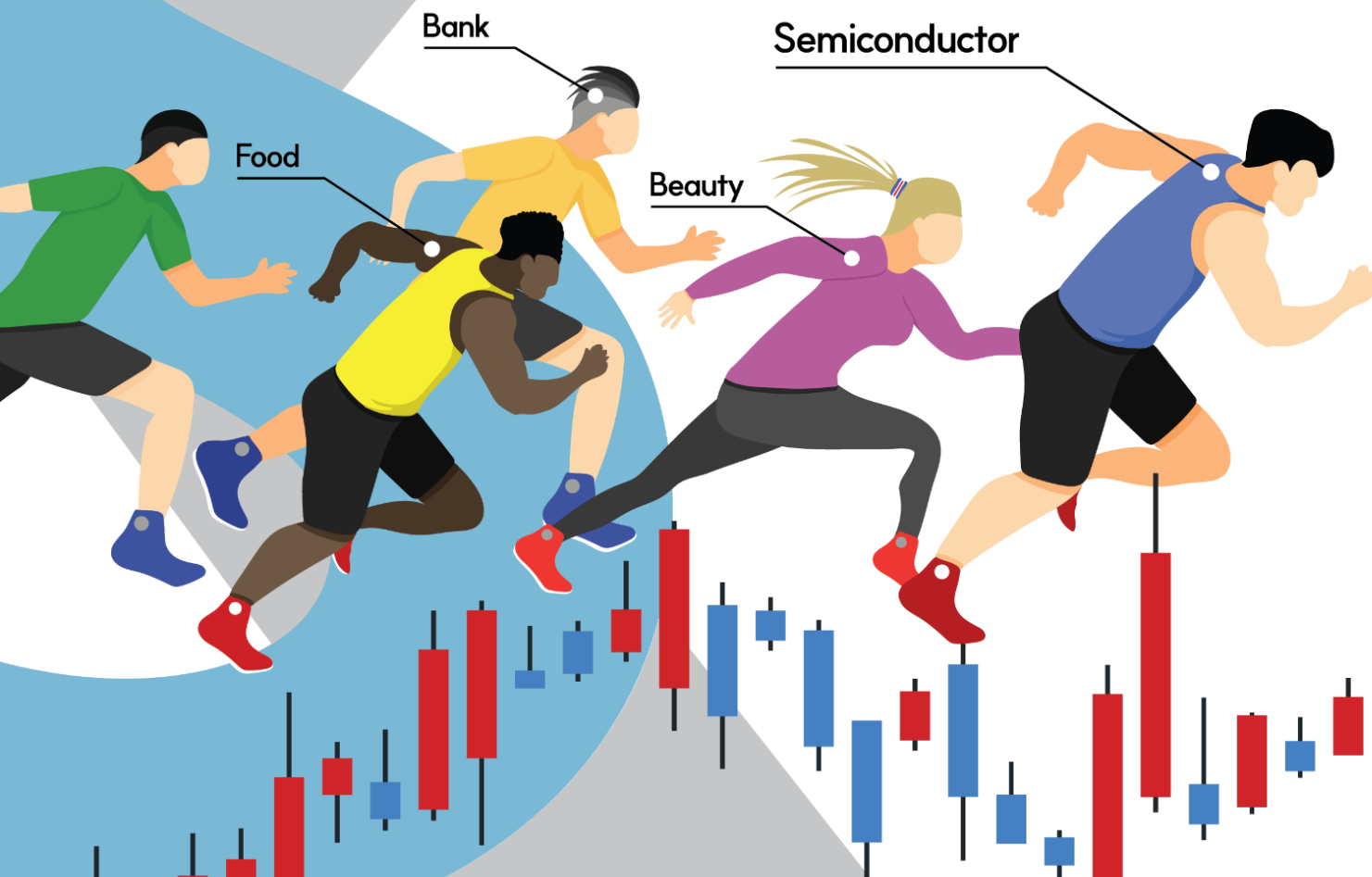


2026-08-10

주식전략 러닝 크루 : 함께 다시 달릴 채비 중

주식전략. 강대승



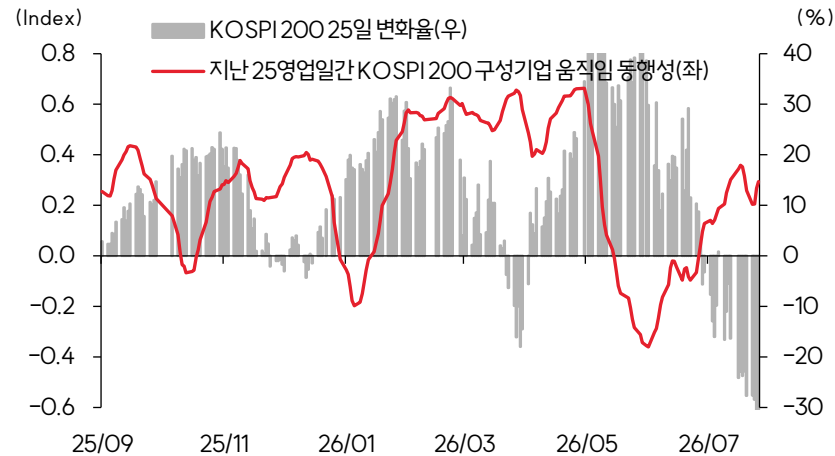
SK securities

Summary

- 7월 조정은 실적이 아닌 수급·심리의 문제. 메타의 클라우드 사업 진출 발표(7/1)는 대규모 AI 투자의 회수 경로를 제시한 이벤트로, 메타 주가는 상승한 반면 하이퍼스케일러의 추가 CAPEX 축소 우려가 확산되며 반도체 투자심리 훼손. 여기에 상반기 상승을 주도한 개인 투자자의 신용융자·예탁금이 동반 급감하며 한국의 낙폭 확대. KOSPI 200 25일 변화율이 큰 폭 마이너스인 구간에서 구성종목 간 동행성이 6월 말 플러스로 전환된 것은, 하락이 종목 차별화가 아닌 일괄적 심리 위축임을 시사
- 반도체는 현재 저가매력이 높은 구간. 구글·메타·MS가 CAPEX 가이드언스를 상향 또는 높은 수준으로 유지했고 GPU 렌탈 단가는 연초 이후 우상향. 공급이 수요에 흡수되고 있다는 직접 증거로 단기 실적 전망 하향 가능성은 제한적. 하반기 삼성전자·SK하이닉스 주주환원 정책 발표는 E 축소 경로를 더해 높은 ROE의 구조적 지속 가능성을 마련해줄 것. 리레이팅 기대감 살아있다는 측면에서 높은 실적 감안 시 PBR 과거 밴드 상단(2010~2024년 12MF PBR의 평균 $+1\sigma \sim +2\sigma$, 1.4~1.6배)이 하단 역할을 할 것
- 순환매 업종은 매크로가 결정하며, 하반기 매크로는 지금과 크게 달라지지 않을 것으로 예상. 유가는 중동 리스크 프리미엄 축소로 하향 안정되었으나 실제 공급 회복의 시차와 전략비축유 재축적 가능성을 감안 시 WTI 70달러 하회는 제한적. 미국채 10년물은 이표채 발행 확대, 섀도우 리스크, 빅테크 회사채 발행 등 구조적 이유로 하락하기 어려운 환경. 한국은 미국과 달리 기준금리 인상 사이클에 진입
- 고유가·고금리라는 위 전제 하에서 금리·유가 민감도가 낮은 업종을 선별. 은행(한은 추가 인상 국면 + 대기업 조달 수요의 회사채 > 대출 이동), 필수소비재(수출 호조 + 가격 인상 통한 마진 개선, 26/27년 ROE 회복), 화장품(미국 화장품 수입시장 점유율 26년 1~5월 25.3%, K자형 소비 하 가능성 비 수요) 을 하반기 동반 주행 후보로 제시
- KOSPI는 앞서 제시한 반도체 지수 하단 수준과 반도체 제외 12MF PER 과거 평균(10.6배)을 적용하여 5,800~6,300을 강한 지지 구간으로 판단. 반도체 업종의 점진적 반등이 투자 심리 정상화로 이어지며 5월과 6월 나타났던 반도체 단독 상승과 달리 다수 업종 동반 상승으로 이어질 것을 기대

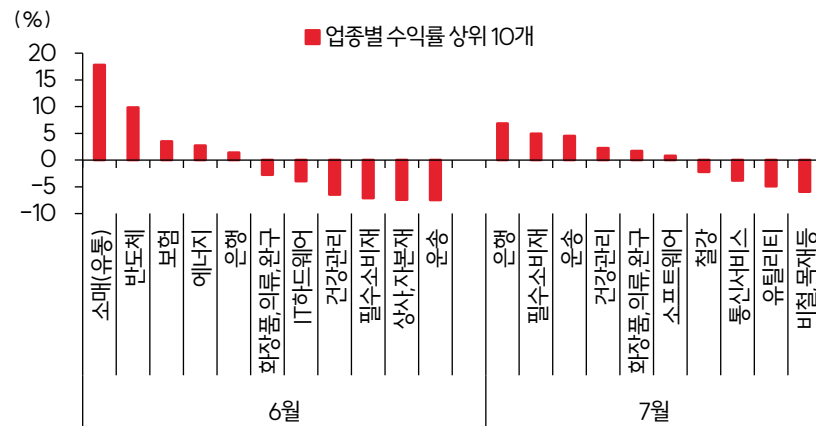
Key Chart

KOSPI 200 구성기업간 동행성 2026년 7월 플러스 전환



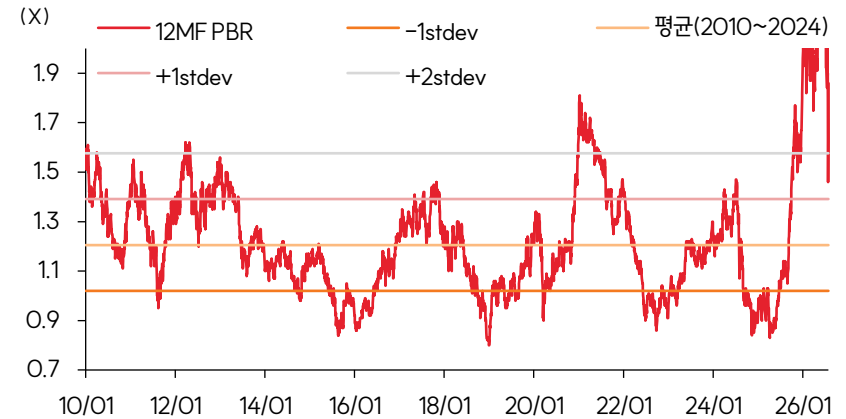
자료: Quantiwise, SK증권

반도체 랠리 소강 속 업종별 수익률



자료: Quantiwise, SK증권

지난 10년 반도체 12MF PBR 고점은 오히려 지금 저점 역할 할 것



자료: Quantiwise, SK증권

한국 2026년 상반기 20대 수출 품목 수출액 및 증감률

IT					모빌리티			
구 분	반도체	디스플레이	무선통신기기	컴퓨터	자동차	자동차부품	선박	
수출액	1,923.8	83.2	99.0	212.0	359.4	100.3	165.5	
증감률	+162.6	+9.4	+31.5	+262.1	△1.1	△6.3	+18.4	
역대순위	1위	-	-	1위	3위			
에너지·화학				소재·기계				
구 분	석유제품	석유화학	이차전지	일반기계	전기기기	철강	비철금속	
수출액	301.3	228.5	40.0	229.9	85.9	124.0	94.4	
증감률	+39.6	+5.2	+11.1	△2.9	+3.0	△2.0	+38.0	
역대순위	2위			1위				
소비재							전체	
구 분	농수산식품	화장품	생활용품	섬유	가전	바이오헬스		
수출액	65.7	70.0	42.0	53.8	32.5	92.0		4,967.1
증감률	+8.7	+27.2	△0.0	+1.2	△12.2	+11.2		+48.4
역대순위	1위	1위	3위	-	-	2위		1위

자료: 산업통상자원부, SK증권

Contents

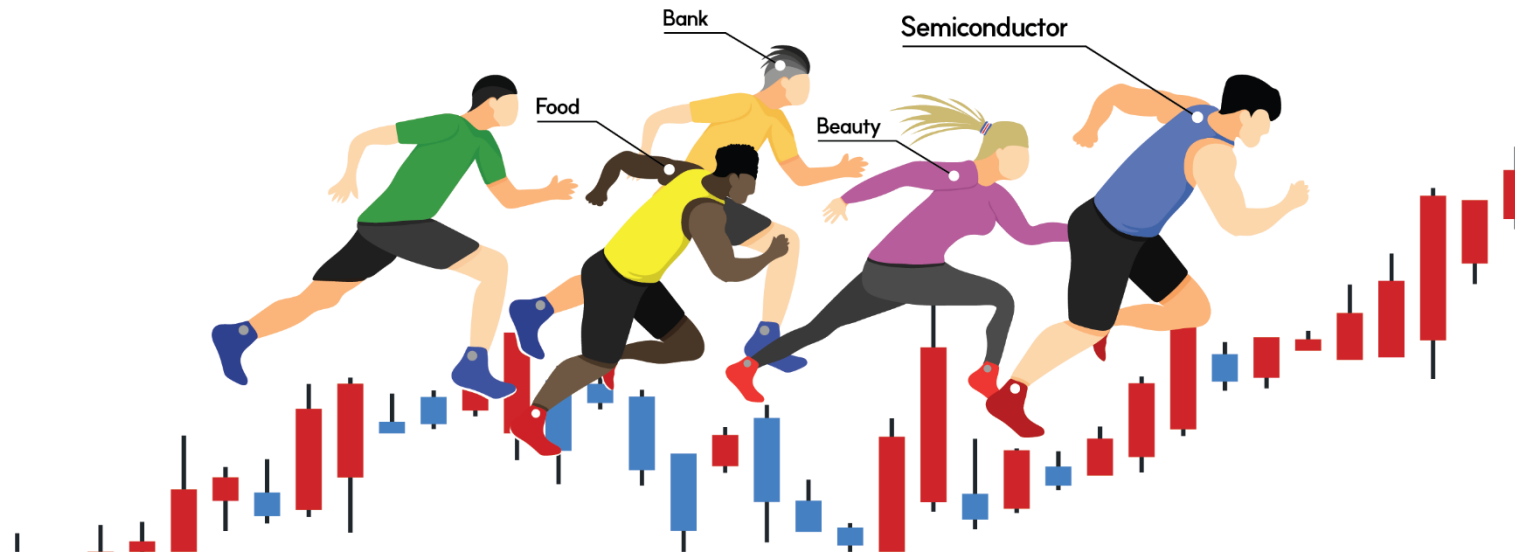
Summary & Key Charts	2
Part 1 조정의 이유와 일시성	5
Part 2 크루장 반도체: 다시 뭘 준비 할	11
Part 3 함께 갈 러닝 크루	17

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

Chapter 1.

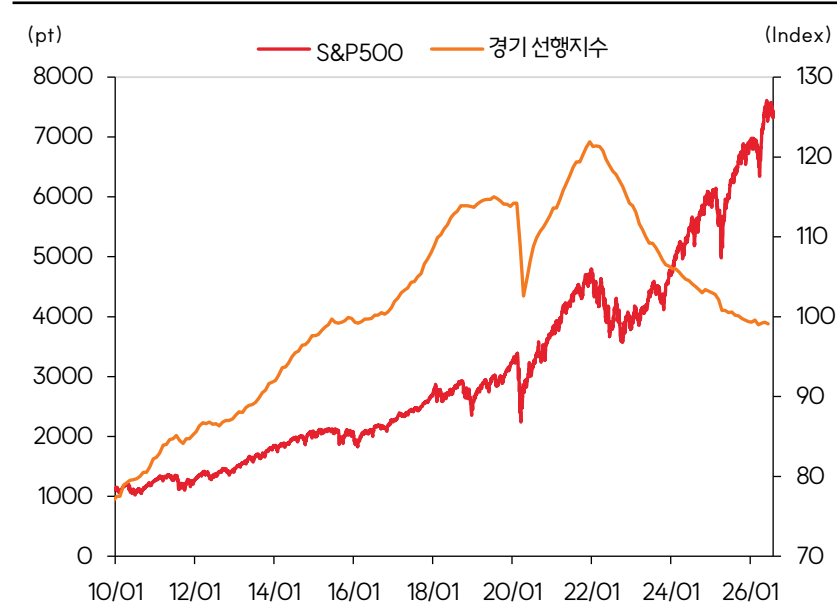
조정의 이유와 일시성



주식 시장 움직임은 두개의 축으로 나눠 봐야해

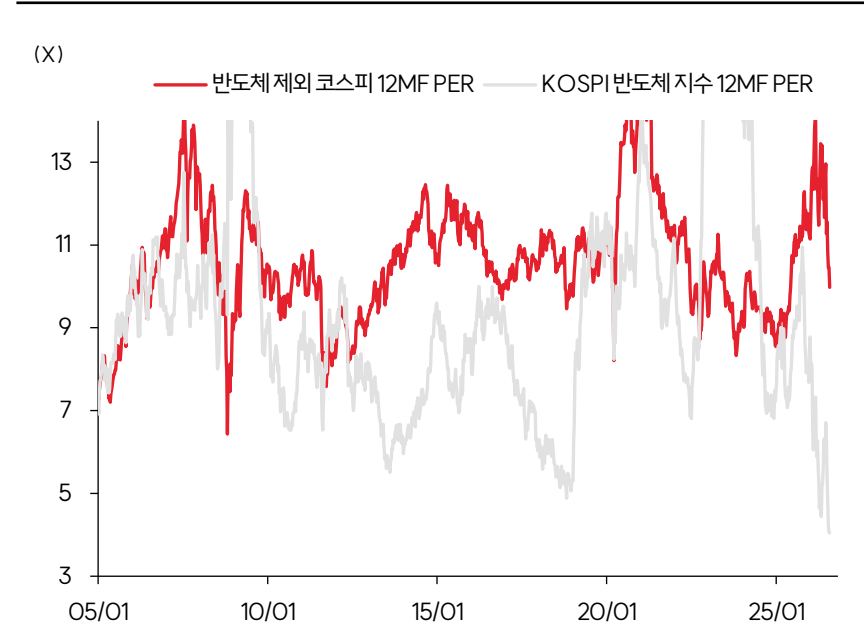
- 지난 2년간 시장을 지배했던 AI 기업들의 주가 상승은 ① 실적 성장, 기술 패러다임 변화 등 자체적인 매력 뿐만 아니라 ②경기 둔화로 인한 기타 산업의 상대적 투자 매력도 저하에 기인
- 통상적으로 주식시장은 경기에 선행한다고 알려져 있으며 경기선행지수와 S&P500은 동행하는 모습을 보임. 다만, 동행성은 오픈AI의 ChatGPT 발표 이후 깨짐. 미국 경기 둔화 우려는 계속 되지만 IT기업들의 주가 상승으로 주가지수 자체는 상승하는 모습
- KOSPI가 선행 PER 기준 역사적 저점이며 저평가 매력이 존재한다는 이야기를 많이 하지만, AI CAPEX 확대 수혜를 받은 반도체를 제외한 KOSPI의 12MF PER은 평균 수준에 위치. 2010~2025년 반도체 제외 12MF PER 추정치의 평균은 10.6인데 2026년 7월 말 기준 10.4배 기록 중

주식시장과 전반적인 경기와의 상관성은 2023년부터 깨지기 시작



자료: Bloomberg, SK증권

밸류에이션도 반도체와 그 외 산업은 다른 곳에 위치

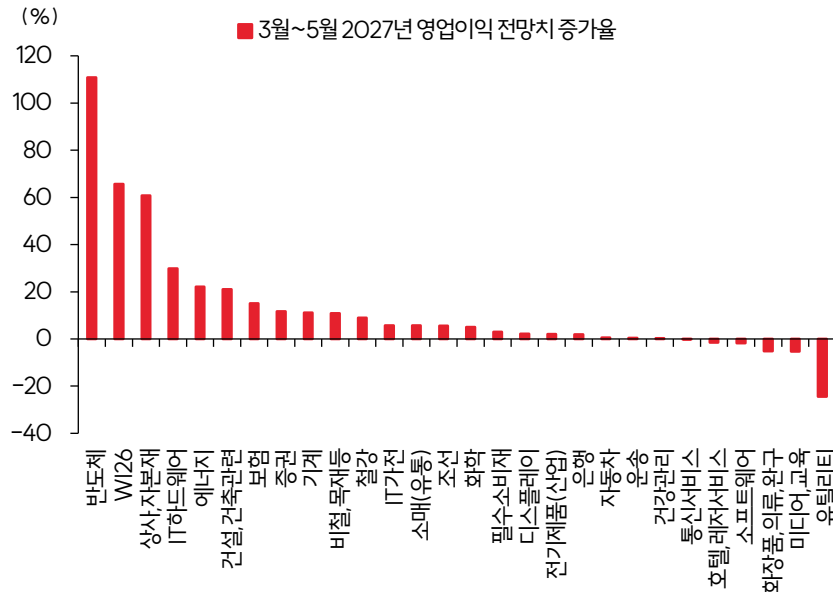


자료: Quantiwise, SK증권

2026년 한국 주식시장, 쏠림 더욱 심화

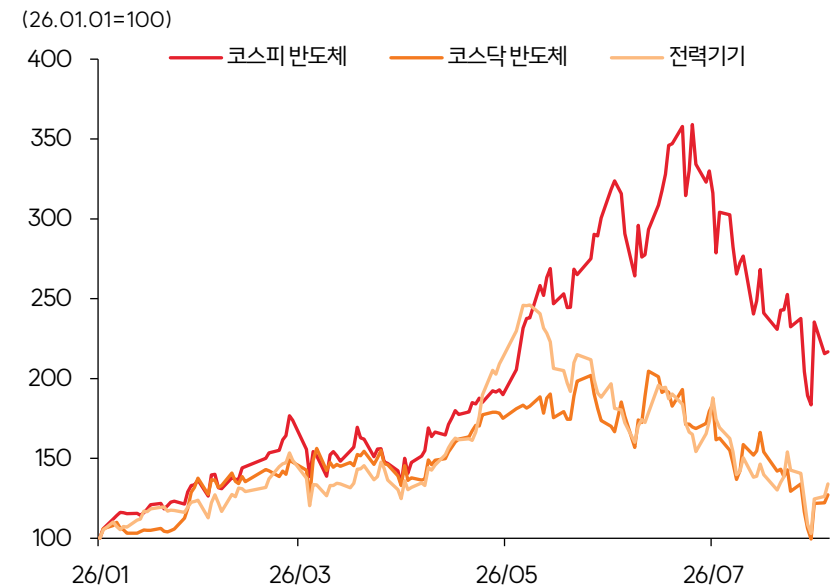
- 대체 투자처의 부재로 인한 쏠림은 2026년 한국 주식시장에서 더욱 심각하게 발현
- 이란 전쟁으로 글로벌 경기 둔화 우려 확대되었음에도 불구하고 반도체 산업의 2027년 영업이익 전망치는 대폭 상향 조정
- 특히, 전쟁 발발 이전 AI CAPEX와 관련된 산업으로 분류되며 유사한 움직임이 나타났던 전력기기, 반도체 장비, 소재가 포함된 코스닥 반도체 지수도 5월 하락하기 시작

이란전쟁 발발 후 1개 분기 동안 산업별 2027년 영업이익 전망치 증가율



자료: Quantiwise, SK증권

반도체를 제외한 AI CAPEX 관련 산업인 장비(코스닥 반도체), 전기장비 추이

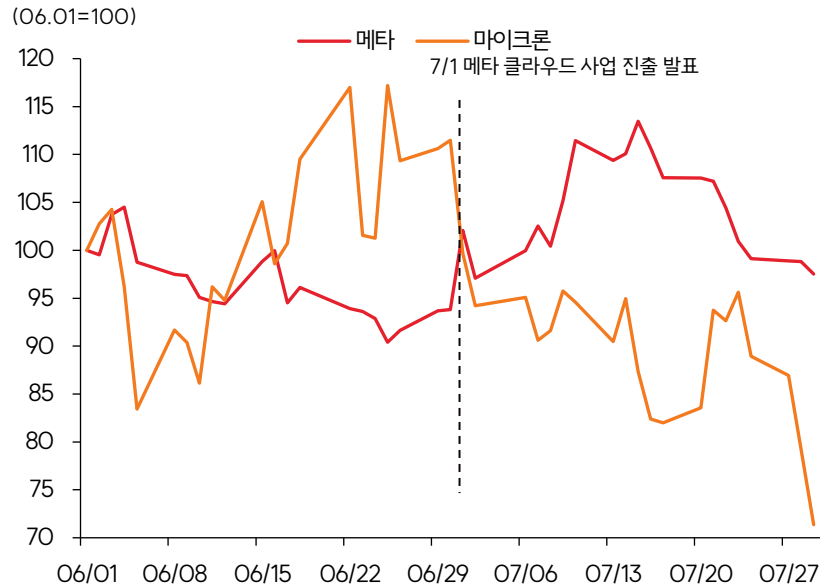


자료: Quantiwise, SK증권

일시적 공급 과잉 우려로 촉발된 하락

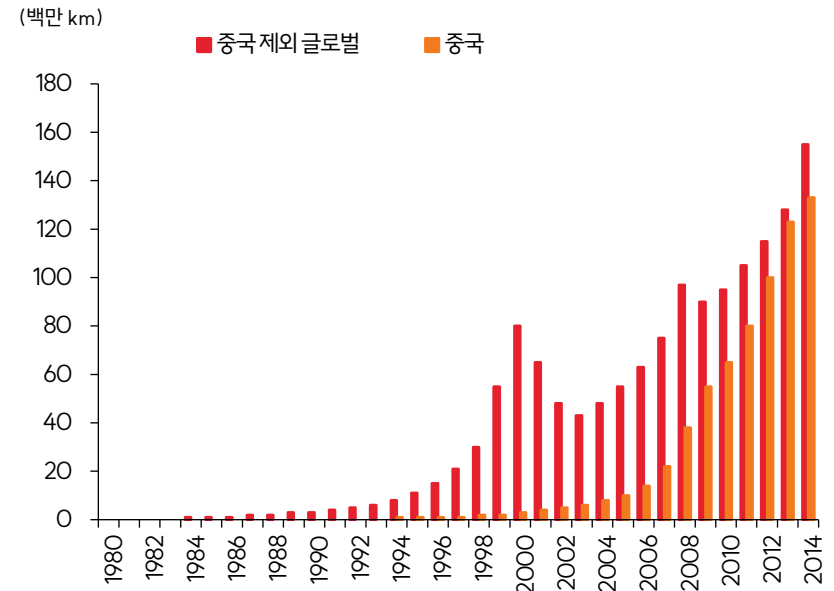
- 반도체 기업의 주가 하락이 본격적으로 나타난 것은 7월 1일부터. 당시 메타는 클라우드 사업 진출을 발표
- 메타의 클라우드 사업 진출, 구글의 제미니 3.5 프로 출시 지연 소식 등은 단기적인 AI CAPEX 공급 과잉 우려를 키움. 대규모 투자에 대한 회수 방안을 마련했다는 점에서 해당 계획 발표 후 메타는 상승한 반면 CAPEX 투자 축소 우려 확대로 반도체 산업에 대한 투자 심리는 악화
- 기술 도입이 되더라도 그 속도 예측에 실패할 경우 투자 속도가 일시적으로 감소하는 경향을 인터넷 시대 개화 당시 목도. 인터넷 시대 역시 개화 되었으나 성장 속도에 대한 과신은 연도별 광케이블 설치 길이에서 볼 수 있듯 투자 감소로 연결
- AI 자체가 허구라기 보다는 수요 성장 속도가 예상보다 느릴 경우 투자 속도가 일순간 느려질 수 있음에 대해 시장은 경계감을 표한 것으로 판단

클라우드 사업 진출 발표 후 메타 vs 마이크론 반응



자료: Bloomberg, SK증권

연도별 광케이블 설치 길이: 버블 붕괴는 규모가 아닌 속도 예측 실패도 영향

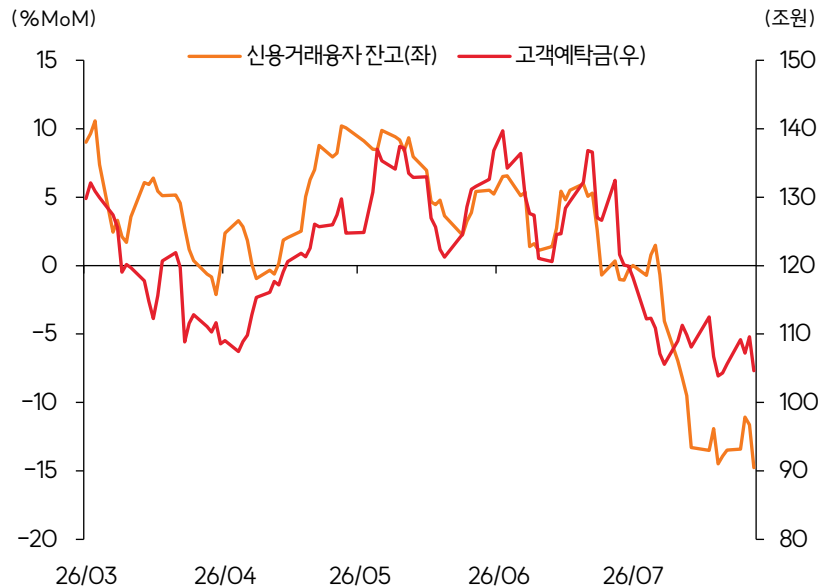


자료: CRU Group, SK증권

한국 주식시장 하락을 키운 것은 실적이 아닌 수급

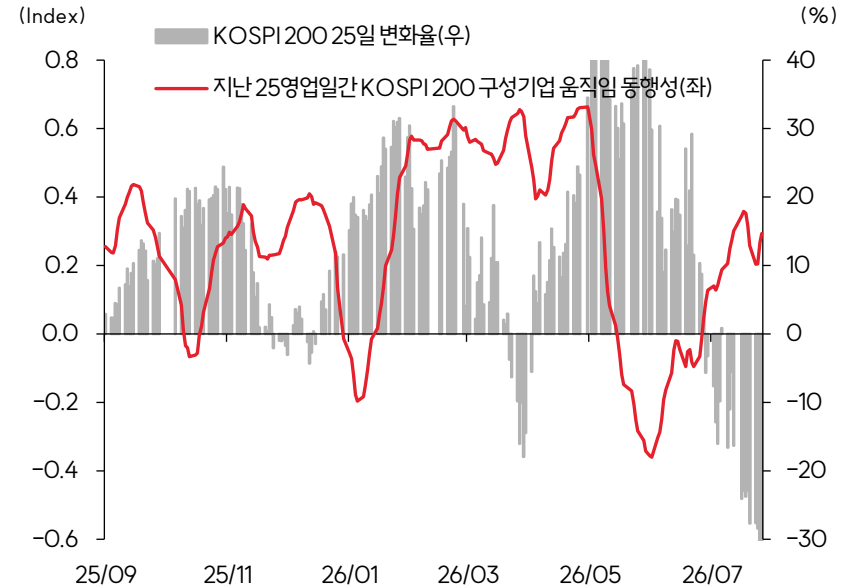
- IT 투자심리 악화는 전세계적으로 발생했으나 한국 주식시장의 하락이 더욱 컸던 이유는 그간 한국 주식시장 급등을 이끌었던 개인 투자자들의 공포심리 확대에 기인. 상대적으로 민감한 신용거래 용자 월간 큰 폭 감소했고 매수 대기자금으로 평가받는 예탁금도 큰 폭 감소
- 공포심에 IT 투자 심리 훼손이 여타 기업들로 번지는 모습이 나타남. KOSPI 200 25일 변화율이 마이너스로 전환된 6월 말, 구성종목 간 동행성이 6월 말 플러스로 전환된 것은 하락이 종목 차별화가 아닌 일괄적 심리 위축임을 시사

한국 전체 신용거래 용자 잔고 급감 및 예탁금 감소



자료: Quantiwise, SK증권

KOSPI 200 구성기업간 움직임 동행성 2026년 6월 말 플러스 전환

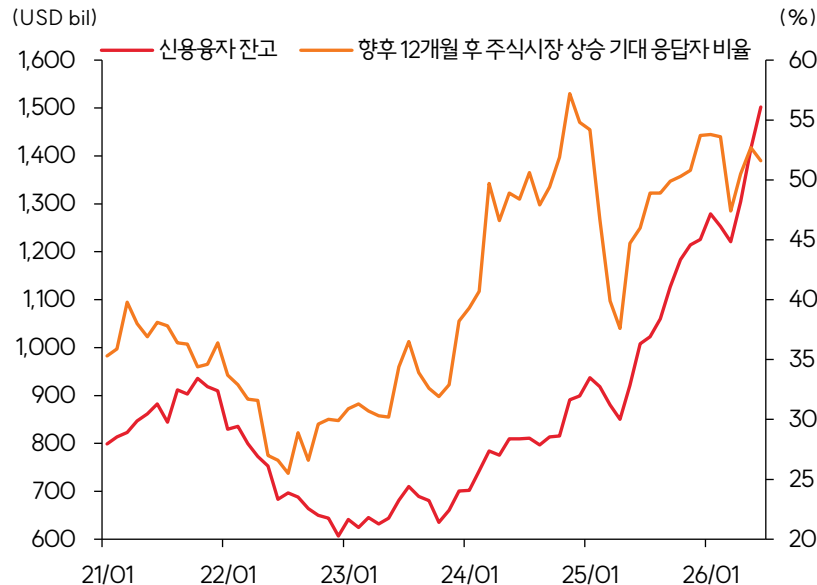


자료: Quantiwise, KOFIA, SK증권

위험자산 선호 심리 유지된 미국은 순환매

- 극적인 예로 IT 비중이 높지만 위험자산 선호 심리가 유지된 미국은 한국과 달리 순환매가 나타나면서 주식시장이 다소 견조한 모습을 보임
- 미국 개인 투자자들의 신용융자 잔고는 6월에도 상승하며 사상 최고치를 기록 했으며 컨퍼런스 보드 설문조사 속 향후 12개월 후 주식시장 상승이 예상된다고 응답한 투자자들의 비중도 높은 수준을 유지
- IT 이외의 산업으로 순환매가 나타나면서 S&P500 지수는 6월과 7월 하락하는 모습을 보인 반면 S&P500 동일가중지수와 러셀 2000의 경우 오히려 상승하며 사상 최고치를 기록

미국 6월 신용융자잔고 증가, 설문조사 결과에서도 상승에 대한 자신감 보여



자료: Finra, Conference Board, SK증권

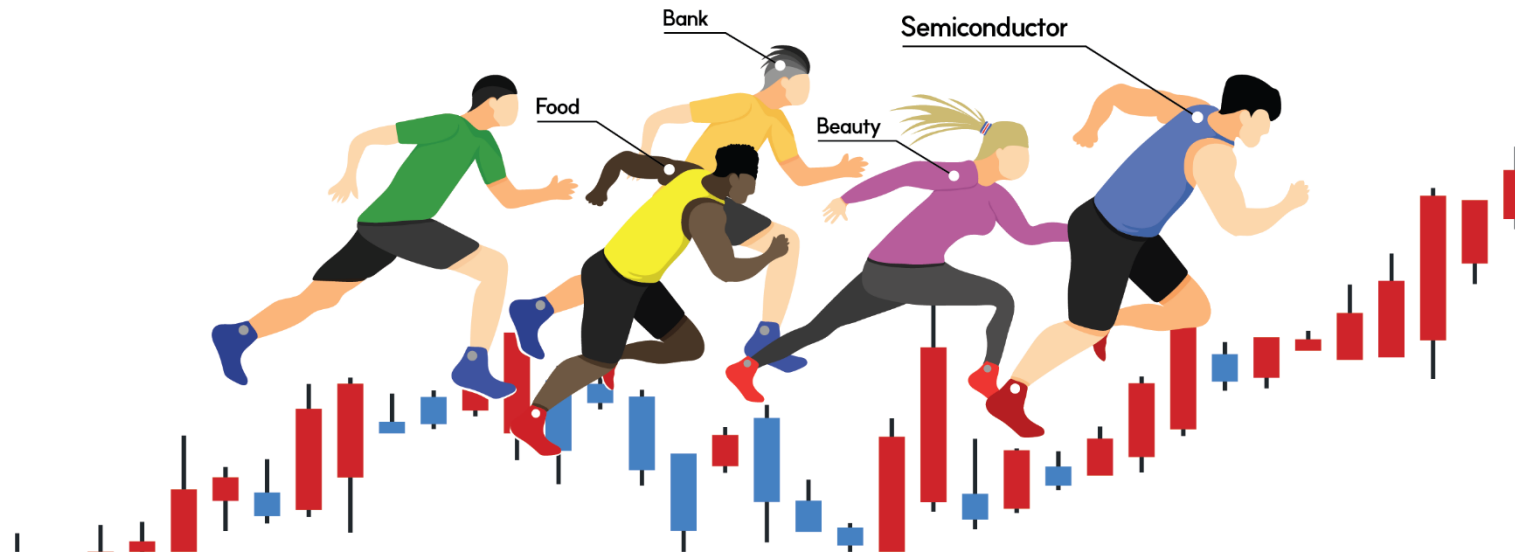
순환매 이뤄지면서 IT 투심 악화에도 미국 증시는 견조한 모습을 기록



자료: Bloomberg, SK증권

Chapter 2.

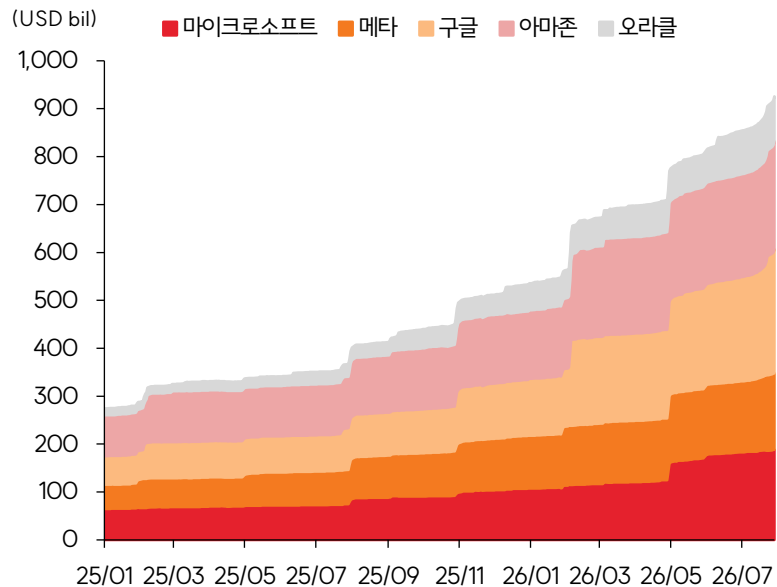
크루장 반도체: 다시 뛸 준비 끝



수요는 견조: 과잉 공급 우려 진정될 것

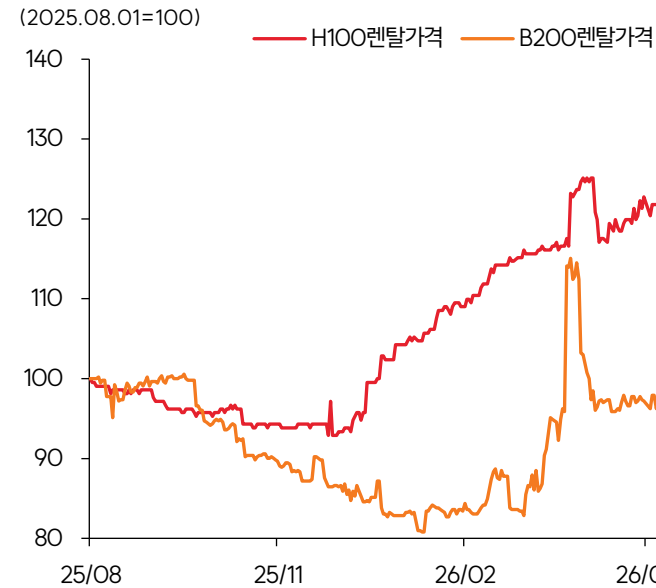
- 구글, 메타, 마이크로소프트는 실적발표를 통해 CAPEX 전망치를 상향 혹은 높은 수준을 유지하면서 공격적인 투자를 이어갈 것으로 발표
- GPU 렌탈 비용은 연초 대비 꾸준히 우상향 흐름. 가격이 유지된다는 것은 수요가 공급을 계속 흡수하고 있다는 직접적 증거
- 투자 확대 의지와 AI 데이터센터 수요가 견조함을 확인했기 때문에 단기적인 실적 전망 하향 조정 가능성은 낮다고 판단. 사이클 상승 국면이 종료되었다고 보기는 이른 시점

2분기 실적발표에서도 CAPEX 상향 조정



자료: Bloomberg, SK증권

GPU 렌탈 비용 우상향 추세

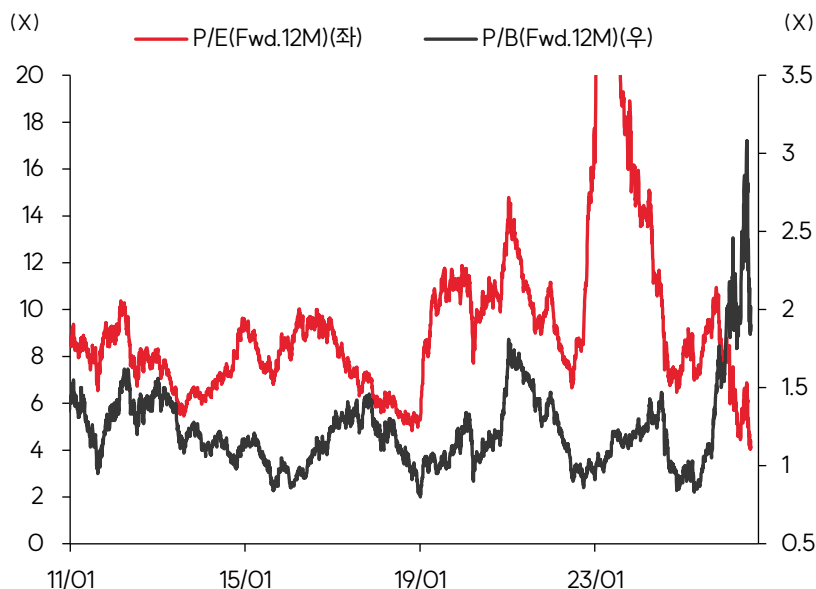


자료: Bloomberg, SK증권

반도체, PER과 PBR의 이격 발생

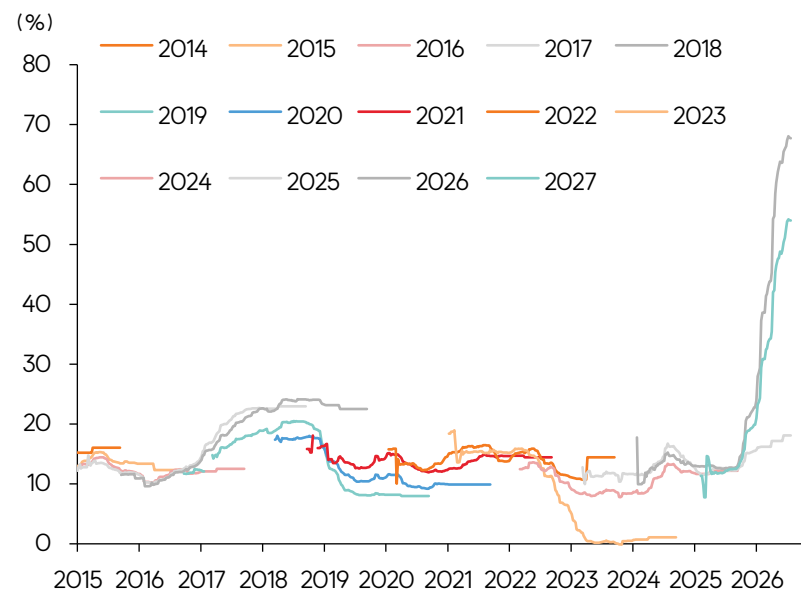
- 반도체 지수의 PER과 PBR 이격 발생
- $PBR = PER \times ROE$ 로 ROE가 급등하면 PER과 PBR은 구조적으로 반대 방향으로 벌어질 수 밖에 없음. 2027년 ROE 전망치는 2025년 9월 13%에서 2026년 7월 54%로 약 4배 상향
- 반도체 업종의 리레이팅 논거는 과거 시클리컬 산업으로 평가 받던 메모리 반도체가 안정적 인프라 산업으로 탈바꿈하고 있다는 시각에서 출발. 즉 높은 수익성(ROE)이 유지될 수 있다는 가정하에 PER을 거론하기 시작

반도체 12MF PER 10년래 저점 수준 PBR은 역사적 고점



자료: Quantiwise, SK증권

반도체 산업의 ROE 전망치 급등

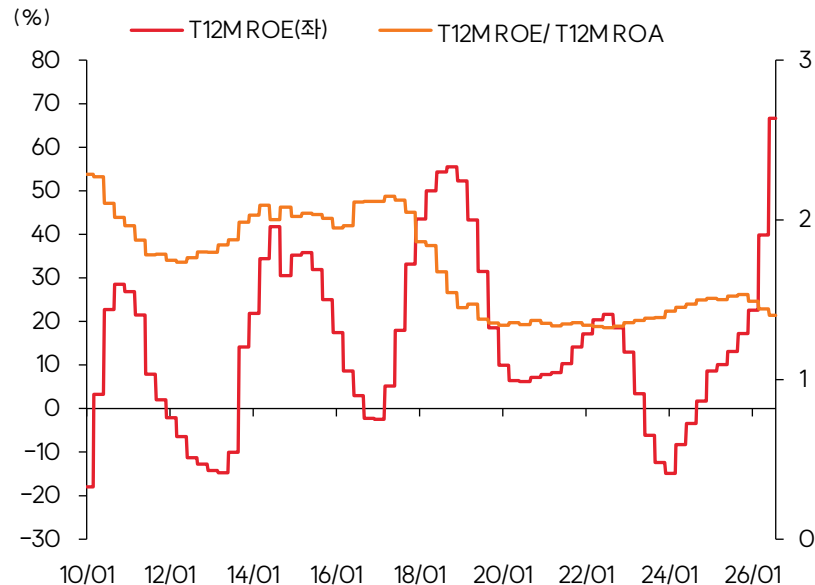


자료: Quantiwise, SK증권

ROE를 높이는 법: R을 올리거나 E를 낮추거나

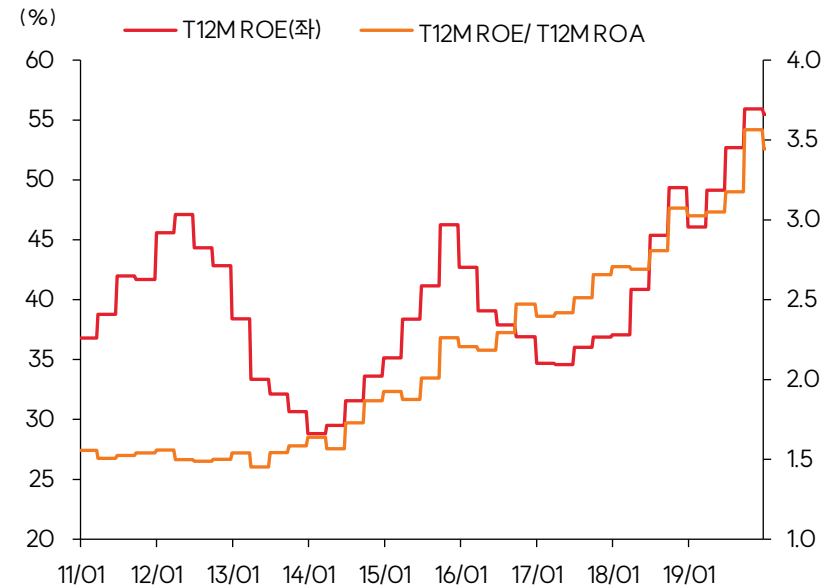
- 지금의 ROE를 높이는 방법은 R을 높이거나 E를 낮추는 방법일 것
- R의 기여도와 E의 기여도를 분리해서 보기 위해 ROE/ROA 비율 참고. ROE/ROA 비율 상승은 부채비율의 상승 즉 E의 감소가 이뤄지고 있다는 방증
- 마이크론의 경우 지금의 높은 ROE는 R에 의존. ROE/ROA는 오히려 우하향 하는 모습을 기록 중
- 주주환원을 통한 E 하락으로 ROE를 꾸준히 높인 대표적인 기업으로 애플이 있음. 2012년 톱컷 체제 하에서 주주환원 확대 계획 발표한 이후 애플의 ROE/ROA 비율은 ROE의 변동과 관계 없이 계속해서 우상향 하는 중

마이크론, ROE 변화는 E의 변화 보다는 R의 등락이 결정



자료: Bloomberg, SK증권

애플, ROE 상승 중 E의 감소 영향 지속적으로 확대

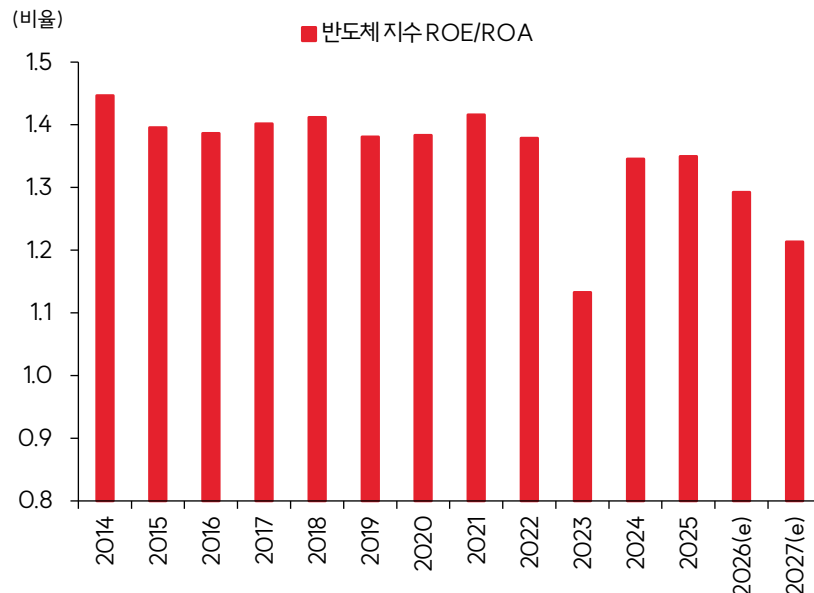


자료: Bloomberg, SK증권

높은 R로 인한 ROE 상승 그리고 주주환원의 E 감소

- LTA에 의한 R의 안정성과 주주환원에 의한 E의 점진적 감소가 결합될 경우 높은 ROE의 구조적 유지 가능성 기대 커질 수 있음
- 앞서서 살펴 보았듯, 높은 이익을 통해 반도체 지수의 2026년, 2027년 ROE는 기존 대비 큰 폭으로 성장
- ROE/ROA 비율은 2026년, 2027년 하락하고 있으나 주주환원 정책 발표를 통해 E의 감소도 점차 반영될 것
- 삼성전자 기존 주주환원 정책 올해 말 종료 예정. 양사 모두 로이터에 보낸 입장문을 통해 주주환원을 유의미 하게 늘리는 방안을 올해 말 발표할 것이라고 전달

한국 반도체 기업들의 ROE 상향은 전적으로 R의 상향에 의존



자료: Quantiwise, SK증권

삼성전자 기존 주주환원 정책 올해 종료 예정

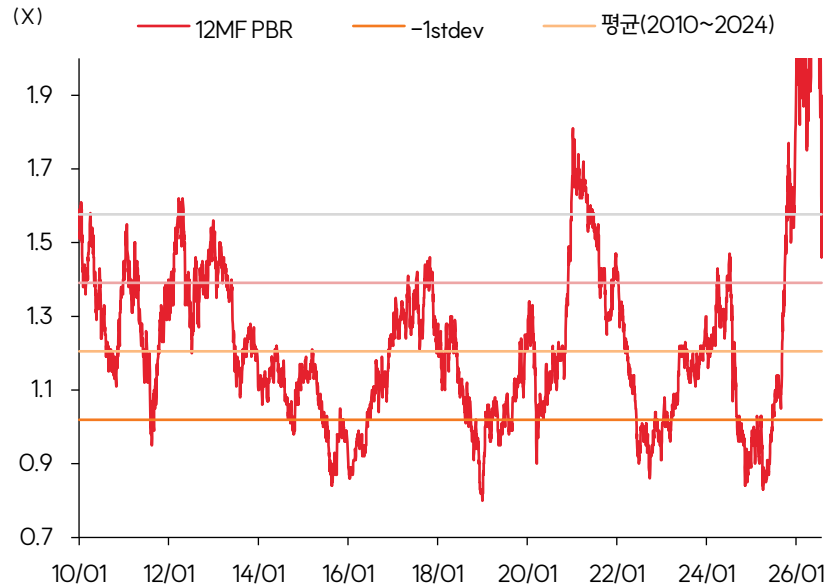
FY 2024-2026				
배당	연간 약 9.8조원	총 주주환원	FCF의 50%	
주주환원 정책 (FY 2024-2026)				+
FY 2021-2023				
배당	29.4조원	총 주주환원	29.4조원	
주주환원 정책 (FY 2021-2023)				+
FY 2018-2020				
배당	39.6조원	총 주주환원	39.6조원	보유 자사주 소각(2018) '18.12/4일, 보유 자사주 잔여분을 전량 소각하였습니다.
주주환원 정책 (FY 2018-2020)				+
FY 2015-2017				
배당	12.9조원	총 주주환원	33.5조원 (자사주 20.6조원)	보유 자사주 소각(2017) '17.5/2일, 주주가치 제고의 일환으로 보유 자사주 50%를 소각하였습니다.

자료: 삼성전자, SK증권

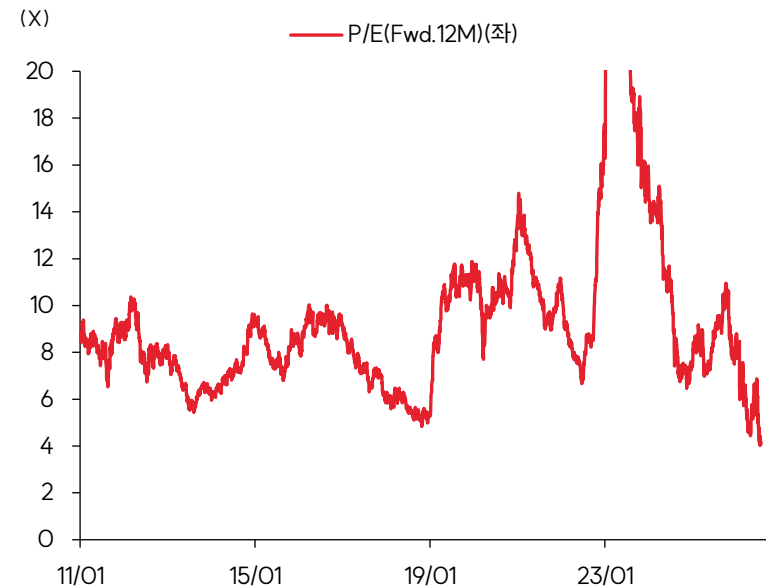
재평가 기대 살아있는 반도체에게 지금 밸류는 저렴

- 반도체 산업에 대한 리레이팅이 실패했다고 가정하더라도 단기적으로 R이 꺾일 가능성이 낮다는 점에서 지난 주가 하락은 과도한 것으로 판단
- 실적 전망치가 여전히 높은 수준을 기록하고 있다는 점에서 PBR 기준 과거 밸류에이션 상단이 하단 역할을 해줄 것으로 기대. 과거 사이클 기준 실적 성장 고점 부근에서의 밴드인 12MF PBR의 2010~2024년 평균+1 표준편차~2표준편차는 1.4배~1.6배
- 반도체 지수의 12MF PER의 위치는 현재 역사적 저점 수준. 삼성전자, 하이닉스의 12MF PER은 4배수준으로 반에 마이크론이나 CXMT 대비 할인된 수준. 반도체 산업 재평가 기대가 살아난다면 지금은 매우 저렴한 위치가 맞음

PBR로 평가 받던 지난 10년간의 12MF PBR 고점 수준 저점 역할 할 것

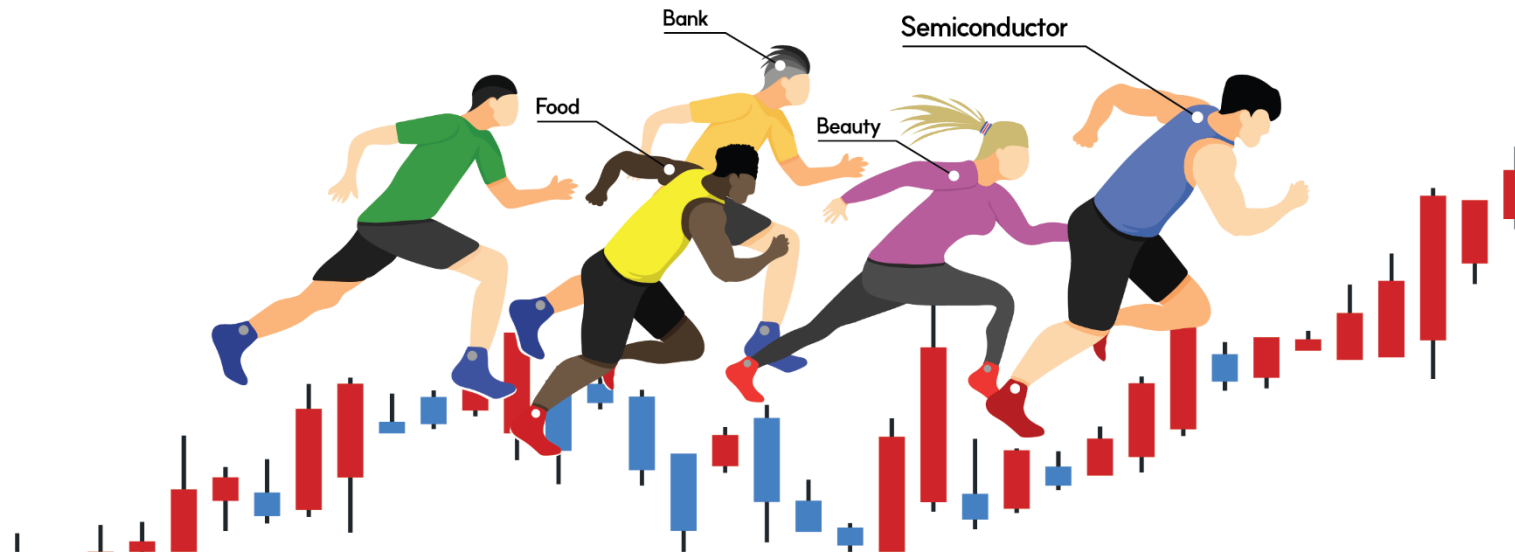


리레이팅 기대감 있는 상황에서 반도체 지수의 12MF PER은 역사적 저점 수준



Chapter 3.

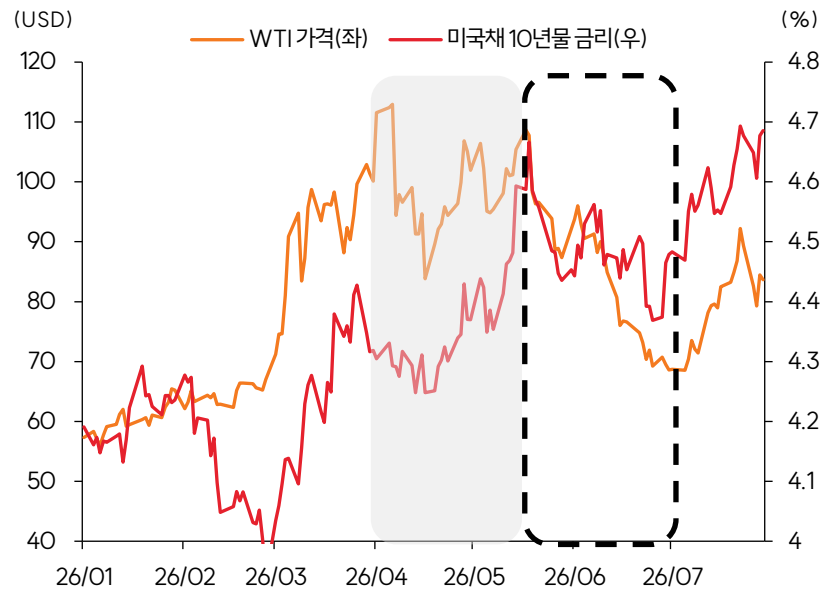
함께 갈 러닝 크루



2Q 미국 주식시장 움직임: 기존 프레임 작동 확인

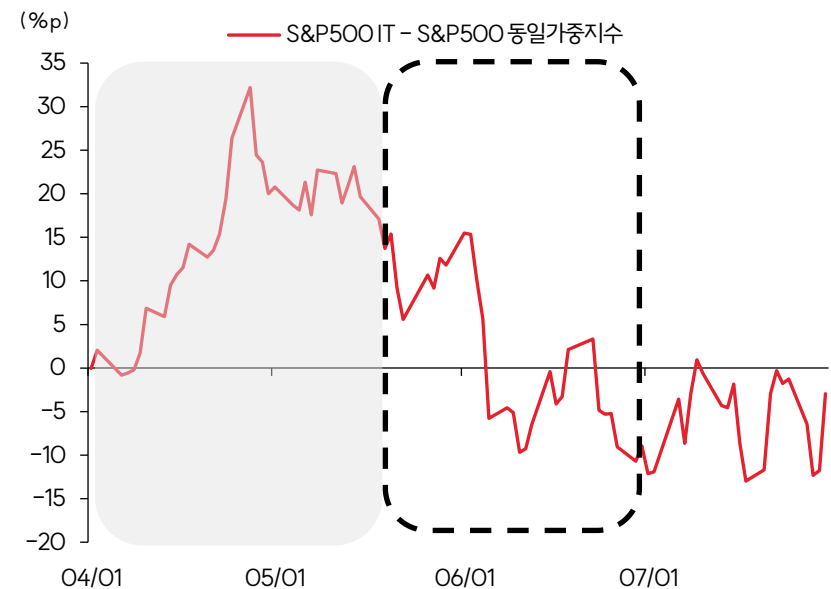
- 일반적인 통념과 달리 고유가, 고금리 상황에서 IT 쏠림은 오히려 확대됨. WTI가 배럴당 평균 99.4달러를 기록했고 미국채 10년물 금리가 상승했던 4월부터 5월 중순까지 S&P500 IT의 월간 변화율 – S&P500 동일가중 지수 변화율은 증가하는 모습이 나타남
- 순환매가 나타나면서 IT 업종 쏠림이 완화된 시점은 유가, 금리가 하락하기 시작했던 5월 19일 이후. 미국은 그날 이란 타격을 연기하기로 결정하면서 합의 기대감이 확대됨. S&P500 IT 지수의 월간 변화율 – S&P500 동일가중 지수 변화율로 본 IT 지수의 우위는 5월 중순을 기점으로 약해지기 시작
- 챗터 1에서 언급한 AI 기업들의 주가 상승이 자체적인 매력 뿐만 아니라 기타 산업의 상대적 투자 매력도 저하에 기인하는 구조가 6월까지 유효했음을 확인
- 다만, 7월 AI 자체적인 이벤트로 IT 투자 심리가 훼손된 영향에 고유가, 고금리 환경에서도 관련 업종은 약세를 기록

5월 중순 이후 금리, 유가 하향 안정



자료: Quantiwise, SK증권

IT 지수와 동일가중 지수 월간 변화율 차이: IT 쏠림 정도 파악 지표

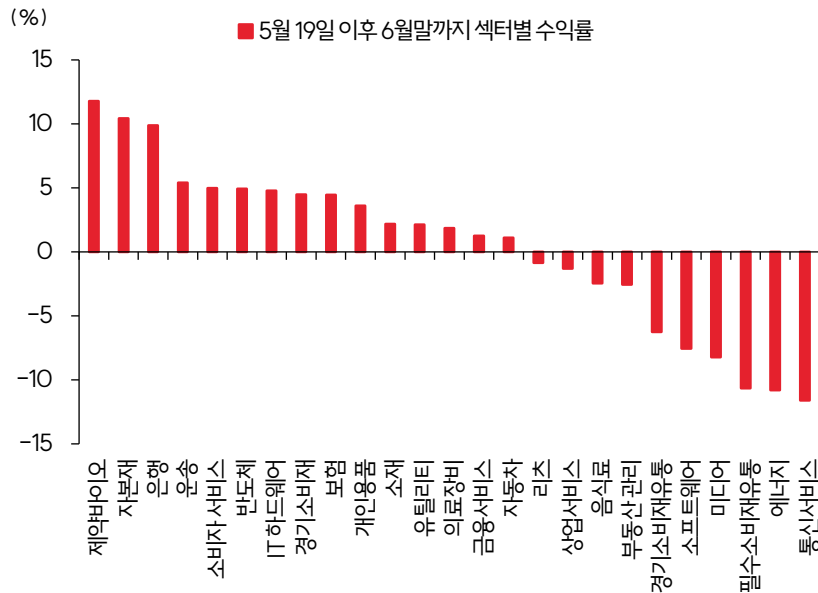


자료: Quantiwise, SK증권

순환매 업종, 매크로 환경이 결정

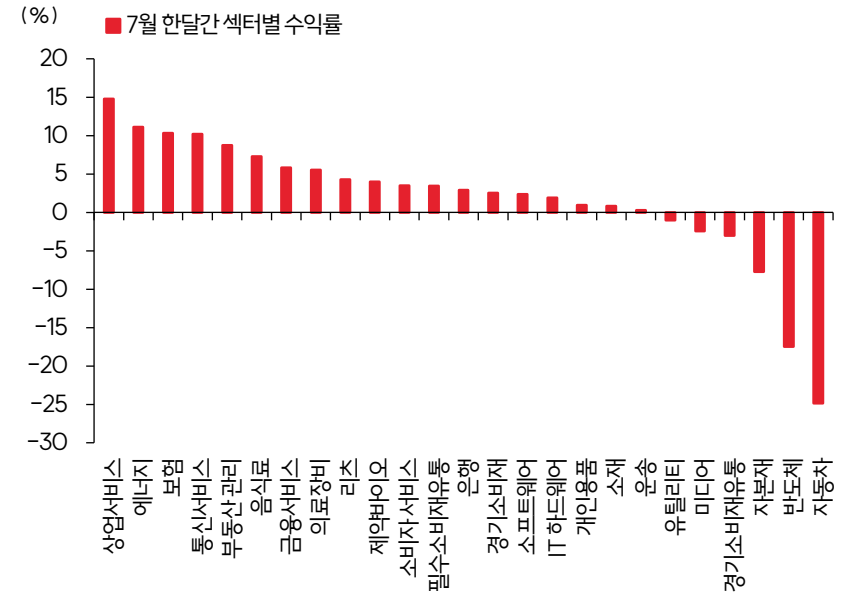
- 7월 미국 순환매는 경기 방어주에서 발생
- 유가, 금리가 하향 안정되면서 저유가, 저금리 기대감이 커졌던 국면에서는 바이오, 자본재, 운송(항공) 등 금리 하락, 에너지 가격 하락에 수혜 받는 산업의 강세가 나타남
- 반면, 유가, 금리가 재차 반등한 7월에는 상업서비스(폐기물 처리, 유니폼 렌탈 등 기업들의 필수 소비 서비스), 음식료, 통신서비스, 부동산 관리 등 경기 방어주 위주로의 순환매가 발생. 6월 강세를 보였으나 경기와 금리 민감도가 높은 자본재, 바이오 등의 수익률은 상대적으로 낮아진 모습

5월 19일~6월 말 금리 및 유가 하향 국면에서 S&P500섹터별 수익률



자료: Bloomberg, SK증권

7월, IT 선호 심리 훼손 + 금리 및 유가 상승 국면에서 S&P500섹터별 수익률



자료: Bloomberg, SK증권

달랐던 올해 초 2월의 순환매 업종

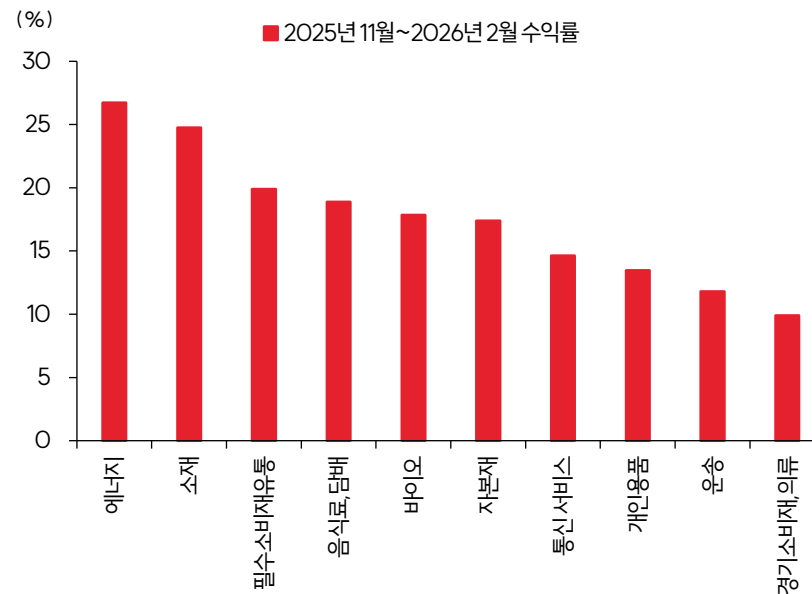
- AI 투자 뿐만 아니라 보험성 금리 인하 및 트럼프 행정부의 감세안 효과 기대감으로 올해 미국 경제 성장 기대는 2026년 3월 초까지 큰 폭으로 증가. 다만, 이란 전쟁 발발로 인한 유가 상승, 금리 인하 기대 후퇴 등으로 3월 부터 하락하기 시작
- 경기 회복 기대감 속 경기 민감도가 상대적으로 높은 산업과 소비관련 산업으로 투자자들의 관심이 이동. 해당 기간 S&P500 내 강세를 보였던 섹터는 대체로 소비와 에너지, 자본재 등

2025년 11월 후 미국 경제 회복 기대감 크게 상승



자료: Bloomberg, SK증권

경기회복 기대 확대된 올해 초 상승할 때 나타난 순환매 모습

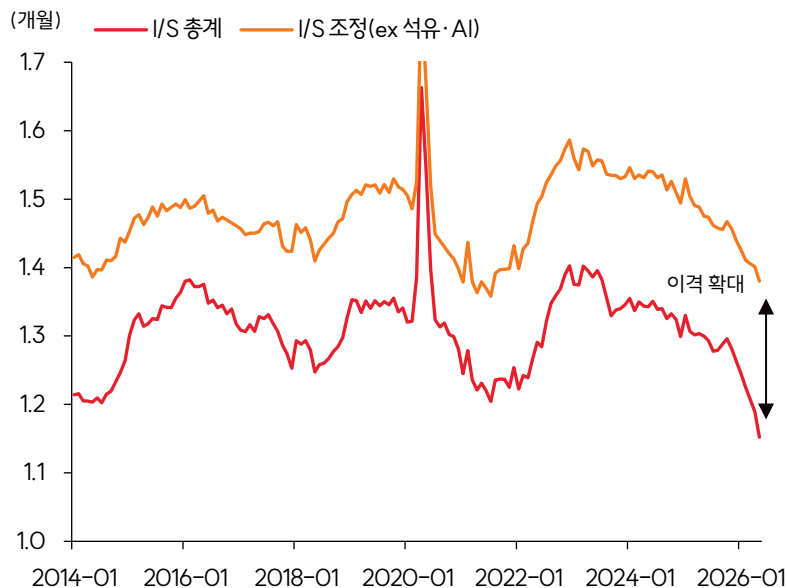


자료: Bloomberg, SK증권

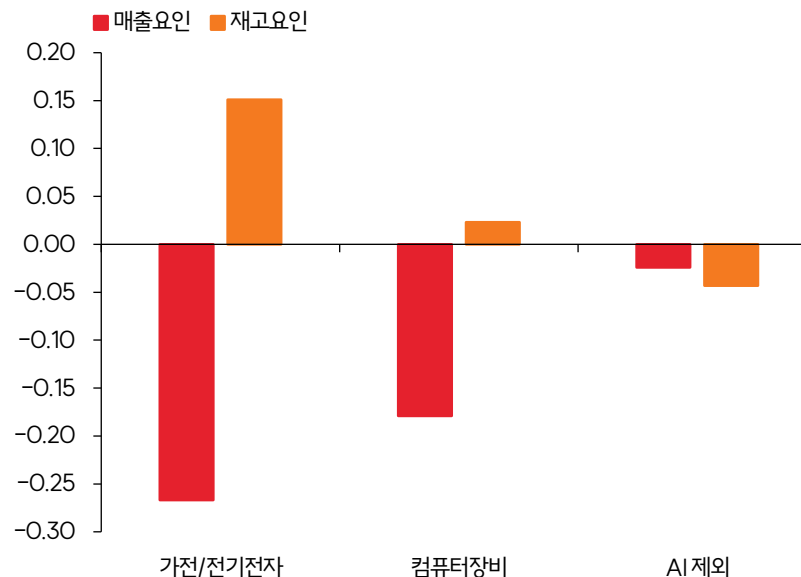
경제지표 해석 시 AI 영향 분리해서 봐야할 것

- 전반적인 경제지표의 경우 AI 투자 확대에 긍정적으로 나올 수 있으나 AI와 그 외 부분을 분리해서 투자해야 하는
- ISM 제조업 지수는 7월 55.6을 기록하며 4년 2개월 만에 최고치를 기록. 세부 항목도 긍정적인 모습. 고객 재고는 낮은 수준이며 신규 주문, 수주 잔고, 신규 수출 주문 등 생산 관련 지수도 상승. 다만 응답자들의 의견을 참고해 보면, 반도체, 기판, 전기 제품 등은 양호한 수요 환경 속에 있는 것이 맞지만 의료, 소비 등 AI 투자 영향을 받지 않은 산업의 상황은 좋지 않음
- 특히, 고객 재고가 낮다는 측면은 사실이나 Inventory to Sales 비율 산출에서 에너지(이란 전쟁), 반도체(AI CAPEX 확대) 등 제한 결과 낙폭은 헤드라인 지표 대비 크지 않았음. 또한 해당 지표의 하락을 야기한 요인은 매출 증가 보다는 오히려 재고 감소 요인이 더 큼. 매출 증가 대응을 위해 재고를 쌓은 가전/전기전자, 컴퓨터 장비 등 AI 관련 산업과 다른 모습

재고/매출 비율 하락은 에너지, 반도체 부분에서 더 크게 나타남



재고 비율 하향 기여 요인: AI는 매출이 크지만 AI 제외는 재고 소진이 더 커



같은 성장률, 다른 현실

<기존 침체와의 구조적 차이>

전통적 침체 Classical Recession

확장
성장·고용 ↑

충격
급격한 수요 ↓

침체 확인
GDP ↓ · 실업 ↑

공식 지표와 실질 후생이
동시에 하락 → 명확한 침체 신호

주요 특성

- GDP 마이너스 성장 → 침체 명확 인식
- 실업률 급등 → 사회적 인지 빠름
- 정책 대응 여력 존재

VS

잠식형 침체 Growth Erosion Regime

편향된
성장

잠식
진행

후생
훼손

공식 지표는 성장 유지 → BUT
실질 후생은 先 훼손 (비가시적 침체)

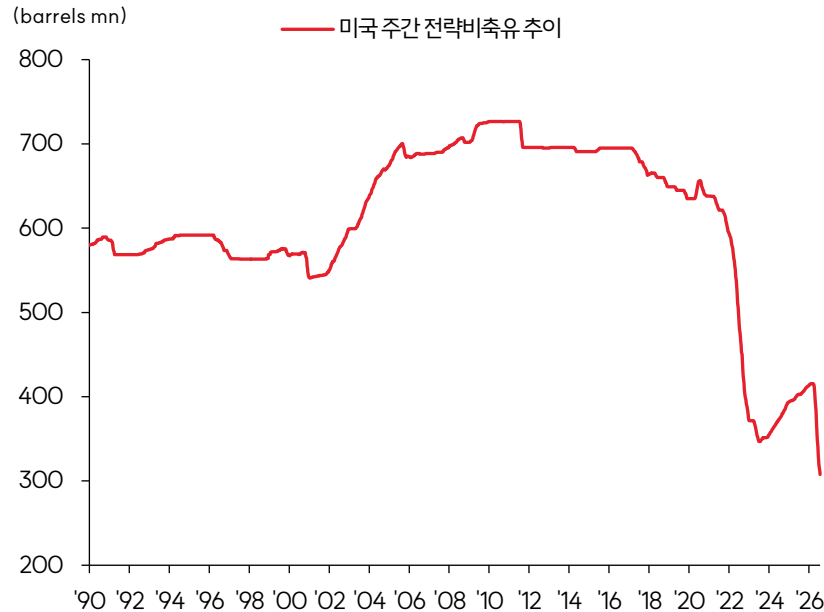
주요 특성

- GDP는 플러스 → 침체 인식 지연
- 체감 경기만 악화 → 정책 대응 어려움
- 고물가로 통화·재정 동시 제약

유가 하향 안정 될 것이나 전쟁 전으로 회귀 더딜것

- 최근 유가 하락은 중동 지정학적 리스크 완화에 따른 공급 프리미엄 축소에 기인. 다만 리스크 프리미엄 감소와 실제 공급 회복은 구분할 필요. 호르무즈 해협 개방 이후에도 서비스 가격 협상과 비용 불확실성이 남아 있고, 우회 경로 재건과 생산설비 정상화까지 고려하면 실질적인 공급 회복에는 시차가 불가피할 전망
- 수요 측에서도 하방 압력 완화 가능성 존재. 그동안 중국의 수요 감소가 유가 하락에 기여했으나, 향후 중국을 비롯한 주요국의 전략비축유 재축적이 시작될 경우 추가 수요 요인으로 작용할 가능성. 뚜렷한 수요 충격이 없는 한 유가의 추가 하락보다는 하방 경직성이 형성된 상황에서 재상승 압력에 대한 경계심을 유지해야 한다는 판단
- 미국의 자생적 경기 회복 기대가 커졌던 전쟁 전 유가인 WTI 기준 70달러 밑으로 돌아가기 어려울 것으로 판단

미국 전략 비축유 재고 감소



자료: EIA, SK증권

2026년 미국 GDP 성장률과 WTI 추이

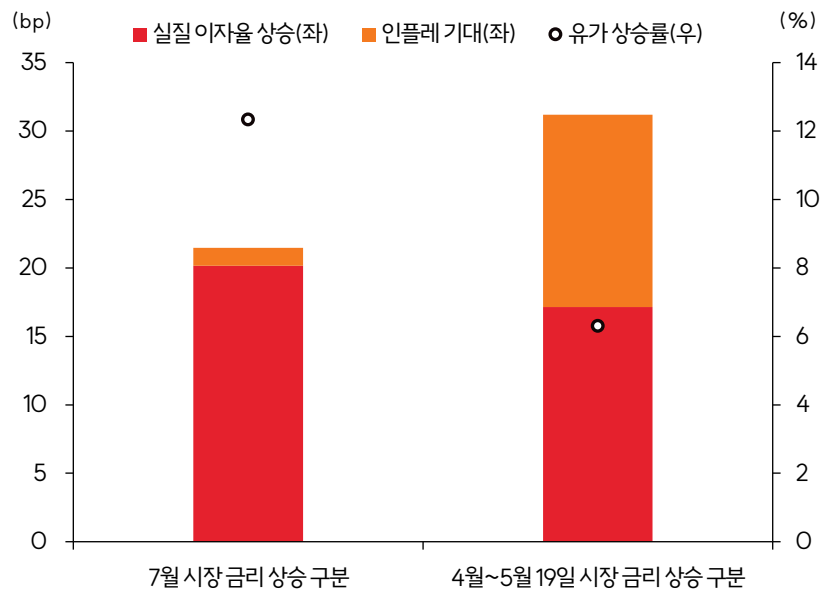


자료: CEIC, SK증권

미국 금리 동결에도 장기물 금리 하락 어려워

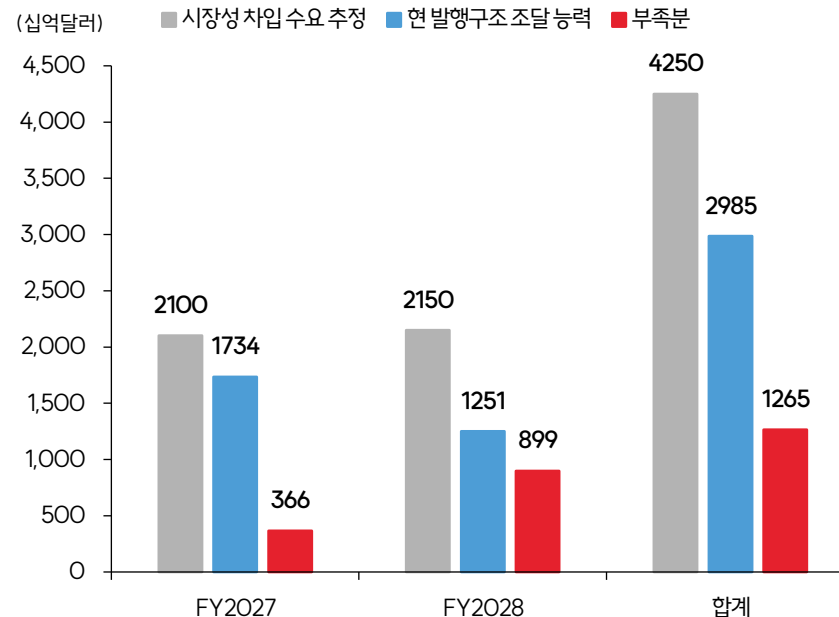
- 높은 금리 환경은 기준금리 동결 결정을 한다고 하더라도 당분간 유지될 가능성이 높음
- 7월 미국 금리 동결 결정에도 미국 시장 금리는 상승. 10년물 금리는 7월 한달간 21.5bp 상승했으나 TIPS 금리를 제한 기대 인플레이는 유가 급등에도 1.3bp밖에 상승하지 않음. 즉, 지금의 고금리는 인플레이 영향 보다는 구조적인 문제로 인한 것
- 하반기 예정된 이표채 발행 확대, 예산안 협상 속 섰다운 리스크 재부각, 11월 중간선거 확장 재정 공약, 빅테크 대규모 회사채 발행 이슈 등은 실질 이자율의 구조적 상승 요인 우세

금리 상승 시기별 요인 분해



자료: Bloomberg, SK증권

FY27~28 미 재무부 누적 자금 부족 추정



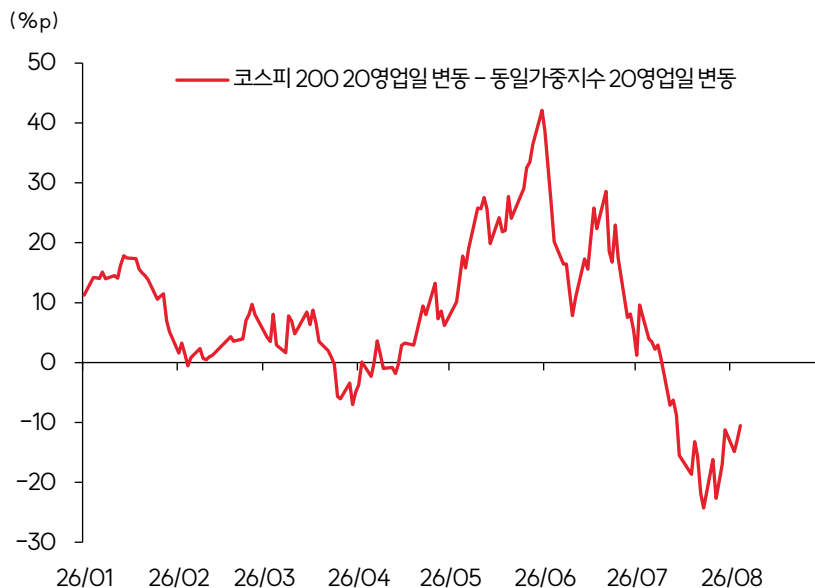
자료: 미 재무부, SK증권

주: 추정치는 미 재무부 차입위원회(TBAC)가 26년 5월 제시한 수치

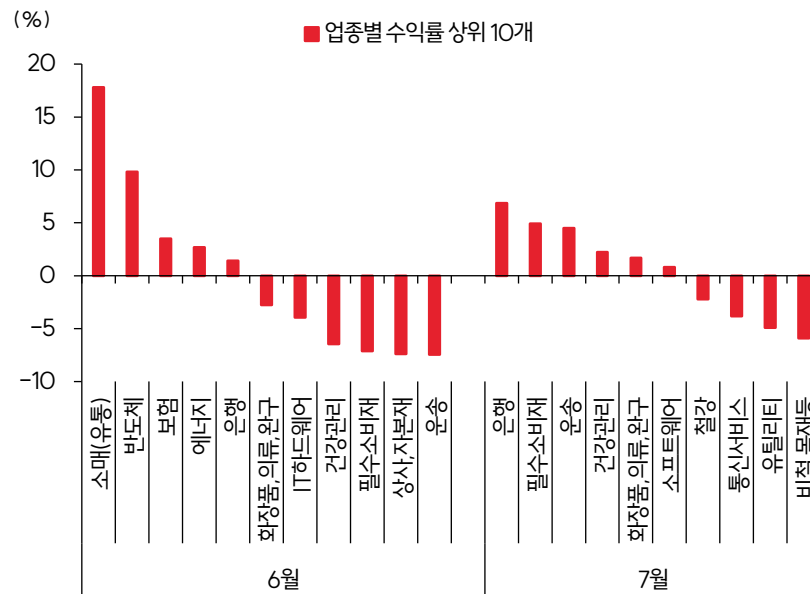
반도체 랠리 소강 속 강세를 보인 한국 산업

- 지금 매크로 구조 하반기 이어질 것. 고유가, 고금리 환경이 나타났던 7월의 상대적 강세를 보인 업종이 하반기에 반도체 반등과 함께 갈 업종일 가능성이 높다고 판단
- 한국 코스피 시장에서도 반도체 집중 현상은 2026년 6월을 기점으로 약해지기 시작. 코스피 200의 20 영업일 변화율에서 코스피 200 동일가중지수 20영업일 변화율을 감한 수치는 6월 초를 고점으로 하락하기 시작
- 미국채 금리, 유가가 높은 수준에 위치했던 7월 강세를 보였던 업종은 은행, 필수소비재, 운송, 헬스케어, 화장품. 이중 금리, 유가 민감도가 낮은 은행, 필수소비재,化粧품을 선호

반도체의 나홀로 질주는 6월 부터 주춤



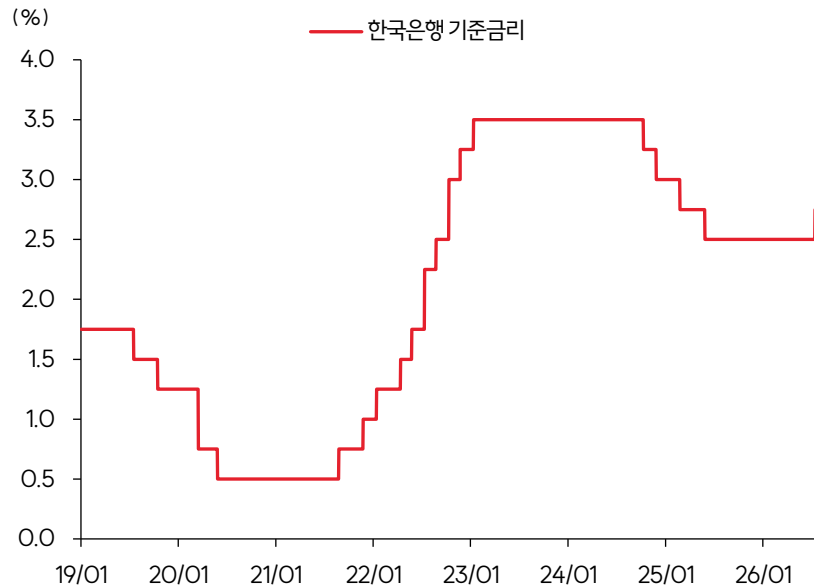
6월 이후 업종 지수별 수익률: 은행, 화장품, 운송, 건강관리 등 강세



한국, 기준 금리 인상 사이클 진입

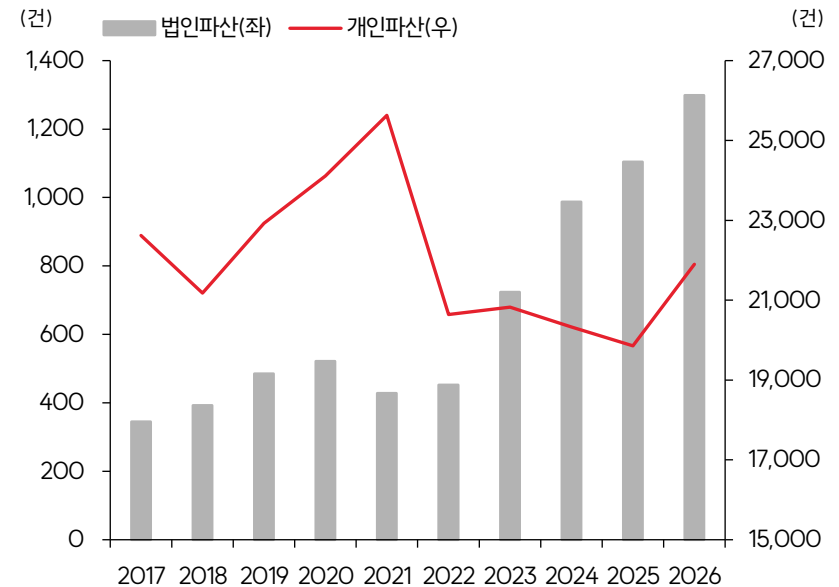
- 반도체 수출 영향에 따른 경제 성장을 상승 속 물가 상승 견제, 환율 방어 등을 위해 한국 은행은 7월 기준금리를 인상함
- 전반적인 경제 지표는 양호한 반면, 개인 대출 연체율, 파산신청 접수건수 등 중/저소득층 관련 데이터는 상황 악화를 이야기하고 있음. 각 연도별 상반기 개인, 법인 파산신청 접수 건수에서 개인, 법인 파산은 전년대비 증가하는 모습을 보임
- 내수, AI CAPEX와 직접적인 연관이 없는 기업들보다는 금리 인상 사이클 속 구조적으로 수혜를 볼 수 있는 은행에 관심

한국은행, 미국과 달리 기준 금리 인상 사이클 진입



자료: 산업통상자원부, SK증권

각 연도별 상반기 개인, 법인 파산신청 접수 건수 비교

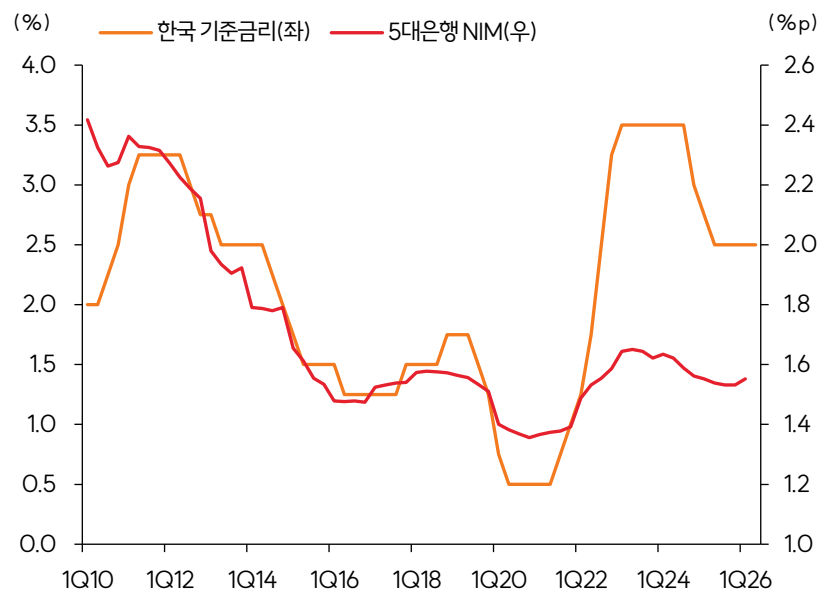


자료: 산업통상자원부, SK증권

은행: 한국 금리 인상 국면 속 수익성 개선 기대

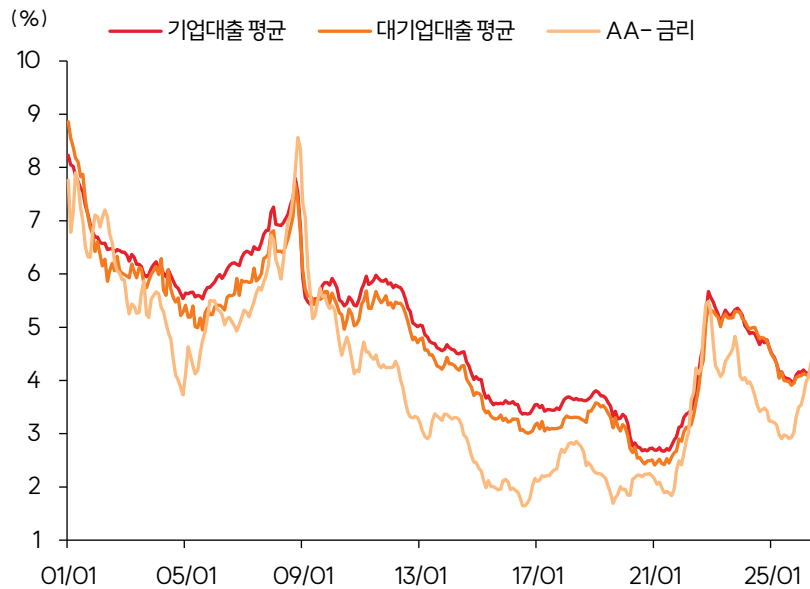
- 금리 인상 사이클에서 은행 전반의 ROE, NIM 상승하는 경향 존재. 한국은행 올해 추가 금리 인상 할 것으로 예상
- 대기업들이 자금 조달창구를 회사채 발행에서 은행 대출로 바꾸고 있음. 회사채 금리가 오르면서 AA- 회사채 3년물 금리가 은행의 신규취급 대출 금리 평균보다 높아짐
- 2026년 2분기 4대 은행 예대율 평균은 전년동기 보다 낮아짐(98.25->95.80). 경기 부양을 위해 금융 규제 완화 가능성이 언급되고 있기에 은행의 매력도는 하반기 추가 상향 조정될 것으로 기대

금리 인상 국면에서 순이자이익 개선되는 흐름



자료: 한국은행, SK증권

신규취금액 기준 기업대출 금리와 AA- 3년물 회사채 금리 비교



자료: KOSIS, SK증권

AI가 아니어도 잘나갔던 한국 수출

- IT 투자 심리 회복이 아직 이뤄지지 않은 상황. 경기 둔화 우려에도 실적 성장이 기대되는 산업에 순환매가 돌 가능성이 높다고 판단
- AI CAPEX 관련 반도체, 컴퓨터, 전자기기 등 도 역대 1위 수출 규모를 기록. 하지만 금액 기준으로 농수산식품, 화장품, 비철금속도 1위를 기록했으며 바이오/헬스, 석유제품은 2위를 기록
- 가격 상승 효과를 제외한 실질 수출 기준으로 화장품, 필수소비재, 비철금속은 1위를 기록. 비철금속의 경우 데이터 센터 건설로 인한 수요 증가, 관세 불확실성을 앞두고 나타난 재고 확보 등이 영향

2026년 상반기 20대 주요 품목별 수출액 증감률과 역대 순위

IT					모빌리티		
구 분	반도체	디스플레이	무선통신기기	컴퓨터	자동차	자동차부품	선박
수출액	1,923.8	83.2	99.0	212.0	359.4	100.3	165.5
증감률	+162.6	+9.4	+31.5	+262.1	△1.1	△6.3	+18.4
역대순위	1위	-	-	1위	3위		
에너지·화학				소재·기계			
구 분	석유제품	석유화학	이차전지	일반기계	전기기기	철강	비철금속
수출액	301.3	228.5	40.0	229.9	85.9	124.0	94.4
증감률	+39.6	+5.2	+11.1	△2.9	+3.0	△2.0	+38.0
역대순위	2위			1위			
소비재							전체
구 분	농수산식품	화장품	생활용품	섬유	가전	바이오헬스	
수출액	65.7	70.0	42.0	53.8	32.5	92.0	
증감률	+8.7	+27.2	△0.0	+1.2	△12.2	+11.2	
역대순위	1위	1위	3위	-	-	2위	

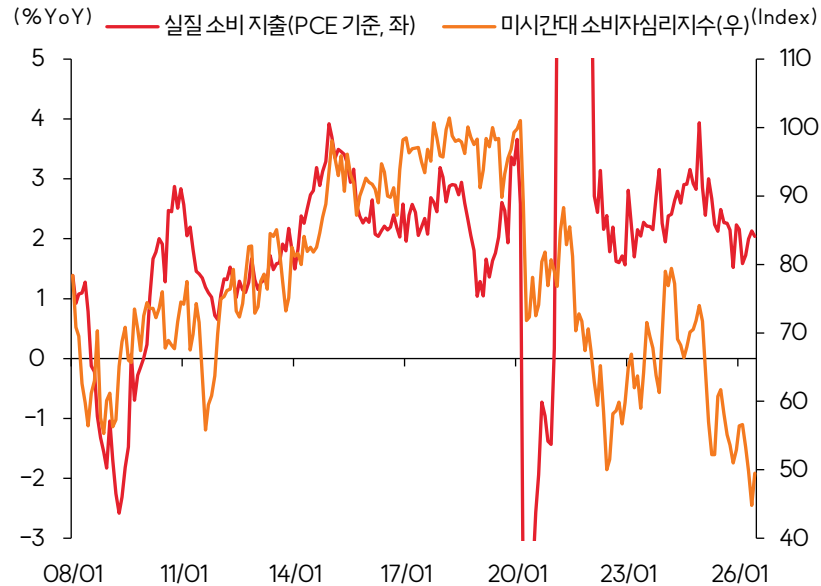
2026년 상반기 20대 주요 품목별 실질 수출 증감률과 역대 순위

IT					모빌리티		
구 분	반도체	디스플레이	무선통신기기	컴퓨터	자동차	자동차부품	선박
실질수출액	1,923.8	83.2 †	99.0 †	212.0 †	359.4	100.3	165.5
물량증감률(%)	△0.5	+62.6 †	+11.5 †	+1.5 †	△3.7	△0.8	△10.0
단가증감률(%)	+164.1	△0.3 †	△6.1 †	+99.3 †	+2.6	△5.5	+31.5
역대순위(실질)	3위	16위 †	16위 †	16위 †	2위	15위	11위
에너지·화학				소재·기계			
구 분	석유제품	석유화학	이차전지	일반기계	전기기기	철강	비철금속
실질수출액	301.3	228.5	40.0 †	229.9 †	85.9 †	124.0	94.4
물량증감률(%)	△6.4	△10.2	+19.6 †	△0.5 †	+15.7 †	+0.8	+14.7
단가증감률(%)	+48.0	+17.0	△6.9 †	△5.3 †	△1.1 †	△3.1	+20.6
역대순위(실질)	11위	10위	15위 †	17위 †	1위 †	12위	1위
소비재							전체
구 분	농수산식품	화장품	생활용품	섬유	가전	바이오헬스	
실질수출액	65.7	70.0	42.0	53.8	32.5 †	92.0 †	
물량증감률(%)	+5.7	+19.7	△2.2	△5.4	△8.8 †	+18.1 †	
단가증감률(%)	+2.8	+6.0	+2.2	+6.9	+19.9 †	+5.3 †	
역대순위(실질)	1위	1위	5위	17위	5위 †	1위 †	

미국 K자형 경제 구조 하반기에도 계속될 것

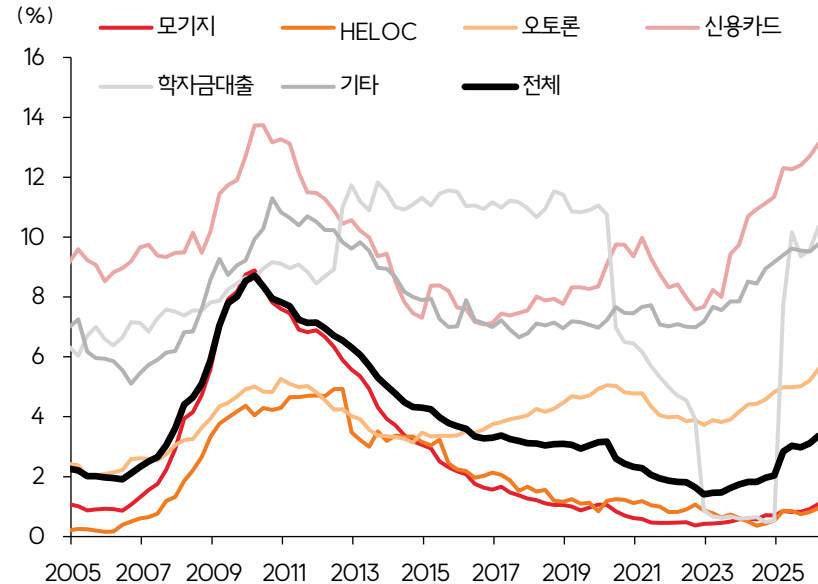
- 미국 K자형 경제 구조 한국 수출 중 가성비 소비 관련된 화장품, 필수소비재 관심
- 실질 소비도 폭발적인 성장을 보여주는 것은 아니지만 경기 둔화 우려를 키울 만큼 성장을 못하는 것도 아닌 상황. 다만 금액 기준이 아닌 소비심리지표는 낮은 수준
- 중/저소득층 관련 연방정부 학자금 대출, 신용카드, 오토론 연체율이 금융위기 수준에 육박. 전반적인 고용 지표는 긍정적으로 보일 수 있으나 시간당 실질 평균임금은 오히려 역성장 중
- 고소득층을 제외한 미국 대부분의 소비자들은 가성비 소비를 찾을 수 밖에 없는 상황이 향후에도 이어질 것으로 판단

실질 소비 지출 증가율 긍정적 vs 소비자 심리 지수는 하락



자료: FRED, SK증권

중/저소득층 관련 학자금대출, 신용카드, 오토론 연체율 금융위기 수준에 육박

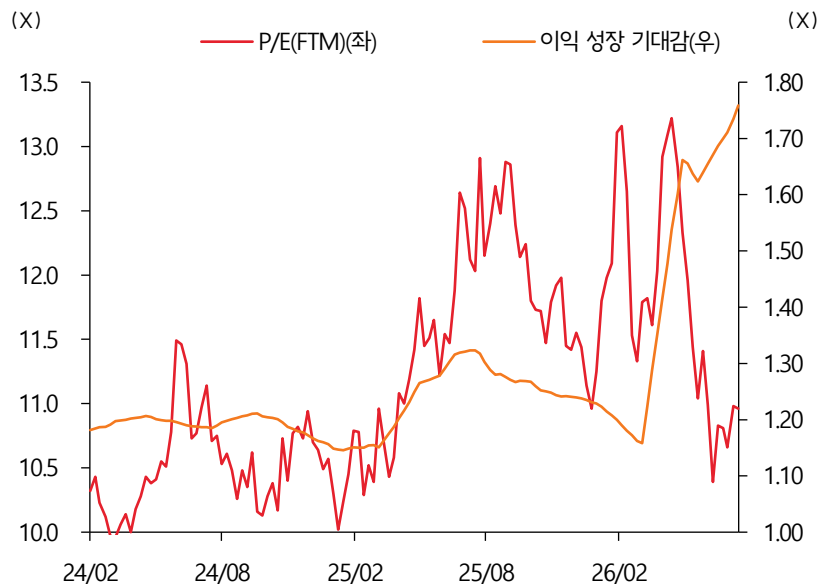


자료: CEIC, SK증권

필수소비재: 수출 호조 + 수익성 개선 + 가격매력

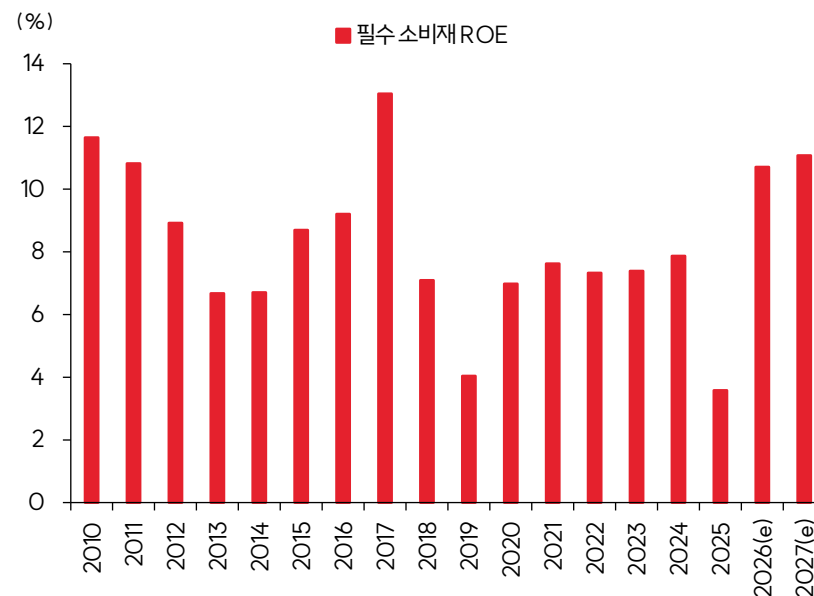
- 수출 호조 영향에 Fwd 12M EPS/Trailing 12M EPS로 측정한 필수 소비재 산업의 이익 성장 전망 기대는 상승 중. 다만 최근 주가 조정으로 P/E는 오히려 하락한 상황
- 일부 기업들 가격 인상을 통해 마진 개선을 꾀하고 있음. 2026년과 2027년 ROE 전망치는 각각 10.7%, 11.07%로 회복할 것으로 전망. 해당 수치는 2017년 이후 최고 수준

필수 소비재 이익 성장 기대는 상승한 반면 밸류에이션 지표는 하락



자료: Quantiwise, SK증권

필수 소비재 섹터의 수익성 올해와 내년 10%대 회복할 것으로 전망

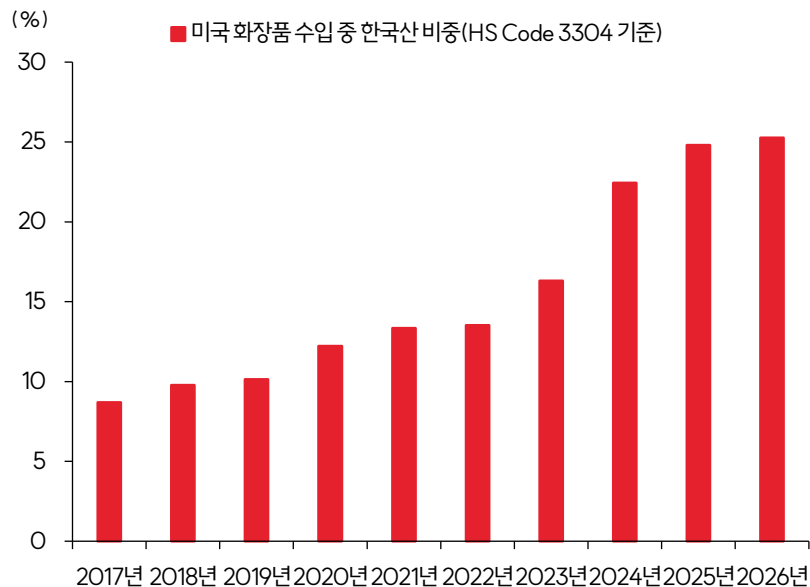


자료: Quantiwise, SK증권

화장품: 가성비를 앞세운 수출 호조 지속

- 미국 화장품 수입 중 한국산 비중 꾸준히 상승 중. 미국 화장품 수입 중 2026년 1월~5월 한국 화장품 점유율은 25.3%로 2025년 연간 점유율 보다 높은 수준
- 미국 아마존 제품별 순위 데이터를 활용해 Facial Skin Care에서 K뷰티의 위상을 점검해 볼 수 있는 BSR 점수는 여타 국가의 유니버스와 달리 꾸준히 우상향 하고 있음
- 경제 구조 상 K자형 소비 구조 이어지는 가운데 가성비 매력이 높은 한국 화장품 수출 매력 높을 것으로 기대

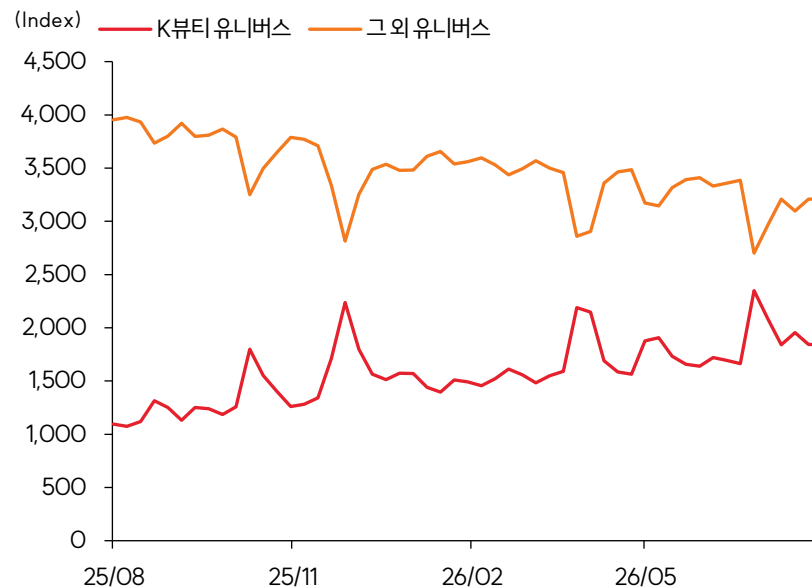
미국 화장품 수입 중 한국산 비중 꾸준히 상승 중



자료: USITC, SK증권

주: 2026년 데이터는 1월~5월까지 데이터 기준

아마존 Facial Skin Care에서 K 뷰티 점수 우상향 흐름 지속



자료: Amazon U.S, SK증권