I리서치센터 투자전략팀I 2026년 3월 3일

3월 월간 전망
: 삼중고 장세 극복 방안

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권

Summary

Ⅰ. 전략: 삼중고 장세 극복 방안

- 중동발 지정학적 불확실성이 단기 돌발 변수로 부상한 가운데, 미 연방대법원 보편관세 위헌 판결 이후 트럼프의 관세 리스크 상존, 3월 FOMC, AI 산업 불안 등 여타 불확실성도 마주해야 하는 구간
- 기술적인 과열 부담(이격도 급등)도 누적된 상태이지만, 낮은 밸류에이션 부담 속 메모리 가격 상승 지속에 따른 반도체 중심의 코스피 이익 모멘텀 강화에 주목할 필요.
- 3월 중 주총 시즌 이후 주주환원 모멘텀 강화, 개인의 국내 증시 참여 확대 지속 등 여타 상방 재료들도 상존하는 만큼, 3월에도 코스피는 한자릿수 중후반의 상승률을 기록할 전망
- 3월 코스피 레인지 5,700~6,700pt로 제시. 업종 측면에서는 반도체(메모리 가격 상승 모멘텀 지속), 방산(지정학적 불안 재고조), 금융(은행, 증권 등 주주환원 모멘텀) 등 기존 주도주 비중을 유지. 테마 측면에서는 외국인 소비 수혜와 부의 효과가 작용할 수 있는 백화점, 호텔 등 국내 내수 소비 관련주에 주목할 필요

Ⅱ. 퀀트: AI 테마 기준, 바벨 전략 구간

- 코스피의 2026년 영업이익 전망치는 600조원을 상회하며, 100%(YoY) 성장률이 전망됨. 가파른 주가 상승에도 수익성 개선이 뒷받침되며 현재 적용받는 멀티플에 대한 부담을 낮추고 있음. 특히 주요국 증시와 비교해도 현재 전망되는 ROE 수준 대비 PBR은 개선될 여지가 남아 있음. 다만, 반도체 업종을 제외하는 경우에는 실적 보다 멀티플 상승에 기인해 주가 상승이 연출된 영향이 두드러짐. 이와 같은 반도체와 그 외 업종 간의 격차에 대한 경계감은 부담
- 한편, 스타일 측면에서는 AI 수혜에도 IT 및 제조업 전반에 기대감히 확산되며 성장주와 가치주 사이의 차별화는 제한. 그보다는 대형주 중심의 모멘텀이 지속되는 모습. 여전히 실적 모멘텀 측면에서는 IT 업종이 주도하는 모습이 나타나고, 그 외에 기계, 방산 등도 개선 중. 그 외에도 AI 테마와의 상관성이 높지 않은 동시에 이익 전망이 개선되는 금융, 소매(유통) 등도 최근 변동성 확대 구간에서 하방 안정성을 제공해줄 것으로 기대

Summary

Ⅲ. 시황: 체크해야 할 정책 모멘텀

- 자사주 소각 의무화를 골자로 한 3차 상법개정안 통과 이후에도 주가누르기 방지법, 중복상장 방지 가이드라인, 스튜어드십 코드 강화 등 후속적인 자본시장 개혁 과제 지속적으로 추진될 전망. 특히, 거버넌스 개선, 밸류업 기조 등을 감안시 3월 주총 시즌에 상장사 대상 주주제안 증가할 것으로 전망됨에 따라 저 PBR + 자사주 비중 높은 기업은 지속적으로 주목해볼 필요
- 인접국인 일본의 대미 투자 프로젝트 발표, 트럼프의 한국 대미투자 압력 강화 등으로 여당은 3월 대미투자 특별법 처리를 본격적으로 드라이브하고 있는 상태. 원전, 전력기기, 조선 등 대미투자 관련 수혜주 3월에 관심 가져볼 필요
- 한편, 정부 정책 기대감에 힘입어 3월에는 코스닥 시장의 반등 가시화될 것으로 예상. 주요 자산운용사들의 코스닥 액티브 ETF 출시, 부실기업 퇴출 방안 강화 등 정부의 코스닥 시장 정상화 정책 기대감이 지속되는 가운데 코스닥 시장으로 매기 확산 가능할 것으로 전망

Summary

I. 전략: 삼중고 장세 극복 방안

II. 퀀트: AI 테마 기준, 바벨 전략 구간

III. 시황: 체크해야 할 정책 모멘텀

Compliance Notice

- ·당사는 2월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

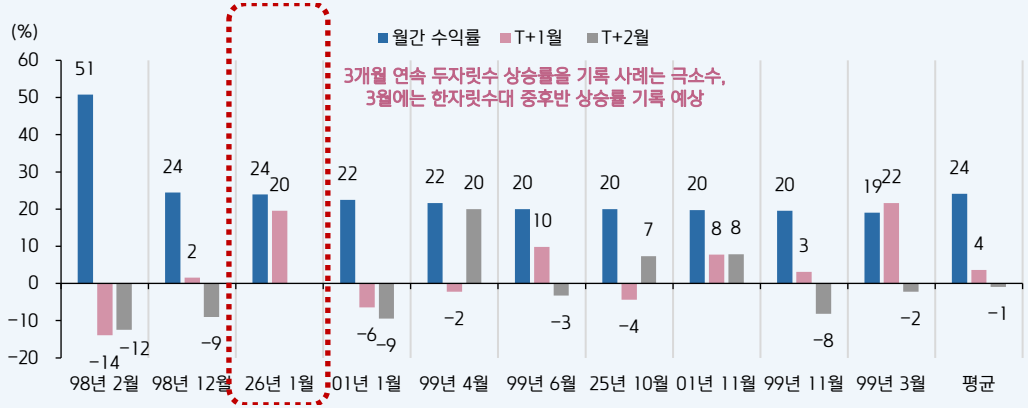
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

Part 1

전략: 삼중고 장세 극복 방안

00. (요약) 3월 증시 대응 전략

3월 코스피 예상 레인지 : 5,750~6,750pt
(월 중반까지 변동성 장세, 월 중반 이후 상승 모멘텀 개선)

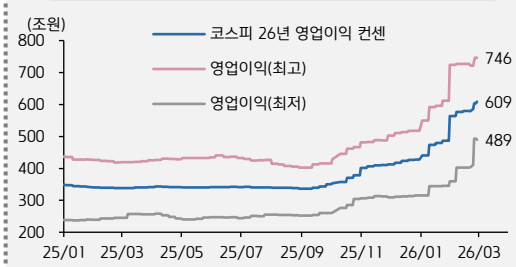


[3월 증시 대응 전략]
- 3월 코스피 밴드 5,700~6,700pt로 제시.
- 단기 과열 부담 속 미-이란 지정학 불확실성 등 대외 역풍에도, 낮은 밸류에이션 부담, 이익 모멘텀, 머니 무브 현상은 지속될 것이므로, 주도주 중심의 주식 비중 유지 전략이 적절

[코어 업종]
* 반도체 (이익 모멘텀 지속)
* 방산(지정학적 리스크 헤지 업종)

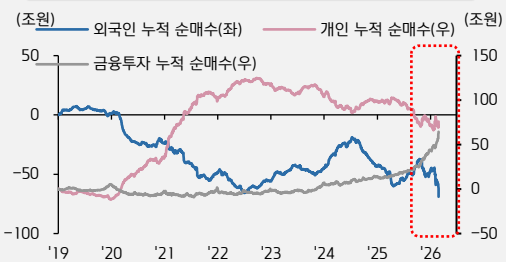
[분할 매수 대응 or 트레이딩 업종]
* 금융(상법 개정안 모멘텀 재생성)
* 내수 소비(부의 효과, 외국인 소비 증가)
* 코스닥 150(키 맞추기, 정책 기대감)

체크 포인트 1. 이익 컨센서스 추가 상향



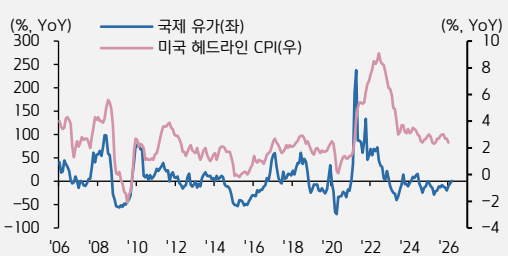
* 3월에도 반도체 중심의 코스피 영업이익 컨센서스 상향 지속 예상
* 이익 모멘텀 강화 구간에서는 외부 역풍이 쉽게 추세 훼손을 만들어 내지 않을 전망

체크 포인트 2. 증시 머니 무브



* 개인의 "현물+ETF" 조합 형태의 증시 머니 무브 현상은 3월에도 이어질 전망
* 외국인 2월 20조원 액티브 순매도에도, 외국인 패시브 순유입세 강화를 긍정적으로 볼 필요

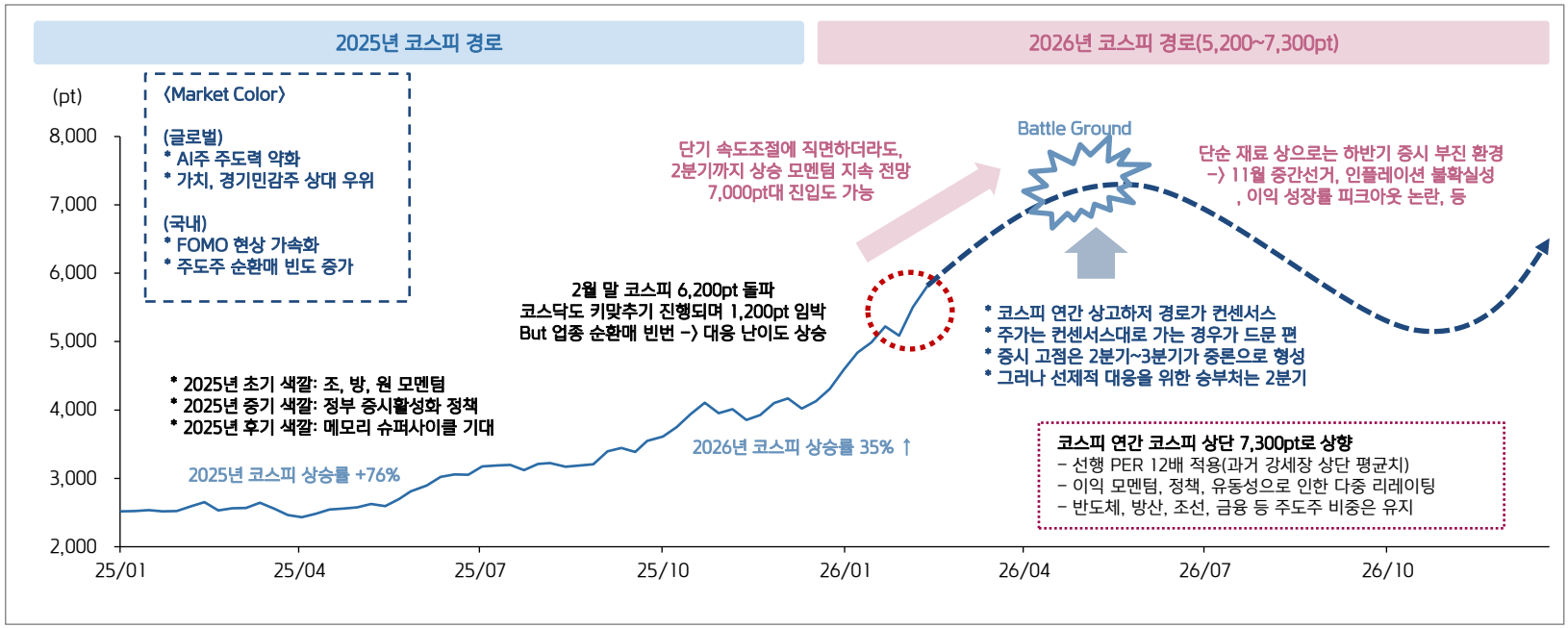
체크 포인트 3. 지정학 불확실성

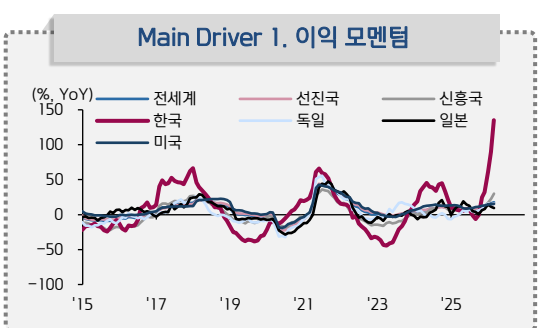


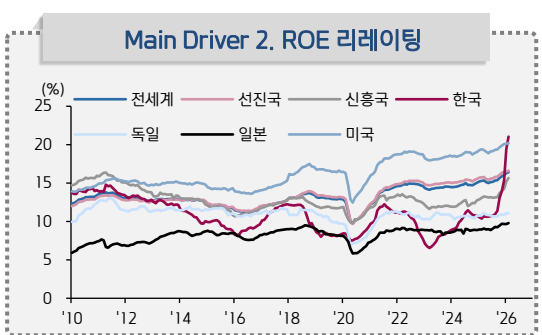
* 2월 말 미국의 이란 공습 이후 지정학적 불안이 증시 뉴스플로우를 장악 중
* 인플레이션 불확실성이 높은 구간이나, 전쟁 장기화 가능성 낮을 전망

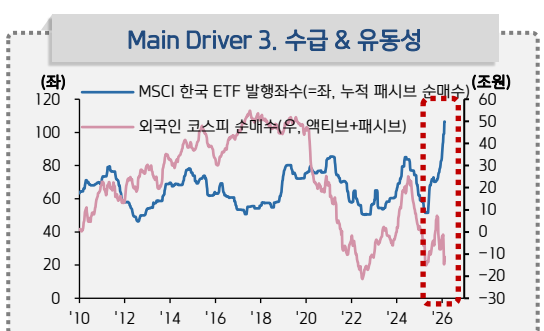
키움증권

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







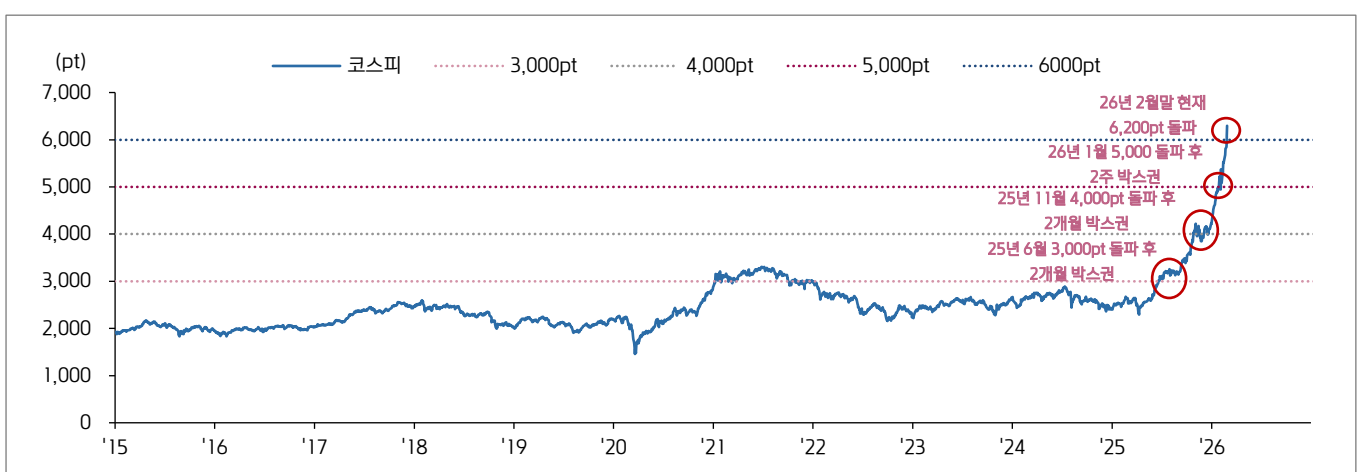


키움증권

01. 쉬는 것도 잠시, 2월에도 거침 없는 레벨업을 시현해버린 코스피

- 1월 중 사상 처음으로 5,000pt선을 돌파했던 코스피는 2월에도 역대급 랠리를 전개하면서 6,000pt를 돌파
- 통상 과거 경험 상 코스피 앞자리가 바뀔 때마다 약 2개월 가량 숨고르기를 겪는 편이었지만, 이번에는 2월 초~중순까지 약 2주 숨고르기 이후 2월 연휴 종료 이후부터 거침 없는 레벨업을 시현
- 이제 시장은 6,000pt 이상의 지수대를 바라보고 있는데, 그만큼 코스피는 과거에 좀처럼 보기 힘들었던 에너지를 분출하고 있는 환경

코스피 주가와 1,000pt대 레벨업 이후 흐름



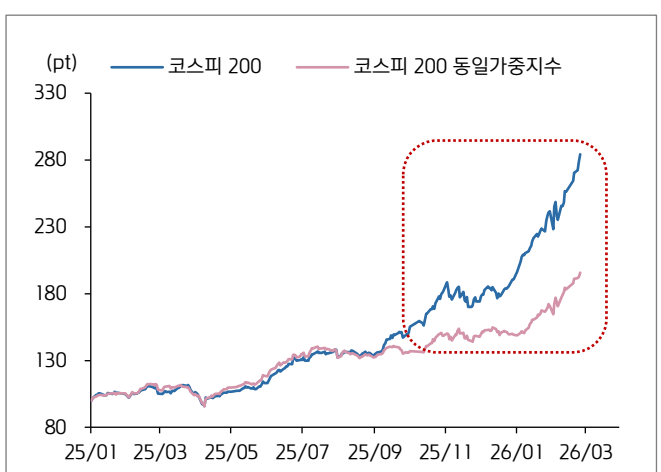
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 국내 증시 내부적으로나, 글로벌상으로도 가는 주식만 가는 환경

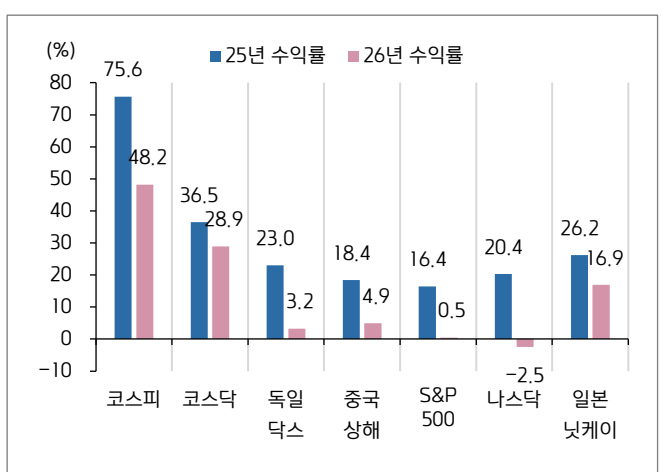
- 강세장에서 색깔은 쉽게 바뀌지 않는다는 과거의 경험이 시사한 것처럼, 이번에도 가는 주식들만 가는 환경이 지속되고 있는 실정
- 코스피 내에서는 반도체, 자동차, 금융 등 기존 주도주들의 독주 장세가 지속되면서, 코스피 200과 코스피 200 동일가중지수의 격차는 시간이 지날수록 벌어지고 있는 모습.
- 실제로 연초 이후 수익률을 확인해보면, 코스피가 48% 상승하는 동안 코스피 200은 +54%, 코스피 200 동일가중지수는 +31%로 특정 업종 쏠림 현상이 지속되고 있는 모습
- 국가 단위로 비교해봐도 마찬가지. 연초 이후 미국, 유럽, 중국 등 여타 경쟁국 증시는 중립 이하의 주가흐름을 기록했지만, 코스피, 코스닥 모두 20~40%대 폭등세를 누리면서 작년에 이어 전세계 주도주 지위를 유지

코스피 200과 코스피 200 동일가중지수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

연초 이후 주요국 증시 수익률



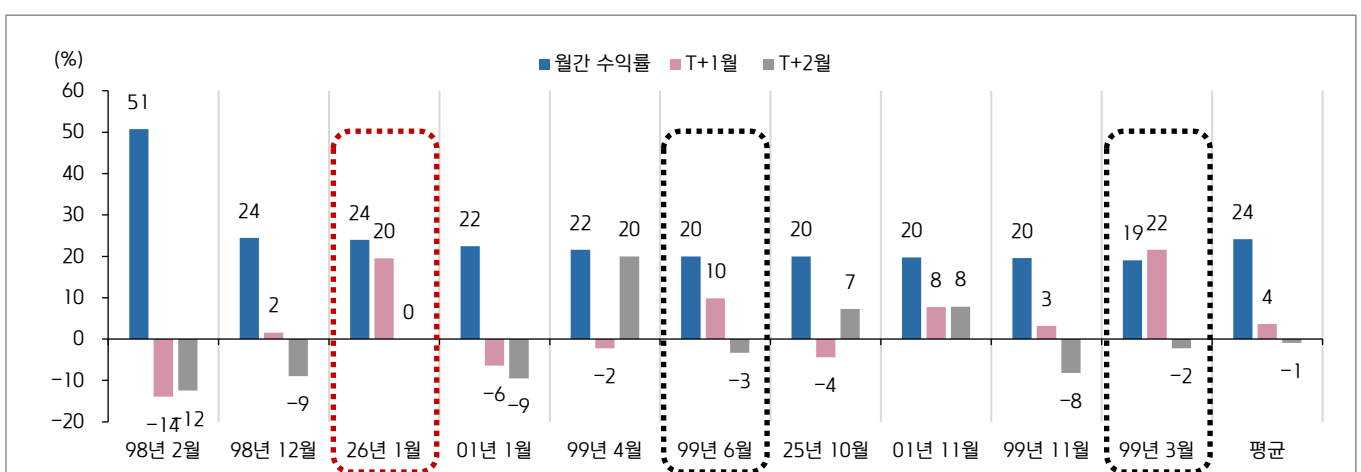
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 3월의 고민, 1~2월 폭등세를 3월달에도 이어갈 수 있을까?

- 연초 이후 전세계 주식시장 수익률 최상위권을 기록하고 있는 코스피는 현 시점에서 전세계 주도주 국가라고 해도 무방하다고 판단
- 지난해 연간 70%대 폭등도 다분히 놀랄만한 성과인 가운데, 올해 2개월 연속으로 월간 약 20%대 상승률을 기록한 것은 국내 증시 역사상 처음 있는 일. 과거 99~00년 닷컴 버블 시절 당시에도 월간 폭등세를 기록하는 일들이 여러 차례 있었지만, 3개월 연속으로 폭등세를 이어가지 못했던 상황
- 최근 블룸버그 등 주요 외신에서 평가했듯이, 현재의 강세장은 전례 없는 수준으로 진행되고 있지만, 이 같은 연초 폭등 모멘텀이 3월에도 지속 가능한지 고민도 높아지고 있음
- 이는 3월 중 일련의 대외 이벤트에 대한 증시 민감도를 높이는 요소로 작용할 것인 만큼, 국내 독자적인 호재(이익, 수급, 정책 등) 뿐만 아니라, 트럼프, 연준, AI 등 미국발 이벤트에 더 신경을 써야 하는 시점

1995년 이후 역대 월간 코스피 상승률 및 다음달, 다다음달 수익률 비교



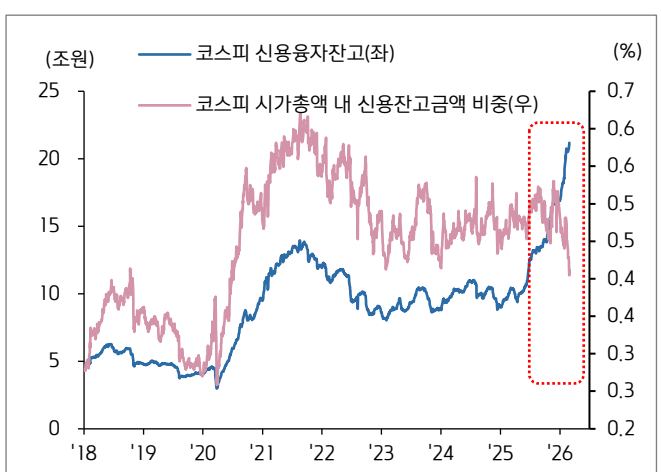
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 밀물처럼 들어오는 시중 자금, 그 과정에서 ETF 레버리지 쏠림 부담도…

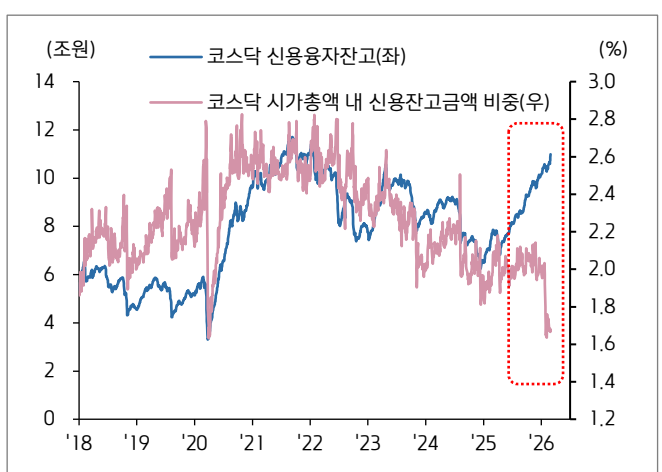
- 머니무브 가속화라는 단순 수급의 힘만으로 주가는 상승할 수 있다는 것이 시장 논리이나, 단기 지수 상승 속도 부담은 누적되고 있는 가운데, 일부 레버리지 과열 신호가 감지되고 있다는 점에 주목할 필요.
- 현재 코스피와 코스닥의 신용잔고는 각각 21조원, 11조원으로 사상 최고치를 기록 중에 있으며, 동시에 각 시장 전체 시가총액에서 신용잔고 금액이 차지하는 비중은 오히려 급락하고 있다는 점이 특징적인 부분
- 과거 과열 국면 당시에 비해 신용잔고 부담이 크지 않다는 점은 안도 요인이나, 현재는 개인들이 개별 신용을 쓰기보다는 레버리지 ETF 등 패시브 레버리지 수단을 활용하는 전략이 증가하고 있는 상태
- 따라서, 패시브 수급은 상승 국면 뿐만 아니라 조정 국면에서도 높은 영향력을 발휘하는 만큼, 3월 중 대외 불확실성의 확산 정도에 따라 "한번에 들어오는 돈 -> 한번에 빠져나가는 돈"으로 변이되는 지를 결정할 전망

코스피 신용잔고 및 전체 시총 내 신용잔고 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥 신용잔고 및 전체 시총 내 신용잔고 비중



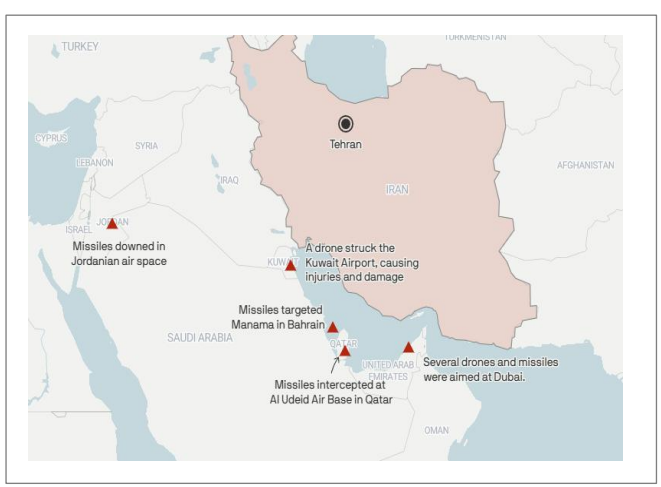
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 미국의 대이란 공습, 베네수엘라 공습과는 체급이 다른 사안?

- 3월 증시 방향성 베팅을 놓고 시장 참여자들의 엇갈린 의견이 공존하는 상황 속에서 28일 주말 중 미국과 이스라엘의 이란 공습 사태 이후 중동발 지정학적 리스크가 돌발 변수가 급부상하고 있음
- 3월 초 현재까지도 관련 뉴스플로우가 쏟아지면서 사태 전개 방향을 예측하기가 갈수록 어려워지고 있는 실정. 또 이번 이란 공습은 1월 베네수엘라 공습과 달리 수 시간 만에 종료되는 것이 아니라, 장기화될 가능성이 높다는 것이 지배적인 의견(트럼프도 3~4주 정도 소요될 것이라고 언급하기도 함)
- 베네수엘라 공습 당시에는 " 마두로 대통령 생포 " 라는 제한된 목표에 집중한 작전이었으며, 이미 국제적으로 고립된 국가이기 때문에 미국 입장에서는 " 저위험 – 고보상 " 의 행동이었음
- 하지만 이번에는 " 하메네이 체제의 정권 교체 " 라는 국가 시스템 변화에 목표를 두고 있으며, 미국 포함 주변국 피해까지도 감내야 하는 "고위험 – 고보상"의 성격이 짙다고 판단

미국과 이스라엘의 이란 공습 이후 전쟁 불확실성 확대



자료: AXIOS, 키움증권 리서치센터

레짐 체인지를 시사한 트럼프

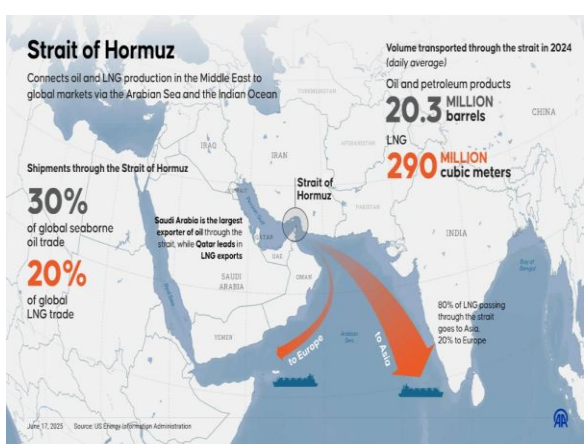
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 인플레이션 리스크를 확대시킬 수 있다는 점에서 시장의 긴장감은 상승 중

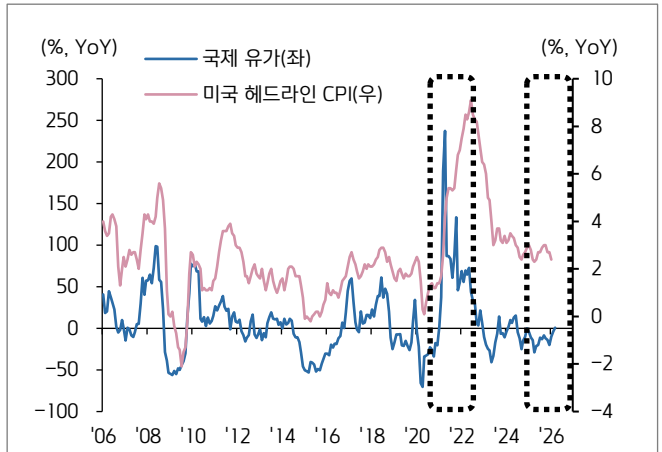
- 이란은 대규모 탄도 미사일, 드론 등 자체 전력을 구축하고 있으며, 전세계 원유 수송량의 20~30%를 차지하는 호르무즈 해협을 통제할 수 있다는 점에서 사안의 심각성이 높은 편
- 아직 공식적인 통제를 하지 않았으나, 공습 이후 호르무즈 해협을 다니는 선박이 급감하고 있는 가운데, 이란이 사우디의 정유시설에 드론 공격을 시도하는 등 전세계 원유 생산 차질 불안이 높아지고 있는 시점
- 물론 사우디 정유시설은 과거에도 이란이 공격한적 있었으나, 당시에는 후티 반군을 통한 대리공격, 간접적인 추정 공격 성격이 강했지만, 이번에는 직접적으로 타격했다는 점이 우려스러운 부분
- 그 여파로 WTI는 하루만에 7%대 내외 급등세를 보이면서 70달러대 초반 수준에 도달(연초 50달러 후반). 향후 전쟁 장기화에 따른 원유 수급 불안 심화 시, 22년 러-우사태처럼 인플레이션 리스크가 증시에 큰 위협이 될 가능성을 배제할 수 없는 상태

호르무즈 해협의 경제적 중요성



자료: CNN, 키움증권 리서치센터

국제 유가와 미국 헤드라인 인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 중동발 지정학적 리스크는 시나리오로 접근

- 현재 사태를 특정 방향으로 예단하기 어려운 만큼, 시나리오별로 접근하는 전략이 현실적인 대안
- 기본 시나리오 (WTI $72~78대): 중동 원유 생산 일부 차질 및 호르무즈 해협 부분 봉쇄를 가정. 전면적 공급 중단은 아니며, 제한적 공급 우려가 리스크 프리미엄으로 반영되는 국면
- 베스트 시나리오 (WTI $60대): 중돈 생산 차질 없이 호르무즈 해협이 안정적으로 유지될 경우, 선반영된 전쟁 프리미엄이 해소되며 수급 펀더멘털 중심으로 유가가 점진적으로 안정될 전망.
- 워스트 시나리오 (WTI $85 이상): 사우디 등 주요 걸프 산유국으로 생산 차질이 확산되고 호르무즈 해협이 완전 봉쇄될 경우, 공급 쇼크와 함께 유가 폭등 현실화, 인플레이션 재확대와 금융시장 변동성 확대 불가피.
- 결국, 유가는 물리적 공급 차질화 정도가 관건이며, 당분간 관련 뉴스 플로우가 시장 심리를 변화시키면서 가격 변동성에 영향을 가할 것으로 예상

미국의 이란 공습 관련 키움증권의 예상 시나리오

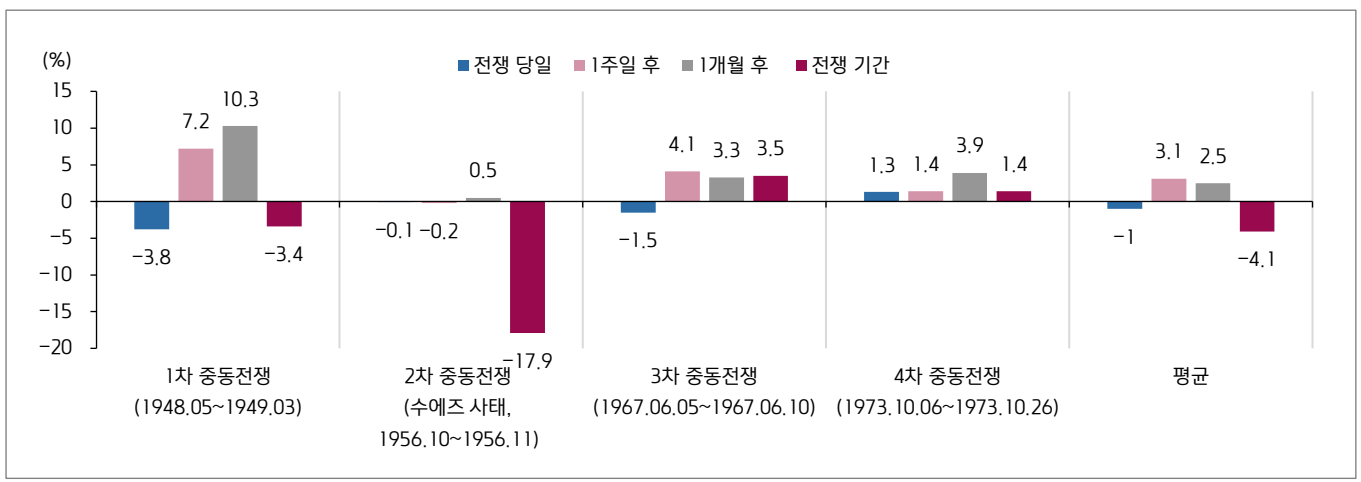
구분	베스트 시나리오	기본 시나리오	워스트 시나리오
중동 원유 생산	차질 없음	**일부 단기 차질 발생**	대규모 차질 발생
호르무즈 해협	해협 봉쇄 이후 재차 정상화	**일주일 내 호르무즈 해협 봉쇄**	일주일 이상의 완전 봉쇄
원유 공급 영향 범위	공급 차질 없음, 전쟁 프리미엄 해소	**제한적 공급 우려, 리스크 프리미엄 반영**	사우디 등 주요 걸프 산유국으로 확산, 공급 쇼크 현실화
WTI 유가 전망	60달러대 회귀	**72~78달러**	85달러 이상 급등
참고 사례	원유 수급 펀더멘털 중심 공급 우위의 가격 결정 복귀	**과거 이스라엘-이란 군사 충돌 시 유가 10~15% 상승했던 경험**	러-우 전쟁 초기 급등 / 과거 사우디 시설 공격 당시에 유가가 단기 급등했던 경험
금융시장 영향	변동성 완화	**제한적 변동성 확대**	인플레이션 불확실성 증가 및 금융시장 변동성 큰 폭 확대

자료: 키움증권 리서치센터

08. 하지만 전쟁이 증시에 미치는 장기적인 충격은 제한적이었던 경험을 참고

- 전쟁이라는 것은 당시의 국제 정세 흐름, 각국 지도자의 심정 변화, 국가간 이념 대립 등 여러 요인들이 개입하는 과정에서 예측 불가능한 방향으로 흘러가기도 하는 편. 이번 미국과 이란의 무력 충돌 이후 전개 과정도 상황에 따라 빈번하게 바뀌면서 대응의 어려움이 있으나, 과거 중동 전쟁 당시 주가 변화를 살펴보는 것은 유의미한 작업
- 지난 4 차례 중동전쟁(1948 년, 1956 년, 1967 년, 1973 년) 당시에, S&P500 기준으로 평균 등락률이 당일 -1.0%, 1 주일 후 +3.1%, 1 개월 후 +2.5%, 전체 전쟁 기간 중 -4.1%를 기록
- 주가 하락이 이례적으로 컸던 2 차 중동분쟁(수에즈 위기), 혹은 1990년대 걸프전, 2022년 러-우 전쟁 급으로 사태가 격화되지 않는 이상, 주식시장에 미치는 영향은 제한적이었다고 판단
- 시장은 과거의 사건을 학습하는 경향이 존재. 전쟁 충격 역시 수개월 내에 회복됐던 경험이 축적된 덕분에, 시장 참여자들의 조정 시 매수 심리를 강화 시킨다는 점도 주목해볼 필요

과거 1~4차 중동전쟁 당시 S&P500의 주가 변화율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

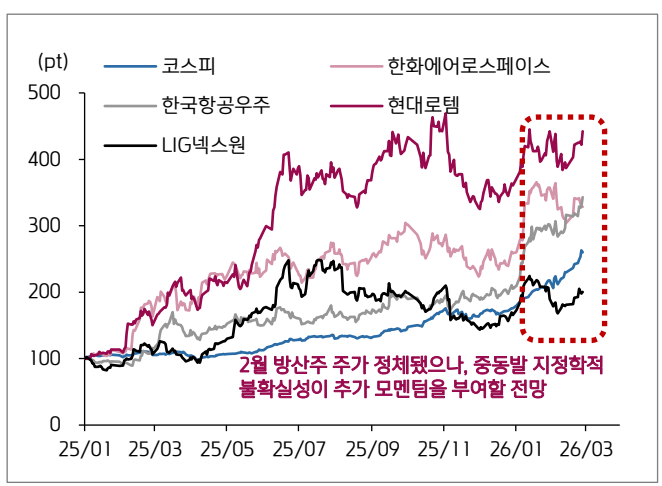
09. 지정학적 분쟁의 상수화, 방산주들의 증시 주도력을 부여할 전망

- 결국, 과거 학습 효과에 더해 각국 정부의 대응 능력, 산유국 증산 가능성 등을 고려 시, 이번 지정학적 사태가 증시의 추세 전환을 만들어 내지 않을 것으로 판단.
- 동시에 그린란드 사태, 베네수엘라 공습, 이란에 대한 대대적인 공습 등 연초 이후 미국의 군사 개입이 강화되는 등 지정학적 분쟁은 상수화될 것이라는 점을 염두에 둘 필요. 지정학적 분쟁의 상수화는 방위산업에게 있어서, 평화 배당금의 시대가 끝나고 "분쟁 자본 지출"의 시대로 이행하고 있음을 시사하며, 이는 주식시장 내 방산주에 대한 시장의 선호도를 지속적으로 늘리는 유인을 제공할 전망
- 이번 미국과 이란의 무력 충돌 역시 마찬가지. 지난 2월 코스피가 20% 가까운 랠리를 하는 과정에서 반도체, 자동차, 증권 등 여타 주도주들에 비해 방산주들의 주도력은 약화되고 있다는 평가를 받았던 상황. 하지만 과거 22년 러-우 전쟁 당시에 그랬던 것처럼, 주식시장 고유 관점에서는 지정학 리스크가 방산주들에게 신규 모멘텀을 제공할 수 있다는 점에서 당분간 방산주 비중 확대 전략으로 대응해볼 만하다고 판단

2022년 러-우 전쟁 당시 방산주 주가

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

2025년 이후 방산주 주가



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 지정학 뿐만 아니라 관세 측면에서도 트럼프 노이즈는 여전

- 연방대법원이 국가비상경제권한법(IEEPA)에 근거한 상호관세 부과는 위법이라고 판결을 내렸지만, 트럼프 불확실성이 완전히 소멸되지는 않았다는 점에 주목할 필요. IEEPA 이외에도 무역확장법 232조, 무역법 122조 등 여타 우회수단을 통해 관세 형태를 유지할 수 있기 때문(국내 정부도 상호관세 위법 판결에도, 3,500억달러 대미투자는 계획대로 하기로 결정)
- 실제로 트럼프는 기자회견을 통해, 무역법 122조를 토대로 전세계 국가에 대한 추가 관세 15%를 부과할 것이라고 엄포를 놓은 상황. 무역법 122조에 근거한 관세는 최대 150일까지밖에 부과 수 없으며, 연장을 위해서는 의회 승인이 필요한 만큼, 장기간 관세를 유지하기 위해서는 현실적인 제약사항이 존재.
- 하지만 150일 이전에 기존 관세를 취소한 뒤 재부과를 하면서 관세를 유지할 수 있으며, 여타 무역법을 통해서도 관세 부과할 수 있음,

트럼프의 관세 부과 우회수단

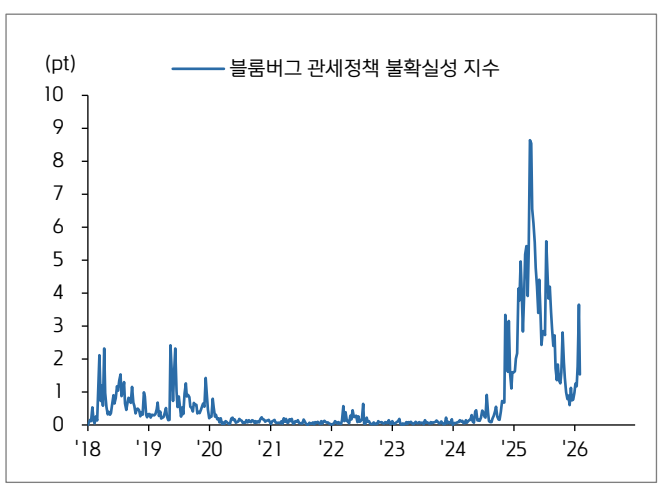
	주요 발동 요건 및 명분	주요 특징	현재 트럼프 행정부 동향
무역법 122조	심각한 국제수지 적자	• 최대 15% 관세율 제한 • 최대 150일 기한 (연장 시 의회 승인 필수) • 사전 조사 없이 즉각 발동 가능	판결 직후 전 세계 대상 15% 단기 할증 관세 발동 (2/24 발효 예정)
무역법 301조	교역국의 불공정·차별적 무역 관행 (지식재산권 침해 등)	• 무역대표부(USTR)의 공식 조사 및 공청회 필요 • 실제 부과 결정까지 통상 수개월 소요	기존 대중국 관세 유지 및 새로운 광범위한 불공정 무역 조사 개시 발표
무역확장법 232조	특정 수입품이 '국가 안보'에 위협이 되는 경우	• 상무부의 공식 조사 및 보고서 필수 (270일 소요) • 자동차, 철강 등 특정 산업/품목에 한정	기존 철강, 알루미늄 등에 부과된 국가 안보 관세 전면 유지 방침 재확인
무역법 201조	수입 급증으로 인한 국내 산업의 심각한 피해 (세이프가드)	• 독립 기구인 국제무역위원회(ITC) 조사 필요 • 부과 기간 최장 8년(최초 4년)으로 제한	트럼프 대통령이 기자회견에서 향후 활용 가능한 추가 대안 중 하나로 언급
관세법 338조	**미국 상거래를 차별하는 국가에 대한 보복**	**• 최대 50% 추가 관세 부과 가능 • 실제 발동 사례가 전무하여 사문화된 조항 성격**	**트럼프 대통령이 향후 활용 가능한 강력한 대안 중 하나로 직접 거론**

자료: 키움증권 리서치센터

11. 관세 불확실성은 지속되겠으나, 시장은 내성과 학습효과를 체득

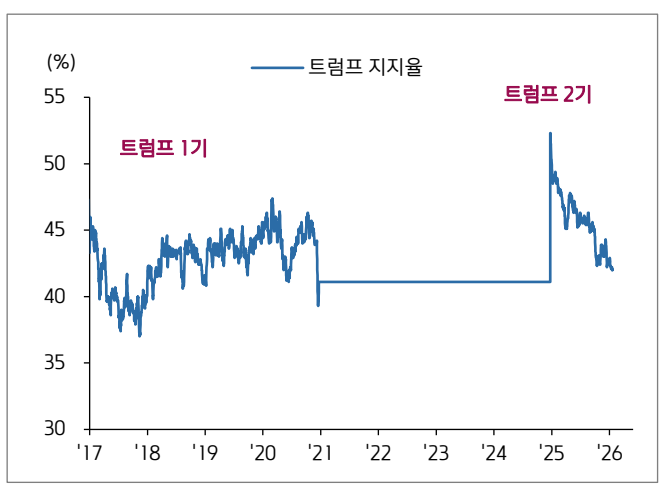
- 이처럼 대법원의 관세 위헌 판결에도 관세 불확실성은 잔존해있으며, 24일 예정된 트럼프 연설에서도 추가적인 불확실성에 직면할 수 있을 것으로 판단.
- 그러나 이미 시장은 관세 리스크에 수차례 노출되고 가격 조정을 겪는 과정에서 학습효과가 생겼다는 점에 무게 중심을 둘 필요.
- 오늘 10월 중간선거를 앞두고 지지율이 하락하고 있는 트럼프가 작년 4월과 같은 관세 횡포 노선을 유지할 유인도 크지 않다고 판단

관세정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 지지율



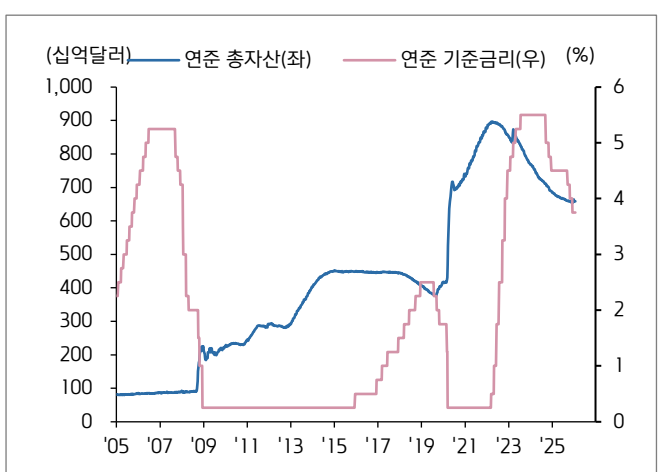
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 연준 통화 정책, 3월 중순 이후 시장의 관심권 중심에 들어올 예정

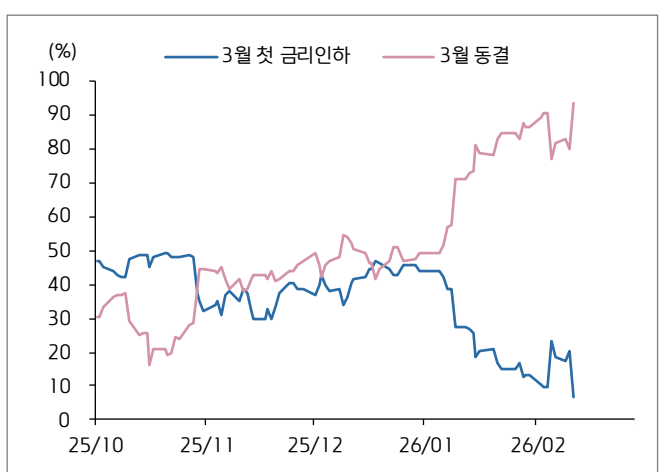
- 지난 1월 말 케빈 워시의 차기 의장 지명 이후로 시장은 연준의 정책 불확실성을 높게 가져가고 있는 모습
- 이는 워시가 금리 인하를 지지하면서도 양적 긴축(QT) 중단에는 반대해 왔으며, 과거 경기 침체기 당시에도 인플레이션 리스크를 주장하는 등 매파적 성향의 인물이라는 복합적 이력에서 기인.
- 관세 불확실성과 연준의 정책 불확실성이 맞물리는 과정에서 시장 내 노이즈는 빈번하게 주입될 수 있다, 3월 중 CPI, 고용, 케빈워시 상원 청문회를 소화하는 과정에서 시장의 확률 베팅이 변할 수 있다고 판단
- 최근 잇따른 지표 호조로 3월 FOMC 금리 인하는 물 건너간 분위기지만, 아직까지 Fed Watch 상 연준의 금리 인하 스케줄이 '연내 2회'로 유지되고 있다는 점에 주목할 필요

연준 총 자산과 연준 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

3월 FOMC 금리인하 확률



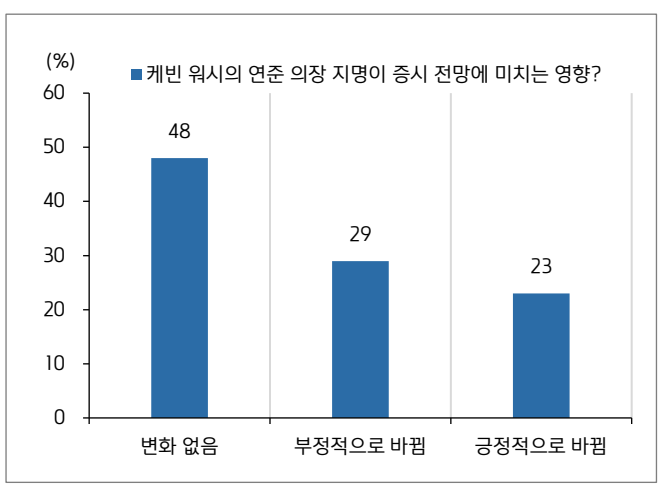
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 케빈 워시, 3월 FOMC 등 연준 불확실성은 당분간 높은 수준을 유지하겠지만..

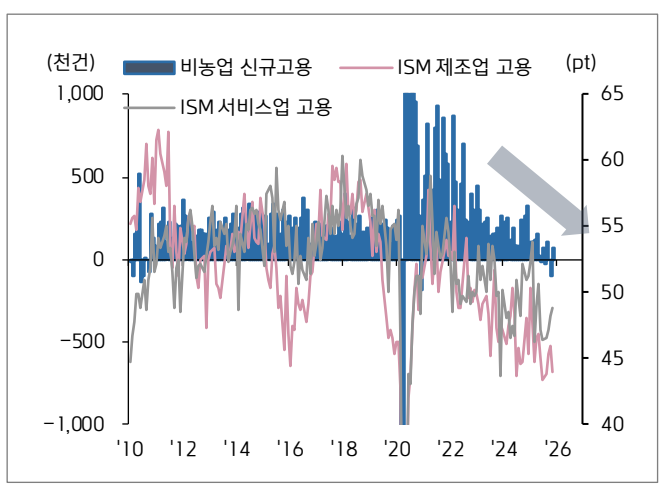
- 일단 3월 중순 예정된 상원 인준 청문회에서 워시는 공화당과 민주당 양측의 요구에 맞춰 답변해야 하므로 본인의 극단적 성향을 완전히 밝히지 않을 것으로 보임.
- 결국 지금 시점에서는 연준의 본질적인 성향인 ' 데이터 의존성 ' 에 주목하는 것이 적절. 3월 FOMC 금리 동결 가능성은 유력하나 이미 시장은 대비를 마친 상태. 핵심은 3월 말 공개될 점도표와 경제 전망의 변화에 있음
- 여전히 고용 둔화, 인플레이션 압력 제한 등 연준의 금리 인하 명분은 크게 훼손되지 않았기에, 상반기 금리 인하 기대감은 그대로 가져가는 전략이 적절
- 또한 2월 1일 블룸버그 서베이에서, 차기 연준 의장 지명 이후 시장 참여자들의 증시 전망에 "큰 변화가 없다(응답률 48%)"가 "부정적으로 바뀌었다(29%)"보다 높은 응답률을 기록한 점도 같은 관점에서 접근할 필요.

케빈 워시 지명 이후 증시에 대한 시장 참여자들 전망 변화



자료: Bloomberg Survey(26.02.01), 키움증권 리서치센터

미국의 주요 고용지표



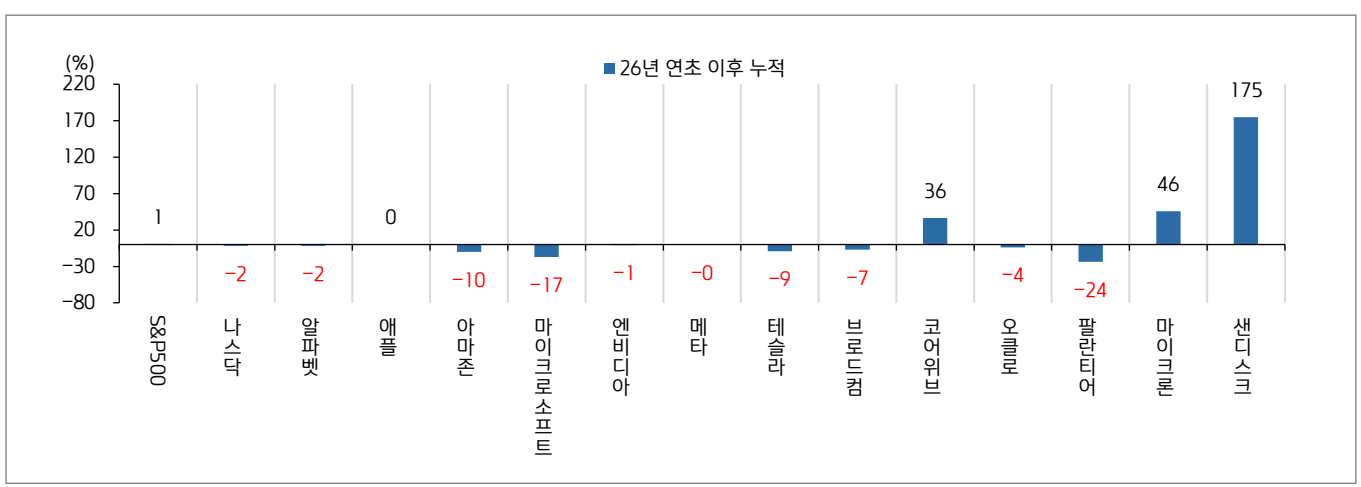
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 3월에도 계속 끌고 가야 하는 증시의 족쇄, 미국 AI주 불안

- 지난해 연말부터 본격적으로 부각되기 시작한 AI주들의 수익성 불안은 3월 현재까지도 좀처럼 쉽게 해소되지 못하고 있는 양상
- 전세계 주식시장의 대장주 역할을 해왔던 이들의 주가 향방은 여전히 간과할 수 없는 변수인 가운데, 연초 이후 "조정 시 매수 " 전략이 작동하지 않은 채 취약한 주가 흐름을 보이고 있는 실정

연초 이후 미국 AI, 빅테크 등 기존 주도주들의 주가 변화(~2월 28일)



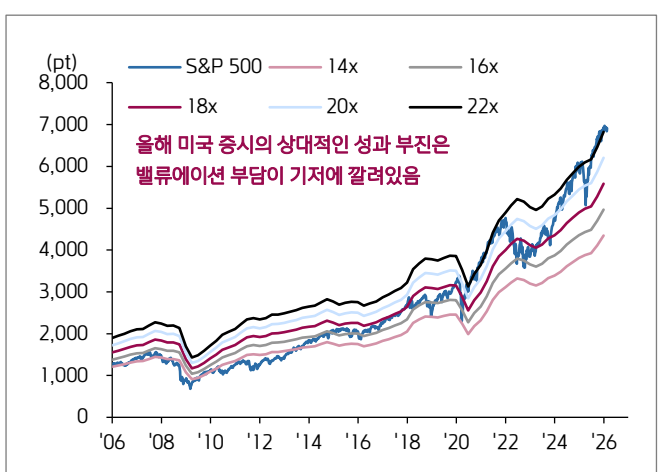
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 누적된 강세장의 후유증 + AI 수익성 불안 = 낮은 밸류 부담에도 부진한 주가

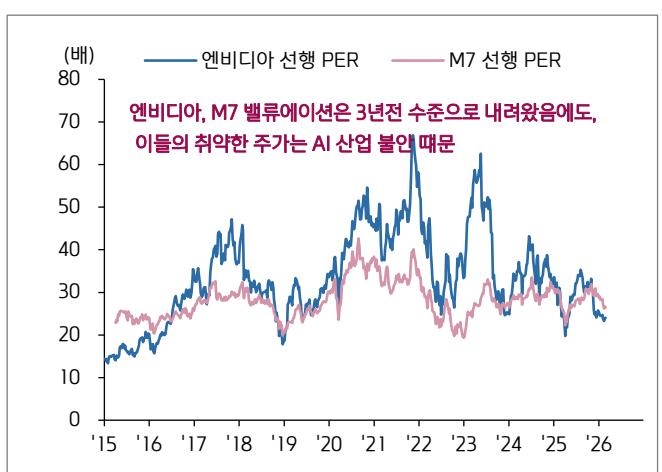
- 미국 증시의 성과 부진은 지난 2~3년간 강세장에서 밸류에이션 부담이 누적된 데서 기인한 측면이 존재
- 주도주인 M7주들은 오히려 밸류에이션이 3년전 수준으로 내려왔음에도, 이들 주가가 좀처럼 회복 탄력성을 보이지 못한 추가적인 원인은 AI주를 둘러싼 부정적인 내러티브가 확산되고 있다는 데서 기인
- 현재 시장은 하이퍼스케일러 업체들의 대규모 AI CAPEX 확대를 "투자 대비 수익성, 효율성" 측면에서 부정적으로 해석하고 있는 실정
- 상황이 이렇다 보니, 지난 2월말 엔비디아가 어닝 서프라이즈를 기록했음에도, 연속적인 주가 하방 압력을 맞은 것도 동일한 우려에서 비롯된 것으로 판단

S&P500의 선행 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔비디아와 M7의 선행 PER



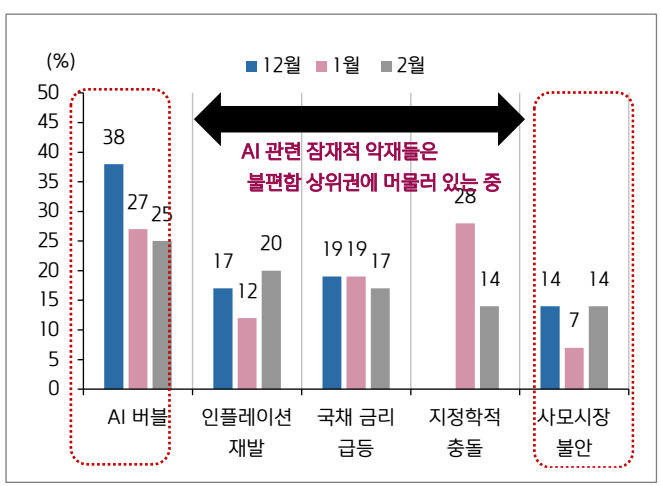
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 제이미 다이먼의 금융위기 전조 증상 발언, 타이밍 상 시장 심리에 부정적

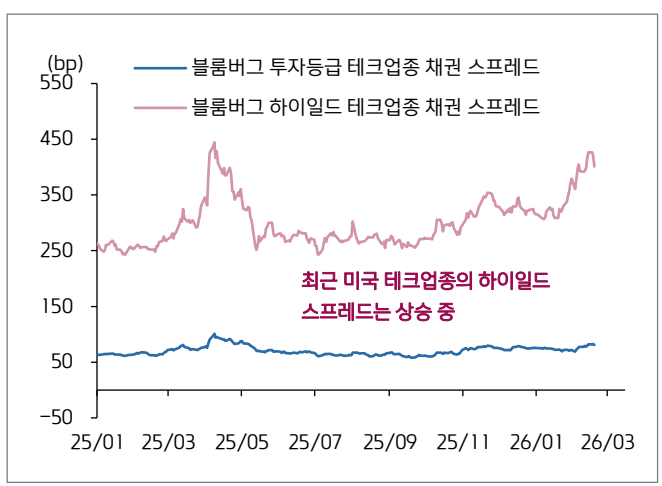
- 1월 중 글로벌 펀드매니저들이 서베이상 시장의 잠재적인 위험인 1순위가 지정학적 충돌(응답률 28%)이었지만, 2월 서베이에서는 AI버블(25%)이 다시 1위로 올라온 상태(2위는 인플레 상승, 3위는 금리 급등, 4위는 지정학적 충돌).
- 그 가운데, 2월 말 제이미 다이먼 JP모건 회장이 AI 소프트웨어 산업 및 신용시장을 향해 금융위기 이전의 징후가 보인다고 언급했으니, 시장 참여자들이 긴장을 하는 것도 잘못된 행동은 아닐 것
- 테크업종의 하이일드 스프레드가 연초 300bp 초반대에서 2월말 현재 400bp 초반대로 급등하는 등 크레딧 시장에서도 부정적인 신호가 감지
- 2월 중 주식시장에서도 앤트로픽 사태를 빌미로 AI 투매현상이 출현하다 보니, 이전보다 시장은 AI에 대한 부정적인 민감도를 높이고 있는 환경

글로벌 시장 펀드매니저들이 생각하는 잠재 위험



자료: BofA Survey(26.02), 키움증권 리서치센터

미국 테크업종의 채권 스프레드



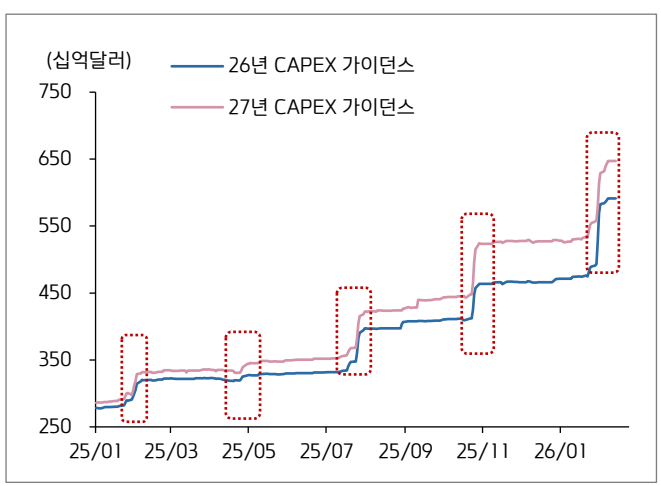
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 하지만 현재 AI주들의 불안은 과장된 성격이 강해

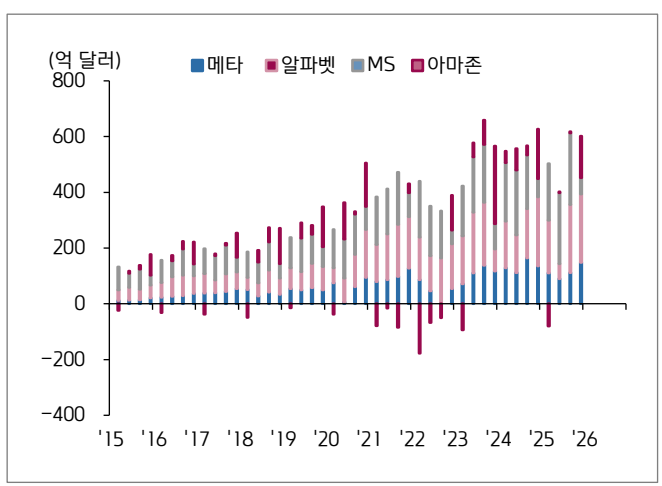
- 금융시장에서는 가격 변화가 시장참여자들의 심리와 행동에 영향을 주는 경향이 존재. AI주들의 주가 불안, 크레딧 시장에서 스프레드 상승 등 일련의 부정적인 가격 변화들이 자기 실현적인 예언을 만들어낼 소지가 있음
- 만약 제이미 다이먼의 예측이 현실화되어 금융위기급 대형 악재가 발생한다면, 연초 이후 미국 증시와 탈동조화를 보이면서 6,000pt대에 진입한 코스피도 조정의 충격을 피해갈 수 없을 것으로 판단,
- 하지만 현재의 불안은 과장된 측면이 크다고 판단. 현재 AI 산업을 이끌고 있는 것은 아마존, 알파벳, MS, 메타 등 4개의 하이퍼스케일러 업체로 이들은 올해 합산으로 약 6,500억 달러에 육박하는 CAPEX 지출을 발표.
- 여기서 대규모 CAPEX 확대에도 자유현금흐름(FCF)은 "+" 영역에서 견조한 흐름을 유지하고 있다는 점에 주목할 필요. 과거 닷컴버블이나 금융위기 당시에는 실체가 없는 미래 수익, 모기지를 레버리지로 쌓은 것이었지만, 지금 이들은 실제로 수익을 내고 있으며, FCF 상태도 견조하다는 점이 차별화된 부분

하이퍼스케일러(MS, 아마존, 메타, 알파벳)의 CAPEX



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러(MS, 아마존, 메타, 알파벳)의 FCF



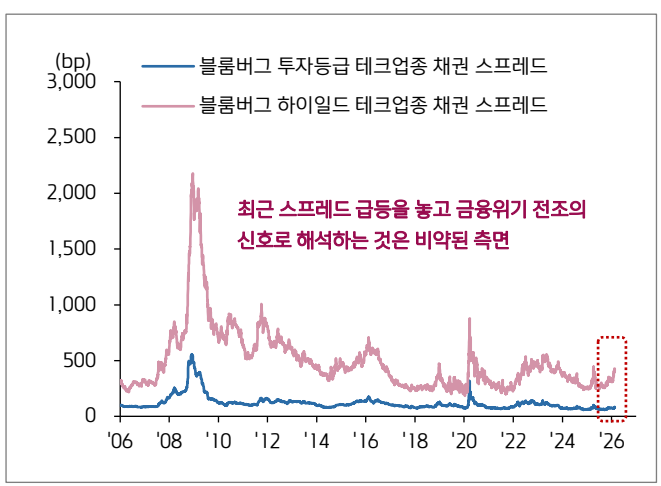
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 테크업종 스프레드 급등의 이면을 살펴보면, 금융위기급으로 보기 어려워

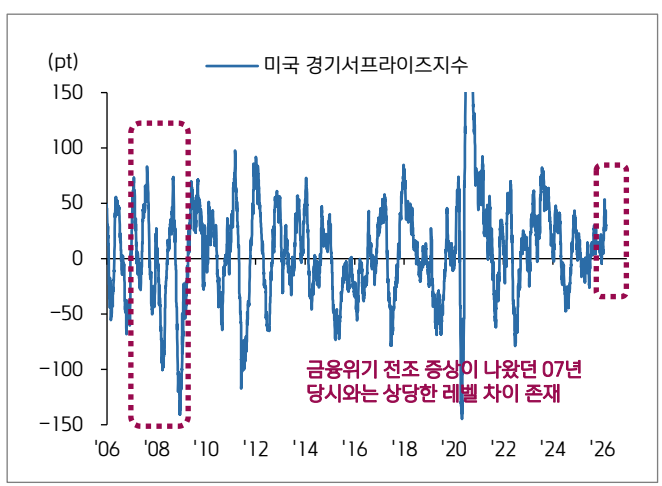
- 미국 테크업종의 하이일드 스프레드가 연초 이후 400bp대로 급등한 것은 사실.
- 하지만 과거 금융위기 초입이었던 07~08년도 당시 1000bp 수준에 달했던 것에 비하면, 현재의 스프레드 급등만 놓고 위기의 전조 증상으로 보기에는 한계점이 존재.
- "신용 경색 -> 시스템 리스크 발생"과 같은 부정적인 피드백 루프가 형성되기 위해서는 경기 침체 신호가 수반이 되어야 하지만, 아직은 침체의 신호가 약한 상태.
- 경기 모멘텀을 측정하는 미국의 경기 서프라이즈 지수는 현재 +20pt대로, -50pt대를 빈번하게 넘나들었던 금융위기에 비해 레벨 차이가 나기 때문.

미국 테크업종의 채권 스프레드 장기 시계열



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경기모멘텀 지수



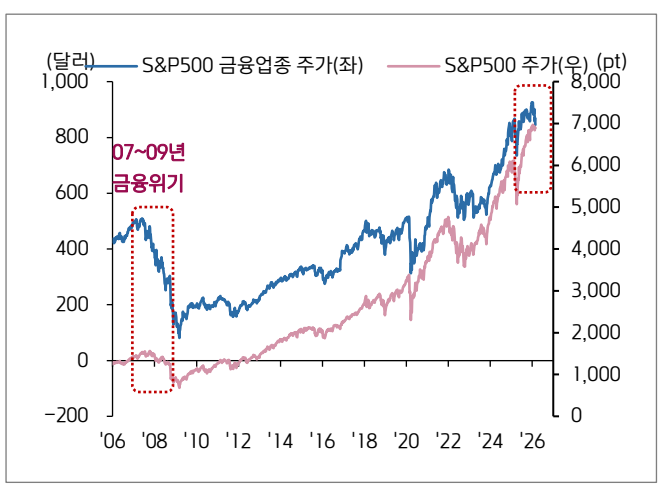
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 역사적으로 금융위기는 은행주 폭락에서 시작했지만…

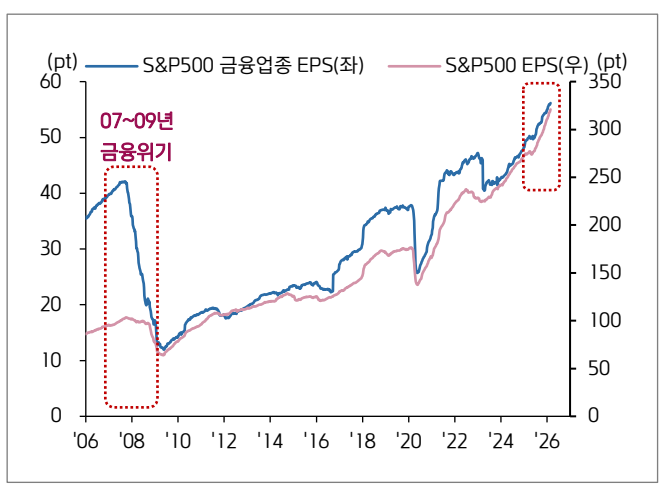
- 역사적으로 금융위기, 신용 리스크는 은행주 급락이 수반됐다는 것이 과거에 시장이 체득해온 경험. 은행이 경제 시스템의 신용 파이프 역할을 하기 때문
- 과거 금융위기 당시에도 JP모건, 골드만삭스, 씨티 등 금융주들의 주가 급락이 S&P500 등 전체 주식시장의 급락에 선행해서 발생했던 상황.
- 현재 연초 이후 S&P500 금융업종지수는 하락세를, S&P500(+1.5%)의 성과를 하회하고 있지만, 금융위기 전조 증상인 07년도에 비해 주가 조정 폭이 크지 않음.
- 또한 이전보다 자본 비율이 개선되는 등 은행 건전성은 양호하며, 중앙은행의 대응 여력도 높음. 이번 4분기 실적시즌에서 금융주 대부분 어닝 서프라이즈를 기록했으며, 가이던스도 긍정적으로 제시했다는 점도 주목할 부분

S&P500 금융주 및 S&P500 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 금융주 및 S&P500 12개월 선행 영업이익



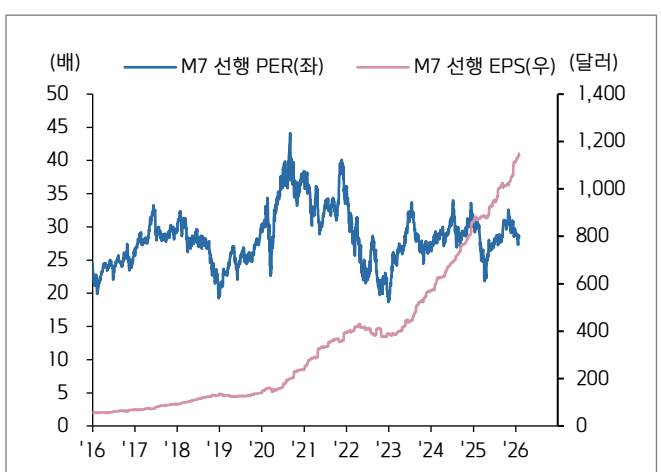
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. M7주들도 과거에 비해 전체 주도력 약화, 수익성에 따라 차별화 예상

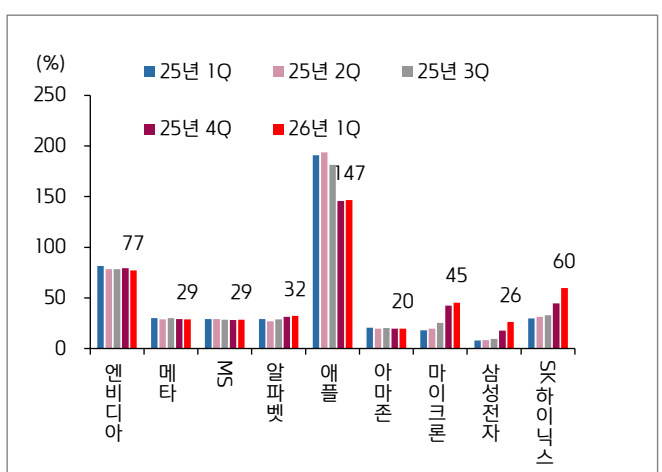
- 이제는 M7 전반에 걸친 주도력이 약화되고 있으며, 이는 AI 투자가 이제 '묻지마 투자' 단계에서 '수익성 검증' 단계로 시장의 무게중심이 이동했음을 시사.
- 과거에 비해 ' AI주 = 주도주 = 주가 상승 " 의 공식의 유효성이 약해지고 있는 시기. 이제는 AI 사업을 통해 수익성(ROI, ROE 등)을 얼마나 개선 시킬 수 있는지, 2) CAPEX 증가분이 매출 성장으로 전이되는 속도가 빠른지와 같은 것들이 주도주 판단의 기준점이 될 것으로 예상
- 현 시점에서는 제미나이 효과가 커지고 있는 알파벳, 혹은 AI 광고 기반 성장을 하고 있는 메타 등이 하이퍼스케일러 업체에서 우위를 점할 것으로 예상
- 또 당분간 이들 업체에 칩을 공급하는 반도체 슈퍼사이클이 지속될 것임을 감안 시, 국내외 반도체주에 대한 비중 확대 접근은 여전히 유효하다고 판단

M7 선행 PER과 M7 선행 EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 테크 및 반도체주들의 분기별 선행 ROE 비교



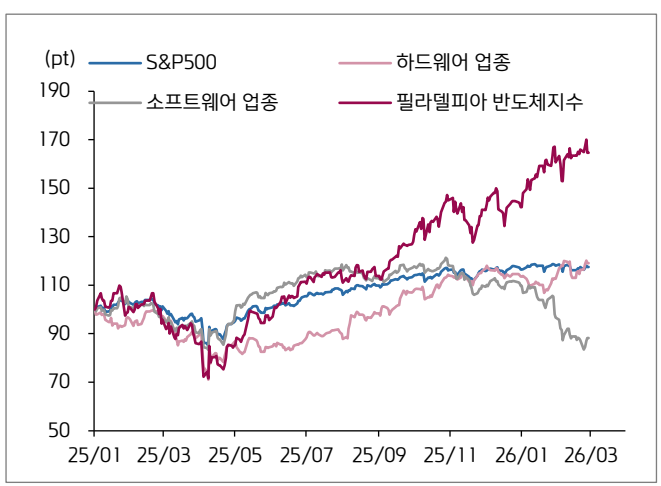
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 3월 중 일련의 실적, 행사 이벤트를 치르면서 AI주 불안심리 피크아웃 전망

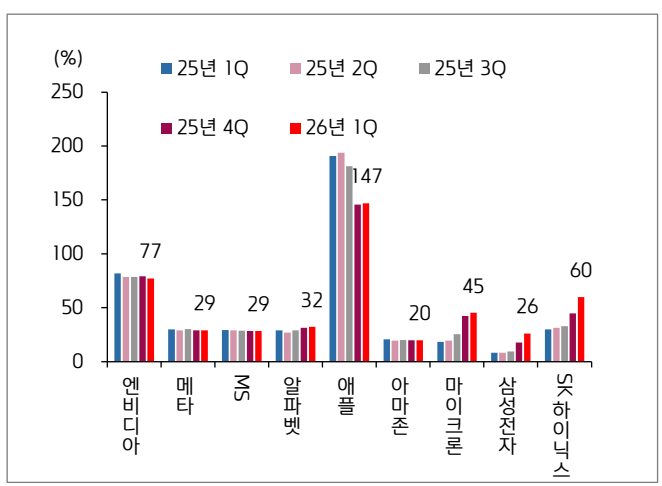
- 제이미 다이먼의 경고와 맞물린 AI 시장의 수익성 우려 및 신용 불안(사모신용 불안을 초래한 블루아울 캐피털의 환매 중단 사태 등) 이슈는 무시하기 어려운 것은 사실.
- 은행주들의 주가 모니터링이나 3월 예정된 오라클 실적(AI주 불안의 단초역할) 등을 확인하는 과정에서, 은행주 폭락, AI 업체 실적 악화 및 CDS 프리미엄 폭등, 하이퍼스케일러 업체들의 FCF 마이너스 전환 등이 출현하면, 시장 대응 전략을 보수적으로 수정해야 하지만, 현시점에서 금융위기급 악재의 발생 확률은 낮게 가져가는 것이 타당
- 3월 중 브로드컴, 오라클, 엔비디아 GTC 등 주요 실적 및 이벤트를 통해 시장은 한 차례 검증에 더 나설 것이며, 그 과정에서 AI주들의 수익성 불안은 시간이 지날수록 완화될 전망
- 또 하이퍼스케이러 업체에 칩을 공급하는 반도체 슈퍼사이클이 지속될 것임을 감안 시, 국내외 반도체주에 대한 비중 확대 접근은 여전히 유효하다고 판단

미국 S&P500, 하드웨어, 소프트웨어, 반도체 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 테크 및 반도체주들의 분기별 선행 ROE 비교



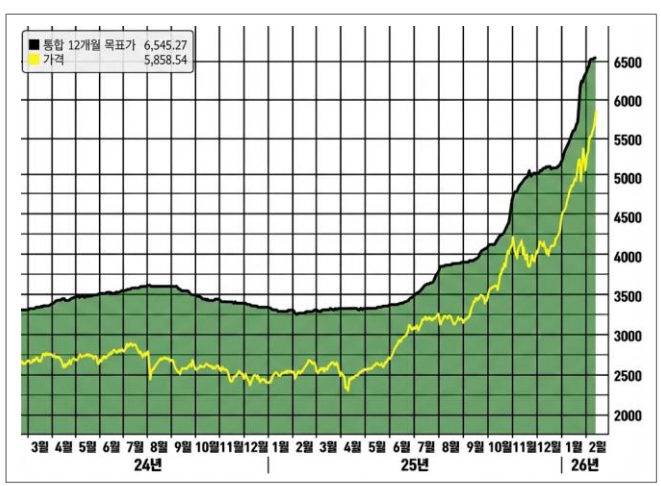
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 대외 역풍에도 코스피 추가 상승은 가능성은 여전히 열려 있다

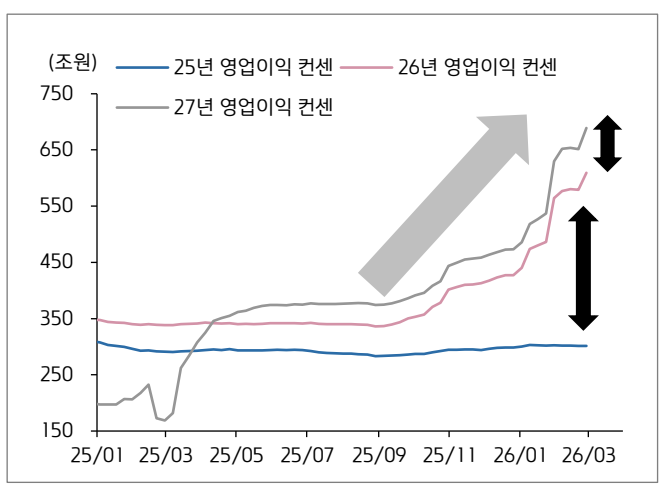
- 케빈 워시 차기 의장 체제 하의 연준 통화정책 불확실성, 미국 AI주 수익성 불안 등 대외 상황은 그리 녹록지 않은 것이 사실이지만, 코스피는 그 외풍에 견딜만한 펀더멘털과 밸류에이션을 보유하고 있는 상황
- 외국인들의 한국 증시를 바라보는 시각에서도 드러나는데, 블룸버그에서 집계하는 코스피의 12개월 목표지수 컨센서스는 현재 6,500pt대로 형성되어 있기 때문
- 물론 25년 대비 26년 이익 증가율(YoY, +102%)에 비해, 26년 대비 27년 이익 증가율(YoY, +13%)이 둔화되고 있다는 점은 이익 피크아웃 논란을 불러 일으킬 만한 소재이나, 현재 시장은 27년 이익 전망에 대해서는 하반기 이후 확인하자는 분위기가 중론

코스피 12개월 목표지수 컨센서스(바텀업으로 계산)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 연간 영업이익 컨센서스 변화



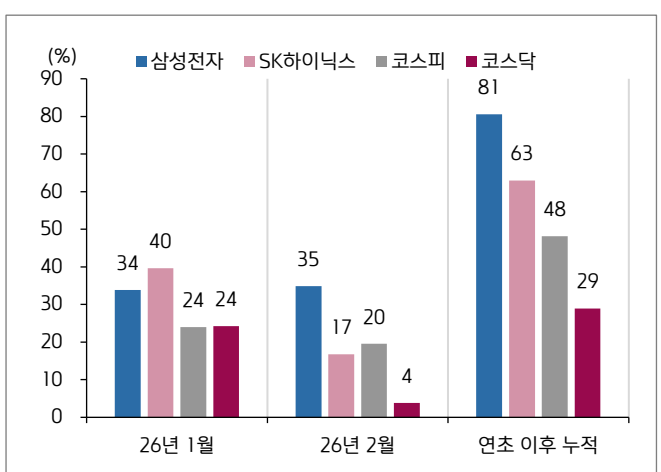
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. 반도체의 폭등 + 메모리 가격 상승세 정체 = 고점 신호? Not yet

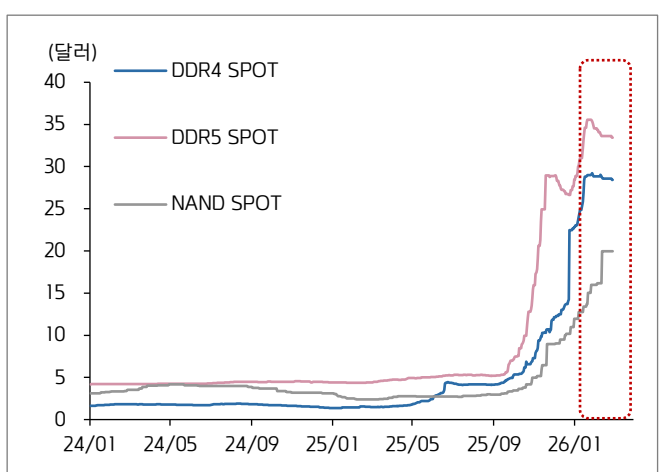
- 이 같은 코스피 이익 모멘텀의 메인 주체가 반도체이며, 이들에 힘입어 코스피가 단숨에 6,000pt를 돌파한 상태
- 물론 연초 이후 2달 만에 코스피가 48% 급등하는 과정에서 삼성전자(+81%), SK하이닉스(+63%)은 역대급 폭등을 한 만큼, 주가 상승 속도가 지나치게 가파르다는 지적도 존재
- 더욱이, 연초 이후 상승세를 지속했던 DDR 4, DDR 5, NAND 등 메모리 가격 급등세가 정체되고 있다는 점이 고민거리. 최근 미국 증시에서도 마이크론, 샌디스크 등 메모리 업체들의 주가 변동성이 높아지고 있다는 점은 반도체주들의 고점 우려를 자아내고 있는 모습

코스피, 코스닥, 삼성전자, SK하이닉스의 월간 상승률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

DDR 4, DDR 5, NAND 등 주요 메모리 가격 추이



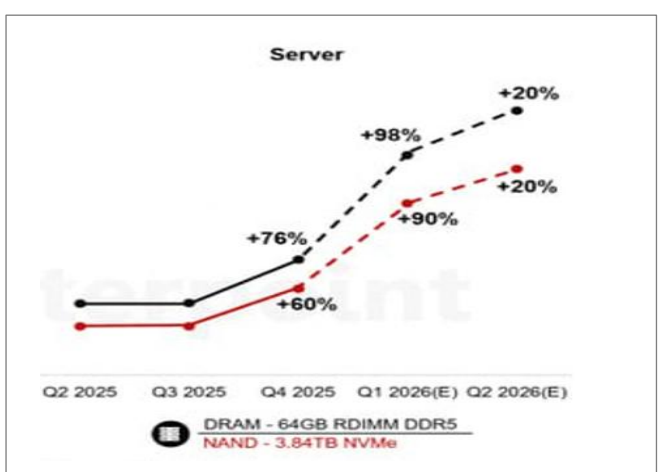
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. 3월에도 반도체주들의 이익 컨센서스 상향 작업은 지속될 전망

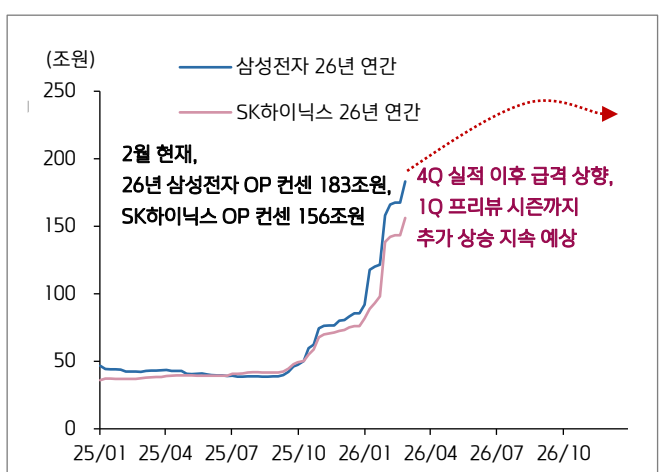
- 하지만 하이퍼스케일러 업체들의 대규모 CAPEX 확대(연간 6,500억 달러 이상)에 따른 메모리 공급 병목 협상이 쉽게 해소되지 않을 것이라는 점에 주목할 필요
- 또한 2월 말 엔비디아 실적 및 3월 중 1분기 프리뷰 실적 시즌 이후 반도체 중심의 이익 추정치 상향 작업이 추가로 이루어질 수 있다는 점도 마찬가지
- 따라서, 3월에도 반도체를 포함한 코스피 연간 영업이익 추정치 상향 모멘텀은 남아있으며, 이는 코스피 강세를 추가로 견인할 수 있는 요인(현재 26년 코스피 연간 영업이익 컨센서스 약 610조원)

서버용 디램 및 낸드 가격 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

삼성전자와 SK하이닉스의 26년 연간 영업이익 컨센서스



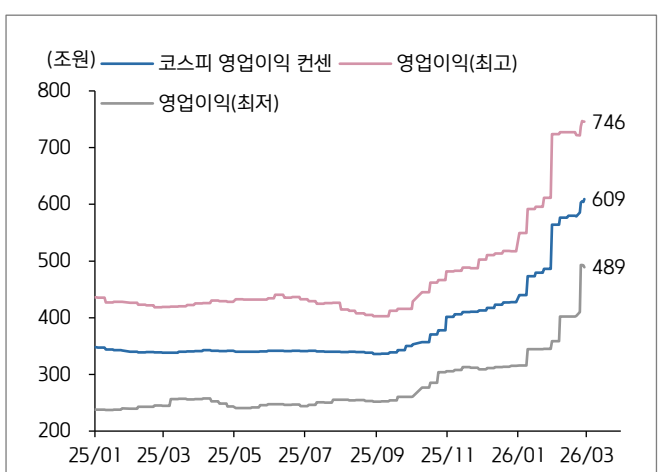
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. 이익 모멘텀 가속화 구간에서 주식 비중을 줄이고 갈 유인은 적다

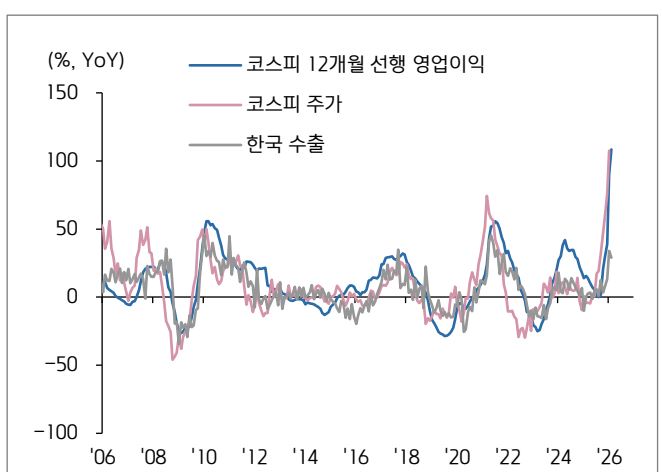
- 중동 사태, 미국 AI주 불안, 지수 상승 속도 부담 등 포지션 고민을 하게 만들만 한 요인들이 도처에 깔려 있지만, 국내 주식시장의 상승을 이끌었던 가장 큰 동력인 이익 모멘텀이 훼손되지 않았다는 점에 무게중심을 둘 필요
- 현재 한국 수출은 미국의 수요 변화에 덜 민감하고 슈퍼 사이클 기대감 섞인 반도체 중심의 양극화 장세 지속하고 있으며, 3월 1일 발표된 한국의 2월 수출(YoY, +29.0% vs 컨센 +24.0%)이 서프라이즈를 기록했다는 점도 긍정적인 요인
  - 2월 품목별 수출 : 반도체(1월 +102.8% -> 2월 +160.8%), 자동차(1월 +21.7% -> 2월 -20.8%), 화학(1월 -0.9% -> 2월 -15.4%), 이차전지(1월 +5.8% -> 2월 -5.7%) 등

코스피의 26년 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 이익 vs 주가 vs 한국 수출



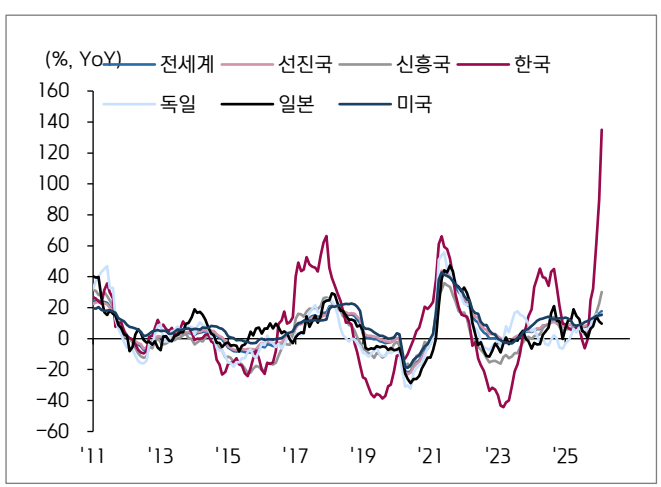
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

28. 과거에 경험하지 못한 코스피의 이익과 ROE 모멘텀에도 주목

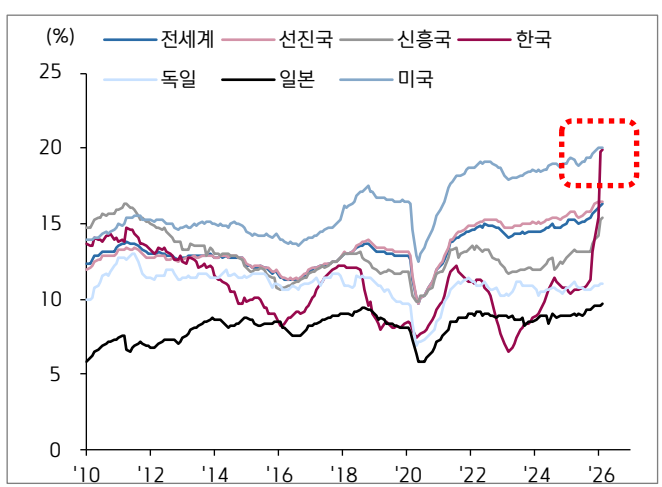
- 다른 국가들과 상대적인 관점에서 비교해봐도, 국내 주식 비중을 유지해야 한다는 결론에 도달
- 한국의 선행 EPS 증가율(MSCI 지수 기준, YoY)은 140%대를 기록하고 있는 반면, 미국, 일본, 유럽 등 여타 경쟁국 증시는 10%대 내외의 증가율에 그치고 있는 상황
- 코스피의 선행 ROE는 19.9%로 미국(20.1%)의 ROE를 처음으로 따라 잡았으며, 여기에 23일 자사주 소각 의무화가 담긴 3차 상법개정안 통과로 "기업의 주주환원 강화 -〉 코스피 ROE 개선 -〉 PBR 상 추가 리레이팅(현재 선행 PBR 1.6배)"도 기대해볼 만한 시점

주요국들의 12개월 선행 EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

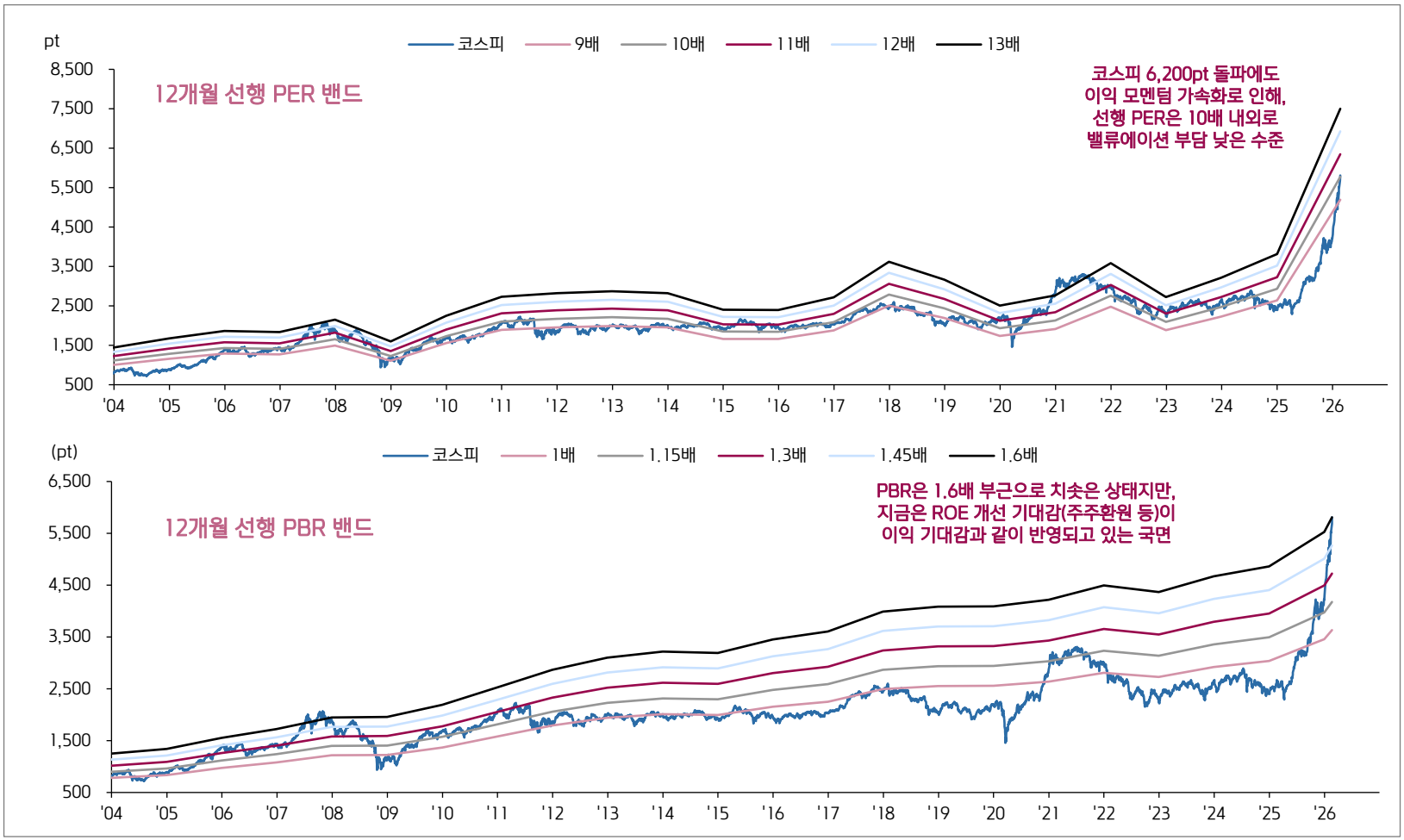
주요국들의 12개월 선행 ROE



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

29. 밸류에이션 관점에서 코스피는 여전히 매력적인 구간



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

30. 아직 남아 있는 상방 재료, 연간 코스피 상단 7,300pt 상향 배경

- 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 약10배 수준으로 역사적인 평균치에 머물러 있는 등 밸류에이션 상 업사이드 여력을 줄 만한 황경
- 이익 컨센서스 추가 상향 여력, 밸류에이션 매력, 중립 이상의 외국인 수급 환경을 종합해보면, 지수 상방 재료는 아직 다 소진되지 않았음
- 따라서, 올해 코스피 예상 상단을 기존 6,000pt에서 과거 강세장 당시 평균 상단이었던 선행 PER 12배를 적용해 7,300pt로 상향 조정(연간 코스피 밴드는 5,200~7,300pt, 선행 PER 약 9~12배).

코스피 EPS X PER 매트릭스

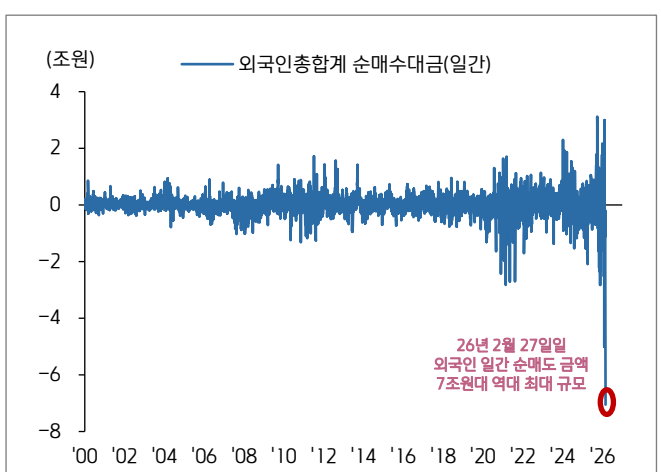
EPS → / PER ↓		현재(pt)							
		-15%	-10%	-5%	612	5%	10%	15%	20%
	8	4,159	4,403	4,648	4,893	5,137	5,382	5,626	5,871
	9	4,679	4,954	5,229	5,504	5,779	6,055	6,330	6,605
현재(배)	**10.2**	5,308	5,620	5,932	**6,244**	6,556	6,869	7,181	7,493
	11	5,718	6,055	6,391	6,727	7,064	7,400	7,736	8,073
	12	6,238	6,605	6,972	7,339	7,706	8,073	8,440	8,807
	13	6,758	7,155	7,553	7,950	8,348	8,745	9,143	9,540

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

31. 문제는 갈수록 심해지고 있는 외국인의 공격적인 순매도

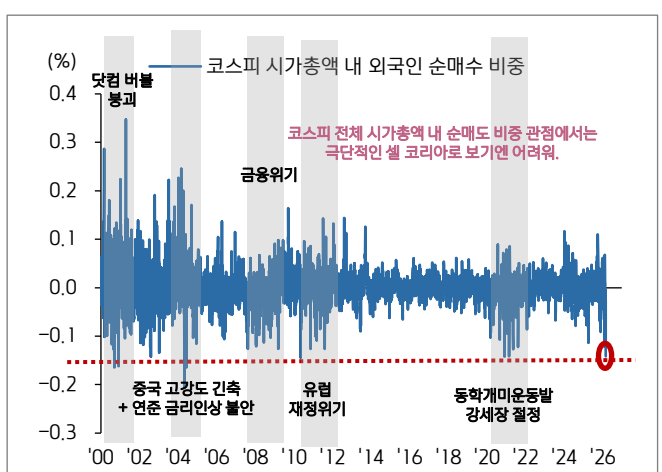
- 우호적인 증시 환경에도 불구하고, 연초 이후 20조원대 순매도를 기록 중인 외국인의 매매 패턴은 시장 참여자들에게 혼선을 가하고 있는 실정("지수 상승 전망이 우세함에도, 외국인은 왜 팔까?")
- 반면 개인은 현물, ETF(금융투자)를 중심으로 순매수에 나서면서 개인과 외국인의 수급 공방전도 심화되고 있는 모습(2월 월간 외국인 20.7조 원 순매도, 개인 4.0조 원 순매수 + 금융투자 16조 원 순매수).
- 28일에는 외국인이 7.0조 원 순매도하면서 2000년 이후 일간 최대 순매도 금액을 경신한 반면, 개인도 이날 6.2조원 순매수하면서, 26년 2월 5일(+6.8조원) 다음으로 일간 최대 순매수를 기록하는 현상이 출현

외국인 코스피 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 시가총액 내 외국인 순매수 비중



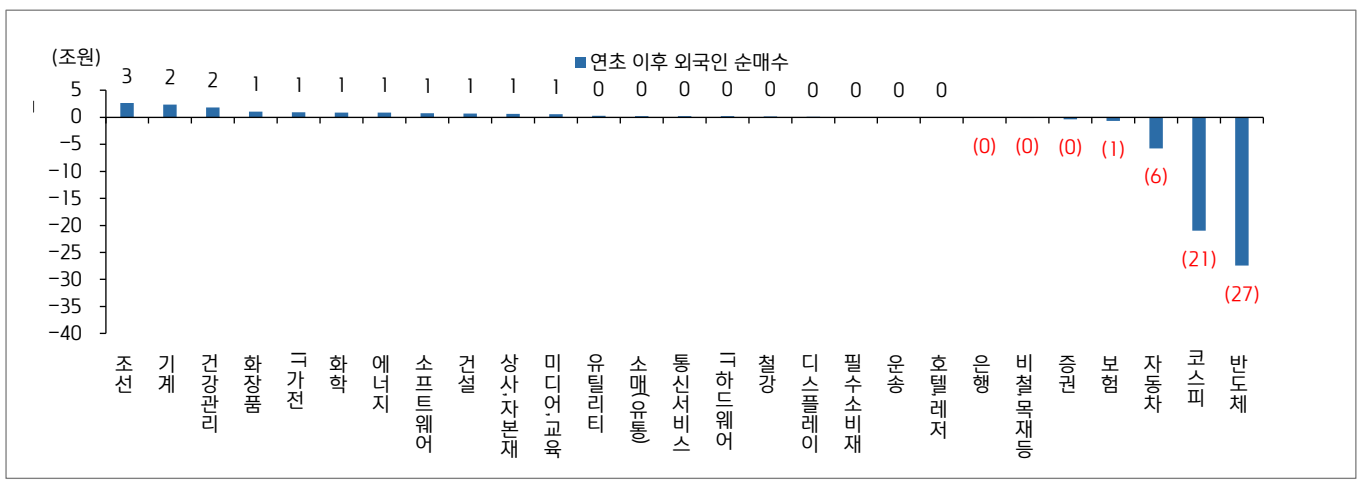
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

32. 풍부한 유동성이 만들어낸 전략적인 차익실현 물량 강화 관점으로 보는 게 타당

- 하지만 외국인 순매도의 대부분이 반도체(-27조원), 자동차(-6조원) 등 지난 1~2월 중 초대형주임에도 폭등 랠리를 했던 업종에 집중됐다는 점을 감안 시, 차익실현 성격에 국한된 것으로 보는 게 적절
- 1~2월 중 국내 증시가 호조세를 보이는 와중에, 미국 주식시장, 암호화폐 시장, 귀금속 시장 등 여타 시장에서는 가격 조정을 압력을 받다 보니, 이에 대한 헤지 목적의 현금 확보 차원에서 가장 환금성과 유동성이 좋은 국내 주식시장에 대한 차익실현 작업을 했을 가능성도 있음
- 그 가운데, 국내 증시는 개인의 대규모 증시 참여 현상으로 호가 스프레드가 좋은 환경이었기에, 기존에 설정해 놓은 예상 물량 이상으로 외국인들이 반도체 중심으로 국내 증시에 물량을 줄였던 것으로 판단

연초 이후 외국인 코스피 업종별 순매수(~2월 27일)



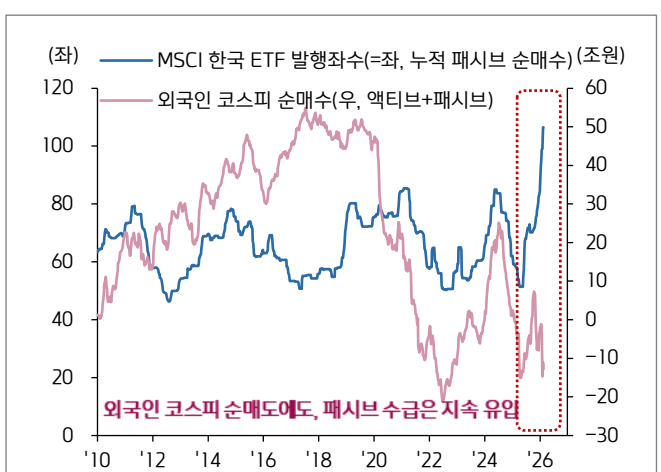
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

33. 외국인 패시브 자금의 대규모 유입에 무게 중심을 두면 다른 것들이 보인다

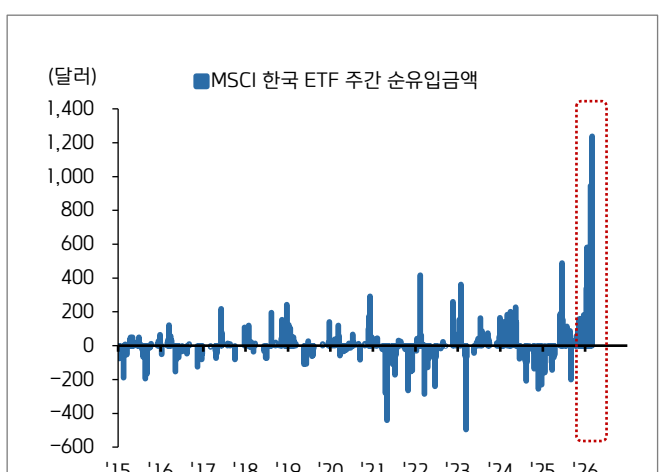
- 동시에 지수를 추종하는 외국인 패시브 수급 유입은 가속화되고 있다는 점을 눈 여겨볼 필요.
- MSCI 한국 ETF(EWY)의 주간 유입 추세는 올해 들어 가속화되고 있는데, 1~2월 중 누적된 유입 금액이 33억 달러(약 4.7조원)로, 지난해 연간 유입금액(18억달러)를 큰 폭으로 상회
- 연초 이후 전세계 ETF 시장에서 미국(1,920억달러) 다음으로 많은 자금이 유입된 국가가 한국(180억달러, 약 28조원, EWY 포함 한국 증시가 편입된 모든 ETF 합산 금액으로 계산)이라는 점도 외국인의 한국 선호 현상을 보여주는 대목
- 과거처럼 외국인 순매도가 지수 하방 압력을 키웠던 구간에서는 패시브 자금도 순매도 추세를 형성했지만, 현재는 "액티브 순매도 + 패시브 순매수" 환경이라는 점이 차별화된 부분

코스피에 대한 외국인 패시브 수급과 액티브 수급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSCI 한국 ETF 주간 단위 순유입 금액 추이



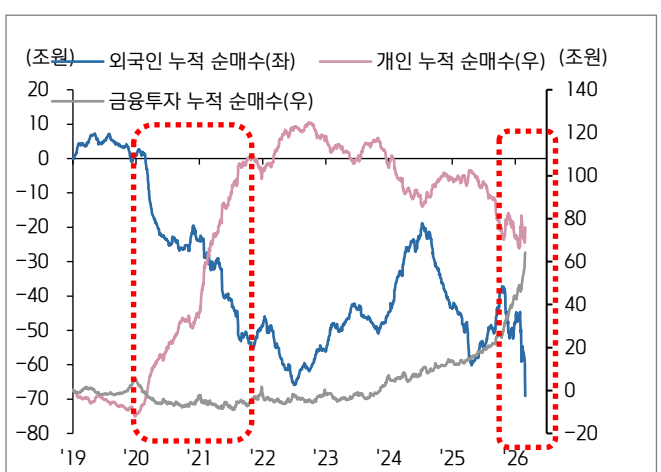
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

34. 개인들의 공격적인 자금 유입세는 3월에도 이어질 소지

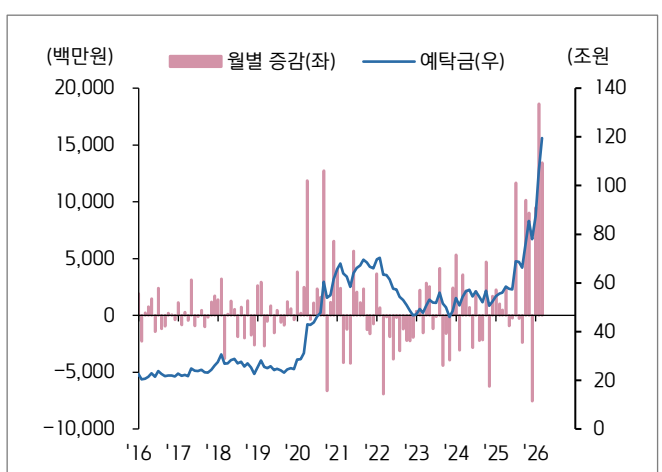
- 코스피가 올해 5,000pt, 6,000pt로 앞 자리가 두 번 바뀌는 과정에서 한동안 국내 주식에 관심을 끊었던 투자자들이나, 신규 투자자들에게 또 한 차례 증시 참여 유인을 제공하고 있는 모습
- 일각에서는 FOMO 심리 극대화, 증시 비이성적 과열이라는 지적이 나오고 있기는 하지만, 지수 추세가 꺾이지 않는 한 "개별 주식 + ETF"를 병합한 개인의 머니무브는 지속될 전망
- 2월 말 예탁금은 약 120조원대에 육박하면서 역대 최고치를 기록 중에 있으며, 월별 예탁금 증감액은 1월 18조원, 2월 13조원 등 월간 10조원대로 증시 대기자금이 유입되고 있다는 점이 이를 뒷받침
- 통상 신규투자자들은 "친숙성 편향(이름만 들어도 잘 아는 기업)", "화제성 주식 선호 현상(주도주)"에 영향을 받기에, 반도체 등 기존 대형 주도주들로 이들의 자금 대부분이 집중될 전망

외국인 vs 개인 + 금융투자 수급



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 고객 예탁금 및 월별 증감액



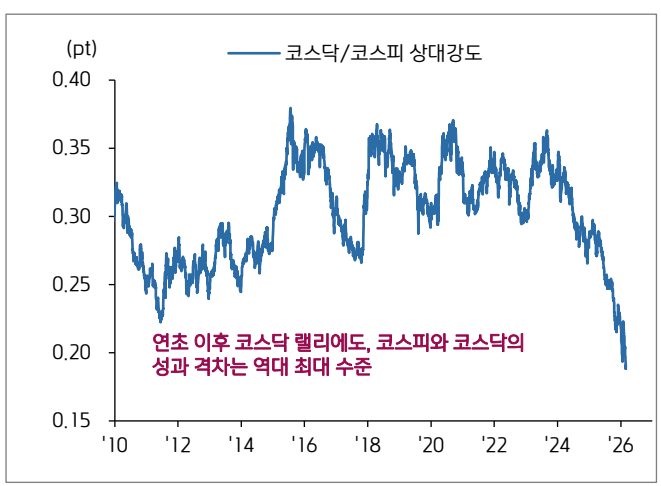
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

35. 코스피는 실적, 코스닥은 정책, 두 개의 전략적인 관점을 설정할 필요

- 1월 폭등 했던 코스닥은 2월 들어 폭등 분위기가 소강이 되면서, 코스피에 비해 상대적으로 주가 상승률이 크지 않았으며, 그 과정에 여러 차례 출현했던 일간 변동성 확대가 투자자들의 대응 난이도를 높였던 상황
- 하지만 개인 포함 시장의 수급은 코스닥에도 분산될 가능성이 있는 만큼, 코스닥 150 지수 혹은 바이오, 이차전지, 소부장 등 시가총액 상위 업종에 대한 관심도 높게 가져가는 것이 타당
- 현재 금융위에서 추진하고 있는 상장폐지 요건 강화(25년 1월 발표)에 더해, 동전주 퇴출 신속 추진, 주가 누르기 방지법 등 후속 대책도 대기하면서 지수에 업사이드를 부여하고 있기 때문(정부 정책 효과를 반영행 코스닥 예상 목표 지수를 산출해보면 이론상 최대 1,420pt선까지 도달 가능하다고 판단)

코스피와 코스닥 상대강도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

향후 정책 효과 발현 시 예상 코스피 목표 주가 산출

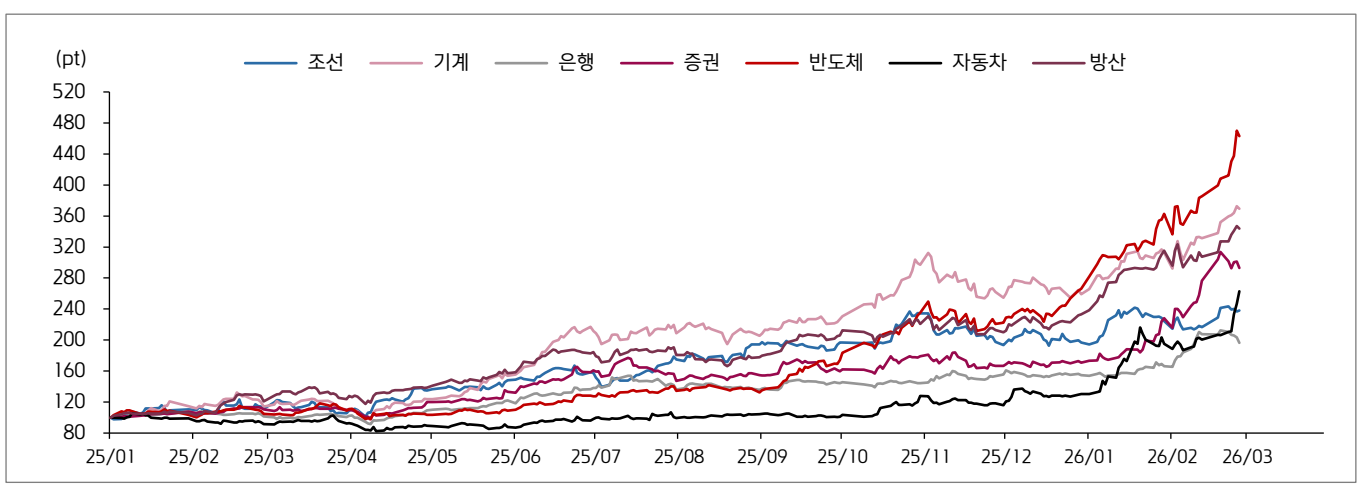
	현재 (코스닥 BPS 446)	27년 상폐기준 통과기업 적용	28년 상폐기준 통과기업 적용
		예상 리레이팅	
ROE(후행, %)	1.80	1.89	2.20
PBR(후행, 배)	2.60	2.74	3.18
목표지수 (BPS X PBR)	1,164	1,221	1,420

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주: 금융위 시뮬레이션 결과, 29년까지 부실기업 정리수 코스닥 137개, 코스피 62개

36. 빈번한 순환매 장세, 그럼에도 주도주 비중에 변화는 주지 않는 것이 적절

- 반도체, 조선, 방산, 금융 등 25년 시작됐던 현재 강세장의 주도주는 당분간 지배력을 유지해 나갈 수 있다고 판단
- 현재의 장세가 추세 반전 하지 이상, 주도주의 교체는 일어나지 않았다는 것이 과거 국내 증시에서 확인할 수 있었던 경험이었던 점을 반영
- 자동차처럼 내러티브로만 주도주가 된 업종이 있지만, 반도체, 조선, 방산, 증권, 은행 등 기존 주도주들은 여전히 이익 모멘텀이 견조하다는 점이 긍정적인 부분
- 3월에도 이들 간 순환매는 지속되면서, 지수 레벨업을 도모할 수 있는 만큼, 빈번하게 일간 수익률 변화를 추적해 가면서 주도업종 간 비중을 빈번하게 바꾸는 것은 지양할 필요

2025년 이후 시작된 현재 강세장에서의 주도주들 주가 변화



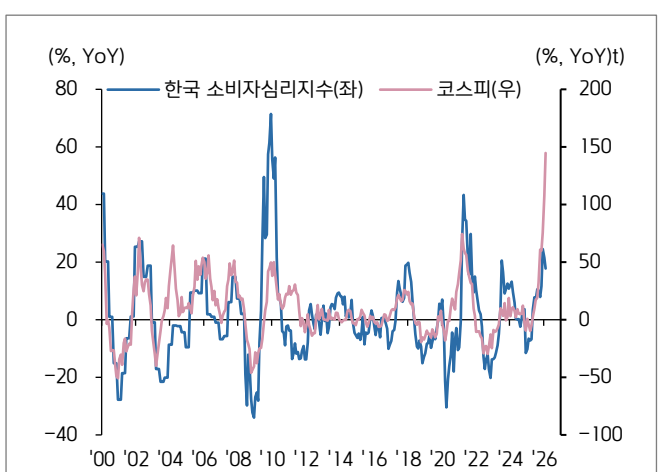
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

37. 고환율, 부의 효과 등으로 고려 시 국내 소비 관련주 비중 확대 지속

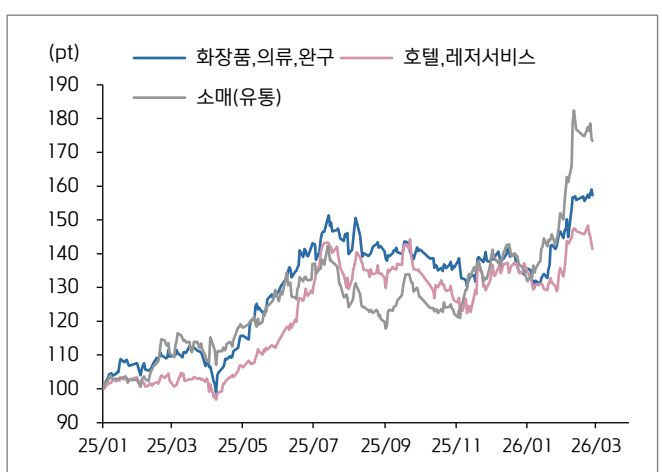
- 상기 언급한 주도주 이외에도, 백화점, 호텔, 카지노 등 외국인 인바운드 및 국내 소비 확대 수혜 업종에 지속적인 비중 확대 접근이 필요.
- 달러/원 환율은 최근 1,400원대 초반까지 내려오긴 했지만, 여전히 고환율 국면인 가운데, 외국인의 관광 수요도 계속 늘어나고 있다는 점을 눈여겨볼 필요(올해 춘철 기간 중 한국에 방문한 중국인 최대 19만명, 주요 국내 백화점들 작년 춘절 같은 기간 대비 매출 두배 이상 증가한 것으로 집계).
- "주가 상승 → 보유 자산 증가 → 소비 여력 확대 → 실제 지출 증가"로 이어지는 부의 효과도 고려해볼 만한 시점. 주가가 오르면 소비자 심리 지수가 개선되어 주식을 보유하지 않은 사람들도 소비를 늘리는 심리적 부의 효과가 작동할 수 있다고 판단.

소비자심리지수와 코스피



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 내수 소비 관련주 주가 변화



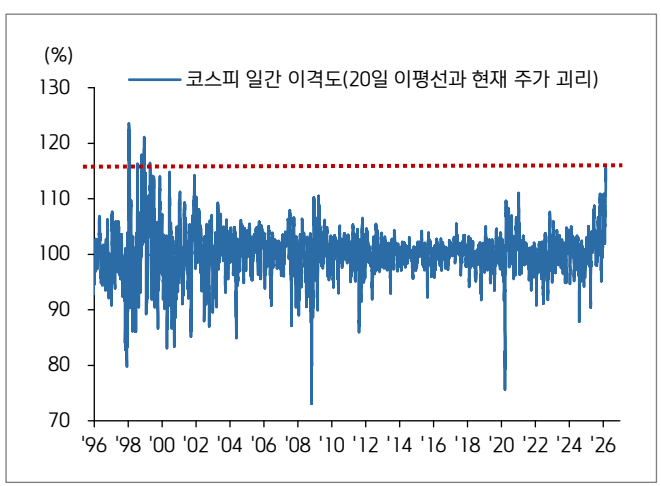
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

38. (결론) 대외 역풍과 속도 부담에도, 월 후반으로 갈수록 추가 레벨업 예상

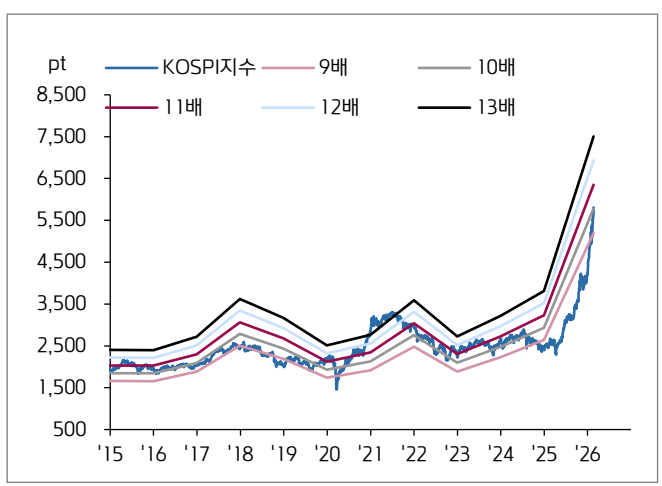
- 중동발 지정학적 불확실성이 단기 돌발 변수로 부상한 가운데, 미 연방대법원 보편관세 위헌 판결 이후 트럼프의 관세 리스크 상존, 3월 FOMC, AI 산업 불안 등 여타 불확실성도 마주해야 하는 구간
- 기술적인 과열 부담(이격도 급등)도 누적된 상태이지만, 낮은 밸류에이션 부담 속 메모리 가격 상승 지속에 따른 반도체 중심의 코스피 이익 모멘텀 강화에 주목할 필요.
- 3월 중 주총 시즌 이후 주주환원 모멘텀 강화, 개인의 국내 증시 참여 확대 지속 등 여타 상방 재료들도 상존하는 만큼, 3월에도 코스피는 한자릿수 중후반의 상승률을 기록할 전망
- 3월 코스피 레인지 5,750~6,750pt로 제시. 업종 측면에서는 반도체(메모리 가격 상승 모멘텀 지속), 방산(지정학적 불안 재고조), 금융(은행, 증권 등 주주환원 모멘텀) 등 기존 주도주 비중을 유지. 테마 측면에서는 외국인 소비 수혜와 부의 효과가 작용할 수 있는 백화점, 호텔 등 국내 내수 소비 관련주에 주목할 필요

코스피 일간 이격도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 12개월 선행 PER 밴드

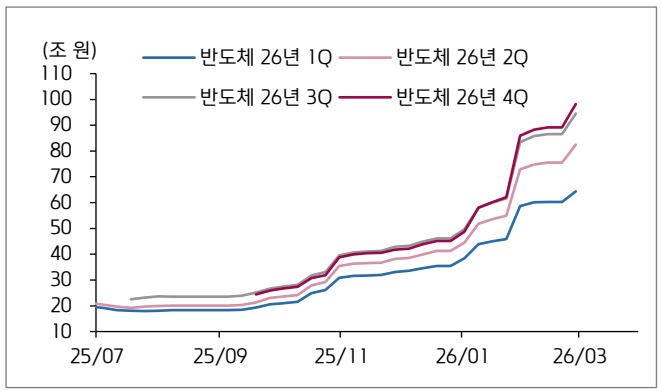


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

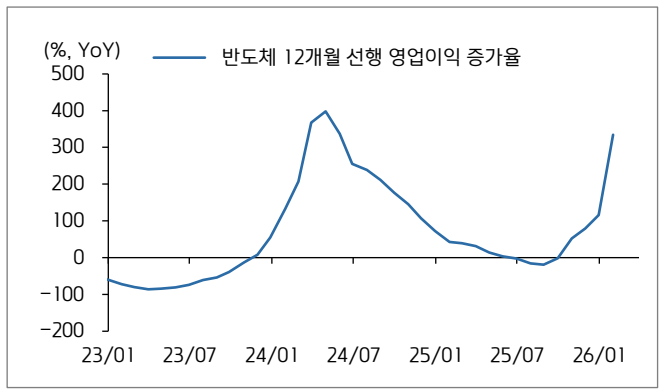
39. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (1)

반도체 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



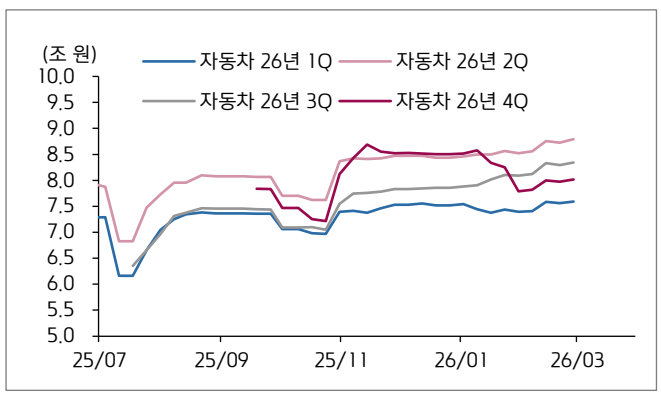
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



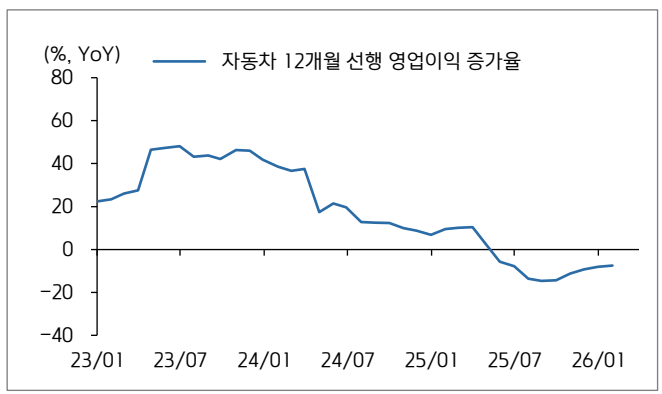
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자동차 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자동차 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율

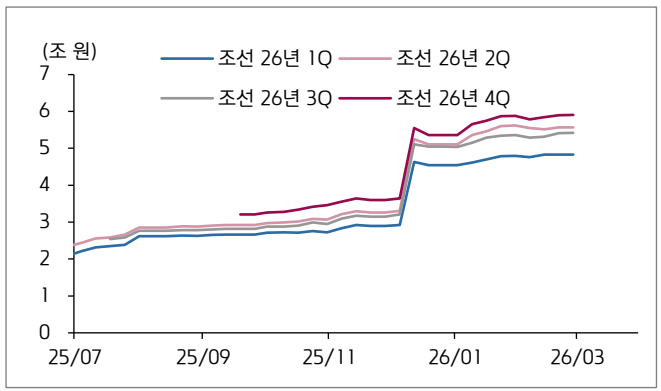


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

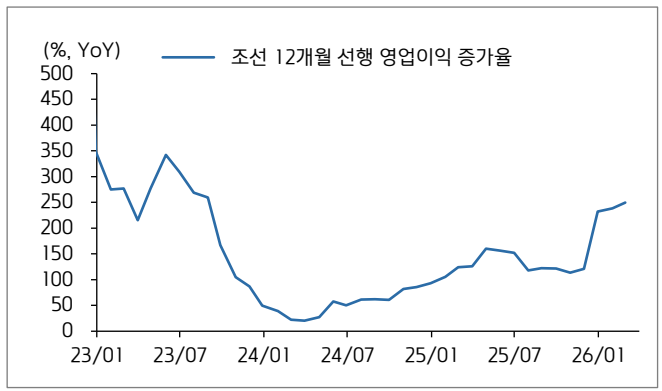
40. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (2)

조선 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



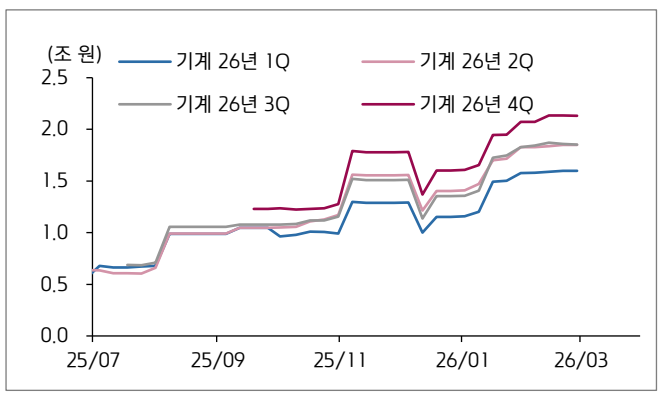
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

조선 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



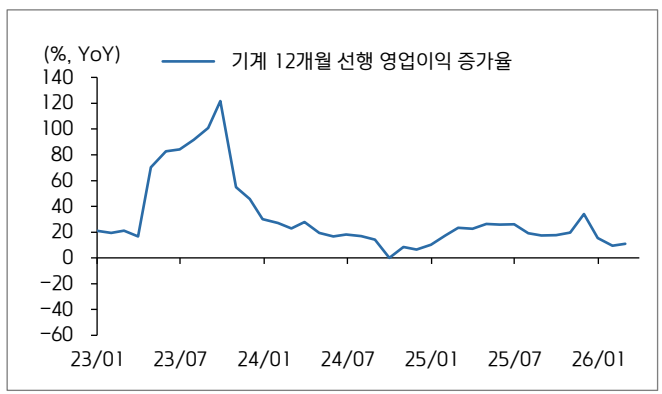
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

기계(전력기기 등) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

기계(전력기기 등) 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율

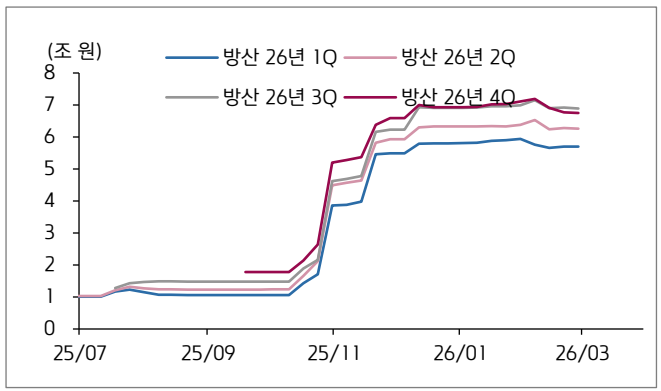


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

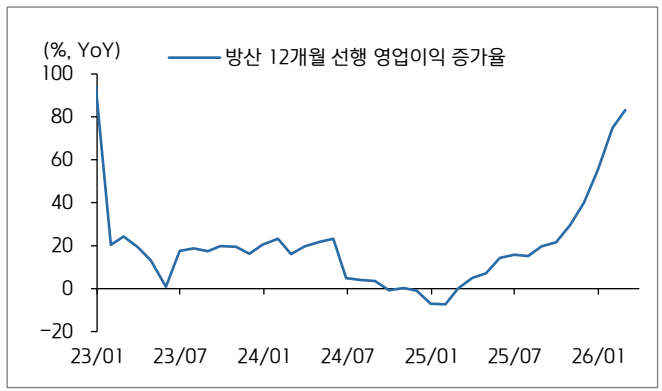
41. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (3)

방산(상사, 자본재) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



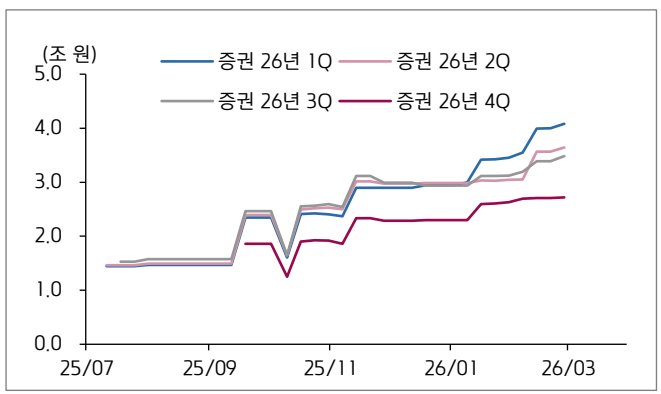
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

방산(상사, 자본재) 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



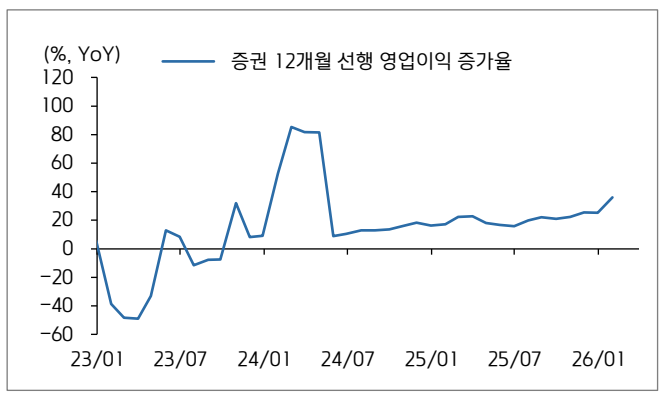
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증권 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증권 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율

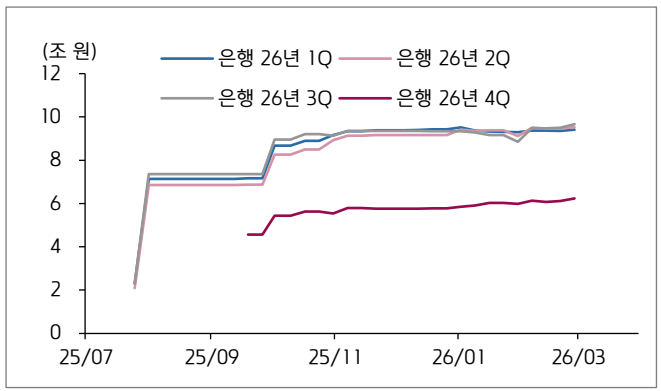


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

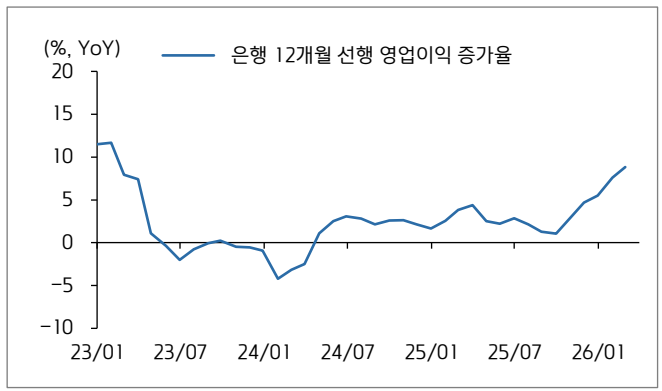
42. 주요 업종의 분기별 영업이익 및 12개월 선행 영업이익 (4)

은행 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



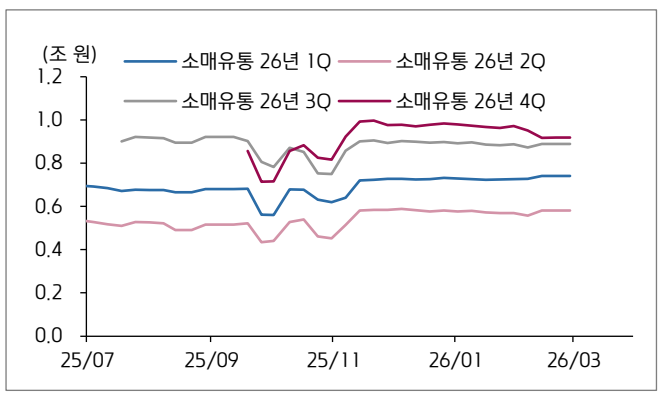
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

은행 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



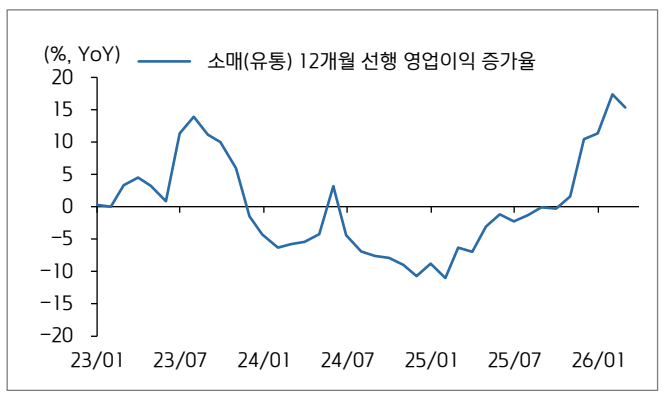
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

소매(유통) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

소매(유통) 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

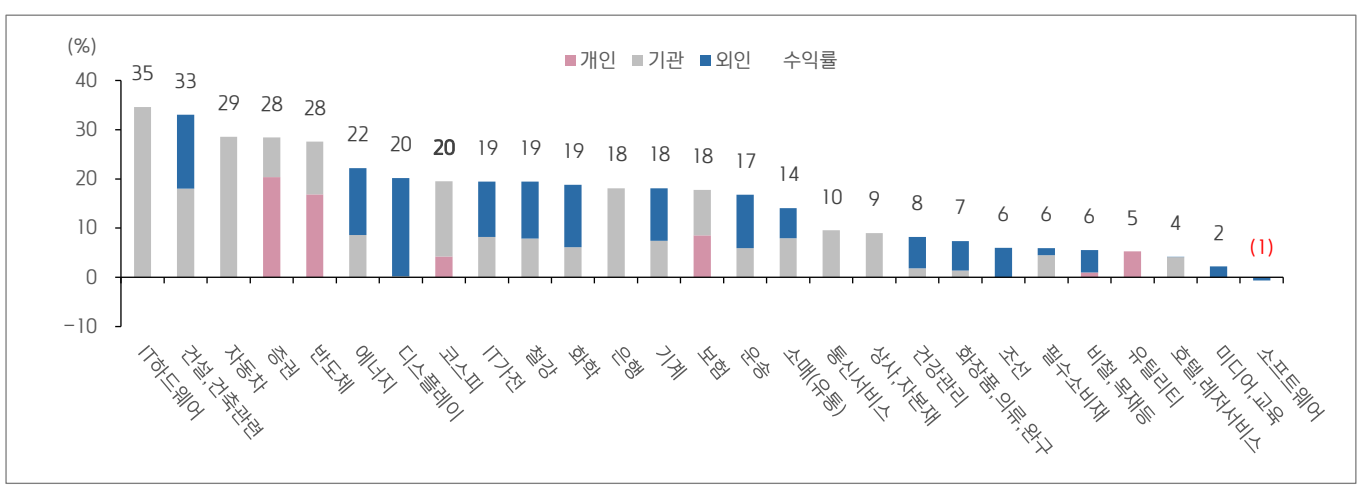
Part 2

퀀트: AI 테마 기준, 바벨 전략 구간

01. 2월 업종별 리뷰 : 기관투자자 주도의 매수 흐름

- 2월 국내 증시는 외국인과 개인의 매도 물량이 출회되었음에도 ETF 수급을 중심으로 한 기관투자자의 매수세가 지속되며 증시의 상승을 견인
- 업종별로는 IT하드웨어(35%), 건설건축(33%), 자동차(29%), 증권(28%), 반도체(28%) 업종의 상승세가 가팔랐음
  - 외국인은 2월 한달 동안 약 21.1 조원 순매도를 했는데, 그 중, 반도체 업종에 대해서 21.9 조원 순매도
  - 규모로는 강력한 순매도 흐름이었으나, 건설건축, 에너지, 디스플레이 등에 대해서는 매수 우위 기록

업종별 월간 수익률



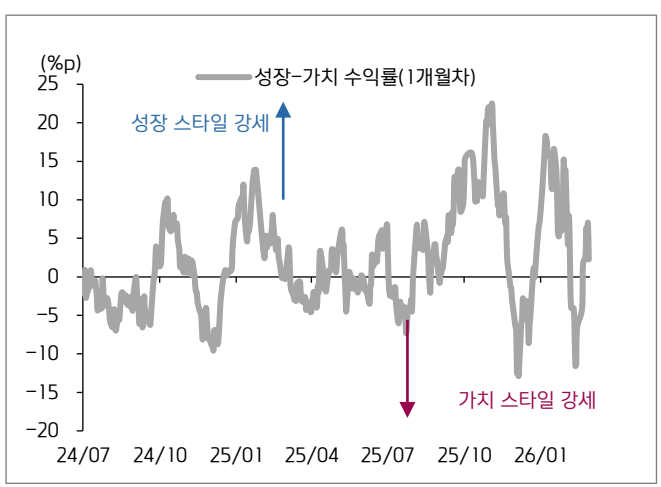
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

키움증권

02. Style: AI 테마 불안 심리 진정과 함께 연출된 대형 수출주 중심 강세

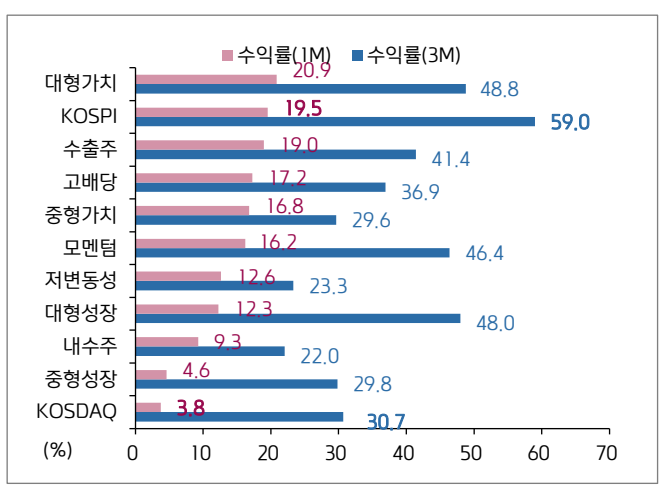
- 지난 달 국내 증시는 AI테마를 중심으로 피지컬AI 등 시장의 주도 테마에 힘이 실리는 모습이 연출. 미래 성장 전망에 대한 기대감으로 증시 상승 탄력이 두드러졌으나, 스타일 측면에서는 피지컬AI를 주도하는 국내 자동차 그룹주가 가치 스타일로 분류된 영향으로 대형가치 스타일의 성과가 가장 높았음
- 정책 당국의 코스닥 활성화 정책에도 시장 유동성은 업종 대형주들을 중심으로 집중되는 모습이 나타나며 코스피와 코스닥 간의 격차는 두드러진 모습

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



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

키움증권

03. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- 2월 코스피 기준, 외국인(-21조 1,384억원) 이 순매도세를 기록. 반면, 기관(+14조 8,392억원)과 개인(+4조 970억원)은 동반 매수세를 기록
- 업종별로는 전월에 이어 반도체 업종에서 외국인과 개인간의 손 바뀜이 강력하게 지속. 그 외에도 외국인은 금융 업종 전반에 대해 매도세를 기록했고, 해당 업종들에 대해서는 개인과 기관투자자의 매수세 유입
  - 반면, 외국인은 기계, 건강관리, IT가전 등에 대해서 매수

코스피 업종별 개인/기관/외국인 2월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	11,438.7	7,241.4	-21,977.3	조선	-297.5	-82.8	399.9
자동차	-692.4	903.0	-339.2	건설,건축관련	-462.3	244.2	203.2
IT가전	-1,067.0	558.7	766.2	소매(유통)	-137.1	75.7	58.6
기계	-1,800.5	983.1	1,408.4	비철,목재등	5.7	-6.6	25.7
보험	374.5	407.2	-784.0	운송	-621.6	229.8	420.1
필수소비재	-234.1	183.3	56.9	건강관리	-1,067.5	251.0	894.0
미디어,교육	-61.5	-189.9	272.7	화학	-889.8	294.7	606.1
화장품,의류,완구	-701.1	138.9	593.7	호텔,레저서비스	-112.4	117.6	2.8
상사,자본재	-202.8	1,011.1	-807.7	통신서비스	-98.0	258.5	-158.9
유틸리티	224.8	-79.7	-140.1	은행	-159.5	1,121.7	-854.9
디스플레이	-66.5	0.7	67.4	에너지	-746.9	321.6	505.5
증권	649.7	258.1	-867.0	소프트웨어	744.1	-45.6	-702.2
IT하드웨어	-180.7	184.9	-1.9	철강	-298.0	127.4	186.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 분기 실적 전망 (YoY / QoQ)

업종별 분기 영업이익 성장률 전망

전 분기 대비(QoQ)

	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
코스피	-3.9	24.9	0.4	58.9	15.6
코스닥	59.6	-5.6	16.1	0.5	29.2
에너지	-63.7	375.4	-22.5	54.5	-10.9
화학	-61.7	301.4	적전	흑전	418.6
비철,목재등	1.7	-17.4	44.5	37.1	-8.3
철강	28.5	-6.8	-30.6	42.3	34.0
건설,건축관련	31.2	-13.0	-9.2	23.0	19.8
기계	17.5	-8.4	23.2	1.6	15.6
조선	19.6	10.1	4.1	13.7	15.3
상사,자본재	4.9	23.6	-6.0	39.0	9.7
운송	-30.4	-24.5	17.2	38.7	-23.8
자동차	-1.2	-25.4	11.2	12.4	15.8
화장품,의류,완구	-2.8	9.3	-17.0	44.3	6.3
호텔,레저서비스	-20.6	17.9	-7.0	-	-3.8

	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	152.1	-15.3	20.8	-13.4	94.8
소매(유통)	-33.4	67.5	11.8	-8.4	-21.7
필수소비재	5.9	17.8	-34.3	24.2	8.0
건강관리	23.6	36.8	-4.3	-0.2	2.1
은행	1.4	1.3	-45.3	93.5	1.3
증권	25.4	-2.6	-19.9	58.9	-10.8
보험	7.8	-4.9	-51.2	168.3	-0.2
소프트웨어	6.4	7.3	-3.6	4.9	4.9
IT하드웨어	적전	흑전	27.4	-20.9	2.0
반도체	-1.4	68.4	48.1	83.6	27.9
IT가전	적지▼	적지▼	적전	흑전	-8.8
디스플레이	적지▼	흑전	-6.3	-62.6	-13.9
통신서비스	9.7	-54.7	-30.2	156.9	5.5
유틸리티	-46.0	121.4	-30.5	22.8	-30.0

전년 동기 대비(YoY)

	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
코스피	24.6	25.6	73.2	91.0	103.3
코스닥	38.9	42.7	59.7	73.9	62.1
에너지	-3.8	흑전	159.0	138.2	112.6
화학	58.8	462.7	적지▲	-81.5	73.2
비철,목재등	37.8	17.2	201.3	72.9	52.4
철강	-1.3	-2.8	흑전	28.5	48.6
건설,건축관련	103.7	47.5	흑전	16.4	22.2
기계	13.8	55.0	25.1	31.7	31.1
조선	133.1	177.8	97.0	51.9	40.0
상사,자본재	52.7	55.8	41.6	69.4	43.0
운송	-41.5	-68.4	-46.0	-18.3	8.2
자동차	-13.8	-25.2	-8.1	-10.4	10.5
화장품,의류,완구	16.5	15.5	34.9	7.3	20.6
호텔,레저서비스	38.4	41.4	123.0	-	18.2

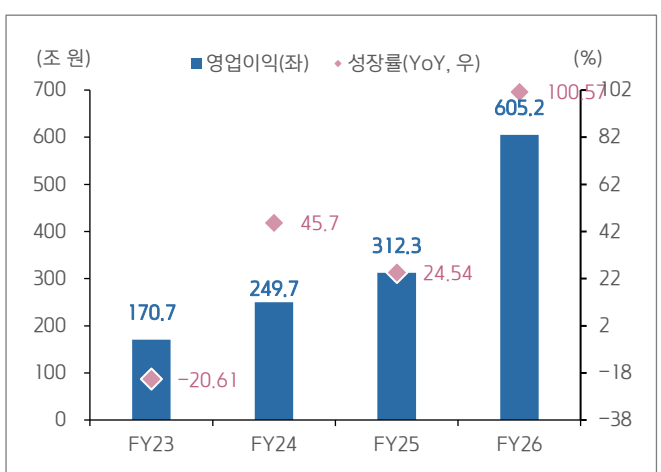
	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	4.8	-0.3	12.3	71.6	86.3
소매(유통)	36.8	14.1	138.3	12.4	20.5
필수소비재	1.7	0.3	4.3	4.2	9.9
건강관리	57.6	52.2	92.5	56.2	25.3
은행	1.6	0.3	20.8	8.5	11.2
증권	30.4	36.5	75.0	57.9	20.8
보험	-5.6	10.7	29.4	10.9	10.0
소프트웨어	19.6	24.1	30.2	12.8	18.8
IT하드웨어	26.6	49.3	129.3	71.9	57.7
반도체	53.8	45.0	139.1	354.1	290.2
IT가전	-50.6	적지▼	적지▲	-1.8	148.1
디스플레이	흑전	흑전	267.0	342.3	66.9
통신서비스	26.9	-39.6	흑전	-11.2	15.8
유틸리티	51.4	흑전	14.9	8.9	14.2

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05 코스피 '26년 영업이익 전망은 600조 상회

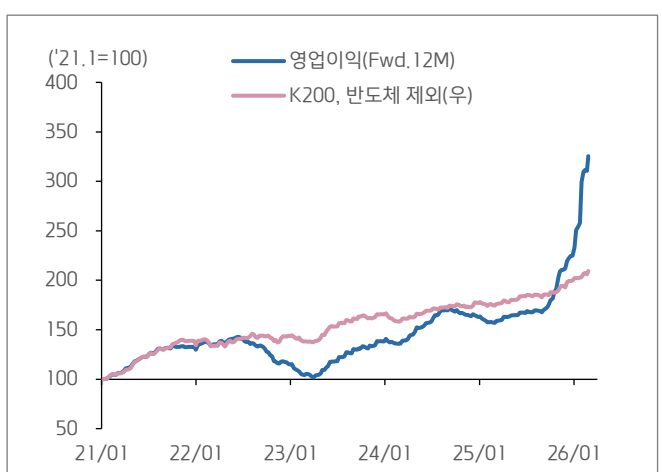
- 반도체 업종을 중심으로 한 AI/IT 테마의 실적 전망 개선세가 지속되며, 코스피의 2026년 영업이익 전망은 현재 600조원을 상회하며 전년 대비 100% 성장률이 전망됨
  - 2025년 영업이익 전망치인 312조원의 두 배 수준
- '26년 실적 전망이 폭발적으로 상향됨에 따라 코스피 선행 12개월 영업이익 전망치는 연초 대비 약 40% 증가. 반면, 반도체 업종을 제외한 나머지 업종들에서는 같은 기간 3.5% 상향 조정에 그치며 실적 쏠림 현상 심화

코스피 연간 영업이익과 성장률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피와 반도체 업종 제외 경우의 실적 전망 추이



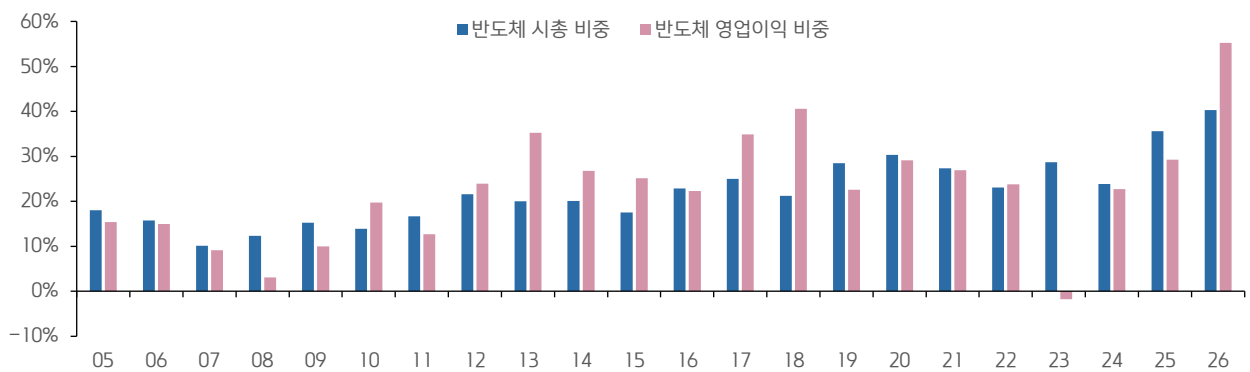
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

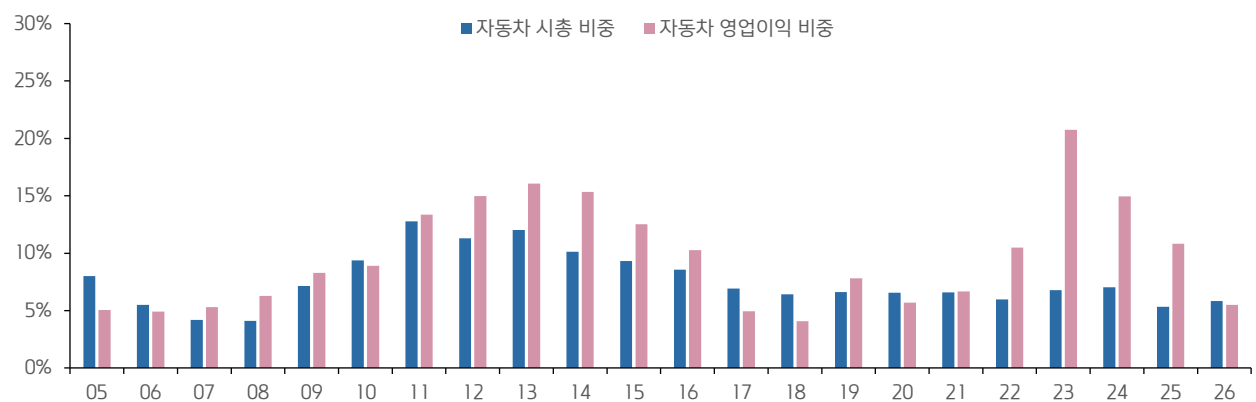
06. (참고) 국내 수출 주력 Top2 업종의 시총 및 실적 비중

코스피 업종 내, 반도체 및 자동차 업종의 시가총액/영업이익 비중 추이

코스피 내에서
반도체 업종 비중



코스피 내에서
자동차 업종 비중



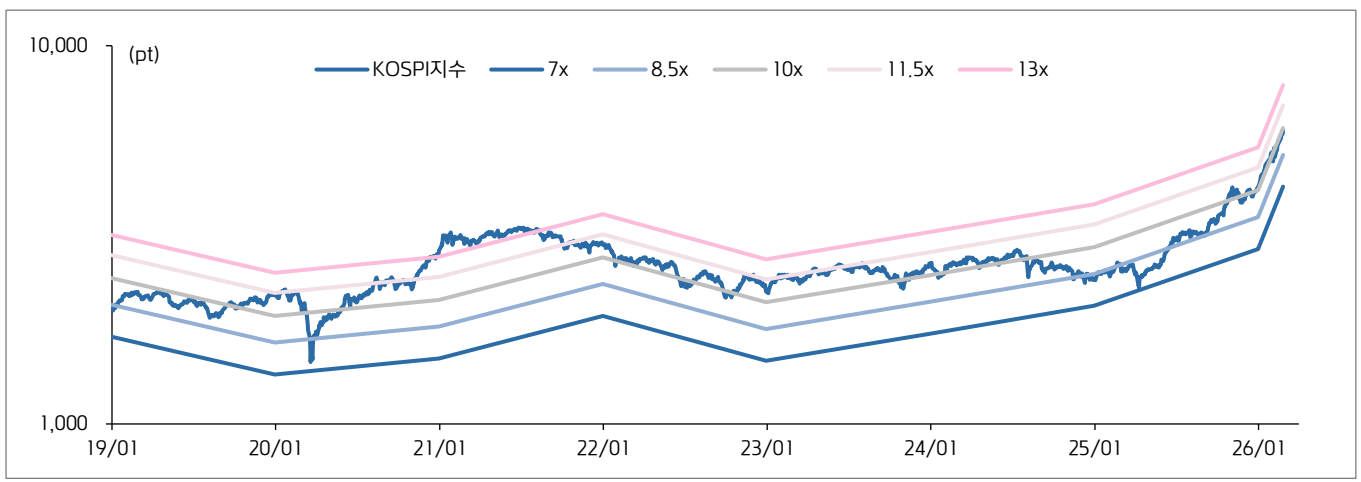
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 반도체 실적 상향으로 지속되는 국내 증시의 밸류에이션 압력 완화

- 반도체 Top 2 종목들의 지속되는 실적 전망 상향 조정으로 코스피 선행 12개월 PER은 5년 평균(10.5배)을 하회한 9~10배 수준에 머물러 있음
- 국내 증시 역사적 수준 그리고 해외 증시에 비해 저평가 구간에 위치하며, 역사적인 주가 수준 경신에도 실적 전망 대비 밸류에이션 부담은 높아지지 않고 있음
- 글로벌 AI 테마 성장 기대감 및 증시 유동성 환경이 지속되는 경우, 현재와 같은 실적 기반 상승 모멘텀에 무게가 실릴 것으로 전망

코스피, PER(Fwd. 12M) 밸류에이션 밴드 추이



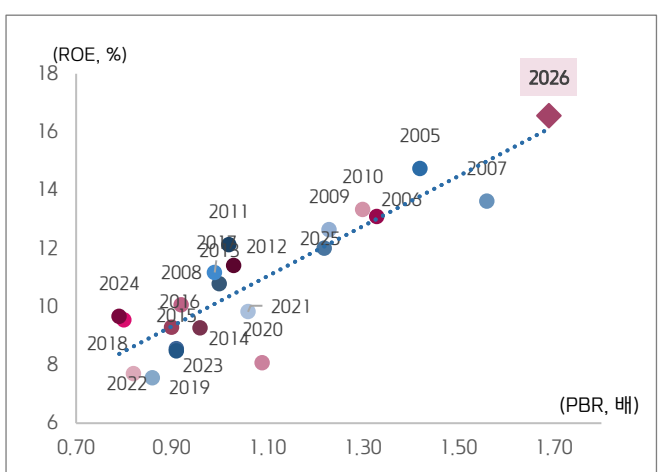
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 세로축은 로그 변환

키움증권

08. (참고) 수익성 개선이 주도하는 밸류에이션 멀티플 상향

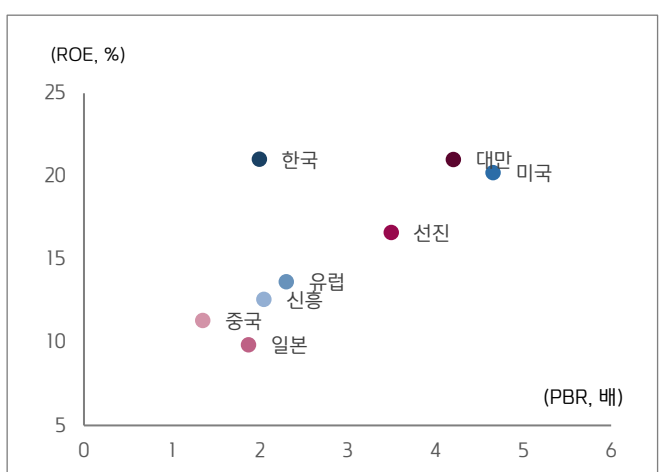
- PBR과 ROE 측면에서 살펴보더라도 현재 적용받고 있는 주가 멀티플은 역사적으로 봤을 때도 평균적인 추세로 설명 가능한 수준
  - 현재 PBR과 ROE는 각각 1.69배, 16.5% (최근 10년 평균은 0.94배, 9.3%)
- 주요국 증시와 비교해도 현재 IT 업종이 주도하며 증시 전반의 수익성이 높아진 점을 감안했을 때, 현재 적용 받고 있는 밸류에이션 멀티플이 부담스러운 수준이라고 보기는 어려운 모습
  - 다만, 최근의 수익성 주도가 반도체 단일 업종에 집중되어 있는 점은 경계 요인

코스피, 연도별 선행 12개월 PBR과 ROE



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

MSCI 주요국의 선행 12개월 PBR과 ROE



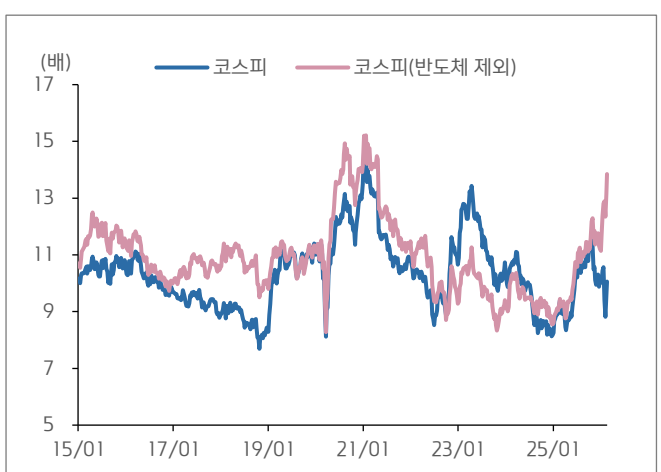
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 국가별 지수 기준

키움증권

09. 반도체를 제외한 코스피 밸류에이션은 상승 중…

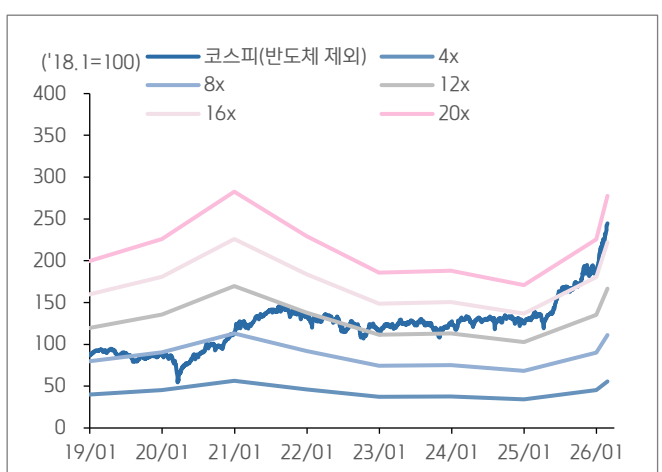
- 한편, 반도체 업종을 제외한 코스피 업종의 선행 12개월 PER은 '26년 연초까지는 코스피 지수와 동행하는 모습을 보였으나, 반도체 사이클이 도래하며 디커플링 되는 모습
  - 지난 2010년대 후반 반도체 슈퍼 사이클 구간에서도 반도체와 그 외 업종간의 디커플링 양상이 연출. 다만, 증시 내에서 반도체 업종의 영향력이 더욱 커짐에 따라 간극이 훨씬 큰 모습
- '20년 'V'자 반등 흐름 직후 반도체 제외한 코스피의 밸류에이션 멀티플은 12배 수준에서 유지
  '26년 현재 코스피 전반의 리레이팅이 연출된 결과 선행 12개월 PER은 14배에 위치

코스피와 반도체 업종 제외한 경우의 PER(Fwd. 12M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

반도체 업종 제외한 코스피 PER(Fwd. 12M) 밴드 추이



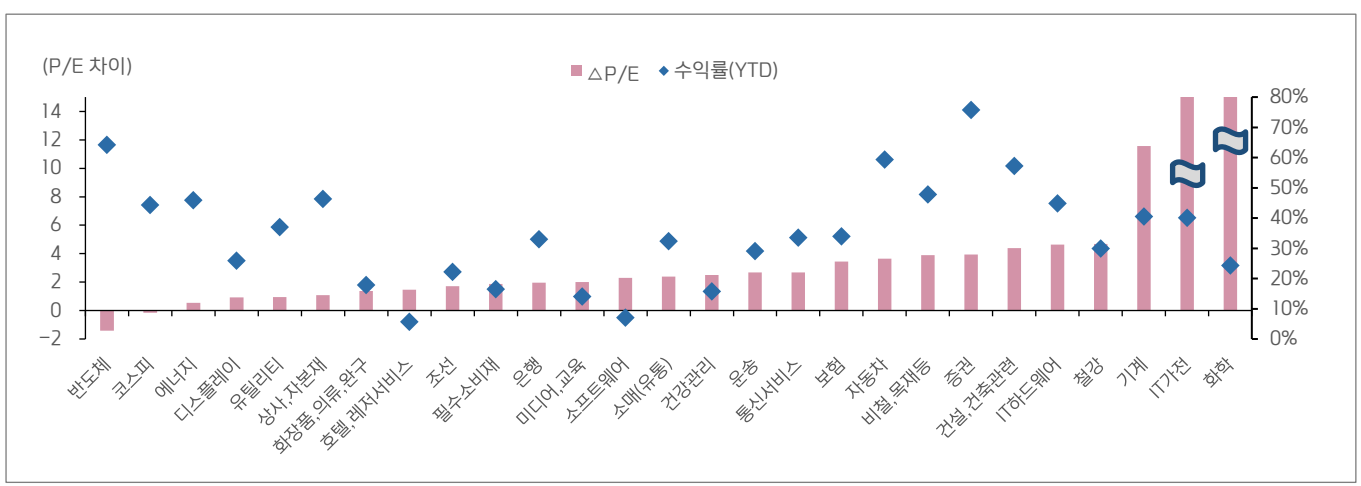
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 연초 이후 업종별 밸류에이션 및 수익률 변화

- 실적 그리고 상법 개정안 등 정책 기대감이 반영되며 업종 전반적으로 멀티플 리레이팅 양상 연출
- 증시 전체의 밸류에이션 압력은 낮아졌으나, 반도체 업종 제외 시 대체로 실적 개선보다 주가의 상승 속도가 더 앞서는 모습이 나타나며 밸류 부담 상승
  - 특히 2차전지 관련주가 포함되어 있는 화학, IT가전 등의 업종은 여타 업종 대비 실적 전망 하향 압력이 강하게 동반된 영향으로 P/E 밸류에이션 상승 폭이 큰 상황

코스피 업종별, 연초 대비 P/E(Fwd. 12M) 차이와 수익률



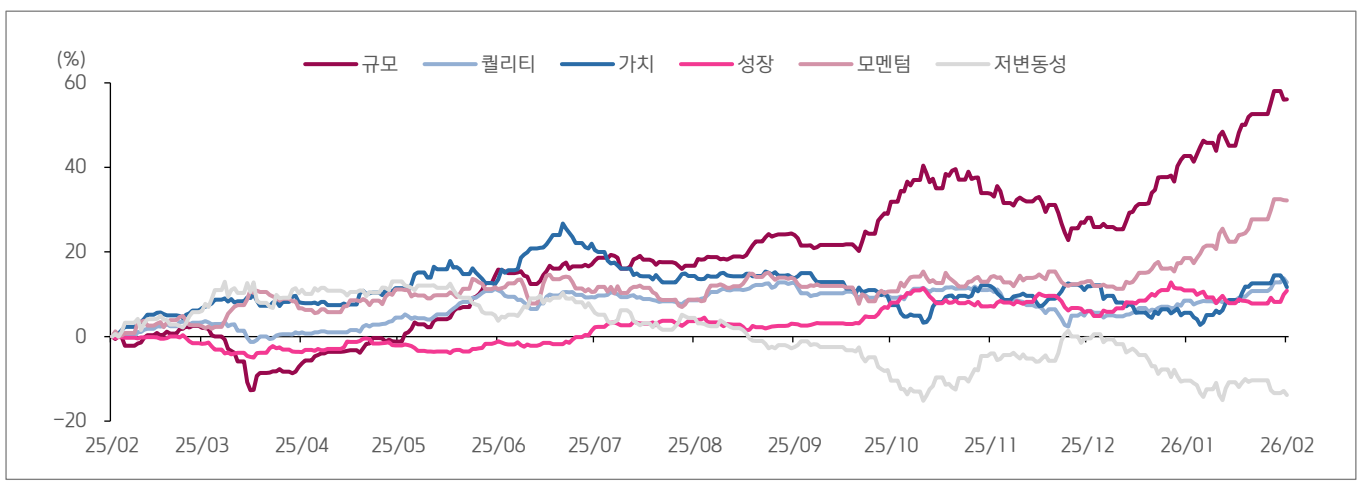
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주: 연초대비 변화량/변화율

키움증권

11. 국내 스타일 팩터 추이: 대형주 중심의 모멘텀 장세

- 1월에 이어 2월까지도 국내 증시는 대형주가 주도하는 테마 장세 성격이 강한 모습이 연출되고 있음
- AI 산업을 중심으로 한 구조적 변환은 성장 스타일의 강세를 그리고 상법 개정안 등 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책 드라이브는 금융 업종을 비롯한 그룹사 전반에 투자심리를 개선 시키며 가치 스타일의 강세를 만들며 다방면에서 증시 상승 동력을 제공
- 그 결과 가치/성장 스타일의 차별화보다는 대형주를 중심으로 상승 추세가 이어지는 모습이 지속

코스피, 최근 1년 주요 스타일 롱/숏 누적성과



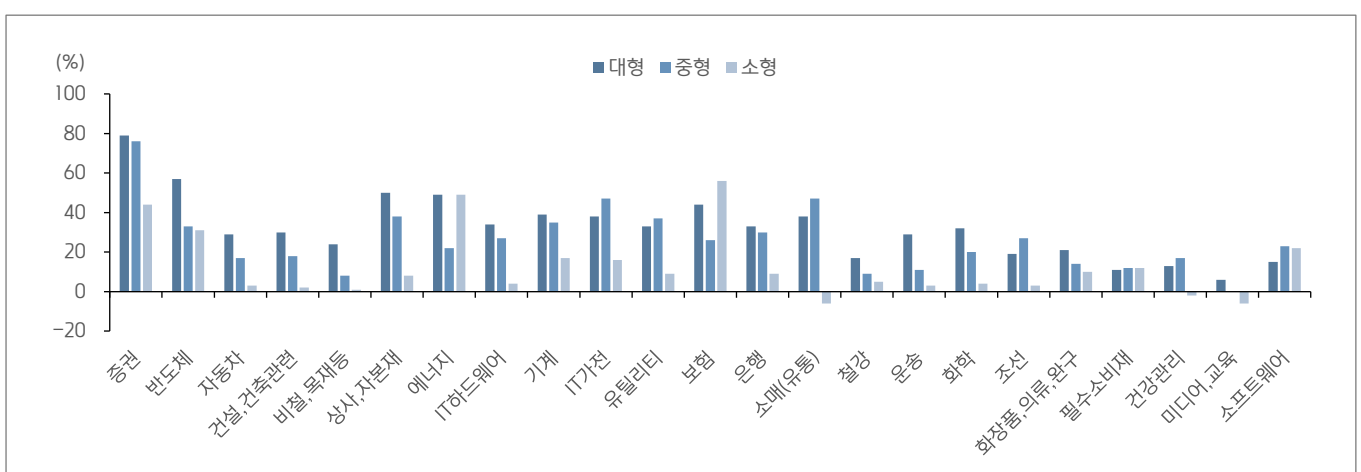
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. (참고) 코스피 업종별 시가총액 규모에 따른 YTD 성과

- 연초 이후 가장 큰 폭의 주가 상승을 기록할 것은 거래량 급증에 따른 실적 개선과 자사주 소각 등 주주환원 기대감이 겹친 증권 업종. 증권 업종은 규모별 차별화가 제한되며 대형 및 중형 종목군 전반이 강세
  - 정책 기대감의 민감도 컸던 금융 업종은 공통적으로 시총 규모에 따른 차별화보다는 상대적으로 고른 상승세 연출
- 그 외에 상승세가 두드러진 반도체, 자동차, 건설 등을 비롯한 업종들은 대형주를 중심으로 상승세가 컸음

코스피 주요 업종 내,시가총액 기준별(대/중/소형)에 따른 평균 YTD 주가 수익률



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 업종 순서는 YTD 주가 수익률 순

키움증권

13. 미 증시의 어닝 서프라이즈 비율은 '22년 이후 최저

- 미국 S&P 500 기준, 4Q25 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들의 비율은 73.4%로 지난 '22년 4분기(69%) 이후로 가장 낮은 수준
- AI 테마의 중심에 있는 IT 업종의 경우 92.4%를 기록하며, 지난 분기 대비 상승하는 모습을 기록. 그 외에도 필수소비재, 헬스케어 등의 업종은 상대적으로 어닝 서프라이즈 강도가 높았음
  - 반면, 소재, 부동산, 자유소비재, 유틸리티 등의 업종은 어닝 서프라이즈 비율이 낮은 모습
- 미 증시 전반의 서프라이즈 탄력이 약해지고는 있으나, IT 업종의 실적 모멘텀이 유효한 점은 긍정적

미국 S&P 500, 분기별 어닝서프라이즈

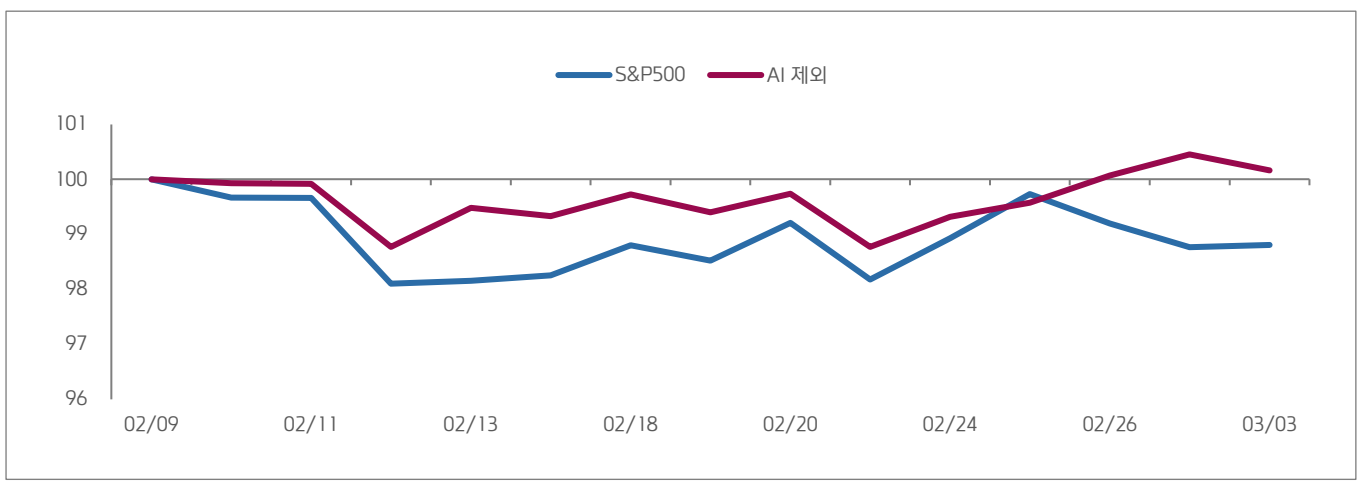
	4Q25	3Q25	2Q25	1Q25	4Q24	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23	3Q23	2Q23	1Q23
미국(종합)	73.4	82.2	81.6	77.6	74.5	74.9	80.4	79.8	76.2	81.2	80.4	78.4
IT	92.4	91.2	92.5	87.0	75.4	82.4	79.1	90.8	90.6	89.2	92.3	84.8
필수소비재	90.0	86.5	78.9	73.7	73.7	71.1	71.1	86.8	81.6	83.8	81.1	83.8
헬스케어	81.4	91.7	86.7	88.3	75.4	87.1	85.7	85.9	79.7	80.0	89.2	83.1
에너지	77.3	77.3	71.4	56.5	76.2	63.6	77.3	69.6	69.6	73.9	73.9	87.0
산업재	75.9	86.1	85.9	83.3	78.2	74.4	83.3	80.8	79.5	84.0	76.0	86.3
금융	70.7	86.7	83.3	78.1	86.1	83.1	87.1	71.8	80.6	80.6	76.4	67.1
커뮤니케이션서비스	70.0	52.4	80.0	80.0	78.9	94.7	73.7	73.7	57.9	89.5	90.0	71.4
유틸리티	66.7	77.4	74.2	61.3	48.4	67.7	74.2	73.3	50.0	80.0	63.3	60.0
자유소비재	55.8	70.0	74.5	66.7	80.0	60.0	75.0	75.5	79.2	79.2	84.9	79.2
부동산	51.6	77.4	90.3	74.2	51.6	71.0	87.1	77.4	58.1	67.7	71.0	66.7
소재	50.0	69.2	50.0	76.9	71.4	50.0	75.0	78.6	64.3	75.9	72.4	82.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14. 미국은 'HALO' 및 Anti-AI 플레이 등장

- 글로벌 증시는 여전히 IT 섹터 주도의 이익모멘텀이 지속되고 있으나, 고평가 및 지속성에 대한 우려가 상존하며 단기 상승에 대한 피로감을 느끼는 일부 투자자들은 Heavy Asset Low Obsolescence(HALO: 대규모 유형 자산 및 낮은 AI 도태 위험) 또는 Anti-AI 플레이에 관심
- 국내 증시는 상대적으로 소프트웨어 성격보다 하드웨어 산업을 중심으로 AI 수혜를 입으며, 연초 이후 미국 증시 부진에도 충격이 크지 않았음
  - 다만, 매크로 및 중동 지정학적 불안 고조에 따른 증시 변동성 확대 가능성이 상존하고 있는만큼 최근의 시장 주도 테마인 AI와의 상관성이 높지 않은 업종들 또한 살펴볼 필요가 있음

미국 S&P 500과 S&P AI 섹터 제외 지수 추이



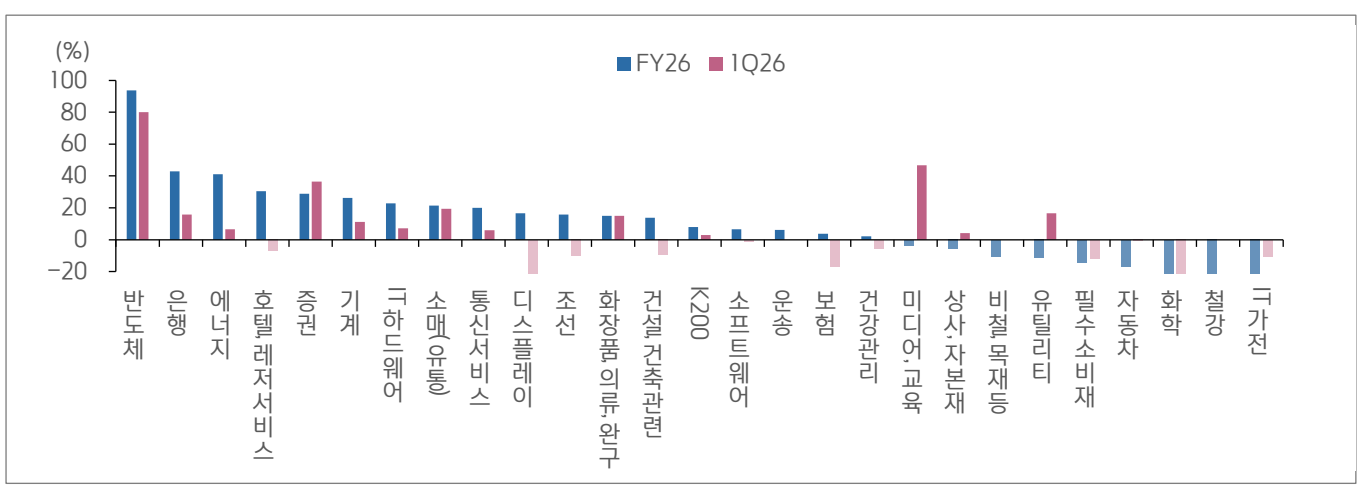
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 업종별 이익모멘텀 점검 : 주도 업종 중심의 이익모멘텀

- AI 산업 확대에 따른 수요 폭발로 반도체 업종의 실적 모멘텀이 가장 두드러진 가운데, 실적 개선 모멘텀이 점차 여타 업종으로도 확대되는 모습
- 실적 및 배당 기대감이 높아지고 있는 금융(은행, 증권) 업종을 비롯해 주요 주도 업종인 기계, 조선 등의 실적 모멘텀 지속
- 그 외에도 에너지, 호텔레저, 소매(유통), 통신 등도 실적 전망의 상향 의견이 높아지는 모습

코스피, 업종별 '26년, 1Q26 주당순이익 이익조정비율(1개월)



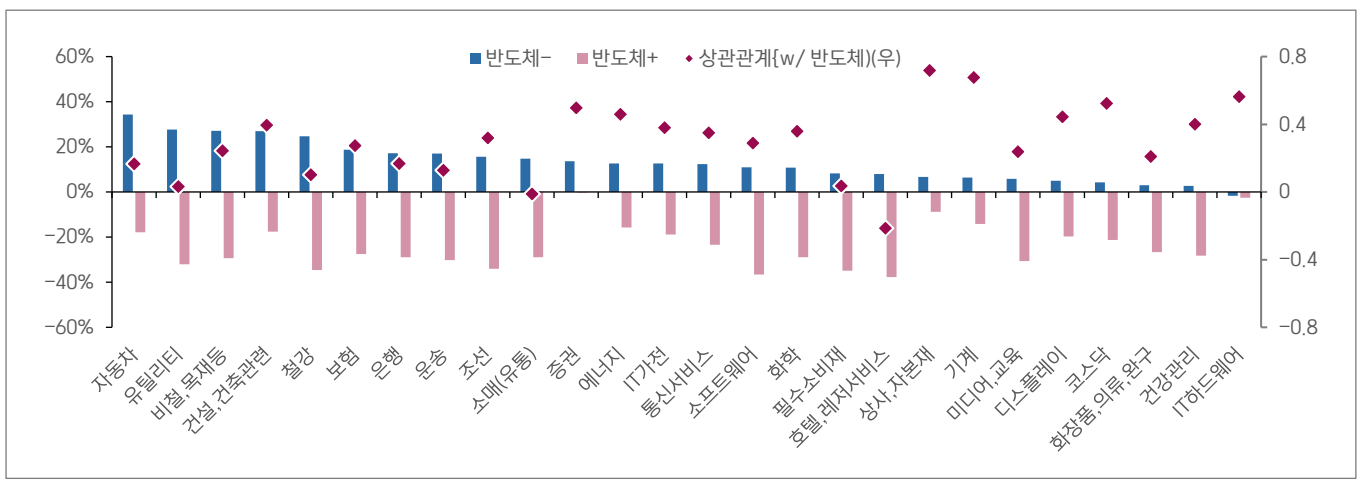
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. (결론) AI -반도체 테마와의 상관성이 높지 않은 곳에도 관심

- 국내 증시의 가장 큰 상승 동력은 단연 AI테마를 중심으로 한 메모리 사이클 및 피지컬 AI로의 확장
- 반도체 업종의 실적 영향력이 그 어느때보다 높아진 현 상황에서 글로벌 증시와 같이 상대적으로 AI 산업의 영향력이 낮은 업종들에서의 기회도 살펴볼 필요
- 연초 이후 반도체 업종과의 상관성이 높지 않은 가운데, 반도체 테마의 성과가 부진한 구간에서 상대적으로 주가 흐름이 양호한 모습을 보인 업종들로는 금융, 유틸리티, 소매(유통) 등이 해당
- 결론적으로 국내 증시 접근 전략에서는 여전히 실적 개선 여력이 있는 반도체, 금융, 기계, 방산 업종을 중심으로 양호한 흐름이 이어질 것으로 판단. 다만, 최근 대외 불확실성이 높아진 상황을 감안 IT 센티먼트와의 민감도가 높지 않고 펀더멘털 또한 양호한 금융, 소매(유통) 등을 통해서도 하방 안정성을 확보할 수 있을 것으로 전망

연초 이후, 반도체 업종 상승/하락 기간별 누적 성과(코스피 대비 초과성과) 및 상관관계



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

Part 3

시황: 체크해야 할 정책 모멘텀

01. 3차 상법개정안 국회 본회의 통과, 후속 정책 추진 이어질 전망

- 자사주 소각 의무화를 골자로 한 3차 상법개정안 2월 25일 국회 본회의 통과, 공포 이후 즉시 시행
  - 금번 3차 상법개정안 통과로 인해, 상장사가 취득한 신규 자사주는 1년 이내에 소각하도록 의무화되었으며, 기 보유 중인 자사주도 법 시행일로부터 6개월이 경과한 날을 기준일로 삼아 그로부터 1년 이내 소각해야 함
- 3차 상법개정안 통과 이후에도 주가누르기 방지법, 중복상장 방지 가이드라인(자본시장법 개정), 의무공개매수제도, 스튜어드십코드 강화 등 추가 자본시장 개혁 과제 입법도 속도를 낼 것으로 전망

새정부 출범 이후 주요 거버넌스 관련 정책 내용

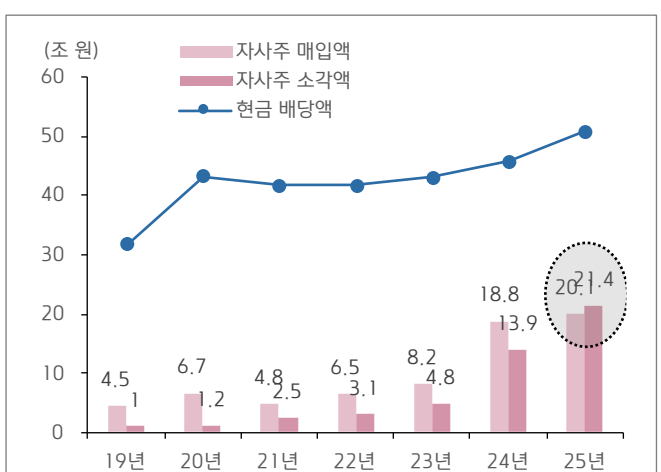
시행일	구분	주요 내용
2025.07.22	이사의 충실의무 확대	- 이사가 회사뿐만 아니라 총주주의 이익 보호 및 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하도록 충실의무 대상을 주주까지 확대함
2026.07.23	독립이사 제도	- 사외이사의 독립성 및 업무집행 감독기능을 강화하기 위하여 상장사가 선임하는 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경 - 일반 상장회사는 이사 총수의 3분의 1이상이 되도록 독립이사를 선임해야 하며 대규모 상장회사는 독립이사를 3명 이상 선임함과 동시에 독립이사가 이사 총수의 과반이 되도록 구성해야 함
	3%룰 강화	- 대규모 상장회사가 설치하는 감사위원회의 위원(또는 상장회사의 감사)을 선임 해임하는 안건에 대해 최대주주는 항상 특수관계인 등이 소유한 지분을 합산하여 최대 3%까지만 의결권을 행사하도록 제한함
2026.09.10	분리선출 감사위원 증원	- 대규모 상장사가 설치하는 감사위원회의 위원 중 의무적으로 분리선출해야 하는 감사위원을 최소 1명에서 2명으로 증원함
	집중투표제 의무화	- 대규모 상장회사는 정관으로 집중투표제를 배제할 수 없도록 의무화함
2027.01.01	전자주주총회 의무화	- 일반 상장회사는 정관으로 달리 정하지 않는 한 이사회 결의로 전자주주총회를 개최할 수 있게 되었으며 대규모 상장회사는 소집지 출석과 전자주주총회 출석을 모두 직접 출석으로 간주하는 현장병행형 전자주주총회를 의무적으로 개최하여야 함
공포 즉시 시행	자사주 소각 의무화	- 회사가 자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 1년 이내에 원칙적으로 소각하도록 하며, 기존에 보유 중인 자기주식은 시행일로부터 최대 1년 6개월 간 소각 유예 부여 - 회사가 자기주식을 처분할 때는 각 주주에게 그가 가진 주식수에 따라 균등한 조건으로 처분하도록 하고, 임지구언 보상 또는 우리사주제도 실시 등 일정한 사유가 인정되는 경우 주주 외의 자에게 처분할 수 있게 함
후속 정책 (예상)	주가 누르기방지법	- 상속, 증여세 산정시 PBR 0.8배 미만 상장사는 시가가 아닌 순자산가치로 과세하여, 세금 절감을 위해 대주주가 고의로 주가를 낮게 유지할 유인을 차단
	중복상장 규제 가이드라인	- 모회사가 알짜 자회사를 쪼개기 상장할 때 기존 주주에 대한 보호, 보상 대책을 의무화하거나 심사를 강화하여, 모회사 주주가치가 훼손되는 것을 방지하는 지침
	의무공개매수제도	- 상장사의 경영권 지분을 인수(ex. 25% 이상)할 때, 소액주주의 주식도 경영권 프리미엄이 포함된 가격으로 일정 비율 이상(ex. 50% + 1주) 함께 사주도록 강제하는 제도
	스튜어드십코드 강제화	- 기관투자자가 자율적으로 시행하던 주주권 행사 지침을 법적 강제 규범으로 전환하여, 대주주 견제와 기업가치 제고를 위한 적극적인 주주활동을 의무화하는 정책

자료: 키움증권 리서치센터

02. 거버넌스 개혁이 이끌 국내 증시 리레이팅 경로는 유효

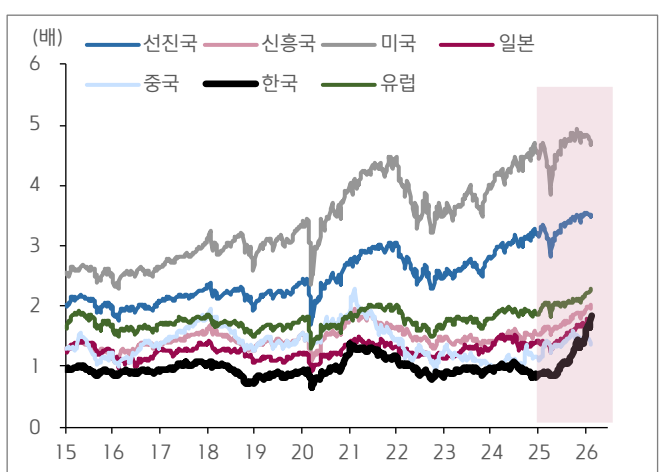
- 지난해 하반기 이후 3차 상법개정안 논의 본격화됨에 따라, 상장사의 자사주 소각 움직임 확대되고 있는 흐름
  - 실제로, 지난해 상장사 자사주 소각 금액은 21.4조 원으로, 사상 처음으로 매입 금액(20.1조 원)을 상회
    20일 기준, 코스피 상장 주식수는 632.3억주로 지난해 6월 말(636.5억주) 대비 3분기 연속 감소세
  - 1~3차 상법개정안 추진 등 일관적인 정부의 거버넌스 개혁 정책이 추진됨에 따라 주주환원에 선제적으로
    나서는 기업들이 증가하고 있는 것으로 판단
- 국내 증시는 구조적으로 주주환원 확대 및 실적 개선 → ROE 상승 → PBR 리레이팅 경로 이어나가는 중
  - MSCI 한국 지수 기준, 현재 12개월 선행 PBR은 1.8배 수준으로 신흥국(2.0배) 대비 여전히 낮다는 점을
    감안시, 추가적인 멀티플 리레이팅 확대 여력 남아있음

국내 상장사 주주환원 금액 추이



자료: FnGuide, KRX, 키움증권 리서치센터

주요국 증시 PBR 추이



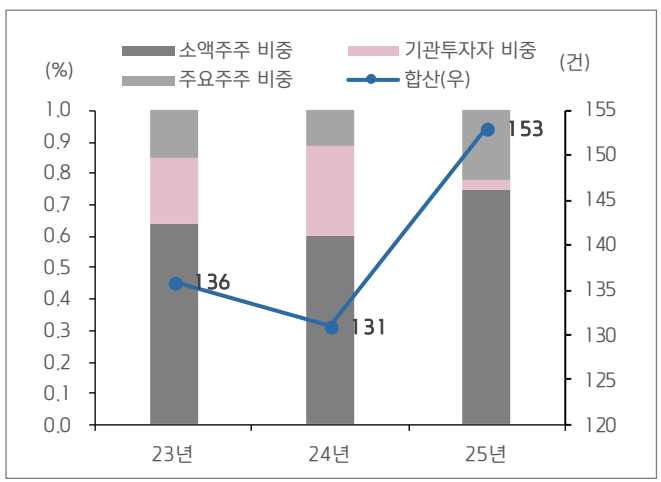
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) MSCI 국가지수 기준

키움증권

03. 3월 주총 시즌 임박, 상장사 대상 주주제안 거세질 것으로 전망

- 법적 강제성을 동반한 상법개정안 다수 통과, 밸류업 공시 및 실질적 이행 요구 강화, 스튜어드십 코드 내실화 등으로 소액주주, 연기금, 기관투자자의 상장사를 대상으로 한 주주제안 급증할 것으로 전망
  - 개인투자자 1,400만 시대에 소액주주는 액트(ACT) 등 소액주주 행동주의 플랫폼을 활용한 주주제안 활성화
  - 기업 밸류업 및 스튜어드십 코드 강화 움직임 속 기관투자자, 연기금의 의결권 행사 증가할 것으로 예상
- 주주제안의 안건 유형도 단순히 주주환원을 확대하는 안건에 그치는 것이 아니라, 이사회 구조에 영향을 미치는 안건 유형 증가할 전망
  - 실제로, ESG 기준원에 따르면 최근 3년 간 주주환원 관련 주주제안 비중은 감소하고 있는 반면, 이사,감사 선임, 정관 변경 등 이사회 의사결정에 영향을 미치는 안건 유형 증가

최근 3년 상장사 정기주주총회 주주제안자 비중 추이



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

최근 3년 상장사 정기주주총회 안건 유형별 주주제안 건수 및 비중

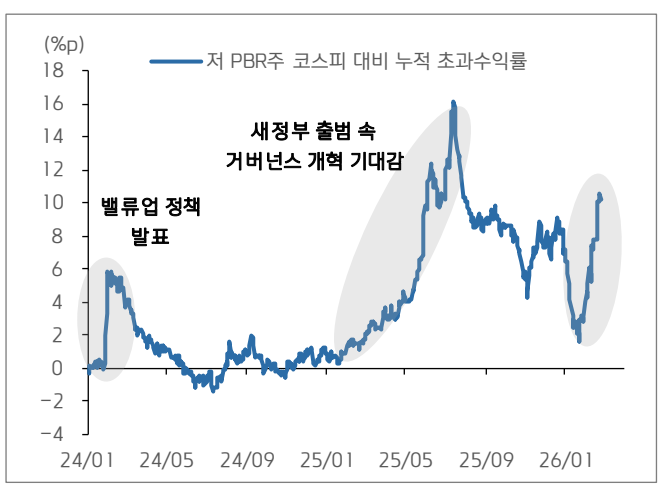
	23년	24년	25년
이사 및 감사(위원) 선임	54 (39.7%)	51 (38.6%)	50 (32.7%)
정관 변경	29 (21.3%)	24 (18.2%)	51 (33.3%)
주주환원	39 (28.7%)	30 (22.7%)	25 (16.3%)
이사 및 감사 보수한도	7 (5.1%)	8 (6.1%)	2 (1.3%)
이사 및 감사 해임	3 (2.2%)	6 (4.5%)	5 (3.3%)
기타	4 (2.9%)	13 (9.8%)	20 (13.1%)
합계	136	132	153

자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

04. 국내 고유의 정책 기대감 속 저 PBR주 온기 확산될 전망

▶ 3차 상법 개정안 통과 등 정부 정책 기대감 환기되며 2월 한달 동안 금융, 지주 등 정책 수혜주 주가 급등
- FnGuide 분류 기준, 증권(+28.4%), 은행(+18.1%), 보험(+17.8%), 지주(+16.4%) 등 양호한 수익률 기록
- 자사주 소각 의무화 정책 국회 본회의 통과 이후 재료 소멸 인식 속 단기적으로 차익실현 매물 출회될 수 있으나, 후속적인 정책 기대감 잔존하고 실제 기업이 주주환원 확대하는 과정에서 2차 상승 가능할 전망
- 자사주 비중 높고 PBR 0.8배 미만 딥밸류 기업들은 정책 수혜 관점에서 3월에도 주목해볼 필요 있다고 판단

2024년 이후 저 PBR주의 초과수익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 유니버스는 코스피, 저 PBR 상위 1분위의 코스피 대비 누적 초과수익률

PBR 0.8배 미만 + 자사주 비중 높은 기업

종목명	업종명	PBR(TTM, 배)	자사주비중(%)
롯데지주	상사,자본재	0.46	27.5
미래에셋생명	보험	0.70	26.3
태광산업	화학	0.31	24.4
KCC	건설,건축관련	0.64	17.2
HDC	건설,건축관련	0.43	17.1
오뚜기	필수소비재	0.65	14.2
한화생명	보험	0.28	13.5
금호석유화학	화학	0.63	13.4
하림지주	필수소비재	0.50	13.2
CJ대한통운	운송	0.65	12.6
SK네트웍스	상사,자본재	0.55	12.3
현대해상	보험	0.53	12.3
SNT홀딩스	자동차	0.67	11.3
코리안리	보험	0.68	9.3
LX인터내셔널	상사,자본재	0.56	7.2
SK디스커버리	에너지	0.39	6.7
현대홈쇼핑	소매(유통)	0.41	6.6
POSCO홀딩스	철강	0.56	6.6
한국가스공사	유틸리티	0.32	5.5
CJ ENM	미디어,교육	0.52	5.4

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05. 대미투자 특별법 처리 임박 속 대미 투자 관련 수혜주 주목

- 지난해 11월 한미 양국 간 3,500억 달러 규모의 대미 투자 양해각서(MOU) 서명 이후 대미투자 특별법을 둘러싼 여야 이견으로 법안 통과가 지연되고 있던 상태
  - 이러한 가운데 올해 1월 들어 트럼프 대통령은 한국의 합의 이행 미비를 이유로 관세 재인상을 압박. 여기에 일본이 대미투자 합의를 가장 먼저 가시화하면서 인접국인 한국의 대미 투자 압력 강화
- 이에 최근 민주당 측은 3월 9일까지 대미투자특별법을 처리해야한다고 촉구하며, 법안 처리가 임박한 상황
  - 현재 논의되고 있는 1호 대미투자 프로젝트는 원전, 전력망 등 에너지 분야에서 첫 투자가 이뤄질 가능성이 크다고 알려진 상태. 원전, 전력기기 그리고 조선과 같은 대미투자 관련주 3월에 주목해야하는 근거

한미 관세 협상 관련 주요 경과

2025년 10월 29일	- 한미 관세 협상 타결, 자동차 등 주요 품목관세 15%로 인하 합의 도출
2025년 11월 26일	- 대미 투자의 법적 근거 위한 '대미투자특별법' 국회 발의
2025년 12월~ 2026년 1월	- 대미투자특별법 국회 비준 동의 둘러싼 여야 이견, 법안 처리 지연
2026년 1월 27일	- 트럼프 대통령, 한국의 '합의 이행 미비' 이유로 한국산 제품 관세 25%로 재인상하겠다고 압박
2026년 2월 20일	- 미 연방대법원, 국제비상경제권한법(IEEPA) 관세 관련 위법, 무효 판결

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

한미 전략적 투자 합의 및 대미투자특별법 내용

투자 분야	- **조선**, **에너지**, 반도체, 의약품, **핵심광물**, 인공지능, 양자컴퓨팅 등 양국의 경제 및 국가안보 이익 증진 분야
투자 규모	- 총 규모 3,500억 달러(투자 2,000억 달러 + 조선 협력 투자 1,500억 달러)
투자 예상 목록	- 핵심광물 개발, 석유화학 플랜트, 원전, 신재생에너지 및 전력 기자재, 알래스카 PNG
대미투자 특별법	- 정부와 한국은행의 외환보유액 운용수익 등으로 '한미전략투자기금' 조성 - 기금의 관리, 운용 주체로 '한미전략투자공사'를 20년 이내 한시적으로 운영 - 연간 200억 달러 송금 한도에서 사업의 진척 정도 고려한 금액 집행 - 대미 투자 집행이 외환시장 불안을 야기할 우려가 있는 경우 투자 집행 금액과 시점 조정 요청 - 상업적 합리성이 있는 사업만 미국 투자위원회의 추천 대상에 등재 - 프로젝트 매니저는 가급적 한국기업 또는 한국인 선정되도록 협의 - 20년 기한 내 개별 사업의 투자금 회수가 어려울 것으로 예상되면 현금흐름 배분비율 조정 협의

자료: 외교부, 언론보도, 키움증권 리서치센터

06. 일본 대미투자 프로젝트 발표, 한국 대미 투자 압박 확대

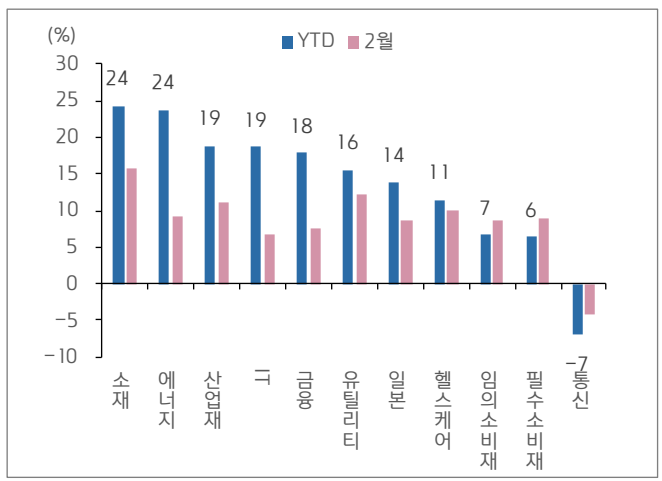
- 지난 17일 미 상무부는 일본과 합의한 대미투자 계획에 따른 첫 프로젝트 세개를 동시에 발표
  - 구체적으로, 오하이오주 가스화력발전소(360억 달러), 텍사스주 원유 수출 시설(21억 달러), 조지아주 다이아몬드 생산시설(6억 달러) 등 에너지, 소재 분야에 대한 투자 프로젝트 공개
  - 연초 이후 일본 내 소재, 에너지 업종이 강세를 보인 것도 대미투자 수혜에 대한 기대감 일부 반영되었기 때문
- 일본의 1호 대미 투자의 98%가 에너지 인프라 사업이라는 점을 감안시, 한국도 에너지 분야 관련 대미 투자가 1호 프로젝트가 될 것으로 예상되고 있는 상황
  - 원전(미국 내 원전 공급망 부재, 원전 건설 역량 높은 한국과의 협력 필요한 분야), 전력망(고전압, 송전, 변압기 등 전력기기 분야에서 한국 협력 기대) 등

일본 대미투자 3대 프로젝트 내용

	오하이오주	텍사스주	조지아주
분야	가스화력발전소	원유 수출 시설	다이아몬드 생산 시설 확보
투자금액	333억 달러	21억 달러	6억 달러
주도기업	SB에너지	센티널미드스트림	엘리먼트식스
목적	미국 최대규모 (9.2GW)) 천연가스 발전소	연 200억~300억 달러 원유 수출 기반 확보	산업용 핵심 제조 공급망 구축

자료: 미 상무부, 키움증권 리서치센터

2026년 이후 일본 증시 내 업종별 수익률 비교



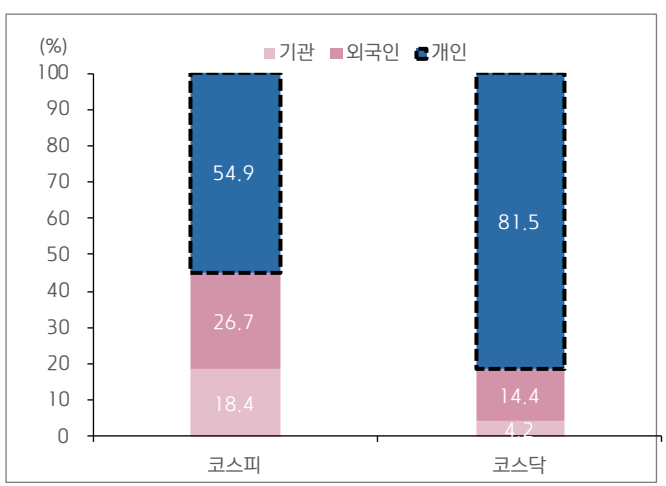
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) MSCI 일본 내 업종 지수 기준

키움증권

07. 코스피 5,000pt 도달 이후 정부의 증시 부양 초점은 코스닥으로

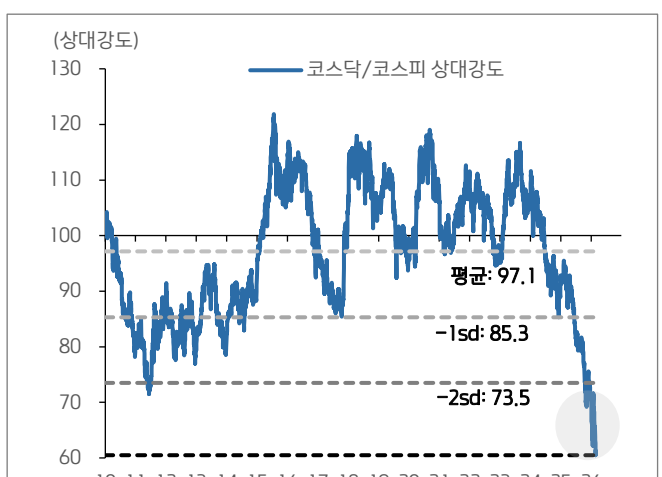
- 코스피 지수가 5,000pt를 달성하며 정부의 1차적인 목표를 달성한 상태. 증시 부양 정책의 초점이 코스피에서 코스닥 시장이 될 것이라는 기대감이 연초 코스닥 랠리의 신호탄으로 작용
  - 특히, 코스닥 시장은 개인투자자 거래대금 비중이 약 80%로 개인 중심의 시장. 현재 국내 개인투자자가 1,400만명을 돌파했다는 점을 감안한다면, 정치적 이해관계 측면에서도 코스닥 부양의 당위성을 확보
  - 이에 따라, 국민 자산 형성 지원이라는 명분 하에 6월 지방선거 전까지 코스닥 정책 드라이브는 지속될 전망
- 한편, 코스닥의 코스피 대비 상대강도는 60pt대로 2010년 이후 역대 최저치 수준까지 하락한 상태
  - 통계적으로 -2표준편차를 하회하며, 평균회귀 관점에서 상대수익률 격차 회복을 기대할 수 있는 구간
  - -2sd, -1sd, 평균 수준까지 회복한다고 가정할시, 코스닥은 각각 1,220pt, 1405pt, 1600pt로 레벨업 가능

코스피와 코스닥 수급 주체별 거래대금 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 최근 5년 누적 기준

코스닥과 코스피 상대강도 추이



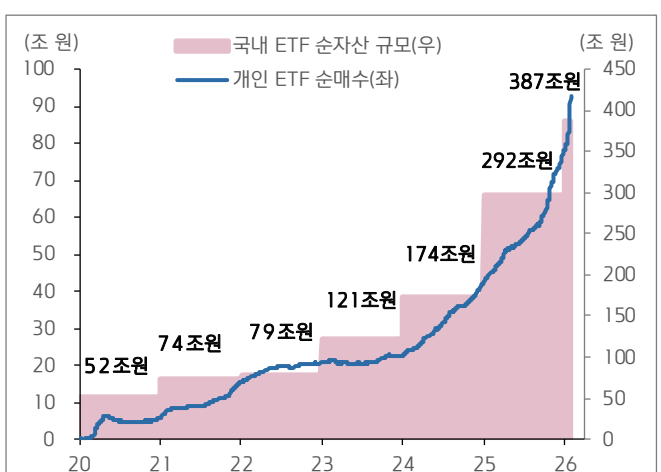
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 개인 자금은 ETF 투자를 중심으로 급격하게 유입

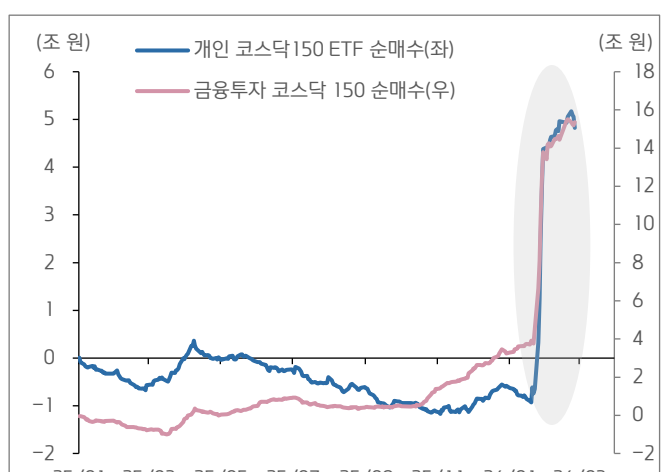
- 2월 26일 기준, 국내 ETF 순자산 규모는 387조원으로 집계되며 성장세 지속중
  - 지난 '20년 동학개미운동과 달리 최근 ETF 중심의 투자가 활성화됨에 따라 개인투자자는 개별 종목이 아닌 ETF에 투자하며 국내 ETF 시장 성장을 견인
- 특히, 개인 투자자는 코스닥 150 및 레버리지 ETF를 통해 코스닥 시장 전반에 걸쳐 매수 주체로서 작용
  - 개인이 ETF를 매수하면 증권사 기초 지수 구성종목을 시장에서 사들이는 과정에서 금융투자 매수로 집계
  - 최근 금융투자협회 온라인 교육 사이트가 접속 폭주로 마비되는 등 레버리지 상품 매수에 대한 신규 수요가 폭증하고 있는 흐름
  - 정부의 코스닥 정상화 정책 내러티브가 지속되는 한, ETF를 중심으로 한 공격적인 매수심리는 지속될 전망

국내 ETF 순자산 규모와 개인 ETF 순매수



자료: KRX, 키움증권 리서치센터, 주) 2026년은 2월 3일 기준

개인 코스닥150 ETF 및 금융투자 코스닥 150 누적 수급



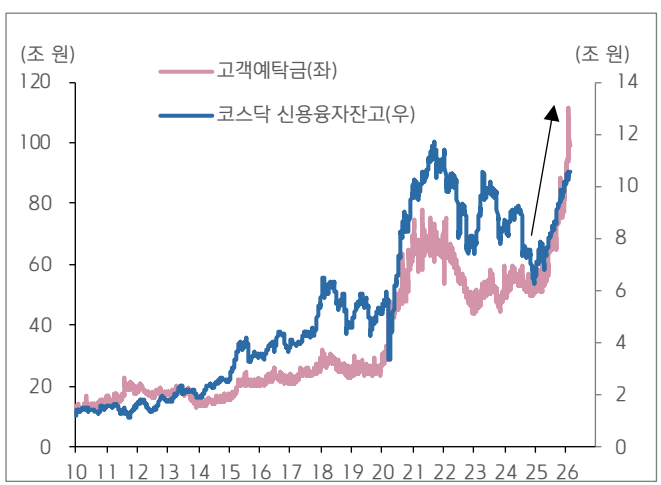
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 고객 예탁금 100조원 돌파, 넘치는 시장 유동성은 주식시장을 향하는 중

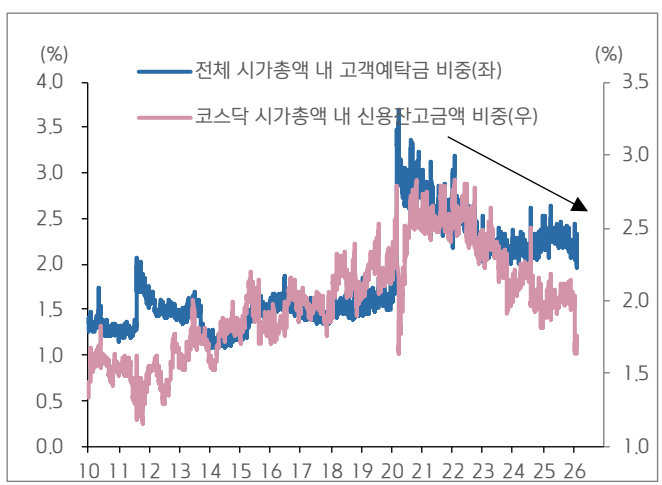
- 정부는 생산적 금융으로의 전환을 유도함에 따라 현재 주식시장으로의 머니무브가 급격하게 나타나고 있음
  - 지난해부터 이어져온 주식시장 호조세로 예금에서 주식시장으로 자금 이동하고 있는 흐름
  - 현재 고객예탁금은 100조원 수준으로 사상 최고치를 경신, 12월 말과 비교해서 10조원 넘게 급증하며 주식시장 대기성 자금이 지속적으로 유입되고 있는 흐름
- 풍부한 유동성 속 개인투자자의 수급은 정부 정책 기대감을 반영하며 코스닥을 지탱할 것으로 전망
  - 실제로, 코스피 5,000pt 도달이 실현됨에 따라 다음 타겟인 코스닥으로 개인투자자의 FOMO성 자금이 집중
- 빚투성 자금인 코스닥 신용융자잔고 금액도 급등하고 있음에도, 현재 시가총액 대비 비중으로 보면 신용 레버리지 과열 부담은 크지 않음. 즉, 코스닥 시장으로의 추가 수급 유입 여력이 여전히 남아있음을 의미

고객예탁금과 코스닥 신용융자잔고 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

시가총액 대비 고객예탁금과 코스닥 신용잔고 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 기관투자자 수급 유인 정책과 3월 코스닥 액티브 ETF 출시

- 코스닥 시장은 코스피 대비 현저히 낮은 기관투자자 비중(거래대금 기준 약 4.5%)이 약점으로 지적
  - 단타위주의 거래, 취약한 수급 불균형 등은 구조적인 코스닥 시장의 디레이팅 요인으로 작용하는 실정
- 정부는 이 같은 한계를 극복하기 위해 기관투자자의 코스닥 수급 유입 정책을 다방면으로 추진
  - 코스닥벤처펀드(세제 혜택 속 자산가 자금 유입 유도), BDC 도입(증권사, VC 주도의 안정적 공급 파이프라인 형성), 대형 IB 모험자본 공급, 연기금 코스닥 참여 시장 유도(기금운용 평가시 코스닥 지수 포함) 등이 해당
- 또한, 3월 주요 자산운용사들의 코스닥 액티브 ETF 출시 일정도 코스닥 시장 내 자금 유입을 촉발시키는 요인
- 현재 코스닥 시장 내 기관 수급이 비어있음을 감안시, 기관 자금 유입이 본격화될 경우 반대급부적으로 코스닥시장은 큰 폭의 상승을 기대할 수 있다고 판단

시장 및 거래주체별 국내 주식시장 거래 통계

		기관투자자		개인	외국인	기타 (일반법인 등)
			연기금			
코스피	거래액	477조원	260조원	1,399조원	712조원	33조원
	순매수액	1.5조원	4.1조원	△5.4조원	1.3조원	2.5조원
코스닥	거래액	94조원	13조원	1,624조원	306조원	24조원
	순매수액	△4.4조원	△0.6조원	6.4조원	1.5조원	△3.5조원

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터
주) 2024년 기준, 거래액은 (매수액+매도액)/2

코스닥 활성화 정책 내 기관투자자 자금 유입 정책

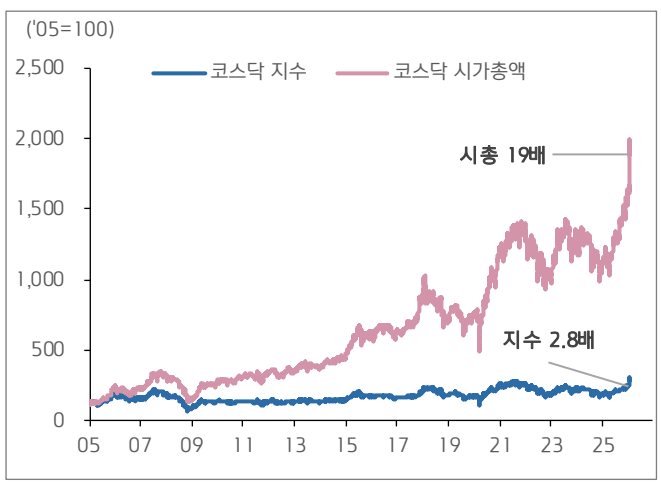
정책	주요 내용
코스닥 벤처펀드	-25년말 일몰예정인 세제 및 공모주 우선배정 혜택을 3년 연장하고, 공모주 우선배정 물량을 25% → 30%로 확대
기업성장 집합투자기구 (BDC)	- 상장형 벤처투자 펀드(BDC) 제도 본격 도입 및 운용사 세제 인센티브 부여 - 기존 공모 종합운용사는 별도 인가절차 없이 BDC 운용허용 - 혁신·벤처기업 투자 전문성이 있는 VC·신기사에 대한 BDC 인가시 인가요건을 탄력적으로 적용
대형 IB 모험자본 공급	- 모험자본 공급의무가 부여되는 대형 IB의 모험자본 이행실적으로 코벤펀드·BDC 투자를 인정하여 투자수요 확충 - IMA, 발행어음으로 자금을 조달하여 대형 증권사는 3년간 약 20조원의 모험자본을 공급할 예정
연기금 코스닥 시장 참여	- 연기금 벤치마크(BM) 변경 유도(코스피+코스닥 혼합) 및 위탁운용사 평가 시 코스닥 비중 확대 가점 부여

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

11. 코스닥 시장 체질 개선을 위한 부실 기업 퇴출 방안 강화

- 낮은 기관 투자자 비중 외에도 코스닥 시장 내 무분별한 상장, 대형 우량주 이탈 등도 코스닥 성장 정체 요인
  - 코스닥 상장 기업 수는 '10년 1,029개 → '20년 1,468개 → '25년 1,827개로 15년 동안 77% 이상 증가
    유사한 성장 기업 지수인 미국 나스닥의 경우는 2000년대 초반 5,000여개에 달하던 상장기업 수가 오히려 현재 3,000여개 수준으로 감소한 것과 대조적
  - 이에 따라, 2005년 이후 코스닥 시가총액은 19배 상승했으나, 지수 상승은 2.8배에 그치는 수준. 상장 중심 성장의 결과에 집착한 나머지 시장의 질적 성장은 이루어지지 않은 점이 코스닥 장기 박스권 흐름으로 귀결
- 이에 정부는 코스닥 왜곡현상을 해소하기 위해 강도 높은 코스닥 시장 내 부실 기업 퇴출 방안을 다방면으로 마련
  - 구체적으로, 코스피, 코스닥 상장 유지 위한 매출액, 시가총액 요건 단계적 강화, 거래소 상장폐지 심사팀 신설, 기술 분야별 상장심사 전문인력 확충, 상장폐지 심의 절차 간소화 등이 이에 해당

코스닥 지수와 시가총액 괴리도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

금융위, 부실기업 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안

부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁 방안

✓ **[집중관리기간 운영]** **한국거래소 부이사장**을 단장으로 코스닥 집중관리단을 구성하고, **'26.2월~'27.6월 "상장폐지 집중관리기간"** 운영
* 기존 상폐심사 3개팀에 금주 추가 신설된 1개팀을 더해 총 4개팀 20명으로 구성

✓ **[4대 상장폐지 요건 강화]** 시가총액, 동전주, 완전자본잠식, 공시위반 관련 요건 강화·신설

❶ **(시총)** 기존 상향조정 **계획을 조기화**(매년 → 매반기)하여 **'26.7월** 150억원 → **200억원**, **'27.1월** 200억원 → **300억원**으로 강화

❷ **(동전주) 주가 1,000원 미만** 동전주를 상장폐지 요건으로 **신설**"
* 동전주를 액면병합하는 경우, "병합 후 액면가 미만"인 경우도 요건에 포함

❸ **(완전자본잠식)** 현재 사업연도말 기준 완전자본잠식만 상장폐지 요건이나, **반기 기준** 완전자본잠식도 요건으로 **추가"**
* 기업 계속성 등에 대한 심사를 거쳐 상장폐지를 결정하는 실질심사 요건으로 추가

❹ **(공시위반)** 현재 최근 1년간 공시벌점 누적 15점 기준을 **누적 10점으로 하향조정**하고, **중대하고 고의적인 공시위반**은 **한 번이라도 위반**하면 상장폐지 심사대상에 포함
※ 4대 상장폐지 요건 강화는 **코스피 시장에도 동일하게 적용 (p.5)**

✓ **[절차 효율화]** 코스닥 기업 상장폐지 실질심사시 부여 가능한 **최대 개선기간**을 1.5년 → **1년으로 축소**

- 또한, **상장폐지 가처분 소송**의 신속 처리를 위해 **법원 등과 협의** 추진
* 상장폐지 결정 증가시 법원 결정 소요기간이 길어질 우려

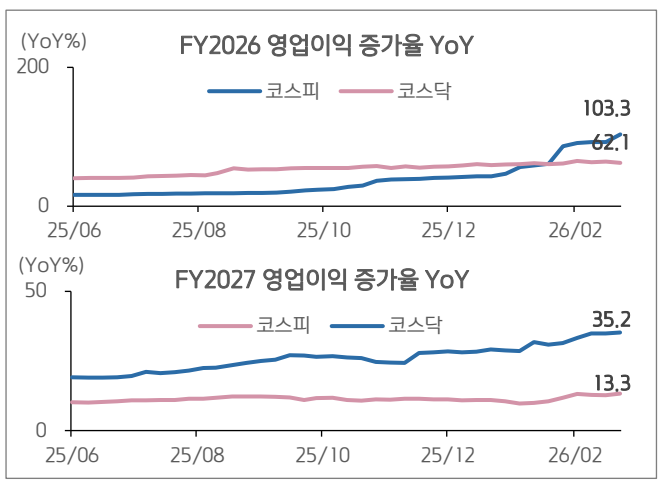
⇨ **현 시점** 기준 한국거래소 단순 **시뮬레이션** 결과, 금년 코스닥 상장폐지 대상 기업수는 당초 50개 내외에서 **약 150개사 내외**(100~220여개사)로 증가

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

12. 코스닥 시장, 업종별로 고른 이익 모멘텀 보유

- 시장 참여자의 우려와 달리 코스피 시장 못지 않게 코스닥의 이익 모멘텀도 개선되고 있는 추세
  - FY26 기준 현재 코스피와 코스닥 이익 증가율은 각각 103.3%, 62.1%로 추산되고 있음
  - FY27 기준으로는 오히려 코스닥(35%)의 이익 모멘텀이 코스피(13%)를 상회하고 있는 수준
- 한편, 반도체 이익 개선에 편중된 코스피 시장과 달리 코스닥은 반도체 소부장, 바이오 등 다수의 업종이 고르게 이익 전망이 상향 조정되고 있다는 점도 긍정적

FY26, FY27 코스피와 코스닥 영업이익 증가율 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피와 코스닥 업종별 FY26 이익모멘텀 분해

		FY26 영업이익 증분 비중(%)	FY26 영업이익 증가율 YoY(%)
코스피		-	**103.3**
1	반도체	82.1	290.2
2	상사,자본재	4.2	42.6
3	에너지	2.3	112.6
4	조선	2.0	40.0
5	유틸리티	1.1	11.2
코스닥		-	**62.1**
1	반도체	27.7	66.7
2	건강관리	14.7	53.2
3	IT하드웨어	13.9	223.9
4	소프트웨어	13.2	70.0
5	기계	7.9	127.8

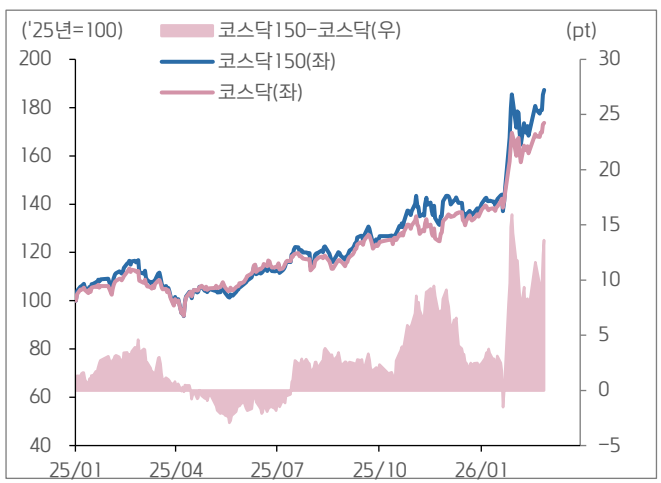
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 코스닥 150 및 핵심 테마 중심의 ETF 접근이 유효

- 결론적으로 유동성, 정책, 실적의 세 박자가 맞아떨어지는 현 구간에서 코스닥 비중 확대가 유효한 시점
  - 다만, 높은 성장주 기업 비중에 따른 변동성 확대 리스크를 감안한다면 코스닥 시장을 접근할 때 개별 종목별 접근보다는 지수 ETF를 통한 접근이 주가 하방 위험을 완충시켜줄 것으로 판단
- 특히, 코스닥 시장 내 상대적으로 펀더멘털이 우량하고 최근 개인 수급이 집중되고 있는 코스닥 150 ETF를 통한 접근이 유효할 것으로 판단
  - 실제로, 지난해 하반기부터 코스닥 대비 중대형주 중심의 코스닥 150 지수가 높은 성과를 기록하고 있음
  - 코스닥 150 지수 외에 추가적인 알파를 얻기 위해서는 코스닥 시장 내 핵심 테마(반도체 소부장, 바이오, 미용의료기기, 2차전지, 로봇)를 바스켓으로 담는 ETF를 통해 접근하는 것도 대안

2025년 이후 코스닥150과 코스닥 성과 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

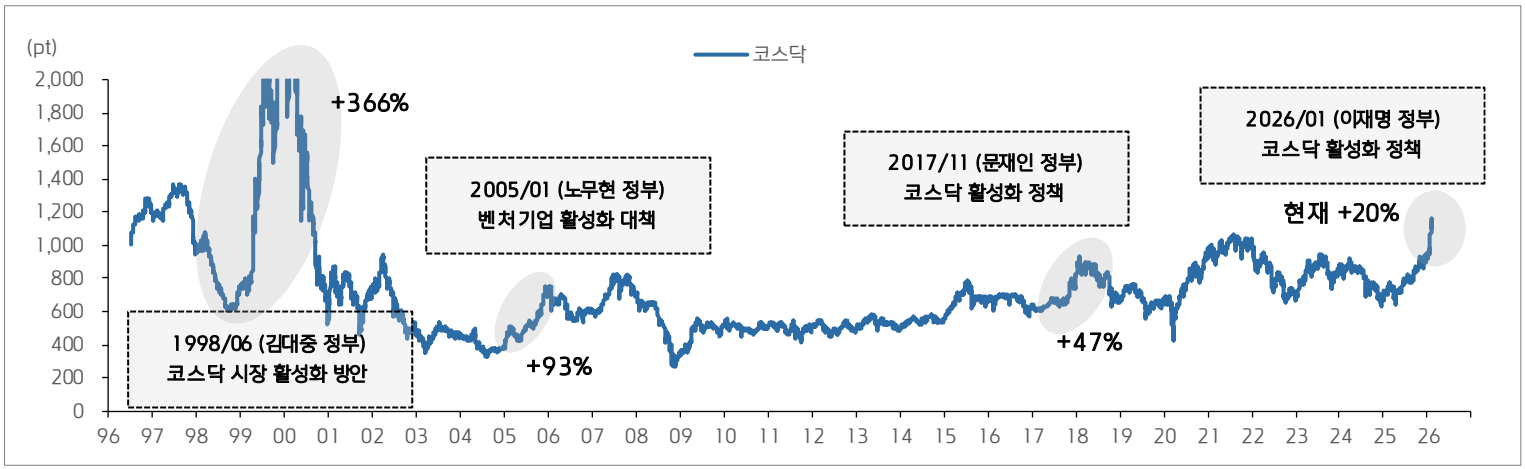
코스닥 시장 내 핵심 테마 정리

테마 및 섹터	2026년 핵심 모멘텀 (Key Momentum)
반도체 소부장	• AI 반도체 슈퍼사이클 지속에 따른 낙수효과 본격화 • 국내 IDM(삼성전자/SK하이닉스)의 설비투자 확대 수혜
바이오	• 금리 인하 속 자금 조달 비용 감소 및 밸류에이션 재평가 • 빅파마 향 플랫폼 기술(ADC, 이중항체 등)의 대규모 기술수출(LO) 성과 가시화
미용 의료기기	• 중국/동남아 의료 관광객 완전 회복에 따른 시술 수요 폭증 • 장비 보급 누적에 따른 고마진 소모품 매출 비중 확대
2차전지	• 로봇 산업 개화에 따른 전용 배터리 및 모터/부품 수요 확대 • 전고체 배터리 상용화 기대감 및 데이터센터용 ESS 시장 성장
로봇	• 대기업(삼성, 현대차)의 로봇 사업 본격화 및 M&A 기대감 • 생성형 AI(LLM) 탑재를 통한 휴머노이드 로봇의 상용화/서비스 진출 가속

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 참고) 역대 정권별 코스닥 활성화 정책과 코스닥 지수 추이



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

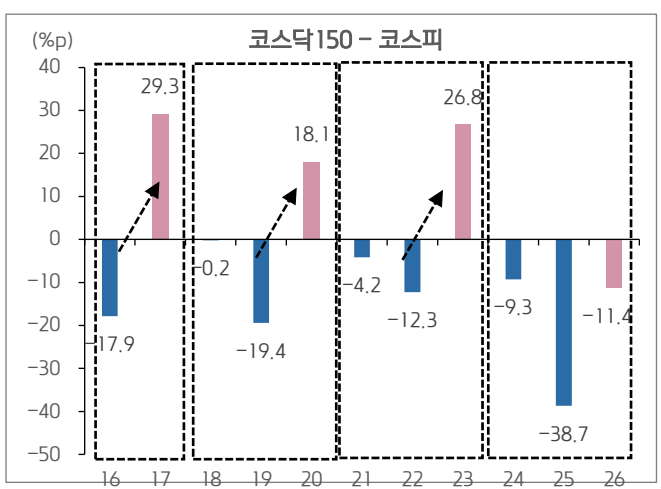
자료: FnGuide, 언론 보도, 금융위, 키움증권 리서치센터

15. 참고) 코스닥 3년 주기 + 정부 집권 2년차 → 코스닥 강세

- 코스닥 150과 코스피의 최근 10년 간의 수익률 패턴을 살펴보면,
  - 3년 주기로 코스닥 150이 코스피 수익률을 상회했다는 점이 확인 가능. 단순 우연의 일치일 수 있지만, 코스피 대비 코스닥 격차가 크게 벌어진 이후 3년차에 키맞추기성 반등이 나타났다는 점은 주목할 필요
  - 2017년(바이오 랠리, 코스닥 활성화 정책 기대감), 2020년(동학개미운동, BBIG 랠리), 2023년(2차전지 신드롬, 개인 수급 쏠림) 등 현재도 당시와 유사한 여건이 조성되고 있는 흐름
- 한편, 대통령 취임 이후 2년차는 새 정부의 핵심 정책이 제도화를 거쳐 실제로 시행기로 접어드는 구간
  - 특히, 집권 2년차 전략 산업에 대한 정책적 지원이 증시에 반영되며 성장 기업 중심인 코스닥 강세로 연결
  - 현재 정부도 국민성장펀드, ABCDEF* 미래전략산업 집중 육성 등 산업 지원 정책을 적극적으로 추진

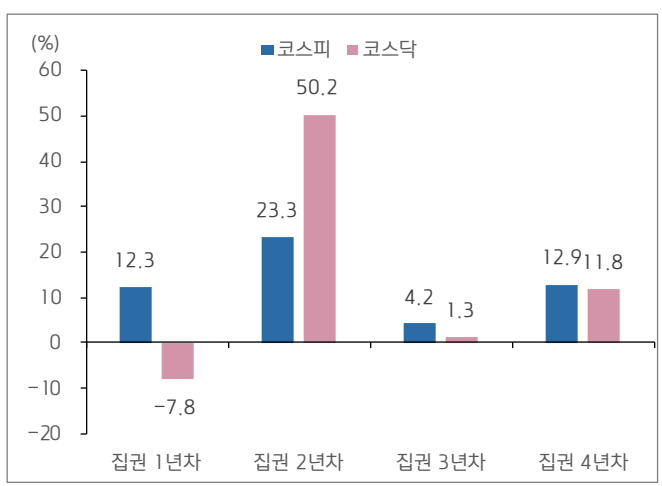
  * AI(AI), B(바이오), C(컨텐츠), D(방산), E(에너지), F(제조업)

코스닥 150과 코스피 연간 수익률 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

정부 집권 연차별 연간 평균 코스피, 코스닥 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 2000년 이후 정권 기준, 닷컴버블 시기였던 1999년(집권 2년차)을 제외하더라도 코스닥(+12.0%)이 코스피(+11.4%) 수익률 평균적으로 상회

키움증권

16. 참고) 코스닥 활성화 정책은 타임라인상 상반기 동안 지속

2025년 12월 발표된 코스닥 시장 신뢰+혁신 제고 방안 주요 과제 및 향후 계획

추진과제	조치사항	일정
1. 코스닥 본부의 독립성·자율성·경쟁력 강화		
1-1. 코스닥시장위 선임요건 강화	거래소 운영규정 개정	'26.2Q
1-2. 별도 경영평가 도입	경영평가지침 등 개정	'26.2Q
1-3. 코스닥본부 조직진단·개편	조직·인력 진단	'26.2Q
2. 다산다사 구조의 상장심사·상장폐지 재설계		
2-1. 맞춤형 기술특례상장 전면도입	거래소 규정 시행세칙 개정	'25.12월
2-2. 기술심사 전문성 강화	기술전문 자문역 위촉	'26.1Q
2-3. 벤처펀드 공모규제 정비	자본시장법 시행령 개정	'26.2Q
2-4. 주된사업 변경기업 상장폐지 심사	거래소 상장규정 등 개정	'26.2Q
2-5. 상장폐지 인력·조직 확충	조직(팀) 신설	'26.1Q
2-6. 상장폐지 요건강화 안착	상장폐지 운영	계속
3. 안정적 기관투자자 진입여건 조성		
3-1. 코스닥벤처펀드, BDC 등 기관투자자 진입 촉진	금투협 인수업무규정 개정	'25.12월
	자본시장법 하위법규 개정	'26.1Q
	세제인센티브 방안 마련	'26.1Q
3-2. 연기금의 코스닥 시장 참여유인 제고	기금운용평가지침 반영	'26.1Q
3-3. 리서치보고서 확대	종투사 확대계획 수립·이행	계속
3-4. 기업가치 제고계획 공시 확대	거래소 상장규정 등 개정	'26.2Q
4. 신뢰받는 시장을 위한 투자자 보호 강화		
4-1. 중복상장 심사기준 정립	거래소 규정 시행세칙 개정	'26.1Q
4-2. IPO 풋백옵션 활용도 제고	금투협 모범규준 개정	'26.1Q
4-3. 주관사별 추정실적 비교공시 도입	금투협 인수업무규정 개정	'26.1Q
	금감원 비교공시	'25.12월
4-4. 코너스톤투자자 등 도입	자본시장법 개정	계속

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터