투자전략 한눈에보는상상인자산전략

2026 년 KOSPI 연간 밴드 상향

Analyst 김경태
글로벌 전략/디지털자산
02-3779-3427
kt.kim@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

KOSPI 밴드, 기존 3,950pt~4,550pt 에서 연말 목표치 4,200pt~5,500pt로 상향 조정

-2025년 코스피 산출식 공정 P/B 배수 기준 코스피 적정 PBR(TTM)은 1.5배~1.7배 수준으로 추정하여 밴드 상단을 4,400pt~4,600pt 근방으로 산출했으나, 2025년 10월 대비 (밴드 산출 시점) 코스피 '26년 연간 영업이익 추정치가 큰 폭으로 증가했으며, 추정치 증가분의 90% 이상이 삼성전자, 하이닉스 두 종목에서 비롯됨

-PBR 배수로는 역대 최고점을 경신하며 코스피는 TTM 기준 1.6배를 넘는 영역에 도달했으나, Fwd PER은 크게 상승하지 않아 주가 이상으로 영업이익 상승세가 가파른 상황

-방산, 조선, 원자력, 자동차 등 이외 시가총액 상위 업종도 양호한 주가 흐름을 기록

-당사는 반도체 현 '26, '27년 영업이익 컨센서스 최고치에 근접하도록 코스피 지수의 밴드 상단을 업데이트하고, 당사 반도체 애널리스트의 영업이익 전망치에 따라 KOSPI '26년 연간 영업이익 설정 및 Bull, Base, Bear 시나리오 별 경로를 설정

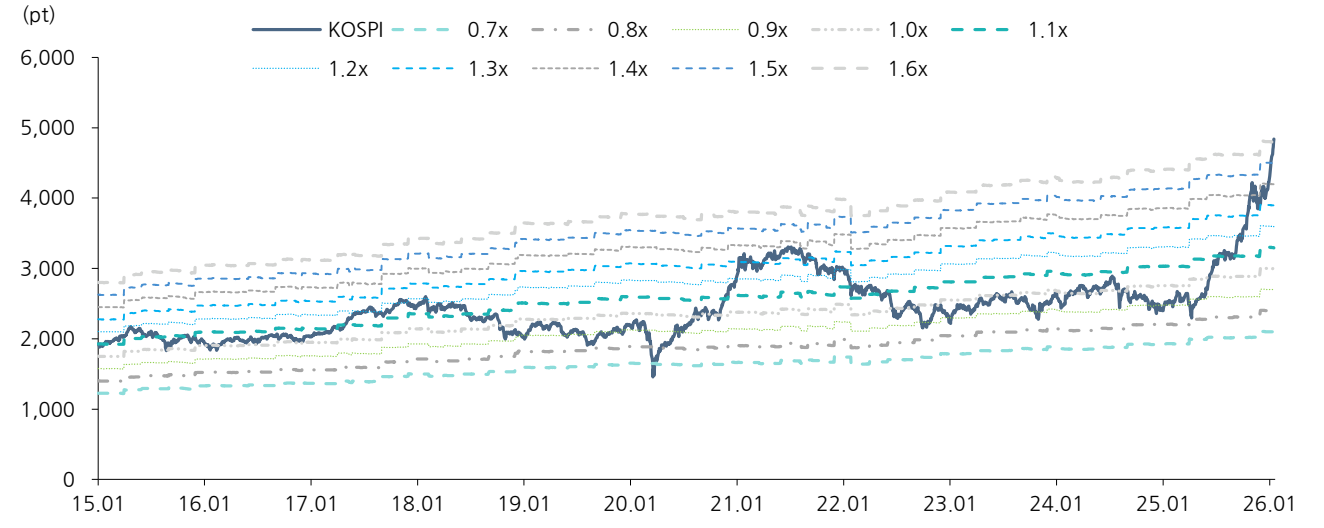
금리 인하, 증시 부양책 기대감은 낮아졌으나 재정 정책 기대감은 유지

-2026년 정부 AI 직접 예산은 3.3조 원에서 10.1조 원으로 확대(단일 연도 기준 최대 규모). 정부 10조 원 투입으로 민간 100조 원 투자 유도 목표. Physical AI 및 인프라가 핵심 투자 분야로 부상 예정. 본예산 지출 증가율 +8.1%로 확장적 재정 기조 유지 전망.

-배당소득 분리과세 개정안 1월 1일 시행 및 기존 누진세율 대비 세부담 완화로 배당주 재평가 모멘텀 예상. EB 발행 규제 강화로 자사주 소각 유인. 상법 개정에 따른 집중투표제 의무화 및 감사위원 분리선출 확대는 2026년 9월 시행 예정

-KOSPI 추세적 상승을 위한 핵심 변수는 관세 리스크, 환율 및 미국 물가, AI 설비투자 지속 여부. 트럼프 행정부의 메모리 반도체 미국 내 생산 압박은 삼성전자·SK하이닉스 비용 구조에 영향 가능성 존재. 미국 물가 상회 시 연준 금리인하 경로 지연 및 외국인 자금 유출 변수로 작용 추정. AI 설비투자 둔화 시 반도체 이익전망치 하향 조정 불가피하며, 빅테크 실적 발표는 시장 방향성의 핵심 이벤트로 부상

그림 1. 코스피 PBR(TTM) Band 추이. 역대 최고점인 21~22년 1.39배 돌파하여 현재는 1.61배



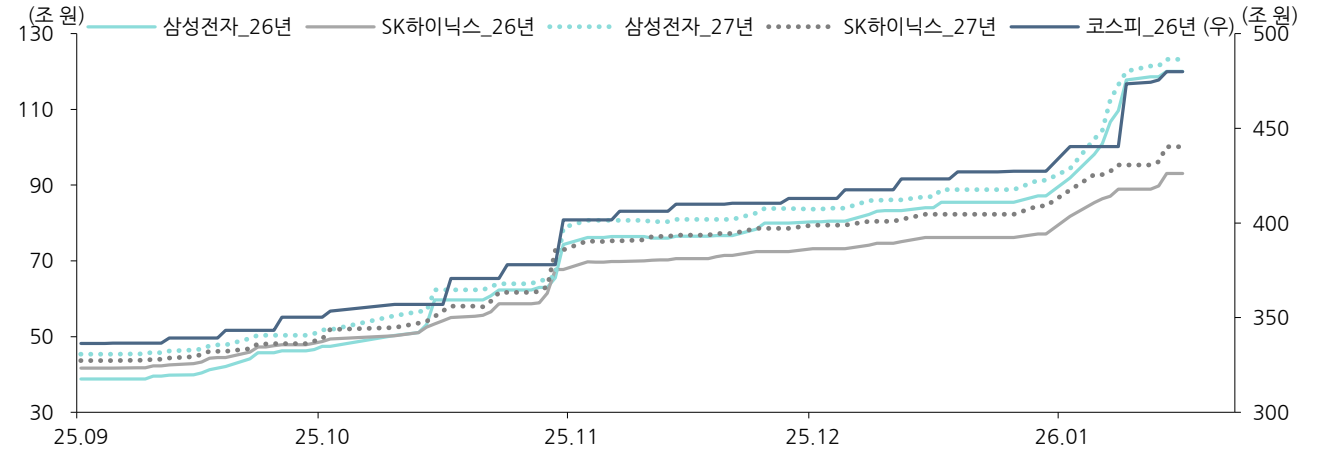
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

코스피 전망치 상향 조정 배경 설명

KOSPI 밴드를 전망함에 있어 가장 주목해야 할 부분은 밸류에이션 환경의 구조적 변화다. 현재 KOSPI 12개월 선행 PER은 10월 밴드 추정 시점 대비 오히려 낮아진 상태다. 지수가 상승했음에도 PER이 하락했다는 것은 이익전망치 상향 속도가 주가 상승률을 상회하고 있음을 의미한다. 더 이상 PER, PBR 배수 상향에 기대지 않더라도 이익 증가분만으로 지수 상승이 정당화될 수 있는 구간에 진입했다는 판단이다.

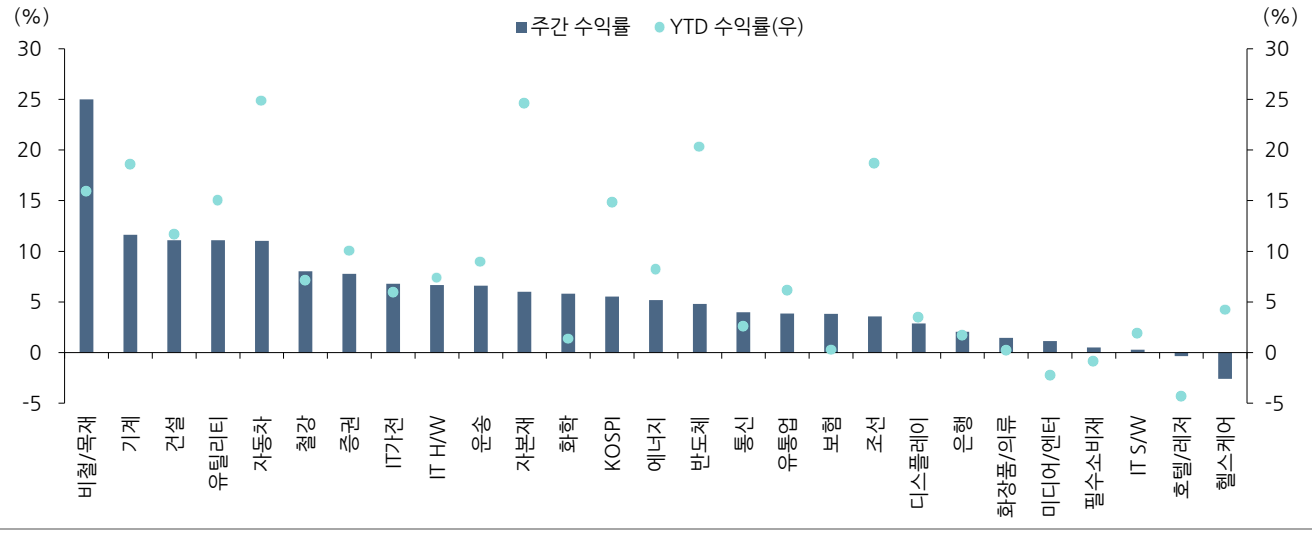
이익전망 상향의 중심에는 메모리 반도체가 있다. DRAM 가격 폭등으로 삼성전자와 SK하이닉스는 '전략자산' 보유 기업으로 재평가받고 있으며, AI 수요 외에도 NAND 가격 반등, HBF 모멘텀, 로봇·자율주행용 메모리 수요가 중첩되면서 2027년 이후에도 사이클 연장 가능성이 점쳐지고 있다. 상법개정안 센티먼트는 여전히 유효하나 지주사법, 상속세, 배당소득세 이슈는 미해결 상태다. 한은의 기준금리 인하 센티먼트는 환율 문제로 다소 희석되었으나, 부동산 대출 규제가 지속되는 만큼 유휴유동성은 부동산·채권보다 주식시장으로 유입될 가능성을 높게 평가한다.

그림 2. 25년 3분기 이후 코스피, 삼성전자, SK하이닉스 영업이익 추이



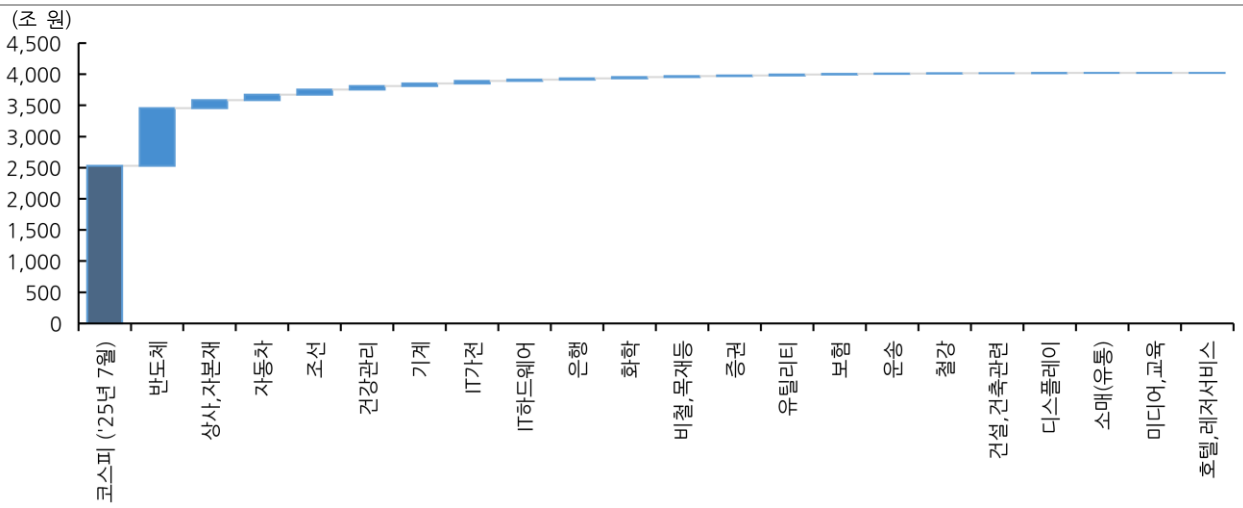
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 연초 이후 & 1/9~1/16일 주간 업종별 수익률 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 4. '25년 7월 이후 현재까지의 WI26 업종별 시가총액 상승분



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

반도체, 실적 전망치의 안정성은 문제 없나?

반도체는 전통적으로 PBR 기반의 밸류에이션을 적용받아온 업종이다. 사이클 진폭이 크고 이익의 변동성이 높아, 순자산 대비 할인율로 적정 가치를 산정하는 방식이 유효했기 때문이다. 그러나 현재 시장은 '슈퍼사이클'을 전제로 2030년대 초반까지 호황이 지속될 것이라는 전망 하에 PER 기반의 매수를 진행하고 있다. 마이크론 대비 삼성전자와 SK하이닉스의 밸류에이션이 여전히 낮은 수준에 머물러 있다는 점도 매수 논거로 작용 중이다.

이번 사이클에 대한 기대가 높은 데에는 구조적 배경이 있다. 과거 사이클에서는 공격적인 CAPA 증설이 시장 포화와 치킨게임으로 이어지며 하방 압력을 형성했으나, 현재는 AI가 전세계 GDP의 한 자릿수 퍼센트를 차지할 정도로 거대한 수요 기반을 갖추고 있다. 중국의 메모리 반도체 추격 또한 HBM 영역에서는 증설 타이밍을 놓칠 가능성이 높다는 전망이 우세하여, 한국 기업들의 경쟁 우위가 당분간 유지될 것으로

예상된다.

다만 26년, 27년, 28년 이익전망치에 대해서는 애널리스트 간 시각 차이가 존재한다. 일부는 영업이익이 26년에 정점을 형성한 후 27년부터 소폭 감소할 것으로 보는 반면, 일부는 27년 이후에도 상승세가 이어질 것으로 전망한다. 당사는 26년 피크 시나리오에 무게를 두고 있으며, 이 경우 증시는 상반기에 실적 기대감을 선반영하는 흐름이 나타날 가능성이 있다.

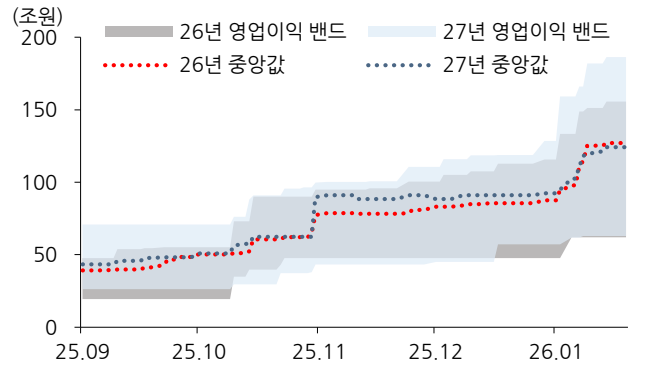
반면 공급 부족이 지속되고 가격 하락세가 나타나지 않을 경우, 27~28년 전망치가 추가 상향 조정되는 시나리오도 배제할 수 없다. 이러한 Bull Case에서는 KOSPI 밴드 상단이 6,000선을 바라볼 가능성도 열려 있다.

하방 리스크 요인으로는 AI 수익성 문제를 점검할 필요가 있다. 그간 AI 인프라 투자가 순조로웠던 것은 수익성이 검증된 빅테크가 CAPEX를 주도했기 때문이다. 그러나 최근 클라우드 대형 3사의 자체칩 개발이 본격화되면서, NVIDIA는 오라클, 코어위브, 네비우스 등 네오클라우드로 매출처를 다변화하고 있다. 네오클라우드가 GPU 수급의 주축으로 부상했으나, 이들의 사업 모델은 GPU 희소성에 기반한 높은 렌탈 단가를 전제로 한다. GPU 출시 주기가 2년에서 1년으로 단축되면서 Breakeven 달성 기간이 짧아질 우려가 있다.

아울러 Qwen, GLM 등 오픈소스 모델을 다운로드하여 자체 튜닝하는 개발자가 늘어나고 있다는 점도 모니터링이 필요하다. 현재 AI 수요의 상당 부분이 개발 수요라는 점을 감안할 때, 경량 모델의 확산은 필요 GPU 연산량을 줄이는 방향으로 작용할 수 있다. 물론 AI 서비스 단가가 낮아지면 더 많은 참여자가 유입되어 총 수요가 증가한다는 반론도 가능하나, 이를 확인하기에는 아직 이른 시점이다.

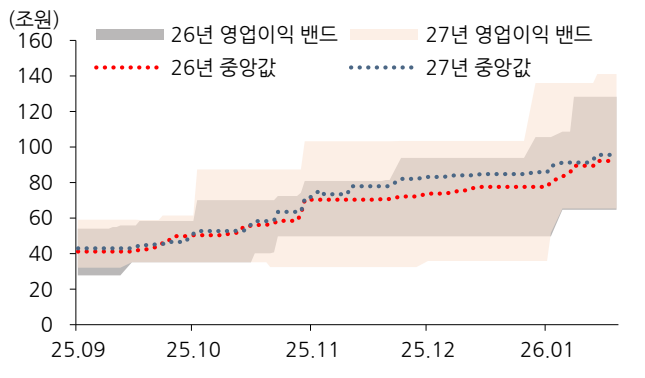
이러한 상방과 하방 요인을 종합하여, 다음 단락에서는 Bull, Base, Bear 시나리오별 KOSPI 밴드를 제시한다.

그림 5. 삼성전자 '26년, '27년 영업이익 최고, 중앙값, 최저 컨센 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 6. SK하이닉스 '26년, '27년 영업이익 최고, 중앙값, 최저 컨센 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

매크로 & 반도체 업황 시나리오별 KOSPI 밴드 전망

Bull-Case 시나리오: KOSPI 4,800pt ~ 5,900pt

2026년과 2027년 코스피 영업이익이 현재 애널리스트 전망치의 상단 근처에 부합하고, 2027~2028년 컨센서스가 추가 상향 조정되는 경우다. 전망치 상단은 가장 영향력이 큰 삼성전자, SK하이닉스의 실적 전망치 상단 및 자동차, 방산, 조선 등 영업이익 주도주의 업황이 순조롭게 진행되어 2026년 코스피 영업이익이 550조원을 크게 상회한다는 가정

하에 계산했다. AI의 실물경제 침투가 예상보다 빠르게 전개되어 원격근무 업무 대체가 본격화되고, 로보틱스와 자율주행 상용화 일정이 예상보다 앞당겨지며 전력 인프라 확충이 순조롭게 진행되어 데이터센터 증설에 차질이 없다는 가정이다.
거시경제 측면에서는 물가 상승률이 예상을 하회하고 고용이 둔화되면서 금리인하 횟수가 늘어난다. 이 경우 반도체 이익전망치의 추가 상향과 밸류에이션 확장이 동시에 나타날 수 있으며, 이런 상황에서는 코스피는 6,000pt선 턱밑까지 상방이 확장될 수 있다.

Base-Case 시나리오: KOSPI 4,200pt ~ 5,500pt

2026년 영업이익이 550조원 근방에 형성되어 현재 전망치를 다소 상회하나, 2027년부터 반도체 대형주의 이익전망치가 꺾이기 시작하는 경우를 전망의 기준점으로 삼았다. AI 업무 대체는 금융, 회계, 개발, 디자인 등 AI 대체가 용이한 업종에 국한되며, 로봇 생산대수와 자율주행 도입 속도는 현 전망치 대로 시행된다고 가정한다. 전력 및 에너지 수급에 다소 부족함이 발생하면서 데이터센터 증설이 일부 지연되고, 파운드리는 TSMC 독점 구도가 지속된다.
미 금리인하는 현재 시장에 반영된 경로를 따르며 연내 1~2번의 인하가 단행되며, 인플레 우려와 고용 우려는 통상적인 수준에서 그친다고 가정한다. 이런 경우는 2026년 상반기까지는 반도체 대형주의 압도적인 실적 기대감이 지수를 견인하나, 하반기 이후 2027년 이익 둔화 전망이 부각하며 높은 밸류에이션 부담 및 높은 포지션 노출도로 추가 상승 탄력이 약화된다. KOSPI는 5,500pt선 내외에서 상단이 형성될 것으로 전망한다.

Bear-Case 시나리오: KOSPI 3,800pt ~ 4,700pt

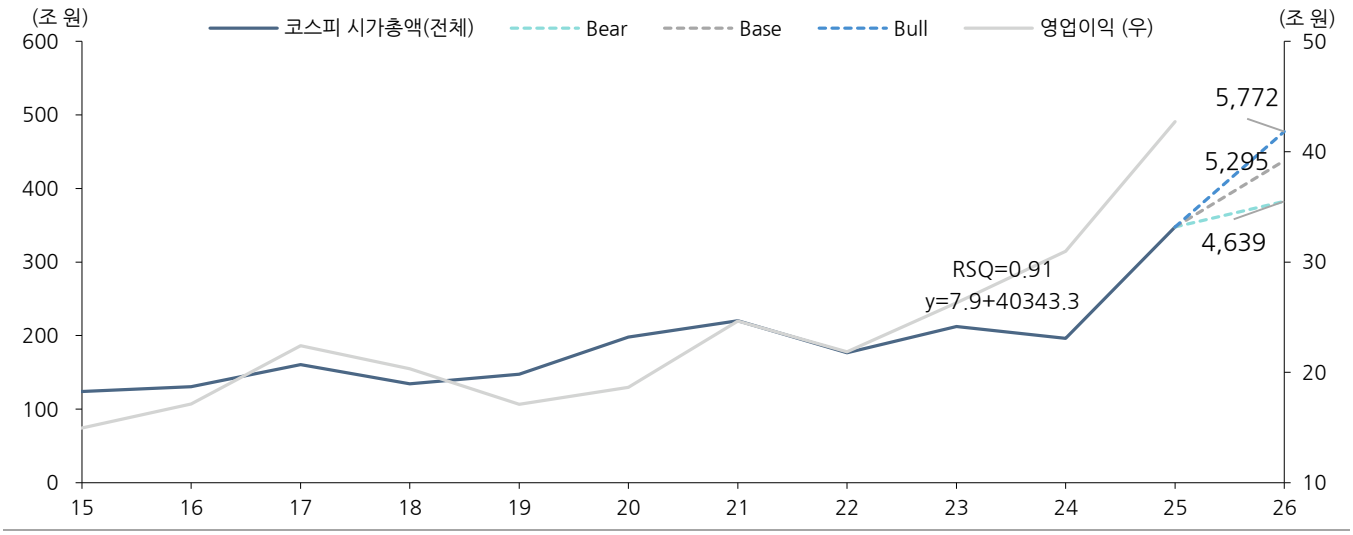
2026년과 2027년 영업이익이 현재 컨센서스 대비 하락세를 기록하고, 메모리 가격이 하락 전환하는 등 AI 센티먼트가 크게 꺾이는 경우다. AI 활용이 일부 분야에 한정되고 대부분 수익이 모델 개발사가 아닌 유니콘 기업 및 개인 개발자, 사용자에게 고르게 분산되면서 대형 기술주의 설비투자 정당성이 약화된다. 데이터센터 및 전력 인프라 건설이 주민 반대, 인력 부족, 법안 지연 등으로 차질을 빚고, 네오클라우드의 수익성 문제가 부각되면서 GPU 주문이 감소한다. 또한 빅테크의 효율성 추구 기조 전환으로 기존 CAPEX유지하며 AI를 서비스하려는 움직임이 나타나며 신규 투자가 위축된다.
거시경제 측면에서는 물가 우려에 미 금리인하 횟수가 축소되거나 동결된다. 그렇다면 이익전망치 하향과 유동성 환경 악화가 맞물리면서 안전선호 강화, 밸류에이션 하방 압력이 가해지며 KOSPI는 최악의 경우 4,000pt선을 하회할 수 있다.

향후 반도체 및 주식시장의 위험선호를 전망하려면 우선 M7 및 오라클의 향후 24개월 CAPEX 전망치는 지속적으로 상향 조정되고 있다. 당사 및 타사 하반기 전략 자료에서 반복적으로 언급된 바와 같이, 빅테크 CAPEX와 KOSPI200 영업이익 간에는 일정 시차를 두고 매우 높은 상관관계가(0.8 이상) 확인된다. 금번 사이클에서도 동일한 패턴이 재현된다고 단정할 수는 없으나, CAPEX 증가 기조는 1분기 실적 발표 이후 주요 반도체 가격 상승에 따른 단가 효과가 반영되어 증가세가 이어질 것으로 예상된다.
미 연준의 기준금리 경로 또한 현재로써는 비교적 안정적이다. 시장 컨센서스는 연말까지 한두 차례 인하를 반영하고 있으나, 리스크는 금리 동결 가능성의 부상이다. 이는 향후 근원 물가지표를 통해 확인이 필요하며, 트럼프 행정부가 현 의장 대비 다소 비둘기파적

성향의 연준 총재를 임명할 경우 내년 초 2.75%에서 3.00% 구간 도달 가능성도 열어둘 필요가 있다.

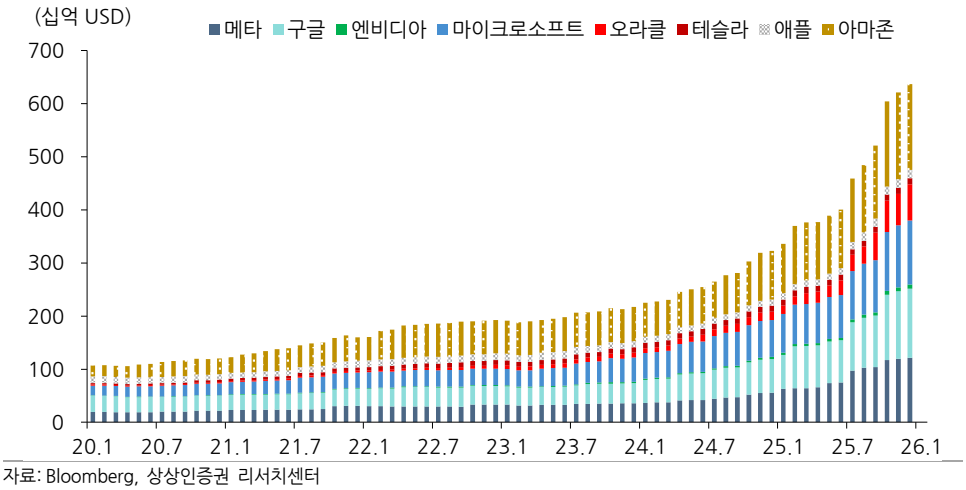
글로벌 M2 역시 우상향 추세를 유지하고 있으며, 미국 M2 또한 상승 속도는 감소했으나 여전히 고금리 국면에도 불구하고 상승세를 이어가고 있다. M7을 비롯한 글로벌 증시 시가총액이 과거 대비 크게 상승한 점은 사실이나 국채 및 회사채 시장에서 특별한 스트레스 징후가 관찰되지 않는다는 점에서 위험선호 심리는 여전히 견조한 것으로 판단되며, 시장은 채권 및 현금 보유보다 주식, 원자재, 귀금속 등 인플레 헷지가 가능한 자산을 보유하고 싶어하는 유동성 과잉 현상은 지금도 일어나고 있는 것으로 보이기에 증시 레벨이 높은 것은 사실이나 표면적으로는 큰 문제는 없어 보인다. 다만, 높은 포지션 노출 비중 및 증시 버블, 과밀 우려가 이어질 때에는 호재보다 악재에 민감한 시장 상황이 되는 것은 주의해야 한다.

그림 7. '25년 7월 이후 현재까지의 WI26 업종별 시가총액 상승분



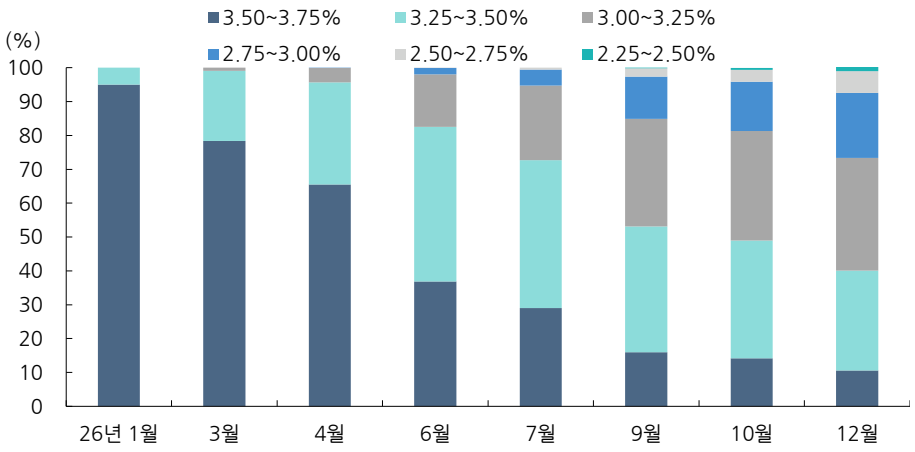
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 미국 M7+Oracle CAPEX Fwd. 24개월 전망치 추이



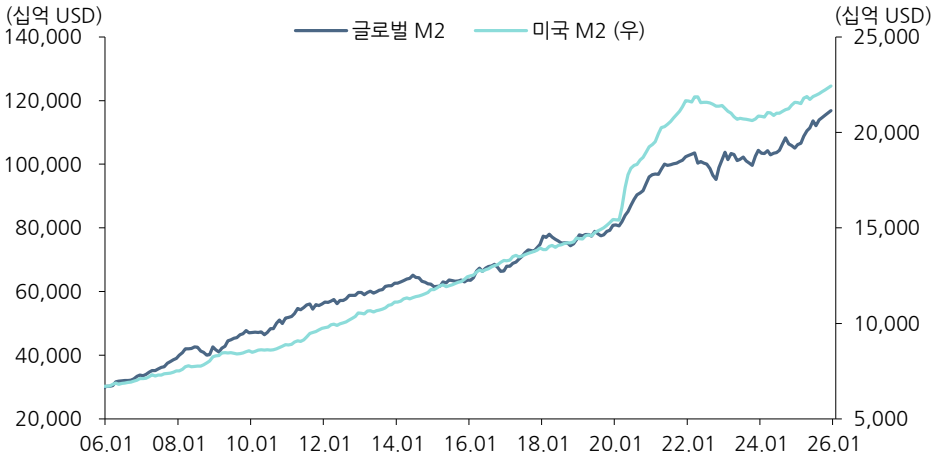
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 미 FOMC회의별 미 연준의 기준금리 밴드 전망



자료: CEM FedWatch, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 M2, 미국 M2 추이



자료:Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
주: 글로벌 M2는 미국, 중국, 유로존, 일본, 한국, 호주, 캐나다, 브라질, 스위스, 멕시코, 대만 M2 합산

Issue Focus: 정부 정책발 모멘텀 점검

표 1. AI 예산 변화

구분	2025년	2026년	비고
정부 AI 직접 예산	3.3조 원	10.1조 원	단일 연도 기준 최대
정책 목표	R&D 중심	민간 투자 유발	재정 → 민간 레버리지
민간 투자 유도	제한적	100조 원 목표	정부 10조 → 민간 100조 구조
핵심 투자 분야	알고리즘·SW	피지컬 AI, 인프라	-

자료: 각 언론보도, 상상인증권 리서치센터

표 2. 국고채 발행 비교 및 추경 전망

구분	2025년	2026년
국고채 총 발행 한도	226.2조 원	225.7조 원 (-0.5조 원)
순발행	112.2조 원	109.4조 원 (-2.8조 원)
차환발행	113.9조 원	116.2조 원 (+2.3조 원)
재정 기조	확장적 (추경 포함)	확장적 (본예산 중심)
추경	2회 실시	하반기 가능성은 존재
본예산 지출 증가율	전년대비 +2.5%	전년대비 +8.1%
AI·산업 예산	일부 추경 반영	본예산 다수 선반영 추정

자료: 연합인포맥스, 상상인증권 리서치센터

표 3. 배당소득 분리과세 개정안 주요 내용

구분	기존 제도	개편안 (2026년 시행 예정)
과세 방식	이자소득과 합산 → 금융소득 종합과세	배당소득 분리과세 선택 가능
과세 기준	**금융소득 연 2천만 원 초과 시 종합과세**	**금융소득 2천만 원 기준과 무관**
세율 구조	**6~45% 누진세율**	**구간별 분리과세**
적용 세율	**최고 45%(지방세 별도)**	**1) 2천만원 이하 14% 2) 2천만원 ~ 3억원 20% 3) 3억원 이상 35%**
납세자 선택	선택 불가	종합과세 vs 분리과세 중 유리한 방식 선택
대주주 영향	배당 확대 시 세부담 급증	배당 확대 유인 강화
적용 시점	-	**2026.1.1 발생 배당소득부터**

자료: 각 언론보도, 상상인증권 리서치센터

EB 발행 규제, 자사주 소각 압박에 따른 주주가치 제고

2025년 하반기 자사주 담보 EB가 경영권 방어 및 승계의 우회로로 활용되었던 것과 달리, 2026년은 공시 규제 고도화와 거래소의 정성적 심사 강화에 따른 EB 활용도는 축소될 것으로 보인다. 또한 단순히 발행을 제한하는 것을 넘어, 자사주 처분의 목적과 주주가치 훼손 여부에 대한 소명 책임이 강화됨에 따라 기업들의 자사주 소각 유인이 확대될 것으로 보인다. 이로 인해 EB 시장의 양적 위축은 불가피하겠으나, 이는 곧 소액주주 보호와 자본시장의 투명성 강화로 이어질 수 있다.

표 4. 상법 및 자본시장법 개정안 타임라인

구분	주요 내용	법적 상태	증시 영향
1차 상법 개정 (2025. 07)	이사의 충실 의무 주주 확대	시행 중	분할·합병·자회사 상장 소송 리스크 구조화
	전자주주총회 병행 의무	시행 중	소액주주 참여도 상승
	3%룰 강화	시행 중	지배주주 영향력 제한
	독립이사 제도 도입	법 개정 완료	이사회 독립성 강화
2차 상법 개정 (2025. 08)	집중투표제 의무화	26년 9월 시행 예정	이사 선임 구조 변화
	감사위원 분리선출 확대	26년 9월 시행 예정	내부통제·감시 기능 강화
3차 상법 개정 (2026년 이후)	**자사주 소각 의무화**	**미통과 (논의 중)**	**주주가치 제고**
세제 정책	**배당소득 분리과세 도입**	**2026.1.1 시행**	**배당 확대 유인 강화, 배당주 재평가**
자본시장법	분기배당 사전 공시 강화	배당 기준일 사전 공시 정비	배당 시점의 정보 비대칭 축소
	물적분할 자회사 상장 규제	발의/논의	소액주주 보호 강화 방향

자료: 각 언론 보도, 상상인증권 리서치센터

추세적 상승을 위한 중장기적 이슈 및 단기적 해결 과제

KOSPI의 추세적 상승이 이어지기 위해서는 몇 가지 불확실성 요인이 해소되거나 관리 가능한 수준에서 유지되어야 한다. 현 시점에서 점검이 필요한 핵심 변수는 관세 리스크, 환율 및 미국 물가, 그리고 AI 설비투자의 지속 여부다.

첫째, 관세 문제 및 트럼프 리스크다. 트럼프 행정부가 메모리 반도체의 미국 내 생산을 압박하고 있다는 점은 한국 반도체 기업에 중장기적 부담 요인으로 작용할 수 있다. 최근 마이크론 주가가 강세를 보인 배경에는 이러한 정책 기조에 따른 반사이익 기대가 일부 반영되어 있다. 관세 및 현지 생산 압박이 지속될 경우, 삼성전자와 SK하이닉스의 비용 구조 및 투자 계획에 영향을 미칠 수 있어 모니터링이 필요하다.

둘째, 환율 및 미국 물가 흐름이다. 달러-원 환율의 높은 변동성은 외국인 수급과 기업 실적 양면에 영향을 준다. 미국 물가 수준 및 기대인플레이션이 예상치를 웃돌 경우 연준의 금리인하 경로가 지연되며 Risk-off 기조가 돌아오면 EM 자산배분 비중을 낮추고 외국인의 코스피 자금 순유출의 변수로 작용한다. 반대로 물가 안정이 확인되고 금리인하가 본격화될 경우 원화 강세 전환과 함께 자금 유입이 더욱 강화될 여지가 있다.

셋째, AI 설비투자의 지속 여부다. 앞서 언급한 바와 같이 현재 반도체 이익전망의 근간은 AI 관련 CAPEX가 현 수준을 유지하거나 확대된다는 전제에 기반한다. 대형 기술주의 투자 기조가 효율성 중심으로 전환되거나, 네오클라우드의 수익성 문제가 부각되어 GPU 수요가 둔화될 경우 이익전망치의 하향 조정이 불가피하다. AI 설비투자 관련 대형 기술주의 분기별 실적 발표와 투자 계획 언급은 더 이상 개별 종목의 단신이 아닌 시장 전반의 방향성을 가늠하는 핵심 이벤트로 변모했다는 점을 되새길 필요가 있다.

Compliance Notice

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