

[불신의 검증] 선행 PER이 지켜줄 하단.
불신이 완화/해소되면 상단은 열릴 것

9월 증시 전망 및 투자전략 | 2026. 08. 31

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

Quant 권순호

soonho.kwon@daishin.com

Contents

Summary	3
주식시장 전망	7
8월 Review : 반도체 주도력 회복과 순환매 확산 유가·금리 부담 상존	7
AI/반도체 업황 불안은 해소되었지만, 장기채 금리 상승이 발목을 잡아...	11
여전히 선행 PER 6배 이하, 역사적 저점권. 실적/경기가 꺾이지 않으면 밸류에이션 정상화 국면 전개	26
반도체 가격/수출 모멘텀 확인, 물가 안정, 금리인하 우려 완화시 KOSPI 8,000선 돌파 가능. 그 다음은?	37
잭슨홀 미팅에서 케빈 워시, 인상을 언급안했지만, 명확한 방향성 시사. 그렇다고 9월 금리인상이 가능할까?	50
트럼프 정책 리스크 전방위 확대. 캐나다·이란·전력망·반도체 정책 변화	73
원/달러 환율 급락 반전, 달러화 하락 반전. 미국채 금리도 하락 반전 예상	83
ECB·BOJ, 9월 금리인상 가능성 동반 확대. 유럽은 에너지 충격, 일본은 환율·물가 경계	89
백투백 인상에도 기준금리 전망 상향. 한국 수출·투자에서 내수로 확산되는 성향	100
중국, 첨단 산업이 떠받치는 경기, 내수는 부진. 정부의 추가 정책지원 가능성에 주목	110
엔비디아 실적 서프라이즈. 한국 반도체의 향배는?	128
엔비디아·마벨이 AI투자 지속성 확인. SEMICON Taiwan 2026에 주목	144
반도체 Peak Out 논란은 시기상조	154
실적 정체 국면 진입. Non-반도체 실적 기대는 지속	161
시장 주도력을 가져온 외국인. 금융투자의 매매패턴 변화로 순환매 강화	172
반도체, 시장 주도력 확보! 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종 순환매	190
반도체 반등과 비반도체 순환매의 상승 동력 KOSPI 밸류에이션 정상화 기대	202
투자전략	211
투자전략: 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종, 외국인 순매수 교집합에 집중	211
퀀트전략: 금리 상승을 감안해도 빠다	236
금리 변동에 따른 적정 PER과 밴드 추정	236
9월 추천 - 멀티팩터 포트폴리오	243

Summary

9월 FOMC 금리인상 우려 유입, 고용, 물가 안정시 컨센서스 변화 가능성. 엔비디아 실적 서프라이즈의 나비효과 주목

- 8월 KOSPI는 7월 폭락의 잔해를 수습하고 새롭게 시작하는 한 달. 8월 핵심 키워드는 ① 미국 장기 국채금리, ② 메모리 반도체 업황 신호, ③ 삼성전자·SK하이닉스의 주주환원 발표. 반도체 주도주가 지수 반등을 주도했지만, 장기 국채금리가 시장을 뒤흔드는 상황. 특히, 잭슨홀에서 케빈 워시 연준 의장이 기조 연설을 통해 9월 인상 시나리오를 되살림에 따라 9월 증시도 만만치 않은 상황에서 시작
- KOSPI 7,000선 회복 시도에도 불구하고 KOSPI 선행 PER은 5.63배에 불과. 여전히 PER 6배 이하에 머물러 역사적 저점권에서 등락 중. 대만 가권의 3분의 1, 미국 S&P500(20배)의 3분의 1 수준. 3분기 이익은 사상 최대를 경신할 것이 거의 확실시. 국내 상장사 역대 최대 규모의 주주환원(삼성전자 90~110조원) 예정. 상법·세제·자본시장 제도가 모두 주주환원을 강제하는 방향으로 정렬. 그럼에도 불구하고 KOSPI 밸류에이션 저평가의 핵심은 27년에 대한 불신
- 9월 이벤트/이슈들이 2027년 불신을 강화하는가, 완화하는가 여부가 핵심. 완화 쪽으로 기울면 선행 PER은 7배, 8배 수준으로 리레이팅되는 큰 폭의 상방이 열려 있고, 강화되면 이미 낮은 밸류에이션이 추가 하락을 제약할 전망. 하방은 밸류에이션이 막고, 상방은 이벤트가 열 것. 9월은 그 이벤트들이 몰려 있는 달
- 9월 최대 변곡점은 9월 FOMC. 잭슨홀 미팅에서 케빈 워시 연준 의장 연설 이후 9월 금리인상 확률 60%대로 레벨업. 하지만, 대신증권에서는 9월 금리동결 예상
1) 케빈 워시 연준 의장이 언급한 금리인상을 위한 기준은 명확. 하지만, 금리인상 시그널은 아님.
2) 물가 안정에 집중하겠다는 의지를 피력한 상황에서 8월 CPI와 Core CPI는 둔화 가능성 높음. 특히, Core CPI는 2.4% 수준으로 연중 최저치 경신 예상.
3) 금리인상 컨센서스가 0으로 수렴하는 과정에서 채권금리 안정 = 증시 반등 탄력 강화 동력이 될 것으로 예상
따라서 다수의 투자자들이 잭슨홀 미팅 이후 경계 변수로 바라보는 9월 FOMC는 오히려 상승 탄력 강화의 트리거가 될 수 있다고 판단
다만, 26년에 이어 27년 점도표까지 인상 경로를 공식화될 경우 매파적 충격이 클 수 있을 것. 26년, 27년 점도표 변화에 주목
- 한편, 9월 1일에는 한국 수출입 동향, 30일에는 마이크론 실적 발표 예정. 엔비디아 실적 서프라이즈로 HBM·범용 DRAM 슈퍼사이클이 최소 2027~2028년까지 연장될 가능성이 높아진 상황에서 이후 실질적인 반도체 가격 상승 여부, 메모리 이익 정점 통과 여부를 검증할 수 있을 것. 20일까지 수출 호조로 강한 한국 및 반도체 수출 모멘텀이 예상되는 가운데 3분기 실적 시즌의 포문을 여는 마이크론 실적 및 실적 가이던스 결과가 중요
- AI, 반도체 업황과 통화정책 컨센서스 모두 기대보다 우려가 큰 상황은 오히려 기회. AI, 반도체 업황/실적 불안이 선반영되고, 엔비디아 실적 서프라이즈를 통해 제어진 상황에서 기대와 현실 간의 괴리를 조정하고, 금리, 물가 스트레스를 해소하는 과정 불가피. 변동성 확대 시 비중 확대 전략은 여전히 유효
- 펀더멘털과 주가가 정반대의 방향으로 달려온 만큼 펀더멘털 악화가 현실화되지 않는 한 지수 반등, 빠른 밸류에이션 정상화 국면 전개 예상. 특별한 모멘텀이 부재 하더라도 불확실성 완화, 불안심리 진정에 근거한 수급 개선만으로도 과도한 하락만큼 강한 되돌림 가능. 특히, 9월 KOSPI는 하방은 밸류에이션이 막고, 상방은 이벤트가 열 전망. 이벤트가 심리 개선, 수급 호조로 이어진다면 선순환 고리가 형성되고, 선행 PER 7배 회복에 나서며 KOSPI 8,500선 돌파/안착 시도 가능할 것

9월 투자전략 Summary

주도주 대부분 낙폭과대 & 실적대비 저평가 영역으로 전환. 단기 변동성은 비중확대 기회로 활용

투자전략

8월 반등에도 불구하고 KOSPI는 극단적인 저평가 영역 지속. KOSPI 6배 이하에서 매도 실익은 없다고 판단
오히려 변동성을 활용해 적극적으로 매집하거나 버티기 전략 유지

6,000선대에서 등락은 Holding 또는 매수 강화 필요. 특히, 단기 낙폭과대이면서 실적대비 저평가 업종에 위치한
기존 주도주(반도체, IT하드웨어, IT가전, 2차전지, 조선, 화학, 기계)를 6,000선대에서는 변동성을 활용한 매집 전략 유효
본격적인 실적 시즌 돌입으로 실적/업황 불확실성을 선반영함에 따라 가격/실적대비 저평가된 주가의 재평가 가능성 확대

26년 연간 & 상반기 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 = 반도체, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차, 방산, 조선, 기계, 화장품/의류, 엔터

1) 미국 채권금리/달러화 안정과 2) 글로벌 경기 회복 가시화, 3) 업황/실적 개선 기대, 4) 산업 정책 동력 강화, 4) 금융투자, 외국인 수급 개선 =
실적 개선이 예상되는 저평가 대형주 분위기 반전, 상승 동력. 주도주, 성장 유망주 대부분 7월 급락으로 낙폭과대, 실적대비 저평가 영역 진입
현재 가격/지수대부터 단기 등락을 활용한 비중확대 가능. 가격, 밸류에이션 매력 충분

퀀트 전략

금리 변동에 따른 적정 PER과 밴드 : 최근 국내외 장기금리 상승과 통화정책 불확실성으로 주식시장 밸류에이션 부담에 대한 우려 확대. 장기적으로 금리와
증시 밸류에이션의 절대 레벨 간 관계는 불확실. 금리 인상과 QT가 본격화된 2018년 이후 금리와 PER 추세 이탈 동조화. 2018년 이후 금리와 밸류에이션
의 관계를 바탕으로 적정 PER 밴드를 추정된 결과, 현재 한국과 미국 증시 모두 금리 수준을 감안한 밸류에이션 하단에 위치. 미국 증시는 약 1.5표준편차 수준
의 하단에 근접, 금리 상승에 따른 할인율 부담이 상당 부분 반영된 것으로 판단. 국내 증시 역시 6월 이후 적정 PER 밴드 하단을 이탈할 정도로 디레이팅 진행.
8월 이익 턴어라운드 및 추정치 상향 종목의 상대적 강세가 확인된 만큼 9월에는 추가적인 밸류에이션 압축보다 정상화 가능성에 주목

9월 멀티팩터 포트폴리오 : 현재 글로벌 증시가 금리를 감안한 밸류에이션 하단에 위치, 국내 신용잔고도 디레버리징 이후 저점을 형성. 8월에는 팩터 쏠림이
완화되는 가운데 이익 턴어라운드와 추정치 상향 종목의 상대적 강세 전개. 과거 신용잔고 저점 이후에도 약 1개월부터 이익 개선 팩터의 우위가 강화되는 경
향 확인. 9월에는 낮은 디레이팅보다 이익 개선과 추정치 상향 여부가 핵심. 이익 개선 신호를 확보하되 과도한 가격 변동성은 제한하는 방향으로 9월 멀티팩
터 포트폴리오를 구성. 2차전지, 방산, 조선, 전력기기, 보험 등 성장주와 내수주가 고르게 포진

9월 업종/종목 Pick : 낙폭과대, 실적대비 저평가 권역에 대거 포진한 주도주, 비중확대

반도체, 자동차, 조선, 방산, 2차전지 등 기존 주도주 낙폭과대, 실적대비 저평가 영역에 위치. 비중확대 전략 유지

투자환경

MACRO & 통화정책

미국 경기 견고 &
중국/유럽 경기 회복 가시화
한국 수출 모멘텀 강화 지속
미국 금리인상 우려 지속/강화
환율 하향안정, 채권금리도 하향안정 가능?

실적 전망

9월 중순 이후 26.3Q 프리어닝 시즌
실적 전망 정제에서 상향조정 재개로...
반도체 중심의 실적 개선 기대 지속
12개월 선행 EPS, 순이익 상향조정
이익 개선 유효, 밸류에이션 매력 확대
선행 EPS 레벨업 = KOSPI 상승 여력 확대

수급

글로벌 전반의 유동성 환경 제한적
원화 강세로 글로벌 자금 한국 증시로 유입
연기금 매수 전환. 선택과 집중 전략
정책 기대 유입, 채권금리, 원/달러 환율 하
향 안정으로 외국인 순매수 지속
급등 업종/종목 차익 매물 출회

Stocks

단기 트레이딩 : 순환매 대응 + 이슈 Play

보험: 삼성생명, 삼성화재 / **지주**: SK, HD현대, 삼성물산, 두산

정유: S-Oil / **방산**: 한화에어로스페이스 / **전기전자**: LG전자 / **해운**: HMM

조선: HD한국조선해양 / **화장품**: 에이피알 / **유틸리티**: LS ELECTRIC, LS, 두산에너빌리티

2차전지: 삼성SDI, LG에너지솔루션, 포스코퓨처엠 / **제약/바이오**: 셀트리온

밸류에이션 역사적 저점권

트럼프 리스크와
채권금리 상승에 따른
변동성 확대는
비중확대 기회

변곡점

1일 한국 수출입,
1일, 3일 美 ISM 제조업, 서비스,
4일 美 고용, 9일 中 물가,
10일 美 PPI, 유로존 ECB,
13일 美 CPI, 15일 中 실물지표,
16일 美 소매판매,
17일 美 FOMC, 영국 BOE,
일본 BOJ,
22일 美 마이크론 실적 발표,
30일 美 PCE, 소득/소비 지표

낙폭과대 & 실적대비 저평가
주도주 비중 유지/확대

3분기 변동성 활용한 비중확대, 상승추세에 대비한 업종/종목 (Top 10 + α)

반도체: 삼성전자, SK하이닉스 / **전력기기**: LS / **방위산업**: 한화에어로스페이스

2차전지: 엘앤에프 / **자동차**: 현대차 / **소매(유통)**: 신세계 / **제약/바이오**: 셀트리온

통신: KT / **보험**: DB손해보험

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

조선: 한화오션

주: 위 종목군은 이익전망, 밸류에이션, 주가수익률 등 쿼트 측면에서 추출한 것으로 추천 종목 아님을 말씀드립니다.

8월 Review

반도체 주도력 회복과 순환매 확산

유가·금리 부담 상존

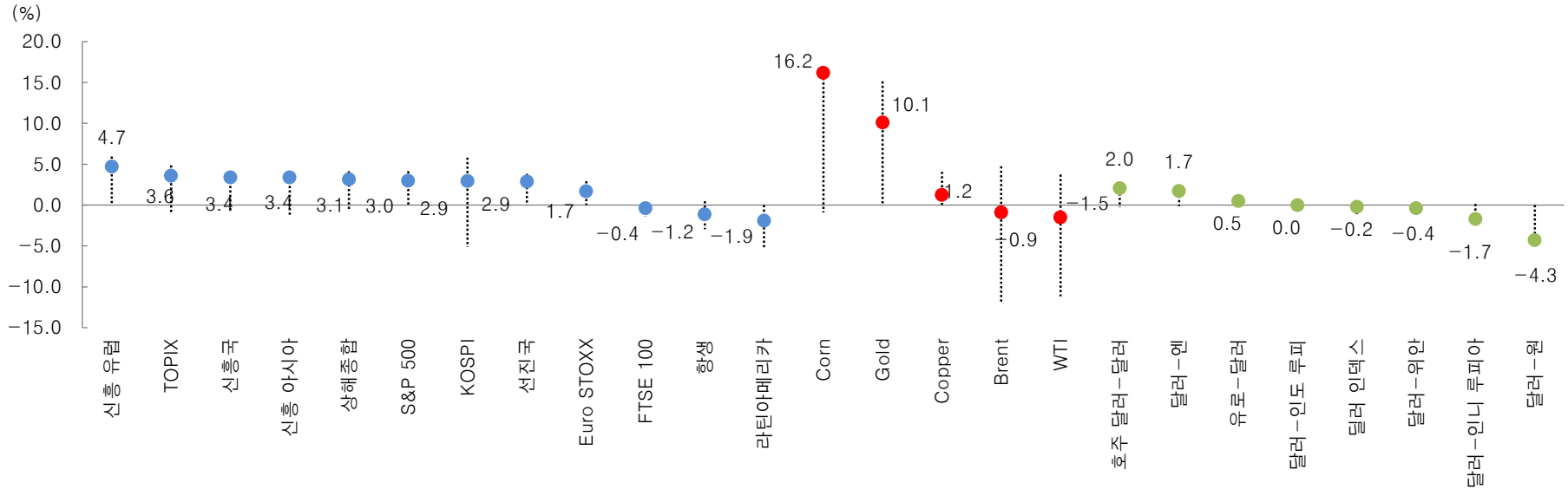
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

AI, 반도체 모멘텀으로 글로벌 증시 강세, 미국채 금리 상승 속 금 가격 급등

8월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 8월 28일 종가 기준

8월 글로벌 증시는 견조한 AI 투자, 반도체 수요가 상방 압력으로 작용. 미국 증시는 7월 고용, 물가지표 부진으로 9월 금리 동결 가능성 확대되며 위험자산 선호 확대. AI 모멘텀까지 강화되며 강세 전개했으나, 잭스홀 미팅에서 물가 경계감 부각되고 매파적 발언 이어지며 상승폭 반납. 일본 증시도 AI, 반도체주 강세에 힘입어 상승. 다만 BOJ의 9월 인상 우려와 글로벌 국채 금리 레벨업이 하방 압력으로 작용. 그외 신흥국, 중국 증시 전반적으로 강세 마감

원자재 시장에서는 금과 옥수수 강세가 두드러짐. 금 가격은 미국의 재정적자 확대와 장기 국채 금리 상승, 달러에 대한 신뢰 저하 우려, 중동 지역의 지정학적 불확실성이 맞물리며 큰 폭으로 상승. 옥수수 가격은 중국 주요 곡창지대의 폭염과 홍수, 프랑스의 장기 가뭄이 겹치며 공급 제한 영향으로 급등

통화 시장에서 달러화는 약보합 흐름. 월초 미국 고용, 물가지표 부진으로 연준의 금리인상 가능성이 후퇴하며 달러화 약세. 다만, 잭스홀 미팅에서 워시 의장이 인플레이션에 대한 경계 강조하고, 매파적으로 발언하며 달러화 반등. 이어서 달러-원 환율의 하락폭 뚜렷. SK하이닉스 ADR 관련 달러화 매도 압력이 존재하는 가운데, 법인세 중간 예납 수요와 수출 기업들의 환전 수요가 이어짐. 한편, 달러-엔 환율은 일본 당국의 외환시장 개입에도 상승 흐름

반도체 주도력 회복과 순환매 확산, 대외 불확실성에 따른 유가·금리 부담 상존

KOSPI, 반도체 반등과 비반도체 순환매로 7,000선 회복 시도



자료: 대신증권 Research Center

KOSDAQ, 순환매 확산 속 강세 전환하며 840선 근접

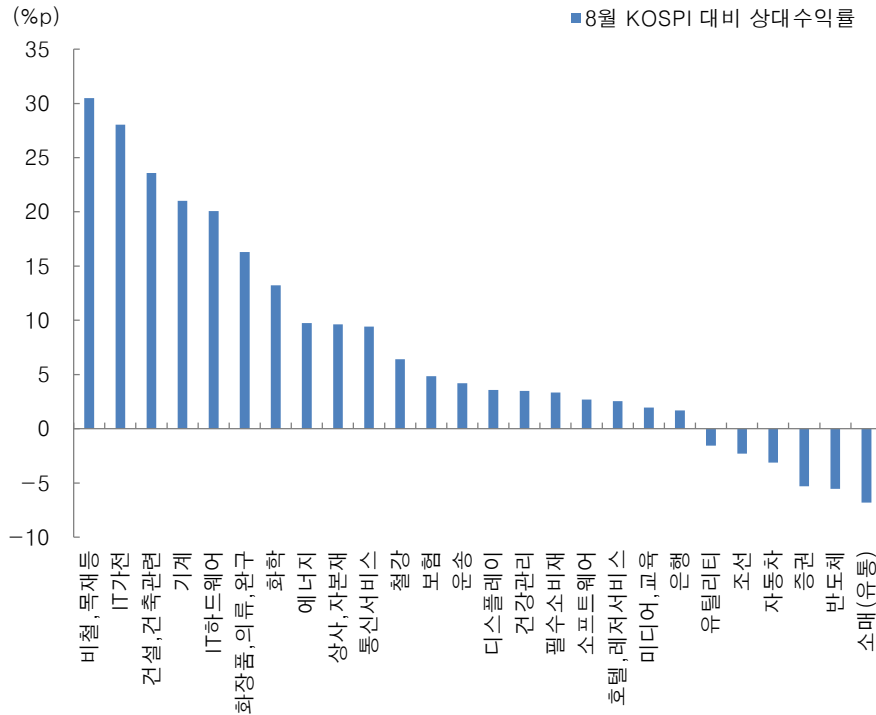


자료: 대신증권 Research Center

8월 KOSPI는 반도체가 주도력을 회복하는 가운데 비반도체 업종으로도 순환매가 확산되며 강세 전개, 7,000선 회복을 시도. 7월 말 급락 과정에서 확대됐던 레버리지 포지션과 신용융자 잔고가 빠르게 정리되며 수급 부담이 완화. 이후 코어위브와 슈퍼마이크로컴퓨터, 네비우스 등의 실적을 통해 AI 인프라 투자의 견조한 흐름을 재확인했고, 여기에 한국 반도체 수출 호조와 메모리 공급 부족, 삼성전자·SK하이닉스의 주주환원 기대까지 더해지며 반도체 투자심리도 강화. 한편 미국 7월 CPI와 PPI가 예상에 부합하거나 하회하며 물가 둔화 흐름이 확인되고 금리 인상 우려가 완화된 점도 위험자산 선호를 지지. 반도체가 단기 반등 이후 숨을 고르는 구간에서도 비반도체 업종으로 순환매가 이어지며 지수 하단을 지지. 다만 미국과 이란의 협상 교착과 호르무즈 해협 봉쇄 장기화에 따른 국제유가 상승, 미국채 장기금리 부담이 지속되며 7,000선 회복을 제한. 트럼프 행정부의 정책 불확실성 역시 추가적인 하방 압력으로 작용

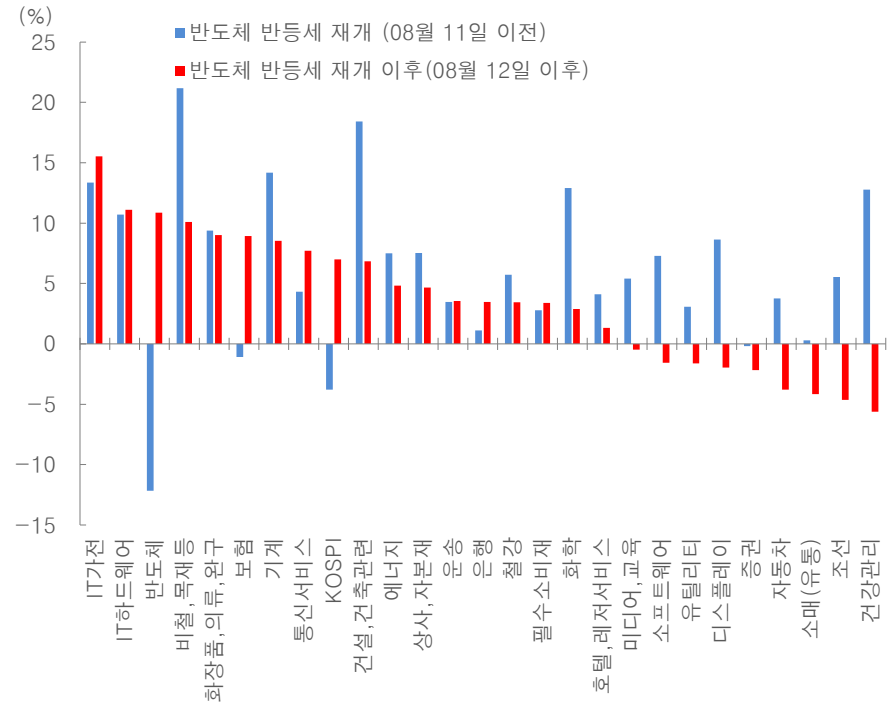
반도체 숨 고르기 속 비반도체 업종으로 순환매 확산

KOSPI Outperform: 비철,목재, IT가전, 건설,건축 등 강세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 8월 28일 종가 기준

비반도체 업종으로 순환매 확산 지속

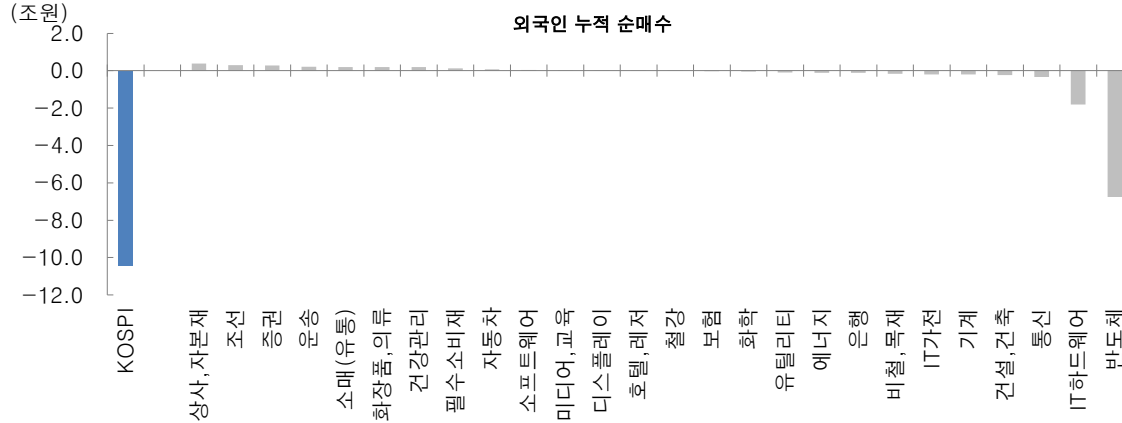


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 8월 28일 종가 기준

8월 KOSPI를 아웃퍼폼한 업종은 20개. 반도체 업종은 AI의 견조한 수요와 투자를 바탕으로 업황 우려를 덜어냈지만, 단기 급등에 따른 차익실현 매물 출회와 트럼프 행정부의 정책 불확실성으로 투자심리 위축. 이 과정에서 비반도체 업종으로 순환매가 확산되며 지수 하단을 지지. 비철,목재는 글로벌 금속 가격 상승에 힘입어 실적 개선 기대가 부각되며 두드러진 상승세를 기록. IT가전 내 2차전지 업종은 ESS 모멘텀을 바탕으로 상승 흐름을 이어갔고, 건설,건축과 기계는 웨스팅하우스의 한국 지분 인수설로 원전 업종의 수혜 기대가 확산되며 동반 강세. 한편 화학품·의류·완구는 견조한 한국 수출과 실적 모멘텀 상방압력으로 작용하며 강세. 반면 소매(유통)는 앞선 급등 이후 차익실현 매물이 이어지며 전반적으로 부진

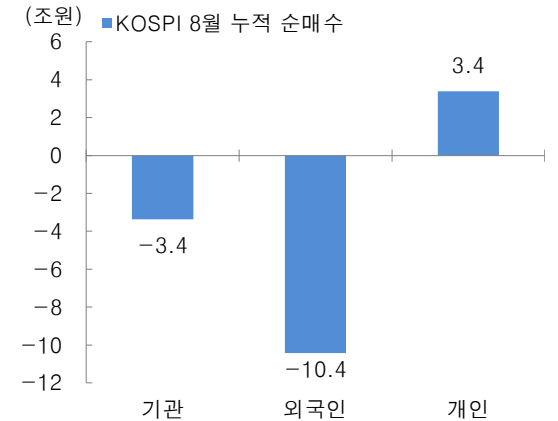
외국인, 기관 동반 수급 이탈. 그중 반도체 중심 순매도 뚜렷

외국인: 반도체, IT하드웨어 순매도 뚜렷, 상사, 자본재, 조선 등 순매수



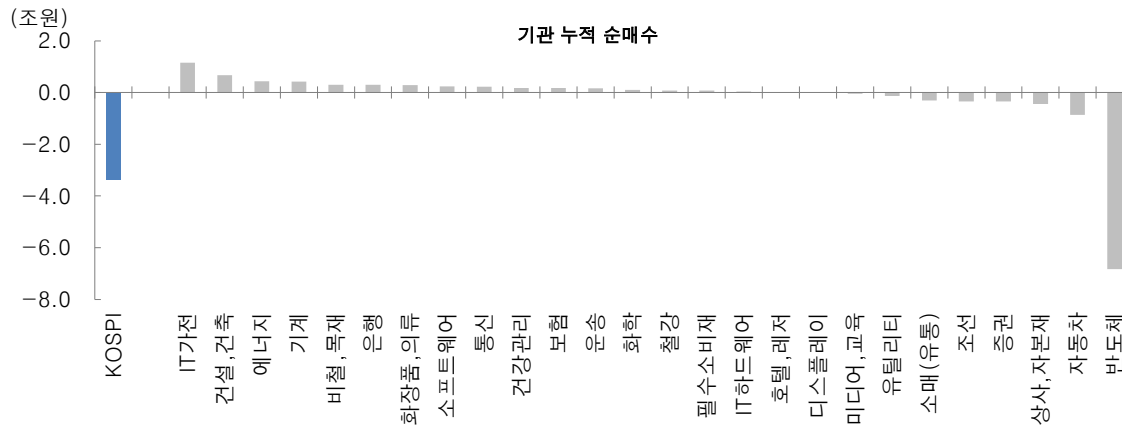
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매도 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관: 반도체, 자동차, 상사, 자본재 등 순매도, IT가전, 건설, 건축, 에너지 등 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연초부터 이어져온 외국인 투자자의 국내 증시 순매도 강도는 완화 흐름
- 외국인은 5월 44.4조원, 6월 48.4조원 순매도 후 7월 11.5조원, 8월 10.4조원 매도
- 개인의 순매수 강도도 둔화. 5월 35.1조원, 6월 42.4조원 순매수 한 뒤, 7월 6.9조원, 8월 3.4조원 순매수
- 한편, 외국인과 기관은 반도체 동반 순매도

AI/반도체 업황 불안은 해소되었지만,
장기채 금리 상승이 발목을 잡아...

Strategist 이경민

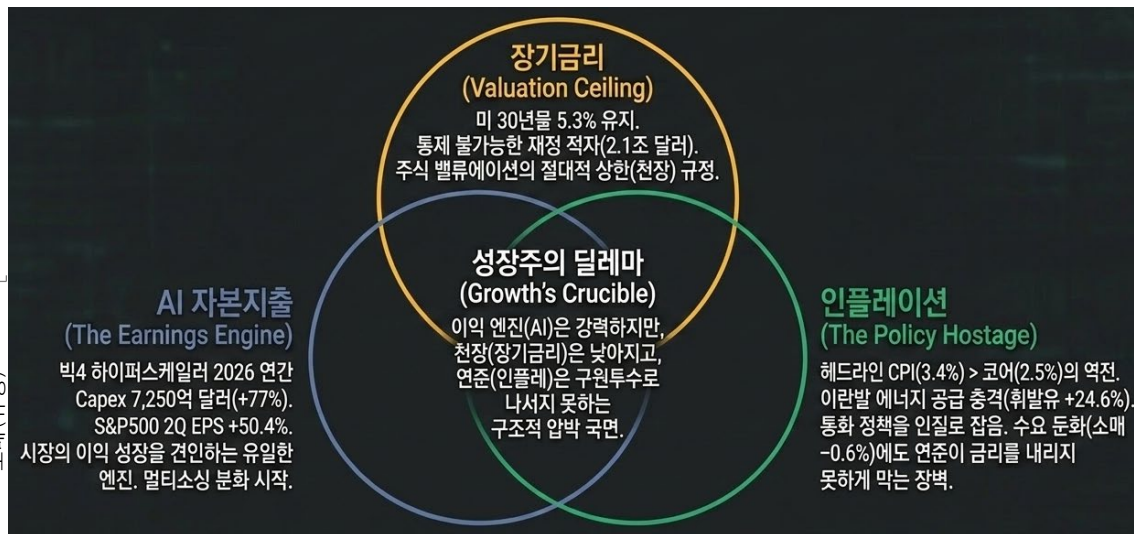
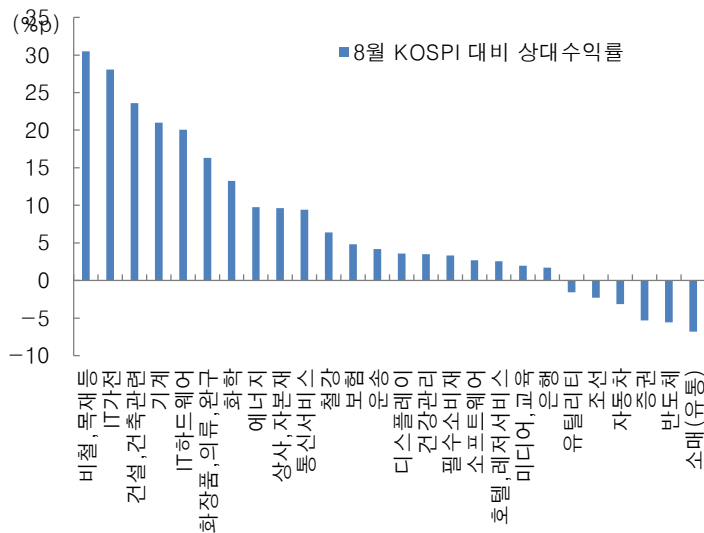
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

여전히 통화정책, 금리, 반도체 변수에 일희일비하는 KOSPI. 불신에 대한 강화/완화 여부를 검증하는 9월

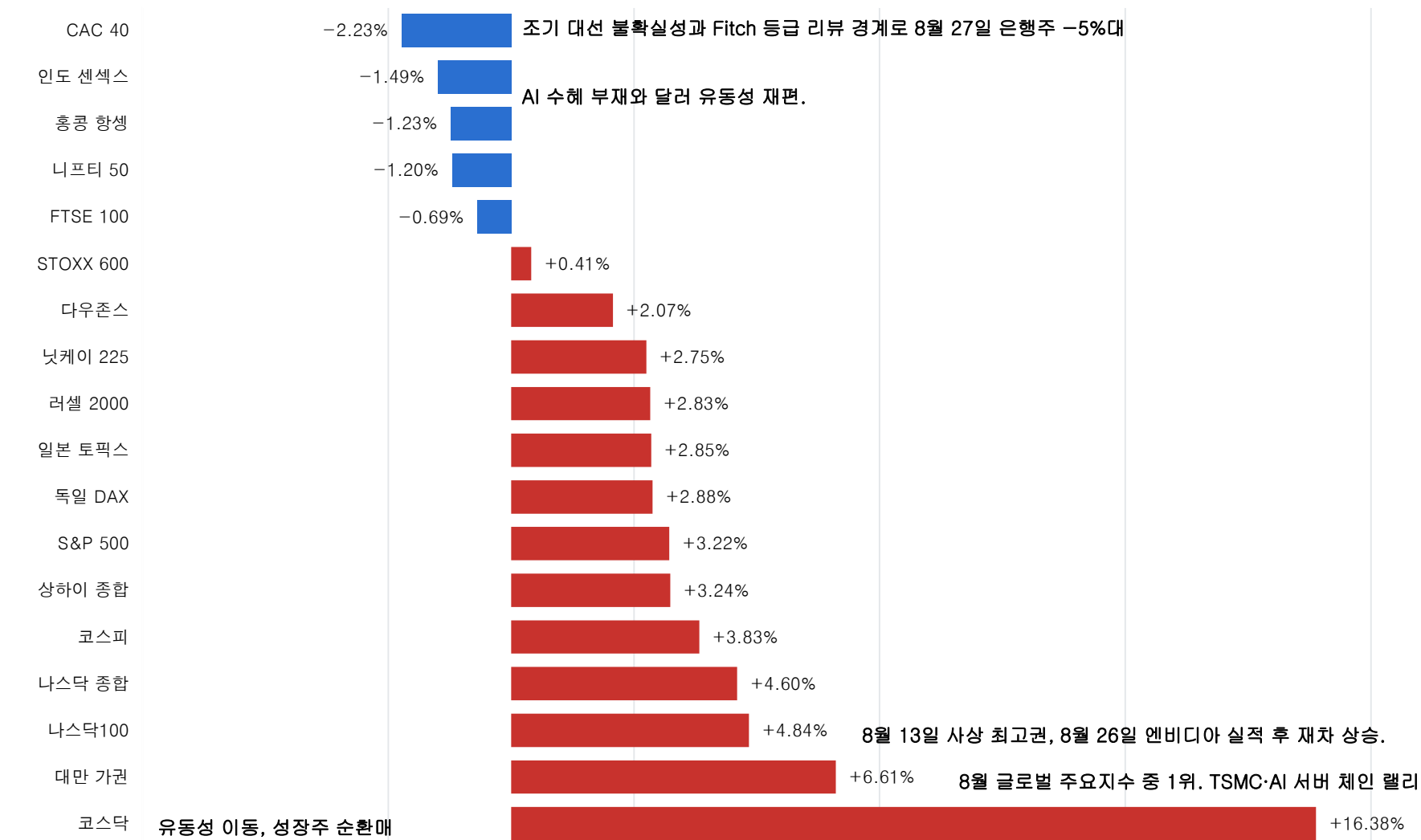
- 7월 폭락의 잔해를 수습하고 새롭게 시작하는 8월이었음. 8월 코스피는 월간 +3.83%라는 무난한 숫자가 있지만, 뒤에는 하루 ±3% 이상 등락 9거래일, 매수·매도 사이드카 다수, 장중 1,136포인트(18.7%)의 변동폭이 남아있음. 7월 급격한 변동성 확대 이후 변동성 완화 국면에서 불가피한 여진이라고 생각
- 8월 급등락은 대부분 세 종류의 뉴스에서 나옴. ① 미국 장기 국채금리, ② 메모리 반도체 업황 신호, ③ 삼성전자·SK하이닉스의 주주환원 발표. 즉, 글로벌 AI, 반도체 주도주가 지수 반등을 주도하는 가운데 장기 국채금리가 두 차례 시장을 무너트린 것. KOSPI는 삼성전자, SK하이닉스 주주환원에 상대적으로 선방했지만, 마지막 거래일 밤에는 잭슨홀에서 케빈 워시 연준 의장이 기조 연설을 통해 9월 인상 시나리오를 되살림에 따라 9월 증시도 만만치 않은 상황에서 시작
- KOSPI 선행 PER 6배 이하. 역사적 최저 수준이자, 글로벌 어느 시장에서도 찾기 어려운 수준. 대만 가권의 3분의 1, 미국 S&P500(20배)의 3분의 1 수준. 동시에 3분기 이익은 사상 최대를 경신할 것이 거의 확실하고, 국내 상장사 역대 최대 규모의 주주환원(삼성전자 90~110조원)이 예정되어 있으며, 상법·세제·자본시장 제도가 모두 주주환원을 강제하는 방향으로 정렬되어 있음. 이 모든 것에도 불구하고 지수가 고점 대비 -27%에 머무는 이유는 27년에 대한 불신
- 9월 투자 판단은 단순. 9월 이벤트들이 2027년 불신을 강화하는가, 완화하는가. 완화 쪽으로 기울면 선행 PER은 7배, 8배 수준으로 리레이팅되는 큰 폭의 상방이 열려 있고, 강화되면 이미 낮은 밸류에이션이 추가 하락을 제약할 전망. 하방은 밸류에이션이 막고, 상방은 이벤트가 열 것. 9월은 그 이벤트들이 몰려 있는 달

반도체 부진에도 불구하고 비반도체 순환매 뚜렷. 8월 시장을 지배했던 3대 축 : 장기금리, 인플레이션, AI자본지출



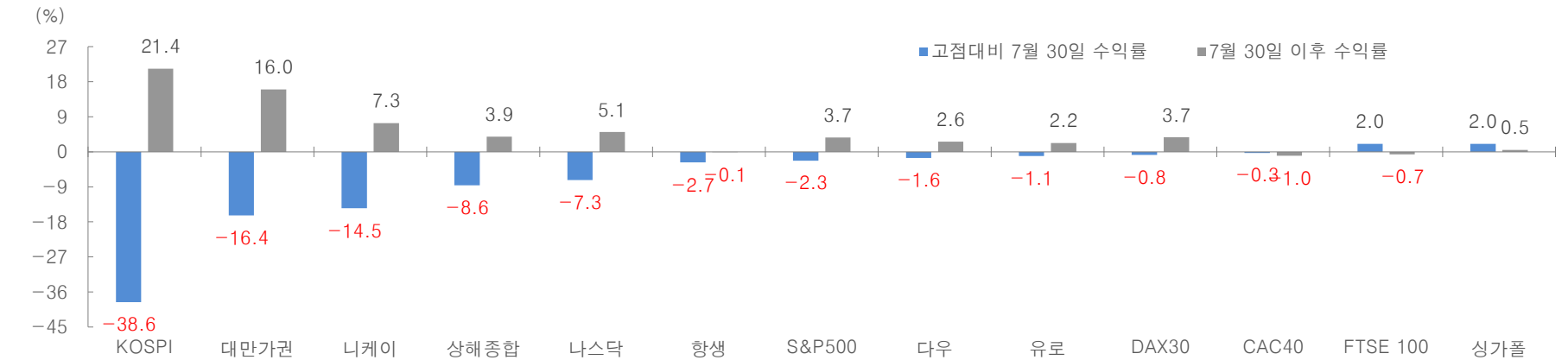
[글로벌 금융시장] 주요 지수 8월 등락률, AI, 반도체 주도 국가들의 강세. 금리, 정치, 관세 불확실성 국가들은 약세

AI, 반도체 비중이 높은 한국, 대만, 나스닥 강세 뚜렷. 반면, 정치적 불확실성이 컸던 프랑스, 달러에 민감한 인도, 홍콩 약세



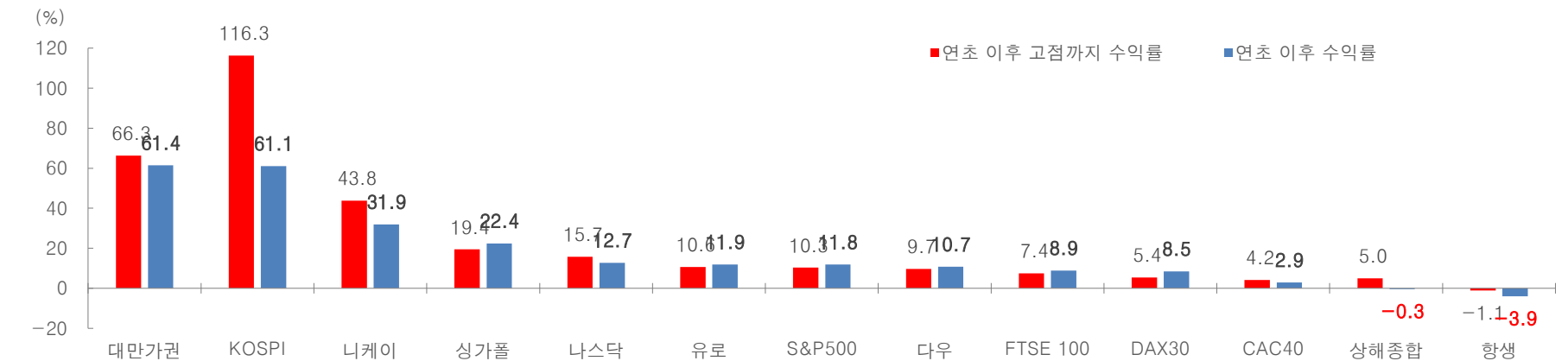
[주요국 등락율] KOSPI 급락 이후 급반등. 하지만, 낙폭대비 회복률은 저조한 상황. 연초 이후 수익률 60%대 회복

저점대비 21.4% 급반등 중인 KOSPI. 낙폭대비 반등폭을 감안할 때 저조한 회복세를 보이는 KOSPI



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

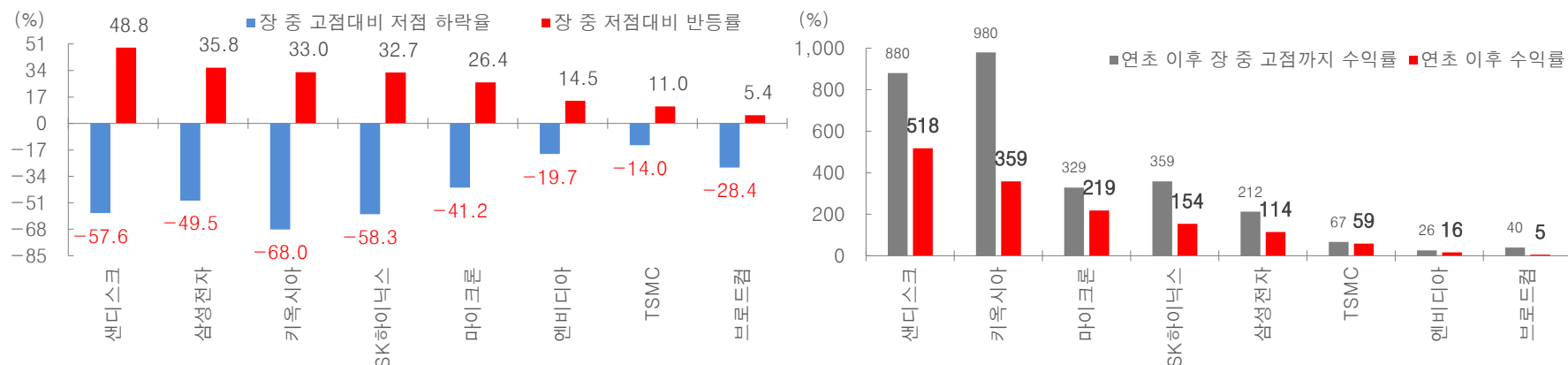
압도적인 1위였던 KOSPI의 연초 이후 수익률, 60%를 회복했지만, 수익률 1위 자리를 대만에게 내줘... 변동성에 노출된 부담은 여전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

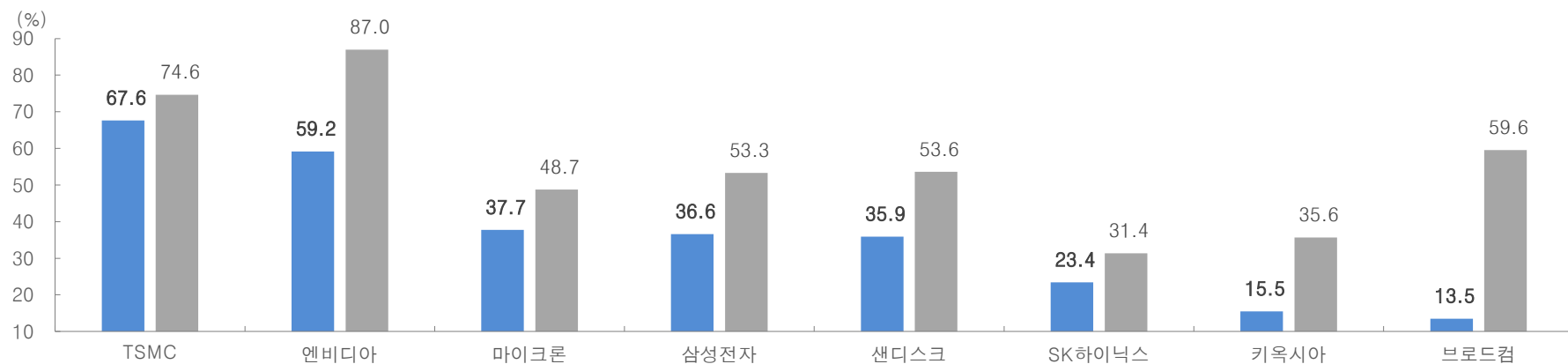
[반도체 주도] 낙폭이 컸던 만큼 반등 탄력이 강했던 반도체. 하지만, SK하이닉스, 키옥시아, 브로드컴 회복률 저조해

낙폭이 컸던 만큼 반등탄력도 강했던 반도체. 하지만, SK하이닉스 회복 탄력은 저조해



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

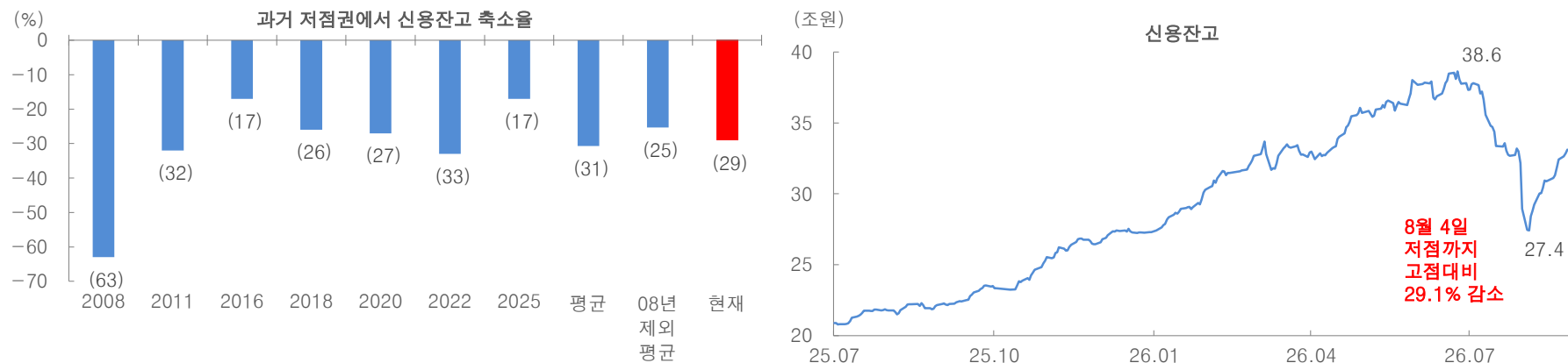
하락폭대비 되돌림 강도는 SK하이닉스, 키옥시아, 브로드컴 동반 저조한 상황. 삼성전자, 샌디스크, 마이크론은 50% 근접한 이후 숨고르기 국면 진행 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

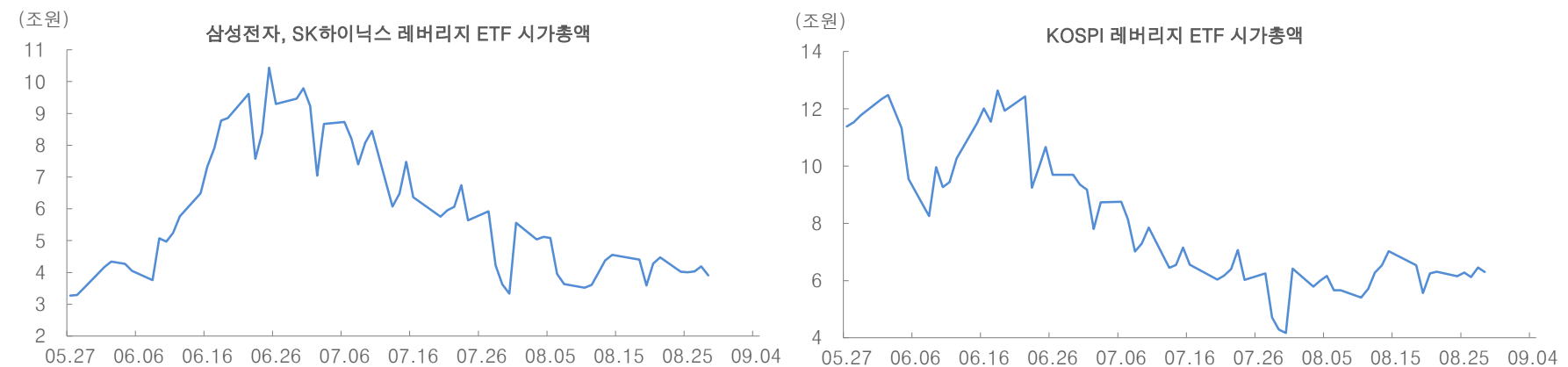
[디레버리징] 신용잔고 고점대비 29% 감소 이후 상승 반전. 레버리지 ETF 시가총액은 5월말 수준으로 회귀 & 하회

경기 침체 쇼크가 아닌 경우 신용잔고 25% 축소 전후 저점 통과. 7월 신용잔고 고점대비 29% 감소한 이후 KOSPI 저점 통과



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

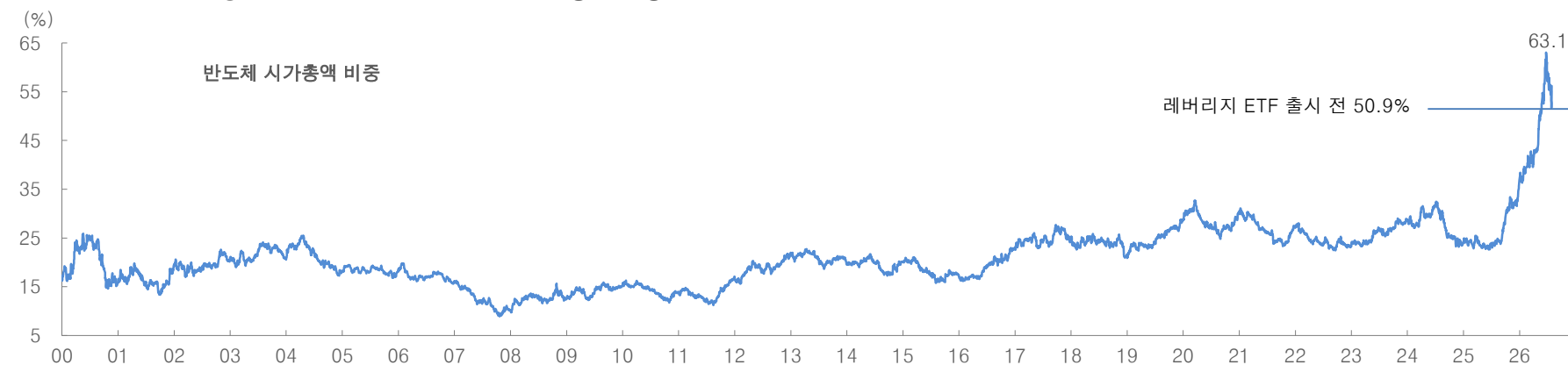
삼성전자, SK하이닉스 레버리지 ETF 상장 당시 수준으로 레벨다운. KOSPI 시장 레버리지 ETF 비중도 축소



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

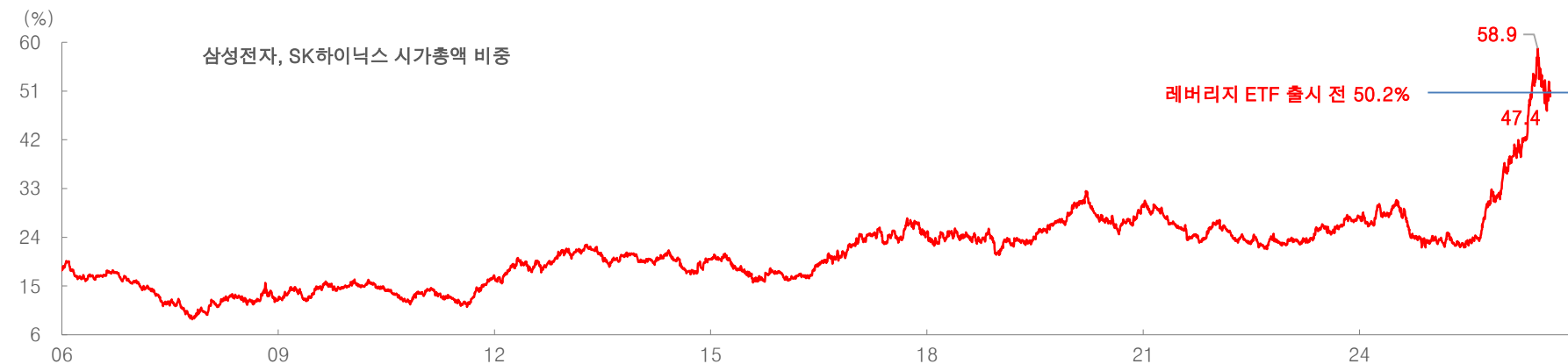
[반도체 영향력] 삼성전자, SK하이닉스 시가총액 비중, 47.8%로 레벨다운 이후 저점 통과. 레버리지 ETF 출시 시점 하회

레버리지 ETF 출시 당시 수준으로 회귀한 반도체 시가총액 비중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

삼성전자, SK하이닉스 시가총액 비중은 58.9%에서 47.8%로 10%p 이상 레벨다운 이후 저점 통과. 최근 등락 과정에서 50% 수준에 위치



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[변곡점] 8월에는 반등 국면은 맞았지만, 여전히 다양한 이슈/이벤트에 예민한 반응을 보여 - 1

7월말 급등 이후 매물 소화 국면에서 샌디스크 가이드스 쇼크로 인한 충격... 하지만, 고용 쇼크로 인한 9월 금리동결 예상 확대로 분위기 반전 성공

1. 8월 3일 (월) -5.12%

7·31 폭등(+17.91%)의 되돌림 — 반도체만 던져졌다

7월 31일 코스피 하루 +17.91%라는 사상 초유의 폭등 기록(장중 저점 5,629 → 종가 6,595)

신용융자 잔고는 하루 만에 약 2조 6,700억원 감소. 1998년 집계 이래 최대 감소액 기록, 레버리지 청산 마무리

외국인 매도는 삼성전자, SK하이닉스에 집중. 삼성전자 -8.76% · 239,500원 · SK하이닉스 -8.79% · 1,567,000원 ·

외국인 매도의 약 70%가 삼성전자, SK하이닉스. 코스닥 +2.44% (디커플링)

2. 8월 6일 (목) -4.58%

샌디스크 가이드스 쇼크 — 메모리 사이클 의심의 시작

8월 5일 미국 반도체 강세와 외국인 1조 4,400억원 순매수로 +3.76% KOSPI 상승이 하루만에 반전

미국 샌디스크의 실망스러운 실적 가이드스가 메모리 업종 전반의 투자심리 위축으로 이어짐. 장중 매도 사이드카 발동

이후 메모리 슈퍼사이클 정점 통과 우려 확대. SK하이닉스 -10.37% / 삼성전자 -6.30%. 외국인 3.3조 순매도

3. 8월 7일 (금) 미국 지표

미 7월 고용 -2.3만명 쇼크 — “인상 우려”를 잠재우다

미국 7월 비농업 고용이 -23,000명(예상 +83,000명)으로 감소 전환, 5·6월 수치도 합계 -103,000명 하향 수정

경제활동참가율은 61.4%로 5년여 만의 최저. 9월 금리 인상 확률 72% → 35% 레벨다운. 위험자산 랠리의 트리거

[변곡점] 8월에는 반등 국면은 맞았지만, 여전히 다양한 이슈/이벤트에 예민한 반응을 보여 - 2

8월 중순 고용 부진, 물가 안정을 계기로 KOSPI 장 중 7,000선 회복. 문제는 글로벌 동반 장기 채권금리 상승 압력 확대

4. 8월 12~14일 3일 동안 +9.9%

물가 안도 랠리 — 외국인 4일간 3조원, 장중 7,000선 회복

미 7월 CPI(8/12) 헤드라인 +0.1% m/m, 근원 +0.2% m/m로 예상에 부합, PPI(8/13) 포함. “9월 동결” 기대 강화
외국인 8/12에 2조 8,360억, 8/13에 2조 4,500억 순매수, 4거래일 누적 3조원 상회

8월 14일 장 중 코스피 7,010.86p로 3주 만에 7,000선 회복, 같은 주 S&P 500은 사상 최고 7,814.88p 기록

5. 8월 18~19일 -7.3%

8월 최대의 변수 — 글로벌 장기금리 발작

8월 시장을 실제로 무너뜨린 것은 미 30년물 국채금리 5.337%(2007년 이후 19년 만의 최고) 돌파

핵심은 미국 9월 금리 인상 확률 레벨다운에도 장기금리만 올랐다는 점

원인은 1) 재정적자와 2) 국채 공급, 알파벳·아마존·메타 등의 AI 회사채 발행 약 2,200억 달러(전년의 2배),
그리고 3) 트럼프의 “미-이란 협상 부활 없다” 발언에 따른 유가 상승(브렌트 90달러 돌파).

독일 30년물은 2011년 이후, 프랑스 30년물은 2008년 이전 수준으로 레벨업

8월 18일 코스피는 장중 7,216.62p까지 올랐다가 6,788.78p까지 밀리며 장 중 427p 하락

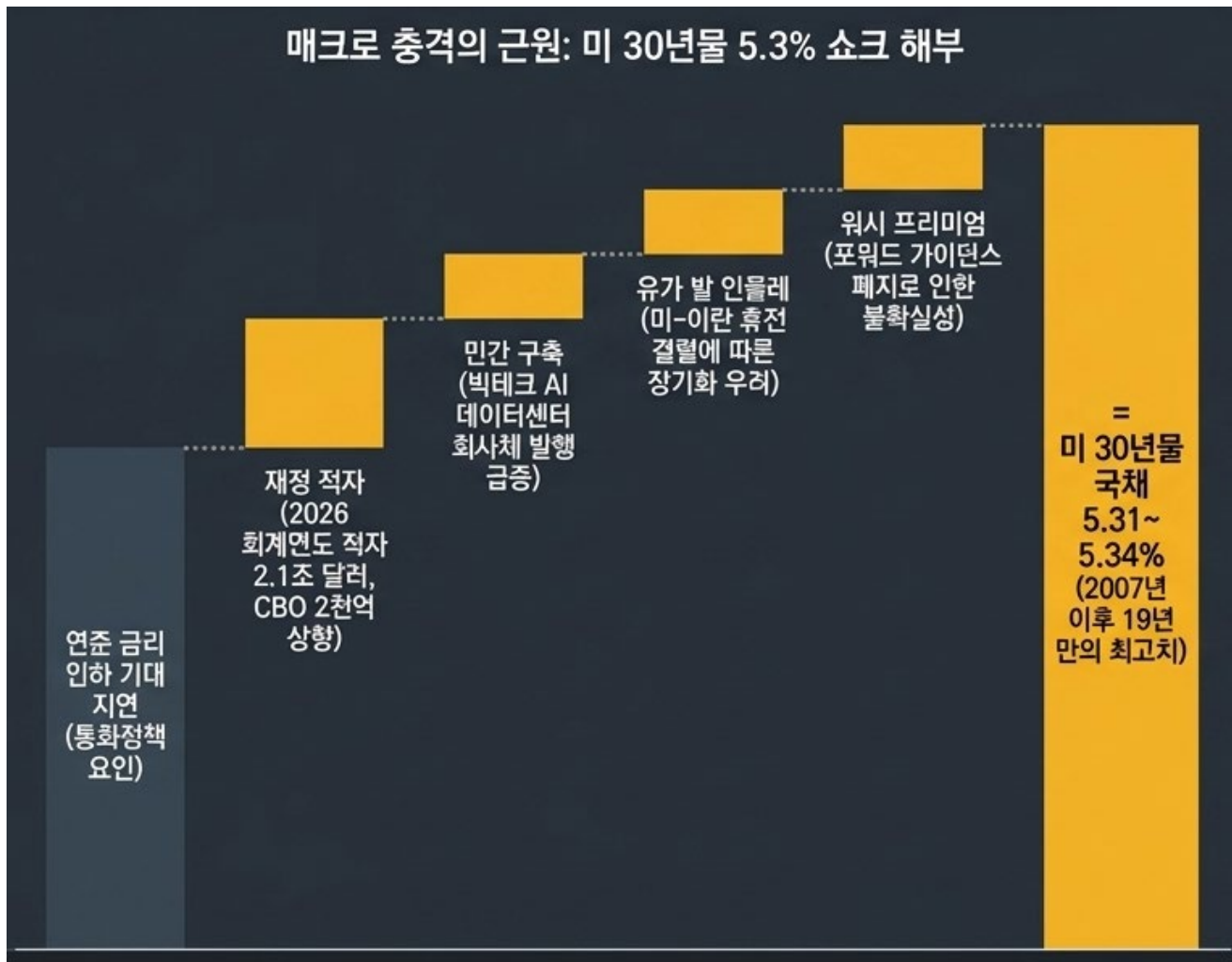
19일에는 개장 6분 만에 코스피200 선물 -6%를 기록, 매도 사이드카 발동

같은 날 마이크론·샌디스크·웨스턴디지털이 7~9%, 일본 키옥시아가 10% 넘게 빠지며 글로벌 메모리 동반 급락
SK하이닉스 -9.75% · 삼성전자 -7.82% · 닛케이 -3.16%

외국인 3.5조+ 순매도 · 환율 1,397.7원 — 10.5개월 만에 1,400원 하회

[매크로 충격] 글로벌 장기 금리 상승 압력, 성장주와 반도체, 빅테크 하방압력 확대

이번 장기금리 급등은 연준의 긴축 우려가 아닌 (1) 2026 회계연도 적자 2.1조 달러(CBO 2월 대비 2,000억 달러 상향), (2) 빅테크 AI 데이터센터 회사채 발행 급증에 따른 민간 구축 효과, (3) 유가발 장기 인플레이 우려, (4) 워시 의장의 포워드 가이드스 폐지에 따른 불확실성 프리미엄이 결합된 결과



하이일드 스프레드 271bp
역사적 최저 수준
신용위험이 아닌
기간프리미엄 재평가임을 시사

지난주 증시 조정이
추세 하락이 아니라는 판단

다만, 8/19 베센트 재무장관의
바이백 2배 확대
(회당 최소 40억 달러)
효과가 단기에 소멸된 만큼

장기채 시장의 심리/수급 악화를
단기간에 잡을 수 있을지가 관건

[변곡점] 8월에는 반등 국면은 맞았지만, 여전히 다양한 이슈/이벤트에 예민한 반응을 보여 - 3

글로벌 장기 금리 상승에도 한국이 선방할 수 있었던 이유는 삼성전자, SK하이닉스의 사상 최대 주주환원정책 덕분. 기대와 현실 간 간극 조절 불가피

6. 8월 20일 (목) +5.89%

SK하이닉스 40조 자사주 소각 — 8월 최대 상승일

8월 19일 장 마감 후 SK하이닉스가 40조원 규모 자사주 취득 후 3개월 내 전량 소각(발행주식의 약 3.3%)과 2025~2027년 잉여현금흐름의 50% 이상 주주환원 발표. 국내 상장사 사상 최대 규모
같은 날 미 재무부가 장기물 국채 바이백 규모를 20억 → 최소 40억 달러로 확대해 금리 상승 압력 진정
전날의 급락이 하루 만에 대부분 되돌려짐

SK하이닉스 +12.73% · 삼성전자 +9.49% · 전기·전자 업종 +9.19% · 외국인 2조 3,800억 순매수

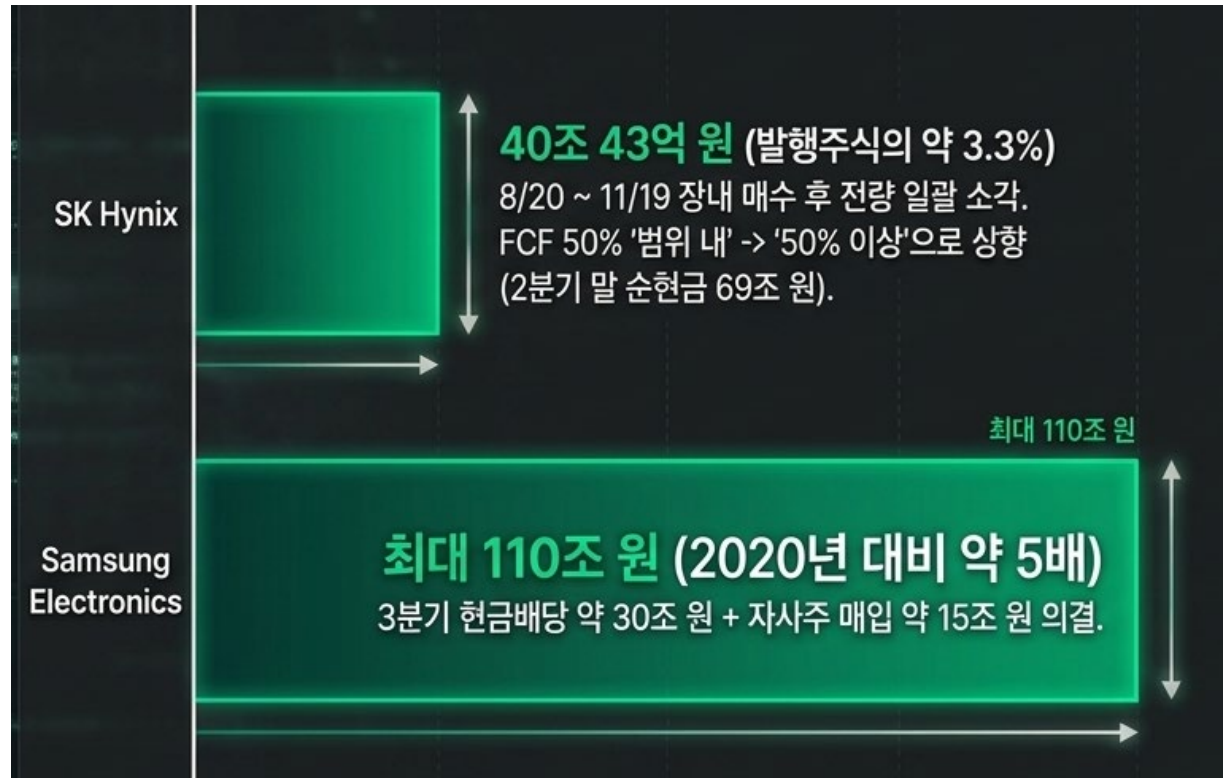
7. 8월 24일 (월) -3.12%

삼성전자 110조 주주환원 — 역대 최대였지만, 기대치 하회한데 따른 ‘셀 더 뉴스’

8월 21일 장 마감 후 삼성전자 이사회가 최대 110조원 규모 주주환원(현금배당 30조원 3분기 지급 + 임직원 보상용 자사주 15조원 별도) 승인. 2020년(20.3조)의 다섯 배가 넘는 역대 최대 규모였지만, 증권가 기대치는 200조원
자사주 소각 결정을 27년 1월 이사회로 미루면서 실망감 증폭. 삼성전자 -8.70%, 배당 수혜 선반영됐던 삼성생명 -13%
미 10년물 금리 반등, 유가 6거래일 연속 상승, 트럼프의 캐나다 추가 관세 위협이 가세
삼성전자 257,000원 (-8.70%) · 보험 업종 -7.51% · 외국인 3조 8,974억 순매도
KOSPI -3.12%에도 불구하고 상승 579 : 하락 286

[KOSPI 선방 동력] 시가 총액 1위, 2위 대장주의 사상 최대 주주환원. KOSPI 하방을 지지하는 콘크리트

19일 SK하이닉스 40조원에 이은 21일 삼성전자 110조원에 달하는 주주환원 정책



왜 지금일까?

3차 상법 개정과
자사주 의무소각 제도때문

9월 10일부터 자산 2조 원 이상
상장사 210개사에 집중투표제
배제 금지 시행

=> 지배구조 개편과
주주환원 확대가 동시 진행

삼성전자 281,500원(8/21 +3.87%), SK하이닉스 1,730,000원(+2.31%), 삼성생명(+10.61%),
삼성물산(+5.75%), 삼성전자우(+8.26%) — 주주환원·지배구조 수혜가 KOSPI 변동성 제어

[변곡점] 8월에는 반등 국면은 맞았지만, 여전히 다양한 이슈/이벤트에 예민한 반응을 보여 - 4

엔비디아 어닝 서프라이즈에도 한국은행 금리인상에 발목잡힌 KOSPI. 채권금리 상승에 대한 부담이 시장을 억누르는 양상

8. 8월 26~27일 +2.5%

엔비디아 어닝 서프라이즈 vs 한국은행 금리 인상

8월 26일 장 마감 후 엔비디아 2분기 매출 962.2억 달러(+106% y/y), 3분기 가이드스 1,080억 달러(+89%) 발표
젠슨 황은 “제약은 수요가 아니라 공급”이라며 FY2028 매출 +70% 성장 제시. 중국향 AI 칩 매출을 0으로 가정

엔비디아는 8월 27일 +8.74%(시총 5.1조 달러)로 2025년 4월 이후 최대 상승 기록

한국 반도체도 동반 강세였지만, 같은 날 한국은행이 기준금리를 2.75% → 3.00%로 2회 연속 인상(동결 전망 79%)

KOSPI와 반도체 상승 탄력 둔화, 지수/주가 상단 제한

엔비디아 데이터센터 매출 +116.6% · Salesforce +20.1% · Okta +23.3% · 기관+외국인 3조 2,700억 순매수

9. 8월 28일 (금) -1.79%

8월의 마지막 날 — 낮에는 반도체, 밤에는 잭슨홀

한국 증시는 워시 의장의 잭슨홀 연설(한국시간 밤 11시)보다 먼저 마감

코스피 -1.79%는 잭슨홀 경계심리와 함께

반도체 차익 실현 + 미국의 반도체 추가 관세 검토 보도 + 전날 한국은행 금리 인상이 겹친 결과

삼성전자 -3.38%, SK하이닉스 -4.45%로 두 종목 KOSPI 하락 중심에 자리

코스닥은 +0.09%로 버티며 8월 내내 이어진 디커플링 지속. 잭슨홀이 이 그림을 바꿈

삼성전자 257,000원 (-3.38%) · SK하이닉스 1,653,000원 (-4.45%) · 외국인 약 1조 7,600억 순매도

· 코스닥 838.41 (+0.09%) · 환율 1,372.5원 (-8.4원)

[4개의 축] 8월 글로벌 증시를 좌지우지했던 핵심 이슈 네가지. AI, 반도체 업황 우려는 진정되었지만, 채권금리 압박 커져

7월 급락 변수였던 AI, 반도체 업황/실적 불안과 9월 금리인상 가능성은 진정되었지만, 장기금리 급등으로 인한 새로운 압박에 대한 부담 가중

① 스태그플레이션 줄다리기

Fed

- 7월 FOMC 9대 3 동결 — 반대표 3명은 모두 '인상'
- 7월 고용 -2.3만명(8/7) → 인상 확률 72%→35%
- 근원 PCE 3.3% 고착(8/26) → 다시 33%
- 현 정책금리 3.50~3.75%

② 장기금리와 AI 자금조달

Bonds

- 미 30년물 5.337%(8/18 장중), 19년 만의 최고
- 빅테크 AI 회사채 발행 약 2,200억 달러 — 전년의 2배
- 일본 10년물 30년 만의 최고, 독일·프랑스 동반 급등
- 고밸류 성장주 할인율이 직접 상승

③ AI는 견고, 메모리는 흔들

Semis

- 엔비디아 2분기 매출 962억(+106%), 가이드스 상회
- 샌디스크 가이드스 쇼크(8/6), 마이크론·WD -7~9%(8/19)
- DDR4 8Gb 24달러 — 2016년 집계 이래 사상 최고
- 중국 CXMT 상장 첫날 +472%

④ 지정학과 관세

Policy

- 호르무즈 통항 전쟁 전 대비 약 -95%
- 미-캐나다 Section 338 최초 발동, 8/22 협상 결렬
- 반도체 Section 232 25% 관세 시행 중
- 금 +13.4%, 비트코인 +27.2%의 배경

9월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정

	9월 1일 ~ 10일	9월 11일 ~ 20일	9월 21일 ~ 31일
통화정책	10일 유로존 ECB 통화정책회의 금리결정	17일 미국 FOMC 금리결정 영국 BOE 통화정책위원회 금리결정 일본 BOJ 금융정책위원회 금리결정(~18일)	
경제지표	1일 미국 8월 ISM 제조업 PMI 미국 7월 JOLTS 구인, 이직 보고서 중국 8월 레이팅독 제조업 PMI 한국 8월 수출입 2일 미국 8월 ADP 민간고용 3일 미국 7월 ISM 서비스업 PMI 중국 8월 레이팅독 서비스업 PMI 4일 미국 7월 비농업고용지수 미국 7월 실업률 8일 중국 8월 수출입 한국 2분기 GDP 9일 중국 8월 CPI / PPI 10일 미국 8월 PPI	11일 미국 8월 CPI 미국 8월 미시간대 소비자신뢰지수 15일 중국 8월 산업생산 중국 8월 고정자산투자 중국 8월 소매판매 16일 미국 8월 소매판매 17일 유로존 8월 CPI 18일 일본 8월 CPI 한국 8월 PPI	23일 미국 9월 S&P글로벌 제조업/서비스업 PMI 25일 미국 8월 내구재 주문 29일 미국 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 30일 미국 2분기 GDP 미국 8월 PCE 물가 한국 8월 산업생산 한국 8월 소매판매
기타일정	3일 미국 연준 베이지북		22일 마이크로론 실적발표 23일 메타 커넥트 2026(~24일)

주: 날짜는 한국시간 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

9월에는 미국 고용, 물가 지표와 FOMC를 중심으로 연준의 통화정책 경로를 가늠. 월초 JOLTS, ADP 민간고용에 이어 고용보고서를 통해 고용시장 둔화 여부를 확인하고, 10일 PPI와 11일 CPI에서는 국제 유가 상승의 물가 전이와 인플레이션 압력의 재확대 여부를 점검. 이후 17일 FOMC에서는 금리 결정과 함께 경제전망 및 점도표 변화에 주목할 필요. 9월에 BOJ, ECB, BOE 통화정책 회의가 물려있는 만큼 주요국 긴축 기조에 따른 글로벌 금리 변동성 확대 가능성에 유의. 중국은 수출입과 물가지표, 그리고 실물 지표를 통해 경기 회복 강도와 디플레이션 압력 완화 여부를 확인. 국내에서는 8월 수출과 9월 잠정 수출로 경기/실적 모멘텀 지속할 수 있을지가 중요. 이외에도 마이크로론 실적 발표와 메타 커넥트 2026을 통해 AI, 반도체 업황 점검할 필요.

여전히 선행 PER 6배 이하, 역사적 저점권.
실적/경기가 꺾이지 않으면
밸류에이션 정상화 국면 전개

Strategist 이경민

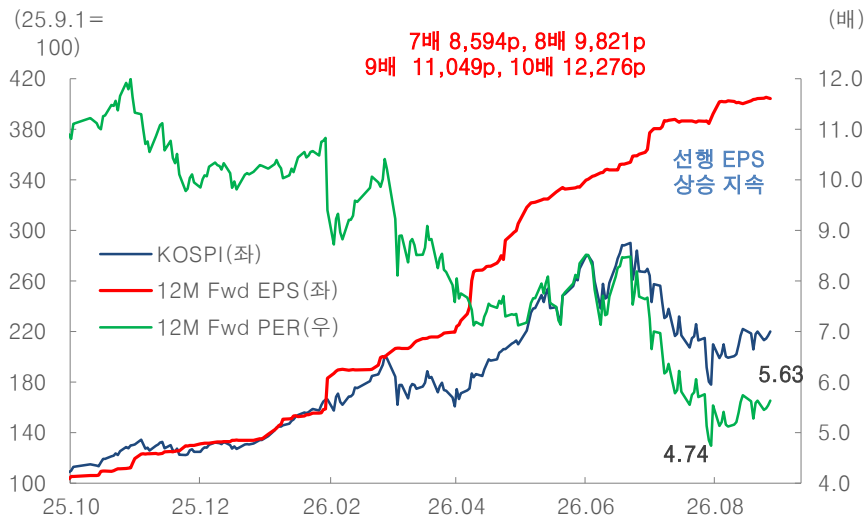
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

KOSPI 밸류에이션 정상화 진행 중. 선행 PER 여전히 6배 이하, 7배 회복만으로도 8,500선 돌파 시도 가능

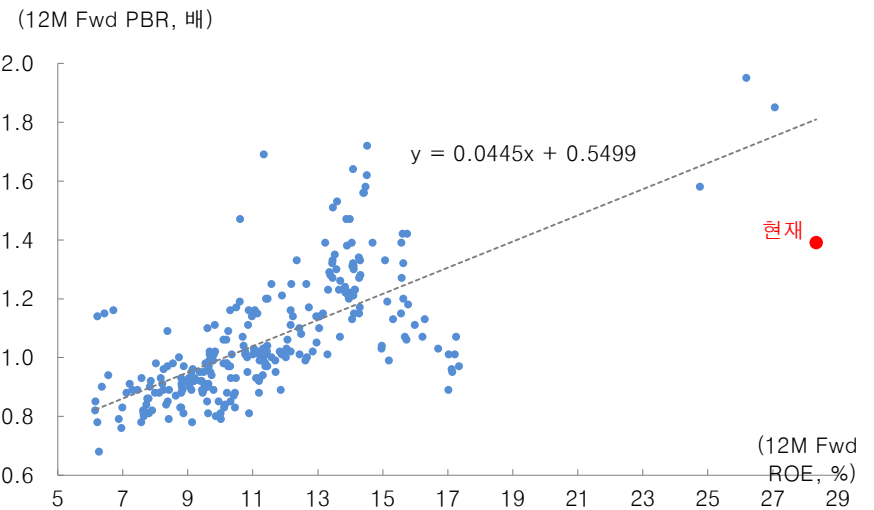
- KOSPI는 밸류에이션, 기술적 측면에서 과도한 하락 국면에서 정상화 진행 중. 최근까지 선행 EPS, 26년, 27년 이익 전망 상향 조정 중. 경기선행지수 또한 상승세가 유지. 선행 EPS는 지난 주말 1,227.65p(4주전 1,190p)로 추가 상승했고, 통계청 경기선행지수도 상승세를 이어가는 중. 26년 한국 GDP 성장률 전망은 3.4%로 추가 상향 조정. 실적, 경기 상승 국면에서 고점대비 30% 이상 급락은 사상 처음. 이로 인해 선행 PER은 2000년 이후 처음으로 5배 하회(4.74배)
- 2000년 이후 펀더멘털과 주가 간 괴리가 가장 큰 상황에서 증시는 Upside Potential이 높을 수 밖에 없음. KOSPI 하락추세 전개의 조건은 가파른 이익 및 실적, 경기 하락 국면 진입. 현재로서는 가능성이 낮다고 판단. 향후 경기/실적 사이클이 하락반전하더라도 그 전까지는 주가 반등, 밸류에이션 정상화 국면 전개 가능성 높다고 판단. 경기, 실적 흐름들을 꾸준히 점검해야겠지만, 현재 주가 수준에서 매도보다 매수, 홀딩 전략이 유리하다고 판단
- KOSPI 7,000선 회복 시도에도 불구하고 KOSPI 선행 PER은 5.63배에 불과. 여전히 PER 6배 이하에 머물러 역사적 저점권에서 등락 중. 120일 이격도 또한 2000년 이후 평균의 -2표준편차 수준까지 도달한 이후 회복 국면 진입
- 펀더멘털과 주가가 정반대의 방향으로 달려온 만큼 펀더멘털 악화가 현실화되지 않는 한 지수 반등, 빠른 밸류에이션 정상화 국면 전개 예상. 특별한 모멘텀이 부재하더라도 불확실성 완화, 불안심리 진정에 근거한 수급 개선만으로도 과도한 하락만큼 강한 반등 탄력을 기대할 수 있음. 선행 PER 7배 회복만으로도 KOSPI 8,500선 돌파/안착 시도 가능할 것

여전히 선행 PER 6배 이하. 선행 EPS 1,227.65p로 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

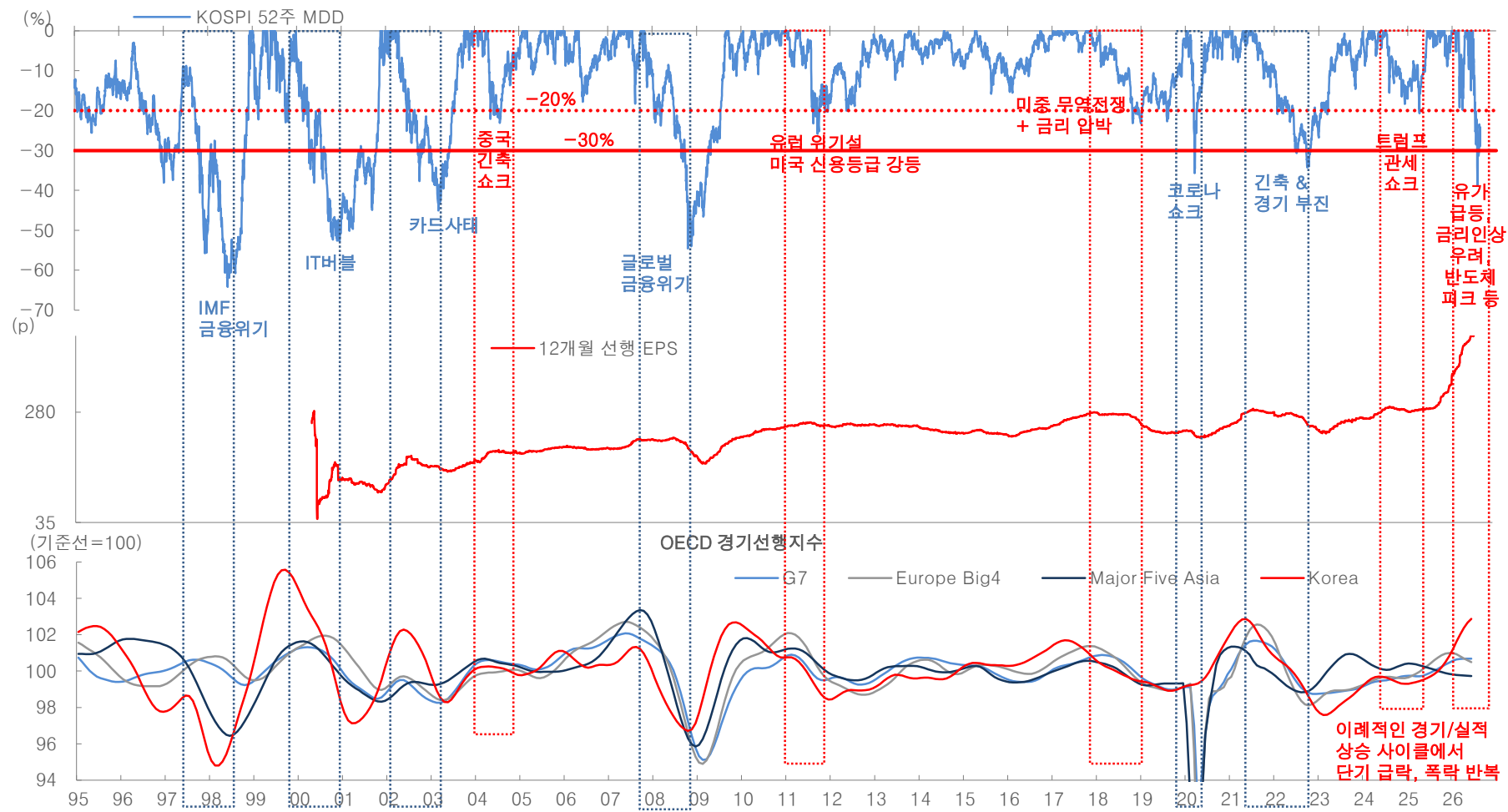
ROE - PBR Matrix 기준 -31.07% 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 위치] 유가 급등, 금리인상 우려, 반도체 피크 아웃 등으로 38% 급락. 이례적으로 실적/경기 상승 사이클 진행 중

경기 둔화 또는 부진에 긴축, 관세 등 정책 변화와 무역전쟁, 미국 신용등급 강등 등의 이슈가 가세하면서 고점대비 20% 전후 조정 빈번
30% 이상 조정은 경기 악화 또는 침체국면 진입 & 시스템 리스크 현실화 국면. 현재는 경기 확장, 실적 레벨업에도 불구하고 주가 급락



자료: OECD, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

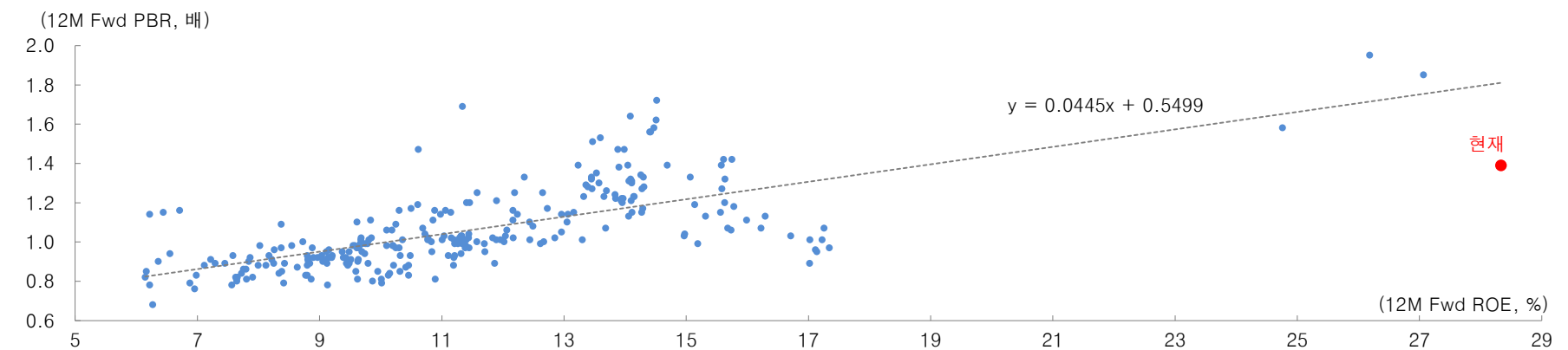
[밸류에이션] 선행 PER 6배 이하, 극심한 Deep Value 구간. 선행 PBR/ROE Matrix 기준 저평가(-31.07%)도 심화

KOSPI 12M Fwd PER 6배 하회. 역사적 저점권 이하에서 등락 중. 저평가 매력 증폭. 밸류에이션 정상화만으로도 KOSPI 전고점 돌파 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

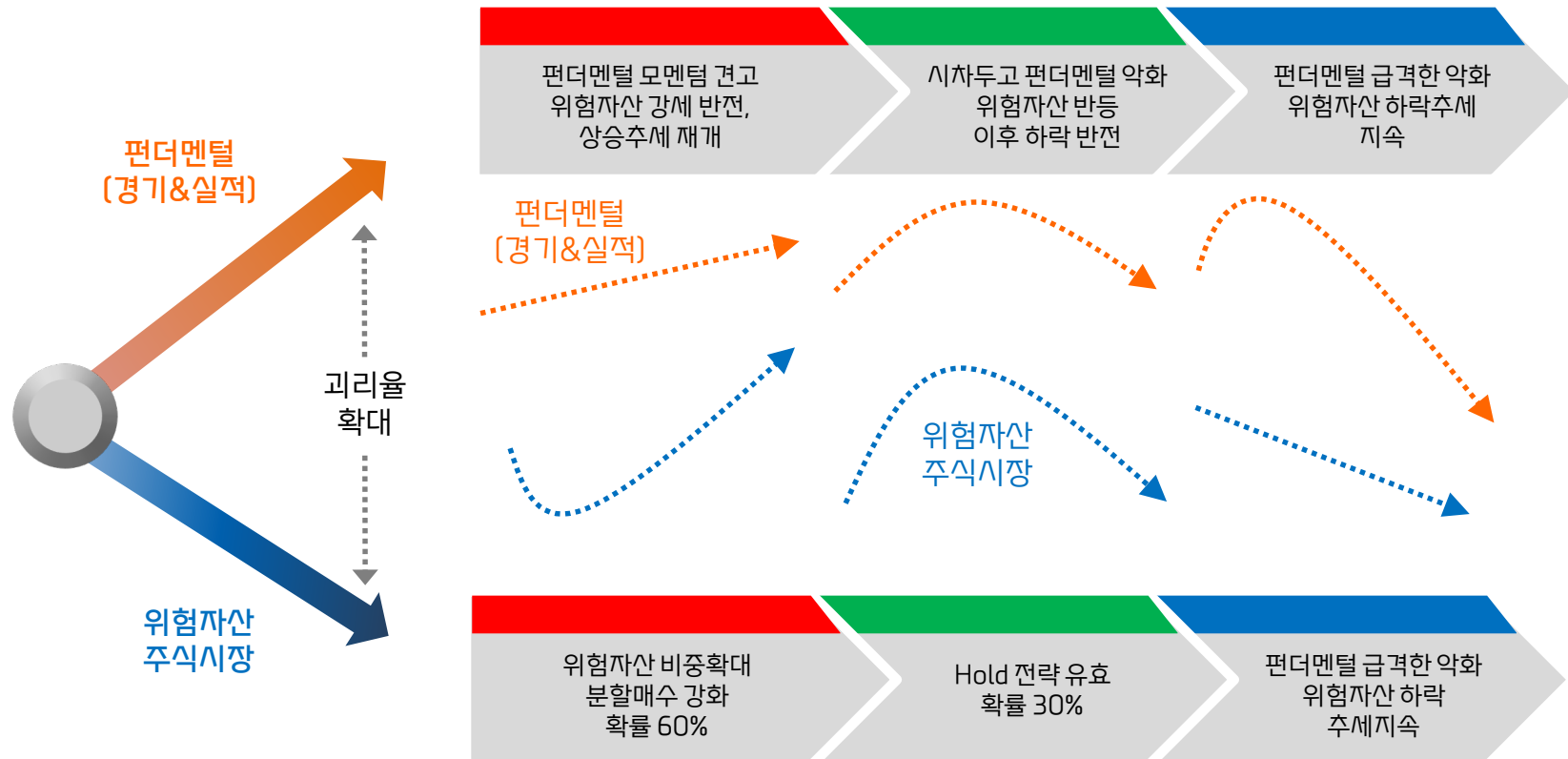
선행 PBR 현재 2.01배에서 1.38배로 레벨다운. ROE - PBR Matrix 기준 고평가 영역에서 저평가 전환, -31.07%까지 저평가 심화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

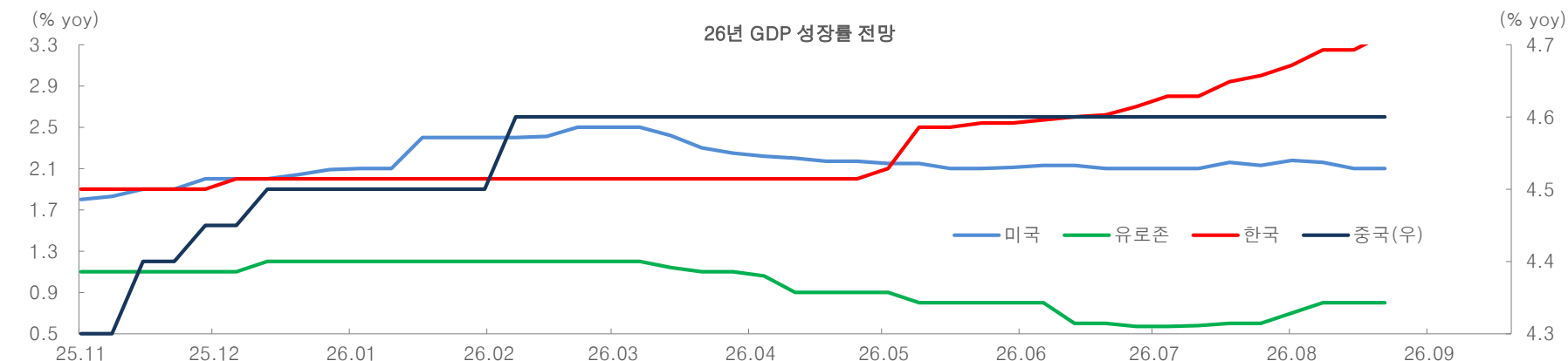
[강아지와 주인] 주인과 반대로 갔던 강아지, 주인에게 돌아오다 다시 멀어진 상황. 그 거리는 지난번보다 더 멀어...

편더멘탈 대비 주가 수준 낮은 상황에서 더 멀어져... 실적, 물가, 경기 환경이 당장 악화되지 않는 것 만으로도 KOSPI 정상화/되돌림 가능



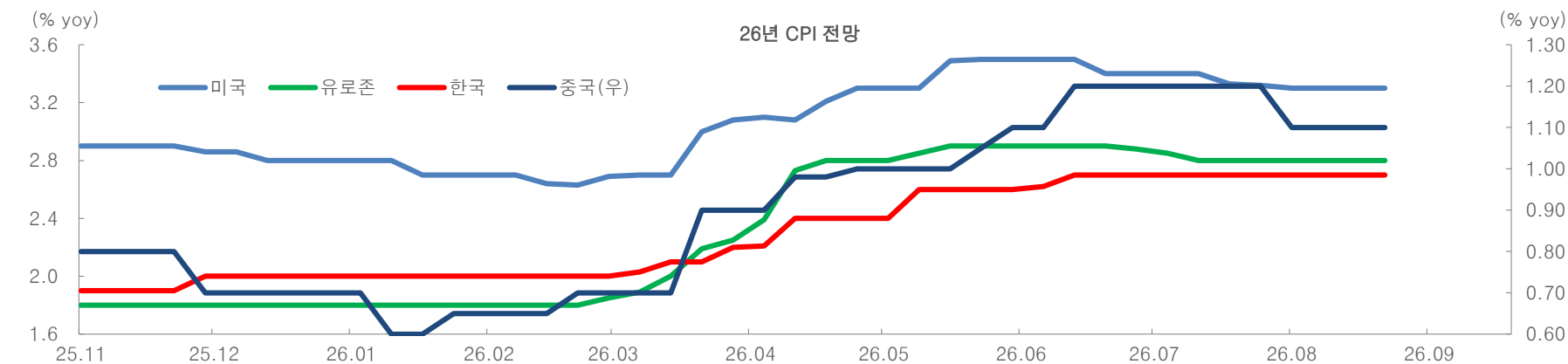
[GDP & CPI] 지정학적 리스크 재부각에도 견조한 글로벌 경제. 한국 GDP 성장을 상향 조정. 물가는 하향 조정 이후 정체

주요국 2026년 GDP 성장률 전망. 수출 호조, 반도체 모멘텀 강화로 한국은 3.4%로 레벨업. 소비, 고용 불안으로 미국은 2.1%로 하향 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

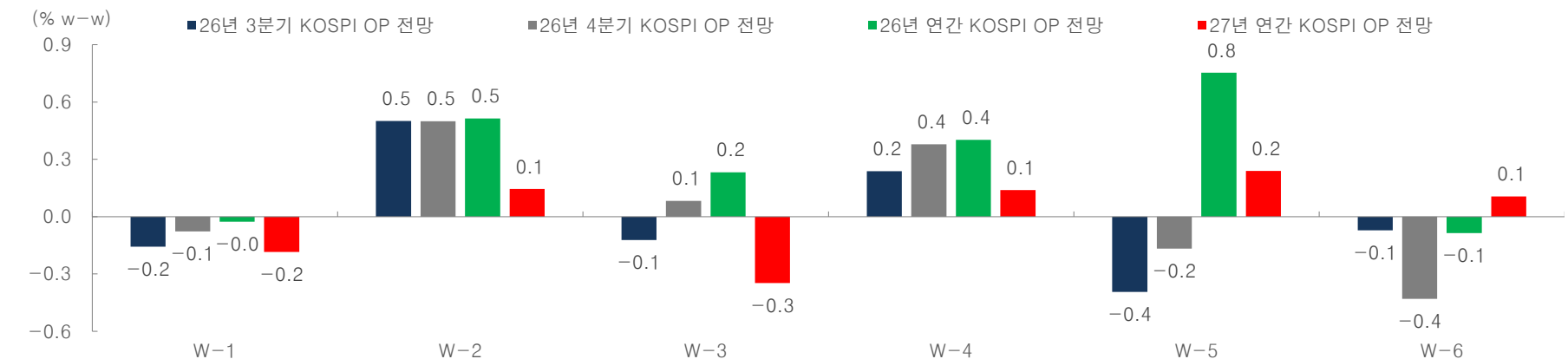
주요국 2026년 CPI 전망. 미국, 유로존은 2월말 이후 처음으로 소폭 하향 조정. 유가 레벨다운된 영향, 최근 유가 반등에도 물가 전망 정체...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[실적 전망 & 선행 EPS] 견고한 선행 EPS, KOSPI 반등에도 선행 PER 6배 하회. 여전히 밸류에이션 역사적 저점권

3분기, 4분기, 연간 실적 전망 하향 조정은 8월들어 진정, 오히려 전망 상향 조정 재개. 2분기 실적 시즌 종료 이후 실적 전망 정체 국면 진입.



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

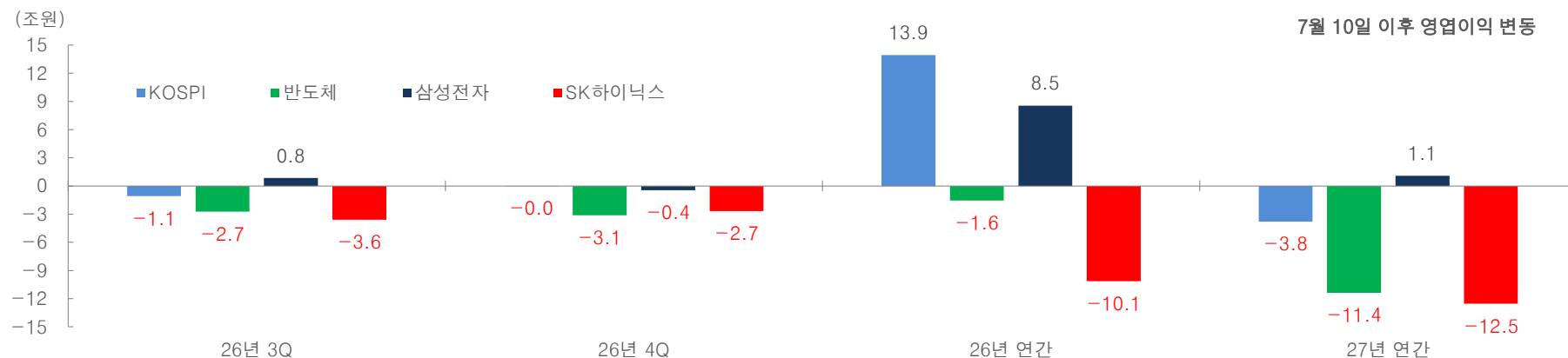
7월 중순 1,170선에서 등락을 보이던 12개월 선행 EPS, 8월 28일 1,227.65p로 레벨업. 현재 선행 PER 5배 중후반으로 밸류에이션 역사적 저점권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

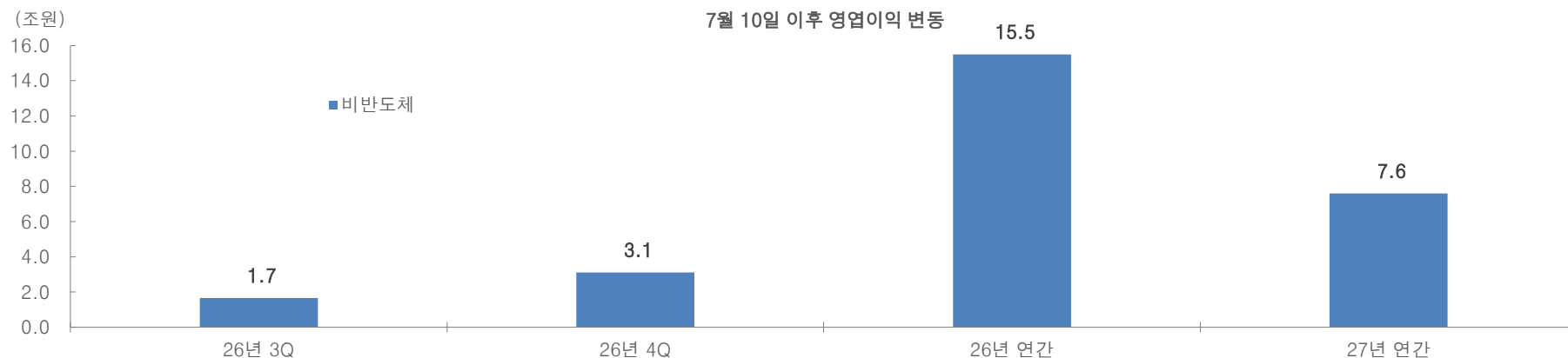
[2Q 실적시즌] 실적 전망 하향 조정은 전적으로 SK하이닉스 영향. 반도체 실적도 견조하고, 비반도체 실적은 오히려 개선

KOSPI 실적 전망 하향조정은 전적으로 SK하이닉스 영향. 삼성전자는 26년, 27년 연간 실적 전망 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

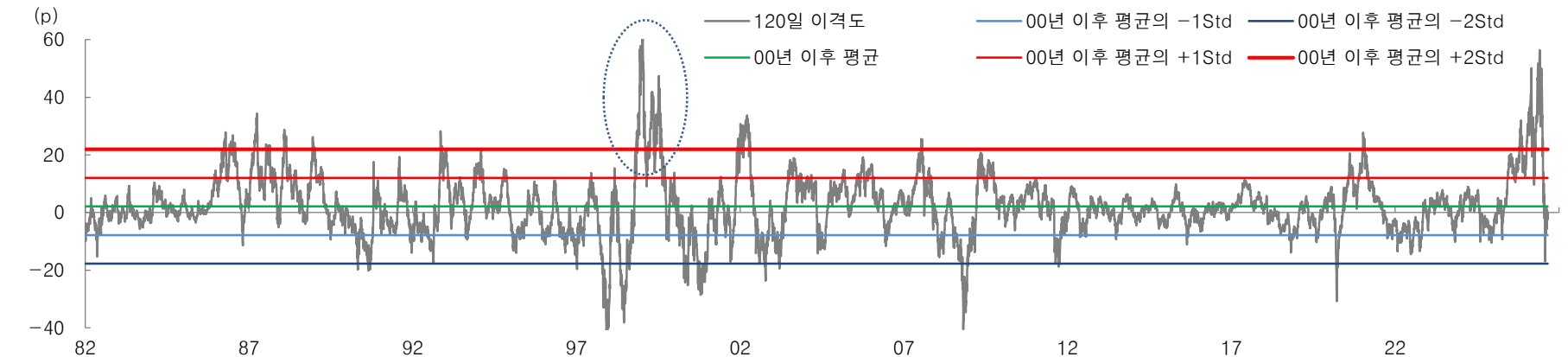
반도체를 제외한 업종들의 실적 전망 상향 조정 지속. 26년, 27년 실적 전망 레벨업 양상 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

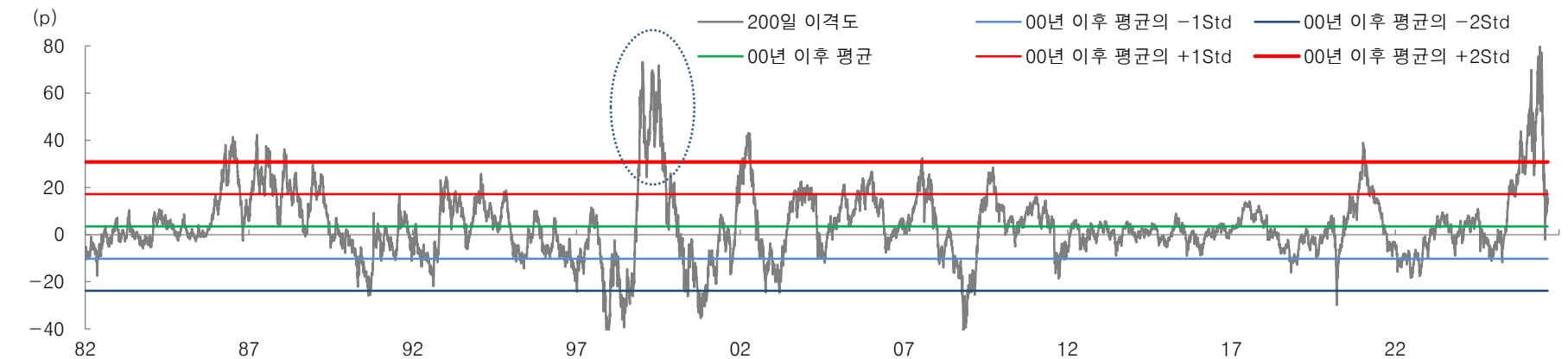
[이격도] 120일, 200일 이격도, 과열 해소, 저평가 전환. 120일 이격도 평균의 -2표준편차 수준에서 급반전

KOSPI 120일 이동평균선과 이격도. -16%p까지 급락, 00년 이후 -2 표준편차 수준에서 급반등 전개, 0선 회복 시도 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

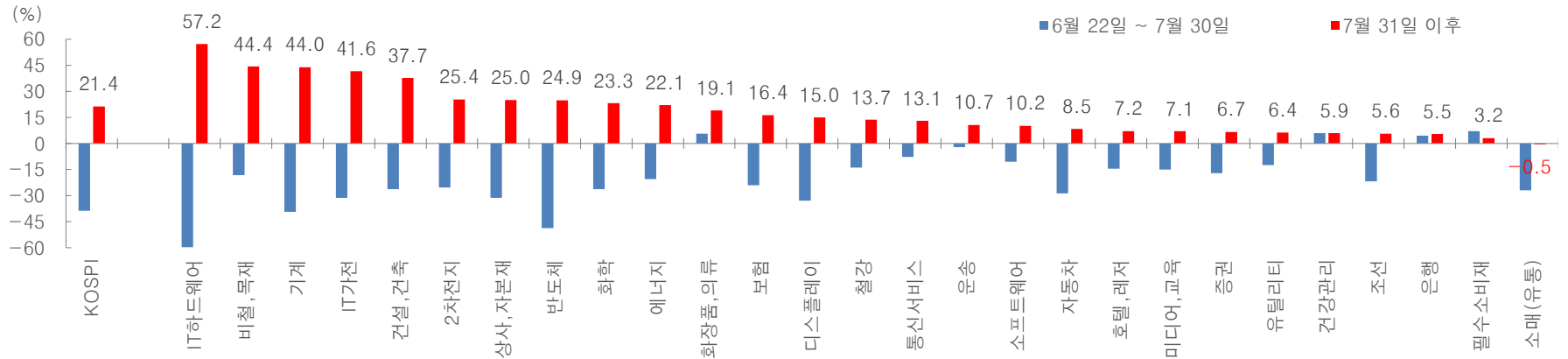
KOSPI 200일 이동평균선과 이격도 -2%p 수준까지 레벨다운. 00년 이후 평균 하회 이후 급반전 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

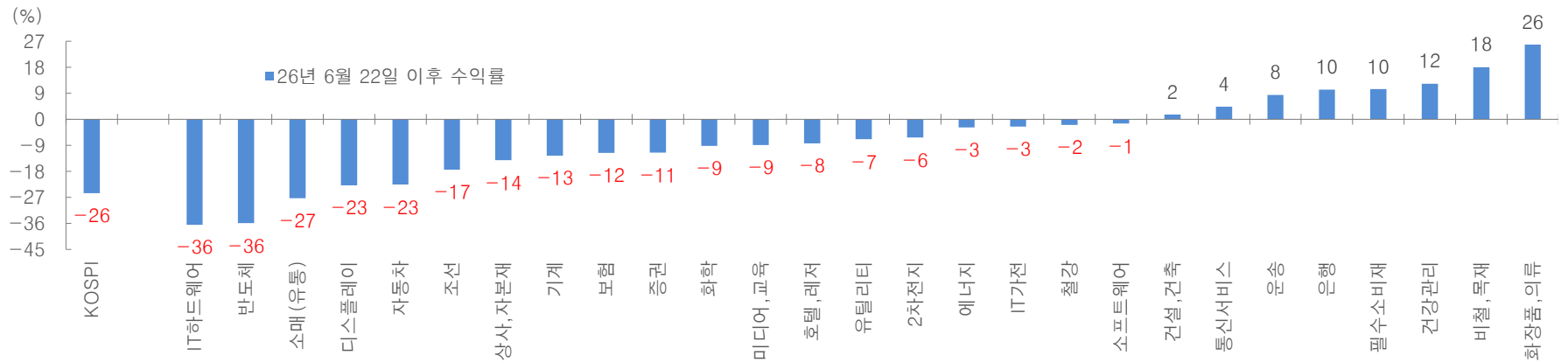
[낙폭과대] 6월 22일 이후 IT하드웨어, 반도체, 소매(유통), 디스플레이, 자동차, 조선, 상사/자본재 등 낙폭과대

6월 22일 ~ 7월 30일 급락 국면에서 낙폭이 컸던 IT하드웨어, 기계, IT가전, 건설, 2차전지, 반도체 등 급반등. 본격적인 기술적 반등 진행 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

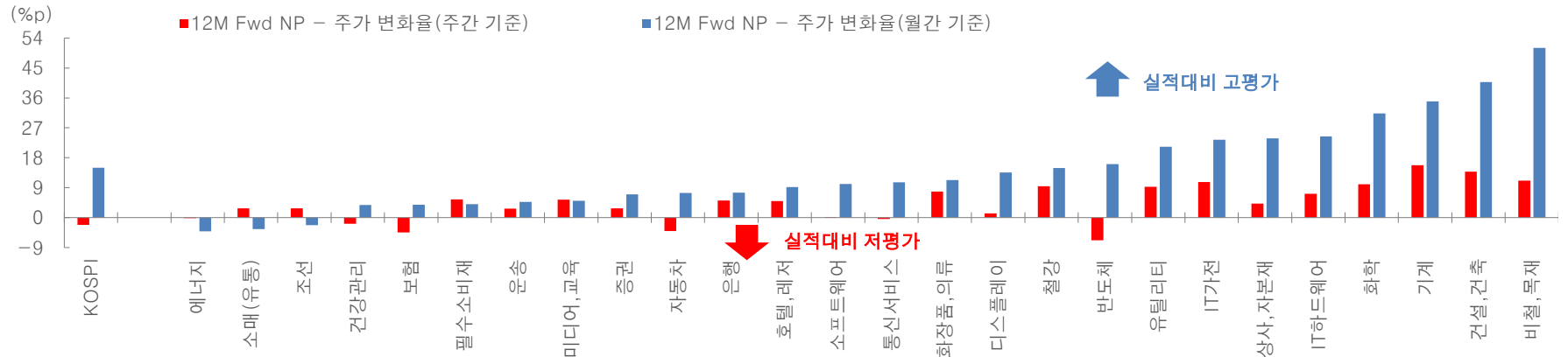
6월 22일 이후 낙폭 과대 업종 : IT하드웨어, 반도체, 소매(유통), 디스플레이, 자동차, 조선, 상사/자본재, 기계 등. 화장품/의류, 비철목재 등 고평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[실적대비 주가] 실적대비 저평가 업종이 대부분. 보험, 소매(유통), 반도체, IT하드웨어, 증권 등 상위권 위치

주간, 월간 12M 선행 순이익대비 주가 변화율. 다수 업종 저평가 해소, 월간 기준 에너지, 유통, 조선, 주간 기준 건강관리, 보험, 자동차, 반도체 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3개월 기준 선행 순이익대비 주가 저평가 여전. IT하드웨어, IT가전, 반도체, 조선, 에너지, 자동차, 화학 등 저평가 극심. 은행, 화장품/의류 등 고평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 가격/수출 모멘텀 확인,
물가 안정, 금리인하 우려 완화시
KOSPI 8,000선 돌파 가능. 그 다음은?

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

월말, 월초에는 반도체 업황/실적 확인. 9월 FOMC 전후 고용과 물가 확인, 통화정책 컨센서스 변화 체크

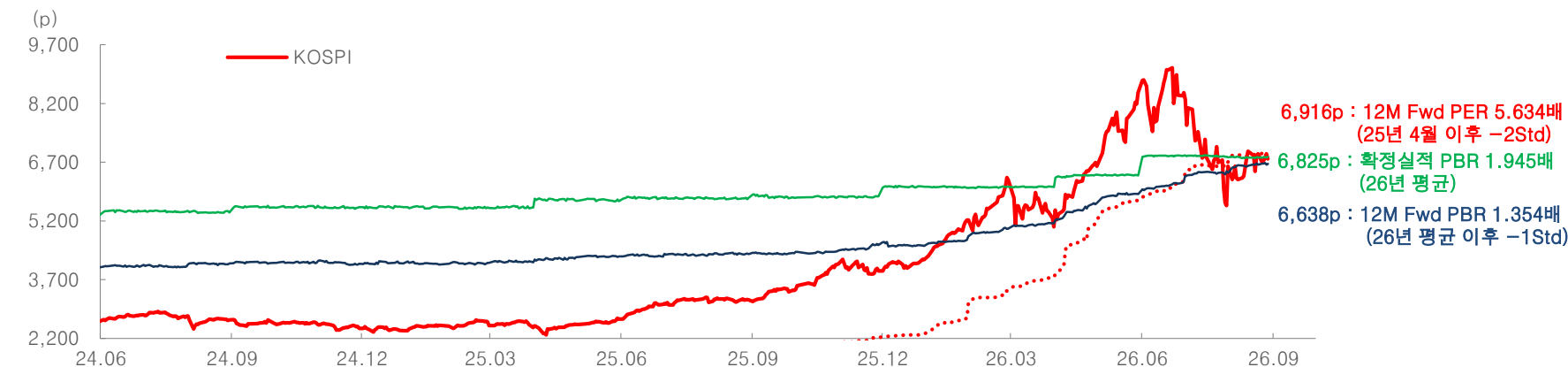
- 9월 최대 변곡점은 9월 FOMC. 잭슨홀 미팅에서 케빈 워시 연준 의장 연설 이후 9월 금리인상 확률 60%대로 레벨업. 하지만, 대신증권에서는 9월 금리동결 가능성전망. 1) 케빈 워시 연준 의장이 언급한 금리인상을 위한 기준은 명확. 하지만, 금리인상 시그널은 아님. 2) 물가 안정에 집중하겠다는 의지를 피력한 상황에서 8월 CPI와 Core CPI는 둔화 예상. 특히, Core CPI는 2.4% 수준으로 연중 최저치 경신 예상. 3) 금리인상 컨센서스가 0으로 수렴하는 과정에서 채권금리 안정 = 증시 반등탄력 강화 동력이 될 것으로 예상
- 따라서 다수의 투자자들이 잭슨홀 미팅 이후 경계 변수로 바라보는 9월 FOMC는 오히려 상승 탄력 강화의 트리거가 될 수 있다고 판단. 다만, 26년에 이어 27년 점도표까지 인상 경로를 공식화될 경우 매파적 충격이 클 수 있을 것. 26년, 27년 점도표 변화에 주목
- 한편, 9월 1일에는 한국 수출입 동향, 30일에는 마이크론 실적 발표 예정. 엔비디아 실적 서프라이즈 이후 실질적인 반도체 가격 상승 여부, 메모리 이익 정점 통과 여부를 검증할 수 있을 것. 20일까지 수출 호조로 강한 한국 및 반도체 수출 모멘텀이 예상되는 가운데 3분기 실적 시즌의 포문을 여는 마이크론 실적 및 실적 가이드스 결과가 중요할 것
- AI, 반도체 업황과 통화정책 컨센서스 모두 기대보다 우려가 큰 상황. 7월 급락을 야기했던 것은 다양한 이슈와 변수들 간 악순환의 고리 형성. 8월 악순환의 고리 약화에서 9월 선순환의 고리로 전환 여부 주목. AI, 반도체 업황/실적 불안이 제아된 상황에서 기대와 현실 간의 괴리를 조정하고, 금리, 물가 스트레스를 해소하는 과정 불가피. 매수를 서두를 필요는 없지만, 변동성 확대 시 비중 확대 전략은 여전히 유효

9월 심리 - 수급 - 이슈/이벤트 - 펀더멘탈 환경 간의 선순환 고리 형성 여부를 가늠할 수 있는 일정 체크. 9월 FOMC 금리 결정, 점도표 수준이 핵심

일정	구분	이벤트	중요도	관련 포인트
9/1 (화)	국내	8월 수출입 동향 (반도체 수출 증가율)	★★★★☆	반도체 수출 단가·물량분리 확인
9/4 (금)	글로벌	미국 8월 고용보고서	★★★★☆	완전고용 확인 시 9월 인상 명분 강화
9/10 (목)	국내	9월 선물·옵션 동시만기	★★★★☆	프로그램 매물·베이스스 급변 구간
9/11 (금)	글로벌	미국 8월 CPI	★★★★★	근원 2.5% 하회 여부가 FOMC 직전 최대 분기점
9/15~16	글로벌	FOMC + 경제전망(SEP)·점도표	★★★★★	인상 여부보다 '2026년 점도표 상향폭'이 관건
9/24~26	국내	주식 연휴 (국내 증시 휴장)	★★★☆☆	연휴 전 포지션 축소, 연휴 중 해외 변수 껍 리스크
9/30 (수)	글로벌	마이크론 FY2026 4분기 실적·가이드스	★★★★★	메모리 '이익 정점' 논쟁의 최종 판정
9월 중	글로벌	YMTC 모회사 IPO 진행 / CXMT 후속 증설	★★★★☆	중국 공급 확대에 따른 멀티플 디레이팅
9월 중	국내	대미 투자 1호 안건·반도체 관세 협상	★★★★☆	투자 증액 요구 수용 여부, 관세율 확정 시점

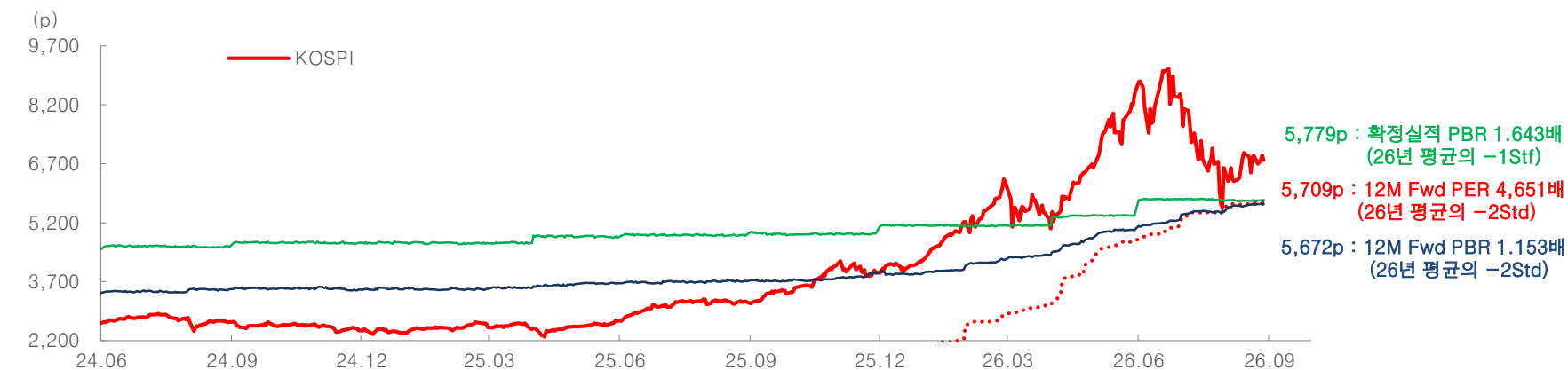
[중요 분기점] 1차 분기점 6,600 ~ 6,900선대 돌파 시도 중. 안착에는 어려움을 겪는 상황

밸류에이션 측면에서 분기점인 6,600 ~ 6,900선 돌파/안착 시도 중. 아직은 안착에 어려움을 겪는 상황



자료: 대신증권 Research Center

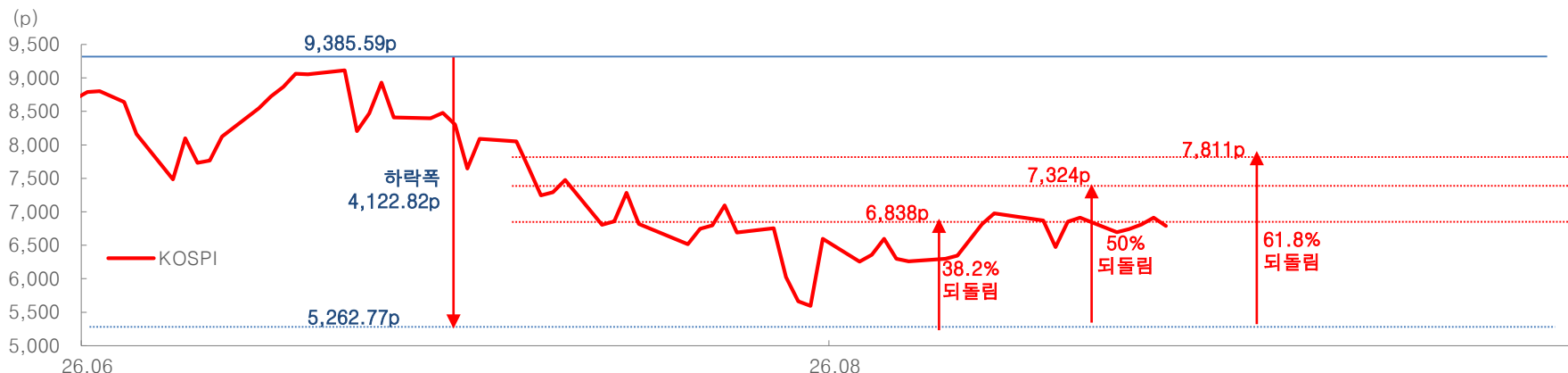
선형 EPS, BPS 상승으로 Rock Bottom은 상승 중. 최악의 상황이 전개될 경우 6,000선 지지력 테스트, 일시적인 이탈 가능성 배제할 수 없어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[중요 분기점] 하락 폭의 38.2% 수준인 6,800선은 지켜내는 모습. 7,300 ~ 7,400선을 넘어야 추세 반전 가능성 확대

장 중 고점대비 하락폭(4,122.82p)의 38.2% 되돌림은 6,800선대. 50%, 61.8% 되돌림은 7,300 ~ 7,800선



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

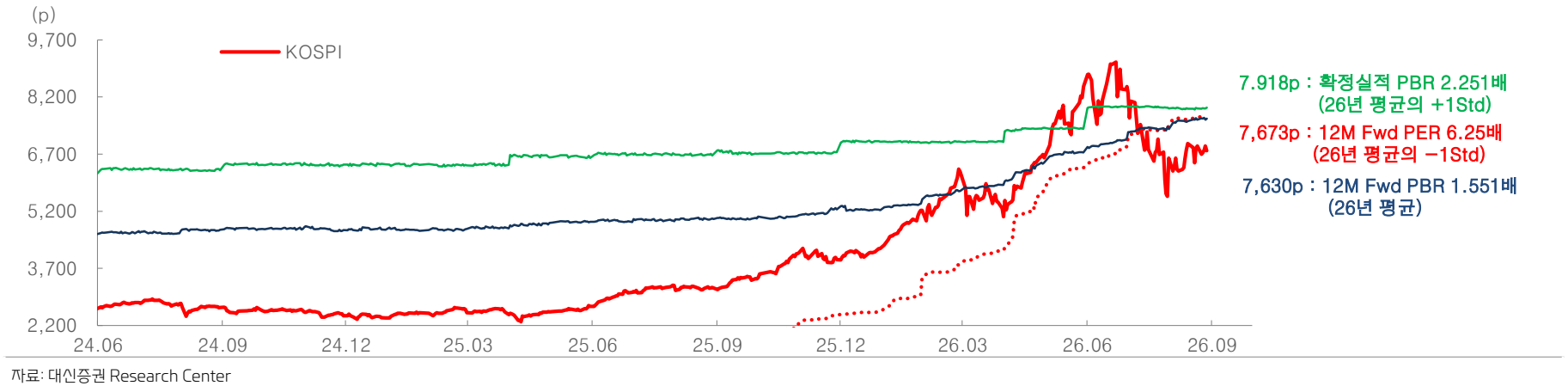
20일선(6,400선대)은 지켜내고 있지만, 경기선인 120일선 안착에 시간이 걸리는 중. 60일선을 넘어야 추세 반전 가능성 확대



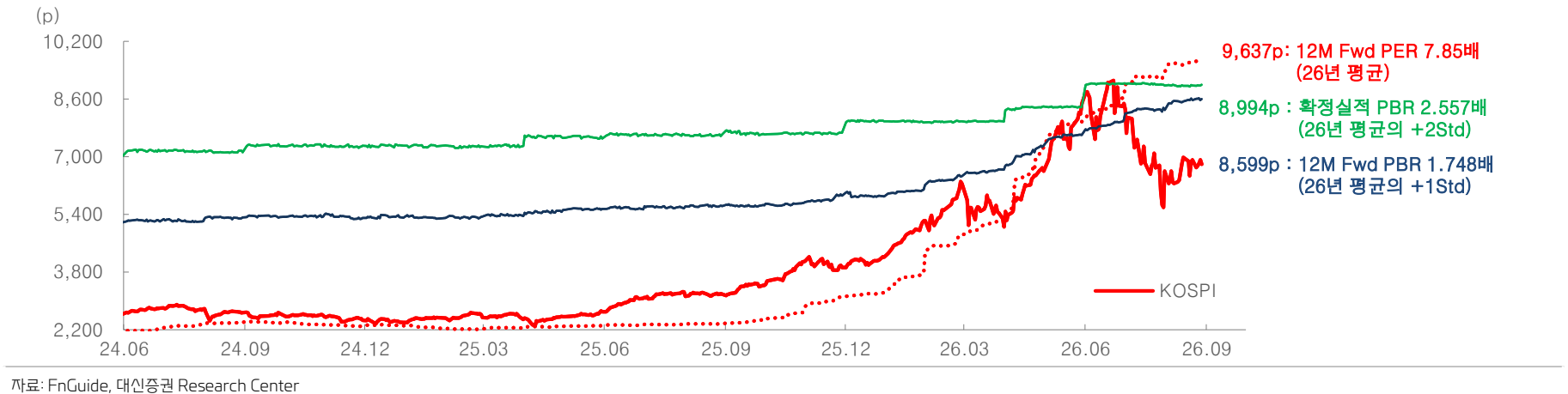
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[중요 분기점] 7,000선 안착 시 단기 목표는 7,600 ~ 7,900선. 그 다음은 역사적 고점 돌파 시도에 나설 것

단기적으로 7,600 ~ 7,900선까지 상승 여력 충분



전고점까지 밸류에이션 정상화만으로도 갈 수 있는 지수대

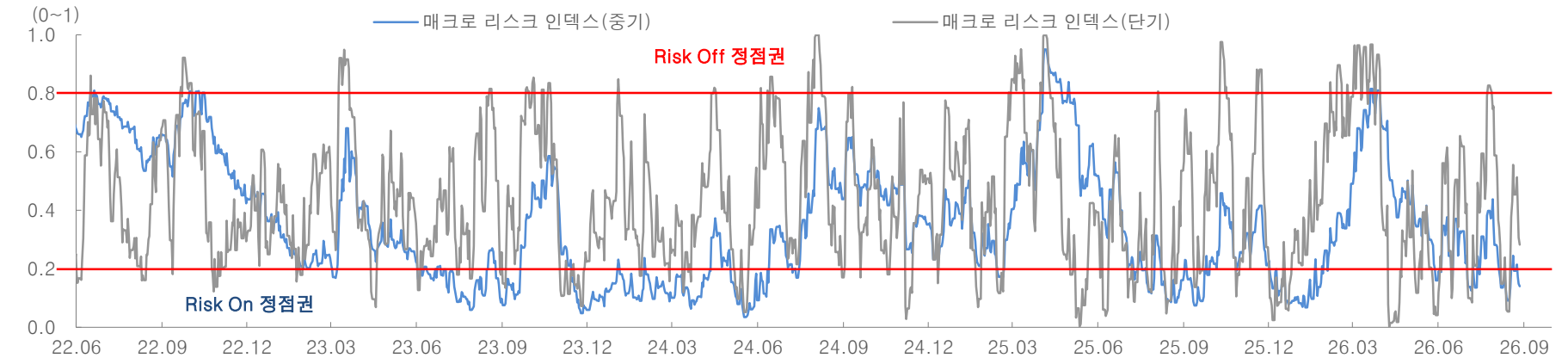


[미국 증시 전망] S&P500 40, 50MA, 나스닥은 25,000선 지지력 확보 여부가 중요한 시점



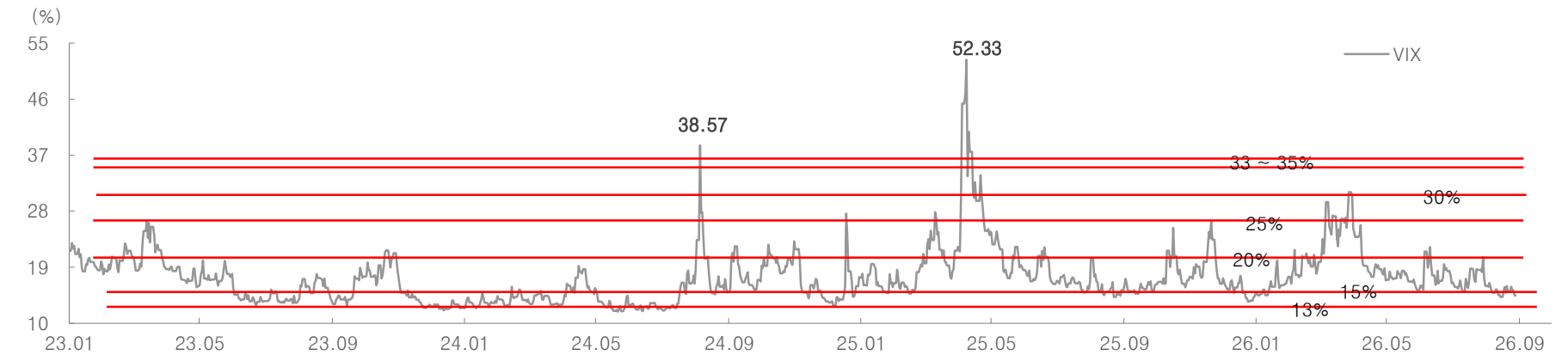
[리스크/변동성] 다시 Risk On 시그널 정점을 향하는 중. VIX 박스권 하단 15% 하회. Risk Off & 변동성 확대 가능성 경계

매크로 리스크 인덱스 하락 반전으로 다시 중기 Risk On 정점권 진입. 단기 Risk ON 시그널 정점을 향하는 중. 단기 위험 회피 심리 강화 가능성 경계



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX는 박스권 하단인 15% 다시 하회. 변동성 확대 가능성을 경계해야 할 시점



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 하락 Gap 구간 지지력 테스트. 슈퍼 워크 지나, 수출 개선, 금리 인상 우려 완화로 7,000선 돌파/안착 시도 예상

6,800선 돌파로 7월말 급락은 Fake 패턴일 가능성 확대. 반등 목표는 1차 8,000선, 2차 9,000선, 40, 50MA 돌파 및 안착 여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

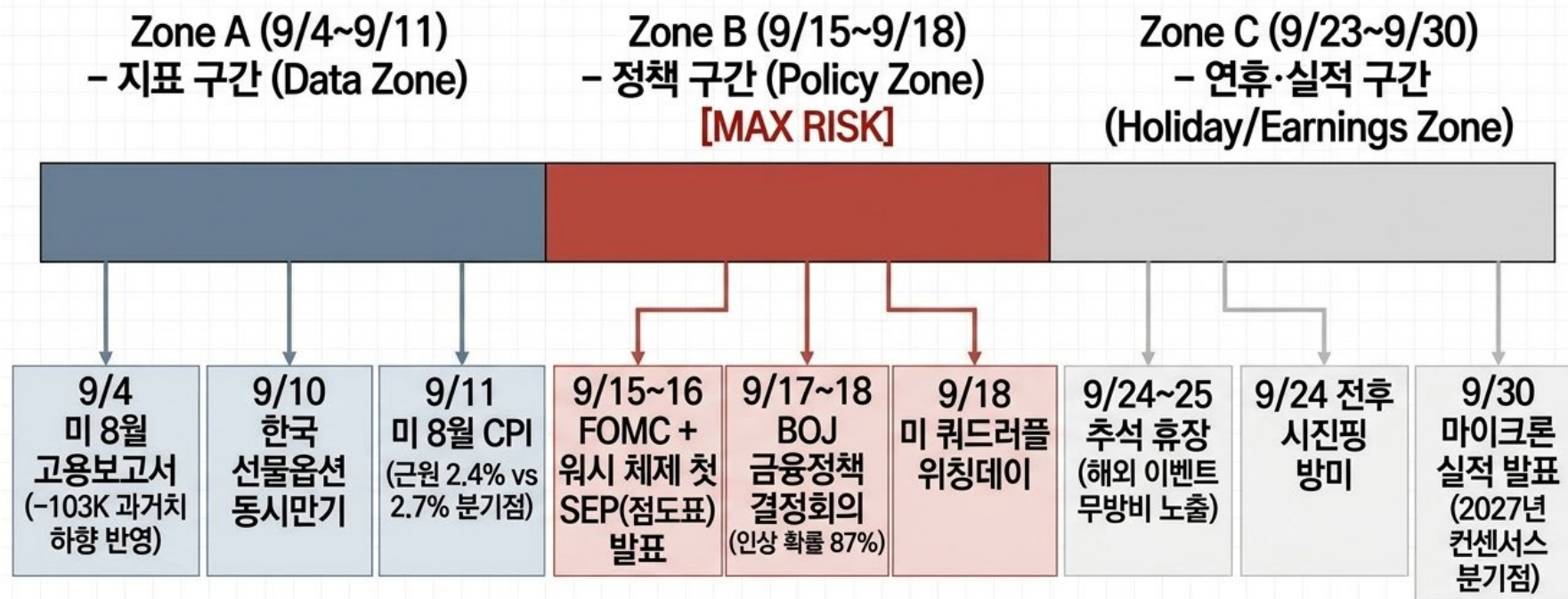
[9월 이벤트 캘린더] 9월 후반부가 결정적. FOMC(9/15~16) → 추석 휴장(9/24~26) → 마이크론 실적(9/30)

통화정책 스탠스 변화와 AI, 반도체 업황을 확인해야 하는 9월. 9월 FOMC 결과에 따라 연후를 앞둔데 따른 포지션 변화가 크게 나타날 수 있을 것

일정	구분	이벤트	중요도	관련 포인트
9/1 (화)	국내	8월 수출입 동향 (반도체 수출 증가율)	★★★☆☆	반도체 수출 단가·물량 분리 확인
9/1 (화)	국내	정기국회 개회 / 2027년 예산안 심의 착수	★★★☆☆	배당소득 분리과세·자본시장 세제 후속
9/4 (금)	글로벌	미국 8월 고용보고서	★★★★☆	완전고용 확인 시 9월 인상 명분 강화
9/10 (목)	국내	9월 선물·옵션 동시만기	★★★☆☆	프로그램 매물·베이스스 급변 구간
9/11 (금)	글로벌	미국 8월 CPI	★★★★★	근원 2.5% 하회 여부가 FOMC 직전 최대 분기점
9/15~16	글로벌	FOMC + 경제전망(SEP)·점도표	★★★★★	인상 여부보다 '2026년 점도표 상향폭'이 관건
9/24~26	국내	추석 연휴 (국내 증시 휴장)	★★★☆☆	연휴 전 포지션 축소, 연휴 중 해외 변수 갭 리스크
9/30 (수)	글로벌	마이크론 FY2026 4분기 실적·가이드	★★★★★	메모리 '이익 정점' 논쟁의 최종 판정
9월 하순	글로벌	미국 8월 PCE / 3분기 원도드레싱	★★★☆☆	분기말 기관 리밸런싱 수급
9월 중	글로벌	YMTC 모회사 IPO 진행 / CXMT 후속 증설	★★★★☆	중국 공급 확대에 따른 멀티플 디레이팅
9월 중	국내	대미 투자 1호 안건·반도체 관세 협상	★★★★☆	투자 증액 요구 수용 여부, 관세율 확정 시점

[9월 중순 분기점] 미국, 일본 통화정책 결정 이후 추석 연휴... 미국 점도표 수준에 따라 9월 후반부 장세 결정

9월 FOMC 금리 결정, 점도표 수준에 따라 9월 후반부 차익 매물 출회 & 리스크 회피 심리 강화일지... 위험 선호 심리 강화, 포지션 확대일지 결정될 것



8월 고용 → 8월 PPI → 8월 CPI. 인상 확률이 재산정되는 구간. 방향성 베팅보다 변동성 매수 유리
FOMC+SEP → BOJ → 미 쿼드러플이 4일 연속. 9월 최대 리스크 또는 기회 구간

특히 BOJ 인상 후 엔 급강세 시 엔캐리 청산이 글로벌 듀레이션·위험자산에 충격을 가할 수 있어...

추석 휴장(9/24~25) 전 포지션 축소 → 시진핑 방미 → 재개장(9/28) 후 마이크론 실적(9/30)

한국 투자자는 휴장 중 발생하는 해외 이벤트에 대응 불가. 9/23 종가 기준 리스크 관리 강화 가능성

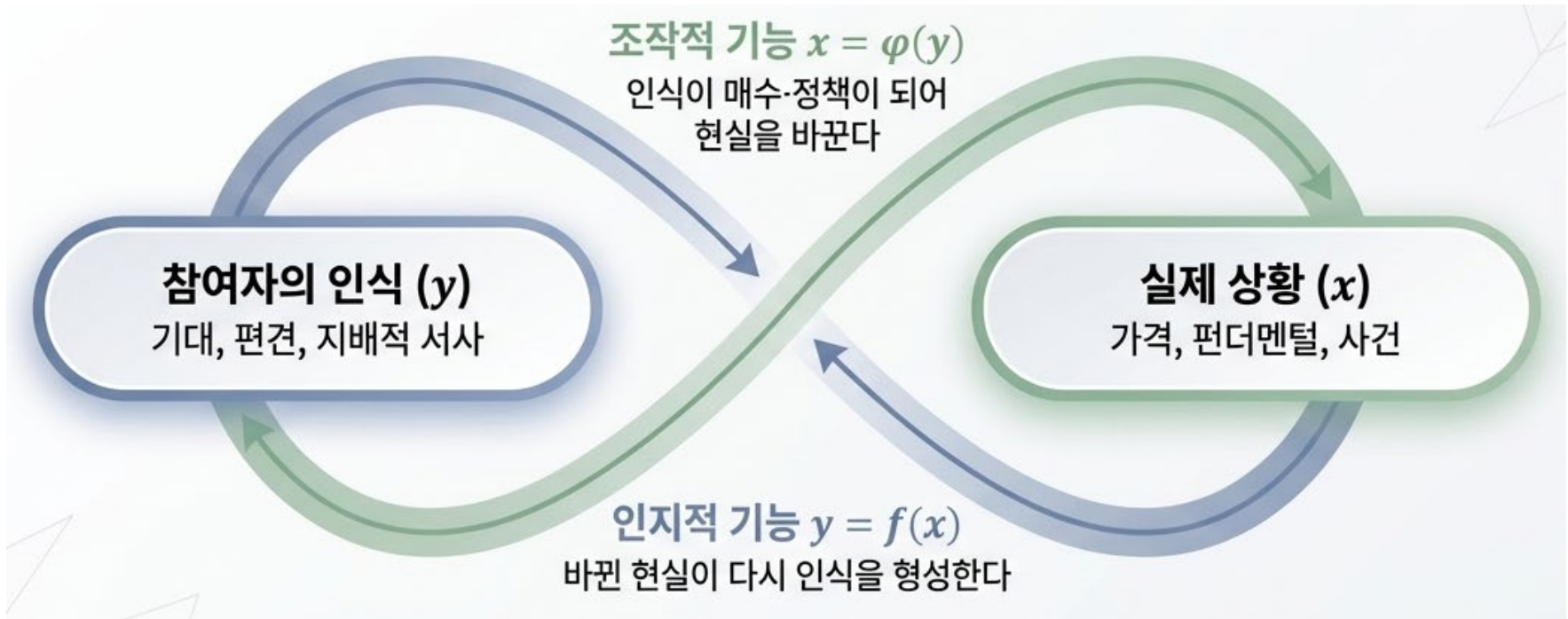
[9월 긍정/부정 시그널] 고용 둔화, 물가 안정 기준점과 통화정책은 점도표와 가이드언스 수준에 주목

9월에는 매크로, 통화정책 변수가 증시를 좌지우지 할 가능성 높아

항목	긍정 시그널	부정 시그널
8월 고용(9/4)	취업자수 플러스 전환 + 임금 3.5% 상회	2개월 연속 마이너스, 실업률 4.3% 상회
8월 CPI(9/11)	근원 2.7% 이상	근원 2.4% 이하
FOMC(9/16)	25bp 인상 또는 SEP가 연내 인상 명시	동결 + SEP 무변화, 대차대조표 논의 진전
BOJ(9/18)	인상 + "더 공격적 페이스" 가이드언스	인상하되 점진 페이스 재확인
301조 결과	반도체 지목, 15% 상한 돌파	반도체 제외, 상한 유지, 발표 재연기
마이크론(9/30)	FY27 1Q 가이드언스 컨센 하회, 2027 신중론	가이드언스 상회, HBM4 물량 확대 언급

[재귀성 이론, 자기강화 현상] 인지적 기능과 조작적 기능 간 결합시 자기 강화 현상 무한 순환. 악순환이 선순환으로?

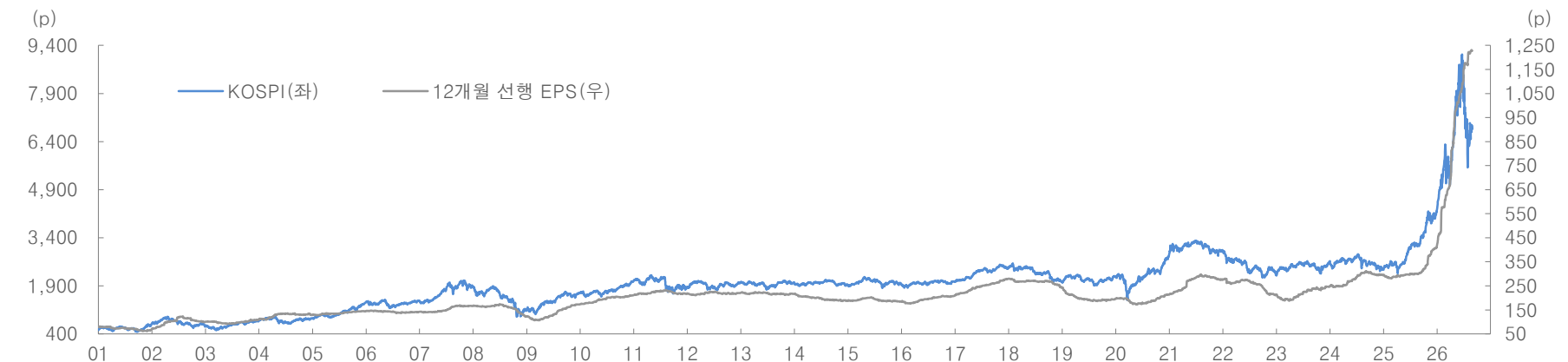
가격 상승/하락이 그 상승/하락을 정당화하는 서사를 강화하고, 강화된 서사가 추가 매수/매도를 야기. 향후 선순환 구도가 형성될 수 있을까?



상황을 이해하려는 인지적 기능(cognitive function)과
상황을 자신에게 유리하게 바꾸려는 조작적 기능(manipulative function)이 결합하면
견해도 상황도 독립적으로 결정되지 않는 무한 순환 발생
가격 상승/하락이 그 상승/하락을 정당화하는 서사를 강화하고,
강화된 서사가 추가 매수/매도를 야기하는 것. 이 과정에서 버블과 붕괴가 발생

[KOSPI Target] 선행 EPS 레벨업으로 상승 여력 확대. PER 7.5 ~ 8배 회복만으로도 KOSPI 9,000선대 진입

KOSPI와 선행 EPS 간의 상관관계 0.923에 달해. 선행 EPS 급등 구간에서는 KOSPI 상승 추세 꺾이지는 않을 것



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 정상화만으로도 KOSPI 전고점 돌파 가능. 선행 PER 7.5배만으로도 KOSPI Target인 9,300선 근접, EPS 추가 상승 시에는?

EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER									
		역사적 저점 5.14X	금융위기 저점 6.27X	26년 저점 7.12X	코로나19 저점 7.52X	24년 8월 5일 저점 8.04X	22년 최저점 8.5X	26년 평균 8.636X	01년 이후 평균 9.496X	2010년 이후 평균 9.966X	21년 6월 이후 평균 10.219X
20	1,473	7,572	9,237	10,489	11,078	11,844	12,522	12,722	13,989	14,682	15,054
15	1,412	7,257	8,852	10,052	10,617	11,351	12,000	12,192	13,406	14,070	14,427
10	1,350	6,941	8,467	9,615	10,155	10,857	11,478	11,662	12,823	13,458	13,800
5	1,289	6,626	8,082	9,178	9,693	10,364	10,957	11,132	12,241	12,846	13,173
현재	1,228	6,310	7,697	8,741	9,232	9,870	10,435	10,602	11,658	12,235	12,545

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

잭슨홀 미팅에서 케빈 워시,
인상을 언급안했지만, 명확한 방향성 시사.
그렇다고 9월 금리인상이 가능할까?

Strategist 이경민

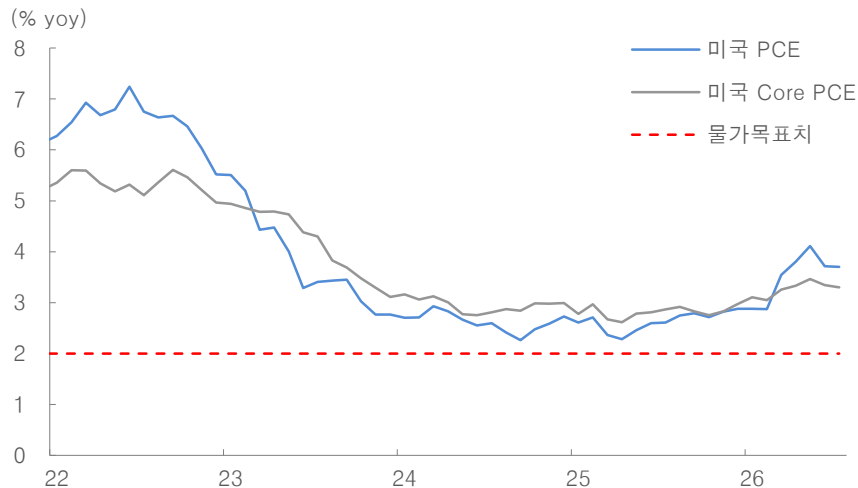
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

매파적으로 기운 잭슨홀, 9월 금리 인상 가능성 재부각

- 8월 잭슨홀 미팅에서 워시 의장은 물가 둔화가 충분하지 않을 경우 추가 인상 가능성을 열어두는 매파적 입장을 제시. 주요 물가지표가 여전히 2% 목표를 상회하고 있으며, 기초 인플레이션이 의미 있게 둔화됐다고 보기 어렵다고 평가. 반면 미국 경제는 강화된 흐름을 보이고 노동시장도 완전고용에 부합하며, 광범위한 금융여건 역시 긴축적이라고 보기 어렵다고 진단. 또한 포워드가이던스를 축소하고 단기금리를 중심으로 물가에 대응하겠다는 정책 원칙을 재확인
- 9월 FOMC에서는 추가 금리 인상 가능성이 재차 부각될 전망. 7월 회의에서 기준금리를 3.50~3.75%로 동결했으나, 연준 내 매파적 기조가 강화되었고 의사록에서도 일부 위원들은 물가 압력에 따라 더 긴축적인 정책이 필요하다고 판단. 9월 회의에서는 점도표와 경제전망도 함께 발표되는 만큼, 금리 결정 이후에는 연말까지, 그리고 27년 정책금리 전망의 상향 여부를 통해 추가 인상 가능성이 어느 정도 반영되는지 확인할 필요
- 최근 고용 지표에서 7월 비농업 고용은 2.3만명 감소했고, 5~6월 고용도 합산 10.3만명 하향 조정되며 고용 둔화 우려가 확대. 다만 실업률은 4.1%로 낮은 수준을 유지했으며, 워시 의장도 노동공급 증가가 제한적인 상황에서 월간 고용 증가폭만으로 노동시장 약화를 판단하기 어렵다고 평가. 이에 8월 고용이 반등할 경우 노동시장 둔화에 따른 인상 제약 요인이 약화되며, 추가 긴축 우려가 재차 확대될 전망
- 결국 8월 주요 물가지표를 통해 인플레이션 압력의 지속 여부를 확인하는 것이 핵심. 연준 내 물가 경계감이 강화된 가운데, 8월 물가에서 상승 압력이 재차 확대되거나 둔화 속도가 충분하지 않은 것으로 확인될 경우 추가 금리 인상 명분은 더욱 강화될 여지. 반대로 물가 안정이 지속되고 있음을 확인할 경우 9월 FOMC는 오히려 통화정책완화의 변곡점이 될 수 있을 것

미 PCE 물가, 연준의 목표인 2% 상회하며 물가 부담 지속



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

9월 금리 인상 가능성 우세, 잭슨홀 미팅 후 반전된 분위기

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450
2026-09-16	43.00%	57.00%	0.00%	0.00%
2026-10-28	12.00%	88.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	49.56%	50.44%	0.00%
2027-01-27	0.00%	22.00%	78.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	84.86%	15.14%

자료: CME, 대신증권 Research Center

[잭슨홀 미팅] "In Our Time" 전문 분석. ① AI라는 구조적 변수

AI 속도에 대해 높게 평가하는 가운데 태스크포스를 통해 나온 결과는 미래 정책에 반영될 것임을 시사. 즉, 현재 통화정책에 미치는 영향에는 선을 그음

AI — "복음 전도사들의 예측보다도 빨랐다"

"Progress in artificial intelligence... has been faster even than its evangelists predicted a couple of years ago."

"AI의 진보는 몇 년 전 그 전도사들이 예측했던 것보다도 빨랐다."

- "하이퍼 무어의 법칙(a kind of hyper-Moore's law)"이 작동하고 있으며, 스케일링 법칙 자체가 혁신의 방법과 속도를 바꾸고 있다.
- 선도 AI 연구소 2곳만으로 연환산 토큰 매출 1,000억 달러 이상, 전년 대비 500% 이상 증가.
- 올해 설비투자 증가분의 절반 이상이 AI 관련 구축에 기인.
- 연준은 ① AI가 지속적 생산성 향상을 낳을지, ② 노동시장·자본집약도에 미칠 영향, ③ 시장 구조와 토큰 가격의 균형, ④ 근로자 고용 영향을 다룰 태스크포스를 설치.

다만, 워시는 태스크포스의 권고가 "현재의 결정이 아니라 미래 정책"에 반영될 것이라고 명확히 선을 그었다.

즉 AI 생산성 향상을 근거로 지금 금리를 완화할 생각이 없다는 뜻이며, 이것이 이 대목의 **실질적 매파 함의**다.

포워드 가이드언스에 대한 의존도를 줄이겠다는 선언. 조용하고 목적 의식이 뚜렷한 연준을 지향

포워드 가이드언스 — "조용한 연준"으로의 전환 선언

“Transparency in communications about future policy decisions is not a virtue unto itself.”

“미래 정책 결정에 대한 소통의 투명성은 그 자체로 미덕이 아니다.”

“Forward guidance as a regular practice was adopted during the Global Financial Crisis. It was essential at the time... but I believe that the practice has overstayed its welcome.”

“상시적 관행으로서의 포워드 가이드언스는 글로벌 금융위기 때 도입됐다. 당시엔 필수적이었지만, 이제는 환영받을 시기를 지나 너무 오래 머물렀다고 본다.”

“Oversharing policy deliberations and overcommitting to future decisions can lead markets, businesses, and households astray. A quieter Fed, more purposeful in its communications, is better able to meet its objectives.”

“정책 논의를 과도하게 공유하고 미래 결정에 과도하게 개입하는 것은 시장과 기업, 가계를 잘못된 길로 이끌 수 있다. 더 조용하고 더 목적의식이 뚜렷한 연준이 목표를 더 잘 달성할 수 있다.”

워시는 시장이 연준 가이드언스에 의존하고, 연준은 다시 시장이 반영한 가격을 신호로 삼는 순환 구조를 "거울의 방"에 비유. 양쪽 모두가 새로 부상하는 리스크를 보지 못하게 된다는 것을 지적.

기계적인 금리 반응 함수(reaction function)를 제시하라는 요구를 거부, "우리의 지식은 그렇게까지 확장되지 않는다"

[잭슨홀 미팅] "In Our Time" 전문 분석. ③ 통화정책 6대 원칙

물가 목표 2%를 명확히했고, 금리우선주의, 대차대조표 축소, 유동성 확장 경계를 다시 한 번 강조

항목	원칙	내용과 해석
1	현실을 심문하라 (Contemporary Data)	"늡거나 부정확한 데이터에 근거해 미래지향적 정책을 세우지 않도록 현실을 심문해야 한다." → 후행 지표에 끌려다니지 않겠다는 선언.
2	공급과 수요의 비대칭	"우리가 직접 관측하는 것은 활동뿐이다. 공급 측에서 실제로 무슨 일이 벌어지는지는 결코 볼 수 없고 추론할 수 있을 뿐이다." → 공급 개선을 낙관적으로 가정하지 않겠다는 뜻.
3	2% 목표는 고정 목표	"PCE 물가지수로 측정한 2%의 물가안정 목표는 확고하고 고정된 목표다." → 목표 상향·평균물가목표제 등 유연화 여지를 원천 차단.
4	이중 책무는 양자택일이 아니다	"중기적으로 물가안정과 최대고용을 동시에 달성하는 것은 either/or의 문제가 아니다." → 고용을 이유로 물가 대응을 늦추지 않겠다는 논리적 방패.
5	금리 우선주의	"단기금리가 이중 책무 달성의 주된 수단이다. 비전통적 정책은 진정한 위기에는 적합할 수 있으나 그 외에는 아껴 써야 한다." → QE·대차대조표 정책 축소, 금리 중심 복귀.
6	통화량은 중요하다 (Money matters)	"중앙은행이 창출한 화폐와 은행·금융시스템에서 나오는 화폐 모두에 주의를 기울여야 한다." → 통화량 지표의 정책 판단 복권. 유동성 확장에 대한 경계.

강력한 경기, 이익 모멘텀은 인정. 소비, 수요, 투자 등 강하다는 점을 강조. 고용시장 안정성을 언급하는 중에 대졸 취업난은 우려

현 경제 진단 — 실물은 견조, 물가는 문제

실물경제: 위시가 인정한 강한 부분

항목	수치	위시의 평가
설비·무형자산 투자(4분기 변화)	약 +9%	2021년 이후 최고 증가율, 절반 이상이 AI 관련
S&P500 기업 이익(전년비)	+20% 이상	마진도 높은 수준 유지
실질 소비지출(4분기)	+2% 이상	견전한 흐름
민간최종국내수요(PDFFP, 연초 이후)	약 +3%	견조한 내수 모멘텀
실업률	4.1%	역사적 기준으로 낮음, 노동시장 안정적

이 부분이 매파적으로 읽힌 결정적 이유

TD증권 물리 브룩스(Molly Brooks)는 "매파적으로 볼 수 있는 지점은 노동시장이 안정적이고 산출이 강하다고 언급하면서 동시에 물가를 우려했다는 것"이라고 지적

경기가 버텨주면 인상 여력이 있다는 논리. 다만 위시는 최근 대졸자 취업난에 대해서는 별도의 우려를 표함

물가수준이 아닌 광범위한 물가 상승 압력을 지적. 물가 상승이 총수요/통화적 현상이므로 일시적인 물가 상승이 아님을 천명. 금리인상 명분 강화

현 경제 진단 — 실물은 견조, 물가는 문제

물가: 연설의 진짜 메시지

지표	수치	함의
PCE 물가 12개월 변화	+3.7%	목표 2% 대비 +1.7%p
PCE 물가 6개월 변화 (연율)	+4.1%	12개월치를 상회 → 최근 물가가 재가속 중
3% 이상 상승 품목 비중(12개월)	54%	팬데믹 전 32% 대비 크게 높음
3% 이상 상승 품목 비중(6개월)	49%	팬데믹 후 고점 77%보다는 낮으나 여전히 과다
중기 기대인플레이션	대체로 안정	유일한 위안 요소 — 연준 신뢰 아직 유효
최근 원자재 가격	상승	추가 모니터링 필요 요인으로 명시

워시가 강조한 것은 물가의 "수준"이 아니라 "넓이(breadth)"

헤드라인이 내려와도 바스켓의 절반 이상이 3% 넘게 오르고 있다면

그것은 특정 품목의 문제가 아니라 총수요·통화적 현상이라는 논리

이 프레임은 "관세 때문", "에너지 때문"이라는 일시적 요인 논리를 무력화하는 장치이며, 인상 명분을 뒷받침

인상을 언급하지는 않았지만, 물가 안정에 대한 의지를 천명함으로써 향후 통화정책 방향성에 대해서는 명확히 제시

정책 스탠스 — 시장을 움직인 두 문장

“We must be confident that underlying inflation is moving to our objective, clearly and at sufficient speed. Otherwise, we have work to do.” “우리는 기저 인플레이션이 우리 목표를 향해 분명하게, 충분한 속도로 움직이고 있다는 확신을 가져야 한다. 그렇지 않다면, 우리에게는 할 일이 남아 있다.”

장중 채권 금리 상승 압력을 자극한 트리거. 위시는 끝까지 "인상"이라는 단어를 쓰지 않았지만, 현재 물가 진단(3.7%, 재가속, 54% 확산)을 이 조건문에 대입하면 답은 하나로 수렴

“He didn't come right out and say it, but all the ingredients seem to be there at this point for at least one rate increase, if not more, going forward.” “그가 대놓고 말하지는 않았지만, 앞으로 최소 한 번, 어쩌면 그 이상의 금리 인상을 위한 재료는 이 시점에 모두 갖춰져 있는 것으로 보인다.”

“The responsibility for 65 months of sustained, elevated inflation sits squarely with the central bank.”

“65개월간 지속된 고인플레이션의 책임은 전적으로 중앙은행에 있다.”

이례적으로 강한 자기비판. 이 발언은 "공급충격·재정·관세 탓"이라는 변명의 여지를 스스로 없애면서, 물가 재수렴에 대한 정치적·제도적 부담을 연준이 직접 지겠다는 선언으로 볼 수 있음
곧, 물가가 안 잡히면 행동하겠다는 약속이라고 평가 가능

통화정책을 시사하지 않았지만, 원칙, 판단 기준, 규율을 공개하면서 시장에 던지는 메시지 명확히 전달

한 문장으로 요약

“I stand here today committed to a discipline, not to a decision.”

“저는 오늘 하나의 결정이 아니라 하나의 규율에 헌신한 채로 이 자리에 섰습니다.”

연설 전체를 요약하는 문장

9월 인상을 약속하지도, 배제하지도 않았음

대신 "판단 기준(규율)"만 공개하고 결론은 데이터에 맡기는 방식이며, 이것이 곧 그가 말한 "조용한 연준"의 실천

결과적으로 시장은 결론을 스스로 계산해야 했고, 그 계산의 답이 9월 인상 확률 급등

[미국 금융시장 반응] 물가 진단과 함께 채권금리 급반등 시작. 9월 금리인상 확률 상승과 함께 증시 하락 반전

우려보다 양호했다는 안도감이 9월 금리인상 확률 급등과 함께 증시 하락 반전으로 전환

미국시간	한국시간	이벤트	시장 반응
8/28 프리마켓	8/28 ~22:00	선물 혼조	나스닥100 선물 -0.3%, 다우 선물 소폭 상승. 채권시장은 "제자리걸음(tread water)"
8/28 09:30	8/28 22:30	뉴욕 증시 개장	혼조 출발(mixed footing). 방향성 없이 연설 대기
8/28 10:00	8/28 23:00	워시 기조연설 시작 "In Our Time"	연설문 공개. AI·포워드 가이드스 파트에서는 큰 반응 없음
8/28 ~10:15	8/28 ~23:15	물가 진단 및 "we have work to do" 대목	★트리거 지점 — 단기금리 급등 시작 2년물 +6.6bp → 4.29%, 달러지수 +0.4% → 99.55
8/28 10:38	8/28 23:38	반응 확산·정점	2년물 +7.8~9.5bp → 4.31~4.325% (1개월 최고) 10년물 +2.0~2.8bp → 4.69~4.70% 30년물 -0.7 ~ -3.0bp → 5.16~5.19% ⇒ 베어 플래트닝
8/28 ~11:00	8/29 ~00:00	주식 반등 전환	"메시지가 명확하다"는 안도. S&P500 플러스 전환. 금·비트코인은 약세 지속
8/28 11:48	8/29 00:48	오전장 마감 무렵	S&P500 7,747 (+0.20%), 나스닥 26,561 (+0.14%), 다우 53,658 (+0.17%), 10년 물 4.70%, 금 -1.63% \$4,535
8/28 ~13:30	8/29 ~02:30	오후장 — 흐름 반전	상승분 반납 시작. 고벨류·중소형주에서 매도 확대 9월 인상 확률 59%까지 상승 (폴리마켓 최대 69%)
8/28 16:00	8/29 05:00	★뉴욕 증시 마감 (하락 반전)	S&P500 7,709.18 (-0.3%) · 다우 53,559.34 (보합) · 나스닥 26,402.42 (-0.5%) 러셀2000 2,973.62 (-1.38%) — 금리 민감 중소형주 급락 2년물 4.354%(+12.2bp) · 10년물 4.725%(+5.3bp) · 30년물 5.17%대(소폭 하락) 금 -3.4% · 비트코인 -3.05% (\$77,729) · 달러지수 +0.4%

자료: 주요 언론, FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

다만 강도와 함의에서 의견이 갈렸다 (FXStreet 매파 점수 7.4/10)

매파 해석 진영 — “9월 인상은 이제 기본값”

JP모건 자산운용 · 프리야 미스라

“매파적 연설” — 7월의 모호했던 메시지에 대한 정리 작업(clean-up act)

애버딘 · 매튜 에이미스

“9월에 인상하지 않으면 신뢰가 또 한 번 타격받는 회의를 만들어 냈다”

웰스파고 · 게리 솔로스버그

“최소 한 번, 어쩌면 그 이상의 인상을 위한 재료는 모두 갖춰졌다”

TD증권 · 물리 브룩스

노동시장 안정 + 물가 우려 병기 = 비대칭 반응함수

맥쿼리 · 티에리 위즈먼

“달러 강세 + 커브 플래트닝” 사전 예측 — 정확히 적중

신중론 · 반론 진영

MUFG

위시가 선호하는 대체 물가지표는 오히려 2% 목표에 훨씬 가깝다
— 매파 수사 과도론

폴 크루그먼 (노벨경제학상)

“핵심은 위시가 지극히 관습적으로 들렸다는 것”
— 시장 과잉반응 가능성

앨런 블라인더 (前 연준 부의장)

“시장이 무엇을 요구하는지조차 모르겠다”
— 기계적 반응함수 거부에 동의

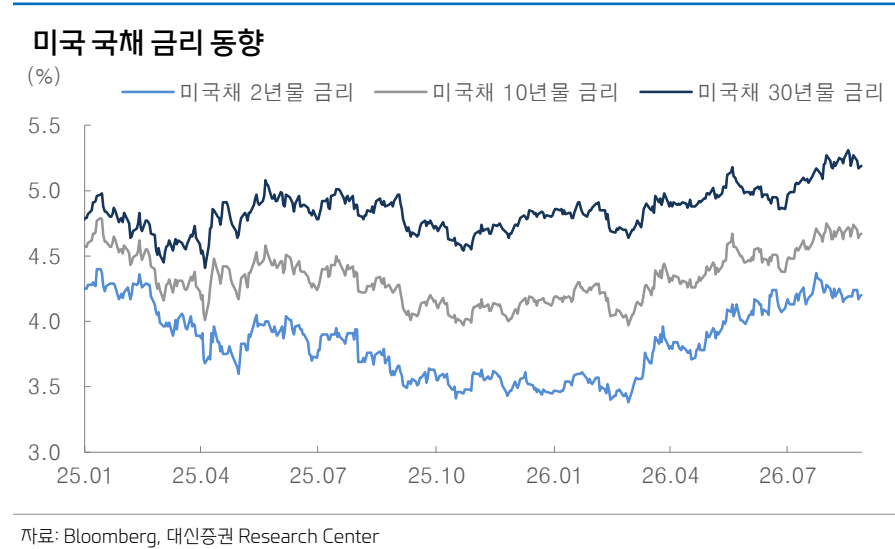
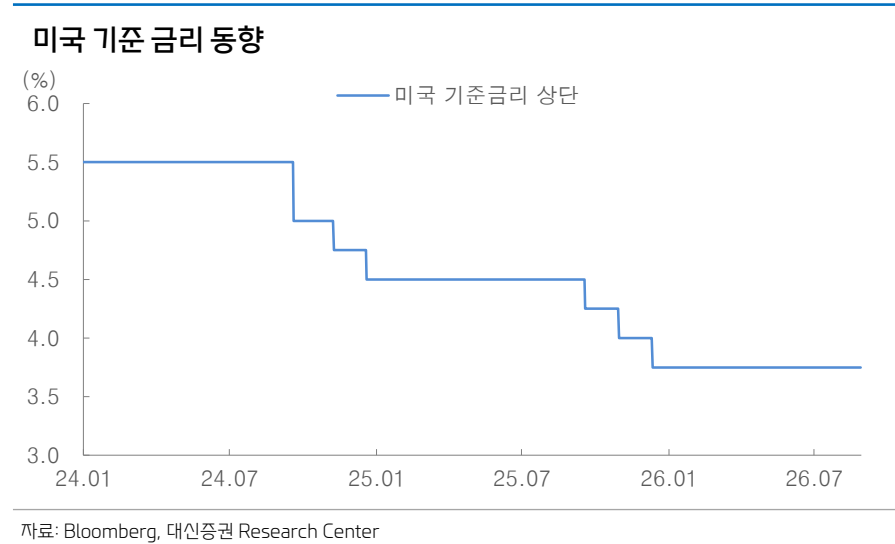
스탠다드차타드

개입을 줄이는 접근이 안정성을 해치지 않는다는 점을 납득시켜야

DBS · 필립 위

“일관된 프레임워크” 없이 가이드스만 줄이면 불확실성의 원천이 된다

[컨센서스] 9월 금리인상 가능성 재부상, 잭슨홀 이후 달라진 분위기



9월 금리 인상 가능성 우세, 잭슨홀 미팅 후 반전된 분위기

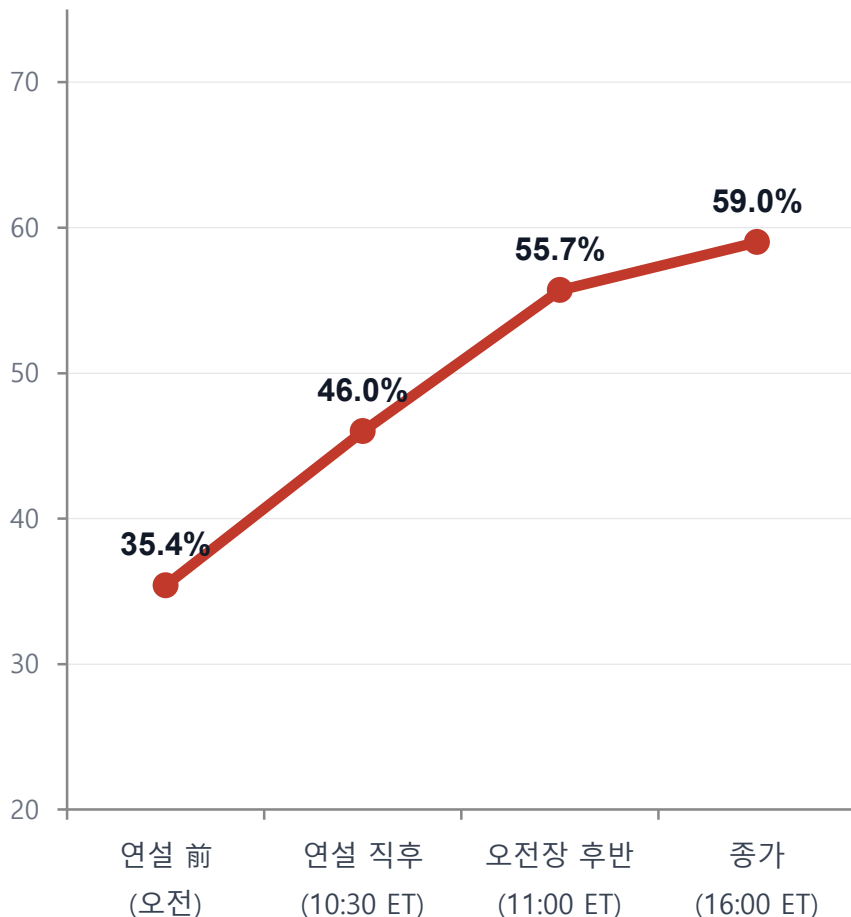
	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450
2026-09-16	43.00%	57.00%	0.00%	0.00%
2026-10-28	12.00%	88.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	49.56%	50.44%	0.00%
2027-01-27	0.00%	22.00%	78.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	84.86%	15.14%
2027-04-28	0.00%	0.00%	72.00%	28.00%
2027-06-09	0.00%	0.00%	60.00%	40.00%
2027-07-28	0.00%	0.00%	60.00%	40.00%
2027-09-15	0.00%	0.00%	61.11%	38.89%
2027-10-27	0.00%	0.00%	68.00%	32.00%
2027-12-08	0.00%	0.00%	78.78%	21.22%

자료: CME, 대신증권 Research Center

[향후 변수] 9월 금리인상 확률 60%에 급접. 9월초 8월 고용지표, 9월 중순 8월 CPI, 9월 FOMC 중요

8월 고용 부진과 CPI 둔화가 지속된다면? 9월 금리인상이 가능할까?

CME FedWatch — 9월 FOMC 인상 확률 (%)



+23.6%p

CME 35% → 59% (하루)
예측시장 폴리마켓은 최대 69%까지

비대칭 반응함수 (Asymmetric)

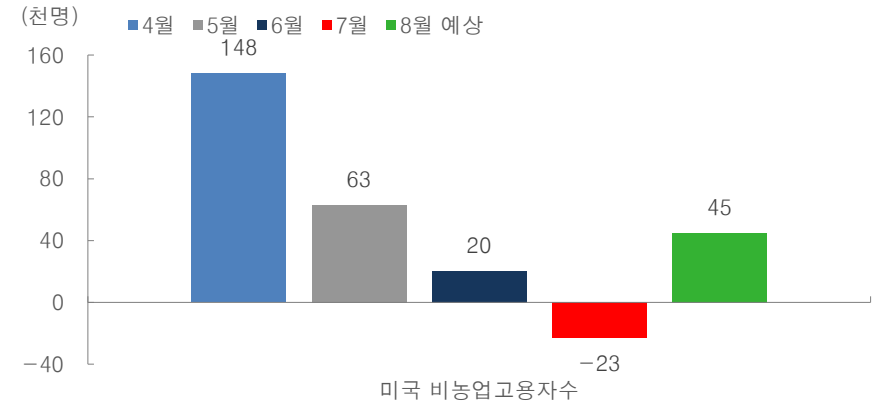
- 물가가 한 번만 크게 튀어도 → 인상 정당화에 충분
- 물가가 잠잠한 지표는 여러 번 나와야 → 완화 고려
- “인상할 명분”이 아니라 “인상하지 않을 명분”이 필요한 체제로 전환
- 연설 前 이미 “연말까지 1회 인상” 확률은 약 75%
— 바뀐 것은 인상 여부가 아니라 시점

9월 FOMC까지 분기점

- ① 8월 고용보고서 (9월 초)
- ② 8월 CPI (9월 중순) ★ 최대 변수
- ③ 9월 15~16일 FOMC

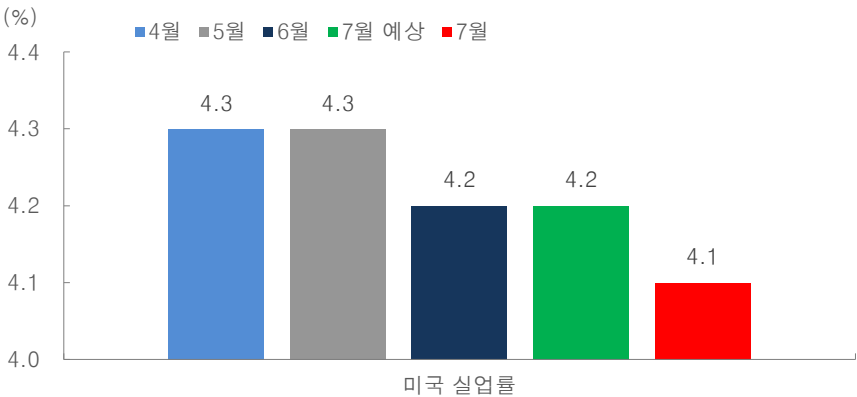
[고용] 7월 고용 전반적으로 부진, 연준의 금리인상 가능성 제한

7월 비농업 고용 예상치 크게 하회, 8월 비농업 고용 4.5만명 예상



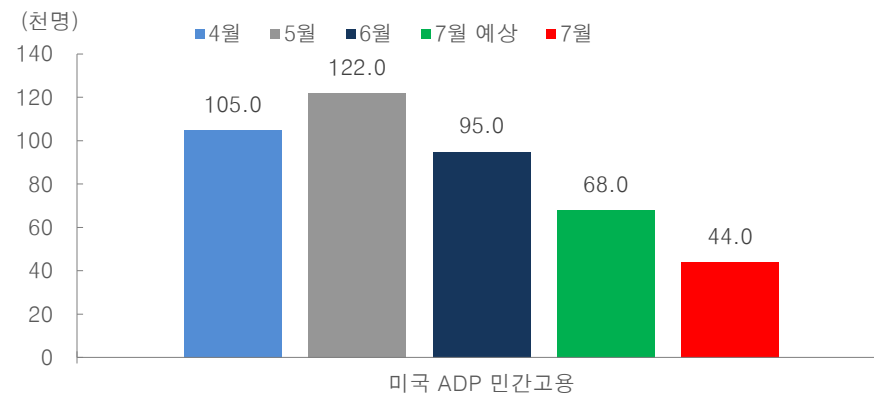
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 실업률은 4.1%로 하락했으나, 경제활동참여율 하락 감안할 필요



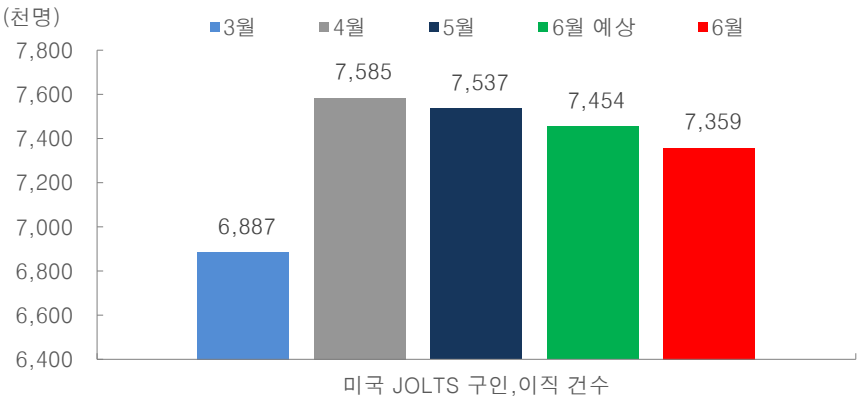
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 민간 고용 4.4만건으로 예상치 6.8만건 크게 하회



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

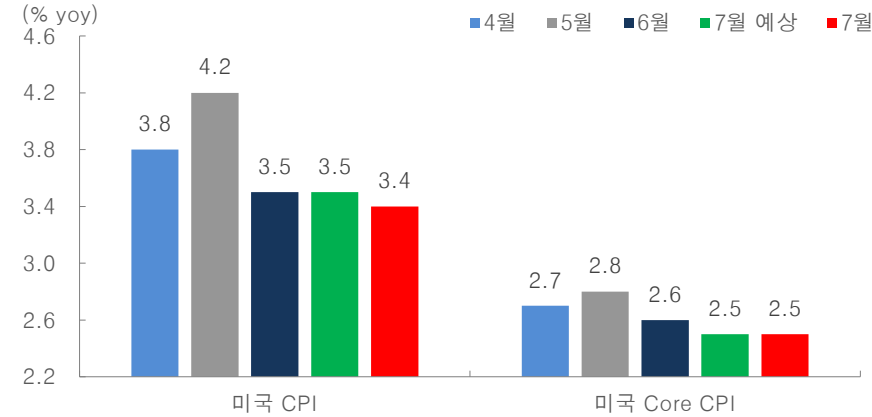
6월 구인건수 736만명으로 예상치 소폭 하회



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

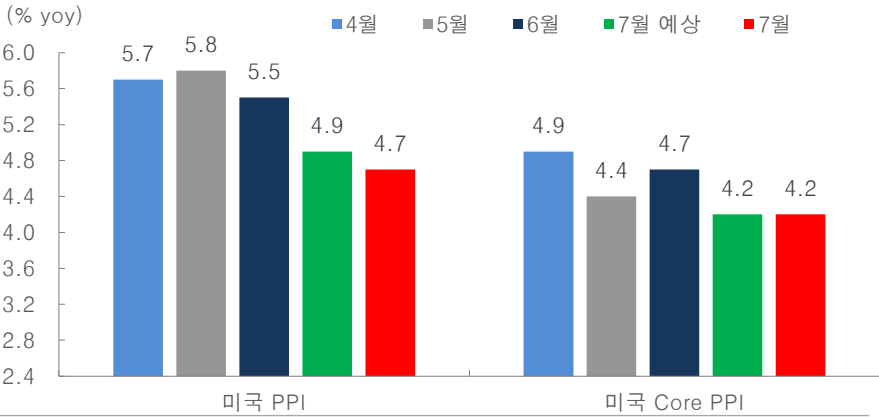
[물가] 6월에 이어 7월 물가지표도 둔화 흐름 확인, 연준의 목표 2%를 여전히 상회

7월 CPI, Core CPI 예상치 하회 및 부합, 인플레이션 압력 둔화 시사



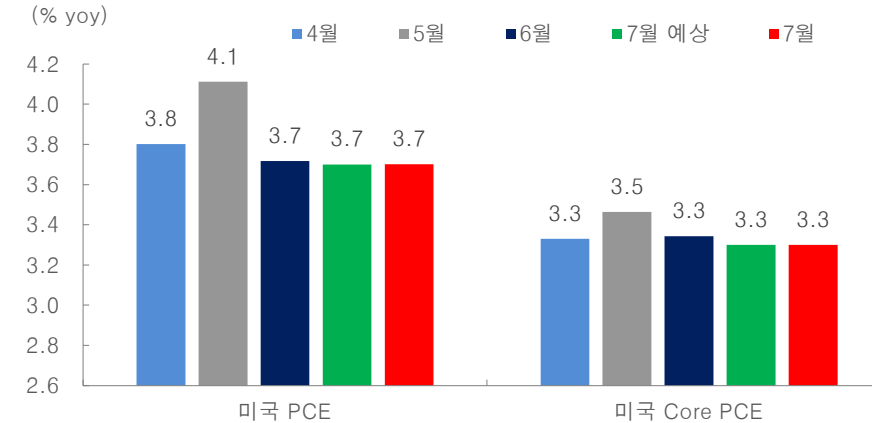
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 PPI, Core PPI도 예상치 하회하거나 부합, 물가 둔화세 뒷받침



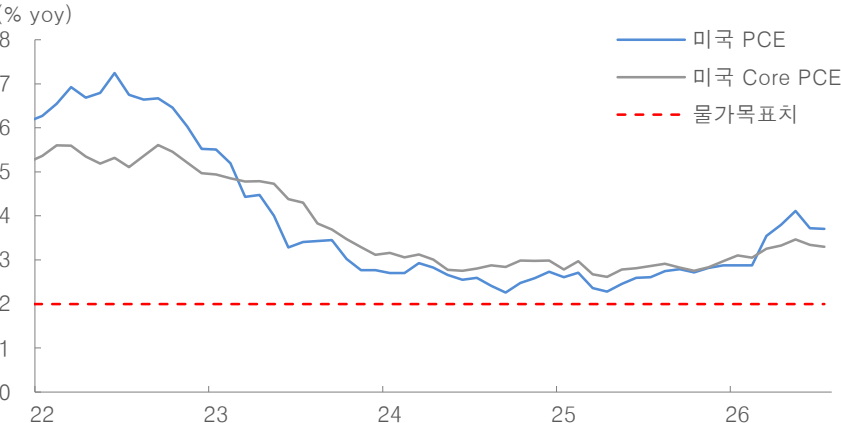
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 PCE도 예상치 부합, 다만 서비스 부문 물가 상승 압력 경계



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

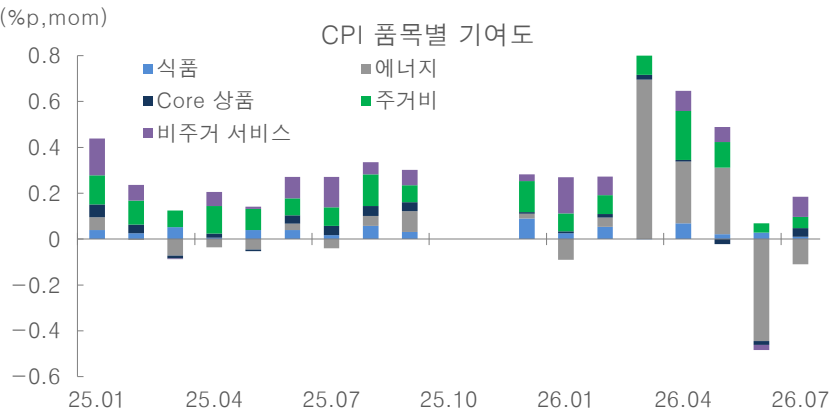
여전히 연준의 2% 목표를 웃돌아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

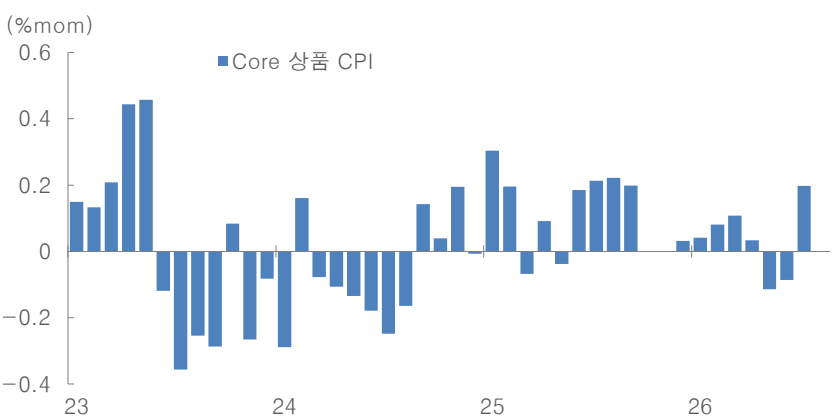
[물가] 인플레이션 압력 아직 부담스러운 수준이지만, 통제 불능으로 전개될 위험 제한적

소비자물가 대부분 품목에서 반등



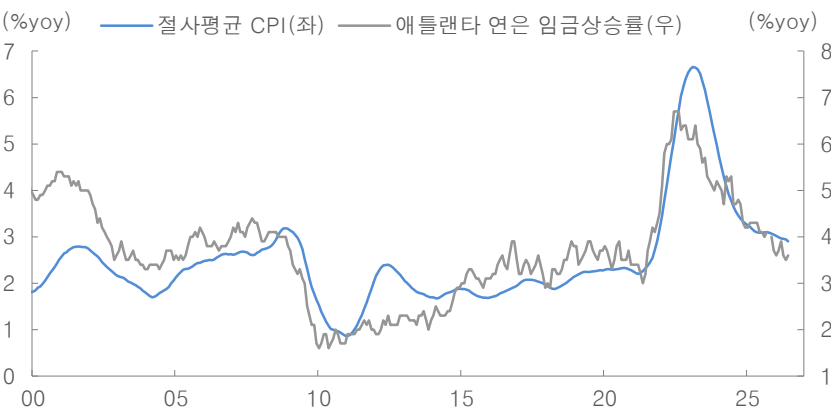
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

상품 물가는 2개월 만에 제법 큰 폭 반등



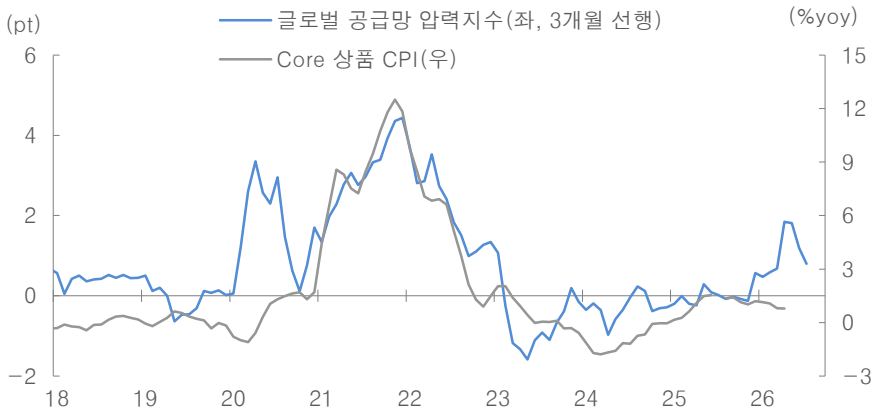
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

노동시장 감안시 기초적 인플레 반등 위험 낮아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

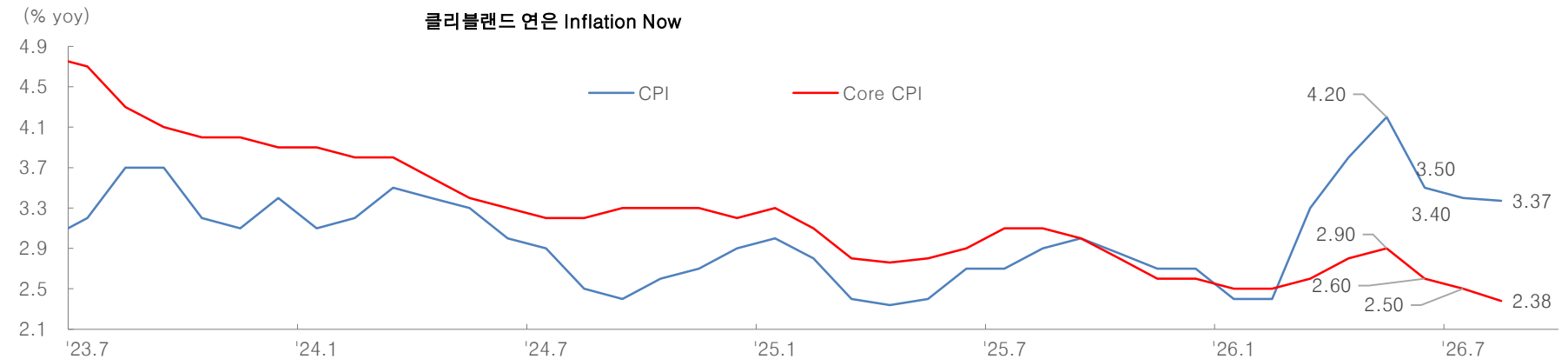
공급망 문제 해결도 중요



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

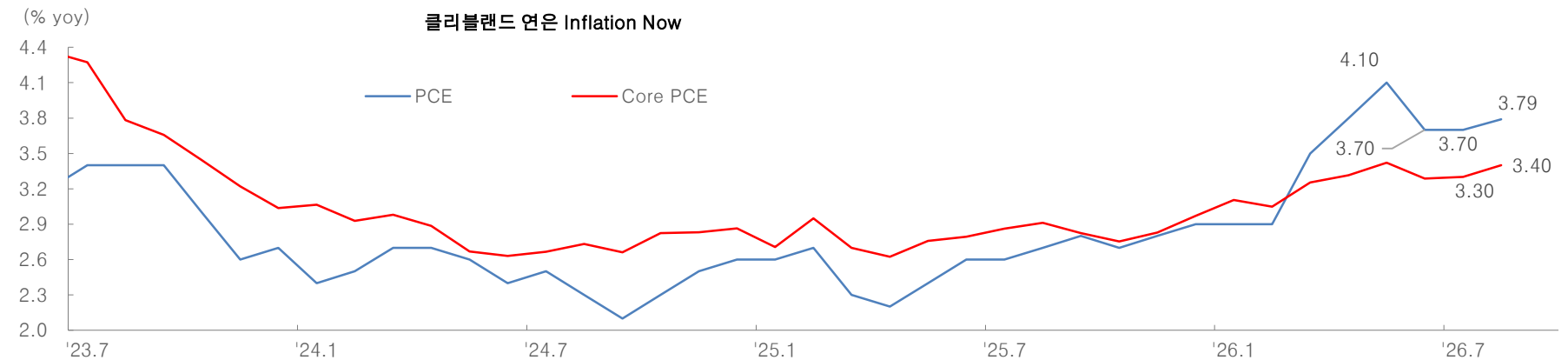
[물가] 8월 CPI 둔화 예상. Core CPI는 2.38%로 1년내 최저치 경신 가능성 높아

클리블랜드 연은의 Inflation Now 기준 8월 CPI는 3.37%로 소폭 둔화(7월 3.4%), 8월 Core CPI는 7월 2.5%에서 2.38%로 둔화 예상



자료: 클리블랜드 연은, BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

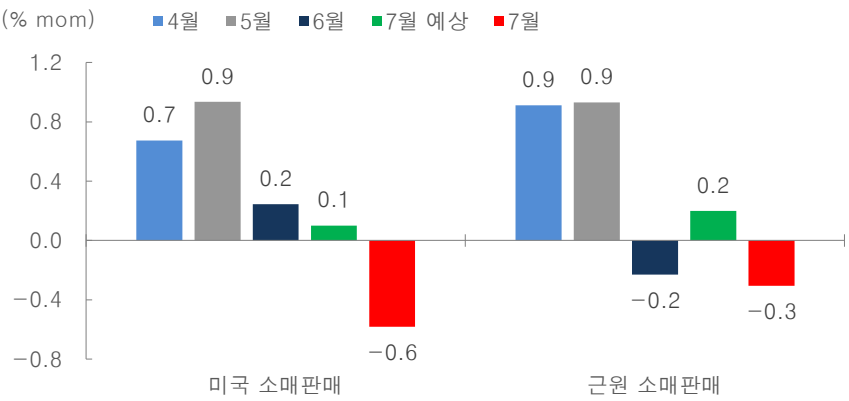
9월말에 발표되는 PCE는 0.1%p 전후 반등 가능성. 물가 구성 항목의 차이 영향



자료: 클리블랜드 연은, BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

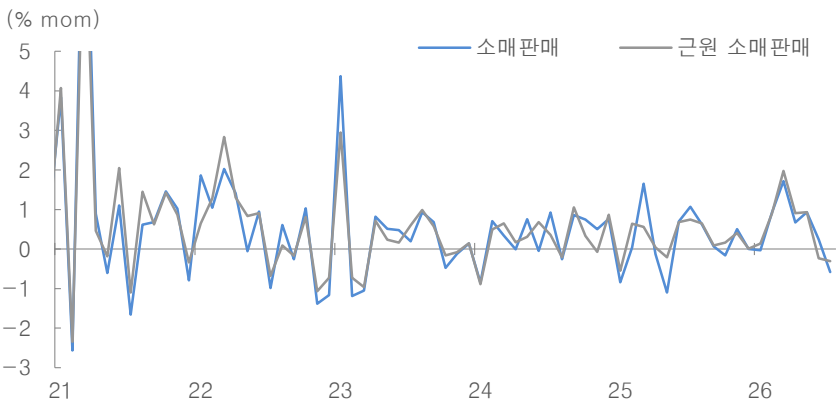
[소비] 미국 소매판매 전월 대비 하락 전환, 2025년 5월 이후 최대 낙폭 기록

미국 7월 소매판매 예상치, 전월치 하회



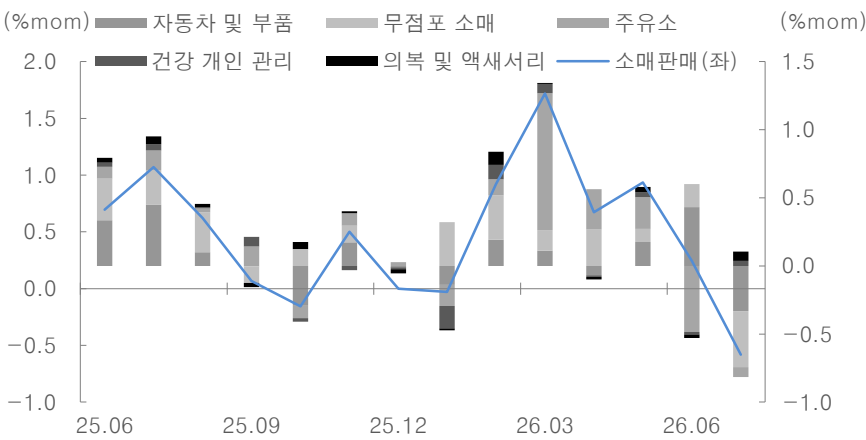
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2025년 5월 이후 최대 낙폭 기록



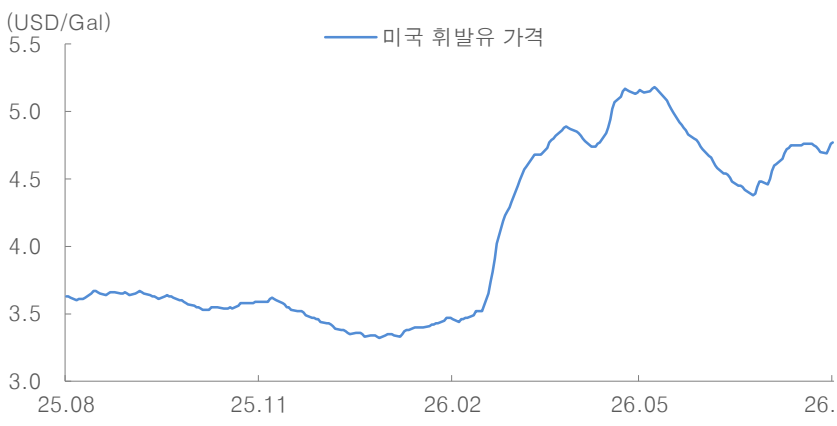
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

자동차 및 부품, 무점포 소매업 전월 대비 하락 뚜렷



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

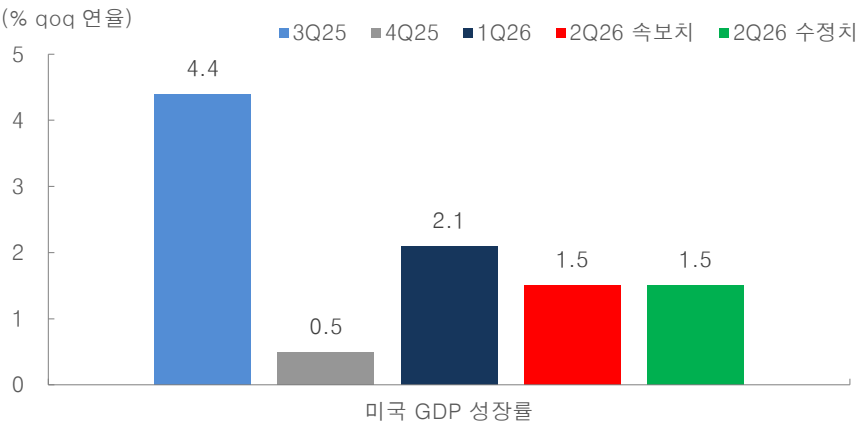
미국-이란 갈등 심화는 재차 휘발유 가격 상승으로 이어져



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

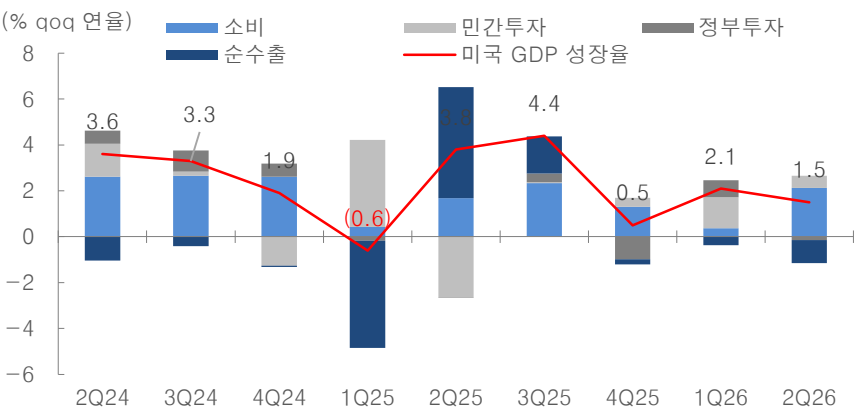
[GDP] 2분기 GDP 성장을 수정치 1.5% 예상, 기업 투자 상향 여부 확인

미국 2분기 GDP 성장을 수정치 1.5% 예상



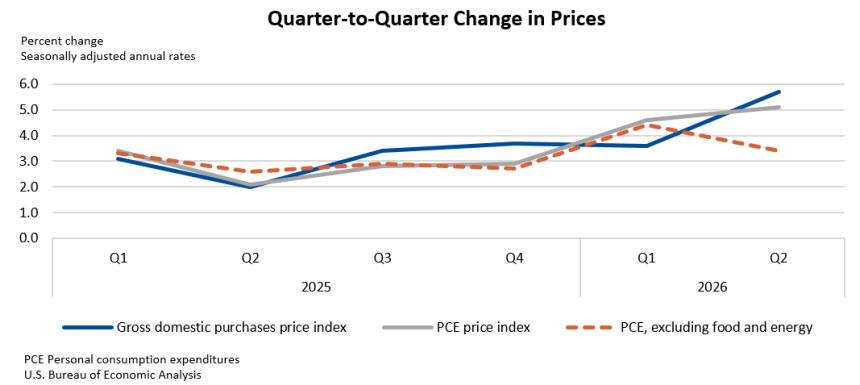
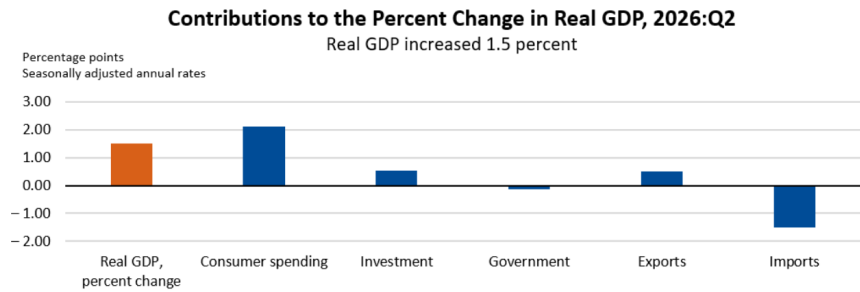
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

소비 지출, 투자, 수출 확대에도 정부 지출, 투자에 둔화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

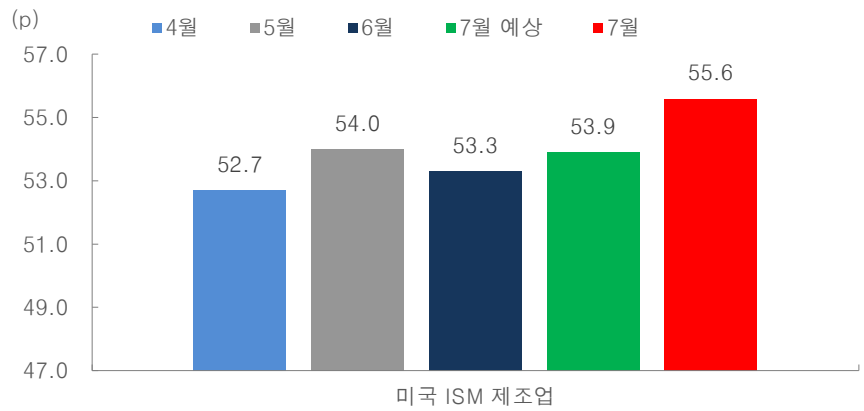
GDP 물가 지수는 1분기 3.6% 상승률에 비해 5.7% 급등



자료: US BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

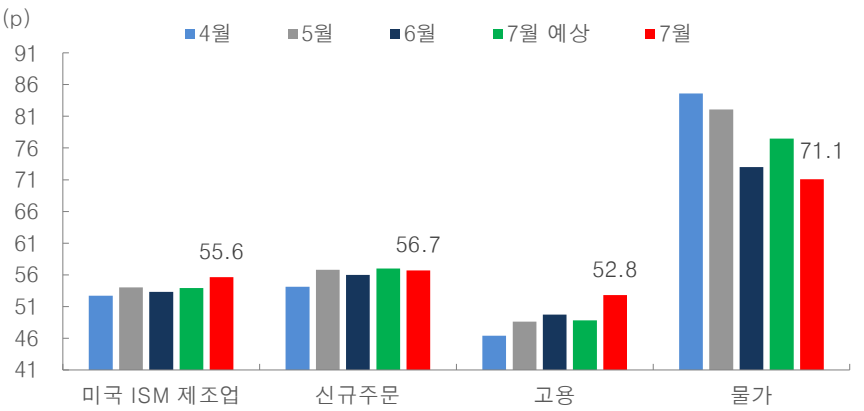
[PMI] 제조업 및 서비스업 경기 확장 국면, 신규 주문 증가가 경기 확장에 기여

7월 제조업 지수 55.6p로 예상치와 이전치 모두 상회



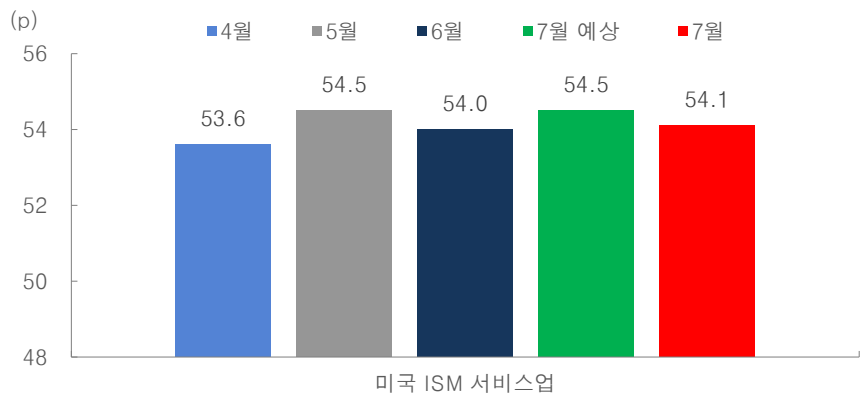
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

고용 지수 33개월 만에 확장 국면으로 전환



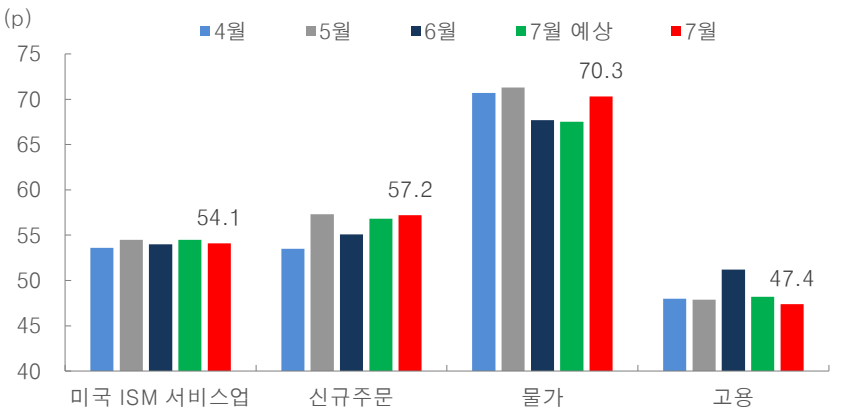
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

서비스업 지수는 25개월 연속 확장 국면, 6월 예상치는 하회



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

신규 주문과 가격 지수 상승 뚜렷. 납품 지연과 비용 압박은 부담 요인



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[7월 FOMC] 높아진 미국채 금리는 금융환경을 긴축, 매파적 동결에도 9월 이후 금리 인상 예상

7월 FOMC 주요 내용

- **기준금리 3.50-3.75%로 금리동결.** 표결은 9대 3으로, 베스 해 맥·닐 카시카라·로리 로건 총재가 25bp 인상을 주장
- 경제활동 평가
중동 분쟁에 따른 높은 불확실성에도 **건조한 속도로 성장**하고 있다고 평가. **생산성 증가와 기업 설비투자가 강하고** 고용 증가도 노동력 증가 속도와 대체로 보조를 맞추고 있다고 진단
- 인플레이션 진단 및 평가
에너지를 포함한 일부 부문의 공급 충격을 반영하며, **여전히 FOMC의 2% 목표보다 높은 수준**이라고 평가. 연준에 **느슨한 인플레이션 목표나 2%보다 높은 암묵적 목표는 없다**고 강조.
"목표는 오직 하나이며, 그 수치는 2%"라고 명확히 선언

하나의 물가지표를 정책결정의 명분이나 정당화 수단으로 사용하지 않으며, **개별 수치보다 3개월·6개월의 추세를 중시**한다는 입장. 기저의 광범위한 가격 변화를 판단하기 위해 **PCE뿐 아니라 CPI와 세부 항목 등 다양한 물가지표**를 살펴보겠다고 언급
- 시장금리 평가
미국채 수익률곡선 전반의 명목금리와 실질금리가 상당 폭 상승했으며, 일부 상승 폭은 지난 20년간 상위 10% 수준에 해당. **높아진 시장 금리로 금융여건이 긴축적**이라고 평가
- 소수의견 및 내부 논의
3명의 반대표를 연준의 분열로 해석하지 않고, 자신이 요청했던 건설적인 '**가족 싸움(good family fight)**'이 이뤄진 것으로 평가. **물가안정을 달성해야 한다는 목표**와 연준이 이를 수행할 권한, 수단을 갖고 있다는 점에서는 **위원들 사이에 폭넓은 공감대가 형성**됐다고 설명
- 향후 결정
9월 금리 인상을 예고하거나 기정사실화하지 않음. 시장가격과 향후 데이터가 다음 정책결정에 참고가 되겠지만, 다음 회의의 결과를 미리 제시하지 않겠다는 입장. 기존 연준의 약속을 이어 받아 최소한 2026년 말까지는 FOMC 기자회견을 계속 개최하겠다고 확인

[연준 위원 발언] 매파적 색채가 짙어진 연준 내 분위기, 물가에 대한 경계감 확대

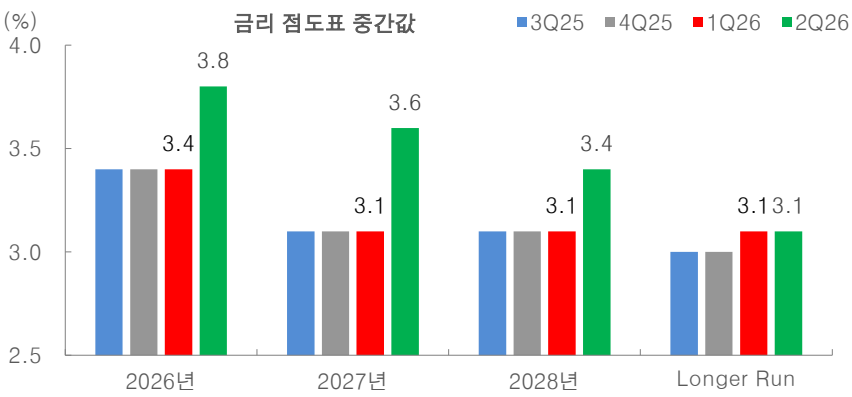
최근 연준 위원들의 주요 발언

위원(직책)	날짜	주요 내용 / 최근 발언
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	7월 15일 8월 3일	• <u>현재 정책이 적절하고, 금리를 바꿔야 할 명확한 논거는 없다고 재확인</u> • <u>물가가 2%를 향하지 않는다면 추가 인상</u>에 나설 준비가 되어 있음
리사 쿡 연준 이사	7월 15일 8월 5일	• 중동발 에너지 충격뿐 아니라 <u>AI 인프라 투자도 물가 상승 압력으로 작용</u>한다고 평가 • 7월 금리 동결에는 찬성했지만, <u>물가가 둔화되지 않는다면 금리 인상 지지</u>
로리 로건 델러스 연은 총재	7월 16일 7월 31일	• 노동시장이 견조하고 정책이 경제를 억제하지 않는다면 <u>완만한 수준의 추가 금리 인상을 명시적으로 주장</u> • 현 통화 정책이 물가에 충분한 하방압력을 주고 있지 않음
애나 폴슨 필라델피아 연은 총재	8월 4일	• 7월 금리 동결 지지. 최근 물가 개선은 긍정적이지만, 한 번의 지표에 불과하다고 평가 • <u>기조적 물가가 높은 수준에 머물 경우 금리를 더 올리거나 현 수준을 장기간 유지</u>할 수 있음
메리 데일리 샌프란시스코 연은 총재	8월 6일	• 7월 금리 동결을 전적으로 지지. 공급 충격에 따른 일시적 물가 상승인지를 확인해야 한다고 평가 • <u>인플레이션 재가속하면 강하게 대응할 수 있다고 강조</u>
베스 해맥 클리블랜드 연은 총재	8월 13일 8월 27일	• <u>7월 CPI와 PPI 둔화에도 지금 행동해야 한다는 입장을 유지하며 즉각적인 인상 필요성 강조</u> • <u>인플레이션이 장기 목표를 웃돈 만큼 "지금 행동할 때"라고 강조</u>
닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재	8월 23일	• 이란 갈등과 관세가 물가를 자극하면서 2% 복귀에 대한 확신이 약화됐다고 평가 • <u>물가가 높은 수준을 지속할 경우 추가적인 정책 대응이 필요</u>할 수 있다고 언급

자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

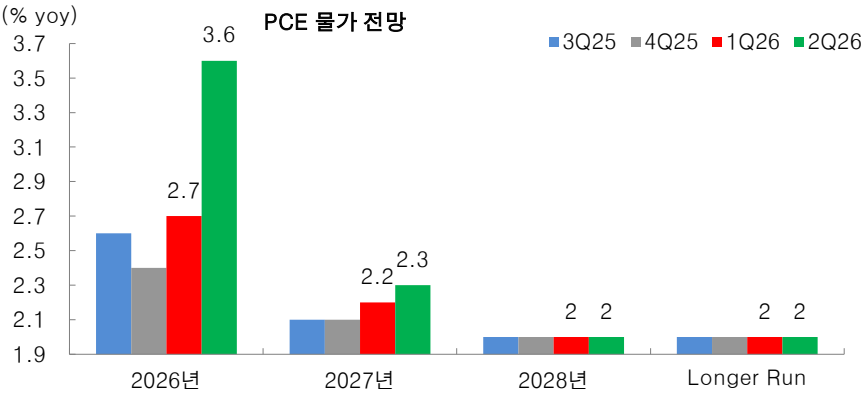
[연준 점도표] 26년 물가 안정을 위한 선제적 금리인상만을 시사한 점도표. 9월 FOMC에서 27년 점도표 변화 주목

연내 금리 전망 기존 3.4%에서 3.8%로 상향. 27, 28년도 상향 조정



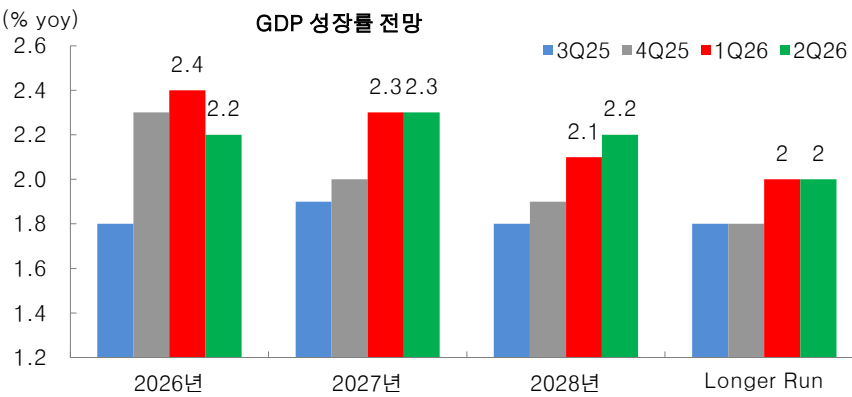
자료: FED, CEIC, 대신증권 Research Center

연내 PCE 전망 대폭 상향. 물가 경계 심리 피력



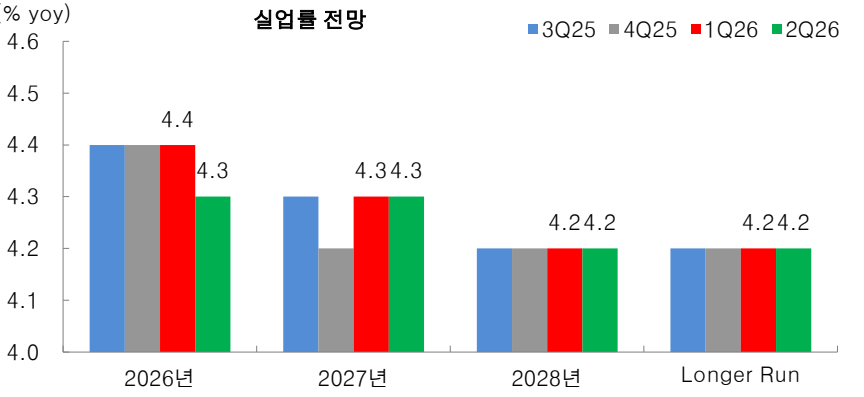
자료: FED, CEIC, 대신증권 Research Center

2026년 GDP 성장률 전망 하향 조정



자료: FED, CEIC, 대신증권 Research Center

실업률 전망은 대체로 유지, 26년 전망만 4.3%로 수정



자료: FED, CEIC, 대신증권 Research Center

트럼프 정책 리스크 전방위 확대

캐나다·이란·전력망·반도체 정책 변화

캐나다·이란·전력망·반도체로 번지는 트럼프 정책 리스크

- 미국과 캐나다의 관세 갈등은 협상 중단과 상호 보복관세 현실화로 한 단계 격화. 미국은 8월 22일부터 276억 캐나다달러 규모의 캐나다산 제품에 50% 관세를 부과했고, 캐나다는 미국이 제시한 새로운 협상 조건이 자국 산업과 국익을 훼손한다고 판단해 무역협상을 중단. 이후 미국 조치에 맞서 200억 달러 규모 미국산 철강·유제품·가전·농기계·전자제품 등에 15~50% 보복관세를 부과하기로 결정. 트럼프 행정부의 무역정책 불확실성이 부각되며 북미 공급망 전반으로 확대될 가능성 경계할 필요
- 대이란 정책에서도 군사적 충돌보다 경제적 고립을 강화하는 방향으로 미국의 압박 수위가 재차 확대. 미 재무부는 Operation Economic Outcast를 통해 이란의 금융·무역 네트워크를 차단하고, 이란과 거래를 지속하는 제3국 기업과 금융기관까지 압박할 수 있다는 입장을 강화. 초기 조치의 실효성은 중국 등 주요 교역국의 참여 여부에 좌우될 가능성이 높지만, 향후 제재가 정유·해운·금융기관으로 확대될 경우 이란의 원유 수출과 호르무즈 해협을 둘러싼 긴장이 재차 높아질 가능성 존재. 에너지 가격과 기대인플레이션을 자극할 수 있다는 점에서도 단기 불확실성 요인으로 잔존
- 여기에 미국 전력망 국가비상사태 선언과 반도체 관세 확대 검토까지 더해지며 트럼프 행정부의 산업·통상정책 불확실성은 한층 강화. 전력망 정책은 안보 위험이 있는 외국산 전력기기의 구매·수입을 제한하고 미국 내 생산 및 우방국 공급망을 강화하는 방향으로, 일부 국내 전력기기 업종에 수혜 기대를 높임. 반면 반도체에서는 서버 등 파생제품까지 관세 대상을 확대하고 미국 내 투자 규모와 관세 면제를 연계하는 방안이 거론되면서 글로벌 AI 공급망의 비용 구조에 새로운 변수로 부상. 무역·에너지·반도체 정책이 동시에 강화되면서 금융시장 전반의 트럼프 행정부의 정책 민감도는 높아질 것으로 예상

미국, 전력망 국가비상사태 선언



- 트럼프 대통령은 미국 벌크전력시스템(Bulk-Power System)의 보안·신뢰성 확보를 위해 국가비상사태를 선포, 외국산 전력설비가 국가안보 취약성을 초래할 수 있다고 판단

자료: 미국 백악관, 대신증권 Research Center

미국, 반도체 관세 확대 검토

US weighs a new round of tariffs on semiconductors, Politico reports

By Reuters

August 27, 2026 6:28 PM GMT+9 · Updated August 27, 2026



- 트럼프 행정부는 반도체뿐 아니라 노트북·게임기·데이터센터 서버 등 칩을 사용하는 제품까지 포함하는 광범위한 추가 관세를 검토

자료: Reuters, 대신증권 Research Center

미국 캐나다에 50% 관세 위협, 협상 신호에 잠정 유예

미국, Section 338을 근거로 특정 캐나다산 제품 50% 추가 관세 결정



- Each Section 338 proclamation imposes a 50% tariff on a different set of Canadian imports, covering products ranging from wine to hockey sticks to cement.
- These Section 338 tariffs apply to all covered goods regardless of whether a good originates under the U.S.-Mexico-Canada Agreement (USMCA).
- These Section 338 tariffs will not apply to energy, potash, products subject to tariffs under Section 232, and certain other goods, such as fish or critical minerals.
- The tariffs will take effect 30 days after signing and are designed to offset the burden and disadvantage on U.S. commerce from Canada's discrimination.

- 7월 20일 백악관은 Section 338을 근거로 캐나다의 자동차·유제품·주류 관련 차별적 무역조치에 대응해 일부 캐나다산 제품에 50% 추가관세를 부과한다고 발표
- 추가 관세는 서명 30일 후 발효 예정이며, 미국은 이를 캐나다의 무역장벽에 따른 불이익을 상쇄하고 미국 수출업체의 공정한 대우를 확보하기 위한 조치로 제시

자료: 미국 백악관, 대신증권 Research Center

미국, 캐나다 50% 관세 3일 유예



- 캐나다가 관련 차별 조치를 해소하겠다는 의사를 밝히면서 관세 시행을 3일간 유예
- 추가 관세 발효 시점은 8월 19일에서 8월 22일(미 동부시간)로 연기됐으며, 세관은 그 기간 추가 관세 징수를 중단하도록 지시

자료: 미국 백악관, 대신증권 Research Center

캐나다, 미국에 대한 보복 관세 부과 결정

Canada announces targeted countermeasures and substantive support for workers and businesses in response to U.S. tariffs

From: [Department of Finance Canada](#)

Effective September 8, Canada will impose counter-tariffs of 15, 25 and 50 per cent on products drawn from those targeted by U.S. Section 338 and Section 232 tariffs, with the rate for each product matching the corresponding U.S. rate.

Canada's counter tariffs will apply to products covering \$27.6 billion in imports from the U.S. and will focus on sectors such as steel, dairy, appliances, agricultural equipment, pulp and paper, and electronics, that are most impacted by U.S. tariffs.

- 캐나다는 미국이 캐나다산 276억달러 규모 제품에 최대 50% 관세를 부과하자 협상을 중단하고, 9월 8일부터 미국산 제품에 15%·25%·50% 보복관세를 동일한 세율로 부과하기로 결정
- 동시에 관세 피해 기업과 근로자를 지원하기 위해 75억달러 규모의 지원 패키지를 마련

자료: 캐나다 재무부, 대신증권 Research Center

미국, 캐나다 협상 결렬 후 보복 관세 부과 예정

Canada to retaliate for US tariffs, worsening ties after talks fail

By Promit Mukherjee and Bhargav Acharya

August 23, 2026 12:39 AM GMT+9 · Updated August 23, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

캐나다, 200억 달러 규모 미국산 제품 보복 관세

Canada slaps retaliatory tariffs on US goods worth \$20 billion as trade war intensifies

By Promit Mukherjee and Bhargav Acharya

August 26, 2026 12:06 AM GMT+9 · Updated August 26, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

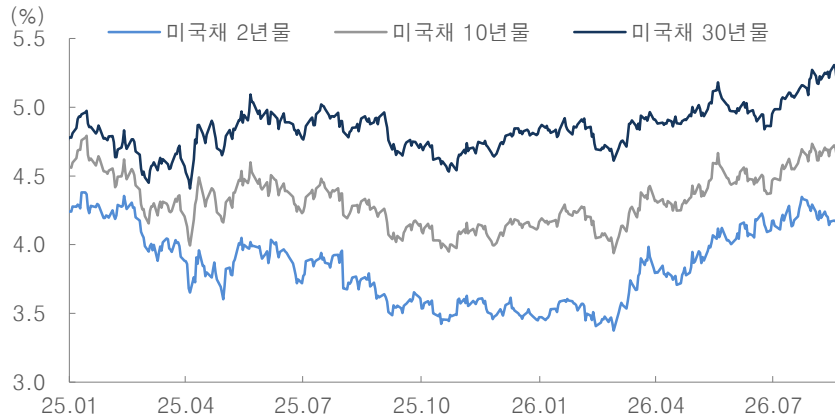
미 재무부, 9월 9일부터 장기물 국채 바이백 규모 2배 이상 확대

미 재무부 바이백 확대 발표

- The U.S. Department of the Treasury is increasing, by at least double, the size of liquidity support buyback operations for longer-dated nominal coupon securities (the 10-year to 20-year sector and the 20-year to 30-year sector). The current maximum size of \$2 billion per operation will be at least \$4 billion per operation.
- This change is effective September 9, 2026 and will be in effect for the remainder of this refunding quarter (through November 4, 2026). Treasury will provide more information about future buyback sizes at the next Quarterly Refunding, scheduled for November 4, 2026.
- This increase in buyback operation sizes reflects Treasury's desire to provide greater liquidity support in longer-dated nominal sectors where there is consistent strong sponsorship from market participants, as evidenced by the significant volume of high-quality offers Treasury routinely receives in longer-dated buyback operations.
- An updated tentative Treasury buyback schedule will be released at a later date.
- 미국 재무부는 장기 명목 이표채(10~20년 구간 및 20~30년 구간)를 대상으로 하는 유동성 지원 목적의 국채 바이백 규모를 최소 두 배 이상 확대할 계획이다. 현재 회당 최대 20억달러인 바이백 규모를 최소 40억 달러로 확대한다.
- 이번 변경은 2026년 9월 9일부터 시행되며, 이번 분기 국채 차환(refunding) 기간의 남은 기간인 2026년 11월 4일까지 적용된다. 재무부는 11월 4일 예정된 다음 분기 국채 차환계획(Quarterly Refunding)에서 향후 바이백 규모에 대한 추가 정보를 제공할 예정이다.
- 바이백 규모 확대는 장기 명목 국채 구간의 유동성을 보다 적극적으로 지원하려는 재무부의 의도를 반영한다. 해당 만기 구간에서는 시장 참가자들의 참여 수요가 지속적으로 강하게 나타나고 있으며, 이는 재무부가 장기물 바이백 과정에서 상당한 규모의 우량 매도 제안(high-quality offers)을 꾸준히 접수하고 있다는 점에서도 확인된다.
- 업데이트된 잠정 국채 바이백 일정(tentative Treasury buyback schedule)은 추후 공개될 예정이다.

장기금리 급등에 커지는 바이백, 정책 효과는 제한적일 수 있다는 시각

미국채 금리 동향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

스콧 베센트 미 재무부 장관, 바이백 추가 확대 가능 언급

Treasury's Bessent says upsized bond buybacks could increase further

By David Lawder and Susan Heavey

August 21, 2026 12:25 AM GMT+9 · Updated August 21, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

미국채 30년물 금리 2007년 이후 최고치 기록

US 30-year yields hit highest level since 2007 as war, oil worries fester

By REUTERS | Economy

Published 08/18/2026, 03:09 AM | Updated 08/18/2026, 03:13 AM



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

정부 조치만으로는 효과 제한적일 수 있다는 우려

Bonds bounce on US buybacks, but relief may be brief

By Reuters

August 20, 2026 1:02 PM GMT+9 · Updated August 21, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

미국, 대이란 Operation Economic Outcast 개시

Treasury Launches Unprecedented Campaign Against Iranian Regime on Economic D-Day

August 24, 2026

Initiates Operation Economic Outcast

WASHINGTON—Today, at President Trump's direction, the U.S. Department of the Treasury has begun Operation Economic Outcast: an unprecedented, whole-of-government, economic campaign against the Islamic Republic of Iran and its enablers.

- 미 재무부는 8월 24일 트럼프 대통령 지시에 따라 'Operation Economic Outcast'를 개시하고, 이란 정권과 IRGC의 글로벌 금융·수익 네트워크를 차단하는 전방위 경제 압박에 착수
- 미국은 각국에 이란 관련 거래를 중단할 시한을 제시하고, 불응 시 2차 제재 확대를 통해 제재 집행 강도를 높일 방침
- OFAC은 디지털자산·기술·금·항공·해운 등 5개 핵심 부문을 추가 제재 가능 대상으로 지정해, 해당 분야에서 이란과 거래하는 해외 기업·개인까지 제재할 수 있는 범위를 확대
- 미국은 이번 조치를 단발성 제재가 아닌 이란의 석유 밀수·제재 회피·테러자금 조달 경로를 지속적으로 차단하는 장기 캠페인으로 규정하며, 이란의 경제적 고립을 목표로 제시

자료: 미국 백악관, 대신증권 Research Center

국제 유가 동향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이란, 미국이 협상 원하고 있다고 반발

Iran vows to resist widened US sanctions, says Washington seeks talks

By Yasmine Ghania and David Lawder

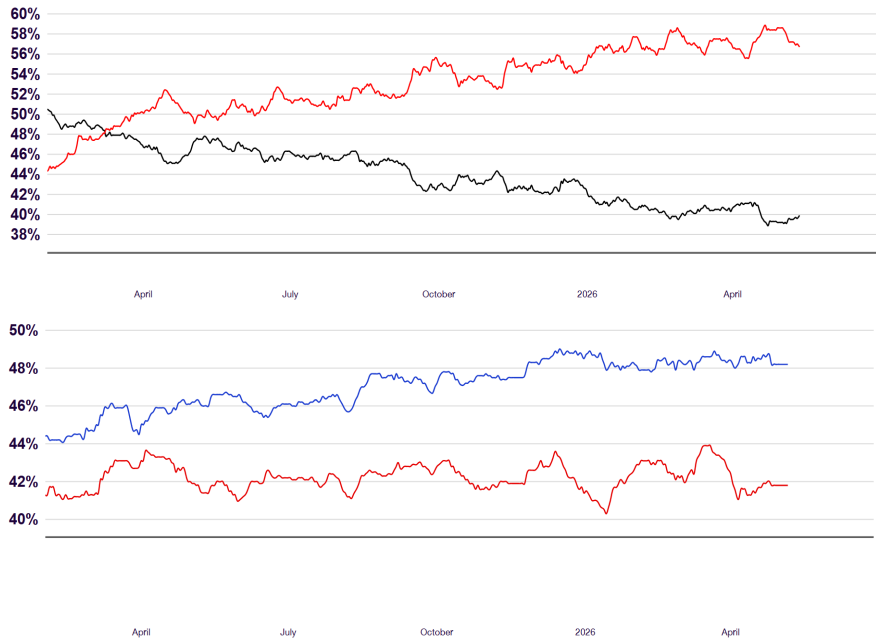
August 25, 2026 9:57 AM GMT+9 · Updated August 26, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

[미국 입장] 트럼프의 정치적 부담은 확대, 미국의 목적은 중국의 미국산 원유 구입 확대

트럼프 지지율 하락세 뚜렷, 민주당 우위 구도 지속

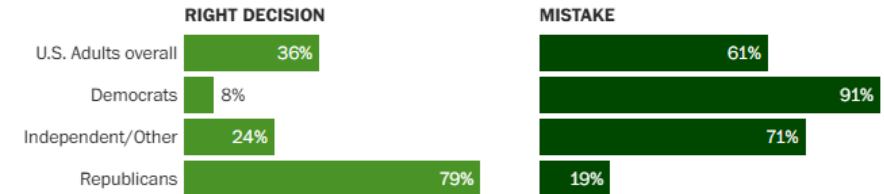


자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

미국인 61%가 이란에 대한 군사력 사용 실수라고 응답

Six in 10 say military action against Iran was a mistake

Q: Considering everything, do you think the United States did the right thing in using military force against Iran, or do you think this was a mistake?

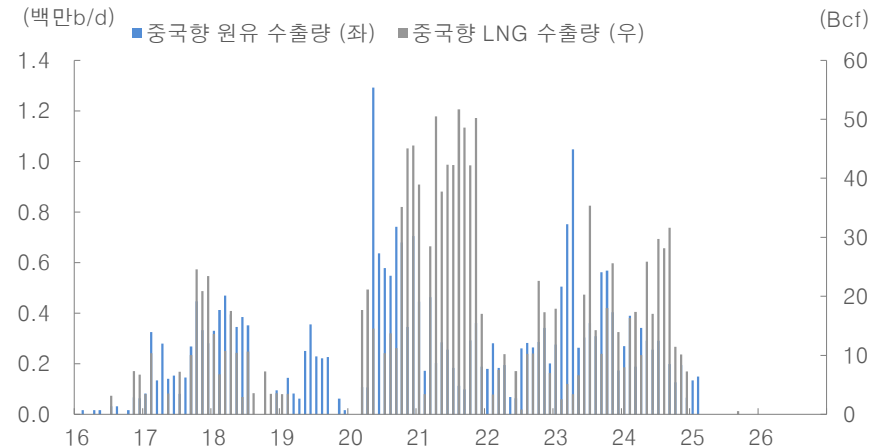


Note: Percentage skipping question not shown.

Source: Washington Post-ABC News-Ipsos poll April 24-28, 2026, among 2,560 U.S. adults with an error margin of +/- 2 percentage points; error margin is larger among subgroups.

자료: WP, 대신증권 Research Center

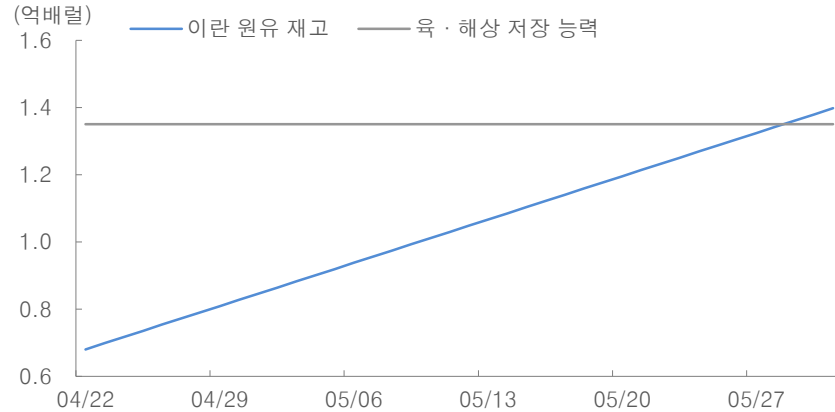
중국에 미 에너지 구매 권한 밝힌 베센트, 결국 전쟁은 수단일 뿐



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

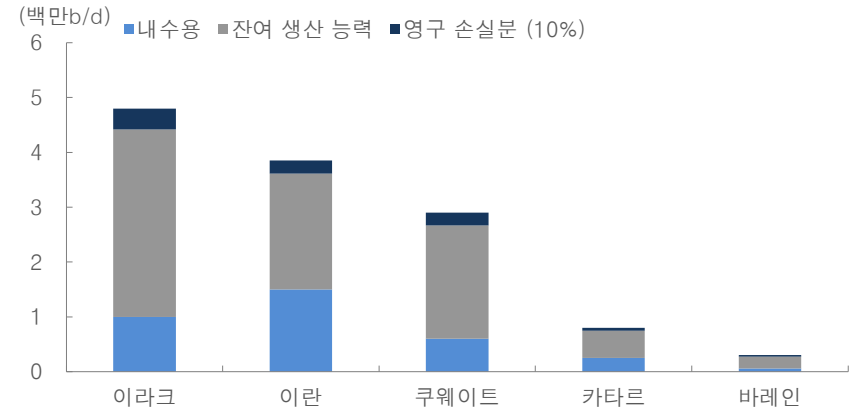
[유정 폐쇄 우려] 종전 협상 지연 장기화로 영구적인 생산성 훼손 우려 부각

5월 말이면 포화될 이란 저장고, 유정 폐쇄 가능성 높음



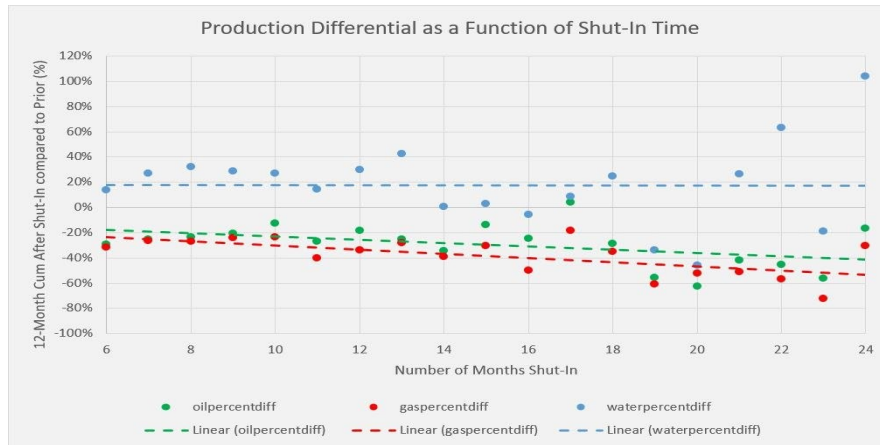
자료: Aljazeera, 대신증권 Research Center

이라크, 이란, 쿠웨이트 등 영구적 생산성 훼손되기 시작



자료: TGS, OPEC, 대신증권 Research Center

워터코닝 현상으로 영구적 생산성 훼손



자료: TGS, 대신증권 Research Center

증산 + 수출 재개 시 뒤늦게 확인될 생산성 훼손



자료: JODI, OPEC, Saudi Aramco, 대신증권 Research Center

미국 공급망 규제 확대, 전력망 안보에서 반도체 관세까지

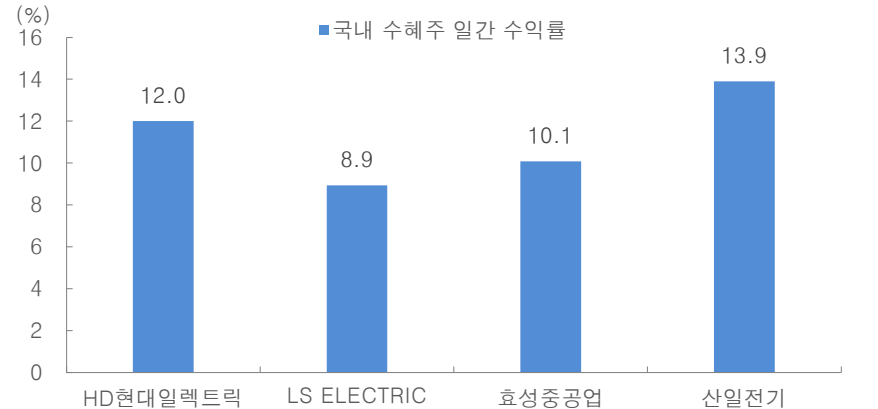
미국, 전력망 국가비상사태 선언



- To deal with the threat to the national security, foreign policy, and economy of the United States, the Order, among other things, generally prohibits certain foreign-produced bulk-power system electric equipment, including associated critical software and digital capabilities that could pose cybersecurity or operational risks, from being purchased or installed in the United States, or appropriately conditions such purchases and installations to address those risks.
- 트럼프 대통령은 미국 벌크전력시스템(Bulk-Power System)의 보안·신뢰성 확보를 위해 국가비상사태를 선포, 외국산 전력설비가 국가안보 취약성을 초래할 수 있다고 판단
- 사이버보안·운영 리스크가 있는 특정 외국산 전력설비와 관련 소프트웨어·디지털 기능의 구매·설치를 원칙적으로 제한하고, 에너지부에 위험 설비 식별 및 세부 규정 마련을 지시. 다만 지역 배전시설은 적용 대상에서 제외

자료: 미국 백악관, 대신증권 Research Center

국내 전력기기 업종 수혜 기대감에 급등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

미국 반도체 관세 확대 검토

US weighs a new round of tariffs on semiconductors, Politico reports

By Reuters

August 27, 2026 6:28 PM GMT+9 · Updated August 27, 2026



- 트럼프 행정부는 반도체뿐 아니라 노트북·게임기·데이터센터 서버 등 칩을 사용하는 제품까지 포함하는 광범위한 추가 관세를 검토

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

원/달러 환율 급락 반전, 달러화 하락 반전. 미국채 금리도 하락 반전 예상

Strategist 이경민

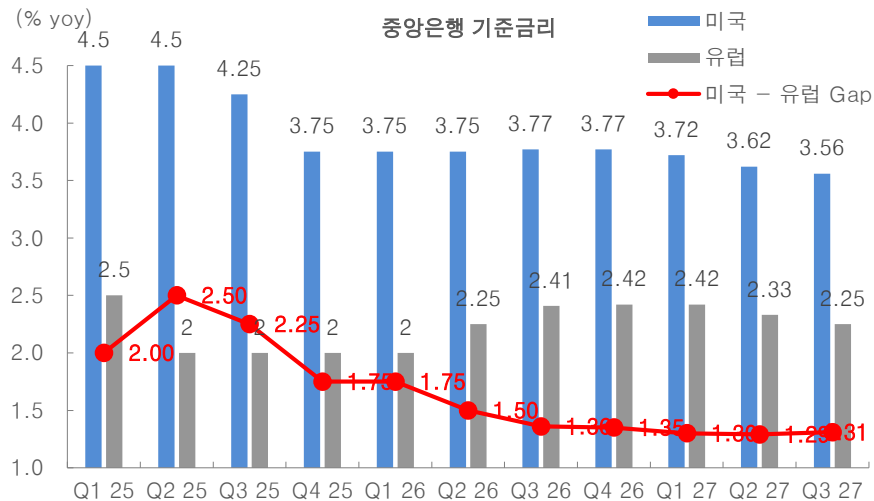
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

미국채 10년물, 달러화 오버슈팅 국면 지속. 정상화만으로도 하향 안정국면 전개 예상

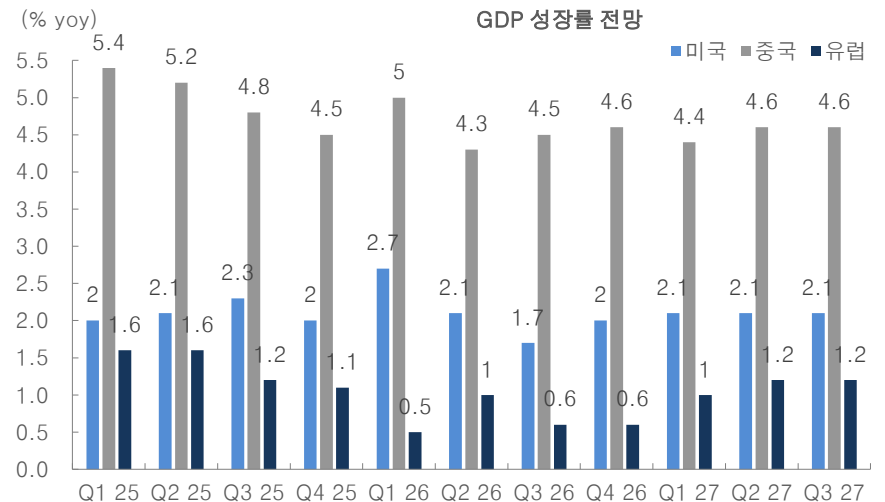
- 미국 금리인하 사이클 종료에도 불구하고 미국과 유럽 간 경기 격차 및 기준금리 격차 축소는 채권금리 하향안정과 달러 약세 압력을 높일 전망. 대신증권이 예상하는 미국채 10년물 금리는 3분기까지 4.3% 전후 도달. 달러화도 96p 수준까지 레벨다운될 전망
- 하지만, 3, 4월 중등 지정학적 리스크 고조, 국제유가 100달러 상회에도 이어 연준의 매파적 스탠스 표출, 일본에 이어 중국, 유럽 등도 금리인상 시그널 강화 & 시행으로 채권금리, 달러 등 중요 임계치에 넘어서기도 했음. 미국, 이란 휴전 협정 이슈에 다소 진정되는 듯 했던 채권금리, 달러는 고용 서프라이즈, 매파적이었던 7월 FOMC 영향과 미국 재정 우려로 미국채 10년물은 4.7%를 넘어섰음
- 미국 이란 간 무력 충돌 격화로 유가 90달러 상회. 7월 CPI와 PCE, 주요 심리지표에서 물가 지표 둔화에도 불구하고 지정학적 리스크 격화, 유가 반등, 물가 상승, 금리인상 우려를 자극. 지정학적 리스크 진정, 유가 안정 재개시 물가 안정 기대가 강화되며 채권금리 및 달러화 하향 안정 뚜렷해질 전망
- 지정학적 리스크 완화는 유가 하락(75달러 중심 등락) - 물가 안정 기대를 자극하며 미국 금리인하 기대가 살아나고, 트럼프 관세 노이즈, 지정학적 리스크 완화, 중국 경기부양정책 강화가 확인되면서 채권금리와 달러화 약세 압력은 점차 강해질 전망
- 달러 약세, 채권금리 하향안정 전개시 Non-US로 글로벌 유동성 이동이 빨라질 것. 26년 하반기 미국에서 자금 이탈, Non-US로 자금 유입 재개될 전망

미국 금리인하 사이클 유효. 유럽과 금리 격차 축소



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

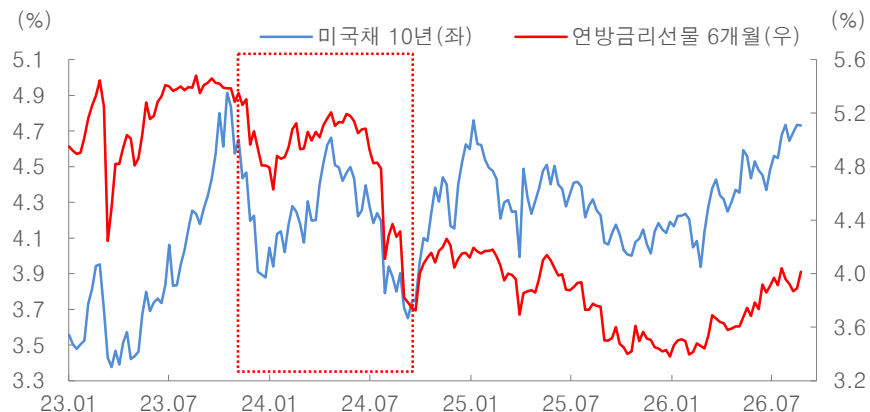
美 GDP 성장률, 24년의 압도적인 모습을 뒤로 하고 2% 성장으로 수렴



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

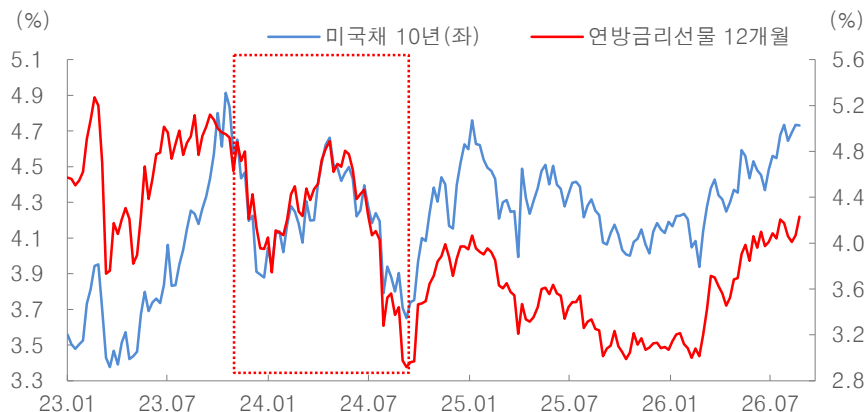
[미국 채권금리] 금리인상 우려에 심리/수급 불안에 채권금리 상승 지속. 특히, 장기채 금리 상승 압력 확대

미국채 10년물과 연방금리 선물 간의 동조화



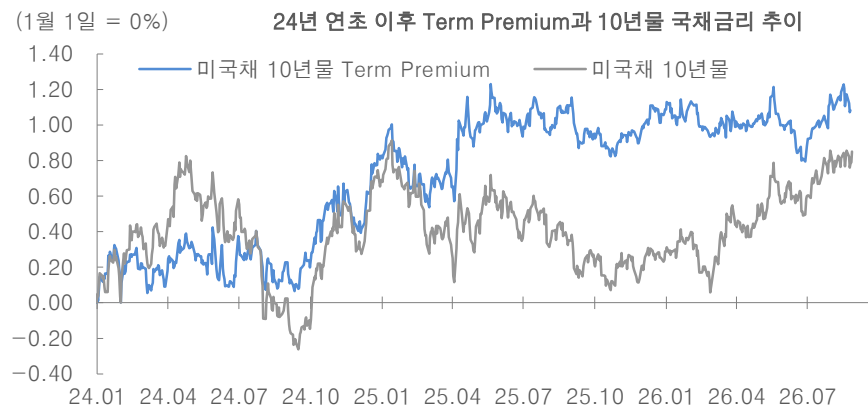
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인하 인상 우려가 강해지면서 채권금리 고점 높아지고 있어



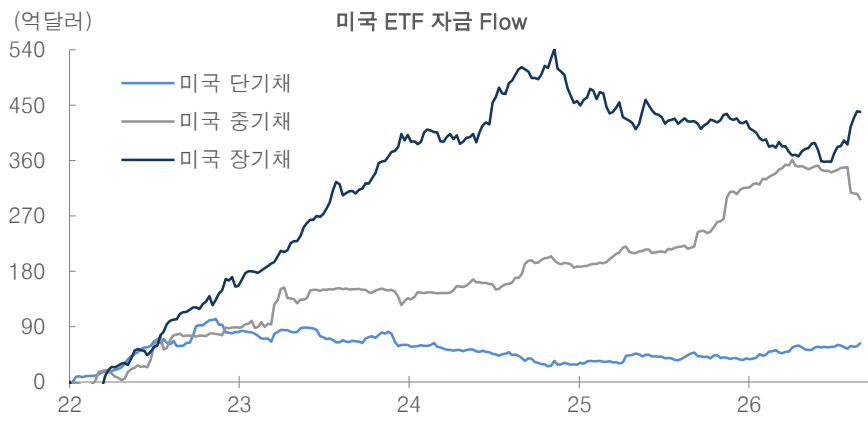
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 10년물과 Term-Premium 간 Gap 20bp 수준에서 등락 중



자료: 뉴욕연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

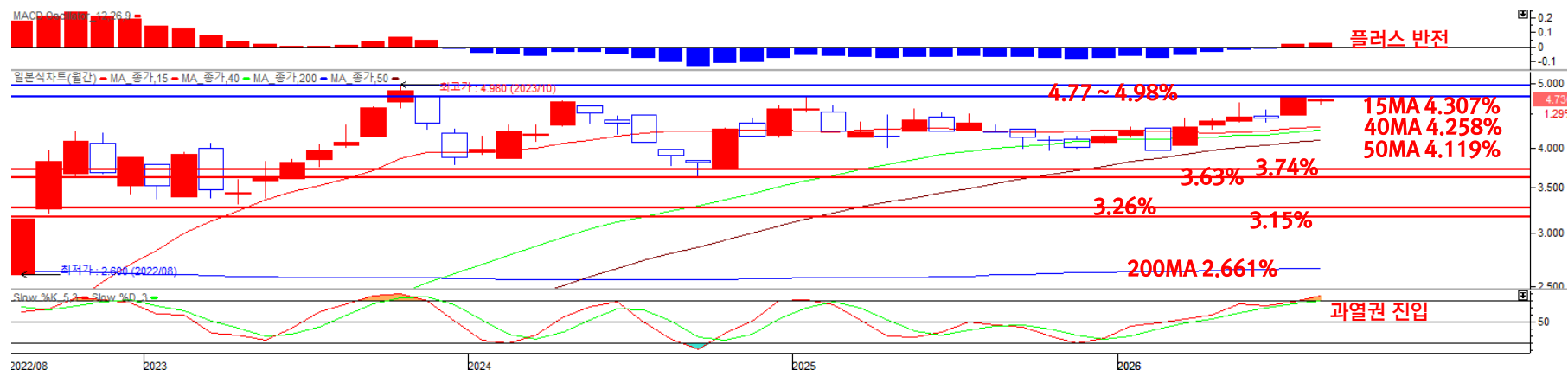
장기채 4주만에 자금 유출(7.6억\$). 중기채에서 4주 연속 자금 유출



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[미국 채권금리] 10년물, 임계 수준(4.5%)을 넘어 4.7% 돌파. 지정학적 리스크 완화 여부가 관건, 트럼프 발언에 주목

미국채 10년물 월간 차트. 박스권 상단인 4.5%를 넘어 불안심리 자극, 4.7%까지 상회. 단기 OverShooting 국면으로 추가 상승 여력은 제한적일 전망



자료: 대신증권 Research Center

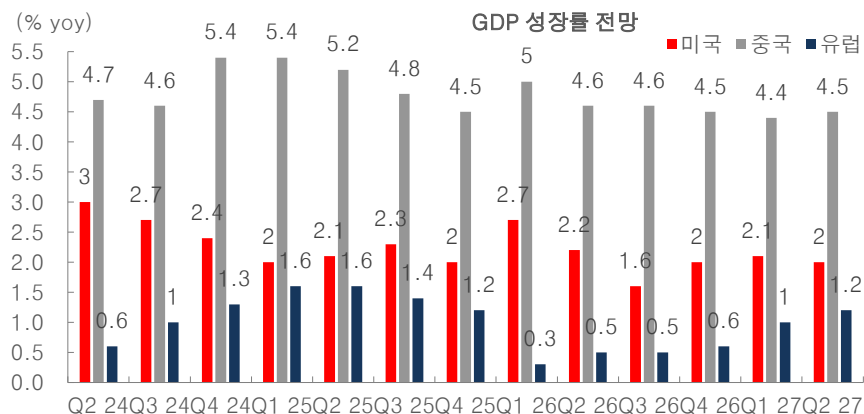
미국채 10년물 주간 차트. 전 고점을 넘어 4.7% 돌파에서 나서며 단기 오버슈팅 심화. 중동 리스크 완화, 금리인하 기대 재유입 시 하락 반전 가능



자료: 대신증권 Research Center

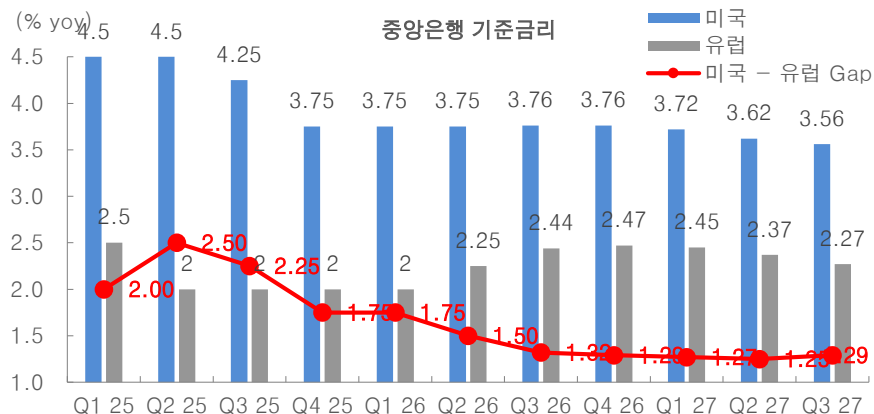
[미국 달러화] 미국, Non-US 간 경기/기준금리 축소 = 달러 약세. 통화정책 긴축 우려 강화가 문제

유럽과 경기 격차 축소. 중국과 경기 격차 확대 = 달러 약세 압력



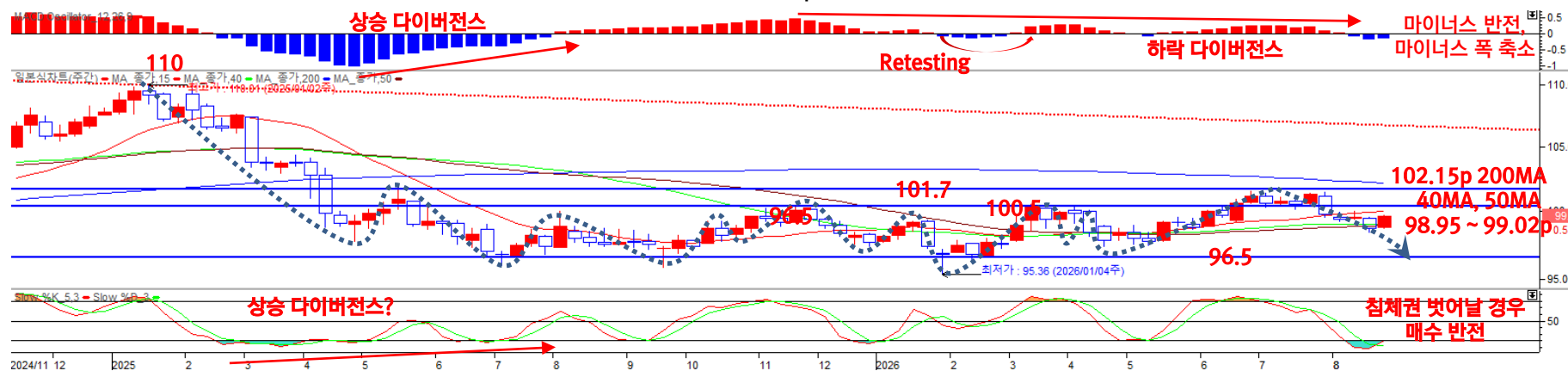
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 - 유럽 간 경기 격차 축소에 이어 기준금리 격차도 축소 국면 진입



자료: FED, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

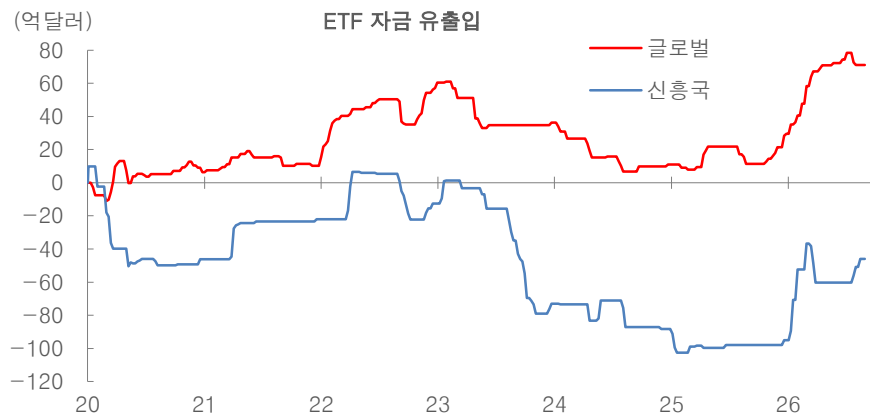
달러 인덱스 주간 차트. 통화정책 불확실성 완화, 채권금리 하락 반전으로 100p에서 하락 반전. 유가 안정, CPI 둔화 확인될 경우 추가 하락 가능



자료: 대신증권 Research Center

[글로벌 유동성] 달러화 약세 반전으로 신흥국, 중국, 한국으로 자금 유입. 글로벌에서는 자금 유출, 미국은 유입세 주춤

26년 글로벌 41억, 신흥국 49억달러 유입. 최근 유입세 멈춰



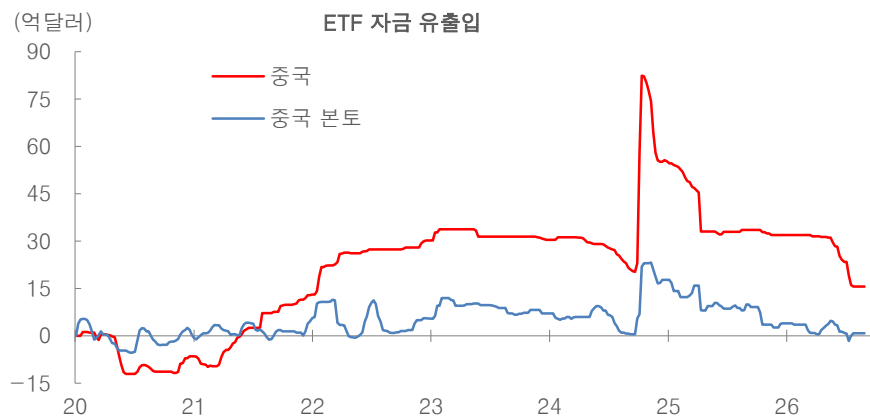
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

S&P500 2주 연속 유출(26년 162.6억\$), 나스닥 26년 170.6억\$



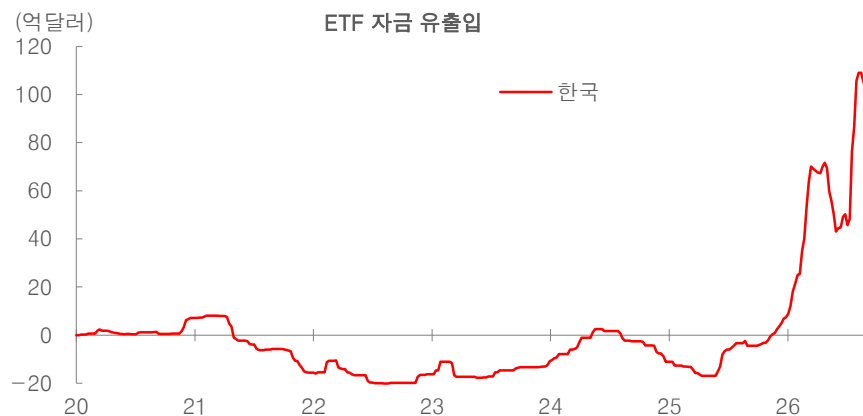
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국에서 5월말 이후 자금 유출 지속. 26년 총 19.47억달러 유출



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국으로 2주 연속 자금 유출(6.9억\$). 26년 누적 +94.6억\$



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ECB·BOJ, 9월 금리인상 가능성 동반 확대 유럽은 에너지 충격, 일본은 환율·물가 경계

Strategist 이경민

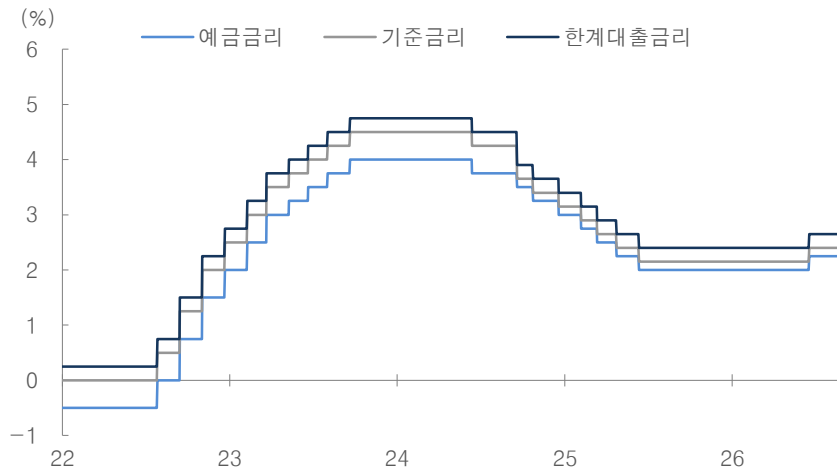
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

물가 상방 위험 재부각, ECB·BOJ 9월 추가 인상예 무게

- ECB는 9월 통화정책회의에서 주요 정책금리를 추가 인상할 가능성이 높음. 7월 회의에서는 동결을 긴축 종료가 아닌 일시적 pause로 평가했으며, 물가 전망이 유의미하게 개선되지 않을 경우 추가 인상이 필요할 가능성이 높다는 데 공감대 형성. 다만 7월 소비자 기대인플레이션은 1년 2.9%, 3년 2.7%로 하락했고 임금과 2차 파급효과도 아직 제한적이어서, 9월 인상 이후 연속적인 추가 긴축까지 사전에 시사할 가능성은 낮을 전망. 9월 수정 경제전망에서 에너지 가격 상승의 물가 파급과 성장 전망 변화, 특히 중동발 에너지 충격이 근원·서비스 물가와 임금으로 확산되는지가 향후 금리 경로의 핵심 분기점
- BOJ는 9월 금융정책위원회에서 25bp 인상할 가능성에 무게. 7월 회의에서 기초적 물가가 2%에 근접하고 금융여건도 여전히 완화적인 만큼 금리 인상을 지속해야 한다는 데 무게가 실렸으며, 일부 위원은 물가 상방 위험을 감안할 경우 시장 예상보다 인상 속도가 빨라질 수 있다고 주장. 실제 7월 CPI는 전년 대비 +1.9%, 신선식품 제외 기준 +1.8%로 반등했고, 엔화 약세 역시 수입물가와 소비자물가의 상방 요인으로 지목. 특히 히미노 부총재는 8월 27일 기초적 물가가 2%를 넘어설 가능성까지 고려해야 하며, 향후 급격한 인상을 피하기 위해 적시에 금리를 조정할 필요가 있다고 강조. 이에 9월에는 엔화 약세와 에너지 가격의 물가 전가, 기초적 물가의 2% 안착 여부를 중심으로 1.25%로의 추가 인상 필요성을 판단할 전망

유로존 기준금리 동향, ECB 9월 인상론에 무게



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

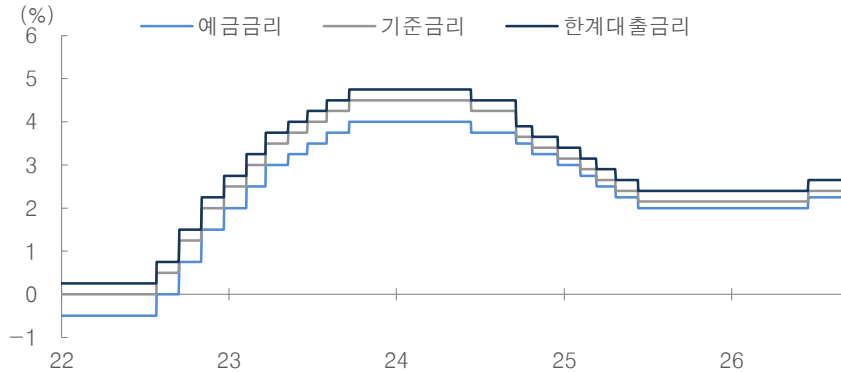
일본 기준금리 동향, 엔화 약세 지속되며 인상 가능성 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

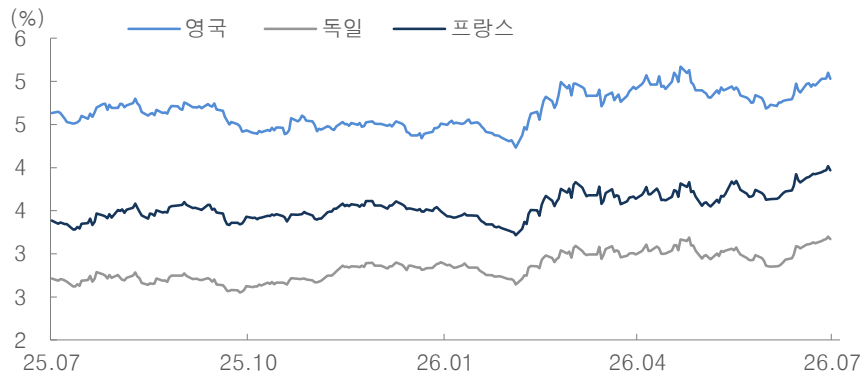
ECB 9월 인상론에 무게, 추가 긴축 경로는 데이터 확인 필요

유로존 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유럽 내 주요국 국채 금리 추이(10년물)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

최근 ECB 위원 발언

날짜	위원	내용
8/19	올리 렌 핀란드 중앙은행 총재	임금 상승과 2차 물가 효과는 아직 제한적이나, 인플레이션 기대가 안정적으로 유지되는지가 중요하다고 강조
8/19	크리스틴 라가르드 ECB 총재	에너지 충격에도 유로존 내수와 성장세가 견조하게 유지되고 있다고 평가
8/21	마르틴슈 카작스 라트비아 중앙은행 총재	물가가 여전히 높은 만큼 필요 시 추가 인상할 준비가 돼 있으며, 9월 결정은 데이터에 달렸다고 언급
8/24	피에로 치폴로네 ECB 집행이사	호르무즈 사태에도 스태그플레이션 위험은 낮다며 경제 여건을 보며 정책을 조정해야 한다고 평가
8/26	이자벨 슈나벨 ECB 집행이사	현재 금리 수준만으로는 물가 목표 복귀가 어렵다며 추가 금리인상이 필요하다고 강조
8/26	디미타르 라데프 불가리아 중앙은행 총재	9월 추가 인상을 진지하게 검토해야 하며 이후에도 필요 시 추가 대응할 준비가 필요하다고 언급

자료: 언론종합, 대신증권 Research Center

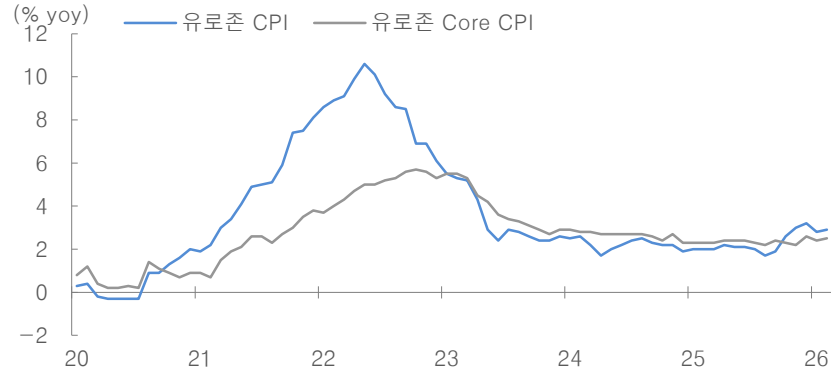
7월 동결은 긴축 종료가 아니라 9월까지 데이터를 확인하기 위한 pause

7월 ECB 통화정책회의 의사록 주요 내용

- 정책 결정: 7월 동결은 긴축 종료가 아닌 일시적 Pause
- 3대 정책금리를 동결하는 데 전원이 동의. 6월 인상 이후 물가·임금 지표가 다소 안정되고 불확실성이 높은 만큼, 7월에는 추가 인상보다 9월까지 데이터를 확인하는 편익이 크다고 판단. 다만 이번 동결이 긴축 사이클 종료를 의미하지 않는다는 점을 분명히 해야 한다는 데 공감
- 인플레이션: 단기 둔화에도 상방 리스크 지속
- 6월 CPI와 근원물가가 예상보다 크게 둔화됐지만, 중기 물가 전망을 의미 있게 바꿀 정도는 아니라고 평가. 중동 갈등 재확대와 가스·정제마진·운송비 상승을 감안하면 에너지 충격의 완전한 파급은 아직 나타나지 않았으며, 물가 리스크는 여전히 상방에 치우쳐 있다고 판단
- 2차 물가 효과: 아직 제한적이나 선제 대응 필요성 논의
- 임금 상승세 둔화와 안정된 장기 기대인플레이션을 근거로 에너지 가격 상승이 임금·국내물가로 확산되는 2차 효과는 아직 뚜렷하지 않다고 평가. 다만 고에너지 가격이 장기화될수록 간접·2차 효과 발생 가능성이 높아지는 만큼 실제 나타날 때까지 기다려서는 안 된다는 의견도 제기
- 경기: 예상보다 견조, 성장 하방 위험 완화
- 중동 갈등과 에너지 충격에도 유로존 경제는 예상보다 견조한 흐름을 유지하고 있으며 단기 성장 전망도 소폭 개선됐다고 평가. 제조업·서비스업 회복과 낮은 실업률, AI·국방·인프라 투자가 성장을 뒷받침하면서 성장 하방 위험은 이전보다 다소 완화
- 금융여건: 소폭 긴축됐지만 신용 증가세는 견조
- 6월 금리 인상 이후 금융여건은 다소 긴축됐지만 기업·가계 대출 증가세는 오히려 견조한 흐름. 일부 위원은 이를 근거로 현재 정책금리가 경제를 충분히 제약하지 않고 있으며, 금리를 완만한 긴축 영역으로 추가 인상할 필요가 있다고 주장
- 9월 회의: 추가 인상 가능성 열어두되 사전 확약은 없음
- 9월에는 새로운 경제전망과 2분기 GDP, 추가 물가·임금·기대인플레이션 데이터를 종합적으로 평가할 예정. 물가 전망이 상당히 개선되지 않는 한 추가 금리인상이 필요할 가능성이 높다고 평가했지만, 9월 인상을 미리 확정하지 않고 회의별·데이터 의존적 접근을 유지하기로 함

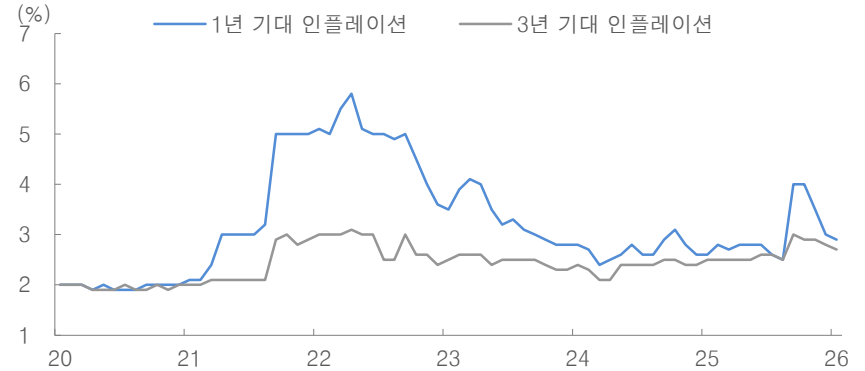
물가 압력 재확대, 견조한 경기·고용에 ECB 추가 인상 명분 강화

유로존 7월 CPI 2.9%로 상승, 에너지 가격 상승에 물가 압력 재확대



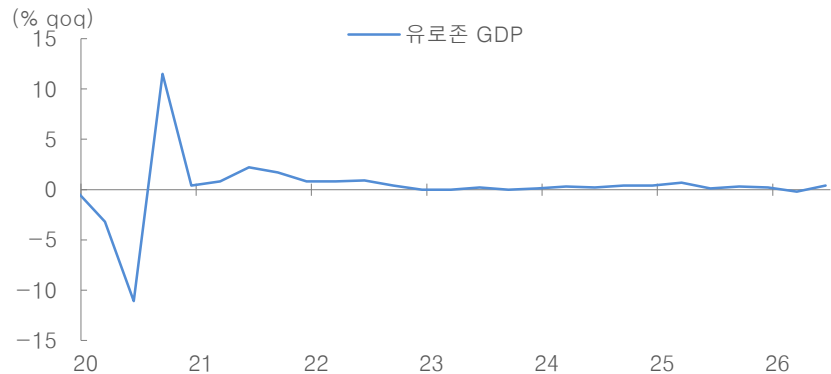
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 충격에도 유로존 기대 인플레이션 하락



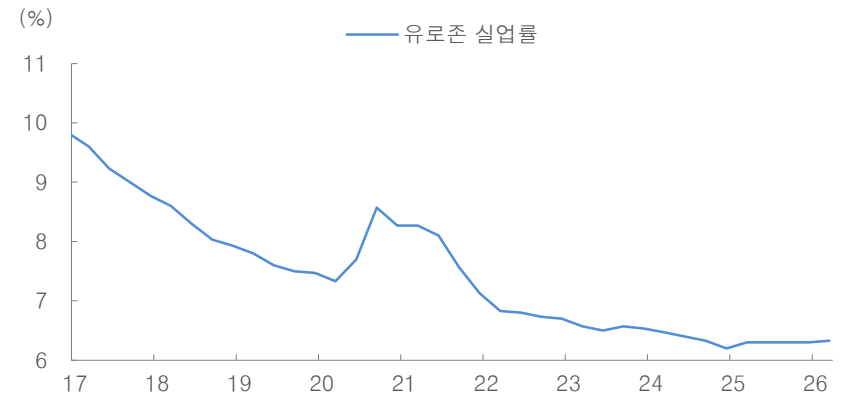
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 2분기 GDP +0.4% 성장, 예상보다 견조한 경기 흐름 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

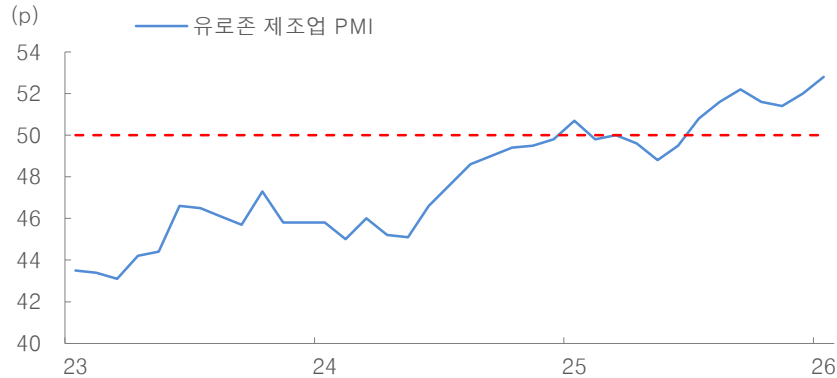
유로존 실업률 6.3% 유지, 낮은 실업률 속 견조한 노동시장 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

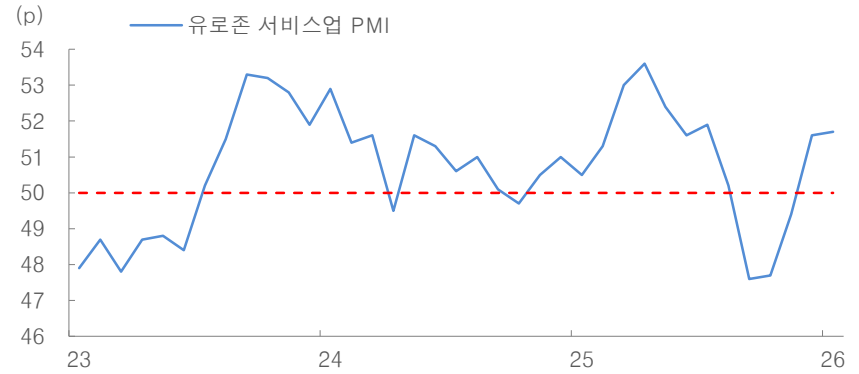
제조업 반등이 이끄는 유로존 경기 회복, 가격 압력은 완화

유로존 8월 제조업 PMI 52.8p, 4년여 만에 최고치



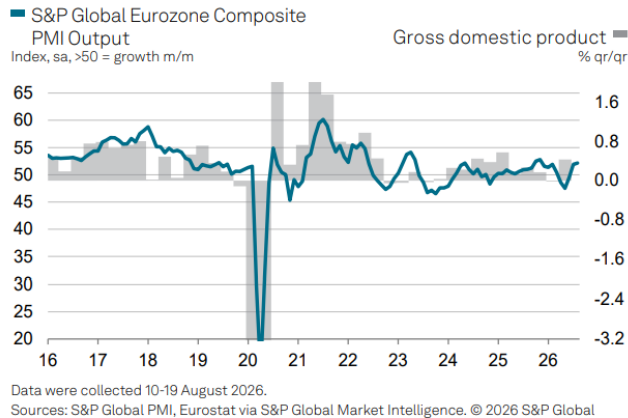
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 8월 서비스업 PMI 51.7p 유지, 완만한 확장세 지속



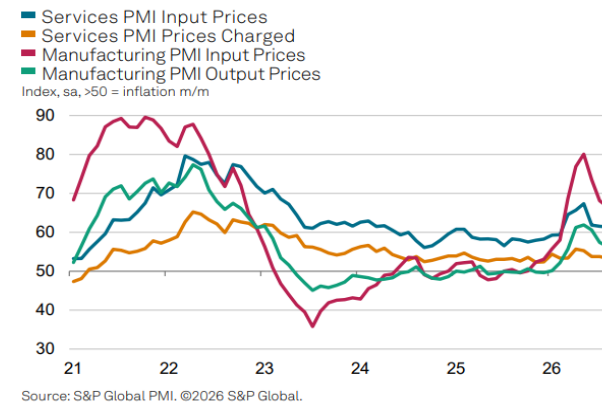
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 종합 PMI 52.1p로 9개월래 최고, 3분기 성장 모멘텀 강화



자료: S&P글로벌 (재인용), 대신증권 Research Center

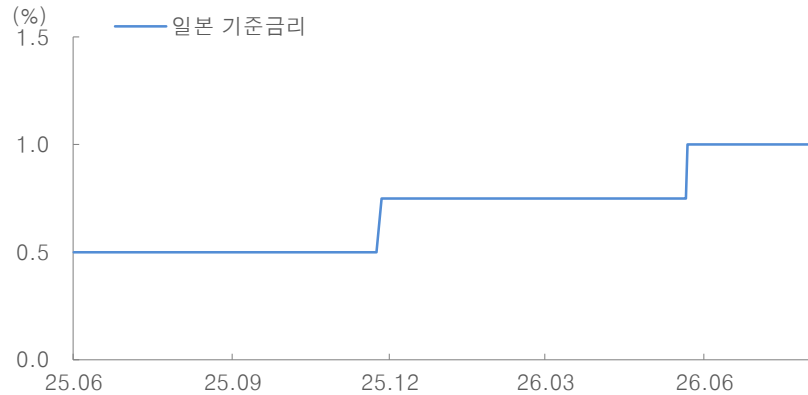
유로존 PMI 가격 압력 완화 지속, 서비스 판매가격 상승률 연중 최저권



자료: S&P글로벌 (재인용), 대신증권 Research Center

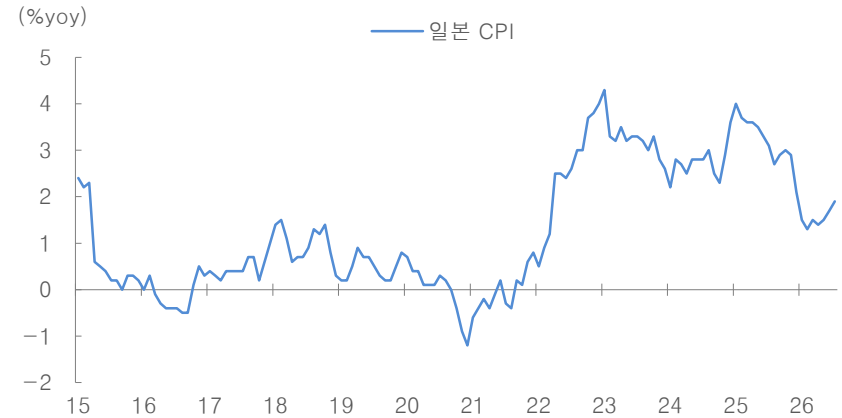
일본 내 물가 반등과 엔화 약세가 9월 BOJ 금융정책위원회 금리 인상 가능성 뒷받침

일본 기준금리 동향



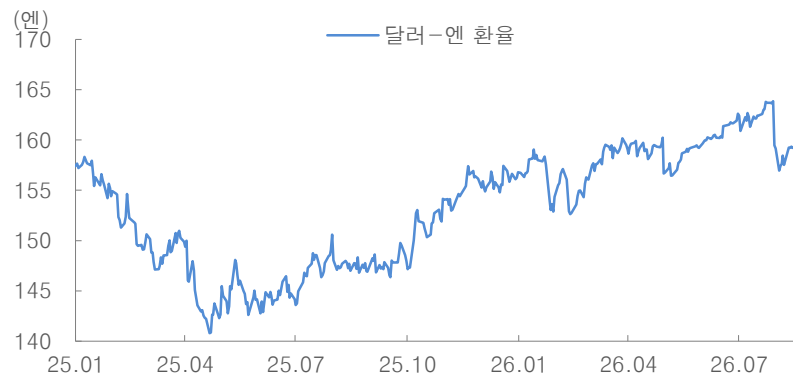
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 7월 CPI 1.9%로 반등, 물가 둔화 흐름 일부 되돌림



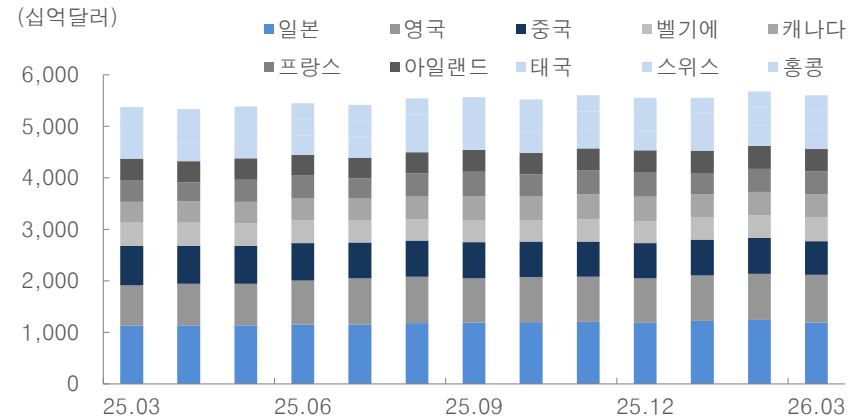
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사상 최대 외환개입에도 엔화 약세 지속, 달러-엔 160엔 부근



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본은 미국채 최대 보유국, 일본의 미국채 매도는 미국에 부담



자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

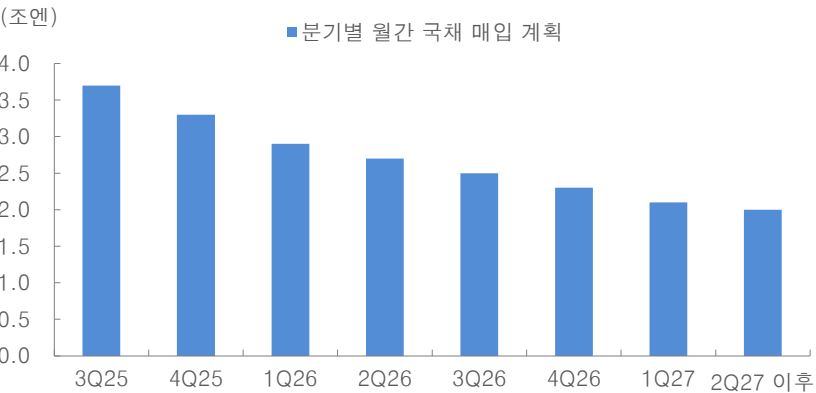
BOJ의 긴축 의사가 드러났던 7월 금융정책회의

BOJ 7월 금융정책회의 주요 내용 정리

구분	내용	의의
정책금리	1.00% 동결 6월 0.75% → 1.00% 인상 이후 유지	6월 인상 효과 확인 구간 긴축 사이클 종료는 아님
위원회 표결	8 : 1 금리 동결 찬성	위원회 내부 금리 인상 소수 의견
물가 리스크	기조적 물가의 2% 상회 가능성 경계	향후 금리 인상의 핵심 명분 강화
엔화 약세	엔화 약세가 내구재 가격 상승 요인으로 작용	과도한 엔화 약세가 추가 인상을 앞당길 가능성
중동 리스크	경기 하방·물가상방의 극단적 위험은 감소	중동 리스크 때문에 금리를 동결해야 할 명분은 약화
금융여건	실질금리는 여전히 마이너스 기업 자금조달 여건도 양호	추가 금리 인상 여력 존재
국채 매입 축소	27년 1분기까지 분기마다 월 매입액 약 0.2조엔 축소, 27 년 4월 이후 월 약 2조엔 매입	금리 인상과 함께 QT도 병행

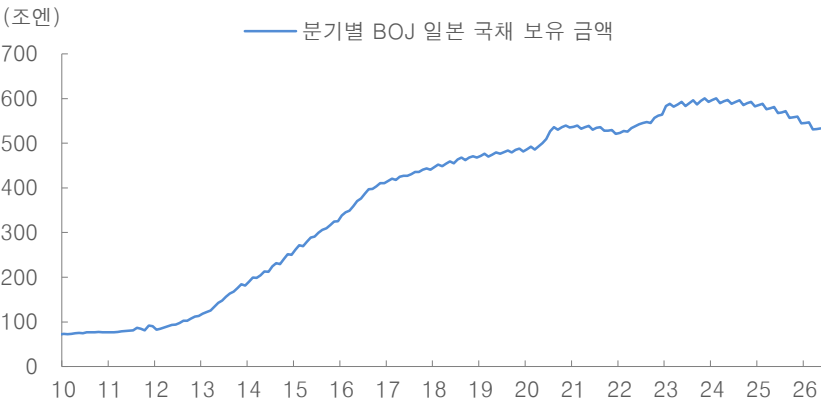
자료: BOJ, 대신증권 Research Center

BOJ 27년 4월부터 월간 국채 매입 축소 계획 중단



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ 일본 국채 보유 금액 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ 금융정책위원회 의사록에서 일부 위원 더 빠른 금리인상 주장

Some Bank of Japan members call for faster rate hikes, summary shows

By Leika Kihara

June 24, 2026 9:11 AM GMT+9 · Updated June 24, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

일본 기업향 서비스가격지수는 안정적

구분	5월	내용
전년 동기 대비	3.3%	기저효과 반등
국내 서비스 전월 대비	0.1%	구조적 약화 신호
항공 여객 전년 동기 대비	17.3%	외국인 관광 회복
금융 수수료 전년 동기 대비	0.0%	기업 수요 약화

자료: 대신증권 Research Center

타무라 위원, 물가의 상방 리스크를 경계하며 기준금리 인상 주장

Hawkish BOJ policymaker calls for rate hike once every few months

By Leika Kihara

June 25, 2026 11:40 AM GMT+9 · Updated June 25, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

근원 인플레이션이 이미 2%에 도달, 물가 상승 위험 현실화 경계

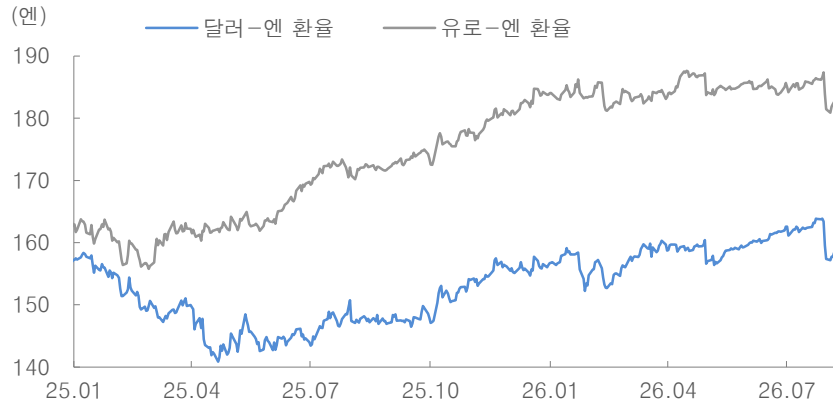
Speaking to business leaders in Japan's western prefecture of Hyogo, Naoki Tamura said underlying inflation had already reached the bank's 2% target.

“If the materialization of upside risks to prices becomes more likely, I consider it necessary to accelerate the pace of rate hikes without hesitation by increasing the frequency or size of rate hikes,” Tamura said.

자료: WSJ, 대신증권 Research Center

최근 엔화의 과도한 변동성과 부질서한 움직임에 대응해 미국과 일본 공동 개입

달러-엔, 유로-엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 재무성, 성명을 통해 미국과의 엔화 공동 개입 발표

Statement by Ms. KATAYAMA Satsuki, Minister of Finance, Japan

On Friday 31st, July (U.S. Eastern Time), Japan's Ministry of Finance purchased the Japanese yen in coordination with the U.S. Department of the Treasury.

This joint action was taken pursuant to the U.S.-Japan Finance Ministers' Joint Statement issued in September 2025 and countered excessive volatility and disorderly movements in the Japanese yen in recent months.

The Japanese Ministry of Finance remains attentive and in close communication with our counterparts at the U.S. Treasury. We will not hesitate to conduct further joint intervention.

Japan also plans to utilize the Federal Reserve's Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility in the future.

자료: 일본 재무성, 대신증권 Research Center

스콧 베센트 재무장관, 엔화의 과도한 변동성 대응 위해 공동 개입



Treasury Secretary Scott Bessent
@SecScottBessent



The Trump Administration delivers for America's trusted partners. Economic security is national security. And the U.S.-Japan alliance is built on both.

Friday's coordinated foreign exchange actions countered disorderly yen movements.

Treasury remains attentive and in close communication with our counterparts at MOF and BOJ. We will not hesitate to participate in further joint intervention.

The FIMA Repo Facility is an important backstop. We would encourage it to be upsized in the coming months.

We strongly support Japan's decisive market and monetary steps to correct the substantial undervaluation of the yen.

The Takaichi government is moving into an exciting new phase of Abenomics, as nearly 15 years of powerful stimulus have created durable, robust underlying economic dynamics.

8:00 AM · Aug 3, 2026 · 3.4M Views

자료: X, 대신증권 Research Center

일본의 미국채 매도는 미국의 부담 요인, 엔화 약세 방어에는 BOJ의 추가 금리 인상 필요

미국 입장에서 일본의 달러 재원 확보는 부담으로 작용

- 일본이 엔화 가치 방어를 위해 엔화를 매수할 경우 달러 재원을 확보하며 보유 중인 미 국채를 매도할 가능성
- 현재 미국채 금리가 레벨업된 상황 속, 일본의 추가 미국채 매도는 금리 상승 압력으로 작용할 여지
- 향후에도 FIMA를 통해 미 국채를 직접 팔지 않고 달러를 조달하게 함으로써 미국채 매도 압력을 완화

자료: 대신증권 Research Center

BOJ, 엔화 약세 지속되면 추가 인상 시점 앞당겨질 수 있어

BOJ nods to chance of early rate hike as Tokyo props up yen

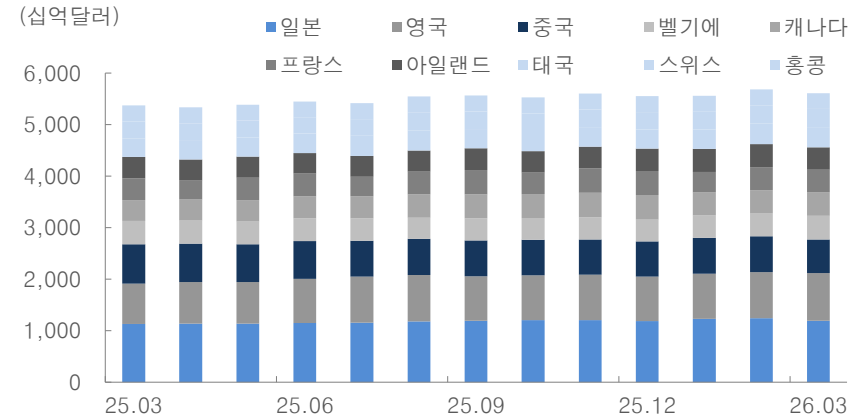
By Leika Kihara and Makiko Yamazaki

July 31, 2026 6:02 AM GMT+9 · Updated August 1, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

일본은 미국채 최대 보유국, 일본의 미국채 매도는 미국에 부담



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

향후 BOJ가 금리인상에 나서지 않을 경우, 엔화 강세 어렵다는 분석

Japan's fight with yen bears goes on after joint rescue

By Rae Wee and Ankur Banerjee

August 3, 2026 7:34 PM GMT+9 · Updated August 4, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

백투백 인상에도 기준금리 전망 상향 한국 수출·투자에서 내수로 확산되는 성장

Strategist 이경민

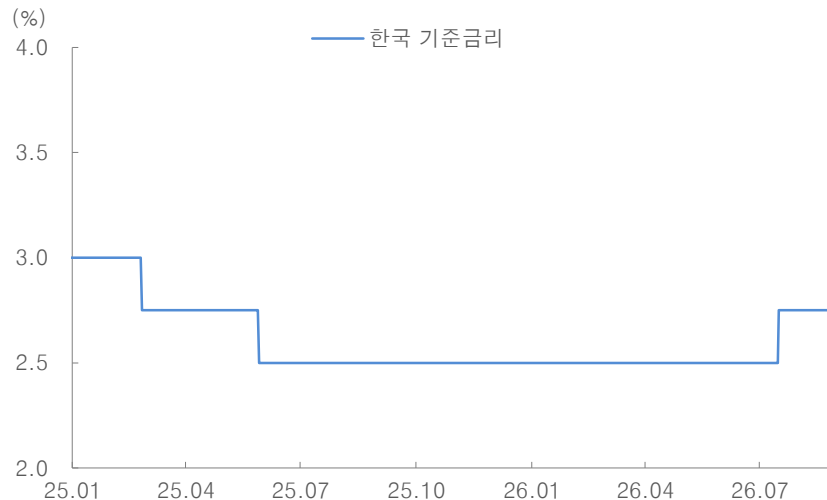
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

백투백 인상 이후에도 끝나지 않은 긴축, 반도체 호황에 성장 전망 상향

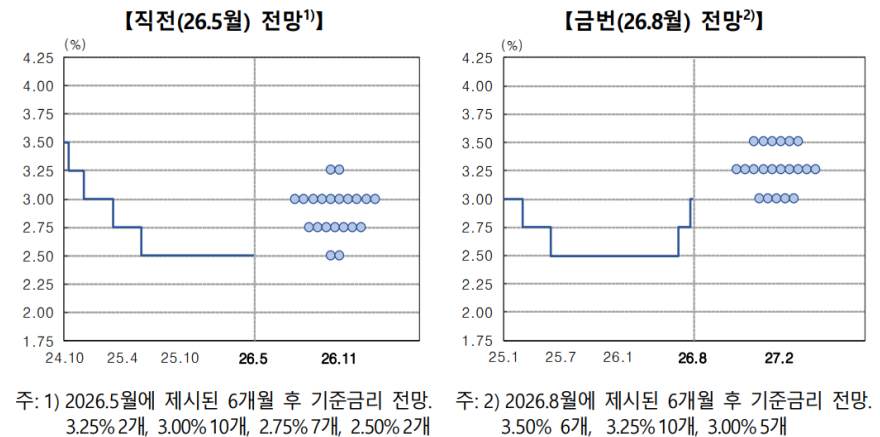
- 8월 금융통화위원회는 기준금리를 2.75%에서 3.00%로 25bp 인상하며 7월에 이어 백투백 인상을 단행. 예상보다 강한 성장과 목표를 상회하는 물가 흐름, 수도권 주택가격 및 가계부채 부담을 감안해 선제 대응이 필요하다고 판단. 다만 전원 일치 예상과 달리 6명이 인상에 찬성했고, 황건일 위원은 2.75% 동결을 주장하며 소수의견을 제시. 신현송 총재는 이번 인상을 물가 압력이 광범위하게 확산되기 전에 대응해 향후 긴축 비용을 줄이기 위한 조치로 설명
- 성장 전망은 예상보다 강한 반도체 경기와 그 파급효과를 반영해 큰 폭 상향. 한국은행은 2026년 GDP 성장률을 기존 2.6%에서 3.3%, 2027년을 2.1%에서 2.9%로 높임. 반도체 경기 호조가 수출과 설비투자의 높은 증가세로 이어지고, 교역조건 개선에 따른 소득 증가가 소비 회복으로 확산될 것으로 판단. 이에 성장의 중심이 수출에 머무르기보다 투자와 내수로 점차 넓어지면서 경기 하방 위험보다 견조한 성장에 따른 수요측 물가압력이 더 부각
- 최근 수출 실적도 한은의 성장 전망 상향을 뒷받침. 8월 1~20일 수출은 552억달러로 전년 대비 +56.0% 증가하며 동기간 역대 최대, 조업일수를 고려한 일평균 수출도 +61.5% 증가. 특히 반도체 수출은 260억달러로 동기간 역대 최대를 기록하며 전체 수출 증가를 주도했고, 무역수지도 140억달러 흑자를 기록. 7월 1~20일에 이어 두 달 연속 기록적인 수출 흐름이 이어지면서 반도체 호황의 강도와 지속성이 당초 전망을 웃도는 상황
- 2026, 27년 물가 전망은 2.7%, 2.3%로 유지한 반면 근원물가는 각각 2.5%로 상향. 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망 중간값도 3.25%로 현재보다 25bp 높아, 백투백 인상 이후 속도는 완만해지더라도 추가 인상 가능성은 여전히 열어둔 것으로 평가

8월 금융통화위원회 기준금리 25bp 인상, 7월에 이어 백투백 인상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

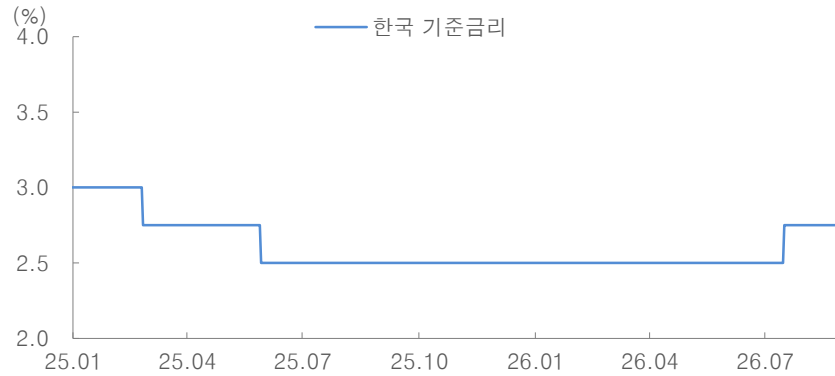
금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

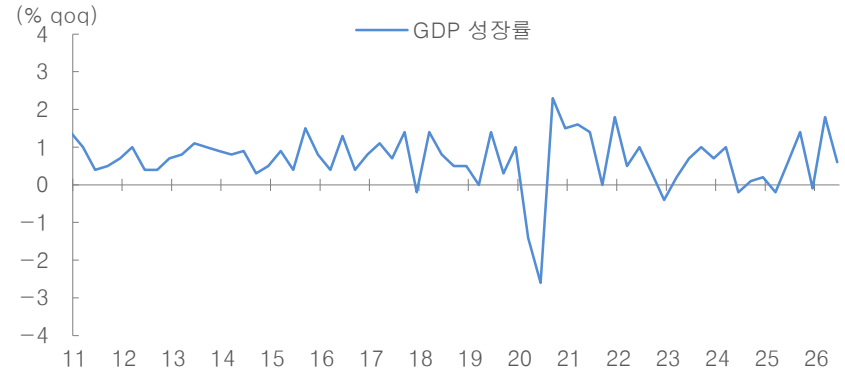
8월 금통위 백투백 인상 단행, 성장률 전망 상향에 긴축 기조 강화

8월 금융통화위원회 기준금리 25bp 인상, 7월에 이어 백투백 인상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2026년 GDP 성장률 전망 낙관적, 3.3%로 상향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국은행 매파적 기조, 미국채 금리 상승세로 국고채 금리도 상승세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러-원 환율 낙폭 뚜렷, 법인세 예납 수요와 수출 기업 환전 수요 영향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

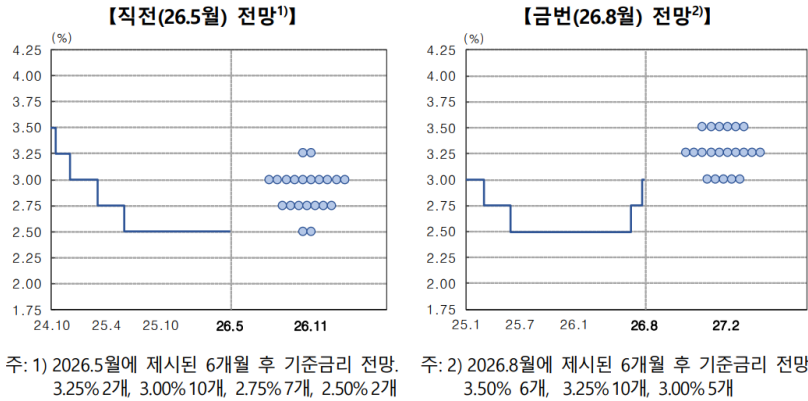
성장 눈높이는 높이고 물가 경계는 유지, 추가 인상 여지도 열어둔 한은

금융통화위원회 통화정책 방향 전문

- 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준 금리를 2.75%에서 3.00%로 0.25%p 인상하기로 결정. 국내경제가 수출 호조와 내수 회복에 힘입어 예상보다 높은 성장세를 이어가고, 물가상승률도 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망되는 만큼 물가 오름세 확산 방지를 위한 선제 대응과 금융안정 리스크 관리가 필요하다고 판단
- 세계경제는 중동지역 긴장이 이어지고 있으나 견조한 AI 투자 등에 힘입어 완만한 성장세를 지속하고, 물가는 에너지 가격 상승 영향으로 당분간 높은 수준을 나타낼 전망. 국제금융시장에서는 미 연준 통화정책과 중동 관련 불확실성, 주요국 재정건전성 우려로 장기 국채금리가 상승한 반면 미 달러화는 약세. 주가는 AI 투자 수익성 우려에도 양호한 기업 실적을 반영해 대체로 상승. 향후 세계경제와 금융시장은 중동사태, AI 투자 전망, 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화에 영향을 받을 전망
- 국내경제는 수출 및 투자를 중심으로 높은 성장세를 지속했고 취업자수도 서비스업을 중심으로 완만한 증가세를 이어감. 향후 반도체 경기 호조로 수출과 투자의 높은 증가세가 지속되고 소득 여건 개선에 따라 소비 회복도 확대되면서 견조한 성장세를 이어갈 전망. 이에 금년과 내년 성장률 전망을 기존 2.6%, 2.1%에서 각각 3.3%, 2.9%로 큰 폭 상향. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 내수 파급 정도와 중동사태, 통상환경 변화 관련 불확실성이 잠재
- 7월 소비자물가 상승률은 석유류와 농축수산물 가격 오름세 둔화로 2.8%로 하락했으나, 근원물가는 개인서비스와 내구재 가격 상승으로 2.6%로 확대. 단기 기대인플레이션은 2%대 후반 수준을 유지. 향후에는 누적된 비용압력의 전이와 소득 여건 개선에 따른 수요측 압력이 확대되며 물가가 상당기간 목표수준을 상회할 전망. 소비자물가 전망은 금년 2.7%, 내년 2.3%로 유지했으나 근원물가는 금년과 내년 모두 2.5%로 상향. 향후 물가경로는 국제유가·환율, 내수 개선 속도와 임금 상승세에 영향받을 전망
- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 높은 변동성이 지속. 원/달러 환율은 외국인 주식자금 유출 완화와 미 달러화 약세로 외환수급 여건이 개선되며 큰 폭 하락. 국고채금리는 국내 성장세 확대와 미 국채금리·국제유가 움직임에 영향받아 상당폭 등락했고, 주가는 반도체 업종을 중심으로 급락한 뒤 일부 반등. 수도권 주택가격은 높은 상승세를 지속했고 가계대출도 상당폭 증가
- 금융통화위원회는 성장세를 점검하면서 중기적으로 물가상승률이 목표수준에서 안정되도록 하는 동시에 금융안정에 유의해 통화정책을 운용할 방침. 국내경제는 수출·투자 호조와 소비 회복으로 견조한 성장세를 이어가고, 물가는 누적된 비용압력과 수요측 압력 확대로 상당기간 목표수준을 상회할 전망. 수도권 주택가격과 가계부채 증가세에도 지속적인 주의가 필요한 만큼, 향후 물가·경기·금융안정 상황을 점검하며 추가 인상의 시기와 속도를 결정할 계획

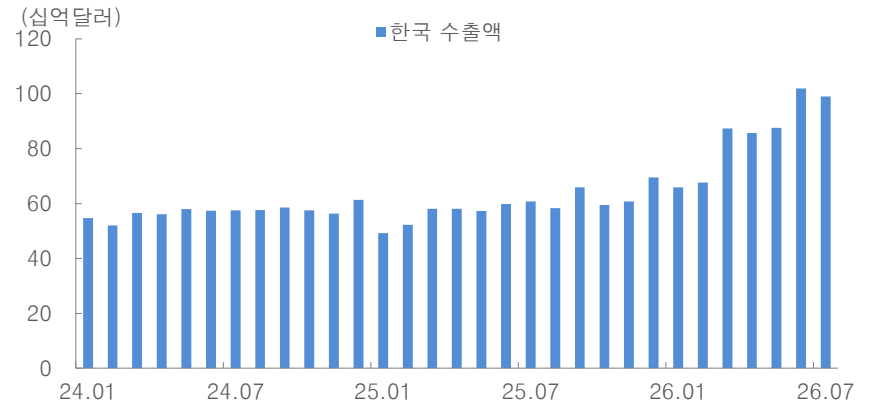
금통위원 기준금리 전망 상향 조정, 성장 눈높이 높아지자 금리 눈높이도 상향

금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망



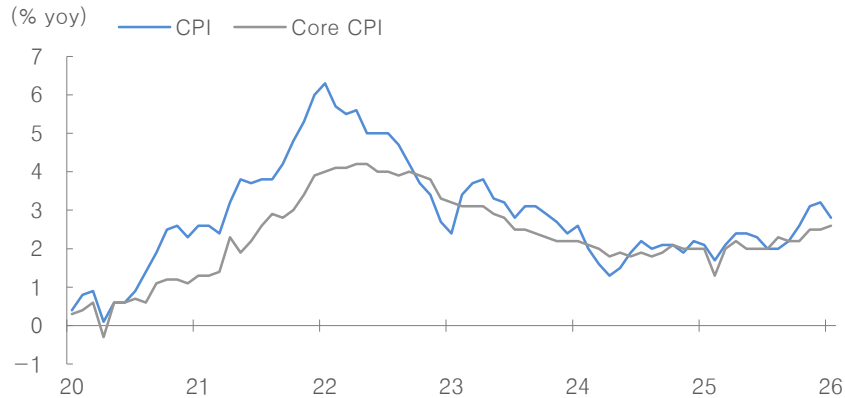
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 수출 호조가 경제 성장률 상향에 기여



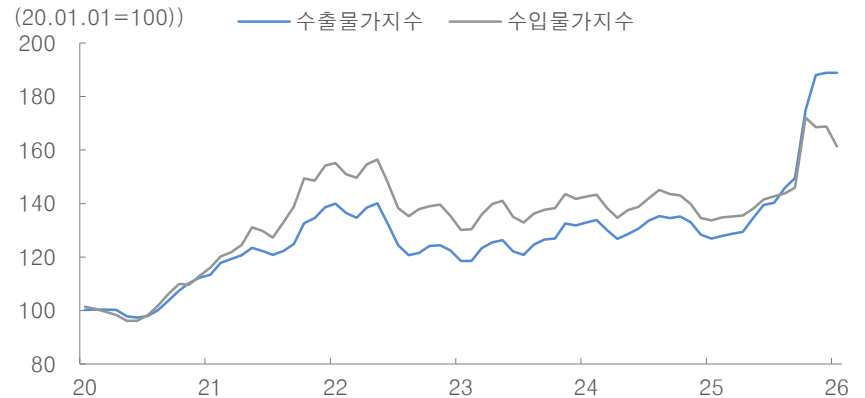
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 7월 소비자 물가, 석유류 가격 부담 완화로 2%대로 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

수입물가지수, 국제 유가 하락하며 3년 반 만에 가장 큰 폭 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국은행 금리 인상 사이클을 기정사실화, 경상수지 흑자 최고치

2026년도 제12차 금융통화위원회 의사록

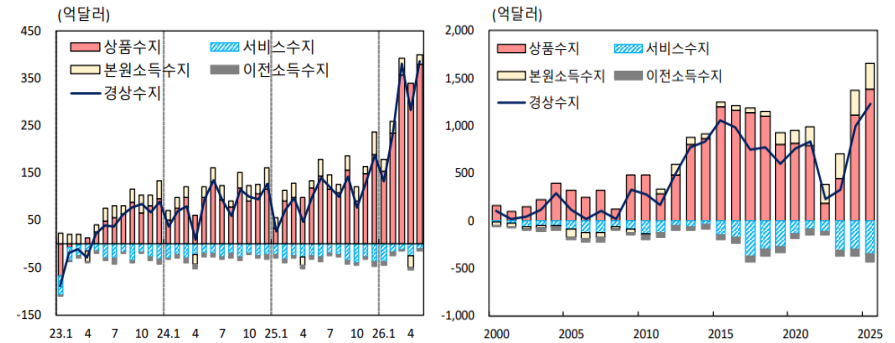
- 일부 위원은 FOMC 결정과 중동협상 타결 후 상황 변화 등도 적절히 반영하고 금융불균형에 대해 경계감을 가지면서도 금리상승 과정에서 나타날 수 있는 리스크에 대해 잘 대비하자는 취지를 전달할 필요가 있다는 의견을 제시
- 일부 위원은 환율이 변동성뿐 아니라 높은 수준을 장기간 지속하고 있는 점을 지적할 필요가 있고, 주택시장에서의 기대심리가 다시 확산되면서 임금·성과급 등 부동산으로의 자금유입 가능성이 커진 점을 관련 파트에서 강조해야 한다고 언급하였음. 또한 GDP 대비 가계부채 비율이 경제 성장세에 힘입어 빠르게 하락할 것이지만 최근 빚투가 늘어나고 가계대출 증가세도 다시 확대되고 있어 이에 대한 우려가 보다 부각되어야 한다는 의견을 제시

핵심포인트

- **금리가 오르는 과정에서**라는 표현에서 인상 사이클 기정사실화
- 주택 재가속·빚투 급증·가계대출 재가속·환율 장기 고위를 복합 금융불균형 경보로 공식화

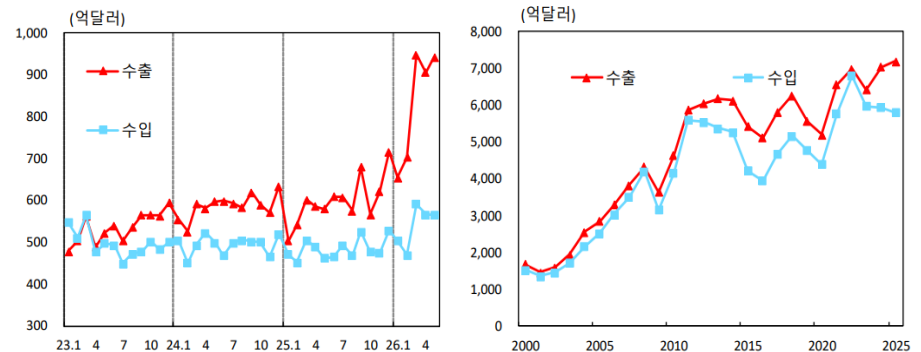
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 경상수지 2026년에 들어서며 급증



자료: 한국은행(재인용), 대신증권 Research Center
주: 경상수지 추이, 최근 월별(좌), 2000년 이후 연간(우)

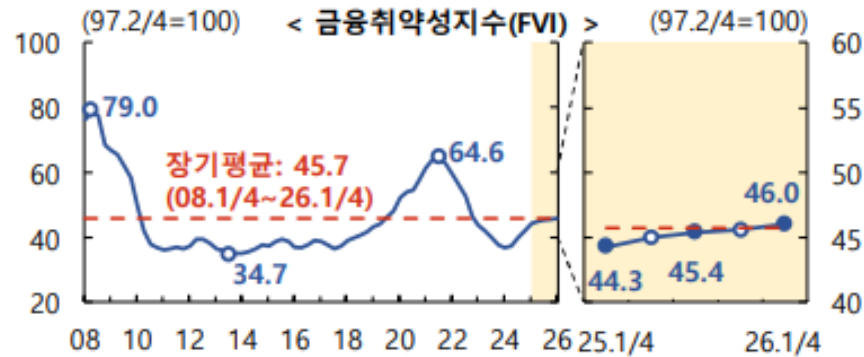
한국 수출도 2026년 들어서며 급증



자료: 한국은행(재인용), 대신증권 Research Center
주: 경상수지 추이, 최근 월별(좌), 2000년 이후 연간(우)

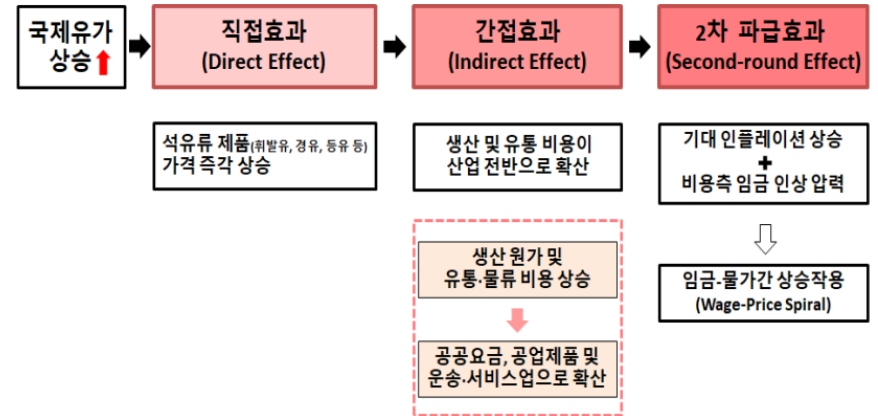
가계 대출 확대와 함께 금융취약성지수 상승, 국제 유가 상승과 반도체 업종 성과급으로 물가 우려 확대

금융취약성지수 장기 평균 상회



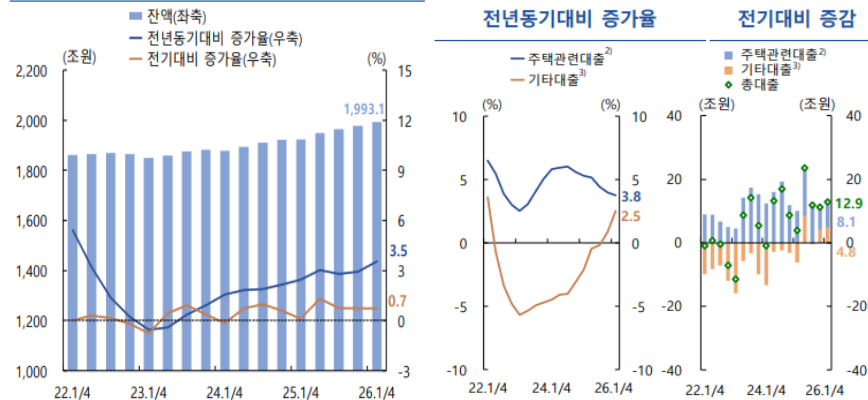
자료: 한국은행(재인용), 대신증권 Research Center

국제 유가 상승이 물가에 미치는 파급 효과



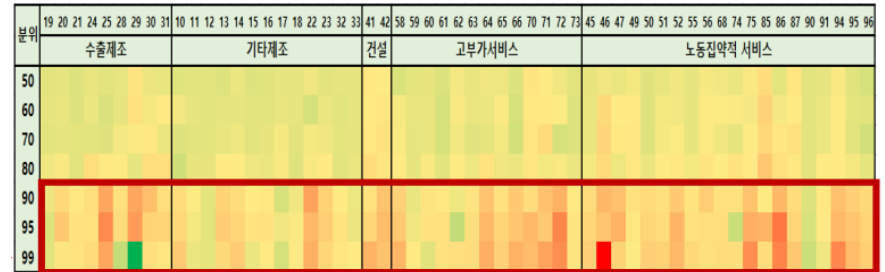
자료: 한국은행(재인용), 대신증권 Research Center

가계신용 증가에 확대, 기타 대출 증가폭 확대



자료: 한국은행(재인용), 대신증권 Research Center

분위수별 IT 급여 상승 파급의 효과, 임금 상승이 산업 전반으로 확산

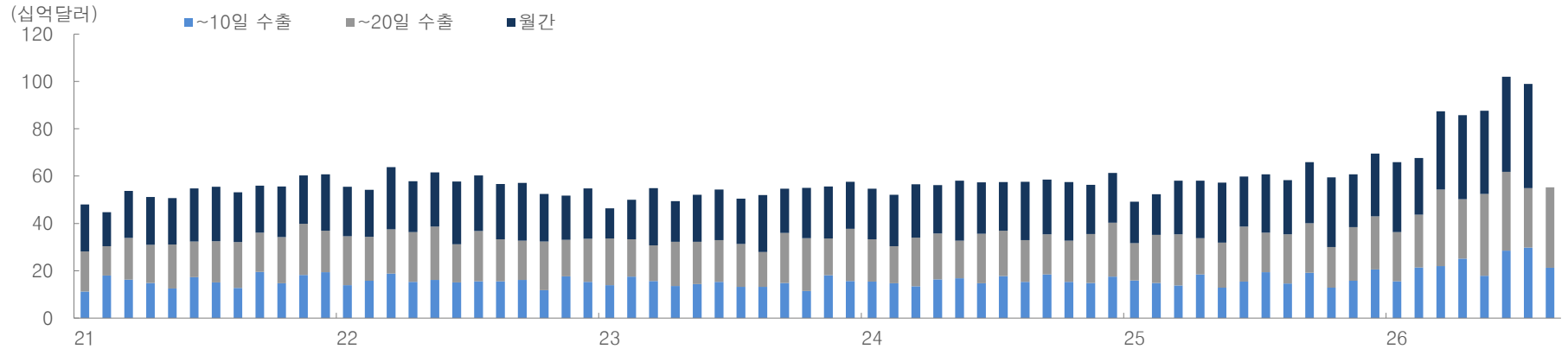


주: 1) 붉은색에 가까울수록 IT부문 특별급여 상승에 따른 해당 부문 정액급여의 영향이 분기별로 양(+)의 효과, 초록색에 가까울수록 음(-)의 효과, 노란색에 가까울수록 0에 가까운 효과를 의미
2) 추가효과는 IT 특별급여 분포 가정에 따른 분위수별 비선형적 실제 효과와 분포 미가정 하의 통상적 선형 효과의 차이분을 의미. 즉, IT 부문 특별급여가 이례적으로 크게 상승할 때, 예상 수준을 상회하는 추가효과를 뜻함

자료: 한국은행(재인용), 대신증권 Research Center

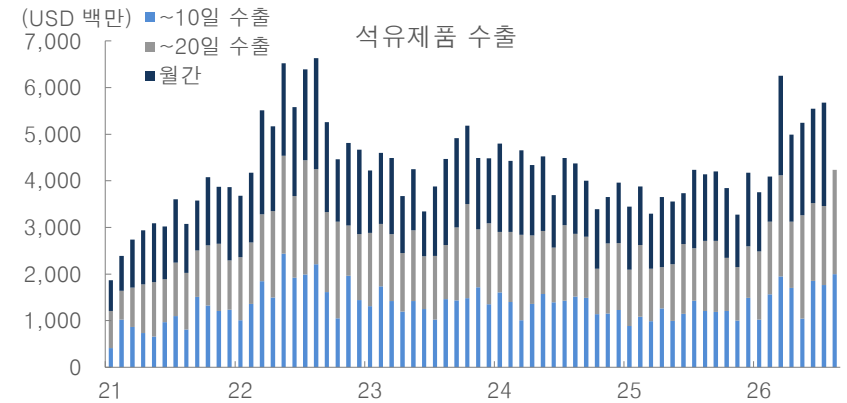
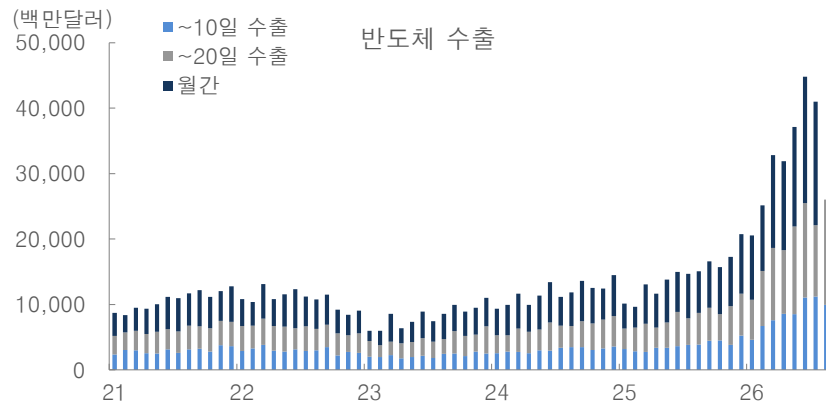
[8월 잠정 수출] 반도체 수출 호조 지속, 한국 수출 증가세 견인

한국 8월 1~20일 수출 전년 동기 대비 +56.0% 증가하며 552억달러 기록



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

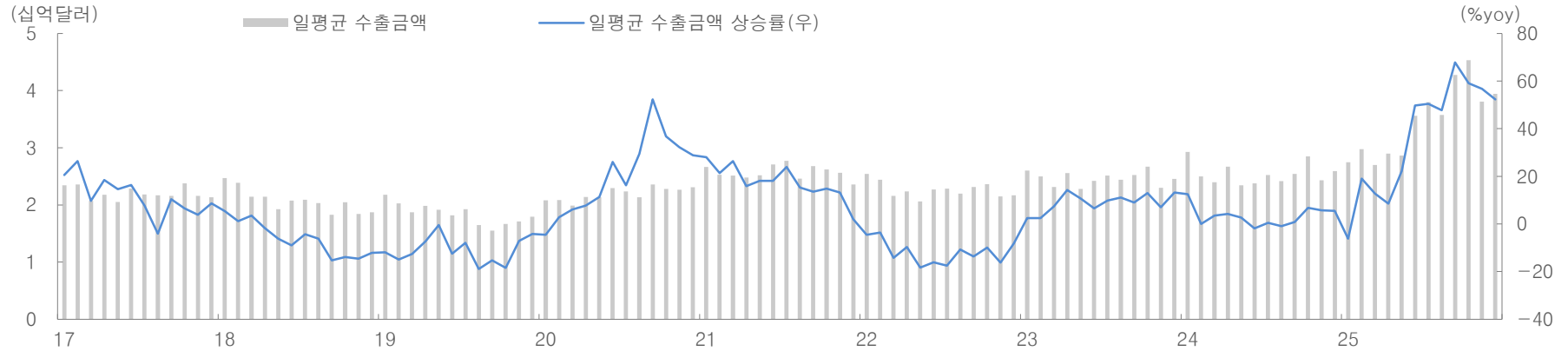
8월 1~20일 반도체 수출은 260.3억달러로 전년 대비 +198.8% 증가, 석유제품 수출은 42.3억달러로 전년 대비 +56.4% 증가



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

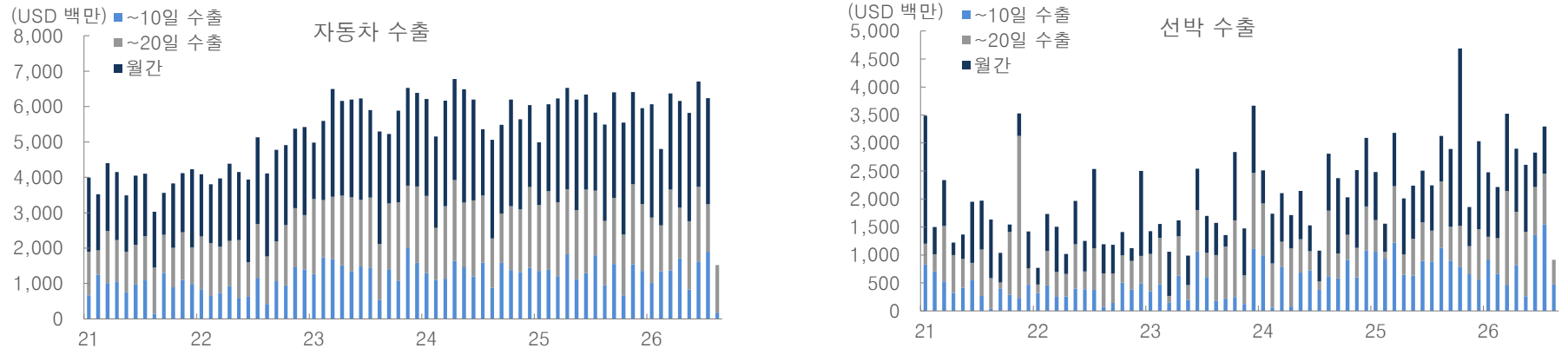
일평균 수출금액은 상승 흐름 지속, 자동차와 선박 수출 부진

한국 일평균 수출금액도 상승 흐름 지속



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

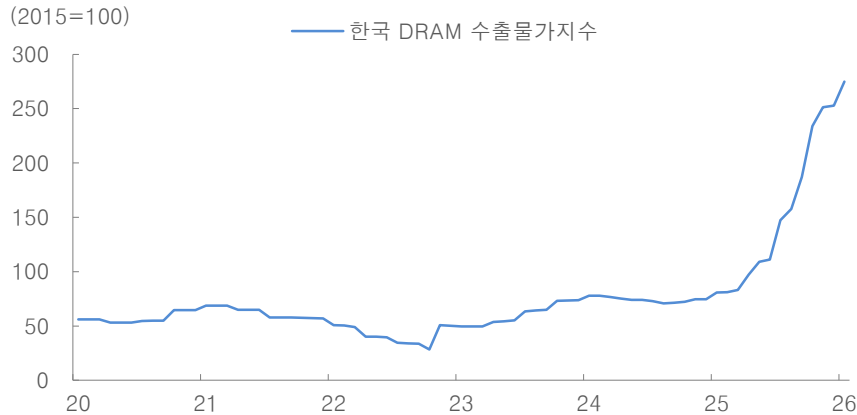
자동차 수출 15.2억달러(-45.1%)로 집계되며 큰 폭 하락, 선박 수출도 9.1억달러(-60.5%)로 부진



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

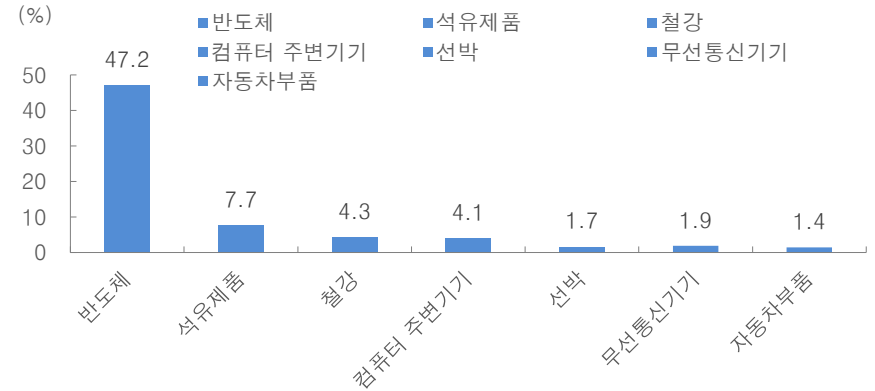
DRAM 수출 물가 상승세는 긍정적, 중국, 홍콩, 말레이시아 수출 증감률 뚜렷

한국 DRAM 수출물가는 상승세 지속



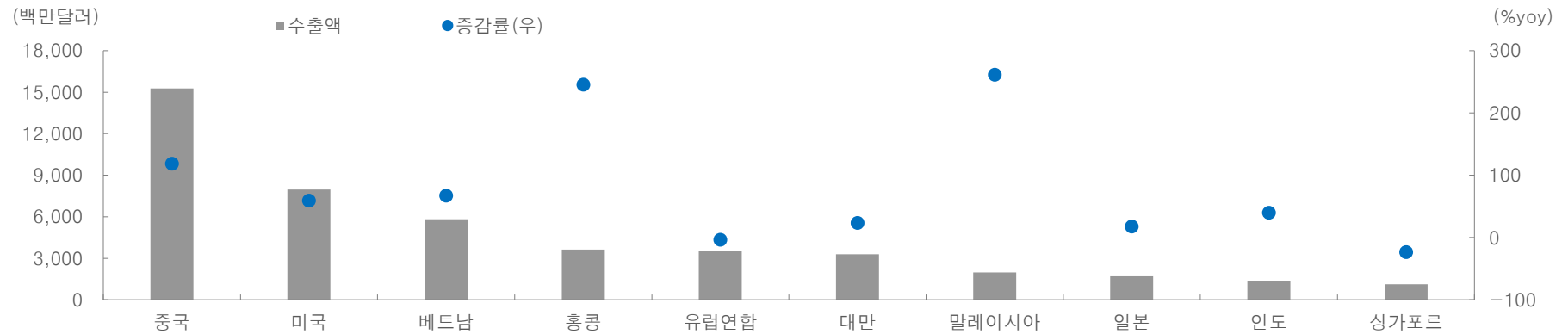
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

전체 수출 중 반도체 수출 비중 47.2%로 증가



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주요국 수출 동향, 중국, 베트남, 홍콩 등 수출 확장세 지속



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

중국, 첨단 산업이 떠받치는 경기, 내수는 부진 정부의 추가 정책지원 가능성에 주목

Strategist 이경민

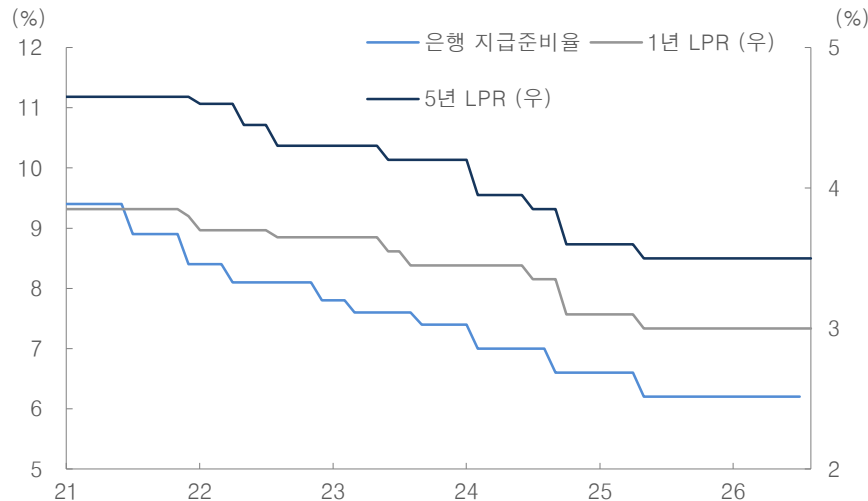
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

수출·첨단 제조업이 버티는 중국, 내수 회복 여부를 확인

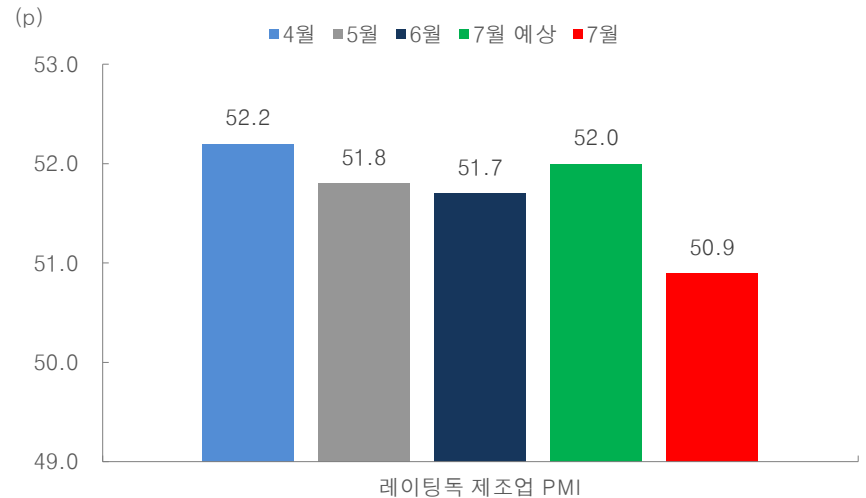
- 9월 중국 경제지표에서는 수출과 첨단 제조업이 내수 둔화를 얼마나 방어할 수 있는지가 핵심. 7월 수출은 전년 대비 +23.9%, 첨단 제조업 생산은 +16.9% 증가하며 견조했지만, 산업생산은 +4.5%, 소매판매는 +0.6%로 둔화됐고 1~7월 고정자산투자도 -6.7%로 부진. 이에 수출·첨단산업과 내수 경기 간 격차가 지속되는지, 또는 제조업 호조가 소비·투자로 확산되며 경기 하방 압력을 완화하는지 확인할 필요
- 물가에서는 생산 물가 상승이 소비자 물가로 전가되는지가 중요. 7월 PPI는 전년 대비 +3.5%로 6월 +4.1%에서 상승폭이 둔화됐지만, CPI는 +0.5%, Core CPI도 +0.9%로 완만한 흐름. 최근 원재료비 상승으로 기업의 마진 부담이 확대되는 반면 내수 부진으로 최종 가격 전가는 제한되고 있어, 생산자물가와 소비자물가 간 격차가 지속되는 상황. 이에 PPI 상승세가 다시 확대되는지와 함께 서비스 물가가 반등하며 내수 가격 압력으로 확산되는지에 주목
- 정책 측면에서는 9월 LPR 인하 여부보다 재정 정책의 실제 집행 속도가 더 중요한 변수. 8월 LPR은 1년물 3.0%, 5년물 3.5%로 15개월 연속 동결됐으며, 인민은행도 즉각적인 정책금리 인하보다는 유연한 유동성 공급 기조를 유지. 반면 정부는 8,000억위안 규모 정책금융 수단의 프로젝트 접수를 시작하고 소비·중소기업 대출에 대한 이자보조를 확대하는 등 재정 지원을 강화. 9월에도 LPR은 동결 가능성에 무게가 실리는 가운데, 정책금융 집행과 소비·인프라 지원이 실제 내수 회복으로 연결되는지가 핵심. 다만 8월 소비·투자·부동산 지표가 추가 악화될 경우 정책금리와 LPR 인하 기대가 다시 높아질 여지

중국 인민은행, 15개월 연속 LPR 금리 동결



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 제조업 PMI 내수 수요 위축, 지방 정부 재정 상황 악화 등으로 부진



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

15개월 연속 LPR 금리 동결, 재정정책 신호 전까지 인하 유보

중국 인민은행, 15개월 연속 LPR 금리 동결

2026年8月20日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告		
字号 去 史 公	文章来源: 货币政策司	2026-08-20 09:00:00
中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026年8月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。		
打印本页 关闭窗口		

중국 인민은행은 전국은행간자금조달센터(NIFC)를 통해 2026년 8월 20일 기준 대출우대금리(LPR)를 다음과 같이 발표했습니다. 1년 만기 LPR은 3.0%, 5년 이상 만기 LPR은 3.5%입니다. 이 금리는 차기 LPR 발표 시까지 유효합니다.

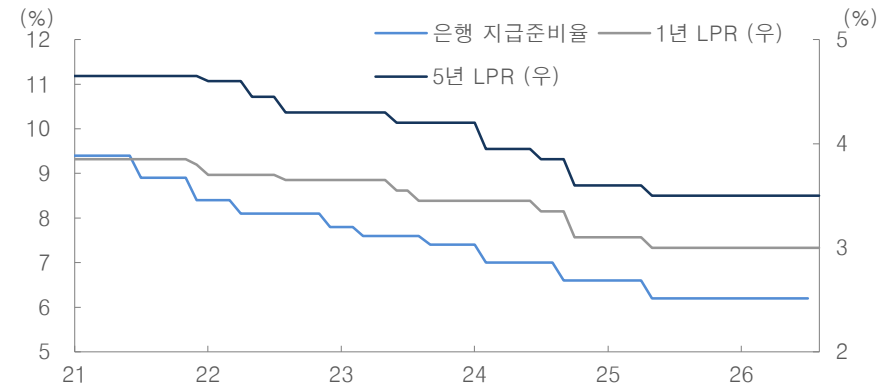
자료: PBOC, 대신증권 Research Center

최근 LPR 결정과 비교

8월 LPR 결정	7월 LPR 결정
7월 금융지표 둔화하고 하반기 업 무회의서 완화 발언 나왔음에도 금리 동결 결정 - 특별국채·추경 등 재정정책 확인 이후 통화·재정 공조에 나서려는 전략적 관망 지속	- 신용 부진에도 7월 LPR 인하를 유보한 PBOC는 실질적인 인하 트리거를 추경, 특별 국채 같은 재정 확정으로 명시적 조건화 - 하반기 통화, 재정 정책의 협조를 의도하는 전략적 관망 입장

자료: 대신증권 Research Center

중국 LPR 금리 추이



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

LPR 정책 결정: 신호와 불일치

일시 / 항목	정책신호 / 지표	시사점
8월 14일 금융통계	광의통화(M2) +7.7% YoY 협의통화(M1) +4.0% YoY	통화수요 심화 약화
8월 2일 하반기 업무회의	조건이 맞으면 완화 정책 확대	통화정책 완화
PBOC 조건부 완화 전략	추경정 예산, 특별 국채 미결정	재정, 통화 정책 조합 중시

자료: 대신증권 Research Center

다음 LPR 발표는 9월 20일, 금리 동결 이어질 가능성 높음

최근 LPR 금리 결정 비교	
날짜	주요 내용
8월 20일	PBOC는 신용 임펄스 급둔화와 금융통계 악화에도 LPR을 동결. 금리 인하의 실질 트리거를 재정 정책 선행 (특별국채 발행)으로 명확히 조건화
7월 20일	PBOC는 신용 임펄스 쇼크와 시장의 인하 기대에도 7월 LPR을 동결. 금리 인하 조건이 재정 정책 선행(추경·특별국채 발행)으로 조건화됨을 재확인
6월 22일	PBOC는 신용 부진에도 6월 LPR 동결. 온·오프쇼어 비대칭 정책과 금리 코리도 정밀화로 완화 사이클을 마무리하고 하반기 재정 정책을 기다리는 전략

자료: 대신증권 Research Center



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LPR 금리 동결 근거 확인			
항목	이번결과	변화/배경	시사점
가계 증장기대출	반전 신호 포착	약세 -> 회복	모기지 수요 회복, 인하압박 완화
인하 선행조건	재정정책	8/2 조건부 증량정책 신호	독자인하 거부, 9월까지 현 기조
시장기대	9월 이후로 이연	6~7월과 동일 패턴	특별국채 발행, 9월 LPR 관망

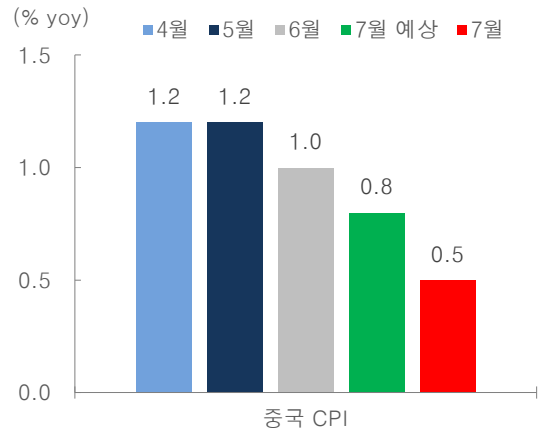
자료: 대신증권 Research Center



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

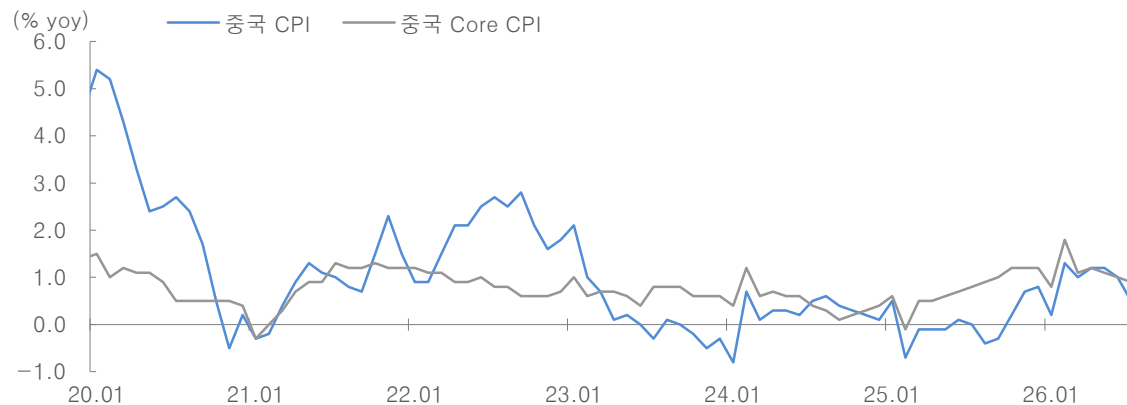
[물가] 소비자·생산자 물가 상승세 둔화, 내수 부진과 에너지 가격 하락 영향

7월 CPI +0.5%로 예상치 크게 하회



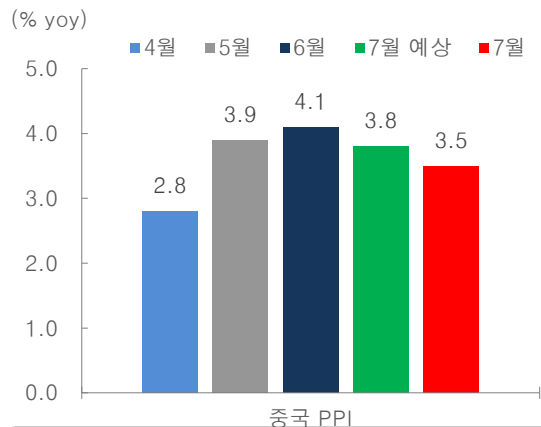
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

Core CPI 견조했음에도 내수 부진과 가격 전가 한계에 둔화



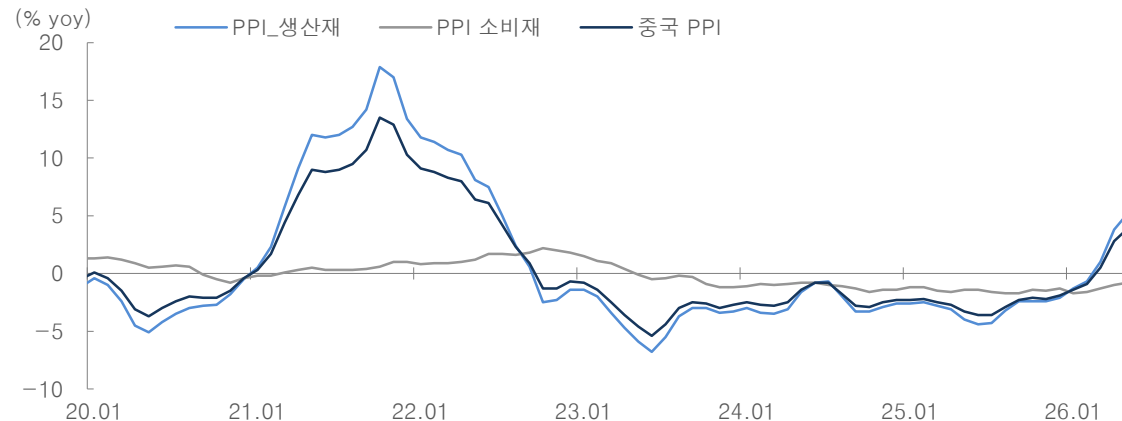
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 PPI +3.5%로 3개월래 최저치



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

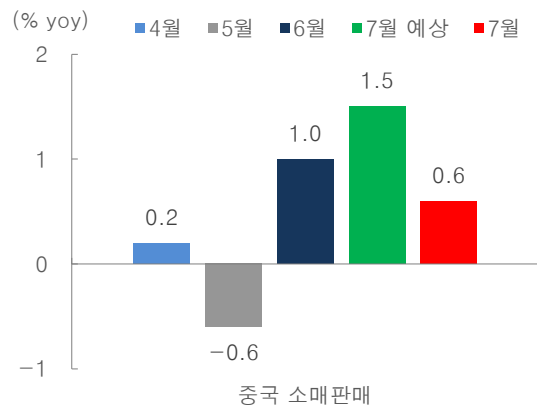
중국 생산자 물가 둔화로 소비자 물가 전가도 약한 상황



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

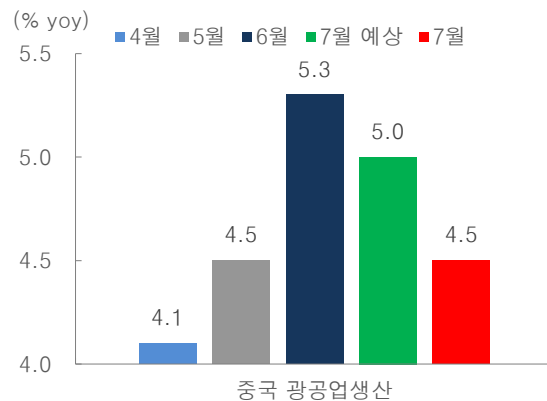
[실물지표] 첨단 제조업 선방에도 내수, 투자 회복은 제한

7월 소매판매 +0.6%로 예상치 크게 하회



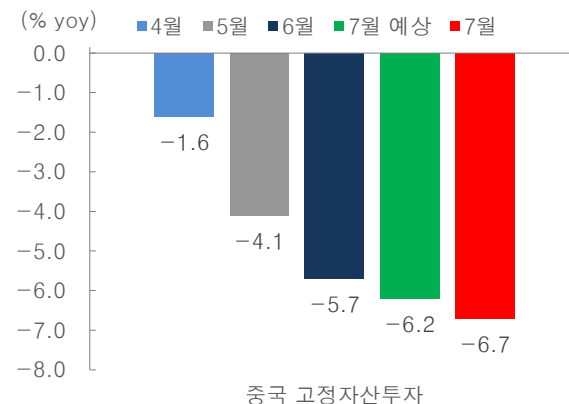
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 광공업생산 +4.5%로 예상치 하회



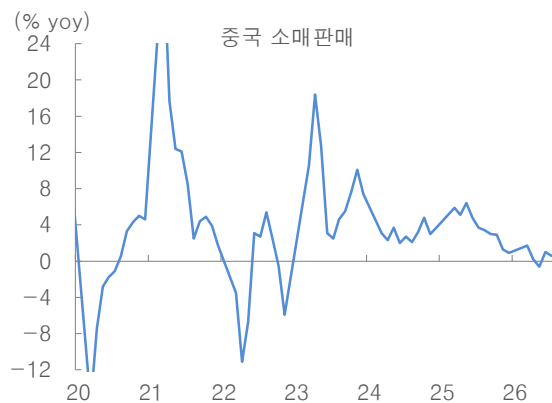
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 고정자산투자 -6.7%로 예상치 하회



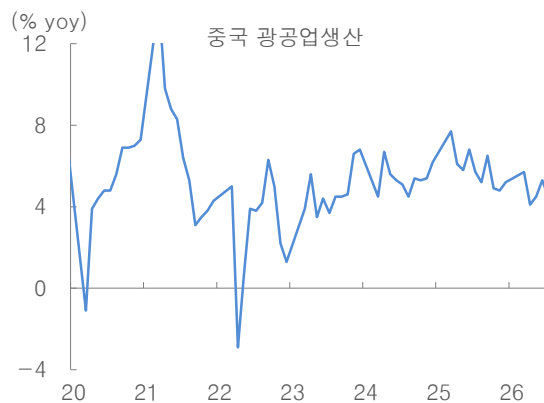
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

자동차 판매 급감 속 내수 소비 회복 위축



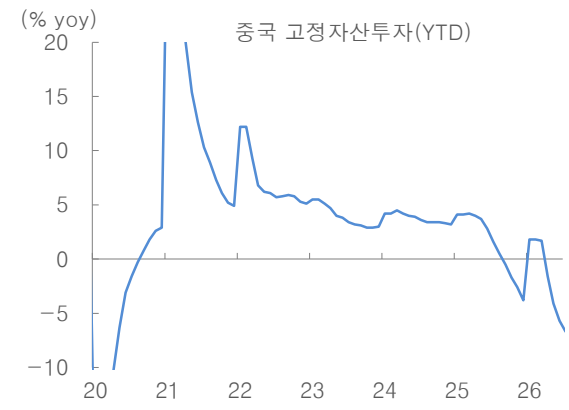
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

첨단 제조 성장 속 전통 산업과 차별화 지속



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

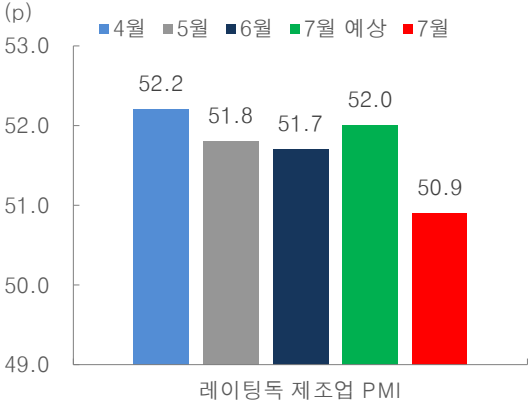
부동산 투자와 민간 투자 부진



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

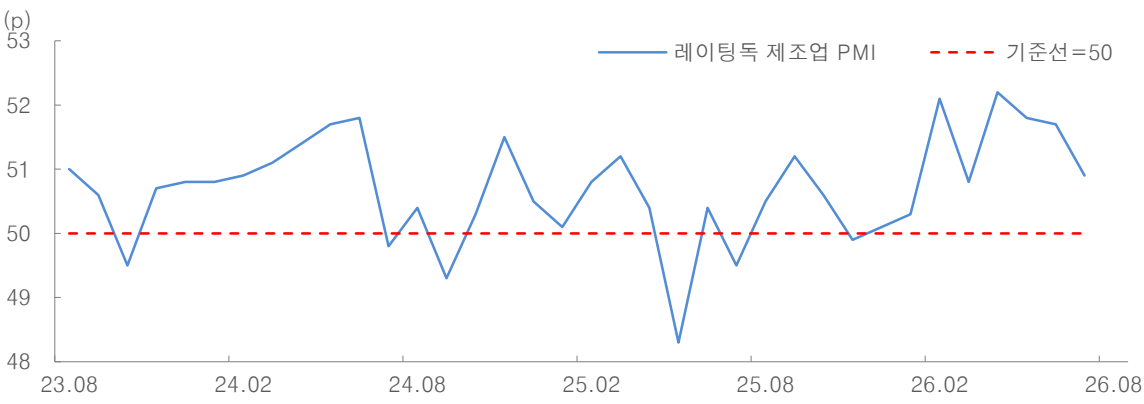
[PMI] 제조업, 서비스업 경기 성장세 둔화 뚜렷. 내수 부진이 경기 둔화를 야기

7월 제조업 PMI 4개월 만에 최저치 기록



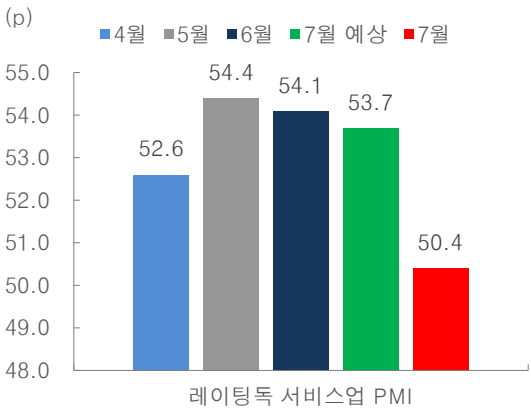
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 내수 수요 위축, 지방 정부 재정 상황 악화 등으로 부진



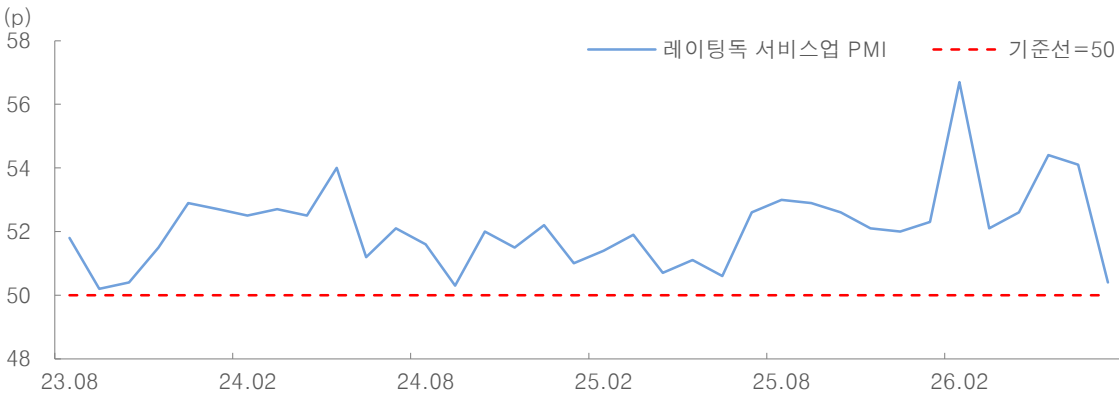
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

7월 서비스업 PMI 예상치 큰 폭 하회



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

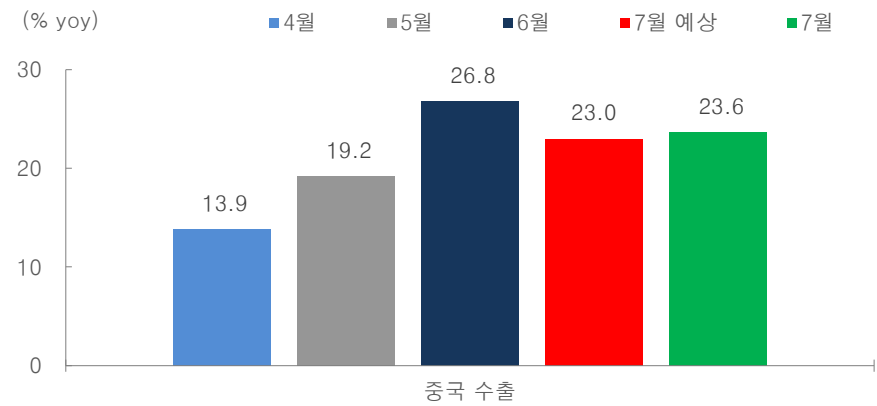
기업 활동, 신규 주문 증가세 둔화로 24년 9월 이후 가장 낮은 성장세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

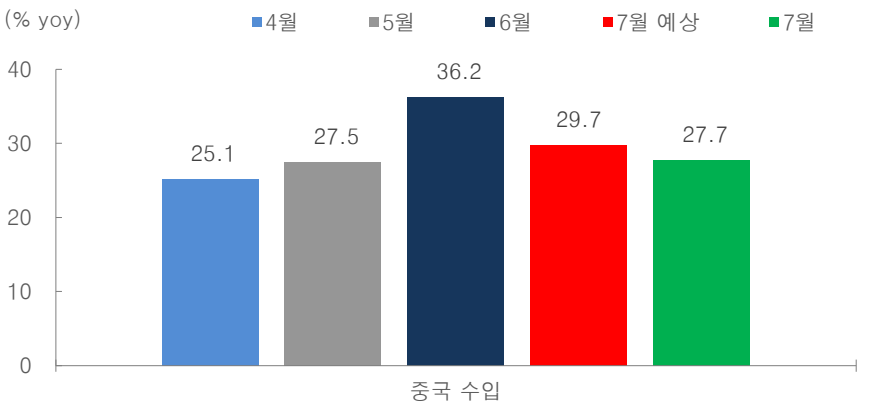
[수출/입] 대외 악재에도 불구하고 중국 하이테크 상품 수요가 수출 상승세 견인

중국 7월 수출 전년 대비 23.6% 상승하며 예상치 상회



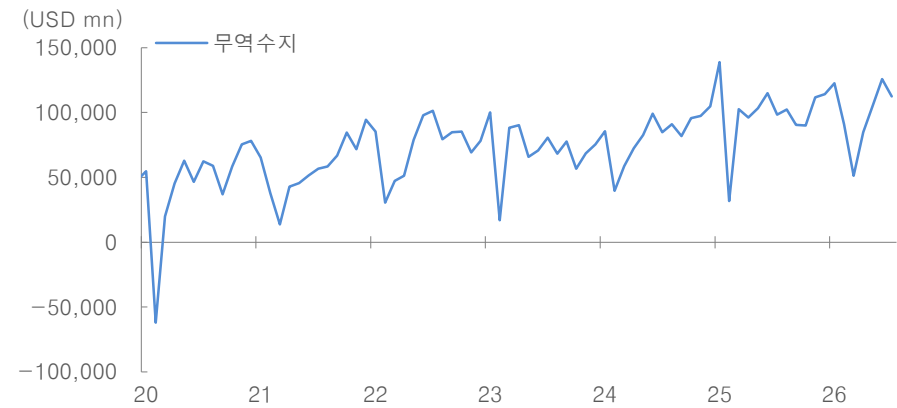
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 6월 수입 전년 대비 27.7% 상승하며 예상치 하회



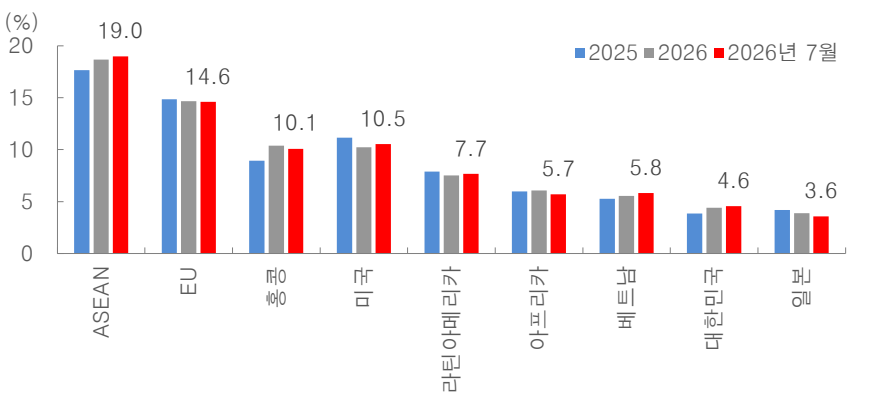
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 무역수지 흑자에도 예상치, 전월치 소폭 하회



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

ASEAN, 미국, 라틴아메리카 수출 상승, EU, 홍콩 수출은 감소



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 인민은행 통화정책위원회 성명: 역주기 조절 확대 선언, 3분기 금리, 기준율 인하 포석

인민은행 2분기 통화정책위원회 성명 주요 내용		
구분	직전 분기	이번 분기
통화정책	적당히 완화적인 수준으로 유지	기조 불변 + 완화 강도 명시적 상향
역주기 조절 강도	강화	확대로 상향
경기 진단	일반적 표현	강한 공급과 부진한 수요 구조 인정
물가 정책	안정성 강조	합리적 회복 촉진 명시
금융개방	산발적 조치	고수준 쌍방향 개방 중기 전략화
재정, 통화 협조	명시 수준 낮음	협동 강화 공식 확인

자료: PBOC, 대신증권 Research Center

구조적 수급 불균형과 디플레이션 압력

정책적 의의: 인민은행이 최고위급 공식 문서에서 ‘공급은 강하고 수요는 약한 구조’를 직접 언급한 것은 매우 이례적입니다.

물가 정책 변화: 기존의 ‘안정성 강조’에서 ‘물가의 합리적 회복을 촉진한다’는 명시적 목표로 전환하며 대규모 경기 부양의 명분을 축적했습니다.

자료: 대신증권 Research Center

중기 전략으로 격상된 주요 정책 과제

고수준 쌍방향 금융 개방

6월의 산발적 조치들(역외 외환 파일럿, 국채 선물 개방 등)을 단순 일회성 조치가 아닌 ‘위안화 국제화’를 위한 중기 공식 패키지로 성명서에 편입.

재정-통화 정책 협동 강화

1분기 대비 명시적 수준이 높아짐. 단순 통화 완화를 넘어 ‘재정 확대 + 통화 지원’의 패키지 신호 공식 확인.

자료: 대신증권 Research Center

중국 인민은행 유동성 공급 확대, 정책 금리 기준 변경 가능성 시사

PBOC 역레포 공급 비교

구분	6월 4일	5월 14일	의의
공급규모	5,000억 위안	3,000억 위안	시리즈 역대 최대, 분기말 선제 대응
만기	3개월(92일)	6개월(184일)	분기말~3분기초 유동성 직접 타겟
조작일/ 만기일	6월 5일 ~ 9월 5일	5월 14일 ~ 11월 17일	중기 유동성 공급 곡선 다층화
정책 신호	분기말 집중 대응 강화	하반기 유동성 기반 조성	MLF 기준금리 인하 기대 상승
시장 영향	3~6개월 채권 매수압 강화	중기 채권 기본 수요층 형성	국채, 신용채권 상승 압력 강화

자료: PBOC, 대신증권 Research Center

최근 PBOC 매입단식 역레포 공고 타임라인

구분	공고일	실시일	규모	만기
No.8	4/14	4/15	5,000억 위안	6개월
No.9	4/30	5/6	3,000억 위안	3개월
No.10	5/14	5/15	3,000억 위안	6개월
No.11	6/4	6/5	5,000억 위안	3개월
No.12	6/12	6/15	6,000억 위안	6개월

자료: PBOC, 대신증권 Research Center

PBOC, 단기 금리 조정 방식 개선 및 익일물 역레포 거래 확대

中인민은행, 금리 기준 바꾼다

중국 인민은행(PBOC)이 주요 정책금리 기준을 현재의 7일물 역레포(역환매 조건부 채권) 금리에서 익일물 금리 중심으로 변경할 가능성을 시사했다. 주요국 중앙은행과 유사한 체계를 도입해 단기 자금 조달 비용에 대한 통제력을 높이려는 움직임으로 풀이된다.

자료: 매일경제, 대신증권 Research Center

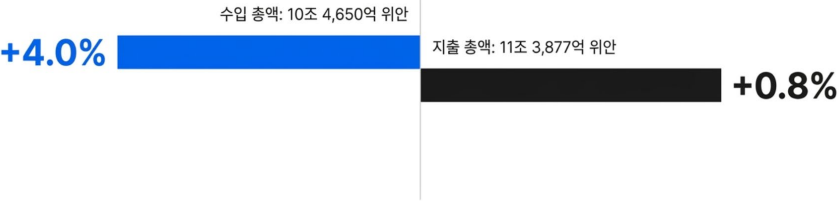
중국 재정수지, 수입 증가에도 지출 둔화하며 재정 균열 우려 확대

중국 재정부 2026년 1~5월 재정 수지 현황

구분	전년 동기 대비	주이 및 맥락
일반공공예산 수입	+4.0%	1~2월 +0.7%, 5개월 연속 가속
일반공공예산 지출	+0.8%	1분기 +2.6%, 급감속 신호
지방 일반공공예산 지출	-0.1%	사상 첫 누적 마이너스 [이자부담, 토지수입]
국유토지 매각수입	-28.7%	1~2월 -25.2%, 약화 지속
정부성 기금예산 수입	-19.2%	전향채 조달 필요
개인소득세	+12.2%	고소득 임금, 자본이득 효과
증권 거래 인지세	+88.8%	증권사 단기 우호적
법인세	+0.2%	1분기 -5.6%, 플러스 전환

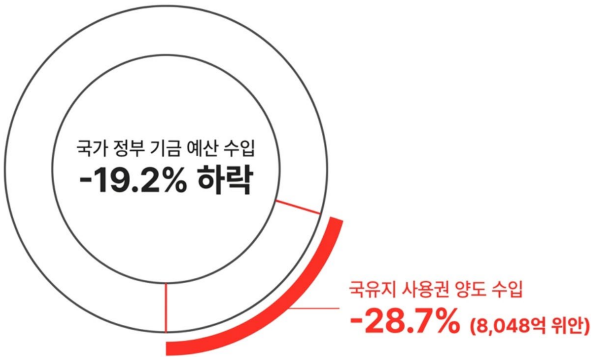
자료: 중국 재정부, 대신증권 Research Center

수입 안정적으로 증가하지만, 지출 증가는 제한



자료: 대신증권 Research Center

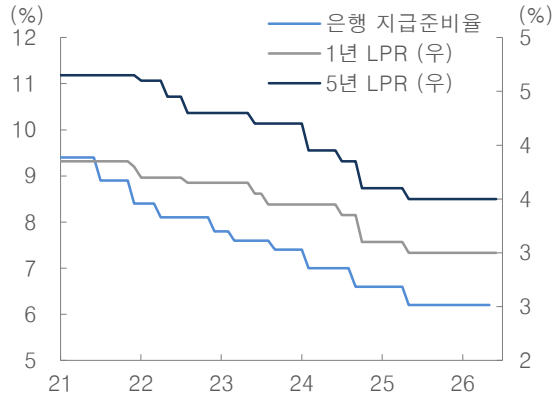
지방 정부 예산의 핵심인 토지 매각 수입 급감



자료: 대신증권 Research Center

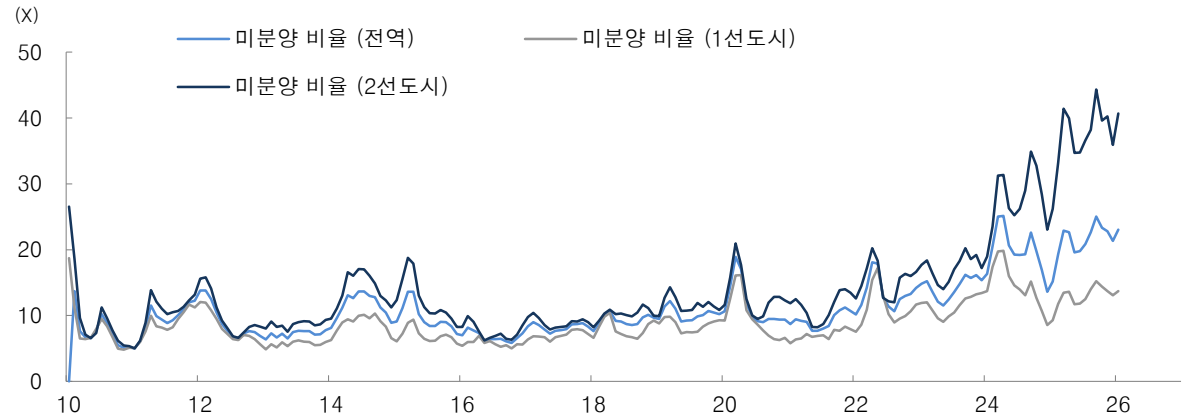
소비 회복을 위해 유동성 공급, 부동산 규제 추가 완화 가능성

LPR금리 15개월 연속 동결 중



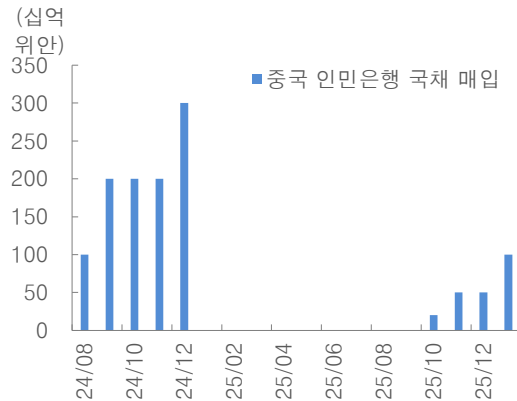
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

위축된 부동산 경기는 소비심리 약화의 원인



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

PBOC는 국채 매입 확대 가능성도 시사



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

1선 도시들은 소비 유도를 위해 부동산 규제까지 추가 완화

구분	2025년 12월(1224 대책)	2025년 8월(808 대책)
외지인 매입 제한(시내)	사회보장보험(2년) 납입 이력 필수	사회보장보험(3년) 납입 이력 필수
외지인 매입 제한(외곽)	사회보장보험(1년) 납입 내역 필수	사회보장보험(2년) 납입 내역 필수 조건 충족 시 다주택 허용
다자녀 가정	시내 기준, 매입 가능 주택 수 확대 (현지인: 3채 / 외지인: 2채)	주택 공적금 대출 한도 상향 (최대 160만원)
주택담보대출 금리	1주택:2주택 구분 폐지, 동일 금리 적용	1주택:2주택 금리 차등 적용
주택공적금 대출 LTV	2주택 LTV 25%로 완화	일괄 30%(지역 구분 없음)
부동산 개발 사업 인허가	허가제 → 신고제 전환	기존 유지

자료: State Grid, 대신증권 Research Center

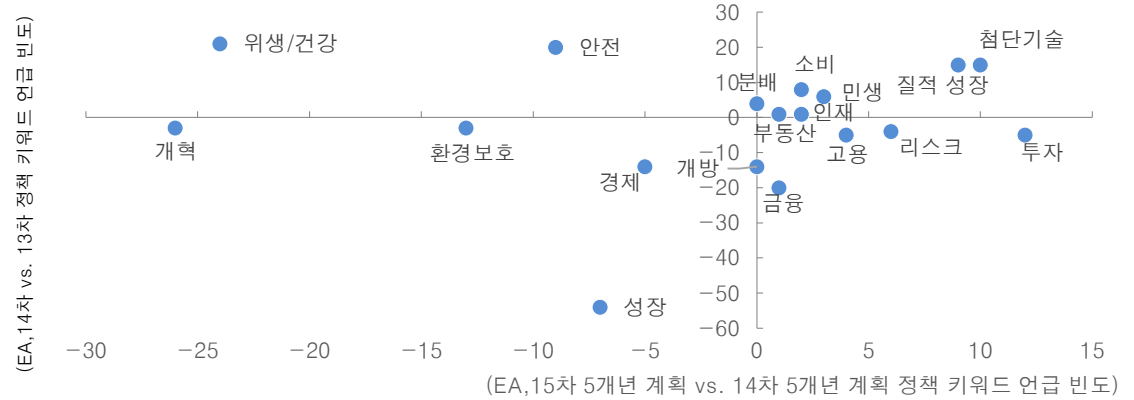
질적 성장과 투자 확대를 위해 유동성 공급과 전력망 투자 확대

1월 1Y MLF 금리 인하(1.55→1.50%)



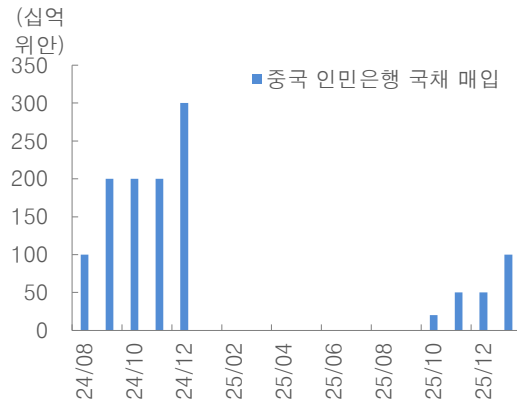
자료: Lianhe Zaobao, 대신증권 Research Center

질적 성장 방향은 맞지만 이는 향후 5년을 위한 목표, 지금은 부양에 초점



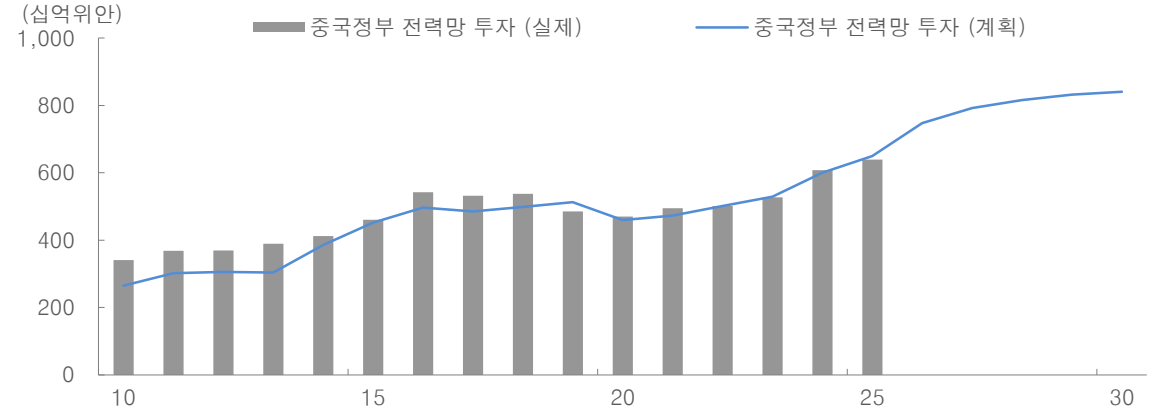
자료: 중국 정부 공식 사이트, 대신증권 Research Center

다시 한번 유동성 투입



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

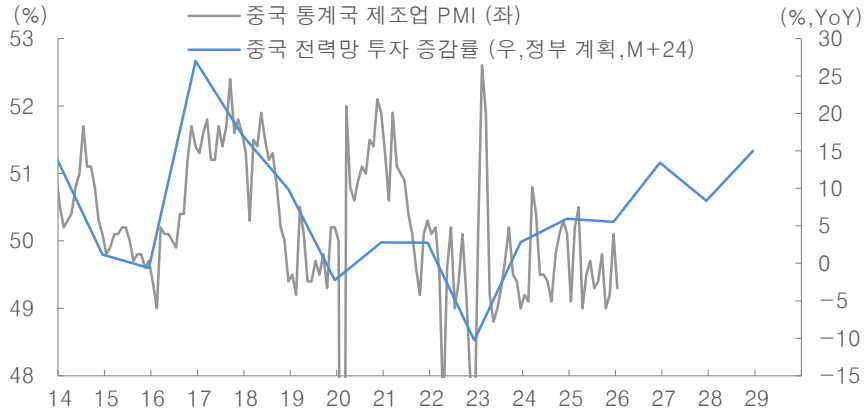
질적 성장 + 투자 모두 잡기 위해 전력망 투자 목표치 상향



자료: State Grid, 대신증권 Research Center

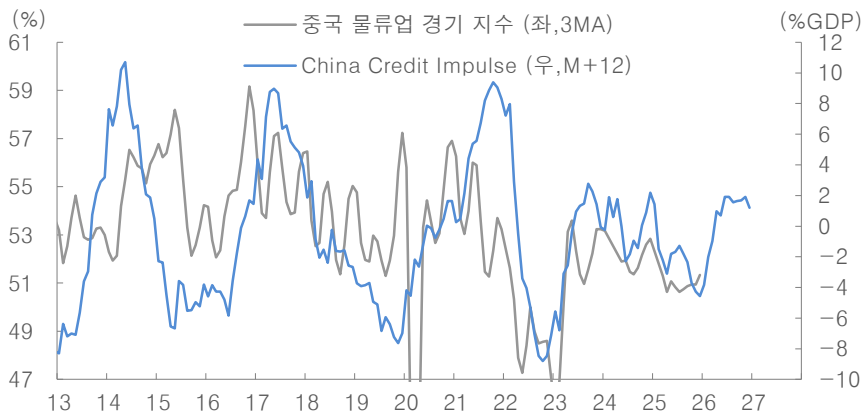
26년 중국 경기 회복 가시화 예상. 위안화, 비철금속 강세 전망

전력망 투자가 제조업 PMI를 24개월 선행. 연내 경기 반등 가능



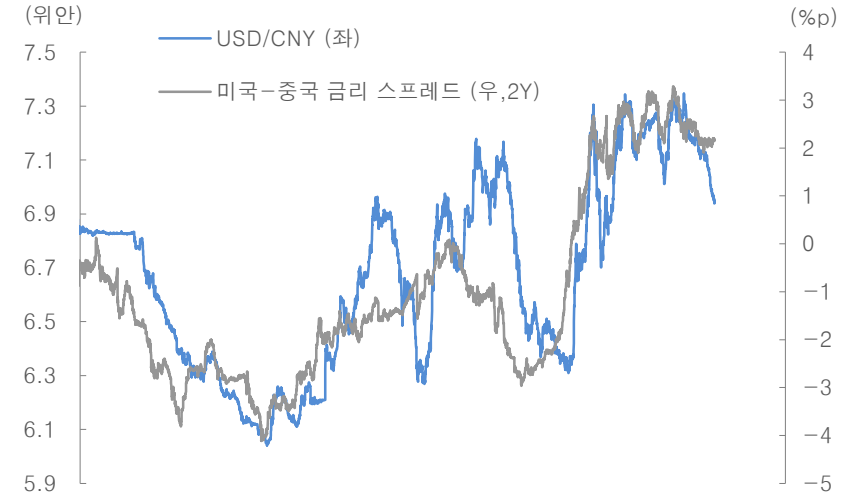
자료: State Grid, Wind, 대신증권 Research Center

추가 부양으로 내년까지 정책 효과 발생 예상



자료: Wind, 대신증권 Research Center

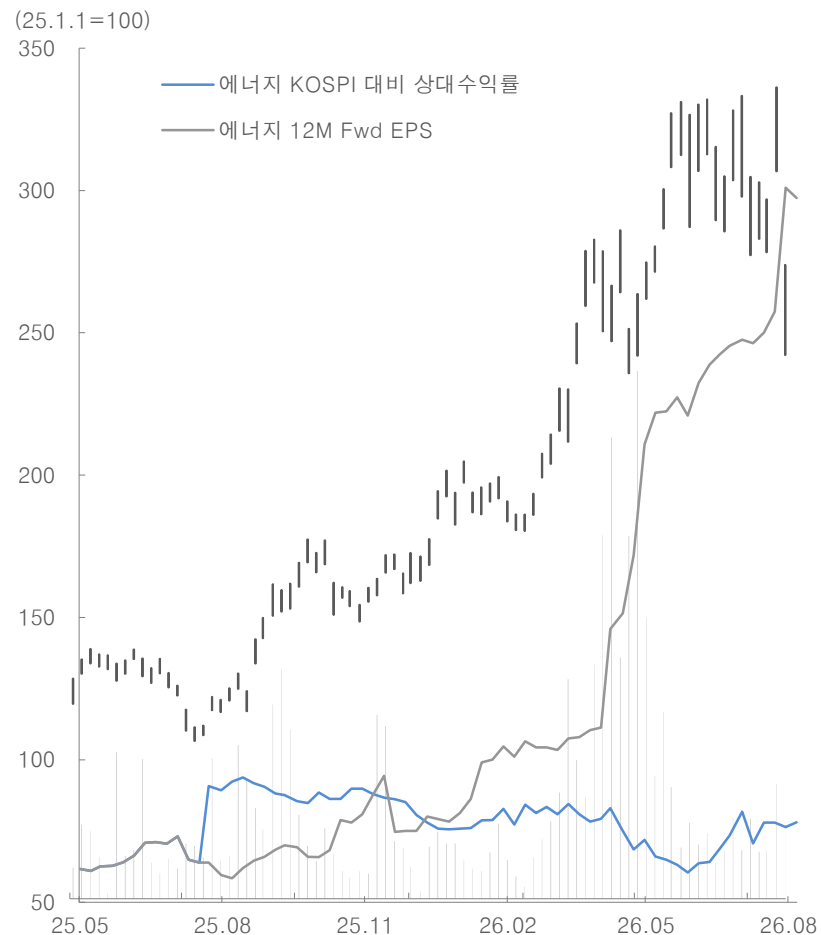
FX는 성장률 함수, 추가 부양으로 위안화, 비철금속 강세 예상



자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

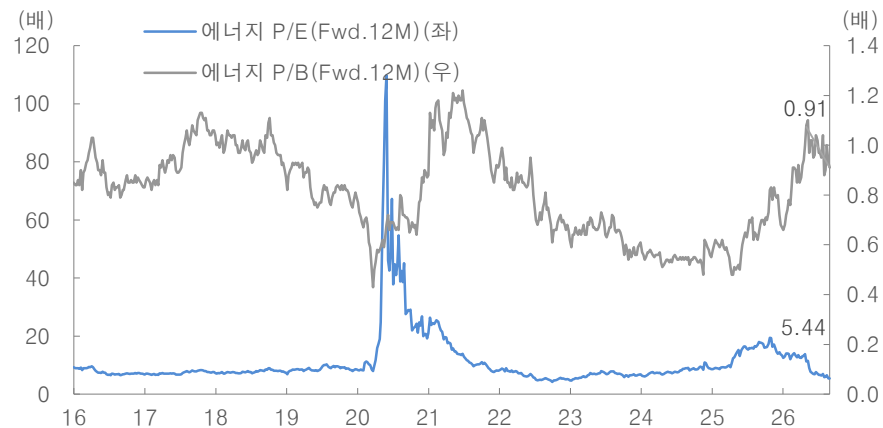
[에너지] 중동 사태에 따른 에너지 가격 급등 여파로 반사 수혜 기대

선형 EPS 상승폭 뚜렷. 중동 긴장으로 급등한 후 차익매물 출회



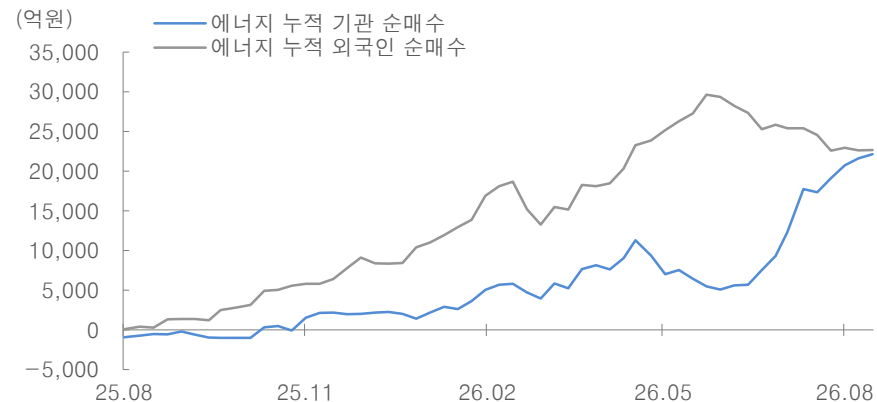
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선형 P/E, P/B 5.44배, 0.91배 수준, 밸류에이션 매력 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

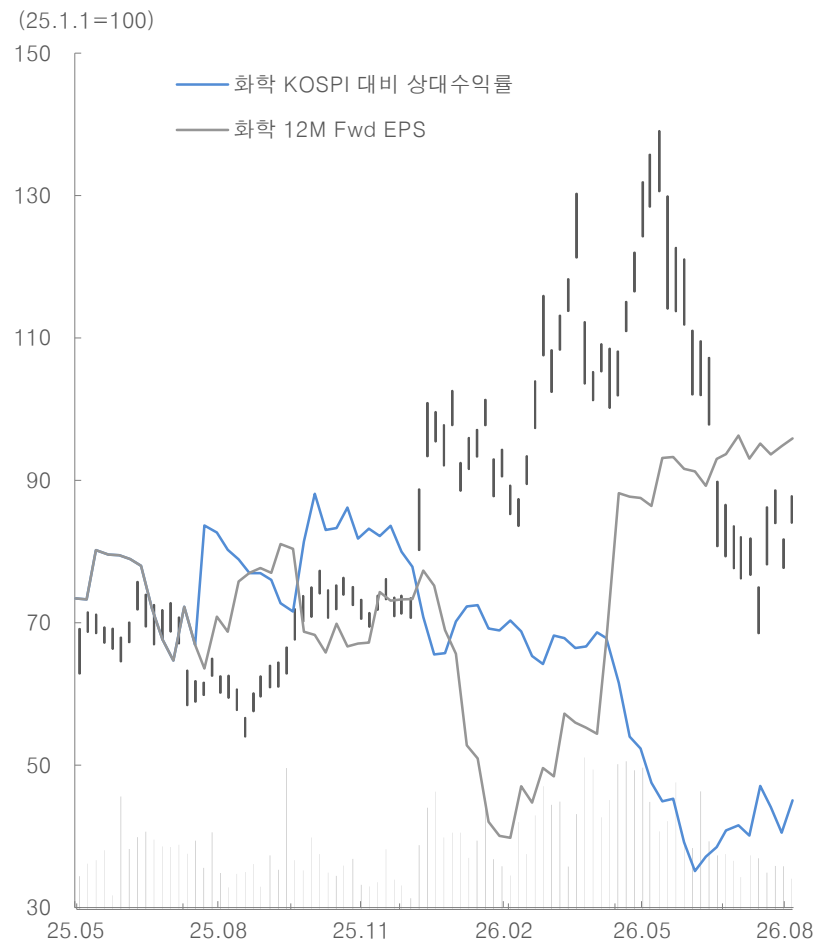
외국인 수급 이탈 지속, 기관 순매수 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

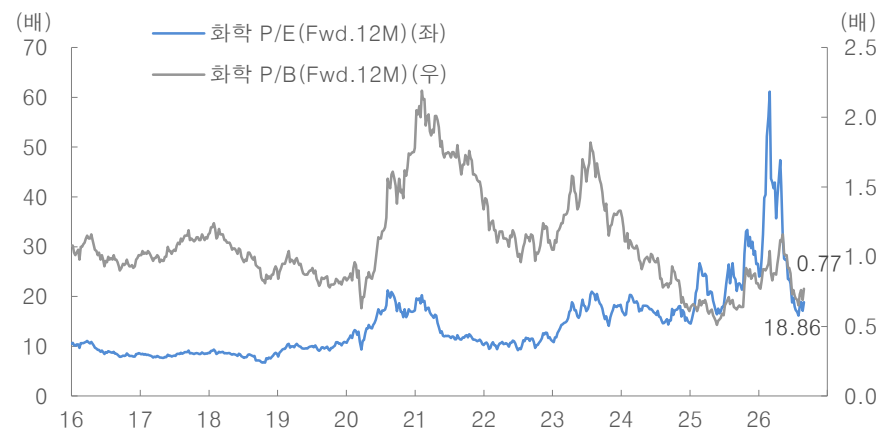
[화학] 실적 대비 주가 매력도 확대, ESS 모멘텀 긍정적

선형 EPS 상승 흐름, 순환매 확산되며 소폭 상승



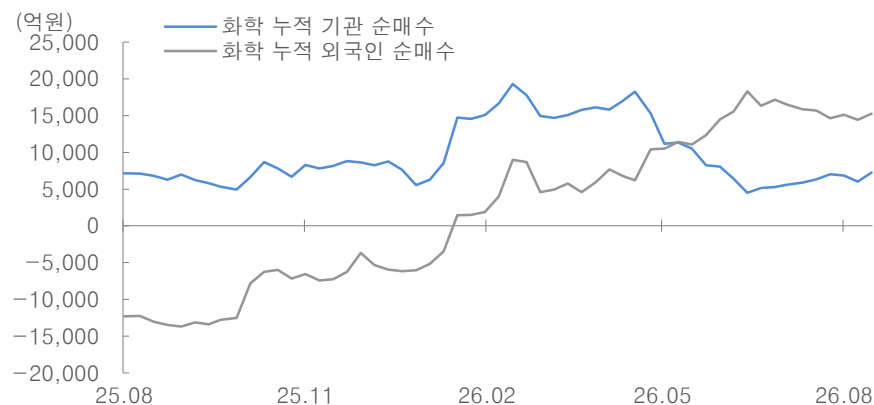
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 매력 유효, PBR 0.77배로 하락 추세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매수 둔화, 기관 5월 이후 순매도 전환

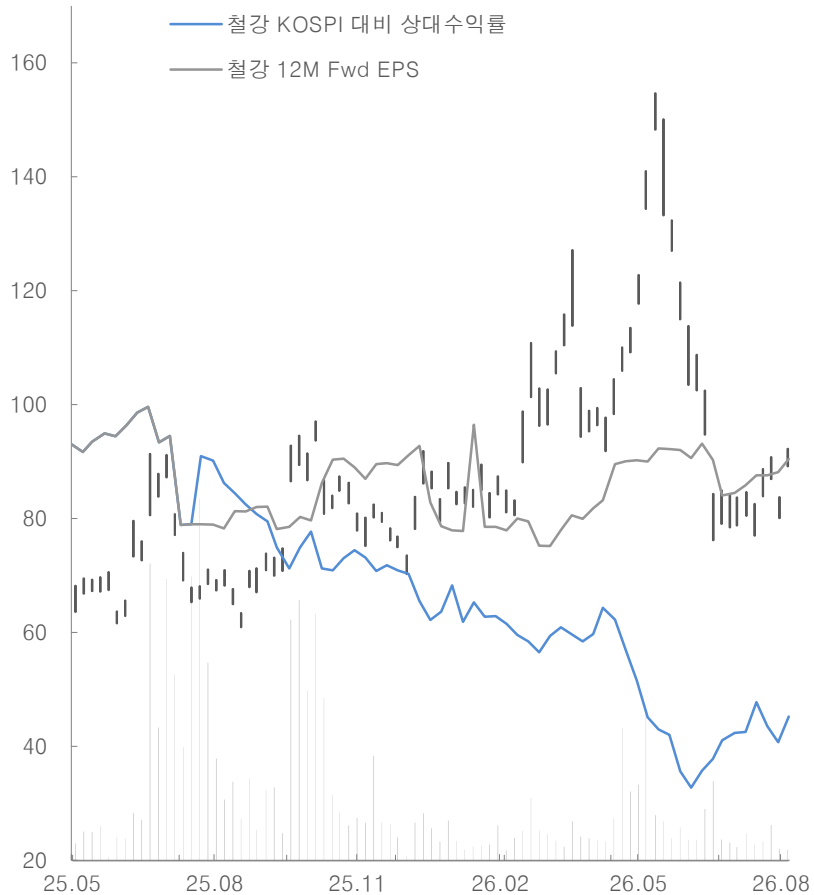


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 공급 축소에 따른 반사 수혜 기대감 유효

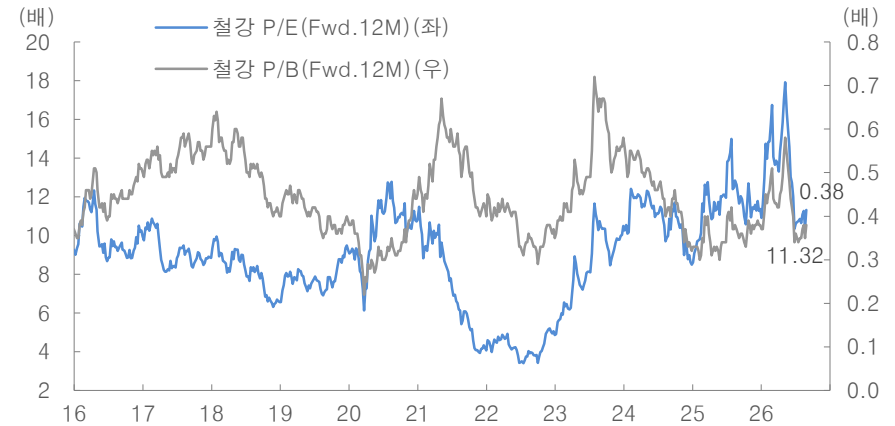
선형 EPS 상승 흐름 둔화, 저점 확인 후 횡보 흐름

(25.1.1=100)



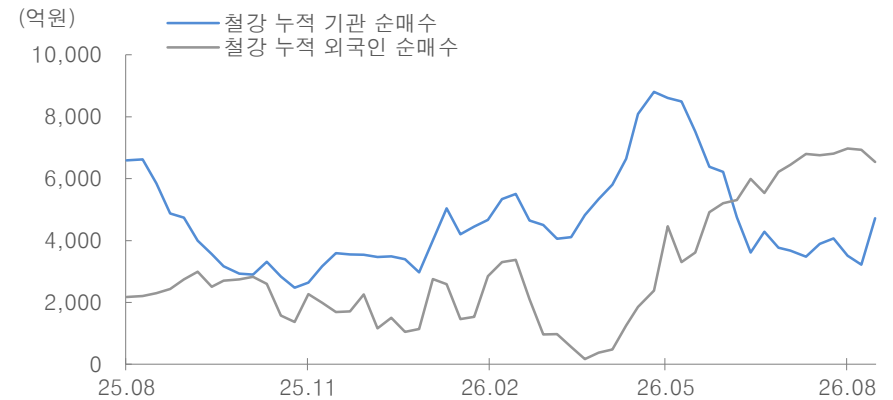
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 매력 유효, 선형 P/B 0.38배로 하락세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매수 지속되는 중, 기관 순매도 지속

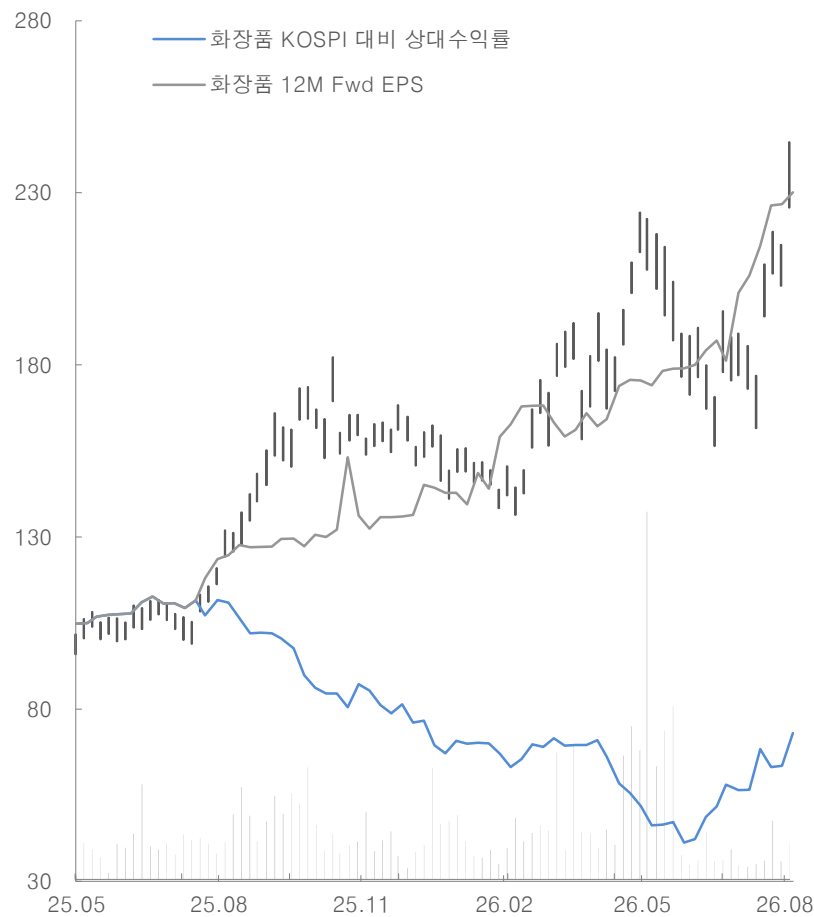


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[화장품] 중국 소비경기 회복 시 수혜 기대, 글로벌 수출 실적에 따른 강세 흐름

선행 EPS 상승 흐름, 실적/수출 모멘텀으로 강세 뚜렷

(25.1.1=100)



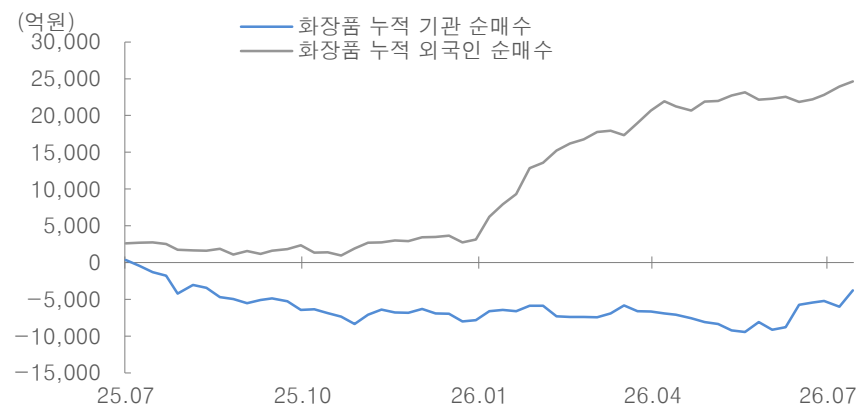
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

화장품 밸류에이션 P/E 11.9배로 밸류에이션 매력 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 투자자 순매수 확대, 7월 이후 기관 수급 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

엔비디아 실적 서프라이즈. 한국 반도체의 향배는?

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

엔비디아 실적, 가이던스 서프라이즈. 한국 반도체에 호재이자 슈퍼사이클 연장의 근거

- 엔비디아의 FY2027 2분기 실적은 '실적은 압도적, 마진은 논쟁적, 그러나 결론은 강세'로 요약. 매출 962.2억 달러(+106% YoY)로 시장 컨센서스 922억 달러를 4.4% 상회했고, 데이터센터는 890.2억 달러(+117% YoY)로 컨센서스 857억 달러를 3.9% 넘어섬. Non-GAAP 주당순이익은 2.22달러로 컨센서스 2.06~2.09달러를 6% 이상 상회. 총이익률은 시장이 가장 주시하던 심리적 지지선 75.0%를 정확히 사수
- 논쟁의 핵심은 3분기 가이던스. 매출 가이던스 1,080억 달러(±2%)는 컨센서스 1,037억 달러를 4.1% 상회하며 사상 최초의 분기 1,000억 달러 돌파를 예고했으나, 총이익률 가이던스는 74.0%±50bp로 시장 기대치 75%를 하회. 발표 직후 주가는 마진 가이던스에 반응해 1.3~3% 하락. 그러나 컨퍼런스콜에서 콜레트 크레스 CFO가 FY2028 매출 성장률 약 70%를 제시하고 수주잔고를 2조 달러 이상으로 언급하자 주가는 반전해 시간외 +4.2%(218.42달러)로 마감
- 여기서 주목할 부분은 마진 하락의 원인이 메모리 원가 상승이라는 점은 엔비디아에는 비용이지만 한국 메모리 업체에는 이익. 즉 이번 가이던스는 NVDA 주가에는 소폭 부담, 삼성전자·SK하이닉스에는 명백한 호재라는 비대칭 구조를 만듦. 공급·생산능력 구매약정이 1,190억 달러에서 2,790억 달러로 한 분기 만에 1,600억 달러 증가했고 회사는 그 사유를 '주로 메모리 조달'이라고 명시. 이는 HBM·범용 DRAM 슈퍼사이클이 최소 2027~2028년까지 연장된다는 강력한 근거
- KOSPI에 대해서는 지수 상단을 열어주는 재료. 특히, 9월초 8월 수출을 통해 반도체 수출 호조, 가격 상승이 재확인될 경우 월초 효과와 맞물려 반도체 중심의 KOSPI 반등탄력 강화가 가시화될 전망

2분기 총매출, 데이터센터 매출, EPS, 3분기 매출 가이던스까지 애널리스트 컨센서스는 물론, 시장 기대치까지 넘어선 결과 확인

항목	FY27 2Q 실적	컨센서스	서프라이즈	YoY	시장 기대
총매출	962.2억 달러	922억 달러	+4.4%	+106%	940 ~ 950억달러
데이터센터	890.2억 달러	857억 달러	+3.9%	+117%	870억달러 이상
— 하이퍼스케일	487.1억 달러	435.5억 달러	+11.8%	+102%	
— ACIE	403.1억 달러	—	—	+138%	
Non-GAAP 총이익률	75.0%	약 75%	부합	+2.5%p	75.2% 이상
Non-GAAP EPS	2.22달러	2.06~2.09달러	+6.2%	+120%	2.12 ~ 2.15달러
FY27 3Q 매출 가이던스	1,080억 달러	1,037억 달러	+4.1%	+89%	1,070 ~ 1,080억달러

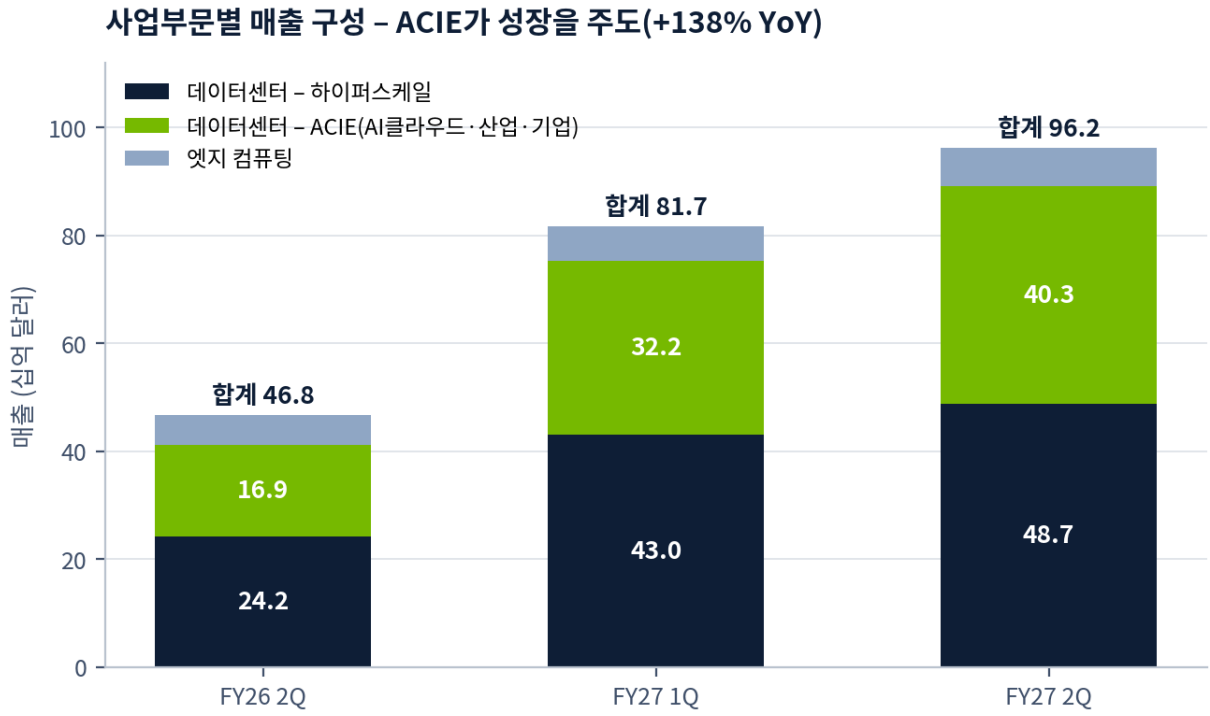
[엔비디아] 애널리스트 컨센서스는 물론, 시장 기대치마저 상회한 서프라이즈한 실적 공개

2분기 총매출, 데이터센터 매출, EPS, 3분기 매출 가이드언스까지 애널리스트 컨센서스는 물론, 시장 기대치까지 넘어선 결과 확인

항목	FY27 2Q 실적	컨센서스	서프라이즈	YoY	시장 기대
총매출	962.2억 달러	922억 달러	+4.4%	+106%	940 ~ 950억달러
데이터센터	890.2억 달러	857억 달러	+3.9%	+117%	870억달러 이상
— 하이퍼스케일	487.1억 달러	435.5억 달러	+11.8%	+102%	
— ACIE	403.1억 달러	—	—	+138%	
엣지 컴퓨팅	72.0억 달러	—	—	+27%	
Non-GAAP 총이익률	75.0%	약 75%	부합	+2.5%p	75.2% 이상
Non-GAAP EPS	2.22달러	2.06~2.09달러	+6.2%	+120%	2.12 ~ 2.15달러
GAAP 순이익	596.9억 달러	512억 달러	+16.6%	+126%	
FY27 3Q 매출 가이드언스	1,080억 달러	1,037억 달러	+4.1%	+89%	1,070 ~ 1,080억달러
FY27 3Q 총이익률 가이드언스	74.0% ±50bp	약 75%	-1.3%	-0.5%p	

[엔비디아] 성장의 주역은 하이퍼스케일이 아니라 ACIE(+138%). 고객 저변이 실질적으로 넓어졌다

젠슨 황 CEO: "우리 사업의 약 절반이 연 100% 성장하고 있으며, 그것은 클라우드 밖의 영역이다."

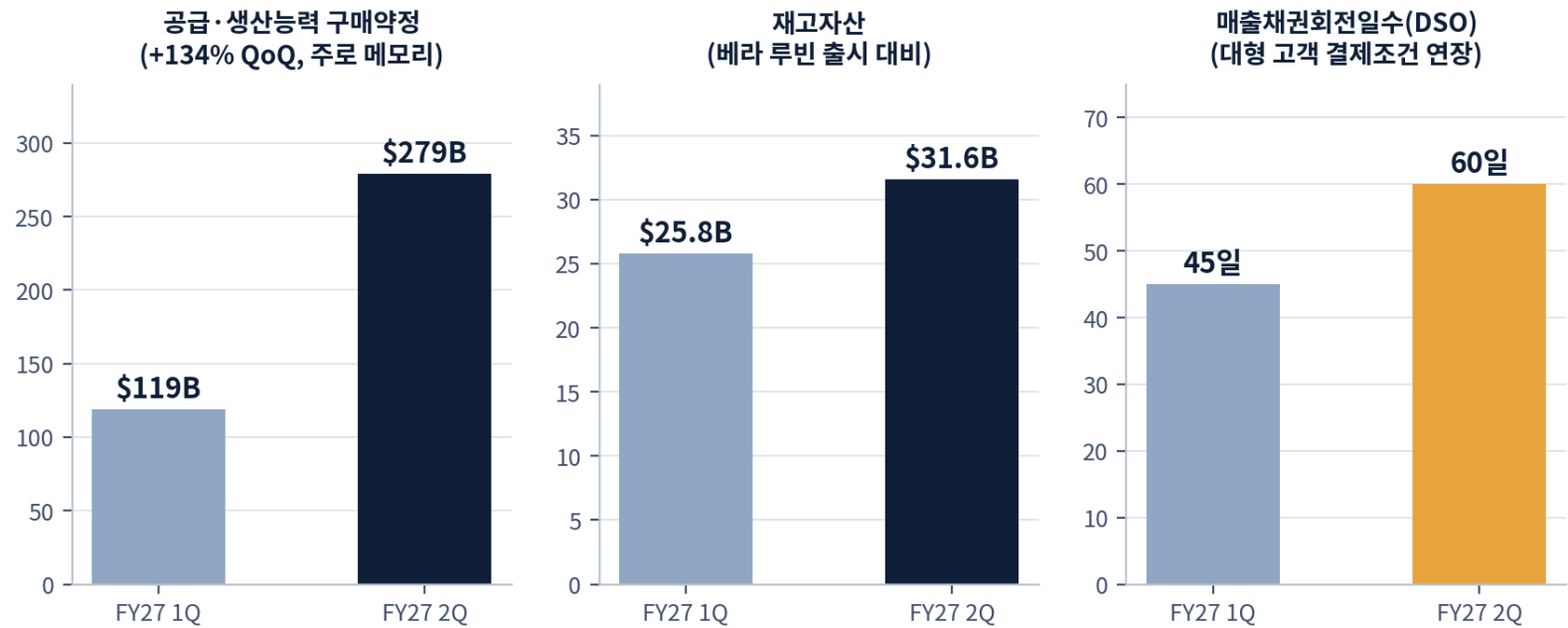


시장 플랫폼 (백만\$)	FY27 2Q	YoY	비중
데이터센터	89,023	+117%	92.5%
— 하이퍼스케일	48,710	+102%	50.6%
— ACIE	40,313	+138%	41.9%
엣지 컴퓨팅	7,198	+27%	7.5%
합계	96,221	+106%	100%

[엔비디아] 공급·생산능력 구매약정 \$119B → \$279B. 회사가 밝힌 사유는 "주로 메모리 조달"

젠슨 황 CEO: "우리 사업의 약 절반이 연 100% 성장하고 있으며, 그것은 클라우드 밖의 영역이다."

재무상태표에서 확인되는 세 가지 변화



구분 (십억\$)	FY27잔여	FY28	FY29	합계
공급·생산능력	92	87	88	279
클라우드 서비스	3	8	7	29
DC 리스·지분·capex	25	5	3	58
총계	120	100	98	366

함께 봐야 할 두 가지 경고등

DSO 45일 → 60일. 사유 "대규모 다분기 계약의 결제조건 연장". 사실상 고객 구매를 신용으로 지원하는 구조. 매출채권 631억 달러 중 상위 5개사가 70%

SB Energy(오픈AI 오하이오) 보증 최대 1,050억 달러 + 컴퓨트 금융 파트너십 5,000억 달러 → 순환적 자금조달 논쟁의 근거

재고 316억 달러는 베라 루빈 대비 선제 축적(원재료·재공품 78%)으로 판매 부진 신호는 아님

"이제 컴퓨트가 곧 매출이다" — AI 지출을 비용에서 수익 창출 자산으로 재정의

"AI는 변곡점에 도달했다. AI는 유용한 일을 하고 있다. AI의 토큰은 생산적이고 수익성이 있다. 이제 컴퓨트가 곧 매출이다. 그리고 수요는 가속되고 있다. AI 인프라 구축은 전속력으로 진행 중이며, 지금 완전 양산에 들어간 베라 루빈은 바로 이 순간을 위해 설계됐다." **젠슨 황 CEO**

제품	상태	일정	의미
블랙웰 울트라 (GB300)	현재 매출의 대부분	FY27 2Q 매출 견인	총이익률 개선의 원천. "블랙웰 아키텍처가 여전히 매출의 대부분"
베라 루빈	완전 양산 진입	FY27 3Q 도입, 4Q 볼륨 램프	HBM4 288GB 탑재. 재고 선제 축적의 이유. CoreWeave-Google Cloud-Azure-OCI-Nebius
베라 CPU	"최초의 AI 에이전트 CPU"	루빈 NVL72와 결합	에이전틱 워크로드용 CPU 집약 처리
Spectrum-X / NVLink 6세대	출하 중	기가스케일 AI 팩토리 적용	최대 512,000 GPU 확장. NVLink Fusion으로 외부 XPU 연결 허용

컴퓨터 금융 파트너십

아폴로·블랙록·블랙스톤·브룩필드·
골드만삭스·KKR와
5,000억 달러 이상 자금 동원

SK하이닉스 다년간 메모리 파트너십

보도자료에 명시. 2,790억 달러 구매약정
'주로 메모리' 문구와 결합하면
한국 물량 확정 신호

한국 AI 팩토리 구축

SK텔레콤·NAVER·브룩필드와 협력.
소버린 AI 수요가 ACIE 성장의 한 축

[국내 영향] 증시 등락에 영향을 미쳐와... 삼성전자 vs SK하이닉스. 민감도 측면에서 SK하이닉스가 더 높은 상황

2026년 2분기 나란히 사상 최대 실적, 그러나 주가는 고점 대비 30~43% 하락

삼성전자 (005930)

2Q26 매출 / 영업이익	171.5조원 / 89.5조원
DS부문	127.5조원 / 89.2조원 (OPM 70%)
HBM4	26년 2월 세계 최초 엔비디아향 양산 출하
엔비디아 HBM4 비중(E)	약 28%
파운드리	3분기 흑자전환 전망, 2나노 수율 60%+
주가 (8/19)	247,500원
연초 대비 / 고점 대비	+116% / -30.8%
PER / PBR	18.3배 / 1.87배
목표주가 밴드	370,000 ~ 670,000원

SK하이닉스 (000660)

2Q26 매출 / 영업이익	79.3조원 / 60.5조원 (OPM 76%)
성장률	매출 +256.8% / 영업이익 +557.2% YoY
HBM4	2Q26 양산 개시, 하반기 대폭 확대
엔비디아 내 비중	2025년 72% → 2026년 63% 전망
LTA	주요 고객 약 10개사, 통상 5년 계약
주가 (8/19)	1,500,000원
연초 대비 / 52주 고점 대비	+160% / -43%
PER / PBR	11.0배 / 3.79배
2026년 캐פק스	약 40조원

엔비디아 발표	결과	한국 증시 반응
2026.05.20 (Q1 FY27)	Beat & Raise	5/21 코스피 +11.6% 폭등, 매수 사이드카 (삼성 노조 타결 호재 동반)
2026.02.25 (Q4 FY26)	Beat	2/26 +3.6% 사상 최고 → 2/27 -1.0%, 외국인 7.7조 순매도
2024.08.28 (Q2 FY25)	Beat	익일 삼성전자 -3.14%, SK하이닉스 -5.35%

[국내 영향] 국내 메모리 업황 — 실적 가시성은 사상 최고, 주가 하락의 원인이었던 사이클 정점 통과 우려를 불식시킴

2027년 물량은 이미 계약으로 잠겨 있다. 문제는 가격 상승률의 둔화, 하지만 엔비디아 실적 서프라이즈로 쏟티지, 사이클 지속 논리 강화

항목	내용
2027년 물량	D램·HBM 사실상 완판 (sold out)
배정 비율	고객 요청 대비 60~70%, 계약금 선납
HBM 수급(27년)	수요 +56% vs 공급 +50% → 부족 지속
HBM 매출 비중	전체 D램의 18%(25년) → 약 30%(27년)
범용 D램 ASP(27E)	-17~-35% — HBM과 디커플링 리스크
D램:HBM 교환비	3~4 : 1 → 범용 D램 잠식, 부족 장기화
3개월 시계 방향성	상승 우위 (밸류에이션 하방 지지)

그럼에도 주가가 빠진 세 가지 이유

① 메모리 가격 상승률의 급격한 둔화

2Q +58~63% → 3Q +13~18%.

"픽아웃 논쟁"의 실체적 근거

② 2027년 범용 D램 ASP 하락 전망

HBM은 오르는데 범용은 내리는 디커플링 시나리오

③ 미 장기금리 급등

30년물 5.337%(07년 이후 최고). 8/19 코스피 -5.8%

엔비디아의 강한 3분기 가이드언스를 통해 주가가 하락의 이유 ①과 ②를 직접적으로 반박

서버 DRAM은 여전히 공급부족 — RDIMM 비트 공급이 연 15~20% 성장에 그치는 반면 서버 CPU 출하 성장률은 이를 상회.

미국 CSP들은 2027년 타이팅을 예상하고 재고를 선축적 중

마이크론은 HBM3E·HBM4가 2027년까지 완판, 수요는 2028년까지 연장된다고 밝혔고 16개 계약 \$1,000억 확보.

삼성 컨콜도 "2027년 공급부족 심화, 2028년까지 지속" 전망

엔비디아의 \$2,790억 구매약정('주로 메모리')이 이 전망을 계약으로 뒷받침하는 1차 자료상의 증거

[향후 전망의 축] 고점대비 -15%인 필라델피아 반도체의 사상 최고치 경신/행진 여부 주목

8월 26일 엔비디아 실적 발표가 1차 관문. 이후 실적 결과와 가이드언스를 통해 검증 이어갈 전망

질문	현재 판단	시사점
엔비디아	단기 촉매 집중 / 상대적 소외 해소 여지	연초 이후 +20% 불과. AI 컴플렉스 내 소외주. 선행 PER 22.6배, 10년 평균 크게 하회 8/26 실적에서 Q2 매출 \$918억(컨센서스) 자체보다 Q3 가이드언스(컨센서스 약 \$1,031억, +81% y/y)가 관건
메모리(마이크론)	이익 모멘텀 강하나 후반부 진입	FQ4 가이드언스 매출 \$500억, 매출총이익률 86%. 16건 전략 계약 최소 보장 매출 약 \$1,000억 + 예치금·신용장 \$220억. 리스크: 85% 마진은 역사적으로 사이클 정점 신호. 시티는 8/7 목표가를 \$1,400→\$1,150으로 하향
스토리지 (샌디스크·WDC·시게이트)	구조 전환 프리미엄 반영 중, 변동성 최대	샌디스크 연초 이후 +541%, 주간 +35%. <u>최소 보장 계약 구조가 실제로 이익 안정성을 만드는지는 FY27 실적으로 검증되어야 함</u> 현재 주가는 그 검증 결과를 이미 상당 부분 반영
TSMC	안정적 / 메모리 대비 저변동	7월 매출 +44.7% y/y, 7월 누적 +35.6%. FY26 달러 기준 매출 성장 "40% 소폭 상회" 자본지출 \$600~640억. HPC가 매출의 66%. 선행 PER 19.2배로 메모리보다 높으나 이익 안정성이 다름
장비 (ASML·AMAT)	27년 가시성 확보	ASML FY26 가이드언스 €430~450억, 2027년 EUV 생산능력 +30% AMAT는 "2027년 이후 AI 장비 수요에 전례 없는 가시성" 언급 장비 수주는 메모리 증설의 선행지표이므로 양방향 신호 — 수요 확인이자 미래 공급 경고

[향후 전망의 축] AI 인프라 수요, 메모리 가격 변화, 정책 리스크 모니터링 지속해야 할 것

현재로서는 긍정적인 증거들이 명확하지만, 점차 반박 논리와 목소리에 힘이 실릴 수 있는 상황

질문	현재 판단	시사점
AI 인프라 수요는 27년에도 유지되는가?	증거는 긍정적	CoreWeave 수주잔고 \$1,040억, 슈퍼마이크로 FY27 가이드스 \$650~720억, 하이퍼스케일러 2026년 자본지출 빅4 합산 약 \$7,000억(+77%), <u>모간스탠리 2027년 클라우드 자본지출 전망 \$1.4조.</u> 반박: 알파벳 FCF 적자, 메타 이익 감소 — 지출은 늘지만 수익화가 따라오는지는 미확인
메모리 가격은 언제 꺾이는가?	변화율은 정점 통과. 수준은 아직 아니야	DRAM 계약가 q/q 상승률 +98% → +63% → +18%. 트렌드포스는 27년 HBM 계약가 "수 배 상승" 전망. 27년 물량 완판 보도(미확인) 반면 모간스탠리는 4분기부터 이익 상향 여지 축소 경고, 마이크론 매출총이익률 85~86%는 역사적으로 매도 신호였음
정책 리스크가 실현되는가?	현재 미실현, 장전된 상황	섹션 232 2단계 미발동(메모리 관세 없음), 섹션 301 과잉생산 결정 시한 2027.3.11, 중국 팹 라이선스 2026.12.31 만료, 투자 패키지 이행 지연 + 협상대표 경질

[Check Point] AI 인프라 수요, 메모리 가격 변화, 정책 리스크 모니터링 지속해야 할 것

반도체 수출, 가격, TSMC 월간 매출, 수급 상황 등을 꾸준히 확인해 나가야 할 시점. Buy & Hold를 지속하기 어려울 수 있어

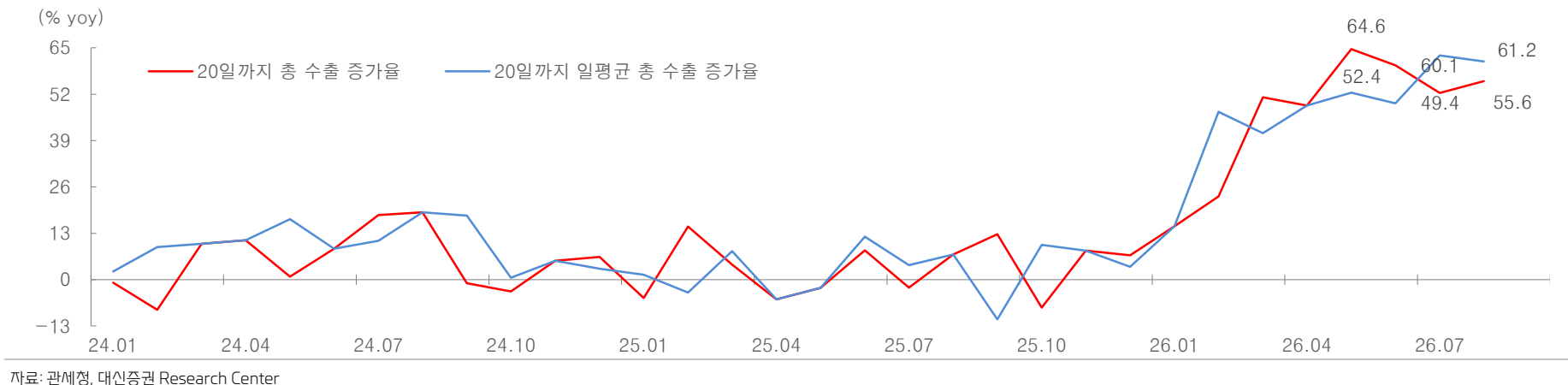
질문	현재 판단	시사점
한국 반도체 수출 (1~10일, 1~20일, 월간)	관세청, 매월 1일·11일·21일	가장 빠르고 왜곡이 적은 실물 지표. 8월 1~10일 +155.4% y/y. 증가율이 100% 아래로 떨어지기 시작하면 경계
DRAM 스팟 가격	트렌드포스 일간 데이터	계약가 선행. 8/14 기준 DDR5 RDIMM 32GB \$1,565, DDR5 16Gb \$52.73 스팟이 먼저 꺾인 뒤 계약가가 따라간다
TSMC 월간 매출	매월 8~10일경	AI 수요 최고빈도 지표. 7월 +44.7% y/y. 전년비 증가율의 추세 반전 주목
외국인 순매수 (KOSPI)	매 거래일, 한국거래소	이번 랠리의 유일한 매수 주체. 주간 누적이 마이너스로 돌아서면 지수 상승 동력 소멸
신용융자 잔고	금융투자협회, 매일	6/24 38.6조원 정점 → 7/31 28.9조원 다시 35조원을 넘어서면 7월과 같은 취약 구조 재형성

보조지표

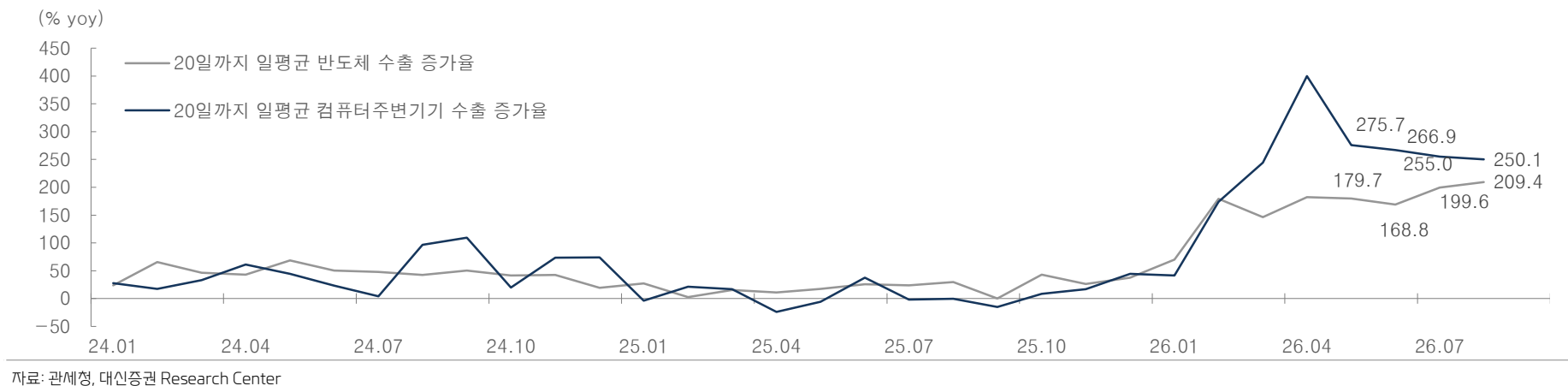
- 하이퍼스케일러 자본지출 가이드نس (분기 실적) — 방향이 바뀌는 순간이 사이클의 전환점
- 메모리 3사의 애널리스트 이익 추정 상향 비율(revision breadth)
— 모간스탠리 기준 약 89%로 역사적 고점. 이 비율이 하락 전환하면 주가에 선행하는 경우가 많다
- 미국 연방관보(Federal Register) 반도체 관련 공고 — 섹션 232 2단계의 유일한 사전 신호
- 삼성전자·SK하이닉스 목표주가 컨센서스의 분산도 — 분산이 좁혀지는 방향이 시장의 합의 형성 방향

[20일 수출] 20일까지 수출 552억 달러로 전년동기대비 56.0%. 일평균 수출은 61.2%로 고공행진. 반도체의 힘 여전

8월 20일까지 수출 증가율 56%로 고공행진 지속. 일평균 수출 증가율은 61.2%에 달해

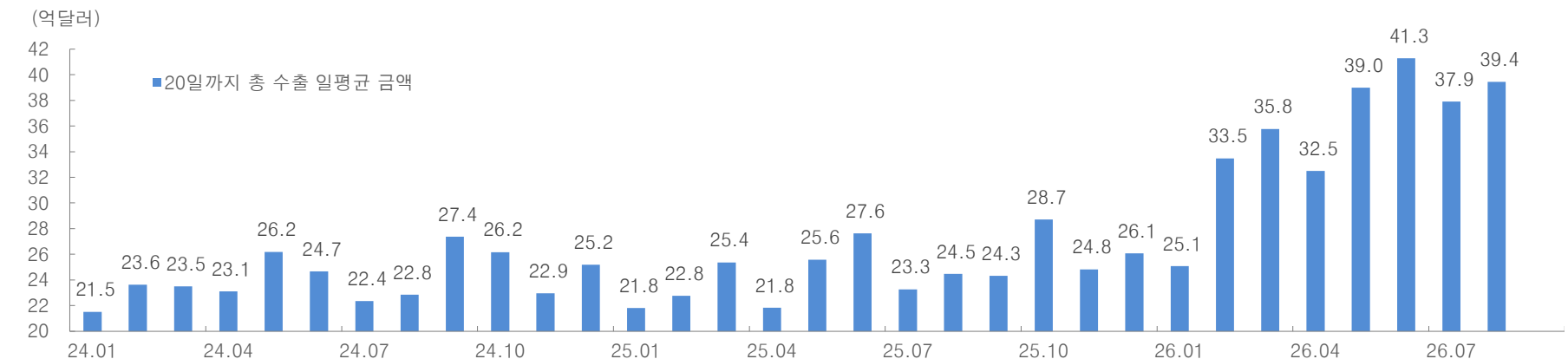


8월 20일까지 반도체 수출 증가율 209.4%로 모멘텀 강화. 컴퓨터주변기기 수출도 250%로 200%대 유지



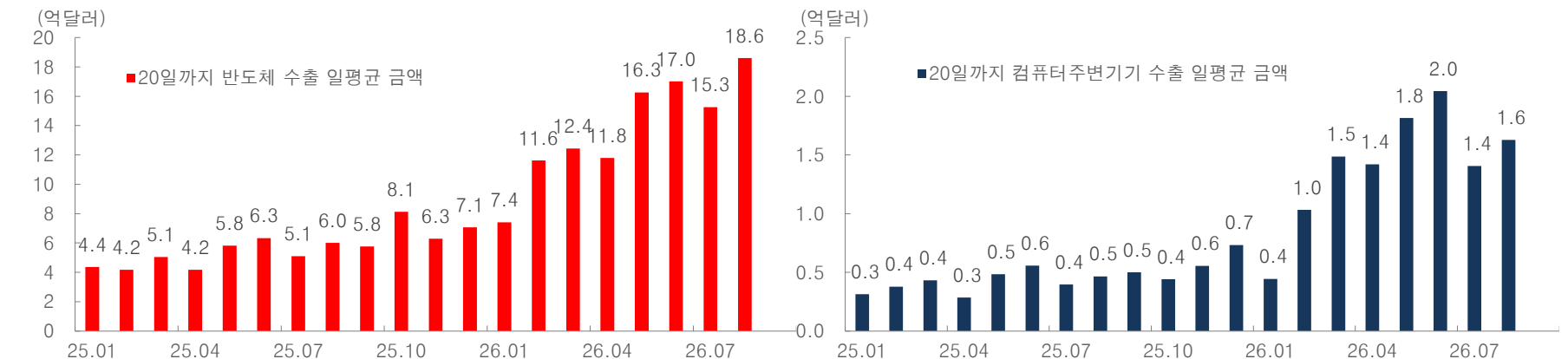
[20일 수출] 전체 일평균 수출 금액 7월대비 증가세로 반전. 반도체는 사상 최대 금액 경신

20일까지 일평균 수출 금액 39.4억달러로 7월대비 증가. 월말 일평균 수출 금액 증가 패턴을 감안할 때 현재보다 높은 수준 형성 예상



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

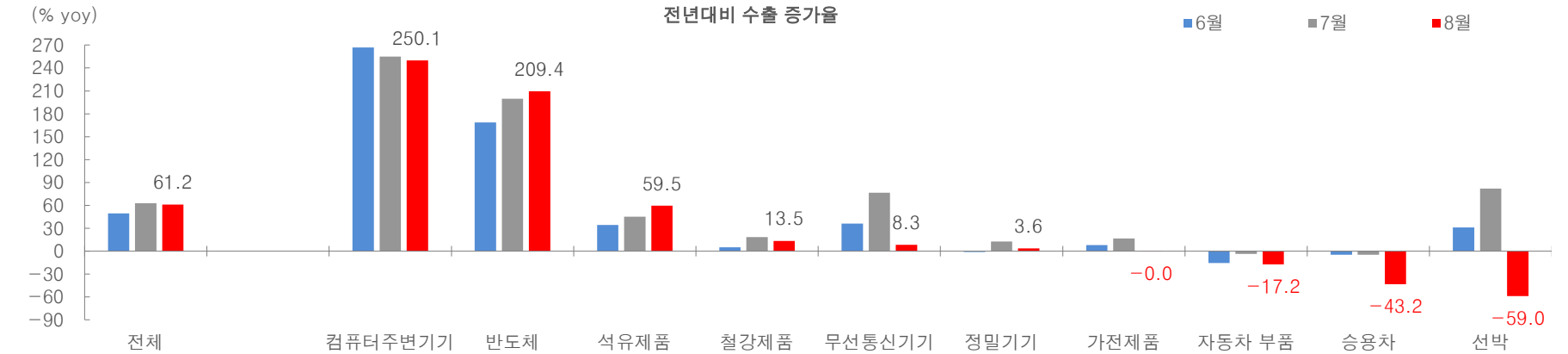
반도체 20일까지 일평균 수출 금액은 18.6억달러로 7월 15.3억달러는 물론, 전 고점인 6월 17억달러 상회. 컴퓨터는 8월대비 증가 반전



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

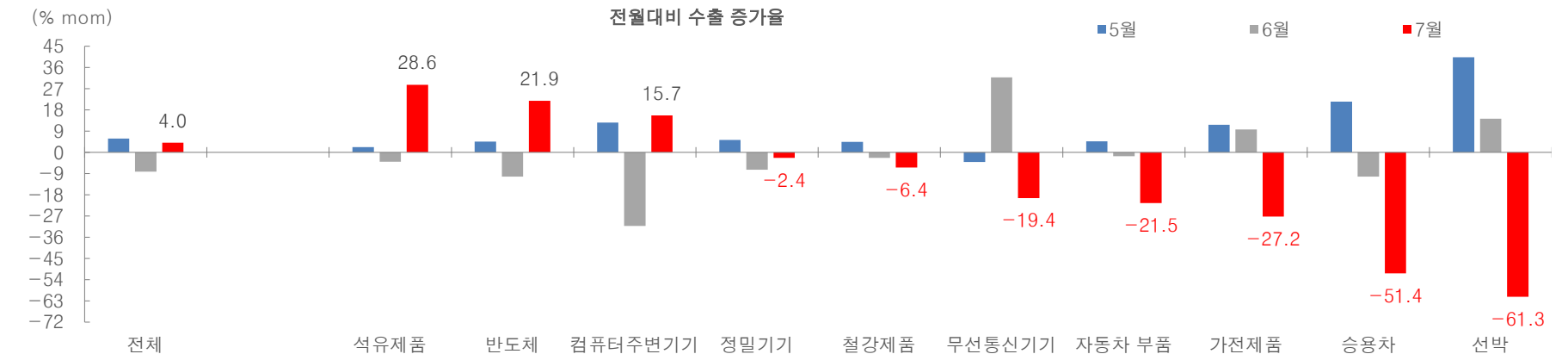
[20일 수출] 컴퓨터, 반도체, 석유제품, 철강제품 수출 모멘텀이 8월 수출 호조를 견인

20일까지 일평균 수출 금액 증가율. 전년대비로는 컴퓨터, 반도체, 석유제품, 철강제품 모멘텀 강화가 눈에 띄어. 선박, 자동차 부품



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

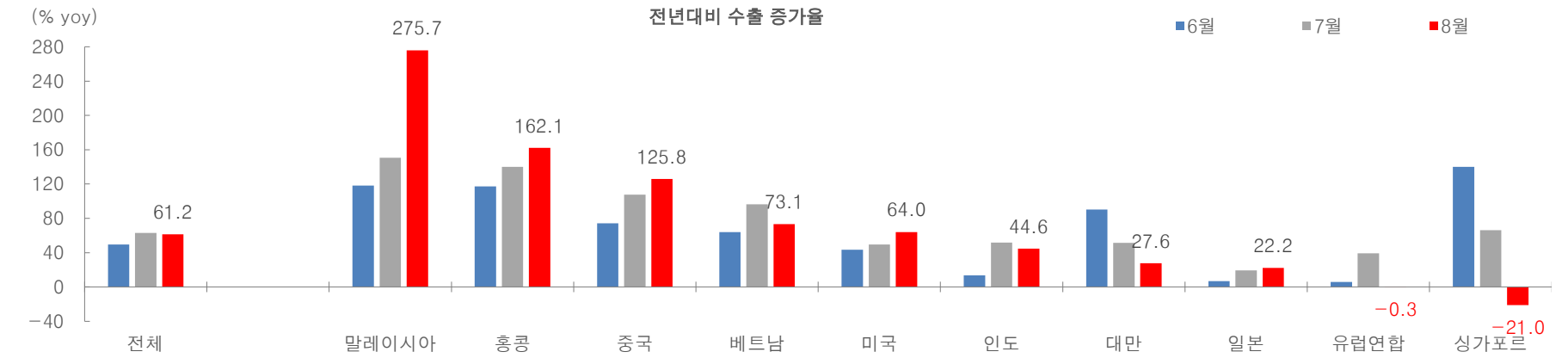
20일까지 일평균 수출 금액 증가율. 전월대비로도 석유제품, 반도체, 컴퓨터 수출 호조 확인. 선박, 승용차, 가전, 자동차 부품 부진



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

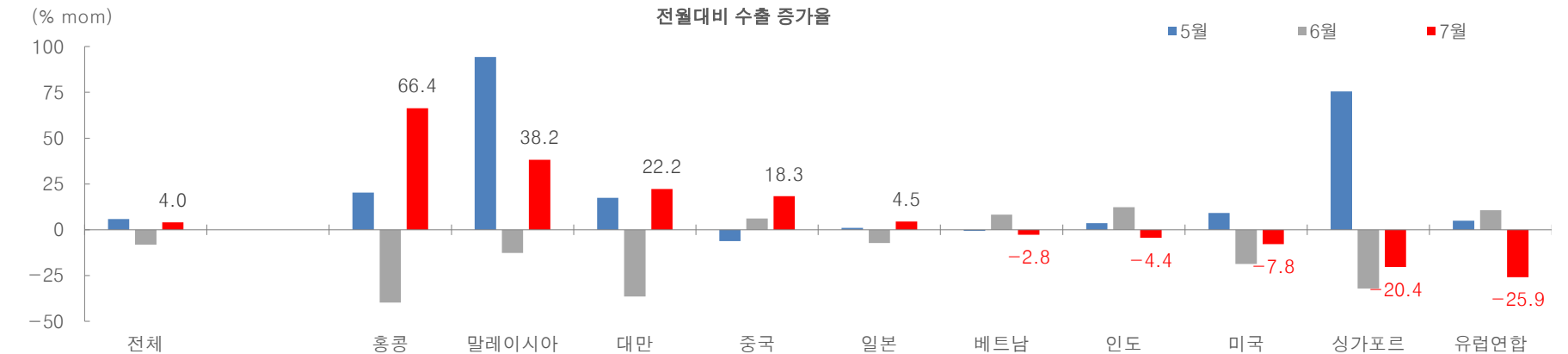
[20일 수출] 말레이시아, 홍콩, 중국, 베트남 등 아시아권 수출 모멘텀 폭발적. 선수요 영향?

20일까지 일평균 수출 금액 변화율. 말레이시아, 홍콩, 중국, 베트남 등 아시아권역, 반도체 밸류체인 국가들의 수출 모멘텀 강화 뚜렷



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

20일까지 일평균 수출 금액 변화율. 전월대비로도 아시아권역, 반도체 밸류체인으로 수출 확대. 미국 수출규제 시행 전 서버 메모리 선수요 유입?



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

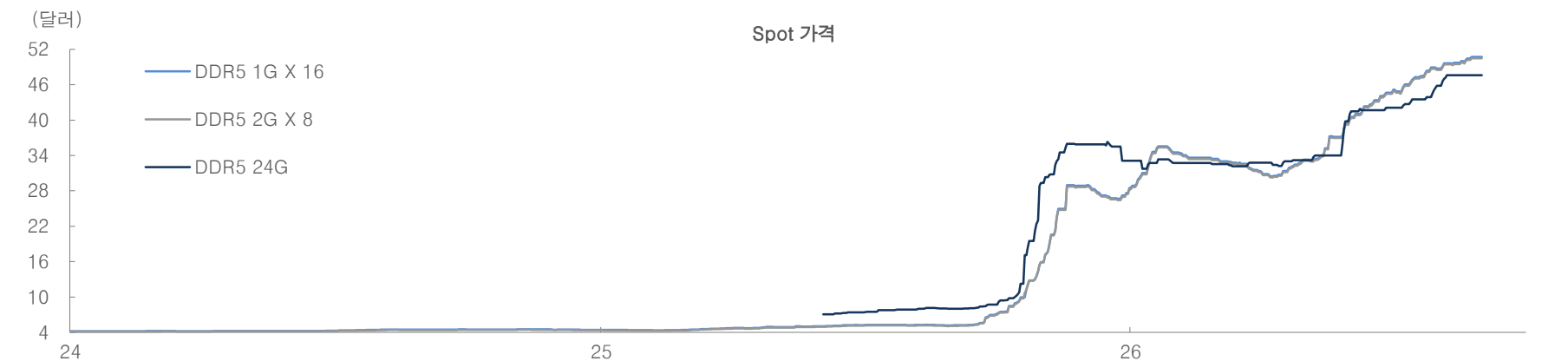
[반도체 가격] 계약 가격 8월 레벨업. Spot 가격도 상승세 지속 중

DDR5 계약 가격 7월말대비 8월 17 ~ 19% 레벨업. 우려했던 가격 하락, 실적 악화는 없을 전망



자료: Memory Market.com, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Dram Spot 가격도 6월 일시적인 정체 이후 상승세 재개, 반도체 가격 하락 반전 우려는 시기 상조일 가능성 높아



자료: Memory Market.com, Bloomberg, 대신증권 Research Center

엔비디아·마벨이 AI투자 지속성 확인 SEMICON Taiwan 2026에 주목

Strategist 이경민

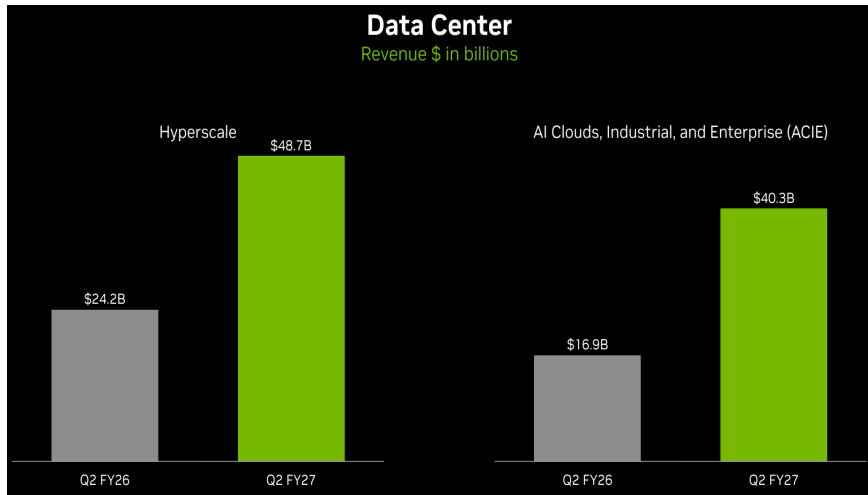
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

엔비디아·마벨이 확인한 AI 수요, 다음 무대는 SEMICON Taiwan

- 엔비디아는 FY27 2분기 실적을 통해 AI 인프라 수요가 여전히 가속되고 있음을 재확인. 매출은 962억달러(+106% YoY), 데이터센터 매출은 890억달러(+117%)를 기록했고, 매출총이익률도 75.0%를 유지. 3분기 매출 가이드런스는 1,080억달러(±2%)로 제시했으며, 베라 루빈은 양산에 진입해 주요 CSP에서 랙 구축이 진행 중. 또한 AWS는 이번 분기부터 FY29 2분기까지 200만개 GPU를 추가 배치할 예정. FY28 매출도 공급 제약을 전제로 약 70% 성장을 전망한 만큼 AI 투자 둔화 우려보다는 수요 지속성을 재확인했으며, 국내 HBM·첨단 패키징 밸류체인 투자심리에도 긍정적으로 작용할 전망
- 마벨 역시 데이터센터 중심의 고성장과 AI 투자 사이클의 확산을 재확인. 2분기 매출은 27.4억달러(+37% YoY)로 사상 최대치를 기록했고, 데이터센터 매출도 21.7억달러(+46%)로 증가하며 전체 매출의 79%까지 확대. AI 관련 수주가 견조한 가운데 Connectivity 수요가 강하게 이어지고 있으며, 하반기부터 Custom 사업의 성장세도 크게 가속될 것으로 전망. 이를 반영해 FY27·FY28 매출 전망을 모두 추가 상향했고, 3분기 매출 가이드런스도 31.5억달러(±5%)로 제시. AI 투자가 GPU뿐 아니라 네트워킹과 Custom XPU 등으로 확산되고 있다는 점에서 AI 인프라 밸류체인 전반의 성장 기대를 강화
- 9월 2~4일 개최되는 SEMICON Taiwan 2026에서는 AI 반도체의 경쟁축이 개별 칩에서 시스템 레벨 통합으로 이동하는 흐름에 주목. 행사 전반에서 3DIC·칩렛·HBM·실리콘포토닉스·CPO·열관리 등 첨단 패키징 기술이 핵심 의제로 제시. 구글·마이크로소프트·메타·엔비디아 등 시스템·클라우드 업체까지 주요 세션에 참여하는 만큼, AI/HPC의 전력·대역폭·발열 병목 해결을 위한 시스템 공동 최적화와 공급망 협업이 핵심 화두가 될 전망. 국내에서는 HBM과 첨단 패키징, 기판·소재·장비로 수혜가 확산되는지 확인할 필요

엔비디아 데이터센터 매출, 하이퍼스케일러와 ACIE 2배 이상 증가



자료: 엔비디아, 대신증권 Research Center

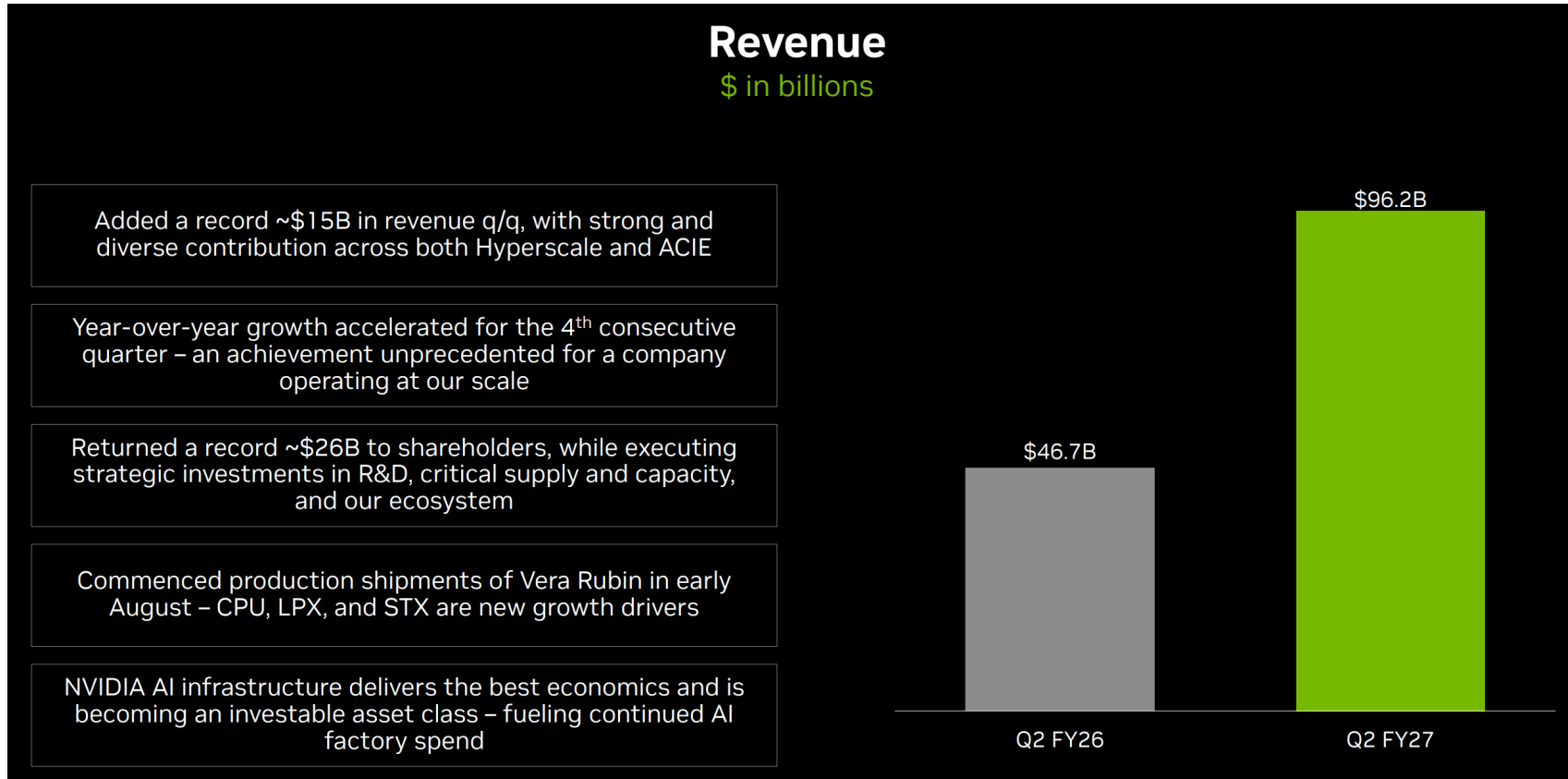
Semicon Taiwan 2026 핵심 포인트

구분	내용
핵심 기술 1	AI 반도체·첨단패키징: HBM, 2.5D/3DIC, CoWoS, Chiplet, FOPLP
핵심 기술 2	Silicon Photonics·CPO: AI 데이터센터의 대역폭·전력 병목 해소를 위한 광인터커넥트
핵심 기술 3	Memory Co-design: CSP·GPU/XPU 업체와 메모리 업체 간 HBM·시스템 공동 최적화
핵심 기술 4	Smart Manufacturing: AI Digital Twin, 지능형 스케줄링, 로봇 등을 활용한 Smart Fab
핵심 기술 5	Quantum Technology: 초전도·Silicon Spin Qubit 및 반도체 기반 양자 제조 기술
핵심 기술 6	Physical·Edge AI / Compound Semiconductor: 로봇·드론·Edge AI 및 SiC·GaN 응용

자료: 대신증권 Research Center

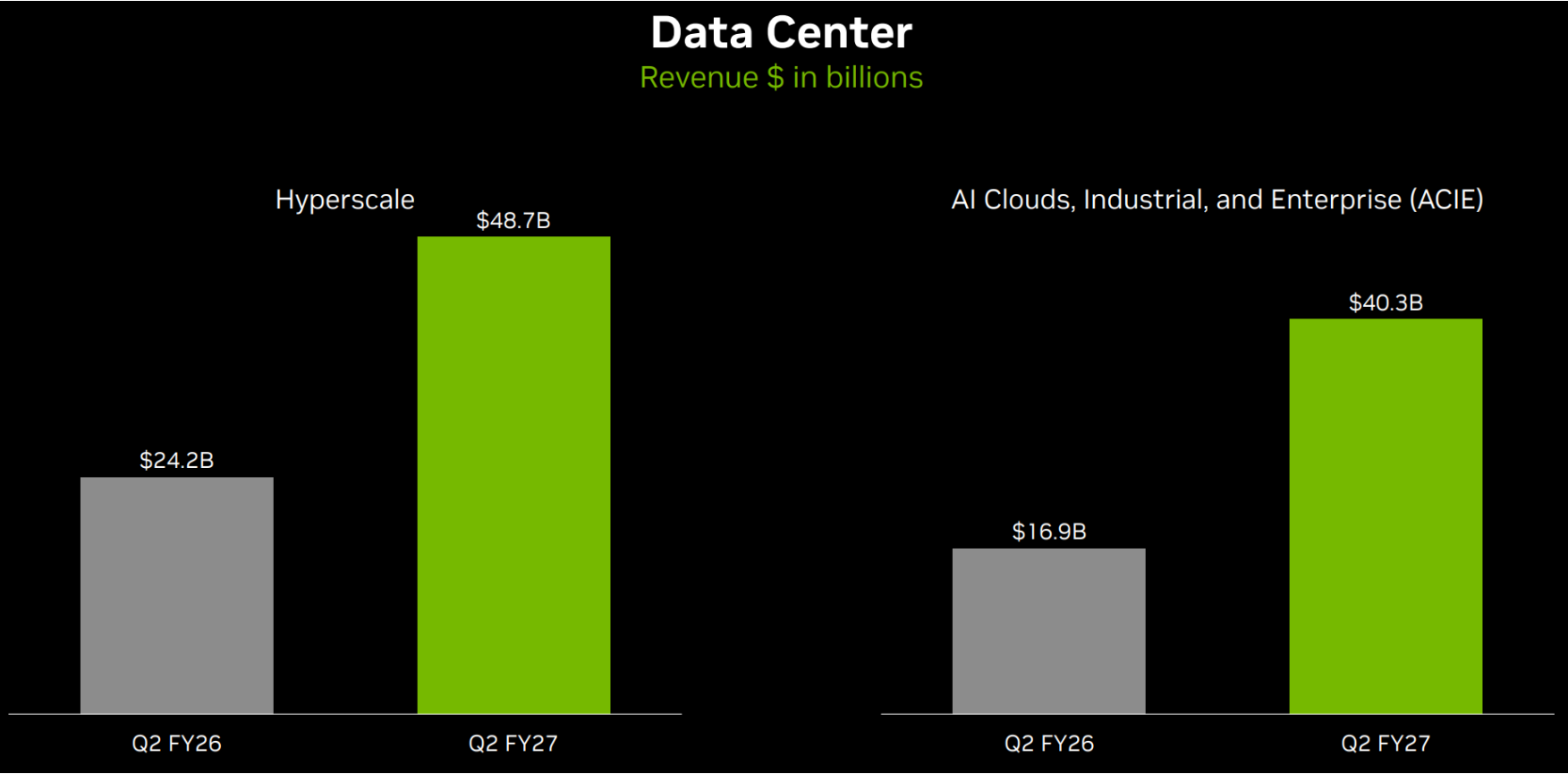
매출 성장을 4개 분기 연속 가속, 베라 루빈 출하 개시

엔비디아 2027회계연도 2분기 매출



- 전분기 대비 매출이 약 150억달러 증가하며 사상 최대 증가폭 기록
- 전년 대비 매출 성장률이 4개 분기 연속 가속
- 주주에게 약 260억달러를 환원하며 역대 최대 규모 기록
- 8월 초 베라 루빈 출하 개시, NVIDIA AI 인프라는 높은 경제성을 제공하며 투자 가능한 자산군으로 자리잡는 중

엔비디아 데이터센터 매출 동향



- Hyperscale 매출이 242억 → 487억달러, ACIE가 169억 → 403억달러로 각각 약 2배 이상 증가

엔비디아 FY2028까지 고성장 지속, 아마존과의 계약도 모멘텀 강화

엔비디아 2027회계연도 3분기 가이드런스

구분	2027회계연도 3분기	비고
매출	1,080억 달러	± 2%
매출총이익률	74%	± 50bp
영업비용	억 90억 달러	

자료: 엔비디아, 대신증권 Research Center

엔비디아, 2028 회계연도 매출 성장률 70% 전망

Nvidia forecasts 70% sales growth next year, signals AI spending boom has years left to run

By Anhata Rooprai, Max A. Cherney and Deborah Mary Sophia

August 27, 2026 5:24 AM GMT+9 · Updated August 28, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

AWS, 엔비디아 GPU 200만개 추가 도입

AWS And NVIDIA To Deliver 2 Million Additional GPUs And Next-Generation Infrastructure For Agentic And Physical AI

August 26, 2026

자료: 엔비디아, 대신증권 Research Center

엔비디아, 허깅페이스 129억 달러 인수 합의

Nvidia agrees to buy Hugging Face for \$12.9 billion, The Information reports

By Reuters

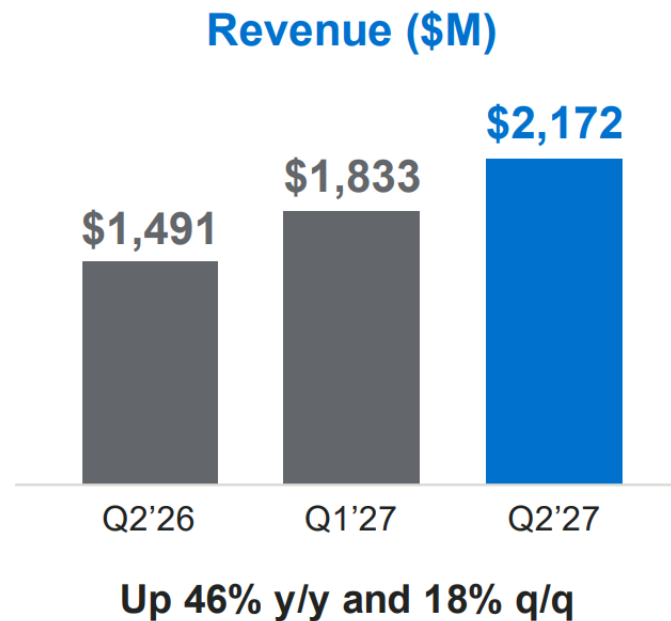
August 27, 2026 9:45 AM GMT+9 · Updated August 27, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

마벨 2027회계연도 2분기 매출

Data center end market Q2 FY27



Strategic highlights

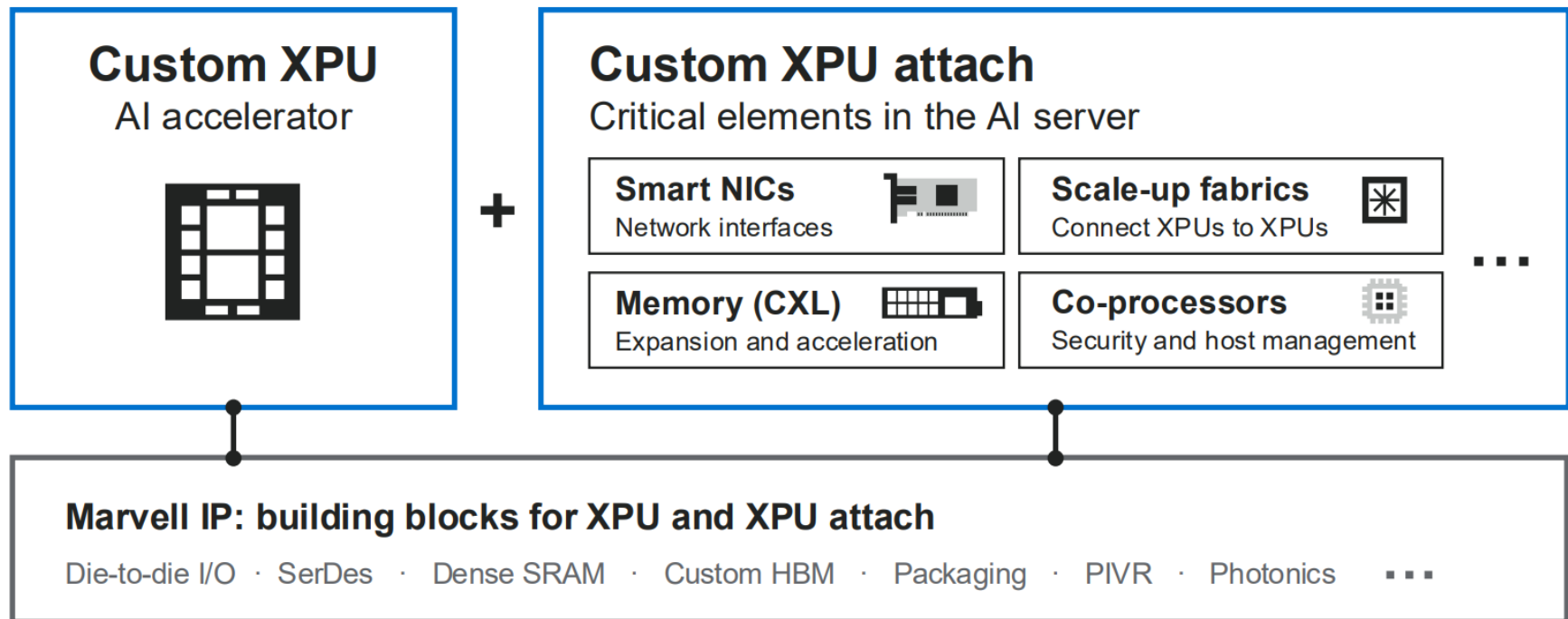
- Strong demand for 800G optical DSPs for scale out with 1.6T ramping rapidly
- Scale-out switching on track to more than double in FY27, driven by broadening array of 51.2T customers
- Expanded commercial agreement with Tier 1 hyperscaler for multiple custom products
- Q3 revenue forecasted to grow >20% q/q and ~75% y/y
- Expect custom business to grow >2x y/y in FY28

- 2027회계연도 매출 전년 대비 +46%, 전분기 대비 +18% 성장

- 800G 광 DSP 수요 강세 지속, 1.6T 제품도 빠르게 램프업
- 3분기 데이터센터 매출, QoQ +20% 이상, YoY 약 +75% 성장 전망
- FY28 커스텀 사업 매출, 전년 대비 2배 이상 성장 전망

마벨 커스텀 포트폴리오: XPU 및 XPU Attach

Marvell custom: XPU and XPU attach



SEMICON Taiwan 2026, HBM·패키징·인터커넥트로 확장되는 AI 생태계

SEMICON Taiwan 2026 개요

구분	내용
행사명	SEMICON Taiwan 2026
주제	Transform Tomorrow
일정	전시: 9월 2~4일 / 컨퍼런스·포럼: 8월 31일~9월 4일
장소	대만 타이베이 TaiNEX 1·2(난강전람관)
행사 규모	1,300개 이상 기업, 4,300개 이상 부스, 65개국·10만명 이상 참석 전망
주요 참여 기업	Google, NVIDIA, AMD, Broadcom, TSMC, 삼성전자, SK하이닉스, Micron, ASE, MediaTek, Foxconn 등
핵심 특징	기존 장비·소재·파운드리 중심에서 AI Compute-Memory-Packaging-Networking-Data Center를 아우르는 행사로 확대
주도권 변화	Google·Microsoft·Meta 등 CSP와 NVIDIA·AMD 등 전방 고객사가 아키텍처와 기술 규격 결정에 직접 참여
신규 영역	Chiplet Pavilion, Quantum Technology Zone, Smart Fab Zone 등 신규 전시 영역 확대
핵심 기조연설	Google Amin Vahdat 등 주요 AI 인프라 기업 경영진 참여. Custom Silicon·데이터센터·고속 네트워크 등 AI 인프라 아키텍처가 주요 화두

자료: 대신증권 Research Center

Semicon Taiwan 2026 주요 일정

날짜	시간	기업	발표	주요 포인트
8/31	09:35	TSMC	How COUPE Redefines AI Interconnects	CP0/SiPh 양산 방향
8/31	10:40	Marvell	Enabling Data Center Hyper Connectivity	1.6T·Scale-up/out·광통신
8/31	13:25	MediaTek	FOPLP for Advanced Packaging	FOPLP 상용화 가능성
9/1	09:05	TSMC	Heterogeneous Integration for AI Era	CoWoS·3DIC·Chiplet
9/1	09:35	AMD	Agentic AI + Advanced Packaging + Optical Interconnect	GPU→HBM→Optics 통합
9/1	10:45	SK hynix	High Bandwidth Memory Challenges in the AI Era	차세대 HBM 병목·로드맵
9/1	13:25~14:25	Google→Samsung→SK hynix	Memory Executive Summit 핵심 3연속 발표	CSP와 메모리 업체의 Co-design
9/2	10:15	Google	The Physics of Thought & Architecture of Intelligence	AI 인프라 아키텍처 방향
9/2	14:25~15:40	Broadcom→Infineon→Meta	Networking/Power/Data Center Co-design	AI 병목 시스템 전체로 이동
9/2	15:40	NVIDIA	The Industrialization of Intelligence	AI 인프라 대량 구축·산업화

자료: 대신증권 Research Center

AI 인프라 고도화, 반도체 기술의 경계도 확장

Semicon Taiwan 2026 핵심 포인트	
구분	내용
핵심 기술 1	AI 반도체·첨단패키징: HBM, 2.5D/3DIC, CoWoS, Chiplet, FOPLP
핵심 기술 2	Silicon Photonics·CPO: AI 데이터센터의 대역폭·전력 병목 해소를 위한 광인터커넥트
핵심 기술 3	Memory Co-design: CSP·GPU/XPU 업체와 메모리 업체 간 HBM·시스템 공동 최적화
핵심 기술 4	Smart Manufacturing: AI Digital Twin, 지능형 스케줄링, 로봇 등을 활용한 Smart Fab
핵심 기술 5	Quantum Technology: 초전도·Silicon Spin Qubit 및 반도체 기반 양자 제조 기술
핵심 기술 6	Physical·Edge AI / Compound Semiconductor: 로봇·드론·Edge AI 및 SiC·GaN 응용

자료: 대신증권 Research Center

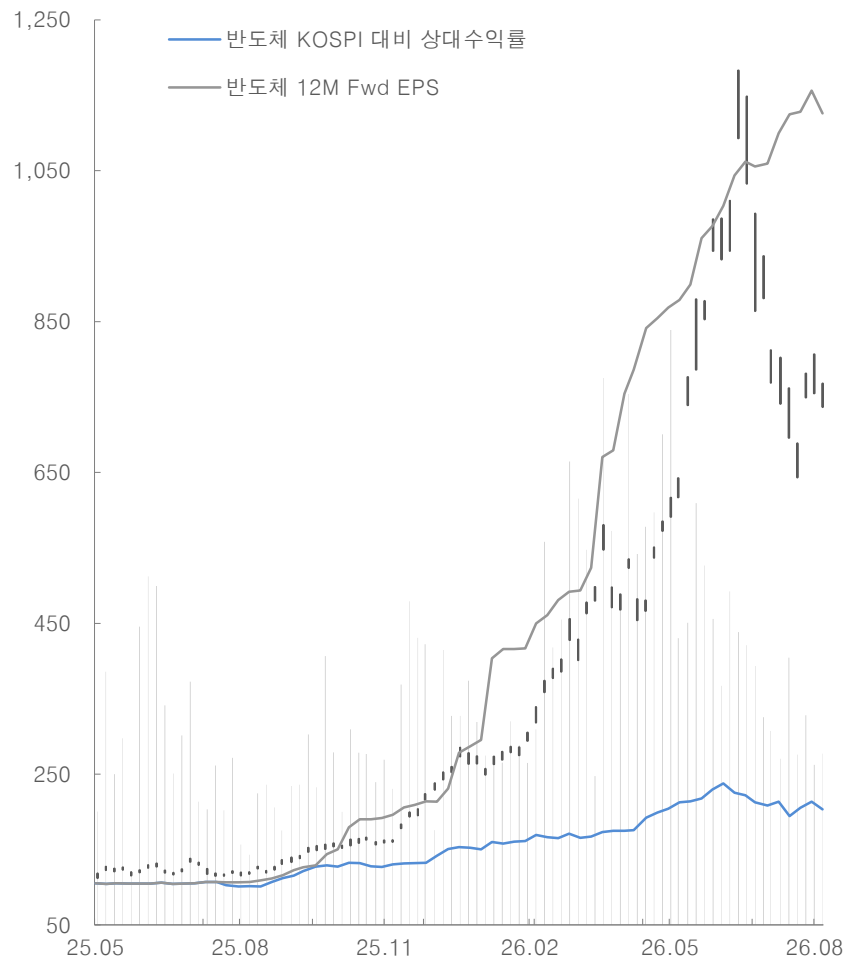
Semicon Taiwan 2026 주요 산업 트렌드				
01	02	03	04	05
				
AI Computing AI算力	Physical AI 實體AI	Advanced Manufacturing 先進製程	Advanced Packaging 先進封裝	Silicon Photonics 矽光子
06	07	08	09	10
				
HBM 高頻寬記憶體	Autonomous Fab 自主晶圓廠	Strategic Materials 策略材料	Advanced Testing & Metrology 測試及量測	Quantum 量子
11	12	13	14	15
				
Semiconductor Cybersecurity 半導體資安	Startup 新創	Geostrategy 地緣戰略	Sustainability 永續	Workforce Development 人才培育

자료: 대신증권 Research Center

[반도체] 견조한 AI 투자 사이클로 반도체 업황에 대한 우려 진정, 실적 모멘텀 유효

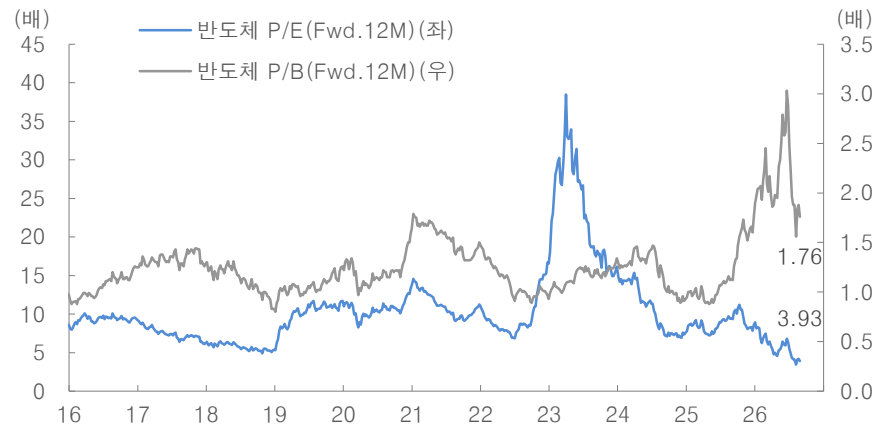
선행 EPS 상승 흐름 속 단기 반등에 따른 차익 매물 출회

(25.1.1=100)



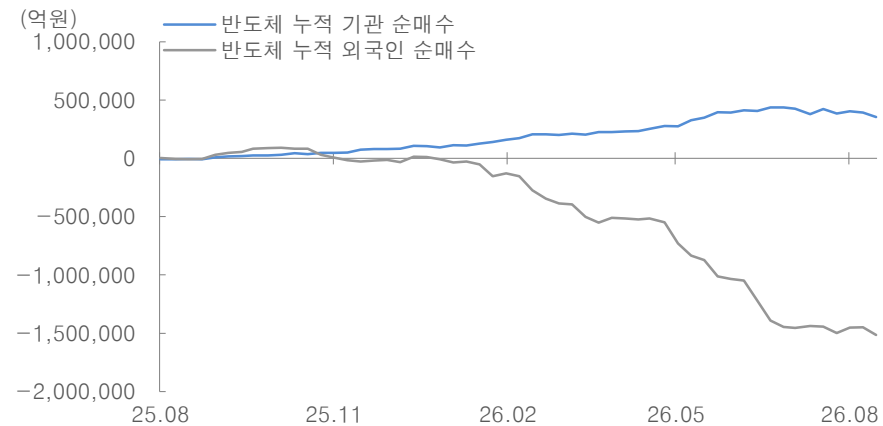
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 P/E는 3.93배로 저평가 구간, 밸류에이션 매력 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매도 정점 통과, 기관 투자자 매수도 부진



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 Peak Out 논란은 시기상조

Strategist 이경민

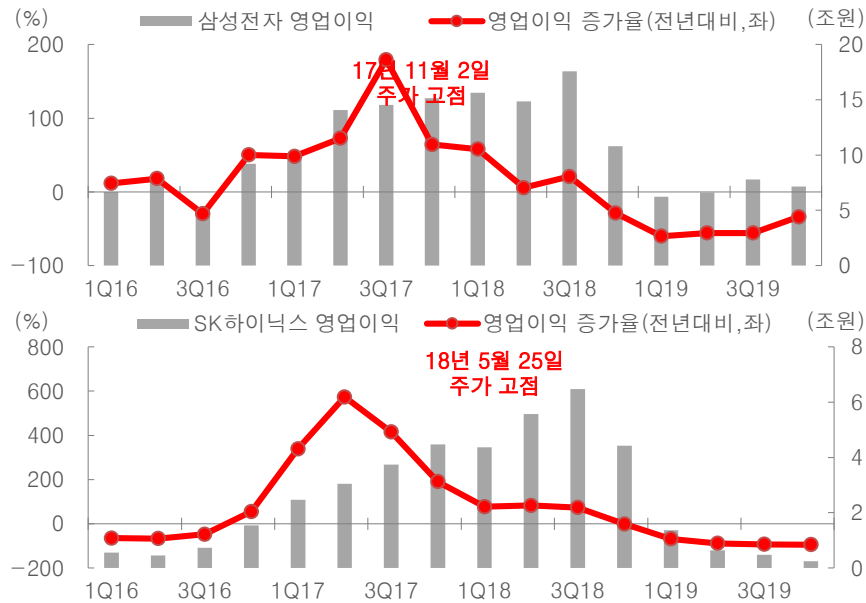
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

반도체 Peak Out 논란 시기상조. 오히려 실적 전망 상향 조정, 밸류에이션 재평가 가능성을 염두에 둘 때

- 삼성전자, 반도체 실적 모멘텀 Peak Out 논란은 시기상조. 삼성전자 이익 모멘텀, 전년대비는 2분기, 전분기 대비는 1분기 고점으로 주가 또한 고점 통과 우려 유입. 엔비디아, TSMC 모두 이익 모멘텀 고점 통과 이후 상승추세 지속/강화 중. 2017년, 2018년 반도체 슈퍼 사이클 당시 삼성전자 주가 고점은 17년 11월 2일, SK하이닉스는 18년 5월 25일. 이익 모멘텀 고점은 2016년 상반기와 17년 2분기였고, 실적 고점은 2018년 3분기. 영업이익 고점 통과, 이익 반전 우려가 유입되는 시점이 주가 고점일 가능성 높다고 판단. 현재 27년까지 실적 레벨업 전망 유입 중
- 반도체 실적 호조는 지속될 전망. 반도체 업종의 2분기 전분기 대비 영업이익, 순이익 변화율은 삼성전자 실적 서프라이즈, 실적 전망 상향조정에도 불구하고 58.2%, 88.8% 수준. 하지만, Trend Force 2분기 반도체 가격 변화율 58 ~ 75% 예상(전분기 대비) 수준. 수출 호조가 지속되고 있다는 점도 실적 전망 상향 조정이 가능성을 높이는 부분. 7월 수출 또한 62.8%(일평균 69.6%)의 강력한 모멘텀 재확인. 60%대 고공행진 속에 환율 효과는 여전. 컴퓨터(404%)와 반도체(178.8%)가 여전히 한국 수출을 이끌어가는 중. 일평균 수출 금액 둔화는 계절성 영향. 수출 대비 KOSPI 저평가 전환이 중요
- 추가적인 반도체 중심의 영업이익, 순이익 전망 상향 조정 가능성 높다고 판단. 이러한 반도체 이익 모멘텀 강화, 실적 전망 상향조정 흐름은 반도체 업종의 주가 상승 반전은 물론, KOSPI 주도력 회복/강화로 이어질 전망. 7월 급락으로 4배에 불과한 반도체 밸류에이션 재평가가 빠르게 전개될 전망

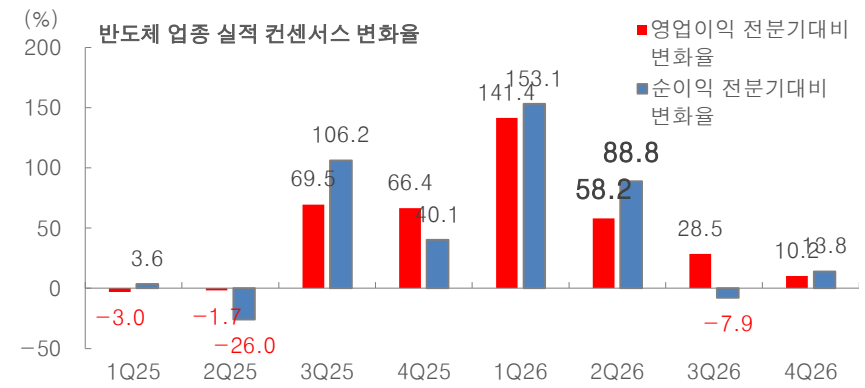
이익 모멘텀 정점과 주가 고점은 일치하지 않아... 감익 우려 유입이 관건



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 가격 예상 변화율보다 낮은 이익 증가율. 기대치가 아직 낮나?

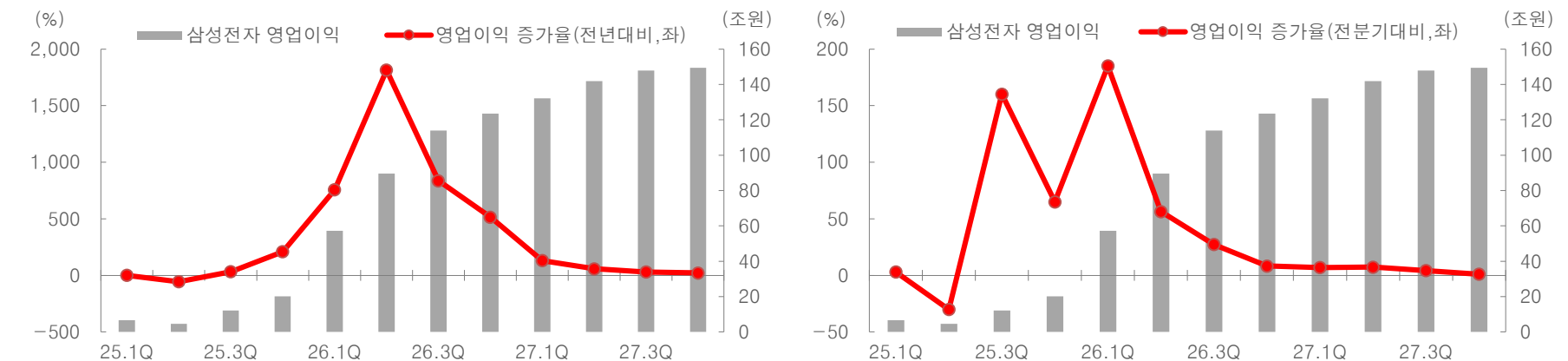
전분기 대비 가격 변화율	26년 1분기 변경(최신)	26년 2분기 변경(최신)	26년 3분기 신규
전체 Dram	93 ~ 98% 상승	58 ~ 63% 상승	13 ~ 18% 상승
전체 Nand	85 ~ 90% 상승	70 ~ 75% 상승	10 ~ 15% 상승



자료: Trend Force, FnGuide, 대신증권 Research Center

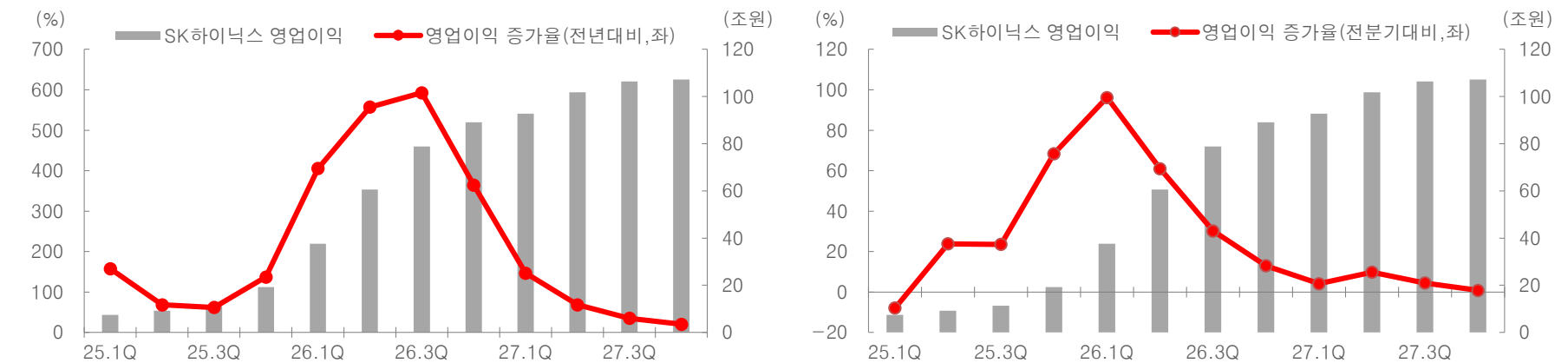
[실적 모멘텀] 삼성전자, SK하이닉스 동반 26년 상반기 이익 모멘텀 Peak Out? SK하이닉스 전년대비 변화율 3Q 고점

삼성전자 이익 모멘텀, 전년대비는 2분기, 전분기대비는 1분기 고점. 모멘텀 Peak Out 논란?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

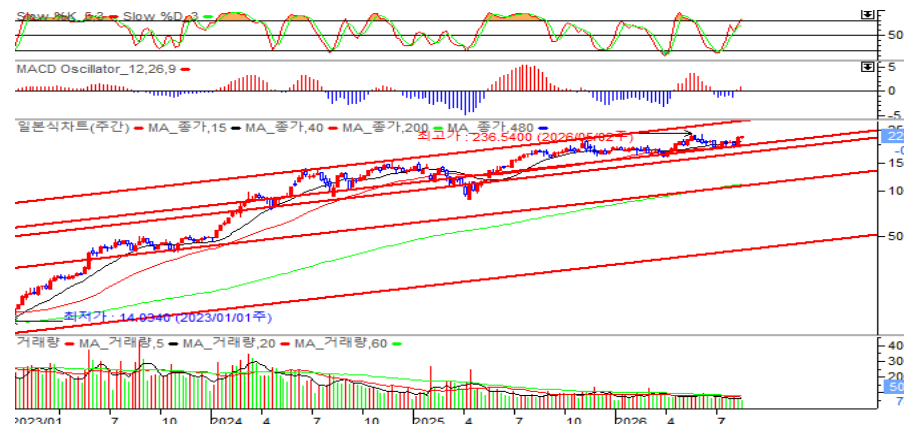
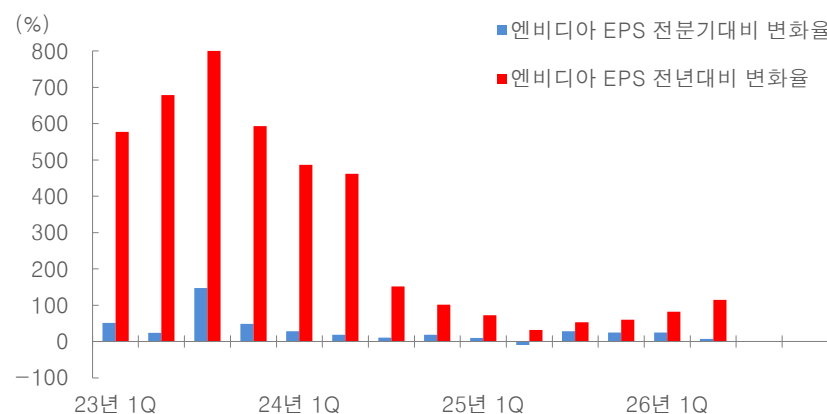
SK하이닉스 이익 모멘텀, 전년대비는 3분기, 전분기대비는 1분기 고점. 모멘텀 Peak Out 논란?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

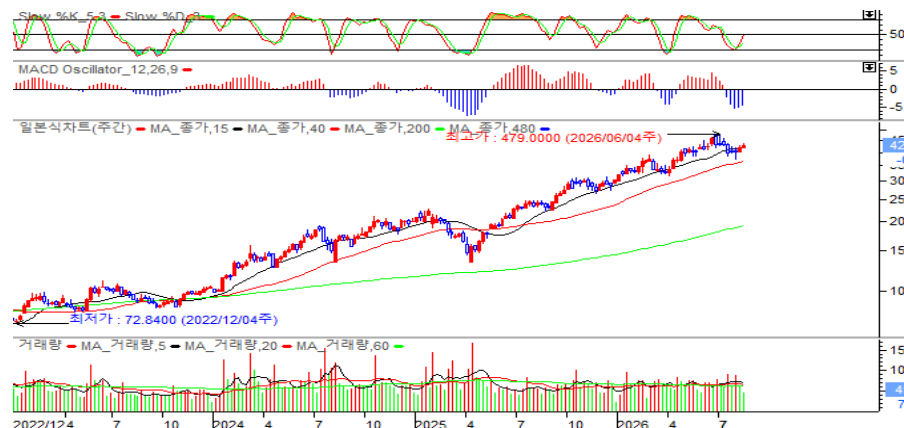
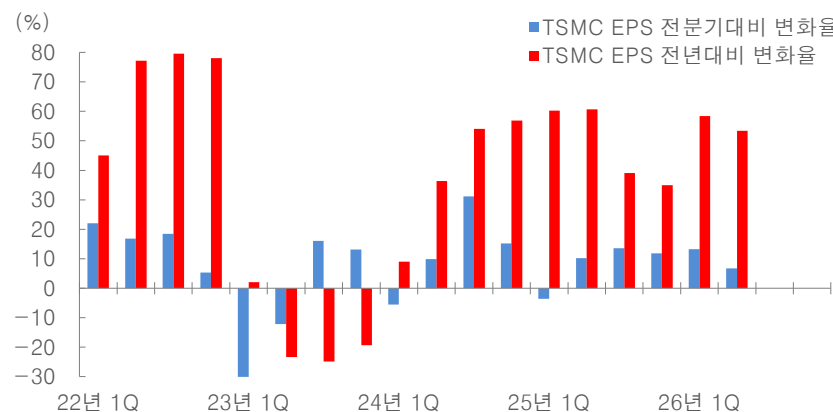
[엔비디아, TSMC 사례] 이익 모멘텀 정점 통과에도 주가는 상승 추세 지속

엔비디아 EPS 모멘텀, 전년대비, 전분기대비 23년 3분기 고점. 주가는 여전히 사상 최고치 행진 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

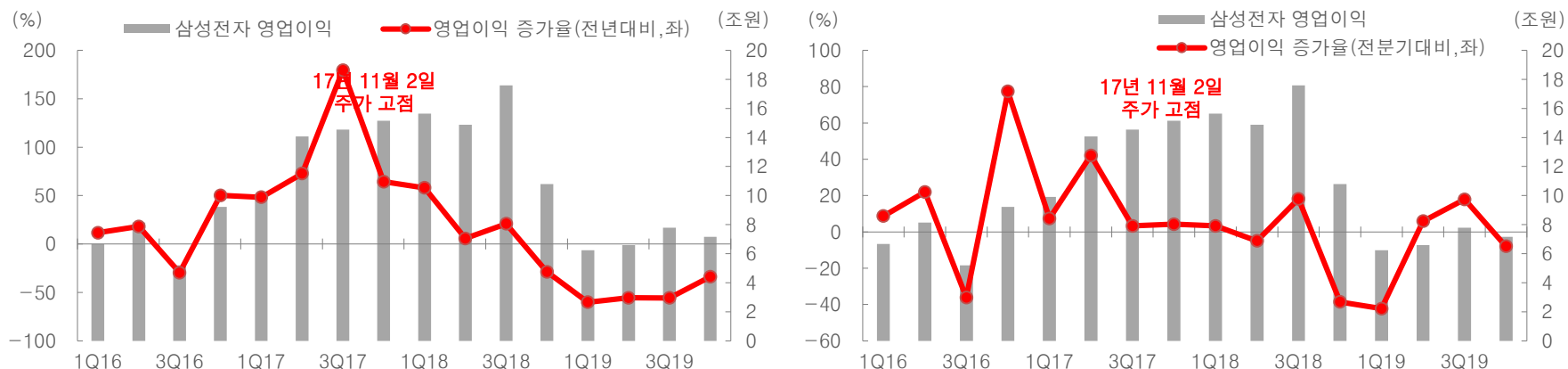
TSMC EPS 모멘텀, 연간 기준으로 25년 1분기, 전분기대비로는 24년 3분기 고점. 주가는 여전히 사상 최고치 행진 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

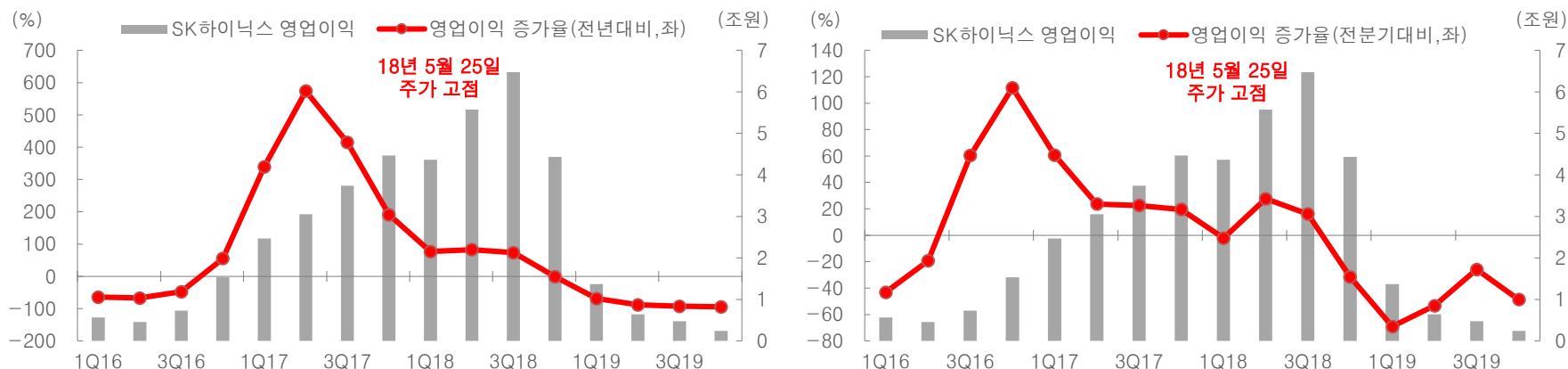
[실적 모멘텀] 반도체 슈퍼사이클 당시, 주가 고점은 실적 정점 우려가 유입될 시점

2017년, 2018년 반도체 슈퍼 사이클 당시 주가 고점은 17년 11월 2일. 모멘텀 고점은 17년 3Q, 16년 3Q, 실적 고점은 2018년 3분기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2017년, 2018년 반도체 슈퍼 사이클 당시 주가 고점은 18년 5월 25일. 모멘텀 고점은 17년 2Q, 16년 4Q, 실적 고점은 2018년 3분기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

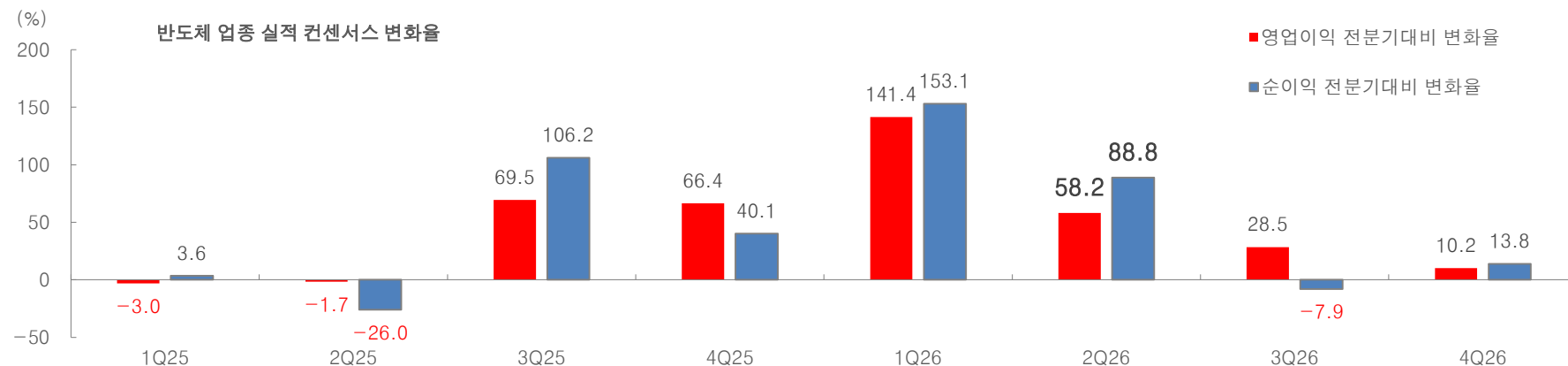
[반도체 실적 전망] 3분기 반도체 가격 전망, 보수적인걸까? 3분기 실적 컨센서스… 아직 저평가 아닐까?

Trend Force는 반도체 가격 3분기 Dram, Nand 전망치를 동반 상향 조정. 모건스탠리는 3분기 반도체 가격 25% 상승을 전망

전분기 대비 가격 변화율	26년 1분기		26년 2분기		26년 3분기
	기존	변경(최신)	기존	변경(최신)	신규
전체 Dram	55 ~60% 상승	93 ~98% 상승	13 ~ 18% 상승	58 ~ 63% 상승	3 ~ 8% ⇒ 13 ~ 18% 상승
전체 Nand	33 ~38% 상승	85 ~90% 상승	18 ~ 23% 상승	70 ~ 75% 상승	8 ~ 13% ⇒ 10 ~ 15% 상승

자료: Trend Force, 대신증권 Research Center

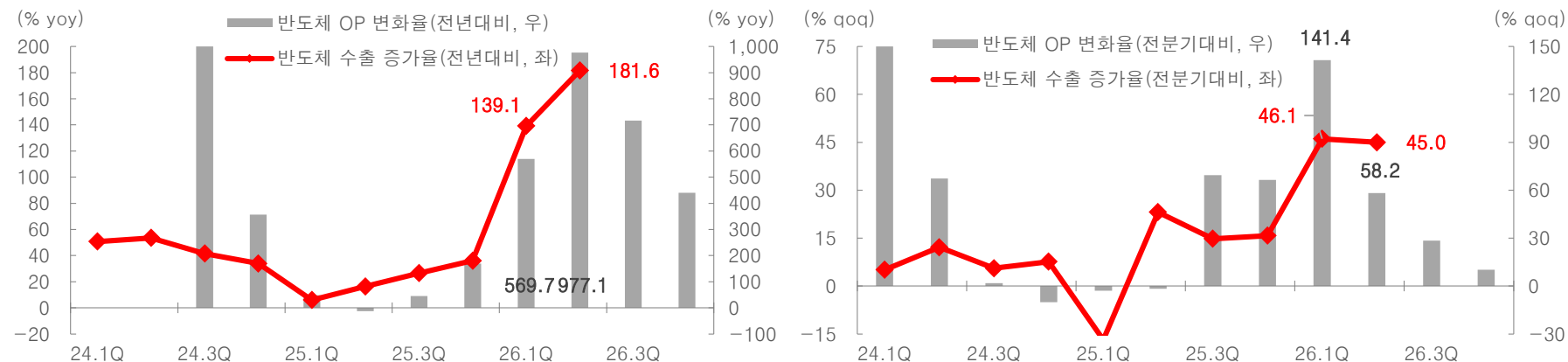
전분기 대비 3분기 영업이익, 순이익 변화율 28.5%, -7.9%. Trend Force 3분기 반도체 가격 변화율은 10 ~ 18% 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

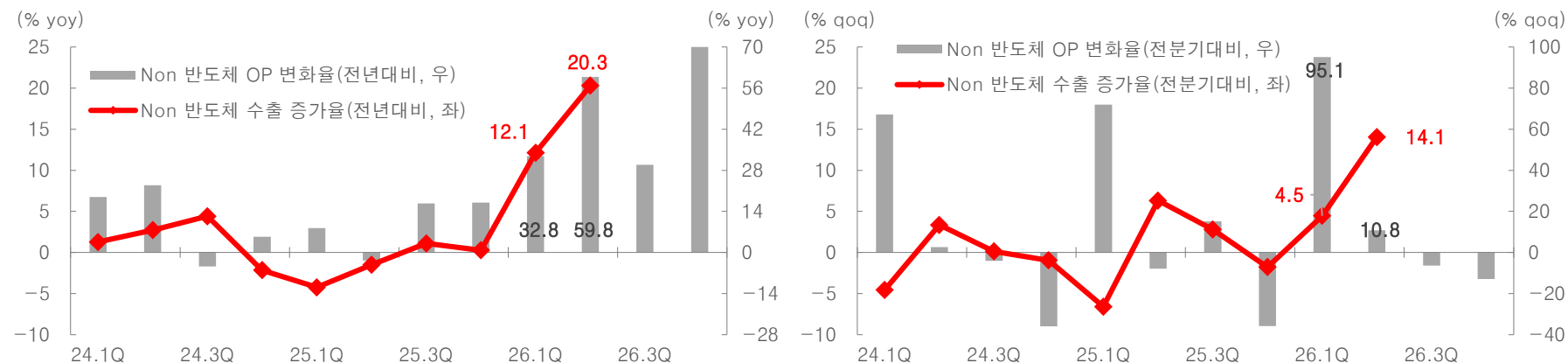
[수출/실적 모멘텀] 2분기 수출 증가율보다 약한 이익 모멘텀. 실적 눈높이가 낮은 상황으로 판단

반도체 수출 증가율 전년대비 기준 레벨업, 전분기 대비 기준으로도 정체. 그러나 영업이익 전분기대비 변화율 큰 폭으로 둔화, 눈높이가 낮은가?



자료: 관세청, Fnguide, 대신증권 Research Center

Non-반도체 수출 전년대비 증가율 1분기대비 큰 폭으로 레벨업. 전분기 변화율도 1분기보다 높아... 그러나 OP 증가율은 정체, 마이너스 반전 예상



자료: 관세청, Fnguide, 대신증권 Research Center

실적 정체 국면 진입.

Non-반도체 실적 기대는 지속

Strategist 이경민

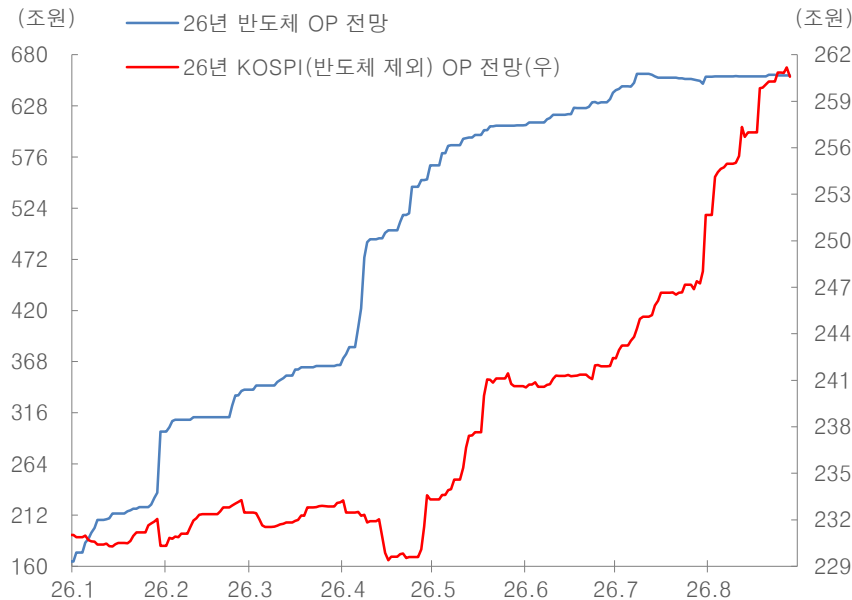
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

실적 정체 국면 진입. 그럼에도 불구하고 9개 업종 실적 전망 상향 조정 중, Non 반도체 실적 기대 강화 중

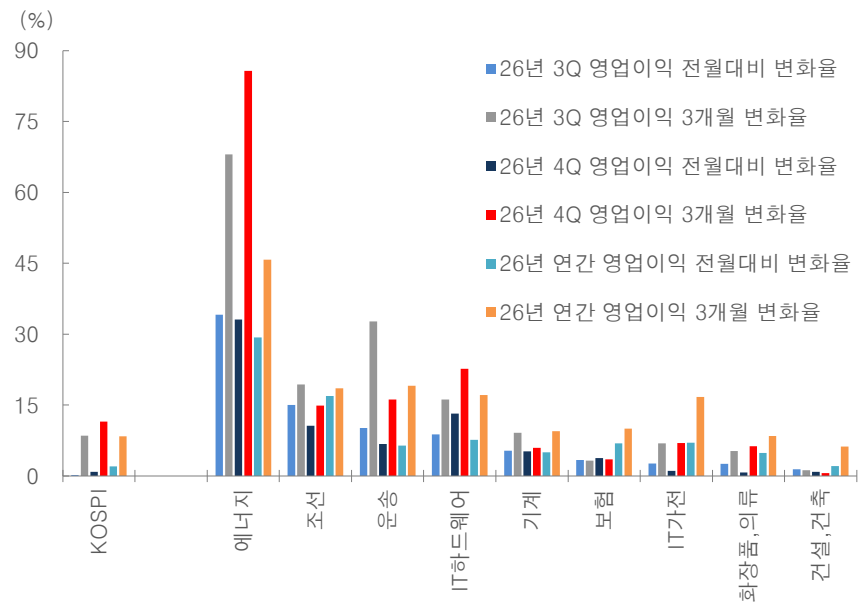
- 2분기 시즌 마무리. 실적 전망 정체 구간으로 진입. SK하이닉스 실적 부진, 반도체 업황 우려에도 불구하고 반도체 실적 전망 하향조정은 제한적. 오히려 반도체를 제외할 경우 26년, 27년 영업이익 각각 15.5조원, 7.6조원 상향 조정(7월 10일 이후). 26년 연간 OP 전망 에너지, 조선, 증권, IT하드웨어, IT가전, 보험, 운송, 기계, 화장품/의류 등 15개 상향 조정. 전체 26개 업종 중 2/3 업종에 실적 기대 유입. 26년 3분기, 4분기, 26년 연간 영업이익 전망이 모두 상향조정 중인 업종은 에너지, 조선, 운송, IT하드웨어, 기계, 보험, IT가전, 화장품/의류, 건설 9개. 실적 시즌 이후에도 실적 전망 상향 조정 지속 가능성 높은 업종으로 꾸준히 주목해야 할 것
- 반도체의 실적 불안에도 Non-반도체 실적은 견고한 상황. 본격적인 실적 시즌 돌입과 함께 Non 반도체 26년 연간 영업이익 전망은 260조원 상회. 7월말 257조원에서 레벨업된 결과. 이는 24년 KOSPI 전체 영업이익(223조원)을 넘어서고, 25년 272조원에 근접
- 반도체를 제외한 2분기 수출 증가율(전분기대비)은 4.5%에서 14.1%로 모멘텀이 강화되지만, Non반도체 영업이익 변화율은 마이너스 반전 예상(1분기 95.8%에서 -4.6%). Non반도체 실적 기대가 크게 낮아져있다고 판단. 향후 실적은 수출 모멘텀, 환율효과 등에 힘입어 반도체와 비반도체 구분 없이 그른 실적 개선으로 KOSPI 쏠림현상완화, 상승추세 강화의 동력이 될 전망.

반도체 실적 전망 하향 & 정체. Non-반도체 실적 전망 상승세 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

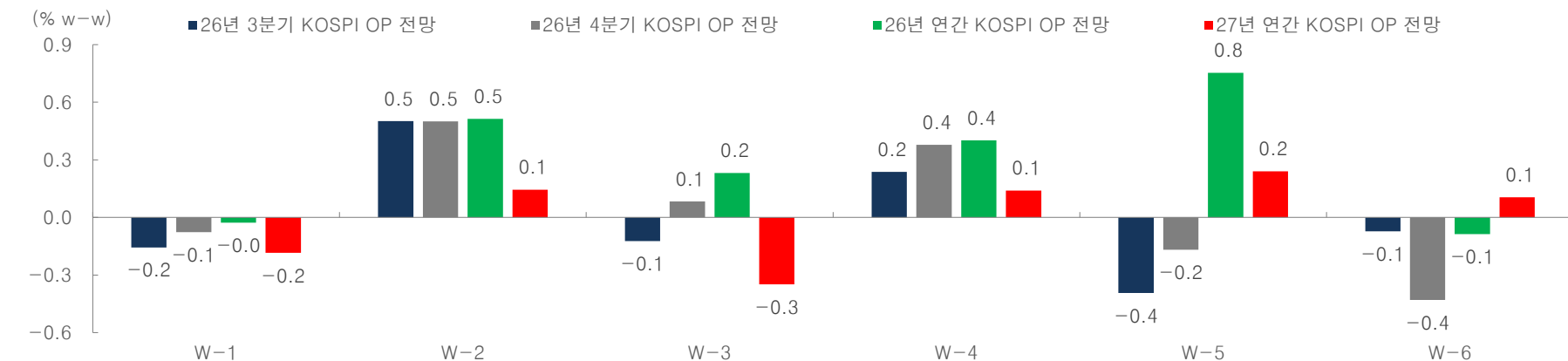
26년 3Q, 4Q, 26년 연간 영업이익 전망 동반 상향 조정 업종 9개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

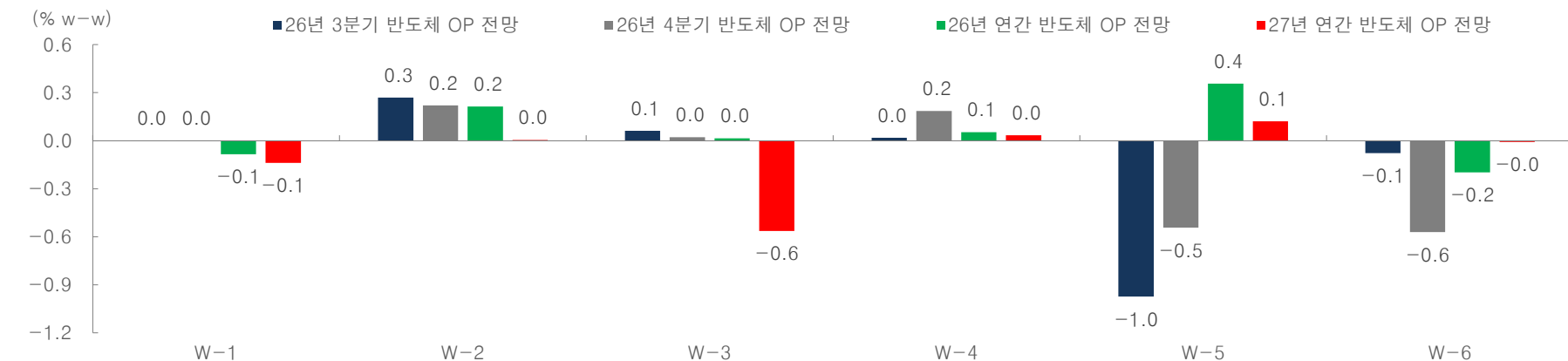
[실적 전망 변화] KOSPI 실적 불확실성 확대가 아닌 SK하이닉스 실적 하향 조정 영향, 8월 들어 상향 조정 재개

SK하이닉스 실적 불안, 2분기 실적 부진 영향으로 하향 조정되었던 이익 전망. 8월 들어서면서 상향 조정으로 반전, 실적 시즌 종료 이후 정체 국면 진입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

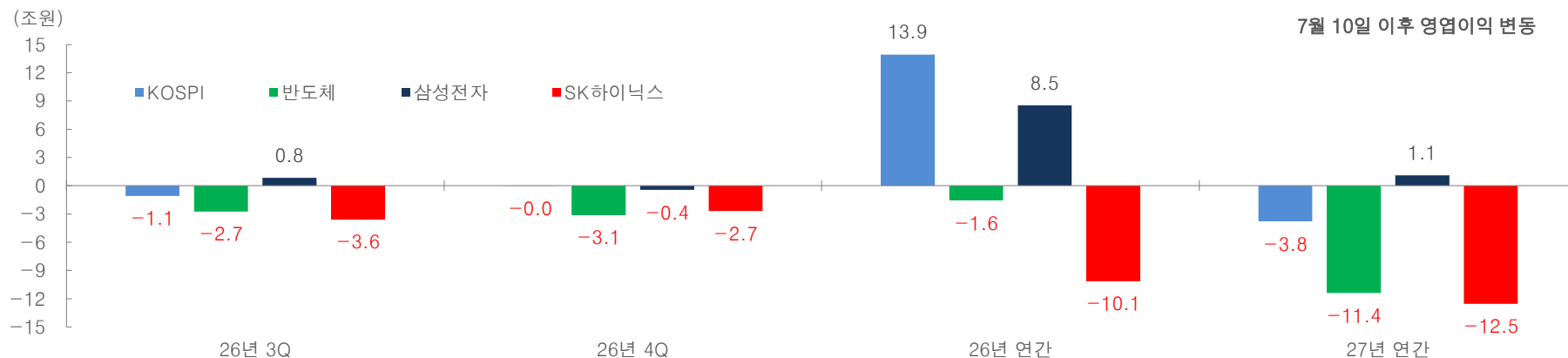
실적 전망 하향 조정의 중심에 자리한 반도체. KOSPI 이익 전망보다 하향 조정 폭이 큰 상황, SK하이닉스 실적 불확실성, 컨센서스 하회만이 문제



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

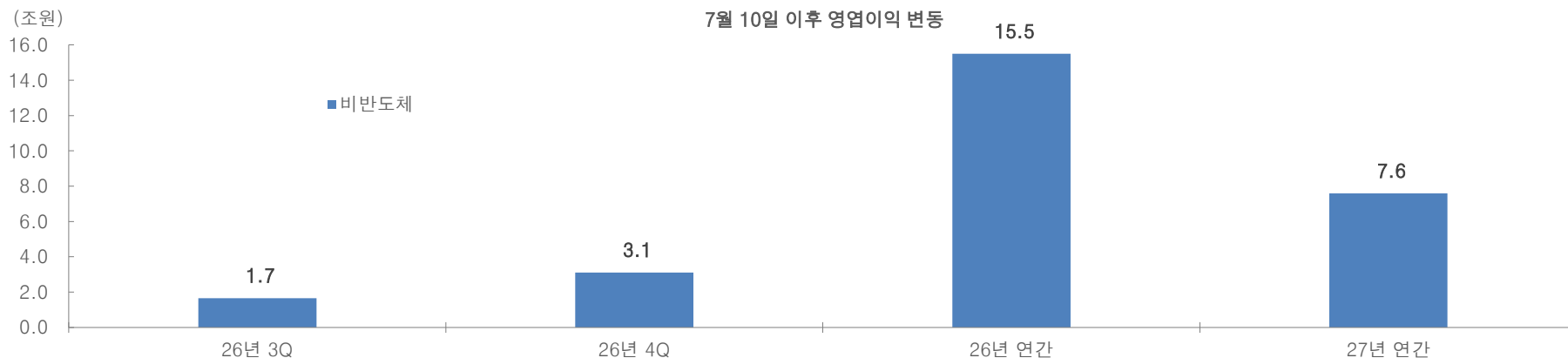
[실적 전망 변화] 최근 실적 전망 하향 조정은 전적으로 SK하이닉스 영향. 반도체 실적도 견조하고, 비반도체 실적은 개선

7월 KOSPI 실적 전망 하향조정은 전적으로 SK하이닉스 영향. 삼성전자 26년, 27년 연간 실적 전망 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

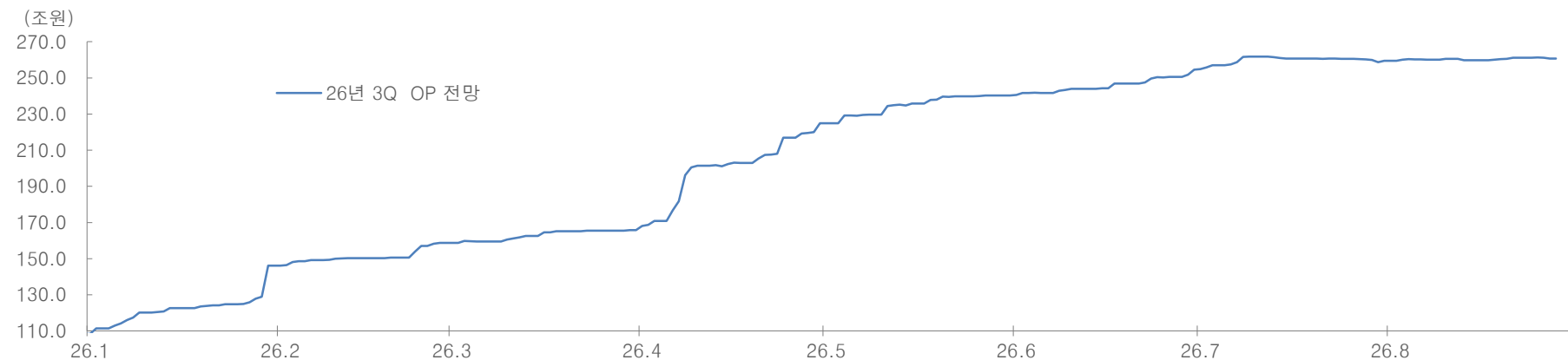
반도체를 제외한 업종들의 실적 전망 상향 조정 지속. 26년, 27년 실적 전망 레벨업. 2분기 실적 호조 & 3분기, 4분기 실적 전망 상향 조정 영향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

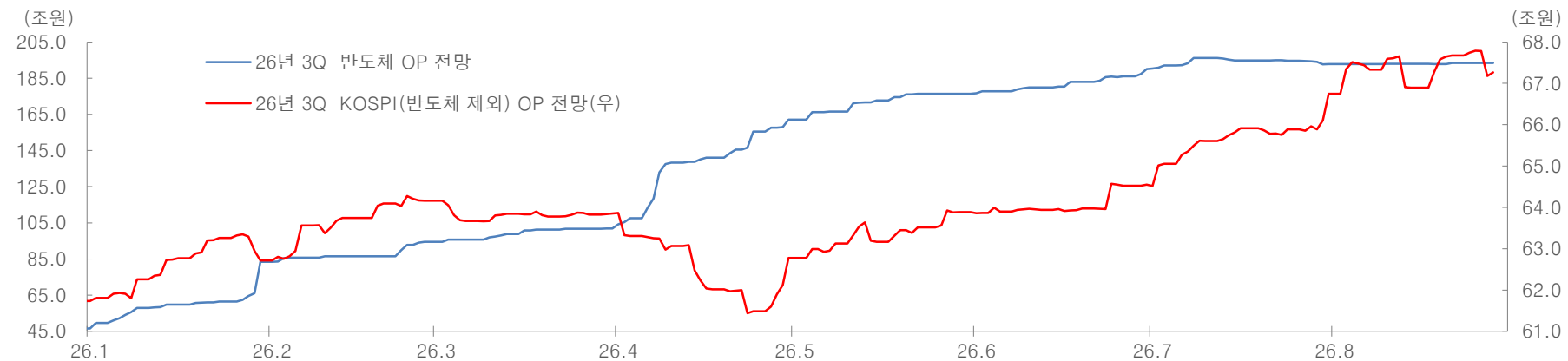
[26년 3Q 실적 전망] 반도체 193조원에서 정체. KOSPI 영업이익 전망은 260조원대에서 등락 반복. Non 반도체의 힘

26년 3Q OP 전망, 260조원대에서 등락 반복. SK하이닉스 실적 부진에 흔들리기도 했지만, 2분기 비반도체 실적 호조 이후 정체 국면 진입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

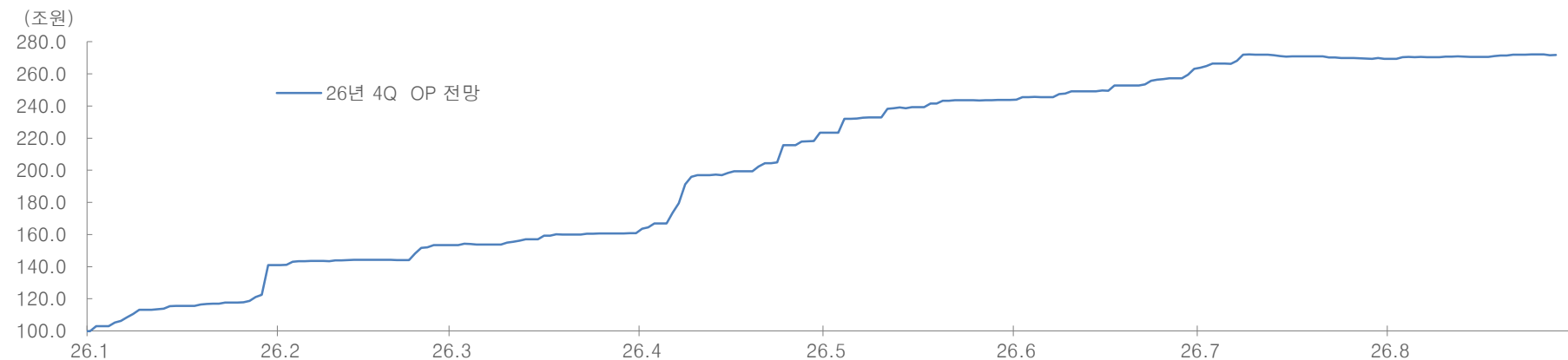
반도체 OP 전망 196조원에서 193조원으로 하향 조정(-4조원) 이후 정체. 반도체 제외한 업종 OP 전망은 67조원대에서 등락 반복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

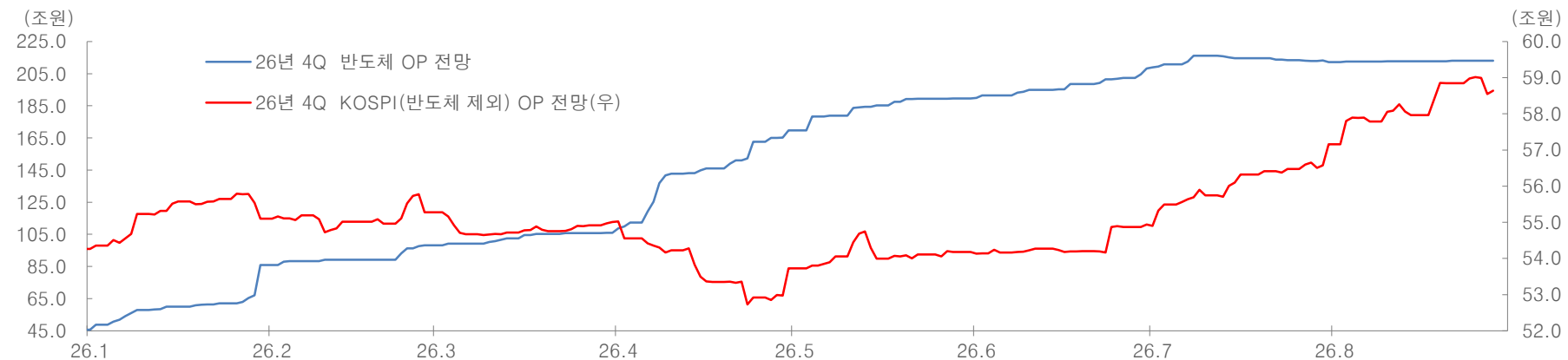
[26년 4Q 실적 전망] Non-반도체 실적 전망 큰 폭 상승. 반도체는 SK하이닉스 실적 부진 이후에도 정체

26년 4Q OP 전망, 272조원 수준에서 2분기 실적 시즌 종료. Non-반도체 실적 전망 상향 조정 영향이 컸던 상황



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

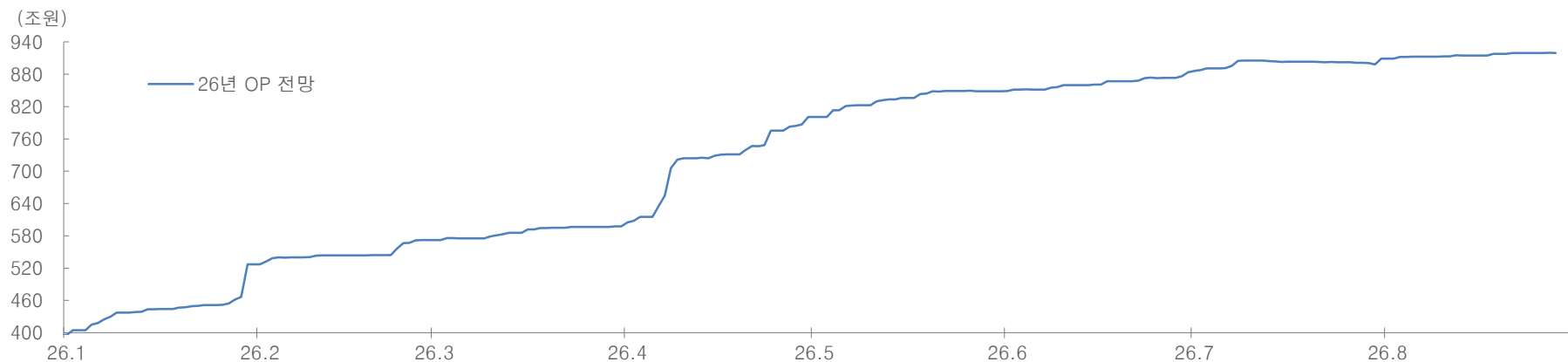
반도체 OP 전망 213조원대 회복. 반도체 제외한 업종 OP 전망은 59조원대까지 레벨업, 상승 추세를 이어가는 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

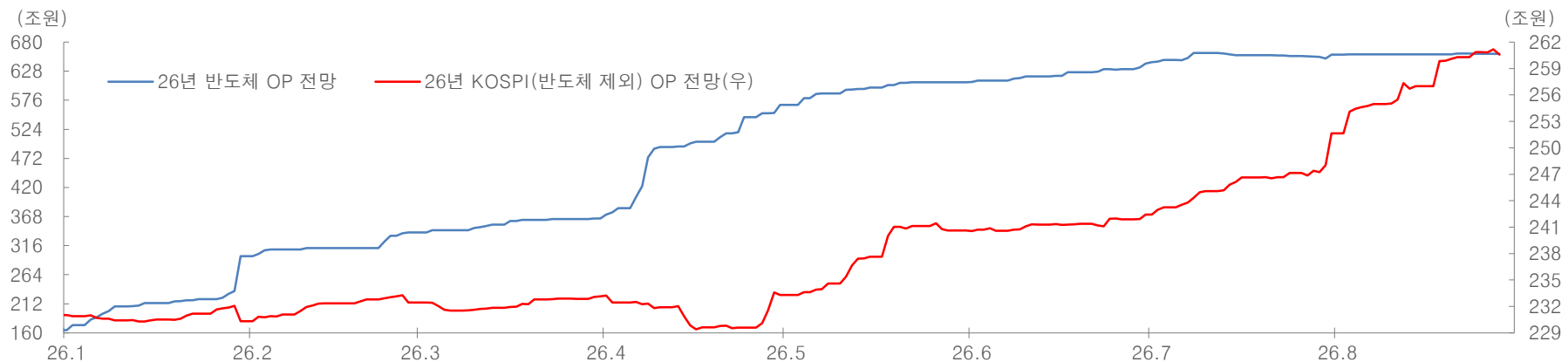
[26년 연간 실적 전망] 반도체 실적 650조원에서 659조원으로 반등. KOSPI 919조원으로 6월말대비 35조원 상향 조정

KOSPI 26년 영업이익 전망 919조원대로 상향 조정 지속. Non 반도체 실적 개선, 레벨업 영향이 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

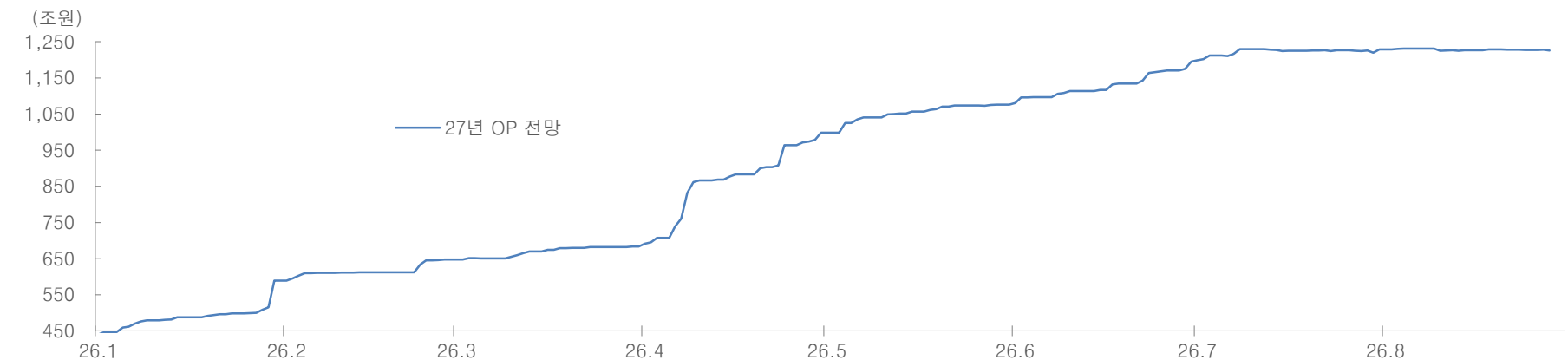
반도체 영업이익 전망 650조원에서 9조원 상향 조정되며 659조원에서 컨센서스 형성. Non-반도체 실적 전망은 260조원으로 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

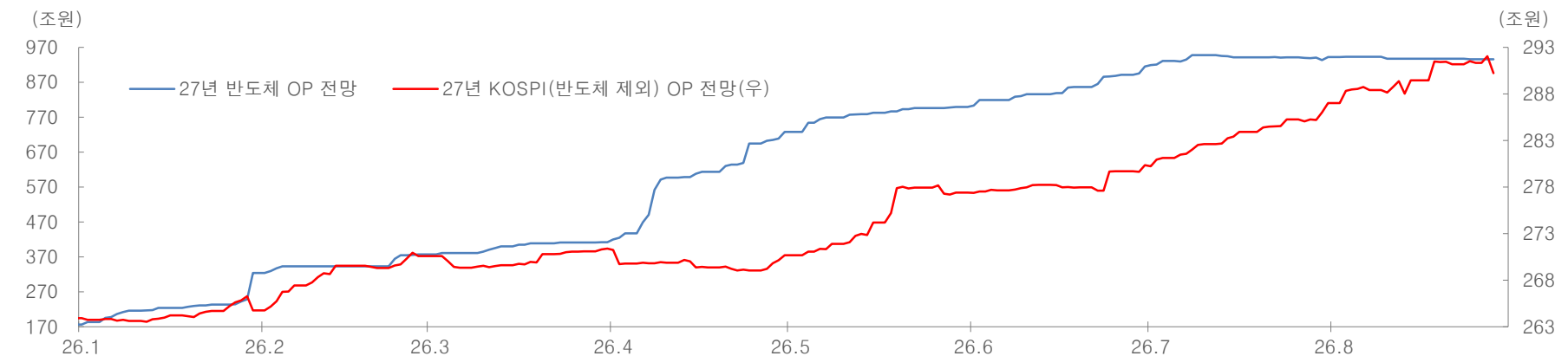
[27년 연간 실적 전망] 반도체 실적 937조원에서 935조원으로 하향 조정. KOSPI 1,226조원대로 소폭 하락

KOSPI 27년 영업이익 전망 1,230조원까지 상향 조정되었지만, 반도체 실적 우려에 1,225조원으로 소폭 하향 조정. 이후 1,226조원대로 정제



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

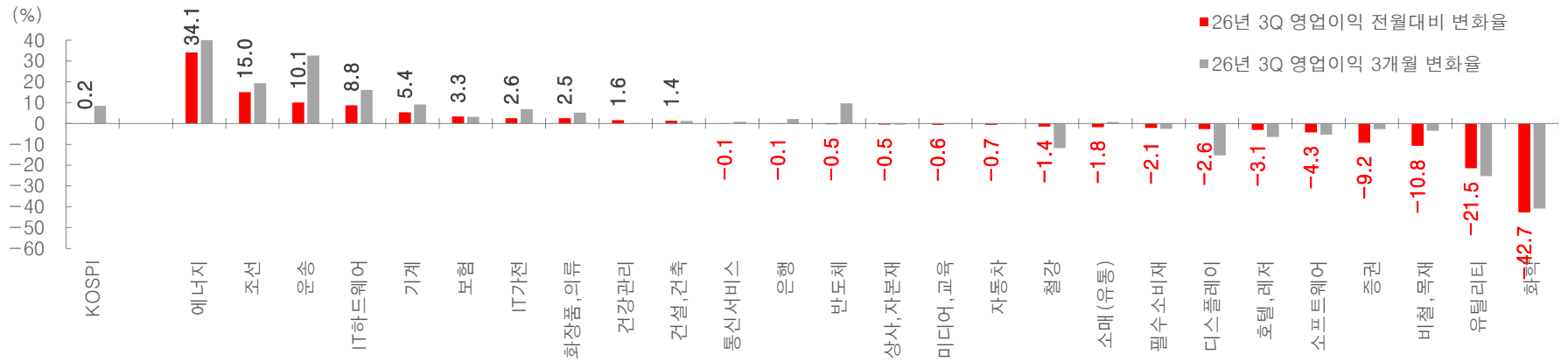
반도체 영업이익 전망 942조→937조원으로 5조원 하락, 8월에도 935조원으로 추가 하향 조정. 비반도체 실적 전망은 상향 조정으로 290조원 상회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

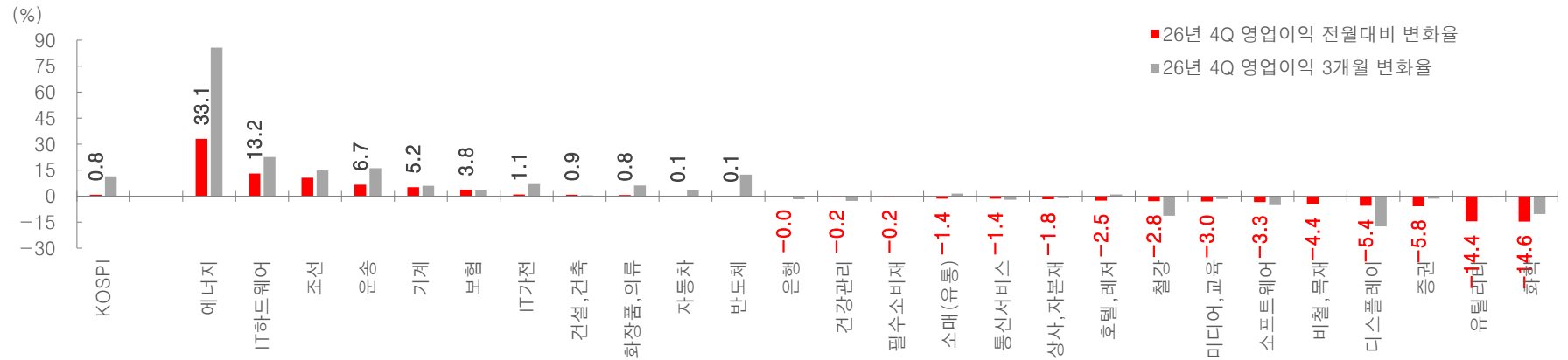
[실적전망 변화율] IT하드웨어, IT가전, 기계, 에너지, 조선, 화장품/의류 등 9개 업종 동반 상향 조정

에너지, 조선, 운송, IT하드웨어, 기계, 보험, IT가전, 화장품/의류, 건강관리, 건설 10개 상향. 화학, 유틸리티, 비철/목재, 증권, 소프트웨어 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

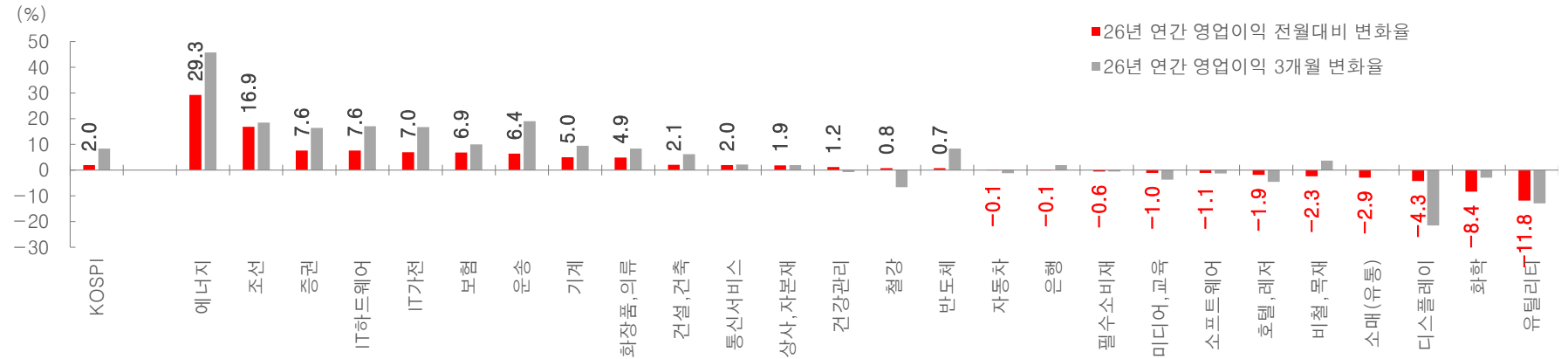
에너지, IT하드웨어, 조선, 운송, 기계, 보험, IT가전, 건설, 화장품/의류, 자동차, 반도체 11개 상향 조정. 화학, 유틸리티, 증권, 디스플레이 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

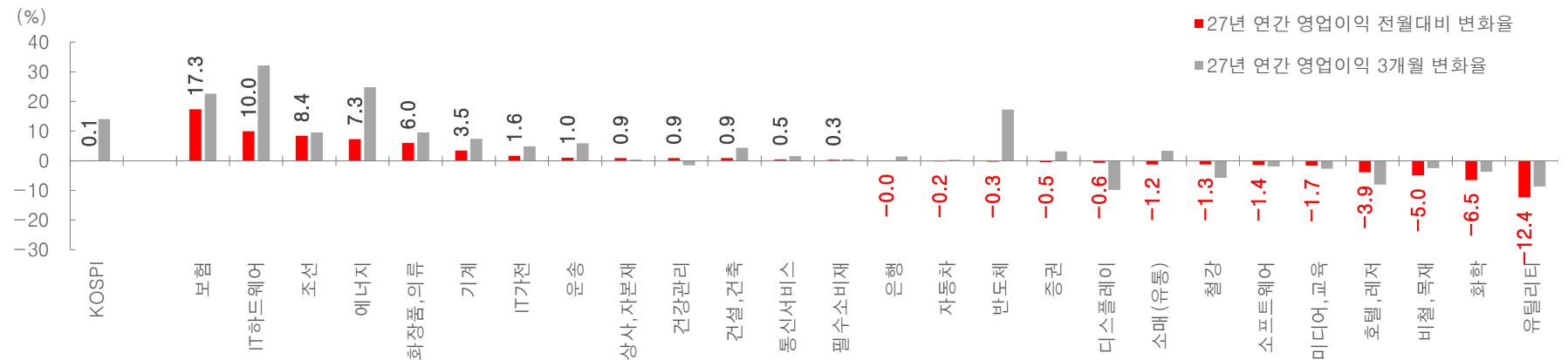
[실적전망 변화율] IT하드웨어, IT가전, 기계, 운송, 에너지, 조선, 화장품/의류 등 12개 업종 동반 상향 조정

에너지, 조선, 증권, IT하드웨어, IT가전, 보험, 운송, 기계, 화장품/의류 등 15개 상향 조정. 유틸리티, 화학, 디스플레이, 소매(유통), 비철목재 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

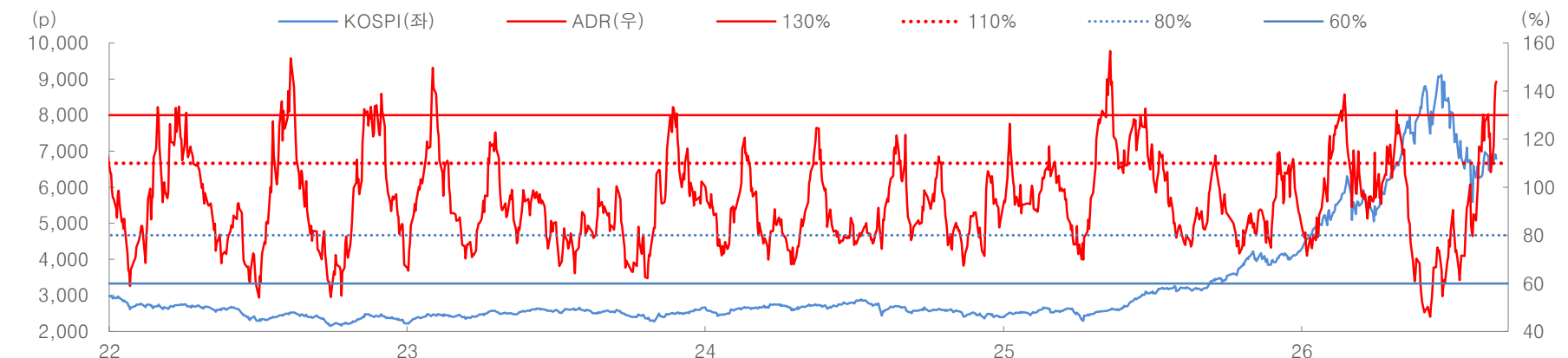
보험, IT하드웨어, 조선, 에너지, 화장품/의류, 기계, IT가전, 운송 등 13개 상향 조정. 유틸리티, 화학, 비철/목재, 호텔/레저, 미디어/교육 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

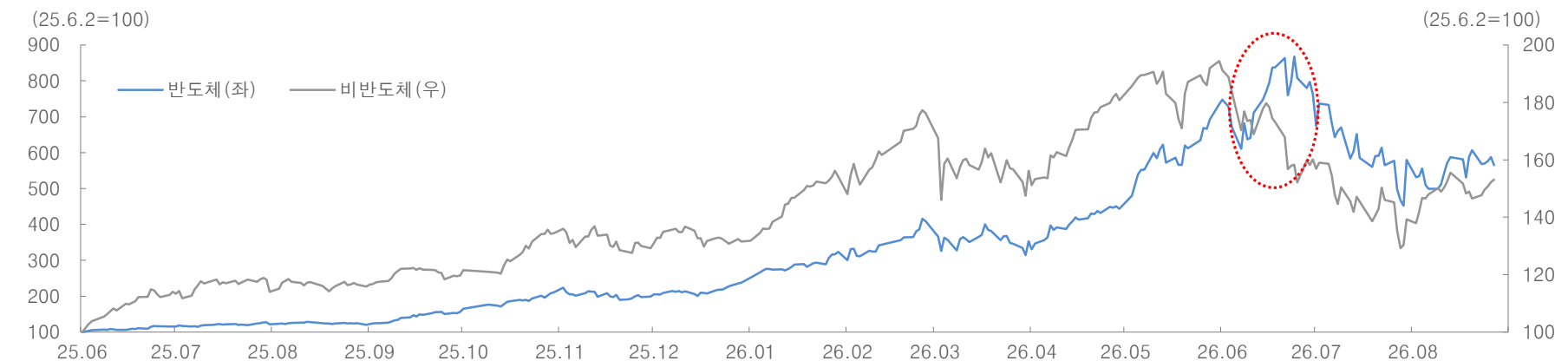
[쏠림 or 확산] 140%까지 급반등한 ADR. 당분간 확신이 제한적이거나 지수 단기 조정 가능성 경계

KOSPI ADR(상승종목비율, 20MA) 140% 돌파. 반등 국면에서 반도체 주도력 회복에도 업종별 등락을 활발했기 때문. 다만, 단기 과열은 심화 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이번 상승주세에서 반도체, 삼성전자 SK하이닉스만 독보적인 상승은 6월에만 발생! 나머지 국면에서는 동반 상승 속에 반도체가 상대적으로 강했던 흐름



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시장 주도력을 가져온 외국인. 금융투자의 매매패턴 변화로 순환매 강화

Strategist 이경민

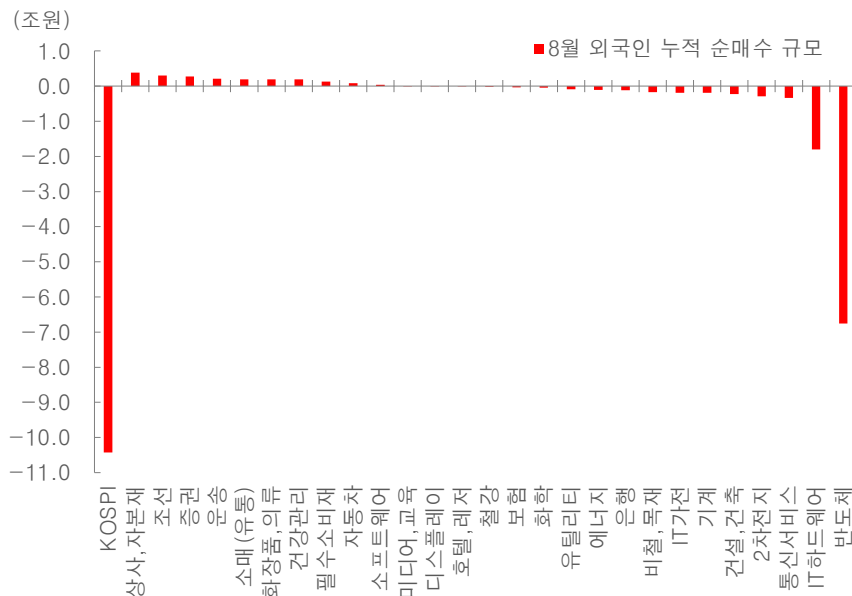
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

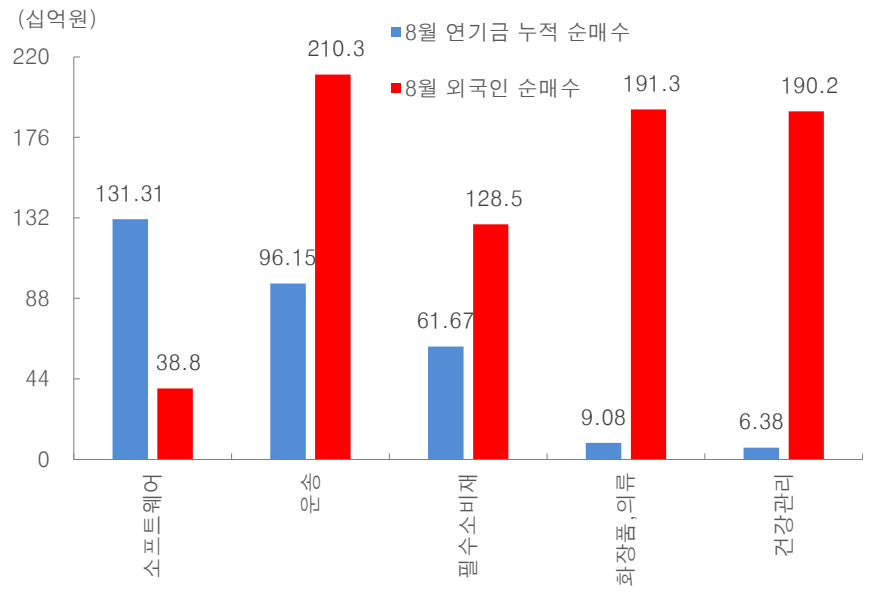
외국인 시장 수급 주도권 회복. 금융투자는 매수 업종 확대(7월 25개, 8월 17개)로 순환매 주도

- 8월 주간 단위 외국인 매수/매도 속에 8월 외국인 매도 규모는 10.4조원으로 재차 확대. 삼성전자 매수 우위 속에 SK하이닉스와 비반도체 업종 중심으로 매도 규모 확대. KOSPI의 7월 역대급 폭락에 리밸런싱 매물 압력 완화, 원화 강세 반전/지속, AI, 반도체 업황 우려 완화 등을 감안할 때 외국인 매도는 진정 될 전망. 글로벌 포트폴리오 내 한국 증시 비중 Overweight 폭 축소. 글로벌 증시대비 KOSPI의 차별적인 급등세에 이어 급락세를 보인 만큼 적정 Overweight 수준에 근접. 매수 업종에는 상사/자본재, 조선, 증권, 운송, 소매(유통), 화장품/의류, 건강관리 등이 있음. 소외주, 내수주 중심 10개 업종에 달하는 상황. 개인, 금융투자 매도 속에 외국인이 수급 주도력을 회복. 외국인 매수/매도에 KOSPI 지수 등락 일희일비
- KOSPI 밸류에이션 역사적 저평가 구간(선행 PER 6배 이하 수준)에서 변동성 완화와 원화 안정이 가세하면서 외국인 순매도 규모 축소, 매수 전환 가능성 확대. KOSPI 변동성 확대는 오히려 외국인 매도 압력을 제어하고, 매수여력을 확대하는 변수. 연기금도 국내주식 비중 OverWeight 폭이 축소됨에 따라 연기금도 KOSPI 매도 강도 완화, 매수 반전 가능성 확대
- 6월까지 KOSPI 상승의 핵심 동력이었던 금융투자(ETF 매매)는 매도 전환 & 강화. 최근 KOSPI 7,000선 돌파 시도 과정에서 매도 우위(최근 10거래일 중 6거래일 동안 3.8조원 순매도) 하지만, 7월 반도체를 제외한 전 업종 순매수했던데 이어 8월에도 17개 업종 순매수. 8월 반도체 주도력 회복에도 업종 순환매가 전개된 원인이자, 향후 순환매 장세 전개 가능성을 높이는 변화. 8월 외국인과 연기금 동시 순매수 업종은 보험, 소프트웨어, 운송, 필수소비재 뿐

8월 외국인 순매도 지속. 10개 업종 1.99조원 순매수

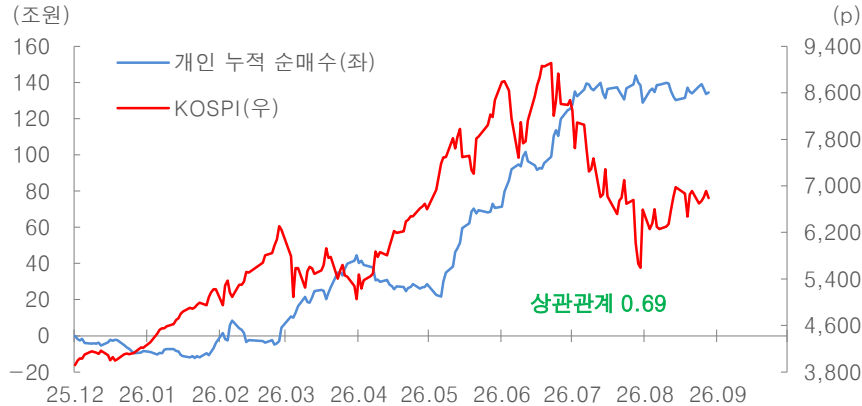


외국인/연기금 순매수: 소프트웨어, 운송, 필수소비재, 화장품/의류 등



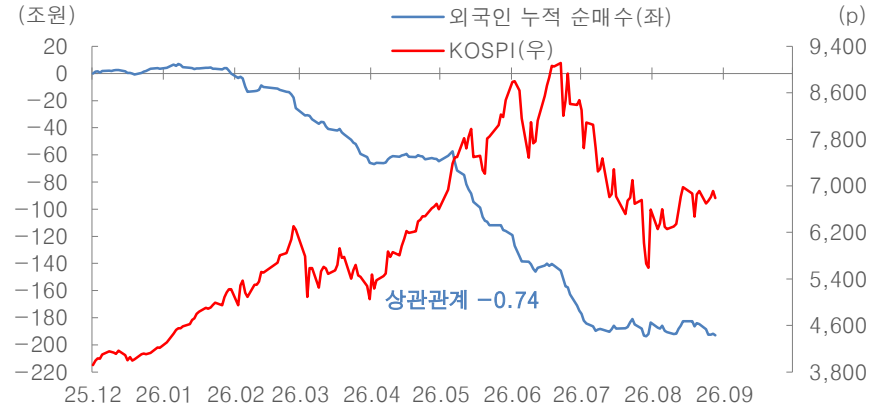
[KOSPI 수급 동력] KOSPI 반등 국면에서 금융투자(ETF) 매도 전환. KOSPI 등락을 주도하는 외국인, 수급 주도권 회복

개인 투자자, 8월 반등 국면에서 매도 우위



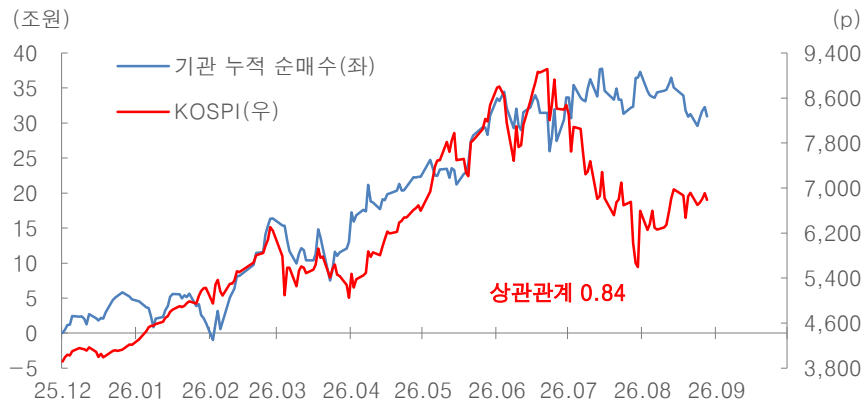
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 7,000선 회복 시도 과정에서 주도력을 확보한 외국인



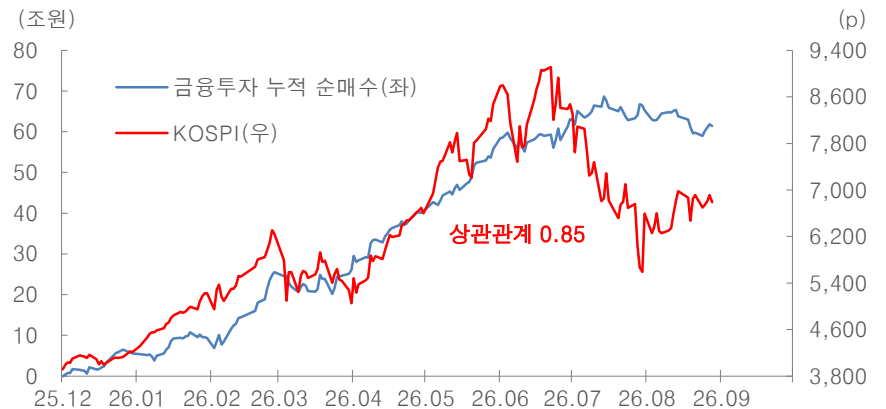
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관 투자자들의 매매가 KOSPI 등락에 상당한 영향을 미쳐왔지만...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

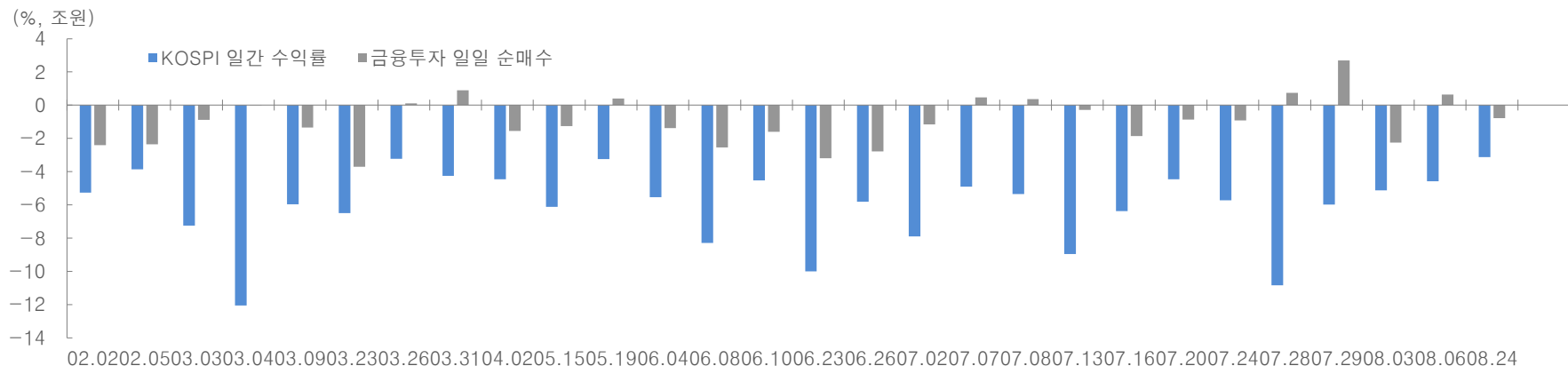
최근 KOSPI 급반등 과정에서 매도 우위인 금융투자(ETF 매매)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

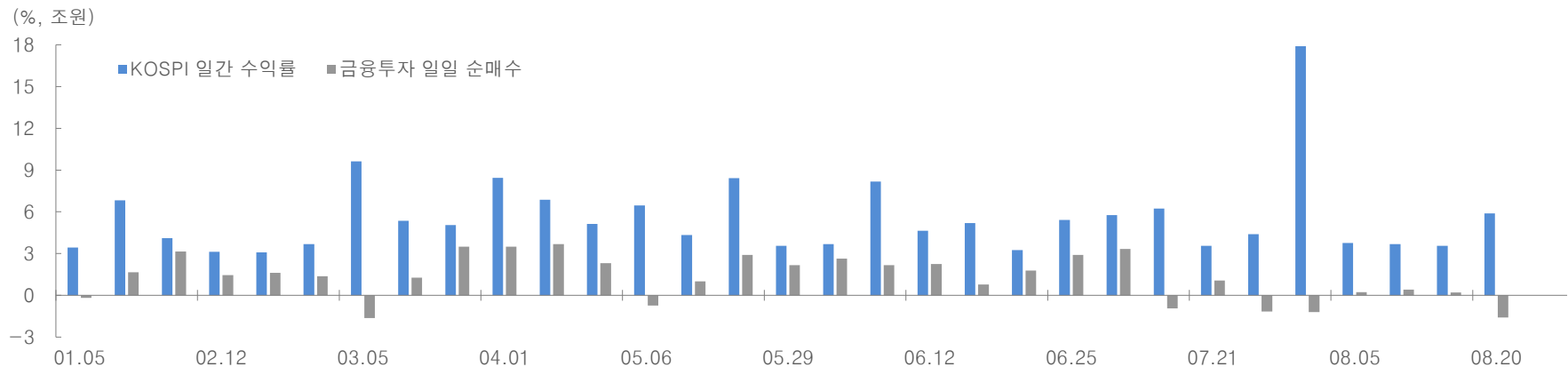
[금융투자 수급] 올해 3% 이상 급락 27번 중 19번 매도, 급등 31번 중 24번 매수. 금융투자가 KOSPI 급등락 주도

26년 들어 KOSPI가 3% 이상 급락했던 28번 중 금융투자가 20번(78.6%) 매도. 그러나 7월말에는 급락 국면에서 매수세 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

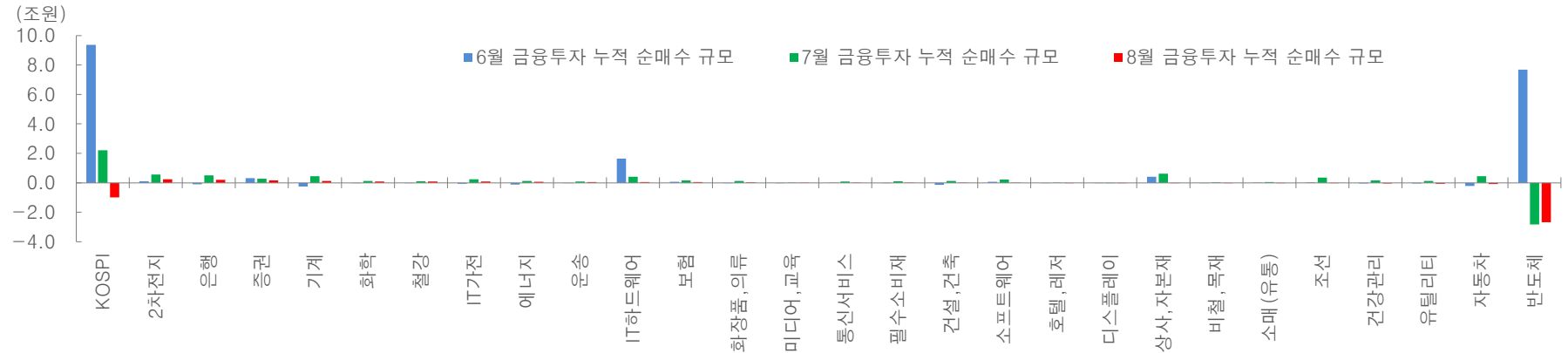
26년 들어 KOSPI가 3% 이상 급등했던 31번 중 금융투자가 24번(77.4%) 매수. 7월 중순 이후에는 KOSPI 반등시 금융투자 매도 우위



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

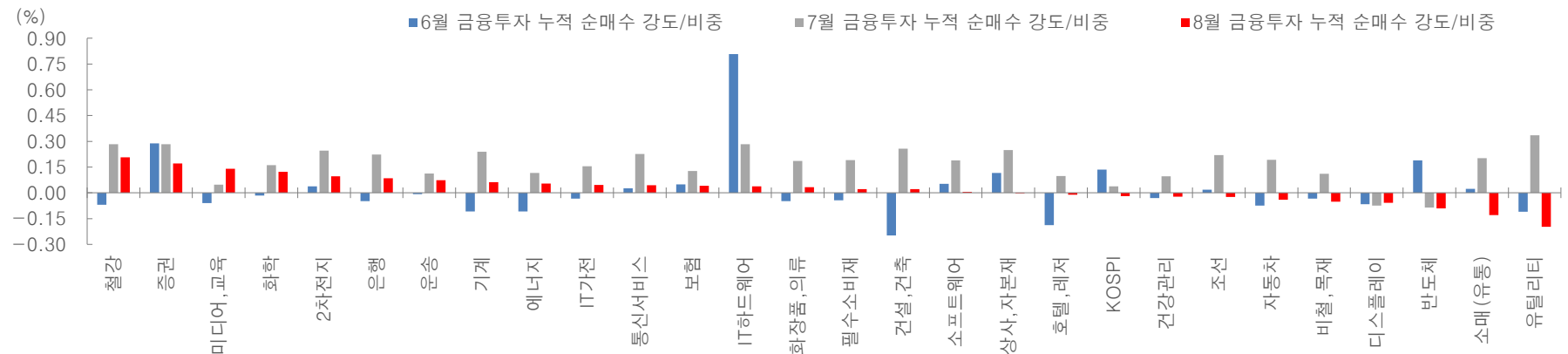
[금융투자 수급] 7월 25개, 8월 17개 업종 순매수. 8월 중순 이후 순매수 업종 확대로 쏠림현상 완화, 비반도체 반등 지속

2차전지, 은행, 증권, 기계, 화학, 철강, IT가전, 에너지, 운송 등 17개 순매수. 반도체, 자동차, 유틸리티, 건강관리, 조선 등 최근 반등 주도 업종 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

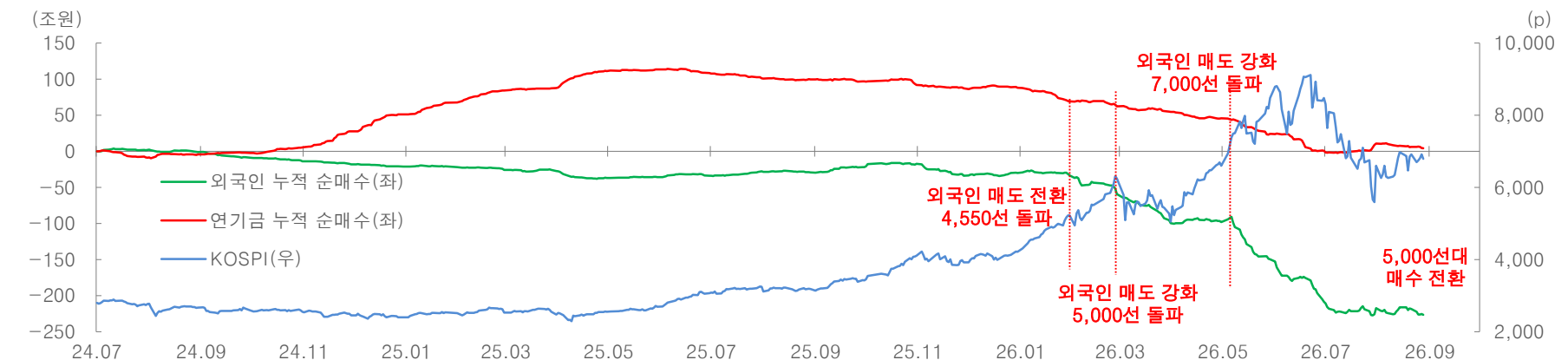
금융투자 순매수 강도 상위, 철강, 증권, 미디어/교육, 화학, 2차전지, 은행, 운송, 기계, IT가전, 유틸리티, 소매(유통), 반도체, 디스플레이 등 매도 우위



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

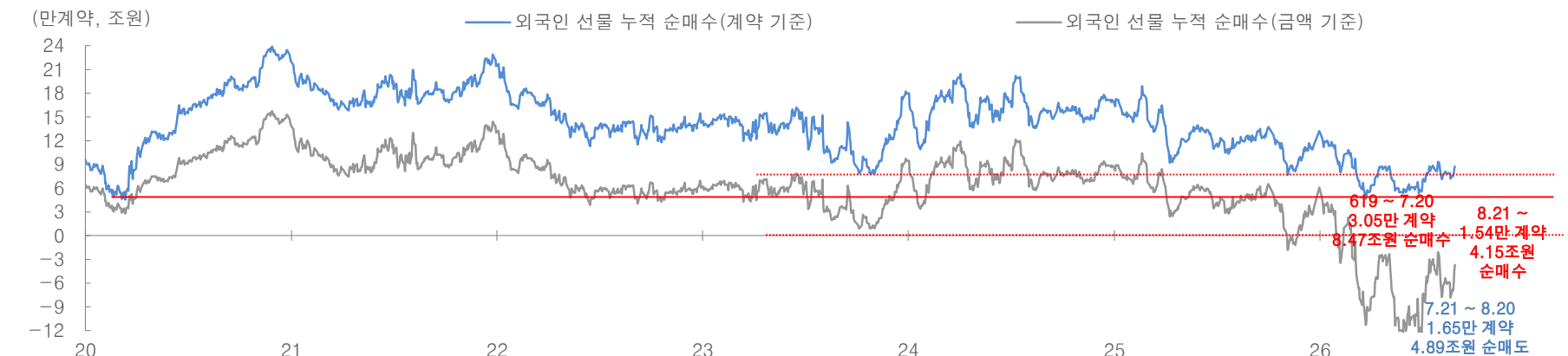
[외국인+연기금] 외국인 현물 매도에도 선물 시장에서 매수 전환. 연기금도 제한적인 매도세 기록 중

KOSPI 급락 이후 외국인 매수에서 매도 반전. 매도 강도는 제한적이지만... 연기금도 급락 직후 매수에서 매도 전환. 매도 규모는 제한적



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

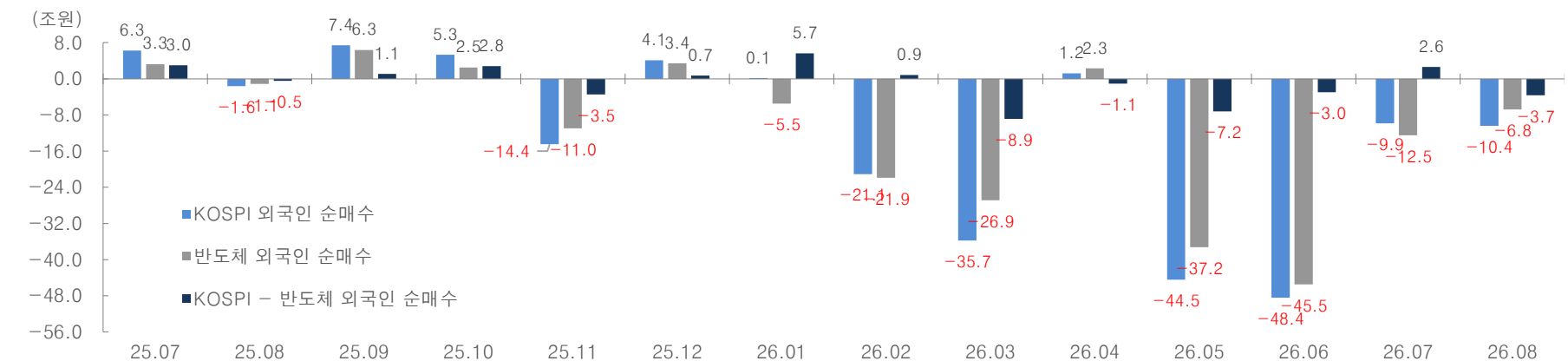
7월 21일 ~ 8월 20일까지 1.65만 계약, 4.89조원 순매도. 하지만, 8월 21일 이후 1.54만 계약, 4.15조원 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

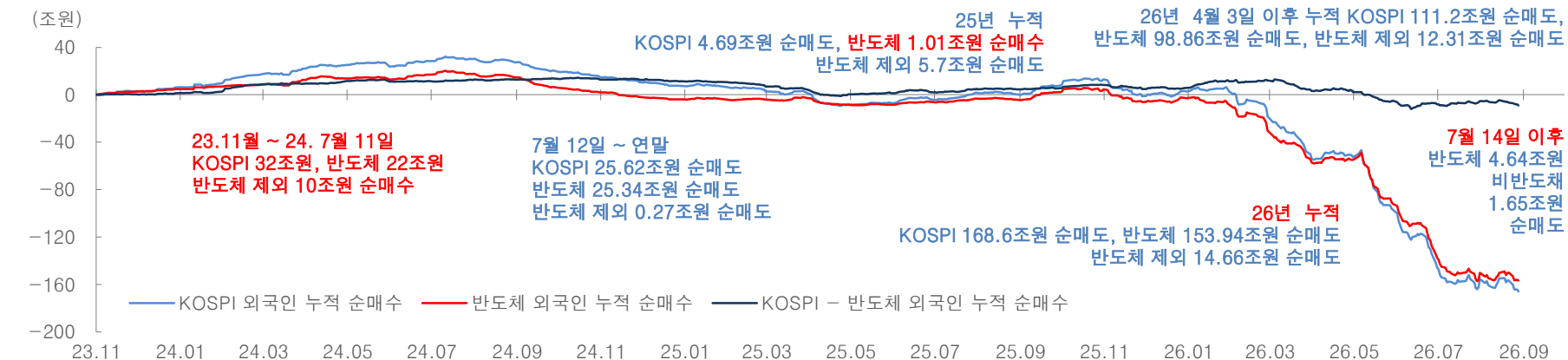
[외국인 수급] 4개월 연속 매도 기록 중, 매도 규모 재확대. 반도체는 4개월 연속 매도, 비반도체는 한 달만에 매도 전환

4개월 연속 순매도. 주간 단위로 매수/매도 반복. 4개월만에 매수 전환했던 반도체는 매도 전환, Non-반도체도 한 달만에 매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

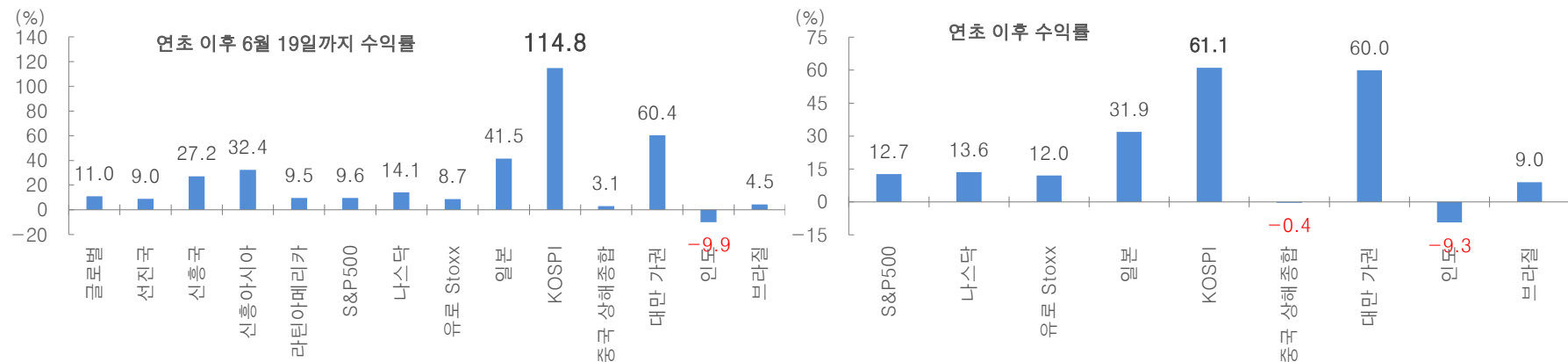
연초 이후 KOSPI 166.6조원 순매도. 7월 14일 이후 반도체 4.64조원, Non반도체는 1.65조원 순매도. 8월 셋째주 이후 비반도체 중심의 매도 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

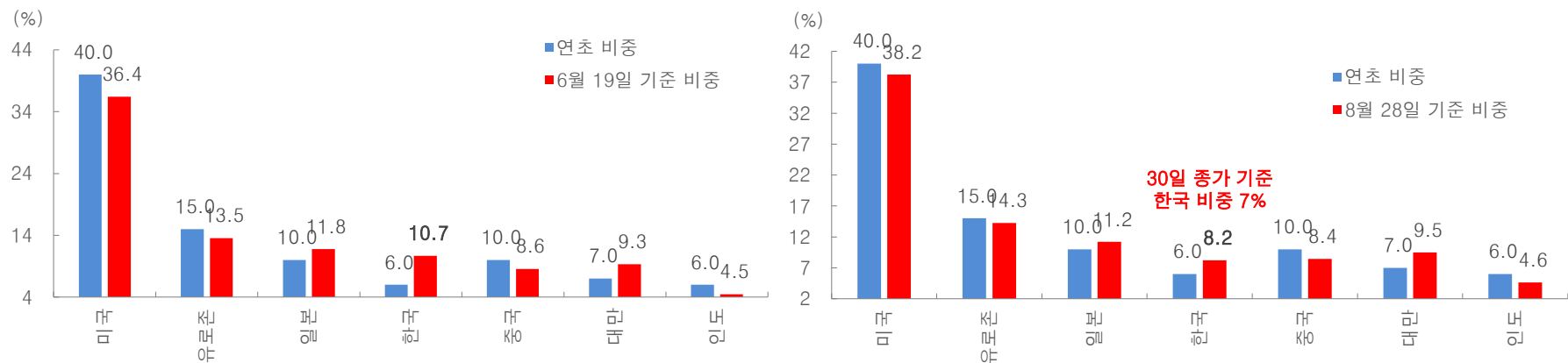
[외국인 수급] KOSPI 급락 반전으로 Overweight 폭 축소, 외국인 현물 매도 완화 & 매수 전환

KOSPI만 114.8% 레벨업. 2위 대만 60.4%, 3위 일본 41.5%. 7월 급락 이후 반등으로 연간 KOSPI 수익률 48.5%에서 61%로 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

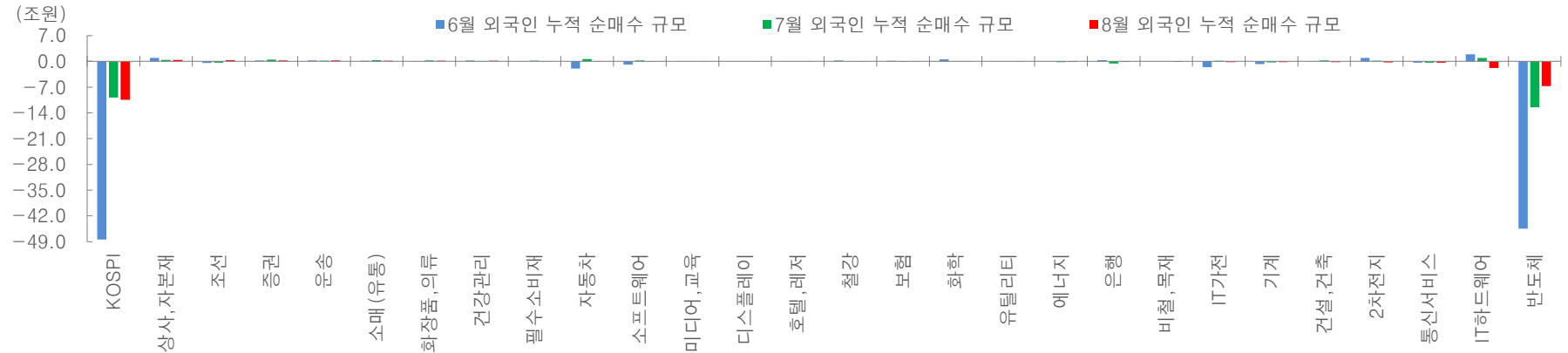
예를 들어 연초 포트폴리오 비중을 미국 40%, 유로존 15%, 한국 6%로 셋팅시 10.7%까지 급등했지만, 7월 KOSPI 급락으로 7%로 축소 이후 회복 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

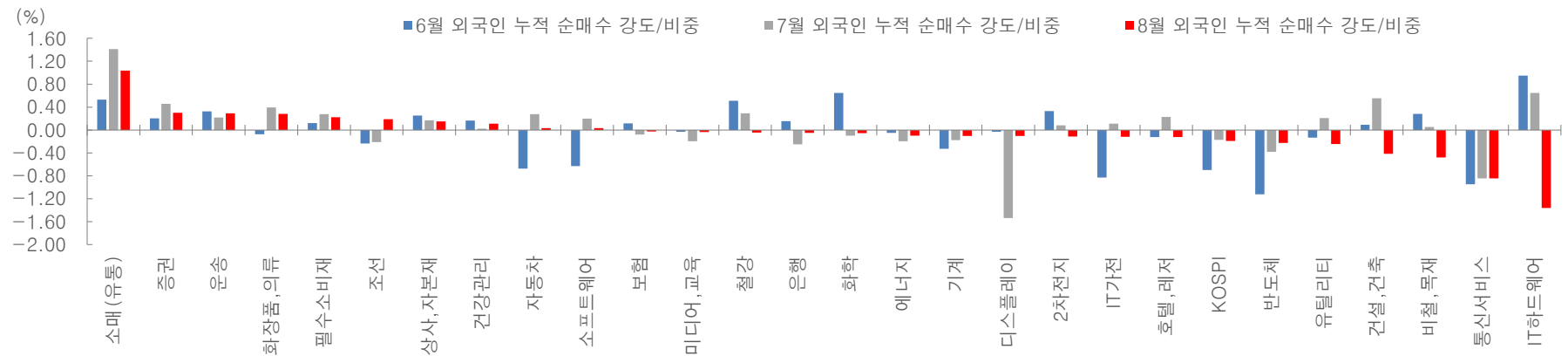
[외국인 수급] 26개 업종 중 10개 업종 순매수(1.99조원). 매도는 상대적으로 견조했거나 최근 급반등 업종 중심으로...

상사/자본재, 조선, 증권, 운송, 소매(유통), 화장품/의류, 건강관리 등 소외주, 내수주 중심 10개 순매수. 반도체, IT하드웨어, 통신, 2차전지 등 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

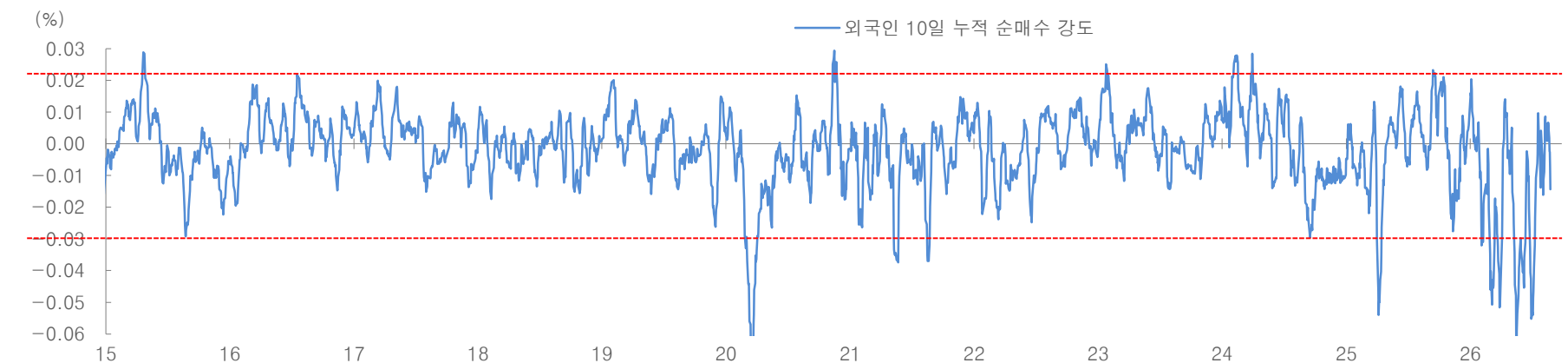
외국인 순매수 강도 상위, 소매(유통), 증권, 운송, 화장품/의류, 필수소비재, 조선, 상사/자본재, 건강관리 등. IT하드웨어, 통신, 비철/목재 등 매도 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

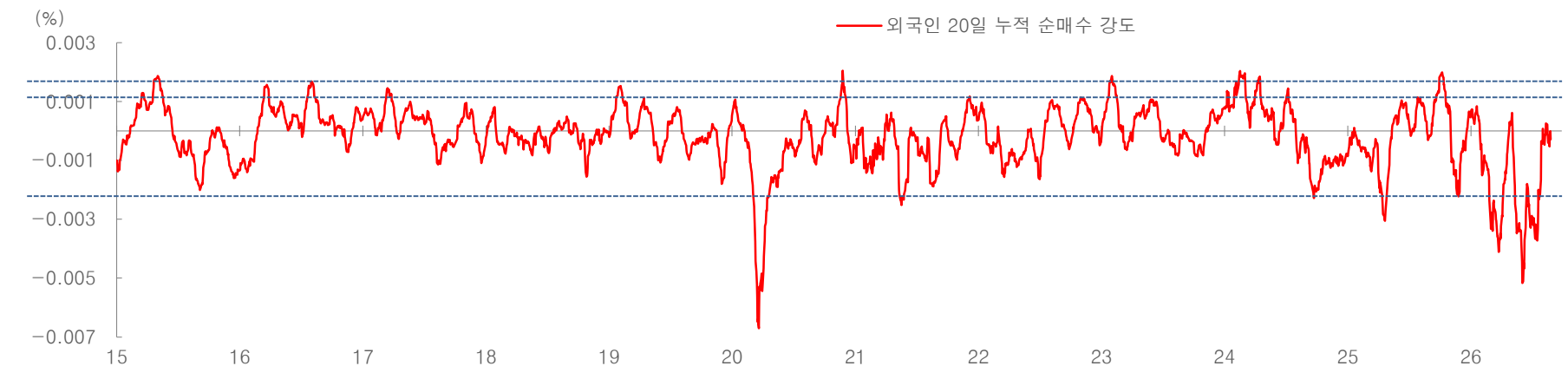
[외국인 수급] KOSPI, 10일 누적 순매도 반전. 20일 누적은 26년 5월 이후 3개월만에 순매수 전환 시도 중

외국인 10일 누적 순매수 강도. 매수 반전, 매수 우위를 이어갔지만, 8월 중순 이후 매도 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

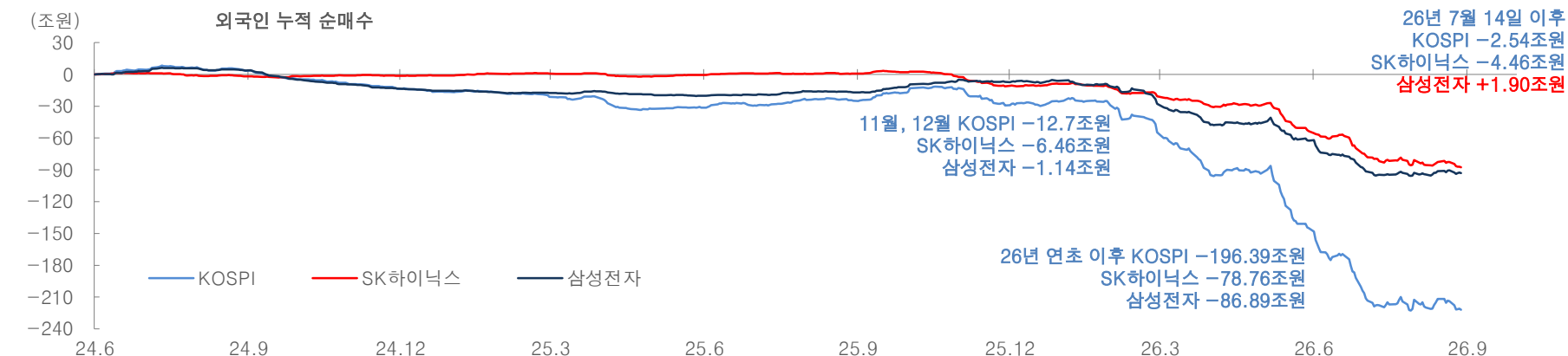
외국인 20일 누적 순매수 강도. 매도 Climax 통과 이후 마이너스 폭 축소, 매도 강도 완화. 8월 둘째주 5월 이후 처음으로 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

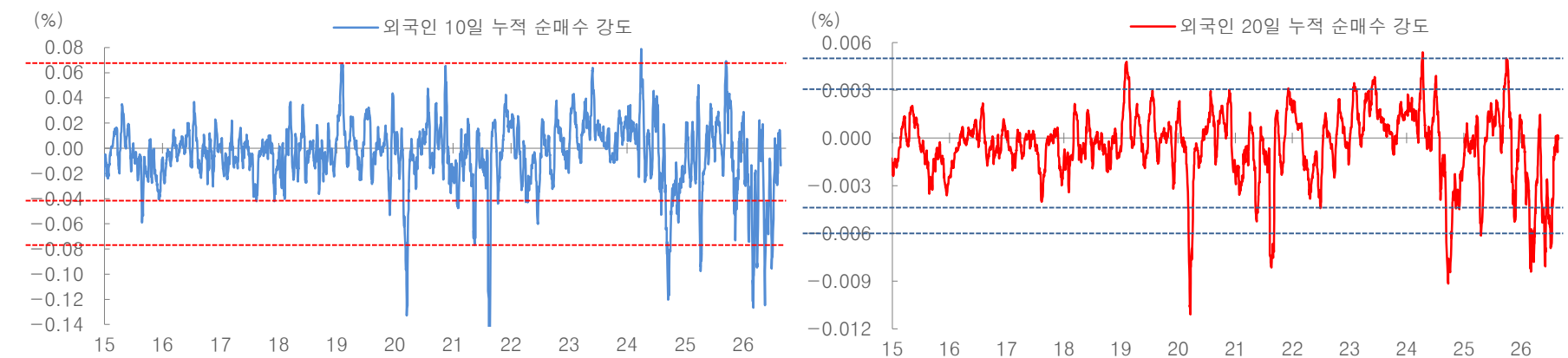
[외국인 수급] 반도체, 10일, 20일 매도 Climax 통과 이후 동반 순매수 전환. 26년 5월 이후 처음

매도 Climax 통과 이후 8월 둘째주 대량 순매수로 7월 14일 이후 누적 순매수 전환. 하지만, 8월 셋째주 대규모 순매도, 반도체 매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

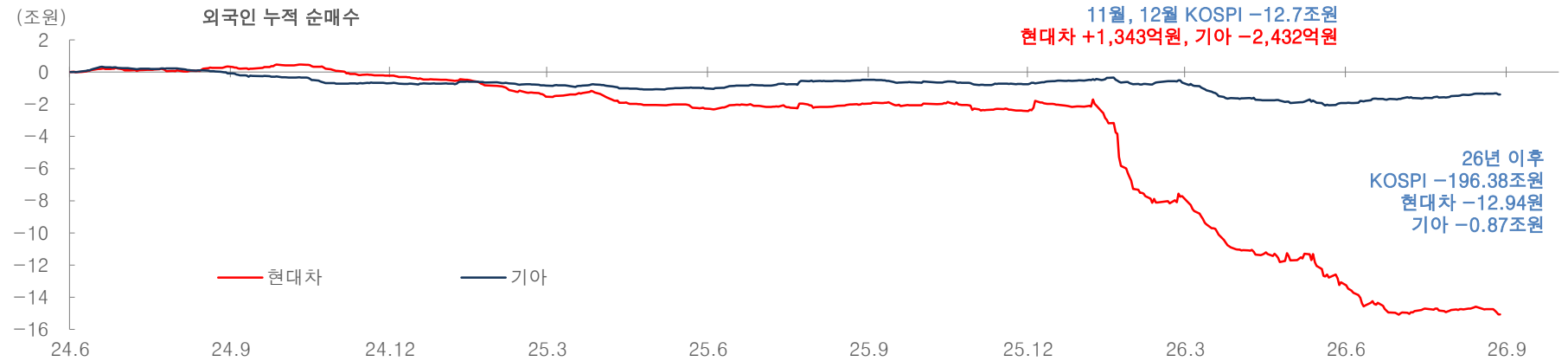
외국인 10일, 20일 누적 순매수 25년 저점권에서 분위기 반전 뚜렷. 매도 Climax 통과 이후 5월 이후 처음으로 10일, 20일 누적 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

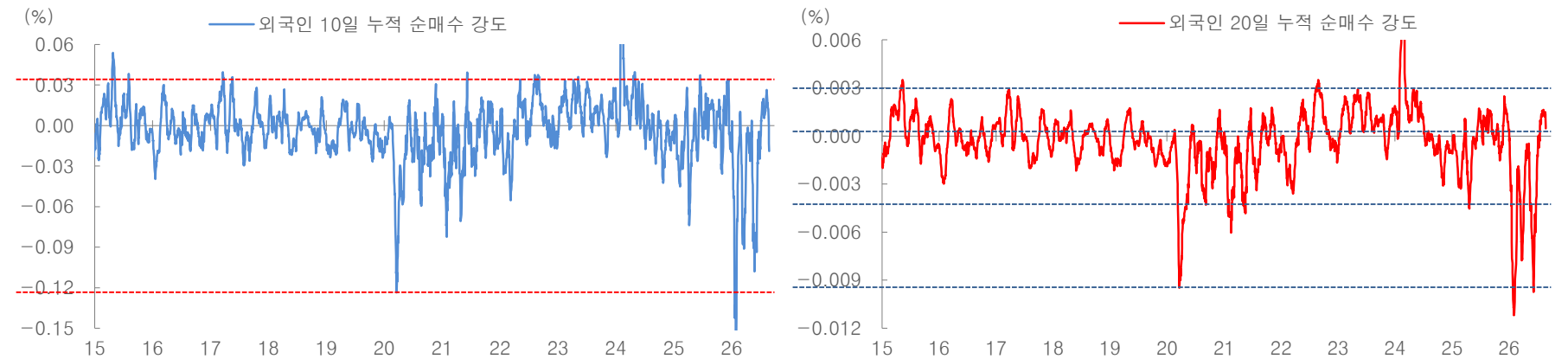
[외국인 수급] 자동차 10일, 20일 누적 순매수 전환, 고점에 근접한 이후 매도 전환. 차익 매물 소화 중

NXT 포함 1월 이후 외국인 현대차 12.94조원, 기아 0.87조원 순매도. 8월 중순 이후 자동차(특히 현대차 중심) 외국인 순매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

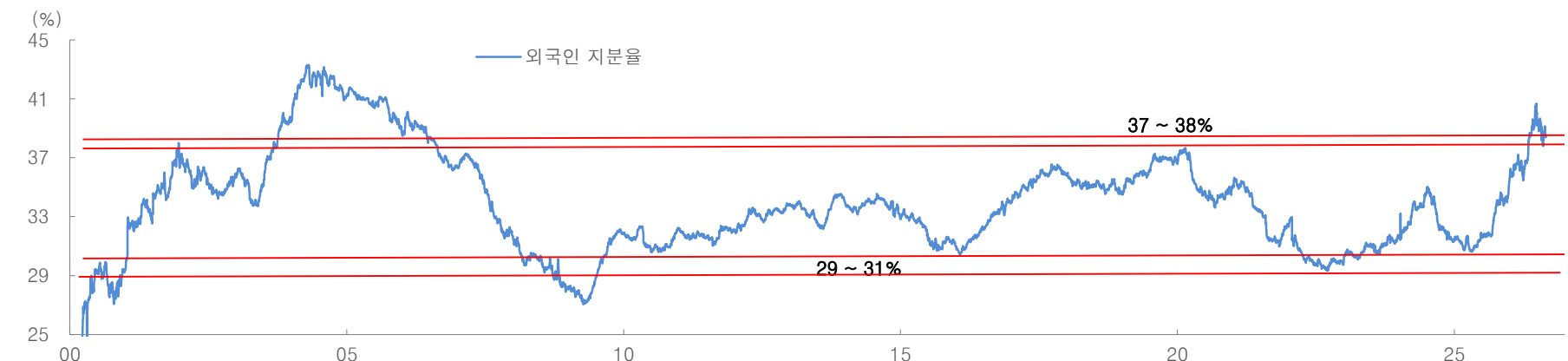
외국인 10일, 20일 누적 순매수 강도 3월 2차 매도 Climax 통과 이후 빠르게 반등. 10일, 20일 누적 순매수 전환했지만, 8월 중순 이후 순매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

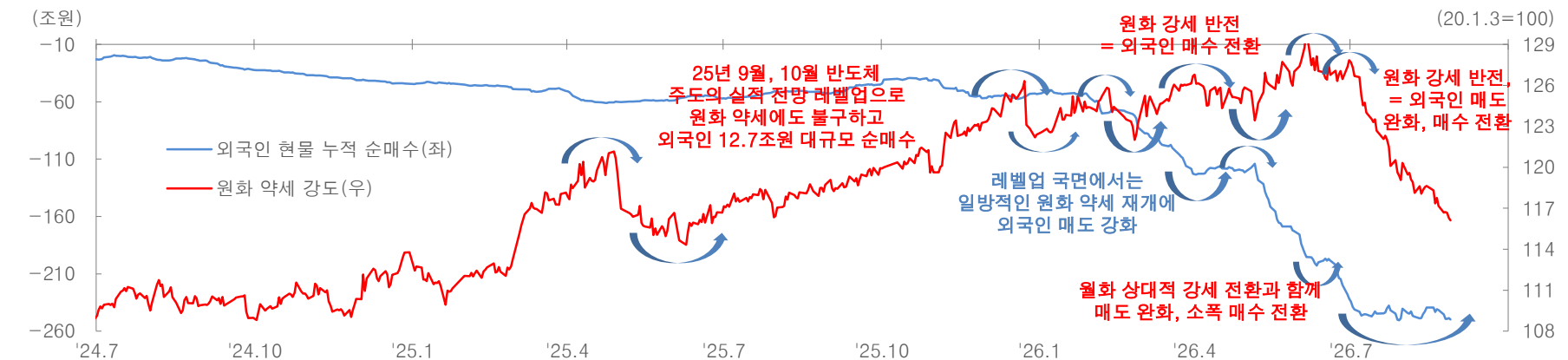
[외국인 수급] 매도 전환으로 외국인 지분을 38%로 하락. 리밸런싱 성격의 매도 부담은 완화 & 원화 강세 반전은 긍정 변화

외국인 보유 비중 40%에서 38%로 하락. 외국인 대규모 순매도 전환, KOSPI 변동성 확대 영향. 보유비중이 지속적으로 상승하는지 여부가 관건



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

원화 변동성 확대 & 긴축 우려, 유가 반등 등에 대규모 순매도, 원화 상대적 강세 반전과 함께 외국인 매도 규모 크게 축소, 120 하회와 함께 순매수 전환



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

[원/달러 환율] 유가 안정, 수급 변수로 원/달러 환율 1,400원 하향 이탈. OverShooting에서 정상화 국면으로...

전방위적인 외환시장 안정화 주요 조치 진행 중. 연준 긴축 우려와 엔화 약세 압력 확대에 시달렸던 원/달러 환율 1,400원 하향 이탈로 상승추세대 이탈



자료: 기획재정부, 주요 언론, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[원/달러 환율] 26년 3Q 중 1,350원선까지 추가 하락 가능성. 달러대비 원화 상대적 강세 = 외국인 순매수

원/달러 환율 26년 3Q 중 1,400원선 이탈, 1,350원선까지 추가 하락 가능성. 단기 오버슈팅 국면에서 빠르게 정상화 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

달러대비 원화 약세가 꺾이면서 외국인 순매수 전환. 하향안정세가 재개되면서 외국인 순매수 전환 가능성 징후 나타나



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

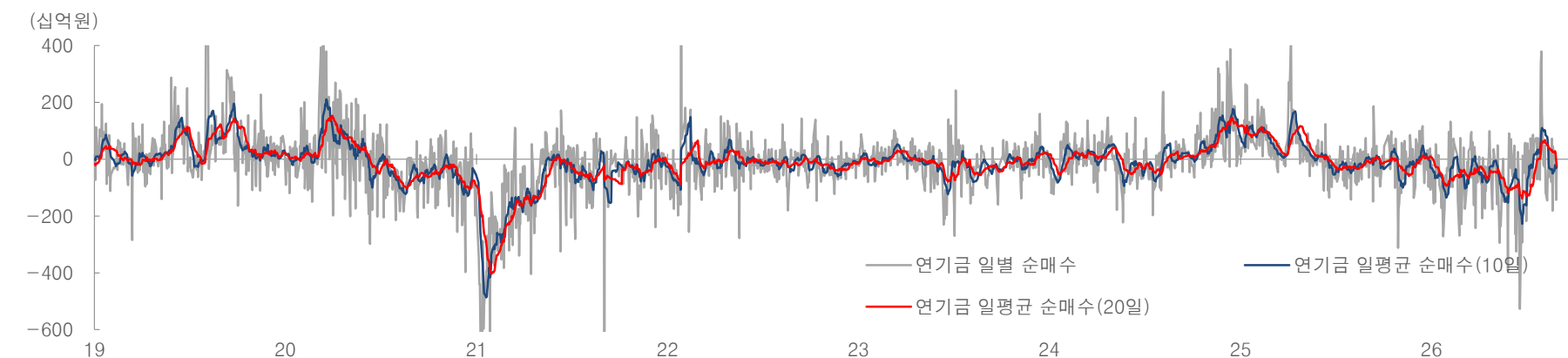
[연기금] 7개월만에 순매수 전환했던 연기금, 다시 매도 반전. 20일 평균 순매수는 7월말 이후 다시 매도 전환

25년 6월 16일 이후 연기금 10.97조원 누적 순매도, 규모 확대. 연기금 7월 9,898억원 7개월만에 순매수, 8월 한 달만에 매도 전환, 규모 제한적



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

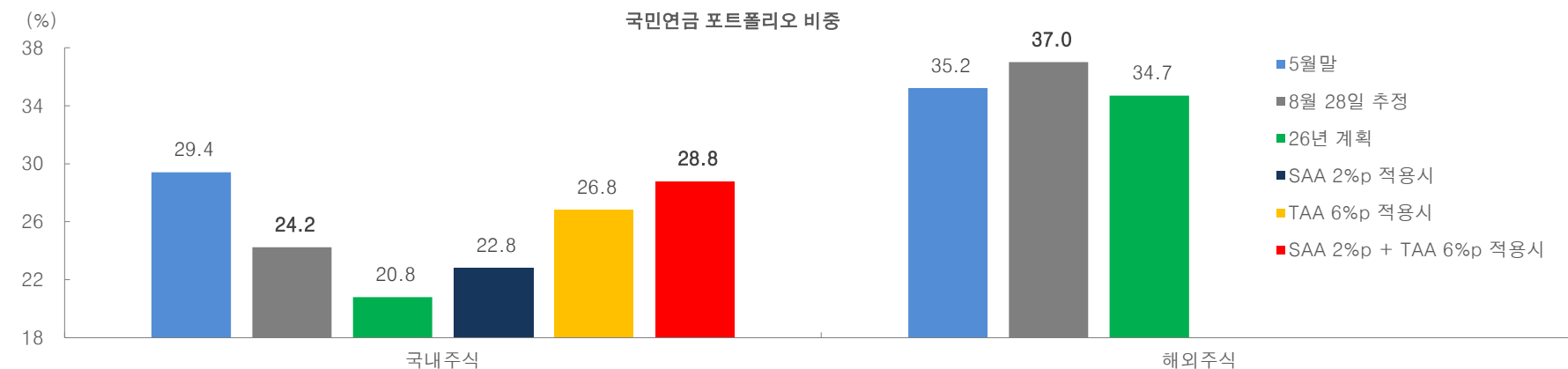
연기금 순매수 강도(20일 평균 순매수) 7월 22일 이후 한 달만에 8월말 순매도 전환, 28일 230억달러 순매도 기록



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

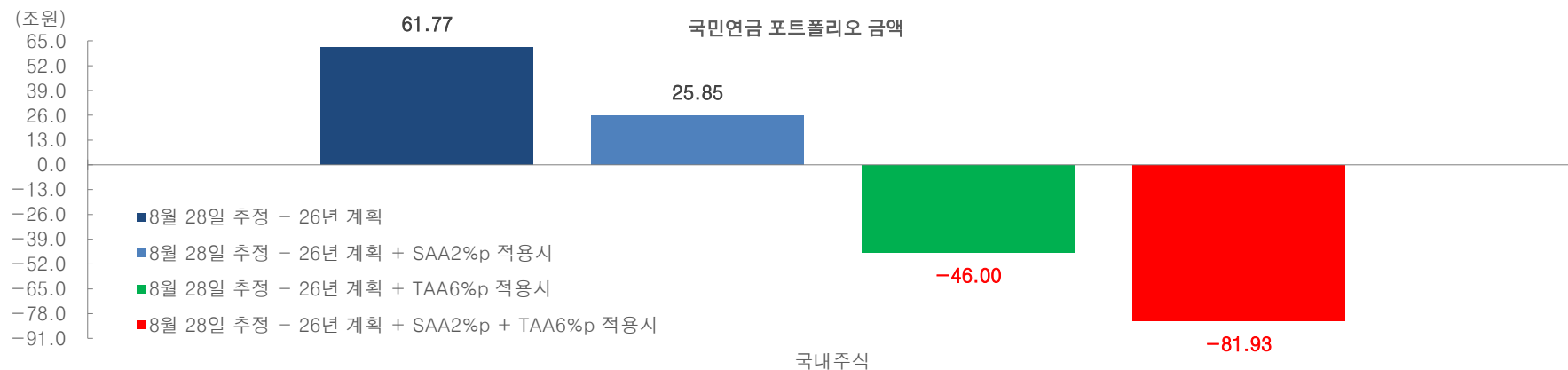
[연기금] 현재 국내 주식 3.4%p OverWeight 추정. TAA 6%p, SAA 2%p 허용시 4.6%p Underweight로 전환, 폭 축소

연금 내 국내 주식 비중 8월 28일 기준 24.2%로 26년 계획대비 3.4%p Overweight. TAA 6%p, SAA 2%p 허용시 4.6%p Underweight 폭 축소



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

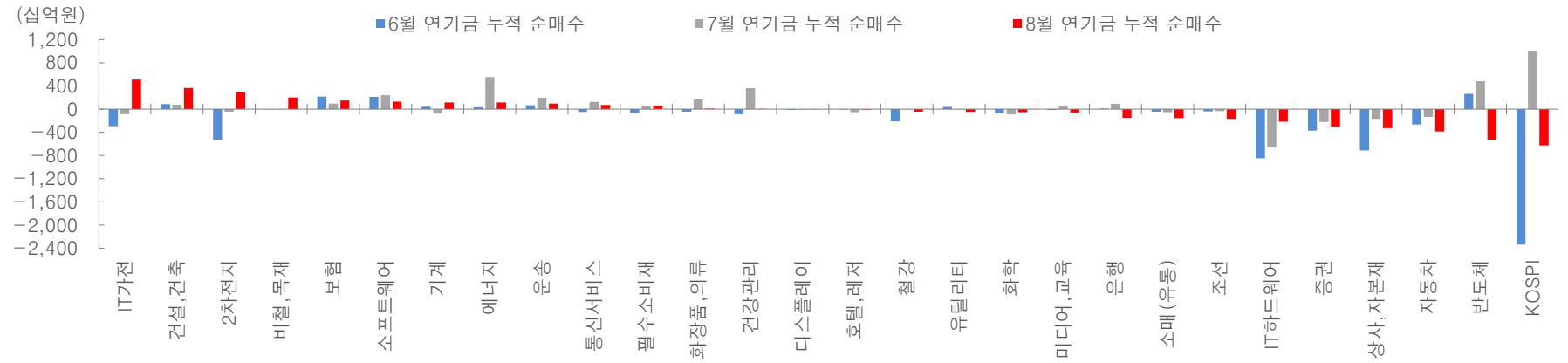
26년 계획 금액대비 국내 주식은 61.77조원이 높은 상황, TAA 6%p, SAA 2%p 허용시 81.93조원 계획대비 적은 상황



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

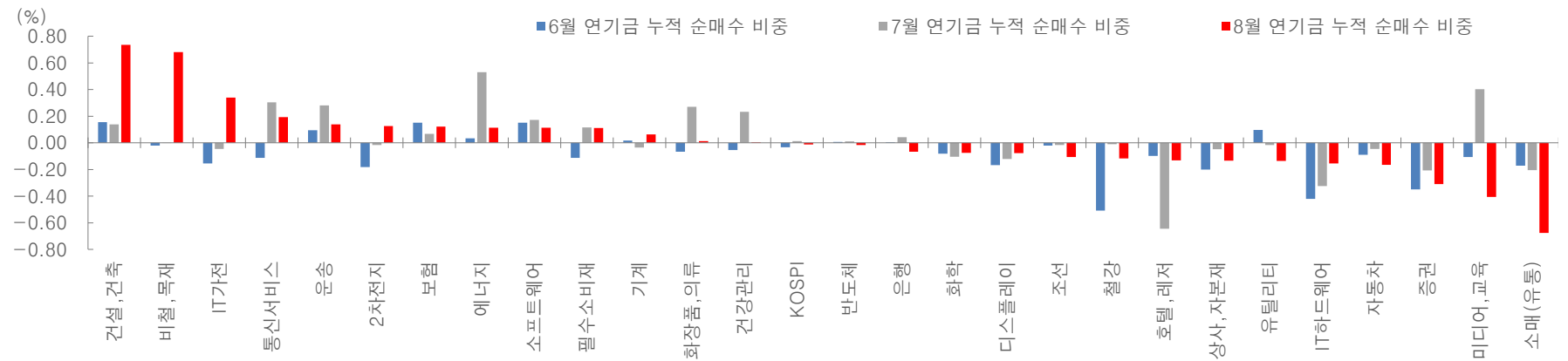
[연기금] IT가전, 건설, 2차전지, 비철/목재, 보험, 소프트웨어, 기계 등 13개 순매수. 반도체, 자동차, 상사/자본재 등 매도

IT가전, 건설, 2차전지, 비철/목재, 보험, 소프트웨어, 기계, 에너지, 운송, 통신, 필수소비재 등 13개 순매수. 반도체, 자동차, 상사/자본재, 증권 등 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

건설, 비철목재, IT가전, 통신, 운송, 2차전지, 보험, 에너지, 소프트웨어, 필수소비재 등 매수 강화. 소매(유통), 미디어/교육, 증권, 자동차 등 매도 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체, 시장 주도력 확보!

낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종 순환매

Strategist 이경민

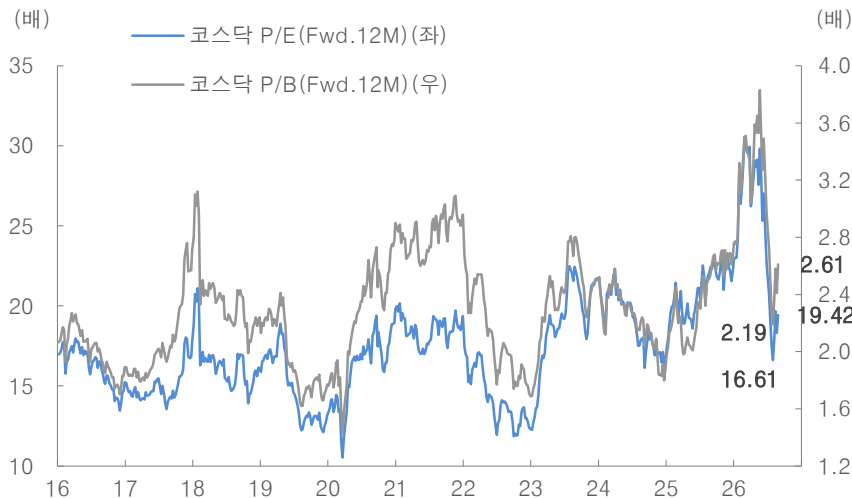
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

채권금리 하락과 승강제 가시화 = KOSDAQ 반등. Non반도체 실적 개선 = KOSPI 확산으로 이어져...

- 8월 KOSPI 변동성 확대 국면에도 KOSDAQ은 4거래일 연속 상승. 8월 2주차 KOSPI 급반등에 KOSDAQ이 다소 부진했지만, 3주차에는 다시 KOSDAQ이 선방. 8월 KOSPI +2.93%, KOSDAQ +16.48%로 상대적 강세 유효. KOSDAQ 분위기 반전은 6월말부터 시작. 밸류에이션 부담 완화 속에 한국 국고채 금리 고점 통과로 KOSPI대비 KOSDAQ 상대강도 저점 통과. 이후 KOSPI 급락 과정에서도 상대적으로 견조한 흐름을 보이던 상황에서 국고채 3년물이 7월 24일 고점으로 하락 반전. 당시 KOSDAQ 선행 PER은 16.61배, PBR은 2.19배로 고점대비 50% 이상 하락하며 밸류에이션 부담 크게 완화. 여기에 KOSDAQ 승강제, 프리미엄지수 마련을 위한 공청회 이슈 부각. 승강제 프리미엄 심사 축(보도 기준: 실적·성장성·재무건전성·지배구조)을 제시한 상황에서 당사에서 확정 데이터로 근사한 선별 종목에 반도체 소부장, 기계, 2차전지는 물론, 제약/바이오도 다수 포진. KOSDAQ 대표주들의 반등 탄력 강화
- 한편, 주간 기준 반도체가 급등락을 보였지만, Non반도체 상승 지속. 8월 KOSPI대비 강세 업종은 비철소재, IT가전, 건설, 기계, IT하드웨어, 화장품/의류, 화학, 에너지, 상사/자본재 등 20개 업종에 달하는 상황. 향후 KOSPI는 반도체가 다시금 주도주로서 자리매김하는 가운데 실적대비 저평가, 소외주들의 동반 상승이 이뤄질 것으로 전망. 1) 올해 삼성전자, SK하이닉스 실적 현상은 5월 19일 ~ 6월 22일뿐. 올해 월간 수익률 순위를 보면 반도체가 꾸준히 상위권을 유지했지만, 시기별로 다양한 업종이 동반 강세를 기록. 2) 금융투자의 매매패턴도 변화. 5월, 6월 금융투자는 반도체, IT하드웨어, 상사/자본재(지주사)를 집중 매수했지만, 7월, 8월에는 반도체, 디스플레이를 제외한 24개, 17개 업종 순매수. 3) 비반도체 업종의 수출 호조, 실적 개선 가시화도 긍정적. 분기별, 연간 영업이익 전망도 10 ~ 16개 업종 상향 조정 중. 비반도체 업종의 수출/실적 모멘텀 강화 뚜렷. 낙폭과대이면서 실적대비 저평가 업종에 위치한 반도체, IT하드웨어, IT가전, 에너지, 조선, 증권, 소매(유통), 자동차, 상사/자본재, 2차전지 등 주목

KOSDAQ 밸류에이션 부담 완화 & 채권금리 하락

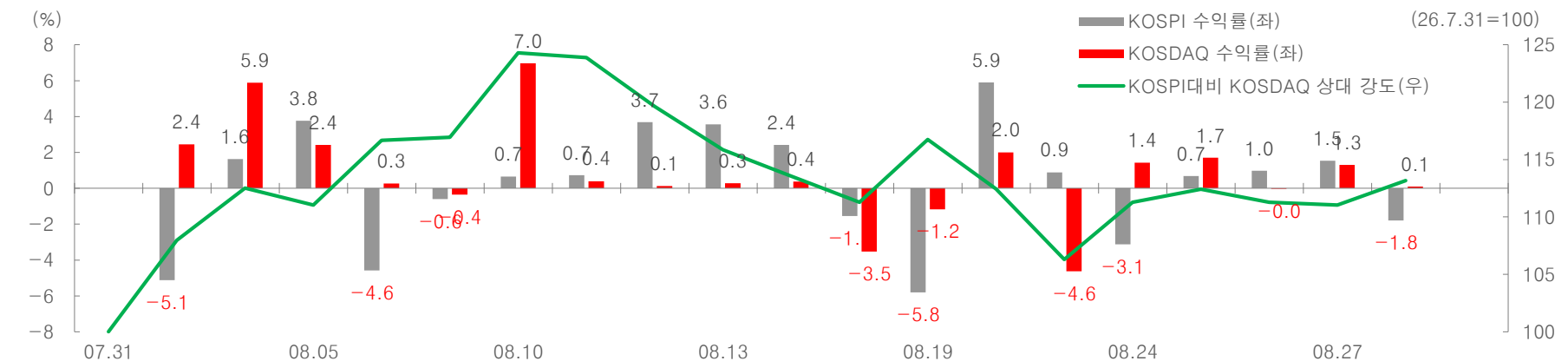


비반도체 실적 개선으로 밸류에이션 매력 확대 & 모멘텀 강화



[KOSDAQ] 채권 금리 등락에 KOSPI대비 약세/강세 반전. 여전히 KOSPI대비 저평가 심한 상황

상대적 강세를 보이던 KOSDAQ, 채권금리 반등에 8월 셋째주 -7.25%로 KOSPI(-0.93%)대비 약세 반전. 금리 하락에 다시 KOSDAQ 상대적 강세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

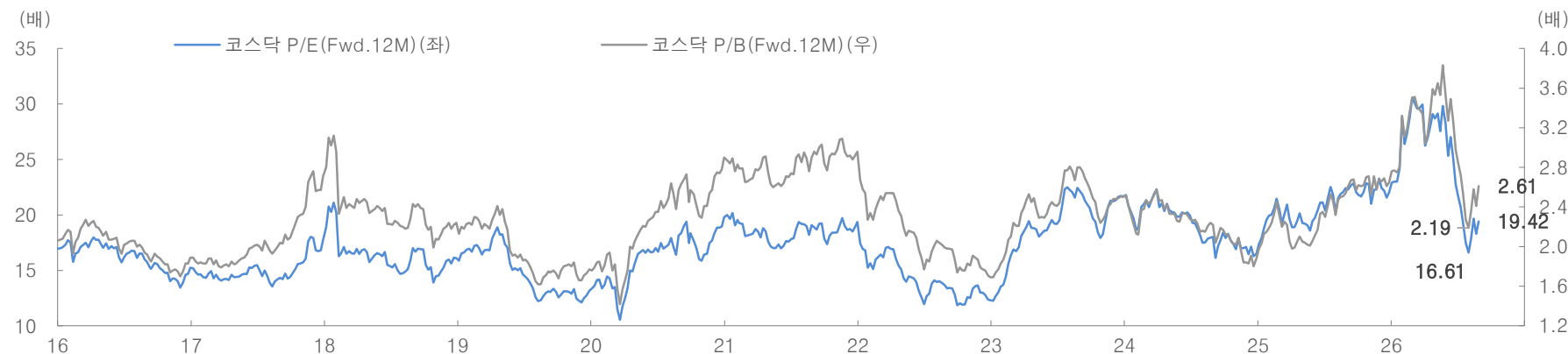
수직 낙하하던 KOSPI대비 KOSDAQ 상대 강도 또한 6월 마지막주를 저점으로 분위기 반전 모색 중. 8월 중순 이후 상대적 강세 완화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

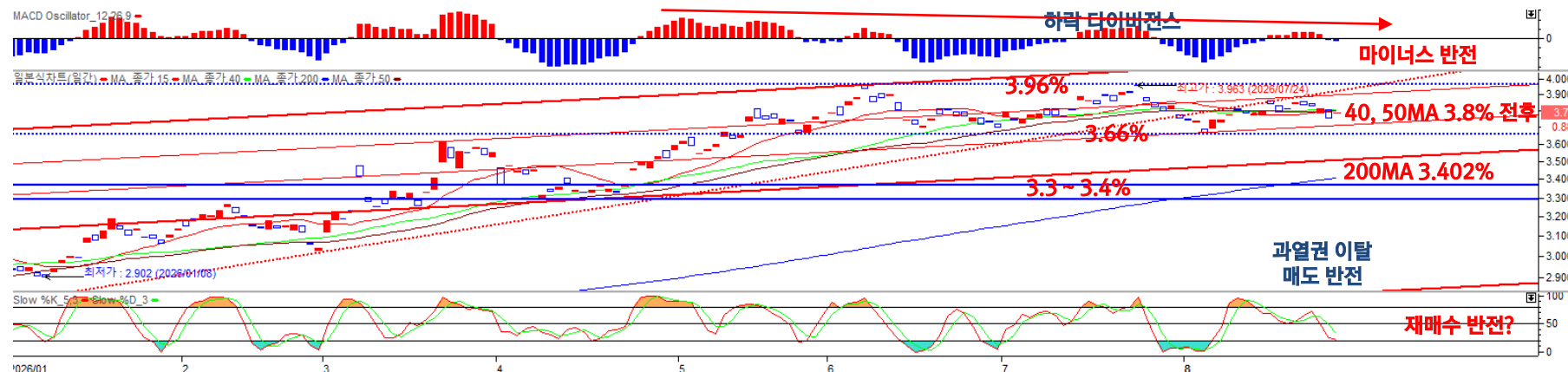
[KOSDAQ] 6월, 7월 급락으로 KOSDAQ 선행 PER 16.61배, 선행 PBR 2.19배로 레벨다운 & 채권금리 하락 반전

30배를 넘나들던 KOSDAQ 선행 PER은 16.61배로, 4배에 근접했던 선행 PBR은 2.19배로 레벨다운. 이후 19.42배, 2.61배로 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

국고채 3년물 3.66%에서 반등, 하락 다이버전스 유효하지만, 한국 금통위 금리인상과 잼슨홀 미팅 경계심리에 반등 이후 하락 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSDAQ] 이익 개선 여부와 KOSDAQ 승강제, 프리미엄 지수 가시성이 중요

KOSDAQ 선행 EPS 올해 고점 돌파 여부가 중요한 시점. 지난주 고점 돌파 실패, 하락 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

승강제 관련 후보군 선별 과정과 기준 & 선별 지표. 9~10월 기준 발표시 공식 요건으로 교체해 재스크리닝 예정

단계	기준	종목 수	기준	지표
모집단	코스닥 활성 상장(동전주 제외)	1,589	실적	24~25년 연속 영업흑자, 영업이익 규모, ROE 양수
기준	24~25년 연속 영업흑자, 부채비율 200% 미만, 완전자본 잠식 배제, 60일 거래대금 10억원 이상	396	성장성	2025년 매출액 성장률
			재무건전성	부채비율 200% 미만, 완전자본잠식 배제
점수 상위	확정치 6지표(유동시총·거래대금·ROE·매출성장·부채비 율·영업이익) 백분위 평균	100	지배구조·신뢰	3년 공시 전수 조사 및 주식가치 희석 요인 및 불성실 공시 관련 종목 제외, 2025 회계연도 감사의견 전종목 적정
후보 선정	불성실 공시 제외 후 점수순 상위 50	50	시장성	유동시가총액, 60일 일평균 거래대금

자료: FnGuide, LSEG, DART(금융감독원), 대신증권 Research Center

주: 8월 3일자 권순호 애널리스트의 "[8월 퀀트 전망] 코스피는 낙폭과대, 코스닥은 정책에 압축 대응" 참조

[KOSDAQ] 승강제 후보군: 후보 50 (1), 공시 레드라인 4종목 제외 후 점수순 상위 50 (프리뷰, 기준 확정 시 갱신)

- 시장이 기대하는 코스닥 이익의 성격(상방 가늠이 어려운 성장)과 정책의 우량주 선별 유인(확정 실적·재무건전성) 사이에 괴리가 존재한다고 판단
- 따라서 코스닥 전반의 재평가보다 기준 발표 전후 편입 기대 종목의 단기 대응이 유효. 성장을 중심으로 한 장기투자 성과 지켜볼 필요.
- 24년~26년 7월 까지 불성실 공시 내역 등 종목 제외. 코스닥150 미편입 18종목이 신규 편입 수혜 후보라 판단

후보 50 (점수순 1~15위)

순위	종목명	업종	유통시총(억원)	거래대금 60일(억원)	K150
1	리노공업	반도체	34,434	1,294	편입
2	알테오젠	건강관리	117,493	1,815	편입
3	파마리서치	건강관리	22,457	426	편입
4	테스	반도체	28,173	773	편입
5	클래시스	건강관리	13,075	139	편입
6	휴젤	건강관리	16,089	154	편입
7	비츠로셀	IT가전	7,389	284	편입
8	피에스케이	반도체	27,249	840	편입
9	JYP Ent.	미디어	14,467	124	편입
10	ISC	반도체	17,471	622	편입
11	에스앤에스텍	반도체	6,833	186	편입
12	보성파워텍	기계	3,021	554	미편입
13	이오테크닉스	반도체	34,150	785	편입
14	원익IPS	반도체	46,929	2,026	편입
15	티씨케이	반도체	6,598	224	편입

[KOSDAQ] 승강제 후보군: 후보 50 (2), 공시 레드라인 4종목 제외 후 점수순 상위 50 (프리뷰, 기준 확정 시 갱신)

후보 50 (점수순 16~36위)

순위	종목명	업종	유동시총(억원)	거래대금 60일(억원)	K150
16	HPSP	반도체	30,747	3,026	편입
17	에스엠	미디어	7,965	100	편입
18	티에스이	반도체	17,308	283	편입
19	원택	건강관리	3,369	102	미편입
20	피에스케이홀딩스	반도체	14,819	342	편입
21	에스티팜	건강관리	16,177	197	편입
22	RFHIC	IT하드웨어	10,061	388	편입
23	제룡전기	기계	5,701	277	편입
24	글로벌텍스프리	은행	2,637	72	미편입
25	GST	반도체	6,951	209	미편입
26	선익시스템	디스플레이	3,139	120	편입
27	유진테크	반도체	22,384	436	편입
28	덕산네오룩스	디스플레이	3,930	85	편입
29	파크시스템스	IT하드웨어	11,757	146	편입
30	유바이오로직스	건강관리	2,372	29	미편입
31	에스에이엠티	IT하드웨어	5,590	248	미편입
32	태광	기계	3,332	105	미편입
33	티에프이	반도체	2,121	80	미편입
34	코나아이	소프트웨어	3,811	75	편입
35	티엘비	반도체	6,969	220	미편입
36	솔브레인	반도체	11,921	326	편입

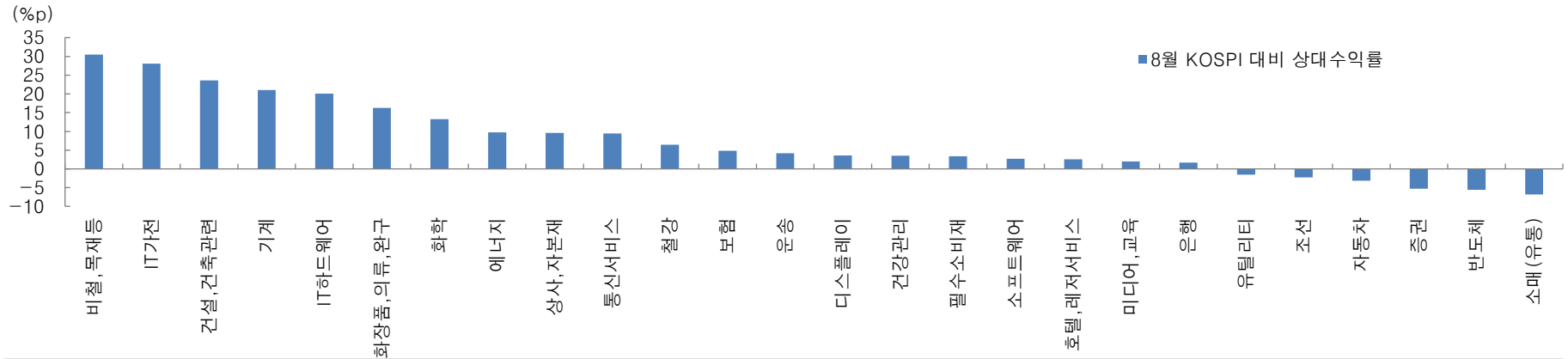
[KOSDAQ] 승강제 후보군: 후보 50 (3), 공시 레드라인 4종목 제외 후 점수순 상위 50 (프리뷰, 기준 확정 시 갱신)

후보 50 (점수순 37~50위)

순위	종목명	업종	유동시총(억원)	거래대금 60일(억원)	K150
37	코미코	반도체	8,440	263	편입
38	삼지전자	IT하드웨어	4,087	148	미편입
39	동국제약	건강관리	5,173	89	미편입
40	마이크로컨텍솔	반도체	1,233	52	미편입
41	세명전기	기계	736	156	미편입
42	인바디	건강관리	3,516	52	미편입
43	코스메카코리아	화장품 의류 완구	3,683	68	편입
44	지엔씨에너지	기계	3,713	74	미편입
45	파이버프로	IT하드웨어	1,699	125	미편입
46	고영	IT하드웨어	14,527	1,409	편입
47	동진씨미캠	반도체	15,863	514	편입
48	성광벤드	기계	4,680	93	편입
49	제닉	화장품 의류 완구	1,241	54	미편입
50	DSC인베스트먼트	은행	1,723	167	미편입

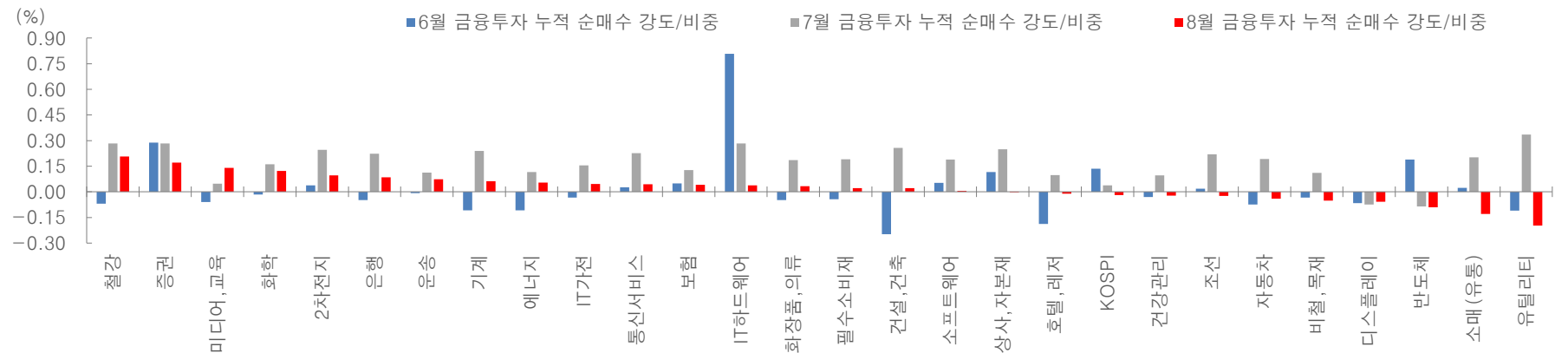
[8월 확산] 반도체 상대적 부진에도 20개 업종의 고른 상승세로 KOSPI 반등 주도. 그 중심에 자리한 금융투자

KOSPI 상대적 부진에도 20개 업종이 KOSPI를 Outperform하면서 KOSPI 반등을 주도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

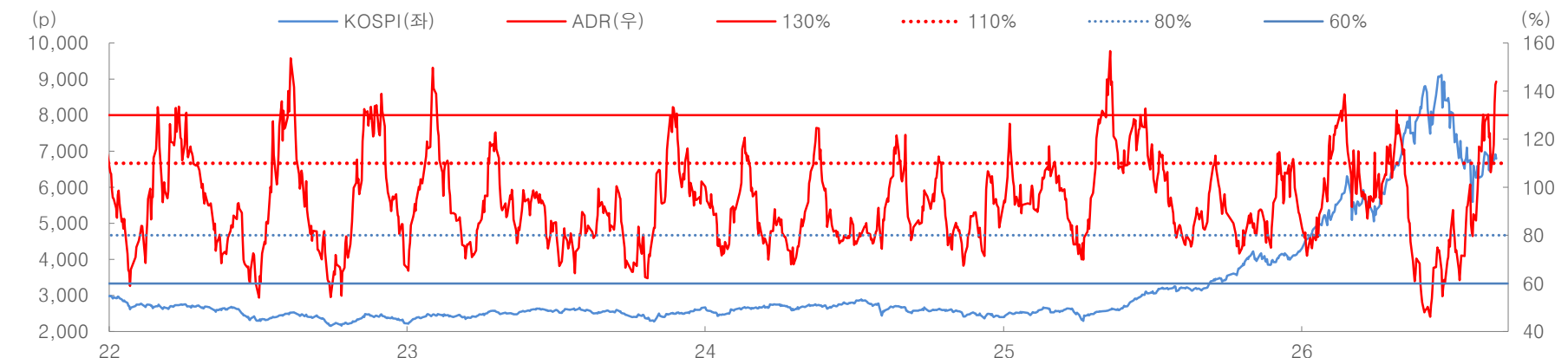
순환매를 주도하는 금융투자, 7월 27개 업종 순매수에 이어 8월에도 18개 업종 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

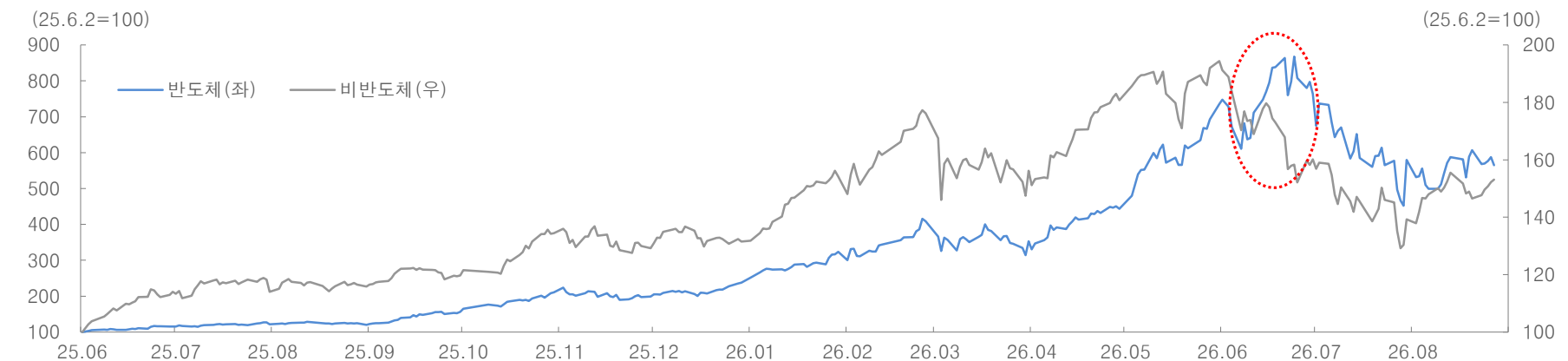
[솔림 or 확산] 140%까지 급반등한 ADR. 당분간 확신이 제한적이거나 지수 단기 조정 가능성 경계

KOSPI ADR(상승종목비율, 20MA) 140% 돌파. 반등 국면에서 반도체 주도력 회복에도 업종별 등락을 활발했기 때문. 다만, 단기 과열은 심화 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이번 상승주세에서 반도체, 삼성전자 SK하이닉스만 독보적인 상승은 6월에만 발생! 나머지 국면에서는 동반 상승 속에 반도체가 상대적으로 강했던 흐름



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

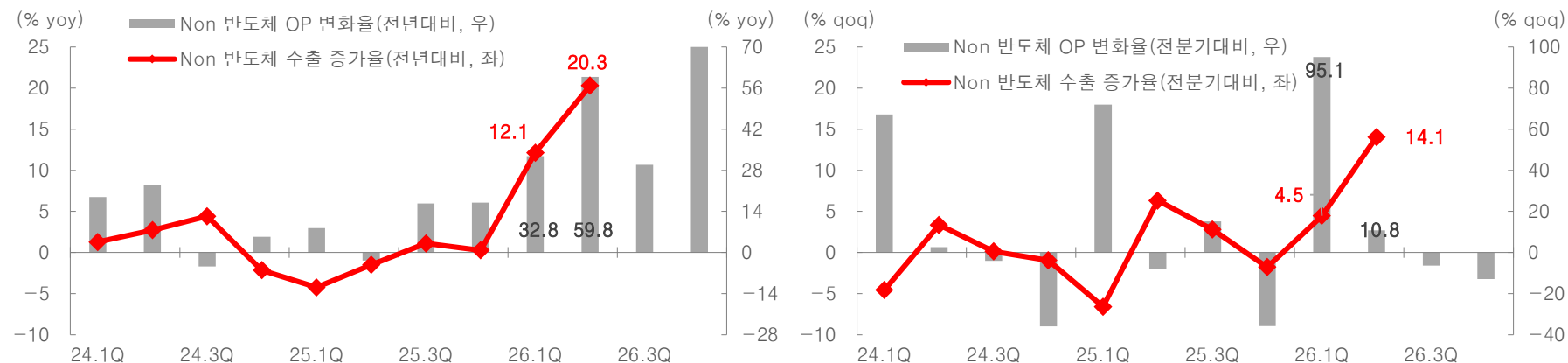
[확산 & 순환매] 비반도체 실적 전망 레벨업, 가파른 상승 국면 진입

비반도체 선행 PER 10배까지 레벨다운. 주가 급락 영향도 있지만, 선행 순이익이 190조원(4월말)에서 237조원으로 레벨업된 영향도 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

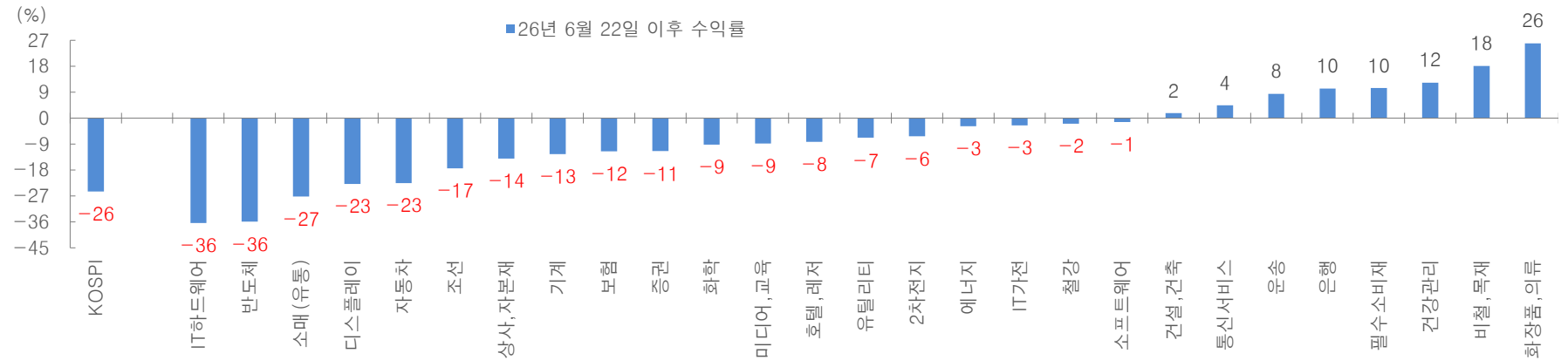
반도체 제외한 수출 모멘텀, 25년 4분기를 저점으로 이제 막 회복, 모멘텀 강화 국면 진입. 비반도체 업종의 추가적인 실적 개선 가능성 높여



자료: 산업통상부, FnGuide, 대신증권 Research Center

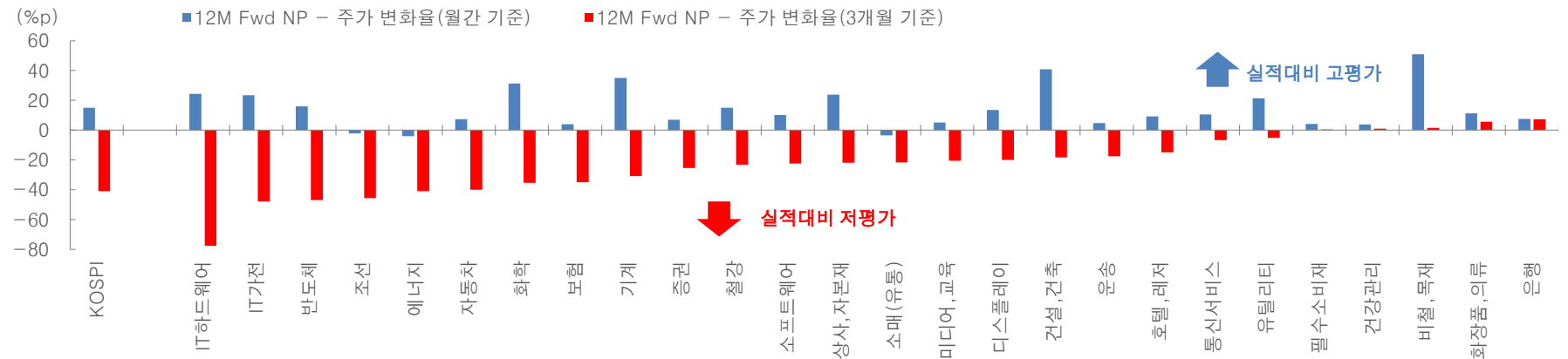
[낙폭과대 & 실적대비 저평가] IT하드웨어, 반도체, 조선, 자동차, 기계, 보험, 증권 등. 은행, 화장품, 비철목재 고평가

6월 22일 이후 낙폭 과대 업종 : IT하드웨어, 반도체, 소매(유통), 디스플레이, 자동차, 조선, 상사/자본재, 기계, 보험, 증권, 화학 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

월간, 3개월 기준 12M 선행 순이익대비 주가 변화율. IT하드웨어, IT가전, 반도체, 조선, 에너지, 자동차, 화학, 보험, 기계, 증권, 철강 등 21개 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 반등과 비반도체 순환매의 상승 동력

KOSPI 밸류에이션 정상화 기대

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

밸류에이션 정상화의 초입, 반도체 주도력 회복과 저평가 업종 순환매 지속

- 국내 증시는 반도체가 주도력을 되찾는 가운데 비반도체 업종으로도 순환매가 확산되며 KOSPI 밸류에이션 정상화 국면. 현재 KOSPI 12개월 선행 PER은 5.53배로 여전히 역사적 저점권에 머물고 있는 반면, 12개월 선행 EPS는 1,227.6p까지 상향 조정
- 한국의 반도체 수출 호조를 시작으로 코어워브, 슈퍼마이크로컴퓨터, 엔비디아 실적을 통해 AI 투자와 반도체 업황에 대한 우려가 완화되며 투자심리도 개선. 여기에 SK하이닉스와 삼성전자의 주주환원 정책에 따른 기타법인 순매수가 지속되며 지수 하단을 지지. 반도체의 주도력 회복 시도와 함께 여타 업종으로 자금이 이동하면서 상승 종목의 저변도 확대. 다만 월간 기준 21개 업종에서 주가 수익률이 OP 상향률을 앞선 만큼, 단기 급등에 따른 밸류에이션 부담은 경계할 필요
- 결국 9월에도 반도체의 강력한 실적·주주환원 모멘텀에 주목할 필요. 9월 1일 발표되는 한국 수출은 추가적인 반등 동력이 될 전망. 20일까지 수출 호조가 이어진 가운데 반도체 일평균 수출액도 사상 최대치를 경신한 만큼, 월간 지표에서도 긍정적인 흐름이 확인될 경우 국내 기업의 실적 기대를 추가로 자극할 가능성 높음. 삼성전자와 SK하이닉스의 반등으로 KOSPI 내 시가총액 비중도 재차 높아지고 있어 월초 효과를 기대할 수 있는 환경도 조성
- 다만 대외 변수에 대한 경계심리는 잔존. 트럼프 행정부는 캐나다산 제품에 50% 관세를 부과한 데 이어 전력산업 장비 수입 금지와 반도체 관련 제품에 대한 전면적인 관세 검토까지 범위를 확대하며 투자심리에 부담을 가중
- 중동 지역의 불확실성 역시 지속. 캐롤라인 레빗 백악관 대변인은 이란과 어떠한 협상도 진행하고 있지 않으며 경제적 고립 작전에 초점을 맞추고 있다고 강조. 여기에 9월 주요국 통화정책회의가 집중돼 있는 만큼 정책 기대 변화에 따른 글로벌 금리 변동성이 국내 증시의 등락폭을 확대할 가능성도 존재
- 그럼에도 KOSPI의 밸류에이션 정상화 가능성은 유효. 반도체의 주도력 회복 시도 속 낙폭과대 및 실적 대비 저평가 업종으로 순환매 흐름이 이어질 수 있기 때문. 3개월 기준으로 21개 업종에서 이익 상향 대비 주가 수익률이 뒤처져 있으며, IT하드웨어·건설·건축·반도체·조선·에너지·자동차 등이 여전히 상대적으로 저평가 구간에 위치

[모멘텀] 반도체 업종 반등과 함께 비반도체 업종 순환매 확산

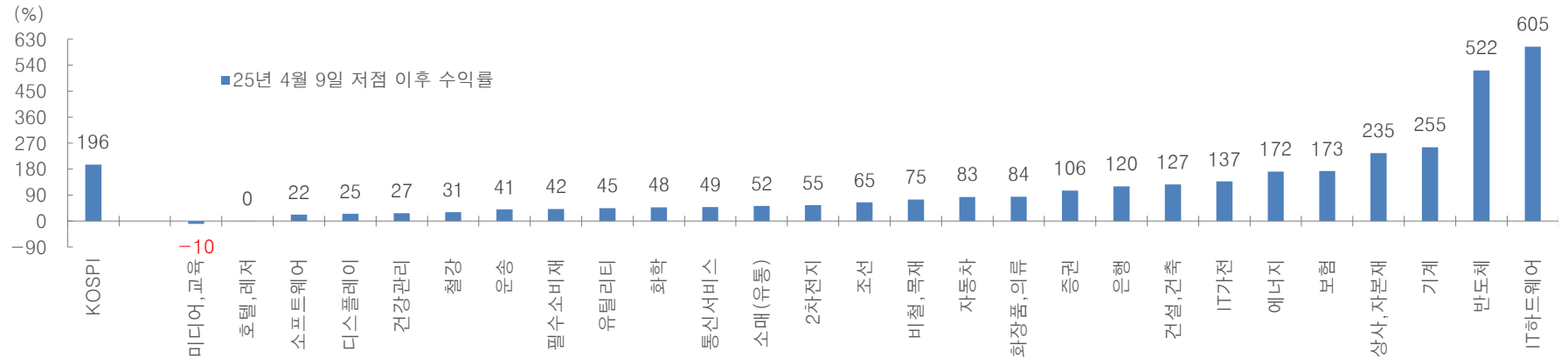
모멘텀 상위 업종: 비철,목재, IT가전, IT하드웨어, 건설,건축, 기계

주요 지수	현재가 (p)	등락률(%)						
		1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
KOSPI	6,789	-1.8	-1.8	12.7	-17.1	8.7	112.4	61.1
에너지	7,779	1.4	-0.3	14.2	-3.6	13.7	91.9	63.3
화학	4,410	1.1	9.2	20.3	-20.4	-23.2	13.8	-1.4
비철,목재	7,138	0.8	11.0	40.9	-1.3	-29.3	34.2	0.9
철강	2,332	-0.6	9.1	13.6	-19.4	-20.0	12.1	7.4
건설,건축	2,479	-0.5	12.5	25.9	-5.6	2.7	63.2	63.0
기계	11,912	0.5	15.4	25.8	-18.4	-6.7	63.4	32.9
조선	7,773	-0.8	3.7	5.1	-25.0	-26.3	-8.2	-10.8
상사,자본재	5,950	0.1	4.1	19.4	-9.6	16.2	122.6	71.3
운송	1,942	1.7	4.9	11.4	4.3	-10.6	9.0	10.2
자동차	13,998	0.6	-3.8	6.7	-32.5	-33.1	46.3	18.1
화장품,의류	6,668	5.0	9.8	19.7	16.2	15.7	27.9	36.0
호텔,레저	1,635	2.1	4.4	7.0	-13.3	-31.3	-27.5	-29.2
미디어,교육	505	1.2	5.3	-1.0	-12.6	-42.7	-31.4	-36.0
소매(유통)	2,437	-0.2	2.6	-7.8	-15.5	-6.0	33.8	20.9
필수소비재	7,818	2.4	4.8	5.9	3.1	4.8	10.3	14.8
건강관리	9,778	-1.4	1.0	7.3	2.2	-19.5	13.2	-7.6
은행	3,486	1.8	5.2	6.1	13.7	2.7	45.3	30.2
증권	2,669	0.6	2.8	3.1	-20.9	-30.7	29.3	18.9
보험	16,682	1.5	0.0	13.5	5.9	26.1	73.2	60.6
소프트웨어	6,605	2.0	1.5	7.2	-5.2	-15.7	-6.8	-7.8
IT하드웨어	4,345	2.1	7.9	26.2	-27.0	117.0	374.2	217.1
반도체	47,622	-3.8	-6.8	12.2	-20.8	31.8	344.5	129.2
IT가전	3,150	0.7	12.3	35.8	-16.2	15.3	94.7	70.1
디스플레이	582	0.7	1.7	8.7	-31.4	-32.0	-19.9	-17.5
통신서비스	494	0.4	-0.6	10.6	2.4	3.3	31.5	34.5
유틸리티	1,096	-2.8	6.4	4.0	-12.1	-37.0	-5.8	-19.3

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

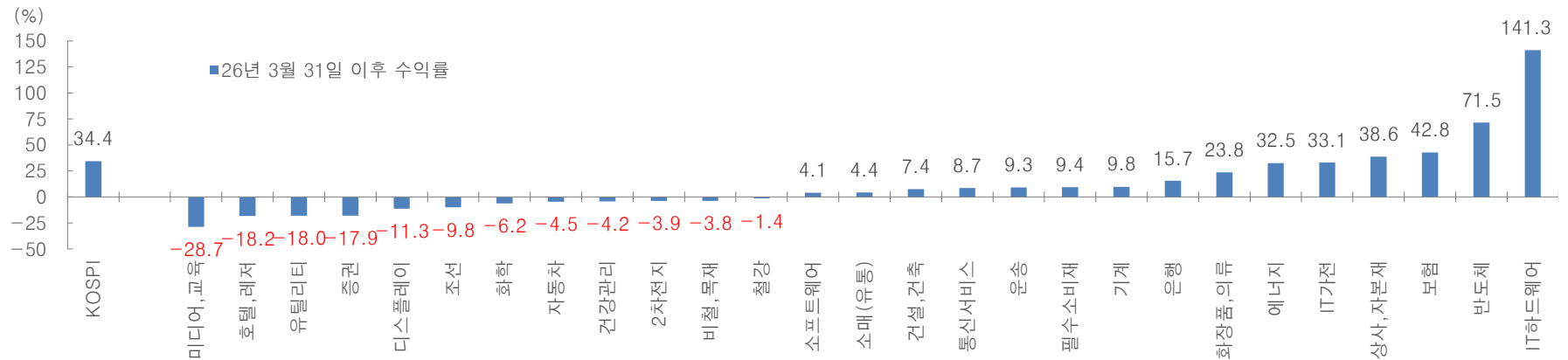
[가격 부담 vs 메리트] KOSPI대비 Outperform IT하드웨어, 반도체. 3/31 이후 12개 마이너스 수익률, 저평가 업종 다수

25년 4월 저점 이후 수익률. IT하드웨어, 반도체, 기계 등 4개 업종 KOSPI Outperform. 미디어/교육(-), 호텔/레저, 소프트웨어, 디스플레이 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

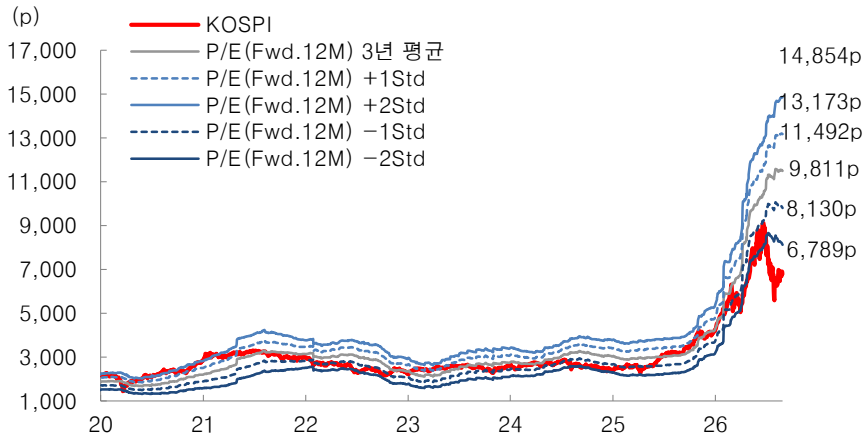
26년 3월말 저점 이후 수익률. IT하드웨어, 반도체, 보험, 상사/자본재 Outperform. 미디어/교육, 호텔/레저, 유틸리티, 증권 등 12개 (-) 수익률



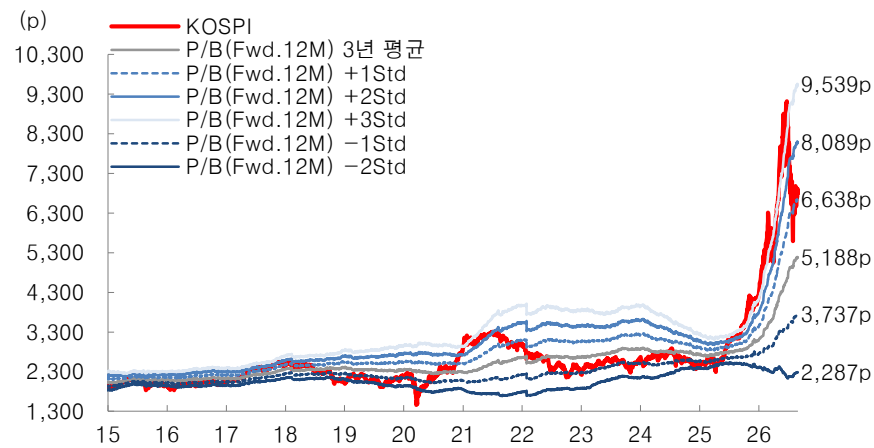
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[밸류에이션] KOSPI 역사적 밸류에이션 저점권, 선행 EPS는 1,227.6pt로 상승 추세

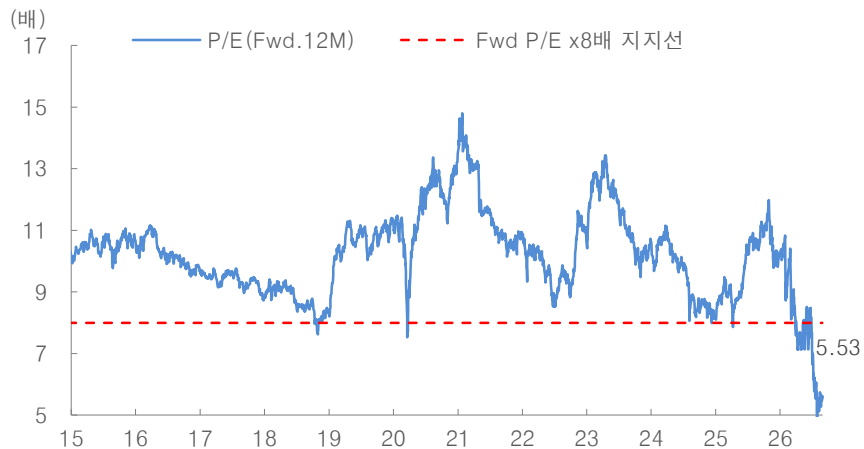
12개월 선행 PER Band, 선행 EPS 1,227.6pt로 상승 추세 지속



12개월 선행 PBR Band, 밸류에이션 매력 강화



12개월 선행 PER 5.53배, 역사적 밸류에이션 저점권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PBR, 1.38배 수준으로 재차 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[이익 모멘텀] 19개 업종 월간 이익 전망 상향 조정, 에너지, 보험, 조선, IT 전반 이익 상향 뚜렷

월간 이익 전망 증가 상위 업종: 에너지, 보험, 조선, IT하드웨어, IT가전

업종	순이익 컨센서스(조원)				월간변화(%)			증감금액(억원)		밸류에이션 (12M Fwd.)			
	12M Fwd	FY1	FY2	FY2/FY1(%)	12M Fwd	FY1	FY2	12M Fwd		P/E	PEG	P/B	ROE
KOSPI	891.7	750.6	962.3	28.2	4.9	6.1	1.1	413,564		5.5	0.2	1.4	18.2
에너지	19.7	20.4	19.3	-5.0	25.0	29.4	22.7	39,316		5.4	-	0.9	18.7
보험	11.6	9.3	12.8	37.5	15.6	9.7	14.3	15,622		10.0	0.3	0.5	10.0
조선	15.3	14.4	15.7	8.8	13.1	16.2	10.0	17,755		10.0	1.1	2.5	10.0
IT하드웨어	4.1	2.9	4.7	63.1	12.4	7.1	8.8	4,505		29.9	0.5	4.9	3.3
IT가전	4.2	1.6	5.5	234.3	11.3	-16.0	8.0	4,242		41.2	0.2	2.3	2.4
화장품,의류,완구	3.8	3.4	4.0	19.1	6.4	4.0	5.4	2,266		13.1	0.7	1.8	7.7
운송	5.5	4.8	5.8	20.2	5.9	7.6	2.5	3,049		9.9	0.5	0.8	10.1
반도체	698.4	574.1	760.5	32.5	4.9	6.6	0.5	327,105		3.8	0.1	1.7	26.2
기계	6.0	4.9	6.5	31.9	4.5	2.8	1.8	2,558		31.2	1.0	4.4	3.2
철강	2.8	2.3	3.0	28.2	3.9	8.0	-1.2	1,053		11.8	0.4	0.4	8.5
상사,자본재	13.0	11.3	13.8	22.3	3.8	2.3	2.0	4,742		18.9	0.8	1.5	5.3
건강관리	5.4	5.0	5.6	11.9	2.5	1.9	1.4	1,352		27.7	2.3	3.0	3.6
통신서비스	3.7	3.5	3.8	7.7	2.3	3.0	0.8	836		11.2	1.5	1.0	9.0
필수소비재	4.0	3.7	4.1	11.9	2.0	0.7	1.3	786		11.7	1.0	1.2	8.6
건설,건축관련	4.3	4.9	4.0	-16.9	0.7	3.7	1.0	286		10.6	-	1.0	9.4
미디어,교육	0.7	0.5	0.8	61.3	0.5	-3.4	-3.0	36		17.8	0.3	1.4	5.6
자동차	27.7	25.6	28.8	12.6	0.5	-0.5	-0.5	1,422		7.0	0.6	0.7	14.3
소프트웨어	6.9	6.2	7.3	18.3	0.5	-2.0	-0.1	352		16.3	1.0	1.4	6.1
은행	27.1	26.2	27.5	5.0	0.5	0.1	0.1	1,344		8.1	1.6	0.7	12.3
증권	13.0	14.9	12.1	-18.8	-0.5	4.6	-1.6	-714		5.9	-	1.0	16.9
호텔,레저서비스	0.6	0.6	0.7	13.8	-1.0	0.4	-3.4	-61		10.3	0.7	0.9	9.7
디스플레이	0.6	0.0	0.8	2,533.6	-1.3	-72.0	-7.7	-74		8.7	0.0	0.7	11.5
소매(유통)	1.9	1.6	2.1	30.6	-1.3	-7.4	-1.1	-260		8.9	0.3	0.4	11.2
비철,목재등	1.5	1.6	1.4	-8.3	-2.0	-0.1	-2.1	-298		21.0	-	2.0	4.8
화학	2.7	1.2	3.4	191.2	-2.1	-9.1	-8.9	-567		19.1	0.1	0.7	5.2
유틸리티	7.4	5.8	8.1	39.9	-15.1	-19.6	-16.1	-13,091		4.3	0.1	0.4	23.0

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[실적대비 주가 수준] 업종별 순환매 확산 지속되며 단기 밸류에이션 부담 확대

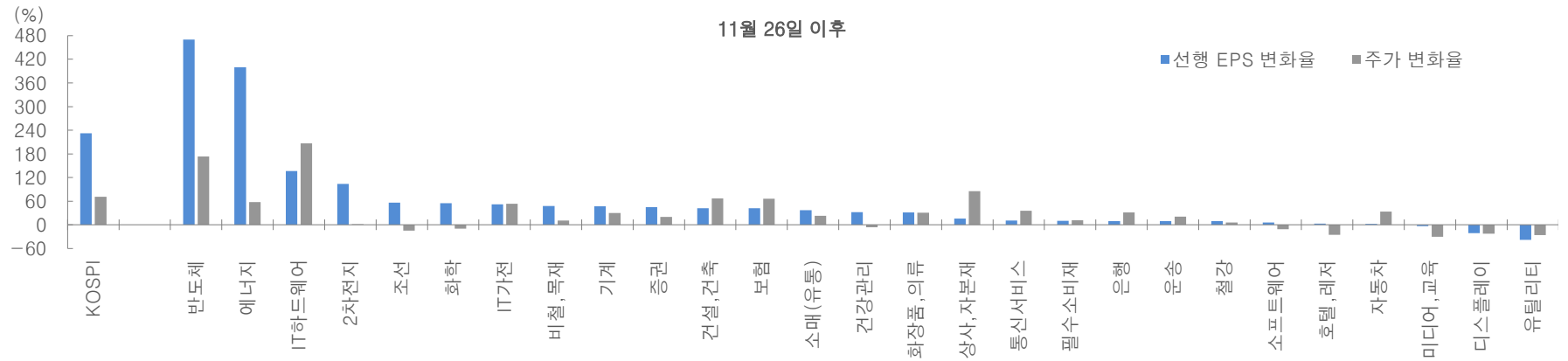
이익 성장 대비 밸류에이션 매력: 에너지, 조선, 소매(유통), 보험, 미디어, 교육

업종	월간변화 (%)			3M 변화 (%)			주간변화 (%)		
	12M Fwd	수익률	OP변화율-수익률	12M Fwd	수익률	OP변화율-수익률	12M Fwd	수익률	OP변화율-수익률
KOSPI	4.9	12.7	-7.8	21.0	-19.9	40.9	-0.0	-1.8	1.7
에너지	25.0	14.2	10.7	39.7	-1.7	41.4	-1.1	-0.3	-0.8
조선	13.1	5.1	8.1	19.6	-25.6	45.2	0.6	3.7	-3.1
소매(유통)	-1.3	-7.8	6.5	6.9	-14.7	21.6	0.1	2.6	-2.5
보험	15.6	13.5	2.1	31.0	-4.0	35.0	3.5	0.0	3.5
미디어, 교육	0.5	-1.0	1.6	9.1	-11.3	20.4	0.4	5.3	-4.9
증권	-0.5	3.1	3.7	4.4	-21.0	25.4	-0.1	2.8	-2.9
필수소비재	2.0	5.9	3.8	4.7	5.1	-0.4	0.0	4.8	-4.8
건강관리	2.5	7.3	4.8	1.5	2.6	-1.1	1.1	1.0	0.2
운송	5.9	11.4	5.5	18.1	0.6	17.4	1.0	4.9	-3.9
은행	0.5	6.1	5.6	3.4	10.7	-7.3	-0.0	5.2	-5.2
자동차	0.5	6.7	6.2	2.5	-37.4	39.9	-0.3	-3.8	3.5
소프트웨어	0.5	7.2	6.7	1.7	-20.1	21.8	-0.0	1.5	-1.5
반도체	4.9	12.2	7.3	24.2	-22.6	46.8	-0.1	-6.8	6.8
호텔, 레저서비스	-1.0	7.0	7.9	2.6	-12.8	15.3	-2.0	4.4	-6.4
통신서비스	2.3	10.6	8.3	5.5	-1.1	6.6	0.0	-0.6	0.6
철강	3.9	13.6	9.7	3.0	-20.2	23.2	0.0	9.1	-9.1
디스플레이	-1.3	8.7	10.0	-20.2	-40.2	20.0	0.0	1.7	-1.7
화장품, 의류, 완구	6.4	19.7	13.3	13.2	18.6	-5.4	0.2	9.8	-9.6
IT 하드웨어	12.4	26.2	13.8	40.3	-37.7	78.0	0.2	7.9	-7.7
상사, 자본재	3.8	19.4	15.6	5.5	-16.4	21.9	-0.4	4.1	-4.6
유틸리티	-15.1	4.0	19.1	-7.2	-12.4	5.2	-2.6	6.4	-9.0
기계	4.5	25.8	21.3	13.2	-17.6	30.8	0.0	15.4	-15.4
화학	-2.1	20.3	22.3	12.6	-22.9	35.5	1.5	9.2	-7.7
IT가전	11.3	35.8	24.5	26.5	-21.2	47.7	-0.3	12.3	-12.6
건설, 건축관련	0.7	25.9	25.2	7.2	-11.0	18.2	-0.1	12.5	-12.6
비철, 목재등	-2.0	40.9	42.9	-0.8	0.7	-1.5	0.0	11.0	-11.0

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

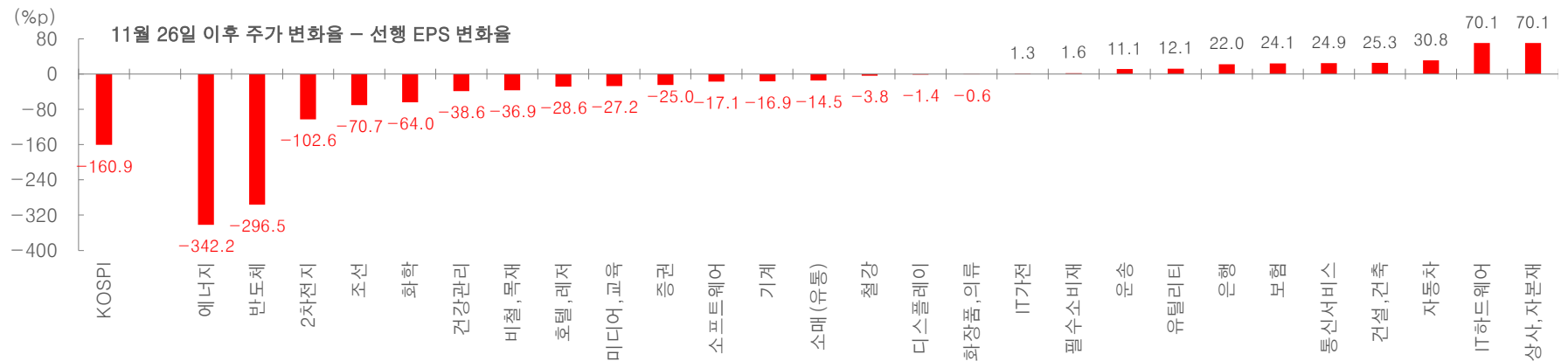
[실적대비 주가] 최근 반등에도 불구하고 11/26 이후 실적대비 저평가 업종 16개. 반도체 저평가는 완화, 여전히 매력적

선행 EPS 상승에도 주가 부진 : 반도체, 에너지, 2차전지, 조선, 화학, 비철/목재, 기계, 증권 등. 유틸리티, 디스플레이, 미디어, 자동차 EPS 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

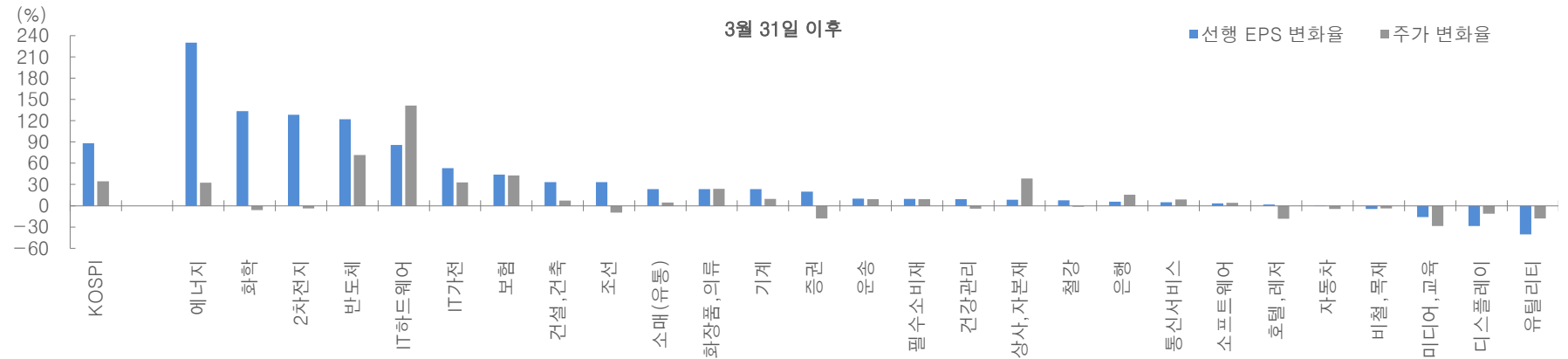
실적 개선 + 실적 대비 저평가: 에너지, 반도체, 2차전지, 조선, 화학, 건강관리, 비철/목재, 호텔/레저, 미디어/교육, 증권 등 16개 업종 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

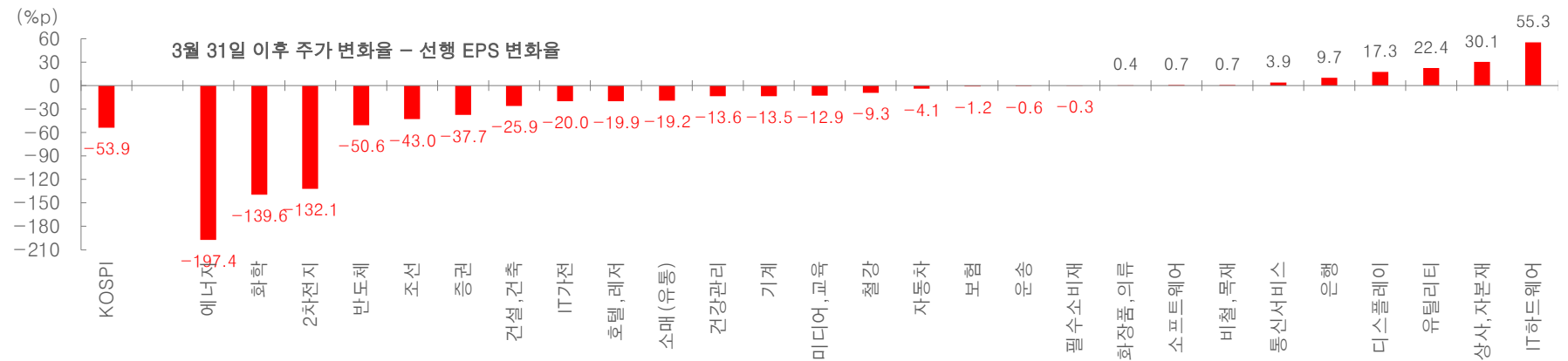
[실적대비 주가] 3월 31일 저점 이후 실적대비 저평가 업종 18개. 반도체 저평가 지속, 저평가 폭은 축소

EPS 상승에도 주가 약세 : 에너지, 화학, 2차전지, 반도체, IT가전, 건설, 조선, 소매(유통) 등. 유틸리티, 디스플레이, 미디어, 비철, 자동차 EPS 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

실적 개선 + 실적 대비 저평가: 에너지, 화학, 2차전지, 반도체, 조선, 증권, 건설, IT가전 등. IT하드웨어, 상사/자본재, 유틸리티, 디스플레이 등 고평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

투자전략 : 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종, 외국인 순매수 교집합에 집중

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

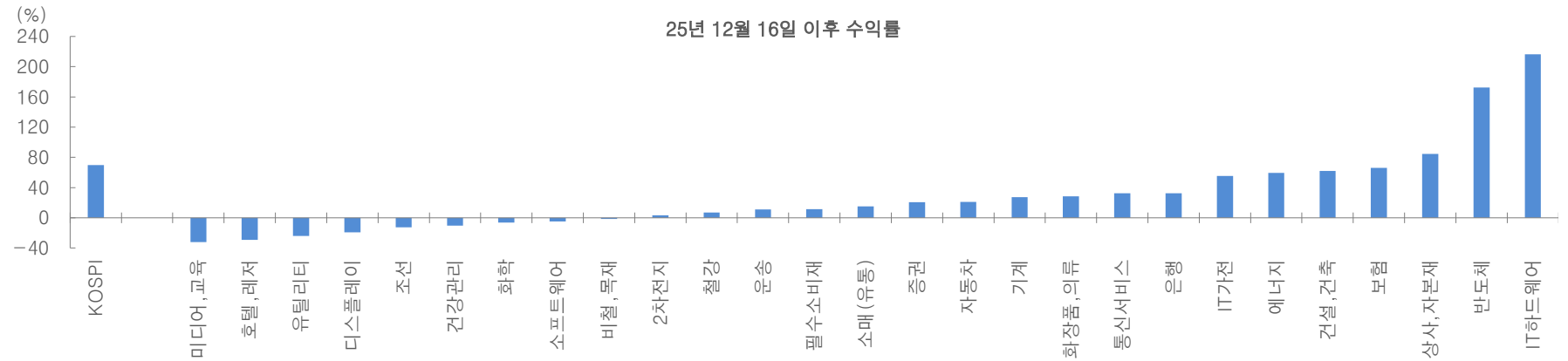
텔레그램 채널 daishinstrategy

투자전략 : 실적 개선 & 낙폭과대, 저평가 업종 다수. 외국인 수급 변화에 주목할 때

- KOSPI 6,000선 하향이탈하는 급락세를 거치며 다수 업종들이 중요 지지권, 분기점에 위치. 8월 7,000선 회복 시도에 나서며 그동안 상승을 주도했던 업종들은 40, 50MA 돌파 및 회복 / 안착 시도에 나서는 중. 낙폭과대, 소외주들은 200일 또는 480일 이동평균선, 또는 중요 지지권 및 하락추세대 하단에서 분위기 반전을 모색 중. 분위기 반전이 가시화되는 업종들이 많아지는 중. 단기 과열해소, 매물소화는 비중확대 기회
- 저평가 & 낙폭과대 업종은 건강관리, 자동차, 조선, 필수소비재, 증권, 은행, 미디어/교육, 소매(유통), 8개로 2주전, 9개, 3주전 13개에서 축소, 8월 반등 영향. 이들 업종 중 실적 전망이 상향 조정 중이면서 외국인 순매수 전환 가능성이 높거나 순매수 유입 중인 업종은 조선뿐. 지난주 낙폭과대 업종이면서 외국인 순매수 전환 업종이었던 반도체는 최근 반등으로 저평가 또는 낙폭과대 업종에서 이동
- 저평가 또는 낙폭과대 업종에 반도체, 소프트웨어, 에너지, 디스플레이, 운송, 철강, 호텔/레저, 유틸리티가 있음. 가격 메리트나 실적대비 저평가 정도가 악해 실적 변화에 민감도 높음. 반도체, 소프트웨어, 디스플레이, 운송이 실적 전망 상향조정과 함께 외국인 순매수 전환 가능성 확대
- 가격 메리트가 약한 업종에는 IT가전, IT하드웨어, 상사/자본재, 화장품/의류, 기계, 화학, 비철소재, 건설, 보험, 통신이 있음. 최근 반등 국면에서 상대적으로 강했던 업종들로, 실적 신뢰도가 높은 업종들이 많지만, 가격 부담에 외국인 차익 매물 출회. 그럼에도 불구하고 실적 전망이 상향 조정 중이면서 외국인 순매수 전환 가능성이 높거나 순매수 유입 중인 업종은 IT하드웨어, 화장품/의류, 화학, 보험. 추가 상승 시 과열 부담과 외국인 매매 변화 여부 체크 필요
- 전체 업종 중 실적 전망이 상향 조정 중이고, 외국인 순매수까지 유입 중인 업종은 조선, 반도체, 소프트웨어, 디스플레이, 운송, IT하드웨어, 화장품/의류, 화학, 보험. 역대급 급락 이후 외국인 매수 전환으로 기존 주도주들 대부분이 실적과 외국인 수급모멘텀 겸비한 업종으로 추출. 실적 모멘텀이 유효한 상황에서 가격 부담을 덜어냄에 따라 수급 개선 가시화될 경우 다시 KOSPI 상승을 주도할 전망. 단기 변동성은 비중확대 기회.
- 기술적 분석 측면에서는 40일, 50일, 200일 이동평균선 수준과 현재 주가 수준을 확인. 이동평균선과 지수 간 정배열이 진행 중일 경우에는 견고한 상승추세가 진행 중인 것으로 Holding 전략이 유효. 조정시에는 40일, 50일, 200일 이동평균선에서 지지력을 확보하며 상승추세를 이어갈 것. 반면, 역배열이 진행 중이라면 반등시 매도 전략이 필요. 강한 조정 국면이 진행 중인 관계로 리스크 관리에 집중
- 6월 변동성 확대, 과열해소, 매물소화 국면 전개, 반등시 쏠림현상에 이어 7월 급락으로 다수 업종들이 매수권역 진입. 이후 7,000선 회복 시도에 나서면서 상승추세가 강했던 업종은 40MA, 50MA에서, 분위기 반전을 모색하던 업종은 200MA, 480MA, 또는 중요 지지권, 하락추세대 하단에서 지지력 테스트 이후 분위기 반전을 모색하는 중
- 현재 40, 50MA에서 지지력 테스트 중이거나 분위기 반전 가능성이 높은 업종은 제약/바이오, 음식료, 은행, 에너지, 철강, 운송, 유틸리티, 2차전지, 화장품, 화학, 비철소재, 건설, 보험, 통신. 최근 반등으로 40, 50MA 선을 회복, 추세 반전을 모색하는 업종들이 다수. 단기 등락을 비중확대 기회로 활용
- 200, 480MA 또는 중요 지지권, 하락추세대 하단에서 분위기 반전을 모색 중인 업종은 자동차, 조선, 증권, 미디어/교육, 소매(유통), 반도체, 인터넷, 디스플레이, 호텔/레저, 방산, 지주사, 섬유/의류, 기계. 200, 480MA 및 중요 지지권에서 반등시도에 나서며 최근 40, 50MA 돌파/안착 시도 중. 단기 급반등 이후 과열해소, 매물소화 국면을 분할매수 대응. MACD OSC를 비롯한 기술적 지표 상승 다이버전스 전개시 분위기 반전에 힘이 실릴 전망

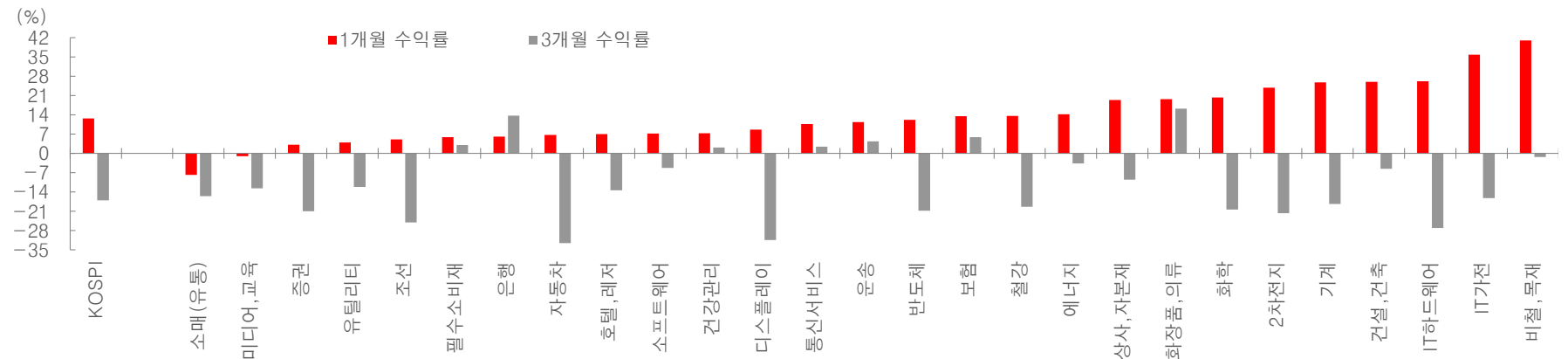
[낙폭과대] 8월 반등으로 마이너스 수익률 업종 감소, 마이너스 폭 축소. 내수주에 이어 AI 관련주 중심으로 반등

25/12/16 이후 수익률 : IT하드웨어, 반도체 압도적 1, 2위. 미디어/교육, 호텔/레저, 유틸리티, 디스플레이, 조선, 건강관리 등 9개 업종 (-) 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

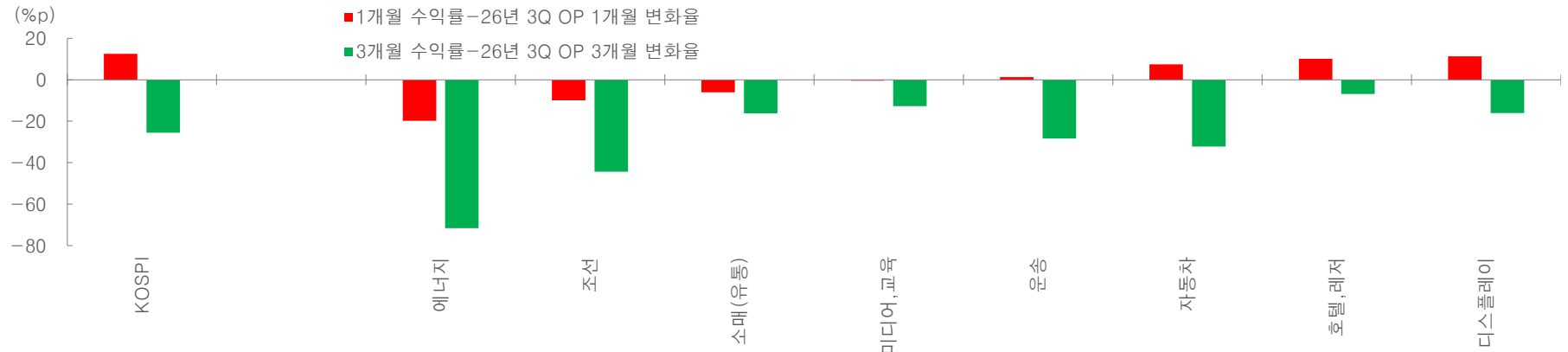
비철/목재, IT가전, IT하드웨어, 건설, 기계, 2차전지, 화학, 화장품/의류 등 반등. 소매(유통), 미디어/교육 약세, 증권, 유틸리티, 조선 등 상대적 부진



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

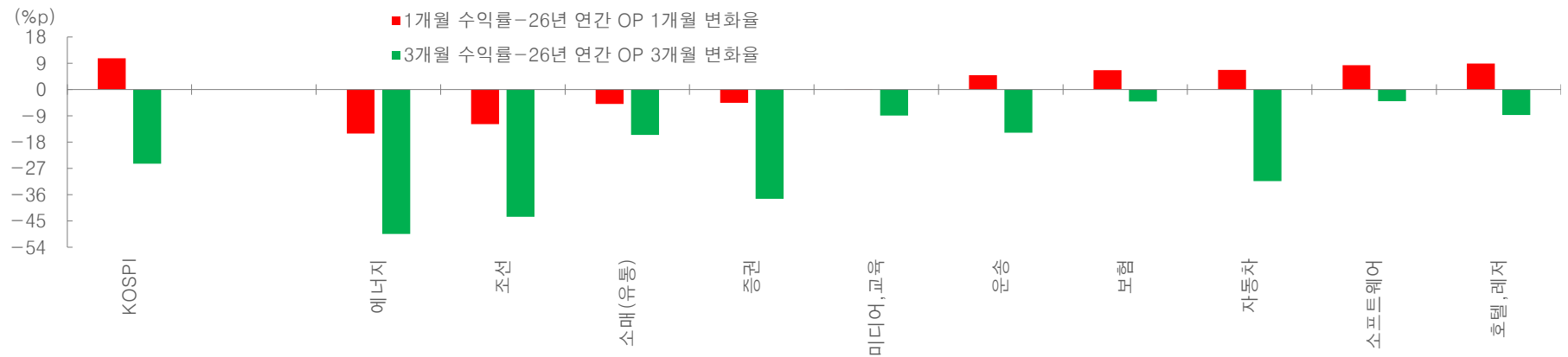
[실적대비 저평가] 자동차, 에너지, 운송, 조선, 호텔/레저, 미디어/교육, 소매(유통) 등 7개 업종 실적대비 저평가

26년 2분기 영업이익 대비 저평가: 에너지, 조선, 소매(유통), 미디어/교육, 운송, 자동차, 호텔/레저, 디스플레이 등 8개 업종



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

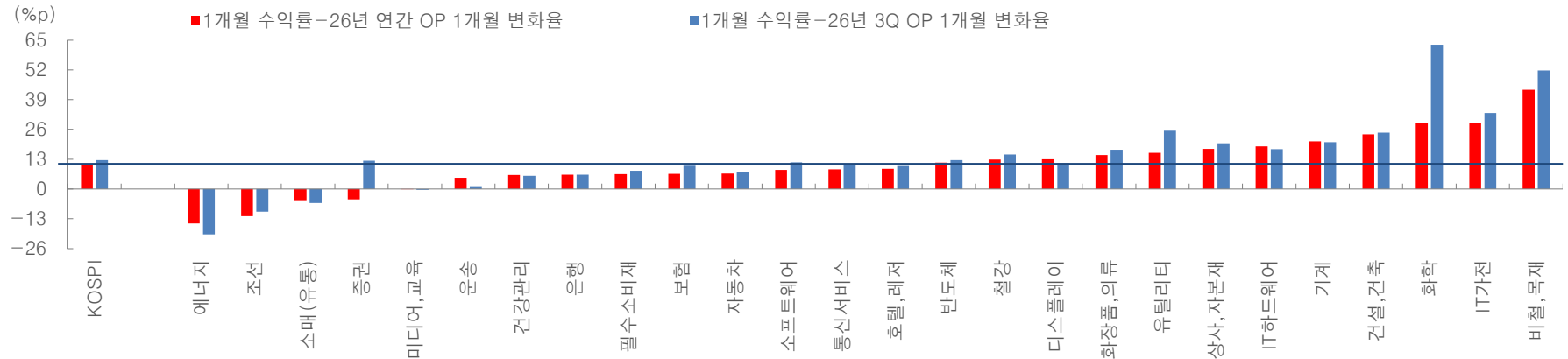
26년 연간 영업이익 대비 저평가: 에너지, 조선, 소매(유통), 증권, 미디어/교육, 운송, 보험, 자동차, 소프트웨어, 호텔/레저 등 10개 업종



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

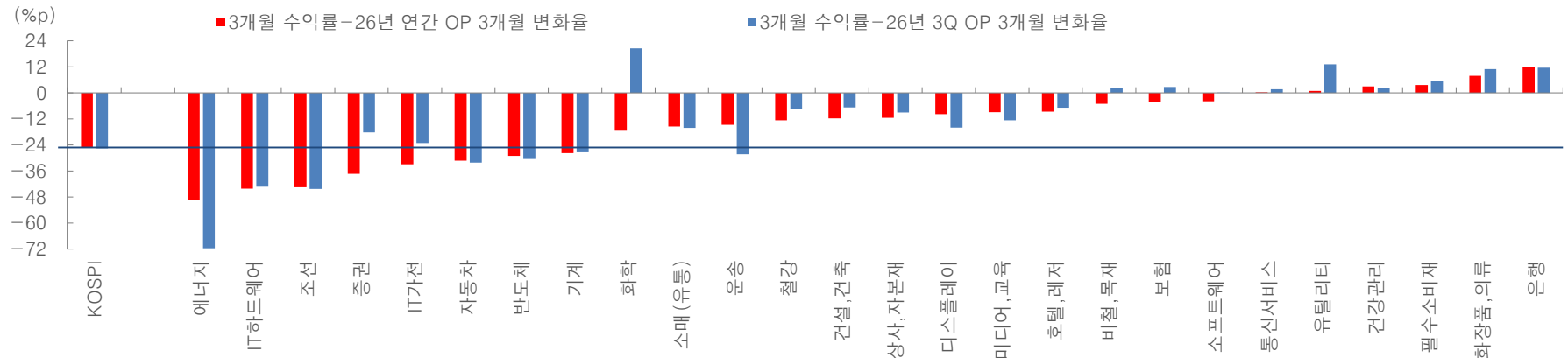
[실적대비 주가 변화율] 3개월 저평가 지속, 8월 반등에도 저평가 심화. 여전히 소수 업종만이 고평가 영역 위치

1개월 실적 대비 주가 변화율. 연간, 3Q 기준 +10.7%p, +12.5%p 저평가 해소. 에너지, 조선, 소매(유통), 증권, 미디어/교육 등 5개 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3개월 실적 대비 주가 변화. 연간, 3Q 기준 -25.4%p, -25.6%p 저평가 심화. 에너지, IT하드웨어, 조선, 증권, IT가전, 자동차, 반도체 등 20개 저평가



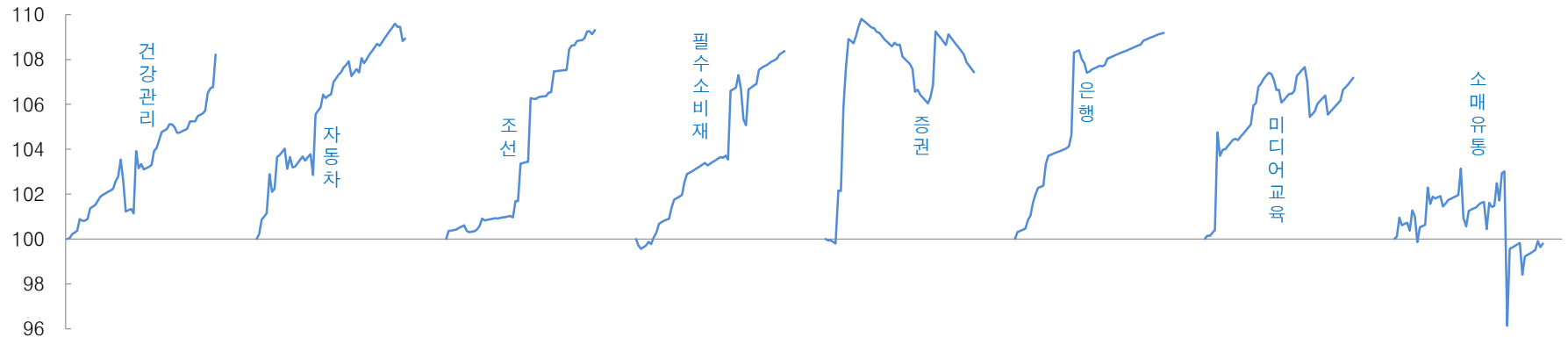
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[저평가 & 낙폭과대] 건강관리, 자동차, 조선, 필수소비재, 증권, 은행, 미디어/교육, 소매(유통)

실적 전망 상향: 건강관리, 조선, 필수소비재, 은행, 미디어/교육 / 정체/하향: 자동차, 증권, 소매(유통)

(26.7.1=100)

7월 이후 12개월 선행 EPS 추이

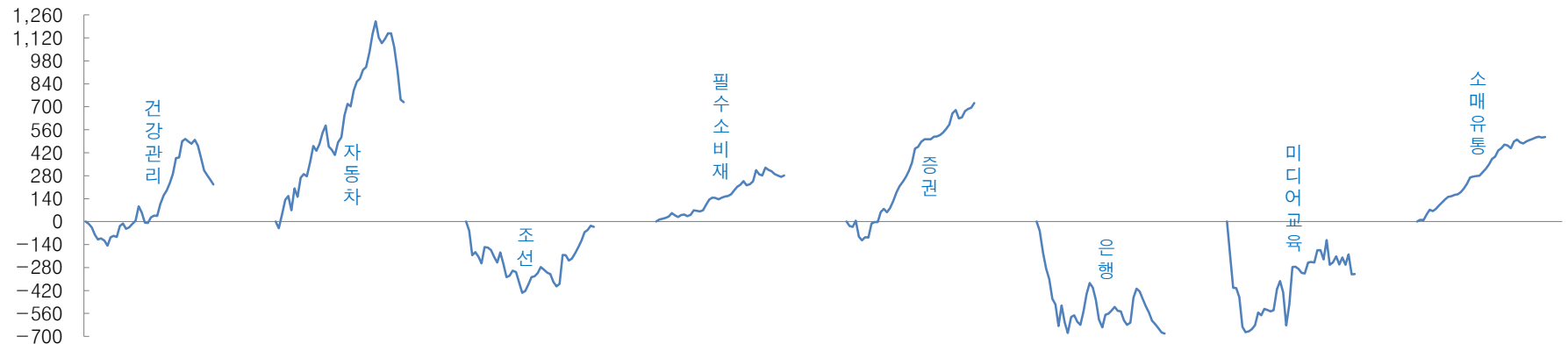


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

건강관리, 자동차, 필수소비재, 은행 매도 지속/강화. 조선, 증권, 소매(유통) 매수 지속. 미디어/교육 매도 전환

(26.7.1=0. 십억원, 미디어/교육 억원)

7월 이후 외국인 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

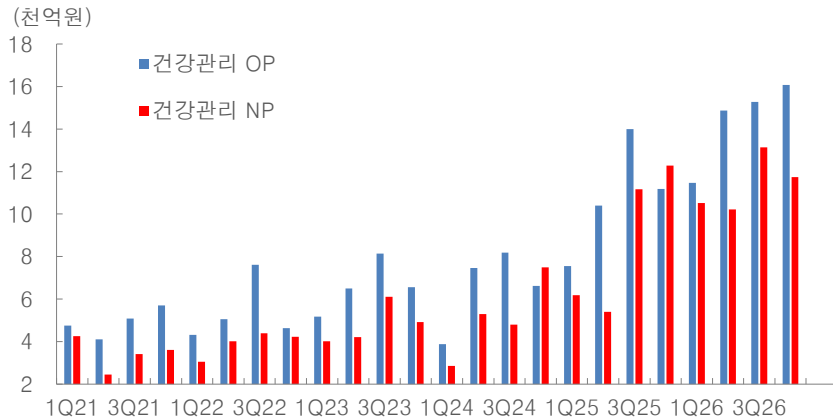
[제약/바이오] 1,900선 지지력 바탕으로 강한 반등. 40, 50MA 돌파에 이어 200MA 돌파/안착 시 추세 반전 가시화

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 1,900선 지지력 확인 이후 40, 50MA, 상승추세대 상단 돌파. 200, 480MA(2,420 ~ 2,500선) 돌파 시도 중



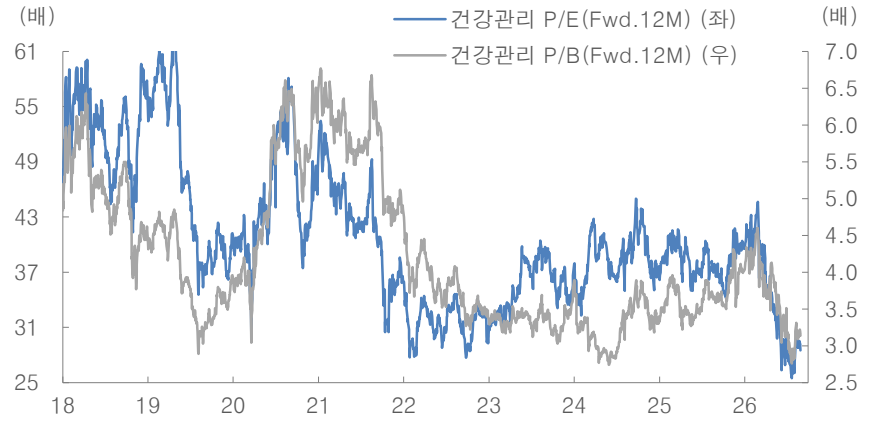
자료: 대신증권 Research Center

26년 1Q 저점으로 26년 4Q까지 실적 레벨업 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

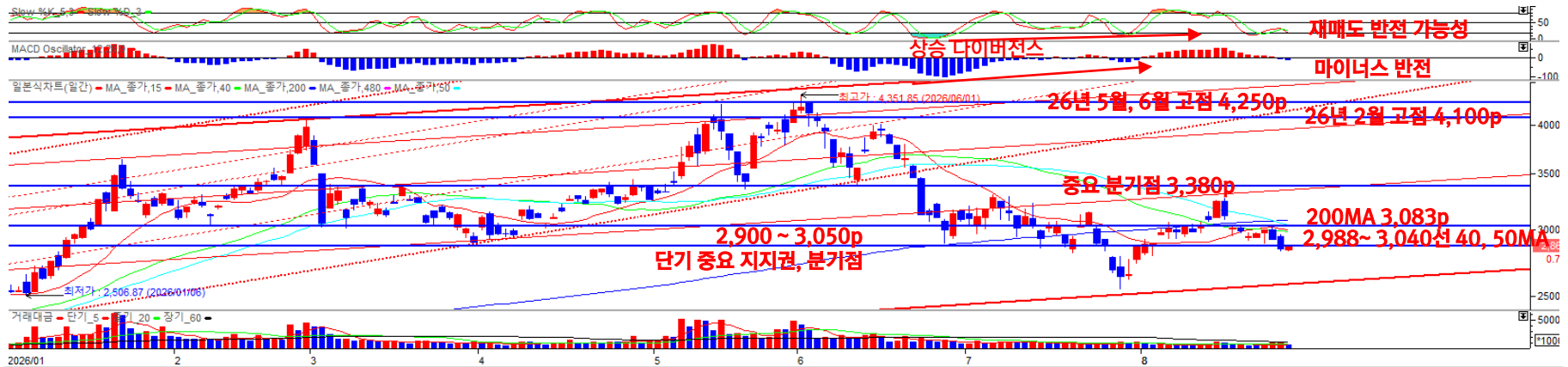
선행 PER(28.51배), PBR(3.14배)로 역사적 저점권에서 등락 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

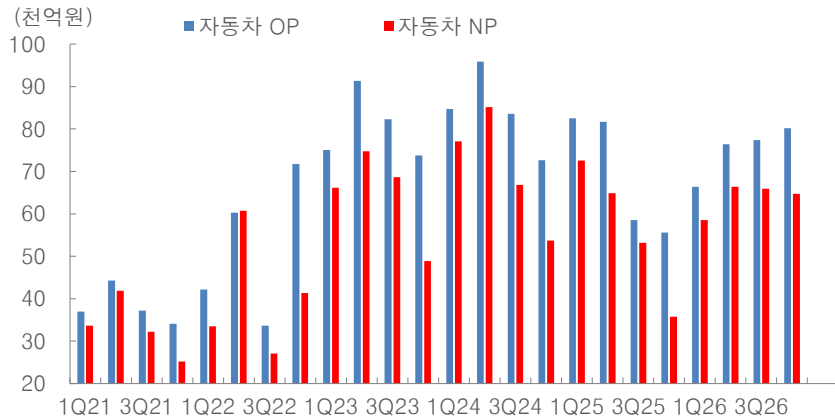
[자동차] 2,900선 지지력 확보 & 200MA(3,000선) 돌파/안착시 3,380선까지 상승 가능

KRX자동차 일간 차트. 상승추세대 하단에서 급반등, 40, 50MA 저항으로 하락 반전, 200MA 돌파/안착시 26년 분기점인 3,380선 돌파 시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

26년 상반기 실적, 강한 반등, 레벨업 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주가 하락에 선행 PER 6.93배, PBR 0.66배로 밸류 매력 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

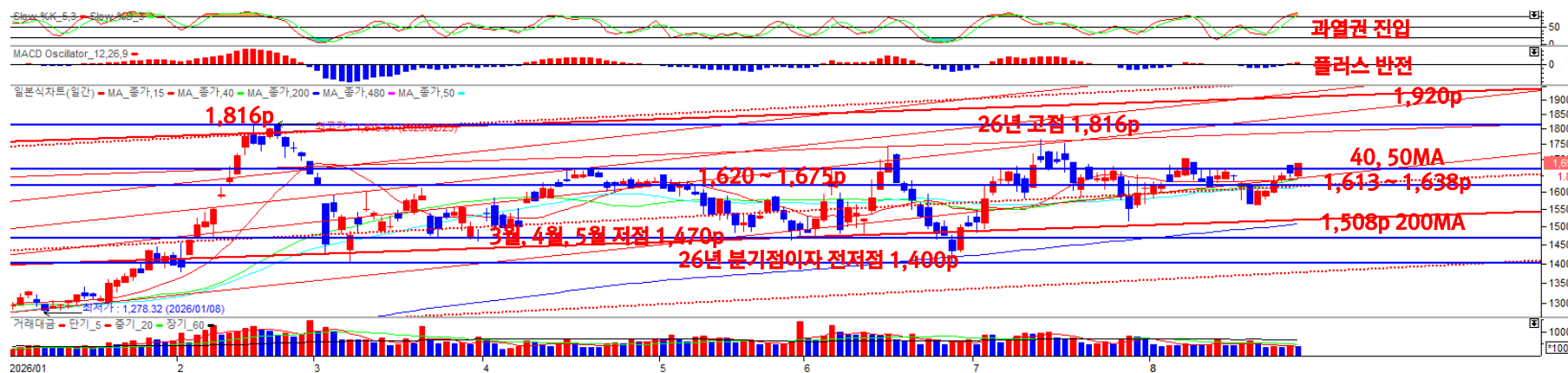
FN조선해운지수 일간차트. 상승 추세대 하단에서 급반등. 28,000선 회복/안착 여부가 관건. Stochastics 재매수 시그널 발생



자료: 대신증권 Research Center

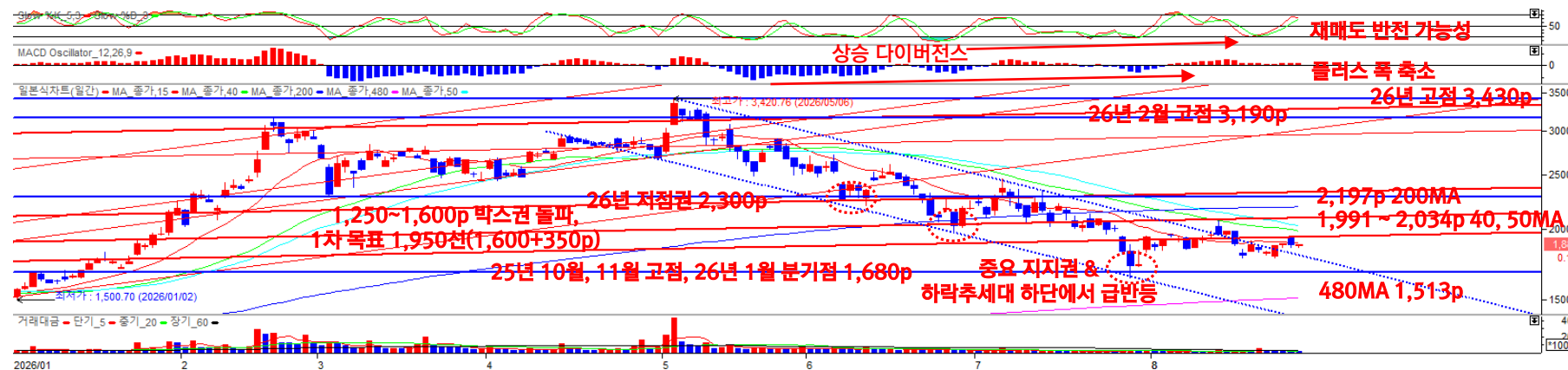
[은행/증권] 은행, 40, 50MA 돌파/안착시 전고점을 향할 것. 여행레저, 40, 50MA 돌파/안착 여부가 관건

KRX 은행 일간 차트. 200MA 지지력 바탕으로 분위기 반전 모색 중. 40, 50MA 돌파, 안착 시도 중. 성공시 26년 고점인 1,800선대 진입 가능



자료: 대신증권 Research Center

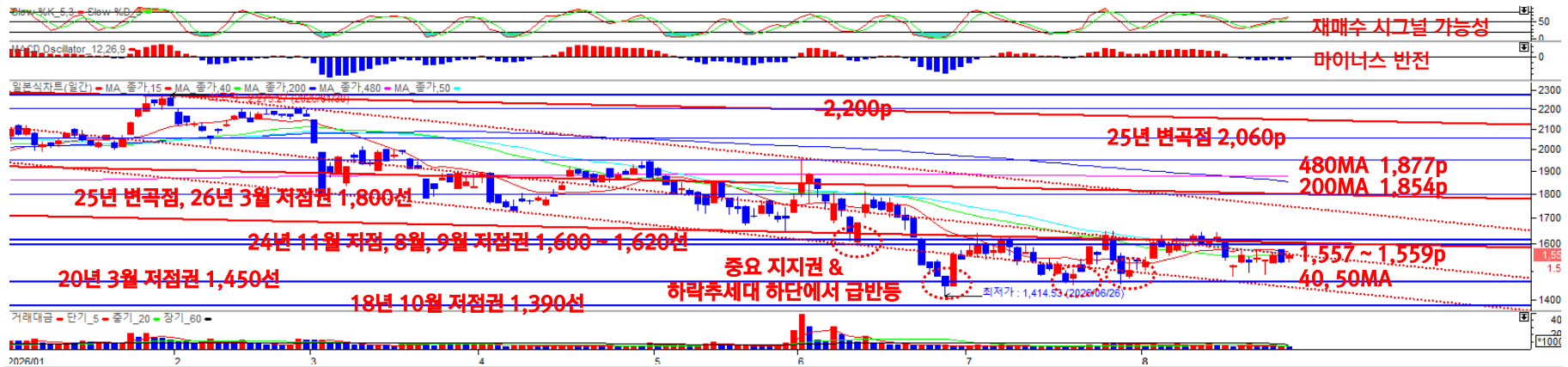
KRX 증권 일간차트. 하락추세대 하단, 중요 분기점에서 급반등. 40, 50MA 저항에 하락 반전. 전 저점 지지력 테스트 이후 분위기 반전 모색 중



자료: 대신증권 Research Center

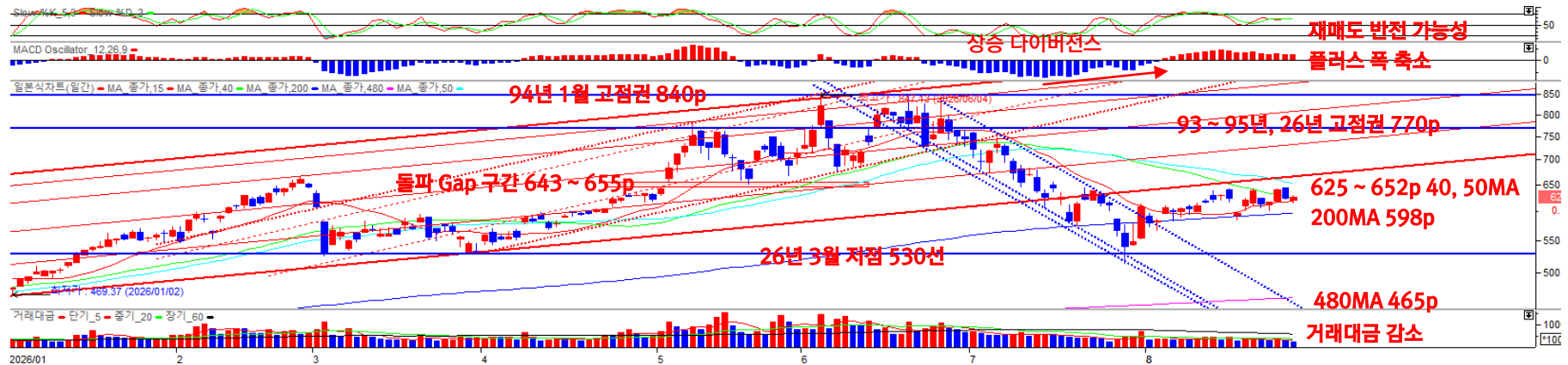
[K콘텐츠/유통] 콘텐츠는 1,600선 돌파/안착 여부가 관건. 유통은 200MA 지지력, 40, 50MA 돌파/안착 사이에서...

KRX K콘텐츠 일간차트. 1,400선 지지력 바탕으로 분위기 반전 모색 중. 1,600 ~ 1,620선 돌파/안착 여부 중요



자료: 대신증권 Research Center

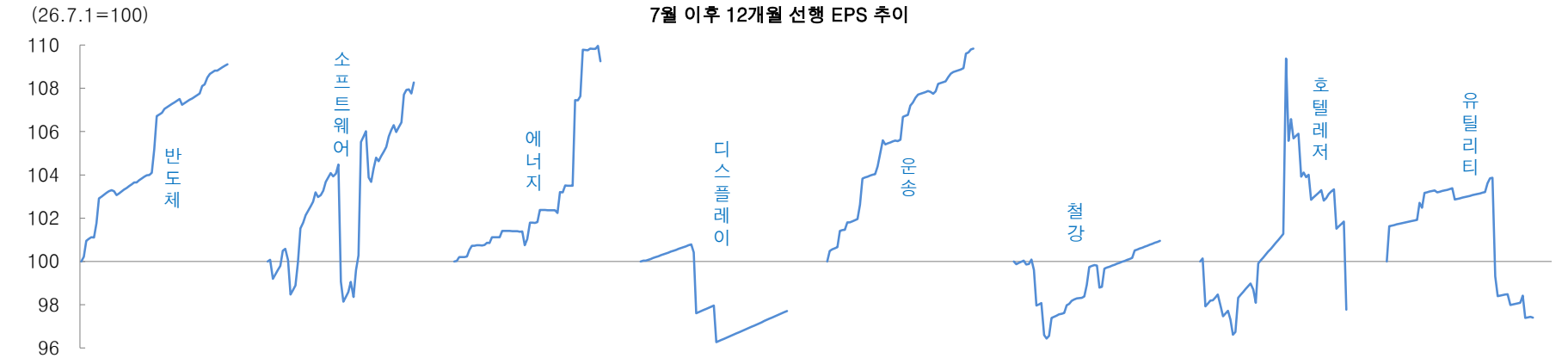
유통업 일간 차트. 하락 추세대 하단에서 급반등. 200MA 곧바로 회복. 상승추세대 하단(640선), 40, 50MA(660선)을 넘어서야 추세 반전 가능



자료: 대신증권 Research Center

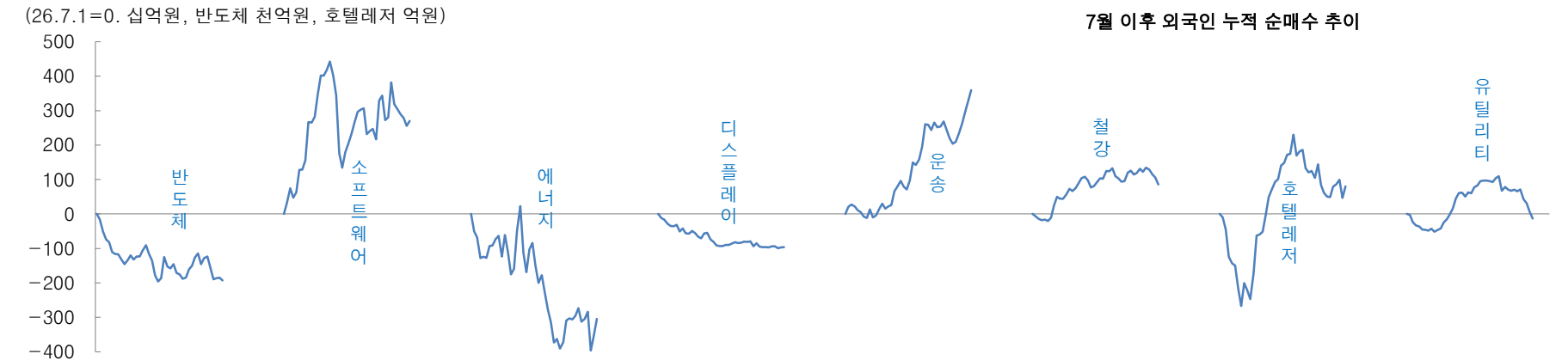
[저평가 or 낙폭과대] 반도체, 소프트웨어, 에너지, 디스플레이, 운송, 철강, 호텔/레저, 유틸리티

실적 전망 상향: 반도체, 소프트웨어, 디스플레이, 운송, 철강 / 정체/하향: 에너지, 호텔/레저, 유틸리티



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

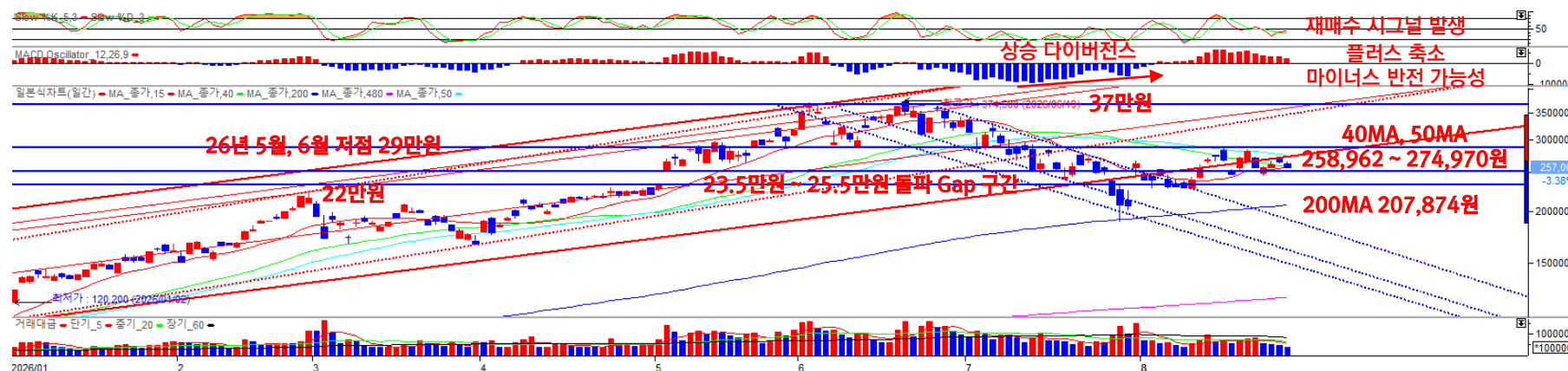
반도체, 소프트웨어, 에너지, 디스플레이, 호텔/레저 매수 반전 가능성. 운송 매수 지속. 철강, 유틸리티 매도 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

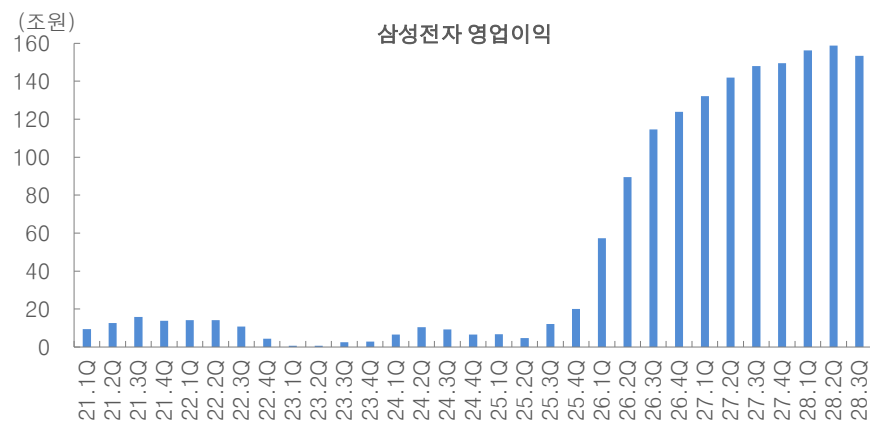
[삼성전자] 상승추세대 재진입. 28만원 돌파냐, 23.5 ~ 25.5만원선 지지력 확보냐가 중요한 시점

삼성전자 일간차트. 상승추세대 복귀를 위한 반등시도 지속. 40, 50MA와 1차 분기점이었던 27.5 ~ 28.5만원 돌파/안착 여부가 관건



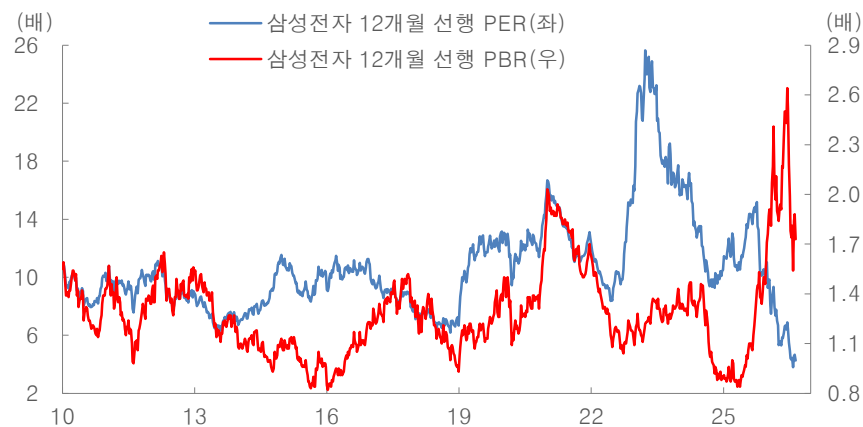
자료: 대신증권 Research Center

26년 3Q OP 114조원 상회, 추가 레벨업 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

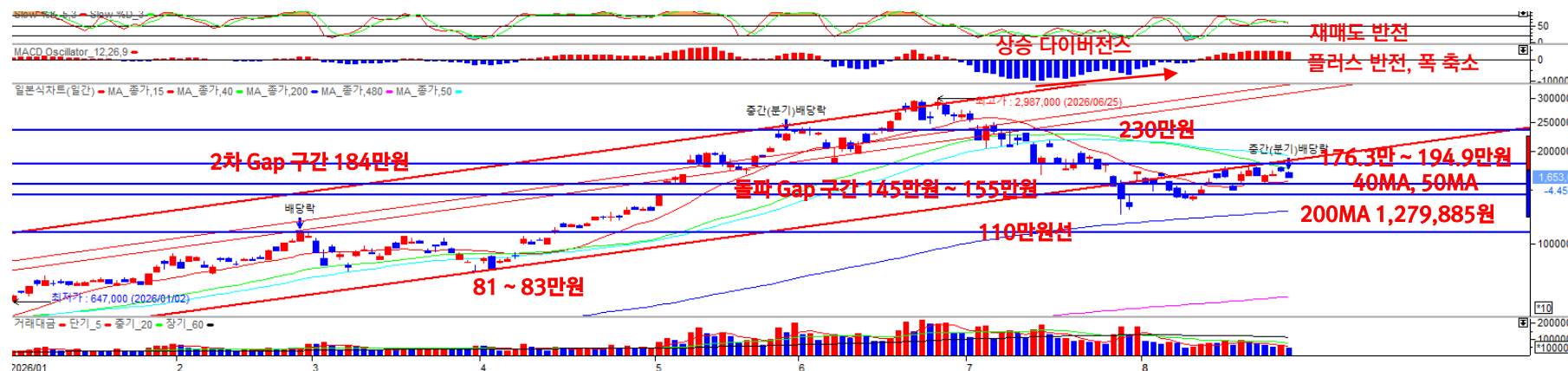
실적 전망 레벨업, 주가 등락으로 선행 PER 4.27배, PBR 1.73배



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

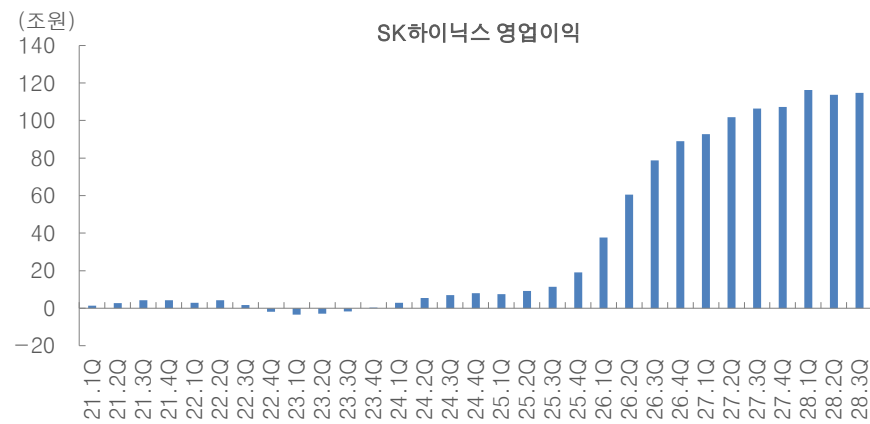
[SK하이닉스] 상승 추세대 하단인 185만원선 돌파/안착 여부 관건. 회복 실패시 145 ~ 155만원선 지지력 테스트 가능성

SK하이닉스 일간차트. 상승 추세대 하단인 185만원선 돌파/안착 여부 주목. 상승추세대 복귀 실패시 145 ~ 155만원 지지력 확보 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

3Q 78.8조원 예상, 컨센서스 하향 조정 멈춰



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

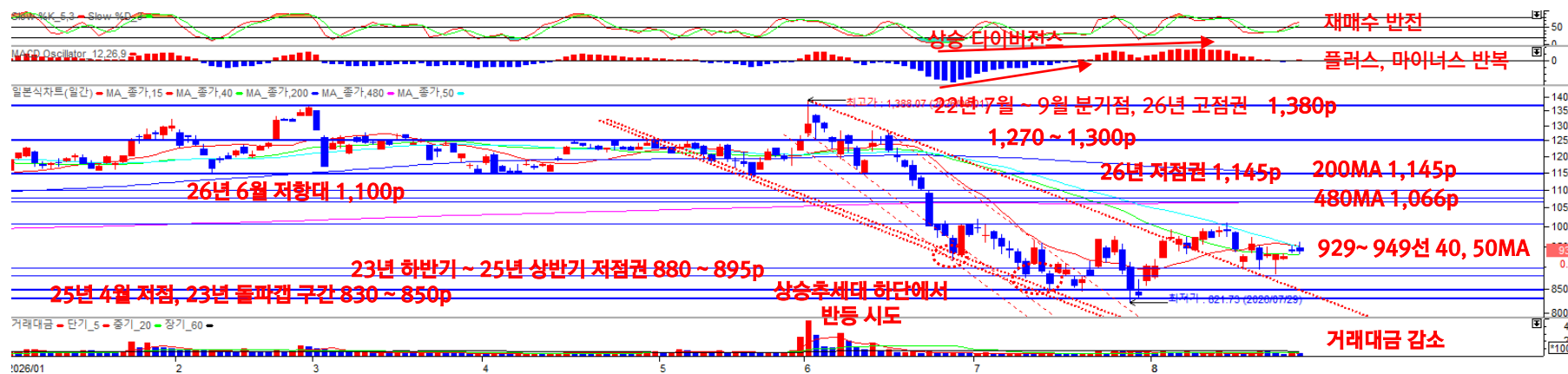
선행 PER 4.03배, 선행 PBR 2.05배로 다시 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

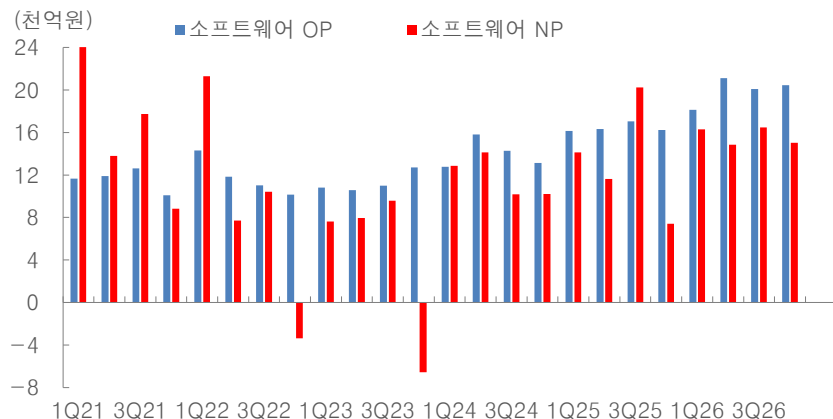
[인터넷] 전저점, 중요 지지권에서 반등 시도 중. 40, 50MA 저항에 하락 반전. 890선 지지력 확보 여부가 관건

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 전저점, 중요 지지권에서 강한 반등. 하락추세대 상단 돌파, 1,000선 돌파시 1,150선을 향해 갈 것



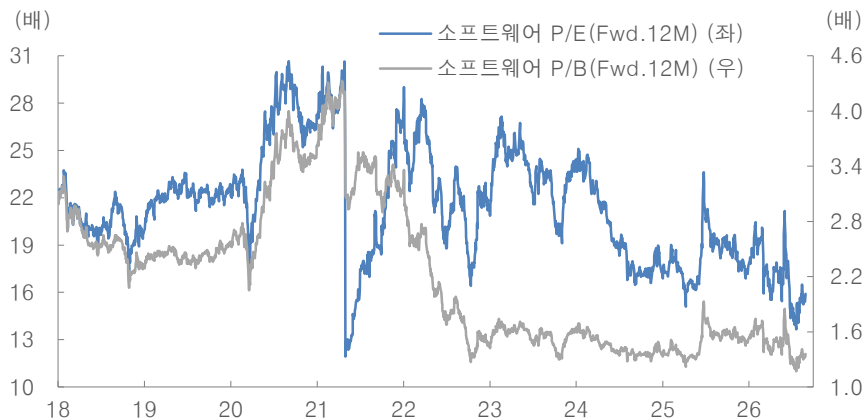
자료: 대신증권 Research Center

사상 최대 이익 경신할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

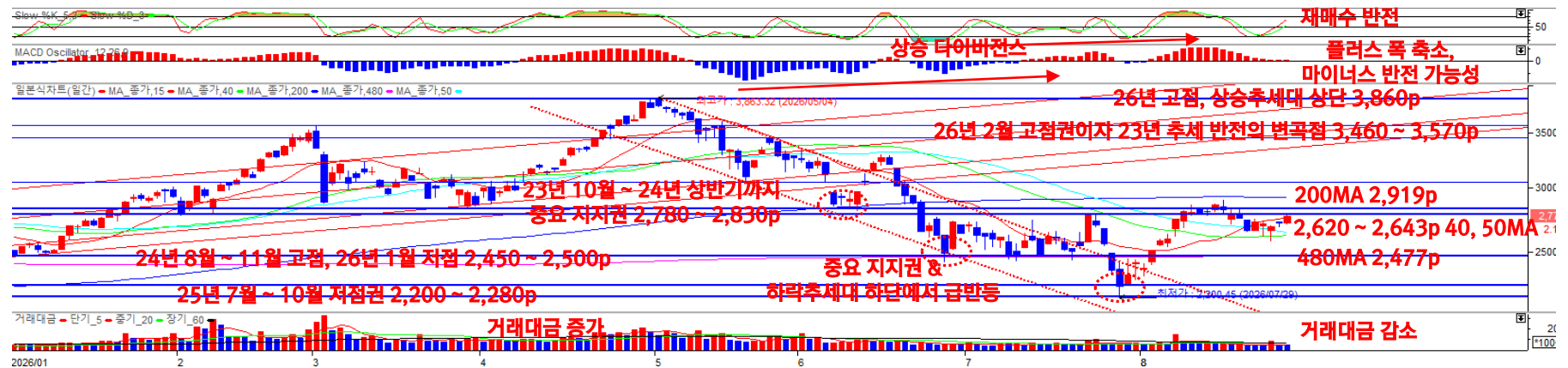
선행 PER 15.91배, 선행 PBR 1.36배로 역사적 저점권에서 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

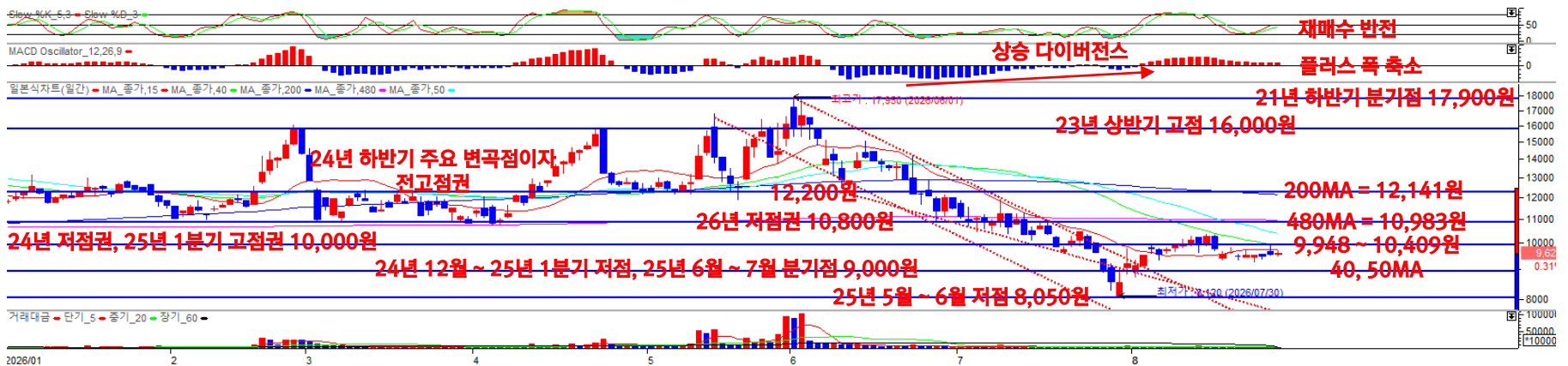
[에너지/디스플레이] 중요 저항대인 40, 50MA 돌파 안착 시도 중. 에너지는 200MA, 디스플레이는 480MA까지 상승 가능

에너지화학 일간 차트. 2,200선에서 급반등, 40, 50MA 돌파 시도 중. 200MA 위치한 2,700 ~ 2,900선 돌파/안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

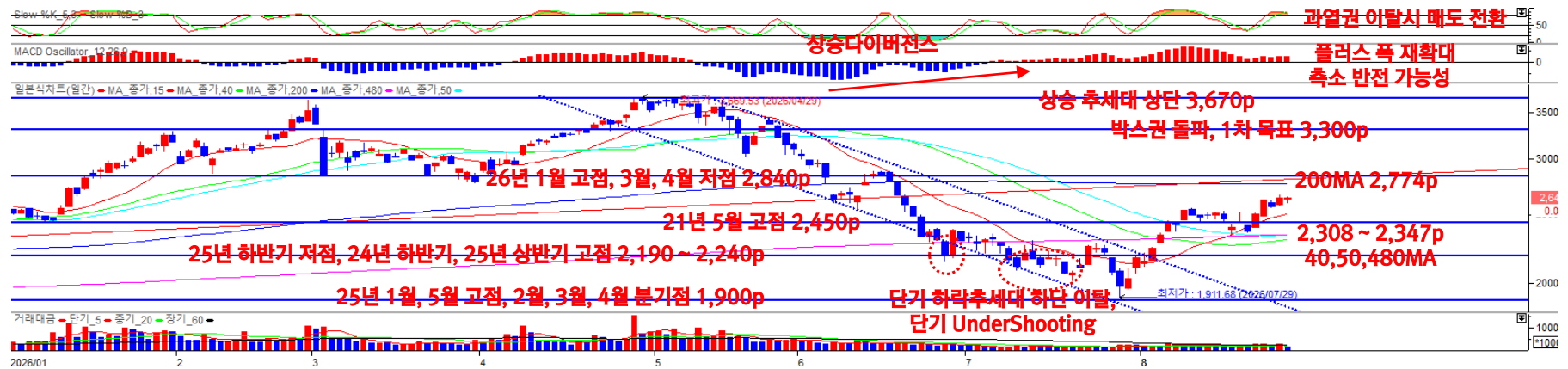
디스플레이 일간 차트. 8,050선에서 급반등. 하락추세대 상향 돌파, 480, 40, 50MA를 넘어서야 200MA까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

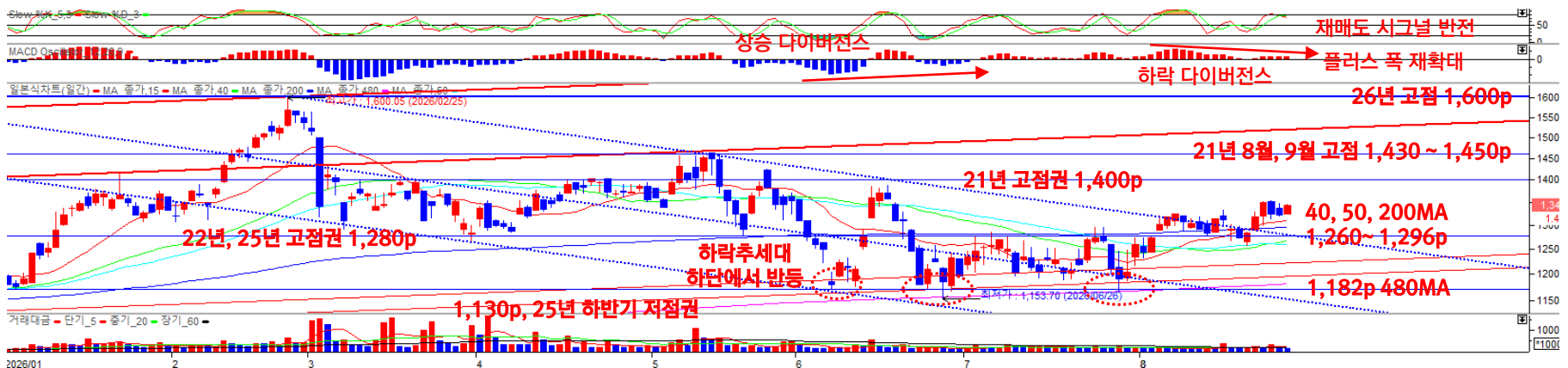
[철강/운송] 철강은 480MA 안착, 200MA까지 상승 여력 확대. 운송은 40, 50MA 안착으로 1,400선을 향하는 중

KRX 철강 일간차트. 단기 UnderShooting 이후 480, 40, 50MA 지지력 테스트 확보를 바탕으로 200MA까지 상승을 이어가는 중



자료: 대신증권 Research Center

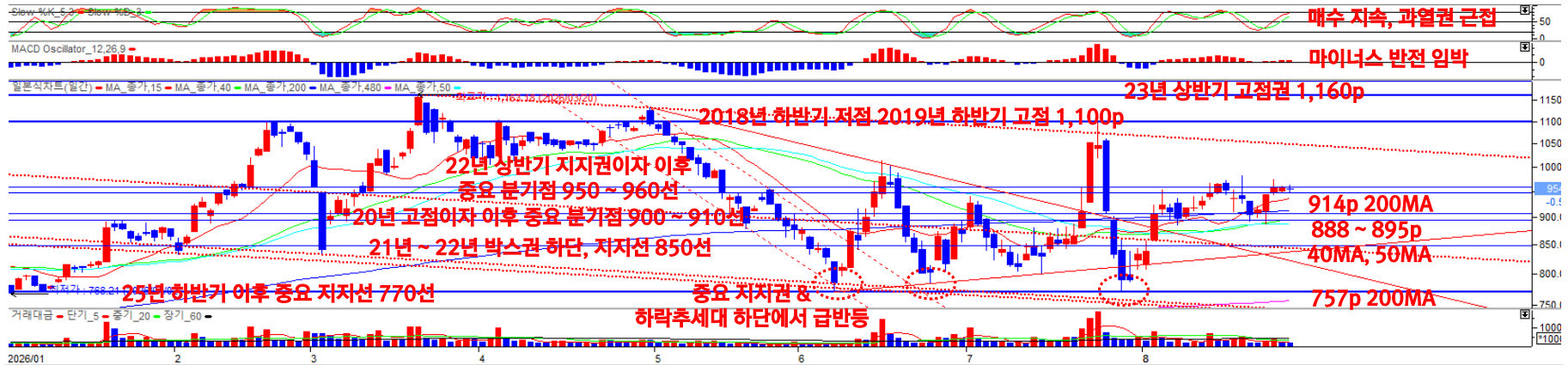
KRX 운송 지수 일간차트. 40, 50MA 돌파/안착 시 1,400선대까지 추가 상승 가능, 기술적 지표 약세 부담은 경계



자료: 대신증권 Research Center

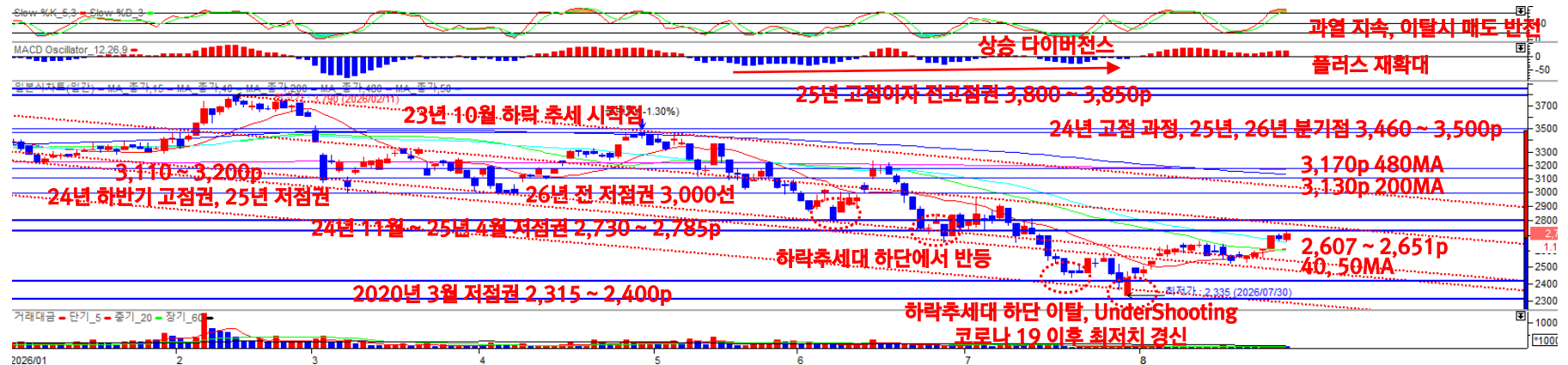
[유틸리티/여행레저] 유틸리티 40, 50MA 지지력 확보시 전고점 향할 것. 여행레저, 40, 50MA 돌파/안착 여부가 관건

KRX 유틸리티 일간차트. 전저점 지지력 확인 이후 급반등. 200, 40, 50MA 지지력 확보시 박스권 상단 1,100선까지 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

Tiger 여행레저 일간 차트. 단기 UnderShooting 이후 급반등. 40, 50MA 돌파/안착 시 200MA, 480MA까지 상승 여력 확대



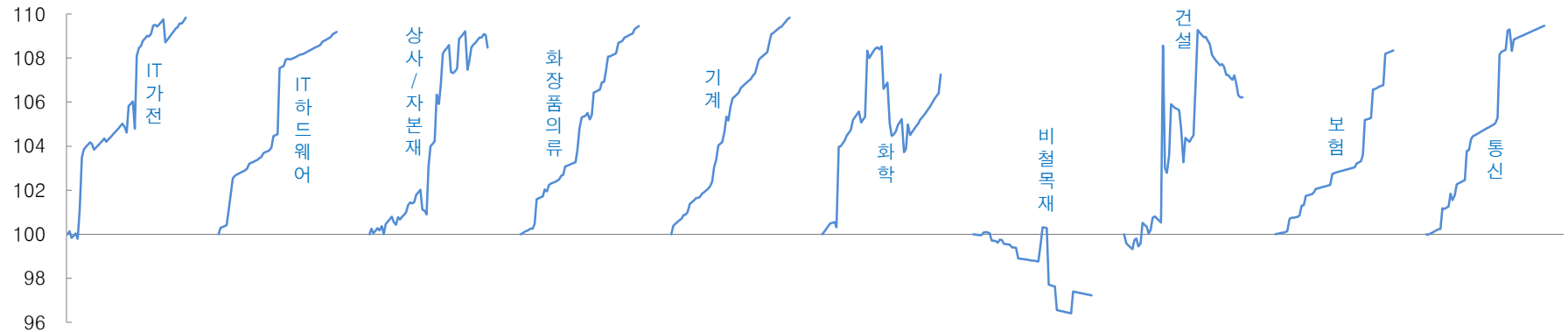
자료: 대신증권 Research Center

[가격 메리트 약화] IT가전, IT하드웨어, 상사/자본재, 화장품/의류, 기계, 화학, 비철목재, 건설, 보험, 통신

실적 전망 상향: IT가전, IT하드웨어, 화장품/의류, 기계, 화학, 보험, 통신 / 정체/하향: 상사/자본재, 비철/목재, 건설

(26.7.1=100)

7월 이후 12개월 선행 EPS 추이

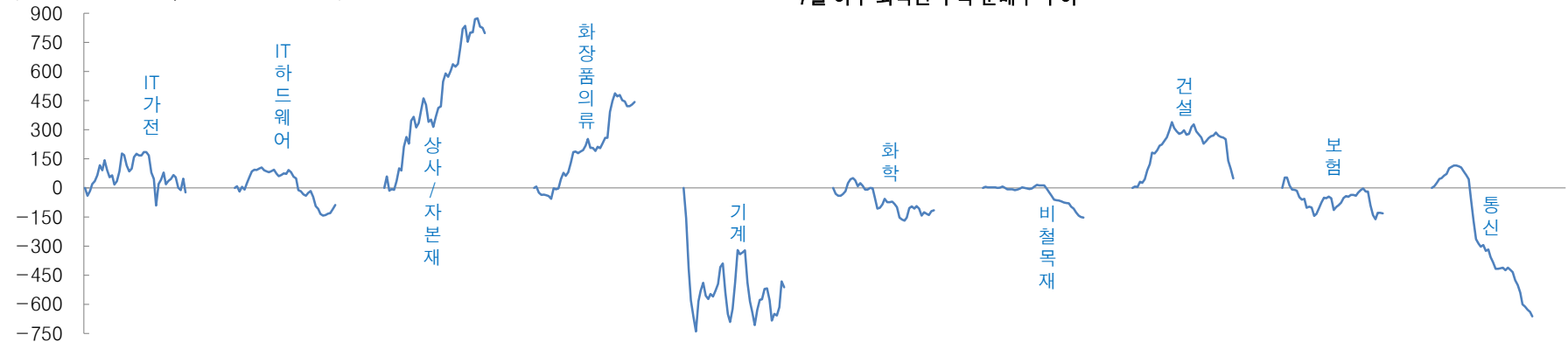


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

IT가전, 상사/자본재, 기계 매도 전환, IT하드웨어, 화장품/의류, 화학, 보험 매수 전환 가능성 확대. 비철/목재, 건설, 통신 매도 지속

(26.7.1=0. 십억원, IT하드웨어 백억원)

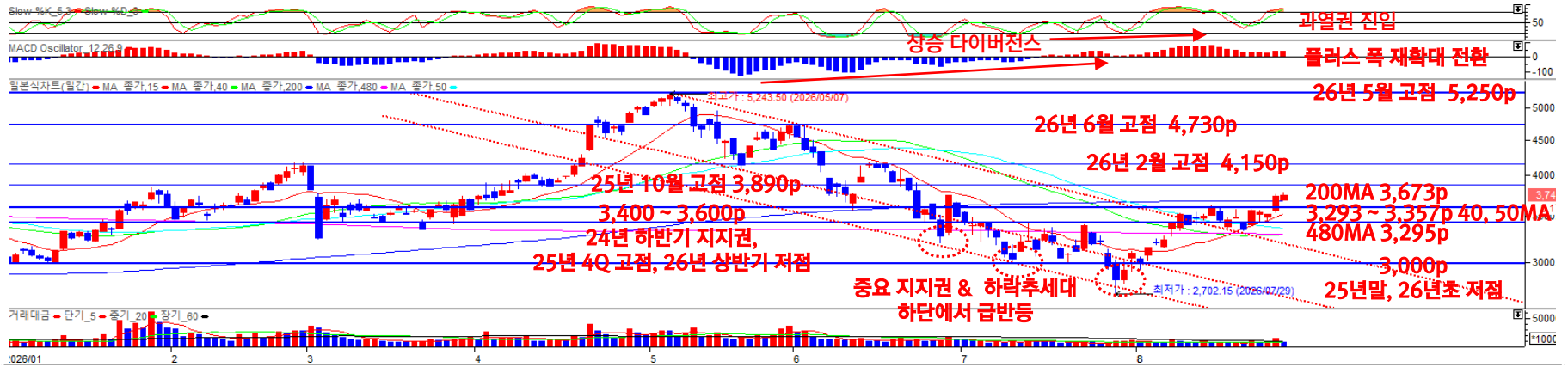
7월 이후 외국인 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

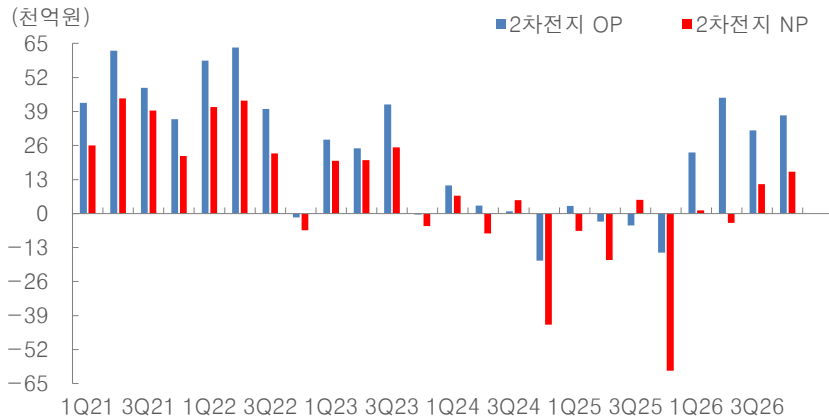
[2차전지] 강한 반등으로 하락 추세대 상단, 200, 40, 50MA 돌파. 추세 반전 가능성 확대 & 4,150선 돌파 시도 가능

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 3,000선 이탈 이후 곧바로 회복, 3,500 ~ 3,600선에 밀집된 200, 40, 50MA 돌파로 추가 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

1분기 흑자전환 이후 2분기 실적서프라이즈, 이익 전망 상향 조정 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 PER 33.45배로, 선행 PBR은 1.38배로 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

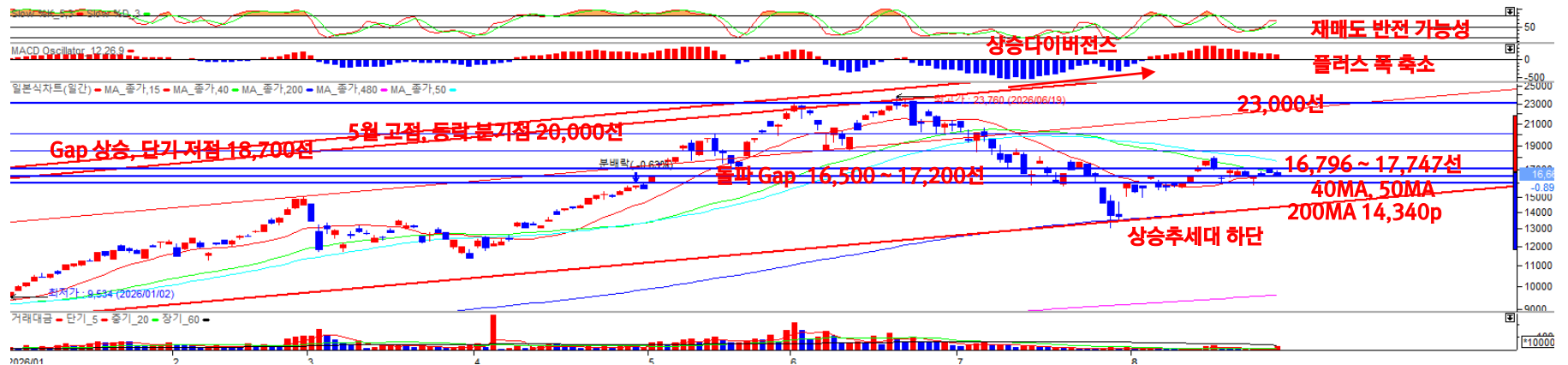
[방산/지주사] 방산은 하락추세대 하단, 지주사는 상승추세대 하단에서 급반등. 40, 50MA 돌파/안착시 추세 반전 가능

PLUS K방산 일간차트. 전 저점, 하락추세대 하단 이탈 이후 급반등하며 곧바로 회복. 58,000 ~ 60,000선 돌파/안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

RISE 5대 그룹주 일간 차트. 상승추세대 하단에서 급반등. 돌파 Gap 구간, 중요 지지권 돌파/안착 여부가 관건. 상승 다이버전스 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

[화장품/섬유의복] 화장품은 상승 추세 강화, 단기 과열 부담 경계. 섬유의복은 마지막 분기점에서 분위기 반전 모색

Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 200, 40, 50MA 상향 돌파에 이어 전고점 돌파, 4,700선 돌파. 상승 추세 강해지고 있지만, 단기 과열 부담은 경계

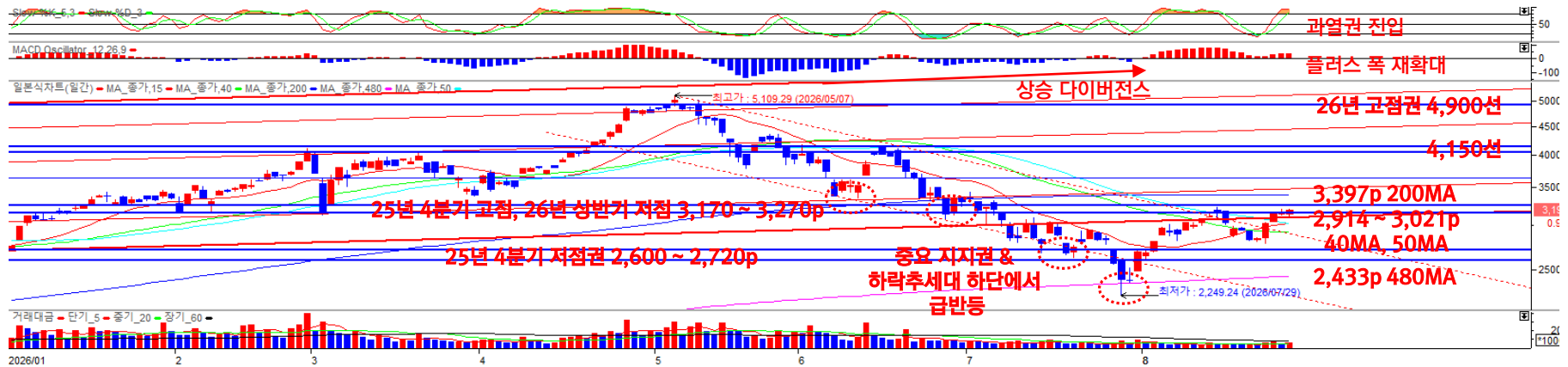


섬유/의복 일간 차트. 40, 50MA 저항에 상승 추세대 하단 이탈. 직전 저점인 210선을 지켜야 40, 50, 200MA 돌파/안착 시도 가능



[기계/화학] 40, 50MA 돌파/안착, 200MA를 향하는 기계. 화학은 200MA를 넘어 추세 반전 모색

기계 일간 차트. 480MA, 하락추세대 하단에서 급반등. 40, 50MA 돌파 및 안착 시도 중. 동 지수대를 넘어야 200MA까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

화학 일간차트. 480MA 지지력 확보 이후 돌파감, 200MA 돌파/안착 시도 중. 200MA 안착시 빠르게 분위기 반전 뚜렷해질 전망



자료: 대신증권 Research Center

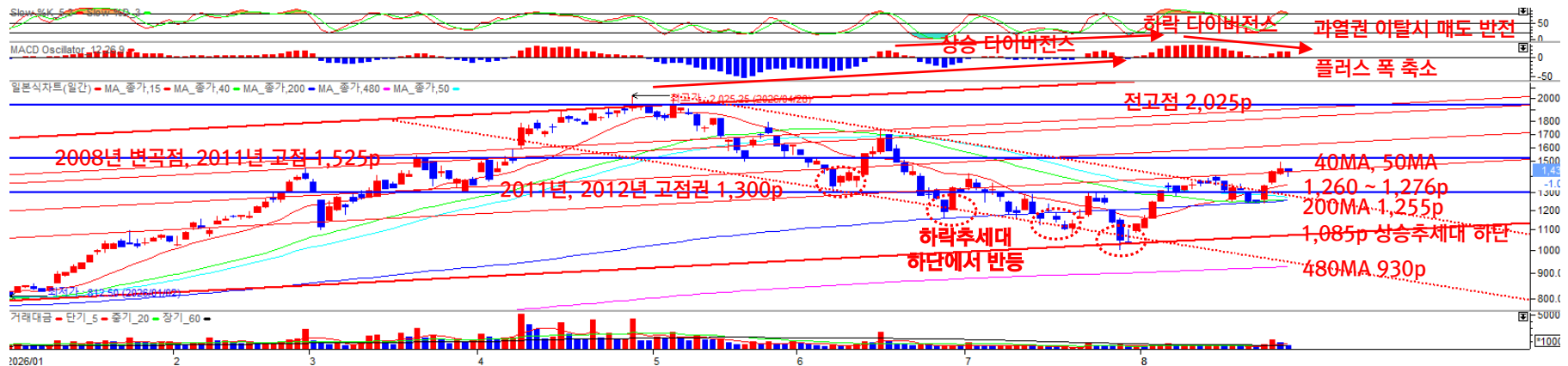
[비철목재/건설] 40, 50MA와 중요 저항대를 넘어 추세 반전을 모색 중. 상승 여력 확대

비철목재 일간 차트. 40, 50MA와 중요 변곡점이 위치한 3,550 ~ 3,670선 돌파/안착으로 4,000선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

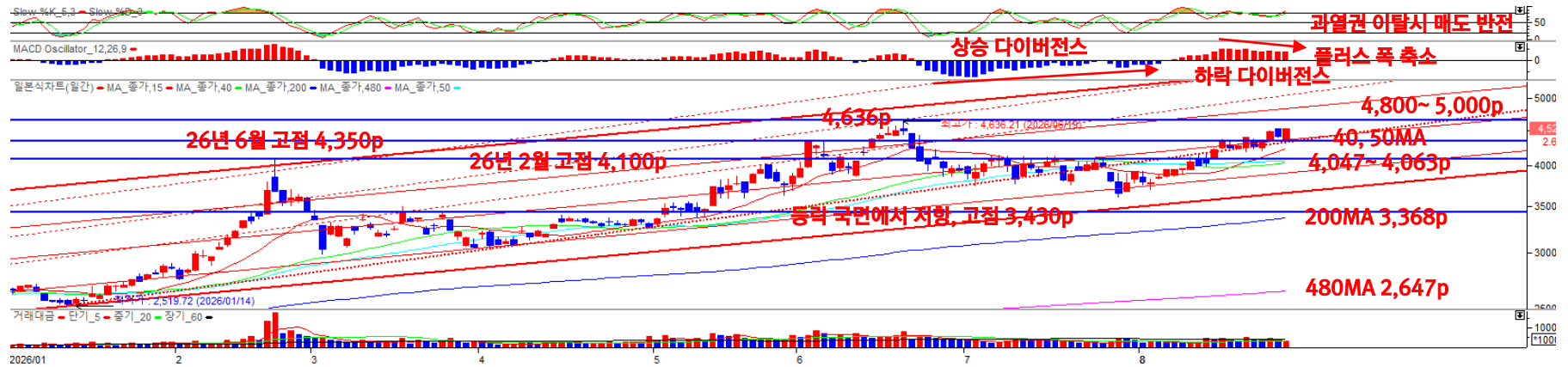
KRX 건설 일간차트. 상승추세대 하단에서 급반등. 200MA에 이어 40, 50MA 돌파/안착. 1,525p 돌파/안착시 전고점을 향해 갈 것



자료: 대신증권 Research Center

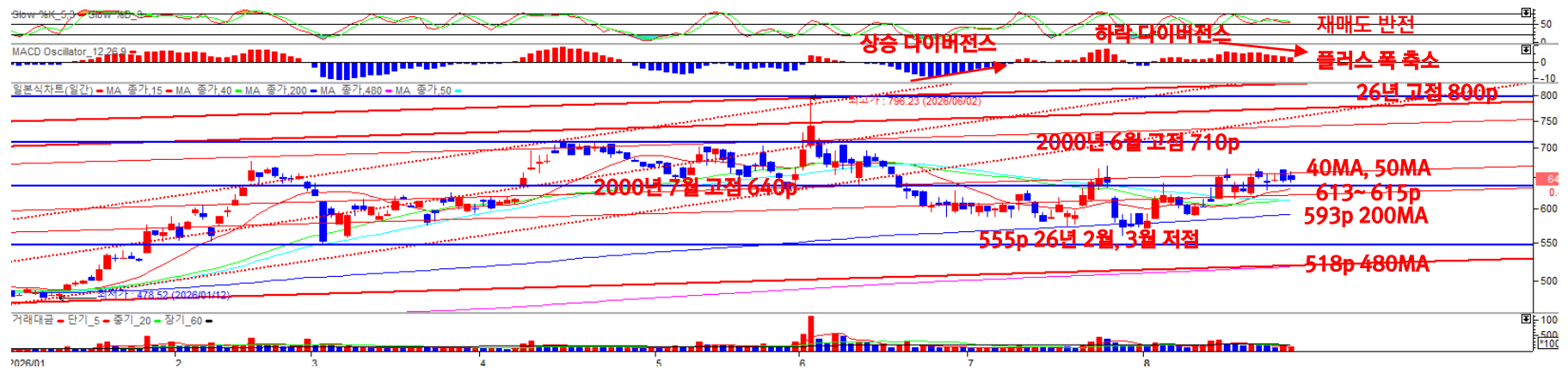
[보험/통신] 보험, 전고점에 근접하며 상승 추세 강화. 통신은 40, 50MA 돌파/안착 시 710선까지 상승 여력 확대

KRX 보험 일간차트. 전 저점에서 분위기 반전 모색. 40, 50MA 돌파 및 안착으로 전고점 가시권 진입. 4,800 ~ 5,000선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

통신 일간 차트. 단기 박스권 하향 이탈, 3월 저점, 200MA 지지력 바탕으로 분위기 반전 모색. 40, 50MA 돌파/안착 여부가 관건. 고점 돌파 가능성



자료: 대신증권 Research Center

퀀트 분석

금리 변동에 따른 적정 PER과 밴드 추정

Quant 권순호

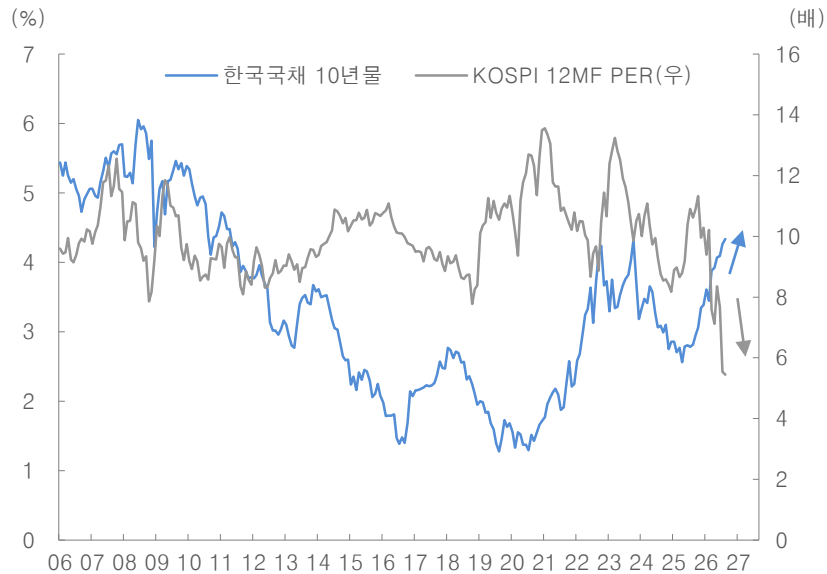
soonho.kwon@daishin.com

국채 금리 상승에 대한 우려를 반영하고 있는 주식시장

한국, 미국 주식시장 모두 PER 밸류에이션 축소되고 있는 흐름

- 한국, 미국 모두 국채 10년물 이자율 상승 지속되고 있는 국면. 국채금리 상승은 밸류에이션 할인율 상승 경로로 부담으로 작용
- 국내 증시의 12개월 선행 PER은 역사적인 저점 수준, 미국 증시에서도 PER 밸류에이션 일시적인 조정 흐름
- 추세적인 금리 상승으로 인해 주식시장 밸류에이션 압박 흐름 지속될 수 있으나 월 단위 시계에서 금리 상승으로 인한 밸류에이션 하락이 과도 하지 않은지 점검할 필요

그림 1. 한국 국채 10년물과 KOSPI PER



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 국채 10년물과 S&P500 PER



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

금리 상승이 주식시장 밸류에이션 영향 미치는 경로

무위험 금리 상승은 할인율 상승의 직접적 요인, 할인율 추정식 제시

- Gordon의 배당성장 모형에 따르면 국채 금리 상승은 할인율 상승에 대한 직접적인 요인
- 추정을 활용 함에 있어서 PER 역수인 이익 수익률(Earning Yeild, E/P)를 활용

국채 금리 상승이 밸류에이션 하락에 미치는 경로

$$\frac{P}{E} \downarrow = \frac{D/E(Payout Ratio)}{r \uparrow - g}$$

- ▶ $r \uparrow = r_f \uparrow + ERP$ (주식 위험 프리미엄)
- ▶ g : 배당성장률(배당성향은 일정하다는 가정 아래 이익 성장률)

$$\frac{E}{P} \uparrow (Earning yeild) = \frac{r \uparrow - g}{D/E(Payout Ratio)}$$

$$\text{추정식: } \frac{E}{P} (Earning yeild) = \alpha + \beta_{r_fm} r_f + \epsilon$$

국채 금리 상승과 주식시장 할인율 동조화

2018년 이후 금리 변동과 주식시장 할인율 커플링 되는 경향

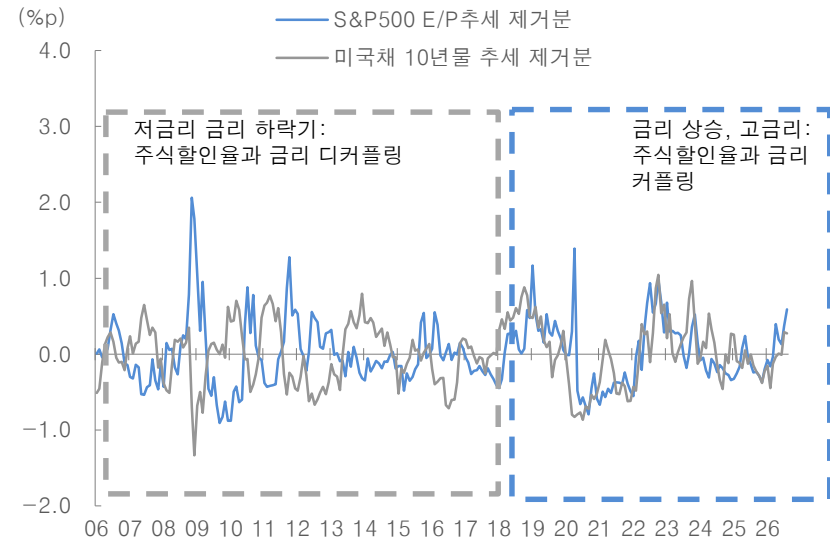
- 장기적으로 주식시장 할인율과 국채금리의 절대적인 레벨 간에는 뚜렷한 관계가 나타나지 않는 모습
- 다만 각 변수의 평균적인 추세를 제거해 살펴보면, 2018년 이후 주식시장 할인율과 국채금리의 변동이 뚜렷하게 동조화되는 경향
- 글로벌 금융위기 이후 이어진 양적완화 기조가 종료되고 금리 인상과 QT가 본격화되면서, 2000년대 중반부터 2010년대 중반까지 이어졌던 주식시장 할인율과 국채금리 간 비동조화 흐름도 약화
- 이에 금리 변화에 대한 주식시장 할인율의 민감도가 2018년 이후 구조적으로 높아졌다고 판단, 2018년 이후 추세 제거분을 활용해 국채금리 변화에 대한 주식시장 할인율의 반응을 추정

그림 3. 미국 국채 10년물과 S&P500 E/P(이익 수익률)



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 4. 미 증시, 2018년 이후 국채금리와 주식 할인율 동조화



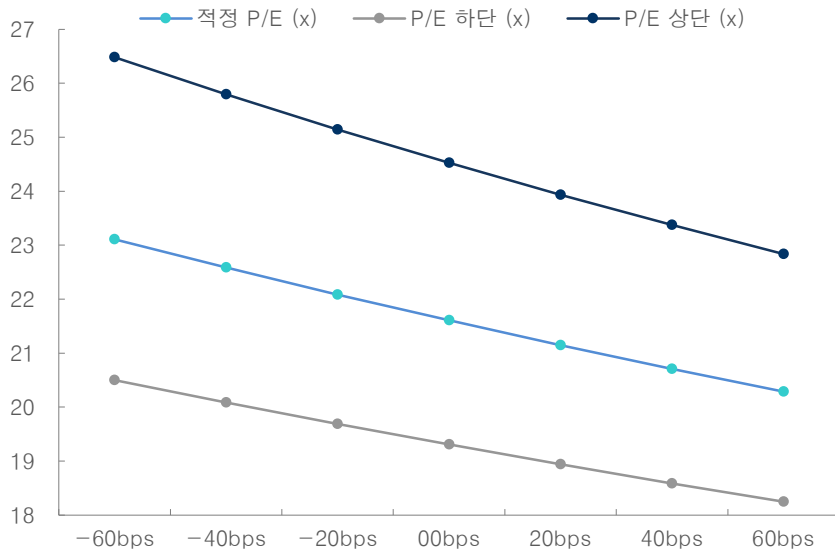
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

미 국채 10년물 10bps 상승시, S&P500 PER은 0.2 가량 하락하는 경향

추세 보다 가속된 미 국채 금리 상승 속도, 그것을 감안하더라도 밸류에이션은 하단에 위치

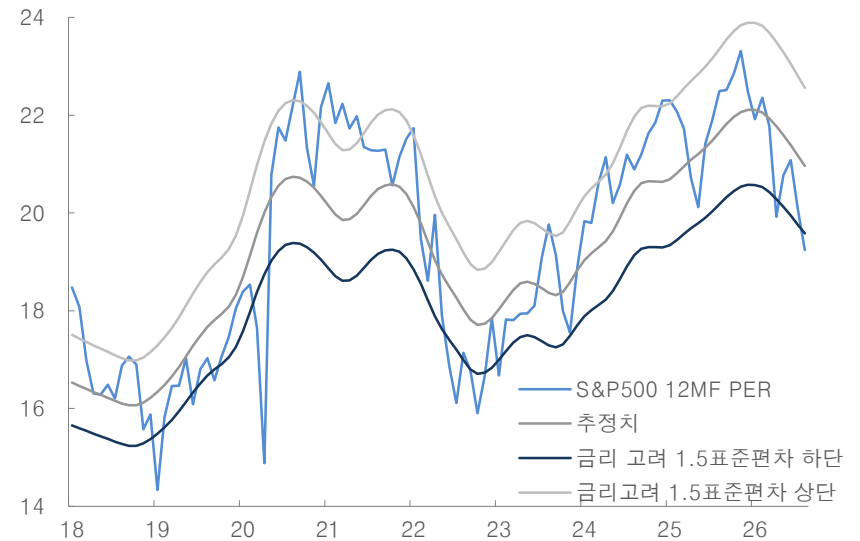
- 추정식 $\frac{E}{P} (Earning yeild) = \alpha + \beta_{r_fm} r_f$ 에서 금리에 대한 할인율 민감도 β_{r_fm} 는 0.5 수준으로 나타남
- 국채금리가 10bps 상승할때 주식시장 할인율(E/P)는 5bps 상승하는 경향
- 최근 S&P500 PER의 추세 레벨을 감안 시 국채 금리 10bps 상승 할때 PER은 0.2 가량 하락하는 경향
- 금리를 감안한 PER 밸류에이션 하단(표준편차 1.5 수준)은 19.5수준. 금리 상승을 고려하더라도 미 증시 밸류에이션은 낮은 수준

그림 5. 미 국채 변동 충격에 대한 S&P500 추정치 및 밴드 변화



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 6. 금리 변동을 고려한 S&P500 PER 밴드



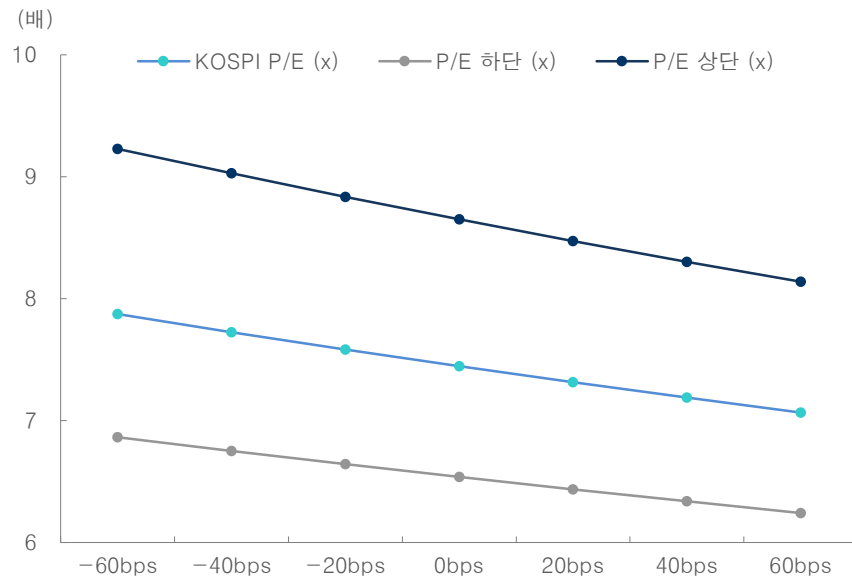
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

한국 국채 10년물 10bps 상승시, KOSPI PER은 0.1 하락 하는 경향

밸류에이션 하단 지속, 금리 상승 우려에 대한 밸류에이션 우려 부담 작다는 판단

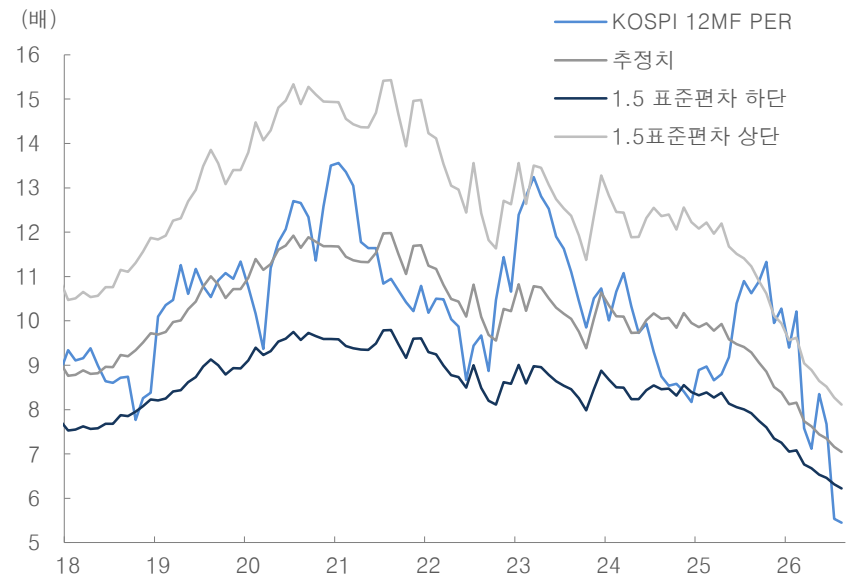
- 추정식 $\frac{E}{P} (Earning yeild) = \alpha + \beta_{r_fm} r_f$ 에서 금리에 대한 KOSPI의 할인율 민감도 β_{r_fm} 는 1.2 수준으로 나타남
- 국채금리가 10bps 상승할때 주식시장 할인율(E/P)는 12bps 상승하는 경향
- 최근 KOSPI PER의 추세 레벨을 감안 시 국채 금리 10bps 상승 할때 PER은 0.1 가량 하락하는 경향
- 금리를 감안한 PER 밸류에이션 하단(표준편차 1.5 수준)은 6.2수준
- 국내 증시는 조정 국면 맞이하며 밸류에이션 하락 추가 심화, 금리를 고려한 수준에서도 하단과 미 증시 역시 할인율 상승으로 인한 밸류에이션 할인 상태임을 감안시, 종목 선정에 있어서 밸류에이션 부담은 낮은 상황인 것으로 판단

그림 7. 한국 국채 금리 변동에 대한 KOSPI PER 추정치 및 밴드 변화



자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 금리 변동을 고려한 KOSPI PER 밴드



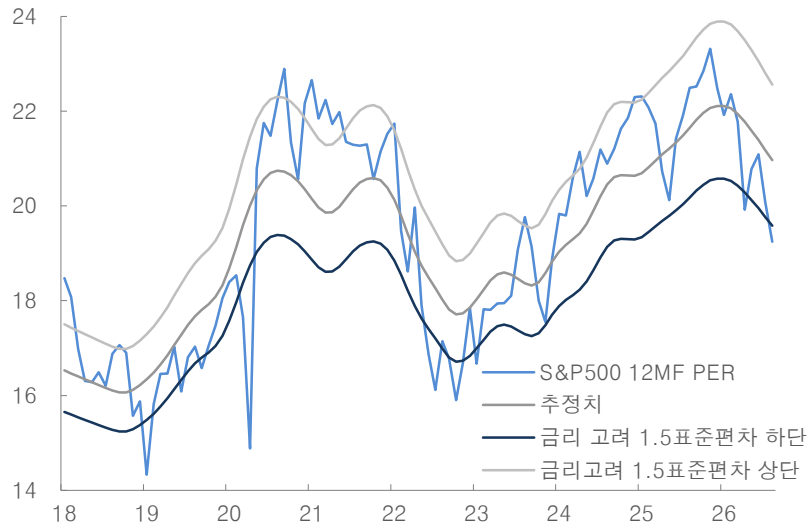
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

할인을 추세 상승 우려 있으나, 주식시장 밸류는 이미 선반영한 수준

시장 우려 깊어졌지만, 선반영 되어 밸류 부담은 낮은 상황이라 판단

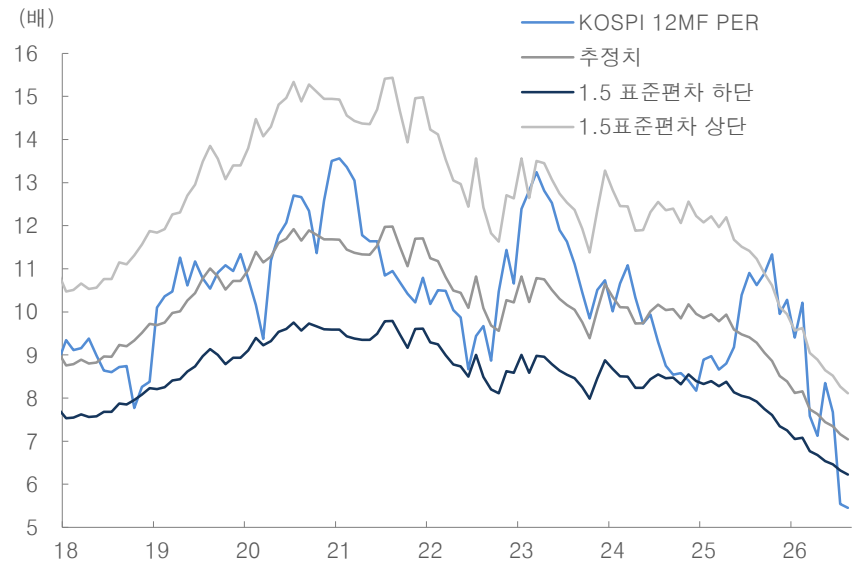
- 국내는 기준금리 인상 기조가 보다 뚜렷해진 가운데, 미국은 워시 연준 의장 체제 이후 향후 기준금리 경로에 대한 불확실성이 높아진 상황
- 이처럼 금리 레벨에 대한 시장의 경계감이 높은 상황에서도, 과거 평균적인 금리-밸류에이션 반응 관계와 추가적인 금리 상승 가능성을 함께 반영하면 한국과 미국 증시 모두 밸류에이션 하단에 위치
- 과거에도 금리를 감안한 적정 밸류에이션 대비 약 1.5표준편차 수준의 하단에서는 이후 밸류에이션이 점차 정상화되는 흐름이 반복적으로 관찰
- 국내뿐 아니라 미국 증시에서도 금리 상승에 따른 할인율 부담이 이미 상당 부분 가격에 반영된 것으로 판단되며, 월 단위 시계에서는 추가적인 디레이팅보다 밸류에이션 회복 가능성에 주목

그림 9. 금리 상승분을 고려하더라도 밴드 하단에 위치한 미 증시



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 10. 밸류에이션 하단수준에 머물러 있는 국내 증시



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

퀀트 전략

9월 추천 - 멀티팩터 포트폴리오

- 과도한 변동성 나타난 종목 제외
- 밸류에이션 부담 낮은 국면 이익 성장에 집중

Quant 권순호

soonho.kwon@daishin.com

방어적, 저평가 종목 우위에서 이익성장 종목 우위 국면으로 변화

증시 조정, 할인율 우려 과도 하다는 판단, 이익을 동반한 성장주 우위 국면 지속 예상

- 상반기 쏠림, 낮은 밸류에이션 가진 기업 우위 국면에서 7월 증시 조정 이후 이익 성장 팩터 우위 색깔 짙어진 상황(국면 세부 내용: [달라질 시장의 색깔](#))
- 국내 뿐만 아니라 증시 할인이 깊어진 상황에서 밸류에이션 부담은 작은 상황
- 26년 상반기 할인율 상승으로 인한 성장 종목 열위 해소되는 국면 지속 될 수 있을 것으로 판단

그림 5. 쏠림, 낮은 밸류에이션 우위 국면에서 이익 성장 종목 우위 국면으로 변화



주: 8월은 8/28일 까지의 우위 국면을 표시
자료: 대신증권 Research Center

방어적, 저평가 종목 우위에서 이익성장 종목 우위 국면으로 변화

증시 조정, 할인율 우려 과도 하다는 판단, 이익을 동반한 성장주 우위 국면 지속 예상

- 증시 디레버리징 이후 추이에서 낙폭과대 종목의 우위를 보이다 이후 이익 성장 기대감 큰 종목 아웃퍼폼 하는 경향
- 신용잔고는 '26년 6월 38조원을 기록한 이후 27조원대 까지 축소, 재차 33조원을 넘어서고 있는 상황
- 과거 신용잔고 축소 저점 1개월 이후 이익 증가 및 이익 추정치 상향 종목의 아웃퍼폼 확인
- 증시의 할인율 반영 수준 저점권 도달로 종목 단위의 할인율 부담은 낮을 것으로 판단
- 듀레이션 고려 없이 이익 추정치 상향 종목에 대한 선호 반영(영업 이익 추정치 상향). 다만, 과도한 변동성 보였던 종목은 위험 대비 기대수익 낮다는 판단
코스피 200 내 3개월 개별 변동성 상위 10%를 제외후 종목 선정

그림 5. 증시 예탁금과 신용잔고 추이



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

표 1. 과거 신용잔고 저점 형성 이후 팩터 수익률 추이

디레버리징 이후 팩터 수익률	4주	12주	12주-4주
1개월 하락폭 상위(낙폭과대)	2.90%	3.90%	+1%p
PBR 하위(저평가)	2.30%	-1.10%	-2.8%p
전년 대비 순이익 증가(수익성)	0.20%	3.20%	+3.0%p
12MF 이익 추정치 상향(이익 전망 상향)	0.20%	1.90%	+1.7%p

주: 1개월 하락폭 상위 팩터는 디레버리징 완료 시점
자료:대신증권 Research Center

9월 멀티 팩터 포트폴리오 추천 종목

이익 전망 상향 포트폴리오 중심 종목선정

- 과도한 변동성 보였던 종목 제외(KOSPI 200 내 60일 변동성 상위 10% 제외), 이익 추정치 상향 종목을 선정

표 1. 9월 멀티 팩터 포트폴리오

종목명	60일 일평균 변동성 (%)	OP Revision 3M (%)	OP Revision 1M (%)
삼성생명	6.4	39.5	28.0
삼성SDI	5.7	84.0	20.8
SK	6.3	37.6	10.9
LG에너지솔루션	4.5	27.3	4.8
한화오션	6.1	19.1	11.6
HMM	3.0	28.1	7.8
HD현대	4.0	19.0	20.8
삼성화재	4.3	13.9	9.2
한화에어로스페이스	4.6	12.1	6.7
LG전자	6.7	15.3	7.3
S-Oil	4.2	24.0	12.0
포스코퓨처엠	5.3	25.7	8.8
삼성물산	6.5	8.5	6.8
에이피알	4.2	21.0	7.8
HD한국조선해양	4.0	13.4	7.1
LS ELECTRIC	7.0	20.3	2.7
두산에너지빌리티	4.9	11.3	4.5
두산	7.1	13.7	9.0
LS	6.1	22.3	13.4
셀트리온	2.8	8.8	5.5

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: FICC리서치부 이경민, 권순호)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.