I리서치센터 투자전략팀I 2026년 4월 1일

4월 월간 전망
: 스트레스와 피로감 회복

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권

Summary

Ⅰ. 전략: 스트레스와 피로감 회복

- 3월 중 전쟁이라는 돌발 변수로 극심한 가격 조정을 받았으며, 4월에도 전쟁 여진 속 미 사모대출 시장 노이즈, 메모리 업황 피크아웃 논란 등이 증시에 제약적인 환경을 조성할 수 있음
- 대신 그 과정에서 연초 폭등 랠리 부담을 대부분 덜어낸 가운데, 밸류에이션 상 진입 메리트도 재차 높아지면서 주가 복원력이 생성되고 있다는 점도 고려할 필요
- 전쟁 발 비용 급등 우려 등으로 1분기 실적시즌 경계감이 높아지고 있으나, 3월 중 일련의 주가 조정을 통해 기계적으로 실적 눈높이가 낮아진 측면이 있기에, 컨센서스에 부합하는 실적만 발표하더라도 안도감이 조성될 전망
- 이를 감안 시, 4월에는 지수의 추가 레벨 다운보다는 회복 궤도 진입 쪽에 무게중심을 두는 것이 적절. 업종 측면에서도 반도체, 방산, 조선 등 주도주들도 이익 대비 낙폭이 과도한 만큼, 이들 비중은 중립 이상으로 유지해 나갈 필요(4월 코스피 예상 레인지 4,700~5,900pt로 제시)

Summary

Ⅱ. 퀀트: 실적 시즌과 사이즈 쏠림 경계

- 코스피의 2026년 영업이익 전망치는 640조원을 상회하며, 114%(YoY) 성장률이 전망됨. 3월 한달간 증시 변동성이 확대되며 코스피의 PER(Fwd. 12M)은 8배를 하회하는 등 밸류에이션 저평가 영역에 돌입. 중동발 지정학 리스크가 완화될 가능성이 보이는 점은 긍정적이나 에너지 가격 불안이 당분간 상존할 수 있는만큼 1분기 어닝시즌을 통해 기업들의 영향도를 주의 깊게 볼 필요. 다만, 수익성 악화 영향을 감안하더라도 현재 국내 증시의 밸류에이션 멀티플은 역사적 평균을 하회하는 점에 주목
- 한편, 스타일 측면에서는 연초 이후의 상승세를 3월 한달간 되돌리며 대형주를 중심으로 한 모멘텀 종목군들의 약세 흐름이 연출됨. 최근 10년 기준, 대형주 중심으로 쏠림 장세가 형성되어 있는 점은 경계할 필요가 있는 부분. 이와 같은 추세가 지속되는지의 여부는 매크로 불확실성 확대 여부 그리고 1분기 어닝 시즌을 통해 기존 실적 주도 업종들의 어닝 서프라이즈에 따라 결정될 것으로 전망

Ⅲ. 시황: 대외 에너지 안보 부각 & 대내 밸류업 개혁 가속

- 이란 전쟁으로 글로벌 에너지 공급망 교란이 현실화되며 원전 등 대체에너지 수요가 구조적으로 증가할 전망. 대미투자특별법 통과한 가운데 원전 건설 경쟁력 갖춘 국내 원전 기업 기회 증가할 것으로 판단. 또한, 정부의 재생에너지 중심의 전환 정책 가속화되고 있는 가운데 향후 재생에너지 인프라 프로젝트 대기 일정도 중장기적으로 재생에너지에 모멘텀으로 작용할 전망
- 1~3차 상법 개정 이후에도 정부 주도의 자본시장 체질 개선을 위한 후속 정책 추진은 이어질 전망. 특히, 주가누르기 방지법 등 저 PBR 기업의 기업 가치제고 정책 추진으로 인해 저평가 중소형 기업들의 주가 부양 유인 확대될 것으로 판단

Summary

I. 전략: 스트레스와 피로감 회복

II. 퀀트: 실적 시즌과 사이즈 쏠림 경계

III. 시황: 대외 에너지 안보 부각 & 대내 밸류업 개혁 가속

Compliance Notice

- ·당사는 3월 31일 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

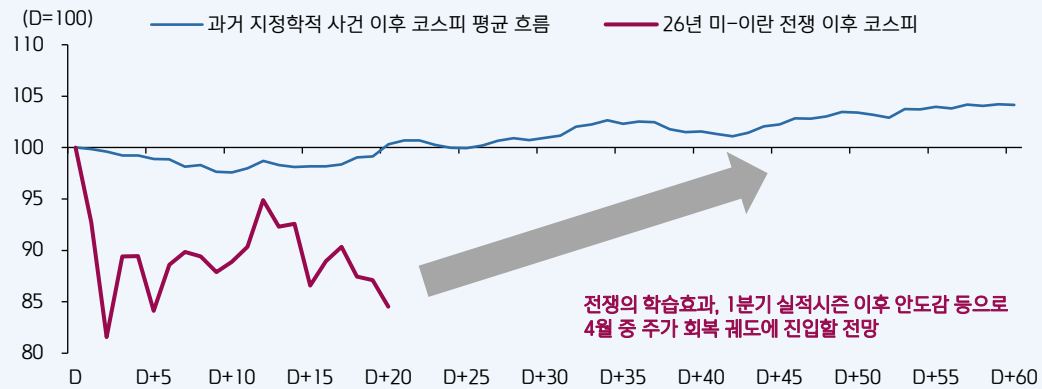
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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: 스트레스와 피로감 회복

00. (요약) 4월 증시 대응 전략 : 전쟁 스트레스 완화 및 주가 회복 국면

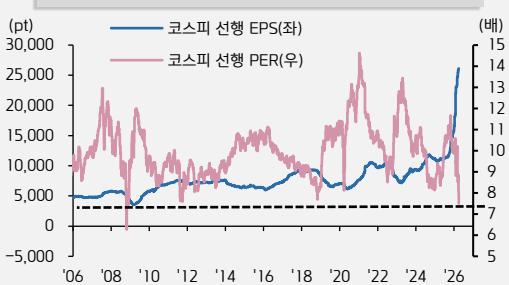
4월 코스피 예상 레인지 : 4,700~5,900pt



[4월 증시 대응 전략]
- 3월 코스피 밴드 4,700~5,900pt로 제시.
- 전쟁, 사모대출, 터보퀀트 등 3월 악재 여진이 잔존하겠지만, 추후 이들 악재의 피크아웃 가능성을 고려 시, 4월에는 주가 회복 궤도에 진입할 전망

[추천 업종]
(낙폭 과대 + 투자 포인트 유효 관점)
- 반도체(메모리 업사이클, 외국인 수급 빈집)
- 조선, 방산(전쟁 테마가 아닌, 자주국방, 에너지 공급망 다변화 등 구조적인 지정학 변화)
- 유통, 음식료 등 K 소비주(환율 효과, 한류 모멘텀)

체크 포인트 1. 이익과 밸류에이션



* 3월 전쟁 리스크에 휩싸였음에도, 여전히 이익 모멘텀은 별 다른 훼손없이 양호
* PER 밸류에이션은 7배 중반까지 레벨 다운, 역사적으로 바닥권 영역에 근접

체크 포인트 2. 환율 안정 여부

* 조정장에서 외국인 순매도가 지수 방향성에 미치는 영향력이 강해지는 경향
* 1,500원대에 진입한 달러/원 환율 급등세 진정이 외국인 순매수 전환의 선결 조건

체크 포인트 3. 전쟁 출구전략

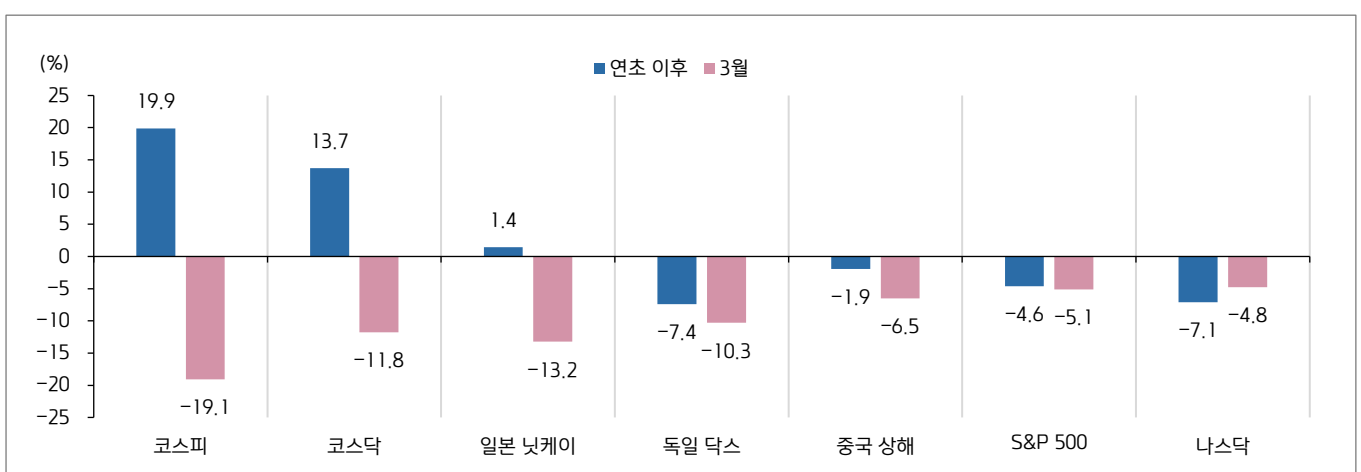
* 시장은 트럼프의 행보에 피로도를 느끼고 있지만, 그의 지지율도 최저치로 추락 중
* 이는 트럼프 정부 입장에서 전쟁의 조기 종결 필요성을 높이는 요인

키움증권

01. 전쟁의 충격이 3월 내내 가해졌던 주요국 증시

- 3월 이후 코스피는 서킷 브레이커가 2회 발동(2020년 3월 이후 월 2회는 처음), 사이드카가 7회 발동하는 등 전례 없는 수준의 급등락세를 겪고 있는 모습
- 미국, 일본 등 여타 증시도 연초 이후 상승분을 대부분 반납하면서, 직전 고점대비 10% 넘게 하락하는 조정장세에 진입한 국가들이 늘어나고 있는 상황
- 이에 더해 코스피와 코스닥은 60일선, S&P500과 나스닥은 200일선을 하향 이탈하는 등 기술적 추세 훼손 불안감도 가중되고 있는 실정

연초 이후 주요국 증시의 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 주요국 증시 모두 기술적으로 추세를 위협 받고 있는 중

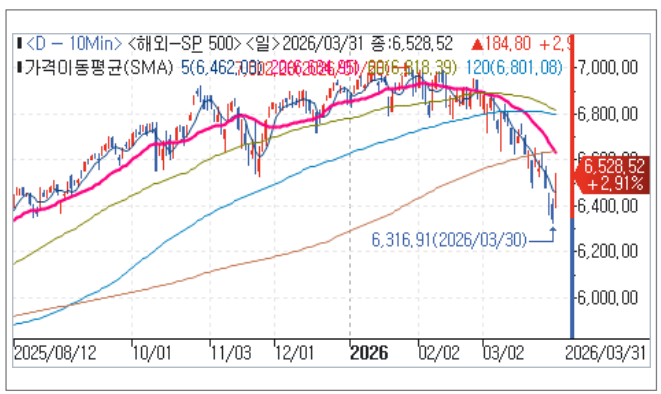
코스피 일간 이동평균선

자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

코스닥 일간 이동평균선

자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

S&P500 일간 이동평균선



자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

나스닥 일간 이동평균선

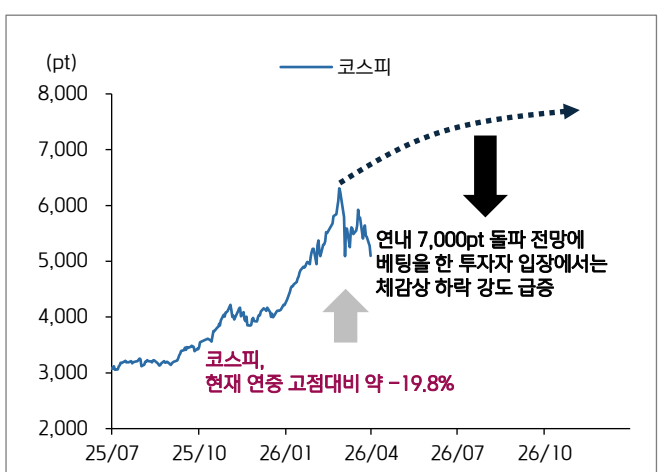
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 실제 체감 상 조정의 강도가 더 큰 것은 직전까지의 낙관론도 영향

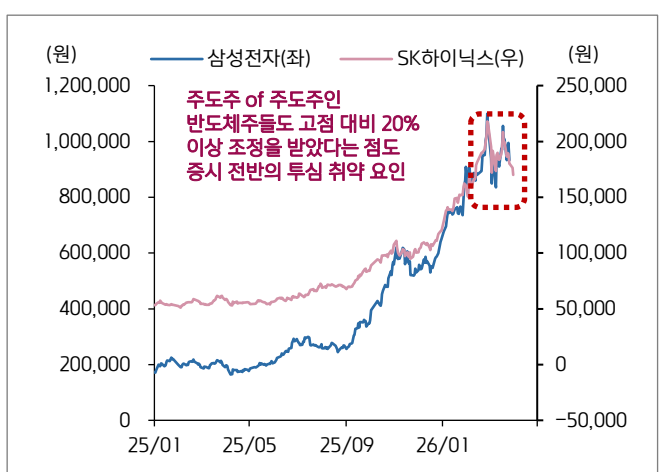
- 이번 3월 조정 장에서 체감 상 강도가 컸던 것은 2월 코스피 6,000pt 돌파 과정에서 연내 7,000pt 이상 갈 것이라는 전망과 FOMO 심리가 중첩된 영향이 컸던 것으로 판단
- 코스피 60일선은 작년 4월부터 시작된 역대급 강세장에서 한 번도 깨진 적이 없었던 중기 추세선 & 지지선이었던 만큼, 향후 60일선을 하향 이탈하게 될 시 기술적인 매도 물량이 출회될 가능성을 배제할 수는 없을 것임.
- 이에 더해 국내 증시의 주도주인 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체주들이 고점 대비 30% 가까운 조정을 받고 있다는 점도 시장 참여자들의 투자심리를 추가로 약화시키고 있는 모습

코스피 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

삼성전자 SK하이닉스 주가



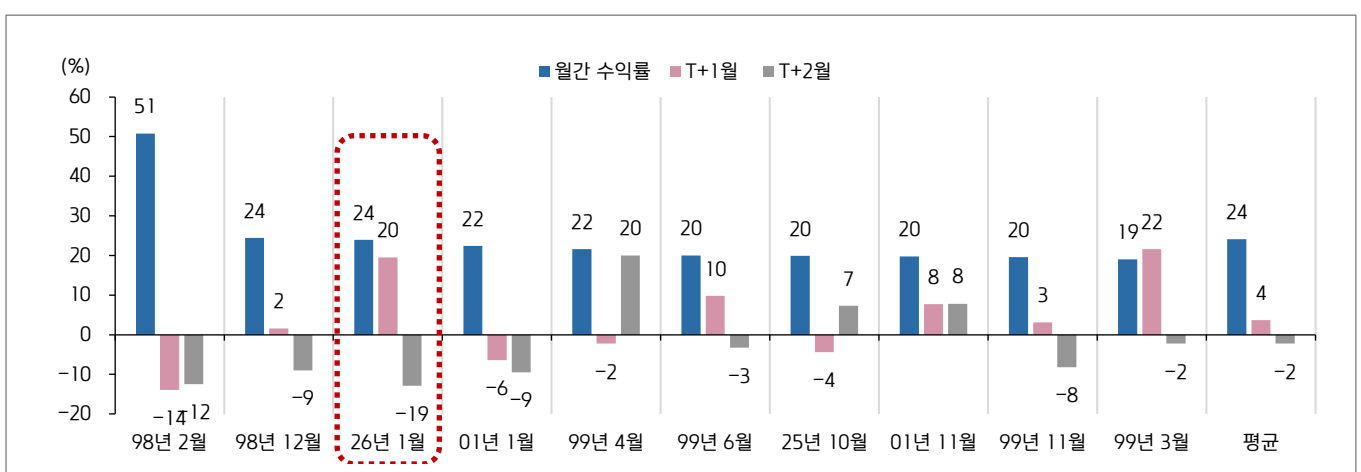
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 1~2월 폭등세를 3월달에도 이어갈 수 있을까?에 대한 의문이 남아있었다

- 지난해 연간 70%대 폭등도 다분히 놀랄만한 성과인 가운데, 올해 2개월 연속으로 월간 약 20%대 상승률을 기록한 것은 국내 증시 역사상 처음 있는 일였다는 점이 되려 부담으로 작용했던 상태.
- 결국 3월에는 쉬었다가 가거나, 일부 상승분을 반납하는 얕은 숨고르기성 조정에 직면할 가능성에 많은 이들이 공감대를 형성했던 상황
- 문제는그 조정의 깊이와 지속성이 예상보다 강하게 진행되고 있다는 점이 현재 시장이 직면한 주된 리스크 요인

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



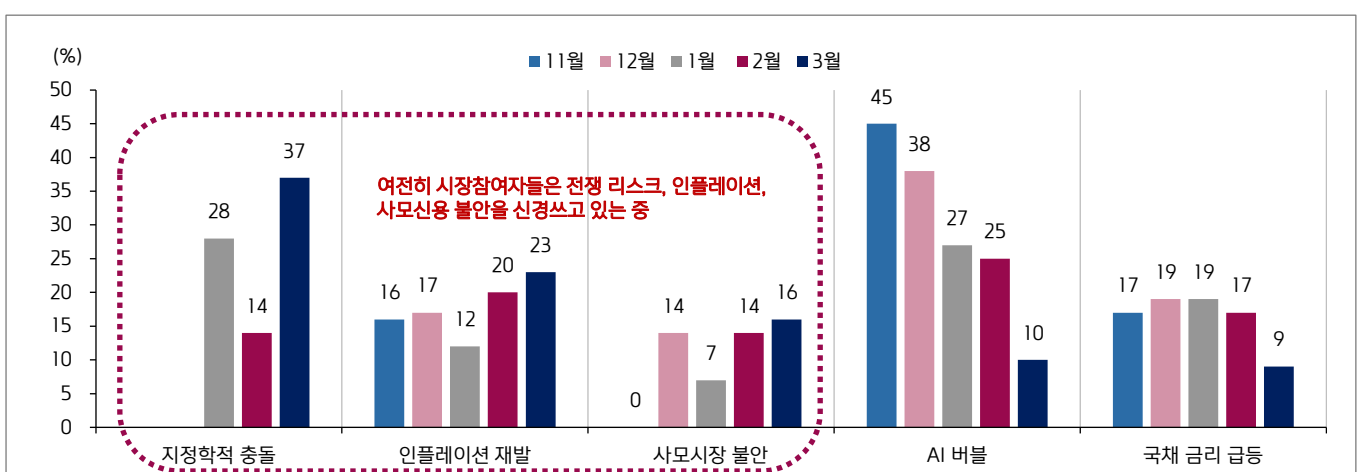
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 첩첩산중, 삼중고… 증시 대응 난이도가 급 상승한 분위기

- 3월 말 현재도 증시 환경은 불확실성으로 둘러 쌓여 있는 상황 . 미-이란 전쟁은 현재 진행형이며, 그 여파로 확대된 인플레이션 불확실성, AI 사모대출 시장 불안 등 대외 변수가 만만한 환경이 아님
- 3월 18일 공개된 글로벌 펀드매니저 3월 서베이에서 시장은 전쟁, 인플레이션, 사모대출 시장 불안 등 기존 고민거리를 계속 신경 쓰고 있는 중.
- 물론 새로운 악재는 아니지만, 반복적으로 이들 악재에 노출되는 과정에서 시장 참여자들의 피로도를 증가시키고 있으며, 이는 주가 회복력을 억제하고 있는 모습

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 시장의 위험요인 순위 변화



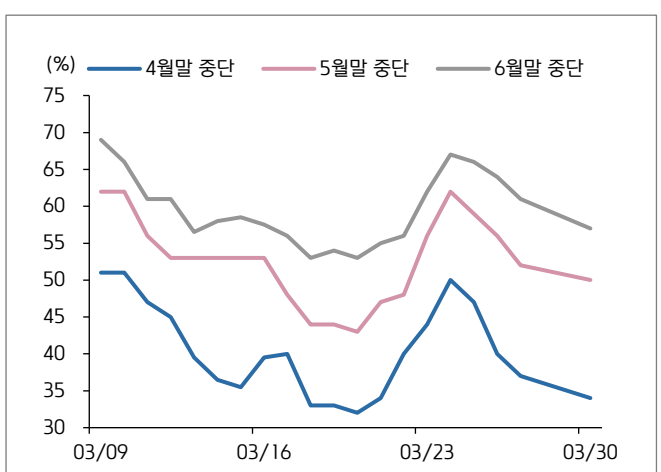
자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.03), 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 미-이란 전쟁, 시장은 이제는 타코를 믿지 않을 정도…

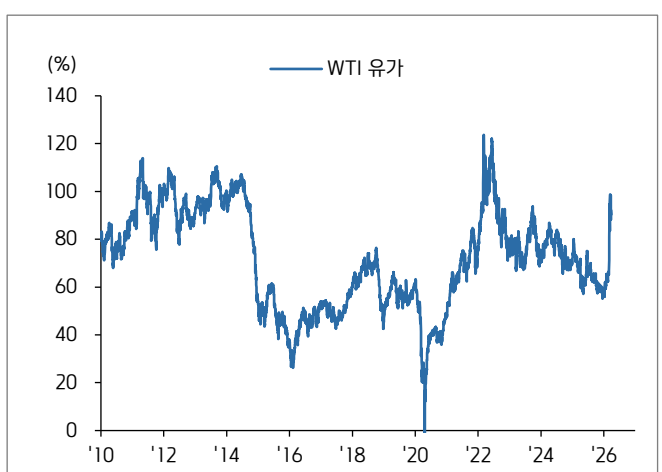
- 미-이란 전쟁은 1개월째 지속되고 있으며, 전쟁 당사국들의 입장이 엇갈리면서, 시장 참여자들의 대응 난이도를 계속해서 높이고 있는 실정
- 전쟁에 대한 뉴스플로우 상 혼선이 반복되다 보니, 3월 중 2~3차례 등장한 트럼프의 타코 발언(이란 공격 유예, 이란과 대화 협상 등)에 대해서도 시장은 이를 표면 그대로 받아들이지 않고 있는 분위기
- Polo Market에서 베팅 중인 전쟁 종료 시점 확률도 시간 단위로 변하고 있으며, WTI 유가 역시 100달러대 내외서 극심한 변동성을 연출하고 있는 등 전쟁발 변동성 확대가 상수로 변해가고 있는 것으로 보임

미-이란 전쟁 종료 시점에 대한 확률 변화



자료: PolyMarket, 키움증권 리서치센터

WTI 유가 추이



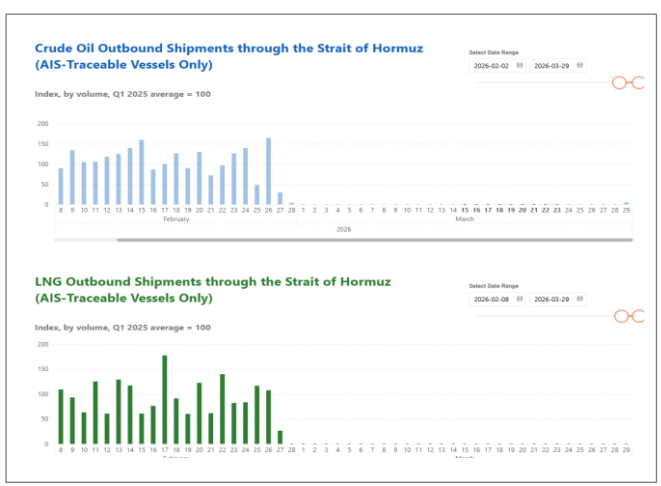
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 과거 중동사태와 체급이 다른 것은 호르무즈 해협 때문

- 지금 주식시장에서는 이란의 “정권 교체”보다 “호르무즈 해협 봉쇄 리스크를” 더 크게 주가에 반영하고 있는 상황. 이란 체제는 유지된 채, 호르무즈·에너지 인프라를 둘러싼 고강도 소모전이 이어지는 구도가 지속될지 모른다는 불안이 쉽게 해소되지 못하고 있는 실정
- 이는 투자자들 뿐만 아니라 선주, 보험사, 용선주들의 심리에도 부정적인 영향을 미치고 있음. 운항하는 데에 따른 기대수익보다 위험 손해 금액 리스크가 더 커지면서 자발적인 봉쇄를 하게 만들고 있는 모습.
- 실제로 전쟁 보험료는 이란 전쟁 발발 이전 선박가치의 약 0.15% 수준에 불과했지만, 현재 수십배 이상 급등하고 있으며, 이는 원유, 화학제품, 헬륨 등 원자재 및 원재료 인플레이션 불안감을 확산시키고 있는 상태

호르무즈 해협을 통과하는 선박수 변화



자료: WTO, 키움증권 리서치센터

이란 전쟁 후 전쟁 보험료 변화(3월 말)

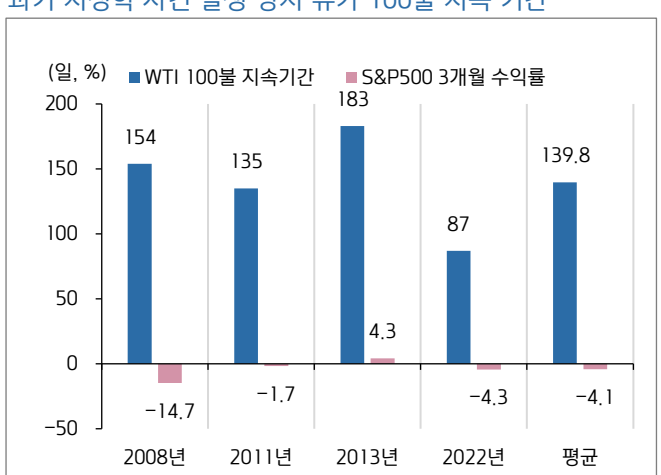
자료: STRAIT OF HORMUZ, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. WTI 100달러대 시대를 다시 마주하고 있는 중

- WTI 100달러대는 고유가 시대를 상징하는 가격 레벨이며, 과거 2008년, 2011년, 2022년 등 유가 급등기에 따른 증시 조정 국면에서도 WTI가 100달러를 유지했던 일수가 평균 140일 정도였음
- 현재는 100달러를 상회한지 수일 밖에 되지 않았지만, 호르무지 해협 봉쇄 장기화 시 과거과 같은 100달러대의 고유가 환경에 장기적을 노출될 수 있음
- 호르무즈 해협 문제 이외에도 3월 말 후티 반군의 개입으로 홍해와 글로벌 시장을 연결하는 주요 요충지인 바브엘만데브 해협 차질 우려도 부상하고 있기는 함(23년 기준 일일 870만 배럴 석유 통과, 일일 2,090만 배럴 석유가 통과한 호르무즈 해협과 함께 핵심 운송로)

과거 지정학 사건 발생 당시 유가 100불 지속 기간



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상업용 선박 운송 경로

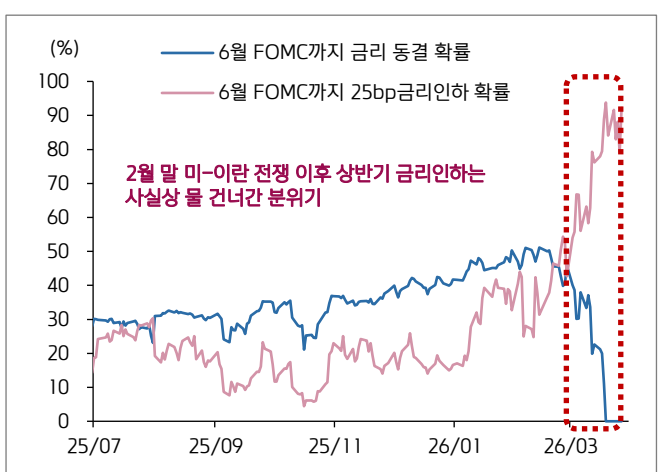
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 3월 FOMC에서 연준이 매파적인 성향을 보인것도 전쟁이 주된 영향

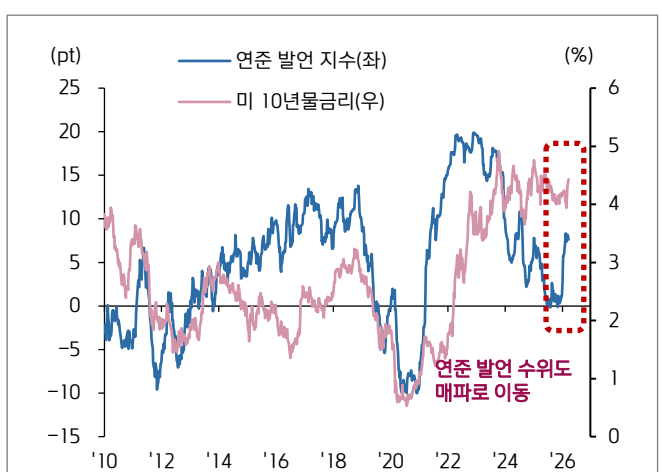
- 3월 FOMC 이후 중앙은행의 긴축 불안감이 수면 위로 부상한 것도 비슷한 맥락
- 파월 의장은 전쟁으로 인한 국제 유가 상승이 단기적으로 인플레이션을 상승시킬 것이라고 언급하면서도, 실제 경제에 미칠 영향과 범위에 대해서는 아직 이르다는 식의 보수적인 입장을 내비침.
- 또 금리인상은 기본 시나리오가 아니라는 입장을 표명했지만, 일부 위원들 사이에서 금리 인상 논의가 있었으며, 내년에도 인상을 예상한 위원이 있었다고 언급한 점도 매파적으로 해석된 부분.
- 이 여파로 상반기 금리인하는 물 건너가 분위기가 조성되는 등 기존 시장이 예상했던 시나리오(연준의 상반기 1회, 하반기 1회 인하)가 수정된 근본적인 배경은 유가 급등 발 에너지 인플레이션 불확실성이었음

6월 FOMC 금리 인하 및 동결 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

연준의 발언 수위 지수와 미 10년물 금리



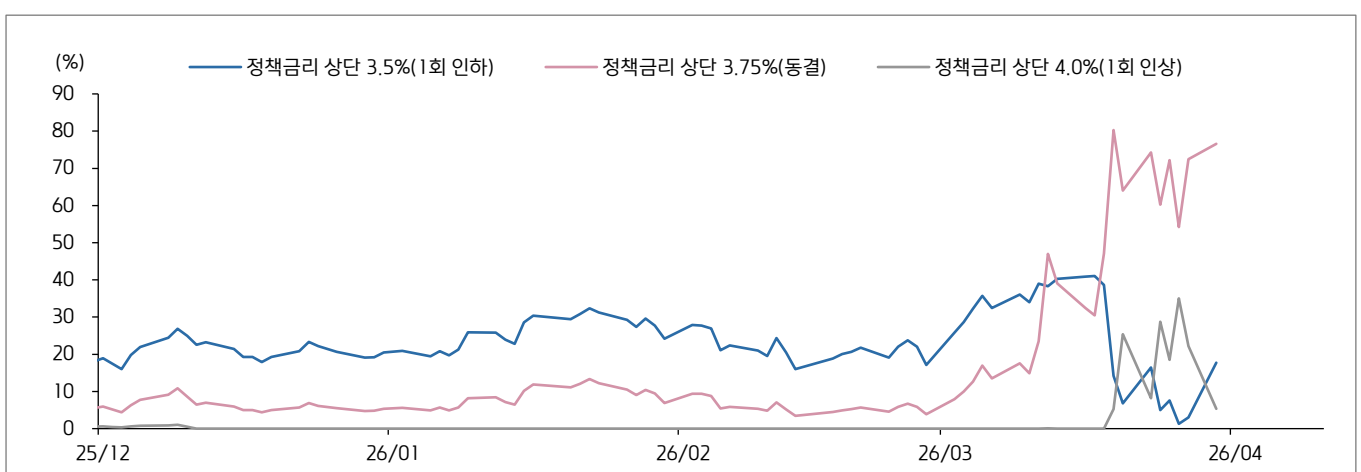
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 이제 시장은 연내 금리인하 가능성도 반영하고 있다

- 연준의 연내 금리인하 전망은 큰 폭 후퇴하고 있는 가운데, 이제는 연내 금리 인상 전망도 수면 위로 부상하고 있으며, 연준 이외의 ECB, BOE 등 여타 중앙은행들도 일제히 매파로 전환 중
- 더욱이 전쟁으로 인해 시장에서는 "유가 급등 -〉 인플레 리스크 확산 -〉 수요 위축 및 경기 둔화 -〉 중앙은행 대응 능력 상실"로 이어지는 스태그플레이션의 시나리오를 주가에 반영해야 한다는 의견들이 존재
- 이는 4월 중 발표 예정인 고용, 소비자물가, 제조업 지표, 수출 등 주요 매크로 지표에 대한 증시 민감도를 이전보다 더 높이는 요인으로 작용할 전망

2026년 12월 FOMC까지 연준의 금리 전망 변화



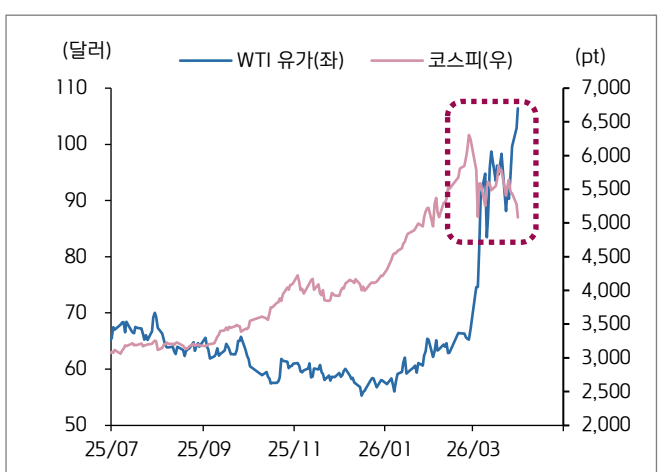
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 주식시장도 마찬가지, 유가의 향방에 너무 휘둘리고 있지만..

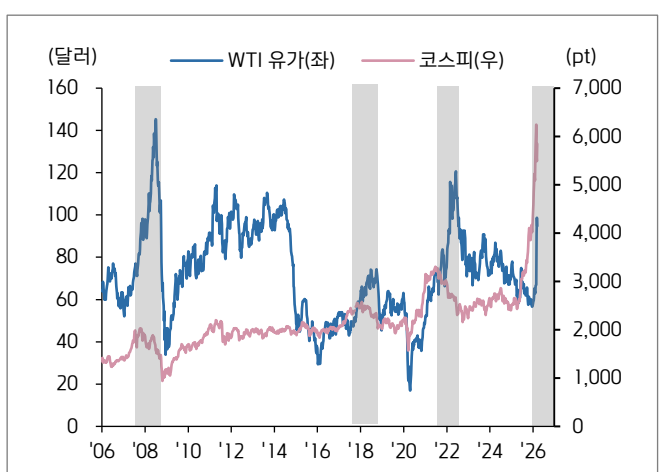
- 연준 뿐만 아니라 주식시장도 유가의 향방에 좌우되고 있는 국면임. 과거에도 “유가 급등–〉 코스피 하락”의 시기가 여러 차례 있었기에, 이번 중동 사태의 수습 여부가 “유가 안정 –〉 증시 변동성 진정”의 핵심일 전망
- 더 나아가, 연준은 매크로 상황 변화를 보고 전망을 후행적으로 바꾸는 데이터 의존적인 성향이 있다는 점을 상기해볼 필요
- 추후 미–이란 전쟁 수급 국면 돌입으로 국제 유가 급등세 진정될 시, 연내 매파적일 것으로 예상되는 연준의 정책 경로가 재차 시장 친화적으로 바뀌는 조건부 반전 가능성을 열고 가는 것이 적절

최근 1년간 국제유가와 코스피



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국제 유가 급등기 시절 코스피 변화



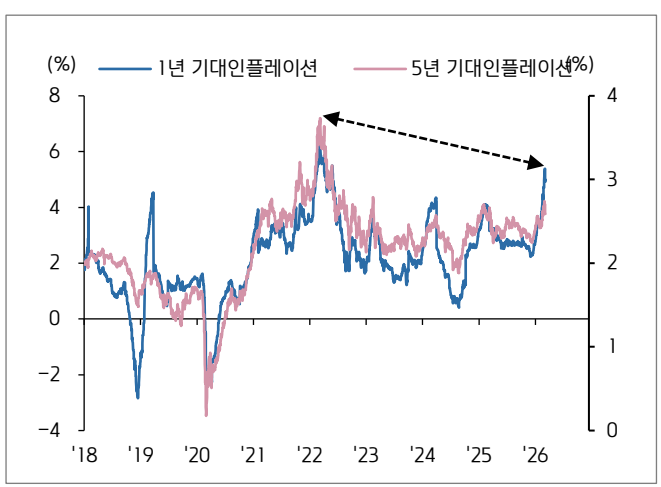
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 단기 기대인플레이션 상승 vs 장기 기대인플레이션 안정, 후자에 무게 중심

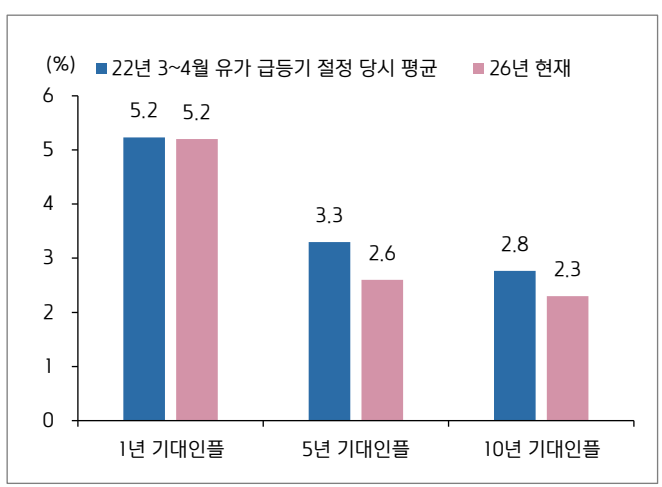
- 예상보다 매파적이었던 3월 FOMC 이후 시장은 연준의 연내 금리인상 가능성을 주식 매도로 반응해왔던 실정
- 그러나 3월 말 파월 의장이 " 장기 기대인플레이션은 잘 고정 " , " 현재 정책은 전쟁 상황을 지켜보기에 적절한 위치 " 등 3월 FOMC에 비해 덜 매파적인 신호를 시장에 제공한 상황. 덕분에 연내 금리인상 전망도 일부 후퇴하고, 4.5%대까지 치솟았던 10년물 금리도 급등세가 진정
- 실제로 미국의 단기와 장기 기대인플레이션을 확인해보면, 단기 기대인플레이션은 22년 러-우 전쟁 수준으로 급등했지만, 장기 기대인플레이션은 상대적으로 안정적인 흐름을 보이고 있음.
- 수요 측면의 압력이 22년에 비해 크지 않으며, 유가 상승의 원인이 공급 문제에 치중되어 있기 때문에, 전쟁 장기화가 진행되지 않는 이상, 이번 인플레이션 급등 리스크가 구조적으로 봉착화되지 않을 것임을 시사.

미국 단기, 및 장기 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2022년 러-우 전쟁 vs 현재 기대인플레이션 비교



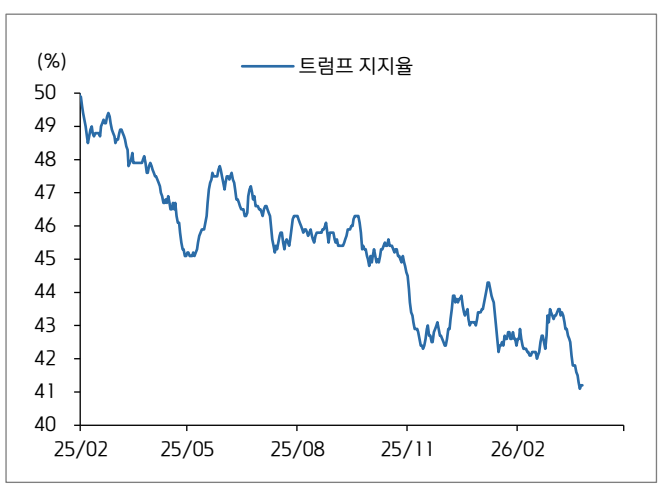
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 전쟁의 장기화를 우려하기 보다는 출구 전략에 돌입했다는 점을

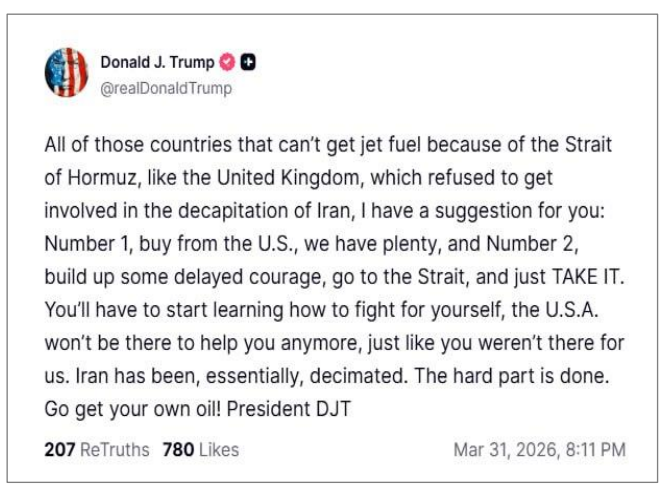
- 지금도 여전히 전쟁 리스크가 증시 뉴스플로우의 중심에 있으며, 투자자들의 피로도가 극에 달하고 있는 중임
- 당분간 뉴스플로우를 확인하면서 사후적으로 대응하게 만드는 환경에 계속 놓여있을 수 있음.
- 그렇지만 전반적인 전쟁의 맥락 상 출구 전략이 가시화 되고 있다는 점에 주목할 필요(exL백악관 측에서 4월 6일 이전에 합의 가능성을 제시하고 있으며, 이란 역시 협상 채널을 열어놓고 대응 중)
- 따라서, "전쟁 리스크 격화 및 고유가 장기화"와 같은 워스트 시나리오의 현실화 확률 낮게 가져가는 것이 적절.
- 트럼프의 지지율 폭락 및 마러라고 지역세어의 민주당 승리 등 정치적인 부담이 누적되고 있으며, 이란 역시 전력 약화를 계속 감당하는 데 한계가 있다는 점도 대응 전략에 반영하는 것이 타당

트럼프 지지율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

3월 31일 트럼프 X, 각국들이 알아서 대응하라고 언급



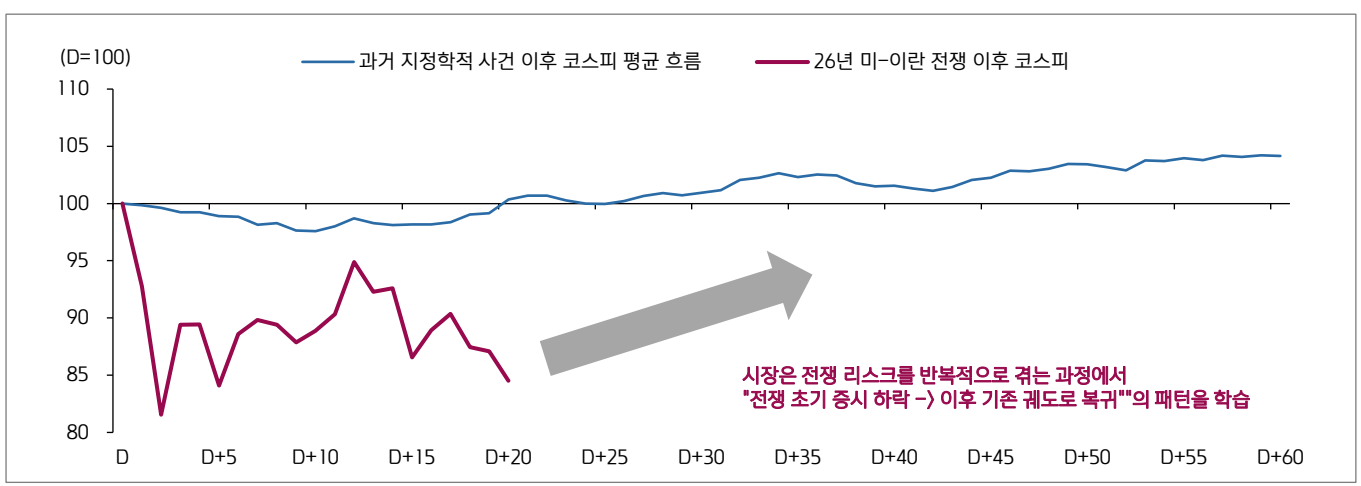
자료: X, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 주식시장은 전쟁의 경험을 학습해오고 있다

- 과거 수 차례 겪어왔던 지정학적 사건을 통해 시장은 "전쟁 초기 증시 하락 -〉 이후 회복 경로 진입"의 패턴을 학습해왔다는 점에 주목할 필요
- 트럼프의 수시로 말 바꾸는 행보 등으로 노이즈가 나오고 있기는 하지만, 유가 안정의지는 높으며, 중간선거를 앞둔 그의 입장에서도 전쟁 장기화를 원하지 않을 것으로 판단
- 이전과 달리 "협상", "메시지 교환"과 같은 단어들이 당사자 입에서 직접 나오는 것을 미루어 보아, 표면상으로는 대립 구도를 유지 중이지만, 물밑에서는 협상 경로를 구축하는 단계에 들어갔다고 해석 가능
- 이는 협상 여부 자체가 불투명했던 3월 초~중순에 비해 상황이 나아지고 있는 것이며, 향후 중동 사태가 초래하는 주가 변동성도 3월 초~중순보다는 감당 가능한 수준으로 내려갈 수 있음을 시사

과거 주요 지정학적 사건 발생 이후 코스피의 주가 흐름과 현재 주가 흐름 비교



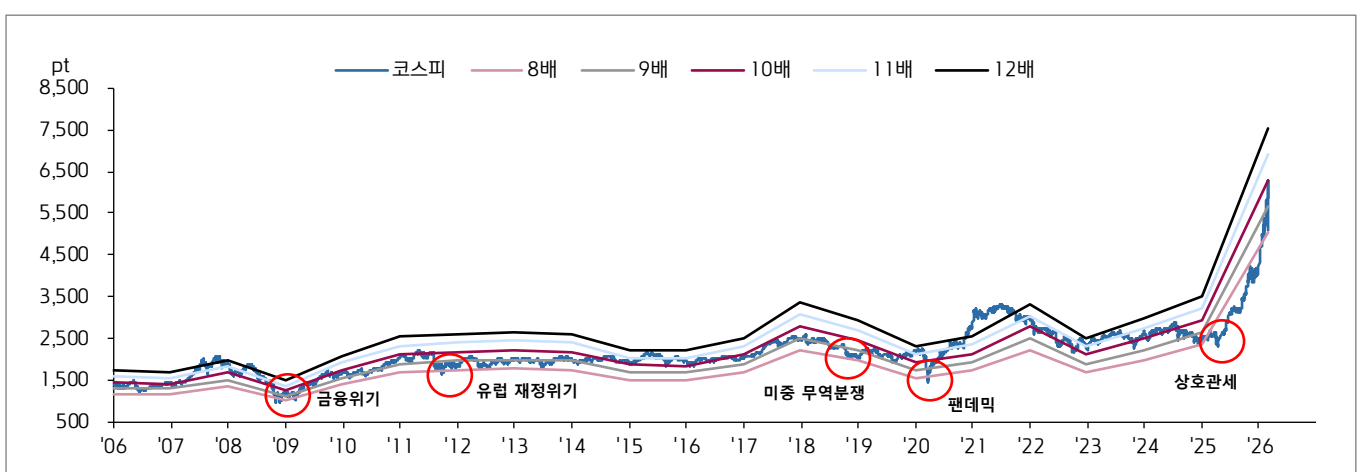
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. PER 밸류에이션 상 현재는 매수 대응의 영역

- 기술적으로 코스피가 추세 위협을 받고 있지만, 실질적인 코스피의 방향성을 결정하는 것은 밸류에이션, 이익과 같은 펀더멘털이라고 판단.
- 3월 말 코스피의 12개월 선행 PER이 8.0배를 하회. 코스피 역사상 선행 PER이 8.0배로 내려갔던 적은 '08년 10월 금융위기(저점 6.3배), '11년 8월 미국 신용등급 강등 및 유럽 재정위기(저점 7.6배), '18년 10월 미-중 무역분쟁 및 연준 금리인상 불안(저점 7.7배) 등 단 3차례에 불과했음.
- 금융위기급의 블랙스완급 충격을 제외하고는 8.0배가 사실상 지수 바닥권의 신호로 작용. 코스피가 기술적인 관점에서 불안한 기로에 놓여있지만, 밸류에이션상 오히려 진입 매력이 높아졌음을 시사.

코스피 12개월 선행 PER 밴드



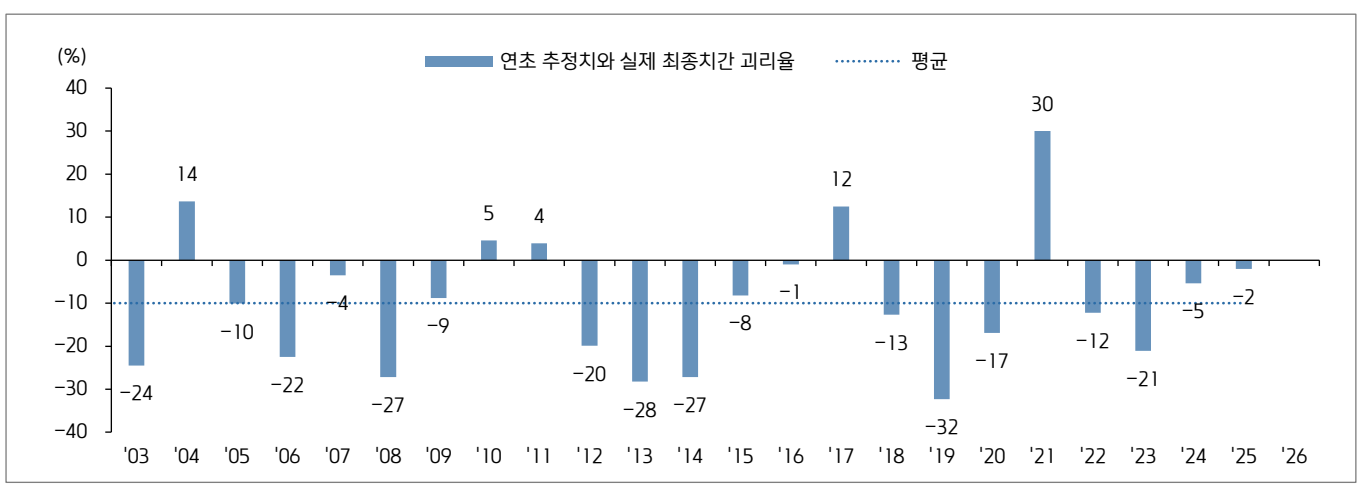
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 이익 컨센서스 하향 리스크를 감안하더라도, 지금 레벨은 진입 유효 구간

- 만약 "전쟁으로 인한 기업들의 원자재 비용 상승 -〉 코스피 이익 컨센서스 상향 작업 중단 및 하향 작업"이 진행된다면, 밸류에이션 저평가 매력이 희석될 가능성 상존. 주가를 EPS로 나누는 PER 산식상 분모에 해당하는 EPS 추정치의 대폭 하향이 현실화될 시, PER이 강제로 상승하면서 주식이 갑자기 비싸지는 경우가 있기 때문.
- 일단 선제적으로 현재와 유사한 전쟁 국면이자 연간 이익 컨센서스가 약 12% 하향 조정됐던 '22년 러-우 전쟁 사례를 적용해볼 수 있을 것임.
- 이 경우 코스피 선행 PER이 7배 레벨에서 약 9배 레벨로 상승하는 데 그칠 것이며, 이는 장기 평균 PER인 10배를 여전히 하회한다는 점에 주목할 필요
- 러-우 전쟁 포함해 과거 전쟁 사태에 비해 현재는 이익 방어력이 높은 반도체의 절대적인 기여도가 높아졌다는 점도 생각해볼 부분

코스피의 연간 영업이익 컨센서스와 실제 영업이익 간 괴리율(하향 조정 정도)



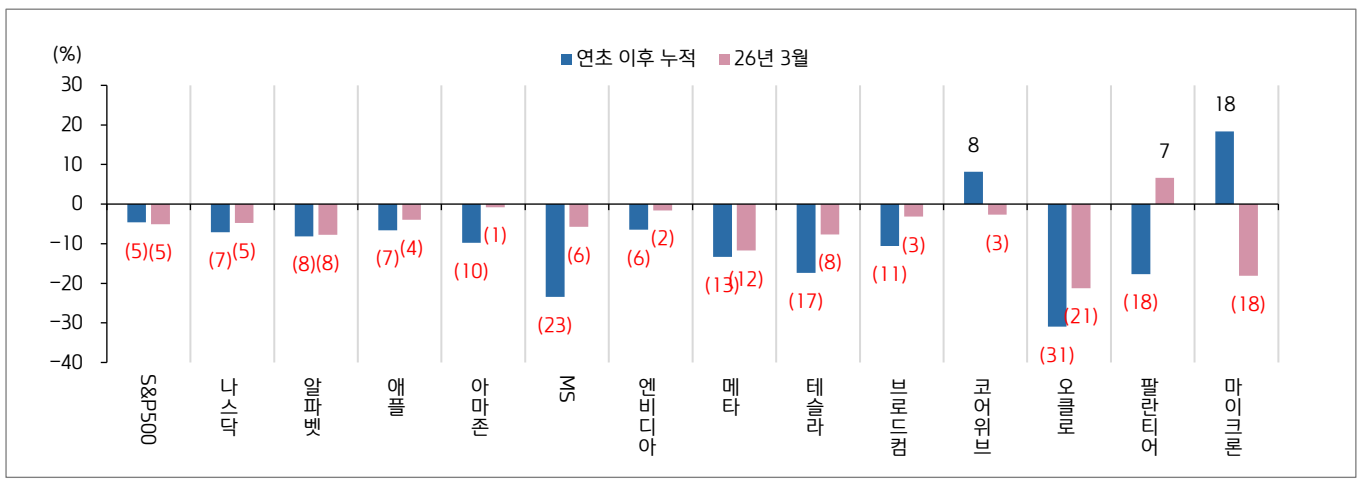
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 한국보다 더 상황이 좋지 않았던 미국 주식시장, 예전의 폼을 되찾기 위해서는…

- 작년 10월을 기점으로 사실상 조정 국면에서 벗어나지 못하고 있는 미국 증시는 최근 200일선을 이탈하며 장기 추세 훼손 불안감도 가중되고 있는 상태
- 이들 또한 트럼프 전쟁 리스크, 연준의 긴축 우려, AI 사모대출 시장 불안 등 삼중고에 시달리면서 유의미한 주가 반등을 보이지 못하고 있는 상황

연초 이후 미국 AI, 빅테크 업체들 주가 변화(~3월 31일)



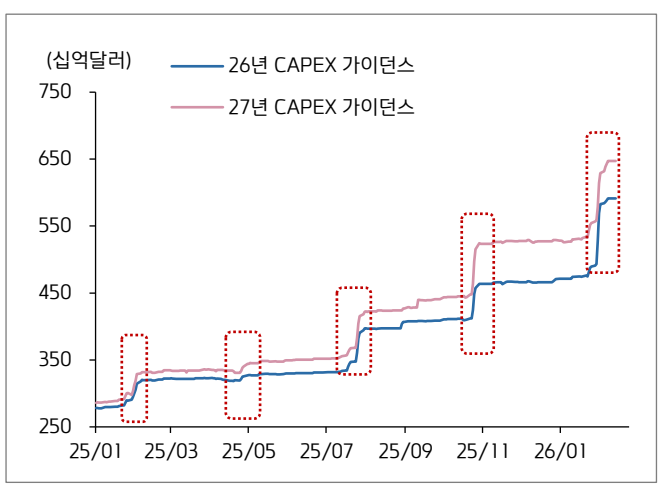
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 하지만 현재 AI주들의 불안은 과장된 성격이 강해

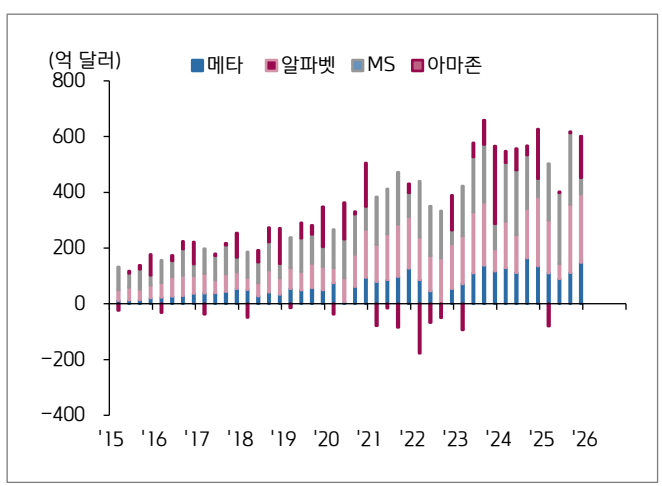
- 금융시장에서는 가격 변화가 시장참여자들의 심리와 행동에 영향을 주는 경향이 존재. AI주들의 주가 불안, 크레딧 시장에서 스프레드 상승 등 일련의 부정적인 가격 변화들이 자기 실현적인 예언을 만들어낼 소지가 있음
- 만약 제이미 다이먼의 예측이 현실화되어 금융위기급 대형 악재가 발생한다면, 연초 이후 미국 증시와 탈동조화를 보이면서 6,000pt대에 진입한 코스피도 조정의 충격을 피해갈 수 없을 것으로 판단,
- 하지만 현재의 불안은 과장된 측면이 크다고 판단. 현재 AI 산업을 이끌고 있는 것은 아마존, 알파벳, MS, 메타 등 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



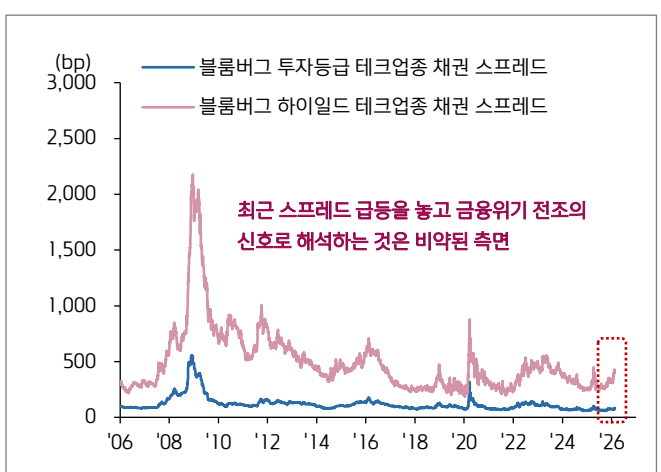
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 테크업종 스프레드 급등의 이면을 살펴보면, 금융위기급으로 보기 어려워

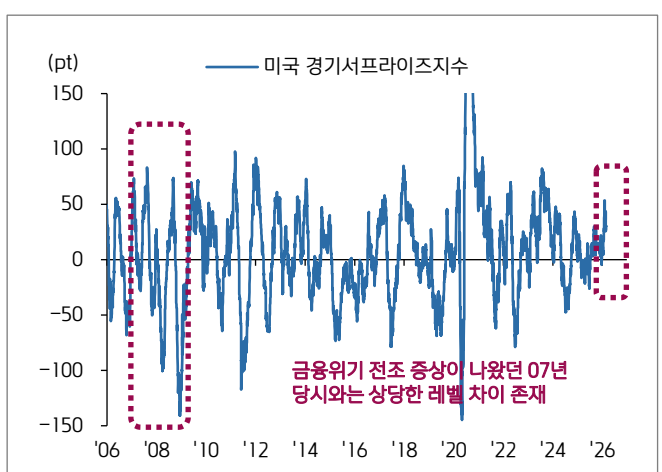
- 미국 테크업종의 하이일드 스프레드가 연초 이후 500bp대로 급등하며 금융위기 불안을 주입시키고 있는 것은 맞음.
- 하지만 과거 금융위기 초입이었던 07~08년도 당시 1000bp 수준에 달했던 것에 비하면, 현재의 스프레드 급등만 놓고 위기의 전조 증상으로 보기에는 한계점이 존재.
- "신용 경색 -> 시스템 리스크 발생"과 같은 부정적인 피드백 루프가 형성되기 위해서는 경기 침체 신호가 수반이 되어야 하지만, 아직은 침체의 신호가 약한 상태.
- 경기 모멘텀을 측정하는 미국의 경기 서프라이즈 지수는 현재 +20pt대로, -50pt대를 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

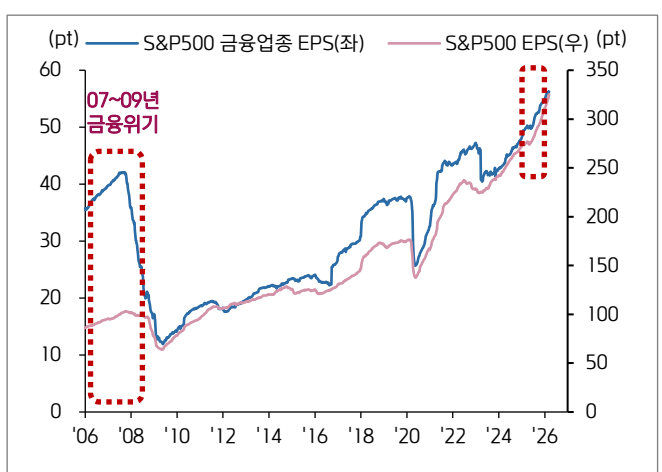
18. 역사적으로 금융위기는 은행주 폭락에서 시작했지만…

- 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&P500의 EPS



자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

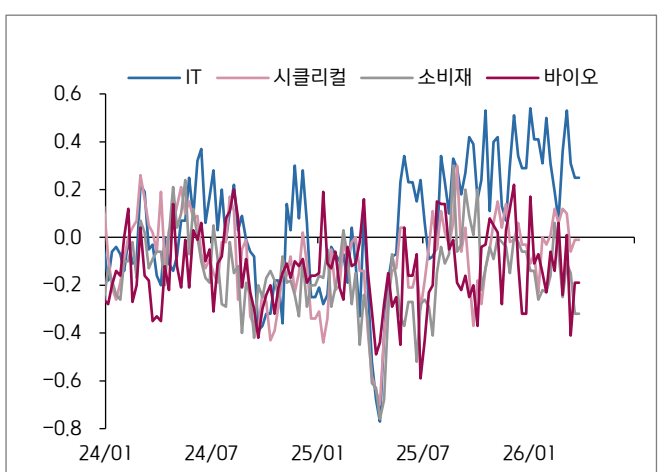
19. 08년 금융위기 vs 26년 사모대출 시장 불안의 비교

구분	주요 비교 항목	08년 금융위기 (모기지 대출 1.5조달러)	26년 사모대출 위기 (사모대출 3조달러)
공통점	상품 특성 및 차주	저신용 차주 대상, 변동금리 기반 (금리 상승 및 경기 둔화에 매우 취약)	저신용 기업 대상, 변동금리 기반 (고금리 장기화로 이자 부담 가중)
	초기 불안 징후	차주의 부도율 급증, 일부 펀드에서 연쇄적인 환매 요청 사태 발생	한계 기업의 채무 불이행 증가, 일부 비유동성 펀드의 환매 연기 발생
	경제 환경	고금리로 차주 부담이 컸으나, 당시 인플레이션 압력으로 선제적 금리 인하에 한계	고금리 압박 속에서도 유가 상승발 인플레이션 우려로 연준의 공격적 금리 인하 부담 존재
	급격한 성장 배경	저금리와 풍부한 유동성 환경 속에서 규 제와 감독의 공백을 틈타 팽창	저금리 기조 속 전통 은행권의 대출 규제 강화를 틈타 시장 규모가 급격히 성장
차별점	자금 성격 및 투자자	은행 예금자 및 단기 차익 중심. 뱅크런 사태로 은행 시스템 붕괴	연기금, 보험사 등 장기 기관 자본 중심(약 80%). 환매 연기는 자산 헐값 매각을 막는 펀드 방어 기능
	구조화 및 파생 연계	CDO, 합성 CDO 등 복잡한 자산 유동화로 부실 위험 확산	직접 대출 위주의 단순 구조. CLO로 일부 파생되나 시장 내 비중과 레버리지는 미미
	은행 익스포저(위험 노출)	은행권 손실 규모 막대 (전체 모기지 손실의 2/3 차지), 연쇄 도산 원인 제공	바젤 III 이후 강화된 규제로 은행 익스포저 제한적 ('24년 말 기준 960억 달러). 우량 담보 위주 연결
	제도적 안전망	위기 발생 시 시장 유동성을 상시로 공급할 수 있는 연준의 제도적 장치 미비	21년 7월 대기성 레포 제도(SRF) 상설화 등 시스템 위기 시 유동성 공급 안전장치 존재
	시장 규모 및 침투율	주택 시장 포함 경제 및 금융 전반의 위기 초래	사모 대출은 전체 기업 대출 시장의 약 9% 수준으로 시스템 전이 가능성 제한적

20. AI주를 중심으로 한 미국 증시도 조정을 받을 만큼 받은 상황

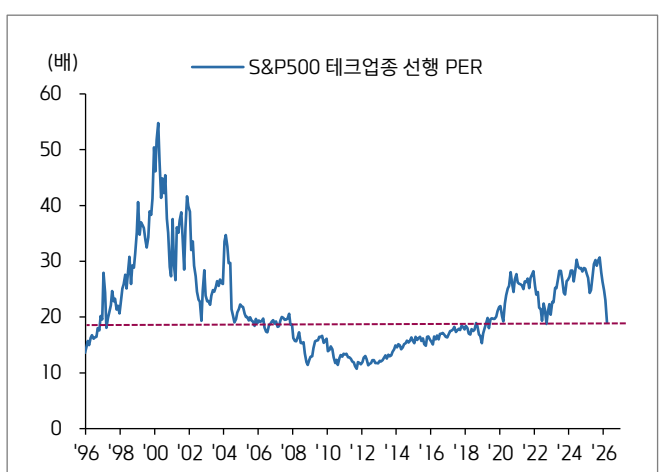
- 사실상 작년 10월을 고점으로 6개월 넘게 조정을 받고 있는 미국 증시, 이제는 많은 이들이 기술적 장기 추세가 훼손됐다는 사실을 거론하면서 미국 증시 매도 전략을 수행하려 드는 중
- 그러나 사모대출 시장에 대한 불안은 과장된 측면이 있으며, 미국 내 대장주인 테크업종의 이익 수정비율은 여타 업종보다 견고한 흐름을 유지하고 있다는 점에 주목할 필요
- S&P500 테크업종의 12개월 선행 PER이 연초 한 때 30배 레벨에서 3월말 현재 19배 레벨로 급격히 다운되며, 22년 약세장 당시인 6월 이후 최저치를 기록했다는 점도 눈여겨볼 부분
- 이는 줄곧 버블 논란에 휩싸였던 미국 테크주들은 밸류에이션 상 오히려 진입 메리트가 생성되고 있는 구간임을 시사. 즉, 일련의 주가 조정에 충분히 진행된 것으로 해석 가능

주요국 이익 수정 비율(Earning Revision)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 테크업종 선행 PER



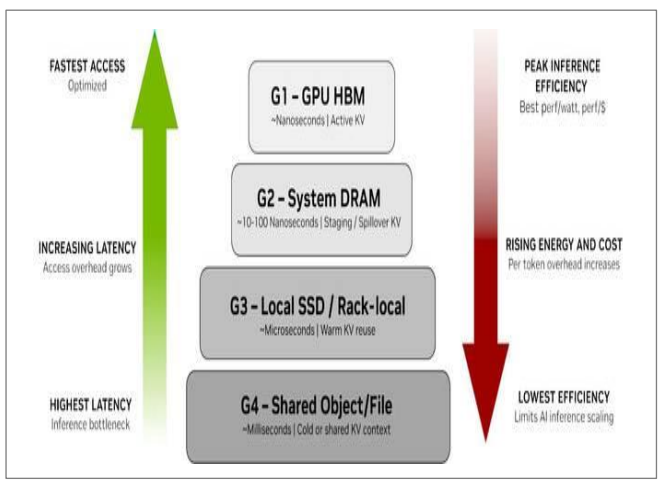
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 터보퀀트, 메모리 업체들에게 부정적인 내러티브를 주입 중이지만…

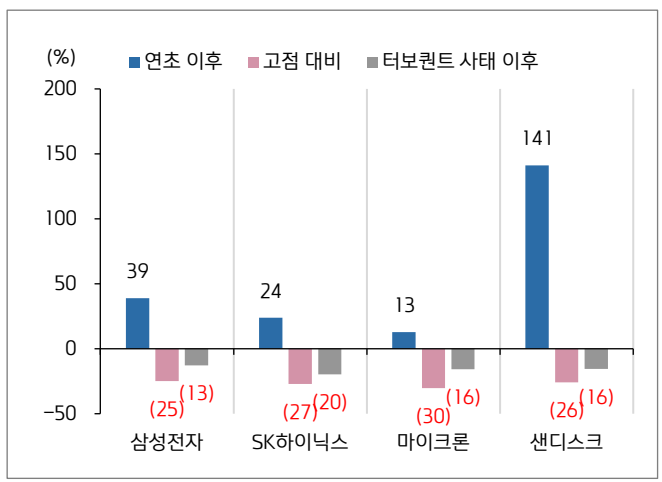
- 구글에서 출시한 터보퀀트 알고리즘이 마이크론, 샌디스크등 메모리 업체들 주가에 또 다른 부담으로 작용 중임
- 기존 메모리 업체의 투자 내러티브는 “LLM이 커지고, 대화가 길어짐 -〉 많은 메모리가 필요 -〉 메모리 업체 실적 상승”이었음.
- 하지만 터보퀀트 공개 이후 “동일한 메모리로 6배 더 긴 대화를 처리할 수 있게 됨 -〉 효율성이 엄청 향상되는 것인데, 메모리가 생각보다 덜 필요한 것이 아닌가” 식의 부정적인 내러티브가 확산되고 있는 상태
- 전쟁 불확실성, 마이크론 실적 발표 이후 반도체 업황 피크아웃 노이즈 등으로 반도체주의 투자심리가 취약해진 상태 속에서, 터보퀀트 사태에 여느 때보다 민감하게 반응했던 것으로 보임

AI 메모리 계층도



자료: 엔비디아, 키움증권 리서치센터

국내외 반도체주 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 하지만 반론이 더 설득력 있기에, 부정적인 내러티브 영향력 감소 예상

- 터보퀀트 이후 비관론자들의 중심에는 “메모리 수요 감소“가 있지만, 이에 대한 반론도 만만치 않음
- 구조적으로도 HBM의 수요 드라이버는 학습이며, 터보퀀트는 추론 메모리를 최적화하는 것으로, 학습 과정에서 발생하는 수요 문제에는 영향을 주지 않음
- 빅테크 업체들이 절감된 메모리 여유분을 " 서버 줄이기 " 에 쓸 가능성보다는 긴 컨텍스트 및 복잡한 에이전트 태스크에 쓸 가능성이 더 높을 전망
- 미국 빅테크, AI 업체들은 AI 모델 성능 경쟁에 더 치중하고 있는 만큼, 비용 절감 경쟁에 나설 것으로 예단하기엔 시기상조라고 판단

터보퀀트가 반도체주에 미치는 영향에 대한 비관론 vs 반론(낙관론)

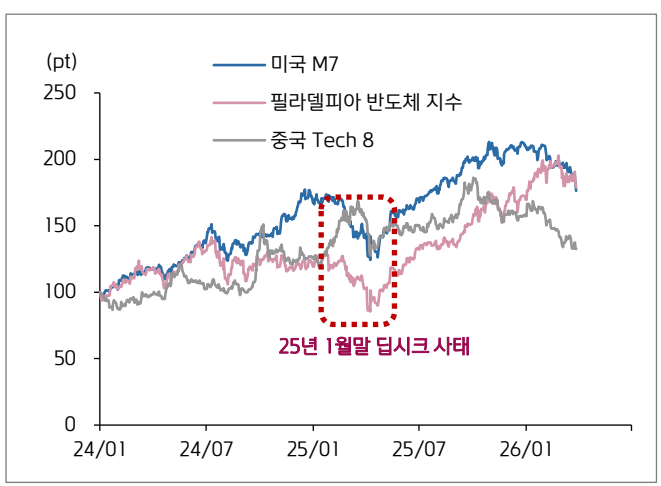
구분	비관론	낙관론
KV 캐시 위치	추론 서버 DDR5 사용량 감소 가능	KV 캐시는 CPU 사이드가 아닌 GPU 내 HBM에 존재
절감분 사용처	서버 수 줄이고 비용 절감	AI 빅테크는 비용 경쟁 아닌 성능 경쟁 중, 절감분을 더 긴 컨텍스트·에이전트에 투입
온디바이스 영향	클라우드 서버 DRAM 수요 감소	온디바이스 확산, LPDDR·DDR5 수요 증가
기술 현실화	이론적 6배 압축 실현 가능	프로덕션 배포까지 시간차 존재, 현재는 연구 단계
공급 구조	수요 감소 시 가격 하방 압력	공급 병목 현상 지속, 수요 소폭 감소로는 가격 영향 제한적
수요 결정 요인	효율화 기술 = 수요 감소	AI 업체 간 경쟁이 완화되거나, AI TAM 성장이 둔화 시 수요 감소

자료: 키움증권 리서치센터

23. 25년 1월 딥시크 사태 이후 AI, 반도체주의 흐름을 생각해보자

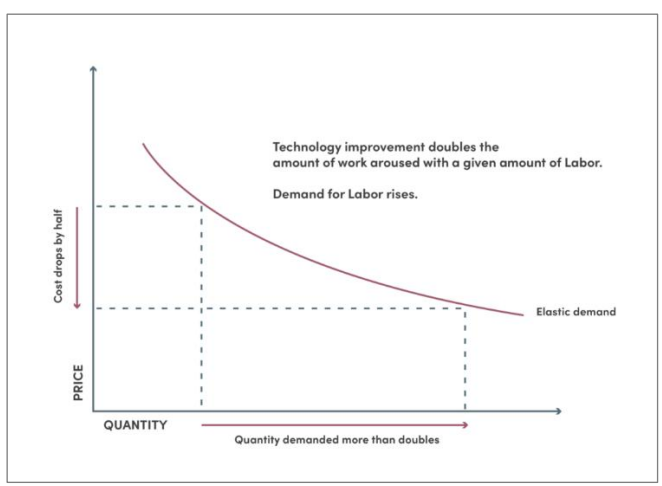
- 작년 1월 말 중국 딥시크 공개 이후 엔비디아 주가가 하루에 17% 폭락했던 사례와 유사한 경로를 따를 가능성. 당시에도 훈련비용이 저렴한 딥시크 모델을 사용하면 엔비디아의 고가 GPU를 구입할 유인이 적어진다는 부정적인 내러티브가 등장했음.
- 그렇지만 딥시크 사태의 주가 충격은 1개월도 가지 않으며, 이후 AI 수요 전망 강화, HBM과 범용 메모리의 공급 병목현상 심화 등의 현상이 출현하면서, 미국과 한국의 AI, 반도체주들은 신고가 랠리를 연출
- 이미 서버 이외의 PC, 모바일 등 세트 수요가 감소하고 있는 국면이기에, 이 같은 터보퀀트발 수요 감소 우려가 노이즈가 될 수는 있을 것임. 그러나 AI 모델 효율성 및 성능 향상이 될수록, 역설적으로 AI 총수요가 증가하는 현상이 출현하는 제본스의 역설이 이번에도 적용될 수 있다는 점에 주안점을 두는 것이 적절

미국 M7주와 중국 China Tech 8주



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

제본스의 역설



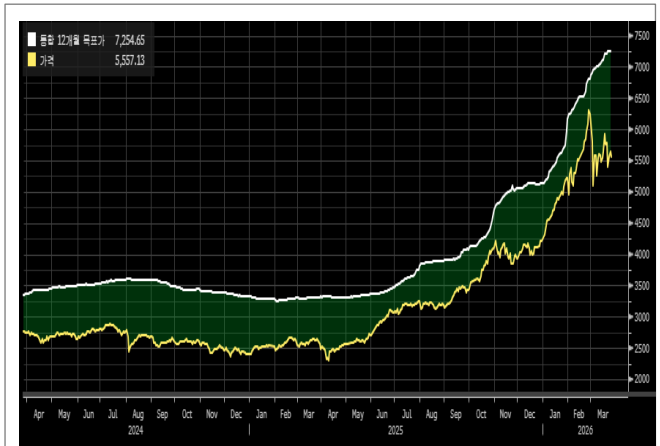
자료: 구글, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. 국내 증시도 미국 증시와 별반 다르지 않게 상황은 만만치 않지만…

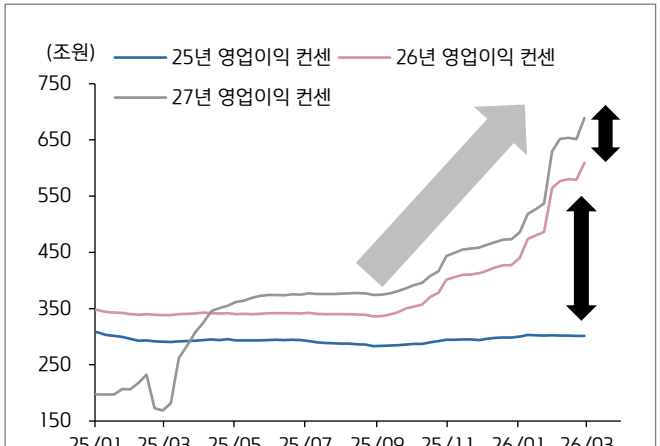
- 전쟁 리스크 지속, 연준 통화정책 불확실성, 미국 AI주 불안, 터보퀀트 사태 등 대외 상황은 그리 녹록지 않은 것이 사실이지만, 코스피는 그 외풍에 견딜만한 펀더멘털과 밸류에이션은 아직 견고한 수준
- 외국인들의 한국 증시를 바라보는 시각에서도 드러나는데, 블룸버그에서 집계하는 코스피의 12개월 목표지수 컨센서스는 현재 7,200pt대로 형성되어 있기 때문
- 물론 25년 대비 26년 이익 증가율(YoY, +110%대)에 비해, 26년 대비 27년 이익 증가율(YoY, +13%대)이 둔화되고 있다는 점은 이익 피크아웃 논란을 불러 일으킬 만한 소재이나, 현재 시장은 27년 이익 전망에 대해서는 올해 하반기 이후 확인하자는 분위기가 중론

코스피 12개월 목표지수 컨센서스는 현재 7,200pt대



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 연간 영업이익 컨센서스 변화



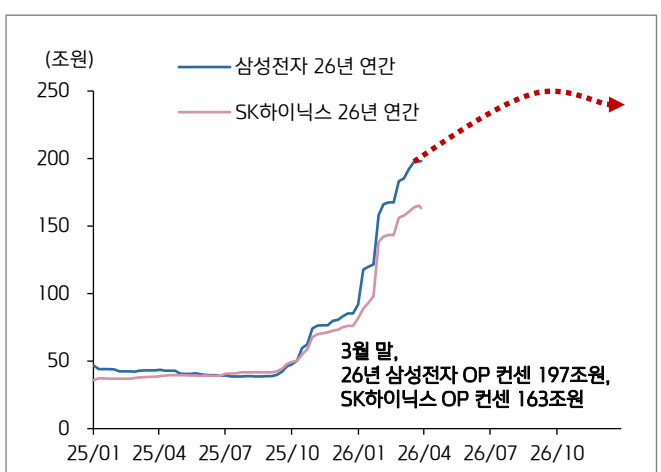
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. 터보퀀트 사태에도 국내 반도체 주의 투자 포인트는 양호

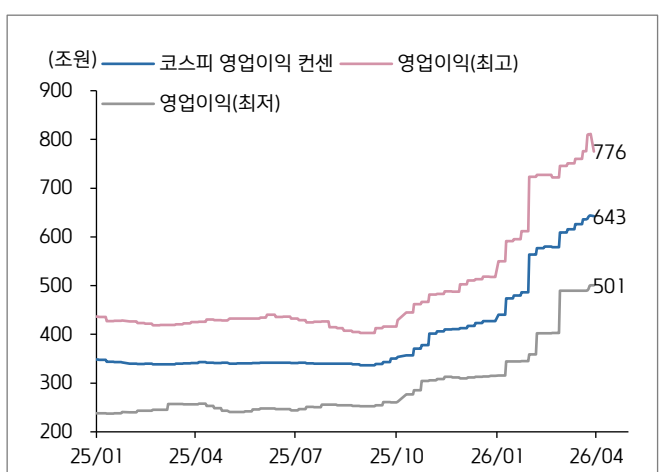
- 추후에도 반도체를 포함한 코스피 연간 영업이익 추정치 상향 모멘텀은 남아있으며, 이는 코스피 강세를 추가로 견인할 수 있는 요인(현재 26년 코스피 연간 영업이익 컨센서스 약 640조원)
- 마이크론, 샌디스크 등 반도체주와 마찬가지로, 국내 반도체주들 역시 터보퀀트 사태 여진, 메모리 가격 급등에 따른 세트 수요 둔화 등 매크로, 지정학 이외에도 고유의 불확실성에 노출된 상황
- 하지만 이미 주가 조정을 크게 겪은 상황 속에서 추가 매도 작업에 나서는 것은 지양할 필요. 반도체 업황 변화를 가늠할 수 있는 1분기 실적 시즌 및 컨퍼런스 콜을 확인하고 나서 대응해도 늦지 않다고 판단.

삼성전자와 SK하이닉스의 26년 연간 영업이익 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 26년 영업이익 컨센서스 vs 최고 vs 최저



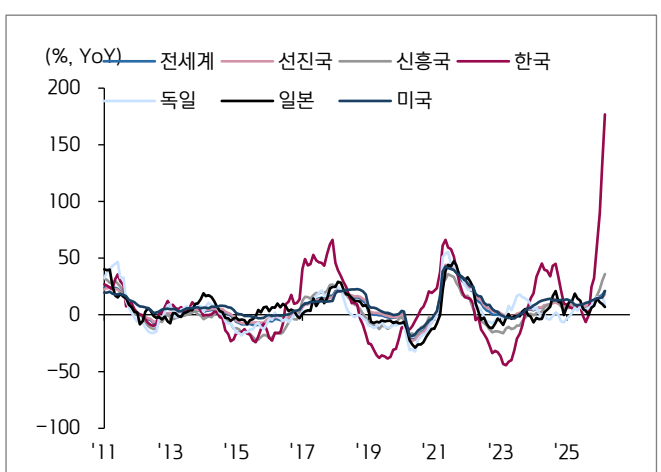
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. 전망에 기반한 선행 데이터들 관점에서도 한국의 투자 포인트는 유효

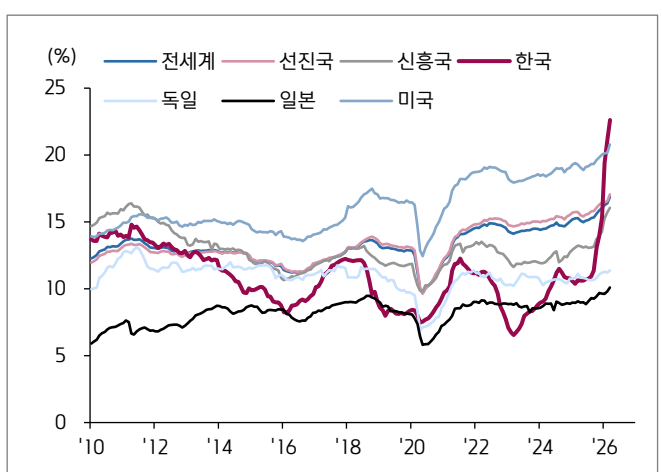
- 다른 국가들과 상대적인 관점에서 비교해봐도, 국내 주식 비중을 유지해야 한다는 결론에 도달
- 한국의 선행 EPS 증가율(MSCI 지수 기준, YoY)은 170%대를 기록하고 있는 반면, 미국, 일본, 유럽 등 여타 경쟁국 증시는 10%대 내외의 증가율에 그치고 있는 상황
- 코스피의 선행 ROE는 22%로 미국(20%)의 ROE를 여전히 앞지르고 있으며, 3차 상법개정안 통과로 "기업의 주주환원 강화 -> 코스피 ROE 개선 -> PBR 상 추가 리레이팅"의 가능성도 아직 남아있는 재료

주요국들의 12개월 선행 EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국들의 12개월 선행 ROE



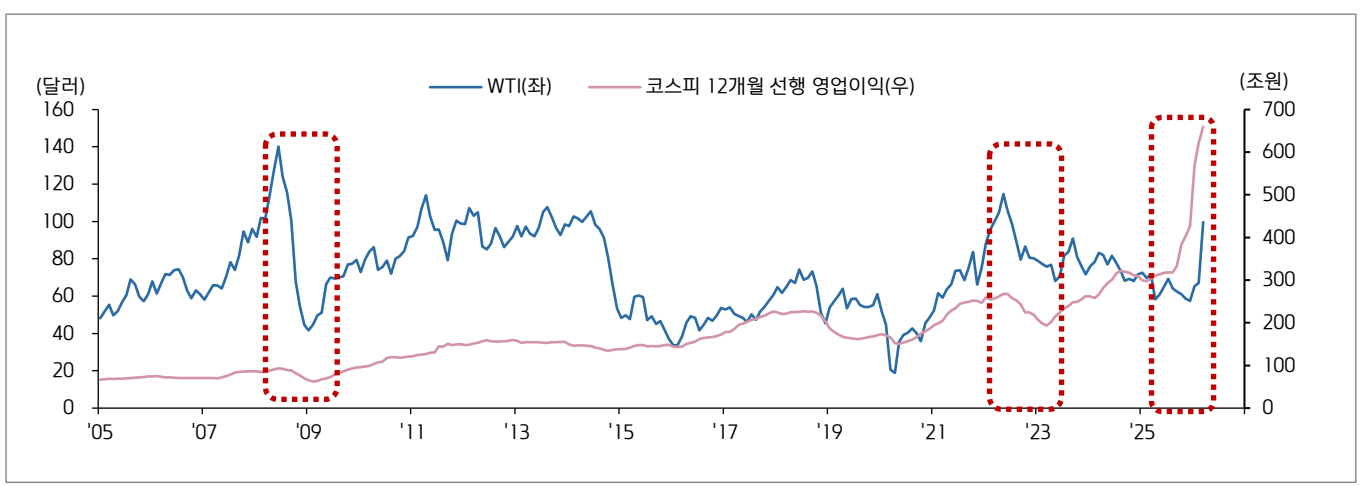
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. 전쟁으로 인한 컨센서스 하향 조정 가능성도 신경을 써야 하지만…

- 선행 이익 컨센서스 상향 추세가 훼손되지 않은 점은 긍정적이지만, 이 같은 "선행" 수치들은 애널리스트들의 전망치를 기반으로 산출이 되는 만큼, 추후 상황에 따라 그 전망의 유용성이 감소할 수 있다는 한계점이 존재.
- 일례로, "호르무즈 해협 봉쇄 장기화 -> 에너지 비용 상승 -> 인플레이션 리스크로 인한 중앙은행의 긴축 -> 비용 및 금리 상승 부담에 따른 AI CAPEX 포함 기업들의 투자 감소 -> 이익 추정치 하향 및 밸류에이션 멀티플 축소" 등과 같은 시나리오가 하나의 잠재적인 예시가 될 수 있음.
- 하지만 어디까지나 워스트 시나리오의 일부일 뿐, 지금 이를 반영하여 주식 매도 포지션을 확대할 시 오히려 업사이드 리스크에 직면할 가능성이 높은 국면.

코스피 영업이익과 유가의 관계

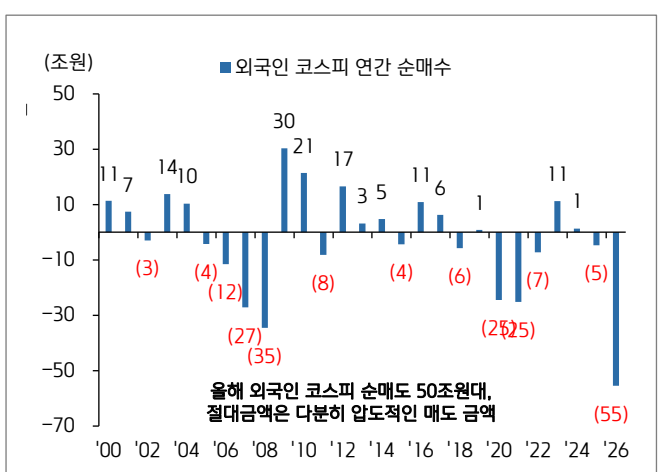


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

28. 그렇다면 외국인 수급은 언제쯤 좋아질까?

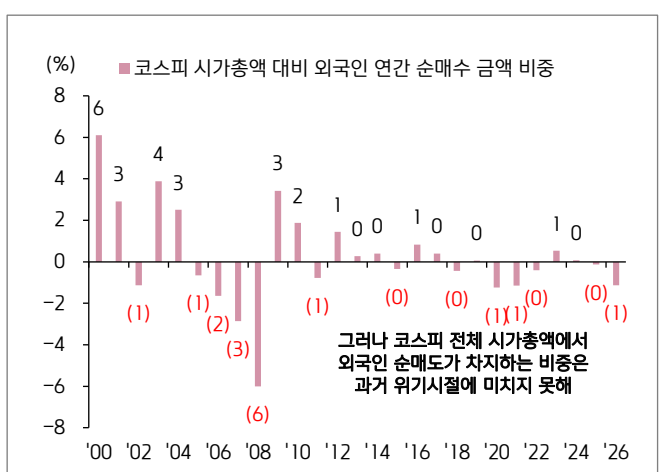
- 여전히 국내 증시에 대한 투자 매력은 높지만, 연초 이후 50조원 넘게 순매도하고 있는 외국인들의 수급이 신경 쓰이는 부분이기는 함
- 아직 1분기가 다 지나가지도 않았는데 연간 50조원 순매도는 과거 금융위기 시절을 큰 폭 상회할 정도의 압도적은 매도 금액인 것도 맞음
- 하지만 코스피 시가총액이 2000조원대에서 현재 4000조원대로 늘어났기에, 1주당 매도금액의 절대적 차이가 발생한다는 점에 주목할 필요. 코스피 전체 시가총액에서 외국인 순매수 금액이 차지하는 비중을 계산해보면, 3월 현재 비중은 -1.1%로 08년 금융위기(-6.0%)를 제외하면 역대 최저 수준
- 현재의 사태가 금융위기 급으로 추가 격상되지 않는 이상, 이미 외국인은 팔만 큼 판 상태라고 해석 가능

외국인 코스피 연간 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 시총 대비 외국인 순매수 비중



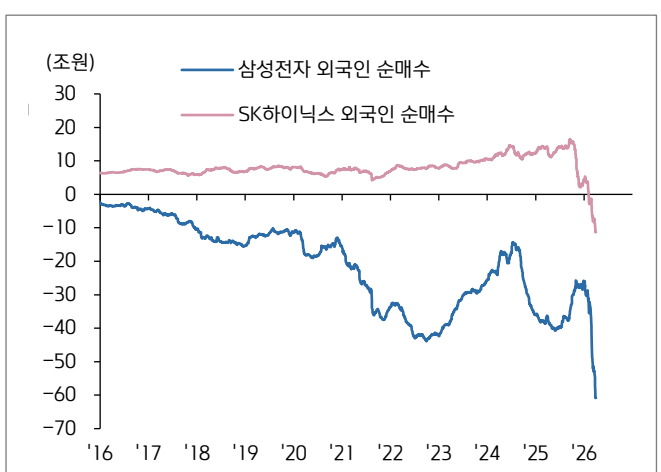
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

29. 외국인들이 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체 주도주를 던지는 이유

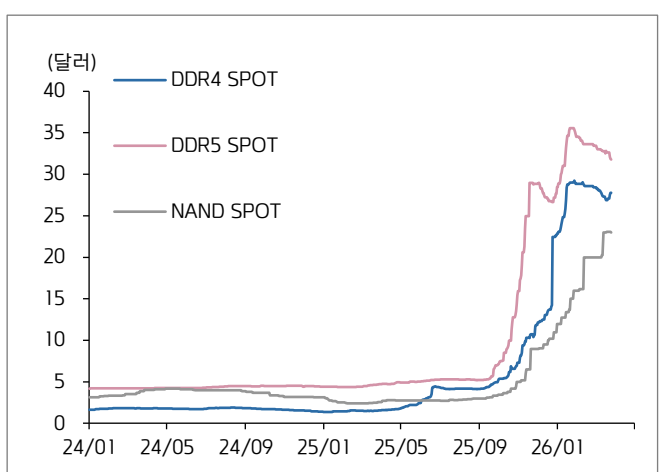
- 더욱이 올해 3월까지 약 50조원대 순매도에도, 이들의 코스피 지분율은 연초 35%대에서 유지하고 있는 상태.
- 이를 두고 일각에서는 외국인 지분율이 장기 평균 수준인 33~34%대로 내려갈 때까지 순매도 작업을 할 것이라는 의견도 존재
- 연초 이후 외국인 순매도의 대부분은 반도체에 집중. 외국계 증권사 대부분이 국내 반도체주 전망을 긍정적으로 제시하고 있음에도, 외국인들이 순매도를 하고 있다는 점도 증시 혼선 요인
- 이에 더해 최근 DDR5를 중심으로 메모리 가격 하락세가 나타나고 있다 보니, 바이사이드 외국인은 이미 선제적으로 업황 피크아웃에 베팅하고 있다는 불안감도 조성 중

삼성전자, SK하이닉스 외국인 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메모리 가격 스팟 가격 추이



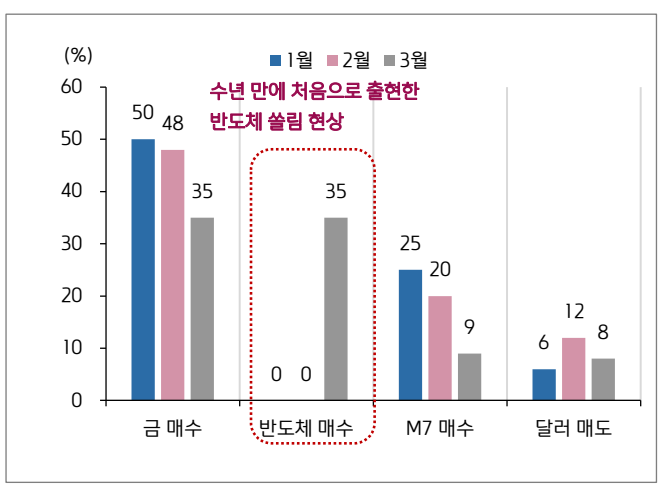
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

30. 그들의 순매도에는 일정부분 착시현상이 개입

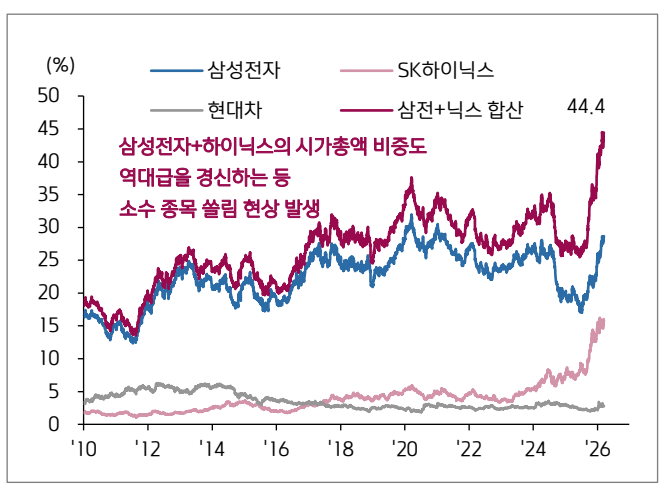
- 이 같은 "외국인 순매도 + 지분율 상승"은 착시현상이 존재. 외국인이 연초부터 순매도를 하는 과정에서 코스피는 연초 4,300pt대에서 6,000pt대로 급상승하는 등 순매도 금액 이상으로 코스피 시가총액이 증가한 영향이 있기 때문(외국인 지분율은 코스피 전체 시가총액에서 외국인 보유 시가평가액을 나눈 값으로 계산)
- 외국인 펀드마다 성격은 다르지만, 대외 불확실성이 확대됐을 때, 위험관리 차원에서 주가가 상승하며 쏠림현상이 심한 자산군을 중심으로 현금 확보를 하는 경향
- 이번에는 그 대상이 반도체였던 것. 실제로 3월 18일 공개된 BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이에서도 현재 가장 쏠림현상이 심한 것으로 생각되는 전략 1위에 "글로벌 반도체 매수(응답률 38%, 금 매수 공동 1위)"가 차지
- 국내 증시에서도 삼성전자와 SK하이닉스의 시가총액 비중이 40%대에 진입하는 등 Top2 종목의 시장 집중 현상이 심화됐다는 점도 외국인의 반도체 중심의 코스피 순매도를 유발했던 것으로 판단

글로벌 펀드매니저들이 생각하는 쏠림현상이 심한 전략



자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.03), 키움증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스, 현대차의 시가총액이 코스피 시가총액에서 차지하는 비중(우선주 합산)



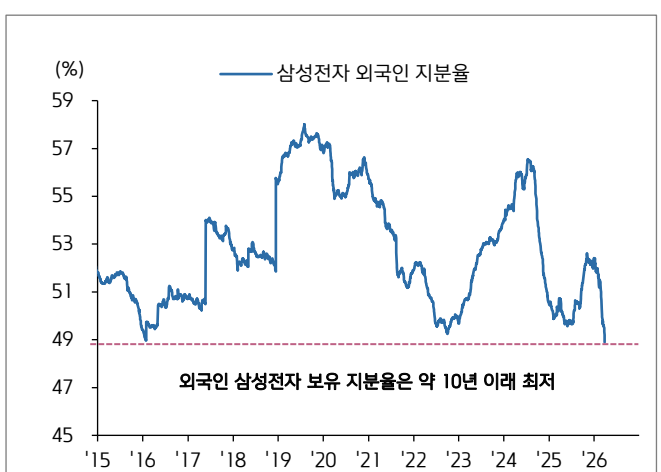
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

31. 반도체에 대한 지분율 급락의 시사점

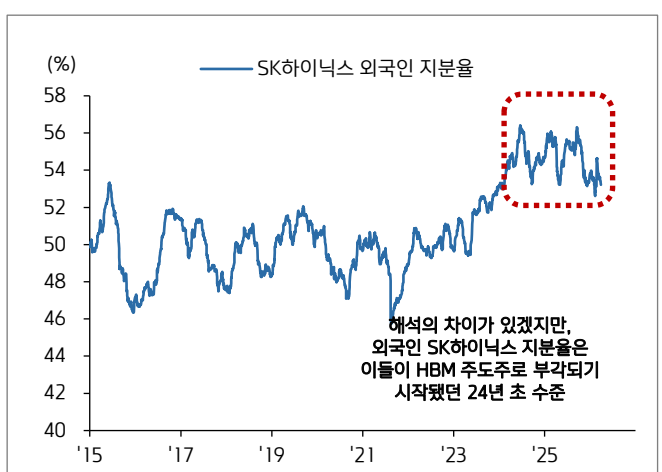
- 전체 주식수 대비 외국인 보유 주식수로 계산한 삼성전자, SK하이닉스의 개별 지분율 변화도 주목할 필요.
- 삼성전자의 지분율을 49.0%를 하회하면서 지난 10년 이래 가장 낮은 레벨에 도달. 터보퀀트 사태로 내러티브에 흠집이 난 상태지만, 현재 지분율 레벨에서 보면, 이들의 수급은 상당부분 비어 있는 것으로 추정
- SK하이닉스의 지분율은 53.5%로 지난 10년이래 저점인 40%대 중반을 크게 상회. 해석의 차이가 발생하는 구간이지만, SK하이닉스가 HBM으로 국내 증시에 주도주로 부각되기 시작했던 2024년 이후를 놓고 보면, 이들의 지분율도 낮은 수준, 수급이 생각보다 비어있을 가능성
- 전쟁, 터보퀀트, 연준 금리인상 가능성 등 사태가 지금보다 더 악화되지 않는다고 가정해보면, 외국인들은 국내 증시에 대한 기계적인 비중 조절, 차익실현의 유인은 갈수록 줄어들고 있는 것으로 판단.

삼성전자 외국인 지분율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 외국인 지분율



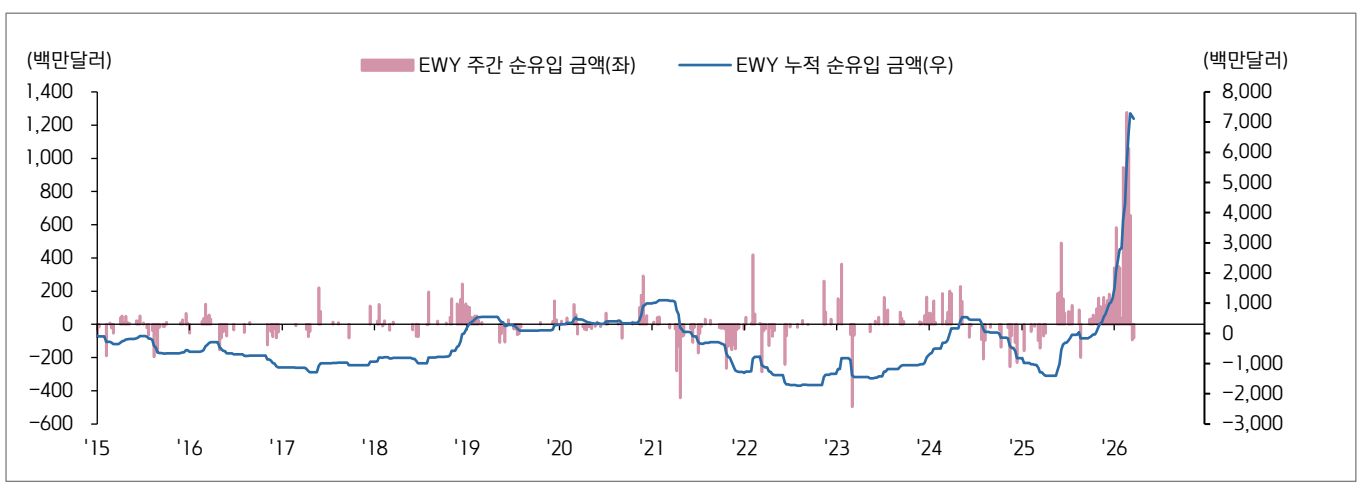
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

32. 외국인은 업황과 펀더멘털이 아닌 가격과 비중을 팔았다

- 아직 메모리 업황 슈퍼사이클 전망이 후퇴되지 않았다는 점을 감안 시, 외국인은 “업황과 펀더멘털”을 매도한 것이 아닌, 외부 불확실성을 빌미로 “높아진 주가와 비중”을 팔았던 성격이 강한 것으로 판단
- MSCI 한국 ETF(EWY)를 통한 외국인 패시브 순매수 기조가 유지되고 있다는 점도 눈여겨볼 부분(연초 이후 3월 현재까지 EWY 순유입 금액 63억 달러 vs 2025년 연간 19억달러).
- 4월말까지 1분기 실적 프리뷰 ~ 1분기 실적 리뷰기간 동안 반도체 중심의 이익 컨센서스 상향 작업이 이어질 수 있는 만큼, 외국인의 코스피 순매수 추세 재개는 시간의 문제
- 과거처럼 외국인 순매도가 지수 하방 압력을 키웠던 구간에서는 패시브 자금도 순매도 추세를 형성했지만, 현재는 “액티브 순매도 + 패시브 순매수“ 환경이라는 점이 차별화된 부분

MSCI 한국 ETF 주간 단위 순유입 금액 추이



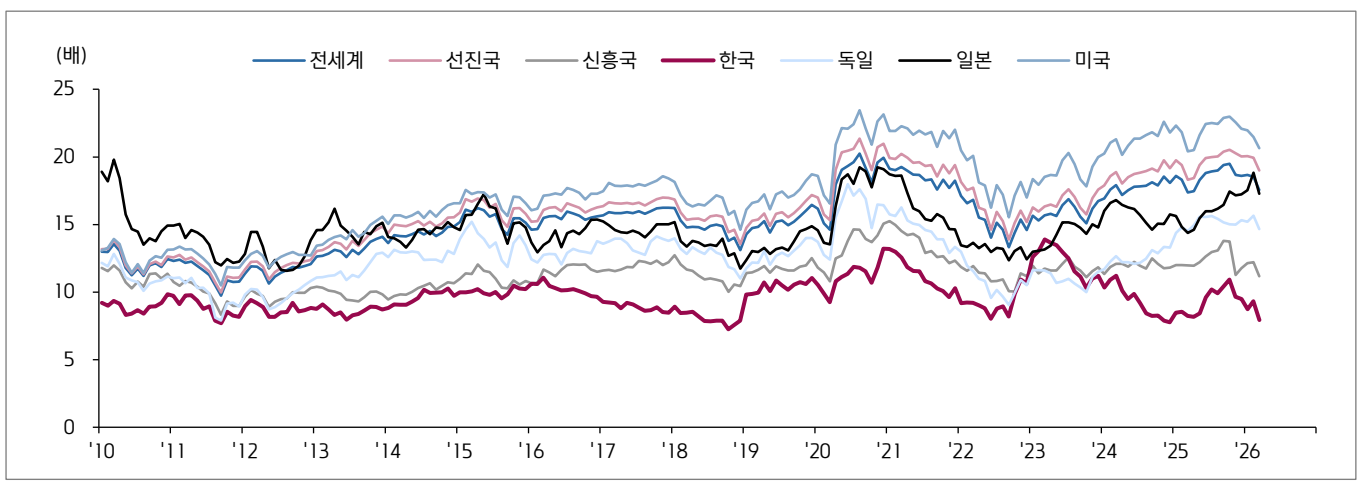
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

33. 다른 국가들에 비해 밸류에이션 매력이 높다는 점도 외국인 잠재 순매수 요인

- MSCI 지수 PER 관점에서 봐도 선진국(19.0배), 신흥국(11.2배), 미국(20.7배), 일본(17.3배) 등 여타 증시에 비해 한국(7.2배)의 밸류에이션은 상대적으로 진입 매력을 높이고 있다는 점도 특징적
- 전쟁, 터보퀀트 사태, 연준 정책 불확실성 등 시장이 안고 가야 할 고민들은 존재. 하지만 3월 중 연쇄 급락 및 변동성 확대를 겪으면서 기존 악재에 면역력이 생기고 있는 모습.
- 이 같은 환경에서도 이익과 밸류에이션 상 투자 포인트는 훼손되지 않았다는 점은 외국인의 셀 코리아도 종반부에 돌입했다는 점에 힘을 실어줄 전망

주요국들의 12개월 선행 PER 밸류에이션 비교



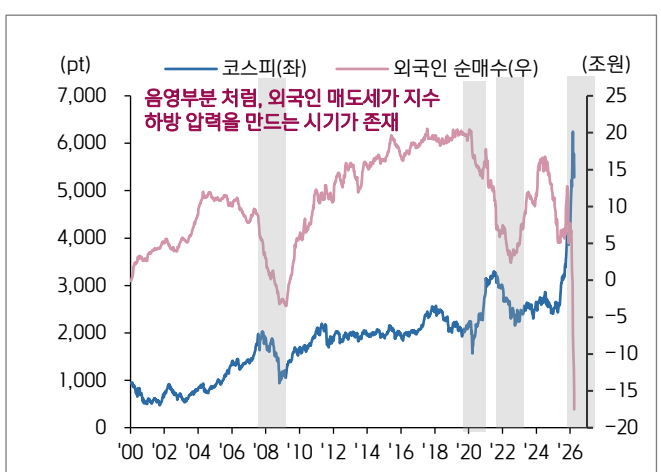
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

34. 외국인 순매도 종료의 조건, 우선 환율 급등 문제부터…

- 23~25년 중 1,300~1,480원대의 고환율 구간에서 외국인들은 환차손, 환차익을 신경쓰기보다는 펀더멘털에 기반한 자본 차익 플레이에 주력하는 편이었음
- 다만, 외국인 역시 달러/원 환율이 뉴노멀(25년 초 1,450원대, 25년 말 1,480원대)를 형성할 때마다, 환차손에 대비한 매도 작업을 단행했던 전력이 있었으며, 이번 3월의 공격적인 순매도에도 이 같은 성격이 내재되어 있던 것으로 판단
- 달리 말해, 1,500원대 이상으로 올라온 달러/원 환율의 급등세가 진정이 될 시, 외국인들의 순매수 유인은 강화될 수 있음을 시사.
- 이런 측면에서 환율 급등의 기폭제였던 미-이란 전쟁 리스크가 정점을 통과하고 있다는 점을 감안 시, 4월 중 외국인의 순매도 보다는 순매수 전환 쪽에 확률 더 부여하는 것이 적절

코스피와 외국인 수급의 관계



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 외국인 코스피 순매수

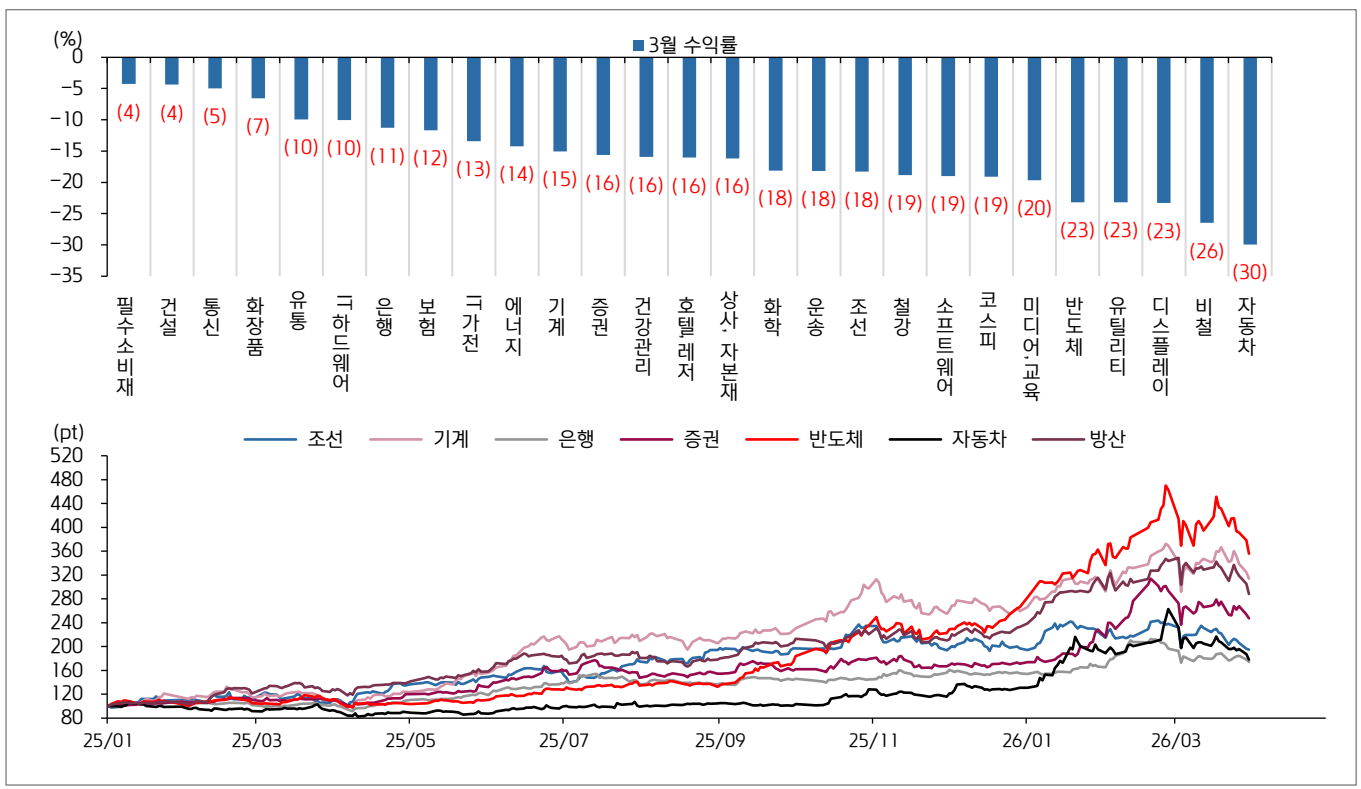
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

35. 반도체, 조선, 방산, 증권 등 주도주 줄줄이 급락, 선수 교체의 신호?

- 3월 극심한 조정장에서 주도주 of 주도주인 반도체 뿐만 아니라, 조선, 방산 등 전쟁 수혜 관련 주도주들, 증권, 은행 등 정책 관련 주도주들 급락이 출현
- 이를 두고 기존 주도주에서 추후 새로운 주도주로 교체될 것이라는 고민을 하는 것도 그리 이상한 일은 아닐 것임

코스피 26개 업종의 3월 수익률 및 25년 이후 현재까지 주도주들의 주가 변화



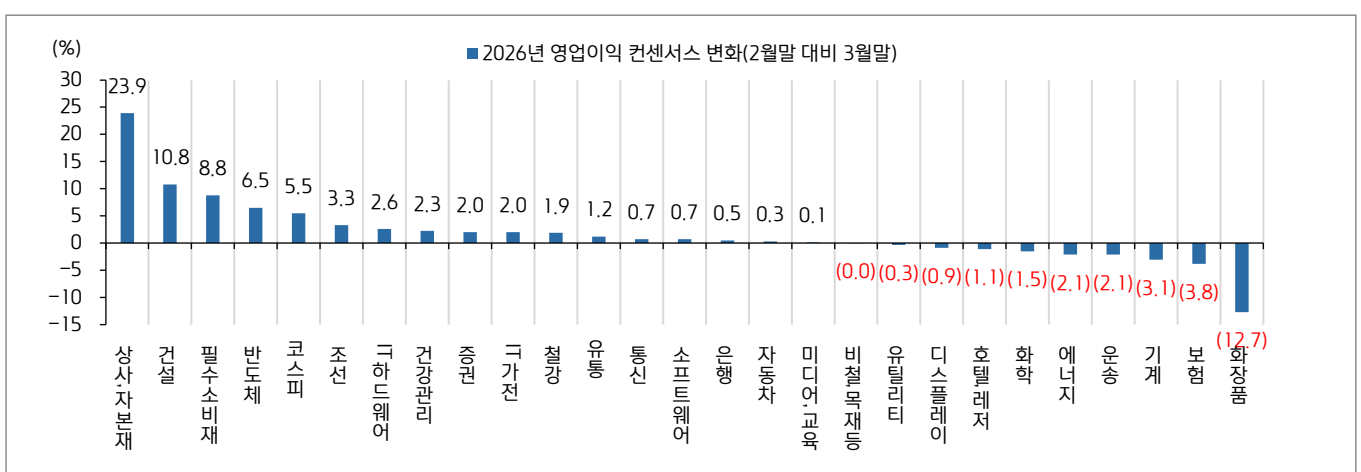
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

36. 하지만 기존 주도주의 비중을 유지하는 것이 적절

- 주도주가 교체되기 위해서는 주도주들의 “내러티브“ & “실적 모멘텀 " 조합의 훼손이 나타나야 함
- 그렇지만 반도체(메모리 업 사이클), 방산 및 조선(지정학 및 공급망 다변화), 증권 및 은행(주주환원, 정책) 등 기존 주도주들은 아직 그 두개의 조합이 유효하다고 판단
- 또는 코스피의 방향성이 본격적인 약세장 쪽으로 향하게 될 시, 주도주의 교체가 일어나겠지만, 아직 강세장 종료 및 약세장 진입의 가능성은 그리 높지 않다는 점에 무게중심을 둘 필요

전쟁 기간 중 코스피 26개 업종의 2026년 영업이익 컨센서스 변화



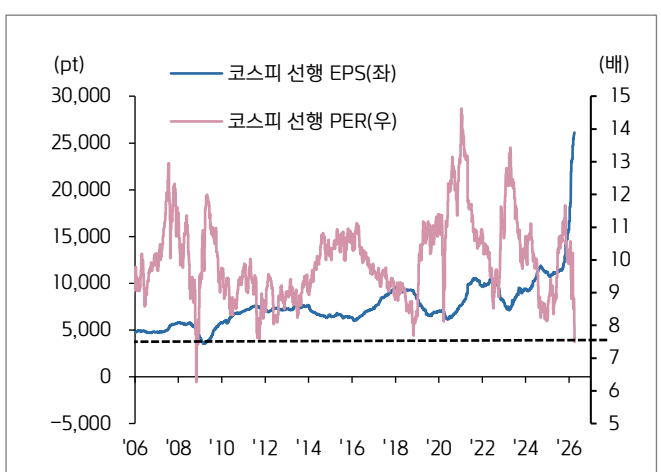
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

37. (결론) 전쟁 스트레스 완화 및 주가 회복력 생성의 4월

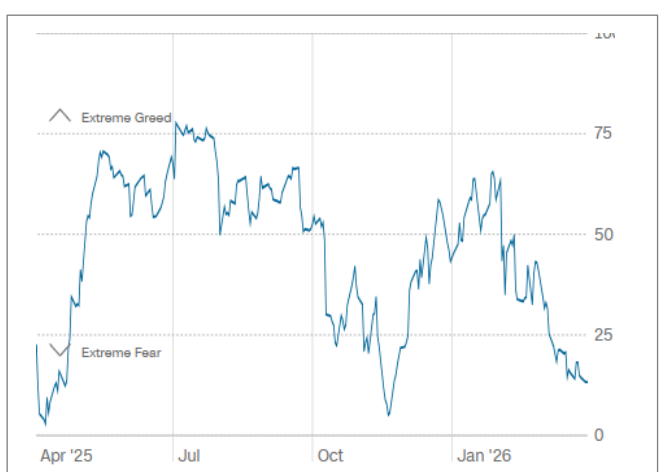
- 3월 중 전쟁이라는 돌발 변수로 극심한 가격 조정을 받았으며, 4월에도 전쟁 여진 속 미 사모대출 시장 노이즈, 메모리 업황 피크아웃 논란 등이 증시에 제약적인 환경을 조성할 수 있음
- 대신 그 과정에서 연초 폭등 랠리 부담을 대부분 덜어낸 가운데, 밸류에이션 상 진입 메리트도 재차 높아지면서 주가 복원력이 생성되고 있다는 점도 고려할 필요
- 전쟁 발 비용 급등 우려 등으로 1분기 실적시즌 경계감이 높아지고 있으나, 3월 중 일련의 주가 조정을 통해 기계적으로 실적 눈높이가 낮아진 측면이 있기에, 컨센서스에 부합하는 실적만 발표하더라도 안도감이 조성될 전망
- 이를 감안 시, 4월에는 지수의 추가 레벨 다운보다는 회복 궤도 진입 쪽에 무게중심을 두는 것이 적절. 업종 측면에서도 반도체, 방산, 조선 등 주도주들도 이익 대비 낙폭이 과도한 만큼, 이들 비중은 중립 이상으로 유지해 나갈 필요 (4월 코스피 예상 레인지 4,700~5,900pt로 제시)

코스피 선행 EPS와 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

CNN의 Fear & Greed Index



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

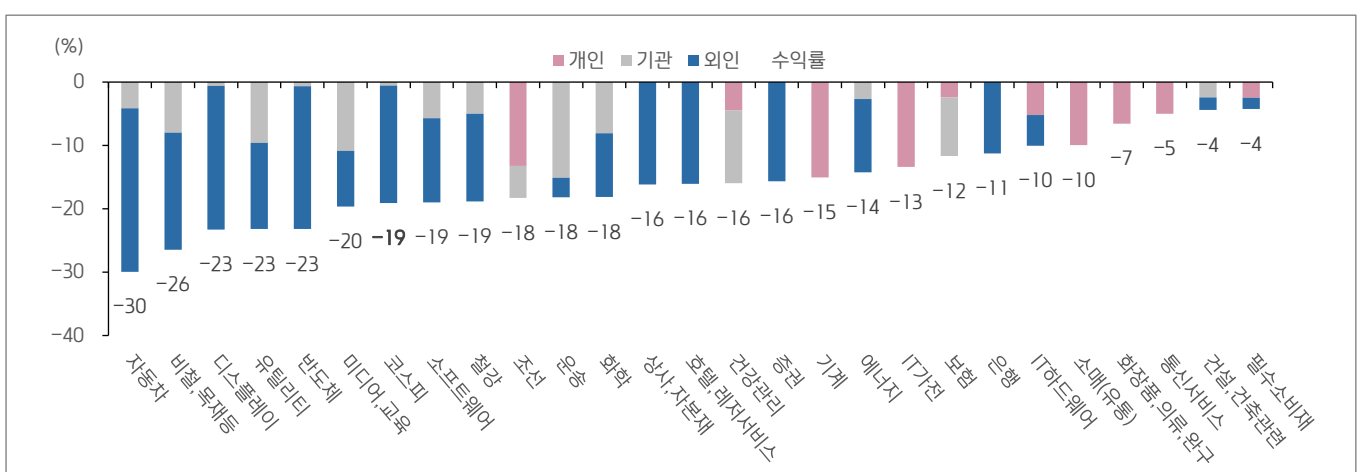
Part 2

퀀트: 실적 시즌과 사이즈 쏠림 경계

01. 3월 업종별 리뷰 : 외국인 매도 우위 압력

- 3월 국내 증시는 미-이란 간의 전쟁에 따른 불확실성이 고조된 영향으로 하락세가 가파르게 연출. 특히 외국인의 매도세가 대형 업종을 중심으로 집중되며 하락 압력이 높았음
- 업종별로는 자동차(-30%), 비철목재(-26%), 디스플레이(-23%), 유틸리티(-23%), 반도체(-19%) 업종 하락세가 두드러졌음
- 반면, 필수소비재(-4%), 건설건축(-4%), 통신서비스(-5%), 화장품의류완구(-7%) 등은 상대적으로 낙폭 제한
  - 외국인은 3월 한달 동안 약 35조원 순매도를 했는데, 그 중, 반도체 업종에 대해서 27 조원 순매도를 하며, 전월에 이어 대규모 매도세 지속

업종별 월간 수익률



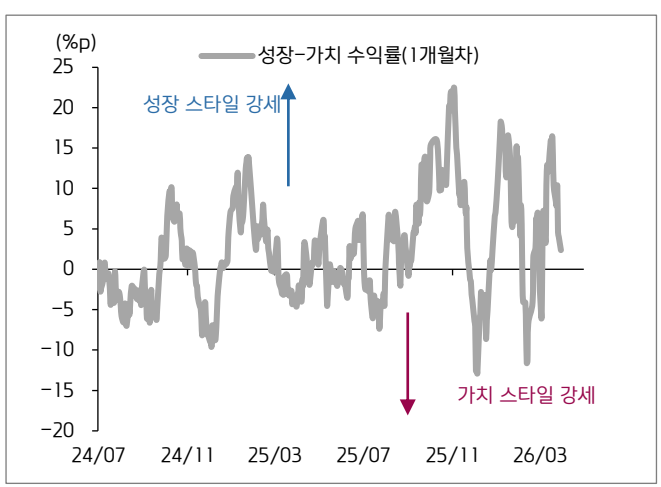
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

키움증권

02. Style: 대형 가치주 중심의 매물 출회

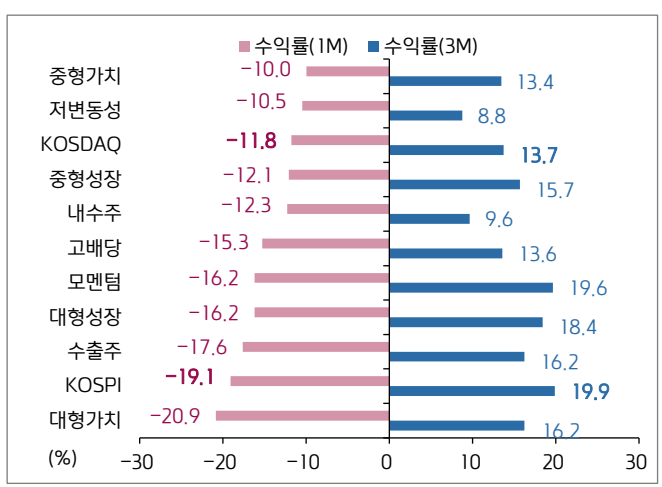
- 지난 달 국내 증시는 전반적으로 하락 압력이 높은 모습이었으나, 성장 스타일 대비 가치 스타일을 중심으로 매물 출회가 집중된 모습
- 글로벌 증시는 전쟁 리스크와 함께 터보 퀀트 등 AI테마에 대한 경계감이 높아지기도 했으나, 국내에서는 자동차, 비철목재, 유틸리티 등 가치주 중심의 업종들이 이전의 상승폭을 크게 반납한 영향이 컸음
- 반면, 외국인의 매도세가 강하게 연출되자 중소형주 보다는 대형주에 대한 매출 출회 압력이 높았음

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

- 3월 코스피 기준, 외국인(-35조 8,802억원)과 기관(-1조 626억원)이 매도 우위를 기록한 반면, 개인(+33조 5,696억원)의 대규모 매수세가 유입
- 업종별로는 전월에 이어 반도체 업종 그리고 자동차 업종에서 외국인과 개인간의 손 바뀜이 강력하게 지속.
  그 외에도 외국인은 상사자본재, 증권, 은행 등에 매도 우위를 기록
  - 반면, 외국인은 기계, 건강관리, 조선 등의 업종에 대해서는 매수세를 보임

코스피 업종별 개인/기관/외국인 3월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	23,927.3	- 753.1	- 26,952.9	조선	- 135.3	- 52.0	205.4
자동차	4,447.1	- 621.5	- 3,855.4	건설,건축관련	592.1	- 326.0	- 261.7
IT가전	- 140.4	360.7	34.2	소매(유통)	- 129.6	58.0	63.9
기계	- 545.9	110.3	431.6	비철,목재등	392.6	- 119.3	- 275.8
보험	- 47.9	- 181.7	219.2	운송	290.0	- 216.8	- 44.2
필수소비재	- 73.0	116.1	- 52.2	건강관리	- 31.8	- 80.8	285.7
미디어,교육	303.8	- 168.6	- 136.5	화학	420.9	- 190.2	- 235.8
화장품,의류,완구	- 356.4	147.6	186.3	호텔,레저서비스	51.0	72.0	- 127.9
상사,자본재	1,095.2	122.4	- 1,283.7	통신서비스	- 151.5	83.7	72.9
유틸리티	563.4	- 237.1	- 335.5	은행	469.5	475.4	- 754.4
디스플레이	109.7	- 2.8	- 109.7	에너지	543.0	- 72.1	- 314.6
증권	441.1	374.7	- 858.1	소프트웨어	1,000.7	- 341.5	- 799.1
IT하드웨어	- 232.4	431.4	- 218.5	철강	429.5	- 119.9	- 333.9

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	62.6	16.7
코스닥	59.5	-5.6	16.1	0.9	29.4
에너지	-63.7	375.4	-22.5	37.8	-4.3
화학	-68.3	301.4	적전	흑전	472.4
비철,목재등	1.7	-17.8	44.5	36.0	-5.3
철강	28.5	-6.8	-30.9	40.2	37.3
건설,건축관련	31.2	-13.0	-9.2	18.5	15.5
기계	17.5	-8.4	23.2	1.4	16.0
조선	19.6	10.1	4.1	13.7	14.6
상사,자본재	4.9	23.6	-6.0	38.3	10.1
운송	-30.4	-24.5	17.2	45.3	-47.7
자동차	-1.2	-25.4	11.2	12.3	15.0
화장품,의류,완구	-2.8	9.3	-17.0	49.0	6.8
호텔,레저서비스	-20.6	17.9	-7.0	-	-3.9

	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	152.1	-15.1	20.8	-14.6	99.2
소매(유통)	-33.4	67.5	11.8	-7.9	-19.1
필수소비재	6.0	17.2	-34.3	24.9	4.8
건강관리	23.6	36.8	-6.8	1.2	3.5
은행	1.4	1.3	-45.3	93.7	0.1
증권	25.4	-2.6	-19.9	65.2	-11.5
보험	7.8	-4.9	-51.2	166.5	0.6
소프트웨어	6.4	7.3	-3.6	6.1	5.1
IT하드웨어	적전	흑전	27.4	-21.3	5.5
반도체	-1.4	68.4	48.1	92.5	30.4
IT가전	적지▼	적지▼	적전	흑전	-8.3
디스플레이	적지▼	흑전	-6.3	-58.0	-14.6
통신서비스	9.7	-54.1	-30.2	158.1	5.2
유틸리티	-46.0	121.4	-30.5	25.4	-33.6

전년 동기 대비(YoY)

	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
코스피	24.6	25.6	73.1	95.1	114.1
코스닥	38.6	43.2	61.0	74.0	66.7
에너지	-3.8	흑전	159.0	112.4	108.1
화학	58.8	462.7	적지▲	-82.8	79.9
비철,목재등	37.8	16.2	201.3	67.1	52.6
철강	-1.4	-2.8	흑전	27.6	49.7
건설,건축관련	103.7	47.5	흑전	16.6	19.8
기계	13.8	55.0	25.1	31.4	31.5
조선	133.1	177.8	97.0	51.8	43.2
상사,자본재	52.6	55.2	41.5	69.1	75.3
운송	-41.5	-68.4	-46.0	-14.1	5.9
자동차	-13.8	-25.2	-8.1	-10.5	10.8
화장품,의류,완구	16.5	15.5	34.9	8.6	22.1
호텔,레저서비스	38.4	41.4	123.0	-	16.9

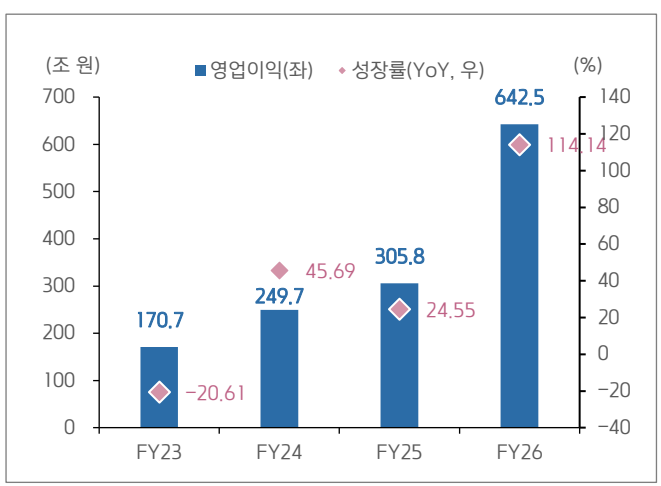
	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	4.8	-0.1	12.3	69.2	86.6
소매(유통)	36.8	14.1	138.3	14.1	21.3
필수소비재	1.6	0.1	4.3	6.4	10.0
건강관리	59.4	52.2	87.6	53.3	23.0
은행	1.5	0.1	20.8	8.6	11.3
증권	30.4	36.5	75.0	64.3	23.3
보험	-5.6	10.1	29.4	10.1	9.4
소프트웨어	19.5	24.1	30.1	14.1	19.7
IT하드웨어	26.6	49.1	129.3	71.1	61.7
반도체	53.8	45.0	139.1	376.0	315.6
IT가전	-50.6	적지▼	적지▲	-3.0	152.5
디스플레이	흑전	흑전	267.0	87.9	65.3
통신서비스	26.9	-39.6	흑전	-10.8	16.6
유틸리티	51.4	흑전	14.9	11.2	11.9

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05 코스피 '26년 영업이익 전망은 640조원 상회

- 3월 초 이후 미-이란 간의 전쟁과 함께 유가 급등 및 상품 가격에 대한 변동성이 높아진 상황에서도 국내 기업들의 실적 전망 상향 조정 흐름이 이어진 결과 코스피의 2026년 영업이익 전망은 640조원을 상회하며 전년 대비 114% 성장률이 전망됨
- 실적 전망 상향이 이어지는 가운데, 3월 한달 간 지정학적 불안 고조와 에너지 가격 급등에 따른 투자심리가 위축된 영향으로 국내 증시는 한달 간 약 19% 하락. 그 결과 코스피의 PER(Fwd. 12M)은 8배를 하회한 7.6배 수준 도달
  - 2018년 10월 이후 처음으로 8배를 하회하며 저평가 영역에 돌입

코스피 연간 영업이익과 성장률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피와 반도체 업종 제외 경우의 PER(Fwd. 12M) 추이

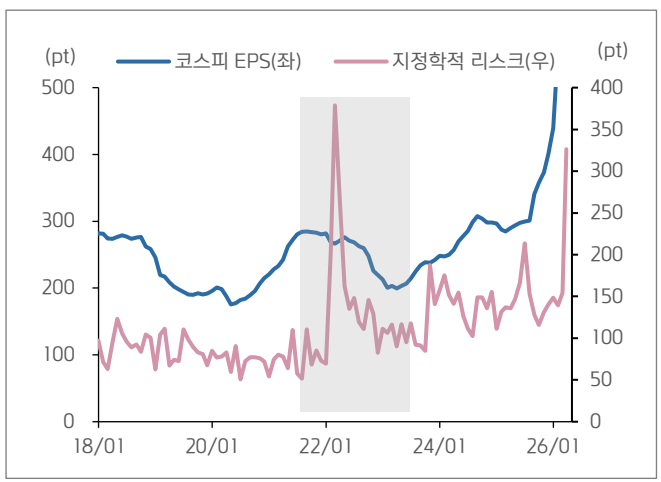
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 밸류에이션 착시 가능성 (1) 러-우 전쟁과 같은 실적 하락 가능성은 낮아

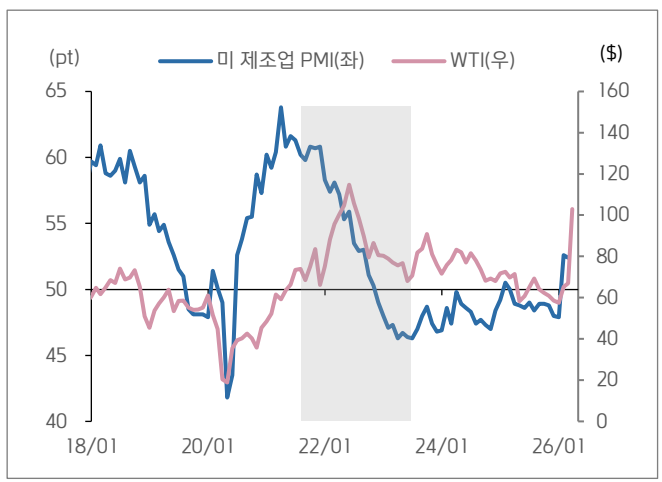
- 미-이란의 전쟁과 유사한 비교 사례로 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 자주 언급되고 있음. 두 사건 공통적으로 에너지 가격 급등을 불러일으켜 기업의 비용 부담을 가중시키고, 장기적으로 글로벌 수요 충격을 유발할 수 있다는 우려를 만들어 냄
  - 실제로 2022년 러-우 전쟁 발발 직후 유가가 폭등했고,약 1년 뒤 코스피 12개월 선행 EPS 전망치는 고점 대비 약 25% 하향 조정된 바 있음
- 다만, 2022년 당시에는 전쟁 발발 이전부터 팬데믹 유동성을 회수하려는 중앙은행의 공격적인 긴축 기조가 이어졌으며, 이로 인해 주요 경기 및 제조업 지표들이 이미 고점을 확인하고 둔화되고 있었음
- 현재 주요 제조업 지표와 경기선행지수(CLI) 는 여전히 개선되는 흐름을 보이며, 매크로 환경이 다른 만큼 단순히 최근의 사례에 단순 대입하는 것은 경계 필요

글로벌 지정학적 리스크와 코스피 EPS(Fwd. 12M) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

제조업 PMI 지수와 국제 유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

07. 밸류에이션 착시 가능성 (2) 아직은 수요 둔화보다는 수익성 악화 고려 구간

- 당초 미국은 이란과의 전쟁 작전 완료까지 4~6주가 소요될 것으로 예상. 현재 4주를 넘어섰고, 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 및 운송 차질 등에 대한 우려가 상존하며 국제 유가는 100달러 선 상회
  - 이란의 호르무즈 통행료 징수 방안 및 호르무즈 전면 개방 없이도 미국의 전쟁 종료 가능성 등이 제기되며 불안 심리 완화. 다만, 유가를 비롯한 상품 가격 전반에 대한 가격 불안 및 차질로 인해 높은 유가 수준이 지속되는 경우 중장기적으로 기업들의 수익성 악화 요인으로 작용할 수 있음
- 최근 발표된 산업연구원 자료에 따르면, 단기적인 공급 충격으로 국제 유가가 105달러 수준을 넘어서게 될 경우 직간접적인 효과를 고려한 제조업 생산비는 평균 5.4%, 서비스업은 1.4% 상승 압력을 받을 것으로 전망

유가 상승 시나리오에 따른 주요 제조 산업별 생산비 상승률 전망

산업명	단기 공급 충격(S1) (유가 105~125 $)	중기 공급 충격(S2) (유가 120~160 $)	구조적 공급 충격(S3) (유가 150~180 $)
농림수산품	2.2	3.5	5.0
광산품	3.8	6.0	8.5
음식료품	2.1	3.3	4.7
섬유 및 가죽제품	2.3	3.6	5.1
목재 및 종이, 인쇄	3.3	5.2	7.4
석탄 및 석유제품	38.5	60.4	83.0
화학제품	6.8	10.7	14.8
비금속광물제품	5.4	8.6	12.1
1차 금속제품	3.9	6.2	8.9
금속가공제품	2.3	3.7	5.3
컴퓨터, 전자 및 광학기기	1.6	2.6	3.7
전기장비	1.6	2.6	3.6
기계 및 장비	1.7	2.7	3.9
운송장비	2.2	3.5	5.1
기타 제조업 제품	2.0	3.2	4.5
제조임가공 및 산업용 장비 수리	1.4	2.2	3.1
전력, 가스 및 증기	33.4	53.4	77.7
수도, 폐기물처리 및 재활용서비스	2.3	3.6	5.1
건설	2.0	3.2	4.5

자료: "미국-이란 충돌과 호르무즈 리스크" 산업연구원, 키움증권 리서치센터

08. 밸류에이션 착시 가능성 (3) 수익성 둔화 고려해도 밸류 매력도 보유

- 앞서 살펴본 시나리오별 산업 특성에 따른 생산비 증가 가정해보면, 단기 충격 시 제조업의 선행 12개월 영업이익률은 21.2%에서 19.5%로, 서비스업은 14.6%에서 13.5%로 하락 예상. 중기 충격으로 확산될 경우 제조업과 서비스업의 영업이익률은 각각 18.6%, 12.8% 수준까지 하락
  - 해당 수치들은 중간재 비용 상승에 따른 수익성 변화만을 살피기 위해 매출 변화나 영업외손익 등은 고정, 업종별 중간재 비용 증가에 따른 가격전가력 반영
- 산업 형태별 수익성 변화를 가정해 코스피의 선행 12개월 순이익 전망을 살펴보면, 단기 공급 충격 시 현 수준 대비 약 10%의 실적 전망 하향 그리고 중기 공급 충격 시에는 약 16%의 실적 하향이 예상
  - 각 시나리오에 따른 순이익 전망 변화를 적용해 현 주가 수준의 12개월 선행 PER 밸류에이션을 살펴보면, 단기 및 중기 충격 시 멀티플은 각각 8.44배와 9.04배 수준으로 추정. 현 수준 대비 높아지나 여전히 장기 평균인 10배 중반 수준을 하회하고 있다는 점 주목 필요

유가 충격 시나리오에 따른 순이익 전망 및 밸류에이션 변화

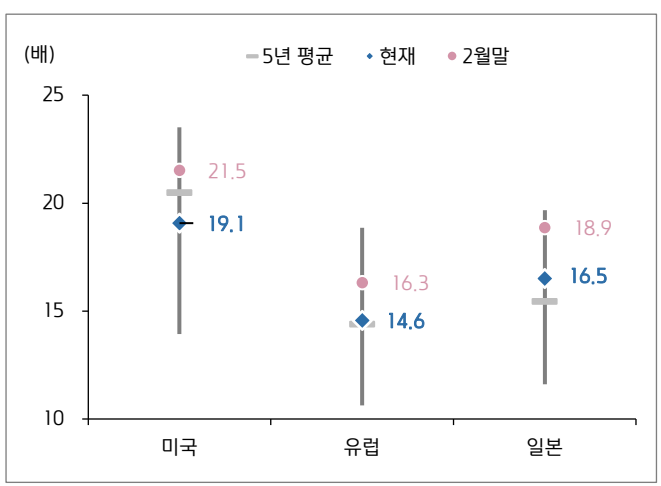
	단위	현재 컨센서스	단기 공급 충격(S1) (유가 105~125 $)	중기 공급 충격(S2) (유가 120~160 $)
제조업 영업이익률	(%)	21.17	19.53	18.56
서비스업 영업이익률	(%)	14.60	13.47	12.78
순이익(Fwd. 12M)	(조원)	508.3	456.67	425.89
추청치 대비	(%)		-10.2%	-16.2%
PER(Fwd. 12M)	(배)	7.58	8.44	9.04

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주1) 매출 및 영업외손익 전망은 고정, 수익성 악화에 따른 영업이익률 하락 가정
주2) 중간재 비용 10% 상승에 따른 가격전가율은 제조업 8.2%, 서비스업 0.7% 가정 (BOK 이슈노트: 최근 임금 흐름에 대한 평가 및 가격전가율의 분석 참조)
주3) 제조업/서비스업 유형에 따라 1개 분기 이후 중간재 가격 상승에 따른 가격전가 가정:

09. 전쟁 리스크에 휩싸인 3월, 주요국의 밸류에이션 부담은 완화

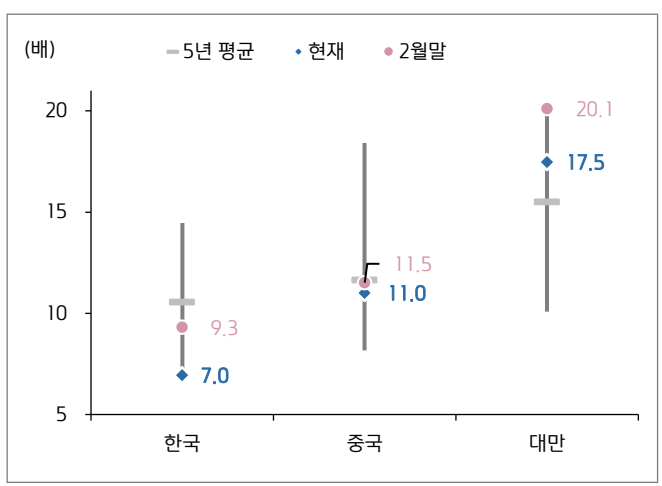
- 3월 한달간 전쟁 불확실성이 지속되며 국내 뿐만 아니라 글로벌 증시도 동반 약세 연출
- 국내 증시를 제외하는 경우 대체로 최근 5년 평균 PER 수준을 상회하고 있었으나, 3월말 기준으로는 선진국 중에서는 일본과 신흥국 중에서는 대만 정도만이 평균 수준을 상회
- 앞서 국내 증시의 에너지 가격 부담 가능성에 따른 실적 악화 가능성을 살펴봤으나, 이를 감안하더라도 주요국 대비 한국 증시의 실적 대비 저평가 수준이 큼

주요 선진국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



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

주요 신흥국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



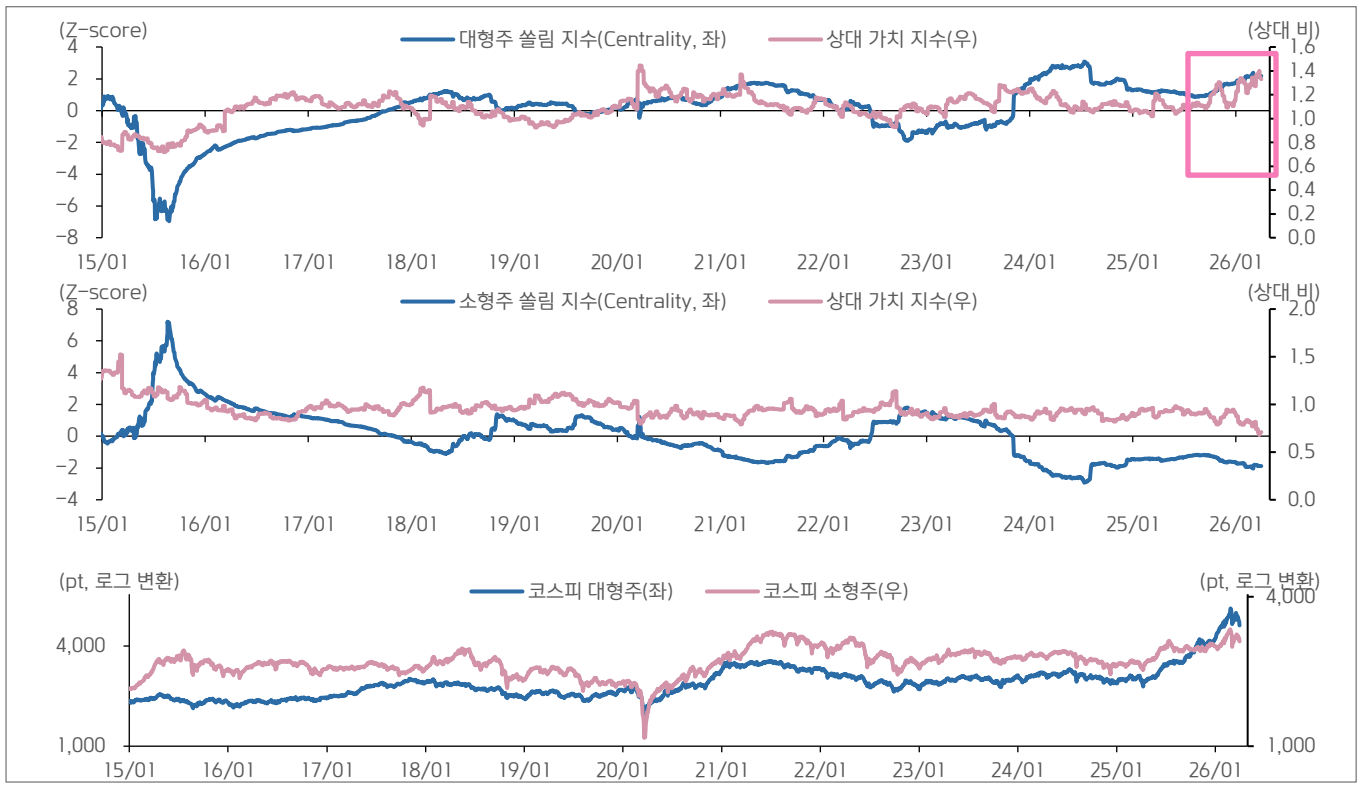
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 국가별 지수 기준

키움증권

10. 어느 때보다도 높아진 대형주 중심의 쏠림은 경계

▶ 최근 10년 기준으로 살펴보면, 주요 대형 수출주를 중심으로 증시의 쏠림이 이루어져 있는 점은 경계 요인. 아직까지는 주요 사이즈 대비 상대적인 밸류에이션 멀티플이 큰 폭으로 훼손되지는 않고 있으나, 전일 잦아들었던 지정학 리스크 재고조 등 향후 높은 변동성이 재연출되는 경우 해당 환경 악화될 수 있음

코스피 사이즈 지수별, 쏠림 및 상대 가치 지수와 주가지수 추이

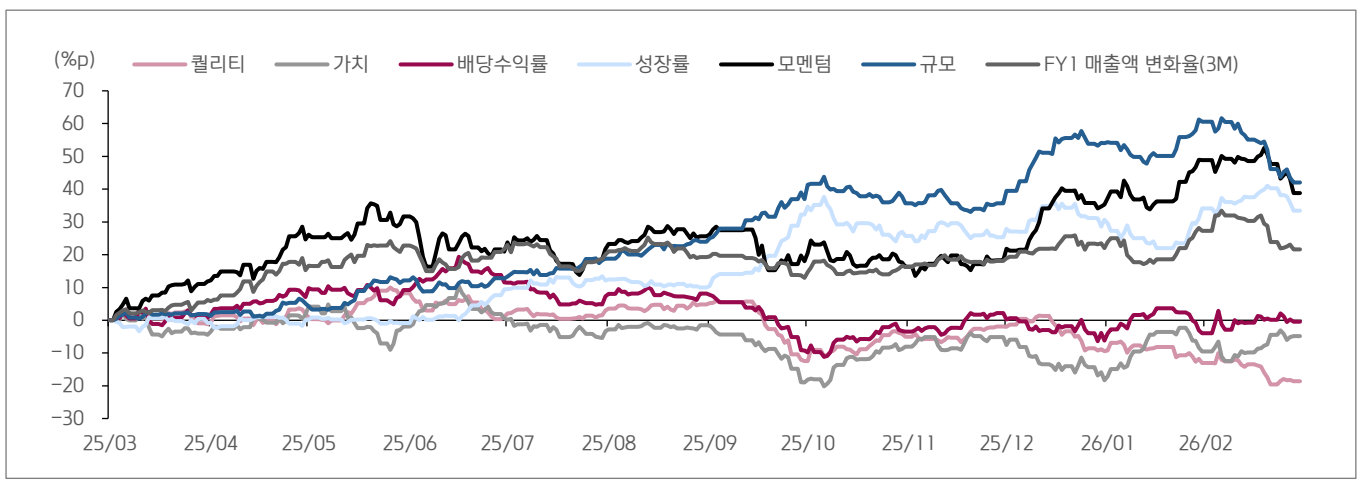


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

11. 국내 스타일 팩터 추이: 대형주와 모멘텀의 약세

- 변동성 확대로 인해 연초 이후의 흐름을 되돌리는 모습이 연출되며, 그간 강세를 보여 온 대형주 및 모멘텀 보유 종목군들의 약세 흐름이 연출됨
- 또한, 실적 개선 기대감으로 멀티플 확장을 이루어 온 종목군들의 매물 출회가 집중됨에 따라 상대적으로 가치 스타일의 강세가 연출되었음
- 최근 중동발 지정학적 리스크가 추가적으로 확대되기보다는 점진적으로 잦아들 것으로 기대되는 만큼, 다시금 눈은 실적모멘텀 및 낙폭 되돌림으로 향할 것으로 기대
  - 어닝 시즌이 개막되는 4월은 재차 실적 개선 기대감이 높은 기존 주도 업종에 대한 관심이 유효할 것으로 판단

코스피, 최근 1년 주요 스타일 롱/숏 누적성과



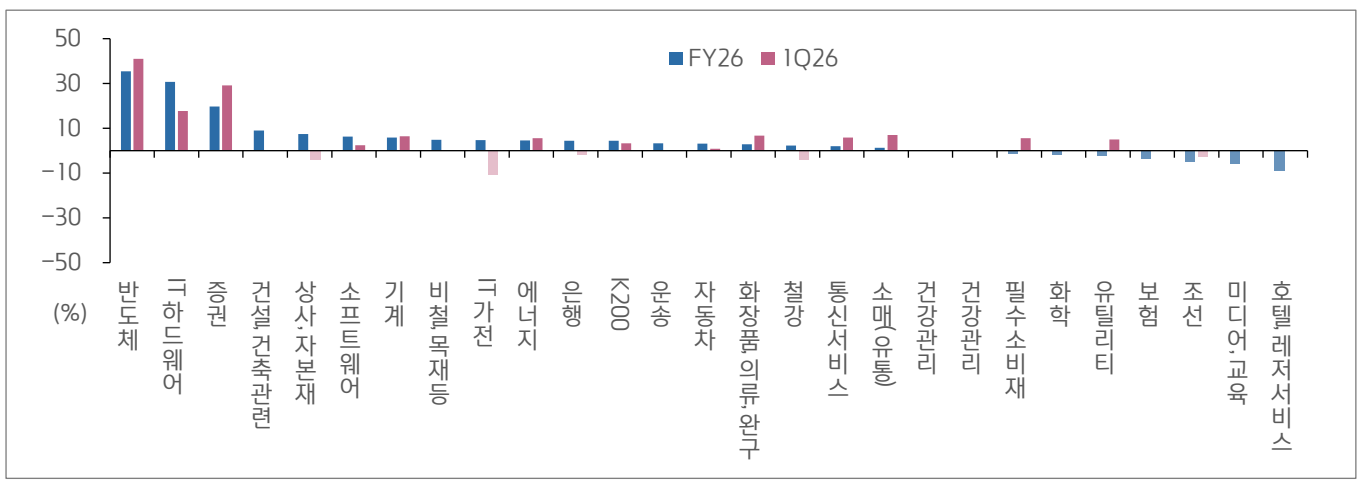
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 업종별 이익모멘텀 점검 : IT, 기계 및 자본재, 에너지 등 관심

- 한달 내내 증시의 투자심리를 위축시킨 전쟁 리스크는 점차 전쟁 종료를 향해 가고 있는 모습. 다만, 에너지 공급 불안감은 상존하며 시차를 안정될 수 있는만큼 기업들의 중간재 비용 상승에 따른 부담이 실적 전망으로 반영되는지의 여부가 중요한 실적 시즌이 될 것으로 판단
- 어닝 시즌을 앞둔 최근 1개월 사이까지는 여전히 반도체를 중심으로 한 IT 업종을 비롯해 증권, 기계, 자본재 등의 실적 모멘텀이 개선되고 있음
- 그 외에도 에너지 전환에 대한 기대감이 존재하는 유틸리티, 에너지 등도 1분기 실적 모멘텀 개선

코스피, 업종별 '26년, 1Q26 주당순이익 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

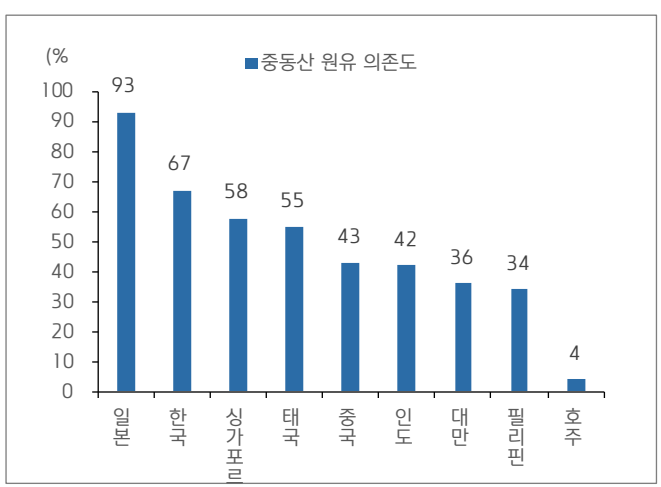
Part 3

시황: 대외 에너지 안보 부각 & 대내 밸류업 개혁 가속

01. 이란 전쟁이 촉발한 에너지 안보, 대체에너지 수요 확대

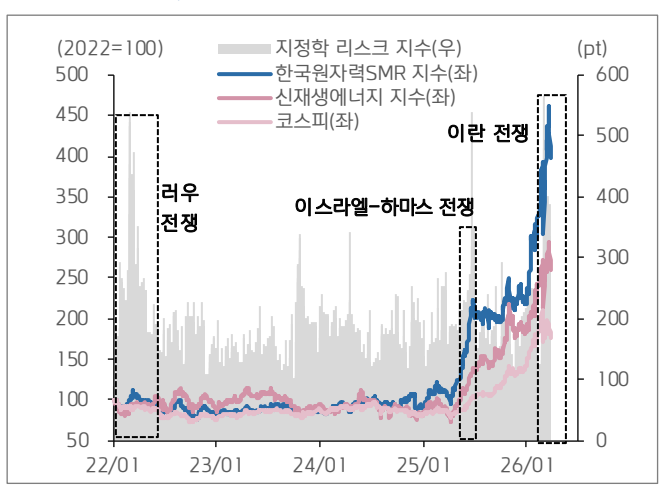
▶ 중동발 지정학적 리스크는 한국의 구조적인 에너지 공급망 취약성을 부각시키는 이벤트
- 이란 전쟁으로 글로벌 에너지 공급망 교란이 현실화되고 있는 가운데 중동산 원유 수입 의존도가 높은 한국(약 67%)의 에너지 수급 구조 리스크가 시장 전면에 대두
- 이란 사태는 기후위기 중심의 접근에서 벗어나, 매크로 충격에 흔들리지 않는 에너지 독립과 공급망 안보 확보 관점에서 에너지 패러다임의 전환을 시사
- 중동 사태 진정 이후에도 공급 충격으로 고유가 흐름은 당분간 이어질 가능성 상존. 이 과정에서 화석연료 의존도를 구조적으로 낮추기 위한 현실적 대안으로서 원전, 신재생 등 대체에너지의 수요 확대될 전망

주요 아시아 국가별 중동산 원유 의존도



자료: 국가별 에너지통계 기관, 키움증권 리서치센터

전쟁 발발 시점, 코스피와 대체 에너지 지수 주가 추이



자료: Bloomberg, DataGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 에프앤가이드 지수 기준

키움증권

02. '22년 러우 전쟁 복기, 안보 위기는 에너지 전환의 강력한 트리거

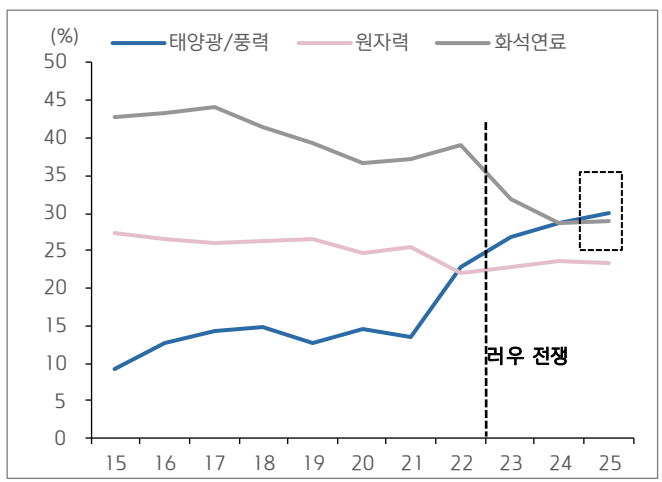
▶ '22년 러우 전쟁 사례를 복기해보면, 지정학적 위기는 에너지 전환의 가장 확실한 촉매제로서 작용
- '21년 기준, EU의 에너지 전체 사용량 중 천연가스의 40%, 원유의 25% 가량을 러시아로부터 수입
- 그러나 러우 전쟁 이후 러시아의 천연가스 공급 통제로 유럽 전역은 극심한 인플레이션과 전력난에 직면
- 이에 유럽연합(EU)은 기존의 친환경 어젠다를 '탈러시아 에너지 자립'이라는 안보 과제로 격상시킴으로써, 신재생에너지 보급 목표를 대폭 상향, 인허가 절차를 단축하는 정책적 드라이브 강행(REPowerEU)
- 태양광, 풍력 등 재생에너지와 더불어 기저전원으로서의 원자력 등 대체에너지에 대한 투자 집행 증가 '25년 기준, 유럽의 태양광/풍력 발전 비중(30.1%)은 화석연료(29.0%)를 상회하며 친환경 에너지 중심의 에너지원 구조로 개편

러시아 에너지 의존도 축소를 위한 REPower EU 계획

REPower EU 목표	집중 계획	Fit for 55와 연계한 2030까지 계획
가스 다각화	- 非러시아 천연가스 확보	
	- 재생가스 확대	- 바이오메탄 17Bcm 생산을 통한 절약
	- 수소 확대	- 560만톤 재생가능한 수소로 9~18.5 Bcm 절약
전기 공급	- 주택	- 에너지 효율 제고로 38Bcm 절약
		- 루프탑태양광으로 1년 최대 15테라와트시(TWh)
		- 2030년까지 3000만개 열펌프 설치해 35Bcm 절약
	- 전력	- 480GW 풍력, 420GW 태양광 확보해 170Bcm 절약(5.6 Mt 녹색 수소 생산)

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

러우전쟁 이후 유럽 에너지원별 발전 비중



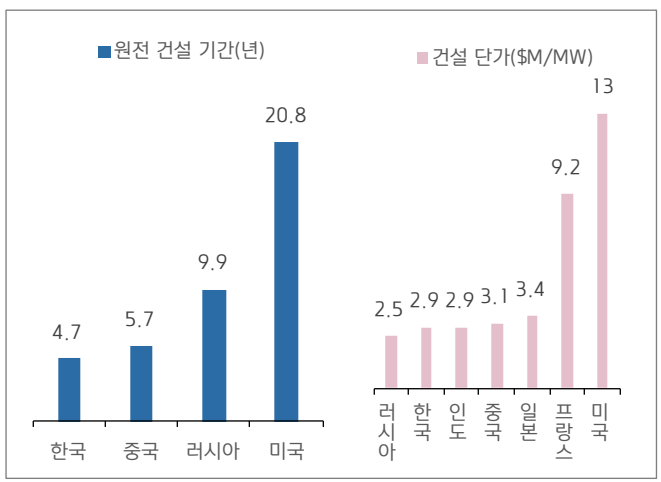
자료: Ember, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 글로벌 에너지 안보 재편과 K-원전의 기회

- 중동 갈등 격화 속 에너지 자립 달성을 위한 현실적인 대안으로 주요국의 원전 도입 증가할 전망
  - 구체적으로, 이탈리아(79%), 튀르키예(71%) 등 해외 에너지 수입 의존도가 높은 국가들은 이란 전쟁발 에너지 위기에 가장 취약한 구조를 가짐
  - 중동 전쟁 및 호르무즈 해협 봉쇄 충격으로 에너지 전환 가속화될 경우, 다수의 에너지 순수입국을 대상으로 한 K-원전 타겟 시장 확장될 것으로 판단
- 주요국 대비 한국의 원전 경쟁력은 신속한 건설 속도와 저렴한 건설 단가로 설명 가능
  - 한국의 원전 건설 기간은 중간값 기준 4.7년으로 주요국 대비 가장 신속하며, 건설 단가는 메가와트당 290만 달러 수준으로 프랑스(920만 달러), 미국(1,300만 달러) 대비 3~4배 이상 저렴

한국의 원전 경쟁력 : 건설 속도와 저렴한 가격



자료: IAEA, BNEF, 키움증권 리서치센터

한국의 잠재 원전 수출 국가 현황

국가	에너지 믹스 중 순수입 또는 순수출 비중	한국과의 협력 현황
아랍에미리트	-52%	- 건설 완료 : 4기
체코	40%	- 계약 체결 : 2기
불가리아	41%	- 검토 중 : 신규 건설
우간다	41%	- 검토 중 : 신규 건설
세르비아	43%	- 검토 중 : 신규 건설
필리핀	56%	- 검토 중 : 신규 건설
터키	71%	- 검토 중 : 신규 건설
이탈리아	79%	- 검토 중 : 신규 건설
나이지리아	-43%	- 검토 중 : 신규 건설
노르웨이	-88%	- 검토 중 : 신규 건설
루마니아	28%	- 검토 중 : 노후 설비 업그레이드

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 플러스(+)는 에너지 순수입, 마이너스(-)는 에너지 순수출 국가

키움증권

04. 대미투자 특별법 통과, 1호 프로젝트 에너지/원전 유력

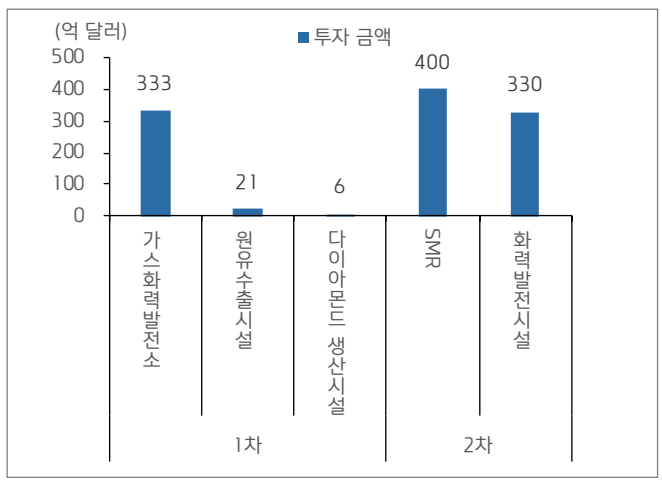
- 3월 12일, 국회 본회의에서 대미투자특별법 통과됨에 따라 총 3,500억 달러 규모의 대미투자를 추진하기 위한 법적 근거가 마련된 상태. 추후 한미전략투자공사를 중심으로 투자가 본격화 단계로 이행될 전망
  - 대미투자 1호 프로젝트 사업으로 LNG 수출 터미널, 원자력 발전소 건설 등 에너지/원전 분야가 유력
- 한편, 일본은 이미 1차(2월 17일), 2차(3월 19일) 대미 투자 프로젝트를 발표한 상태
  - 1차 : 가스발전, 석유수출, 산업용 다이아몬드 관련 인프라 등 총 360억 달러 규모
  - 2차 : 소형모듈원자로(SMR), 천연가스 발전시설 등 총 730억 달러 규모 등 에너지/원전 분야 사업
- 일본 정부가 발빠르게 대미투자 프로젝트를 확정함에 따라 한국을 향한 미국 정부의 대미 투자 압박 심화될 전망. 이에 실제 대미 투자는 예상보다 빠르게 집행될 가능성 염두에 둘 필요

대미투자특별법 주요 내용

조항	주요 내용
대미투자 원칙 (4조)	- 상업적 합리성을 원칙으로 하되 국익에 부합하는 방향으로 추진해야 함. 다만 불가피한 사유가 있는 경우 상업적 합리성이 확보되지 않은 대미투자를 추진할 수 있음
투자 추진체계 (5~12조)	- 산업통상부 내 '사업관리위원회'가 투자 사업을 발굴하고, 재정경제부 장관을 위원장으로 하는 '운영위원회'에서 이를 심의·의결
한미전략투자공사 (16~19조)	- 한미전략투자공사를 설립해 투자 업무를 총괄. 공사의 자본금은 2조원으로 정부가 전액 출자
한미전략투자기금 (40~43조)	- 위탁기관의 동의를 얻은 위탁자산, 정부 차입금 등을 재원으로 미국 정부가 지정한 투자기구에 출자·투자
국회 보고 및 면책 (50~51조)	- 대미투자 후보 사업에 대한 운영위 의결 뒤 미국과 협의를 개시하기 전 국회 소관 상임위에 사전 보고. 고의나 중대한 과실이 없는 경우 담당 공무원 등에게 책임을 묻지 않음

자료: 키움증권 리서치센터

일본 1,2차 대미투자 프로젝트 투자 금액



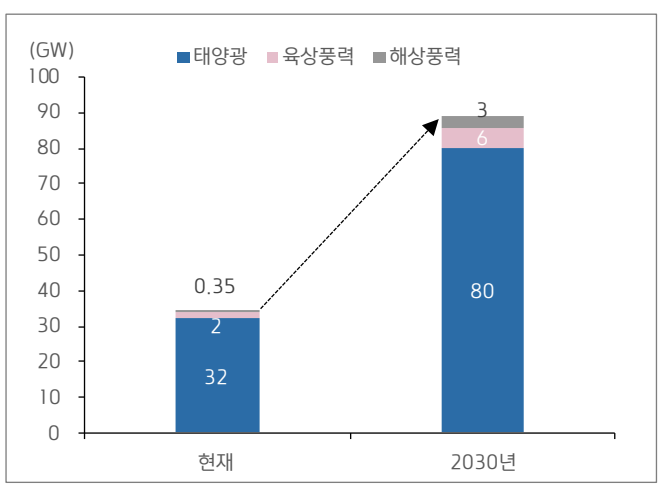
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 중동 위기 이후, 정부의 재생에너지 전환은 가속화될 전망

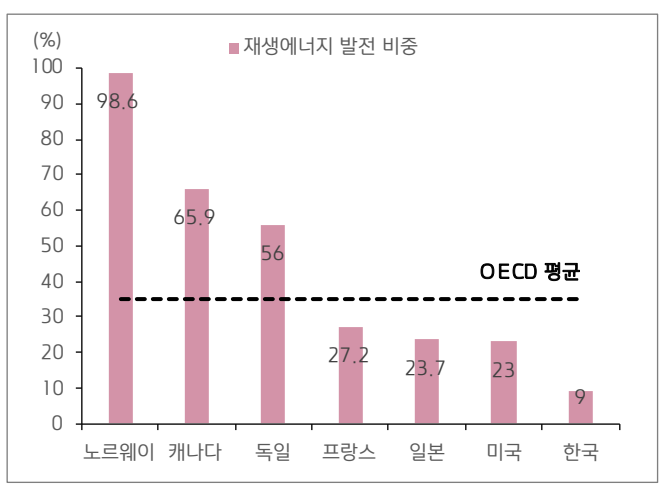
▶ 중동발 공급망 충격으로 재생에너지 중심으로의 정부 에너지 전환 정책은 가속화될 것으로 전망
- 지난 30일, 이 대통령 제주 타운홀 미팅에서 "중동에너지 의존에 대한 우려 표명하며 재생에너지로 신속하게 전환해야 한다"고 발언. 실제로, 한국의 재생에너지 발전 비중은 약 9~10%로 주요국 대비 최하위 수준
- 이미 연초에 기후에너지환경부는 2030년 재생에너지 100GW 보급 목표를 공개한 가운데 중동발 에너지 공급 위기는 국내 정부의 에너지 전환 정책의 추진 속도를 더 가속화할 계기로 작용할 전망
- 실제로, 31일 중동발 에너지 위기를 대응하기 위해 긴급 추경안을 편성한 가운데 재생에너지 중심의 전환을 위해 기후에너지환경부에 5,245억원을 편성

정부, 재생에너지 보급 목표



자료: 기후에너지환경부, 키움증권 리서치센터
주) 태양광, 육상풍력은 2024년 기준, 해상풍력은 2025년 기준

국가별 재생에너지 발전 비중



자료: IEA, 키움증권 리서치센터, 주) 2024년 기준

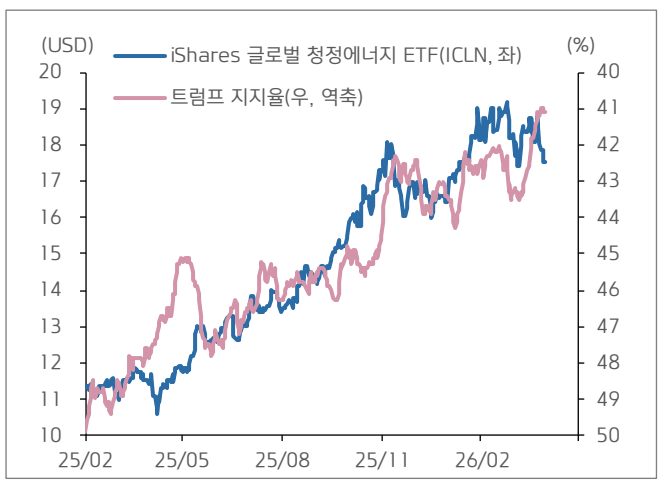
키움증권

06. 대내외 전반에 걸쳐 형성되는 재생에너지 정책 모멘텀

▶ 이란 전쟁 여파로 트럼프 대통령의 국정 수행 지지율은 집권 2기 들어 역대 최저 수준으로 하락한 상태
- 중동 전쟁발 인플레이션 자극 및 유가 불안으로 트럼프 핵심 지지층 표심 이탈이 가속화되고 있는 흐름
- 트럼프 행정부는 집권 이후 화석연료 중심의 에너지 정책을 노골화함에 따라 그간 미국 내 다수의 재생에너지 프로젝트가 취소되었던 상태. 11월 미국 중간선거를 앞두고 있는 가운데 민주당의 다수당 탈환 가능성은 미국 내 재생에너지 정책 리스크를 완화시키는 기제로 작용

▶ 한편, 연초 이후 지속되는 국내 정부의 재생에너지 확대 정책도 모멘텀을 뒷받침해줄 것으로 판단
- '26년 들어 해상풍력특별법, 재생에너지 촉진법 등 제도적 기반 구축한 가운데 국민성장펀드 1호 신안우이 해상풍력, 에너지고속도로 프로젝트 등 정부 주도의 인프라 프로젝트도 대기. 해상풍력, ESS, 전력망(HVDC) 관련주에 모멘텀으로 작용할 전망

글로벌 청정 에너지 ETF와 트럼프 지지율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

정부의 재생에너지 확대 관련 정책 내용

정책/제도	핵심 내용
해상풍력특별법	- 체계적이고 질서있는 해상풍력 보급을 위해 경제성과 환경성,수용성 등을 미리 검증한 입지에서 해상풍력사업을 추진하는 계획 입지 제도 도입이 골자
재생에너지 개발·이용·보급 촉진법	- 재생에너지 개발·이용·보급 촉진법 – 국내 재생에너지 보급 정책의 근거가 되는 기본법으로, RPS 제도·설비인증·공공건물 의무화 등 재생에너지 관련 제도 전반의 법적 토대
국민성장펀드 1호 (신안우이)	- 현재 국내에서 가동 중인 가장 큰 데이터센터의 최대전력 270MW를 상회하는 390MW 대규모 해상풍력 발전소를 전남 신안군 우이도 남측 해상에 건설
에너지고속도로	- 재생에너지 집중 지역(서남해안 등)에서 수도권까지 대용량 송전망 구축. 계통 포화 해소 및 재생에너지 출력제한 문제 완화 목표

자료: 키움증권 리서치센터

07. 상법 개정 이후 정부의 자본시장 관련 후속 정책 모멘텀은 지속

▶ 1~3차 상법 개정 이후 정부 주도의 자본시장 관련 후속 정책 추진은 지속될 전망

- 지난 18일, 자본시장 간담회에서 정부는 자본시장 체질 개선을 위한 정책을 일관되게 추진할 것이라고 발표
- 세부적으로, 중복상장 원칙 금지, 저 PBR 기업의 가치제고, 스튜어드십코드 내실화, 코스닥 시장 승강제 등 다수의 후속 정책들을 언급. 6월 지방선거 전까지 정부 주도의 자본시장 정책 드라이브는 지속될 것으로 전망되며, 수시로 증시에 모멘텀으로 작용할 전망

'26년 3월 18일, 정부의 자본시장 체질 개선 방안 내용

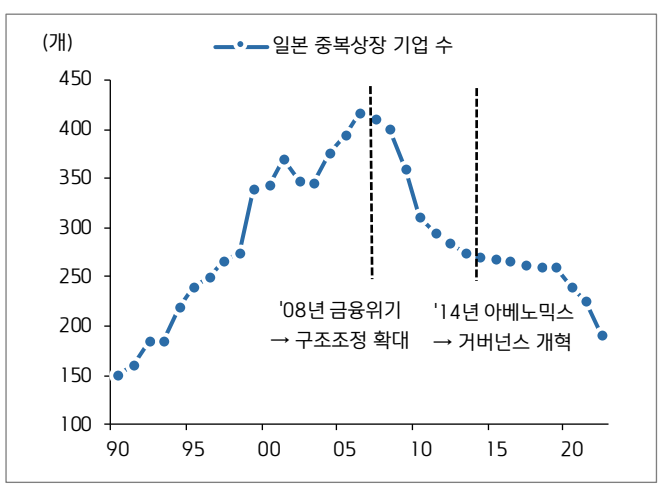
구분	핵심 방향	세부 과제
신뢰	- "주가조작·분식회계 = 패가망신", "부실기업 = 퇴출" 원칙 착근	① 주가조작 적발역량 및 처벌 강화 ② 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화 ③ 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고 ④ 부실·저성과 기업 신속퇴출: 1) 엄격·신속한 상장폐지, 2) M&A 활성화를 통한 퇴출유도
주주보호	- 주주 중심 기업문화 안착을 위한 주주권익 확립 및 투자자 감시 강화	**① 중복상장 원칙금지** **② 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지:** 1) M&A시 공정가액 산정, **2) 저PBR 기업 가치제고**, 3) 보유자산 재평가 **③ 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화**
혁신	- 혁신기업의 단계별 성장사다리 조성을 위한 시장개편 추진	① 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화 ② **코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고:** 1) 맞춤형 기술특례상장 확대, 2) 모험자본 생태계(회수시장) 개선을 통한 상장 전 기업성숙 지원, 3) 코스닥 세그먼트 분리로 역동성과 경쟁력 제고 ③ 국민성장펀드 및 대형IB 모험자본 공급 본격 가동
시장접근성	- 국내외 자금이 자본시장에 장기·안정적으로 투자될 수 있도록 투자환경을 한층 개선	① 세제지원 신상품 조속 출시 등 국내 장기투자 기반 마련 ② 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자촉진 ③ 토큰증권을 통한 디지털 자본시장 확대

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

08. 일본 사례, 거버넌스 개혁 이후 중복 상장 해소 가속화

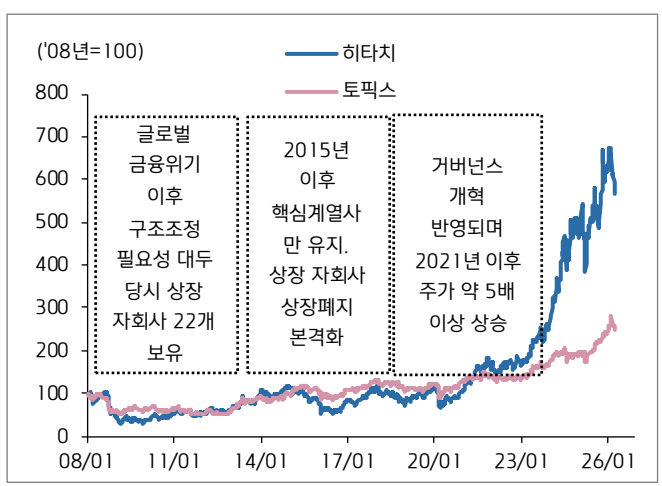
▶ 일본은 한국과 더불어 전 세계에서 모자 회사가 중복 상장된 사례가 가장 많은 국가 중 하나
- '19년, 일본 기업의 중복 상장 비율은 6.1%로 프랑스(2.2%), 독일(2.1%), 미국(0.5%)에 비해 월등히 높음
- 다만, '08년 금융위기를 겪은 이후 대규모 구조조정이 이루어짐에 따라 중복 상장이 빠르게 해소되었고,
- 여기에 '14년부터 이어져온 장기적 거버넌스 개혁이 더해지자 중복 상장 기업 수가 빠르게 감소중
- 최근 언급되었던 것처럼, 추후 거래소는 중복상장에 따른 일반주주 권익 침해 방지를 위해 중복 상장은 "원칙적 금지 및 예외 허용"으로 엄격히 심사할 것으로 판단
- 일본의 장기적인 거버넌스 개혁이 자회사 상장폐지를 이끌었던 것처럼, 한국도 장기적인 시각 하에서 중복 상장 해소 및 지주사 지배구조 개편에 따른 재평가 가능성에 주목해볼 필요

일본 중복상장 기업 수 추이



자료: 노무라 자본시장연구소, 키움증권 리서치센터

일본 중복상장 해소 모범 사례) 히타치 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 주가누르기 방지법, 저 PBR 기업의 주가 부양 유인 강화

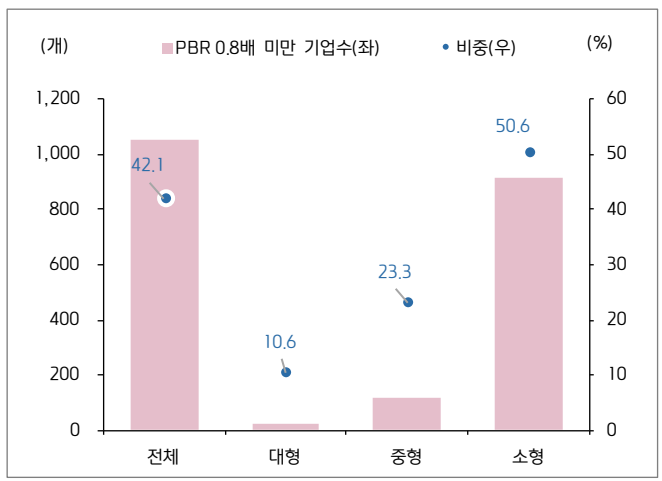
▶ 저 PBR 기업의 기업가치 제고 방안은 주가누르기방지법과 PBR 1배 미만 밸류업 의무화법 등 투트랙으로 발의
- 두 법안의 공통점은 PBR이라는 정량적 수치를 일괄적으로 적용하여, 해당 기준에 미치지 못하는 기업의 자발적 기업 가치 제고를 촉구한다는 점
- 관련 법안이 통과될 경우 금융, 지주 등 일부 대형주 중심으로 쏠려 있었던 정책 수혜주의 범위가 개별 종목 단위로 확산될 것으로 전망
- 특히, 국내 상장사 내 다수의 중소형 기업은 오너일가 중심의 경영 체제이며, 승계 과정에서 상속세 이슈가 있는 저평가 중소형 기업은 주목해볼 필요

주가누르기방지법과 PBR 1배미만 밸류업 공시 의무화 법안

비교 항목	주가누르기 방지법 (상속세 및 증여세법 개정안, 이소영 의원)	PBR 1배 미만 밸류업 공시 의무화 (자본시장법 개정안, 김현정 의원)
입법 목적	지배주주의 조세 회피 목적에 따른 고의적 주가 억제 유인 차단	만성적 저평가 기업의 자본 효율성 개선 및 주주환원 강제
규제 대상	PBR 1배(또는 특정 기준) 미만 상장사의 지분 상속·증여 시	최근 2년 연속 PBR 1배 미만인 상장사 전체
핵심 요지	상속·증여 재산 평가 시, '시가'와 '순자산가치 (혹은 80%)' 중 큰 금액을 과세 표준으로 적용	기업가치 제고 계획(주주환원 확대, 자본구조 개편 등) 수립 및 공시 의무화
제재 수단	주가 하락 시에도 순자산가치 기반 과세로 실질적 조세 부담 유지	미이행 시 불성실공시법인 지정 등 행정적 제재 및 시장 평판 리스크 부여
기대 효과	지배구조 개편 및 승계 과정에서의 소액주주 가치 훼손 방지	총주주수익률(TSR) 중심의 경영 기조 정착 및 시장 투명성 제고

자료: 키움증권 리서치센터

국내 상장사 내 PBR 0.8배 미만 기업 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

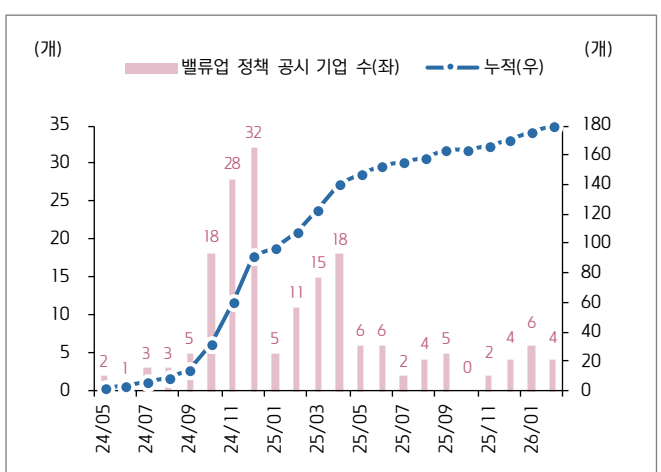
키움증권

10. 주가 부양을 위한 수단, 밸류업 공시의 중요성 확대 전망

▶ 저 PBR 기업의 기업가치제고 수단으로서 밸류업 공시의 실효성은 향후 확대될 것으로 전망

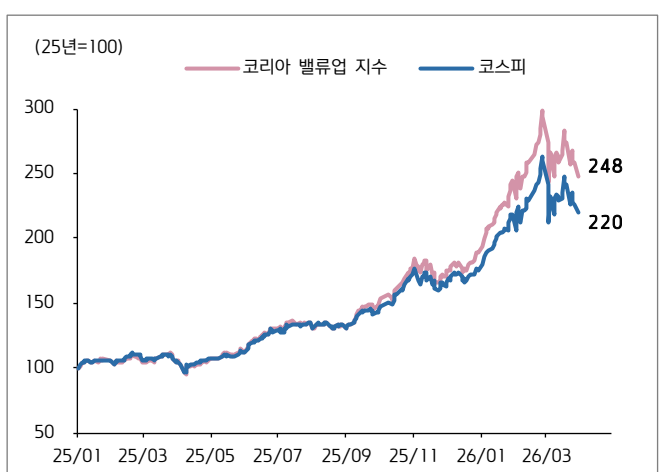
- '26년 2월 말 기준 국내 상장사 내 179개사로 전체 상장사의 7%에 불과한 상태. 지난해 정책 초점이 밸류업 프로그램에서 상법 개정으로 이동하며 밸류업 공시는 다소 정체된 양상을 보였음
- 다만, 향후 저평가 기업의 주가 부양이 강제화될 경우 밸류업 공시를 통해 배당 확대, 자사주 소각 등 기업의 주주환원 확대 유인은 커질 것으로 판단

국내 기업가치 제고계획 공시기업 추이



자료: FnGuide, KRX, 키움증권 리서치센터

코리아 밸류업 지수와 코스피 지수 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 코스닥 승강형 세그먼트 도입, 우량 기업 밸류 재평가 기회

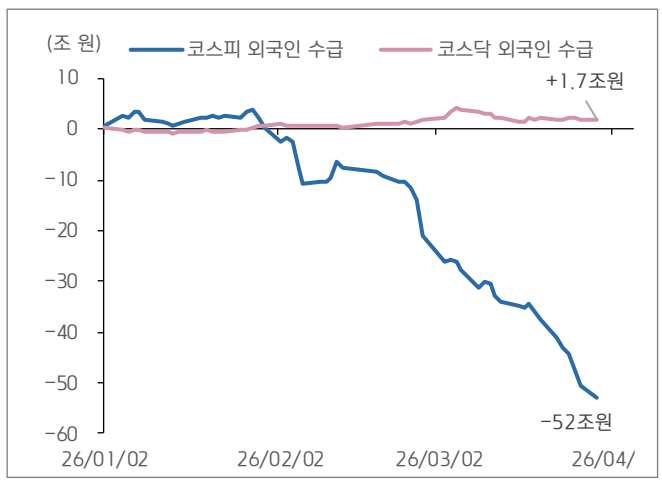
▶ 기업 거버넌스 외에도 정부는 코스닥 시장 정상화를 위한 정책 추진도 이어갈 것이라고 언급
- 대표적으로, 코스닥 시장 승강제(ex. 프리미엄&스탠다드)를 도입하여 기업 경쟁 유도 및 코스닥 시장 전반의 밸류에이션 재평가를 유도하겠다는 계획을 발표
- 프리미엄 세그먼트 기업은 성숙한 혁신 기업에 걸맞게 시가총액, 실적, 지배구조 등 엄격한 진입 및 유지 요건을 요구할 방침. 또한, 프리미엄 세그먼트 내 최상위 대표 기업 중심 지수를 신규 개발하고 연계 ETF 도입을 통해 투자 기반 확대를 지원할 계획
- 코스닥 시장 승강형 세그먼트 구도로 개편될 경우, 우량 기업 중심의 프리미엄 기업은 밸류에이션 재평가 기회를 부여받을 것으로 판단

코스닥 시장, 승강형 세그먼트 제도 내용

시장	편입 기업
(가칭) 프리미엄	시총 상위 대형 성숙기업(예 : 80~170개)
(가칭) 스탠다드	코스닥 일반 스케일업(scale-up) 기업
관리군	상장폐지 우려, 거래 위험 기업 등 격리 별도 관리
특징	- 각 세그먼트에 차별화된 진입, 유지요건을 설정하여 승강제를 운영하고, 부실기업은 별도 관리 [프리미엄] 시가총액, 영업실적, 지배구조 등 엄격하게 설정 [스탠다드] 현행 코스닥 요건을 기준으로 운영 - 프리미엄 세그먼트 내 최상위 대표 기업 중심 지수를 개발하고 연계 ETF 도입을 통해 기관 등 투자 기반 확대(거래소 지수 개발 및 ETF 출시를 위한 업계 협의 : ~'26년 하반기까지)

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

연초 이후 코스피와 코스닥 외국인 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권