

|리서치센터 투자전략팀| 2026년 9월 1일

9월 월간 전망

: 회복의 연장선 속에 다양해진 선택지

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjlw5056@kiwoom.com

키움증권 



Summary

I. 전략: 회복의 연장선 속에 다양해진 선택지

- 9월에도 국내 주식시장은 업종 선순환매 장세 속 회복세를 이어 나갈 전망. 3분기 실적시즌 프리뷰를 통한 코스피 영업이익 컨센서스 상향 재개, 브로드컴, 마이크론 등 미국 반도체주 실적을 계기로 최근 불안정했던 국내 반도체주의 수급과 투자심리가 정상화될 가능성이 높아 보임.
- 외국인 역시 8월들어 순매도 강도가 크게 약화되고 있으며, 20일 누적 순매수 기준으로는 V자 반등 패턴을 연출하는 등 전반적인 수급 여건도 중립 이상일 전망. 다만, 7,500pt 이상에 집중되어 있는 개인 매물대로 인해 월 중 단기 상단 저항을 받을 가능성을 열고 갈 필요.
- 업종 측면에서는 여전히 바벨 전략이 유효. 주도주인 반도체주는 수급 부담으로 인해 무거워진 편이나, 시가총액 비중 수준으로 유지할 필요. 이외에도 외국인 수급 개선, 이익 모멘텀이 유효한 소매(유통), 증권, IT하드웨어, 방산, 화장품 등 여타 주요 업종을 같이 들고 가는 전략이 적절.
- 9월 코스피 예상 레인지: 6,300~7,600pt, 추천업종: 반도체, 소매(유통), 증권, IT하드웨어, 방산, 화장품

II. 퀀트: 이익모멘텀과 듀레이션 관리

- 코스피 '26년 영업이익 전망은 전월 대비 2% 상승한 989조원으로 전망. 2분기 어닝시즌 동안에는 상반기 만큼 탄력적인 실적 전망치의 개선은 확인되지 않았으나, 이익모멘텀이 반도체 업종에서 이외 업종들로 점차 확산되며 상반기 동안 증시의 높은 변동성을 만들었던 증시 쏠림 현상이 완화
- 업종 및 스타일 측면에서는 로테이션이 활발하게 이루어지며 모멘텀 스타일의 약세 특징적. 그 외 가치 및 성장 스타일 사이의 뚜렷한 우위는 확인되지 않으나, 이익모멘텀 관련 팩터는 꾸준히 안정적인 성과를 기록 중. 따라서, 오는 9월 역시도 이익모멘텀이 확인되는 종목 선별 필요성이 높은 구간. 더불어, 글로벌 금리 상방 압력이 높아진 상황은 듀레이션이 높은 업종의 변동성을 높일 수 있다는 점에서 금리 민감도 또한 점검 필요



Summary

I. 전략: 회복의 연장선 속에 다양해진 선택지

II. 퀀트: 이익모멘텀과 듀레이션 관리

Compliance Notice

- 당사는 8월 31일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

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



Part 1

전략: 회복의 연장선 속에
다양해진 선택지

00.

(Key Chart) 증시 대응 전략: 회복력의 지속 + 업종 선택지 확대

9월 코스피 예상 레인지(6,300~7,600pt)



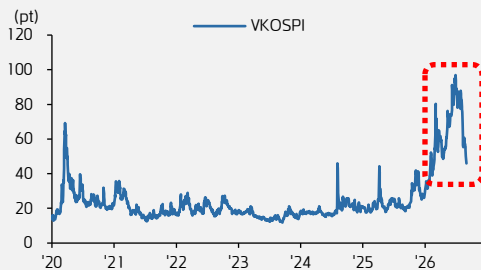
[증시 대응 전략]

- 코스피 밴드 6,300~7,600pt 제시
- 8월에 이어 9월에도 업종 수익률 온기 확산되며 7,000pt 돌파 및 저점을 높여가는 흐름 예상
- 주도주인 반도체 수급 부담이 상존하나, 9월 중 실적 이벤트를 통해 부담 덜어낼 전망
- 비 반도체 업종에도 수익률 개선의 기회가 추가로 주어지면서 증시 회복세 이어갈 것으로 판단

[추천 업종]

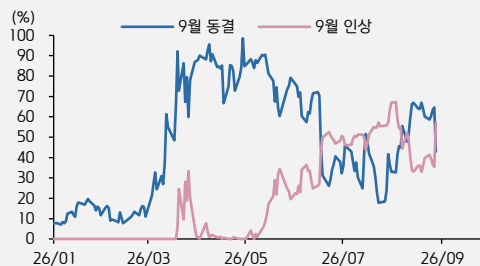
- 반도체: 개인 수급 부담 but 실적 가시성 개선
- IT 하드웨어, 전력기기: AI 인프라 사이클 지속성
- 증권 및 유통: 코스피 키맞추기 + 외국인 수급 선행
- 방산: 양호한 이익 모멘텀, 외국인 수급 우위
- 화장품: 주가 및 수급 모멘텀 지속

관전 포인트 1. 변동성 레벨 다운



- * VKOSPI는 40pt대로 26년 4월 이후 최저수준, 단일종목 레버리지 거래대금 비중 3%대
- * 한동안 국내 증시의 변동성을 높였던 레버리지 및 쏠림현상발 수급 스트레스 완화 국면 돌입

관전 포인트 2. 9월 FOMC



- * 잭슨홀 이후 9월 FOMC 불확실성이 높아지는 등 매크로 민감도 증가
- * 9월 포함 연내 동결 기조 전망은 유지하지만, 9월 FOMC 이전 일시적인 변동성 확대 가능성

관전 포인트 3. 반도체 주도력과 순환애

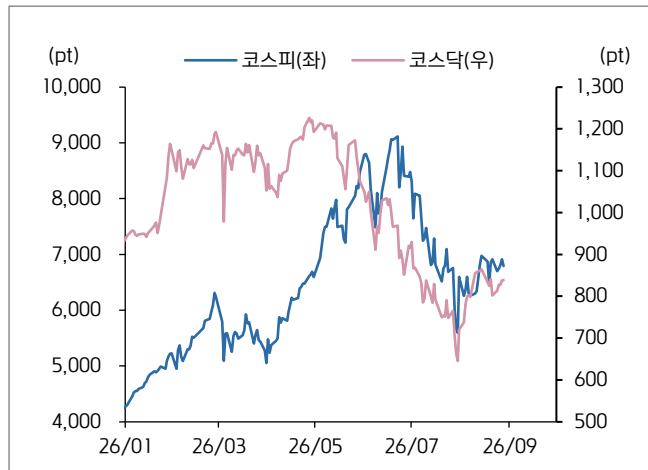


- * 주도주인 반도체는 수급 이슈로 주가가 무거워졌으나, 펀더멘털은 훼손되지 않은 만큼, 9월 중 주도력 회복 예상
- * 동시에 여타 업종으로 선회환매 가능성 존재

01. 7월 폭락 이후 회복 궤도에 진입했던 주식시장

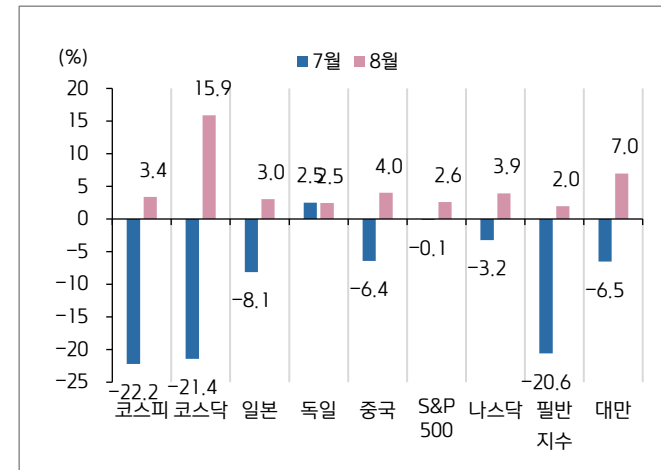
- ▶ 8월 코스피와 코스닥은 각각 3.4%, 15.9% 상승하면서 지난 7월 폭락장에서 벗어나 회복 궤도에 진입한 모습. 미국, 일본, 대만 등 여타 주요국 증시도 한자릿수대 초~중반의 상승세를 시현
- ▶ 8월 초 코스피는 7월 말 급등에 따른 차익실현과 레버리지 청산 물량으로 급락했으나, 반도체 반등에 힘입어 14일 장중 7,000pt 까지 회복. 이후 미 국채금리 급등과 중동 불안으로 조정을 받은 이후 미 재무부의 장기국채 바이백 확대에 따른 금리 안정과 SK하이닉스의 대규모 자사주 매입 발표에 힘입어 반등하며 월 후반 낙폭을 만회
- ▶ 코스피 업종별로는 IT가전(+35.4), IT하드웨어(+18.7%), 비철, 목재(+25.9%), 건설(+22.4%) 등 26개 업종 중 21개 업종이 상승하면서, 반도체(-1.5%) 부진에도 여타 업종으로 선순환매가 전개됐던 장세였던 것으로 판단

코스피와 코스닥



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요국 월간 수익률 변화



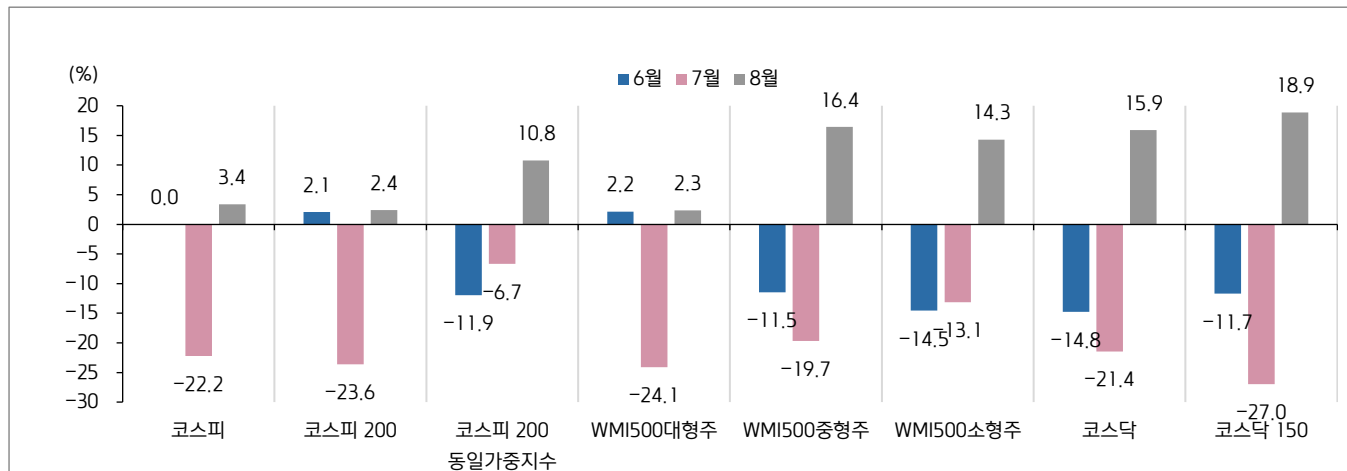
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

주도주가 못간 것은 아쉽기는 하지만, 전반적인 증시 분위기는 나쁘지 않아

- ▶ 8월 코스피는 월간 기준 강보합권에 머물렀지만, 이 같은 코스피 정체를 증시 체력 약화로 해석할 필요는 없다고 판단.
- ▶ 시총가중(코스피200 +2.4%, WMI500대형 +2.3%)만 뒤쳐지고 나머지 전 지수가 두 자릿수 상승했기 때문. 코스피 200 동일가중 +10.8%, WMI500중형 +16.4%, 소형 +14.3%, 코스닥150 +18.9%로 지수 대비 8~16%p 앞서는 등 8월 상승은 소수 대형주가 끌어올린 것이 아니라 시장 전반이 상승했던 환경임
- ▶ 26개 업종 중 21개 8월 플러스, 반도체 시총비중 61.6%(6월 고점) → 53.2%로 축소됐다는 점도 마찬가지. 따라서, 8월 코스피 지수는 표면 상으로 정체됐지만, 그 내부 상황은 이전보다 개선됐던 한달로 볼 수 있음

국내 주식시장의 사이즈별 월간 주가 등락률 비교



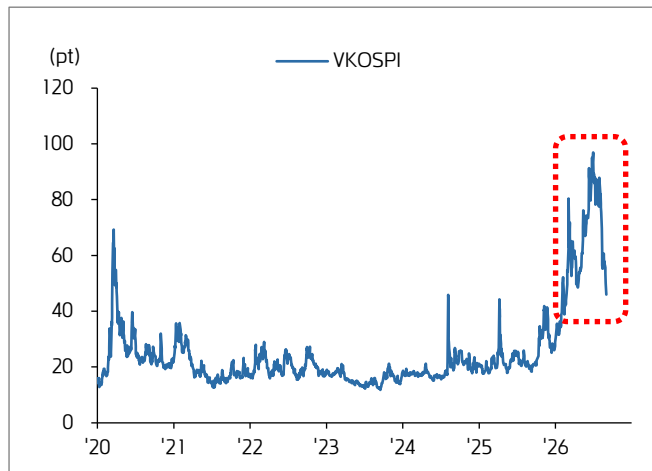
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

03.

시세를 빈번하게 왜곡시켰던 변동성 증폭 현상도 정상화되는 중

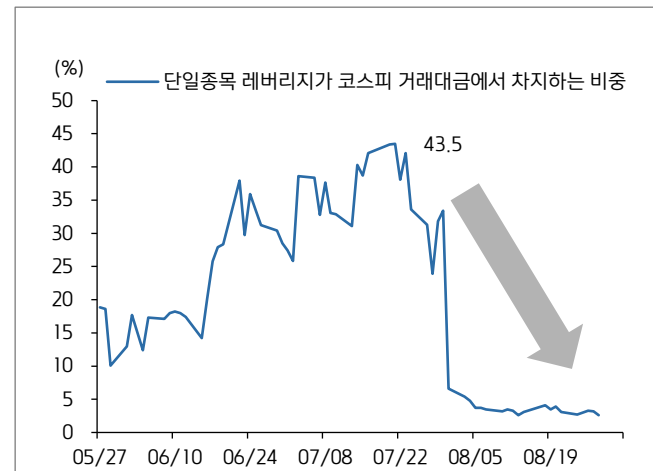
- ▶ 이 같은 회복 과정에서 변동성 증폭 현상 및 그에 따른 수급 왜곡 현상이 낮아진 점도 긍정적인 부분
- ▶ 실제로 6월~7월 중 VKOSPI의 평균은 85pt대를 기록했으며, 6월말 급락기에는 95pt대에 도달할 정도로 변동성이 비정상적으로 높았던 상황. 그러나 8월 이후 지속적인 레벨 다운을 경험하면서 8월 31일 40pt대에 진입.
- ▶ 이는 옵션 시장에서 코스피의 극단적인 변동성에 대한 프리미엄이 마무리 단계에 들어가고 있음을 시사. 비반도체, 코스닥, 중소형주로의 수급 분산 등이 함께 이루어지고 있다는 점도 변동성 안정에 기여하고 있는 요인. 7월 폭락 및 변동성의 출력을 높였던 수급 스트레스가 완화되고 있다는 것으로 해석이 가능
- ▶ 뿐만 아니라, 단일종목 레버리지 거래비중이 40%대에서 현재 3%대 미만으로 감소하고 있다는 점을 고려하면, 향후에도 (도파민은 적어지겠으나) 단일종목 레버리지발 왜곡 현상이 재출현할 여지는 낮다고 판단

코스피200 변동성 지수(VKOSPI)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

단일종목 레버리지 거래대금 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04.

저점 대비 20% 이상 반등, 승률이 높아지는 구간에 다시 돌입

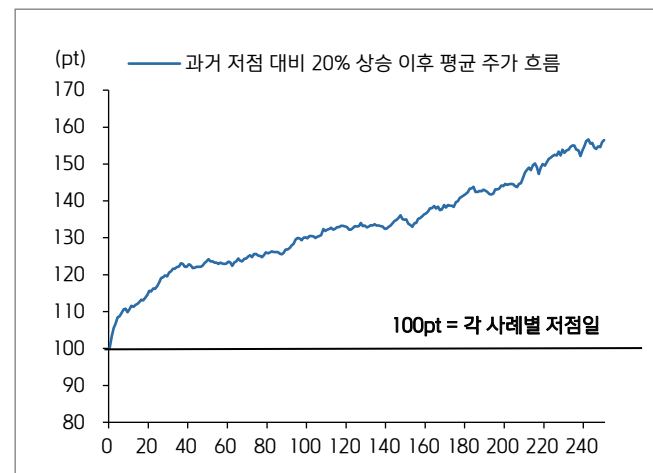
- ▶ 현재 코스피는 7월 30일 저점 대비 약 20% 상승. 업계 통념상 지수가 저점 대비 20% 이상 상승하면 강세장, 20% 이상 하락하면 약세장으로 취급하기에, 현재는 강세장에 다시 진입했다는 식의 해석이 가능
- ▶ 물론 '저점 대비 +20% 상승 = 강세장'은 '전고점 회복'과는 다른 개념으로 접근해야 하지만, 2005년 이후 저점 대비 20% 상승한 뒤 코스피의 평균 수익률과 승률이 좋았던 패턴이 존재했다는 점에 주목할 필요
- ▶ 또 "+20%"가 관행적 수치이기는 하나, 저점에서 20% 이상 회복하려면, "낙폭과대 매수세 + 투자심리 개선 + 수급 유입 + 펀더멘털 호전 기대감" 등 여러 요인들이 동시에 충족되어야 가능한 반등 레벨이라고 판단.
- ▶ 결국, 코스피가 바닥에서 20% 이상 상승한 현상은 "지난 위기 및 폭락 국면 종료 + 회복 사이클 진입"의 재료를 충족시켜줄 가능성을 높이는 신호로 해석하는 것이 타당

2005년 이후 저점 대비 20% 상승 이후 수익률

저점 대비 20% 이상 상승	평균 수익률(%)	상승확률(% 승률)
1개월 후	1.6	60
3개월 후	4.3	80
6개월 후	24.1	60
12개월 후	38.1	80

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

저점 대비 20% 이상 상승 이후 평균 주가 흐름 비교



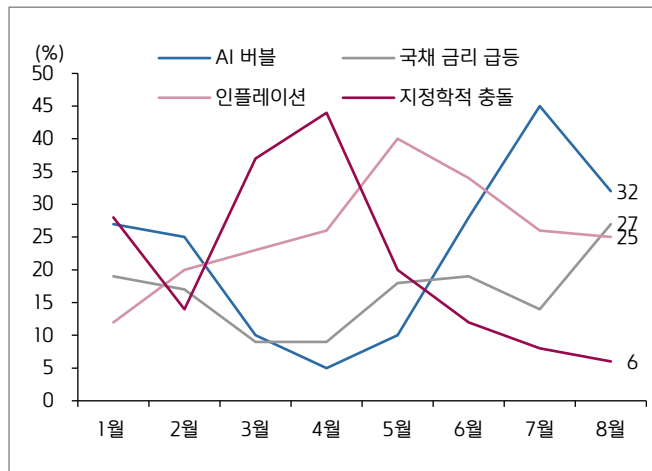
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05.

9월은 기존 AI 실적 이슈에 더해 매크로 영향력이 높아지는 구간

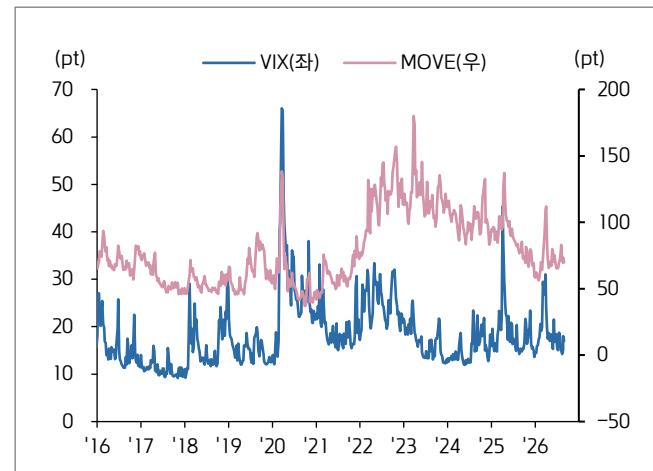
- ▶ 추후에도 저점을 높여가는 회복 경로 진입에 무게중심을 두고 갈 필요. 관건은 주가 회복력의 강도와 지속성이며, AI 산업 불안, 연준 정책 불확실성, 미-이란 전쟁 노이즈 소화 여부가 이를 결정할 전망
- ▶ 실제로 8월 Bofa 글로벌 펀드매니저 서베이를 업데이트 해보면, 아직도 펀드매니저들이 AI 버블, 인플레이션, 국채 금리 급등 등을 잠재적인 위험 요인으로 지목하고 있는 상황
- ▶ 미-이란 갈등은 8월에도 빈번하게 노이즈를 만들어 내면서 유가 변동성을 높이고 있지만, 현재 시장의 무게중심은 지정학적 불확실성보다는 매크로, 실적에 더 쏠려있다는 점에 주목할 필요

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 시장의 위험요인 순위 변화



자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.08), 키움증권 리서치센터

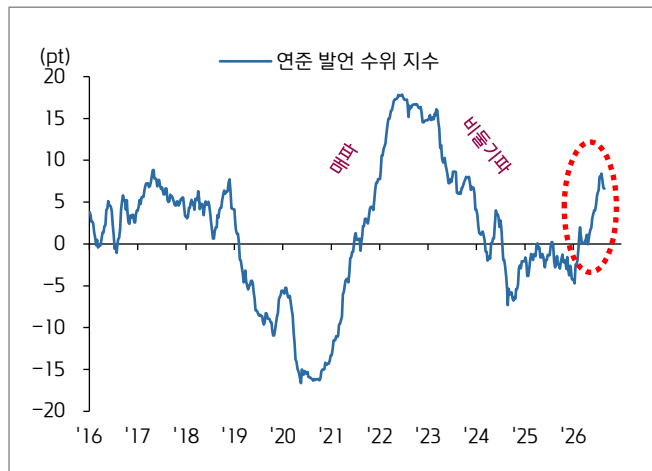
VIX(미국 증시 변동성)와 MOVE(미국 채권시장 변동성)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

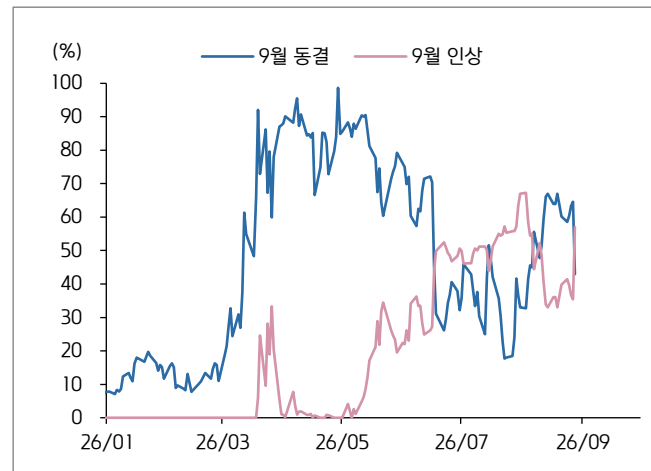
- ▶ 이번 잭슨홀 미팅에서 케빈 워시 의장은 7월 물가 지표 둔화에도 기초적인 인플레이션은 여전히 높은 수준이라고 지적. 또 인플레이션이 2% 목표치를 향해 빠르게 내려 간다는 확신이 없다면, 연준은 해야 할 일이 많다는 입장을 강조.
- ▶ 이 같은 발언들은 시장에서 매파적으로 해석됐으며, 그 여파로 9월 인상 확률이 기존 35%대에서 59%대로 상승하는 등 시장에서는 9월 인상 리스크를 대비하고 있는 모습.
- ▶ 예상을 크게 뛰어넘는 매파적 쇼크는 아니었던 것으로 판단. 잭슨홀 이후 2년물 등 단기금리가 상승한 반면, 10년, 30년물 등 장기금리는 강보합 수준에 그치는 등 최근 증시 불안 요인이었던 장기 금리의 급등세가 나타나지 않았다는 점도 이를 뒷받침.
- ▶ 결국 워시 의장 발언은 물가 안정, 완전 고용이라는 연준의 이중 책무를 원론적으로 강조한 성격이 짙은 만큼, 기존처럼 인플레이션, 고용 지표의 중요성을 계속 높게 가져가는 것이 적절.

연준 발언 수위 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

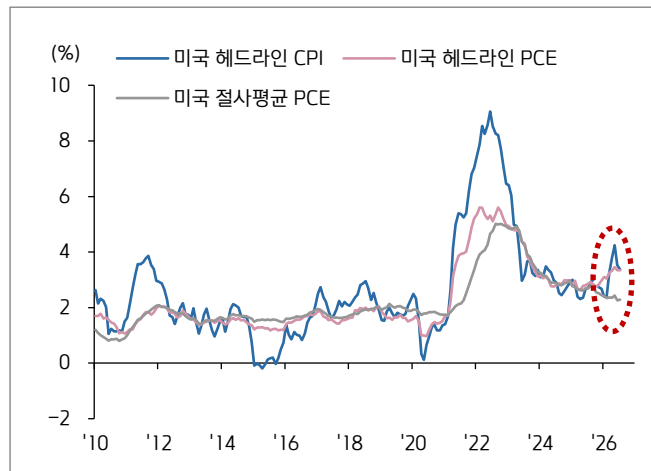
9월 FOMC 금리 인상 및 동결 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

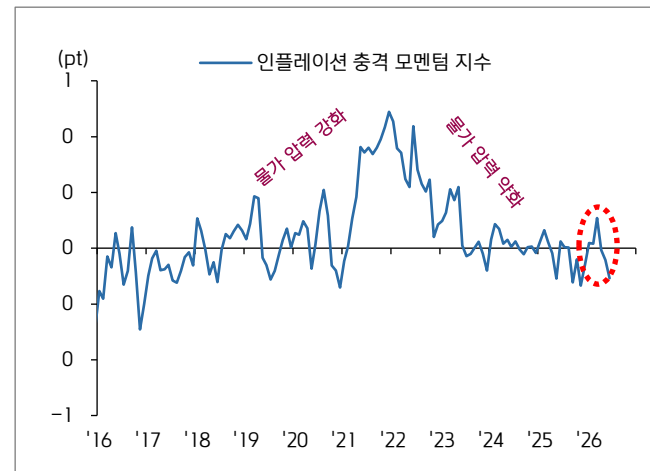
- ▶ 잭슨홀 이후에는 고용뿐 아니라 인플레이션 지표의 중요성도 한층 높아질 전망. 워시 의장이 인플레이션 대응 의지를 강조한 만큼, 향후 CPI, PCE가 예상보다 높게 나올 경우 추가 인상 경계감이 재차 확대될 수 있기 때문.
- ▶ 다만 최근 기대 인플레이션이 둔화되고 있으며, 실제 물가 역시 재차 가파르게 상승하는 징후는 제한적인 상황.
- ▶ 따라서 연준이 실제 금리인상에 나서기 위해서는 단순히 물가가 2%를 상회하는 수준을 넘어, 물가 재가속이 수개월에 걸쳐 확인될 필요가 있을 것으로 판단.
- ▶ 현 시점에서는 인플레이션으로 인해 연준이 긴축에 나설 가능성 자체보다, 물가 지표에 따라 시장의 인상 확률과 장기금리가 일시적으로 변동성을 확대하는 경로를 기본 시나리오로 설정하는 것이 적절.

미국 주요 인플레이션 지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

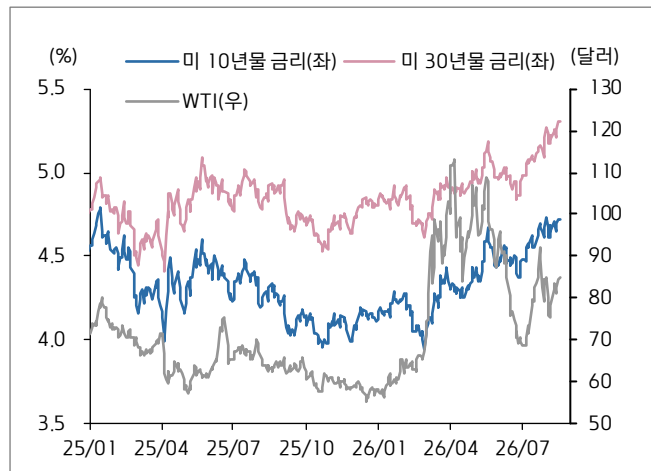
인플레이션 충격 모멘텀 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

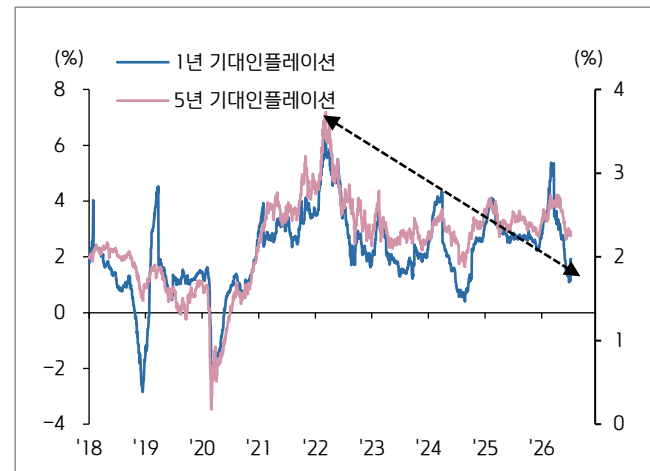
- ▶ 한편, 미국 30년물 국채 금리, 일본 및 유럽 10년물 국채 금리 등 선진국 장기 금리 상승이 증시 발목을 붙잡고 있는 모습. 최근 선진국 장기금리 급등은 장기채 공급 증가에 따른 듀레이션 부담 확대와 기간 프리미엄 상승도 상당 부분 영향을 미치고 있는 상황(ex: 기간 프리미엄은 장기채 보유 과정에서 감수하는 금리 변동 위험에 대한 추가 보상. 듀레이션 부담 확대는 시장이 떠안아야 할 장기 금리 위험의 총량이 늘어나는 것을 의미)
- ▶ AI 수익성 불안, 레버리지 청산 등 7월 폭락 국면에서 벗어난 지 얼마 지나지 않은 시점에 매크로 불확실성에 직면한 것이기에, 시장의 피로도가 커지고 있는 것은 사실.
- ▶ 미국 10년물, 30년물 금리, 테크업체 회사채 스프레드 등 관련 지표에 대한 민감도는 일시적으로 높아질 것이라는 점에 대비할 필요

미 10년물 금리와 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

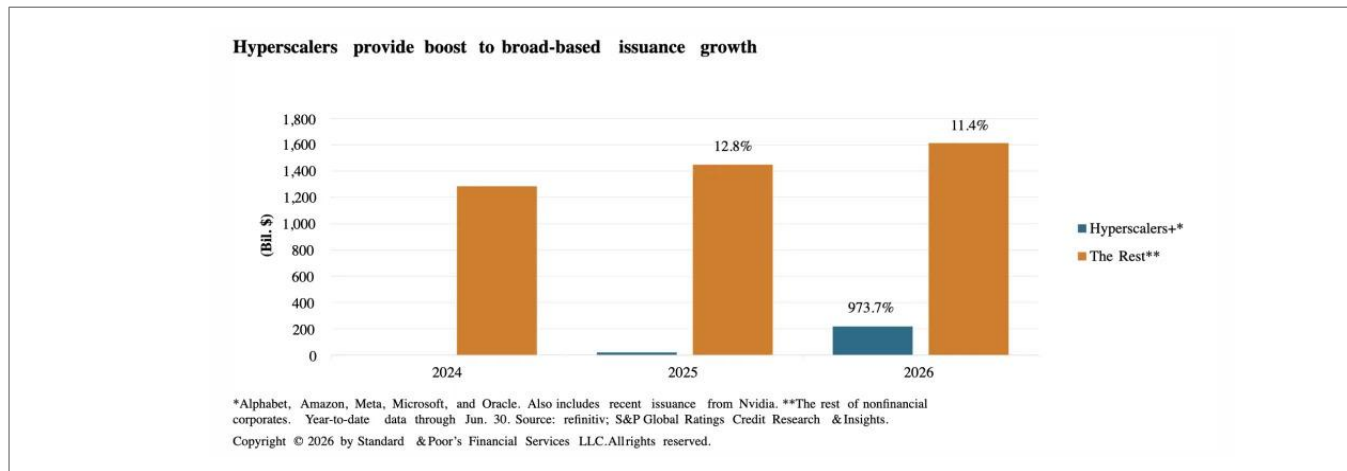
미국 단기 및 장기 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 사실 고금리 장기화는 불가피해 보임. 1) 주요국 정부의 재정적자 총당 목적용 국채 발행, 2) 빅테크 업체들의 AI 투자 목적용 회사채 조달은 증가하는 반면, 3) 중앙은행, 보험사 등 장기 자금 수요가 공급 증가 속도를 따라가지 못함에 따라, 시장이 더 높은 금리를 요구하고 있는 환경이기 때문
- ▶ 실제로 S&P Global에 의하면, 미국 하이퍼스케일러 등 빅테크 기업의 올 상반기 회사채 발행액은 2,250억달러로 약 970%(YoY)이상 증가한 것으로 집계(올해 총 4,000억 달러 예상)
- ▶ 다만, 이전 금리 급등기에 비해 상대적으로 밸류에이션 부담이 크지 않은 만큼, 금리 상승에 대한 밸류에이션 민감도는 상반기보다 낮아진 것으로 볼 수 있음.
- ▶ 빅테크 업체들의 회사채 발행이 미래 수익을 확보하기 위한 CAPEX 투자 용도였으며, 이들의 2분기 호실적을 통해 투자의 정당성을 상당 부분 입증한 점도 펀더멘털상 증시에 하방 경직성을 부여할 것으로 판단.

하이퍼스케일러 등 빅테크 업체들의 회사채 발행액 변화



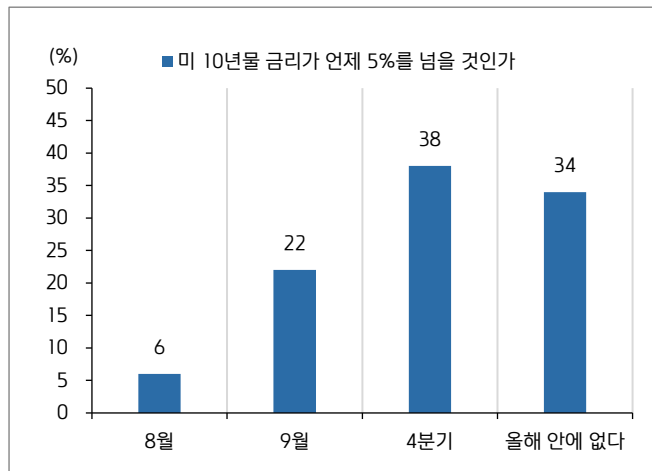
자료: Fortune, 키움증권 리서치센터

10.

하지만 고금리 장기화는 이미 시장에서도 대응 시나리오에 편입 중

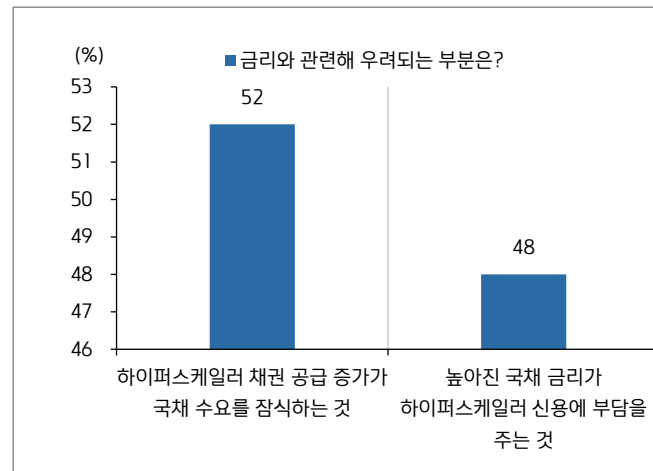
- ▶ 8월 19일 블룸버그의 기관투자자 설문을 보면, 응답자의 66%가 연내 미 10년물 금리 5.0% 돌파를 전망했으며, 한 달 뒤에도 시장금리 상승 전망(응답 77%)이 우위에 있는 것으로 확인. 여기서 위험조정 수익률 기준으로 응답자의 74%가 국채보다 주식 투자를 선호했다는 점에 주목할 필요
- ▶ 금리 하락을 전제로 주식을 선호하는 것이 아니라, 높은 금리를 기본 시나리오로 받아들이면서도 주식의 상대 매력을 높게 평가하고 있는 것으로 판단. 이는 고금리가 신규 돌발 악재로 작용하기 보다는, 대응 가능한 범주의 시나리오에 편입되고 있는 것으로 해석 가능
- ▶ 금리와 관련된 우려 사항으로 “AI 투자 확대를 위한 하이퍼스케일러의 대규모 채권 발행이 국채 수요를 잠식 (-) “ 높아진 국채금리가 다시 하이퍼스케일러의 조달비용을 확대”와 같은 피드백 루프가 새로운 리스크로 지목되고 있으나, 유력 시나리오의 범주에 넣는 것은 시기상조

올해 연말까지 미 10년물 금리 향방은?



자료: Bloomberg Survey(26.08.19), 키움증권 리서치센터

금리와 연계된 우려 사항은?



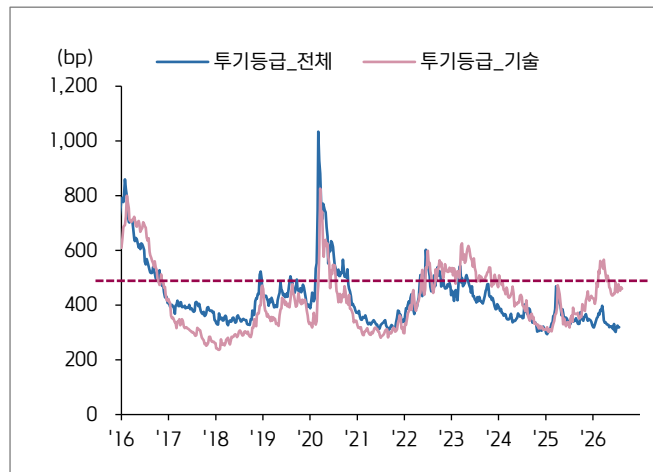
자료: Bloomberg(26.08.19), 키움증권 리서치센터

11.

최근 하이퍼스케일러 업체들의 채권 스프레드 확대, 그리 새롭지는 않아

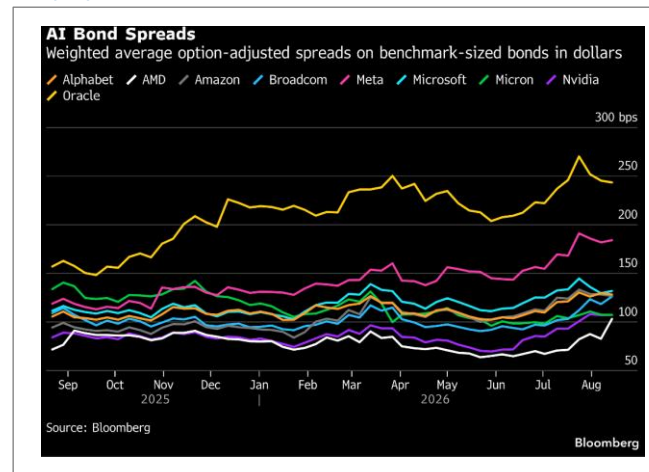
- ▶ 사실 최근 빅테크 업체들의 채권시장 리스크 프리미엄은 최근 1~2년 상승했지만 여전히 2022~2023년보다 낮은 수준, 즉 임계치를 건드릴 정도로의 위기 상황이 아니라는 점에 주목할 필요
- ▶ 이들 빅테크가 자금 조달을 감행해서라도 대규모 투자에 확대하는 이유가 미래의 이익 성장 잠재력이 여전히 높을 것이라는 전망이 강화되고 있다는 점에서 기인한 점도 생각해봐야할 사안
- ▶ 미 재무부에서 이번주 금융시장 혼란의 주역이었던 미 장기물 금리 급등에 대응하고자 긴급 바이백(=10~30년 중장기물 국채 매입)을 실시했다는 점이나 TGA 현금잔고를 활용하는 카드도 거론되고 있다는 점을 고려 시, 장기물 상승 속도가 가팔라지면서 증시 충격을 줄 여지는 제한적

미국 투기등급 채권 스프레드(전체 vs 기술, 테크)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 빅테크 업체 채권 스프레드



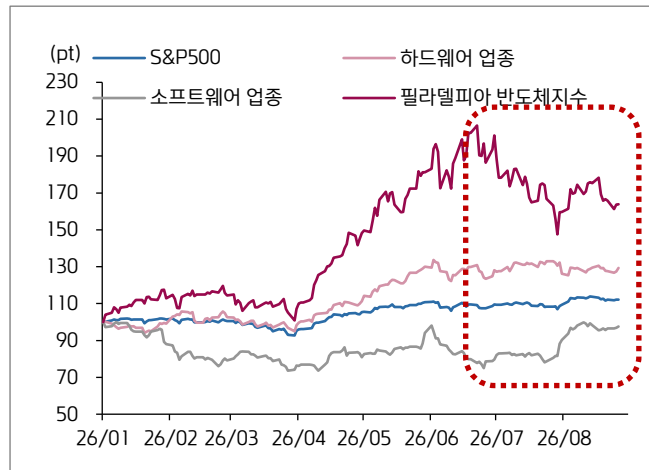
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

미국 증시, 분위기는 한국보다 나쁘지 않은 가운데, 로테이션 진행 중

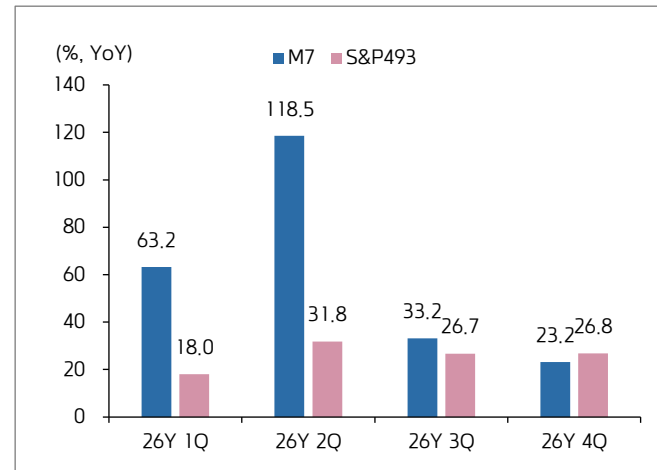
- ▶ 한국 증시와 유사하게, 미국도 반도체주는 박스권에 갇혀있으나, 여타 소프트웨어, 하드웨어 업종의 강세로 중립 이상의 주가 흐름을 시현 중에 있는 상황.
- ▶ 이번 2분기 M7 실적시즌에서 확인할 수 있듯이, 시장에서도 실적 개선을 동반한 현금흐름 약화에 대해 이전보다 덜 비관적으로 평가하고 있는 것으로 판단. 이들 모두 데이터센터 공급 제약이 지속되고 있음을 강조했으며, 2027년에도 CAPEX 확대를 예고했다는 점은 AI 투자 피크아웃 우려를 완화하는 요인. HBM과 서버 DRAM, 기업용 SSD를 포함한 메모리 총 수요에도 긍정적인 영향력을 행사할 전망
- ▶ 이들 M7의 3분기 실적(YoY 33.2%vs 2분기 118.5%, 아마존, 알파벳 일회성 이익 제외 43.2%)도 성장을 피크아웃 상황에 직면할 가능성이 높기는 함. 다만, 시간이 지날수록 빅테크 이외에도 여타 업종으로 이익 모멘텀의 온기가 확산될 수 있다는 점은 증시의 추가 상승에 힘을 실어주는 요인

2026년 이후 미국 주요지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

M7 vs S&P493 분기 순이익 성장을 비교



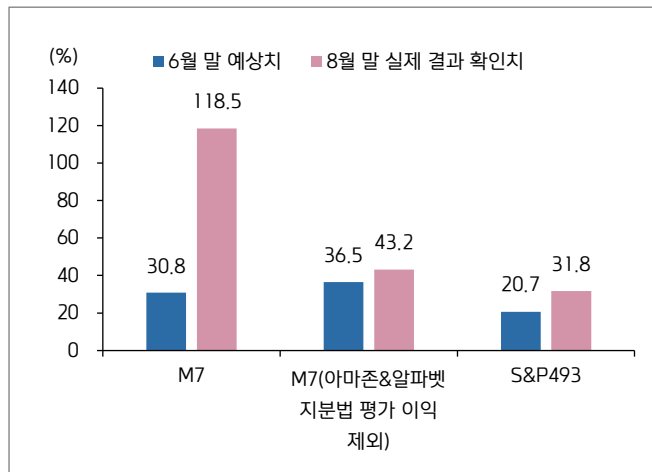
자료: Factset, 키움증권 리서치센터

13.

그래도 엔비디아는 엔비디아, 기대 이상의 실적으로 AI 수요 가시성을 확대

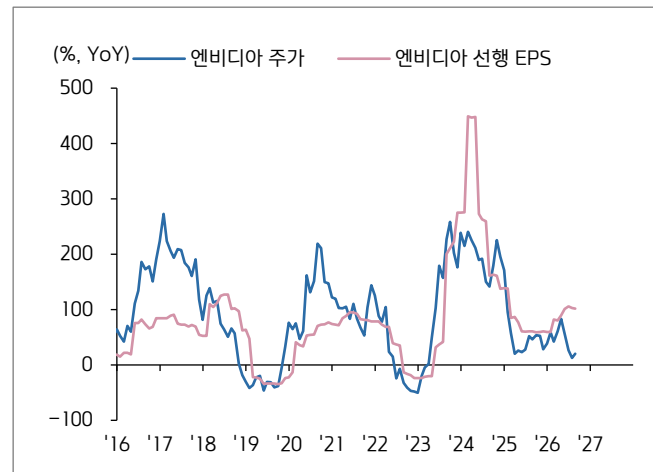
- ▶ 엔비디아 2분기 실적은 기대 이상의 서프라이즈를 시현. 주력 사업인 데이터센터(890억 달러, YoY +117% vs 컨센 858억 달러)도 하이퍼스케일러(487억 달러, YoY +102%) 뿐 아니라, AI 클라우드(403억 달러, YoY +138%)까지 호조세를 기록하면서 서프라이즈를 시현한 점도 긍정적.
- ▶ 3분기 GPM 가이드نس(74.0% +/- 50bp vs 컨센 75.0%)가 컨센을 소폭 하회하기는 했으나, 컨퍼런스콜에서 2028 회계연도 매출 증가율 가이드نس를 70.0%(YoY vs 컨센 44.8%)로 대폭 상향했다는 점에 주목할 필요(실제 수요는 70% 이상이나, 공급 제약을 고려해 70%로 제시. 이 수요에는 소버린 AI, 네오클라우드 포함).
- ▶ 2028년까지 공급 병목 현상, AI 수요 지속성을 확인시켜준 것이며, 이 덕분에 엔비디아는 시간외에서 4%대 강세를 시현 중에 있음. 이번 엔비디아 실적은 HBM, DRAM 등 메모리 수요 가시성 및 메모리 업체들의 가격 협상력을 높여준 만큼, 한동안 불안감이 높았던 주도주인 반도체의 투자심리는 호전 국면에 돌입할 전망.

미국 2분기 실적시즌 결과(예상치 vs 실제 결과)



자료: Factset, 키움증권 리서치센터

엔비디아 주가 상승률과 이익 변화율(YoY)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 물론 9월에도 브로드컴, 오라클, 마이크론 이벤트를 치르는 과정에서 AI, 반도체주들은 주도주로서 검증대에 올라가야 하는 후속 과제가 대기하고 있기는 함. 그러나 AI 밸류체인 내 주도주인 엔비디아 2분기 실적 서프라이즈로 당분간 AI 투자 축소, 메모리 사이클 피크아웃과 같은 부정적인 내러티브의 추가 확산이 억제될 것으로 예상

엔비디아 2분기 실적 시사점

실적 / 가이드언스	성장 전망	제품, HBM 사이클	순환 금융
2Q 매출 962억달러 (+106% YoY), 데이터센터 890억달러 (+117%)	FY2028 매출 성장률 약 +70% vs 컨센 약 +45%	Blackwell → B300 → Rubin 으로 제품 전환 지속	Apollo·BlackRock·KKR 등과 5,000억달러+ AI Compute Financing 생태계 구축
3Q 매출 가이드언스 컨센 상회	FY27 매출 약 4,000억달러 적용 시 FY28 6,700~6,800억달러 가능	Blackwell 192GB → B300 288GB → Rubin 288GB HBM4	AI Cloud·데이터센터의 자금조달 제약 완화 → GPU 설치 속도 증가
중국 데이터센터 매출은 가이드언스에 미반영 → 추가 상방 여지	2027년 AI CAPEX 피크 → 2028년까지 이익 사이클 연장 가능성	GPU 출하 증가 + HBM4 전환 → HBM Bit Growth + ASP/MIX 개선	단기적으로는 AI CAPEX와 HBM 수요를 연장시키는 촉매
2Q GPM 75.0% → 3Q 74.0% ± 0.5%p	시장은 단기 마진 하락보다 장기 성장 가시성에 더 높은 가중치	AI 추론이 memory-bound로 이동 → HBM 중요도 지속 상승	중장기에는 AI 현금흐름 < CAPEX 증가 시 금융·GPU 수요 동반 역회전 위험
실적 발표 후 강세	주가 무계중심도 마진 우려 → AI 성장 지속성으로 전환	HBM 수요 피크 시점 후퇴	현재는 촉진 장치, 사이클 하강 시 변동성 증폭 요인

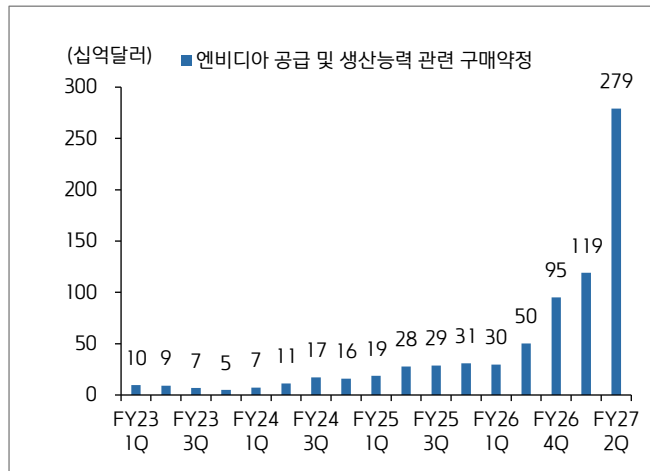
자료: 엔비디아, 키움증권 리서치센터

15.

엔비디아가 재확인 시켜준 메모리 공급 병목 현상의 지속성

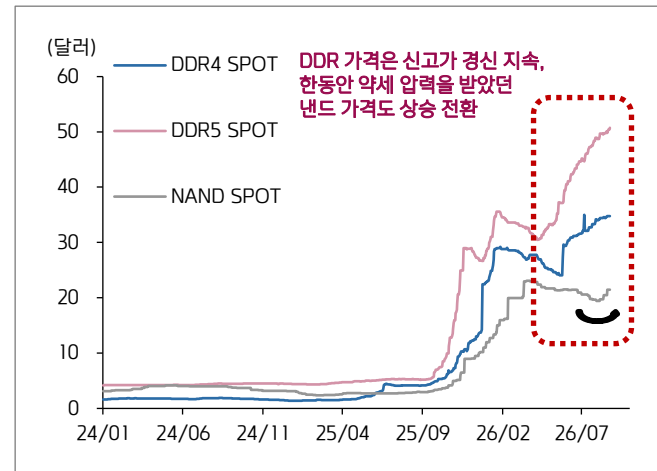
- ▶ 고무적인 것은 엔비디아의 공급·생산능력 관련 구매약정 규모가 급증했다는 점임. 지난 분기 1,190억달러에서, 이번 분기 2,790억달러로 크게 증가했다는 점은 향후 수요에 대응한 공급능력 선점이 한층 가속되고 있음을 시사
- ▶ 이번 약정 증가가 주로 메모리 조달과 관련된 것이라고 설명했다는 점은 HBM, 고사양 DRAM의 공급 타이트함을 재확인시켜주는 재료
- ▶ 이는 AI 수요가 단순 기대나 CAPEX 계획에 머무는 것이 아니라, 향후 수년의 부품, 생산능력을 실제 계약으로 확보하는 단계에 진입했다는 의미. FY2028까지 공급 병목이 지속될 수 있다는 회사 전망과도 일관되며, HBM의 물량·가격 가시성 강화 및 메모리 사이클 피크아웃 시점의 후퇴를 뒷받침.
- ▶ 따라서 국내 증시에서는 SK하이닉스의 HBM 사이클 장기화, 삼성전자의 HBM4 확대와 범용 DRAM 강세를 동시에 지지하는 역할을 수행할 것으로 예상

엔비디아 연도별 구매약정 추이



자료: 엔비디아, 키움증권 리서치센터

메모리 현물가격 변화



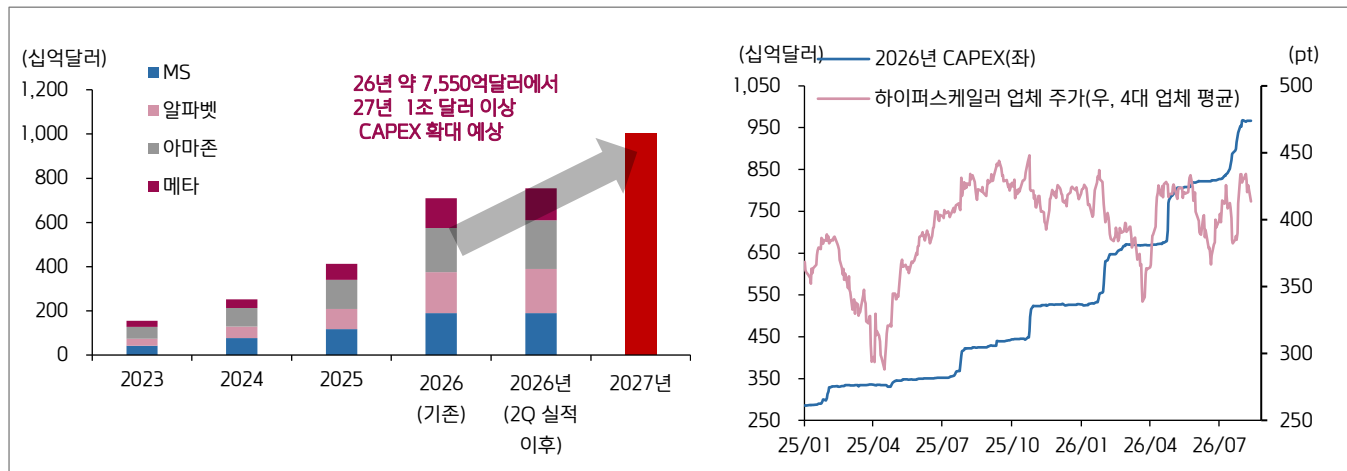
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

수익성 검증 요구는 계속 되겠으나, AI 산업 불안은 정점은 통과한 것으로...

- ▶ 아마존, 알파벳, 메타, MS 4대 하이퍼스케일러 업체들이 2026년 CAPEX 가이드스를 기존 7,100억달러에서 7,550억달러로 상향한 상태. 2027년 CAPEX에 대한 구체적인 수치를 제시하지 않았음에도, 블룸버그 컨센서스상 확인되는 2027년 CAPEX 가 1조달러에 근접하고 있다는 점이 눈여겨볼 부분.
- ▶ 최근 ISM 제조업 PMI(55.6 vs 컨센 54.0 상회) 내 산업 담당자 코멘트에서도 AI 투자 확대가 실제 구매로 연결되고 있음을 확인. 일례로, 1) 컴퓨터 및 전자 업종에서는 반도체, AI, HPC 성장으로 우호적인 수요 환경이 조성, 2) 기계 업종에서는 글로벌 AI 인프라 구축의 실 가동 단계 진입으로 데이터센터용 제품 생산이 전면 확대, 3) 전기장비 업종에서는 코로나때보다 더한 부품 가격과 리드타임 상승 추세 지속 등이 언급한 점이 대표적 근거

미국 4대 하이퍼스케일러 업체 CAPEX 추이



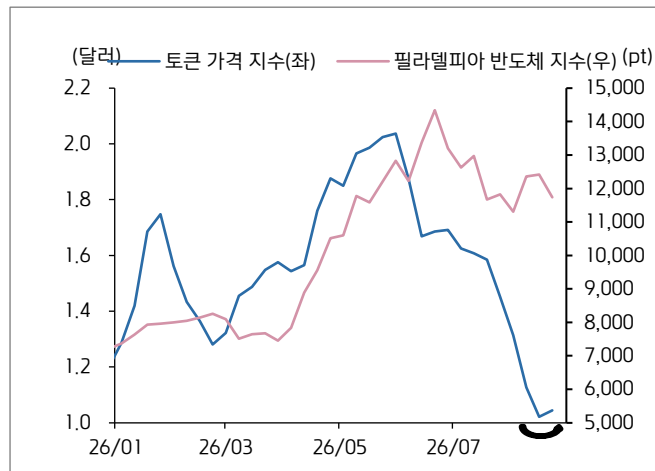
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

토큰 가격 하락 = 수요 부진 X, 제본스의 역설을 생각해 보아...

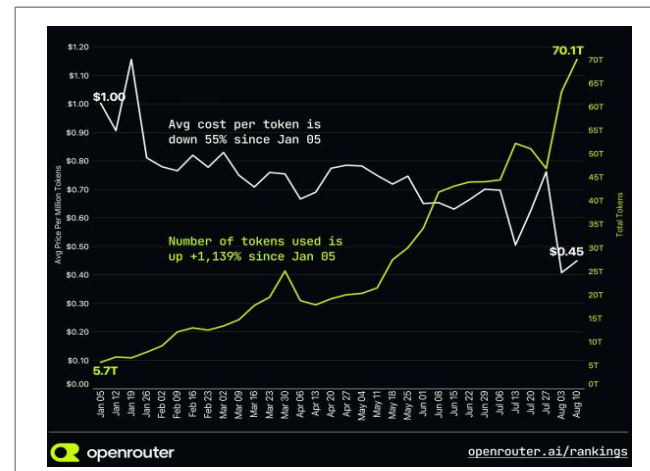
- ▶ 물론 AI 토큰 가격이 수개월 전 수준으로 되돌아왔으며, 이는 주요 AI 제공사 간 비용 경쟁이 심화되면서 대규모 투자 계획의 수익성에 부정적인 내러티브를 주입할 수 있음
- ▶ Silicon Data의 LLM Token Expenditure Index는 100만 토큰당 2달러를 넘어선 뒤 하락 전환하면서 2026년 6월 고점 이후 현재 1.0달러대로 내려온 모습. 그러나 이것이 사용량의 감소를 직접적으로 의미하지 않는다고 판단. AI 도입이 가속된다면 하이퍼스케일러는 훨씬 커진 시장에서 더 작은 점유율을 갖게 되는 것일 뿐, 이들의 CAPEX 확대는 정당화될 수 있다고 판단
- ▶ 팔란티어의 상업, 정부 매출 급등은 “데이터 센터 증설 → 클라우드 시장 매출 성장 → AI 소프트웨어 계약 확대”로 이어지는 등 AI 수요가 실제 매출로 전환되고 있음을 입증한 것으로 판단. 중장비 업체 캐터필러 역시 호실적의 대부분이 데이터센터 건설 확대에 의한 발전 및 건설장비 실적 증가에서 비롯된 점도 눈여겨볼 부분. AI 투자 확대가 GPU, 반도체를 넘어 전력 및 변압기, 건설장비 등 2차 수요를 개선시키고 있음을 시사

토큰 가격 지수와 반도체 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

토큰 가격과 사용량



자료: 오픈로우터, 키움증권 리서치센터

18. 코스피, 7,000pt 부근에서 상단 저항이 강한데, 왜 돌파를 못할까?

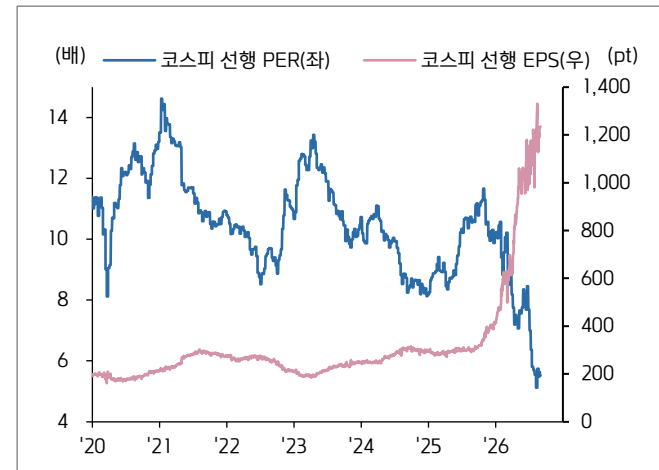
- ▶ 최근 코스피가 7,000pt 부근에서 반복적으로 저항을 받고 있는 상황. 사실 6,900pt 돌파나 7,000pt 돌파나 100pt 차이밖에 없기는 하지만, 지수 앞자리 변화에 따른 심리적인 모멘텀과 저항선 돌파 효과를 기대해볼 수 있기 때문
- ▶ 문제는 12개월 선행 EPS는 사상 최고치 영역까지 상승하는 반면, 주가 정체로 선행 PER은 5배대까지 하락하는 이익과 주가의 괴리 현상이 심화되고 있다는 것임
- ▶ 현재 지수의 상단을 제약하는 것은 실적이 아니라 장기금리 변동성, 반도체 수급 부담, 7월 급락 이후 높아진 위험 프리미엄 등 밸류에이션 멀티플 이슈와 결부된 사안
- ▶ EPS 상승에도 PER이 계속 낮아지고 있다는 것은 시장이 향후 이익 둔화를 선반영하고 있다기보다, 현재의 이익 개선을 충분히 가격에 반영하지 못하고 있음을 보여주는 대목

코스피 주가



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

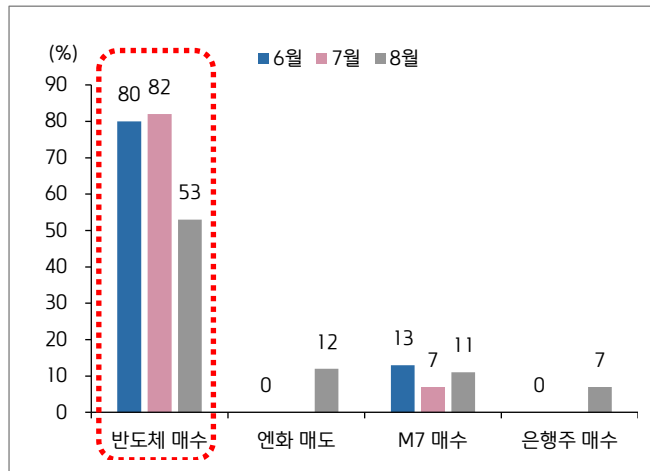
코스피 12개월 선행 EPS와 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

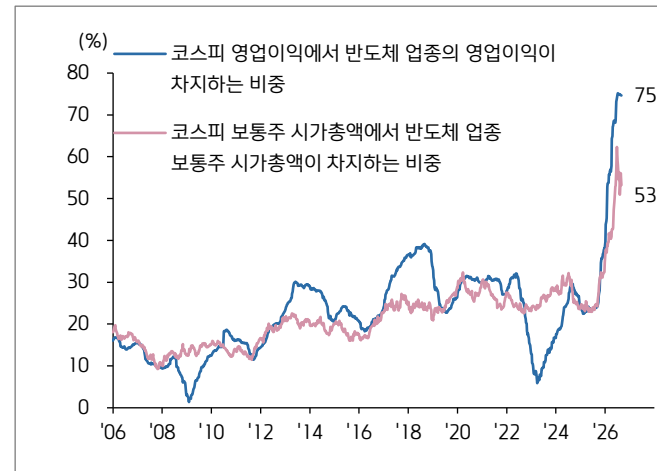
- ▶ 8월 18일 BofA에서 공개한 글로벌 펀드매니저 8월 서베이에서 “가장 유행하고 있는 전략(Most Crowded Trade)” 1위는 여전히 반도체가 지목되고 있지만, 그 응답비율이 7월 82%에서 8월 53%로 급감했다는 점도 주목할 부분.
- ▶ 7월 이후 레오폴드 청산 및 2분기 실적시즌을 통한 AI 밸류체인 전반에 걸친 투심 호전 등이 만들어낸 디레버리징 및 순환매 과정에서 포지션 부담이 낮아지고 있음을 보여주는 대목
- ▶ 또한 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체 업종이 코스피에서 차지하는 시가총액 비중이 60%대 중반에서 50%대 초반으로 낮아지는 등 국내에서도 반도체 쏠림현상이 이전보다 덜해진 상황

시장의 쏠림현상이 가장 심하다고 생각되는 전략



자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.08), 키움증권 리서치센터

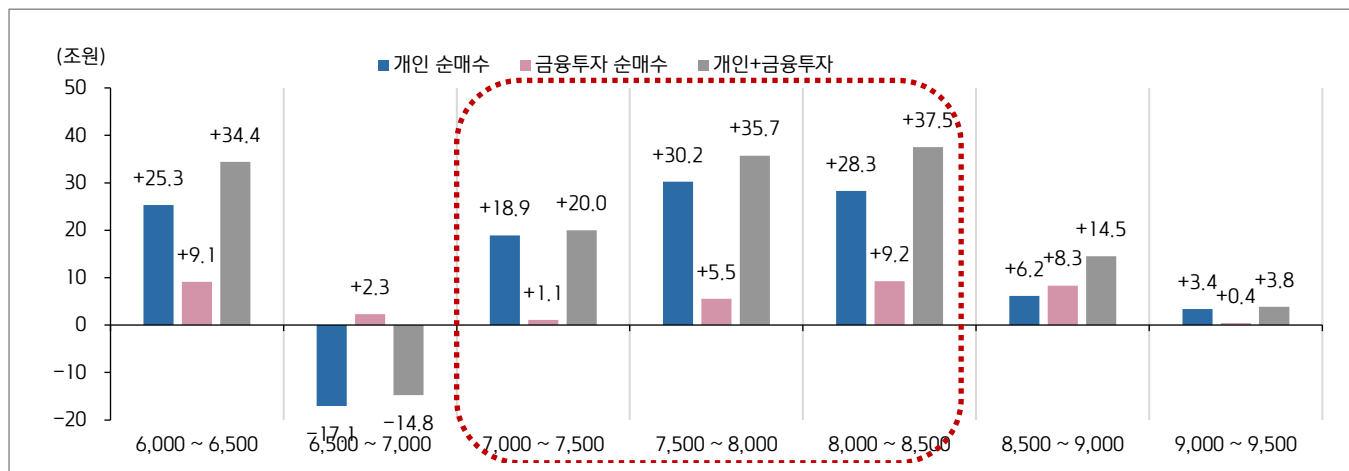
반도체 업종이 코스피 시가총액에서 차지하는 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7,000pt 부근에서는 이익 개선에도 멀티플이 확장되지 못하는 밸류에이션 부담이 존재하는 가운데, 수급 측면에서도 개인들의 매수 누적 구간이 집중돼 있다는 점이 지수 상단을 제약하고 있는 중임
- ▶ 특히 7,000pt대 이상에서는 쌓여있는 개인 순매수 금액은 약 110조원으로, 지수 반등 시 본전 심리에 따른 매물 출회 가능성이 높음. 일단 1차 매물대는 7,000~7,500pt에 있는 20조원, 2차 매물대이자 본격적인 매물대는 8,000pt 전후에 쌓여 있는 72조원에 달하는 실정
- ▶ 코스피의 7,000pt 저항은 단순한 펀더멘털 훼손보다는, 멀티플 부담과 개인 매물 부담이 동시에 작동한 결과라고 판단. 향후 지수의 추가 레벨업을 위해서는 실적 개선 지속뿐 아니라, 이 구간에 누적된 개인 매물을 소화해낼 수 있는 외국인과 기관의 수급 모멘텀 생성이 필요
- ▶ 특히 코스피 전체에 절대적으로 높은 영향력을 행사하는 반도체의 수급(현물, 레버리지) 무게를 덜어내는 것이 관건

올해 개인들의 코스피 6,000pt 이상에서 순매수한 금액의 지수대별 추정

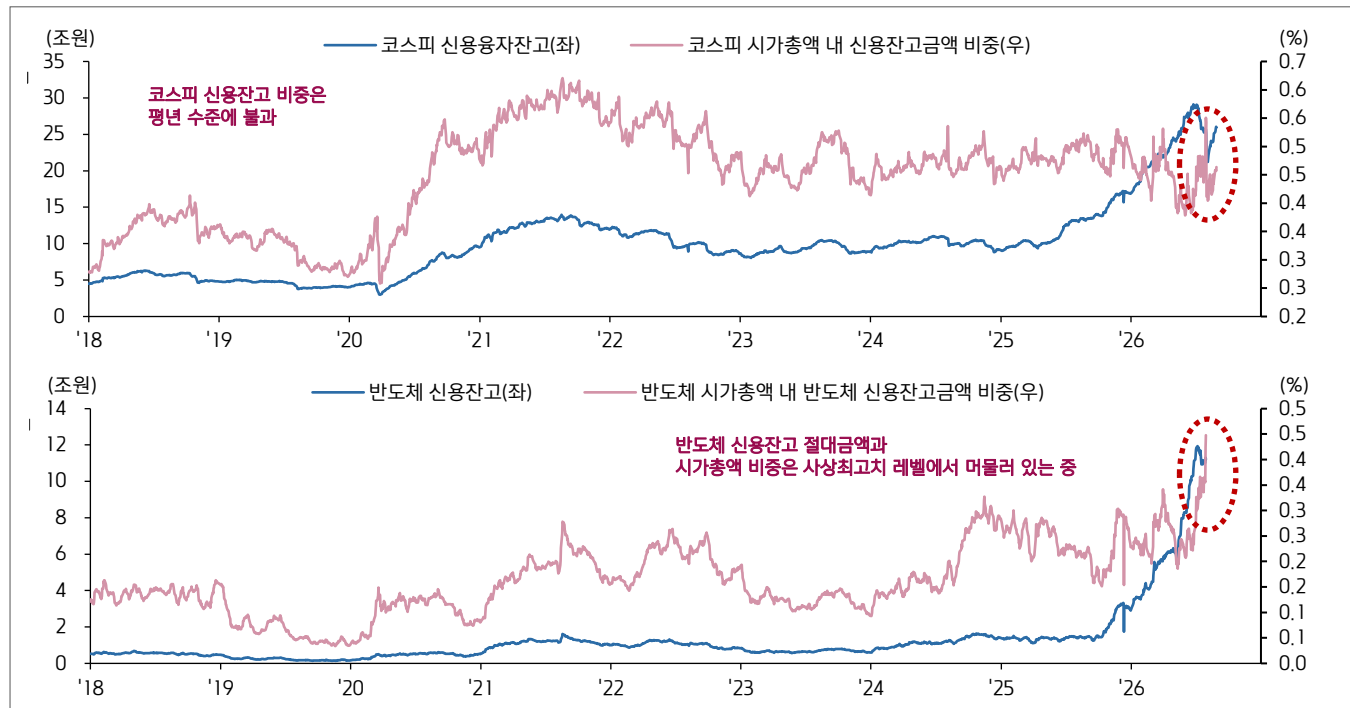


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

21. 코스피 전반의 레버리지 무게는 낮아졌지만, 반도체는 아직 무거운 편

- ▶ 실제로 코스피 신용잔고는 현재 25조원대로 고점 대비 약 10% 감소했으며, 코스피의 시가총액 대비 신용잔고 금액 비중은 0.46%로 2018년 이후 평균(0.44%)을 소폭 상회하고 있는 상황
- ▶ 그러나 반도체 신용잔고는 현재 11조원대로 고점 대비 약 6% 감소하는 데 그쳤으며, 반도체 시가총액 대비 신용잔고 금액 비중은 0.37%로 2018년 이후 평균(0.16%)을 큰 폭 웃도는 등 레버리지 매몰 부담이 남아 있는 상태

코스피와 반도체 업종의 신용잔고 금액 및 시가총액 비중



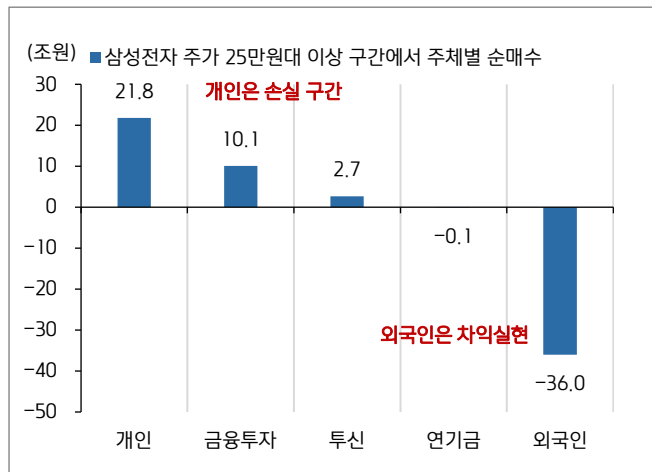
자료:FnGuide, 키움증권 리서치센터

22.

개인의 본전 회복 심리의 개선을 위해서는 내러티브의 추가 개선이 필요

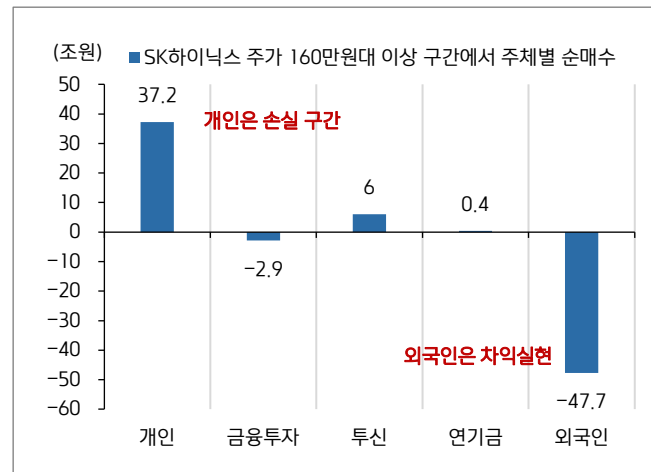
- ▶ 현물 수급 쪽에서도 고민해볼 거리가 존재. 2026년 들어 외국인이 삼성전자 79.1조원, SK하이닉스 69.8조원을 순매도했고 이를 개인이 각각 52.6조원, 51.1조원 받아낸 상황
- ▶ 문제는 매수 가격대로 현재보다 높은 가격에서 산 개인 순매수가 삼성전자 21.8조원, SK하이닉스 37.2조원에 달한다는 사실임. 오르면 팔고 빠지면 사는 개인 행태가 아래는 받쳐주지만 위는 막는 성격으로, 호재가 나와도 상단이 무거운 이유를 설명해주는 대목. 7~8월 중 주가 상승일에 개인은 삼성전자 -14.5조원, SK하이닉스 -16.8조원 순매도, 하락일에는 +20.8조원, +27.1조원 순매수하는 등 주가와 반대로 움직였다는 점을 참고해볼 필요.
- ▶ 그러나 이런 수급 부담은 펀더멘털이나 내러티브가 한 단계 더 개선되면 돌파 가능한 성격임. 매물대는 방향을 바꾸는 변수가 아니라 속도를 늦추는 변수이기 때문. 실적 향상이나 새로운 성장 재료가 확인되면 본전 매물을 소화하며 매물대를 뚫었던 2월, 5월 국면의 재현도 가능하다고 판단.

삼성전자 25만원대 이상 구간의 주체별 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 160만원대 이상 구간의 주체별 순매수



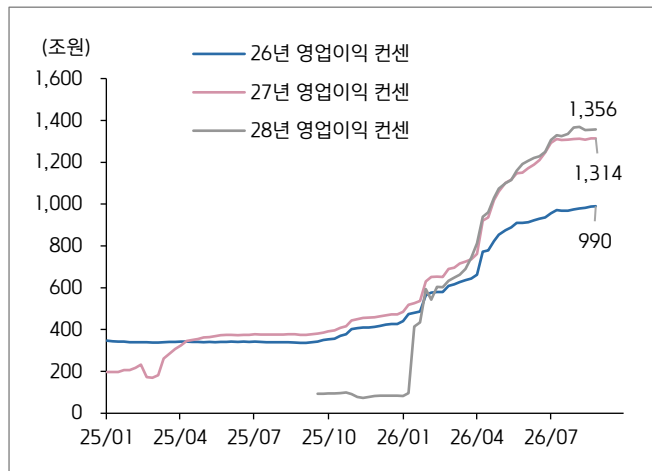
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

23.

그래도 반도체를 중심으로 코스피 전반에 걸친 이익 컨센서스는 상향 중

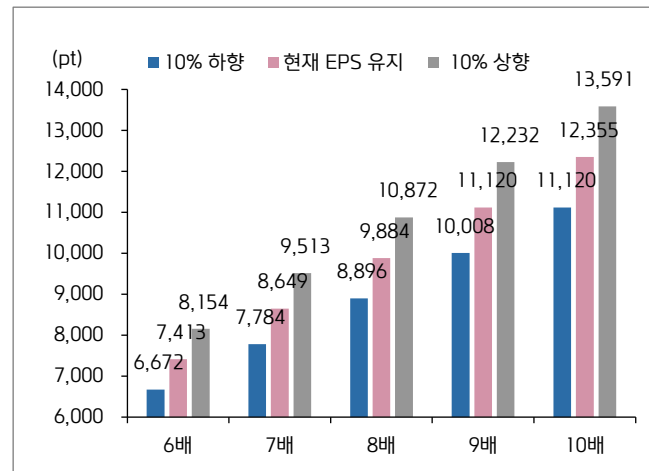
- ▶ 8월 이후 코스피 영업이익 컨센서스 상향이 재개되는 과정에서, 밸류에이션상 진입 유인이 여전히 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 긍정적인 부분(코스피 26년 영업이익 컨센서스: 7월 말 974조원 -> 현재 990조원, 12개월 선행 PER: 7월 말 5.5배 -> 현재 5.5배 내외 유지 중).
- ▶ 향후 이익 변화폭이 시장의 우려했던 것보다 제한될 시, 그 괴리는 주가 하락보다는 실제 주가 반등을 통해 상당 부분 축소될 것으로 판단. 비슷한 관점에서, 이익 프리미엄 하락이 억제된다면 선행 PER 상 역사적 밴드 하단인 8배 적용에 대한 현실성을 높여줄 것으로 예상

코스피 26~28년 영업이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

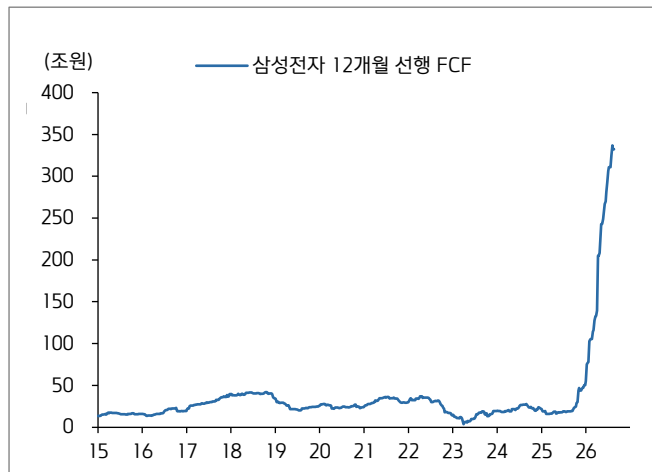
코스피 선행 PER별 레벨 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

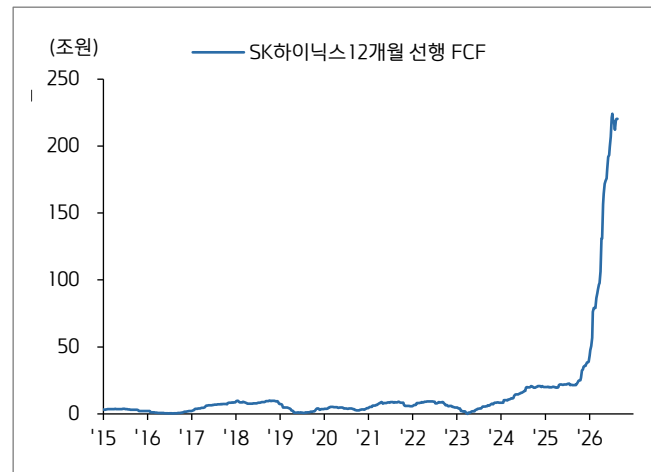
- ▶ 최근 주주환원을 발표한 삼성전자의 경우, 메모리 업황이나 이익 전망 훼손보다 주주환원 발표 이후 셀은 영향이 큰 것으로 판단. 90~110조원이라는 절대 환원 규모는 크지만, 시장이 기대했던 것은 배당 확대보다 대규모 자사주 매입 후 소각이었고, SK하이닉스에 비해 주주환원의 강도가 약했다는 평가가 존재(삼성전자 FCF 50% vs SK하이닉스 FCF 50% 이상).
- ▶ 하지만 메모리 가격, 실적 추정치 등 펀더멘털 악화보다는 자본배분 기대감의 되돌림 과정으로 해석하는 것이 적절.
- ▶ 중요한 점은 자사주 매입 후 소각으로 "유통주식수 감소에 따른 EPS 개선", "자기자본 감소에 따른 ROE 상승"이라는 효과가 발생할 수 있으며, 이는 주가 하방 경직성을 높여줄 수 있다는 것임. 주주환원이라는 의사결정 자체가 향후 메모리 사이클 및 이익 창출력에 대한 자신감의 신호로 보는 것이 적절
- ▶ 이 같은 요인들은 시장 참여자들이 주도주로서 반도체의 지배력이 아직 유효하다는 전제를 가져가야 함을 시사

삼성전자 12개월 선행 FCF



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 선행 FCF



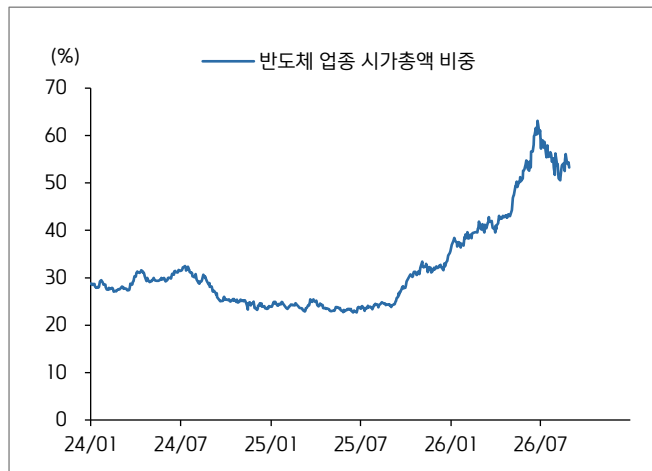
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

25.

반도체, 상반기보다 기대수익률이 낮아져도, 코스피는 레벨업 가능

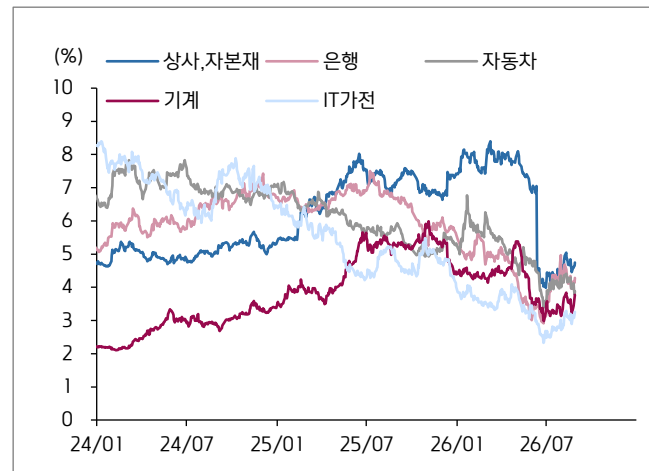
- ▶ 물론 9월 중 브로드컴, 오라클, 마이크론 등 미국 반도체, AI 실적 이벤트를 치르는 과정에서 국내 반도체주의 변동성이 높아지거나, 수익률 반등 탄력이 정체될 여지가 존재
- ▶ 반도체 주가 반등 탄력이 강하지 않다면, 코스피 7,000pt 돌파 이후 상단 모멘텀이 크지 않을 수 있다는 일차적인 결론을 도출해볼 수 있음
- ▶ 이는 시장에서 “코스피 = 반도체”가 사실상 동체라는 인식 때문인데, 반도체의 시가총액이 코스피 시가총액에서 차지하는 비중이 50%대를 기록하는 등 시장 집중화 현상이 강하다는 데서 기인
- ▶ 하지만 반도체가 9월 혹은 하반기 남은 기간 동안에 예상 실현 수익률이 상반기에 보다 낮아지더라도, 코스피의 레벨업 가능성을 열고 갈 필요

반도체 업종의 코스피 전체 시가총액 내 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

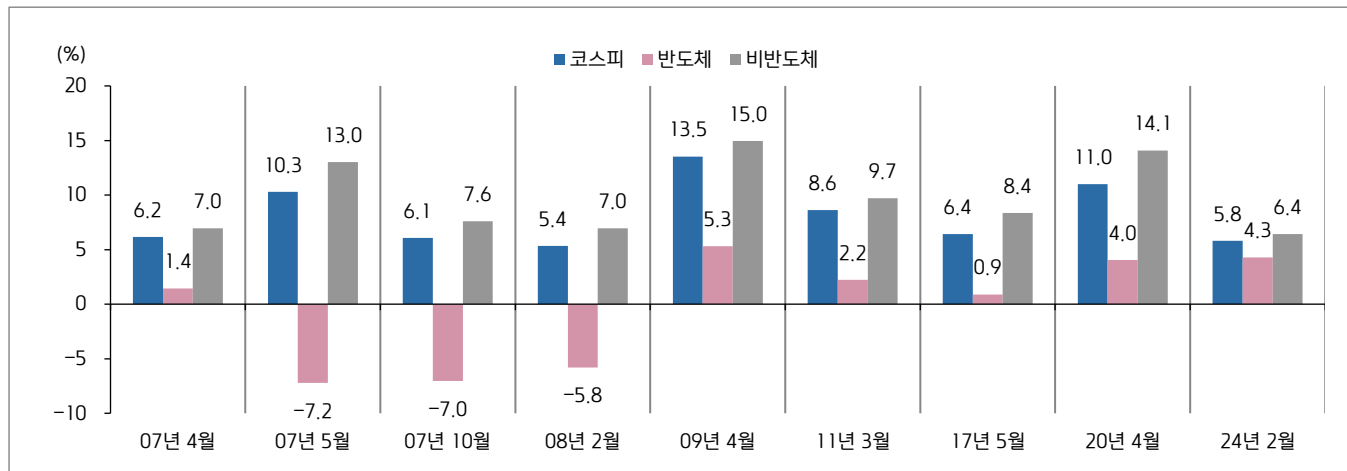
반도체 제외 시가총액 상위 업종의 코스피 내 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 코스피는 반도체가 쉬어도 올랐던 전례 있음. 2004년 이후 260개월 중 코스피 월간 +5% 이상, 반도체 +3% 이하였던 구간 8회, 2024년 2월 밸류업 국면(반도체 +4.3%)까지 포함하면 9회가 존재
- ▶ 이들 사례들의 공통점은 경기민감 수출주 주도의 장세의 성격이 짙었던 것으로 보임. 2007년 조선, 기계, 운송, 2011년 자동차, 화학, 에너지(차화정), 2020년 4월 기계, 건설이 코스피를 견인했던 것으로 확인
- ▶ 물론 과거 사례들은 모두 반도체 시총 비중이 10~31% 구간에서 발생한 반면, 현재 반도체의 시총 비중이 50%대로 높아졌다는 차이점이 있기는 함
- ▶ 그러나 현재 국내 증시는 비반도체 업종들의 이익 모멘텀, 수급 모두 개선되고 있다는 점, 반도체 또한 수급 이슈에 직면했을 뿐 펀더멘털은 훼손되지 않았다는 점을 고려할 필요. 반도체의 회복력이 강하지 않더라도, 선순환매 장세 지속되면서 코스피 상승을 견인하는 경로도 대응 전략의 범주에 넣어놓는 것이 적절.

(월간수익률 기준) 과거 반도체 업종 주가 부진에도, 비반도체 강세로 코스피 상승이 출현했던 사례



자료:FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 비반도체가 코스피를 견인한 경로는 두 가지. 이익 상향이 동반된 경기민감주 주도형(2007, 2011, 2020)과, 이익 변화 없이 정책 촉매로 PBR 리레이팅이 일어난 저PBR 주도형(2024년 2월 자동차, 보험, 증권, 은행)

과거 비반도체주가 코스피를 견인할 때의 주도 업종

구분	기준일	종료일	코스피 수익률	반도체 수익률	격차(%p)	반도체 시총 비중	반도체 Fwd OP 변화	비반도체 수익률	주도업종1	주도업종2	주도업종3
월간	2007-03-30	2007-04-30	6.2%	1.4%	-4.7%	14.2%	-17.9%	7.0%	기계 +21.1%	조선 +20.9%	운송 +20.9%
월간	2007-04-30	2007-05-31	10.3%	-7.2%	-17.5%	13.6%	-1.6%	13.0%	조선 +31.6%	운송 +29.7%	건설 +25.9%
월간	2007-09-28	2007-10-31	6.1%	-7.0%	-13.1%	10.5%	-5.2%	7.6%	보험 +28.9%	기계 +27.6%	소프트웨어 +26.3%
월간	2008-01-31	2008-02-29	5.4%	-5.8%	-11.1%	12.6%	0.6%	7.0%	기계 +30.2%	조선 +26.5%	화학 +20.6%
월간	2009-03-31	2009-04-30	13.5%	5.3%	-8.2%	14.8%	94.2%	15.0%	상사, 자본재 +29.4%	기계 +28.2%	미디어, 교육 +24.3%
월간	2011-02-28	2011-03-31	8.6%	2.2%	-6.4%	14.5%	-3.6%	9.7%	에너지 +27.1%	화학 +19.2%	자동차 +18.1%
월간	2017-04-28	2017-05-31	6.4%	0.9%	-5.6%	25.7%	1.5%	8.4%	IT가전 +19.1%	자동차 +13.5%	건강관리 +13.3%
월간	2020-03-31	2020-04-29	11.0%	4.0%	-6.9%	30.7%	-6.9%	14.1%	기계 +24.3%	건설 +24.1%	호텔, 레저 +23.2%
월간	2024-01-31	2024-02-29	5.8%	4.3%	-1.5%	28.0%	0.2%	6.4%	자동차 +19.7%	유틸리티 +18.7%	보험 +17.1%

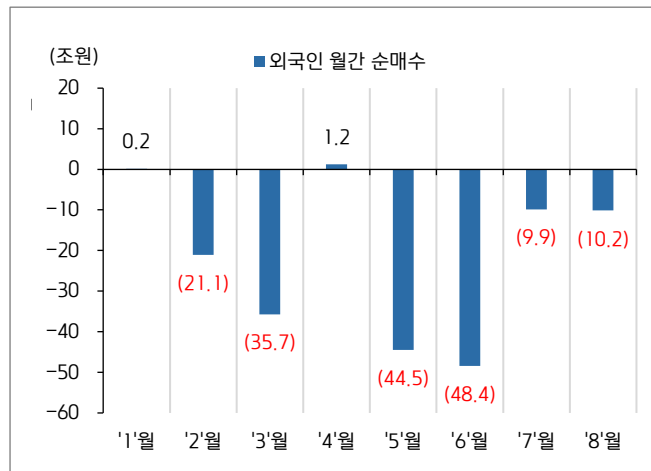
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

28.

외국인 순매도 행진도 시간이 지날수록 약해지고 있는 분위기

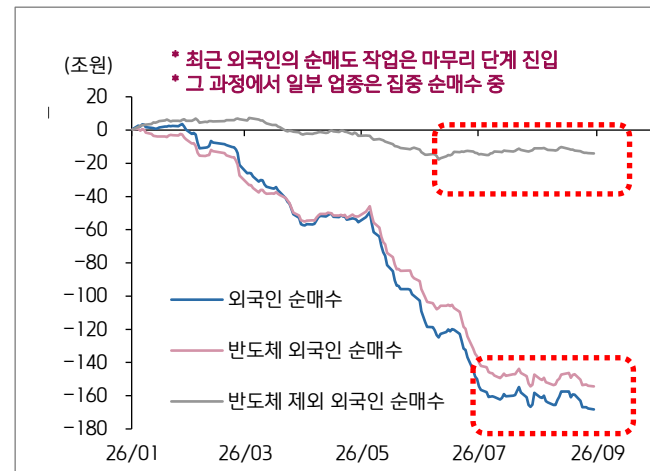
- ▶ 8월 현재까지 외국인의 코스피 순매도 금액은 168조원대로 역대 최대 수준을 유지하고 있지만, 월별 순매수 금액으로 보면 순매도 강도가 시간이 지날수록 약해지고 있는 상황
- ▶ 또 여전히 외국인은 반도체를 중심으로 순매도를 진행 중에 있으며, 여타 업종들은 순매도 중단 및 순매수 전환으로 매매 패턴을 바꾸고 있다는 점도 눈여겨볼 부분

외국인 연초 이후 월별 코스피 순매수



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

외국인의 코스피 vs 반도체 vs 반도체 제외 순매수



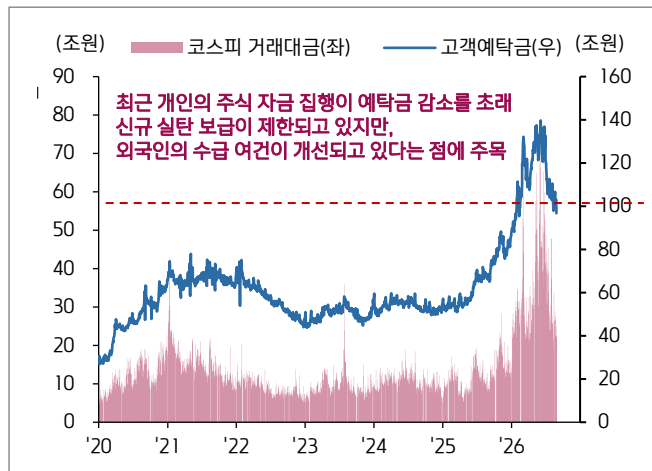
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

29.

외국인 수급, 개인 고객 예약금 등 전반적인 수급의 질이 나아지고 있는 중

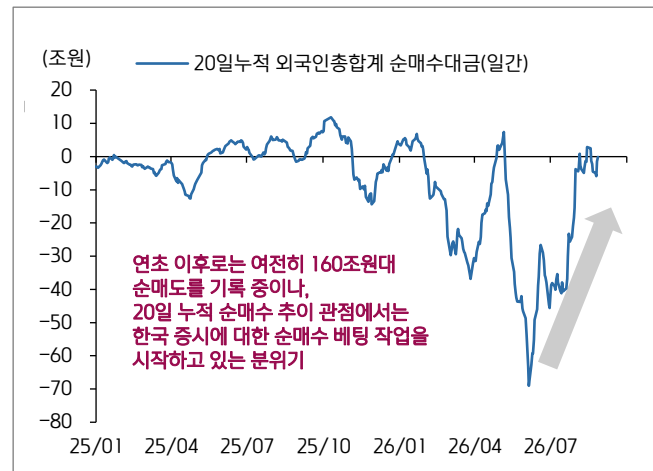
- ▶ 8월 반등 과정에서 레버리지 베팅 증가, 예약금 감소 등이 나타나고 있다는 점은 잠재적인 수급 여건의 취약성을 자극하는 요인. 최근 예약금이 100조원대를 하회했으며, 거래대금도 5~7월 중 60~70조원대에서 30~40조원대로 감소하기는 했으나, 이를 개인의 실탄 감소로 해석하는 것도 지양할 필요.
- ▶ 여전히 연초 수준(87조원)을 웃돌고 있는 데다가, 최근 예약금 감소는 개인의 주식 매수 자금 집행에서 비롯된 성격이 크기 때문
- ▶ 개인의 신규 실탄 보급이 제한되고 있는 국면임에도, 최근 순매도 압력이 완회되고 있는 외국인 수급이 개인 신규 실탄 공백을 상쇄할 수 있는 시점이라고 판단

고객 예약금 추이



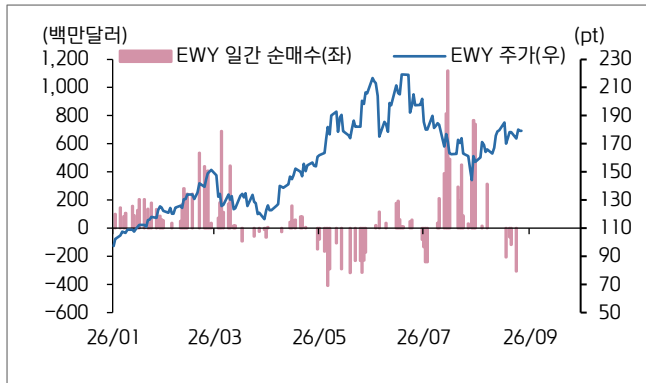
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 20일 누적 순매수



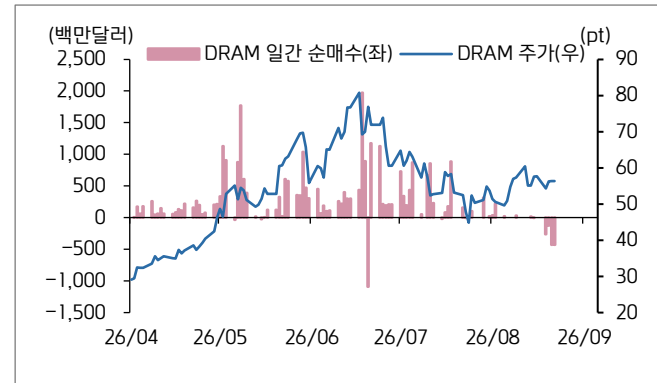
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

EWY(한국지수 추종 ETF)의 일간 순매수와 주가



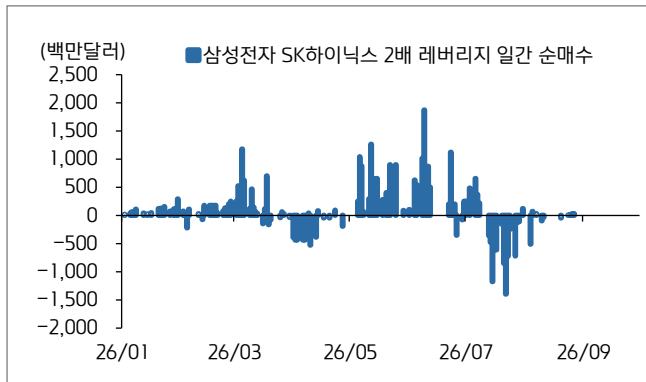
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DRAM의 일간 순매수와 주가



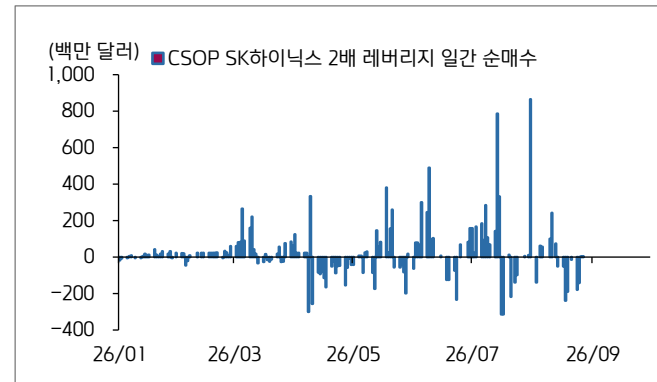
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CSOP 삼성전자 2배 레버리지 ETF 일간 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CSOP SK하이닉스 2배 레버리지 ETF 일간 순매수



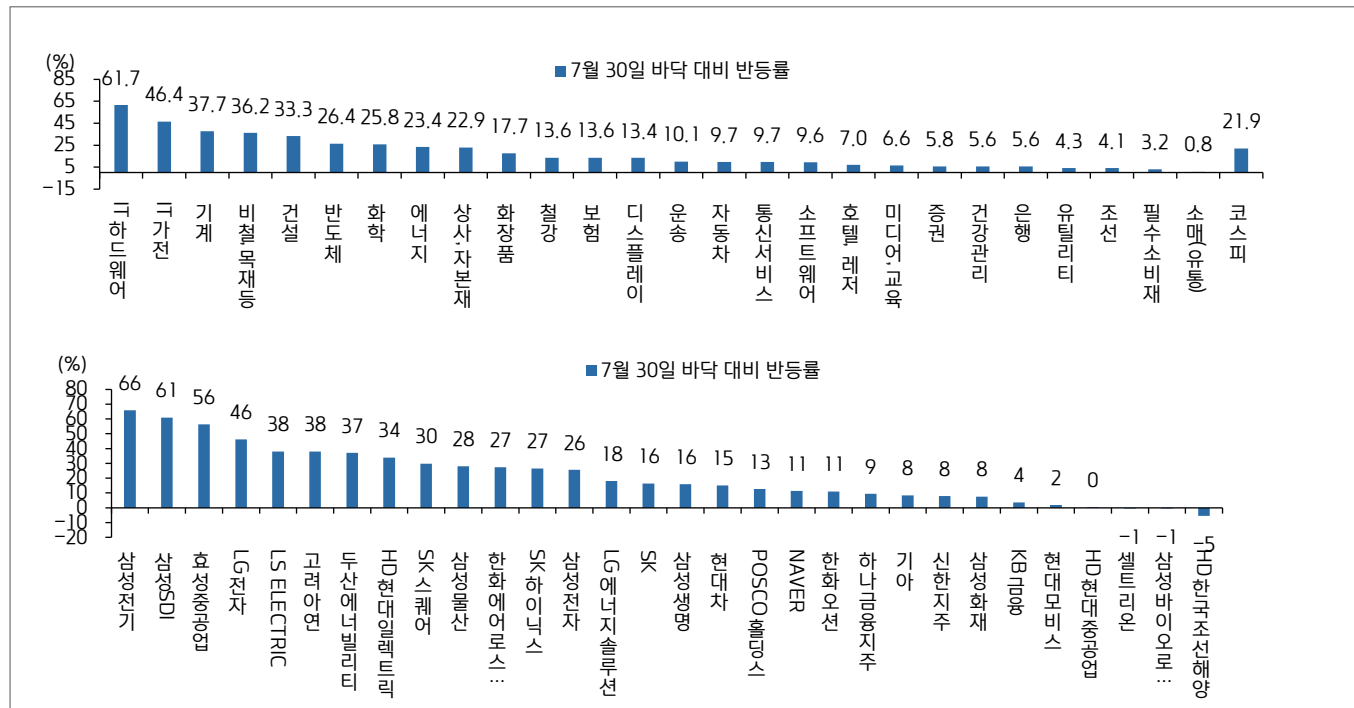
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

31.

(업종 알파) 낙폭과대 업종 선정하는 국면은 마무리 단계, 이후의 업종 선택은?

- ▶ 9월 중 반도체 주가를 움직일만한 재료 출현 시 반도체로의 수급 집중이 나타날 수 있겠으나, 지난 5~7월에 비해 8월 들어 업종별 순환매 장세 색깔이 짙어지고 있다는 전제는 훼손되지 않은 것으로 판단.
- ▶ 7월 말 폭락 이후 낙폭과대 인식으로 반등하는 국면은 마무리 단계에 들어간 만큼, 후속 업종 선정 전략이 필요. 일단 IT하드웨어, 전력기기(기계), 화장품 등은 모멘텀 플레이 수요가 존재할 것이기에, 계속 주목해야 할 것으로 보임

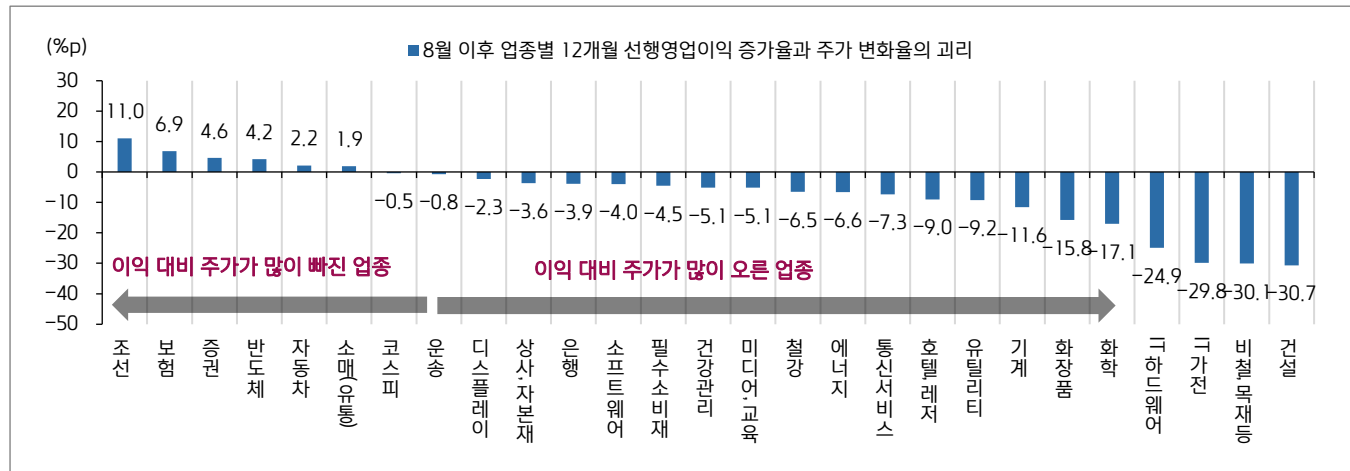
7월 30일 코스피 저점 확인 이후 현재까지 업종별 반등 강도



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 또 다른 접근은 이익 모멘텀과 주가의 방향성에 괴리가 발생한 업종으로 8월 이후 12개월 선행 영업이익 증가율에 비해 주가가 이를 따라가지 못했던 업종에 주목할 필요
- ▶ 8월에 가장 주가 반등 강도가 섰던 IT하드웨어, IT가전, 건설, 화장품 등에서는 단기 차익실현 물량이 출회되면서, 여타 업종으로 수급이 이동할 가능성이 존재.
- ▶ 조선, 보험, 증권, 반도체, 자동차, 소매(유통) 등이 대표적인 후보군에 해당될 것이며, 이 중 주도주인 반도체의 비중은 시가총액 비중(50%초반)으로 유지 + 증권, 소매(유통), 조선 등으로 바벨 전략을 구성하는 것도 대안이 될 전망

8월 이후 업종별 괴리도(~8월 31일) = "12개월 선행 영업이익 증가율 - 주가 변화율"



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

33.

(업종 아이디어 2) 외국인 수급이 선행하고 있는 업종

- ▶ 다른 한편으로는 개인, 기관보다 외국인의 수급 영향력이 이전보다 높아진다는 전제 하에, 외국인 순매수 적립이 늘어나고 있는 업종에도 주목해볼 필요
- ▶ “7월 이후 코스피 대비 상대수익률 부진 + 외국인의 순매수 강도 상위”에 해당되는 소매(유통), IT하드웨어, 증권, 반도체, 자동차, 방산(상사, 자본재) 등에도 관심을 가져볼만 하다고 판단

코스피 대비 상대 수익률 부진 + 외국인 순매수 강도 우위 업종

업종	하반기 수익률	하반기 코스피 대비 상대수익률	하반기 외국인 순매수	하반기 시총 대비 외국인 순매수	외국인 매수 강도 대비 추가 부진 정도(스코어)
소매(유통)	-27.7%	-7.8%	0.52	1.96	4.64
IT하드웨어	-33.9%	-14.0%	-0.89	-0.43	1.61
증권	-8.6%	11.3%	0.72	0.76	1.60
반도체	-30.6%	-10.7%	-19.24	-0.47	1.33
자동차	-12.0%	7.9%	0.73	0.31	1.18
상사, 자본재	-4.1%	15.8%	0.80	0.30	0.62
조선	-8.3%	11.6%	-0.03	-0.02	0.45
호텔, 레저	-2.5%	17.4%	0.01	0.10	0.23
유틸리티	-3.6%	16.3%	-0.01	-0.03	0.11
기계	-6.5%	13.4%	-0.51	-0.24	0.02
에너지	-7.2%	12.7%	-0.30	-0.27	0.02
보험	-2.3%	17.6%	-0.13	-0.10	-0.07
필수소비재	11.5%	31.4%	0.28	0.53	-0.10
운송	11.9%	31.9%	0.36	0.54	-0.13
소프트웨어	6.5%	26.4%	0.27	0.22	-0.21
철강	6.9%	26.8%	0.09	0.23	-0.22
화학	-0.5%	19.4%	-0.12	-0.15	-0.27
미디어, 교육	-1.4%	18.5%	-0.03	-0.24	-0.34
건강관리	8.8%	28.7%	0.23	0.14	-0.48
화장품, 의류, 완구	21.2%	41.1%	0.44	0.73	-0.48
IT가전	7.1%	27.0%	-0.02	-0.01	-0.59
건설, 건축관련	9.8%	29.7%	0.05	0.09	-0.62
디스플레이	-14.4%	5.5%	-0.10	-1.46	-1.21
은행	11.8%	31.7%	-0.68	-0.32	-1.37
비철, 목재등	25.5%	45.5%	-0.15	-0.49	-2.55
통신서비스	8.1%	28.0%	-0.66	-1.73	-3.15

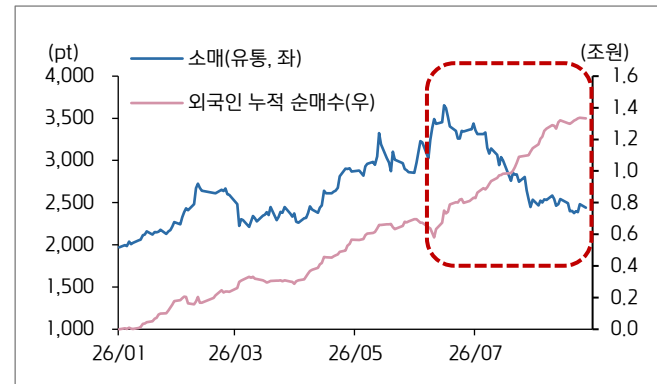
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

증권 주가와 외국인 순매수



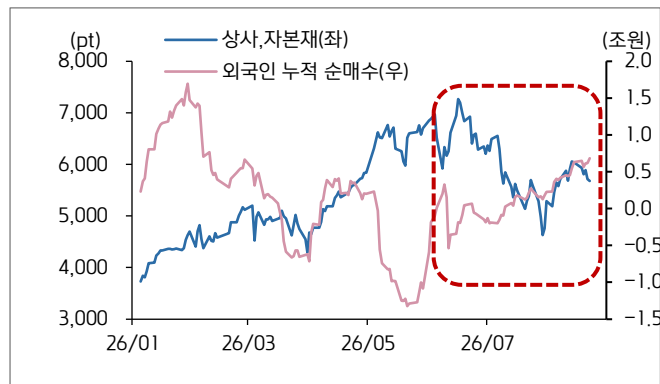
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

소매(유통) 주가와 외국인 순매수



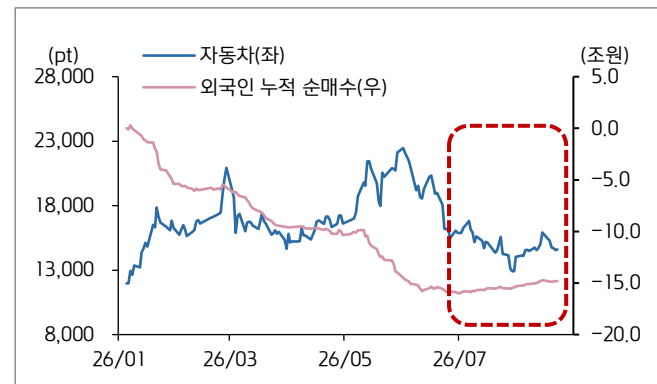
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

상사, 자본재 주가와 외국인 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자동차 주가와 외국인 순매수

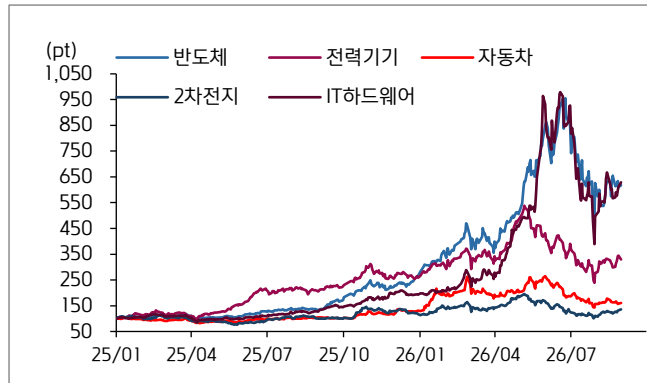


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

35.

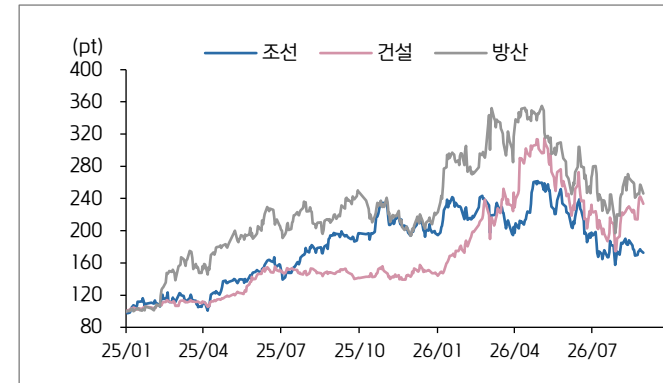
결국 AI 투자사이클을 포함한 기존 주도업종 카테고리에서 벗어나지 말아야...

반도체, MLCC, 전력기기, ESS, 로봇틱스 등 AI 인프라



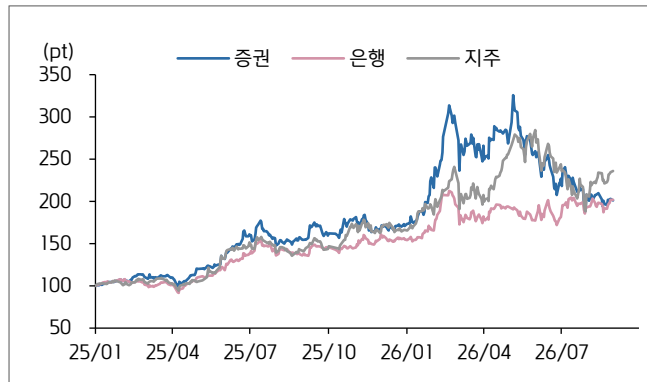
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

조선, 방산, 원전(조방원)



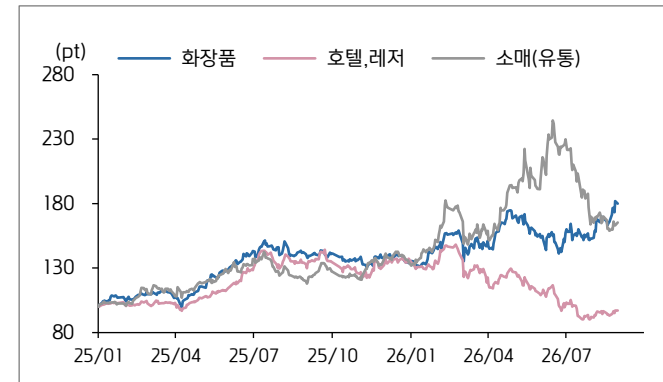
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

은행, 증권 등 주주환원



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

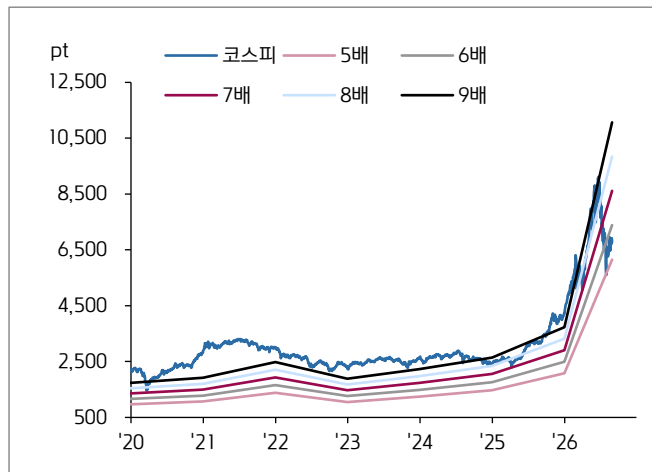
고환율, 부의 효과 등 소비재



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

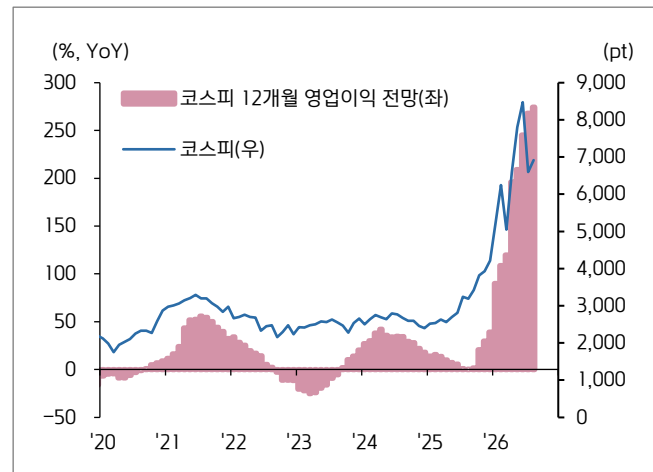
- ▶ 결론적으로 9월에도 국내 주식시장은 업종 선순환매 장세 속 회복세를 이어 나갈 전망. 3분기 실적시즌 프리뷰를 통한 코스피 영업이익 컨센서스 상향 재개, 브로드컴, 마이크론 등 미국 반도체주 2분기 실적을 통한 메모리 피크아웃 부담 완화 등 펀더멘털상 상방 재료가 생성될 것으로 예상.
- ▶ 외국인 역시 8월들어 순매도 강도가 크게 약화되고 있으며, 20일 누적 순매수 기준으로는 V자 반등 패턴을 연출하는 등 전반적인 수급 여건도 중립 이상일 전망. 다만, 7,500pt 이상에 집중되어 있는 개인 매물대로 인해 월 중 단기 상당 저항을 받을 가능성을 열고 갈 필요.
- ▶ 업종 측면에서는 여전히 바벨 전략이 유효. 주도주인 반도체주는 수급 부담으로 인해 무거워진 편이나, 시가총액 비중 수준으로 유지할 필요. 이외에도 외국인 수급 개선, 이익 모멘텀이 유효한 소매(유통), 증권, IT하드웨어, 방산, 화장품 등 여타 주요 업종을 같이 들고 가는 전략이 적절.
- ▶ 9월 코스피 예상 레인지: 6,300~7,600pt, 추천업종: 반도체, 소매(유통), 증권, 방산, IT하드웨어, 화장품

코스피 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익과 주가



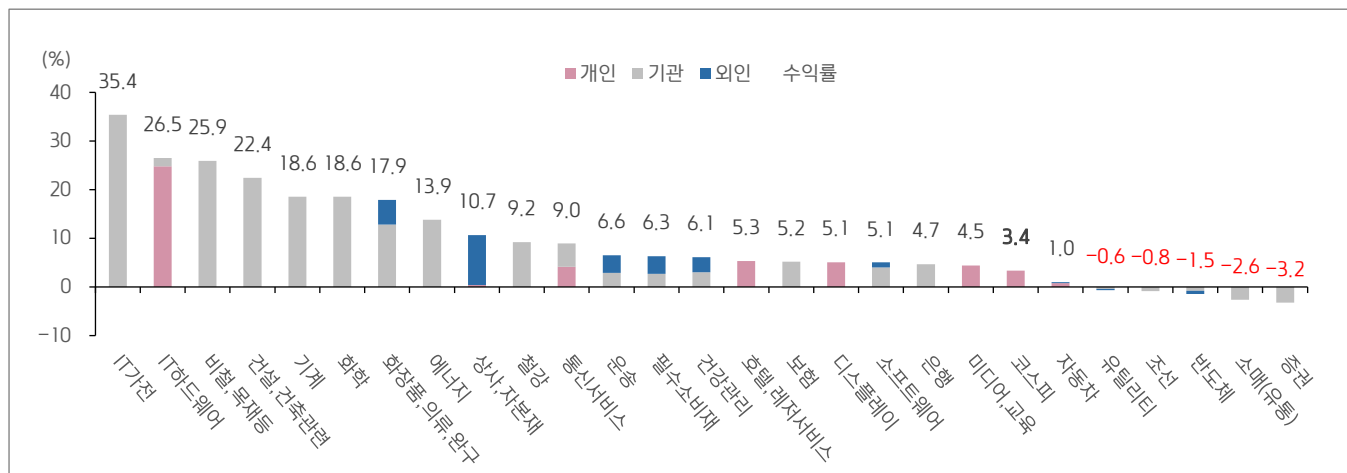
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



01. 8월 업종별 리뷰 : 확산된 증시 반등 흐름

- ▶ 8월 국내 증시는 7월의 낙폭을 회복하는 모습을 보였으나, 초대형 업종의 상승세는 제한된 가운데 그간 소외되어 있던 업종을 중심으로 반등 탄력이 두드러진 결과 지수의 상승세는 제한
- ▶ 업종별로는 IT가전(35%), IT H/W(27%), 비철목재(26%), 건설건축(22%), 기계(19%)의 상승세가 두드러짐. 반면, 증권(-3.2%), 소매(유통)(-2.6%), 반도체(-1.5%), 유틸리티(-0.6%) 업종은 하락
- ▶ 수급 흐름 상, 기관 투자자를 중심으로 매수세가 집중된 업종의 수익률이 두드러진 점이 특징적

업종별 월간 수익률

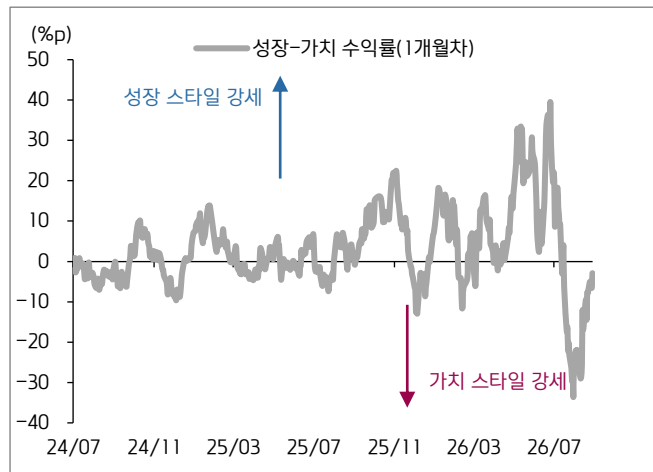


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

02. Style: 스타일 전환은 'V자' 반등 흐름으로

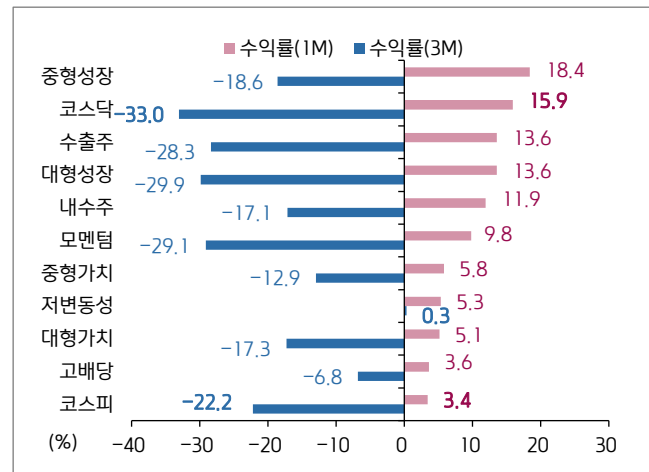
- ▶ 하반기 시작은 성장 스타일을 중심으로 한 가파른 조정세가 연출되었으나, 그간 반도체 업종에 쏠려 있던 증시의 관심이 여타 업종으로 확산되는 모습이 연출되며 성장 스타일의 반등 연출
- ▶ 다만, 반등 흐름이 대형주보다는 중소형주를 중심으로 두드러지며 코스피 보다는 코스닥의 반등폭이 컸음
 - 세부 스타일별로는 중형성장(+18.4%), 대형성장(+13.6%)이 강세를 보이며 성장주의 우위가 연출되었고, 그 외에도 수출주(+13.6%) 등의 흐름 양호
 - 반면, 고배당(+3.6%), 대형가치(+5.1%), 저변동성(+5.3%)와 같은 방어적인 스타일의 성과는 상승폭 제한

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

03. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 8월 코스피 기준, 투자 주체별 매수/매도 규모는 전월에 이어 소폭 축소. 주요 주체 중 개인(3조 2,321억원)만이 매수 우위를 기록한 가운데, 외국인 (-10조 1,659억원)과 기관 (-5조 703원)이 반도체 업종을 중심으로 매도 흐름을 집중하며 순매도폭 확대
 - 한편, 외국인 투자자는 상사자본재, 조선, 증권, 운송 등의 업종에 대해서는 매수 우위를 기록

코스피 업종별 개인/기관/외국인 8월 순매수 대금

	(십억 원)	개인	기관	외국인		(십억 원)	개인	기관	외국인		
반도체	3,206.8	-	7,879.3	-	7,130.0	조선	44.8	-	349.2	299.7	
자동차	693.0	-	837.5	-	150.2	건설,건축관련	-	406.9	664.6	-	272.7
IT가전	-	969.6	1,243.4	-	209.5	소매(유통)	108.1	-	298.4	187.3	
기계	-	48.8	395.4	-	351.4	비철,목재등	-	118.4	282.4	-	173.8
보험	-	124.0	202.1	-	77.2	운송	-	338.4	165.5	206.1	
필수소비재	-	229.9	96.2	129.8		건강관리	-	343.9	170.3	172.5	
미디어,교육	55.2	-	51.4	-	5.3	화학	-	106.2	124.6	-	21.3
화장품,의류,완구	-	505.5	336.3	132.9		호텔,레저서비스	10.3	-	1.2	-	11.9
상사,자본재	14.8	-	467.2	354.9		통신서비스	146.9	168.4	-	327.0	
유틸리티	221.7	-	138.6	-	104.3	은행	-	164.9	363.0	-	171.3
디스플레이	26.2	-	12.5	-	10.8	에너지	-	396.3	491.6	-	87.3
증권	65.7	-	359.3	296.6		소프트웨어	-	337.8	233.5	58.9	
IT하드웨어	1,580.8	108.8	-	1,729.8		철강	-	54.1	92.9	-	29.1

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 분기 실적 전망 (YoY / QoQ)

업종별 분기 영업이익 성장률 전망

전 분기 대비(QoQ)

	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
코스피	-4.5	121.4	32.6	21.9	4.2
코스닥	-21.6	49.9	27.5	19.7	10.8
에너지	-8.9	522.8	-21.5	14.4	-7.3
화학	적지▼	흑전	171.7	-34.0	33.1
비철, 목재등	43.4	70.9	-15.3	-13.4	1.0
철강	-98.1	8762.3	19.7	15.2	3.7
건설, 건축관련	적전	흑전	6.4	1.7	6.2
기계	10.3	24.6	13.3	3.9	9.7
조선	9.0	37.7	-2.6	11.3	5.4
상사, 자본재	-26.6	113.0	24.9	14.6	-3.4
운송	13.7	55.9	-64.7	187.8	-9.5
자동차	-7.5	20.3	17.9	-1.0	3.3
화장품, 의류, 완구	-17.0	44.2	3.6	7.2	-17.0
호텔, 레저서비스	-46.6	흑전	-0.5	-	-24.8

	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
미디어, 교육	28.6	적전	흑전	18.3	-8.8
소매(유통)	-11.2	42.6	-22.7	50.5	-3.2
필수소비재	-46.0	59.4	-0.9	27.0	-30.6
건강관리	-37.0	41.7	16.7	9.5	2.9
은행	-35.1	61.6	6.7	1.0	-37.5
증권	-19.4	104.1	12.1	-33.8	-17.9
보험	-59.9	188.0	-7.8	-14.2	-37.8
소프트웨어	-5.7	9.9	10.5	0.5	2.1
IT하드웨어	-1.3	40.7	6.2	52.2	17.0
반도체	65.9	141.1	54.7	29.3	10.2
IT가전	적전	적지▲	-11.2	20.3	-17.2
디스플레이	-56.1	적지▼	적전	흑전	5.3
통신서비스	-31.0	149.3	12.9	-5.3	-29.8
유틸리티	-57.4	99.3	-48.3	25.5	-56.7

전년 동기 대비(YoY)

	2026E	1Q26	2Q26E	3Q26E	2027E
코스피	234.3	144.6	246.6	236.3	32.8
코스닥	63.6	83.7	48.4	70.3	42.6
에너지	461.1	639.8	3386.1	193.7	-20.8
화학	227.8	-2.8	207.7	1.5	74.7
비철, 목재등	80.3	98.7	85.3	94.2	-8.5
철강	67.5	14.6	9.8	32.4	34.3
건설, 건축관련	104.7	31.4	11.0	39.3	22.4
기계	58.3	47.4	47.9	65.5	26.3
조선	83.1	91.1	75.5	61.9	8.3
상사, 자본재	42.4	107.0	19.3	28.6	20.4
운송	11.9	-7.0	-53.1	83.9	18.0
자동차	8.4	-18.1	-3.3	30.8	13.3
화장품, 의류, 완구	40.9	17.3	30.4	39.5	16.4
호텔, 레저서비스	16.0	-5.1	14.1	-	13.4

	2026E	1Q26	2Q26E	3Q26E	2027E
미디어, 교육	39.8	적전	45.4	138.0	33.7
소매(유통)	43.9	39.7	61.3	39.2	15.6
필수소비재	16.3	13.2	6.1	10.2	11.4
건강관리	41.3	45.3	33.4	14.3	19.7
은행	11.5	7.7	13.7	13.1	5.7
증권	67.9	100.7	85.3	22.7	-19.7
보험	31.1	18.6	12.4	14.5	33.4
소프트웨어	18.8	12.5	23.7	14.5	16.3
IT하드웨어	124.2	179.1	165.7	104.4	64.2
반도체	602.9	564.7	929.0	714.2	41.0
IT가전	241.0	적지▼	115.2	115.4	78.3
디스플레이	66.1	적지▲	적지▲	2.6	42.6
통신서비스	17.8	-14.6	-11.9	84.7	6.6
유틸리티	-30.1	1.3	-4.7	-47.5	30.2

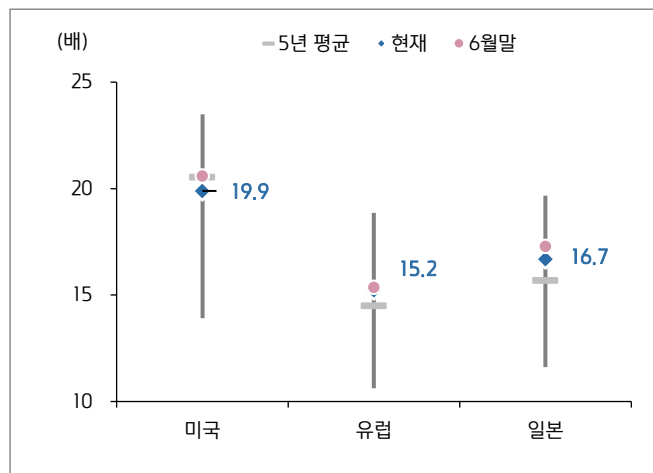
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05.

선진 그리고 신흥 권역간의 밸류에이션 레벨 차별화

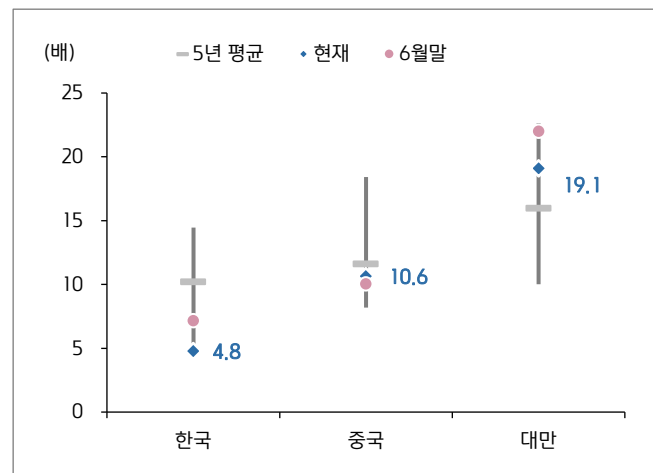
- ▶ 글로벌 증시의 변동성이 높은 모습이 지속됨에 따라 상대적으로 방어적인 성격의 업종 비중이 높은 미국 이외의 선진 권역으로의 자금 유입
- ▶ 그 결과 유럽과 일본의 PER 밸류에이션은 여전히 5년 평균을 상회하는 수준에 위치. 반면, 미국은 순환매에 힘입어 점진적인 주가 상승을 기록하는 가운데, 실적 전망이 꾸준히 상향 조정되며 밸류 부담 완화
- ▶ 반면, 신흥 권역 내에서는 한국의 주가수익 비율이 가장 낮은 수준을 이어가고 있음. 한편, 대만 역시도 하반기에 접어들어 변동성이 높은 모습을 이어가고 있는 가운데, 실적 전망의 우상향 흐름이 지속되며 최근 5년 기준 최고점에 달했던 밸류에이션 수준이 큰 폭으로 안정

주요 선진국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



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

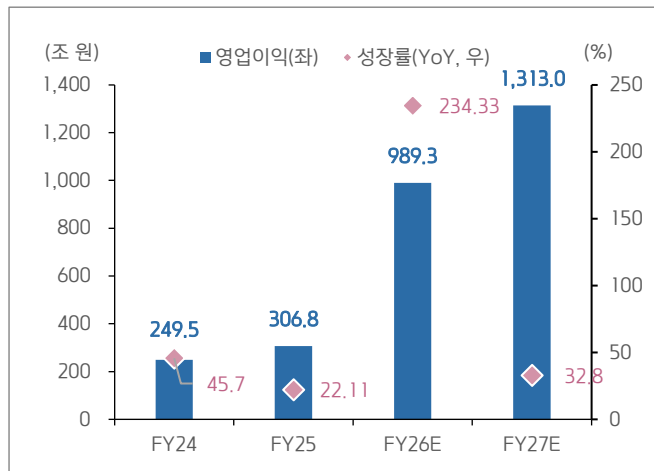
주요 신흥국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



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

- ▶ 코스피의 '26년 영업이익의 전망은 지난 달 970조 수준에서 2분기 어닝시즌을 소화하며 989조원 까지 상향. 상반기 만큼 탄력적인 상향 속도는 아니었지만, 그간 반도체 업종에 집중되어 있던 실적 흐름이 확산되었다는 점이 긍정적
- ▶ 실적 개선 흐름이 비반도체 업종으로 확산되기도 했으나, 업종 간의 차별화 흐름이 지속되며 전체 금액의 합 관점에서는 혼재된 흐름이 연출. 그 결과 반도체 업종을 제외한 코스피의 선행 12개월 PER은 12배 수준에서 지속되며 밸류에이션 저평가 매력이 부각되지는 못함

코스피 연간 영업이익과 성장률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

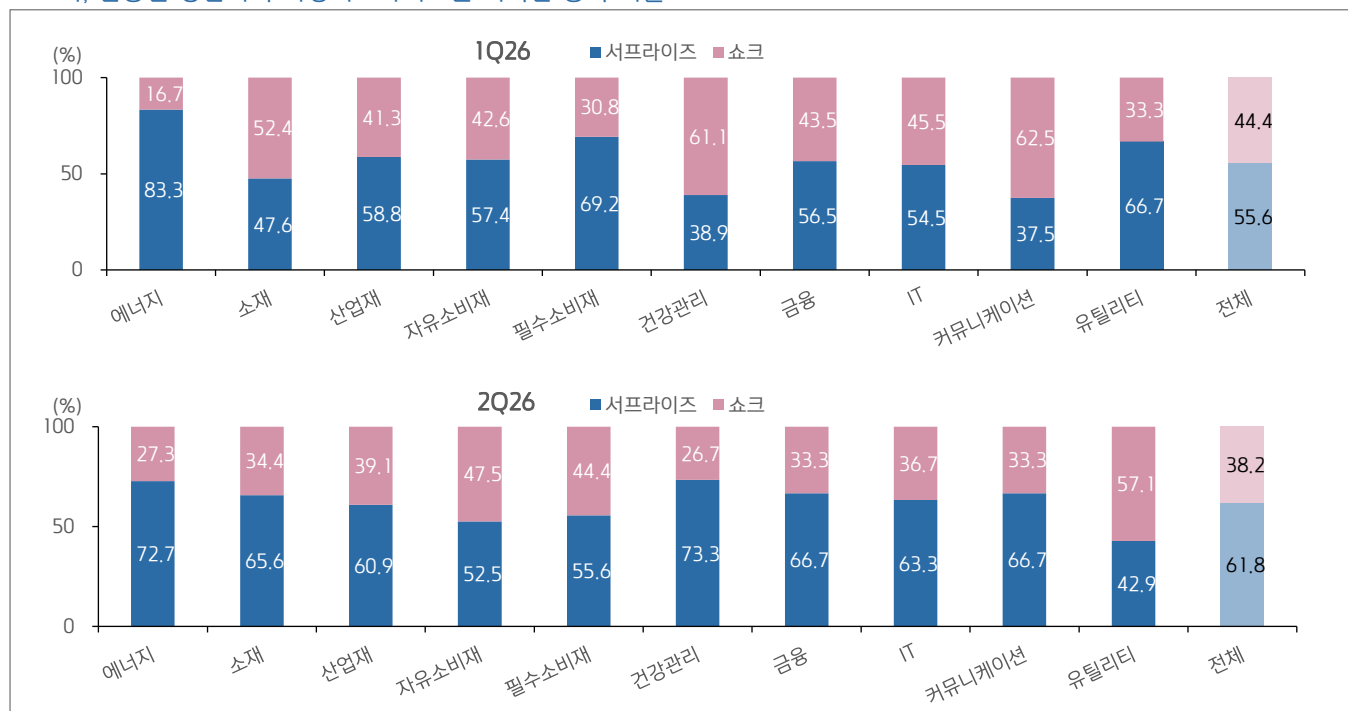
코스피와 반도체 업종 제외 경우의 PER(Fwd. 12M) 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2분기 어닝시즌이 끝난 가운데, 코스피 250여개 기업 중 실적 전망을 상회하는 결과를 발표한 어닝 서프라이즈 기업의 비율은 2분기에는 61.8%를 기록하며, 지난 1분기(55.6%) 대비 개선
- 세부 업종별로 살펴보면, 건강관리 업종의 어닝서프라이즈 기록 비율이 39%에서 73%로 가장 큰 폭으로 확대됐고, 커뮤니케이션서비스(38%→67%)와 소재(48%→66%) 업종 역시 서프라이즈 비율이 큰 폭으로 늘었음.. 이외에도 IT(55%→63%)와 금융(56%→67%) 업종은 지난 1분기에 이어 서프라이즈 비율이 재차 개선

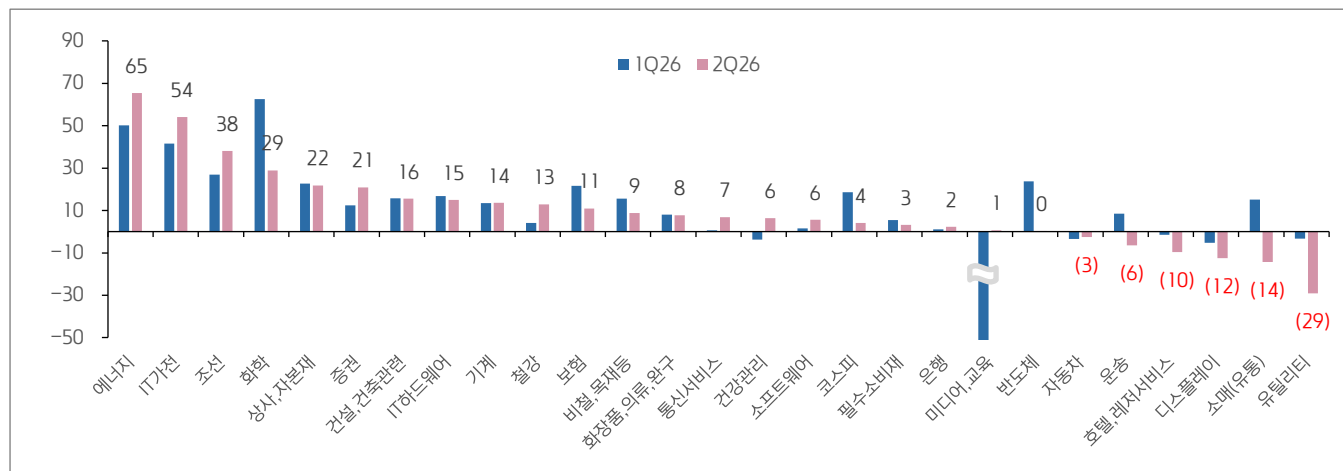
코스피, 업종별 영업이익 어닝서프라이즈를 기록한 종목 비율



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 추정 금액 대비 상/하회 강도 측면에서의 서프라이즈 정도를 살펴보면, 코스피의 2분기 영업이익은 컨센서스를 +4.1% 상회한 것으로 집계. 이는 지난 1분기(+18.6%)와 비교해서는 둔화된 탄력으로, 반도체 업종의 시장 기대치가 상반기 동안 빠르게 높아지며 추가적인 서프라이즈가 제한된 까닭
- ▶ 업종별로 살펴보면, 중동전쟁에 따른 유가 및 원자재 가격 급등이 업종별로 정반대의 결과를 낳은 점이 특징.
 - 원가 상승분을 가격에 전가할 수 있었던 에너지, IT가전, 화학 업종을 비롯해 고선가 수주 물량이 반영된 조선 업종의 어닝서프라이즈 양호. 또한, AI 데이터센터 투자 확대와 맞물려 IT하드웨어, 통신서비스, 기계 업종 역시도 시장 컨센서스 상회

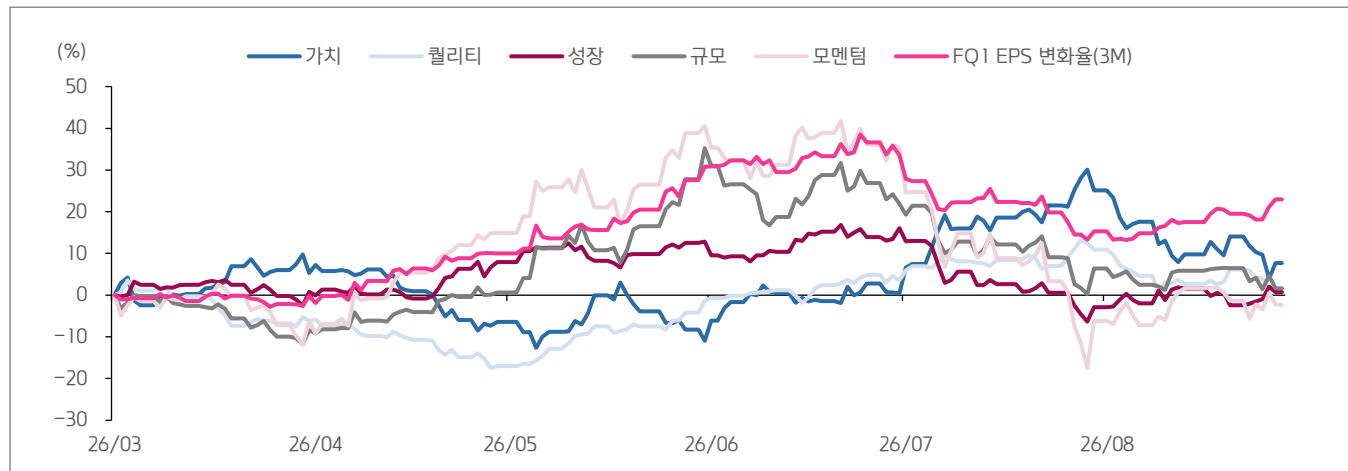
코스피, 업종별 어닝서프라이즈(실적치와 컨센서스 대비 변화율)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 하반기에 접어들며 그간 증시를 강하게 주도해 온 모멘텀 상위 종목들의 성과 개선이 제한된 가운데, 그간 소외되어 있던 종목군을 중심으로 로테이션 흐름이 연출되고 있음
- ▶ 특징적인 점은 증시 변동성이 높았던 7월 가치 스타일의 강세가 두드러졌으나, 8월에 들어 가치 스타일의 약세가 이어지고 있다는 점. 하지만 그와 대응되는 특징을 지닌 성장주의 성과 또한 개선되기 보다는 혼조 흐름을 보이며 가치와 성장 스타일 간의 우위를 판단하기 어려운 국면
- ▶ 다만, 이러한 상황에서도 8월 이후 점진적으로 성과 개선 흐름을 이어가는 스타일 팩터는 이익모멘텀 팩터가 유일한 상황. 증시 변동성이 높아진 상황에서는 실적이 개선세가 확인되는 종목군을 중심으로 변동성 관리 필요

코스피200, 주요 스타일 룱/샷 누적 성과

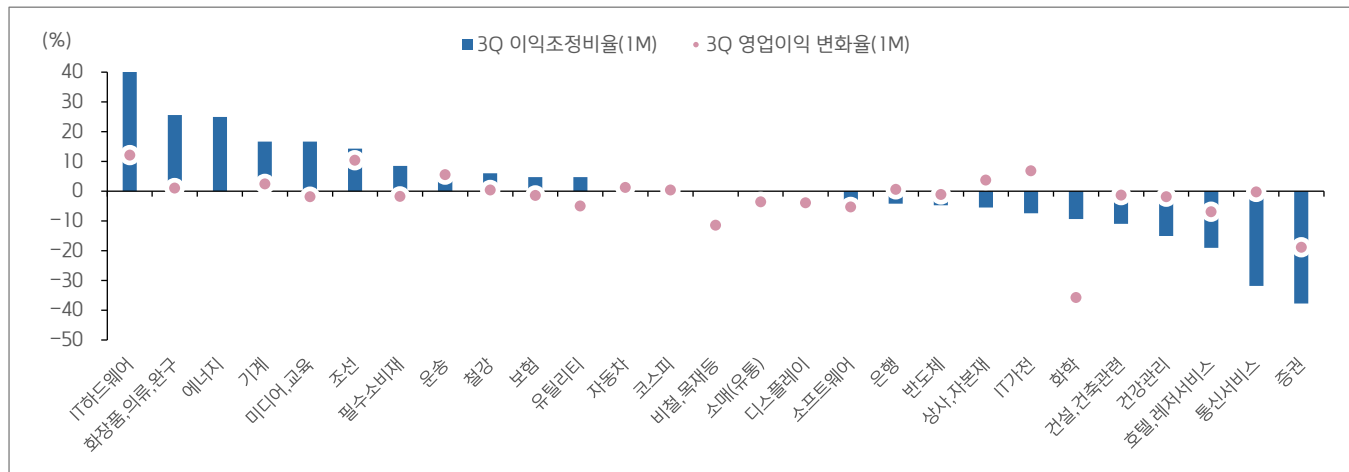


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 이익모멘텀 개선되는 업종 중심의 대응

- ▶ 어닝시즌이 종료되며 실적 변화폭이 제한된 구간에 접어들 것으로 판단되나, 매크로 불확실성이 높아지고 특히나 미국의 장기금리 상승에 따른 금융시장 경계감이 높아진 상황. 9월 역시도 증시의 높은 변동성이 예상되는 만큼 가까운 분기의 실적 개선이 확인되는 업종을 중심으로 하방 안정성에 대비할 필요
- ▶ AI 밸류체인의 구조적 성장에 힘입어 이익전망의 개선 방향성이 양호한 IT H/W, 기계 업종을 비롯해 견조한 수출 실적이 확인되는 화장품, 조선 업종 등의 주가 흐름이 양호할 수 있을 것으로 기대

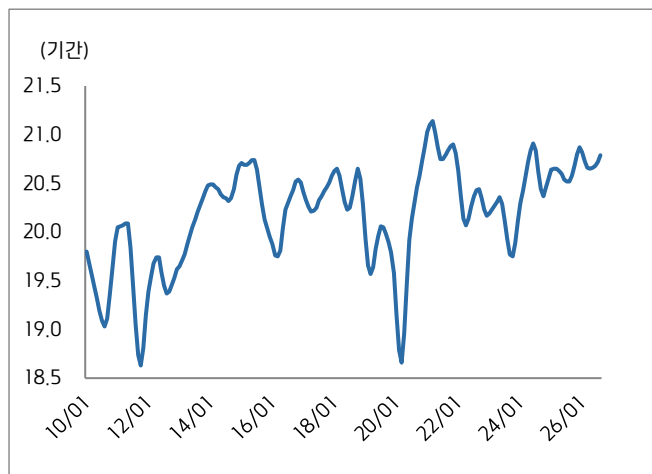
코스피, 업종별 3분기 이익조정비율과 영업이익 전망치 변화율 (1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

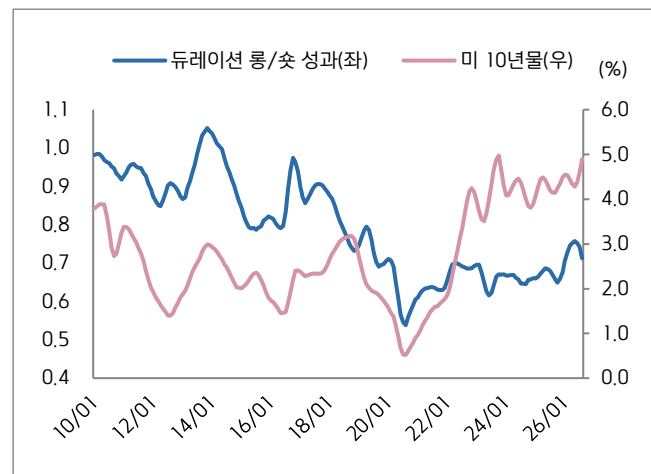
- ▶ 주식 듀레이션의 역사적 고점권 재진입으로 증시의 할인율(금리) 민감도가 높아진 상황
 - 현재 S&P 500 내재 듀레이션은 ~20.8년 수준까지 재확대되어 2021년 초저금리 유동성 장세 정점에 근접. 이는 증시 전체의 밸류에이션이 단기 실적보다 미래 이익에 크게 의존하고 있어 향후 장기금리 상승 및 할인율 충격에 민감한 구조.
- ▶ 장기 금리상승 시 단기 현금흐름이 견고한 Low-Duration 주식은 가치 훼손이 적은 반면 먼 미래 현금흐름에 의존하는 High-Duration 주식은 할인율에 민감한 구조를 지니고 있어, 장기적으로 금리 상승 국면에서는 듀레이션 관리의 필요성이 높아짐

미국, S&P 500 내재 듀레이션 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, 듀레이션 롱/숏 성과와 10년물 금리 추이

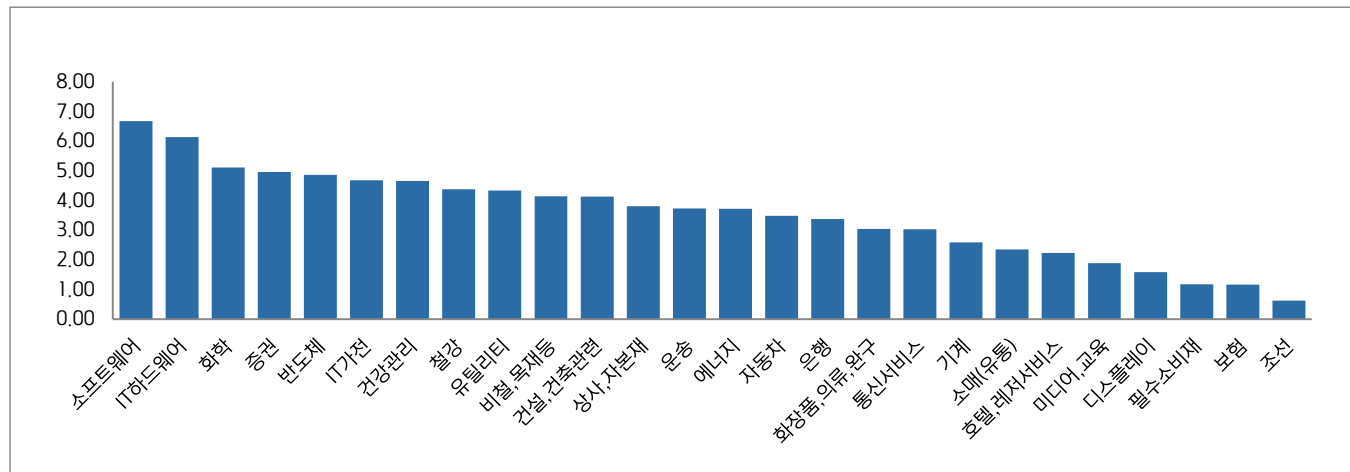


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12. 국내 증시 업종별 금리 변화 민감도 점검

- ▶ 미 장기 금리의 상방 압력을 둘러싼 시장 변동성이 높게 예상됨에 따라 금리 듀레이션에 따른 영향은 증시 내에서도 부각될 것으로 판단. 일반적으로 성장주의 성격이 강한 업종들이 금리 민감도가 높게 유지되는 만큼 해당 업종들 내에서는 실적 개선이 확인되는 업종 중심의 압축 대응 필요

코스피 업종별 미 장기 금리 민감도(최근 5년 기준)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터