Daishin 증권

투자전략

화려한 피날레(Finale)

▪ 이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

2026년 하반기 경제 및 금융시장 전망

[KOSPI 전망] 26년 하반기 Range: 6,400 ~ 8,800p

레벨업 된 순이익 기준 반도체 밸류 정상화 + 비반도체 밸류 추가 상승 반영

- [반도체 순이익 551조원 * PER 7배(현재 5.3배)] + [비 반도체 순이익 223조원 * PER 14배(현재 13.6배)] = KOSPI 8,788p
- 현재 KOSPI는 전형적인 실적/매크로 장세. 반도체를 중심으로 한 실적 전망 레벨업 영향으로 KOSPI 상승 탄력 강화. 실적 불확실성이 유입되거나, 실적 모멘텀이 정점을 통과하기 전까지 KOSPI 상단을 열어 놓을 필요가 있음. 최소한 2분기 실적시즌까지 상승추세 지속/강화 예상
- 밸류에이션 측면에서는 반도체 경우 기존 분기 단위 시가 협상 구조를 넘어 LTA(장기 계약), 선수금, 예치금 등을 활용한 구조 혁신이 현실화될 경우 밸류에이션 확장 가능

반도체 / 비반도체 순이익 전망과 PER 레벨에 따른 적정 KOSPI Matrix

PER에 따른 KOSPI MATRIX		비반도체 PER – 순이익 223조원 – 시가총액: 3,028조원(26.05.18)								
		10	11	(과거 중앙값) 11.3	12	13	(현재) 13.6	(Target) 14	15	16
반도체 PER	3	4,889	5,170	5,265	5,451	5,731	5,893	6,012	6,293	6,573
	4	5,583	5,864	5,959	6,145	6,425	6,587	6,706	6,987	7,268
	5	6,277	6,558	6,654	6,839	7,120	7,281	7,400	7,681	7,962
	(현재) 5.3	6,490	6,770	6,866	7,051	7,332	7,493	7,612	7,893	8,174
	6	6,971	7,252	7,348	7,533	7,814	7,975	8,094	8,375	8,656
순이익 551조원	(Target) 7	7,666	7,946	8,042	8,227	8,508	8,669	8,788	9,069	9,350
시가총액 2,926조원 (26.05.18)	8	8,360	8,640	8,736	8,921	9,202	9,363	9,482	9,763	10,044
	(과거 중앙값) 8.8	8,929	9,209	9,305	9,490	9,771	9,932	10,052	10,332	10,613
	9	9,054	9,334	9,430	9,615	9,896	10,057	10,176	10,457	10,738
	10	9,748	10,028	10,124	10,309	10,590	10,751	10,871	11,151	11,432
	11	10,442	10,722	10,818	11,003	11,284	11,445	11,565	11,845	12,126

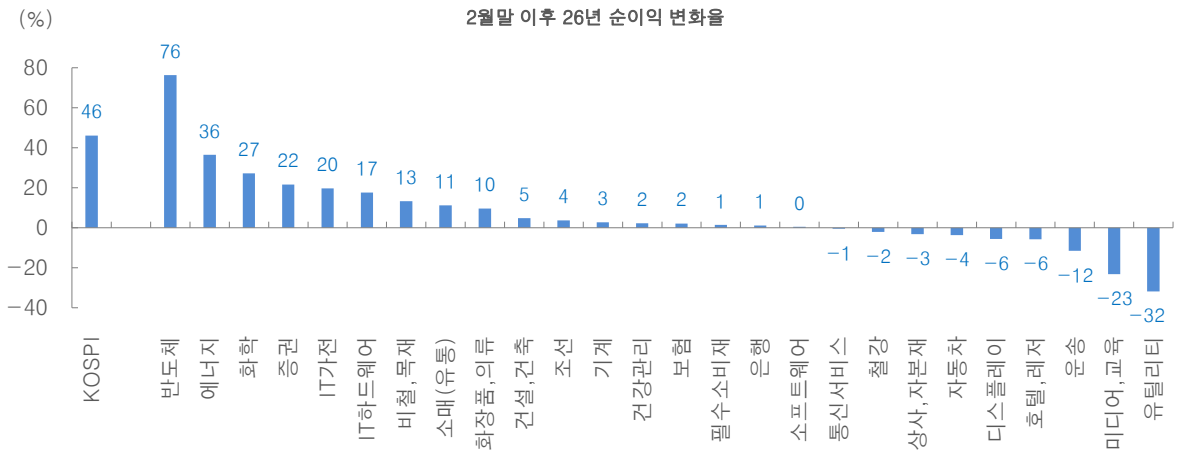
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 26년 KOSPI NP 전망 2월말 이후 46% 레벨업 채권금리 상승으로 적정 반도체 PER은 7.15배 수준

예상 외 실적 레벨업 폭이 컸고, 채권금리 상승으로 인한 밸류에이션 목표는 낮춰

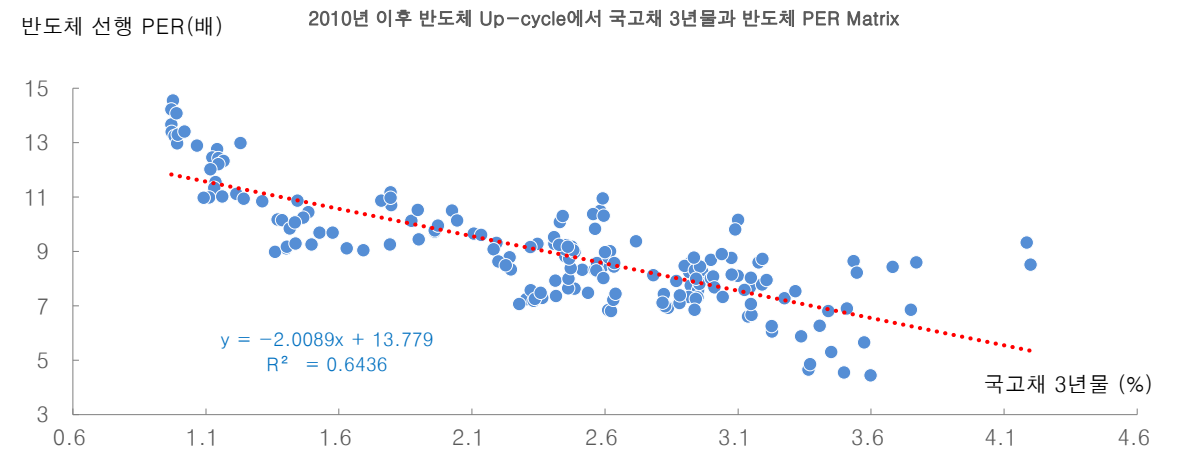
- 당초 예상했던 26년 순이익 증가(3월초 13.87% 추정, 당시 26년 KOSPI 타겟 7,500p 산출)보다 큰 폭의 실적 레벨업 전개. 2월말 이후 5월 15일까지 KOSPI 순이익 전망 46% 상승. 반도체 76% 레벨업의 영향력과 함께 지정학적 리스크 여파로 화학, 에너지, 2차전지 등 실적 전망 큰 폭 상향 조정
- 한편, 반도체 밸류에이션 정상화 수준은 중앙값에서 7배로 하향 조정. 지정학적 리스크 유입 & 하반기 한국 은행 금리인상 가능성을 반영해 채권금리 하단 상향 조정. 2010년 이후 3년물 국고채 금리와 반도체 선행 PER 회귀선을 감안했을 때 국고채 3년물 하단 3.2%를 반영할 경우 반도체 적정 PER 7배로 추정(현재 PER 5.3배)

2월말 이후 KOSPI 순이익 46% 상향 조정. 반도체 76% 레벨업의 힘



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

채권금리 레벨업. 국고채 3년물 3.2%(예상 저점) 전후에서 적정 반도체 PER 7.15배



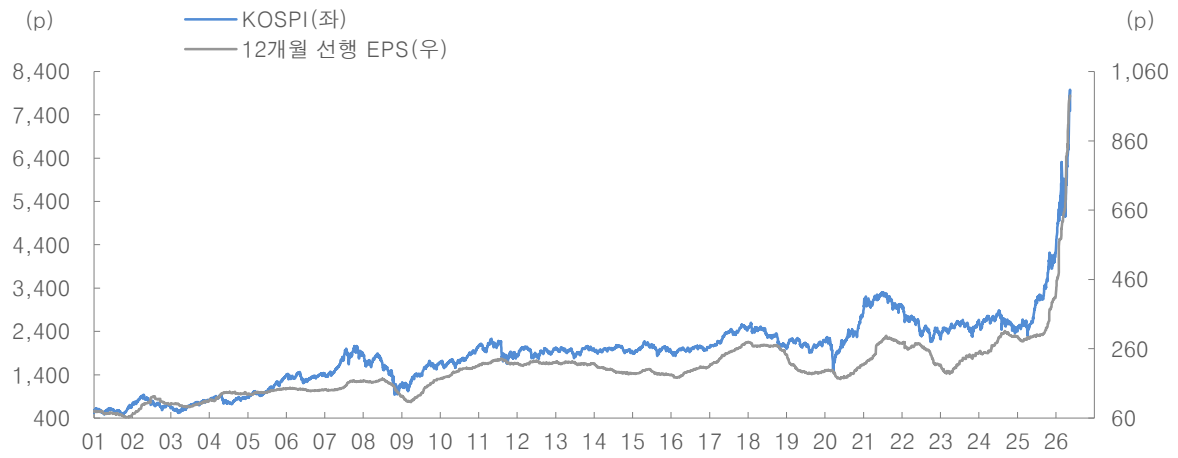
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 밸류에이션 정상화만으로도 KOSPI 8,000선 후반 가능

선행 PER 8배 8,000선, 9배 8,800선, 10배 9,900선에 달하는 상황

- 12M Fwd EPS도 2월말 611.6p, 3월말 666.6p에서 5월 19일 1,007p로 레벨업. KOSPI 7,000선 돌파에도 불구하고 선행 PER 7.22배 수준에 불과
- 밸류에이션 정상화만으로도 지수 레벨업 가능. 선행 PER 8배 8,057p, 9배 9,064p에 달하는 상황. 26년 KOSPI Target은 PER 8.77배(26년 평균) 반영, 8,800선으로 상향 조정
- 단기 과열 해소, 매물 소화 국면은 감안해야겠지만, 실적에 근거한 밸류에이션 정상화, KOSPI 사상 최고치 행진은 반복될 전망

12개월 선행 EPS 상승 = KOSPI 상승추세 전개. KOSPI와 12개월 선행 EPS 상관관계 0.934



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 PER 8.77배(26년 평균)만으로도 KOSPI 8,800선 도달 가능. 9.5배 수준은 9,560선

EPS 조정수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월선행PER									
		금융위기 저점 6.27X	26년 저점 7.12X	코로나19 저점 7.52X	24년8월 5일저점 8.04X	22년 최저점 8.5X	26년 평균 8.88X	01년 이후 평균 9.496X	2010년 이후 평균 9.966X	21년6월 이후 평균 10.219X	2001년 이후 평균의 +1Std 11.09X
5	1,058	6,631	7,529	7,952	8,502	8,989	9,279	10,042	10,539	10,807	11,726
3	1,037	6,504	7,386	7,801	8,340	8,818	9,102	9,851	10,338	10,601	11,502
현재	**1,007**	**6,315**	**7,171**	**7,574**	**8,098**	**8,561**	8,837	**9,564**	**10,037**	**10,292**	**11,167**
-2	987	6,189	7,028	7,422	7,936	8,390	8,660	9,373	9,837	10,086	10,944

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[투자환경] 실적, 경기 모멘텀 vs 물가 상승, 금리인상 압박

26년 하반기까지 버틸 수 있을 것. 물가 레벨과 금리 인상 폭 체크 필수

- 26년 하반기에도 실적, 경기 모멘텀에 근거한 상승추세 유효. 글로벌 경기는 제조업 중심으로 개선세를 보이는 가운데 한국 증시와 경제는 반도체 주도의 차별적인 모멘텀 강화 전개. 한국 GDP 성장률은 2.8%로 상향 조정될 가능성 높고, 이익 모멘텀 또한 27년까지 견고할 것으로 예상. 미국, 이란 종전 협상 타결시 3분기 유가 안정, 채권금리, 달러화 하향안정에 힘입어 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 상승 탄력 강화 예상
- 하반기 유가, 물가, 통화정책 변화 체크. 경기회복에 근거한 유가 및 물가 상승 압력 확대 예상. 4분기 수요 회복, 공급 불확실성 확대 시 유가 레벨업도 가세할 수 있는 상황. Non-US 금리인상 사이클 재개와 함께 미국까지 통화정책 스탠스 변화 예상. 26년 하반기까지는 실적 경기 모멘텀이 물가, 금리인상 압박을 버텨낼 수 있을 것. 하지만, 물가 레벨과 누적된 금리인상 여파로 27년 실적, 경기 불확실성 확대 불가피

핵심은 실적, 경기 모멘텀. 물가 상승, 금리인상 사이클 재개 이후 실적/경기 모멘텀 둔화 여부가 관건

Upside Potential		Downside Risk	Daishin's View
미국 경기 회복, 2%대 성장 중국, 유럽 경기 회복 뚜렷 달러 약세압력 확대	글로벌 경기/교역	급격한 미국 경기 악화 Non-US 경기에 부정적 영향 글로벌 경기 둔화/약화 전환 글로벌 교역 부진, 달러 강세	글로벌 제조업 중심으로 경기 회복세 뚜렷 지정학적 리스크 여파로 유가, 채권금리, 달러 레벨업. 3분기 일시적인 안정 예상하나 4분기부터 다시 상승추세 재개 전망
관세 영향력 약화 + 유가 안정 + 서비스 물가, 주거비 안정으로 Core 물가 3% 하회	물가	경기 회복 + 레벨업된 유가 + 기저효과 = 물가 상승압력 확대	관세 영향은 약화되지만, 유가 레벨업 & 추가 상승의 여파로 4분기부터 물가 상승 압력 확대 예상. 기저효과 영향으로 물가 레벨이 높아질 수 있음
미국 고용 둔화와 물가 안정 = 통화정책 정상화 지속 Non-US 경기부양을 위한 금리인하 지속	통화정책	고용 안정, 높은 물가 수준으로 하반기 미국 금리 인하 사이클 종료 & Non-US 금리인상 사이클 진입	견고한 경기, 높은 물가 수준 영향으로 Non-US 금리인상 사이클 재개 예상 미국은 8월 잭슨홀 미팅, 9월 FOMC에서 인하 사이클 종료, 인상 사이클 시사 케빈 워시의 연준의 대차대조표 축소 가능성
AI, HBM 수요 모멘텀 지속. 글로벌 경기회복에 근거한 재고 축적 + 교체 수요 + 선수요 유입 = 실적 레벨업	반도체 사이클	AI, HBM 수요 정점 통과 가격 부담 가중되며 수요 약화, 반도체 사이클 정점 통과 공급 확대 가시화	견고한 AI, HBM 수요 속에 글로벌 경기회복에 따른 레거시 반도체 수요 개선 지속 높은 가격에 금리인상 사이클 재개 시 추가적인 수요 확대 여부는 확인해야 할 것
반도체 주도로 실적 전망 상향 조정 지속. 경기민감주, 수출주 글로벌 경기회복에 실적 안정 & 실적 개선	기업 이익	에너지 비용 및 물가 부담 가중, 금리인상 사이클 여파로 경기민감주, 수출주 실적 하향 조정/정점 통과	반도체 실적 개선 지속. 26년 2분기까지 IT, 수출주, 소비주 실적 개선 가세 현재 컨센서스 부합 또는 상회 가능 하반기 높아진 실적 눈높이 경계
우크라이나-러시아 전쟁 종료, 미국-이란 전쟁 종료 중국-대만 갈등 완화/휴전	지정학적 리스크	미국, 이란 전쟁 지속 중국-대만 갈등 고조	지정학적 리스크 글로벌 금융시장에 상당부분 선반영. 현 상황 유지시 중립 변수. 상황 악화시 증시 영향력 제한적. 상황 개선. 호전 시 증시 Upside 확대 변수
규제 완화, 산업 구조 개혁 관세 압박 정점 통과/정체 대중국 압박 우려보다 완화 감세, 경기부양으로 선회	트럼프 2.0	관세율 상향 조정, 대중국 압박 강도 강화. IRA 법안, Chips법 수정 및 폐기 가시화	트럼프 정책에 대한 기대와 경계 혼재 정책 노이즈는 불가피하지만, 26년 11월 중간선거를 앞두고 재정 확대, 경기 부양 드라이브 강화 예상

자료: 대신증권 Research Center

[투자환경] 여전히 경기/실적 모멘텀은 강하지만, 물가, 금리 상승 압력도 점차 커질 전망

3분기 미국 통화정책 스탠스 변화, 4분기 유가, 물가 레벨 확인 필요

- 26년 3분기까지 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시, 특히 신흥국 증시 추가 상승 여력 존재. 미국과 이란 간 종전협정 타결시 유가, 물가 안정에 근거한 채권금리, 달러화 안정 예상. 견고한 실적/경기 모멘텀에 우호적인 투자환경 조성
- 다만, 4분기부터는 다시 유가 레벨에 주목하는 가운데 이로 인한 물가 반등, 통화정책 스탠스 변화에 따른 채권금리 반등, 달러 강세 반전 경계. 이 경우 상반기 강세를 보였던 Non-US 증시의 상승 탄력은 둔화/약화되고 경기 회복의 중심에 설 미국이 상대적 우위를 보일 수 있음. Non-US의 금리인상 사이클 재개도 상대적 매력을 약화시키는 변수

지정학적 리스크로 인한 명과 암. 3분기 추가 상승 기회는 있지만, 물가, 금리 상승 압력은 점점 커질 것

	1Q	2Q	3Q	4Q
US 경제	소비 둔화, 고용 불안 GDP 둔화, 저점 통과	미국 경기 회복	미국 경기 개선	물가 영향에 모멘텀 둔화
Non-US 경제	Non-US 경기 저점 통과	Non-US 경기 회복	Non-US 경기 정체	Non-US 경기 정체
US 정책 (통화/재정)	금리인하, 소비 보조금 지급	금리인하, 경기부양 강화	금리 동결, 경기 부양지속	금리 동결, 경기 부양정책 약화
Non-US 정책 (통화/재정)	금리 동결, 재정 정책 공개/시행	금리 동결, 재정 정책 공개/시행	금리 인상 재정 정책 지속	금리 인상 재정 정책 지속
미국 물가 전망	소비 둔화, 유가 하락 물가 안정 지속	지정학적 리스크에 유가 급등 여파 반영	미국, 이란 종전 협정시 유가 안정 가능성	기저효과 약화/소멸 유가, 주거비 반등
달러 전망	경기 둔화, 금리인하, 달러 약세 압력 확대	지정학적 리스크에 달러화 반등	미국 이란 종전 협정시 달러 안정 가능	달러 상방압력 확대
미국 금리	금리인하 기대 선반영 금리인하 종료 우려	유가, 물가 상승에 금리인상 우려 반영	금리 동결, 유가, 물가 안정	유가, 물가 반등, 금리인상 가시화
한국 금리	금리인하 사이클 종료 경기 개선세 뚜렷	금리인상 가능성 시사 경기 모멘텀 강화	금리인상 선반영 유가, 물가 안정 기대	금리인상 사이클 확인 물가, 유가 상승 압력 확대
기업이익	반도체, IT 실적 서프라이즈 실적 전망 큰 폭의 레벨업	반도체, IT 실적 서프라이즈 실적 전망 큰 폭의 레벨업	2Q 실적 시즌 이후 물가, 금리 상승 압력 유입	4Q 실적 부진. 높아진 눈높이, 물가, 금리 부담
전망 및 Check Point	**상승추세 전개** 글로벌 경기 회복 가시화. 금리 동결에도 불구하고 경기 및 이익 모멘텀 강화	**상승추세 강화** 실적 전망 레벨업, 밸류에이션 매력 강화 2분기 실적 기대 유입 재개시 상승 탄력 강화	**고점 통과, 변동성 ↑** 이익, 경기 모멘텀 정점 통과 가능성. Non-US 금리인상 사이클, 미국 금리인하 사이클 종료	**박스권 등락** 경기/실적 모멘텀 vs. 물가, 금리, 달러 상승 압력 유가 레벨과 수준이 중요 미국 중간선거 결과 확인

자료: 대신증권 Research Center

[투자전략] 수익률 극대화 전략 유효. 3분기 지나며 변동성 체크

26년 3분기 중 8,800선 전후에서 정점 통과 가능성. 4분기는 박스권/순환매

- 26년 3분기까지 KOSPI 대세 상승 지속. 단기 급등에 따른 과열, 상승 피로로 인한 과열 해소 물량 소화 국면은 비중확대 기회(26년 2Q). 이 과정에서 KOSPI 7,000선대 초반, 그 이하는 26년 3분기까지 전개될 KOSPI 8,000시대를 염두에 둔 비중확대 필요
- KOSPI 7,000시대를 주도한 반도체, 2차전지, 전력기기를 필두로 자동차, 조선 등 수출주와 제약/바이오, 인터넷 등 구조적 성장주 주목. 이들 업종은 26년 이익 개선 기여도가 높고, 이익 모멘텀이 강한 업종. 수출 비중이 높은 내수주, 소비주도 관심. 화장품, 소매(유통) 등
- 3분기를 지나며 물가, 통화정책 스탠스 변화와 선행 EPS 모멘텀 둔화 여부를 체크하며 베타가 높은 수출주, 성장주 비중 축소 고려. 내수주, 배당주 등 포트폴리오 재편은 상대적 안정성 확보 측면에서 유효

분기별 KOSPI 방향성 및 주요 이슈, 투자전략

자료: 대신증권 Research Center

2026년 하반기 Top-Picks 10선

- 주도 산업: 삼성전자, LS
- 실적 개선: 한화에어로스페이스, HD현대중공업, 엘앤에프, 신세계
- 저평가, 리레이팅: 현대차, 셀트리온
- 고배당: KT, DB손해보험

Top-Picks 매출액 전망(2026~2027)

섹터	기업명	매출액(십억원)			증가율(%)		추이
		2025	2026E	2027E	2026E	2027E	
반도체	삼성전자	333,606	678,961	809,358	103.5	19.2	
전력기기	LS	31,870	38,239	40,642	20.0	6.3	
방위산업	한화에어로스페이스	26,703	30,166	34,411	13.0	14.1	
조선	HD현대중공업	17,581	24,858	26,520	41.4	6.7	
2차 전지	엘앤에프	2,155	3,258	3,949	51.2	21.2	
소비	신세계	480	705	775	46.9	9.9	
자동차	현대차	186,254	194,408	202,257	27.5	13.9	
제약/바이오	셀트리온	4,163	5,307	6,046	27.5	13.9	
통신	KT	28,244	27,713	28,247	-1.9	1.9	
금융	DB손해보험	2,384	2,109	2,369	-11.6	12.4	

주: DB손해보험은 영업이익을 사용
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

Top-Picks 영업이익 전망(2026~2027)

섹터	기업명	영업이익(십억원)			증가율(%)		추이
		2025	2026E	2027E	2026E	2027E	
반도체	삼성전자	43,601	348,047	438,303	698.3	25.9	
전력기기	LS	1,070	1,581	1,842	47.8	16.5	
방위산업	한화에어로스페이스	3,089	4,236	5,413	37.1	27.8	
조선	HD현대중공업	2,038	3,837	4,496	88.3	17.2	
2차 전지	엘앤에프	-157	226	219	흑전	-3.1	
소비	신세계	14	339	387	2,333.6	13.9	
자동차	현대차	11,468	12,107	13,483	5.6	11.4	
제약/바이오	셀트리온	1,168	1,766	2,069	51.1	17.1	
통신	KT	2,469	2,081	2,248	-15.7	8.0	
금융	DB손해보험	1,788	1,522	1,730	-14.9	13.7	

주: DB손해보험은 순이익을 사용
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

2026년 하반기 Top-Picks 10선

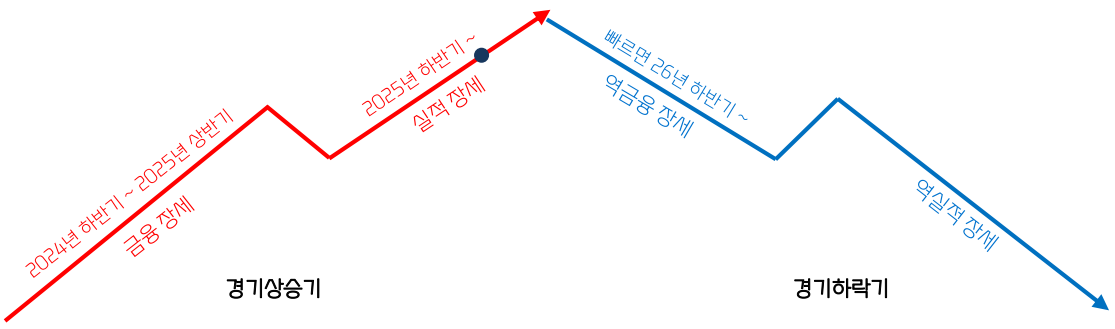
Sector	Top-Pick	업황/주가 전망 Comment
주도 산업 및 Top-Picks		
반도체	삼성전자	효율적 가격 전략(응용처별 맞춤형 가격) 속, 이익의 폭증 지속이 기업가치에 반영될 필요. 범용 DRAM에서는 LPDDR 기반, NAND에서는 KV Cache용 SSD 기반 초과성장 기대. 비메모리반도체에서는 고객 수요 증가율이 TSMC의 Capa. 증가율을 상회하여, 파운드리 사업 적자 축소 전망. 26년 300조원이 FCF 적립으로 주주환원 외에도 다양한 용도의 자산 활용 가능
전력기기	LS	1Q26 어닝 서프라이즈를 시작으로 실적 개선 본격화, 2) 주요 자회사들의 구조적 실적 개선 및 성장성 제고, 적정가치 재평가 기대, 3) 3차 상법 개정안 시행으로 자사주 11% 소각 기대, 중복 상장 원칙적 금지 등으로 자회사의 적정 가치 할인율 축소 예상. 주가는 중장기적으로 적정 순자산가치에 수렴할 것으로 기대
방위산업	한화 에어로스페이스	26년부터 본격적으로 양산에 돌입한 이집트 K9 및 고마진 사업인 폴란드 K9 또한 26년 하반기에 매출 인식이 집중될 것으로 추정. 당사는 최근 방위산업 경쟁 심화 국면에 진입했다고 판단. 현지 거점 투자, 해외 파트너십, M&A에 적극적인 기업에 대한 밸류에이션 리레이팅 필요. 동사의 선제적인 현지 거점 확보는 향후 수주전에 유리하고, 영업 이익률 개선 효과 전망
조선	HD현대중공업	상선의 이익체력 확대와 해양플랜트 수주 가시화, 엔진사업부 Q 성장 기대까지 완벽한 삼박자 1) P mix 개선과 생산성 향상이 상선사업의 견조한 펀더멘탈 형성, 2)유가의 상승으로 발주세가 둔화됐던 해양플랜트 사업부의 프로젝트 수주 기대감 증가, 3)데이터센터향 발전용 선박엔진의 수요 증가로 캐파 확장 기대, 4)미국 해군의 mid-size 군함부터 건조 협업 가능성 확대
2차 전지	엘앤에프	기확보된 비중국 LFP 양극재 생산 능력을 바탕으로 북미 ESS 성장 수혜, 특히, 미국 내 비중국 LFP 양극재의 쇼티지 예상에 따른 수혜주로서의 프리미엄 반영 전망. 삼성SDI와 1.6조원 규모의 LFP 양극재 계약 체결 및 대구 공장 건설 등 ESS 매출 비중 20%까지 확대 예상. 셀3사의 북미 ESS 배터리셀 Capa. 확장 및 생산 본격화로 FEOC-Free 양극재 추가 수주 지속 전망
소비	신세계	주요 기업들의 실적 호조에 의한 상여금 증가로 소비 여력 증대, 인바운드 관광객 매출 급증 등 백화점 업계의 새로운 성장 국면 진입. 중동지역 전쟁 장기화에 따른 소비 둔화 우려에도 불구하고 26년 백화점 산업은 양호한 성장 전망. 2Q26 성장률은 1Q26 대비 높은 14% 수준. 인바운드 외국인 관광객 증가에 따른 백화점 및 주요 계열사의 실적 개선 전망 대비 저평가 상태
자동차	현대차	중동지역 전쟁 및 업황 불확실성이 지속되고 있으나, 2H26 1) 신차 모멘텀(아반떼/투싼 등), 2) SDV 페이스카 출시/제네시스 양산 적용, 3) 미국 RMAC 개소, 4) 미국/한국 피지컬 AI(휴머노이드/자율주행) 관련 정책 기대감 반영 전망. 본업 매력도 회복에 더해 피지컬 AI 전략 주도에 따른 밸류에이션 프리미엄도 지속될 것으로 전망
제약/바이오	셀트리온	과거 합병 과정에서 발생한 재고 노이즈 마무리되며 실적 정상화 구간, 신규 고수익 제품 비중 확대로 이익 개선 중. 바이오시밀러 제품군은 26년 11개 -> 30년 18개로 증가, 미국/유럽 바이오시밀러 개발 규제 간소화 정책으로 빠른 시장 진입 가능. 점유율 확대가 부진했던 미국의 처방구조가 바이오시밀러에 우호적으로 전환. 펀더멘탈 대비 저평가 구간
배당 투자 Top-Picks		
통신	KT	26E OP 2.1조원(-14% yoy), 25년 부동산 일회성 이익 제외 기준 +8% yoy. 분기 5천억원, 연간 2조원대 이익 시대 개막. 26~28년 중기 주주환원 정책은 기존과 유사한 배당성향 50%이나, 최소 DPS를 1,960원에서 2,400원으로 상향. 25~28년 자사주 1조원 매입/소각 일정에 따라 26년 2.5천억원 취득 중. 26E TSR 8.2천억원, 수익률 5.5%
금융	DB손해보험	26년 상반기 미국 재보험사 포르테그라 인수 완료 이후 8월 신규 주주 환원 계획 공시 예정. 당초 K-ICS비율 200~220% 구간에서 28년 중장기 주주 환원율 35% 목표하며 업종 내 가장 명확한 배당 정책 제시. 따라서 주주 환원에 대한 신뢰도가 높으며, 인수 완료 시 연결 기준 이익 체력 강화 기대되어 주주 환원 확대 기대감 유효

[국면 판단] 전형적인 실적/매크로 장세 진행 중. 26년 하반기 역금융 장세 전환시 당분간 박스권 등락 예상

강력한 실적/매크로 모멘텀. 통화정책 불확실성, 채권금리 상승 압력은 점차 커져

- 25년 하반기부터 글로벌 증시는 유동성 장세에서 매크로/실적 장세로 전환. 특히, 올해 들어서는 전형적인 매크로/실적 장세 성격을 보이는 중. 통화정책 스탠스 변화보다 경기/실적 등 펀더멘털 동력에 증시 등락 결정
- 빠르면 26년 하반기부터 Non-US 주요국들을 중심으로 역금융장세로 전환 가능성이 높다는 점은 경계. 그렇다고 증시가 바로 꺾일 가능성은 낮다고 판단. 실적/펀더멘털 모멘텀이 견고한 상황에서는 물가, 금리상승 압력을 버텨내며 박스권 등락 전개 가능
- 문제는 물가 레벨이 더 높아지고, 금리인상이 누적될 경우 실적, 펀더멘털 환경에 부담이 가중될 수 있다는 점. 26년 3분기 레벨업, 4분기 박스권 등락을 예상하지만, 27년 증시 불확실성은 점차 커질 전망

우라가미 구니오[주식시장의 사계]. 25년 하반기부터 실적(펀더멘털) 장세 전개. 역금융 장세는?



구분	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세	역금융장세	역실적장세
국면	회복기	활황기	후퇴기	침체기
주가	↑	↗	↓	↘
특징	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승	큰 폭 하락	부분적 투매
금리	↓	↗	↑	↘
실적	↘	↑	↗	↓
경기	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책
주도주 (과거)	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 가공산업 업종 순환상승	중소형 우량주 (활황기말~후퇴기초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 초우량주
주도주 (현재)	**성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)**	**꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오**	**인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반**	**경기방어주, 자산주**

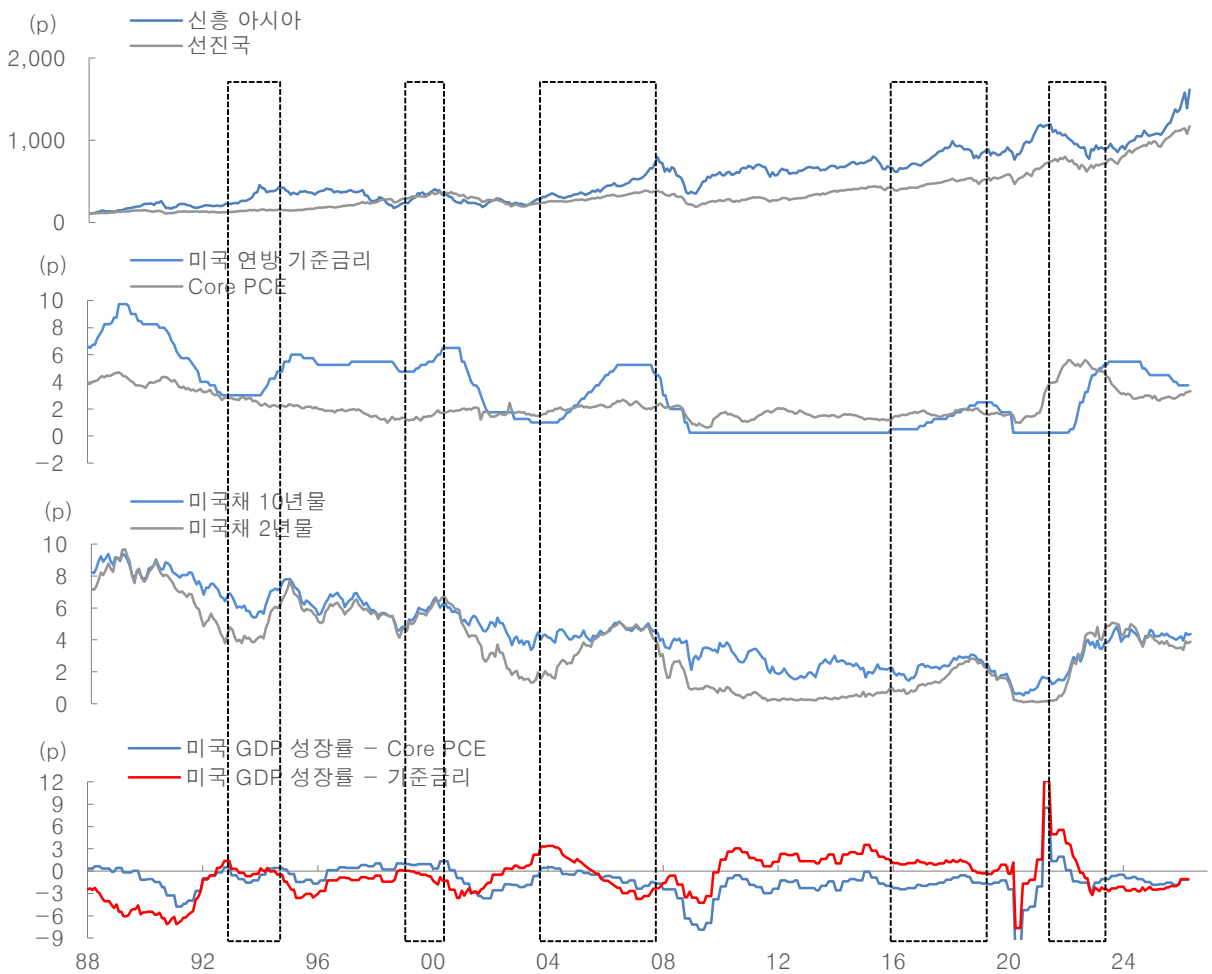
자료: 대신증권 Research Center

[국면 판단] 3분기 경기 모멘텀 강화 & 물가 안정 = KOSPI 레벨업
4분기 경기/실적 모멘텀과 물가, 금리 상승 압력 간 힘겨루기 국면

경기/매크로 모멘텀이 견고한 국면에서는 상승추세 지속 또는 박스권

- 90년대, 2004년 ~ 2007년에는 미국을 중심으로 한 글로벌 주요국들의 금리인상, 채권금리 상승에도 불구하고 상승추세를 이어감. 핵심은 펀더멘털 모멘텀. 물가 상승, 금리인상을 이겨낼 수 있는 경기, 펀더멘털 모멘텀이 글로벌 증시 상승추세를 이끌었던 것
- 종전 협상 타결, 지정학적 리스크 해소라는 전제조건이 필요하지만, 2분기 실적 시즌, 3분기 중후반까지는 매크로 장세가 지속될 것으로 예상. 금리인상 사이클 재개 초기 국면에서는 경기 모멘텀과 금리 상승 압력 간의 힘겨루기 국면으로 박스권 등락 가능
- 문제는 2027년. 경기 모멘텀이 지속/강화될 수 있는지 여부가 중요. 누적되는 물가 상승 압력과 금리인상, 채권금리 상승 압력이 경기, 실적 등 매크로 환경에 부정적인 영향을 줄 가능성 경계. 21년 금리동결, 22년 금리인상 사이클에서 증시 하락 추세 전개

1990년대와 2000년대에는 금리인상 = 증시 강세. 펀더멘털 동력이 강했기 때문



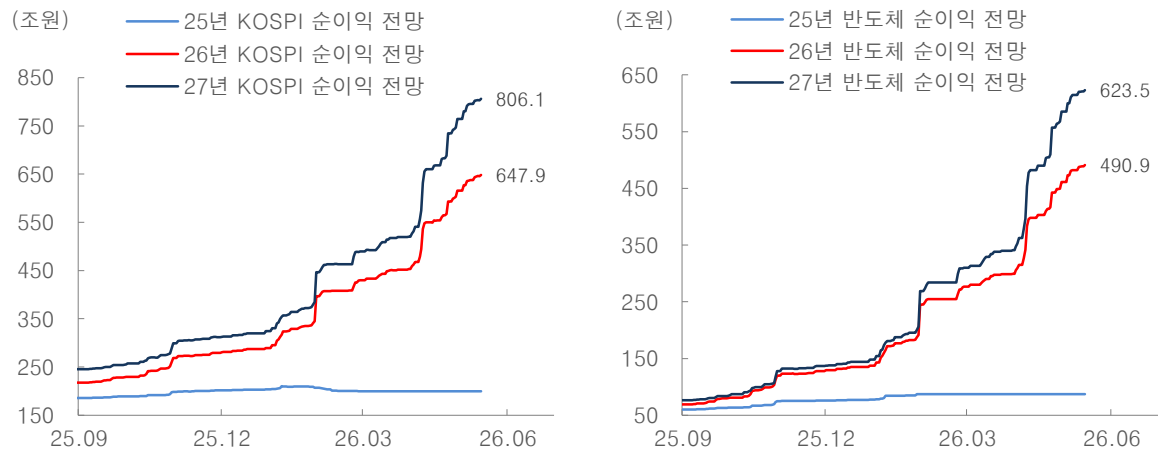
자료: US BLS, FED, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

[실적 전망] 12개월 선행 EPS 상승추세 유효

아직까지 선행 EPS 하락 반전 가능성은 낮아...

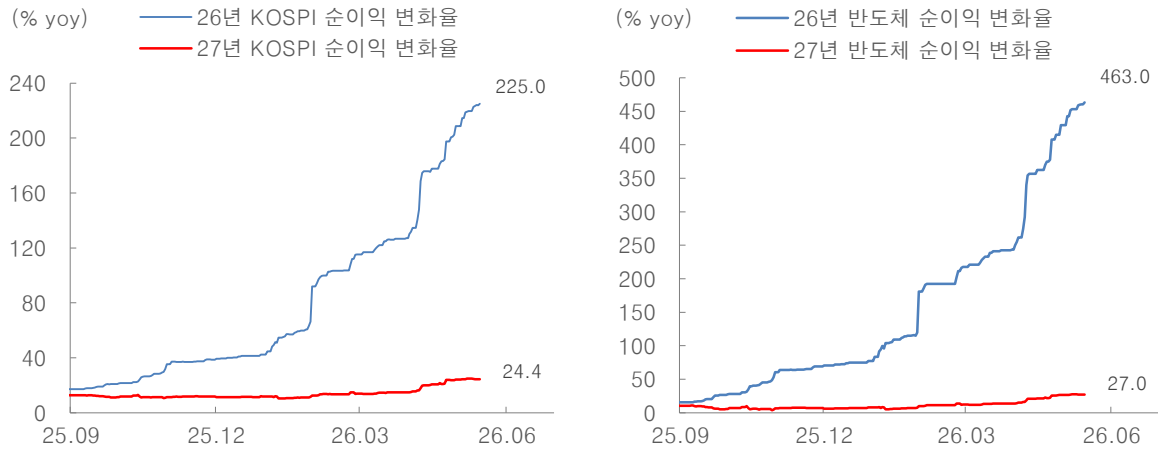
- 예상 외의 가파른 선행 EPS 상승흐름 전개. 26년 1분기 프리어닝 시즌부터 반도체 중심의 실적 전망 상향조정이 빠르게 전개되었고, 삼성전자 실적 서프라이즈에 이은 LG에너지솔루션 등 2차전지 관련주들의 실적 호조가 이어진 영향
- 27년 KOSPI, 반도체 이익 모멘텀이 20%대로 확대되면서 당장 선행 EPS가 꺾일 가능성은 낮은 상황. 하반기 실적 전망 추이는 확인해야 할 것. 높아진 실적에 대한 눈높이와 금리인상, 물가 상승압력 확대 여파로 인해 실적 기대가 약해질 수 있음

26년 순이익 KOSPI, 반도체 647조원, 490.9조원. 최근 27년 실적 전망 상향 조정 폭이 더 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

27년에도 KOSPI 이익모멘텀 24.4%, 반도체는 27%로 확대



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[실적 전망] 2Q 실적 시즌. 반도체 중심의 실적 전망 레벨업 재개 가능성

반도체 가격 전망보다 실적 눈높이가 낮은 상황. 6 ~ 7월 KOSPI 상승 압력 확대

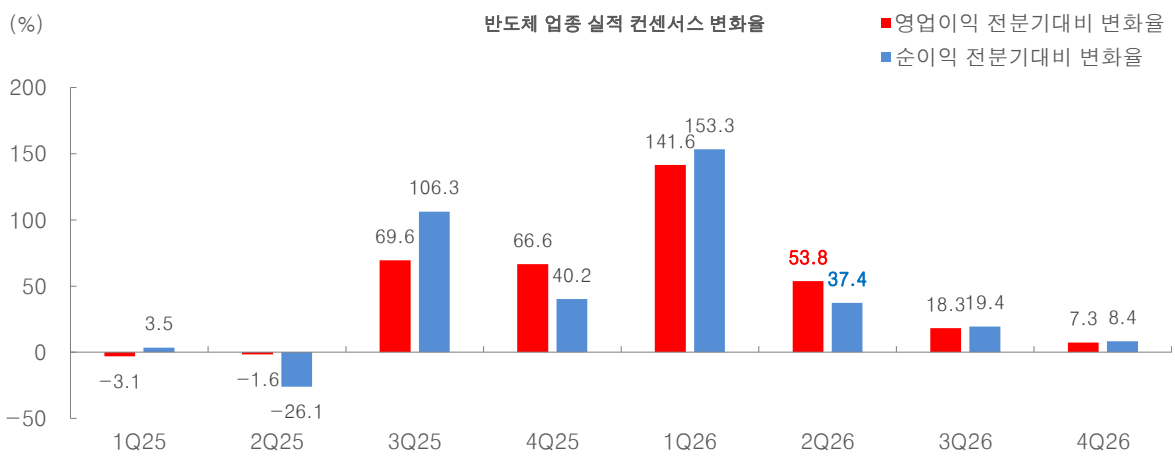
- 2분기 실적시즌까지 반도체를 중심으로 한 실적 호조는 지속될 전망. 반도체 업종의 2분기 전분기대비 영업이익, 순이익 변화율은 삼성전자 실적 서프라이즈, 실적 전망 상향조정에도 불구하고 53.8%, 37.4% 수준
- 하지만, Trend Force 2분기 반도체 가격 변화율 58 ~ 75% 예상(전분기대비). 추가적인 영업이익, 순이익 전망 상향 조정 가능성 높다고 판단. 이러한 반도체 이익 모멘텀 강화, 실적 전망 상향조정 흐름은 반도체 업종의 주가 상승, KOSPI 주도력 강화로 이어질 전망

Trend Force 반도체 가격 전망, 2Q Dram 58 ~ 63%, Nand 70 ~ 75% 상승(전분기대비) 예상

전분기 대비 가격 변화율	26년 1분기		26년 2분기		26년 3분기
	기존	변경(최신)	기존	변경(최신)	신규
전체 Dram	55 ~60% 상승	93 ~98% 상승	13 ~ 18% 상승	58 ~ 63% 상승	3 ~ 8% 상승
전체 Nand	33 ~38% 상승	85 ~90% 상승	18 ~ 23% 상승	70 ~ 75% 상승	8 ~ 13% 상승

자료: Trend Force, 대신증권 Research Center

반도체 전분기대비 영업이익, 순이익 변화율 53.8%, 37.4%. Trend Force 전망보다 낮아

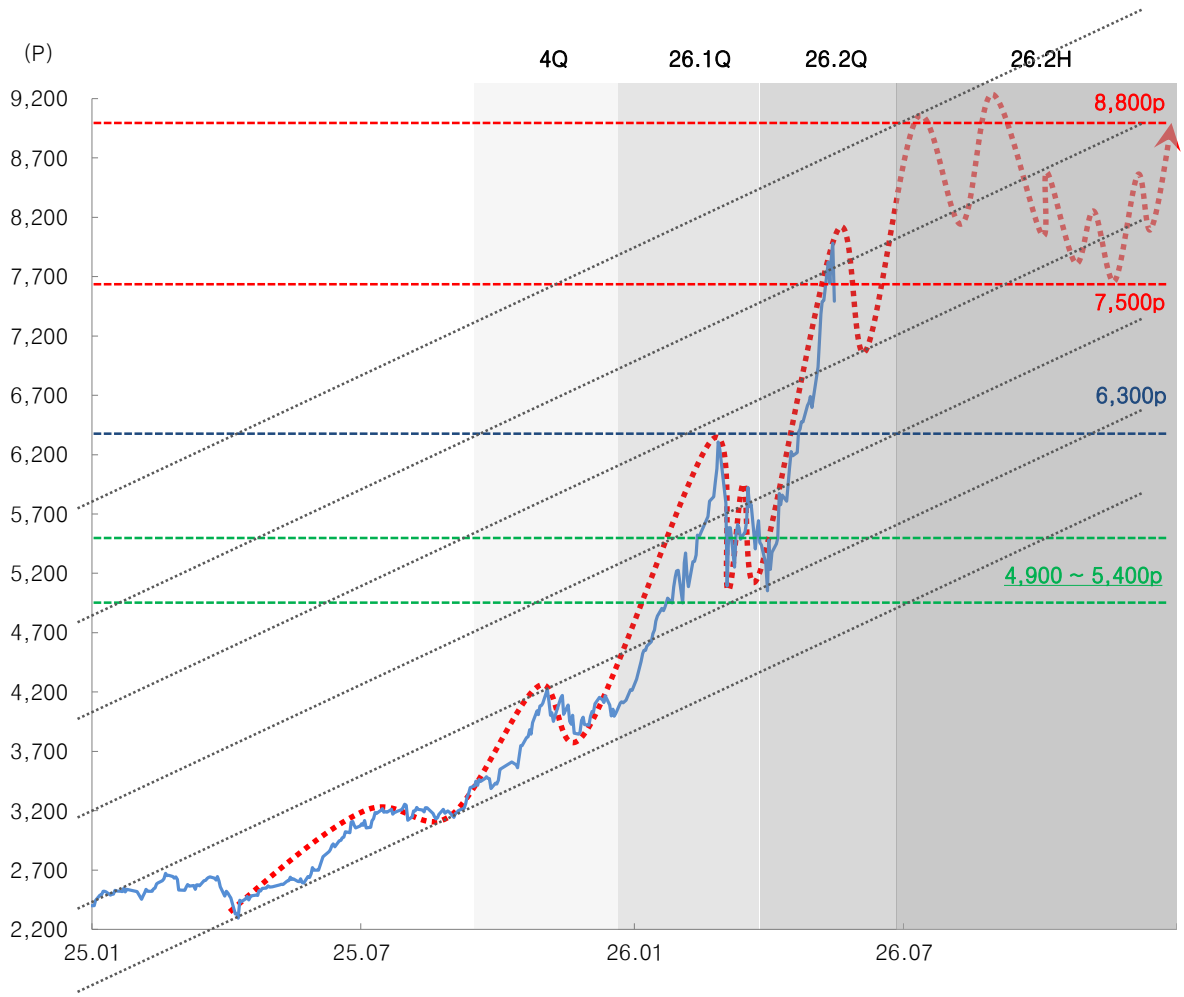


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3분기 고점 통과 가능성. 4분기 유가, 물가 상승 압력 확대시 부담 가중

- 26년 하반기는 3분기와 4분기로 구분할 수 있을 것. 전형적인 실적, 매크로 장세가 전개 중인 상황에서 3분기는 미국과 이란 간의 종전 협상을 계기로 유가, 물가 안정과 채권금리, 달러화 하향안정을 계기로 탄력적인 상승을 이어갈 전망
- 하지만, Non-US 주요국들의 금리인상이 시작되고, 4분기 유가 상승이 재개되면서 물가 상승 압력 확대, 이로 인한 미국 금리인하 사이클 종료, Non-US 금리인상 사이클 확인 등의 여파가 가시화될 전망
- 4분기까지는 견조한 경기 모멘텀과 유가, 물가, 금리 상승 압력 간의 힘겨루기로 박스권 등락이 예상되지만, 적극적인 투자보다는 포트폴리오 방어력을 점차 강화해 나가는 것이 유리할 것

KOSPI 3분기를 지나며 정점 통과 예상. 4분기 확인해야 할 변수들이 많아…



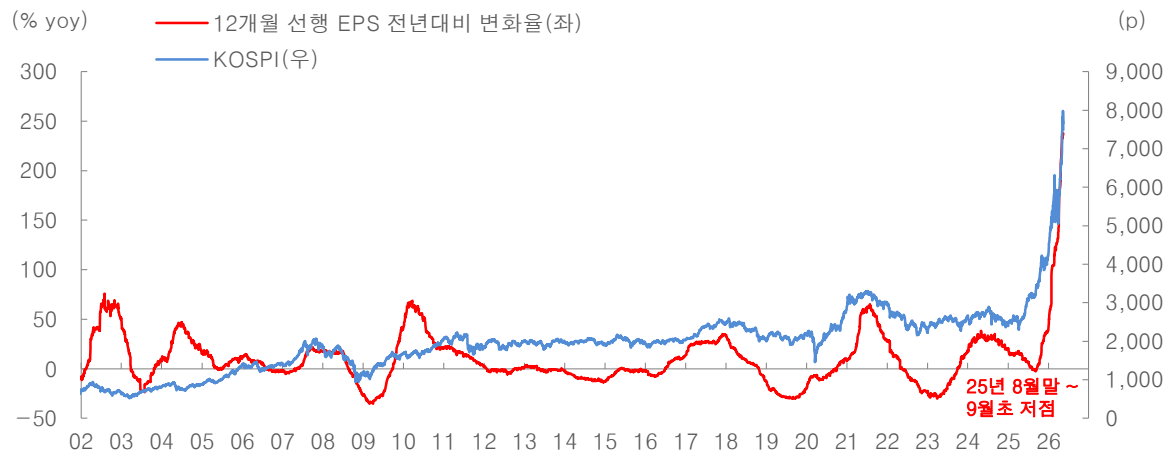
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[변곡점 판단] 선행 EPS 전년대비 증가율 고점 = KOSPI 고점

8월말 ~ 9월초 선행 EPS 모멘텀 정점 통과 예상. 28년 순이익 역성장 가능성

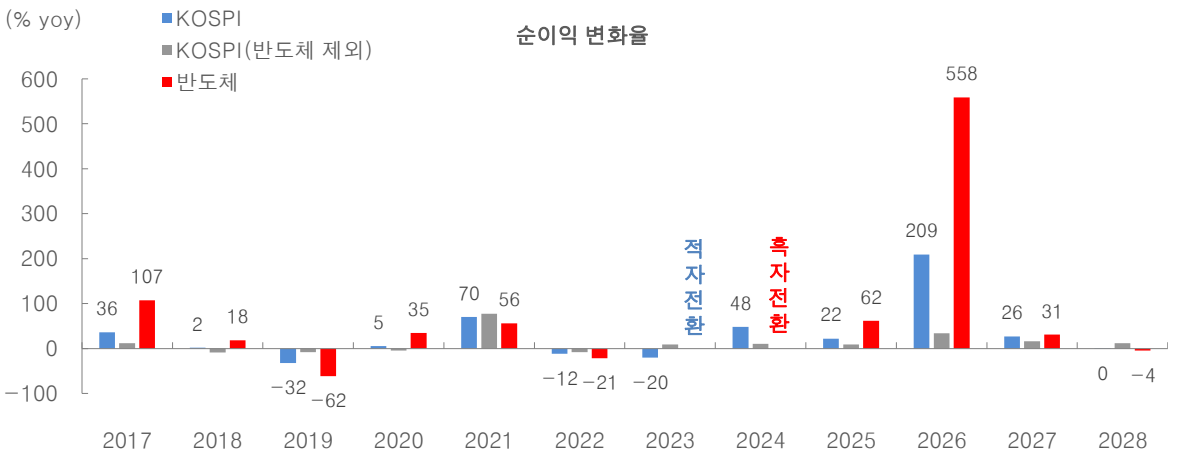
- 26년 3분기를 지나면서 KOSPI 이익 컨센서스, 증가율 변화 체크. 선행 EPS 성장률은 KOSPI를 동행 또는 일부 후행. 선행 EPS 성장률은 25년 8~9월 저점으로 급격한 상승세 전개. 26년 3분기부터 EPS 성장에 기저부담 작용할 전망
- 26년 실적 전망 레벨업에 따른 기저 부담도 경계. 27년 또는 28년 이익 증가율 둔화, 마이너스 반전시 선행 EPS 고점 통과 가능성 확대. 선행 EPS와 KOSPI 간의 상관관계(2001년 이후)는 0.936에 달하는 상황. 선행 EPS 방향성이 KOSPI의 추세를 결정지을 것. 선행 EPS 모멘텀이 둔화되는 시점에 고점이 형성되고, 선행 EPS 방향성이 하락 쪽으로 형성되면서 KOSPI 추세 변화 가능성 높아질 전망

KOSPI 주가 고점은 선행 EPS 모멘텀 고점과 일치. 26년 8월말 ~ 9월초 기저효과 소멸



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

27년 이익 모멘텀 견고 = 선행 EPS 상승 지속. 28년 순이익 역성장 가능성, 선행 EPS 고점 통과

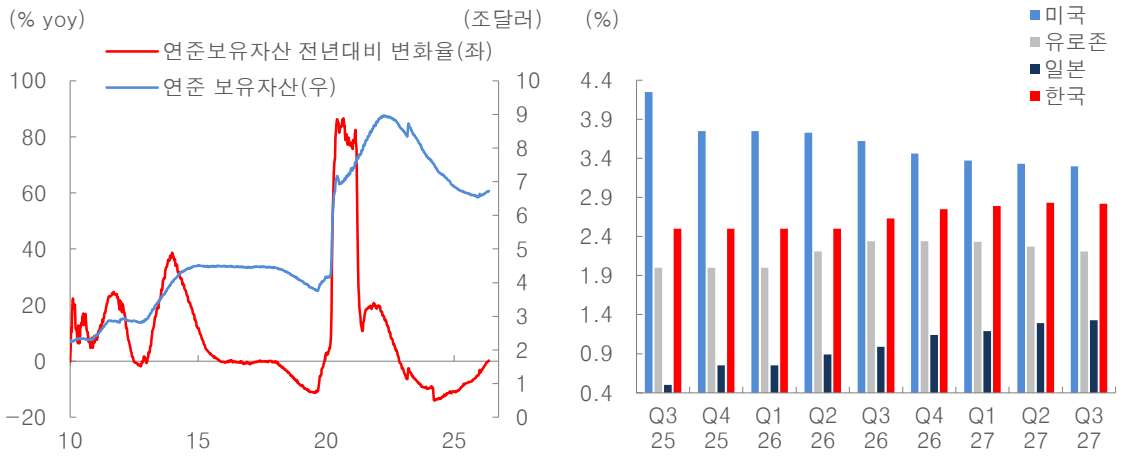


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

8월말 잭슨홀 미팅에서 유동성 정책 변화, 9월 FOMC에서 금리인하 소멸 가능성

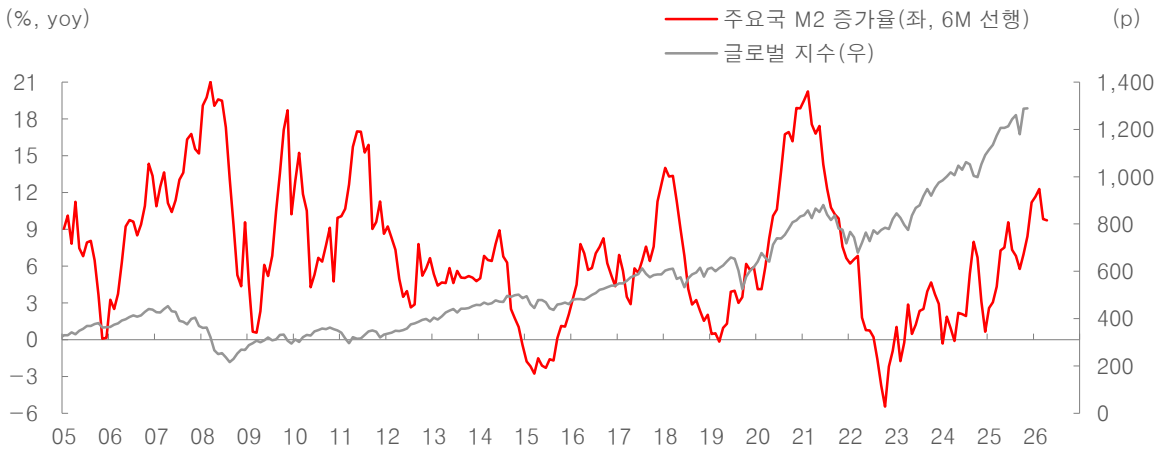
- Non-US 주요국들의 26년 하반기 금리인상 사이클 재개가 예상되는 가운데 미국의 통화정책 스탠스 변화 여부가 하반기에는 중요. 4분기 유가, 물가 레벨이 높아질 경우 통화정책 스탠스 매파적으로 전환될 수 있음. 현재까지는 금리인하를 기대하지만, 9월 FOMC를 전후로 변화가 가시화될 전망
- 캐빈 워시 신임 연준 의장의 연준의 대차대조표 축소 여부도 관건. 8월 잭슨홀 미팅에서 이에 대한 장기 스케줄을 공개할 경우 유동성 환경 위축에 대한 경계심리 유입 불가피

유동성을 공급해왔던 연준의 대차대조표 축소 가능성. 아직 금리인하를 기대하는 미국, 언제 바뀔까?



자료: FED, 주요국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

유동성 모멘텀 둔화, 약화 국면에서 증시 상승을 기대하기는 어려워...



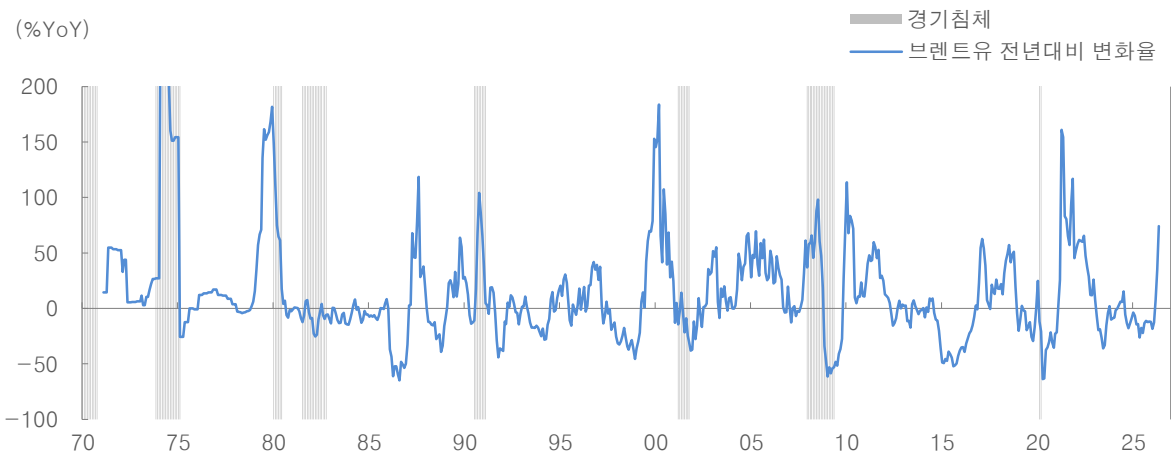
자료: 주요국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[변곡점 판단] 유가 레벨에 따라 경기/실적 불확실성 확대 가능성 경계

유가가 전년대비 100% 상승시 경기/실적에 부정적인 영향 본격화

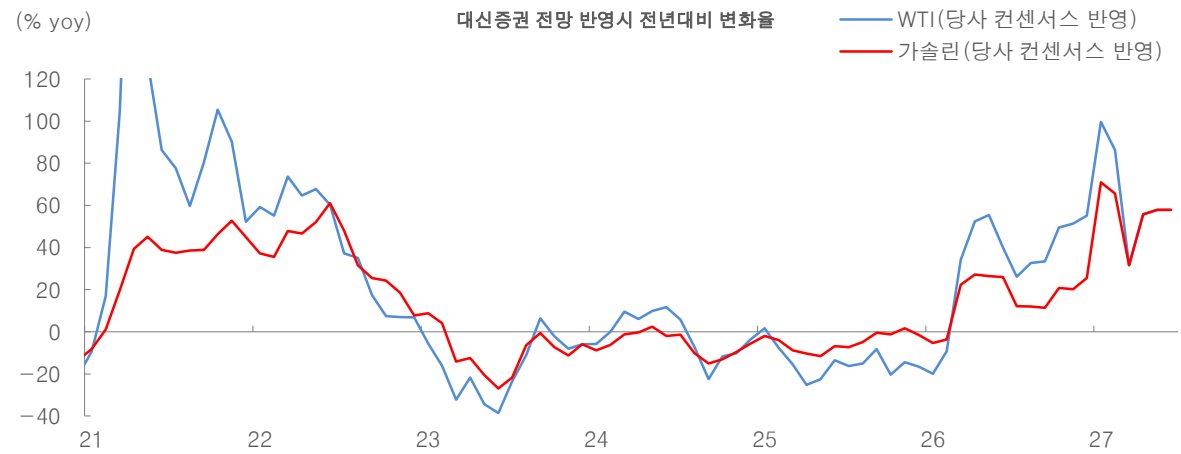
- 유가 상승을 경계하는 이유는 경기/실적에 부정적인 영향을 주기 때문. 과거 유가가 전년대비 100% 이상 상승할 경우 시차를 두고 경기 침체가 현실화되는 경우가 있었음. 이는 유가 급등이 비용 상승으로 이어져 소비를 위축시키고, 기업 실적 부진으로 이어진 결과로 판단
- 당사 유가 전망 기준 27년 1분기 중 유가 상승률 100% 상회 가능성 높은 상황. 26년 4분기까지는 경기, 실적 모멘텀이 버틸 수 있겠지만, 27년에는 하방압력이 확대될 가능성 경계

과거 유가 상승률이 100%를 넘어설 경우 경기/실적 등 매크로 환경에 부정적 영향 본격화



자료: US BLS, Bloomberg, 대신증권 Research Center

27년 1분기 유가 상승률 전년대비 100%를 상회할 가능성. 경기/실적 불확실성 확대

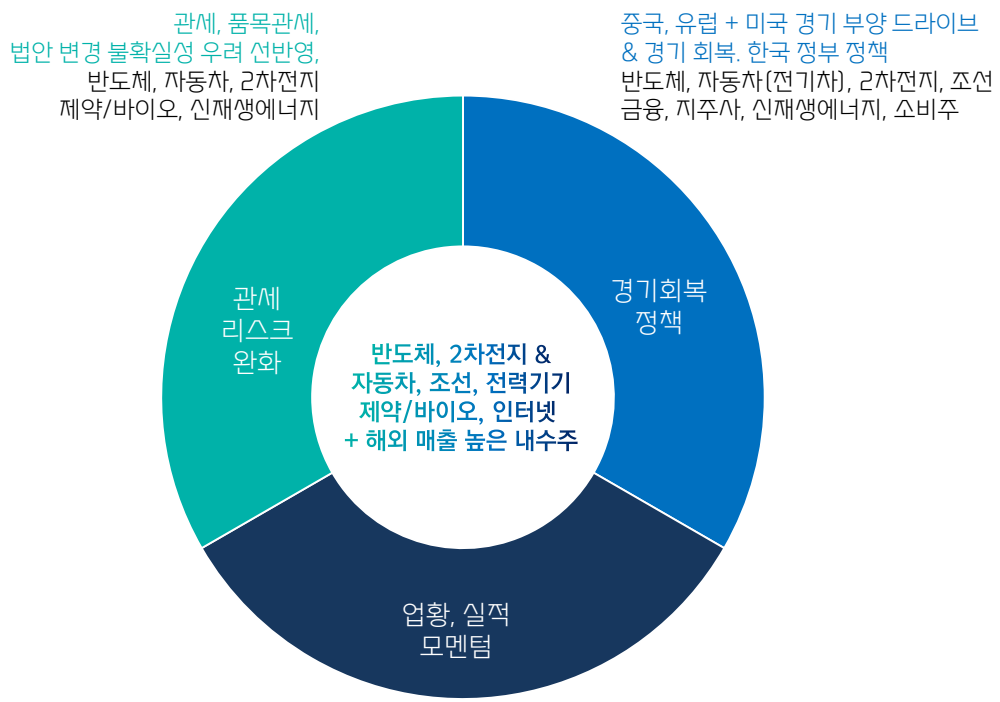


자료: US BLS, Bloomberg, 대신증권 Research Center
주 : 유가 전망은 당사 전망치 반영. 26.2Q 95$, 3Q 85$, 4Q 90$, 27년 연간 130달러, 평균 가격 기준

KOSPI 고점까지 기존 주도주 강세 지속. 수출/성장주 순환매 가능성

- 26년 하반기 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 상승 동력의 핵심에는 업황/실적 모멘텀. 견고한 수출 모멘텀과 환율 효과로 수출주 수혜 예상. 미국 중심의 밸류체인 형성과 중국과 관계 개선 사이에서 긍정적인 변화를 기대할 수 있다는 점도 중요 변수. 이와 함께 채권금리 하향안정시 성장주 매력도 재평가 예상
- 26년 상반기 KOSPI 레벌업, 차별적인 상승 동력은 실적. 업황/모멘텀. 특히, KOSPI 실적 기여도가 높은 업종이 KOSPI 상승을 주도. 상승추세가 지속되는 과정에서 주도주 변화는 없을 것
- 다양한 모멘텀 속에 교집합 권역에 위치한 업종은 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 전력기기, 제약/바이오, 인터넷, 내수주(해외매출 비중 높은) 등. 기존 주도주 비중 유지, 확대 속에 성장주와 내수주를 통해 플러스 알파 수익률을 낼 수 있을 것

26년 하반기 주도주(반도체, 전력기기, 2차전지) 강세 지속. 수출/성장주도 상승에 동참



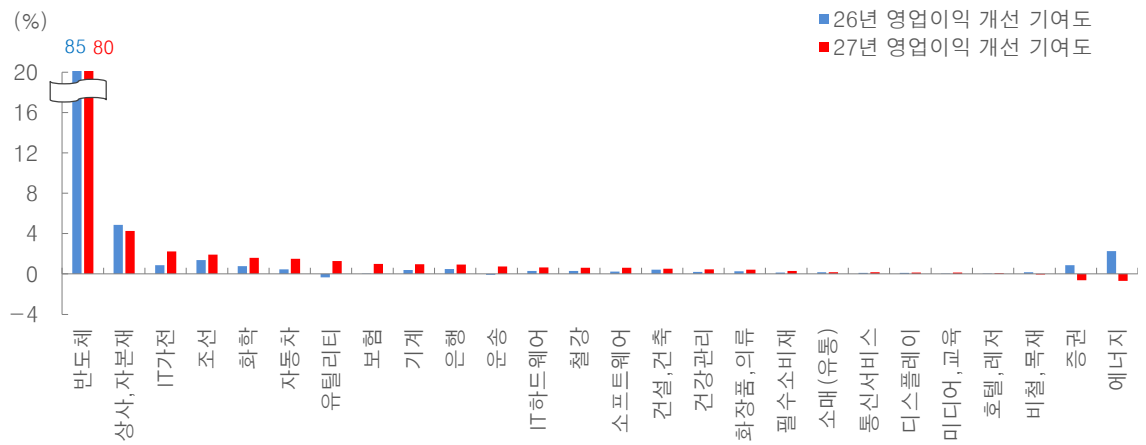
자료: 대신증권 Research Center

[Sector View] 이익 개선 기여도가 높은 업종이 KOSPI 상승 주도

반도체의 압도적인 주도력 + 2차전지, 전력기기, 조선, 자동차, 제약, 인터넷

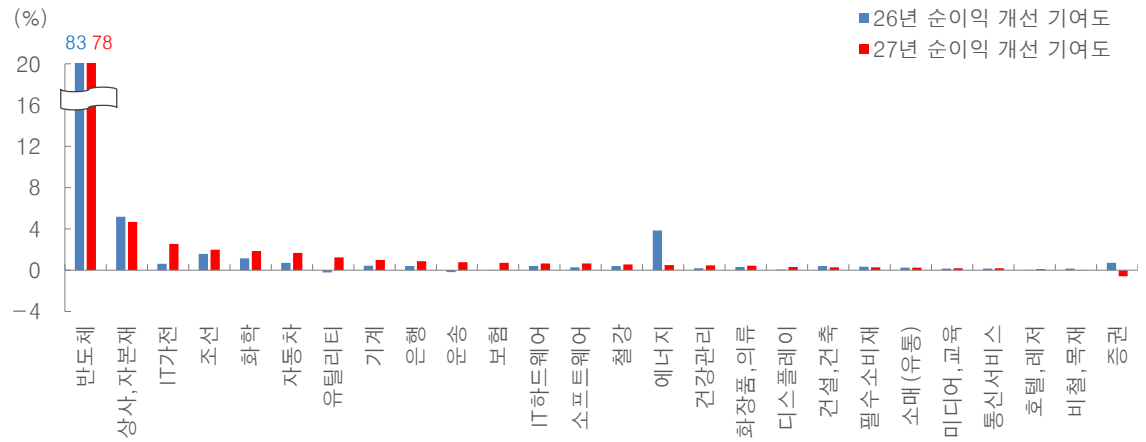
- 영업이익 기준 26년, 27년 이익 기여도가 높고, 전년보다 더 강한 기여도를 보여주는 업종은 반도체, 2차전지, 조선, 화학, 자동차, 유틸리티, 보험, 기계, 은행, 운송 등
- 순이익 기준으로는 반도체와 함께 2차전지, 조선, 화학, 자동차, 유틸리티, 기계, 은행, 운송 등
- 반도체의 압도적인 이익 주도력이 80% 수준에서 유지되는 가운데 실적 턴어라운드가 기대되는 2차전지, 자동차와 여전히 실적 개선세가 뚜렷한 조선, 전력기기 등이 KOSPI 고점 형성을 이끌어갈 전망

26년, 27년 OP 개선 기여도 : 반도체의 압도적인 주도력 & 2차전지, 조선, 자동차, 전력기기 가세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

26년, 27년 NP 개선 기여도 : 반도체의 압도적인 주도력 & 2차전지, 조선, 자동차, 전력기기 가세



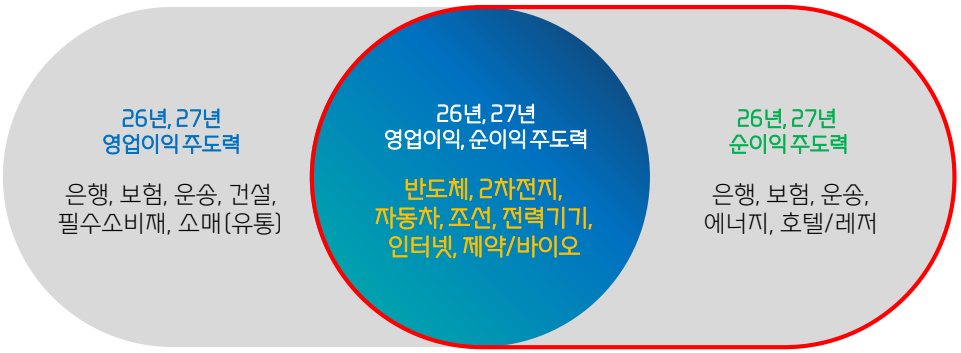
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 이익 개선 기여도가 높은 업종이 KOSPI 상승 주도

반도체, 2차전지, 자동차, 전력기기가 끌고, 방산, 지주, 인터넷, 제약 등이 밀고...

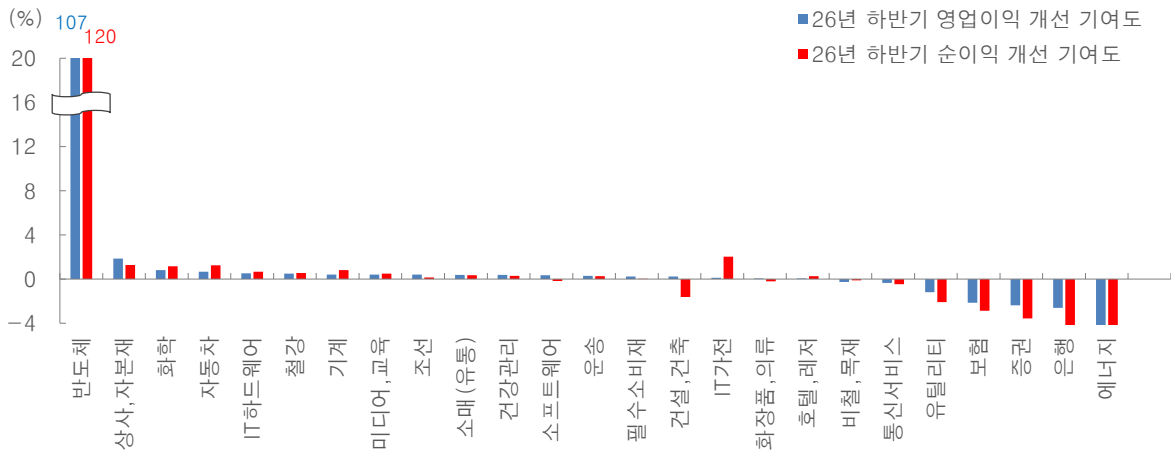
- 영업이익, 순이익 모두 주도력을 확보한 업종은 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 전력기기 등. 대표적인 수출주이자 성장주면서 업황/실적 개선 기대가 강한 업종. 특히, AI 성장성과 확장성을 바탕으로 반도체, 2차전지, 전력기기 업종의 시장 주도력은 26년 하반기에도 지속될 전망. 26년 하반기 이익 기여도 상위권에 반도체, 자동차, 2차전지, 전력기기 포진
- 한편, 방산, 지주, 소매(유통), 제약/바이오, 인터넷 등도 각자의 이익 주도력을 바탕으로 KOSPI 상승, 레벨업을 지지할 전망. 26년 하반기에는 26년 상반기보다 다양한 업종, 종목들의 상승으로 견고하고 탄력적인 KOSPI 상승추세 전개 예상

26년, 27년 영업이익, 순이익 주도력 겸비한 업종 : 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 전력기기 등



자료: 대신증권 Research Center

26년 하반기 이익 개선 기여도가 높은 반도체, 방산, 2차전지, 자동차, 기계, 조선, 소매(유통)

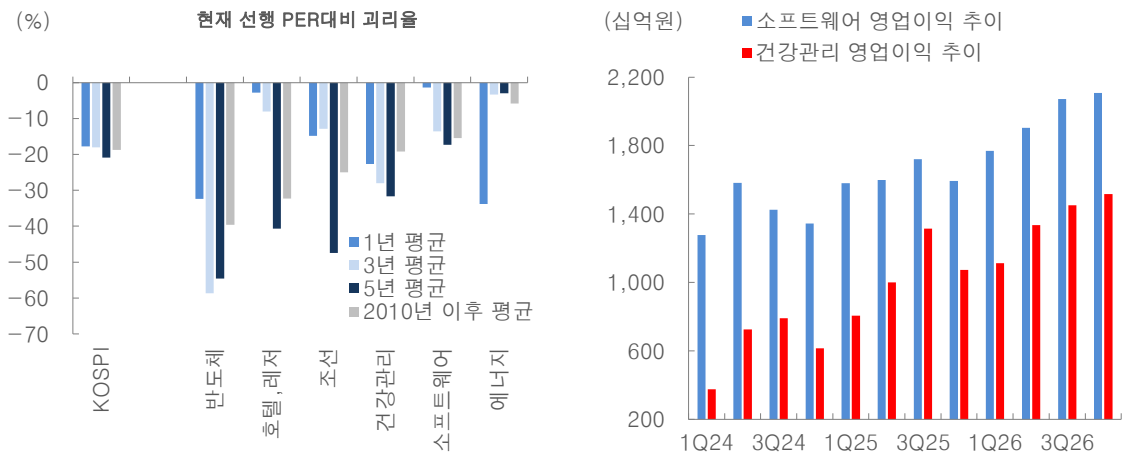


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

인터넷, 제약/바이오 모두 26년 실적 레벨업 전망. 밸류에이션 매력 재평가 가능성

- 인터넷, 제약/바이오 장기 소외 현상으로 과거 평균대비 밸류에이션 저평가 심화, 역사적 저점 수준에 위치. 반면, 인터넷, 제약/바이오 모두 26년 실적 레벨업 전망. 소프트웨어는 매분기 최대 실적을 기록할 전망이고, 제약/바이오는 26년 1분기 실적을 저점으로 26년 4분기까지 매분기 실적 개선 기대
- 소외 현상의 핵심 변수는 국내 채권금리. 10년물 국채와 상관관계는 -0.59(인터넷), -0.73(제약/바이오)에 달하는 상황. 한국 국채금리가 가파른 상승세를 보이며 인터넷과 제약/바이오 업종 상대적 약세 뚜렷. 최근 과도한 채권금리 급등이 전개된 만큼 국채금리 하향안정 재개시 인터넷, 제약/바이오 업종의 반전을 기대할 수 있을 것

소외현상으로 인터넷, 제약/바이오 밸류에이션 매력 높아. 26년 실적 레벨업 기대 유효

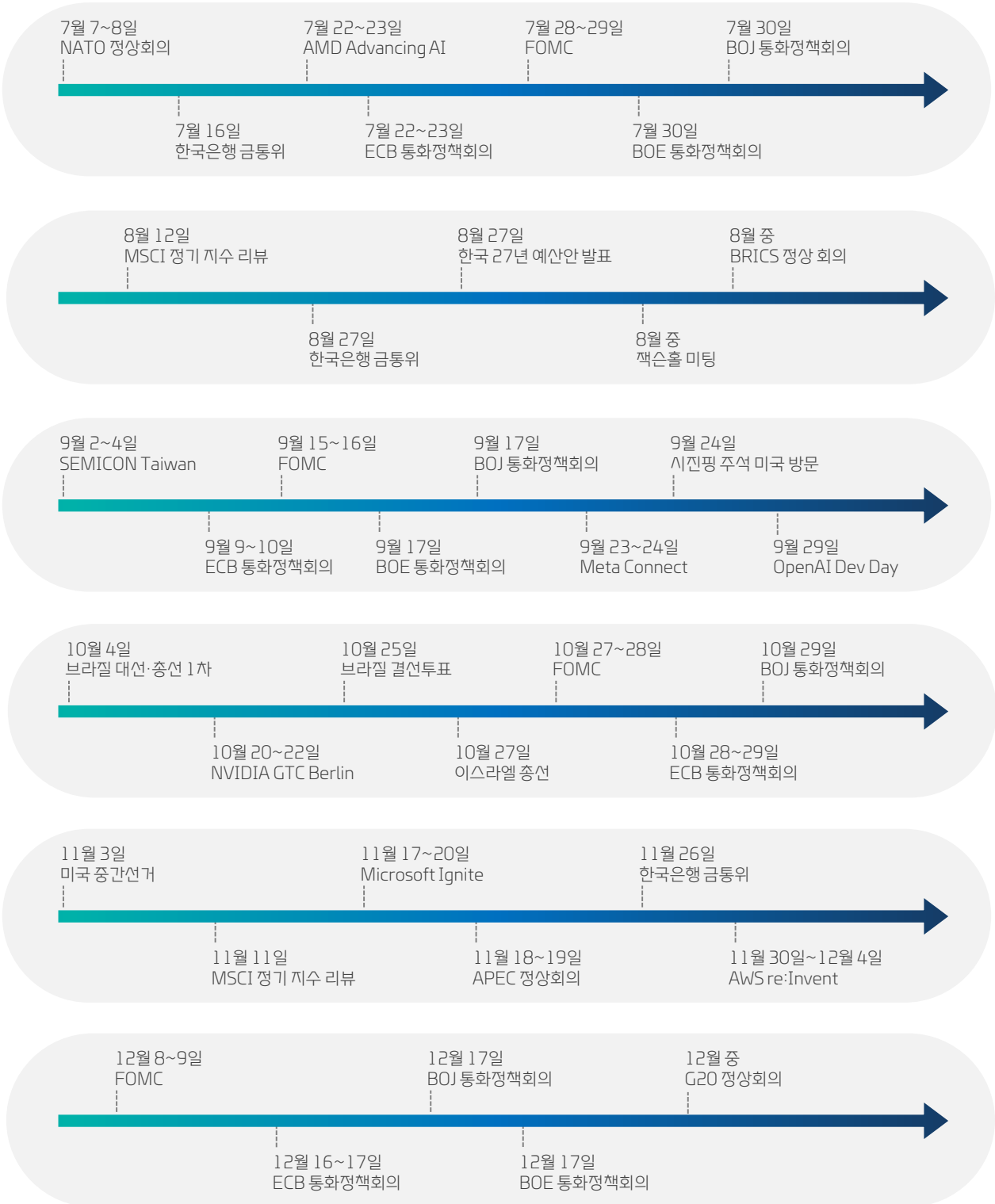


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

인터넷, 제약/바이오 상대강도와 10년물 국채 상관관계 -0.59(인터넷), -0.73(제약/바이오)

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2026년 하반기 주요 이벤트



자료: 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.