

## MACRO팀

김동영, CFA Quant Analyst  
dy76.kim@samsung.com



리서치센터 리포트  
바로가기

## 코스피 상승을 계속 기대하는 이유

- 코스피의 장기 상승세는, 이익 성장으로도 충분히 설명 가능한 상황.
- 2004년 사례 등을 보면, 고금리 상황에서도 지수 상승세 유지된 경험 있음.

### WHAT'S THE STORY?

2025년 5월 말의 코스피 지수는 2,698 포인트였다. 최근인 26년 5월 27일의 지수는 8,229 포인트를 기록했다. 이 1년간 코스피 지수는 약 200% 상승, 즉 3배가 되었다. 이 시점에서, 코스피는 더 상승할 수 있을까?

#### 코스피 랠리 이유

이를 위해, 1년간 코스피 상승 결과의 주된 이유를 먼저 살펴보자.

1년간의 코스피 지수 변환율을 성과 분해하면, 정확한 코스피 상승률 205% 수치는 실적(fwd EPS)의 변화율 245%과 밸류에이션(fwd P/E)의 변화율 -12%의 결합으로 분해된다:  $[205\% = (1 + 245\%) * (1 - 12\%) - 1]$ . 즉, 실적의 증가세가 주가(지수) 상승의 주요 동인이었다고 할 수 있다.

밸류에이션을 보면, 1년 전 코스피 fwd P/E는 9.2배였는데, 현재는 8.1배다. 지수보다 기업이익의 상승폭이 더 커서, 밸류에이션의 부담은 1년 전보다 오히려 줄어든 셈이다. 증시 개혁 조치 등으로 인해 코리아 디스카운트의 원인이 해소되는 상황에서, 낮은 밸류에이션 레벨은 향후 추가 상승의 부담을 덜어준다. 그리고, 이런 기업이익의 전망 상황은 지금도 계속 진행 중에 있다.

#### KOSPI 지수 성과 분해

KOSPI 성과 분해 (25/5월 말 ~ 26/5/27)	변화율 (%)
지수 변화율	205.0
실적(fwd EPS) 변화율	244.8
밸류에이션(fwd P/E) 변환율	-11.5

참고: 5월 27일 종가 기준

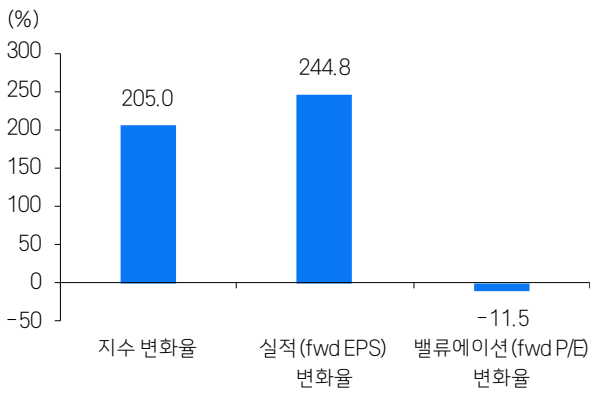
자료: Quantwise

(다음 페이지에 계속)

#### Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

KOSPI 지수 성과 분해 (25/5월 말 ~ 26/5/27)



자료: Quantwise

KOSPI P/E 밸류에이션 변화 - 1년 전보다 낮아짐



자료: Quantwise

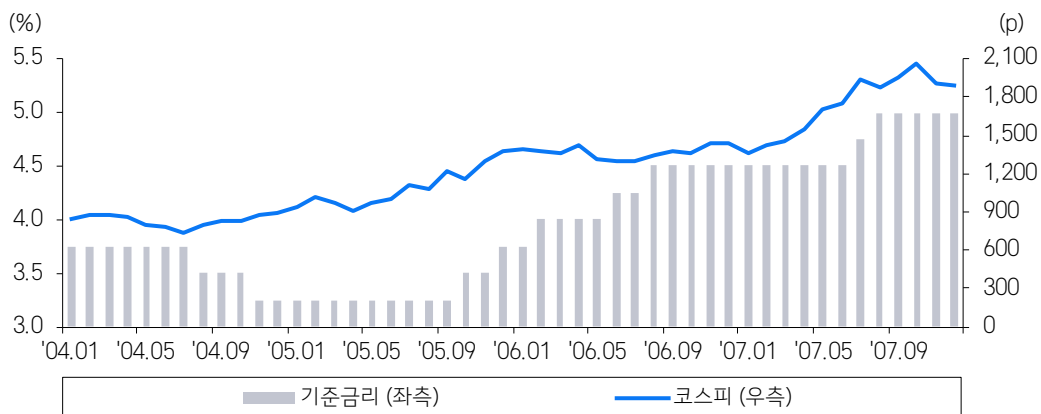
위험 요인인 고금리 이슈는?

최근 코스피 상승에 대한 위험 요인으로 주로 이야기되는 것은, 금리 상승과 이란 사태다. 이란 사태의 경우 불확실성이 있지만, 각 산업별로 수혜와 피해가 혼재되는 경향도 있고, 무엇보다 직접적인 파급 경로인 유가에 있어서 급등 우려가 이전보다 줄어든 점이 긍정적이다. 따라서, 이란 사태의 악재로서의 민감도는 이전보다 낮아졌다고 할 수 있다.

한편, 고금리 이슈는 비교적 새로 대두되는 이슈라 할 수 있다. 그러면 최근 일각의 우려처럼, 금리 상승 기에는 항상 주식시장이 부진한 패턴을 보였을까? 실제로 확인하면, 구조적 변화와 실적 상승이 컸던 시기에는 고금리 환경에서도 주식 시장이 급등한 사례가 종종 존재했다.

대표적으로, 중국 슈퍼사이클 시기인 2004년 중반 ~ 2007년 기간을 들 수 있다. 이때 당시 한국 기준금리가 3.25%에서 5%까지 오르는 동안, 코스피는 700 포인트 수준에서 2007년 말 2,000 포인트 부근까지 장기 상승하는 모습을 보였다.

중국 슈퍼사이클 시기: 2004년 중반~ 2007년

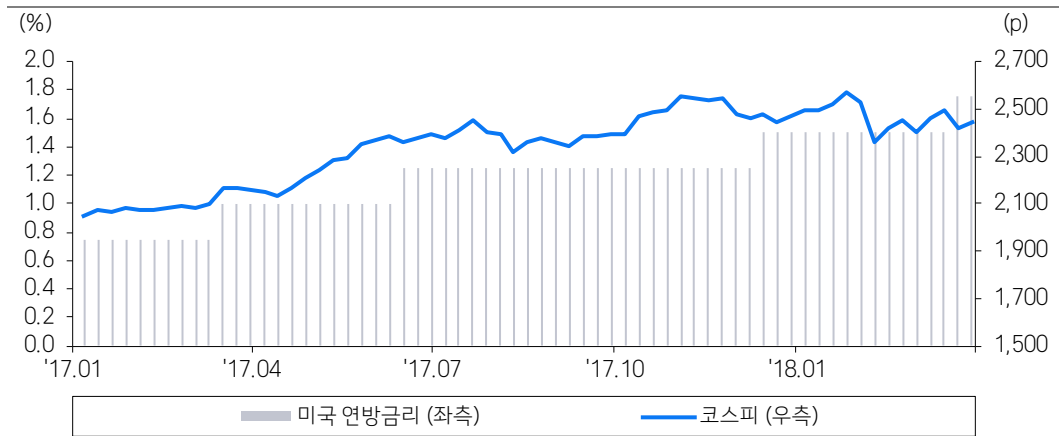


자료: Quantwise

당시는 중국이 시장 개방으로 폭발적으로 상승하고, 한국도 중국 붐을 활용하면서 기업이익이 급등하던 대표적인 시기다. 이 시기에 기준금리와 시장 금리가 전반적으로 높은 수준을 유지했으나, 한국 증시는 수출 및 이익 급등을 통해서, 장기 상승세를 나타낼 수 있었다. 이 시기를 고금리와 주가 동반의 대표 사례라 할 수 있다.

다음으로, 2017년의 사례도 금리 상승 환경하에서 시장 상승세가 나타난 구간이라 할 수 있다.

### 2017년 강세 사이클: 미 연준의 금리 인상 사이클 전환에도 지수 상승세



자료: Quantwise

2017년은 미국 연준이 연방금리를 0.5%의 바닥에서 단계적으로 계속 올리던 시기에 해당한다. 그러나, 코스피는 반도체 업황의 상승 사이클이 나타나면서 지수 상승을 지속해, 코스피 지수가 처음으로 2,500 포인트를 넘는 상승세를 이어간 바 있다. 이때 당시의 주식 스타일 흐름을 보면, 이익모멘텀 스타일이 밸류 등의 나머지 스타일보다 상당한 강세를 보인 점 또한 주목할 만하다.

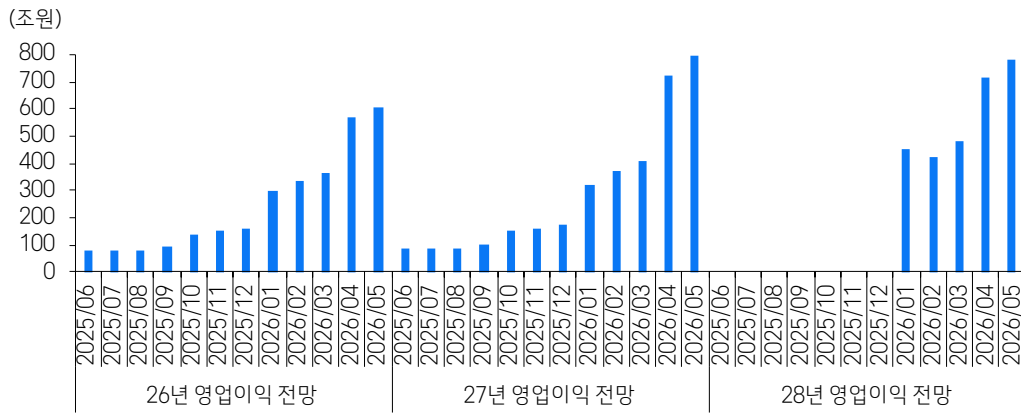
두 시기의 공통점을 찾아보면, 고금리 혹은 금리 상승에도 불구하고, 기업이익 증가가 금리 부담을 압도 하면서 증시 상승이 나타났던 시기라고 할 수 있다. 지금도 비슷한 상황으로 볼 수 있다. 즉, 멀티플 확장이 아닌 견고한 실적 기반의 지수 상승기에는, 금리 상승의 영향이 제한적일 수 있다.

### 반도체 산업 실적 전망의 현재 상황은?

최근 변화의 근본적인 원인은, AI 혁명이라는 큰 변화에 의해 반도체 슈퍼 사이클이 나타나고 이로 인한 이익 급증으로 코스피 급등 또한 나타난 것이다. 실적 증가의 핵심인 반도체 기업 실적 전망의 최근 상황은 어떻게 되고 있을까?

“삼성전자와 SK하이닉스”의 26년 연간 영업이익 합산치에 대해서, 작년 6월 말 시점의 전망치 수치는 78조 원이었다. 올 4월에 확인한 26년 “1분기”의 합산 영업이익 결과는 95조 원으로 나와, 25년에 봤던 “연간” 영업이익 전망치 자체를 뛰어넘었다. 지금 시점에서 26년 영업이익 전망 합산치는 607조 원으로, 지난 1년간 약 8배 증가했다. 현재 27년 영업이익 전망치는 795조 원, 28년 영업이익 전망치는 782조 원으로 나와, 실적의 고원 상태를 유지할 것으로 예상된다. 최근 5월에 들어서의 컨센서스의 변화도, 26년 OP의 7% 상승, 27년 OP 9%, 28년 OP 10% 상승 등 상향 추세를 계속하고 있다.

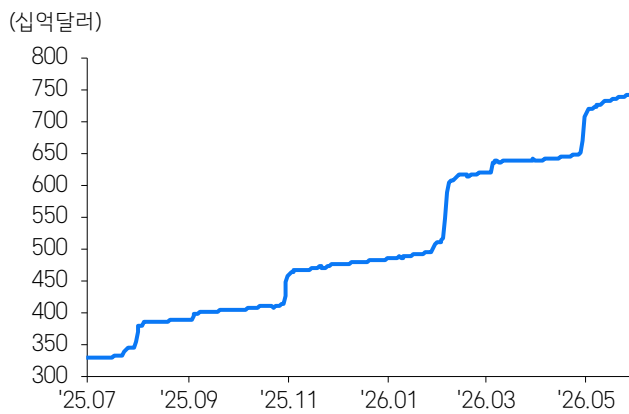
삼성전자, SK하이닉스 합산 영업이익 전망 추이



자료: Quantwise

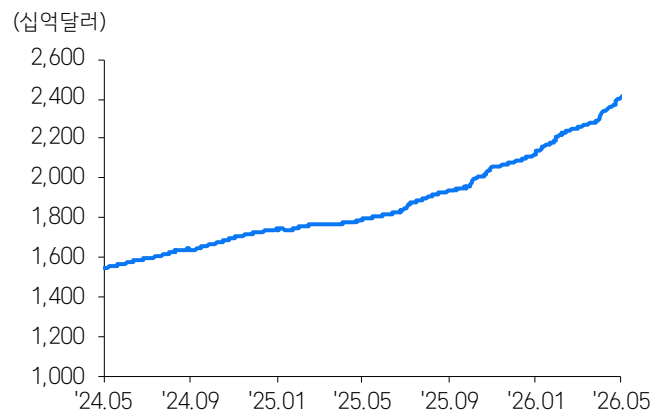
그러면, 반도체 기업에 막대한 돈을 벌어주는 고객인 빅테크의 최근 상황은 어떤가? 반도체 수요 관련 5대 빅테크(NVDA + GOOGL + MSFT + AMZN + META)의 연간 CAPEX 투자 전망은 1년 전 350십억 달러에서, 현재 740십억 달러까지 증가한 상황이다. 실적 시즌에 맞춰서 이 수치는 계속 레벨업하는 상황이며, 최근에도 이런 투자 전망 상향 추세는 계속 유지되고 있다. 이런 대규모 투자를 유지할 수 있게 해주는 빅테크의 매출 전망 또한 양호한 상황 추세를 유지하고 있음이 확인된다. 그리고, 5개 빅테크의 평균 ROE는 아직도 40%를 넘는 상황임을 상기할 필요가 있다. 실탄이 아직 넉넉한 이런 상황은, AI 헤게모니 쟁취를 위한 CAPEX 경쟁을 계속 유지하게 만드는 환경이라 할 수 있다.

빅 테크의 12개월 fwd CAPEX 전망 추이



참고: NVDA + GOOGL + MSFT + AMZN + META 기준  
자료: Bloomberg

빅 테크의 12개월 fwd 매출액 전망은 양호 + 높은 마진 유지



참고: NVDA + GOOGL + MSFT + AMZN + META 기준  
자료: Bloomberg

SK하이닉스의 Supply Chain - 주요 고객사 분석 (블룸버그 분석)

Customer 주요 기업	매출액 내 비중 (%)
NVIDIA Corp	27.0
Microsoft Corp	8.9
Apple Inc	8.3
Alphabet Inc	7.3
Amazon.com Inc	6.9
Meta Platforms Inc	6.5

자료: Bloomberg Supply Chain 분석

[ AI 수요 급증의 단서 ]

Business Insider 5/20 기사

“Google’s latest AI flex came with Silicon Valley’s new favorite word”

내용 발췌: 구글의 연례 개발자 콘퍼런스 '구글 I/O'에서 순다르 피차이 CEO가 구글의 AI 제품 월간 사용량이 “작년 대비 7배 증가한 3,200조(3.2 Quadrillion) 토큰에” 달했다고 발표함. 이는 AI 활용이 실험 단계를 넘어서 대규모 산업 적용 단계로 진입하고 있음을 보여줌.

자료: <https://www.businessinsider.com/googles-ceo-jokes-about-tokenmaxxing-use-of-its-ai-surges-2026-5>

CEIBS 4/16일자 칼럼

“How China overtook the US in AI token usage—and why it matters”

내용 발췌: 3월의 중국발전포럼에서, 중국 국가데이터국(NDA)은 중국의 일일 AI 토큰 소비량이 140조 개를 돌파했다고 발표함. 이는 2024년 초 대비 1,000배 이상 증가한 수치에 해당함.

자료: <https://www.ceibs.edu/new-papers-columns/28826>

정리

최근의 가파른 지수 상승은, 가파른 기업이익 증가에 대부분 기인한다. 밸류에이션 부담이 없는 상황에서, 실적의 증가 추세에 맞춰 지수의 추가 상승이 가능하다고 볼 수 있다. 시장 변화의 본질이 실적 변화에 있으므로, 이에 따라 시장 내 유망 종목을 찾을 때도, 실적 변수의 변화를 가장 중요한 핵심 판단 지표로 삼을 필요가 있겠다.

## Compliance notice

- 보고서는 철저히 계량적 분석에 근거한 의견을 제시합니다. 따라서 당사의 대표 투자의견과 다를 수 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA