



투자전략 In-depth | 2026.08.21

시황

Noise 속에서 찾는 수급 Signal : 증시 반등의 시작점



- | 상반기 반도체 자금 집중은 합리적 자금 이동 결과
- | 개인 수급 단기적 약세, 외국인 투자자금 순유입 예상
- | 미국 AI 플랫폼 IPO, 서학개미 수급 이탈 자극 요인
- | 단기적 개인 투심 약화, 순환매 장세 및 중기적 반도체 중심 상승 지속 전망

CONTENTS

시황 Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

1. 상반기 증시, 과연 왜곡된 soll림이었을까?

- | | |
|---------------------------|----|
| 1) 반도체 중심 soll림 왜곡에 대한 진단 | 7 |
| 2) 왜곡된 상승이 아닌 합리적 자금 이동 | 14 |

2. 주체별 수급 분석

- | | |
|-------------------------|----|
| 1) 국면별 수급 복기 | 16 |
| 2) 개인 자금은 어디로 이동했을까 | 20 |
| 3) 신(新) 유동성 장세가 지지하는 수급 | 23 |
| 4) 외국인 매도세, 언제까지 이어질까? | 26 |
| 5) 향후 수급 전망 | 28 |

3. 하반기 IPO 의 수급 영향력 점검

- | | |
|--------------------------|----|
| 1) IPO가 과연 시장 수급의 블랙홀일까? | 30 |
| 2) 개인투자자금에는 위험요소가 될 IPO | 35 |
| 3) 밸류체인 내 단기적 자금 흡수 가능 | 37 |

4. 지표에서 확인되는 수급 왜곡의 해소

- | | |
|-------------------------|----|
| 1) 수급 꼬임의 정상화 과정 | 39 |
| 2) 소수종목의 자금 집중 현상은 해소 중 | 42 |

5. 결론 및 향후 시장 전망

- | | |
|--------------------------|----|
| 1) 상승폭 둔화, 단기적 순환매 장세 예상 | 45 |
|--------------------------|----|



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

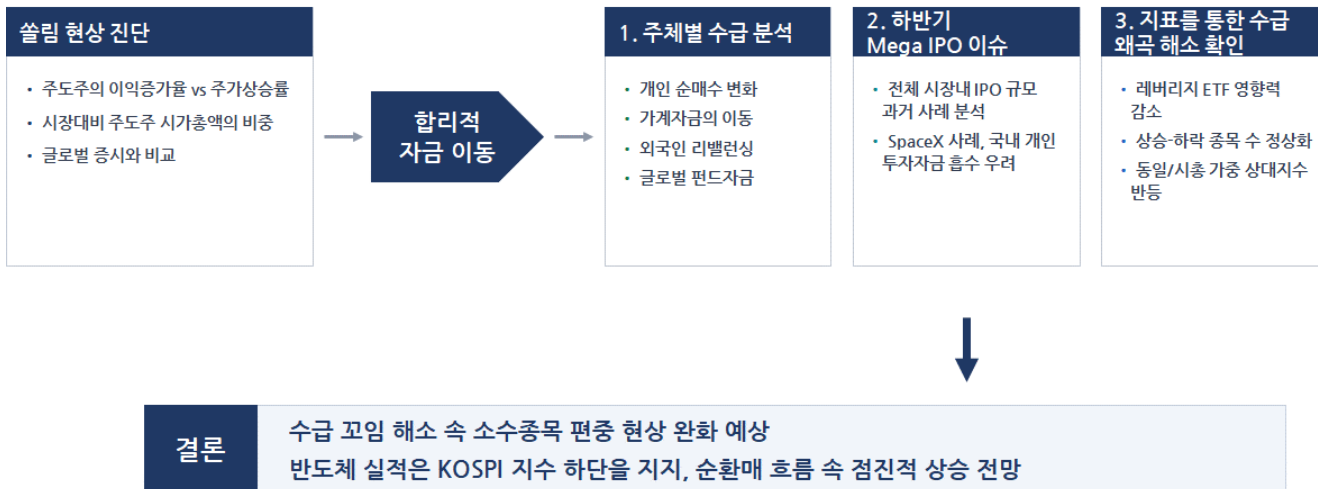
상반기 반도체 상승장세는 이익관점에서 정상적

본 자료에서는 수급적 요인과 더불어 반도체와 비(非)반도체의 수익률 격차와 관련하여 상반기 국내 증시의 풀림 현상에 대해 분석하였다. 세 가지 기준에 의하면, 상반기 반도체 상승장세는 왜곡된 풀림이 아닌 정상적 자금 이동이 확인되었다. 과거 사례에 기반한 핵심은 반도체 사이클 장세에서 발생하는 이익 급증분이 시장에 온전히 반영되기에는 어려움이 있다는 점이다. 이는 차익 실현 등 수급적 요인에서 조정장세로 발현될 수 있다.

단기적 개인 순매수 약화, 미국 Mega IPO는 향후 자금의 추가 이탈 변수

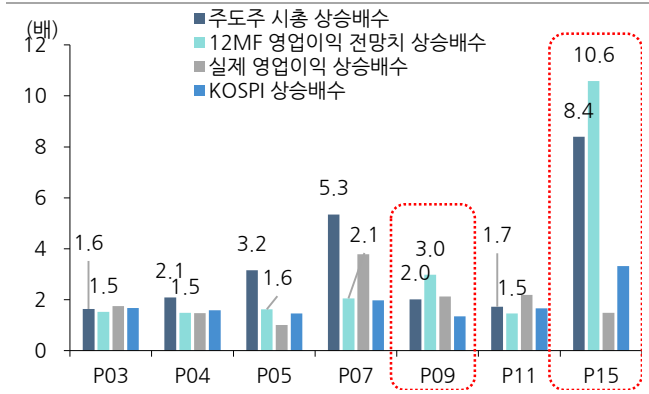
결국 향후 수급 변수를 주목해볼 필요가 있다. 1) 단기적으로 약화된 개인 투심에도 불구하고 자금 이탈의 폭은 제한적일 것이다. 이는 가계발 유동성 환경이 지지한다. 2) Mega IPO는 일시적 수급 노이즈를 야기할 수 있기에 유의할 필요가 있다. 3) 반도체 중심의 강세장이 예상되나 개인 수급 이탈로 인한 단기적 순환매 장세가 나타날 수 있다. 이에 따라 지수는 등락기간을 거친 이후 연말로 갈수록 상승추세에 접어들 것으로 전망한다.

KOSPI 풀림 현상 진단, 향후 수급 변수와 결론 도식화



Focus Chart

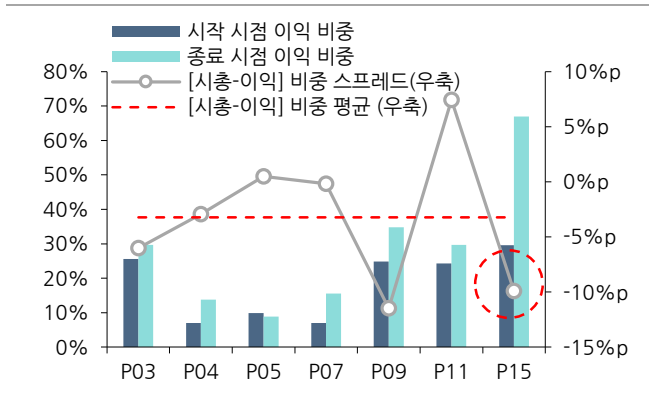
그림 1. 상승국면 주도주 시가총액 vs 영업이익 상승 비교



주: P15(2025.05~2026.06) 국면의 실제 영업이익은 25년 확정치만 반영
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

- 과거 상승국면에서는 시총 상승배수가 영업이익 상승배수보다 높았으나, P9(2016~18)와 현 국면 P15(25.05~26.06)에서만 이익대비 시총 상승률이 낮았음
- 두 국면의 공통점은 상승 배경이 반도체 상승사이클이라는 점
- 타 국면 대비 이익 증가폭이 매우 컸던 시기, 따라서 주가가 이를 온전히 반영하지 못한 것으로 해석
- 해당 기준에 따르면, 상반기 반도체 장세는 왜곡된 수급 풀림으로 보기 어렵다는 결론

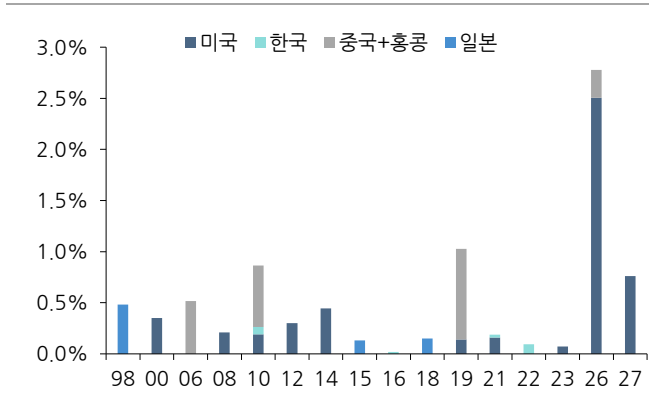
그림 2. 전체시장 내 주도주의 시총 비중, 이익 비중 비교



주: P15 국면 영업이익은 2026년 전망치를 활용
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

- 과거 상승 국면에서 주도주의 시총 비중은 이익 비중보다 주로 높았음(P4, P5, P7, P11)
- 다만, 앞서 그림 1에서 구분되었던 두 반도체발 상승국면(P9, P15)에서는 이익 비중이 시총 비중을 10%p 이상 상회
- 즉, 전체 시장 내 차지하는 이익의 비중이 확대된 것에 비해 주가가 상승하지 못했다는 것을 의미
- 해당 기준에 의하면, P15 현 국면은 풀림 왜곡 국면이 아닌 정상적 범주 내에서의 자금 이동으로 해석 가능

그림 3. 글로벌 주요국 증시 전체 시총 대비 주요 IPO 기업 시가총액 비중

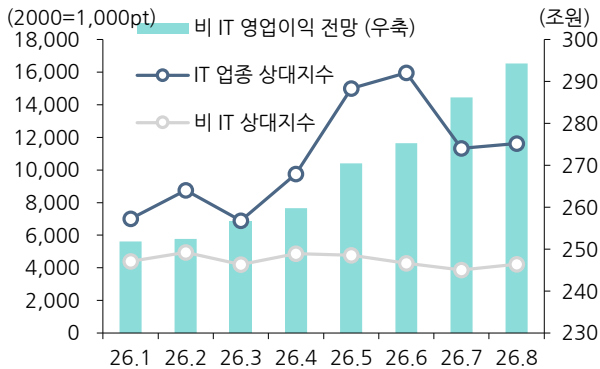


주: 500억 달러 이상 종목 집계, 26년- Anthropic, YMTC 포함, 27년-OpenAI 포함
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 26~27년 예정된 Mega IPO의 예상 시가총액을 반영하면 시장에서 차지하는 비중은 과거대비 매우 높은 수준
- 2026년에는 SpaceX와 CXMT(상장완료), Anthropic, YMTC(상장 예정)의 효과가 크게 작용, 2027년에는 OpenAI 가 상장예정
- SpaceX 사례 분석 결과 막대한 시총에 대한 전체 시장의 영향력은 크지 않았으나, 국내 개인 해외투자자들의 순매수는 크게 나타나며 수급 흡수가 발생
- 향후 예정된 Anthropic, OpenAI 상장은 규모나 주목도 측면에서 개인투자자 수급의 이탈 가능성을 보여줌

Focus Chart

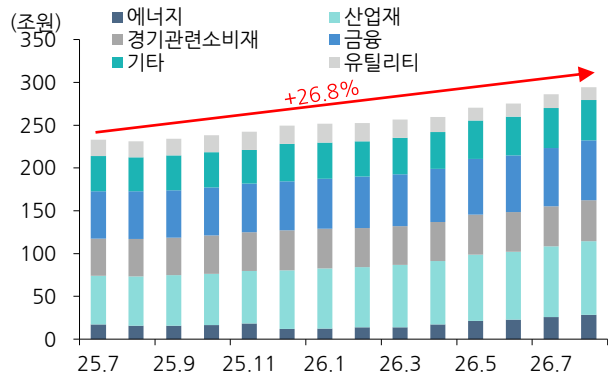
그림 4. 국내 IT, 비IT 업종 수익률 및 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

- 연초 이후 반도체가 포함된 IT 업종의 강세 영향에 타 업종의 수익률은 음수(-)를 기록
- 비IT 영업이익 전망치는 연초대비 +16.8% 상승하며 견조한 성장세가 확인
- IT 업종의 영업이익이 연초대비 약 300% 증가한 것에 비해서는 상대적으로 낮으나, 주가 하락의 요인으로 보기는 어려움
- 개인 수급의 단기적 이탈이 반도체 중심으로 나타날 것으로 예상되는 가운데, 타 업종 중심의 순환매 장세 시현 가능

그림 5. 비IT 업종 12M Fwd 영업이익의 전망치 변화



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

- 비IT 영업이익 전망치는 1년 전 대비 약 +26.3% 상승, 연초대비로는 +16.8% 상승
- 25년 연간 13% 상승에 그친 점과 비교했을 때 25 하반기~ 26년 상반기 이익 전망치 상승폭은 확대
- 특히 에너지, 산업재, 금융 등의 업종의 상승폭이 확대된 점이 전체 영업이익 전망치 상향을 야기
- 연초 이후 비IT 섹터 수익률은 상대적 약세에 그침. 전망치 상향 업종&종목 중심으로 저가 매수세 유입 기대

표 1. 섹터별 EPS 전망치 비교 - EPS 상위 16업종 발췌

단위: 십억원	2026년 1월	2월	3월	1Q 증감률 (%, QoQ)	4월	5월	6월	2Q 증감률 (%, QoQ)	7월
반도체	244,718	272,939	299,288	131.1	476,926	533,016	608,731	103.4	667,271
소프트웨어	53,568	56,558	61,866	14.6	55,409	57,101	61,723	-0.2	64,362
화장품, 의류, 완구	41,296	36,065	33,340	-17.5	34,586	44,870	45,250	35.7	49,964
에너지	9,833	11,525	11,790	37.9	16,630	25,290	26,476	124.6	28,069
IT 하드웨어	15,465	16,017	15,935	11.1	18,708	19,755	22,198	39.3	23,711
건강관리	22,465	24,060	24,806	18.5	25,764	23,341	23,579	-4.9	23,481
자동차	24,151	23,473	24,583	2.6	23,853	23,725	23,888	-2.8	23,364
조선	14,992	15,499	15,600	7.8	16,033	17,420	17,865	14.5	18,946
비철, 목재등	12,049	17,887	18,333	70.4	24,916	17,651	17,942	-2.1	18,425
필수소비재	16,253	15,519	16,285	-0.5	15,772	16,782	16,935	4.0	18,012
소매(유통)	9,930	11,666	10,419	3.2	10,613	11,570	12,258	17.7	12,345
유틸리티	17,125	16,670	16,610	0.2	13,822	11,180	11,377	-31.5	12,254
IT 가전	7,118	7,700	8,641	-5.2	9,280	10,268	10,501	21.5	12,185
상사, 자본재	21,261	24,552	32,994	87.6	37,310	42,033	11,149	-66.2	11,506
증권	7,053	7,706	7,887	13.7	8,445	9,047	9,123	15.7	9,560
화학	4,576	3,449	4,199	-34.0	5,852	7,493	7,911	88.4	8,069

주: W126 기준 / 자료: 상상인증권 리서치센터

시황 Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

01

상반기 증시, 과연 왜곡된 Sollim이었을까?

반도체 중심 쏠림 왜곡에 대한 진단

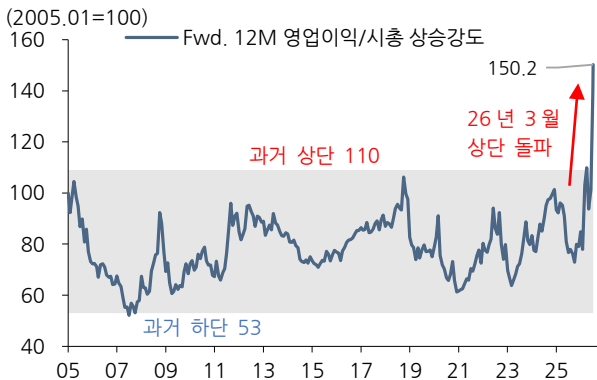
펀더멘탈과 비교했을 때 현재 증시는?

과거 펀더멘탈 기반의 장세와는
사뭇다른 26년 이후 주가 추이

과거 2024년까지 코스피 지수는 12개월 선행 영업이익 추정치와 유사한 궤적을 그려왔다. 그러나 25년 이후 반도체를 중심으로 영업이익 전망치가 가파르게 상향되는 동안 지수는 이를 따라가지 못하고 그 격차는 벌어졌다. 해당기간을 거쳐 반도체 주도주 뿐만 아니라 두 기업을 제외한 나머지 기업의 멀티플도 역사적 레벨의 하단까지 낮아진 점이 확인된다. 다만, 두 주도주의 PER은 과거 하단 수준으로 볼 수 있는 6배도 아닌, 과거 2018년 사이클 피크아웃 우려를 반영한 SK하이닉스 멀티플의 3배까지 하락했다.

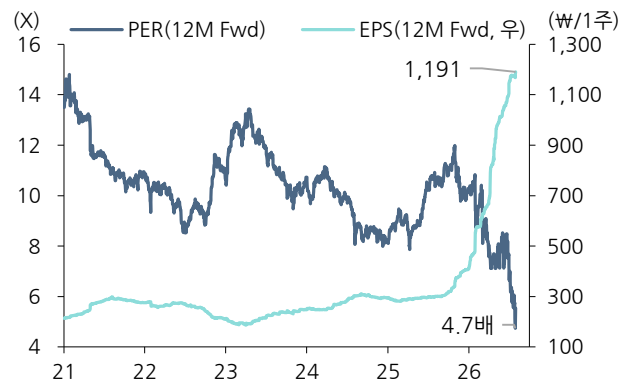
이후 SK하이닉스가 적자전환 했다는 점에서 사이클의 정점에 도달하지 않은 현시점을 동일선상에 두기엔 어려운 것이 사실이다. 그렇다면 영업이익의 급증분이 시장이 받아들이기에 너무 큰 숫자였을까? 결국 최근 주가하락의 이면에는 증시 쏠림 현상 인식에 대한 이탈과 외국인 매도, 공포성 투매가 복합적으로 작용했다. 따라서 펀더멘탈과 수급에 의한 괴리가 어느정도이고, 그 요인이 앞으로 어떤 영향을 미칠지 분석해보았다.

그림 6. Fwd. 12M 영업이익 대비 시가총액 - 따라가지 못하는 주가



주: KOSPI 영업이익 및 시총 기준, 2005.01 기준 월간 상승률 데이터
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 7. KOSPI 12M Fwd 기준 PER, EPS - 26년초 이후 양극화



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 삼성전자, SK하이닉스, 소외주 12M Fwd PER 추이 - 정상궤도 내 하단에 위치한 소외주, 주도주는 정상궤도 이탈 후 역사적 저점에 해당



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

왜곡된 쏠림의 판단 근거 세 가지

왜곡된 쏠림현상에 대한 세 가지 기준 설정

본 리포트에서 다룰 수급에 대한 내용에 앞서, 먼저 국내 증시의 자금이 반도체로 과도하게 쏠린 것인지에 대한 정의가 우선되어야 한다. 해당 정의를 내림에 있어 다음과 같은 핵심 논제 세 가지를 근거로 판단하고자 한다. 추가적으로 본 분석에서 규명하는 '왜곡된 쏠림현상'은 다양한 기준 속에서 판단할 수 있는 자금집중에 대한 관점이지, 해당 현상이 긍정 또는 부정을 의미하지 않음을 먼저 밝힌다.

아래 분석에서 판단하는 왜곡된 쏠림현상에 대한 기준은 다음과 같다. 1) 과거와 비교해서 주도주의 이익증가율을 주가상승률이 따라오는가, 2) 과거 대상승장에서의 주도주의 시장 내 비중이 어떻게 변했고 어느정도 수준이었는가, 3) 글로벌 증시와 비교했을 때 쏠림 현상이라고 판단할 수 있는가이다.

2000년 이후 KOSPI 흐름 국면별 구분

해당 분석을 위해 2000년 이후 KOSPI 주가 흐름을 상승, 횡보, 하락이라는 세 가지 국면별로 나누어보았다. 세 가지 국면의 구분에 있어서는 추세의 기준을 10개월 이상의 지속된 방향성으로 설정하였다. 1차적으로는 등락률 +20%, -20%를 기준으로 상승과 하락을 구분하였고, 추세적 상승-하락이 없이 등락이 지속된 구간(P13)을 횡보 장세로 구분하였다. 주도 주체는 외국인, 기관, 개인의 투자자별 매매동향을 바탕으로 구분하였다.

표 2. 국면별 이벤트 및 주도주체 Table (단위: 조원) - 22.10~24.06 구간의 경우 시작-종료 지점 수익률은 20%를 상회했으나 추세적 상승 부재

국면	이벤트	기간	성격	등락률(%)	주도주체	외국인	기관	개인
P1	IT 버블 붕괴	00.01~00.12	하락	-53.3	외국인	15.4	-10.3	-6.9
P2	카드채·SK 글로벌 사태, 이라크전	02.05~03.03	하락	-36.4	개인	-1.2	-2.3	1.4
P3	글로벌 경기회복, 증시 리레이팅	03.04~04.12	상승	+67.2	외국인	25.2	-13.6	-13.9
P4	적립식펀드 열풍	05.01~06.04	상승	+58.5	기관	-2.7	9.0	-11.2
P5	BRICs, 조선업 슈퍼사이클	06.05~07.10	상승	+45.4	기관	-31.0	14.5	4.8
P6	글로벌 금융위기	07.11~08.10	하락	-46.1	기관	-43.0	26.2	6.2
P7	유동성 회복, 차·화·정	08.11~11.04	상승	+97.0	외국인	52.1	-38.6	-6.8
P8	정체기 장기화 (유럽재정위기~저성장)	11.05~16.01	횡보	-12.8	기관	8.0	25.5	-27.5
P9	반도체 슈퍼사이클	16.02~18.01	상승	+34.2	외국인	22.1	-11.4	-21.3
P10	미중 무역분쟁, 반도체 하락 사이클	18.02~19.08	하락	-23.3	개인	-2.9	-1.7	3.4
P11	코로나 유동성, 동학개미 확산	20.03~21.06	상승	+65.9	개인	-38.6	-53.9	92.8
P12	긴축 전환, 인플레이션	21.07~22.09	하락	-34.6	개인	-20.8	-14.4	33.8
P13	고금리 장기화 박스권	22.10~24.05	횡보	+29.8	외국인	39.1	-7.0	-33.7
P14	관세 및 계엄 우려	24.06~25.04	횡보	-8.6	기관	-36.7	15.7	10.8
P15	AI 사이클	25.05~26.06	상승	+231.6	개인	-137.4	48.9	70.1

주: 국면 분류의 기준은 10개월 이상 지속된 추세 / 단위: 조원

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

왜곡된 쓸림 진단: 1) 주도주의 이익증가율을 주가상승률이 따라오는가?

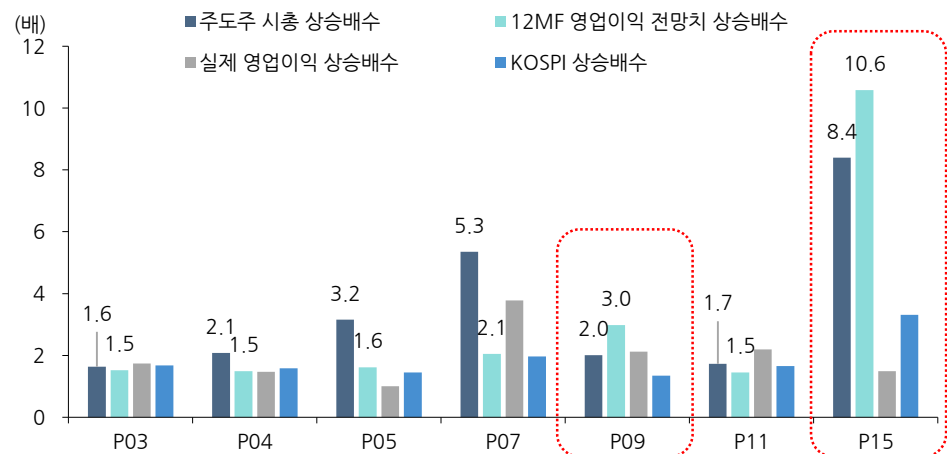
상승장 주도주 분류 이후 이익증가율 VS 주가상승률 비교

영업이익 증가율 > 시가총액 상승률

국면별 분석에서 분류된 상승장세를 기준으로, 각 상승장을 주도했던 주도주를 분류하고 해당 기업들의 이익증가율을 주가가 얼마나 반영하는지를 분석하였다. 해당 분석에서 주도주의 이익증가율 대비 주가상승률이 과도하게 높거나, 추세적으로 이탈한 경우 왜곡된 쓸림 현상으로 판단할 수 있다. 다만, 기업이 창출해내는 이익지표보다 주가가 선행하는 측면이 있기에, 12M Fwd EPS를 기준점으로 주가 상승강도를 분석하였다. 주도주 선정의 기준은 해당 시점 시가총액이 상장 시장 전체 시총의 2%를 상회하는 종목 중 상승 기간 동안 시가총액 상승률이 30% 이상을 기록한 종목이며, 유가증권 시장을 기준으로 분석하였다.

아래 그림에서 확인할 수 있듯이, 과거 상승국면(P3~P11)에서 주도주의 시가총액 상승률은 P9를 제외하고 모두 영업이익 증가율보다 크게 나타났다. 컨센서스의 변동 가능성을 반영한 실제 영업이익 증가율과 비교해서도 시총 상승률은 높게 나타났다. 해당 국면을 종합하자면 올해 상반기까지 나타난 반도체 슈퍼사이클 국면은 영업이익 증가율을 따라가지 못하였기에 1번 기준에서 왜곡 현상에 해당하지 않는다.

그림 9. 분석결과 - 과거(P3~P11)에서 P9를 제외하고 모두 주도주 시총 증가가 영업이익 증가를 상회



주: P15(2025.05~2026.06) 국면의 실제 영업이익은 25년 확정치만 반영, 따라서 괴리 발생

자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

표 3. 분석결과 - 현 국면(P15) 시기는 주도주 시총 상승이 영업이익 전망치 상승을 따라가지 못하는 두번째 국면 -> 쓸림현상에 미해당

국면	주도주 시총 상승률 (%)	12MF 영업이익 전망치 상승률(%)	시총-영업이익 (%)p	실제 영업이익 증가율 (%)	KOSPI 시장 수익률 (%)	시작시점 주도주 비중(%)	종료시점 주도주 비중(%)
P03	63.8	52.3	11.5	74.5	67.2	27.0%	23.7%
P04	108.6	48.7	59.9	47.0	58.5	7.9%	10.8%
P05	216.2	62.0	154.2	0.9	45.4	4.4%	9.3%
P07	434.8	105.5	329.3	277.8	97.0	6.9%	15.4%
P09	101.2	198.3	-97.1	112.3	34.2	16.0%	23.3%
P11	72.5	45.4	27.2	119.1	65.9	37.2%	37.1%
P15	739.2	958.4	-219.2	48.8	231.6	22.5%	57.1%
P3~P11 평균	166.2	85.3	80.8	105.3	61.4	16.6%	19.9%
P3~P15 평균	248.0	210.1	38.0	97.2	85.7	17.4%	25.3%

자료: 상상인증권 리서치센터

2번의 반도체 상승사이클 시기, 영업이익 증가율 > 주가

앞선 1번 분석결과에서 중요한 점은 과거 상승 사례 중 유일하게 영업이익의 증가율을 따라가지 못한 시기가 P9(16.02~18.01), 즉 반도체 상승사이클 시기였다는 점이다. 이는 현국면과 공통적으로 반도체 산업 중심의 주도시기가 주가 상승률이 영업이익을 따라가지 못한 국면이라는 점을 알려준다.

표 3에서 P9와 P15의 영업이익 전망치 상승률이 각각 198%, 958%로 타 국면 대비 상승강도가 강했고, 그것을 주가 상승률이 따라가지 못한 것으로 확인된다. 그 다음으로 영업이익 증가율이 높았던 P7(08.11~11.04)의 경우 상승기간이 2.5년 정도로 길었던 반면 P15(25.05~26.06)의 상승시기는 13개월에 불과하다. 결국 영업이익 전망치의 가파른 상승이 발생할 경우 이것을 주가가 따라가지 못한다는 점을 알 수 있다.

왜곡된 쏠림 진단: 2) 주도주의 시장 내 비중이 전체 대비 얼마 수준으로 상승했는가?

압도적으로 높은 시장 내 주도주 시가총액 비중

앞서 살펴본 표들을 통해 상승시기에 주도주의 시총 비중이 어떻게 변화했는지 파악해보면, 과거대비 주도주의 합산 비중이 현 국면(P15)에서 월등히 높게 나타난 점을 알 수 있다. 특히 주도주에 선정된 종목 수가 2개에 불과하다는 점은 쏠림현상이 크다고 볼 수 있는 요소이다. 또한, 과거 주도주 분류(표 4)와 합산 비중에서 확인할 수 있듯이 삼성전자의 포함 여부가 합산 비중에 큰 영향을 주었음을 알 수 있다.

시작시점 대비 종료시점 비중 변화를 비교해보면(표 3) 과거 상승국면(P3~P11)에서의 전체시장 대비 주도주의 비중은 최대 약 7%p (P7, P9) 수준으로 상승하였고, 오히려 비중이 감소한 사례도 있었다(P3). 그러나 P15에서는 주도주 시총 비중이 22.5% → 57.1%로 크게 증가하며 상승 강도 측면에서도 과거 사례에 비해 월등히 큰 폭이 확인되었다.

표 4. 국면별 주도주 시가총액 합산비중 - 과거대비 주도주의 비중 합은 증가 추세. 그럼에도 P15의 비중은 이례적으로 큰 수준

국면	기간	종목 수	주도 종목 및 업종	전체 시가총액 (조 원)	주도주 합 (조 원)	합산 비중
P03	2003.04~2004.12	3	삼성전자 · POSCO · 현대차	400	94.8	23.7%
P04	2005.01~2006.04	10	국민은행 · 신한지주 · 기업은행 · 삼성화재 · 대우증권 · 삼성증권 · 한국금융지주 · 키움증권 · DB 손해보험 · 미래에셋증권	672	72.7	10.8%
P05	2006.05~2007.10	2	POSCO · 현대중공업	1,008	94.2	9.3%
P07	2008.11~2011.04	6	현대차 · 기아 · 현대모비스 · LG 화학 · 롯데케미칼(구 호남석유) · S-Oil	1,202	185.0	15.4%
P09	2016.02~2018.01	2	삼성전자 · SK 하이닉스	1,610	375.6	23.3%
P11	2020.03~2021.06	6	삼성전자 · SK 하이닉스 · 카카오 · NAVER · LG 화학 · 삼성 SDI	2,219	823.5	37.1%
P15	2025.05~2026.06	2	삼성전자 · SK 하이닉스	6,727	3,841.3	57.1%

주: 시장 내 시총 비중 2% 이상, 국면 내 시총 상승률 30% 이상 기준. 다만, 조건을 만족하는 종목이 극히 소수이거나 해당 국면을 대표하지 못하는 경우 주도 업종으로 그룹화하여 계산(P04, P07 해당)

자료: 상상인증권 리서치센터

반도체 두 기업 이익 집중도 67%

다만, 영업이익 합산 비중의 관점에서 시장 내 영향력이 더 크다면 왜곡된 쏠림현상으로 보기 어렵다. 결국 왜곡된 쏠림현상은 주가와 시가총액을 기준으로 시장 내 영향력이 과도하게 커진 현상을 의미하기 때문이다. 해당 관점에서 아래 표 5를 살펴보면, 이익 집중도는 67%로 과거 주도주 합 대비 2배에 가까울 정도로 높다. 또한 [시총-이익 비중]의 스프레드는 과거 상승국면의 주도주 평균을 크게 하회하였다. 이는 P9(반도체 사이클)시기에도 공통적으로 나타난 현상이고 앞서 1번 진단에서 확인한 '영업이익 증가율을 따라가지 못하는 주가'와도 관련성이 크다.

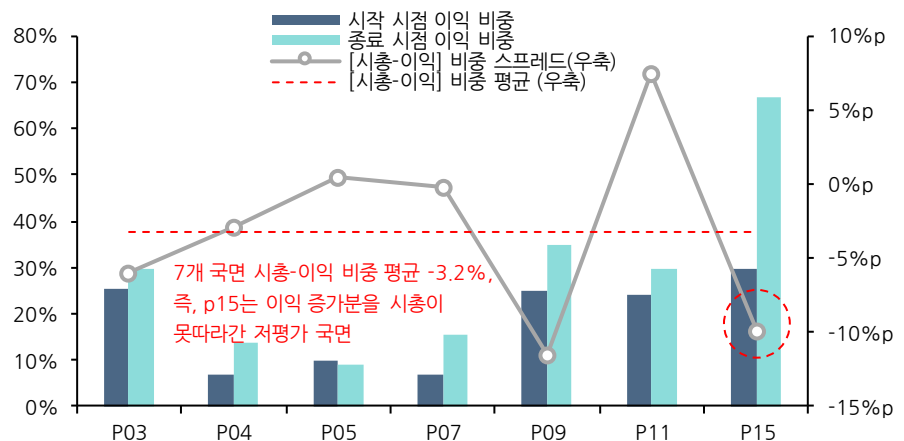
정리하자면, 2번 진단에서 시장 내 시가총액의 비중은 이례적으로 컸으나, 시장의 이익집중도 대비해서 타 국면대비 주가가 덜 오른 상황으로 정리할 수 있다. 결국 가격관점에서 왜곡된 쏠림현상이 나타나지 않았다고 볼 수 있다.

표 5. 국면별 주도주 영업이익 합산비중 - 시장 내 시총 비중 2% 이상인 종목 분석

국면	기간	종목 수	주도 종목 및 업종	전체 영업이익 (조 원)	주도주 이익 합 (조 원)	합산 비중
P03	2003.04~2004.12	3	삼성전자 · POSCO · 현대차	64.2	19.1	29.7%
P04	2005.01~2006.04	10	국민은행 · 신한지주 · 기업은행 · 삼성화재 · 대우증권 · 삼성증권 · 한국금융지주 · 키움증권 · DB 손해보험 · 미래에셋증권	57.6	7.9	13.8%
P05	2006.05~2007.10	2	POSCO · 현대중공업	68.4	6.1	8.9%
P07	2008.11~2011.04	6	현대차 · 기아 · 현대모비스 · LG 화학 · 롯데케미칼(구 호남석유) · S-Oil	130.4	20.3	15.6%
P09	2016.02~2018.01	2	삼성전자 · SK 하이닉스	193.7	67.4	34.8%
P11	2020.03~2021.06	6	삼성전자 · SK 하이닉스 · 카카오 · NAVER · LG 화학 · 삼성 SDI	242.7	72.1	29.7%
P15	2025.05~2026.06	2	삼성전자 · SK 하이닉스	981.0(E)	657.6(E)	67.0%

주: P15(반도체 상승 사이클) 국면은 2026년 전체 및 주도주 영업이익의 전망치를 활용
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 10. 시장대비 주도주의 시총 비중, 이익 비중 비교 - P15는 쏠림이라 보기 어려움



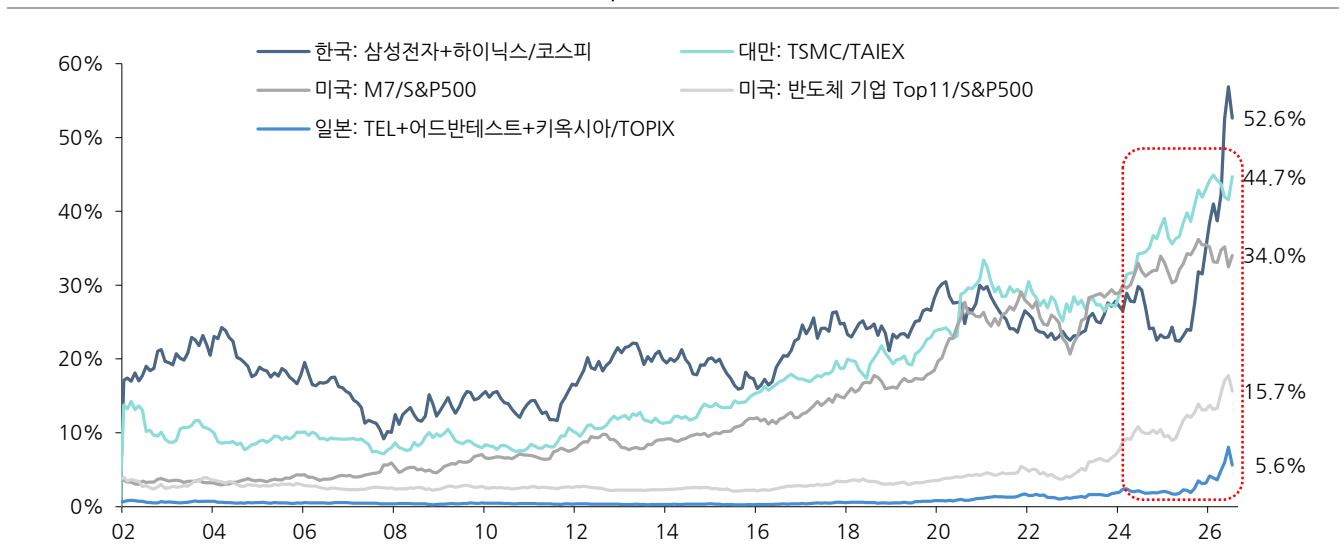
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

왜곡된 쏠림 진단: 3) 글로벌 증시와 비교했을 때 쏠림 현상이라고 볼 수 있는가?

국내 반도체 비중,
25년 이후 급격하게 상승

마지막으로 글로벌 주요국 증시와 비교했을 때 25년 하반기부터 발생한 상승장을 쏠림 현상으로 판단할 수 있는지 살펴보고자 한다. 아래 그림에서 확인할 수 있듯이, 25년 이후 나타난 글로벌 반도체 슈퍼사이클 장세에서 타국과 비교해도 국내 삼성전자-SK하이닉스의 비중은 높은 수준이며, 상승세 역시 가파르게 나타났다. 마찬가지로 TSMC 비중이 높은 대만 증시를 비롯해 일본, 미국 반도체주의 합과 비교해봐도 높다. 이는 두 기업의 시총증가에 따른 비중 확대가 글로벌 관점에서도 이례적인 case임을 보여준다. 그러나 아래 그림 12를 보면, 내용은 달라진다. 전체 시장 내 반도체의 순이익 비중은 시총 비중보다도 더 가파르게 상승하였고, 전체의 80% 수준에 육박한다.

그림 11. 주요국 증시 내 시총 상위 기업 비중 비교 - 국내 반도체 Top 2의 비중 변화는 이례적, 타국과 비교했을 때도 급격한 상승



주: 미국 반도체 기업은 대표기업 11종 (인텔, TI, 마이크론, AMD, 엔비디아, 퀄컴, 브로드컴, 샌디스크, 램리서치, KLA, 테라다인)의 합
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 주요국 증시 내 시총 상위 기업 순이익 비중 비교 - 과거부터 높았던 KOSPI의 반도체 이익의존도, P15 국면에서도 압도적 이익 비중



주: 미국 반도체 기업은 대표기업 11종 (인텔, TI, 마이크론, AMD, 엔비디아, 퀄컴, 브로드컴, 샌디스크, 램리서치, KLA, 테라다인)의 합, 순이익 기준
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

2013년 이후 반도체 이익 비중 50% 빈번히 상회

위 그림 12(이익 비중 비교)을 자세히 살펴보면 글로벌 주요국 대비 국내 반도체의 영업이익 비중이 시총보다도 더 높은 것을 확인할 수 있다. 여기서 알 수 있는 다른 사실은 과거 2013년 이후부터 두 기업의 이익 비중이 전체의 50%를 빈번히 상회하였다는 점이고, 해당 국면이 증시의 횡보기간이었음을 고려하면 이익 측면에서의 의존도는 과거부터 높았음을 알 수 있다.

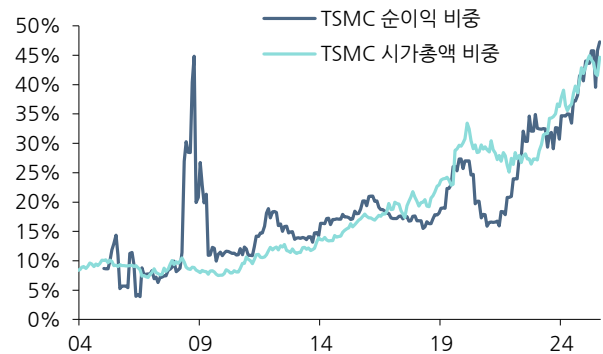
중요한 점은 시총과 이익비중의 차이인데, 아래 그림에서 볼 수 있듯이 한국을 제외한 타국 증시는 시가총액이 영업이익 비중을 상회하였고, 한국만 영업이익 비중을 하회하고 있음이 확인된다. 결국 두가지 지표를 종합하자면, 시가총액의 의존도가 높은 한국 반도체 산업에서 이익 증가 속도가 이례적인 수준으로 나타났다. 또한, 왜곡된 쏠림현상이 나타나지 않았고 오히려 이익 대비 주가가 상대적 약세를 보였다는 점이 확인된다.

그림 13. 국가별 순이익 vs 시가총액 비중 비교 - 한국



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 국가별 순이익 vs 시가총액 비중 비교 - 대만



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 국가별 순이익 vs 시가총액 비중 비교 - 미국 M7, 미국 반도체 및 일본 반도체



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

소결: 왜곡된 상승이 아닌 합리적 자금 이동

이익 기반의 합리적 자금 이동, 과거 대비 오히려 주가는 부진했다

세 가지 기준 모두
이익 증가분을 하회

앞의 세 가지 기준을 통해 25~26년의 반도체 중심 상승장은 대표 2종목 중심으로 자금이 편중된 것은 사실이나, 이익 관점에서 주가가 이익의 증분을 반영하지 못하고 오히려 하회하였음이 확인되었다.

첫번째 분석인 이익증가율과 비교했을 때 주가상승률이 따라가지 못하는 모습을 보였고, 과거 상승장과의 비교에서도 [시총비중-이익비중]의 스프레드가 과거 평균치 및 모든 국면을 하회(시장 내 이익 비중이 더 크다)하였다. 마지막으로 분석한 글로벌 증시와의 비교에서도 두 종목 비중의 급격한 확대는 사실이나, 이익의 급증대비 오히려 주가가 부진했다는 점이 확인되었다.

주도주 이익 증가에 따른 합리적
자금 이동 확인

따라서 세 가지 기준을 통한 분석 결과 2025년 5월 이후의 반도체 상승국면을 왜곡된 율령현상이 아닌, 주도주 이익 증가에 따른 합리적 자금 이동으로 정의한다. 또한 펀더멘털 측면에서 이익증가분 대비 오히려 주가가 하회하는, 저평가 상황에 위치해있음이 확인되었다.

본 분석에서 정의한 상승국면 P15(2025.05~2026.06) 이후 7월 국내 증시는 반도체 중심으로 큰 폭으로 조정받았다. 반면, 주도주의 영업이익 전망치는 꺾이지 않았다. 따라서 조정 이후의 기준에서는 가격지표가 앞서 본 그래프보다도 더욱 더 이익 지표를 크게 하회하고 있을 것이다.

유래없는 이익의 급증,
가격에 온전하게 반영되기 어려움
↳ 수급을 고려해야 하는 이유

2026년 한국 증시는 역사적으로 비교불가한 이익 증가 사이클을 맞이했기에 과거 사례만으로 가격 지표를 설명하기는 어렵다. 다만, 전체 증시의 순이익이 3배 이상 급증하는 상황이 온전하게 가격에 반영될 것이라는 기대에도 다소 무리가 있는 것이 사실이다. 결국 제자리를 찾아가는 과정에서 여러가지 수급 변수들이 가속과 감속 요인이 될 것이다. 다음 장에서 다룰 수급주체에 따른 순매수 변화 분석에서는 조정 이후의 주체별 움직임을 예측하고자 한다.

시황 Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

02

주체별 수급 분석

국면별 수급 복기

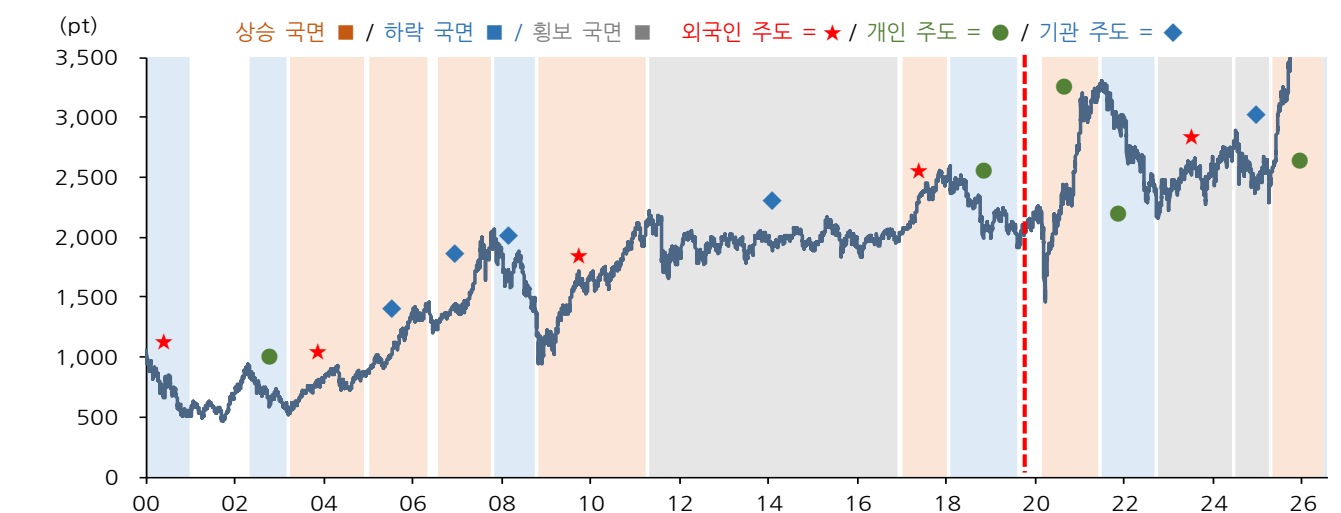
2020년 전후로 뒤바뀐 주도 주체

2000년 이후 상승 & 횡보 국면은 외국인, 하락 국면 개인 주도

2000년 이후 코스피를 주요 이벤트 기준으로 국면을 나누어 보면 수급 주체별 역할 분담에는 뚜렷한 규칙성이 존재했다. 글로벌 경기회복과 증시 리레이팅이 맞물린 03~04년, 반도체 슈퍼사이클이 이끈 17~18년 등 상승 국면의 매수 주체에 큰 축을 담당했던 것은 바로 외국인투자자였다. 또한 05~07년 상승에서는 기관투자자의 매수세가 큰 역할을 하였다. 반면 개인의 순매수는 카드채 사태(02~03년), 미중 무역분쟁(18~19년) 등 하락 국면에 집중되었는데, 이는 낙폭 과대라는 판단에 기반한 저가 매수의 성격이 강했다.

한편 11~16년 나타난 장기 횡보 국면에서는 외국인과 기관이 각각 8조원, 25조원을 순매수하는 동안 개인은 27조원을 순매도하며 시장을 이탈했다. 결국 과거 국면별 수급을 종합해보면 상승과 횡보장에서의 증시 방향성은 기관, 외국인이 형성하였고, 하락기 추가 급락의 완충 작용을 개인이 수행한 것을 알 수 있다.

그림 16. KOSPI 국면별 수급 - 역사적으로 개인은 지수 하락 국면에서 순매수, 외국인-기관은 횡보장에서 순매수



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

2020년 이후 개인 주도 상승장 발현

과거의 순매수 패턴은 2020년을 기점으로 달라졌다. 코로나 유동성 장세(20.03~21.06)에서 개인은 92.8조원을 순매수하며 2000년 이후 처음으로 상승장을 주도했고, 외국인과 기관은 각각 38.6조원, 53.9조원(기타법인 -0.3조원)을 순매도하였다. 또한 25년 5월 이후 AI 사이클 국면에서도 외국인이 137.4조원을 파는 동안 개인이 70.1조원을 사들이며 지수의 상승을 야기했다는 점에서, 개인 주도 상승장이 반복되고 있다.

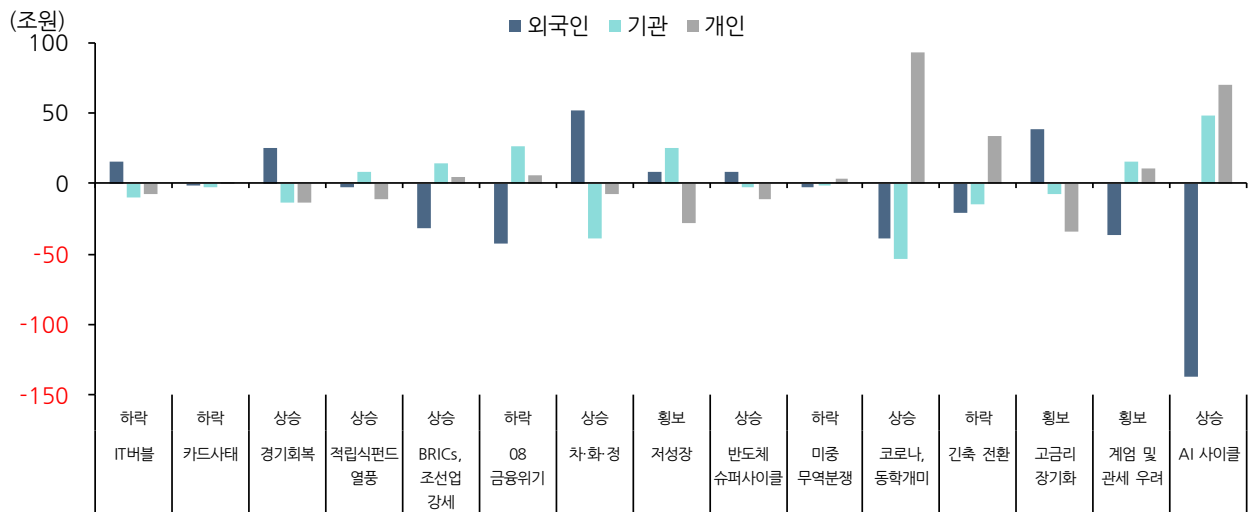
반대로 외국인과 기관의 순매수는 22~24년 고금리 환경(외국인), 24년 하반기 ~25년 초 계엄 및 관세 우려 구간(기관) 등 횡보 국면에서만 제한적으로 나타나고 있다. 또한 거래대금의 증가와 함께 순매수 강도 역시 과거에 비해 확대되었는데, 2020년 이전 $\pm 50\sim 60$ 조원 내외에서 움직였던 누적 순매수대금은 2020년 이후 100조원 수준을 상회하는 극단적 포지션으로 변화했다.

그림 17. 2000~2020년(좌) 2020~2026년(우) 누적 순매수대금 추이 - 2011~16년 횡보기간에서 순매수한 기관, 2020년 이후는 개인이 매수



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 18. 국면별 수급 요약 - 2020년 이후 나타난 개인주도 상승, 순매수 규모 역시 과거 대비 확대



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

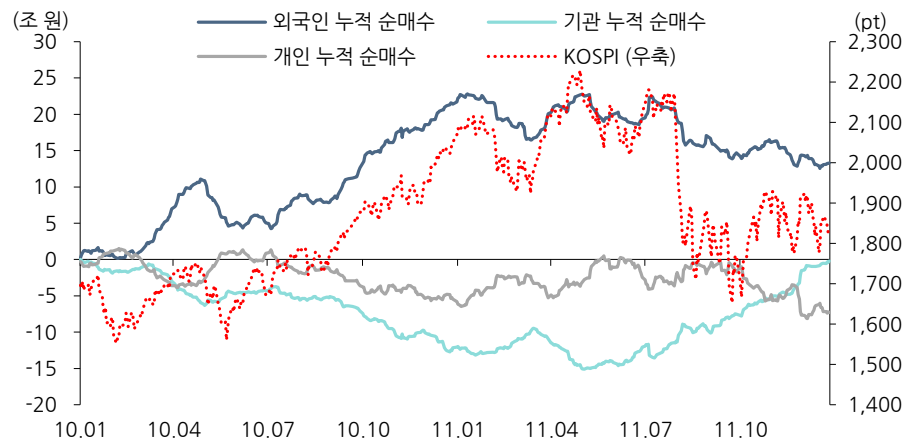
2026년 이전: 외국인 매도 시그널 → 테마장세의 종료

2026년 상승장, 외국인 매도에도 지수의 가파른 상승

외국인 주도 장세를 개별 사례로 확인해보면 매도 이후 증시가 크게 조정받는 모습이 나타났다는 점을 알 수 있다. 차화정 시대에서 외국인은 코스피에서만 누적 22.8조원을 순매수하며 지수를 1,700선에서 당시 최고치인 2,200pt 부근까지 끌어올렸다. 이후 11년 하반기 유럽 재정위기로 외국인이 매수분의 상당량을 되돌리자 지수 역시 1,700선으로 후퇴했는데, 해당 시기 지수의 고점과 저점이 외국인 누적 순매수와 유사한 궤적을 그린다.

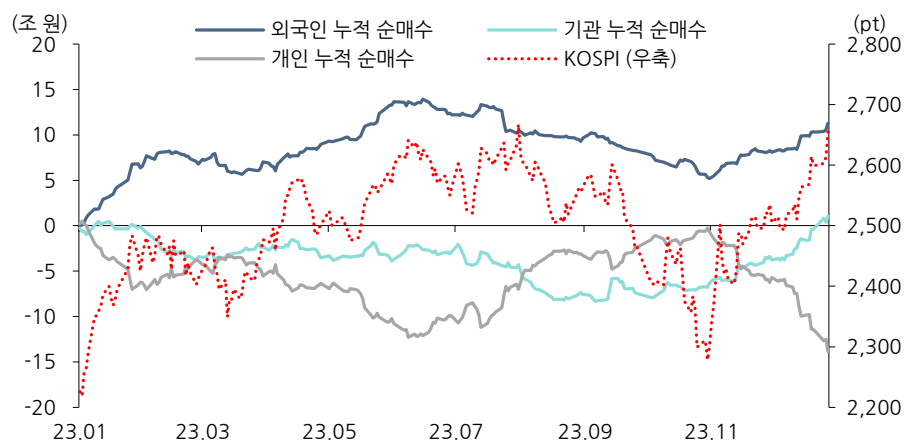
흥미로운 사례는 개인투자자 대거 유입이 발생했던 23년 2차전지 상승 시기이다. 당시 개인의 열기는 코스닥 소수 종목에 집중되었을 뿐, 정작 코스피 시장에서 개인은 연간 13.8조원을 순매도했다. 당시 테마 장세의 동력에는 연중 최대 13.9조원까지 불어난 외국인 누적 순매수가 있었고, 8월 이후 외국인 매수세가 되돌려지는 구간에서는 지수도 마찬가지로 조정을 받았다. 결국 상승 국면의 하락 전환기에 외국인 수급 이탈이 동시에 발생했다는 점을 알 수 있다.

그림 19. 차화정(자동차, 화학, 정유) 강세 시기 외국인 수급



자료: Quantivise, 상상인증권 리서치센터

그림 20. 2차전지 강세 시기 외국인 수급



자료: Quantivise, 상상인증권 리서치센터

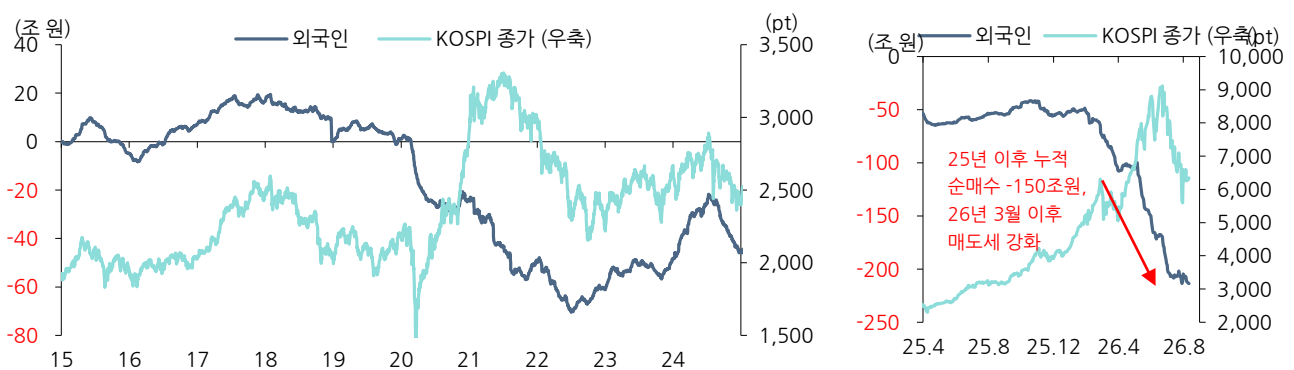
25년 이후 개인 순매수 대금 급증

반면 앞선 사례와 달리 26년 상반기 KOSPI 시장의 주요 매수주체는 개인투자자였다. 같은 시기 외국인도 지속적으로 매도했다. 개인투자자들은 연초 이후 국내 증시가 5,000pt를 돌파한 시점보다, 오히려 3월 발발한 중동전쟁 이후 4월에 접어들면서부터 본격적으로 매수세를 이어갔다. 또한 5월 이후 100조원 이상 유입된 개인 투자자금은 KOSPI 지수의 급등의 주된 동력이 되었다.

26년 이후 외국인-개인 극단적 방향성

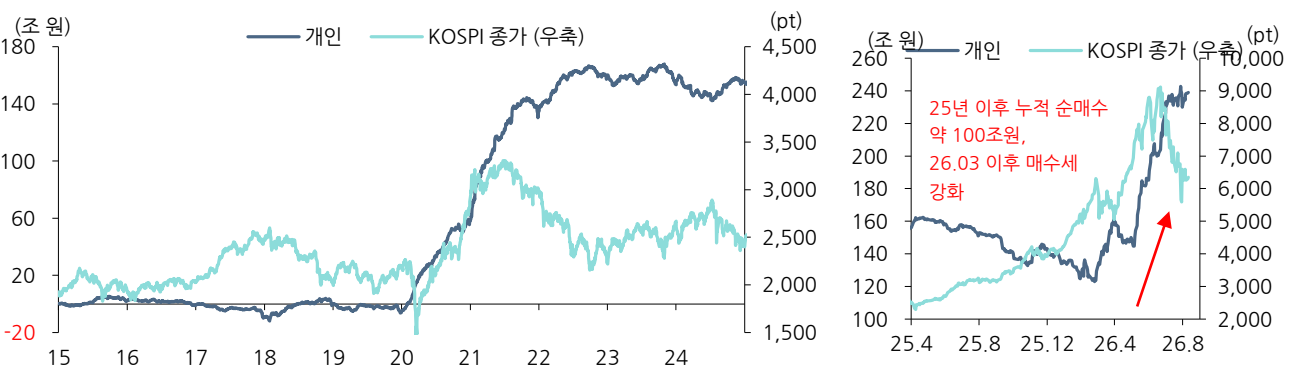
26년 상반기 외국인의 매도 흐름은 기본적으로 차익실현의 성격을 가진 기계적 매매에서 나타났다. 다만 22~25년 박스권 장세에서 외국인 자금흐름이 지수의 수익률과 양(+)의 관계를 이룬 것과 달리, 25년 4월 이후 코스피 지수가 급등한 시기에 외국인 차익실현 매도에도 오히려 주가가 상승했다는 점이다. 오히려 해당시기에는 외국인투자자의 매도물량을 개인 매수세가 강하게 받으며 증시가 상승하였다. 결국 외국인의 순매도 흐름 이후 변곡점이었던 4월 방향성은 바뀌지 않았고, 외국인 매도에도 지수가 지속적으로 상승하며 주체별 수급의 양극화 현상과 함께 증시의 안정성이 크게 저하되었다.

그림 21. 2015년 이후 외국인 누적 순매수와 KOSPI(좌: ~2025, 우: 2025 ~) - 25년 이후 누적 순매도 금액 150조원



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 22. 2015년 이후 개인 누적 순매수와 KOSPI(좌: ~2025, 우: 2025 ~) - 25년 이후 누적 순매수 금액 약 100조원 수준



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

개인 자금은 어디로 이동했을까

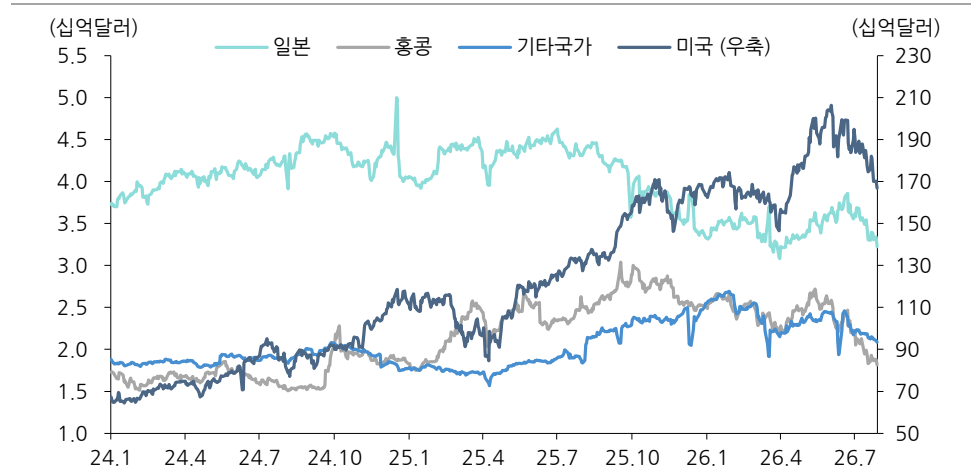
국내 투자자 외화증권 예탁금 미국 중심으로 급증

증시자금 Flow – 개인의 미국 증시 투자는 계속된다

26년 상반기 개인투자자금의 국내 증시 순유입은 지수 상승에 큰 영향을 미쳤다. 그렇다면 순유입의 재원은 어디에서 찾을 수 있을까? 먼저 ‘서학개미’라고 불리는 국내투자자의 외화증권 보관액과 순매수액에서 유추해볼 수 있다.

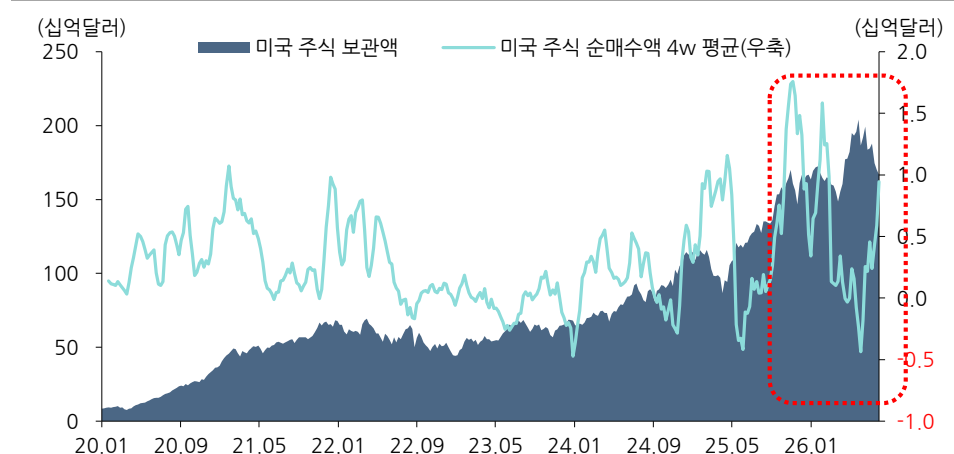
아래 그림에서 보관금액을 보면 미국의 비중이 25년 이후로 급증하였고, 26년 6월 이후 소폭 감소세에 있다. 미국 주식을 기준으로, 전반적으로는 자금의 순유입이 지속되는 흐름이었으나 26년 3월 이후 순매수강도는 약화되었고, 5월에는 음수(-)를 기록하기도 하였다. 보관액의 조정에는 순매수 강도의 약화와 함께 지수 및 국내 투자자 포트폴리오 자산가액의 하락이 영향을 미친 것으로 보인다. 국내 주식투자자들의 상위 순매수에 있는 테슬라, SpaceX를 비롯하여 반도체주의 급락이 야기한 조정으로 추정된다.

그림 23. 국가별 외화증권 보관 금액 추이 – 미국 비중 압도적, 6월 초 정점 이후 감소 중



자료: SEIBro, 상상인증권 리서치센터

그림 24. 국내 투자자 주간 미국 주식 보관 및 순매수액 추이 – 순매수액은 3월을 기점으로 증가폭 축소



주: 순매수액은 직전 4주 평균치를 적용

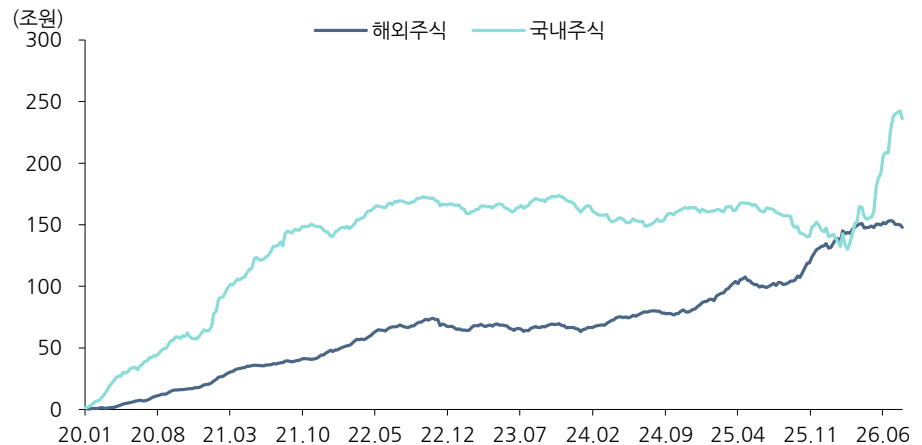
자료: SEIBro, 상상인증권 리서치센터

테슬라, TQQQ, SOXL 등 매도,
알파벳, 마이크로, SpaceX 등 매수

국내 개인투자자들의 해외 외화증권 누적 순매수금액은 지속적으로 우상향하고 있다. 다만 상승 강도는 25년 말 이후 약해졌고 같은 시기 국내증시 순매수금액은 급등하였다. 단순히 서학개미 투자금액이 국내 증시로 이동했다고 보기엔 어렵다. 그럼에도 해외주식으로의 순유입세가 둔화된 시점과 국내주식 순매수액 급등이 유사하다는 점은 참고할만한 사항이다.

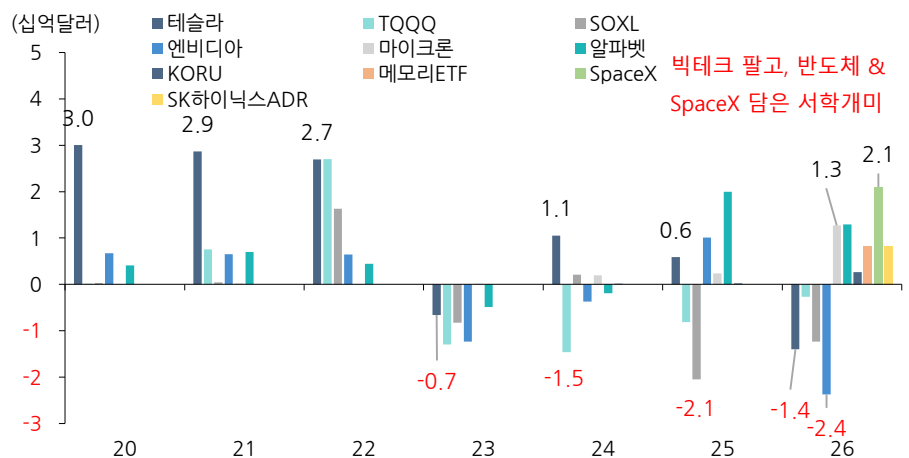
전체적인 흐름과 별개로 해외투자 종목의 구성은 변화하고 있다. 26년 7월 말까지 국내 해외주식 투자자는 엔비디아 -23.8억달러, 테슬라 -14.0억달러, SOXL -12.3억달러 등 주력 업종 4종에서만 52.8억달러(약 7.6조원)를 순매도했다. 같은 기간 SpaceX 21.0억달러, 알파벳 12.9억달러, 마이크로 12.7억달러 등 총 65.7억달러를 사들이며, 빅테크 중심에서 우주, 메모리 밸류체인으로 업종 교체가 이뤄졌다.

그림 25. 개인투자자 해외주식 및 국내주식 누적 순매수액 비교(2020~)



주: 해외주식 순매수액은 주간 달러-원 환율을 반영하여 비교
자료: SEIBro, Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 26. 서학개미 연간 순매수액 변화 - 테슬라, 엔비디아, SOXL 팔고 반도체, SpaceX 담은 전략



주: 종목별 내역 주식 TOP 50 집계, 결제일 기준, 26년은 1~7월 누계
자료: SEIBro, 상상인증권 리서치센터

해외주식으로 이동한 시선, 개인투심은 악화

연초 테슬라, 엔비디아 순매도,
분산된 서학개미 자금

이러한 변화는 전체가 아닌 누적 거래 상위종목에서 더욱 가시적으로 확인할 수 있다. 전체금액이 아닌 거래량 상위 50종목에서 서학개미의 투자금액은 26년 상반기 이후 급감하였다. 이는 기존 상위 매수 종목인 테슬라, 엔비디아의 물량이 연초부터 빠르게 감소한 탓이다.

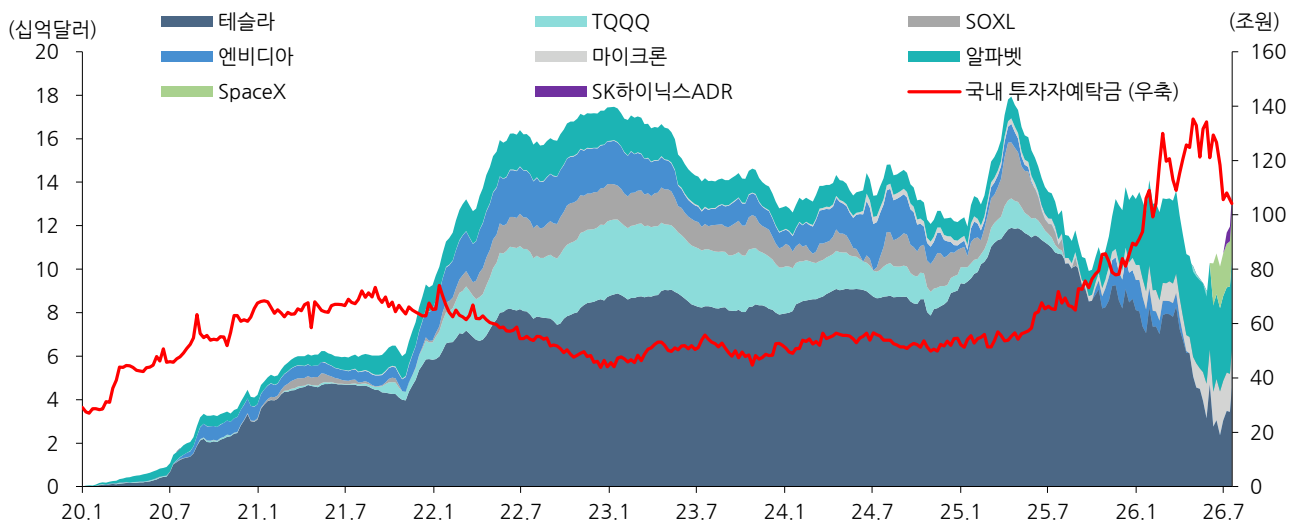
26년 상반기 국내투자자 예약금과 비교해보면 변화를 조금 더 심층적으로 포착할 수 있는데, 연초 이후 테슬라-엔비디아의 비중 감소와 함께 국내증시 예약금은 약 60조원 가량 증가하였다. 또한 SpaceX 상장과 국내 증시의 불안감이 고조되자 예약금은 감소하였고, 해외투자 금액은 다시 증가했다.

이는 해외주식 전체 투자금액의 우상향 흐름과 별개로, 핵심 거래 종목의 순매수 금액 변화가 국내 투자자 예약금에 영향을 미친다는 의미로 해석된다. 7월 이후 나타난 국내 예약금 감소-해외주식 확대 흐름은 국내 주식에서 해외 주식으로 시선이 이동하고 있음을 의미한다.

개인 자금, 단기적 관점
국내 증시 → 해외 증시 이동

결국 가계 자금이 증시로 이동하는 큰 흐름 자체는 아직 유효하지만, 그 안에서의 배분은 다시 국내에서 해외로 재이동이 확인되고 있다. 서학개미 비중 상위 종목들의 최근 수익률이 그렇게 좋지 않음에도, 국내증시에서 나타난 급등락 장세와 폭락을 겪은 개인투자자들이 피로감을 느끼기 시작한 것으로 볼 수 있다. 결국 이러한 흐름은 단기적으로 개인 투심이 크게 악화되었고, 당분간 강화되기 어렵다는 점을 시사한다.

그림 27. 서학개미 vs 동학개미 누적 순매수금액 추이 (Top 50, 예약결제원 기준) - 26년 이후 국내 예약금과 상반된 움직임



주: 종목별 내역 주식 TOP 50 집계 기준, 결제일 기준으로 매매일 대비 1~2거래일 지연
자료: SEIBro, 상상인증권 리서치센터

신(新) 유동성 장세가 지지하는 수급

개인 주도의 신유동성 장세 지속 전망

예탁금, 융자잔고 급증

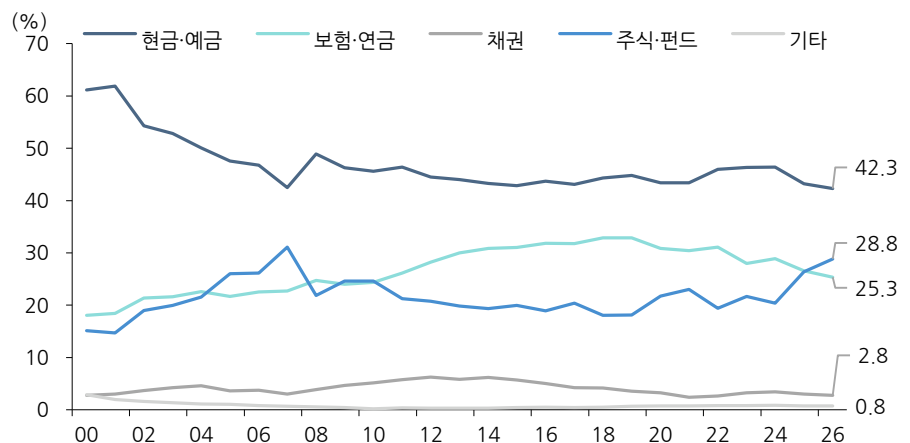
단기적 되돌림세는 우려되나, 가계 금융자산의 구성 변화에 의하면 증시 유동성은 당분간 높은 수준을 유지할 전망이다. 투자자예탁금은 상반기 내내 사상 최대치를 경신했고, 신용융자 잔고 역시 가파르게 증가했다. 은행 요구불 및 저축성예금에서 이탈한 자금은 증시로 유입되었다.

은행 & 예금 -> 자본시장으로 이동하는 구조

개인 주식투자자금은 전체 금융자산의 변화뿐만 아니라 주식 및 펀드 비중의 증가와 관련이 있다. 가계 및 비영리단체 금융자산 구성 변화에서 현금 및 예금의 비중은 꾸준히 감소 중이다. 2007년 펀드 자금 급등 시기 이후 주식 및 펀드의 비중은 2024년까지 정체 구간에 있었으나, 2024년 이후 상승했다. 반면, 보험 및 연금 비중은 감소했다.

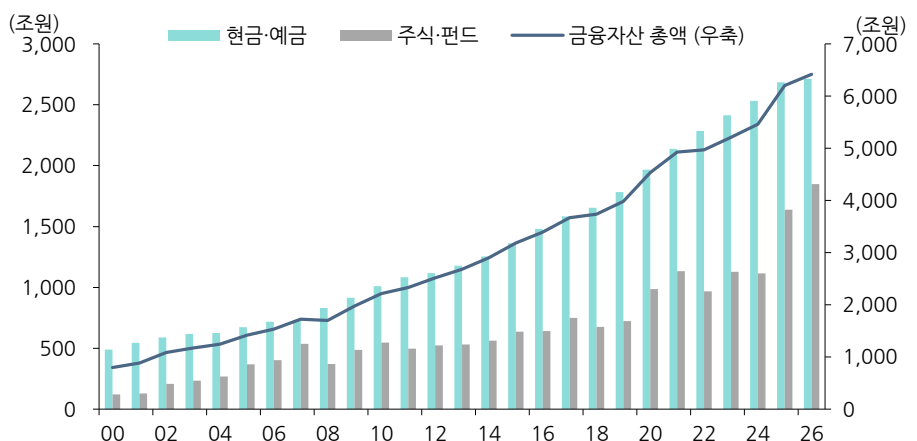
비중이 아닌 규모 관점에서 금융자산 총액의 증가로 현금 및 예금도 증가하고 있으나, 그 폭은 크지 않다. 주식 및 펀드 자금은 24 -> 25년 사이 500조원, 25-> 26 1Q 사이에만 약 200조원 가량 유입되었다. 이를 통해 자산 증식 관점에서 현금 및 예금의 비중을 줄이고, 주식과 펀드 비중을 늘리고 있음을 알 수 있다.

그림 28. 가계 및 비영리단체 금융자산 구성 변화 - 24년 이후 주식 및 펀드 비중 급증



주: 26년은 1Q 기준 / 자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 29. 가계 및 비영리단체 금융자산 총액 및 현금 및 예금, 주식 및 펀드 자금 변화



주: 26년은 1Q 기준 / 자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

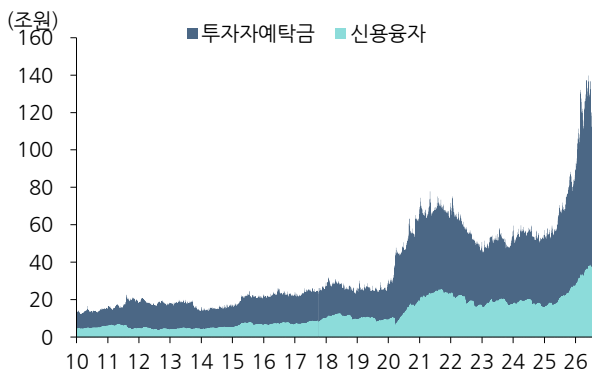
금리 인하가 나타낸 증시 자금 유입, 24년 이후 다른 방향

긴 시계열에서 보면 24년 이후의 유동성 장세는 과거와 달리 기준금리의 영향과 무관하다는 특징이 있다. 2009년 이후 주식 및 펀드 순유입은 대체로 기준금리 인하 국면에 집중되어 왔다. 2020~21년 저금리 구간에서 순유입이 급증했다가 22~23년 인상 국면에서 유출로 반전된 것이 대표적이다. 그러나 24년 이후에는 뚜렷한 인하 사이클이 아님에도 순유입 규모가 오히려 확대되는 신유동성 장세가 나타나고 있다.

펀드 자금 흐름에서도 같은 변화가 확인된다. 국내 공모 주식형펀드는 2009년 이후 10년 이상 순유출 기조를 이어왔으나, 24년 이후 해외 펀드와 국내 ETF를 중심으로 대규모 순유입으로 전환됐다. 즉 금리라는 시클리컬 변수보다, 앞서 살펴본 가계 금융자산 구성 변화가 중·장기적으로 증시 수급을 지탱하는 요소인 것이다.

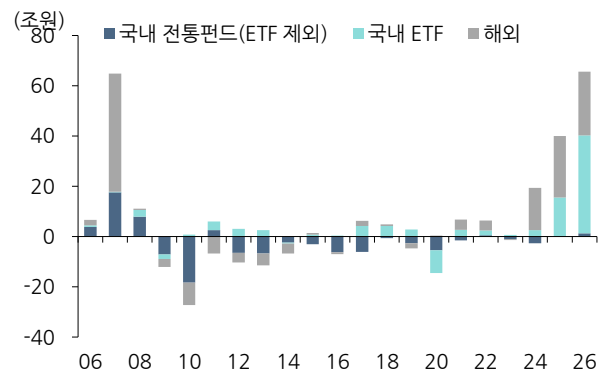
또한 24년 이후 유동성 장세는 신용융자보다도 예탁금 규모 자체가 크게 늘었다는 점에서 의미를 가진다. 이는 단기적 차익실현과 청산 이후 증시 자금이 유출된 것이 아닌 대기자금의 성격으로 이동했음과 동시에 향후 증시의 상승 시나리오를 뒷받침 할 수 있는 원동력이 될 수 있다.

그림 30. 투자자예탁금 및 신용융자 잔고 추이



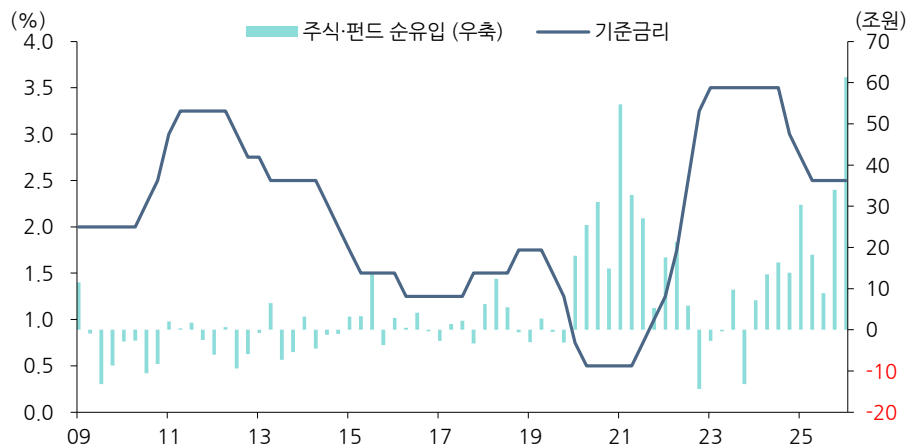
자료: 금융투자협회, 상상인증권 리서치센터

그림 31. 공모 주식형펀드 연간 순유입 - 24년 해외, 25~26년 국내 ETF



자료: 한국은행, 금융투자협회, 상상인증권 리서치센터

그림 32. 2024년 이후 유동성 장세는 기준금리에 의한 자금 순유입과 무관



자료: 한국은행, 금융투자협회, 상상인증권 리서치센터

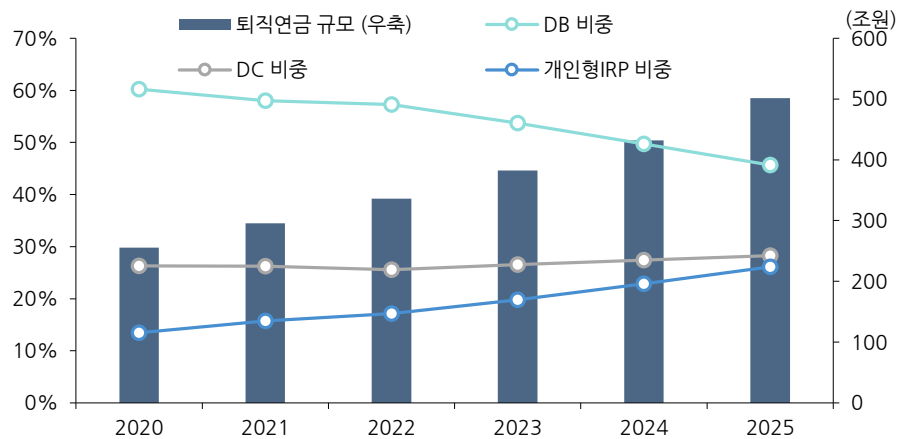
DB 감소, DC-IRP 비중 증가

퇴직연금의 구조 변화와 연금 규모 증가 역시 증시에는 우호적이다. 특히 과거와 달리 금융자산에 대한 개인들의 관심도 상승과 함께 연금 투자 수익률 확보가 우선시 되면서 개인형 IRP 및 DC(확정 기여형) 비중이 증가하고 있다. DB(확정 급여형)과 다르게 DC와 개인형 IRP는 가입자가 직접 운용할 수 있다는 장점이 있다.

평가차익, 계좌 내 위험자산 투자금액 증가가 영향

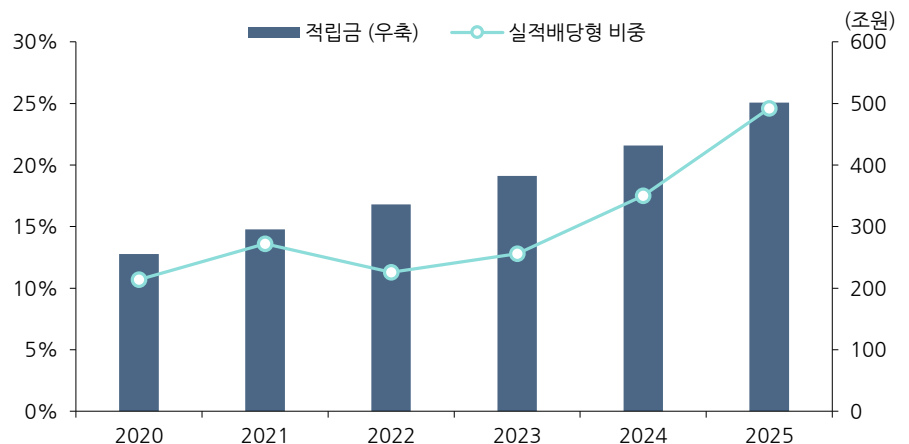
뿐만 아니라 DC형과 개인형 IRP 증가 비율보다도 더 높게 상승하고 있는 실적배당형 비중을 비추어보아 2가지 효과가 동시에 작용한 것을 알 수 있다. 1) DC 및 IRP 계좌 내 위험자산의 비율이 증가했을 가능성이 있다. 2) 동시에 평가차익 발생으로 인한 비중 증가가 데이터로 나타났을 것으로 추정된다. 결과적으로 퇴직연금의 규모 확대와 더불어 위험자산에 대한 선호도 상승 등 투자형태에 대한 변화는 향후 증시 자금 유입에도 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

그림 33. 퇴직연금 구조 변화 - DB 감소, DC 및 개인형 IRP 비중 증가



자료: 고용노동부, 자본시장연구원, 상상인증권 리서치센터

그림 34. 퇴직연금 구조 변화 - 적립금 & 실적배당형 비중 동반 상승



자료: 고용노동부, 자본시장연구원, 상상인증권 리서치센터

외국인 매도세, 언제까지 이어질까?

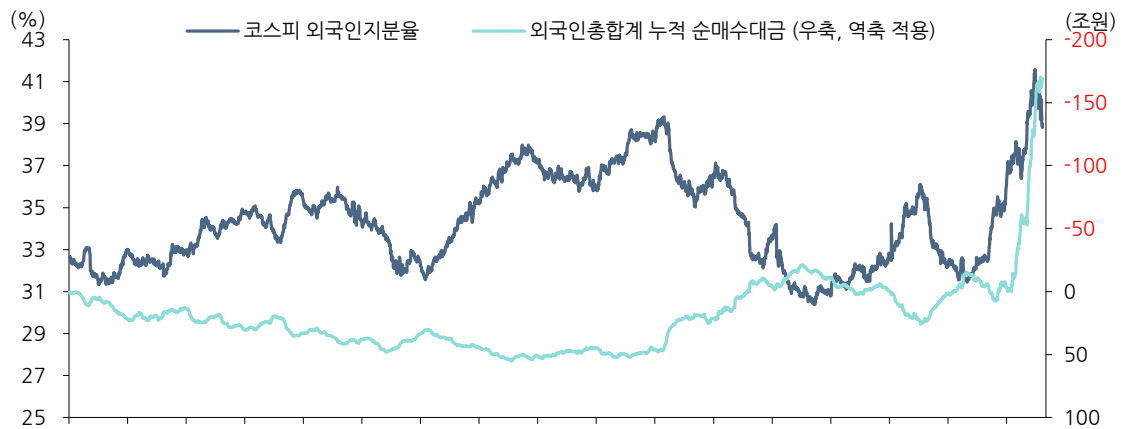
상반기 외국인 매도: 기계적 비중 조절

MSCI EM 포트폴리오 내 한국 비중 크게 확대

코스피가 2,400대에서 8,000pt 레벨 위까지 3배 넘게 상승하는 동안 대형주 강세-소형주 약세의 흐름이 지속적으로 관찰되었다. 대형주 중심 포트폴리오를 구성한 외국인 지분율은 상승하였고, 지속적인 매도에도 반도체 주가 상승이 이를 상쇄하며 한동안 높은 수준을 유지했다. 해당 기간 한국 증시가 글로벌에서도 압도적 수익률을 보여주면서 MSCI EM 포트폴리오 내 한국의 비중은 크게 확대되었다. 글로벌 패시브 자금은 MSCI 등 벤치마크 내 국가별 비중을 기준으로 운용되기 때문에, 벤치마크 대비 초과 상승한 시장에서는 평가이익으로 불어난 비중을 털어내는 매도가 기계적으로 나올 수 밖에 없다.

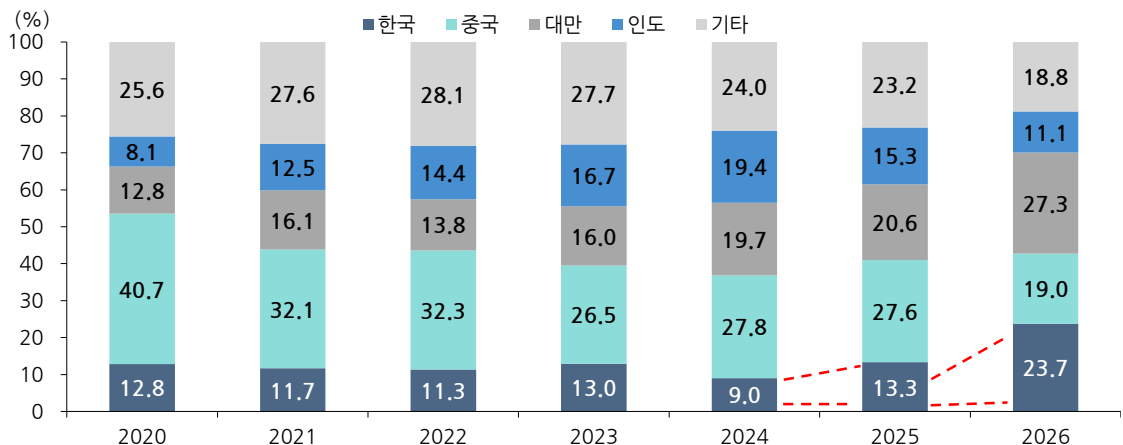
결국 코스피 내 삼성전자-SK하이닉스의 높은 시총 비중에 따라, 기계적 매도 압력 리스크는 앞으로도 고려해야할 대상이다. 다만 AI 사이클을 거치며 글로벌 포트폴리오 내 반도체의 전략적 비중 자체가 높아지고 있는 점은 긍정적이다.

그림 35. 코스피 외국인 순매수 및 지분율 - 매도세에도 투자 종목 주가 상승으로 인해 지분율 확대



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 36. MSCI EM 국가 내 한국 비중 변화 - MSCI EM 내 한국 비중이 크게 증가한 점이 리밸런싱으로 연결



자료: MSCI, 상상인증권 리서치센터

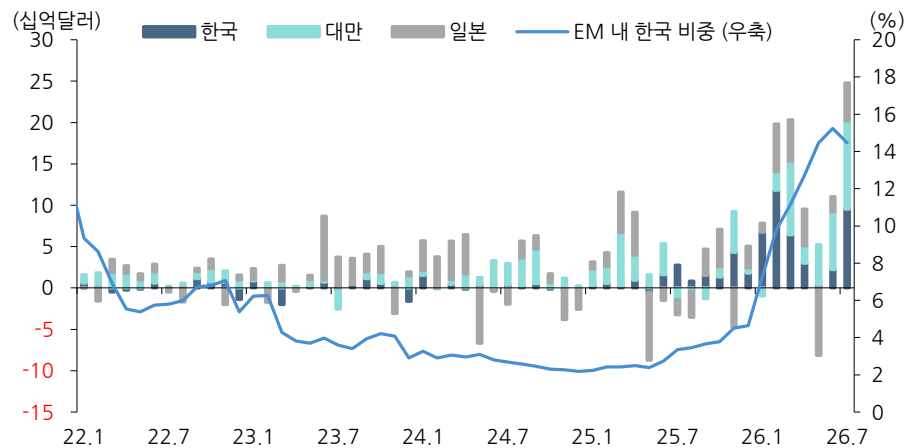
7월 급락 구간 MSCI South Korea ETF(EWY) 56억 달러 순유입

외국인 매도의 성격은 해외 상장 펀드의 자금 흐름에서 교차 확인할 수 있다. 한국 지수에 투자하는 Blackrock ETF인 EWY(iShares MSCI South Korea)에는 7월 한 달에만 약 56억 달러가 순유입되었는데, 해당 유입의 약 60% 가량은 지수가 급락한 7월 중순 이후에 집중되었고 월말 4일동안 19억 달러 가까이 들어왔다. 결국 국내 시장에서 외국인투자자가 매도를 지속하는 동안 펀드 채널로는 오히려 조정을 저가 매수 기회로 삼는 자금이 들어온 것으로 볼 수 있다. 앞서 살펴본 외국인 매도가 벤치마크 비중 조절이라는 기계적 성격임을 뒷받침하는 대목이다.

장내 외국인 매도와 상반된 펀드 플로우

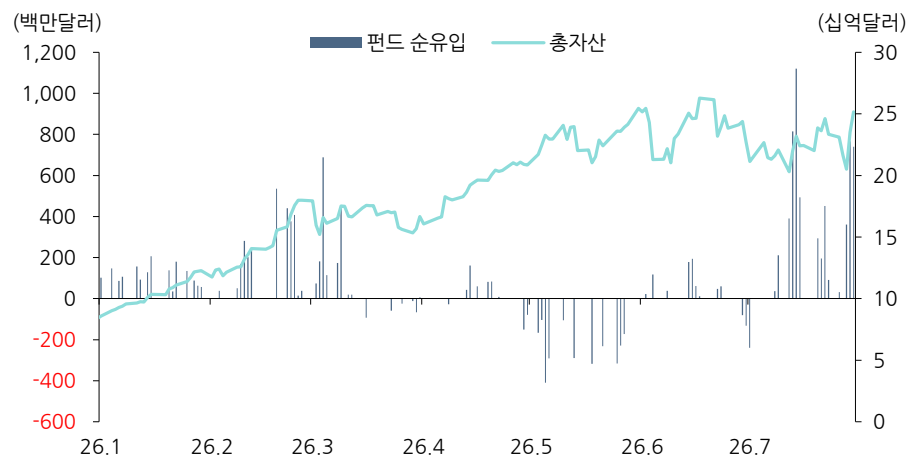
글로벌 펀드 플로우에서 한국 주식 유입액은 연초대비 5~6월에 다소 약화되었으나, EM 내 한국 비중은 확대 추세에 있고, 유입액도 7월에 크게 확대된 것을 알 수 있다. 지수가 벤치마크를 초과 상승하는 동안 기계적 매도는 발생하였으나, 펀드 자금의 유입이 확인되는 만큼 하반기 외국인 수급을 일방적인 이탈로 볼 필요는 없다는 판단이다.

그림 37. 글로벌 펀드 플로우 및 한국 비중 변화 - 7월 유입액 재확대



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 38. EWY (ISHARES SOUTH KOREA) 펀드 순유입 및 총 자산액 추이 - 7월 중순이후 유입액 증가



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

소결: 향후 수급 전망

개인자금 유입 기대

- 1) 가계자산 구성 변화
- 2) 퇴직연금 규모 확대

1) 단기 개인 투심 약화, 그러나 큰 흐름에서 개인 자금 유입 예상

종합하자면, 개인자금은 단기적 흐름에서 해외 주식투자자로 유출 될 수 있으나, 유동성 측면에서 중-장기적으로 유입되는 유동성 장세가 지속될 것으로 보인다. 개인 투자비중이 높았던 반도체주의 급락과 레버리지 ETF 상품에 대한 위험도 인식 과정은 투심을 약화시켰고, 서학개미로의 자금 이동 등은 증시의 반등폭을 축소하는 요인이다. 또한 투심의 약화는 상반기 개인유입이 많았던 반도체 중심으로 드러날 가능성이 있으며, 이는 상반기 대비 반도체주의 상승 시나리오가 V자 보다는 등락을 통한 점진적 반등으로 갈 수 있음을 의미한다. 이러한 현상은 7월 이후 나타난 해외증시 투자자금 확대와 연관지어 단기적 자금 유출로 해석할 수 있다.

다만, 앞서 기술한 유동성 분석에 따라 중-장기적 관점에서 자금 유입이 기대된다. 이는 1) 가계자산의 구성변화, 2) 퇴직연금의 구조변화와 규모 확대에 따른 신(新)유동성 장세의 도래에 기반한다.

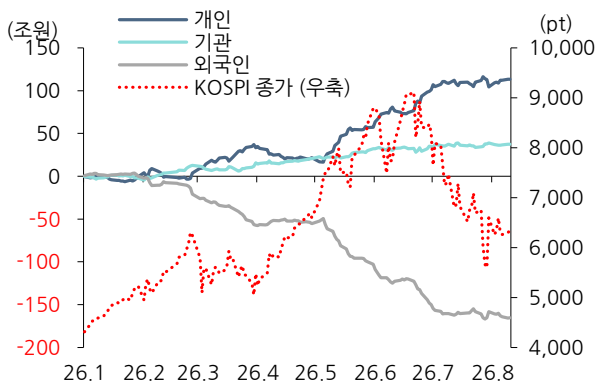
2) 외국인 자금은 변수에 가까우나, 상반기와 같은 이탈 가능성 낮음

26년 상반기와 같은 일방적 매도 장세 연출 가능성 낮음

한편 앞서 확인한 데이터들을 토대로 보았을 때, 외국인 자금의 이탈은 리밸런싱 성격이 강하며 이는 가파르게 상승한 KOSPI 시총과 큰 관련이 있다. 7월 조정기를 거친 현 시점에서 리밸런싱 압력은 완화되었고, 이것이 글로벌 펀드 자금의 유입에서도 확인되는 점은 향후 추가적인 이탈 가능성이 낮다는 점을 시사한다.

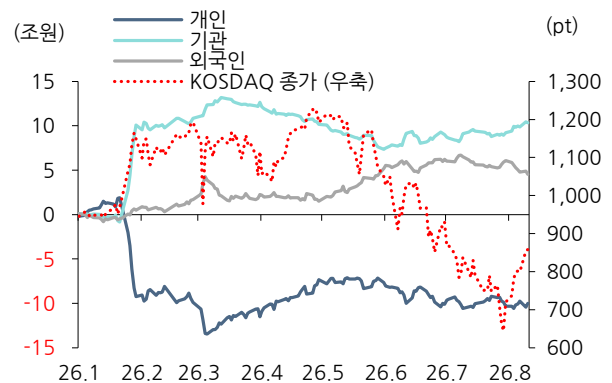
물론, 지수의 상승과 외국인 지분율의 관계에 따라 향후에도 리밸런싱발 매도는 발생할 수 있다. 또한 외국인투자자들의 순수유입에는 글로벌 위험자산 선호심리와 매크로 환경 등 다양한 변수가 영향을 미친다. 그럼에도 리밸런싱 시즌 이후 글로벌 내 한국 증시의 비중이 재차 낮아진 점은 순수유입에 우호적이라 판단한다. 따라서 상반기 외국인투자자들의 일방적이고 가팔랐던 순매도세의 재현 가능성은 낮을 것으로 전망한다.

그림 39. 코스피 주체별 매수 비교 - 개인 매수, 외국인 매도흐름 진정



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 40. 코스닥 주체별 매수 비교 - 확실한 매수주체 부재



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

시황 Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

03

하반기 IPO 의 수급 영향력 점검

IPO가 과연 시장 수급의 블랙홀일까?

올해와 내년, 역사적 IPO 대기 중

하반기 글로벌 증시 이슈 Mega IPO

상반기 국내 증시에서 주목한 수급 변수 중 하나는 대형 IPO였다. 미국 증시에서는 SpaceX가 많은 주목을 받으며 상장하였고, 3Q 이후에는 Anthropic과 OpenAI가 상장할 예정이다. 중국에서는 CXMT IPO 이후 Unitree Robotics가 상장 첫날 공모가 대비 600% 상승하였다. 그리고 YMTC IPO 절차는 빠르면 4Q, 늦으면 27년 상반기 완료될 예정이다. 2026년 하반기~27년 상반기 예정된 Mega IPO들은 과거대비 큰 규모와 함께, 짧은 기간 내 몰려있다는 점이 특징적이다.

극소한 유통 물량, 단기 이벤트성 수급 다수 유입

이번 IPO 예정 기업들은 우주, AI, 로봇, 반도체라는 주요 섹터의 Key player들이고, 해당 업종 내에서 독보적 지위를 가지고 있는 기업이라는 특징이 있다. 전쟁 불확실성이라는 악재를 통과한 뒤 상승하고 있는 글로벌 증시에서 수급의 영향력은 커져가고 있으며, IPO라는 새로운 이벤트는 단기적으로 변동성을 높이는 요인이다. 과거 META(구 Facebook, 2012년), Alibaba(2014년) 등 대형 IPO 사례들과 비교했을 때 대체적으로 IPO 기업의 주가는 상장 직후 크게 상승했다가 단기적 차익실현을 겪고, 이후 관심도 하락에 따라 주가수익률은 약세를 면치 못하는 경우가 다수이다. 이는 결국 기업 신규상장 이후 큰 등락이 실제 펀더멘탈 반영보다 적은 유통량에 의한 변동성 확대, 단기 이벤트적 성격의 매수-매도세의 영향임을 방증한다. 실제 대다수 IPO 기업의 주가는 보호예수 해제 타임라인에 따라 서서히 하락하는 그림이 일반적이다.

표 6. 글로벌 IPO 진행완료 및 예정 기업 - 26년 하반기~27년 상반기 다수 진행 ■ / ■ 중국 상장 예정 / 미국 상장 예정

기업	예상 기업가치	상장 일정	수요 핵심 지표
SpaceX	공모가 기준 약 1.75 조 달러	나스닥(SPCX) - 6/12 상장 완료	공모 750 억 달러 역대 최대, 첫날 +19%
CXMT	5,792 억 위안(약 858 억 달러)	상하이 STAR - 7/27 상장 완료	공모 579 억위안 STAR 사상 최대, 상반기 순익 약 25 배 상승
Unitree	약 610 억 위안(약 90 억 달러)	상하이 STAR - 8/19 상장 완료	공모 60.9 억 위안, 상장 첫날 590 억 달러 마감(+600%)
Anthropic	9,650 억 달러	미국 - 이르면 10 월 (S-1 제출)	650 억 달러 조달, GS, JPM, MS 주관 협의
OpenAI	8,520 억 ~ 1 조달러	미국 - 2027 년 (S-1 제출)	1,220 억 달러 조달 (아마존, 엔비디아 참여)
YMTC	약 3,000 억 위안(약 444 억 달러)	상하이 STAR - 26 년 말~ 27 년 상반기	공모 300~400 억 위안 예상, 26.1Q 매출 200 억 위안

주: 위안-달러 환율은 달러 당 6.75위안으로 계산

자료: 각 사, 상상인증권 리서치센터

SpaceX 상장 이후 약세, 투자자 시선은 반도체 실적

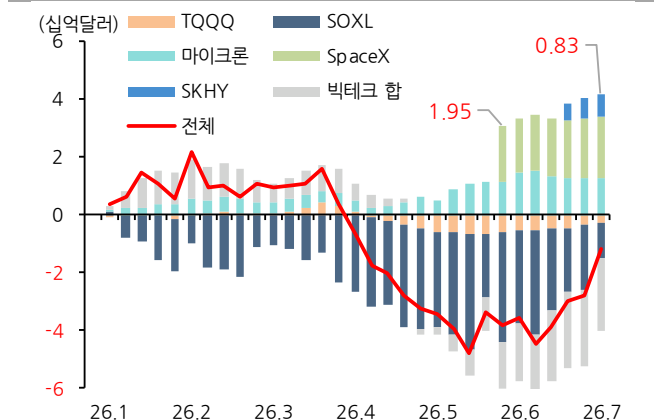
SpaceX 상장에 대한 시장의 관심도는 상당했으나, 상장 이후의 임팩트는 그리 크지 못했다. 해당 시기 글로벌 증시는 이슈를 중심으로 반도체 업종의 주가가 급등락하는 장세가 이어졌다. 상장 첫날의 화려한 출발과 달리 SpaceX의 주가는 하락세를 이어갔다. 오히려 같은 기간 증시의 관심은 마이크론 실적과 메모리 가격에 쏠려 있었다. 대형 IPO가 곧 시장의 중심이 될 것이라는 우려가 과장되었음을 보여준 사례로 해석할 수 있겠다.

SpaceX IPO는 현시점 투자자들의 시선이 미래의 꿈과 희망보다는 다소 현실적 문제에 가 있다는 점을 보여줬다. SpaceX 투자자들이 기대했던 우주 데이터센터는 수익화 시점까지의 시차가 발목을 잡았고, 락업 물량의 해제는 예견된 악재로써 주가 상승을 억제했다. 투자자들의 관심도는 상장 이후 급격하게 낮아지며 SpaceX IPO 이슈는 소외되었다. 그 과정에서 이미 예고되었던 적자와 자금조달 문제가 회사채 발행으로 부각된 점 역시 주가 하락에 일조했다.

국내 개인의 해외투자자금 SpaceX 대거 유입

다만, 미국 내 SpaceX 입지 축소와 별개로 개인의 해외투자자금에는 유의미한 변화가 나타났다. SpaceX 상장 당시 국내 개인투자자들의 직접 투자자금만 약 19.5억 달러, 2.8조원 가량이 유입되었다. 이외에 국내상장된 미국 우주항공 ETF 자금까지 포함하여 상장 이후 주가의 급락에도 개인투자자 순매도 전환이 나타나지 않은 점에서, 대부분의 투자자들이 손실구간에 속해 있음을 알 수 있다.

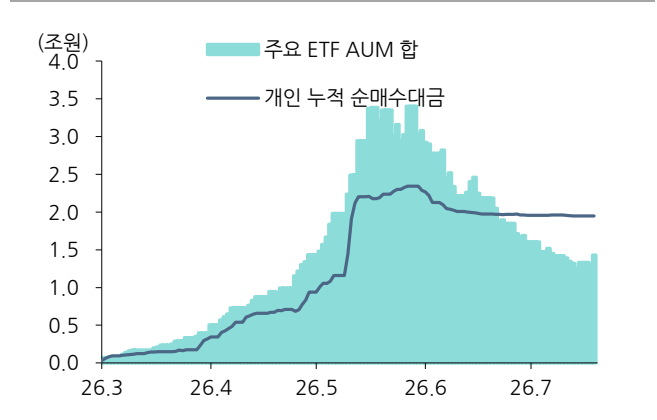
그림 41. 2026년 서학개미 순매수 금액 추이



주: 순매수 TOP 50 내 주요 종목 합산, 빅테크 합은 테슬라, 알파벳, 엔비디아 합을 의미, 결제일 기준

자료: SEIBro, 상상인증권 리서치센터

그림 42. SpaceX 관련 국내 주요 ETF AUM 및 개인 순매수 대금



주: 주요 ETF AUM 합은 TIGER+KODEX AUM 합산

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

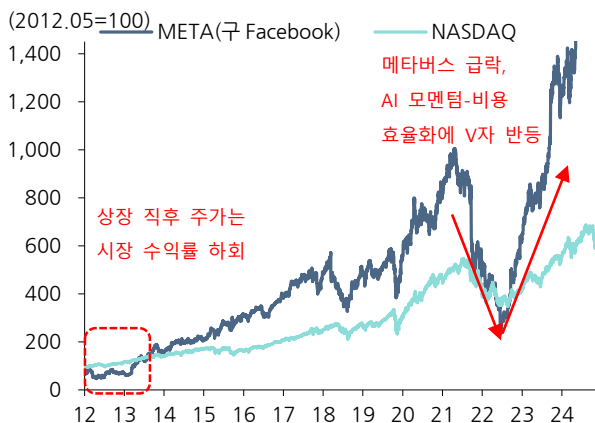
과거 주요 IPO 사례 - Alibaba, Facebook, Rivian, Uber

Facebook, Alibaba, 약세 이후 실적 재평가

SpaceX의 약세는 과거 미국 증시의 주요 IPO 사례들에서 예견된 하락이었다. 공통점은 초반의 주목도가 그리 길게 가지 못하고, 락업 물량 해소에 따른 추가침체 시기를 맞으며 지수수익률을 오히려 하회한 경우가 많았다는 점이다. 미국 증시에 상장되었던 과거 대형주 IPO 사례를 보면 알 수 있다.

Facebook은 모바일 전환이라는 테마 속에 상장했으나 첫 1년간 공모가 및 지수수익률을 하회했고, 모바일 광고 매출이 증명된 이후에야 주가가 재평가되었다. Alibaba는 상장 초기의 열기가 식은 뒤 중국 소비 성장이라는 실적 근거가 확인되는 구간에서 반등에 성공했다. Uber는 적자구조에도 지나치게 높은 기대감에 상장 직후 급락, 코로나 이후 시장수익률을 아웃퍼폼하였다. 테마 소멸 이후 장기 침체에 빠진 Rivian 유형도 볼 수 있다. 즉, 상장당시 공모가 책정에 대한 변수는 있겠으나 락업 물량의 해제가 주가 하락을 야기했음을 알 수 있다.

그림 43. Facebook, 시장 수익률 비교 - 2014년 이후 크게 상승



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 44. Alibaba 주가 추이 - 초기 2년 간 약세, 이후 강세



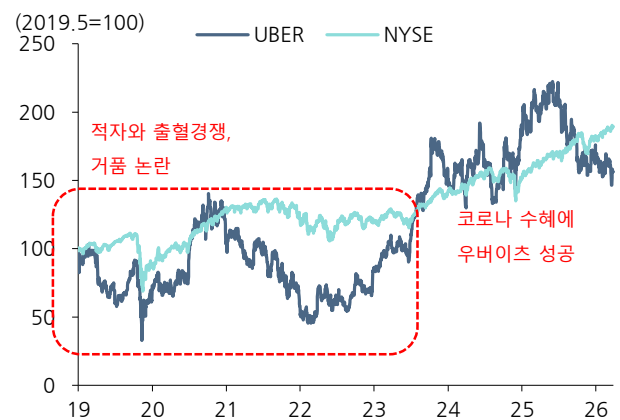
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 45. Rivian 주가 추이 - 전기차 테마 과열 해소 이후 장기 침체 흐름



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 46. Uber 주가 추이 - 코로나 급락기 이후 빠른 회복



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

OpenAI와 Anthropic IPO, 규모보다도 자금 흡수의 스토리에 주목

Anthropic - 10월 IPO 가능
OpenAI - 2027년 기대

현시점에서는 향후 예정된 AI 플랫폼 IPO에 따른 타 업종 투자자금의 흡수 가능성을 점검해야 한다. 그 중 규모와 내러티브 측면에서 핵심 기업은 Anthropic, OpenAI 이다. Anthropic은 6/1일 SEC에 비공개 IPO 신청서를 제출했다. 시장에서는 이르면 10월 중, 늦어도 연말 상장 시나리오가 거론되고 있다. 한편 OpenAI는 SEC에 비공개 S-1을 제출 이후 6/8일 이를 공식화하며 시장에서는 9월 상장 얘기까지 거론되었다. 그러나 6월 말 알트먼 CEO가 1조 달러 미만 밸류에이션은 고려하지 않겠다는 입장을 고수하면서 2027년 연기가 유력해졌다.

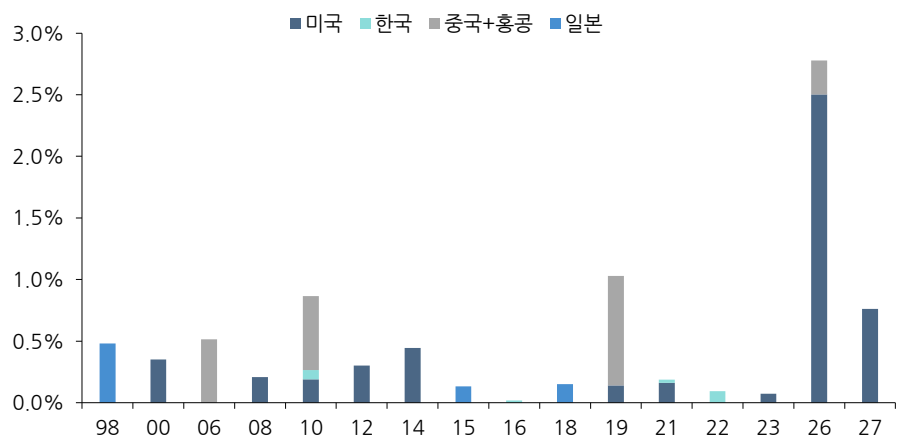
2026~27년 예정 미국 IPO,
역사적 규모

두 기업의 예상 시총은 각각 약 1조 달러 수준까지 상승하였으며, 예정대로 IPO가 진행된다면 미국 시장에서는 2, 3위이며 글로벌 기준에서도 3, 4위 규모가 예상된다. 글로벌 역대 IPO 규모를 비교해보면, 과거 일본(1998)을 비롯해 주로 중국, 한국 시장 등 전체 시가총액이 크지 않은 시장에서의 IPO 비중 대비 미국은 큰 규모에도 시장의 규모 확대 폭이 더욱 컸기에 지속적으로 낮았다. 특히 중국은 공상은행(2006), 농업은행(2010), 알리바바(2차상장, 2019) 등의 영향력이 크게 나왔다. 2026년과 2027년의 비중은 역사적으로 보아도 이례적으로 높은 수준임이 확인되었다.

주변 자금 이동 가능성 주목

다만 최근 사례인 SpaceX IPO가 시장의 기대와 달리 상장 이후 주가가 약세를 보였다는 점을 유념해야 한다. 본주와 관련 ETF, 우주항공 밸류체인 종목들은 시장 내 수급을 흡수하는 주도주가 되지 못하고 하락했다. 이는 시총 규모와 별개로 주도 업종에 대한 내러티브와, 주변 자금의 이동 가능성이 뒷받침되어야 강세를 보일 수 있음을 설명한다.

그림 47. 글로벌 주요국 증시 전체 시총 대비 주요 IPO 기업 시가총액 비중



주: 500억 달러 이상 종목 집계, 26년 예정에 Anthropic, YMTTC 포함. 27년 예정엔 OpenAI 포함
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 7. 한중미일 역대 IPO 상장 당시 시총 및 비중 비교 – SpaceX 보다 낮은 비중, 그러나 Core 밸류체인과 연관도가 높은 점은 영향력 측면 기대

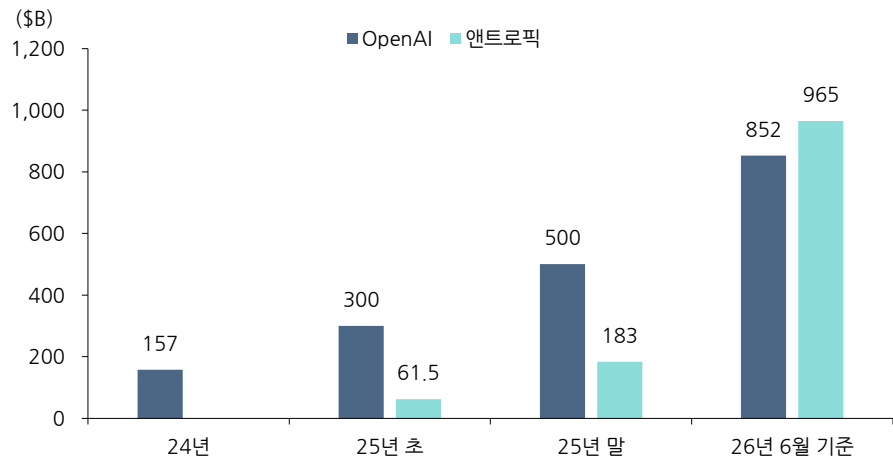
기업	상장	시장	상장 시가총액 (\$bn)	시장 전체 시총 (\$bn)	시장 대비 비중
공상은행 ICBC	2006-10	중국+홍콩	132	2,390	5.52%
NTT 도코모	1998-10	일본	76	2,376	3.20%
LG 에너지솔루션	2022-01	한국	58	1,981	2.95%
중국 농업은행	2010-07	중국+홍콩	126	5,233	2.41%
삼성생명	2010-05	한국	19	806	2.35%
SpaceX	2026-06	미국	1,750	80,990	2.18%
Anthropic	2026-10(E)	미국	965	79,482	1.21%
소프트뱅크(통신)	2018-12	일본	64	5,392	1.18%
AIA Group	2010-10	홍콩	31	2,710	1.13%
OpenAI	2027(E)	미국	852	79,482	1.07%
CXMT 창신메모리	2026-07	중국	85	14,201	0.60%
YMTC 양쯔메모리	2026-4Q(E)	중국	44	14,201	0.30%

주: Anthropic, OpenAI는 26년 7월 기준 전체 시장 시총을 적용 / 비상장 기업은 예상 밸류에이션 적용 / 당시 달러대비 환율을 적용

주 2: 중국 A주+홍콩 동시상장의 경우 합산 시총으로 계산

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 48. OpenAI vs Anthropic 사모 라운드 기업가치 추이



자료: OpenAI, Anthropic, 상상인증권 리서치센터

개인투자자금에는 위험요소가 될 IPO

AI 밸류체인에 기류입된 자금 이동 가능성 높다

AI 수익성에 대한 높은 기준치

두 대형 IPO 기업 모두 향후 매출액 성장성과, AI 플랫폼으로써의 경쟁 이후 차지할 독점적 지위를 고려했을 때 20배 수준의 Fwd PSR은 납득가능한 수치라 판단된다. 매출 고성장이 예고된 만큼 상장시점의 해당 배율이 더 낮아질 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 다만, 시장에서 나타나는 AI에 대한 의구심은 적정 밸류에이션 측정에서 고려해야 할 사항으로 보인다. 토큰 사용량에 따른 비용 부담과, 순환거래에 대한 의구심, CapEx 확대에 따른 현금흐름 악화와 같은 시장 우려들은 현재 상장되어있는 빅테크, 소프트웨어, 반도체 등 관련 밸류체인의 주가에 반영되기 시작했다. 이는 상장시점 AI SOTA(State of the Art, 최고 성능) 모델과도 관련이 있기에 IPO의 성공 여부를 단정짓기는 어렵다고 판단한다.

두 가지 영향력

- 1) AI 밸류체인 리레이팅
- 2) 빅테크 밸류에이션 희석 가능

다만, AI 밸류체인에 기류입된 자금의 이동 가능성은 높다고 판단한다. 특히 이는 개인의 해외투자에 더 큰 영향을 미칠 수 있다. 지금까지 공개시장 투자자는 비상장 AI 플랫폼 기업 대신 지분 보유나, 클라우드 매출 발생 중심의 빅테크에 투자해왔다. 이러한 자금이 Anthropic-OpenAI에 대한 수급으로 이동할 수 있고, 관련 밸류체인에 속해있는 반도체 등 주변 자금도 추가로 이탈할 가능성이 있다. 국내 개인투자자들의 종목 교체 사례는 SpaceX 상장 당시 서학개미의 SOXL(미국 반도체 3배 ETF)의 매도세에서 확인할 수 있다.

해당 경우 AI 밸류체인 리레이팅과 함께 향후 수익성에 따라 밸류체인 내 Long-Short 트레이딩 등 다양한 전략이 활용될 것이다. 또한 공모 규모가 최소 500억~1,000억 달러대로 거론되는 만큼 미국 성장주 수급에 큰 영향을 미칠 수 있고, 상장 후 지수 편입 시 패시브 자금의 기계적 매수가 기존 빅테크 비중의 감소로 이어질 수 있다. 국내 관점에서는 두 회사 모두 HBM, 파운드리 산업의 최종 수요처라는 점에서, 국내 AI 반도체주의センチ먼트에는 긍정적이겠으나 자금 흡수에 따른 수급 이탈이 상충될 것으로 예상된다.

표 8. 과거 대형 미국 IPO의 서학개미 흡수율 - 공모주식수 대비 순매수 주식수 역산

IPO	상장 일자	공모주식수 (백만주)	순매수 주식수 (백만주)	주식수 기준 흡수율
Arm	2023-09	102.5	0.71	0.69%
쿠팡	2021-03	130.0	1.94	1.49%
리비안	2021-11	176.0	2.59	1.47%
SpaceX	2026-06	638.9	14.34	2.24%
SK 하이닉스 (ADR)	2026-07	177.9	5.30	2.98%
Figma	2025-07	42.5	1.95	4.58%
Circle	2025-06	39.1	4.30	11.00%

주: 예탁결제원 순매수결제 기준, 순매수대금과 당일 종가 역산하여 주식수 추정

자료: Bloomberg, Seibro, 상상인증권 리서치센터

중국 IPO 영향력은 국내 증시에 간접적으로 반영

중국 반도체 기술력 입증, 국내 증시 리스크 요소

미국 IPO에 대한 기대감은 컸으나 최근 상대적 주목도는 중국의 하반기 IPO가 더 높다. CXMT는 상장 이후 약 +450% 상승하며 시가총액 약 700조원을 달성했다. Unitree는 중국 역대 최단기간인 73일 만에 상장 심사를 통과했다. 이러한 대규모 공모와 이례적 심사 속도의 조합은 두 상장이 단순한 기업 이벤트가 아니라 반도체 자금과 로봇 상용화 부문에서 중국 기술에 대한 시선을 가늠하는 요소로 보인다.

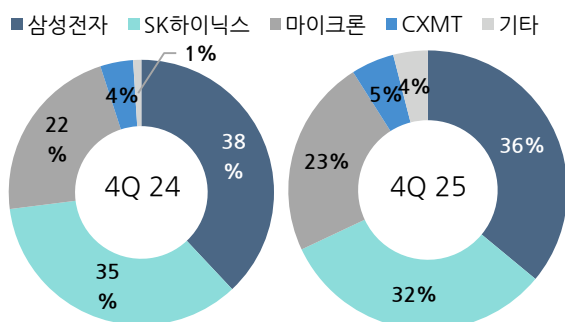
현재 CXMT는 메모리 초과수요 국면에서 자급률 확대의 대표주자로 꼽히지만, 생산의 중심은 DDR4, LPDDR4 등 레거시 제품이다. 삼성전자-SK하이닉스가 HBM과 DDR5 등 프리미엄 제품으로 캐파를 이동시킨 가운데 CXMT의 기술력은 아직 프리미엄 시장에서의 직접적 위협과는 거리가 있다. 다만, DDR5에서의 품질 개선에 따라 일정 수준의 경쟁력 확보 시 원가 효율을 앞세운 가격 경쟁을 바탕으로 반도체 산업 구도에 큰 영향을 줄 수 있다. 따라서 관건은 상장으로 확보한 자금이 증설과 수율 개선으로 이어질 수 있는 가이며, 결국 CXMT의 기술은 중국 반도체 기술력과 직결되기에 한국 반도체 기업에 잠재적 리스크 요인이 될 수 있다.

국내 직접적 수급 위협은 제한적, 업황 & 밸류체인 관점의 접근 유효

결국 중국 IPO가 국내 증시의 수급을 직접 위협할 가능성은 제한적일 전망이다. 중국 공모 시장은 정책 자금과 현지 기관이 주도해 글로벌 자금의 대규모 이동을 동반하지 않기 때문이다. 다만, IPO가 가져다주는 내러티브 변화는 국내 증시에 간접적 영향을 미칠 수 있다. 실제로 CXMT 주가가 상장 이후 높은 상승률을 보였지만, 개별 종목 관점에서는 낮은 공모가와 적은 유통물량에 의한 단기적 급등의 영향이 컸다고 볼 수 있다. 오히려 간접적 영향으로 전주 이슈가 되었던 '문샷'의 Kimi K3 모델, 중국 DUV 노광장비 양산 노이즈와 함께 중국 반도체에 대한 우려가 투심을 악화시키는 양상이 나타났다.

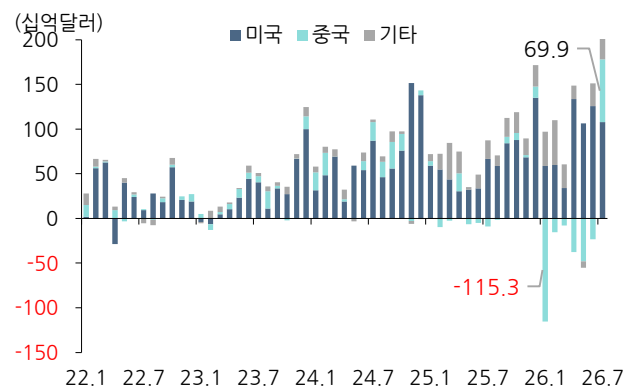
결국 향후 지켜봐야할 관전 포인트는 세 가지다. 1) CXMT의 증설 속도가 레거시 메모리 가격과 업황 사이클에 미칠 영향, 2) Unitree 흥행 여부에 따른 국내 로봇 밸류체인의 재평가, 그리고 3) 상장 이후 두 종목의 주가가 보여줄 중국 테크 투심의 방향이다. 결국 이번 중국 IPO는 수급 이벤트가 아니라 업황과 테마를 미리 읽는 신호로 접근하는 것이 합리적이다.

그림 49. 글로벌 D램 점유율 비교 - CXMT 2026년 7% 수준 점유율 예상



자료: Counterpoint Research, 상상인증권 리서치센터

그림 50. 글로벌 펀드자금 추이 - 상반기 중국 순유출 -> 7월 순유입



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

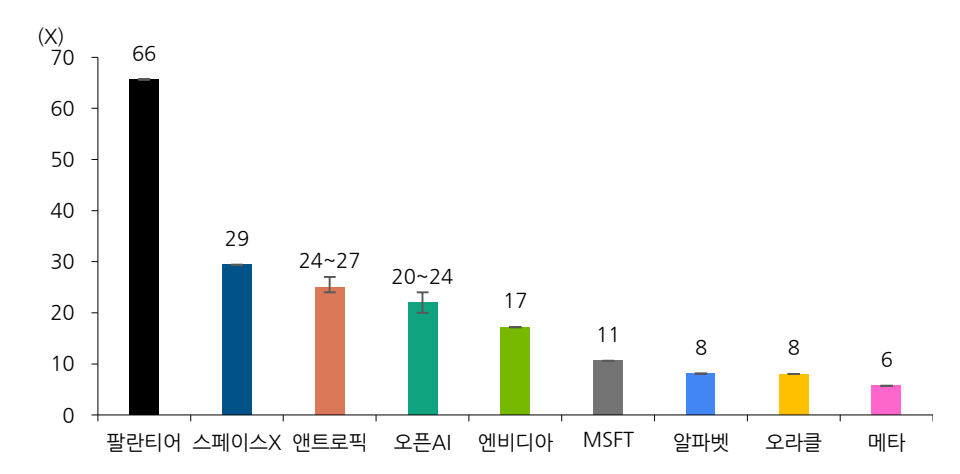
소결: AI 밸류체인 내 단기적 자금 흡수 가능

미국 IPO: 국내 개인투자자금
흡수 가능

미국 AI 플랫폼 2사(OpenAI, Anthropic)의 IPO 이벤트는 단기적으로 상장 이전 유사 기업들에 있어 리레이팅 기대감과 관련 섹터에 대한 자금 유입 등 상승 모멘텀으로 작용할 수 있다. 다만, SpaceX 사례로 보았을 때, IPO에 따른 증시의 영향력과 별개로 국내 개인투자자들의 해외투자 민감도에는 큰 영향을 미칠 수 있을 것으로 보인다. 시장 전체 대비 두 기업의 비중은 크지 않을 것으로 전망된다. 다만, 국내 투자자들의 IPO 종목 순매수세는 2025년 이후 더욱 공격적이고, 이에 따라 글로벌 시장 내 영향력도 커지고 있다.

이러한 점에 비추어보아, 미국 AI 플랫폼 2사(OpenAI, Anthropic)의 IPO 이슈는 글로벌 전체 자금의 이동보다도 국내 주식에 큰 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다. 반면 26년 하반기 예정된 중국 IPO에 대한 영향력은 제한적일 것으로 판단한다.

그림 51. 주요 AI 관련 기업 및 대형 IPO 12MFwdPSR 비교 (2026.06 기준)



주: OpenAI, Anthropic은 12MF 선행 인식 매출의 시간가중 평균, 기업가치는 최근 라운드 조달 금액 기반
자료: Bloomberg, OpenAI, Anthropic, 상상인증권 리서치센터

표 9. 2026년 달러 환산 역대 IPO 규모 - 역대 3, 4위 규모 수준 IPO 예고

기업	상장시장	시기	밸류에이션
사우디 아람코	Tadawul	2019	\$2,108B
SpaceX	NASDAQ	2026.6 상장	\$1,750B (공모가)
Anthropic	NASDAQ(예정)	2026.10 (미정)	\$965B (포스트머니)
OpenAI	미정	2027 이후	\$852B (포스트머니)
알리바바	NYSE	2014	\$225B
NTT 도코모	TSE	1998	\$219B
ICBC	HKEX & SSE	2006	\$203B
중국농업은행	HKEX & SSE	2010	\$173B
메타	NASDAQ	2012	\$144B

자료: Bloomberg, BLS, 상상인증권 리서치센터

시황 Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

04

지표에서 확인되는 수급 왜곡의 해소

수급 고임의 정상화 과정

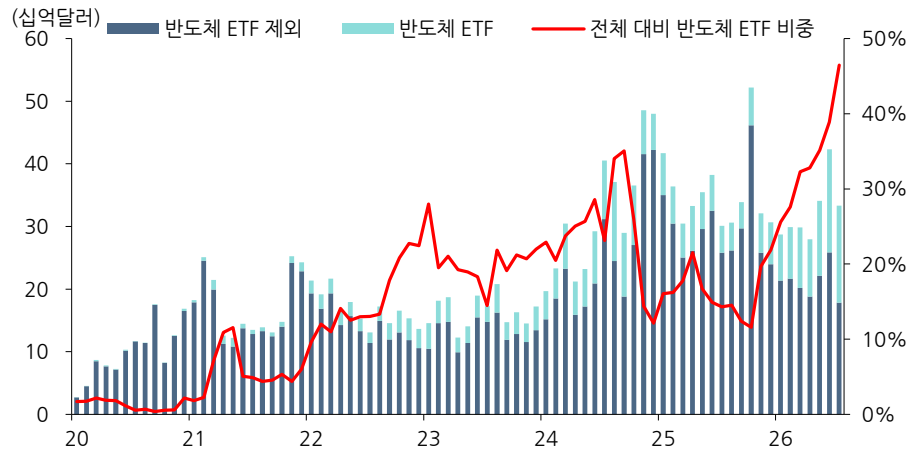
원화가치 절하문제
+ 국내 증시 상승동력,
두 가지 문제점 해결 기대

단일종목 레버리지 ETF 도입과 수급 왜곡 심화

단일종목 레버리지 ETF 상장 시점인 지난 5월을 돌이켜보면, 개인투자자들의 해외주식 투자규모는 장기 시계열에서 꾸준히 확대되고 있었다. 여기서 핵심은 미국 단일 종목 레버리지 ETF에 대한 개인투자 순매수 역시 크게 증가하고 있었다는 점이다. 결국 해외 단일종목 반도체 ETF 투자가 성과를 거두고 있었던 가운데 국내 TOP2 반도체 기업의 레버리지 상품은 관심도가 높을 수 밖에 없었다.

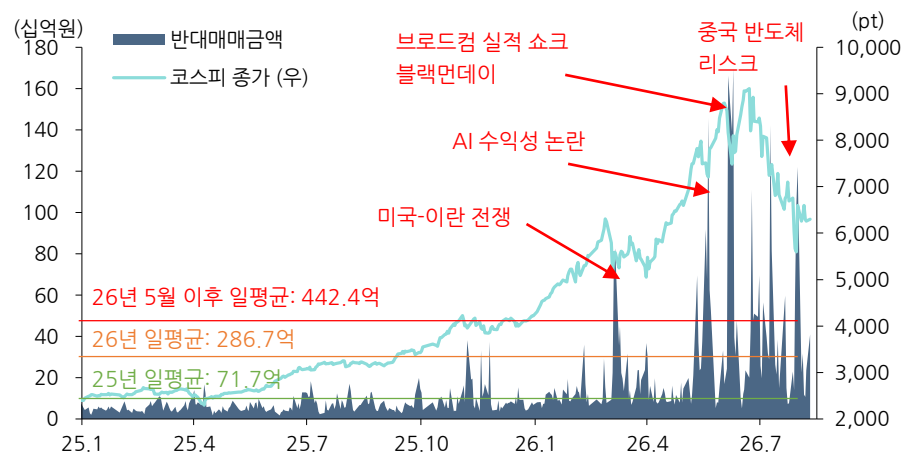
국내 단일종목 레버리지 ETF 상품은 서학개미 자금 확대에 의한 원화가치 절하문제와, 국내 증시 상승이라는 두마리 토끼를 동시에 잡을 대안으로 기대되었다. 그러나 지난 5/27일 레버리지 ETF 상장 이후, 급격한 변동성 장세를 겪으며 해당 상품에 대한 시장의 평가는 상장 초기와 많이 달라졌다. 6월 급등락 장세 이후 국내 증시의 급락 과정에서 투자자들의 청산이 발생하였고, 증시의 변동성은 크게 확대되는 결과가 발생하였다.

그림 52. 국내 개인투자자 해외투자 결제기준 순매수금액 비교



주: 외화증권예탁결제 종목별 순매수 TOP 50 기준 계산
자료: SEIBro, 상상인증권 리서치센터

그림 53. KOSPI 반대매매금액 및 증가 추이 - 26년 이후 반대매매 규모, 반도 급증



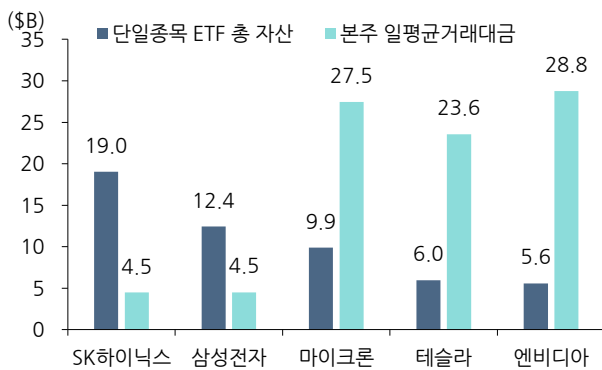
자료: 금융투자협회, 상상인증권 리서치센터

변동성의 내막 : 본주 vs ETF 규모 불균형

국내 증시의 급등락과 과도한 수급 편중현상의 이면에는 급격하게 증가한 레버리지 ETF AUM이 있다. 물론 미국을 비롯한 글로벌 흐름에서도 움직이는 선물-옵션 시장이 현물시장의 수급을 뒤흔드는 일이 비일비재하게 발생하고 있다. 이러한 패턴은 비단 한국 증시만의 일이 아니나, 미국 증시와 비교해서도 본주대비 레버리지 ETF로의 총 자산 규모가 큰 점은 수급 왜곡을 야기할 수 있다.

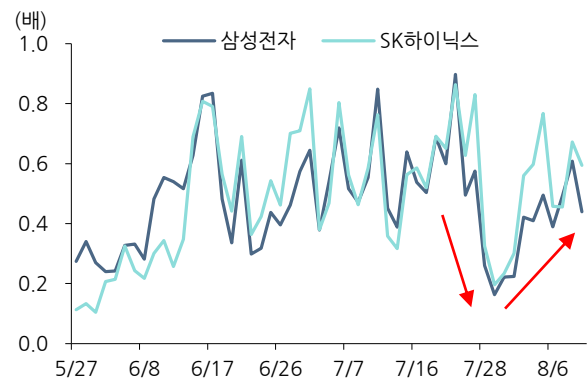
정부의 레버리지 ETF 규제는 신규 자금 유입을 억제하기 위한 보완적 조치였다. 실제로 7/31일로 앞당겨진 예약금 조정 상향(1,000만원 → 3,000만원)은 기존 투자자들의 추가 매수를 억제하는 수단이 되었다. 근본적 해결방안이 되기에는 난관이 존재하겠으나, AUM 감소에 따른 리밸런싱 물량 감소는 시장 충격 완화 측면에서 수급 변동성을 완화시키고 있다.

그림 54. 단일종목 ETF 규모 - 글로벌 빅테크와 차이점 (6/29 기준)



주: 블룸버그 보도 기준 ETF 총 자산은 국내 및 홍콩, 미국 자산의 총합
자료: Bloomberg news, 상상인증권 리서치센터

그림 55. 본주 일간 거래대금 대비 레버리지 ETF AUM 비중



주: KRX 기준
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

표 10. 한국 vs 미국 단일종목 레버리지 ETF 규제 비교 - 규정보다도 상장 종목이 제한적인 점이 구조적 원인

구분	한국 (현행, 국내투자자의 해외투자 포함)	한국(개정 논의 사항, 일부 7/31 시행)	미국 규정
대상 종목 요건	시장 내 시총 비중 10%, 거래대금 5%, 주식선물 거래 비중 1% 이상, 투자적격 등급	신규 상장 잠정 중단 (인버스, 커버드콜 포함)	별도 요건 없음(발행사 자율) - NVDA, TSLA 등 다수 상장
최대 배율	2 배	2 배	단일종목 2 배, 지수형 3 배 존재
사전교육	의무 2 시간(기본, 심화 각 1 시간)	3 시간으로 확대, 평가 60 점 미만 시 재학습 의무	없음
기본예약금	원칙 1,000 만원, 대용증권 인정	3,000 만원, 전액 현금만 가능, 정정주문 포함 (대용증권 불인정) → 7/31 일 시행	없음
매수 방식	현금 100%	현금 100% (유지)	마진계좌 시 증거금 50%로 매수가능
유지증거금	해당 없음	해당 없음	롱 50%, 숏 60%
신용 미수	불가	불가 (유지)	가능, 이론상 최대 4 배
매매 단위, 회전율	제한 없음 (1 주 단위, 데이트레이딩 자유)	매매수량 단위 확대 (논의 중, 11 월 중 시행 예정)	잔고 2.5 만달러 미만 시 데이트레이딩 횟수 제한
운용 판매 규제	LP 과리를 관리 의무 3% 해외 기초자산 상품 6%	과리율 2%로 강화(해외: 5%로 강화) 위반 시 LP 신규업무 제한, 운용사는 신규 ETF 상장 제한	별도 의무 없음

자료: 상상인증권 리서치센터

단일종목 레버리지 ETF 과열 해소는 긍정적

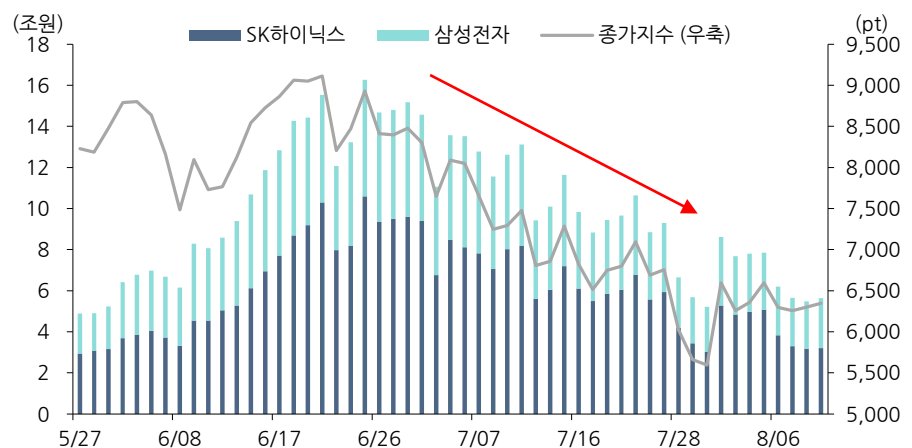
수급 집중현상 완화 중

다만, 국내 증시에서 단일종목 레버리지 ETF 과열이 해소되고 있다는 점은 긍정적이다. 또한, 현-선물로 구성되어있는 ETF 구성자산의 리밸런싱 수요를 분산시키는 제도적 보완은 시장의 수급 충격을 어느정도 감소시킬 수 있을 것으로 보인다. 7월 한차례의 큰 충격 이후 시장참가자가 받아들이는 레버리지 경각심 확대는 AUM 감소로 연결되고 있다. 또한 같은 시기 증시의 변동성과 반도체 편중 현상도 완화되었다.

7/31 제도 강화 이후 거래대금 급감

7월 마지막 주 반도체주의 급락 이후 급등 과정에서 인버스(-) 레버리지 ETF의 AUM은 증가했으나 가격 조정에 따른 상승분을 배제했을 때 큰 폭으로 증가하지는 않은 것으로 보인다. 반면, 예탁금 상향조정이 시행되자 AUM은 큰 폭으로 감소했다. 해당기간 지수가 횡보 국면에 있었다는 점에서 인버스 투자 매력도가 정방향보다 더 크게 감소한 것으로 해석할 수 있다. 결국 현 시점에서 개인투자자들은 Long 포지션과 Short 포지션 양방향에 피로감을 드러내고 있으며, 레버리지 ETF의 제도 보완은 거래대금의 감소에 꽤나 큰 효과를 보이고 있다.

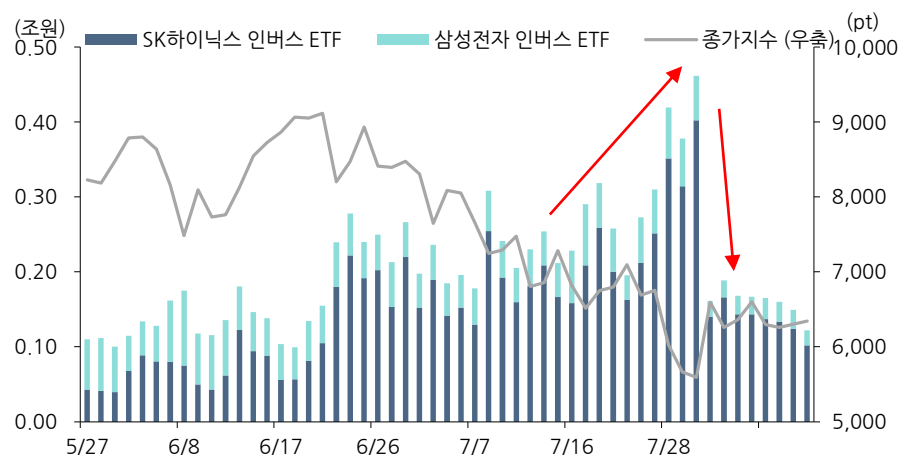
그림 56. 단일종목 레버리지 ETF AUM-AUM 정점 통과 후 감소 중



주: 인버스 ETF는 제외한 수치임

자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 57. 단일종목 레버리지 인버스 ETF AUM- 지수 조정기 급증, 이후 제도 변화에 50% 이상 감소



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

소수종목의 자금 집중 현상은 해소 중

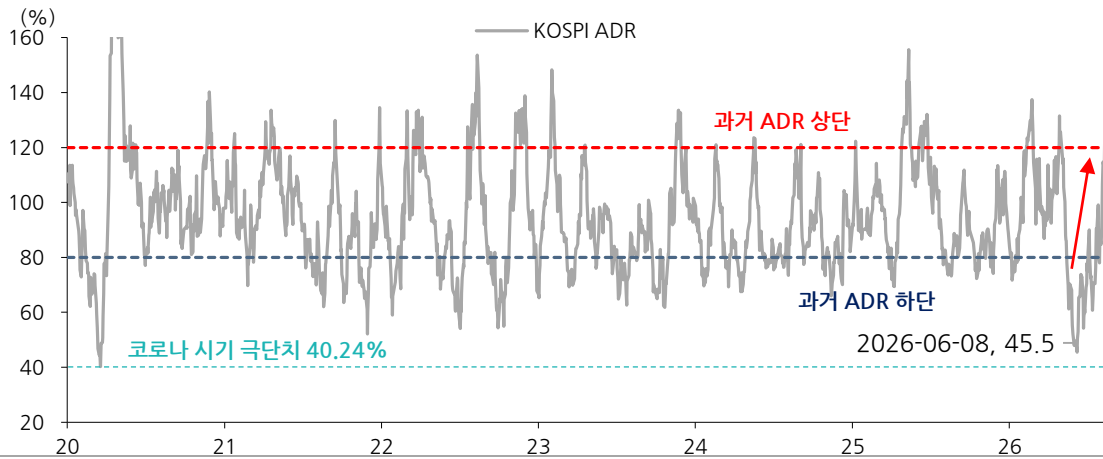
등락비율과 상대지수의 정상궤도 진입

KOSPI 등락비율, 동일/시총 가중 상대지수 반등 중

반도체 편중 장세의 완화과정은 두 지표에서 확인된다. 먼저, 급락 과정에서 코로나 극단치(40.2%)에 근접했던 KOSPI 등락비율(Advance-Decline Ratio, 이하 ADR)은 등락 속 정상 궤도로 볼 수 있는 80~120 구간에 진입했다. 여기서 말하는 ADR 지표란 최근 20일간 상승종목 수 누적 합과 하락종목 수 누적 합의 비율이다.

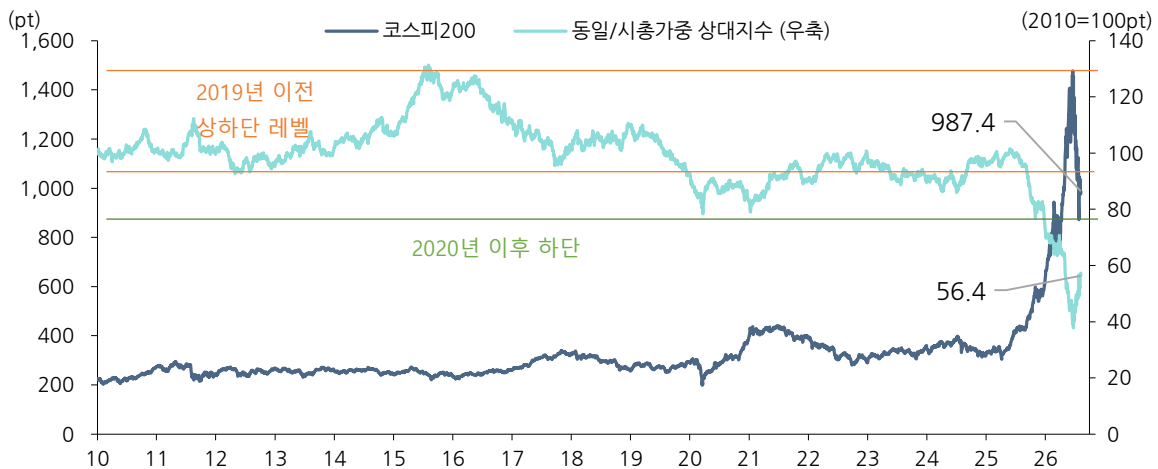
또한 코스피 200의 동일/시총 가중 상대지수도 반등 중이다. 동일/시총 가중 상대지수는 정상치 대비 여전히 -30% 하회 중이나 격차를 좁혀가고 있다. 결국 지표가 가리키는 방향은 반도체 수급 편중의 재발현 보다는 과열된 거래 및 변동성의 순차적인 정상화 과정을 암시한다고 판단한다.

그림 58. KOSPI ADR 지표 추이 - 단순 종목 수 기준으로는 정상궤도에 진입



자료: adrinfor, 상상인증권 리서치센터

그림 59. 코스피 200 및 동일/시총가중 상대지수 - 코스피 200은 과거대비 4~5배 구간. 상대지수는 편중 현상에 40pt 대로 낮아졌으나, 50pt 수준 반등

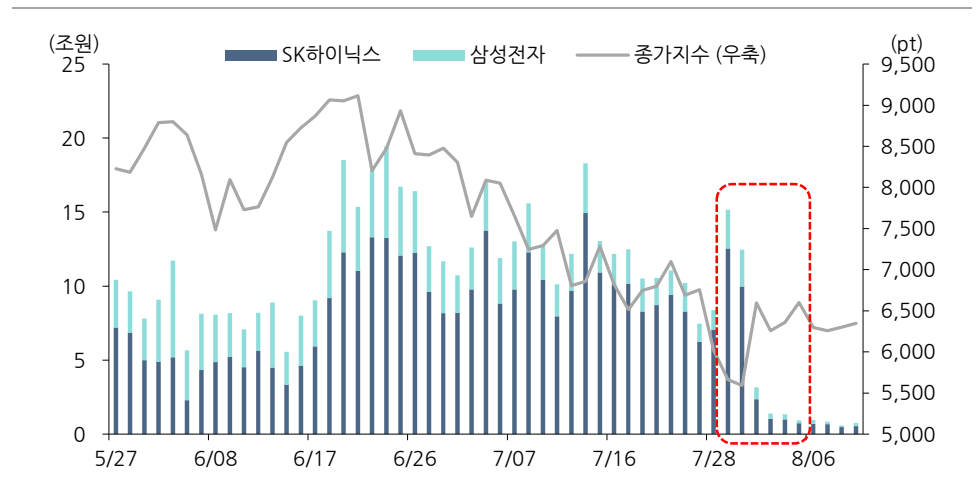


자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

기계적 물량 출회 -분기말, 정기변경 경계 요소

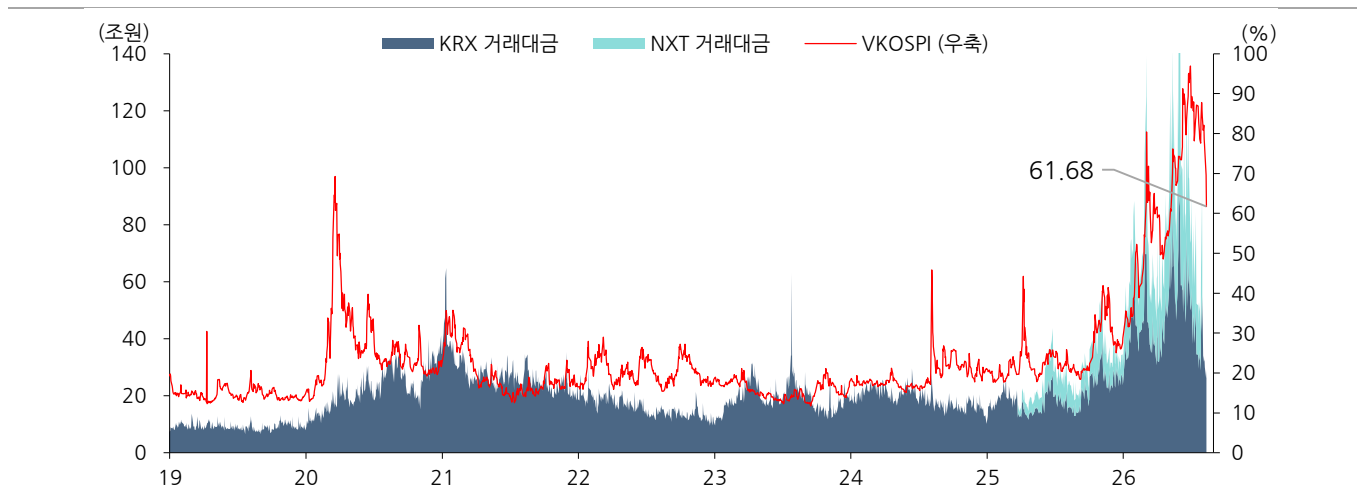
증시 변동성을 측정하는 VKOSPI 지수는 여전히 높으나, 시장 변수였던 NXT 거래대금이 감소하고 있는 측면 역시 과열 진정 국면임을 지지한다. 향후 수급적 관점에서는 주요 기금의 분기말 리밸런싱 수요, MSCI, FTSE, 코스피200 정기변경에 따른 패시브 매매, 선물-옵션 동시만기일의 프로그램 매매 등을 체크해야 한다. 다만, 이러한 물량은 새로운 리스크가 아닌 일시적 변동요인이라는 점이 중요하다. 이벤트 전후의 변동성 확대는 추세의 훼손이 아니라 속도의 조절인 만큼, 이벤트발 조정 발생 시 이를 역이용하는 대응이 유효하겠다.

그림 60. 단일종목 레버리지 ETF 거래대금 - 7/31 제도 강화 이후 거래대금 1/10 수준으로 급감



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 61. 국내 증시 거래대금 및 VKOSPI 지표



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

시황 Noise 속에서 찾는 수급 Signal: 증시 반등의 시작점

05

결론 및 향후 시장 전망

상승폭 둔화, 단기적 순환매 장세 예상

단기적 등락 속 중기적 상승 국면 진입 전망

단기간 급증한 이익 전망치,
온전히 시장에 반영되기 어려움

앞서 기술한 세 가지 소결은 다음과 같다. 1) 상반기 반도체로 집중된 자금은 왜곡된 풀림이 아닌 합리적 자금 이동이었다. 이익의 급증분이 시장에 온전히 반영되기에는 수급 노이즈가 하방압력으로 작용했다. 2) 개인 수급은 단기적으로는 약할 것이나, 중장기적 유입이 기대된다. 외국인도 상반기 대량 매도 이후 점진적 매수세가 기대된다. 3) OpenAI, Anthropic IPO 이슈는 국내 개인투자자금의 흡수 요인이 될 수 있다. 반면, 중국 IPO는 노이즈에 그칠 전망이다.

단기적 순환매 장세,
전업종 고른 상승 예상

중요한 점은 챕터 1에서 다룬 합리적 자금이동과 별개로 수급적 요인이 단기적 주가흐름을 좌우할 것이라는 점이다. 반도체와 비(非)반도체의 관점에서, 펀더멘털 상 저평가 구간에 위치한 반도체주는 개인의 단기적 수급 약세로 인해 3Q에는 강세폭이 다소 제한될 수 있다. 해당 기간 비반도체주 중심의 순환매 장세가 예상된다. 향후 예정되어있는 Anthropic IPO 이슈는 메모리주 리레이팅 관점에서 양방향으로 작용할 수 있으나, 개인 수급적 측면에서는 국내 증시에 단기적 악재가 될 수 있다. 결과적으로 증시는 단기적 순환매 장세 이후 반도체 중심의 강세장이 나타날 것으로 보이며, V자 반등보다는 차익매물 소화하며 점진적 상승이 예상된다.

개인과 외국인 수급 - KOSPI 하단 레벨을 지지

상반기와 달라질
개인-외국인 순매수 방향

향후 투자주체별 수급 전망 part에서 개인과 외국인투자자금의 극단적 양극화 흐름은 상반기 이후 점차 해소될 것으로 보인다. 개인자금에 있어서는 단기적으로 해외투자로 자금이 이탈할 가능성이 있으나, 중-장기적 관점에서 유동성 환경이 뒷받침하고 있음이 확인되었다. 외국인투자자금의 경우 향후 분기, 반기말 리밸런싱 가능성은 여전히 존재하는 가운데 글로벌 펀드 흐름에서 국내로의 순유입이 이루어지고 있으며, 현 시점에서는 리밸런싱 부담이 완화되었을 가능성이 높음에 따라 상반기 대비 매수심리는 강화되었다고 평가할 수 있다.

미국 AI 플랫폼 IPO,
국내 개인투자자금 유출 야기

또한 하반기 예정된 Mega IPO들은 중국 Unitree, YMTIC 보다는 OpenAI와 Anthropic 상장 이후 서학개미 자금 중심으로 수급 이탈 가능성이 있을 것으로 예상된다. 이 경우 전체 시장에 미치는 영향력은 적으나, SpaceX 사례에서 볼 수 있듯이 국내 개인투자자의 해외 투자 업종의 손바뀜 가능성과 함께 일시적으로 관련 업종인 AI 밸류체인 자금이 이동할 가능성이 존재하기에, 국내 반도체 중심의 수급에도 일정부분 영향이 있을 것으로 보인다.

표 11. 하반기 이후 증시 주요 변수 TABLE

시기	이벤트	분류	국내 증시 영향	수급 관점 체크포인트
9월 이후	단일종목 레버리지 ETF, ETN 최소 매매단위 상향(1주→20주)	제도	↓ (단기), ↑ (중·장기)	단일종목 레버리지 거래대금 감소에 따른 수급 편중 현상 완화
9/10	선물-옵션 동시만기 (9 월물, 네 마녀의 날)	만기	- (변동성 확대)	프로그램 매매발 변동성 확대
9~10월	코스닥 승강제 개편안 발표	제도	↑ (코스닥 상위주)	셀렉트 편입 후보 선별 매수, 전용 지수 및 패시브 신설 기대
10월 이후	Anthropic 상장	해외 IPO	↓	서학개미 청약자금 흡수 우려
11/11 발표	MSCI 11월 반기변경(SAIR)	지수	- (종목별 차별화)	편출입 비중 조정 패시브 매매
12/10	선물-옵션 동시만기 + KOSPI200, 코스닥 150 정기변경	만기 및 지수	- (변동성 확대)	선물-옵션 만기, 정기변경 중첩에 따른 프로그램 매매 변동성 확대
12월 말	배당 기준일, 연말 리밸런싱	리밸런싱	↓ (일시적)	고배당 분리과세 첫 해 배당수요 유입, 배당락 주의, 추가 상승 시 리밸런싱 매도 압력
2027년	코스닥 셀렉트 세그먼트 출범	제도	↑ (셀렉트 편입주)	편입 종목 수급 쏠림, 신규 패시브 자금 유입
2027년 상반기	OpenAI 상장	해외 IPO	↓	서학개미 청약자금 흡수 우려, AI 밸류체인 추가 리레이팅

자료: 상상인증권 리서치센터

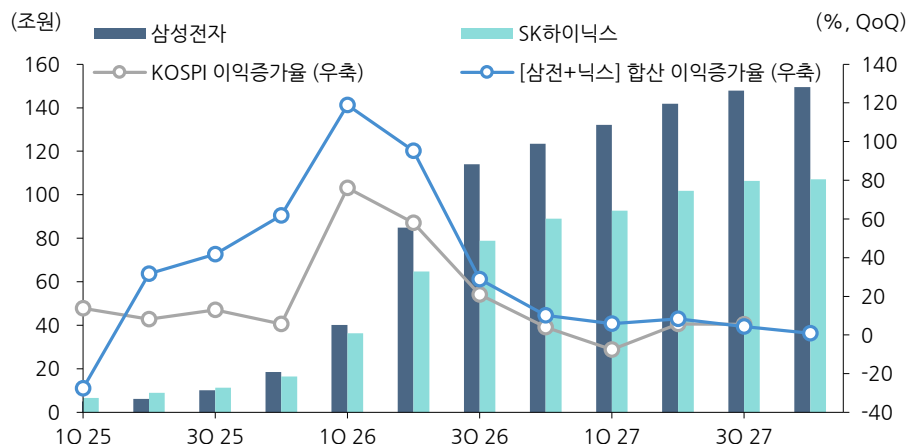
증가율 둔화는 불가피, 반등 속도는 느려질 것

3Q 기점으로 상승폭 둔화, 상반기 대비 상승강도는 약화 전망

펀더멘털 관점에서 반도체 주가의 상승폭이 이익 증가분을 크게 하회하고 있는 것은 사실이나, 시장에서 기대하는 상승 모멘텀이 약화되었다는 점은 상반기 대비 상승 강도가 약해질 수 있음을 의미한다. 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 이익 전망치는 26년 1분기부터 26년 4분기까지 77조원→212조원 수준으로 급증한 이후 27년 4분기에는 250조원 수준으로 증가세가 둔화될 전망이다.

이에 따른 분기별 상승률 역시 26년 3분기 +28.9%(QoQ) 이후 한 자릿수대로 둔화할 (+10.2% → +5.8% → +8.4% → +4.4%) 전망이다. 전망치의 상향조정 가능성은 충분히 존재하나 속도의 둔화 흐름은 부인하기 어렵고, 그 시점은 26년 4분기 이후부터 본격적으로 나타날 것으로 보인다. 이러한 흐름은 반도체 중심의 국내 증시가 상반기 수준의 폭발적인 상승세를 다시 구현하기 어렵다는 점을 지지한다. 즉, 반도체 이익의 견조함에 따라 증시의 반등추세는 이어지겠으나, 속도에 대한 눈높이는 상반기 대비 낮출 필요가 있다.

그림 62. KOSPI 반도체주 분기별 영업이익 전망치 증가율



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

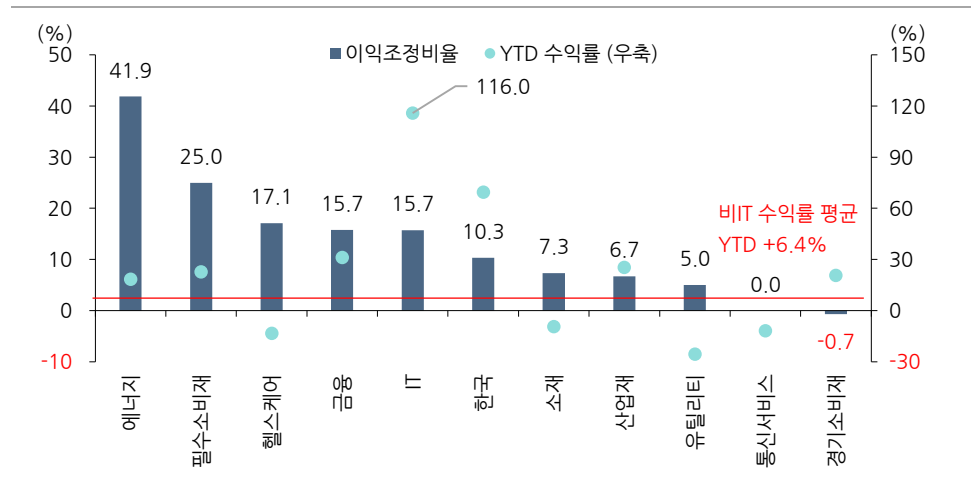
반도체 지지 속 나타날 순환매 장세 주목

비IT 계열 이익 증가세 고려한 저가 매수세 유입 가능

상반기 증시의 반도체 중심 수급 풀림은 이익 관점에서 정상 범주에 해당되나, 그 과정에서 비IT 계열이 이익 증가추세에도 불구하고 주가가 약세를 보인 점에 주목할 필요가 있다. 26년 8월 기준 1M 선행 EPS 추정치 변화를 보여주는 이익조정비율에서는 에너지(+41.9%), 필수소비재(+25.0%), 헬스케어(+17.1%)의 상승세가 IT업종의 조정비율을 상회하고 있다. 반면 비IT업종의 YTD 기준 수익률은 +6.4%에 불과했다.

이러한 괴리는 영업이익 전망치에서도 나타난다. WICS 업종 기준으로 비IT 업종의 영업이익은 연초대비 +16.8% 상승하는 동안 주가는 -4.1% 하락하였다. 앞서 기술한 수급적 요인에서의 반도체 이탈 가능성과 비IT 계열의 벌어진 이익과 주가의 괴리라는 두 가지 내용은 소외업종으로의 자금 이동 가능성을 시사한다.

그림 63. 국내증시 업종별 이익조정비율 및 YTD 수익률



주: 이익조정비율은 최근 1M 선행 EPS 추정치 (상향-하향)/전체 비율을 의미
자료: LSEG, 상상인증권 리서치센터

그림 64. 비IT 업종 12M Fwd 영업이익 전망치 변화

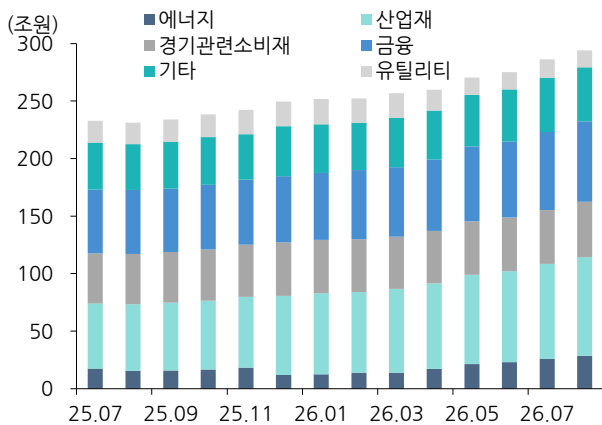
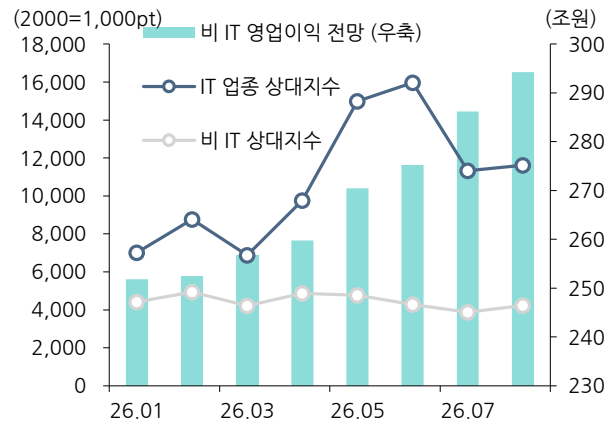


그림 65. WICS 기준 국내 IT, 비IT 업종 수익률 및 영업이익 추이



주: WICS 대표 업종 10개 중 상위 5개 집계. 산업재의 경우 SK스퀘어 이탈(26.06) 분을 미리 제외
주2: 그림 65 월간수익률 8월 수치의 경우 8/18일 종가를 기준으로 함
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

순환매 장세 주목 섹터 - 에너지, 화학, 증권, 조선, 소매(유통)

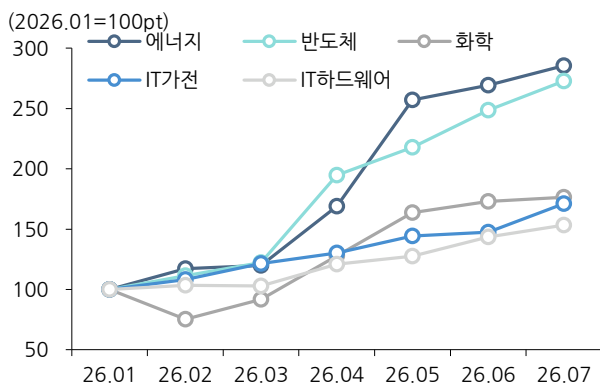
비IT 업종: 에너지, 화학, 비철-목재, 증권주 등 전망치 상향

비IT 업종에서는 에너지, 화학, 비철-목재, 증권, 소매(유통) 등의 이익전망치 상향세가 두드러지게 나타나고 있다. 연초이후 Fwd EPS 전망치는 에너지(+185%), 반도체(+173%), 화학(+76%) 순으로 크게 상향 조정되었다. 반면, 상사 및 자본재(-46%), 호텔-레저(-45%), 유틸리티(-29%) 순으로 크게 하향 조정되었다.

다만, 분류 업종 내 시가총액 비중이 큰 개별 종목에 의한 변동요인을 고려하여야 한다. 변동요인 분석 결과 비철-목재에서는 고려아연의 이익 전망치 상향이, 상사 및 자본재 업종이 SK스퀘어의 주업종 분류 이동(상사 및 자본재→반도체)이 해당 섹터의 이익 전망치에 큰 영향을 주었다.

즉, 반도체 상승이 지수의 하단을 지지하는 가운데 비(非)반도체 중 실적 가이드스가 상향되는 에너지, 화학, 증권, 조선, 소매(유통) 등의 업종에 주목할 필요가 있다.

그림 66. 2026년 이후 Fwd 12MEPS 전망치 상향 업종 (1~5위)



주: W126 기준

자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 67. 2026년 이후 Fwd 12MEPS 전망치 상향 업종 (6~10위)

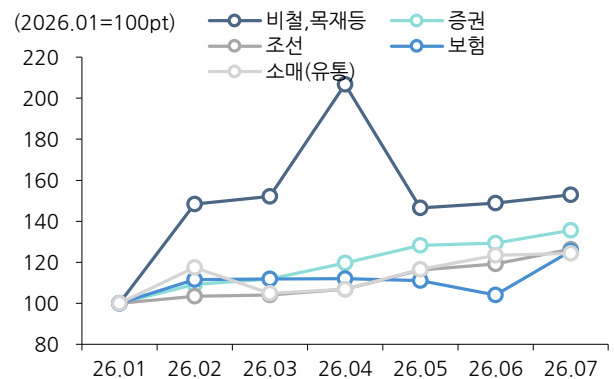
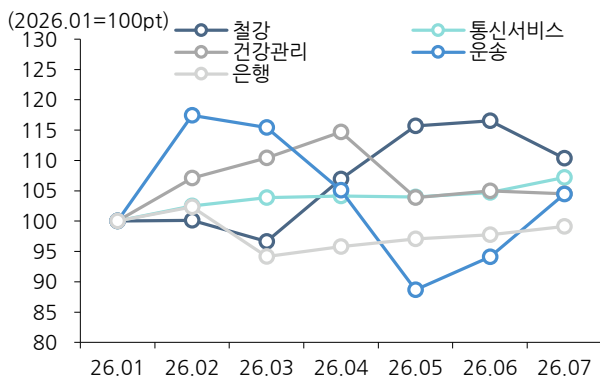


그림 68. 2026년 이후 Fwd 12MEPS 전망치 변화 업종 (16~20위)



주: W126 기준, 상사, 자본재 제외

자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 69. 2026년 이후 Fwd 12MEPS 전망치 변화 업종 (21~25위)

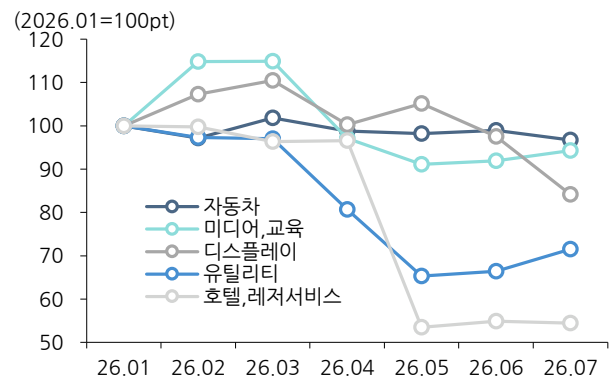


표 12. 업종별 12M Fwd EPS 전망치 비교

단위: 십억원	2026 년 1 월	2 월	3 월	1Q 증감률 (%, QoQ)	4 월	5 월	6 월	2Q 증감률 (%, QoQ)	7 월
반도체	244,718	272,939	299,288	131.1	476,926	533,016	608,731	103.4	667,271
소프트웨어	53,568	56,558	61,866	14.6	55,409	57,101	61,723	-0.2	64,362
화장품, 의류, 완구	41,296	36,065	33,340	-17.5	34,586	44,870	45,250	35.7	49,964
에너지	9,833	11,525	11,790	37.9	16,630	25,290	26,476	124.6	28,069
IT 하드웨어	15,465	16,017	15,935	11.1	18,708	19,755	22,198	39.3	23,711
건강관리	22,465	24,060	24,806	18.5	25,764	23,341	23,579	-4.9	23,481
자동차	24,151	23,473	24,583	2.6	23,853	23,725	23,888	-2.8	23,364
조선	14,992	15,499	15,600	7.8	16,033	17,420	17,865	14.5	18,946
비철, 목재등	12,049	17,887	18,333	70.4	24,916	17,651	17,942	-2.1	18,425
필수소비재	16,253	15,519	16,285	-0.5	15,772	16,782	16,935	4.0	18,012
소매(유통)	9,930	11,666	10,419	3.2	10,613	11,570	12,258	17.7	12,345
유틸리티	17,125	16,670	16,610	0.2	13,822	11,180	11,377	-31.5	12,254
IT 가전	7,118	7,700	8,641	-5.2	9,280	10,268	10,501	21.5	12,185
상사, 자본재	21,261	24,552	32,994	87.6	37,310	42,033	11,149	-66.2	11,506
증권	7,053	7,706	7,887	13.7	8,445	9,047	9,123	15.7	9,560
보험	6,877	7,673	7,693	23.0	7,704	7,644	7,156	-7.0	8,630
화학	4,576	3,449	4,199	-34.0	5,852	7,493	7,911	88.4	8,069
호텔, 레저서비스	14,040	14,004	13,526	72.6	13,562	7,509	7,704	-43.0	7,647
미디어, 교육	7,847	9,010	9,019	19.8	7,621	7,151	7,215	-20.0	7,400
기계	5,770	5,942	6,060	8.0	6,375	6,541	6,673	10.1	7,031
철강	6,004	6,013	5,801	-17.6	6,421	6,947	6,997	20.6	6,627
은행	6,315	6,462	5,947	-4.4	6,049	6,128	6,172	3.8	6,258
통신서비스	4,939	5,063	5,131	4.2	5,144	5,135	5,173	0.8	5,294
건설, 건축관련	3,483	3,215	3,318	-3.3	3,682	4,021	4,318	30.1	4,240
운송	2,687	3,156	3,101	14.4	2,823	2,383	2,529	-18.4	2,806
디스플레이	2,010	2,156	2,221	-0.6	2,015	2,113	1,960	-11.8	1,691

주: WI26 기준

자료: Quantilwise, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강혜성)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소개의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

