I리서치센터 투자전략팀I 2025년 12월 03일

12월 월간 전망

: 조정의 피로 회복 후 연말 랠리 시도

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권

Summary

Ⅰ. 전략: 조정의 피로 회복 후 연말 랠리 시도

- 지난 9~10월 역대급 랠리 이후 11월 가격 조정으로 속도 및 밸류에이션 부담을 덜어냈던 주식시장은 12월 중순까지 현재 레벨에서 방향성 탐색 구간에 놓여있을 전망
- 12월 FOMC(11일) 등 매크로 이벤트, 브로드컴(12일), 오라클(16일), 마이크론(18일) AI 밸류체인주 실적 모두 월 중순까지 순차적으로 치르는 과정에서 관련 노이즈가 주입될 수 있기 때문
- 그러나 노이즈에 그칠 가능성이 높다는 점을 감안 시, 해당 이벤트들을 중립 이상으로 소화하면서 월말로 갈수록 상승추세가 재차 강화될 전망
- 12월 코스피 레인지를 3,800~4,300pt로 제시, 업종 측면에서는 반도체, 기계(방산, 전력기기), 금융 등 최근 조정을 통해 가격 메리트가 부각된 기존 주도주들을 중심으로 분할 매수 대응을 추천. 연말 배당 수요 모멘텀이 있는 자동차 등 배당주, 레저, 화장품, 유통 등 원화 약세 수혜주도 트레이딩 관점에서 수익률 제고에 기여할 것으로 판단

Ⅱ. 퀀트: 실적 개선 흐름 확대

- 어닝시즌을 소화하며, 코스피의 '26년 영업이익 전망은 416조원까지 상향. 이는 10월 초와 비교해 +19%(66조원) 상향된 수치. 이중, 90%가 반도체 업종의 실적 증분에 집중된 점은 부담이나 이전에 비해 실적 개선 업종이 소폭 확대된 점은 긍정적. 자본재 및 기계, 자동차, 에너지, 유틸리티, 금융 등의 실적 개선 유효. 반면, 2차전지 및 운송 업종 등은 실적 모멘텀 부진
- 최근의 주가 조정세가 연출되며 이익모멘텀과 주가 수익률의 괴리가 축소. 특히 이를 주도한 반도체 업종의 괴리가 크게 줄어든 점은 급격한 변동성 확대 가능성을 낮게 만드는 요인. 증시 전반의 밸류에이션 부담이 낮아진 상황에서 실적 개선 흐름이 업종 전반으로 확대되는 점은 긍정적. 시중 유동성 장세가 훼손되지 않을 것이라는 전망이 우세한점을 감안 최근 낙폭이 컸던 성장 스타일의 반등 탄력이 높을 것으로 기대

Summary

Ⅲ. 시황: 정책과 유동성이 견인할 코스닥

- 연초 이후 코스피 대비 소외받았던 코스닥은 정부의 코스닥 활성화 정책 기대감에 힘입어 연말 키 맞추기성 반등 시도 전망
  실제로, 과거 정권별 코스닥 시장 정책 사례를 살펴보면 단기적으로 정책 기대감이 코스닥 상승 동력으로 작용한 바 있음. 연말 발표될 코스닥 활성화 정책과 150조원 국민성장펀드는 코스닥 성장주의 강세 요인으로 작용할 전망
- 또한, 새 정부의 생산적 금융으로의 전환, 확장 재정 기조 속 시중 유동성 확대는 코스닥 시장 내 개인 자금 유입으로 연결
- JP 모건 헬스케어 컨퍼런스, CES 등 내년 1월 예정된 주요 이벤트를 앞두고 코스닥으로 선제적인 자금 유입이 나타날 것으로 판단. 또한, 12월 FOMC에서 연준 금리 인하 이후 미국채 금리 하향 안정화될 경우 코스닥 강세 요인으로 작용할 전망

Summary

I. 전략: 조정의 피로 회복 후 연말 랠리 시도

II. 퀀트: 실적 개선 흐름 확대

III. 시황: 정책과 유동성이 견인할 코스닥

Compliance Notice

- ·당사는 12월 2일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 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 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

Part 1

전략: 조정의 피로 회복 후 연말 랠리 시도

00. (요약) 12월 증시 대응 전략

12월 코스피 예상 레인지 : 3,800~4,300pt

* 매크로: 12월 FOMC(11일), 12월 BOJ 회의(19일)
* 실적: 브로드컴(12일), 오라클(15일), 마이크론(18일)
* 수급: 선물옵션 동시만기일(11일)
* 정책: 코스닥 활성화 방안(월 중순)

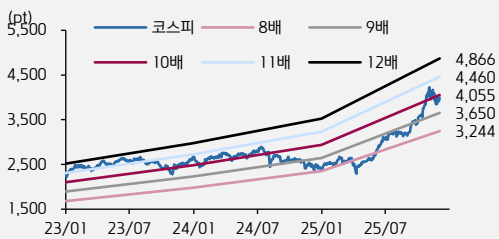
월초~월중순까지 매크로, 실적, 수급 이벤트를 순차적으로 치르는 과정에서 눈치보기 & 변동성 확대 압력에 노출될 전망

월 중반까지의 이벤트를 소화한 이후, 상승 모멘텀 재확보 및 연고점 탈환 예상

[추천 업종]
* 반도체, 조선, 기계 등 주도주 비중 재 확대

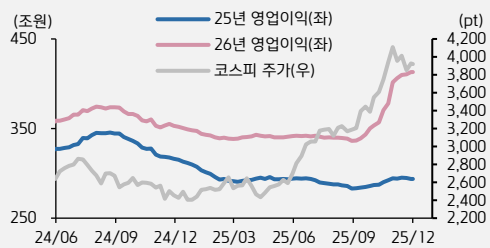
[트레이딩 업종]
* 금융, 자동차 등 연말 배당수요 모멘텀
* 레저, 화장품 등 원화 약세 및 인바운드 수혜

투자 포인트 1. 밸류에이션 상 저항력



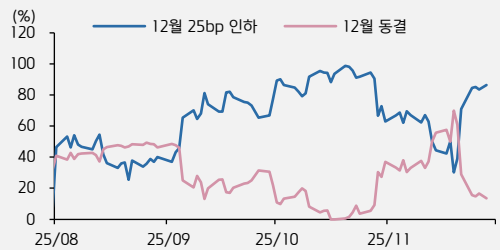
* 11월 중 일련의 주가 조정 과정으로 9~10월 랠리 부담 완화
* 선행 PER도 11배 중반에서 10배 이하로 레벨 다운 되는 과정에서 기존 악재 저항력 생성

투자 포인트 2. 견조한 이익 모멘텀



* 미국 AI 고평가 논란에도 26년 이익 컨센서스 상향 추세 지속 중
*브로드컴, 마이크론 실적 소화 후 AI주 성장 모멘텀 재확보 -> 국내 반도체 중심의 컨센 상향

투자 포인트 3. 12월 FOMC 금리인하



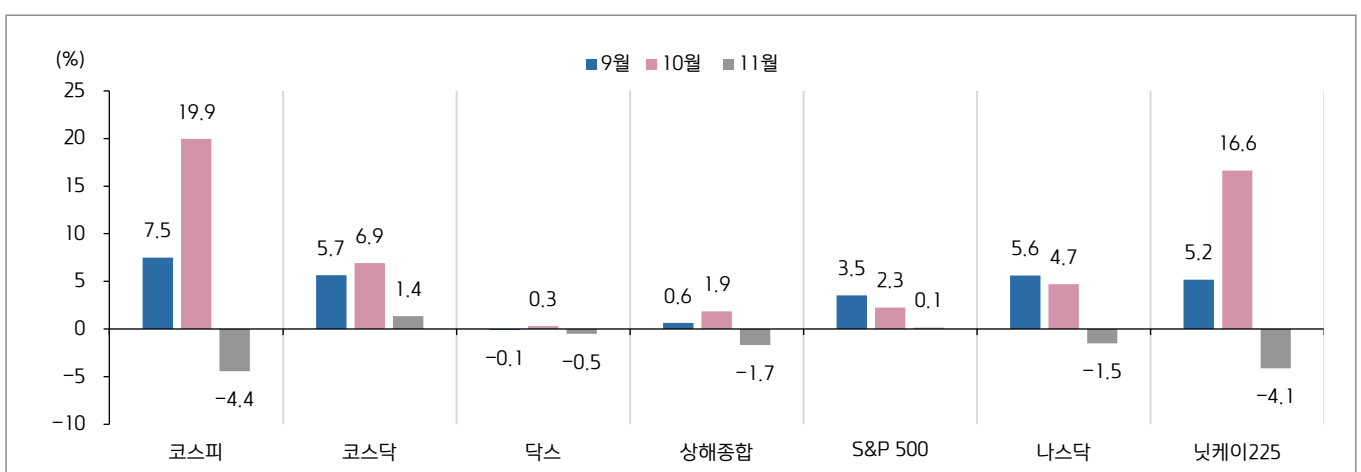
* 12월 FOMC 직전까지 금리인하 전망의 빈번한 변화 가능성 상존
* 낮은 인플레 및 고용 둔화를 고려 시,12월 금리 인하 단행 후 증시 내 안도감 유입 예상

키움증권

01. 숨 고르기 정도가 과도한 감이 있었던 11월 주식시장

- 11월 코스피와 코스닥은 각각 -4.4%, +1.4%를 기록. 코스피 업종별로는 비철,목재(+17.3%), 유틸리티(+14.6%), 건강관리(+11.6%) 등이 최상위, 조선(-15.5%), 디스플레이(-13.9%), 기계(-11.8%) 등이 최하위 수익률을 기록
- 11월은 상고하저의 패턴이었음. 11월 첫 거래일 코스피는 4,200pt대로 급등하면서 사상 최고치를 경신하기도 했음. 그러나 이날을 기점으로 반락 전환한 가운데, 외국인들의 10조원대 순매도, 미국 AI 버블 우려, 달러/원 환율 급등 등 하방 요인들이 내내 산재하면서 11월 중 3,800pt까지 레벨 다운되기도 함.
- 월말로 갈수록 낙폭과대 인식, 연준의 금리 인하기 기대감 재부각, 알파벳 발 AI 모멘텀 등에 힘입어 하락분들 되돌리면서 3,900pt대로 회복한 채 11월 한달을 마감

주요국 증시 월간 등락률



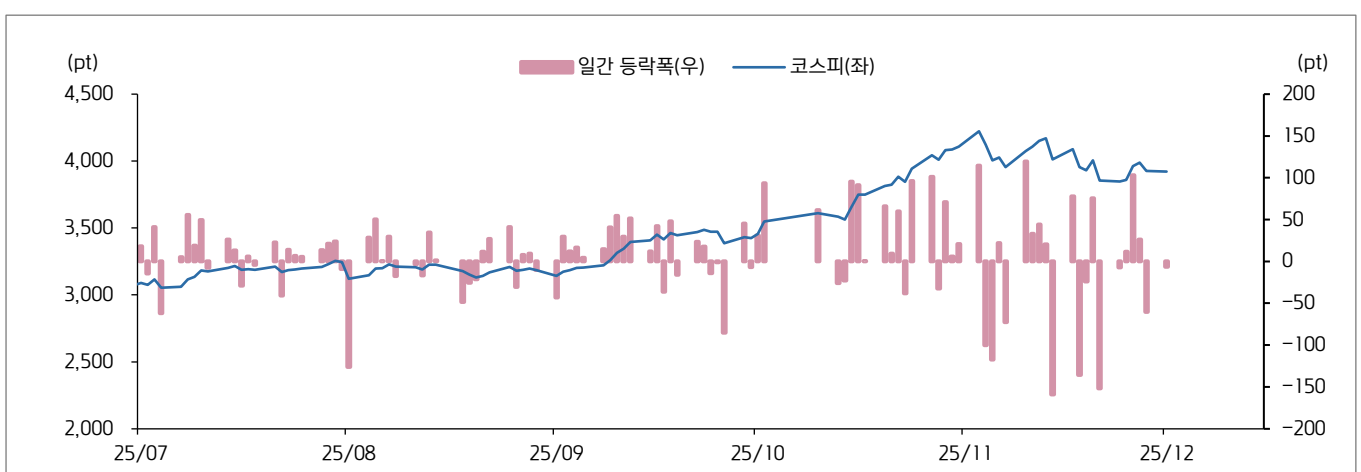
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 일간 변동폭 확대 + 주도주들의 조정 = 투자자들의 피로감 유발

- 사실 주가 폭등 이후에는 숨고르기가 수반되는 경향이 있는 편.10월 코스피의 월간 상승률(+19.9%)은 1995년 이후 역대 6위에 해당하는 상승세였고, 역대 1~6위 월간 상승 이후 다음달 평균적으로 약 3% 하락세를 기록
- 이번 11월 하락도 단순 숨고르기성 조정으로 받아들일 수 있을 법. 그러나 이달 전체 거래일 중 절반 이상의 일간 등락폭이 100pt를 넘는 극심한 일중 변동성 장세를 겪고 있다는 점이 문제(다른 나라 증시들도 비슷한 패턴).
- 그 과정에서 투자자들의 현기증과 피로감이 커지고 있는 가운데, 기술적으로도 한국, 미국, 일본 등 대부분 증시, 주도주들이 단기 추세선인 20일선을 하회하고 있다는 점이 투자자들의 고민을 가중

코스피와 일간 등락폭

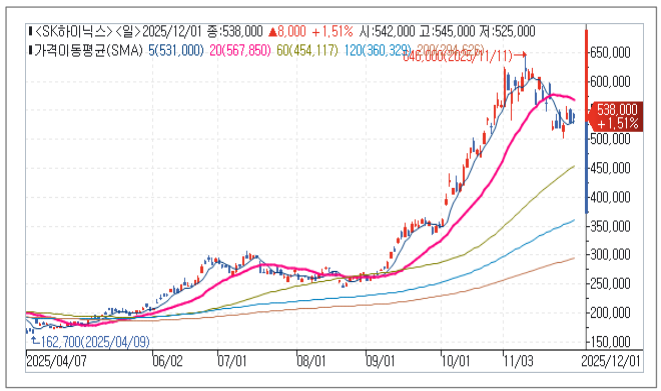


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 반도체, 조선, 방산, 원전 등 주도주들은 단기 추세(20일선) 위협 받는 상황

SK하이닉스 주가와 20일선



자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 주가와 20일선

자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 주가와 20일선

자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

두산에너빌리티 주가와 20일선

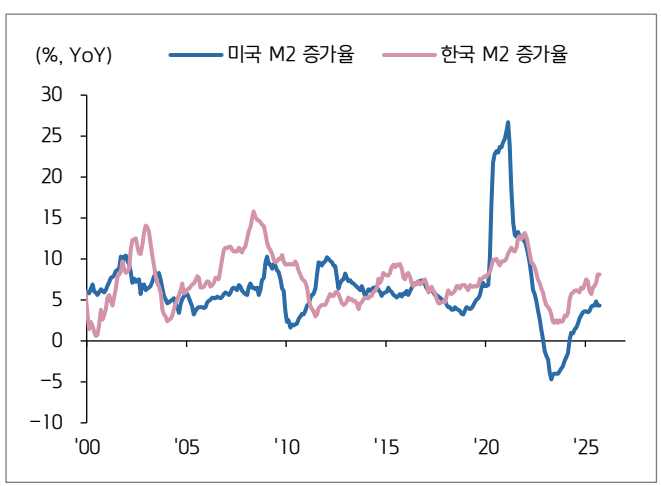
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 여전히 유동성은 풍부한 상태이지만, 돈의 움직임이 일시적으로 정체된 모습

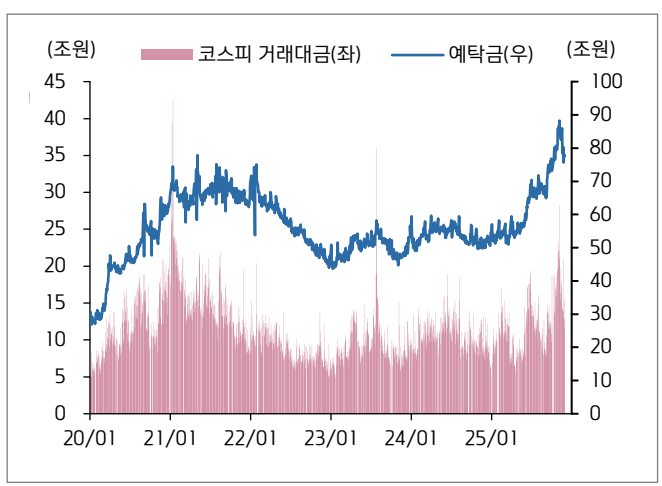
- 과거 강세장의 공통적인 특징은 “시중 유동성 확대 " 였으며, 현재도 여전히 글로벌 유동성은 증가하고 있는 상태.
- 24년도 하반기를 기점으로 미국(+4%대)과 한국(+8%대)의 M2 증가율은 양(+)의 영역에 들어와 있기 때문
- 이 같은 M2 증가는 연준, ECB, 한은 등 주요국 중앙은행의 완화정책 기조, 시중 은행들의 대출 확대, 정부의 확장 재정정책 등에서 기인
- 다만, 10월 말 이후 금, 비트코인 등 디베이스먼트 트레이딩 대장주들이 가격 조정에서 벗어나지 못하고 있는 점을 미루어 보아, 현재 단기적으로 돈의 움직임이 일시적으로 정체되고 있는 것으로 보임

미국과 한국의 M2 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 거래대금과 예탁금



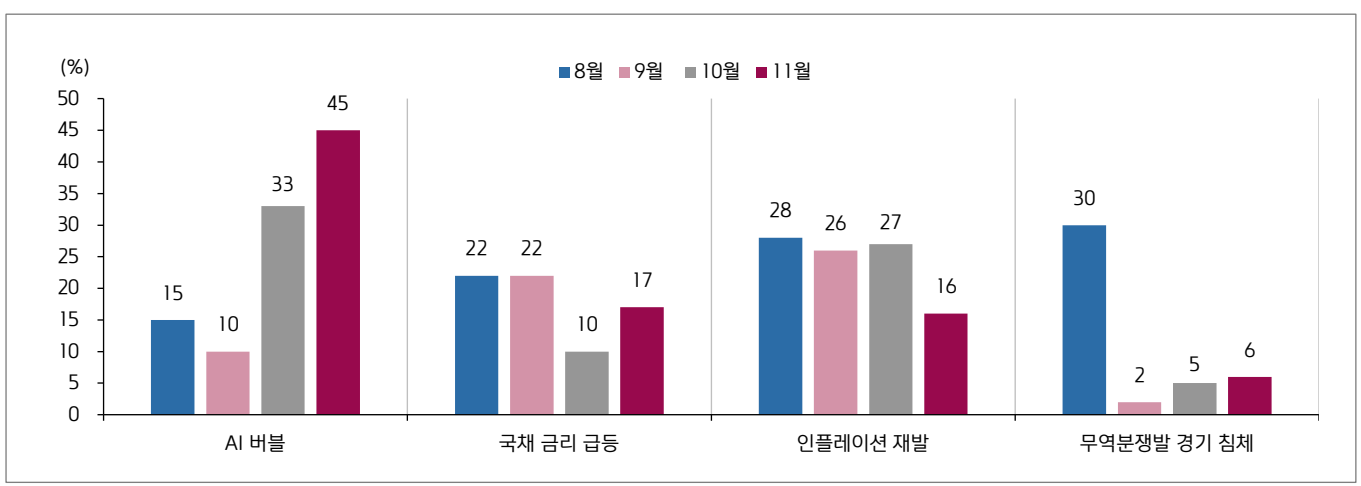
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 새로운 과제, 악재가 아니지만, 기존 재료를 아직 극복하지 못한 상태

- 12월 증시 방향성에 대해 결론부터 이야기 하자면, 12월 FOMC(11일) 등 매크로 이벤트, 브로드컴(12일), 오라클(16일), 마이크론(18일) AI 밸류체인주 실적 모두 월 중순까지 치러야 한다는 점을 감안 시, 12월 증시 방향성은 월말로 갈수록 상승 추세를 회복하는 경로를 형성할 전망
- 새로운 과제나 악재들이 등장하지는 않았지만, 기존의 과제와 악재(AI 버블, 금리 상승, 연준 통화정책 등)를 완전히 해소하지 못한 상태로 12월 증시를 대응해야 할 것으로 판단

글로벌 펀드매니저들의 시장 잠재위험 순위 변화



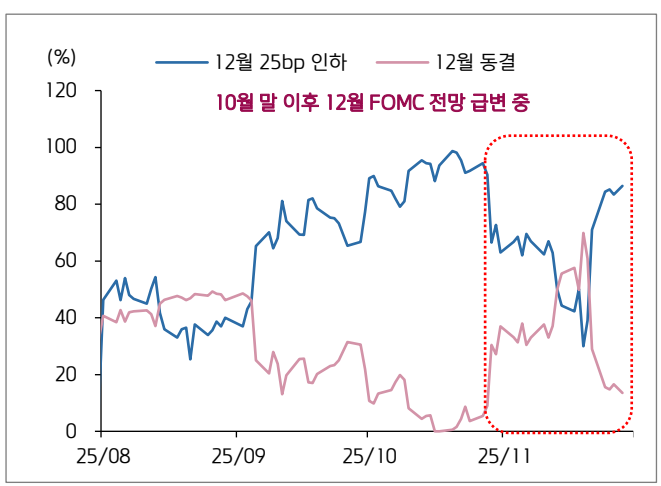
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 급격한 전망 변화를 겪고 있는 12월 FOMC, 금리인하로 중심을 잡고 갈 필요

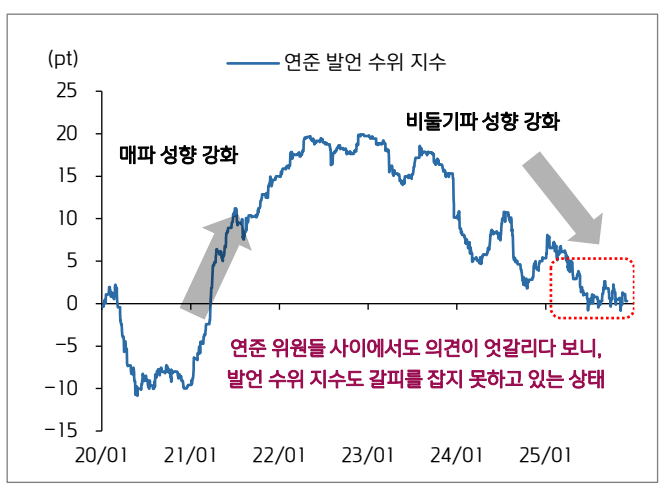
- 11월 말 뉴욕 연은 총재의 12월 금리인하 지지성 발언, 9월 소매판매 부진 및 10월 PCE 하락 등으로 12월 금리 인하 전망이 다시 우세해진 상태. 하지만 정책 결정의 메인지표인 11월 고용, CPI는 12월 FOMC 이후에 발표될 예정이며. 여전히 연준이나 시장이 데이터 공백 구간에 놓여있음을 시사.
- 데이터가 사라진 자리에는 '이념'과 '정치'가 스며들고 있다는 점도 단기 고민. 과거 연준 내 위원들은 논쟁을 벌이면서도, ' 물가 안정 ' 와 ' 완전 고용 ' 이라는 책무에서 합의점을 찾아 갔지만, 이들의 의사 결정 함수에 트럼프발 '정치적 변수'가 개입되기 시작
- 실제 FOMC 전까지 12월 금리인하 여부, 26년 점도표 및 경제 전망 변화를 둘러싼 불확실성이 중간중간 증시에 혼선을 주입하며 시장 방향성을 모호하게 만들 수 있음에 대비를 하고 가는 것이 적절.

2025년 12월 FOMC까지 금리 인하 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

연준의 발언 수위 지수



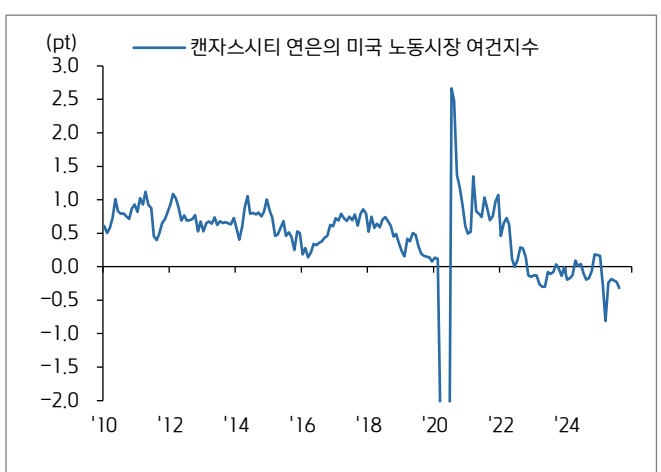
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 데이터 깜깜이 장세 속에서 봐야 하는 것들

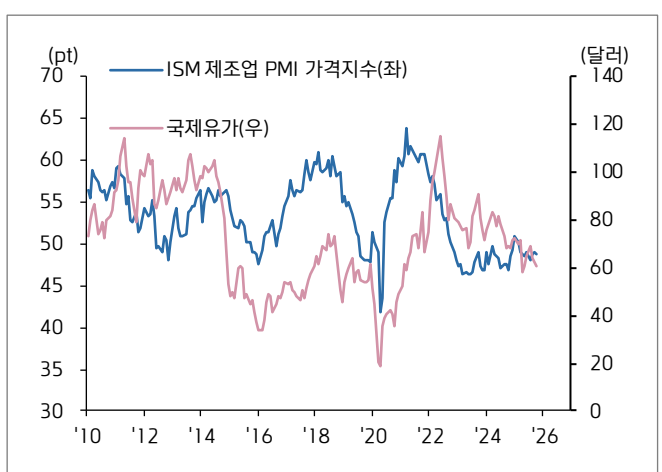
- 셧다운 사태로 인해 10월 고용지표는 아예 발표하지 않고, 11월 고용지표도 12월 16일 발표로 지연될 것이라고 밝힘. 10월 CPI도 취소됐으며, 11월 CPI는 12월 18일에 발표될 예정임을 감안 시 10월 FOMC 때와 비슷하게 깜깜이 장세를 또 겪어야 할 것으로 판단.
- 하지만 국제 유가(현재 60불대 하회), ISM 제조업 PMI내 가격지수(3월 이후 50pt 선이하에서 안정적인 흐름) 등을 고려 시, 현재 미국내 인플레 압력은 우려보다 크지 않다는 점에 주목할 필요. 더 나아가, ADP 민간고용(최근 4주 기준, 주간 평균 1만건 감소), 캔자스시티 연은의 노동시장 여건 지수(20여개의 고용 데이터를 취합해 산출, 2월 이후 마이너스 영역 지속) 등의 대안 데이터들이 고용시장의 하방 위험을 가리키고 있다는 점도 눈여겨볼 부분.

캔자스시티연은의 노동시장 여건 지수



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

국제 유가와 ISM 가격 지수



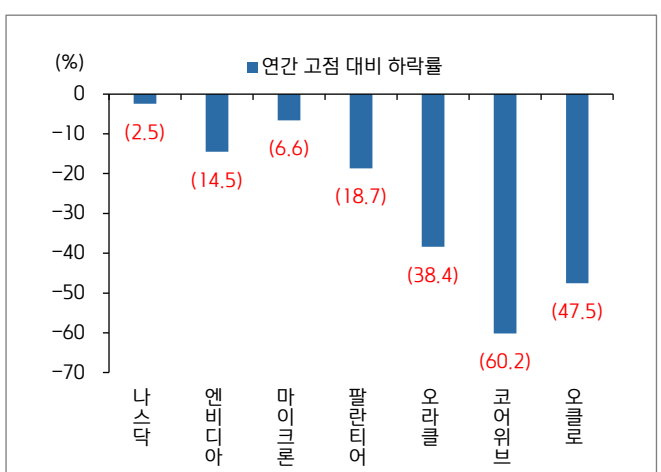
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 12월에도 미국 AI주 주가 향방은 간과할 수 없는 메인 변수

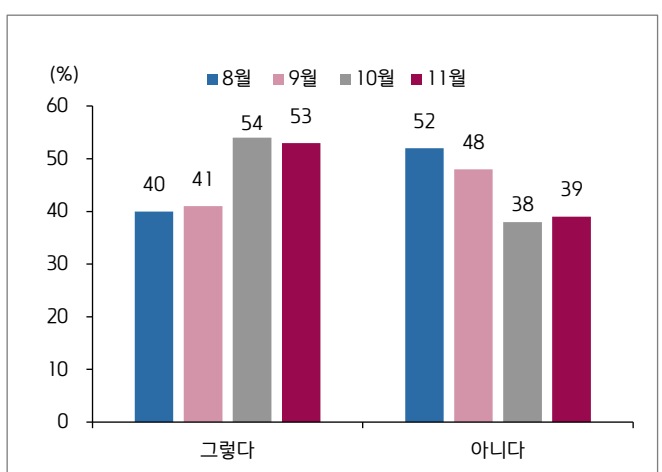
- 현재 미국 AI 주들은 대부분 단기 추세선인 20일선을 하향 이탈하거나 위협을 받는 등 주가 모멘텀 자체가 취약해진 모습
- 또 AI주들의 버블 우려는 지속되고 있는 상태. BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이를 보면, AI 시장에 버블이 형성되어 있는지를 놓고, 글로벌 펀드매니저들의 과반수 이상이 "그렇다 " 고 답변한 점도 같은 맥락.
- 지난 10월처럼 고평가 부담만 쌓인 것이 아닌, 수익성, 감가상각 내용연수, 사모시장 자금 조달 구조 등 곳곳에서 노이즈가 개입되면서, 이들의 주가 회복력을 저해하고 있는 실정

AI 관련주 주가 변화(~11월 30일)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AI 시장에 버블이 형성되어 있는 가에 대한 설문



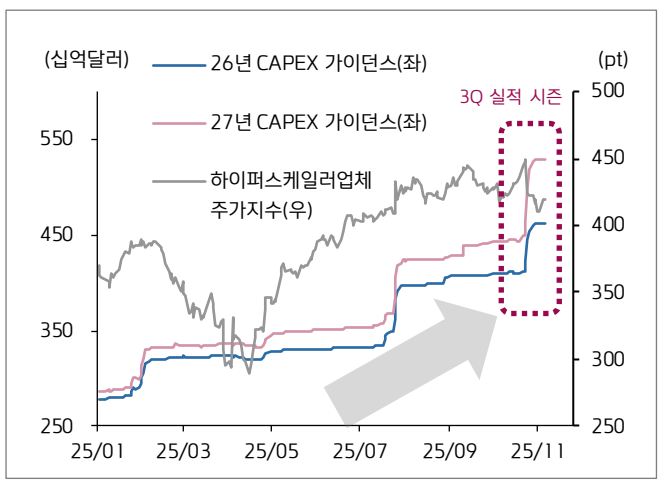
자료: BofA Global fund manger Survey 11월, 키움증권 리서치센터

키움증권

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

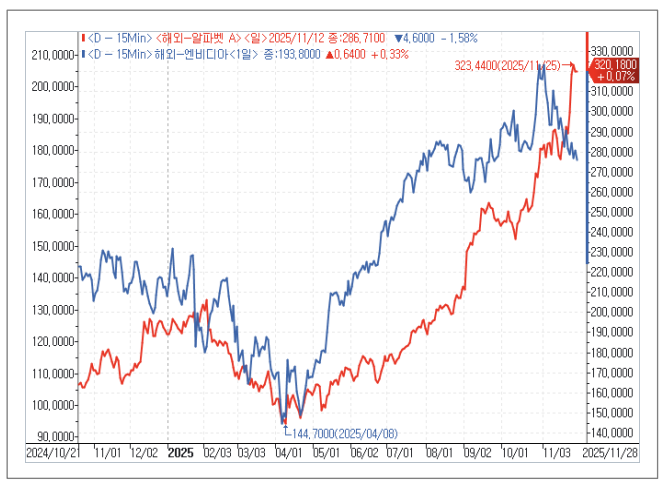
- 하지만 아직 수익성 불안 등에서 기인한 버블 붕괴를 현실적인 시나리오의 범주에 포함시키는 것은 지양할 필요. 여전히 MS, 아마존, 메타 등 하이퍼스케일러 업체들은 26년, 27년 모두 CAPEX 가이던스를 지속 상향하고 있을 정도로 AI 과소투자 리스크를 더 경계하고 있기 때문
- 또 최근 구글의 제미나이 3.0 출시 이후 엔비디아의 GPU 진영 vs 알파벳의 TPU 진영간 경쟁구도가 형성된 것은 궁극적으로 이들 산업의 전체 파이와 수익성 전망이 개선되고 있음을 우회적으로 보여주는 대목.
- 제미나이 3.0의 등장 이후 "엔비디아 독점" 이라는 내러티브에서 "TPU가 개입된 경쟁"이라는 내러티브로 바뀌고 있는 분위기. 지금은 서로 간에 증시 내 수급 다툼을 벌이고 있는 상황이기는 해도, 궁극적으로는 "AI 인프라 이원화 -〉 AI 시장 파이 확장 -〉 수익성 개선"이라는 선순환을 공유해가면서, 양쪽 진영 모두 주가 고점을 높여가는 공생 관계를 형성해 나갈 것으로 예상

미국 하이퍼스케일러 업체의 26~27년 CAPEX 가이던스



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

엔비디아와 알파벳의 주가 비교



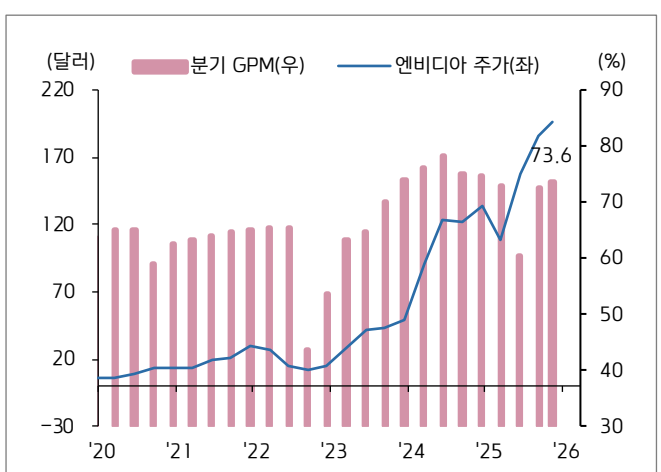
자료 인포맥스, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 엔비디아 3분기 실적, 부담이 큰 검증대였음에도 서프라이즈를 시현

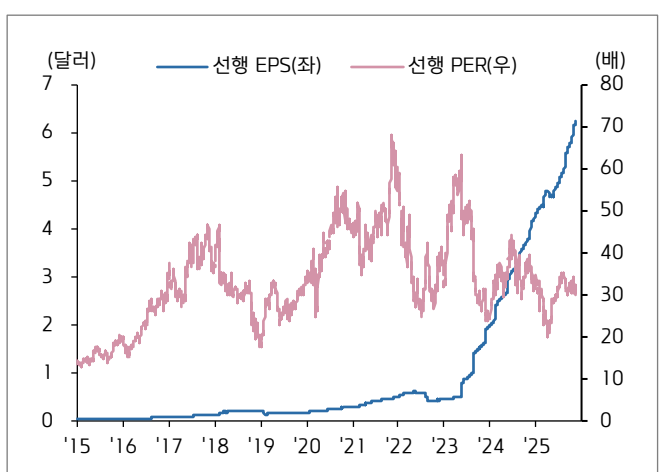
- 엔비디아는 오픈 AI와 함께 AI 버블 논란의 중심에 있는 주식이다보니 이들 회사도, 시장참여자들도 부담감이 큰 실적 이벤트였지만, 세간의 우려와 기대를 모두 뛰어 넘는 실적으로 증명. 3분기 매출액과 GPM 모두 컨센을 상회했으며, 4분기 매출, GPM 등 주요 수익 지표 가이던스도 시장의 기대치를 뛰어넘는 수치를 제공.
- 컨퍼런스 콜에서도 "블랙웰 역대 최고 판매", "클라우드 GPU 완판", "훈련 및 추론 수요 급증" 등 긍정적인 전망을 제시했고, 감가상각 내용연수 노이즈가 있었던 구형 A100도 지금 풀가동 중인 것으로 확인
- 12월 중 브로드컴, 오라클, 마이크론 등 AI 하드웨어 업체 실적 이벤트를 치르면서, 그간 증시 발목을 붙잡았던 AI주 전반의 고평가 부담, 수익성 불안감을 덜고 가는 경로를 베이스로 상정하는 것이 적절

엔비디아 주가와 GPM



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔비디아 선행 EPS와 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

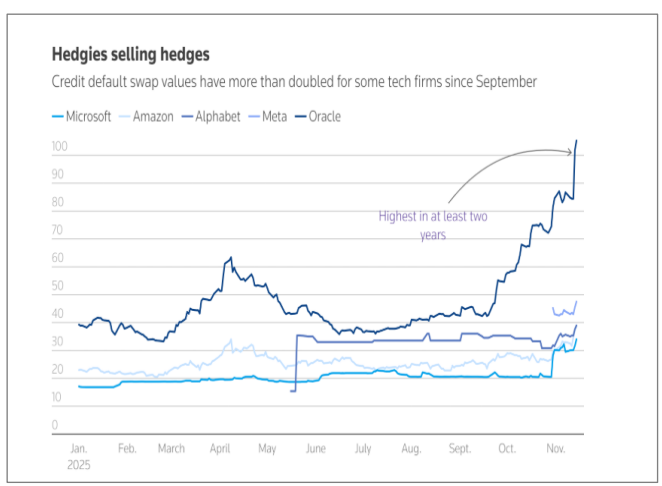
12. 오라클 발 크레딧 불안, 어떻게 봐야하나

- 최근 하이퍼스케일러 AI 업체 2군 격에 해당하는 오라클의 CDS 프리미엄 급등 이후 사모 크레딧 시장에서 AI 업체들의 부도 우려 역시 완전히 해소되지 못하고 있는 상태
- 오라클 뿐만 아니라, 올해 아마존(150억달러), 메타(300억달러), 알파벳(250억달러) 등 메이저 하이퍼스케일러 업체들도 AI 투자 재원 용도로 채권 발행에 나섰다는 점 역시 시장에서 긍정적인 평가를 내리고 있지 않은 모습
- 이렇게 부채에 대한 의존도가 증가하고 있다는 점은 모니터링 해야 하는 부분이기는 하나, 오라클을 제외한 여타 메이저 업체들의 CDS 프리미엄은 낮은 수준에 머물러 있다는 점에 주목할 필요

오라클 CDS 프리미엄

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

오라클 vs 하이퍼스케일러 업체 CDS 프리미엄



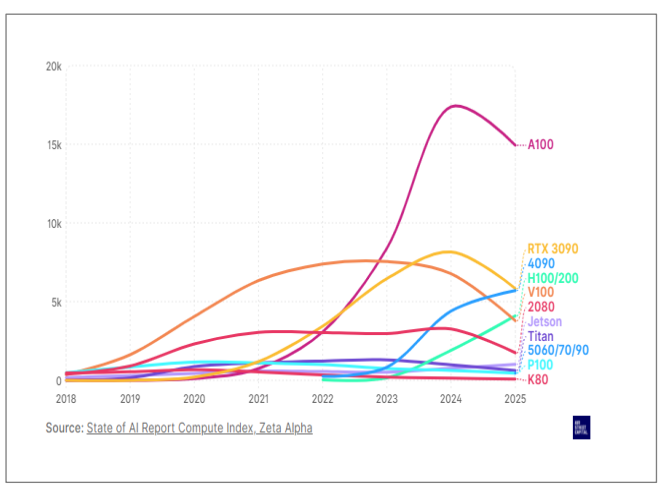
자료: 로이터, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 마이클 버리 vs 하이퍼스케일러 업체, 감가상각 내용연수 논란은 어떻게?

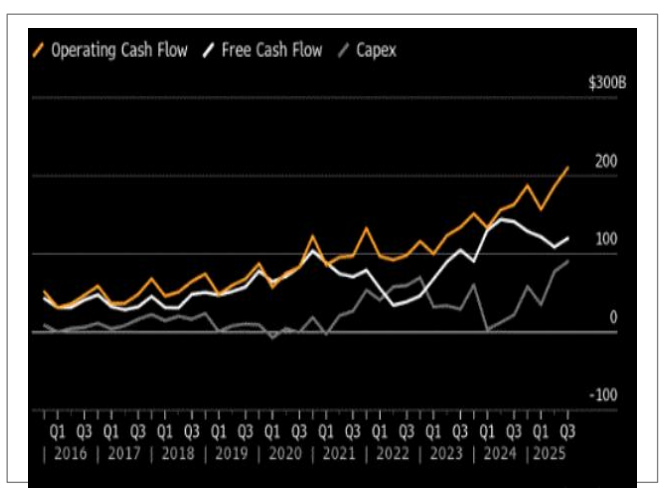
- 감가상각 논란도 여전하지만, 하이퍼스케일러 업체들이 감가상각 기간을 5~6년으로 잡는 것은 ' 최첨단 용도 ' 와 ' 실제 사용 가능 수명 ' 을 다르게 보고 있기 때문. 하이퍼스케일러들은 GPU를 계단식을 활용하는 경향이 있는데, 1~2년차에는 최신 모델 훈련, 3~5년차에는 덜 복잡한 추론, 내부 서비스 등 용도를 변경해 활용할 수 있음
- 현재 AI 논문에 작성 시 사용되는 엔비디아는 A100은 이미 5년 넘게 수명이 지속 중이라는 점도, GPU의 회계상 이익 부풀리기 문제 제기가 과도함을 시사
- 하이퍼스케일러들은 하드웨어뿐 아니라 소프트웨어(ex: CUDA, Triton)에도 투자를 함으로써, 구형 하드웨어에서도 더 나은 성능을 끌어내며 실제 사용 수명을 연장시킬 수 있다고 판단. 더 나아가, 기업 회계기준상 5~6년간 사용하겠다는 내부 방침과 근거만 있다면 회계적으로는 문제가 없다는 것이 중론

AI 논문에 사용되는 엔비디아 GPU(A100 등) 현황



자료: state of AI comupute, 키움증권 리서치센터

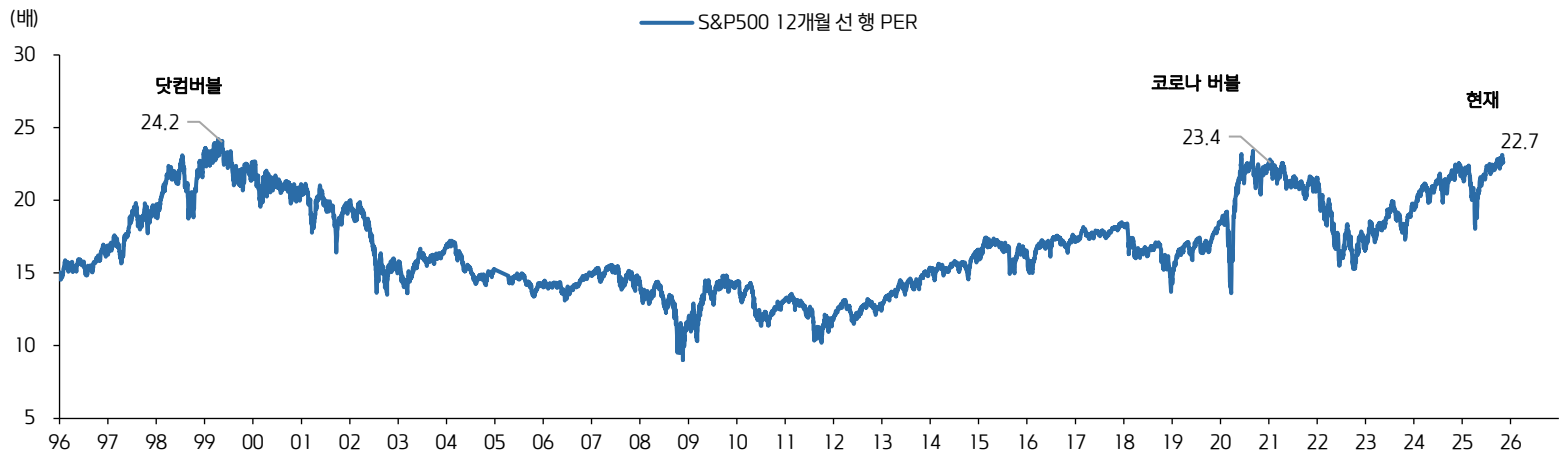
M7 업체들의 OCF, FCF, CAPEX

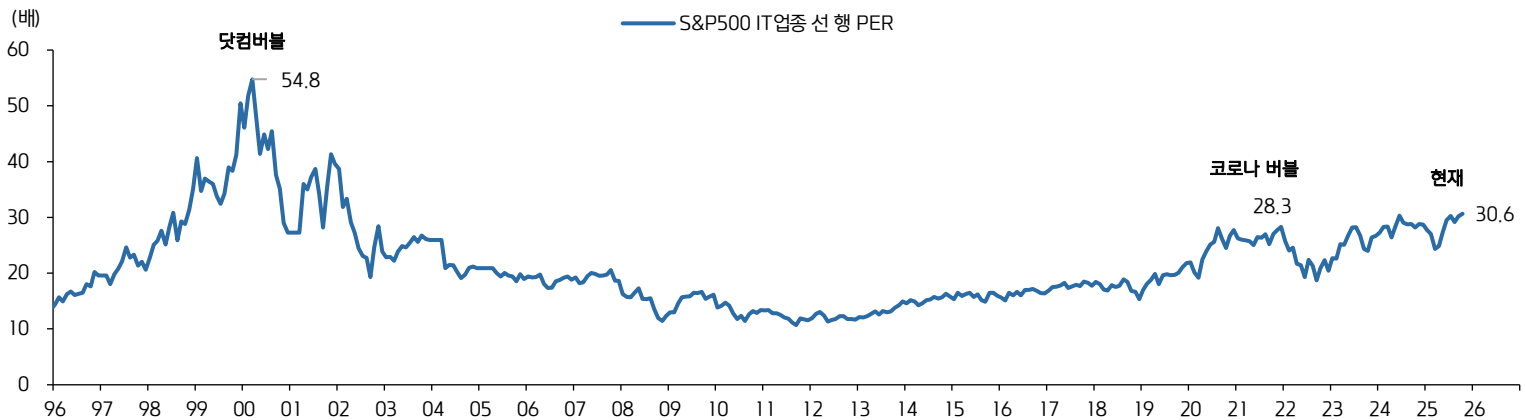


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 미국 증시의 밸류에이션 과거와 현재



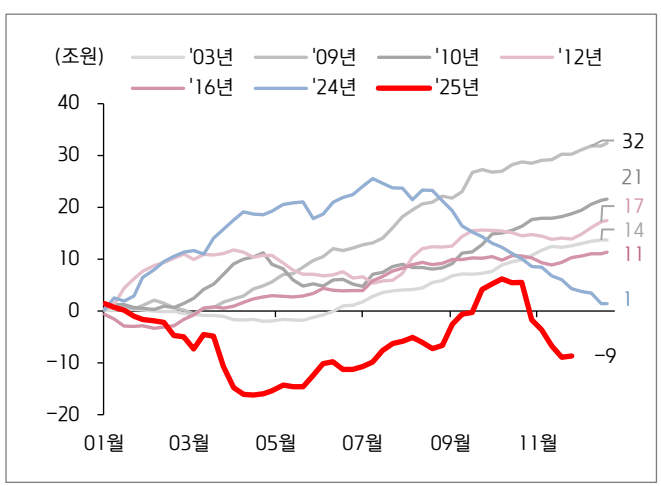


키움증권

15. 최근 외국인 수급, 단기적으로 크게 악화된 상태

- 11월 외국인의 코스피 순매도 금액은 14.4조원으로, 2000년 이후 역대 1위 순매도 금액에 해당. 이 같은 공격적인 순매도는 시장 불안을 자극할 만한 수치이기는 하지만, AI 버블 논란과 맞물린 반도체주 차익실현의 성격에 가까운 것일 뿐, 코스피 강세장 종료의 신호로 해석하는 것은 시기상조
- 역대 2위 2020년 3월(코로나 판데믹, -12.5조원), 3위 2025년 4월(상호관세 쇼크, -9.3조원), 4위 2007년 7월(금융위기, -8.7조원), 5위 2008년 1월(금융위기 -8.5%) 등 역대 순매도 최상위권 사례를 참고해볼 필요. 위의 사례 대부분이 금융 시스템 붕괴, 예상치 못한 블랙스완급 리스크 등이 외국인 대규모 순매도를 유발
- 하지만 2020년 당시와 지금의 코스피 지수 레벨이 다르다는 점을 생각해볼 필요. 일례로, 시가총액 대비 외국인 코스피 순매도 비중은 -0.4%로 2020년 3월(-1.1%)에 크게 미치지 못함. 따라서 현재는 버블 논란, 단기 고평가 부담만 누적된 상태이며, 반도체 중심의 코스피 이익 모멘텀도 견조하다는 점을 감안 시 과거 대형 위기급 상황에 직면한 매도세는 아닌 것으로 판단

역대 외국인 코스피 순매수 최상위 사례 비교



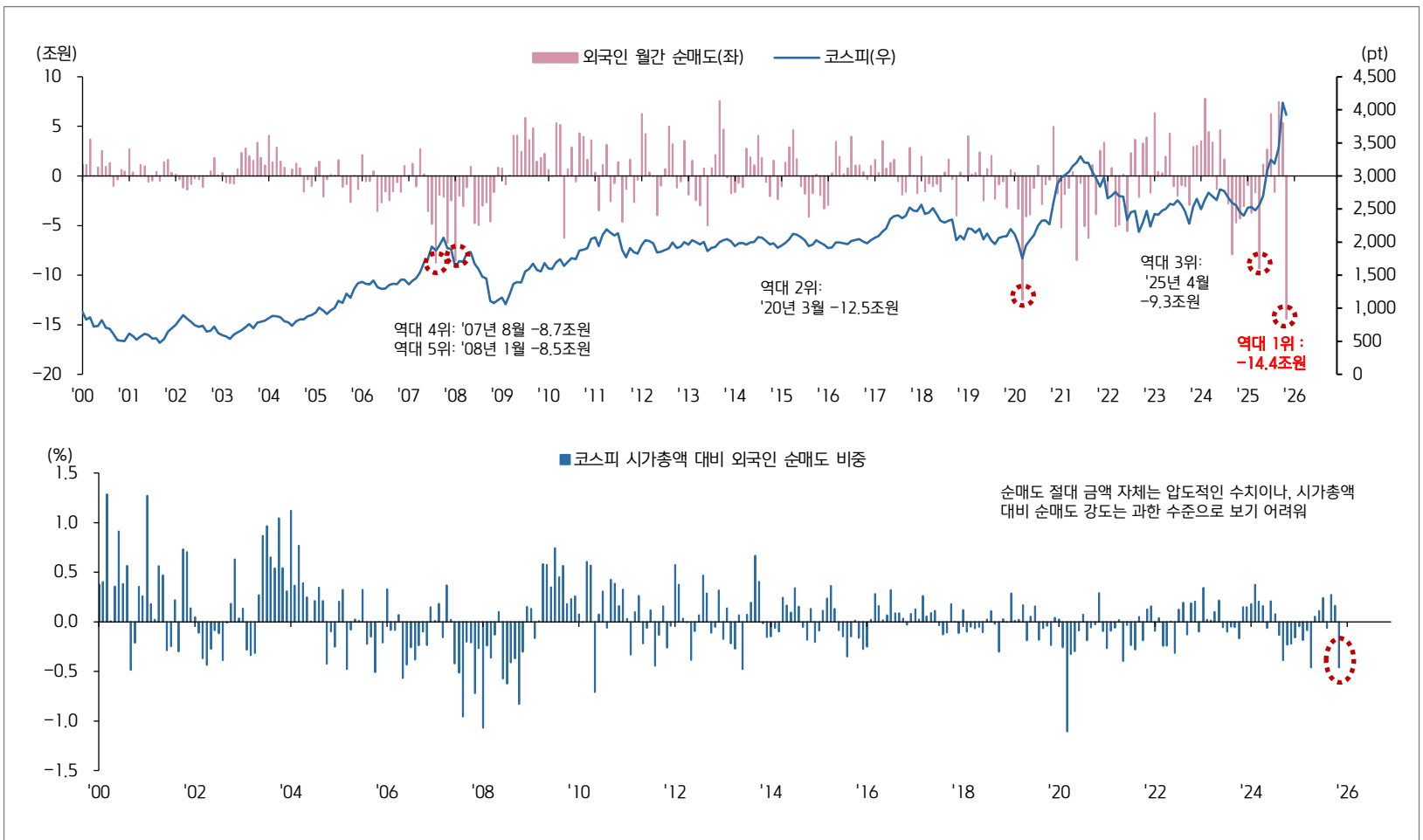
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 지분율

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 외국인 11월 역대 1위 순매도, 하지만 그 이면을 들여다 보면..



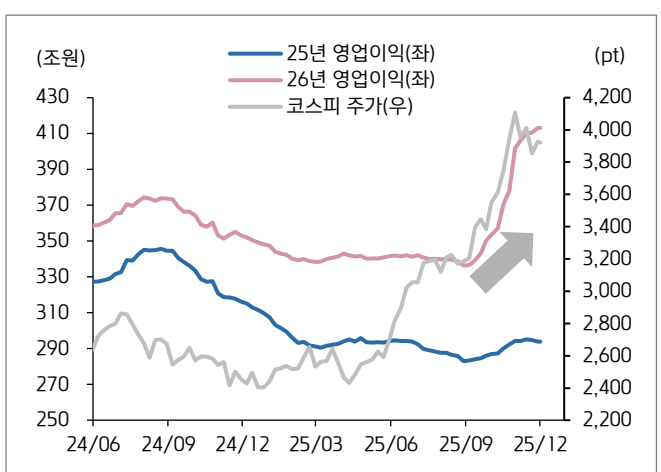
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 11월 험난한 장세 속에서도 국내 증시의 변하지 않은 것은 이익 모멘텀

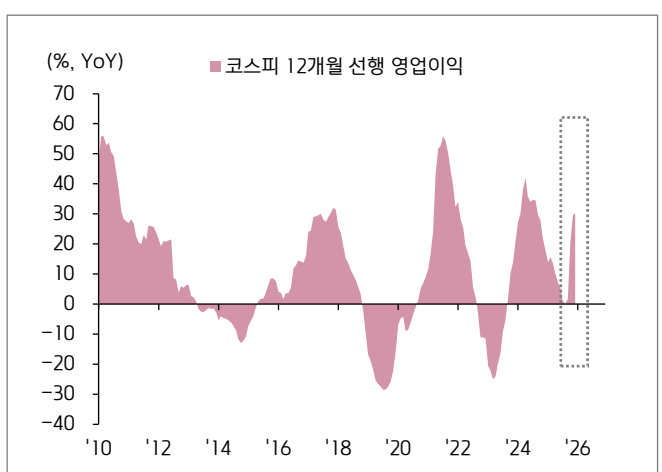
- 11월 국내 증시가 연준 통화정책, 미국 AI 버블 등 외생 변수, 지수 속도 부담 등 기술적 변수와 같은 요인들로 부진한 시기를 보내긴 했지만, 그 안에서도 변하지 않은 것은 이익 모멘텀
- 최근 일련의 주가 조정에도 26년 영업이익 컨센서스는 상향 추세를 유지하고 있으며, 사이클 관점에서도 증익 사이클에 깊숙이 들어와 있기 때문(12개월 선행 영업이익 증가율 YoY 10월 +20% -> 11월 +29%)

코스피와 25, 26년 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피의 12개월 영업이익 사이클



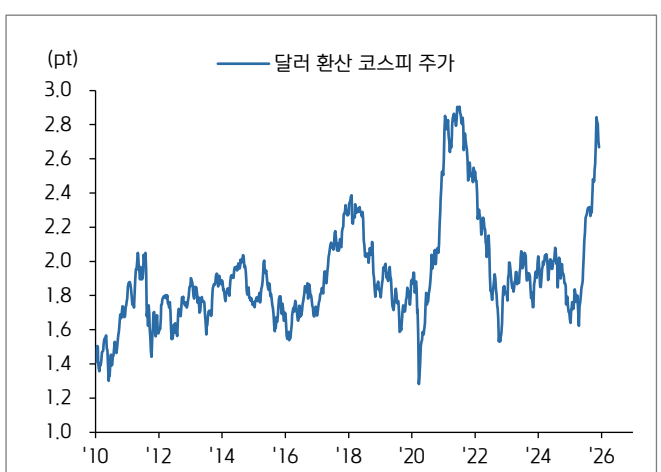
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 외국인 11월 역대급 매도 이후 순매수 전환 유인을 제공하는 것들

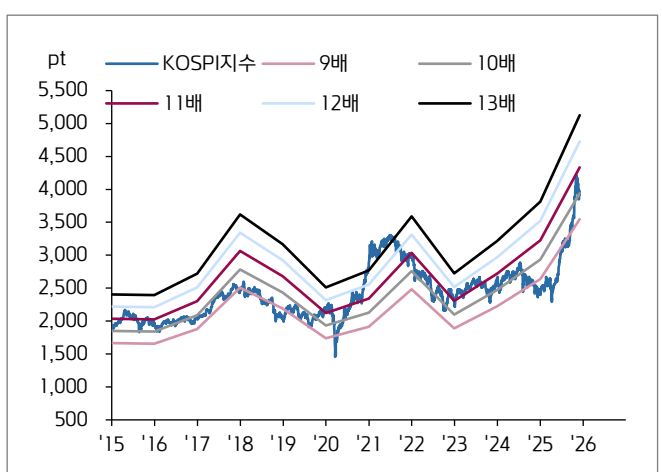
- 물론 달러/원 환율이 1,470원대 내외에서 머물러 있는 등 고환율 부담도 신경 쓰지 않을 수 없는 요인이다. 다만, 그에 대한 반대급부 현상으로 달러 환산 코스피는 아직 2021년 전고점 부근에 있다는 점은 외국인 입장에서 한국 증시의 진입 매력을 제공하는 부분
- 12개월 선행 PER이 12월 초 현재 10배 레벨을 하회하고 있다는 점도 눈여겨볼 부분. 최근 일련의 주가 조정을 거치면서, 기존 악재들에 대한 가격 저항력이 생겨나고 있는 것으로 해석 가능

달러 환산 코스피



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 선행 PER 밸류에이션 밴드



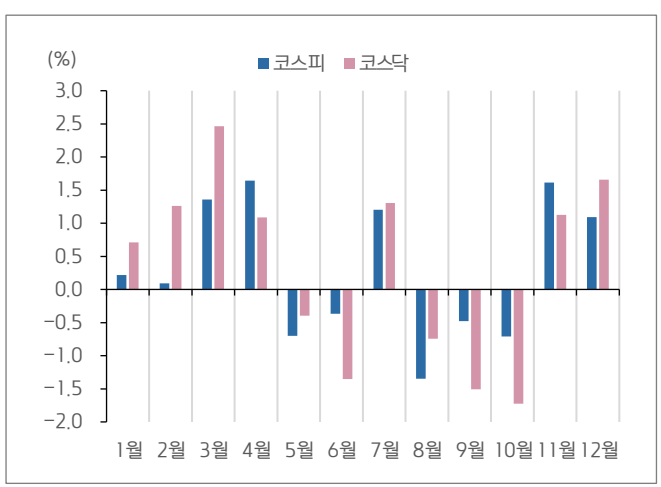
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 연말에는 코스닥에 비중 확대?

- 한편, 11월 마지막 거래일 코스닥이 3%대 급등한 이후, 코스피보다 코스닥 쪽에 대한 시장의 관심이 증가하고 있다는 점도 12월 증시 대응 전략 수립에 반영해볼 수 있기는 함
- 통상 연말~연초 코스닥이 코스피보다 성과 우위에 있는 계절성 패턴이 있기는 하지만, 최근 코스닥 급등은 정부의 코스닥 시장 활성화 정책 기대감에서 주로 기인
- 현재 정부에서는 코스닥이 소외되지 않도록 정책적 지원을 집중하여 '천스닥' 안착을 목표로 하고 있는 것으로 알려짐. 그 가운데 코스닥 벤처펀드 ' 관련 세제 혜택과 공모주 우선 배정은 수급 호재일 수 있음. 내년 초까지 AI, 반도체, 바이오 등 정부가 지목한 ' 첨단 산업 ' 섹터의 중소형주는 정책 수혜를 입을 가능성 상존

2010년 이후 월별 코스피, 코스닥 등락률



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스닥 시장 활성화 예상 정책

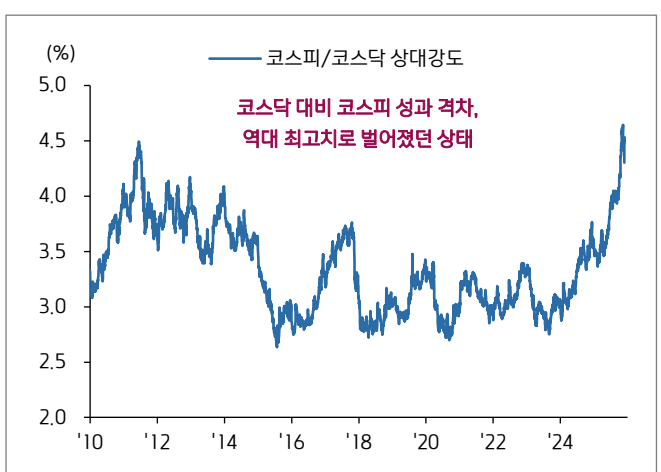
구분	예상 내용
투자 혜택	• 소득공제 확대: 코스닥 벤처펀드 한도 상향 (3,000만 원 → 5,000만 원) • 공모주 혜택: 벤처펀드 우선 배정 비율 상향 (25% → 30% 이상)
수급 개선	• 연기금: 투자 비중 확대 유도 (현재 3% → 5% 목표) • 세제: 연기금·외국인 대상 증권거래세 인하 또는 면제 검토
제도 정비	• 진입(In): 혁신기업 특례상장 문턱 낮추기 • 퇴출(Out): 시가총액 150억 원 미만 부실기업 상장폐지
자금 공급	• 정책 자금: 국민성장펀드(150조 원)를 첨단산업(AI·반도체 등)에 투입 • 민간 자금: 증권사 조달 자금의 10% 이상을 벤처기업에 의무 투자

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

20. 단기적인 코스닥 랠리는 가능할 전망. 다만, 지속성에 대해서는 고민이 필요

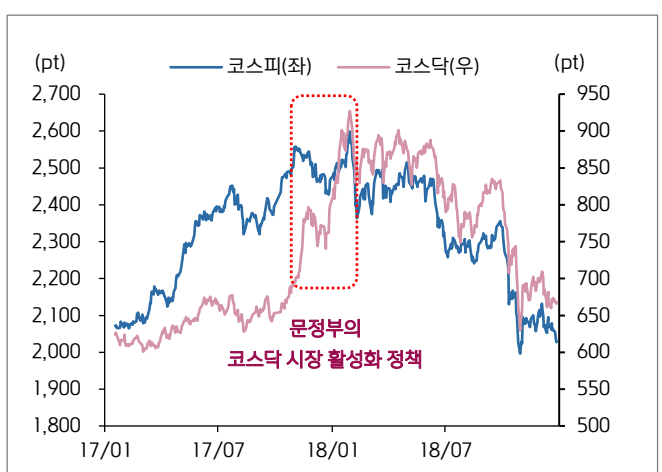
- 2017년 하반기에도 유사한 형태로 코스닥 시장 활성화 정책이 실제로 시행되면서, 당시 바이오를 중심으로 코스닥이 랠리를 펼쳤던 경험이 있음. 문제는 그 랠리의 지속성이 짧았으며 이후 트럼프 무역분쟁 시즌 1이 시작됨에 따라, 코스닥, 코스피 모두 한동안 하락장을 피해갈 수 없었다는 것임
- 일단 관련 기대감만 가지고서 단기적으로 코스닥 150, 혹은 코스닥 내 주력업종(바이오, 이차전지, 소부장 등)의 수급 환경 개선을 기대. 다만, 아직 공식 확정된 것도 아니고, 2017년 사례까지 감안하면, 정책의 실제 영향력과 그것이 만들어 낼 가격 움직임의 지속성은 좀 더 고민이 필요
- 2017년 정책의 한계는 돈은 풀었지만, 실적, 매크로(무역분쟁) 환경이 뒷받침되지 않았기 때문. 이번 대책도 ' 자금 공급 ' 쪽에 주력하고 있는 편. 코스닥 기업들의 지배구조 개선, 주주 환원 강화, 실적 성장이 동반되지 않는 한, 코스닥 랠리의 지속성은 제한적일 것으로 판단

코스피와 코스닥 상대강도



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

2017~2018년 코스피와 코스닥



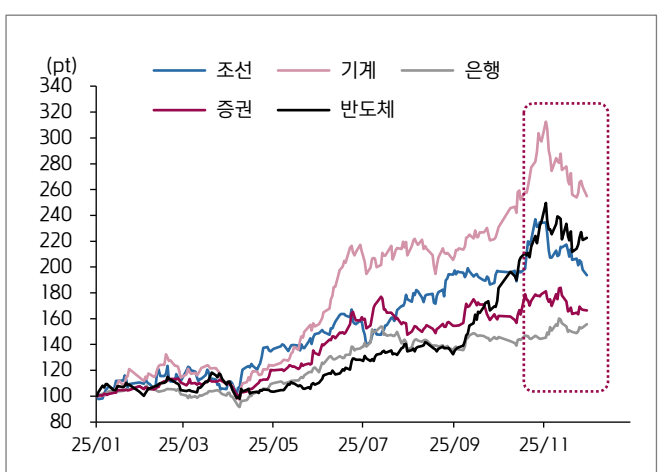
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. (결론 1) 12월에는 가격상 진입 메리트가 높아진 주도주로 대응

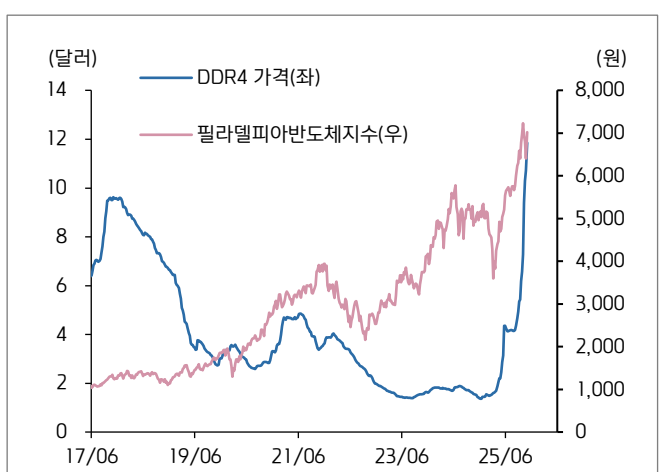
- 지난 9~10월 역대급 랠리 이후 11월 가격 조정으로 속도 및 밸류에이션 부담을 덜어냈던 국내 증시는 12월 중순까지 현재 레벨에서 방향성 탐색에 나설 전망.
- 이후 12월 FOMC, 반도체주 실적 이벤트를 중립 이상으로 소화함에 따라 월말로 갈수록 상승 추세를 회복하면서, 전고점 탈환을 재차 시도해 나갈 것으로 예상
- 12월 코스피 레인지를 3,800~4,300pt로 제시하며, 업종 측면에서는 반도체, 기계(방산, 전력기기), 금융 등 최근 조정을 통해 가격 메리트가 부각된 기존 주도주들을 중심으로 분할 매수 대응을 추천

연초 이후 주도주 주가 변화



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

DDR 가격과 필라델피아 반도체지수



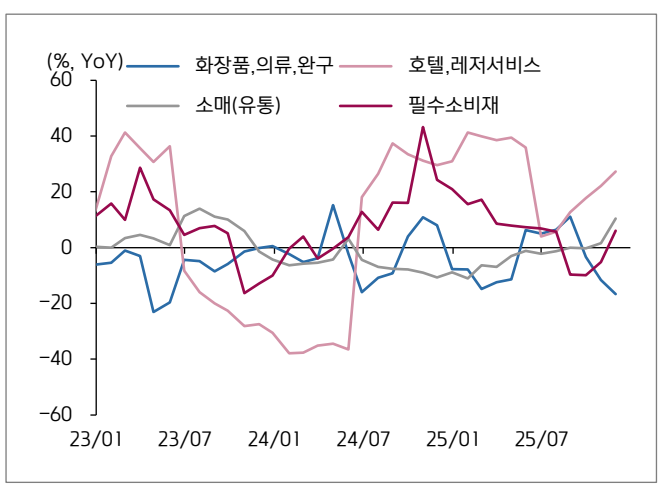
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. (결론 2) 달러/원 환율 폭등 진정 속 원화 약세 수혜주도 눈여겨볼 필요

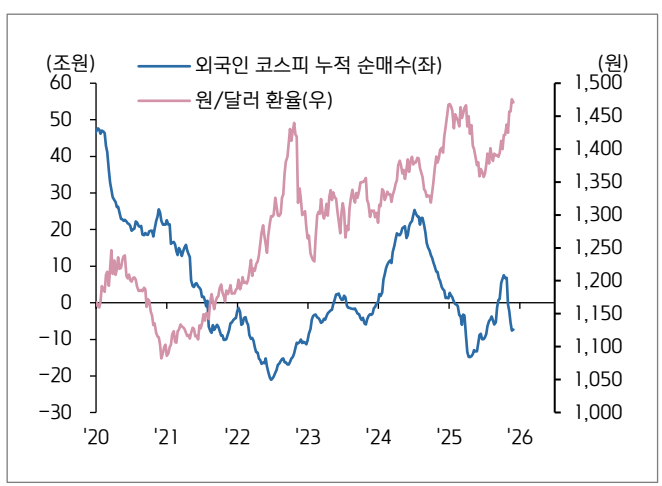
- 또한 달러/원 환율이 1,450~1,470원대에서 고환율 레벨을 유지하고 있는 현재의 환경에서, 인바운드 수요 호조 업체(호텔 및 레저), 수출 비중 높은 업체(화장품), 외국인 관광객 비중 높은 업체(면세점) 등 원화 약세 수혜 업종에도 주목해볼 필요
- 환율 상승은 내수 소비심리를 위축 시키는 측면이 있으나, 이들 업체들은 “가성비 좋은 여행지”, “K 뷰티 유행과 맞물린 환율 상승 시 원화 매출 증대” 등의 효과를 통한 단기 트레이딩 아이디어를 시장에 제공할 수 있다고 판단

외국인 인바운드 수혜주 이익 모멘텀(12개월 선행) 변화



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율

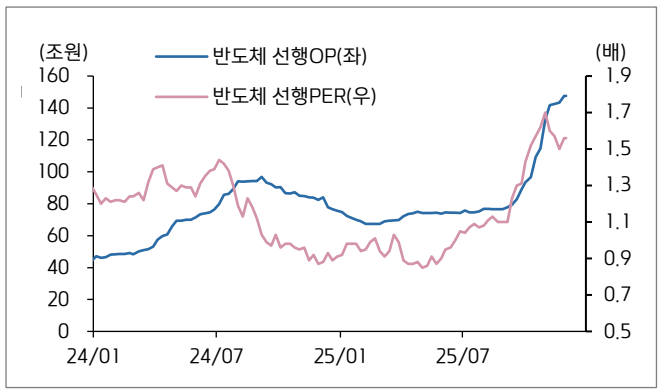


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

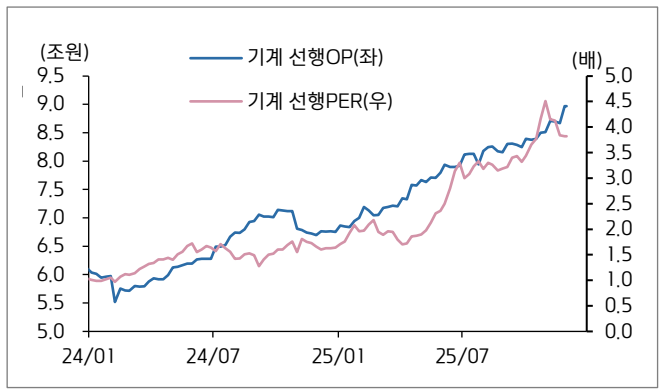
23. 주도 업종의 12개월 선행 영업이익과 PER

반도체 업종의 12개월 선행 영업이익과 PER



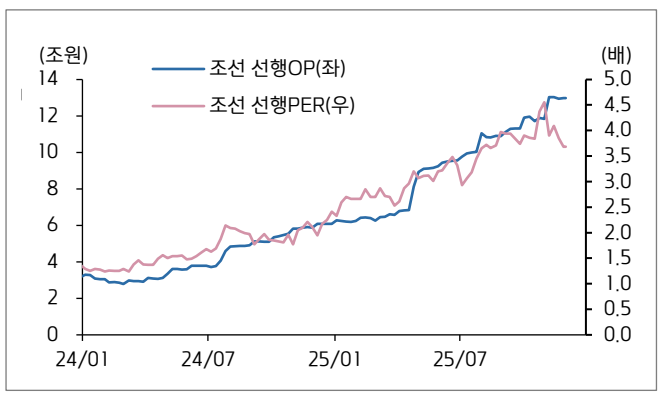
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

기계 업종의 12개월 선행 영업이익과 PER



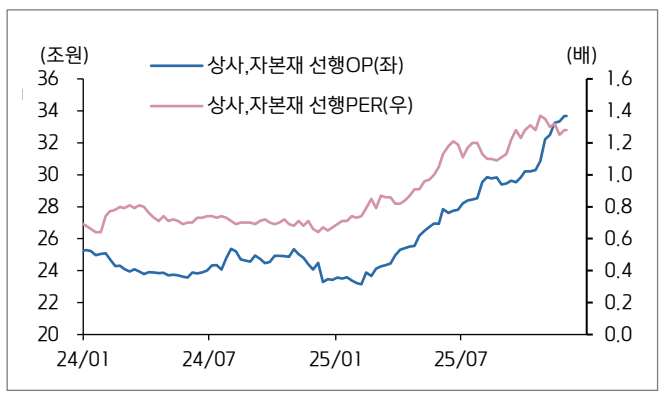
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

조선 업종의 12개월 선행 영업이익과 PER



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

상사, 자본재 업종의 12개월 선행 영업이익과 PER

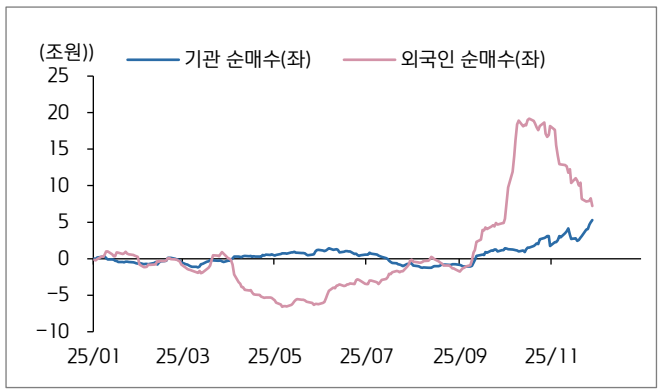


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

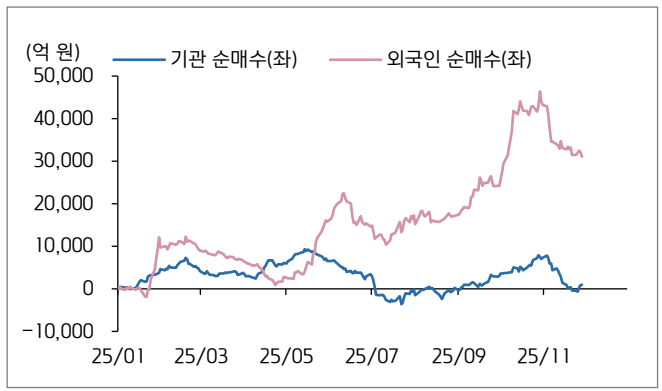
24. 주도 업종의 외국인과 기관 수급 변화

반도체 업종의 외국인 기관 순매수



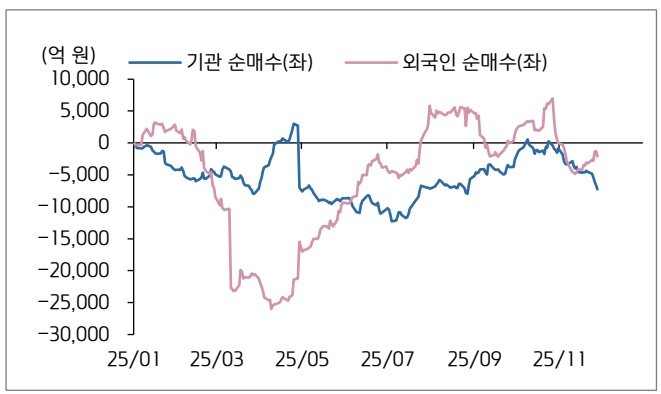
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

기계 업종의 외국인 기관 순매수



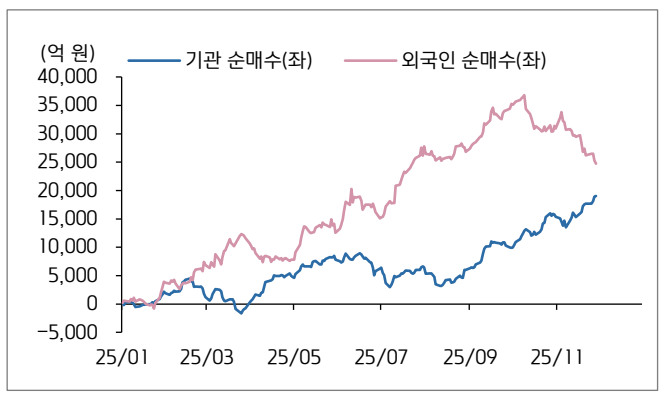
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

조선 업종의 외국인 기관 순매수



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

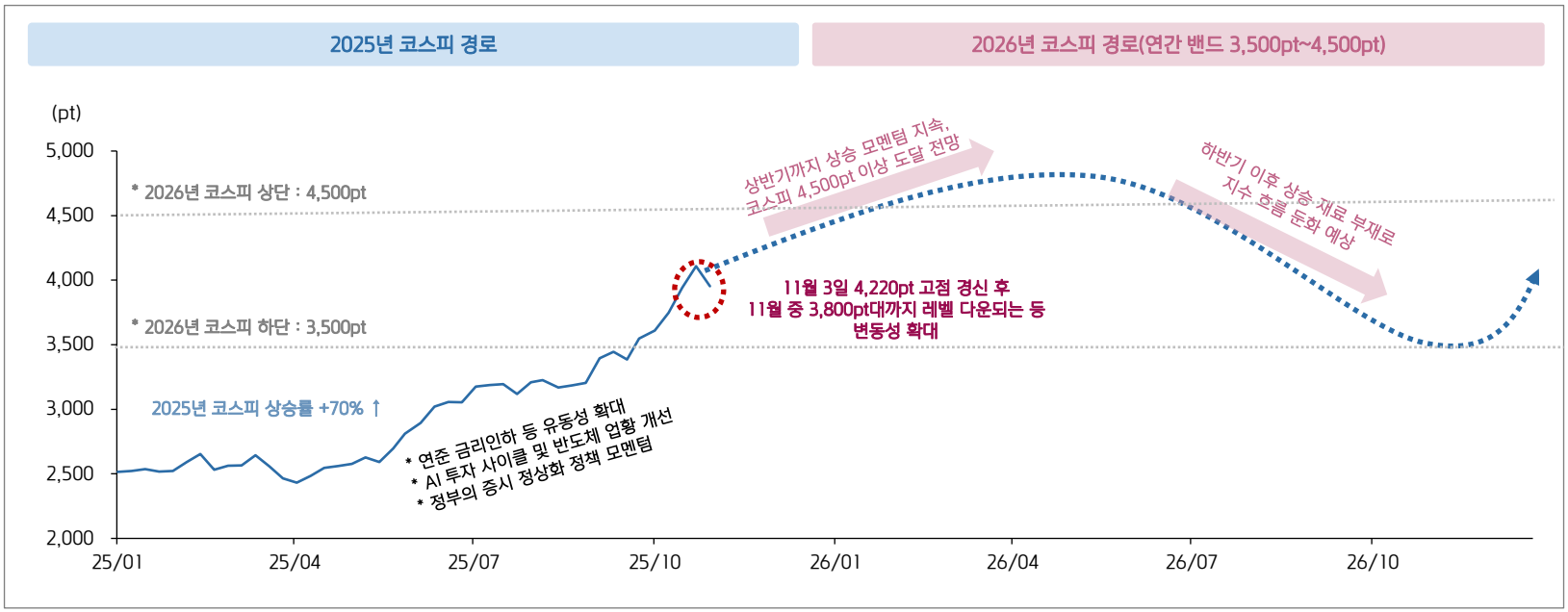
상사, 자본재 업종의 외국인 기관 순매수



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

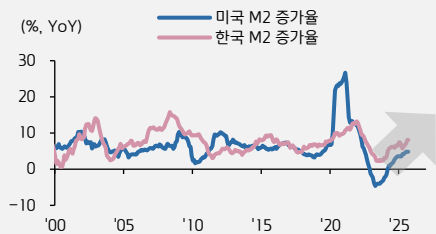
키움증권

24. (참고) 2026년 코스피 연간 예상 경로

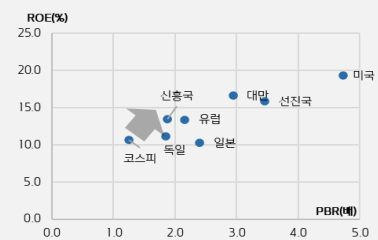


Main Driver 1. 이익 사이클

Main Driver 2. 유동성



Main Driver 3. 정책 리레이팅



키움증권

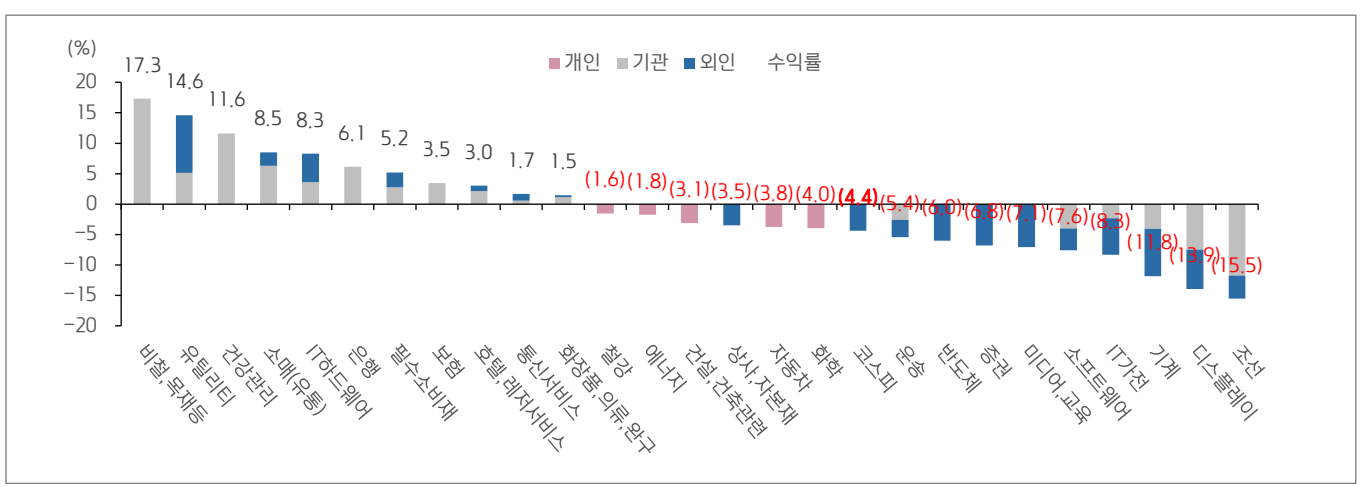
Part 2

퀀트: 실적 개선 흐름 확대

01. 11월 업종별 리뷰 : 단기 급등에 따른 속도 조절

- 글로벌 증시에서 금리 인하 기대감 축소와 AI 버블에 대한 우려가 중첩된 영향으로 상승세를 주도한 반도체 업종을 중심으로 매도세가 집중
- 그 외에도 주요 IT(디스플레이, IT가전) 업종을 비롯해, 조선, 기계, 증권 등 올해의 주도 업종들을 중심으로 차익 매물 출회
- 반면, 상대적으로 소외되어 있던 비철목재, 건강관리, 소매 등의 업종을 중심으로 순화매 흐름 연출

업종별 월간 수익률



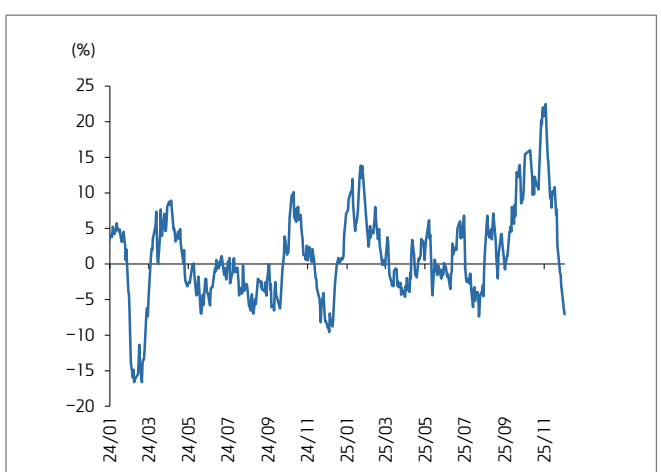
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

키움증권

02. Style: 유동성 및 AI 우려는 성장주에 악재

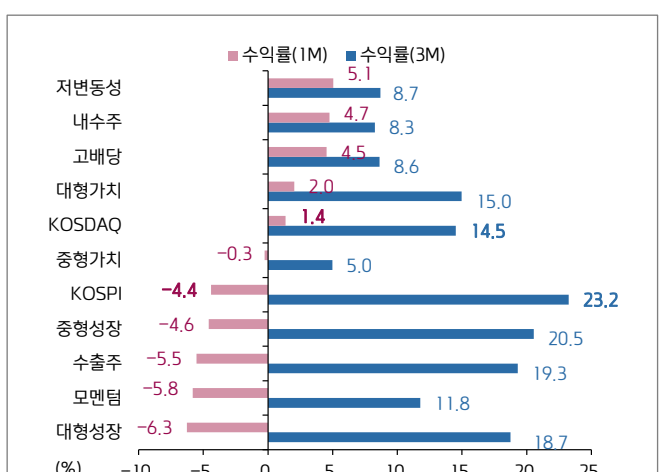
- 12월 FOMC를 앞두고 파월 연준의장의 발언과 함께 연말 금리 인하 기대감이 축소되기도 했음
- 더불어, 미국의 빅테크 기업들을 중심으로 과열 우려가 재점화되자 국내 증시의 모멘텀을 주도한 대형/중형 성장주와 수출주를 중심으로 차익 매물이 집중
- 반면, 변동성 확대로 인해 방어적인 스타일(저변동성, 고배당, 내수주)의 약진이 특징적

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

키움증권

03. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- 11월 코스피 기준, 기관(+5조 5,003억원)과 개인(+9조 2,875억원)의 매수세가 유입된 반면, 외국인(-14조 4,561억원) 매도 우위를 기록
- 추세성을 지니는 외국인을 중심으로 10조원을 넘는 매도세가 집중되며 수급 환경에 대한 우려 확대. 특히 반도체, 기계, 은행에 대한 매도 규모가 가장 컸음
- 기관투자자는 외국인과 마찬가지로 기계 업종을 비롯해 조선, 소프트웨어 등의 업종을 매도했으나, 반도체, 은행 업종은 큰 폭으로 매수

코스피 업종별 개인/기관/외국인 11월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	7,183.3	3,565.7	-11,006.0	조선	822.5	-640.1	-205.6
자동차	-344.0	128.0	218.1	건설,건축관련	-17.1	7.7	10.2
IT가전	515.5	-102.4	-265.1	소매(유통)	-223.2	170.0	59.2
기계	1,891.4	-635.1	-1,221.1	비철,목재등	-44.0	74.1	-61.6
보험	-78.7	145.7	-82.7	운송	120.7	-56.5	-62.3
필수소비재	-393.7	269.8	234.5	건강관리	-186.1	236.3	-50.0
미디어,교육	128.7	21.6	-141.9	화학	-127.6	60.4	44.5
화장품,의류,완구	-226.1	182.9	56.2	호텔,레저서비스	-84.5	72.4	31.3
상사,자본재	254.8	366.2	-620.2	통신서비스	-123.6	41.9	85.8
유틸리티	-262.1	86.0	159.2	은행	-245.1	1,208.9	-858.5
디스플레이	65.3	-35.8	-30.8	에너지	-344.6	184.0	128.3
증권	261.1	104.0	-396.2	소프트웨어	1,256.8	-487.6	-431.6
IT하드웨어	-354.3	152.4	196.9	철강	-79.3	73.8	5.0

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 분기 실적 전망 (YoY) : 3Q, 시장 컨센서스 상회

- '25년 3분기 영업이익 성장률(YoY, %)은 약 25% 로 집계되며, 기존 컨센서스인 19.5%를 상회
- IT 업종을 중심으로 어닝 서프라이즈 탄력 그리고 긍정적인 가이던스가 제시되며 4Q를 비롯해 2026년 실적 성장률 전망이 큰 폭으로 개선
- 4분기 영업이익 성장률은 60%를 상회할 것으로 전망되나, 4분기 일회성 비용 반영 등을 감안 시 실제 성장률 전망은 40% 내외를 기록할 것으로 전망

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

	2025E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2026E
코스피	24.2	19.5	68.4	43.3	40.7
코스닥	33.7	51.2	81.5	99.8	57.3
에너지	29.0	372.8	129.9	70.1	65.6
화학	흑전	흑전	흑전	404.5	132.7
비철,목재등	31.7	52.4	199.8	13.1	9.1
철강	7.0	-4.4	1812.5	79.2	50.3
건설,건축관련	114.4	45.3	흑전	9.9	20.9
기계	21.1	62.8	45.4	41.9	29.4
조선	171.2	150.2	118.5	46.9	36.4
상사,자본재	44.8	28.5	38.9	18.4	21.7
운송	-37.4	-44.2	-41.4	-19.3	10.7
자동차	-12.6	-24.6	-3.3	-9.1	9.5
화장품,의류,완구	17.5	10.7	44.0	9.4	18.8
호텔,레저서비스	41.6	22.6	137.0	-	22.0

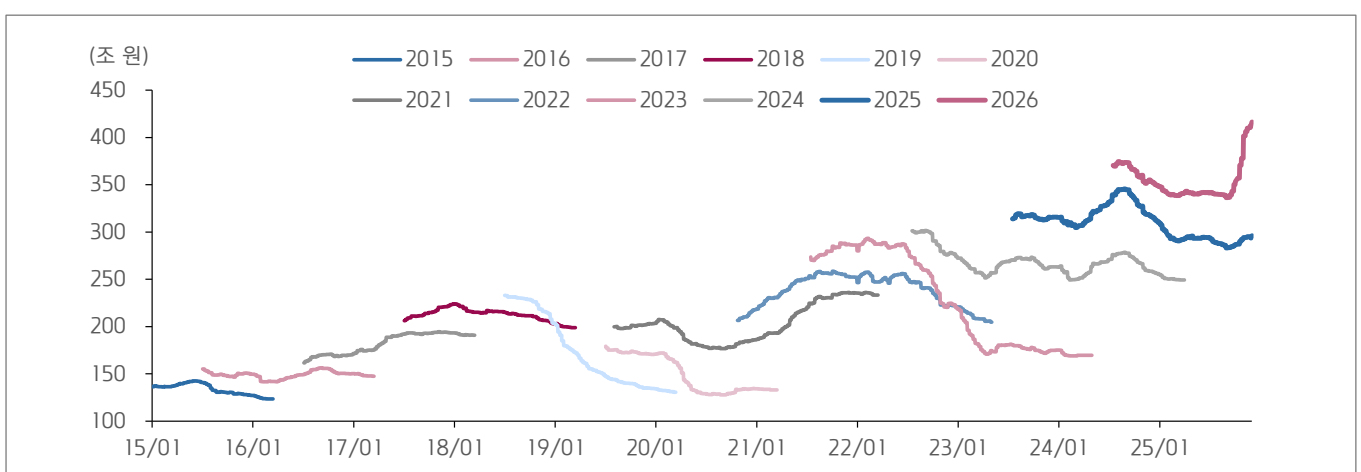
	2025E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	10.0	25.1	30.0	65.6	70.9
소매(유통)	36.0	15.7	133.2	12.3	19.2
필수소비재	3.4	1.5	11.2	11.3	12.9
건강관리	57.7	47.3	98.6	73.9	31.1
은행	2.0	-2.4	24.2	8.3	7.7
증권	27.7	17.2	59.3	13.7	3.8
보험	-4.7	6.6	68.6	10.3	10.9
소프트웨어	22.2	20.0	40.5	16.0	17.6
IT하드웨어	22.8	42.2	111.7	71.2	51.7
반도체	43.6	33.2	100.6	135.9	89.8
IT가전	-4.5	3.2	적지▲	211.2	217.9
디스플레이	흑전	흑전	412.2	354.8	69.2
통신서비스	33.0	-43.3	흑전	-8.7	11.6
유틸리티	50.8	43.0	12.2	10.8	13.8

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

05. 코스피 '26년 영업이익은 410조원 상회 전망

- 3Q 어닝 시즌을 지나며, 국내 기업의 실적 전망은 반도체 업종을 주도로 큰 폭으로 상향 조정
- 코스피 '26년 영업이익 전망은 현재 416조원으로, 10월 초 전망치인 350조원과 비교해 약 19% 증가
- 최근의 주가 조정은 주로 AI 버블에 대한 경계감이 기인했으나, 유례없이 단기간에 급증한 실적 전망 변화가 주가에 압축적으로 반영되는 과정에서 발생한 주가와 펀더멘털의 괴리를 좁혀주는 역할을 함

코스피 연도별 영업이익 전망 추이



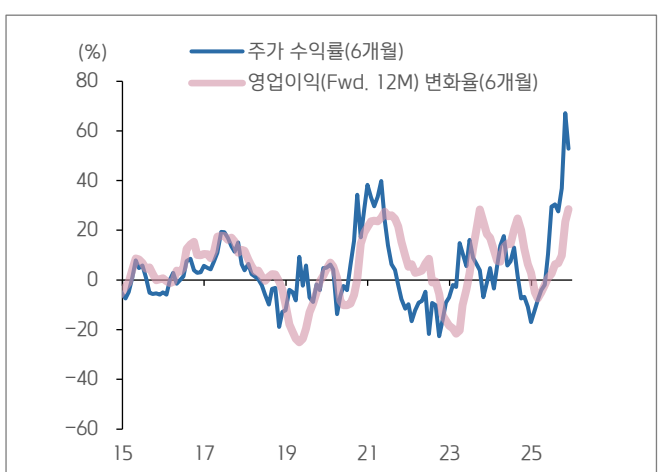
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 주가 상승과 이익모멘텀의 괴리 완화

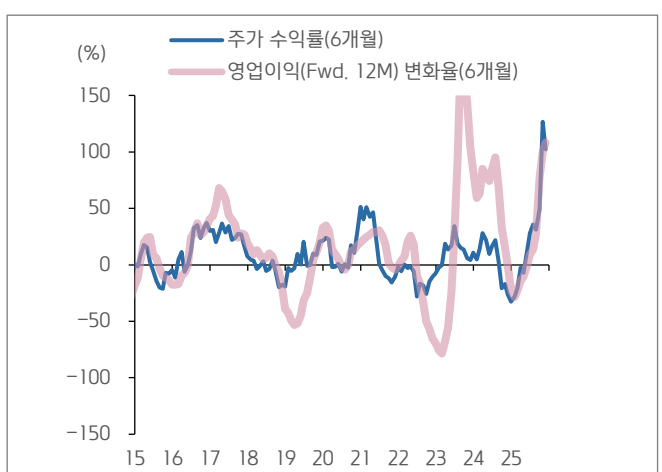
- 국내 증시의 주가 수익률과 실적 전망 변화율은 장기적으로 유사한 폭으로 변화하는 경향이 있음
- 지난 10월 이후, 반도체 업종을 중심으로 실적 전망이 가파르게 상향되며 주가와 이익모멘텀 사이의 괴리가 큰 폭으로 벌어졌음
- 여전히 전체 증시를 기준으로는 둘 사이의 괴리가 있으나, 이를 주도한 반도체 업종에서의 간극이 상당폭 축소되었다는 점은 긍정적

코스피, 주가 수익률과 영업이익(Fwd. 12M) 변화율 (6M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

반도체, 주가 수익률과 영업이익(Fwd. 12M) 변화율 (6M)



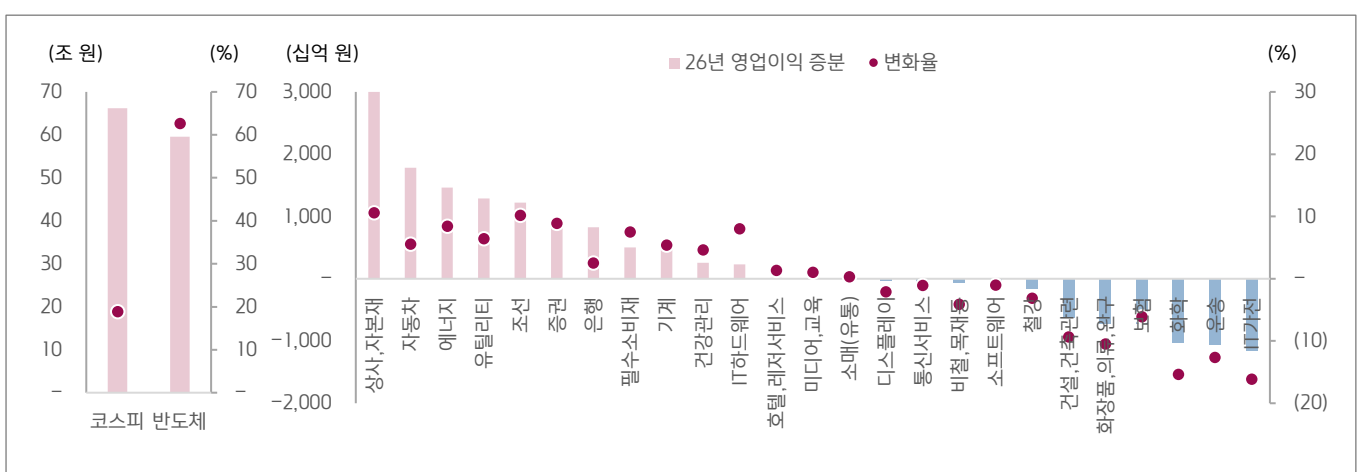
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 업종별 '26년 실적 전망 변화

- 3Q 실적 발표가 이루어지기 전인 10월 초와 비교해 코스피 영업이익은 66조원 상향. 이 중, 반도체 업종에서 59.5 조원이 증가하며 전체 상향분의 90%를 차지
- 다만, 어닝시즌 초반과 비교해 다른 업종들에서도 실적 전망이 상향 조정된 업종들이 보다 확대된 점은 긍정적
- 특히 자본재, 자동차, 에너지, 유틸리티, 조선, 금융(증권, 은행) 등의 실적 개선폭이 두드러짐
- 반면, 2차전지 관련 업종(IT가전, 화학, 철강), 운송 등은 실적 전망의 하향 조정이 여전히 지속되는 모습

코스피, 업종별 '26년 영업이익 변화 (10월 초 대비)



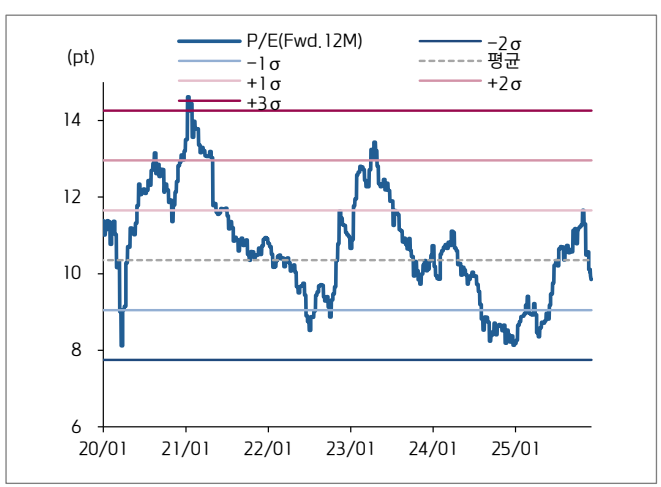
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 실적 대비 주가 측면의 밸류에이션은 빠르게 부담이 완화되는 중

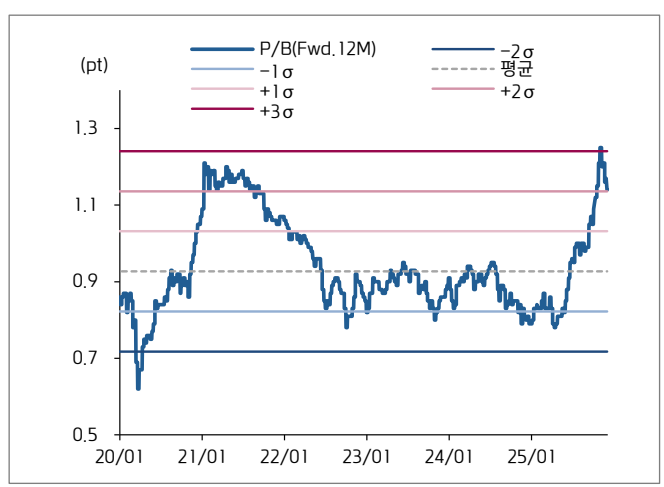
- 3분기 어닝시즌 이후 기업들의 실적 전망 급등 그리고 최근의 주가 조정 흐름이 동반된 결과 현재 코스피의 선행 12개월 PER은 9.85배, PBR은 1.14배를 기록 중
- 특히 내년도 실적이 큰 폭으로 성장할 것으로 전망됨에 따라 캘린더 효과가 반영되며 밸류에이션 부담은 더욱 빠르게 안정될 것으로 기대

코스피, PER(Fwd. 12M) 표준편차 밴드 (최근 10년 기준)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, PBR(Fwd. 12M) 표준편차 밴드 (최근 10년 기준)



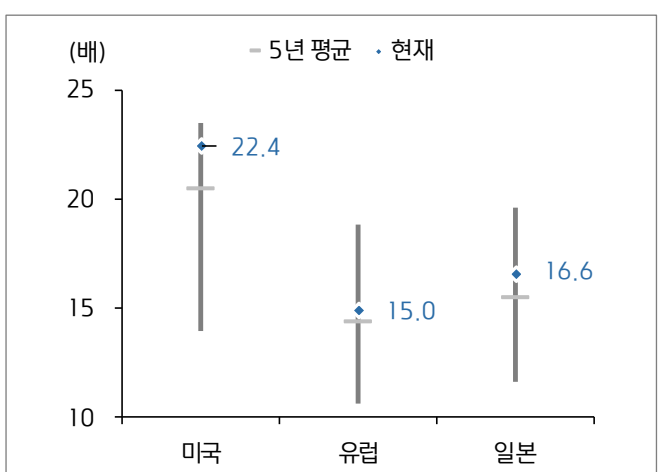
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 글로벌 증시 대비 밸류에이션이 더욱 낮은 한국

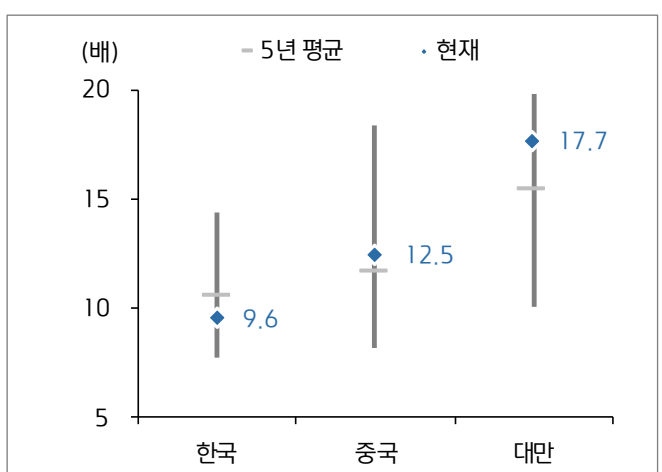
- 지난 11월 한달 동안 외국인의 기록적인 순매도가 이루어진 점은 부담이나, 주요국과 비교해 봤을 때 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮아져 있음
- 주요 선진 및 신흥국 공통적으로 최근 5년 평균 PER을 상회하고 있는 반면, 한국은 5년 평균 수준(10.5배)을 하회
- 최근 달러 약세 흐름이 지속되며, 미국 외 지역에 대한 매력도가 높아지는 국면임을 감안 국내 증시의 상대적 매력도는 지속될 수 있을 것으로 기대

주요 선진국, PER 위치(최근 5년 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국, PER 위치(최근 5년 기준)



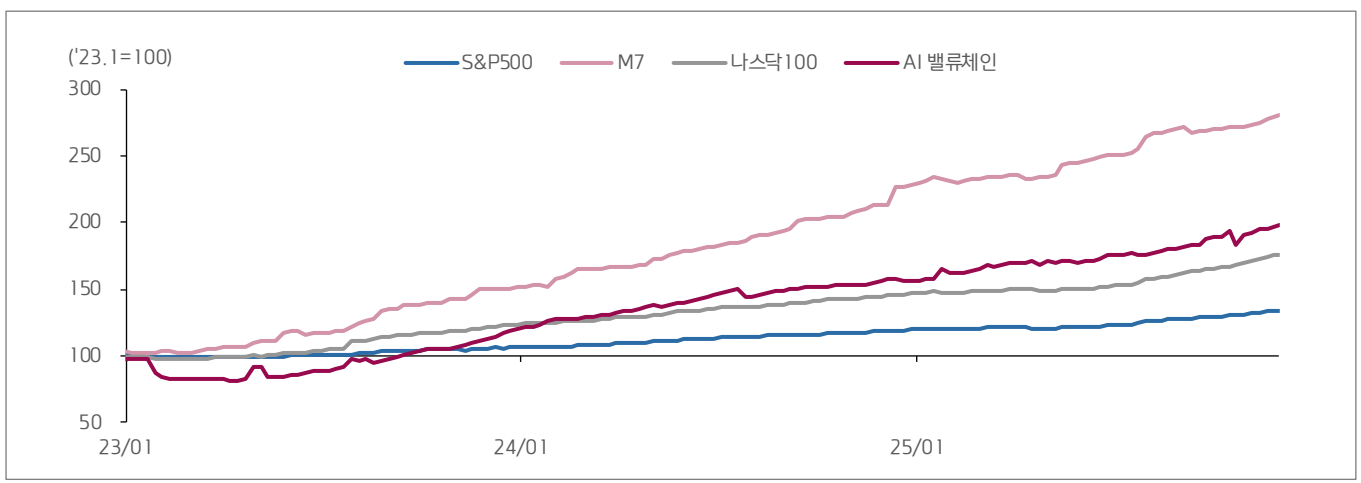
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 밸류 부담에도 AI 실적 기대감은 유효

- AI 테마를 둘러싼 과열 우려는 지속되며, 증시의 변동성 확대 요인으로 작용할 가능성이 높음
- 그럼에도 빅테크 기업을 비롯한 AI 밸류체인 기업들의 실적 전망은 여전히 상승 모멘텀이 지속되고 있음
- 글로벌 테크 기업들의 실적 전망 상향 흐름의 훼손이 확인되기 전까지는 국내 IT 기업들의 실적 기대감도 유지될 수 있을 것으로 기대

미 증시, 주요 지수별 선행 12개월 주당순이익 전망 추이



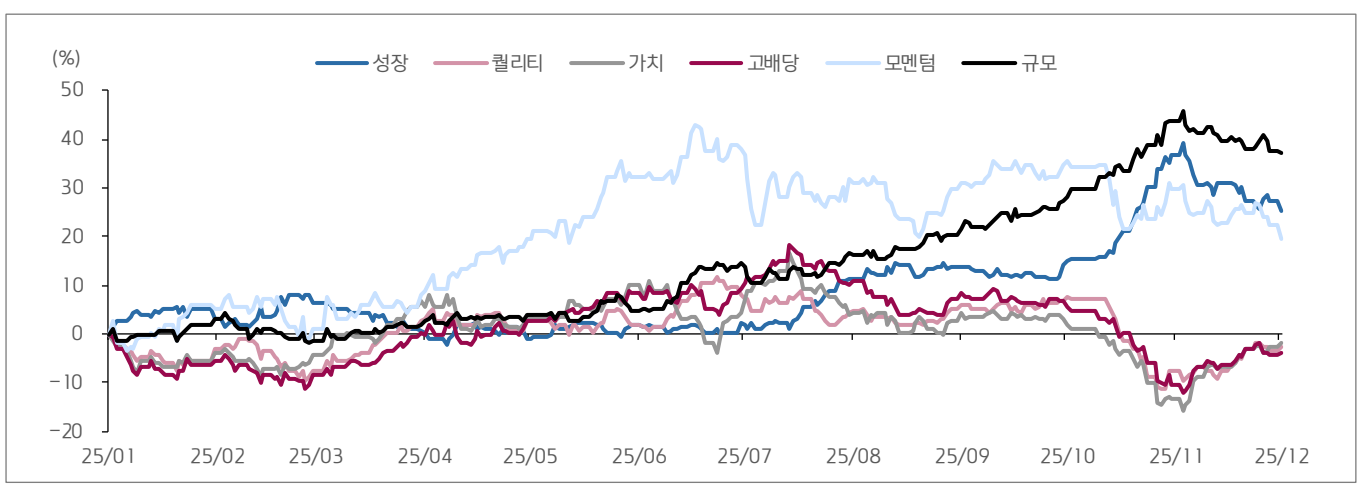
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 국내 스타일 팩터 추이: 성장 스타일의 반등 기대

- 국내 증시의 스타일 흐름은 10월 그리고 11월 로테이션이 명확하게 이루어졌음. 이와 같은 전환을 만들어 낸 배경에는 금리 불확실성과 AI 버블 우려가 존재
- 다만, 12월 FOMC에서의 금리 인하 기대감이 유효한 점을 감안 상기 요인들에 대한 우려는 재차 안정될 수 있을 것으로 기대
- 앞서 살펴본 바와 같이 반도체 업종을 제외하고도 실적 모멘텀이 유효한 업종들이 존재하는 만큼, 실적 성장에 기반한 성장주의 반등 흐름이 다시금 연출될 수 있을 것으로 기대

코스피200, 주요 스타일 롱/숏 누적 수익률



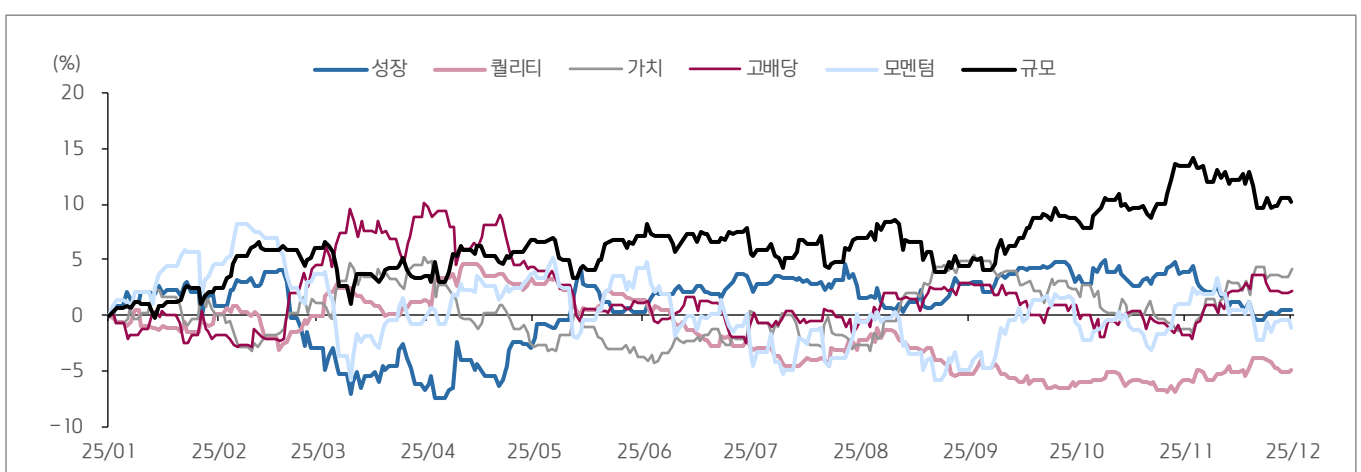
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 미국 스타일 팩터 추이: 대형 + 성장 우위

- 미 증시에서의 스타일 팩터 동향은 국내 증시와 유사한 모습이나, 롱/숏 성과의 폭은 상대적으로 크지 않은 모습
- 특징적인 점은 국내 증시와 비교해 성장./가치 스타일보다도 규모 팩터의 차별화가 큰 모습을 보임. 이는 성장 스타일 내에서도 빅테크 종목군들을 중심으로 쏠림이 이루어져 있는 시황을 방증

S&P 500, 주요 스타일 롱/숏 누적 수익률



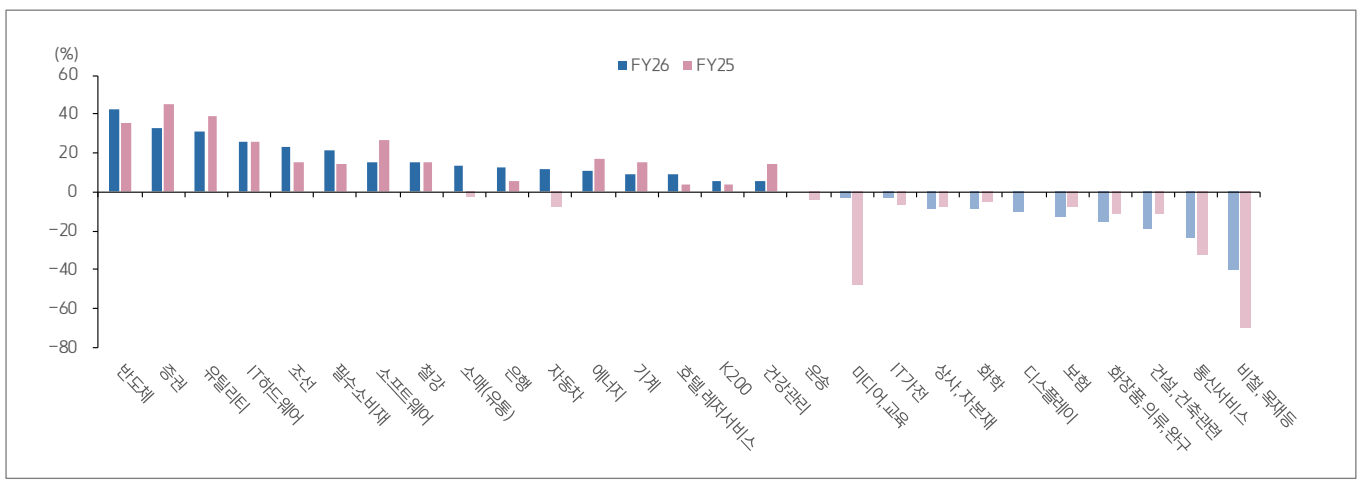
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 업종별 이익모멘텀 점검

- 실적 모멘텀을 살펴보면 반도체 업종의 상향 탄력이 가장 높은 가운데, 증권, 유틸리티, IT하드웨어 등의 상향 탄력이 두드러지는 모습
- 반면, 비철목재, 통신, 건설, 화장품의류 등은 상대적으로 이익 전망의 하향 압력이 높은 모습 지속
- 성장 스타일의 강세 안에서도 이익전망의 상향이 이루어지는 종목군의 성과가 우위에 놓여 있는 만큼 이익모멘텀 지속 여부 확인 필요

코스피, 업종별 '25년, '26년 주당순이익 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

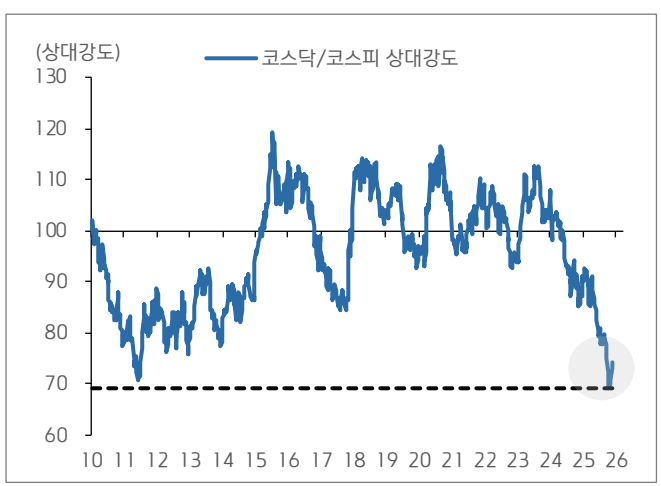
Part 3

시황: 정책과 유동성이 견인할 코스닥

01. 소외받은 코스닥, 단기적으로 코스피와 키 맞추기 유효한 구간

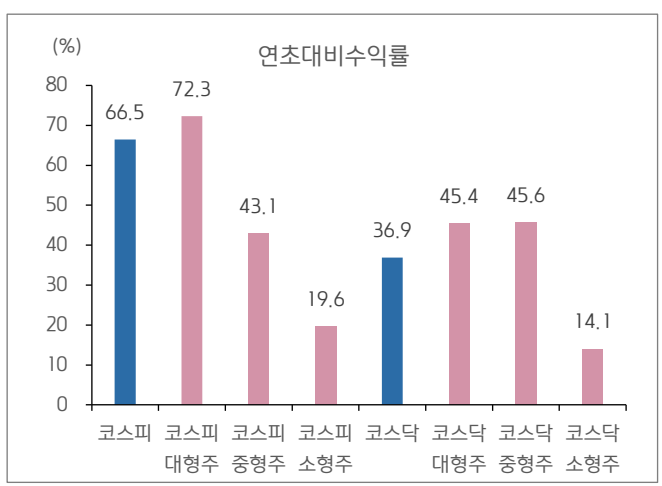
- 코스닥/코스피 상대강도는 '25년 11월 68pt로 2010년 이후 최저치 수준, 코스피 대비 코스닥 소외 심화
  - YTD 수익률로 살펴봐도, 코스닥(+36.9%)과 코스피(+66.5%) 간 수익률 격차는 약 30%p
  - 반등의 트리거만 존재한다면, 평균 회귀 관점에서 코스닥 저점 매수가 유효한 구간
- 사이즈별로 살펴보아도, 올해는 중소형주 대비 대형주 우위 흐름이 뚜렷하게 관찰
  - 올해 중순 새정부 정책 기대감에 따른 랠리(지주, 금융)와 후반 반도체 랠리가 대형주에 집중되었기 때문
  - 반면, 코스닥 내 비중이 큰 헬스케어, 2차전지는 연초 이후 3분기까지는 상대적으로 부진한 수익률 기록

코스피 대비 코스닥 상대강도 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피, 코스닥 사이즈별 연초 이후 수익률 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 반등의 트리거는 정부의 코스닥 활성화 정책

▶ 새 정부의 코스닥 시장 활성화 정책은 소외되었던 코스닥 반등의 신호탄으로 작용할 전망
- 현재 정부는 개인투자자, 연기금의 세제 혜택 강화, 연기금 코스닥 투자 비중 확대, 대형 증권사의 모험 자본 투입, 코스닥 내 부실 기업 퇴출 요건 강화 등을 포함한 코스닥 활성화 정책을 검토하고 있는 것으로 파악

▶ 코스닥 시장 체질 개선 및 시장 내 유동성 공급 확대가 주된 목표.12월 중으로 정부의 공식적인 코스닥 시장 활성화 대책 발표 가능성이 높은 가운데 현 시점은 정책 기대감을 반영할 수 있는 구간

최근 논의되는 코스닥 활성화 대책 관련 내용

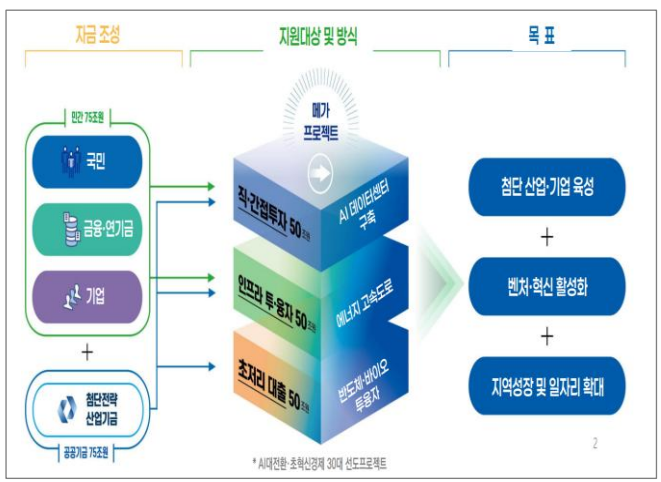
구분	세부 정책 내용	정책 목표 및 기대 효과
1. 세제 혜택 강화	- 코스닥 벤처펀드 소득공제 한도 상향 • (현행) 3,000만 원 → (변경) 5,000만 원 • 투자금의 10% 소득공제 적용 시, 공제 금액 최대 300만원 → 500만원 확대	- 개인투자자 실질 과세 부담 낮춰 코스닥 및 벤처투자 유인
2. 기관 수급 개선	- 연기금 투자 비중 확대 유도 • (현행) 약 3% 수준 → (목표) 5% 안팎으로 상향 • 증권거래세 인하 또는 면제 등 인센티브 검토 (외국인 기관투자자 포함)	- 코스피에 편중된 기관 자금을 코스닥으로 분산 - 장기 투자성 자금에 기반해 변동성 완화 및 시장 지지선 구축
3. 모험자본 공급	- 대형 증권사(종투사)의 모험자본 의무 투자 • IMA(종합투자계좌) 및 발행어음사 업자 자금 조달 시, 최소 10% 이상을 모험자본(벤처 등)에 투입 의무 • 의무 비율 단계적 상향: '27년 20% → '28년 25%	- 대형증권사의 조달 자금을 중소·혁신기업 자금줄로 연결 - 국민성장펀드(150조 원)를 활용하여 첨단산업(AI, 반도체 등) 마중물 역할 수행
4. IPO 및 배정	- 코스닥 벤처펀드 우선 배정 비율 확대 • 코스닥 공모주 배정 물량: (현행) 25% → (변경) 30% 이상	- 코스닥 벤처펀드의 수익률 제고를 통해 펀드 가입 유인책 강화 - 상장 예정 기업의 원활한 자금 조달 지원
5. 진입 및 퇴출	- 진입 요건 완화 • 혁신 기술 기업의 특례상장 문턱을 낮추어 유망 기업 유치 - 퇴출 요건 강화 • 시가총액 150억 원 미만 기업상장폐지(퇴출) 기준 신설 • 부실기업(좀비기업)의 신속한 시장 퇴출 유도	- 시장의 질적 개선 - 성장성 있는 기업은 받아들이고, 한계기업은 정리하여 투자자 신뢰 회복 및 '작전주' 등 불공정 거래 소지 차단

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

03. 국민성장펀드, 코스닥 성장 기업으로의 자금 유입 기대

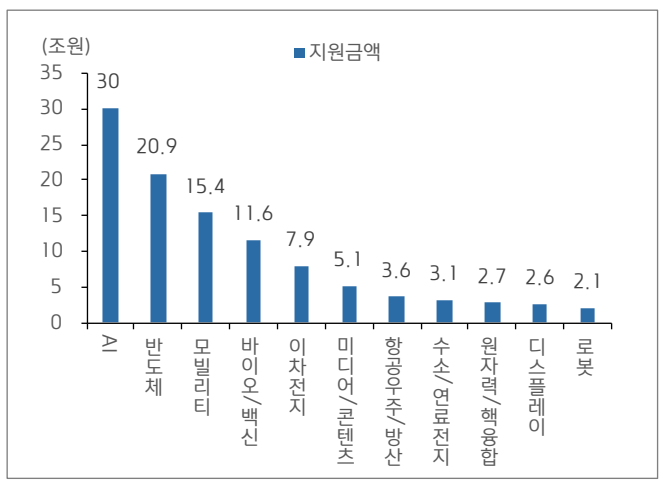
▶ 정부는 향후 5년간 150조원의 국민성장펀드(공공기금 75조원+민간, 연기금, 산업계 자금 75조원) 조성 발표
- 국민성장펀드는 AI, 반도체, 바이오, 로봇 등 첨단 전략 산업 분야와 장기 투자가 필요한 벤처생태계를 대상
- 직간접 지분투자 등 여신보다는 투자중심으로 자금을 지원함에 따라 기업으로의 자금 유입 효과 클 전망
- 12월 10일 출범 예정인 국민성장펀드는 연내 발표 예정인 코스닥 시장 활성화 정책 발표 시기와 맞물리며 코스닥 정책 모멘텀 강화시킬 전망

150조원 국민성장펀드 개요



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

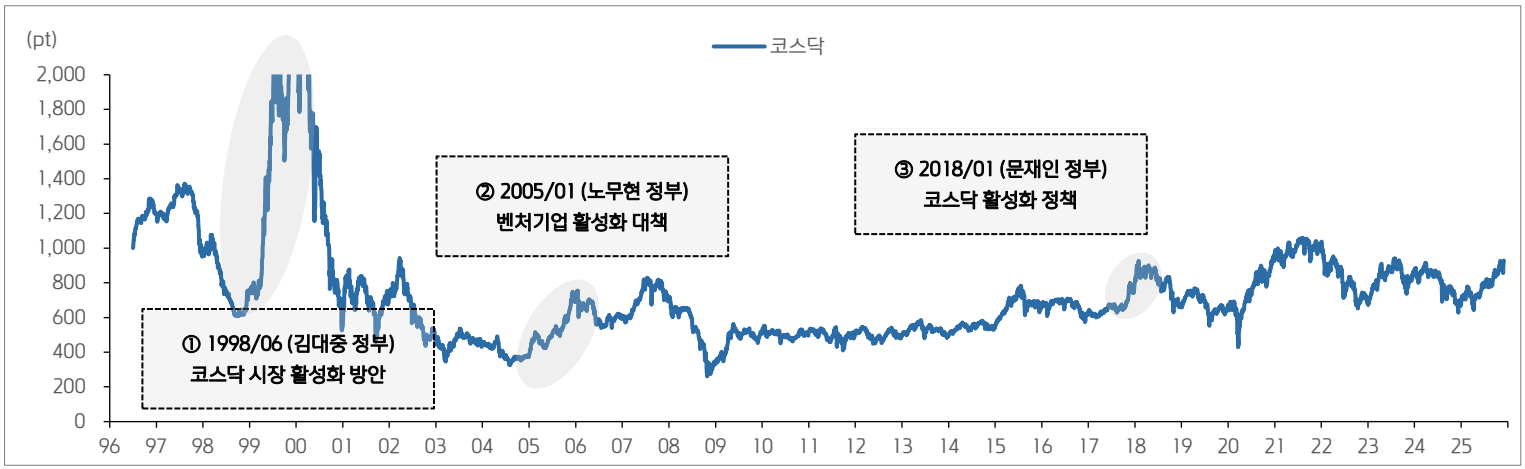
산업별 국민성장펀드 지원 금액



자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 역대 정권별 코스닥 활성화 정책과 코스닥 지수 추이



① 김대중 정부	② 노무현 정부	③ 문재인 정부
[코스닥 등록 요건 완화] - 대규모 기업의 등록요건 다양화, 자기자본 100억원 이상 기업이라도 현금흐름이 플러스인 경우나 외국인 투자기업의 경우 자본잠식 및 부채비율 조건 면제 **[세제 지원]** - 코스닥 내 벤처기업은 조세특례제한법을 개정해, 당 해연도 소득금액의 50%까지 손금산입 혜택을 주어 사업손실 준비금을 적립할 수 있게 해줌 **[벤처기업 유치]** - 코스닥 시장을 거래소 시장과 달리 첨단 지식기반 기업 위주로 차별화 **[코스닥 이동절차 간소화]** - 코스닥 기업의 거래소 시장 이탈을 막고 거래소 상장사의 코스닥 이동을 유도하기 위해 상장사의 코스닥 이동절차 대폭 간소화	**[코스닥 시장의 중소/벤처 기업 전용 시장화]** - 코스닥 내 중견기업 요건 폐지하여 우량 중소기업의 코스닥 상장 유도. 벤처기업은 수익요건을 충족 못하는 경우에도 코스닥 위원회가 기술력, 성장성을 판단 하여 상장 가능 토록 개선 **[세제 지원]** - 코스닥에 신규로 상장하는 중소, 벤처기업에 대해 법인세 과세를 이연 **[코스닥 시장 내 부실기업 조기 퇴출]** - 한계선상에 있는 부실기업 신속히 퇴출되도록 관련 제도 개선, 코스닥 위원회가 질적 심사 제도를 도입하는 등 퇴출 관련 조치 신속히 집행 **[벤처기업의 M&A 활성화]** - 주식교환시 발생 하는 양도차익 과세를 이익실현시까지 이연시켜주는 대상 기업 범위 확대. 코스닥 기업이 비상장기업을 합병하는 경우 심사 제도 탄력 운용하여 소규모 기업 합병에 대해서는 요건을 완화	**[세제/금융 지원]** - 코스닥 벤처 펀드 활성화, 연기금 차익 거래시 증권 거래세 면제, 연기금의 코스닥 투자 확대 유도, 코스닥 Scale-up 펀드 조성, 신성장 R&D 세액공제 확대, 중소기업 정책자금 융자 허용 **[상장 요건 개편]** - 테슬라 요건(적자 기업이라도 성장성이 있따면 코스닥 시장 입성을 허용해주는 성장성평가 특례상장 제도) 확대 **[독립성 제고]** - 거래소 코스닥 위원장 분리선출, 거래소 경영평가 개편, 코스닥 예산, 인력 자율성 제고 **[건전성 강화]** - 부실기업 실질심사 대상 확대, 보호예수의무 강화

자료: FnGuide, 언론 보도, 금융위, 키움증권 리서치센터

05. 2017년 말 ~ 2018년 초 Case ① 정책 기대감이 코스닥 지수 견인

- '25년 새 정부의 코스닥 활성화 정책은 '18년 당시 정부의 코스닥 활성화 정책과 상당 부분 유사할 전망
  - 구체적으로, '18년 당시 발표된 정책에도 연기금 투자 확대, 코스닥 스케일업 펀드 조성 등 (유동성 확대), 코스닥 내 부실기업 실질심사 대상 확대(코스닥 시장 체질 개선)과 같은 내용이 포함
- '17년 11월(정부 코스닥 정책 마련 예고)부터 '18년 1월(코스닥 활성화 방안 발표)까지 코스닥은 정책 기대감에 힘입어 31.6% 급등

2018년, 코스닥시장 활성화 방안 주요 내용

세제, 금융지원	코스닥 벤처 펀드 활성화
	연기금 차익거래 시 증권거래세 면제
	연기금의 코스닥 투자 확대 유도
	코스피, 코스닥 통합지수 발표
	코스닥 Scale-up 펀드 조성
	신성장 R&D 세액공제 확대
	중소기업 정책자금 융자 허용
상장 요건 개편	이익미실현 요건(테슬라 요건) 확대
	테슬라 요건 풋백옵션 완화
독립성 제고	거래소 코스닥 위원장 분리 선 출
	거래소 경영평가 개편
	코스닥 예산 , 인력 자율성 제고
건전성 강화	부실기업 실질심사 대상 확대
	보호예수의무 강화

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

2018년, 코스닥 정책 발표 전후 코스닥 추이

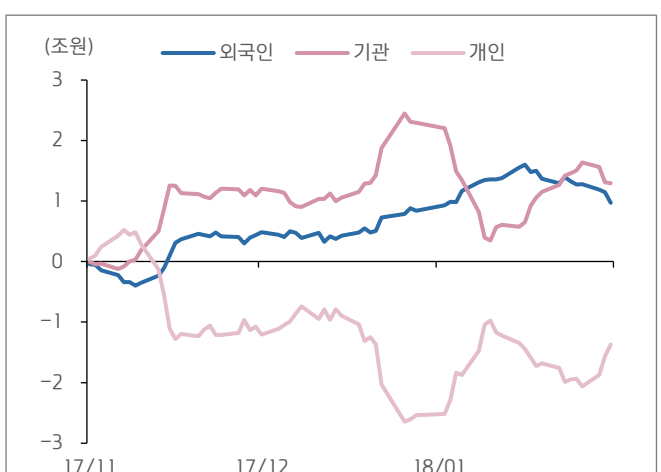
자료: FnGuide, 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 2017년 말 ~ 2018년 초 Case ② 선제 자금 유입 + 바이오 랠리

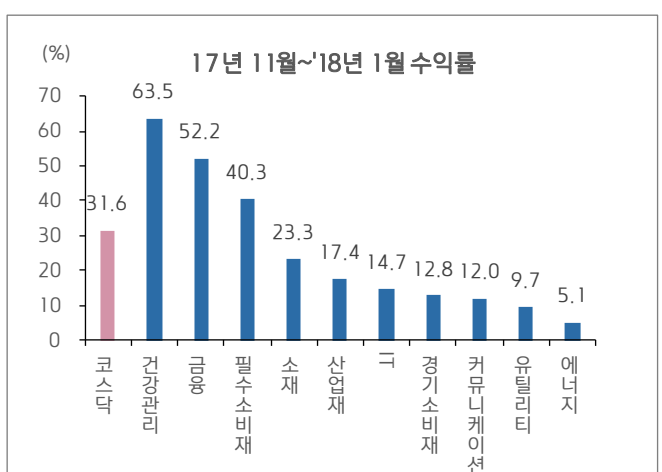
- 주도 수급 주체별로 살펴보면, 코스닥 정책 발표 이전까지 외국인, 기관의 선제적인 자금 유입이 관찰
  - '17년 11월부터 '18년 1월까지 외국인과 기관은 코스닥을 각각 1조원, 1.3조원 순매수. 특히, 기관은 정책 기대감이 극대화되었던 12월에 집중적으로 순매수했음이 확인 가능
- 업종별로 살펴보면, 코스닥 내 비중이 가장 높은 헬스케어(제약/바이오) 업종이 가장 두드러진 상승률 기록
  - 당시 문재인 정부는 바이오헬스 산업을 차세대 성장 동력으로 강조하였으며, 코스닥 활성화 정책 + 바이오 기술 수출 호재까지 맞물린 점이 헬스케어 업종의 상승 배경

'17년 11월~'18년 1월 주체별 코스닥 수급 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

'17년 11월~'18년 1월 코스닥 업종별 수익률 비교



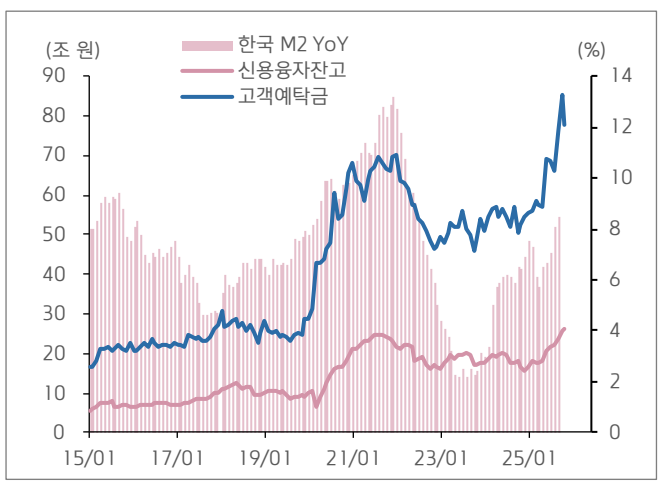
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 주식시장으로의 머니무브, 개인 투자자 자금 유입

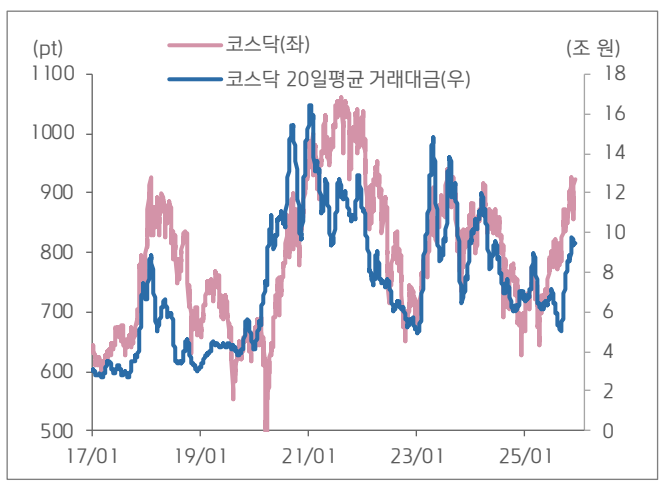
- 새 정부는 출범 이후 정책적으로 생산적 금융으로의 전환과 주식시장으로의 머니 무브를 유도
  - 증시 활성화 정책 기대감 및 올해 주가 랠리에 힘입어 고객 예탁금과 신용잔고 증가세
  - 새 정부 확장 재정 속 한국의 M2 증가율도 5개월 연속 증가세를 보이며 증시 유동성 확대 요인
- '25년 기준, 코스닥 내 개인 수급 비중은 약 75%로 외국인(19%), 기관(6%) 대비 압도적인 비중을 차지
  - 주식시장 머니무브를 유도하는 정부 정책 속 개인 투자자 자금 유입 가속화될 경우 개인 비중이 높은 코스닥 시장 내 유동성 확대될 전망

고객예탁금, 신용융자잔고, 한국 M2 YoY 추이



자료: FnGuide, Bloomberg 키움증권 리서치센터

코스닥 거래대금과 코스닥 지수 추이



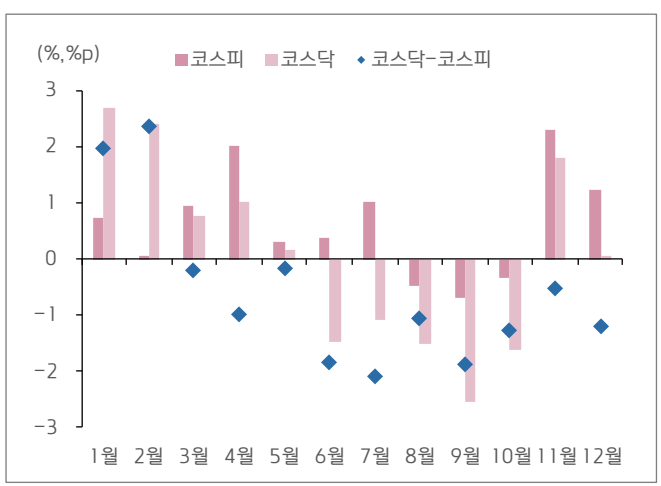
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 코스닥의 1월 효과는 12월부터 주목해볼 필요

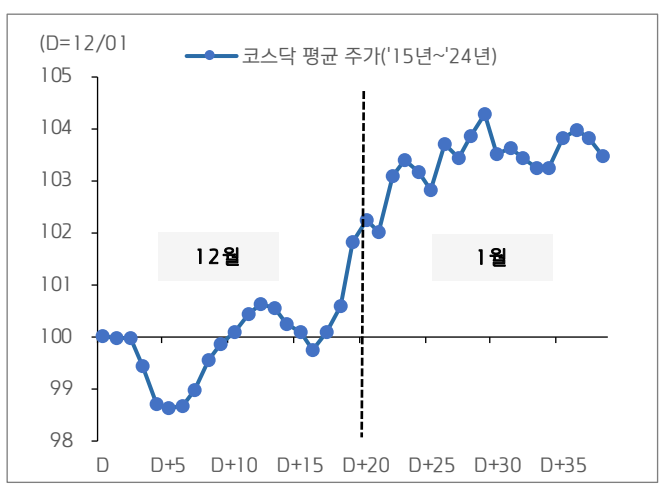
▶ 2000년 이후 코스피와 코스닥 월별 평균 수익률을 살펴보면,
- 코스닥은 1월(+2.7%), 2월(+2.4%)로 코스피의 1월(+0.7%), 2월(+0.1%) 대비 평균적으로 양호한 성과 기록
- 통상적으로 1월에는 CES, JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 정부 경제정책방향 등의 이벤트가 성장주 내러티브를 강화시킴에 따라 코스닥에 모멘텀 요인으로 작용
- 이 같은 코스닥의 1월 효과를 감안하여 12월 중순 이후부터 선제적으로 코스닥 강세가 나타나는 경향성 관찰

코스피와 코스닥 월별 수익률 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 2000년 이후

12월~ 익년 1월 코스닥 평균 주가 흐름



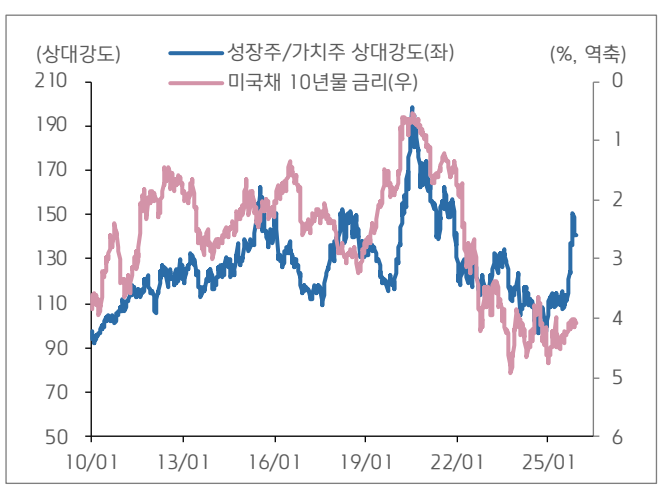
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 2015년~2024년 기준

키움증권

09. 연준의 금리 인하는 코스닥 성장주에 우호적 여건 조성

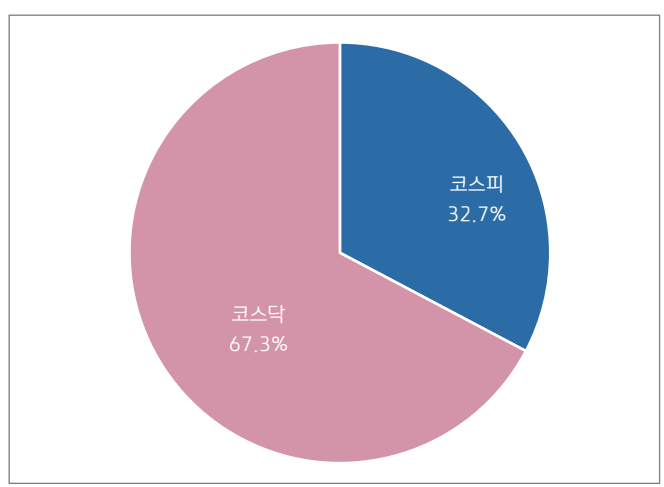
- 12월 FOMC(11일)에서 금리 인하가 유력한 가운데 금리 인하는 통상 성장주 강세와 직결
  - 현재 Fed Watch 상 12월 연준의 금리 인하 확률은 87.2%로 유력한 상태
  - 연준 금리 인하를 기점으로 미국채 10년물 금리가 하향 안정화될 경우, 미국채 시장 금리와 민감도가 높은 코스닥 성장주(바이오, 로봇, 2차전지 등)에 우호적 여건을 조성할 전망

성장/가치 상대강도 및 미국채 10년물 금리 추이



자료: FnGuide, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) WMI500 순수가치, 순수성장 지수 기준

WMI500 순수성장 지수 내 코스피와 코스닥 기업 수 비중



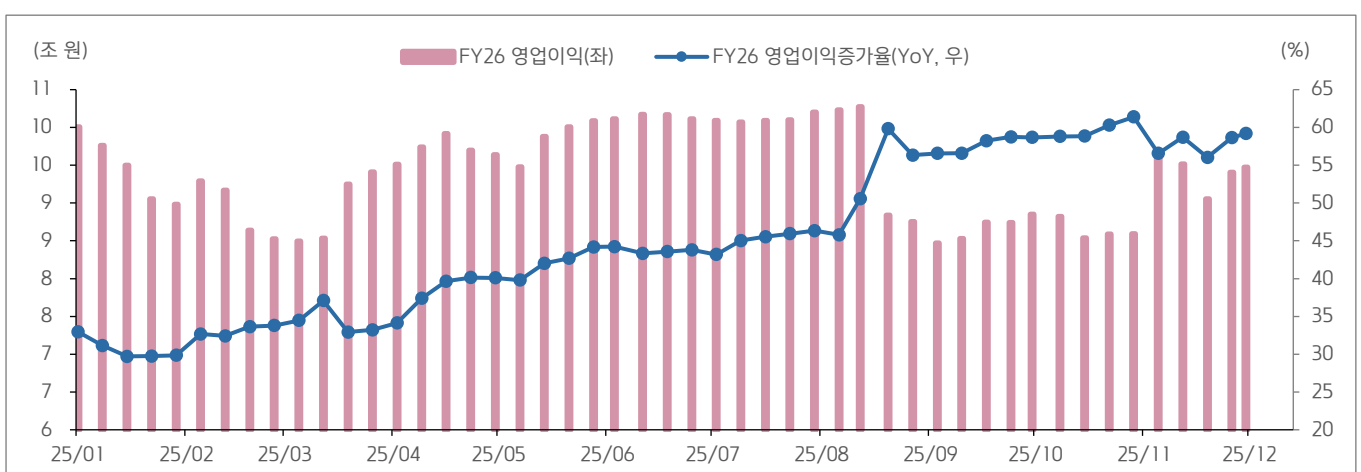
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) WMI500 순수가치, 순수성장 지수 기준

키움증권

10. 코스닥의 이익모멘텀도 양호한 수준

- 코스닥 150 기준, 현재 2026년 영업이익은 약 9.5조원으로 전년 대비 약 60% 상승할 것으로 전망
- 코스닥 내 주요 업종별로 FY26 영업이익 증가율을 살펴보면,
  - 헬스케어(+51.3%), IT(+87.9%) 등 코스닥 내 핵심 성장 업종의 전년 대비 영업이익 증가율 큰 폭 개선 예상

코스닥 150, 2026년 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권