

[전략] 9 월 전망

# 반도체와 확산의 티키타카





머

## CONTENTS

|                           |    |
|---------------------------|----|
| I . Summary               | 3  |
| II . 금리만 빼면 나쁘지 않은 매크로 환경 | 4  |
| III . 박스피와 계절성            | 18 |
| Appendix                  | 40 |

## I. Summary

### 테크와 non-테크 간의 팽팽한 줄다리기

#### 양호한 매크로 환경

매크로 환경은 연초부터 양호했다. 광기의 시장 흐름에 가려져 있었을 뿐이다. 경기는 예상보다 양호하고 인플레이는 예상을 벗어나지 않고 있다. 잉여유동성도 꾸준히 늘어나는 국면이다. 자산배분 관점에서 주식 선호도를 낮출 요인은 잘 보이지 않는다.

#### 매파적 스탠스도 크게 나뉘 것은 없다

워시 의장은 잭슨홀에서 인상 가능성을 시사했다. 중간선거 일정을 감안하면 10월보다 9월 쪽에 무게가 실린다. 다만 인상이 주식에 일방적으로 부정적이지는 않다. 금리 레벨 자체보다 명목성장률 대비 금리 수준이 중요하다. 매파적 스탠스가 달러 약세를 되돌린 점은 오히려 미국 자산에 우호적이다. 미국은 수출국이 아니라 소비국이며 AI capex의 수입 의존도가 빠르게 높아진 상태다.

#### 수급을 감안하면 지수 상단이 막혀있을 것

지수 경로 전망은 크게 바뀌지 않는다. 반도체 12개월 선행 영업이익 추정치는 7월 초 850조원 부근에서 상향이 멈춘 채 두 달째 횡보 중이다. 반면 반도체 제외 코스피 추정치는 하락 국면에서도 꾸준히 올라 360조원에 도달했다. 상방을 뚫어줄 재료가 부재하다. 개인 매물대는 7,500pt 위에 누적되어 명확한 저항선으로 작동한다.

#### AI 인프라에서 AI 수익화 진영으로 초점이 옮겨지는 중

AI 수요가 늘어난다는 명제와 마진이 개선된다는 명제는 다르다. Kimi-3 출시 이후 token expenditure index는 하락 중이다. 사용량은 늘어도 단위 비용이 줄고 있다는 의미다. 시장은 이미 다음 레이어를 보고 있다. 에어비앤비는 AI 상담 에이전트로 예약 건당 지원비용을 16% 낮췄다. AI로 만든 마진을 분기 실적으로 증명한 셈이다. 빅테크 5개사의 2026년 합산 캐팩스는 7,600억달러 수준으로 추정된다. 아래 레이어가 숫자로 성과를 증명할수록 위쪽 레이어에 대한 수익성 챌린지는 계속될 것이다. 코스피가 AI 인프라 레이어에 사실상 전부 몰려 있다는 점이 부담이다.

#### 계절성과 종목장세

계절성도 종목장을 시사한다. 고베타 룬셋 지수는 8~10월 성과가 가장 좋았다. 블루웨이브 확률은 약 45~50%다. 민주당이 승리하면 데이터센터 증설 속도가 늦춰질 수 있다. 코스피 영업이익 1,320조원이라는 눈높이도 부담이다. 결론적으로 10월을 변동성 확대 구간으로 두고 선거 이후를 회복 구간으로 보는 접근이 유효하다. 지수 베팅보다 종목 선별의 실익이 큰 구간이며 외국인 선호가 확인되는 화장품과 2차전지의 모멘텀은 9월까지 이어질 것으로 보인다.

## II. 금리만 빼면 나쁘지 않은 매크로 환경

### 주식하기 딱 좋은 날씨

#### Stocks, growth, and inflation

매크로 환경은 나쁘지 않음

전쟁과 반도체로의 쏠림으로 인해 시장의 과열과 조정의 과정 속에 있다. 매크로 환경은 연초부터 양호했다. 하지만 광기의 시장 흐름 속에 가려져있었을 뿐 여전히 매크로 환경은 우호적이다.

높은 금리와 물가에도 주식시장이 나쁘지 않은 이유는 명목 성장률이 높기 때문이다. 실질적으로 금리의 긴축적인 영향이 물가로 상쇄된다. 그리고 애매하게 균형보다 높은 물가가 수요를 훼손할 수준이 아니라면 오히려 실질 성장은 유지되면서 명목 성장을 밀어 올린다. 이는 S&P500이 꾸준히 우상향을 진행할 수 있었던 배경이다.

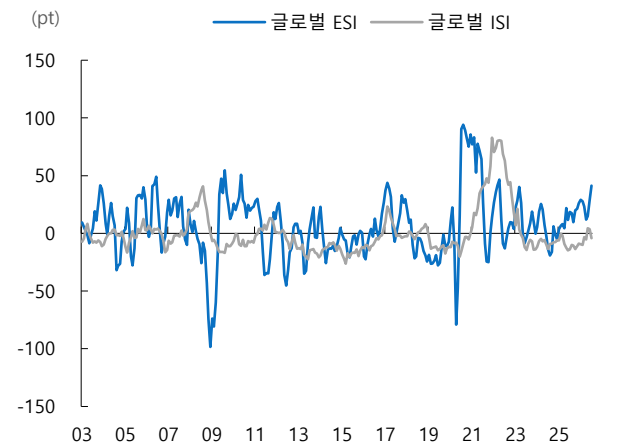
글로벌 ESI는 플러스권을 유지하는 반면 ISI는 0 부근에 머물러 있다. 글로벌 전반의 경기 지표는 예상보다 양호한 전개를 보이고 있으며 인플레이션은 예상을 벗어나진 않고 있다. 전쟁의 노이즈로 물가 불확실성이 컸다. 유가도 배럴당 80불 전후 수준에 머무르고 있어 중동 상황이 악화되지만 않으면 골디락스 환경이 지속될 수도 있다.

인상하더라도 1회에 그칠  
가능성

미국 경기 서프라이즈 지수는 하락하는 중이다. 하지만 지금 국면에서는 긍정적인 신호로 봐야할 것 같다. 미국 지표는 소폭 하회했다. 7월 비농업 일자리는 2.3만개 감소했다. 7월 소매판매는 전월비 -0.6%로 +0.1% 예상을 크게 하회했다. 8월에 확인할 수 있는 지표들 중 PCE를 제외하면 다 완화된 스탠스에 힘을 실어주고 있다. 9월 인상 가능성이 높아졌으나 2회 인상까지 번질 가능성은 낮다는 판단이다.

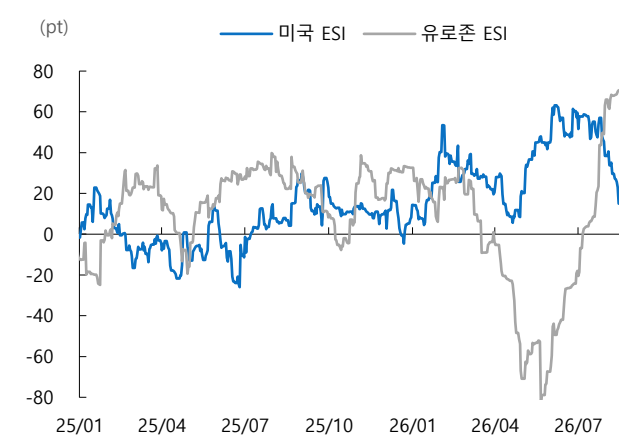
자산 배분 관점에서 주식 선호도를 낮출만한 요인은 잘 보이지 않는다.

그림1. 양호한 경기 흐름에도 인플레이션 압력이 높아지지 않음



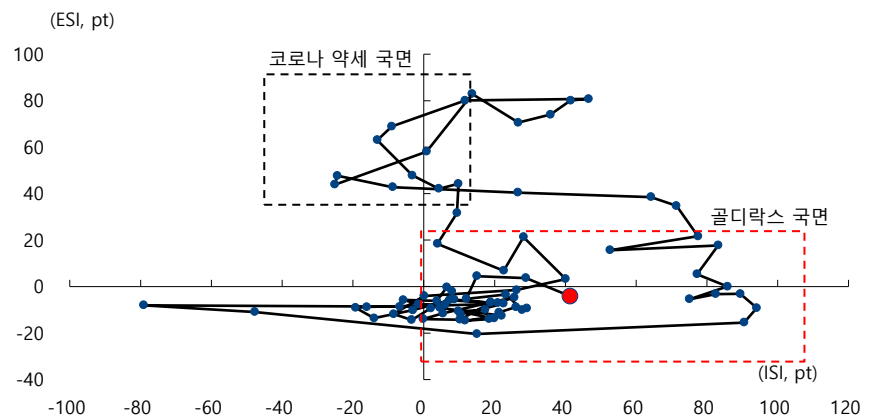
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 소매판매 및 고용 소폭 하회하며 연준의 인상 기대감이 오히려 후퇴하면서 bad is good으로 해석



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

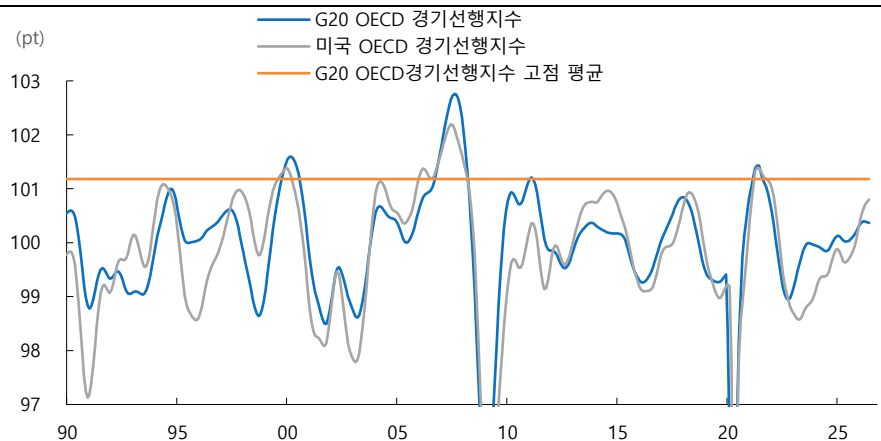
그림3. 이상적인 구간에 머무르고 있는 글로벌 경기 흐름



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 20년 1월 이후 월간 데이터

그림4. 글로벌 선행 지수 흐름도 양호



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

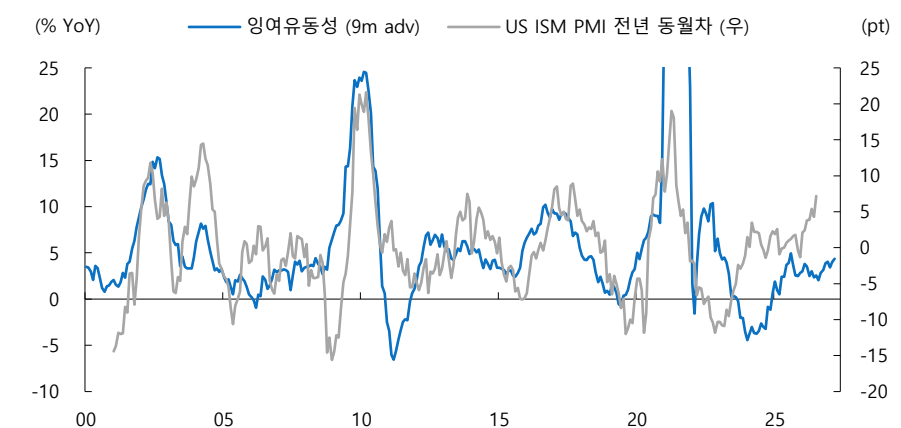
## 양호한 유동성 환경

잉여유동성은 꾸준히  
늘어나는 국면

유동성 확장 국면은 여전하다. 미국내 잉여 유동성은 꾸준히 늘어나고 있다. 블룸버그 금융환경지수도 완화적 영역으로 접어들었다. 9개월 선행한 잉여유동성 경로는 향후 ISM PMI 개선을 시사한다. 유동성 국면이 꺾이는 조건은 기준금리 인상이다. 당분간 미국 경기 흐름은 양호한 경로를 따라 전개될 가능성이 높아 보인다. 너무 뜨겁지 않은 온도로 인상을 피할 수만 있다면 주식시장에는 긍정적인 상황이다. 침체 및 경기 둔화와는 거리가 멀기 때문에 단기에 'bad is good'으로 해석되고 있다.

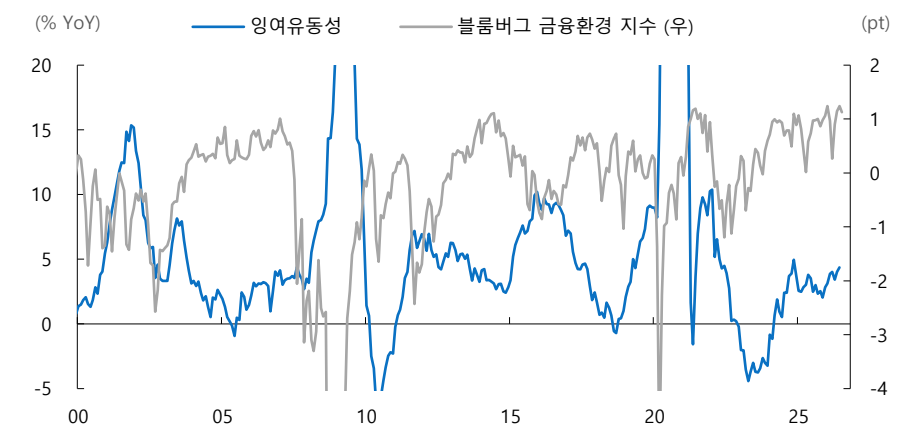
구리/금 비율도 3월 이후 상승하며 시장의 AI 베팅과 유사한 흐름을 보이고 있다. 과거 중국경제와 글로벌 경제의 프록시 역할을 했던 구리가 이제는 AI 투자의 프록시로 자리잡는 중이다.

그림5. 글로벌 유동성 경로는 양호한 경기 경로를 시사



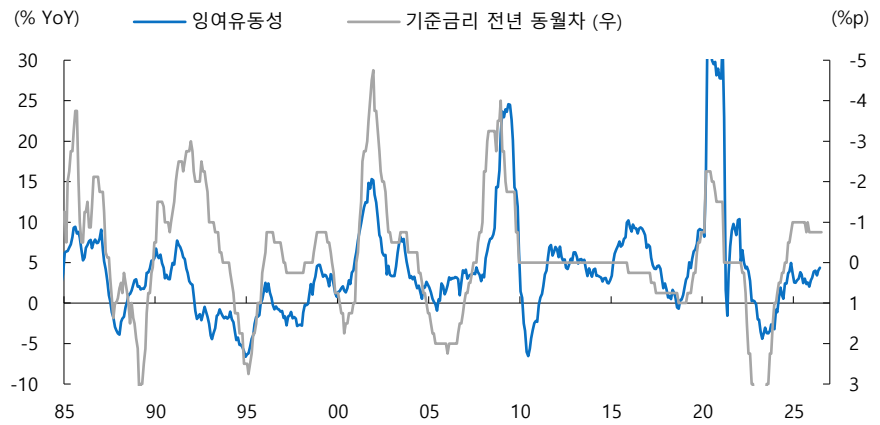
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 완화적 금융환경과 늘어나는 유동성



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 기준금리 인상만 없다면 유동성 국면이 변곡점을 맞이하진 않을 것



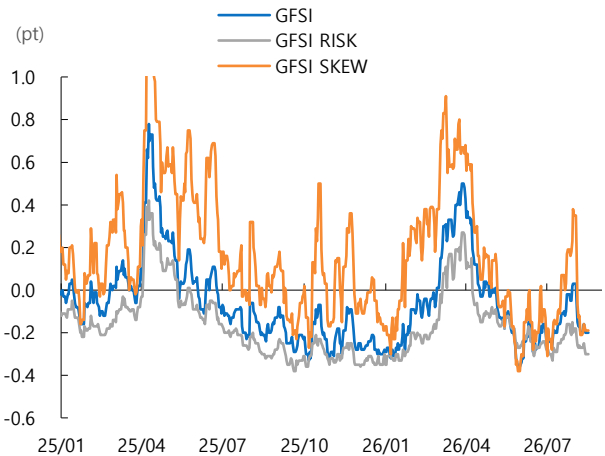
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 3월 전쟁 이후 구리/금 비율도 반등



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 금융 환경 또한 완화적인 수준으로 돌아가는 중



자료: BofA, iM증권 리서치본부

### 미국 시장에 우호적인 골디락스

AI 이외 섹터의 상승이  
지수 상승세를 유지

메모리 비중이 큰 한국 증시는 아직 전고점까지 약 30% 상승이 필요하다. 하지만 S&P500은 신고가 랠리를 달리고 있다. 숫자보다 중요한 것은 상승의 성격이다. 6월 이후 S&P500과 S&P500 ex AI의 격차가 좁혀졌다. 지수를 끌어올리는 힘이 AI 이외 섹터로 확대되는 중이라는 의미다. 같은 기간 확산 지수는 크게 하락하며 시장 참여자들의 운신의 폭이 넓어졌다. 여전히 주도주는 AI 관련 기업들로 구성되겠지만 풀림이 완화되었다는 점에서 자산 배분 관점에서 미국의 매력도가 더 높아졌다고 볼 수 있다.

확산의 흐름이 뚜렷한 미국

200일 이동평균 상회 종목 비중은 S&P500에서 뚜렷하게 올라오고 있다. 강세장 진입을 확인하는 지표다. 반면 MSCI ACWI ex US의 동일 지표는 아직 확산 조짐이 없다. 미국만큼 양호한 상승세를 보이는 지역이 드물다. 동아시아 국가의 랠리는 메모리 중심의 랠리이기 때문에 매크로 사이클보다는 AI 자체 사이클의 영향을 더 많이 받을 것이다.

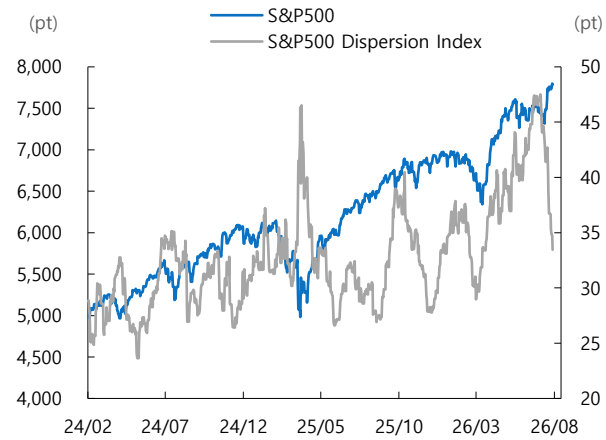
지속성 있는 확산은 미국에 국한된 현상이라는 점은 자산배분 관점에서 결정적이다. 지수 레벨이 아니라 참여 종목 수가 늘어나는 시장에 비중을 싣는 것이 좋다. 지수 상승이 밸류에이션이 아니라 이익에서 나오고 있다. ISM 제조업 PMI와 12개월 선행 EPS의 동행성을 감안하면 상승 여력은 남아 있다.

개별주식 옵션 거래량 또한  
정상화

과열 신호는 이미 해소됐다. CBOE 개별주식 콜옵션 거래량은 정상 수준으로 돌아왔다. 콜옵션 거래량이 폭발하면서 시장이 상방으로 쏠려 움직이던 멀티업 구간을 지났다. 콜옵션 거래량이 많아질수록 숫감마 형태의 상승이 상승을 불러일으키는 과열 흐름은 지속될 수 있다. 4~6월 상승장에서 특정 종목의 상승세가 지속되었던 배경 중 하나로 옵션 시장의 활발한 거래량이 지적되기도 한다. 구성종목 개별 변동성의 가중평균과 지수의 성과가 음의 상관관계로 돌아왔다. 기간 조정 속에서 많은 부분이 정상화되었다. 쉽게 말해 지수 상승의 질이 개선되었다.

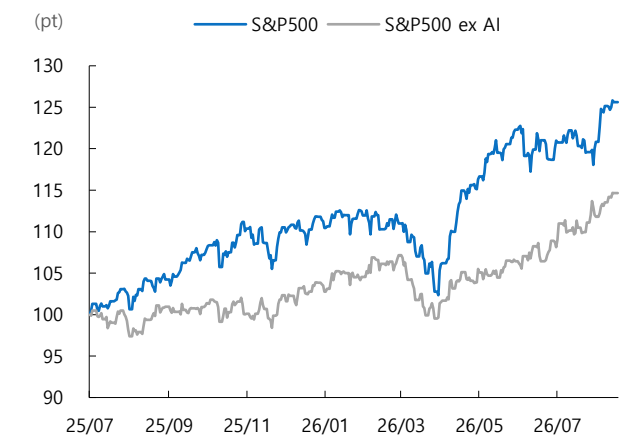
전반적으로 미국 증시는 가격조정보다는 기간 조정을 통해 질적으로 개선되었다.

그림10. 미국은 로테이션이 진행되면서 신고가 달성



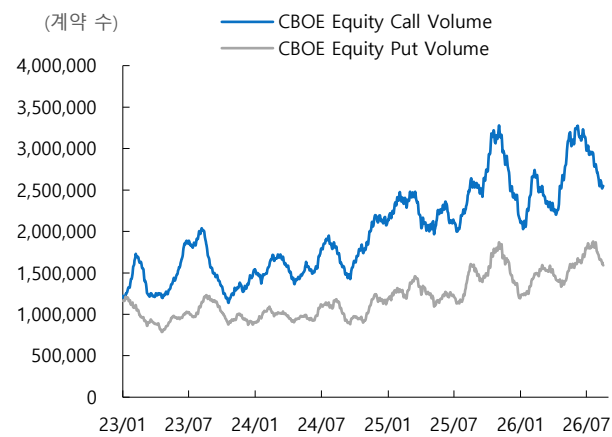
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 6월부터 AI 의존도가 낮아진 미국 시장



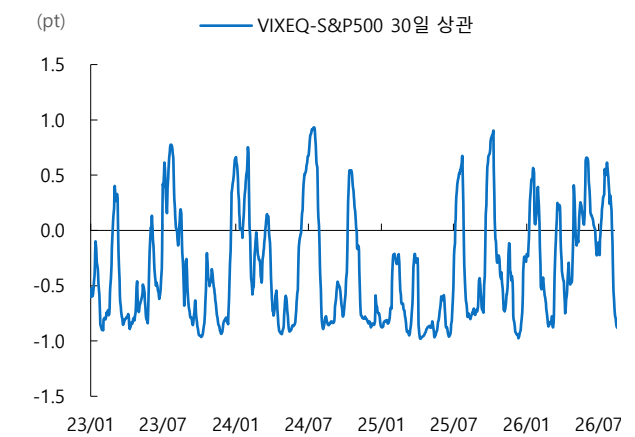
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 개별 주식 콜옵션 거래량은 정상적인 수준으로 돌아옴



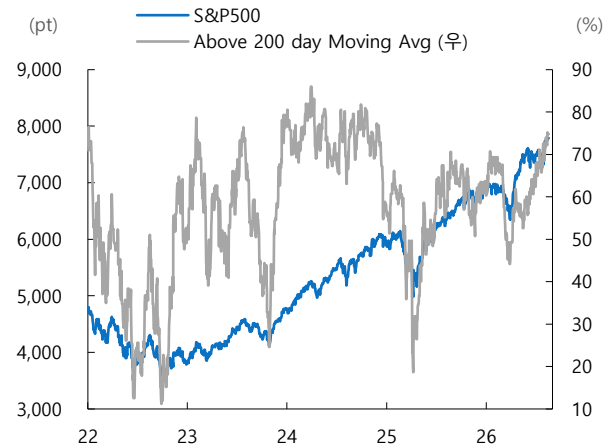
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 멜트업 구간을 지나 정상적인 상황으로 돌아옴



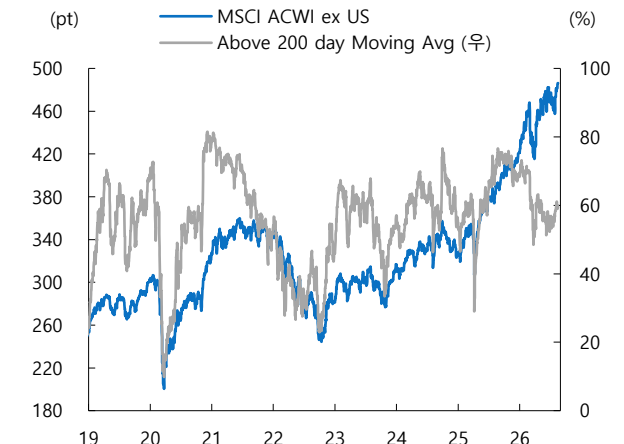
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 200일 이평 위에 있는 종목의 비중은 강세장 진입을 시사



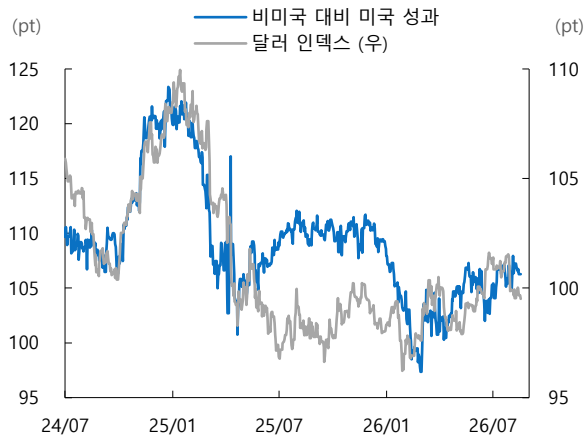
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 반면 글로벌증시는 아직 전반적인 확산이 보이지 않음



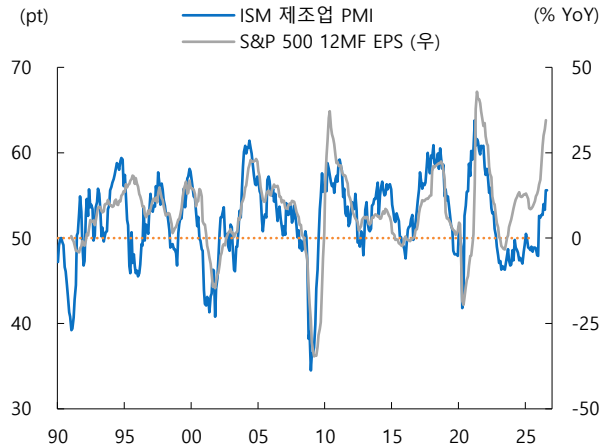
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. 달러 반등과 미국의 상대 성과 개선



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. 양호한 경기와 상향되는 이익 체력



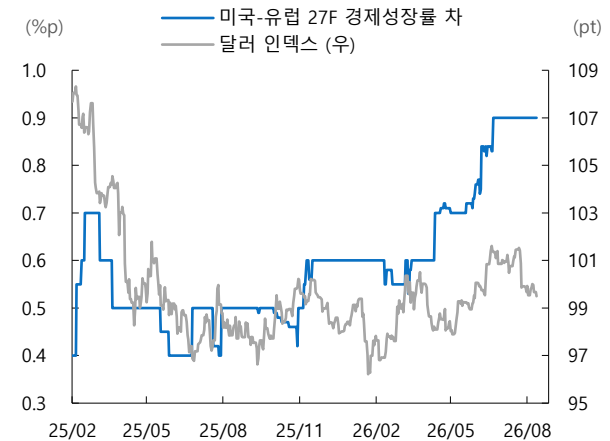
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 26년 미-유 성장률 격차와 달러 지수



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. 27년 미-유 성장률 격차와 달러 지수



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 금리에 대한 부담

### 매파적이었던 잭슨홀 미팅

매파적인 워시

케빈 워시 의장은 8월 28일 잭슨홀에서 금리 인상 가능성을 시사했다. 기저 인플레이가 목표를 향해 충분한 속도로 움직인다는 확신이 서지 않는다면 "할 일이 남아 있다"는 취지였다. 취임 이후 일관되게 유지해 온 포워드가이던스 거부 기조를 이번에도 이어 나갔다. 전임자들처럼 사전 시그널로 연준을 특정 경로에 가두는 것을 꺼리는 성향이 그대로 드러났다. 2년물 금리는 연설 직후 4.22%에서 4.30%로 올랐다.

7월 지표가 완화적으로  
나왔음에도 매파적으로  
해석

7월 FOMC 동결의 명분은 신규 데이터를 확인한 뒤 판단하는 편이 낫다는 것이었다. 정작 이번에는 유가 하락에도 기저 인플레이가 의미 있게 개선되지 않았다고 언급했다. 데이터를 기다리자는 논리와 데이터가 이미 실망스럽다는 진단이 한 연설 안에 공존했다. 인상 조건이 충족돼 가고 있다는 뉘앙스로 읽히는 이유다. 금융여건 역시 긴축적이라고 보기 어렵다는 평가를 덧붙였다. 정책금리 3.50~3.75%가 실물을 충분히 누르지 못하고 있다는 인식을 가지고 있다.

9월 FOMC는 15~16일이다. 그 직전 발표될 물가지표가 사실상 유일한 변수로 남아있다. PCE를 기준 지표로 삼는다는 점도 이번에 재확인했다. 7월 고용은 감소했고 근원물가는 비교적 안정적으로 나왔던 터라 한때 인상 기대가 후퇴했으나 PCE 물가는 예상보다 높게 나왔다.

문제는 이 정도 시그널을 준 이상 9월에 움직이지 않으면 시장이 물음표를 가질 수밖에 없는 구도가 만들어졌다는 점이다. 연준 의장의 코멘트대로 통화정책 방향이 흘러가지 않으면 신뢰도 훼손 리스크가 발생한다. 높은 확률로 인상할 수 있음을 염두에 뒀다 한다.

인상한다면 10월보다는  
9월

11월 중간선거 전 FOMC는 총 9월과 10월 두 차례다. 인상 시 Trump 대통령의 반발은 기정사실에 가깝다. 2024년 9월 50bp 인하를 두고 민주당을 지원하는 정치적 인하라는 입장을 보이기도 했다. 반대로 9월을 건너뛰면 Trump 눈치를 본 것 아니냐는 의문이 곧바로 제기된다. 어느 쪽을 택하든 정치적 해석이 따라붙는 구조다. 연준 독립성은 결국 대통령의 반대에도 정당할 때 인상할 수 있느냐에 달려 있다는 논지가 여기서 나온다. 워시는 연준의 독립성을 강조했다. 동시에 정치적 비판을 최대한 피하고 싶을 것이다. 결국 10월보다는 9월 인상이 훨씬 적합하다.

관세 같은 일회성 공급 충격이 사라지면 인플레가 자연히 2%로 돌아간다는 시각은 이번 연설에서 명시적으로 부정됐다. 65개월간 이어진 인플레의 책임이 중앙은행에 있다는 발언과 같은 맥락이다. 7월 회의에서 인상에 표를 던진 세 명(Hammack/Kashkari/Logan)과 사실상 동일한 진단이다. 7월 의사록에서도 인플레가 내려오지 않으면 긴축이 필요하다는 인식이 반대표를 던진 3명을 넘어 폭넓게 공유됐음이 확인됐다.

인상 가능성이 높아 보인다. 첫째, 판단 기준이 실현 인플레의 절대 레벨에서 기저 인플레의 개선 속도로 이동했다. 둘째 정치 일정이 겹치며 10월보다 9월 쪽에 무게가 실린다. 결론적으로 9월 인상은 고용과 물가 데이터가 인상을 막을 정도의 수준이 아니라면 인상이 단행되는 쪽에 가깝다.

금리 인상 프라이싱이 강해질수록 달러 강세 재개 가능성이 높아진다. 다만 이 경우 원화 약세로 연결될 수 있는지 살펴볼 필요가 있을 것이다.

#### 확대된 연준의 독립성과 재량권

##### 워시의 TF 출범

워시 체제 출범과 함께 연준 내부에 5개의 TF가 만들어졌다. 커뮤니케이션, 대차대조표, 데이터, 생산성 및 고용/인플레이션이다. 이 가운데 데이터 TF는 지표의 측정 과정과 방식 자체를 보완하는 역할을 맡는다. 숫자를 받아쓰는 단계가 아니라 숫자를 만드는 기준을 손보겠다는 의미다.

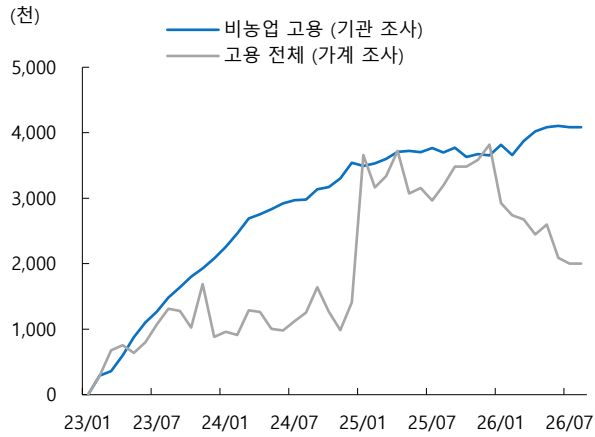
##### 경제 지표의 신뢰도가 낮아지는 중

작년 정부 섰다운 이후 미국 고용 지표 등 대부분의 지표 신뢰도가 하락하고 있다. 가게 조사 데이터와 기업 조사 데이터의 괴리가 커지는 등 헤드라인 데이터의 신뢰도가 낮아지고 있다. 연준이 기존의 데이터만 보고 결정하기 어려운 상황에서 자체적으로 더 깊게 데이터를 가공하겠다는 것이다.

시장 입장에서 달라지는 것은 예측 가능성이다. 그동안은 물가와 고용 지표 한두 개만 확인해도 인상이나 동결이냐를 대략 점칠 수 있었다. 측정의 정의와 해석 권한이 연준 안으로 들어오면 같은 숫자를 두고도 결론이 달라진다. 연준의 재량권이 커지는 방향이고 해석이 개입할 여지가 넓어지는 셈이다. 독립성을 제도적으로 보장받고 싶은 의지가 함께 반영된 구조다.

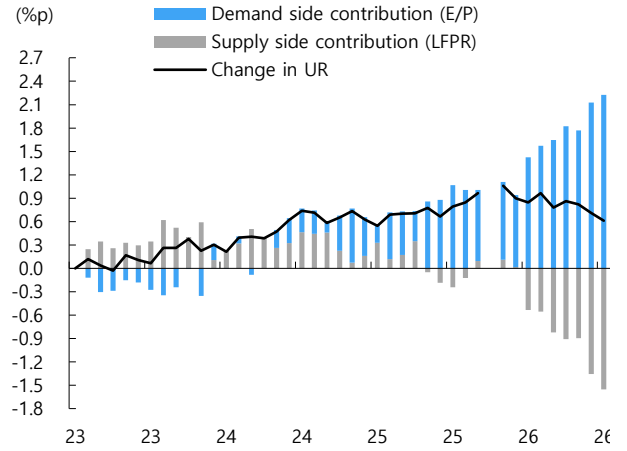
결국 내부적으로는 고유의 데이터와 해석 체계를 구축하고 대외적으로는 통화정책 결과와 최소한의 근거만 제시하는 형태로 갈 가능성이 크다. 워시 개인의 독립성과 주관의 정책 경로에 반영될 여지가 그만큼 커진다. 결론적으로 매크로 지표에 기계적으로 반응하는 대응보다 연준의 언어와 해석 프레임에 추적하는 접근이 유효해지는 국면이다. 지표 서프라이즈에 대한 시장 반응은 이전보다 둔감해지고 FOMC 이벤트 자체가 만드는 변동성은 커질 것으로 보인다.

그림20. 테이터의 신뢰도가 낮아져 동결을 단언하기 어려움



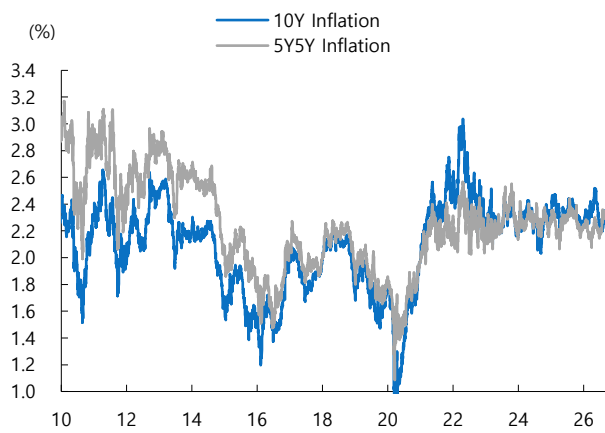
자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림21. 실업률 하락 요인 분해: 나쁘지도 좋지도 않은 고용



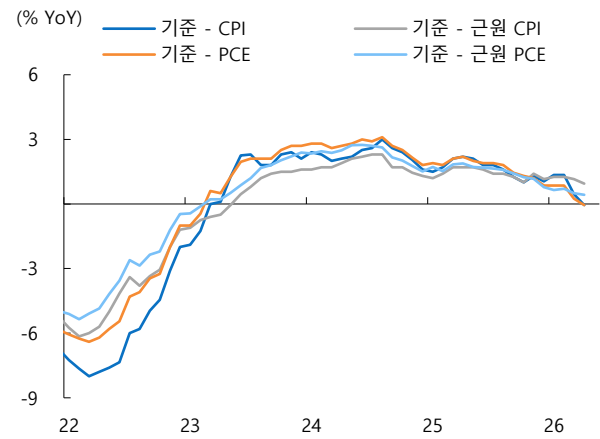
자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림22. 기대인플레이션은 코로나 이전에 비해 높아져 있음



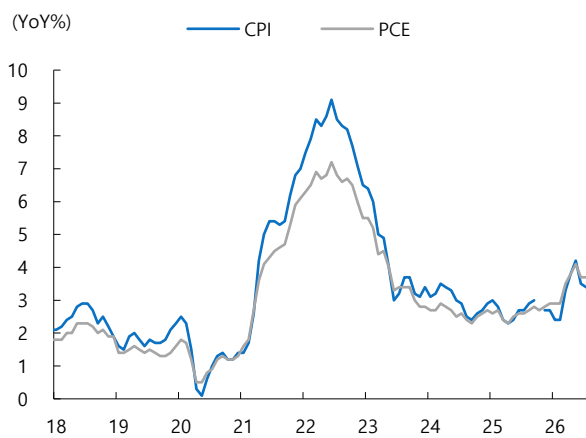
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림23. 기준금리는 물가가 높아짐에 따라 긴축적이지 않게 됨



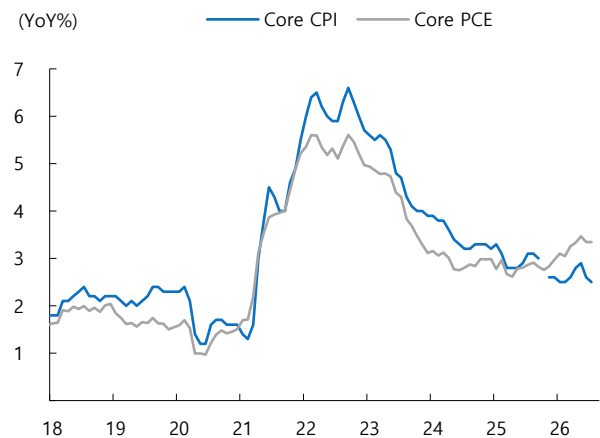
자료: BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림24. 헤드라인 지표는 에너지 가격 변동성에 따라 변함



자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림25. 근원 PCE는 다소 높은 경로를 보임



자료: BLS, iM증권 리서치본부

### 금리가 높아도 주식 자체에 부정적인 환경은 아님

금리 레벨 자체보다 명목성장률 대비 금리 수준이 중요하다. 지금의 금리 상승은 물가와 성장을 합한 명목 성장률이 올라가는 과정에서 동반된 것이다. 이 정도 부담은 주식시장이 안고 갈 수 있다. 과거처럼 10년물 5%라는 상징적 레벨에서 기계적 조정이 나올 수는 있으나 그 폭이 크지는 않을 것으로 보인다. 금리가 명목성장률을 유의미하게 상회해야 주식의 자산 선호도가 실질적으로 훼손되는데 아직 그 국면은 아니다.

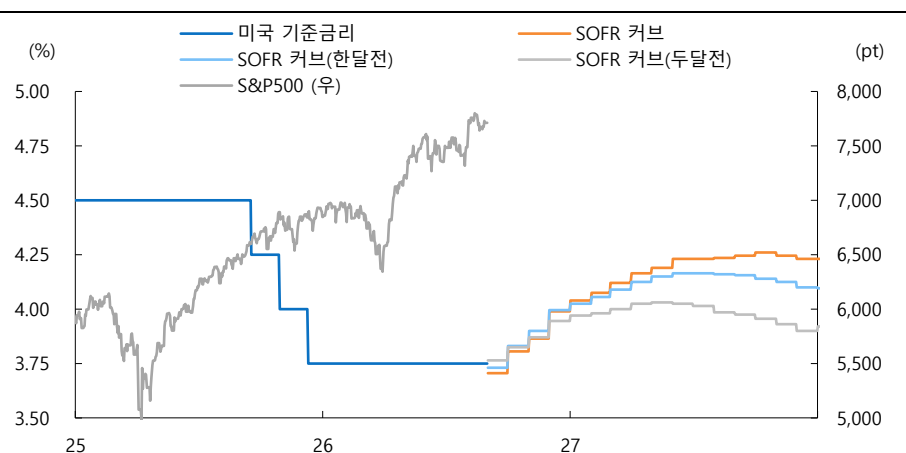
중물가 중성장 조합이  
저물가 저성장보다  
주식시장에는 더 우호적

주가는 명목 이익을 반영하지 실질 이익을 반영하지 않는다. 높은 물가가 수요 구축 효과를 일으키지만 않는다면 물가 상승은 오히려 이익의 분모가 아니라 분자를 키운다. 2% 물가에 2% 성장보다 3% 물가에 2% 성장이 주식에는 더 우호적인 조합이다. 미국 내수주가 고금리 환경에서도 견조한 이유가 여기에 있다. 테크 이외 섹터의 약진을 단순 순환매로만 설명하기 어렵다. 명목성장률을 상회하는 성장이 주식 자산군을 떠받치고 있다.

다만 금리에 민감한 섹터는 선별적 접근이 필요하다. 듀레이션이 긴 자산일수록 할인율 변화에 취약한 구조는 변하지 않았다. AI 밸류체인이 그간 금리와 동행하다가 최근 그 관계가 깨진 점을 금리 탓으로 돌리기는 어렵다. 자체 사이클의 지속 가능성에 대한 물음표가 커진 결과로 보는 편이 타당하다.

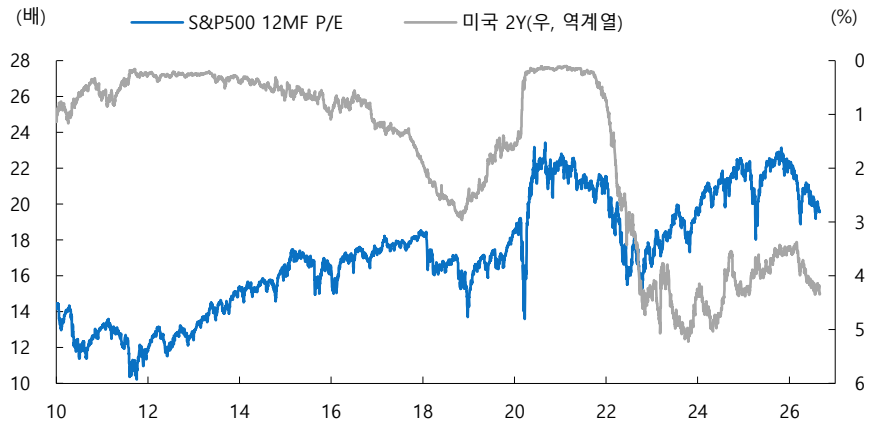
현재 금리 레벨 역시 주식이라는 자산군 전반의 선호도를 낮추는 수준은 아니다. 금리 자체가 아니라 개별 산업 사이클을 보고 판단해야 하는 국면이다.

그림26.S&P500은 인상 확률이 높아졌음에도 상승 추이가 훼손되지 않음



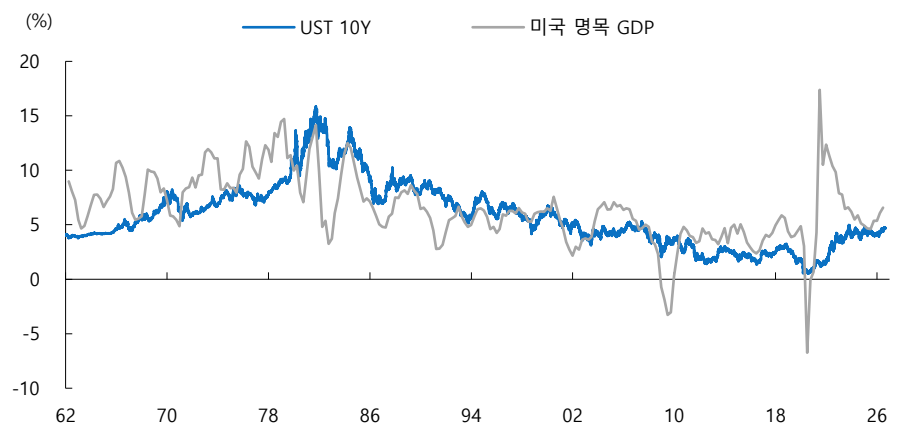
자료: Bloomberg, IM증권 리서치본부

그림27.금리에 민감해지는 시장의 흐름 - 나스닥의 흐름이 상대적으로 저조할 수 있음



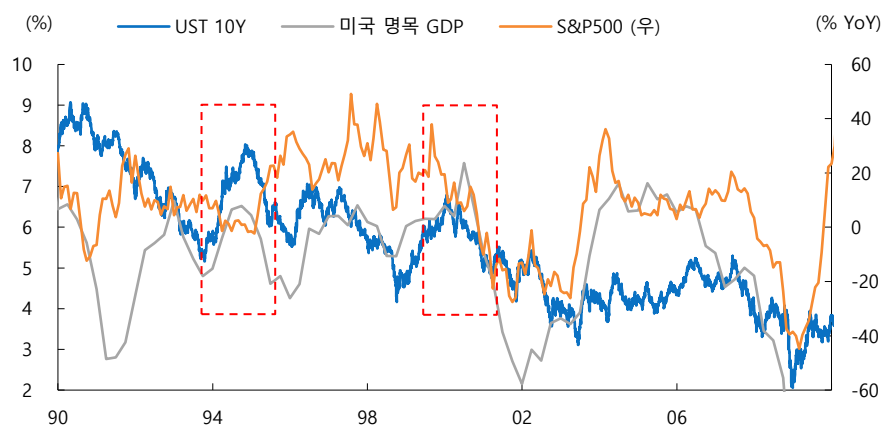
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림28.명목 성장률보다 여전히 낮은 미국 장기물 금리



자료: Bloomberg, BEA, iM증권 리서치본부

그림29.90년대, 금리가 명목 성장률을 상회하면 시장은 충격을 받음



자료: Bloomberg, BEA, iM증권 리서치본부

### 오히려 기준금리 인상으로 달러 하방이 확인된다면 주식에 긍정적인 것

워시가 지지하는 달러의  
하방. 달러의 하방 경직성은  
오히려 미국 시장과 경제에  
긍정적인 재료로 작용할 것

워시의 매파적인 스탠스는 달러의 하방을 지지하는 요인이 될 수 있다. 트럼프의 관세 부과와 베센트의 채권 시장 개입 등은 모두 debasement trading의 일환으로 미국 국채와 달러 숏의 흐름으로 이어졌다. 특히 이번에는 금융억압 형태의 베센트의 액션이 시장에서 달러에 대한 신뢰를 훼손했다. 워시의 매파적인 잭슨홀 연설로 인해 달러 약세 추세가 우선 멈췄다. 달러가 약해지지 않는 것 또한 미국 주식과 경제에 나쁘지 않다는 판단이다.

미국은 수출국이 아니라 소비국이다. GDP의 3분의 2가 소비인 경제에서 통화 약세로 얻는 가격경쟁력의 효용은 제한적이다. 오히려 수입물가 상승을 통한 구매력 훼손이 더 크게 작용한다. 유로존이나 일본, 한국처럼 수출 비중이 높은 국가와는 결이 다른 문제다. 통화 약세를 경기 부양책으로 취급하는 관성적 해석이 미국에는 그대로 적용되기 어려운 셈이다.

인플레이 억제 및 원활한  
투자로 이어질 수 있음

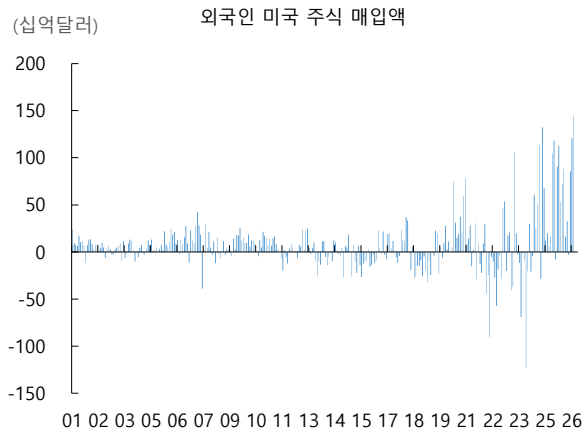
AI capex 사이클도 같은 방향을 가리킨다. 데이터센터 구축 과정에서 장비/부품/소재의 수입 의존도가 빠르게 높아진 상태다. 달러 약세는 이 투자의 단가를 그대로 끌어올린다. 하이퍼스케일러들이 감당해야 할 투자 비용이 환약세로 증가하는 구조인 셈이다. 물가 측면에서도 마찬가지다. 관세 부담이 이미 소비자물가로 전가되는 국면에서 수입물가를 눌러줄 수 있는 사실상 유일한 완충 장치가 강달러다. 인플레이를 잡는 데 강달러만큼 효율적인 수단은 없다.

미국 수입 데이터 중 자본재의 비중이 빠르게 늘어나고 있다. 수입 물가 또한 수요가 폭발하는 AI 자본재 중심으로 상승하고 있다. 미국도 약달러가 그다지 바람직하지 않다. 워시의 매파적인 코멘트에는 환율까지 반영된 것일 수도 있다.

외국인의 미국 주식 매입이  
확대되고 있어 달러의  
방향이 주식시장 수급에  
영향을 줄 수 있음

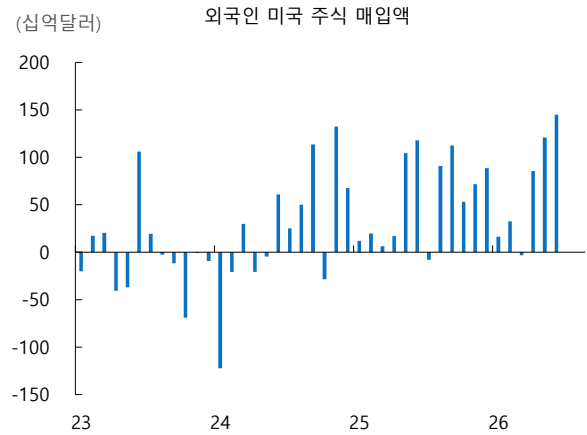
수급 측면의 논리는 더 직접적이다. 미국 주식의 외국인 보유 비중이 최근 수년간 빠르게 확대됐다. 주식투자의 특성상 이 중 상당수는 환헤지 없이 노출된 자금이다. 달러 약세는 이들에게 곧바로 환차손이다. 주가 상승분을 환율이 상쇄하는 구간이 길어지면 차익실현 유인이 커진다. 달러 약세가 미국 자산에서의 자금 유출로 이어질 수 있다.

그림30. 23년부터 본격화된 외국인의 미국 주식 매입



자료: TIC, iM증권 리서치본부

그림31. 올해 상반기 외국인 미국 주식 4,000억 달러치 매입



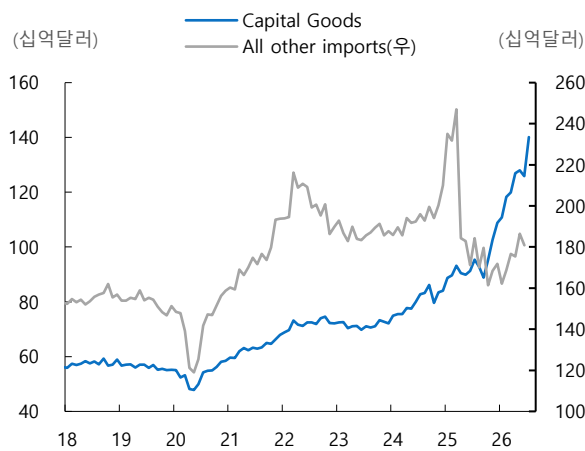
자료: TIC, iM증권 리서치본부

그림32. 트럼프와 베센트가 유발한 debasement trading발 달러 약세를 되돌린 워시



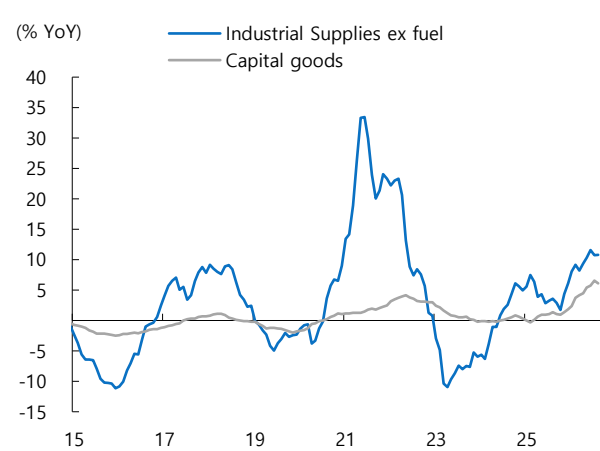
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림33. 미국 수입 중 자본재가 빠르게 늘어나고 있음



자료: BEA, iM증권 리서치본부

그림34. 미국 수입 물가 추이



자료: BEA, iM증권 리서치본부

### III. 박스피와 계절성

#### 여전히 박스권에 갇혀 있을 지수

##### 비반도체의 약진과 개인 수급

##### 코스피 박스권 전망

코스피 경로는 여전히 박스권을 전망한다. 7,000pt 전후의 박스권이 예상된다. 지수의 레벨은 기존의 예상보다 소폭 낮아질 수 있어도 경로의 방향은 크게 다르지 않을 것으로 보인다. 상단이 막혀있는 흐름은 지속될 것으로 보인다. 종목의 확산 장세는 9월까지 지속될 것으로 보인다. 코스피 지수에서 반도체가 차지하는 비중이 너무 크다. 지수 상승을 위해서는 S7의 반등이 필요하다. 하지만 종목으로의 확산이 지속된다면 지수 레벨이 크게 상승하기는 어려울 것으로 보인다.

반도체 12개월 선행 영업이익 추정치는 7월 초 850조원 부근에서 상향이 멈췄다. 지난해 8월 이후 이어진 가파른 상향 곡선이 두 달째 횡보 중이다. 반면 반도체를 제외한 코스피 12개월 선행 영업이익은 시장 하락 국면에서도 꾸준히 올라 360조원 수준에 도달했다. 이익 개선의 온기가 반도체 밖으로 확산되고 있다.

##### 개인투자자의 매물대는 여전히 고려 대상

개인투자자 매물대 분포는 상단 저항을 보여준다. 고점 이후 8월 말까지 집계 기준으로 8,000~8,500pt 구간에 26.98조원, 7,500~8,000pt 구간에 9.38조원의 순매수가 누적됐다. 반대로 6,500~7,000pt(-11.80조원)와 7,000~7,500pt(-6.82조원) 구간은 순매도다. 반등시 차익 실현 및 손절 물량이 나온다는 뜻이다.

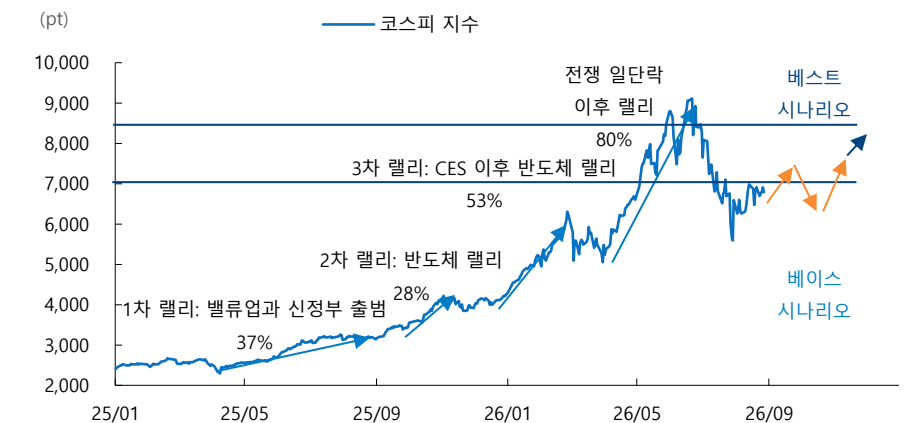
6,000~6,500pt 구간에서 18.86조원을 순매수한 점을 보면 저점 매수 패턴도 지속되고 있다. 지난해 10월 강세장 진입 이후 누적 기준으로 보면 더 선명하다. 7,000~8,000pt에 49.12조원, 8,000~9,000pt에 34.48조원이 쌓여 있다. 지수가 7,000pt 위로 올라설수록 본전 회복 물량이 순차적으로 출회되는 구조다.

코스닥에 비해 상대적으로 빠르게 쌓이는 코스피 신용 잔고 또한 상단 저항 물량으로 해석할 수 있다. 개인 순매수 유입과 함께 코스피 신용융자잔고가 약 25조원으로 7월 중순 수준으로 돌아갔다. 고점에서의 30조원 수준에는 못 미치지만 저점 당시 22조원에서 빠르게 되돌아온 흐름이다. 레버리지를 동반한 반등이라는 점은 지수의 방향이 결정되면 그 방향으로의 쓸림이 심화될 수 있음을 시사한다.

코스닥은 상황이 다르다. 지수는 850pt 부근까지 회복했으나 신용잔고는 8조원 수준에 머물러 있다. 상대적으로 개인의 신용 베팅이 적다. 상대적으로 가볍다고 볼 수 있다.

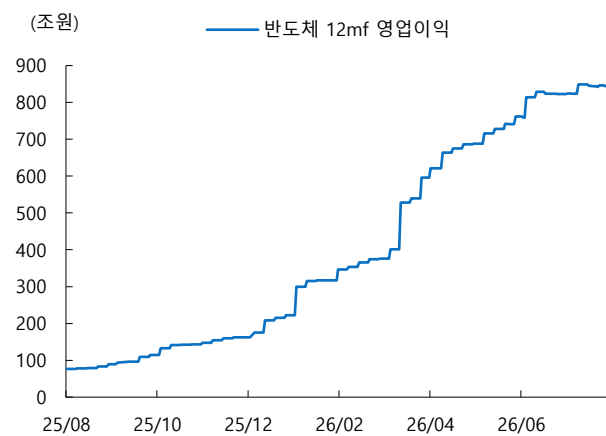
당분간 7,000pt 전후의 박스권을 상정한다. 첫째, 반도체 이익 추정치의 정체로 상방을 뚫어줄 재료가 부재하다. 둘째, 7,500pt 위로 누적된 개인 매물대가 명확한 저항선으로 작동한다. 셋째, 신용 잔고 재확대는 상단에서의 되돌림 위험을 키운다. 하단은 반도체 제외 코스피의 이익 상향이 받쳐줄 것으로 보인다. 지수 베팅보다 종목/업종 선별의 실익이 큰 구간이다. 이익 추정치가 실제로 오르고 있는 비반도체 영역에서 대응하는 편이 유효하다. 박스권 상단 이탈 여부는 반도체 추정치의 재상향 시점에 달려 있다.

그림35. 코스피는 7,000pt 전후의 박스권 전망. 지수 경로 전망은 크게 바뀌지 않음



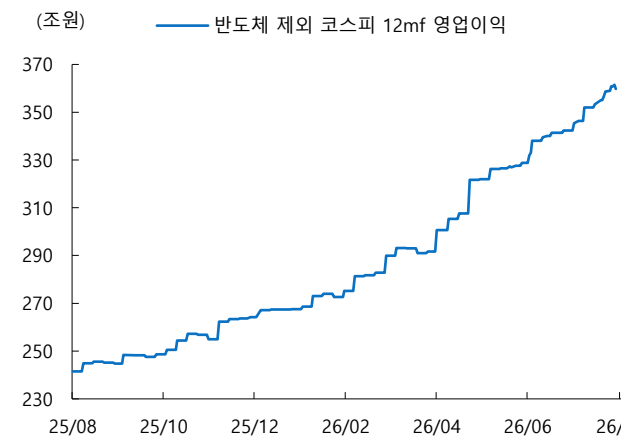
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림36. 반도체 영업이익 추정치는 7월초부터 제자리 걸음



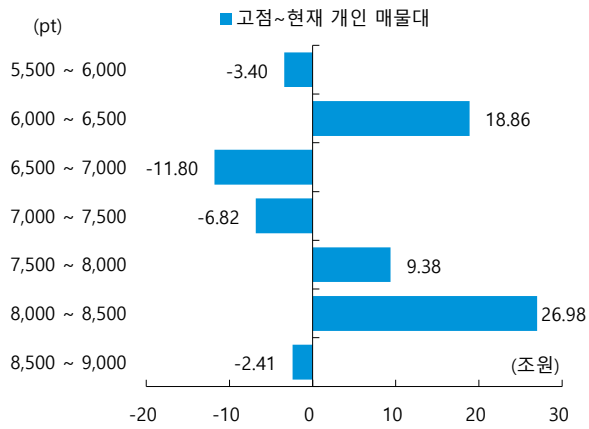
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림37. 시장 하락에도 반도체 제외 코스피 이익 추정치는 상향



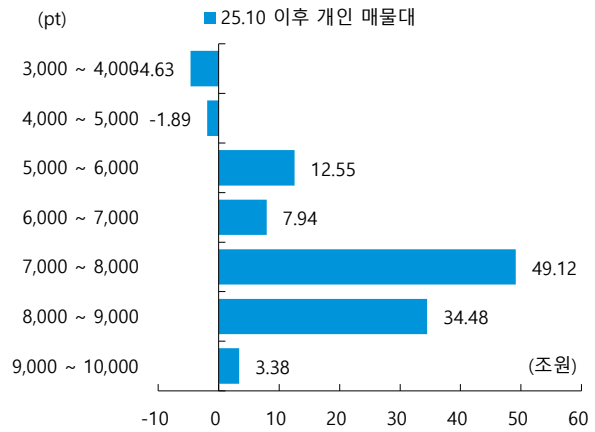
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림38. 고점 이후 8월말까지 개인투자자 매물대



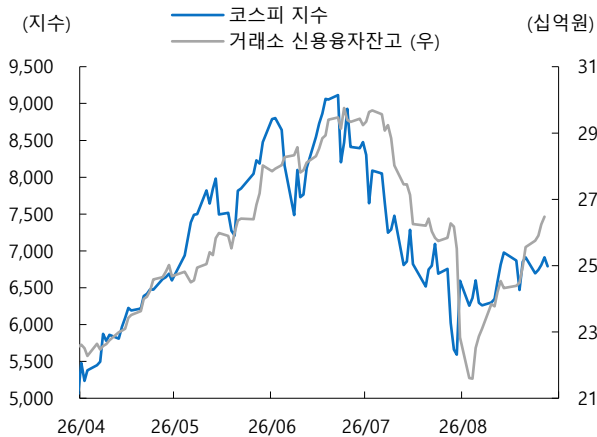
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림39. 작년 강세장 진입 이후 개인투자자 매물대



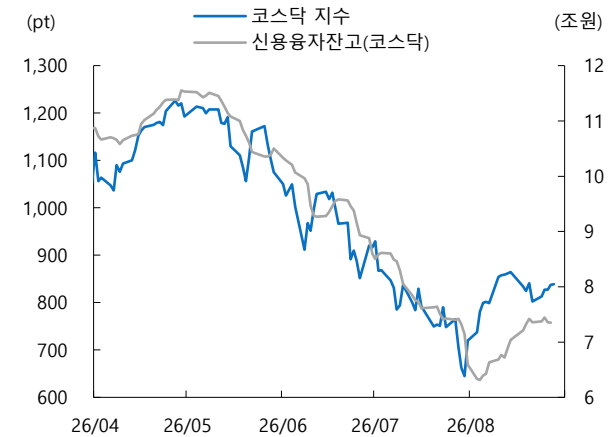
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림40. 개인 순매수 유입과 동시에 신용 잔고 확대



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림41. 코스닥은 상대적으로 개인 수급이 약함



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

### 상단을 돌파하기 위해서 필요한 외국인 수급

코스피 지수 6,000pt 초반과 7,500pt 위에 개인 매물이 많이 쌓여 있다. 지수가 6,500pt를 하회하거나 장중 지수가 밀릴 때 개인의 순매수가 적극적으로 유입되고 7,000pt 위에서는 개인 투자자의 매도 압력이 커지는 패턴이 반복되고 있다. 수급의 관점에서 지수의 하단과 상단이 막혀 있는 흐름을 보이는 이유다.

개인과 기관의 수급을  
기대하기에는 무리가 있음

개인 투자자의 수급이 중요한 이유는 개인 투자자를 제외한 주체의 수급이 빠르게 개선되기 어렵기 때문이다. 금융투자를 제외한 기관 투자자의 수급은 사실상 제자리다. 크게 유입되거나 유출되지 않는다. 적극적으로 로테이션에 나서거나 혹은 지수의 방향에 베팅을 하기가 어렵기 때문이다.

상반기에 자금 집행에 적극적이었던 연기금의 움직임을 감안하면 하반기에는 소극적일 수밖에 없다. 피크아웃 우려가 있는 가운데 한국 비중을 줄이기도 애매하지만 키우기는 더욱 어려울 것으로 보인다. 현실적으로 금융투자를 제외한 기관 수급이 빠르게 개선되기는 어렵다.

외국인 수급이 개선되어야  
지수 상승 가능

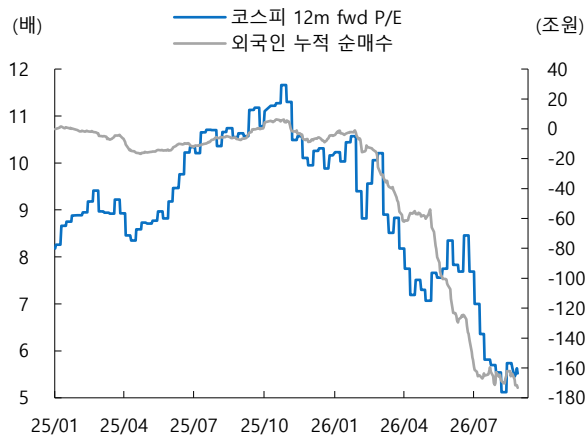
결국 코스피가 상승하기 위해서는 외국인 수급에 의존할 수밖에 없다는 결론으로 이어진다. 미국 시장의 흐름을 보더라도 한국 지수의 박스권 탈출이 쉬워보이지 않는다. 한국 증시는 사실상 AI 밸류체인 비중이 70%를 넘는다. 미국 시장에서도 AI 밸류체인의 반등이 울퉁불퉁하다.

원화 절상에도 수급은  
개선되지 않음

8월 들어 원화가 절상되는 과정에서도 외국인이 약 9조원가량 순매도를 기록했다. 가장 불편한 진실이다. 원화 약세 흐름 속에서 외국인들의 순매도가 상반기에 지속되었다. 8월들어 원화가 강해졌음에도 순매도폭을 키웠다. 한국 시장에 대한 리레이팅과는 거리가 먼 수급 흐름이다.

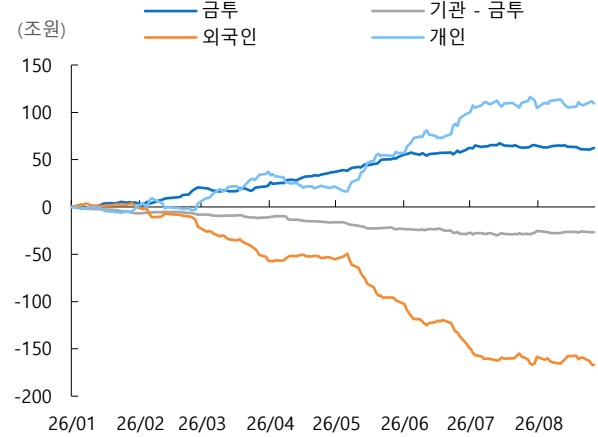
외국인 유입이 부재한 상황에서 지수 리레이팅은 어려운 환경이다. 개인의 수급을 박스권을 지지하지만 기관의 수급을 크게 기대하기 어렵다. 외국인 수급이 중요한 상황에서 외국인 순매수는 AI 진영에서 강력한 내러티브가 나올 경우에 기대해볼 수 있을 것으로 보인다.

그림42. 외국인 수급이 개선되어야 코스피 반등이 가능할 것



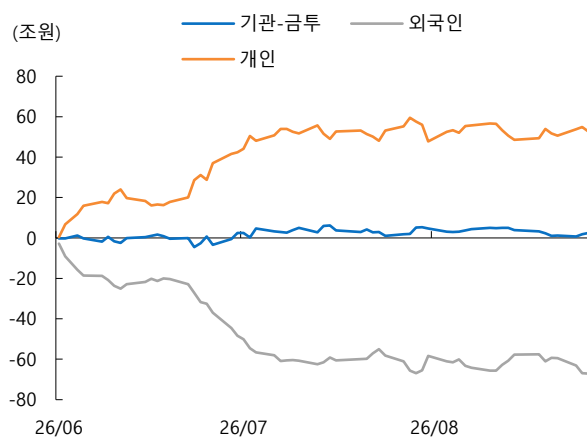
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림43. 투자자별 YTD 수급 추이



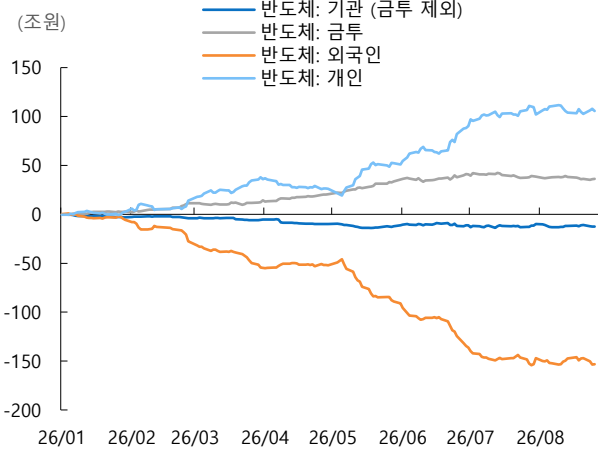
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림44. 코스피 기준 기관 수급은 사실상 제자리



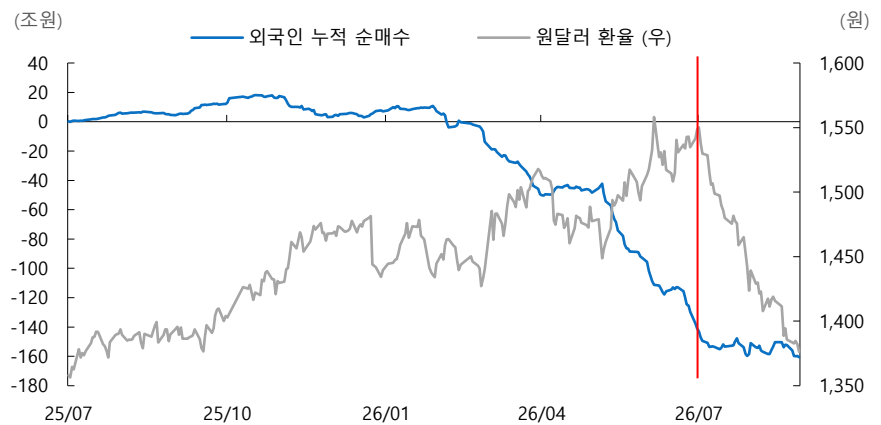
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림45. 금투 제외 기관의 수급을 기대하기엔 현실적으로 어려움



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림46. 원화 강세에도 돌아오지 않은 외국인 수급



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



## 폭발적인 수요와 그렇지 않은 수익성

### 균형을 찾아나서는 시장

메모리와 M7의 주가는  
계속 반대로 움직이는 중

메모리 내지는 AI 인프라 진영과 M7의 주가는 반대로 움직이고 있다. 6월 고점 통과 이후 오히려 더 뚜렷해졌다. 누군가가 비싸게 팔아 막대한 이익을 남긴다는 것은 누군가가 비싸게 사주고 있다는 뜻이다. 폭발적인 AI 수요가 폭발적인 AI 수익성으로 이어진다면 M7와 AI인프라 진영의 상반되는 주가 흐름이 멈추고 양쪽 모두 우상향 추이를 그릴 수 있을 것이다. 하지만 시장은 지금 가격은 어느 한쪽 모두 지속 가능하지 않다는 우려가 반영되어 있다. 코스피를 전망하는데 있어서 메모리 업체들의 비싼 메모리를 미국 투자 기업들이 계속 비싸게 사줄 수 있을지 살펴볼 필요가 있다.

AI 사용의 단위 비용은  
줄어들고 있는 것으로 보임

Kimi-3 출시 이후 token expenditure index가 하락하고 있다. AI 전체 수요가 줄어들 가능성은 사실상 없다. 그렇다면 저렴한 모델의 점유율이 상승하고 있다는 의미다. AI 사용량은 늘어나도 단위 비용이 줄어들고 있다는 뜻이다. 단가가 낮아질수록 사용량은 늘어난다. 효율 개선이 소비 확대로 이어지는 제번스의 역설이 적용될 수 있다.

AI 가격이 비싸다면 과연 수요가 늘어날 수 있을지 의문이다. 앞으로 AI 시장은 단순한 업무를 위한 저렴한 AI와 보안을 갖춘 고성능 고비용 AI로 양극화될 것으로 보인다. AI 활용과 사용이 본격적으로 확대되면서 비용 절감에 대한 인식도 확장될 것이다. 오픈소스 모델과 저렴한 AI의 점유율이 높아지는 것도 이런 맥락으로 보인다.

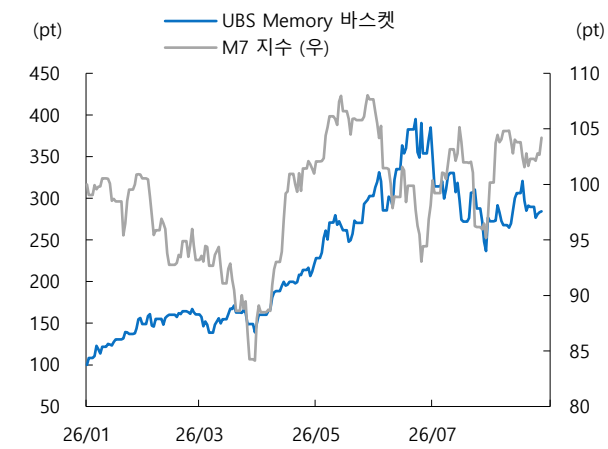
수요가 확대되더라도  
마진은 별개 이슈

제번스의 역설은 수요에 관한 명제이지 마진에 관한 명제가 아니다. 토큰 가격이 한계비용보다 빠르게 떨어지면 물량이 늘어도 마진은 개선되지 않는다. 한계비용에는 메모리 가격 상승과 AI 인프라 비용이 일정 부분 반영된다. 가격은 경쟁이 결정하고 비용은 공급망이 결정한다. 전자는 내려가는데 후자는 따라 내려오지 않는다는 점은 주목할 만하다.

AI를 활용하여 수익성이  
개선되는 기업과 AI  
활성화에 따라 커지는  
시장에 속한 기업이 주목  
받을 것

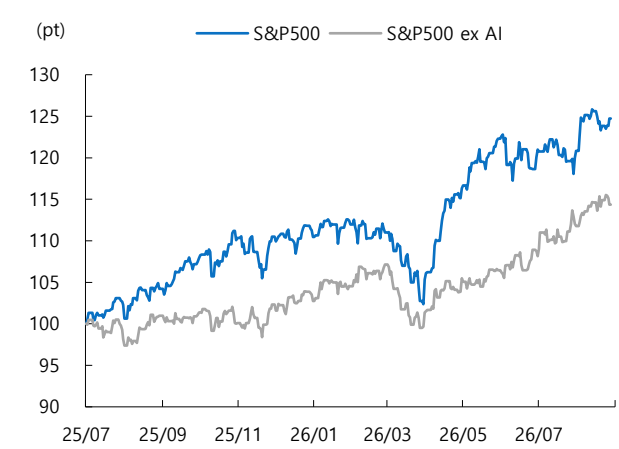
닷컴 버블 이후 인터넷 수요는 폭발적으로 늘었다. 이번에도 AI 수요는 기하급수적으로 늘어날 것이다. 폭발적 수요에 대한 기대감은 금융시장의 자금 조달을 용이하게 만든다. 이 기대감이 있기에 수요를 충족할 수 있는 수준의 공급과 적절한 가격이 만들어진다. AI를 인터넷에 대입해 본다면 이를 활용하여 수익을 창출하거나 보안과 같은 시장이 커지는 분야에 있는 기업들에 대한 기대감이 시장을 움직일 것으로 보인다.

그림47. 메모리 기업 증가와 M7 주가는 반대로 움직이는 중



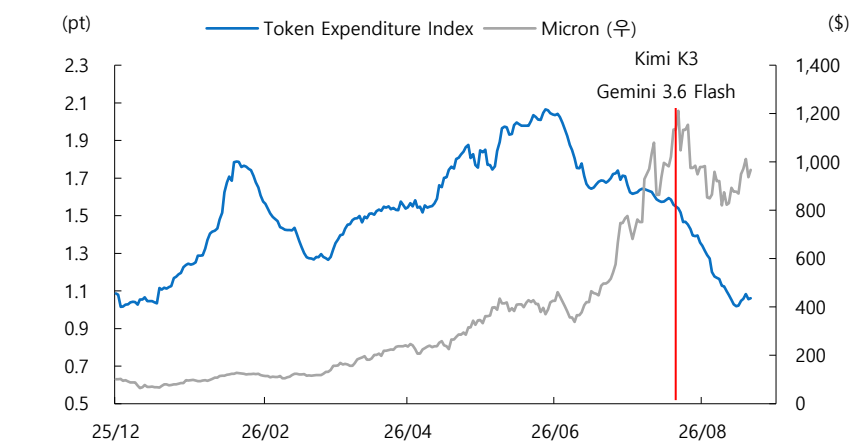
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림48. AI 의존도는 줄이는 미국 증시



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림49. 토큰 지출 지수 하락: 저가형 AI 점유율 확대 가능성이 높아 보임



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

### 시장의 시선은 AI인프라를 넘어 그 다음을 바라보는 중

AI를 활용한 에어비앤비의  
비용 절감

에어비앤비 주가가 8월 7일 하루 17% 급등하며 4년 신고가를 기록했다. 8월말까지 신고가 수준을 유지하고 있다. 2분기 매출은 36.1억달러로 17% 늘었고 총예약금액은 272억달러로 16% 증가했다. 숫자보다 중요한 것은 AI를 활용한 비용 절감이다. AI 상담 에이전트가 고객 문의의 45%를 사람 개입 없이 수행하며 예약 건당 지원비용을 전년비 16% 낮췄다. 주요 프로젝트의 기획에서 출시까지 걸리는 기간은 최대 60% 단축됐다.

단순히 AI를 도입했다는데 의의가 있는 것이 아니라 AI가 만든 마진 확대를 분기 실적으로 증명한 셈이다. 지난 3년간 주가를 결정한 변수는 AI에 얼마를 쓰는지 그리고 AI를 개발하는 과정에서의 얼마나 설비투자 하는지였다. 이제 시장은 AI로 수익성 확대로 이어지는지 단도직입적으로 물어본다.

엔비디아 -> 전자/닉스 ->  
그 다음은 AI 수익  
현실화에 성공하는 기업

2023년부터 2024년까지는 연산 레이어가 주도했다. 엔비디아와 브로드컴이 먼저 오른 이유는 단순하다. 매출 전부가 AI에 달려 있었고 독점적 가격 결정력 덕에 수요 증가가 곧바로 마진으로 전환됐다. 메모리는 1년 반 늦게 주가 반응이 있었다. 당시 메모리는 D램과 낸드의 재고조정 국면이었고 HBM에서 번 돈을 범용 제품에서 잃는 구조였다. HBM 물량이 조기 완판되고 캐파 전환으로 범용 D램까지 타이트해지면서 이익 레버리지가 확인된 2025년 이후에야 시장에서 주도주로 자리잡을 수 있었다.

AI 인프라 진영보다는 AI  
활용에 성공하는 진영으로  
관심이 이동할 것

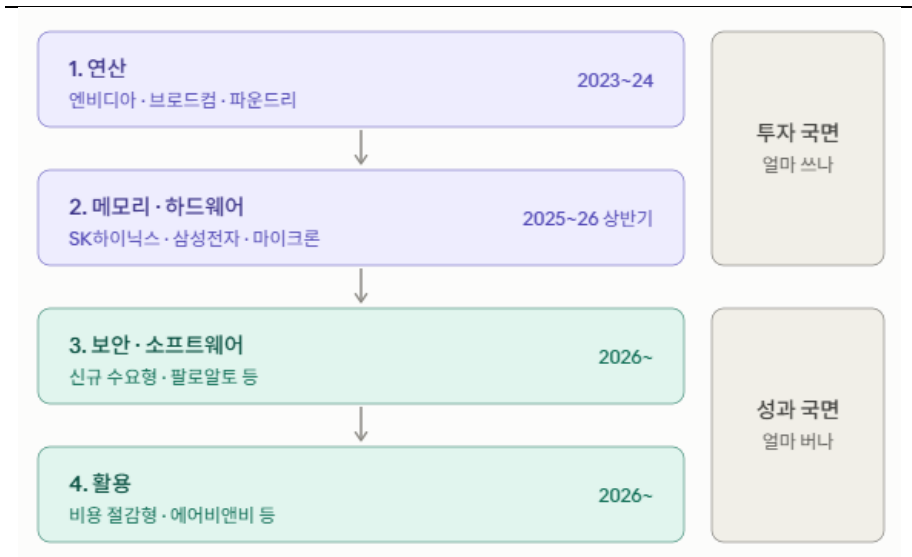
이제는 AI 인프라보다는 AI를 활용하는 수혜주를 시장은 찾아나설 것으로 보인다. 두가지 타입으로 바라볼 수 있다. 첫째는 비용 절감형이다. AI로 자기 인건비와 운영비를 줄여 마진을 만든다. 에어비앤비가 여기 속한다. 둘째는 신규 수요형이다. AI 확산이 만들어낸 새로운 수요를 팔아 매출을 만든다. 보안이 대표적이다. 일각에서는 AI 관련 보안 지출 증가율이 산업 평균의 3~4배에 달할 것으로 본다.

AI 활용 국면으로 접어들게 되면서 AI 투자 진영에는 우호적이지 않다. 빅테크 5개사의 2026년 합산 캐펙스는 7,600억달러 수준으로 추정된다. 지출 규모가 커질수록 그 지출이 만들어내는 수익률을 입증하라는 압박도 함께 커진다. 아래쪽 레이어가 숫자로 성과를 증명할수록 위쪽 레이어에 대한 수익성 챌린지는 계속될 것이다.

국내 시장 관점에서 부담이 큰 이유가 여기 있다. 코스피는 2번 레이어에 사실상 전부가 몰려 있고 3번과 4번이 비어 있다. 시장의 주도주 국면이 바뀌게 되면 지수 전체가 받을 수 있는 프리미엄의 폭은 좁아진다.

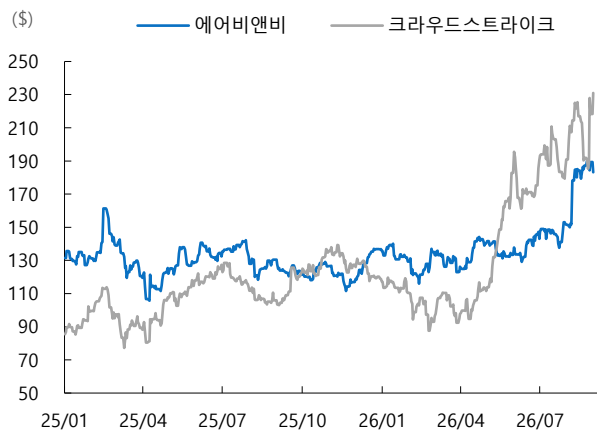
무게중심을 AI를 만드는 기업에서 AI로 마진을 만드는 기업으로 옮겨야 할 시점이다.

그림50. 시장은 AI 활용과 AI 확산 속에서 커지는 시장을 찾아 나설 것



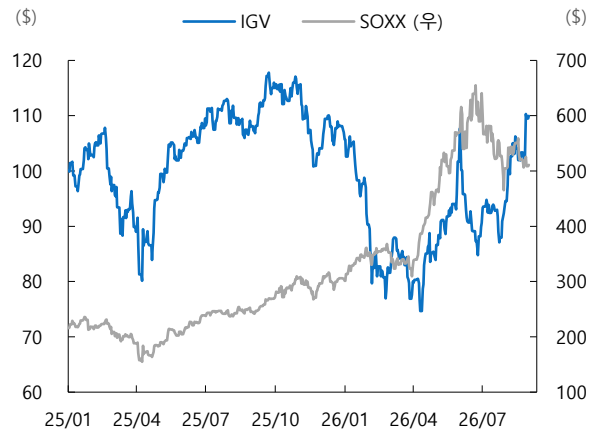
자료: iM증권 리서치본부

그림51. 새로운 진영을 대표하는 기업들의 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림52. 소프트웨어의 반격과 메모리의 부진



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

### 3분기보다 4분기가 더 불편할 가능성

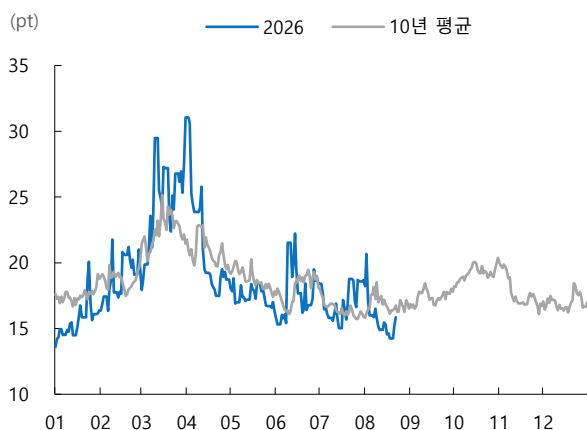
#### 하반기 계절성 들여다보기

하이닉스의 주주환원 발표로 전자/닉스로의 풀림이 전개됐다. 하이닉스는 62영업일간 40조원 수준의 자사주를 매입하게 된다. 삼성전자는 주주환원 규모를 90조~110조원으로 발표했으나 시장은 실망하는 반응을 보였다. 미국 시장에서도 AI 관련 기업들의 주가 흐름이 강하진 않다. 전자/닉스 중심의 수급 풀림이 지속되진 않을 것으로 보인다. 기존의 확산 지속 뷰를 유지한다. 반도체 이외 섹터와 종목의 주가 흐름이 올해 상반기와는 다를 것이다. 전자/닉스가 부진할 때 오히려 종목 단에서 시세가 강한 종목들이 계속 확인될 것으로 보인다.

계절성 또한 주목장을 시사한다. 시장의 변동성 지수인 VIX는 9월~11월 높아지는 계절성이 있다. 선거 시즌이 맞물려 계절성이 뚜렷하다. 나스닥과 코스피 또한 해당 기간 성과가 평균적으로 그다지 좋진 않다. 나스닥과 코스피 모두 지난 10년간 9월 성과가 가장 좋지 않았다. 나스닥의 경우 유난히 뚜렷한 계절성이 확인된다.

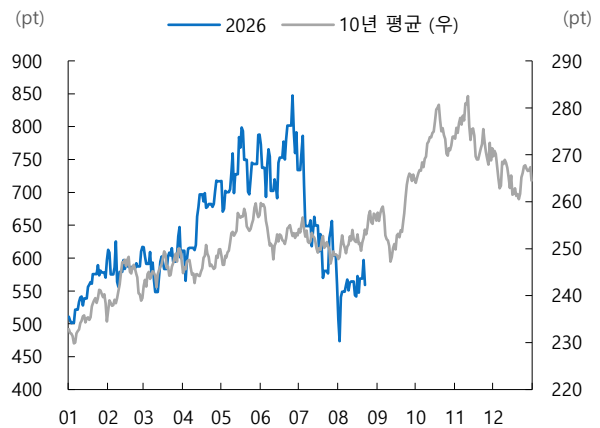
해당 기간 고베타 룡쏣 지수의 성과는 오히려 좋았다. 고베타 룡쏣 지수는 8~10월 성과가 가장 좋았다. 변동성이 커지는 가운데 종목 간의 성과 차이가 컸다는 것이다. 미국의 사례를 접목해서 볼 필요가 있다. 한국에서도 종목장세가 이어지고 있는데 당분간 지속될 수 있다. 지수의 하방이 막혀 있다면 횡보하며 종목 간의 성과 차이가 확대될 것이다.

그림53. 빅스의 계절성



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림54. 룡쏣 지수 계절성: 10~11월 종목 장세



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림55. 나스닥 계절성

|     | 2021 | 2022  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 5년 평균 | 10년 평균 |
|-----|------|-------|------|------|------|------|-------|--------|
| 1월  | 1.4  | -9.0  | 10.7 | 1.0  | 1.6  | 0.9  | 1.2   | 2.1    |
| 2월  | 0.9  | -3.4  | -1.1 | 6.1  | -4.0 | -3.4 | -0.3  | -0.4   |
| 3월  | 0.4  | 3.4   | 6.7  | 1.8  | -8.2 | -4.8 | 0.8   | 0.2    |
| 4월  | 5.4  | -13.3 | 0.0  | -4.4 | 0.9  | 15.3 | -2.3  | 0.9    |
| 5월  | -1.5 | -2.1  | 5.8  | 6.9  | 9.6  | 8.4  | 3.7   | 2.9    |
| 6월  | 5.5  | -8.7  | 6.6  | 6.0  | 6.6  | -2.8 | 3.2   | 2.7    |
| 7월  | 1.2  | 12.3  | 4.0  | -0.8 | 3.7  | -3.2 | 4.1   | 4.2    |
| 8월  | 4.0  | -4.6  | -2.2 | 0.6  | 1.6  |      | -0.1  | 1.4    |
| 9월  | -5.3 | -10.5 | -5.8 | 2.7  | 5.6  |      | -2.7  | -1.6   |
| 10월 | 7.3  | 3.9   | -2.8 | -0.5 | 4.7  |      | 2.5   | 0.6    |
| 11월 | 0.3  | 4.4   | 10.7 | 6.2  | -1.5 |      | 4.0   | 4.1    |
| 12월 | 0.7  | -8.7  | 5.5  | 0.5  | -0.5 |      | -0.5  | -0.1   |

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림56. 코스피 계절성

|     | 2021 | 2022  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026  | 5년 평균 | 10년 평균 |
|-----|------|-------|------|------|------|-------|-------|--------|
| 1월  | 1.0  | -12.0 | 11.1 | -9.0 | 6.5  | 23.4  | -0.5  | 0.5    |
| 2월  | 0.2  | 2.1   | -6.9 | 5.4  | 0.0  | 20.1  | 0.2   | -1.3   |
| 3월  | 1.7  | 1.2   | 3.8  | 3.2  | -3.0 | -23.2 | 1.4   | 1.1    |
| 4월  | 3.9  | -5.9  | -1.6 | -4.7 | 6.6  | 34.0  | -0.4  | 1.2    |
| 5월  | 2.5  | 1.4   | 3.9  | -2.0 | 8.8  | 26.2  | 2.9   | 0.7    |
| 6월  | 0.9  | -16.4 | 0.2  | 6.5  | 16.3 | -2.9  | 1.5   | 1.7    |
| 7월  | -4.6 | 3.6   | 6.0  | -0.4 | 2.7  | -16.2 | 1.5   | 1.5    |
| 8월  | -0.6 | -1.9  | -6.5 | -1.1 | -1.7 |       | -2.3  | -1.3   |
| 9월  | -6.3 | -18.6 | -5.9 | -1.3 | 6.4  |       | -5.1  | -1.5   |
| 10월 | -2.4 | 7.1   | -7.2 | -5.9 | 17.8 |       | 1.9   | -0.1   |
| 11월 | -5.1 | 16.8  | 15.7 | -5.2 | -6.9 |       | 3.0   | 3.4    |
| 12월 | 4.3  | -5.5  | 5.8  | -7.5 | 9.3  |       | 1.3   | 2.5    |

자료: Quantiverse, iM증권 리서치본부

그림57. 고베타 룡숫 지수 계절성

|     | 2021  | 2022 | 2023  | 2024 | 2025 | 2026  | 5년 평균 | 10년 평균 |
|-----|-------|------|-------|------|------|-------|-------|--------|
| 1월  | 17.4  | 5.4  | -18.6 | 9.8  | 3.8  | 14.7  | 3.5   | 3.6    |
| 2월  | -16.7 | 9.3  | 1.1   | 20.5 | 0.6  | 2.8   | 3.0   | 1.9    |
| 3월  | -12.0 | 4.2  | 6.2   | 2.2  | -4.3 | 1.1   | -0.8  | 0.9    |
| 4월  | -2.5  | 17.5 | 5.4   | -0.8 | 11.7 | 17.5  | 6.3   | -0.7   |
| 5월  | 0.3   | 2.1  | 2.6   | 2.5  | 6.9  | 5.0   | 2.9   | 5.5    |
| 6월  | 3.3   | -4.1 | -3.8  | 4.1  | 4.3  | 6.6   | 0.7   | -1.4   |
| 7월  | -7.9  | -4.8 | -6.4  | -8.0 | -2.8 | -30.2 | -6.0  | -1.4   |
| 8월  | 4.1   | 3.5  | 4.6   | 5.5  | -6.9 |       | 2.2   | 3.5    |
| 9월  | 2.9   | 3.8  | 2.4   | 2.6  | 16.2 |       | 5.6   | 2.4    |
| 10월 | 5.4   | 5.0  | 1.9   | 2.6  | 14.0 |       | 5.8   | 2.9    |
| 11월 | 8.8   | 2.1  | 2.3   | 6.1  | -8.1 |       | 2.2   | -1.5   |
| 12월 | -8.4  | 0.5  | -5.5  | -4.9 | -5.0 |       | -4.7  | -3.6   |

자료: Bloomberg, Goldman Sachs, iM증권 리서치본부



### 중간 선거의 계절성

중간선거 이후 증시는  
회복하는 계절성

미국 증시는 중간선거를 앞두고 부진하고 선거 이후 성과가 개선되는 계절성이 뚜렷하다. 정책 불확실성이 선거일에 정점을 찍고 결과 확인과 함께 해소되는 흐름이다. 한국도 다르지 않다. 90년 이후 미국 중간선거 국면에서 한국 증시는 대체로 선거 전 부진했고 선거 이후 회복하는 패턴을 반복했다. 매크로 환경이 나쁘지 않다는 점에서 이번에도 선거 이후 흐름이 부정적일 이유는 크지 않아 보인다.

다만 이번 중간선거는 계절성보다 결과 자체가 더 중요한 변수다. 과거의 중간선거 계절성은 '불확실성 해소'라는 이벤트 성격이 강했다. 이번에는 선거 결과가 AI 인프라 투자라는 실물 사이클의 방향을 직접 건드린다. 결과가 확인된 이후에도 불확실성이 해소되지 않는 구간이 존재할 수 있는 셈이다.

미국은 다른 주요국 증시에  
비해 AI 인프라 섹터에  
대한 노출이 크지 않음

미국과 아시아의 민감도 차이도 짚어야 한다. 미국 증시는 AI 관련 섹터에 대한 의존도를 낮추며 지수가 상승하는 중이다. 반면 한국과 일본 등 아시아 주요국 증시는 여전히 AI 사이클이라는 단일 축에 의존하고 있다. 같은 재료에 대한 지수 민감도가 다를 수밖에 없다. 미국이 건디는 뉴스에 한국이 더 크게 흔들릴 수 있다는 의미다.

폴리마켓 등의 전망치를 감안하면 블루웨이브 확률은 약 45~50%다. 사실상 동전 던지기다. 민주당이 블루웨이브를 달성한다면 AI 인프라 공사와 설비투자 일정에 차질이 생길 수 있다. 전력요금 부담과 인허가를 둘러싼 정치적 압력이 데이터센터 증설 속도를 늦추는 방향으로 작용할 가능성이 있다. 확률이 절반이라는 점 자체가 10월 중 노출도를 줄일 명분이 되는 셈이다.

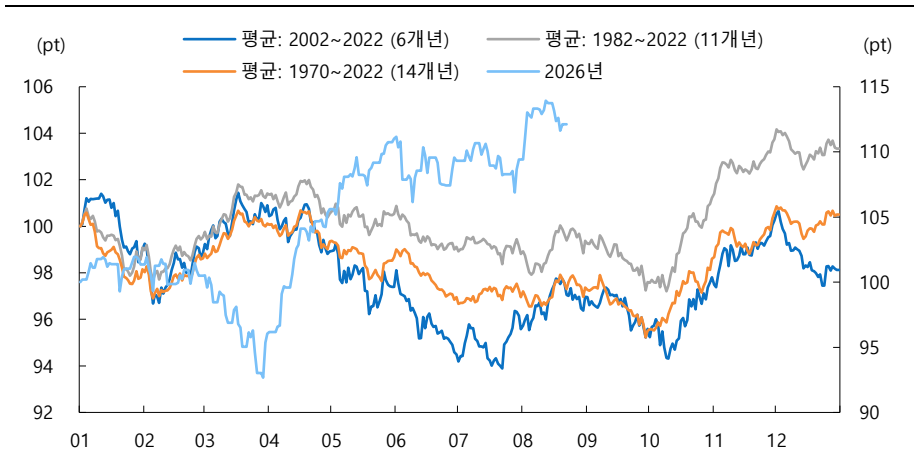
한국도 미국의 영향을 받을  
수밖에 없는 구조

순환매 속에서 한국 시장에서 상승을 도모하는 섹터는 한국 데이터센터 관련 종목과 전력기기 및 ESS 관련 종목들이다. 미국 데이터센터 쪽에서 차질이 발생할 경우 한국도 고스란히 피해를 입을 수밖에 없는 구조다.

게다가 그 다음 바통을 넘겨받을 섹터가 잘 보이지 않는다. 이익 가시성이 확실한 화장품은 시가총액 비중이 크지 않아 지수를 끌어올리기 어렵다. 건설, 전력기기와 2차전지 중심으로 확산되던 순환매가 데이터센터 재료에서 막히면 지수를 방어할 대체 축이 보이지 않는다.

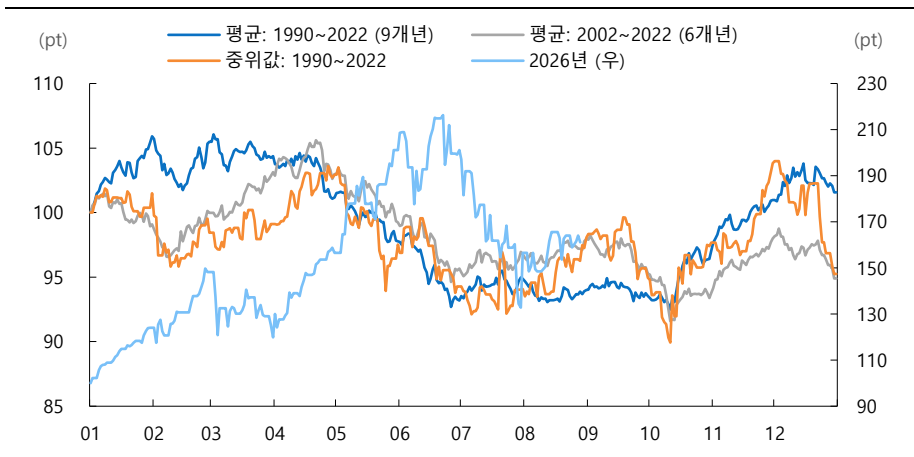
결론적으로 한국은 3분기에 비해 4분기가 전반적으로 더 불편하다. 10월을 변동성 확대 구간으로 두고 선거 이후를 회복 구간으로 보는 접근이 여전히 유효해 보인다. 다만 계절성만 믿고 기계적으로 버티기보다 블루웨이브 시나리오에서의 데이터센터 밸류체인 노출도를 미리 점검할 필요가 있다. 선거 전 조정은 매수 기회로 활용하되 업종 구성은 AI 인프라 단일 축에서 분산해두는 편이 낫다.

그림58. 미국 S&amp;P500, 중간선거 계절성



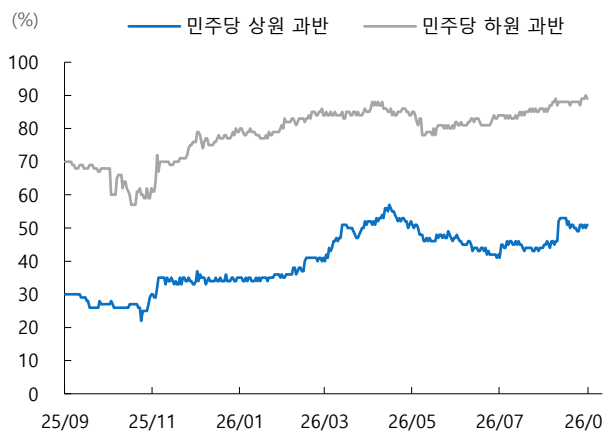
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림59. KOSPI, 미국 중간선거 계절성



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림60. 폴리마켓 중간선거 확률



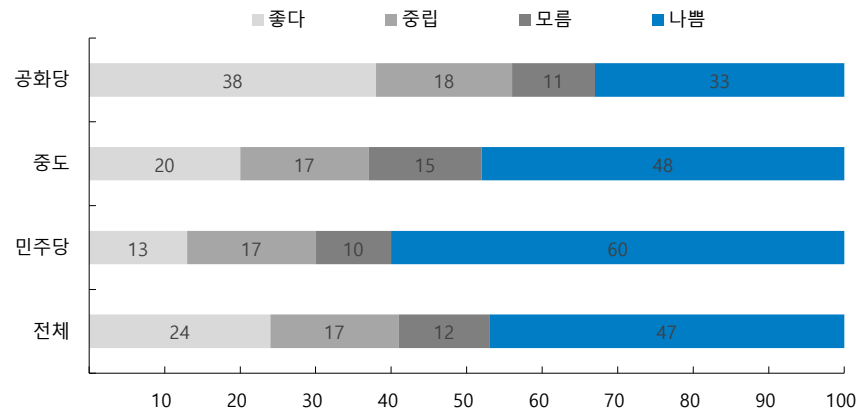
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림61. 블루웨이브 확률은 약 50%



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림62. 데이터센터에 대한 미국인 설문 조사 결과



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: YouGov, 8월 21~24일 시행

## 높아진 내년 눈높이

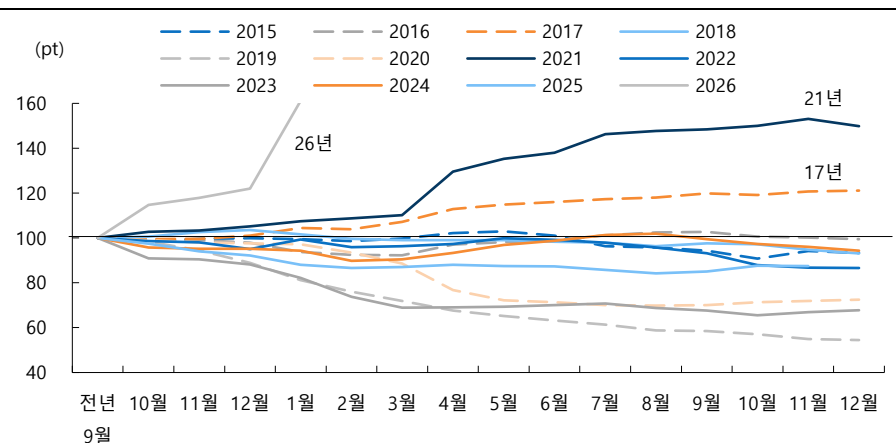
시간이 지날수록 주가 상승에는 강력한 내리티브가 필요할 것으로 보인다. 이미 내년의 숫자를 시장은 어느정도 감안하고 있다. 내년 코스피 영업이익은 약 1,320조원으로 추정된다. 반도체 이외 섹터의 전망치 또한 충분히 상향되는 중이다.

기대가 높으면 실망도 큰 법이다. 차기연도 영업이익 전망치는 전년도 4분기가 가장 높은 패턴이 있다. 반도체 사이클 초입인 경우를 제외하면 항상 패턴이 확인되었다. 특히 올해 하반기 반도체 이외 섹터의 이익 상향까지 이어지고 있다. 유틸리티(한전)와 헬스케어, 소프트웨어(NAVER)를 제외하면 큰 하향은 없는 상황이다.

반도체 사이클 초입이  
아니라면 이익 전망치가  
현실화된 적은 없음

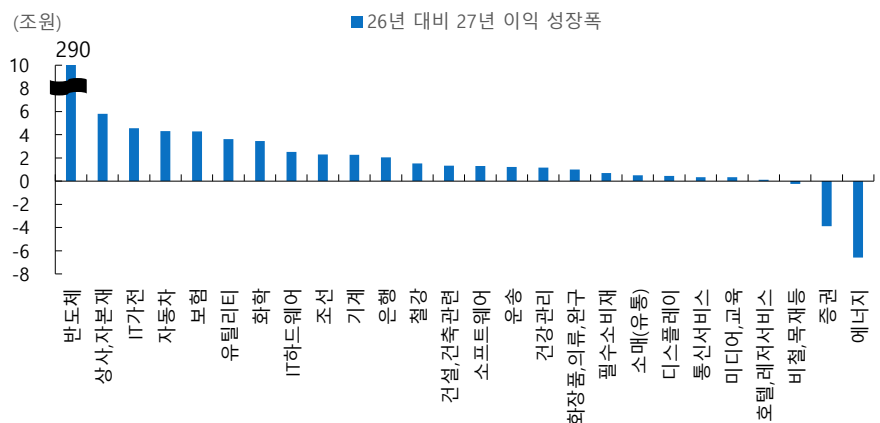
역사적으로 반도체 슈퍼사이클을 제외하면 항상 영업이익 추정치는 하향됐다. 내년 반도체 이익에는 큰 변화가 없겠으나 그 이외 섹터의 숫자가 하향될 여지가 있다. 게다가 추석 연휴 이후 대주주 양도세가 부각될 가능성이 크다.

그림63. 차기 연도 영업이익 추정치는 하향되는 수순이 대부분



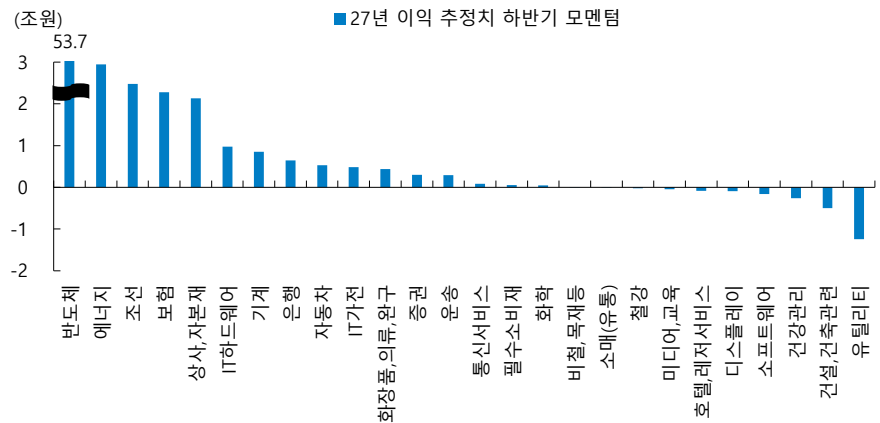
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림64. 반도체 이외 섹터의 이익 성장도 양호할 것



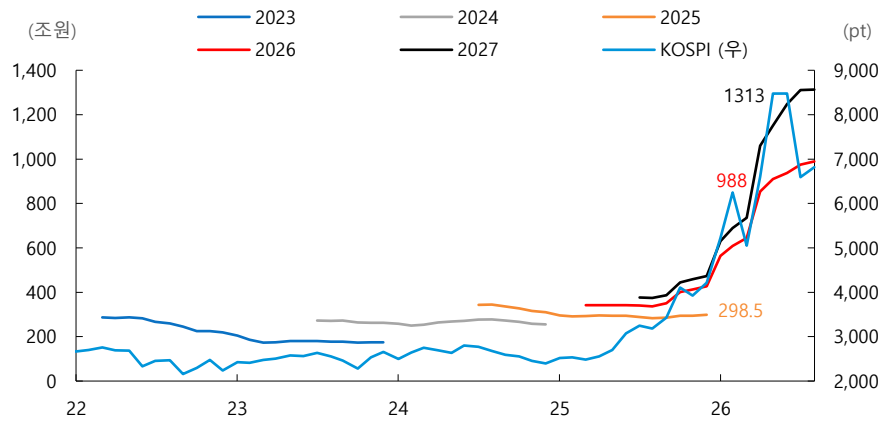
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림65. 27년 전망치 하반기 모멘텀 (6월 이후)



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림66. 지수 영업이익은 올해 약 990조, 내년 약 1,320조 예상



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

## 한국 시장, 확산으로의 전환

시장 전반의 분위기가 나쁘지 않음

여전히 반도체 비중이 큼

코스피는 6월 말부터 조정을 받은 뒤 6,000pt대에서 횡보 중이다. 반도체 반등이 강하게 나오지 않으면서 7,000pt 아래에 갇혀 있는 모습이다. 삼성전자와 SK하이닉스 합산 비중은 47%대로 내려왔지만 여전히 절반가량을 차지한다. 반도체 섹터 전체로 보면 5월 초 이후 줄곧 코스피의 절반 이상이다. 시장은 반도체와 그 외로 나뉘어 움직여왔고 조정 구간에서도 마찬가지다.

하지만 반도체 이외 섹터  
분위기도 개선됨

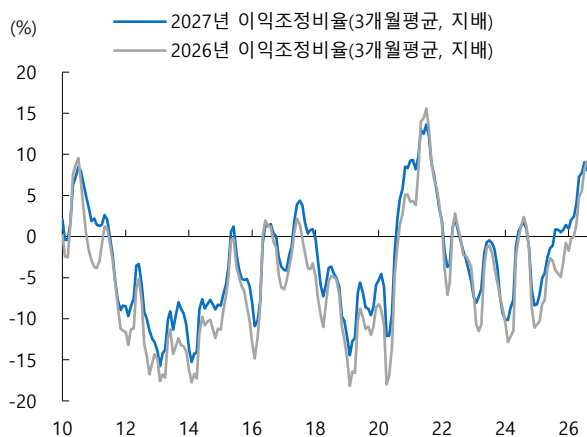
반도체 이외 섹터의 흐름이 좋다. 이익수정비율은 2분기부터 서서히 올라오기 시작했다. 21년 5월 이후 가장 높은 수준이다. 반도체 이외 종목으로 온기가 확산되고 있었던 셈이다. 다만 시장의 풀림은 6월까지 심화됐다. 큰 레버리지가 동반된 풀림인 만큼 되돌림 과정이 확산으로 연결되기 쉬운 상황이다.

실적 서프라이즈율도 높은 편

2분기 실적은 예상보다 잘 나오는 경우가 늘고 있다. 방산 조선 증권 건설 등 주요 섹터에서 예상치 상회 that 잦아졌다. 발표 기업 기준 올해 2분기 서프라이즈 비율은 상단 수준이다. 영업이익 추정치를 5% 이상 상회한 기업 비중은 21년 1분기 이후 가장 높다.

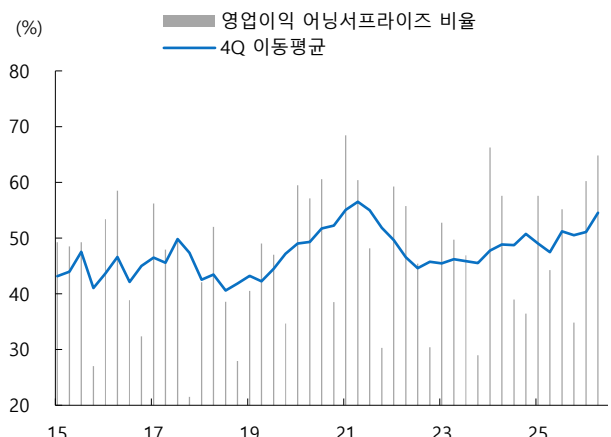
공교롭게도 이익수정비율과 서프라이즈 비율 모두 더 좋아지기 힘들 정도로 높아진 상태다. 지수의 끝을 의미하기보다는 확산으로 이어지기 좋은 환경임을 보여주는 지표로 읽는 편이 합리적이다.

그림67. 이익 조정 비율 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림68. 시장 전반적으로 예상보다 잘 나오고 있는 실적



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부  
주: 영업이익 컨센서스 5% 상회 비율

## 확산의 흐름으로 이어졌던 17년 랠리의 끝

## 17년 고점에서의 확산

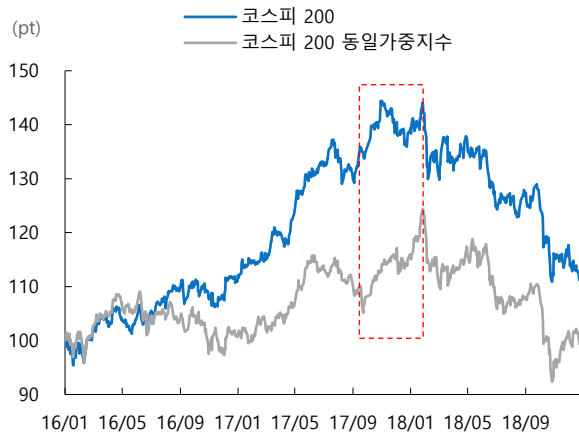
17년 반도체 사이클 랠리에서 코스피가 고점에 다다랐을 때 확산 장세가 3개월가량 진행됐다. 지수가 빠지지 않고 고점 부근에 머물면서 확산으로 이어졌던 경우다. 코스피가 고점에 머물렀던 기간은 17년 11월부터 18년 1월까지다. 지수가 더 이상 오르지 못하는 레벨에 도달하자 주도주는 랠리를 쉬어가고 자금이 아래로 퍼졌다.

반면 이번 조정에서는 코스피와 코스닥이 동시에 크게 하락했다. 크게 쌓인 신용잔고와 레버리지, 극단적 쏠림이 주도주 조정 이후 확산 장세로 바로 넘어가지 못하게 만든 것으로 보인다. 과열되지 않았다면 자연스러운 바통터치가 있었을 수도 있다. 다만 과도하게 낮아진 P/E를 감안하면 반도체 주가가 여기서 더 빠지기는 힘든 구간이다. 동시에 당분간 반도체의 추세적 랠리가 나오기 힘든 구간이라면 확산은 지속될 수 있다.

상반기를 돌이켜 보면, S7 랠리는 그 이외 섹터의 부진을 의미했고 S7의 부진 또한 그 이외 섹터의 부진을 의미했다. 하지만 하반기부터는 S7의 부진은 그 이외 섹터의 상승으로 이어지고 있다. 쏠림이 완화되고 지수의 하방이 막혀있을 때 확산이 되는 17년 고점에서의 패턴이 이번에는 7월 조정 이후 확인되고 있다.

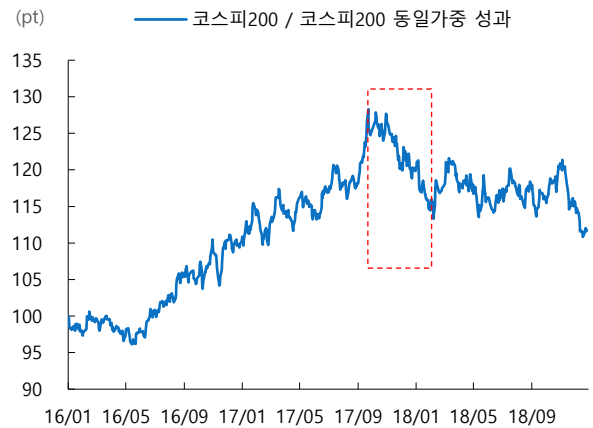
17년과 유사한 구간이라면 확산은 대략 3개월간 이어질 수 있다. 그 동안 지수는 더 빠지지 않고 반도체는 28년 이익 전망을 두고 홍보하는 경로다. 기존 뷰는 지수가 7,000pt까지 쉽게 반등한 이후 확산으로 넘어가는 그림이었다. 가파르게 떨어진 만큼 1차 반등이 쉽게 나올 것으로 봤지만 생각보다 지수가 무겁다. 현재 수준에 오래 머물수록 반등 시 손절과 익절 물량이 쏟아질 수 있어 강력한 내러티브가 필요하다. 지수 반등은 곧 반도체 반등이다. 반도체 반등이 쉽지 않다면 지수 홍보 속 종목 장세로 넘어가는 구간이 될 것으로 보인다.

그림69. 17년 반도체 사이클



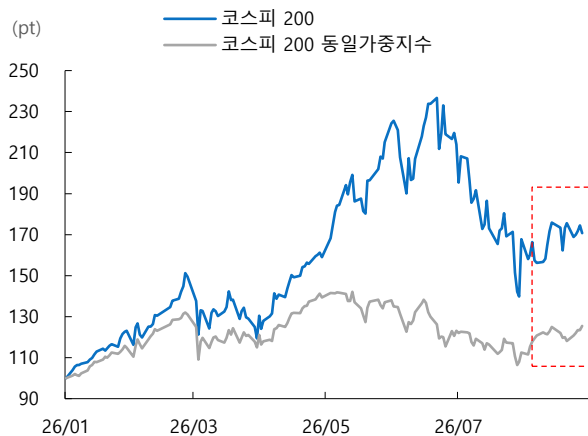
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부  
주: 2016.01.01 = 100

그림70. 약 3개월간 확산 장세로 전환



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부  
주: 2016.01.01 = 100

그림71. 동일 가중 반응은 8월부터



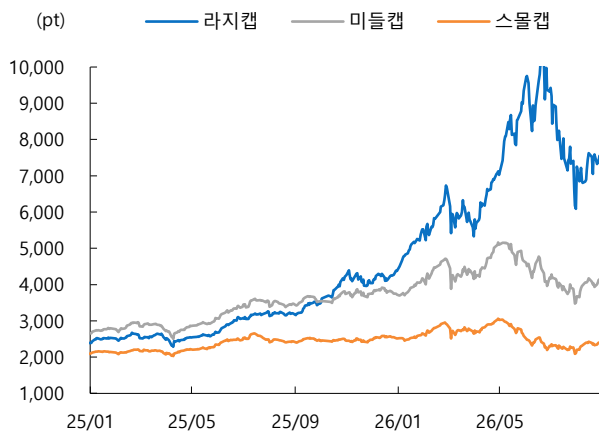
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부  
주: 2016.01.01 = 100

그림72. 전자/닉스가 쉬어가면서 확산 국면 지속될 수도



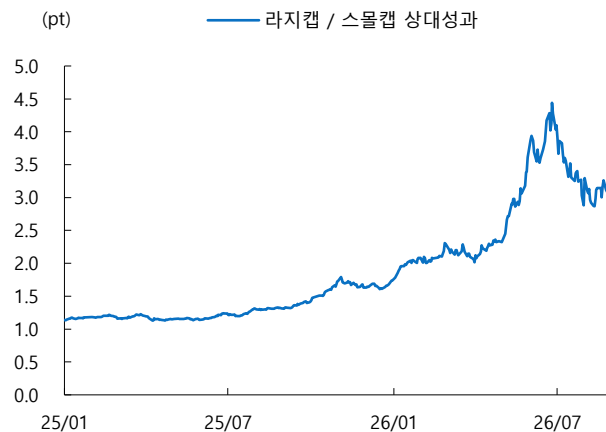
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부  
주: 2016.01.01 = 100

그림73. 미들캡은 우상향 추세



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림74. 코스피 고점 이후 스몰캡의 반격



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

화장품과 2차 전지의 모멘텀 지속될 것

전술한 대로 기관과 개인의 수급보다는 외국인의 수급이 지수의 방향을 결정할 수 있는 상황이다. 개인은 전자/닉스로 쏠려있으며 국내 기관 투자자의 경우 지수를 쫓아가야 하기 때문에 필연적으로 테크의 비중이 클 수밖에 없다. 두 분류의 투자자 모두 테크 이외 섹터에서 유의미한 비중 조절에 나서기 어렵다.

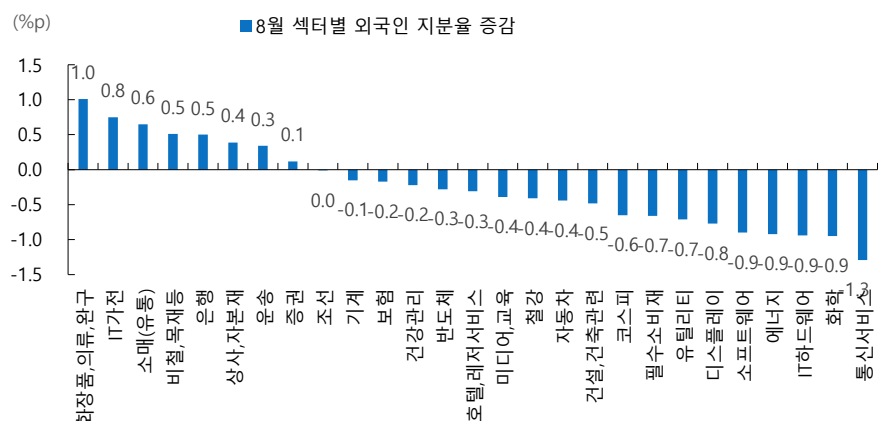
외국인들이 선호하는  
2차전지와 화장품에 주목

외국인 투자자는 테크에 대한 비중 축소 포지션을 근간에 두고 그 이외 섹터로의 로테이션에 적극적으로 나서고 있다. 하반기 이후 외국인들의 지분을 증감을 파악해보면 화장품과 2차 전지에 대한 비중이 커지고 있음을 확인할 수 있다. 아래 분류에서 소매(유통)이 상위권에 포착이 된다. 소매(유통)에는 실리콘투가 포함되어 있어 사실상 화장품 베팅이 더 보기보다 더 강하다고 해석할 수 있다.

은행과 보험의 경우 밸류에이션의 한계에 다다른 모습을 보이며 방어적인 섹터로의 역할을 할 수 있겠으나 6~7월처럼 지수 대비 상대성차가 유의미하게 돋보이기는 어려운 상황이다. 특히 보험의 경우 손보사 중심으로 주가의 기세가 좋다. 쫓아가기 보다는 하락하면 리스크 관리 차원에서 접근하는 것이 좋다. 은행도 마찬가지다. 상승 여력이 크지 않기 때문에 시장이 당장 하락 추세로 전환하지 않는다면 천천히 접근할 필요가 있다.

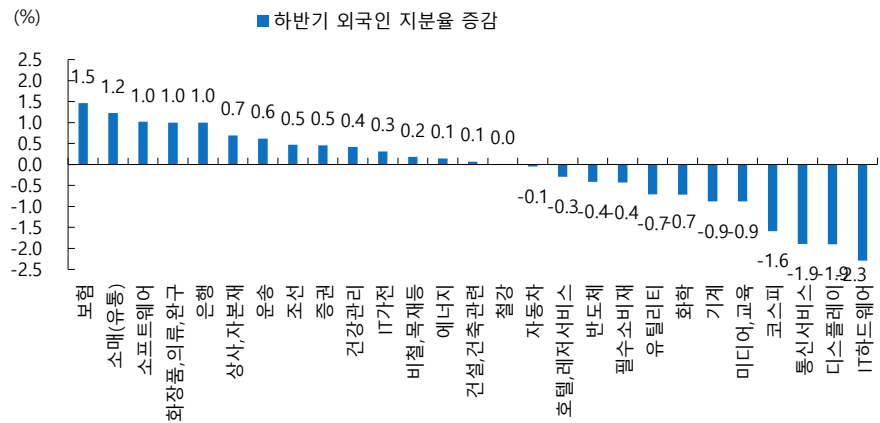
2차 전지와 화장품은 외국인의 선호도가 높으며 이익 추정치가 상향되고 있는 섹터다. 8월의 모멘텀이 9월까지도 지속될 가능성이 높아 보인다. 이 두 섹터를 대체할 수 있는 섹터가 부재한 것 또한 기존의 모멘텀이 강할 수 있음을 뒷받침한다.

그림75. 외국인은 화장품과 2차 전지로 비중 조절.



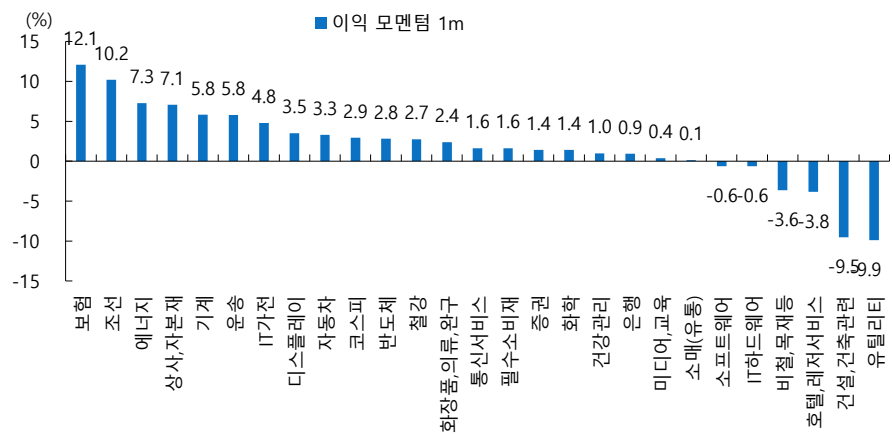
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림76. 7~8월 섹터별 외국인 지분율 증감



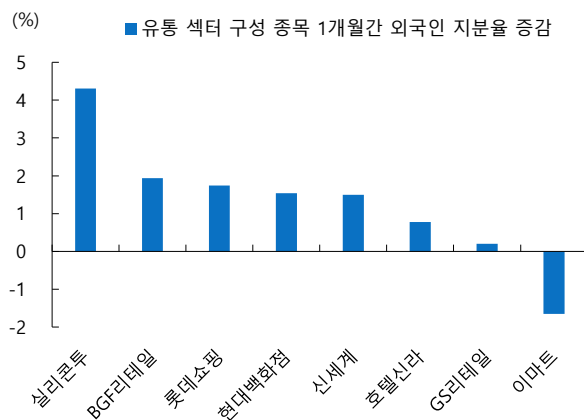
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림77. 섹터별 1달 이익 변화율



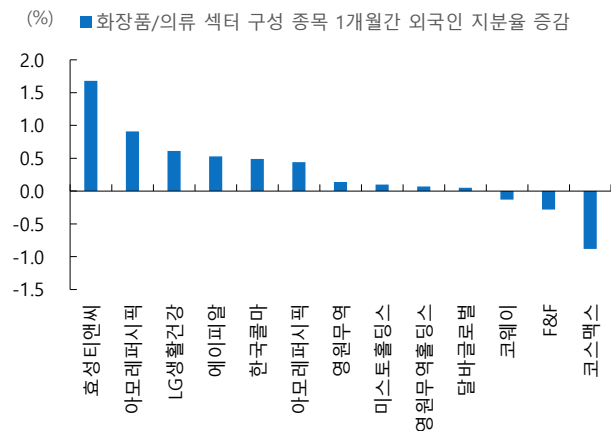
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림78. 유통(소매) 섹터내 시총 상위 종목의 외인 지분율 증감



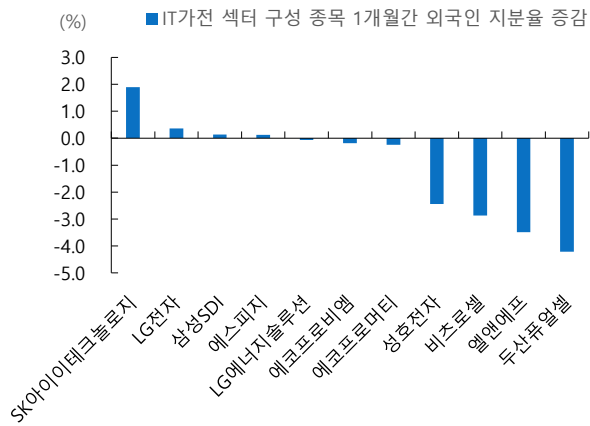
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림79. 화장품/의류 섹터내 시총 상위 종목의 외인 지분율 증감



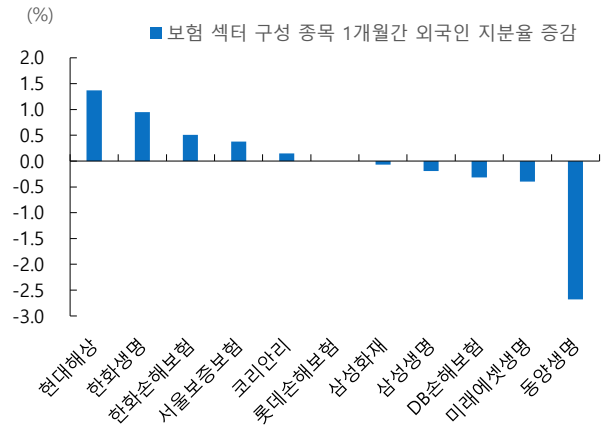
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림80. IT가전 섹터내 시총 상위 종목의 외국인 지분율 증감



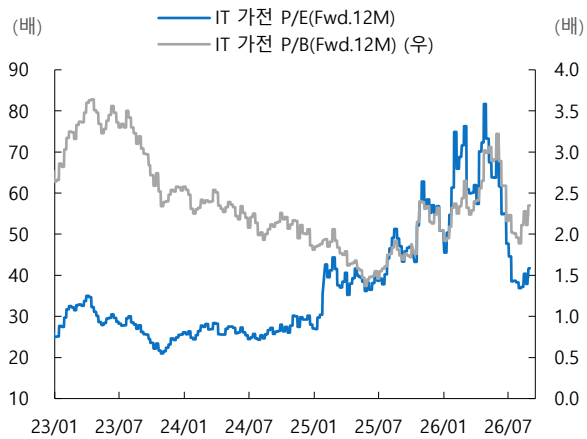
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림81. 보험 섹터내 시총 상위 종목의 외국인 지분율 증감



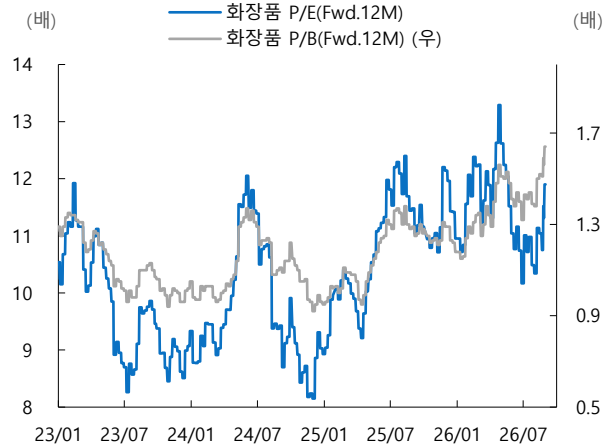
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림82. IT 가전 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

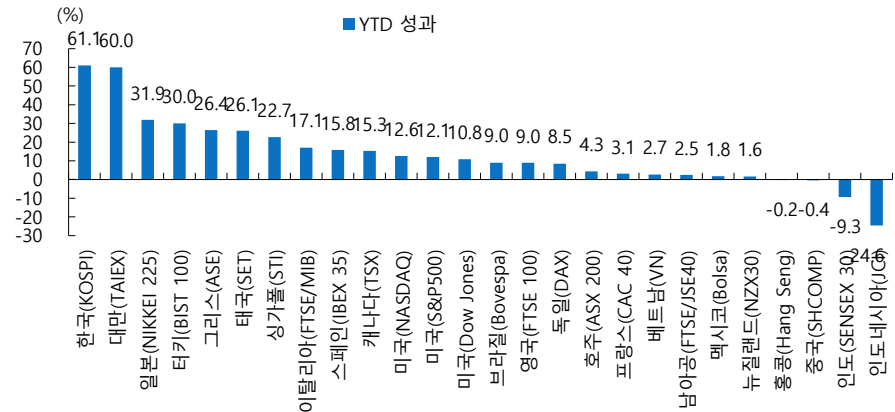
그림83. 화장품 밸류에이션 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

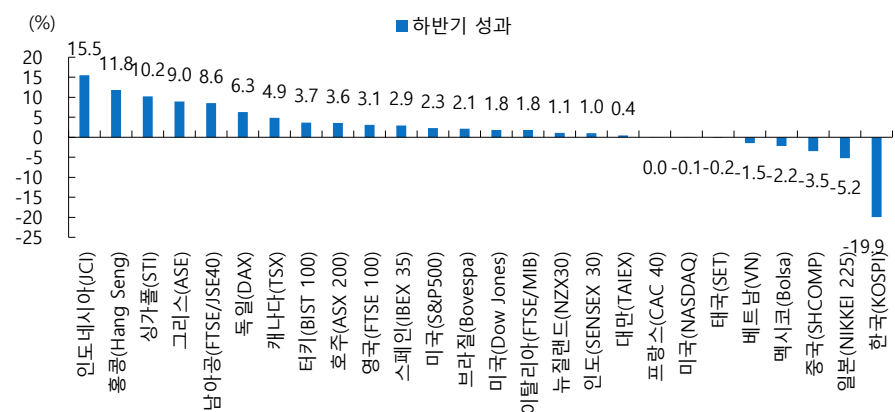
## Appendix. 월간 증시 성과 및 참고 지표

그림84. 여전히 한국이 YTD 1위 성과. 최근 대만 성과가 빠르게 올라옴.



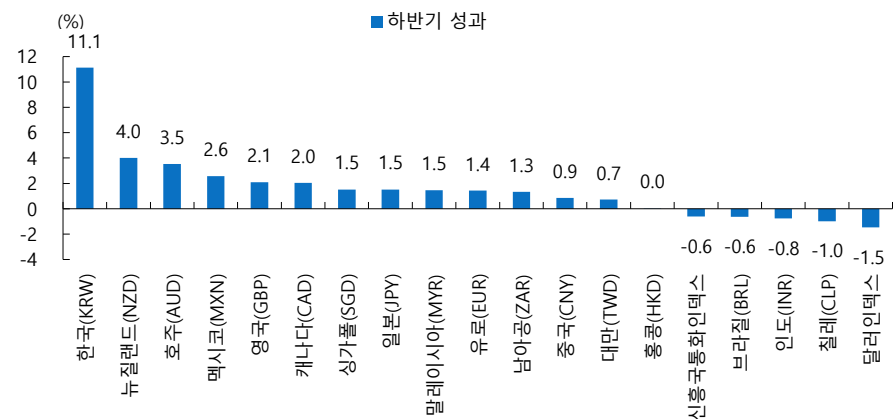
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림85. 하반기 성과(7~8월 2달간)는 한국, 일본이 최하위 기록



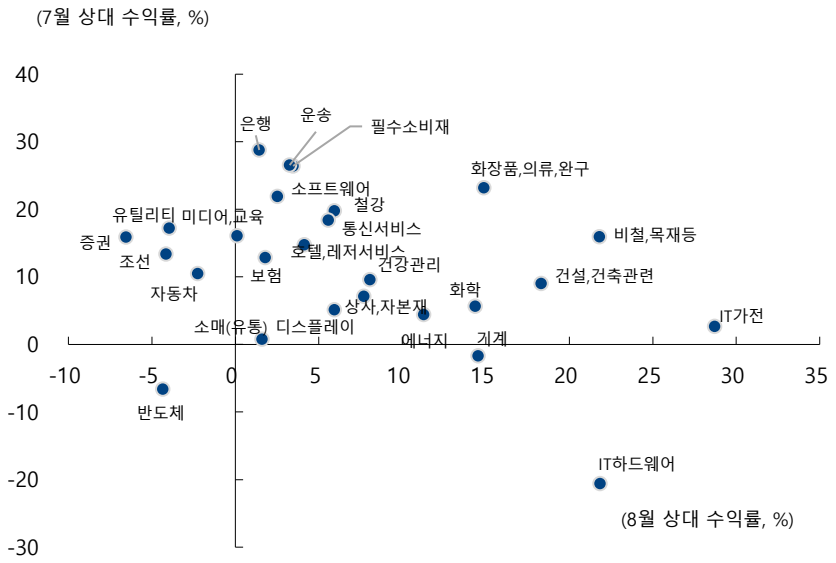
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림86. 증시 하락에도 원화 절상폭이 컸음



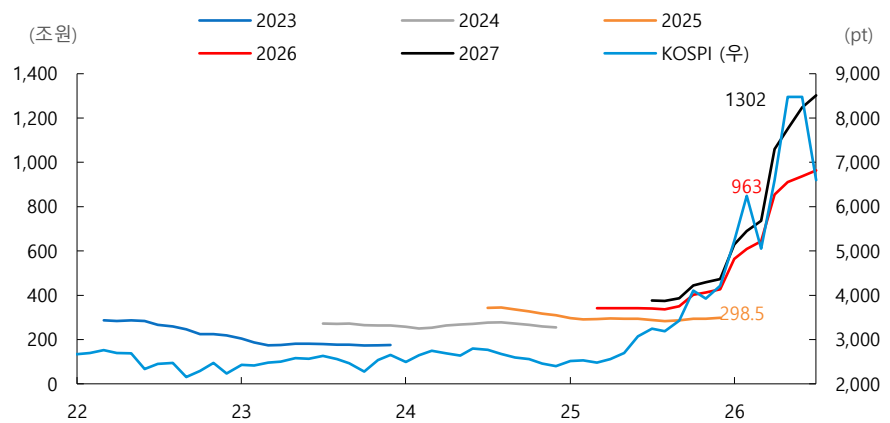
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림87. 7~8월 지수를 모두 언더퍼폼한 섹터는 반도체뿐



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림88. 영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표1. 이익 전망치 상향 섹터 Top 5

| 이익 전망치 상향 섹터 Top5 |                        |    |           |          |         |          |         |           |
|-------------------|------------------------|----|-----------|----------|---------|----------|---------|-----------|
| 섹터                | 이익 1M 증가율<br>(증감, 십억원) | 순위 | 종목명       | 1m 기여도   | 1m 증가율  | 3m 증감    | 3m 증가율  | 섹터내 시총 비중 |
| 보험                | 12.08%<br>(+1,688.49)  | 1  | 삼성생명      | 1,160.09 | 25.07%  | 1,830.94 | 46.28%  | 48.66%    |
|                   |                        | 2  | 삼성화재      | 332.34   | 10.19%  | 475.76   | 15.25%  | 24.07%    |
|                   |                        | 3  | 현대해상      | 220.91   | 18.67%  | 276.64   | 24.54%  | 3.51%     |
|                   |                        | 4  | DB손해보험    | 123.51   | 5.51%   | 162.84   | 7.39%   | 9.63%     |
|                   |                        | 5  | 한화생명      | 61.44    | 6.81%   | 115.67   | 13.65%  | 4.06%     |
| 조선                | 10.18%<br>(+2,704.84)  | 1  | HD현대      | 2,246.19 | 23.40%  | 2,277.65 | 23.81%  | 10.82%    |
|                   |                        | 2  | HD한국조선해양  | 268.25   | 4.01%   | 872.81   | 14.34%  | 15.76%    |
|                   |                        | 3  | HD현대중공업   | 100.92   | 2.29%   | 352.97   | 8.49%   | 30.13%    |
|                   |                        | 4  | 한화오션      | 35.14    | 1.47%   | 405.17   | 20.02%  | 17.03%    |
|                   |                        | 5  | 삼성중공업     | 28.58    | 1.64%   | 38.81    | 2.23%   | 11.72%    |
| 에너지               | 7.27%<br>(+1,869.37)   | 1  | SK        | 731.90   | 6.76%   | 2,675.96 | 30.11%  | 34.76%    |
|                   |                        | 2  | S-Oil     | 556.48   | 18.11%  | 853.82   | 30.77%  | 14.83%    |
|                   |                        | 3  | GS        | 427.23   | 11.41%  | 667.72   | 19.07%  | 10.60%    |
|                   |                        | 4  | SK이노베이션   | 169.51   | 2.94%   | 1,855.23 | 45.39%  | 17.45%    |
|                   |                        | 5  | 한화솔루션     | 38.99    | 3.86%   | 44.11    | 4.39%   | 6.70%     |
| 상사/자본재            | 7.08%<br>(+2,180.62)   | 1  | 한화        | 2,054.45 | 32.25%  | 2,394.73 | 39.71%  | 2.68%     |
|                   |                        | 2  | 한화에어로스페이스 | 342.93   | 6.86%   | 595.27   | 12.55%  | 22.23%    |
|                   |                        | 3  | 삼성물산      | 79.87    | 1.93%   | 344.84   | 8.92%   | 22.66%    |
|                   |                        | 4  | 두산        | 70.56    | 3.20%   | 278.89   | 13.97%  | 7.47%     |
|                   |                        | 5  | 효성        | 58.06    | 12.18%  | 55.59    | 11.60%  | 1.07%     |
| 기계                | 5.83%<br>(+622.40)     | 1  | LS        | 295.20   | 15.81%  | 472.97   | 27.99%  | 4.05%     |
|                   |                        | 2  | 효성중공업     | 45.73    | 3.35%   | 135.02   | 10.57%  | 12.19%    |
|                   |                        | 3  | 레인보우로보틱스  | 40.00    | 461.36% | 41.34    | 563.98% | 3.67%     |
|                   |                        | 4  | 두산에너지빌리티  | 39.83    | 2.81%   | 135.61   | 10.24%  | 23.42%    |
|                   |                        | 5  | 두산밥캣      | 27.92    | 3.15%   | 82.31    | 9.88%   | 2.51%     |

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표2. 이익 전망치 하향 섹터 Top 5

| 이익 전망치 하향 섹터 Top5 |                        |    |            |           |            |           |          |           |
|-------------------|------------------------|----|------------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|
| 섹터                | 이익 1M 증가율<br>(증감, 십억원) | 순위 | 종목명        | 1m 기여도    | 1m 증가율     | 3m 증감     | 3m 증가율   | 섹터내 시총 비중 |
| 유틸리티              | -9.89%<br>(-1,586.22)  | 1  | 한국전력       | -1,819.48 | -81948.00% | -1,006.97 | -8.94%   | 56.18%    |
|                   |                        | 2  | SK가스       | -77.41    | -13.66%    | -88.73    | -15.35%  | 5.73%     |
|                   |                        | 3  | 한전KPS      | -8.37     | -4.27%     | -8.72     | -4.44%   | 5.69%     |
|                   |                        | 4  | 한전기술       | -3.60     | -4.07%     | 2.02      | 2.44%    | 12.58%    |
|                   |                        | 5  | 삼천리        | 0.17      | 0.09%      | 180.20    |          | 1.29%     |
| 건설                | -9.53%<br>(-728.43)    | 1  | 아이에스동서     | -36.50    | -17.37%    | -33.84    | -16.31%  | 0.74%     |
|                   |                        | 2  | LS마린솔루션    | -1.67     | -3.82%     | 15.57     | 58.91%   | 2.66%     |
|                   |                        | 3  | 한샘         | -0.42     | -1.00%     | 4.93      | 13.51%   | 1.41%     |
|                   |                        | 4  | DL이앤씨      | 0.11      | 0.02%      | 39.37     | 7.35%    | 4.27%     |
|                   |                        | 5  | 동화기업       | 0.80      | 17.78%     | -5.46     | -50.74%  | 0.57%     |
| 호텔, 레저            | -3.83%<br>(-42.62)     | 1  | 강원랜드       | -5.47     | -2.40%     | -5.13     | -2.25%   | 32.54%    |
|                   |                        | 2  | 롯데관광개발     | -4.98     | -2.23%     | -1.12     | -0.51%   | 10.86%    |
|                   |                        | 3  | 파라다이스      | -2.73     | -1.41%     | -15.58    | -7.57%   | 9.56%     |
|                   |                        | 4  | GKL        | -2.20     | -2.88%     | 2.91      | 4.09%    | 6.11%     |
|                   |                        | 5  | 하나투어       | -1.62     | -2.61%     | -6.98     | -10.37%  | 5.24%     |
| 비철, 목재            | -3.64%<br>(-111.15)    | 1  | 고려아연       | -169.08   | -7.50%     | -83.34    | -3.84%   | 68.36%    |
|                   |                        | 2  | 풍산홀딩스      | -23.71    | -15.56%    | 45.08     | 53.96%   | 1.33%     |
|                   |                        | 3  | 삼아알미늄      | -1.05     | -3.81%     | 14.17     | 115.11%  | 2.41%     |
|                   |                        | 4  | 에이치브이엠     | 1.90      | 7.72%      | 3.97      | 17.61%   | 1.38%     |
|                   |                        | 5  | 울촌화학       | 2.69      | 8.42%      | 34.63     |          | 0.99%     |
| IT하드웨어            | -0.63%<br>(-44.11)     | 1  | 케이엠더블유     | -34.19    | -51.85%    | -15.81    | -33.24%  | 0.35%     |
|                   |                        | 2  | 비에이치       | -9.40     | -7.28%     | -8.03     | -6.29%   | 0.33%     |
|                   |                        | 3  | 롯데에너지머티리얼즈 | -8.18     | -53.71%    | 6.61      | 1502.27% | 1.05%     |
|                   |                        | 4  | 솔리드        | -4.26     | -9.18%     | -1.51     | -3.46%   | 0.31%     |
|                   |                        | 5  | 파크시스템스     | -3.08     | -4.79%     | -6.20     | -9.20%   | 1.08%     |

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

---

#### Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.