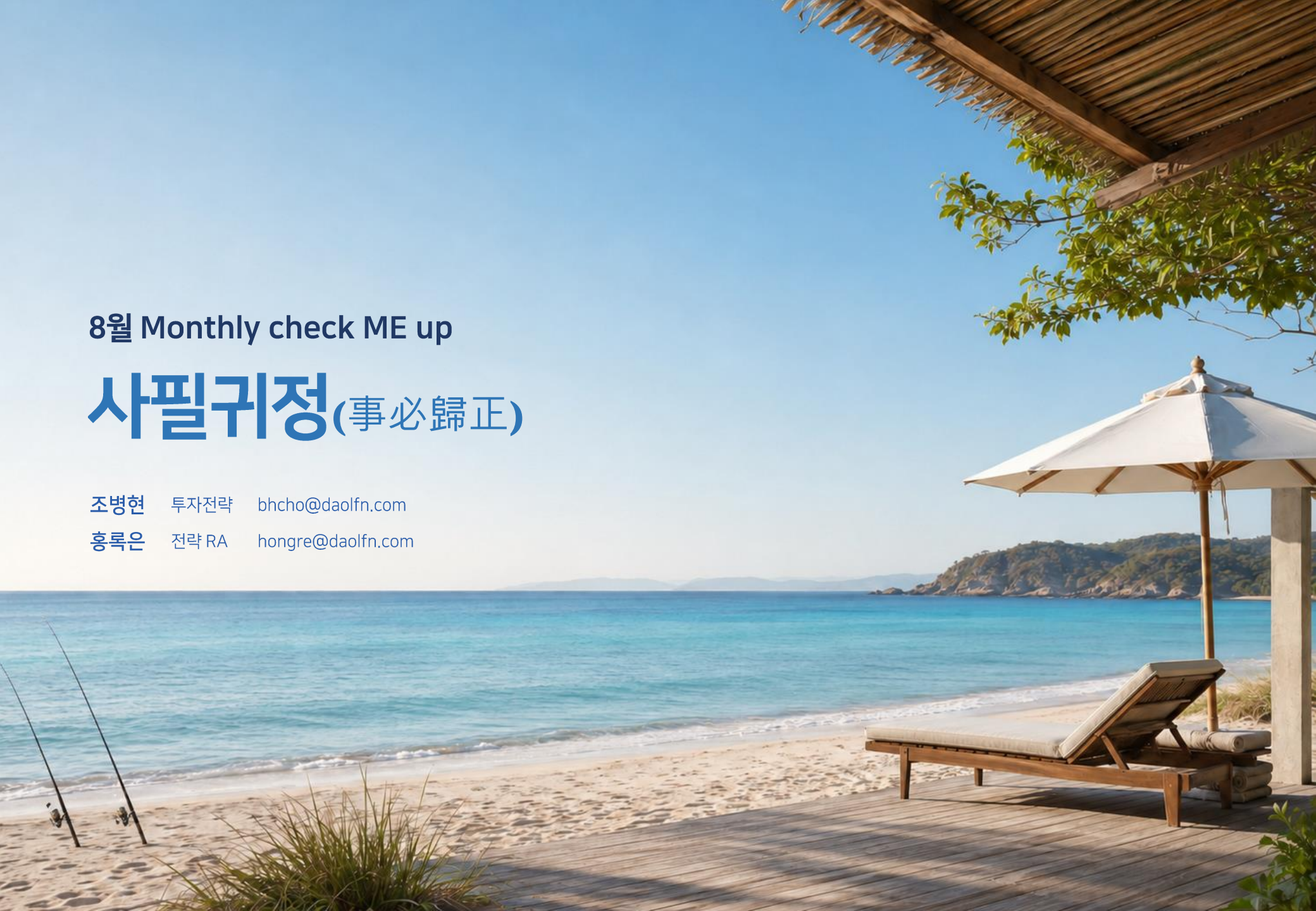


8월 Monthly check ME up

사필귀정(事必歸正)

조병현 투자전략 bhcho@daolfn.com

홍록은 전략 RA hongre@daolfn.com



Summary

- ◆ 기존 하반기 전망에서 언급했던 바와 같이 6~7월 변동성 구간이 발생했지만, 예상했던 것보다 그 정도가 훨씬 심각. 1) 반도체 업황에 대한 의구심, 2) 최근 다시 부각되고 있는 지정학적 리스크, 3) 금리 상승에 대한 경계심 등이 주된 요인으로 보임. 더불어 한국 증시 고유 요인으로 반도체 비중이 극단적으로 높아진 쏠림과 단일 종목 레버리지 ETF의 수급 충격 등도 변동성에 일조
- ◆ 지표로 확인되는 AI CapEx에 대해 폼하할 부분은 크지 않음. 관련 기업들의 현재 실적은 여전히 긍정적인 결과를 도출하고 있으며, 기업들이 제시하고 있는 CapEx 경로도 여전히 빠른 속도의 우상향으로 제시. 그럼에도 불구하고 기술적인 변화(신규 공급자, 소프트웨어 개선 등), 역사적으로 경험해 보지 못한 업황 개선 속도와 위상 자체에 대한 불편함, 과거 IT 버블 등 붕괴 국면에서의 기시감 등이 신뢰를 저해하는 요인으로 작용 중. 이와 관련해서는 관련 기업들의 CapEx 가이드نس 등을 확인하는 과정에서 자정적으로 신뢰가 재구축되는 시간이 필요
- ◆ 무엇보다 중요한 부분은 최근 진행되고 있는 금리 상승 속도의 둔화가 확인되는 것. 최근 우려 요인으로 지목되고 있는 하이퍼스케일러들의 투자 지속 가능성에 대한 의구심도 결과적으로는 금리에 대한 부담에서 기인한다고 볼 수 있음. 7월 말~8월 초 중동지역 이슈의 진정 여부 그리고 주요 미 연준 FOMC 등에서 금리 상단에 대한 불안감이 완화될 경우 펀더멘털과의 이례적인 괴리가 다시 눈에 들어 올 수 있을 것으로 기대
- ◆ 현상적으로 중동지역 문제가 완화된다고 해서 금리가 추세적인 하락을 보일 것으로 기대하지는 않음. 그러나 최근 금리 변동은 확연히 유가에 연동되는 경향을 보이고 있고, 중동지역 우려가 해소된다면 금리 상단 제약과 함께 20bp 내외의 하락 움직임 정도는 기대해 볼 수 있을 듯. 아직까지 명목 성장이 금리를 상회하고 있는 상황인 만큼 금리의 상단이 제약된다는 확신 하에서 주식시장은 추가적인 상승 여력을 가질 수 있을 것으로 판단
- ◆ 반등이 진행된다 해도 V자 빠른 반등보다는 점진적 회복 시도 가능성이 높아 보임. 유가 정점 통과로 금리 -20bp 수준의 하락 여력 확보 시 KOSPI는 8,100pt선까지 1차 반등 가능하다고 판단. 물론 반대의 경우도 발생할 수 있기에 7월 말~8월 초는 예측보다는 이벤트들을 확인하며 대응해야 할 구간. 변동성 부담은 존재하나 펀더멘털 대비 크게 낮아진 가격 레벨은 매력적이라고 판단
- ◆ 시장 반등(안정)의 트리거는 현재 상승하고 있는 금리가 안정될 수 있는지 여부에서 모색해야 할 것. 업종 선별에 있어서도 단순화시켜 접근할 필요. 미국채 금리가 4%대 이상에서 등락하게 된 2023년 하반기 이후 금리 하락기 KOSPI는 주간 평균 수익률 +1.12%, Hit ratio 67%를 기록 중. 주요 업종 가운데 해당 조건 하에서 KOSPI이상 수익률을 기록한 업종은 반도체, IT 하드웨어, 상사/자본재, 보험 등

Chapter 1.

8월 경제지표 및 주요 이벤트 캘린더



글로벌 주요 경제지표 일정

8월

일요일	월요일	화요일	수요일	목요일	금요일	토요일
1/2 한_ 7월 수출/입 (70.9%/30.1%, y/y) 한_ 7월 무역수지 (\$36,149m)	3 미_ 7월 S&P 제조업 PMI(최종, 53.9) 미_ 7월 ISM 제조업(53.3) 미_ 6월 건설지출(0.1%, m/m) 중_ 7월 레이팅독 제조업 PMI(51.7)	4 미_ 6월 무역수지(-\$77.6b) 미_ 6월 JOLTS 구인 건수(7,594k) 미_ 6월 제조업 수주(-1.3%, m/m) 미_ 6월 내구재 수주(최종, -4.5%, m/m) 한_ 7월 소비자물가지수(3.2%, y/y)	5 미_ 7월 ADP 고용 변화(98k) 미_ 7월 S&P 서비스업/종합 PMI (최종, 51.2/51.9) 미_ 7월 ISM 서비스업 지수(54.0) 한_ 7월 외환보유액(\$427.36b) EZ_ 6월 생산자물가지수(5.9%, y/y)	6 미_ 6월 도매 재고(최종, 0.1%, m/m) EZ_ 6월 소매판매(0.2%, m/m)	7 미_ 7월 비농업 고용 변동(57k) 미_ 7월 실업률(4.2%) 중_ 7월 수출/입(27.0%/36.0%, y/y) 중_ 7월 무역수지(\$125.62b)	8 미_ 7월 뉴욕 연준 1년 기대인플레이션(3.67%)
9 중_ 7월 생산자물가지수 (4.1%, y/y) 중_ 7월 소비자물가지수 (1.0%, y/y)	10	11 미_ 7월 NFIB 중소기업 낙관지수(97.4) 미_ 7월 기존주택매매(4.09m) 한_ 8월 수출/입 10일간 (53.9%/17.4%, y/y)	12 미_ 7월 소비자물가지수(3.5%, y/y) 한_ 7월 실업률 SA(2.7%)	13 미_ 7월 생산자물가지수(5.5%, y/y)	14 미_ 7월 소매판매(속보, 0.2%, m/m) 미_ 8월 미시간대 소비자심리지수 (잠정, 54.4) 미_ 8월 미시간대 장/단기 기대인플레이션 (잠정, 4.2%/3.3%) EZ_ GDP(2차, 미발표, y/y)	15
16	17 미_ 8월 뉴욕 제조업 지수(15.6) 미_ 8월 NAHB 주택시장지수(34.0) 중_ 7월 광공업생산(5.3%, y/y) 중_ 7월 소매판매(1.0%, y/y) 중_ 7월 실업률(5.0%)	18 미_ 7월 광공업생산(0.1%, m/m) 미_ 7월 미결주택매매(-5.4%, m/m) 미_ 7월 주택착공건수(1,427k) 미_ 8월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동지수 (8.7) EZ_ 8월 ZEW 경기기대지수(23.4)	19 EZ_ 7월 소비자물가지수 (최종, 2.8%, y/y)	20 미_ 7월 경기선행지수(-0.2%) 미_ 8월 필라델피아 연준 기업 전망지수 (41.1)	21 미_ 8월 S&P 제조업 PMI(잠정, 미발표) 미_ 8월 S&P 서비스업/종합 PMI (잠정, 미발표) 한_ 8월 수출/입 20일간 (52.3%/20.0%, y/y) 한_ 7월 생산자물가지수(8.6%, y/y) EZ_ 8월 소비자대지수(잠정, 미발표)	22
23	24 미_ 7월 시카고 연방 국가활동지수(-0.02)	25 미_ 8월 CB 소비자신뢰지수(잠정, 미발표) 미_ 8월 필라델피아 연준 비제조업 지수 (미발표) 미_ 6월 FHFA 주택가격지수 (미발표, m/m) 미_ 8월 리치몬드 연준 제조업지수(미발표) 미_ 7월 신규주택매매(628k) 한_ 8월 소비자심리지수(미발표)	26 미_ 7월 내구재 수주(잠정, m/m) 미_ 7월 PCE 물가지수(미발표, y/y) 미_ 7월 근원 PCE 물가지수(미발표, y/y) 미_ 2분기 GDP 연간화(2차, 미발표, q/q) 한_ 7월 소매판매(미발표, y/y)	27 미_ 7월 도매 재고(잠정, m/m) 중_ 7월 산업생산(미발표, y/y)	28 미_ 8월 미시간대 소비자심리지수 (최종, 미발표) 미_ 8월 미시간대 장/단기 기대인플레이션 (최종, 미발표) 미_ 8월 MNI 시카고 PMI(미발표)	29
30	31 미_ 8월 달러스 연준 제조업 활동지수 (미발표) 한_ 7월 광공업생산(미발표, y/y) 중_ 8월 제조업 PMI(미발표) 중_ 8월 비제조업/종합 PMI(미발표)					

Note: 경제지표 발표 일정은 한국시간 기준. 괄호 안 숫자는 7/26일 기준 직전 발표치

Source: Bloomberg, 다올투자증권

8월 주요 이벤트 현황(1/3)

일자	지역	중요도	이벤트	내용
7일	한국	중	갤럭시 Z8 시리즈 정식 출시	- 삼성전자는 7/22 영국 런던에서 '갤럭시 언팩 2026'을 열고 갤럭시 Z폴드8 울트라, Z폴드8 와이드, Z플립8 3종을 공개할 예정. 사전예약은 7/28~8/3, 사전개통은 8/4부터, 공식 출시일은 8/7이 유력. 부품가 상승 영향으로 출고가가 전작 대비 최대 20만원 가량 인상될 전망(256GB 기준 폴드8 울트라 약 257만원, 폴드8 227만원, 플립8 168만원 수준) - 애플이 하반기(9월경) 첫 폴더블 아이폰 출시를 준비 중인 것으로 알려지면서, 삼성이 예년보다 이른 언팩 및 출시 일정으로 폴더블 시장 선점에 나섰다는 해석. 삼성전자가 폴더블 라인업을 확대하고 온디바이스 시를 기반으로 한 자체 갤럭시 시를 앞세운 것 역시 애플의 시장 진입 경계를 위한 것으로 추정. 애플의 폴더블 진입이 폴더블 폰 시장 전체의 파이를 키울지, 삼성 점유율을 잠식할지 관심
12일	글로벌	중	MSCI 8월 분기 리뷰	- 분기 리뷰는 2월, 5월, 8월, 11월에 진행되며, 편/출입 종목 선정 시에는 시가총액과 유동 시가총액이 주요 지표로 사용됨. 8월 리뷰는 12일에 편/출입 결과 발표 예정이며, 8월 말일 장 마감 이후 리밸런싱, 9월 1일부터 지수 변경 유효 자금이 유입될 예정. 편입/편출 종목들과 지수 내 종목들의 비중 변화에 따라 한국 시장 내 패시브 자금 유입 수준이 달라질 수 있음 - 한국 증시 반도체 쏠림이 진행되는 과정에서 동 이벤트의 가시적인 효과나 관심도가 다소 약해지 면모. 하지만 편입/편출 종목들에 대한 영향력은 여전히 강함. 현재 편입 가능 종목으로 언급되고 있는 종목들로는, LG이노텍, LS, 삼성E&A 등이 있음. 반대로 편출 가능성이 거론되는 종목들로는 LG디스플레이, 유한양행, 포스코인터내셔널, 삼성에프스홀딩스 등이 있음
23~25일	미국	중	Hot Chips 2026 심포지엄	- IEEE와 스탠퍼드대학교가 공동 주관하는 세계 최고 권위의 반도체 아키텍처 학회로, 스탠퍼드 메모리얼 오디오리엄에서 개최. AI 가속기, GPU, 차세대 메모리 등 최신 칩 설계가 발표되는 자리로 이번 회에는 엔비디아, AMD, 인텔, 삼성, SK하이닉스, IBM, Arm, 구글, 마이크로소프트 등이 발표에 참여 확정 - 공식 프로그램 기준 HBM(고대역폭메모리) 튜토리얼(삼성전자 'HBM Base Die', SK하이닉스 '어드밴스드 패키징' 발표)과 RISC-V 관련 별도 세션이 편성되어 있어, AI 반도체 밸류체인(HBM/패키징) 관련 국내 기업들의 기술 포지셔닝을 확인할 수 있을 전망
25~27일	한국	하	EV 트렌드 코리아 2026	- 국내 최대 규모의 전기차 전문 전시회로, 서울 코엑스에서 3일간 개최 예정. 완성차 업체(현대차, 기아 등)와 충전 인프라·소재·부품 관련 기업들이 참가하며, 신모델 공개뿐 아니라 충전 솔루션 등 밸류체인 전반의 기술 동향이 소개될 전망 - 글로벌 EV 시장이 캐즘(일시적 수요 둔화) 국면을 지나고 있다는 평가가 이어지는 가운데, 이번 전시회에서 완성차 업체들의 신모델·가격 전략과 캐즘 이후 반등 시점에 대한 업계 전망이 핵심 관련 포인트. 전기차 보조금·충전 인프라 확충 등 정부 정책에 대한 업계 코멘트도 관련주 투자심리에 영향 미칠 전망
26일	미국	상	엔비디아 실적 발표	- 현지시간 8월 26일 엔비디아 실적 발표 예정. 5월 실적 발표 당시 매출액·영업이익 모두 시장 컨센서스 상회. 주력 사업인 데이터센터 실적에서도 지속적인 성장 가속화를 보여줌. 국내 증시도 엔비디아 호실적 영향에 견조한 AI 수요 확인하며 반도체, 반도체 소부장 관련 중국 위주로 상승을 경험함 - 컨센서스는 매출 917.5억달러, EPS 2.14달러로 형성. 직전 분기 실적은 매출 816.2억달러, EPS 1.87달러로 발표

8월 주요 이벤트 현황(2/3)

일자	지역	중요도	이벤트	내용
26~30일	독일	중	GAMESCOM 2026	- 세계 최대 규모의 게임 전시회로, 개막 하루 전인 8월 25일 열리는 오프닝나이트라이브(신작 최초 공개 행사)가 하이라이트로 꼽힘. 유럽 시장향 콘솔·PC·모바일 게임사들의 신작 트레일러가 연달아 공개되며, 실제 전시 부스보다 온라인 생중계 행사의 발표 내용이 시장에 더 즉각적인 영향을 주는 경우가 많음 - 국내 게임업체 중에서는 크래프톤이 참가를 확정하고 펍지 스튜디오 미공개 신작 등 5종 신작을 최초 공개할 예정이며, 엔씨소프트·넥슨·넷마블·카카오게임즈 등은 아직 참가 여부를 조율 중으로 알려짐. 참가·신작 공개가 확정될 경우 실적 발표 시즌이 아니더라도 관련 종목의 단기 주가 모멘텀으로 작용해온 전례가 있어, 확정되는 대로 참가사·공개작 리스트를 재확인할 필요
27일	한국	상	금융통화위원회	- 한국은행은 7월 금통위에서 2023년 1월 이후 첫 금리 인상을 단행. 인상 자체는 기정사실화되어 있던 상황이었으나, 사전적으로 수요측 요인에 의한 단발성 이상의 금리 인상 가능성을 시사하고 있던 만큼 시장 금리 상방에 영향을 줄 만한 충격 요인은 아니었음 - 주목할 포인트는 세 가지. 첫째, 5월과 달리 경제 개선이 물가 상승을 지지한다고 언급하며 정책 주안점이 외생적 물가 부담에서 수요로 이동. 둘째, 인상을 '기조적'이라고 표현해 단발성 대응에 그친 여타 중앙은행과 달리 추가 인상을 시사. 셋째, 매파적 톤 속에서도 내부 논의는 5월 점도표(연내 2회+1회 추가 가능성)에 부합한다고 언급. 종합하면 '2+1' 인상 경로가 기본 전망이며, 수요 둔화 근거가 확인될 경우 기조 변경 가능성은 열려 있음 - 시장에서 우려하는 부분은 7~8월 백투백 인상과 4회 이상 인상 현실화. 7월 수입물가 안정으로 백투백 인상 우려는 완화된 상황이나 최근 유가 변동성이 높아지고 있는 만큼 8월 금통위를 앞두고 불확실성이 형성될 개연성이 있음
27~29일	미국	상	연준 잭슨홀 미팅	2026년 주제는 “금융 혁신: 결제와 정책에 대한 함의”. 6월 16~17일 케빈 워시의 첫 FOMC에서 기준금리를 3.50~3.75%로 4연속 동결. 취임 초 금리 정책에 있어 전향적일 것이라는 기대는 있었으나, 전쟁 발 유가 압력으로 물가가 급등하는 구간이었던 만큼 회의 결과는 매파적 톤. 정책 결정은 불가피한 측면이 있었지만, 전임 의장과는 소통 측면에서 확실히 달라진 면모를 보이고 있음 - 케빈 워시가 포워드 가이드를 대폭 축소하는 등 언급했던 변화의 모습을 보이고 있는 만큼 이번 잭슨홀 미팅은 향후 통화정책 기조에 대한 핵심 힌트를 얻을 수 있을지 관심이 모이고 있음. 지난 FOMC 이후 연준의 커뮤니케이션 방식과 대차대조표 등에 대한 변화를 주기 위해 5개 분야에 대해 TF를 구성하고 인선을 발표한 상황. TF에서 연구하고 있는 정책 기조에 대한 힌트 등이 등장할 수 있을지 여부도 주목. 당장 다음 회의의 금리 인상/인하에 대한 힌트를 찾으려 하기 보다는 정책 기조에 포커스를 맞출 필요
28~31일	독일	하	유럽심장학회(ESC) 2026	- 전 세계 150개국 이상에서 3만명 이상의 심장 전문의·연구자가 참석하는 세계 최대 규모의 심장학 학술대회로, 뮌헨 전시장에서 개최 예정. 프레스 프로그램은 하루 전인 8/27부터 시작 - 올해 스포트라이트 주제는 '심장학 분야의 AI 활용'으로, 진단·치료 전 과정에서 AI를 보조 수단으로 활용하는 사례들이 집중 발표될 예정이며, 4개의 신규 진료 가이드라인도 공개될 예정. 통상 이런 대형 학회에서는 글로벌 제약·의료기기 기업들의 임상 데이터가 집중 발표되는 경우가 많아, 관련 질환 치료제·의료기기 파이프라인을 보유한 국내 제약·바이오 기업들에게도 관련 임상 동향 확인 차원의 참고 지표가 될 수 있음

8월 주요 이벤트 현황(3/3)

일자	지역	중요도	이벤트	내용
8월 중	한국	상	2027년도 예산안 및 세제개편안 발표	- 기획재정부는 국무회의 의결을 거쳐 다음 연도 예산안을 국회에 제출해야 하며, 법정시한은 9월 2일. 이 시한을 맞추기 위해 정부안 확정·발표는 통상 8월 말에 이뤄지는 것이 관례이며, 세제개편안은 전년 사례(2025년 7월 31일 발표)를 참고하면 7월 말~8월 초 발표될 가능성 - 한국은행의 인상 시사와 미 연준의 매파 전환 가능성이 제시되는 국면에서, 재정정책 방향성에 주목할 필요. 법인세율, 상속세, 금융투자소득세 등 감세·증세 항목이 증시·부동산 관련주에 영향을 줄 수 있음
8월 중	중국	중	베이다이하허 회의	- 중국 공산당 최고지도부가 매년 여름 허베이성 칭황다오(베이다이하허)에서 갖는 비공식 회의로, 공식 일정과 의제는 사전에 공개되지 않음. 회의 결과가 별도로 발표되는 경우는 거의 없으며, 이후 몇 주에서 몇 달에 걸쳐 정치국 회의나 인사이동, 정책 방향 전환 발표를 통해 사후적으로 그 내용이 확인되는 방식 - 시장에서는 올해 회의에서 하반기 경기부양책, 부동산 시장 대응, 미중 관계 등이 주요 의제로 논의될 가능성에 주목하고 있으며, 이후 발표되는 정책이 위안화·중국 증시·원자재 투자심리에 영향을 미칠 수 있음
8월 중	중국	하	중국 통화정책 집행 보고서	- 중국인민은행(PBOC)이 분기별로 발간하는 통화정책 보고서로, 통화정책 기조와 유동성 운용, 지급준비율 및 정책금리 운용 방향, 위안화 환율에 대한 당국의 시각 등이 담김 - 내수 소비 부진과 부동산 경기 침체가 겹치며 추가 부양책 필요성이 꾸준히 제기되어 온 만큼, 이번 보고서에서 완화적 기조를 재확인하는지가 참고 지표로 활용될 전망. 다만 보고서는 정책을 새로 발표하기보다 기존 정책 기조를 설명·점검하는 성격이 강해, 시장 파급력은 베이다이하허 회의나 정치국 회의 대비 제한적
8월 중	미국	상	실적발표 일정	8월 1주: 팔란티어(8/3), AMD, 캐터필러, 머크앤컴퍼니, 암젠, 아리스타네트웍스, 맥도날드, 화이자, 시게이트, 듀크 에너지, 스타벅스(8/4), 샌디스크, 일라이 릴리, 노보 노디스크, 월트 디즈니, 소피파이, 우버, 애플빈(8/5), 토요타, 길리아드, 소니(8/6), 버크셔 해서웨이, 엑손 모빌(8/7) 8월 2주: 시스코(8/12), AMAT(8/13) 8월 3주: 팔로알토(8/17), 홈디포(8/18), 아날로그 디바이스(8/19), 월마트(8/20) 8월 4주: PDD홀딩스(8/24), 엔비디아, 클라우드 스트라이크(8/26), 델 테크놀로지스, 마벨 테크놀로지(8/27)



Chapter 2. Market Review

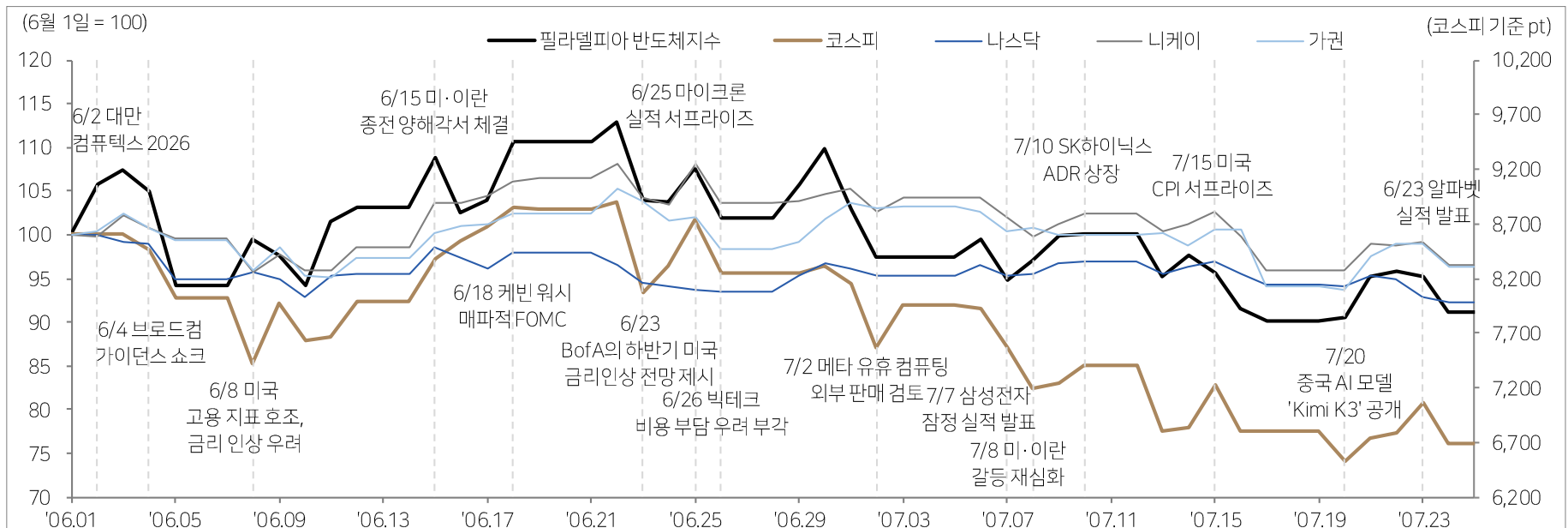
남들보다 더 흔들려 버린 한국 증시

7월 Market Review

반도체 업황 심리에 연동되며 등락한 국내 증시

- 7월 KOSPI는 전월 대비 -21.1%, KOSDAQ은 전월 대비 -18.3% 하락(6/30 대비 7/24 증가 기준)
- KOSPI는 1) 반도체 업황에 대한 지속적인 의구심, 2) 상승장에서 두드러졌던 주도주로의 수급 쏠림, 3) 미국 금리 인상 우려, 4) 미국과 이란의 지정학적 긴장 재고조를 재료로 반도체 대형주 등락에 연동되며 극심한 변동성 장세를 전개. 6/23 -9.99%에 해당하는 기록적인 급락 이후, 7월 말까지 5~6월의 상승분을 모두 반납하는 흐름
- KOSPI는 증가 기준 6/22 9,114.55pt를 기록한 이후 7월 4주 현재 6,700~7,100pt 부근에서 지수대를 형성 중

국내 증시 동향(KOSPI VS 글로벌 주요 반도체 밸류체인 증시)



Note: 이벤트 발생 일자는 국내 증시 영향일 기준

Source: Bloomberg, 다올투자증권

7월 Market Review

국내 증시는 악재에 더 민감하게 반응하는 경향

- 6/4 브로드컴 가이드스 쇼크, 6/26 빅테크 비용 부담 우려 부각 등 6월 이슈에 이어 7월에도 7/2 메타 유휴 컴퓨팅 자원 외부 판매 검토, 7/20 중국의 고성능·저가 AI 모델 'Kimi K3' 공개 등 빅테크 기업들의 CAPEX 둔화로 이어질 수 있는 소재들에 민감하게 반응하는 모습. 반면 개별 기업 호재성 이슈에는 7/7 삼성전자 실적 발표 이후 셀온 현상 출회, 7/10 SK하이닉스 ADR 상장 이후 재료 소멸로 인한 차익실현 등의 양상이 나타남
- 3월부터 이어진 미·이란 전쟁과 관련하여, 6월 미국과 이란이 종전 양해각서를 체결하며 지정학적 리스크가 완화되고 국제유가가 안정되는 흐름이 보였으나, 7월 중 호르무즈 해협을 둘러싼 양국의 갈등이 재점화되며 국내 증시에도 영향을 미치는 모습

KOSPI 7월 등락률 상위

날짜	수익률(%)	일중 변동률(%)	사유
2026-07-13	-8.95	10.0	트럼프 대통령의 휴전 종료 선언 미국이 이란의 호르무즈 해협 봉쇄와 상선 공격에 대응해 추가 공습을 실시, 이란은 호르무즈 해협 봉쇄를 재선언하고 중동 미군기지를 보복 공격 반도체 업황 경계심 지속, 중동 불확실성 심화, 미 국제금리 상승, 변동성 장세 피로도 누적, 반도체 TOP2 호재성 재료 소멸
2026-07-02	-7.89	6.3	메타의 유휴 컴퓨팅 자원을 활용한 클라우드 사업 추진, 애플의 중국 메모리 수입 논의 소식에서 기인한 AI 반도체 수요 둔화 우려, 빅테크 자본지출 위축 우려
2026-07-16	-6.37	3.6	미국 뉴욕주의 AI 데이터센터 신축 불허로 인한 업황 둔화 우려, CXMT 수요 예측 호조에 따른 상장 이후 반도체 시장 구도 변화 우려, 중동 불확실성 지속
2026-07-15	+6.24	5.0	미국 6월 CPI 서프라이즈에 따른 금리 인상 우려 완화, 낙폭 과대 인식에 따른 저가 매수 유입
2026-07-03	+5.76	9.9	전일(7/2) 급락에 따른 저가 매수 유입
2026-07-24	-5.72	4.9	알파벳 실적 발표 이후 자본지출 부담 부각, 트럼프 대통령의 예멘 후티 반군과 이란에 대한 대규모 군사 공격 가능성을 시사 미·이란 충돌 격화로 인한 홍해 봉쇄 우려, WTI 배럴당 91달러 상회, 미국채 10년물 금리 4.7% 부근 등락
2026-07-08	-5.35	7.9	이란이 호르무즈 해협을 통항하던 선박을 공격했다는 소식 보도, 미 중부사령부, 호르무즈 해협에서 발생한 유조선 3척 피격을 휴전 합의 위반으로 규정 하고 이란을 대상으로 강력한 공습을 개시, 호르무즈 해협 내 지정학적 긴장감 재고조 삼성전자 실적 발표(7/7) 이후 셀온 현상 지속, 업황 피크아웃 우려로 인한 글로벌 반도체주 약세 흐름

Note: 수익률의 절댓값 기준 상위, 일중 변동률은 (당일 고가 - 당일 저가) / 전일 종가로 계산

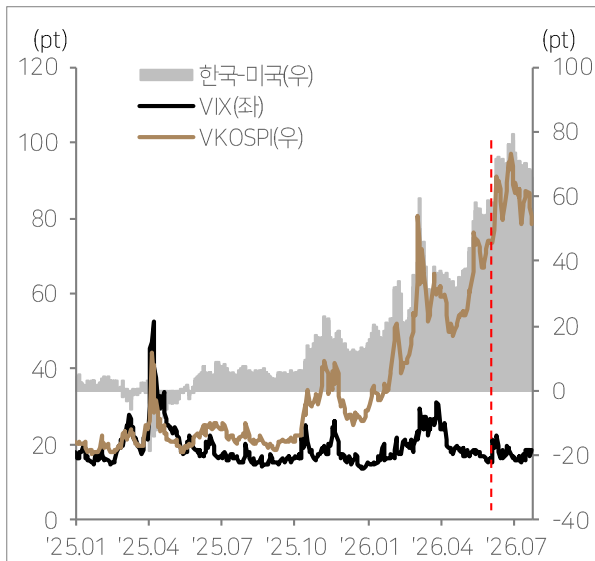
Source: Quantiwise, 다올투자증권

7월 Market Review

상반기에 이어 변동성 확대 국면을 지속

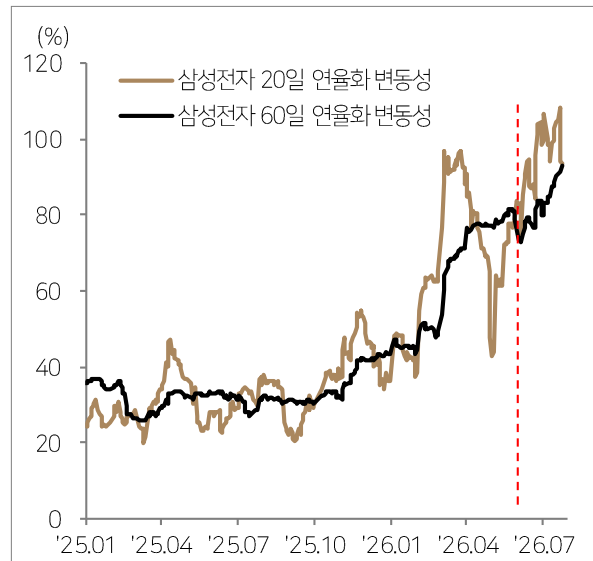
- 실제 미국, 일본, 대만 등 반도체 밸류체인과 밀접한 주요 증시가 반도체 업황 심리 및 중동 상황에 함께 연동됐으나, 한국 증시의 진폭은 더욱 극명
- 최근 변동성 확대의 원인으로는 상승장에서 두드러졌던 주도주로의 수급 쓸림을 지목. 연초 이후 한국 증시 변동성지수(V-KOSPI)는 뚜렷한 우상향 기조를 보이고 있었고, 최근 단일종목 레버리지 ETF 출시(5/27) 이후 변동성 증폭 효과가 더해지며 한번 더 레벨업하는 모습
- 개별 종목 변동성 역시 레벨업. 일간 수익률 기준 연율화 변동성을 계산해 보면, 코스피 지수 상승을 견인했던 반도체 TOP2 종목이 연초 이후 상향 곡선을 그리고 있었고, 5/27 관련 상품 상장 이후 변동성을 추가로 확대

V-KOSPI는 5월 말 이후 한번 더 레벨업



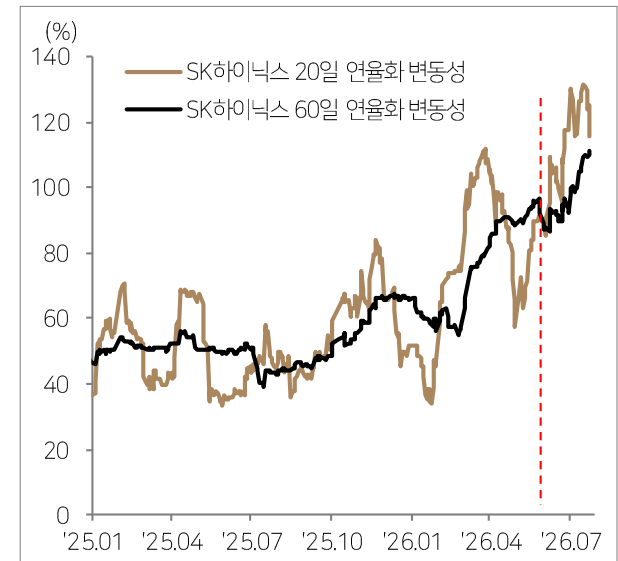
Source: Bloomberg, 다올투자증권

삼성전자 20일, 60일 연율화 변동성



Source: Quantiwse, 다올투자증권

SK하이닉스 20일, 60일 연율화 변동성



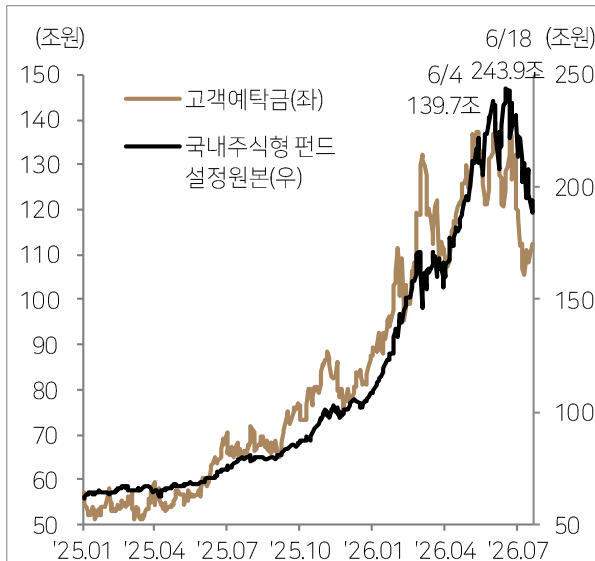
Source: Quantiwse, 다올투자증권

7월 Market Review

수급 여력 지표들은 악화되는 흐름

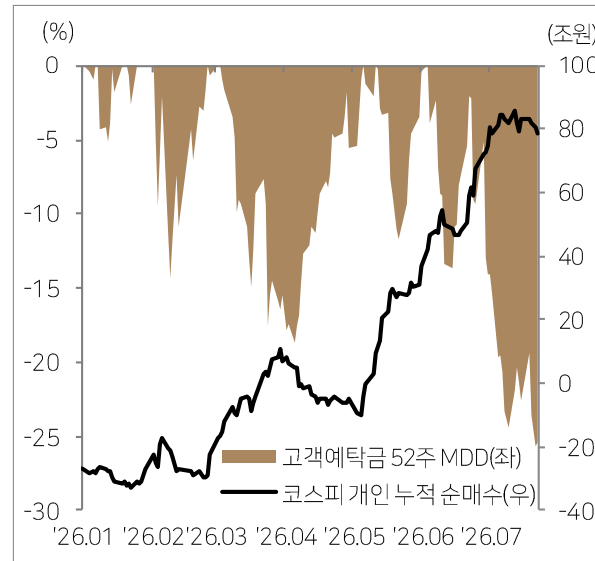
- 6월 말부터 이어진 코스피 급락 과정에서 고객예탁금이 3~4개월 전 수준으로 빠르게 감소. 고객예탁금은 6/4 139.7조원을 기록한 이후 7/23 104.3조원까지 -25.3% 하락. 동 기간 개인 투자자의 순매수는 꾸준히 우상향하는 흐름, 하락장에서 개인의 저가 매수세가 유입된 것으로 추정
- 고점 대비 하락폭이 크게 나타난 이후에는 대기자금 감소 및 투자심리 위축 등의 요인으로 개인 투자자의 추가 매수 여력이 감소할 수 있음. 실제로 7월 중순 고객예탁금 낙폭이 -20% 이상으로 나타난 국면에서 개인 투자자의 누적 순매수가 둔화되는 모습을 확인 가능
- 신용융자잔고는 6/24 38.6조원을 기록한 이후 7/23 32.7조원까지 -15.2% 하락. 지수와 고객예탁금의 낙폭 대비 제한적인 수준으로, 반대매매를 통한 강제 청산이 본격화되지 않았다는 의미로 해석 가능. 추가 하락 시 반대매매 물량이 낙폭을 증폭시킬 수 있다는 부담 잔존

고객예탁금 및 국내주식형 펀드 설정원본 추이



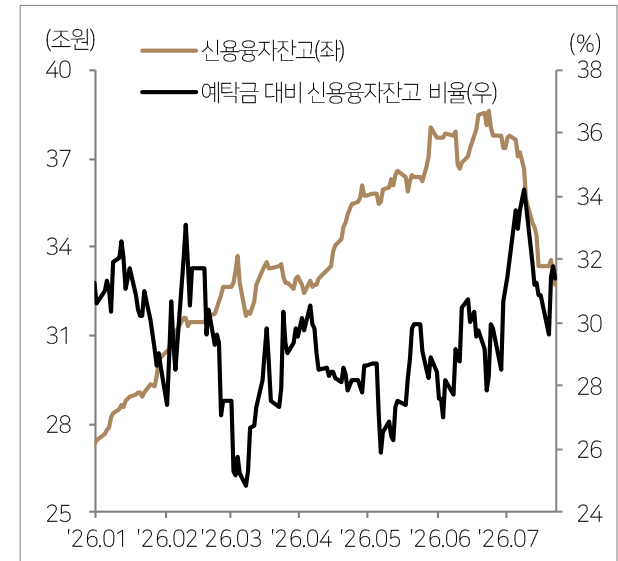
Source: Quantiwise, 다올투자증권

고객예탁금 52주 MDD와 코스피 개인 누적 순매수



Source: Quantiwise, 다올투자증권

신용융자잔고 및 예탁금 대비 비율



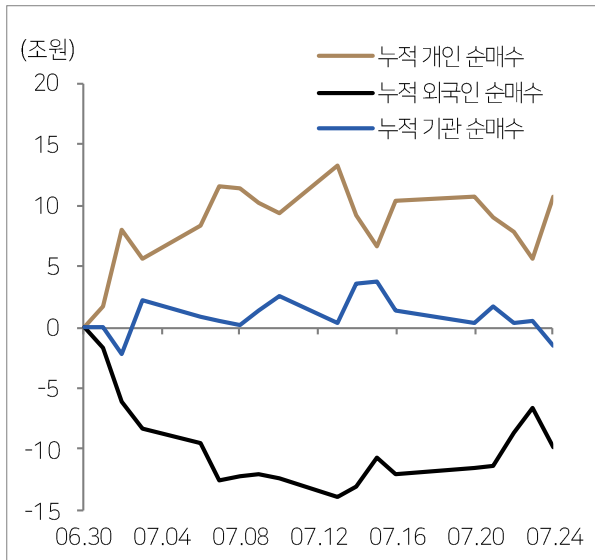
Source: Quantiwise, 다올투자증권

7월 Market Review

외국인 투자자의 수급은 이전과 다른 양상

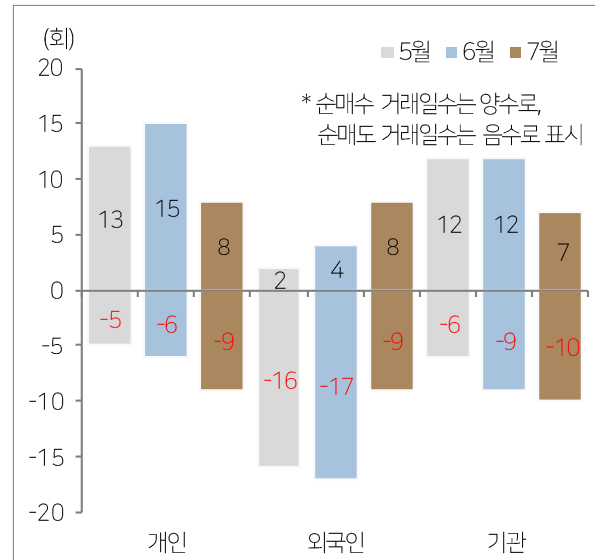
- KOSPI 기준 개인(10.8조) 순매수, 기관(-1.5조) 순매도, 외국인(-9.8조) 순매도 (KRX 기준)
- 7월 내 외국인 투자자가 코스피를 순매수하는 거래일 수가 증가. 외국인의 순매수 거래일 수는 5월에 2거래일, 6월에 4거래일로 집계. 7월은 24일까지 8거래일 순매수. 반면 개인 투자자의 순매수 거래일 수는 5월에 13거래일, 6월에 15거래일, 7월 24일까지 8거래일로 집계. 상반기 코스피 상승장에서 외국인 매도, 개인 매수 구도가 형성되던 것과 상이한 흐름
- 외국인의 경우, 7월 들어 순매도 폭을 축소하다, 7월 3주 주간 누적으로는 순매수 전환, 7월 4주에는 그 폭을 확대함. 코스피 급등 과정에서 비중 조절을 위한 기계적 매도를 이어왔었으나, 최근 조정 국면에서 추가 매도 압력이 완화된 것으로 해석

7월 투자자별 누적 수급 동향



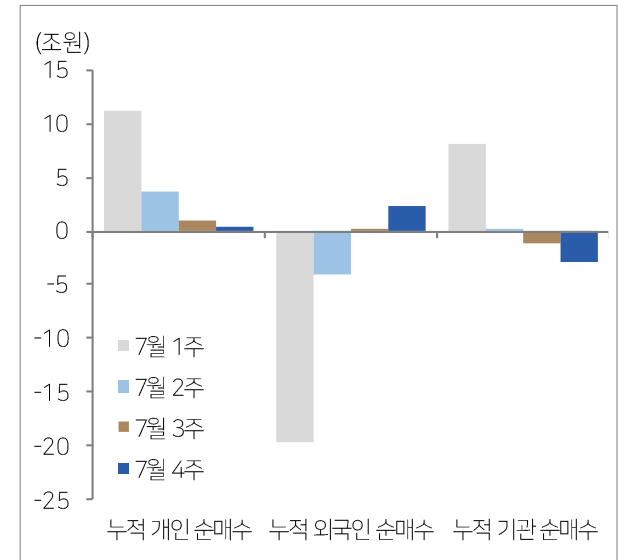
Source: Quantiwise, 다올투자증권

투자자별 순매수(+)/순매도(-) 거래일 수



Note: 7월 24일 장 마감까지 반영
Source: Quantiwise, 다올투자증권

KOSPI 투자자별 주간 순매수대금 추이



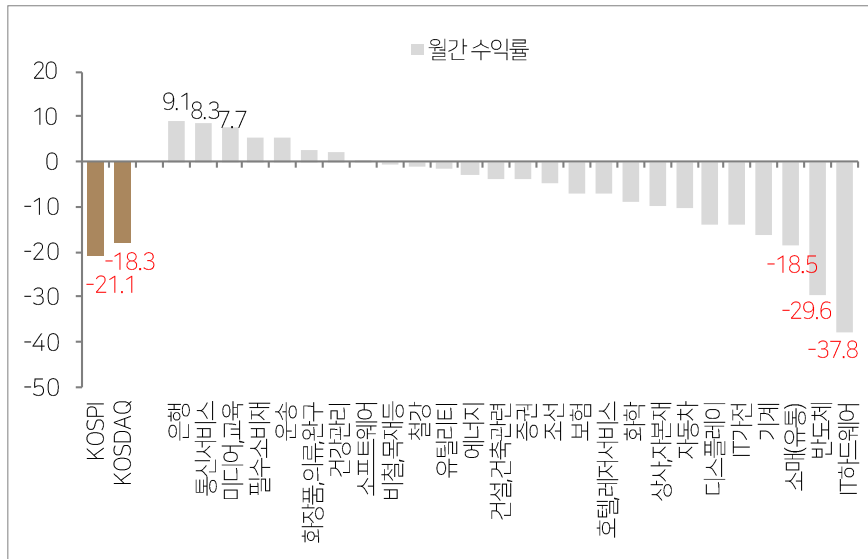
Note: 7월 1주는 6/29~7/3 누적 순매수대금
Source: Quantiwise, 다올투자증권

7월 Market Review

코스피 이익 전망 상향에도 주가는 하락, 펀더멘털-주가 괴리 확대

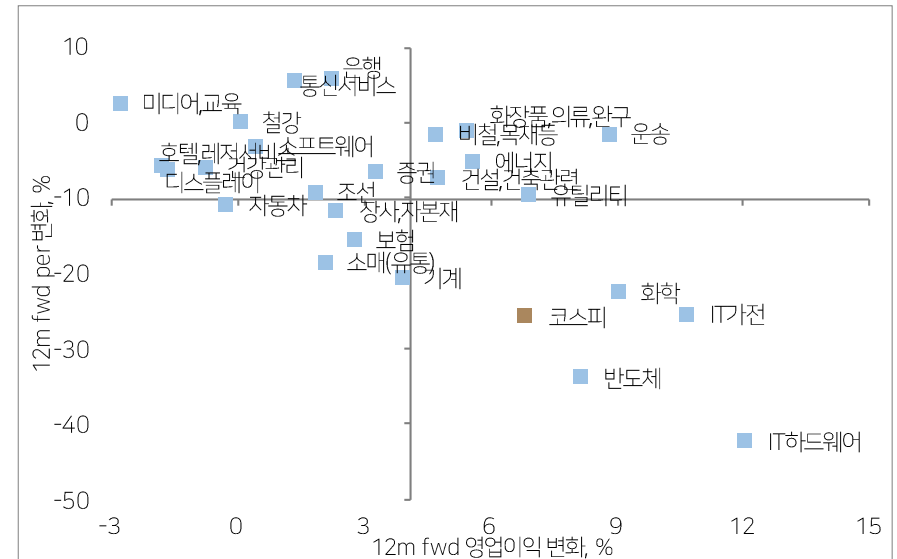
- 상승 Sector: 은행(+9.1%), 통신서비스(+8.3%), 미디어,교육(+7.7%)
→ 반도체 업황 경계 심리에 코스피 조정 국면이 이어지는 가운데, 방어주 성격을 가진 은행, 통신 업종 상승
- 하락 Sector: IT하드웨어(-37.8%), 반도체(-29.6%), 소매,유통(-18.5%)
→ 올해 상승폭이 두드러졌던 IT하드웨어, 반도체 업종에서 큰 낙폭. IT하드웨어 업종은 7월 12.0%의 영업이익 전망치 상향이 이루어졌으나 12m fwd PER은 47.1배에서 27.2배로 42% 하락. 반도체 업종 영업이익 전망 역시 동 기간 8.1% 상향됐으나 12m fwd PER은 6.3배에서 4.1배까지 33.8% 하락
- 이 영향으로 24일 종가지수 6,690pt 기준으로 코스피 12m fwd per은 5.7배로 형성, 펀더멘털과 주가의 괴리가 크게 확대

KOSPI 업종별 수익률



Note: 6/30일 대비 7/24일 종가 기준
Source: Quantiwise, 다올투자증권

KOSPI 영업이익 변화 대비 12m fwd per 변화



Note: 6/30일 대비 7/24일 종가 기준
Source: Quantiwise, 다올투자증권

7월 주체별 업종 및 종목 수급 동향

개인 순매수 업종 Top5

	MTD	3M	1Y	YTD
KOSPI	10,764	87,503	89,582	109,938
반도체	17,034	76,380	91,360	105,323
IT하드웨어	847	832	-2,467	-214
조선	191	2,305	1,064	386
기계	150	4,891	-1,249	-595
디스플레이	78	-39	-231	-81

외국인 순매수 업종 Top5

	MTD	3M	1Y	YTD
KOSPI	-9,801	-104,082	-154,984	-158,118
IT하드웨어	737	644	2,754	924
자동차	458	-5,271	-15,050	-15,495
상사,자본재	428	-109	344	242
소프트웨어	344	-1,046	-3,060	-1,573
건설,건축관련	308	466	182	286

기관 순매수 업종 Top5

	MTD	3M	1Y	YTD
KOSPI	-1,457	15,136	47,627	33,588
은행	1,123	1,097	5,596	3,163
에너지	1,117	1,001	1,545	1,556
건강관리	508	-353	-1,426	-1,011
기계	388	-1,081	1,184	866
통신서비스	363	108	431	693

개인 순매수 종목 Top3

	MTD	3M	1Y	YTD
SK하이닉스	10,627	41,585	54,933	51,448
삼성전자	6,302	31,500	34,849	51,900
삼성전기	913	-513	-1,694	-668

외국인 순매수 종목 Top3

	MTD	3M	1Y	YTD
LG이노텍	782	-804	-512	-877
DB하이텍	323	107	-85	-252
리노공업	289	753	-31	-17

기관 순매수 종목 Top3

	MTD	3M	1Y	YTD
KB금융	584	480	2,468	1,364
SK스퀘어	582	4,703	6,219	5,457
이수페타시스	519	742	747	905

개인 순매도 업종 Top5

	MTD	3M	1Y	YTD
KOSPI	10,764	87,503	89,582	109,938
에너지	-899	-1,225	-3,336	-2,543
자동차	-761	3,940	13,054	14,379
소프트웨어	-745	-90	3,759	1,431
은행	-677	-1,140	-1,784	-1,457
건강관리	-662	-104	-1,248	-1,222

외국인 순매도 업종 Top5

	MTD	3M	1Y	YTD
KOSPI	-9,801	-104,082	-154,984	-158,118
반도체	-11,580	-93,328	-144,553	-146,284
기계	-539	-3,163	1,359	855
은행	-375	-171	-3,292	-1,445
조선	-371	-1,597	-330	313
통신서비스	-168	-539	-364	-242

기관 순매도 업종 Top5

	MTD	3M	1Y	YTD
KOSPI	-1,457	15,136	47,627	33,588
반도체	-5,959	15,378	33,477	24,204
IT하드웨어	-1,600	-1,445	-135	-629
소매(유통)	-215	-217	21	-16
호텔,레저서비스	-47	-50	176	-17
철강	-43	-314	-446	-24

개인 순매도 종목 Top3

	MTD	3M	1Y	YTD
삼성전자우	-387	-387	1,630	-1,608
NAVER	-320	-320	-3	2,898
SK이노베이션	-317	-317	-94	-350

외국인 순매도 종목 Top3

	MTD	3M	1Y	YTD
SK하이닉스	-5,885	-46,207	-72,281	-62,731
삼성전자	-5,176	-41,255	-66,107	-77,478
SK스퀘어	-679	-7,370	-8,847	-8,232

기관 순매도 종목 Top3

	MTD	3M	1Y	YTD
SK하이닉스	-5,214	-5,214	3,679	15,360
삼성전자	-1,177	-1,177	9,196	13,597
삼성전기	-1,008	-1,008	-1,445	-1,242

Note: 7월 수급동향은 7/24일까지 누적금액 기준, 단위는 십억원
Source: Quantiwise, 연합뉴스포맷스, 다올투자증권

Chapter 3. Issue & Preview

결국 금리 안정이 선결될 필요

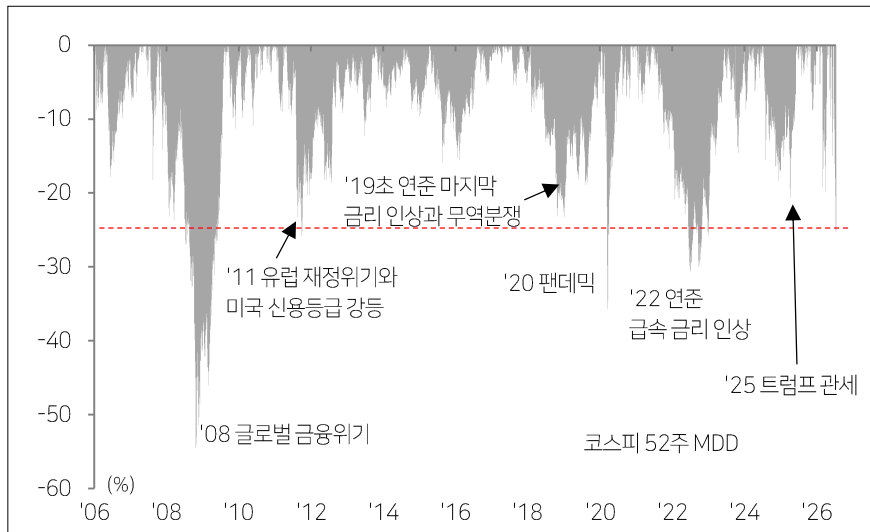


Point 1. 심각한 수준의 하락을 경험한 증시, 그 이유에 대한 점검

다수의 부담 요인이 중첩되며 나타난 변동성 국면

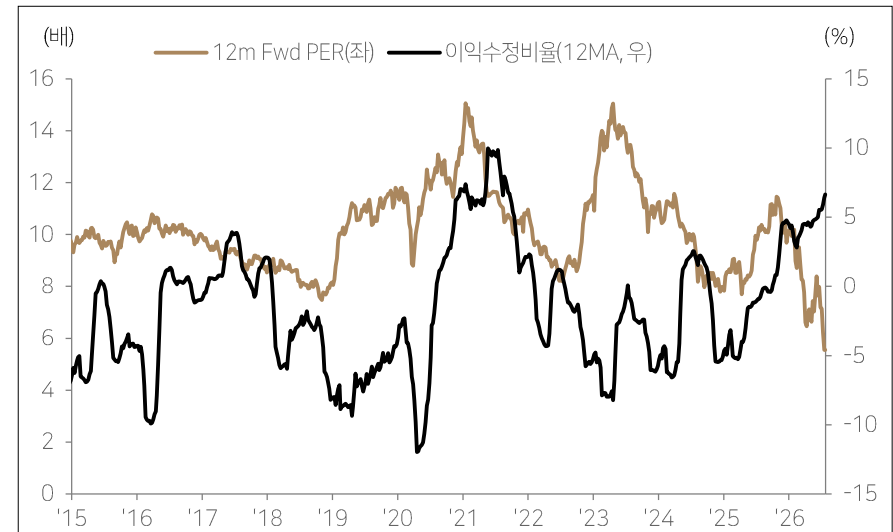
- 7월 20일 KOSPI 전고점 대비 MDD는 -28.5%까지 확대. 12M Fwd PER도 5.7배 수준까지 경험
- 밸류에이션 측면에서나 기술적 측면에서나 반등을 기대해 볼만한 레벨이나, 반등 시도가 쉽게 연결되지 못하는 양상이 전개 중
- 최근 변동성 국면의 발생 이유를 생각해 보면,
→ 1) 반도체 업황에 대한 의구심, 2) 최근 다시 부각되고 있는 지정학적 리스크, 3) 금리 상승에 대한 경계심 등이 주된 요인으로 보임. 더불어 증시 고유 요인으로 반도체 비중이 극단적으로 높아진 수급 쏠림과 단일 종목 레버리지 ETF의 수급 충격 등이 있음

1년 MDD는 글로벌 규모의 위기 수준을 경험



Source: Bloomberg, 다올투자증권

양호한 이익 모멘텀에도 역사적 수준의 (낮은) 밸류에이션을 경험 중



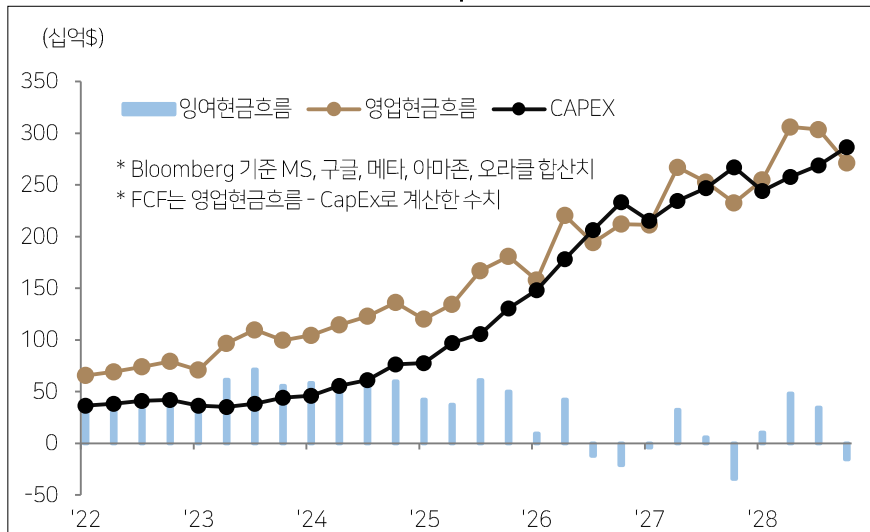
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Point 1. 우선 AI CapEx 사이클에 대한 의구심 해소가 필요

주요 기업들의 가이드선들을 확인하는 과정에서 조금씩 불안감이 진정될 수 있을 듯

- 사실 지표로 확인되는 AI CapEx에 대해 폄하할 부분은 크지 않음. 관련 기업들의 현재 실적은 여전히 긍정적인 결과를 도출하고 있으며, 기업들이 제시하고 있는 CapEx 경로도 여전히 빠른 속도의 우상향으로 제시되고 있음
- 그럼에도 불구하고 기술적인 변화(신규 공급자, 소프트웨어 개선 등등), 역사적으로 경험해 보지 못한 업황 개선 속도와 위상 자체에 대한 불편함, 과거 IT 버블 등 붕괴 국면에서의 기시감 등이 신뢰를 저해하는 요인으로 작용하고 있다고 판단
- 심리적인 측면의 이슈는 어쩔 수 없이 관련 기업들의 CapEx 가이드선 등을 확인하는 과정에서 자정적으로 신뢰가 재구축되는 시간이 필요해 보임

하이퍼스케일러들의 CapEx 전망과 현금흐름



Source: Bloomberg, 다올투자증권

글로벌 AI 밸류체인 주요기업 실적 발표 등 이벤트 일정

현지 시간	국내 시간	기업	사업	상태
7월 29일	7월 29일	SK하이닉스	메모리 반도체(HBM 등)	확정
7월 29일	7월 30일	마이크로소프트	클라우드, 오피스, AI	확정
7월 29일	7월 30일	메타	광고, AI, SNS	확정
7월 29일	7월 30일	램리서치	식각, 증착 장비	확정
7월 29일	7월 30일	Arm	반도체 설계 IP	확정
7월 29일	7월 30일	퀄컴	모바일 AP·반도체 설계	확정
7월 30일	7월 30일	도쿄 일렉트론	반도체 장비	확정
7월 30일	7월 30일	삼성전자(확정실적)	메모리 반도체(HBM 등), 파운드리	확정
7월 30일	7월 31일	아마존	클라우드(AWS), 이커머스	확정
7월 30일	7월 31일	애플	스마트 기기, 서비스	확정
8월 4일	8월 5일	AMD	CPU·GPU·AI 가속기	확정
8월 5일	8월 6일	샌디스크	메모리 반도체(낸드 플래시)	확정
8월 26일	8월 27일	엔비디아	GPU·AI 가속기	확정

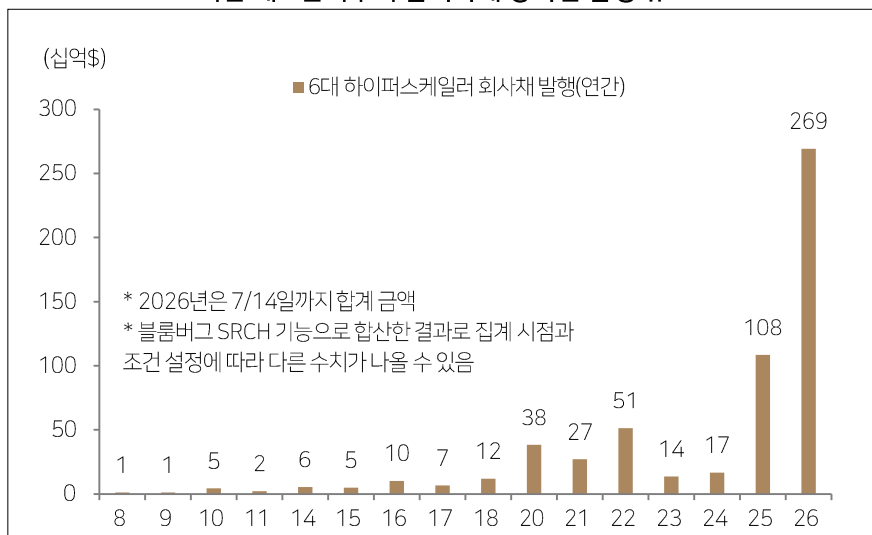
Source: 다올투자증권

Point 1. 채권시장에서 형성되고 있는 AI 경계감(1)

단순한 내러티브로만 치부하기는 어려운 AI 투자 지속성에 대한 우려

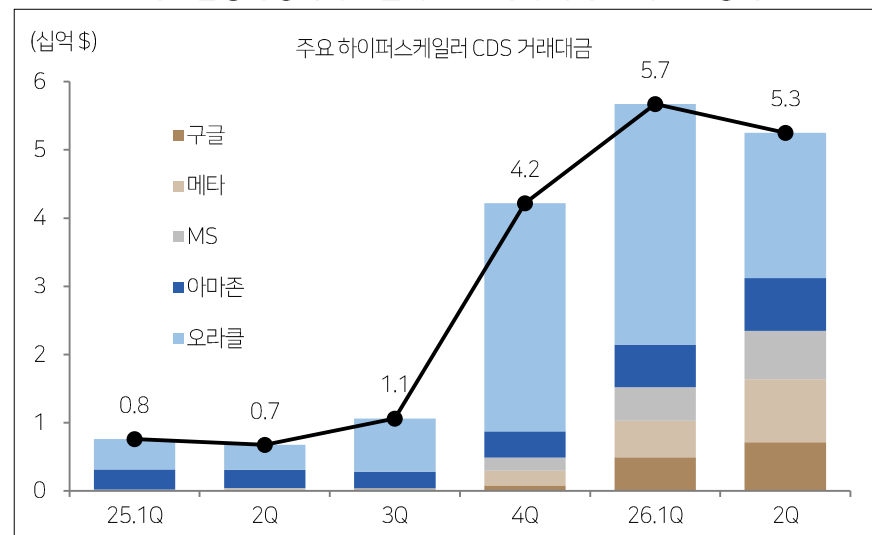
- 펀더멘털 지표들, 즉, 눈으로 확인되는 숫자들의 악화가 없이 순항하던 AI와 반도체 업황 지속성에 대한 우려가 형성된 탓으로 단순히 시장에 형성된 내러티브나 기우에 가까운 것으로 치부될 수도 있음
- 그러나 주식시장보다 리스크 부문에 민감한 채권시장에서도 일단 경계심이 나타나고 있는 모습
- 최근 하이퍼스케일러들의 채권 발행 등을 통한 자금 조달은 실제로 상당히 빠르게 증가. 하이퍼스케일러들의 회사채 발행액 추이를 보면, 7월 중순까지 집계된 금액이 이미 작년 온기를 크게 넘어섬. 채권 발행 물량 증가와 함께 CDS 거래도 크게 증가
- 채권시장 역시 AI CapEx의 지속가능성 여부에 민감할 수 밖에 없는 배경이 형성

지난 해 4분기부터 급격하게 증가한 발행 규모



Source: Bloomberg, 다올투자증권

채권 발행의 증가와 맞물려 CDS 거래 역시 큰 폭으로 증가



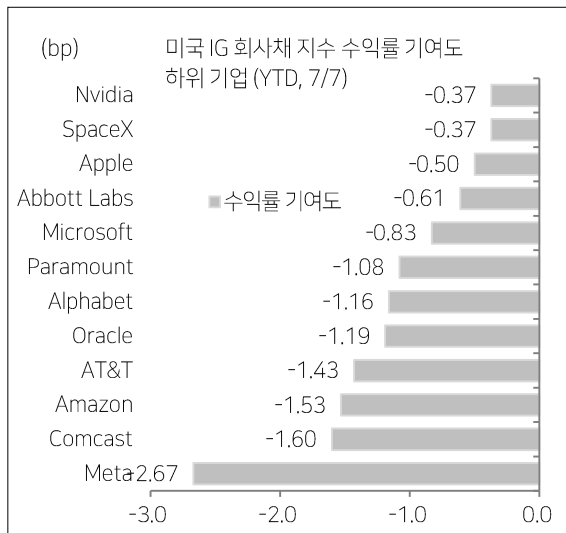
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Point 1. 채권시장에서 형성되고 있는 AI 경계감(2)

인플레이와 금리 부담으로 급등했던 안전자산 선호도의 하락. 그러나 펀더멘털의 둔화 여부에도 유의

- 최근 상승이 가속화되며 어느덧 IG 등급 평균을 넘어선 하이퍼스케일러의 CDS프리미엄 상승 속도는 AI CapEx의 지속성에 대한 회의론을 자극하기 충분
- 사실 최근 3개 분기 동안 채권 발행이 이례적 속도로 증가했고, 특정 섹터에 집중된 만큼 조달금리 상방 압력이 발생하는 것은 충분히 이해되는 부분. CDS 역시 마찬가지로 거의 거래가 없었던 계약이 형성되는 과정에서 채권 발행이 집중되다보니 자금 조달 규모의 증가 수준에 비례한 상승 압력이 발생
- 다만 최근 가속화된 상승 속도는 채권 발행에 대한 부분에 더해 국채 금리의 상방 움직임도 영향을 미친 것으로 판단
- 실적 발표 과정에서 CapEx 계획들을 확인 하는 것도 중요하지만, 결국 금리 부담 완화라는 조건이 선결되어야 본질적인 불안감 진정을 기대해 볼 수 있음

하이퍼스케일러들 회사채 수익률 일제 부진



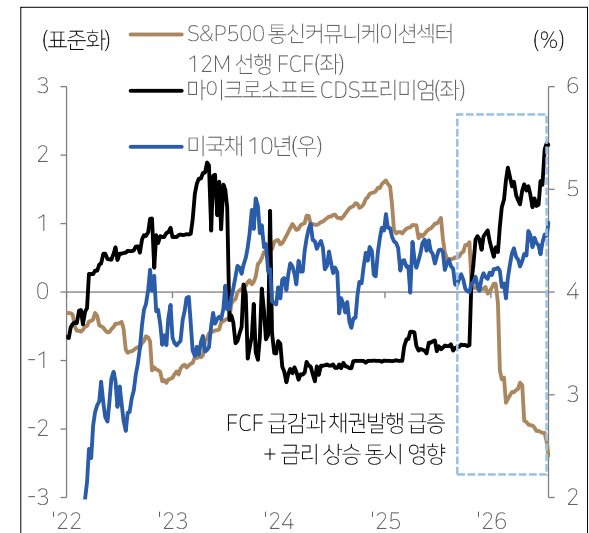
Source: 언론보도참조, 다올투자증권

CDS 프리미엄도 빠른 상승세



Source: Bloomberg, 다올투자증권

FCF 감소뿐만 아니라 최근 금리 상승 부담도 영향



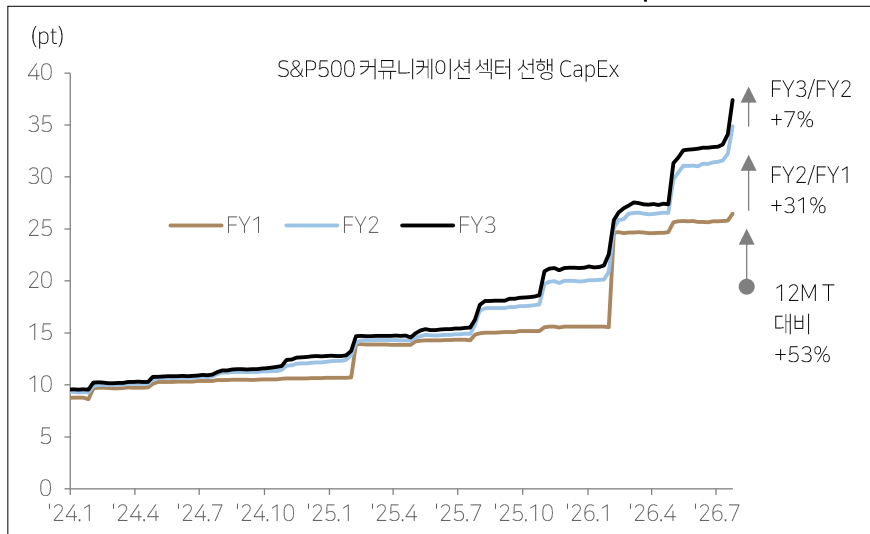
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Point 1. 의구심이 완화되면, 가속화되는 CapEx 집행이 남는다

적어도 연초까지 투자는 최근 12개월 대비 가속화되는 흐름이 예상, 더불어 내년에도 30%대의 투자 증가 전망

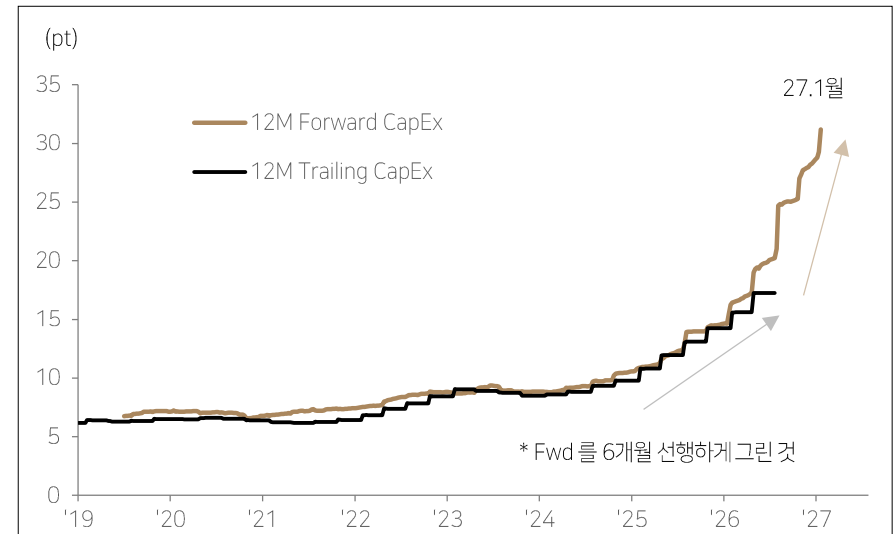
- 하이퍼스케일러들이 포진되어 있는 S&P500 커뮤니케이션 섹터 지수의 연도별 CapEx 지출 전망을 보면 지속적인 증가세가 전망
- 전체 수치 자체가 우상향 기조를 보이고 있으며, 연도 별로 보더라도 최근 1년 대비 FY 1 이 +53% 증가, FY1 대비 FY2는 +31%로 전망 중.
- 의미있는 둔화는 FY3에서 발생. 27년까지 +30%의 이익 증가율을 보인 후 28년도에 증가율 정체가 예상되는 한국 증시 이익 전망치와 유사한 흐름
- 단기로 보더라도 12M Forward의 경로를 Tailing이 추종한다는 관점에서 보면, 적어도 내년 초까지 지금보다 가속화되는 투자 지출이 발생할 전망

미국 하이퍼스케일러들은 내년에도 +30% 대의 CapEx 증가 전망



Source: Bloomberg, 다올투자증권

전망이 수정될 수는 있지만, 적어도 하반기는 지금보다 가파른 투자 진행 예상



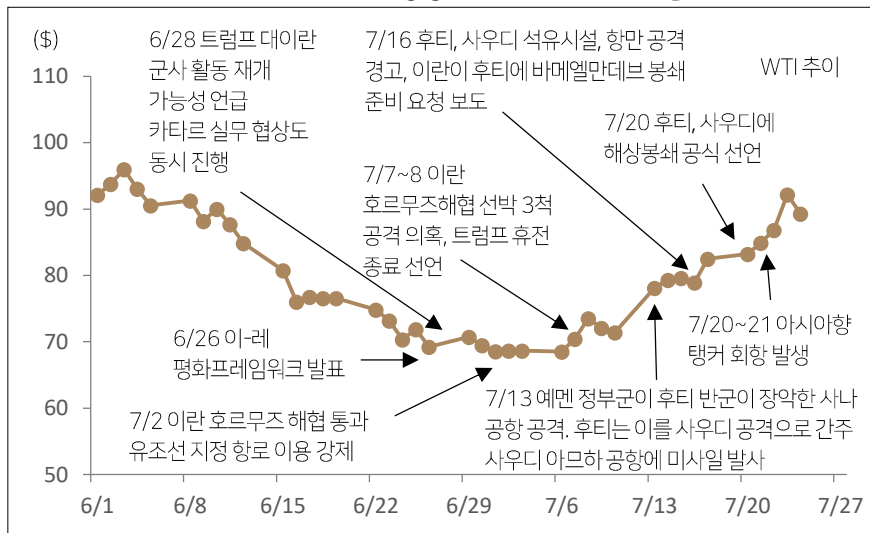
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Point 2. 격화되고 있는 중동지역 이슈 Update

미국-이란 간 불협화음에 더해 사우디-후티 충돌로 홍해 물류까지 차질이 생긴 상황

- 진정되고 있던 중동 상황이 다시 악화. 미국-이란 간 불협화음이 다시 발생한 가운데 7월에는 사우디-후티 반군 간의 분쟁까지 더해지며 WTI 90\$대 복귀
- 7월 7~8일 호르무즈 해협 통과 선박 3척이 공격 받았다는 의혹을 빌미로 미국이 제재 면제 철회를 발표하며 분위기가 반전되기 시작했고, 7월 13일 사우디와 후티 반군 간의 공격도 더해지며 중동 긴장감이 고조
- 7월 16일 이란이 후티 반군에게 바에멜만데브 해협 봉쇄 준비를 요청했다는 소식이 알려지며 호르무즈에 이어 홍해까지 막힐 수 있다는 우려가 제기. 7월 20일 후티가 사우디 관련 선박에 대한 해상 봉쇄를 선언하고, 이후 양측이 선박과 에너지 시설 등에 대한 공격을 거듭 단행하며 WTI 90\$대 진입
- 문제가 사우디 에너지 수송망 직접 타격으로 확대되는 양상이며, 호르무즈 차질에 따른 사우디 원유 우회 수출 핵심 경로라는 점에서 중요

최근 WTI 추이 및 중동지역 주요 이벤트 현황



Source: Bloomberg, 다올투자증권

홍해의 양 출구 역시 호르무즈 못지 않은 중동지역 물류 핵심 병목



Source: EIA, 다올투자증권

Point 2. 결국 미국-이란 간 문제가 선결되어야 하는 상황

사우디-후티 간의 문제는 남겠지만, 미국-이란 갈등 완화 시 부담은 함께 경감될 수 있을 것

- 중동 문제는 대부분 장기간에 걸친 갈등 구조가 존재. 이번 사우디와 후티 반군의 충돌 이유는 1) 사우디가 후티 장악 지역인 사나 공항을 공격한데 대한 보복, 2) 호르무즈 제약으로 홍해 노선 중요도 상승에 따른 후티 측의 레버리지 활용, 3) 미국-이란 확정에 따른 대리전 성격 등으로 요약 가능
- 사우디-후티 간의 개별적 문제도 있는 것이 사실이나, 미국-이란 간 문제가 완화되며 호르무즈 해협쪽에 대한 물류 개선이 진행된다면, 상기 이유 중 3)은 자연 해소. 1) 사유는 남아 있지만, 호르무즈 항행이 회복되면 후티가 활용할 수 있는 2)에 대한 레버리지가 빠르게 축소될 수 있음
- 시나리오 표 상 (2) 제한적 충돌 국면에 속해 있고, 중동 지역의 물류 거점 두 곳이 동시에 막히는 시나리오가 우려되지만, 미국-이란 사태 진전에 따라 (2)에서 (1)로 진행해 가는 것을 기본 시나리오로 생각

호르무즈 해협 물류 충격을 흡수해 주고 있었던 홍해 항로(바브 엘 만데브)

지역 (mil bl/d)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
말라카 해협	21.7	22.8	22.6	24.0	20.9
호르무즈 해협	20.4	20.2	20.5	20.7	14.6 6월 4.8
수에즈 운하+ SUMED	3.8	4.3	4.6	5.1	4.9
바브 엘 만데브	3.7	4.3	4.5	5.2	5.4 6월 7.4
덴마크 해협	4.8	4.7	4.8	4.9	4.8
다르다넬스 해협	3.6	3.7	3.6	3.6	3.3
파나마 운하	2.8	2.4	2.6	2.8	2.9
희망봉	8.8	9.1	8.8	9.6	8.0
합계	105.2	108.0	108.5	103.8	95.4

Source: EIA, 다올투자증권

주: 호르무즈와 바브엘만데브의 6월 숫자는 언론보도 등에서 인용된 kpler 스팟 추계치

중동 상황에 대한 시나리오 설정

시나리오	시나리오 조건	호르무즈 + 바브엘만데브 합산물동량	WTI 유가 추정
① 진정	- 미/이란 협상 진전 - 호르무즈해협 항행 개선 - 후티 홍해 선박 공격 의미 소실	1분기 수준 20mb/d 통행 회복	70\$대 복귀
② 제한적 충돌 지속	- 미/이란 간 중재 및 협상 채널 유지 - 휴전과 호르무즈 안전통항에 대한 이행 가능한 합의 미진 - 양측 산발적 군사 행동 반복되나 안부함, 동서 횡단 파이프라인은 정상범위 가동	10~16mb/d 수준	80~95\$
③ 장기화	- 사우디-후티 무력충돌 심화 - 미국-이란 물리적 충돌(석유시설 타격 등) 재개 - 안부함 또는 동서횡단 파이프라인에 대- 한 타격과 실질적 가동 중단 - 대형 탱커 추가 피격	10mb/d 이하 (호르무즈+바브 엘만데브 동반 감소)	100\$ 이상

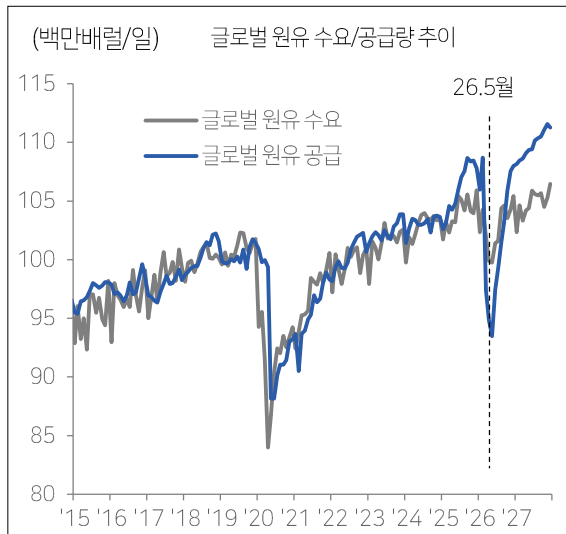
Source: 다올투자증권

Point 2. 전쟁 전보다 확대 된 초과공급 전망

EIA는 2027년 글로벌 원유 공급 전망이 전쟁 이전 대비 오히려 높아진 것으로 제시

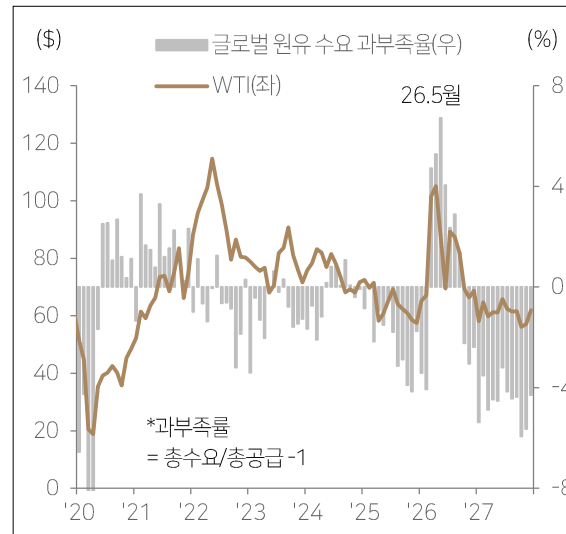
- 호르무즈 해협에 이어 홍해까지 항행이 어려워지는 상황으로 전개되면서 유가가 다시 한번 급등세를 보이고 있음
- 아직까지 리스크 재확산이 반영된 추정치로 보기는 어렵지만, EIA의 원유 수급 전망을 기준으로 보면, 5월 이후 상당히 빠른 속도로 초과 수요 상황이 진정 되고 27년으로 가면 깊은 초과 공급 상황이 형성될 것으로 전망 중
- 한가지 흥미로운 점은 전쟁 직전 올해 2월에 전망했던 2027년 원유 초과공급 수준에 비해 최근 추정된 초과 공급 추정치가 훨씬 높아졌다는 점
- 현재 중동 긴장이 완화된다는 전제가 필요하지만, 과부족률 추이를 기준으로 할 때 당사는 3분기 평균 유가 81\$, 4분기 67\$ 수준을 전망

미국 국채 금리와 기준금리



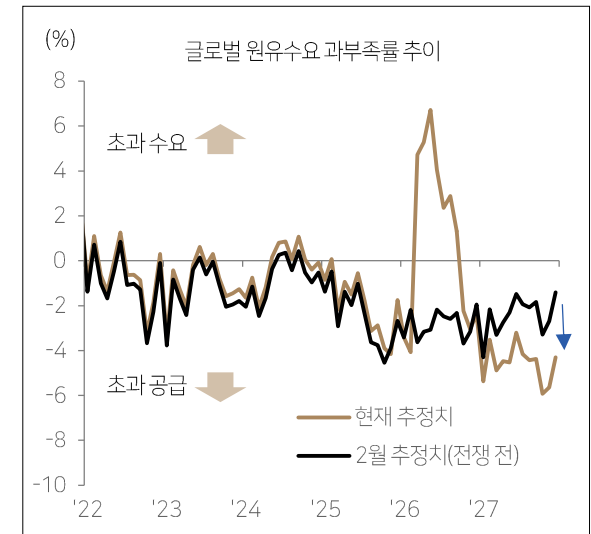
Source: Bloomberg, 다올투자증권

한국 국채 금리와 기준금리 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

유로존 국채 금리와 기준금리



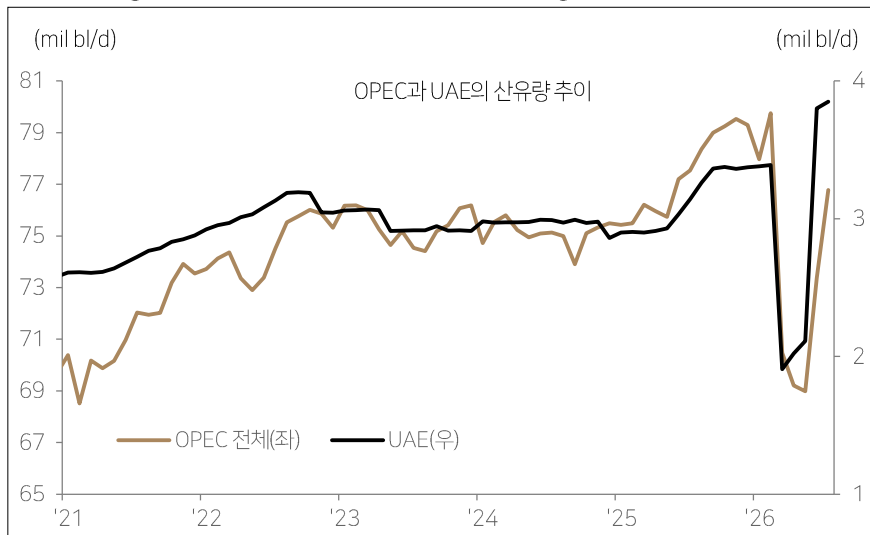
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Point 2. 원유 공급량을 늘리고 있는 산유국들

OPEC에서 탈퇴한 UAE는 이미 과거 최대치 수준의 산유량으로 복귀

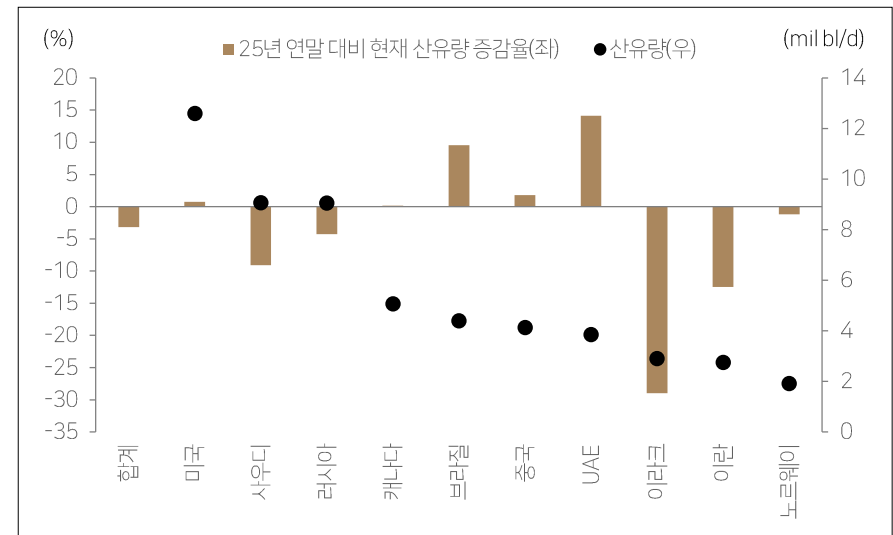
- 앞서 2월 당시 원유 수급 전망에 비해 최근 추정된 2027년 시점 초과 공급률이 높아졌다고 언급한 바 있음
- 이번 미국-이란 전쟁 상황 중 UAE가 OPEC을 탈퇴했음. 알다시피 OPEC은 2015년 셰일혁명 이후 유가 하방을 지키기 위한 감산 합의체 역할을 수행
- UAE는 OPEC 탈퇴 이후 탄력적으로 증산에 나서고 있음. 6월부터 전쟁 이전 산유량 대비 +14% 수준의 증산을 진행 중
- 미국 역시 꾸준히 산유량을 늘려가고 있으며, 브라질, 중국, 캐나다 등에서도 전쟁 이전 수준 이상의 산유량을 보여주고 있음
- 물류와 관련된 우려가 완화된다면 유가가 빠르게 하락할 개연성이 충분해 보임

전쟁 이전을 넘어 의미 있는 수준으로 산유량을 늘리고 있는 UAE



Source: Bloomberg, RYSTAD energy, 다올투자증권

미국, 브라질, 중국, UAE 등 다수의 국가에서 전쟁 이전 수준 이상 증산 중



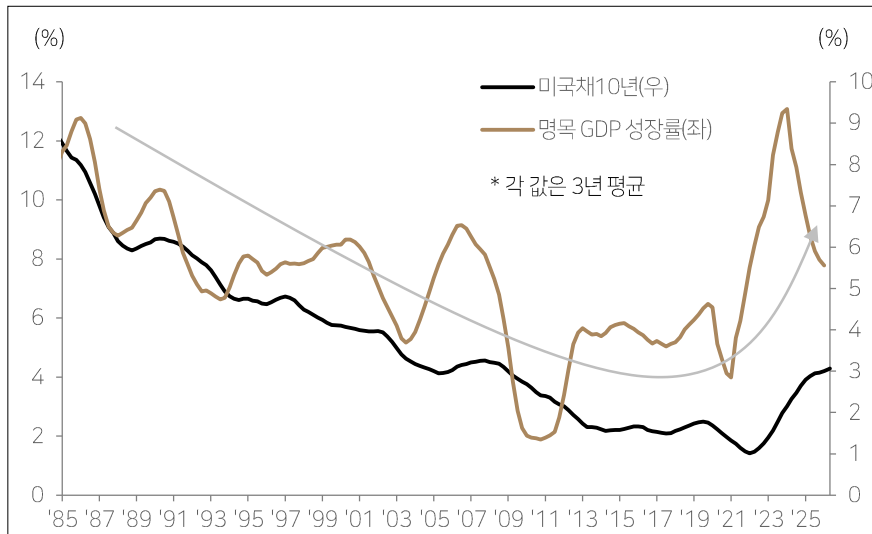
Source: Bloomberg, RYSTAD energy, 다올투자증권

Point 3. 금리가 큰 폭으로 하락하긴 어려운 상황이지만

과거에 비해 높은 금리를 지지하는 소재들도 존재

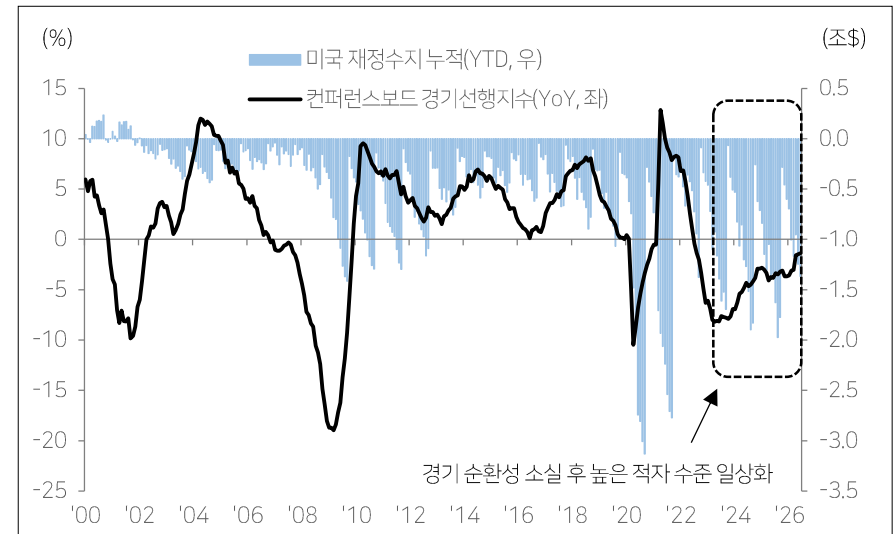
- 높아진 금리 레벨은 아주 단순하게 생각하면 과거 10여년 대비 높아진 명목성장 자체에서 기인하는 것일 수도 있음
- 코로나 이전 10년간 평균 명목 성장률은 +4.1%, 2020년대 평균 성장률은 +6.2%. 평균적인 성장률의 레벨이 높아진 만큼, 여기에 매칭되는 금리 레벨이 높아진 점은 어찌 보면 자연스러운 현상
- 과거 뚜렷했던 경기의 순환성이 희석되고, 반대 급부로 높은 재정 적자 수준이 만성화된 점도 높아진 금리 레벨을 지지하는 요인으로 볼 수 있음
- 어찌됐던 현 상황에서 금리가 빠르게 하락 추세를 형성하기는 쉽지 않을 것으로 생각

단순하게 보면 높아진 명목성장률에 대한 반영일 수도



Source: Bloomberg 다올투자증권

순환적 사이클의 소실과 확장 재정 지출의 만성화



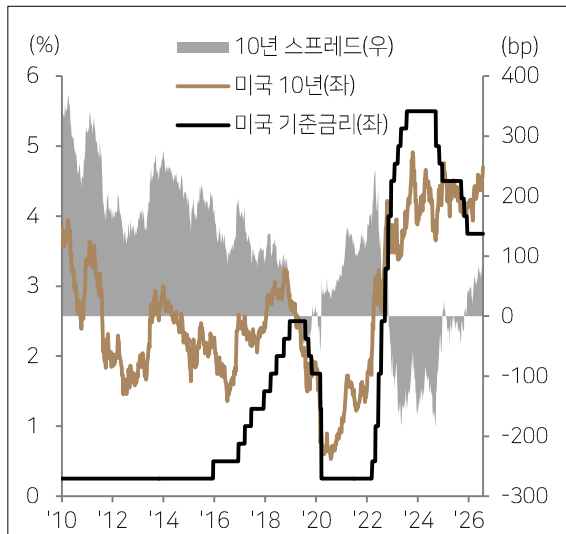
Source: Bloomberg 다올투자증권

Point 3. 기준금리 대비 시중금리가 이미 크게 높아진 주요국 현황

이미 다회차 금리 인상을 반영하고 있는 시중금리 수준, 유가의 영향도 큰 것으로 해석

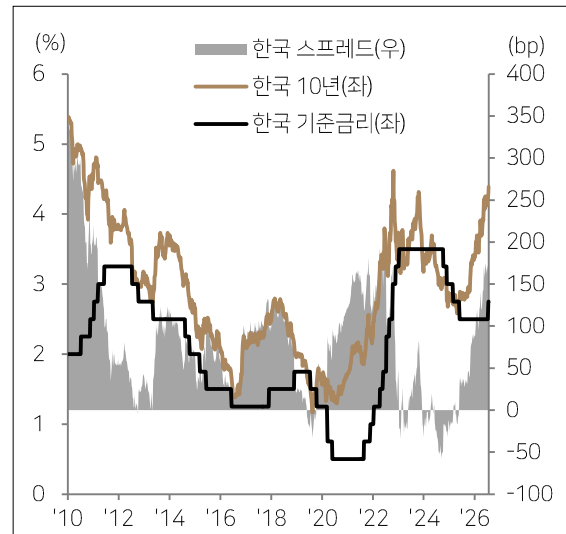
- 글로벌 주요국 지표물 국채 금리 추이를 보면 대부분 정책금리와 스프레드가 상당히 이격되어 있음을 확인할 수 있음
- 한국의 경우 기초적 금리 인상에 대한 전망을 제시하고 있다고는 하지만 현재 시중 금리는 4회인상까지도 프라이싱한 수준으로 인식되고 있음
- 미국의 경우도 10년물 금리가 기준금리 대비 +100bp 가까이 높아져 있으며, 유로존 역시 비슷 한 수준의 스프레드가 형성 중
- 최근 이 스프레드의 움직임은 유가와 매우 뚜렷한 동조화를 보이고 있음. 결국 유가에 대한 불안감이 금리 인상 우려로 연결되며 금리의 상방 압력으로 작용하고 있는 상황인 만큼, 단기 관점에서 유가의 안정이 선결되어야 할 중요한 문제

미국 국채 금리와 기준금리



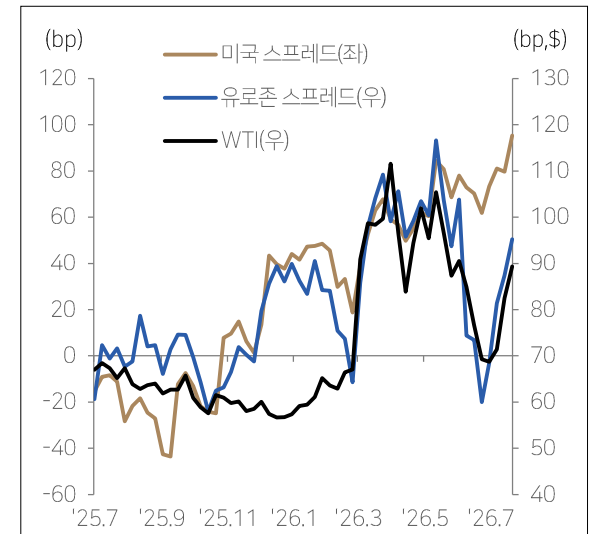
Source: Bloomberg, 다올투자증권

한국 국채 금리와 기준금리 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국 유로존 국채-기준금리 스프레드와 유가



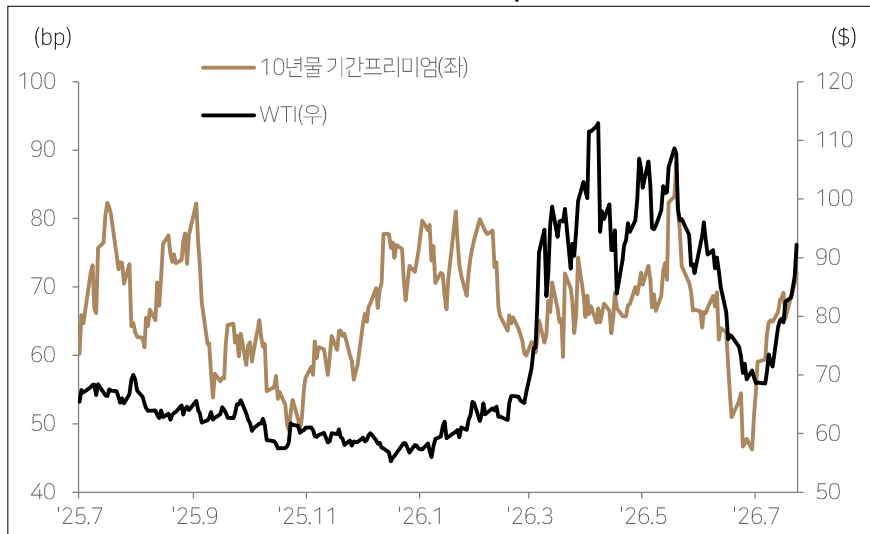
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Point 3. 텀프리미엄과 위험중립 수익률 점검

유가가 다시 70\$ 영역으로 회귀할 경우 약 20bp 가량의 금리 하락 기대는 합리적

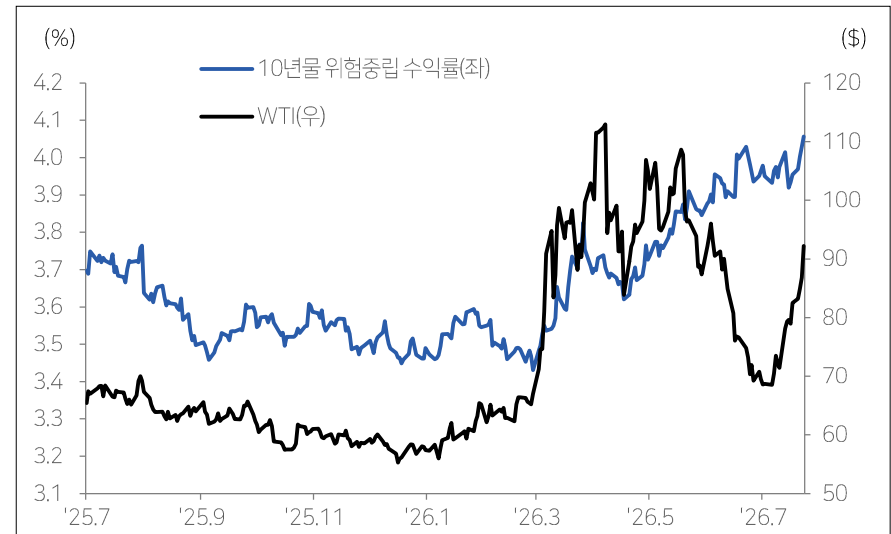
- 10년물 국채 금리는 위험중립 수익률(단기 금리에 대한 기대값)과 기간프리미엄으로 구성
- 뉴욕 연준이 추정하여 발표하는 10년물 기간프리미엄은 현재 72bp(7/23기준)으로 추정되고 있음. 즉 100bp가량으로 벌어진 기준금리와 시중금리 간의 격차 중 70% 가량은 장기 보유에 대한 위험 보상 성격으로 해석 가능
- 3월 전쟁 이후로 기간프리미엄은 유가가 지배하고 있는 양상인 만큼 유가가 최근 상승분을 되돌릴 경우 15~25bp수준의 금리 하락 기대는 가져볼 수 있음
- 다만, 6월 유가 하락 구간에서도 위험중립 수익률이 낮아지지 않았다는 점은 유가를 제외하고도 금리 인상에 대한 우려는 존재하고 있음을 시사

유가가 다시 70\$ 수준으로 하락한다면, 20bp 내외의 금리 되돌림 기대 가능



Source: 뉴욕연준, 다올투자증권

유가를 제외해도 금리인상에 대한 부담감이 잔존하고 있다는 점은 주의할 필요



Source: 뉴욕연준, 다올투자증권

Part 3. 연준이 발족한 5대 TF 내용 정리

하반기 연준 정책 기조 재설정 및 물가 지표 산정방식 변화가 예정

- 케빈 워시는 연준 정책 검토를 위한 5개의 TF를 출범. 이는 연준 통화정책 운영체제 전체의 리빌딩 성격. 연말까지 FOMC에 권고안을 제출하는 것이 목표
- TF 구성 자체는 매파/비둘기파 방향성 의도보다, 데이터 수집에서 정책 결정과 전달까지 아우르는 통화정책 의사결정 전체 체계의 리빌딩 과정으로 이해
- 표면적으로는 양방향 효과가 혼재된 것으로 보임. 대차대조표 축소와 가이드런스 제한은 기간프리미엄에 상방으로, AI발 공급능력 개선, 물가 평가 방식 개선은 물가에 하방으로 작용할 수 있음

케빈 워시가 만든 연준 정책 검토 5개 TF 현황

TF	외부 공동책임자	검토 범위	핵심 쟁점(언론 보도 등을 통한 당사 추정)
커뮤니케이션	Peter Fisher Arminio Fraga Mervyn King	불확실성 하에서 정책 논의와 결정을 전달하는 방식 검토	포워드 가이드스 축소 여부, 점도표, SEP 공개 방식, 기자회견 역할, 위원별 발언 분산 관리
대차대조표 정책	Karen Dynan Raghuram Rajan Jeremy Stein	현 연준 대차대조표 체계의 비용과 편익, 제도적 함의 검토	충분한 지준체계 유지 여부, QT 재개 및 속도, MBS 축소와 국채 중심 전환, 자산 만기구조, 대체 통화정책 운영체계
데이터 소스	Raj Chetty Doug McMillon Kevin Murphy	정책 판단에 활용되는 실물경제 신호의 품질과 적시성 개선	민간 고빈도 데이터 활용, 소비가격, 고용의 실시간 측정, 기존 통계 수정 문제, 데이터 수집, 가공 방법론 개선
생산성과 고용	Marc Andreessen Charles I. Jones Asha Sharma	AI를 포함한 범용기술이 경제에 미치는 영향 평가	AI 생산성 효과, 잠재성장률과 중립금리 상승 여부, 노동 대체, 보완 효과, AI CapEx가 물가와 고용에 미치는 영향
인플레이션 프레임워크	Greg Mankiw Thomas Sargent William White	인플레이션 발생 원인에 대한 이해도 제고와 정책 대응 방식 재검토	통화정책과 수요-공급요인의 위계, 관세, 에너지 가격 충격 대응, 기대인플레이션 역할, 근원/절사평균, 중간 값 지표 활용, 정책 반응함수 변화

Source: 연준보도자료, 언론보도 등, 다올투자증권

각 분야의 성격과 함의

분야	성격 및 함의
제도 및 프레임워크	매패적 성격 강화 → 물가목표 신뢰, 대차대조표 축소, 보상적 완화 축소
물가 및 경기 판단	유연성 강화, 비둘기파적 인식 가능 → AI 생산성과 실시간 데이터를 반영해 강한 성장, 고용을 반드시 인플레이션으로 해석하지 않음
시장 커뮤니케이션	금리 변동성 확대 요인 → 포워드가이드스 축소로 정책금리 경로의 불확실성이 커짐

Source: 다올투자증권

Part 3. 9월 예정된 물가 산정 방식 변경과 Trimmed Mean

인플레이션 측정 방식 변경에 있어서는 금리 정책에 대한 기대가 생길만한 상황

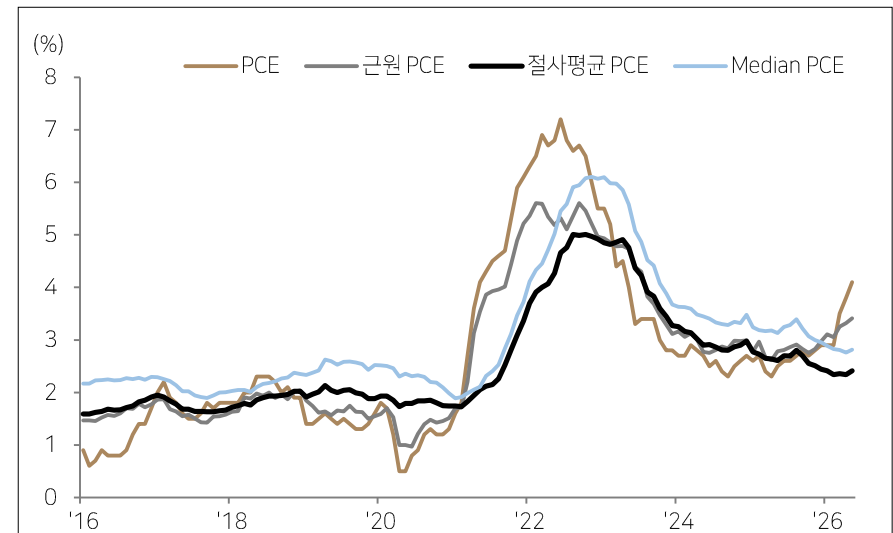
- 9월 BEA의 PCE 산출 방식 변경이 예정. 이는 표에 제시된 항목들에 대해 기술적 결함을 바로잡는 작업으로 정책적 의도와는 무관(연준이 아닌 BEA의 정기 개편). 그러나 결과적으로 근원 PCE를 0.1~0.2%p 낮추는 효과를 가져올 것으로 기대
- 앞서 살펴 본 TF에 포함되어 있지만, 캐빈 워시는 기저 인플레이션을 정확히 판단하기 위해 Trimmed Mean PCE 도입에 대한 의지도 가지고 있음
- 향후 워시가 이를 도입할 경우, 장점으로 생각해 볼 수 있는 것은 (1) 일시적 충격 제거, (2) 과잉 긴축 방지, (3) AI 디스인플레이션 논리 지원 등이 있으며, 부정적 효과로는 (1) 물가 과소평가, (2) 연준 신뢰도 훼손, (3) 장기 금리 불안, (4) 커뮤니케이션 리스크 등을 생각해 볼 수 있음
- 일단 해당 지표 하에서 연준의 물가 판단은 보다 완화적으로 해석될 여지가 있는 것은 사실

9월 진행될 PCE 물가지수 산정방식 변화

PCE 항목	기존 방식과 문제점	변경 예정	PCE 영향
자산관리 /투자자문	주가 상승에 따른 자산/수 수로 증가분이 서비스가 격상승으로 인식	고용통계 기반 서비스 수량(실 질 서비스량) 추정	↓
법률 서비스	법률서비스CPI 활용. 표본 이 작고 지표 변동성이 큼	가계 소비 법률서비스 세부 PPI를 결합한 BEA 자체 복합 지수로 대체	모호
컴퓨터 SW /부속품	관련 CPI 항목	CPI 구성요소 + 게임 SW 퍼블 리싱 PPI + 서버 페이지 호스 팅 PPI + 기타 IT 인프라 서비 스 PPI 결합 복합지수	↓

Source: BEA, 다올투자증권

Trimmed Mean 물가와 기타 물가 평가 방식 비교



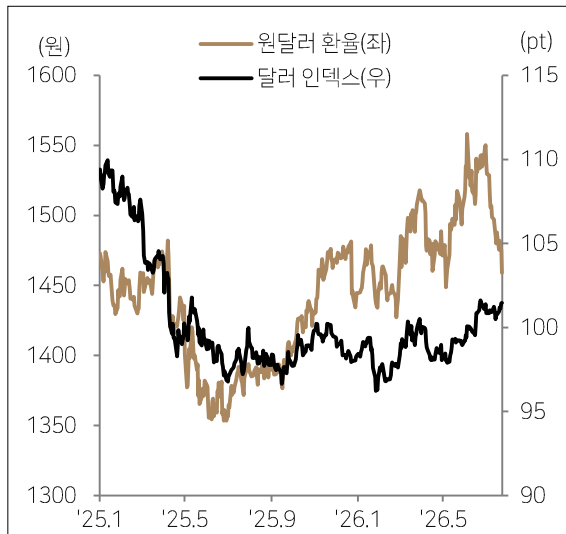
Source: Dallas Fed, FRED, 다올투자증권

Part 4. 갑자기 나타난 원/달러 환율의 하락

7월 중에만 -100원 가까이 하락하며 급 반전을 보여준 원/달러 환율

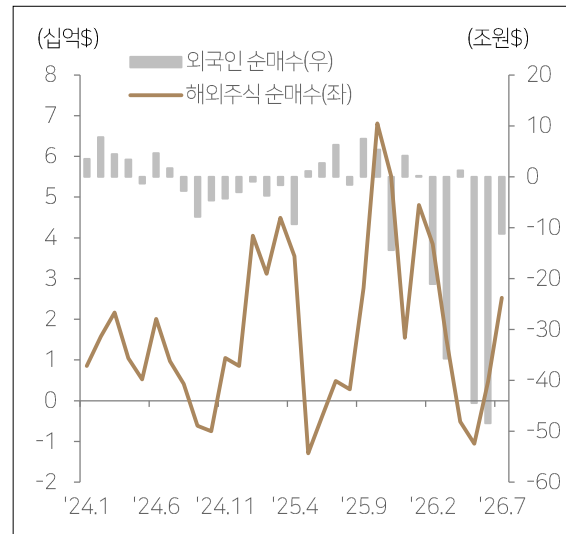
- 최근 원/달러 환율의 급한 하락이 진행. 달러 인덱스도 100pt 이상에서 움직이고 있고, 엔화 약세나 유가 재상승 그리고 규모는 줄었지만 한국 증시 외국인 순매도 지속, 국내 투자자들의 해외 주식 매수 규모 재확대까지 상반기 원화 약세 흐름을 만들었던 요인들이 상존함에도 원화는 이례적 강세를 시현
- 펀더멘털 측면에서야 한국 수출의 예상 외 호조, GDP 서프라이즈, 한국은행 기준금리 인상 등의 요인이 존재하지만, 펀더멘털 지표들의 호조는 상반기 내 내 거둬진 것이고, 최근 2~3개월 사이 한-미 시중금리 스프레드는 별 차이가 없었다는 점에서 갑작스런 원화 강세 기조를 설명하기 어려워 보임
- 결과적으로 기존 원화 저평가 요인들이 상존하고 있으나, 특정 시점에 집중된 대형 달러 공급 플로우(SK하이닉스 ADR 관련 자금 유입), 연속적인 금리 인상에 대한 기대 선반영, 이 과정에서의 헛지성, 투기성 물량의 이동 등이 급한 원화 강세를 만들어 낸 것으로 추정

달러 인덱스와 원/달러 환율 추이



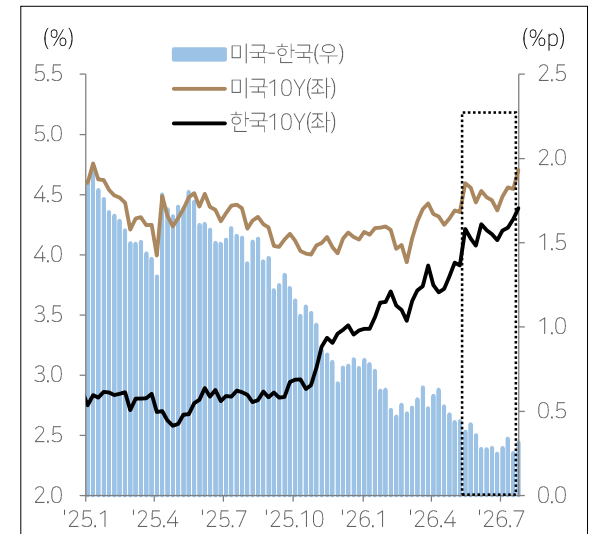
Source: Bloomberg, 다올투자증권

증시 투자 자금 측면에선 원화 약세 압력



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국과 한국의 국채 금리 스프레드 추이



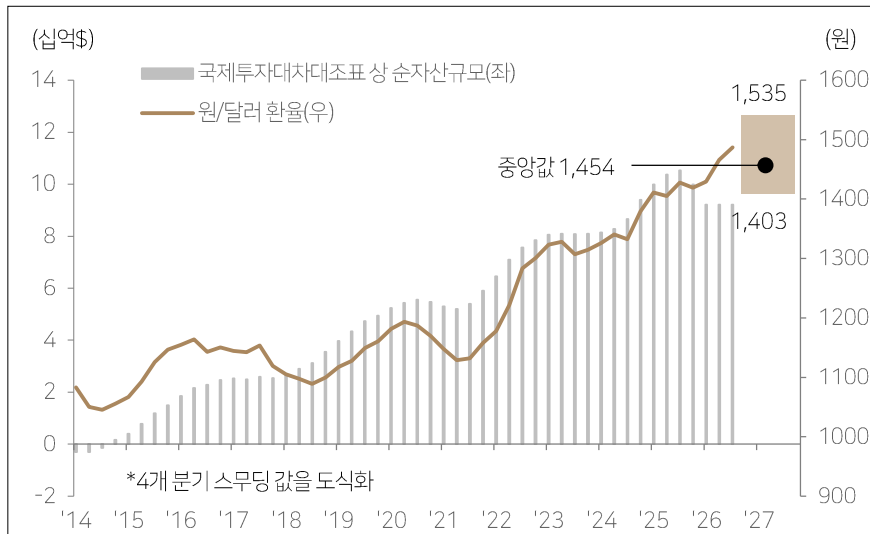
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Part 4. 당사가 추정하고 있는 중립 환율 수준에 근접 중

하반기 점진적 환율 안정을 기대하고 있으나, 7월의 하락 속도가 연장되기는 힘들 것

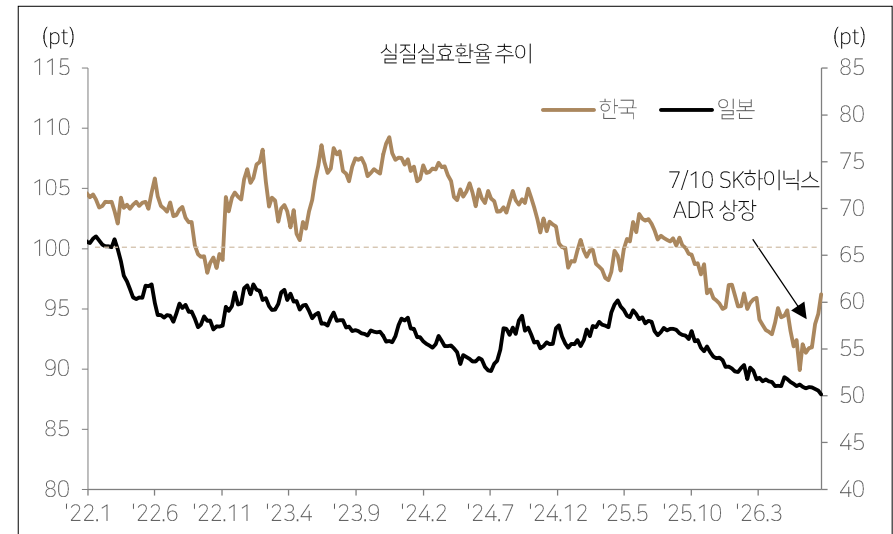
- 원화 약세에 대한 불안감이 점증하고 있던 상황 하에서 해당 흐름이 일단락 된 것은 일단 안도감을 주는 요인. 그러나 앞서 언급한 원화 약세 요인들이 잔존하고, 최근 원화 강세를 유발한 요인들의 지속성에 대한 담보가 쉽지 않다는 점에서 한시적 강세 이후 되돌림 압력이 나타날 가능성도 배제할 수 없음
- 한국의 대외 순자산 규모 등을 고려할 때 앞서 언급한 약세 요인들이 완화될 경우 1,430원대까지 적정 환율을 추정해 볼 수 있음. 그러나 금융계정의 환영향력이 커진 상황에서 상기 약세 요인들을 감안하면 현재 환율의 중앙값을 1,450원 대로 추정
- 향후 미 연준의 통화정책 기조, 중동 지역의 불안감 진정 등 선결 과제들이 온건하게 해결될 경우 남은 3분기 평균 1,460원대, 4분기 평균 1,430원대를 향해 점진적 하락을 기본 시나리오로 전망하고 있음. 그러나 리스크 요인에 상당히 취약한 상황인 만큼, 우려요인 심화 시 1,500원대 재진입 가능성 잔존

해외보유 자산 기준으로 추정해 본 2026년 환율 등락 범위



Source: Bloomberg, 다올투자증권

실질실효환율 기준으로 96pt대 회복



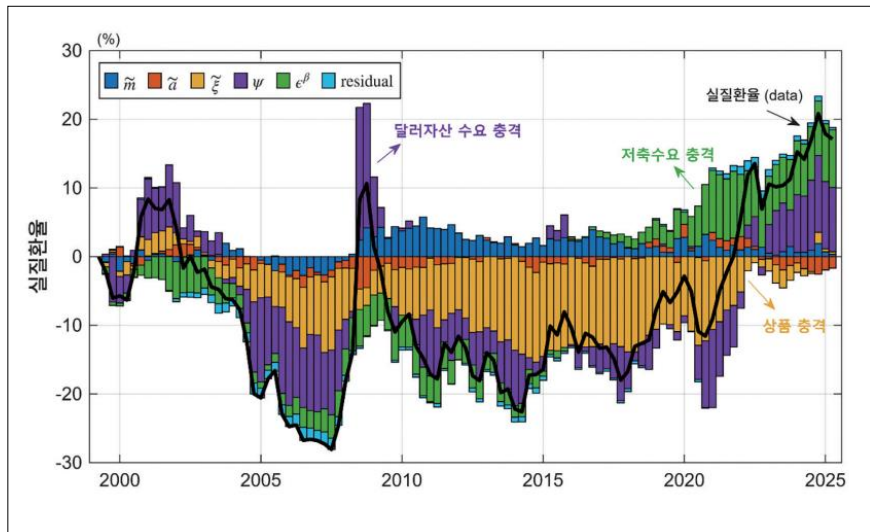
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Part 4. 원화 강세가 증시에 우호적 소재인 지에 대한 고민은 잔존

하반기 점진적 환율 안정을 기대하고 있으나, 7월의 하락 속도가 연장되기는 힘들 것

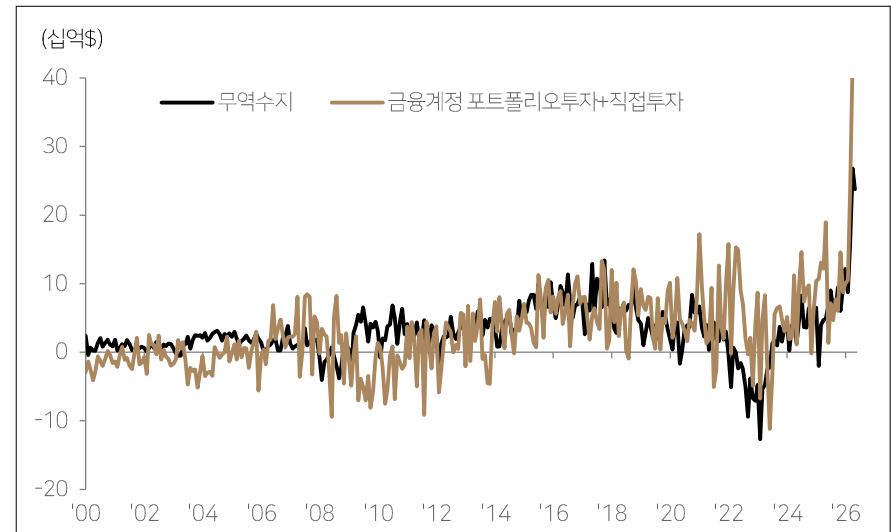
- 과거 원화 강세는 외국인 순매수를 동반한 증시 강세와 동일시. 수출 호조 → 원화 절상 → 외국인 주가+환차익 동반 기대라는 연결고리가 강했기 때문
- 그러나 최근 환율은 상품수지 측면의 영향력이 크게 약화. 수급에 의한 금융계정 변화가 환율을 결정하는 것이 일반화. 결국 원화 강세를 기대한 외국인 수급 유입이 아닌 외국인 수급의 결과물로서 원화 강세가 온다는 명제의 타당성이 높아짐. 즉, 환율이 수급을 부르는 것이 아니라 수급이 환율을 만드는 구조
- 앞서 살펴 본 1,450원대의 당사 중앙값 추정치를 전제할 경우 잔여 절상 여력이 제한적이며, 더불어 실적 측면에서는 최근 수출 금액 대비 기업 이익의 탄력도 중 일정 부분을 고환율이 영향을 주었다는 점에서 원화가 지속적인 강세로 갈 경우 원화 환산 이익 금액이 영향을 받을 수 있음. 달라진 배경 하에 원화 강세는 지수 차원의 상승 요인이 되기 보다 향후 대형 수출주 대비 내수/성장주의 상대 매력 개선으로 작용할 개연성

한국은행 연구자료. 환율에 대한 상품충격은 소실된 반면 금융충격이 크게 증가



Source: 한국은행, 다올투자증권

2020년대 들어 금융수지 내 투자(직접+포트)규모가 무역수지를 상회



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Part 5. 단일종목 레버리지 ETF 현황 점검

6~7월 변동성 확대에 일익을 담당했던 레버리지 ETF

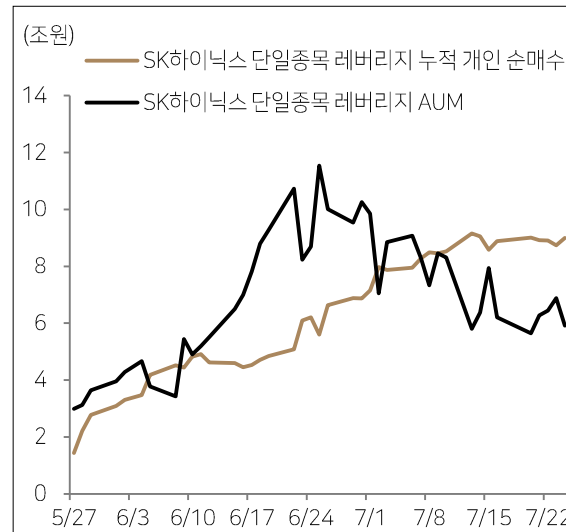
- 6~7월 국내 증시 변동성 확대에는 단일종목 레버리지 상품 도입이 만든 영향력도 무시할 수 없음. 앞서 리뷰 부분에서 살펴 본 바와 같이 출시 이후 변동성의 확대가 추가적으로 진행된 것이 수치상으로도 확인
- 출시 직후부터 개인들의 강한 순매수를 바탕으로 AUM이 크게 증가. 상장 이후 두 종목 합산 개인 누적 순매수는 14.4조원까지 증가했으며, 이 과정에서 AUM은 최대 17.6조원(SK하이닉스 9.2조원, 삼성전자 5.5조원)까지 증가. 참고로 설정 당시 하이닉스 3조원, 삼성전자 2조원 수준에서 출발
- 개인들의 누적 순매수 금액은 최근 가격 하락 과정에서도 감소세가 나타나지 않고 있으나, 각 기초자산 별 AUM은 최근 빠르게 감소하며 각각 5.9조원, 3.3조원 수준으로 감소

5월 말 이후 급증한 변동성 제한 장치 발동 횟수

5월 27일 ~	코스피	코스닥	계
상승일수	23	16	41
하락일수	18	25	
서킷브레이커	5	1	6
올해 누계	7	2	9
역대 누계	13	12	25
사이드카	23	14	37
올해 누계	41	25	66
역대 누계	101	109	210
매수 사이드카	11	6	17
매도 사이드카	12	8	20

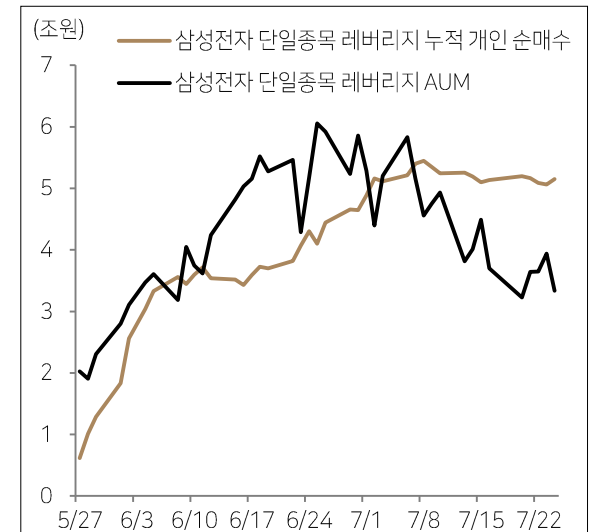
Source: Bloomberg, 다올투자증권

SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

삼성전자 단일종목 레버리지 ETF 추이



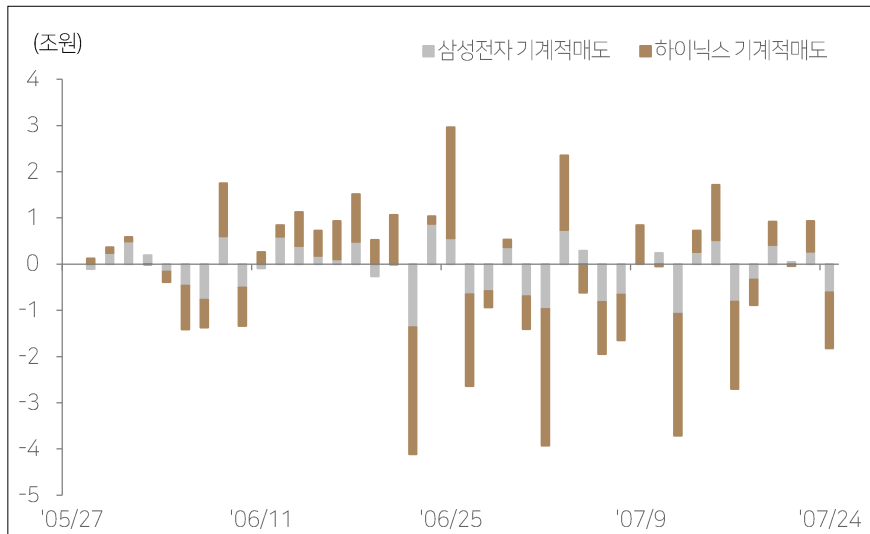
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Part 5. 규모가 줄었다 해도 변동성 구간에서는 여전히 주의가 필요

방향성 결정 요인이 아닌 변동성 증폭 요인이긴 하지만, 주의가 필요한 수급인 것은 사실

- 물론 시장의 하락에 대해 해당 ETF가 주도적인 영향력을 행사했다고 주장하기는 어려움. 시장의 방향성이 형성됐을 때, 쓸림을 극대화 시키는 소재이지 해당 사안 자체가 단기 이상의 방향성을 만드는 소재는 아니기 때문
- 물론 국내외 대형 ETF들의 리밸런싱과 같은 기계적인 매도가 대규모로 발생할 때, 일시적 방향 주도력은 시장에 영향을 미치지만, 레버리지 ETF의 숏 감마와 같은 이슈들은 형성된 방향에 따라 기계적으로 변동성을 증폭시키는 요인이자 그 자체가 주체적인 방향성 형성 요인이라고 보기는 어려움
- 최근 SK하이닉스와 삼성전자의 급한 조정 과정에서 해당 종목 레버리지 ETF들의 AUM 규모가 6월 초 수준으로 하락해 있다는 점을 감안하면, 하방 쪽으로의 물량 부담은 고점 부근에 비해서는 경감될 가능성

6월 중순 이후 대규모 기계적 매도가 일상화



Source: Quantiwise, 당사 추정치, 다올투자증권

그나마 AUM 최대치 기준 대비로 규모 상 부담은 절반 수준으로 경감

기초자산 가격변화	현 AUM 기준 가격변동 스트레스(십억원)		AUM 최대치 기준 가격변동 스트레스(십억원)	
	삼성전자	SK하이닉스	삼성전자	SK하이닉스
-10%	-692	-1,286	-1,228	-2,377
-5%	-346	-643	-614	-1,189
-3%	-207	-386	-368	-713
-1%	-69	-129	-123	-238
1%	69	129	123	238
3%	207	386	368	713
5%	346	643	614	1,189
10%	692	1,286	1,228	2,377

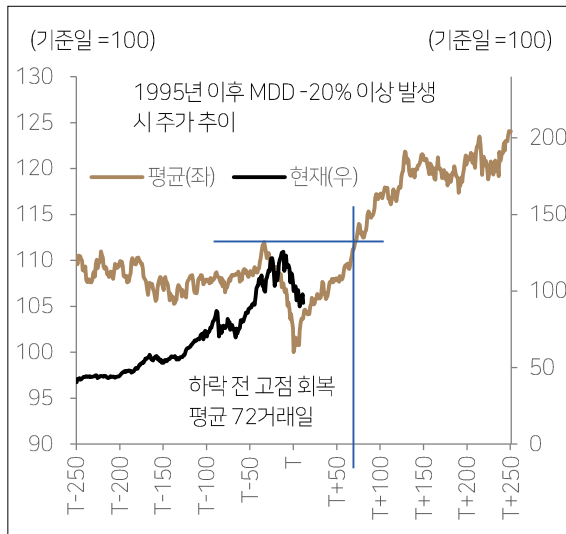
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Part 5. 반등의 패턴과 수급 관점에서 매물대도 체크해 둘 필요

수급 쏠림에서 자유롭지 못하다면, 물량이 집중된 구간도 확인해 둘 필요

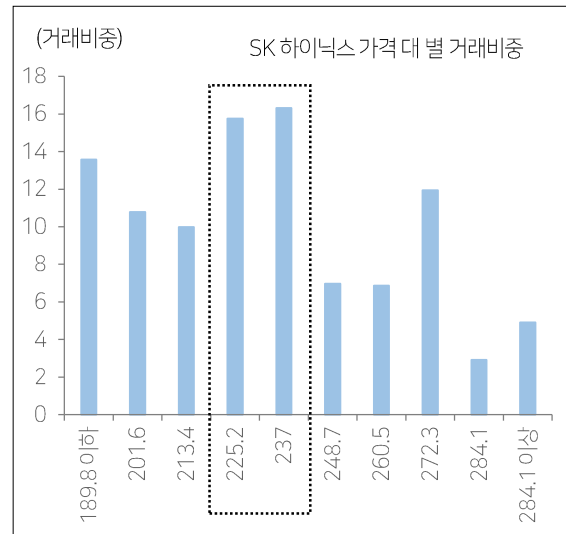
- 시장의 수급 주도력을 갖춘 주체는 수시로 변하고, 조정과 반등이 교차하는 구간에서 특히 수급 성격이 변하는 경우도 많음. 그러나 적어도 2026년의 국내 증시 매수 주체는 개인이었고, 레버리지 ETF 출시 이후에도 마찬가지라고 볼 수 있음
- 만약 지난 주 일시적으로 나타났던 바와 같이 수급 주도력이 외국인에게 넘어가는 모습이 나온다고 하더라도 기존 개인들의 주된 매수 종목인 반도체 Top2에 대한 거래가 집중되어 있는 가격대는 수급상 부담이 형성될 여지도 있음
- 거래량을 기준으로 단기 매물대를 확인해 보면, SK하이닉스는 225만원 선, 삼성전자에는 31만원 선에 거래가 집중. KOSPI 기준으로는 8,300pt 부근
- 한편 급락 이후 반등 구간이라는 관점에서 과거 MDD -20%이상 발생 시 지수의 평균 회복 패턴은 전고점 회복에 약 70여일이 소요

MDD -20% 이상 급락시 회복엔 72 거래일 소요



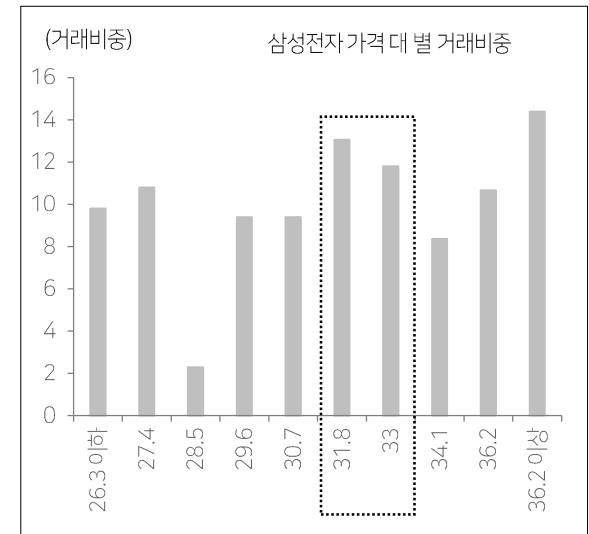
Source: Quantiwise, 다올투자증권

5/27일 이후 하이닉스 매물대 현황



Source: Quantiwise, 다올투자증권

5/27일 이후 삼성전자 매물대 현황



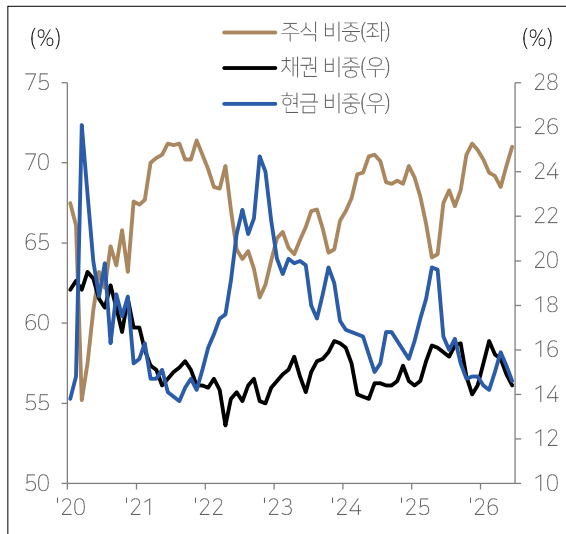
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Part 6. 아직 위험자산 이탈은 나타나고 있지 않다

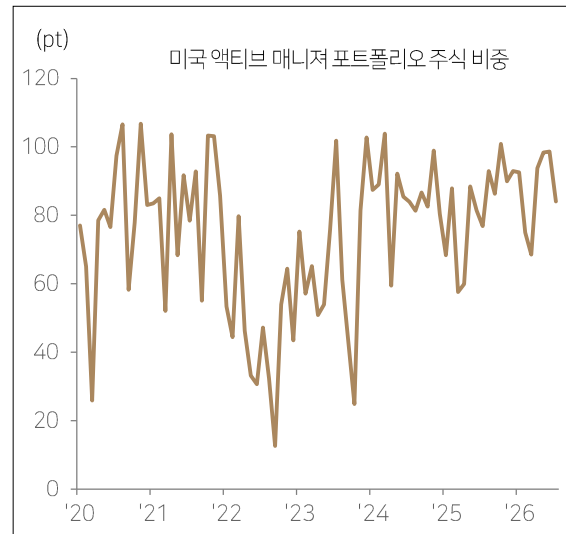
주식시장 변동성 확대에도 불구하고 주식에서 기타 자산군으로의 로테이션이 가시적이진 않다

- 주식 시장이 상당한 변동성을 경험했음에도, 주식시장에서 적극적인 자금이탈이 나타나지는 않고 있는 것으로 보임
- 물론 한국 주식시장 대비 여타 증시의 변동성이 상대적으로 낮았던 탓도 있겠지만, 미국의 개인투자자들의 주식 비중이나 펀드매니저들의 주식 비중은 크게 낮아졌다고 보기 어려운 수준. 더불어 반도체 업종에 대한 투매성 움직임에도 불구하고 관련 ETF들의 수급 상황도 양호
- 현 시점에서는 금리에 대한 경계심이 더 높은 상황인 만큼 주식에서 로테이션 시킬 자산군이 뚜렷하지 않았다는 생각도 해 볼 수 있음. 중요한 부분은 그럼에도 아직까지 현금으로 배분이 쏠려가는 것이 아니라 주식 시장에 대한 집중도가 남아있는 모습이라는 점

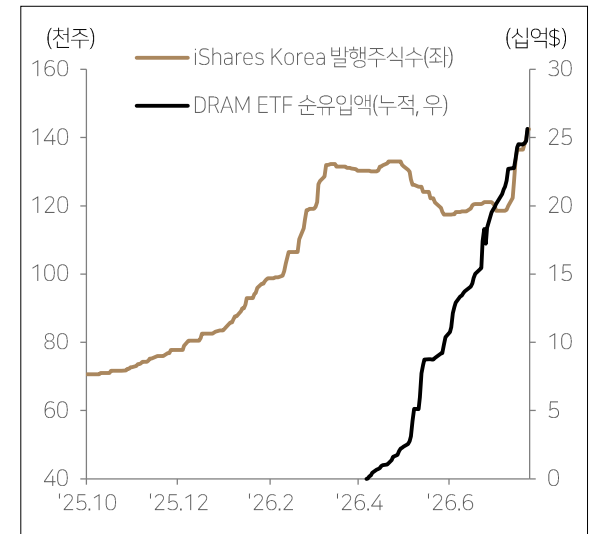
미국 개인투자자, 여전히 주식시장에 머물고 있음



매니저들은 주식 노출을 다소 줄였지만, 여전히 높음



한국 및 반도체 관련 ETF의 양호한 수급 현황

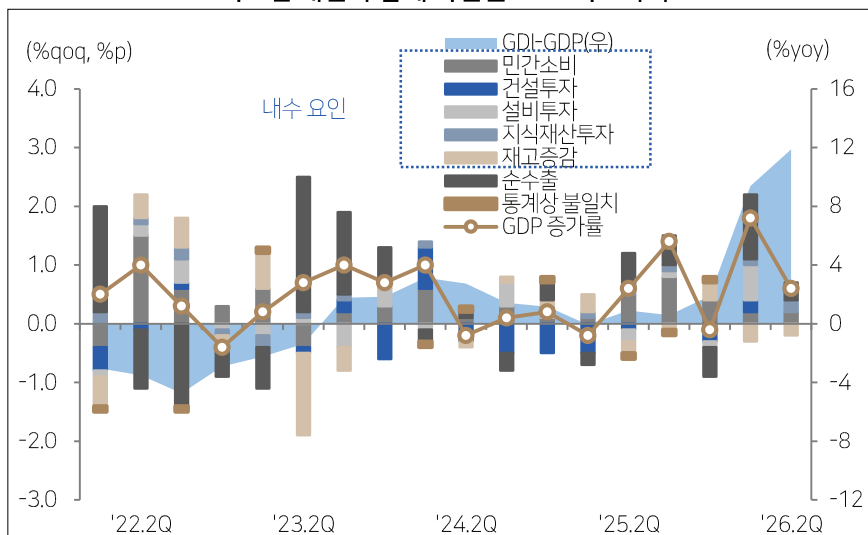


Part 6. 여전히 양호한 매크로 지표의 흐름

교역조건의 강건성이 거듭 확인되고 있는 매크로 지표들의 추이

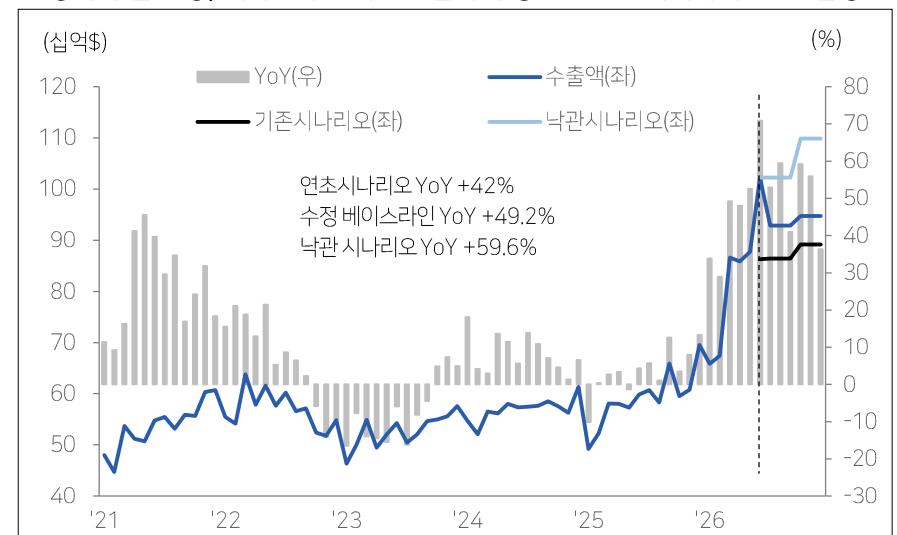
- 2분기 GDP가 서프라이즈를 연출. QoQ 기준 0.6%, 컨센서스(0.4%) 상회. YoY도 +3.7% 성장하며 사전 전망치(+3.4%) 상회. 1분기 높은 성장 기저에도 불구하고 견조한 성장률 확인. 1분기는 내수(0.7%p)대비 순수출(1.1%p) 쓸림이 두드러졌다면, 2분기는 내수(0.3%p)와 순수출(0.3%p)이 균형 성장 양상
- YoY 기준 GDI-GDP 갭도 더욱 확대(1Q +9.4%p → 2Q +11.9%p). GDI-GDP 갭은 교역조건 개선에 따른 실질 구매력 상승을 의미. 교역조건 개선이 재확인된 것으로, 성장 측면에서는 기업들의 채산성 및 이익 상향의 근거가 될 수 있음
- 연초 당사 수출 전망치는 YoY +40% 수준을 전망하고 있었으나, 2분기 수출호조가 예상치를 상회하는 수준에서 형성된 만큼 수출 전망치 베이스라인 시나리오를 하반기 YoY 평균 증가율 +50% 수준으로 상향. 수출 1조 \$ 달성이 가능할 것으로 전망

교역조건 개선과 함께 확인된 GDP 서프라이즈



Source: 한국은행, 다올투자증권

당사 수출 전망, 베이스라인 기준 연말까지 평균 +50% 이어가며 1조\$ 달성



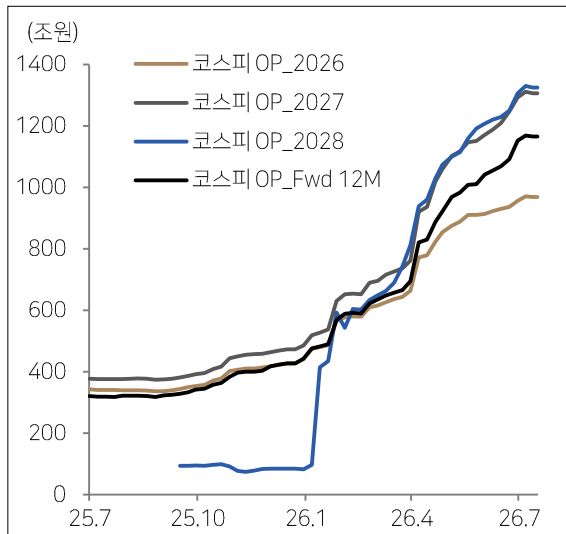
Source: 당사추정치, 다올투자증권

Part 6. 7월들어 이익 전망치의 상향조정은 다소 둔화되는 양상

7월 반도체 업종의 이익 전망치가 주춤하고 있지만, 3분기 추가 상향 가능성은 아직 버리기 어렵다

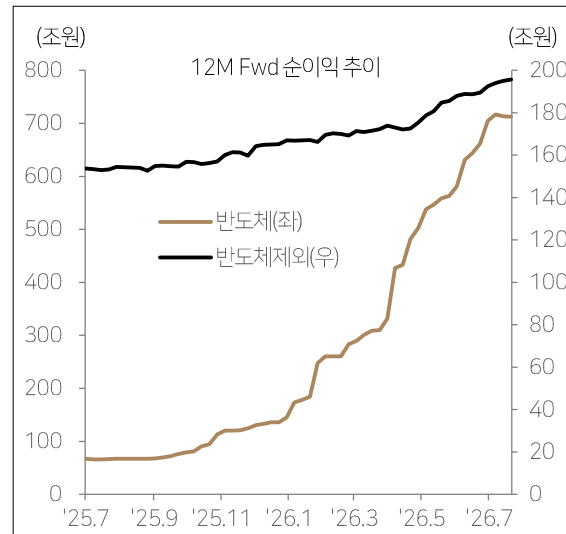
- 7월들어 이익 전망치의 상승 흐름은 다소 둔화되고, 답보 상태를 보이고 있음. 상승 시 견인도 반도체였지만, 최근 상승 탄력 둔화도 반도체 업종에서 비롯
- 26년 시장 전체 이익 전망치는 7/10일 고점 970.9조원 대비 약 -3조원 하향된 967.9조원으로 집계 중이며 이중 -4.8조원이 반도체 업종에서 기인. 단기 둔화가 나타나고 있지만, 앞서 살펴 본 CapEx 전망이나 수출 흐름 감안 시, 추세적 하락 구간에 접어든 것으로 보기도 어려움
- 한편, 반도체 제외로는 이익 전망치 상향이 나타나고 있는데, 최근 에너지, 은행, 증권, IT하드웨어, 2차전지 등에서 이익 전망치 상향이 확인
- 상반기 반도체 이익 비중 정체가 당시, 이익비중-시총비중 스프레드는 약 16%p 수준에서 등락. 현재 두 종목의 이익과 시총 비중은 약 17% 부근에서 등락 중. 이익비중이 정체기라고 보더라도 시총 비중이 더 낮아질 유인은 크지 않아 보임

이익 전망치의 우상향 추이는 여전히 지속 중



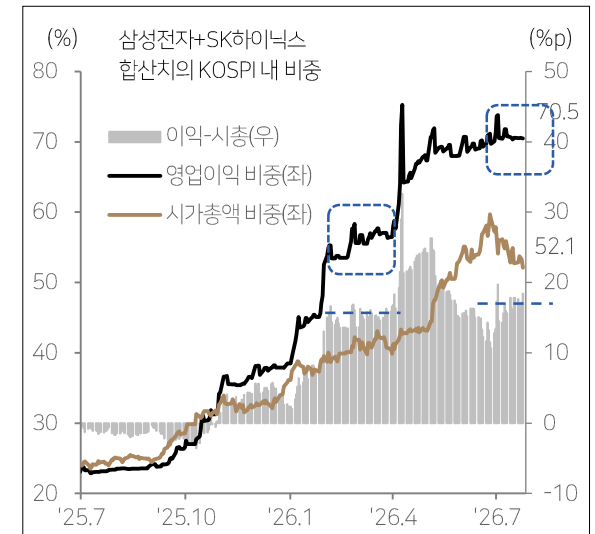
Source: Bloomberg, 다올투자증권

반도체 제외 시의 이익도 늘긴 했지만, 수준은 미미



Source: Quantiwise, 다올투자증권

당분간 이익 비중 정체기라고 보면...



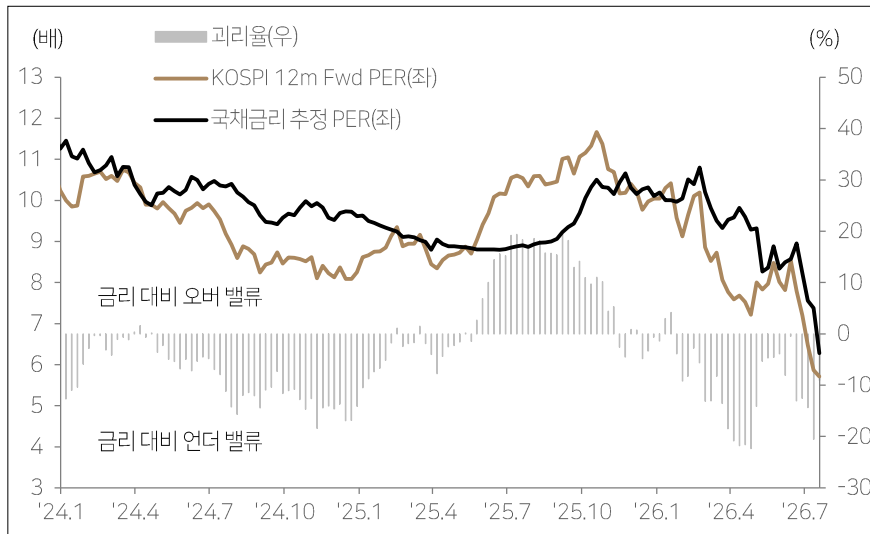
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Market. 펀더멘털 기준으로, 멀티플 기준으로 낮은 영역

7월 말~8월 초 변동성 부담은 존재하나 낮아진 가격 레벨은 적극성을 요구

- 이번 급락이 당황스러운 점은, 펀더멘털 여건의 훼손이 없는 상태 더불어 뚜렷한 트리거 이벤트 역시 부재한 상황에서 발생한 깊은 폭의 조정이라는 점. 서두에 언급했던 바와 같이 다수의 불안요인들이 겹쳐진 만큼 반등이 진행된다 해도 V자 빠른 반등보다는 점진적 회복 시도 가능성이 높아 보임
- 최근 미국채 금리가 하반기 상단으로 생각했던 4.6%를 돌파해 4.7%까지 상승. 해당 금리 레벨에 대응되는 적정 PER은 6.1배로 추산하며, 추가 이익 전망치 상향을 상정하지 않더라도 7,200pt대로 계산. 반대로 유가 정점 통과로 금리 -15bp 수준의 하락 여력 확보 시 KOSPI는 8,100pt선까지 1차 반등 가능
- 반대로 중동 이슈가 해결되지 못하고, 결국 연준이 매파적 색채를 보일 때 파급효과를 상정하긴 어렵지만, 산술적으로 4.9% 수준에서 5배 멀티플을 추정
- 7월 말~8월 초 예측보다는 대응해야 할 이벤트 집중 구간이고 변동성 부담은 존재하나 펀더멘털 대비 크게 낮아진 가격 레벨은 적극성을 요한다고 판단

금리로 설명되는 수준 이하 영역의 밸류에이션 상태인 한국 증시



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fwd EPS-PER Valuation table

	순이익 (조원)	5.0	5.7	6.1	6.8	7.5	8.2
26년	796	4998	5698	6099	6799	7499	8200
12M Fwd	949	5962	6797	7275	8110	8945	9780
27년	1060	6656	7588	8121	9053	9985	10918
12M Fwd 연말	1016	6379	7273	7784	8677	9571	10465
12M Fwd 연말 +5%	1067	6698	7637	8173	9111	10050	10988
12M Fwd 연말 -10%	914	5741	6545	7005	7809	8613	9418

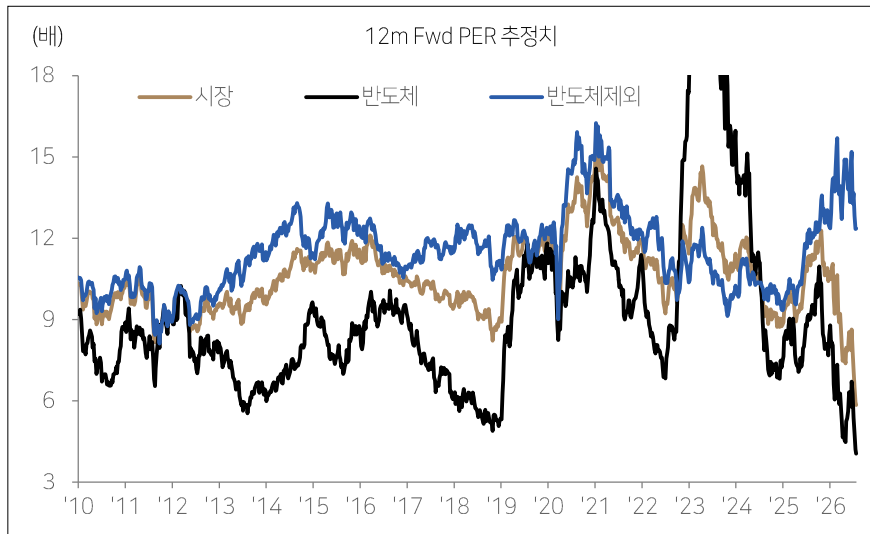
Source: 다올투자증권

Market. 시장 방향성의 키가 금리에 있다면...

시장 반등의 선결 과제는 금리의 상승세 일단락. 금리 상승 진정 시 퍼포먼스 상위도 반도체, IT하드웨어

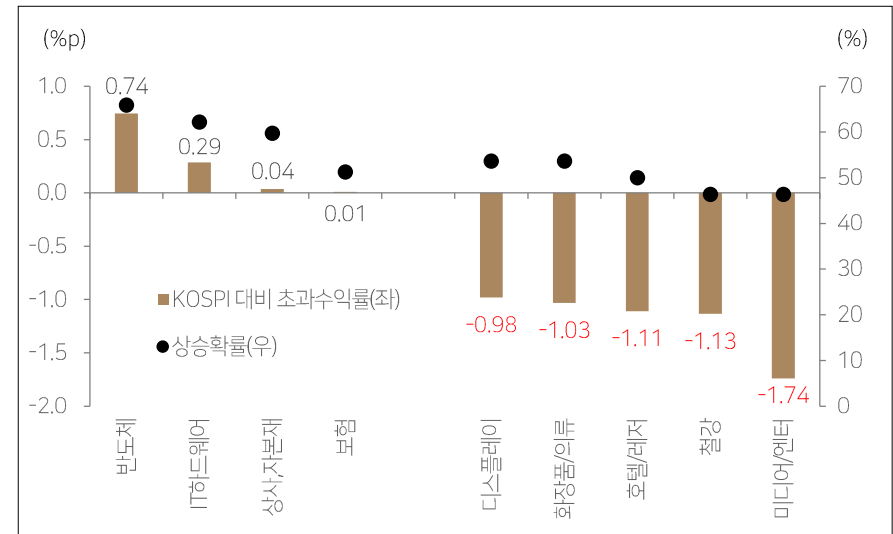
- 7월 시장을 패닉에 빠트렸던 AI CapEx의 지속성에 대한 고민이나 중동 지역과 관련된 불안감 등은 결국 금리와 연결되어 있음
- 바꿔 말하면 시장 반등의 트리거는 현재 상승하고 있는 금리가 안정될 수 있는지 여부에서 모색해야 할 것
- 업종 선별에 있어서도 단순화시켜 접근할 필요. 미국 시중 금리가 4%대 이상에서 등락하게 된 2023년 하반기 이후 금리 하락기 KOSPI는 주간 평균 수익률 +1.12%, Hit ratio 67%를 기록 중. 국내 증시 주요 업종 가운데 해당 조건 하에서 KOSPI 이상 수익률을 기록한 업종으로는 반도체, IT 하드웨어, 상사/자본재, 보험 등이 있음. 상사/자본재는 지주(SK스퀘어)의 영향도 있었지만, 관련 ETF 기준으로 확인 결과 방산도 시장 수익률에 준하는 퍼포먼스를 보임
- 결국 기존 주도주 반도체가 중추적 역할을 한다는 것인데, 업종 밸류에이션 측면에서도 타당하다고 판단

반도체를 제외한 PER은 12배 상회. 밸류에이션 매력을 언급하기 쉽지 않음



Source: Quantiwise, 다올투자증권

2023년 이후 금리 하락 국면에서 업종 퍼포먼스 상/하위



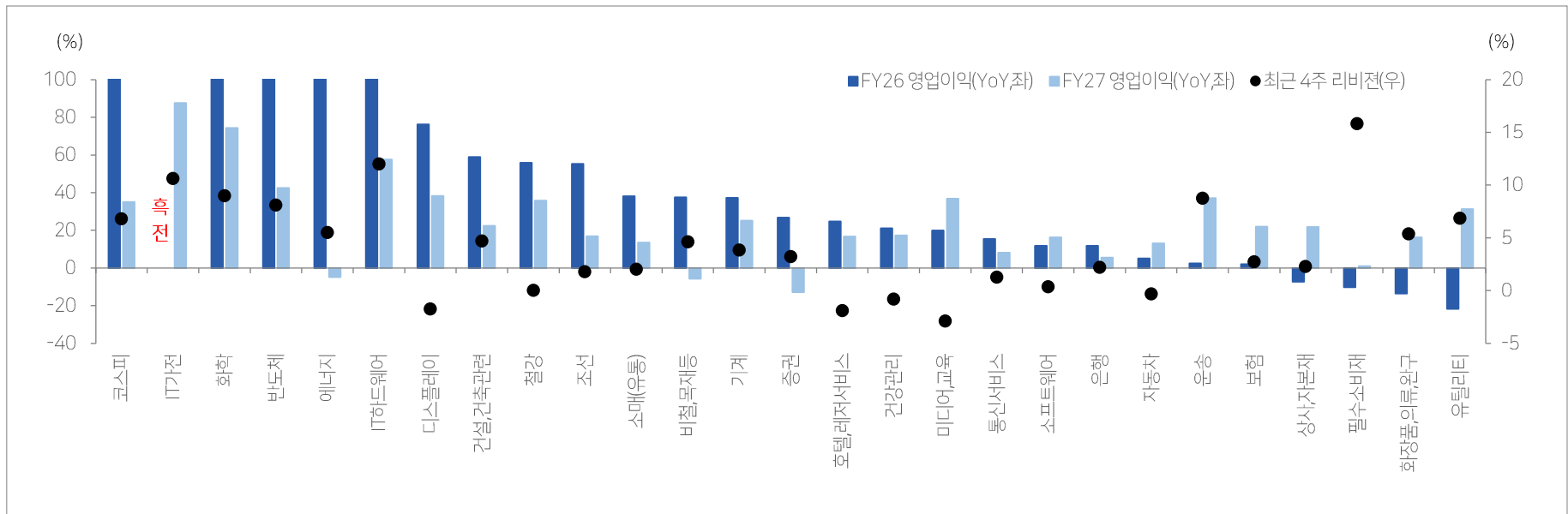
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Market. 업종 별 영업이익 증감율 컨센서스 Update

반도체 업황 심리에 연동되며 등락한 국내 증시

- FY26/27 영업이익 증가율 관점에서 보면, 최상위에 랭크되고 있는 업종이 IT가전과 화학, 즉, 2차전지 밸류체인
- 사실 해당 업종이 YoY 전망치 기준 최상위 권에 있던 것은 수년째 반복되고 있지만, 반대로 이익 추정치 변화분(리비전) 관점에서는 항상 업종 최하위를 차지하는 흐름. 그러나 올해는 2분기를 저점으로 리비전이 반등하는 모습. 일단 고금리 상황에서의 부진한 퍼포먼스도 특징적인 업종인 만큼 금리 부담 진정이 선결될 필요
- 반도체와 IT하드웨어 업종은 증가율 측면에서 역시 올해 뿐만 아니라 내년까지 강한 이익 모멘텀을 보유하고 있음. 리비전도 역시 양호

코스피 26개 업종 FY26/27 영업이익 증가율 컨센서스 현황



Source: Quantiwise, 다올투자증권

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.