

|리서치센터 투자전략팀| 2026년 8월 3일

8월 월간 전망 : 회복 궤도 재진입



투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjlw5056@kiwoom.com

키움증권 



Summary

I. 전략: 회복 궤도 재진입

- 7월 주요국 증시는 반도체 비중이 높은 증시와 지수를 중심으로 최악의 조정을 경험. 특히 7월 말 코스피가 2거래일 연속 서킷 브레이커를 겪는 전대 미문의 폭락 현상이 출현하면서 투자심리는 급격히 냉각됐던 상황
- 하지만 7월 31일 역대급 반등이 시사하듯이, 1) 추가상 낙폭 과대 구간, 2) 밸류에이션상 역대급 진입 매력 구간 등 바닥권에 도달했다는 신호는 등장했다고 판단. 이제는 분할 매수를 통해 국내 주식 비중을 확대하면서 반등을 준비해야 하는 시기.
- 따라서, a) 2분기 실적 시즌을 통해 MS, 메타, 아마존 등 CAPEX 확대 재확인, b) 반도체 실적(가격과 비트 출하량 동반 증가, 주주환원 강화 등)을 통한 주도주 중심의 코스피 3~4분기 실적 가시성 회복, c) 글로벌 레버리지 펀드들의 강제 매도 물량 진정 가능성 등 상방 재료에 무게 중심을 둘 필요.
- 8월 코스피 레인지 6,000~7,800pt. 추천 업종은 이익 모멘텀과 낙폭과대를 고려해 반도체, IT하드웨어, 방산, 유통, 증권, 바이오 등을 제시

II. 켄트: 이익모멘텀 확산과 로테이션 대응

- 상반기 상승을 주도했던 메모리 반도체의 변동성 확대로 국내외 증시 전반의 밸류에이션 부담이 상당 부분 완화. 특히 한국의 12개월 선행 PER은 한때 5배를 하회하며 역사적으로도 드문 저평가 구간에 진입. 더불어, 반도체 중심의 시장 쏠림 현상이 완화되며 시장 전반으로 투자 기회가 확산되고 있는 점도 긍정적.
- 6월 이후 국내 반도체 대형주의 이익 모멘텀 개선이 제한되며 실적 우려가 확대됐으나, 지난주 빅테크 기업들의 CAPEX 투자 수익화 기대가 재차 부각되며 이익 모멘텀 개선 기대도 회복. AI 밸류체인에 대한 기대가 여전히 유효한 가운데, 어닝시즌을 맞아 IT H/W를 비롯해 금융, 화장품, 건강관리, 에너지, 건설·건축 등으로 이익 모멘텀이 확산되는 모습. 증시 전반의 저평가 매력이 부각되는 가운데 반도체 변동성 확대에 대비한 업종 로테이션 전략에 대한 관심이 필요한 시점



Summary

I. 전략: 회복 궤도 재진입

II. 퀀트: 이익모멘텀 확산과 로테이션 대응

Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



00.

(Key Chart) 8월 증시 대응 전략: 지수 반등 강도를 모색하는 구간

8월 코스피 예상 레인지(6,000~7,800pt)



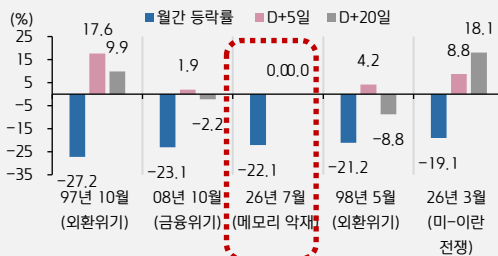
[8월 증시 대응 전략]

- 7월 코스피 밴드 6,000~7,800pt 제시
- 역대급 폭락을 겪으면서 깊은 과매도 구간 진입
- 8월 중 미국 반도체주 실적(샌디스크, 엔비디아 등), 매크로(CPI, 잭슨홀 등) 이벤트를 소화하면서, 지수 레벨 복구에 들어갈 예정
- 변동성 여진은 있겠지만, 지수 저점을 높여가면서 수익률 만회 기회를 제공할 전망

[추천 업종]

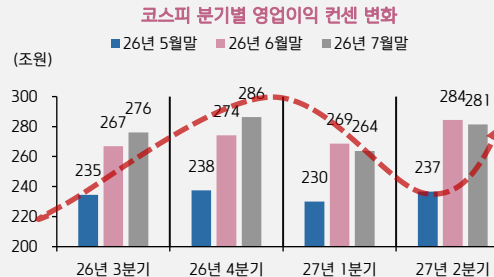
- 반도체: 실적 가시성 회복, Deep Value
- 증권: 낙폭과대, 투심 회복에 따른 거래대금 개선
- 유통: 부의 효과 지연 우려에도, 고환율 수혜 모멘텀
- 바이오: 소외현상 지속성 제한, 금리 부담 완화
- 방산: 수주 모멘텀 재확보, 밸류에이션 부담 완화

관전 포인트 1. 과매도 국면 지속



- * 7월말 역대급 폭등에도, 월간 수익률이 -22% 대로 역대 3위 하락률 경신
- * 외부 대형 충격이 부재함을 고려 시, 증시 전반에 걸친 과매도 인식 유효

관전 포인트 2. 실적 가시성 회복



- * 실적 증가를 피크아웃 우려에도, 절대적인 이익 레벨업 진행 중
- * 높은 수준의 이익을 유지할 가능성이 높은 만큼, 현재 코스피 레벨은 저평가 영역

관전 포인트 3. 수급 디레버리징 약화



- * 본채인 반도체주 급락으로 전체 AUM은 감소 추세
- * 변동성의 출력 하락을 의미
- * 증시 변동성의 출력을 인위적으로 높인 단일종목 레버리지 영향력 축소 국면 돌입
- * 향후 회복 과정에서 업종 수익률 온기 확산으로 극단적인 반도체 쏠림 가능성 제한적

01.

최악의 7월을 보냈던 주식시장, 심연의 끝은 어디였을까

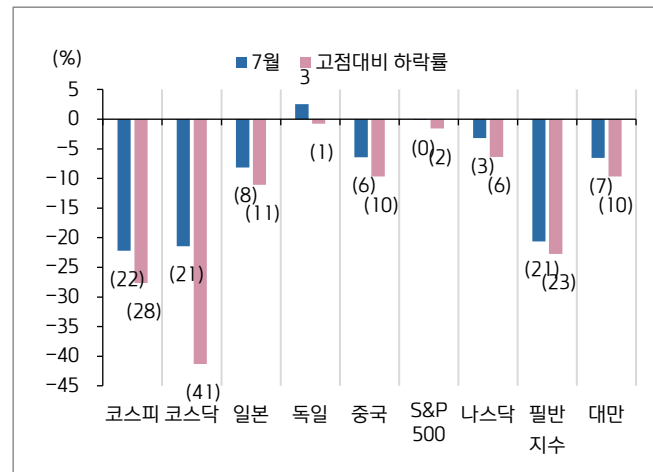
- ▶ 7월 주요국 증시는 반도체 비중이 높은 증시와 지수를 중심으로 최악의 조정을 경험. 그 중심에는 반도체 시가총액 비중이 50%를 상회하는 코스피가 차지했으며, 고점대비 28%나 급락하며 기술적인 약세장에 진입
- ▶ 특히 7월 말 코스피가 2거래일 연속 서킷브레이커를 겪는 전대 미문의 폭락 현상이 출현하면서 투자심리는 급격히 냉각됐던 상황
- ▶ 월말 급락은 1) 중국 업체의 DUV 노광장비 양산 소식에 따른 중국 메모리 업체들의 공격적 증설 우려, 2) 코스피 지지선 역할을 해왔던 200선 이탈, 3) 반도체, 하이퍼스케일러 업체들 실적 경계심리, 4) 개인의 손절성 매도 물량 등이 주된 원인으로 작용
- ▶ 여기에 더해 심리적으로 7월 이후 연속적인 조정을 받는 과정에서 시장의 기초체력, 면역력이 취약해진 영향이 이 같은 폭락을 초래한 것으로 판단

코스피와 코스닥



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 지수들의 7월 수익률과 연중 고점대비 하락률



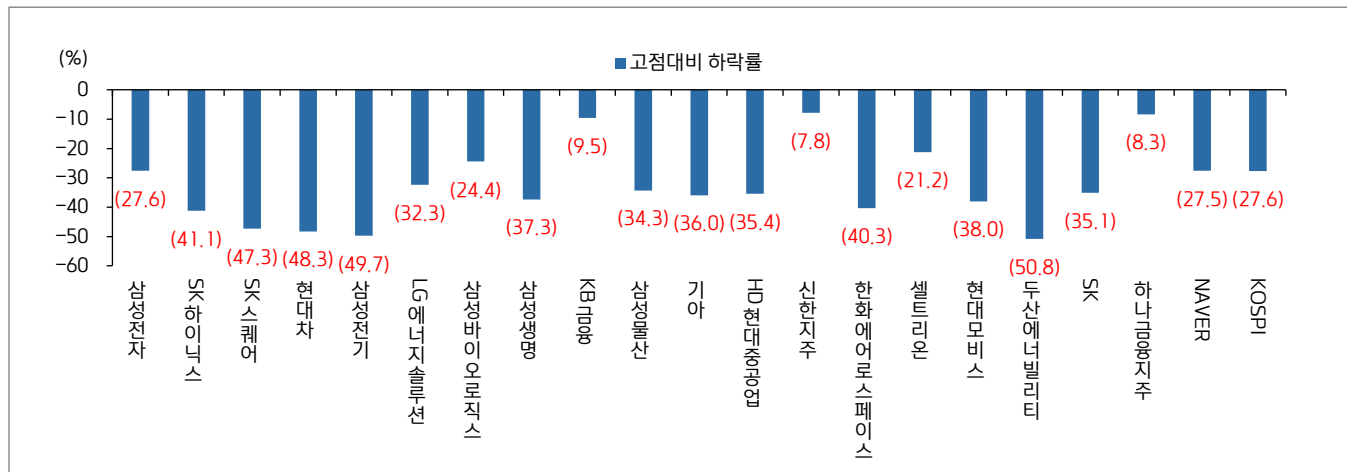
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02.

시총 상위주들의 고점대비 30~40% 폭락, 투매 현상을 부추킨 심리적 요인

- ▶ 코스피 시가총액 상위 20개 종목의 고점 대비 하락률은 평균 30.7%로 20개 중 12개 종목이 30% 이상 하락했다는 점에서, 최근 조정은 일부 업종이나 개별 기업에 국한된 현상이 아니었음을 재확인
- ▶ 개별 거업들의 펀더멘털 악화보다는 시장 전체 할인율 상승, 외국인 포지션 축소, 레버리지 청산과 수급 공백, 한국 증시 위험 프리미엄 확대 등 복합적인 요인이 만들어낸 성격이 짙음
- ▶ 지수 하락률보다 실제 투자자들이 체감한 포트폴리오 손실과 시장 내부의 훼손 정도가 생각 이상으로 컸을 가능성이 있지만 이미 약세장 수준의 가격 조정을 거친 만큼, 추가 악재에 대한 주가 민감도는 이전보다 낮아질 것으로 예상

코스피 시가총액 상위 20개 종목들의 고점 대비 하락률(~7월 31일)



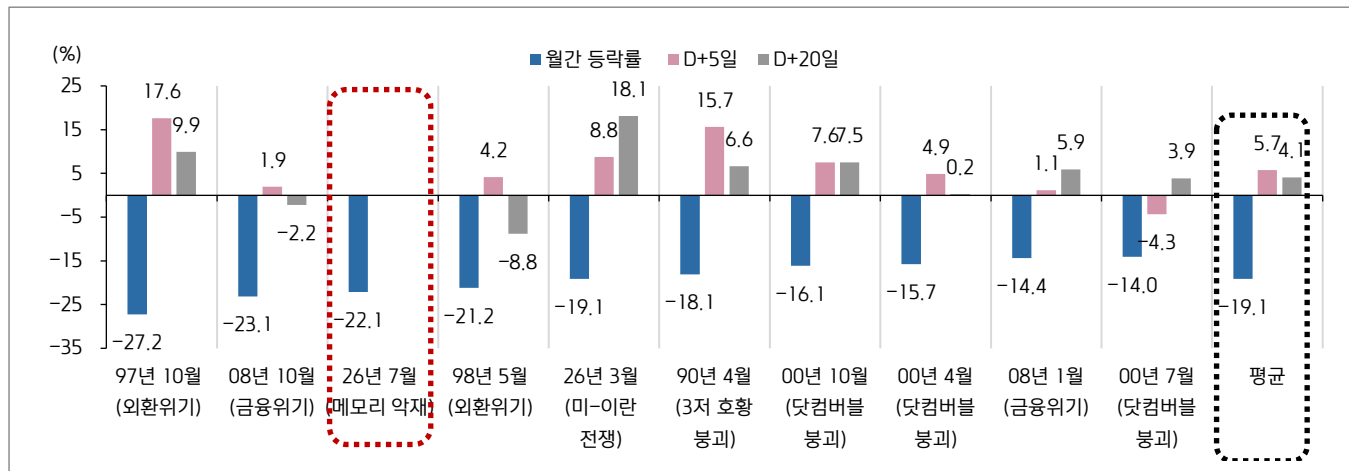
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

03.

바닥의 신호(1): 주가 낙폭 과대, 대형 위기급 충격을 소화

- ▶ 실제로 바닥의 신호가 등장. 7월 중 한 때 수익률이 -34%대로 역대 최저 월간 수익률을 경신한 전력이 있기 때문. 90년 3저호황 버블 붕괴, 97~98년 외환위기, 00년 닷컴 버블 붕괴 등의 사례를 제치고 1위를 기록한 것임.
- ▶ 나머지 2~10위에 해당하는 사례들이 대부분 대형 위기인데 반해, 현재까지 확인된 지표만으로는 과거 금융위기나 외환위기와 같은 시스템 리스크가 현실화되고 있다고 판단할 만한 신호는 뚜렷하지 않음.
- ▶ 7월 31일 대폭등에도 7월 월간 수익률이 -22.1%로 1990년 이후 역대 3위를 기록하고 있다는 점(30일까지는 -34.1%로 1위였음)은 여전히 코스피는 낙폭 과대 영역에 깊게 들어온 것으로 보는 게 적절.
- ▶ 상반기 중 국내 증시에서는 주가 상승 자체가 잠재적인 하방 요인으로 지목되기도 했음. 이익, 밸류에이션 모두다 매력적이지만 주가 상승 속도가 가팔랐기 때문. 그러나 현재는 상황이 바뀌고 있으며, 주가의 하락 자체가 이제는 상방 요인으로 변하고 있다고 판단

코스피 역대 월간 하락률 상위 10개와 이후 D+5, D+20일 수익률

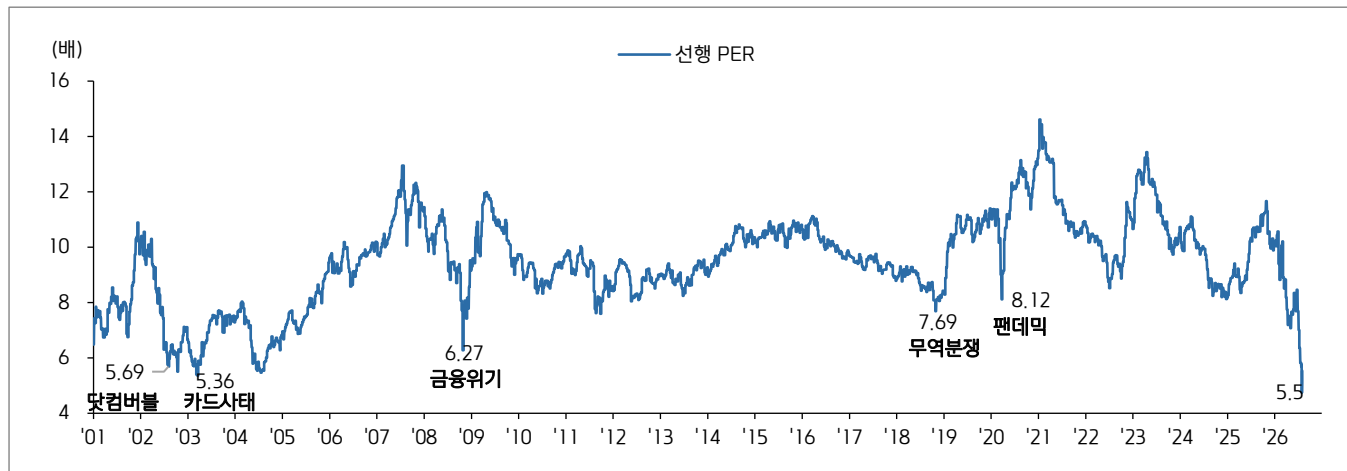


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 바닥의 신호(2-1): 역사적인 밸류에이션 저점 영역

- ▶ 단순 주가 급락 관점을 넘어서, 밸류에이션 관점에서도 지금은 증시 이탈보다는 재진입을 고려해야 하는 시점.
- ▶ 현재 코스피의 선행 PER은 5.5배로 역사상 최저 구간에 머물러 있다는 점이 이를 뒷받침. 한국의 7월 수출(YoY, +62.8% vs 컨센 +59.0%)이 호조세를 보인 가운데, 반도체(+178.8%) 뿐만 아니라 컴퓨터(+404.0%) 자동차(+7.0%), 선박(+46.9%) 등 20개 품목 중 19개 품목 수출이 개선된 점도 호재성 재료라고 판단
- ▶ 물론 이미 7월 중순에 08년 금융위기 당시 저점(6.27배)을 하회하는 과정에서, 더는 내려가지 않을 줄 알았던 레벨까지 도달함에 따라, 선행 PER로 바닥을 잡는 것에 대한 무용론이 제기.
- ▶ 하지만 지금은 이익 추정치 하향에 따른 밸류에이션 착시가 발생하고 있는 구간이 아님. 금융위기급 추정치 하향(당시 이익 추정치는 2008년 연초 대비 27% 감소)을 반영해, 현재 선행 PER에 할증 적용하더라도, 7.0배 수준임을 감안 시 현재의 밸류에이션상 코스피 위치는 바닥을 잡아가고 있는 영역에 있는 것으로 보는 게 타당

코스피 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05.

바닥의 신호(2-2): 보수적인 추정치 하향을 반영하더라도, 연고점 회복 가능

- ▶ 7월 이후 시장은 반도체 피크아웃 우려와 맞물리면서 급격한 주가 폭락을 경험하면서, 현재 EPS 컨센서스에 대한 신뢰성을 낮게 가져갔던 상황
- ▶ 하지만, “메모리 사이클 피크아웃 + 기존 반도체 사이클 회귀”의 시나리오가 현실화되면서, 연말까지 추정치 하향이 급격하게 발생하지 않는 이상, 연간 평균 10% 하향되는 보수적인 경로를 전망하더라도 8,500pt대까지는 이론상 회복 가능하다고 판단
- ▶ 이번 2~3분기 실적시즌을 통해 기존 주도주인 반도체 이익 신뢰성과 가시성을 재차 확보해가는 것으로 보이기에, 중기적인 관점에서 연말까지 역사적 밸류에이션 밴드 하단인 8배 레벨인 9,000pt대까지 복귀할 것으로 예상

코스피 선행 PER 밸류에이션과 EPS 매트릭스(~7월 31일)

역사적 밸류에이션 하단									
EPS 하향	EPS	5배	6배	7배	8배	9배	10배	11배	12배
0%	1,190.0	5,950	7,140	8,330	9,520	10,710	11,900	13,090	14,280
-5%	1,130.5	5,653	6,783	7,914	9,044	10,175	11,305	12,436	13,566
-10%	1,071.0	5,355	6,426	7,497	8,568	9,639	10,710	11,781	12,852
-15%	1,011.5	5,058	6,069	7,081	8,092	9,104	10,115	11,127	12,138
-20%	952.0	4,760	5,712	6,664	7,616	8,568	9,520	10,472	11,424
-25%	892.5	4,463	5,355	6,248	7,140	8,033	8,925	9,818	10,710
-30%	833.0	4,165	4,998	5,831	6,664	7,497	8,330	9,163	9,996

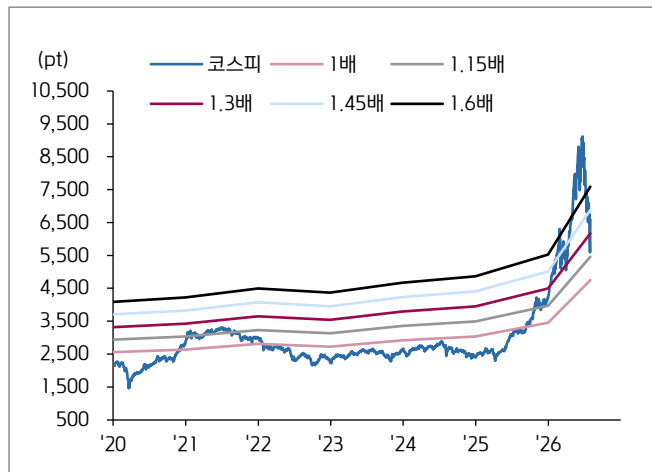
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

06.

바닥의 신호(2-3): ROE 상승 + PBR 하락 = 저평가 정당화

- ▶ 선행 PER이 역사적 밴드 하단(8.0배)을 뚫고 내려온 것 이외에도, 한동안 역사적 밴드 상단(1.6배)을 돌파하며 2.0배 수준까지 갔던 선행 PBR이 최근 조정으로 1배 초반(31일, 1.3배) 수준까지 내려왔다는 점도 주목할 필요.
- ▶ PBR은 ROE가 자본비용을 얼마나 초과하는지($ROE - COE$ spread)의 함수이며, ROE는 30%로 2010년 이후 평균치(11%)를 크게 웃돌고 있는 등 “ROE 개선 + PBR 하락”의 조합은 코스피가 저평가 영역에 있음을 시사

코스피 선행 PBR 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

ROE와 PBR의 관계



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

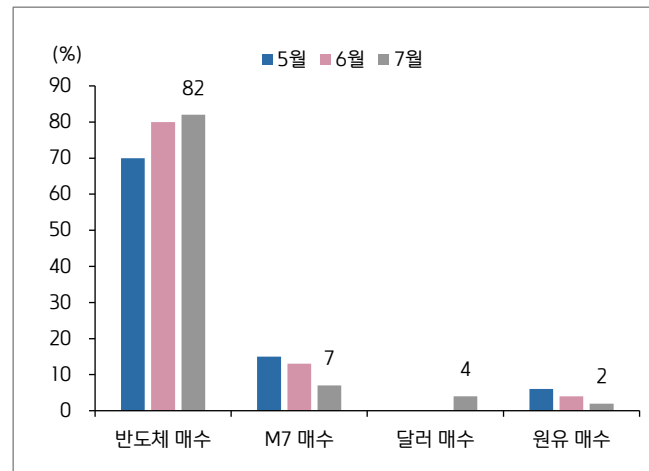
- ▶ 최근 반도체주의 주가 폭락은 펀더멘털 이슈 이외에도 레버리지 포지션 강제 청산이라는 비펀더멘털 변수가 개입됐지만, 어떤 펀드에서, 얼마나, 어떤 형태로 디레버리징이 되고 있는지 그 실체가 잡히지 않았다는 점이 시장 심리를 한 층 더 혼란하게 만들었던 상황
- ▶ 그러나 7월말 레오폴드의 AI 헤지펀드 Situational Awareness가 4배 레버리지로 AI 인프라 롱 + 소프트웨어 숏을 걸었다가 7월 급락에 마진콜을 맞고, 공개주식 포트폴리오 전량을 시타델에 블록딜로 넘긴 소식이 알려지면서 그 실체의 일부를 확인한 상황
- ▶ 최근 반도체주 급락에는 레버리지 펀드들의 손실로 인한 강제 매도 물량 압박이 존재했지만, 레오폴드 펀드의 청산은 디레버리징 작업이 후반부에 도달한 것으로 볼 수 있음. 시타델의 후속 처분 속도가 2차 오버행이 될 수 있겠으나, 현시점에서는 디레버리징 확산으로 인한 주도주들의 주가 및 수급 왜곡 현상이 지속될 가능성을 낮게 가져갈 필요.

Situational Awareness Capital의 보유 내역(13F)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

시장의 쏠림현상이 가장 심하다고 생각되는 전략



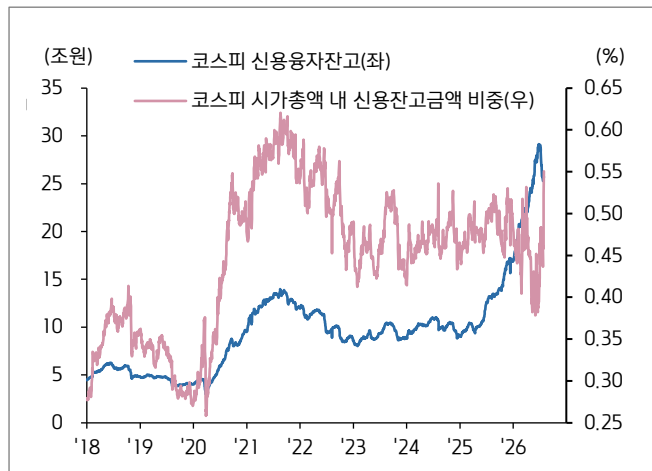
자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.07), 키움증권 리서치센터

08.

바닥의 신호(3-2): 한국은 표면상 디레버리징 압력이 크지 않기는 했으나...

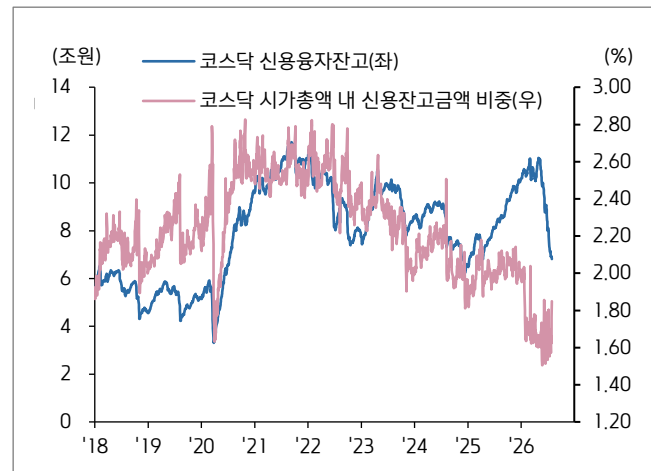
- ▶ 국내 증시에 한정해서 보면, 고유의 신용 및 단일종목 레버리지 이슈로 인해 반도체 디레버리징 완전 소멸로 보기엔 어렵기는 함
- ▶ 7월 31일 기준,코스피와 코스닥의 신용잔고는 각각 25.7조원(연중 고점 29.1조원), 7.1조원(연중 고점 11.1조원)으로 고점대비 각각 11%, 35% 감소.
- ▶ 일단 절대금액보다는 시가총액 대비 상대적인 비중 관점에서 접근하면, 현재 코스피의 시가총액 대비 신용잔고 금액 비중은 0.48%로 연초 수준(0.48%)과 동일하며 2018년 이후 평균치인 0.44%를 소폭 상회하는데 불과.
- ▶ 절대금액과 상대비율의 괴리가 벌어졌다는 것은 표면상으로 “신용잔고 사상 최대, 빚투 청산 압박 가중”과 같은 악성 매물 리스크가 제한될 것으로 일차적인 결론을 내볼 수 있음.

코스피 신용잔고와 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥 신용잔고와 비중



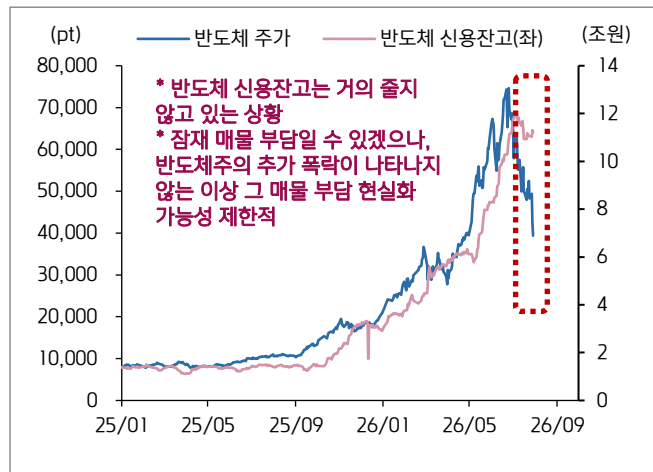
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

09.

바닥의 신호(3-2): 하지만 반도체를 들여다 보면, 신용 부담은 아직 존재

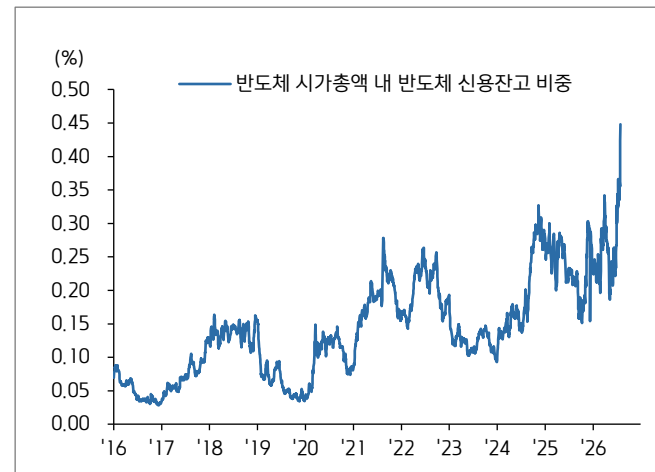
- ▶ 그러나 최근 신용잔고 증가의 절대적인 증가분을 차지했던 반도체 업종의 신용잔고는 크게 줄어들지 않은 상태
- ▶ 실제로 반도체 업종 주가가 고점 대비 48% 급락하는 동안, 반도체 업종 신용잔고는 약 10% 미만 급락에 그쳤던 실정
- ▶ 최근 연쇄적인 10%대 폭락에도, 대규모 반대매매와 신용 청산이 현실화되지 않았으며, 일부는 청산 압력에 직면하더라도 추가 납입을 통해 버티기를 하고 있음을 시사
- ▶ 하지만 여전히 많은 개인들은 주도주인 반도체에 대한 편더멘털을 포기하지 않았다는 신호로 해석 가능
- ▶ 반도체 업종 주가가 추가 레벨 다운 되지 않는 이상 이들의 신용 잔고는 잠재적인 악성 매물로 인한 추가 매도 압력으로 작용할 가능성이 낮을 것으로 판단

코스피 반도체 업종의 신용잔고와 주가



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 반도체 업종 신용잔고 of 반도체 시가총액(%)



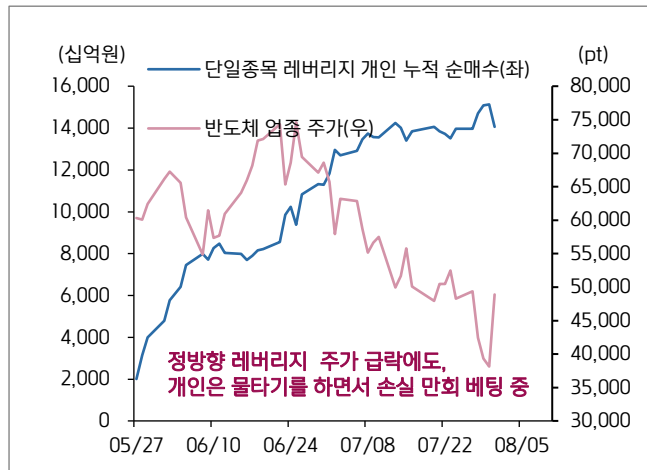
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

10.

바닥의 신호(3-3): 개인은 단일종목 레버리지 몰타기 + 인버스 단타 중

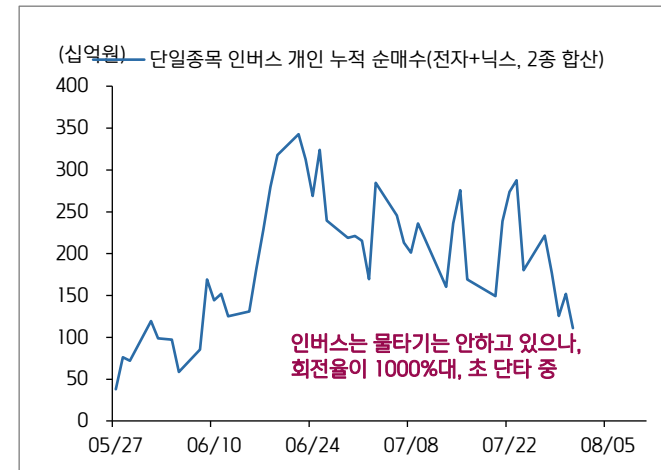
- ▶ 7월 마지막주 폭락 기간 중 개인들은 정방향 단일종목 레버리지(삼성전자, SK하이닉스 14종)를 1조원 순매수하는 등 몰타기를 하고 있는 상태. 이들의 리밸런싱 매도가 하락을 증폭시키는 숏감마성 수급을 만들어 낼 수 있음을 시사.
- ▶ 이에 더해 단일종목 레버리지에 비해 AUM은 10분의 1수준 밖에 되지 않지만, 단일종목 인버스의 회전율이 1,000%대를 넘나드는 초단타 매매가 급증하고 있다는 점도 장중 주가 변동성의 강도를 높이면서, 시장의 방향성 판단에 혼선을 제공하고 있는 모습

단일종목 레버리지 개인 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

단일종목 인버스 개인 순매수

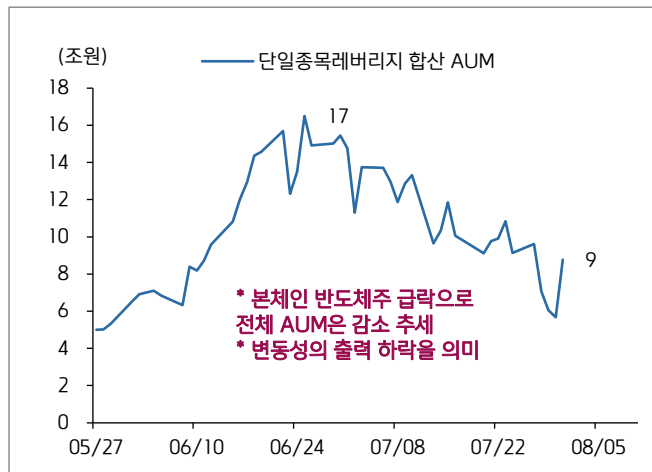


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

11. 바닥의 신호(3-4): 단일종목 레버리지, 이제는 출력이 낮아지는 국면에 돌입

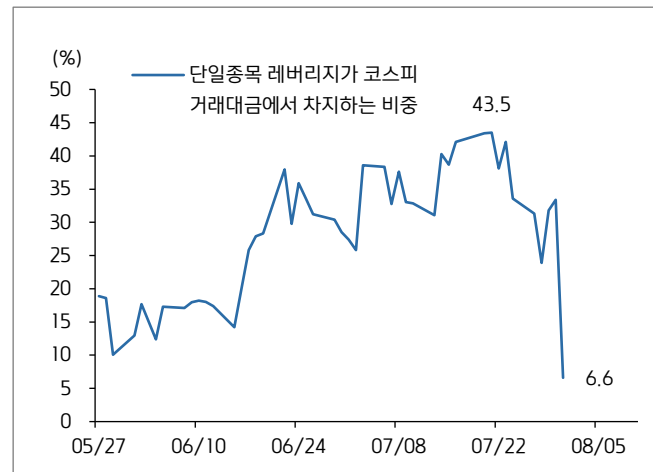
- ▶ 그러나 시간이 지날수록 레버리지발 수급 변동성은 낮아지는 쪽으로 경로를 설정하는 것이 타당. 단일종목 레버리지 AUM이 감소 추세를 보이고 있기 때문. 최근 개인 순매수가 신규 설정으로 직결됐다기보다, 주가 급락과 기존 보유자의 매도 속에서 신규 매수자가 물량을 받아낸 손바뀜 성격이 강함
- ▶ 뿐만 아니라, 단일종목 레버리지 거래비중이 40%대에서 점차 감소하고 있다는 점을 고려하면, 7월 중 연쇄 폭락을 통해 단일종목 레버리지 상품의 시장 영향력이 상당 부분 축소된 것으로 보는게 타당
- ▶ 여기에 7월 31일부터 시행되는 단일종목 레버리지 규제안(예탁금 3,000만원 상향) 및 추가 규제(유연 레버리지 등) 도입 가능성을 감안 시, 레버리지발 강제 매도 압력이 정점을 지나고 반등 탄력이 커질 수 있는 구간이라고 판단

단일종목 레버리지 합산 AUM



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

단일종목 레버리지 거래대금 비중



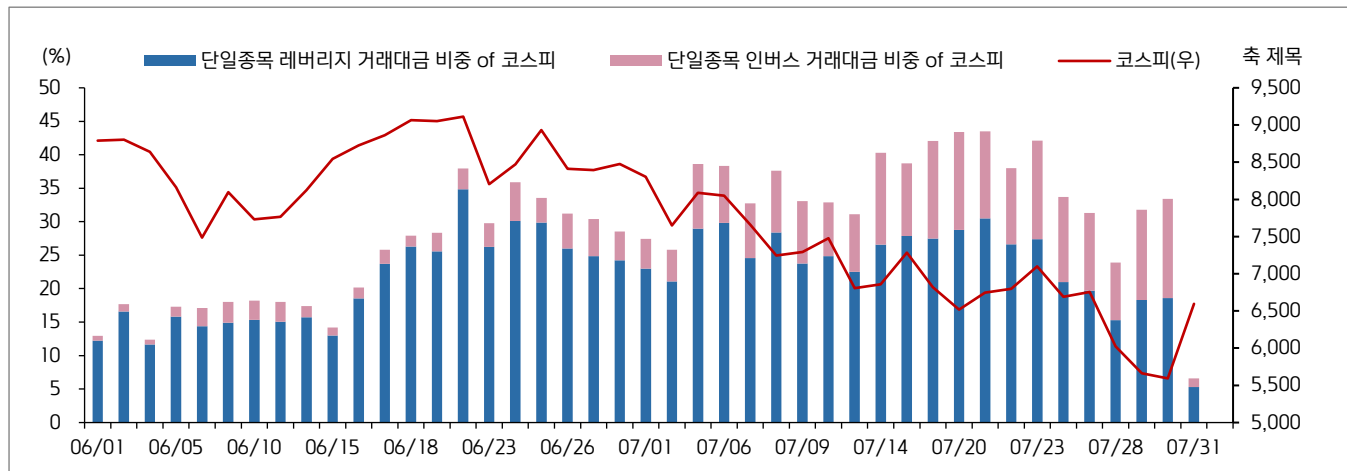
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

12.

바닥의 신호(3-5): 단일종목 인버스가 만들어 내는 역 슛감마 가능성

- ▶ 지난 31일 단일종목 인버스가 하한가를 기록한 가운데, 추후 인버스 매수자의 손절이 나타날 시 (인버스 매도 = LP의 선물 환매수)은 상승을 가속화시킬 가능성도 열고가는 것이 적절
- ▶ 인버스 상품의 AUM이 레버리지 상품에 비해 현저히 작은 만큼 높은 회전율이 곧 시스템 차원의 대규모 슛 포지션 누적을 의미하지는 않음. 오히려 종가 기준 인버스 AUM과 발행좌수가 감소했다면 급등 과정에서 하락 베타가 일부 청산됐다는 긍정적인 신호로 해석 가능.
- ▶ 반면 신규 설정과 개인 순매수가 동시에 늘었더라도, 향후 반도체주의 추가 상승 시 인버스 손절과 운용사의 매도 노출 축소가 슛커버성 매수로 연결될 수 있다는 점에서 반등의 잠재 연료가 될 수 있다고 판단

단일종목 레버리지 vs 인버스 거래대금 비중



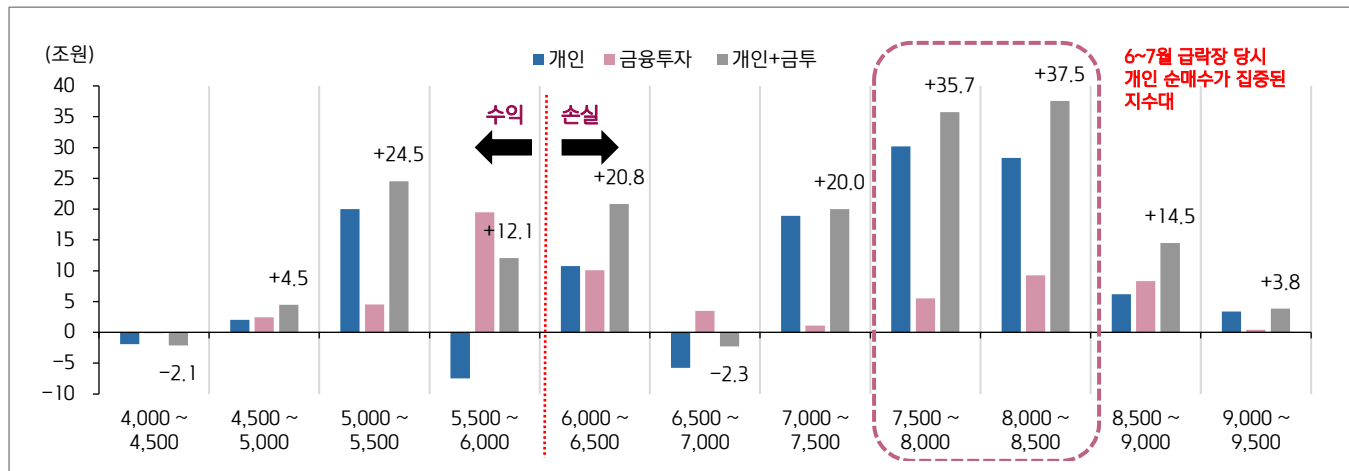
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

13.

개인 매물대는 7,000pt 이상에서 집중됐을 가능성, 무슨 재료로 돌파할까?

- ▶ 올해 코스피 강세를 견인한 핵심 주체는 개인으로, 지난 20~21년 동학개미운동에 이어 처음 있는 일. 연초 이후 7월 현재까지 개인 순매수 금액은 약 105조원, 여기에 개인의 ETF 매입 물량으로 포함되는 금융투자 순매수 금액인 65조원을 합산 시, 약 170조원이 사실상의 개인 순매수 총 금액.
- ▶ 문제는 코스피의 연쇄 급락으로 인해 6,000pt 이상에서 물려 있는 금액들이 약 130조원에 달하며, 이는 추후 시장 반등 시 잠재적인 매물대로 작용할 소지가 있음. 특히 6월 말 코스피 조정장 진입 당시 8,000~8,000pt대에서 들어왔던 물량은 “급락을 노린 저가 매수 성격”이라 본전 접근 시 탈출 매도 1순위가 될 수 있음.
- ▶ 그러나 이전보다는 매물부담이 크지 않을 것으로 판단. 1) 7,000pt 이상에 있는 물량 110조원은 코스피 시총의 2% 수준으로 소화 가능한 규모. 2) 레버리지 ETF 물량은 변동성 증폭으로 인한 손실로 상당 부분 포지션 청산됐을 가능성, 3) 지수 조정 중에도 이익 컨센서스 상향, 밸류에이션 매력 등 펀더멘털을 보고 재진입하는 매수세 등이 이를 흡수할 수 있기 때문

개인들의 코스피 지수대 별 순매수 금액 추정



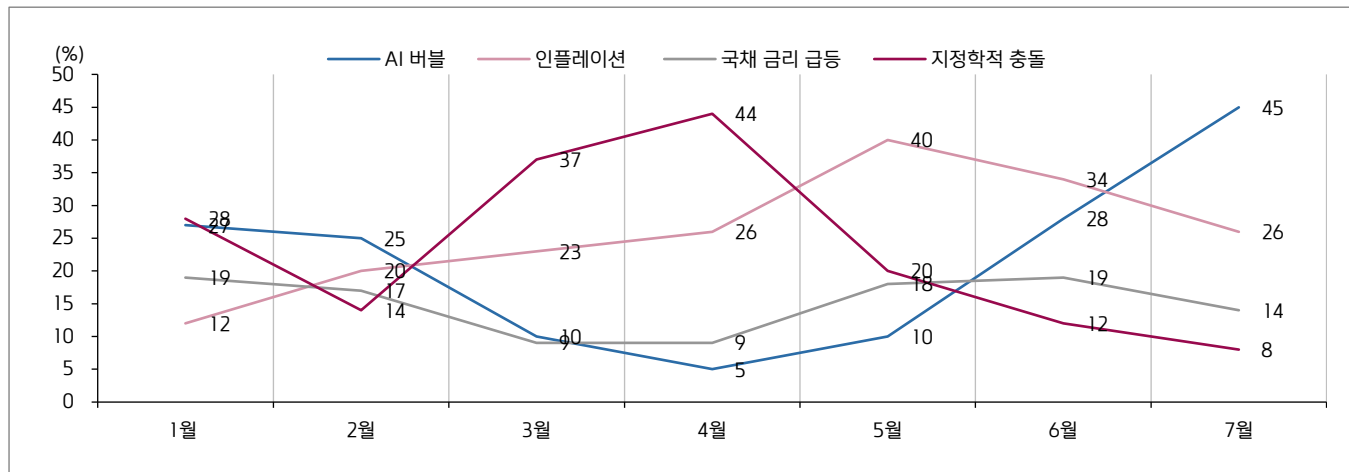
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

14.

코스피 매물대 돌파 및 회복 강도를 결정하는 것은 여전히 매크로와 실적

- ▶ 이처럼 주가 및 밸류에이션상 바닥의 신호를 확보한 만큼, 현재 시점에서는 추가적인 하방 압력은 제한될 전망
- ▶ 추후에도 저점을 높여가는 회복 경로 진입에 무게중심을 두고 갈 필요. 관건은 주가 회복력의 강도와 지속성이며, AI 산업 불안, 연준 정책 불확실성, 미-이란 전쟁 노이즈 소화 여부가 이를 결정할 전망
- ▶ 실제로 7월 Bofa 글로벌 펀드매니저 서베이를 업데이트 해보면, 아직도 펀드매니저들이 AI 버블, 인플레이션, 국채 금리 급등 등을 잠재적인 위험 요인으로 지목하고 있는 상황

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 시장의 위험요인 순위 변화



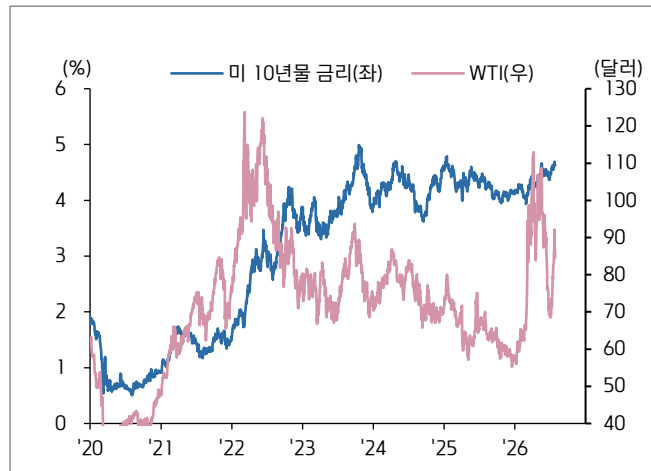
자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.07), 키움증권 리서치센터

15.

미-이란 휴전 협상 파기 이후 유가 급등 but TACO 가능성 높아

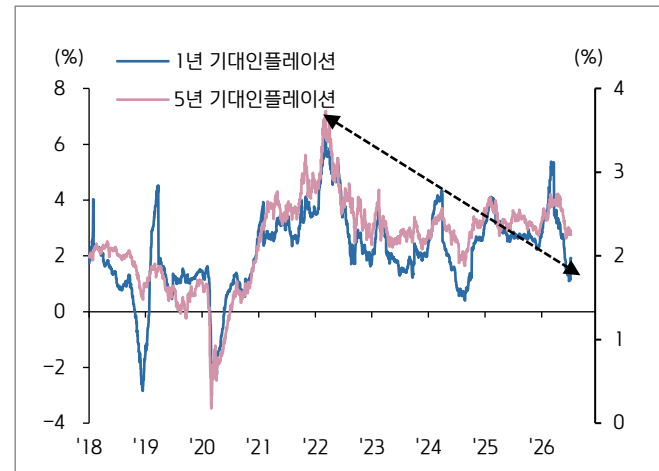
- ▶ 미-이란 휴전 파기 이후 90달러 안팎으로 올라간 WTI 향방은 간과할 수 없는 변수. 그 과정에서 “인플레이션 리스크 확대 → 연준 긴축 리스크 강화 → 시장금리 상승 → 증시 할인율 부담 증가”와 같은 악순환이 발생할 소지도 있는 함.
- ▶ 그러나 중국 등 주변국 중재 지속, 트럼프의 공습 중단 지시 등을 고려하면, 양국 간 긴장 완화 및 협상 복귀를 베이스 시나리오(TACO)로 가져가는 것이 적절.
- ▶ 전쟁 및 에너지 인플레이션 전망을 둘러싼 불확실성이 완전히 소멸되지는 않았지만, 이미 시장에서는 지난 3개월 넘는 시간 동안 내성이 생긴 것을 상기해볼 필요.
- ▶ 장단기 기대인플레이션이 최근 유가 재급등에도 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다는 점도 같은 맥락

미 10년물 금리와 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 단기 및 장기 기대인플레이션



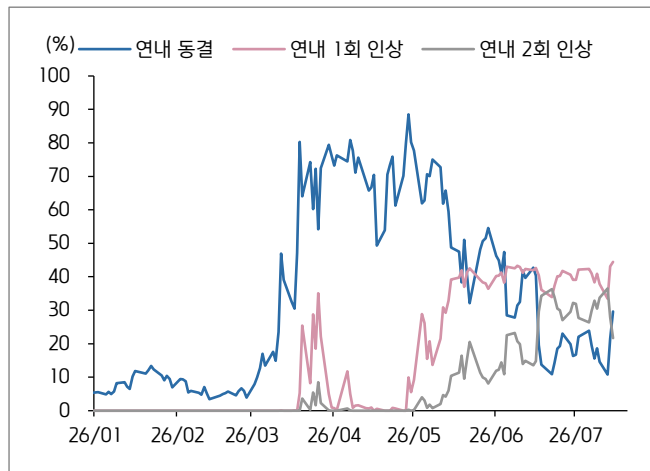
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

시장은 9월 인상까지도 프라이싱 하고 있으나, 오신호(False Signal) 가능성

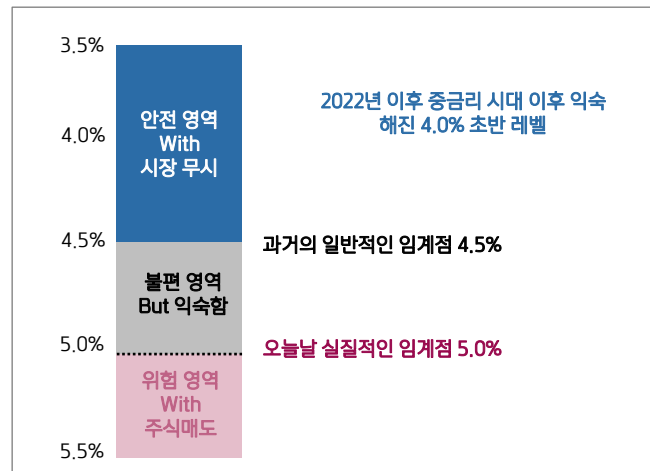
- ▶ 7월 FOMC에서는 시장의 예상대로 기준금리를 동결했지만, 금리인상을 주장한 3명의 위원이 등장한 가운데 케빈 워시 기자회견이 시장에서는 매파적으로 해석된 모습.
- ▶ 워시 의장은 최근 높아진 시장금리가 스스로 금융 긴축 환경을 조성하고 있다면서 연준으로 하여금 목표 달성에 안도감을 주고 있다고 평가. 이 같은 워시 의장의 발언은 시장 참여자들에게, 연준이 시장금리 상승을 용인하게 만들 것이라는 해석의 여지를 남긴 실정.
- ▶ 다만, FedWatch상 연준의 금리경로가 덜 매파적으로 수정됐다는 점에 주목할 필요. 7월 FOMC 전에는 12월까지 연최대 2회 금리인상 전망이 우세했지만, 현재는 1회 인상으로 의견이 모아지고 있기 때문. 이번 7월 FOMC는 쇼크 수준의 매파적인 동결로 보기엔 어려운 만큼, 현재 레벨에서 10년물 금리가 추가 급등하면서 증시 전반에 걸친 긴축 발작을 재연시킬 확률은 낮게 가져가는 것이 적절.

연준의 12월 FOMC까지 금리 인상 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

10년물 금리 구간 별 시장 반응 분석



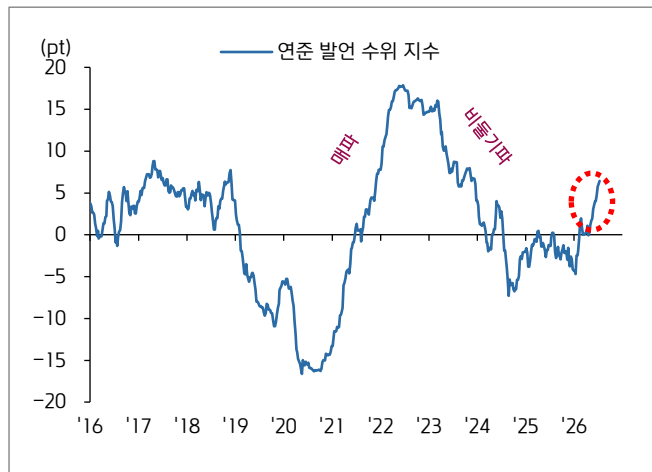
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

연내 금리 동결을 베이스 경로, 8월 잭슨홀에서 안도감 확보

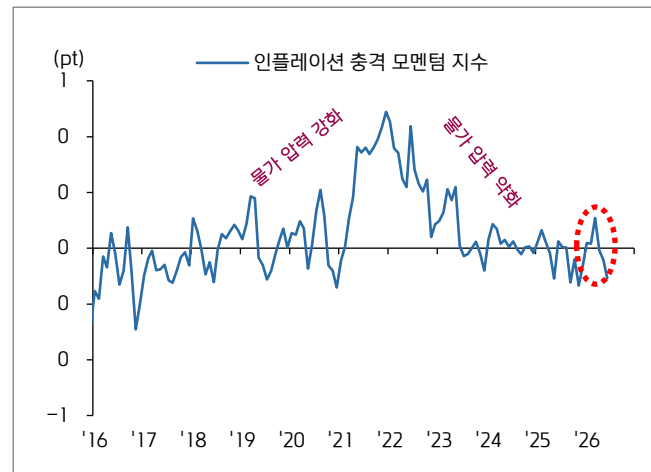
- ▶ 지난 5월 CPI가 사실상 올해 인플레이션 고점일 가능성이 높다는 점도 같은 맥락으로 접근. 7월 중 미 샌프란시스코 연준이 공개한 인플레이션 충격 모멘텀 지수에서도 인플레이션 상방 압력이 제한될 수 있음을 확인 가능
- ▶ 해당 지수가 현재 기준선이 0선을 하회하고 있다는 점을 미루어 보아, 시간이 지날수록 인플레이션 상방 모멘텀이 약화되고 있는 것으로 판단(PCE 약 130개 품목 중 3개월 연속 + 물가 서프라이즈 품목 비중에서 3개월 연속 - 품목 비중을 차감해 산출)
- ▶ 최근 금리 상승에는 미-이란 군사 충돌 리스크도 상당부분 기여를 해왔음. 다만, 최근 트럼프가 1) 호르무즈 해협 즉각 개방, 2) 공격 취소 등을 언급하며 이란과 협상 재개를 발표했음을 감안 시, 미-이란 사태는 재차 협상 국면으로 돌입하면서 증시에 매크로상 회복 모멘텀을 부여할 것으로 판단

연준의 발언 수위 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

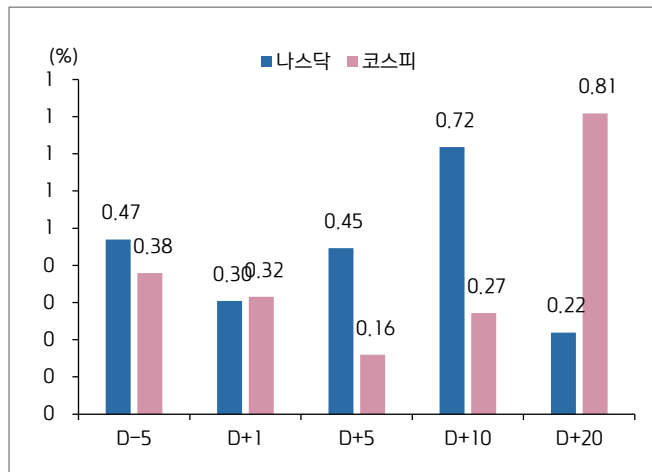
인플레이션 충격 모멘텀 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

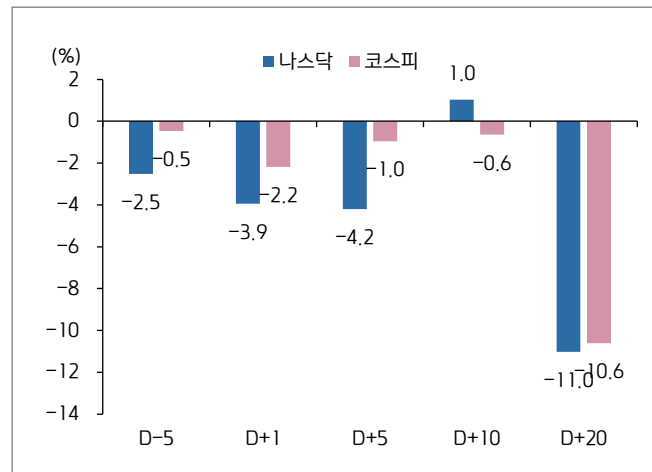
- ▶ 8월 CPI, 고용, 유가 향방 수준으로 중요한 매크로 이벤트는 8월말 잭슨홀 미팅으로, 케빈 워시 체제의 연준 정책 변화를 본격적으로 가늠할 수 있는 단서들이 제공되기 때문.
- ▶ 따라서, 1) 포워드 가이드스와 점도표 의존도를 낮출지, 2) 대차대조표를 통화정책의 상시 수단으로 활용할지, 3) 공급 충격과 수요 인플레이션을 더 엄격하게 구분할지, 4) AI 생산성으로 중립금리 추정치를 높일지, 5) 경제 데이터와 시장가격 중 무엇에 더 무게를 둘지 등과 관련한 입장 변화에 주목할 필요.
- ▶ 일단 베이스 시나리오는 잭슨홀 이전 경계심리 상존, 잭슨홀 이후 안도감 조성으로 보는 것이 타당
- ▶ 2022년 연준 고강도 긴축 당시처럼 인플레이션 압력이 높지 않고, 경기 전반적인 모멘텀도 이전보다는 강하지 않다는 점을 고려 시, 증시에 대대적인 충격을 유발했던 2022년의 경로를 따라가지 않을 것으로 판단

2010~2025년 잭슨홀 미팅 전후 주식시장 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

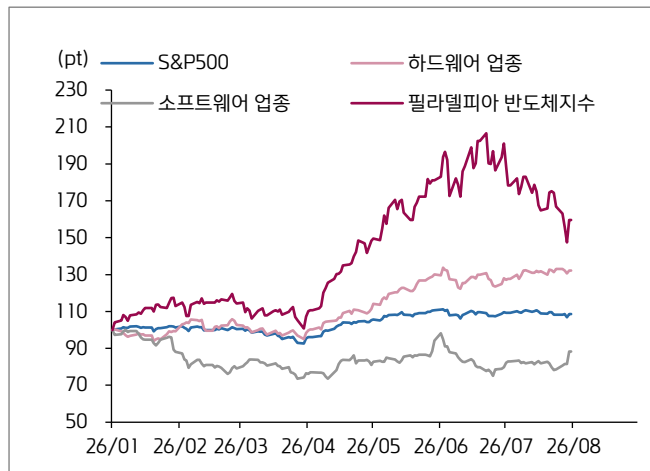
2022년 잭슨홀 미팅 전후 주식시장 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

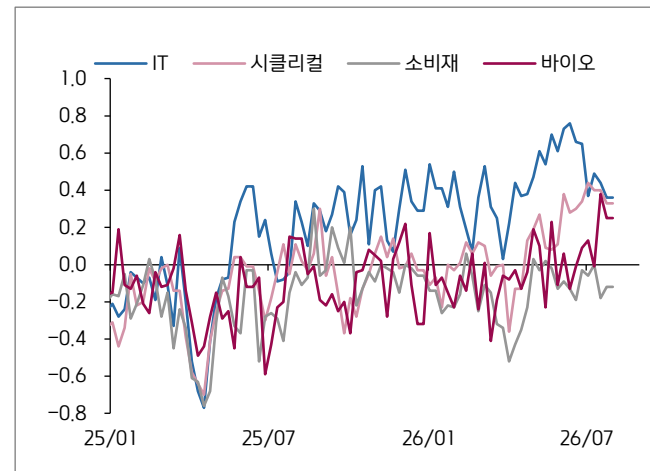
- ▶ 한국만큼 아니지만, 미국 증시도 주도주였던 반도체 업종의 연쇄 조정으로 7월 수시로 발목을 붙잡혔던 상태
- ▶ 동시에 반도체 업종의 시가총액 영향력이 코스피에 비해 크지 않다 보니, 증시 전반에 걸친 가격 조정보다는 업종 별 순환매가 나타났다는 점이 특징적인 부분. 그 과정에서 이익수정 비율 또한 IT보다 시클리컬, 바이오 등 여타 업종이 상대우위를 점하고 있다는 점도 순환매에 힘을 실어줬던 요인
- ▶ 하지만 미국 증시 역시 AI 업종의 주도력을 다시 회복하고, 이익 기대감이 개선되기 위해서는 AI 업체들의 수익성 논란을 극복해야 하는 과제를 풀어야 할 것으로 판단
- ▶ 한동안 AI 업체들의 “CAPEX 상향 -> AI 수요 확대 -> 메모리 공급 병목 현상 -> 주가 호재”의 신호였지만 최근 들어 “CAPEX 상향 -> 과도한 투자 회수 가능성 의문 및 수익성 훼손 우려 -> 주가 악재”로 변질되고 있기 때문

2026년 이후 미국 주요지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

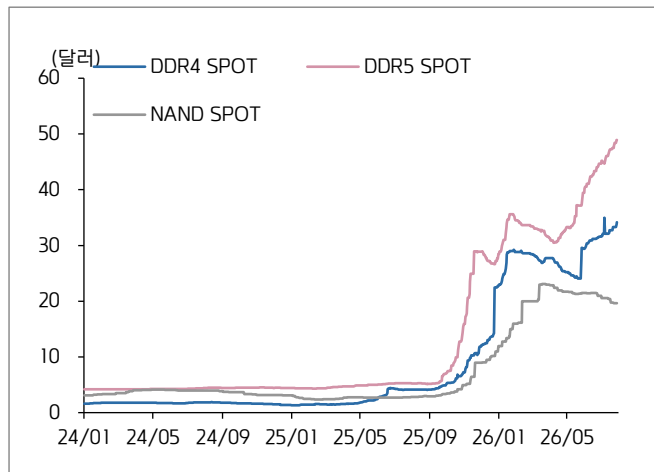
미국 주요 섹터 이익 수정 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

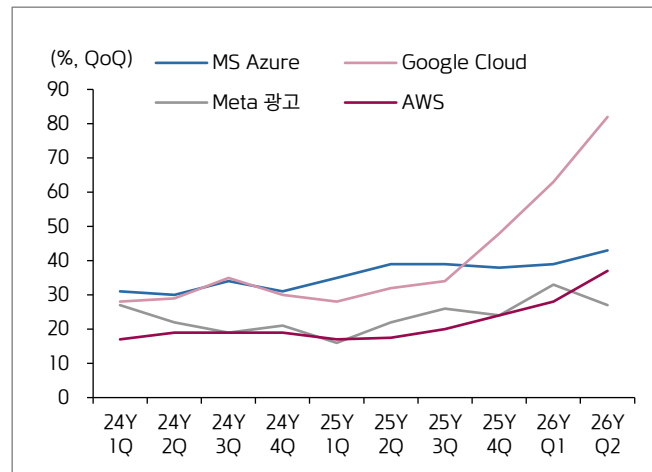
- ▶ 그러나 이번 2분기 실적시즌에서 확인할 수 있듯이, 시장에서도 실적 개선을 동반한 현금흐름 약화에 대해 이전보다 덜 비관적으로 평가하고 있는 것으로 판단
- ▶ 이들 모두 데이터센터 공급 제약이 지속되고 있음을 강조했으며, 2027년에도 CAPEX 확대를 예고했다는 점은 AI 투자 피크아웃 우려를 완화하는 요인. HBM과 서버 DRAM, 기업용 SSD를 포함한 메모리 총 수요에도 긍정적인 영향력을 행사할 전망
- ▶ 다만 4대 하이퍼스케일러 업체들 모두 AI CAPEX 증가로 잉여현금흐름이 크게 감소했다는 점은 향후 시장의 검증 기준이 달라질 수 있음을 시사. 아직 클라우드 매출과 백로그가 빠르게 증가하고 있어 투자 축소 가능성은 제한적이지만, 향후에는 단순한 CAPEX 증가보다 AI 매출 증가 속도와 현금회수 기간이 더욱 중요해질 전망

메모리 현물 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 업체들의 본업 성장률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이번 하이퍼스케일러 업체 실적은 “AI 투자 확대 → 클라우드, 광고 매출 증가 → 추가 CAPEX → HBM, 서버 DRAM, eSSD 수요 확대”라는 선순환을 확인시켜준 것으로 결론 도출 가능

미국 4대 하이퍼스케일러 업체들 실적

구분	알파벳 (7/22)	MS FY4Q26 (7/29)	메타 (7/29)	아마존 (7/30)
매출 (YoY)	\$1,198.0억 (+24%)	\$900.1억 (+18%)	\$608.0억 (+28%)	\$2,006.1억 (+20%)
영업이익 / 마진	\$407.7억 / 34% (+2%p)	분기 +18% (FY +21%)	마진 31% (-12%p)	\$275억 (+43%)
클라우드·핵심	클라우드 +82%	애저 +43%	광고 +27%	AWS +37%
백로그/RPO	\$5,140억	\$6,780억	—	\$4,960억
분기 CAPEX	\$449억	약 \$410억	\$311억	약 \$530억
분기 FCF	-\$58.6억 (사상 첫 분기 적자)	+\$196.4억 (-23%)	+\$7.8억 (-91%)	TTM -\$76억 (적자 전환)
CY26 CAPEX 가이드스	\$1,950~2,050억 (상향)	\$1,900억 유지 (신회계 표기 \$1,750억)	\$1,300~1,450억 (하단 상향)	~\$2,200억 (상향, 메모리 비용 명시)
2027 방향	"더 증가"	FY27 증가 (보도 \$2,550~2,600억, 확인 필요)	가이드스 미제시	캐파 대부분 선예약

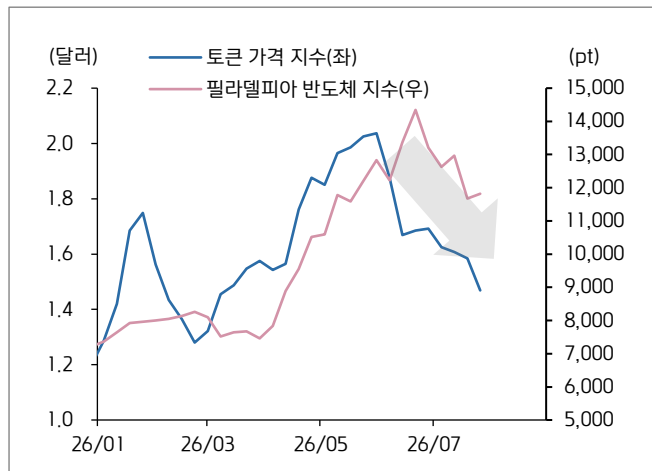
자료: 각사 정리, 키움증권 리서치센터

23.

토큰 가격 하락 = 수요 부진 X, 계속 수익성을 증명해 나가야 하는 과제

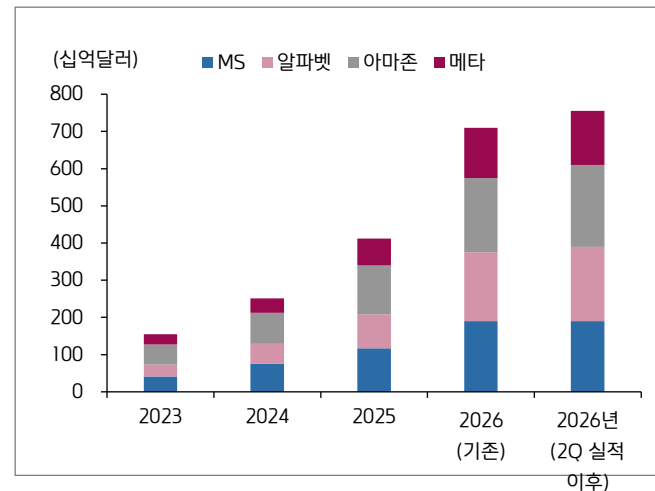
- ▶ 물론 AI 토큰 가격이 수개월 전 수준으로 되돌아왔으며, 이는 주요 AI 제공사 간 비용 경쟁이 심화되면서 대규모 투자 계획의 수익성에 부정적인 내러티브를 주입할 수 있음
- ▶ Silicon Data의 LLM Token Expenditure Index는 100만 토큰당 2달러를 넘어선 뒤 하락 전환하면서 2026년 6월 고점 이후 현재 1.4달러대로 내려온 모습
- ▶ 그러나 이것이 사용량의 감소를 직접적으로 의미하지 않는다고 판단. AI 도입이 가속된다면 하이퍼스케일러는 훨씬 커진 시장에서 더 작은 점유율을 갖게 되는 것일 뿐, 이들의 CAPEX 확대는 정당화될 수 있다고 판단

토큰 가격 지수와 반도체 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

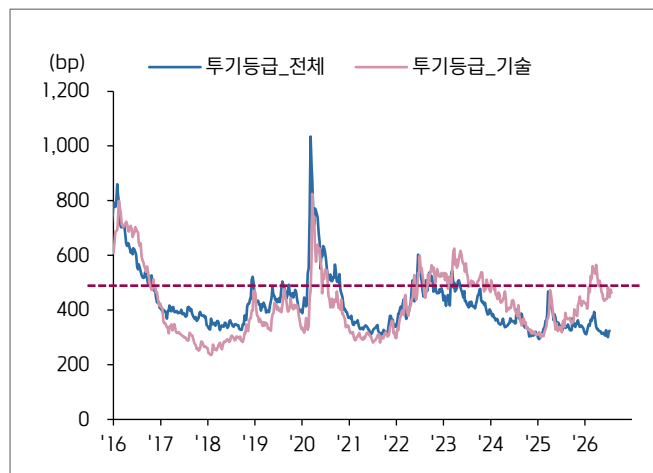
하이퍼스케일러 업체들의 CAPEX 가이드선스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

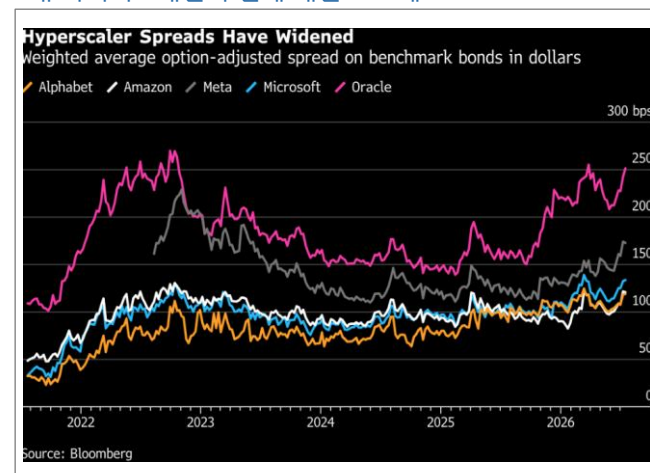
- ▶ 하이퍼스케일러 업체들의 대규모 투자는 기존에 자체 자금으로 조달했다면, 지난해부터는 회사채 발행을 통해 조달하고 있는 경향이 짙어지고 있다는 점도 고민이 될 수 있음
- ▶ 최근 기술, 하이퍼스케일러 업체들의 채권 스프레드가 상승하고 있다는 점이 지난해 연말처럼 이들의 부도 리스크를 자극하고 있는 모습
- ▶ 여기서 이들의 리스크 프리미엄은 최근 1~2년 상승했지만 여전히 2022~2023년보다 낮은 수준, 즉 임계치를 건드릴 정도로의 위기 상황이 아니라는 점에 주목할 필요
- ▶ 현재 시점에서 미국의 시장금리가 급격히 상승하지 않는 한, 이들의 자금 조달 리스크는 제한적일 전망

미국 투기등급 채권 스프레드(전체 vs 기술, 테크)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

5대 하이퍼스케일러 업체 채권 스프레드



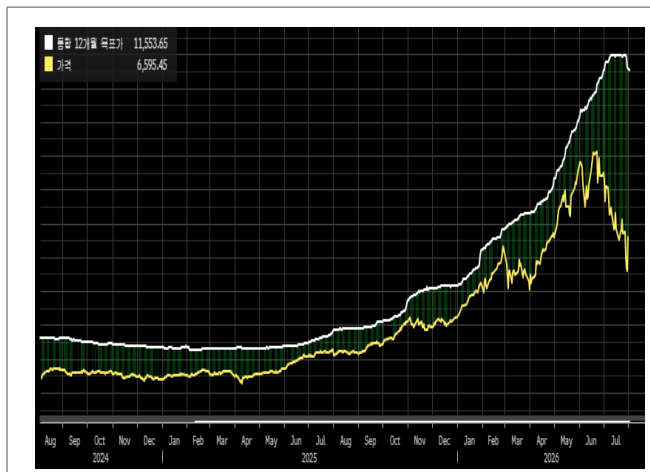
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

25.

코스피, 얼마나 회복이 가능할까, 아직 컨센서스는 12,000pt로 잡힌 것은 왜??

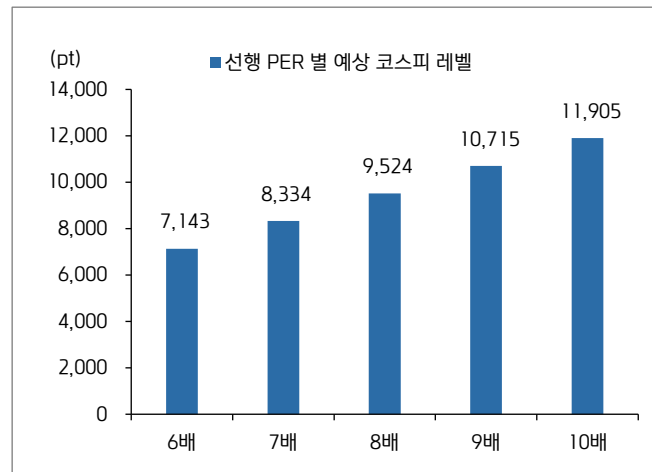
- ▶ 국내 증시로 넘어와서 보면, 향후 코스피 전망을 둘러싼 불확실성이 큰 모습. 블룸버그가 집계한 코스피 12개월 목표주가 컨센서스는 약 11,500pt대로, 6,000pt대에 있는 현재 지수대와 괴리가 크게 벌어진 상황
- ▶ 개별 종목 애널리스트들의 목표주가를 시가총액 비중으로 합산한 바텀업 지표이기에, 삼성전자와 SK하이닉스 등 대형 반도체주의 목표주가가 높게 유지될수록 지수 목표치도 크게 상승하는 구조.
- ▶ 목표주가 컨센서스는 상승세를 이어가는 반면, 실제 지수만 급락했다는 점은 최근 하락이 펀더멘털보다 디레버리징과 투자심리 위축의 영향을 크게 받았음을 보여주는 대목
- ▶ 향후 이익 변화폭이 시장의 우려했던 것보다 제한될 시, 그 괴리는 목표주가 하락보다는 실제 주가 반등을 통해 상당 부분 축소될 것으로 판단. 비슷한 관점에서, 이익 프리미엄 하락이 억제된다면 선행 PER 상 역사적 밴드 하단인 8배 적용에 대한 현실성을 높여줄 것으로 예상

코스피 12개월 예상 목표지수 컨센서스(블룸버그)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 선행 PER별 레벨 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 앞서 언급했듯이, 선행 PER배 → 7배 → 6배 → 5배까지 내려가는 과정에서 선행 밸류에이션 평가 톨의 유용성이 떨어진 것처럼 보이는 것은 멀티플 변화와 관련된 사안임
- ▶ 이익 자체는 증가하고 있지만, 메모리 피크아웃 우려, AI 투자 축소 논란 등이 미래 이익에 대한 신뢰성을 떨어뜨린데서 기인한 것으로 판단
- ▶ 달리 말해, 현재 960~970조원대 내외에서 제한되고 있는 26년 코스피 이익 컨센서스 상향이 재개된다면, 이익의 신뢰성 회복 및 멀티플 리레이팅 국면으로 전환하면서 지수 반등의 강도를 높일 전망

주가를 결정하는 요소 = EPS X 멀티플

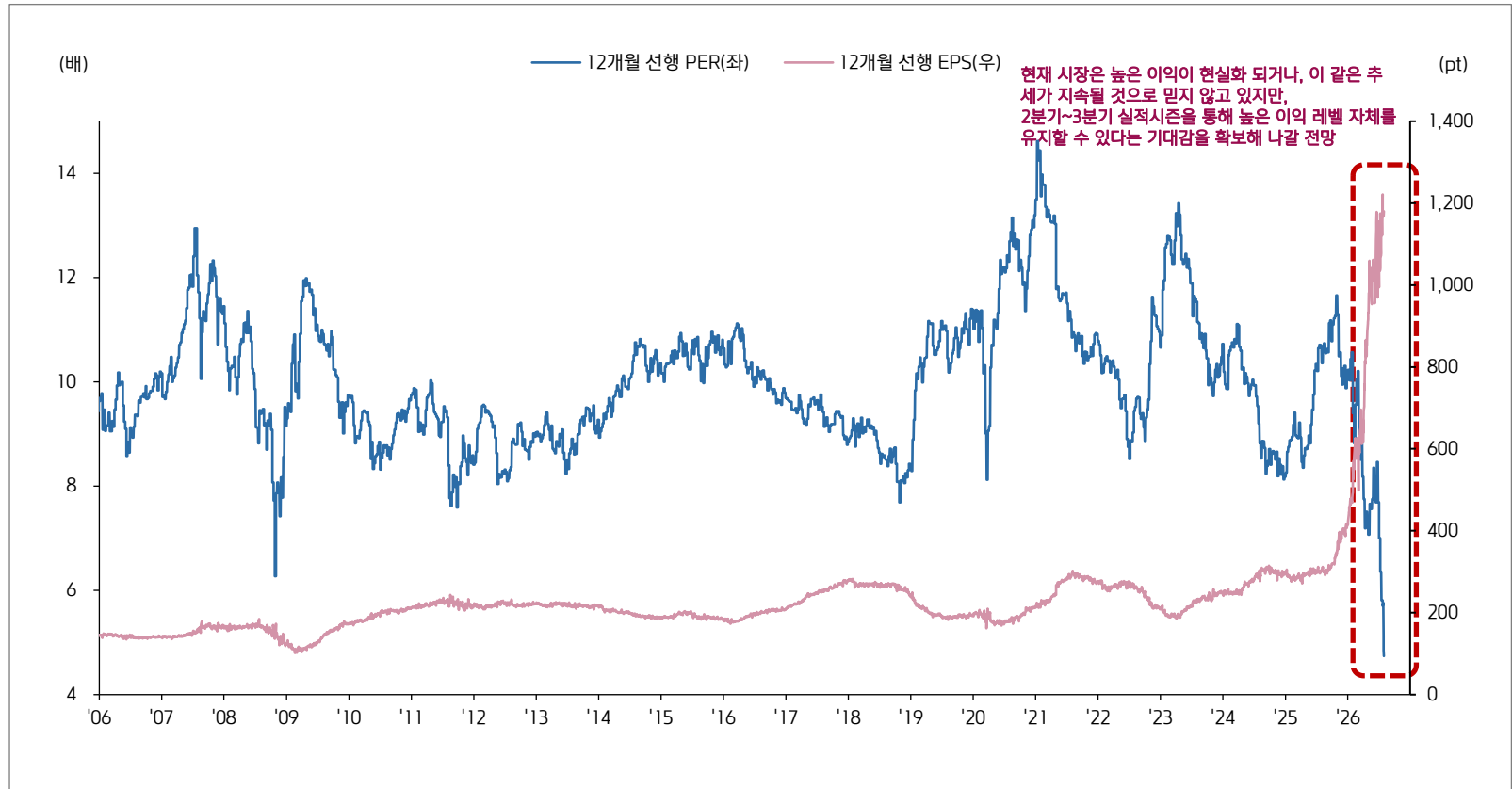


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

27.

기대 vs 불신, 이익의 신뢰성 하락 = 밸류에이션 레벨 의구심

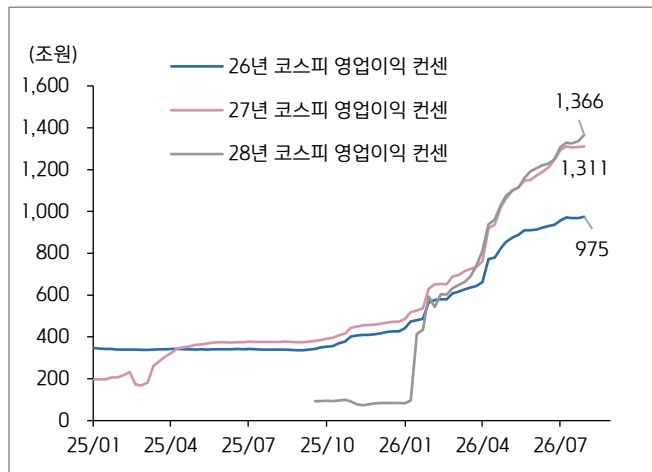
코스피 선행 PER과 선행 EPS



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

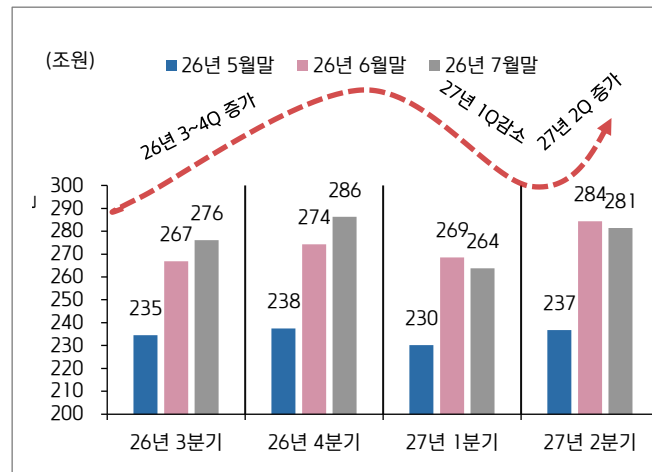
- ▶ 7월 중 증시 불안의 본질 중 하나는 주도주인 반도체, AI 업황을 둘러싼 피크아웃 불안으로, 삼성전자의 2분기 잠정실적 이후 주가 변화가 대표적인 사례.
- ▶ 그동안 반도체주의 재평가 재료로 작용했던 장기공급계약(LTA), 메모리 가격 상승 추세에 대해서도, 회의적인 시각이 점증하고 있는 것으로 보임.
- ▶ 시세가 전망에 변화를 주는 것이 주식시장의 특성이지만, 강세장 종료에 베팅하는 것은 시기 상조. 방향성이 본격 하락 추세로 전환하기 위해서는 실적 피크아웃, 차분기 감익 등이 현실화되어야 하나, 아직까지 그 신호는 등장하지 않았기 때문.

코스피 26~28년 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

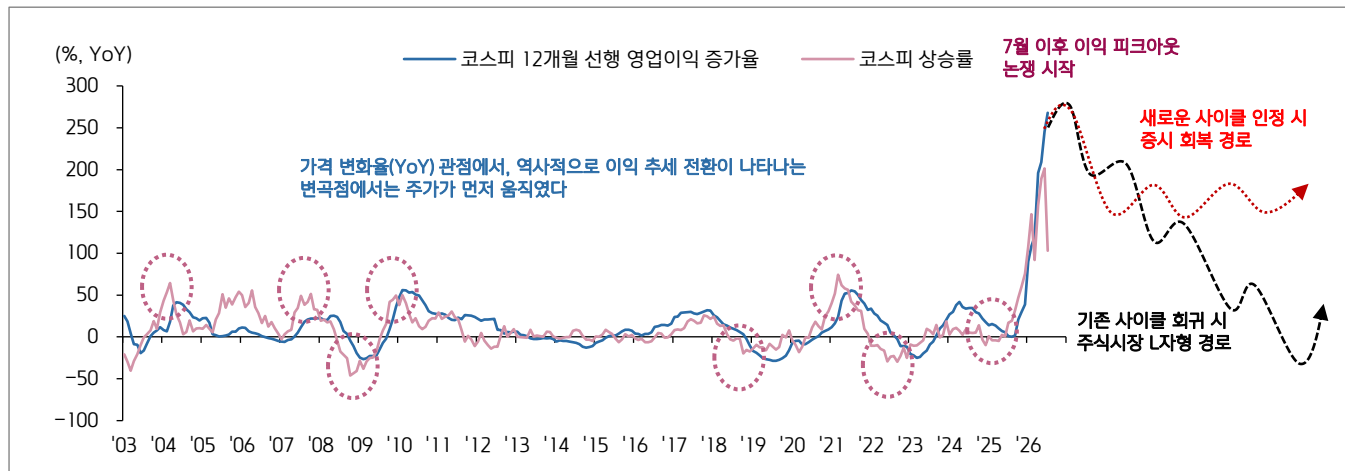
코스피 향후 4개 분기별 영업이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 매년 하반기부터 찾아오는 추정치 하향 이슈가 향후 증시 레벨업 강도와 변동성 강도를 결정할 전망
- ▶ 단순 계산상 현 지수대는 상기 코스피 목표 컨센서스 11,500pt의 약 절반에 불과해, 하반기 남은기간 동안 실제 실적이 약 50% 이상 감소해야 현재 가격이 합리화될 수 있는 만큼, 현재의 이익 피크아웃 논란으로 인한 주가 조정은 과도한 측면이 존재
- ▶ 이에 더해 코스피의 주가 및 실적 사이클을 만들어내는 것은 반도체이기에, 반도체 사이클의 유형(시클리컬 vs 구조적 성장)이 어떤 식으로 결정되는지가 하반기 메인 관전 포인트
- ▶ 당사는 2분기 실적시즌 종료 후에 이전에 비해 사이클이 진폭이 줄어드는 쪽으로 시장의 무게중심이 형성될 것으로 전망하고 있으며, 이는 향후 코스피 회복력에 긍정적인 영향을 행사할 것으로 판단

코스피 주가와 이익 증가율의 관계



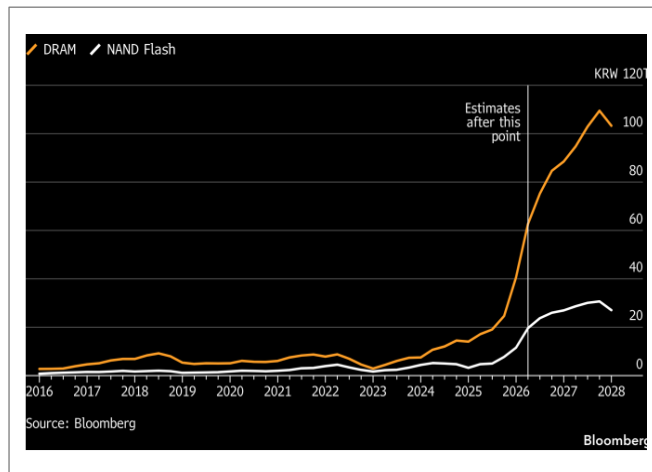
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

30.

국내 반도체 업종의 2분기 실적을 통해 이익 가시성 회복 중

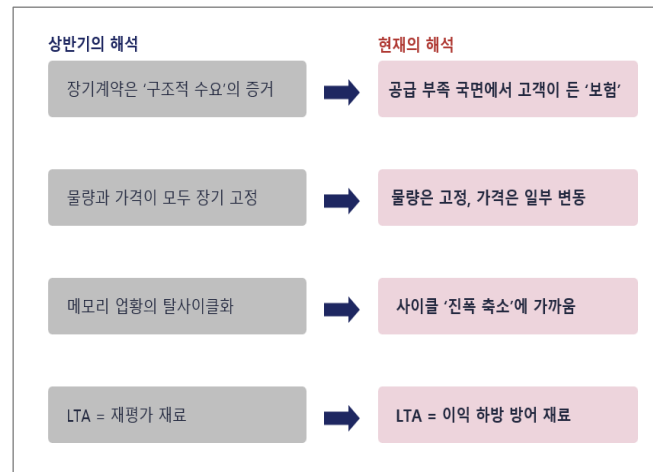
- ▶ 국내 반도체 업종은 단기 주가 변동성을 겪고 있지만, 실적 가시성이 추가로 높아졌다고 판단. SK하이닉스는 HBM4 경쟁력 우위, 장기 계약 확보 등을 통해 실적 가시성을 보여주었으며, 삼성전자는 범용 메모리 가격 상승에 더해 HBM 점유율 회복과 파운드리 실적 호전 기대감을 시장에 제공
- ▶ 현 시점에서 메모리 업황의 위험은 수요 피크아웃보다는 2027년 이후 공급 증가 속도와 빅테크의 투자수익률 검증으로 이동하고 있으며, 이번 실적만 놓고 보면 수요 둔화보다 공급 부족이 여전히 더 지배적인 변수
- ▶ HBM의 최종 수요가 단순한 재고 축적이 아니라 실제 AI 인프라 투자에 의해 지지되고 있음을 시사. 현재 국면은 전형적인 이익 급락형 피크아웃보다는 높은 가격과 이익 수준이 상당 기간 유지되는 경로를 형성할 것으로 보임.

DRAM, NAND 가격 전망치(~2028년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LTA에 대한 시장의 해석 변화



자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 이번 실적시즌에서 공개 범위는 상이했으나, 공통분모는 1) 5년 기본, 2) 선수금/예치금 구속 장치, 3) 수요 가시성 → 투자 결정 연계가 해당. 상반기처럼 본격적인 "멀티플 재평가 재료" 성격으로 보기는 한계가 있을 수 있어도, "이익 방어력을 통한 사이클 진폭 축소 → 메모리 가격 상승률 둔화를 억제해주는 긍정적인 관점으로 보는 게 타당

2분기 실적을 통해 메모리 3사의 LTA 현황

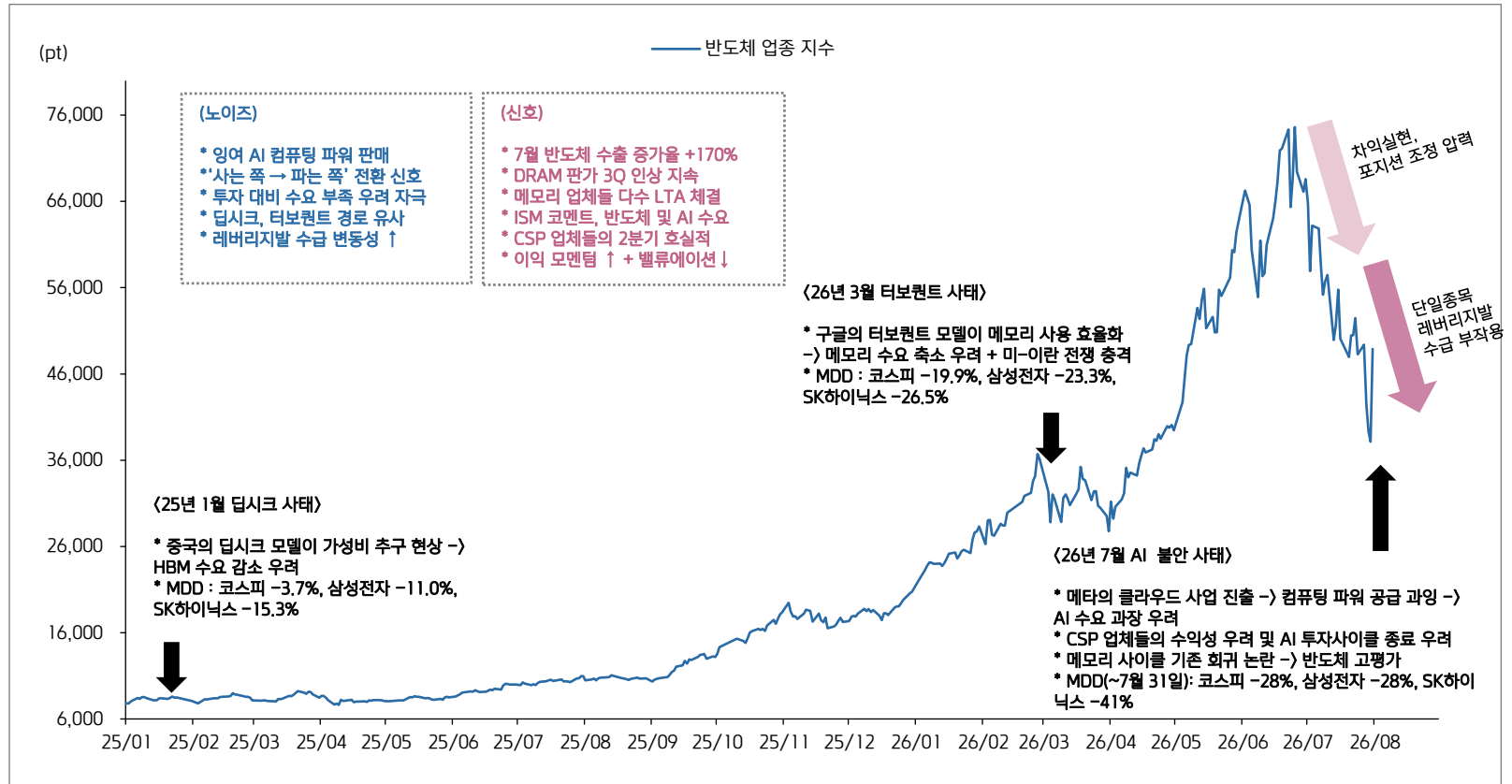
구분	마이크론	SK하이닉스	삼성전자
계약 호칭	SCA	LTA	LTA
체결 현황	16건 — 초대형 4, 중형 3, 자동차 고객	핵심 고객 포함 10여개 협상 완료, 추가 논의	5대 글로벌 DC 완료 + AI 대형 5곳 협상 완료 단계
계약 기간	데이터센터 5년, 차량용 3년	통상 5년 기본, 고객·제품별 상이	5년 기본 + 매년 1년 연장
물량 커버리지	분기 체결분 = D램 ~20%, 낸드 ~30% 완료 시 매출 절반 이상 장기계약화	비중 비공개, "적정 수준" 운영	계획 CAPA의 60~70% 목표
가격 구조	상한 = 4~6월 시장가, 하한 = 전 기간 신제품(차세대 HBM, DDR6, LPDDR6) 별도	변동성 대응형 다양한 방식 세부 구조 비공개	고객·제품군별 상이 모델 범용 제품 하한가격 설정
구속 장치	선금금·재무약정 \$220억(만기 반환) 일부 Take-or-Pay 조항	구매 약정(Commitment) + 예치금	예치금 성격 선수금 상당 규모 총액의 약 1/4 기수취(규모 NDA)
공개 금액	14건 RPO 약 \$1,000억 = 최소 보장 매출	—	—

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

32.

주도주인 반도체 업종을 둘러싼 논쟁들, 노이즈와 신호를 구분하자

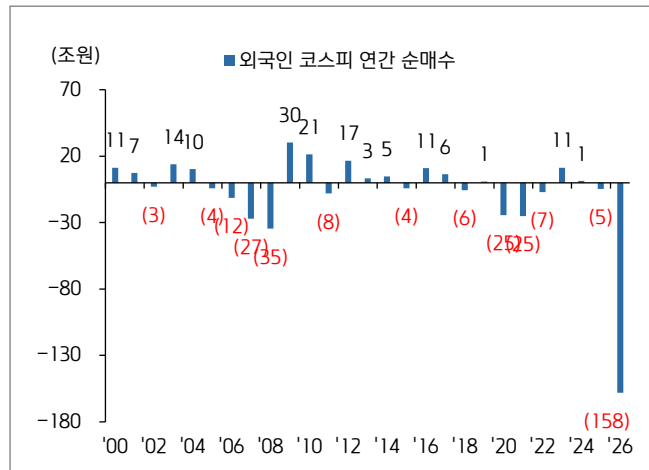
코스피 반도체 업종 지수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

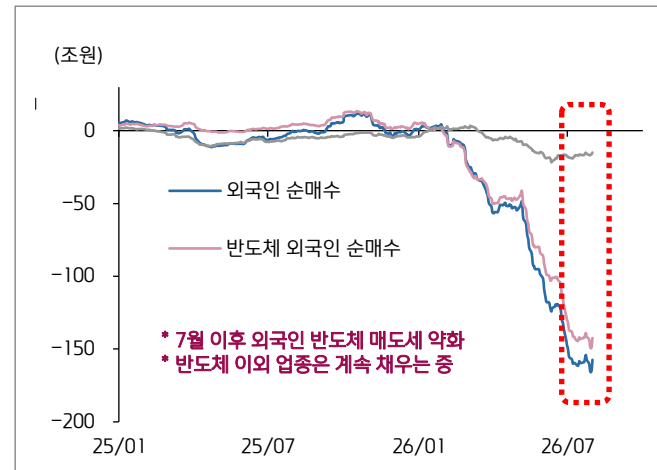
- ▶ 7월 말까지 외국인의 코스피 순매도 금액은 158조원으로 역대 최대치를 유지하고 있으며, 과거 금융위기, 코로나 팬데믹 당시 순매도 규모를 큰 폭으로 웃돌고 있는 상태
- ▶ 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체를 중심으로 순매도가 집중된 점에서 글로벌 투자자들의 한국 익스포저 축소와 디레버리징의 영향이 크게 작용한 것으로 모습.
- ▶ 다만, 삼성전자 외국인 지분율은 46%대로 하락하며 금융위기 이후 저점권에 근접한 만큼, 외국인 포지션은 이미 상당 부분 가벼워진 상태라고 볼 수 있음
- ▶ 또 7월 중 코스피 외국인 순매도 금액인 11.4조원에서 반도체(-12.8조원)를 제외하고, IT하드웨어(+9,000억원), 자동차(+6,500억원), 증권(+4,500억원), 소매/유통(+3,200억원) 등 여타 업종들은 순매수하고 있다는 점도 외국인의 한국 증시 이탈 압력이 이전보다 덜해질 가능성을 내포

연도별 외국인 코스피 순매수



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

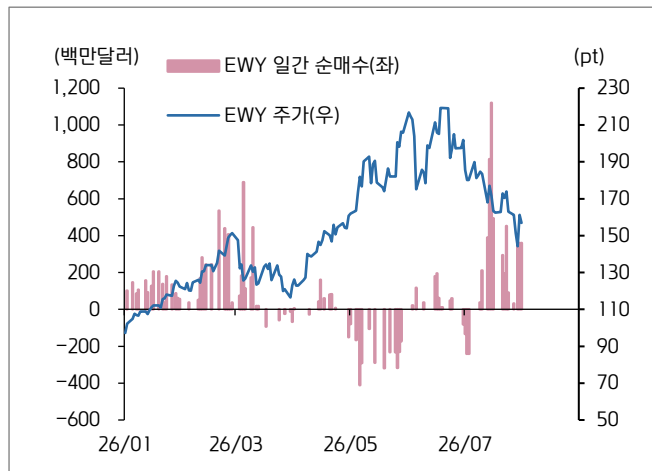
외국인의 코스피 vs 반도체 vs 반도체 제외 순매수



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

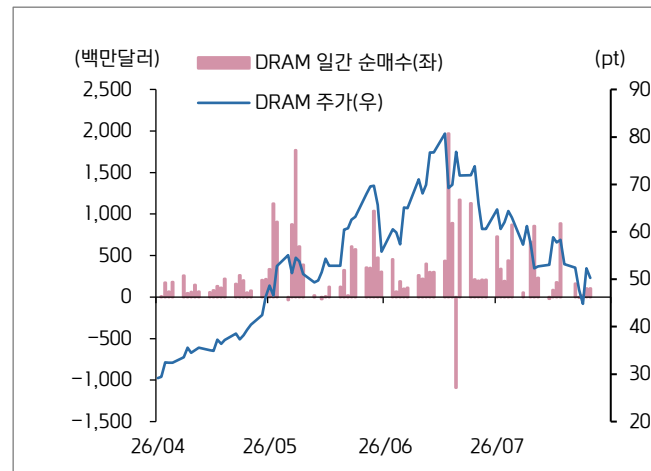
- ▶ 국내 코스피 현물시장에서 외국인 매도가 지속되는 것과 달리, 해외에서는 EWY와 DRAM 관련 자금이 주가 하락 과정에서도 순유입으로 전환되고 있다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 외국인 수급이 본격적인 순매수 국면으로 전환됐음을 의미하지는 않지만, 무차별적인 위험 회피에서 가격 매력도를 고려한 선별적 저가매수로 이동하는 초기 신호로 해석 가능
- ▶ 향후 EWY와 DRAM 자금 유입이 지속되는 가운데, 외국인의 현물 순매수가 동반될 시, 하반기 남은 기간 동안 외국인의 대규모 자금 이탈이 재현될 여지는 낮다고 판단
- ▶ 더 나아가, 5월 이후 달러/원 환율이 1,500원대를 돌파하는 등 환차손 리스크도 외국인의 국내 증시 진입 유인일 제한시켰음. 그러나 현재 1,400원대 중반까지 레벨다운이 됐으며, 추후 엔화 강세, 연준 경계 심리 완화 등으로 이전과 같은 달러/원 환율 급등에 따른 외국인 순매도 경로는 차단될 가능성이 존재

EWY(한국지수 추종 ETF)의 일간 순매수와 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DRAM의 일간 순매수와 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

35.

반도체 업종의 지분율, 수급, 비중 등 프로파일상 가격 메리트 높은 수준

삼성전자의 외국인 지분율(보유주식수 기준)



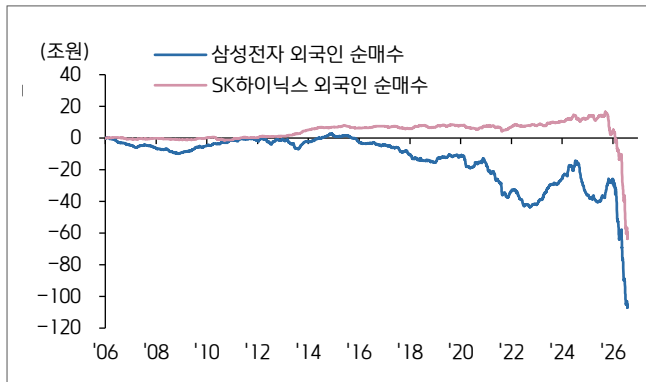
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스의 외국인 지분율(보유주식수 기준)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자와 SK하이닉스의 외국인 누적 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

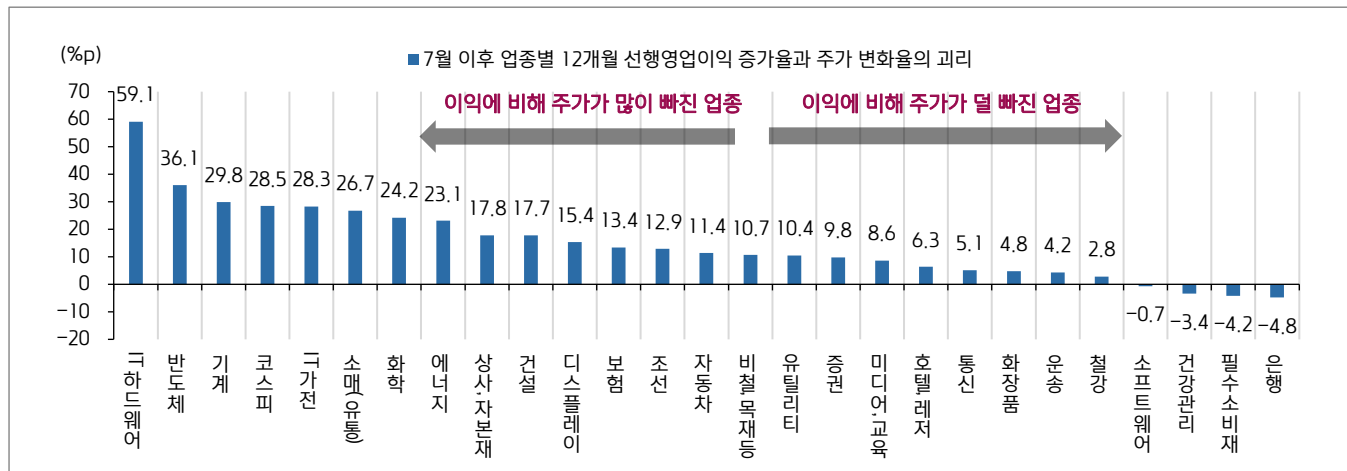
반도체 업종의 이익 비중 및 시가총액 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 일부 업종들은 6월부터, 반도체 등 주도 업종들은 7월부터 연속적인 주가 조정을 맞다 보니, 현재 국내 증시는 대부분 업종들이 낙폭 과대 업종에 해당
- ▶ 이는 국내 증시가 8월 중 회복세를 보인다고 가정할 시, 반등의 강도가 높은 업종들을 선별하는 것이 수익률 회복의 기회가 클 것임을 시사
- ▶ 이런 측면에서 주도주인 반도체 뿐만 아니라, 7월 중 12개월 선행 영업이익 증가율에 비해 주가 하락률이 깊었던, 즉 펀더멘털과 주가의 괴리가 큰 업종에 주목할 필요
- ▶ IT 하드웨어, 기계(방산), IT가전, 소매(유통) 등이 대표적인 업종에 해당. 혹은 매크로를 포함한 증시 분위기 호전을 고려하면, 바이오(금리 부담 완화, 상반기 소외 심화), 증권(거래대금 반등, 코스피와 탈동조화 이상현상), 은행(주주환원 모멘텀을 통한 변동성 대비) 업종에도 관심을 가져볼 만하다고 판단

7월 이후 업종별 괴리도 = "12개월 선행 영업이익 증가율 - 주가 변화율"



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

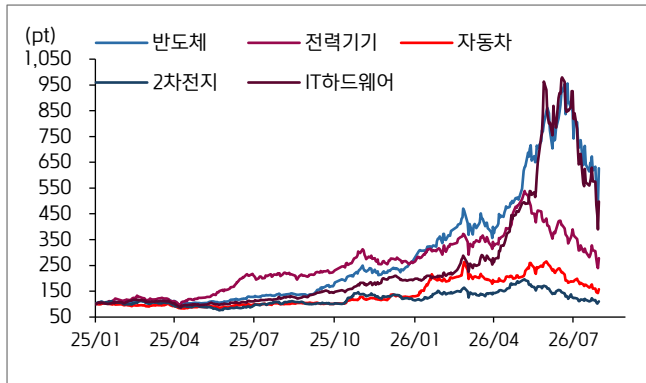
37. 7월 이후 코스피 26개 업종 프로파일 변화

7월 이후 업종별 12개월 영업이익 컨센서스 변화율, 주가 등락률, 외국인 수급, YTD 수익률 변화

업종	12개월 이익 컨센 변화율	7월 주가 등락률	이익-주가 괴리	외국인 7월 누적 순매수	YTD 수익률
IT하드웨어	12.86%	-46.27%	59.13%	0.92	157.80%
반도체	7.38%	-28.70%	36.08%	-12.48	135.35%
기계	5.25%	-24.59%	29.85%	-0.32	7.25%
코스피	6.34%	-22.19%	28.54%	-11.49	56.51%
IT가전	10.04%	-18.27%	28.31%	0.17	29.83%
소매(유통)	1.98%	-24.76%	26.75%	0.32	25.82%
화학	9.92%	-14.32%	24.24%	-0.07	-15.16%
에너지	5.44%	-17.66%	23.10%	-0.20	44.90%
상사, 자본재	3.02%	-14.80%	17.82%	0.41	52.25%
건설, 건축관련	4.47%	-13.25%	17.72%	0.27	28.83%
디스플레이	-4.28%	-19.67%	15.39%	-0.09	-22.50%
보험	4.02%	-9.34%	13.36%	-0.10	49.01%
조선	3.99%	-8.89%	12.88%	-0.33	-11.41%
자동차	-0.45%	-11.82%	11.38%	0.65	18.30%
비철, 목재등	4.83%	-5.89%	10.73%	0.02	-24.35%
유틸리티	5.54%	-4.90%	10.44%	0.08	-20.36%
증권	3.43%	-6.35%	9.78%	0.45	21.79%
미디어, 교육	2.54%	-6.04%	8.58%	-0.03	-38.99%
호텔, 레저서비스	-1.21%	-7.56%	6.35%	0.02	-32.90%
통신서비스	1.28%	-3.81%	5.09%	-0.33	19.71%
화장품, 의류, 완구	6.47%	1.67%	4.80%	0.25	14.04%
운송	8.74%	4.50%	4.25%	0.15	2.83%
철강	0.61%	-2.20%	2.82%	0.10	-1.78%
소프트웨어	0.09%	0.81%	-0.72%	0.23	-12.72%
건강관리	-1.21%	2.22%	-3.43%	0.04	-13.17%
필수소비재	0.74%	4.90%	-4.16%	0.15	7.98%
은행	2.02%	6.86%	-4.83%	-0.57	24.48%

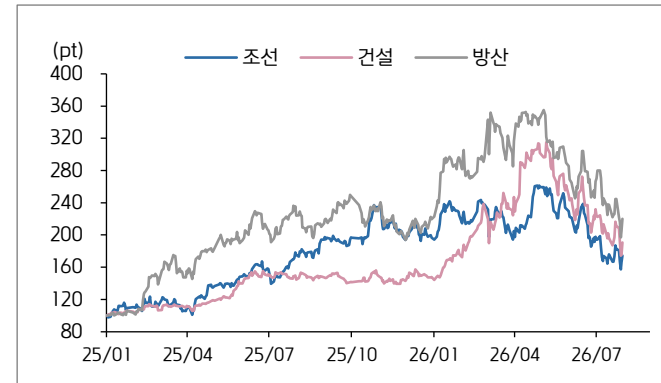
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체, MLCC, 전력기기 등 AI 투자 사이클 수혜 업종



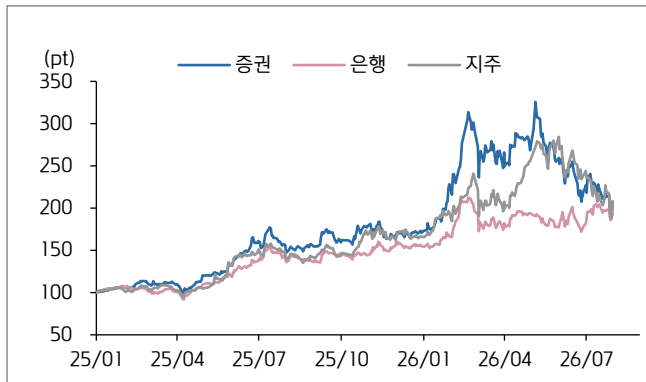
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

조선, 방산, 건설 등 지정학적 불확실성 수혜 업종



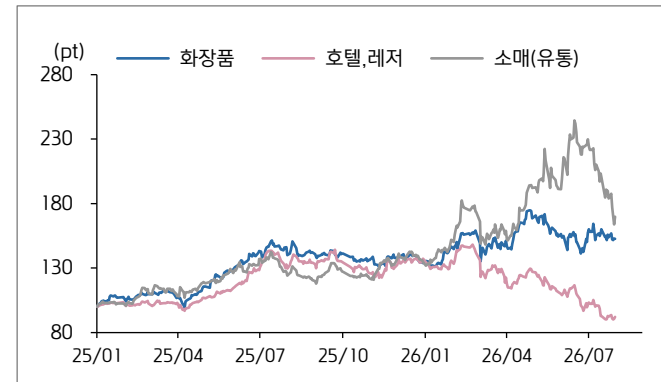
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주주환원, 저PBR 테마



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

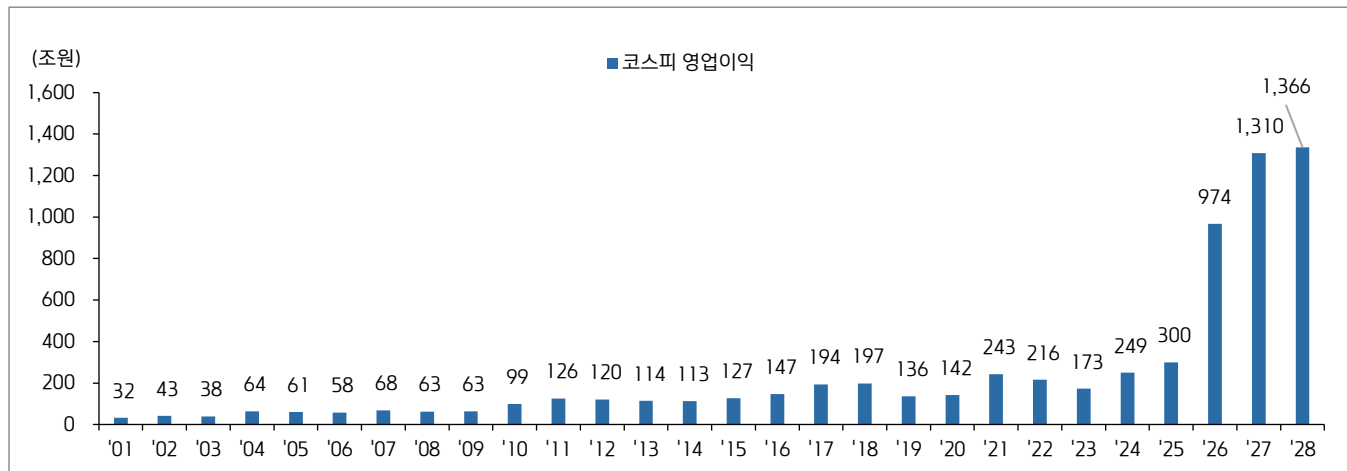
고환율, 부의 효과 등 소비재 테마



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 결론적으로 1) 주가상 낙폭 과대 구간, 2) 밸류에이션상 역대급 진입 매력 구간 등 바닥권에 도달했다는 신호는 등장했다고 판단. 앞으로는 증시 추가 하방 압력이 제한된 만큼, 매도가 아닌 최소한 보유 또는 분할 매수를 통해 국내 주식 비중을 확대하면서 반등을 준비해야 하는 시기.
- ▶ 따라서, a) 2분기 실적 시즌을 통해 MS, 메타, 아마존 등 CAPEX 확대 재확인, b) 반도체 실적(가격과 비트 출하량 동반 증가, 주주환원 강화 등)을 통한 주도주 중심의 코스피 3~4분기 실적 가시성 회복, c) 글로벌 레버리지 펀드들의 강제 매도 물량 진정 가능성 등 상방 재료에 무게 중심을 둘 필요.
- ▶ 8월 코스피 레인지 6,000~7,800pt. 추천 업종은 이익 모멘텀과 낙폭과대를 고려해 반도체, IT하드웨어, 방산, 유통, 증권 등을 제시

코스피 영업이익 추정치



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

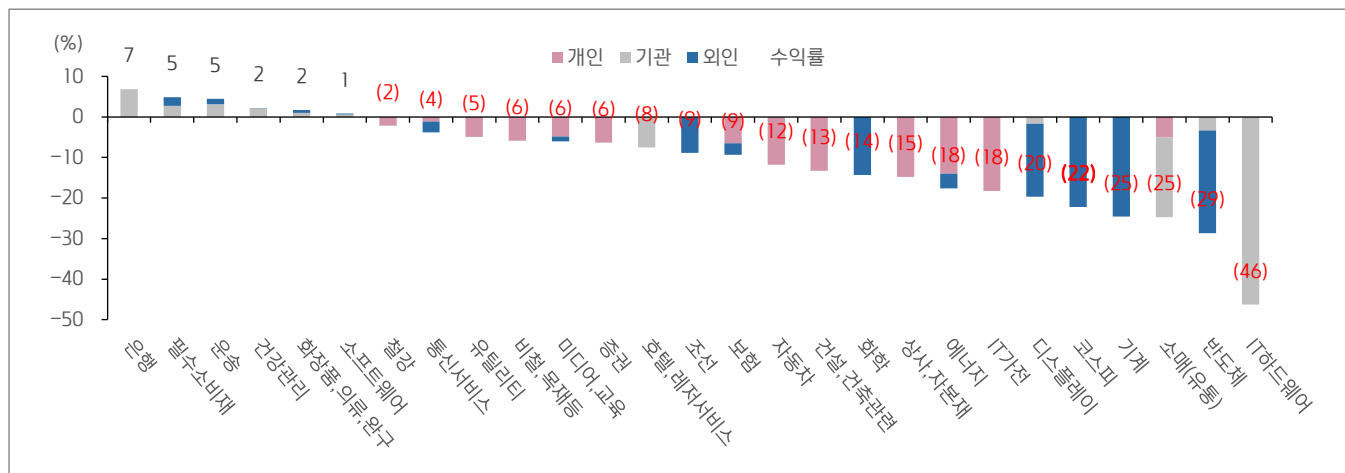


Part 2

퀀트: 이익모멘텀 확산과
로테이션 대응

- ▶ 7월 국내 증시는 외국인의 매도 우위가 이어지는 가운데, 단일종목 레버리지 상품발 변동성 확대 흐름이 더해지며 증시는 하락세가 가파르게 연출
- ▶ 더불어, 하이퍼스케일러들의 AI 투자 지속성에 대한 우려가 제기되며 하락 속도를 가속화하기도 했으나, 월말 빅테크 기업들의 긍정적인 투자 가이드언스에 힘입어 낙폭 축소
- ▶ 업종별로는 IT H/W(-46%), 반도체(-29%), 기계(-25%), 소매(-25%) 등 상반기 상승률이 높았던 업종을 중심으로 매물 출회
- ▶ 반면, 상대적으로 소외되어 있던 은행(+7.0%), 필수소비재(+5.0%), 운송(+5.0%), 건강관리(+2.0%) 등으로 단기 로테이션 장세가 연출되며 상승

업종별 월간 수익률



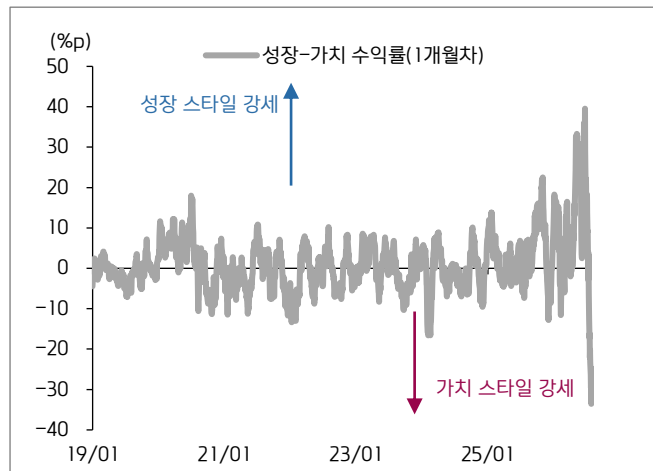
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

02.

Style: 유례없는 속도로 이루어진 성장주 조정

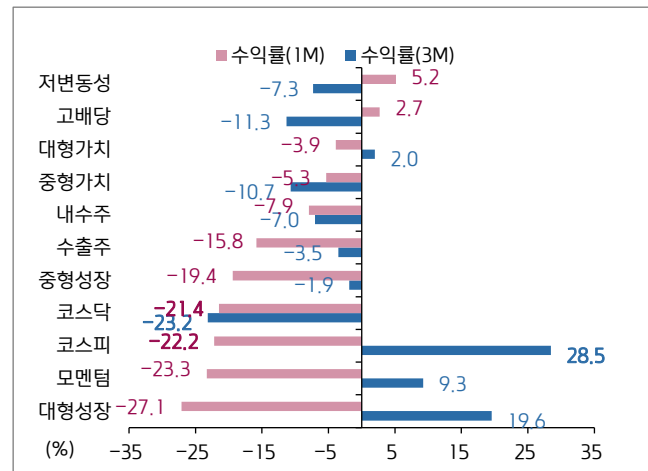
- ▶ 글로벌 하이퍼스케일러들의 막대한 규모의 CAPEX 투자를 둘러싼 시장의 의구심이 확대되며, 메모리 반도체 기업들을 비롯해 AI밸류체인 기업들에 대한 매물 출회
 - 상반기 상승 속도 그리고 단일종목 레버리지 상품에 따른 변동성이 배가된 영향으로 성장 스타일과 가치 스타일의 1개월 수익률 차이는 '20년 이후 가장 큰 폭으로 벌어지며 -34%p까지 벌어지기도 했으나, 월말 반등으로 -25%p로 축소
- ▶ 코스피와 코스닥의 동반 급락이 연출된 가운데, 대형성장주(-27%)와 모멘텀(-23%) 스타일의 조정폭이 주요 스타일 중 가장 컸음
 - 반면, 저변동성(+5.2%), 고배당(+2.7%)과 같은 전통적인 방어 스타일은 소폭 반등에 성공했음

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

- ▶ 7월 코스피 기준, 전월 대비 매수/매도 규모는 소폭 줄어들었으나 여전히 개인(6조 9,287억원)을 중심으로 매수세 지속. 기관(4조 159억원)은 월말 매수세를 늘리며 전월에 이어 매수 우위. 반면, 외국인(-11조 5,202억원)은 반도체 업종을 중심으로 매도 우위 지속
- 외국인의 반도체 업종 매도 그리고 개인의 반도체 매수 흐름이 지속되는 가운데, 외국인은 IT H/W, 자동차, 상사자본재 등을 중심으로 매수. 기관 투자자는 은행, 에너지, 건강관리 등 상대적으로 소외된 흐름을 보였던 업종을 중심으로 매수

코스피 업종별 개인/기관/외국인 7월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	13,672.7	- 1,668.3	- 12,540.4	조선	52.0	284.6	- 340.2
자동차	- 938.1	259.0	649.4	건설,건축관련	- 614.8	336.9	276.9
IT가전	- 162.4	27.5	171.5	소매(유통)	- 66.5	- 260.4	321.6
기계	111.2	220.4	- 316.9	비철,목재등	- 62.6	40.0	14.0
보험	- 222.9	330.2	- 96.1	운송	- 502.9	336.8	149.5
필수소비재	- 349.3	194.8	153.6	건강관리	- 927.4	826.3	40.3
미디어,교육	- 106.7	131.7	- 27.3	화학	24.1	30.3	- 75.6
화장품,의류,완구	- 643.5	394.0	249.8	호텔,레저서비스	24.9	- 43.8	16.9
상사,자본재	- 726.2	288.1	415.9	통신서비스	- 133.1	463.2	- 324.2
유틸리티	- 163.4	79.2	78.8	은행	- 726.2	1,352.6	- 565.2
디스플레이	98.7	- 8.4	- 89.4	에너지	- 754.6	1,069.2	- 197.6
증권	- 502.3	66.7	447.4	소프트웨어	- 884.3	602.5	229.6
IT하드웨어	764.0	- 1,681.9	925.1	철강	- 101.6	- 1.5	103.1

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 분기 실적 전망 (YoY / QoQ)

업종별 분기 영업이익 성장률 전망

전 분기 대비(QoQ)

	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
코스피	-6.5	120.9	32.4	20.6	4.1
코스닥	-20.8	51.3	28.3	26.5	14.0
에너지	-44.0	522.8	-24.8	-10.7	-6.8
화학	적전	흑전	172.8	-6.0	3.8
비철, 목재등	40.3	70.9	-15.3	-4.6	-4.5
철강	-98.1	8762.3	19.7	13.0	3.2
건설, 건축관련	적전	흑전	6.4	3.0	-0.7
기계	10.2	24.6	12.7	-1.4	9.2
조선	9.0	37.7	-2.7	0.9	5.5
상사, 자본재	-26.0	113.0	23.8	13.2	-5.6
운송	13.6	55.9	-68.3	190.1	-7.2
자동차	-7.3	20.3	17.9	-0.5	2.9
화장품, 의류, 완구	-17.0	44.3	3.5	4.4	-13.6
호텔, 레저서비스	적전	흑전	-0.5	-	-24.4

전년 동기 대비(YoY)

	2026E	1Q26	2Q26E	3Q26E	2027E
코스피	224.9	144.6	246.1	234.7	35.3
코스닥	78.4	83.7	49.1	80.6	42.9
에너지	334.6	639.8	3241.7	119.4	-5.1
화학	240.8	-2.8	208.9	44.9	75.0
비철, 목재등	82.2	98.7	85.3	113.9	-5.4
철강	63.1	14.6	9.8	26.2	35.6
건설, 건축관련	83.1	31.4	11.0	34.4	22.8
기계	52.8	47.4	47.1	55.5	27.4
조선	60.2	91.1	75.4	46.5	15.9
상사, 자본재	32.9	107.0	18.3	26.2	22.0
운송	1.4	-7.0	-57.9	63.7	37.0
자동차	8.4	-18.1	-3.3	32.6	13.4
화장품, 의류, 완구	37.1	17.2	30.4	37.2	16.2
호텔, 레저서비스	15.8	-5.1	14.1	-	16.7

	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
미디어, 교육	28.4	적전	흑전	22.1	-9.9
소매(유통)	-11.6	42.6	-22.7	53.1	-3.9
필수소비재	-44.2	59.4	-0.8	27.5	-28.0
건강관리	-34.9	41.7	16.9	9.8	2.0
은행	-35.1	61.6	6.7	1.0	-37.6
증권	-19.5	104.1	12.1	-27.2	-21.8
보험	-59.9	188.0	-6.1	-16.6	-40.1
소프트웨어	-8.2	0.7	10.5	3.3	1.4
IT하드웨어	-0.8	40.7	6.2	39.8	10.9
반도체	65.9	141.1	54.7	27.4	10.5
IT가전	적지▼	적지▲	-11.5	18.4	-15.5
디스플레이	적전	적지▼	적전	흑전	8.3
통신서비스	-31.0	149.3	12.9	-5.2	-28.9
유틸리티	-57.4	99.3	-48.3	57.3	-60.5

	2026E	1Q26	2Q26E	3Q26E	2027E
미디어, 교육	43.0	적전	47.9	131.9	33.9
소매(유통)	48.2	39.7	61.3	41.6	13.6
필수소비재	16.1	13.2	6.2	11.8	11.1
건강관리	38.7	45.3	33.3	11.4	19.4
은행	11.4	7.7	13.7	13.1	5.5
증권	56.1	100.7	85.3	35.0	-13.1
보험	23.0	18.6	14.5	12.5	23.9
소프트웨어	20.0	12.5	23.6	18.6	16.4
IT하드웨어	106.4	179.1	165.7	89.0	60.4
반도체	591.0	564.7	929.0	670.2	42.7
IT가전	221.5	적지▼	114.6	110.8	86.8
디스플레이	72.9	적지▲	적지▲	5.3	37.8
통신서비스	15.5	-14.6	-11.9	84.9	8.2
유틸리티	-20.6	1.3	-4.7	-34.2	29.5

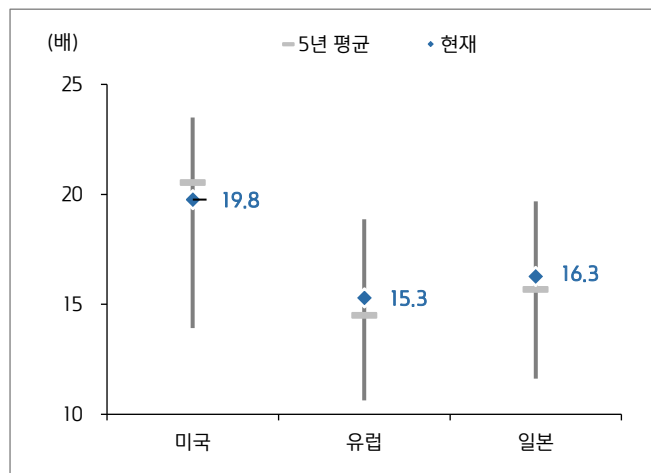
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05.

7월의 조정을 소화하며, 주요국의 밸류 부담 완화

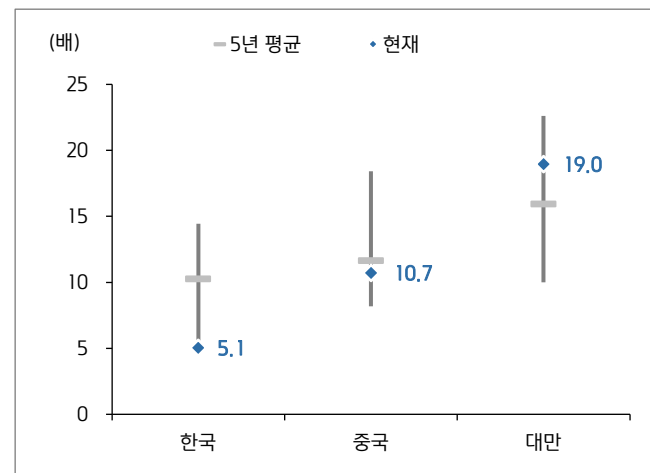
- ▶ 메모리 반도체를 중심으로 강세를 보인 글로벌 증시의 변동성이 확대되자, 글로벌 증시는 상반기 상승폭을 반납하며 전월 대비 밸류에이션 부담이 축소
 - 미국의 선행 12개월 PER은 5년 평균 수준을 하회한 19.8배까지 하락. 그 외에도 유럽과 일본 증시 역시 5년 평균 수준에 근접
- ▶ 특히 상승 속도가 가팔랐던 국내 증시의 하락이 급격하게 연출되며 코스피 PER(Fwd. 12M)는 한때 4배 수준까지도 하락. 한국은 유례없는 실적 대비 주가 저평가 영역을 기록한 가운데, 중국은 5년 평균을 하회 그리고 대만 증시도 고밸류 부담이 상당 부분 완화되며 전월 22배에서 19배 수준까지 하락

주요 선진국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



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

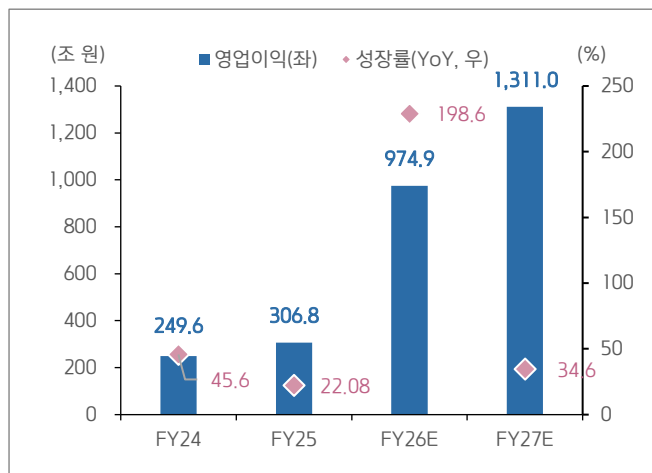
주요 신흥국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



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

- ▶ 코스피의 '26년 영업이익의 전망은 지난 달 940조 수준에서 2분기 어닝시즌을 확인하며 970조원 까지 상향. 지난 1분기 어닝시즌 종료 이후, 유의미한 실적 전망 변화는 제한된 상황에서 밸류에이션 멀티플 변화가 주가의 등락을 좌우하는 흐름이 연출. 특히 빅테크 기업들의 AI CAPEX 투자 확대 및 지속 가능성에 대한 우려가 제기되며 실적 기대감이 악화되고 있었음
- ▶ 하지만, 금번 어닝시즌에서 마이크로소프트를 비롯한 빅테크 기업들의 AI 투자가 클라우드 매출 성장으로 연결되는 등 장기 매출로 이어질 수 있음을 확인하며 기업 실적은 재차 상향 조정 기대감을 높이고 있음
- 7월의 급격한 조정으로 코스피 선행 12개월 PER은 한때, 5배를 하회하기도 했으나 월말 낙폭을 축소하며 5.54배로 마감

코스피 연간 영업이익과 성장률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

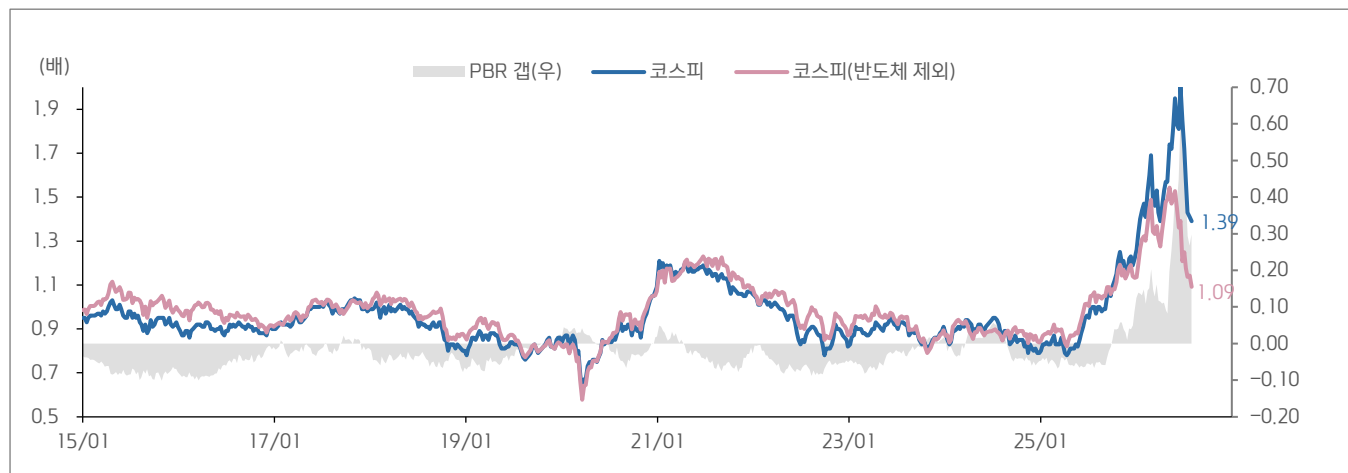
코스피와 반도체 업종 제외 경우의 PER(Fwd. 12M) 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 코스피의 선행 12개월 PBR은 한때 2배를 넘어서기도 하며, 반도체 업종을 제외한 경우와 0.6배 이상 벌어지기도 했음. 7월 이후 AI밸류체인 관련 주식을 중심으로 조정세가 집중되며 코스피 PBR은 1.39배까지 하락
- ▶ 한편, 반도체 업종을 제외한 나머지 코스피 종목들의 경우 PBR이 한때 1.5배 수준까지 높아지기도 했으나, 7월말 기준 1.09배를 기록 중
 - 과거 코스피 그리고 코스피(반도체 제외) 경우의 PBR 밸류에이션 사이의 간극이 통상 0.1배 내외에서 그쳤다는 점을 감안 할 때, 현재의 수준은 반도체 업종으로의 쓸림이 일부 완화된 것으로 볼 수 있음

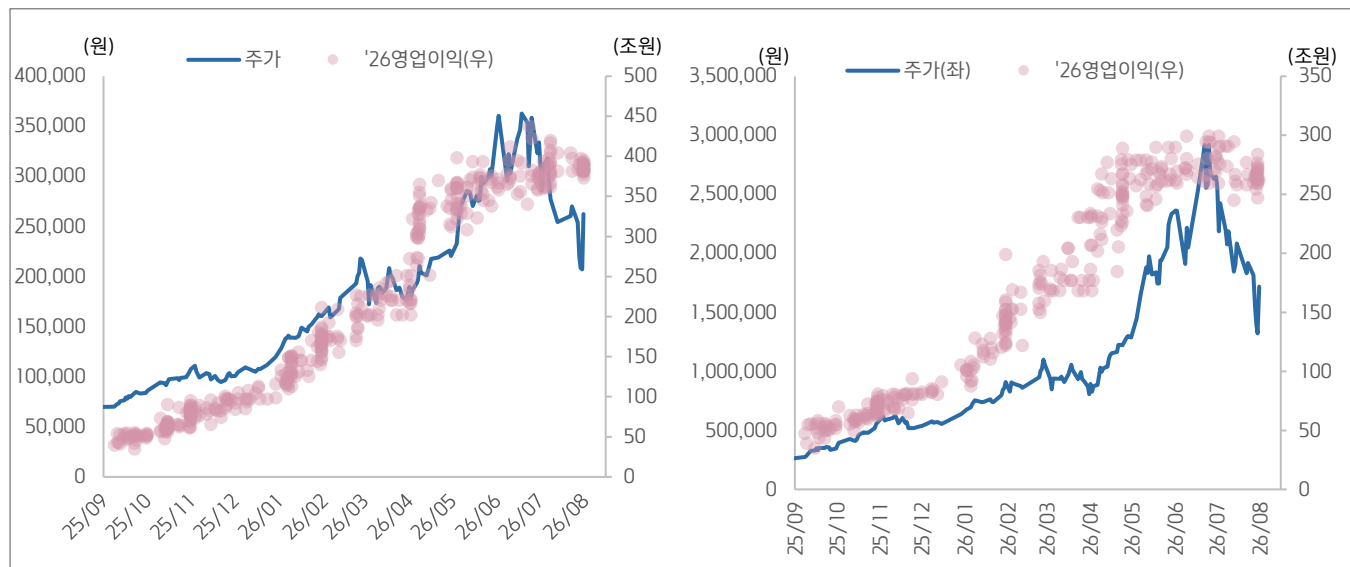
코스피, 반도체 케이스별 선행 12개월 P/B 밸류에이션 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 지난 6월 이후 국내 반도체 Top 2 기업들의 연간 실적 전망은 추가적인 상승 모멘텀이 제한된 가운데, 메모리 가격 흐름을 확인하며 횡보하는 흐름이 연출되었음
- ▶ 그 영향으로 AI 테마의 성장 지속성을 둘러싼 노이즈가 확대되며, 조정 흐름이 연출. 금번 어닝시즌 초반 관련 우려가 재확산되기도 했으나, 지난 주 빅테크 기업들의 막대한 CAPEX 투자가 실적으로 이어지는 가능성을 확인
- ▶ 이를 기점으로 8월 이후 반도체 및 AI 밸류체인 연관 기업들의 실적 전망이 재차 상향 흐름을 이어갈 수 있을지가 8월 시장 분위기를 결정지을 것으로 예상

반도체 Top2, FY2026 영업이익 컨센서스 분포와 주가 (좌: 삼성전자, 우: SK하이닉스)



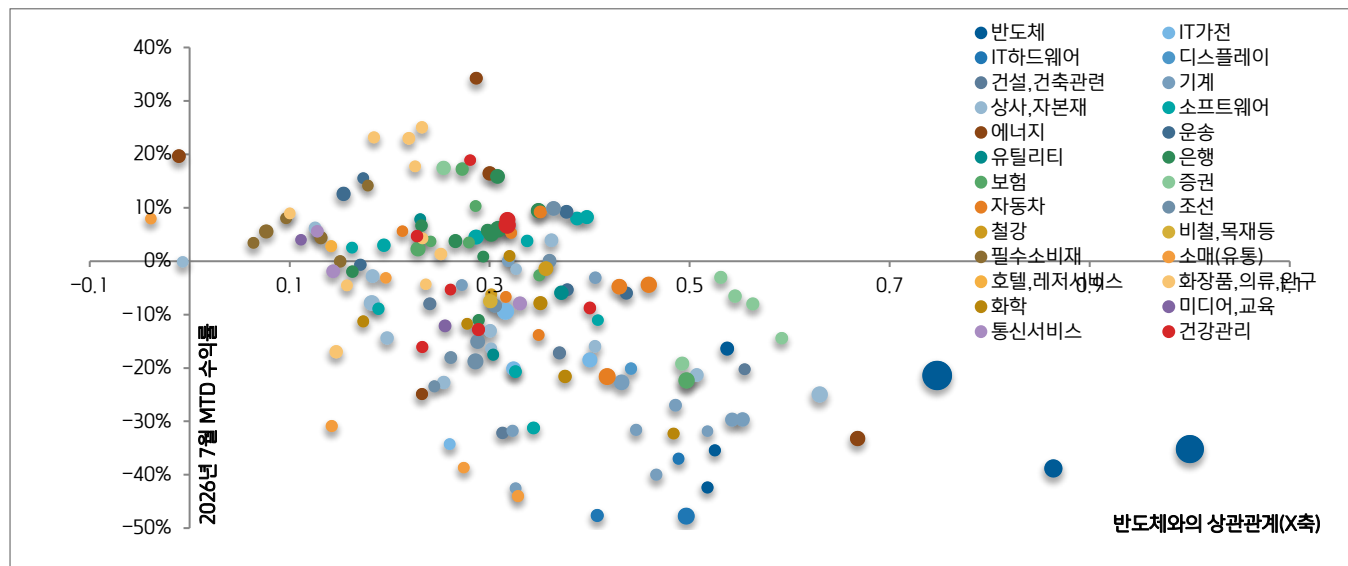
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

09.

반도체와의 상관성이 낮은 종목군을 통한 변동성 관리

- ▶ 반도체 업종을 중심으로 국내 증시가 단기적인 저평가 국면에 진입했다는 데에는 시장참여자들의 이견이 크지 않아 보이나, 상반기 주도 업종의 강력한 모멘텀이 재차 회복되기 위해서는 실적 전망의 추가적인 개선 모멘텀이 확인될 필요가 있다고 판단
 - 월말 빅테크 기업들의 실적 발표 이후 관련 우려가 소폭 완화되긴했으나, 실적 모멘텀의 확산 정도 파악 필요
- ▶ 따라서, 금번 어닝시즌을 소화하며 AI 투자 지속과 관련된 우려를 상쇄해 가는 과정에서는 기존 주도주의 회복 기대와 함께 반도체 업종과의 상관도가 낮은 종목군을 통해서 변동성 또한 대비하는 전략이 필요할 것으로 판단

코스피, 시총 상위 150개 종목 7월 월간 수익률(Y축)과 반도체 상관관계(X축)



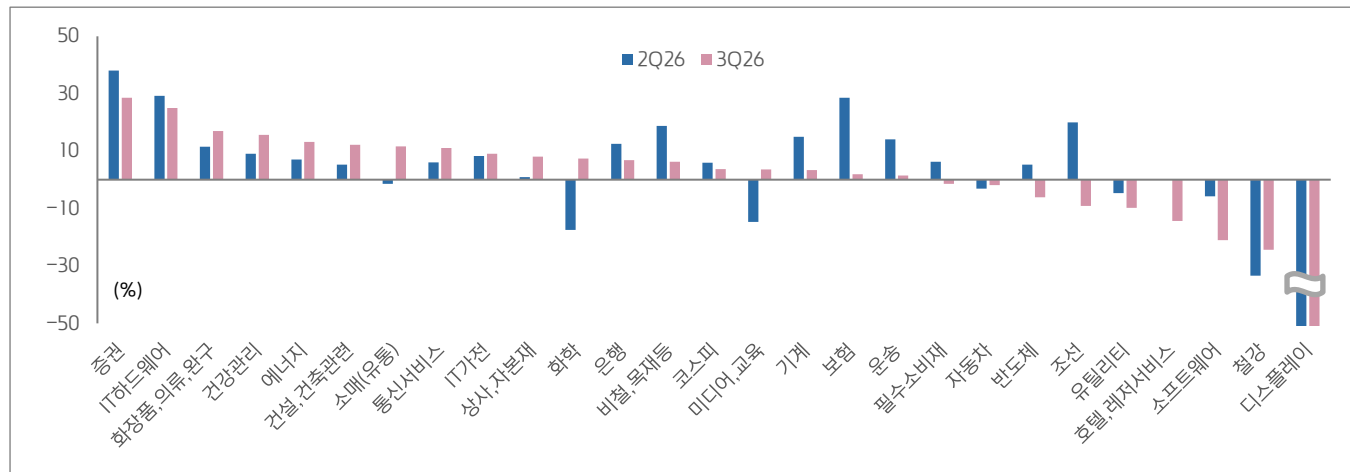
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

10.

이익모멘텀의 확산 흐름 기대

- ▶ 2분기 어닝시즌을 소화하고 있는 가운데, 지난 달 이익모멘텀이 반도체 및 IT하드웨어 업종에만 쏠려 있던 것에 비해 업종 전반으로 확산되는 모습 확인
 - ▶ 증시 변동성 확대 속에서도 거래량 확대에 따른 수혜가 예상되는 증권 업종 그리고 IT H/W 업종의 이익모멘텀이 가장 양호. 하지만 그 외에도 화장품, 건강관리, 에너지, 건설건축 등도 이익모멘텀이 개선되는 모습
 - 국내 반도체 기업들 간에는 실적 전망치 방향성이 소폭 엇갈리며 업종 전반의 이익모멘텀은 혼조세를 띄는 모습.
- 주도 업종의 이익모멘텀이 제한된 상황은 실적 방향성을 확인하는 과정에서 단기 순환매 장세 연출 빈도를 높일 것으로 판단

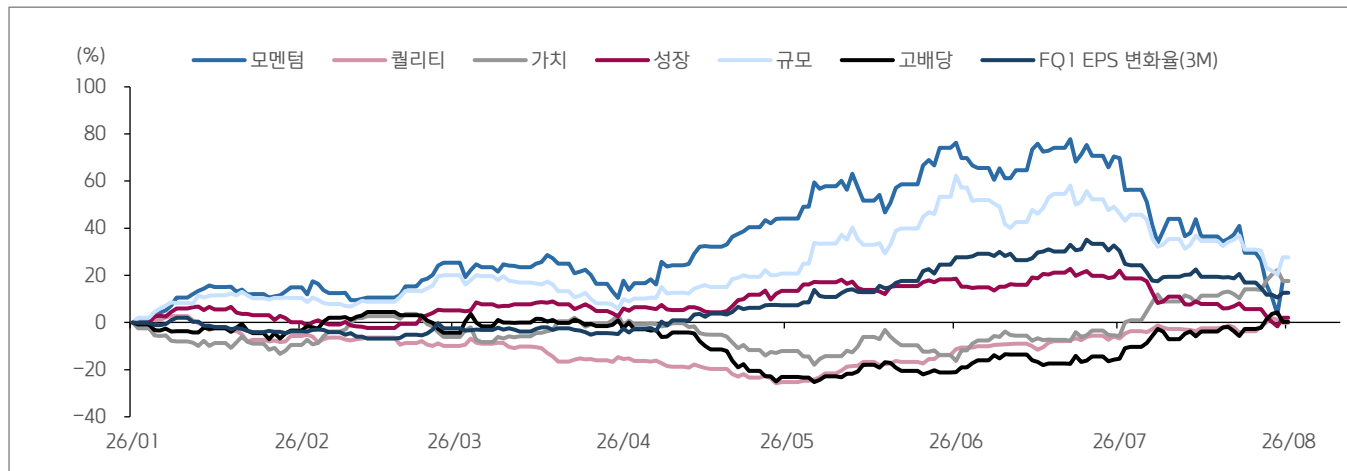
코스피, 업종별 2Q26, 3Q26 주당순이익 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월에 들어서 상반기 동안의 흐름을 압축적으로 되돌리는 모습이 연출된 영향으로 연초 이후 주요 스타일 간의 누적 성과의 차이는 상당 부분 줄어든 상황
 - 특히 7월 이후 모멘텀 그리고 규모 스타일의 부진이 두드러진 상황
- ▶ 또한 최근 한달 동안 증시 변동성 확대에 따라 고배당 그리고 가치 스타일과 같은 방어적 스타일의 성과가 개선된 가운데, 성장 및 이익모멘텀 팩터의 성과는 축소된 모습
- ▶ 다만, AI 성장성을 둘러싼 경계감이 완화된 가운데, 어닝시즌의 후반부가 남아있다는 점에서 점진적으로 이익모멘텀이 뒷받침 되는 성장 스타일의 개선 흐름에 무게

코스피200, 주요 스타일 롱/숏 누적 성과



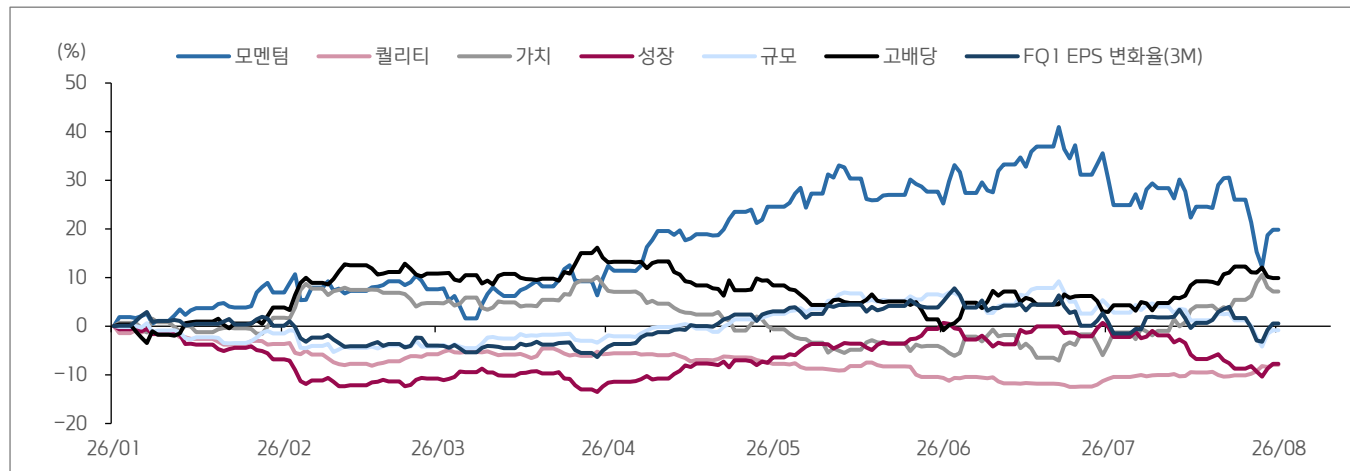
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

미 증시의 경우, 방어적 스타일의 연초 이후 성과 우위

- ▶ 미국의 경우, 7월 한달 동안의 스타일 흐름은 국내 증시와 유사하게 연출. 모멘텀 및 성장 스타일을 중심으로 성과가 부진한 반면, 고배당 및 가치 스타일의 성과는 개선
- 그 결과 연초 이후 성과는 모멘텀, 고배당, 가치 스타일 순
- ▶ 한편, 특징적인 점은 미 증시 역시도 상반기 반도체 관련 기업들의 성과가 두드러졌으나, 증시 전반적으로는 실적 모멘텀 팩터의 설명력은 그다지 높지 않은 모습
- ▶ 국내 증시와의 연관성 측면에서는 7월 이후 반전된 가치 그리고 성장 스타일 간의 흐름이 재차 반전될 수 있을지가 중요

S&P 500, 주요 스타일 룱/숏 누적 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터