

리서치센터 투자전략팀 | 2026년 7월 1일

# 7월 월간 전망

: 10,000pt 진입을 위한 관문

-1.2%

1.5%

2.5%

투자전략/시황 한지영  
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원  
cjlw5056@kiwoom.com

키움증권 



### I. 전략: 10,000pt 진입을 위한 관문

- 6월 말 폭락 이후 국내 증시는 회복 궤도에 진입했으며, 7월에는 전고점을 경신해가는 상승 궤도로 복귀할 전망.
- 소수 쏠림 현상에 따른 반대급부 현상은 출현할 소지가 있음. VKOSPI의 레벨 다운도 쉽지 않은 환경이기에, 6월에도 매수/매도 사이드카가 수 차례 출현하는 변동성 장세에 노출될 것으로 예상
- 그러나 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체 포함 주력 업종들의 2분기 실적시즌을 통해 코스피 이익 컨센서스 상향이 이루어질 수 있다는 점을 감안 시, 이익 레벨업을 통한 주가 레벨업을 시현해 나갈 것으로 판단.
- 반도체 독주에 타당성을 부여했던 매크로 불확실성의 경우, 휴전으로 인한 유가 레벨 다운, 인플레이션 피크아웃 가능성에 따른 금리 상방 압력 제한 등으로 호전될 전망. 이는 순환매 확산 가능성을 높여줄 것으로 예상
- 7월 코스피 예상 레인지: 7,800~9,800pt. 추천 업종: 반도체+MLCC(코어), 증권, 유통, 방산, 바이오/트레이딩 업종: 화학, 철강 등 시클릭얼 업종

### II. 퀀트: 수급 변동성 완화와 이익모멘텀 설명력 지속

- 지난 6월 국내 증시는 상반기의 가파른 상승 속도를 소화하기 위한 차익매물 출회 압력이 높은 모습 연출. 글로벌 자금 측면에서도 장기 보유 성격이 강한 국가들을 중심으로 매물 출회 집중. 그 영향으로 6월 한달 동안의 주가는 보합세를 보인 가운데, 반기를 지나며 리밸런싱 압력이 일정 부분 안정됐을 것으로 기대. 하반기부터는 국민연금을 중심으로 한 리밸런싱 우려가 존재하지만, 허용범위 등을 고려하면 현 수준 기준 실질적인 매물 출회 규모는 15조원 내외에 그칠 것으로 전망
- 업종 측면에서는 여전히 반도체를 중심으로 한 국내외 실적 모멘텀 유효. 특히나 해외 투자자들의 국내 기업 투자 진입 장벽이 완화되는 점은 주도 업종의 추가적인 모멘텀에 대한 기대를 만드는 배경. 그 외에도 소매/유통 업종을 비롯해 금융(증권, 은행), IT H/W 등의 이익모멘텀에 기반한 양호한 흐름 기대



I. 전략: 10,000pt 진입을 위한 관문

II. 퀀트: 수급 변동성 완화와 이익모멘텀 설명력 지속

#### Compliance Notice

- 당사는 6월 30일 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: 10,000pt 진입을 위한 관문

7월 코스피 예상 레인지 : 7,800~9,800pt



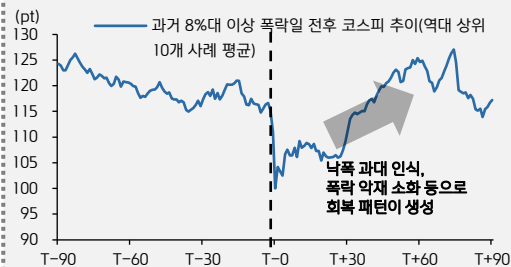
## [7월 증시 대응 전략]

- 7월 코스피 밴드 7,800~9,800pt 제시
- 반도체 수출 현상 부담은 상존하겠으나, 2분기 실적시즌을 통해 코스피 이익 컨센서스 상향, 낮은 밸류에이션 부담이라는 상방 재료는 7월에도 유효.
- 다만, 7월 신고가 경신 환경 속에서도 높은 변동성이 상화될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요.

## [추천 업종]

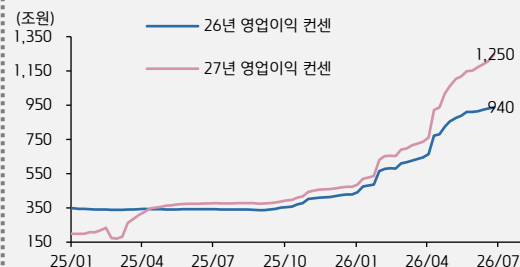
- 반도체, MLCC: 가격 상승 모멘텀, 실적 시즌 기대
- 증권: 5~6월 소외현상 심화, 이익 모멘텀 양호
- 유통: 고환율 수혜, 부의 효과 모멘텀 지속
- 바이오: 이익 대비 주가 소외 현상 심화, 수급 빈집
- 철강, 화학: 외국인 순매수 집중, 낮은 주가 부담

## 관전 포인트 1. 폭락 이후 회복 궤도 진입



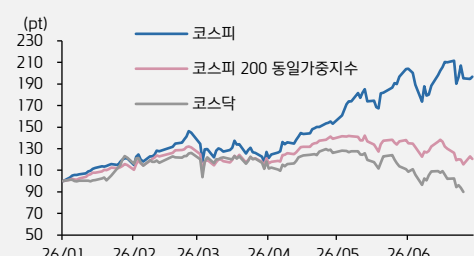
\* 6월 중 역대급 폭락을 맞으나, 과거의 패턴대로 낙폭 과대 인식, 낮은 밸류에이션 부담 등으로 이전 주가 추세 회복해나갈 가능성

## 관전 포인트 2. 2분기 실적시즌



\* 2분기 실적시즌을 통해 코스피 26년 영업이익 컨센서스 1,000조원대 도달 가능성  
\* 이익 레벨업은 주가 레벨업으로 연결됨에 따라, 7월 중 전고점(9,300pt) 돌파 예상

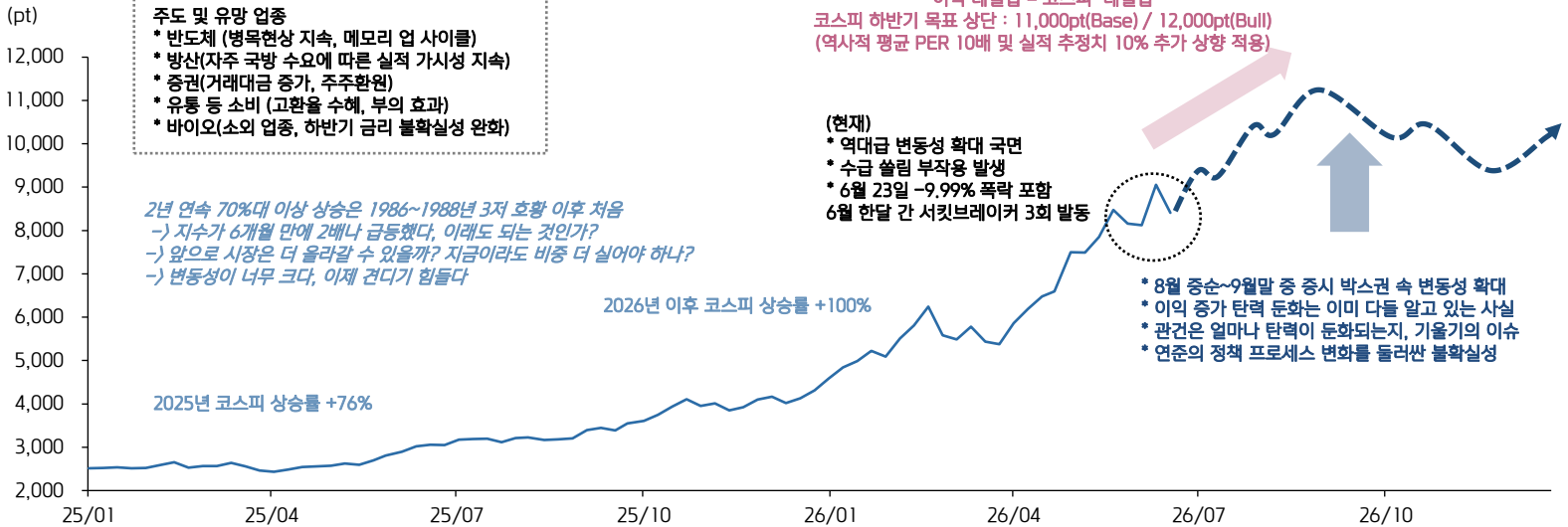
## 관전 포인트 3. 수출 현상



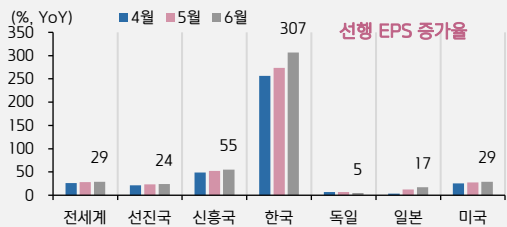
\* 반도체 수출현상은 쉽게 소멸되지는 않은 전망  
\* 그러나 이전보다 매크로, 지정학 등 대외 환경 호전되고, 정부 정책 기대감도 상존하기에 6월보다 순환매 가능성 높게 가져갈 필요

2025년 코스피 경로

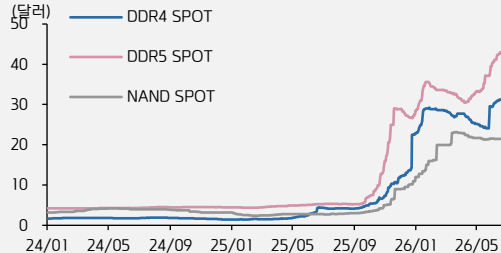
2026년 코스피 경로



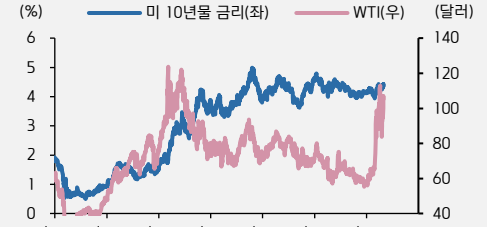
하반기 check Point 1. 이익 모멘텀



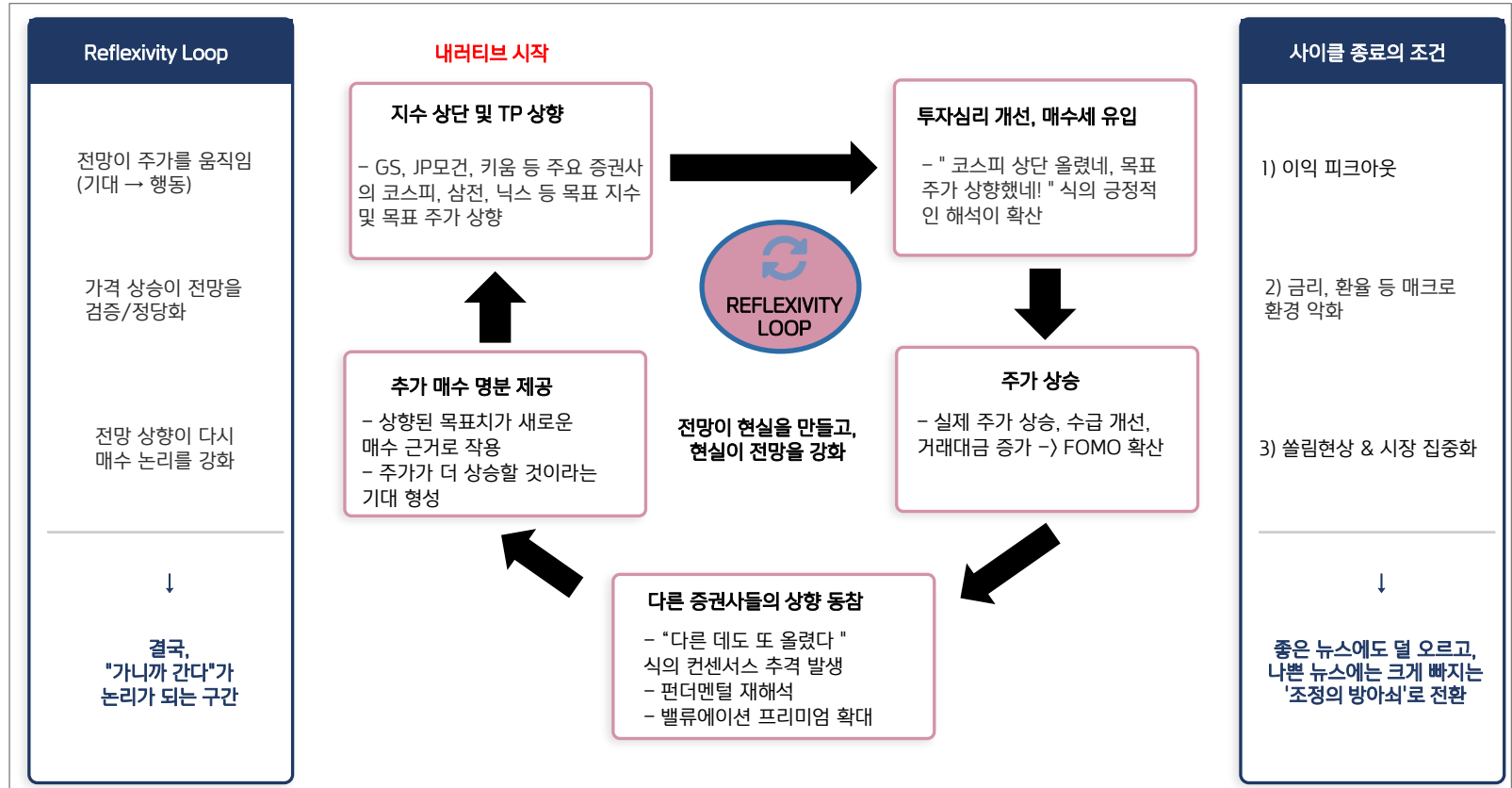
하반기 check Point 2. 메모리 사이클



하반기 check Point 3. 금리와 매크로



## 주식시장의 순환 논리 사이클



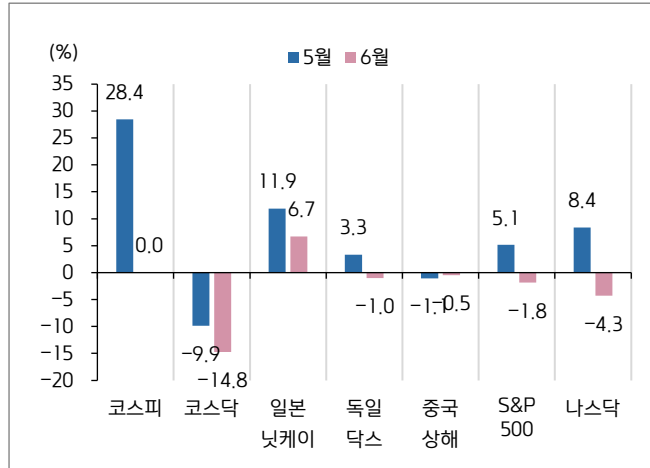
자료: 키움증권 리서치센터

# 01.

## 월간으로 보면 숨 고르기였지만, 일간 단위 변동성은 역대급이었던 6월

- ▶ 6월 한국, 미국 등 주요국 증시는 지난 5월 랠리 이후 속도조절에 나서면서 숨고르기 국면에 돌입했던 상황
- ▶ 그러나 일간 단위 변동성은 그 어느때보다 격했던 시기. 코스피만 하더라도 6월 서킷브레이커 3회, 사이드카 9회가 발동되는 등 월간으로는 0%대 보합을 기록했지만, 일간 수익률 편차가 -10% ~ +8%까지 확대가 되면서 빈번하게 투자자들의 혼란을 가중시켰던 모습
- ▶ 특히 5월 이후 코스피가 8,000pt을 돌파한 시점부터 코스피는 EPS가 아닌 P/E 멀티플 리레이팅으로 주가 상승이 이루어졌으며, 이 같은 멀티플 상승이 외부 변수 및 수급 변화에 민감하게 반응하는 증임

5~6월 주요국 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 차트



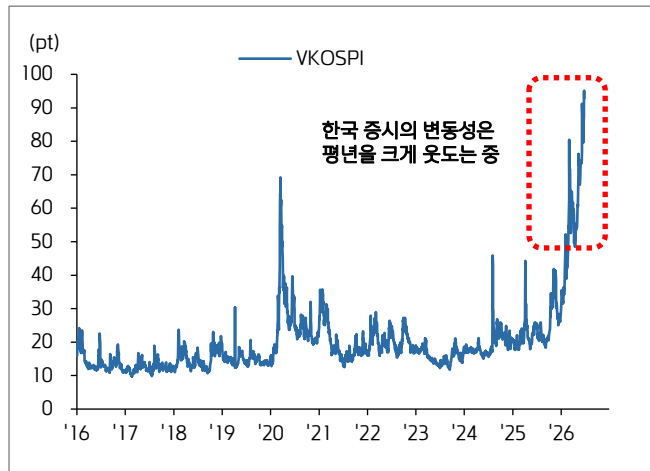
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

## 02.

# 이제는 일간 -5%, +5%가 강보합, 약보합 수준, 변동성이 너무 크다

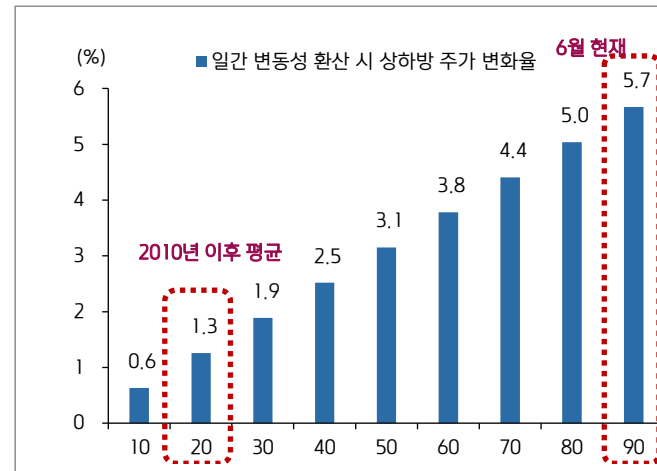
- ▶ 최근 코스피 변동성 지수인 VKOSPI는 90pt대로 급등하며 2009년 집계 이래로 가장 높은 수준을 기록.
- ▶ 통상 증시가 폭락, 패닉 장세를 연출 할 때 VKOSPI가 급등하는 게 일반적이었지만, 전일 포함 올해 대부분 기간에 걸쳐 VKOSPI 상승이 일상화되는 이상 현상이 지속되고 있는 실정.
- ▶ 최근과 같은 반도체 등 소수업종 쏠림현상이 이어지는 한 증시 전반에 걸친 고변동성 압력에 빈번하게 노출되는 것이 불가피함을 예고하는 대목(VKOSPI 90pt를 일간 주가 변화율로 환산 시 +/- 5.7%)

한국 증시의 변동성 지수(VKOSPI)



자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

VKOSPI의 레벨 별로 환산한 이론상 일간 예상 주가 등락률



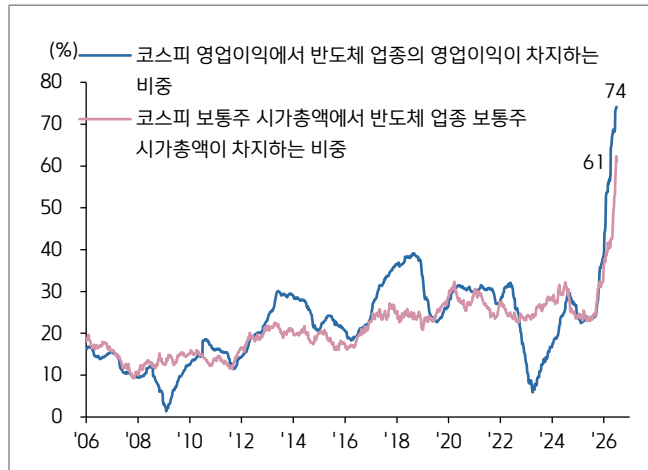
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 03.

## 왜 이렇게 변동성이 커진 것일까? 모두가 주도주로 몰려든 덕분

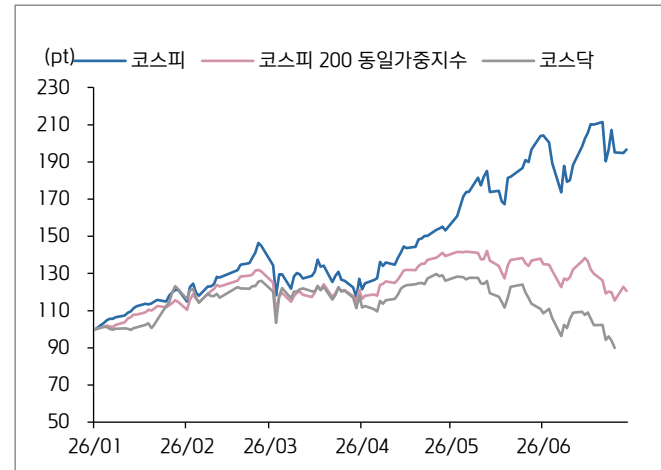
- ▶ 90년 이후 일간 평균 고가와 저가의 변동폭이 4.0%를 상회했던 시기는 97년 11월~98년 2월 외환위기(일평균 변동폭 5.7%), 00년 6월~11월 닷컴버블 붕괴(4.6%), 08년 10~12월 금융위기(7.4%), 20년 3~4월 코로나 팬데믹(4.9%) 등 소수의 사례에 불과. 이번에는 강세장 속에서 발생한 “상승 변동성”이라는 점이 이례적
- ▶ 증가 기준으로 코스피의 주가 변화를 보면 상승 혹은 완만한 조정을 보인 날이 많았지만, 장중에는 매수세와 매도세가 극단적으로 대립하면서 고 변동성을 연출하고 있는 게 현재의 시장 색깔.
- ▶ 이번 강세장 속에서 변동성이 증폭한 것은 단일 요인에서 기인한 것이 아님. 1) 삼성전자, SK하이닉스의 증시 영향력 증대(코스피 내 시가총액 비중 50% 상회), 2) 그로 인한 여타 업종들의 장기 소외 현상, 3) 5월 27일 단일종목 레버리지 출시 이후 파생시장에서 유발하는 수급 왜곡 현상 등에서 기인

코스피 내 반도체의 기여도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

연초 이후 코스피 vs 코스피200 동일가중 vs 코스닥



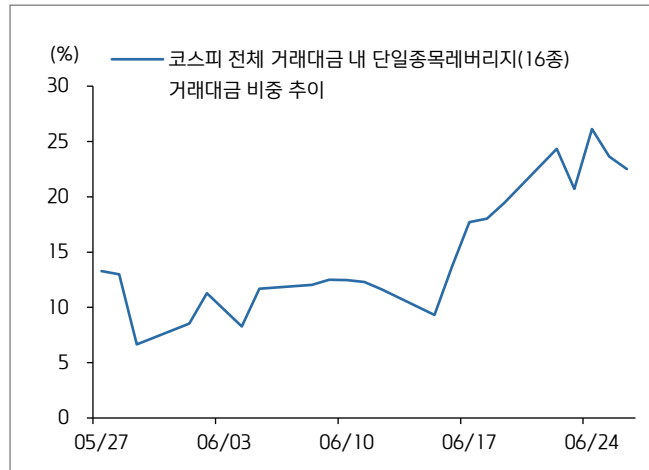
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

## 전자, 닉스 쏠림현상(+단일 종목 레버리지)의 명과 암

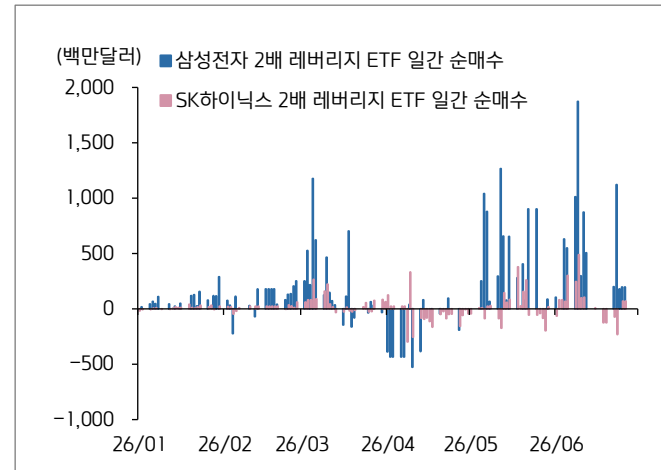
- ▶ 5월 27일 단일종목 레버리지 출시 이후 이들 거래대금 비중은 현재 20%대까지 상승. 이들 거래대금 비중 급등이 6월19일~26일 폭락 및 V자 반등 구간에 집중되면서 솟감마 현상을 가속화시켰던 것으로 판단.
- ▶ 주도주인 반도체 쏠림 현상은 지속될 것이기에 당분간 고변동성은 불가피할 전망. “반도체 중심의 코스피 이익 모멘텀 및 낮은 밸류에이션 부담”은 현재 진행형이며 이는 현재 강세장의 토대이기 때문

국내 상장 단일종목 레버리지 거래대금 비중 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

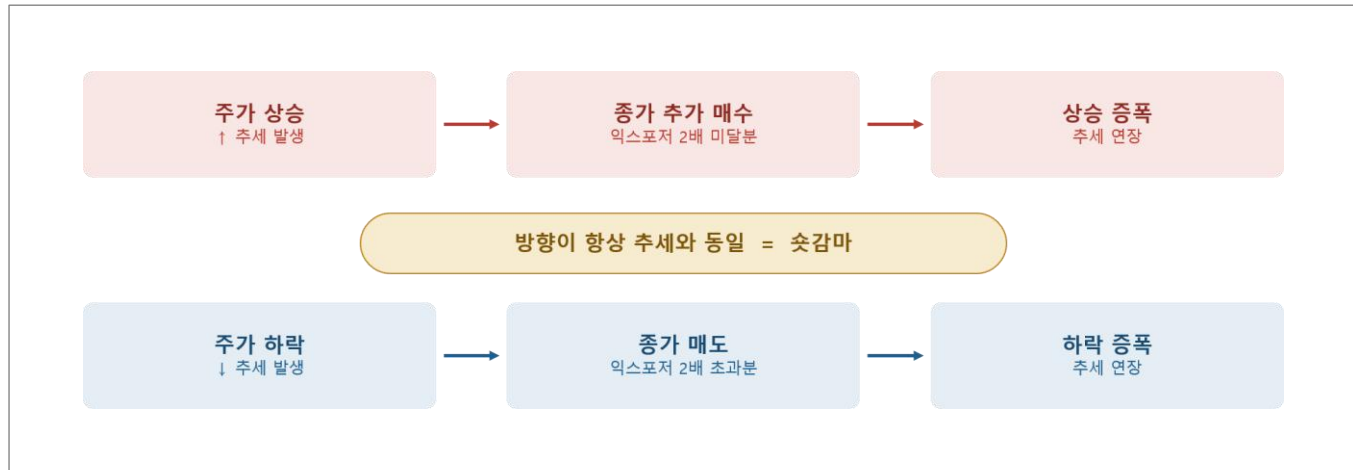
홍콩 상장(CSOP) 삼성전자, SK하이닉스 2배 ETF 수급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 기관이나 개인 투자자들이 시장의 방향성 베팅(콜옵션 매수)이나 포트폴리오 하방 헷지(풋옵션 매수)를 위해 옵션을 대량으로 사들일 때, 마켓 메이커는 유동성 공급을 위해 그 반대편에서 옵션을 매도(Short)해야함
- ▶ 코스피200 레버리지는 리밸런싱을 200종목에 분산시켜 종목당 충격이 크지 않지만, 단일종목 레버리지는 모든 리밸런싱이 그 삼성전자, SK하이닉스에 집중된다는 것이 문제
  - 리밸런싱 규모 = 총자산(AUM) × 기초자산 일간 수익률 × 레버리지 비율
- ▶ 리밸런싱이 두 종목에 몰려 그 종목 변동성을 키우고, 그 종목이 지수 비중이 커서 지수 변동성으로 그대로 넘어오게 되기 때문(변동성 ↑ → 단타 수요가 레버리지 ETF로 유입 → AUM ↑ → 숏감마 ↑ → 변동성 ↑)

## 숏감마 구조



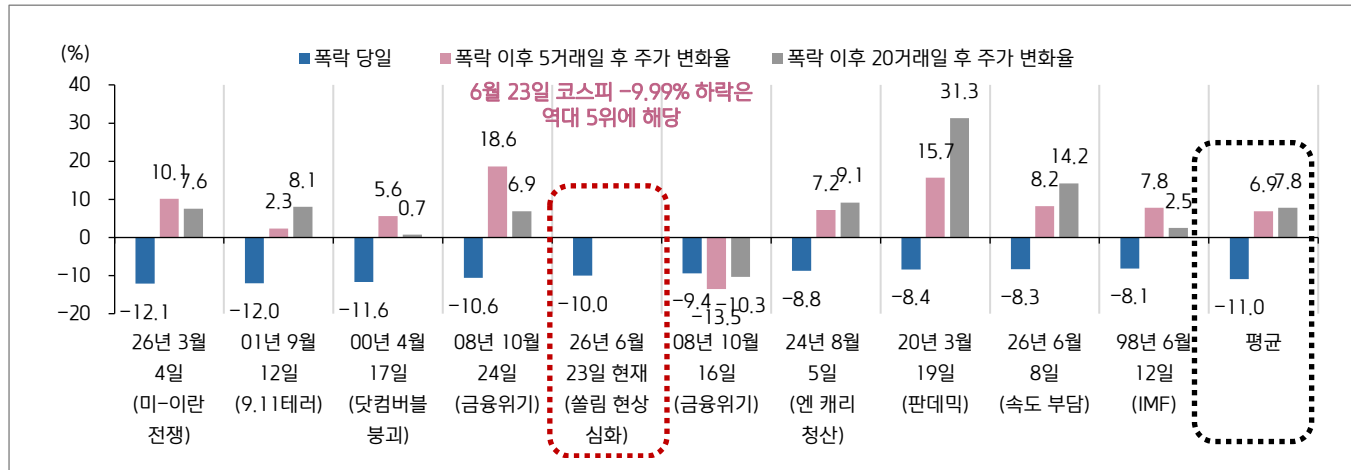
자료: 키움증권 리서치센터

# 06.

## 6월 23일 코스피 -9.99% 폭락도 이 같은 쓸림현상 부작용

- ▶ 6월 8일 이후 월간 2번째 서킷 브레이커가 발동되면서 9.99%대 폭락. 이는 96년 이후 코스피 역대 5위 폭락에 해당되지만, 그 폭락의 성격은 이전과는 달랐다는 게 특징적인 부분.
- ▶ 역대 1위(-12.1%)는 올해 미-이란 전쟁, 2위(-12.0%)는 01년 9.11테러, 역대 3위(-11.6%)는 00년 닷컴버블 붕괴, 역대 4위(-10.6%)는 08년 금융위기 등 외부 대형 충격이 폭락을 초래했음. 반면, 이번 폭락은 6월 FOMC 여진, 국내 정치권의 과세 불확실성 등이 지목되기도 했지만, 삼성전자, SK하이닉스 쓸림현상이 본질적인 원인
- ▶ 5~6월 내내 반도체 등 소수 업종 쓸림 현상이 과도한 측면이 있었기에, 시장 참여자들 대부분이 쓸림 현상 해소 성격의 주가 되돌림 가능성을 염두에 두고 있기는 했음.
- ▶ 그렇지만 일간 9%대 폭락은 반도체 등 주도주 보유자들에게는 비중 확대 기초를 유지하는 것에 대한 피로감과 불안감, 반도체 비중이 낮은 투자자들에게는 연쇄적인 소외 현상 및 추가 폭락으로 인한 상실감을 초래하게 만들고 있는 실정.

1996년 이후 코스피의 역대 일간 하락률 상위 10개



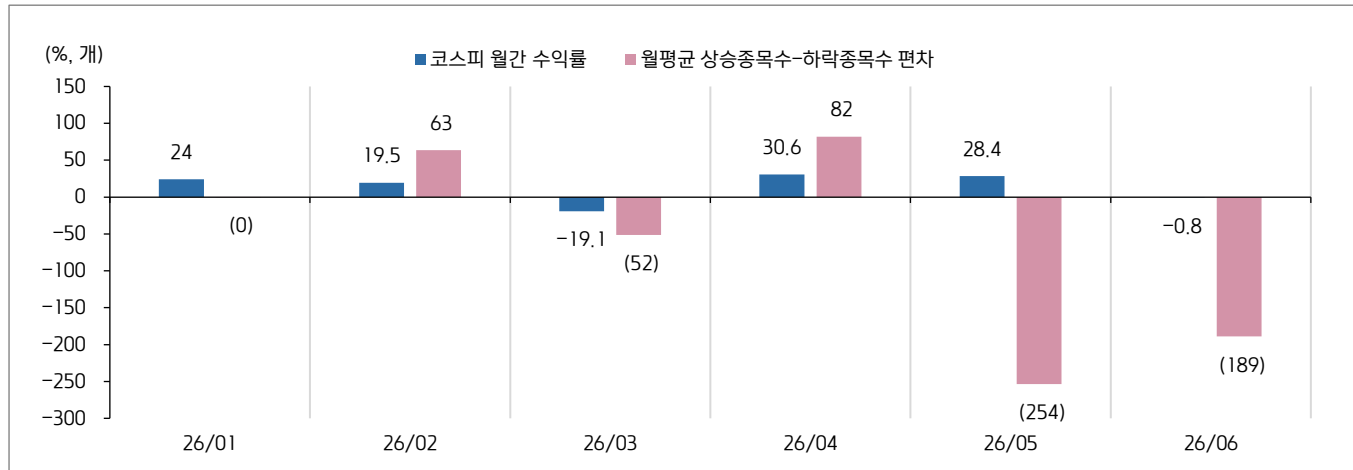
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 07.

## 하락할 때도, 상승할 때도 소수만 살아남게 되는 이례적인 현상

- ▶ 6월 이후 코스피에서는 서킷브레이커 3회(6월 8일, 6월 23일, 6월 26일)가 발동됐으며, 일주일만에 2회 발동된 적은 역사상 처음 있는 일
- ▶ 그 과정에서 증시는 중간중간 반등이 나오고 있지만, 반등 과정에서도 상승 종목수보다 하락 종목수가 더 많은 날들이 잦았다는 점이 시장 난이도를 높이고 있는 실정
- ▶ 5월 코스피가 28.5% 폭등했을 당시, 월 평균 상승 종목 수와 하락 종목 수의 편차는 -254개로 소수 종목만 랠리를 누렸던 상태. 6월 중순까지 코스피가 9,000pt 돌파할 때까지만 해도, 상승 종목 수와 하락 종목 수의 편차는 -100개 미만으로 줄어들었지만, 현재는 재차 -200개 수준에 근접해가고 있는 상황

연초 이후 코스피 월별 상승률과 “상승종목수-하락종목수”의 편차 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

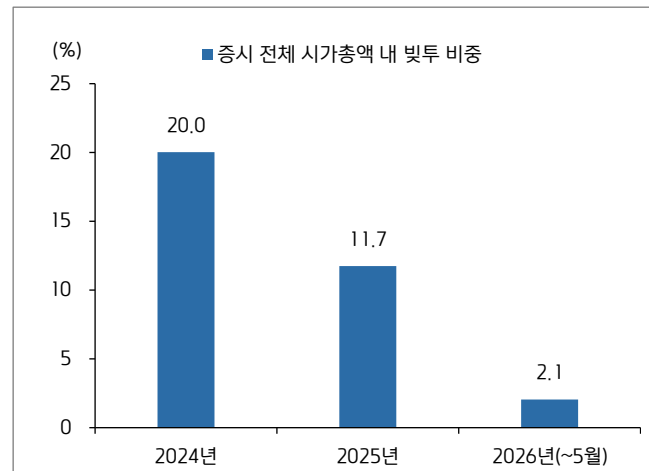
- ▶ 결국 삼성전자, SK하이닉스 등 현재 주도주들의 주가가 추세 하락 전환하거나 장기 횡보 하지 않는 이상 이 같은 쏠림 현상과 그에 따른 변동성은 불가피할 전망이다
- ▶ 일간 단위로 5%대 이상씩 급등락을 빈번하게 겪는 시장 환경에 대응하기 어렵지만, 이익과 밸류에이션상으로는 지수 상방 자체가 추가로 열려있다는 점에 무게중심을 두고 가는 것이 대안
- ▶ 다른 한편으로는 빛투의 증가가 증시의 붕괴 뇌관이 될 것이라는 우려도 존재. 실제로, 28일 금감원에서 발표한 신용용자, 주담대, 신용대출 등 개인 투자자들의 빛투 금액은 25년 말 396.2조원 대비 약 20조원 넘게 증가하는 등 절대적인 빛투 금액이 늘어나고 있는 것은 사실
- ▶ 하지만 증시 전체 시가총액 대비 빛투 금액 비중은 25년말 11.7%에서 26년 6월 현재 6.3%대로 낮아지는 등 체급 관점에서는 작년보다 빛투 리스크의 영향력이 크지 않음을 시사

### 국내 개인투자자들의 빛투 현황

	2024년	2025년	2026년(~5월)
신용용자	15.8	27.3	38.0
주담대	19.5	24.1	26.3
스탁론	1.2	1.5	1.8
신용대출	229.3	225.7	226.1
약관대출	71.6	70.8	71.8
카드론	39.3	39.1	39.9
레버리지 ETF	0.5	0.7	3.5
선물옵션	4.5	7	12.1
<b>합계</b>	<b>381.7</b>	<b>396.2</b>	<b>419.5</b>

자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

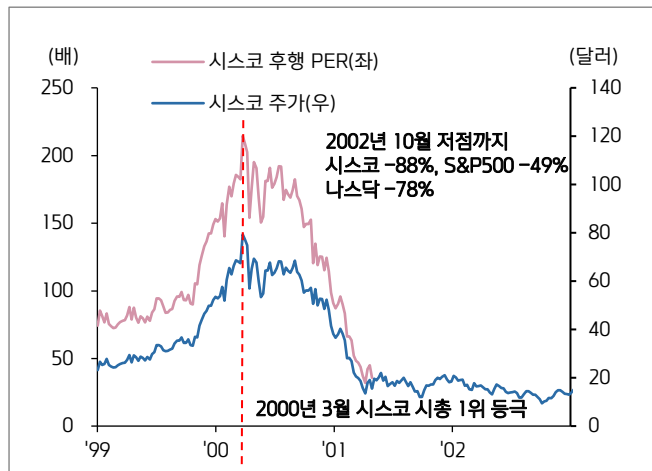
### 국내 증시 시가총액 대비 빛투 비중



자료: FnGuide, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

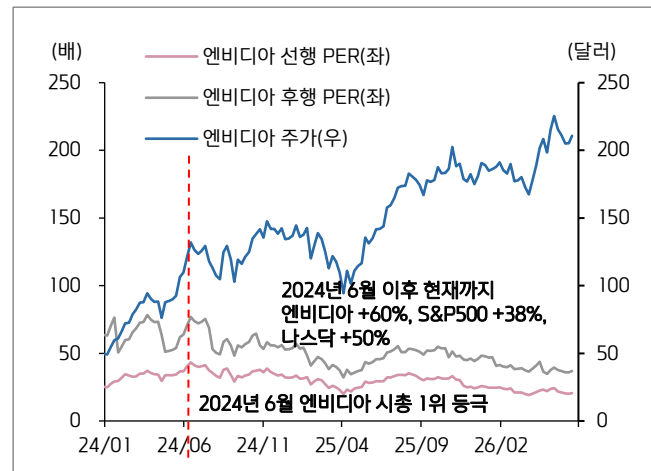
- ▶ 6월 22일 삼성전자와 SK하이닉스의 보통주 시가총액이 역전되는 이벤트가 발생하기도 했음. 보통주 기준으로 코스피 시가총액 1위가 바뀐 것은 약 25년 만에 처음 있는 일. 일각에서는 증시 고점이 임박했을지도 모른다는 우려가 들 수 있음. 닷컴 버블 당시 시스코의 시가총액 1위 등극 사례가 버블 붕괴의 신호였기 때문.
- ▶ 2000년 3월 중 시스코는 처음으로 MS를 제치고 시가총액 1위를 차지했지만 당시 시스코의 후행 PER은 200배를 넘는 등 밸류에이션 과열이 심했던 상태. 결국 이들 주가는 2002년 10월 닷컴버블 붕괴가 종료됐을 때까지 고점대비 약 88% 폭락했으며, 같은 기간 S&P500과 나스닥도 각각 49%, 78% 폭락을 경험했음.
- ▶ 하지만 닷컴 버블 당시 시스코의 사례와는 반대의 사례도 존재했다는 점에 주목해볼 필요. 대표적으로 2024년 6월 엔비디아의 시가총액 1위 등극 사례가 그에 해당. 당시 엔비디아의 후행 PER은 약 77배, 선행 PER은 약 43배로 S&P500의 후행 PER(25배)과 선행PER(21배)을 크게 웃돌면서, 버블 붕괴의 재연 가능성이 제기되기도 했음.

닷컴 버블 당시 시스코의 PER과 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

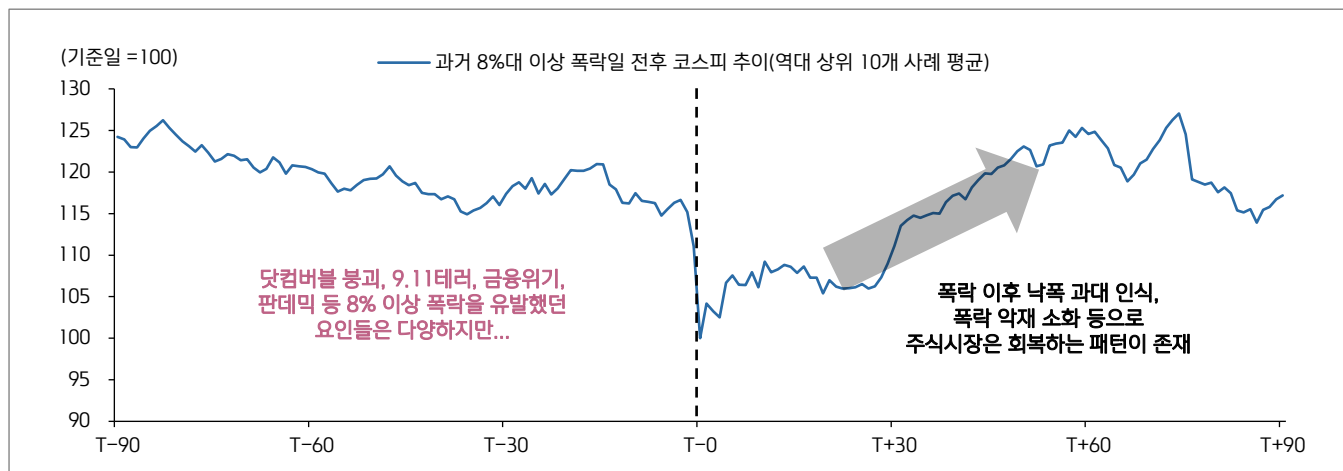
24년 이후 엔비디아의 PER과 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이처럼 대응 난이도가 높아지고 있는 것은 부담이지만, 현 시점에서 현금 비중 확대 등 보수적인 포지션을 늘리는 전략은 지양할 필요. 과거 폭락을 유발한 요인들은 상이했으나, 폭락 이후 낙폭과대 인식, 폭락 악재 소화 등으로 회복하는 패턴이 존재했기 때문.
- ▶ 실제로 역대 하락률 상위 10개 사례를 살펴보면, 폭락 이후 5거래일 뒤에는 +6.9%, 20거래일 뒤에는 +7.8%, 60거래일 뒤에는 +24.6%를 기록했다는 점이 이를 뒷받침하는 근거.
- ▶ 정리하자면, 이번 폭락은 코스피 실적과 밸류에이션이 직접적인 타격을 주는 외부 충격이 만들어 냈다고 보기 어려움.
- ▶ 반도체 쓸림현상 극심화가 현물과 파생시장(단일 종목 레버리지 파급 효과)에서 만들어낸 수급 부작용이라고 보는 것이 타당. 과거 경험상 수급 악재로 발생한 주가 조정의 기간은 길지 않았다는 점을 상기해볼 필요

과거 8%대 이상 폭락일 전후 코스피의 평균 주가 흐름



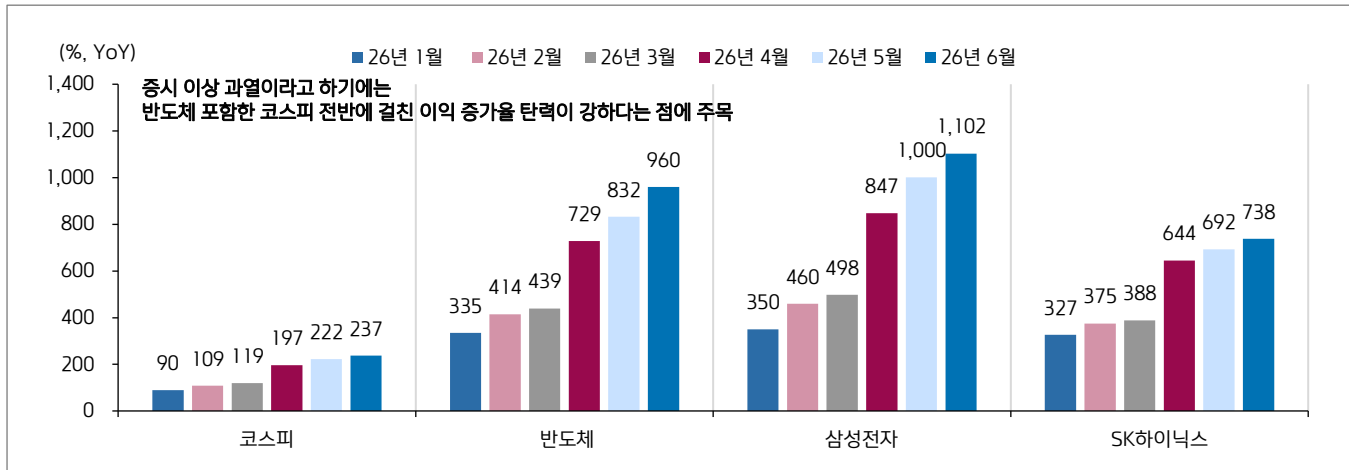
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

# 11.

## 밸류에이션 과열 vs 이익 레벨업, 어떤 것이 시가총액 1위를 만들었는지가 중요

- ▶ 엔비디아는 시가총액 1위 등극 이후에도 AI 투자 사이클 수혜의 대장주로 부각이 되면서 이익 레벨업을 시현함에 따라, 주가는 우상향 추세를 이어가는 중임(2024년 6월 이후 현재까지 엔비디아 주가는 약 +60%, S&P500은 약 +38%, 나스닥은 약 +50%).
- ▶ 2026년 현재 엔비디아의 후행 PER이 37배, 선행 PER이 23배 수준으로 밸류에이션 부담이 낮아졌다는 점도 특징적
- ▶ 이는 시가총액 1위 자리 교체 이슈에 집중하기 보다는, “밸류에이션 과열 vs 이익 레벨업” 중 어떤 요인이 주가 상승을 만든 것인지를 구분하는 것이 반도체를 포함한 향후 코스피의 증시 방향성에 더 유의미함을 시사.
- ▶ 6월 현재 코스피와 반도체 업종의 12개월 선행 영업이익 증가율(YoY)은 각각 +237%(vs 5월 222%), +960%(vs 5월 +832%)로 이익 모멘텀이 강화되고 있는 상태. 선행 PER 역시 코스피가 8.5배(vs 10년 평균 10.3배), 반도체가 6.9배(vs 10년 평균 10.5배)로 밸류에이션 부담이 크지 않다는 점도 마찬가지.

코스피와 반도체의 12개월 선행 영업이익 증가율 비교



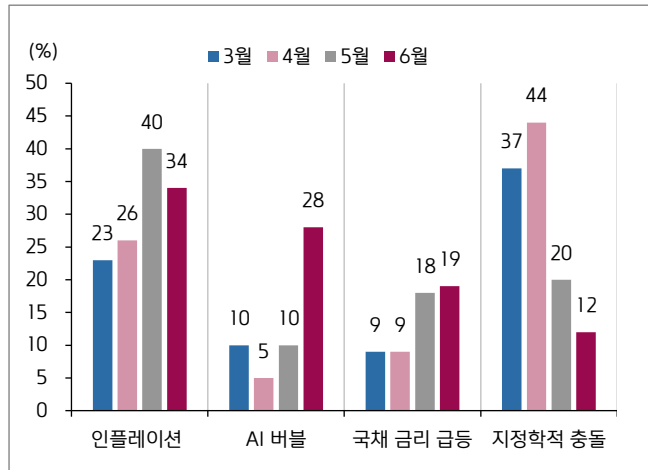
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 12.

# 글로벌 전체의 주가 레벨과 변동성을 결정하는 것은 매크로, 실적

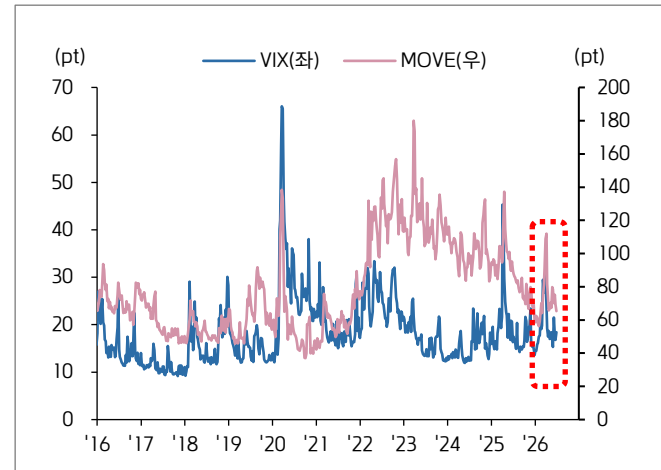
- ▶ 수급 쏠림, 시장 집중화 등 국내 고유의 변동성 확대 요인 이외에도, 글로벌 전반에 걸친 변동성을 확대시킬 수 있는 것은 매크로, 실적이라고 판단
- ▶ 6월 Bofa 글로벌 펀드매니저 서베이에 의하면(6월 17일), 대부분 펀드매니저들도 인플레이션, 국채 금리 급등, AI 버블 등을 지목하고 있으며, 이미 알려진 불확실성과 리스크의 범주에서 벗어나지 않는 재료라는 점이 안도 요인
- ▶ 또 주식시장은 현상이 아닌 전망과 예측을 기반으로 움직이는 시장이며, 현재 많은 이들이 상기 불확실성에 면역과 학습효과를 체득하고 있다는 점에 주목할 필요. 다만 그 과정에서 변동성 촉발 현상이 빈번하게 나타날 수 있다는 점은 유의해야 할 것으로 판단

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 시장의 위험요인 순위 변화



자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.06.18), 키움증권 리서치센터

미국 주식시장과 채권시장 변동성 지수



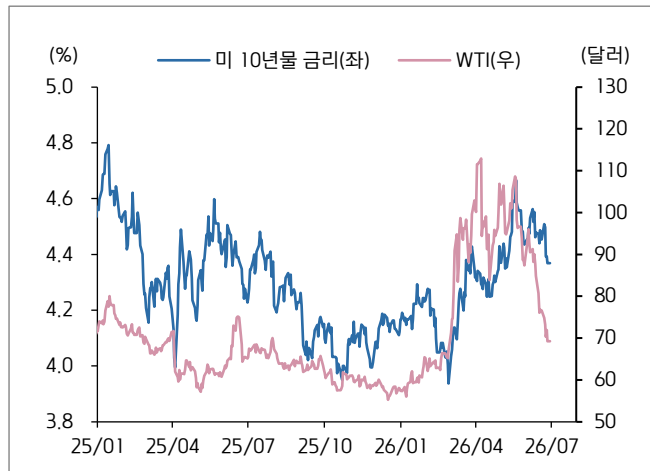
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 13.

## 미-이란 전쟁, 휴전 협상 중 빈번한 마찰을 보이고 있음에도, 이제는 상수

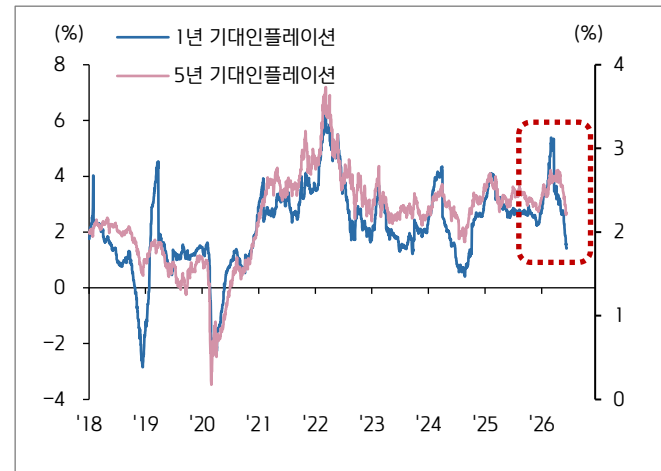
- ▶ 지난 3월 이후 주식시장 불안을 빈번하게 초래했던 미국과 이란의 전쟁은 이날 양국 휴전안 MOU 전자서명으로 수습 국면에 돌입한 모습.
- ▶ 아직 완전한 종전에 들어간 것은 아니며, 핵 우라늄 문제 등 이후 60일간 종전 협상에서 노이즈가 개입될 수 가능성이 존재. 유가와 직결된 호르무즈 해협은 60일 완전 무료 개방에 합의하기로 했지만, MOU에 해상 서비스 이용료가 포함된 점은 후속 협상 과정에서 통행료 징수를 놓고 양국간 잠재적인 마찰이 일어날 수 있음을 시사.
- ▶ 이처럼 전쟁 및 에너지 인플레이션 전망을 둘러싼 불확실성이 완전히 소멸되지는 않았지만, 이미 시장에서는 지난 3개월 넘는 시간동안 내성이 생긴 것을 상기해볼 필요.
- ▶ 이미 시장에서는 이를 반영하면서 유가를 70달러대로 레벨다운 시켰으며, 기대인플레이션도 급락하는 등 지정학 리스크는 후순위로 내려갔다고 판단

미 10년물 금리와 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 단기 및 장기 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 14.

## 전쟁보다 이제 금리 변화에 더 신경을 써야 하는 시기

- ▶ 통상 분기 실적시즌이 공백기에 있는 과정에서 금리 급등이 출현 시, 주식시장은 이에 민감하게 반응하며 주가 하방 압력을 받았던 경험이 존재
- ▶ 5~6월 중 심리적인 임계치인 4.5%를 돌파한 점이 증시 조정 압력을 만들어냈다는 점도 금리 상승을 신경 쓰지 않을 수 없는 요인

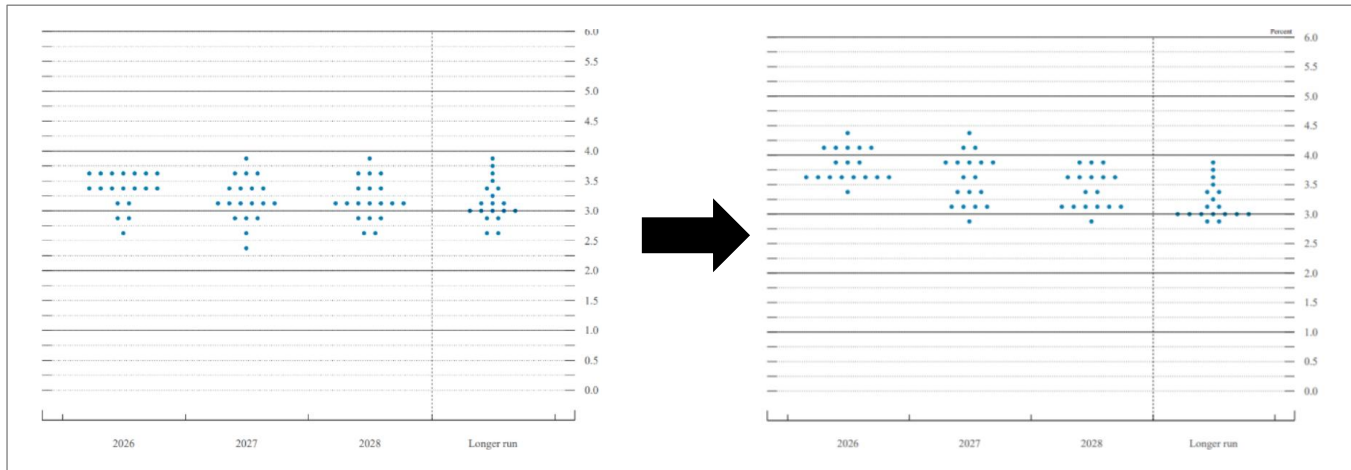
금리 발작기 당시 주식시장 반응과 외국인 순매수

시기	미국 10년물 금리 변화	S&P 500 고점 대비 최대 하락률	KOSPI 고점 대비 최대 하락률	외국인 누적 순매수
2013년 버냉키 Taper Tantrum 5/29 → 6/25 (5주)	2.12% → 2.61%	-3.7%	-11.0%	-4.4조원
2018년 미-중 무역분쟁 + 금리인상 우려 9/27 → 10/29 (5주)	3.05% → 3.23%	-9.4%	-15.3%	-3.9조원
2022년 연준 고강도 긴축 1/4 → 9/30 (9개월)	1.65% → 3.95%	-25.2%	-27.9%	-12.9조원
2023년 8~10월 금리 급등(중립금리 사태) 8/1 → 10/31 (3개월)	4.02% → 4.99%	-8.4%	-14.6%	-4.9조원
2024년 봄 금리인하 기대 후퇴 24/3/26 → 4/17 (3주)	4.23% → 4.67%	-3.5%	-6.3%	+4.4조원
2024년 9월~25년 1월 트럼프 당선 리스크 24/9/26 → 12/9 (10주)	3.80% → 4.45%	+5.4%	-11.6%	-9.7조원
2025년 4월 상호관세 쇼크 25/4/4 → 5/21(7주)	4.13% → 4.60%	+3.1%	+4.8%	-7.5조원

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 케빈 워시 신임 연준의장의 첫 데뷔전이었던 6월 FOMC는 매파적인 동결이었던 것으로 판단. ) 경제 전망, 2) 점도표, 3) 포워드 가이드선스, 4) 기자회견 등 곳곳에서 매파적인 색채가 드러났기 때문. 경제 전망상으로 2026년 PCE(기존 2.7% → 3.6%), 근원 PCE(기존 2.7% → 3.3%)를 큰 폭 상향했으며, 성명서 상으로도 추후 정책 방향을 안내하는 문구를 삭제하는 등 포워드 가이드선스를 사실상 폐기
- ▶ 점도표상 2026년 연말 기준금리 중간값을 기존 3.4%에서 3.8%로 상향하면서 연내 금리 1회 금리 인상을 예고한 가운데, 케빈 워시 본인은 점도표를 제출하지 않았다는 점도 매파적으로 해석된 부분.
- ▶ 기자회견에서도 이전 연준의장과 달리, 5개 TF(커뮤니케이션, 대차대조표, 데이터 활용, 생산과 고용, 인플레이션 프레임워크 등)를 설치해 올 연말까지 운영 방식을 개편하겠다고 언급한 것 이외에는, 별 다른 정책 방향이나 경기 판단을 제시하지 않은 실정

연준의 3월 FOMC vs 6월 FOMC 점도표 변화



자료: Fed, 키움증권 리서치센터

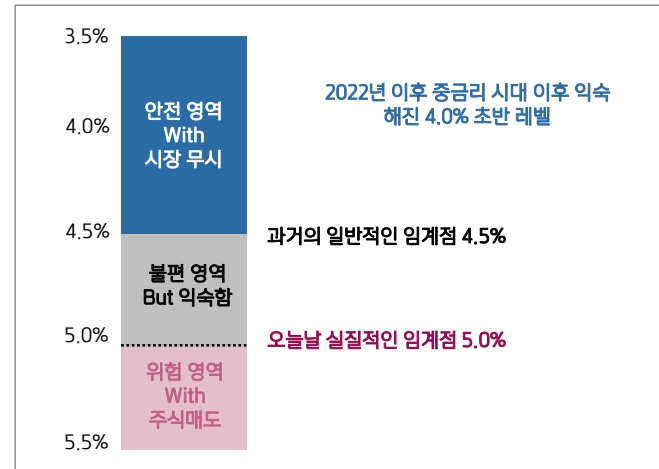
- ▶ 여파로 Fed Watch 상 연내 첫 금리인상 시점이 12월 FOMC로 9월 FOMC로 앞당겨지면서, 지난 6월 초와 유사하게 금리 인상 리스크가 증시 불안 요인으로 재차 떠오르고 있는 상태. 케빈 워시 체제의 첫 FOMC가 여러 측면에서 변화를 주었던 만큼, 시장의 초기 반응이 부정적인 것은 자연스러운 일일 수 있음.
- ▶ 여기서 연준이 매파적인 신호를 보낸 본질적인 배경은 에너지 인플레이션 불확실성에서 기인한 점을 상기해볼 필요. 미-이란 휴전으로 WTI가 70달러대로 레벨다운됨에 따라, 인플레이션 부담이 낮아지고 있다는 점은 데이터 의존적인 연준으로 하여금 추후 FOMC에서 6월보다 덜 매파적으로 전환할 수 있음을 시사.
- ▶ 미 10년물 금리 4.5%가 심리적인 임계치라고 인식되지만, 이미 지난 2~3년간 수차례 도달했던 레벨. 미 10년물 금리가 지난 23년 말에 근접했던 5.0%대 이상으로 돌파하지 않는 한, 과거의 긴축 발작 당시 처럼 급격한 주가 조정 출현할 확률은 아직 높지 않다고 판단

## 연준의 향후 FOMC 금리 인상 확률 변화

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-07-29	0.0%	0.0%	0.0%	68.5%	31.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.0%	0.0%	37.1%	48.5%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-10-28	0.0%	0.0%	0.0%	28.9%	45.9%	22.0%	3.2%	0.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	0.0%	0.0%	19.3%	40.3%	29.9%	9.4%	1.1%	0.0%
2027-01-27	0.0%	0.0%	0.0%	17.8%	38.6%	30.7%	11.0%	1.7%	0.1%
2027-03-17	0.0%	0.0%	0.0%	15.4%	35.9%	31.8%	13.6%	3.0%	0.3%
2027-04-28	0.0%	0.0%	0.5%	16.1%	35.7%	31.2%	13.3%	2.9%	0.3%
2027-06-09	0.0%	0.1%	2.3%	18.4%	35.2%	29.1%	12.1%	2.6%	0.3%
2027-07-28	0.0%	0.4%	4.5%	20.6%	34.4%	26.8%	10.8%	2.3%	0.2%
2027-09-15	0.1%	1.1%	7.5%	23.2%	33.0%	23.8%	9.2%	1.9%	0.2%
2027-10-27	0.2%	1.8%	9.1%	24.2%	32.0%	22.3%	8.5%	1.7%	0.2%
2027-12-08	0.3%	2.4%	10.3%	24.8%	31.3%	21.2%	7.9%	1.6%	0.2%

자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

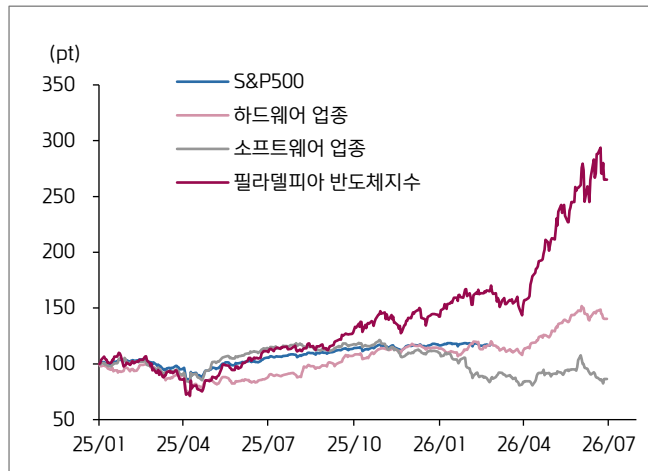
## 10년물 금리 구간 별 시장 반응 분석



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 증시에서도 반도체 쏠림현상의 부작용이 나타나고 있는 상황. 전세계 주도주인 반도체주들의 “수급 쏠림 → 수급 이탈 → 수급 쏠림”을 반복한 여파로 빈번한 주가 폭등락이 나타나고 있는 상태.
- ▶ 애플발 노이즈(제품 가격 인상, 미 정부에 중국 CXMT 메모리 사용 요청 등)까지 생성되고 있다는 점도 시장의 혼란을 가중시키고 있으며, 이는 연초 이후 반도체 독주에 대한 차익실현 유인을 제공하고 있는 모습.
- ▶ 하지만 여전히 메모리 가격 강세 전망은 유효하며, S&P500 테크업종의 12개월 선행 PER 부담도 지난 2~3년 강세장 당시에 비해 크게 낮아졌다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 여타 증시 대비 미국 증시의 수익성은 견조하며(미국 ROE 21% vs 일본 10%, 독일 11%, 프랑스 12%, 영국 16), 이전보다 금리 부담도 낮아진 만큼, 미국 증시의 조정 압력은 제한될 전망(ex: 고금리 압력 확대 시 AI 투자 부담 증가, 연쇄적인 유상증자 발생)

2025년 이후 미국 주요지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

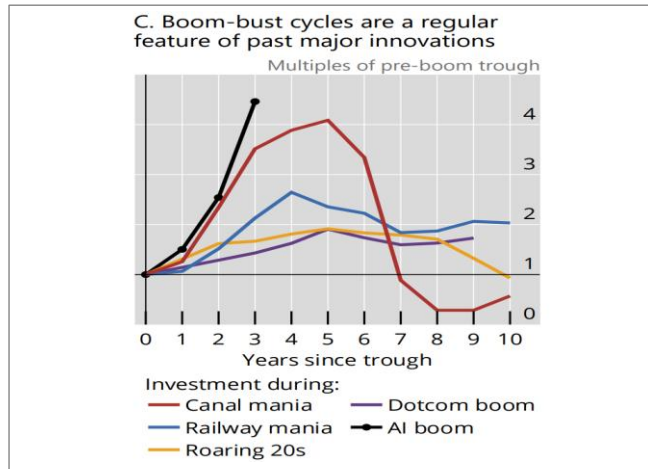
S&amp;P500 테크업종 선행 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

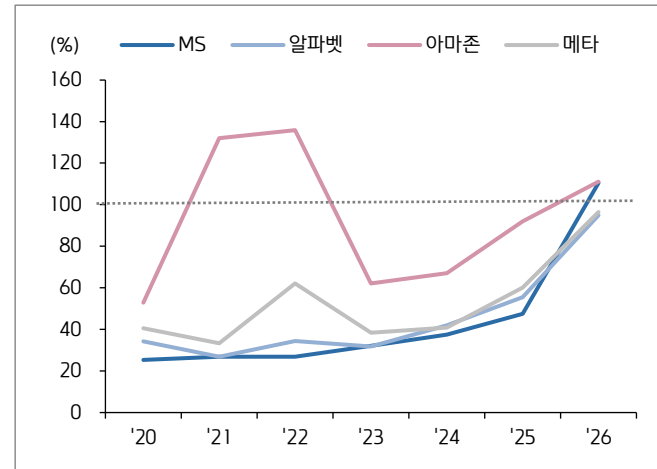
- ▶ 반도체주가 주식시장을 끌고 가고 있으며, 그 대장주가 시가총액 Top2인 한국 증시는 덕분에 랠리를 누리고 있으나, 전세계 대장주 역할을 수년간 수행해왔던 미국 M7주들은 현재 고점 대비 10%대(엔비디아, 알파벳, 애플)~30%대(MS, 메타) 하락률을 기록하면서 취약한 주가 흐름을 보이고 있는 상황
- ▶ 이는 이들의 CAPEX 확대 전략에 대한 시장의 의구심이 해소되지 못하고 있기 때문.
- ▶ 현재 하이퍼스케일러 업체들의 AI 투자사이클은 과거 역사적인 대규모 혁신 투자 사이클(철도, 광란의 20년대, 닷컴 등)에 비해 그 속도와 규모가 가파르게 진행되고 있는 중임
- ▶ 그러나 본업에서 투자 대비 수익률(ROIC) 부진이 확인될 경우, “자본 과잉 -> AI 투자사이클 종료”로 이어질 수 있다는 점이 이들 주가에 반영되고 있는 것으로 판단

현재 AI 투자 사이클과 과거 투자 사이클 비교



자료: BIS, 키움증권 리서치센터

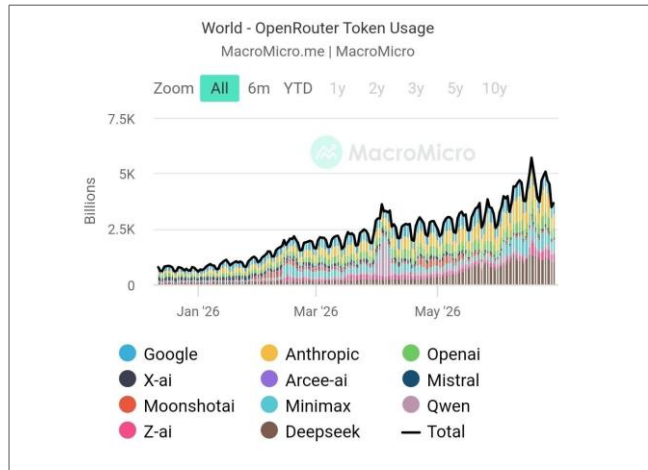
빅테크 연도별 자본집약도(CAPEX/OCF)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

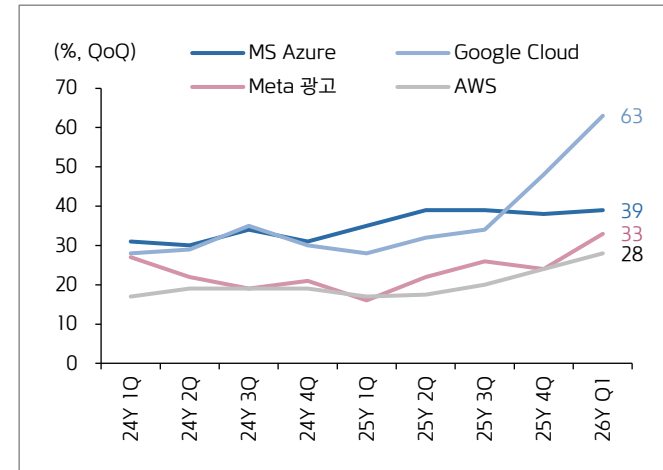
- ▶ 주요 제품 가격 15~20% 인상을 발표한 애플 사태 이후 마진 및 수요 위축 우려가 재차 부각되고 있다는 점도 고민이 될 수 있음. “수요 호조로 인한 메모리 가격 급등 -> 애플 등 최종 소비재 업체들의 마진 압박 -> 제품 가격 인상을 통한 가격 전가(칩플레이션) -> 높아진 제품 가격으로 인한 소비자들의 구매 수요 위축 -> 메모리 가격 약세”의 부정적인 경로가 형성될 수 있기 때문.
- ▶ 메모리 가격 상승 추세는 당분간 이어질 것이기에 컴퓨터, 스마트폰 등 최종 소비재(B2C) 가격 인상 압박은 지속될 소지가 있음. 다만, 메타, 알파벳, MS 등 하이퍼스케일러 업체들의 AI 투자 수요(B2B)는 여전히 견조하다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 기업 및 가계의 수요에 영향을 주는 유가와 시장금리의 부담도 낮아지고 있다는 점도 눈여겨볼 부분. 2분기 실적시즌 및 소비 데이터를 확인하기 전까지 “수요 감소로 인한 메모리 다운 사이클 조기 진입”, “하이퍼스케일러 업체들의 AI 투자 축소”와 같은 부정적인 시나리오에 낮은 확률을 부여하고 가는 것이 적절.

## IAI 토큰 사용량



자료: Marco Micro, 키움증권 리서치센터

## MS, 알파벳, 아마존, 메타의 본업 성장률



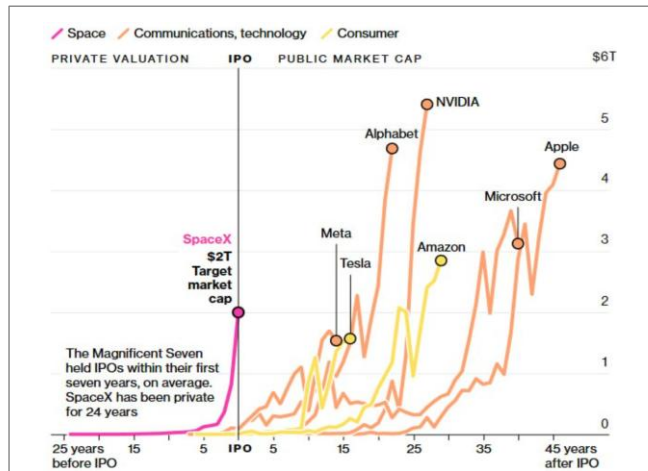
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 20.

# 스페이스 X가 남긴 메가 IPO 상흔, 하지만 증시 고점으로 보기엔 어려워

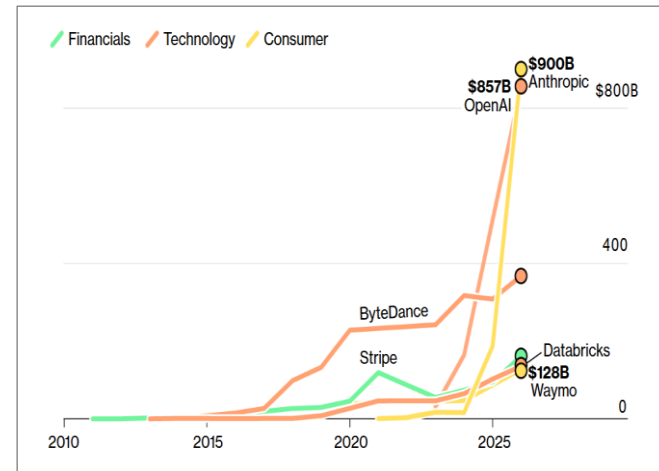
- ▶ 주식시장에서는 “메가 IPO 이벤트가 발생한 이후 증시가 고점이었다”라는 속설이 존재하기 때문. 따라서 오늘날 메가 IPO의 첫 주자인 스페이스 X(6월 12일)가 주식시장 전반에 미치는 공급(수급) 충격에 대한 주식시장의 민감도가 높아지고 있는 모습
- ▶ 메가 IPO가 고점 근처에 몰리는 것은 자연스러운 현상. 상장 타이밍은 내생적으로 증시 분위기가 좋을 때 단행
- ▶ 하지만 메가 IPO는 증시 사이클 후반부에 있을 사전확률만 높이는 것일 뿐, 고점의 타이밍을 정확하게 짚어주는 것이 아니라는 점에 주목할 필요

스페이스 X vs M7의 IPO 및 이후 시가총액 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

향후 잠재적인 메가 IPO 기업들(오픈 AI, 앤스로픽)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 21.

## 과거 메가 IPO가 늘 증시 고점 및 추세 전환으로 이어지지 않았다

- ▶ 페이스북, 알리바바 등 과거 메가 IPO 이후에도 증시가 상승 추세를 이어갔다는 점도 상기해볼 필요
- ▶ 스페이스 X의 공모금액은 약 750억달러로 미국 증시 시총의 0.1% 수준에 불과하기에, 실제적인 수급 충격 제한
- ▶ 다만, 하반기 증시 체력이 상반기에 미치지 못할 가능성을 고려해, 4분기 예정된 엔스로픽, 오픈 AI 등 여타 메가 IPO에 대한 경계심리는 스페이스 X보다 높아질 수 있다는 점에 대비

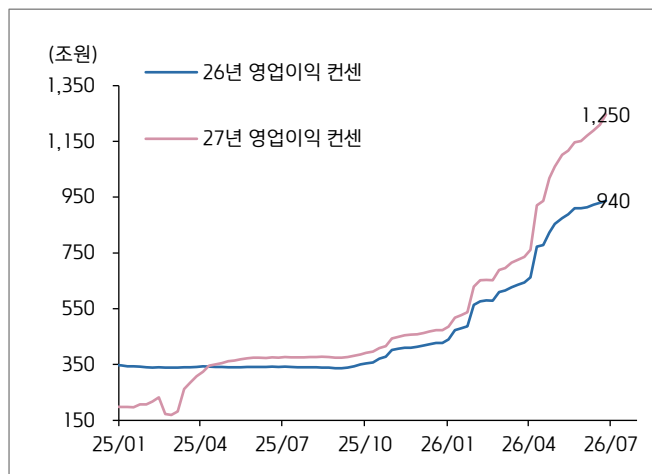
과거 메가 IPO 당시 공모금액과 시장 환경

	비자 (2008)	GM (2010)	페이스북 (2012)	알리바바 (2014)	소프트뱅크 (2018)	사우디 아람코 (2019)	스페이스X (2026)
상장 시기	2008년 3월	2010년 11월	2012년 5월	2014년 9월	2018년 12월	2019년 12월	2026년 6월 12일 (Nasdaq 유력)
공모 자금 (Raise)	약 197억 달러	약 201억 달러	160억 달러	250억 달러	약 235억 달러	294억 달러	750억 달러 (전면 락업 해제 +180일)
목표 시가총액	약 360억 달러	약 410억 달러	1,040억 달러	1,680억 달러	약 630억 달러	1조 7,000억 달러	2조 달러
당시 미국 시가총액	약 15조 달러	약 17조 달러	17조 달러	23조 달러	약 30조 달러	약 35조 달러	약 75조 달러
당시 글로벌 시가총액	약 55조 달러	약 54조 달러	약 55조 달러	약 65조 달러	약 70조 달러	약 85조 달러	약 150조 달러
미국 증시 시총 대비 공모 금액	0.13%	0.12%	0.09%	0.11%	-	-	0.1% 수준
당시 시장 환경	서브프라임 위기	금융위기 후 유동성 장세	스마트폰 개화 및 유럽 재정 위기	중국 IT 기업의 미국 진출기	미국 미중 무역분쟁 및 긴축기	글로벌 저금리 및 무역분쟁 완화	AI 투자 사이클발 강세장

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

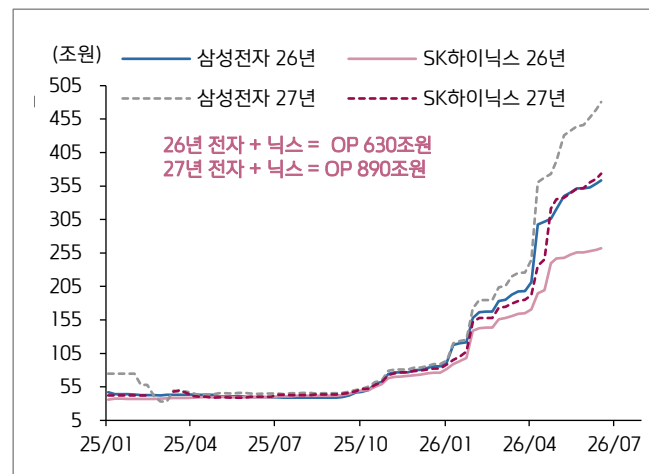
- ▶ 올해 1분기 실적시즌에서 국내 반도체 어닝 서프라이즈, 미국 빅테크 CAPEX 상향 등으로 코스피의 이익 모멘텀 가속화가 상반기 내내 진행됐던 상황
- ▶ 관건은 현재 레벨에서 추가로 상향 여력이 있는지 그 여부이며, 그 결과에 따라 코스피의 주가 레벨업 강도가 결정될 것으로 판단
- ▶ 수요 호조에서 기인한 AI 인프라 병목 현상이 만들어내는 메모리 공급 부족 현상은 당분간 이어질 것이며, 이는 7~8월 2분기 실적시즌까지 추가적인 이익 가시성을 부여하는 요인이 될 전망

코스피 26, 27년 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스의 26,27년 연간 영업이익 컨센 변화



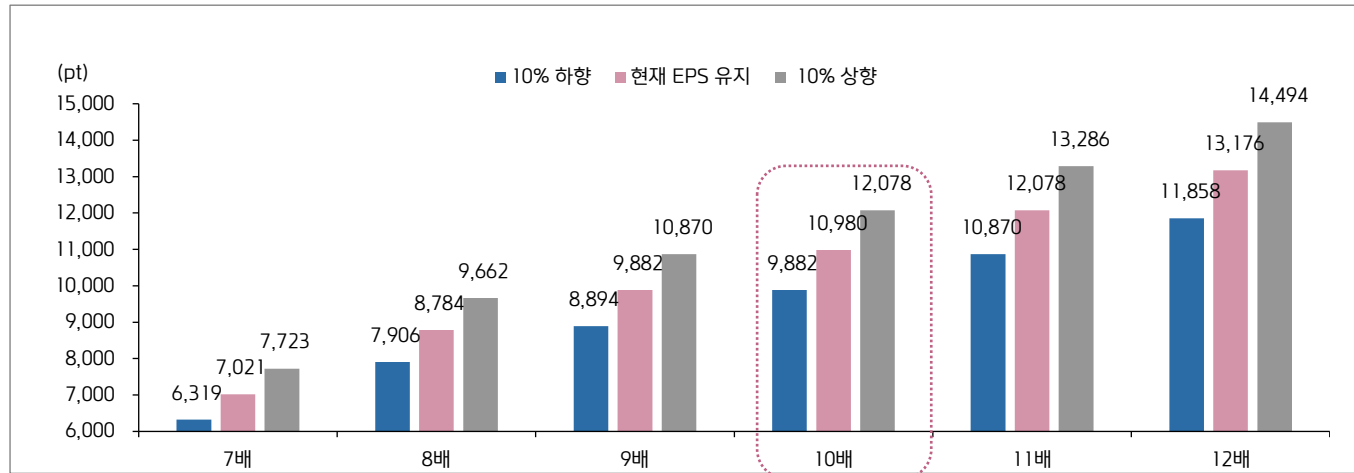
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 23.

## 코스피, 전례 없는 이익 변화 = 전례 없는 지수 전망 변화…?

- ▶ 코스피 연간 1,000조원대 영업이익 전망이 나올 수 있을 정도로 전례 없는 이익 변화를 겪고 있는 것이 현재의 상황. 이는 “중기적인 코스피 지수 전망”을 하는 데 있어서 전례 없는 수치를 제시하도록 만들고 있는 상태
- ▶ 현재 코스피 PER은 7배 후반 수준, 현재 EPS 추정치가 그대로 유지된다고 가정한 채 과거 10년 평균 PER인 10배를 적용하면 11,000pt 내외 수치가 도출. 여기에 EPS 추정치 10% 상향될 경우를 반영하면 올해 코스피 최대 12,000pt 도달 가능
- ▶ 6월 현재까지 코스피가 100% 폭등했기에, 외국인, 개인 등 주요 수급주체들의 차익실현 압력에 직면할 소지가 있겠지만, 여름 중 코스피의 10,000pt대 돌파는 현실성 있는 시나리오

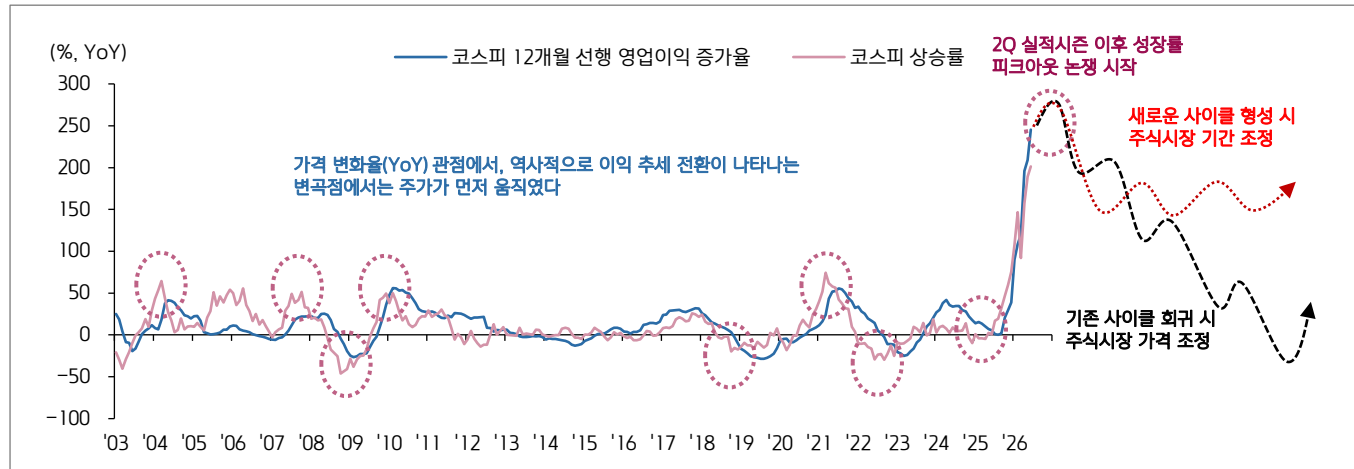
코스피 선행 PER 별 예상 지수 레벨 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 현재는 이익 증가율보다 주가 상승률이 이를 따라가지 못하는 전형적인 실적 장세의 동학이 작용하고 있지만, 매년 하반기부터 찾아오는 추정치 하향 이슈가 향후 증시 레벨업 강도와 변동성 강도를 결정할 전망이다
- ▶ 이는 1) 반도체의 절대적인 이익 레벨은 증가하지만, 이익 증가율은 상반기 고점을 찍고 둔화될 것인지, 2) 수익성 우려가 있는 미국 AI 업체들의 투자 사이클이 지속될 수 있는지와 같은 고민이 2분기 실적시즌 종료 후 집중적으로 시장에서 논의될 수 있음을 시사
- ▶ 코스피의 주가 및 실적 사이클을 만들어내는 것은 반도체이기에, 반도체 사이클의 유형(시클리컬 vs 구조적 성장)이 어떤 식으로 결정되는지가 하반기 메인 관전 포인트
- ▶ 당사는 새로운 사이클 경로가 형성될 것으로 전망하고 있으며, 2분기 실적시즌 종료 후에 찾아올 수 있는 조정의 성격이 기간 조정 성격에 국한될 것이라는 관점을 제시

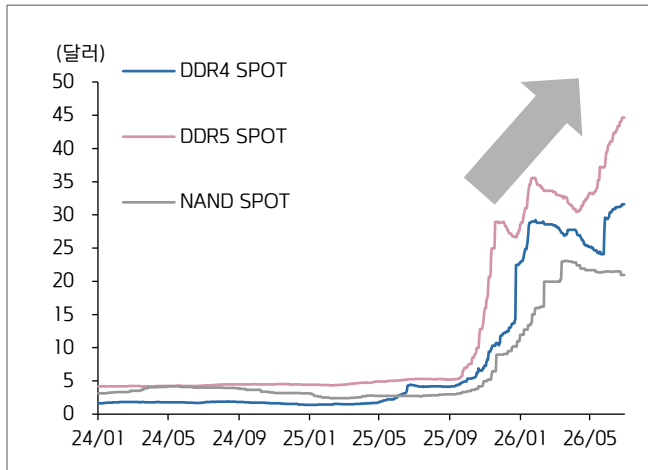
#### 코스피 주가와 이익 증가율의 관계



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 사이클에서는 LTA가 사실상 “법적 구속력 없는 비공식 합의”에 그쳤기에, 수요 하락 사이클 시 고객사가 일방적으로 이행을 미루거나 가격 재협상을 강요하기도 했음. 그러나 현재의 LTA는 “선수금 + 최저가격 + 구속력 있는 다년 물량 확보”으로 공급사 측에 훨씬 유리한 구조로 진화하고 있다는 게 시장의 평가
- ▶ 6월 25일 마이크론 실적 컨콜에서도 “3~5년 장기계약(SCA=LTA)을 16건 체결, 향후 매출의 40% 차지 예상”, “16건 중 14건에 대한 누적 매출액 1,000억 달러 전망”, “선수금 약 220억달러 수령 예정”, “타이트한 메모리 수급 2027년까지 지속” 등을 언급했 다는 점은 메모리 업체들의 실적 안정성을 개선시킬 수 있는 요인
- ▶ AI 수요 호조에 따른 메모리 가격 상승세 지속, 장기공급계약 효과 등 반도체주들의 펀더멘털에는 아직까지 큰 이상신호가 없다는 점을 감안 시, 증시 전반에 걸친 상승 추세는 유효하다는 점을 대응 전략의 중심으로 가져가는 것이 적절

메모리 스팟 가격 변화



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

이번 2분기 마이크론이 공개한 LTA(+SCA) 구조

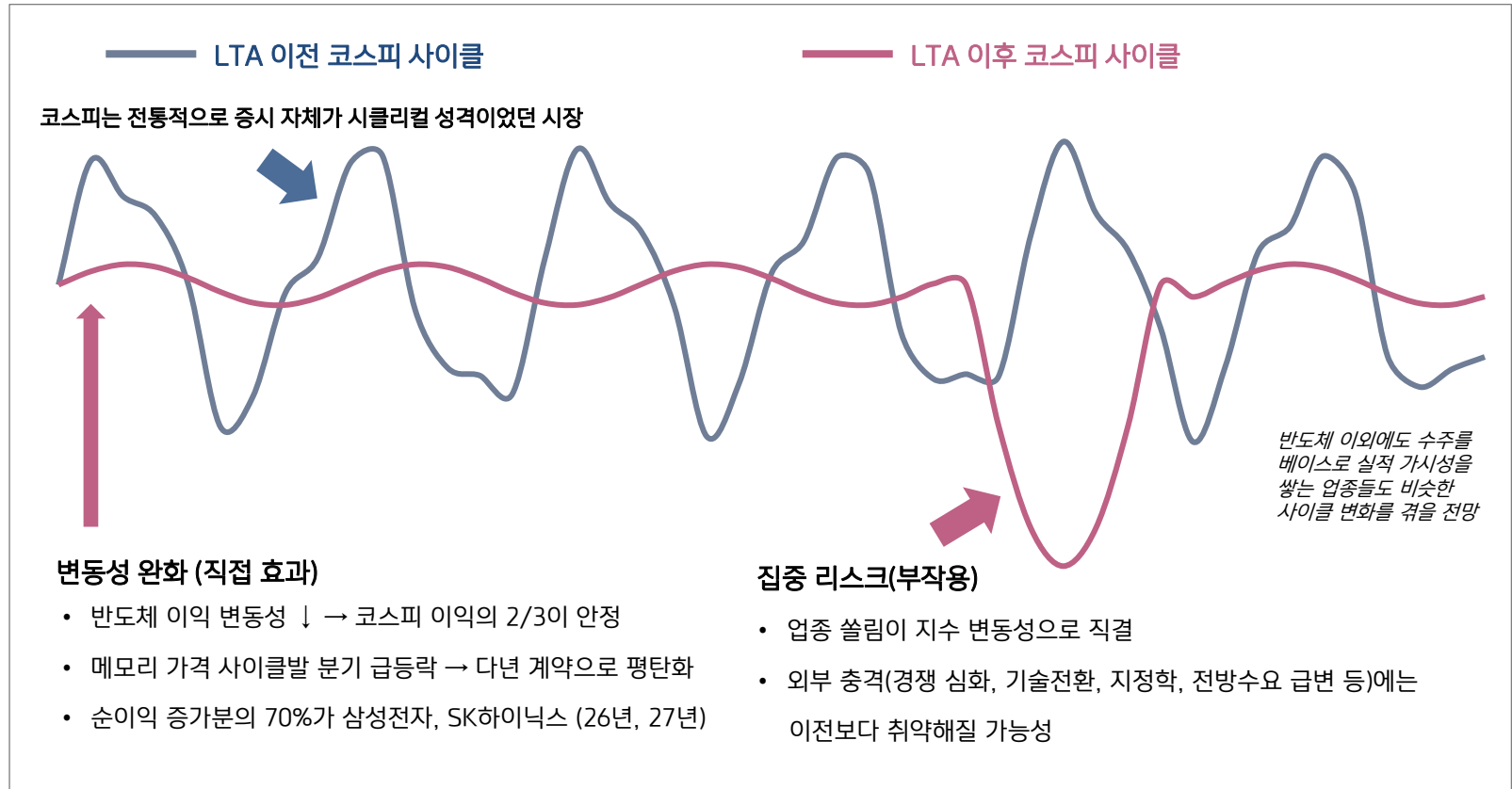
항목	내용
계약 수 / 구조	16개 업체, take-or-pay
기간	5년(CY2026~2030), 자동차 3년
물량 커버	DRAM ~20%, NAND ~30%
매출 커버	~25% → 최종 ~40% (고정가/상한 계약)
floor 기준 최소매출	~\$100B (14/16 계약 RPO)
선수금	\$22B(약정 포함, 현금 ~\$18B)
floor 마진	과거 어떤 사이클 고점도 상회

자료: MU, 키움증권 리서치센터

## 26.

# 반도체 사이클 변화에 따른 코스피의 이익 사이클 경로 변화

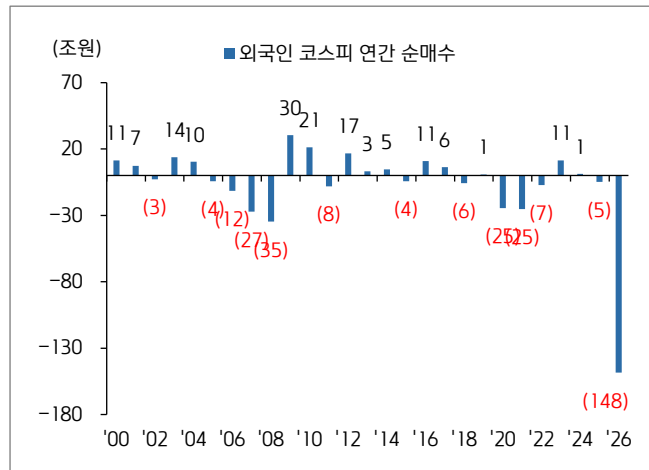
LTA 전후 코스피 이익 사이클 변화 추정



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

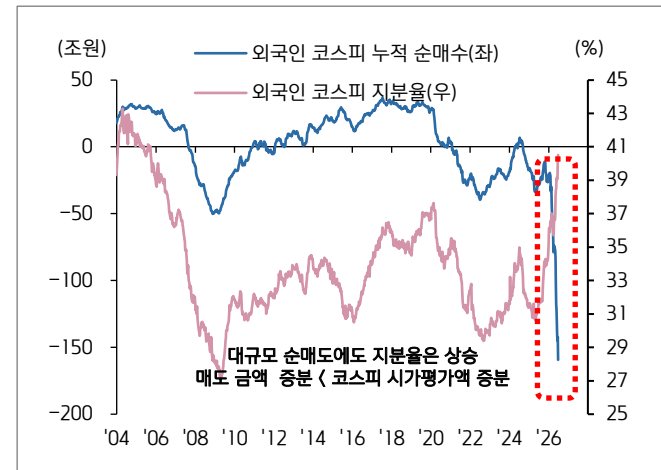
- ▶ 외국인은 코스피에서 5월 44.4조원 순매도한데 이어, 6월에도 48조원 순매도를 기록하는 등 반도체를 중심으로 한국 증시 비중을 공격적으로 축소하고 있는 실정
- ▶ 올해 상반기 외국인의 코스피 순매도 금액은 148조원으로 역대 최대치를 경신. 과거 금융위기, 코로나 팬데믹 시절의 2~3배 이상 상회하는 수준
- ▶ 문제는 이들의 지분율이 오히려 연초 35%대에서 현재 40%대로 상승했다는 점이며, 이는 반도체를 중심으로 추가적인 매도 물량이 나올 수 있음을 시사(148조원 중 134조원이 반도체)
- ▶ 이들의 매도 금액보다 이들의 보유한 종목의 시가 평가액이 더 크게 늘어난 영향에서 기인. 그 과정에서 외국인의 삼성전자, SK하이닉스 보유주식수가 줄었다는 것은 반도체를 중심으로 순매도가 집중된 것을 의미하며, 동시에 추가적인 순매도 물량 출회 가능성을 내포

연도별 외국인 코스피 순매수



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

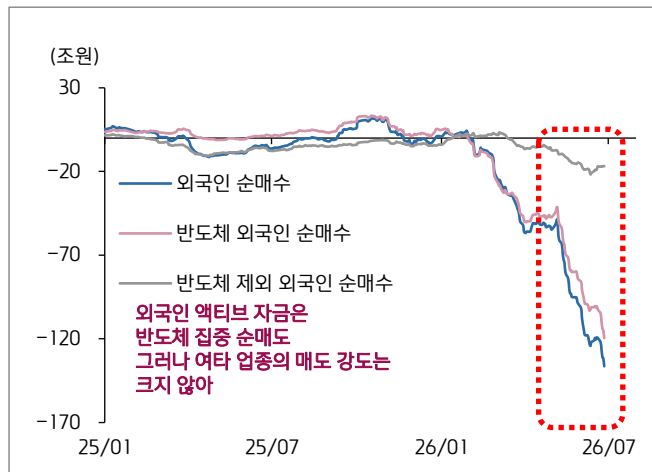
외국인 코스피 순매수와 지분율



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

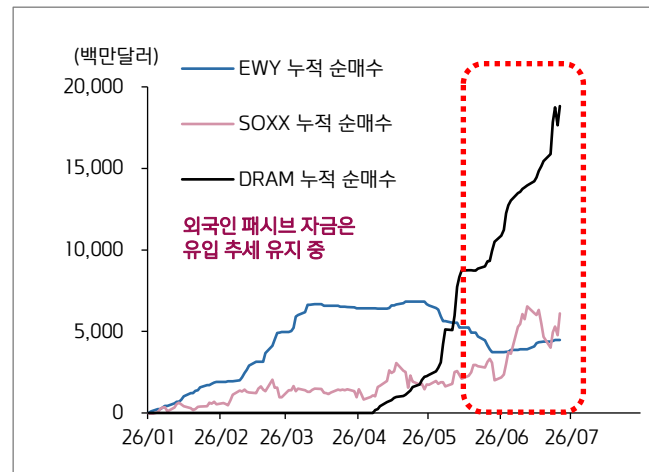
- ▶ 그러나 이 같은 순매도가 MSCI 선진지수 편입 불발, 국내 정책 불확실성 등 한국 증시에 대한 비관적인 전망, 메모리 업황 피크아웃 베팅으로 해석하는 것은 지양할 필요.
- ▶ 액티브 외국계 펀드 중심의 차익실현으로 해석하는 것이 타당한데, 패시브, ETF 외국인 수급 관점에서는 다른 흐름이 나타나고 있기 때문.
- ▶ MSCI 한국 지수 ETF인 EWY의 수급을 보면, 5월 29억달러 순유출에서 6월 6.8억달러 순유입을 기록. 삼성전자와 SK하이닉스가 각각 16%, 27% 비중으로 편입된 ETF인 DRAM에서는 5월 82억달러 순유입에 이어 6월에도 73억달러 순유입된 상태.
- ▶ 더욱이, 23일 국내외 반도체주 폭락 여파로 DRAM 주가가 14% 급락했지만, 이날 20억달러 순유입이 이루어졌다는 점은 메모리 업황에 대한 긍정적인 시각이 우위에 있음을 시사.

외국인의 코스피 vs 반도체 vs 반도체 제외 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

EWY(한국지수 추종), DRAM(반도체주 추종) ETF 수급

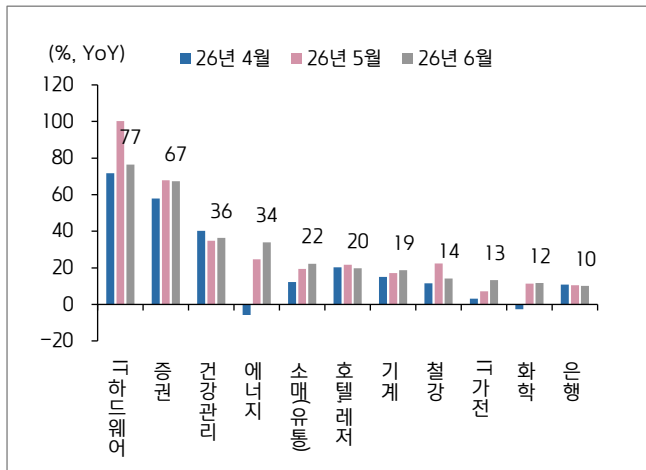


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주: DRAM ETF에는 삼성전자 20%, SK하이닉스 26% 편입

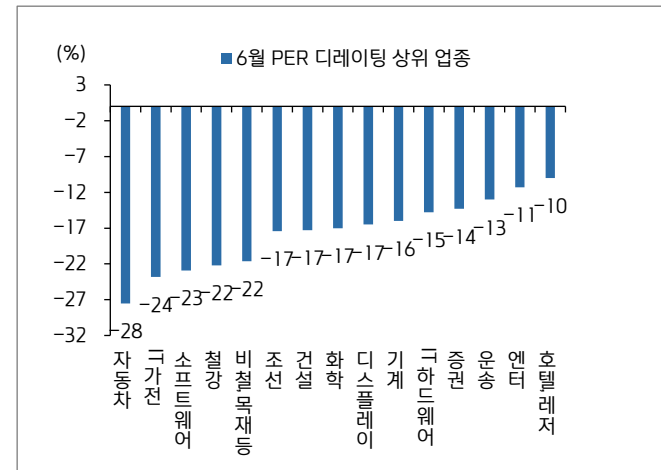
- ▶ 반도체는 여전히 주도주 모멘텀을 유지하고 있기에, 7월 중 순환매 장세가 출현하더라도, 포트 내 반도체 비중은 코스피 내 반도체 시가총액 비중 평균 수준(50%대 후반)을 유지하는 것이 적절
- ▶ 외국인이 반도체를 제외한 여타 업종은 시클리컬을 중심으로 순매수를 누적하고 있다는 점도 눈여겨볼 부분. 유가가 전쟁 직전 수준으로 회귀하면서 “고유가발 경기 부담”이 완화되고 있다는 점에 주목할 필요. 이는 증시 전반의 환경을 호전시킬 수 있는 요인이며, 이전보다 쏠림 현상의 빈도수가 덜해질 수 있음을 시사
- ▶ 이런 측면에서 반도체 만큼은 아니더라도, 12개월 선행 영업이익 모멘텀이 개선 중인 증권, 건강관리, 소매 유통과 같은 업종 순환매 가능성을 열고 갈 필요
- ▶ 또 외국인이 순매수를 적립하는 논리와 마찬가지로, 6월 중 PER 멀티플 디레이팅이 된 업종 중 시클리컬, 소비재 관련 업종들도 단기 트레이딩 아이디어에 반영해볼 만하다고 판단

반도체 이외의 12개월 선행영업이익 증가율 개선 업종



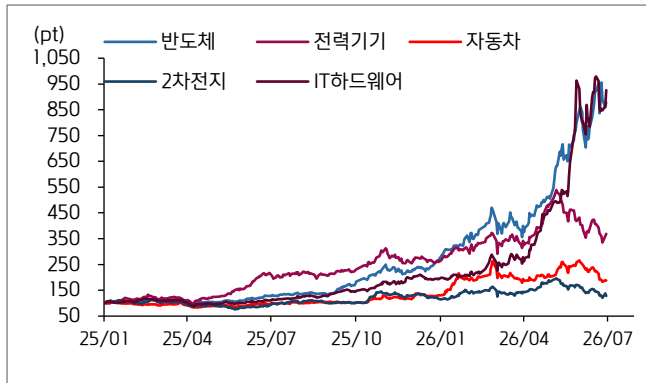
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

6월 PER 멀티플 디레이팅 업종



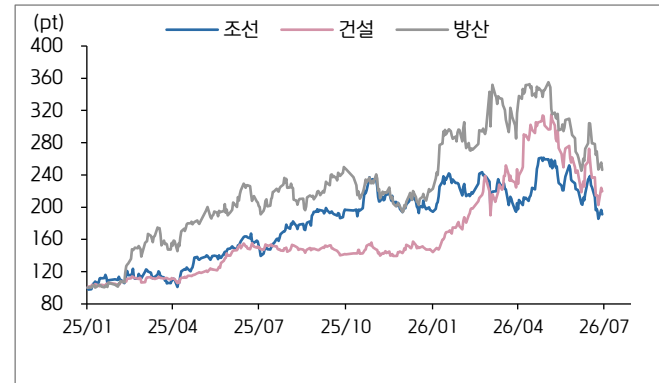
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체, MLCC, 전력기기 등 AI 투자 사이클 수혜 업종



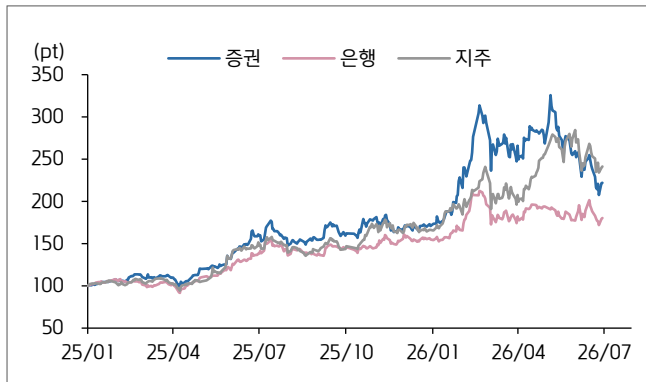
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자주국방, LNG 수주, 재건 등 지정학 리스크 수혜 업종



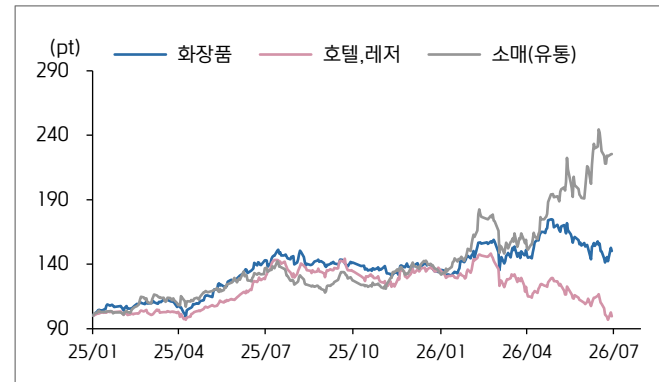
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주주환원, 코리아 프리미엄 수혜 업종



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

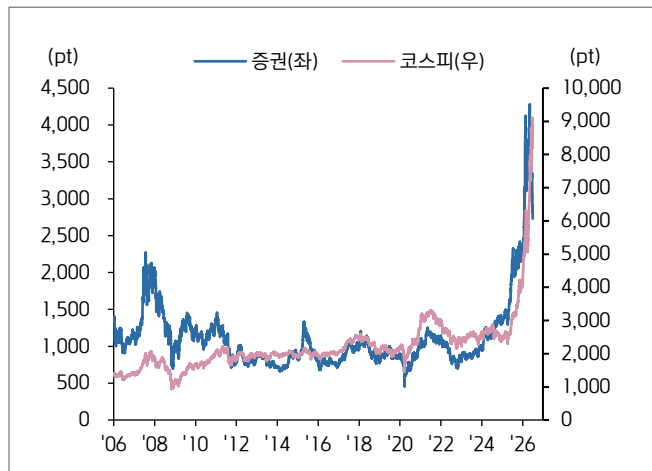
고환율 및 부의 효과 수혜 업종



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

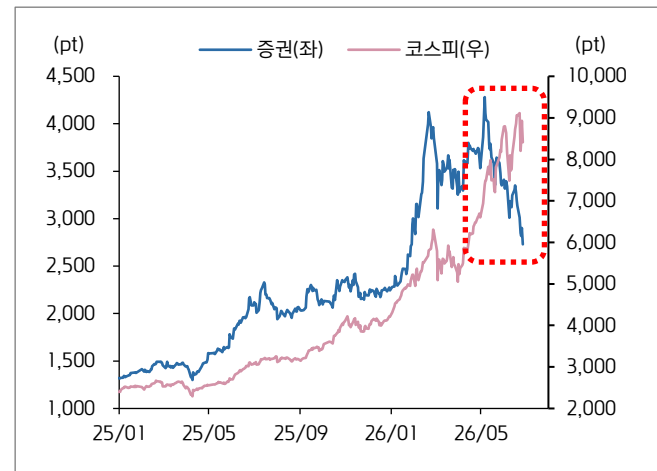
- ▶ “죽어도 주도주에서 죽는게, 회복력도 빨랐다” 라는 시장의 내러티브가 틀린 이야기는 아님. 이로 인해 반도체를 제외한 여타 기존 주도 업종들은 수급 이탈을 빈번하고 겪고 있지만, 그 과정에서 수익률 개선을 도모할 수 있는 업종들이 생겨나고 있다는 점은 기회 요인
- ▶ 대표적으로 증권주가 해당. 역사적으로 코스피와 증권주의 방향성은 동일하지만, 올해 5월 이후 증권주와 코스피의 성과가 탈동조화되고 있기 때문
- ▶ 증권주의 부진에 대해 1) 거래대금 피크아웃 우려, 2) 금리 상승으로 인한 채권 평가 손실, 3) 작년 랠리 이후 밸류에이션 부담 미해소 등을 지적하는 의견이 존재
- ▶ 하지만 여전히 이익 추정치는 견조하며, 거래대금 증가 추세도 당분간 이어질 수 있다는 점(+코스닥 하반기 강세 가능성)을 고려 시, 증권(+은행=주주환원)에 대한 비중 확대 전략은 타당

2006년 이후 증권 업종과 코스피 장기 시계열



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

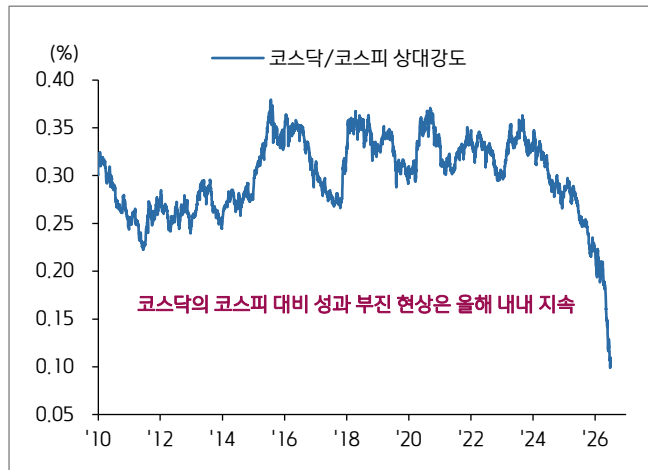
2025년 이후 증권 업종과 코스피 단기 시계열



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

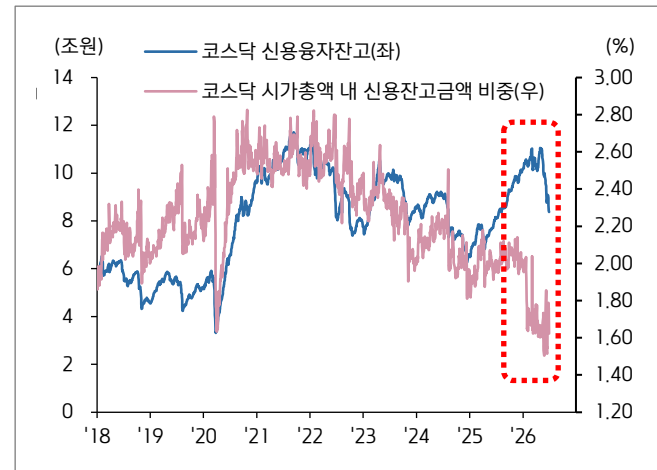
- ▶ 6월 말 코스닥의 연중 고점 대비 하락률(MDD)이 약 31%(vs 코스피 MDD -7.8%를 기록하는 등 시장 분위기가 극도로 냉각됐던 상황. 최근 코스닥 부진은 팬데믹(20년), 2차전지 테마 소멸(23년) 등 대형 충격이 아닌 코스피로의 수급 이탈에서 비롯된 측면이 있기에, 여전히 낙폭 과대 인식 관점은 유효할 전망
- ▶ 외국인들도 코스피에서는 반도체를 중심으로 48조원 순매도(5월 -44조원)했지만, 코스닥에서는 1.6조원 순매수(5월 +2.9조원)를 하는 등 수급 여건이 호전되고 있다는 점도 눈여겨볼 부분. 따라서, 코스닥의 반등장을 “반등 시 매도를 통한 손실 축소”의 관점으로 대응하는 전략은 지양할 필요.
- ▶ 코스닥은 정책 변화에 영향을 많이 받는 편이므로, 코스닥 30주년 기념행사(7월 1~3일)에서 승강제 도입 등 정책 기대감 확산 여부가 바이오, 반도체 소부장 등 코스닥 주력 업종들의 반등 연속성을 결정할 전망

코스피와 코스닥의 상대 성과



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥 신용잔고



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 6월 말 폭락 이후 국내 증시는 회복 궤도에 진입한 가운데, 7월에는 기존 상승 궤도로 복귀할 전망.
- ▶ 소수 쏠림 현상에 따른 반대급부 현상은 출현할 소지가 있음. VKOSPI의 레벨 다운도 쉽지 않은 환경이기에, 7월에도 매수/매도 사이드카가 수 차례 출현하는 변동성 장세에 노출될 것으로 예상
- ▶ 그러나 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체 포함 주력 업종들의 2분기 실적시즌을 통해 코스피 이익 컨센서스 상향이 이루어질 수 있다는 점을 감안 시, 이익 레벨업을 통한 주가 레벨업을 시현해 나갈 것으로 판단.
- ▶ 반도체 독주에 타당성을 부여했던 매크로 불확실성의 경우, 휴전으로 인한 유가 레벨 다운, 인플레이션 피크아웃 가능성에 따른 금리 상방 압력 제한 등으로 호전될 전망. 이는 순환매 확산 가능성을 높여줄 것으로 예상
- ▶ 7월 코스피 예상 레인지: 7,800~9,800pt. 추천 업종: 반도체+MLCC(코어), 증권, 유통, 방산, 바이오/트레이딩 업종: 화학, 철강 등 시클리컬 업종

코스피 12개월 선행 PER 밸류에이션 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

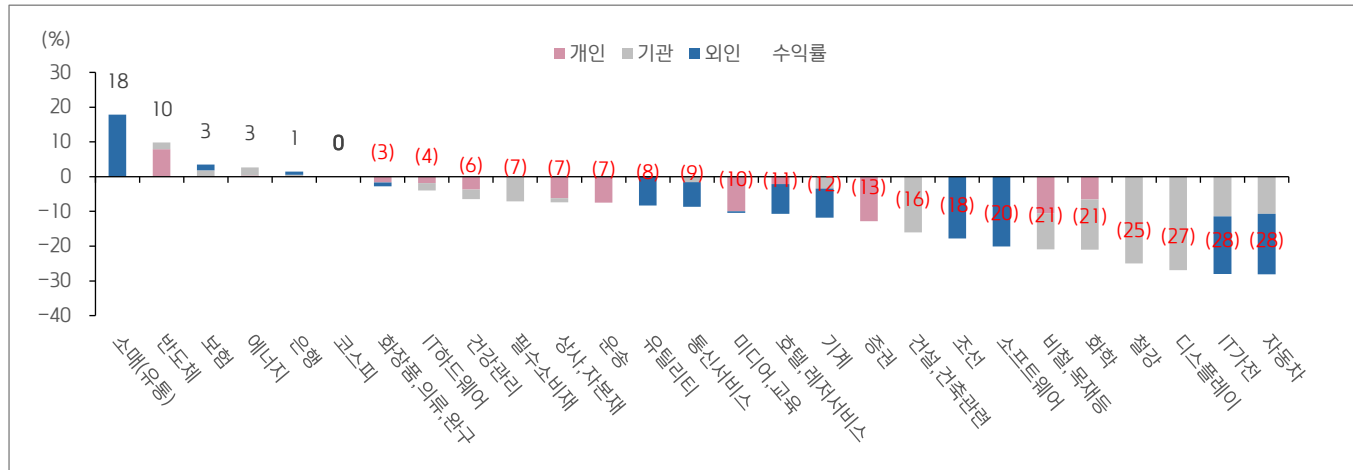


## Part 2

퀀트: 수급 변동성 완화와  
이익모멘텀 설명력 지속

- ▶ 6월 국내 증시는 미-이란 간의 지정학적 갈등 봉합 양상 그리고 글로벌 AIセンチ먼트 변화에 민감한 모습을 보이며 높은 변동성 장세를 기록
- ▶ 업종별로는 소매(유통)(18%), 반도체(10%), 보험(3%), 에너지(3%), 은행(1%) 업종만이 상승세를 기록
- ▶ 반면, IT가전(-28%), 자동차(-28%), 디스플레이(-27%), 철강(-25%) 등은 큰 폭으로 하락. 반도체 업종을 중심으로 수급 쓸림 현상이 심화된 가운데, 자동차 산업의 수출 및 내수 부진 등이 겹치며 자동차 및 2차전지 관련 업종의 약세 두드러짐

업종별 월간 수익률



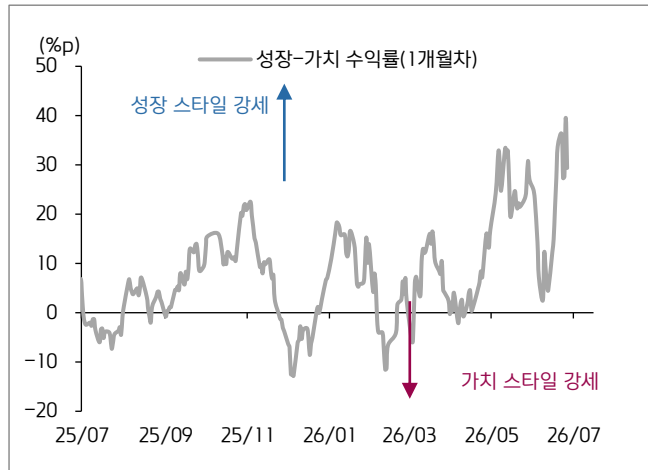
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터  
 주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

## 02.

# Style: 높은 변동성과 함께 지속되는 성장주 강세

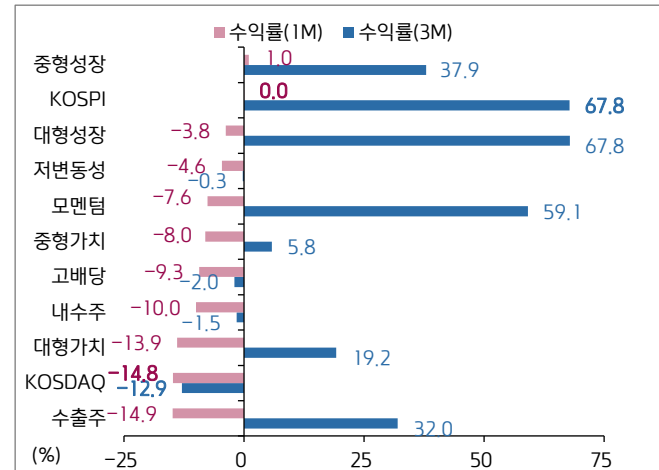
- ▶ 매크로 리스크 및 AI 테마 성장성에 대한 경계감이 상존하는 상황에서도 AI 산업의 핵심 역할을 하는 반도체 업종에 대한 기대감이 지속되며, 국내 증시에서의 성장주 상대 우위는 지속
- ▶ 코스피와 코스닥 간의 차이가 큰 폭으로 확대되며 대형주 및 중소형주 간의 성과 차이 역시 큰 모습
  - 세부 스타일별로는 중형성장(1.0%) 및 대형성장(-3.8%) 스타일의 낙폭이 제한된 가운데, 대형가치(-14%), 내수주(-10%), 고배당(-9.3%) 등과 같은 방어적인 스타일의 성과는 부진

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



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

### 03.

## 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 6월 코스피 기준, 개인( 42조 3,995억원)을 중심으로 지속적인 수급 유입이 이루어지는 가운데, 기관( 5조 1,473억원) 역시 매수 우위. 반면, 외국인( -48조 6,241)은 리밸런싱 물량이 출회되며 큰 폭의 매도 우위
- ▶ 반도체 업종의 경우 외국인의 대규모 매도 그리고 개인과 기관 투자자의 순매수 흐름이 기록되고 있음. 그 외에 자동차, IT가전, 기계 등과 같은 주요 업종들에 대해서는 외국인과 기관의 동반 매도 우위가 이어지며 하락 압력을 높이는 모습

코스피 업종별 개인/기관/외국인 6월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	35,905.4	8,900.9	- 45,649.5	조선	455.8	94.3	- 459.2
자동차	2,981.0	- 1,212.1	- 1,983.0	건설,건축관련	23.0	- 76.7	51.0
IT가전	2,828.1	- 1,103.7	- 1,603.5	소매(유통)	- 30.7	- 129.2	138.5
기계	1,287.4	- 297.8	- 738.3	비철,목재등	- 50.0	- 49.2	97.1
보험	- 359.1	188.0	165.6	운송	- 382.1	83.4	227.8
필수소비재	53.6	- 114.2	65.3	건강관리	- 270.6	- 201.5	255.9
미디어,교육	- 102.8	112.3	- 4.3	화학	- 188.3	- 410.6	576.7
화장품,의류,완구	- 73.5	143.0	- 46.8	호텔,레저서비스	- 2.5	7.5	- 10.2
상사,자본재	- 787.8	- 147.0	900.0	통신서비스	472.0	- 91.1	- 395.1
유틸리티	23.8	20.5	- 54.8	은행	- 525.9	227.0	332.6
디스플레이	56.6	- 56.2	0.6	에너지	6.1	41.9	- 56.4
증권	- 276.2	17.9	215.0	소프트웨어	381.7	460.7	- 879.5
IT하드웨어	- 890.6	- 972.4	1,919.9	철강	163.2	- 363.9	212.5

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

# 04. 업종별 분기 실적 전망 (YoY / QoQ)

업종별 분기 영업이익의 성장률 전망

## 전 분기 대비(QoQ)

	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
코스피	-6.5	120.6	55.0	18.6	2.8
코스닥	-20.8	50.2	32.0	24.8	12.4
에너지	-44.0	522.8	2.3	-7.2	-11.7
화학	적전	흑전	293.3	0.8	3.4
비철_목재등	40.3	70.9	-11.1	-5.2	-2.1
철강	-98.1	8762.3	33.4	13.6	0.8
건설_건축관련	적전	흑전	18.5	2.4	-0.2
기계	10.2	24.6	23.1	-0.4	12.4
조선	9.0	34.9	18.7	-2.1	9.6
상사_자본재	-26.0	113.0	11.6	11.9	-5.1
운송	13.6	55.9	-69.5	166.5	4.3
자동차	-7.3	20.3	17.6	-4.8	-0.4
화장품_의류_완구	-17.0	44.3	10.7	3.9	-17.2
호텔_레저서비스	적전	흑전	2.7	-	-26.2

	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
미디어_교육	28.4	적전	101.9	17.3	-6.7
소매(유통)	-11.6	42.6	-10.0	50.8	-4.0
필수소비재	-44.2	59.4	5.0	29.0	-28.3
건강관리	-34.9	41.7	6.9	14.6	1.3
은행	-35.1	61.6	5.7	0.8	-35.0
증권	-19.5	104.1	2.6	-17.9	-18.9
보험	-59.9	188.0	10.6	-12.7	-39.0
소프트웨어	-8.2	0.7	10.0	8.4	1.4
IT하드웨어	-0.8	40.7	15.8	46.2	9.2
반도체	65.9	141.1	94.1	23.9	8.8
IT가전	적지▼	적지▲	16.5	21.4	-18.0
디스플레이	적전	적지▼	적전	흑전	8.8
통신서비스	-31.0	149.3	12.8	-5.3	-27.9
유틸리티	-57.4	99.3	-53.0	60.9	-68.3

## 전년 동기 대비(YoY)

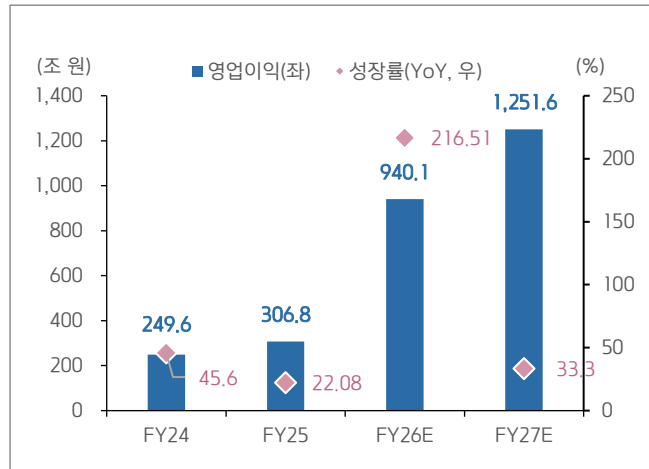
	2026E	1Q26	2Q26E	3Q26E	2027E
코스피	215.5	144.6	240.6	224.1	33.3
코스닥	83.8	83.8	52.2	83.2	43.0
에너지	310.6	639.8	2889.0	104.0	-5.2
화학	223.2	-2.8	172.3	37.5	75.9
비철_목재등	72.7	98.7	72.5	95.9	-3.9
철강	69.0	14.6	14.6	36.2	31.5
건설_건축관련	79.1	31.4	9.2	31.4	21.7
기계	47.9	47.4	41.5	51.2	28.1
조선	54.1	91.1	68.4	36.9	17.4
상사_자본재	31.6	107.0	18.8	25.3	21.8
운송	-6.4	-7.0	-62.8	34.1	41.5
자동차	9.3	-18.1	0.9	30.4	11.4
화장품_의류_완구	33.7	17.2	27.1	33.8	16.1
호텔_레저서비스	18.6	-5.1	15.3	-	17.0

	2026E	1Q26	2Q26E	3Q26E	2027E
미디어_교육	42.5	적전	47.3	122.0	34.4
소매(유통)	47.0	39.7	63.2	41.1	12.9
필수소비재	16.1	13.2	5.3	12.0	11.0
건강관리	39.7	45.3	29.4	11.4	20.0
은행	9.3	7.7	11.6	10.6	6.1
증권	46.4	100.7	53.4	26.3	-9.7
보험	20.4	18.6	9.5	12.6	23.6
소프트웨어	20.8	12.5	18.1	20.2	17.2
IT하드웨어	95.7	179.1	146.5	83.4	53.2
반도체	570.5	564.7	925.7	646.0	39.9
IT가전	196.1	적지▼	103.2	104.5	97.2
디스플레이	90.0	적지▲	적지▲	16.6	32.1
통신서비스	15.3	-14.6	-12.6	83.5	7.2
유틸리티	-21.7	1.3	-5.4	-33.2	25.4

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

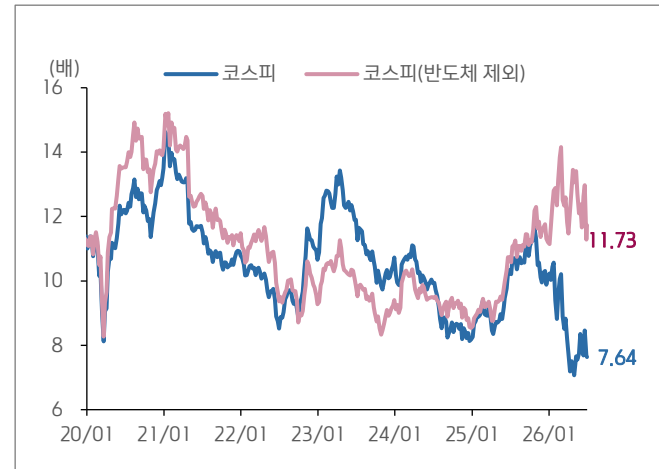
- ▶ 코스피의 '26년 영업이익의 전망은 940조 원으로 전년 대비 216% 상승 전망. 실적 시즌 진입을 앞두고 있어 실적 전망 변화가 더디게 이루어지는 상황. 7월부터 시작될 2분기 어닝시즌을 통해 추가적인 이익 전망 개선 여부가 판가름 될 것
- ▶ 코스피의 선행 12개월 PER은 현재 7배 중반 수준을 기록하고 있는 반면, 반도체 업종을 제외한 경우의 PER은 11.7배를 넘어서며 주도 업종과 그 이외 업종들 간의 차별화 양상 지속

코스피 연간 영업이익과 성장률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피와 반도체 업종 제외 경우의 PER(Fwd. 12M) 추이



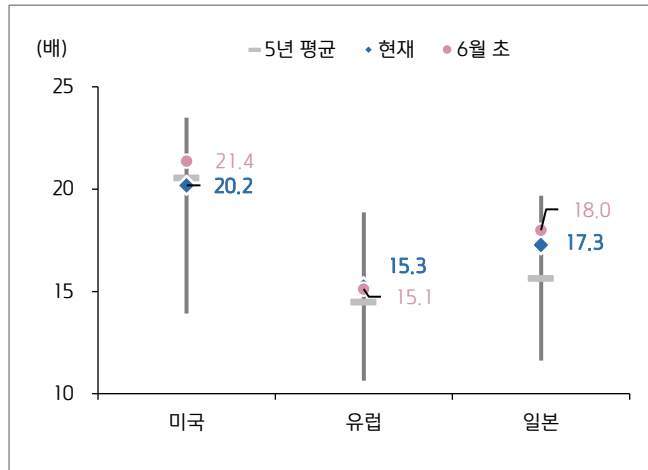
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 06.

## AI 상승 속도 부담으로 밸류에이션 부담은 소폭 안정

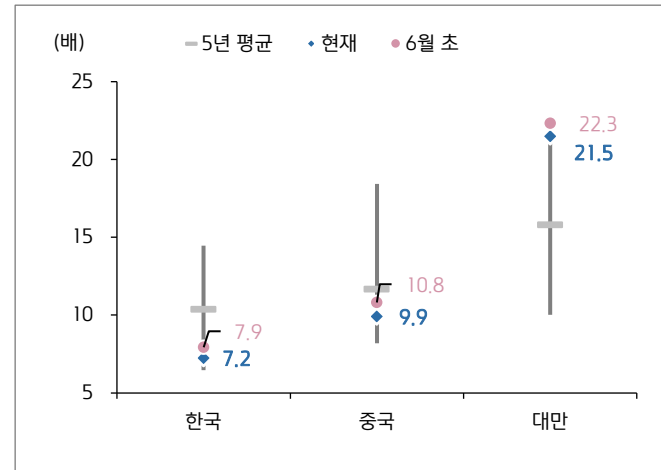
- ▶ 메모리 반도체를 중심으로 강세를 보인 글로벌 증시의 변동성이 확대되자, 글로벌 증시 전반적으로 최근의 상승폭을 일부 반납하며 전월 대비 밸류에이션 부담이 축소
  - 미국의 선행 12개월 PER은 월초 21.4배에서 20배 초반까지 안정. 한국의 경우 같은 기간 7.9배에서 7.2배 수준까지 낮아졌음
- ▶ 특징적인 점은 글로벌 증시 전반의 약세에도 유럽 증시의 경우 같은 기간 상승세를 기록하며, 밸류에이션 멀티플이 소폭 상승
  - 글로벌 증시의 단기 로테이션이 연출되는 과정에서 그간 소외되어 있던 유럽 내 반도체 및 금융 업종에 대한 매력도가 부각된 영향

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

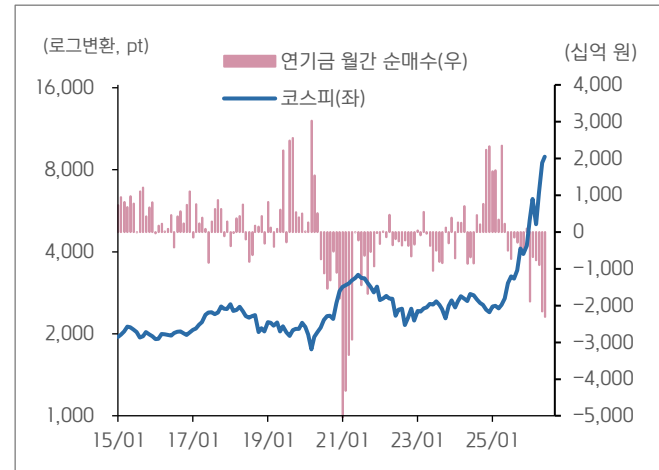
- ▶ 6월에 들어 증시 변동성이 높아진 가운데, 국민연금의 리밸런싱 재개에 따른 시장 우려가 커진 상황
  - 일각에서는 최대 60조원에 가까운 매도 물량이 출회될 수 있음을 지적. 그러나 이는 전략적/전술적 자산배분의 허용범위를 고려하지 않은 상황에서의 기술적인 최대폭 기준
  - 올해 6월말 기준, 국민연금의 포트폴리오에서 국내주식 비중은 약 30%에 근접했을 것으로 추정
- ▶ 국민연금은 시장 충격을 고려하여 전략적 자산배분의 허용범위를 보다 유연하게 적용할 것을 밝히며 시장의 과도한 우려 완화
  - 더불어, 국민연금의 매도 흐름은 일반적으로 시장에 미치는 영향을 최소화하기 위해 증시 수급이 우호적인 상황에서 포트폴리오 매도에 나서는 경향

허용 범위에 따른 국민연금의 국내주식 순매도 가능 금액

	연말 목표 기준	SAA (±3%)	SAA (±6%)	SAA (±6%) + TAA (±2%)
국내주식 상단	20.8	23.8	26.8	28.8
초과분	8.8%	5.8%	2.8%	0.8%
목표 비중 도달 위한 필요 조정분(조원)	50.13	33.10	16.07	4.72

자료: FnGuide, 국민연금, 키움증권 리서치센터

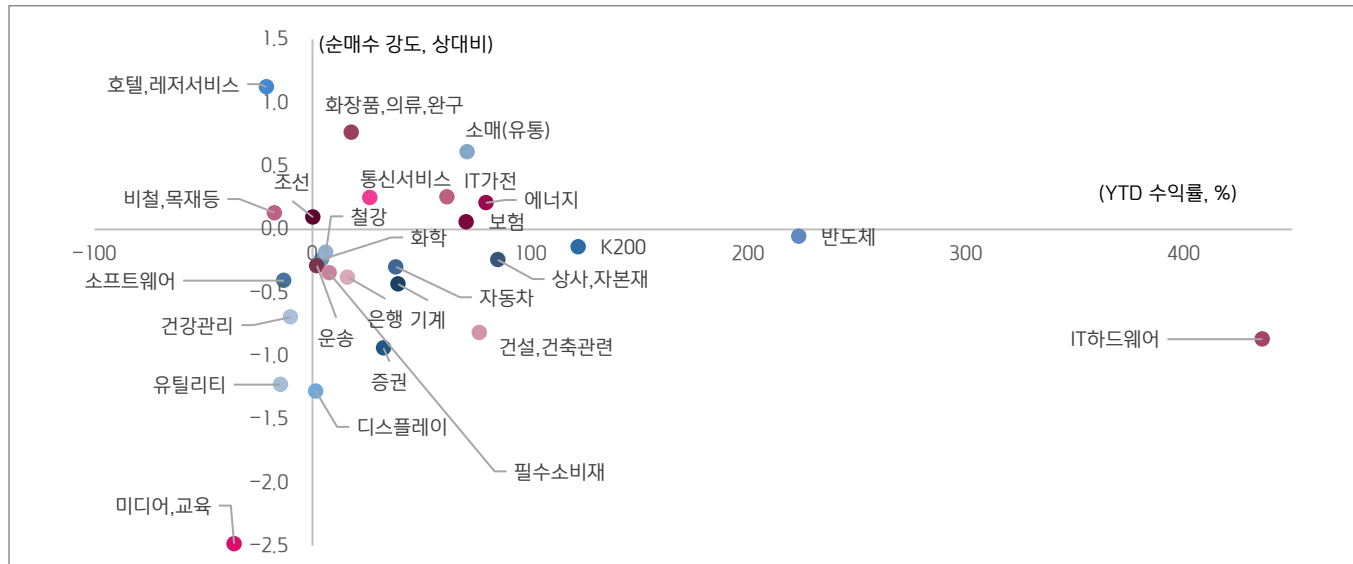
코스피와 연기금의 월간 순매수 대금



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 업종별 수급 측면에서는 IT H/W 같은 경우는 시장 규모 대비 유의미한 순매도 폭 기록. 한편, 반도체 업종의 경우 연초 이후 높은 수익률에도 여전히 핵심 상승 주도 업종으로 자리매김 하고 있는 만큼 매도폭은 미미
- ▶ 하반기에 접어들며 국민연금의 리밸런싱은 시장 상황과 맞추어 점진적으로 이루어질 것으로 전망. 연초 이후 업종별 수익률 및 수급 측면에서 살펴보면, 여타 업종 대비 높은 수익률 달성에도 상대적으로 매도 흐름이 제한된 업종들을 중심으로 초과 수익 실현을 위한 액티브 자금 출회 압력이 존재할 수 있을 것으로 판단

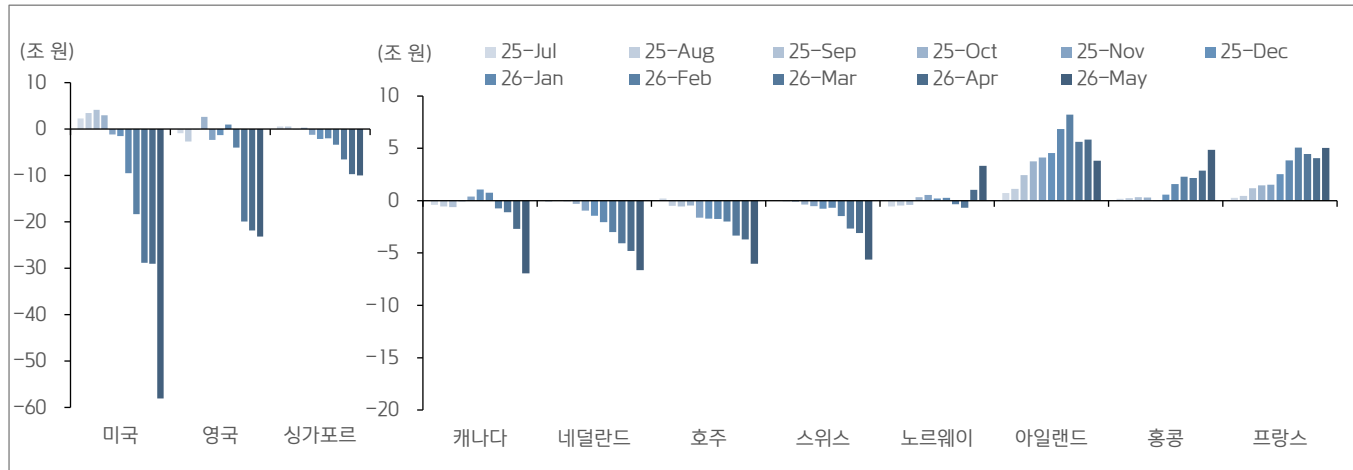
코스피 세부 업종별 수익률(YTD)과 연기금의 순매수 강도(누적 순매도/시가총액)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 연기금 및 장기 보유 성격을 지닌 자금(미국, 캐나다, 네덜란드 등)은 연초 이후 본격적으로 비중 조정에 나서며 순매도폭을 확대 중
  - 미국 누적 순매도 1위(-58조원)를 기록하는 가운데, 캐나다, 네덜란드, 호주 등도 유사한 패턴을 보이는 모습
- ▶ 한편, 순매도 규모 관점에서 영국, 싱가포르 역시 큰 순매도 폭이 큰 모습이지만, 금융허브로서 트레이딩 성격이 강한 자금으로 단기적인 베팅으로 해석 가능
- ▶ 종합적으로 연초 이후 해외 자금들의 매도 우위 흐름이 강하게 연출되었고, 특히나 상승폭이 강했던 4, 5월 이후 매도폭이 강했음. 다만, 6월에 들어 증시 변동성이 확대로 증시가 보합세를 기록했고, 반기가 지나는 흐름을 감안 매도 압력은 점진적으로 안정될 수 있을 것으로 기대

'25년 7월 이후, 코스피 내 주요국별 월간 누적 순매수



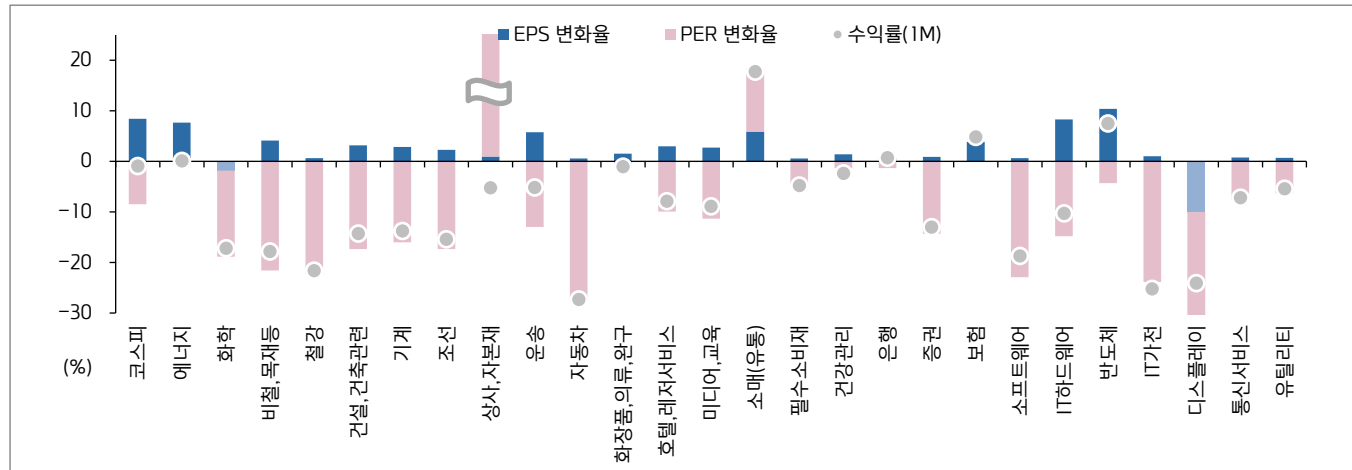
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

# 10.

## 실적 개선이 결여된 경우, 변동성 확대 구간에서 취약

- ▶ 6월 국내증시는 지정학적 리스크 및 시センチ먼트 변화로 인해 변동성이 높은 모습이 연출. 월간 기준으로 상승을 기록한 업종이 제한된 가운데, 수익률 변화 동인을 실적과 멀티플로 나누어보면 특징이 뚜렷하게 엇갈리는 모습
- ▶ 업종 전반적으로 월간 성과는 부진했지만, 실적 개선 흐름이 유의미하게 받쳐주는 업종의 경우 상대적으로 주가 변동 흐름이 제한. 반면, 실적 모멘텀이 제한되는 경우 멀티플 하락이 큰 폭으로 동반
- ▶ 7월부터 2분기 어닝시즌 돌입이 예정된 만큼, 실적 민감도는 재차 확대될 것으로 전망

코스피, 업종별 최근 수익률 동인 분해(EPS vs. PER)



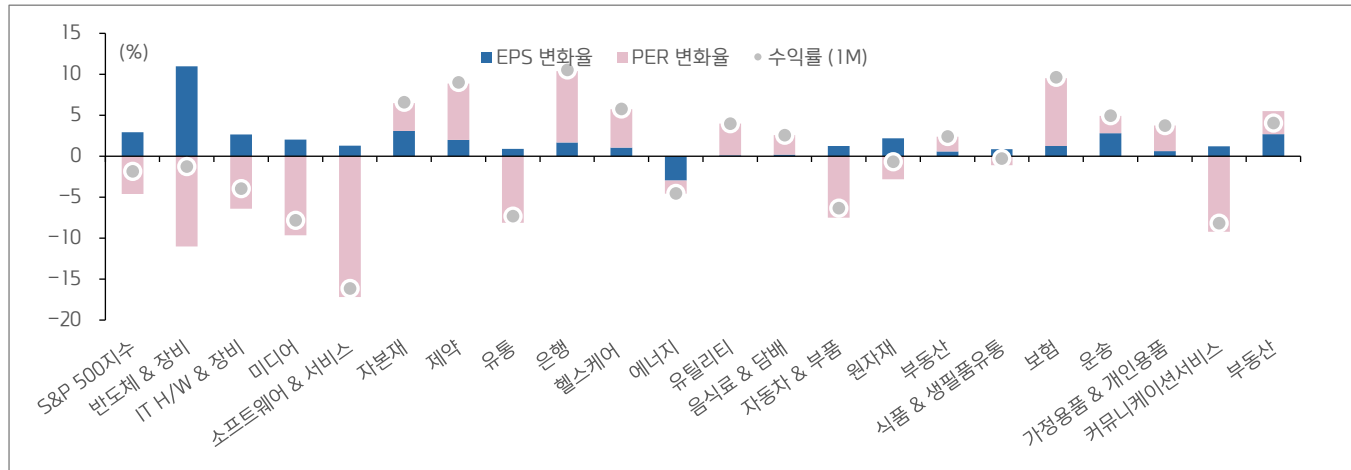
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

# 11.

## 미 증시 역시 단기 로테이션 흐름 속 실적 기반 하방 제한

- ▶ 같은 기간 미국 증시의 경우, 실적 모멘텀에 따른 차별화보다는 지난 5월의 상승 흐름을 되돌리는 단기 로테이션 성격의 흐름이 지배적이었음
- ▶ 특히 지난달 두드러지는 성과를 기록했던 소프트웨어&서비스, 자동차&부품 업종의 반전 흐름이 두드러졌음
  - 한편, 미 증시 역시 실적 개선 탄력이 두드러진 반도체&장비 업종의 경우 5월의 높은 상승폭에도 상대적으로 하방 안정성이 높은 모습이 특징

S&P 500, 업종별 최근 수익률 동인 분해(EPS vs. PER)



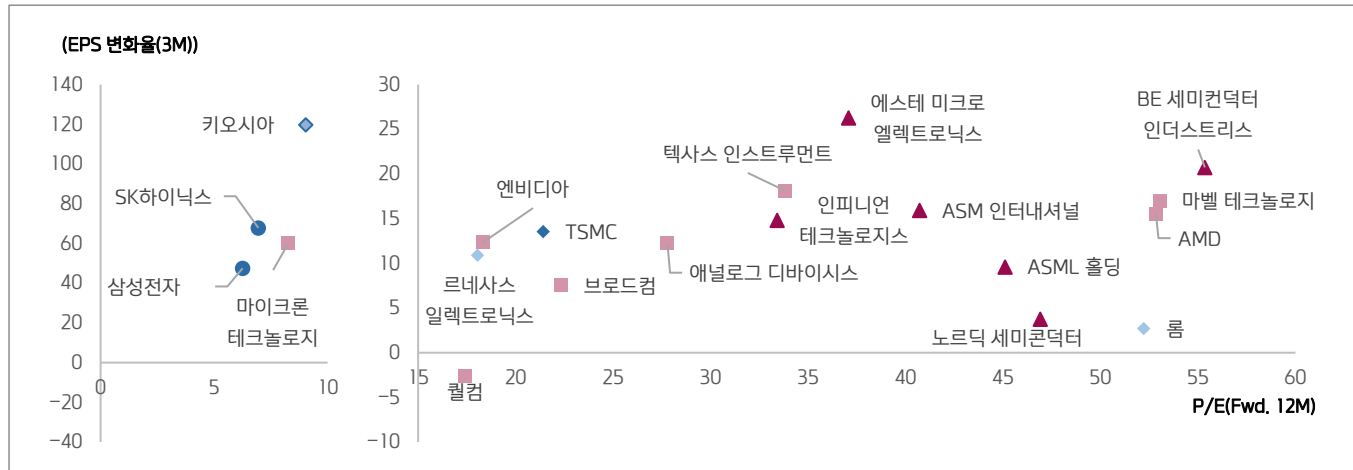
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 12.

# 국내 반도체 기업들의 이익모멘텀 및 밸류에이션 매력도 지속

- ▶ 2분기를 지나며 글로벌 반도체 기업들의 주가 상승 속도가 가팔랐던 데에 따른 차익 실현 압력이 높아지며, 주가 변동성이 두드러졌음. 특히 국내 기업들은 상승 속도에 비해해 글로벌 피어 대비 높은 변동성 기록
- ▶ 다만, 메모리 반도체의 공급 부족은 2027년까지 예상되는 등 높은 수요 그리고 공급 부족 환경이 지속되며 국내외 기업들의 실적을 뒷받침할 것으로 전망
  - SK하이닉스의 ADR 상장 등 해외 투자자들의 국내 기업 투자 진입 장벽이 완화되고 있는 점은 동종 업종 내 국내 기업들의 밸류에이션 매력에 따른 접근 유인을 높일 것으로 전망

주요국 반도체 업종 기업들의 PER(Fwd. 12M)과 EPS(Fwd. 12M) 변화율(3M)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

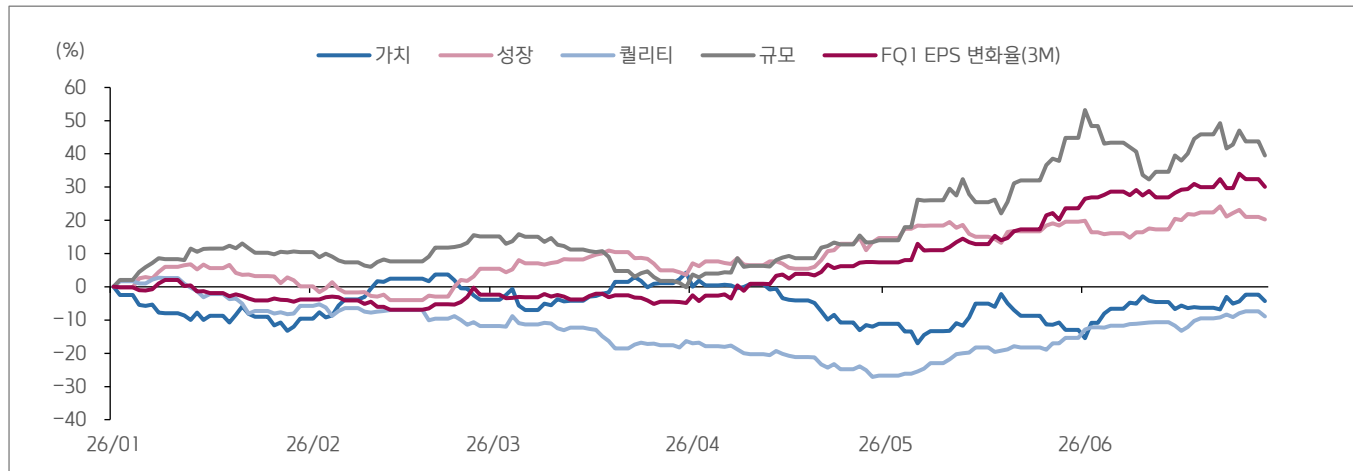
주) 붉은 네모는 미국 기업, 진한 붉은 세모는 유럽 기업, 푸른 마름모는 일본/대만 기업.

## 13.

## 2분기 어닝시즌을 통한 이익모멘텀 설명력 지속 기대

- ▶ 최근 1달 간의 스타일 성과를 살펴보면, 증시 변동성이 높았던 6월에는 대형주를 중심으로 진폭이 큰 모습이 연출. 지난 2분기 동안 규모 팩터의 설명력이 가장 높았던 영향
  - 한편, 가치 스타일의 성과는 뚜렷한 방향성이 제한된 가운데, 성장 그리고 퀄리티 스타일의 완만한 반등 흐름
- ▶ EPS 변화율(3M)과 같은 이익모멘텀 관련 팩터는 보다 안정적이고 지속적으로 우상향 하는 흐름 지속. 2분기 어닝 시즌 개막과 함께 실적 모멘텀의 주가 설명력이 재차 높아질 것으로 예상

코스피200, 주요 스타일 롱/숏 누적 성과



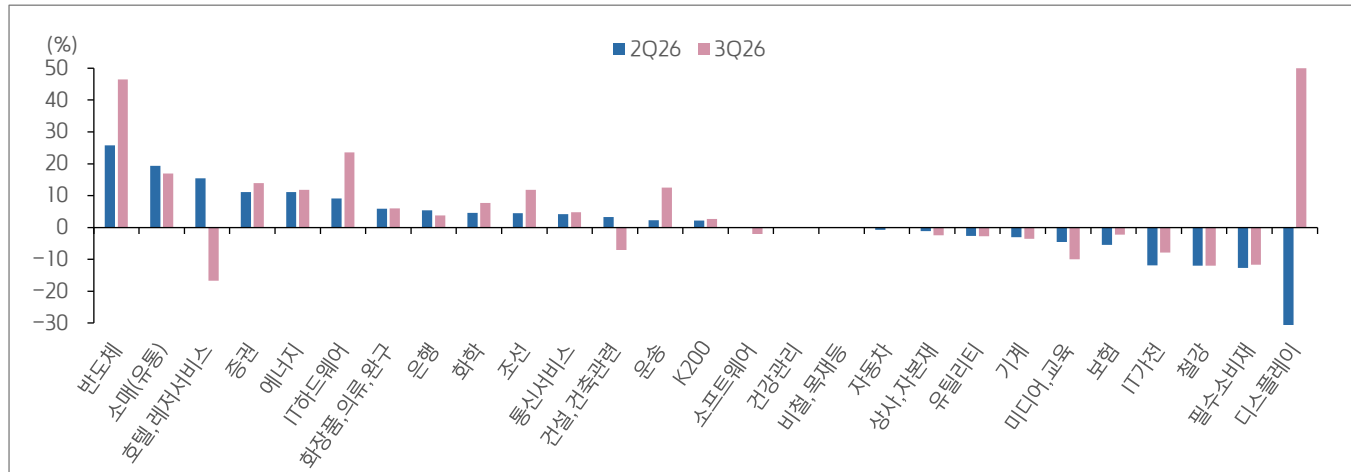
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 14.

## IT, 유통, 금융 업종의 이익모멘텀 개선 뚜렷

- ▶ 2분기 어닝시즌이 가까워지며 실적 추정치 수정이 본격화될 것이지만, 현재 반도체를 비롯한 IT H/W 업종의 2, 3분기 이익조정비율이 가장 높은 모습
- ▶ 그 외에도 견조한 실적이 지속되는 소매(유통) 업종을 비롯해 금융(증권, 은행), 에너지 등의 업종도 실적 모멘텀이 양호한 모습
- ▶ 반면, 필수소비재 업종을 비롯해, 철강, IT 가전, 미디어교육 등은 실적 모멘텀의 하방 압력이 높은 모습

코스피, 업종별 2Q26, 3Q26 주당순이익 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터