2025년 12월 11일

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

KOSPI 실적 상향 및 밴드 재 설정, FOMC 리뷰

1. 반도체를 중심으로 KOSPI 실적 상향 지속

최근 증시의 단기 변동성이 확대된 바 있으나, AI 및 반도체 업황 호황 및 기대감이 강화됨에 따라 반도체 업종을 중심으로 KOSPI 기업 실적 전망이 지속적으로 상향 조정되고 있다.

최근 KOSPI 이익조정비율은 FY1 기준 5% 수준, FY2 기준 6% 수준을 유지하고 있다. 이는 실적 하향 조정 기업 수보다 실적 상향 조정 기업 수가 지속적으로 더 많다는 의미로 실적 센티멘트 개선 흐름이 지속되고 있음을 시사한다. 특히, 2025년보다 2026년 수치의 상향 조정 폭이 더 큰 것으로 나타나고 있다. 이익조정비율이나 실적 상향률이 25년보다 26년 수치에서 더욱 높게 나타나고 있다. 이는 시장 참여자들의 투자 시계가 내년으로 이동하는 상황에서 증시에 더욱 유리하게 해석될 수 있다. KOSPI200 기업 내 컨센서스가 존재하는 기업들을 대상으로 분석한 결과, 지난 10월 하순 26년 KOSPI 영업이익 YoY 예상 증가율은 31% 수준으로 추정되고 있었으나 현재는 46%까지 확대된 상황이다.

실적 상향은 주로 반도체 업종을 중심으로 나타나고 있다. KOSPI200 기업 내 컨센서스가 존재하는 기업들을 대상으로 분석한 결과, 26년 KOSPI 영업이익 추정치는 10월 하순대비 현재 16%가 상향 조정됐는데 동 기간 삼성전자는 43%, SK하이닉스는 37%로 큰 폭의 전망 상향이 나타났다.

2020년 이후로 12월 10일 전후 당시 시점과 KOSPI 이익조정비율을 비교해 볼 때도, 상당히 양호한 수치로 판단된다. 현재 수치는 코로나 백신 개발이 완료된 직후의 시점인 2020년 12월 10일 전후 시점에 근접하는 유사한 수치를 보여주고 있다. 2020년 12월 강한 실적 상향 흐름이 2021년 1분기 발표된 4분기 어닝 시즌에 긍정적으로 작용했고 실제로 2021년 기업 실적은 상당히 양호한 흐름을 보였다. 당시 지수 흐름도 2021년 1월까지 증시의 강한 상승세를 반영했다. 따라서, 현재의 26년을 중심으로 한 실적 상향 흐름은 다음 달에 발표될 4분기 어닝 시즌 및 26년 기대감을 높이는 요인으로 연말 연초에 작용할 가능성이 크다.

26년 실적 개선 폭까지 가정하여 최근 2~3년 실적 개선의 강도는 매우 크게 나타나고 있고 이와 같은 실적 개선 흐름이 증시의 상승 동력이 되고 있다. KOSPI200 기업 내 컨센서스가 존재하는 기업들을 대상으로 분석한 결과, 23년대비 26년 KOSPI 영업이익은 3년간 약 186% 폭증하는 것으로 추정되고 있다. 물론 컨선세스가 존재하는 시가총액 상위 종목들이기 때문에 실제 KOSPI보다는 다소 과대 추정되었을 가능성이 있다. 한편, 23년말대비 KOSPI 상승률은 현재 56%에 그쳐 실적 개선 속도대비 증시 상승 폭이 현저히 낮게 나타나고 있다. 24년대비로도 26년 KOSPI 영업이익은 2년간 84% 폭증하는 것으로 추정되고 있으나 24년말대비 KOSPI 상승률은 현재 73%로 실적 예상 증가율을 밑돌고 있다.

강력하게 상향되고 있는 26년 실적 전망이 실제 26년 전개 과정에서 하향 조정될 위험은 있다고 판단되나 현재의 경기 흐름이나 반도체 업황 그리고 이익조정비율 추이를 봤을 때 1분기까지는 그 위험이 부각될 가능성이 낮다고 판단된다. 따라서, 2025년 증시가 급등한 가격에 대한 부담은 있을 수 있으나 내년 실적 개선까지 가정한 실적 증가율대비해서는 여전히 추가 상승 여력이 있는 것으로 추정된다.

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 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

2. 2026년 KOSPI Band: 3,500pt~4,700pt

2026년 KOSPI는 밴드는 반도체 업황 탄력 강화와 그에 따른 실적 상향 등을 감안하여 3,500pt~4,700pt으로 재조정한다. 하반기 보고서에서 제시된 2026년까지의 KOSPI 밴드 상단은 3,400pt에서 4,000pt로 그리고 4,000pt에서 4,700pt로 상향 조정했다.

KOSPI 상단 근거는 12M F. P/B 1.38배를 기준으로 한 것으로 이는 2005년 1.48배(경기회복&펀드사이클)과 2021년 1.28배(경기회복&유동성장세) 12M F. P/B의 평균값을 적용한 것이다. 2026년 상단 전망을 두 시점의 P/B 평균으로 적용한 이유는 심플하게 2026년 추정 ROE가 11.2%로 2005년 13.3%, 2021년 9.8%의 평균 수준이기 때문이다. 또한 P/E 관점에서도, 현재 KOSPI 12M F. P/E가 10배 수준으로 경험적 밴드 상단 수준인 11.5배까지 Try할 수 있다고 보여 15% Upside가 존재한다고 판단되는 공통점이 있기 때문이다.

KOSPI 하단 근거는 대략 12M F. P/B 1.05배 수준을 기준으로 설정했다. 2026년은 반도체 호황의 바텀업 이슈와 대비하여 경기선행지수 피크아웃, 성장률 피크아웃 등의 경기 측면에서의 부정적 측면이 공존하고 있다고 판단된다. 상반기 경기 피크아웃 우려가 부각될 경우 하반기 차익실현 매물 출회가 나타날 수 있다고 판단되고 고점대비 20% 혹은 그 이상의 조정 양상이 나타날 수 있다고 추정된다. 경험적으로 증시 하강 국면에서 국내 증시의 P/B는 12M F. P/B 기준 0.8배까지 하락하는 경우가 많았으나, 현재 상황은 반도체 업황 구조 변화, 정부의 자본시장 활성화 정책과 그에 따른 주주환원정책 강화 등으로 인해 과거와 같이 ROE가 현저히 하락할 가능성은 낮다고 판단된다. 따라서, 내년에 피크아웃 우려를 반영하더라도 기존 0.8배~1.05배 범위로의 회귀 가능성은 높지 않다고 판단된다.

향후 증시 전개 과정에서 KOSPI 밴드가 추가로 상향 조정될 수 있는 근거들은 다음과 같다. 강력한 한미 통화 스왑에 따른 환율 급락으로 외국인 투자자들의 공격적인 국내 주식 순매수, 내년 3월 주주총회에서 국내 대형 기업들의 적극적인 주주 환원 정책 대폭 강화 가능성, 관세 철회에 따른 예상 밖 현저한 글로벌 무역 회복, 내년 6월 MSCI 선진국지수 관찰대상국 편입에 따른 수급 상 외국인 자금 유입 가능성, 27년 반도체 호황 지속과 실적 증가에 대한 신뢰도 상승 이슈 등이 있다.

반면, 증시 하방 위험을 높이는 요인은 다음과 같다. 미국 경기 침체 우려 확대, 관세 영향에 따른 후행적 인플레이션 발생, AI 투자 모멘텀 둔화와 버블론 확대, 고 금리 장기화에 따른 크레딧 이슈 발생 등이 있다.

3. 12월 FOMC 리뷰 및 시사점

12월 FOMC는 예상대로 25bp 기준 금리 인하가 단행되었다. 몇 가지 시사점을 살펴보도록 하자.

(1) 점도표 상 26년 기준금리는 3.4%로 Targeting되며 한 차례 인하 시사가 지속됐다. 사실 9월과 향후 기준 금리 전망 수치는 하나도 변하지 않았다. 그런데 이것을 매파적으로 해석하기보다는 올해 하반기 3회 연속 인하를 했다는 점을 인지해야 한다. 26년 기준 금리 인하가 25년으로 당겨졌다고 볼 필요가 있다. 또한 좀 더 엄밀하게 1회로 단정하기보다는 1~2회로 보는 것이 좀 더 합리적이다. 시장은 2~3회를 예상하고 있다.

(2) 26년 미국 성장률은 대폭 상향 조정했고, 물가는 하향 조정했다. 이는 주식 시장 참여자들이 생각할 수 있는 Best 시나리오라고 볼 수 있다. 연준의 내년 경제 자신감은 AI 모멘텀, 물가 하락, 현재의 금리 인하 등을 고려한 것으로 추정된다. 성장률을 상향 조정하면서 금리를 인하했기 때문에, 이번 금리 인하를 경기 악화의 재료로보기보다 내년 성장률 개선 가능성 요인으로 해석할 수 있다. 그래서 미국 증시에서는 다우운송지수, 필라델피아반도체지수, 러셀2000지수 등 경기에 민감한 지수들의 상승 폭이 더욱 컸다.

(3) 매파적 금리 인하였음에도 불구하고 시장이 상승한 것은 이미 시장이 그 우려를 선 반영하고 있었기 때문이다. 미국 시중 금리는 이미 매파적 FOMC를 가정하고 12월에 상승 중에 있었다. 4%를 밑돌던 미국 국채 10년물은 FOMC 직전까지 4.2% 수준으로 반등하는 모습을 보였다. 금리 인하가 예상되면서도 오히려 시중 금리는 20bp 가량 금리가 단기 급등했던 것이다. 미국이 심각한 경기 침체 상황도 아니고 증시도 강한 상황에서 3회 연속 인하가 단행되는 것이기 때문에 바로 Dovish한 멘트를 기대하기는 쉽지 않은 상황이었다. 어찌됐든 매파적 FOMC였으나 미국의 시중 금리가 반등하며 선 반영했고 현 수준에서 추가 상승할 룸이 많지 않아 보이기 때문에 시장의 악재로 작용할 가능성은 적다. 전일 미국 시중 금리는 하락했다.

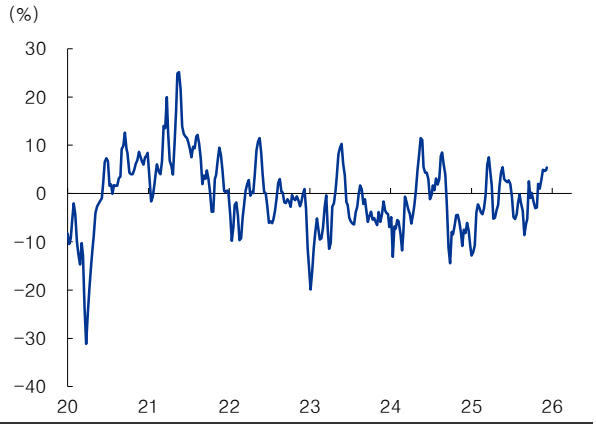
(4) 연준이 단기 국채 매입을 통해 유동성 공급을 시사했다는 점은 긍정적인 요인이다. 일정 부분 시장이 기대하고 있었던 요인인데 그것이 반영된 것이다. 연준은 은행들의 지급준비금이 충분치 않다고 판단하고 양적 축소(QT)를 종료하면서 단기 국채 매입을 통해서 시중에 유동성을 공급하는 쪽으로 방향을 틀었다. 연준은 미국 경기가 둔화되고 있고 장기 긴축에 따른 유동성 리스크를 고려하여 금융 시장의 안정성을 높이려는 것으로 추정된다. 과거 초기 금리 인하 국면, 유동성 공급 국면에서 바이오 업종들의 강세가 두드러졌다는 점을 감안해 볼 때 바이오 업종들이 부각될 수 있는 부분이다.

(5) 이번 FOMC에서 3명의 반대표가 나왔다는 점은 크게 우려될 요인은 아니라고 판단된다. 이는 2019년 이후 처음 발생한 일이다. 하지만 현재 미국의 경제 상황이 실업률 및 인플레 상승을 동반 우려하고 있는 상황이기 때문에 의견이 갈릴 수 있는 모호한 국면일 수 있음을 인지할 필요가 있다. 연준의 의사 결정에 대한 불확실성이 높아진다고 보기보다는 경제 상황에 비추어볼 때 정상적인 의견 대립이라고 볼 수 있다.

(6) 물가 전망을 낮춘 것은 중장기적으로 시장에 부담 요인이 될 수도 있다고 판단된다. 연준이 내년 미국 성장률을 대폭 올렸기 때문에 수요 진작에 따라 물가도 좀 더 상방 압력을 받을 수 있으나, 오히려 물가 전망을 낮춘 것은 관세 영향이 상당히 제한적이고 일시적일 것이라고 전망한다는 점을 반증한다. 미국 물가는 관세 기저 효과가 사라지는 내년 하반기부터 물가가 하락할 것으로 전망하고 있다. 하지만, 내년 미국에서는 경제 전망 상향에 따른 수요 확대 가능성과 관세의 후행적 물가 영향 등이 나타날 수 있어 내년 물가 눈높이를 긍정적으로 낮춘 점은 오히려 예상치를 상회하게 만드는 요인이 될 수도 있다.

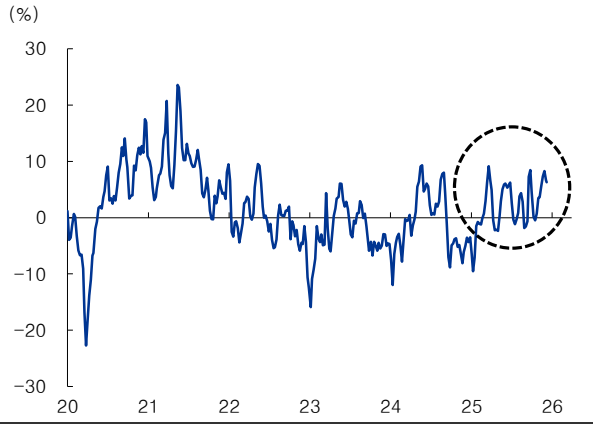
(7) 마지막으로 차기 연준 의장이 곧 결정될 전망이다. 언론보도에 따르면, 1~2주 내로 차기 연준 의장이 지명될 것으로 보이는데 케빈 해셋 국가경제위원장이 유력하게 부각되고 있는 상황이다. 그는 상당히 Dovish한 성향의 인물이기 때문에 연말연초 연준의 금리 인하 기조를 더욱 강하게 만들 것이라는 기대감이 반영될 수 있는 또 하나의 요인이다.

그림 1. KOSPI 이익조정비율(FY1기준) 추이



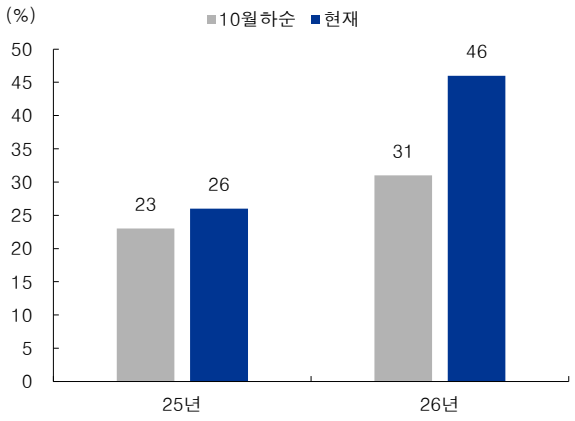
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 2. KOSPI 이익조정비율(FY2기준) 추이



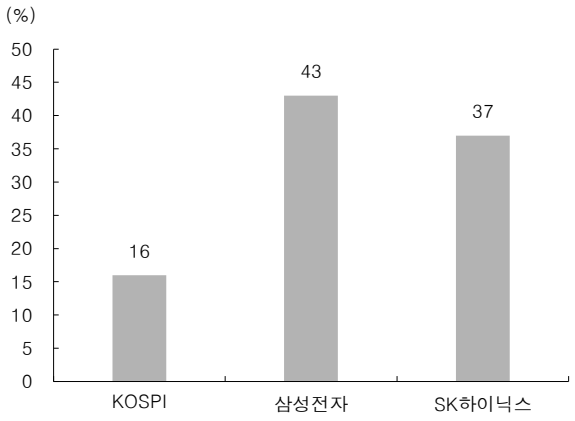
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 3. KOSPI 영업이익 YoY 증가율, 10월 하순과 비교



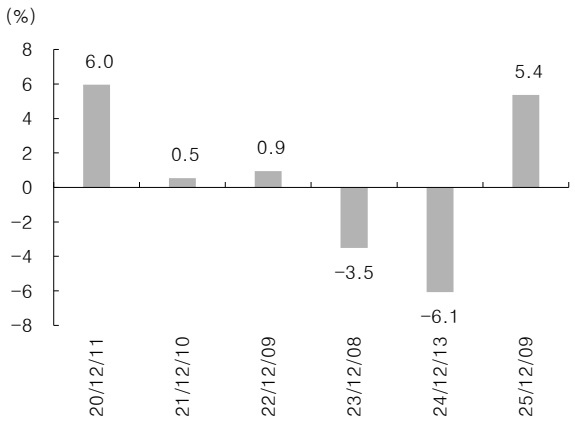
자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: KOSPI200내 컨센서스가 존재하는 기업을 대상으로 분석

그림 4. 10월 하순대비 26년 영업이익 상향률



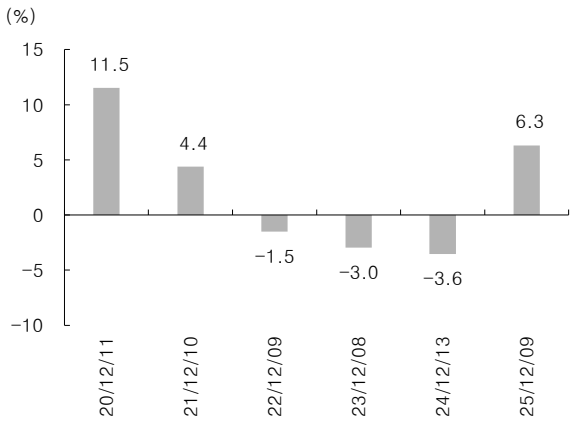
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 5. 2020년 이후, 연도별 동시점 이익조정비율(FY1) 비교



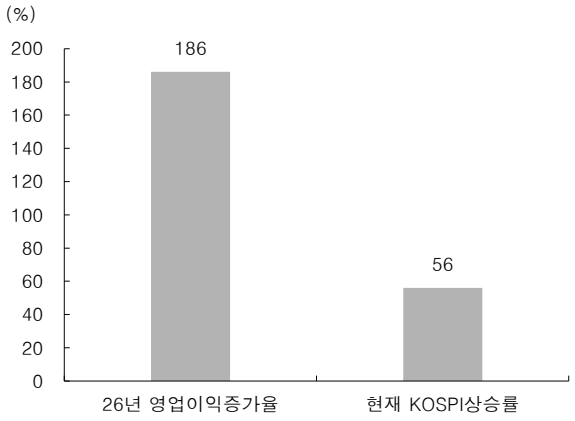
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 2020년 이후, 연도별 동시점 이익조정비율(FY2) 비교



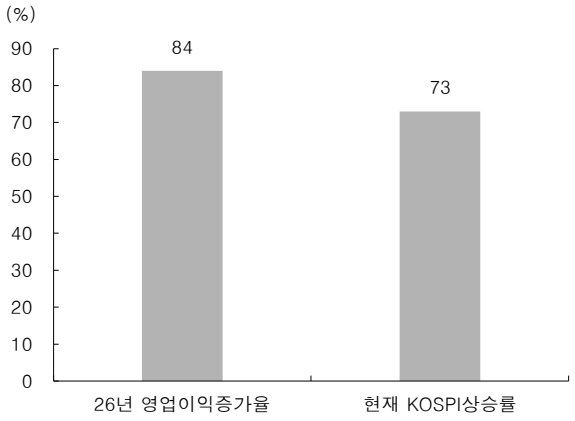
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 7. 23년대비 실적 증가 및 증시 상승률 비교



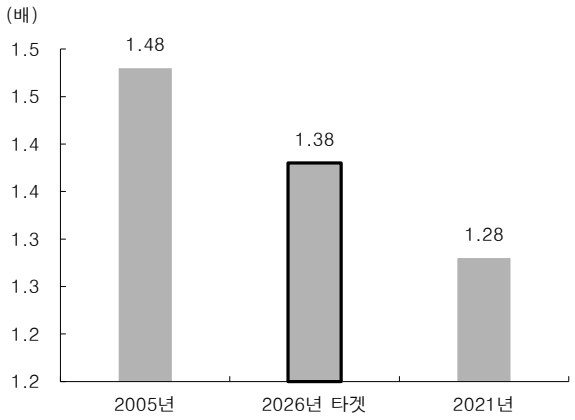
자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: KOSPI200내 컨센서스가 존재하는 기업을 대상으로 분석

그림 8. 24년대비 실적 증가 및 증시 상승률 비교



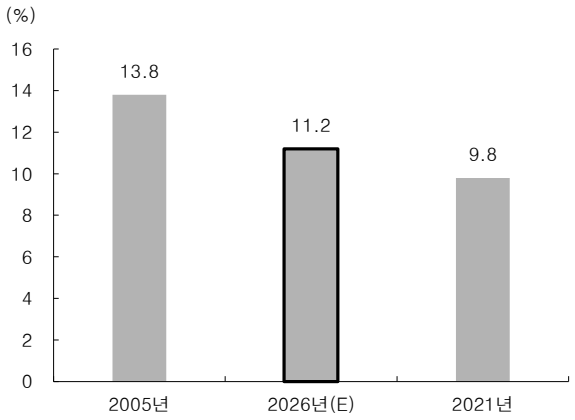
자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: KOSPI200내 컨센서스가 존재하는 기업을 대상으로 분석

그림 9. 2005년, 2021년과 추정 P/B 비교



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 10. 2005년, 2021년과 추정 ROE 비교



자료: Quantiwise, IBK투자증권

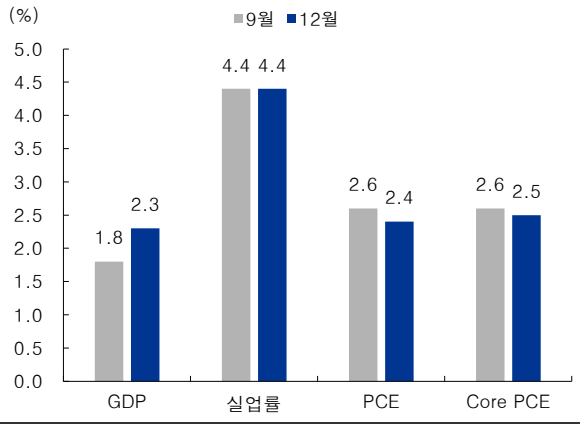
그림 11. KOSPI 12M F. P/B 추이

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 12. KOSPI 12M F. P/E 추이

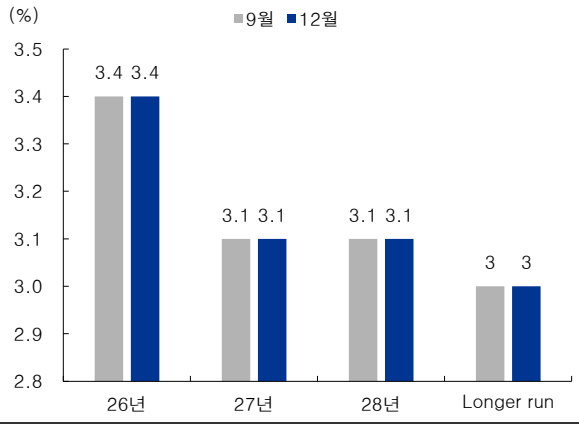
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 13. 12월 FOMC, 26년 미국 경제 지표 전망



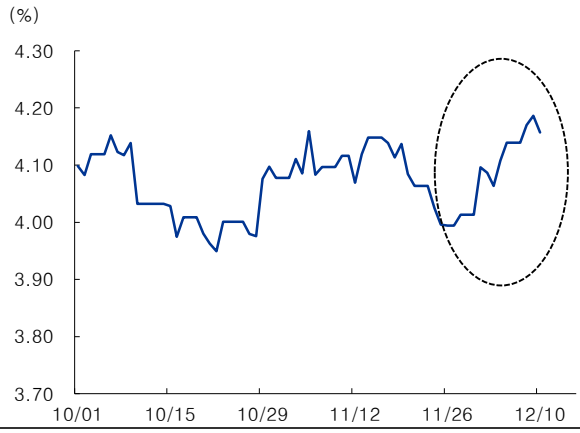
자료: Fed, IBK투자증권

그림 14. 12월 FOMC, 26년 이후 미국 기준 금리 전망



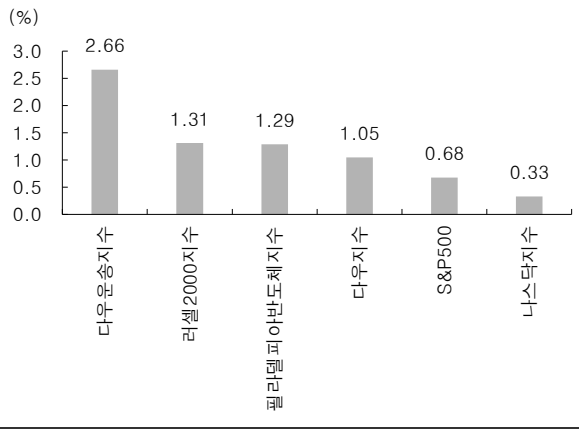
자료: Fed, IBK투자증권

그림 15. 4분기 이후, 미국 국채 10년물 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 16. 전일, 미국 주요 증시 등락률



자료: Bloomberg, IBK투자증권