Quant : Soon to know

전례 없는 코스피 실적 추정치 상향 폭, 실적 모멘텀 효과 점검

Quant 권순호 I 02) 6915-5667 I snowkonn@ibks.com

코스피 26년도 영업익 추정치 3개월간 20%(69조원) 증가

국내 증시의 내년도 실적 기대는 지난 3 개월간 20%(약 69 조 원) 증가하며 전례 없는 속도로 확대되고 있다. 2026 년 코스피 영업이익 추정치는 8 월 말 335 조 원에서 현재 405 조 원까지 상승했으며, 이는 과거 반도체 슈퍼사이클(2017 년)이나 2021 년 실적 호조기 대비 더 빠른 증가 속도다. 특히 반도체 업종이 전체 올해 대비 내년 증익 증가분의 55%를 차지하면서, 업종 전반에 걸친 강한 실적 기대가 시장 심리에 지속적으로 영향을 미치고 있다.

실적 상향이 대형주에 집중된 영향으로 대형주-중소형주 수익률 격차는 역사적 고점 부근까지 확대된 상태다. 다만, PER 기준 밸류에이션 부담은 제한적이어서, 단기적인 주가 부담 요인에도 불구하고 실적 상향이 지수 레벨의 모멘텀을 유지시키는 근거로 뒷받침 하고 있다.

현재와 같은 대형주 중심의 강한 실적 상향 국면에서, 이러한 실적 모멘텀이 지수 흐름을 얼마나 지속시킬 수 있는 지와 중소형주로의 확산 가능성을 계량적으로 확인했다.

현재와 유사 국면, 실적 추정 변동이 지수 변동을 이끄는 경향

일반적으로는 주가가 펀더멘털 변화를 선행해 움직이지만, 최근처럼 대형주 실적 추정치 상향과 가격 급등이 동시에 진행되는 환경에서는 실적 추정치 자체가 시장의 방향성을 선행하는 경향이 있다. 과거 유사 사례(2007 년 이후)를 검증한 결과도 이러한 패턴과 일관되며, 현 시점의 시장 흐름도 해당 구조에 가까운 모습이다. 이를 바탕으로 현재 국면을 다음 세 가지 특징으로 요약할 수 있다.

1) 일반적인 환경에서는 주가가 실적 추정을 선행해 움직이는 경향이 뚜렷하다.

2) 그러나 실적 상향과 가격 상승이 동시에 가속되는 국면에서는 실적 상향이 지수를 움직이는 경향이 커진다.

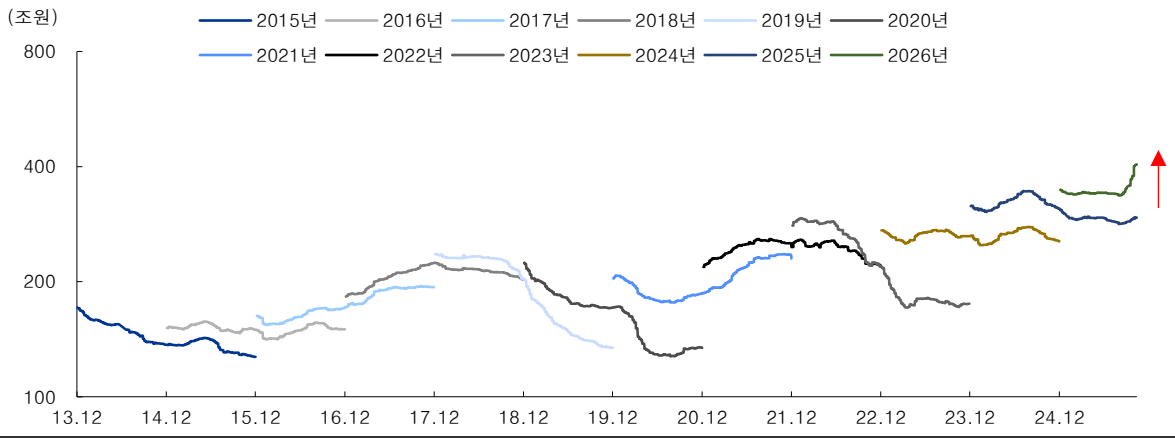
3) 대형주의 실적·주가 동반 상승 이후에는 대형·중소형주의 상승 모멘텀이 나타나지만, 사이즈 우위가 뚜렷하게 갈리지 않는다.

종합하면, 현재와 같은 대형주 중심의 실적 상향세는 지수 상승 모멘텀을 유지시키는 핵심 요인이다. 중소형주로의 모멘텀 확산은 구조적으로 보장되기 어렵지만, 실적 추정치 상승이 지속되는 구간에서는 지수의 모멘텀 역시 이어질 가능성이 높다.

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

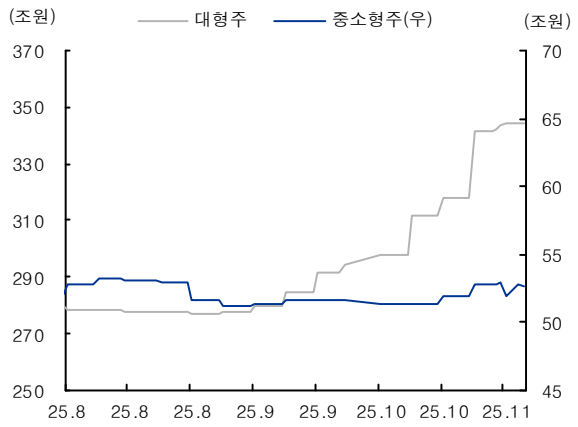
본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 코스피 연도별 영업이익 추정치 추이



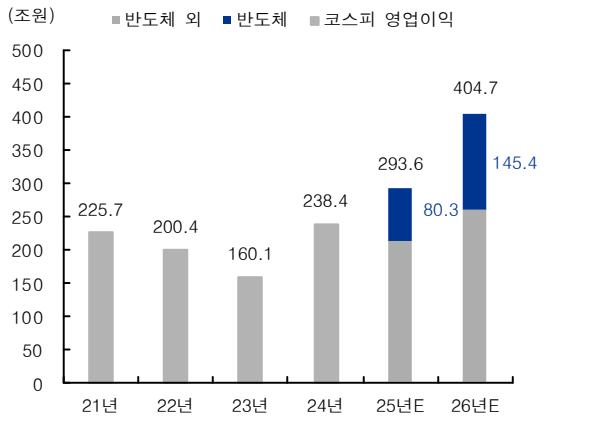
자료: Quantiwise, IBK 투자증권

그림 2. 사이즈별 26 년 영업익 추정치 추이



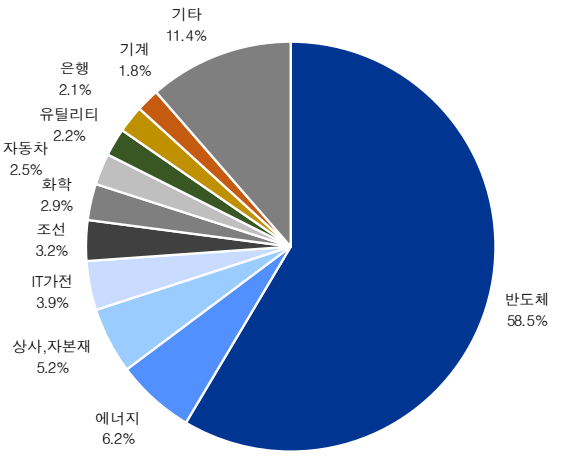
자료:Quantiwise, IBK 투자증권

그림 3. 연도별 코스피 영업이익



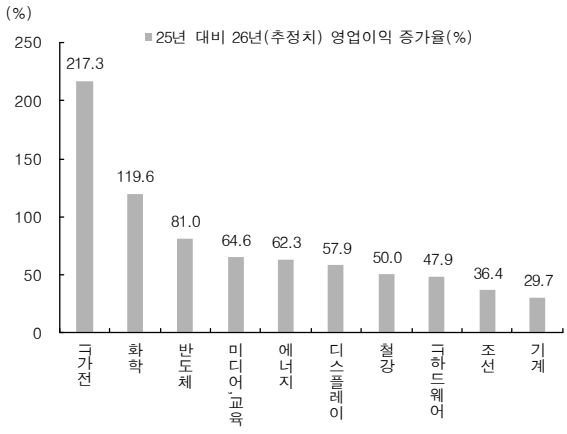
자료:Quantiwise, IBK 투자증권
주: 25 년, 26 년 영업익 추정치가 존재하는 기업 331 개 합산

그림 4. 코스피 25 년 대비 26 년 영업익 증가분 기여도



자료:Quantiwise, IBK 투자증권

그림 5. 업종별 25 년 대비 26 년 영업익 추정치 증가율



자료: Quantiwise IBK 투자증권

그림 6. 대형주, 중소형주 상승률 격차 추이

자료: Quantiwise, IBK 투자증권

표 1. 연도/업종별 영업익 추이 세부 (단위: 억원)

업종	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
반도체	647,476	514,040	-6,806	567,884	803,439	1,454,041
은행	275,743	280,311	278,600	308,855	315,564	339,454
자동차	160,662	216,531	333,871	351,743	306,821	334,337
에너지	133,190	251,225	133,291	86,120	111,112	180,327
철강	132,907	82,940	62,737	32,320	34,998	52,500
상사,자본재	129,489	140,424	118,801	193,695	273,529	331,610
화학	128,369	65,546	32,549	-1,788	26,586	58,376
운송	106,530	167,251	68,125	98,070	67,321	72,805
증권	94,985	62,839	64,678	88,653	109,391	114,591
보험	70,898	107,304	99,169	112,782	108,871	117,435
화장품,의류,완구	64,525	56,998	51,819	48,368	53,564	64,791
IT 가전	61,162	68,544	65,526	19,870	19,798	62,815
건설,건축관련	61,075	49,608	44,693	23,628	50,135	63,107
필수소비재	52,054	54,925	54,327	62,091	63,381	71,539
소프트웨어	46,760	47,953	46,929	58,019	70,651	83,413
통신서비스	40,380	43,834	44,010	34,960	46,485	51,926
IT 하드웨어	32,644	32,405	17,590	16,711	20,327	30,073
기계	28,249	39,863	57,728	55,681	68,514	88,877
디스플레이	26,002	-17,744	-23,811	-3,935	8,980	14,175
건강관리	25,563	23,660	27,220	26,402	44,707	56,667
소매(유통)	20,909	22,378	21,091	18,987	25,913	30,697
비철,목재등	15,004	13,493	9,474	11,057	14,489	15,413
미디어,교육	5,637	8,236	8,318	6,899	7,887	12,983
호텔,레저서비스	-4,824	147	4,789	5,708	8,173	9,952
유틸리티	-43,220	-297,819	-20,488	124,651	177,699	202,067
조선	-54,831	-30,541	6,782	36,266	97,683	133,237

자료: Quantiwise, IBK 투자증권

실적 · 주가의 선·후행 관계: 전체 구간 구조

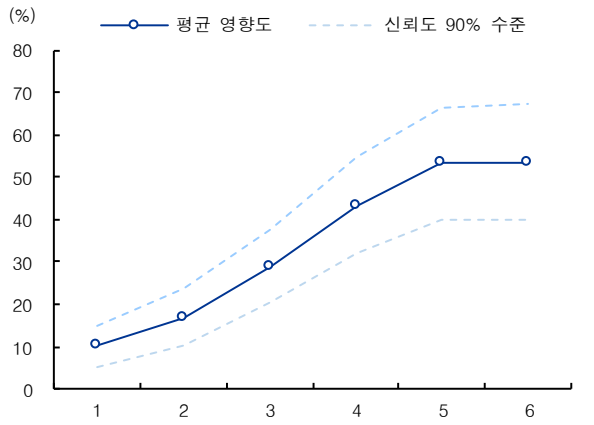
코스피 대형주의 실적과 주가가 어떤 순서로 움직이는지 확인하기 위해, 2007 년 이후 주간 단위 데이터를 사용하여 선행성 테스트를 수행하였다. 대형주 지수 수익률과 12 개월 선행 영업이익 추정치 변화율을 서로의 설명변수로 두고, 시차(1~6 주)를 두어 각각이 상대방을 얼마나 잘 설명하는지 비교하는 방식이다. "과거 주가 정보가 향후 실적 추정치 변화를 설명력 있게 높이는지, 반대로 과거 실적 추정치 정보가 향후 주가를 설명하는지"를 정량적으로 비교한 것이다.

분석 결과, 전체 구간에서는 주가가 실적을 선행하는 구조가 뚜렷하게 나타난다. 대형주 수익률에 양(+)의 충격이 발생했을 때, 이후 5~6 주에 걸쳐 영업이익 추정치가 점진적으로 상향 조정되는 패턴이 확인된다. 주간 기준으로 대형주 지수 수익률에 1 표준편차 수준의 양(+)의 변동이 있었을 때, 5~6 주 누적 기준 실적 추정치는 약 0.5 배 수준의 표준편차(누적 기준)만큼 상향되는 것으로 추정된다. 신뢰구간을 감안하더라도, "가격 상승 → 이후 실적 전망 상향"이라는 방향성은 일관되고 통계적으로도 의미 있는 수준이다.

반대로, 실적 추정치 변동이 주가를 선행하는 증거는 전체 구간에서는 뚜렷하지 않다. 동일한 방법으로 실적 추정치 변화가 이후 수익률을 설명하는지 살펴보면, 추정 계수의 방향과 크기는 불안정하고, 누적 효과 역시 0 에 근접한 범위에 머무른다. 즉, 평상시에는 애널리스트 추정치가 먼저 움직여 주가를 끌어가는 구조라기보다, 주가가 먼저 움직이고 그 뒤를 추정치가 따라가는 구조가 기본 패턴이라는 의미이다.

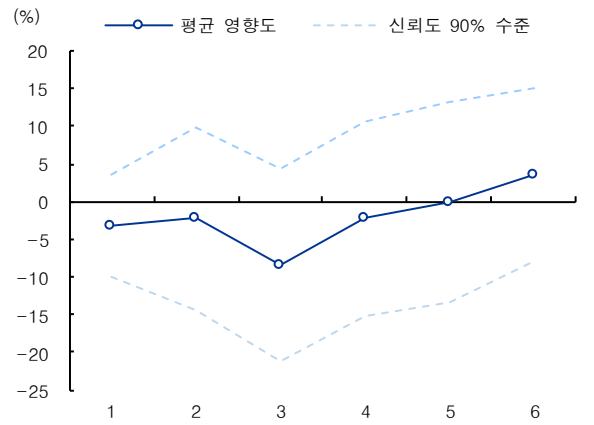
이 결과는 “평상시에는 시장 참여자들이 가격에 먼저 반응하고, 이익 추정치는 사후적으로 이를 반영하는 경향”이 강하다는 점을 뒷받침한다. 이후의 분석은 이 기본 구조 위에서, 실적과 가격이 동시에 크게 움직이는 예외적인 국면을 따로 떼어 검증하는 방식으로 진행한다.

그림 7. 전체기간 주가→추정치 변동에 미치는 영향도



자료:IBK 투자증권
주 1) t-n 기(과거) 주가변동이 t 기 실적추정치에 영향을 끼치는 누적 민감도(누적 베타)
주 2) 기간 단위는 주(week) 기준

그림 8. 전체기간 이익추정치→주가 변동에 미치는 영향도



자료:IBK 투자증권
주 1) t-n 기(과거) 실적 추정 변동이 t 기 주가변동에 영향을 끼치는 누적 민감도(누적 베타)
주 2) 기간단위는 주(week 기준

실적 상향 + 가격 급등 국면: 이벤트 구간에서의 구조 변화

다음으로, 현재와 유사한 “대형주 실적 상향과 주가 상승이 동시에 가속되는 환경”에서 구조가 달라지는지를 확인하였다. 이를 위해,

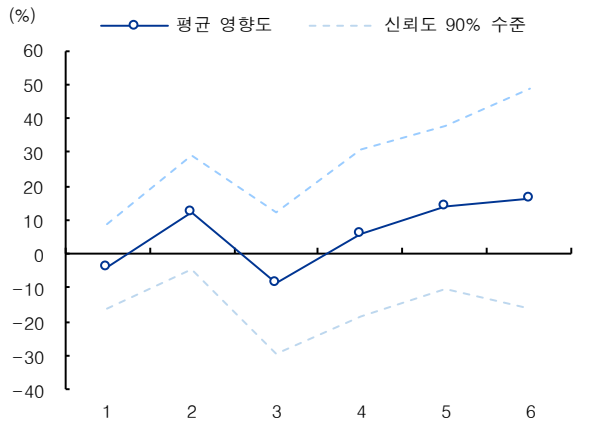
1) 대형주 지수 수익률이 과거 대비 상위 30% 이상에 해당하는 주간,

2) 대형주 12개월 선행 영업이익 추정치 상승률도 상위 30% 이상인 주간을

이벤트 주간으로 정의하고, 이 구간만 따로 추려 동일한 선행성 검증을 수행하였다. 이벤트 구간을 분리해 보면, 전체 구간에서 보였던 “주가 선행 구조”가 약화되고, 실적 상향이 주가를 이끄는 힘이 상대적으로 커지는 모습이 관찰된다. 평상시에는 가격의 선행성이 압도적으로 강하지만, 대형주 지수의 실적 상향 폭과 주가 상승 폭이 동시에 크게 나타나는 구간에서는 실적 추정치 변화가 이후 수익률에 미치는 영향이 유의하게 추정되는 구간이 등장하며, 특히 6주 수준의 구간에서 실적 상향이 가격에 추가적인 상승 압력을 주는 패턴이 관찰된다

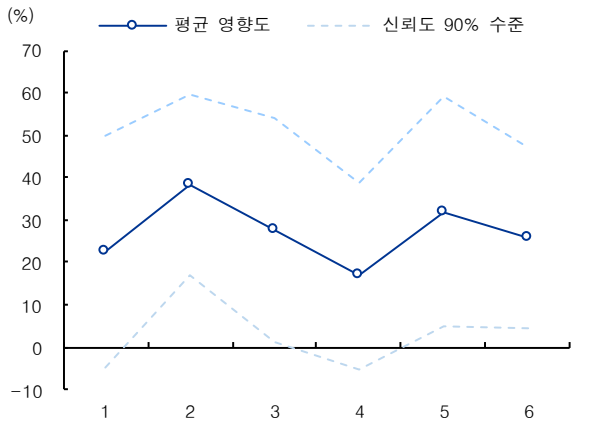
다만, 이벤트 구간은 표본 자체가 줄어들기 때문에 추정의 불확실성도 함께 커진다. 신뢰구간을 감안하면, "언제나 증시 변동 구조가 실적 주도형으로 바뀐다"고 해석 하기보다는, 평상시에는 가격 → 실적의 일방적인 구조가 강하지만, 현재와 같은 전례 없는 실적 상향·가격 급등 국면에서는 실적 상향이 지수 등락에 미치는 영향이 눈에 띄게 커진다고 볼 수 있다.

그림 9. 현재와 유사국면 주가→추정치 변동에 미치는 영향도



자료: IBK 투자증권
주 1) t-n 기(과거) 주가변동이 t 기 실적추정치에 영향을 끼치는 누적 민감도(누적 베타)
주 2) 기간 단위는 주(week) 기준

그림 10. 현재와 유사국면 이익추정치→주가 변동에 미치는 영향도



자료: IBK 투자증권
주 1) t-n 기(과거) 주가변동이 t 기 실적추정치에 영향을 끼치는 누적 민감도(누적 베타)
주 2) 기간 단위는 주(week) 기준

대형주·중소형주 상승 패턴과 확산 여부

대형주 실적 상향과 가격 급등이 동시에 발생한 이벤트 국면을 살펴보면, 대형주와 중소형주 모두 상승하는 경향이 나타나지만, 두 그룹 간에 뚜렷한 사이즈 우위는 확인되지 않는다. 가격 급등 이후 추가 모멘텀은 대형주에서 분명하게 나타나지만, 이 효과가 중소형주로 구조적으로 확산되는 증거는 없었다.

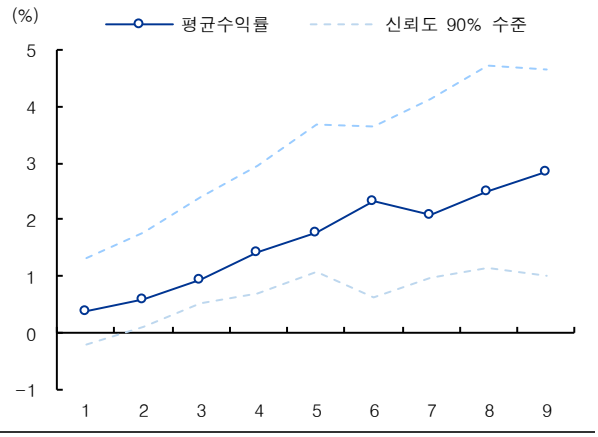
이벤트 주간 전후의 평균 수익률 패턴을 보면, 대형주는 이벤트 직후 2~4주 동안 통계적으로 유의한 추가 상승이 지속된다. 다만 이후에는 모멘텀 강도가 빠르게 약화되며, 보통 1~2개월 내에 대부분의 영향이 소진된다. 즉, 실적 상향이 동반된 가격 급등은 단기 모멘텀을 연장시키는 역할을 하지만, 이를 장기간 지속되는 추세로 해석하기는 어렵다.

중소형주에 대한 영향도 동일한 방향성을 보인다. 대형주 수익률이나 실적 추정 변화가 중소형주 절대수익률을 플러스로 견인하는 동행 패턴은 존재하지만, 상대수익률(중소형-대형)을 안정적으로 설명하지 못한다. 누적 효과 역시 미미해, 대형주 상승이 중소형주 초과수익으로 이어지는 구조적 메커니즘은 확인되지 않는다.

현재와 유사 국면 중소형주 절대수익률은 대부분 상승 구간에 위치하지만, 대형주 대비 초과수익은 일관되지 않으며, 표본을 확장하거나 기간을 바꾸면 쉽게 사라진다. 따라서 대형주 실적 상향과 가격 급등 이후에는 시장 전반이 함께 상승하는 동행(risk-on) 패턴이 나타나지만, 중소형주로의 순차적 확산은 기대하기 어렵다.

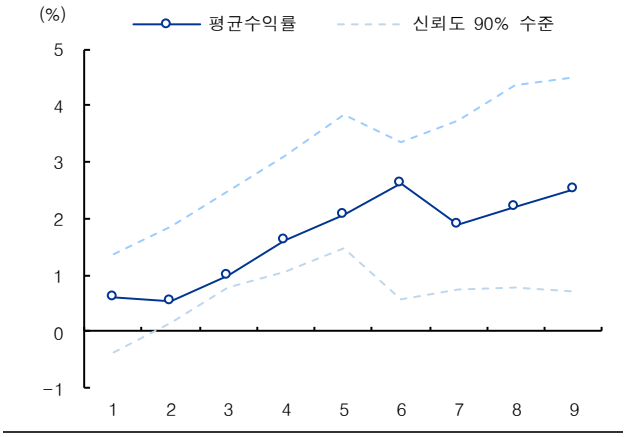
즉, 사이즈 요인만으로 중소형주의 후행 캐치업을 판단하기에는 근거가 부족하며, 업종 내 이익 확산이나 낙폭과대 반등과 같은 종목 단위 요인을 별도로 고려할 필요가 있다.

그림 11. 현재와 유사 국면 포착 이후 대형주 지수 수익률 흐름



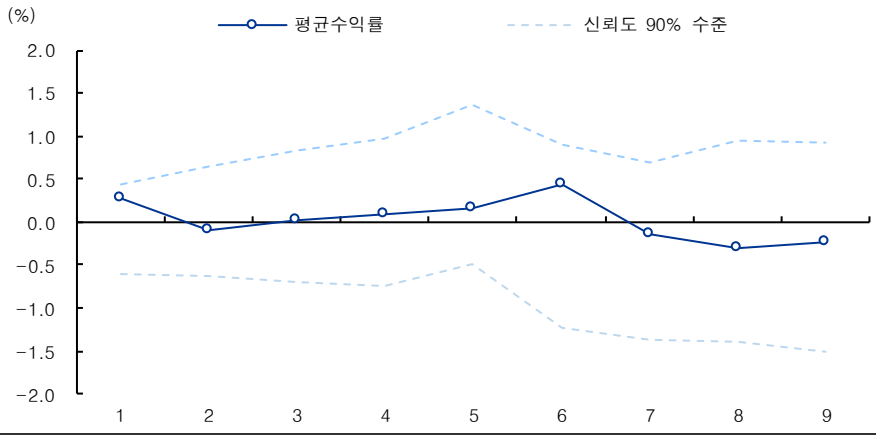
자료: IBK 투자증권
주 1) 지수 영업익 추정치 상향, 지수 상승 주 포착 이후 기간 평균 상승률
주 2) 기간 단위는 주(week) 기준

그림 12. 현재와 유사 국면 포착 이후 중소형주 지수 수익률 흐름



자료:IBK 투자증권
주 1) 지수 영업익 추정치 상향, 지수 상승 주 포착 이후 기간 평균 상승률
주 2) 기간 단위는 주(week) 기준

그림 13. 현재와 유사 국면 포착 이후 중소형주의 대형주 대비 초과 수익 흐름



자료: IBK 투자증권
주 1) 지수 영업익 추정치 상향, 지수 상승 주 포착 이후 기간 평균 상승률
주 2) 기간 단위는 주(week) 기준