2026년 01월 26일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

코스피 5,000pt 이후 체크리스트

Economist 김유미 helloym@kiwoom.com
투자전략/시황 한지영 hedge0301@kiwoom.com
RA 이현수 hslee@kiwoom.com
RA 유지윤 jiyun.yoo@kiwoom.com

키움증권

Contents

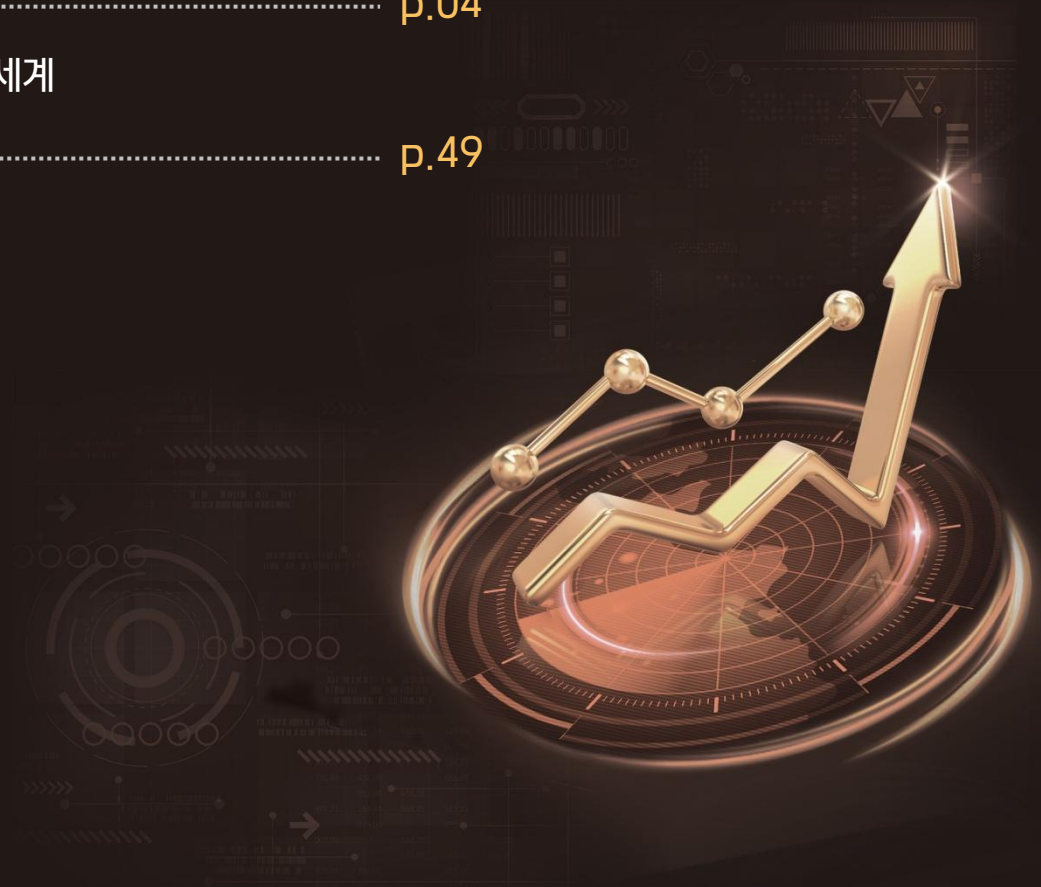
Summary p.03

I. 주식 p.04

코스피 5,000pt 이후의 세계

II. 매크로 p.49

세 가지 체크 포인트



Summary

I. 주식 : 코스피 5,000pt 이후의 세계

① 코스피 5,000pt 이후의 현실성 분석(코스피 연간 밴드 4,400~6,000pt)

- 5,000pt 목표 조기 달성 후 단기적으로는 심리적 저항에 직면할 가능성
- 그러나 반도체 중심의 이익 컨센서스 상향, 낮은 밸류에이션 부담, 우호적인 외국인 수급 등이 지수 추가 상승 견인 예상

② ROE 개선이 수반된 밸류에이션 리레이팅

- 상법 개정안 효과가 본격적으로 발현되는 시기, 개인의 주식 참여 확대 등이 밸류에이션 리레이팅의 정당성 부여
- 여타 증시 대비 밸류에이션 매력 높은 가운데, 이익 증가 및 정책 변화에서 기인한 ROE 개선도 긍정적

③ 시장 색깔의 변화 여부 : 주도주 vs 신규 주도주

- 지수 추세가 유지되는 한 현재의 주도주들이 시장 지배력을 지속할 전망
- 코스피의 속도조절 과정에서 비 주도주, 코스닥 등 여타 업종, 사이즈에도 알파의 기회가 생성될 가능성

II. 매크로 : 세 가지 체크 포인트

① 경제 : 쏠림에 대한 우려

- AI 반도체 수출 확대와 정부 투자에 힘입어 한국 수출 구조는 반도체 중심으로 재편되며 중장기 성장 기대 상향
- 과거 대비 변동성이 완화된 반도체 수출이 구조적 성장 동력으로 작용, 주요 기관들의 국내 경기 전망 상향 조정 흐름도 이어질 전망

② 유동성 : 금리 상승에 대한 우려

- 성장 양극화와 불확실성이 지속되는 가운데, 급격한 통화 긴축으로의 전환 가능성은 제한적
- 중장기 금리 변동성은 불가피하나 중앙은행의 정책 대응 여력은 충분해 완화적인 유동성 환경은 전반적으로 유지될 전망

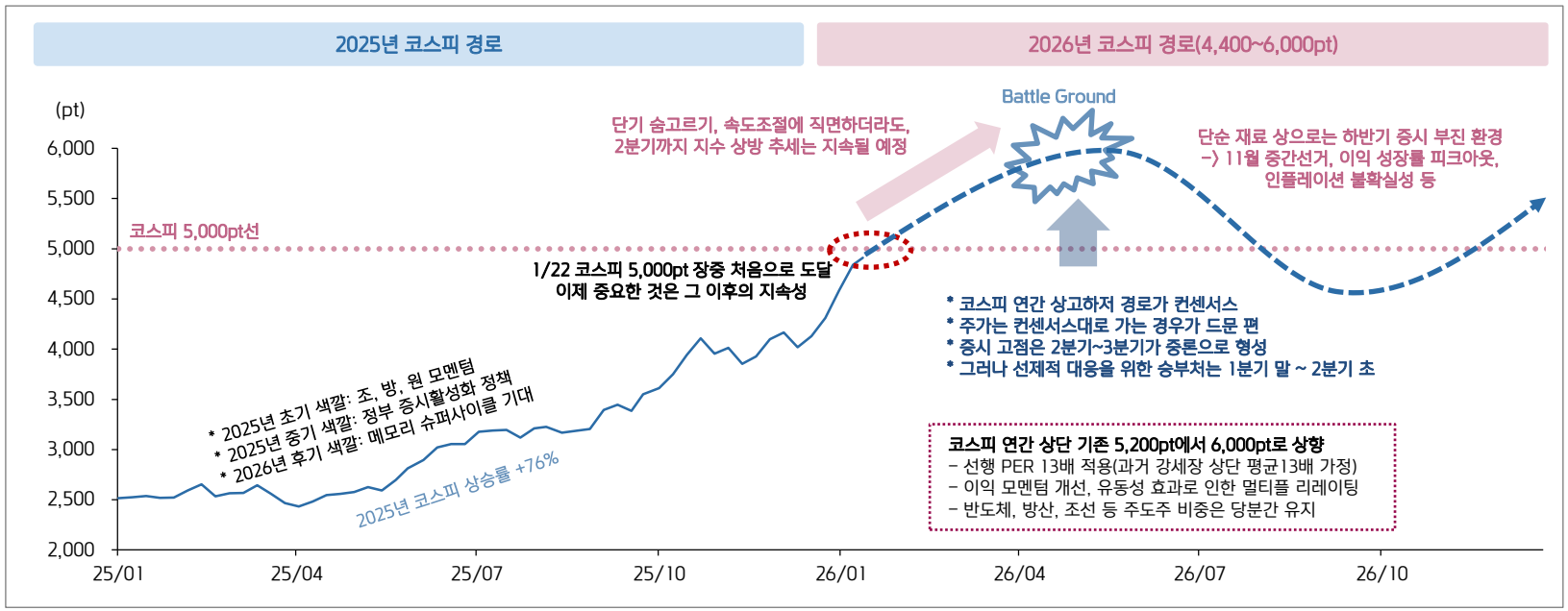
③ 환율 : 정책 효과에 대한 기대

- 수익 다변화에 따른 구조적 자본유출로 달러/원 환율의 중·장기적 우상향 압력은 유지될 전망
- 다만 단기적으로는 국내시장 복귀계좌(RIA) 환전 수요, WGBI 편입 기대, 외국인 자금 유입, 달러/엔 상단 제약 등이 원화 강세 요인으로 작용하며 달러/원 환율은 U자형 흐름 속 하락 예상

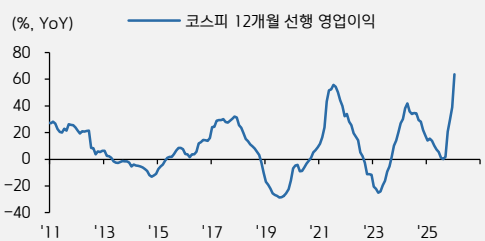
I. 주식

코스피 5,000pt 이후의 세계

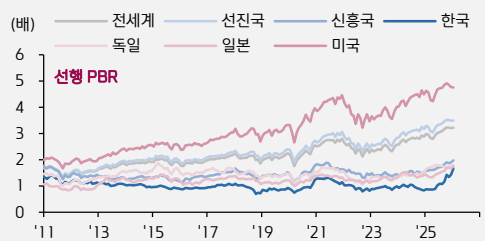
00. (UPDATE) 2026년 연간 코스피 경로 및 투자 아이디어



Main Driver 1. 이익 모멘텀



Main Driver 2. 밸류에이션 리레이팅



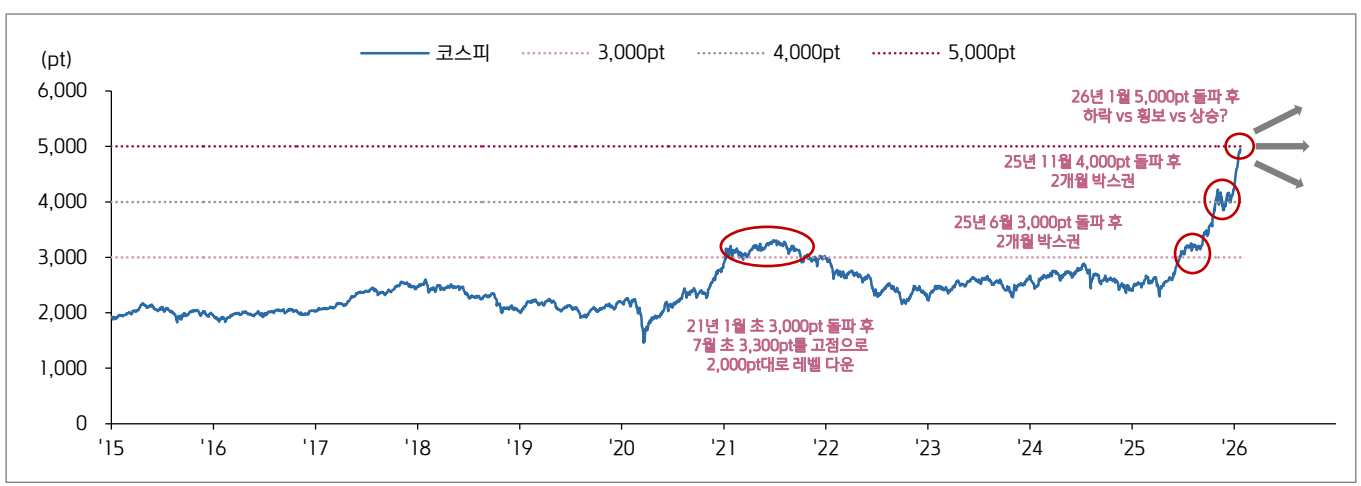
Main Driver 3. 수급 & 유동성

키움증권

01. 코스피, 5,000pt 레벨을 조기에 달성, 그 이후의 주가 향방은..?

- 1월 중 코스피는 장중 5,000pt선을 처음으로 돌파하면서, 현 정부 임기 5년 내 제시했던 목표치를 조기에 달성
- 반도체 중심의 이익 모멘텀 개선, 상법개정안 등 정부 정책 기대감, 주식으로의 머니무브 등과 같은 이익, 정책, 수급의 조합에 더해 FOMO 현상까지 가세한 덕분
- 이제 중요한 것은 코스피 5,000pt선 안착 후 주가 레벨업의 지속성이지만, 과거 코스피 지수 앞자리가 1,000pt 씩 바뀔 때마다 단기 박스권을 형성했던 경향도 단기 대응 전략에는 반영해야 할 시점
- 이번 장세에서도 1) 속도 조절 후 상승의 루트를 탈지, 혹은 2) 고점 인식으로 하락 전환할지 아니면 3) 별 다른 조정 없이 지속 상승할지 등 여러 갈림길에 놓여 있는 상황

코스피 주가와 1,000pt대 레벨업 이후 흐름



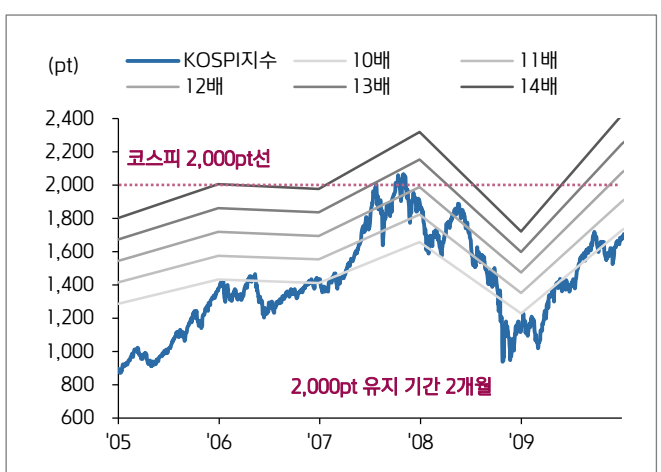
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 새로운 지수대에 도달한 이후 추세 하락 전환했던 과거의 코스피…

- 박스피, 소외피, 국장 탈출은 지능순 등 그간 코스피에 이 같은 별명이 붙었던 것은 과거의 학습된 무력감 때문
- 과거 코스피가 2,000pt 혹은 3,000pt 씩 지수대가 사상 처음으로 바뀐 이후의 주가 흐름은 좋지 않았음
- 2007년 7월 중 역사상 처음으로 2,000pt를 돌파한 이후 해당 지수대를 유지했던 기간은 2개월에 불과했으며, 이후 금융위기 발생으로 인해 추세적 약세장으로 돌입
- 2021년 1월 중 사상 최초로 3,000pt를 돌파했을 당시에도, 3,000pt 유지 기간은 6개월에 그쳤으며, 이후 연준의 긴축, 러-우 사태 등으로 추세적 약세장에 돌입
- 물론 각각의 하락 트리거는 달랐지만, 두 시기 모두 코스피 선행 PER이 13~14배 수준으로 오버 밸류에이션 구간에 놓여있다는 점이 공통 악재

2007~2008년 코스피 2,000pt 첫 돌파 당시 밸류에이션



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

2020~2021년 코스피 3,000pt 첫 돌파 당시 밸류에이션

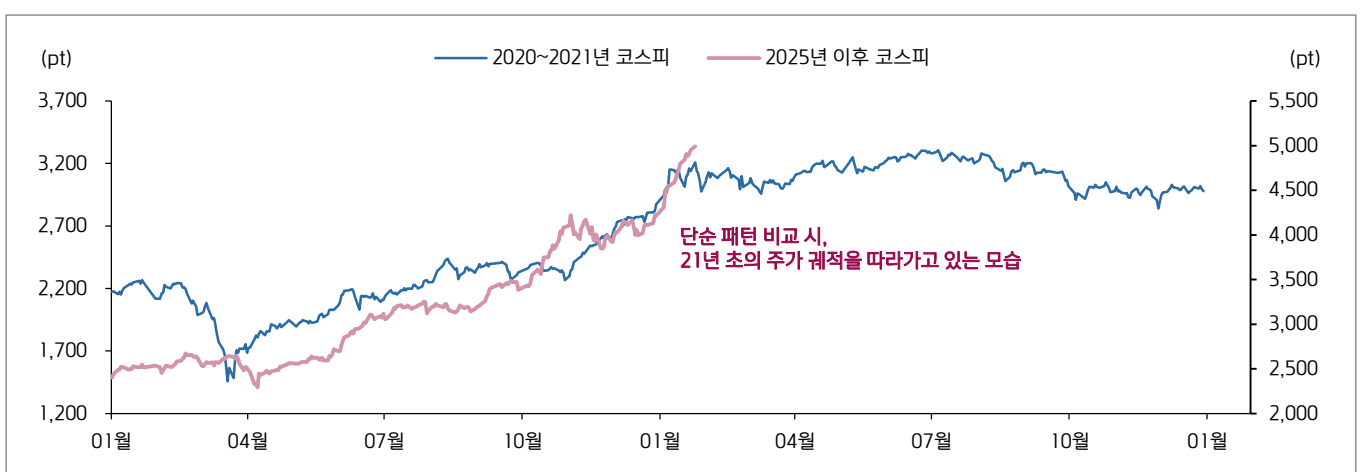
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 2020~2021년 강세장 막바지 국면과 궤적도 유사한 형태

- 비슷한 맥락에서 이번의 강세장 패턴이 동학개미운동 당시인 2020~2021년 강세장과 유사한 패턴을 따라가고 있다는 점이 신경 쓰이는 부분
- 2020년말 미국 대선 이후 코스피는 급등 랠리를 전개했으며, 2021년 1월 첫번째 주에 일주일동안 지수가 10% 가까이 폭등하면서 사상 처음 3,000pt 진입을 달성 했었음
- 그러나 1월 둘째 주부터는 이상 과열 우려 속 차익실현 물량 등으로 전반적인 지수 상승 탄력이 둔화됐으며, 1월 단기 고점(3,160pt) 경신 후 7월 6일 3,305pt까지 신고가 경신 과정에서 얻을 수 있었던 수익률은 약 4.8%에 불과
- 문제는 당시의 패턴을 추후에도 계속 따라갈 경우, 향후 지수 상승분이 얼마 남지 않았으며, 상당기간 조정 압력에 노출될되는 환경에 직면할 수 있다는 것임

2020~2021년 불장 당시 코스피와 현재 불장 코스피의 패턴 비교



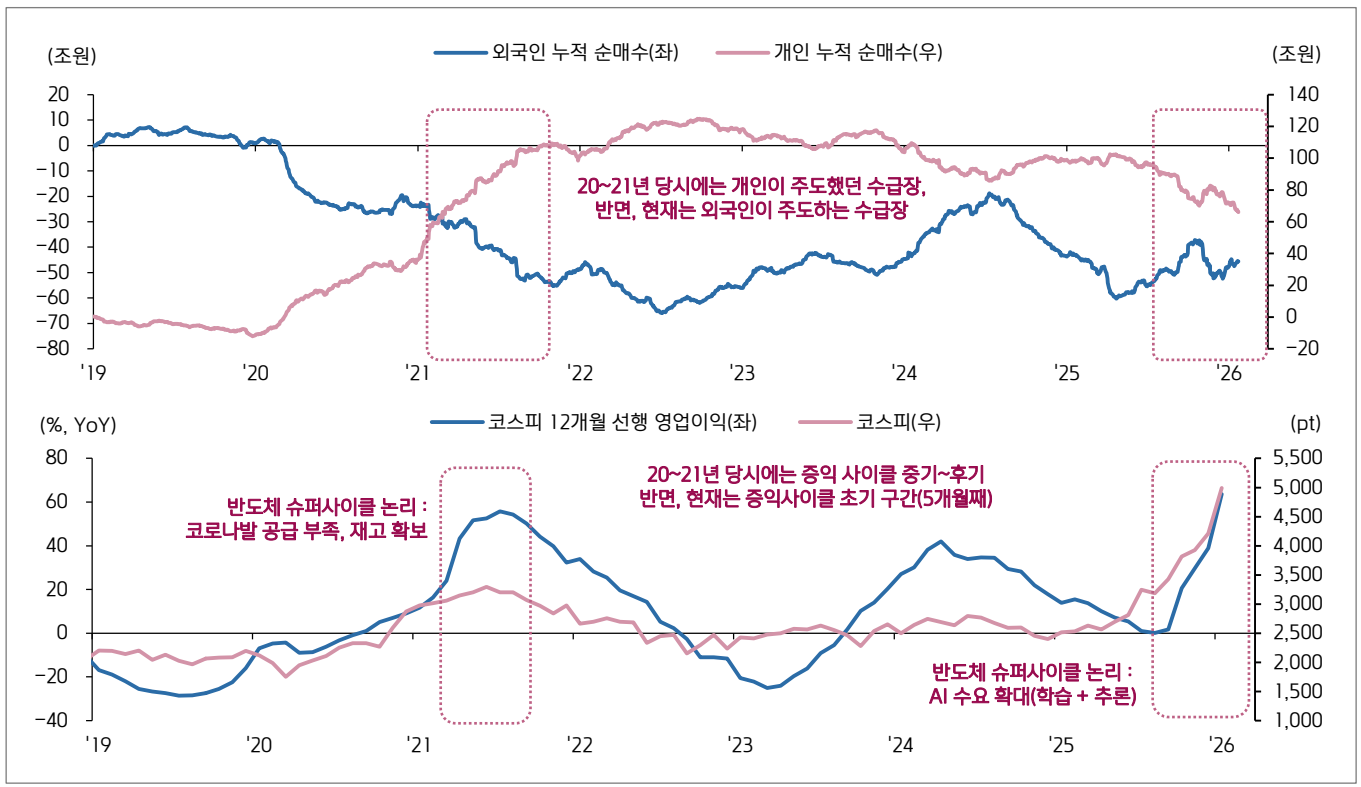
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 과거와의 차별점은 이익과 수급에서 찾아볼 수 있어

- 하지만 어디까지나 패턴상의 일치일 뿐, 매크로(금리인하) 환경은 유사하더라도, 수급과 펀더멘털 관점에서는 차별점이 존재한다는 점에 주목할 필요
- 뿐만 아니라, 과거 1,000pt 씩 바뀌었던 지수대의 밸류에이션에 비해 현재는 그 부담이 크지 않다는 점도 특징적

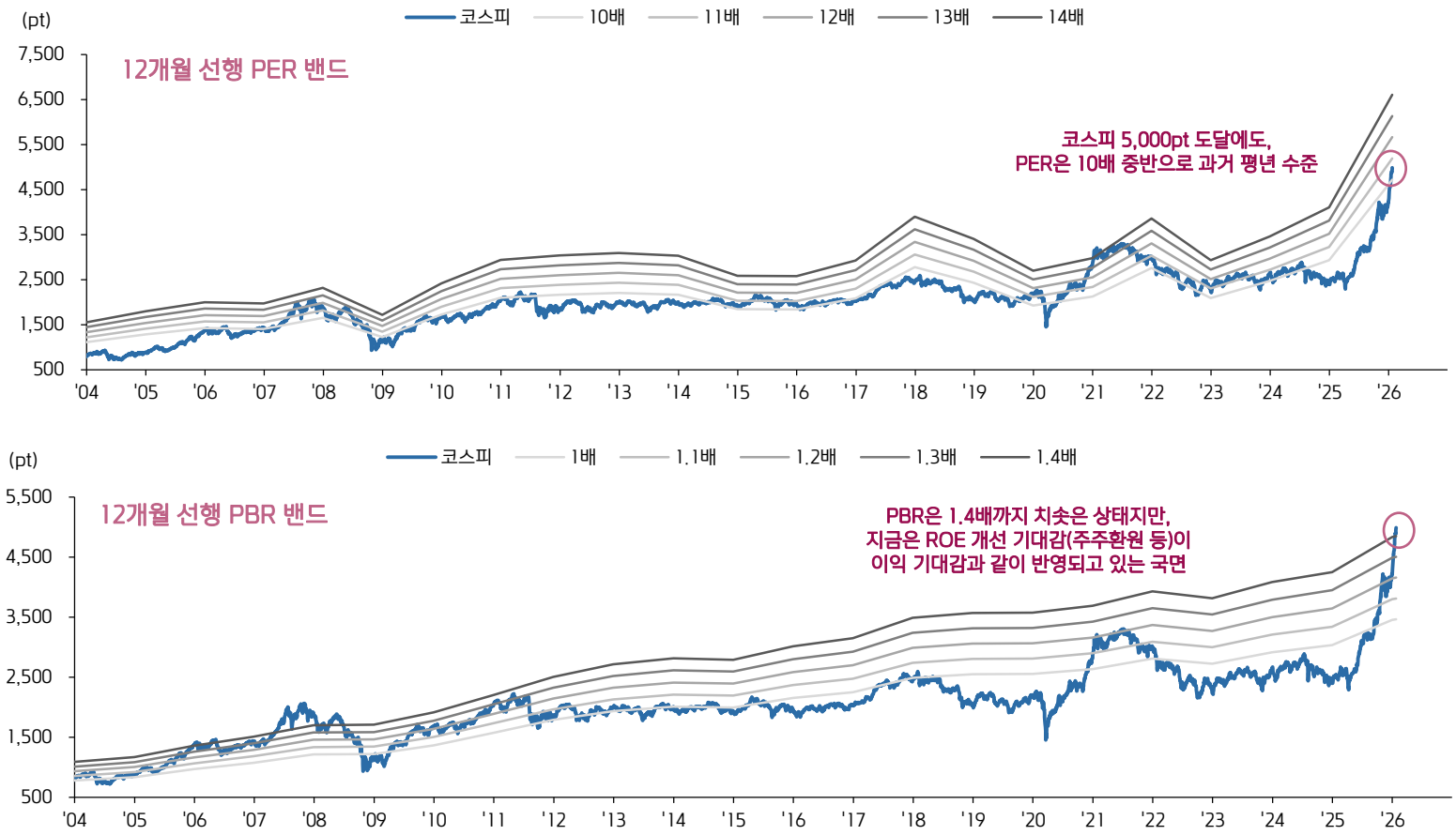
2020~21년 vs 2025년~2026년 현재 수급 및 이익 전망 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. PER로 보나, PBR로 보나 아직 밸류에이션은 부담스럽지 않다



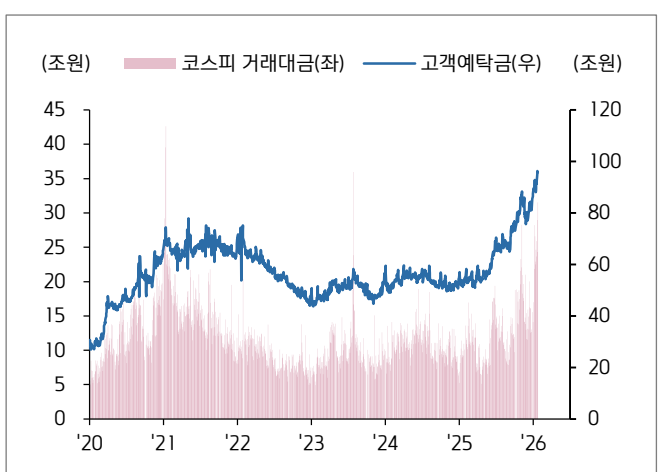
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. “FOMO 현상”도 가미된 코스피 5,000pt, 단기적으로는 속도조절 가능성

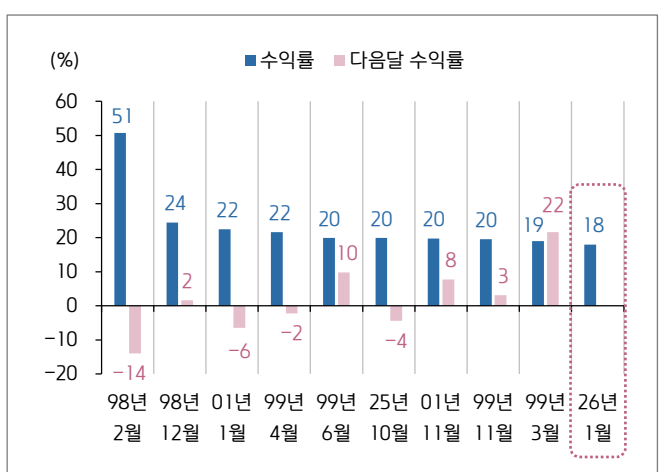
- 시중 은행 예금에서 증시 자금으로 이동, 예탁금 100조원대 근접 등 유동성은 풍부하며, 많은 이들이 코스피 5,000pt를 이야기해온 만큼, 자기실현적 예언적인 차원에서도 5,000pt 돌파는 정해진 수순이었을 가능성
- 동시에 1월 18%대 폭등에 따른 후유증 발생 가능성을 열고 가야 하는 시점. 올해 1월 코스피의 상승률은 역대 10위를 기록했지만, 이후의 단기적인 지수 모멘텀이 둔화될 수 있다는 점이 역사적인 사례
- 추후 연속적인 주가 상승보다는 속도조절 성격이 수반된 숨고르기 장세가 간헐적으로 출현할 가능성 염두
- 하지만 과거 2,000pt, 3,000pt를 처음으로 돌파한 이후에 나타났던 부진한 주가 패턴과 달리, 이번 장에서는 단기 숨고르기 후 재상승 쪽으로 베이스 시나리오를 설정해 놓는 것이 적절

코스피 예탁금과 거래대금



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

역대 코스피 월간 상승률 및 이후 수익률



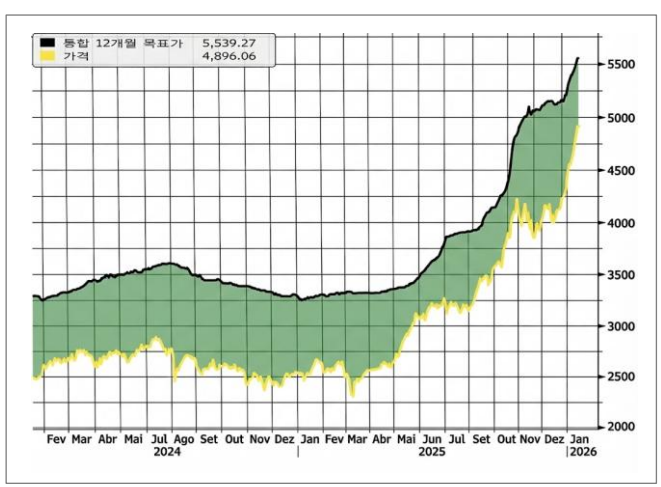
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 기간조정, 숨고르기 압력에도, 지수 방향성은 여전히 상방으로 보는 시각이 우위

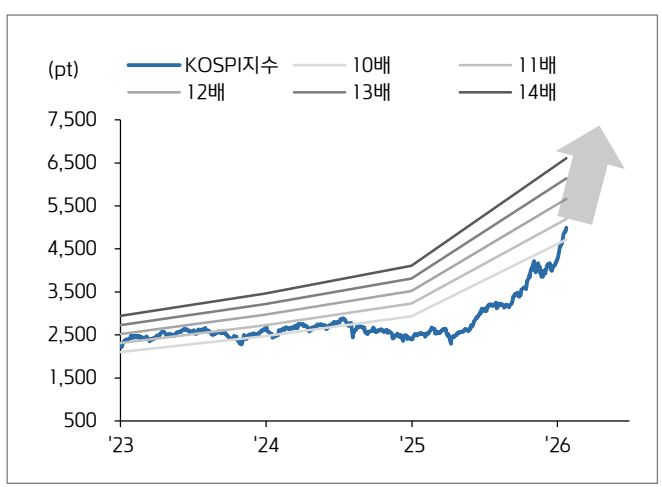
- 연초 이후 가파른 랠리를 기록하는 과정에서 속도 부담도 누적된 만큼, 단기 숨고르기 가능성은 열려있으나, 지수 방향성 자체는 여전히 상방으로 열려 있다는 점이 중론
- 블룸버그 상 집계되는 2026년 코스피 목표주가 컨센서스는 5,500pt대로 형성되는 등 많은 시장 참여자들이 올해에도 코스피의 레벨업을 기대하고 있는 분위기
- 코스피의 이익 컨센서스 추가 상향, 정책 및 제도적인 변화가 한 차례 더 일어난다면, 과거 강세장 평균 밸류에이션인 12~13배 레벨까지 리레이팅을 시도해볼 수 있다고 판단

코스피 12개월 목표지수 컨센서스(바텀업으로 계산)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 선행 PER 레벨 별 예상 지수대



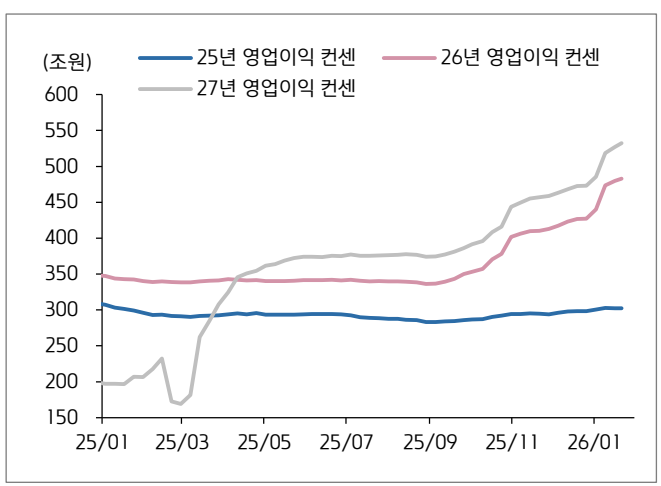
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 예상보다 강화되고 있는 코스피 이익 모멘텀의 강도

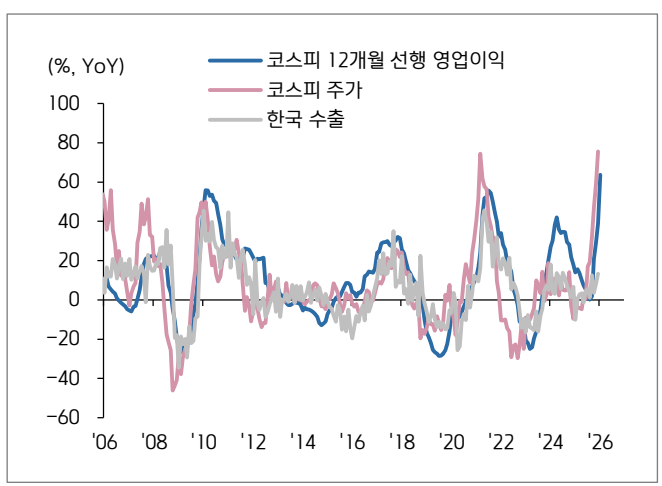
- 기존에 예상했던 것과 달리 이번 증익 사이클 상 이익 모멘텀이 추가 개선될 가능성이 높아졌다는 점도 주목할 필요. 현재 코스피의 26년 영업이익 컨센서스 상향추세가 지속되고 있다는 점은 상당기간 동안 코스피에 대한 낙관적인 전망을 유지할 수 있게 만드는 요인
- 더 나아가, 한국의 12월 수출(YoY +13.4% vs 컨센 +8.3%)이 반도체(+43.2%), 무선통신기기(+24.7%), 컴퓨터(+36.7%) 등 IT 품목의 호조세에 힘입어 서프라이즈를 기록했다는 점은 이번 4분기 실적시즌에 대한 기대감을 높이고 있는 중

코스피 25년, 26년, 27년 영업이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익 vs 주가 vs 수출



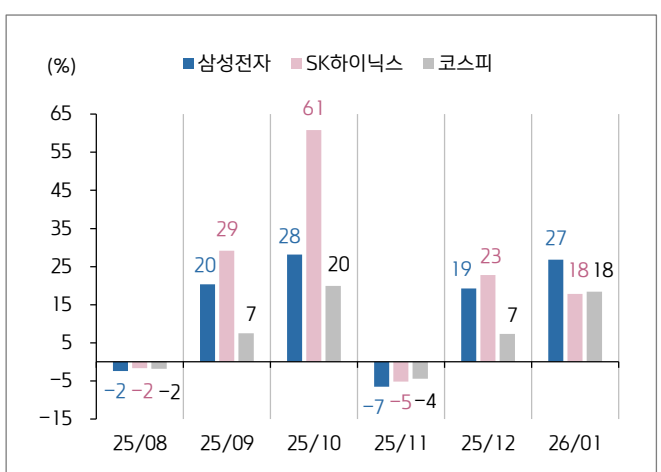
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 4분기 실적 시즌 이후~1분기 프리뷰 시즌까지 26년 컨센서스 추가 상향 가능성

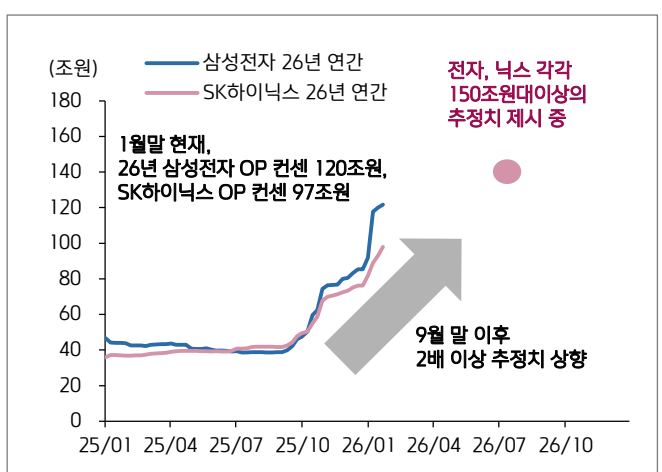
- 4분기 실적 시즌 이후 반도체주들의 본격적인 26년 연간 영업이익 추정치의 상향 조정이 나타날 수 있다는 점도 긍정적인 부분
- 현재 삼성전자와 SK하이닉스의 26년 영업이익 컨센서스는 각각 120조원, 97조원으로 3분기 실적시즌 시작 전이었던 9월 말 대비 각각 154%(삼성전자 9월말 46조원), 89%(SK하이닉스 9월말 48조원)대의 큰 폭 상향
- 4분기 실적시즌 이후, 1분기 프리뷰 시즌인 1월~3월까지 반도체를 포함한 코스피 연간 영업이익 추정치 상향 작업은 이루어질 것으로 판단(현재 26년 코스피 연간 영업이익 컨센서스 약 487조원)

삼성전자와 SK하이닉스의 월간 주가 상승률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자와 SK하이닉스의 26년 연간 영업이익 컨센서스

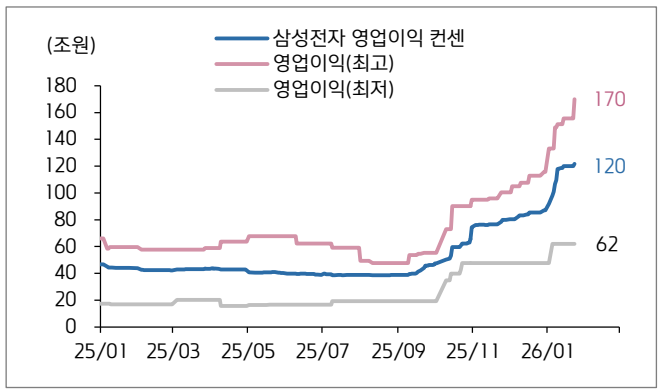


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

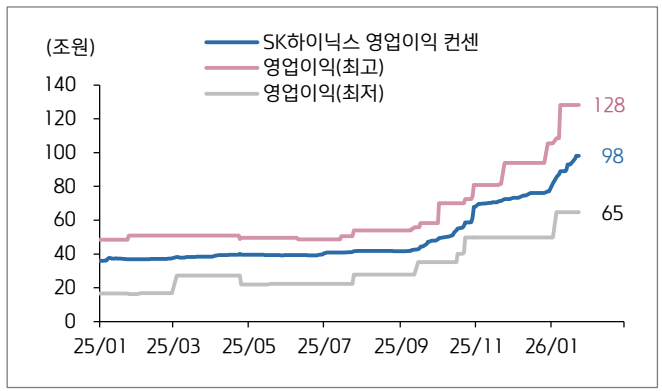
10. 4분기 실적시즌 이후 연간 전체에 걸친 이익 컨센서스 상향, 그 이후는?

삼성전자의 26년 영업이익 컨센서스



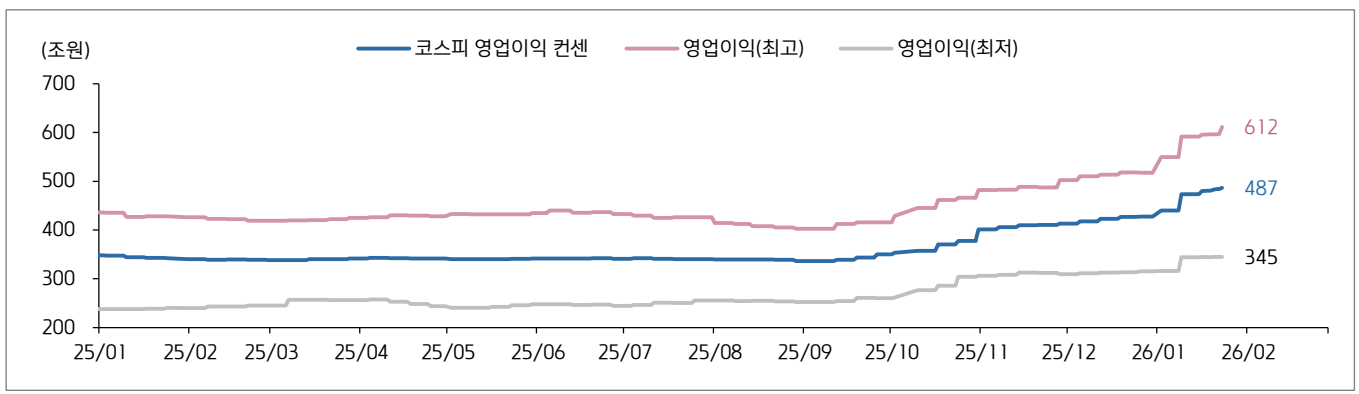
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스의 26년 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피의 26년 영업이익 컨센서스



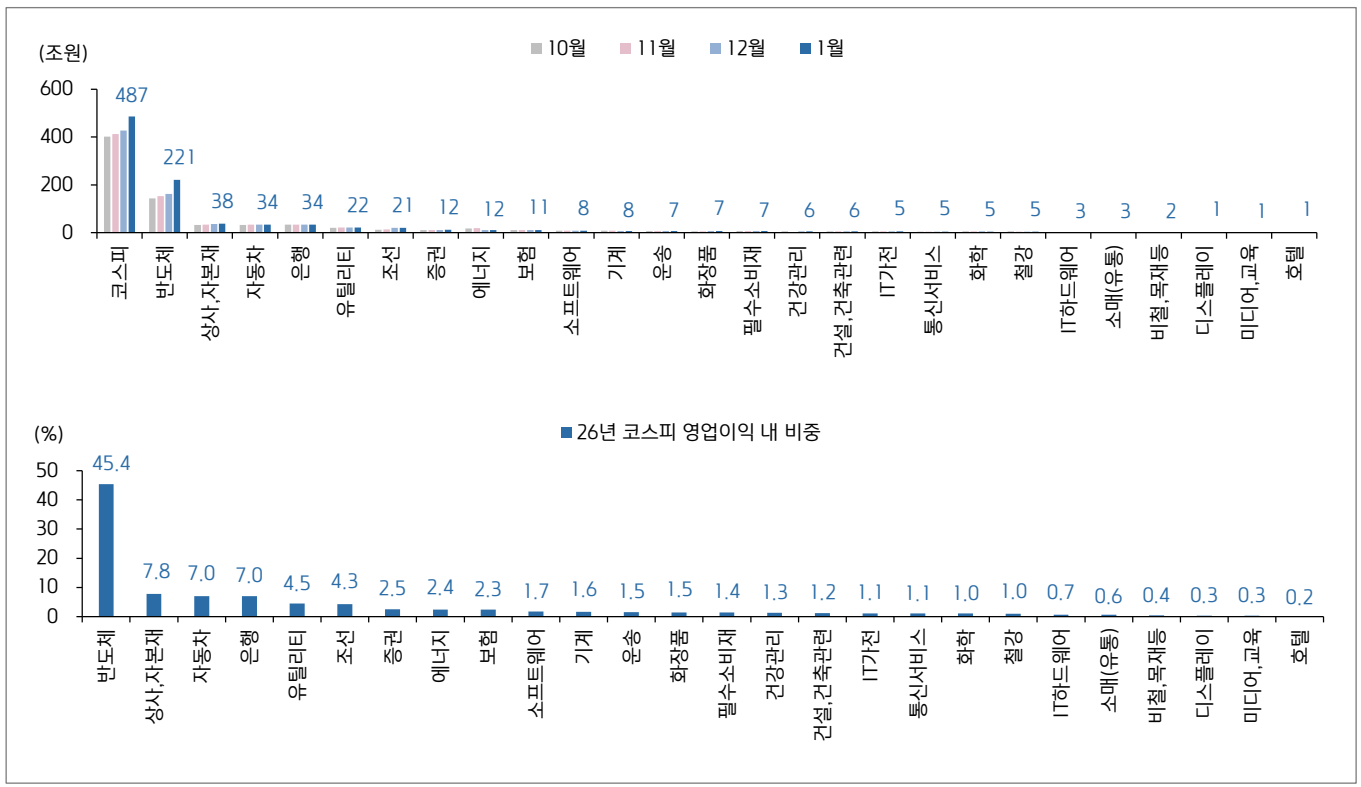
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 향후 코스피의 주가 향방은 반도체, 방산, 자동차 등 소수 업종이 좌우

▶ 2026년 코스피 이익 모멘텀을 주도하고 있는 것은 반도체, 전체 26년 연간 영업이익에서 반도체가 차지하는 비중이 약 45%. 이번 4분기 실적시즌 이후 추가 상향 가정 시, 그 비중은 50%대에 육박할 가능성. 그 뒤를 이어 방산, 조선, 자동차 등 여타 소수 업종들이 기여할 전망

코스피와 26개 업종의 26년 연간 영업이익 컨센서스 변화 및 비중



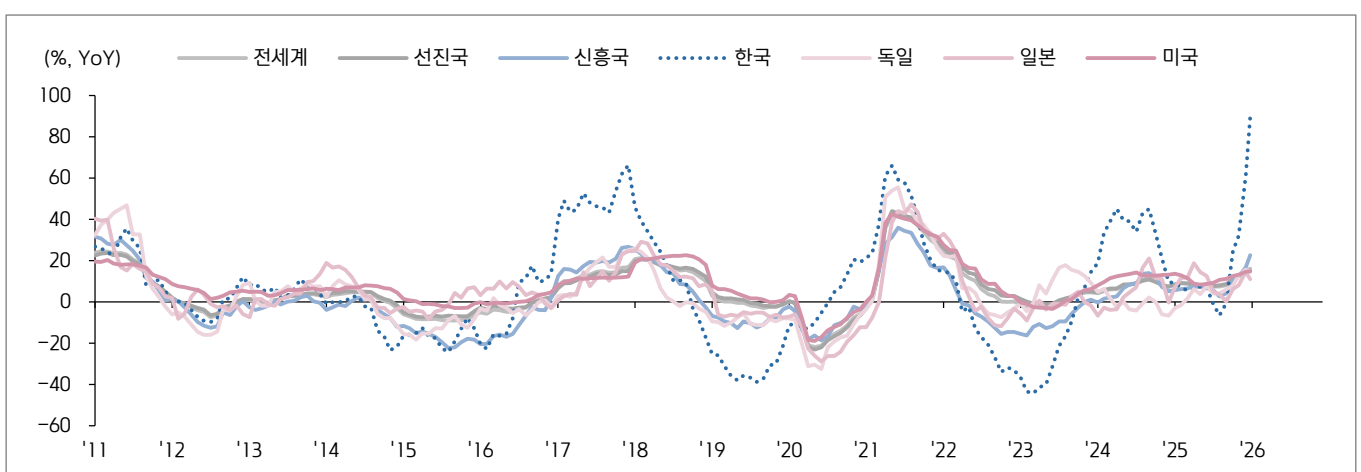
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 절대적인 이익 모멘텀 뿐만 아니라 상대적인 이익 모멘텀도 상당한 편

- 코스피가 반도체를 필두로 증익 사이클에 5개월째 접어들면서 절대적인 이익 모멘텀이 강화되고 있다는 점 이외에도, 여타 국가 대비 상대적인 이익 모멘텀이 뛰어나다는 점도 긍정적인 요인
- MSCI 국가별 지수 기준으로, 1월 말 현재 한국의 선행 EPS 증가율(YoY 12월 +61.1% -> 12월 +89.7%)은 미국(+14.6% -> +14.9%), 전세계(+14.9% -> +16.2%), 선진국(+14.4% -> +14.8%), 신흥국(+16.7% -> +22.6%) 등 여타 권역 및 증시 대비 높은 상태
- 다분히 단기 지수 상승 속도 부담이 있으나, 대외 불확실성이 높은 상황 속에서 시장 참여자들은 이익을 중시하는 경향이 있다는 점을 감안 시, 한국 증시에 대한 글로벌 투자자들의 선호도는 높을 전망

주요 권역 및 주요 국가들의 12개월 선행 EPS 증가율



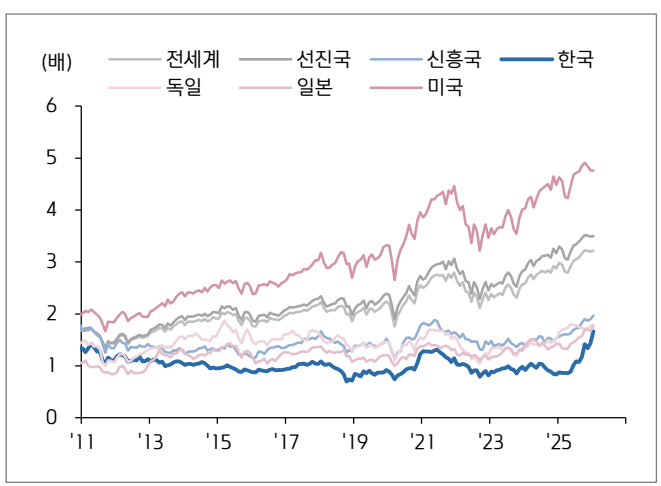
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 상대 밸류에이션 관점에서도 마찬가지, ROE 개선으로 추가 리레이팅 예상

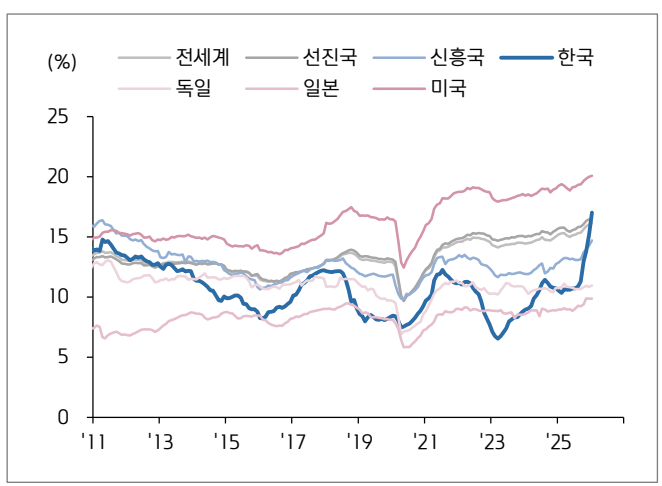
- 상대적인 이익 모멘텀 뿐만 아니라 상대적인 밸류에이션 관점에서도 동일한 결론에 도달
- 현재 코스피의 12개월 선행 PBR은 1.7배 수준으로 지난해 이후 100% 넘게 폭등했음에도, 신흥국(2.0배) 평균 PBR에 미치지 못하는 상황
- 물론 한국 증시는 반도체, 자동차 등 주력 업종이 전형적인 시클리컬 성격의 증시이다보니, 이익과 ROE의 진폭이 클 수 밖에 없기는 함
- 하지만 현재는 이익 상으로 ROE 개선을 도모할 수 있으며, 주주환원, 거버넌스 개선 등 정책적인 변화를 통해서도 추가적인 ROE 개선을 이룰 수 있다는 점에 주목할 필요
  - 1월 말 현재 코스피 선행 ROE 17.0% vs 신흥국 14.7%, 선진국 16.5%, 전세계 16.1%, 미국 20.1%

주요국들의 12개월 선행 PBR



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국들의 12개월 선행 ROE



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 1~3차 상법개정안, 국내 증시의 체질 개선을 얼마나 유도할 지가 관건

- 현재 1~2차 상법개정안은 통과되면서 적용(일부는 유예)되고 있는 가운데, 자사주 소각 의무화 법안이 포함된 3차 상법개정안 통과도 시간의 문제
- 이를 감안 시, 추후에도 기업들의 자사주 소각 등 주주환원 증대, 이사의 주주 충실의무에 부합하는 행위 등 여러 측면에서 변화가 나타날 것이며, 이는 정책적인 측면에서 국내 증시의 재평가(리레이팅)을 이끌어 낼 수 있다고 판단

1~3차 상법 개정안 주요 내용

구분	주요 개정 내용	주요 쟁점 및 리스크	비고 (시행 시기 등)
1차 개정(주주 충실의무)	이사의 충실의무 확대: 의무 대상을 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대, 전체 주주의 공평한 대우 명문화	소송 남발 우려, 경영 판단 위축, '총주주 이익'의 해석 모호성	2025. 7. 22. 공포 (즉시 시행)
1차 개정(지배구조 강화)	독립이사제 도입: '사외이사' 명칭을 '독립이사'로 변경 및 선임 비율 상향(1/4→1/3), 전자주주총회 병행 의무화	이사회의 독립성 확보 vs 기업의 비용 부담 및 경영 자율성 침해	독립이사 1년 후, 전자주총 '27년 시행
2차 개정(지배구조 개선)	집중투표제 의무화: 자산 2조 원 이상 상장사 정관으로 배제 불가, 감사위원 분리선출 확대(1명→2명 이상)	해외 투기자본의 이사회 장악 우려, 최대주주 의결권 제한(3% 룰) 강화에 따른 경영권 방어 취약	2025. 8. 25. 통과 (1년 유예)
3차 개정(자사주 규제)	자기주식 소각 의무화: 신규 취득 자사주 1년 내 소각, 기존 보유 자사주 단계적 소각 의무화, 자사주 기반 자금조달 금지	기업의 재무 유연성 저하, 인적분할 시 '자사주의 마법' 차단에 따른 지배구조 개편 제약	2026년 초 통과 예정

자료: 키움증권 리서치센터

15. 상법 개정안 이후 나타나는 국내 증시의 체질 개선 -> 재평가

코스피 재평가 프로세스

PBR의 기본 관계식

$$PBR = PER \times ROE$$

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE}}{(\text{COE} - g)}$$

밸류에이션 레벨업 조건

** 이익 성장 : 업황, 매크로*

* ROE 개선 : 실적, 제도

* COE 하락 : 지배구조, 제도

주주가치 제고
& 거버넌스 개선

1~3차 상법 개정안,
배당소득 분리과세

투명성 및
예측 가능성 향상
(신호이론, CAPM)

1~3차 상법 개정안
(이사의 주주 충실 의무,
자사주 소각 의무화)

효율적인 자본 활용
& 의사 결정

자본 비용(COE) 하락

ROE 개선 & 이익 성장률(g) 제고 & 주주 환원 여력 상승

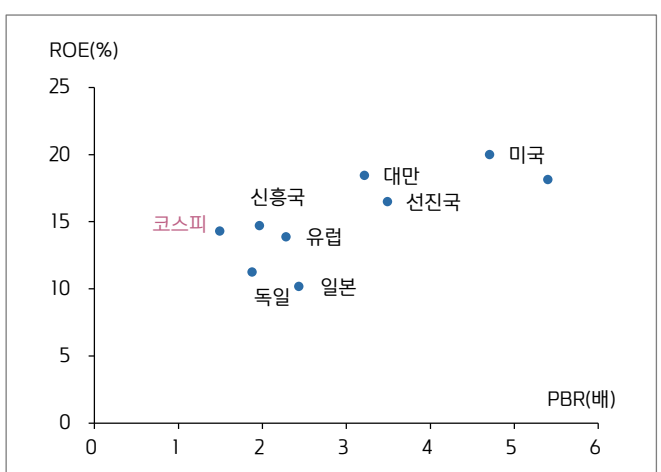
PBR 리레이팅

밸류에이션 추정 불확실성 해소, 코리아 디스카운트 해소

16. 현재는 PER 멀티플 장세이나, PBR 멀티플 장세도 기대해볼 수 있는 구간

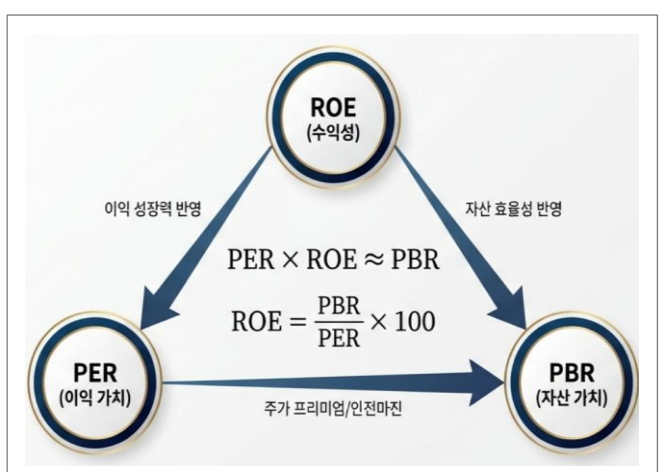
- 코스피의 고질적인 저평가 요인으로 지적됐던 코리아 디스카운트 해소 여부는 현실성 있는 이야기가 된 상태
- 따라서, 이번 1~3차 상법 개정안 통과 이후 3월 주총 시즌부터 본격적으로 나타나는 주주환원 강화, 자본 효율성 개선 등이 향후 코스피 추가 상승의 엔진 역할을 수행할 것으로 판단

주요국 간 선행 ROE와 선행 PBR 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

PER vs PBR vs ROE 관계



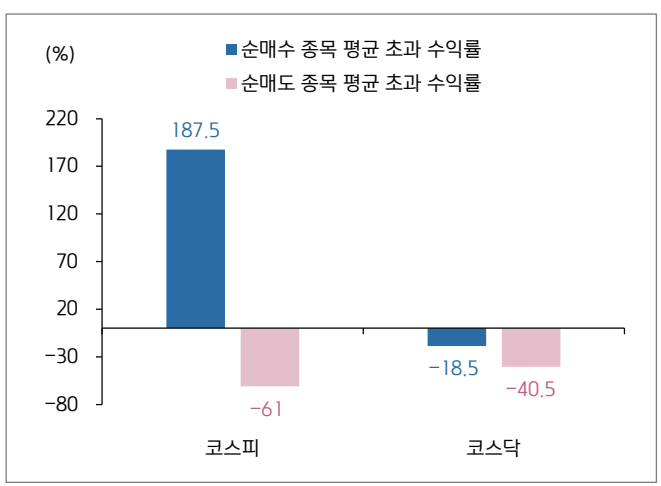
자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 수급 상 증시의 방향성을 결정하는 주체는 여전히 외국인

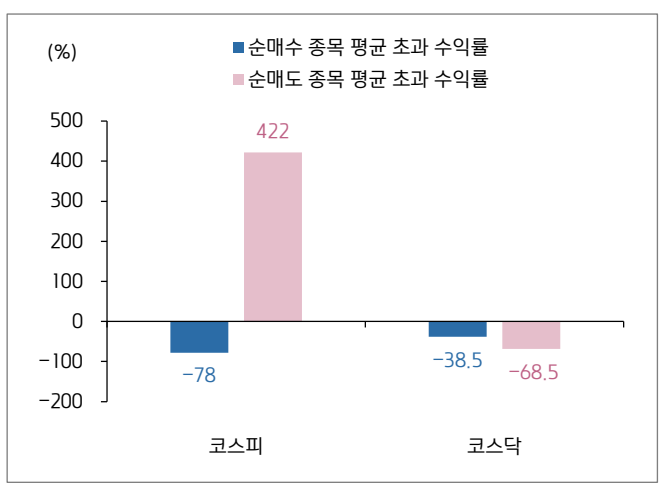
- 추후에도 수급 측면에서 코스피의 방향성을 결정하는 주체는 외국인일 것으로 판단
- 자본시장 연구원에 의하면, 2020년 1월~2025년 11월까지 코스피 상승을 견인한 주체는 외국인으로 이들이 순매수한 종목의 누적 평균 초과 수익률은 +187%에 달한 반면, 개인이 순매수한 종목의 누적 평균 초과수익률은 -78%를 기록한 것으로 집계
- 특히나 2025년 같은 장세는 대형주 중심의 모멘텀 팩터가 유효했던 장세였던 만큼, 중소형주, 테마주 중심으로 플레이했던 개인들보다는 외국인의 성과가 더 좋았던 것으로 판단

2020년 1월~2025년 11월 외국인 수급별 초과 수익률



자료: 자본시장 연구원, 키움증권 리서치센터

2020년 1월~2025년 11월 개인 수급별 초과 수익률



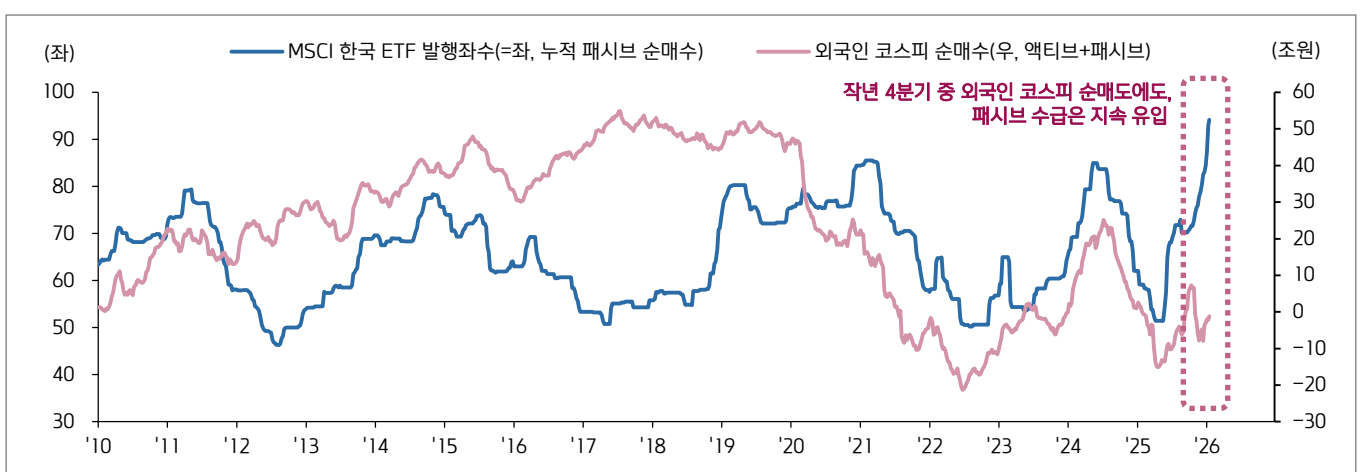
자료 자본시장 연구원, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 액티브 + 패시브 자금이 조합된 외국인 순매수 기조 지속 예상

- 연초 이후에도 외국인은 누적으로 순매수를 기록하고 있으나, 반도체, 자동차 등 주력 업종에 대한 차익실현, 교차 매매 등으로 수급 변동성은 높은 편
- 그러나 외국인 패시브 자금 대용치로 활용이 되는 MSCI 한국 ETF(EWY)의 발행좌수가 지속적으로 증가하고 있다는 점을 눈여겨볼 필요
- 이는 패시브, 자산배분 성격의 외국인들은 올해에도 한국 증시에 대한 낙관적인 전망을 유지하고 있음을 시사

코스피에 대한 외국인 패시브 수급과 액티브 수급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

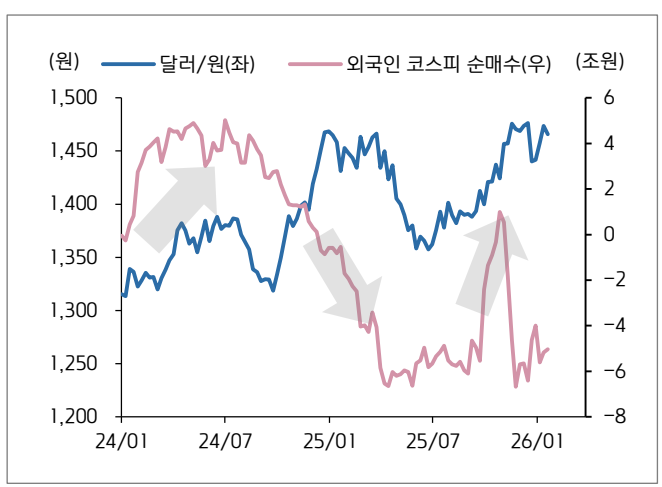
19. 달러/원은 당분간 고환율 국면이겠으나, 외국인 수급 방향성에는 제한적

- 당분간 달러/원 환율은 1,400원대 이하 레벨로 내려가기 어려울 전망이며, 단기적으로 높아진 외국인 코스피 지분율(36%대)과 맞물려 중간중간 수급 변동성을 유발할 소지가 있음
- 하지만 외국인들의 수급 변화를 보면 그 변동성은 감내할 만하다고 판단. 작년 연말 이후 1,440~1,480원대에서 극심한 변동성을 보였음에도, 외국인은 이와 무관하게 코스피를 연속 순매수를 했기 때문
- 외국인이 환차손/환차익을 고려한 환율 플레이를 하기 보다는, 자본차익 목적에서 펀더멘털 플레이를 하고 있는 것으로 판단
- 향후에도 국내 이익 펀더멘털의 개선세를 추가 확보할 수 있는 만큼, 환율 변화와 무관한 외국인 순매수세는 지속될 것으로 예상

외국인 코스피 지분율

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 외국인 코스피 순매수



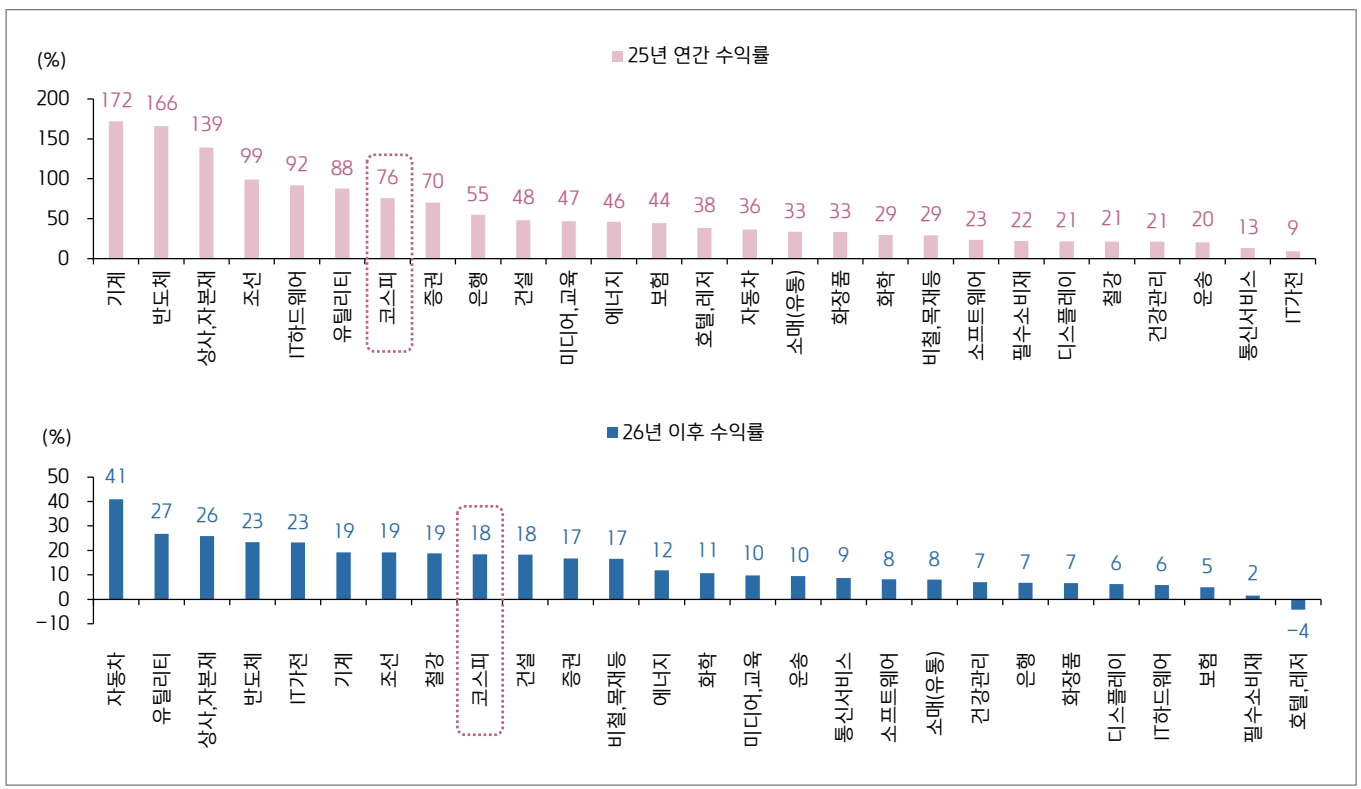
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. 연초에도 가는 주식만 가는 환경, 단기적인 쏠림현상 우려가 점증

- 작년에 이어 올해에도 코스피 성과를 상회하는 업종은 소수에 불과하며, 추후 지수 상승 과정에서도 특정 업종 주도 장세의 성격이 짙을 전망
- 다만, 단기적으로는 이 같은 쏠림 현상을 해소하고자, 그간 부진했던 업종들에 대한 키맞추기 장세는 출현 가능

25년 vs 26년 코스피와 26개 업종 수익률(~23일)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

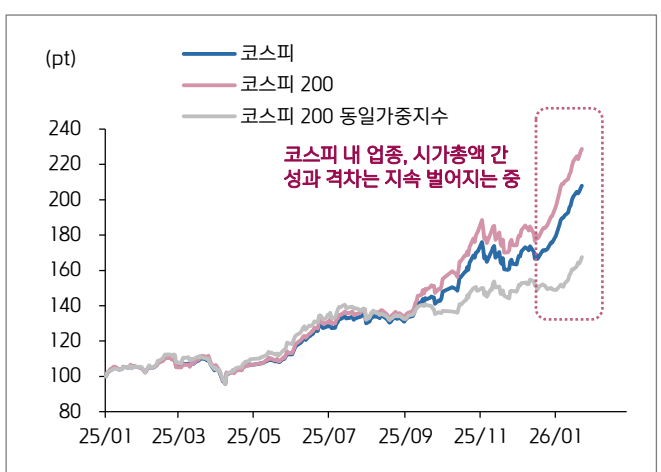
키움증권

21. 쏠림 현상과 소외 현상, 코스닥 3,000pt 내러티브 확대로 이어지는 모습

- 업종 뿐만 아니라 코스피 200 vs 코스피 200 동일가중 지수간 성과 격차도 역대 최대치로 벌어지고 있는 가운데, 코스닥의 상대적 부진 현상에 시장이 주목하고 있는 분위기
- 실제로 1월 말 정부의 코스닥 3,000pt 목표 제시와 맞물려 코스닥의 폭등세가 나타나고 있으며, 1월 26일에는 장중 5% 넘게 폭등세를 보이는 등 코스닥에 대한 FOMO 현상이 출현

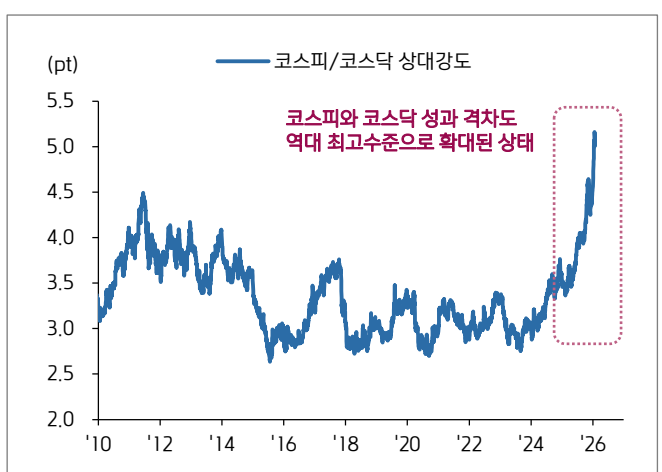
  – 정부의 코스닥 시장 육성 방안 : 모험 자본, 성장 펀드 활용, 부실기업 퇴출, 디지털 자산 활용 등
- 이 같은 FOMO 현상은 지난해 코스피 폭등을 놓친 것에 대한 아쉬움도 반영된 것으로 보이며, 이는 추후에도 코스피에서 코스닥으로 급격한 자금 이동 가능성이 지속될 수 있음을 유추할 수 있는 대목

코스피 vs 코스피 200 vs 코스피200 동일가중 성과 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피와 코스닥의 상대강도



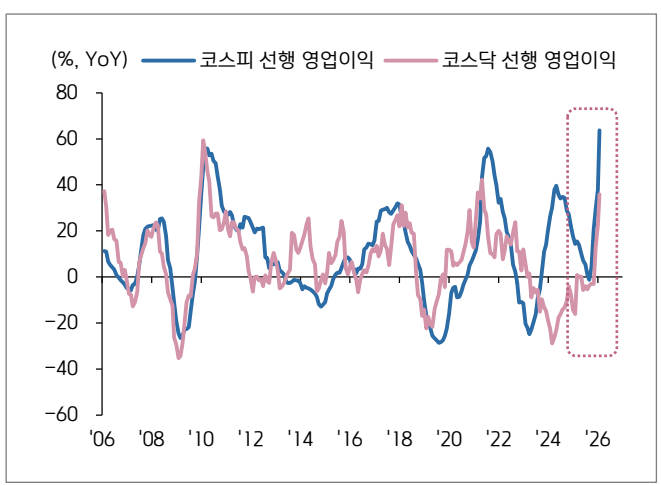
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 코스닥 3,000pt가 만들어내는 코스닥 내러티브 장세 속 생각할 것들

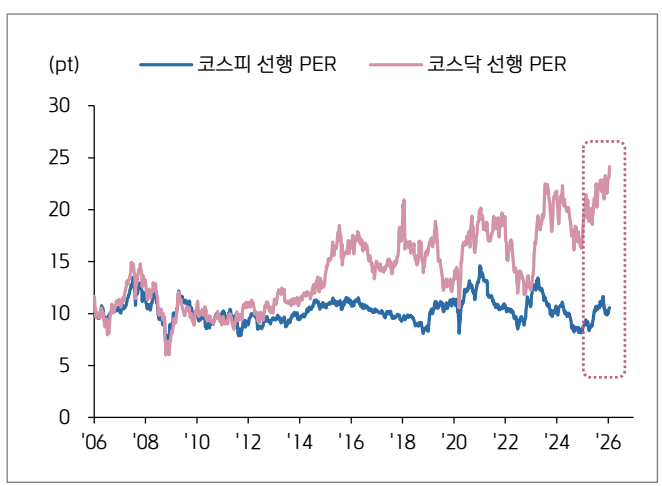
- 일단 정책 기대감, FOMO 심리를 감안 시 단기적으로 코스닥 150, 혹은 코스닥 내 주력업종(바이오, 이차전지, 소부장 등)의 수급 환경은 개선될 수 있음
- 2017년에 비해 코스닥 역시 이익 모멘텀이 좋은 편이긴 하지만,12개월 선행 PER 상으로는 25배 수준으로 사상 최고치 수준. 이 같은 밸류에이션 부담이 높아진 환경 속에서 유동성, 정책 기대만으로 3,000pt를 달성하는 데 한계가 있을 것으로 예상
- 더 나아가, 코스피와 마찬가지로 기업들의 지배구조 개선, 주주 환원 강화, 실적 성장이 동반되지 않는 한, 코스닥 랠리의 지속성은 제한적일 수 있다는 점을 염두에 둘 필요

코스피와 코스닥의 12개월 선행 영업이익 증가율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피와 코스닥의 12개월 PER



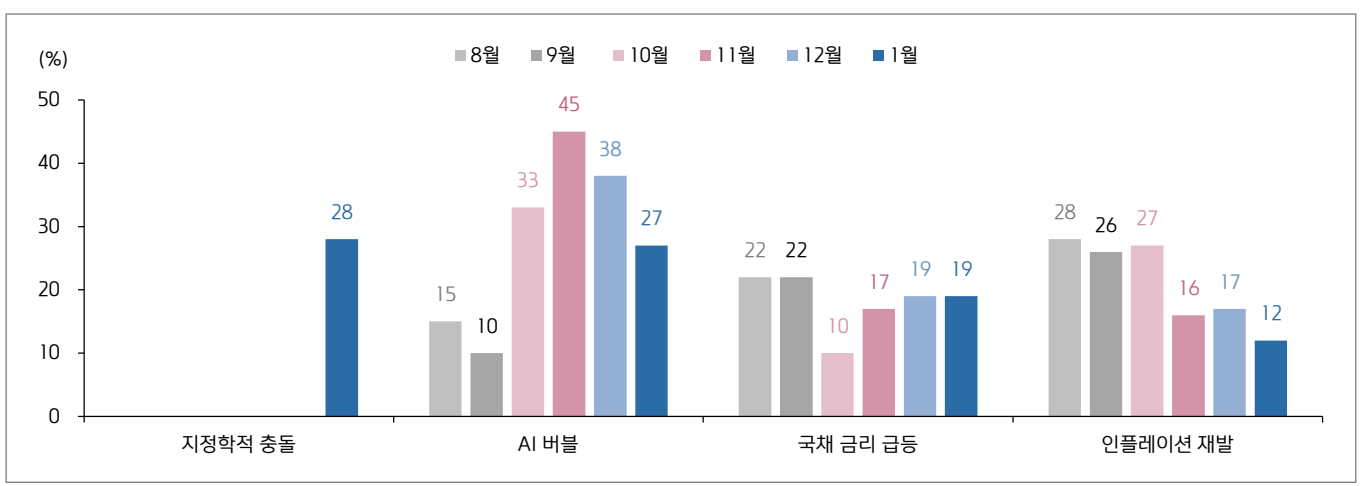
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 지수 상방으로 방향성 설정 완료, 향후 그 방향성을 훼손시킬 수 있는 변수들

- 기간조정에 국한된 채 , 연간 전체에 걸쳐 증시 상승 동인을 제공하는 것은 “이익 모멘텀의 지속성”
- 동시에 이 같은 전제를 훼손시킬 수 있는 리스크 요인들을 가늠해 보는 것도 중요한 작업
- 현재 글로벌 펀드매니저들이 1순위 리스크 요인으로 지목하고 있는 것은 26년 1월 들어 지정학적 충돌(응답률 28%)이 새롭게 부상. 그 뒤를 이어 AI 버블, 금리 급등, 인플레이션 재발 등 기존 리스크 요인이 차지
- 더욱이 1월 현재 기준으로 글로벌 펀드매니저들의 전체 자산 내 현금 비중은 3.2%로 역대 최저치를 기록했다는 점도 눈 여겨볼 부분. 추후 변동성 혹은 조정 이벤트가 다가왔을 시, 현금으로 대응할 수 있는 여력이 이전보다 제한될 수 있음을 시사

시장의 잠재 위험 요인에 대한 글로벌 펀드매니저들의 생각



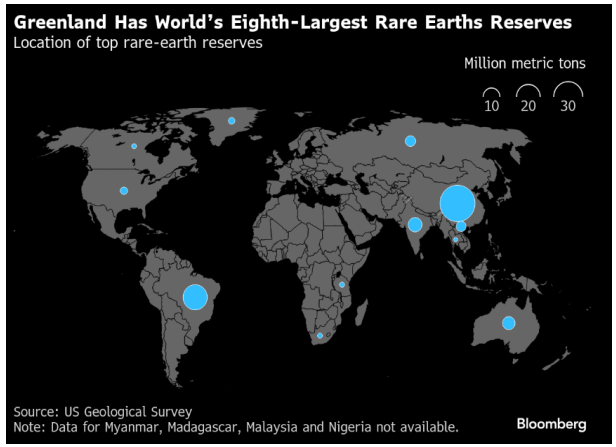
자료: BofA Survey(26.01), 키움증권 리서치센터

키움증권

24. (지정학적 리스크) 트럼프의 그린란드 매입 의도, 이상과 현실

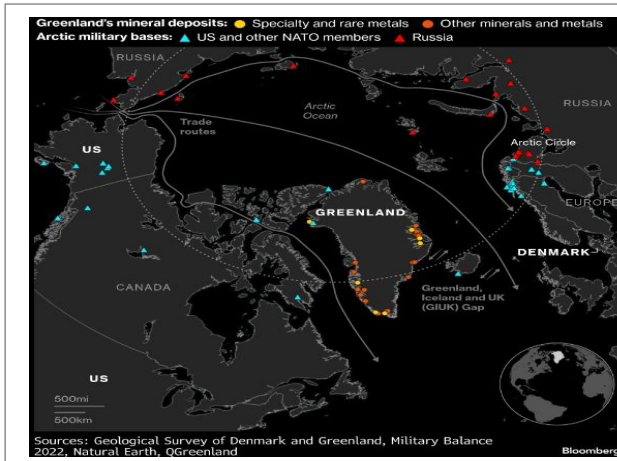
- 그린란드에 파병을 한 유럽 8개국에게 2월 1일부터 10% 관세를 부과할 것이라 엄포를 놓으면서 유럽과 갈등이 고조되고 있는 상태. 트럼프의 그린란드 매입은 골든돔 체계 구축, 희토류, 석유 등 자원확보를 통한 미국의 패권 강화 의지가 내포
- 일단 관세 갈등이 격화되면서 연쇄 급락을 초래하지 않을 전망. 미국 공화당 내에서도 그린란드 강제 편입에 대해 반대 목소리가 나오고 있는 가운데, 입소스 여론조사상으로 트럼프의 행동에 찬성하는 비율은 20% 미만에 불과하는 등 반대 여론이 높기 때문
- 그러나 미국 입장에서 그린란드의 전략적인 중요성이 높다는 사실은 변함없을 것이기에, 추후에도 그린란드 프레임워크 구축 협상 과정에서 유럽과 갈등은 빈번하게 일어날 것으로 예상

전세계 희토류 매장 현황, 그린란드는 8위



자료: TOI, 키움증권 리서치센터

그린란드의 군사적인 중요성



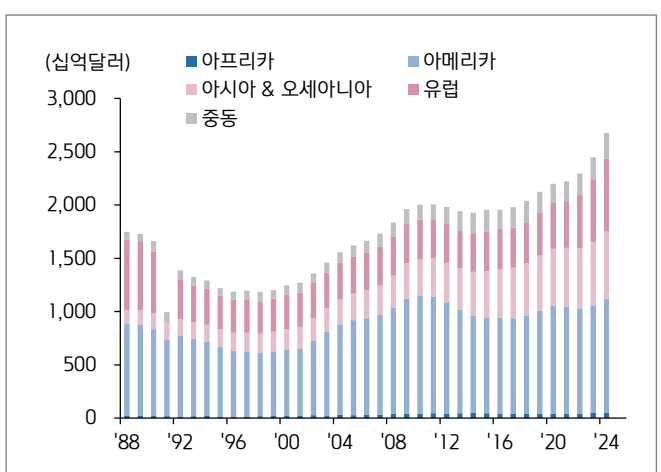
자료: RadioFreeEurope, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. (지정학적 리스크) 분쟁 자본 지출의 시대, 방산의 구조적인 매력을 높여

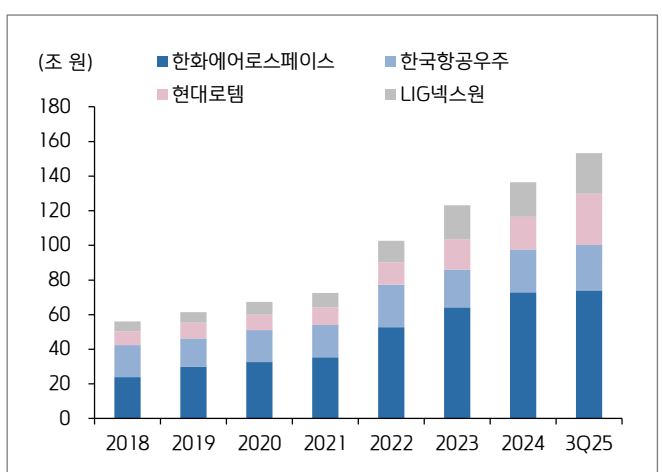
- 그린란드 사태 이외에도, 베네수엘라 공습을 통해 확인하게 된 미국의 군사 개입 의지 강화, 이란 사태에 대한 미국의 무력 개입 가능성 등 지정학적 불안 요인들은 곳곳에 상존해 있는 상태
- 러-우 종전 협상은 가시화되고 있으나, 무력으로 타국 영토를 침범하지 말라는 국제적인 불문율이 깨질 수 있는 만큼, 유럽, 중동을 중심으로 국방력 강화 욕구는 강해질 것으로 예상
- 이처럼 지정학적 분쟁과 기술 경쟁으로 인해 양극화되고 있으며, 방위산업에 있어 ' 평화 배당금 ' 의 시대가 끝나고 ' 분쟁 자본 지출 ' 의 시대로 이행하고 있다고 판단
- 이는 이미 유럽, 중동으로 다변화되고 있는 국내 방산주들의 수주에 추가적인 모멘텀을 부여하면서, 올해 방산 업종이 국내 증시의 주도주 지위를 유지해 나가는 데 힘을 부여할 전망

주요 권역별 연간 국방비 지출액



자료: SIPRI, 키움증권 리서치센터

국내 방산업체들의 수주 잔고



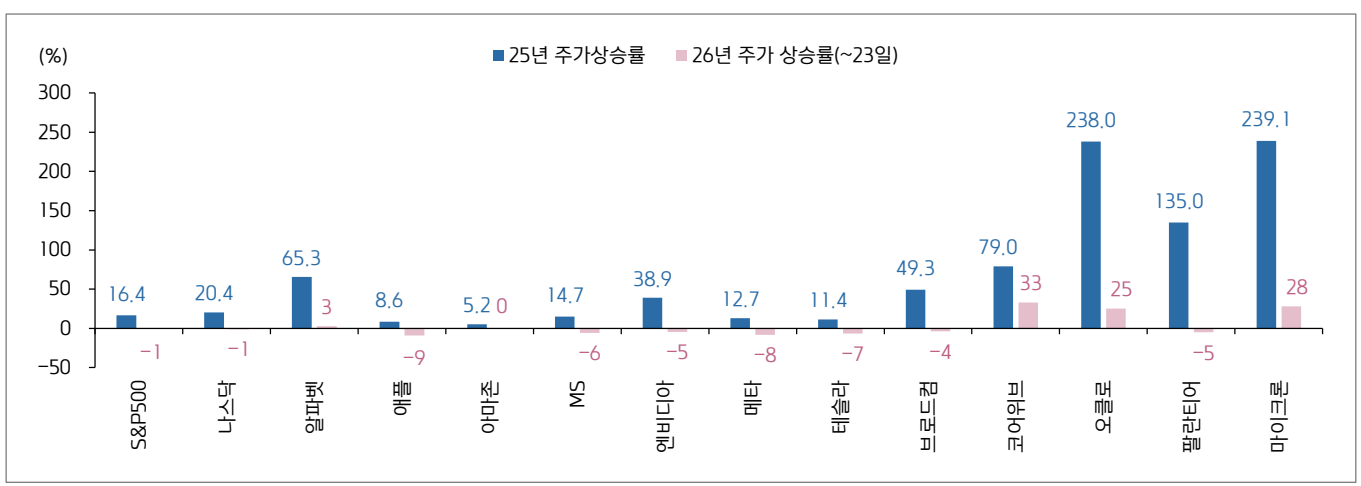
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. (AI 버블) 주도주인 M7, AI주들의 취약성이 시사하는 점

- 연초 이후 23일까지 이들의 주가 상승률을 계산해보면, 엔비디아(-4.5%), MS(-6.0%), 애플(-9.3%), 테슬라(-6.8%) 등 대부분 M7주들이 S&P500(-0.7%)의 성과를 하회하는 현상이 지속되고 있는 실정
- 지난 2~3년간 전세계 주도주 역할을 해왔던 M7주의 성과 부진은 지난 11월부터 본격적으로 부각됐던 수익성 불안을 극복하지 못한 여파가 크다고 판단
- 이런 측면에서 이번 4분기 실적을 통해, CAPEX 가이던스 상향 여부 및 마진율 개선 여부(MS, 메타 등 하이퍼스케일러), 메모리 가격 급등에 따른 원가 부담 및 아이폰 수요 변화 (애플), 전기차 사업 회복 여부 및 로봇 사업 구체화 플랜(테슬라) 등이 관전 포인트가 될 전망

연초 이후 미국 AI, 빅테크 등 기존 주도주들의 주가 변화(1월 23일)



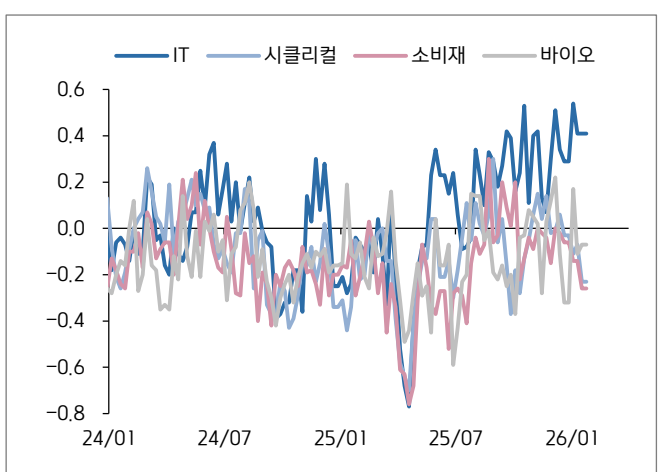
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. (AI 버블) 수익성 불안이라는 과제, 해결하는 데 오래 걸리지 않을 듯

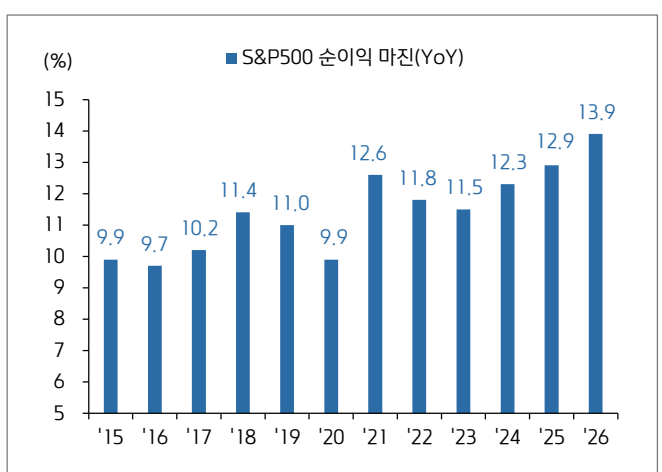
- 주요 업종별 이익 모멘텀(=이익 수정비율) 상으로도 바이오, 소재 등 여타 업종들보다 AI 포함된 IT 업종이 우위에 있다는 점에 주목할 필요
- Factset상 26년 S&P500의 순이익률 컨센서스가 13.9%로 과거 10년 평균(11.0%)보다 높을 뿐만 아니라 데이터 집계 이후 최대 순이익률을 기록할 것으로 형성된 점도 마찬가지
- 이는 AI업체들의 과잉투자 및 그에 따른 수익성 불안 우려가 상존하고 있는 현 상황 속에서, 이들이 숫자로 그 불안을 잠재울 수 있음을 시사. 더 나아가, 이익 전망 개선 -> 밸류에이션 부담 완화"의 고리가 형성될 수 있다는 점도 향후 증시 대응 전략에 반영해 나가는 것이 적절

주요 업종들의 이익 수정비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500의 연간 순이익 마진



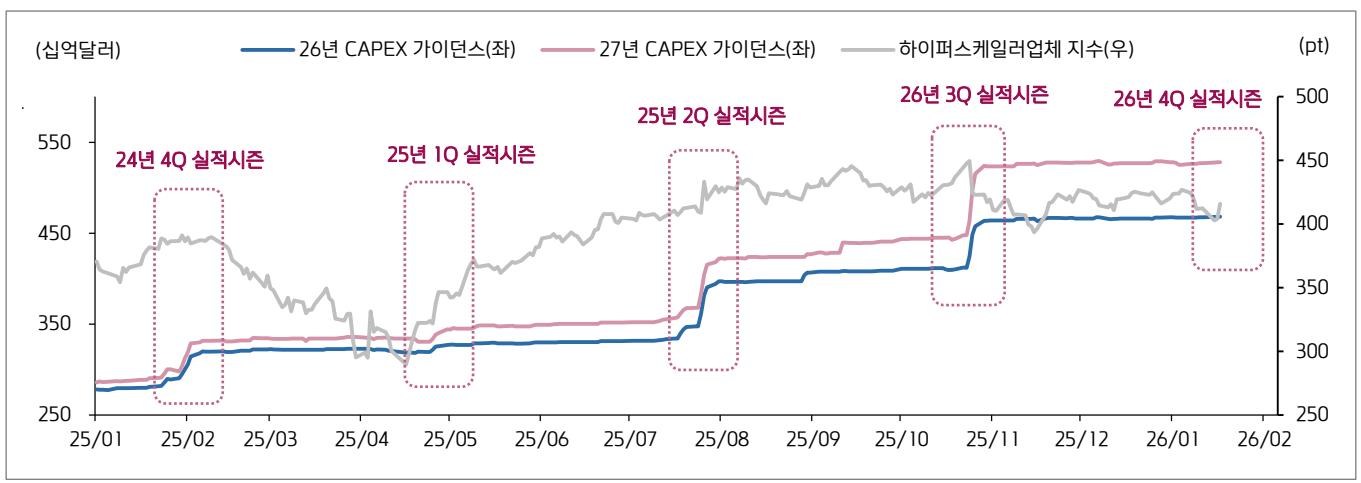
자료: Factset, 키움증권 리서치센터

키움증권

28. (AI 버블) 하이퍼스케일러 업체들의 CAPEX 상향 지속 가능성에 무게 중심

- 1월 중순 이후 예정된 미국 메타, 아마존, MS, 알파벳 등 하이퍼스케일러업체의 4분기 실적을 통해 시장은 또 한차례 검증에 나서겠지만, 기본 시나리오는 "CAPEX 상향 기조 유지 + 견조한 이익 가이던스제시 " 로 설정해 놓는 것이 타당하다고 판단
- 1월~2월 초 ASML 등 반도체 장비 업체 실적도 중요하지만, 2월 말 예정된 엔비디아의 4분기 실적 이벤트가 2월 이후에도 반도체를 중심으로 한 증시 방향성에 높은 영향력을 행사할 전망
- 엔비디아의 이번 분기 실적에서는 빅테크(CSP)들의 CAPEX 가이던스 유지 여부 뿐만 아니라, 동사의 매출총이익률 70% 유지 여부가 관전 포인트. 엔비디아 실적 이외에도 2월 중 뉴스플로우를 통해 최근 메모리 가격 급등세로 인한 세트 수요 역성장이 발생하는지 여부에도 시장의 관심이 집중될 전망

미국 하이퍼스케일러 업체(MS, 아마존, 메타, 알파벳)의 26, 27년 합산 CAPEX 가이던스



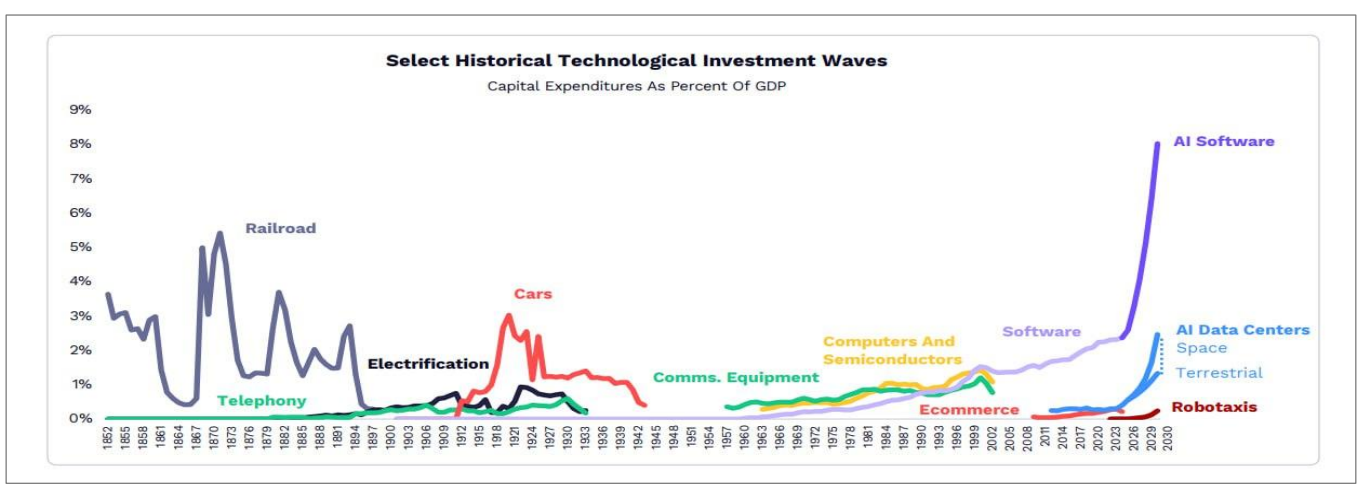
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

29. (AI 버블) AI가 만들어내는 구조적인 변화들은 AI 투자 지출에 정당성 부여

- "AI 추론비용 하락 -〉 기업들의 AI 도입 확산 -〉 생산성 증대 -〉 AI 사용 증가"의 선순환이 발생하고 있는 만큼, AI 데이터센터, AI 소프트웨어 투자가 늘어나게 되는 효과로 이어질 전망
- 과거 철도, 자동차, 인터넷 처럼 인류와 경제 전반의 효율성을 바꾸는 것이 AI의 현주소라고 판단
- 다만, AI 투자 사이클 모멘텀은 지난 3년간에 걸쳐 AI주들의 주가 상승 과정에서 소진해가고 있는 측면이 존재
- 향후 이들 업체의 수익 창출력이 지속적으로 수반이 되어야 AI주의 추가 레벨업을 만들어 낼 것으로 예상
- 앞으로 매 분기 실적시즌 마다 CAPEX 가이던스 및 ROI, GPM 등 수익성에 대한 시장의 민감도는 높아질 것으로 판단

1800년대 이후 미국의 특정 기술 별 자본지출이 GDP에서 차지하는 비중



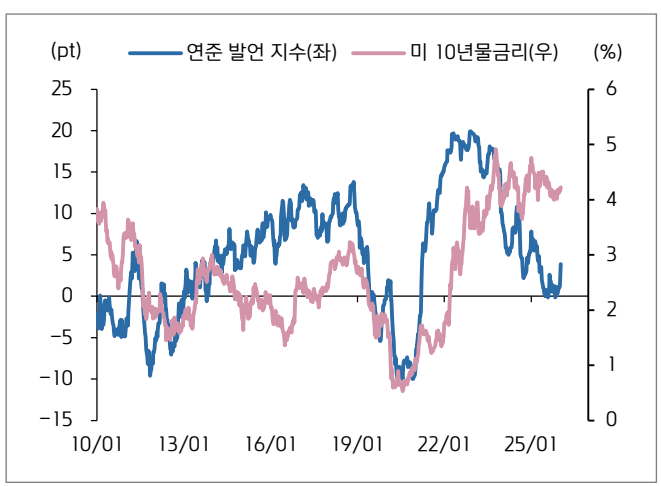
자료: ARKK, 키움증권 리서치센터

키움증권

30. (매크로 불안) 미국 국채 금리 상승, 증시의 발목을 빈번하게 붙잡고 있는 상태

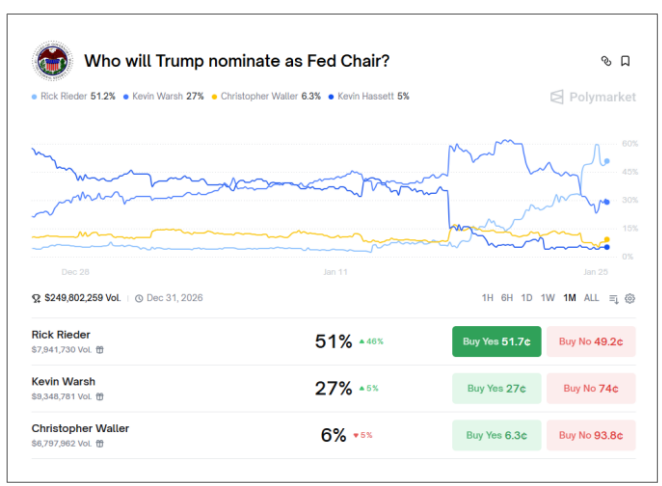
- 미국 시중금리가 좀처럼 내려가지 않는 본질적인 원인은 단순한 수급이나 경제 지표가 아닌, 트럼프발 정치적 불확실성에서 기인 파월 의장에 대한 연방 검찰의 수사 착수 소식은 연준 정책 불확실성을 높이고 있지만, 주식시장의 방향성에는 큰 영향력을 행사하지 않을 전망
- 연준의 의사 결정 구조는 특정 개인의 성향보다 데이터에 의존한다. 케빈 워시가 매파적 성향을 가졌다 하더라도, 경기 침체 시그널이 발생하거나 인플레이션이 안정화되는 데이터를 확인한다면 금리 인하를 거부할 명분은 없음. 매파적 위원이 의장이 될 경우, 인플레이션 통제에 대한 시장의 신뢰를 높여 장기적으로는 기대 인플레이션을 낮추고 장기 금리를 안정시키는 긍정적 효과를 가져올 수도 있다는 점도 주목

연준 발언 수위 지수와 미국의 10년물 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

차기 연준 의장 후보별 지명 확률 변화



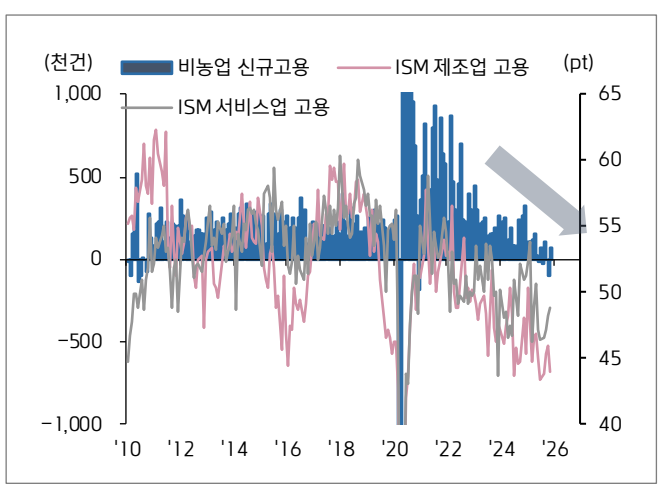
자료: PolyMarket, 키움증권 리서치센터

키움증권

31. (매크로 불안) 고용과 인플레 추세를 감안 시, 금리의 추가 상승 여력 크지 않아

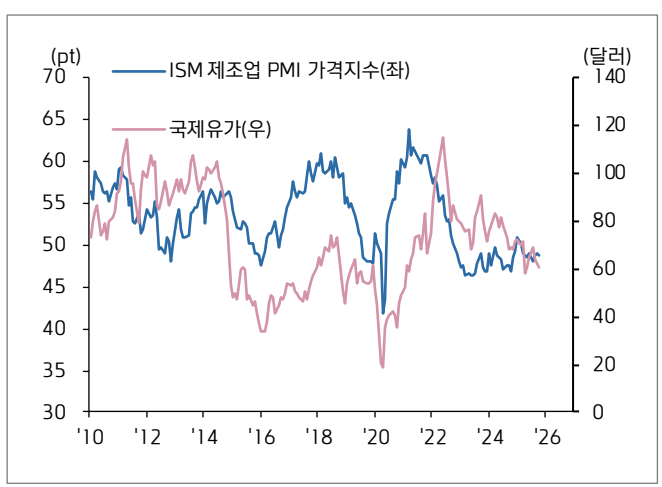
- 차기 연준 의장은 실용성 중시파인 릭 리더 블랙록 채권 CIO, 매파 성향인 케빈 워시 전 연준 이사 등 두 후보로 압축된 상태. 이 둘 중 누가 지명되느냐에 따라 3월 FOMC(동결 유력)를 포함해 연준의 예상 정책 경로에 변화가 생길 전망. 다만, 차기 연준 의장도 데이터 의존적인 입장을 보일 것이라는 점에 주안점을 두고 가는 것이 적절
- 추후에도 고용시장의 하방 위험에 연준은 무게를 둘 것으로 보이는 가운데, 최근 세인트루이스 연은에서도 관세가 오히려 총 수요를 위축시켜 실업률 상승 등과 같은 고용 둔화를 유발했다는 결과를 낸 점도 주목할 필요
- 국제 유가(현재 60불대 하회), ISM 제조업 PMI내 가격지수(3월 이후 50pt 선이하에서 안정적인 흐름) 등을 고려 시, 현재 미국내 인플레 압력은 우려보다 크지 않은 상태. "관세 인상이 물가를 올릴 것"이라는 시장의 일반적인 우려와 달리, 관세가 수요를 억제할 수 있음. 오히려 디플레이션(물가 하락)과 경기 침체(주가 하락, 실업 증가)를 유발했던 과거의 경험도 참고

미국의 주요 고용 지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제 유가와 ISM 가격 지수



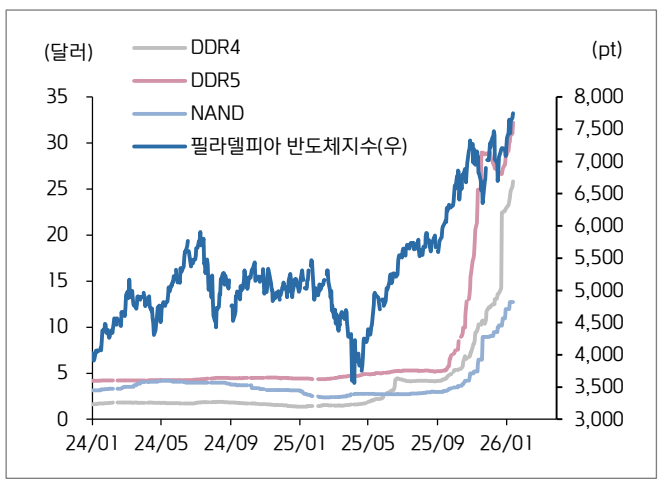
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

32. 사실 더 중요한 것은 메모리 슈퍼사이클 기대감 훼손 여부

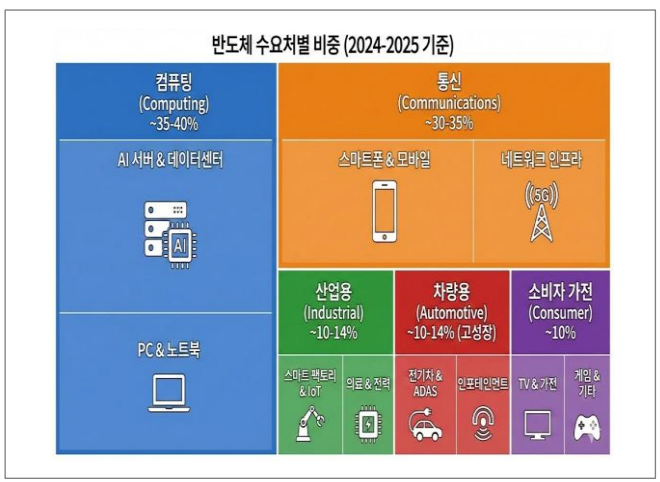
- 1분기에 가시화되지 않겠으나, 추후 메모리 가격 급등세가 종료되거나 혹은 하락 추세로 전환할 시, 반도체 슈퍼사이클 내러티브가 후퇴되는 과정에서 증시 조정이 출현할 소지
- 물론 아직까지 AI 서버 부문에서는 1~2분기까지 하이퍼스케일러 업체들의 강력한 수요로 메모리 가격 상승 논리를 계속 주가에 반영해볼 수 있기는 함
- 하지만 "높은 가격이 전방 수요를 위축시키는 현상(Demand Destruction) " 이 스마트폰, PC, 가전 등 세트 부문에서 심화될 가능성이 시간이 지날수록 높아질 수 있다는 점에 유의(2분기 이후부터 시장에서도 본격 논의될 것으로 예상)
  - 스마트폰: 2023년 이후 첫 역성장(-2% 이상) 전환 예상 (IDC, 카운터포인트)
  - PC: 작년 8.1% 성장에서 2026년 -4.9% 역성장 전망
  - 게임 콘솔: 작년 5.8% 성장에서 올해 -4.4% 감소 예상 (트렌드포스).

메모리 가격과 필라델피아 반도체 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

반도체 수요처별 비중



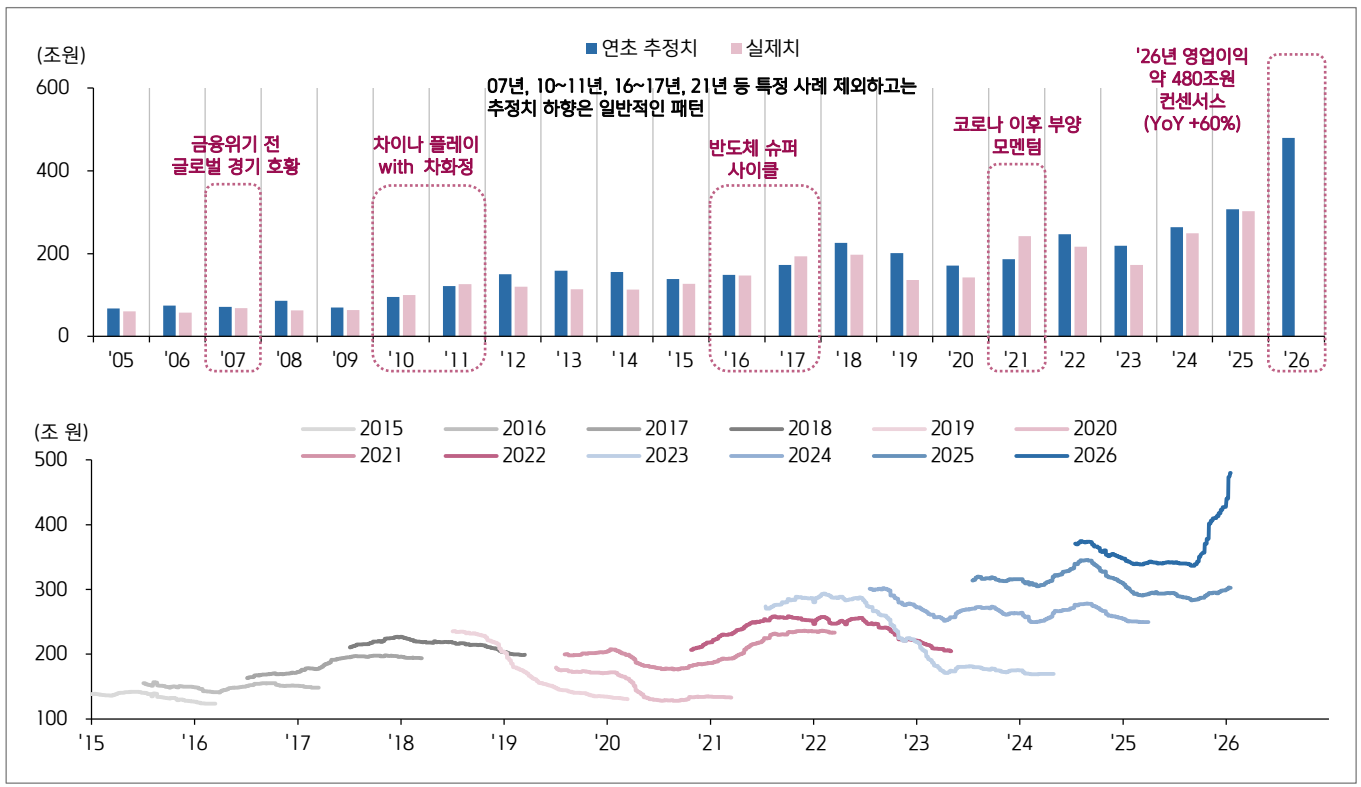
자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

33. 코스피의 고질적인 고민, 이익 전망 하향 조정도 반도체 이익과 결부

▶ 하반기 이후 변동성 관리, 위험 관리의 비중을 높여야 되는 이유도 비슷한데, 과거의 패턴을 고려했을 때 특수한 상황을 제외하고는(대규모 부양책, 슈퍼사이클 등), 연초 이익 추정치 대비 그해 실제 연말 이익 간의 괴리 발생이 불가피했던 사례가 존재하기 때문

코스피 이익 컨센서스 변화와 실제치 비교



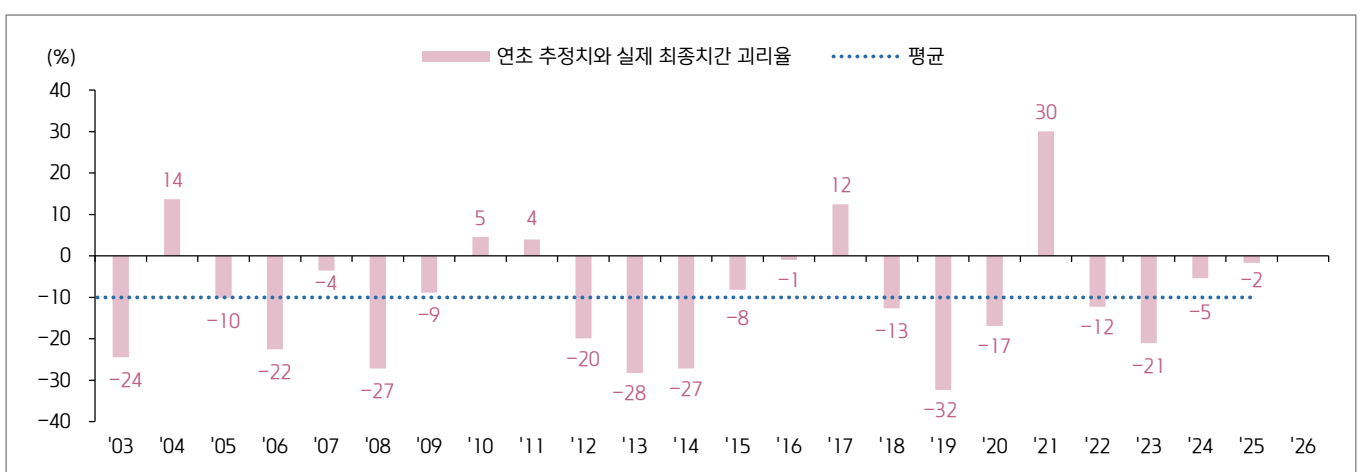
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

34. 2분기 이후 코스피 이익 모멘텀에 부정적인 내러티브가 주입될 가능성

- 이 같은 이익 컨센서스 하향이 나타나는 배경은 연초에 기업 이익이 “올해에도 좋을 것”이라는 낙관적인 편향을 전망치에 반영하는 특성에서 기인
- 그 이후 연말까지 시간이 지날수록 내부 및 외부 요인들의 변화, 실제 기업들의 분기 실적들을 확인해 가면서 현실과 마주하게 되는 특성
- 상반기까지 26년 추정치 상향 작업은 계속 이루어지겠으나, 이후 시간이 지날수록 반대급부(추정치 하향 조정 재작업) 현상이 나타날 가능성을 열고 갈 필요
  - 일례로, 2003년~2025년 기간 중 매년 연초 컨센서스와 실제 최종치간의 괴리율은 평균 -10%
  - 현재 코스피 26년 영업이익 컨센서스는 480조원대로 과거 괴리율 평균 적용 시 430~440조원대

코스피 영업이익에 대한 연초 컨센서스와 실제 최종치간 괴리율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

35. 그럼에도, 1~2분기 실적 가시성을 고려해 상반기는 지수 상방으로 잡고 갈 필요

- 연간 추정치 하향 패턴은 올해 시장이 안고 가야하는 과제이나, 상반기까지는 이익 가시성도 높고 이익 모멘텀의 강도가 큰 만큼, 지수 상단을 추가로 열어놓는 것이 적절
- 최근 지수 급등에도 코스피의 선행 PER 밸류에이션은 약 10배 중반 수준으로 역사적인 평균 레벨에 불과
- 과거 이익 성장이 뒷받침됐던 강세장(07~08년, 20~21년) 당시에 12~13배 레벨까지 리레이팅 됐던 경험이 존재
- 현재의 강세장도 이와 유사하기에, 추후 이익 컨센서스의 추가 상향 가능성, 외국인 수급, 개인의 대규모 머니무브 등 유동성 환경 등으로 고려 시 코스피는 선행 PER 13배까지 멀티플 레이팅을 시도할 것으로 예상

코스피 EPS X PER 매트릭스

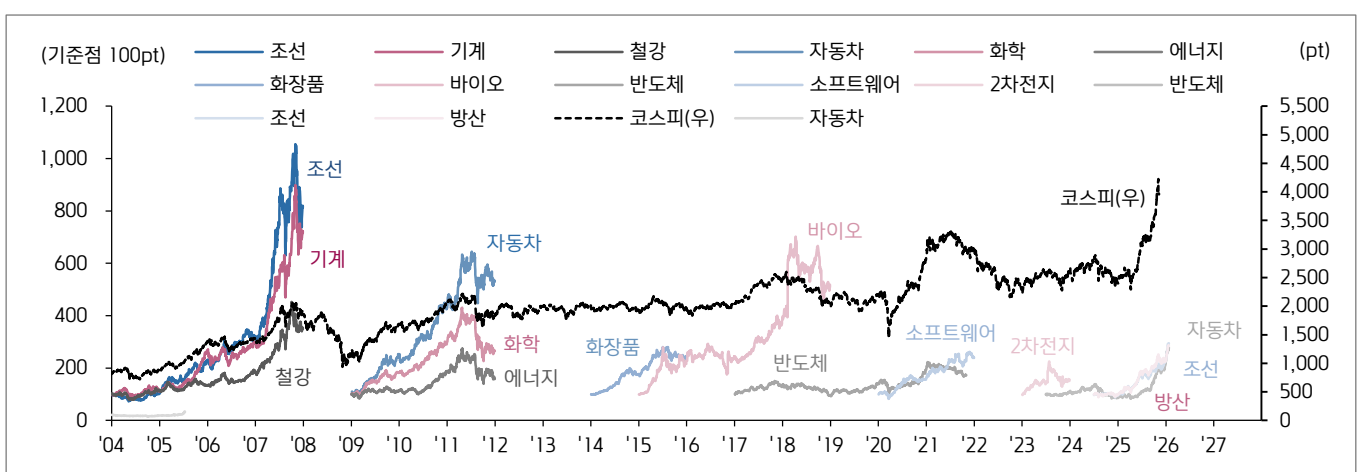
PER ↓ \ EPS →		현재(pt)							
		-15%	-10%	-5%	469	5%	10%	15%	20%
	8	3,192	3,380	3,568	3,755	3,943	4,131	4,319	4,507
	9	3,591	3,802	4,014	4,225	4,436	4,647	4,859	5,070
현재(배)	**10.6**	4,210	4,457	4,705	**4,953**	5,200	5,448	5,695	5,943
	11	4,389	4,647	4,906	5,164	5,422	5,680	5,938	6,197
	12	4,788	5,070	5,352	5,633	5,915	6,197	6,478	6,760
	13	5,187	5,492	5,798	6,103	6,408	6,713	7,018	7,323

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

36. 지수 추세가 살아있다면, 주도주들도 지속력은 유지될 전망

- 반도체, 조선, 방산, 금융 등 25년 시작됐던 현재 강세장의 주도주가 그 지배력을 계속 확보해 나갈 전망
- 주도주는 그때 그때의 장세에서 시장을 견인하는 대표 업종들을 의미하며, 현재의 장세가 바뀌지 않는 이상 주도주의 교체는 일어나지 않는 특성이 존재
- 국내 증시 역사상 10개가 넘는 주도주들이 등장했다가 사라졌었으며, 이 중 주도주로서 주가 모멘텀을 1년 이상 지속한 업종도 있는 반면 , 1년 미만에 그친 업종들이 존재했던 점도 지수 방향성과 궤를 같이 했기 때문

국내 증시의 주도주 역사



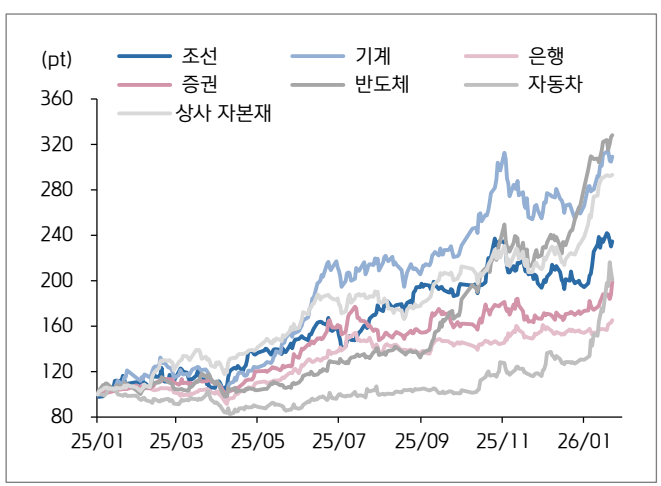
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

37. 주도주 내에서도 차별적인 접근, 비 주도주 내에서는 외국인 인바운드 소비주

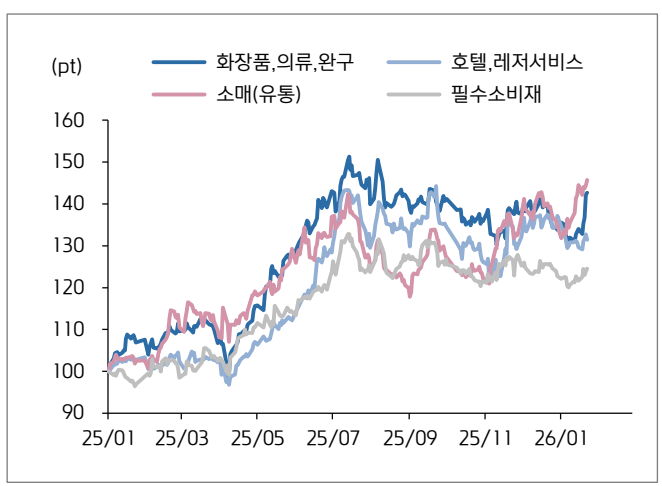
- 과거 역사상 주도주의 특성을 살펴보면, 1) 시대의 요구에 부합한 테마, 2) 높은 시가총액 비중, 3) 내러티브 작동, 4) 실적 모멘텀, 5) 낮은 밸류에이션 부담 등이 주도주의 조건이었으며, 반도체, 방산, 조선 등 현재의 주도주들도 이 같은 조건을 충족하고 있다고 판단
- 다만, 이들 주도주 모두 쏠림현상에 대한 지적에서 자유로울 수 없는 상태이기에, 25년 장세처럼 장기간 별 다른 조정없이 선형적으로 주가가 상승하기 보다는, 이들 주도업종 간 순환매가 일어나면서 지수 레벨을 견인하는 시나리오를 베이스로 삼는 것이 적절
- 또한 주도주 순환매 과정 속에서도, 비 주도주들에게도 알파 창출의 기회가 존재. 이런 측면에서 고환율의 뉴노멀화를 감안 시, 외국인 인바운드 수요 증가에 직접적인 수혜를 볼 수 있는 화장품, 호텔, 소매 등 국내 소비 관련 업종에도 관심을 가질 필요

이번 강세장에서의 주도주 주가 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

외국인 인바운드 소비 관련주 주가 변화

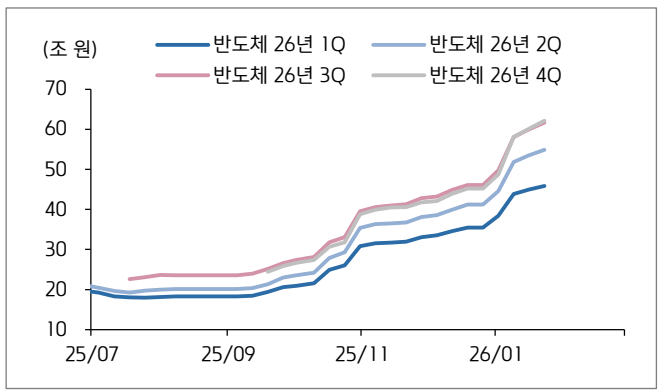


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

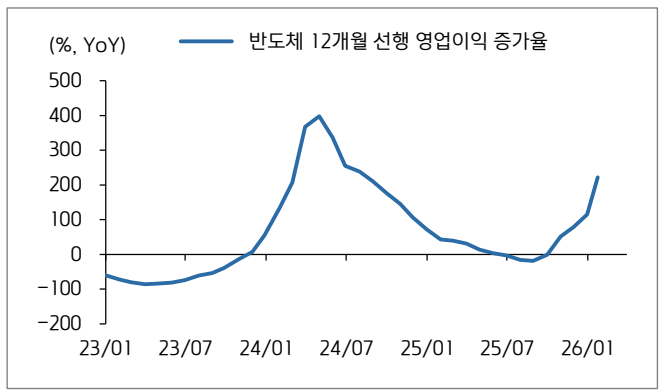
38. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (1)

반도체 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



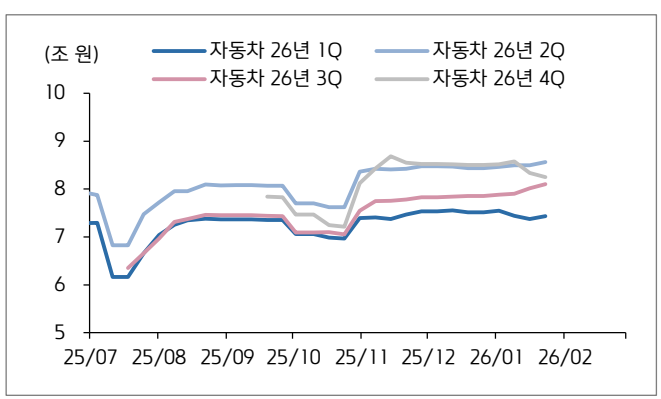
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



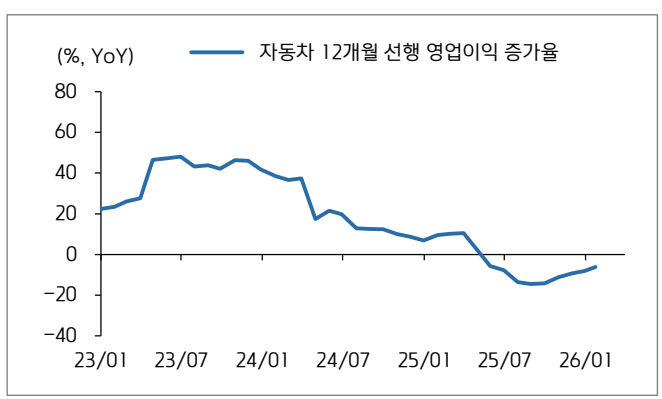
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자동차 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자동차 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율

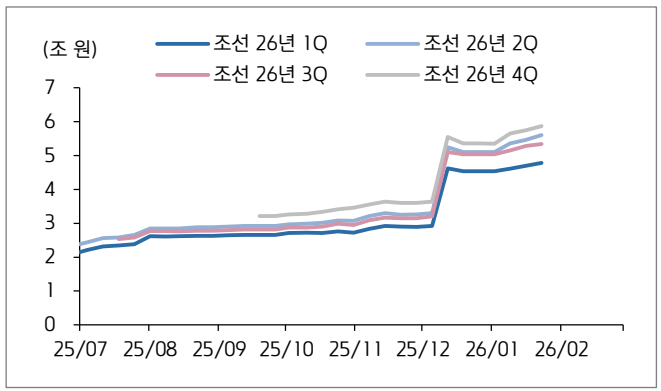


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

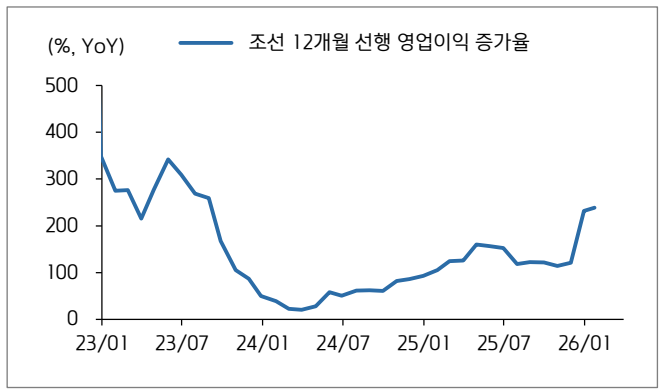
39. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (2)

조선 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



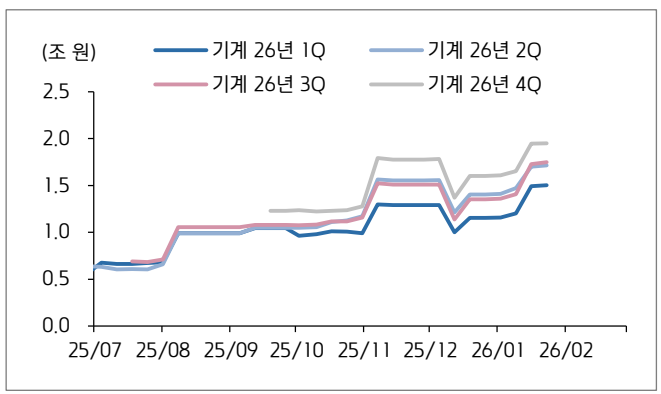
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

조선 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



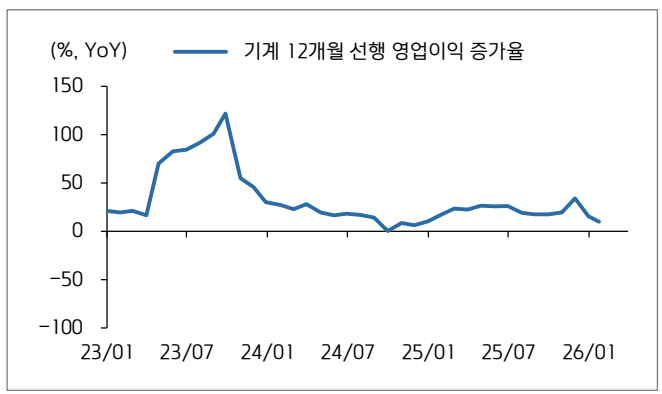
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

기계 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

기계 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율

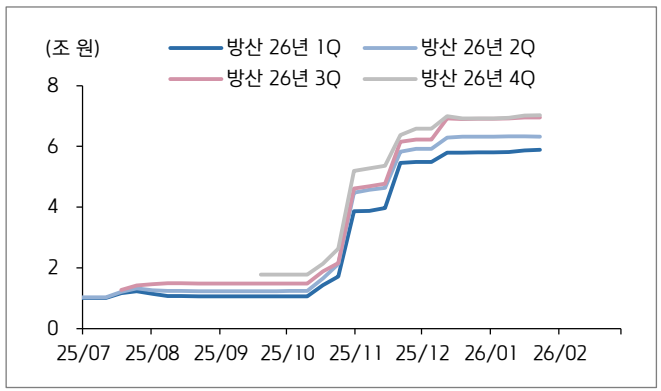


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

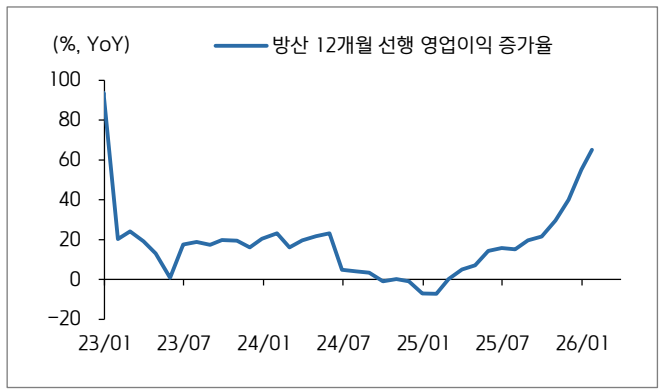
40. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (3)

방산(상사, 자본재) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



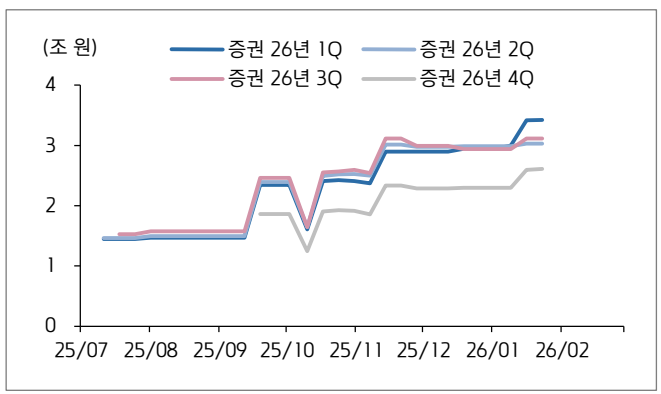
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

방산(상사, 자본재) 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



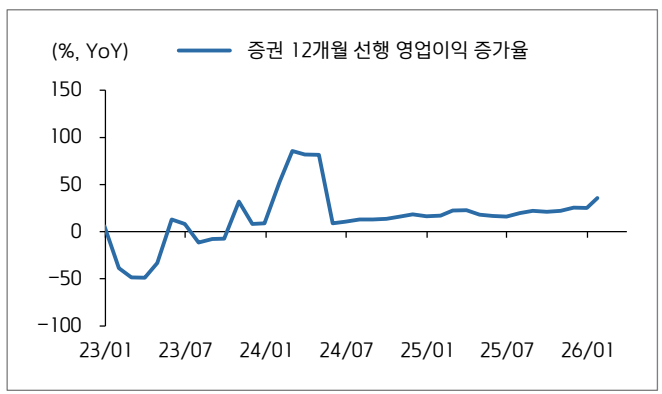
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증권 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증권 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율

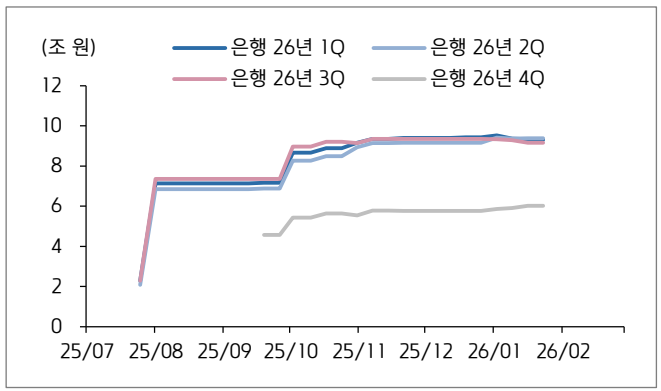


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

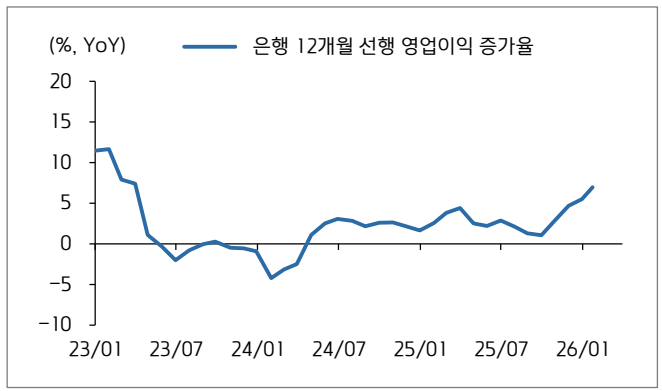
41. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (4)

은행 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



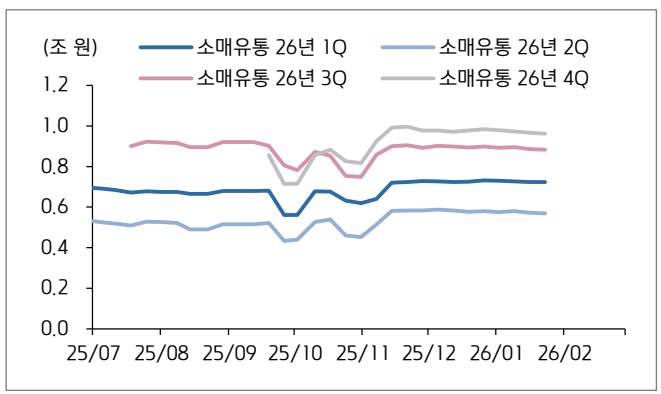
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

은행 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



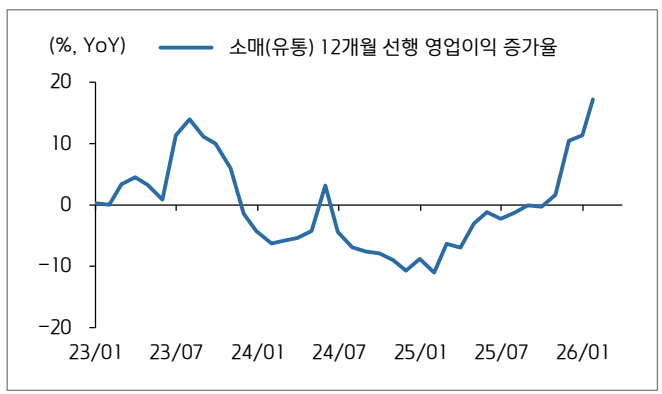
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

소매(유통) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

소매(유통) 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

42. 지금 장세에서 주도주들은 주도주 사이클 중기에 위치

▶ 주식시장의 이익 사이클처럼, 주도주들도 "초기 – 중기 – 후기" 고유의 사이클이 존재. 현재 주도주들은 실적 레벨 개선, 컨센서스 상향, 우호적인 외국인 수급, 거래대금 증가 등의 상태를 유지 중인 "중기 국면"에 위치해 있다는 점도 주목해볼 필요

주도주의 국면별 특성

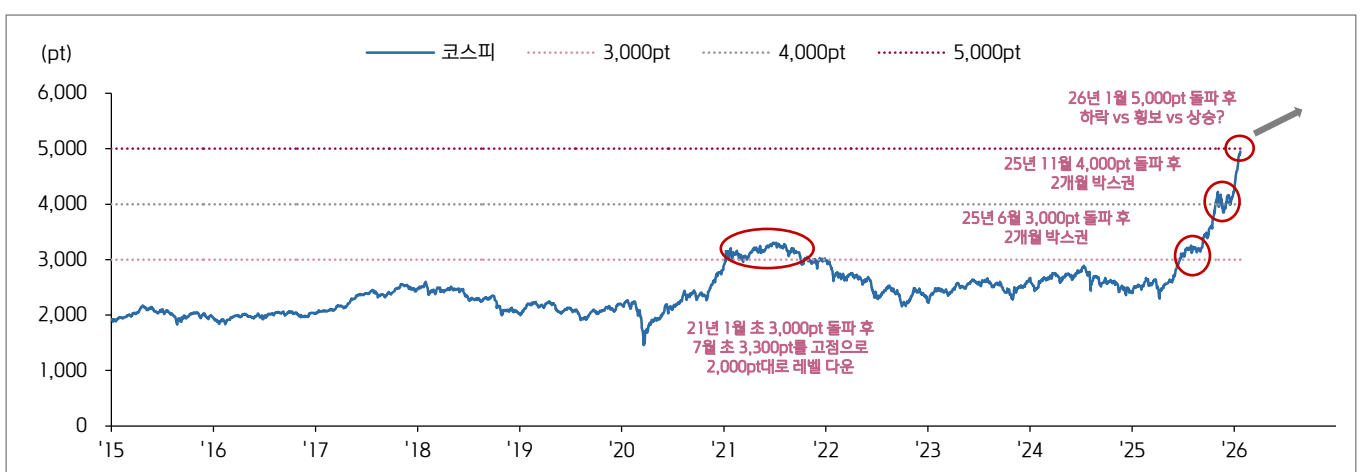
구분	초기	중기	후기
시장 분위기	의심, 반신반의	확신 형성	확신 과잉
	"아직 이르다"	"역시 이거다"	"무조건 간다"
전개 프로세스	스토리만 존재	스토리 + 숫자	스토리 과잉
실적 레벨	아직 약함	뚜렷한 개선	여전히 좋음
실적 변화율	하향 멈춤 / 첫 상향	가속 구간	둔화 시작
컨센서스 상향	신중	연속적인 상향 릴레이	상향 폭 축소
리포트 톤	"가능성", "조심"	"확인", "증명"	"긍정 유지"
외국인 수급	매수 우위 전환	이벤트 이후에도 매수	분할 매도
기관 수급	제한적	본격 참여	차익 실현
개인 비중	낮음	증가	급증
거래대금	작음	점진적 증가	급증
주가 위치	박스권	추세 상승	고점 인근
뉴스 반응	호재에도 무덤덤	호재 후 유지·상승	호재에도 밀림
조정 형태	거의 없음	기간 조정	가격 조정
밸류에이션 인식	논의 없음	"비싸지만 계산 가능"	"비싸도 상관없다"

자료: 키움증권 리서치센터

43. (결론) 이익, 밸류에이션, 수급의 조합으로 코스피 레벨업 추가 시도 예상

- 외국인 순매수 기조 지속, 개인의 FOMO 성격의 추격 매수 등 우호적인 수급 여건 속 이익 컨센서스 상향 추세, 밸류에이션 매력 등의 요건을 감안 시, 당분간 코스피는 상승 추세를 유지할 것으로 예상
- 5,000pt라는 상징적인 레벨 부근에서 차익실현 욕구와 소수 업종 쏠림현상 우려를 덜고 가는 과정에서 단기적인 숨고르기, 속도 조절 과정이 출현할 수는 있음. 그러나 기존 전제를 바꿀 만한 리스크가 확산되지 않는 이상 (ex: 미국 인플레이션 급등 리스크, 미국 AI주 버블 붕괴 가능성 확대, 메모리 가격 조정 등), 기간 조정에 국한될 전망
- 연간 코스피 상단을 기존 4,500pt에서 6,000pt로 상향 조정(연간 밴드는 선행 PER 9.5~13배에 해당하는 4,400~6,000pt)

향후 코스피 방향성



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

II. 매크로
세 가지 체크 포인트

00. 매크로 세 가지 체크 포인트

경제
쏠림에 대한 우려

✓ AI 반도체 수출 확대와 정부 투자로 중장기 성장 기대 상향

- 한국 경제는 수출 의존도가 심화되는 가운데, 수출 구조 역시 반도체 중심으로 재편되는 과정
- 과거 반도체 수출은 가격 변동성과 수요 불확실성으로 이익 변동성이 컸으나, 최근에는 AI 투자 사이클과 정부의 전략적 지원에 힘입어 반도체 중심 수출이 구조적 성장을 이끌며 경기 회복을 견인 중
- 이를 반영해 주요 기관들의 국내 경기 전망 역시 상향 조정되는 추세 지속 전망

유동성
금리 상승에 대한 우려

✓ 금리 우려에도 경기 양극화로 완화적 유동성 환경 지속

- 성장 불균형과 불확실성이 지속되는 가운데, 급격한 통화 긴축으로의 전환 가능성은 여전히 제한적
- 주요국의 확정적 재정정책에 대한 우려로 중장기 시장금리의 변동성은 불가피하나 중앙은행의 정책적 대응 여지는 충분한 상황
- 완화적인 통화정책 기조 하에서 시중 유동성 여건도 전반적으로 양호한 흐름을 이어갈 것으로 예상

환율
정책 효과에 대한 기대

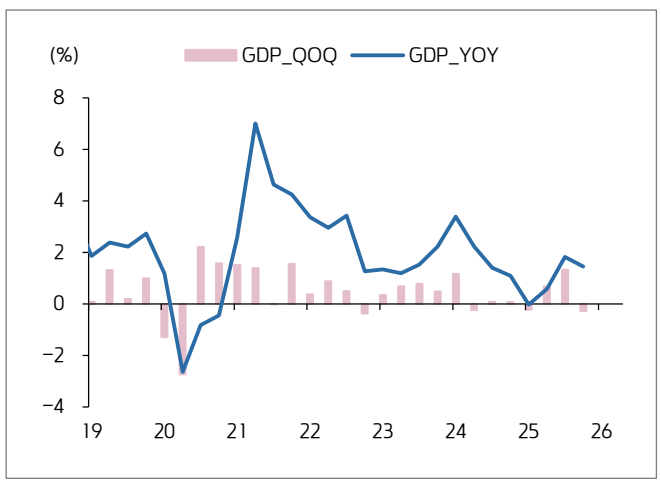
✓ 단기 원화 강세 요인이 맞물리며 달러/원 환율은 U자형 흐름을 보일 전망

- 수익 다변화에 따른 자본유출이 지속되면서 달러/원 환율은 중·장기적으로 우상향 압력이 유지
- 다만, 단기적으로는 국내시장 복귀계좌(RIA)를 통한 환전 수요, WGBI 편입 기대, 국내증시 상승에 따른 외국인 자금 유입, 달러/엔 상단 제약 등이 원화 강세 요인으로 작용하며, 달러/원 환율 하락 예상
- 달러화 역시 연준의 정책 경로와 정치 일정 등의 영향을 받아 U자형 흐름을 보일 것으로 예상

01. ① 경제 : 수출 의존 심화, 불균형 커지는 한국 경기

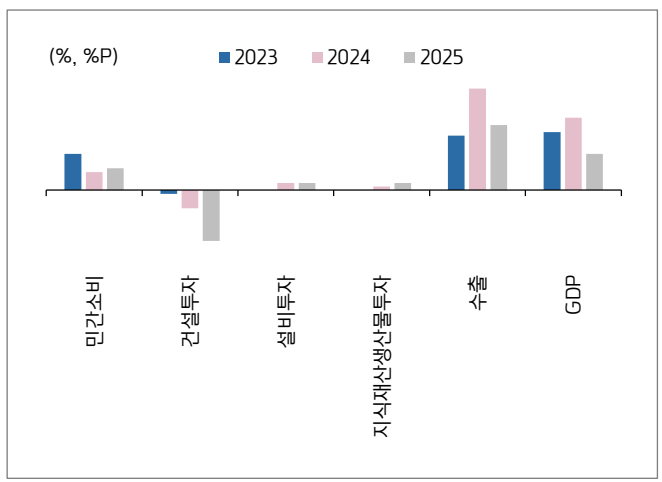
- 2025년 4분기 한국 경제성장률은 전기 대비 마이너스로 전환되었으며, 연간 기준으로는 1.0%로 둔화
- 수출은 비교적 양호한 흐름을 이어갔지만, 건설투자를 중심으로 내수는 부진해 부문 간 차별화 지속
- 이러한 상황에서 정부의 재정 지출을 통한 내수 회복이 요구되며, 수출 개선세는 여전히 경기 흐름을 좌우하는 핵심 변수로 작용

한국 경제성장률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 경제성장률, 연간 성장기여도



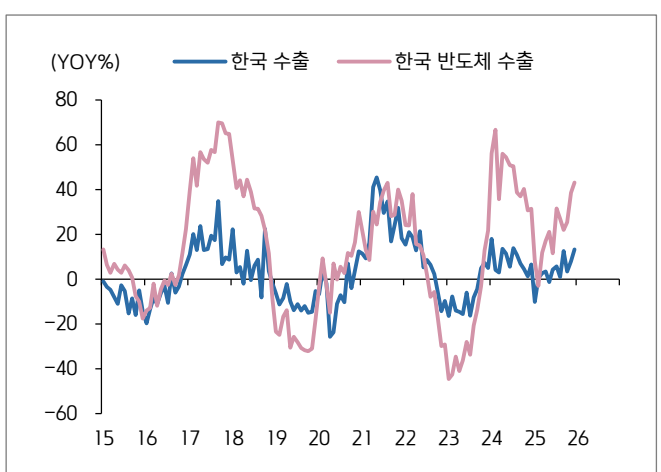
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. ① 경제: 반도체 중심으로 재편되는 한국 수출 지형

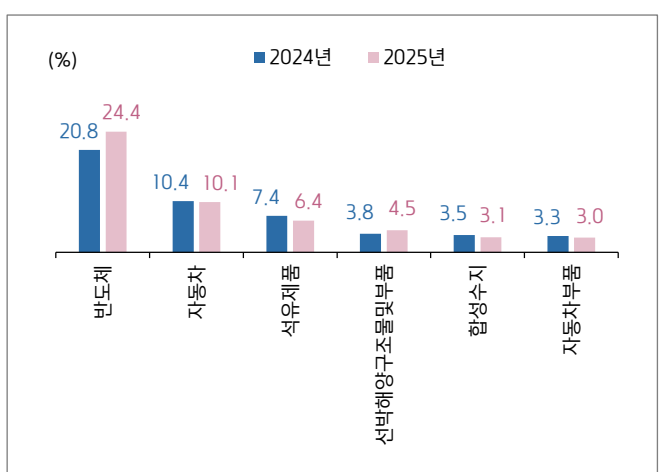
- 최근 한국 수출에서 반도체의 비중이 꾸준히 확대되며, 수출 구조의 편중 현상이 더욱 뚜렷해는 상황 – 2025년 반도체 수출 비중은 전체의 24.4%를 차지하며, 2024년의 20.8% 대비 큰 폭으로 상승
- 이는 반도체 산업의 경기 민감도와 글로벌 수요 변화가 한국 전체 수출 실적뿐 아니라 기업 이익과 주식시장, 거시 경제 전반에 미치는 영향력이 크다는 점을 시사
- 특히, 반도체 사이클이 회복 국면에 진입하거나 둔화될 경우 수출, 투자, 세수 등 다양한 경제 지표에 연쇄적인 영향을 줄 수 있어 반도체 경기 움직임과 전망이 어느 때보다 중요

한국 수출과 반도체 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 주력 수출 품목 비중



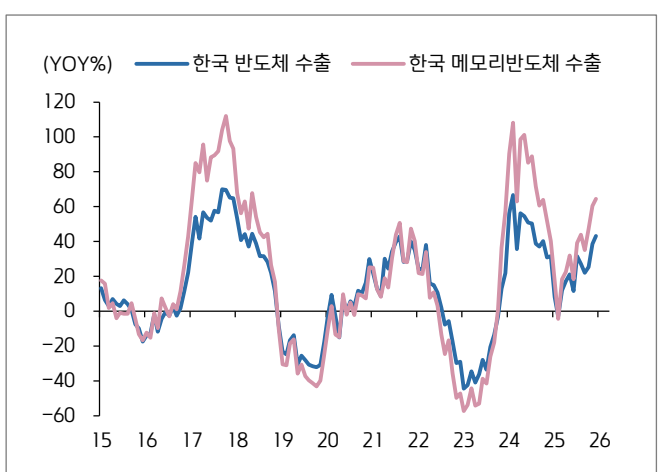
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. ① 경제: 메모리 수출 호조 속 AI 효과와 가격 부담 공존

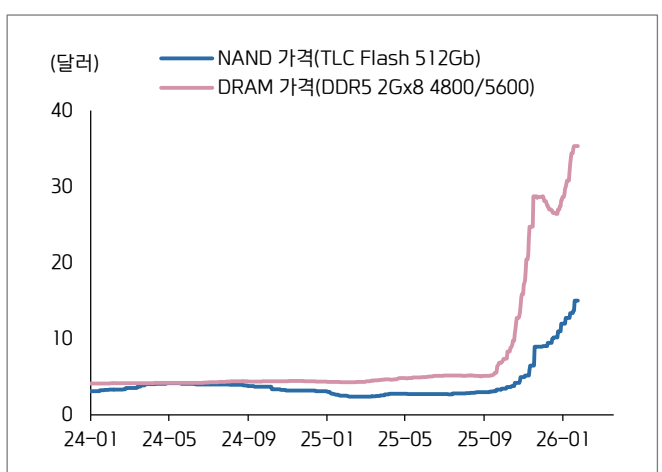
- 한국 반도체 수출은 메모리 가격 상승과 고부가가치 제품에 대한 글로벌 수요 증가 등으로 역대 최대 실적 기록
  - 특히, AI 서버 투자 확대, HBM 및 DDR5 중심의 수요가 견조하면서 수출 증가의 주요 동력으로 작용
- 다만, 메모리 반도체는 여전히 가격 사이클에 따라 수출 실적의 변동성이 큰 산업. 한국의 주력 수출 품목인 D램과 낸드플래시는 수요·공급 불균형, 재고 축적과 소진 과정에 따라 단가가 급등락하는 특성을 보임에 따라 수출 흐름도 이에 민감하게 반응하는 구조
- 이러한 구조적 특성은 반도체 경기가 전방 산업의 투자 심리와 글로벌 IT 수요 변화에 의해 쉽게 좌우될 수 있어 한국 수출의 안정성 측면에서 위험 요인으로도 작용할 수 있음을 의미

한국 수출과 메모리 반도체 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

D램 가격과 낸드 가격



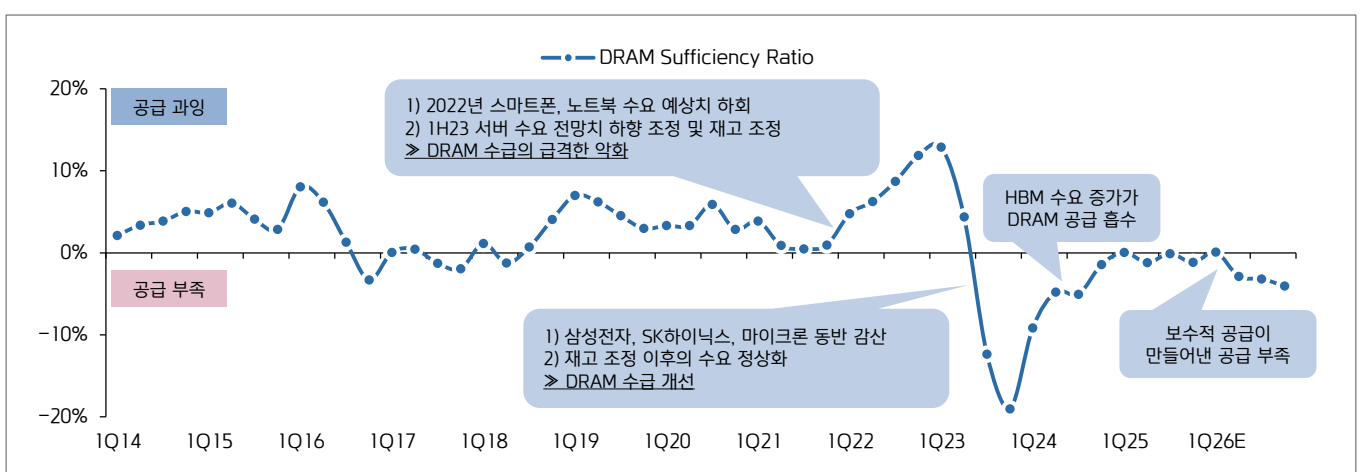
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. ① 경제: 변화하는 반도체 산업의 체질

- 반도체 가격 사이클과 글로벌 수요 흐름에 대한 전망은 한국 수출과 경기 흐름에 있어 핵심 변수, 이에 한국 반도체 수출은 경기순환적 특성이 강한 특성을 보임
- 하지만, 최근에는 AI 인프라 투자 확대와 수요 구조 변화로 점차 구조적 성격이 강화되는 모습
  - 과거에는 범용 메모리 중심 시장에서 가격 변동에 따른 이익 변동성이 컸지만, 최근에는 HBM 등 AI 특화 메모리의 비중 확대로 매출과 수익 안정성이 개선

D램 공급/수요 사이클



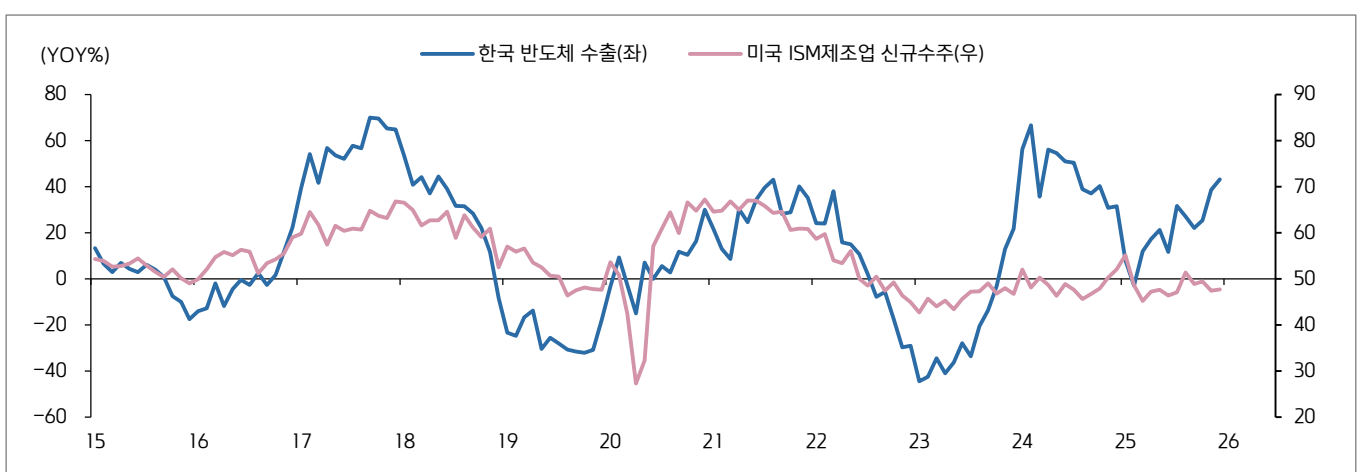
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. ① 경제: 수요 주체의 변화가 바꾼 반도체 사이클

- 전통적으로 한국 반도체 수출은 미국 ISM 신규 수주 지수 등과 높은 상관관계를 보여왔지만, 최근에는 수요 주체가 개인에서 기업으로 이동하면서 경기 민감도가 다소 약화되는 모습
- 이러한 변화는 AI 기반 자본투자의 확대, 추론형 AI 시장의 성장, 그리고 공급망 재편에 기인하며, 이는 반도체 산업이 전통적 순환 국면을 넘어 구조적 성장 단계에 진입했음을 시사
- 현재는 이러한 구조적 변화가 반도체 사이클의 진폭과 주기를 재정의하는 과도기로, 이는 산업의 안정성과 장기 성장 가능성을 동시에 강화하는 핵심 흐름으로 작용

한국 반도체 수출과 미국 ISM 신규 수주



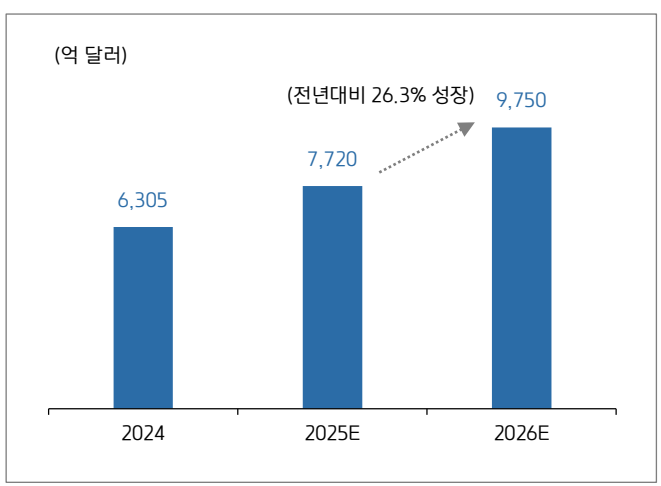
자료: Bloomberg, 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. ① 경제: AI 인프라가 이끄는 반도체 재편

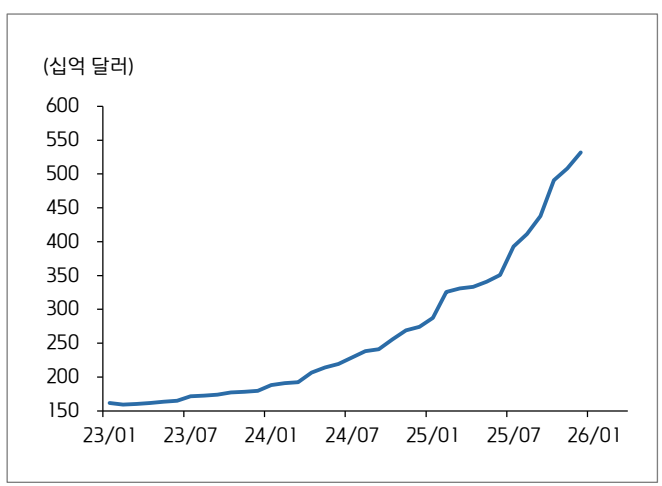
- 2026년 글로벌 반도체 산업은 AI 인프라 확산을 중심으로 시장 구조와 가치사슬이 재편되는 '전환기'에 진입할 것으로 전망
  - 세계 반도체 무역통계기구(WSTS)에 따르면, 2026년 글로벌 반도체 시장은 전년 대비 25% 이상 성장할 것으로 보며 이 중 메모리 반도체는 30% 이상 성장, 특히 서버 및 데이터센터용 제품이 고성장할 것으로 예상
- 과거 반도체 시장은 소비자 중심의 PC·스마트폰 교체 수요가 주도했지만, 최근에는 AI 인프라 투자를 확대하는 빅테크 기업들이 핵심 수요 주체로 부상
  - AI 추론 수요 증가에 따른 고사양 메모리(HBM 등) 수요 확대, 여기에 글로벌 하이퍼스케일러의 자본 지출이 두 자릿수 증가세를 보이며, 메모리 반도체의 전략적 중요성과 시장 내 비중이 지속적으로 확대되고 있는 상황

글로벌 반도체 시장 규모



자료: 세계 반도체 무역통계기구(WSTS), 키움증권 리서치센터

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이



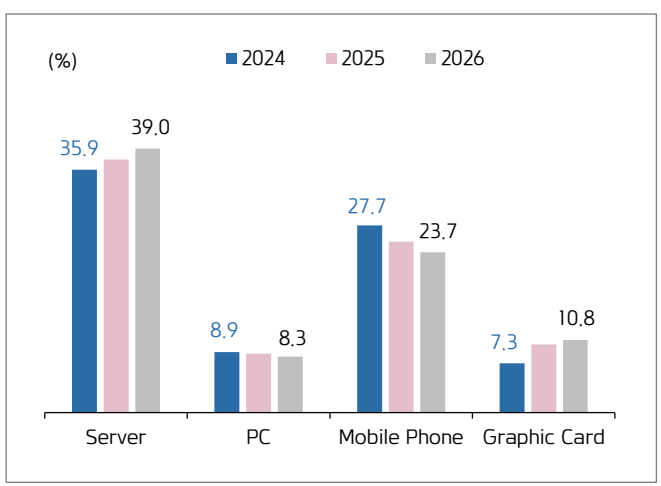
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 5대 주요 기업은 구글, MS, 아마존, 메타, 오라클

키움증권

07. ① 경제: 소비재에서 인프라로, 진화하는 반도체 수출

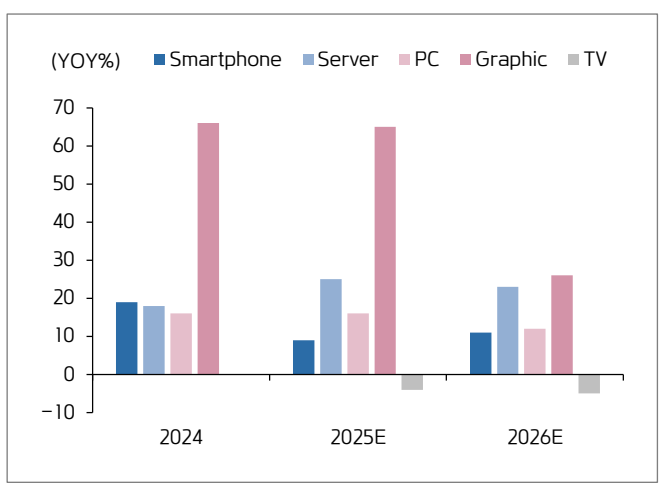
- 반도체 수출의 중심이 소비재에서 산업 인프라로 이동하면서, 산업은 경기 민감성을 벗어나 구조적 성장 산업으로 전환 중
  - AI 인프라 투자 확대에 따라 서버 1대당 D램·HBM 탑재량, eSSD 등 스토리지 수요가 함께 증가하며, 메모리와 스토리지가 핵심 구성 요소로 부상
- 2026년 현재, 한국 반도체 수출의 절반 이상이 AI 서버 및 데이터센터 수요에 기반하며, 이는 글로벌 빅테크의 Capex 확대가 뒷받침
  - 전장용 반도체 수출 비중도 과거 2~3%에서 10% 수준까지 상승, 자동차 산업 내 안정적 수요처로 증가

D램 사용처별 수요 비중 변화



자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

D램 사용처별 수요 증가율



자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. ① 경제: AI 시대, 전략산업으로 진화하는 한국 반도체

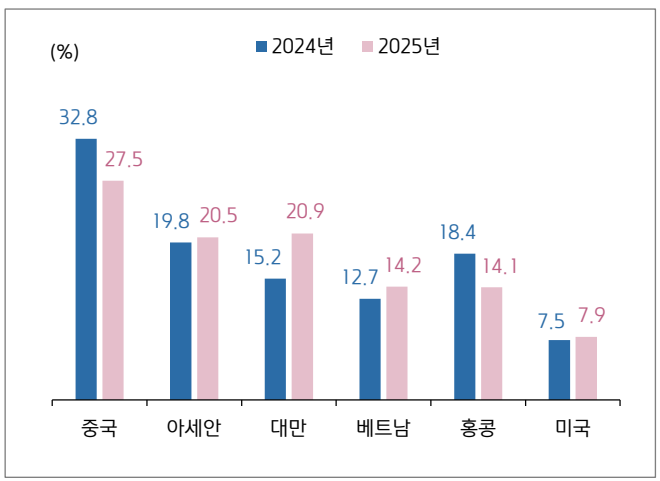
▶ 최근 반도체 산업은 과거와는 근본적으로 다른 구조적 변화를 겪고 있으며, 한국 반도체는 단순한 사이클 산업을 넘어 AI 시대의 전략 산업으로 진화

- AI 인프라 수요 폭증으로 인해 HBM, 고용량 SSD 등 고부가가치 제품이 필수재로 부상, 산업의 패러다임이 빠르게 전환
- 수요처도 기존의 모바일·PC 중심에서 AI 데이터센터, 전기차(EV), 로봇 등으로 다변화되며, 특정 제품군에 대한 의존 리스크가 분산
- 미·중 기술 경쟁에 따른 공급망 재편이 가속화되며, 한국 반도체 수출도 대중(對中) 의존에서 미국·대만 등으로 이동, 이 과정에서 지정학적 변화와 제품의 고부가화가 동시에 진행되고 있어, 한국 반도체 산업의 구조적 위상 변화

AI 생태계, AI가 서로 협력하고 통합적으로 작용

자료: 키움증권 리서치센터

한국 반도체 지역별 수출 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. ① 경제: 사이클을 넘어서, 반도체 산업의 구조적 전환

- 한국 반도체 산업은 이제 글로벌 경기에 수동적으로 반응하는 산업이 아니라, AI 시대 핵심 인프라 공급자로서 주도권을 확보. 범용 제품 중심에서 고부가가치 주문형 제품, 특히 HBM 중심 포트폴리오로의 전환으로 수익성 기반이 근본적으로 강화
  - TrendForce에 따르면 2026년 HBM은 전체 DRAM 매출의 41%를 차지할 전망
- 또한, 선주문·후공급 계약 구조의 확산은 재고 리스크를 줄이고 예측 가능성을 높여, 불안정한 사이클 산업에서 구조적 성장 산업으로의 체질 전환을 뒷받침
- 이러한 변화는 한국 반도체 산업의 이익 체력과 시장 안정성을 동시에 끌어올리는 핵심 동력으로 작용

반도체 사이클 변화: 과거 순환적 사이클 vs 최근 구조적 흐름

구분	과거 (Cyclical)	현재 (Structural)
비즈니스 모델	선생산 후판매 (재고 기반)	선주문 후생산 (수주 기반) → SK하이닉스 2026년 물량 완판 발표
수요처	개인용 PC, 스마트폰	엔터프라이즈 AI, 데이터센터 → 빅테크 Capex 20% 이상 증액
공급 유연성	설비 증설 시 즉각 공급 과잉	공정 난이도 상승으로 공급 제한 → HBM의 웨이퍼 소모량 3~4배 증가
이익 구조	가격 변동에 따른 적자/흑자 반복	고부가 제품 중심 안정적 고수익 → HBM 매출 비중 41% (2026E)
주요 변수	재고 주기 (Inventory Cycle)	AI 투자 지속성 및 맞춤형 칩 수요

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

10. ① 경제: 반도체 산업, 구조적 성장과 순환성의 공존

- 한국 반도체 산업은 여전히 순환적 특성을 지니지만, 구조적 성장 기반이 강화되며 '이중 구조' 국면에 진입
- 이번 반도체 사이클은 단기 반등이 아니라, 제품의 성격 (범용→맞춤형), 계약 구조 (현물→선주문), 수요 주체 (개인→ 빅테크)로 이어지는 산업 구조 재편의 흐름이라는 점에서 과거와 차별화
  - 단기 수요과·재고 요인에 따른 변동성은 지속되지만, 산업 고도화와 정책 지원으로 체질 개선과 안정성 강화가 병행
  - HBM 중심의 메모리 슈퍼사이클 속에서도 공급 확대, 가격 조정, 후발업체 진입, 규제 리스크 등 불확실성은 존재하나 고성능 HBM 분야에서의 기술 격차로 인해 단기적인 시장 판도 변화는 제한적일 것으로 전망

한국 반도체 수출의 구조적 전환 – 최근 추세

내용	설명
AI·자동차 반도체 등 수요 다변화	기존 스마트폰·PC 중심에서 AI 서버, 전장(자율주행차), IoT로 수요가 구조적으로 확장
국가 주도의 산업 정책	'반도체 메가 클러스터' 등은 장기적 투자와 공급망 구축을 통해 산업의 구조적 안정성 제고
첨단 공정 기술 전환	고대역폭 메모리(HBM) 등은 기술 진입장벽이 높아 구조적 경쟁력 형성
수출 품목의 고도화	저가 메모리 중심에서 고부가가치 시스템 반도체로의 전환은 구조적 경쟁력 강화의 신호

자료: 키움증권 리서치센터

11. ① 경제: 정부 투자와 반도체 호조의 선순환

- 정부는 기술 중심의 초혁신 경제 실현을 위해 72조 원을 배정, 이는 2025년 대비 약 41% 확대된 규모
  - AI(10.1조 원)와 R&D(35.5조 원)를 핵심 투자 분야로 설정했으며, 이는 역대 최대 규모로, 첨단 기술 인프라 구축과 인재 양성을 통해 미래 성장 동력 확보와 생산성 혁신 가속화를 목표
- 반도체 중심의 수출 호조가 부의 효과를 통해 내수 회복으로 확산되며, 잠재성장률을 상회하는 경기 회복 기대

2026년 한국 정부 예산안 부문별 배분 및 비중

항목	금액 (조 원)	비중 (%)	증가율 (%)	주요 특징 및 정책 포인트
전체 예산	727.9		8.1	역대 최대 확장재정, 성장·민생·AI 혁신 중심
R&D	35.5	4.8	19.3	– ABCDEF 첨단산업 분야별 핵심 기술개발 투자 대폭 확대
산업·중기·에너지	31.8	4.4	14.7	– 첨단·주력산업 고도화 및 유망산업 글로벌경쟁력 강화 – 소상공인 재기지원·경쟁력 강화 및 시장·상권 혁신 지원
일반행정	121.4	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	65.9	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)	27.7	3.8	7.9	– 철도·도로 확충 등 균형발전 견인 및 건설경기 진작 뒷받침
농림·수산·식품	28.0	3.8	7.7	– AI·데이터기반 스마트화를 통한 농어업의 미래 산업화
환경·기상	13.9	1.9	7.7	– 녹색금융 등 탈탄소 전환 적극지원
교육	99.9	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

12. ① 경제: AI 하드웨어 확장, 한국 경제에 새로운 동력

- 국내 경제의 질적인 측면에서 산업간, 소득 분위간 양극화는 더욱 심화되며 취약해지는 부분은 불가피
- 하지만, 반도체 경기 호조와 정부의 재정 확대에 힘입어, 주요 글로벌 IB들은 2026년 한국의 경제성장률을 연간 2% 내외로 전망하며 긍정적인 시각 점증
- AI 투자 사이클이 피지컬 AI(로봇 등)로 확장될 경우, 관련 제조업의 밸류체인도 함께 확대될 가능성 상존
  이는 AI 소프트웨어 중심에서 하드웨어·제조 영역으로의 확장을 의미하며, 한국 경제와 금융시장에 긍정적인 파급 효과를 가져올 것으로 전망

해외 기관들의 한국 연간 성장률 전망

제공사	일자	2025	2026	2027
Citigroup	01/19/26	1.0	2.2	1.6
Goldman Sachs	01/19/26	1.0	1.8	2.3
Bank of America	01/16/26	1.0	1.9	
Barclays	01/16/26	1.1	2.1	1.8
JPMorgan Chase	01/16/26	0.9	2.0	2.0
Morgan Stanley	01/16/26	1.1	1.9	1.8
Nomura	01/16/26	1.1	2.3	2.1
Standard Chartered	01/16/26	1.0	2.0	1.8
UBS	01/15/26	1.2	2.0	2.2
Allianz SE	01/09/26	0.7	1.9	2.0

제공사	일자	2025	2026	2027
Bloomberg	01/09/26	1.1	2.1	1.9
BNP Paribas	01/09/26	1.0	2.0	1.8
Capital Economics	01/09/26	1.0	2.0	1.8
Fitch Ratings	01/09/26	1.0	2.0	1.9
Fitch Solutions	01/09/26	0.9	1.5	1.3
HSBC Holdings	01/09/26	1.0	1.8	2.0
ING Group	01/09/26	1.2	2.0	1.7
Moody's	01/09/26	1.1	1.7	
S&P Global	01/09/26	1.0	2.0	1.9
Societe Generale	01/09/26	1.1	2.1	2.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. ② 유동성: 글로벌 금리 상승 확산.. 유동성 긴축 우려 부상

- 최근 주요국을 중심으로 중장기 국채 금리가 상승하면서, 유동성 긴축에 대한 우려가 금융시장 전반으로 확산
- AI 투자 사이클과 경기 회복 기대의 전제가 풍부한 유동성이라는 점에서, 금리 상승은 시장에 부담 요인
- 지역별로 유동성 환경에 대한 불안요인은 잔존하며 금융시장에 당분간 변동성 확대 요인으로 작용 가능
  - 미국: 연준 차기 의장 선임에 따른 정책 변화, 유동성 보완 수단에 대한 시장 반응
  - 한국: 기준금리 인상 가능성과 고환율에 따른 물가 상승 압력
  - 일본: 조기 총선, 확장 재정에 따른 금리 상승, 엔캐리 트레이드 청산 우려

미국과 유로존 국채금리(10년), 한국 국고채금리(10년)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국과 일본 국채금리(10년)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. ② 유동성: 차기 연준 의장 인선, 통화정책과 시장 기대 갈림길

- 미국 차기 연준 의장 인선은 통화정책 방향과 연준 독립성에 중대한 분기점으로 작용할 것으로 전망
- 차기 연준 의장이 시장 기대와 달리 비둘기파적이지 않거나 금리 인하에 소극적인 행보를 보일 경우, 금융시장의 금리 변동성이 확대될 우려 잔존
  - 유력 후보인 케빈 워시는 '규제 완화·성장' 측면에서 주식시장에는 긍정적일 수 있으나, 매파적 성향과 연준 독립성 논란은 채권시장에 부담 요인. 과거에는 강경한 긴축을 선호했지만, 최근에는 공급 중심 경제정책과 AI 생산성에 기반한 보다 유연한 입장을 취하는 상황

미국 차기 연준의장 후보 성향과 특징

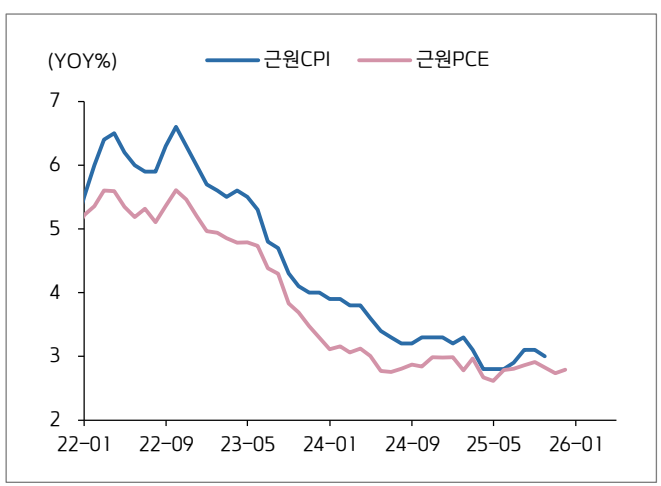
이름	현재 직함	주요 성향 및 특징
케빈 워시 (Kevin Warsh)	전 연준 이사	현재 압도적 1위 후보. 시장 친화적이면서도 연준의 독립성보다는 행정부와의 협력을 중시할 것이라는 관측
케빈 해싯 (Kevin Hassett)	백악관 국가경제위원회(NEC) 위원장	트럼프의 핵심 경제 측근. 최근 트럼프 대통령이 "현재 직에 두고 싶다"고 언급하며 순위가 다소 밀리는 양상
크리스토퍼 월러 (Christopher Waller)	현 연준 이사	데이터에 기반한 통화정책을 중시. 현직 이사로서의 전문성과 안정감이 강점이며, 트럼프 행정부 내에서도 평가가 높음.
미셸 보먼 (Michelle Bowman)	현 연준 이사	은행 규제 전문가 출신. 트럼프 1기 때 임명되었으며, 중소 은행 보호와 규제 완화에 목소리를 내는 인물
릭 리더 (Rick Rieder)	블랙록 최고투자책임자(CIO)	민간 금융권(블랙록) 출신의 채권 전문가. 시장의 메커니즘을 가장 잘 이해하는 인물로 평가

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

15. ② 유동성: 인플레 경계는 잔존하나 일단 지표는 둔화세

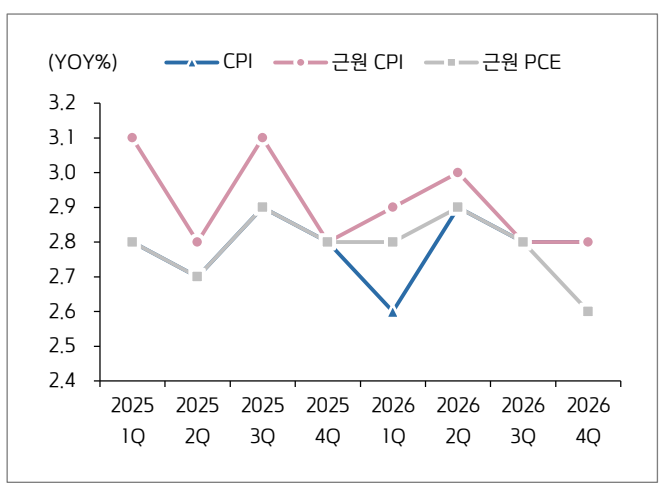
- 연준의 통화정책과 관련해 인플레이션 우려는 간헐적으로 부각되겠지만, 미국 물가는 전반적으로 둔화세를 보이며 비교적 안정적인 흐름을 유지 중
  - 2025년까지는 수입업체가 관세 부과 전 확보한 재고로 비용 부담을 흡수해왔으나, 2026년 상반기부터는 재고 소진으로 일부 품목에서 가격 상승 압력이 잔존
  - 다만, 에너지 가격 안정과 주거비 하락이 이러한 상승 요인을 일부 상쇄하며, 시장은 2분기 일시적 반등 이후 물가가 다시 둔화될 것으로 전망
- 물가가 시장금리 상승 압력으로 작용할 가능성은 이전보다 제한적일 것으로 예상

미국 근원 PCE와 근원 CPI 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 분기별 물가 전망치 추이



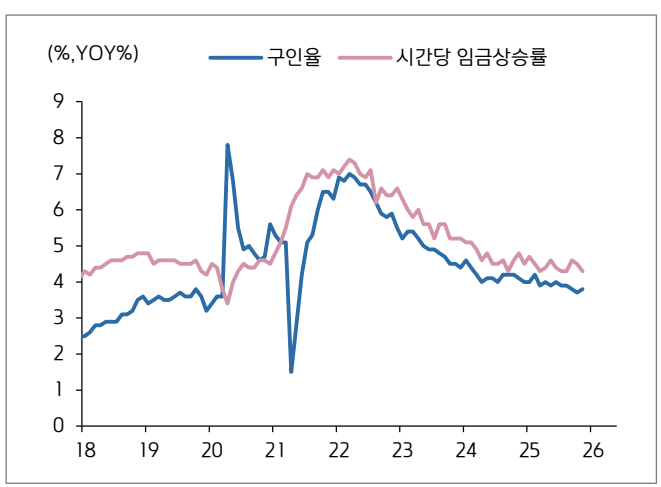
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. ② 유동성: 노동시장 균열, 긴축 전환은 시기상조

- 미국 노동시장의 수요 둔화는 연준의 정책금리 인하 기대를 유지시키며, 완화적인 통화정책 기조를 뒷받침하는 요인으로 작용 가능
- 연내 한 차례 정도의 금리 인하에 그칠 가능성이 높지만, 긴축으로 전환될 가능성도 낮은 상황
  - 미국 실업률은 여전히 낮지만, 고용 창출 속도 둔화, 임금 상승률 안정, 노동시장 이탈 증가 등 완만한 둔화 신호
  - 파트타임 근로자 증가와 경제적 이유에 따른 노동 참여 확대 등, 잠재적 긴장 요인도 존재
- 연준은 인플레이션에 대한 경계는 유지하되, 노동시장 둔화에 대응한 점진적 정책 기조를 이어갈 것으로 전망

미국 구인율과 시간당 임금 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 IB 미국 정책금리(상단) 전망

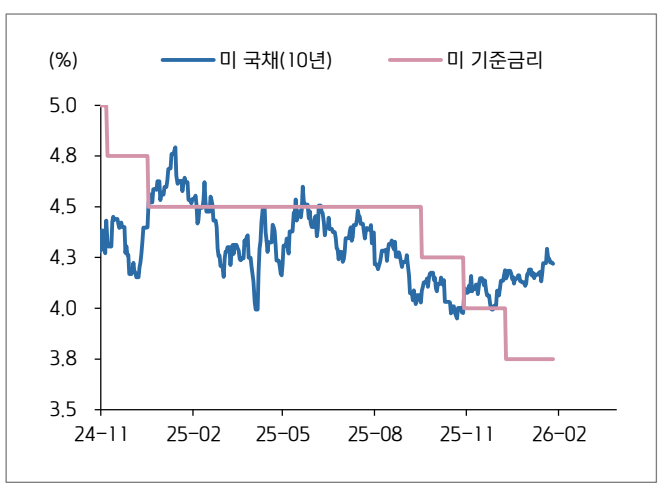
기관	26.1월	3월	6월	9월	12월
Barclays	3.75	3.75	3.50	3.50	3.25
BoA	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25
Citi	3.75	3.50	3.50	3.00	3.00
DB	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50
GS	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25
HSBC	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
JPM	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
MS	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25
Nomura	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25
UBS	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25
중간값	3.75	3.75	3.50	3.38	3.25

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17. ② 유동성: 재정 부담에 흔들리는 시장금리

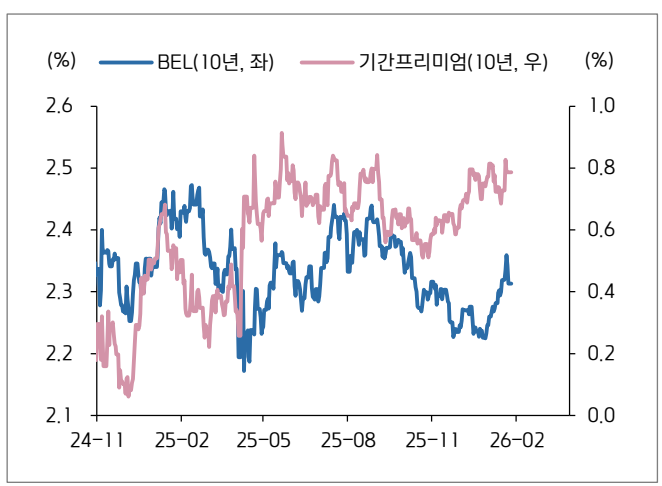
- 트럼프 행정부의 확장 재정 정책과 정책 리스크는 시장금리 상승 압력으로 작용, 투자 심리를 제약
  - 최근 미국 시장 금리 상승에 정책 리스크와 재정 건전성 우려에 따른 기간 프리미엄 확대가 주요 요인으로 작용
- 정부는 국채 발행의 단기물 비중을 확대하고, 연준은 지급준비금 관리매입 프로그램(Reserves Management Purchases, RMP)을 통해 수급 불안 완화를 시도
  - RMP는 만기 1년 이하의 단기 국채(T-bills)를 매입해 지급준비금 유동성을 유지하는 장치
  - 월 400억 달러 규모로 시작, 머니마켓 유동성 압박 완화와 TGA(재무부 일반계정)의 유동성 흡수 효과 상쇄 역할을 수행

미국 정책금리와 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 BEI(10년)와 기간 프리미엄(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. ② 유동성: RMP 효과 주목, 단기안정 vs 위험자산 선호 확산

- 지급준비금 관리매입 프로그램(RMP)은 양적완화(QE)와는 달리, 은행 시스템의 정상 가동과 유동성 관리를 위한 조치
  - RMP는 단기금리를 안정적으로 유지하고 장기금리는 시장에 맡기는 구조로, 연준이 단기 국채(월 400억 달러)를 매입할 경우, 기존 민간 투자자들이 상대적으로 수익률이 높은 주식이나 회사채 등으로 이동할 수 있어 위험자산 선호가 확대될 가능성 존재 (2025년 12월 기준, 단기채(T-Bills)는 전체 국채의 약 21.2% 차지)
- 정책금리 동결과 확장적 재정정책에 대한 우려가 커지더라도, 연준의 유동성 정책은 시중 유동성의 하단을 지지하며 자금시장 경색을 완화하는 역할을 할 것으로 기대

미국 지준관리매입(RMP)과 양적 완화(QE)의 차이점

구분	지급준비금 관리 매입 (RMP)	양적 완화 (QE)
주요 목적	시장 운영의 기술적 안정 (유동성 공급)	실물 경제 자극 및 인플레이션 유도
매입 대상	단기 국채 (T-bills, 보통 1년 미만)	장기 국채 및 주택담보대출증권(MBS)
금리에 미치는 영향	단기 금리의 변동성 억제	장기 금리 하락 유도

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 국채 발행 잔액 중 단기채 비중 변화

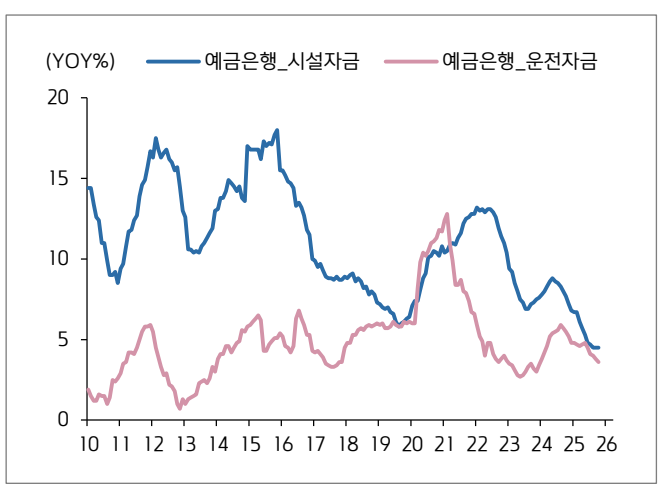
시기	단기채 비중 (약)	주요 배경
코로나19 이전	15% 내외	안정적인 재정 운영 및 권고 범위 하단 유지
코로나19 팬데믹 (2020)	26~30%	긴급 지원금 마련을 위한 단기채 대량 발행 (피크 도달)
금리 인상기 (2022~2023)	18~20%	발행 안정화 및 장기채 전환 시도
현재 (2025~2026)	21~22%	세수 부족, 재무부 현금(TGA) 보충, 장기 금리 상승 억제 목적

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

19. ② 유동성: 금리 인상설 고개.. 온도차 큰 한국 경기, 신중 접근 필요

- 1월 한국 금융통화위원회 이후 기준금리 인상 가능성이 일부에서 제기. 이는 KOSPI 5,000pt 돌파, 경기 개선 기대, 일본 장기금리 급등 등이 배경으로 작용
- 단기적으로는 금리 인상 우려 등으로 시장금리의 상방 변동성이 확대될 가능성도 존재
- 그러나 한국 경제는 수출 쏠림, 내수 불균형 등 구조적 제약이 여전한 상황으로, 이를 고려할 때 기준금리 인상 가능성은 제한적이며 금융과 실물 경제 간의 온도차를 감안할 때 금리 동결 기조가 이어갈 것으로 예상
  - 수출은 일부 품목에 집중되어 있으며, 전반적인 수요 회복은 미흡한 상태이고, 설비투자 관련 대출 증가율 둔화는 내수의 불안정성을 시사

한국 예금은행 시설자금과 운전자금 대출 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 주요 품목별 연간 수출 증가율

(단위: %)	2024년	2025년
선박해양구조물및부품	17.6	24.1
반도체	43.9	22.2
컴퓨터	76.7	4.4
수출	8.1	3.8
자동차	-0.1	1.7
무선통신기기	11.1	0.4
자동차부품	-1.8	-5.9
합성수지	2.8	-8.2
철강판	-2.5	-8.4
평판디스플레이및센서	0.9	-9.2
석유제품	-3.2	-9.6

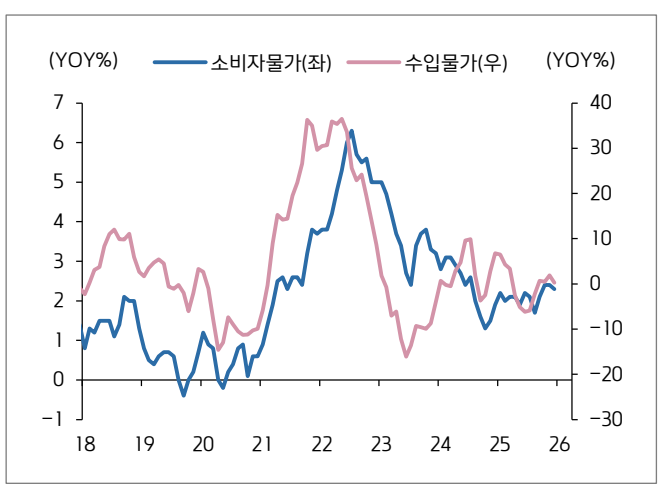
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. ② 유동성 : 환율발 물가 자극 우려.. 금리 인상은 여전히 신중론

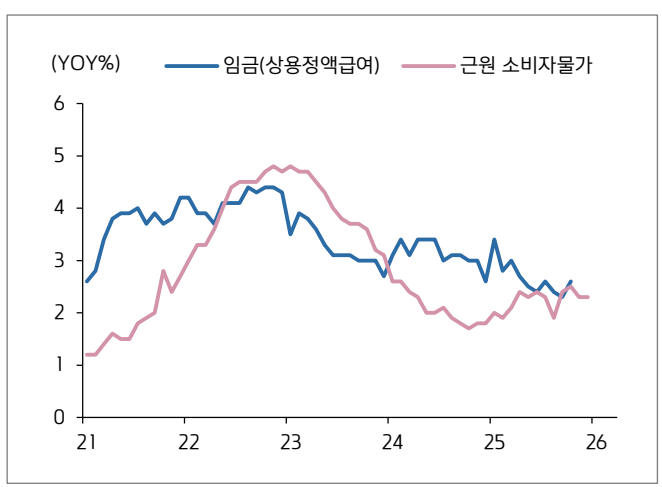
- 높은 환율 수준에 따른 수입물가 상승이 소비자물가 오름세로 이어질 수 있다는 우려가 커지면서 금리 인상에 대한 경계심도 함께 높아지는 상황
- 다만, 수입물가 상승이 CPI에 반영되기까지는 시차가 존재하며, 내수 부진은 물가 상승 압력을 제한하는 요인으로 작용하고, 정부의 관리물가 정책 또한 가격 안정에 기여할 것으로 예상
- 특히, 임금 상승세 둔화는 수요 측 물가 압력을 억제하며, 전반적인 인플레이션 상방 압력을 제한하는 요인으로 작용할 것으로 기대

한국 소비자물가와 수입물가



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 임금과 근원 소비자물가



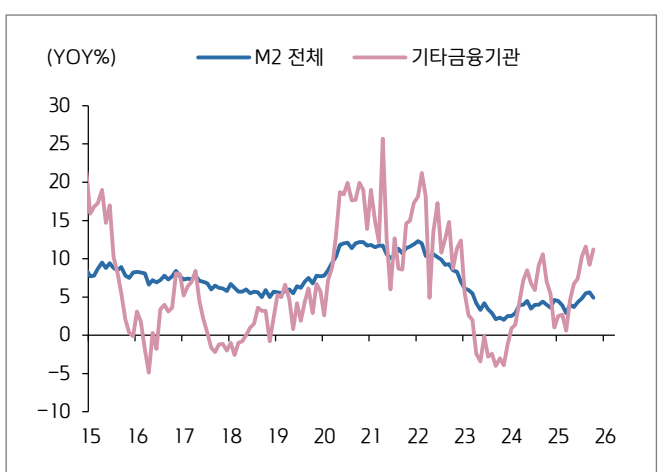
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. ② 유동성: M2는 정체, 유동성은 활발

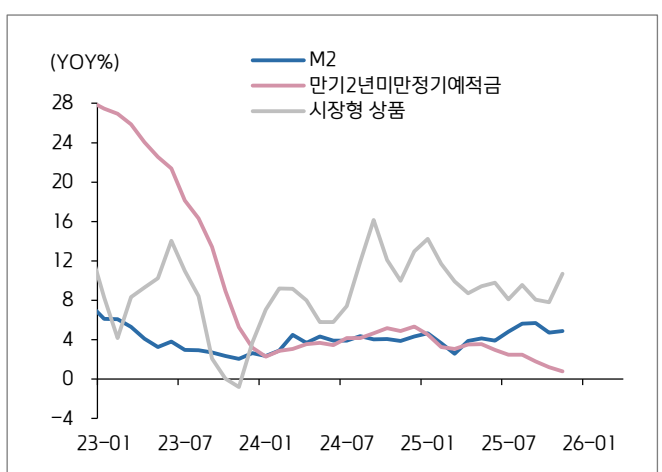
- 최근 한국의 M2는 통계상 횡보하고 있지만, 실질적으로는 예금에서 투자 상품으로 자금이 빠르게 이동하며 고유동성 상태가 지속
- 기타금융기관의 M2 증가율은 지속해서 확대되고 있으며 이는 금융권 내 풍부한 유동성을 반영
- 정기 예·적금은 감소하고, 금융채나 시장형 상품으로 자금이 유입되며 자금의 성격도 장기 안정형에서 단기 이동형으로 변화하는 모습
  - 이러한 자금 일부는 원화 자산뿐만 아니라 달러 자산으로 환전되며, 환율 상승 압력 요인으로 작용할 가능성 존재

한국 M2 경제 주체별 보유 현황



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 기타금융기관은 보험기관, 연금기금, 증권, 여신전문기관 등

한국 M2 상품별 구성 내역



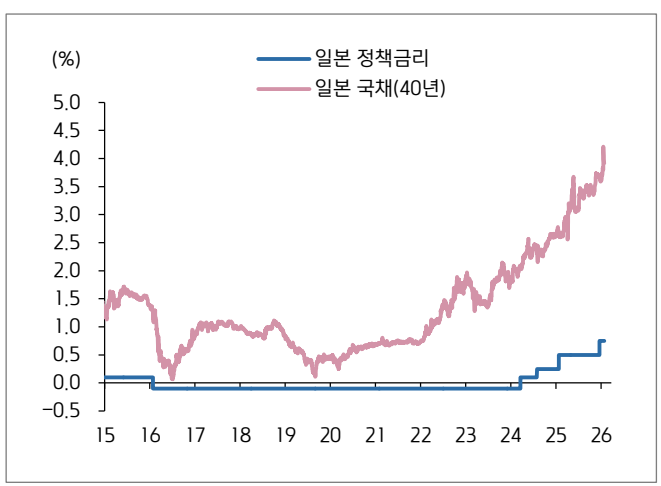
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 시장형 상품은 CMA, 발행어음, 만기2년 미만 외화예수금

키움증권

22. ② 유동성: 일본 장기금리 급등, 재정 리스크 부각

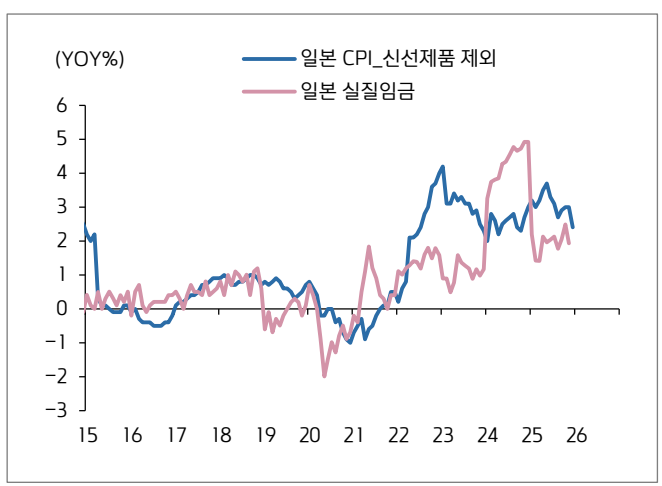
- 일본에서는 다카이치 총리가 제시한 소비세 인하 정책이 재정 건전성 악화 우려로 이어지며, 투자자들의 국채 매도 심리를 자극. 특히 장기 국채 공급 확대 가능성이 부각되면서 금리 상승 압력이 커지는 상황
  - 일본 정부는 종합경제대책 실행을 위해 21.3조 엔 규모의 순재정지출을 계획 중이며, 이를 뒷받침하기 위해 17.7조 엔 규모의 추가경정예산도 편성
  - 이에 따라 30년·40년물 초장기 국채 금리는 역대 최고 수준으로 급등했고, 생명보험사 등 전통적 수요층의 매수 여력이 약화로 수급 불균형도 심화
- 일본은행은 금리 인상을 추가로 단행할 것으로 보이나 실질임금 둔화와 물가 안정 기대 등을 고려할 때, 인상 속도는 점진적일 것으로 예상

일본 정책금리, 국채금리(40년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 소비자물가와 실질 급여



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

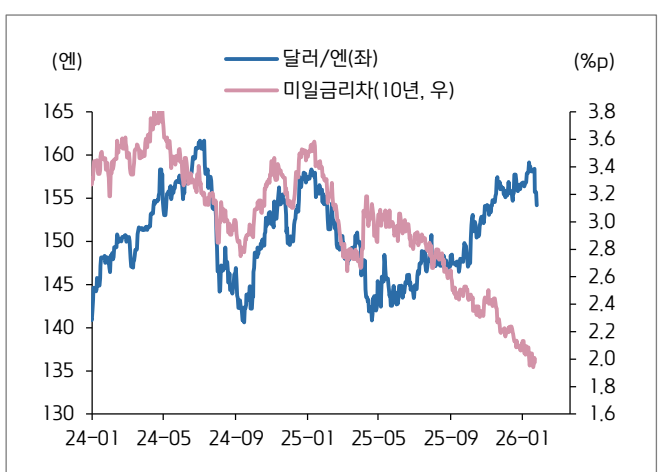
키움증권

23. ② 유동성: 일본 국채 금리 상승에도 엔캐리 청산 '제한적'

▶ 최근 일본 국채 금리 상승이 글로벌 투자자들의 위험자산 선호도에 영향을 주며 시장 변동성을 키우고 있으나, 대규모 엔캐리 트레이드 청산 가능성은 낮을 것으로 전망

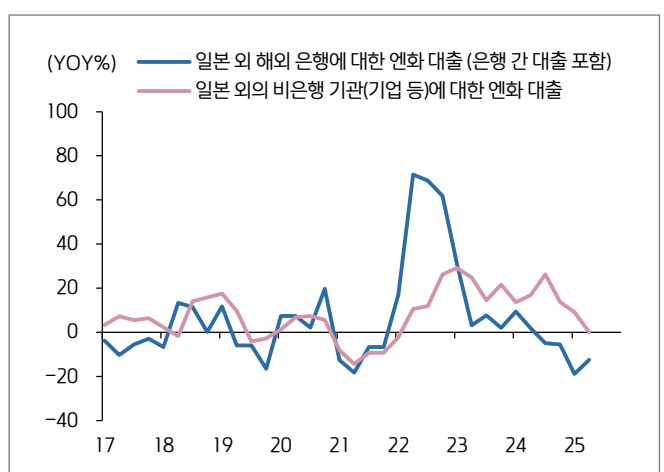
- 일본은행의 금리 인상 가능성이 존재하지만 미국과의 금리 격차는 여전히 유지, 금리차가 축소되는 국면에서 엔화 약세가 지속되었다는 점은 금리차 단일 변수의 설명력이 약해졌음을 시사
- 일본은행이 시장과의 충분한 사전 소통을 거친 후 점진적으로 금리를 인상하고 있는 점 역시, 투자자들에게 대응 여지를 제공해 급격한 청산을 방지하는 요인으로 작용
- 해외 엔화 대출은 2024년 이후 꾸준히 둔화, 이는 일본의 통화정책 변화에 맞춰 포트폴리오를 조정하고 있음을 시사

일본 미일금리차(10년)와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

해외 엔화 대출 추이



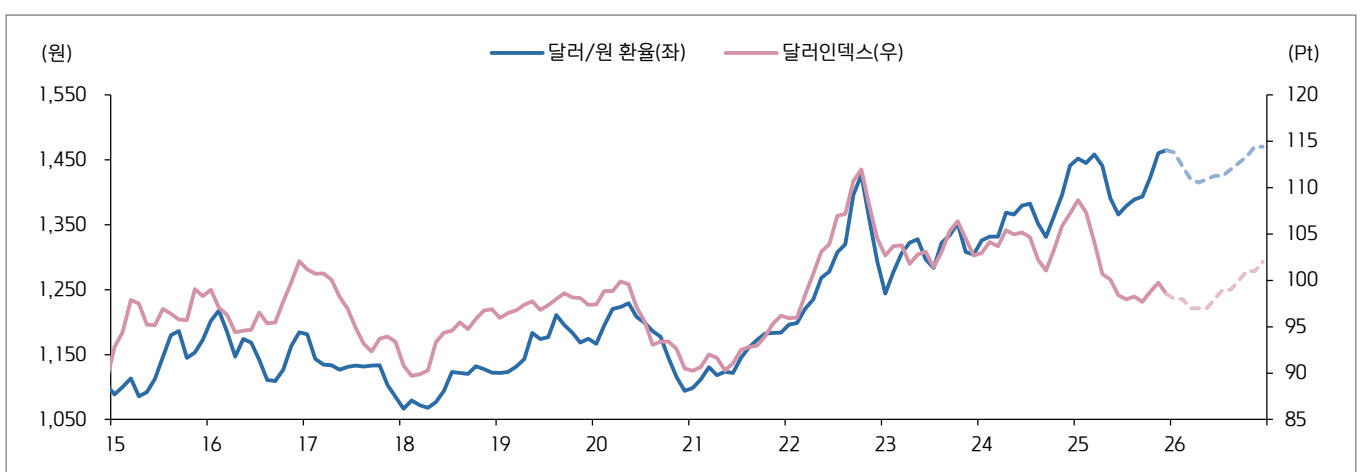
자료: BIS, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. ③ 환율: 연중 U자형 경로의 달러/원 환율 경로

- 2026년 달러/원 환율은 연간 1,380~1,500원 범위 내에서 완만한 상승세(U자형 경로)를 보일 것으로 전망
- 분기별 평균 환율은 1분기 1,435원 → 2분기 1,420원 → 3분기 1,440원 → 4분기 1,465원 수준으로, 상반기 초중반에는 하락세를 보이다 하반기로 갈수록 점진적인 상승 흐름이 이어질 것으로 예상
- 상반기 원화 강세 요인으로는 달러 약세, 국내 증시 강세, WGBI(세계국채지수, World Government Bond Index) 편입에 따른 외국인 자금 유입 등이 있으며, 하반기에는 달러 반등과 해외투자 증가에 따른 지속적인 달러 수요가 환율 상승 압력으로 작용할 전망

달러/원 환율과 달러인덱스 추이와 전망 경로



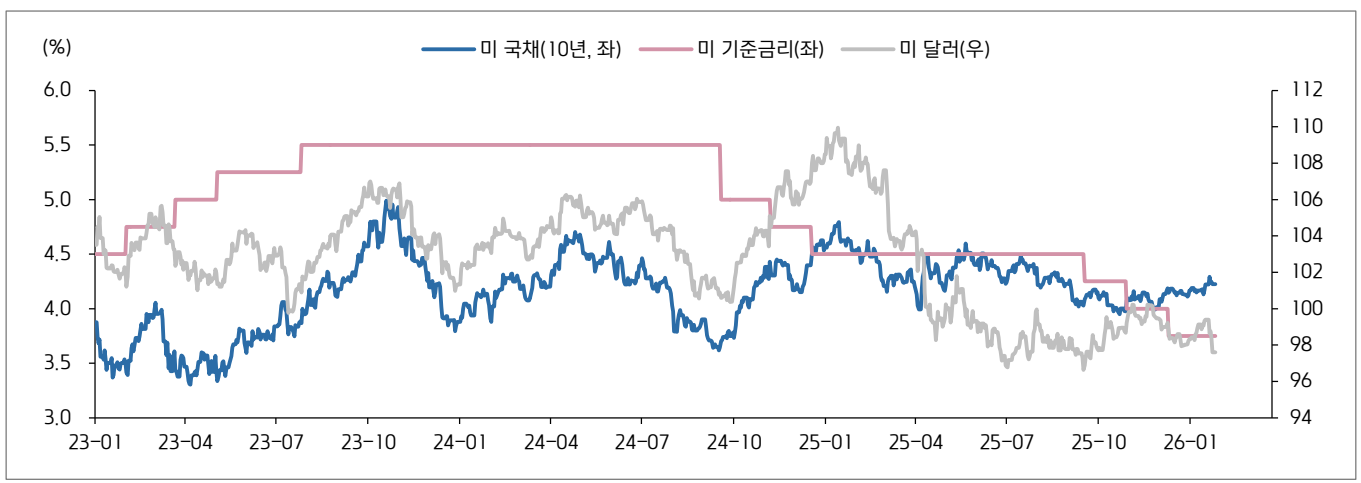
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 당사 전망치

키움증권

25. ③ 환율: 달러, 상저하고 흐름, 하반기 반등 폭은 제한적

- 2026년 달러인덱스는 완만한 U자형 흐름을 보일 전망
- 상반기에는 연준 차기 의장 인선과 추가 금리 인하 기대감 등으로 약세 흐름 예상
- 반면, 하반기에는 11월 중간선거, 금리 인하 기대 약화 등의 요인이 복합적으로 작용하며 달러가 점진적인 반등세로 전환될 것으로 전망. 다만, 정치적 불확실성 심화와 미국 재정 건전성에 대한 우려가 겹칠 경우 달러 자산에 대한 신뢰가 약화되며 반등 폭은 제한될 것으로 예상

미국 정책금리와 국채금리(10년), 달러인덱스



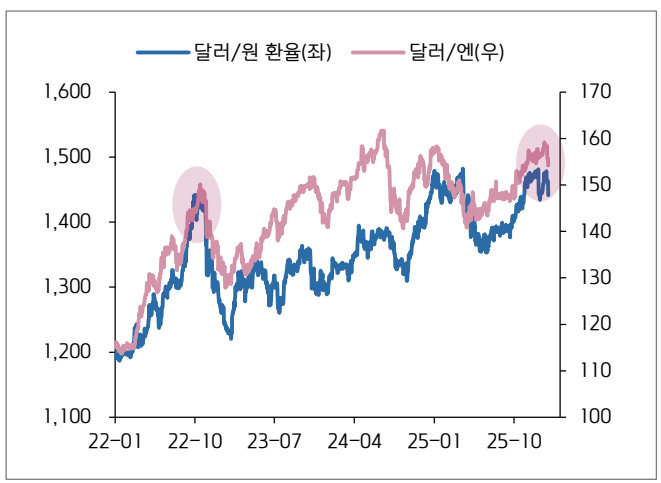
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. ③ 환율: 달러/엔 상단 제약, 원화 단기 연동 가능성

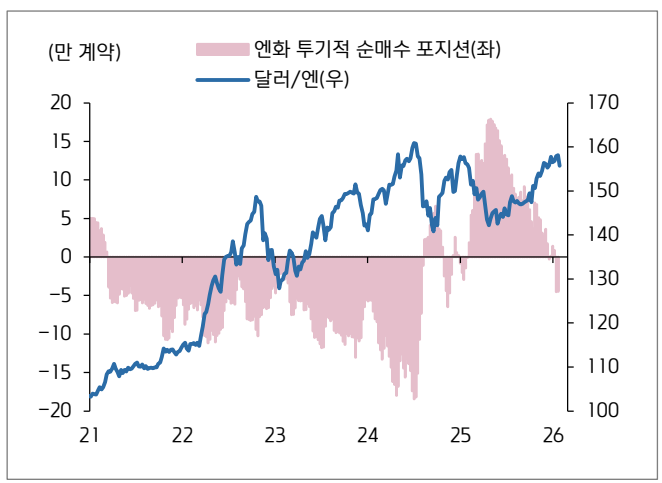
- 일본 정부의 환율 안정화 의지를 고려할 때, 달러/엔 환율의 추가 상승은 단기적으로 제약될 전망
  - 미국과 일본 간 정책 공조 가능성이 제기되는 소식이 이어지면서, 엔화는 달러당 150엔 후반에서 중반대로 빠르게 강세 전환
  - 2022년 당시에도 일본 정부는 엔화 약세를 저지하기 위해 세 차례(9월~10월)에 걸쳐 대규모 엔 매수·달러 매도 개입을 단행했으며, 150엔 부근에서 고점을 형성한 이후 약 한 달 만에 약 8%가량 강세 전환된 바 있음
- 원화와 엔화 모두 시장 내 약세 심리가 우세했던 상황을 감안하면, 이러한 기대 심리를 약화시킬 촉매가 필요
  엔화가 정책당국의 외환시장 개입을 계기로 단기적인 강세로 전환될 경우, 원화 역시 이에 연동된 흐름을 보일 가능성 상존

달러/엔 환율과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔화 투기적 순매수 포지션과 달러/엔 환율



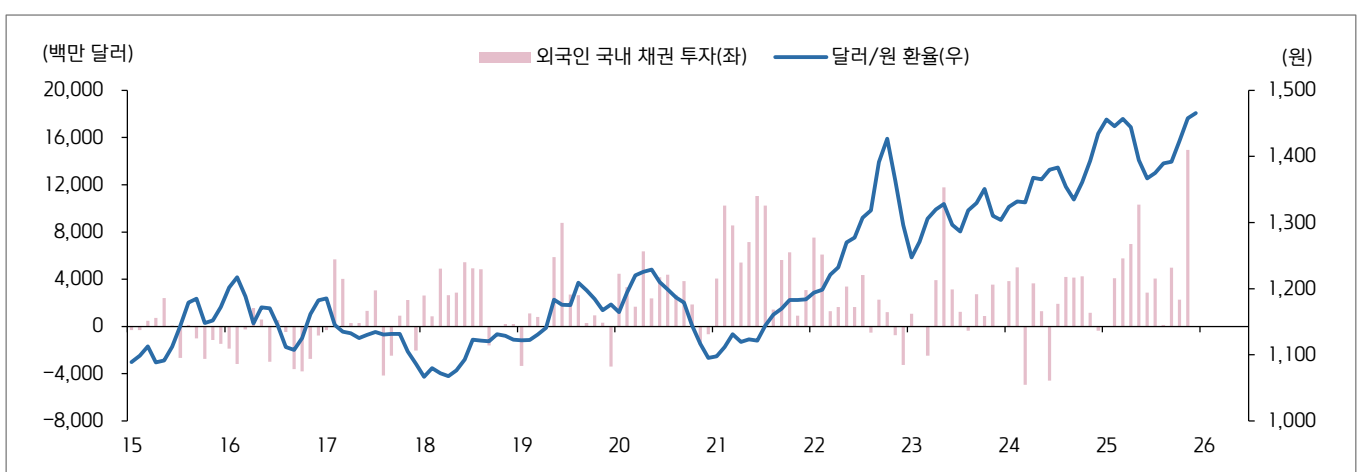
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. ③ 환율: WGBI 편입 효과 기대

- 2026년 4월 예정된 WGBI편입은 한국 국채시장에 외국인 자금 유입의 모멘텀으로 작용할 것으로 전망
  - 이번 편입을 계기로 외국인의 장기 채권 투자 확대가 예상되며, 이는 원화 가치 안정과 국채 금리 상승 압력 완화에 긍정적으로 작용 기대
- 이번 자금 유입은 민간 장기투자자 중심의 안정적인 흐름이라는 점에서 의미가 크며, 4월부터 11월 사이 500~600억 달러 규모의 유입이 예상돼 시장에 일정 수준의 완충 역할을 할 것으로 기대
- 다만, 환헤지를 동반한 투자 비중이 클 경우, 실제 원화 환전 수요는 기대보다 낮을 수 있어 환율 안정 효과는 제한될 가능성도 상존

한국 증권투자 수지 중 외국인 국내 채권 투자와 달러/원 환율 흐름



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

28. ③ 환율: RIA 제도 도입.. 해외투자 자금 '원화 복귀' 유도

- 정부는 해외 주식에 투자한 자산의 국내 환류를 유도하고, 외환시장 및 국내 증시의 안정을 도모하기 위해 '국내시장 복귀계좌(RIA: Reshoring Investment Account)' 제도를 도입
- 이 제도는 2025년 12월 23일까지 보유한 해외 주식을 매도해 국내로 유입할 경우, 양도소득세를 비과세 또는 감면하는 방식
  - 2026년 1분기(1~3월)에 복귀할 경우 100% 세금 감면 혜택이 제공돼, 특히 2월 중 자금 유입이 집중될 가능성 존재
  - 이는 2025년 미국 증시의 AI 랠리로 급증한 서학개미의 달러 수요를 완화하고, 원화 환전 수요를 유도함으로써 환율 안정 및 유동성 개선에 기여할 수 있는 정책적 장치로 평가

국내시장 복귀계좌(RIA) 핵심 요약

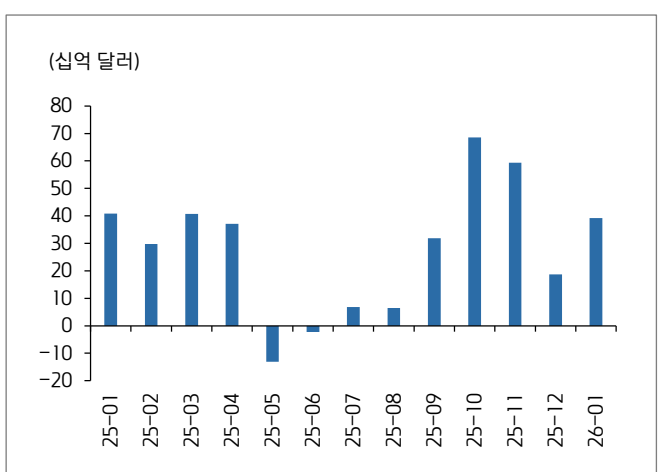
구분	주요 내용
정식 명칭	**국내시장 복귀계좌 (Reshoring Investment Account, RIA)**
도입 목적	외환시장 수급 불균형 완화(달러 공급 확대) 및 국내 자본시장 활성화
신청 대상	**2025년 12월 23일 기준** 해외 주식을 보유하고 있는 개인 투자자
수혜 조건	① RIA 계좌 개설 후 기존 해외 주식 이체 ② 계좌 내에서 매도 및 원화 환전 ③ **국내 자산(주식, 현금)에 1년 이상 투자 유지**
세제 혜택	**해외 주식 양도소득세 비과세 또는 감면(1분기 복귀 양도소득세 100% 면제, 2분기 80% 감면, 하반기 50% 감면)**
혜택 한도	**1인당 해외 주식 매도 대금 5,000만 원**까지 (해당 매도분에서 발생한 양도세 감면)
시행 시기	2026년 2월 예정 (조세특례제한법 개정 후 시행)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

29. ③ 환율: RIA 자금 유입 효과 기대

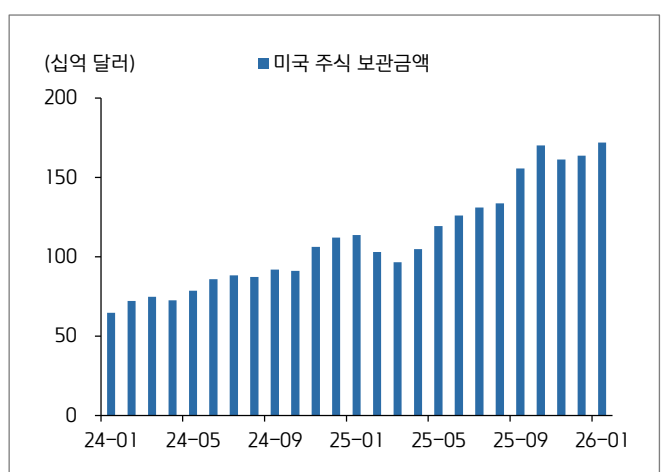
- 2025년 말 기준, 증권예탁원에 보관된 미국 주식 잔액은 약 1,600억 달러에 달하며, 이 중 10%만 환류되더라도 약 160억 달러의 공급 효과가 기대
  - 2024년 귀속 해외주식 양도소득세 신고 인원은 약 52.3만 명이며, 1인당 평균 양도차익은 약 2,800만 원으로 실제 매도 금액은 대부분 5,000만 원 이상일 것으로 추정
  - 극단적으로 모든 투자가가 RIA를 활용해 환전 한도를 최대한 채울 경우 환전 수요는 최대 약 26조원(52.3만명*5,000만원) 수준에 달하며, 2025년 연평균 환율을 적용하면 대략 184억 달러 규모로 추정
  - 2025년 개인의 미국 주식 월평균 순매수 규모는 약 27억 달러에 달해, RIA 제도 도입 시 자금 유입 효과 기대

미국 주식 순매매 결제금액



자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 1월은 1/23일 기준

미국 주식 보관금액

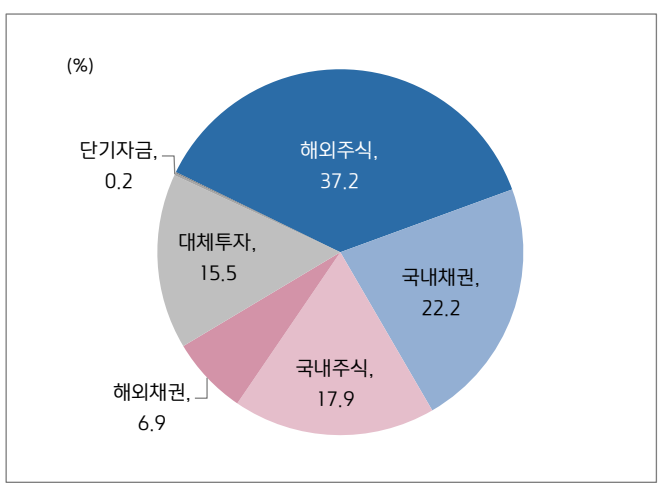


자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터

30. ③ 환율: 국민연금, 환헤지로 환율 완충 역할

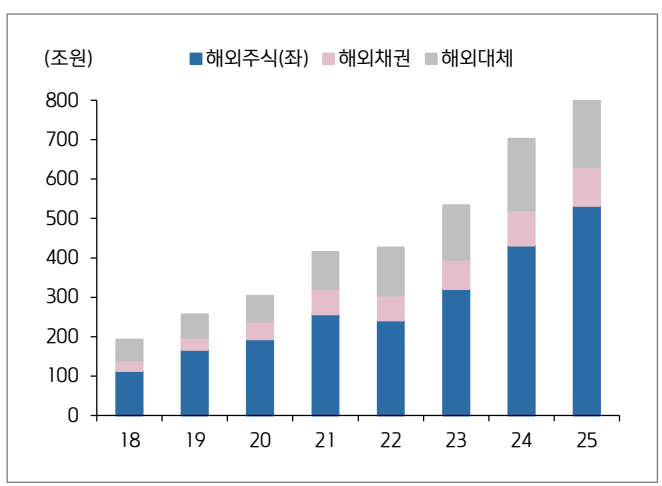
- 국민연금은 해외 자산의 환위험을 완화하기 위해 전략적 환헤지를 실시하고 있으며, 이 과정에서 시장에 달러를 공급함으로써 달러/원 환율의 상승 압력을 완화하는 역할이 기대
  - 2025년 10월 기준 국민연금의 해외 자산은 약 5,800억 달러에 달하며, 이 중 10%만 환헤지하더라도 약 580억 달러 규모의 매도 효과가 발생
- 국민연금은 해외 투자 과정에서 한국은행의 외환보유고를 활용함으로써, 외환시장에서 발생하는 직접적인 달러 수요를 연간 약 650억 달러 감소시키는 구조로 전환. 이러한 방식은 최근 서학개미를 중심으로 확대된 달러 수요를 부분적으로 상쇄하며, 환율의 급등을 완화하는 데 기여할 것으로 기대

국민연금 포트폴리오 현황(2025년 10월말 기준 비중)



자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

국민연금 연간 해외 주식, 해외 채권, 해외 대체 규모



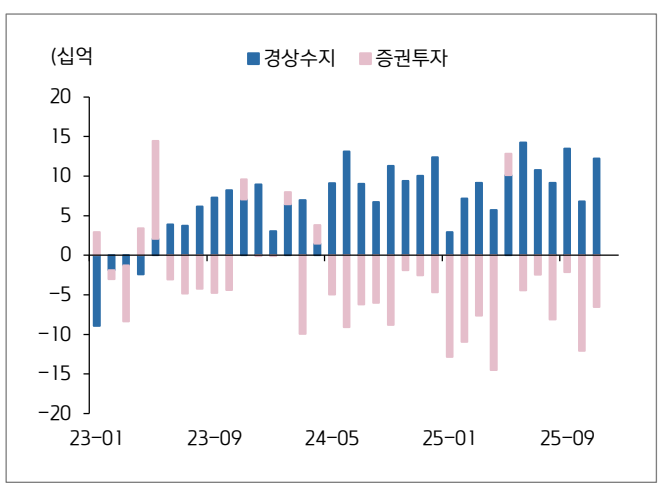
자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

키움증권

31. ③ 환율: 흑자에도 강세 못 누리는 원화..자본 유출의 시대

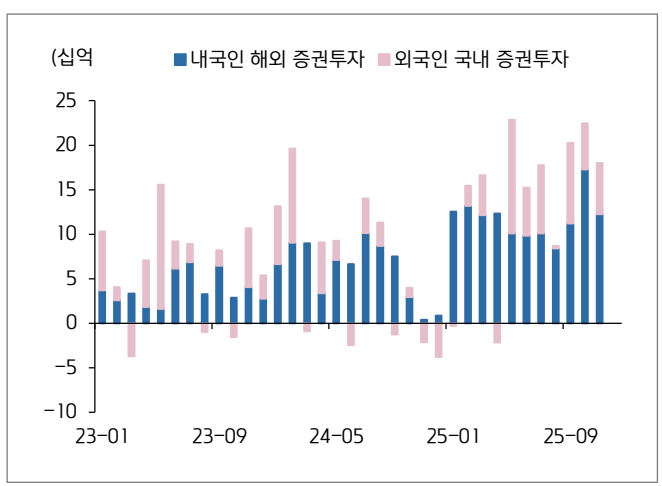
- 한국은 경상수지 흑자를 유지하고 있으나, 해외 증권 투자 및 직접투자가 빠르게 증가하면서 자본 유출에 따른 달러 수요 급증
  - 경상수지: 2023년 328억 달러 → 2024년 990억 달러 → 2025년(11월 누적) 1,018억 달러
  - 증권투자(자본 유출): 2023년 82.9억 달러 → 2024년 503억 달러 → 2025년 (11월 누적) 790억 달러로 급증
  - 직접투자(자본 유출): 2023년 131.3억 달러 → 2024년 333.6억 달러 → 2025년 (11월 누적) 246.5억 달러
- 반도체 수출로 상품수지 흑자는 유지되고 있으나, 대미 직접투자를 중심으로 한 해외투자 확대가 이어지면서 자본 유출 압력은 구조적으로 강화. 이에 외환시장에서는 경상수지보다 자본 흐름의 영향력이 커지고 있으며, 경상흑자에 따른 환율 안정 효과는 점차 약화

한국 경상수지와 증권투자수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 증권투자 마이너스 흐름은 내국인의 해외투자 증가를 의미

한국 내국인 해외 증권투자와 외국인 증권투자

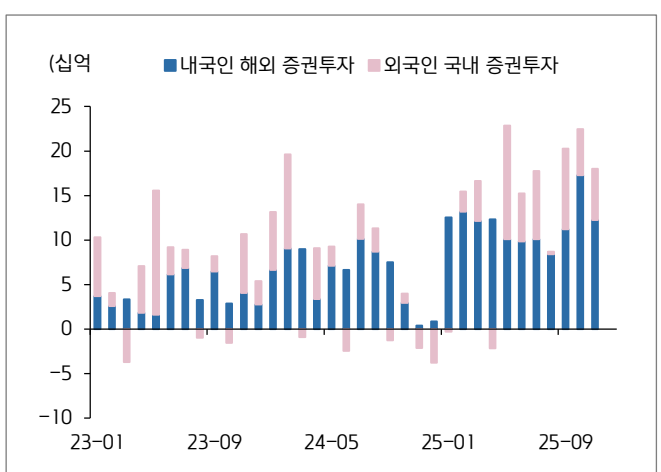


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

32. ③ 환율: 기관의 해외투자 지속, 외환시장 전통 공식 흔들

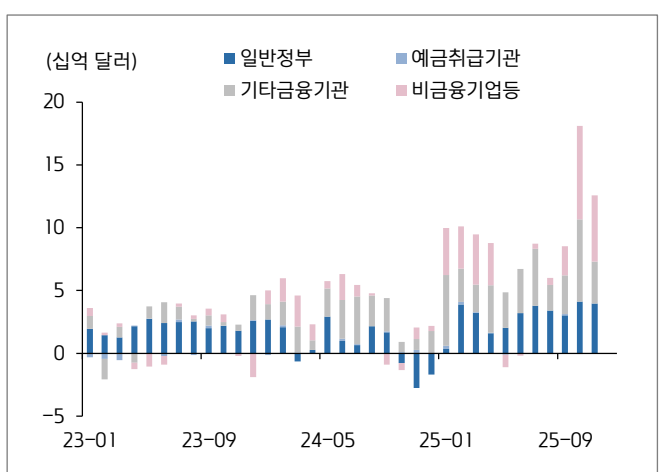
- 최근 해외 주식투자에서 비은행 금융기관(보험, 증권 등) 및 기업도 늘어나며 구조적 달러 수요가 확대되는 추세
  - 해외 주식투자 비중 변화(기준: 전체 대비)
    - 비은행 금융기관: 2023년 23.2% → 2025년(11월 누적) 39.2%
    - 기업: 2023년 -5.2% → 2025년 28.6%, 일반정부: 31.8% 수준 유지
  - 비은행 금융기관의 월평균 해외 주식 투자 규모: 2024년 20억 달러 → 2025년 36억 달러
- 장기 투자 성격이 강한 비은행 부문의 자산 다변화는 외환시장 내 달러 수급 불균형을 심화시키며, 단기 자금 흐름보다는 지속적인 구조적 달러 수요 증가 국면으로의 진입을 시사

한국 내국인 해외 주식투자와 외국인 국내 주식투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

경제주체별 내국인 해외 주식 투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

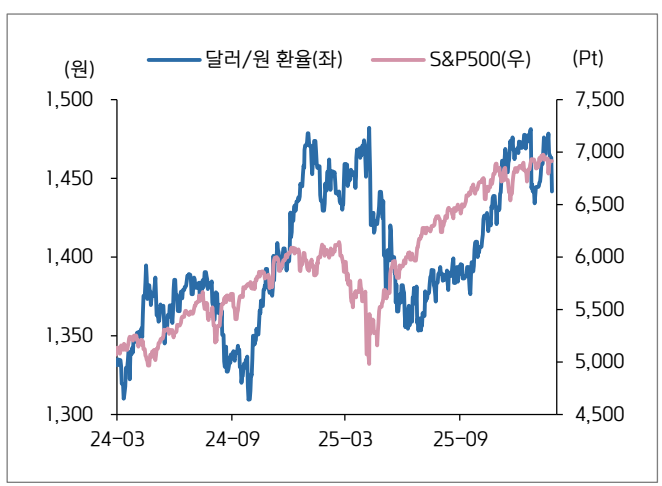
33. ③ 환율: 환율과 증시의 '디커플링', 복합 변수 시대 진입

- 과거 뚜렷했던 코스피 상승과 달러/원 환율 하락(원화 강세) 간 뚜렷한 역상관 관계가 나타났으나, 최근에는 이러한 관계는 점차 약화. 이는 한국의 수출 구조 변화와 글로벌 투자 흐름 변화에 기인
  - 한국 수출 비중이 중국에서 미국으로 이동하면서, 국내 증시는 미국 경기 흐름에 대한 민감도가 크게 높아짐
  - 전통적으로 달러 약세는 원화 강세로 이어졌으나, 대미 수출 둔화 우려가 부각될 경우에는 오히려 국내 증시에 부담
  - 해외투자 확대와 글로벌 달러 강세가 동시에 나타날 경우, 주가 흐름과 무관하게 환율이 상승(원화 약세)할 가능성 존재
- 이로 인해 환율과 증시의 연동성은 과거보다 한층 복잡해졌으며, 단순한 역상관 관계를 넘어 미국 증시와 한국 증시 간 동조화 심화 등 다차원적 상관 구조로 전환

달러/원 환율과 S&P500 주가 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 S&P500 주가 추이



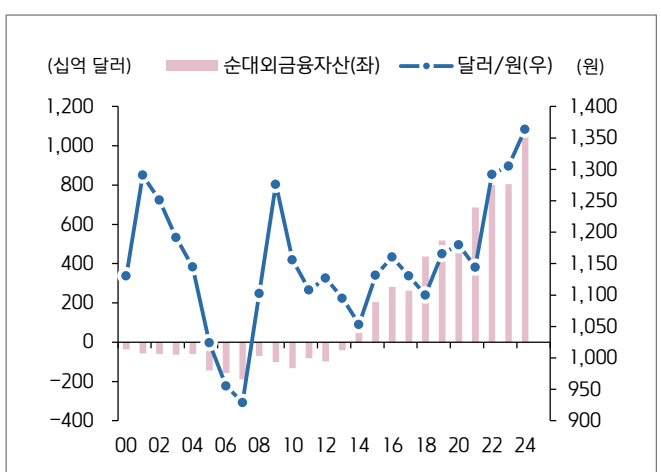
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

34. ③ 환율: 자금 유출·자산 축적 병존 국면의 원화 흐름

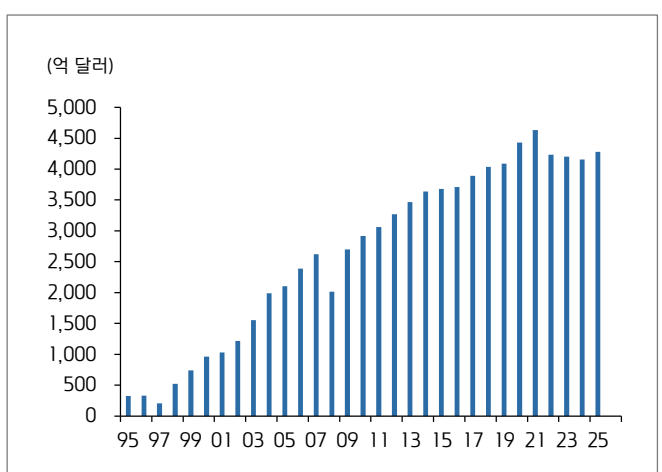
- 자금 유출과 자산 축적이 공존하는 구조적 전환 국면에서, 원화는 전반적으로 완만한 약세 흐름을 보일 전망
  - 대미 수출 민감도 상승과 미국 주식 투자 확대에 따라 자본 유출이 지속될 경우, 환율은 점진적인 상승(원화 약세) 압력을 받을 수 있음
  - 자본수지의 환율 영향력이 확대되면서, 외환시장은 경상수지보다 자금 흐름 중심의 구조가 더욱 강화
- 다만 순대외 금융자산의 확대는 외화 유동성 리스크를 완화하는 요인으로 작용
  - 외국인 이탈 시에도 내국인 해외 자산의 환류가 완충 역할을 수행할 수 있음
- 구조적인 자본 유출 압력으로 달러/원 환율의 우상향 기조는 이어질 것으로 예상되나, 축적된 해외 자산을 기반으로 원화는 급격한 변동성보다는 완만한 약세 속 비교적 안정적인 흐름을 보일 가능성에 무게

한국 순대외 금융자산과 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 외환보유고



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 01월 26일 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 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.