에 긍정적으로 평가했음에도 실제 시장에서의 이행 수준은 충분하지 않다고 평가하며 '25년 워치리스트 등재는 무산

MSCI 시장 접근성 평가 (MSCI Global Market Accessibility Review)

			'22년 평가	'23년 평가	'24년 평가	'25년 평가
1. 외국인 투자 개방도 (Openness to foreign ownership)		투자자 자격요건 (Investor qualification requirement)	++	++	++	++
		투자자 보유한도 제한 (Foreign ownership limit levels)	++	++	++	++
		외국인 추가 투자 여력 (Foreign room level)	+	+	+	+
		외국인 투자자 동등한 권리 (Equal rights to foreign investors)	+	+	+	+
2. 자본유출입 용이성 (Ease of capital inflows / outflows)		자본흐름의 제한 수준 (Capital flow restriction level)	++	++	++	++
		외환시장 자유화 수준 (Foreign exchange market liberalization level)	-	-	-	-
3. 운영체제 효율성 (Efficiency of the operational framework)	시장 진입 (Market entry)	투자자 등록 및 계좌 개설 (Investor registration & account set up)	-	-	-	-
	시장 구성 (Market organization)	시장규제 (Market regulations)	++	++	++	++
		정보흐름 (Information flow)	-	-	-	-
	시장 구조 (Market infrastructure)	청산 및 결제 (Clearing and Settlement)	-	-	-	-
		수탁 (Custody)	++	++	++	++
		등록/예탁 (Registry / Depository)	++	++	++	++
		매매 (Trading)	++	++	++	++
		이체성 (Transferability)	-	-	-	-
		대주 (Stock lending)	++	++	++	++
		공매도 (Short selling)	+	+	-	+
4. 투자 상품의 가용성 (Availability of Investment Instruments)			-	-	-	-
5. 제도 안정성 (Stability of institutional framework)			+	+	+	+

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

06. 정부의 MSCI 선진국 지수 편입 정책 기조는 지속

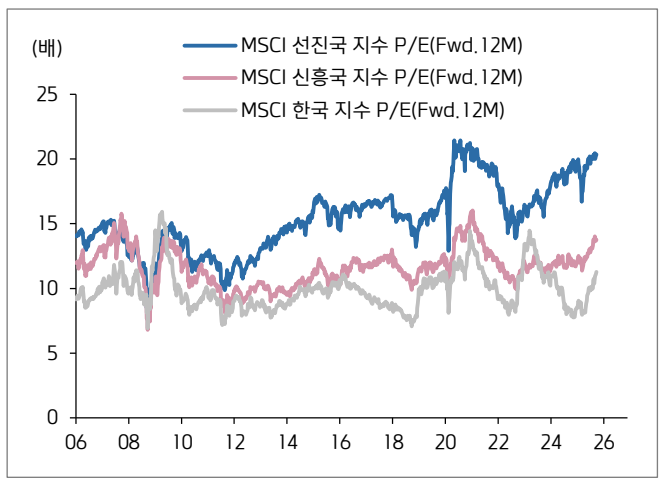
- 외국인 투자 자금 유입 속 증시 수요 기반 확충을 위한 정부의 MSCI 선진국 지수 편입 정책 기조는 지속
  - 지난 7월 정부는 MSCI 선진국 지수 편입 추진 TF를 통해 향후 선진국 지수 편입을 체계적으로 추진하기 위한 제도적 개선을 지속 추진할 것이라고 발표. 또한, '25년 연내 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 종합 로드맵을 수립할 계획
- MSCI 선진국 지수 편입 이벤트는 국내 증시의 밸류에이션 리레이팅에 기여할 전망
  - 실제로, MSCI 선진국과 신흥국 지수 간 밸류에이션 프리미엄 차이는 유의미하게 존재한다는 점을 감안시, MSCI 선진국 지수 편입은 코리아 디스카운트 해소에 일정 부분 기여할 것으로 전망
  - 한국의 경우 먼저 관찰대상국 등재 → 1년 이상 경과 후 편입 여부 결정 → 1년 이상 경과 후 최종 편입의 절차를 거쳐야 함. 따라서, 현실적으로 '26년, '27년 워치리스트 등재, 이후 '28년, '29년 편입 시나리오가 가능

한국, MSCI 선진국 지수 편입 개요

구분	내용
현재 상태	신흥시장(EM) - 2014년 선진국 지수 워치리스트 제외 이후 약 10년 간 워치리스트 등재 실패
편입 절차	① 관찰대상국 등재 → ② 편입 발표 → ③ 실제 편입
최소 소요 기간	약 3년(워치리스트 등재 1년 후 발표, 다음해 편입)
정부 제도 개선 사항	- 외환시장 거래시간 새벽 2시까지 연장 - 외국 금융기관의 외환시장 직접 참여 허용 - 공매도 재개 - 외국인 투자자 등록제 폐지 - 주식통합계좌 도입 - 영문공시 단계적 의무화 **→ 다만, MSCI는 해당 개선 사항들이 기업 전반에 확산되지 못했으며, 효과도 제한적이라고 평가. 이에 새 정부는 '25년 연내 MSCI 선진국 지수 편입 로드맵을 발표할 예정**

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

MSCI 선진국, 신흥국, 한국 지수 간 밸류에이션 비교



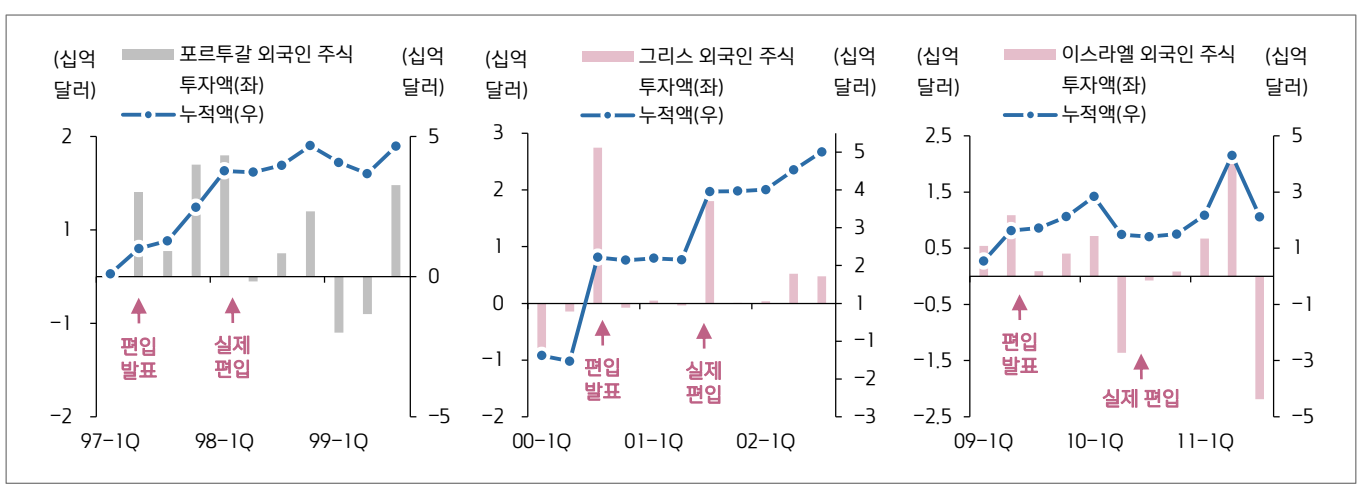
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 역대 MSCI 선진국지수 편입 발표 이후 외국인 수급액은 모두 유입

▶ 역대 MSCI 선진국 지수 편입 사례를 살펴보면, 편입 발표 이후 유의미한 외국인 수급 유입이 관찰
- 포르투갈('97년), 그리스('00년), 이스라엘('09년) 사례 당시 각각 아시아 금융위기, 닷컴 버블, 금융위기 이후 회복기 등 주요 매크로 이벤트 등의 요인도 있지만 공통적으로 편입 발표 이후 외국인 투자액은 상승했다는 점에 주목해볼 필요
- MSCI 선진지수 편입을 통해 국내 증시를 바라보는 외국인 투자자의 인식 제고를 가져올 수 있다는 점이 중요

역대 MSCI 선진국 지수 편입국(포르투갈, 그리스, 이스라엘) 편입 발표 이후 외국인 포트폴리오 주식 투자액 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 상법 개정에 따른 주주가치 프리미엄에 주목할 시점

▶ 정부는 자본시장 혁신의 일환으로 1차(7월), 2차(9월) 상법 개정안을 신속하게 추진하며 현재 국회를 통과한 상태
- 구체적으로, 이사의 충실의무 회사에서 주주로 확대, 전자주주총회 의무화, 감사위원 선임시 최대 주주 및 특수관계인 의결권 합산을 3%까지 인정하는 3%룰, 자산총액 2조 원 이상 상장사의 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 정원 확대 등의 내용이 포함
- 1,2차 상법 개정안은 법적 강제성을 지닌 하드룰 중심이라는 점에서 '26년은 상법 개정에 따른 기업 변화에 주목할 시점

새정부의 1,2차 상법 개정안 주요 내용

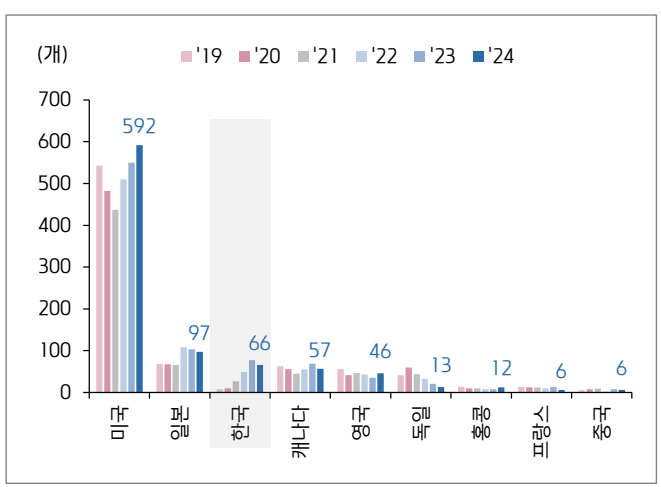
항목	개정 내용	시행	기대효과
이사의 충실의무 확대	• 이사는 회사 뿐 아니라 '주주'에 대해서도 직무를 충실하게 수행 • 주요 변경 사항: 1) 총 주주 이익 보호: 개별주주가아닌, 주주 전체를 하나의 집단으로 보고 집합적으로 이익 보호 2) 전체 주주의 공평 대우: 특정 주주나 지배주주에 치우치지 않고, 모든주주의 이익을 균등하게 고려	25년 7월 22일	일반주주 권익 보호 강화, 경영투명성 제고
독립이사 제도	• 상장사의 사외이사 '독립이사'로 명칭 변경하고, 의무선임 수 증원 • 주요 변경 사항: 1) 독립이사로 명칭 변경: 사내이사, 집행임원, 업무집행 지시자로부터 독립적으로 기능하는 이사 2) 선임기준: – 상장회사(자산2조미만): 이사총수의1/3 이상 독립이사선임(기존1/4) – 대규모상장회사(자산2조이상): 독립이사3명이상, 이사 총수의 과반수 확보	26년 7월 23일	소수주주의 권한 강화 및 경영참여 확대
감사위원 선임시, 3%룰 확대	• 사외이사 감사위원 선임 또는 해임시 최대주주 의결권 3% 제한 적용 • 주요 변경 사항: 1) 사외이사가 아닌 감사위원 선임에만 적용된 최대주주 3% 합산룰을 감사위원 전원에 적용	26년 7월 23일	감사위원회 독립성 강화, 소수주주 권한 확대
전자주주총회 도입	• 상장사 전자주주총회 개최 허용 및 전자주주총회 참석시 소집지에 출석한것으로 간주 • 주요변경사항: 1) 현장 병행형 방식: 현장개최는필수이며, 전자방식은 보조 형태로 운영 2) 개최 의무: 일반상장사는 이사회결의로 전자주주총회 개최가능하며, 시행령으로정하는 상장사는의무 개최	27년 1월 1일	주주 참여 확대
집중투표제	• 자산총액 2조원 이상 대규모 상장 회사의100분의 1 이상주주의 청구가 있는 경우 집중투표제 실시 의무화	공포일 기준 1년 후	소수주주의선임권강화, 기업지배구조개선
감사위원 분리 선출 정원 확대	• 대규모 상장회사의 경우, 의무적으로 분리 선출 해야하는 인원을 1인에서 2인으로 확대	공포일 기준 1년 후	감사 독립성 강화, 투자자신뢰향상

자료: 국가법령정보센터, PwC, 키움증권 리서치센터.

09. 국내 상장사를 대상으로 한 주주 행동주의 확대될 전망

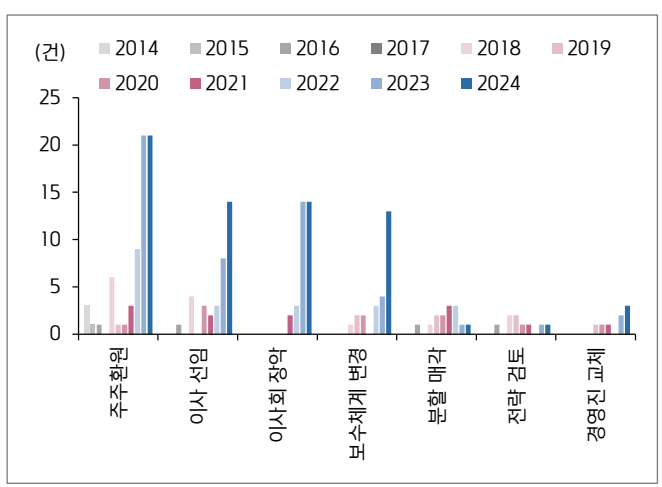
▶ 집중투표제, 감사위원 분리선출, 3%룰 등의 상법 개정은 주주행동주의에 대한 진입 장벽을 낮추는 요인
- 법적, 제도적 뒷받침을 통해 과거 대비 이사회 장악이 용이 해지고 소액주주의 영향력도 확대될 수 있기 때문
- 코로나 팬데믹 이후 개인투자자 급증 속 기업 지배구조, 밸류업이 주식시장에 화두가 되면서 한국은 주요국 중 세 번째로 행동주의 캠페인 수가 많은 국가로 자리 매김('24년 기준, 미국 592 건, 일본 97 건, 한국 66 건)
- 또한, 주요국 시장 대비 저평가를 받고 있고, 주주환원을 확대할 수 있는 현금성 자산이 풍부하다는 점도 국내 상장사를 대상으로 한 주주 행동주의 유인을 높이는 요인. 이는 일본도 마찬가지
- 국내 행동주의 캠페인 안건별 추이를 살펴보면, 주주환원, 이사 선임, 이사회 장악 등 기업 내부 경영에 적극적으로 개입하는 방식으로 강화되는 추세

주요 국가별 행동주의 캠페인 추이



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

한국 행동주의 캠페인 안건별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

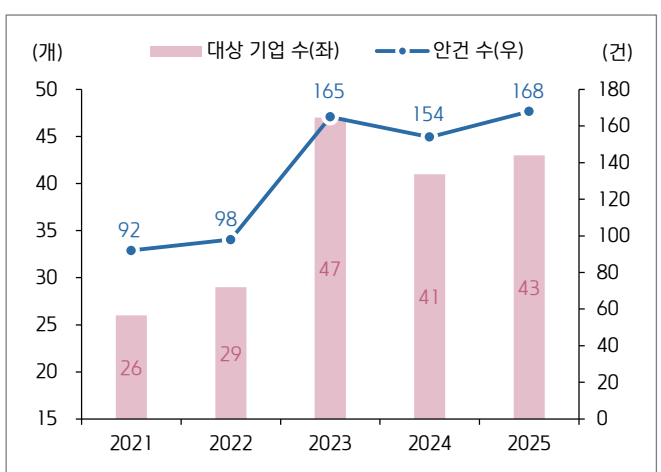
키움증권

10. 주주제안 증가 속 주주 행동주의 다변화 흐름

▶ '25년 정기 주주총회에서의 주주제안 안건 수는 168 건으로 최근 5년래 최대치 기록

- 과거 외국계 펀드 중심의 행동주의를 넘어서 이제는 국내 토종 기관투자자 및 소액주주 연대로까지 플레이어 확산
- 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금을 중심으로 한 연기금도 단순한 의결권 행사를 넘어서 행동주의 성격의 주주제안이 강화되는 흐름. 실제로 국민연금 의결권 반대 행사 비율은 '18년도 이전 10%대 초반에서 현재 20%대까지 상승
- 전술적인 측면에서도, 공격적인 행동주의 전략 외에도 기업과의 비공개 대화 등을 통한 우호적인 방식으로 다변화
- 밸류업, 지배구조 개선 시류 속 여타 주주의 공감대를 얻는 것이 행동주의 전략의 성패에 미치는 영향력이 커졌기 때문

최근 5년 간 주주제안 대상 상장사 기업 및 안건 수 추이



자료: DART, 상장사협의회, 아주기업경영연구소, 키움증권 리서치센터

주주행동주의 전술별 스펙트럼

	덜 공격적 ◀ ▶ 더 공격적			
전술	주주관여	주주제안	반대투표 캠페인	위임장 대결
정의	회사에 대한 주주의 우려사항을 논의하기 위해 경영진 (및/또는 이사회) 면담 요청	주주가 주주총회 안건을 직접 제안	주주들에게 현 이사회 구성원에 반대하는 투표를 하도록 설득하거나 경영진 보상에 대한 지지를 보류하도록 하는 캠페인	회사 이사회의 일부 또는 전부를 주주행동주의자가 지명한 이사로 교체하려는 시도
주체	모두	개인 주주행동주의자, 특정단체	기관투자자	헤지펀드

자료: PwC, 키움증권 리서치센터

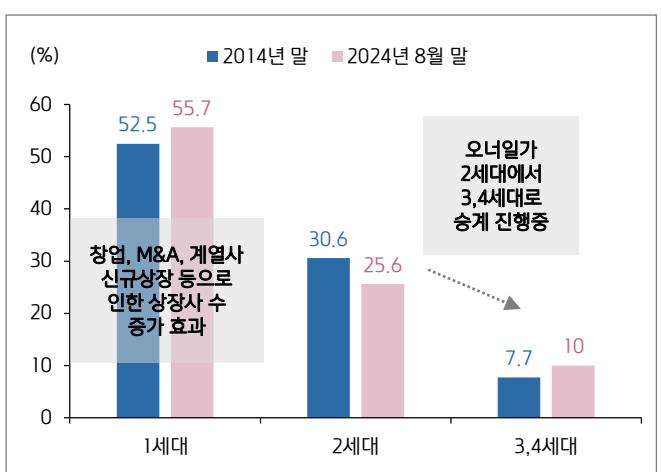
키움증권

11. 경영권 분쟁은 행동주의 증가의 또 다른 배경

▶ 국내 다수의 오너일가 기업 집단은 현재 2세대에서 3,4세대로 승계가 진행중인 상황

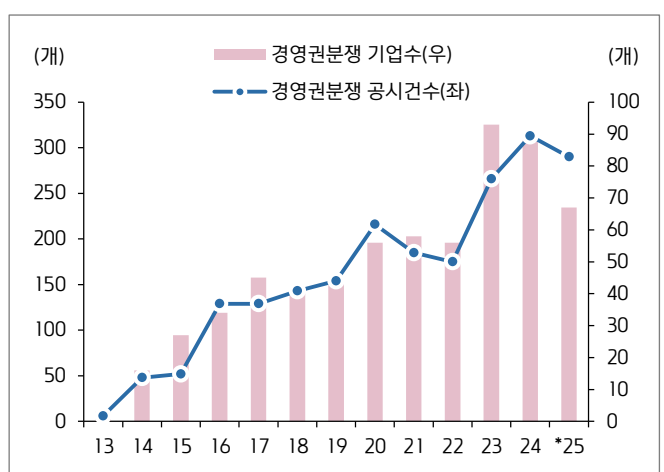
- 실제로, 상장사 2세대의 최대주주 비중은 '14년 말 30.6% → '24년 8월 25.6%으로 감소한 반면, 3,4세대의 비중은 7.7% → 10.0%로 증가
- 승계 작업이 본격화되는 가운데 경영권 분쟁 소송 공시 건 수도 '13년 6건에 불과했지만, 이후 지속적으로 증가하여 '24년 313 건으로 급증한 상태(공시 기업 수는 '13년 3개사 → '24년 88개사로 증가)
- 세대를 거친 상속, 증여로 오너일가 간 지분율은 대체로 분산되는 흐름. 이 과정에서 나타나는 경영권 분쟁은 거버넌스 개선을 통한 기업가치 제고라는 행동주의 명분을 강화

상장사 최대주주 세대별 비중 변화 현황



자료: CEO스코어, 키움증권 리서치센터

국내 경영권 분쟁 공시 건 수 및 기업 수 추이



자료: Dart, 키움증권 리서치센터, 주) '25년은 10/25 기준

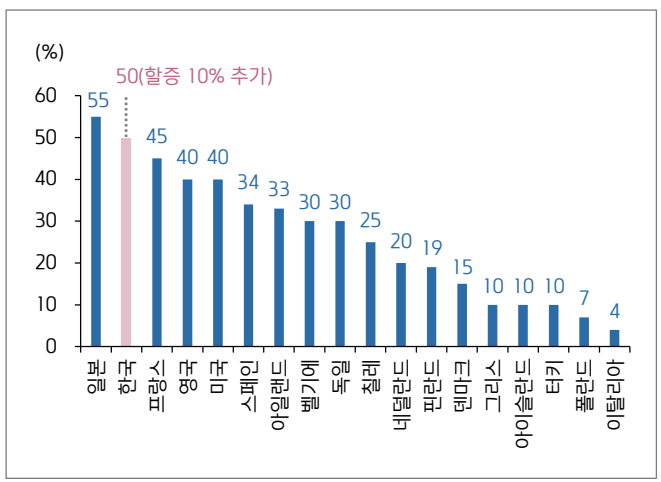
키움증권

12. 높은 상속세 및 방어수단 부재는 경영권 분쟁 증가 요인

▶ 한국의 직계비속에 대한 상속세 최고세율은 50%에 달하며, 최대주주 주식할증세(10%)까지 더할 경우 전세계에서 가장 높은 수치에 해당

- 막대한 상속세를 납부하기 위해 보유 지분 매각, 상속인 간 지분 분할이 불가피하고, 이 과정에서 오너일가 중심의 단일 통제가 깨지면서 경영권 분쟁의 단초를 제공
- 새 정부는 세수 부족으로 인해 올해 세법 개정안에 상속세 개편 방안을 포함하지 않기로 밝힌 상황
- 이러한 가운데 한국은 주요국과 비교해서 차등의결권, 포이즌필 등 유의미한 경영권 방어 수단도 부재한 상태

OECD 국가별 직계비속 상속세 최고세율



자료: 한국경영자총협회, 키움증권 리서치센터

주요국 경영권 방어 수단 비교

	한국	미국	일본	영국	프랑스
시차임기제	O	O	O	X	O
초다수 결의제	X	O	O	X	O
차등의결권주식	X	O	O	O	O
포이즌필	X	O	O	X	O

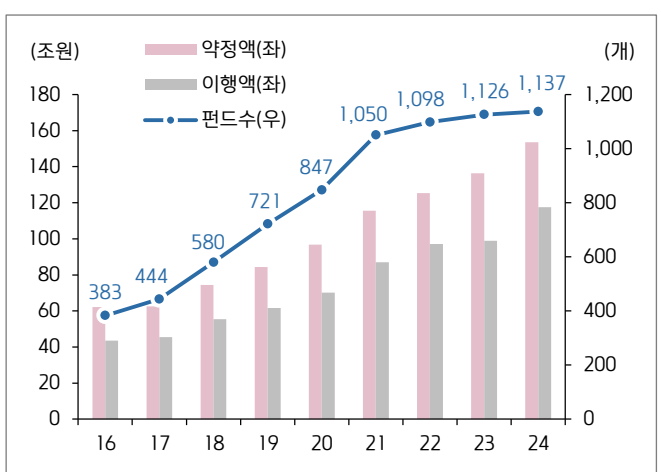
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 사모펀드(PEF)의 행동주의 성향 강해질 전망

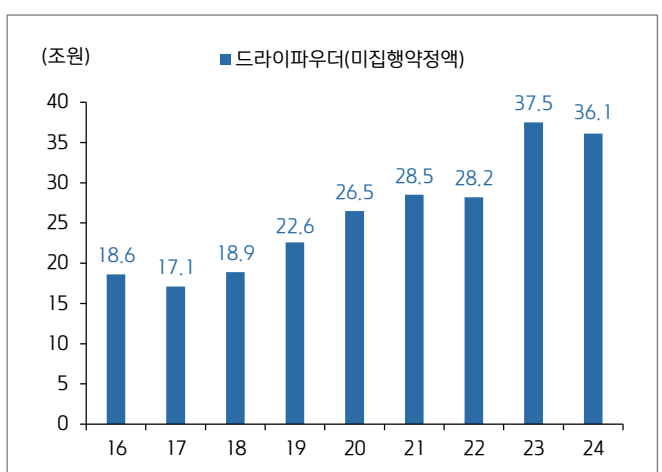
▶ 국내 사모펀드 시장은 지난 10년 간 규제적 완화에 기반하여 양적 성장세 지속
- 특히, '21년 자본시장법 개정을 통해 사모펀드 운용규제가 일원화됨에 따라 기존 바이아웃 투자를 넘어 행동주의 전략까지 운용의 범위가 넓어질 수 있었음
- 이에 따라 '24년 기준 국내 기관전용 사모펀드 수는 1,137개, 약정액은 153.6조 원으로 역대 최고치 기록
- 또한, 현재 국내 사모펀드의 드라이파우더(미집행약정액)도 '24년 36.1조 원 수준으로 추가 투자 여력도 충분한 상태
- 상법 개정안 통과, 오너 일가 경영권 분쟁 증가 속 충분한 실탄을 보유한 사모펀드의 행동주의 사례 증가할 전망

국내 연도별 사모펀드 수, 약정액, 이행액 추이



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

국내 연도별 사모펀드 미집행약정 추이



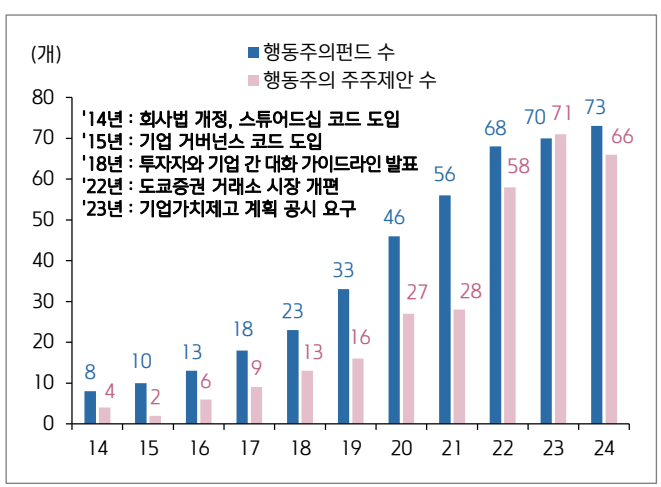
자료: 금감원, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 일본 사례) 거버넌스 개혁 이후 주주 행동주의 활성화

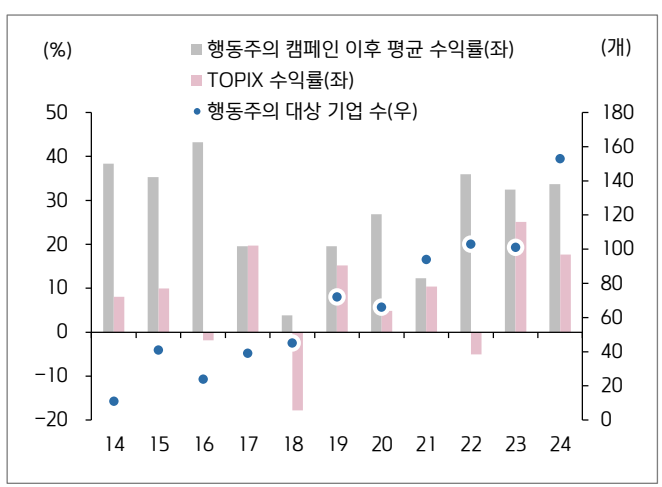
- 국내보다 선제적으로 거버넌스 개혁을 단행한 일본의 사례를 살펴보면,
  - 아베노믹스를 기점으로 거버넌스 개혁이 본격화되면서 행동주의의 주주제안 수는 '14년 4건 → '24년 66 건으로 급등
  - 회사법 개정, 스튜어드십코드 및 기업 거버넌스 코드 도입, 기업가치제고 계획 공시 요구 등 약 10년여 간의 꾸준한 기업 거버넌스 정책이 행동주의 강화 요인으로 작용
- 한편, 일본의 행동주의 대상 기업의 평균 수익률은 대체로 벤치마크 수익률을 큰 폭으로 상회
  - 이는 거버넌스 개혁에 따른 주주가치 프리미엄이 주가에 반영되었음을 의미. 향후 한국도 정부의 일관적인 거버넌스 정책 추진 하에 행동주의에 따른 주가 프리미엄 확대될 것으로 기대

아베노믹스 이후 일본 내 행동주의펀드 및 주주제안 수 추이



자료: IR Japan, 키움증권 리서치센터

일본 행동주의 캠페인 이후 수익률과 TOPIX 수익률



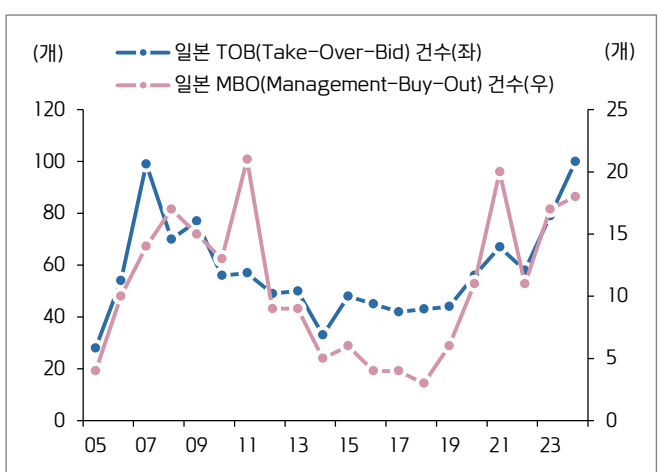
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 해당 연도에 시행된 행동주의 캠페인 대상 기업의 평균 수익률

키움증권

15. 일본 사례) 거버넌스 압력 증가에 따른 상장 폐지 증가

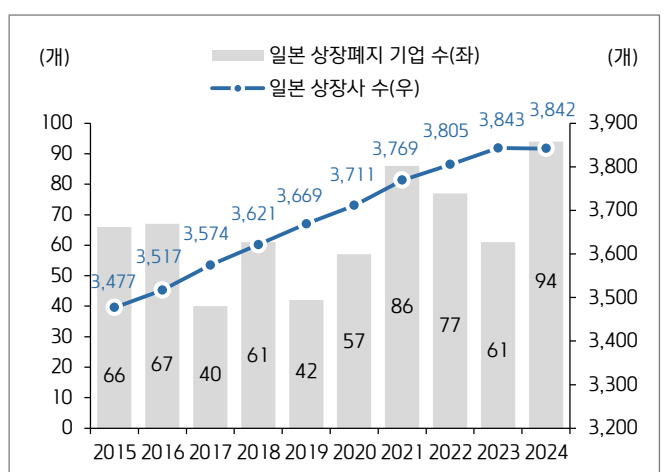
▶ 장기적으로 이어져 온 거버넌스 개혁으로 '24년 일본 내 상장폐지된 기업은 94개로 '13년 이후 최대치 기록
- 특히, 최근 일본 내에서는 공개매수(TOB), 경영자 매수(MBO) 방식을 통해 상장사 폐지 사례가 증가하는 추세
- 실제로, 올해 일본 최대 유통기업인 이온은 주주 간 이해 상충 문제를 해소하기 위해 이온 딜라이트를 완전 자회사 하기로 발표. 일본 통신 지주사인 NTT도 올해 상장 자회사인 NTT 데이터 그룹을 완전 자회사로 편입

일본 내 TOB와 MBO 건수 추이



자료: M&A Online, 키움증권 리서치센터

일본 상장사 및 상장폐지 기업 수 추이



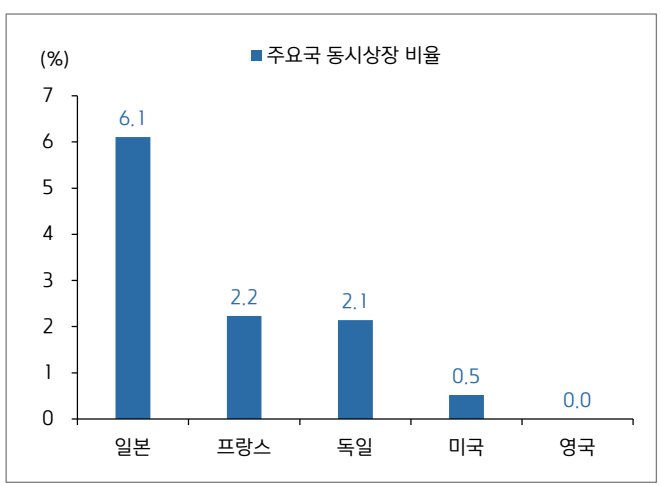
자료: 니혼게이자신문, 도쿄증권거래소 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 일본 사례) 거버넌스 개혁 이후 중복 상장 해소 가속화

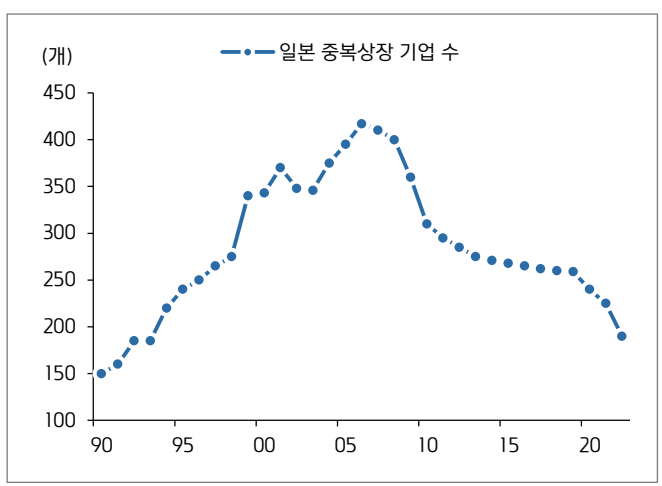
▶ 일본은 한국과 더불어 전 세계에서 모자 회사가 중복 상장된 사례가 가장 많은 국가 중 하나
- '19년 기준 일본 기업의 중복 상장 비율은 6.1%로 프랑스(2.2%), 독일(2.1%), 미국(0.5%)에 비해 월등히 높은 편
- 다만, '08년 금융위기를 겪은 이후 대규모 구조조정이 이루어짐에 따라 중복 상장이 빠르게 해소되었고,
- 여기에 '14년부터 이어져온 장기적 거버넌스 개혁이 더해지자 '20년 들어 중복 상장 기업 수가 빠르게 감소중
- 일본의 장기적인 거버넌스 개혁이 자회사 상장폐지를 이끌었던 것처럼, 한국도 장기적인 시각 하에서 중복 상장 해소 및 지주사 지배구조 개편에 따른 재평가 가능성에 주목해볼 필요

주요국 동시상장 비율



자료: 일본 경제산업성, 키움증권 리서치센터
주) 2019년 기준, 모회사 지분율 50% 이상

일본 중복상장 기업 수 추이

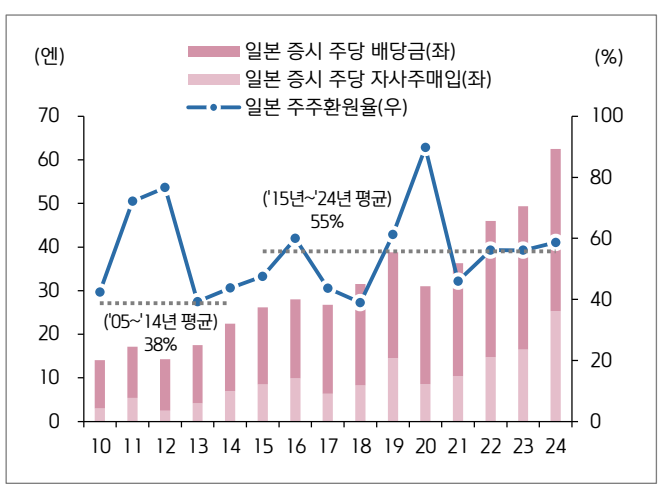


자료: 노무라자본시장연구소, 키움증권 리서치센터

17. 일본 사례) 주주환원 확대와 배당, 가치주 강세

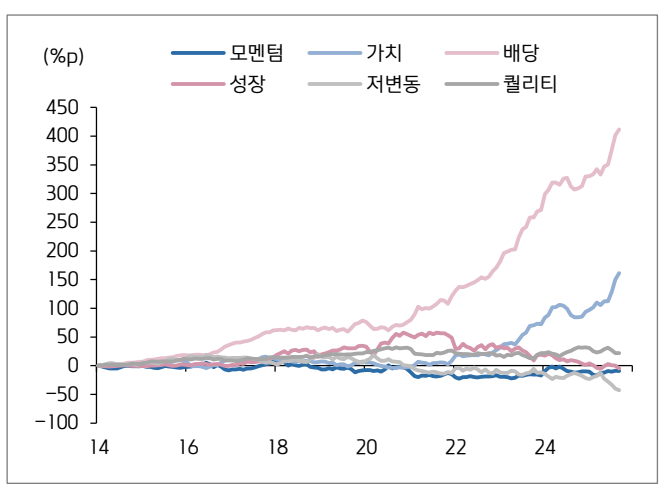
▶ 거버넌스 개혁 이후 상장사 전반에 걸친 주주환원 확대 기조로 일본 증시의 주주환원율은 유의미하게 증가
- '14년 아베노믹스 이전 '05년~'14년 평균 주주환원율 38% → '15년 '24년 평균 주주환원율 55%로 약 17%p 확대
- 주주환원 확대, 저평가 해소에 따른 주가 프리미엄 강화되며, 배당주 및 가치주의 장기적인 강세 현상 연출

일본 주주환원 규모 및 주주환원율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'14년 이후 일본 증시 내 주요 스타일별 누적 성과 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 유니버스는 TOPIX 기준, 벤치마크(TOPIX) 대비 누적 초과수익률

키움증권

18. 남아있는 정책 모멘텀 1) 배당소득 분리과세 최고세율 하향 조정

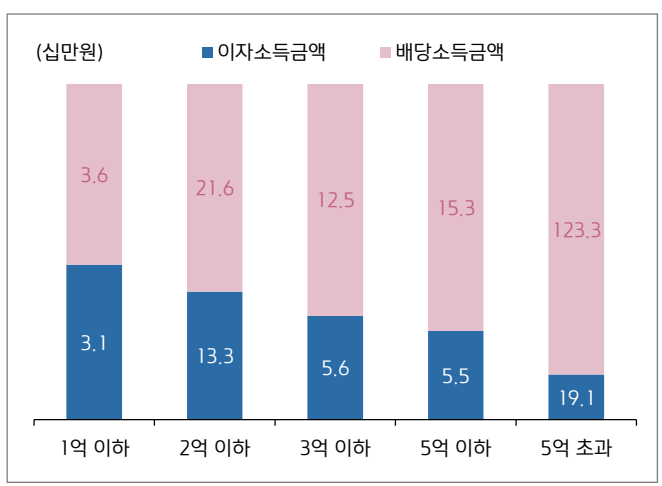
- '25년 세제개편안에서 정부는 고배당 기업의 배당소득에 대해 구간별 분리과세 세율을 제시
  - 다만, 3억 초과분에는 35% 세율을 부과함에 따라 대주주의 배당 확대를 촉진하는데 혜택이 적다는 주장이 제기
  - 이에 최근 국정감사에서 기획재정부 장관은 최고세율을 35% → 25%로 조정하는 방안을 논의하겠다고 밝힘
  - 그 외에도 2025년 1월 사업연도로 시행시기 조정(기존안 2026년 사업연도 기준), 고배당 기업 기준 완화, 개별 주식 뿐만 아니라 고배당 펀드 포함 여부 등도 논의됨에 따라 11월 조세소위원회에서 배당 세제 개편안 개선될 것으로 기대
- 배당소득 분리과세 최고세율이 하향 조정될 경우 배당정책 의사결정자인 대주주의 배당 확대 유인 증가되고, 결과적으로 시장 전반의 배당성향 상승으로 이어질 전망

2025년 세제개편안 내 배당소득 분리과세 개편 내용

내용	고배당 상장기업으로부터 거주자가 받은 배당소득에 대해 종합소득 과세(14~45% 세율) 대상에서 제외
적용 요건 (1 and 2)	1. 전년 대비 현금배당액이 **감소하지 않을 것** 2. **배당성향 40% 이상** 또는 **배당성향 25% 이상 및 직전 3개 평균 대비 5% 이상** 배당 증가 상장법인
대상 소득	현금배당액(중간, 분기, 결산배당)
적용세율	– 2,000만원 이하 : 14% – 2,000만원~3억원 : 20% – 3억원 초과 : **35%(현재 25%로 최고세율 하향 조정 논의중)**
적용기한	2026~2028년 사업연도까지 귀속되는 배당소득분

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

금융소득 구간별 이자소득 및 배당소득 비교



자료: 국세통계포털, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 남아있는 정책 모멘텀 2) 자사주 소각 의무화

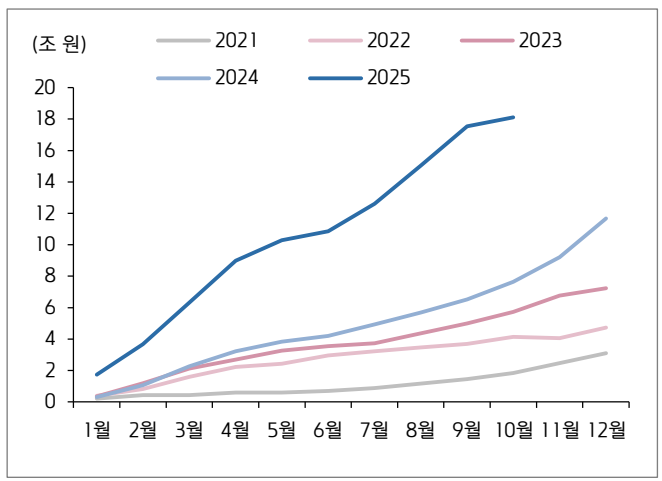
- 1,2차 상법 개정안 국회 통과 이후 자사주 소각 의무화를 포함한 3차 상법개정안도 연내 통과가 유력한 상황
  - 현재 논의되는 내용을 살펴보면, 법 시행 이후 새로 취득하는 자사주는 원칙적으로 소각하되, 임직원 보상 등 일정 목적으로 보유하는 경우는 예외로 허용될 전망
  - 기존 자사주도 시차를 두고 소각을 원칙으로 하되 자본금의 10%를 초과하는 경우에는 예외를 두는 방안 등을 논의 중
- 이러한 가운데 올해 국내 상장사의 자사주 매입액은 18.1 조원으로 역대 가장 빠른 속도로 진행되고 있는 상황
  - '25년 10월 기준, 국내 상장사의 약 69%는 자사주 보유하고 있으며, 자사주 비중이 5%를 초과하는 상장사는 20%(512개사), 10%를 초과하는 상장사는 9%(229개사)

자사주 소각 의무화 관련 상법개정안 내용 정리

대표 발의	발의일	주요 내용	보유 허용 예외 규정
김남근	25년 7월 9일	취득일로부터 **1년 이내** 소각	임직원에 대한 보상, 우리사주조합, 사내근로복지기금 출연 등
차규근	25년 7월 14일	취득일로부터 **6개월 이내** 소각. 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 5년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
민병덕	25년 7월 22일	취득일로부터 **1년 이내** 소각. 단, 당시 자사주 총수가 발행주식 총수의 3% 미만인 경우 2년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
김현정	25년 7월 22일	취득 즉시 소각. 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 6개월 이내 소각	임직원에 대한 보상 등

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

연도별 국내 상장사 자사주 매입 속도 비교



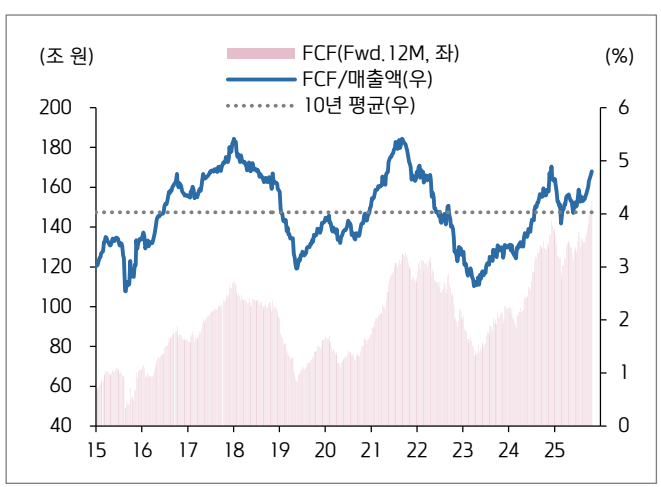
자료: Infomax, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. 현금 흐름 개선에 따른 주주환원 확대 여력도 증가할 전망

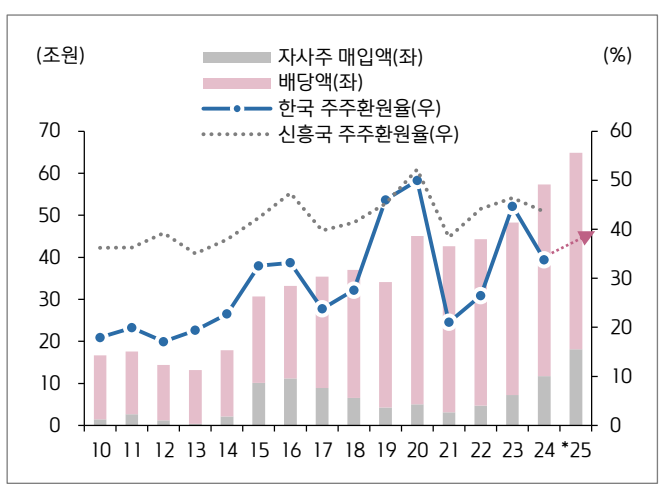
- 국내 상장사 증익 사이클 도래 속 주주환원의 원천인 잉여현금흐름(FCF) 여력도 개선되고 있는 추세
  - '25년 10월 말 기준, 코스피 12개월 선행 매출액 대비 FCF는 4.8%로 지난 10년 평균치인 4.0%를 상회하는 수준
  - 향후 상장사 이익 전망 상향이 지속될 수 있다는 점을 감안한다면, 주주환원 확대 여력은 보다 더 개선될 전망
- '21년도 이후 상장사의 주주환원 금액은 꾸준히 증가하고 있으나, '24년 기준 주주환원율은 33%로 신흥국(43%)을 여전히 하회하고 있는 상황
  - 밸류업 정책, 세법 개정, 행동주의 활성화 속 주주환원 확대 압력으로 향후 유의미한 주주환원율 증가 예상

코스피 잉여현금흐름 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 상장사 주주환원 추이



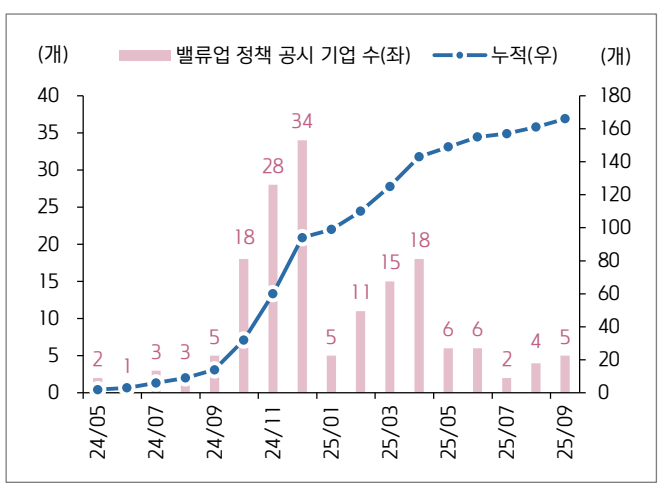
자료: FnGuide, Infomax, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) '25년 자사주 매입액은 10/25까지 누적, 배당액은 '25년 컨센서스 기준

키움증권

21. 정권 교체 이후에도 기업 밸류업 정책 기조는 유효

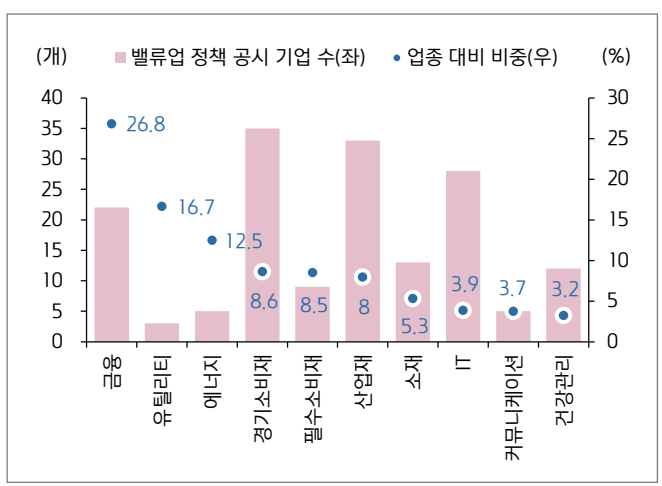
- 지난 정권에서 증시 부양책으로 내놓은 밸류업 정책은 정권 교체 이후 일시적으로 소강 상태에 진입. 새 정부의 증시 정책의 초점이 강제성을 동반한 기업 지배구조 개선으로 이동했기 때문
  - 다만, 밸류업 정책은 저평가된 기업 가치 제고, 주주환원 확대라는 방향성 측면에서 현 정부와 맥을 같이 함
  - 현 정부의 자본시장 친화적인 스탠스를 감안시, 내년에도 밸류업 정책 기조는 지속될 것으로 전망
- '25년 9월 말 기준, 전체 2,500여개 기업 중 약 6%인 166개 기업만 밸류업 정책을 공시한 상태
  - 현재까지는 금융주 및 업종 대형주를 중심으로 밸류업 정책을 공시했지만, 현재 정부 정책 기조를 감안한다면 내년부터 여타 상장사의 추가적인 밸류업 정책 공시가 이어질 것으로 판단

국내 기업가치 제고 계획 공시 기업 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 업종별 기업가치 제고 계획 공시 현황



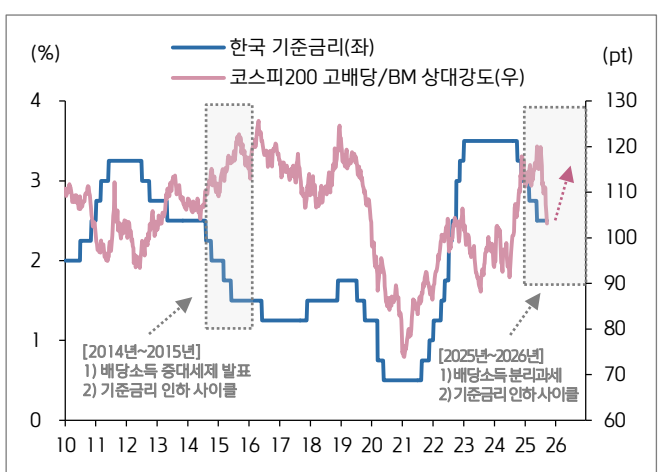
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 금리 인하, 배당세율 완화에 따른 배당 메리트 상승

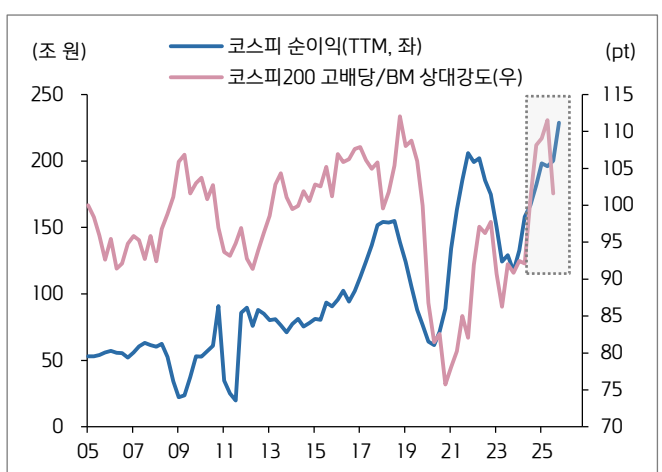
- 배당주 강세를 보일 수 있는 여건은 크게 1) 금리 인하기와 2) 배당세율 완화 국면 두가지. 현재는 정부 주도 하 밸류업 정책 속 금리 인하, 배당소득 분리과세 모두 충족된다는 점에서 배당주가 강세를 보일 수 있는 여건
  - 과거 2014년 배당소득증대세제 발표 + 한국 기준금리 인하 국면 속 벤치마크 대비 고배당주 강세 보인 사례 존재
  - 하반기 들어 반도체 수급 쏠림 속 금융 등 주요 배당 업종은 상대적으로 열위 흐름을 보였으나, 연말 연초 주주환원 관심 확대 속 재차 반등세 이어질 수 있다고 판단
- 한편, 과거 코스피 순이익과 배당주 성과 간 관계를 살펴보면, 대체로 배당주는 기업 이익과 동행하는 경향
  - 즉, 이익 체력 개선 속 기업들의 배당 여력 회복이 결국 배당주의 아웃퍼폼으로 이어진다고 판단
  - 현재 이어지고 있는 국내 상장사의 이익 개선세도 향후 배당주의 상대 강세 현상을 뒷받침할 전망

한국 기준금리와 고배당주 상대강도 추이



자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 순이익과 고배당주 상대강도 추이



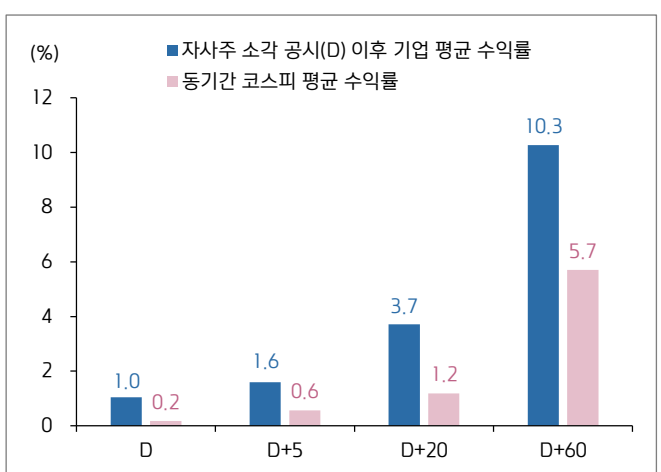
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 자사주 소각에 따른 주가 프리미엄 확대

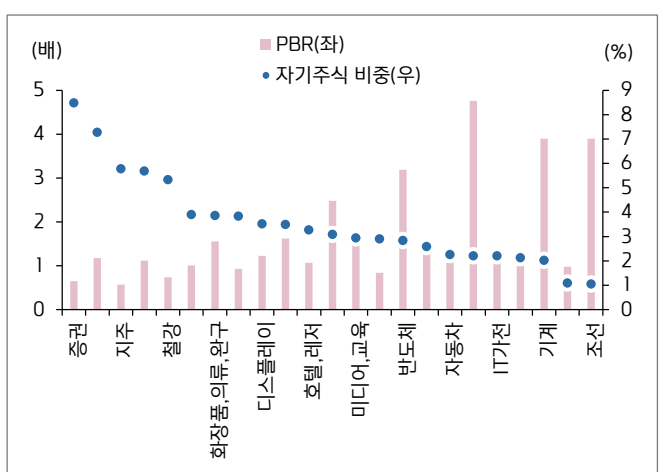
- 주주환원에 대한 주가 프리미엄화 속 자사주 소각을 공시한 기업의 주가 수익률 양호한 흐름 지속
  - 실제로, '24년 이후 자사주 소각 기업의 공시 이후 기간별 평균 수익률을 살펴보면, 동기간 모두 코스피(BM) 대비 높은 수익률을 기록했다는 점이 확인 가능
  - 주주환원 본연의 목적을 위한 자사주 소각 의무화 정책이 통과될 경우 자사주 소각에 따른 주가 민감도 강화될 전망
- 업종별로 살펴보면, 증권(8.5%), 보험(7.3%), 지주(5.8%) 등의 업종이 평균적으로 자사주 비중이 높은 편
  - 특히, 해당 업종들은 향후 기업 지배구조 개편과도 밀접한 연관이 있다는 점을 감안시 정부 정책에 따른 수혜가 이어질 것으로 판단

자사주 소각 공시 이후 기간별 기업 평균 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 2024년 이후 시가총액 3,000억원 이상 기업 중 자사주 소각을 공시한 243개 기업 (중복 기업 포함)

주요 업종별 자사주 비중 및 PBR 비교



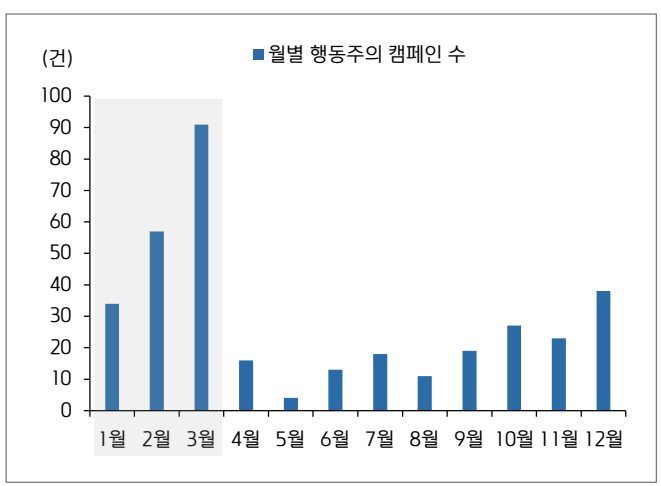
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. 연초, 행동주의 및 주주환원 모멘텀이 재부각받을 수 있는 시기

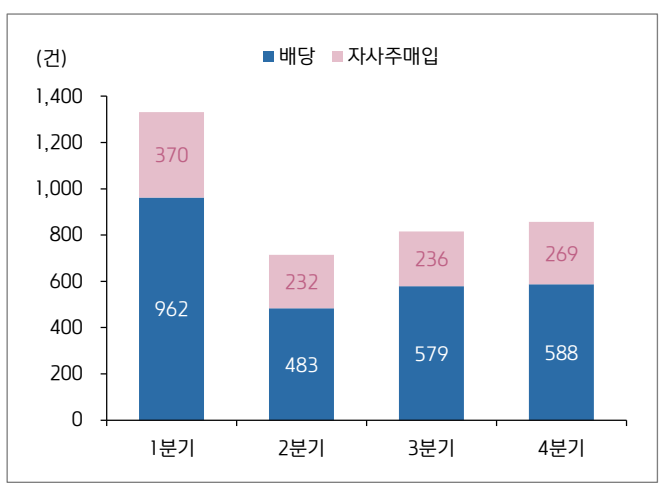
▶ 통상적으로 연초 상장사들은 중장기 주주환원 계획을 발표함에 따라 주주환원 확대 여부에 대한 관심도 증가
- 이와 더불어 주요 기업들의 배당기준일 변경으로 배당주에 대한 관심도도 연말부터 연초까지 지속될 수 있는 여건
- 또한, 3월 주주총회 시즌을 앞두고 연초에는 상장사 대상 행동주의 펀드의 공격이 활성화되는 시기. 실제로, '14년 이후 1분기(1월~3월)에 행동주의 캠페인의 약 50%가 집중

한국 월별 행동주의 캠페인 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2014년 이후 월별 합산

국내 상장사의 분기별 어닝콜에서 주주환원 언급 수 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2010년 이후 캘린더 기준 분기별 언급 횟수 합산

키움증권