

Macro vs Micro. 유가/금리 압박이 완화되면? 반도체/AI 밸류체인 + 성장주 순환매

10월 증시 전망 및 투자전략 | 2026. 09. 28

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

Quant 권순호

soonho.kwon@daishin.com

Contents

Summary	3
주식시장 전망	6
9월 Review : 대외 불확실성과 AI 모멘텀의 힘겨루기. KOSPI 7,000선 안착	6
유가 & 채권금리 레벨업 vs. AI, 반도체 수출 호조와 실적/업황 모멘텀	12
여전히 선행 PER 6배 이하에 머물고 있는 KOSPI	37
10월에도 유가, 금리 등락/레벨과 AI, 반도체 업황/실적 모멘텀이 핵심	49
KOSPI 1차 타겟은 선행 PER 6배, 7,500 ~ 7,700선 돌파 가능	69
마이크론을 시작으로 프리어닝 시즌 진입. 반도체 주도력 회복과 순환매 확산 기대	78
KOSDAQ 상승의 조건 = 금리안정과 승강제. 반도체와 비반도체 간의 순환매로 KOSPI 상승 구도 견고해져	87
미·중은 관계 안정화에 진전, 미·이란은 협상 재개에도 합의 불확실성 지속	100
9월 FOMC 이후 추가 긴축 경계 지속. 물가 압력과 고용 둔화 여부를 통해 연속 인상 가능성 확인	108
채권금리 OverShooting 국면. 추가 상승 가능성 낮아...	126
ECB·BOJ, 추가 금리인상 가능성. ECB는 에너지 충격, BOJ는 물가·환율이 향후 금리인상의 핵심 변수	132
백투백 인상 후 속도 확인, 방향은 여전히 긴축. 수출·투자·소비 개선이 추가 인상 여력 뒷받침	145
중국 제조업 호조 지속, 경기 회복 관건은 내수. 소비·투자 회복과 정책금융 집행, 물가 확산 여부에 주목	154
AI Agent 확산과 AI 투자 지속성 확인. Meta MUSE 흥행, GTC Berlin, Oracle AI World에 주목	171
AI 투자 확대 지속, 실적 시즌으로 성과 확인. 메모리 수급·클라우드 성장·CAPEX 등 주목	179
반도체 Peak Out 논란은 시기상조	207
3분기 실적 불확실성 선반영 중. 반면, 수출 모멘텀은 여전히 견고	214
주도권을 되찾은 금융투자. 외국인 순매수 전환 가능성은?	232
투자전략	250
투자전략 : 투자전략 : 반도체 + AI 밸류체인이 핵심. 낙폭과대 & 실적대비 저평가로 순환매 대응	250
퀀트전략 : 금리 부담에는 이익, 관망 국면에는 배당	275
높은 금리로 인한 매크로 압력, 증시 회전율은 감소	275
유사국면 팩터 성과	280
10월 추천 - 멀티팩터 포트폴리오	289

Summary

매크로 (Macro)와 마이크로 (Micro) 간 줄다리기 지속. 선행 PER 6배 (KOSPI 7,600선) 회복 국면에서 등락은 비중확대 기회

- 9월에 이어 10월에도 매크로 (Macro)와 마이크로 (Micro) 간 줄다리기 싸움 불가피. 9월에는 등락은 있었지만, 유가, 금리 상승 압력을 AI, 반도체 모멘텀이 극복. 10월에는 3분기 실적 시즌이 시작되는 만큼 유가, 금리 상승 압박이 여전한 상황에서 AI, 반도체 업황/실적 모멘텀을 확인하는 국면. 3분기 주요 기업 실적 결과가 유가, 금리 압박을 이겨낼 수 있을지 여부가 중요. 결국 '이익이유가/금리를 이기는가'가 박스권(6,500~7,200) 돌파의 최대 관건
- 유가, 금리 안정이 가시화될 경우 상단이 크게 열릴 것. 우선, 유가 안정이 필수 조건. 유가 등락, 레벨에 따라 물가, 통화정책, 채권금리, 달러화 등락을 넘어 글로벌 증시 흐름에도 상당한 영향을 미치기 때문. 유가 하락(상승) -> 물가 하락 기대(상승 우려) -> 비둘기파적(매파적) 통화정책 스탠스 기대(경계) -> 채권금리/달러화 하락(상승) -> 증시 상승(하락) 전개
- 최근 트럼프 지지율 급락(32%, 역대 최저), 중간선거에서 참패(블루 스윙 확률 60% 상회) 가능성 확대. 11월 4일 중간선거를 앞두고 있는 입장에서 트럼프 정책의 불확실성 완화될 수 밖에 없다고 판단. 마찬가지로 이란과의 갈등도 중간선거 전까지 격화될 가능성 제한적이며 평화무드 형성도 가능할 것으로 예상. 게다가 카타르가 핵심 중재자로 부상한 상황에서 APEC을 앞둔 중국도 조용한 압박을 진행 중. 이란의 요구 조건도 완화되는 양상. 중간선거 전 미국과 이란 간의 평화무드 형성 시 유가 레벨다운, 금리, 채권금리 안정이 가시화되면서 KOSPI 상승 탄력 강화 예상
- 10월 예정된 이벤트를 살펴보면 9월말~10월초(9/30~10/2) PCE·마이크론·수출·美 고용이 핵심. 수출 호조가 예상되는 가운데 마이크론 실적을 통해 반도체 실적 전망의 방향성이 결정될 것. PCE와 고용 결과는 통화정책 컨센서스, 금리 향배에 영향을 줄 것. 10월 중반(10/7~10/15)에는 삼성전자 잠정실적·美 CPI·TSMC가 예정. 본격적인 프리어닝 시즌 돌입과 함께 CPI 결과에 따라 10월말 FOMC 금리결정이 가시화될 전망. 10월 후반(10/22~10/30)에는 금통위·SK하이닉스·빅테크·FOMC(10/29 새벽)·BOJ가 이어짐. 주요국 통화정책 일정이 집중된 주간으로 통화정책 선반영 여부에 따라 변곡점이 될 수도 있는 상황
- 9월 KOSPI 6,500~6,700선 지지력 확인한 만큼 KOSPI 하단은 견고해졌다고 판단(연말까지 KOSPI 하단 5,000p에서 6,300p로 상향 조정, 선행 PER 5배 수준). 하지만, 9월 KOSPI 7,000선 회복에도 불구하고 선행 PER 5.55배에 불과. 선행 EPS가 1,275.8p(8월말 1,240p)로 추가 상승했기 때문. 현재 KOSPI는 극심한 밸류에이션 저평가에서 벗어나는 것만으로도 7,500~7,700선대 돌파도 가능. 동 지수대는 선행 PER 6배 수준이자, 선행, 확정실적 기준 PBR 26년 평균 수준으로 1차 밸류에이션 정상화 목표치. 9월말 수급선으로 불리는 60일선(6,900선)을 넘어섬. 경기선으로 불리는 120일 이동평균선이 위치한 7,100선 돌파/안착 여부가 관건
- 방향성에 집중할 때! 유가, 금리의 추가적인 급등세만 없다면 증시 방향성은 우상향. 경제지표, 실적 결과에 따른 등락은 기대와 현실 간의 눈높이 조정과정. 모멘텀이 견고하고 개선 방향성이 명확하다면 등락은 비중확대 기회. 유가, 금리 상승 압력 또한 정점을 통과하는 과정일 가능성 높다고 판단. 만약 유가, 금리 안정과 3분기 실적이 예상보다 양호하다면 상승 탄력은 강해질 것. KOSPI 선행 PER 6배 이하는 Downside Risk보다 Upside Potential이 높은 국면

10월 투자전략: 밸류에이션 정상화 국면 지속. Downside Risk보다 Upside Potential이 크다

반도체, AI 밸류체인 주도주 여전히 낙폭과대 & 실적대비 저평가 영역에 위치. 단기 변동성은 비중확대 기회로 활용

투자전략

9월 반등에도 불구하고 KOSPI는 극단적인 저평가영역 지속. KOSPI 6배 이하에서 매도 실익은 없다고 판단
오히려 변동성을 활용해 적극적으로 매집하거나 버티기 전략 유지

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

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

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

퀀트 전략

미국 10년물 국채금리가 5.2% 수준에 근접. 높아진 금리를 고려하더라도 국내 증시의 밸류에이션 부담은 크지 않지만, 금리 불확실성이 상방을 제약하는 만큼 이익 개선이 뒷받침되는 기업에 주목할 필요가 있음. 7~8월 급격한 원화 강세 이후, 8월 말부터 국내 기업의 3·4분기 영업이익의 추정치 하향조정. 원화 강세는 수출기업의 원화 환산 매출과 수익성에 부담을 줄 수 있어 기존 이익 기대의 유지 여부가 중요. 최근 주가 흐름에서도 영업이익 전망이 상향되는 기업군이 견조했으며, 9월에는 예상 영업이익률이 높은 기업군도 상대적으로 양호. 금리 부담을 감내할 수 있는 수익성과 이익 개선을 함께 살펴야 한다는 판단

한편, 6월 이후 거래대금과 투자자예탁금이 감소하면서 증시의 자금 활동도 둔화. 증시 충격 이후 거래대금과 예탁금이 위축된 국면에서는 고배당군이 단기 주가 상승군과 이익상향군보다 평균적으로 견조. 관망 기간에는 이익 개선과 함께 배당매력도 고려할 필요가 있음

10월 멀티팩터 포트폴리오는 두 가지 관점을 제시. 첫 번째는 높은 수익성이 내년에도 유지되면서 최근 이익 전망이 상향되는 기업군. 26년과 27년 예상 영업이익률, 12개월 선행 영업이익의 상향률을 결합해 종목을 선별. 두 번째는 하반기 이익 전망이 견고하면서 높은 배당수익률이 기대되는 기업군. 예상 배당수익률과 26년 3·4분기 영업이익의 추정치의 변화를 함께 고려해 배당여력의 훼손이 제한적인 기업을 제시

10월 업종/종목 Pick : 반도체 & AI 밸류체인 주도주 + 낙폭과대/저평가 업종 순환매

반도체, 전력기기, 2차전지, 조선 등 AI 밸류체인 주도주로 중심을 잡고, 낙폭과대, 실적대비 저평가 업종은 트레이딩

투자환경

MACRO & 통화정책

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

실적 전망

26.3Q 프리어닝 시즌, 불확실성 선반영
상향 조정으로 반전 가능?
반도체 중심의 실적 개선 기대 지속
12개월 선행 EPS, 순이익 상향 조정
이익 개선 유효, 밸류에이션 매력 확대
선행 EPS 레벨업 = KOSPI 상승 여력 확대

수급

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

Stocks

단기 트레이딩 : 순환매 대응 + 이슈 Play

반도체 : 삼성전자, DB하이텍, SK하이닉스, 한미반도체 / **화학** : 에이피알

전기전자 : 삼성전기, 이수페타시스 / **유틸리티** : 산일전기, 효성중공업 / **지주** : HD현대

제약/바이오 : 셀트리온, 한미약품 / **보험** : DB손해보험, 삼성화재 / **정유/화학** : S-Oil

2차전지 : LG에너지솔루션, 삼성SDI / **조선/운송** : 한화엔진, HD한국조선해양, HMM

밸류에이션 역사적 저점권

트럼프 리스크와
채권금리 상승에 따른
변동성 확대는
비중확대 기회

변곡점

1일 韓 수출입, 美 마이크론 실적,
1일, 5일 美 ISM 제조업, 서비스,
2일 美 고용, 8일 FOMC 의사록,
10일 美 PPI, 유로존 ECB,
14일 美 CPI, 中 물가지표,
15일 美 PPI, 소매판매,
19일 中 실물지표,
22일 韓 금통위,
29일 美 FOMC, PCE,
유로존 ECB, 30일 일본 BOJ,
30일 美 PCE, 소득/소비 지표

낙폭과대 & 실적대비 저평가
주도주 비중 유지/확대

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

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

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

통신 : KT / **보험** : DB손해보험

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

2차전지 : 후성

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

9월 Review

대외 불확실성과 AI 모멘텀의 힘겨루기

KOSPI 7,000선 안착

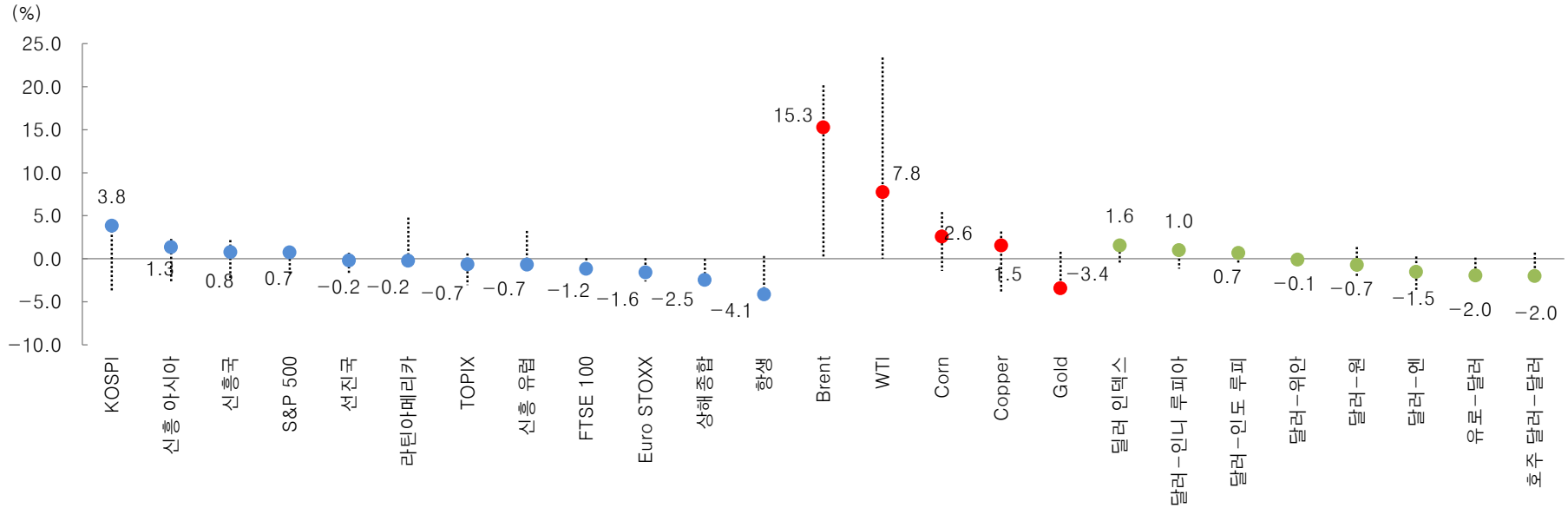
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

AI·반도체 모멘텀에 글로벌 증시 하단 지지, 주요국 중앙은행 긴축 기조와 중동 리스크는 부담

9월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: 9월 25일 종가 기준

9월 글로벌 증시는 견조한 AI 투자, 반도체 수요가 상방 압력으로 작용. 미국 증시는 중동 충돌 격화와 유가, 금리 상승으로 투자심리가 위축. 다만 연준의 긴축적인 통화정책이 상당 부분 선반영됐다는 인식 속 유가와 금리 상승세가 진정됐고, AI 투자 및 반도체 수요 기대가 재차 부각되며 기술주 중심으로 반등. 중국 증시는 8월 수출 호조와 AI·첨단 제조업 기대가 긍정적이었으나, 내수 회복이 더딘 가운데 급등했던 로봇·첨단기술주를 중심 차익 매물 출회되며 하락

원자재 시장에서는 국제 유가 상승세 뚜렷. 중동 군사 충돌 격화와 사우디 공급 차질 우려로 급등. 이후 미국·이란 간 완화적인 스탠스와 사우디 공급망 회복 기대가 복합적으로 작용하며 상승폭 일부 반납. 금 가격은 중동 지정학적 불확실성에도 연준의 긴축과 달러화 강세 영향으로 하락

통화 시장에서 달러인덱스는 100을 돌파. 월 초 일부 연준 인사의 금리 동결 가능성 언급으로 약세를 보이기도 했지만, 높은 물가와 국제 유가 상승으로 긴축 필요성이 재차 부각. 연준이 9월 FOMC에서 25bp 인상을 단행하고 추가 인상 가능성도 열어두면서 미국 금리 상승과 함께 달러 매수세 확대. 달러-엔 환율은 BOJ의 25bp 금리 인상 이후 추가 긴축 신호가 제한되며 일시 반등했으나, 미·일 당국의 엔화 약세 경계와 외환시장 개입 가능성이 부각되며 재차 하락

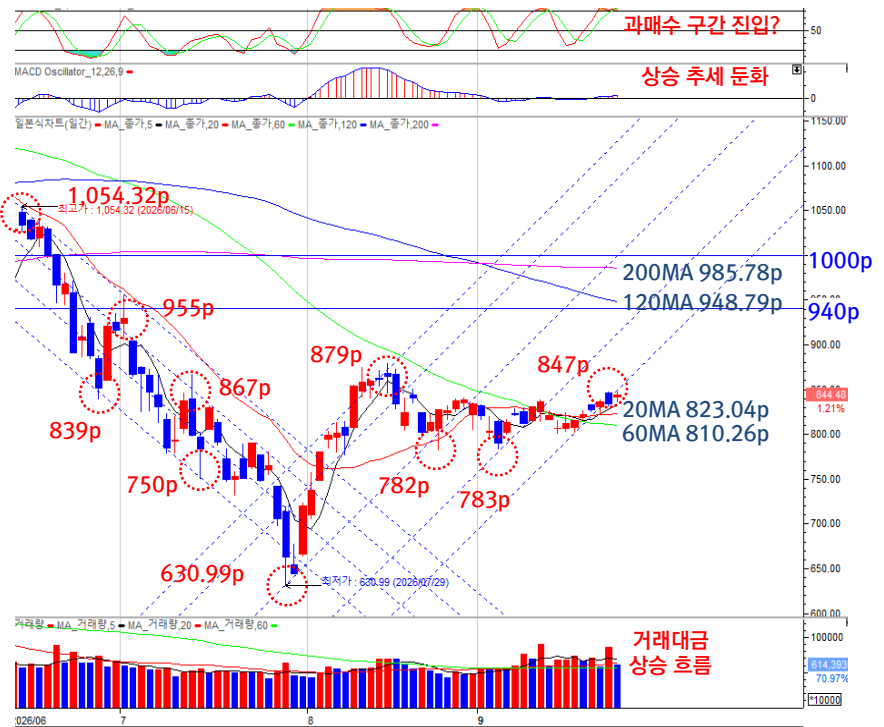
대외 불확실성에 제한된 상승세, AI 모멘텀으로 반등 시도

KOSPI, 대외 변수와 AI 모멘텀의 힘겨루기 속 120일선 근접



자료: 대신증권 Research Center

KOSDAQ, 대외 불확실성 진정되며 강세 전개

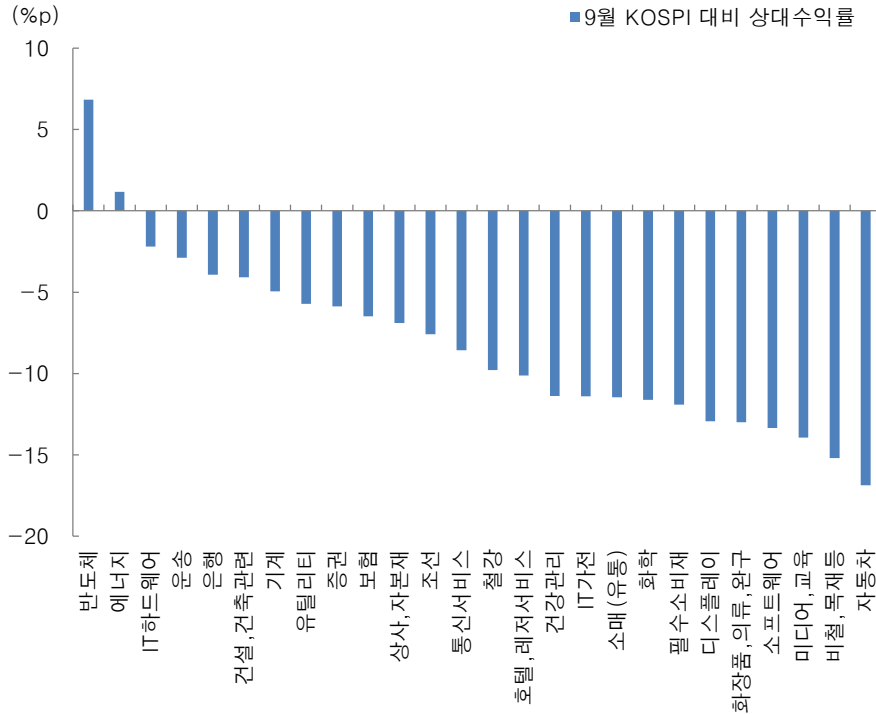


자료: 대신증권 Research Center

9월 국내 증시는 견조한 수출과 AI 모멘텀이 상방 압력으로 작용했으나, 중동 지정학적 리스크와 유가·금리 변동성에 등락 반복. 미국과 이란의 협상 지연과 중동 내 충돌 격화로 국제 유가가 급등했고, 인플레이션 우려와 주요국 국채 금리 상승으로 이어지며 위험자산 선호심리 위축. 여기에 미국 물가지표를 소화하는 과정에서 FOMC와 BOJ 금융정책 결정회의 등 주요국 통화정책 이벤트를 앞둔 경계심리까지 유입되며 매크로 변수가 증시 상단을 제한. 다만 중동 내 긴장 완화 시그널과 사우디 공급 차질 우려 해소로 국제 유가 상승세가 진정. 연준의 긴축 기조가 상당 부분 선반영된 가운데, 향후 금리 경로에 대한 불확실성도 줄어들며 미국채 금리 상승세 둔화. 이에 매크로 부담에 눌렸던 AI 모멘텀이 재차 부각되며 증시 반등 시도. 한국의 견조한 반도체 수출과 OpenAI의 GPT-6 Astra 공개, TSMC·오라클 호실적 등을 통해 AI 모멘텀 유효했던 상황. 이후 추석 연휴를 앞두고 주요 이벤트를 대기하며 관망심리 유입, 상승추세 재차 진정

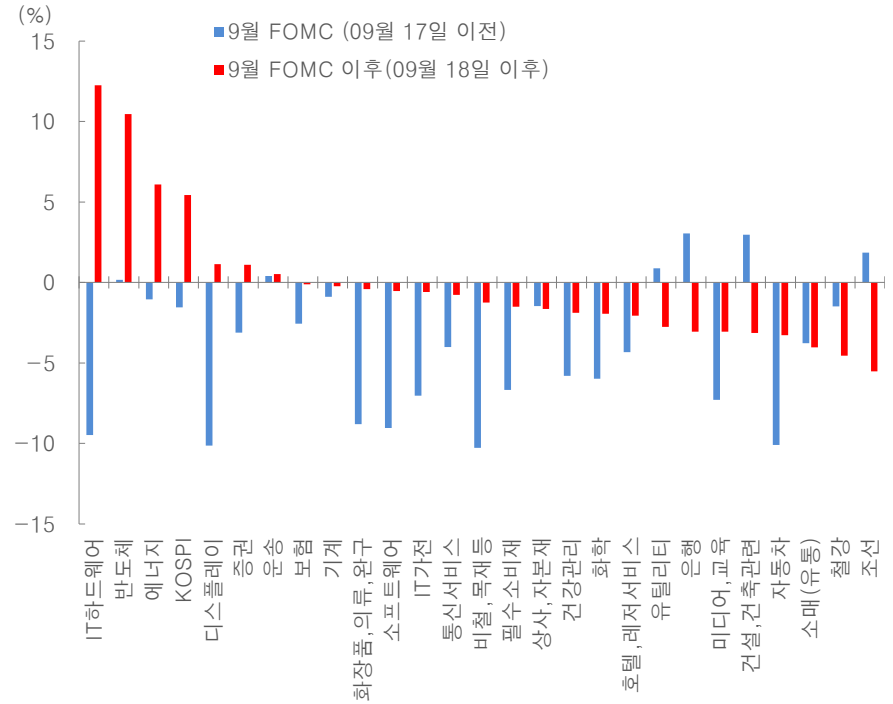
반도체·에너지 업종이 이끈 9월, 업종별 차별화 장세 뚜렷

KOSPI Outperform: 반도체, 에너지



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 9월 23일 종가 기준

연준 통화정책 불확실성 진정으로 AI 모멘텀 재부각

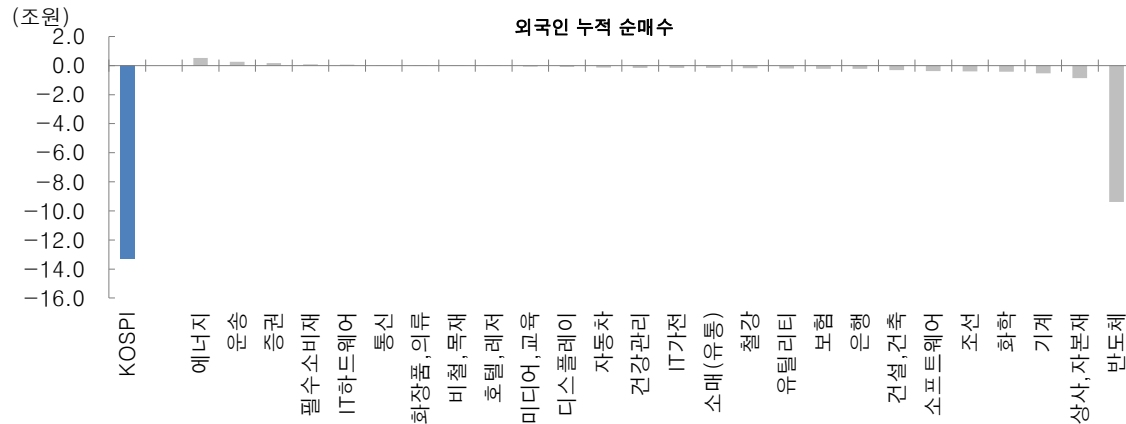


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 9월 23일 종가 기준

9월 KOSPI를 아웃퍼폼한 업종은 단 2개. 특히, 반도체 업종이 강세 전개하며 증시 상승을 주도. 한국 반도체 수출 호조와 OpenAI의 GPT Astra6 효과, 젠스항 CEO의 견조한 수요 전망 등은 AI 반도체 모멘텀을 재확인. 여기에 SK하이닉스와 삼성전자의 주주환원 위한 기타법인 장내매수도 긍정적인 요인. 에너지 업종은 중동 지역 내 군사적 충돌 격화와 사우디의 공급망 우려, 미국-이란 협상 지연으로 수혜 기대감 부각되며 상승. 한편, 강세 업종들의 상승폭은 9월 FOMC 이후 뚜렷해지는 경향. 연준의 긴축적 통화정책에 대한 선반영 인식과 금리, 유가 변동성 일부 진정되었기 때문. 반면 비반도체 업종의 순환매는 제한. 불안정한 매크로 환경 속 차익실현 매물이 출회되고, AI 반도체 같은 뚜렷한 모멘텀도 부재하며 약세. 자동차, 비철·목재, 미디어·교육 등에서 낙폭 확대

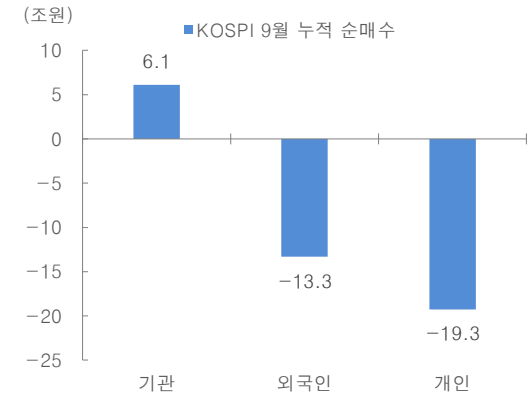
외국인, 개인 동반 수급 이탈. 외국인과 기관의 반도체 수급은 엇갈려

외국인: 반도체 순매도 뚜렷, 그외 상사, 자본재, 기계, 화학, 조선 등 순매도



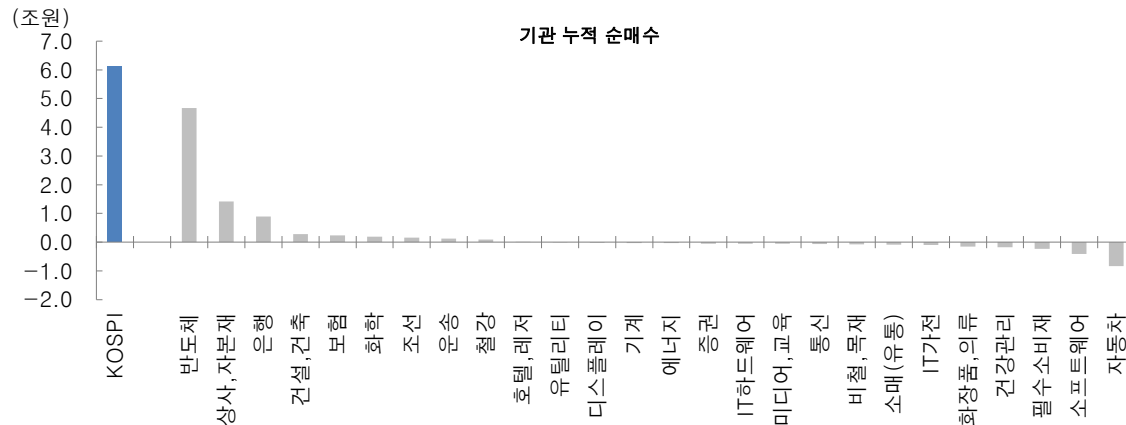
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인, 기관 순매도 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관: 반도체, 상사, 자본재, 은행 등 순매수, 자동차, 소프트웨어, 필수소비재 등은 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자의 수급 여건은 재차 악화
- 외국인은 7월 -9.9조원, 8월 -10.2조원 순매도에 이어 9월 -13.3조원 순매도
- KOSPI 7,000선에 안착하며 개인 투자자 대규모 차익실현 매물 출회
- 약 -19.3조원 순매도하며 역대 최대 규모
- 한편, 기관은 순매수 전환. 그중 반도체를 중심으로 순매수하며 지수 하단 지지

10월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정

	10월 1일 ~ 10일	10월 11일 ~ 20일	10월 21일 ~ 30일
통화정책		20일 중국 PBOC LPR 금리결정	22일 한국 BOK 금융통화위원회 금리결정 29일 미국 FOMC 금리결정 유로존 ECB 통화정책회의 금리결정 30일 일본 BOJ 금융정책위원회 금리결정
경제지표	1일 미국 9월 ISM 제조업 PMI 한국 9월 수출입 2일 미국 9월 비농업고용지수 미국 9월 실업률 유로존 9월 CPI 한국 9월 CPI 5일 미국 9월 ISM 서비스업 PMI 6일 미국 8월 무역수지 9일 미국 10월 미시간대 소비자심리지수	13일 일본 9월 PPI 14일 미국 9월 CPI 중국 9월 CPI / PPI 중국 9월 수출입 15일 미국 9월 PPI 미국 9월 소매판매 일본 8월 핵심기계수주 16일 미국 9월 광공업생산 한국 9월 실업률 19일 중국 9월 산업생산 중국 9월 고정자산투자 중국 9월 소매판매 중국 9월 GDP	23일 미국 10월 S&P글로벌 제조업 PMI 유로존 10월 S&P글로벌 제조업 PMI 일본 9월 CPI 일본 10월 S&P글로벌 제조업 PMI 27일 한국 3분기 GDP 29일 미국 9월 PCE 미국 3분기 GDP 30일 일본 9월 광공업생산 일본 9월 실업률
기타일정	8일 미국 9월 FOMC 의사록	14일 SEDEX 2026(~16일)	23일 ESMO 2026(~27일) 28일 Oracle Investor Day

주: 날짜는 한국시간 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

10월에는 물가·고용지표 등을 소화한 뒤 주요국 통화정책회의에서 긴축 경로를 재점검. 월초 미국의 고용보고서와 제조업지수를 통해 경기 모멘텀을 살피고, 물가지표에서는 에너지 가격 상승을 포함한 인플레이션 압력 지속 여부를 확인. 9월 FOMC에서 견조한 경기 여건과 함께 물가 경계감을 드러낸 만큼, 물가가 예상보다 강할 경우 연준의 추가 긴축 명분이 강화될 수 있는 상황. 10월 FOMC에서는 9월에 제시한 금리 경로가 유지되는지와 향후 인상 속도에 대한 연준의 판단에 주목할 필요. 한편, 한국 금통위와 ECB 통화정책회의, BOJ 금융정책결정회의도 예정된 만큼 주요국 통화정책회의에 따른 글로벌 금리 변동성 확대 가능성을 경계. 이외에도 SEDEX 2026, ESMO 2026과 주요 글로벌 기업의 실적 발표를 통해 반도체를 비롯한 업종별 모멘텀을 점검

유가 & 채권금리 레벨업 vs. AI, 반도체 수출 호조와 실적/업황 모멘텀

Strategist 이경민

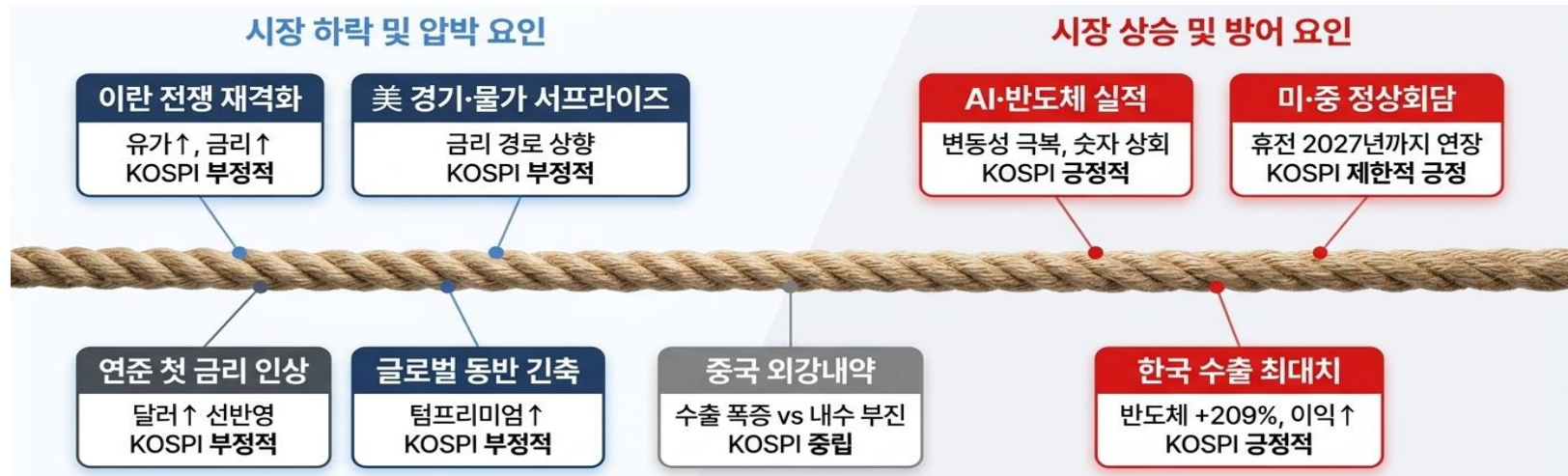
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

유가 & 채권금리 레벨업 vs. AI, 반도체 수출 호조와 실적/업황 모멘텀. KOSPI 7,000선 회복

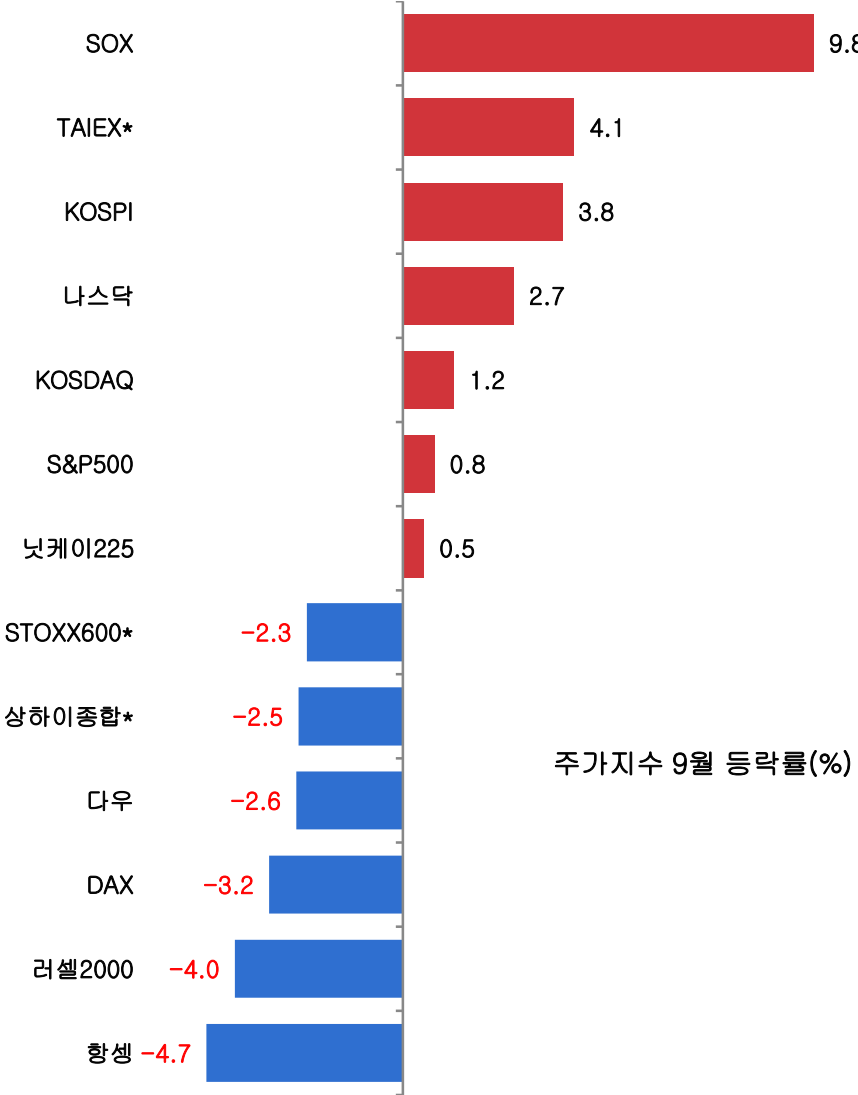
- 9월은 '위험자산 강세, 장기금리 급등, 유가 급등'이 동시에 나타난 이례적인 달.
반도체(SOX +9.8%), 대만(TAIEX +4.1%), 한국(KOSPI +3.8%)은 AI 이익을 등에 업고 강세를 임. 반면 금리 민감도가 높은 러셀2000(-4.0%)과 다우(-2.6%), 에너지 충격에 취약한 유럽(DAX -3.2%), 내수가 부진한 중국·홍콩(-2.5%, -4.7%)은 약세
- 채권시장에서는 美 2년물이 +53bp, 10년물이 +43bp 급등하며 베어 플래트닝이 나타남.
주목할 점은 10년물 상승분 대부분(+41bp)이 실질금리에서 발생했다는 것(10년 BEI는 +2bp). 인플레이션 기대보다는 정책금리 경로 재평가와 텀프리미엄(재정 적자, AI 인프라 채권 발행, 국채 입찰 부진)이 금리를 끌어올린 것으로 판단. 달러인덱스는 +1.6%(101.0) 강세를 보였고, 원화는 월초 강세(9/9 1,336.1원)를 FOMC 이후 되돌리며 월간으로는 소폭 강세(+0.75%)에 그침
- KOSPI는 '유가·금리 충격 → AI 이익 기대 → 긴축 재부각 → FOMC 선반영 반등'의 4개 국면을 거치며 6,500~7,200 박스에서 저점을 높임. 저점 6,471(8/19) → 6,579(9/3) → 6,627(9/15). 이 과정에서 외국인 -13.26조원, 개인 -19.30조원 대량 매도 출회되었지만, 기관+6.10조원, 기타법인약+26.46조원 매수에 힘입어 견조한 흐름을 보임. 수급 측면에서 자사주 매입은 하단을 견고히 함. 삼성전자는 누적 10.31조원(계획 물량의 74.7%), SK하이닉스는 24.39조원(58.8%, 전량 소각) 매입. 8/20 이후 22거래일 중 20일 동안 하루 1조원 이상 순매수 지속
- 밸류에이션은 정체. 선행 EPS가 상향(8월 말 1,240 → 9/21 1,267)되는 동안 지수도 비슷하게 올라, 선행 PER은 5.3~5.6배의 역사적 저점권에 머무름

거시적 충격과 미시적 모멘텀, 방어 사이에서 등락을 보인 KOSPI. 악재와 호재 사이에서 팽팽한 줄다리기를 끝에 9월 KOSPI 3.83% 상승 마감



[9월 금융시장 등락] 채권금리 레벨업이 변동성을 자극, 상단을 제어. AI, 반도체가 차별적인 상승을 주도

글로벌 채권금리 상승/레벨업 여파로 지수 상단을 제어했지만, AI, 반도체 속도조절론 이후 여전히 강력한 모멘텀을 반영하며 상승을 주도



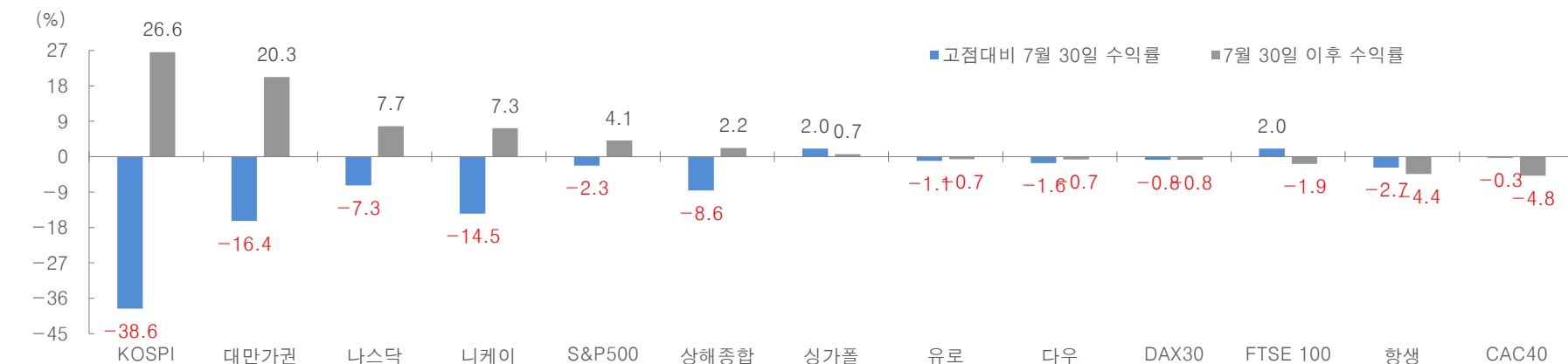
주가지수 9월 등락률(%)

자산	8/31 → 9/25	9월 변화
美 2년물	4.34 → 4.87%	+53bp
美 10년물	4.75 → 5.18%	+43bp
美 30년물	5.25 → 5.47%	+22bp
국고 3년	3.838 → 4.006%	+16.8bp
국고 10년	4.313 → 4.392%	+7.9bp
달러인덱스	99.43 → 101.04	+1.6%
원/달러	1,368.6 → 1,358.4원	원화 +0.75%
엔/달러	159.7 → 157.4엔	엔화 +1.5%
Brent	\$90.49 → \$104.32	+15.3%
금(현물)	\$4,431 → \$4,285	약 -3%
비트코인	\$78,549 → \$84,013	+7.0%

자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

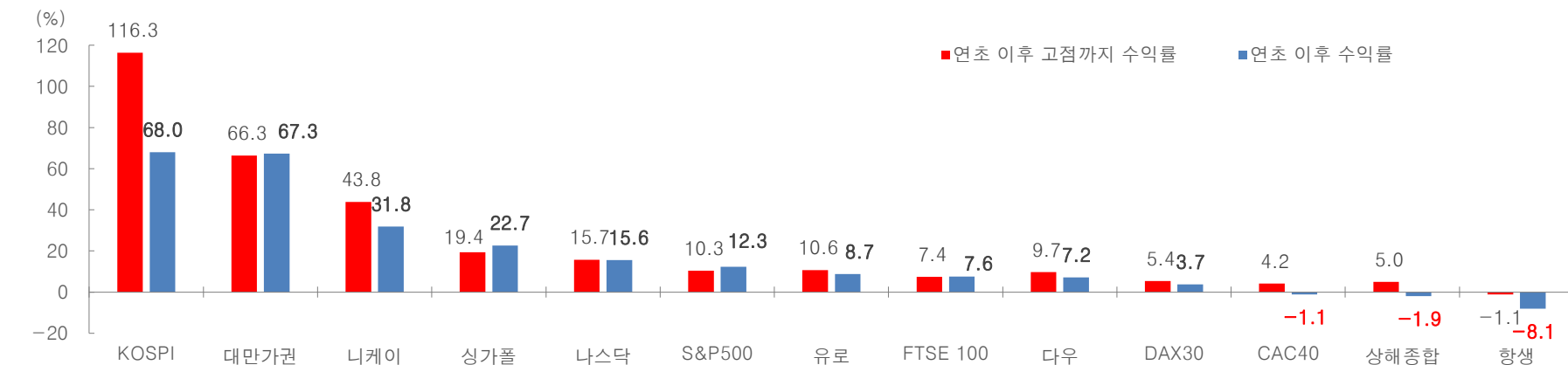
[주요국 등락률] KOSPI 급락 이후 급반등. 하지만, 낙폭대비 회복률은 저조한 상황. 연초 이후 수익률 60%대 회복

저점대비 26.6% 반등 중인 KOSPI. 낙폭대비 반등폭을 감안할 때 저조한 회복세를 보이는 KOSPI



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

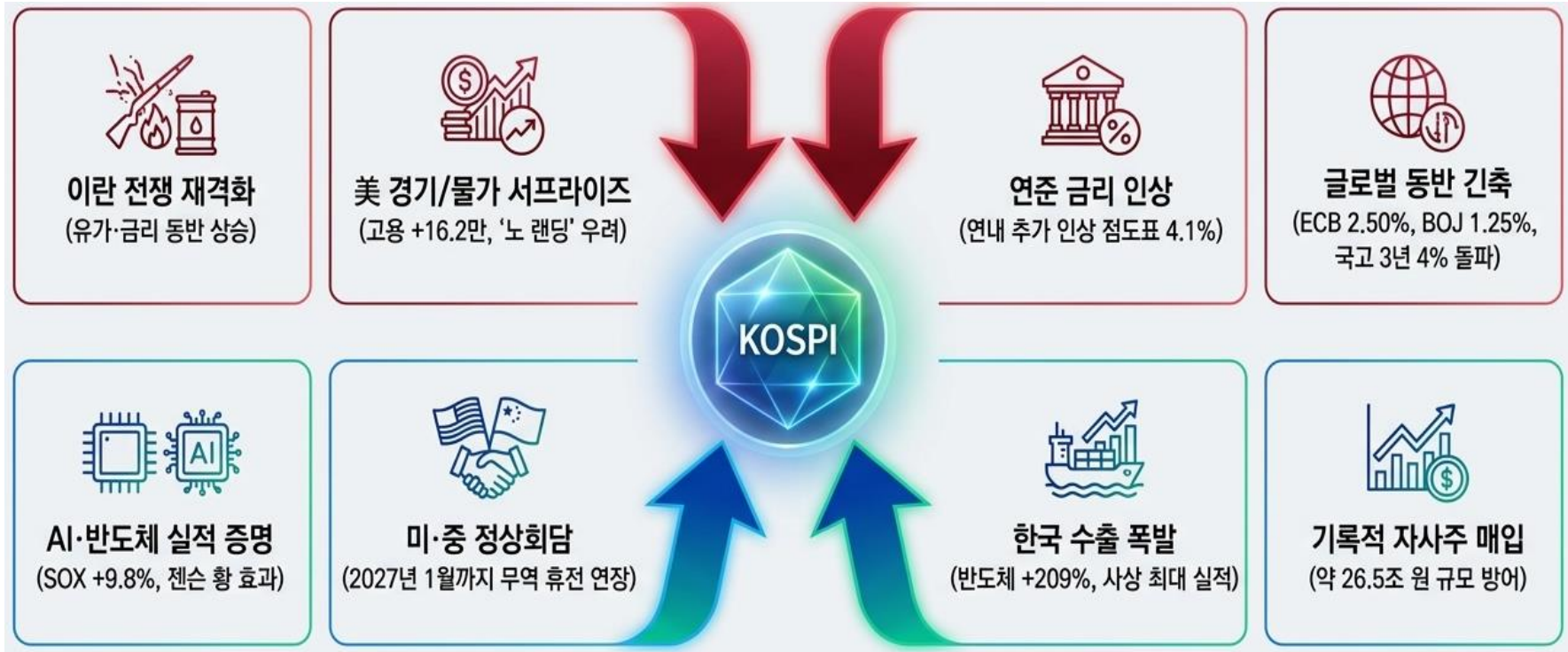
압도적인 1위였던 KOSPI의 연초 이후 수익률, 68%로 회복하면서 수익률 1위 회복. 변동성에 노출된 부담은 여전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[9월 투자환경] 에너지 충격발(發) 글로벌 동반 긴축 속에서 AI 이익이 버틴 한 달

9월 주식시장을 지배한 8대 이슈. 거시적인 압박(Macro)과 미시적인 지지(Micro)



9월은 '위험자산 강세, 장기금리 급등, 유가 급등'이 동시에 나타난 이례적인 달

반도체(SOX +9.8%), 대만(TAIEX +4.1%), 한국(KOSPI +3.8%)은 AI 이익을 등에 업고 강세 기록

반면 금리 민감도가 높은 러셀2000(-4.0%)과 다우(-2.6%),

에너지 충격에 취약한 유럽(DAX -3.2%), 내수가 부진한 중국·홍콩(-2.5%, -4.7%)은 약세

[9월 투자환경] 유가 & 채권금리 레벨업 vs. AI, 반도체 수출 호조와 실적/업황 모멘텀

9월 주식시장을 지배한 8대 이슈. 거시적인 압박(Macro)과 미시적인 지지(Micro)



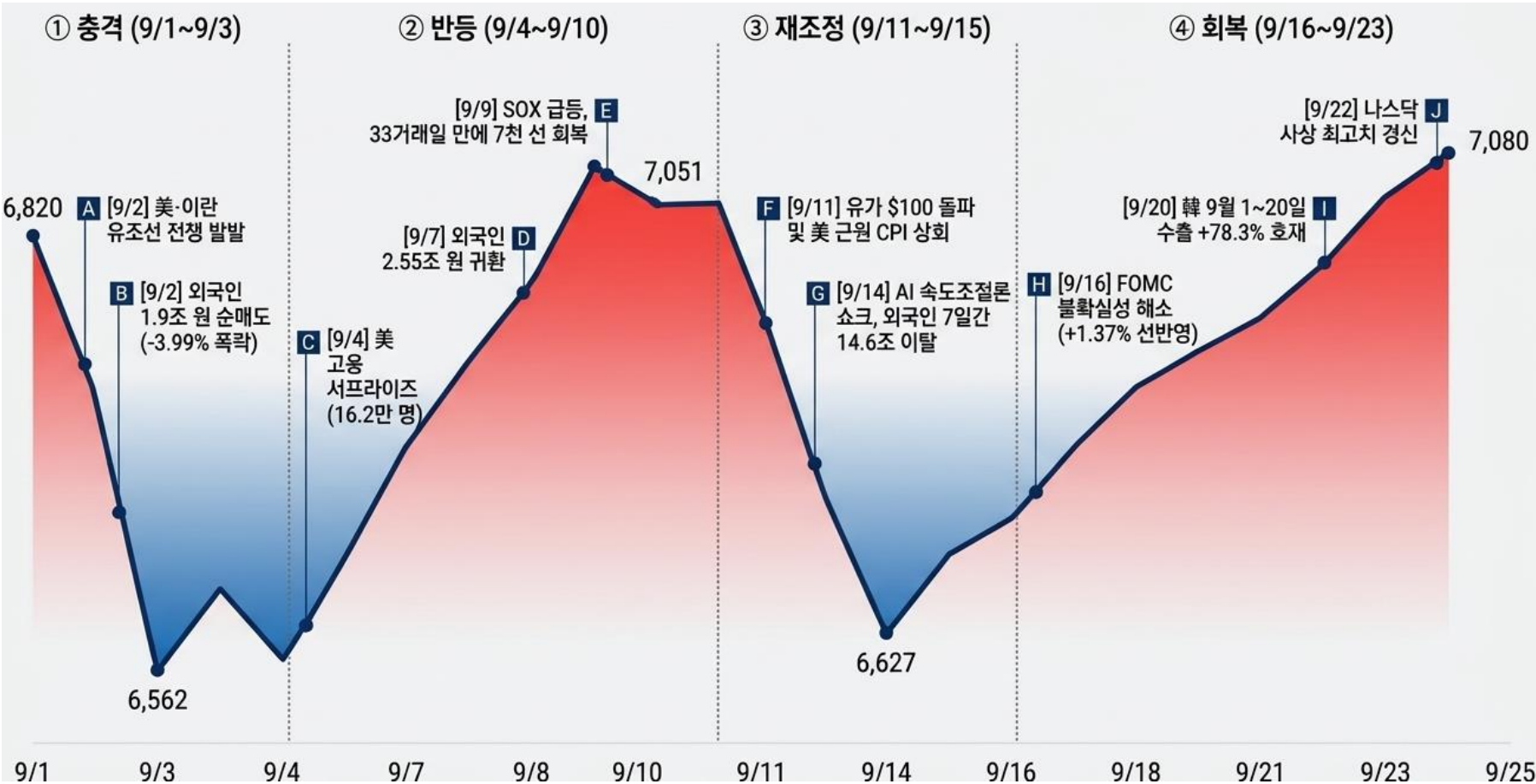
글로벌 동반 긴축, 미국 금리인상 우려에 9월 전반부는 하방 압력 확대

하지만, 선반영 영향으로 금리인상 이후 오히려 시장 영향력 약화

9월 후반부 AI, 반도체 업황, 실적 모멘텀에 힘입어 상승 반전, 상승 폭 확대

[9월 KOSPI] 4단계의 극심한 변동성을 겪으며 9월말 KOSPI 7,000선 돌파. 하지만, 7,100선 안착에는 실패

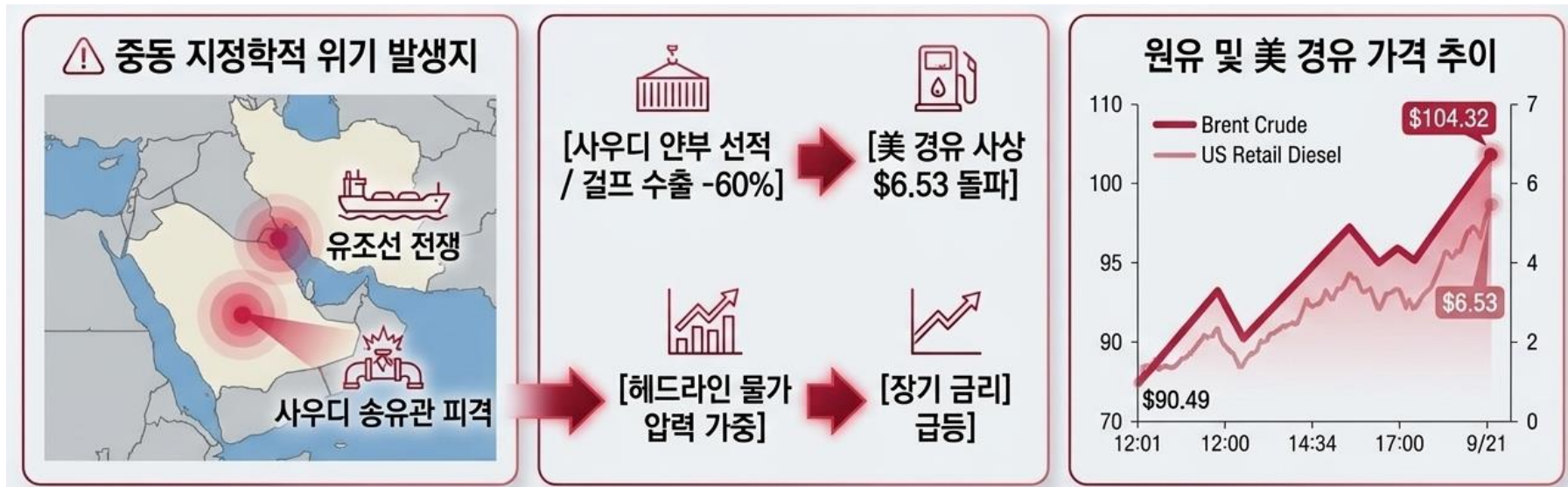
9월 중순 이후 반등세를 이어갔지만, KOSPI 7,100 ~ 7,200p 돌파 / 안착에는 실패. 9월말 연속적인 음봉패턴 발생



9월 후반부 AI, 반도체 업황, 실적 모멘텀에 힘입어 상승 반전, 상승 폭 확대

[유가] 지정학적 리스크가 유가 등락을 결정. 9월 중순 이후 트럼프의 완화적인 행보, 카타르의 중재자로 부상해 유가 안정

9월초 미국과 이란 간의 지정학적 리스크 재격화로 유가 레벨업. 9월 중순 이후 트럼프의 대화 발언과 뉴욕 협상의 영향으로 유가 100달러 하회



9/22 ● 트럼프 유엔 연설 “합의냐, 절멸이냐” / 위트코프·쿠슈너-아라그치 3시간 간접협상

9/24 ● 아라그치 ‘7일 계획’, 레자이 “4~5일” 시한. 상원 전쟁권한 결의 부결(49-50). 트럼프-시진핑 회담

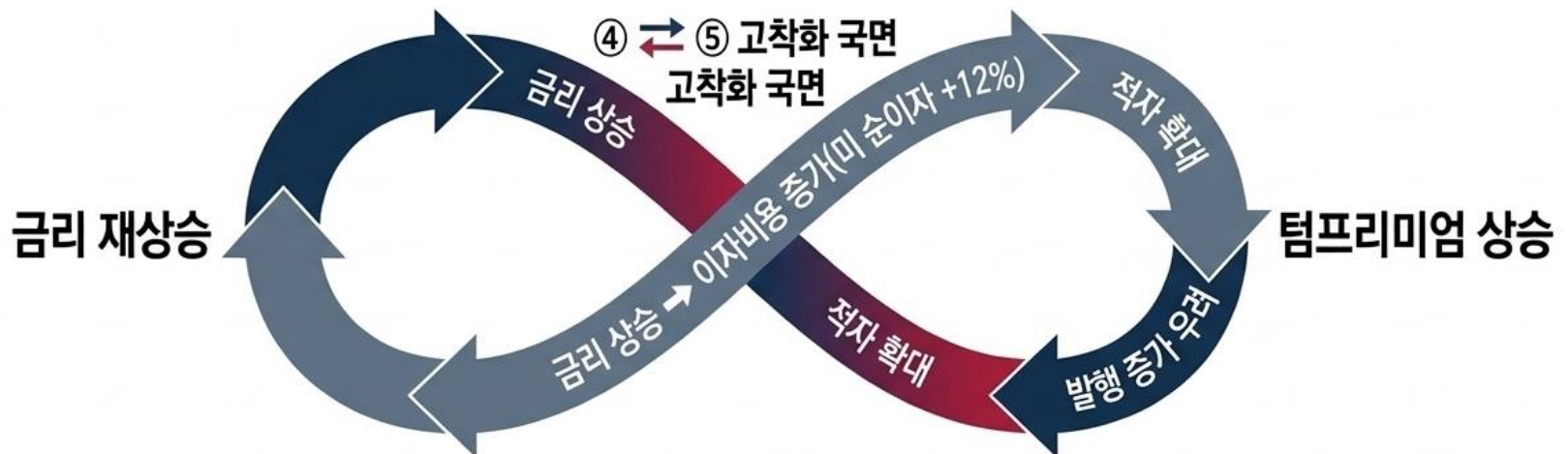
9/25~26 ● 미 “긍정적이나 서두르지 않는다·봉쇄 유지”. WSJ: 트럼프 7일안 거부, 선거 후 공습 재개 예상

향후 예정된 협상 타임라인

9/28~30 레자이 시한, 살랄라 이란-GCC 회의(미정), 프랑스 안보리 결의안

[장기채 금리] 지정학 리스크 & 유가 등락 등 순환적 변수 변화에 채권금리 등락

지정학적 리스크/유가, 물가, 긴축 우려 완화시 채권금리 안정은 가능. 그러나 재정불안, 수요 변화라는 구조적 변수가 유효하면 상승추세 지속될 것

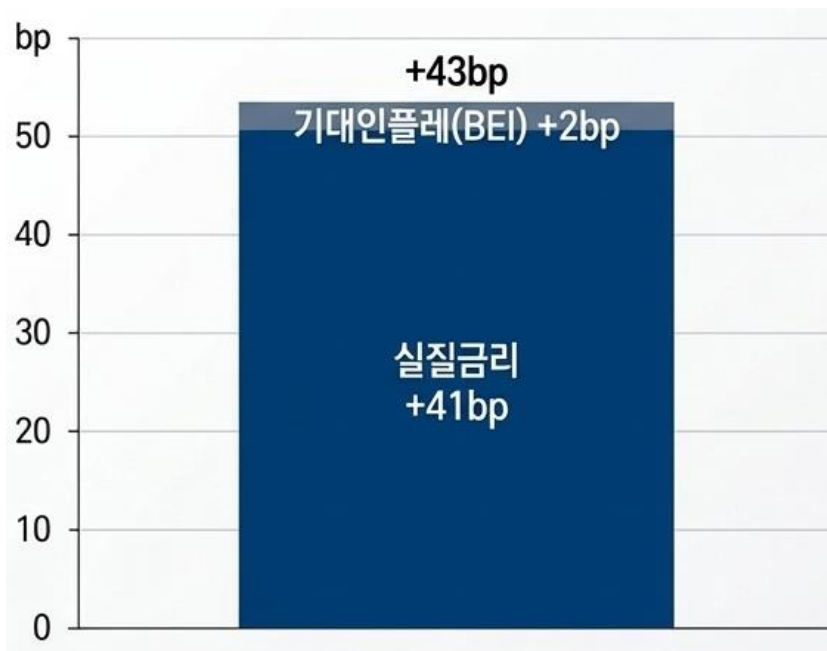


- 1) 지정학적 리스크 완화로 유가 하락 반전, 100\$ 하회. 2) 물가 안정 기대 유입,
- 3) 금리인상 선반영, 통화정책 불확실성 정점 통과 = 채권금리 하락 반전의 트리거

[장기채 금리] 10년물 국채금리 5%까지는 연준의 금리인상, 통화정책 경로 영향. 5% 상회하는 텀프리미엄이 전적으로...

9월말 미국채 10년물 5.2% 근접에는 경제지표 호조와 더불어 5년물 국채 입찰 쇼크(Tail 3.1bp, 역대 2위) 영향이 절대적

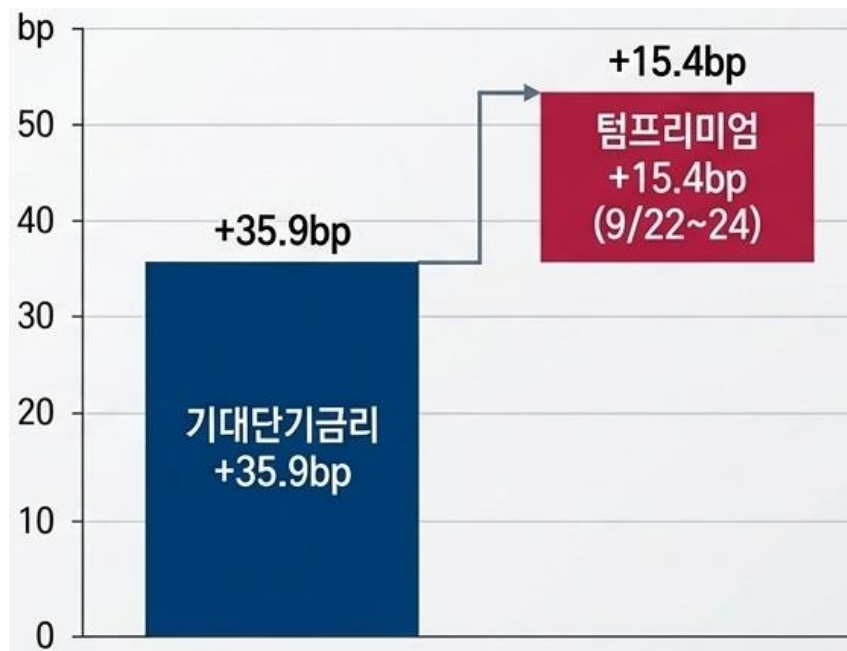
실질 금리 vs 기대 인플레이션



물가 우려가 아닌 실질 금리 상승이 대부분
유가 쇼크 속에서도 BEI(기대 인플레이션)는
2.3%대로 고정

-> 연준 금리인상, 정책 신뢰 영향에 금리 레벨업

기대 단기 금리 vs 텀프리미엄



5% 돌파시도는 연준 금리 경로 재평가.
하지만, 5%를 넘어 5.2%를 향하는 과정에서는
수급 프리미엄, 텀 프리미엄 영향.
5년물 국채 입찰 쇼크(Tail 3.1bp, 역대 2위)

[장기채 금리] 5.2%의 근본 원인: 7+1 요인. 무엇이, 어떤 경로로, 얼마나 오래

지정학적 리스크/유가, 물가, 긴축 우려 완화시 채권금리 안정은 가능. 그러나 재정불안, 수요 변화라는 구조적 변수가 유효하면 상승추세 지속될 것

원인	메커니즘	핵심 증거	주 경로	지속성
① 연준 반응함수 전환	워시 연준의 '선제·점진' 긴축, 추가 인상 경로 재가계	9/16 인상(3.75~4.00%), 18명 중 16명 추가 인상, 10월 인상 확률 8.8% → 64~71%	기대단기금리	중기
② 성장 과열 ·중립금리 상승	강한 성장이 긴축 감내력과 r*를 높임	종합 PMI 58.4, NFP +16.2만, GDPNow 3Q 5.0%, SEP 장기금리 3.1 → 3.2%	실질금리	중기~구조
③ 에너지 ·경유 쇼크	석유제품발 2차 효과를 차단하려는 연준 대응	Brent 9월 +15.3%, 경유 \$6.528(사상 최고), 투입비용 22년 10월 이후 최고. BEI는 불변	기대단기금리	단기~중기
④ 적자 ·공급 확대	이자비용 급증과 27년 쿠폰 증액 예고	FY26 적자 약 2조달러(8월까지), 순이자 1.05조달러 > 국방비, FY27~28 조달부족 1.45조달러	텀프리미엄	구조
⑤ 해외 수요 약화	공식기관 이탈, 일본 개입, 중국 축소	해외 공식 보유 -2,365억달러(2월 대비), 비중 12.8%(1993년 이후 최저), 5Y 간접 54.3%	텀프리미엄	구조
⑥ AI 자본 경쟁	하이퍼스케일러 장기 회사채가 듀레이션 수요 흡수	연초 이후 약 3,200억달러(장기 국채 순발행의 68%에 해당), 2027년 4,200억달러 전망	텀프리미엄·실질	중기~구조
⑦ 글로벌 긴축 ·정책 신뢰	ECB·BOJ 인상, 해외 장기금리 동조, 재정·에너지 정책 불확실성	獨 10년 3.61%(2009년 이후 최고), 日 10년 3.07%(1996년 이후), 英 30년 5.85%, '1인당 5,000달러 배당' 공약	텀프리미엄	중기
+1 트리거	PMI → 5년물 참패 → 매파 발언 → 유가 재급등의 연쇄와 순절	9/23 10년 +15bp(2025/4 이후 최대), 이들간 텀프리미엄 +15.4bp	텀프리미엄	단기

[미국 Macro] 美 경기·물가 서프라이즈: '노 랜딩 + 에너지 충격'

9월 美 주요 지표: 컨센서스 대비 결과. 대부분 지표가 예상치를 상회, 미국 경기가 견고함을 시사하는 한편, 금리인상을 지지, 채권금리 상승 압력 확대

지표	발표일	컨센서스	실제	판정
8월 비농업고용 / 실업률	9/4	+5.3만~5.6만 / 4.1%	+16.2만(2개월 +5.5만 상향) / 4.1%	대폭 상회
8월 평균시간당임금	9/4	+0.3% m/m, 3.0% y/y	+0.3%, 3.1%	소폭 상회
8월 ISM 제조업 / 서비스	9/1, 9/3	55.2 / 54.3	54.6 / 55.4(가격 72.6, 약 4년 최고)	혼조(서비스 강세)
8월 CPI 헤드라인	9/11	+0.4% m/m, 3.4% y/y	+0.4%, 3.4%	부합
8월 근원 CPI	9/11	+0.2% m/m, 2.4% y/y	+0.3%, 2.4%	상회
8월 PPI	9/10	+0.4% m/m, 5.3% y/y	+0.4%, 5.4%(근원 4.6%)	소폭 상회
8월 소매판매 / 통제그룹	9/16	+0.8% / +0.4%	+1.2% / +1.4%	대폭 상회
9월 S&P 플래시 PMI 종합	9/23	55.3	58.4(5년여 최고)	대폭 상회
신규 실업수당 청구	9/24	20.1만	19.7만	양호
9월 미시간대 심리(확정)	9/25	47.6	48.1(1년 기대인플레 4.6%)	심리 부진
8월 내구재 주문	9/25	-0.4%	0.0%(핵심 자본재 +1.6%)	상회
애틀랜타 연은 GDPNow(3Q)	9/25	-	연율 5.0%	고성장

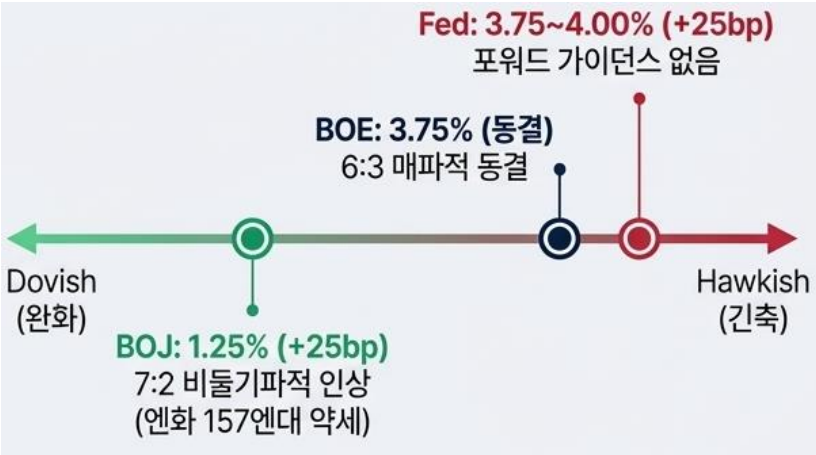
성장·고용·소비가 모두 예상을 웃도는 가운데 근원 물가, 특히 서비스와 가격지수가 재가속 신호를 보냄

에너지 충격이 '공급 충격이므로 넘겨볼 수 있다'는 논리가 약해지며 연준의 인상 명분 강화

9월 금리인상 확률 잭슨홀 직전 33% -> 연설 직후 57% -> 고용지표 후 60% -> CPI 후 86% 계단식 레벨업

[통화정책] 이미 금리인상을 90% 이상 예상한 상황에서 매파적이었던 미국. BOE는 매파적 동결, BOJ는 비둘기파적 인상

미국, 일본 금리인상을 했지만, 그동안 충분히 선반영해왔고 채권금리도 이미 레벨업. 매파적인 스탠스에도 불구하고 불확실성 해소로 인상, 금리 하락



9월 FOMC 25bp 기준금리 인상(3.75~4.00%)

3년 만에 긴축 재개

BOJ도 기준금리 1.25%로 인상

그러나 금리인상을 90% 이상 선반영한

시장은 불확실성 해소로 소화,

인상 직후 장기금리는 하락 전환

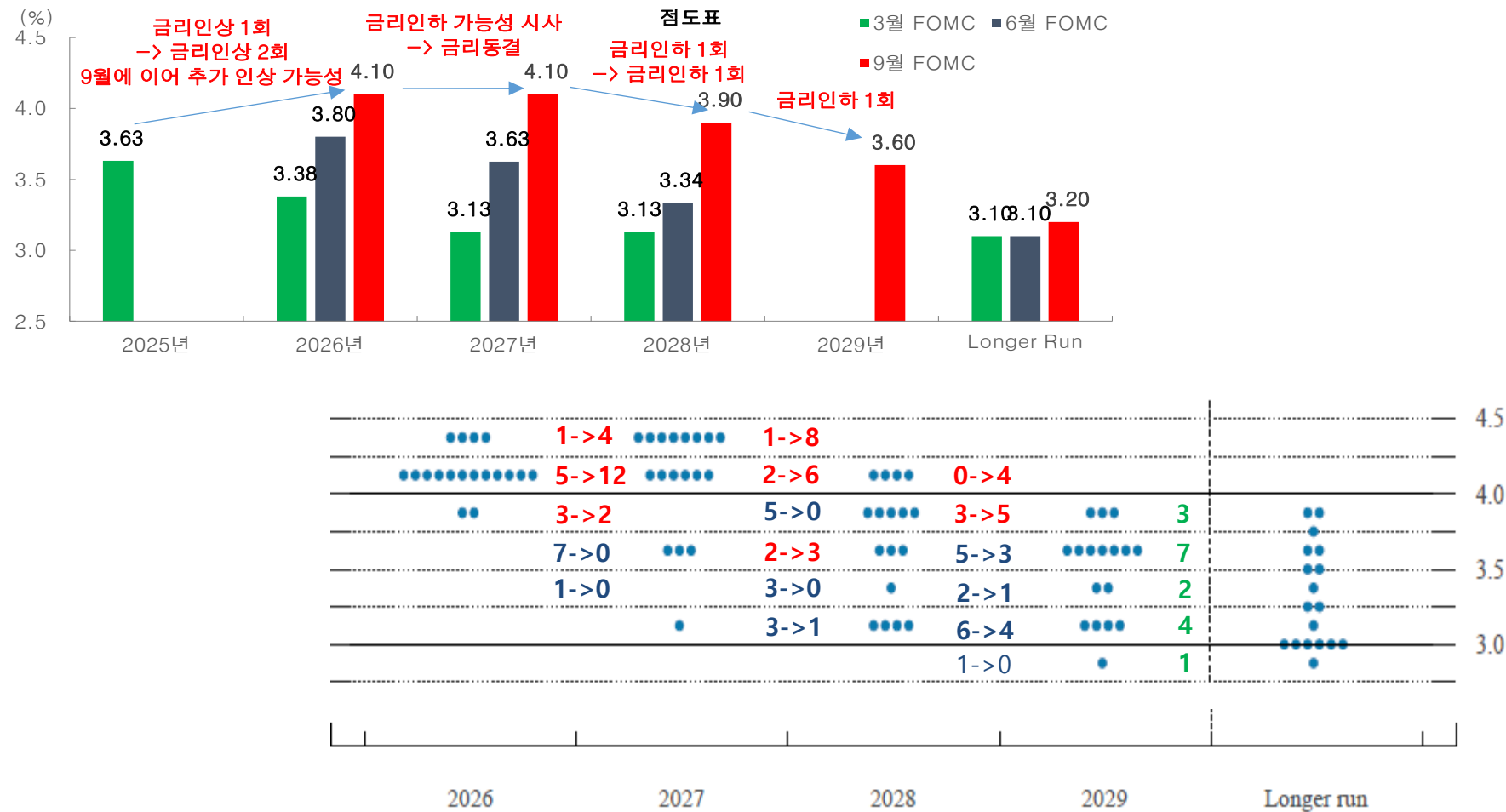
[9월 FOMC] 성명서: '공급충격' 삭제, 'timelier return' 추가 — 가이드언스는 없음

12-0 표결. 개별 투표 명단 단락이 사라진 새 형식(반대표 없음, 개별 위원 표는 문서상 미확인)

항목	7월 29일	9월 16일	해석
정책 결정	3.50~3.75% 유지	25bp 인상 → 3.75~4.00%	시장 반영(92~95%) 과 일치
경제활동	'견조한 확장, 중동 분쟁에 기인한 높은 불확실성에도'	'견조한 확장. 지정학적 불확실성 높으나 국내 지출 견조(resilient)'	'중동' → '지정학' 일반화, 수요 견조 명시(매파)
생산성· 투자 / 고용	'생산성·자본투자 강함' / '고용 증가가 노동력에 보조'	'생산성 강함, 자본투자 견고(robust)' / 동일	표현 조정, 실질 변화 없음
인플레이션	'목표 대비 높음, 부분적으로 에너지 등 공급충격 반영'	'인플레이션이 높은 상태.' — 공급충격·에너지 문구 전면 삭제	가장 매파적 편집: 초과 인플레의 '면책 사유' 철회
정책 목적	'물가안정을 달성할 것'	'오늘 조치는 2% 목표로의 보다 시의적절한 복귀를 뒷받침' + '물가안정 달성'	인상 목적 명시. '추가 조정' 가이드언스 부활 없음
표결	9-3 (해맥·카시카리·로건 인상 요구)	12-0	소수의견이 두 달 만에 만장일치 다수로

[9월 FOMC] 점도표 상향 조정. 추가 금리인상 가능성 시사, 그래도 금리인상 사이클은 아님을 피력

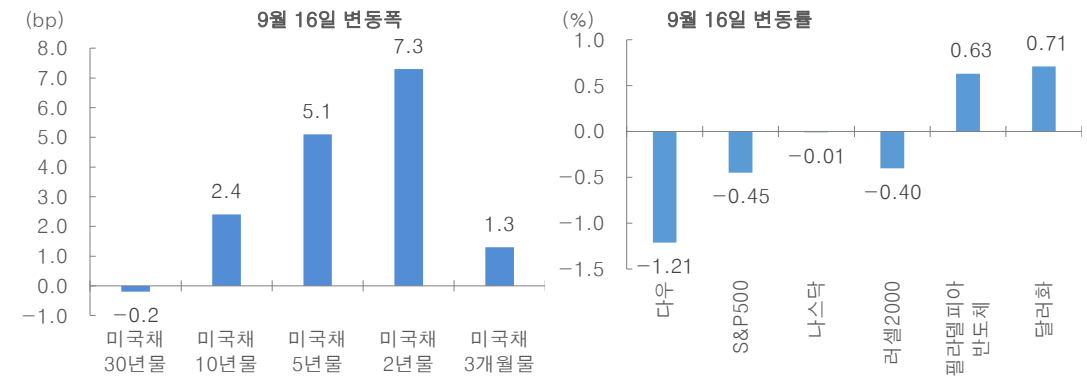
26년 추가 금리인상 가능성 가시화. 27년에도 금리동결 또는 인상 가능성, 28년과 29년은 기준금리 정상화 예상



자료: FED, 대신증권 Research Center

[9월 FOMC] 장기 금리 상승 폭 제한적. 나스닥은 약보합, 필라델피아 반도체는 플러스 반전

금리인상 시점이 앞당겨질 수 있지만, 최종 금리에 대한 컨센서스는 변하지 않아... 선반영한 채권금리 추가적인 상승 제한적



9월 12일

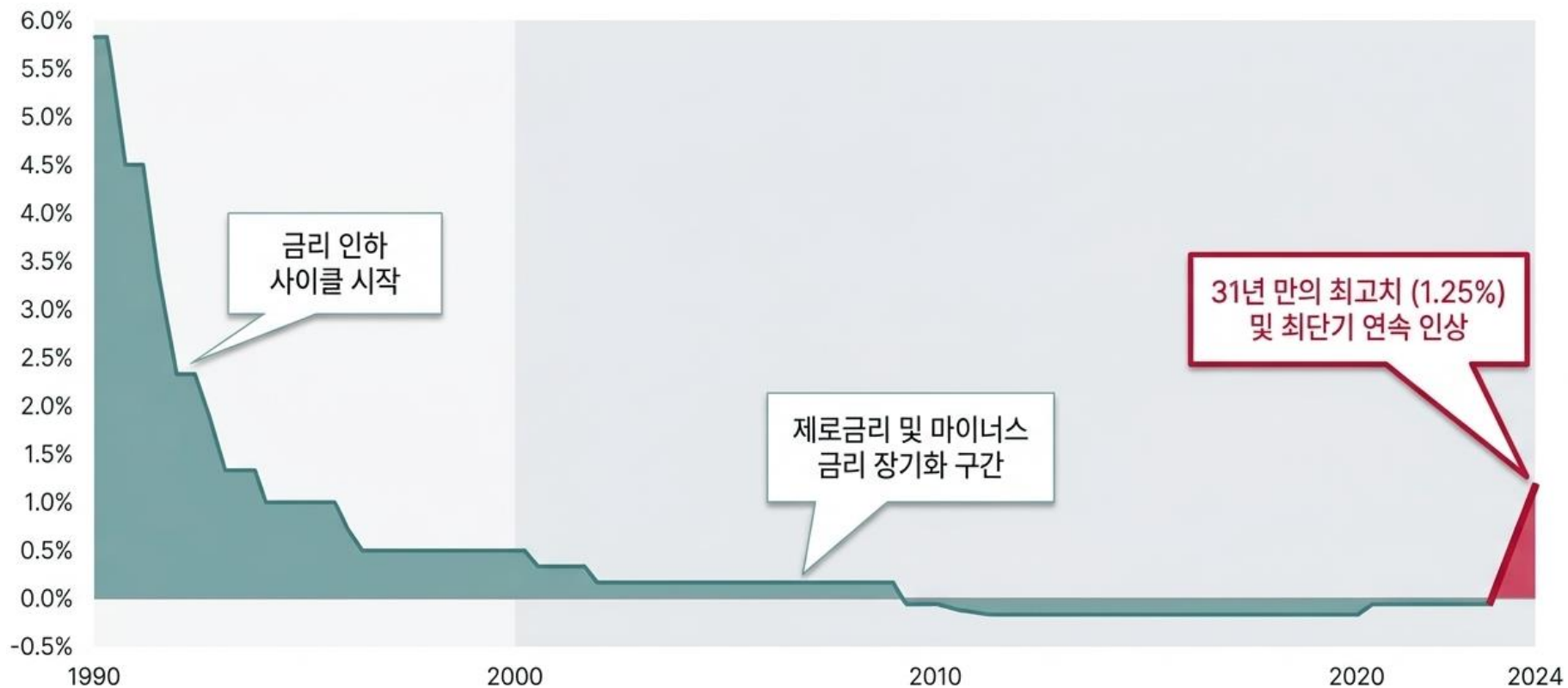
CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026-09-16	12.71%	87.29%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-10-28	0.00%	64.00%	36.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	0.00%	99.04%	0.96%	0.00%
2027-01-27	0.00%	0.00%	60.00%	40.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	1.86%	98.14%	0.00%
2027-04-28	0.00%	0.00%	0.00%	74.00%	26.00%
2027-06-09	0.00%	0.00%	0.00%	43.07%	56.93%
2027-07-28	0.00%	0.00%	0.00%	32.00%	68.00%
2027-09-15	0.00%	0.00%	0.00%	26.00%	74.00%
2027-10-27	0.00%	0.00%	0.00%	26.00%	74.00%
2027-12-08	0.00%	0.00%	0.00%	34.09%	65.91%

9월 17일

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-10-28	44.64%	55.36%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	69.68%	30.32%	0.00%	0.00%
2027-01-27	0.00%	30.64%	69.36%	0.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	64.64%	35.36%	0.00%
2027-04-28	0.00%	0.00%	34.64%	65.36%	0.00%
2027-06-09	0.00%	0.00%	3.29%	96.71%	0.00%
2027-07-28	0.00%	0.00%	0.00%	96.64%	3.36%
2027-09-15	0.00%	0.00%	0.00%	93.75%	6.25%
2027-10-27	0.00%	0.00%	0.64%	99.36%	0.00%
2027-12-08	0.00%	0.00%	19.51%	80.49%	0.00%

[9월 BOJ] 25bp, 1.25%로 기준금리 인상. 31년만에 최고치이자, 1990년 이후 가장 가파른 인상 사이클

6월 이후 3개월만에 금리인상 단행. 1990년 이후 가장 빠른 금리인상 속도



찬성 다수로 가결되었지만, 2명의 반대표(아사다, 사토 위원) 발생
비둘기파적인 금리인상으로 해석할 수 있는 이유

[9월 BOJ] 물가 2% 상회 위험(7명) vs. 성장 가속도 부재(2명). 추가 금리인상 속도는 더뎠을 것이라는 기대

우에다 총재, 기자회견에서 물가 2% 안정을 위한 선제적 조치, 어떤 옵션도 배제하지 않는다고 했지만, 급격한 인상으로 자산가격 급변동을 초래하지 않겠다 함



The Majority (찬성 7표) - 우에다 총재 주축



물가 전망

기조 물가상승률이 **2%에 근접**. 이를 넘어설 '**상방 위험**' 경계. 선제적 조치 필요.



정책 방향

금융여건 완화 정도 축소 불가피.



The Dissenters (반대 2표) - 아사다 & 사토 위원



아사다 위원

신선식품 제외 소비자물가 **2% 하회**. 경제 상황이 견조하다고 단정 불가.



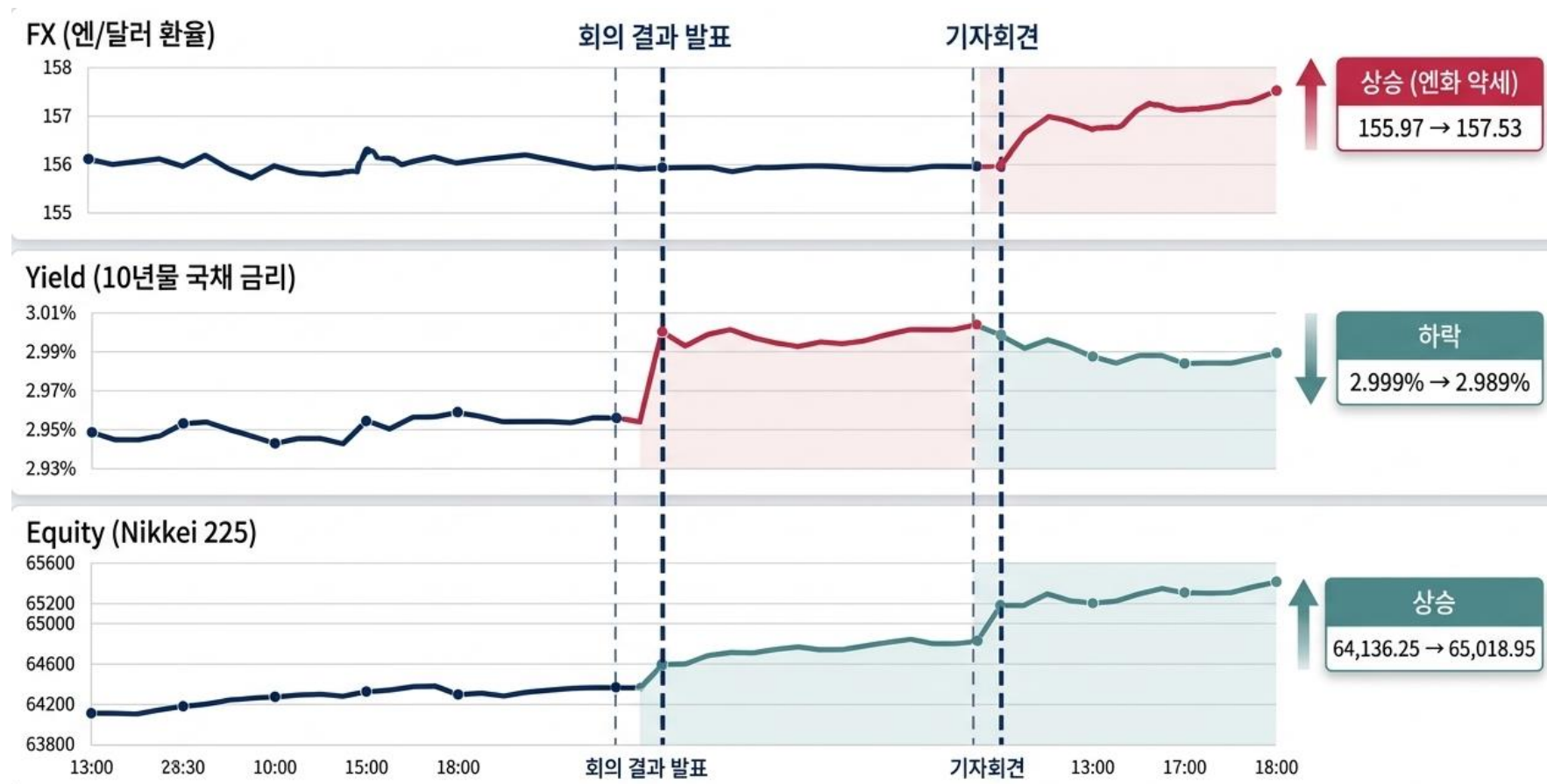
사토 위원

경제 및 물가 상황이 이전 대비 크게 가속화되지 않음.

BOJ 총재는 기자회견을 통해 '정책 국면의 변화'를 선언했지만,
금리인상 가속화를 시사하는 결정적 발언을 피하면서 신중한 태도 견지

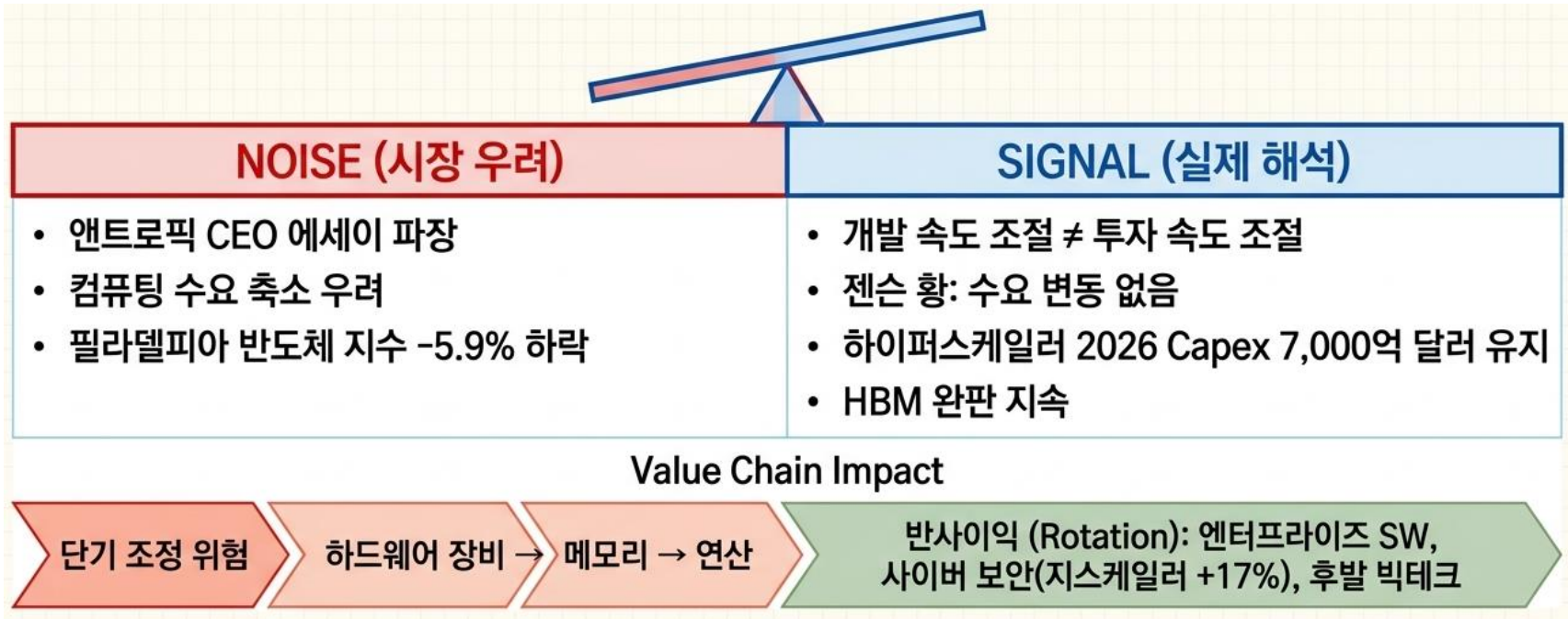
[9월 BOJ] 소수 의견과 BOJ 총재의 금리인상 가속 시그널 부재에 금융시장에는 안도감 유입

25bp 금리인상은 기정사실화. 금리인상 가속화 우려를 선반영한 글로벌 증시는 안도감 유입. 엔화 약세, 금리 하락, 증시 상승



[AI 속도 조절론의 본질] Noise vs. Signal. 시장 우려는 불가피하지만, 본질은 달라...

7월에도 Capex 투자 축소 우려가 시장을 뒤흔들었지만, 실제로 Capex 투자는 확대. 치킨 게임에서 누구 하나 후퇴를 선택하기 어려워...



AI 산업에서 승자가 되기 위한 치킨 게임 양상 지속
개발 속도 조절, 투자 둔화 등의 우려가 있지만,
실제 행동에 돌입하기 어려워... 낙오자가 될 수 밖에 없기 때문
실제 개발 속도 후퇴, 투자/발주 축소가 확인되기 전까지
AI, 반도체 주가 변동성은 비중확대 기회

[AI, 반도체 모멘텀] '속도조절론' 충격을 이긴 숫자, 펀더멘털, 실적

젠슨 황의 "내년 칩 판매 2배" 발언(9/17), AMD 시총 1조달러, 메타'MUSE', SK하이닉스-인텔 협의 보도에 이은 반도체 상승 지속 확인



8월 고정가: DDR4 8Gb \$25.00(+4.2% MoM, 7월 +14.3%), NAND MLC \$30.48(+1.4%)

TrendForce: 3Q PC D램 +18~23%로 상향, 2027년 HBM 계약가 +70~140% 전망

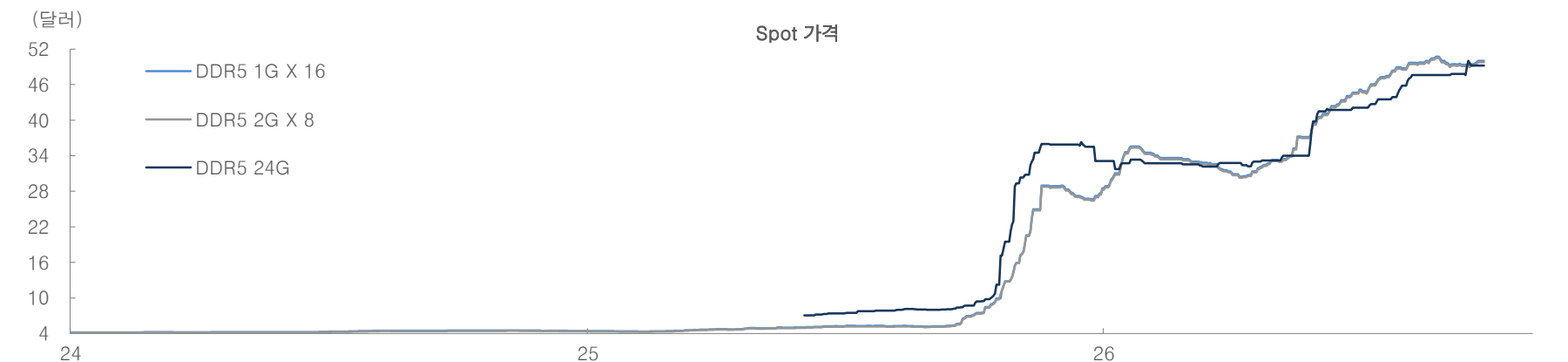
[반도체 가격] 계약 가격 8월에 이어 9월에도 레벨업. Spot 가격도 상승세 지속 중

DDR5 계약 가격 7월말대비 8월 17 ~ 19% 레벨업에 이어 9월에도 8월말대비 2% 이상 상승. 우려했던 가격 하락, 실적 악화는 없을 전망



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

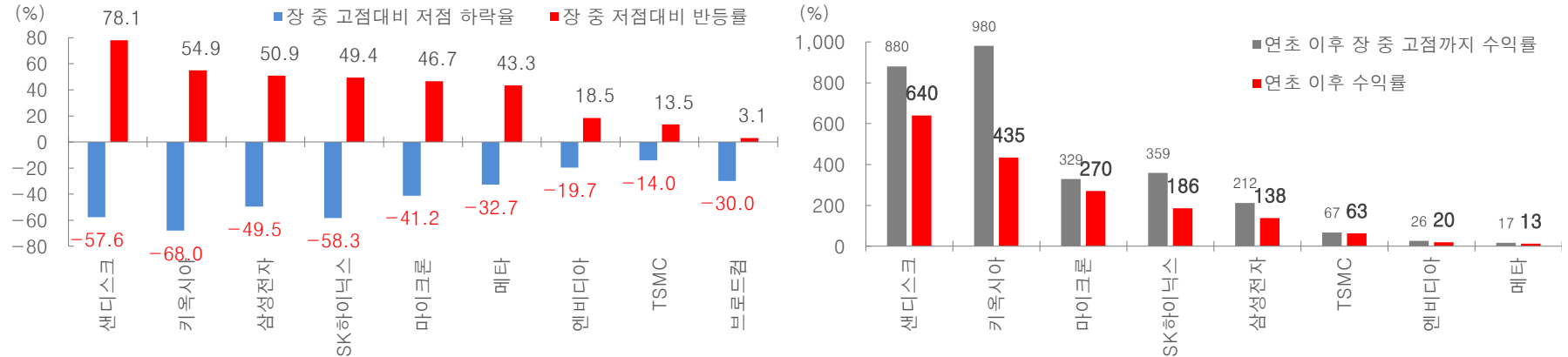
Dram Spot 가격도 6월 일시적인 정체 이후 상승세 재개, 반도체 가격 하락 반전 우려는 시기 상조인 상황



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

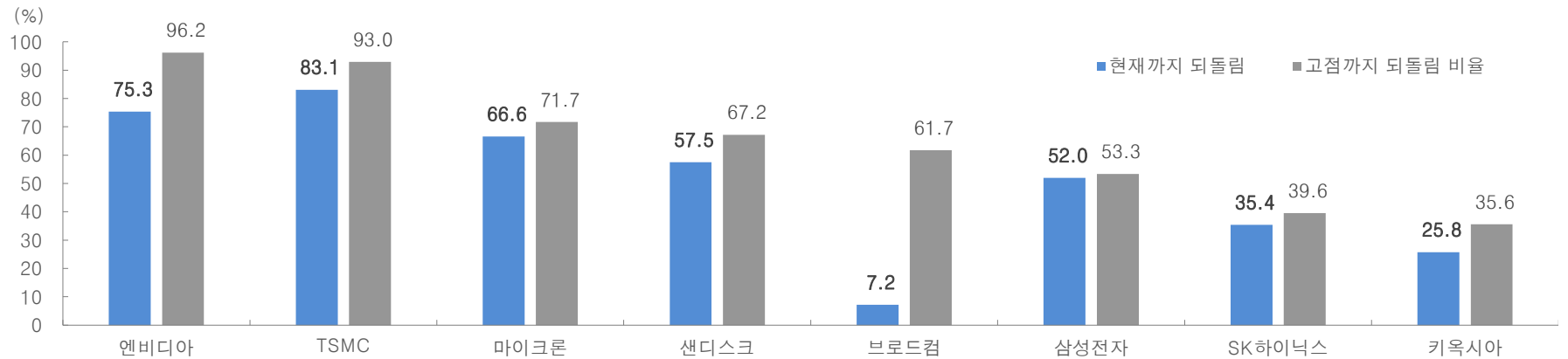
[반도체 주도] 낙폭이 컸던 만큼 반등 탄력이 강한 반도체. 하지만, SK하이닉스, 키옥시아, 브로드컴 회복률 저조해

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

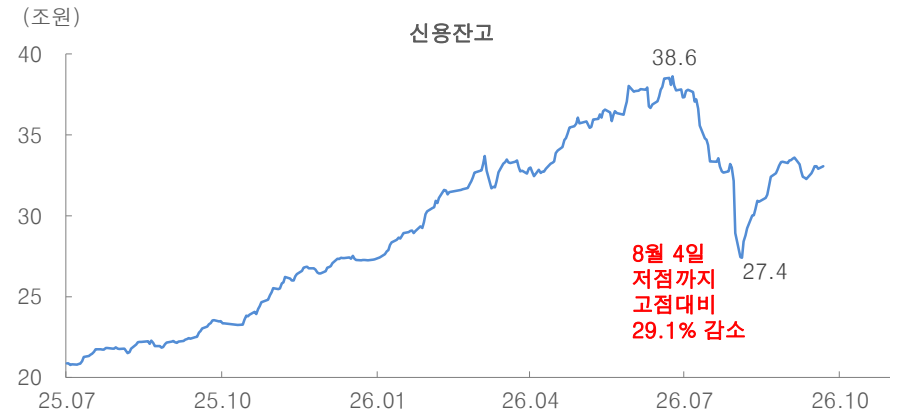
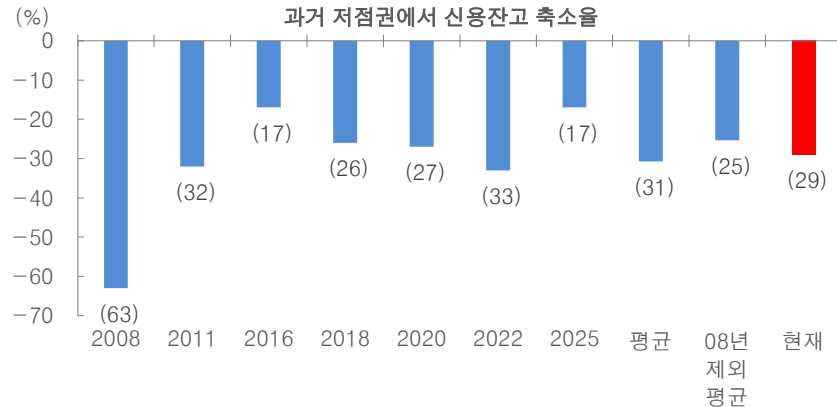
하락폭대비 되돌림 강도는 SK하이닉스, 키옥시아, 브로드컴 동반 저조한 상황. 삼성전자, 샌디스크, 마이크론은 50% 되돌림 이후 숨고르기 국면 진행 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

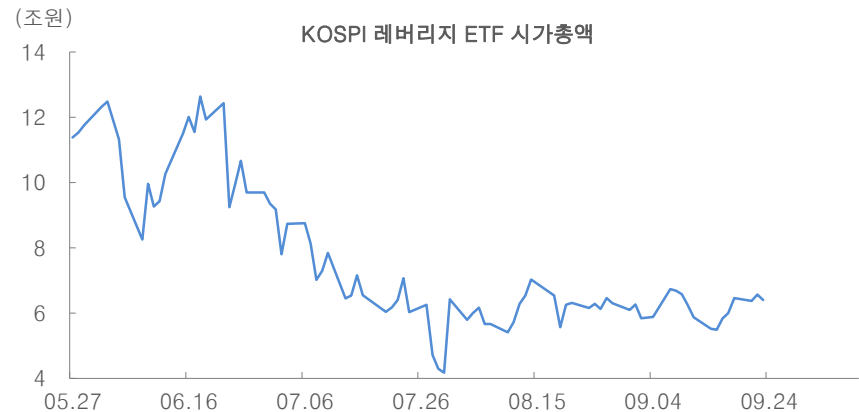
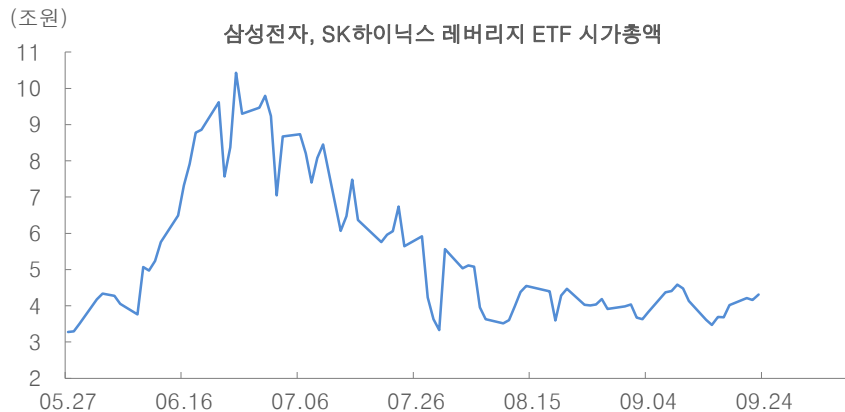
[디레버리징] 신용잔고 고점대비 29% 감소 이후 상승 반전. 레버리지 ETF 시가총액은 5월말 수준으로 회귀

경기 침체 쇼크가 아닌 경우 신용잔고 25% 축소 전후 KOSPI 저점 통과. 7월 신용잔고 고점대비 29% 감소한 이후 증가세 반전. 최근 증가 폭/강도 완화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

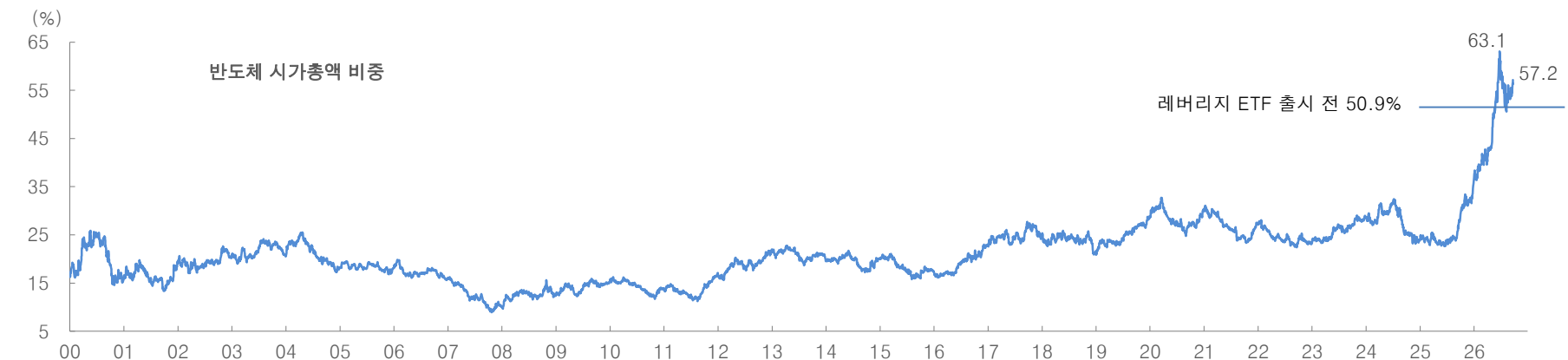
삼성전자, SK하이닉스 레버리지 ETF 상장 당시 수준으로 레벨다운. KOSPI 시장 레버리지 ETF 비중도 축소



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

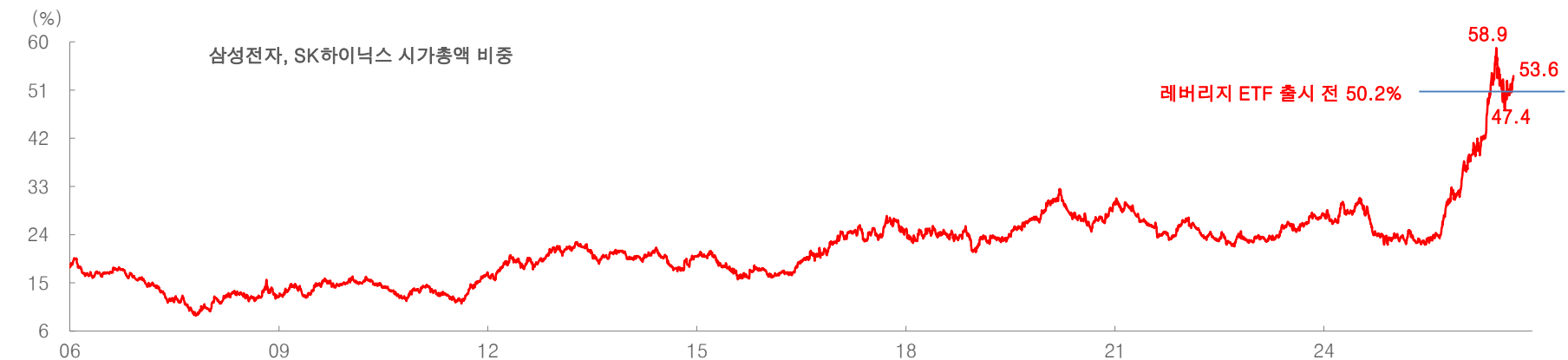
[반도체 영향력] 삼성전자, SK하이닉스 시가총액 비중, 47.8%(레버리지 ETF 출시 당시 수준) 하회 이후 증가세로 반전

레버리지 ETF 출시 당시 수준으로 회귀한 반도체 시가총액 비중. 이후 다시 55% 수준으로 회복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

여전히 선행 PER 6배 이하에 머물고 있는 KOSPI

Strategist 이경민

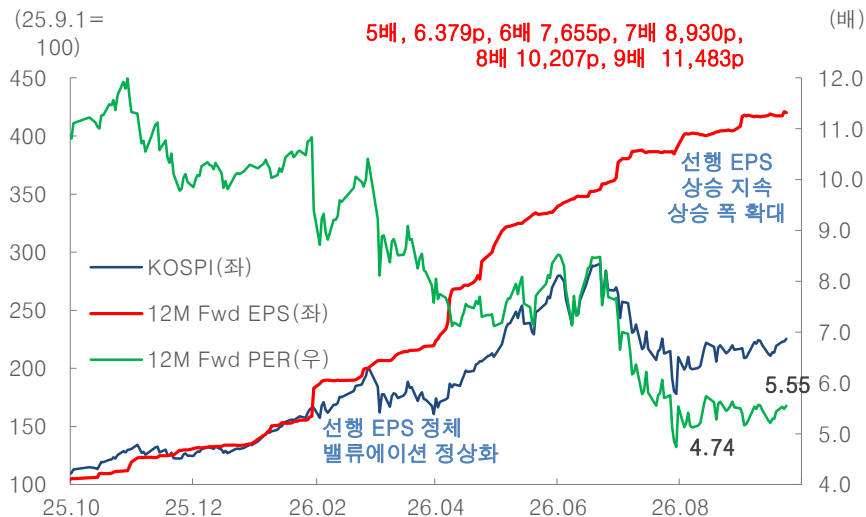
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

KOSPI 밸류에이션 정상화 진행 중. 선행 PER 여전히 6배 이하, 7배 회복만으로도 8,800선 돌파 시도 가능

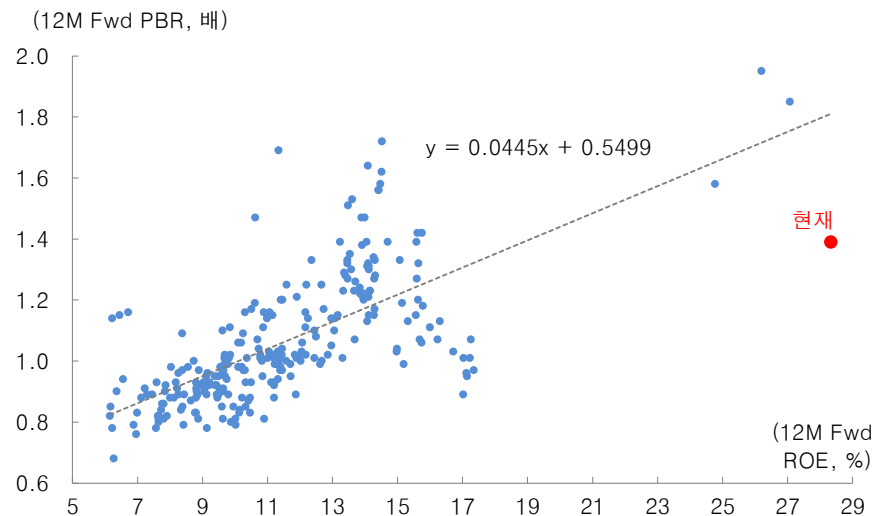
- KOSPI는 **밸류에이션, 기술적 측면에서 과도한 하락 국면에서** 정상화 진행 중. 최근까지 **선행 EPS, 26년, 27년 이익 전망 상향 조정 중**. 경기선행지수 또한 상승세가 유지. 선행 EPS는 지난 주말 1,275.8p(8월말 1,240p)로 추가 상승했고, 통계청, OECD 경기선행지수도 상승세를 이어가는 중. 26년 한국 GDP 성장률 전망은 3.4%로 상향 조정. **실적, 경기 상승 국면에서 고점대비 30% 이상 급락은 사상 처음**. 이로 인해 **선행 PER은 2000년 이후 처음으로 5배 하회(4.74배)**
- 2000년 이후 펀더멘털과 주가 간 괴리가 가장 큰 상황에서 증시는 Upside Potential이 높을 수 밖에 없음**. KOSPI 하락추세 전개의 조건은 가파른 이익 및 실적, 경기 하락 국면 진입. 현재로서는 가능성이 낮다고 판단. **향후 경기/실적 사이클이 하락 반전하더라도 그 전까지는 주가 반등, 밸류에이션 정상화 국면 전개 가능성 높다고** 판단. 경기, 실적 흐름들을 꾸준히 점검해야겠지만, **현재 주가 수준에서 매도보다 매수, 홀딩 전략이 유리하다고** 판단
- KOSPI 7,000선 회복 시도에도 불구하고 **KOSPI 선행 PER은 5.55배에 불과**. 여전히 PER 6배 이하에 머물러 역사적 저점권에서 등락 중. 120일 이격도 또한 2000년 이후 평균의 -2표준편차 수준까지 도달한 이후 회복 국면 진입
- 펀더멘털과 주가가 정반대의 방향으로 달려온 만큼 펀더멘털 악화가 현실화되지 않는 한 지수 반등, 빠른 밸류에이션 정상화 국면 전개 예상. 특별한 모멘텀이 부재하더라도 **불확실성 완화, 불안심리 진정에 근거한 수급 개선만으로도 과도한 하락만큼 강한 반등 탄력을 기대할 수 있음**. **선행 PER 6배, 7배 회복만으로도 KOSPI 7,600선, 8,900선 돌파/안착 시도 가능할 것**

여전히 선행 PER 6배 이하. 선행 EPS 1,275.8p로 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

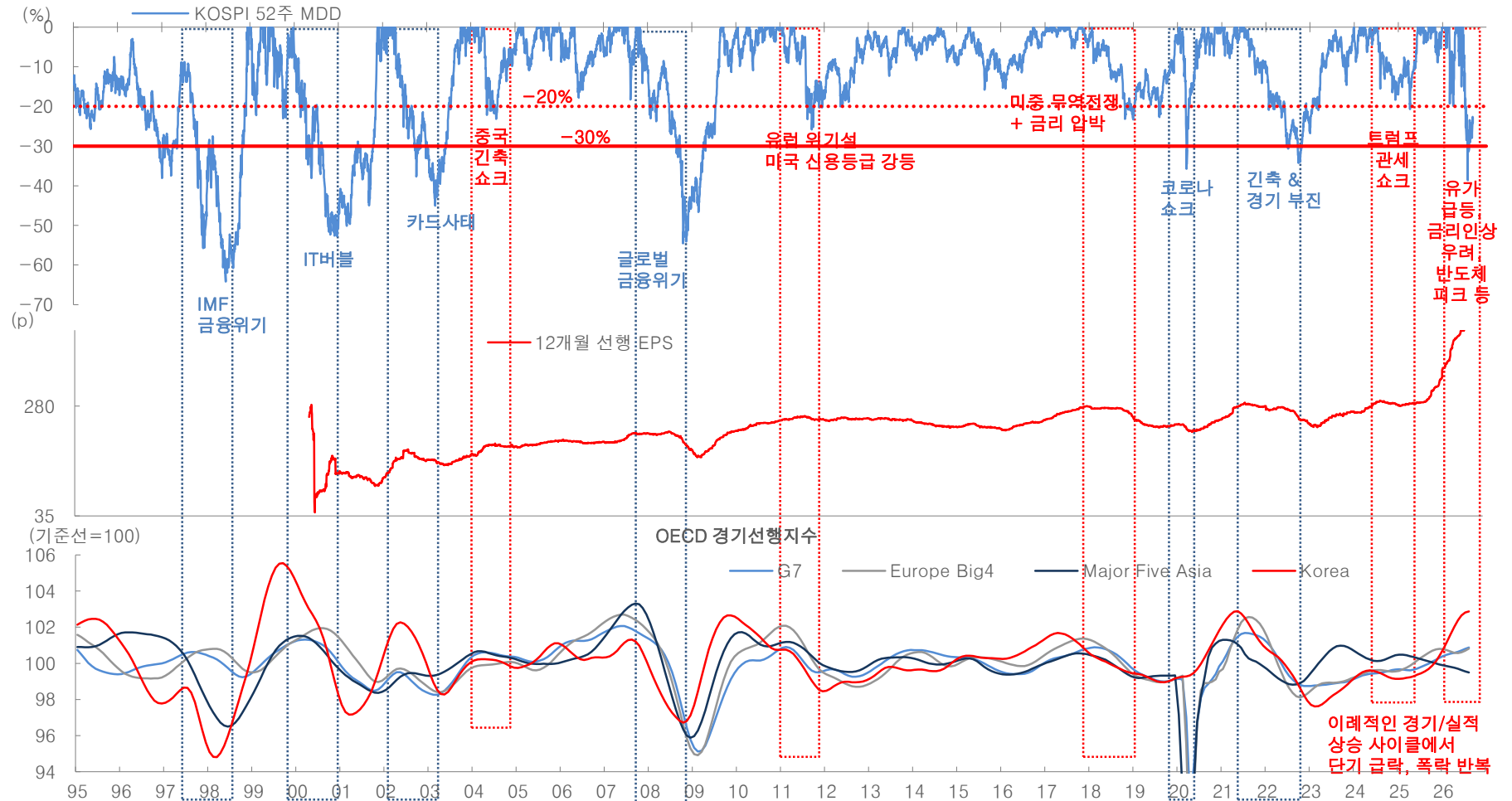
ROE - PBR Matrix 기준 -30.32% 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

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



자료: OECD, CEIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

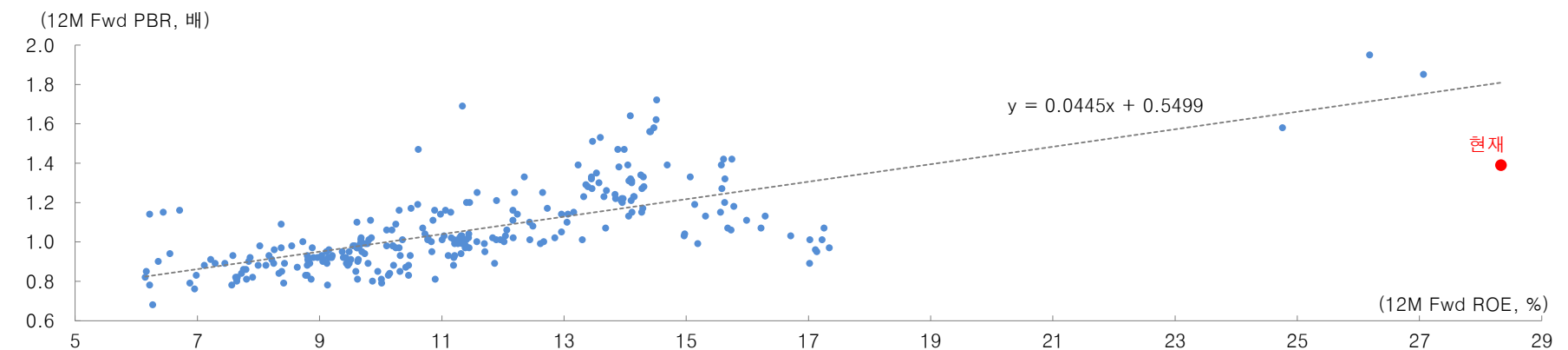
[밸류에이션] 선행 PER 6배 이하, 극심한 Deep Value 구간 지속. 선행 PBR/ROE Matrix 기준 저평가(-30.32%)도 심화

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

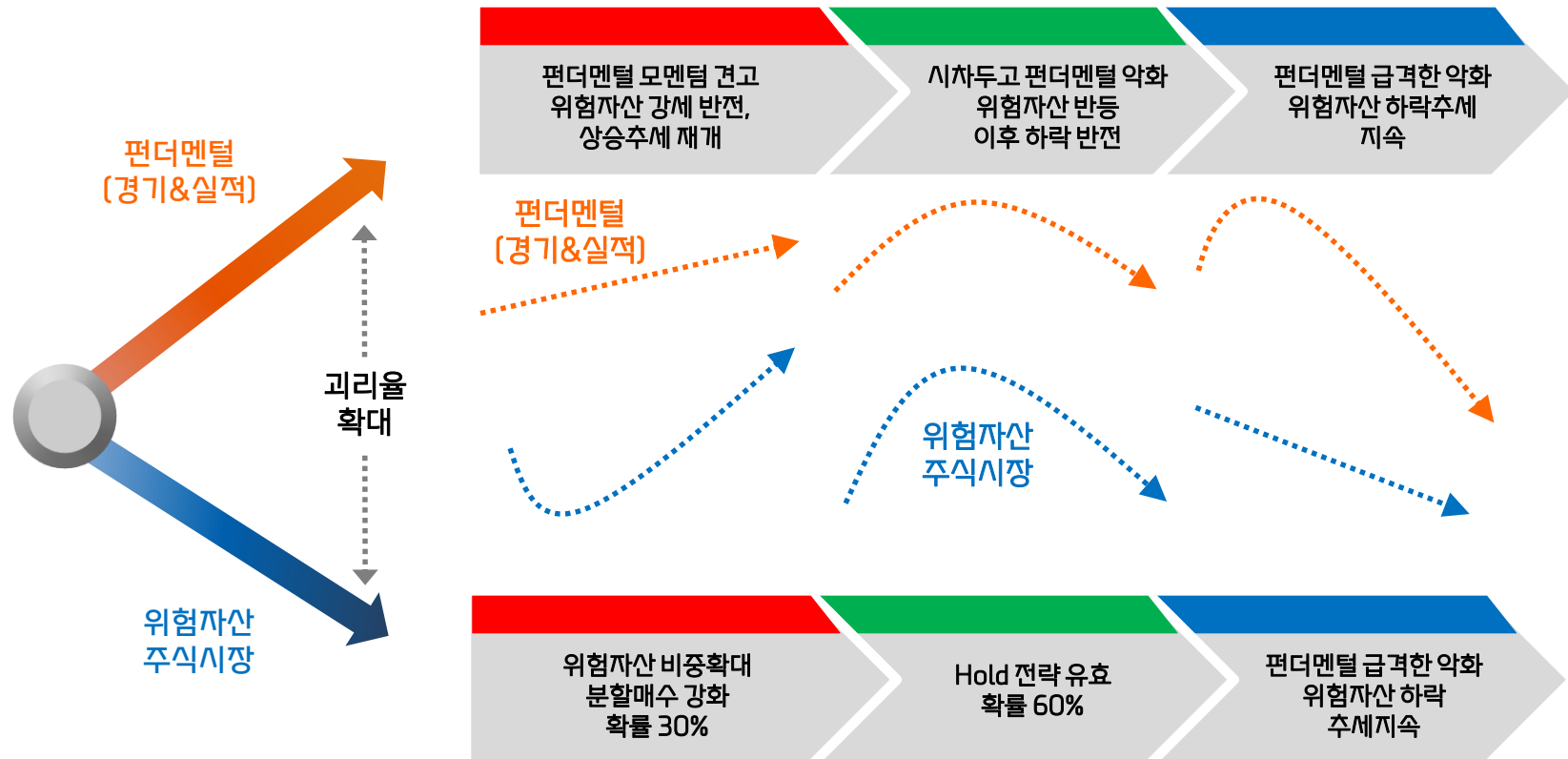
선행 PBR 현재 2.01배에서 1.4배로 레벨다운. ROE - PBR Matrix 기준 고평가 영역에서 저평가 전환, -30.32%까지 저평가 심화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

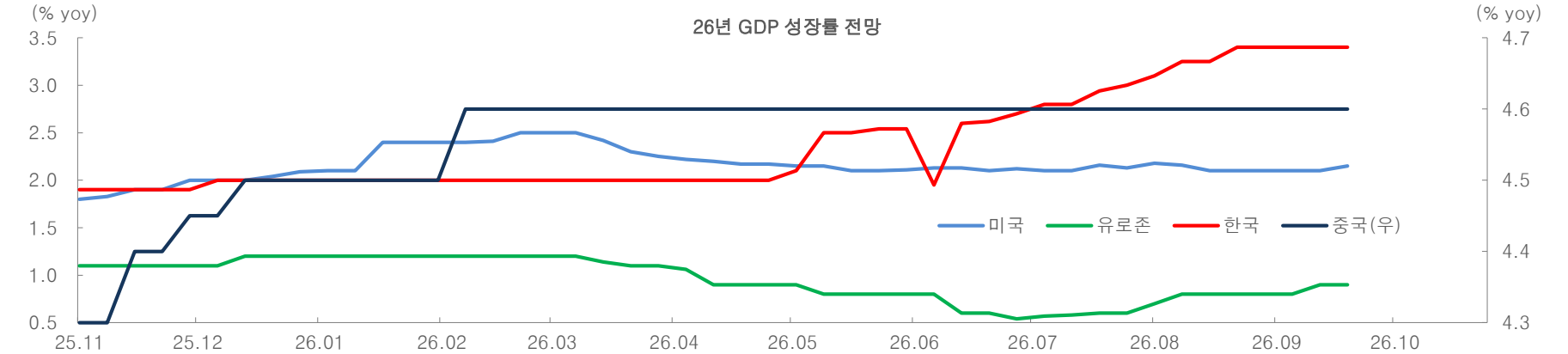
[강아지와 주인] 주인과 반대로 갔던 강아지, 주인에게 돌아오다 다시 멀어진 상황. 그 거리는 지난번보다 더 멀어...

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



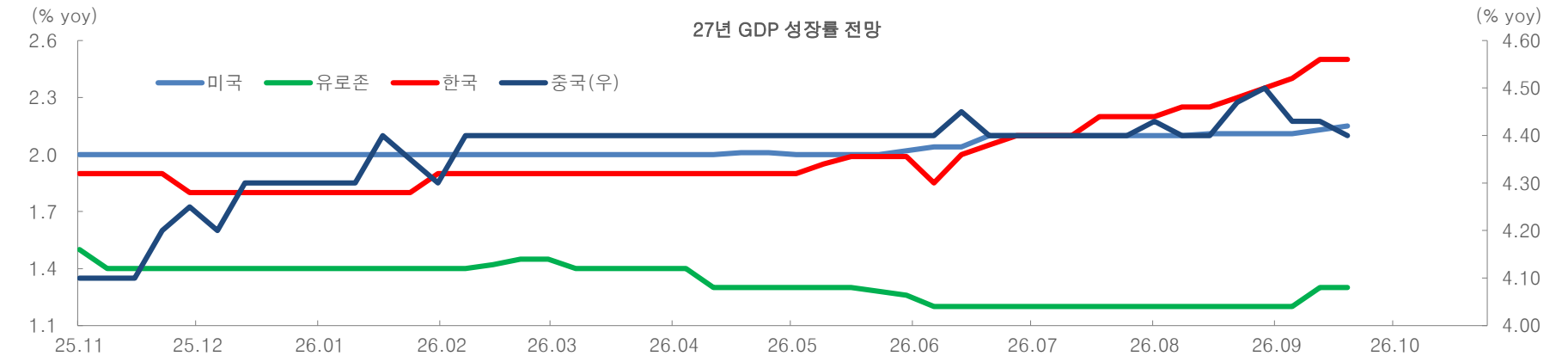
[GDP] 한국, 미국, 유로존 GDP 성장률 26년, 27년 동반 상향 조정. 중국은 27년 GDP 전망 하향 조정

주요국 26년 GDP 성장률 전망. 한국 3.4%로 레벨업, 미국은 2.1%에서 2.15%로 상향조정. 지지부진했던 유럽은 0.9%로 전망치 반등 이후 정체



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

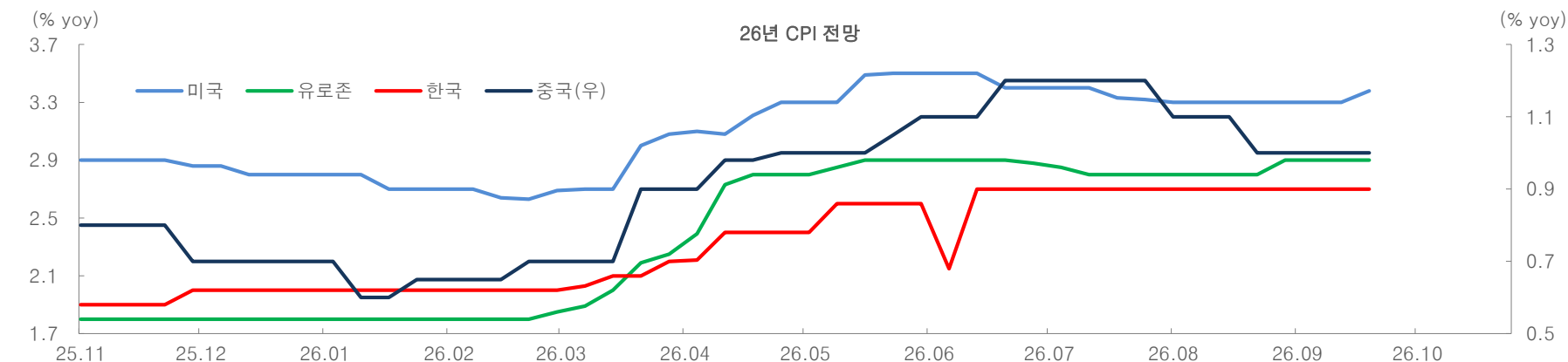
주요국 27년 GDP 성장률 전망. 韓, 美, 유로존 26년 전망 상향조정에도 불구하고 27년 전망도 2.5%, 2.15%, 1.3%로 상향. 中 4.4%로 하향 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

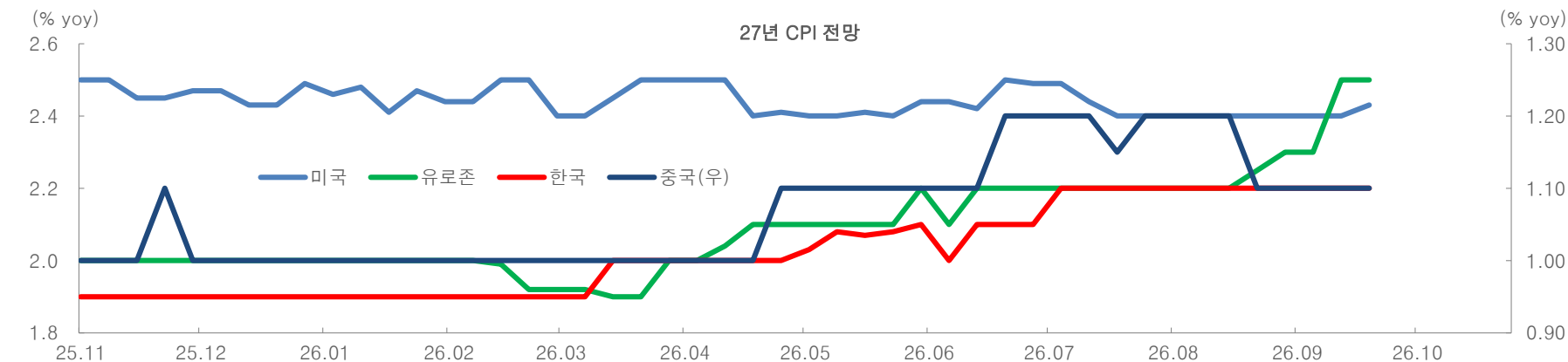
[CPI] 유가 상승으로 물가전망 미국, 유럽 상향 조정 재개. 중국 물가 안정 기대가 다시 높아지는 상황

주요국 2026년 CPI 전망. 미국은 3.38%로 상승 반전. 유로존은 2.9%로 반등 이후 정체. 중국은 1%로 레벨다운 이후 안정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

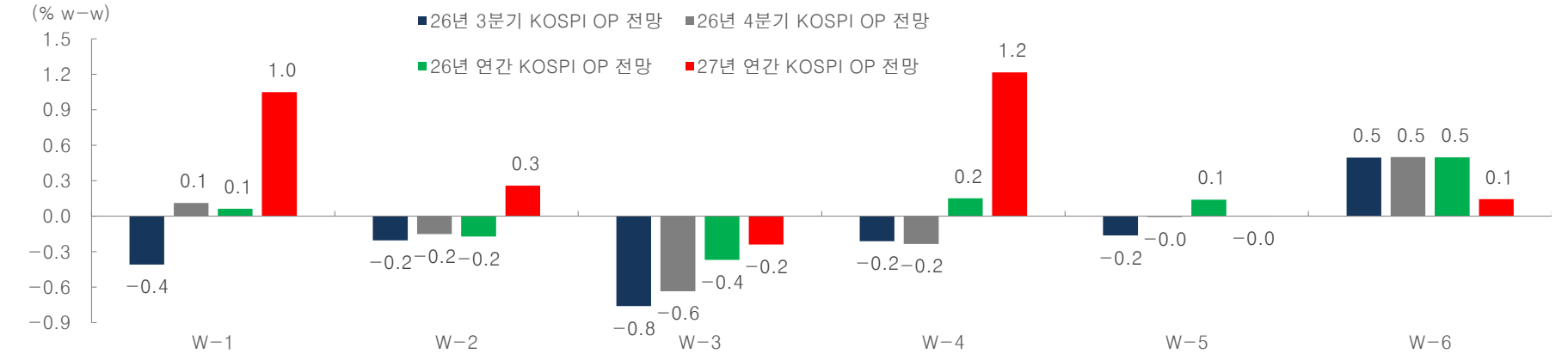
주요국 27년 CPI 전망. 미국은 2.4%에서 2.43%로 상향 조정. 중국도 1.1%로 하향 조정 이후 정체. 유로존만 2.5%로 큰 폭 상향 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

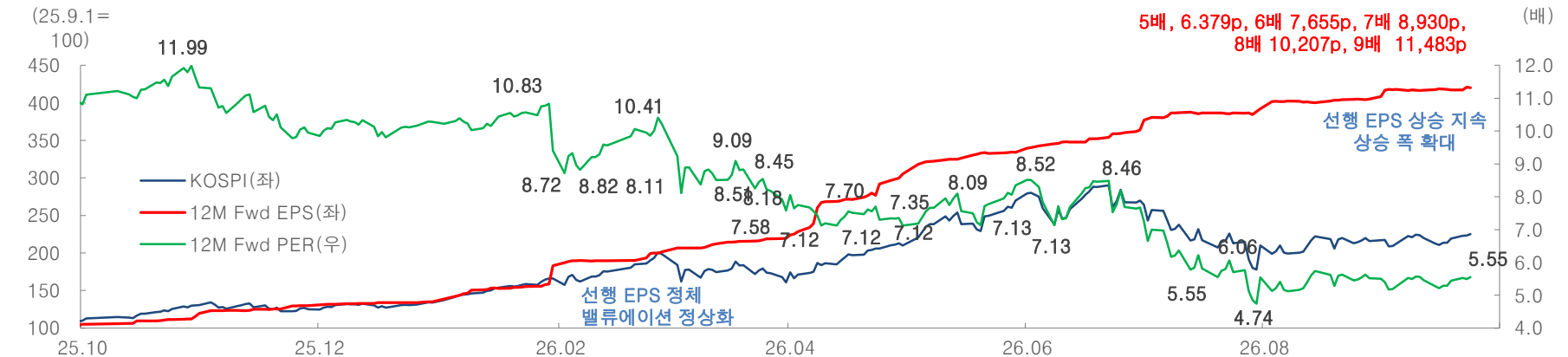
[실적 전망 & 선행 EPS] 견고한 선행 EPS, KOSPI 반등에도 선행 PER 6배 하회. 여전히 밸류에이션 역사적 저점권

9월, 원화 강세 여파로 이익 전망 하향 조정 뚜렷. 하지만, 하향 조정 폭 제한적, 3분기 프리어닝 시즌 분위기가 중요. 27년 이익 전망, 기대는 강화 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

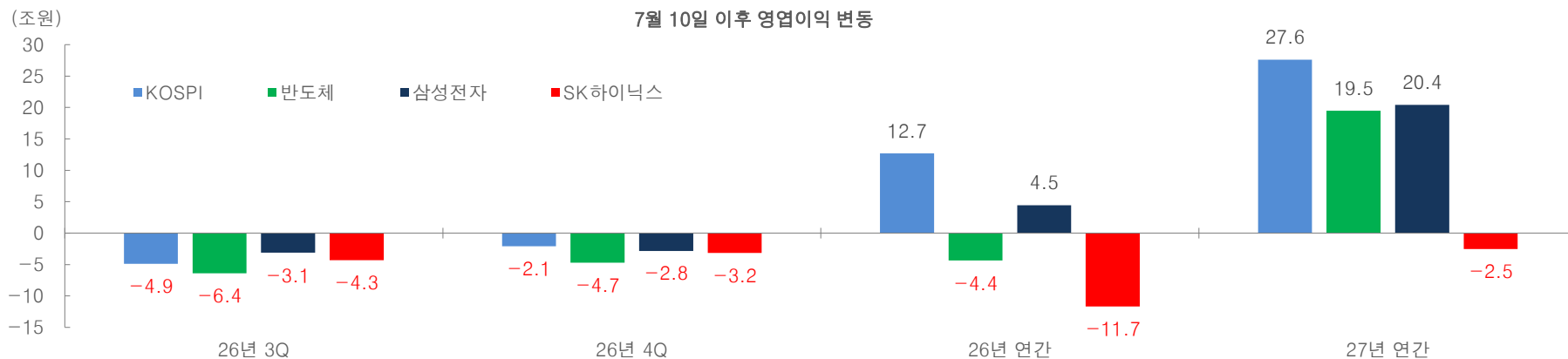
8월말 1,240이었던 12개월 선행 EPS, 9월 23일 1,275.84p로 레벨업. KOSPI 반등에도 여전히 선행 PER 5배 중반, 역사적 저점권에서 등락 반복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

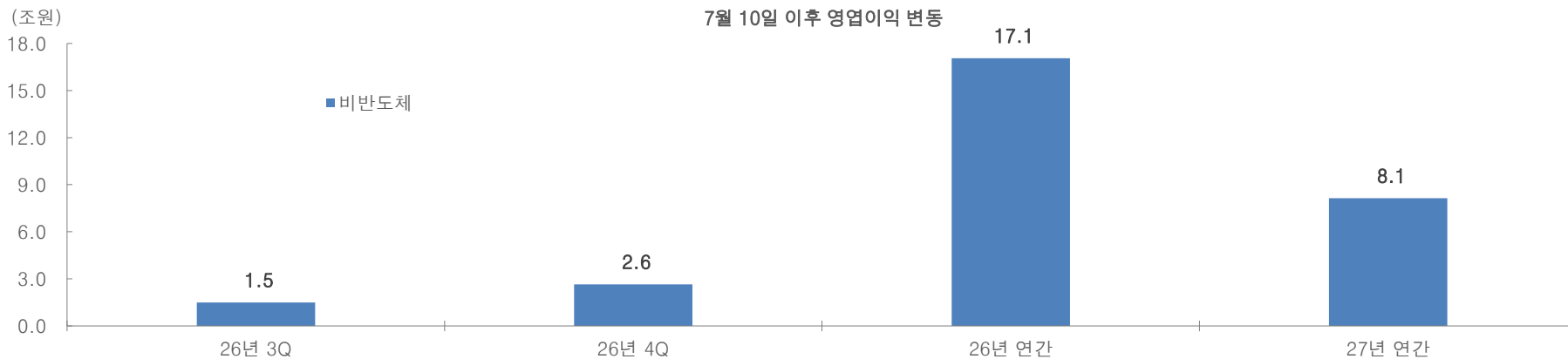
[실적 전망 변화] 실적 전망 하향 조정, 전적으로 SK하이닉스 영향에서 삼성전자로 확산. 비반도체 실적은 오히려 개선

KOSPI 실적 전망 하향조정은 전적으로 SK하이닉스 영향. 삼성전자는 26년, 27년 연간 실적 전망 레벨업되었지만, 최근 하향 조정 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

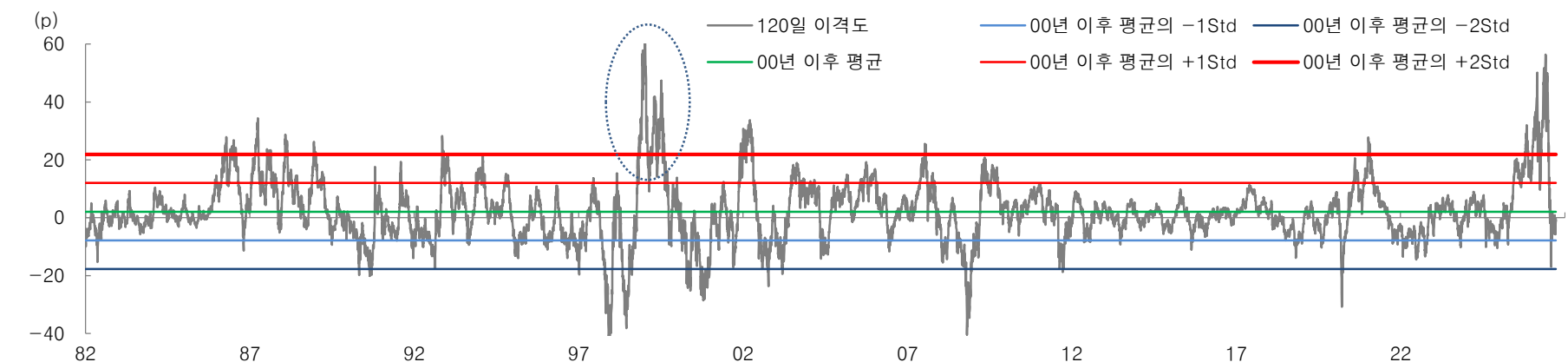
반도체를 제외한 업종들의 실적 전망 상향 조정. 다만, 프리어닝 시즌 돌입하면서 상향 조정 폭 축소, 하향 조정. 26년, 27년 실적 전망은 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

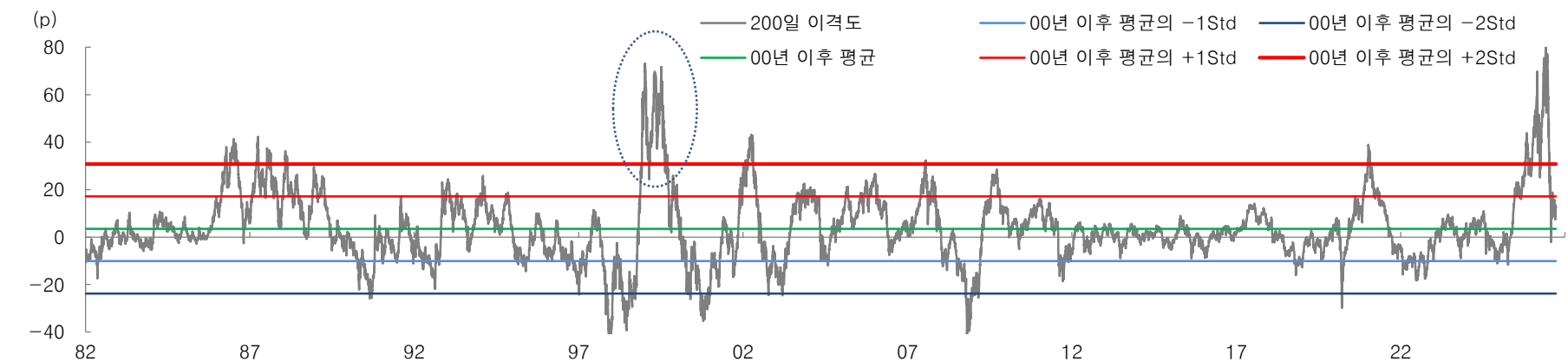
[이격도] 120일, 200일 이격도, 과열 해소. 120일 이격도 평균의 -2표준편차 수준에서 급반전, 정상화 진행 중

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

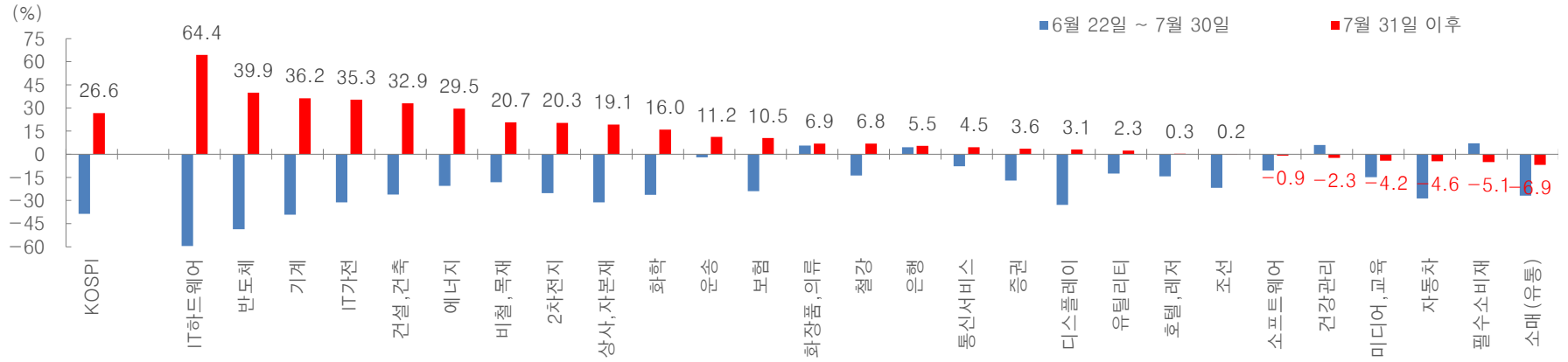
KOSPI 200일 이동평균선과 이격도 -2%p 수준까지 레벨다운. 00년 이후 평균 하회 이후 급반전 전개. 정상화 이후 과열권 진입에는 한계가 있어...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

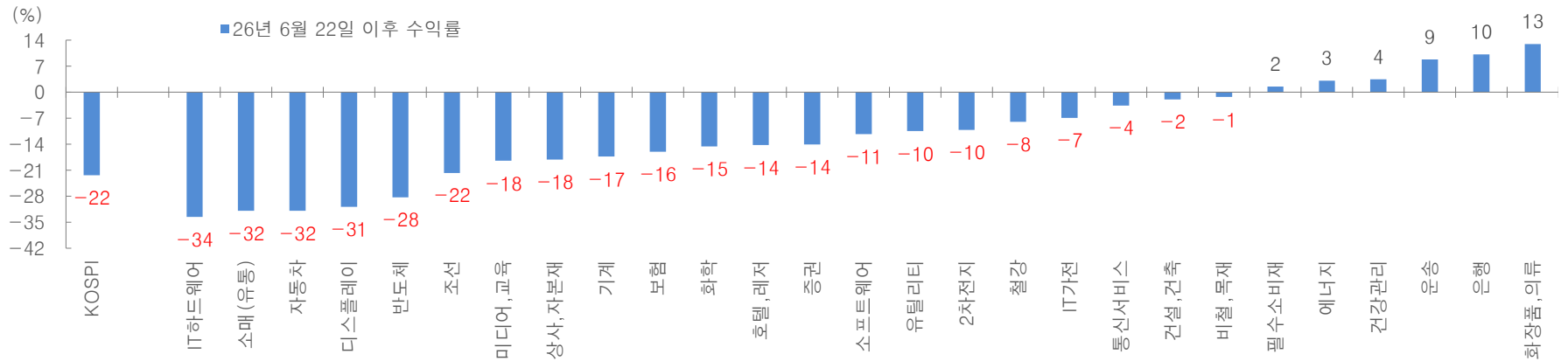
[낙폭과대] IT하드웨어, 소매(유통), 자동차, 디스플레이, 반도체, 조선, 미디어/교육, 상사/자본재, 기계 등 낙폭과대

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

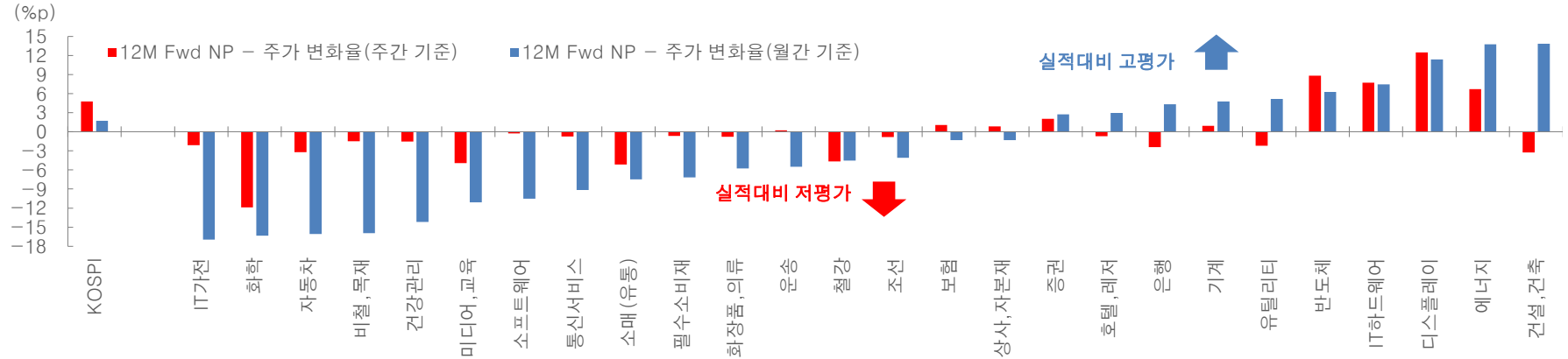
6월 22일 이후 낙폭 과대 업종 : IT하드웨어, 소매(유통), 자동차, 디스플레이, 반도체, 조선, 미디어/교육 등. 화장품/의류, 은행, 운송 등 고평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

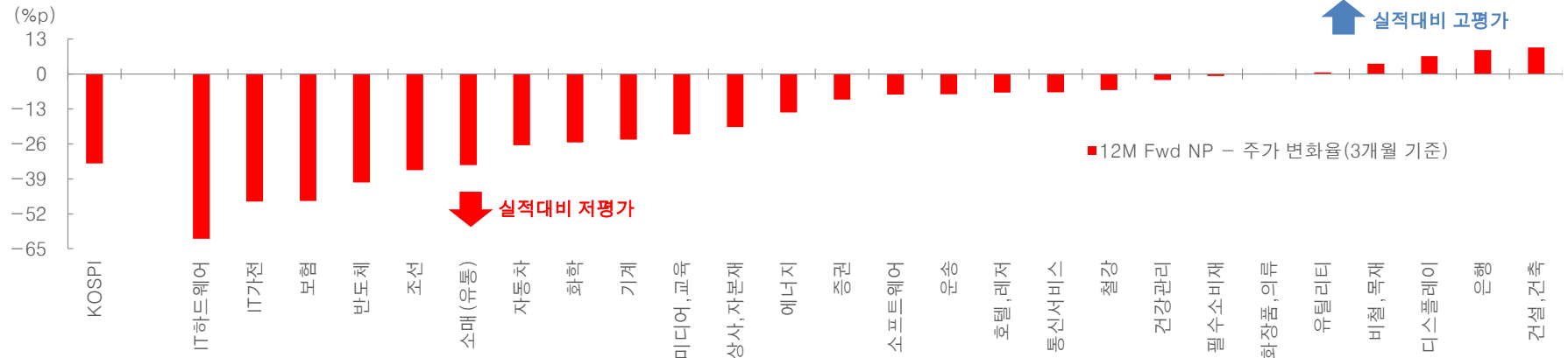
[실적대비 주가] 저평가 업종이 대부분. IT하드웨어, IT가전, 보험, 반도체, 조선, 소매(유통), 자동차 등 상위권 위치

주간, 월간 12M 선행 순이익대비 주가 변화율. 다수 업종 저평가 해소, 월간 기준 자동차, IT가전, 건강관리, 소프트웨어, 미디어/교육, 통신 등 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3개월 기준 선행 순이익대비 저평가 여전. IT하드웨어, 보험, IT가전, 반도체, 조선, 자동차, 소매(유통) 등 저평가 심화. 건설, 은행, 건강관리 등 고평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

10월에도 유가, 금리 등락/레벨과 AI, 반도체 업황/실적 모멘텀이 핵심

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

10월에도 유가, 금리 등락/레벨이 중요. 3분기 실적 시즌을 맞아 AI, 반도체 업황/실적 모멘텀에 주목

- 10월에도 매크로(Macro)와 마이크로(Micro) 간의 줄다리기가 싸움 불가피. 유가, 금리 상승 압박이 여전한 상황에서 AI, 반도체 업황/실적 모멘텀을 확인하는 국면. 유가, 금리 안정이 가시화될 경우 상단이 크게 열릴 수 있을 것. 만약, 유가, 금리 상승 압박이 지속된다면 AI, 반도체는 물론, 3분기 주요 기업 실적 결과가 유가, 금리 압박을 이겨낼 수 있을지 여부가 중요. **결국 '이익이 금리를 이기는가'가 박스권(6,500~7,200) 돌파의 관건**
- 우선, 유가 안정이 필수 조건. 유가 등락, 레벨에 따라 물가, 통화정책, 채권금리, 달러화 등락을 넘어 글로벌 증시 흐름에도 영향을 미치기 때문. 유가 하락(상승) -> 물가 하락 기대(상승 우려) -> 비둘기파적(매파적) 통화정책 스탠스 기대(경계) -> 채권금리/달러화 하락(상승) -> 증시 상승(하락) 전개. 트럼프 지지율 급락(32%, 역대 최저), 중간선거에서 참패(블루스윙 확률 60% 상회) 가능성 확대. 카타르가 핵심 중재자로 부상한 상황에서 APEC을 앞둔 중국도 조용한 압박을 진행 중. 이란의 요구 조건도 완화되는 양상. 중간선거 전 미국과 이란 간의 평화무드 형성 시 유가 레벨다운, 금리, 채권금리 안정이 가시화되면서 KOSPI 상승 탄력 강화 예상
- 10월 예정된 이벤트를 살펴보면 9월말~10월초(9/30~10/2) PCE·마이크론·수출·美 고용이 핵심. 수출 호조가 예상되는 가운데 마이크론 실적을 통해 반도체 실적 전망의 방향성이 결정될 것. PCE와 고용 결과는 통화정책 컨센서스 금리 향배에 영향을 줄 것. 10월 중반(10/7~10/15)에는 삼성전자 잠정 실적·美 CPI·TSMC가 예정. 본격적인 프리어닝 시즌 돌입과 함께 CPI 결과에 따라 10월말 FOMC 금리결정이 가시화될 전망. 10월 후반(10/22~10/30)에는 금통위·SK하이닉스·빅테크·FOMC(10/29 새벽)·BOJ가 이어짐. 주요국 통화정책 일정이 집중된 주간으로 통화정책 선반영 여부에 따라 변곡점이 될 수도 있는 상황

10월 글로벌 금융시장, 증시를 움직일 3대 핵심 변수 : 통화정책, 지정학적 리스크(유가), AI, 반도체 업황/실적 모멘텀



FOMC (10/29 03:00)
- 추가 인상 여부



25bp 인상 확률 64~70% 선반영
QT 신호 및 데이터 의존적 태도 관건



중동·유가
- 협상인가 확전인가

협상 속 교착 (60%) 기본. 확전 시
스테그플레이션 우려, 합의 시 상방



AI·반도체 실적
- KOSPI 영향도 1위



삼성전자(10/7~8)-SK하이닉스 실적이
KOSPI 영업을 이끄는 75% 반도체 집중

[10월 이벤트 캘린더] 여전히 기승전 유가, 금리 등락. 3Q 실적 결과는 하단을 강하게 만들고, 상단 돌파에 힘을 실어줄 것

지정학적 리스크 추이와 함께 PCE, 고용, CPI, PPI 등 통화정책 변수 중요. 3분기 실적, 특히 AI, 반도체 업황/실적이 KOSPI 향배에 영향을 줄 것

	Week 1	Week 2	Week 3	Week 4	Week 5
US Macro & Fed	■ 美 8월 PCE (9/30) 美 고용 (10/2)		■ 美 9월 CPI (10/14) 소매/PPI (10/15)		■ FOMC (10/29 03:00)
Global/KOR Earnings	■ 마이크론 FQ4 (10/1)	■ 삼성전자 3Q 잠정 (10/7~8)	■ TSMC 3Q (10/15)		■ 빅테크 실적 (10/27~30) SK하이닉스 3Q (10/28 전후)
Geopolitics & Domestic		■ OPEC+ (10/4) 삼성 자사주 종료 (10/8 전후)		■ 한은 금통위 (10/22)	

3분기 실적 결과는 밸류에이션 정상화에 힘을 실어주겠지만,
글로벌 증시, KOSPI는 여전히 유가, 금리 민감도 높아...

[10월 캘린더] 9월 30일 PCE, 10월 1일 새벽 마이크론 실적과 오전 9월 수출입이 핵심

10월 전반부 방향성은 9월 30일, 10월 1일 결과에 결정될 전망

날짜(KST)	지역	이벤트	컨센서스·예상	이전치	관련 포인트	중요도
9/28(월)	KR	주식 후 재개장. 3Q 배당 매수 마감(9/29 배당락).	-	KOSPI 7,080.92	연휴 중 美 금리↑·유가↑ 미·중 휴전 연장·이란 7일안	★★★
9/29(화)	AU	호주 RBA	4.60% (+25bp, TE)	4.35%	선진국 연쇄 인상 여부	★★
9/29(화)	US	8월 JOLTS, 9월 콘퍼런스보드 소비자신뢰. 트럼프·빅테크 CEO AI 회동, Open AI Day	724만 / 89(TE)	727.1만 / 89.4	AI 규제 논의, 노동수요	★★
9/29(화)	KR	9월 BSI·ESI. 금융위 코스닥 경쟁력 방안	-	-	정책 모멘텀	★★
9/30(수)	KR/CN	韓 8월 산업활동, 中 9월 PMI. 韓 2Q 외환 순거래 공개	광공업 +0.5%(TE) / 50.0(TE)	+0.2% / 49.8	中 국경절 전 경기	★★
9/30(수) 21:30	US	8월 PCE·개인소득/지출, 2Q GDP 확정(연례 개정)	헤드라인 +0.4% m/m ·3.7% y/y, 근원 +0.3%·3.4%	3.7% / 근원 3.3%	근원 3.4%, SEP 연말 전망과 동일. 10월 인상 명분	★★★★★
10/1(목) 05:05	US	마이크론 FQ4 실적·컨퍼런스콜	매출 \$51B, EPS \$31.5. FQ1 가이던스 기대 약 \$56.6B	가이던스 \$49~51B, GM 약 86%	메모리 사이클 '정점' 논쟁. 주식 후 첫 메모리 실적	★★★★★
10/1(목) 09:00	KR	9월 수출입	9/1~20 +78.3% (반도체 +259.4%)	8월 +68.7% (반도체 +209%)	주식 조업일수 감소 vs 반도체 단가	★★★★★
10/1(목)	JP/KR	日 단간(3Q). 韓 증권사 신용공여 한도 100→90% 시행	대형제조 DI 23(TE)	22	BOJ 추가 인상 근거. 개인 레버리지 축소	★★
10/1~7	CN	국경절 연휴(본토 증시 휴장)	-	-	연휴 소비	★
10/1(목) 23:00	US	9월 ISM 제조업	54.7(TE)	54.6(가격 71.1)	가격지수 70대 고착 여부	★★★
10/2(금) 08:00	KR	9월 소비자물가	2.5~2.7%(iM)	3.1%(근원 3.4%)	통신요금 기저 소멸. 근원 3%대 지속 시 11월 인상	★★★

[10월 캘린더] 삼성전자 실적 가이드스와 TSMC 실적 발표 주목. 9월 CPI는 10월 금리인상 확률에 영향을 줄 것

반도체 실적 결과에 주목하는 가운데 통화정책 컨센서스에 영향을 주는 9월 CPI 결과 중요. 근원 CPI 반등 가능성 경계

날짜(KST)	지역	이벤트	컨센서스·예상	이전치	관전 포인트	중요도
10/4(일)	Global	OPEC+(7개국) 월례회의	-	10월 목표 동결	호르무즈 차질 대응	★★★
10/5(월)	KR/US	KRX 휴장[개천절 대체], 美 9월 ISM 서비스	-	55.4(가격 72.6)	서비스 물가	★★
10/6(화)~27	KR	국정감사	-	-	단일종목 레버리지 ETF, 가계대출	★★
10/7~8(예상)	KR	삼성전자 3Q 잠정실적(LG전자 등)	영업이익 111.4조	2Q 89.5조	원화 강세·범용 D램 둔화 반영 폭	★★★★★
10/8(목) 03:00	US	FOMC 의사록(9월 회의)	-	12:0 인상	추가 인상 시점(10월 vs 12월)	★★★
10/8(목)	KR/TW	韓 8월 경상수지, KOSPI200 옵션 만기, TSMC 9월 매출(전후), SEC 자사주 매입 종료 추정	-	7월 +420.8억달러	연휴 사이 만기 수급	★★★
10/9(금)	KR/US	KRX 휴장(한글날), 美 미시간대 예비	48.6(TE)	48.1 (1년 기대인플레 4.6%)	기대인플레이션	★★
10/13(화)	US	JPM 등 대형은행 3Q 실적 개시	JPM EPS \$5.20	-	고금리 국면 은행 이익	★★
10/14(수)	NL/CN	ASML 3Q, 中 9월 무역·CPI·PPI	中 CPI 0.8%(TE)	수출 +25%, PPI 3.8%	장비 수주, 중국 수요	★★★
14(수) 21:30	US	9월 CPI	헤드라인 3.7% / 근원 2.5%(TE, 풀 미발표)	3.4% / 2.4% (근원 +0.3% m/m)	근원 m/m 0.3% 이상이면 10월 인상 확정	★★★★★
15(목) 15:00	TW	TSMC 3Q 실적·컨콜	가이던스 \$44.6~45.8B, GM 65~67%	2Q \$40.2B	4Q 가이던스, 2027 capex	★★★★
15(목) 21:30	US	9월 소매판매, PPI. 베이지북(03:00)	PPI 5.9% y/y(TE)	소매 +1.2%, PPI 5.4%	인플레 파이프라인	★★★

[10월 캘린더] 월말 빅테크, SK하이닉스 실적과 FOMC 회의 결과가 10월을 마무리하고, 11월을 시작하는 중요 변수

10월말 빅테크, 반도체 실적과 통화정책 스탠스를 재확인하면서 11월 향배를 결정지을 것

날짜(KST)	지역	이벤트	컨센서스·예상	이전치	관련 포인트	중요도
10/16(금) 전후	KR	SK하이닉스 자사주 매입 종료 추정. 9월 고용(08:00)	-	누적 34.7조(두 회사)	수급 공백 본격화	★★★★
10/17(토)~	US	FOMC 블랙아웃(~10/29)	-	-	연준 발언 공백	-
10/19~20(예상)	CN	3Q GDP·9월 실물지표, LPR(10/20)	[미확인]	2Q 4.3%	성장 둔화 시 부양책 기대	★★★
10/19(월)	KR	종목별 신용융자 15% 관리 시행	-	-	레버리지 수급	★
10/21(수)(예상)	KR/US	韓 10/1~20 수출, 넷플릭스·테슬라(예상)	-	9/1~20 +78.3%	작년 주석(10월) 기저로 고성장 착시	★★★
10/22(목)	KR	한은 금통위	동결 3.00%(11월 인상 가능성)	3.00%(8월 6:1)	매파 소수의견, 조건부 금리전망	★★★★
10/27(화)(예정)	KR	3Q GDP 속보	한은 경로 +0.3% q/q	+0.6% q/q	연 3.3% 달성 경로	★★★
10/27~30(예상)	US	빅테크 3Q 실적 발표 (MSFT·GOOGL·META·AMZN·AAPL)	S&P500 3Q EPS +29.1%	-	2027 AI capex 가이드라인	★★★★★
10/28 전후(예상)	KR	SK하이닉스 3Q 실적. 삼성전자 확정실적·컨콜(10/29 전후)	영업이익 78.1조(FnGuide)	2Q 60.5조	HBM4·2027 가격·주주환원	★★★★★
10/29(목) 03:00	US	FOMC 결정·워시 의장 회견 (현지 10/27~28 회의)	인상 확률 약 64~71%	3.75~4.00%	인상 여부 + 12월 신호	★★★★★
10/29(목)	US/EZ	美 3Q GDP 속보·9월 PCE(21:30). ECB(22:15)	GDPNow 5.0% / ECB 동결 2.50%	2Q 1.5%	고성장·고물가 조합	★★★
10/30(금)	JP/KR	BOJ 결정(정오 전후). 韓 9월 산업활동. WGBI 편입분	BOJ 동결 1.25%(TE)	9월 +25bp	엔캐리, 외국인 국채 수급	★★★

[10월 캘린더] 지속적으로 유가, 금리 변화에 집중. AI, 반도체 업황/실적을 가늠할 수 있는 변수들에 주목

전방위적으로 영향을 줄 유가, 금리 변수. AI, 반도체 업황/실적 결과가 KOSPI에 상당한 영향을 줄 것

	파급력 국지 (韓 자산)	파급력 중간 ~ 광범위	파급력 전방위
영향력 ★5	삼성전자 잠정실적(10/7~8)	미중 정상회담(9/24) 마이크론(9/30)·TSMC(10/15)·SK하이닉스(10월 말)	유가·미-이란·호르무즈 PCE(9/30)·CPI(10/14)·FOMC(10/28)
영향력 ★4	자사주 종료·외국인·원/달러 韓 수출(10/1·10/21) 금통위(10/22)	美 고용(10/2) 빅테크 Capex(10/28~29) 10년물 5%·국채 입찰	
영향력 ★3	대미투자 이행·232조 관세 비반도체 3Q 실적 · 3Q GDP	中 3Q GDP(10/19) BOJ(10/28)·ECB(10/29) 중간선거 여론(블루 스윙 61%)	AI 속도조절론·IPO 헤드라인
영향력 ★2	국정감사·승강제 세부안·휴장·만기	OPEC+(10/4) · 영국·프랑스 예산	

유가, 금리 변수가 상단을 제어하거나 열어줄 수 있겠지만...
 방향성을 결정하는 것은 3분기 실적일 가능성 높다고 판단

[10월 핵심 트리거] 금리, 유가 등락/레벨 & AI, 반도체 업황/실적이 KOSPI 방향성과 등락 폭을 결정할 것

유가 안정이 주는 나비효과 vs. 악순환의 고리. 다양한 경로와 투자심리 변화로 물가, 금리, 증시 등에 상당한 영향을 미칠 것

하방 리스크 트리거 (Downside)	상방 리스크 트리거 (Upside)
▶ 금리 : 美 장기금리 5.3% 돌파 (재정 우려, 텀프리미엄), BOJ 인상 가속화(엔캐리 청산) • 지정학: 이란 협상 결렬 및 확산 (인도양 위협, Brent \$115+ 인플레 재가속)  ▶ 산업 : 메모리 피크아웃 현실화 (중국 추격, 어닝 쇼크), 빅테크 2027 Capex 가이드스 하향 (AI 속도 조절) • 수급 : 자사주 매입 종료 후 외국인 매도 지속, 선거 전 포폴리즘 관세 확대 	▶ 매크로: 美 경제 지표 둔화로 인한 금리 인상 종료 신호, 이란 단계적 합의 (호르무즈 재개, 유가 하락)  ▶ 산업 : HBM 2027 대규모 계약 및 메모리 가격 서프라이즈, 빅테크 2027 Capex 상향  ▶ 정책 : 원화 안정화 속 외국인 대규모 순매수 전환, 국내 주주환원(PBR 0.8배 밸류업), 관세 인하 합의 

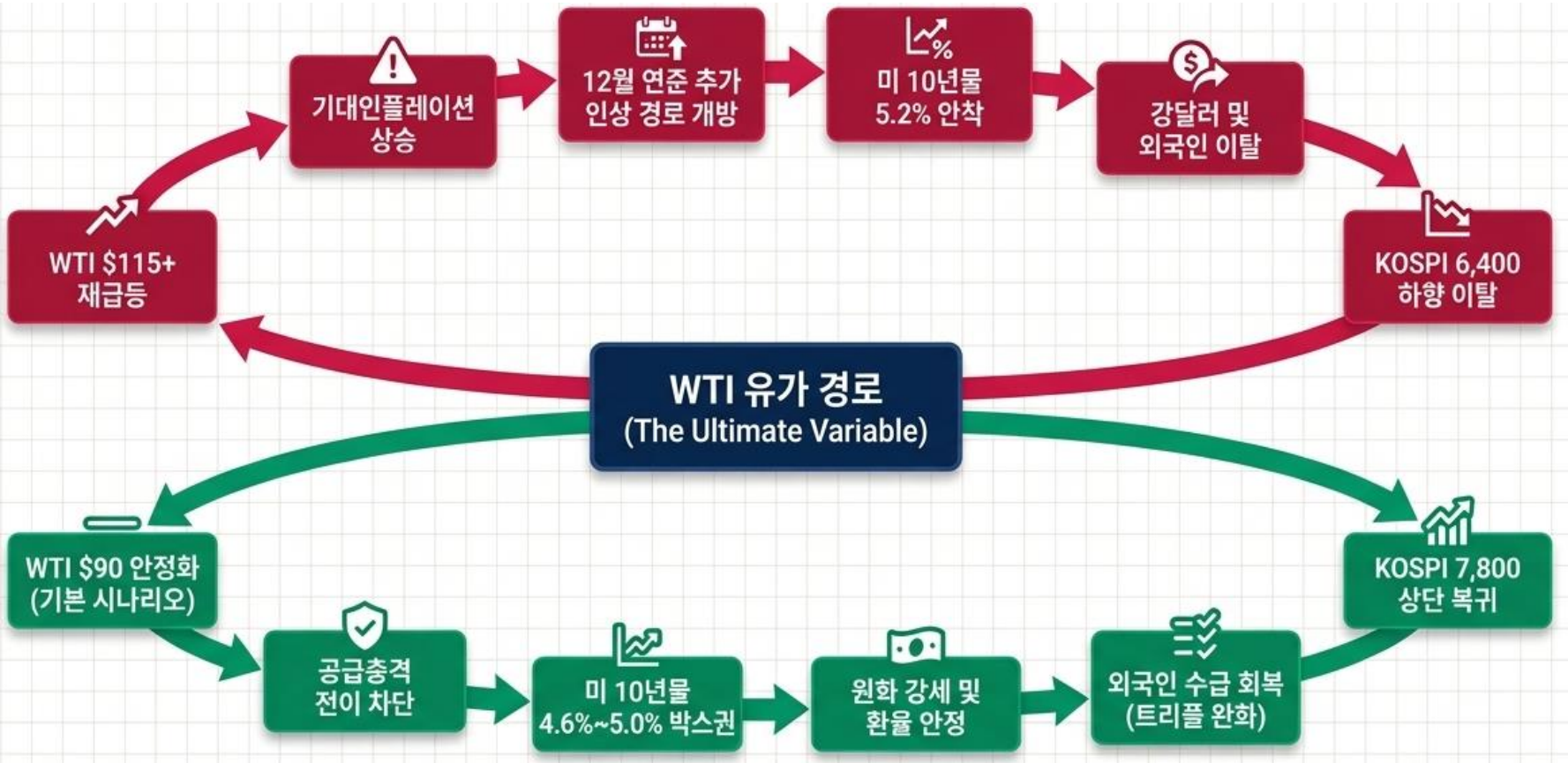
유가 안정에 근거한 금리 안정 & AI, 반도체 업황/실적 호조 = KOSPI 레벨업

유가 추가 상승, 금리 레벨업 & AI 속도 조절 가시화 = KOSPI 레벨다운

선행 PER 6배 이하에 위치한 KOSPI 악재보다는 호재에 민감한 반응을 보일 가능성 높아

[기승전 유가] 유가 등락, 레벨에 따라 물가, 통화정책, 채권금리, 달러화 등락을 넘어 글로벌 증시 흐름에도 영향을 미쳐

유가 하락(상승) -> 물가 하락 기대(상승 우려) -> 비둘기파적(매파적) 통화정책 스탠스 기대(경계) -> 채권금리/달러화 하락(상승) -> 증시 상승(하락)

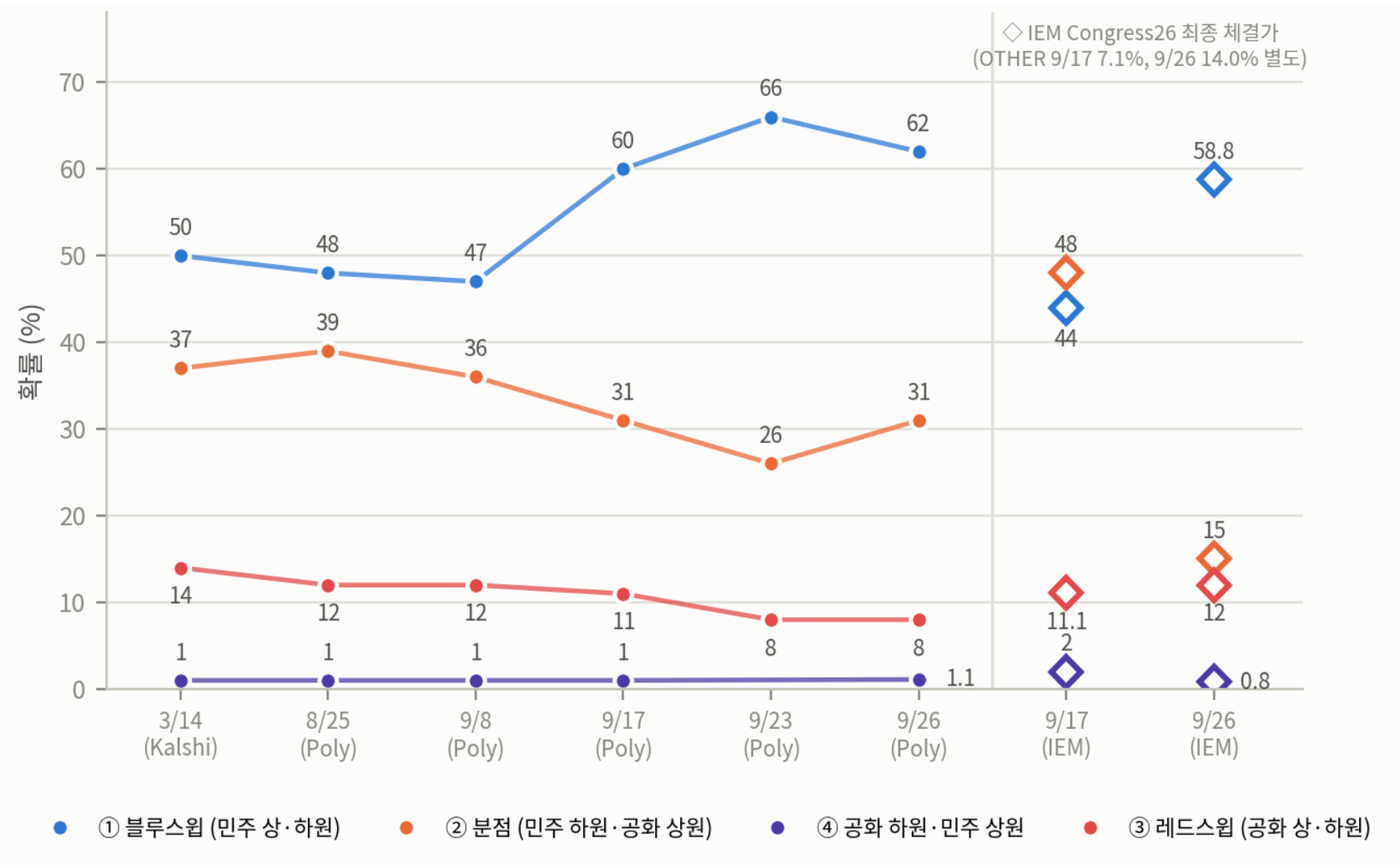


결국, 연준의 통화정책도 에너지 공급발 충격에 후행할 수 밖에 없는 상황.

매크로 환경 변화의 최선두에 위치한 유가

[지정학적 리스크] 중간선거에서 참패 가능성. 블루스윙(민주당 상하원 장악) 확률 60% 상회

중간선거에서 참패할 가능성이 높아지면서 유가 하락 및 물가 안정에 집중해야 할 트럼프



[지정학적 리스크] 여전히 이란과 미국 간의 이견이 큰 상황. 핵심은 '누가 먼저 움직이나'

미국 선의 확인 후 봉쇄 해제 vs 이란 선해제 이후 해협 개방. 트럼프가 먼저 움직일 수 있을까?

쟁점	미국(트럼프 행정부)	이란	격차
순서 (sequencing)	호르무즈 선개방·'선의' 확인 후 봉쇄 해제. 봉쇄는 핵 합의까지 유지	봉쇄·제재·자산 선해제 → 6일차 해협 개방 → 7일차 핵협상	최대
우라늄 농축	'제로 농축'	농축 권리 유지(MOU는 유보)	대
60% HEU(440.9kg)	반출·폐기	IAEA 감독하 현장 희석	중
탄도미사일	제한 요구('걸프국 대비 비례' 수용 시사)	"협상 불가"	중
호르무즈 체제	무통행료 자유항행, PGSA 테러단체 지정	주권·'서비스 요금', 오만과 공동관리	대
제재·동결자산	원유 판매 허가 취소(7/7), 추가 제재	원유 제재 유예, 120억달러+ 선해제	중
배상·재건	최종합의 연계 3,000억달러 재건계획	9/19 조건에서 배상 제외	축소
전선 범위	이스라엘은 비당사자, 헤즈볼라·후티 억제	레바논·예멘 포함 '모든 전선' 휴전	대

[지정학적 리스크] 6월 MOU vs 9월 이란 7일안 vs 미국 입장

대립은 여전하지만 현실적 절충점을 찾아갈 가능성도 배제할 수 없어...

항목	6/17 이슬라마바드 MOU	9월 이란 로드맵(7일안)	미국 입장(9/25)
휴전 범위	모든 전선(레바논 포함) 영구 종료	레바논·예멘 포함 역내 휴전	이스라엘-레바논은 별도 트랙
해상봉쇄	즉시 착수, 30일 내 완전 해제	1~5일차 해제	'선의' 확인 전 해제 불가
호르무즈	30일 내 안전항행, 60일 무료, 오만과 관리 협의	6일차 재개(단계적)	무통행료 즉시 개방, 호위 확대
원유 제재	즉시 웨이버	1~5일차 유예	허가 취소 유지
동결자산	전액 이용 가능	최소 120억달러 해제	미확정
핵	핵무기 불추구, 농축물질 IAEA 감독하 희석 등	7일차 핵협상 개시	제로 농축, HEU 처리 선행
재건·보장	3,000억달러 재건계획, 안보리 결의 승인	배상 철회, 재공격 방지 보장	안보리 결의

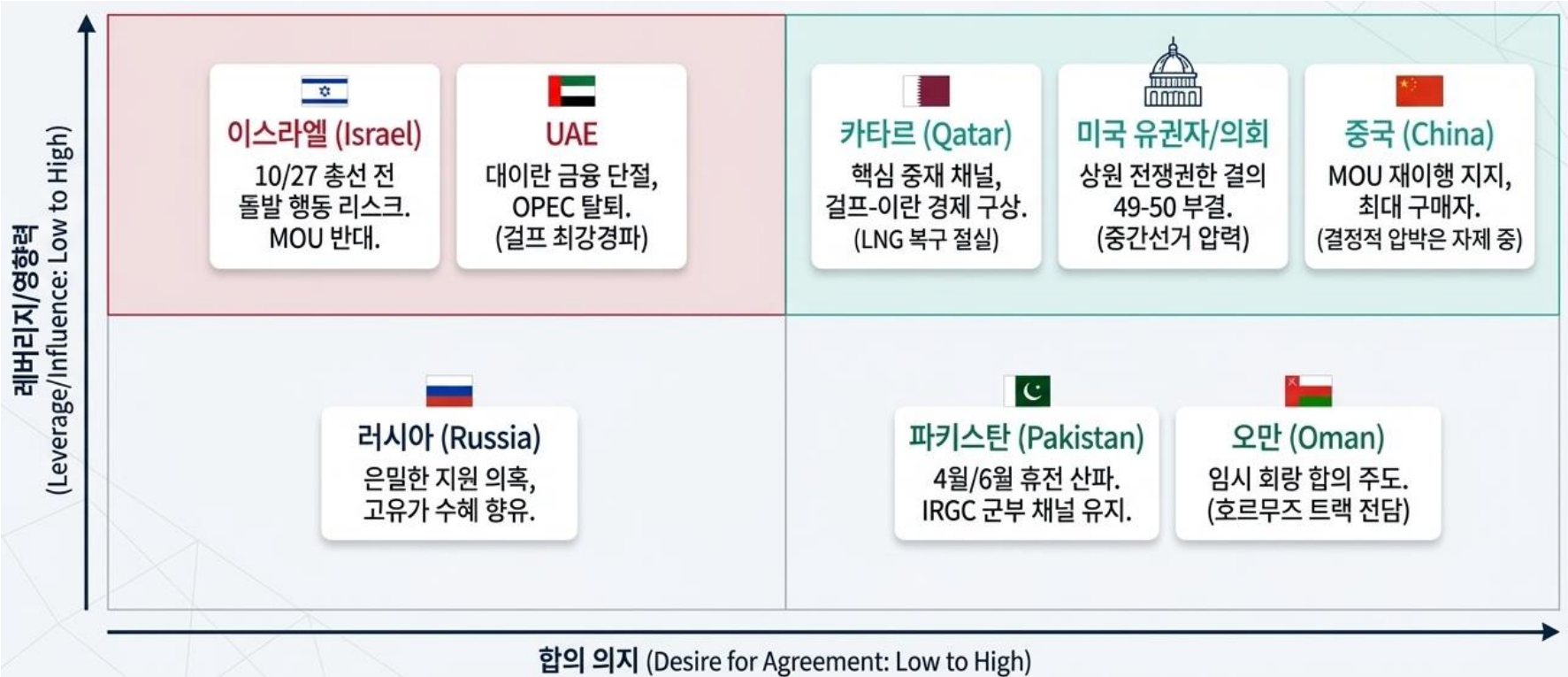
이란이 제시한 7일안은 MOU의 ‘압축판’ : 이란의 경제난으로 배상 요구 철회 등 요구 수위 낮아져...

현실적 절충점 = 봉쇄 부분 해제와 오만 회랑을 통한 무료 항행을 같은 날 맞바꾸고

원유 웨이버를 통항량 지표에 연동하는 ‘동시 이행형 MOU 2.0’. 핵 쟁점은 60일 협상으로 넘기는 구조 유력

[지정학적 리스크] 카타르 핵심 중재자로 부상. 중국도 조용한 압박을 진행 중

카타르의 핵심 중재자로서의 역할과 APEC을 앞둔 중국의 조용한 압박이 변수가 될 수 있어



트럼프 입장에서 선거 전 대규모 확전(유가 급등)도, 굴욕적 양보(봉쇄 선포)도 부담
선거 전에는 ‘관리된 교착’ 가능성이 가장 높고, 선거 후 트럼프의 선택지(합의 vs 확전)가 넓어짐

[지정학적 리스크] 미국, 중동은 물론, 중국, 러시아까지 각자의 셈법에 따라 행동 중

사우디, 카타르, 오만, 중국 등 이란 문제 해결에 의지를 보이는 중

행위자/국가	목표	레버리지	현재 스탠스(9월)	예상 행보
트럼프	핵무기 불가·무통행료 호르무즈, 지상전 없는 '승리'	봉쇄·호위, 제재, 공습 위협	카타르 경유 협상, 7일간 거부, 봉쇄 유지	선거까지 관리 → MOU 2.0 또는 대규모 공습 택일
이란(최고지도자·IRGC)	체제 생존, 제재·봉쇄 해제, 핵농축 권리	호르무즈 통항 통제, 후티, 미사일	요구 수위 낮쳤으나 '선해제' 고수, NPT 카드	시한 후 제한적 긴장 고조로 압박
이스라엘	정권 약화, 레바논 완충지대, 종선 승리	스포일러 능력, 미 정치 영향력	합의 반대, 협상 비당사자	10/27 전 돌발 행동 리스크
사우디	후티·이란 공격 종식, 수출 경로 확보	원유, 방위협정, 대미 관계	후티와 교전, 대이란 채널 유지	방위협정 가동, 중국·파키스탄 통한 압박
UAE	억지력·배상, 호르무즈 우회로	금융 단절, OPEC 탈퇴 후 증산 여력	결프 최강경	합의에 미사일·대리세력 조항 요구
카타르·오만	종전, LNG·항행 정상화	양측 신뢰 채널, 연안국 지위	주 중재 / 회랑 협의	단계적 재개안 공개
파키스탄	역내 안정, 사우디 지원	군 대 군 채널, 병력	이란에 후티 자제 압박	이슬라마바드 재개회 제안
중국	호르무즈 개방, 저가 원유, 제재 회피	최대 구매자, 안보리 거부권	MOU 재이행 지지, 지원 부인	APEC 계기 조용한 압박 가능성
러시아	미국 전력 분산, 유가 수혜	거부권, 기술·정보	은밀 지원 의혹	저비용 지원 지속
의회·미 유권자	전쟁 종식 또는 승인	전쟁권한 표결, 예산	하원 3회 가결 / 상원 49-50	중간선거 결과가 변곡점

[지정학적 리스크] 미국 - 이란 분쟁 완화 시 유가(WTI 기준) 80달러 이하로 레벨다운. 금리, 달러 하향 안정 가시화될 전망

WTI 주간차트, 지정학적 리스크 완화 기대에 100달러 하회



자료: 대신증권 Research Center

10년물 미국채 금리 주간차트, 5% 돌파 이후 하락 반전



자료: 대신증권 Research Center

달러 인덱스 주간 차트, 100p 돌파 시도 이후 하락 반전



자료: 대신증권 Research Center

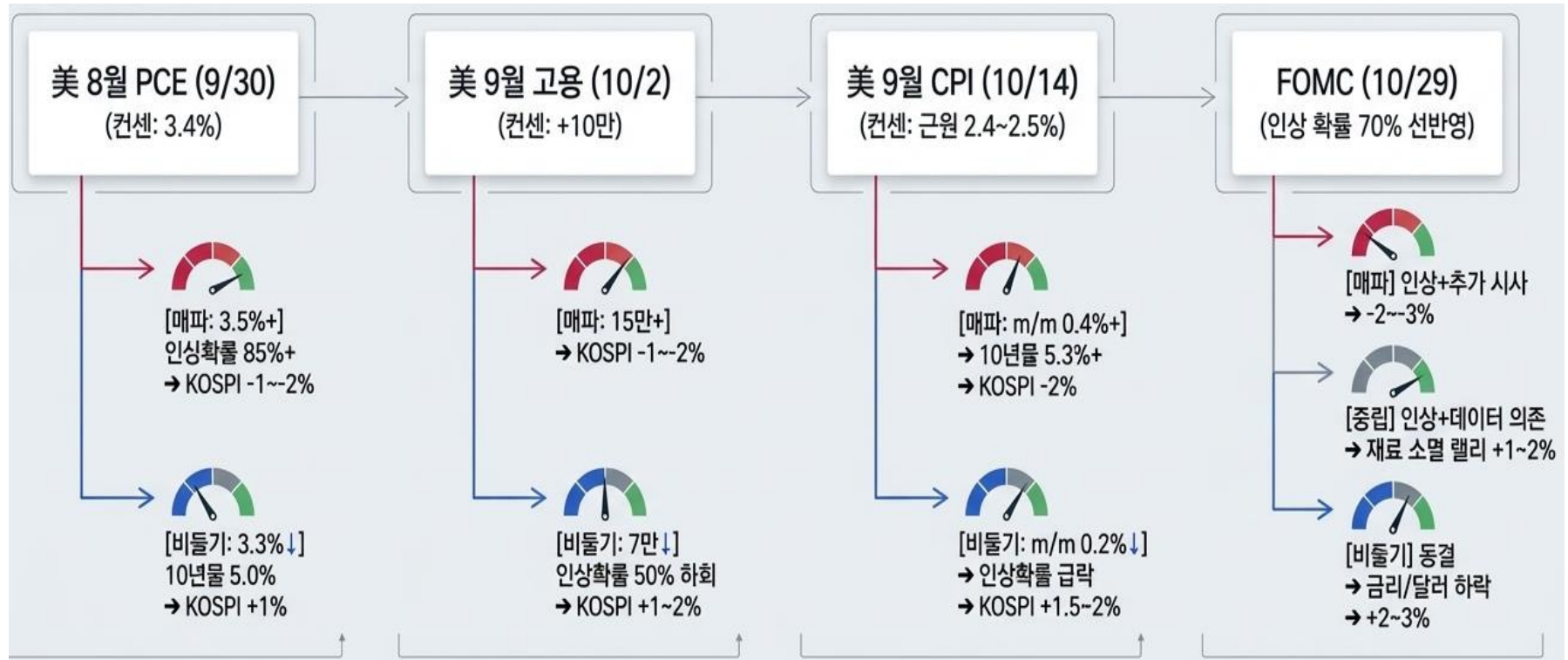
원/달러 주간 차트, 1,350원 하향 이탈 이후 반등, 1,400원선은 저항



자료: 대신증권 Research Center

[통화정책] 물가, 고용 지표 결과가 10월 29일 FOMC의 최종 스탠스를 결정지을 것

9월 CPI 상승 압력이 만만치 않은 상황으로 10월 연속 금리인상 가능성도 배제할 수 없어...



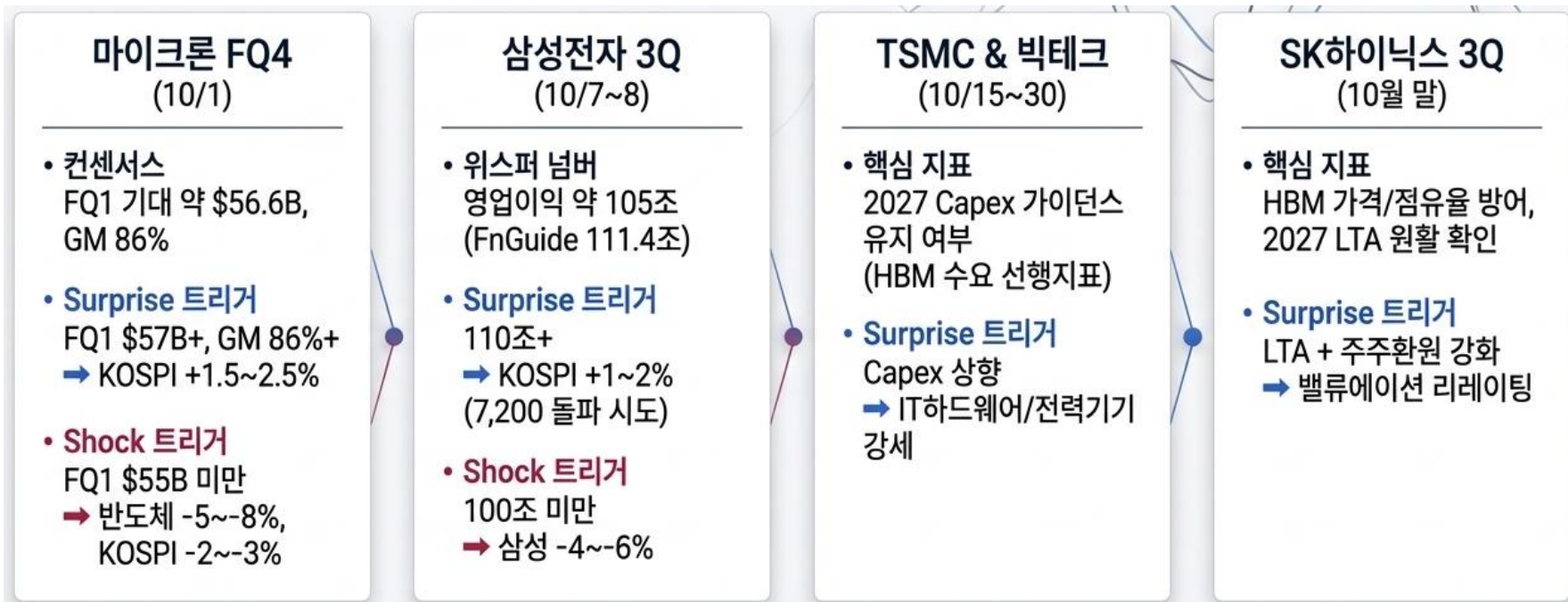
핵심은 10월 14일 CPI. 9월 휘발유 소매가 +9.6% 레벨업

헤드라인 CPI m/m +0.5~0.6%, y/y 3.6~3.7%, 근원 CPI 2.4~2.5%로 예상

쟁점은 근원 CPI m/m이 0.3%를 넘어서는지 여부

[AI, 반도체 실적] 마이크론을 시작으로 삼성전자, TSMC, 빅테크 주요 기업, SK하이닉스로 이어지는 10월 3Q 실적시즌

마이크론은 다음 분기 가이드نس, 삼성전자는 영업이익 110조 상회 여부, 빅테크 Capex 가이드نس 유지/상회 여부가 핵심



3분기 실적 호조, 예상치 상회 여부와 함께 다음분기 가이드نس 레벨 중요

특히, 3분기 실적 시즌 포문을 여는 마이크론 실적 결과와 가이드نس 레벨에 주목해야 할 것

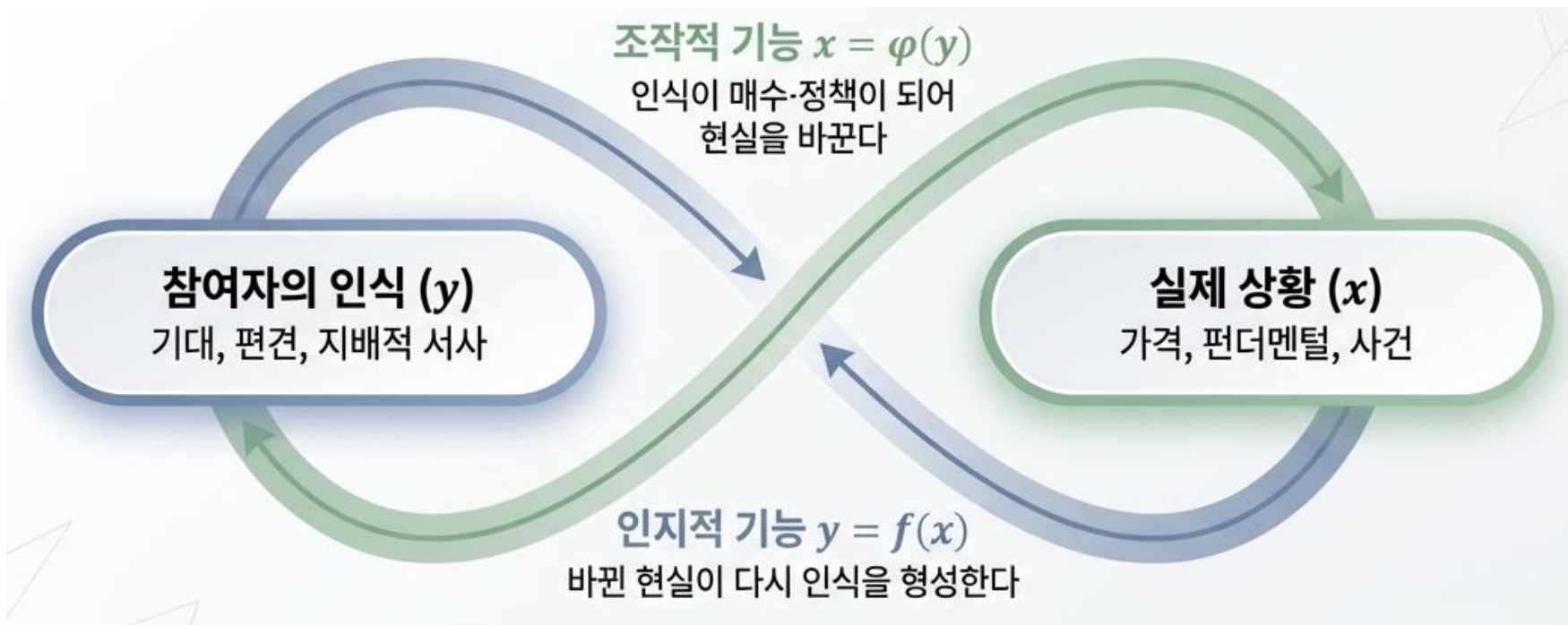
[주요 기업 실적] 9/30 마이크론을 시작으로 삼성전자, TSMC, 램리서치, 하이닉스, 빅테크, AMD, 엔비디아로 마무리

마이크론 실적 결과에 따라 삼성전자, SK하이닉스 실적 가늠. 비반도체 실적 결과에 따라 순환매, 확산 여부 결정될 것

시점	이벤트	판단 기준	KOSPI 영향
9/30	마이크론 FQ4	FQ1 가이드 \$55B+ / 2027 HBM·DRAM 가격 코멘트	→ 삼성전자·SK하이닉스 3Q 컨센 하향 종료 여부
10/7~8	삼성전자 잠정실적	OP 110조 기준선 (115↑ 강세 / 100↓ 피크아웃)	→ 반도체 3Q 컨센 방향 = 시즌의 톤
10/14~15	ASML·TSMC	FY €45B 상단·2027 EUV / GM 65~67%·2027 가격·capex \$77B	→ 국내 장비·후공정·기판 (원익IPS·피에스케이·이수페타시스)
10/21~22	램리서치·테슬라·인텔	2027 WFE 정량 / 인도 45만·GM / CPU 품귀·4Q 가이드	→ NAND 장비(테스), 2차전지 (엘앤에프·LG엔솔), DDR5(하나마이크론)
10/23~24	KB·신한·하나	순이익 컨센 상회 폭·자사주 규모	→ 은행 '실적 대비 고평가' 프레임 극복 여부
10/27	SK하이닉스	OP 78조 전후(80↑ 강세 / 74↓ 약세), HBM4 판가·LTA	→ 반도체 4Q·27년 추정치
10/28~29	MSFT·GOOGL· META·AMZN·AAPL	Azure 45%+·27년 capex / Cloud·TPU / Muse ·capex / AWS 37% / iPhone GM·12월 가이드	→ 국내 반도체·전력기기·기판 4Q 추정치, LG이노텍 4Q 회복
10/29~31	현대차·기아·조선 3사· 삼성SDI·S-Oil·SK이노·LG화학	환율 감익 폭 / 삼성SDI 2,600억+ / 정유 상회 / LG화학 쇼크	→ 비반도체 서프라이즈·쇼크 확인, 순환매 방향
11/3~6	AMD·SMCI·QCOM·ARM / 한화에어로·네이버·카카오·셀트리온·대한항공	AMD 4Q \$16B+ / SMCI GM 11% / 네이버 주주 공시 / 대한항공 4,900억+	→ HBM4(삼성) 스토리, 네오클라우드 밸류, 운송 서프라이즈
11/9~14	CRWV·AMAT / 증권·한전·HMM·보험	GPU 임대가·조달 / DRAM 피크 논쟁 / 미래에셋 스페이스X / 한전 4Q 적자	→ 쇼크 후보 확인 후 저평가 접근 시점
11/17	엔비디아 FQ3	GM 74% → 71~72% 저점 / Rubin 램프 / FQ4 \$120B+	→ 국내 반도체 27년 증익 스토리 최종 판정

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

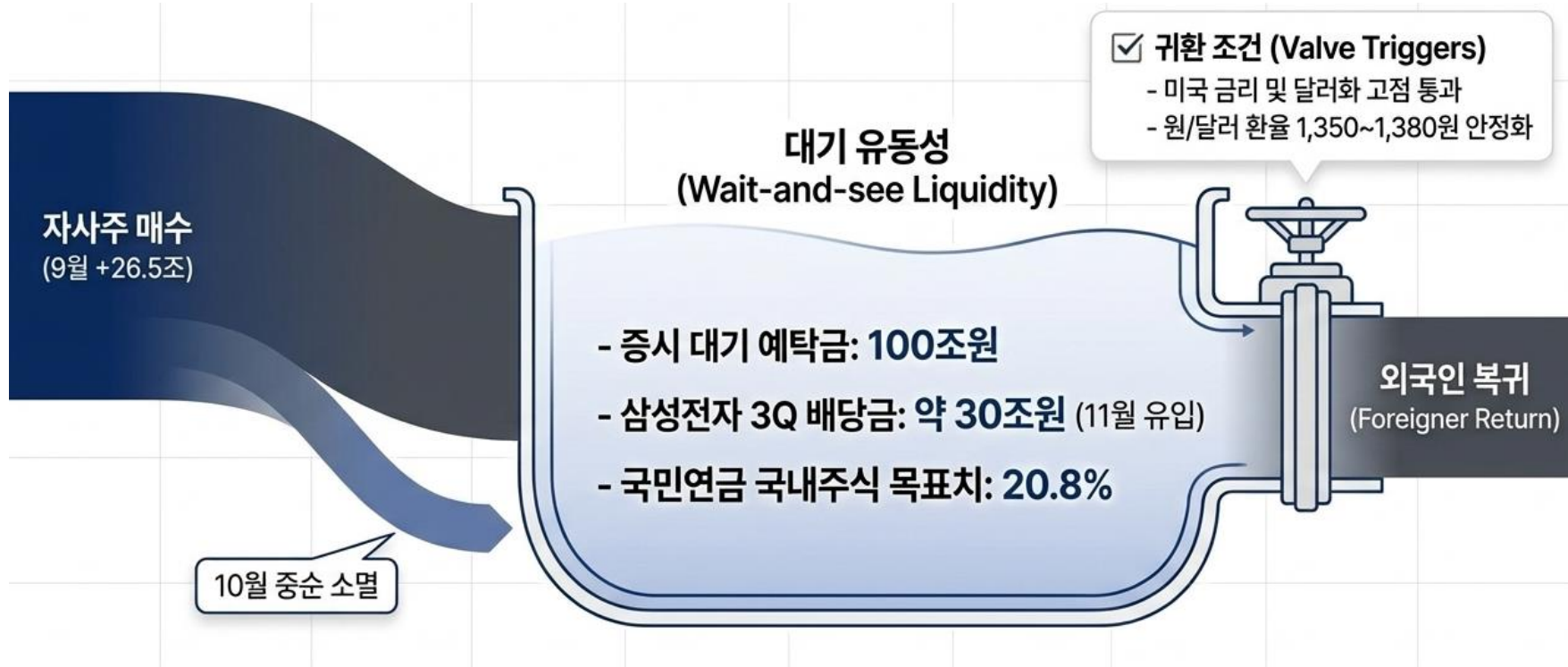
가격 상승/하락이 그 상승/하락을 정당화하는 서사를 강화하고, 강화된 서사가 추가 매수/매도를 야기. 향후 선순환 구도가 형성될 수 있을까?



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

[자사주 공백] 선순환 구조 형성, 유가, 금리 안정시 자사주 매수 종료로 인한 수급 공백은 자연스럽게 메워질 것

어쩌면 대기 유동성의 증시로 재유입이 빨라지면서 KOSPI 상승 탄력 강화 가능



9월 KOSPI 외국인(-12.8조원)과 개인(-13.1조원)의 동반 매도를
기타법인(+21.5조원, 대부분 삼성전자·SK하이닉스 자사주)이 받쳐주는 형국
진척률 삼성전자 74.7%, SK하이닉스 58.8%로 10월 중순 조기 종료 가능성 확대
공백을 메울 주체는 외국인 & 금융투자. 금융투자는 이미 매수 우위 진행 중
외국인 매수 여부는 금리, 환율 안정 & AI, 반도체 업황/실적 안정/호조

KOSPI 1차 타겟은 선행 PER 6배,
7,500 ~ 7,700선 돌파 가능

Strategist 이경민

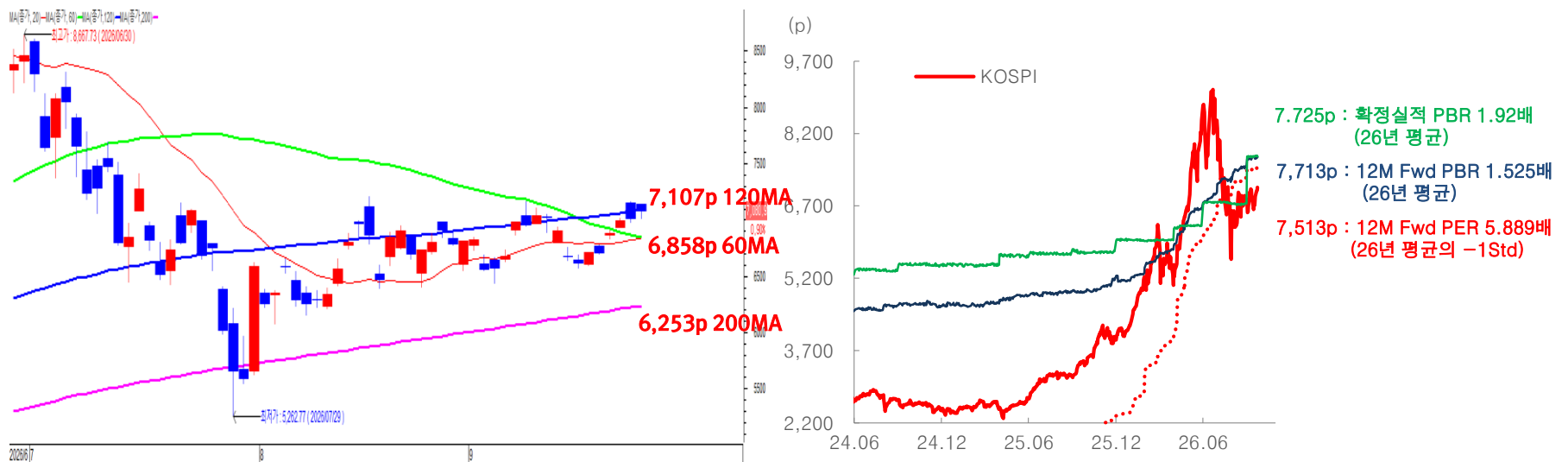
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

KOSPI 6,500 ~ 6,700선 지지력 확보, 7,100선 돌파 여부가 중요. 다음 목표는 7,500 ~ 7,700선

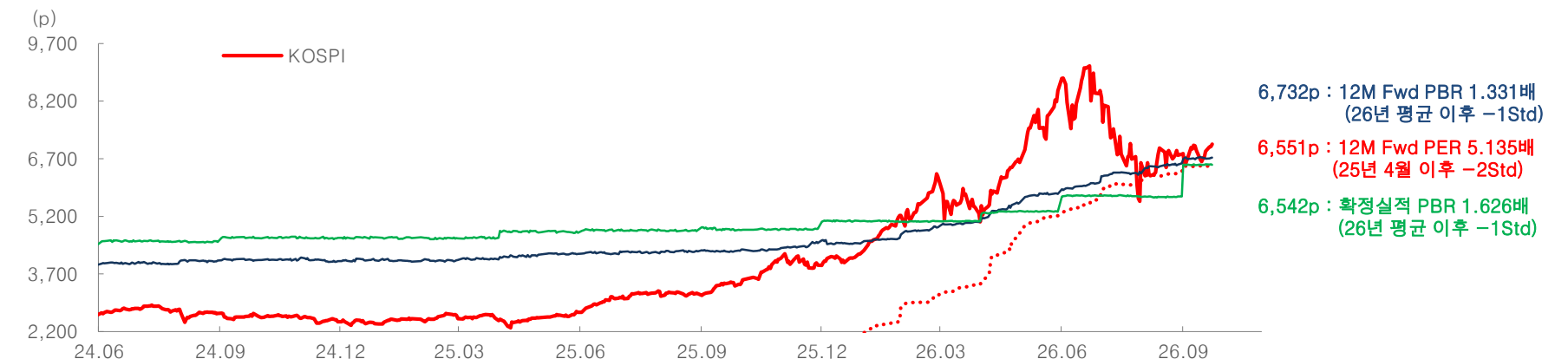
- 9월 **KOSPI 6,500 ~ 6,700선 지지력 확인**. 동 지수대는 밸류에이션 측면에서 분기점. PBR 측면에서 올해 평균의 -1표준편차 수준이자, 선행 PER 25년 4월 이후 (상승 추세 시작) 평균의 -2표준편차 수준. 선행 PER 기준 5.24배에 불과. 여전히 PER 6배 이하로 역사적 저점권. 동 지수대는 장 중 고점대비 하락폭(4,122.82p)의 38.2% 되돌림(6,800선대)이자. 25년 4월 저점대비 상승 폭의 38.2% 되돌림 수준(6,670선)도 위치
- 한편, 반등 과정에서 **수급선으로 불리는 60일, 경기선을 넘어섬. 120일 이동평균선이 위치한 7,100선 돌파/안착 여부가 관건**. 9월 등락 과정에서 동 지수대 저항에 시달려왔던 상황. 글로벌 통화긴축 구간을 무난히 넘긴 상황에서 미국/이란 평화무드 형성과 양호한 수출 모멘텀, 3분기 실적 호조가 가시화될 경우 동 지수대 안착 이후 추가적인 레벨업 전개 예상. 이 경우 **KOSPI는 7,500 ~ 7,700선대 돌파시도 가능**. PBR 측면에서 올해 평균 수준을 회복하는 지수대(7,700선대)이자 PER 6배 (KOSPI 7,600선대) 수준. 6개월 KOSPI 반등 목표치인 9,300선을 향하는 중요 분기점이 될 전망
- 미국 증시도 40, 50MA 지지력 테스트 중인 가운데 **매크로 리스크 인덱스가 Risk Off 시그널 정점 통과 중**. 단기 지표는 이미 Risk Off 시그널 정점에서 하락 반전. VIX 또한 15% ~ 20% 수준에서 박스권 등락 중. 단기 등락은 감안해야겠지만, 과열해소, 매물소화 이후에는 **상승 추세 재개 가능성**을 시사하는 부분
- 현재 KOSPI 밸류에이션 정상화 진행 중**. KOSPI 6배, 7배 회복 만으로도 7,600선, 9,000선대 진입 가능. 경기 사이클, 실적 전망 상승 국면에서 증시와 펀더멘털 간의 Gap 축소는 증시 상승으로 전개될 전망. 밸류에이션 정상화만으로도 전고점 돌파 가능성 여전히 유효

KOSPI 6,500 ~ 6,700선 안착 이후 7,100선 돌파시 KOSPI 7,500 ~ 7,700선까지 상승 여력 확대



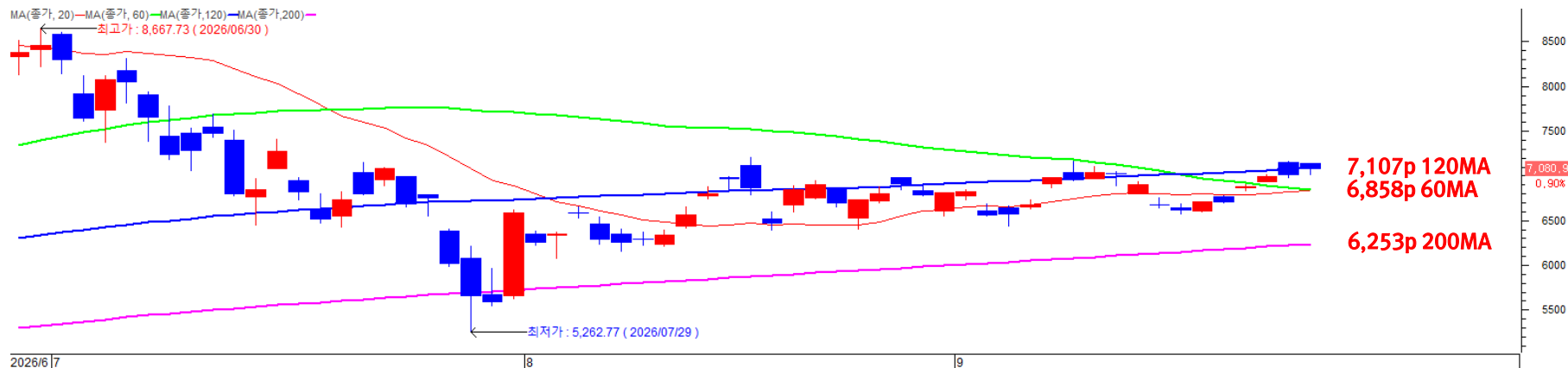
[중요 분기점] 1차 분기점 6,500 ~ 6,700선 돌파 & 안착 시도 중. 7,000 ~ 7,100선 저항도 만만치 않아

밸류에이션 측면에서 분기점인 6,500 ~ 6,700선 돌파/안착 시도 중. 지지력 테스트 완료, 확보될 경우 추가적인 레벨업 전개 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

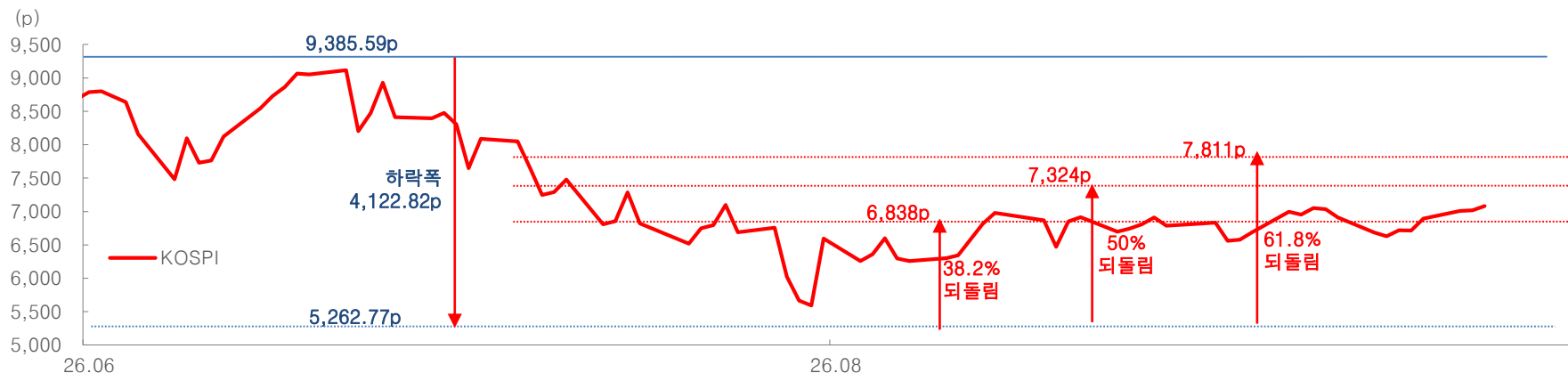
수급선으로 불리는 60일, 경기선으로 불리는 120일 이동평균선 6,800 ~ 7,100선에 위치. 동 지수대 저항에 시달리는 상황



자료: 대신증권 Research Center

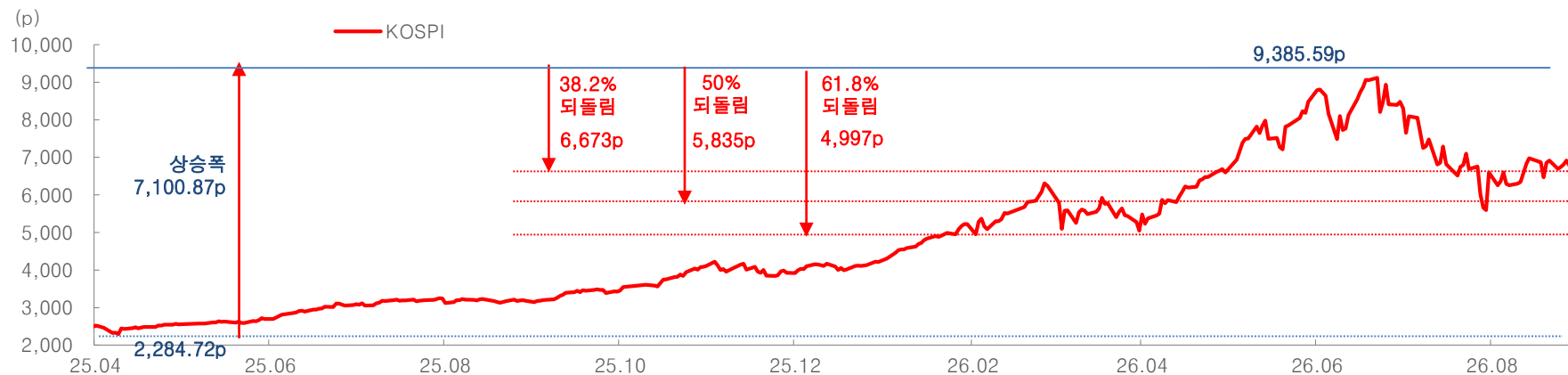
[중요 분기점] 상승 폭, 하락 폭의 38.2% 수준인 6,600 ~ 6,800선을 지켜낸다면 언제든 추세 반전 가능성 열려 있어...

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

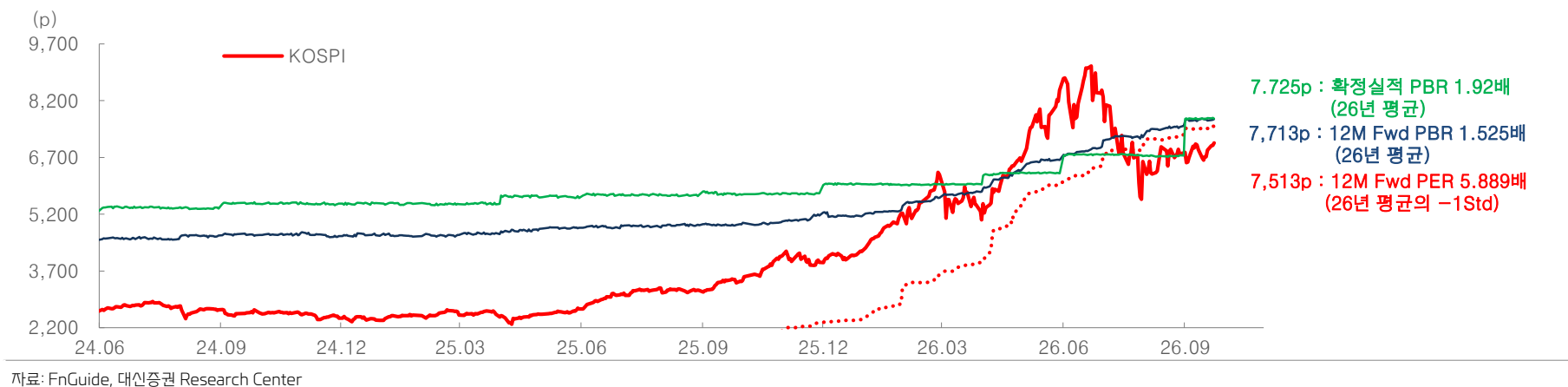
저점대비 상승 폭의 38.2% 되돌림 수준은 6,670선에 위치. 동 지수대 지지력 확보 기대



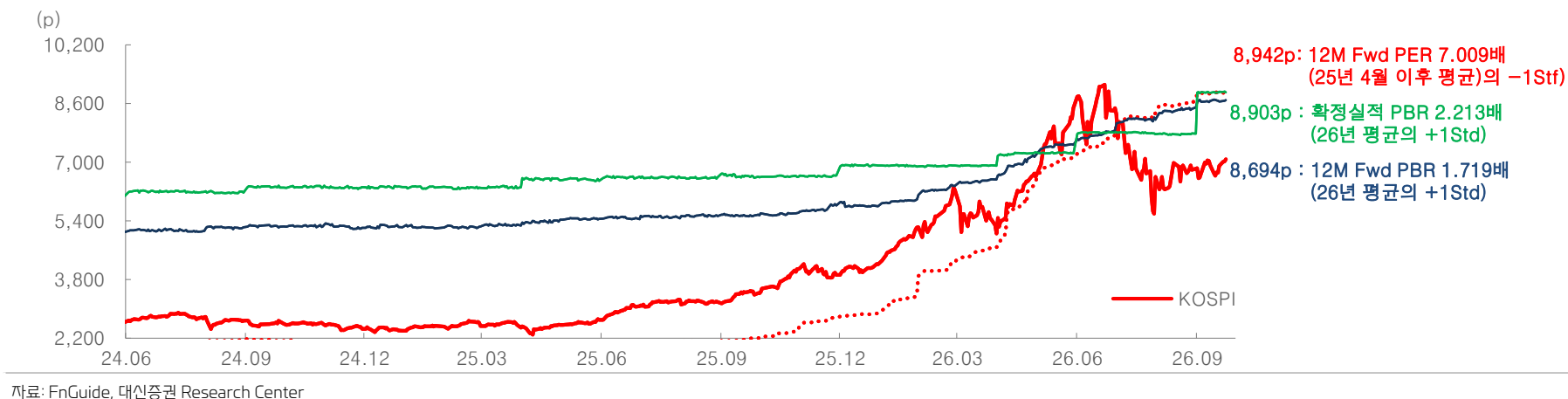
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[중요 분기점] 7,100선까지 넘어서면 단기 목표는 7,500 ~ 7,700선. 그 다음은 9,000선 돌파 시도에 나설 것

PBR 측면에서 올해 평균 수준을 회복하는 지수대는 7,700선대. PER 6배도 KOSPI 7,500선대에 자리



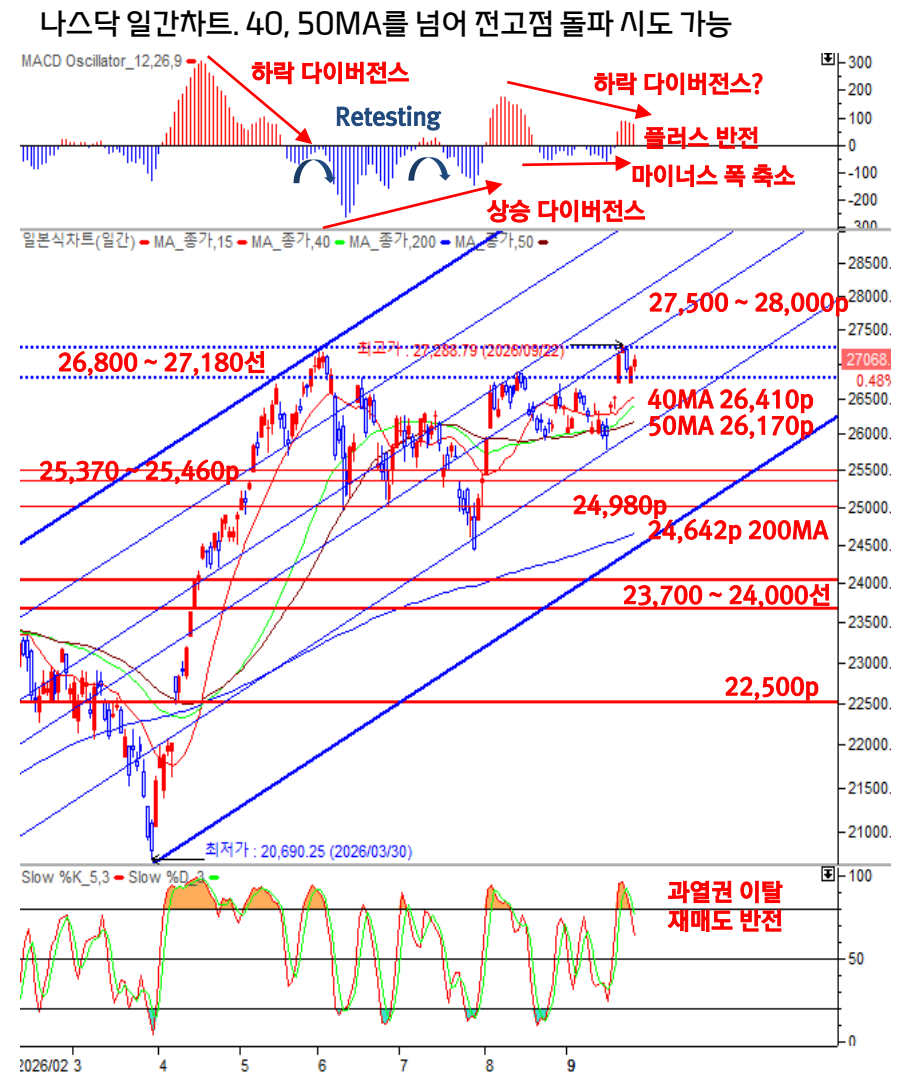
선행 PER 올해 평균 수준(7배)을 회복하는 것만으로도 KOSPI 9,000선 도달 가능성 높아



[미국 증시 전망] 40, 50MA 지지력 테스트 중. MACD OSC 상승 다이버전스 진행 중, 단기 매물 소화 이후 상승 재개 가능성



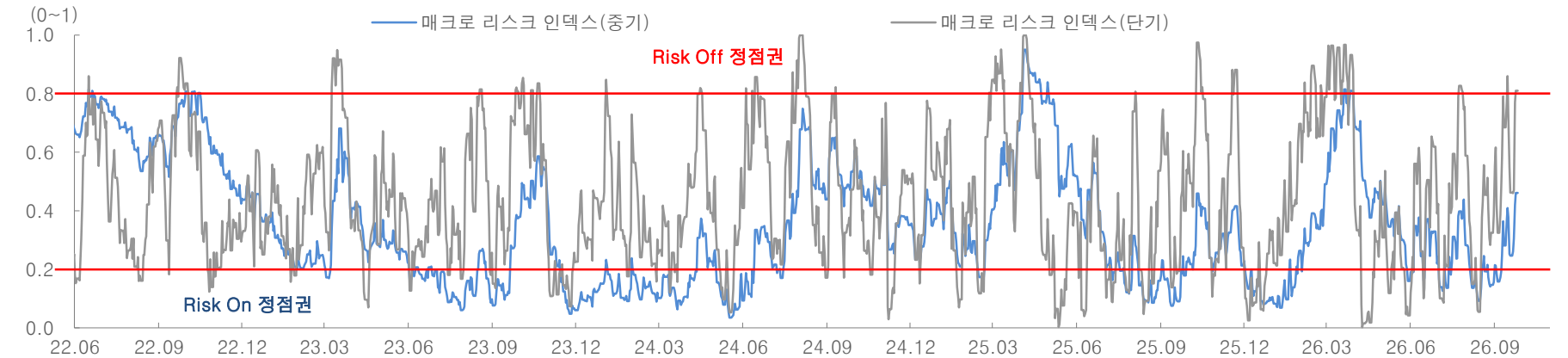
자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

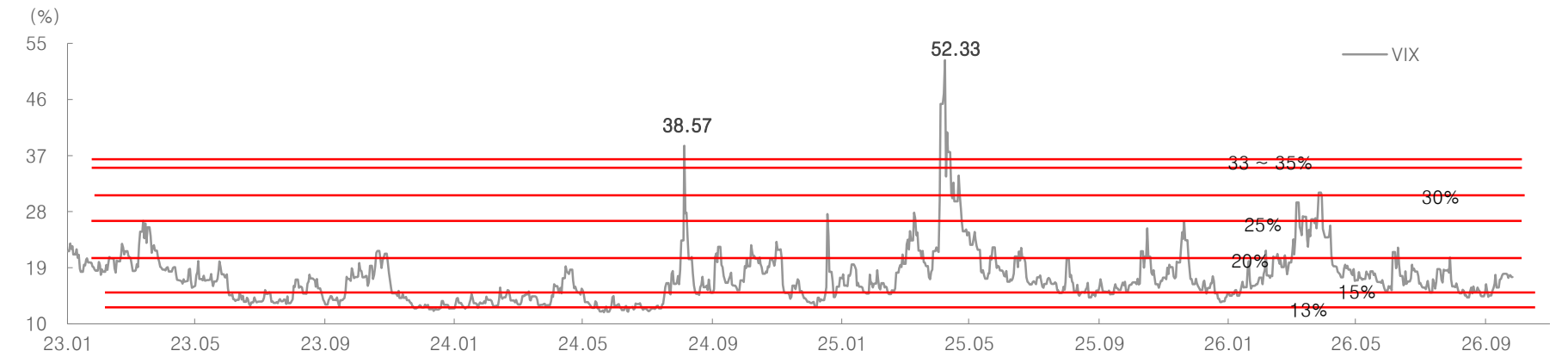
[리스크/변동성] 단기 Risk Off 시그널 정점 통과. VIX 박스권 하단부에 진입. 단기 변동성 국면 지나 상승 재개 예상

단기 매크로 리스크 인덱스 급반등으로 Risk Off 정점권 통과. 중기 Risk Off 시그널은 유효. 단기 변동성 확대 이후 상승 추세 재개 예상



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

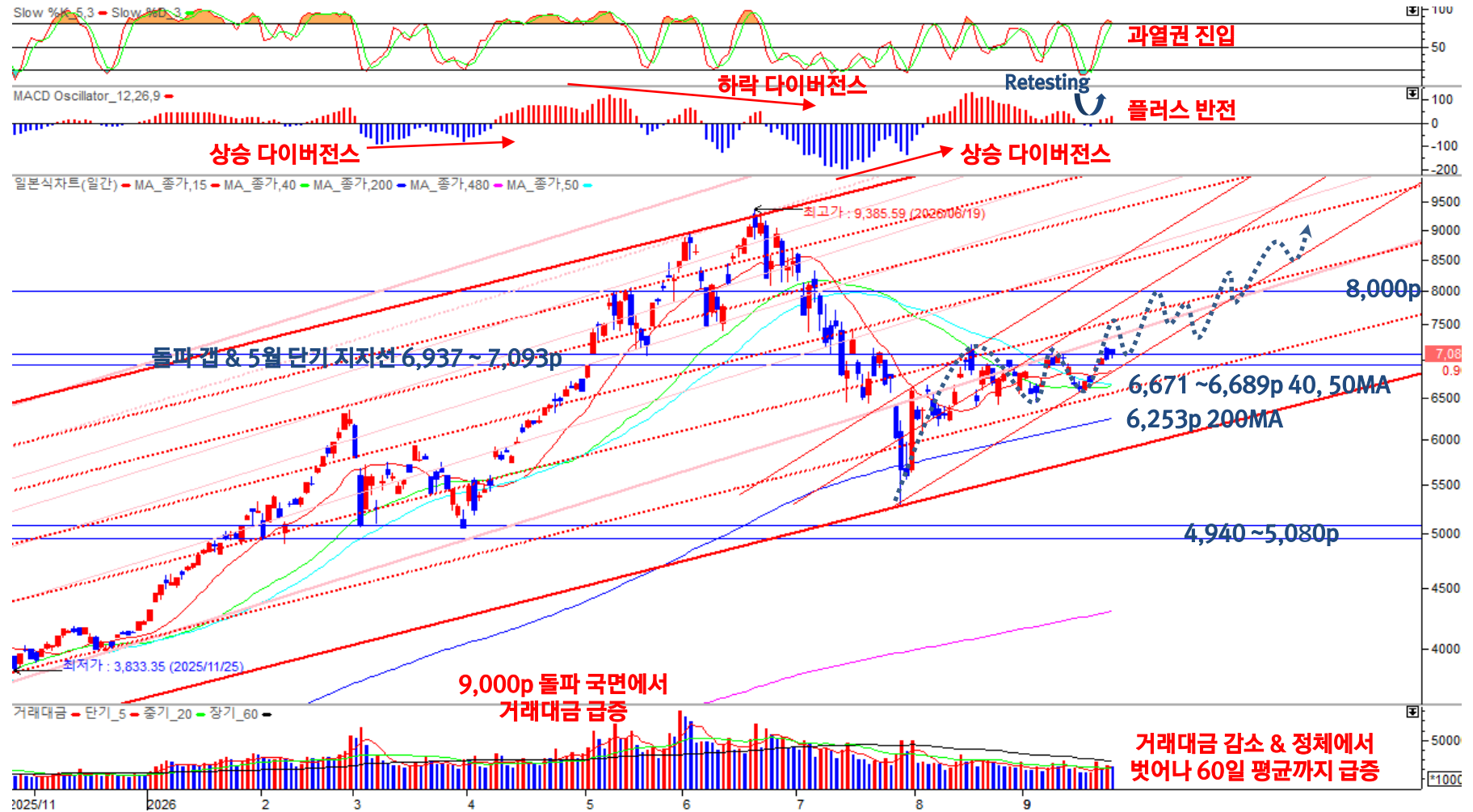
VIX는 박스권 하단인 15% 수준 다시 하회. 단기 변동성 확대 가능성은 경계해야 하지만, 매수 기회일 가능성 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 40MA, 50MA 돌파/안착 시도 중. 6,600선만 지켜낸다면 본격적인 밸류에이션 정상화 국면 전개 예상

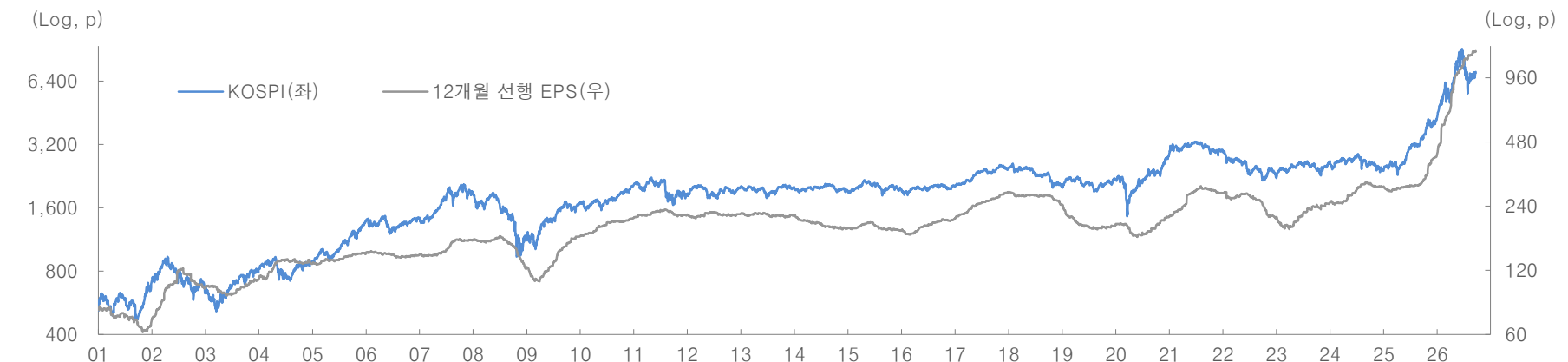
6,800선 돌파로 7월말 급락은 Fake 패턴일 가능성 확대. 반등 목표는 1차 7,500 ~ 7,600선, 2차 9,000선, 40, 50MA 지지력 확보 여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

[KOSPI Target] 선행 EPS 레벨업으로 상승 여력 확대. PER 7 ~ 7.5배 회복만으로도 KOSPI 9,000선대 진입

KOSPI와 선행 EPS 간의 상관관계 0.919에 달해. 선행 EPS 상승 구간에서는 KOSPI 상승 추세 꺾이지는 않을 것



자료: FnGuide, 대인증권 Research Center

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

EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER									
		역사적 저점 5.14X	금융위기 저점 6.27X	26년 저점 7.12X	코로나19 저점 7.52X	24년 8월 5일 저점 8.04X	22년 최저점 8.5X	26년 평균 8.636X	01년 이후 평균 9.496X	2010년 이후 평균 9.966X	21년 6월 이후 평균 10.219X
20	1,531	7,869	9,599	10,901	11,513	12,309	13,014	13,222	14,538	15,258	15,645
15	1,467	7,541	9,199	10,447	11,033	11,796	12,471	12,671	13,933	14,622	14,993
10	1,403	7,214	8,799	9,992	10,554	11,284	11,929	12,120	13,327	13,987	14,342
5	1,340	6,886	8,400	9,538	10,074	10,771	11,387	11,569	12,721	13,351	13,690
현재	1,276	6,558	8,000	9,084	9,594	10,258	10,845	11,018	12,115	12,715	13,038

자료: FnGuide, 대인증권 Research Center

마이크론을 시작으로 프리어닝 시즌 진입 반도체 주도력 회복과 순환매 확산 기대

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

대외 불확실성 완화와 실적 상향 모멘텀, KOSPI 상승 여력 유효

- 국내 증시는 KOSPI의 밸류에이션 정상화가 진행 중.
- 연준의 긴축적 통화정책이 금융시장에 상당 부분 반영되면서 향후 금리 경로에 대한 불확실성은 이전보다 낮아진 상황. 10월 FOMC까지 고용·물가지표 결과에 따른 변동성은 이어질 수 있으나, 9월과 비교하면 매크로 충격의 강도는 제한적일 것으로 예상
- AI·반도체 모멘텀은 여전히 견고. OpenAI의 GPT-6 Astra 공개 이후 AGI 도달 가능성이 부각되며 토큰 사용량과 컴퓨팅 수요 확대 기대가 강화.
- 한국의 9월 1~20일 반도체 수출은 전년 대비 +259.4% 증가한 341.3억달러로 역대 최대치를 기록하며 전체 수출 호조를 주도.
- 여기에 인텔 CEO는 내년 메모리 공급 여건이 더욱 타이트해질 수 있다고 언급했고, 젠슨 황 CEO도 내년 칩 판매량이 두 배 수준으로 증가할 것으로 전망하며 견조한 AI 수요를 재확인
- Meta MUSE의 흥행도 CPU와 서버 수요 확대 기대를 자극하며 AI 밸류체인 전반의 투자심리를 지지.
- 여기에 한국시간 10월 1일 마이크론 실적 발표가 예정된 만큼, 메모리 반도체의 중장기 수요와 수익성이 재확인될 경우 국내 대형 반도체의 주도력이 한층 강화될 가능성 높음. 반도체 중심의 실적 모멘텀이 이어지며 증시 상승을 견인할 것으로 전망
- 비반도체 업종은 대외 불확실성으로 순환매가 일시적으로 제한됐지만, 주가 조정으로 밸류에이션 매력은 오히려 높아진 상황.
- 월간 기준 18개 업종이 실적 대비 저평가 구간에 위치하고 있으며, 반도체 외에도 IT가전·화학·운송·IT하드웨어 등에서 저평가 매력이 뚜렷. 매크로 부담이 낮아질 경우 실적 대비 낙폭이 컸던 업종으로 순환매가 재개될 여지도 존재
- 여기에 미-중 정상회담에서 완화된 트럼프 대통령의 스탠스를 확인.
- 11월 4일 중간선거를 앞두고 있는 입장에서 트럼프 정책의 불확실성 완화될 수 밖에 없다고 판단. 마찬가지로 이란과의 갈등도 중간선거 전까지 격화될 가능성 제한적이며 국제 유가 안정화에 따른 위험자산 선호도 긍정적인 요인
- KOSPI 12개월 선행 PER은 5.5배 수준으로 여전히 역사적 저평가 구간에 위치해 밸류에이션 정상화에 따른 추가상향 여력은 유효.
- 반면 12개월 선행 EPS는 1,275.8pt까지 상승하며 이익 전망 상향 조정이 지속.
- 3분기 실적 시즌 진입과 함께 실적 전망의 추가상향 여부가 확인될 경우, 밸류에이션과 이익 모멘텀이 동시에 지수의 방향성을 뒷받침할 것으로 예상

[모멘텀] AI·반도체 밸류체인 관련 업종의 주도력 강화

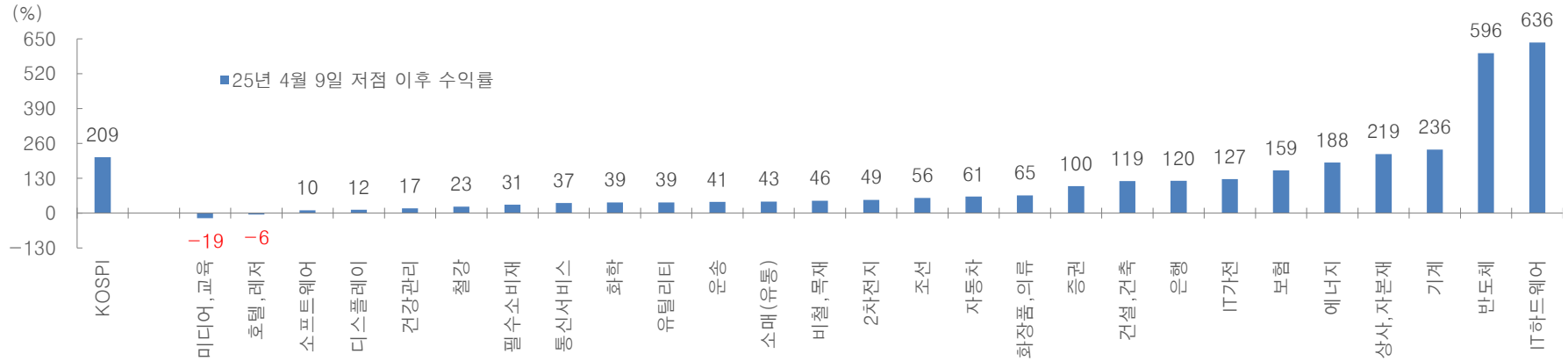
모멘텀 상위 업종: 반도체, IT하드웨어, 에너지, 운송, 기계 등

주요 지수	현재가 (p)	등락률(%)						
		1D	1W	1M	3M	6M	12M	YTD
KOSPI	7,081	0.9	5.4	2.4	-13.7	31.0	103.1	68.0
에너지	8,253	3.1	6.4	5.8	8.6	32.6	91.4	73.2
화학	4,150	0.3	-2.8	2.8	-6.4	-10.0	2.9	-7.2
비철, 목재	5,970	0.0	-1.6	-7.1	4.4	-21.9	1.9	-15.6
철강	2,190	-3.0	-4.6	2.5	-1.2	-6.1	6.7	0.9
건설, 건축	2,392	-4.7	-3.0	8.6	8.5	-3.2	59.5	57.3
기계	11,270	-2.6	1.4	9.2	-11.9	-4.6	42.8	25.8
조선	7,371	-2.1	-0.9	-1.7	-15.2	-17.9	-12.3	-15.5
상사, 자본재	5,671	-1.6	1.0	-0.7	-11.4	22.7	85.4	63.3
운송	1,950	-1.6	2.5	5.3	14.8	6.2	12.0	10.6
자동차	12,316	-1.9	-3.1	-15.4	-23.9	-21.8	29.5	3.9
화장품, 의류	5,987	0.3	-0.5	-1.4	15.7	12.1	16.3	22.1
호텔, 레저	1,531	0.2	-2.3	-2.3	-10.0	-27.9	-37.0	-33.8
미디어, 교육	452	0.1	-4.9	-5.8	-13.2	-36.1	-38.0	-42.7
소매(유통)	2,282	-2.3	-4.3	-3.9	-30.0	-0.5	14.8	13.2
필수소비재	7,188	-1.3	-0.6	-3.6	3.1	3.5	-0.2	5.5
건강관리	9,014	-0.6	-1.1	-6.9	7.8	-9.9	-1.4	-14.8
은행	3,485	-1.8	-2.5	5.2	12.2	14.4	38.4	30.2
증권	2,592	-0.8	1.1	-0.1	-8.9	-22.1	17.7	15.5
보험	15,849	0.0	0.3	-5.0	-11.4	30.3	55.4	52.6
소프트웨어	5,944	-2.6	-1.0	-8.7	-3.9	-8.2	-18.6	-17.0
IT하드웨어	4,542	1.3	8.8	12.8	-25.5	138.0	322.6	231.5
반도체	53,327	2.5	9.8	4.3	-18.4	70.0	296.3	156.7
IT가전	3,010	-1.6	-1.4	7.3	3.9	35.5	84.7	62.5
디스플레이	522	0.3	0.1	-8.8	-26.4	-22.8	-34.6	-26.0
통신서비스	456	-0.3	-0.7	-8.2	-0.9	3.9	25.6	24.3
유틸리티	1,054	-2.3	-2.0	2.3	-6.1	-27.4	-8.3	-22.4

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

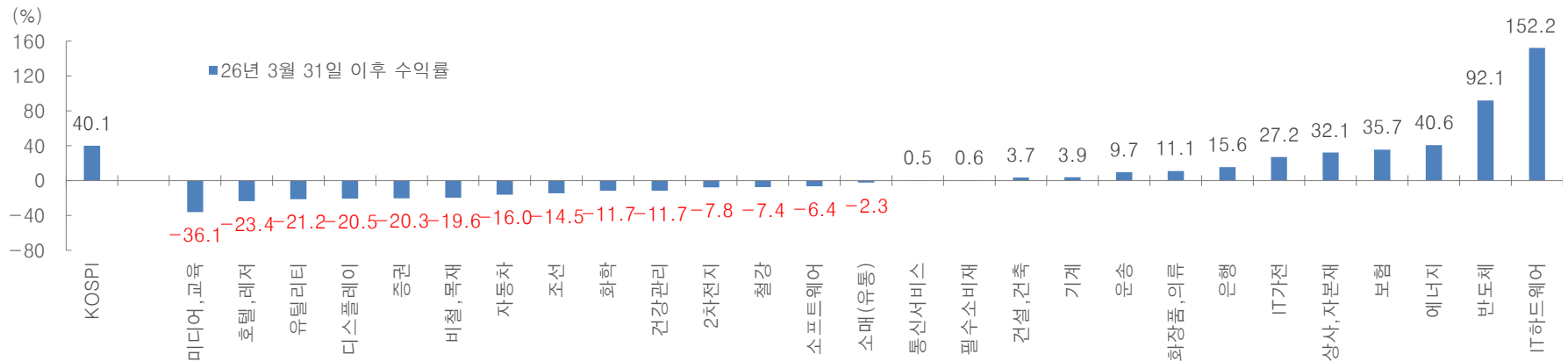
[가격 부담 vs 메리트] KOSPI대비 Outperform IT하드웨어, 반도체. 3/31 이후 14개 마이너스 수익률, 저평가 업종 다수

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

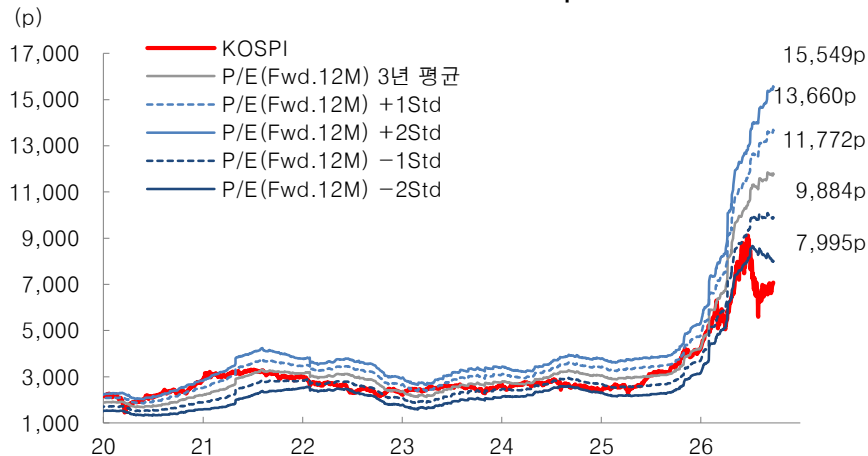
26년 3월말 저점 이후 수익률. IT하드웨어, 반도체 Outperform. 미디어/교육, 호텔/레저, 유틸리티, 디스플레이, 증권, 비철/목재 등 14개 (-) 수익률



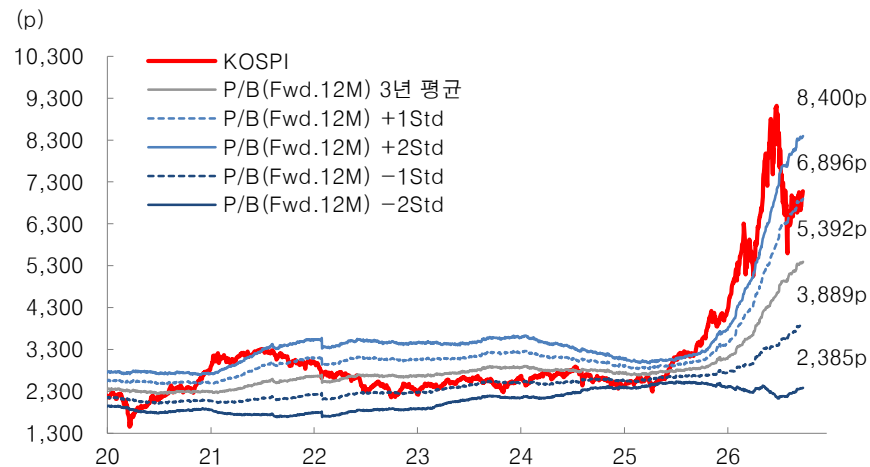
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[밸류에이션] KOSPI 역사적 밸류에이션 저점권, 선행 EPS는 1,275.8pt로 상승 추세

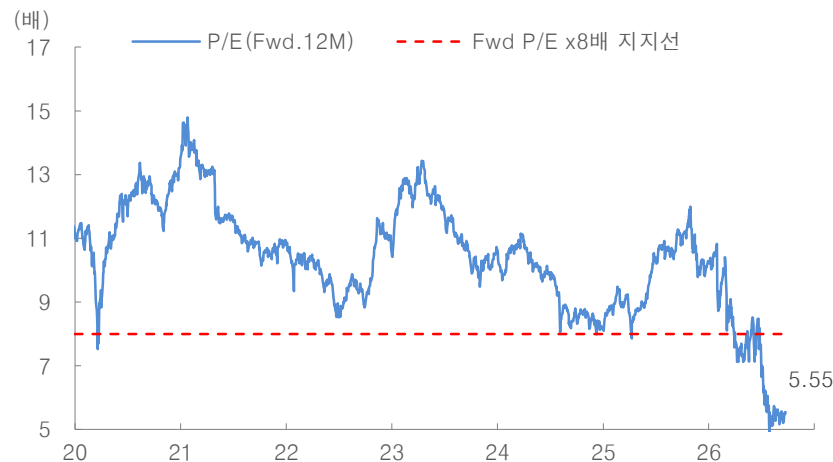
12개월 선행 PER Band, 선행 EPS 1,275.8pt로 상승 추세 지속



12개월 선행 PBR Band, 밸류에이션 매력 강화

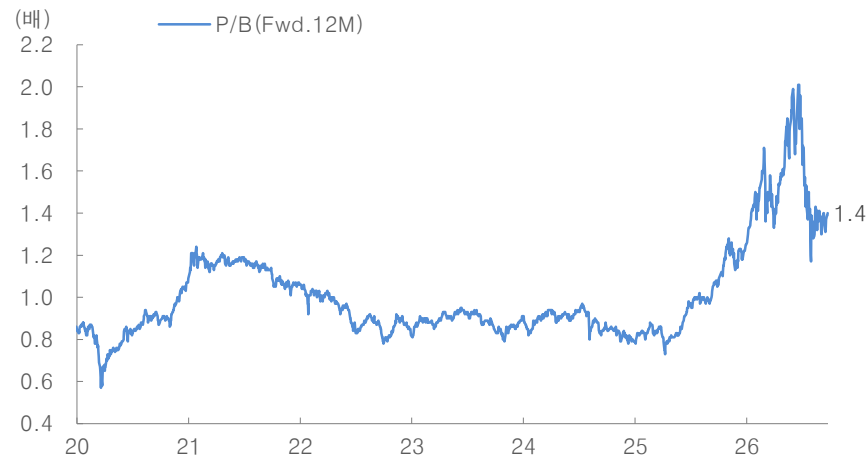


12개월 선행 PER 5.55배, 역사적 밸류에이션 저점권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PBR, 1.40배 수준으로 재차 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[이익 모멘텀] 18개 업종 월간 이익 전망 상향 조정, IT가전, 화학 업종 이익 전망 상향 뚜렷

월간 이익 전망 증가 상위 업종: IT가전, 화학, 반도체, 운송, IT하드웨어

업종	순이익 컨센서스(조원)				월간변화(%)			증감금액(억원)		밸류에이션 (12M Fwd.)			
	12M Fwd	FY1	FY2	FY2/FY1(%)	12M Fwd	FY1	FY2	12M Fwd		P/E	PEG	P/B	ROE
KOSPI	927.9	751.4	986.7	31.3	4.0	0.1	2.5	358,783		5.5	0.2	1.4	18.2
IT가전	4.9	1.9	6.0	222.2	16.5	11.7	7.9	6,988	33.2	0.1	2.1	3.0	
화학	2.9	1.3	3.5	177.3	13.8	15.8	5.1	3,554	16.6	0.1	0.7	6.0	
반도체	732.3	574.1	785.0	36.7	5.0	0.3	3.3	346,702	4.1	0.1	1.8	24.6	
운송	5.7	4.9	6.0	22.0	4.7	2.4	3.3	2,559	9.5	0.4	0.8	10.5	
IT하드웨어	4.1	2.7	4.5	65.4	4.7	0.1	1.1	1,830	30.7	0.5	5.1	3.3	
보험	12.0	9.4	12.9	38.0	3.9	1.0	1.4	4,481	9.1	0.2	0.5	11.0	
기계	6.2	5.0	6.6	31.4	2.9	1.0	0.6	1,758	28.5	0.9	4.1	3.5	
건강관리	5.5	5.1	5.7	12.3	2.8	1.5	1.9	1,484	25.0	2.0	2.7	4.0	
철강	2.9	2.4	3.1	29.0	2.6	0.2	0.7	732	10.9	0.4	0.4	9.2	
미디어,교육	0.7	0.5	0.7	49.9	2.6	4.8	-2.2	171	15.5	0.3	1.3	6.5	
소매(유통)	2.0	1.6	2.1	30.8	2.0	-0.2	0.0	391	8.2	0.3	0.4	12.3	
조선	15.5	14.6	15.8	8.4	2.0	1.4	1.3	3,030	9.1	1.1	2.2	11.0	
화장품,의류,완구	3.9	3.4	4.0	19.2	1.9	0.4	0.5	714	11.6	0.7	1.6	8.6	
상사,자본재	14.2	12.2	14.9	21.4	1.8	0.4	0.2	2,546	17.0	0.8	1.3	5.9	
통신서비스	3.7	3.5	3.8	8.0	1.2	0.3	0.7	437	10.2	1.3	0.9	9.8	
소프트웨어	7.0	6.1	7.2	18.0	0.8	-0.3	-0.7	531	14.6	0.9	1.2	6.9	
필수소비재	3.9	3.6	4.0	11.5	0.6	-0.2	-0.3	250	10.5	0.9	1.1	9.5	
은행	27.2	26.2	27.5	5.0	0.4	0.0	0.0	1,179	8.0	1.6	0.7	12.4	
비철,목재등	1.5	1.6	1.4	-7.9	-0.2	0.2	0.6	-37	17.2	-	1.7	5.8	
자동차	27.7	25.4	28.4	11.8	-0.6	-1.1	-1.7	-1,598	6.1	0.5	0.6	16.3	
증권	12.7	14.8	12.0	-18.6	-2.3	-0.7	-0.4	-2,975	5.9	-	0.9	17.0	
유틸리티	7.7	6.0	8.3	37.5	-2.6	-5.1	-4.9	-2,032	4.3	0.1	0.4	23.5	
호텔,레저서비스	0.6	0.5	0.6	17.1	-3.5	-6.1	-4.1	-224	9.0	0.5	0.7	11.2	
건설,건축관련	3.8	4.2	3.6	-12.8	-4.1	-6.6	-0.7	-1,601	10.5	-	0.9	9.5	
에너지	18.9	20.5	18.3	-10.7	-5.4	-1.7	-6.0	-10,842	6.0	-	1.0	16.6	
디스플레이	0.4	-0.1	0.6	554.4	-22.5	적전	-26.0	-1,243	9.9	-	0.6	10.1	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[실적대비 주가 수준] 매크로 불확실성이 하방 압력으로 작용하며 밸류에이션 매력 확대

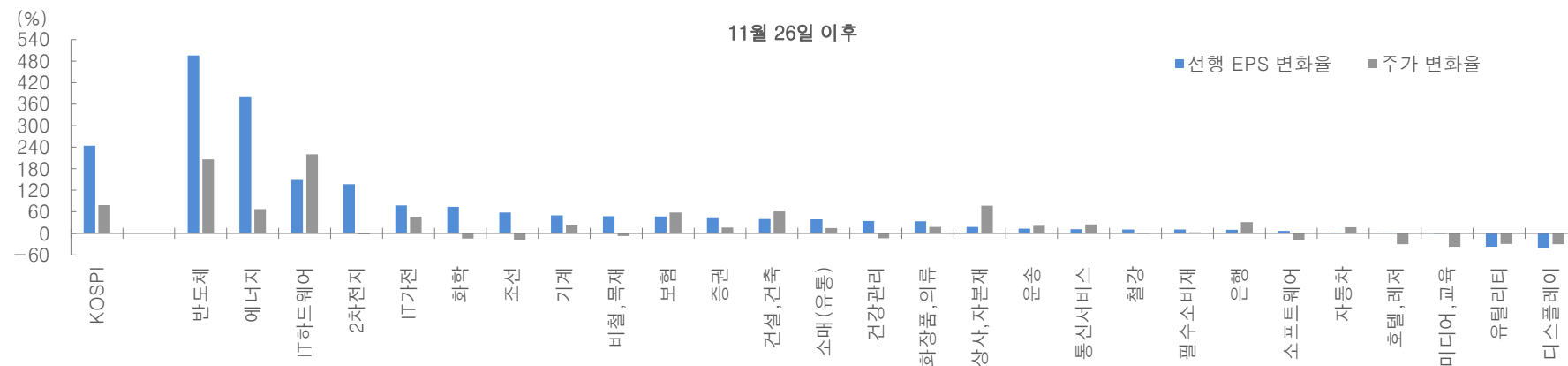
이익 성장 대비 밸류에이션 매력: 자동차, 화학, 건강관리, 소프트웨어, 통신서비스 등

업종	월간변화 (%)			3M 변화 (%)			주간변화 (%)		
	12M Fwd	수익률	OP변화율-수익률	12M Fwd	수익률	OP변화율-수익률	12M Fwd	수익률	OP변화율-수익률
KOSPI	4.0	2.4	1.6	16.6	-16.6	33.2	0.8	5.4	-4.6
자동차	-0.6	-15.4	14.8	1.5	-24.9	26.5	-0.4	-3.1	2.7
화학	13.8	2.8	11.0	17.0	-8.5	25.5	7.9	-2.8	10.7
건강관리	2.8	-6.9	9.7	1.7	-0.4	2.2	-0.0	-1.1	1.1
소프트웨어	0.8	-8.7	9.4	1.7	-5.4	7.2	-0.0	-1.0	0.9
통신서비스	1.2	-8.2	9.3	6.0	-0.8	6.8	0.1	-0.7	0.7
IT가전	16.5	7.3	9.1	47.4	-0.1	47.5	-0.3	-1.4	1.2
보험	3.9	-5.0	8.9	30.6	-16.7	47.3	0.0	0.3	-0.3
미디어,교육	2.6	-5.8	8.3	9.7	-12.7	22.4	-0.4	-4.9	4.4
비철,목재등	-0.2	-7.1	6.9	-1.3	2.4	-3.8	0.0	-1.6	1.6
소매(유통)	2.0	-3.9	6.0	2.2	-31.8	33.9	-0.2	-4.3	4.1
필수소비재	0.6	-3.6	4.2	4.0	3.3	0.7	-0.1	-0.6	0.5
조선	2.0	-1.7	3.7	18.6	-17.2	35.8	0.0	-0.9	0.9
화장품,의류,완구	1.9	-1.4	3.3	13.2	13.2	0.0	-0.0	-0.5	0.5
상사,자본재	1.8	-0.7	2.6	6.2	-13.0	19.2	0.0	1.0	-0.9
반도체	5.0	4.3	0.6	18.8	-21.6	40.4	1.0	9.8	-8.8
철강	2.6	2.5	0.1	3.6	-2.8	6.4	-0.0	-4.6	4.6
운송	4.7	5.3	-0.6	17.8	10.3	7.5	1.6	2.5	-0.9
호텔,레저서비스	-3.5	-2.3	-1.2	-2.5	-19.5	17.0	-2.0	-2.3	0.3
증권	-2.3	-0.1	-2.1	1.4	-8.1	9.5	-0.7	1.1	-1.8
은행	0.4	5.2	-4.8	3.3	12.2	-8.9	0.0	-2.5	2.5
유틸리티	-2.6	2.3	-4.9	-7.9	-7.3	-0.6	0.3	-2.0	2.4
기계	2.9	9.2	-6.3	13.1	-11.3	24.4	0.4	1.4	-1.0
IT하드웨어	4.7	12.8	-8.1	36.1	-25.2	61.3	0.3	8.8	-8.4
에너지	-5.4	5.8	-11.2	26.0	11.8	14.2	0.4	6.4	-6.0
건설,건축관련	-4.1	8.6	-12.7	-4.0	7.4	-11.4	0.1	-3.0	3.2
디스플레이	-22.5	-8.8	-13.7	-36.9	-30.3	-6.6	-12.2	0.1	-12.4

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

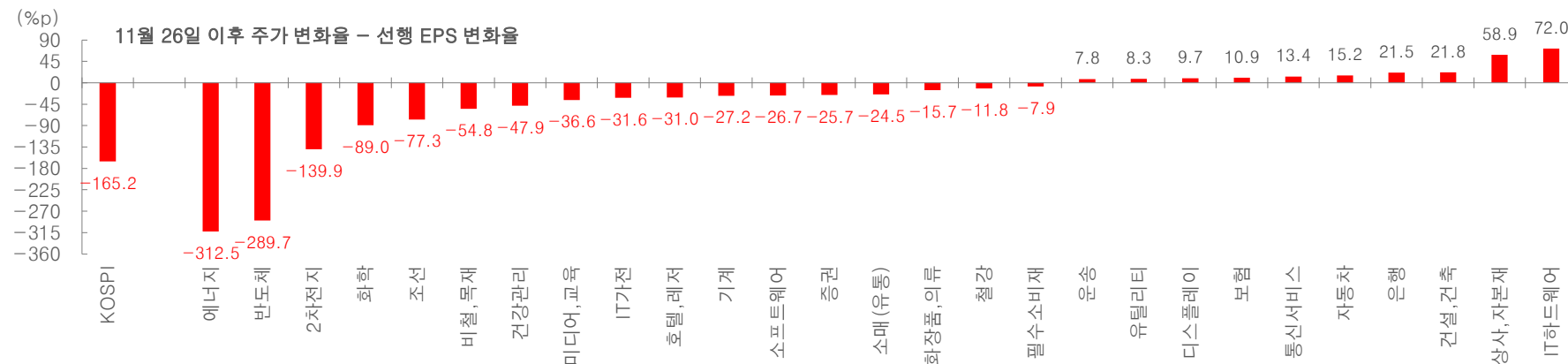
[실적대비 주가] 최근 반등에도 불구하고 11/26 이후 실적대비 저평가 업종 17개. 반도체 저평가는 완화, 여전히 매력적

선행 EPS 상승에도 주가 부진 : 반도체, 에너지, 2차전지, IT가전, 화학, 조선, 기계, 비철 등. 디스플레이, 유틸리티, 미디어/교육, 호텔/레저 EPS 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

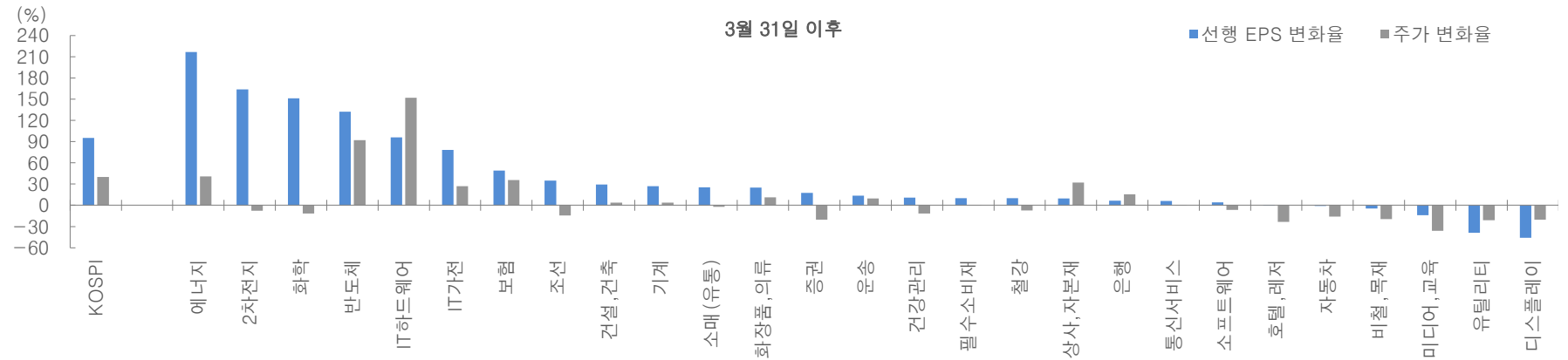
실적 개선 + 실적 대비 저평가: 에너지, 반도체, 2차전지, 화학, 조선, 비철/목재, 건강관리, 미디어/교육, IT가전, 호텔/레저, 기계 등 17개 업종 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

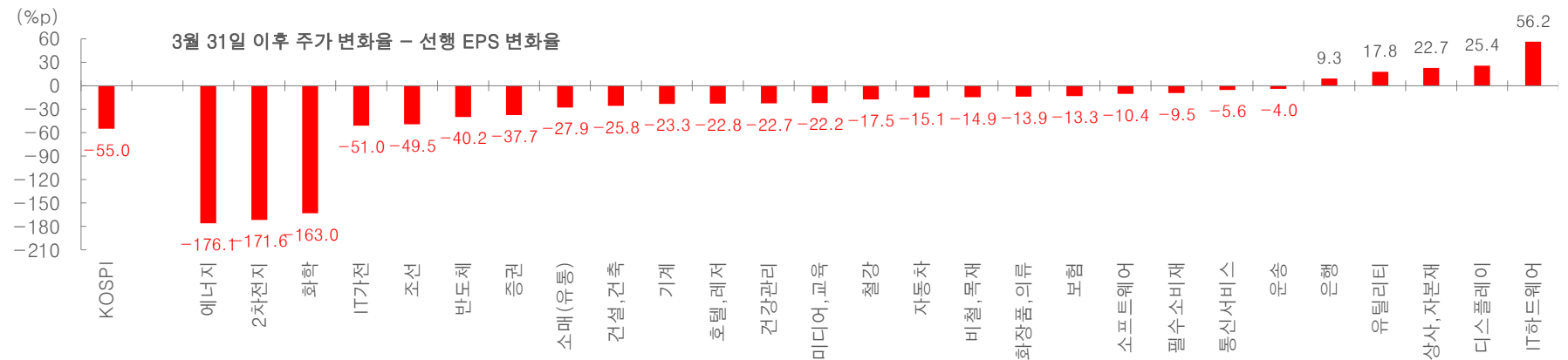
[실적대비 주가] 3월 31일 저점 이후 실적대비 저평가 업종 22개. 반도체 저평가 지속, 저평가 폭은 축소

EPS 상승에도 주가 약세 : 에너지, 2차전지, 화학, 반도체, IT가전, 보험, 조선, 건설, 기계 등. 디스플레이, 유틸리티, 미디어/교육, 비철 등 EPS 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

실적 개선 + 실적 대비 저평가: 에너지, 2차전지, 화학, IT가전, 조선, 반도체, 증권, 소매(유통) 등. IT하드웨어, 디스플레이, 상사/자본재 등 고평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ 상승의 조건 = 금리안정과 승강제.
반도체와 비반도체 간의 순환매로
KOSPI 상승 구도는 견고해져

Strategist 이경민

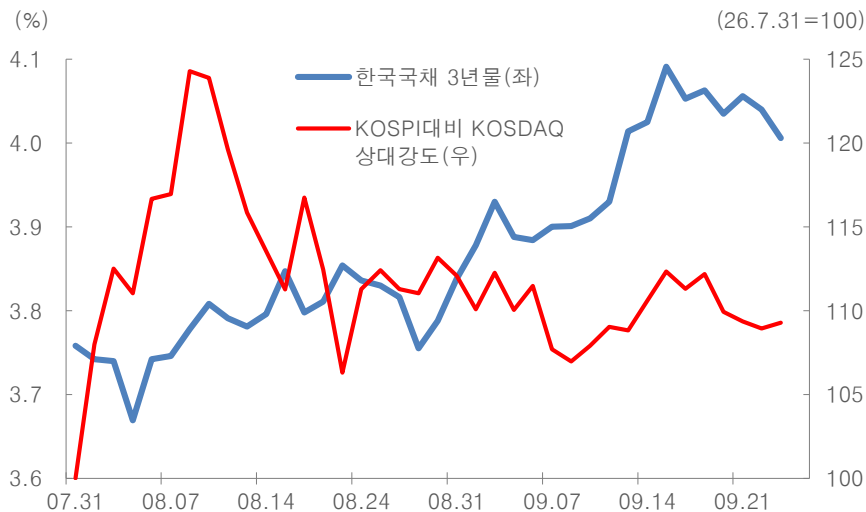
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

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

- 8월 KOSDAQ 상대적 강세(KOSPI +3.4%, KOSDAQ +15.91%)를 뒤로 하고 9월에는 KOSPI대비 상대적 부진(KOSPI +3.83%, KOSDAQ +1.22%)으로 전환. 이는 채권금리 상승, 레벨업 영향. KOSDAQ 상대적 강세 반전은 6월말부터 시작. 밸류에이션 부담 완화 속에 한국 국고채 금리 고점 통과로 KOSPI대비 KOSDAQ 상대강도 저점 통과. 이후 KOSPI 급락 과정에서 상대적으로 견조한 흐름을 보이던 상황에서 **국고채 3년물 등락에 따라 KOSDAQ 상대적 강세 여부 결정. 무엇보다도 KOSDAQ 선행 PER이 16.61배, PBR은 2.19배로 고점대비 50% 이상 하락하며 밸류에이션 부담 크게 완화된 영향.** 여기에 **KOSDAQ 승강제, 프리미엄지수 마련을 위한 공청회 이슈 부각.** 승강제 프리미엄 심사 축(보도 기준: 실적·성장성·재무건전성·지배구조)을 제시. 당사에서 **확정 데이터로 근사한 선별 종목에 반도체 소부장, 기계, 2차전지는 물론, 제약/바이오도 다수 포진. KOSDAQ 대표주들의 반등 탄력 강화**
- 한편, 9월 반도체 주도의 KOSPI 반등 시도 전개. 9월 KOSPI대비 강세 업종은 반도체, 에너지 뿐. 이는 7월, 8월 업종 확산 이후 강세를 보였던 업종이 과열해소, 매물소화 국면으로 진입한데 반해, 반도체가 그 빈자리를 메우면서 KOSPI 상승을 이어가는 긍정적인 흐름. **반도체가 다시금 주도주로서 자리매김한 가운데 실적 대비 저평가, 소외주들의 동반 상승 또는 앞서거나 뒤처거나 하는 등락이 이뤄질 것으로 전망.** 1) 올해 삼성전자, SK하이닉스 실적 현상은 5월 19일 ~ 6월 22일뿐. 올해 월간 수익률 순위를 보면 반도체가 꾸준히 상위권을 유지했지만, 시기별로 다양한 업종이 동반 강세를 기록. 2) 비반도체 업종의 수출 호조, 실적 개선 가시화도 긍정적. 분기별, 연간 영업이익 전망도 6 ~ 11개 업종 상향 조정 중. 비반도체 업종의 수출/실적 모멘텀 강화 뚜렷. 금융투자자의 매매패턴 변화에 따라 반도체 실적현상 이후 확산 및 순환매가 반복될 수 있음. 낙폭과대이면서 실적 대비 저평가 업종에 위치한 **반도체, IT하드웨어, IT가전, 에너지, 조선, 증권, 소매(유통), 자동차, 상사/자본재, 2차전지 등 주목**

채권금리 등락에 따라 KOSDAQ 상대적 강세 흐름 결정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

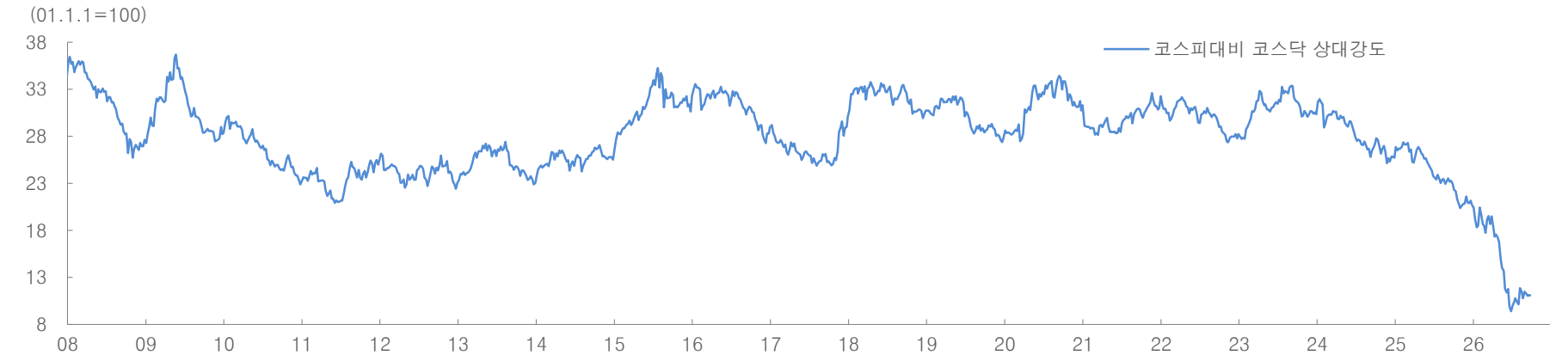
비반도체 실적 개선으로 밸류에이션 매력 확대 & 모멘텀 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

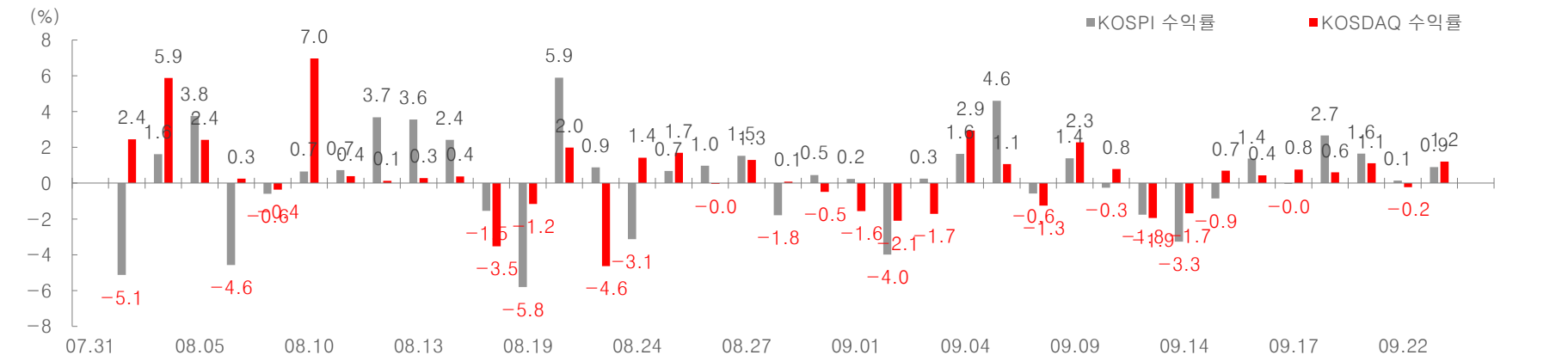
[KOSDAQ] 일방적으로 KOSPI대비 약세를 보였던 KOSDAQ, 6월 마지막주를 저점으로 상대적 강세 전환, 8월초 급반등

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

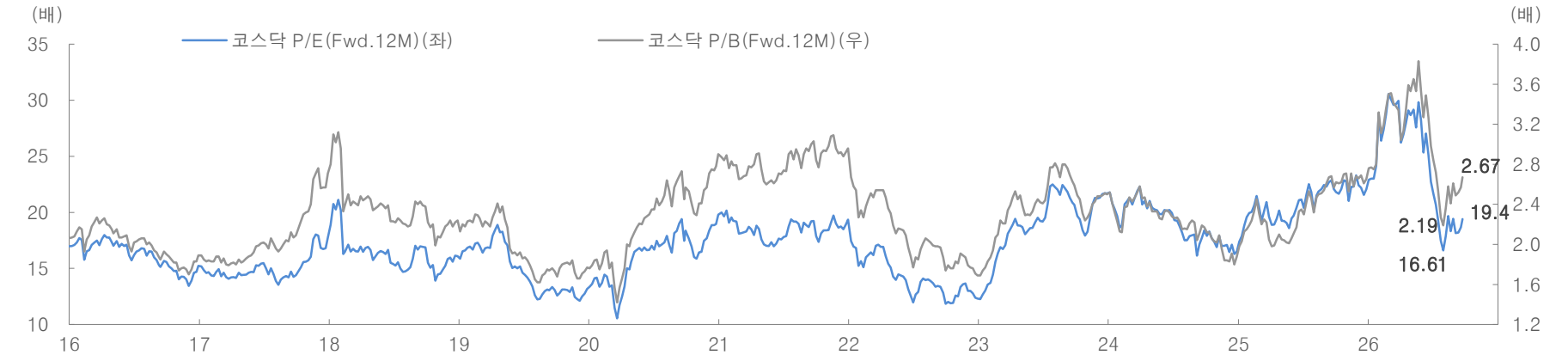
8월초 KOSDAQ 차별적인 급반등 이후 KOSPI를 앞서거나 뒤서거나 하면서 등락을 반복하는 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

30배를 넘었던 KOSDAQ 선행 PER은 16.61배로, 4배에 근접했던 선행 PBR은 2.19배로 레벨다운. 이후 19.4배, 2.67배로 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

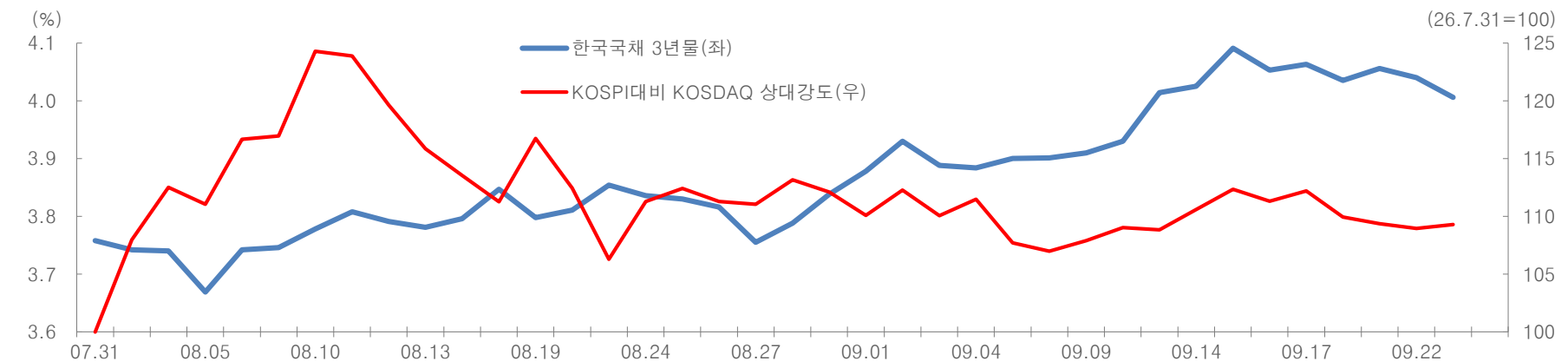
국고채 3년물 6월초 고점 이후 등락 반복. 글로벌 채권금리 레벨업, 미국 금리인상 우려에 전고점 돌파했지만, Stochastics 과열권 이탈, 매도 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

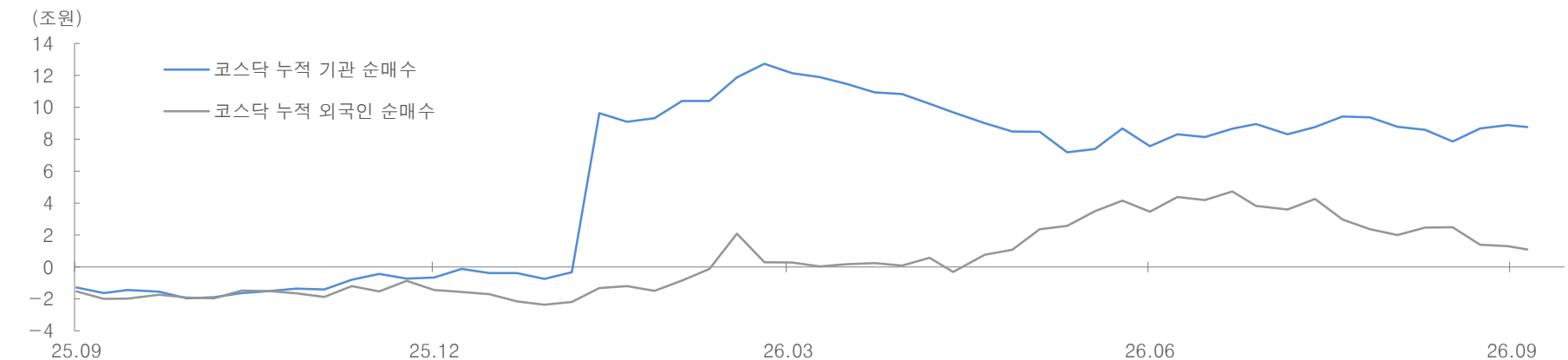
[KOSDAQ] 채권금리 등락에 KOSDAQ 상대적 강세 흐름 결정. 기관은 5월말 이후 매집, 최근 다시 매수 전환

채권금리 하락 = KOSDAQ 상대적 강세. 채권금리 반등, 전고점 돌파 등은 KOSDAQ 상대적 약세. 채권금리 향배가 KOSDAQ 상대적 강세 여부 결정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

5월말 이후 기관 KOSDAQ 매집. 8월 일부 매도가 있기는 했지만, 9월들어 매수 전환. 외국인은 8월 급반등 국면에서 매도 전환 이후 매도 지속 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

KOSDAQ 선행 EPS 올해 고점 돌파 여부가 중요한 시점. 지난주 고점권 재근접, 이번에는 넘어설 수 있을까?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

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

자료: FnGuide, LSEG, DART (금융감독원), 대신증권 Research Center
 주: 8월 3일자 권순호 애널리스트의 "[8월 퀀트 전망] 코스피는 낙폭과대, 코스닥은 정책에 압축 대응" 참조

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

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

후보 50 (점수순 1~15위)

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

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

후보 50 (점수순 16~36위)

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

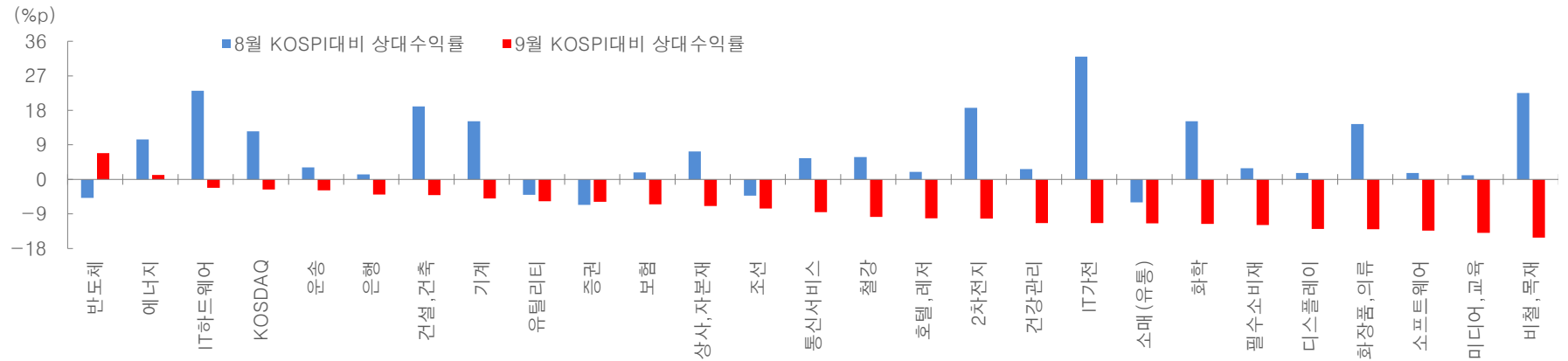
[KOSDAQ] 승강제 후보군: 후보 50 (3), 공시 레드라인 4종목 제외 후 점수순 상위 50 (프리뷰, 기준 확정 시 갱신)

후보 50 (점수순 37~50위)

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

[업종 확산] 7월, 8월 20개 업종 이상 고른 상승세에서 9월 반도체로 쏠림현상 재개. 그 중심에 자리한 금융투자

KOSPI 반등 탄력은 제한적이지만, 7월 23개, 8월 21개 업종이 KOSPI를 Outperform한 이후 반도체 쏠림현상 재개. 자연스러운 현상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

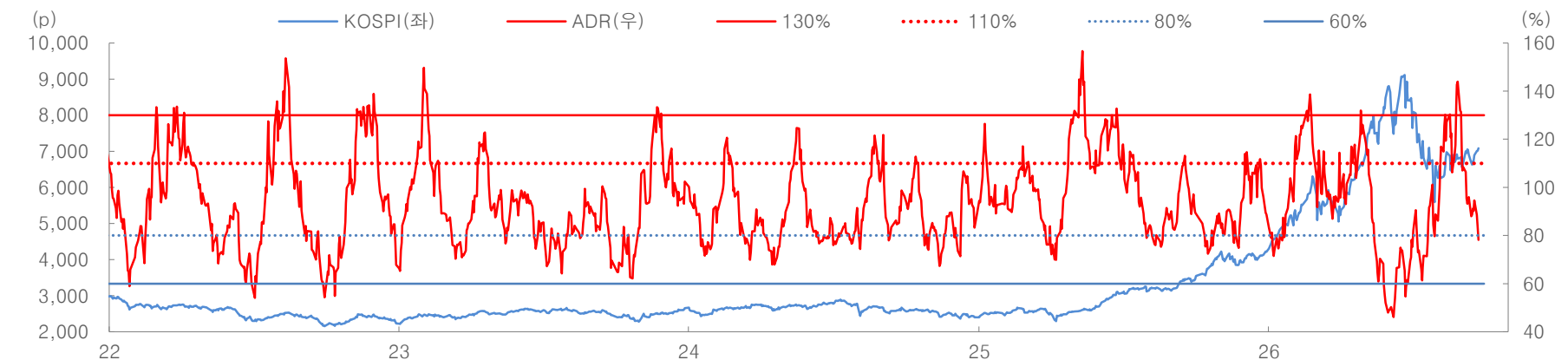
7월 25개, 8월 17개 업종 순매수로 순환매를 주도했던 금융투자. 9월 13개 업종, 반도체 집중 매수하며 반도체 상대적 강세 재현. 앞서거니 뒤서거니...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

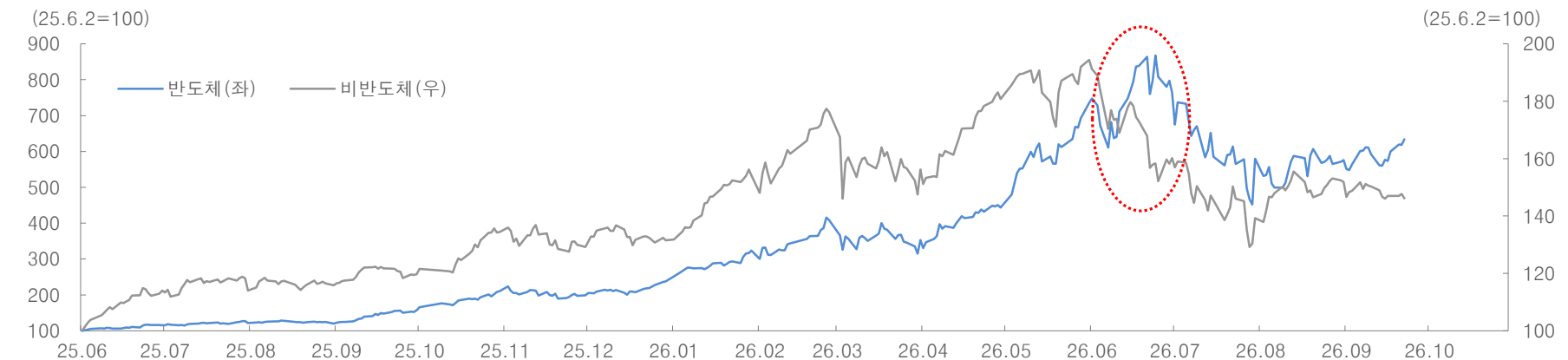
[쏟림 or 확산] 80% 하회한 ADR. 반도체 쏟아림, Non 반도체 과열 해소 및 매물 소화 국면 진행 중. 조만간 순환매 재개 예상

KOSPI ADR(상승종목비율, 20MA) 80% 하회하며 Non 반도체 단기 과열 완화/해소 중. 완료 이후 순환매 재개 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

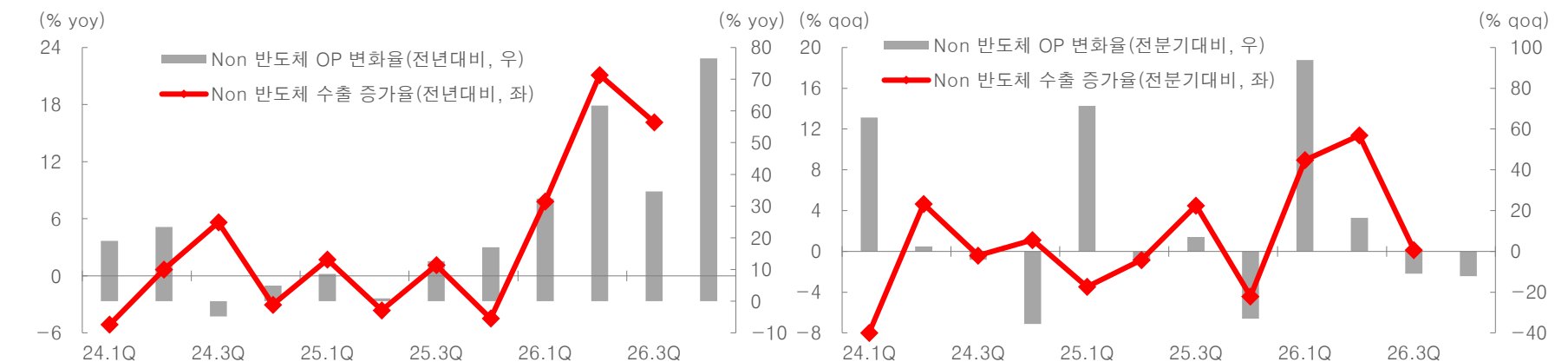
[확산 & 순환매] 비반도체 실적 전망 레벨업, 가파른 상승 국면 진입

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

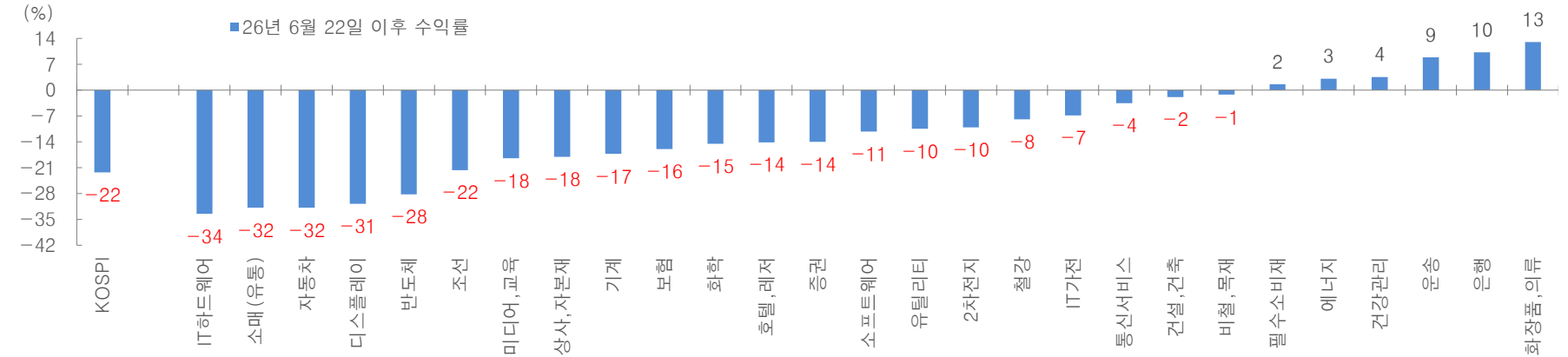
반도체 제외한 수출 모멘텀, 25년 4분기를 저점으로 이제 막 회복, 모멘텀 강화 국면 진입. 비반도체 업종의 추가적인 실적 개선 가능성 높여



자료: 산업통상부, FnGuide, 대신증권 Research Center

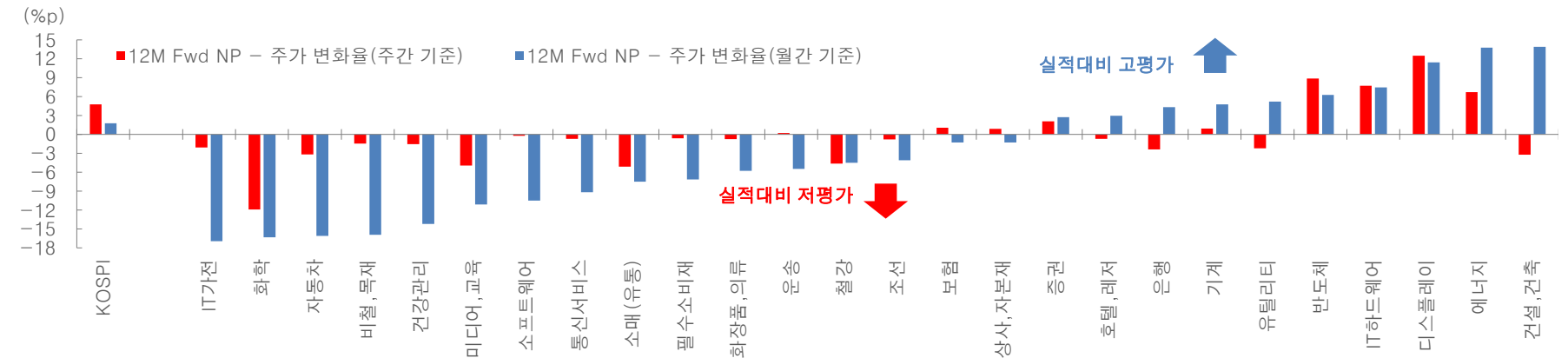
[낙폭과대 & 실적대비 저평가] 화학, 자동차, 미디어/교육, 소프트웨어, 소매(유통), 조선 등. 은행, 에너지, 화장품 고평가

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

월간, 3개월 기준 12M 선행 순이익대비 주가 변화율. IT가전, 화학, 자동차, 비철/목재, 건강관리, 미디어/교육, 소프트웨어, 통신 등 16개 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

대외 불확실성 완화 여부를 가를 후속 협상
미·중은 관계 안정화에 진전,
미·이란은 협상 재개에도 합의 불확실성 지속

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

미·중 관계 안정화, 미·이란은 협상과 긴장 공존

- 미·중 정상회담은 관세 휴전 연장과 실무 협의체 가동을 통해 양국 관계의 단기 안정성을 재확인. 양국은 기존 무역합의를 2개월 연장하고, 5월 베이징 정상 회담에서 출범한 무역·투자위원회를 본격 가동. 각각 300억달러 규모 비민감 품목의 우대 관세 적용안에 합의했으며 농업 시장접근 워킹그룹도 신설. 중국 은 2027~2028년 미국산 석탄을 연간 최소 1,000만톤 수입하기로 했고, 희토류·핵심광물 공급 정상화와 AI 위험·편익을 논의하는 양자 대화도 이어가기로 함. 다만 관세, 중국의 미국산 제품 구매, 희토류 공급, 기술규제 등 핵심 쟁점은 다음 협상으로 넘어갔고 대만·AI 규제에서도 입장차가 지속. 단기적으로 무역 갈등 재확대 우려는 완화됐지만, 전략산업 갈등의 구조적 해소 여부는 후속 협상에서 확인 필요
- 2026년 유엔총회에서 미·이란 협상 재개와 호르무즈 해협 정상화 여부가 핵심 논제로 부상. 트럼프 대통령은 총회 연설에서 이란의 핵무기 보유를 용인하지 않겠다는 입장을 재확인하며 합의 불발 시 추가 군사행동 가능성을 경고했지만, 같은 날 미국과 이란 대표단은 뉴욕에서 약 3시간 동안 협상을 진행. 트럼프 대통령은 회담을 "매우 좋고 생산적"이었다고 평가하며 후속 회담 가능성을 시사.
- 이후 이란은 미국이 군사적 압박과 봉쇄를 완화할 경우 호르무즈 해협을 재개방하고 역내 교전을 종료하는 방안을 제시하며 외교적 해결 의지를 강조. 다만 트럼프 대통령은 26일 이란의 제안을 거절하면서 즉각적인 합의 기대는 약화. 이란은 협상을 통한 해결이 필요하다는 입장이고 미·이란 간 대화 채널은 유지됐지만, 중전과 호르무즈 정상화까지는 추가 협상이 필요한 상황

미·중 관계 안정화 시도 확인, 핵심 현안 돌파구는 제한적

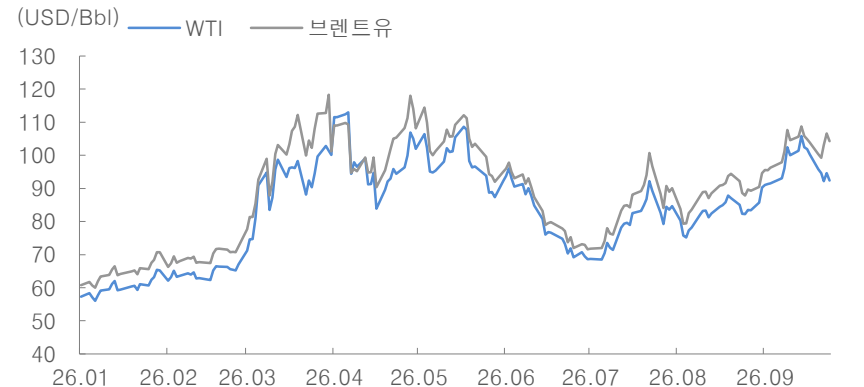
POLITICS
**Takeaways from Trump-Xi summit:
Lots of pomp and even more punting
on tensions in US-China relations**

**Diplomacy or 'diplotainment'? Key
takeaways from the Trump-Xi summit
in Washington**

자료: AP, The Guardian, 대신증권 Research Center

트럼프 대통령 이란 협상안 거절, 국제 유가 변동성 지속

**Iran insists on diplomatic solution after
Trump rejects peace plan**



자료: Reuters, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미·중 정상회담, 무역 휴전 연장과 협의체 구체화

미-중 정상회담 결과 비교

구분	9월 워싱턴 정상회담	5월 베이징 정상회담
무역 휴전	휴전 2개월 연장 → 2027년 1월 10일까지. 베센트 재무장관이 공식 확인	2025년 부산 정상회담 합의에 따른 관세·비관세 조치 유예가 11월 10일 종료 예정. 양측은 기존 합의 이행 및 휴전 연장 추진에 합의
관세 인하	각각 300억달러 규모 비민감 품목의 우대 관세 적용안에 합의. 미국 수출은 농산물·수산물·목재·화장품·의료기기, 중국 수출은 소형가전·완구·생활소비재 등 포함	양측이 각각 300억달러 이상 규모 비민감 품목을 대상으로 상호 관세 인하 프레임에 논의하기로 원칙 합의
무역·투자 협의체	두 협의체를 본격 가동(operationalize). 농업 시장접근 워킹그룹도 신설	U.S.-China Board of Trade / Board of Investment 설립 합의
농산물	농산물 시장접근 장벽을 다루는 워킹그룹 신설. 다만 Reuters에 따르면 중국은 대두 구매는 이행 중이나 170억달러 기타 농산물 구매는 목표에 미달	중국이 2026~28년 미국산 농산물을 연간 최소 170억달러 구매하기로 약속. 기존 대두 구매 약속은 별도. 미국산 쇠고기·가금류 시장 접근도 확대 (Reuters)
희토류·핵심광물	양측이 공급량 정상화를 위해 협의를 지속하기로 했지만 구체적 신규 조치 없음. 미국은 기존 중국의 공급이 충분하지 않다고 평가	중국이 이트륨·스칸듐·네오디뮴·인듐 등 희토류·핵심광물 공급 부족에 대한 미국 우려를 해소하기로 약속
항공·에너지	추가 보잉 대형 주문 발표는 없음. 대신 중국이 2027·2028년 각각 미국산 석탄 최소 1,000만톤 수입 합의	중국, 보잉 항공기 200대 구매 약속
AI	AI 위험·편익을 논의하는 양자 대화 신설. 11월 후속회의 + AI 사고 발생 시 소통채널 구축. 미국은 'Super Intelligence Dialogue', 중국은 'AI Dialogue'로 표현	AI 공식 협의체 출범을 검토했으나 실질적인 정례 대화체계는 구축되지 못함
대만·첨단기술	시진핑이 대만 문제의 신중한 처리를 요구했으나 미국 정책 변경 합의는 없음. 반도체 수출통제에서도 주요 돌파구 없음	대만·반도체 수출통제 등에서 입장차 지속

자료: 미국 백악관, 중국 외교부, 대신증권 Research Center

백악관 미-중 정상회담 관련 팩트시트 정리

미국 관련 성과

- 중국, 오르핀 계열 마약류 규제 및 펜타닐 전구체 2종 수출통제 시행
- 중국, 미국 수사정보를 바탕으로 불법 마약 전구체 제조·유통 관련 중국인 21명 체포
- 트럼프 대통령, 중국에 정제 석유제품 생산 확대 요청

무역·투자

- 5월 베이징 정상회담에서 출범한 미·중 무역위원회와 투자위원회 본격 가동
- 양국, 각각 300억달러 규모 비민감 품목에 대한 우대 관세 적용 권고안 합의
- 농업 시장접근 장벽 해소를 위한 워킹그룹 신설
- 중국, 2027·2028년 각각 미국산 석탄 최소 1,000만톤 수입
- 희토류·핵심광물 공급 부족 문제 해결과 선적 정상화를 위한 협의 지속

전략적 안정·안보

- 존중·공정·호혜에 기반한 '전략적 안정 관계' 구축에 합의
- 러시아·북한·이란 등 글로벌 현안 논의, 이란의 핵무기 보유 불가에 의견 일치
- 미국·러시아·중국 3자 군비통제 협상 제안
- 'Artificial Intelligence' 대신 'Super Intelligence' 용어 사용에 합의
- 미·중 Super Intelligence Dialogue 신설, 11월까지 후속 회의 개최 및 SI 사고 대응 소통채널 구축

미·중 전략적 안정 관계 구축, 8대 합의 구체화

중국 외교부 미-중 8대 합의사항

1. 미·중 관계

존중·공정·대등에 기반한 '미·중 건설적 전략적 안정 관계' 구축에 합의

2. APEC·G20

양국이 상대국의 APEC·G20 정상회의 개최를 상호 지원, 양국 정상은 상대국이 주최하는 회의에 참석할 의향 표명

3. 이란·국제수로

이란이 핵무기를 개발하지 않겠다는 약속을 이행해야 한다는 데 합의, 어떠한 국가나 기관도 국제수로에 통행료를 부과해서는 안 된다는 데 합의

4. 제2차 세계대전

중국과 미국이 제2차 세계대전 당시 동맹국으로 함께 싸워 승리했다는 점을 상기

5. 경제·무역

미·중 경제·무역 협의 메커니즘과 양국 협상팀의 성과를 인정, 무역이사회 등 협의체 구축·추진

300억달러 규모 상호 관세 인하 방안에 합의, 쿠알라룸푸르 경제·무역 협의 결과를 연장하고 관련 합의 이행을 지시

6. 마약 단속

신종 향정신성 물질 및 전구체 화학물질 관련 사건을 공동 적발, 양국에서 관련 범죄 용의자 수십 명 체포

7. AI

미·중 AI 대화 신설, AI 관련 위험과 편익을 논의, 다음 대화는 2026년 11월 개최, AI 관련 사고 발생 시 양국 간 소통 채널 구축

8. 판다

미국은 중국이 애틀랜타 동물원에 임대한 자이언트판다 한 쌍의 미국 도착을 환영

미·중 관계 안정화 시도 확인, 핵심 현안 돌파구는 제한적

미·중 정상회담 의전은 화려했지만, 실질적 내용은 제한적

POLITICS Takeaways from Trump-Xi summit: Lots of pomp and even more punting on tensions in US-China relations

자료: AP, 대신증권 Research Center

AI·무역·대만·이란 등 핵심 현안에서 돌파구가 부재

Diplomacy or 'diplotainment'? Key takeaways from the Trump-Xi summit in Washington

Xi Jinping's visit heavy on symbolism but no sign closed-door meeting yielded breakthroughs on thorny issues such as AI, trade, Taiwan and Iran

자료: The Guardian, 대신증권 Research Center

관세, 중국의 제품 구매, 희토류 공급, 기술규제 등 다음 협상으로 이연

Five takeaways from Trump's summit with Xi in Washington

By Simon Lewis, Trevor Hunnicutt and David Brunnstrom

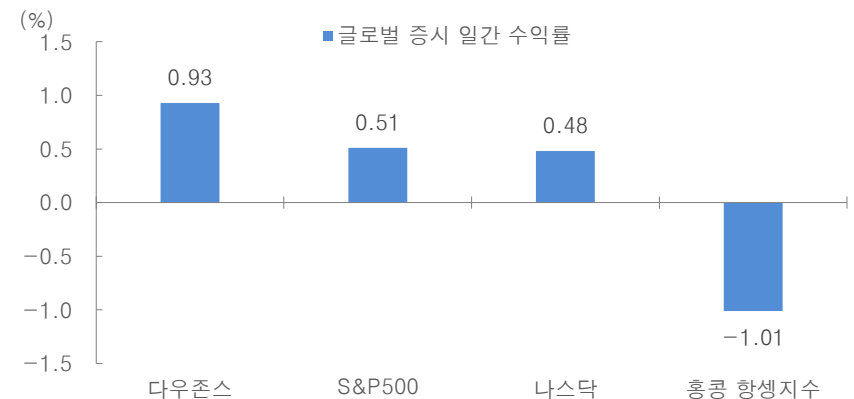
September 25, 2026 5:51 AM GMT+9 · Updated September 25, 2026



But rather than locking in a durable agreement, the extension appears to push the central questions — tariffs, Chinese purchases, rare-earth supplies and technology restrictions — into the next round of negotiations.

자료: Reuters, 대신증권 Research Center

미·중 정상회담 후 글로벌 증시 동향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유엔 총회 주요 현안 협의 재개, 실질적 합의는 제한

2026 유엔 총회 주요 결과

구분	내용
미·이란·호르무즈	• 7월 충돌 이후 첫 협상 재개. 카타르 중재를 통해 이란 아락치 외무장관과 미국 위트코프·쿠슈너 특사가 의견 교환 • 호르무즈 해협 재개방 ↔ 미국의 대이란 봉쇄 완화를 중심으로 단계적 합의안 논의 • 다만 양측 입장차가 여전히 커 즉각적인 합의에는 도달하지 못하고 후속 협상 지속
러시아·우크라이나	• 트럼프-젤렌스키 회담과 루비오-라브로프 회담 진행 • 미국 측은 곡물 수출·에너지 시설을 대상으로 한 제한적 휴전 가능성을 논의 • 미국은 UAE에서 미·러·우크라이나 3자 실무협상 개최 제안. 다만 러시아의 구체적 참여·휴전 합의는 아직 부재
AI	• AI 위험과 글로벌 거버넌스가 핵심 의제로 부상. UN 안보리 논의에 OpenAI·Anthropic 경영진도 참여 • 트럼프 대통령은 글로벌 AI 규제에 부정적 입장을 재확인하고 'Artificial Intelligence' 대신 'Super Intelligence' 용어 사용 제안 • 안전·규제를 강조한 UN 및 일부 국가와 미국 간 규제 방향에 대한 입장차 지속, 새로운 공동 규범 도출은 제한
가자·팔레스타인	• 미국의 비자 발급 거부로 마흐무드 아바스 팔레스타인 자치정부 수반은 영상으로 총회 연설 • UN총회는 팔레스타인의 화상 참여를 찬성 152·반대 3·기권 4로 승인 • 다수 국가가 휴전 및 두 국가 해법을 재차 촉구했으나 가자 전쟁과 관련한 새로운 구속력 있는 합의는 부재
UN·다자주의	• 트럼프 대통령은 UN의 예산·조직 축소와 국제기구 개혁 필요성을 강조하고 ICC를 강하게 비판 • 구테흐스 사무총장은 마지막 총회 연설에서 전쟁·AI·기후 문제에 대한 다자협력 필요성을 강조 • 주요국 간 이견이 이어지며 UN 개혁과 국제질서 재편 논의는 계속됐으나 구체적 제도 개편 합의는 부재

대화 가능성 열어뒀던 트럼프, 이란의 협상안은 거절

트럼프 이란 관련 발언 모음

날짜	내용
9월 14일	이란이 빠르고 절박하게 합의를 원하고 있다며, 미국도 협상 재개 가능성에는 열려 있다고 발언. 다만 실제 협상 참여 여부는 자신이 결정할 것이라고 강조
9월 16일	이란과의 전쟁이 종식에 가까워지고 있기를 바란다고 발언. 이란이 합의를 원하고 있으며 이란 측으로부터 직접 연락을 받았다고 언급
9월 18일	"전쟁은 곧 끝날 것"이라고 전망. 이란의 핵무기 보유는 허용하지 않을 것이며, 전쟁 종료 이후 유가·휘발유 가격도 다시 낮아질 것이라고 발언
9월 20일	이란 지도부에 합의하거나 경제적 봉고를 감수해야 하며, 그렇지 않으면 지도부가 제거될 수 있다고 경고. 동시에 유엔총회에서 폐제시키안 이란 대통령과 만날 가능성에는 열려 있다고 언급
9월 22일	유엔총회 연설에서 이란이 합의를 통해 국가를 재건할지 아니면 미국의 추가 군사행동을 감수할지 선택해야 한다고 경고. 이란의 핵무기 보유는 절대 허용하지 않겠다는 입장 재확인
9월 22일	유엔총회 계기 미·이란 간 3시간 협상 이후 매우 좋은, 생산적인 회담이었다고 평가. 가까운 시일 내 추가 회담이 예정돼 있으며 합의가 이란에 유리하다고 발언
9월 26일	이란이 제시한 호르무즈 해협 재개 및 역내 전투 중단안을 거부했다고 밝힘. 이란이 전황과 경제적 압박 때문에 합의를 원하고 있다고 주장

자료: 언론종합, 대신증권 Research Center

트럼프 대통령, 이란이 제시한 협상안 거절

Iran insists on diplomatic solution after Trump rejects peace plan

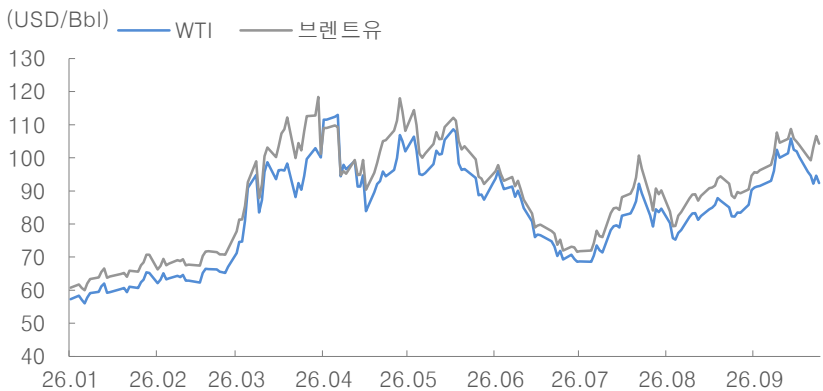
By Trevor Hunnicutt, Yomna Ehab and Menna Alaa El-Din

September 27, 2026 7:36 AM GMT+9 · Updated 3 hours ago



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

국제 유가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

9월 FOMC 이후 추가 긴축 경계 지속 물가 압력과 고용 둔화 여부를 통해 연속 인상 가능성 확인

Strategist 이경민

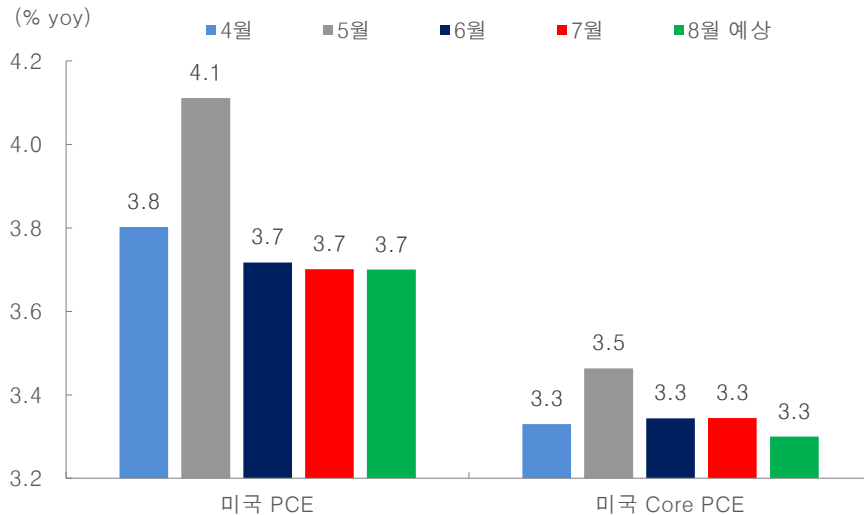
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

9월 인상 이후에도 긴축 기조 지속, 물가·고용 지표에 시선 집중

- 9월 FOMC에서는 만장일치로 기준금리를 25bp 인상해 3.75~4.00%로 결정. 연준은 견조한 경기와 높은 물가를 근거로 긴축 기조를 강화. **점도표상 2026년·27년 말 기준금리 전망도 모두 4.1%로 상향돼 추가 인상 가능성 시사.** 다만 정책 경로가 구체화되면서 최종금리를 둘러싼 불확실성은 일부 축소
- 향후 물가지표에서는 높은 에너지 가격이 소비자·생산자물가에 얼마나 전가되는지가 핵심. **8월 PCE는 헤드라인 +3.7%, Core +3.3% 수준이 예상되는 가운데, BEA의 산출 방식 변경으로 Core PCE가 기존보다 약 20bp 낮아질 가능성도 존재.** 이후 9월 CPI·PPI에서는 중동발 유가 상승 영향과 서비스 물가의 확산 여부를 통해 기조적 인플레이션 압력을 재확인할 필요. 8월 CPI와 PPI가 강했던 만큼 추가 둔화가 제한될 경우 연준의 긴축 명분은 유지될 전망
- 9월 고용지표는 노동시장 둔화 여부를 재확인하는 구간. 비농업고용은 8월 16.2만명에서 9월 9만명으로 증가폭 둔화가 예상되고, JOLTS 구인건수도 소폭 감소 전망. 반면 ADP 민간고용은 3.8만명에서 7.2만명으로 반등이 예상되며 실업률은 4.1%로 유지될 전망. 지표 간 방향이 엇갈리는 만큼 고용 둔화 자체보다 노동수요가 연준의 추가 인상을 제약할 정도로 약화되는지가 중요
- 10월 FOMC에서는 9월 인상 이후 연속 인상 여부가 핵심.** 9월 점도표는 연말 추가 인상 가능성을 반영했고, 최근 윌리엄스·콜린스·카시카리 등 연준 위원들도 높은 물가를 이유로 추가 긴축 가능성을 열어둔 상황. **시장에서도 10월·12월 추가 인상 기대가 높아진 만큼, 결정 전까지 발표되는 PCE·CPI·PPI와 고용지표가 중요.** 물가 둔화가 제한되고 고용이 견조할 경우 추가 인상 명분이 강화되는 반면, 고용 약화가 뚜렷해질 경우 인상 속도 조절 가능성 높음

8월 PCE 물가 +3.7% YoY 예상, 산출 방식 변경으로 하락 가능성 존재



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

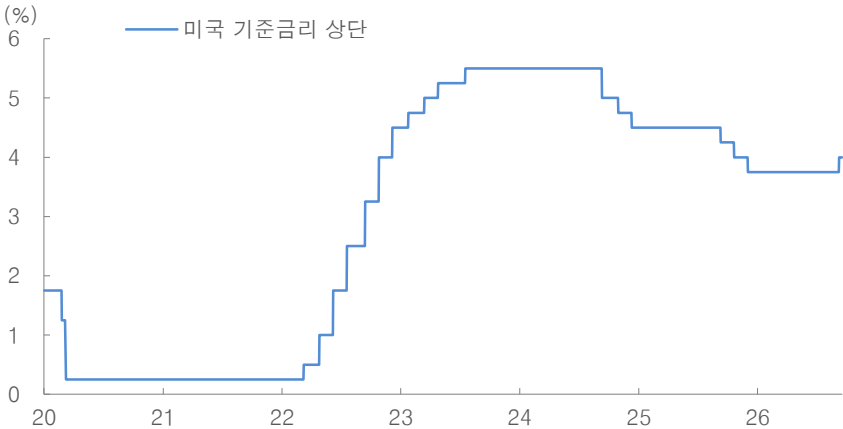
2027년 4월까지 3회 추가 인상 가능성 98.21%로 확대

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-10-28	35.79%	64.21%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	56.30%	43.70%	0.00%	0.00%
2027-01-27	0.00%	5.79%	94.21%	0.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	38.21%	61.79%	0.00%
2027-04-28	0.00%	0.00%	1.79%	98.21%	0.00%
2027-06-09	0.00%	0.00%	0.00%	62.86%	37.14%
2027-07-28	0.00%	0.00%	0.00%	51.79%	48.21%

자료: CME, 대신증권 Research Center

[9월 FOMC] 만장일치로 기준금리 25bp 인상, 2027년 이후 긴축 사이클 종료 시사

미국 기준금리 동향



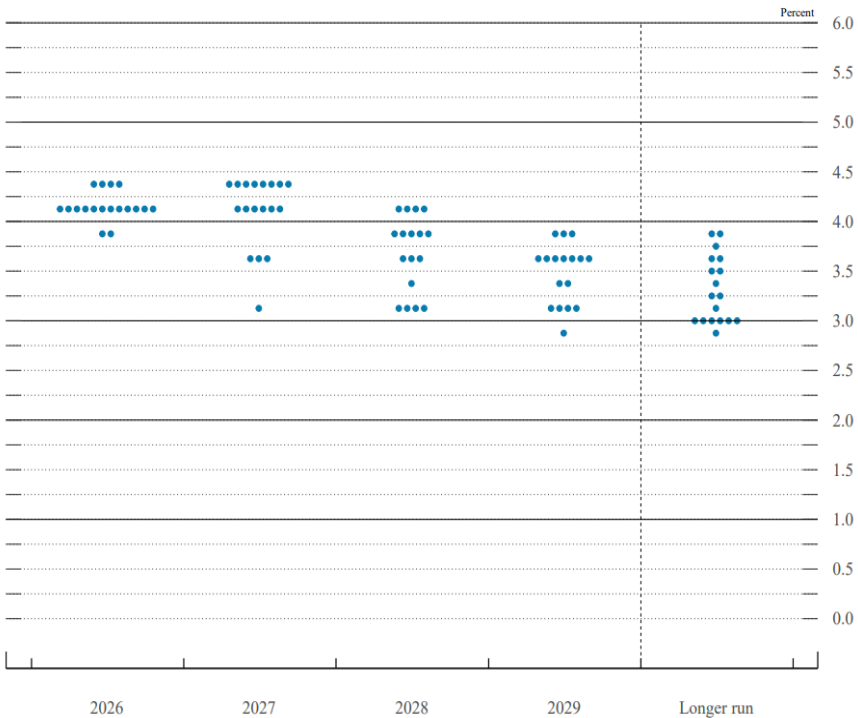
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 국채 금리 동향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준 점도표 전반적인 상향 조정세 뚜렷

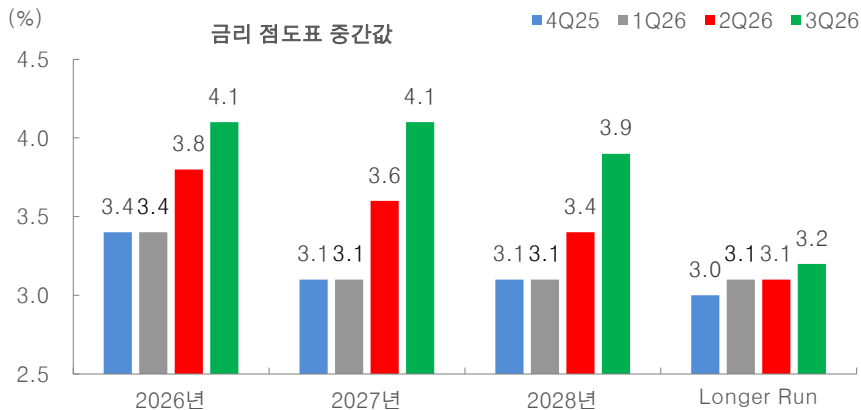


- 26년 추가 금리인상 주장 위원 16명(1회 12명, 2회 4명)
- 27년 추가 금리인상 주장 위원 8명(1회 6명, 2회 8명)
- 다만 27년 이후 추가 인상 전망 제한, 금리인상 사이클 종료 시사

자료: Fed, 대신증권 Research Center

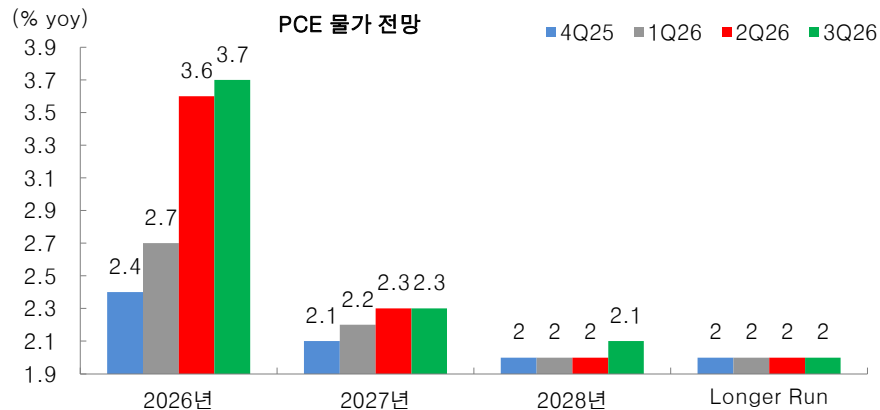
[연준 점도표] 성장·물가 전망 동반 상향, 고금리 장기화 가능성 확대

연내 금리 전망 기존 3.8%에서 4.1%로 상향. 27, 28년도 상향 조정



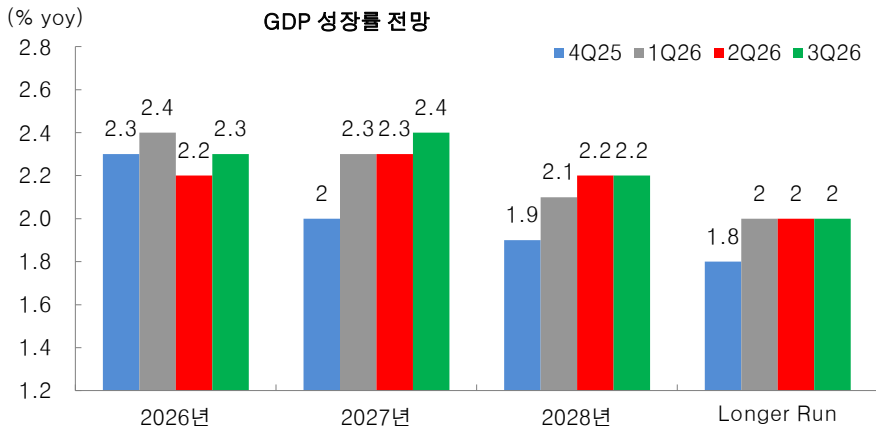
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

연내 PCE 전망 재차 상향. 인플레이션 경계 심리 피력



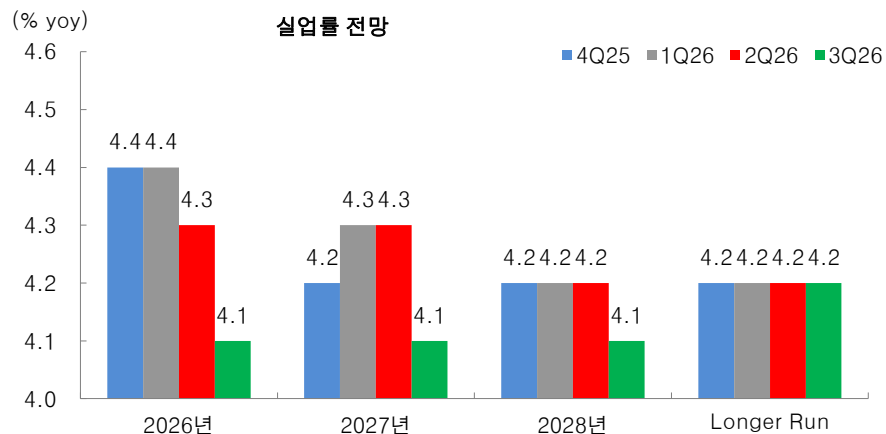
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국 경제 성장 견조, 26, 27년 GDP 성장률 전망 상향 조정



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

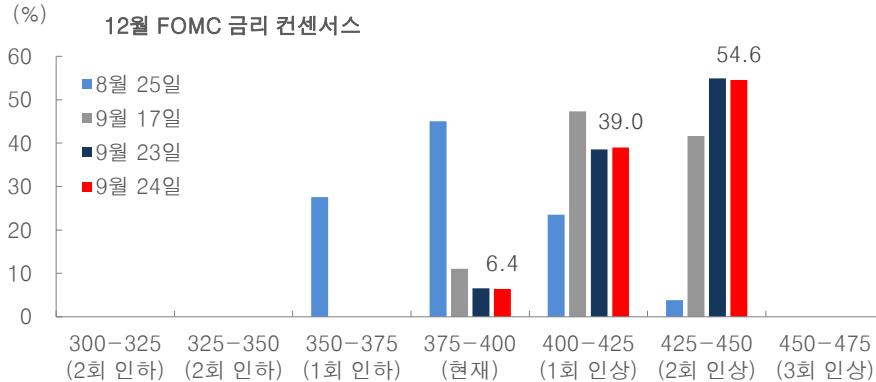
실업률 전망 하향 조정, 26, 27, 28년 전망 4.1%로 수렴



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

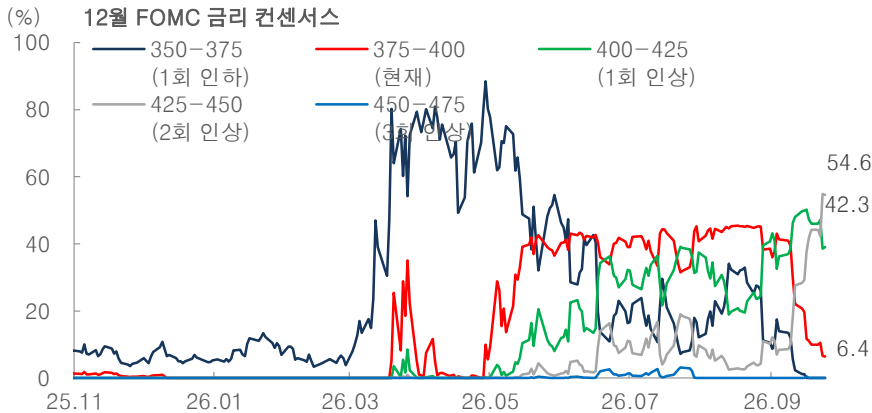
[통화정책 경로] 9월 FOMC 이후 추가 인상 기대 급등, 2027년 4월까지 3회 인상 반영

연내 2회 추가 금리인상 가능성 우세, 동결 전망은 제한



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

9월 FOMC 이후 1, 2회 추가 인상 가능성 급상승



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2027년 4월까지 3회 추가 인상 가능성 98.21%로 확대

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-10-28	35.79%	64.21%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	56.30%	43.70%	0.00%	0.00%
2027-01-27	0.00%	5.79%	94.21%	0.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	38.21%	61.79%	0.00%
2027-04-28	0.00%	0.00%	1.79%	98.21%	0.00%
2027-06-09	0.00%	0.00%	0.00%	62.86%	37.14%
2027-07-28	0.00%	0.00%	0.00%	51.79%	48.21%
2027-09-15	0.00%	0.00%	0.00%	39.79%	60.21%
2027-10-27	0.00%	0.00%	0.00%	39.79%	60.21%
2027-12-08	0.00%	0.00%	0.00%	47.87%	52.13%

자료: CME, 대신증권 Research Center

[연준 위원 발언] 연준 위원들의 매파적 발언 지속, 추가 금리 인상 가능성에 무게

최근 연준 위원들의 주요 발언

위원(직책)	날짜	주요 내용 / 최근 발언
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	9월 24일 9월 2일	• <u>연내 한 차례 추가금리 인상 전망은 합리적</u>이라고 평가. 물가가 여전히 높은 만큼 추가 긴축 가능성 열어둘 필요 • <u>현재 정책은 적절한 수준, 물가가 2%를 향하지 않는다면 추가 인상</u>에 나설 준비가 되어 있음
애나 폴슨 필라델피아 연은 총재	9월 24일	• <u>인플레이션 억제</u>를 위해 <u>추가금리 인상이 필요</u>할 수 있음 • 최근 경기 강세가 지속될 경우 정책금리 추가 조정 가능성 시사
마이클 바 연준 이사	9월 23일 9월 1일	• 높은 물가를 억제하기 위해 <u>추가금리 인상</u>이 필요할 수 있음 • <u>인플레이션이 충분히 둔화되지 않는다면 단호하게 금리를 인상</u>해야 한다고 언급
수전 콜린스 보스턴 연은 총재	9월 22일	• 9월 FOMC의 25bp 금리 인상을 지지 • 인플레이션 위험이 여전히 높아 더 제약적인 통화정책이 필요하다고 평가
톰 바킨 리치먼드 연은 총재	9월 22일	• <u>미국 경제가 오히려 강해</u>지고 있을 가능성을 언급 • 물가 상승이 에너지·관세뿐 아니라 <u>강한 소비와 광범위한 수요</u>에서 나타나고 있다고 평가
제프 슈미드 캔자스시티 연은 총재	9월 18일	• 9월 FOMC 25bp 금리인상을 지지, <u>인플레이션이 너무 오랫동안 높은 수준을 유지</u>했다고 평가 • 물가 상승은 유가뿐 아니라 상품·서비스 전반에 확산, <u>물가 안정이 정책의 최우선 과제</u>라고 강조
크리스토퍼 월러 연준 이사	9월 1일	• <u>최근 물가지표에서 디스인플레이션 신호</u>가 나타나고 있음 • 물가 둔화 흐름이 이어진다면 <u>9월 FOMC에서 금리 동결 지지</u>

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

7월 동결 이후 9월 인상, 연준의 긴축 경로 재확인

9월 FOMC와 7월 FOMC 결과 비교

구분	9월 FOMC	7월 FOMC
기준금리	25bp 인상, 3.75~4.00%	3.50~3.75% 동결
투표 결과	12대 0 만장일치	9대 3. Hammack·Kashkari·Logan은 25bp 인상 주장
경기 판단	경제활동은 건조한 확장세 지속. 국내 지출 회복력과 강한 생산성·자본투자 강조	경제활동은 건조한 확장세. 생산성·설비투자 강세, 고용도 노동공급 증가세에 부합
물가 판단	인플레이션은 여전히 높은 수준. 금리 인상이 2% 목표 복귀를 앞당길 것으로 판단	인플레이션은 2% 목표 대비 높은 수준. 중동 충돌과 에너지 등 공급 충격 영향 경계
정책 기조	실제 25bp 인상으로 긴축 기조 강화, 추가 정책 조정 가능성 유지	동결했지만 일부 위원이 즉각적인 인상을 주장하며 긴축 필요성 확대
점도표	2026년 말, 2027년 말 4.1%로 금리 경로 상향	7월에는 SEP·점도표 미발표
핵심 변화	물가·경기 여건을 반영해 인상 단행, 위원 간 의견은 오히려 만장일치로 수렴	중동발 유가 상승에도 우선 동결, 위원 간 의견 차 확대
비고	긴축 현실화에도 향후 경로가 구체화되며 정책 불확실성 일부 축소	향후 인상 가능성을 열어둔 매파적 동결

견조한 경기와 높은 물가에 기준금리 인상, 추가 긴축은 데이터로 판단

9월 FOMC 및 케빈 워시 의장 기자회견 주요 내용

1. 통화정책 및 표결

- 금리 정책: FOMC는 연방기금금리 목표 범위를 25bp 인상해 3.75~4.00%로 결정. 2023년 7월 이후 약 3년 만의 첫 금리. 은행 시스템 내 충분한 지급준비금, 즉 ample reserves 체제는 유지
- 12대0 만장일치 인상: 7월 회의에서 표결이 9대3으로 갈렸던 것과 달리, 9월에는 12명의 위원이 모두 금리 인상에 동의. 7월의 매파적 소수의견이 위원회 전체의 정책결정으로 수렴
- 인상의 성격: 워시 의장은 이번 조치를 기존 정책에 남아있던 일정 부분의 완화를 제거한 결정이라고 설명. 현재 금융·신용 여건이 긴축적이라고 보기 어렵다는 판단이 위원회 내에서 공유됐다고 언급
- 7월 이후 판단 변화: 지난 7주 동안 1) 미국 경제가 예상보다 강해졌고, 2) 여름철 인플레이션 흐름이 연준의 기준을 충족할 만큼 개선되지 않았으며, 3) 지정학적 환경에 대한 판단이 달라졌다는 점을 금리 인상으로 전환한 세 가지 배경으로 제시
- 추가 인상 미확약: 이번 인상이 일반적인 연속 금리 인상의 시작인지는 명확히 하지 않음. 워시는 향후 정책결정을 미리 판단하지 않겠다며 포워드 가이드언스를 거부했고, 매 회의 당시의 경제 상황과 추세를 바탕으로 판단하겠다는 입장을 유지

2. 성명서 및 정책 기조

- 경제활동 평가: 미국 경제는 높은 지정학적 불확실성에도 견조한 속도로 성장하고 있다고 평가. 9월 성명서에는 새롭게 "국내 지출은 견조하다"는 문구가 추가돼 내수의 회복력을 명시
- 설비투자 평가 상향: 기업 설비투자 표현을 기존 'strong'에서 'robust'로 상향. 미국 경제의 성장 및 투자 모멘텀에 대한 평가가 이전보다 강화
- 노동시장 평가: 고용 증가세가 노동력 증가 속도와 대체로 보조를 맞추고 있으며 실업률도 큰 변화 없이 안정적이라고 진단. 워시는 노동시장이 대체로 완전고용에 부합한다고 평가
- 인플레이션 문구 변화: 기존 성명서에서 인플레이션 상승 배경으로 언급했던 "에너지 등 일부 부문의 공급 충격" 문구를 전면 삭제. 9월에는 단순히 "인플레이션은 여전히 높은 수준"이라고 기술
- '보다 이른 복귀' 신설: "오늘의 정책 조치는 위원회의 2% 목표로 보다 이른 복귀(timelier return)를 지원할 것"이라는 문장을 새롭게 추가. 금리 인상과 물가 목표 복귀를 성명서에서 직접 연결
- 물가안정 의지 유지: 워시 체제 이후 사용해온 "The Committee will deliver price stability" 문구를 그대로 유지. 7월까지 반복했던 물가안정 의지를 이번에는 실제 금리 인상 조치로 연결

9월 FOMC 및 케빈 워시 의장 기자회견 주요 내용

3. 워시 의장 모두발언 핵심

- 미국 경제 강화 판단: 워시는 신규 고용과 민간부문 소득, 기업 설비투자 등 개선됐으며 미국 경제가 약화가 아니라 오히려 강화되고 있다고 평가
- 금융여건 비긴축 판단: 잭슨홀에서 밝힌 것처럼 현재의 광범위한 금융여건을 긴축적이라고 표현하기 어렵다는 입장을 유지. 이번 회의에서도 위원들 사이에 이러한 판단이 폭넓게 공유
- 물가 정책 중심: 노동시장이 대체로 완전고용 상태에 있는 반면, 인플레이션은 5년 넘게 목표를 웃돌고 있어 현재 연준의 초점은 물가안정 측면이라고 강조. "인플레이션은 너무 높고, 너무 오랫동안 높았다"고 평가
- 여름 물가 개선 불충분: 최근 물가지표를 바탕으로 8월 전체 PCE 약 3.6%, Core PCE 약 3.2%, Core CPI 약 2.4%로 추정. 6개월 및 12개월 기준으로 3% 이상의 상승률을 보이는 품목이 여전히 많아 기저 물가 흐름이 의미 있게 개선됐다고 보기 어렵다는 입장
- 원자재 가격 경계: 최근 주요 투입재 가격 상승이 이어지고 있어 상품가격 상승이 광범위한 물가압력으로 확산되는지 주시할 필요
- 정책 행동 기준: 잭슨홀에서 특정 금리 결정을 약속한 것이 아니라 정책적 규율을 약속했으며, 기저 인플레이션이 2% 목표를 향해 '분명하게, 충분한 속도로' 움직여야 한다는 기준이 아직 충족되지 않았다고 판단

4. 인플레이션 및 금리 경로

- 단일 지표 의존 경계: 8월 CPI나 소매판매 등 하나의 지표에 따라 정책을 결정하지 않는다는 입장을 재차 강조. "추세가 중요하고 개별 데이터는 잡음이 많다"며 데이터 포인트 의존을 위험한 집착이라고 평가
- 7월 대비 물가 판단 유지: 잭슨홀 당시 여름철 인플레이션 흐름이 연준의 기준을 통과하지 못하고 있다고 판단했으며, 이후 그 판단을 뒤집을 만한 새로운 정보가 거의 없었다고 설명
- 공급 충격 대응: 연준이 유가나 식료품 등 개별 가격 자체를 직접 낮출 수는 없다고 인정. 다만 특정 상대가격 상승이 2차·3차 물가 상승 효과로 이어지는 것은 통화정책으로 차단해야 한다는 입장
- 연속 인상 미확약: 향후 경로에 대한 포워드가이드를 제공하지 않겠다고 강조. 이번 결정만으로 추가 인상 여부를 판단해서는 안 된다는 입장
- 중립금리 활용 제한: 중립금리는 유용한 학문적 개념이지만, 현재 정책 금리를 결정 과정에서 직접적인 기준으로 사용하지는 않는다고 설명
- SEP 금리 전망: FOMC 참가자 중간값 기준 적절한 연방기금금리는 2026년 말 4.1%, 2027년 말에도 4.1%로 제시. 다만 워시는 개인 전망을 제출하지 않았으며, 점도표와 SEP를 자신의 포워드가이드로 해석해서는 안 된다는 입장

9월 FOMC 및 케빈 워시 의장 기자회견 주요 내용

5. SEP 및 위원회 내부 논의

- 성장률 전망: SEP 중간값 기준 실질 GDP 성장률은 2026년 +2.3%, 2027년 +2.4%로 제시. 미국 경제의 성장세가 이어질 것으로 전망
- 물가 전망: 전체 PCE 인플레이션은 2026년 +3.7%에서 2027년 +2.3%로 하락할 것으로 예상. 다만 2% 목표 복귀에는 시간이 필요
- 고용 전망: 실업률은 약 4.1% 수준을 유지할 것으로 예상. 워시는 노동시장 위험이 현재 크게 확대된 상황은 아니며, 인플레이션을 낮추기 위해 노동시장에 의도적으로 피해를 줄 필요도 없다고 강조
- 위험 균형: FOMC 참가자들은 인플레이션 위험은 상방에 치우쳐 있는 반면 노동시장 위험은 대체로 균형적이라고 판단. 이에 현재 정책의 중심을 물가안정에 둘 수 있다는 논리
- 개인 전망 미제출: 워시는 6월과 마찬가지로 자신의 SEP 전망과 점도표를 제출하지 않음. 공개된 전망은 18명의 다른 참가자 전망을 의장으로 서 전달한 것일 뿐 자신의 정책 경로를 의미하지 않는다고 강조
- 만장일치의 성격: 7월에는 인상을 주장한 세 명과 동결을 지지한 위원들 사이에 정책수단·시점에 대한 이견이 있었지만, 9월에는 경제 강세와 물가 개선 부족에 대한 판단이 수렴되면서 만장일치 인상으로 전환

6. 포워드 가이드 및 시장 커뮤니케이션

- 포워드 가이드 부재 유지: 9월 성명서에도 향후 금리 경로와 관련한 문구를 추가하지 않음. 금리를 올렸지만 다음 회의의 행동을 미리 제시하지 않는 워시의 '최소 커뮤니케이션' 기조를 유지
- 시장 주도 인상 부인: 시장이 회의를 앞두고 약 90% 수준의 인상 가능성을 반영했다는 질문에 "오늘 결정은 우리의 결정"이라고 강조. 시장가격을 참고하지만 시장이 FOMC 결정을 이끈 것은 아니라고 설명
- 시장 신호 활용: 국채와 금융시장 가격은 중요한 정보원이며, 연준은 시장이 경제성장·인플레이션·금융여건을 어떻게 판단하는지 관찰. 다만 시장가격이 정책결정을 구속하는 것은 아니라는 기존 입장을 유지
- 개별 지표보다 반응체계 변화: 시장과 언론이 CPI 등 특정 경제지표 발표 하나에 지나치게 집중해 왔다고 평가. 앞으로 연준은 하나의 데이터보다 경제 전반의 추세를 바탕으로 결정한다는 점을 이해하게 될 것
- 연준 독립성: 트럼프 대통령의 금리 인하 요구와 관련해서는 구체적인 대화 내용을 공개하지 않으면서, 연준 독립성이란 각 기관이 자신의 권한과 역할에 머무는 것이라고 설명. 무역·재정정책과 통화정책의 역할 구분

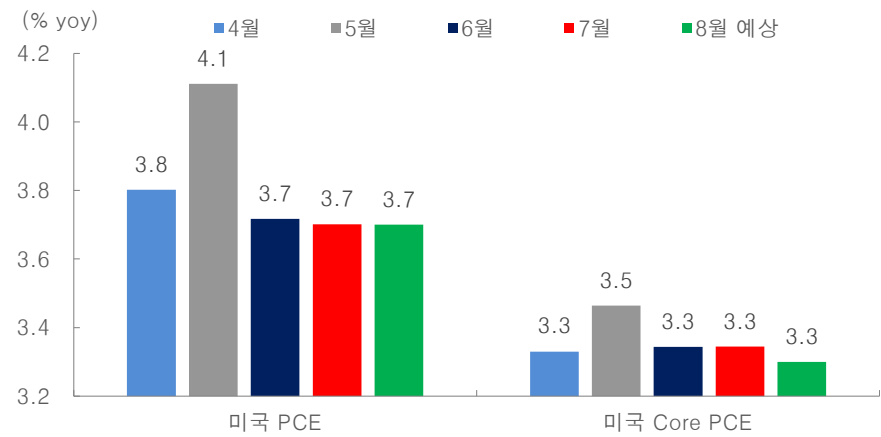
9월 FOMC 및 케빈 워시 의장 기자회견 주요 내용

7. 경제 성장·노동시장·AI 및 정책수단

- 장기금리 상승 원인: 최근 미국 장기금리 상승을 1) 미국 경제의 강화, 2) AI·하이퍼스케일러 설비투자 확대에 따른 자본 수요 및 자금조달 경쟁, 3) 지정학적 리스크 등 세 가지 요인으로 설명
- 기업투자와 자본 경쟁: AI를 중심으로 기업 설비투자가 크게 늘어나고 하이퍼스케일러들이 대규모 자금을 조달하면서 민간 자본수요 증가가 국채금리 상승의 일부를 설명할 수 있다고 평가
- 완전고용과 물가안정: 현재 실업률은 대체로 완전고용에 부합하며 물가 안정과 완전고용이 중기적으로 서로 충돌한다고 보지 않는다는 기존 입장을 유지. 물가를 낮추기 위해 의도적으로 노동시장을 훼손할 필요는 없다고 설명
- 취약계층과 물가안정: 금융자산이나 주택·퇴직연금 자산을 충분히 보유하지 않고 임금소득에 크게 의존하는 계층일수록 높은 인플레이션의 영향을 크게 받는다며, 안정적인 물가가 실질임금과 구매력을 높이는 데 중요하다고 강조
- AI의 수요·공급 영향: AI가 현재 경제의 수요 측면뿐 아니라 장기적으로 공급 측면에도 영향을 미칠 수 있는 핵심 변수라고 평가. 연준의 역할은 AI 규제 방향을 결정하는 것이 아니라 AI 확산이 성장·생산성·물가와 통화정책에 미칠 경제적 영향을 분석하는 것이라고 설명
- AI 태스크포스: AI가 향후 통화정책 환경에 미칠 영향을 분석하기 위한 태스크포스를 구성했으며 연말까지 결과를 보고할 계획이라고 언급. 규제와 산업정책에 대한 결정은 다른 정부기관의 역할이라는 입장
- 지속 가능한 성장 강조: 이번 금리 인상은 경제성장을 억제하는 것 자체가 목적이 아니라 물가안정을 통해 현재의 강한 경제성장이 보다 지속 가능하고 장기간 이어질 수 있는 환경을 만드는 조치라고 설명

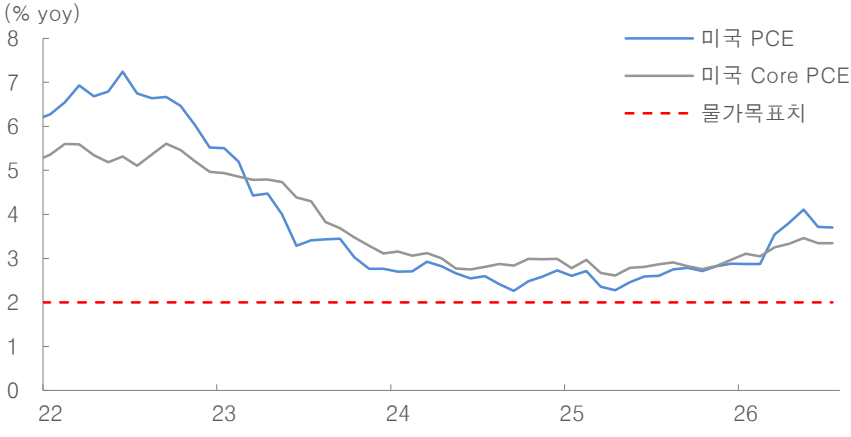
[물가] PCE 물가 높은 수준 지속, 산출 방식 변경에 따른 하향 조정 여부 주목

8월 PCE 물가 전년 대비 +3.7% 상승 예상, 이전치와 동일



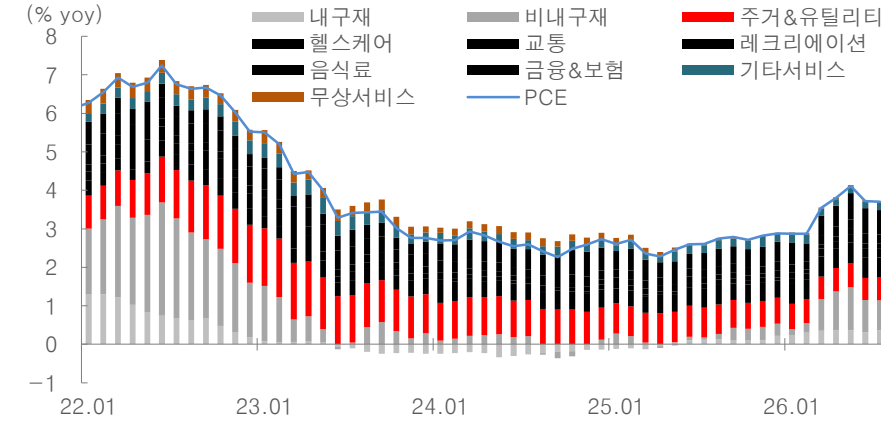
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국 PCE 물가는 여전히 물가목표치 2%를 상회



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

에너지, 운송·창고가 전체 물가 상승 압력을 주도



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

PCE 물가 산출 방식 변경으로 약 20bp 하향 여부 확인

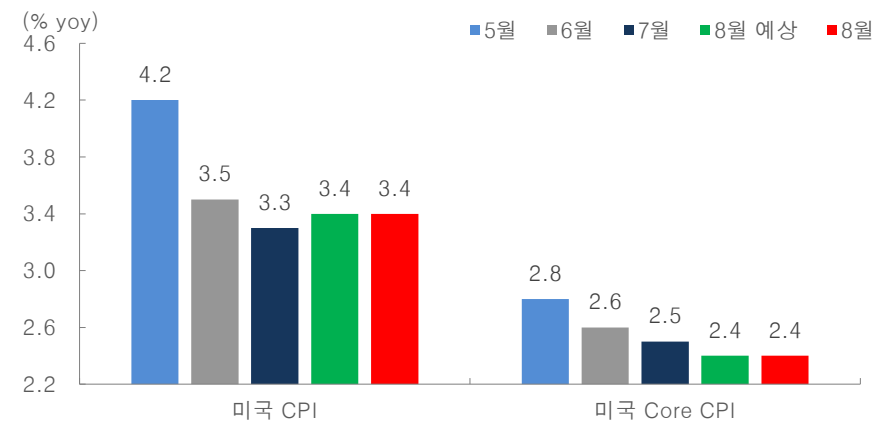
A Statistical Revamp Is About to Lower Inflation, at a Critical Time

Bureau of Economic Analysis is altering how it measures several components of a price gauge watched by Fed

자료: WSJ, 대신증권 Research Center

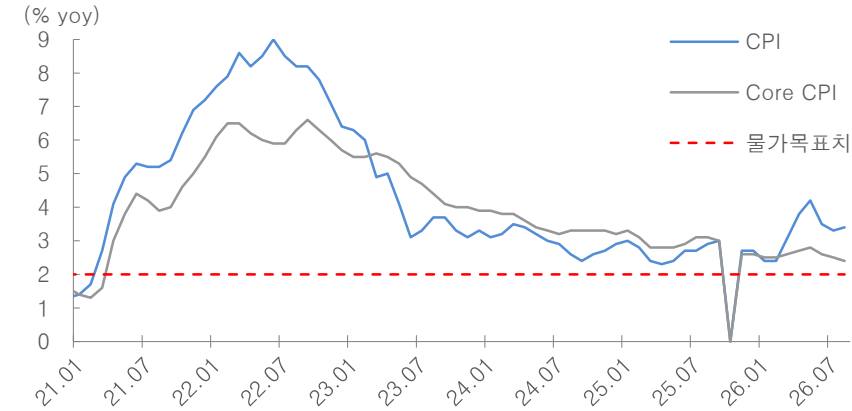
[물가] 8월 CPI 예상 부합, 에너지·통신비 중심 물가 압력은 지속

8월 CPI, Core CPI 예상치 하회 및 부합



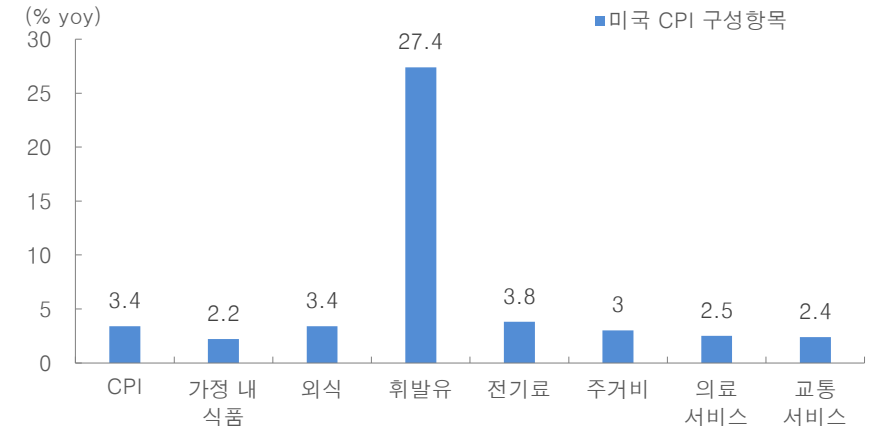
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국 소비자 물가 재차 반등, 여전히 2% 목표 상회



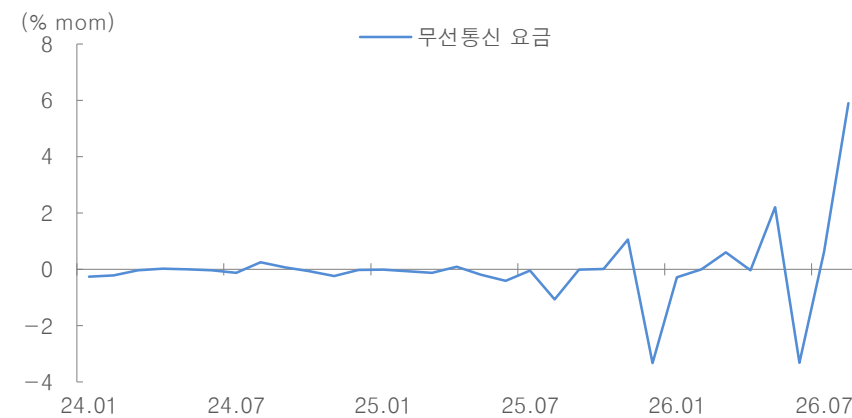
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

휘발유 가격 급등이 전체 물가 상승 압력을 주도



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

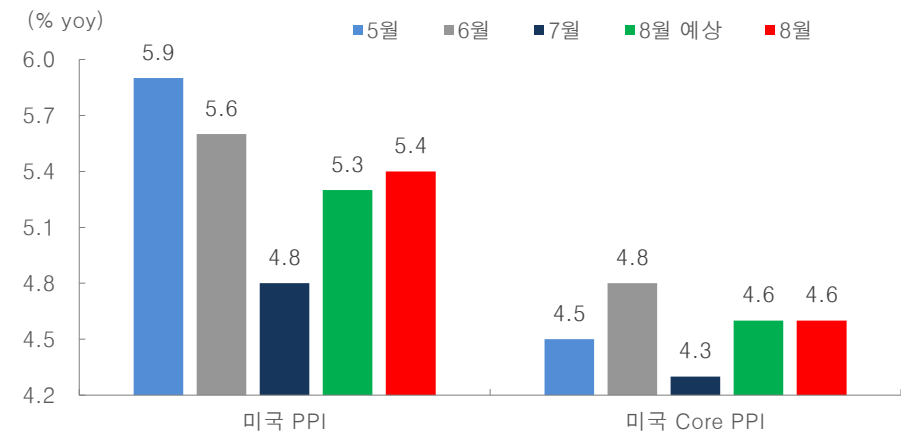
무선통신 요금 급등은 Core CPI 상승으로 이어져



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

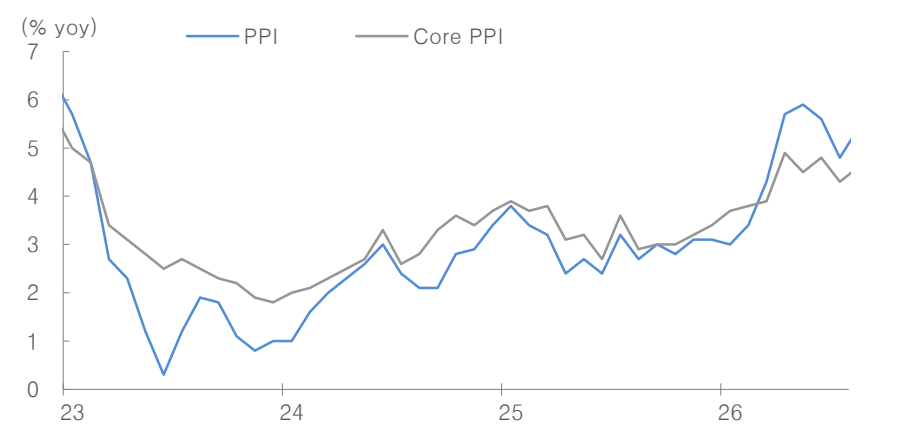
[물가] 생산자물가 상승 압력 확대, 중동발 에너지 가격 급등

8월 PPI 5.4% YoY로 예상치 소폭 상회, Core PPI는 예상치 부합



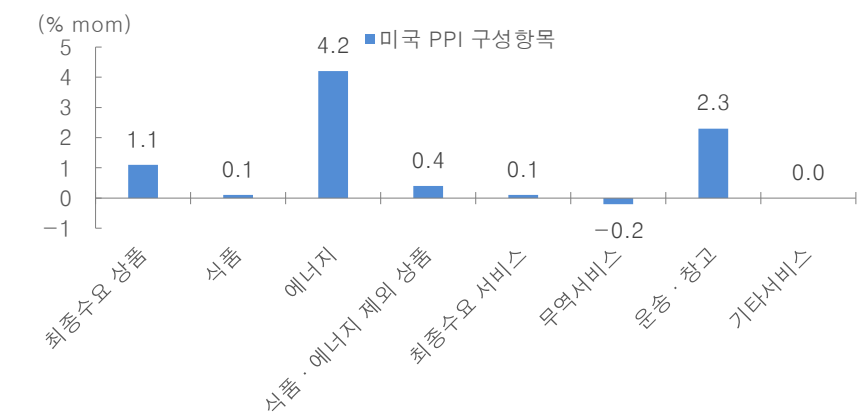
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

에너지 가격 재상승에 따라 생산자 물가 반등



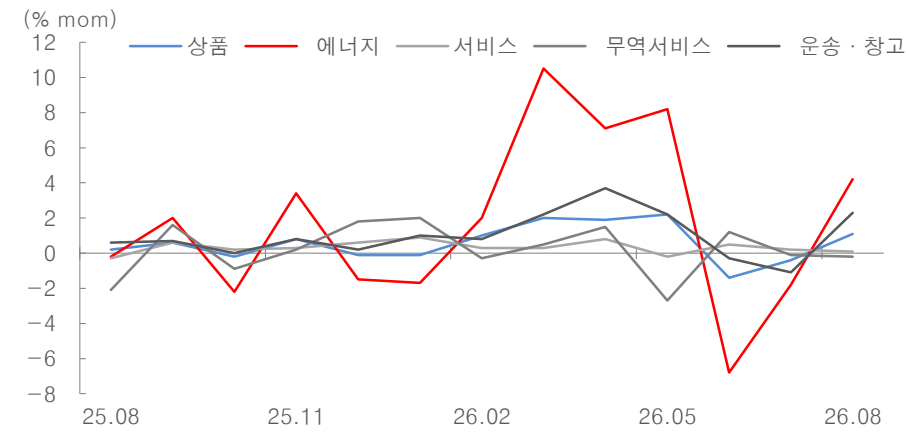
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

에너지, 운송·창고가 전체 물가 상승 압력을 주도



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

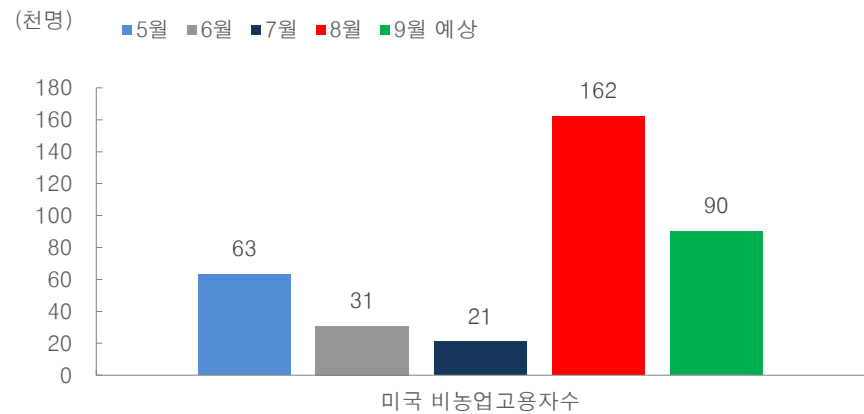
중동 전쟁 이후 에너지 가격의 등락폭 확대



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

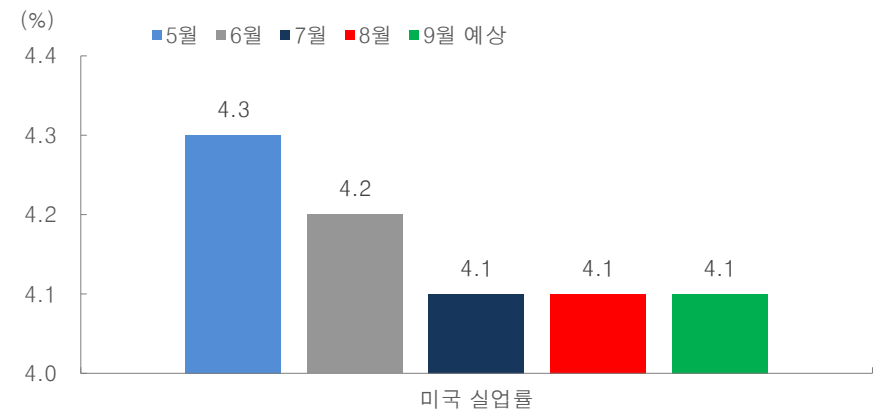
[고용] 고용지표 엇갈림, 비농업고용 둔화 속 민간고용 개선

9월 비농업고용 9만건 예상, 8월 서프라이즈 이후 둔화 흐름



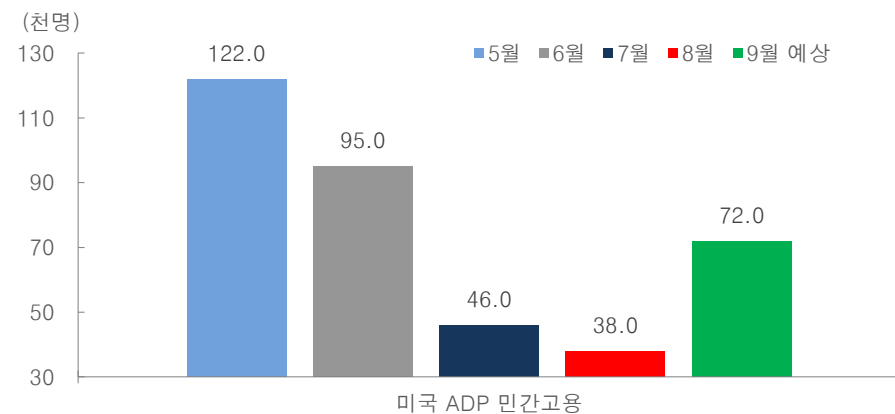
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

8월 실업률 3개월 연속 4.1%로 안정적 흐름 예상



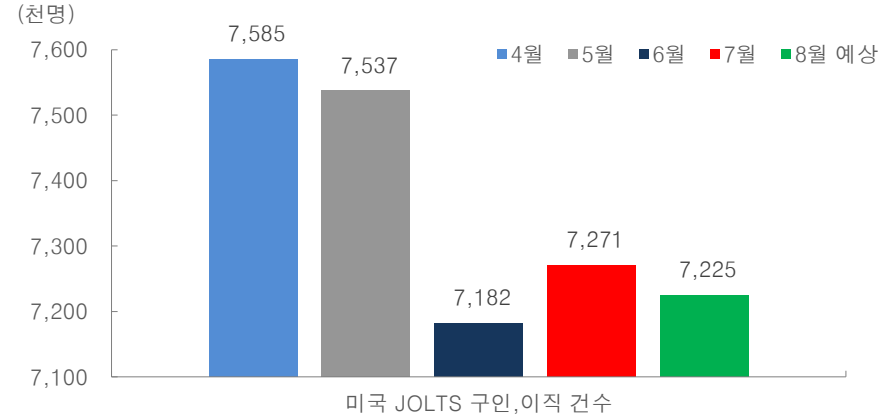
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

9월 민간 고용 7.2만건으로 이전치 대비 상승 예상



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

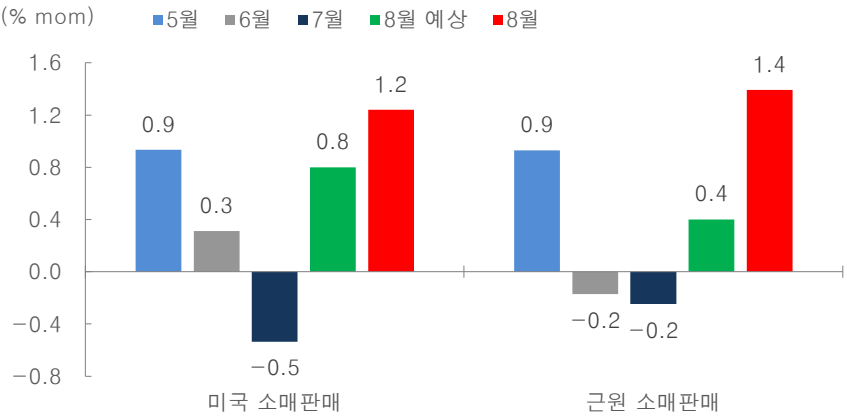
8월 구인건수 723만명으로 소폭 하락 예상



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

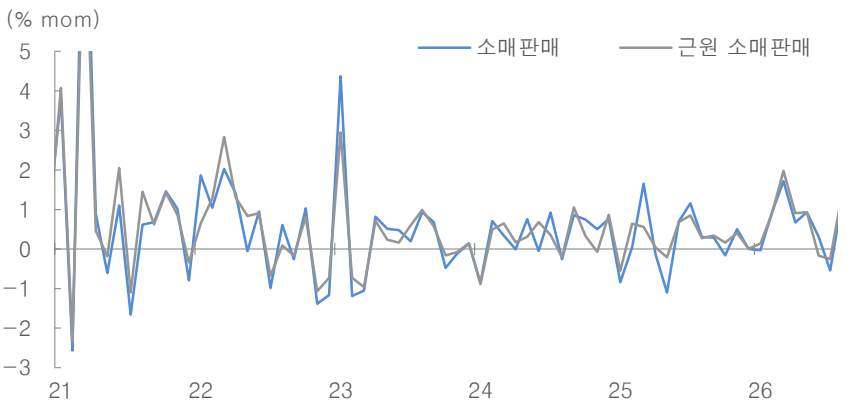
[소비] 8월 소매판매 큰 폭 반등, 에너지 가격 상승에도 견조한 소비

미국 8월 소매판매 전월 대비 1.2% 상승하며 예상치 상회



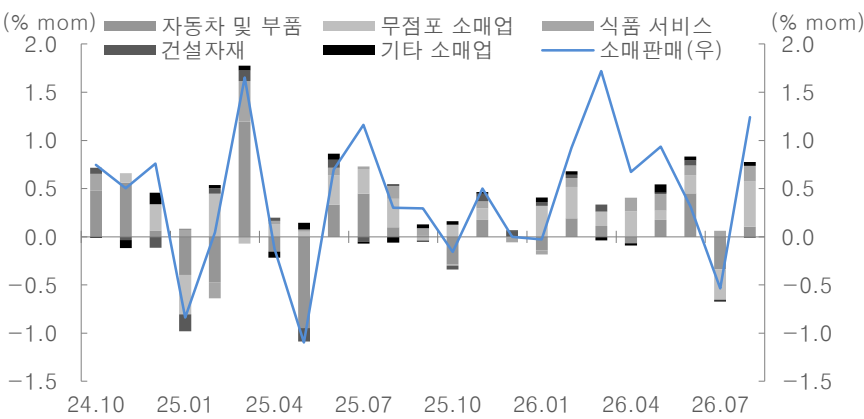
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국 소매판매 7월 부진에서 벗어나며 큰 폭 증가



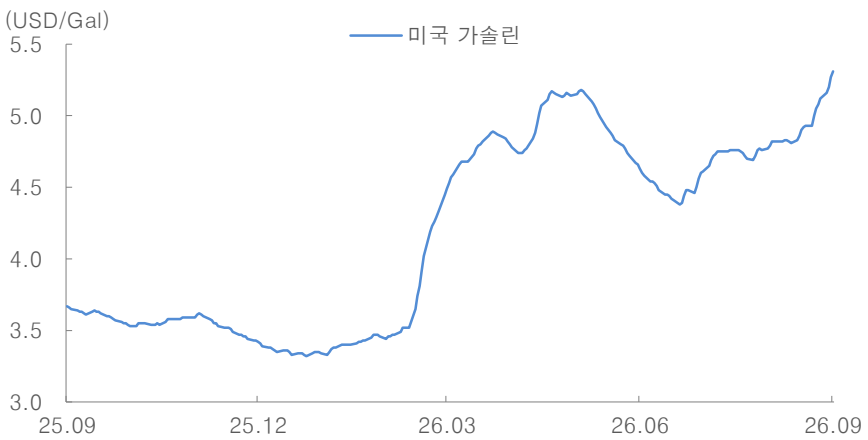
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

자동차 및 부품, 무점포 소매업, 식품 서비스 상승세 뚜렷



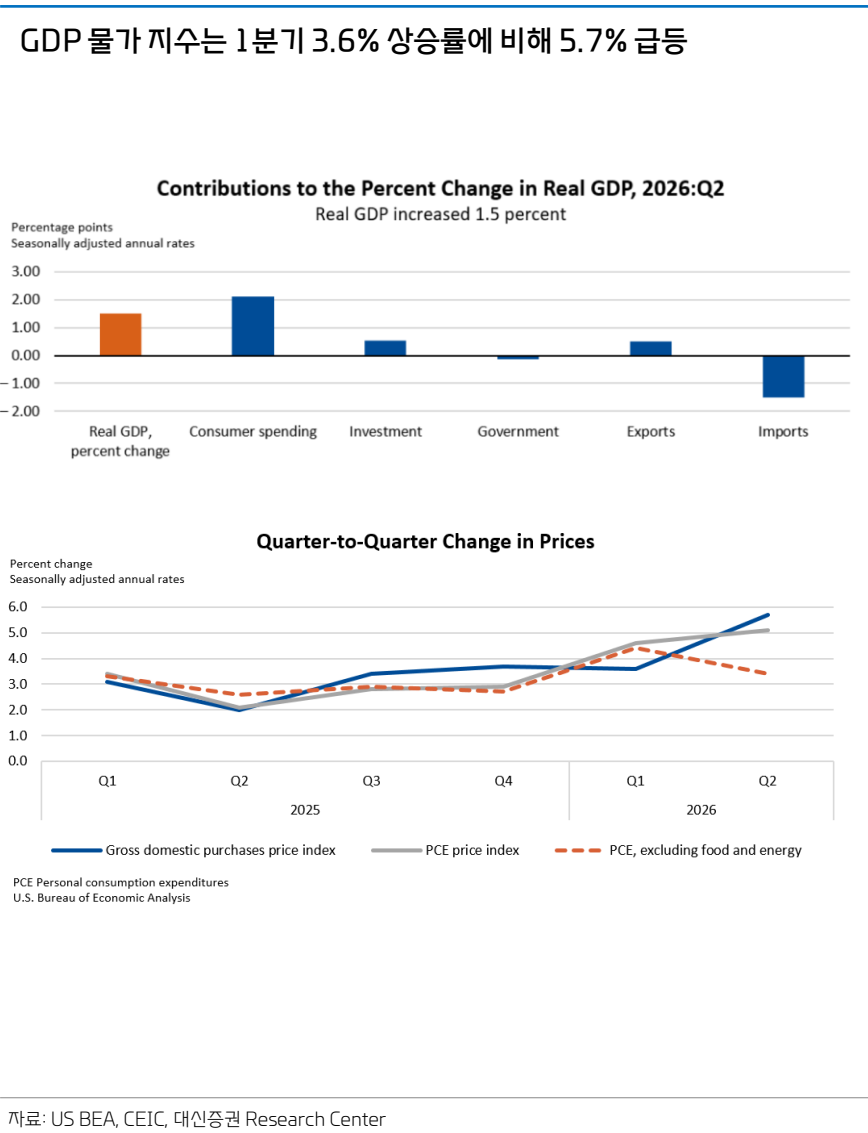
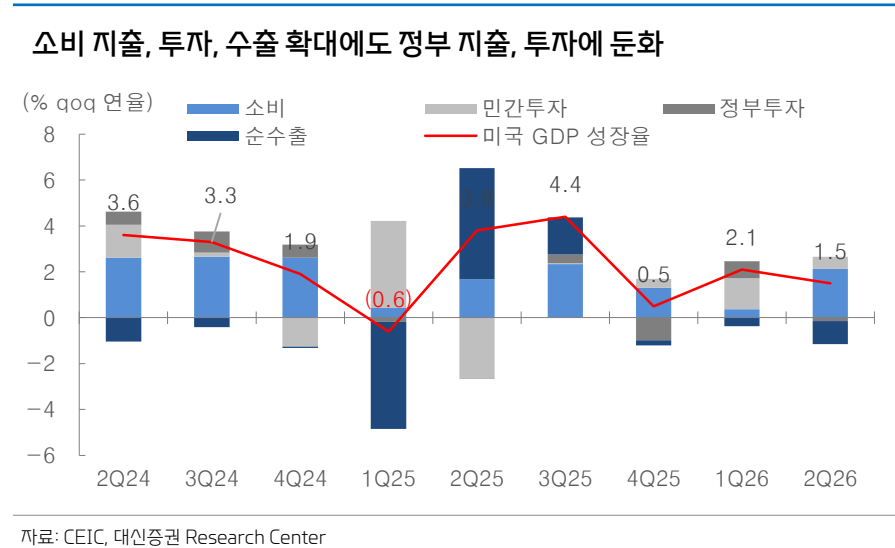
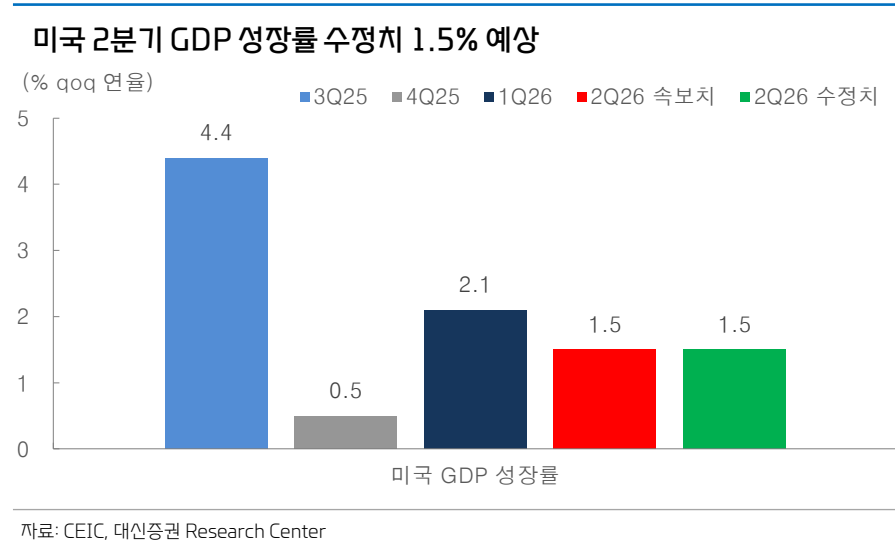
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중동 사태 장기화되며 미국 가솔린 가격은 재차 급등



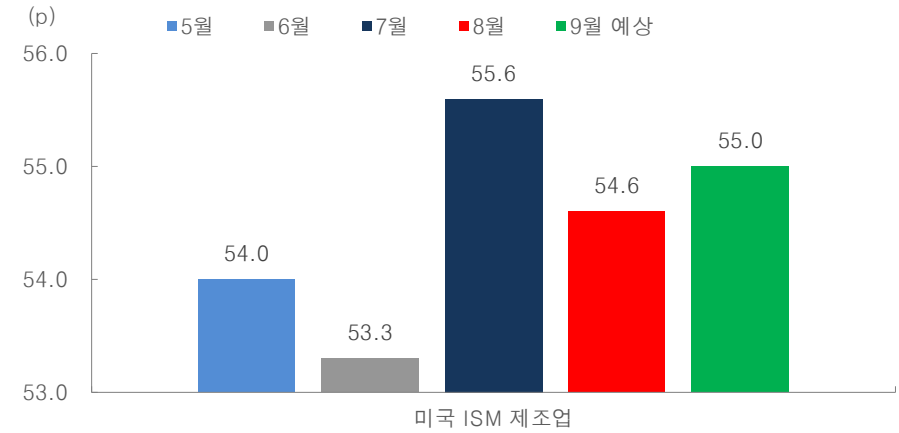
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



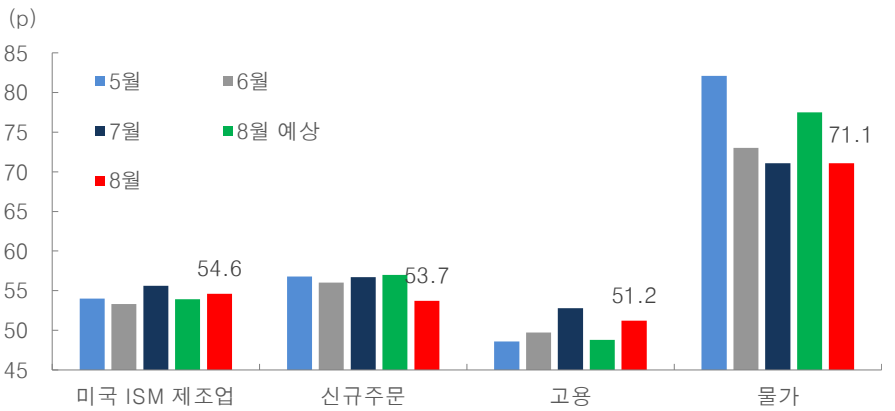
[PMI] 제조업 회복세 이어지고 서비스업은 견조한 확장 유지

9월 제조업 지수 55.0p로 이전치 대비 상승, 확장 국면 예상



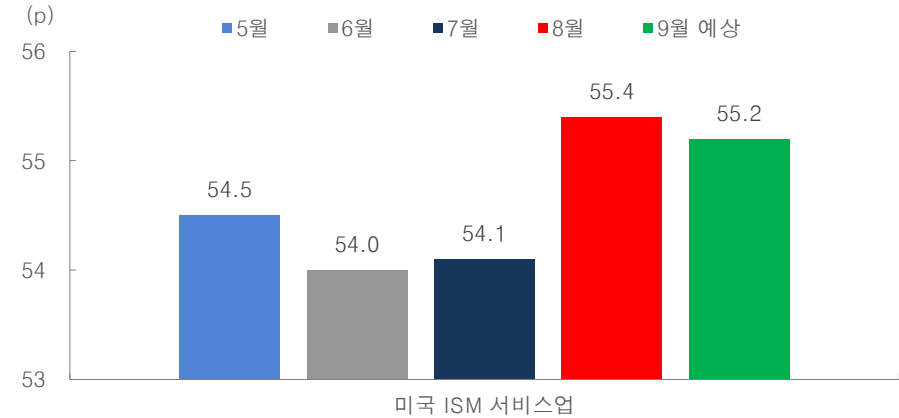
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

신규 주문지수 53.7p로 하락, 가격 지수는 71.1p로 동일



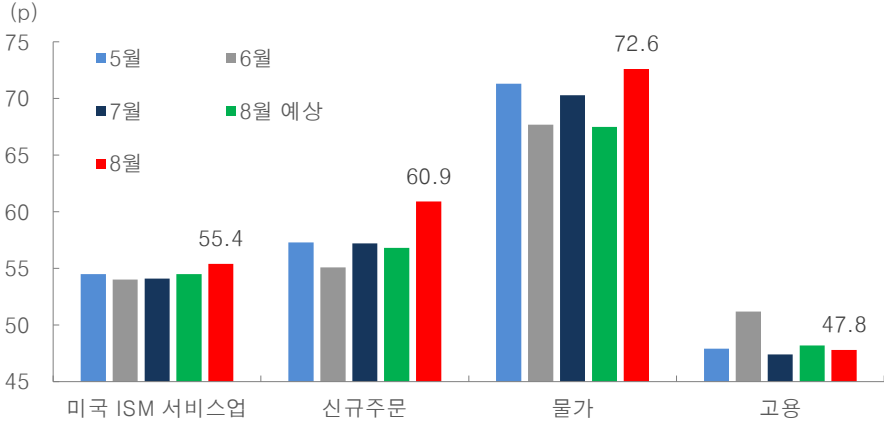
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

9월 서비스업 지수 55.2p로 확장 국면 예상, 8월 대비 둔화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

8월 서비스업 지수 내 고용 부진 지속, 그외 세부 지표 상승세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

채권금리 OverShooting 국면.
추가 상승 가능성 낮아...

Strategist 이경민

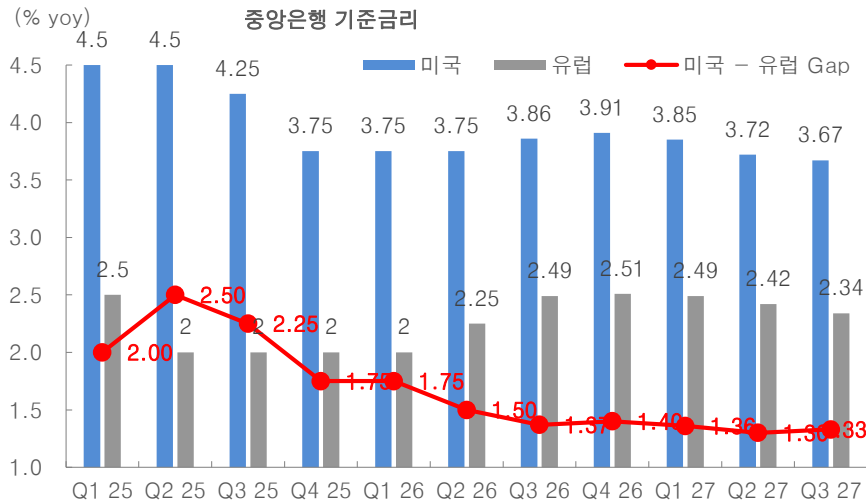
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

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

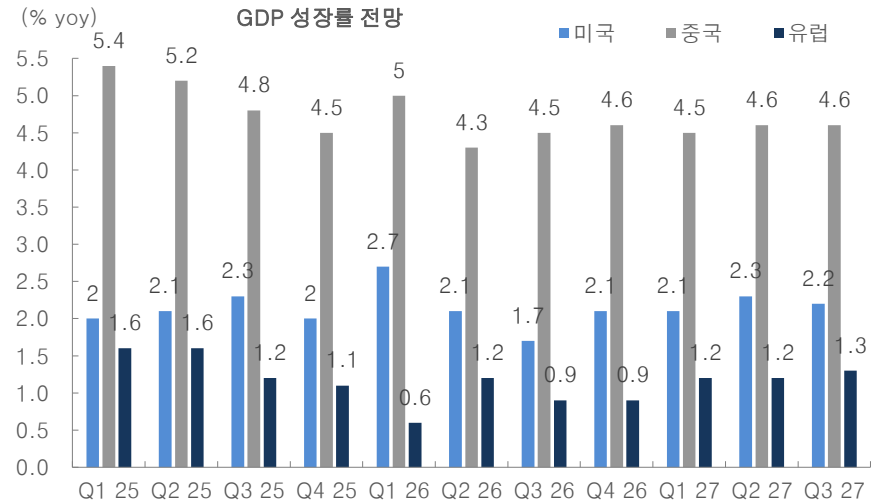
- 미국 금리인상 재개에도 불구하고 미국과 유럽 간 경기 격차 및 기준금리 격차 축소는 채권금리 하향안정과 달러 약세 압력을 높일 전망. 대신증권이 예상하는 미국채 10년물 금리는 연내 4.4% 전후 도달, 달러화도 96p 수준까지 레벨다운될 전망
- 하지만, 3, 4월 중등 지정학적 리스크 고조, 국제유가 100달러 상회에도 이어 연준의 매파적 스탠스 표출, 일본에 이어 중국, 유럽 등도 금리인상 시그널 강화 & 시행으로 채권금리, 달러 등 중요 임계치에 넘어서기도 했음. 미국, 이란 휴전 협정 이슈에 다소 진정되는 듯 했던 채권금리, 달러는 고용 서프라이즈, 매파적이었던 7월 FOMC 영향과 미국 재정 우려, 고용 서프라이즈, PPI, CPI 예상 상회로 반등. 특히, 유가 반등, 입찰 부진이 가세하며 미국채 10년물 5% 돌파
- 미국 이란 간 무력 충돌 격화로 유가 100달러 상회. 7월 CPI와 PCE, 주요 심리지표에서 물가 지표 둔화에도 불구하고 지정학적 리스크 격화, 유가 반등, 물가 상승, 금리인상 우려를 자극. 지정학적 리스크 진정, 유가 안정 재개시 물가 안정 기대가 강화되며 채권금리 및 달러화 하향 안정 뚜렷해질 전망
- 지정학적 리스크 완화는 유가 하락(75달러 중심 등락) - 물가 안정 기대를 자극하며 미국 금리인하 기대가 살아나고, 트럼프 관세 노이즈, 지정학적 리스크 완화, 중국 경기부양정책 강화가 확인되면서 채권금리와 달러화 약세 압력은 점차 강해질 전망
- 달러 약세, 채권금리 하향안정 전개시 Non-US로 글로벌 유동성 이동이 빨라질 것. 26년 하반기 미국에서 자금 이탈, Non-US로 자금 유입 재개될 전망

미국 금리인하 사이클 유효. 유럽과 금리 격차 축소



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

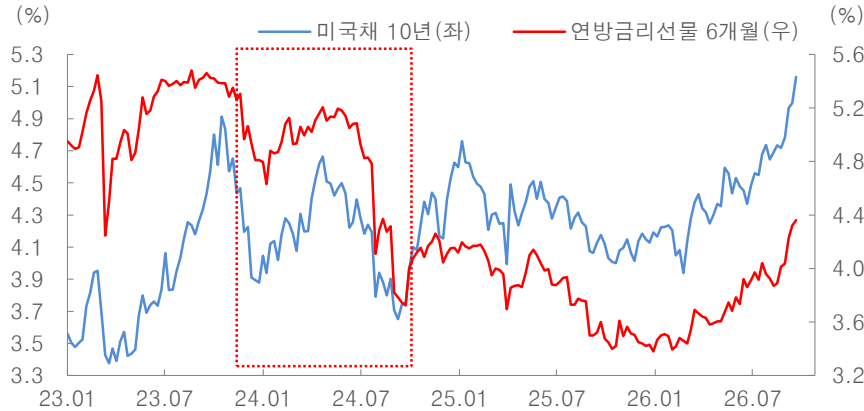
美 GDP 성장률, 24년의 압도적인 모습을 뒤로 하고 2% 성장으로 수렴



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

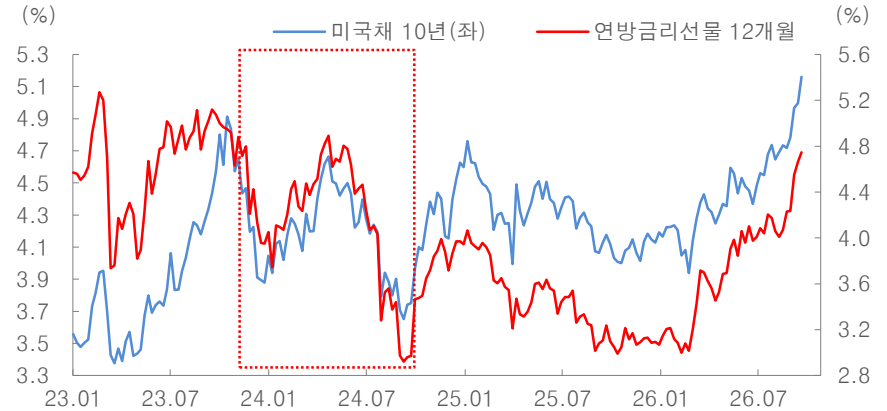
[미국 채권금리] 금리인상 우려에 심리/수급 불안에 채권금리 상승 지속. 특히, 장기채 금리 상승 압력 확대

미국채 10년물과 연방금리 선물 간의 동조화



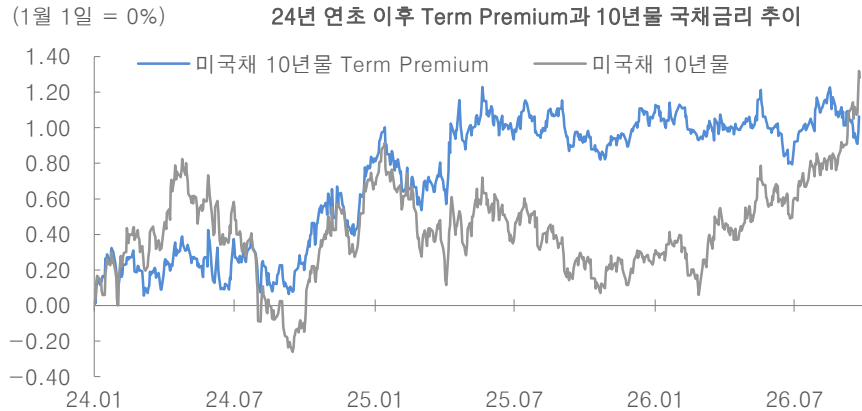
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인하 인상 우려가 강해지면서 채권금리 고점 높아지고 있어



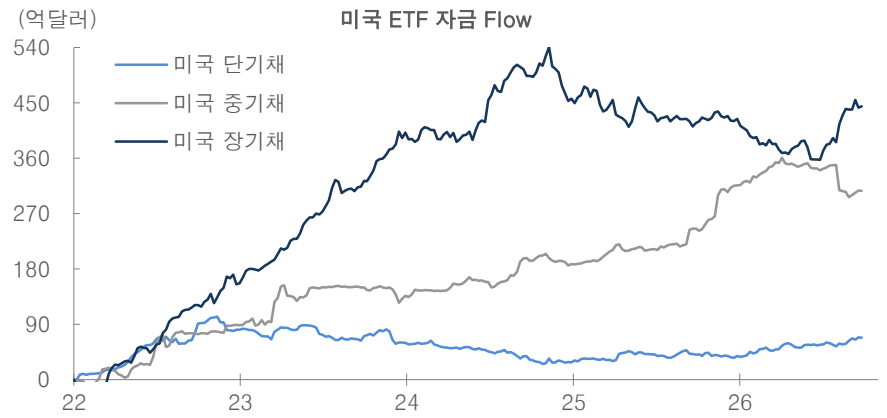
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 10년물과 Term-Premium 간 Gap 마이너스 반전, 폭 확대



자료: 뉴욕연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

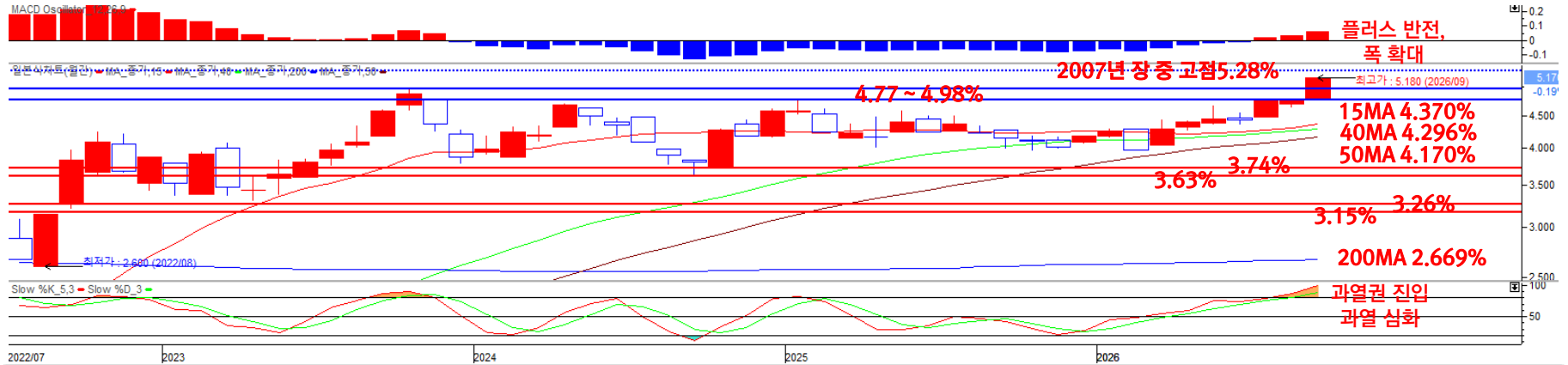
장기채 한 주만에 자금 유입(2.2억\$). 중기채로 4주만에 자금 유출



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[미국 채권금리] 10년물, 임계치인 5% 상회. 지정학적 리스크 완화 여부가 관건, 트럼프 발언에 주목

미국채 10년물 월간 차트. 박스권 상단인 4.5%를 넘어 불안심리 자극, 5%까지 상회. 단기 OverShooting 국면으로 추가 상승 여력은 제한적일 전망



자료: 대신증권 Research Center

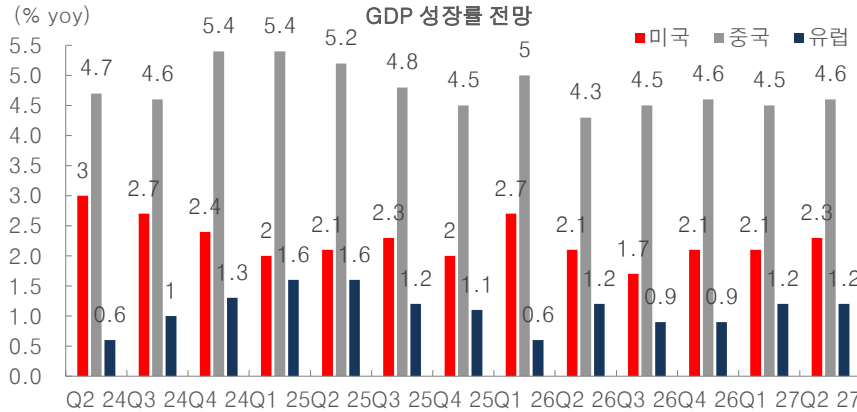
미국채 10년물 주간 차트. 전 고점을 넘어 5% 돌파에서 나서며 단기 오버슈팅 심화. 중동 리스크 완화, 유가 하락, 금리인상 우려 완화시 하락 반전 가능



자료: 대신증권 Research Center

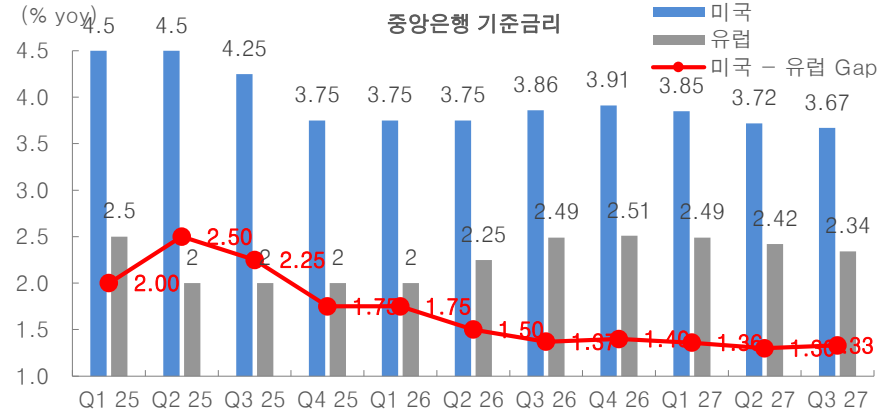
[미국 달러화] 미국, Non-US 간 경기/기준금리 축소 = 달러 약세. 통화정책 긴축 우려 강화가 문제

유럽과 경기 격차 축소. 중국과 경기 격차 확대 = 달러 약세 압력



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



자료: FED, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

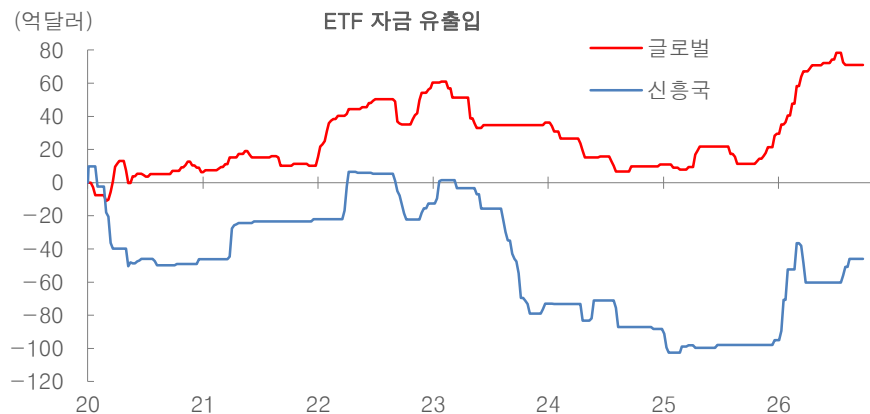
달러 인덱스 주간 차트. 금리인상 우려에 100p까지 반등, 향후 유가 안정, 통화정책 우려 완화 시 하락 반전, 레벨다운 예상



자료: 대신증권 Research Center

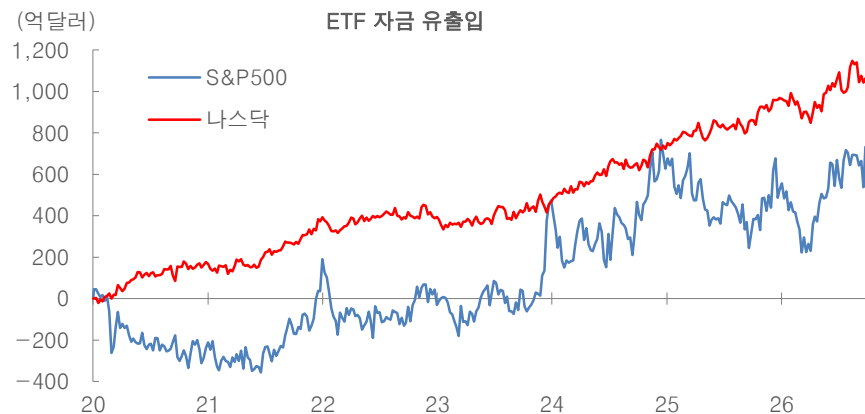
[글로벌 유동성] 달러화 등락에 미국, 글로벌 vs. 신흥국 자금 유출입 반복. 한국에서 자금 이탈 5주째 지속

26년 글로벌 41억, 신흥국 49억달러 유입. 최근 유입세 멈춰



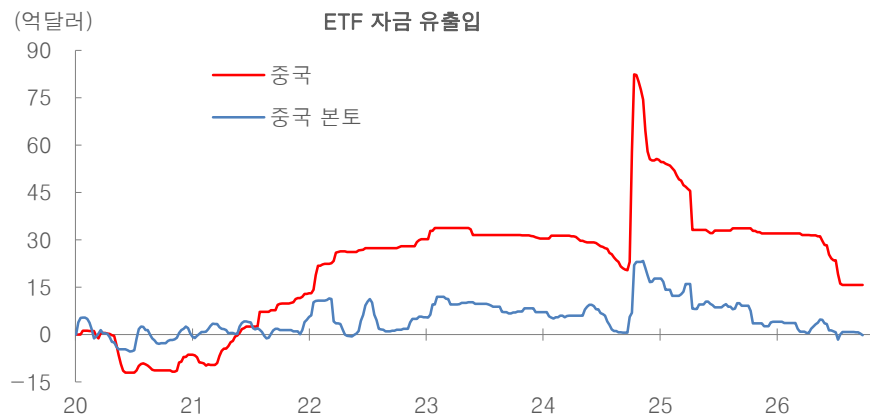
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

S&P500 한 주만에 유입(26년 205억\$), 나스닥 26년 +94.4억\$



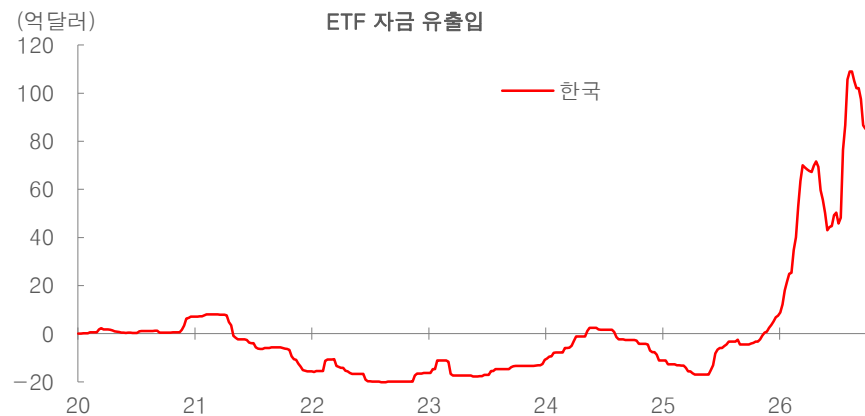
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국에서 5월말 이후 자금 유출 지속. 26년 총 20억달러 유출



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국으로 5주 연속 자금 유출(23.8억\$). 26년 누적 +77.75억\$



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ECB·BOJ, 추가 금리인상 가능성

ECB는 에너지 충격, BOJ는 물가·환율이
향후 금리인상의 핵심 변수

Strategist 이경민

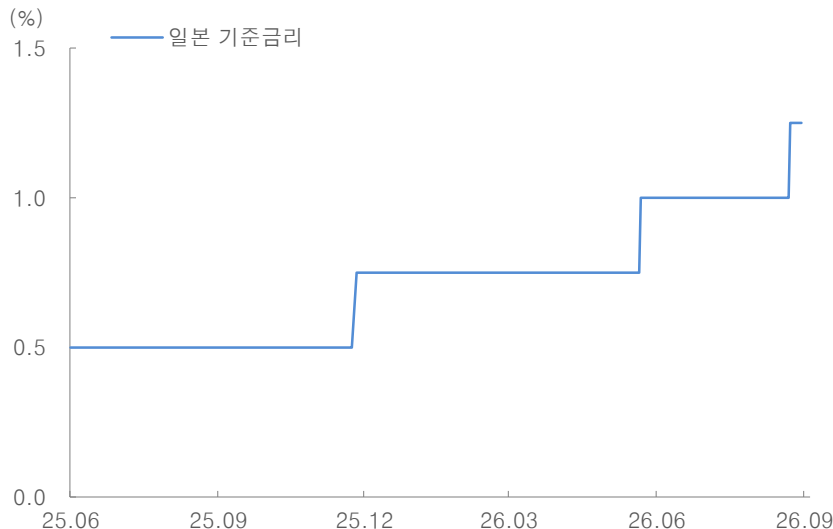
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

에너지발 물가 부담 지속, ECB·BOJ의 추가 긴축 경로 점검

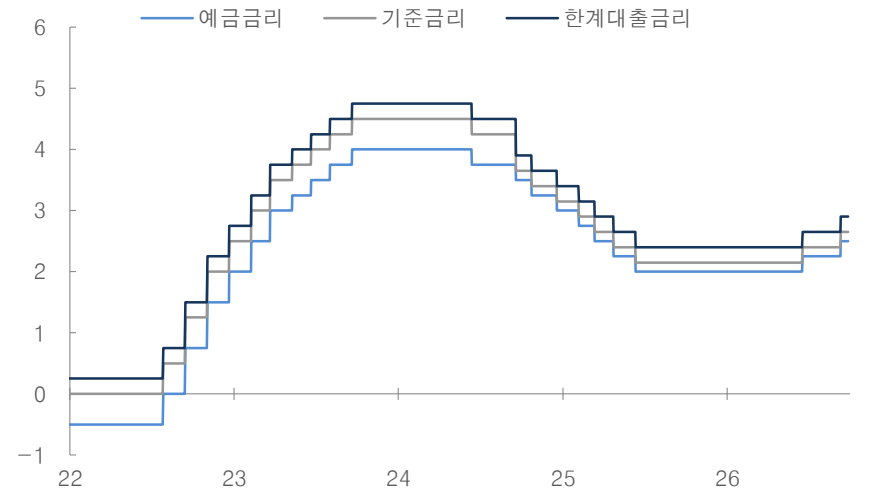
- ECB 9월 통화정책회의 금리 인상 이후에도 에너지발 물가 상방 위험이 이어지며 추가 긴축 가능성은 여전히 유효. 9월 물가 전망에서 2026년 3.0%, 2027년 2.5%로 목표치를 웃도는 흐름을 제시했고, 특히 중동발 에너지 충격이 예상보다 오래 지속될 경우 근원·서비스 물가와 임금으로 2차 파급될 가능성을 경계. 최근 천연가스 가격 상승의 소비자물가 전가 속도도 과거보다 빨라진 것으로 평가돼 추가 인상 명분은 잔존. 다만 서비스 물가와 임금의 재가속은 아직 제한적이고, ECB 내부에서도 에너지 가격만으로 금리를 연속 인상하는 데에는 신중론이 존재. 이에 10월 29일 회의에서는 25bp 추가 인상 가능성과 동결 전망이 엇갈리는 가운데, 9월 물가와 임금·기대인플레이션을 통해 에너지 충격의 확산 여부를 확인하는 것이 핵심
- 10월 BOJ 회의에서는 연속 인상보다 물가·환율 등을 점검하며 인상 속도를 조절할 가능성 높음. BOJ는 9월 정책금리를 1.25%로 올리며 기조 물가의 2% 상회 위험과 엔화 약세·에너지 가격 상승에 따른 수입물가 압력을 경계했지만, 회의 이후 추가 긴축에 대한 강한 신호는 제한적이었음. 이에 10월 29~30일 회의에서는 연속 인상보다는 9월 인상의 파급효과와 물가·임금 흐름을 점검할 여지. 다만 중동발 원유 가격 상승과 엔화 약세가 지속될 경우 물가 상방 위험이 확대될 수 있고, 실질금리도 여전히 낮아 추가 정상화 필요성은 유효. 특히 10월 회의에서는 전망보고서가 함께 발표되는 만큼, 물가 전망 상향 여부와 우에다 총재의 인상 속도 관련 발언이 향후 1.50%로의 추가 인상 시점을 판단하는 핵심 변수

일본 기준금리 동향, 물가 경계감과 엔화 약세 우려 잔존



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

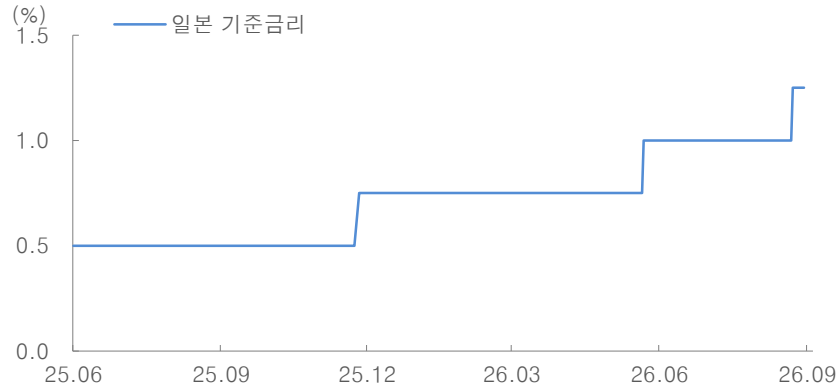
유로존 기준금리 동향, 에너지 가격 및 데이터 확인 필요



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

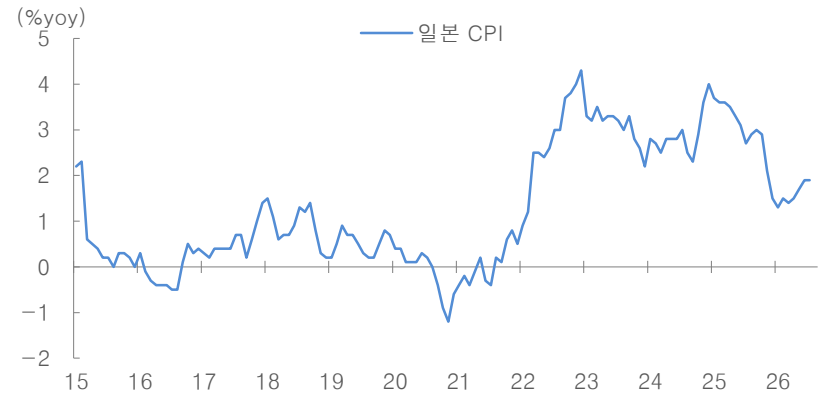
9월 BOJ 금융정책위원회 기준금리 인상 결정, 물가 경계감과 엔화 약세 우려 잔존

일본 기준금리 동향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 8월 CPI 전년 대비 +1.9% 상승, 8개월 연속 2.0% 하회



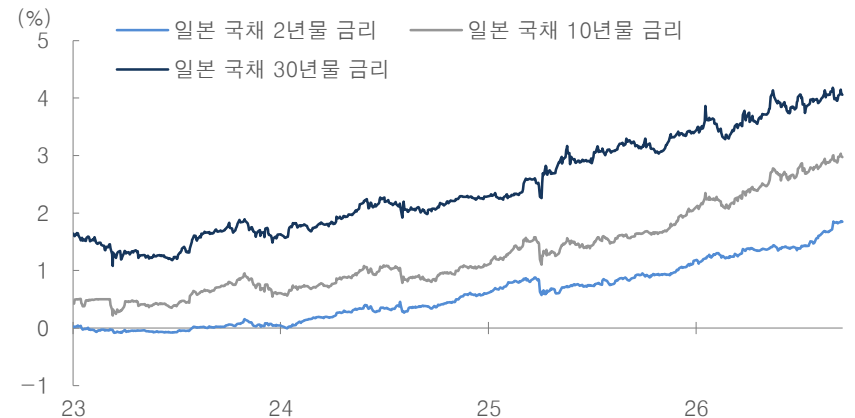
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ 금리인상에도 해소되지 않은 엔화 약세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 국채 금리 동향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ 금리 1.25%로 인상, 물가 오버슈팅 방지에 정책 초점 이동

9월 BOJ 금융정책 결정회의 주요 내용

1. 통화정책 및 표결

- 금리 정책: BOJ는 기준금리를 기존 1.00%에서 1.25%로 25bp 인상. 6월 인상 이후 3개월 만에 추가 인상이며, 1.25%는 약 31년 만에 최고 수준. 새로운 금리 수준은 9월 24일부터 적용. 보완당좌예금 금리도 1.25%, 기본대출금리는 1.50%로 상향
- 7대2 금리인상: 정책위원 9명 중 우에다 총재를 포함한 7명이 인상에 찬성, 아사다 도이치로와 사토 아야노 위원 2명이 반대. 아사다 위원은 최근 신선식품 제외 CPI가 2%를 하회하고 경기 강도를 확신하기 어렵다는 점을, 사토 위원은 경기·물가 흐름이 이전보다 뚜렷하게 가속됐다고 보기 어렵다는 점을 반대 근거로 제시
- 인상의 성격: BOJ는 이번 조치를 통화완화 정도를 추가로 조정하기 위한 결정으로 규정. 금리 인상 이후에도 실질금리가 낮고 금융기관의 대출태도와 기업 자금조달 여건이 우호적인 만큼 금융여건은 여전히 완화적이라고 평가
- 정책 초점 변화: 우에다 총재는 기조적 인플레이션이 2%에 접근하면서 BOJ의 정책 초점이 물가를 2%까지 끌어올리는 단계에서 2%를 웃도는 오버슈팅을 방지하는 단계로 이동했다고 설명. 물가 상승이 과도해진 뒤 큰 폭의 긴축에 나서기보다 선제적으로 대응하겠다는 논리

2. 결정문 및 정책 기조

- 경제활동 평가: 일본 경제는 중동 정세의 영향으로 일부 약화된 부분이 있지만 완만한 회복세를 지속하고 있다고 평가. 향후에도 고유가가 경기 하방 압력으로 작용하겠지만 정부 정책과 글로벌 AI 관련 수요 확대가 경기를 지지할 것으로 전망
- 수출·생산 개선: 글로벌 AI 관련 수요의 견조한 증가에 힘입어 수출과 산업생산은 완만하게 증가하기 시작했고, 기업이익도 높은 수준을 유지. 설비투자 역시 건설비 상승 부담에도 완만한 증가 추세
- 소비·노동시장: 고용과 소득 여건 개선을 배경으로 민간소비는 견조하다고 평가했으나 가계 심리는 다소 악화. 노동시장 수급은 여전히 타이트한 반면 주택투자는 감소세를 지속.
- 금융여건 완화 유지: 단기·중기 실질금리가 낮은 수준에 머물고 기업의 자금수요와 금융기관의 적극적인 대출태도가 이어지고 있으며, CP·회사채 발행 여건도 양호하다고 진단. 1.25% 인상 이후에도 경제활동을 지지하는 완화적 금융환경은 유지될 것이라고 강조

9월 BOJ 금융정책 결정회의 주요 내용

3. 인플레이션 판단

- 기조적 물가 2% 접근: 임금 상승의 판매가격 전가가 지속되고 중장기 기대인플레이션도 상승하면서 기조적 CPI 상승률이 2%에 접근하고 있다고 평가. 기존의 디플레이션 탈피 여부보다 물가 오버슈팅 위험 관리가 중요해진 상황.
- 기업물가 압력 확대: PPI 상승률은 고유가, 엔화 약세, AI 관련 글로벌 수요 확대 영향으로 높은 수준을 지속. 특히 기업 간 거래단계의 가격 상승 압력이 소비자물가로 전가되기 시작했다고 평가
- CPI 상승 압력 확대: 신선식품 제외 CPI는 최근 1.5~2.0% 수준이지만, 임금의 가격 전가와 수입물가 상승 영향으로 상승세가 재차 확대. BOJ는 FY2026 하반기에는 CPI 상승률이 2%를 뚜렷하게 상회할 가능성을 제시
- 물가상방 리스크 경계: 기업의 임금·가격 결정 행태 변화와 중장기 기대인플레이션 상승으로 기조적 CPI가 2% 목표를 웃도는 방향으로 이탈할 위험이 있다고 판단

4. 우에다 총재 기자회견 핵심

- 정책 국면 전환: 기조적 인플레이션을 2%까지 높이는 것보다 2% 부근에서 안정시키는 것이 중요해졌다고 설명. 기조적 물가가 목표를 크게 웃돌 경우 일본 경제에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 경계
- 추가 금리인상: 향후 물가 흐름에 따라 연속적인 금리인상(back-to-back hikes)이나 50bp 인상 가능성도 배제하지 않겠다고 언급. 다만 특정 인상폭이나 속도를 사전에 정하지 않고 경기·물가 여건에 따라 판단한다는 입장
- 선제적 대응 강조: 물가 위험이 현실화된 뒤 큰 폭의 정책 조정에 나서 금융시장을 불안하게 만들기보다 필요할 경우 선제적으로 통화정책을 조정하는 것이 바람직하다고 설명.
- 속도 조절에 대한 인식: 향후 다양한 데이터를 면밀하게 확인해야 한다고 강조하면서도, 데이터를 확인한다는 것이 반드시 천천히 움직인다는 의미는 아니라고 언급
- 중립·최종금리 불확실성: 일본의 중립금리나 최종 정책금리 수준을 사전에 정확하게 특정하기 어렵다는 입장. 따라서 현재 금리가 중립 수준에 얼마나 근접했는지보다 실제 경기·물가와 금융여건의 변화에 따라 대응하겠다는 기조

다카이치 정부 적극재정 본격화, BOJ는 양적 긴축 계획

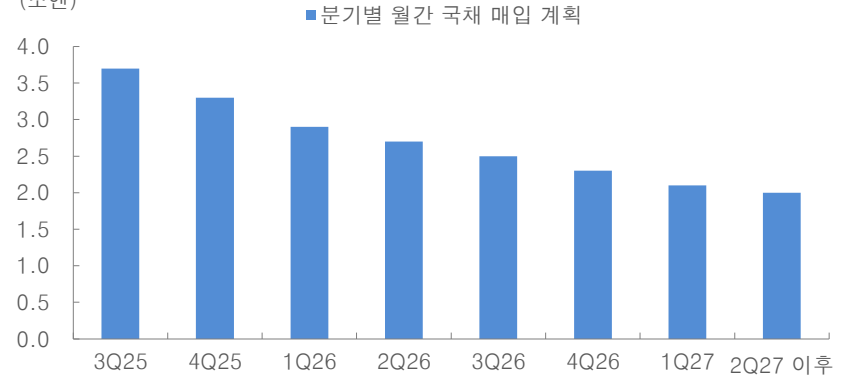
다카이치 내각 기본방침 내용 정리

- 재정정책 기조: 글로벌 산업정책 경쟁과 각국의 대규모 장기 재정지출에 대응해 '책임 있는 적극재정'을 통해 성장력을 높이고 강한 경제를 실현하겠다는 방침. 재정건전성 자체를 우선하기보다 성장률을 높여 세수 증가와 재정 지속가능성을 동시에 달성한다는 접근
- 성장·위기관리 투자 확대: 정부가 민간보다 한발 앞서 투자에 나서고, 민관 협력을 통해 '일본 성장전략'의 17개 전략 분야를 중심으로 대담하고 전략적인 '위기관리 투자'와 '성장 투자'를 추진. 지역별 산업 클러스터 육성도 병행해 잠재성장률과 고용·소득을 끌어올리겠다는 계획
- 내수·가계 지원 강화: 물가 상승 대응을 최우선 과제로 두고 중·저소득층의 세금 및 사회보험료 부담을 낮추기 위해 식음료 소비세율의 한시적 인하와 취업자 부담경감 지원금 도입을 포함한 세제·사회보장 개혁을 추진. 가계 구매력과 소비심리 회복에도 활용하겠다는 방향
- 재정건전성 병행: 적극적인 재정지출로 잠재성장률을 높이고 고용·소득·소비·기업이익·세수가 증가하는 선순환을 만들어 GDP 확대를 통해 정부부채/GDP 비율을 안정적으로 낮추겠다는 목표

자료: 일본 총리실, 대신증권 Research Center

BOJ 27년 4월부터 월간 국채 매입 축소 계획 중단

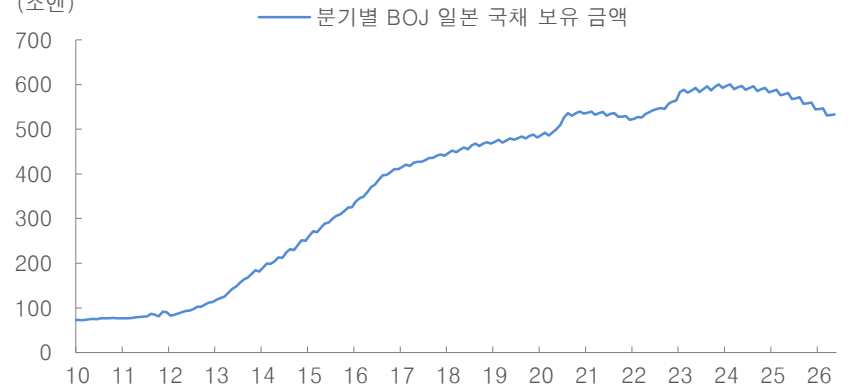
(조엔)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ 일본 국채 보유 금액 추이

(조엔)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ 내부 매파 기류 강화, 미국도 엔저 해소 필요성 공감

최근 BOJ 위원들 주요 발언

위원(날짜)	주요 내용
다카타 하지메 (9/2)	과거처럼 일정한 간격의 점진적 인상보다 경제·물가 상황에 따른 기동적 인상 필요성 강조 . 실질 정책금리가 여전히 낮고, 에너지 가격 상승과 엔저가 기대인플레이션 및 물가의 2차 파급을 자극할 가능성 경계 . 중립금리에 선제적으로 접근할 필요가 있다고 언급
히미노 료조 (8/27)	기조적 인플레이션이 2%에 접근하고 금융여건은 여전히 완화적이라며 정책금리 추가 인상 필요성 강조 . 최근 환율의 물가 전가율이 높아지고 있으며, FY2026 하반기 CPI가 다시 2%를 웃돌 것으로 전망. 물가목표 도달 여부보다 2% 상회 위험을 경계하는 단계로 이동
마스 가즈유키 (9/10)	기조적 물가가 2%에 근접하고 금융여건이 여전히 완화적이라고 평가. 물가 압력이 예상보다 강해질 경우 금리 인상 속도를 높일 필요성 언급 . 다만 급격한 물가 오버슈팅은 아직 확인되지 않은 만큼 회의마다 경제·물가 상황을 점검할 방침
우에다 가즈오 (9/2)	경제가 BOJ 전망 경로대로 움직이는지와 함께 엔저 및 중동발 원자재 가격 상승에 따른 물가상방 위험을 9월 회의에서 점검하겠다고 언급 . 추가 인상 가능성을 열어뒀지만, 기존 다섯 차례 인상의 누적 긴축 효과도 고려할 필요가 있다며 인상 속도에는 신중한 입장 유지

자료: BOJ, 대신증권 Research Center

베센트 장관 – 우에다 총재 회동

READOUT: Secretary of the Treasury Scott Bessent's Meeting with Bank of Japan Governor Kazuo Ueda

August 30, 2026

ASHEVILLE, NORTH CAROLINA - On Sunday, August 30, Secretary of the Treasury Scott Bessent met with Bank of Japan Governor Kazuo Ueda on the margins of the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting in Asheville, North Carolina.

Secretary Bessent welcomed Governor Ueda's participation in the meetings and underscored the importance of close U.S.-Japan coordination on shared macroeconomic priorities.

The Secretary emphasized the importance of sound formulation and communication of monetary policy to anchor inflation expectations and avoid excess exchange rate volatility.

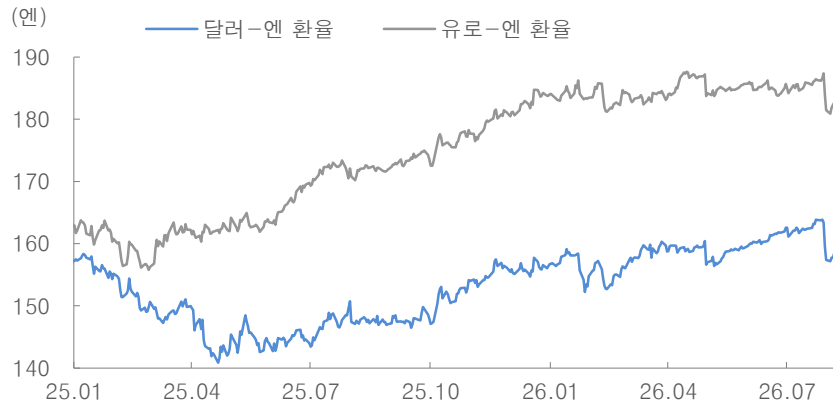
Secretary Bessent also expressed strong support for Japan's decisive market and monetary steps to address the substantial undervaluation of the yen and noted the role of yen weakness in contributing to domestic inflationary pressures in Japan.

- 미·일의 긴밀한 거시경제 정책 공조 강조
- 통화정책을 적절하게 수립·소통해 인플레이션 기대를 안정시키고 과도한 환율 변동성을 피할 필요
- 스콧 베센트 미국 재무장관은 “엔화의 상당한 저평가”를 해소하기 위한 일본의 시장 및 통화정책 조치를 강하게 지지하고, 엔저가 일본 물가 압력에 기여한다고 지적

자료: 미 재무부, 대신증권 Research Center

최근 엔화의 과도한 변동성과 부질서한 움직임에 대응해 미국과 일본 공동 개입

달러-엔, 유로-엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 재무성, 성명을 통해 미국과의 엔화 공동 개입 발표

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

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

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

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

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

자료: 일본 재무성, 대신증권 Research Center

스콧 베센트 재무장관, 엔화의 과도한 변동성 대응 위해 공동 개입



Treasury Secretary Scott Bessent
@SecScottBessent



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

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

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

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

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

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

8:00 AM · Aug 3, 2026 · 3.4M Views

자료: X, 대신증권 Research Center

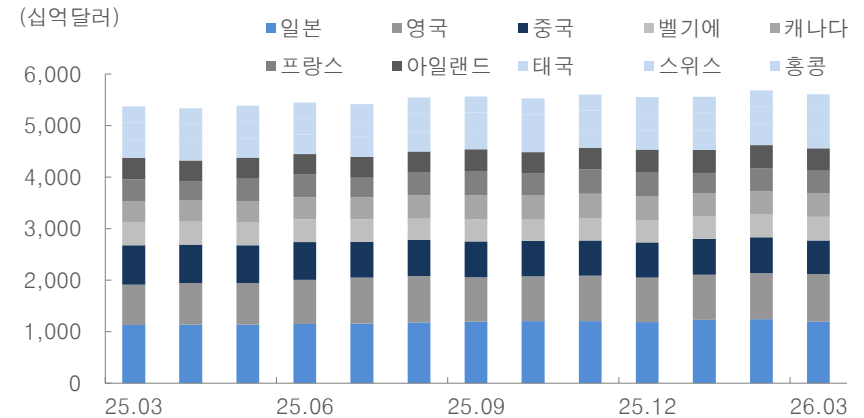
일본의 미국채 매도는 미국의 부담 요인, 엔화 약세 방어에는 BOJ의 추가 금리 인상 필요

미국 입장에서 일본의 달러 재원 확보는 부담으로 작용

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

자료: 대신증권 Research Center

일본은 미국채 최대 보유국, 일본의 미국채 매도는 미국에 부담



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BOJ, 엔화 약세 지속되면 추가 인상 시점 앞당겨질 수 있어

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

By Leika Kihara and Makiko Yamazaki

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



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

향후 BOJ가 금리인상에 나서지 않을 경우, 엔화 강세 어렵다는 분석

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

By Rae Wee and Ankur Banerjee

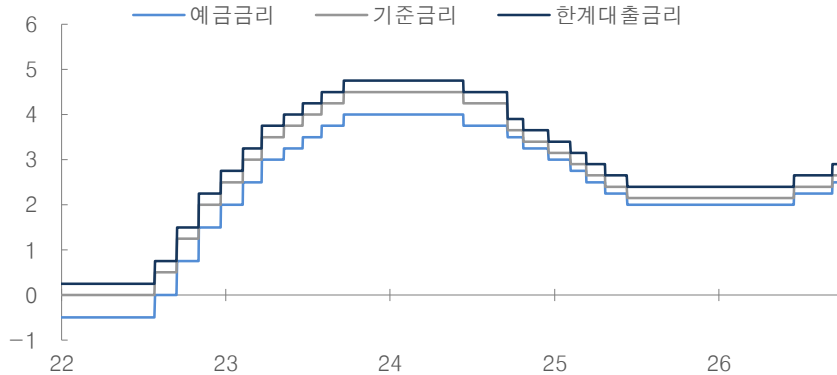
August 3, 2026 7:34 PM GMT+9 · Updated August 4, 2026



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

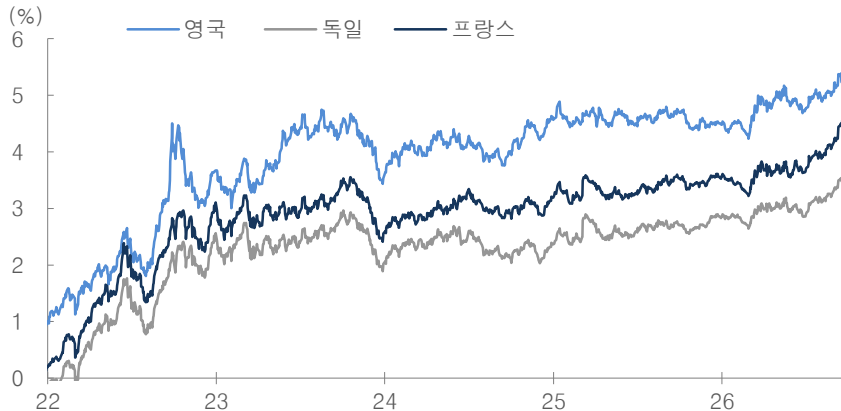
9월 ECB 통화정책 회의 3대 주요 금리 25bp 인상, 10월 ECB는 데이터 확인 필요

유로존 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유럽 내 주요국 국채 금리 추이(10년물)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

시나리오별 상품, 물가, 성장 전망

구분	25	26	27	28
유가 (\$/barrel)	69.1	89.5 (-7.6)	78.0 (-5.1)	73.6 (-4.6)
천연가스 (€/MWh)	36.2	51.0 (+11.7)	43.3 (+15.5)	30.3 (+8.8)
도매전기요금 (€/MWh)	83.6	108.7 (+21.7)	90.2 (+15.3)	73.1 (+7.4)
비에너지 원자재 (% yoy)	5.8	3.5 (+0.5)	3.0 (+2.2)	-0.1 (+1.8)
농산물 출하 가격 (% yoy)	4.1	-6.6 (-6.2)	-1.3 (-4.2)	-0.1 (+0.1)

구분		Baseline	Milder	Adverse	Severe
실질 GDP	26	0.9	0.9	0.9	0.8
	27	1.4	1.5	1.1	0.4
	28	1.5	1.6	1.4	1.4
HICP	26	3.0	2.9	3.1	3.3
	27	2.5	1.9	3.2	5.4
	28	2.1	1.8	2.3	3.2
Core HICP	26	2.5	2.5	2.5	2.5
	27	2.6	2.5	2.8	3.5
	28	2.3	2.2	2.4	3.2

자료: ECB, 대신증권 Research Center

ECB 긴축 기조 재확인, 에너지 가격이 10월 금리 결정의 핵심 변수

ECB 통화정책회의 주요 내용

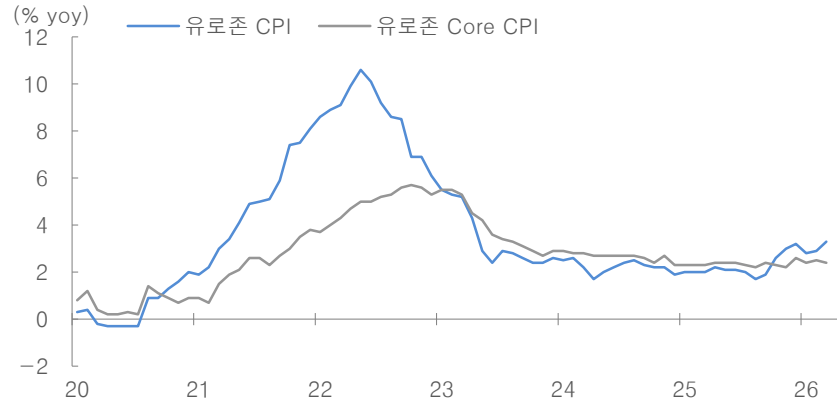
- **금리 결정:** 만장일치로 금리 인상 결정. 모든 ECB 시나리오에서 타당한 조치였다고 평가. 향후 금리 경로에 대해서는 별도 논의가 없었으며, 향후 데이터에 따라 어느 방향으로든 대응할 수 있다는 점을 강조
- **중립 금리:** 중립 금리는 계속 조정되는 개념으로 정확한 수준을 특정하기 어렵다고 언급. 큰 충격이 없는 현재 환경에서는 정책 판단 과정에서 중립 금리에 과도한 의미를 부여하지 않고 있다는 입장
- **경기 판단:** 유로존 전반에서 광범위한 경기 회복세가 관찰되고 있으며, 3분기에도 개선 흐름이 이어졌을 가능성이 높다고 평가. 2분기 성장률 상향 조정을 반영해 2026년 성장률 전망도 기존 0.9%에서 상향 조정할 것으로 예상
- **물가전망:** 최근 물가 상승률 상승폭은 예상보다 낮았지만 전반적인 인플레이션 압력은 당초 예상보다 더 오래 지속될 가능성이 있다고 평가. 아직 뚜렷한 2차 파급 효과는 확인되지 않았으나, 에너지 충격이 장기화될 경우 식품물가로의 전이 가능성도 경계

최근 ECB 위원 발언

날짜	위원	내용
9/22	필립 레인 ECB 수석이코노미스트	에너지 충격이 예상보다 장기화될 수 있고, 두 번째 에너지 가격 상승 파동이 물가를 더 높고 오래 지속시킬 수 있다고 평가. 다만 서비스 물가 압력은 상대적으로 제한적이며, 물가는 2027년 중반부터 목표 수준으로 복귀할 것으로 전망
9/18	보리스 부이치치 ECB 부총재	최근 추가 인상 기대가 에너지 가격에 과도하게 좌우되고 있다고 지적. 금리 결정은 에너지뿐 아니라 경기·물가 전반을 함께 봐야 한다며, 당분간 현재의 점진적 인상 속도를 유지하는 것이 적절
9/14	이자벨 슈나벨 ECB 이사	최근 에너지 가격 움직임이 상당히 우려스럽다고 평가. 유가뿐 아니라 가스·디젤 등 ECB 전망치를 웃돌고 있어 물가 상방 위험 확대를 경계
9/14	피터 카지미르 슬로바키아 중앙은행 총재	물가 위험이 명확히 상방으로 기울었다고 평가. 유가보다 가스·전력 가격과 식품물가 상승 가능성에 더 주목
9/14	마르틴스 카작스 라트비아 중앙은행 총재	추가 긴축의 근거가 점차 강화되고 있으며, 필요할 경우 정책금리가 제약적 영역으로 더 진입할 수 있다고 언급

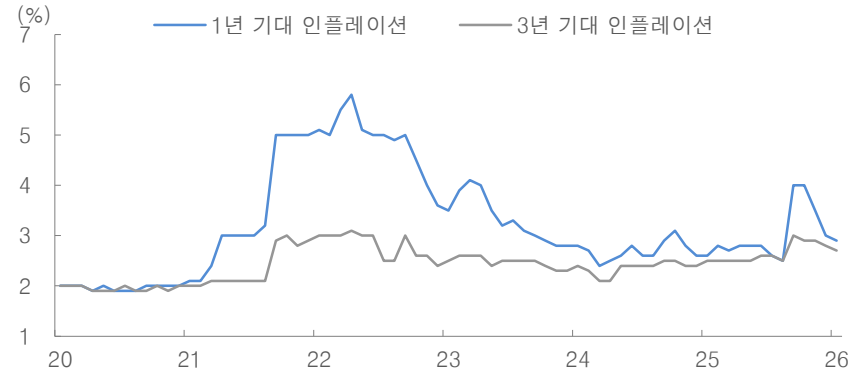
물가 압력 재확대, 견조한 경기·고용은 ECB의 긴축 기조를 강화하는 요인

유로존 8월 CPI 3.3%로 상승, 에너지 가격 상승에 물가 압력 재확대



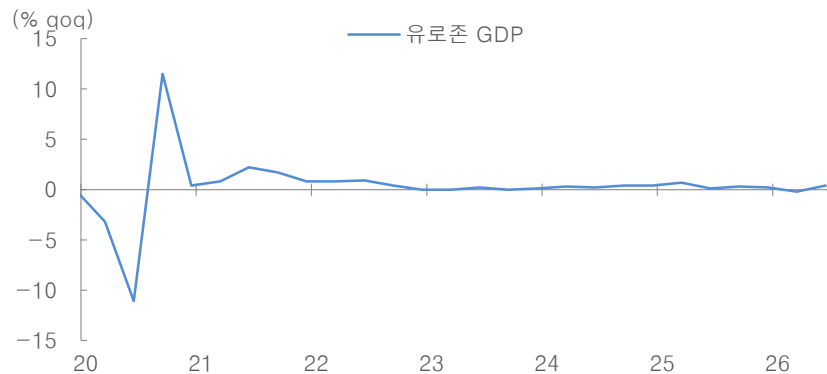
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 충격에도 유로존 기대 인플레이션은 하락



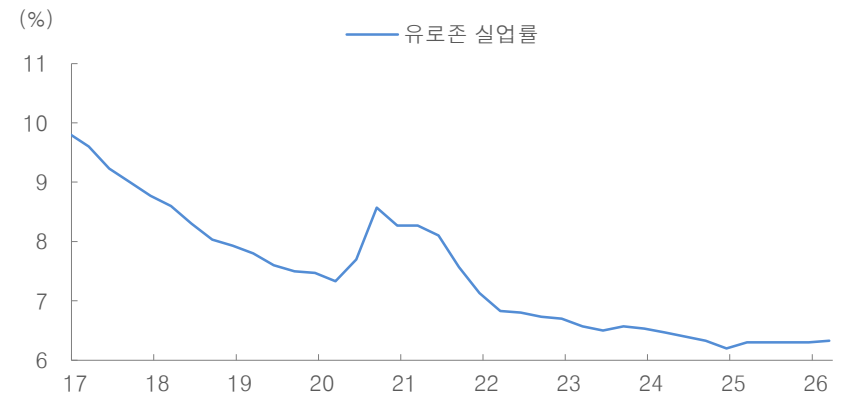
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

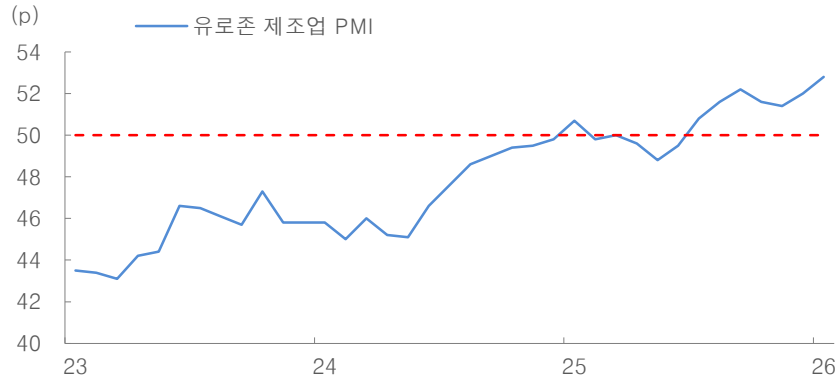
유로존 실업률 6.3% 유지, 낮은 실업률 속 견조한 노동시장 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

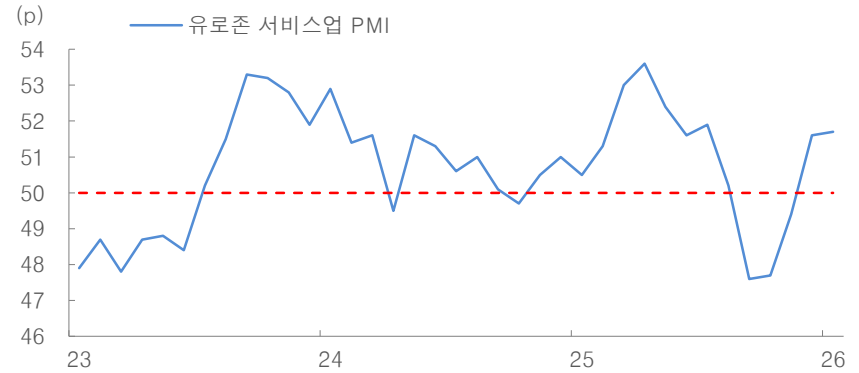
제조업 반등이 이끄는 유로존 경기 회복, 가격 압력은 완화

유로존 8월 제조업 PMI 52.8p, 4년여 만에 최고치



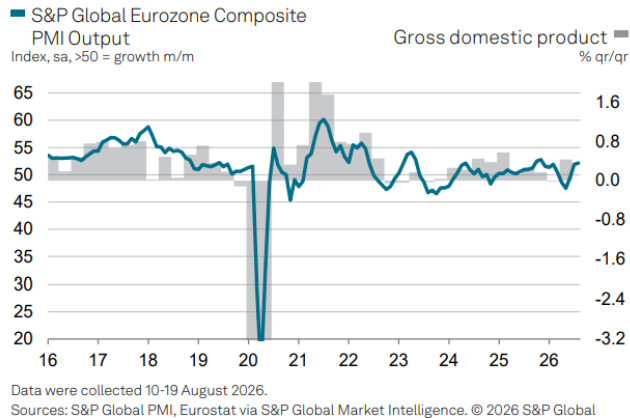
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 8월 서비스업 PMI 51.7p 유지, 완만한 확장세 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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

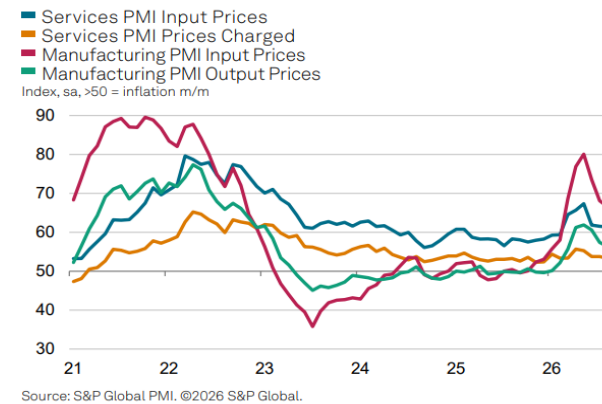


Data were collected 10-19 August 2026.

Sources: S&P Global PMI, Eurostat via S&P Global Market Intelligence. © 2026 S&P Global

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

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



Source: S&P Global PMI. ©2026 S&P Global.

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

백투백 인상 후 속도 확인, 방향은 여전히 긴축
수출·투자·소비 개선이 추가 인상 여력 뒷받침

Strategist 이경민

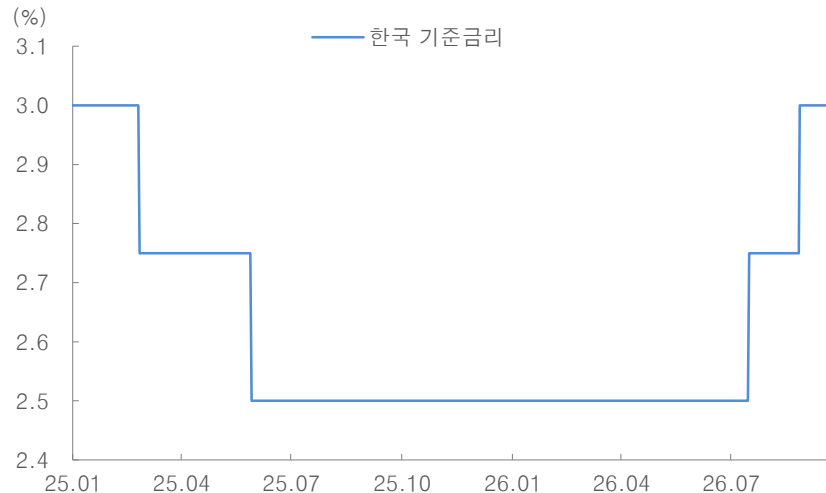
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

수출·성장 호조가 뒷받침하는 긴축 기조, 한은 추가 긴축 가능성은 유효

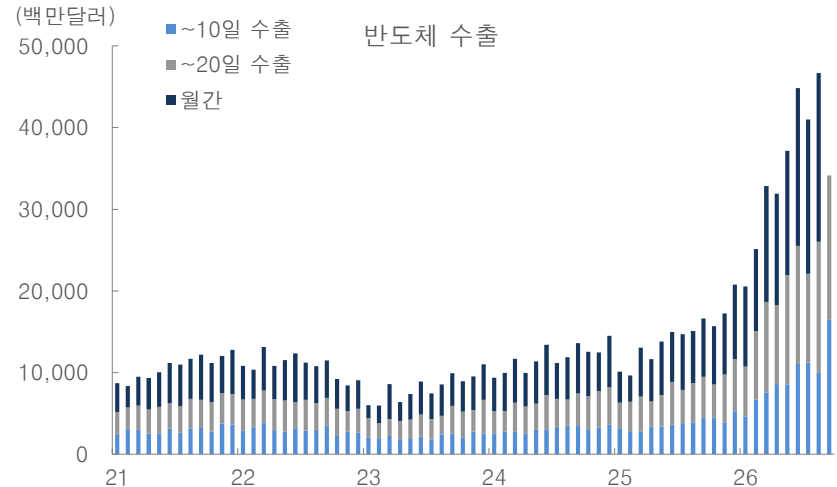
- 10월 금통위에서는 7·8월 연속 인상 이후 추가 인상 여부와 속도 조절 가능성을 확인. 한국은행은 9월 통화신용정책보고서에서 물가가 상당기간 목표수준을 상회하고, 수출·투자 호조와 소비 회복으로 견조한 성장세가 이어질 것으로 전망하면서 추가 금리인상의 시기와 속도를 결정하겠다는 입장을 유지. 수도권 주택가격 오름세와 가계대출 증가세도 지속되는 만큼 긴축 명분은 유효. 다만 연속 인상의 누적 효과와 환율·채권금리 등 금융시장 변동성을 감안하면, 10월에는 추가 인상 여부보다 향후 인상 속도와 조건부 가이드라인 변화에 주목할 필요
- 한국은행은 2026년과 2027년 성장률 전망을 각각 3.3%, 2.9%로 상향하며 반도체 경기 호조와 내수 파급을 주요 근거로 제시. 반면 소비자물가 전망은 각각 2.7%, 2.3%로 유지했지만, 근원물가는 두 해 모두 2.5%로 상향. 국제유가 하락이 헤드라인 물가를 일부 낮추더라도 수출·투자 호조와 소득 개선에 따른 수요측 압력이 기조 물가를 지지하는 상황. 결국 성장 전망 상향과 근원물가 압력 지속은 한은의 추가 긴축 가능성을 뒷받침하는 요인
- 9월 1~20일 수출은 714억달러로 전년 대비 +78.3% 증가하며 동기간 역대 최대를 기록. 특히 반도체 수출은 341억달러로 동기간 역대 최대를 경신하며 전체 수출 호조를 주도. 수입은 +26.7% 증가한 484억달러, 무역수지는 230억달러 흑자를 기록. 8월에 이어 기록적인 수출 증가세가 이어지면서 반도체업황의 강도와 대외 수요의 견조함을 재확인했으며, 한국 성장률과 기업이익 전망의 상방 요인으로 작용

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



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

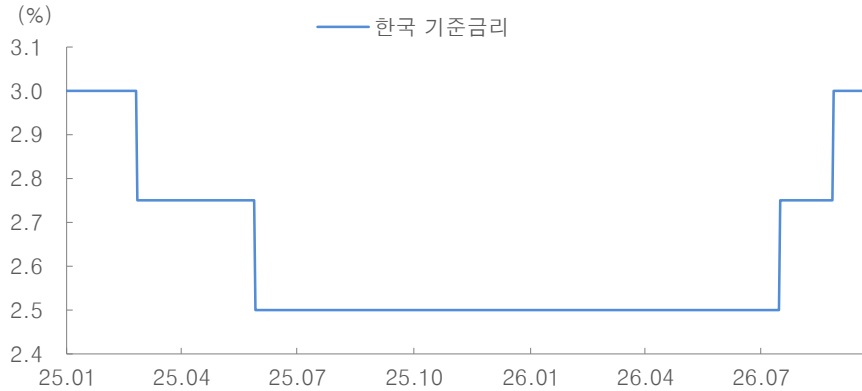
9월 1~20일 반도체 수출은 341.3억달러로 사상 최고치 경신



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

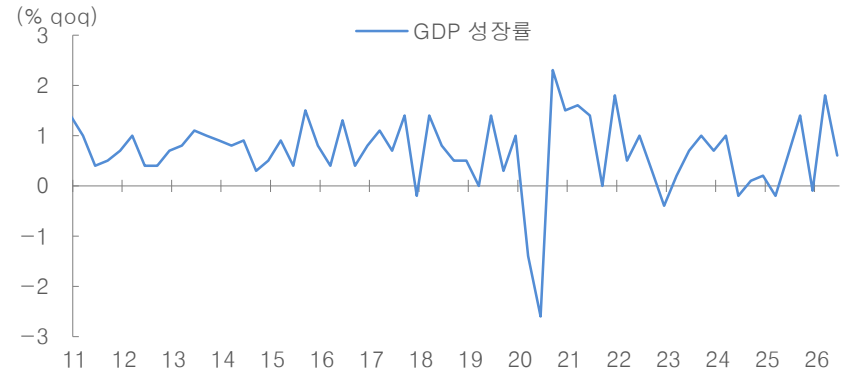
백투백 금리인상 단행, 견조한 성장에 추가 긴축 여력 확대

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



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2026년 GDP 성장률 전망 낙관적, 3.3%로 상향



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국은행 매파적 기조, 미국채 금리 상승세로 국고채 금리도 상승세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러-원 환율 하락, 달러화 강세 전개에 상승했지만, 재차 반락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

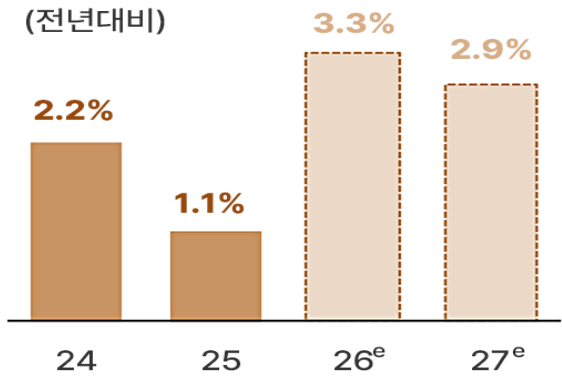
견조한 성장과 금융불균형 부담, 추가 금리인상 가능성 유효

한국은행 9월 통화신용정책보고서 주요 내용 정리

구분	내용
기준금리	기준금리를 2.50% → 3.00%로 두 차례 연속 인상
물가 전망	물가는 상당기간 2% 목표수준을 상회할 것으로 전망
성장 전망	수출·투자 호조와 소비 회복으로 견조한 성장 흐름 예상
주택가격	수도권 주택가격 오름세 지속
가계대출	가계대출 증가세 확대
대외 여건	중동전쟁 장기화에도 AI 투자 확대와 에너지 공급망 차질 완화로 세계경제 완만한 성장세 지속
정책 방향	물가·경기·금융안정 상황을 점검하며 추가 금리인상의 시기와 속도 결정

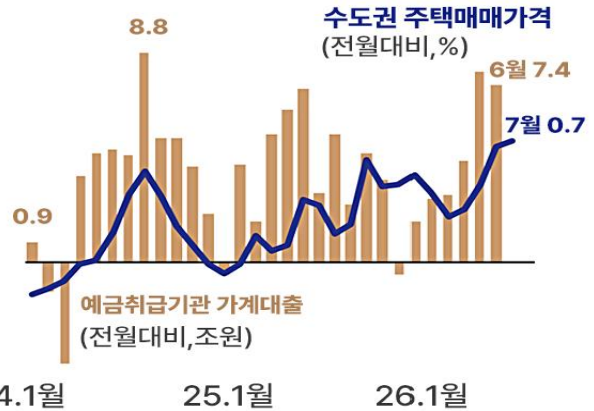
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

성장은 수출 및 투자 호조, 소비 회복으로 견조한 흐름 예상



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

수도권 주택가격 오름세 및 가계대출 증가세 확대



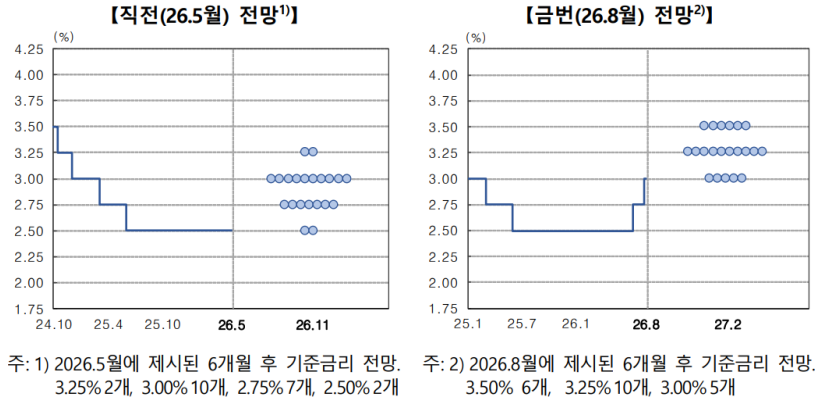
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

금융통화위원회 통화정책 방향 전문

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

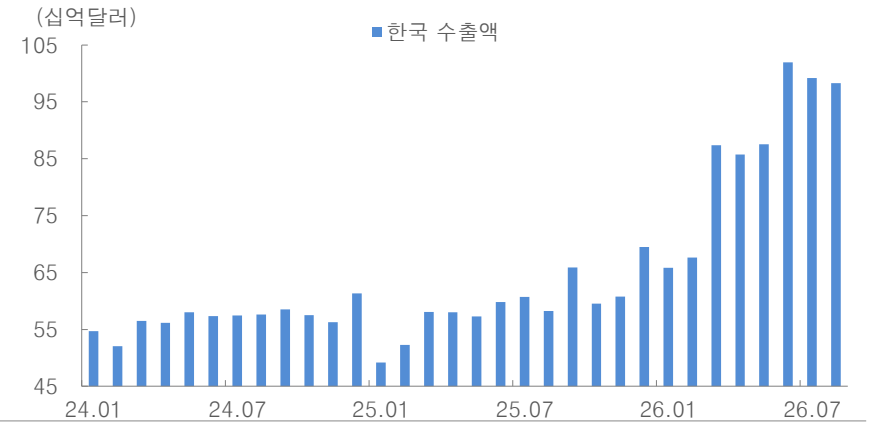
금통위원 기준금리 전망 상향 조정, 성장 눈높이 높아지자 금리 눈높이도 상향

금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망

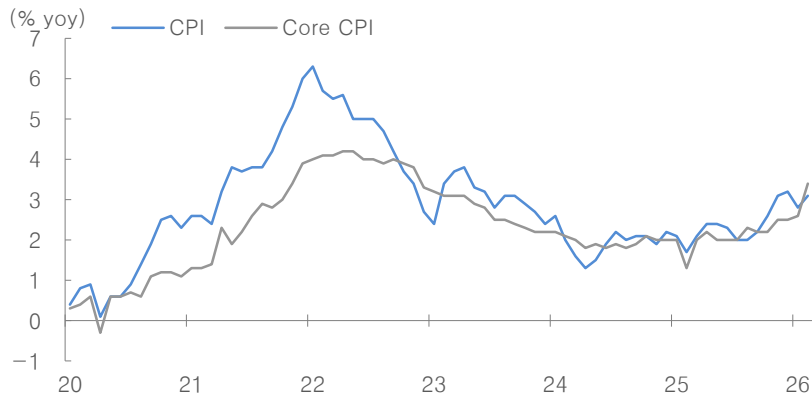


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

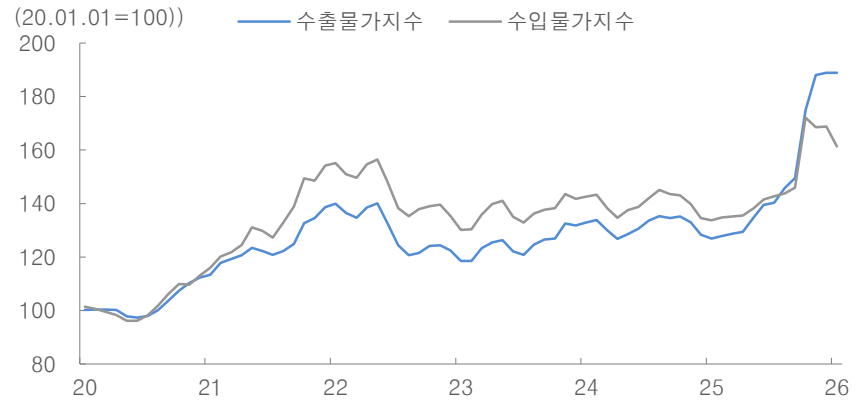
한국 수출 호조가 경제 성장률 상향에 기여



한국 8월 소비자 물가 전년 대비 +3.1% 상승, 예상치 3.3% 하회

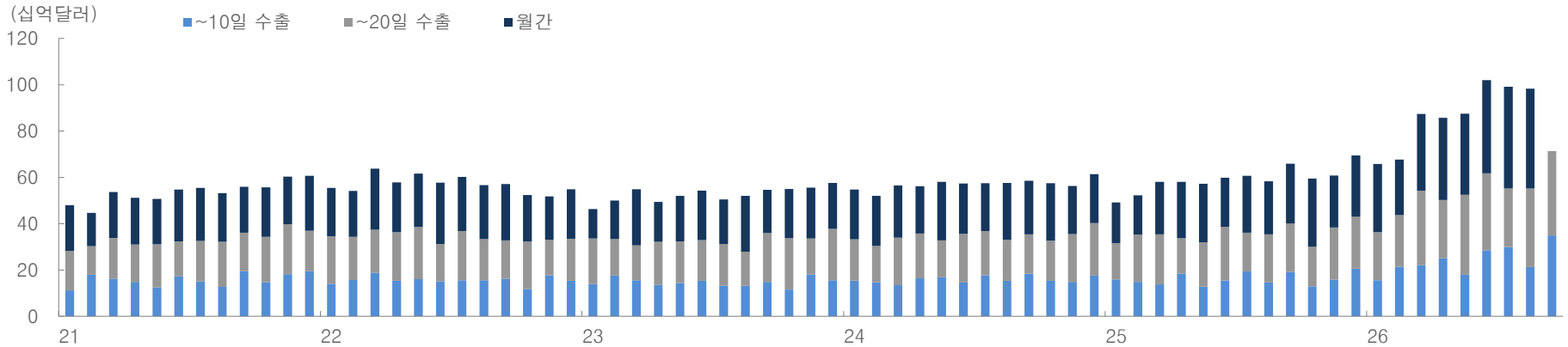


수입물가지수, 국제 유가 하락하며 3년 반 만에 가장 큰 폭 하락



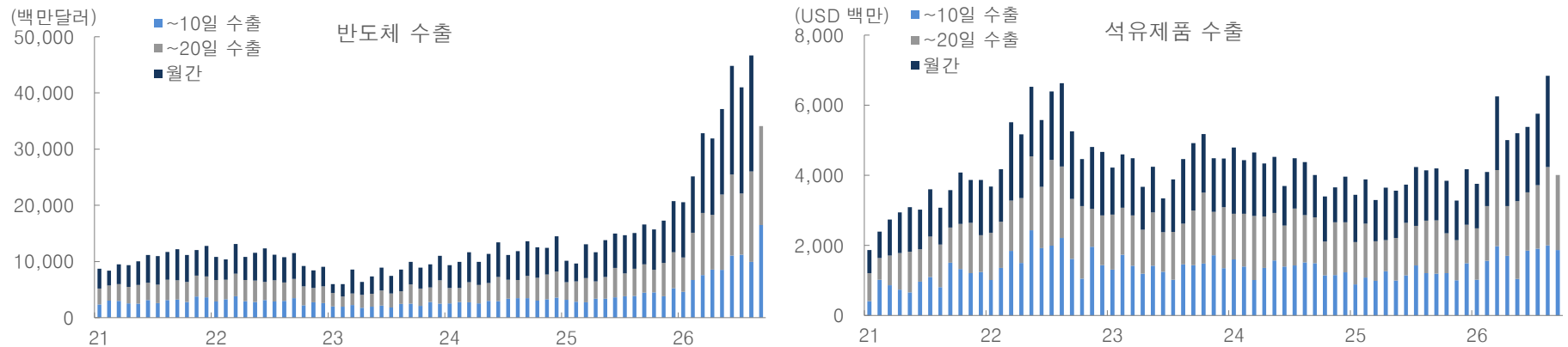
[9월 잠정 수출] 반도체 수출 사상 최고기록 경신, 전체 수출 호조 주도

한국 9월 1~20일 수출 전년 동기 대비 +78.3% 증가하며 714억달러 기록



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

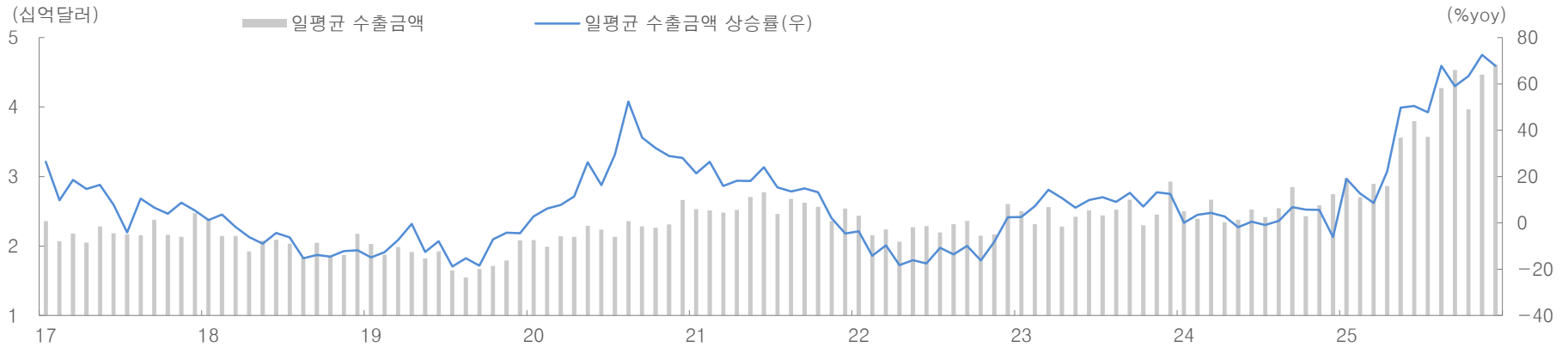
9월 1~20일 반도체 수출은 341.3억달러로 전년 대비 +259.4% 증가, 석유제품 수출은 40.1억달러로 전년 대비 +47.8% 증가



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

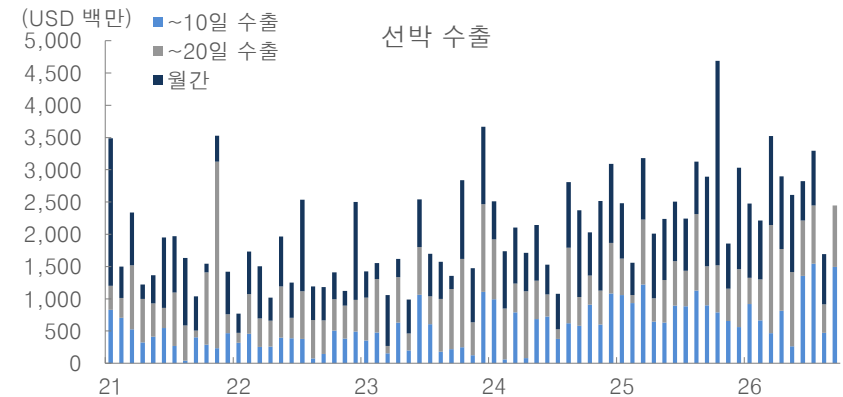
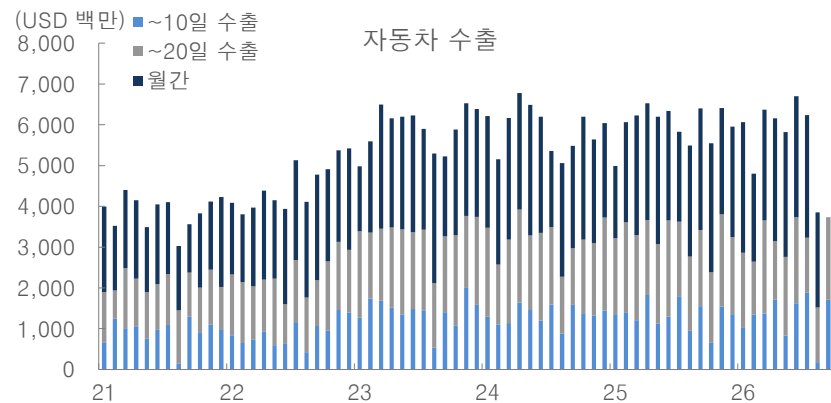
일평균 수출금액은 상승 흐름 지속, 선박 수출 호조 뚜렷

한국 일평균 수출금액도 상승 흐름 지속



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

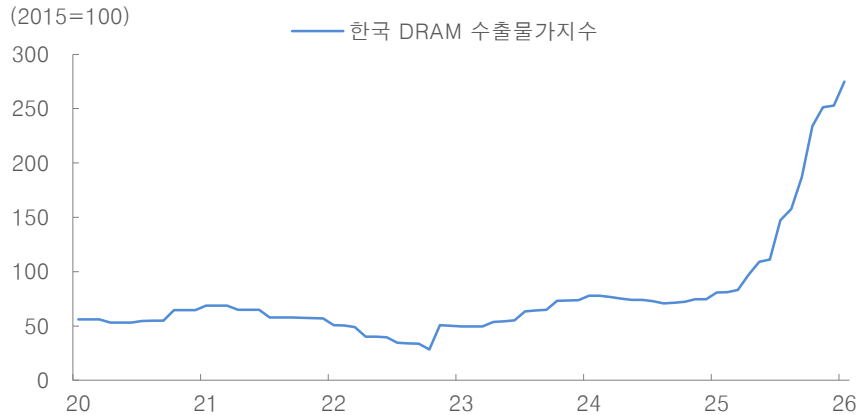
자동차 수출 37.4억달러(+9.3% YoY)로 집계되며 양호, 선박 수출도 24.5억달러(+63.0% YoY)로 급증



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

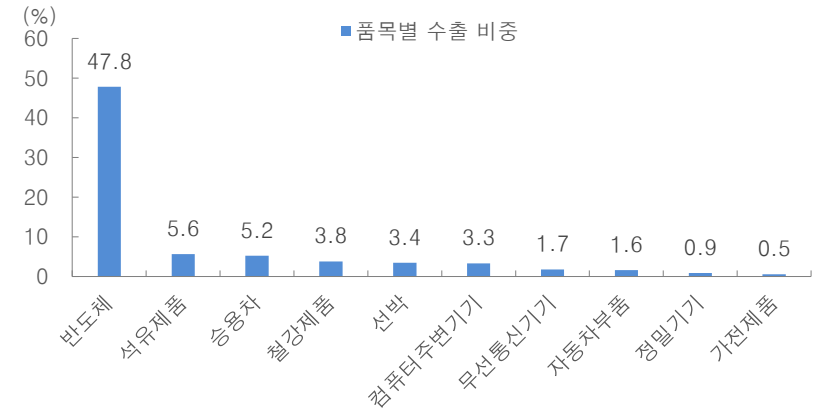
반도체 수출 호조 지속, 주요국 수출도 동반 확대

한국 DRAM 수출물가는 상승세 지속



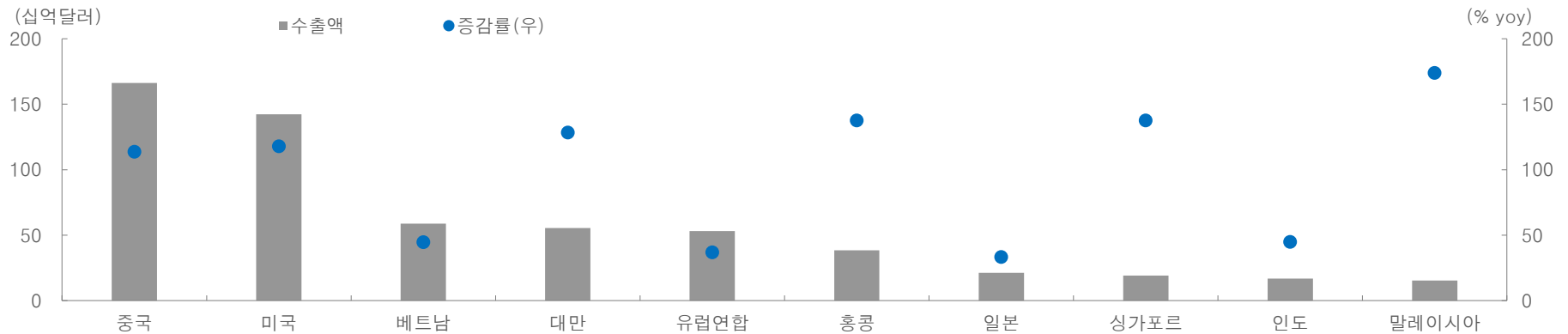
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

전체 수출 중 반도체 수출 비중 47.2%로 증가



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주요국 수출 동향, 중국, 미국, 베트남, 대만 등 수출 확장세 지속



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

중국 제조업 호조 지속, 경기 회복 관건은 내수
소비·투자 회복과 정책금융 집행,
물가 확산 여부에 주목

Strategist 이경민

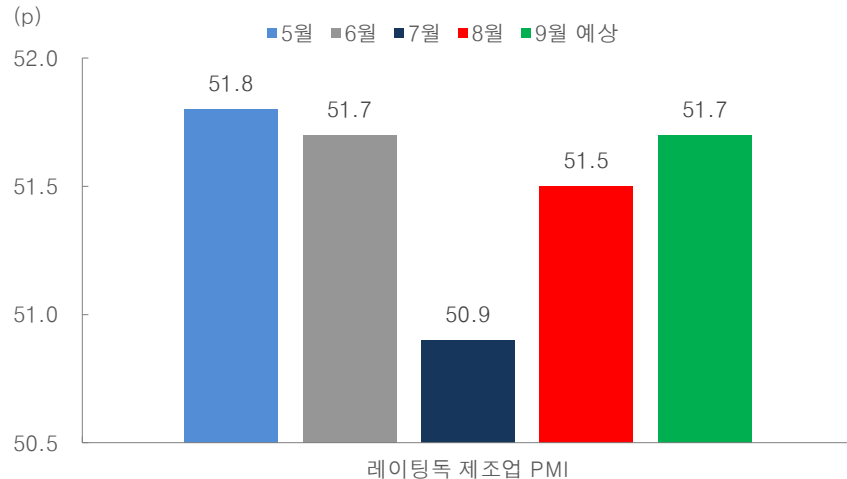
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

수출·생산 견조, 소비·투자 반등과 소비자 물가 전가 여부에 주목

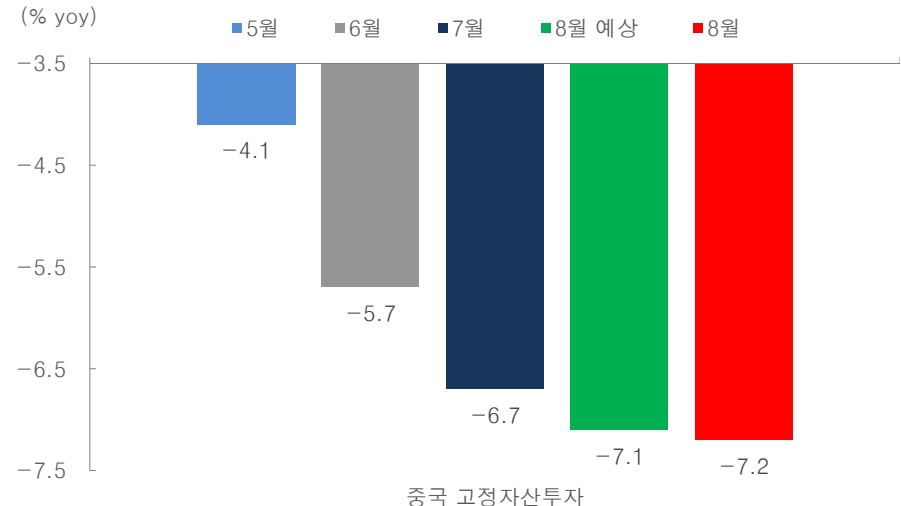
- 10월 중국 경제지표에서는 수출·첨단 제조업 중심의 성장세가 소비·투자로 이어지는지에 주목. 8월 수출은 전년 대비 +24.7% 증가하며 대외 수요가 성장 하단을 지지했고, 산업생산도 전년 대비 +5.2% 상승하며 예상치를 상회. 반면 소매판매는 +0.4%로 둔화됐고 1~8월 고정자산투자는 -7.2%, 부동산 개발 투자는 -19.9%를 기록하며 소비·투자 부진은 오히려 심화. 이에 제조업 호조가 소비·투자로 확산되며 성장 불균형을 완화할 수 있는지 확인할 필요
- 물가에서는 원자재·에너지 가격 상승이 소비자물가로 얼마나 전가되는지가 중요. 8월 PPI는 전년 대비 +3.8%로 7월 +3.5%에서 상승폭이 확대됐고 CPI 도 +0.8%, Core CPI는 +1.0%로 반등. 중동 리스크에 따른 국제 유가와 비철금속 가격 상승이 생산단계 물가를 끌어올렸지만, 내수 부진으로 최종 소비가 격으로의 전가는 여전히 제한적인 상황. 10월에는 PPI 상승세가 지속되는지와 함께 서비스·소비재 가격까지 상승 압력이 확산되는지가 핵심이며, Core CPI 반등 여부를 통해 내수발 물가압력의 회복 여부를 확인할 필요
- 정책 측면에서는 10월 LPR 인하 여부보다 재정·산업정책의 실제 집행과 내수 회복 효과가 더 중요한 변수. 9월 LPR은 1년물 3.0%, 5년물 3.5%로 16개월 연속 동결됐고, 연준의 금리 인상과 미·중 금리차 확대, 은행 순이자마진 부담을 고려하면 광범위한 추가 통화완화 여력은 제한적인 상황. 여기에 9월 미·중 정상회담에서 관세 휴전이 2개월 연장되며 대외 불확실성이 일부 낮아진 만큼, 정책 초점은 금리 인하보다 소비·인프라·첨단산업 지원과 정책금융 집행으로 이동할 가능성. 다만 9월 소매판매와 고정자산투자, 부동산 지표가 추가로 악화될 경우 연말 추가완화 기대가 재차 높아질 여지는 존재

9월 제조업 PMI 51.7p로 예상, 제조업 경기 회복 가속



자료: Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

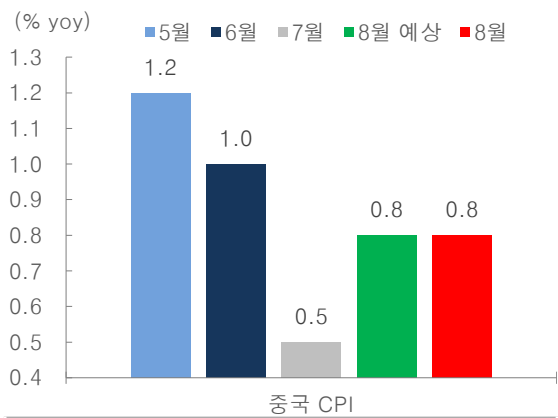
고정자산투자 부진 심화, 부동산·인프라 투자 약세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

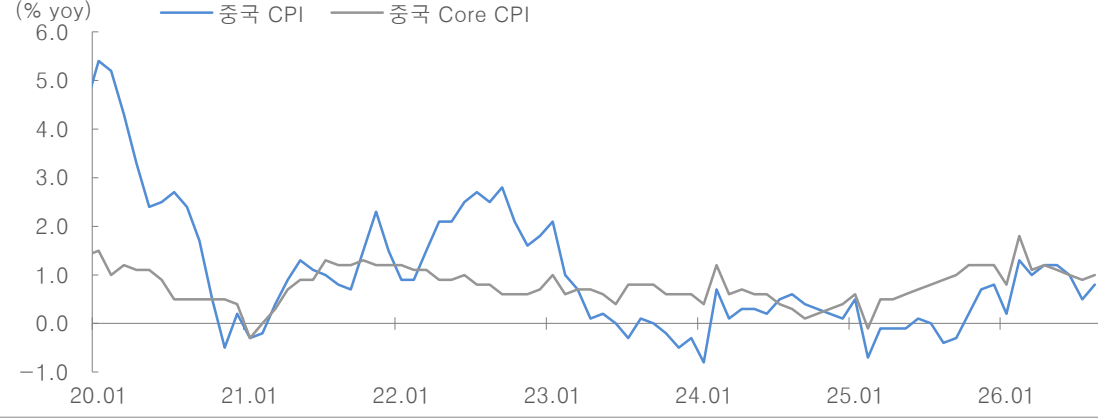
[물가] 에너지 가격 상승 영향으로 중국 소비자, 생산자 물가 상승세

8월 CPI +0.8%로 예상치에 부합



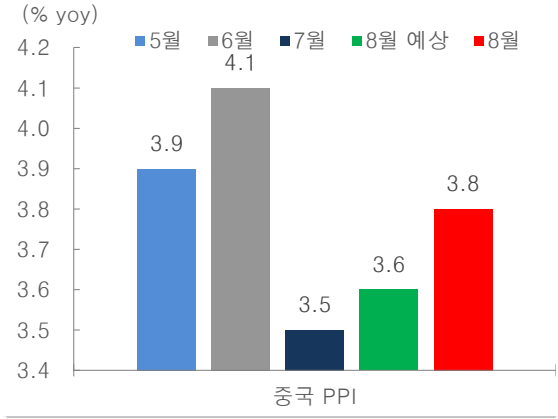
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 소비자물가, 에너지·AI 관련 수요 증가에 상승한 반면 식품 가격은 하락



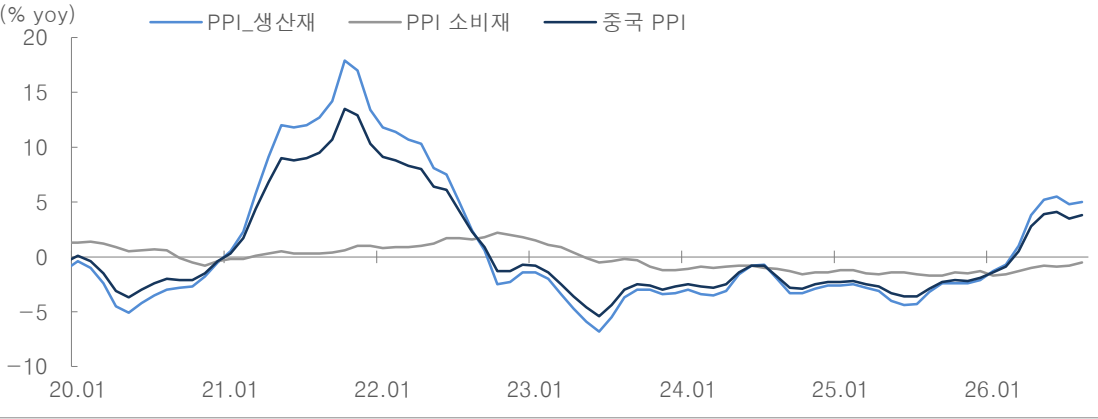
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

8월 PPI +3.8%로 예상치(+3.6%) 상회



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

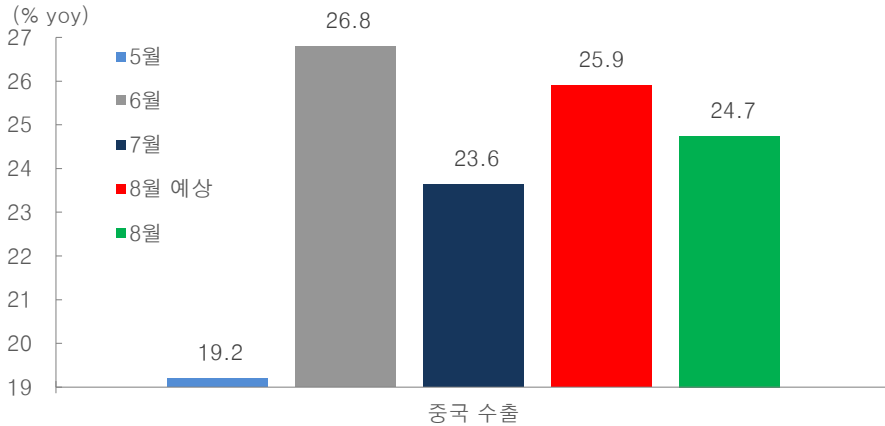
중국 생산자 물가 6개월째 상승세 기록, 에너지 가격 및 원자재 가격 상승의 결과



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

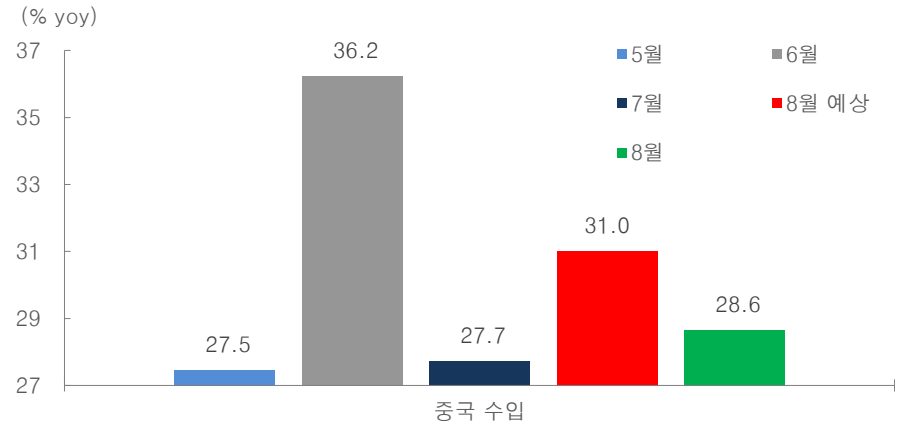
[수출/입] 첨단 제조업이 견인한 중국 수출 호조, 대미 수출도 개선

중국 8월 수출 전년 대비 24.7% 상승하며 수출 호조 지속



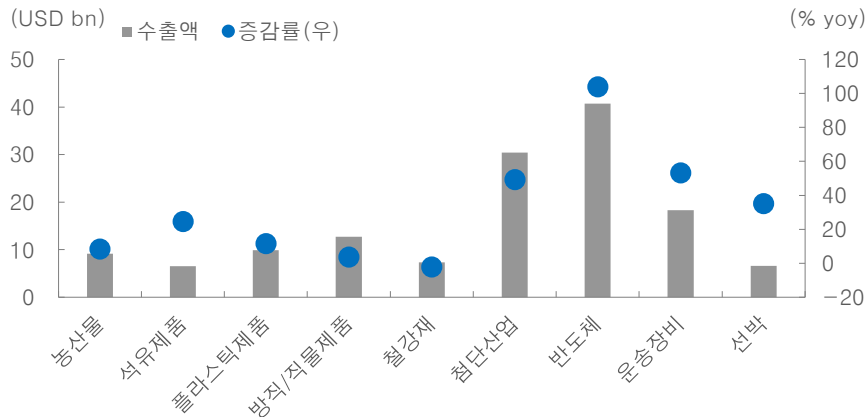
자료: Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

중국 8월 수입 전년 대비 28.6% 상승하며 부진한 흐름



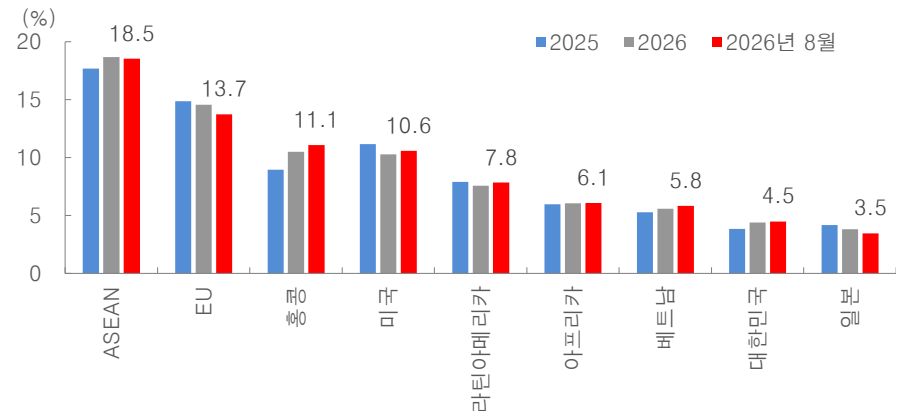
자료: Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

첨단산업, 반도체, 운송장비, 선박 등 수출 호조 주도



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

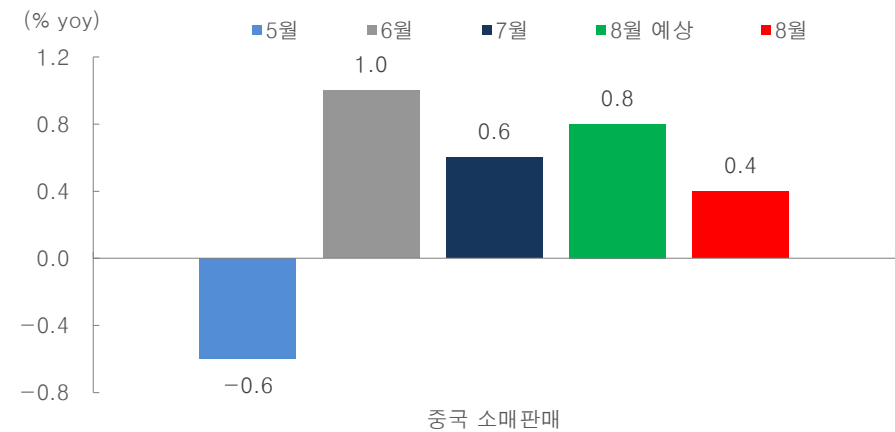
중국 대미 수출 견고, ASEAN, 홍콩 등 수출 비중도 상승



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

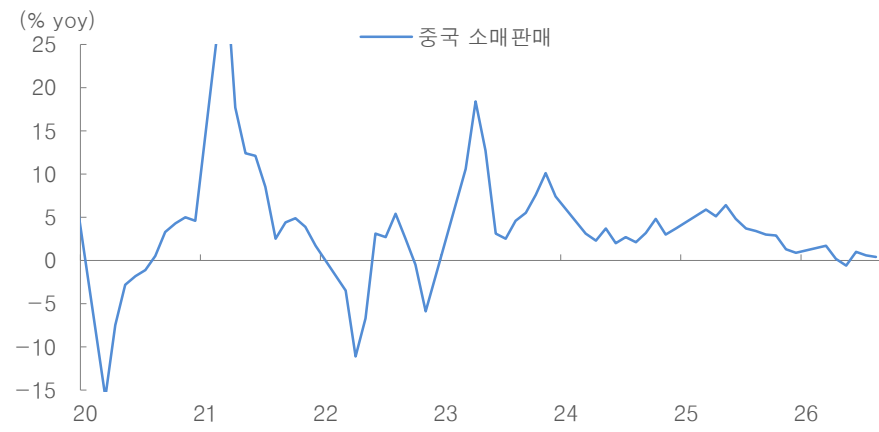
[소매판매] 소비 회복세 둔화, 품목별·도시/농촌 간 격차 지속

8월 소매판매 전년 대비 +0.4% 상승하며 예상치 하회



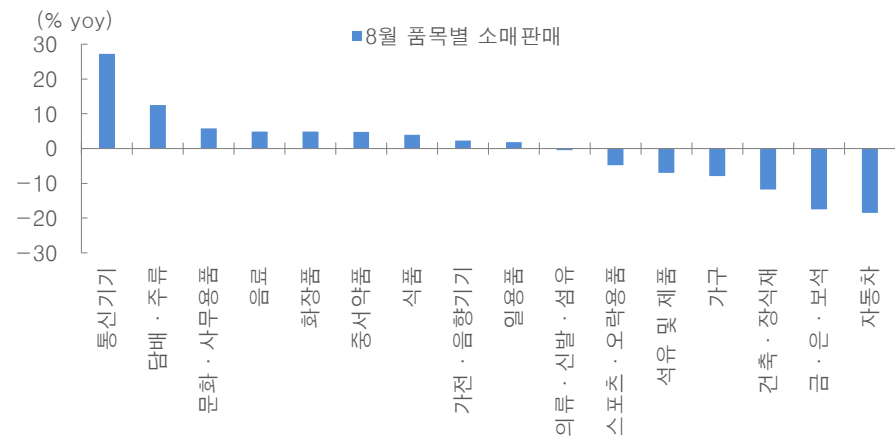
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

6월 이후 하락세 보이며 소비 정체 지속



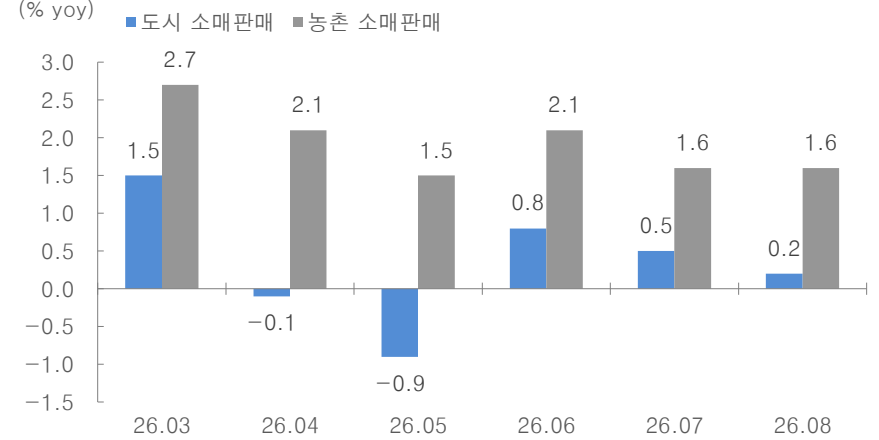
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

통신기기, 소비재 호조에도 자동차, 귀금속, 건축 등 부진



자료: 중국 통계청, 대신증권 Research Center

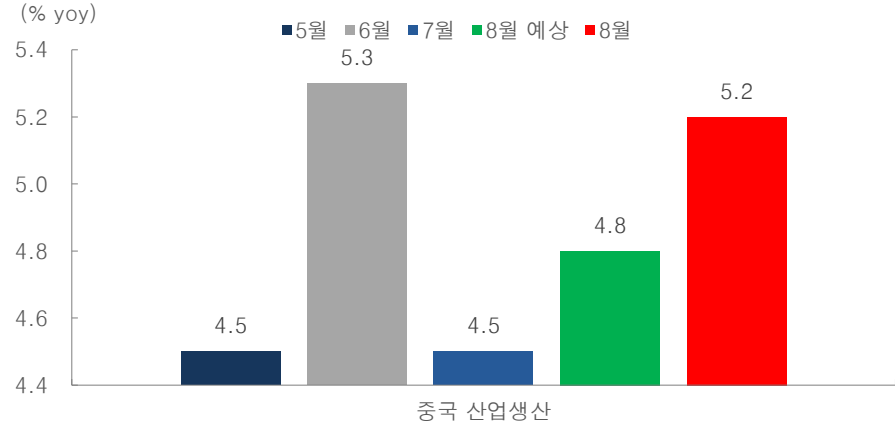
도시와 농촌 간 소비 격차 지속



자료: 중국 통계청, 대신증권 Research Center

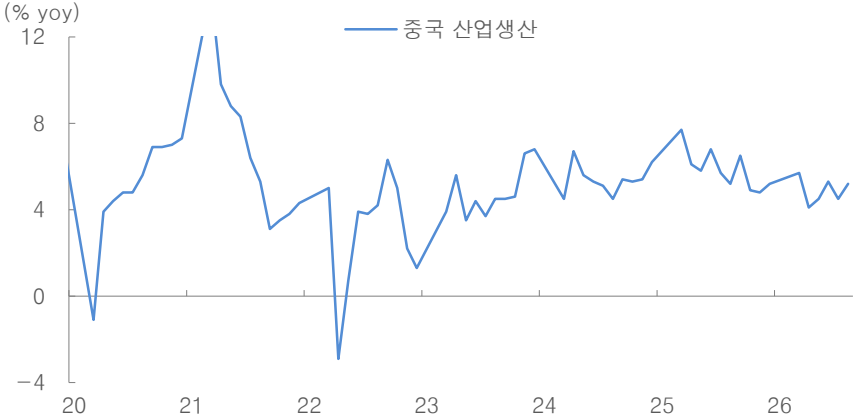
[산업생산] 첨단 제조업이 이끈 산업생산 반등, 성장 동력 간 차별화 흐름

8월 산업생산 전년 대비 +5.2% 상승하며 예상치 상회



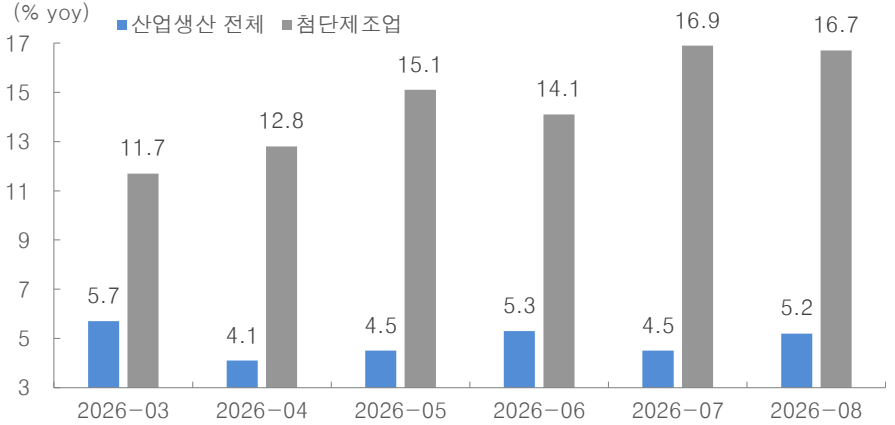
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주요 제조업 성장으로 산업생산 확장 가속화



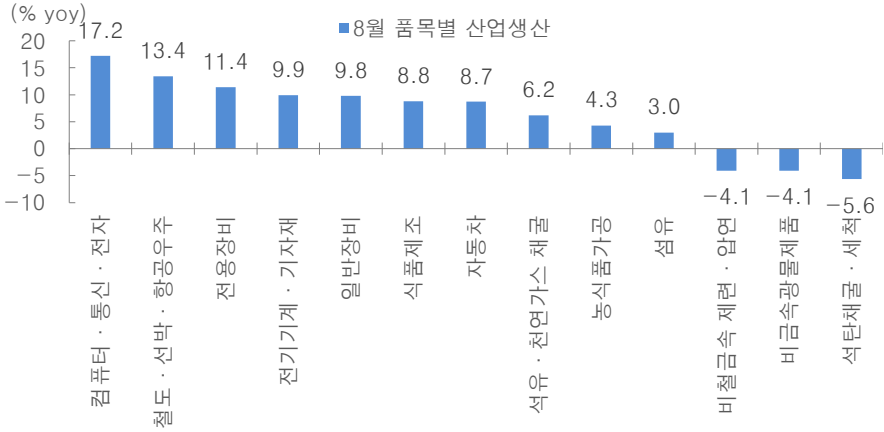
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

첨단 제조업 호조 뚜렷, 성장 동력 간 격차 지속



자료: 중국 통계청, 대신증권 Research Center

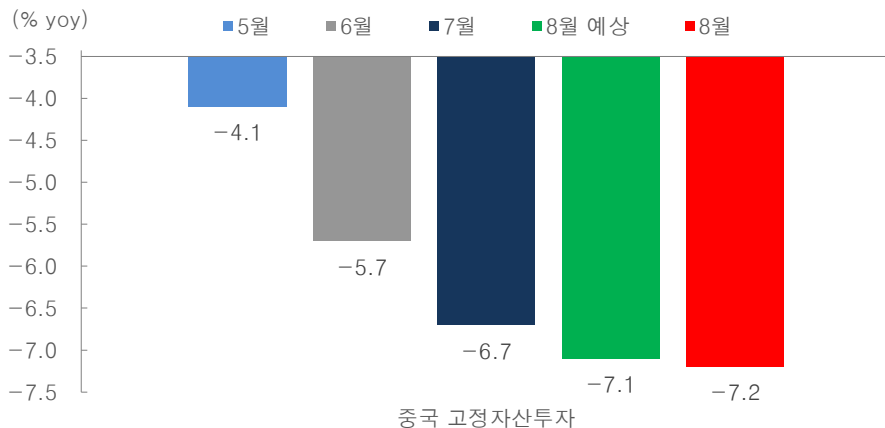
컴퓨터, 통신, 전자, 선박 등 제조업 산업생산 주도



자료: 중국 통계청, 대신증권 Research Center

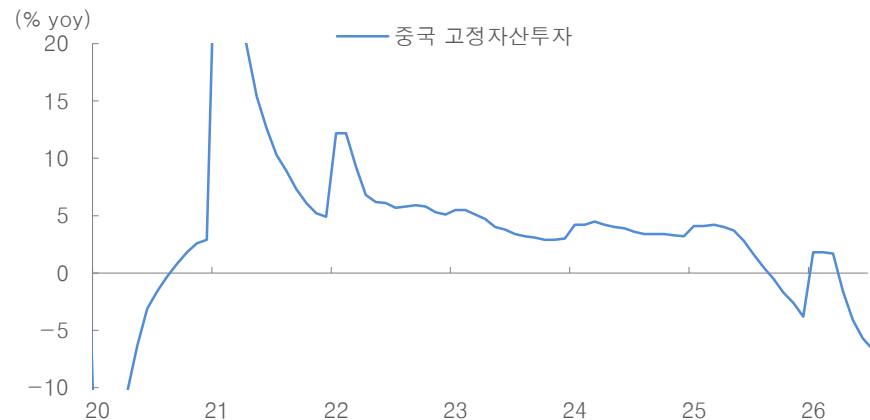
[고정자산투자] 고정자산투자 부진 심화, 부동산·인프라 투자 약세

8월 고정자산투자 전년 대비 -7.2% 하락하며 예상치 하회



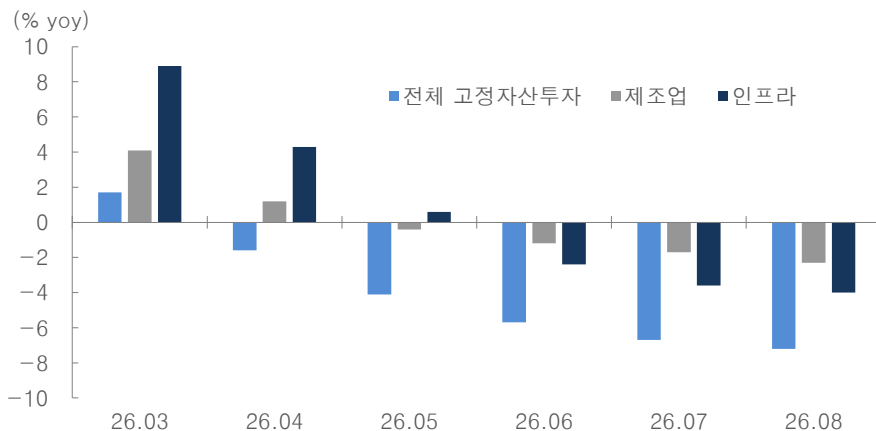
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2020년 4월 이후 가장 가파른 하락세 기록



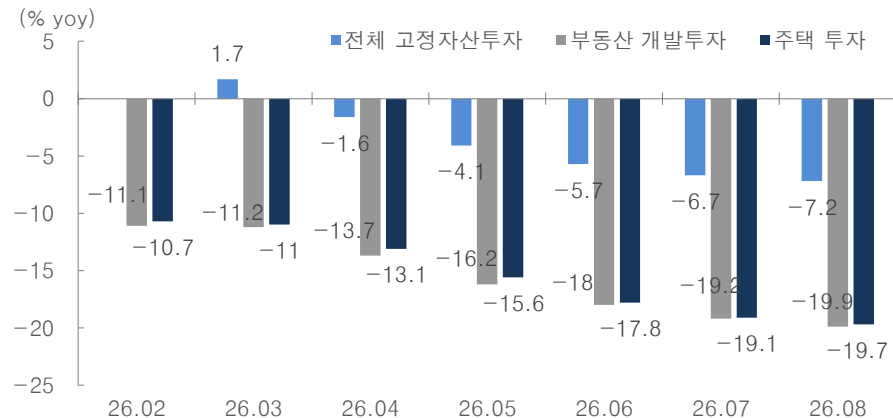
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

제조업, 인프라 부분 투자도 부진



자료: 중국 통계청, 대신증권 Research Center

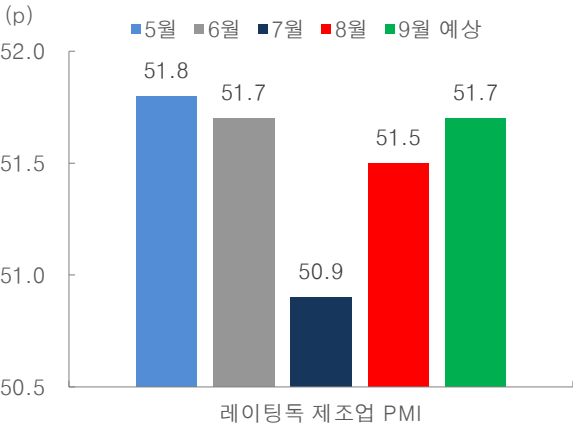
부동산 투자 부진 심화, 고정자산투자 하방 압력 지속



자료: 중국 통계청, 대신증권 Research Center

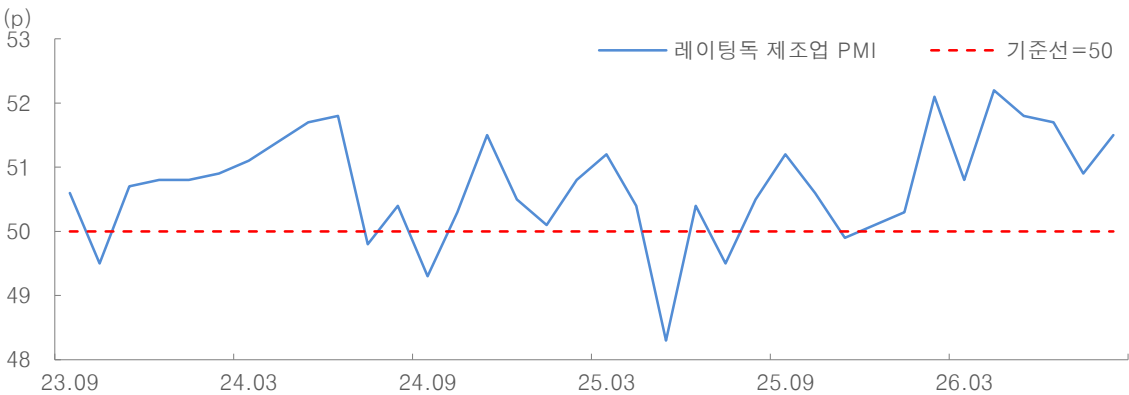
[PMI] 제조업 회복세 가속, 서비스업은 더딘 개선 지속

9월 제조업 PMI 51.7p로 예상



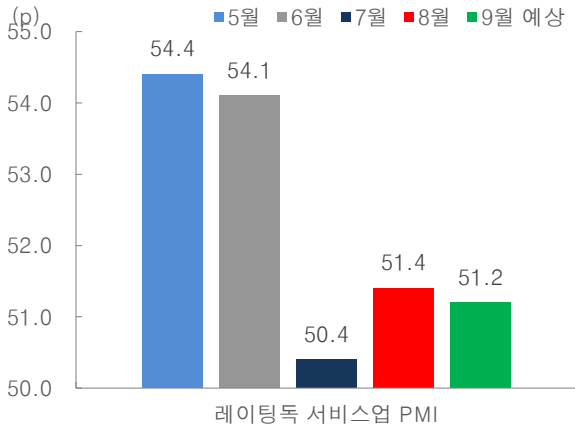
자료: Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

신규 수주 15개월째 상승, 생산도 9개월 연속 증가하며 경기 회복세 가속



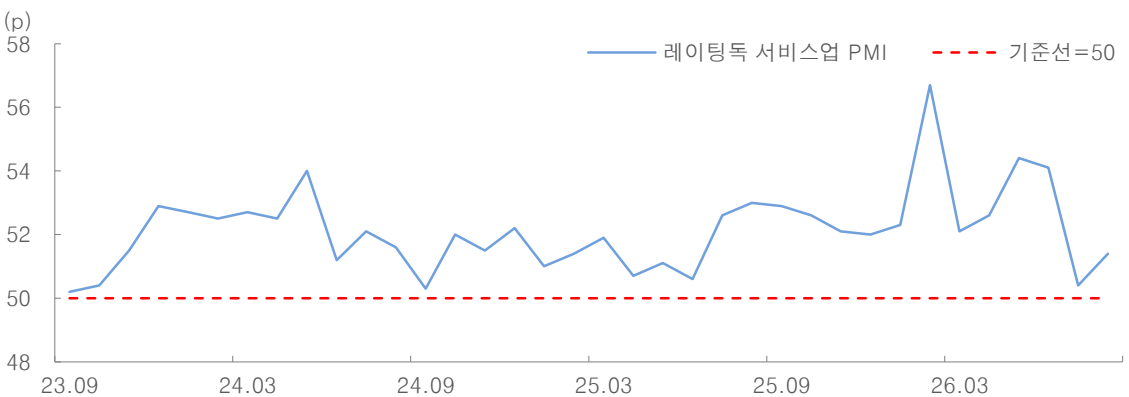
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

9월 서비스업 PMI 51.2p로 예상



자료: Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

4개월째 경기 확대 국면이지만, 부진한 경기 회복 속도



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

LPR 16개월 연속 동결, 추가 인하보다 정책 공조에 무게

중국 인민은행, 16개월 연속 LPR 금리 동결

2026년9월20日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告		
字号 太 虫 小	文章来源:	2026-09-20 09:00:00
中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026年9月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。		
打印本页 关闭窗口		

중국 인민은행은 전국은행간자금조달센터(NIFC)를 통해 2026년 9월 20일 기준 대출우대금리(LPR)를 다음과 같이 발표했습니다. 1년 만기 LPR은 3.0%, 5년 이상 만기 LPR은 3.5%입니다. 이 금리는 차기 LPR 발표 시까지 유효합니다.

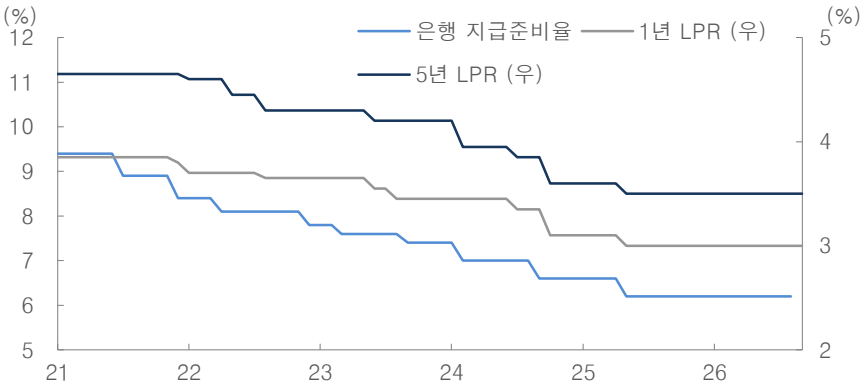
자료: PBOC, 대신증권 Research Center

최근 LPR 결정과 비교

9월 LPR 결정	8월 LPR 결정
- 주요국 긴축과 미·중 금리차 확대를 고려해 9월 LPR 동결, 추가 금리 인하 여력 제한 - 대출 증가세 둔화를 구조적 변화로 판단하며 통화정책보다 재정·산업정책과의 공조를 중시하는 신중한 기조 지속	7월 금융지표 둔화하고 하반기 업무회의서 완화 발언 나왔음에도 금리 동결 결정 - 특별국채·추경 등 재정정책 확인 이후 통화·재정 공조에 나서려는 전략적 관망 지속

자료: 대신증권 Research Center

중국 LPR 금리 추이



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

LPR 정책 결정: 신호와 불일치

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

자료: 대신증권 Research Center

9월 LPR 금리 동결을 시사했던 판공성 총재, 완화 기조에도 추가 인하에는 신중

판공성 PBoC 총재 공식 기고문 주요 내용

- **금융여건:** 현재 중국의 사회융자 여건은 여전히 상대적으로 완화적이라고 평가. 금융총량이 실물경제의 수요를 과도하게 웃돌 경우 자금이 비효율적으로 축적될 수 있다는 점을 경계
- **대출 증가율:** 대출 증가율 둔화와 신용의 질적 개선이 향후 새로운 정상으로 자리잡을 수 있다고 언급. 과거와 같은 높은 대출 증가율을 지속하는 것은 현실적으로 어렵고, 반드시 필요하지도 않다는 입장
- **정책 판단:** 최근 신용지표 부진을 단순히 추가 통화완화 필요성으로 연결하기보다는 경제·금융 구조 변화 결과로 판단. 신용 증가율 자체보다 자금 배분의 효율성과 실물경제 지원 효과를 중시하는 정책 기조를 강조
- **LPR 시사점:** 현재 금융여건이 이미 완화적이라는 판단을 감안하면 신용지표 부진만을 근거로 추가 금리인하에 나설 필요성은 제한적. 이에 9월 LPR은 추가 인하보다 현 수준 유지 전망에 무게

자료: PBoC, 대신증권 Research Center

달러-위안 환율 추이



자료: 대신증권 Research Center

중국 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

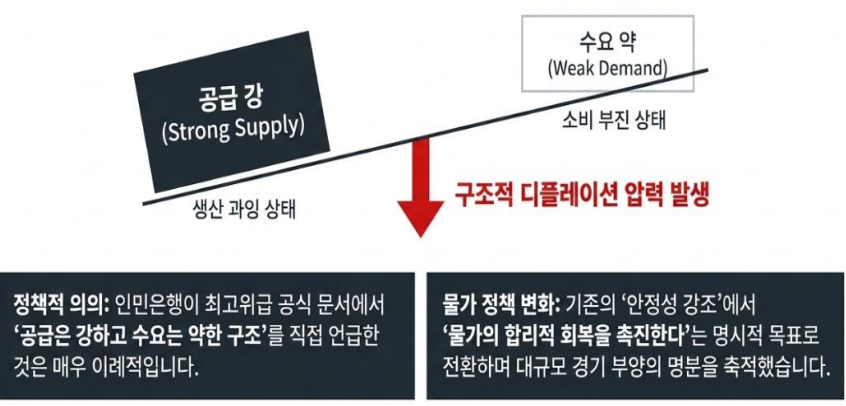
중국 인민은행 통화정책위원회 성명: 역주기 조절 확대 선언, 금리, 기준을 인하 포석

인민은행 2분기 통화정책위원회 성명 주요 내용

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

자료: PBOC, 대신증권 Research Center

구조적 수급 불균형과 디플레이션 압력



자료: 대신증권 Research Center

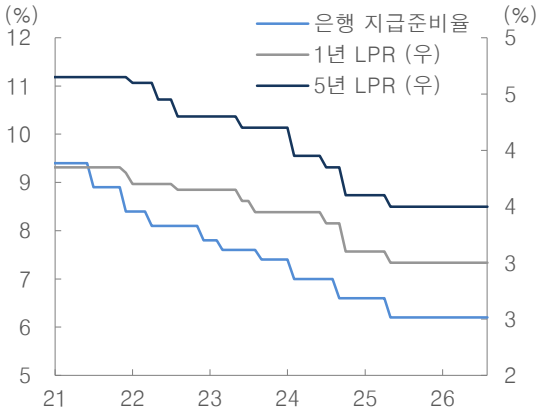
중기 전략으로 격상된 주요 정책 과제



자료: 대신증권 Research Center

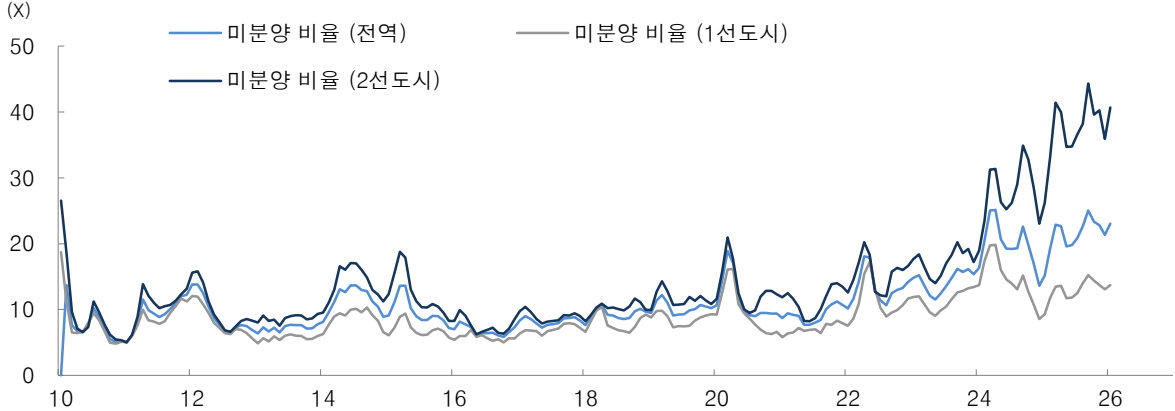
소비 회복을 위해 유동성 공급, 부동산 규제 추가 완화

LPR금리 16개월 연속 동결 중



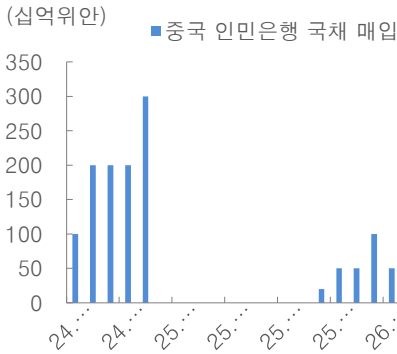
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

위축된 부동산 경기는 소비심리 약화의 원인



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 인민은행은 국채 매입 재개



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

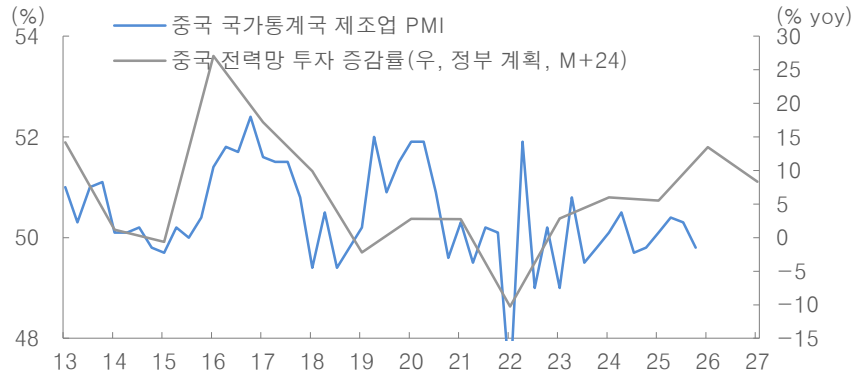
1선 도시들은 소비 유도를 위해 부동산 규제까지 추가 완화

구분	2026년 8월(807대책)	2025년 12월(1224대책)
외지인 매입 제한 (시내)	사회보험·소득세 1년 납입 이력 필요	사회보험·소득세 2년 납입 이력 필요
외지인 매입 제한 (외곽)	1년 유지 → 시내·외곽 요건 동일화	사회보험·소득세 1년 납입 이력 필요
다자녀 가정	기존 추가 매입 허용 + 베이징 호적 다자녀 가구 대출한도 40만원 추가 상향	2자녀 이상 가구, 5환 내 주택 1채 추가 매입 허용
주택담보대출 금리	기존 정책 유지, 8월 추가 금리 규제 변경 없음	1주택·2주택 구분 폐지, 은행이 시장·고객 위험에 따라 금리 결정
주택공적금 대출 LTV	기존 기준 유지. 대신 공적금 대출한도 및 지원 범위 확대	2주택 최저 계약금 25% → 최대 LTV 75%
부동산 개발 사업 인허가	기존 정책 유지, 8월 추가 변경 없음	토지 공개입찰 개발사업 시·구 승인 → 구 단위 신고제 전환

자료: State Grid, 대신증권 Research Center

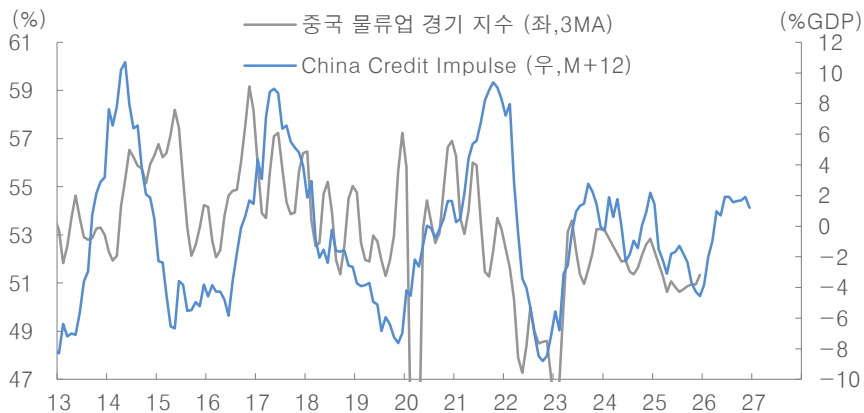
26년 중국 경기 회복 가시화 예상. 위안화, 비철금속 강세 전망

전력망 투자가 제조업 PMI를 24개월 선행. 연내 경기 반등 가능



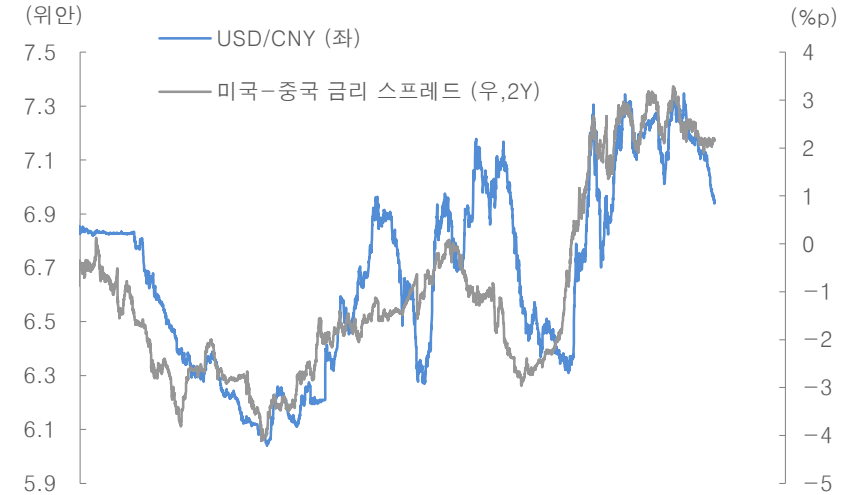
자료: State Grid, Wind, 대신증권 Research Center

추가 부양으로 내년까지 정책 효과 발생 예상



자료: Wind, 대신증권 Research Center

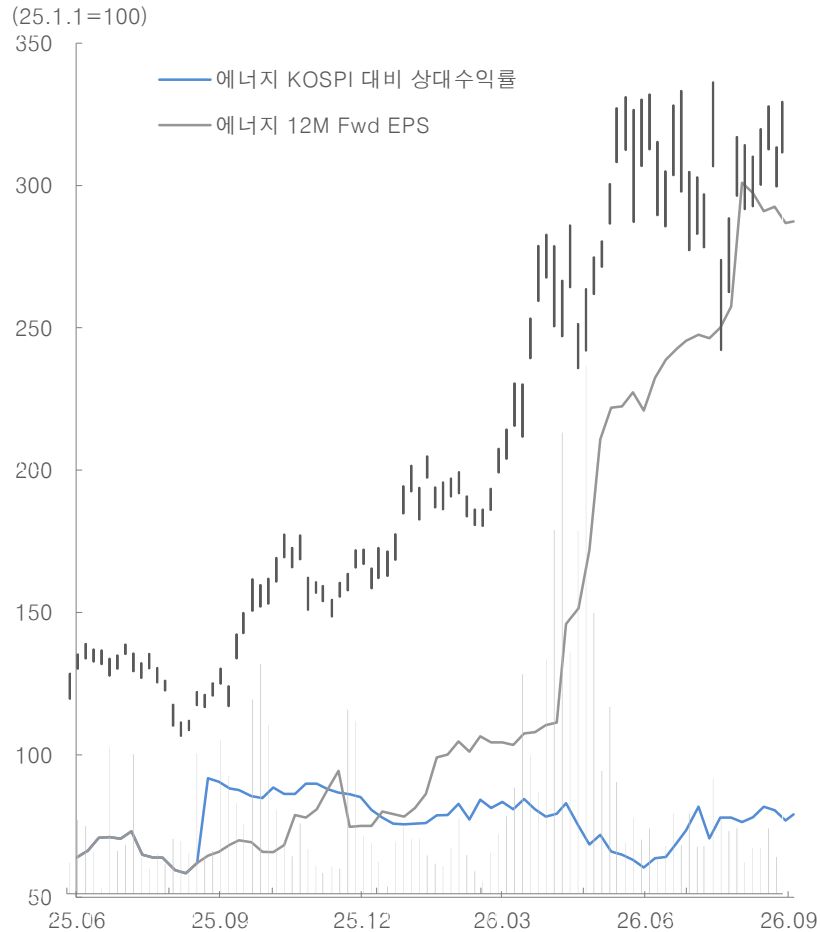
FX는 성장률 함수, 추가 부양으로 위안화, 비철금속 강세 예상



자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

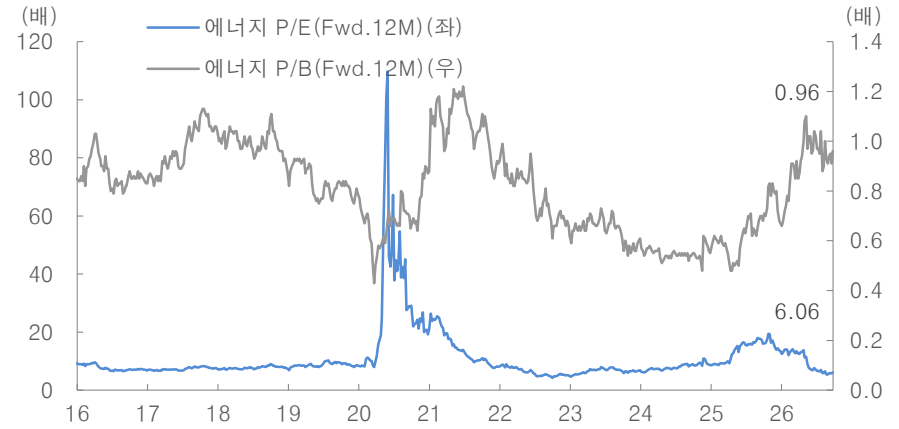
[에너지] 중동 사태 장기화에 대한 우려로 에너지 가격 재차 상승, 반사 수혜 기대감 부각

선형 EPS 상승폭 뚜렷. 중동 긴장으로 급등한 후 차익매물 출회



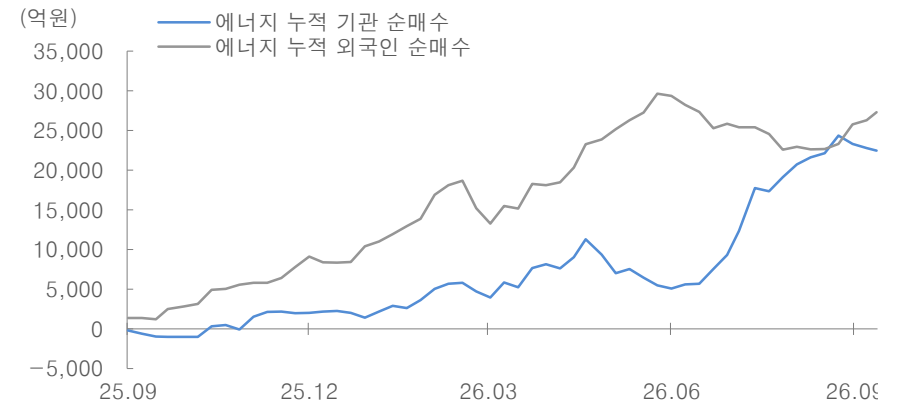
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선형 P/E, P/B 6.06배, 0.96배 수준, 밸류에이션 매력 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

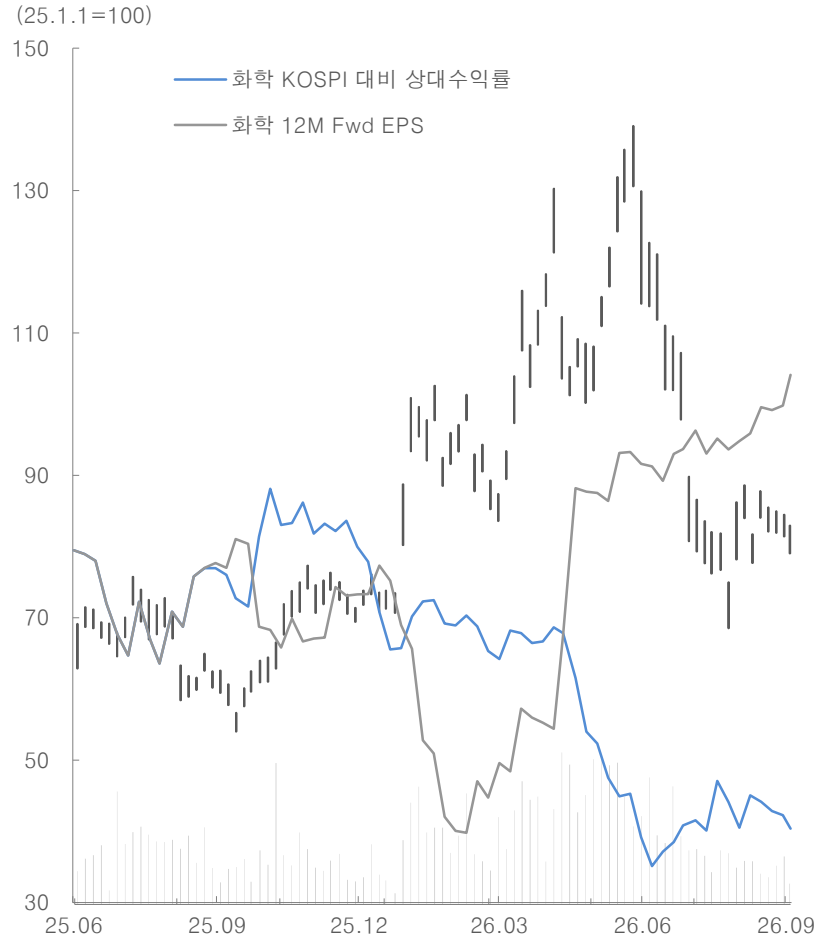
외국인 투자자 순매수 전환, 기관 순매수 정점 통과



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

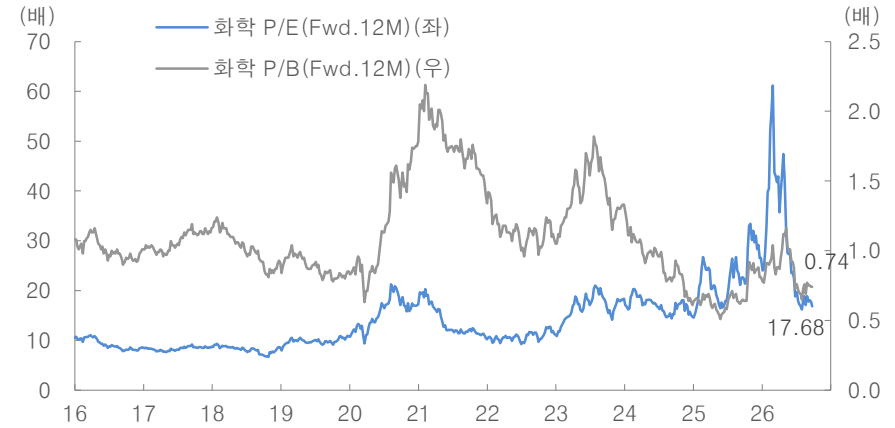
[화학] 실적 대비 주가 매력도 확대, ESS 모멘텀 긍정적

선형 EPS 상승 흐름, 순환매 확산되며 소폭 상승



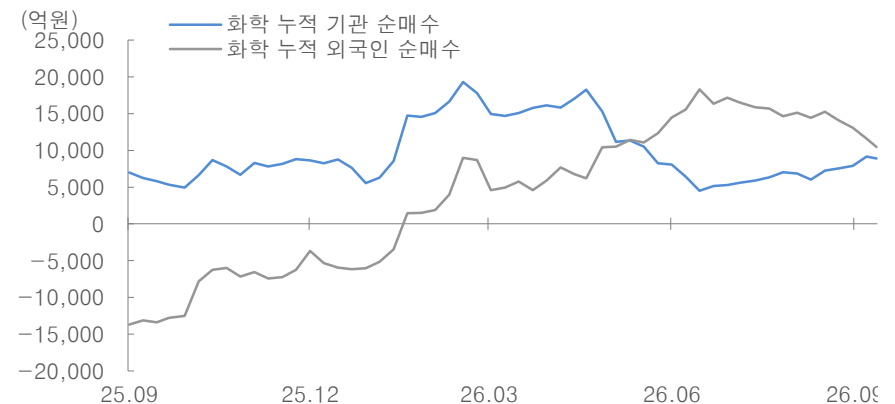
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 매력 유효, PBR 0.74배로 하락 추세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매도 지속, 기관 6월 이후 순매수 흐름

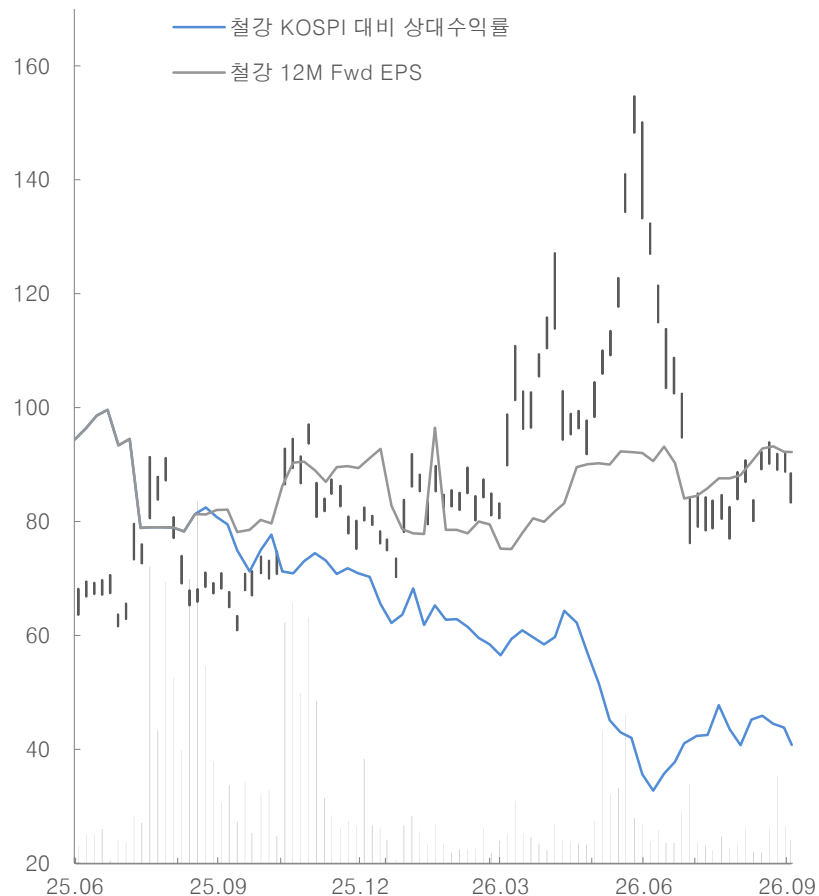


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 공급 축소에 따른 반사 수혜 기대감 유효

선형 EPS 상승 흐름 둔화, 저점 확인 후 횡보 흐름

(25.1.1=100)



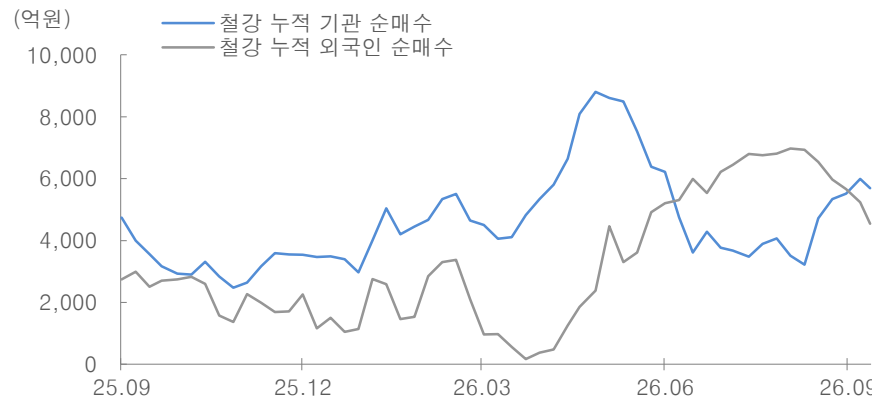
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 매력 유효, 선형 P/B 0.36배로 하락세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매도 지속되는 중, 기관 순매수 정점 통과

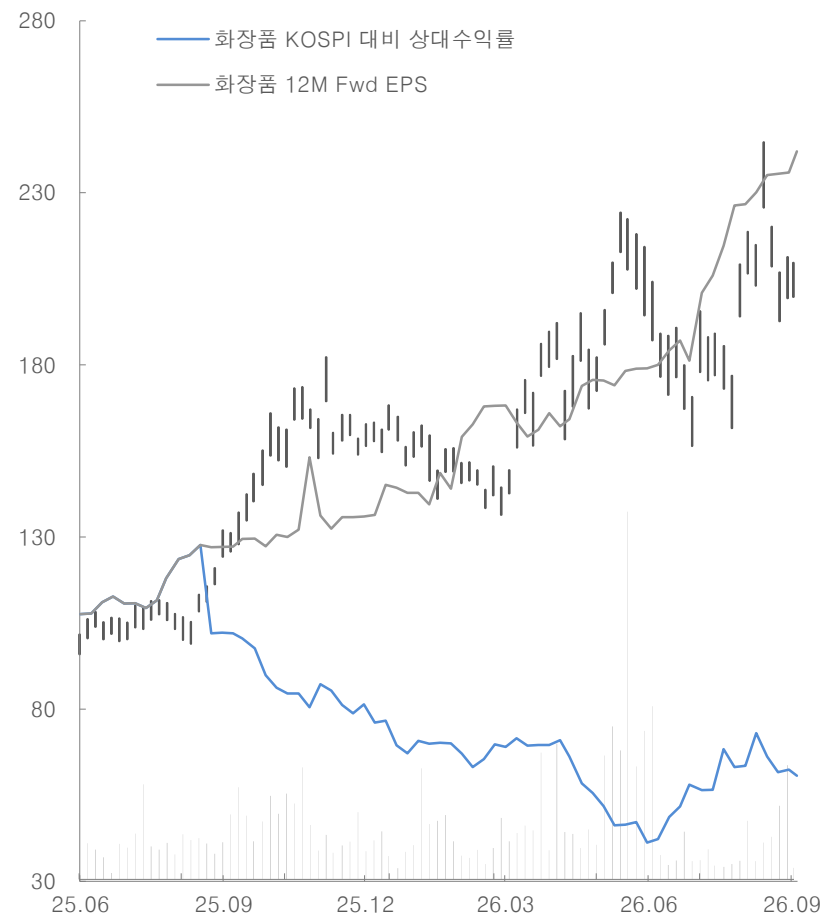


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

선행 EPS 상승 흐름, 실적/수출 모멘텀으로 강세 뚜렷

(25.1.1=100)



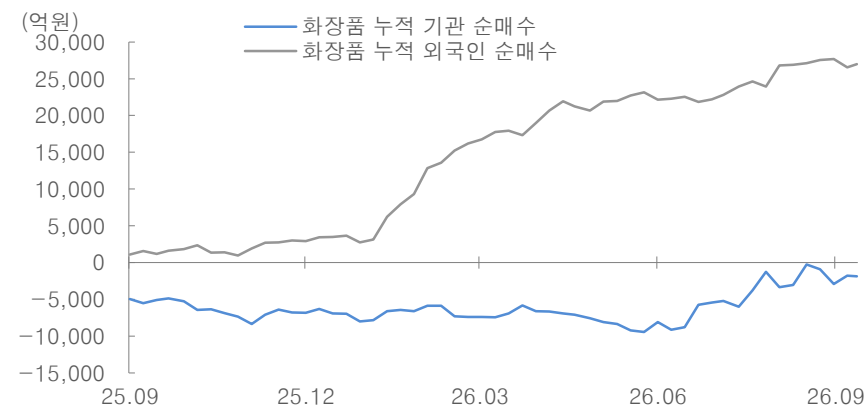
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

화장품 밸류에이션 P/E 9.64배로 밸류에이션 매력 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 투자자 순매수 확대, 7월 이후 기관 수급 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

AI Agent 확산과 AI 투자 지속성 확인 Meta MUSE 흥행, GTC Berlin, Oracle AI World에 주목

Strategist 이경민

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

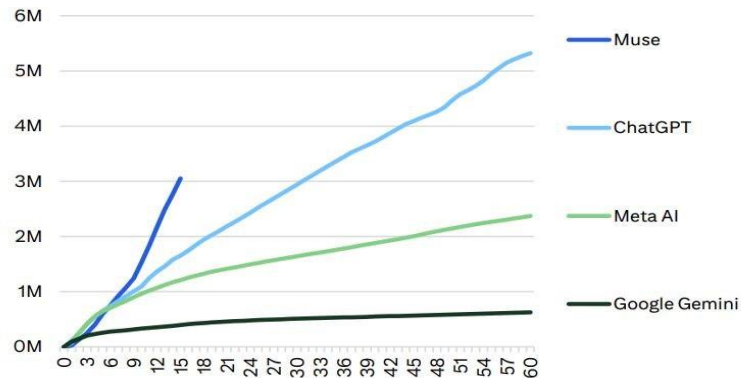
텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

MUSE 흥행부터 GTC·Oracle AI World까지, AI Agent 모멘텀 지속

- Meta의 AI 에이전트 MUSE는 9월 8일 출시 이후 12일 만에 280만 다운로드를 기록하며 흥행에 성공. 이메일 전송, 여행 예약, 쇼핑 등 단순 질의 응답을 넘어 실제 업무를 수행하는 개인형 AI 에이전트 수요를 확인. MUSE는 사용자별 Secure VM에서 브라우저와 외부 앱을 직접 활용하는 구조로, 이용자 확대는 단순 추론뿐 아니라 브라우저 실행·툴 호출·데이터 처리 등 CPU 중심 연산 증가로 연결. AI 에이전트의 활용이 늘어날수록 CPU·메모리·스토리지 등 서버 자원 사용도 동반 확대될 가능성 높음. 향후 Meta 서비스 내 MUSE 확산에 따라 AI 서비스 수익화 및 데이터센터 수요 확대에 이어질 것으로 기대
- 10월 20~22일 열리는 GTC Berlin에서는 AI Agent와 Physical AI, AI Factory를 중심으로 차세대 AI 인프라 방향을 재확인. 21일 젠슨 황 CEO 기조연설을 중심으로 Agentic AI·추론·로보틱스·오픈모델 등 100개 이상의 세션이 예정. 특히 AI Agent가 기업 데이터 기반으로 자율적으로 추론·계획·실행하는 구조와 이를 뒷받침하는 대규모 AI Factory 구축이 주요 화두. 유럽 내 GPU·AI 서버·네트워크 투자와 Sovereign AI 확대 여부도 관전 포인트. 신규 가속기와 서버 플랫폼, 기업용 Agent 솔루션이 추가 공개될 경우 AI 인프라 투자 사이클 지속 기대를 강화
- 10월 25~28일 Oracle AI World에서는 Enterprise AI와 AI Agent, AI Data Platform, OCI를 연결하는 Oracle의 통합 AI 전략에 주목. Oracle은 기업 데이터와 업무 맥락을 기반으로 Agent를 구축·배포하는 AI Data Platform과 OCI Enterprise AI를 핵심 축으로 제시하고 있으며, Agent 구축·운영·오케스트레이션 기능도 지속 확대 중. 주요 기조연설에서는 AI를 데이터베이스·인프라·기업용 애플리케이션에 직접 내재화해 실제 업무 자동화와 수익성 개선으로 연결하는 사례가 공개될 예정. 향후 Agent 기능 확대와 OCI 기반 AI 인프라 수요 증가가 확인될 경우 AI 인프라 모멘텀을 강화할 가능성 높음

MUSE의 다운로드 속도, 기존 Chat GPT, Gemini 등 크게 상회

Figure 7. Muse U.S. Downloads Post Launch Outpacing Launches from ChatGPT, Gemini, and Meta

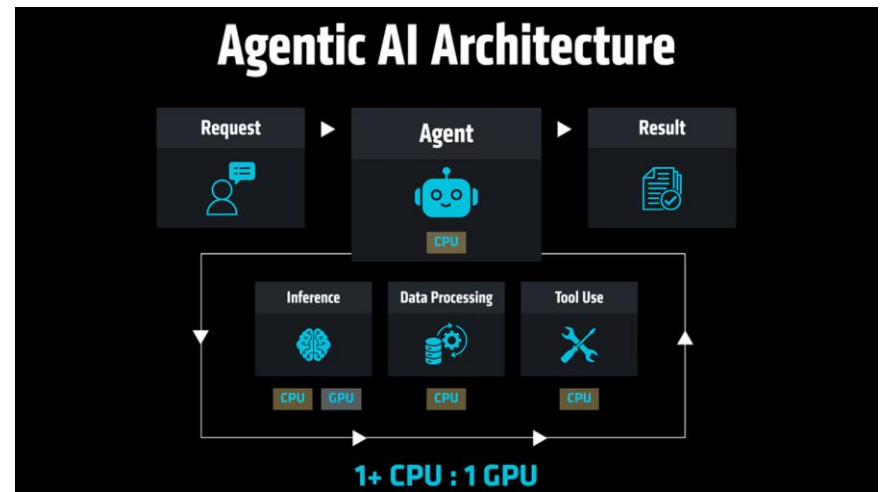


© 2026 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.

Source: Citi Research, Sensor Tower

자료: Citi, 대신증권 Research Center

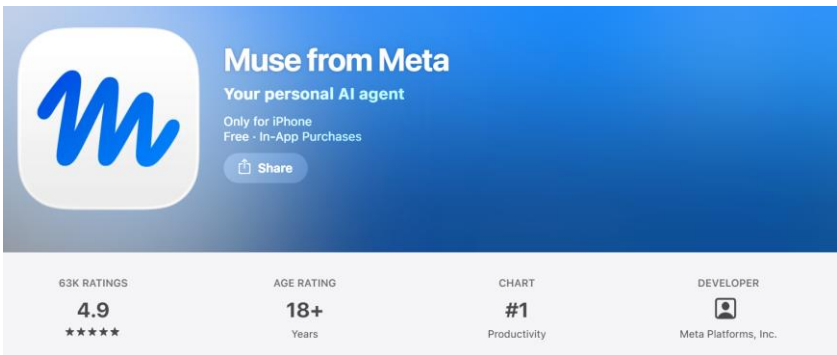
AI Agent 확산, CPU 역할 확대와 서버 수요 증가로 연결



자료: AMD, 대신증권 Research Center

Meta MUSE, 빠른 사용자 확산과 AI Agent 활용성 부각

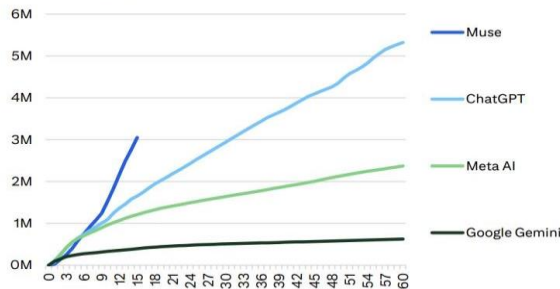
Meta의 AI Agent MUSE, 미국 애플 앱스토어 1위 기록



자료: Apple, 대신증권 Research Center

MUSE의 다운로드 속도, 기존 Chat GPT, Gemini 등 크게 상회

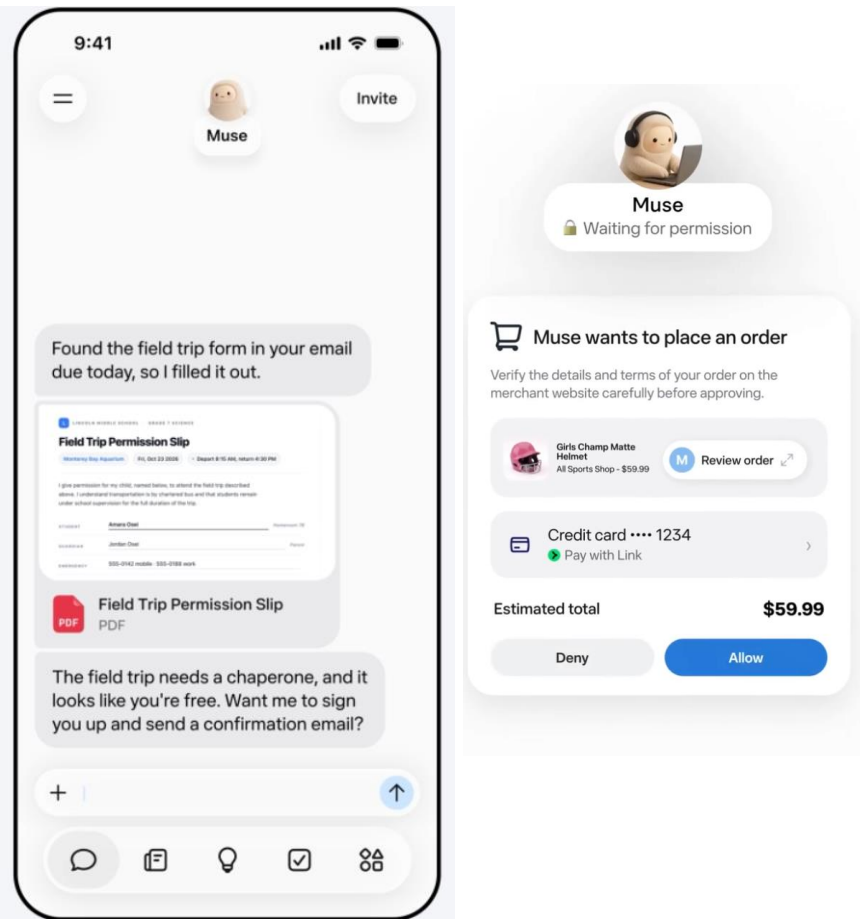
Figure 7. Muse U.S. Downloads Post Launch Outpacing Launches from ChatGPT, Gemini, and Meta



© 2026 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.
Source: Citi Research, Sensor Tower

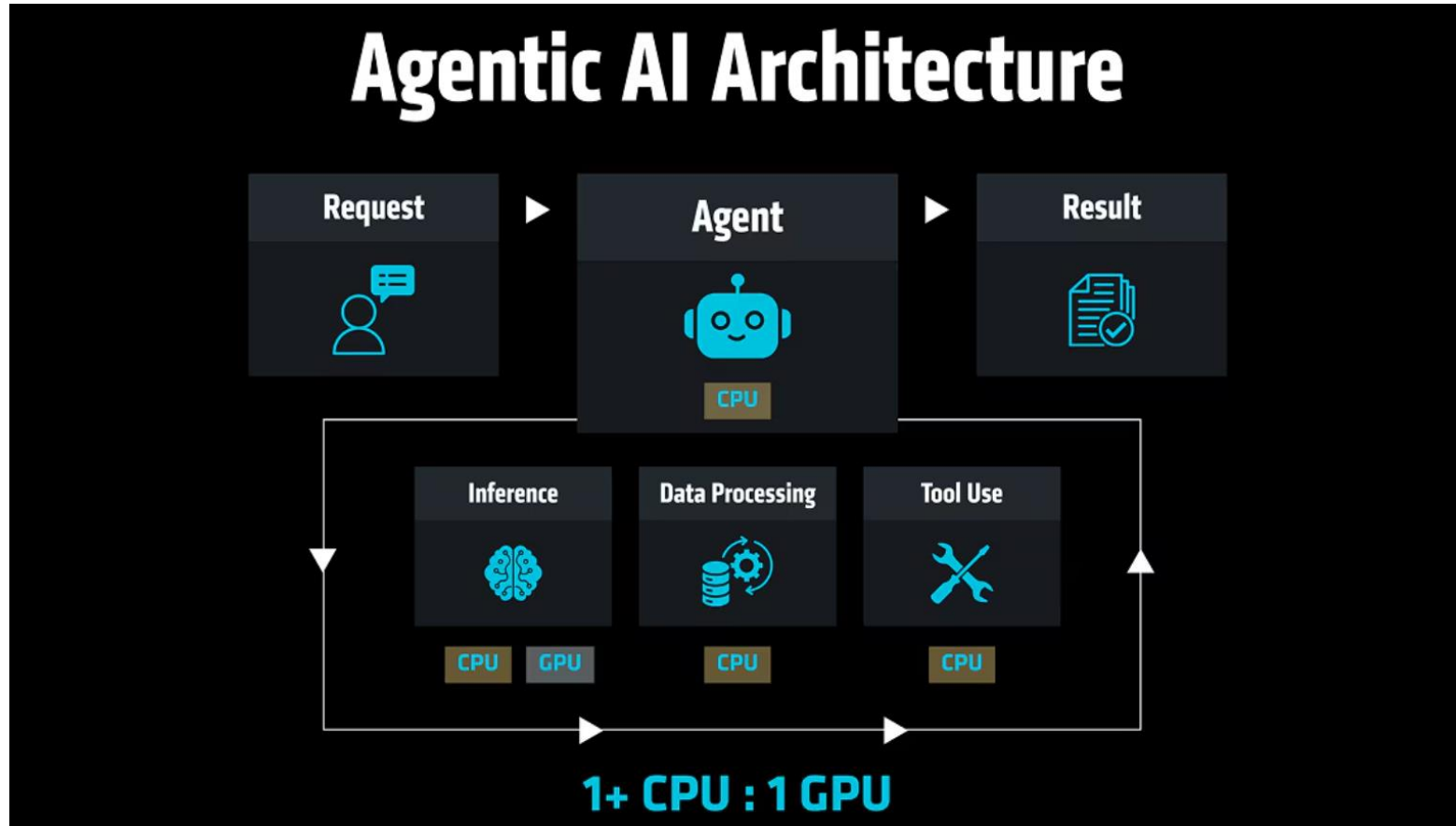
자료: Citi, 대신증권 Research Center

Meta MUSE 사용 예시



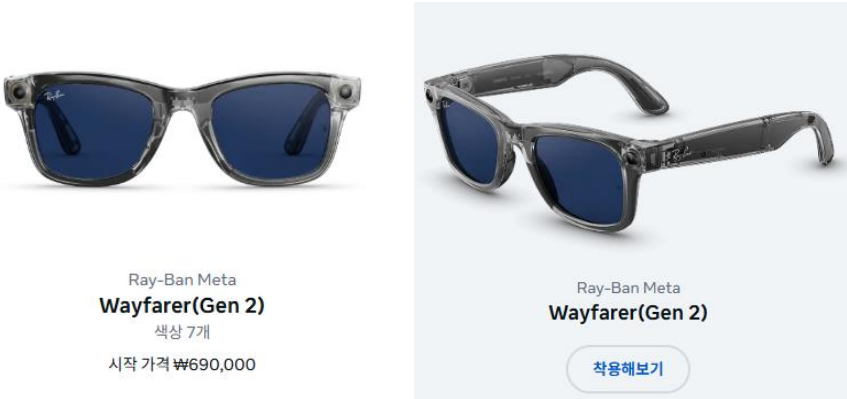
자료: Meta, 대신증권 Research Center

CPU는 Orchestration, Agent Execution and Tool calls, Policy and Security 등을 담당



Meta Connect 2026, 신제품 공개로 AI 수익성 확대 기대

Meta AI Glasses



자료: Meta, 대신증권 Research Center

Muse Charm



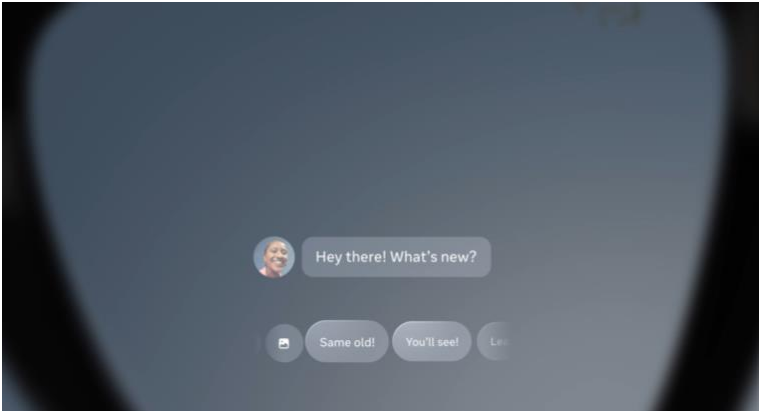
자료: Meta, 대신증권 Research Center

Meta VR Glasses



자료: Meta, 대신증권 Research Center

Meta AI Glasses 착용 화면



자료: Meta, 대신증권 Research Center

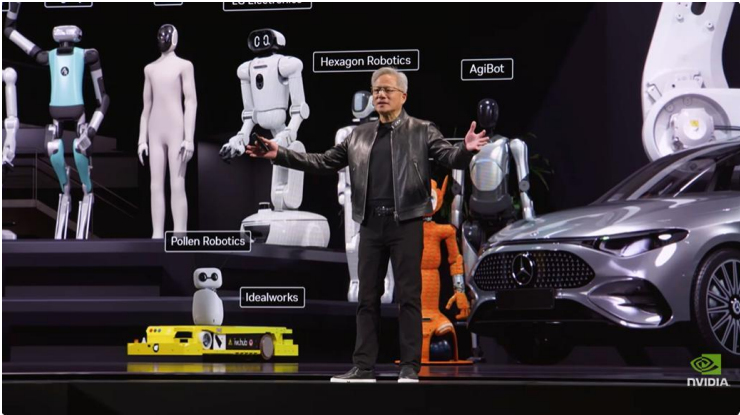
NVIDIA GTC Berlin, AI Agent·AI Factory·Physical AI로 확장되는 성장축

NVIDIA GTC Berlin 2026 개요

구분	내용
행사명	NVIDIA GTC Berlin 2026
일정	2026년 10월 20~22일 Jensen Huang Keynote 10월 21일
핵심 주제	Agentic AI / AI Infrastructure / Physical AI & Robotics / Accelerated Computing
Agentic AI	AI Agent의 추론·계획·행동, Open Models 기반 Agent 구축 및 실제 기업 환경 적용
AI Infrastructure	유럽 AI Factory, 대규모 GPU 컴퓨팅·네트워킹, 학습 및 추론 인프라 확대
Physical AI / Robotics	Humanoid·로봇·자율주행, Simulation 및 Digital Twin 기반 Physical AI 생태계 확장
CUDA / Computing	CUDA·가속 컴퓨팅 라이브러리, Data Processing 및 AI Inference 성능 고도화
주요 관전 포인트	Agentic AI → AI Factory → Physical AI로 확장되는 NVIDIA AI 생태계와 차세대 AI 인프라 수요 확인

자료: NVIDIA, 대신증권 Research Center

GTC 2026 Physical AI 시연 사진1



자료: NVIDIA, 대신증권 Research Center

GTC 2026 Physical AI 시연 사진2



자료: NVIDIA, 대신증권 Research Center

Oracle AI World 2026, Agent·Data·Infrastructure 전방위 확장

Oracle AI World 2026 개요

구분	내용
행사명	Oracle AI World 2026
일정	2026년 10월 25~28일
핵심 주제	Enterprise AI / AI Agent / AI Data Platform / OCI
AI Agent	Fusion Applications 내 AI Agent 적용 확대, Agent Studio 기반 기업용 Agent 개발 및 자동화
AI Data Platform	기업 내부 데이터·비즈니스 Context와 AI Agent를 연결하는 통합 데이터 플랫폼 전략
AI Database	Vector Search·Agentic AI·Analytics·Security를 결합한 AI Database 활용 확대
OCI	AI 학습·추론을 위한 Cloud Infrastructure 및 AI 서비스, 대규모 데이터센터·컴퓨팅 확장
주요 관전 포인트	기업 데이터 → AI Agent → OCI로 이어지는 Oracle AI Stack과 Enterprise AI 수익화 확대 여부

자료: Oracle, 대신증권 Research Center

Oracle AI 로드맵

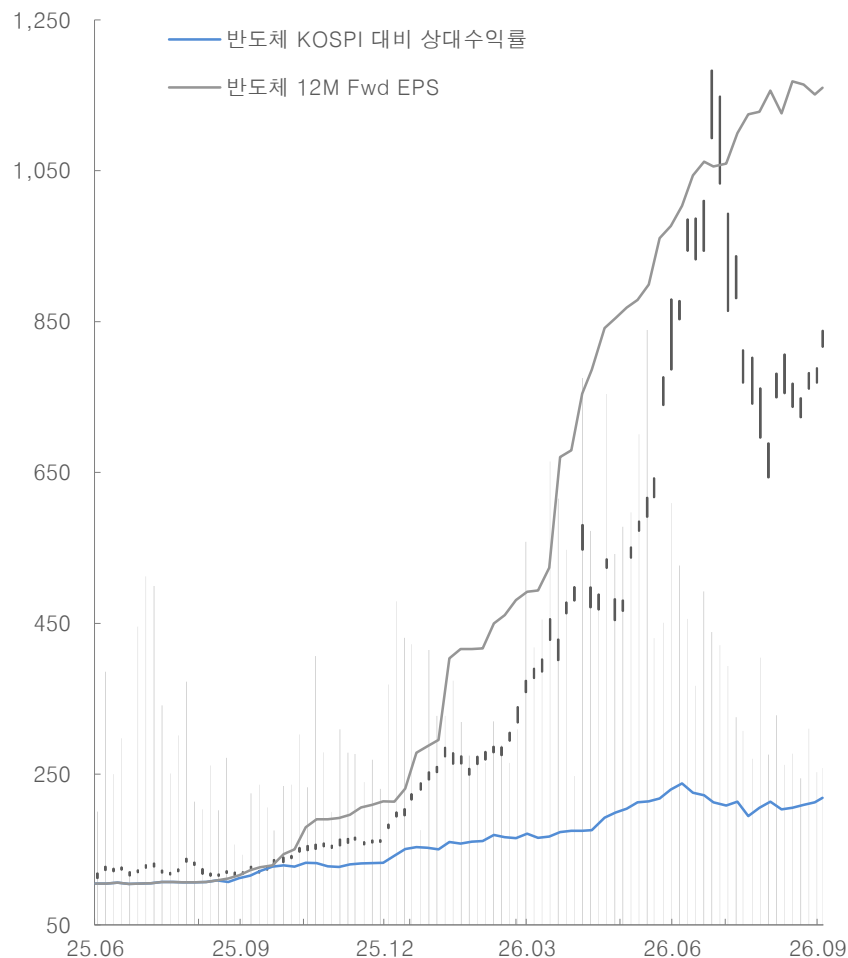
	Current	Upcoming
Agents	• Background mode • Responses API - model import • Parallel execution of tools • Memory - Long-term/Short-term with compaction • Responses API • Hosted Deployment • OCI Enterprise AI Agents • Third-party protocol support • Third-party framework support • Document Understanding • Speech • Vision • Language • NL2SQL tooling • Retrieval-augmented generation (RAG) • Orchestration • Multi-turn chat experience • File Store, File Search, Vector Stores, and Retrieval • Web Search • Code interpreter	• Smart Model Router • AI Cost Observability • Document Understanding - enhancements • Agent Sandbox • BYO-Vector Store • Tool search and routing • Tool registry
Models	• U.S. Gov region support - OC2 & OC3 • Model import support • Multimodal model support • Support for DR25 (Butterfly) Regions • Model support • Region support • Dedicated AI clusters • On-demand model serving • OCI Chat API and Playground	• Model import - new model support • Region expansion for all model support • Enhanced serving modes • Bring Your Own GPU Reservation
Governance	• Multimodal Guardrails • Prompt Injection detection • Personally Identifiable Information (PII) detection • Content moderation controls	• Topic Management for Guardrails • Agentic Guardrails • Guardrails Versioning • Code-aware Guardrails • Enhanced Guardrails for Multi-Turn Chat • Observability and Evaluation

자료: Oracle, 대신증권 Research Center

[반도체] AI 투자 사이클 및 반도체 업황 기대 유효, 실적 시즌으로 강화될 모멘텀

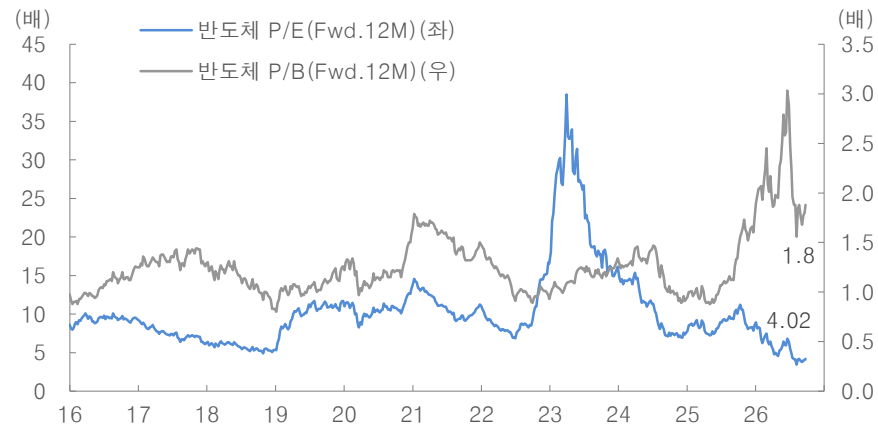
선행 EPS 상승 흐름, 반도체 주도력 회복하며 강세

(25.1.1=100)



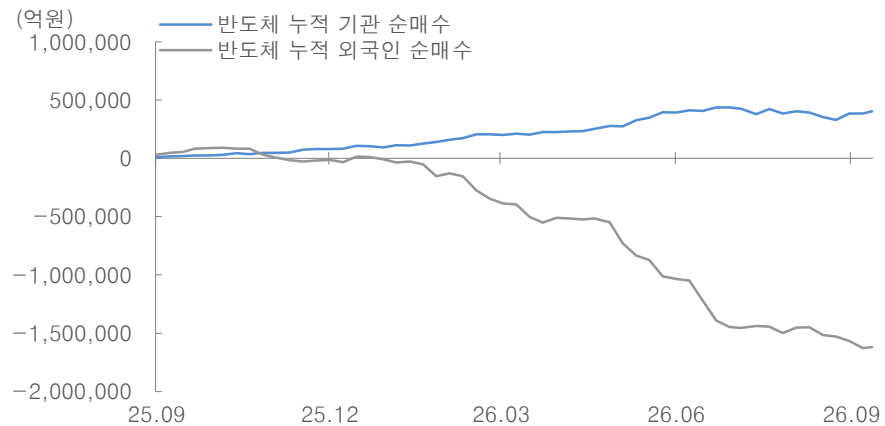
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 P/E는 4.02배로 저평가 구간, 밸류에이션 매력 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매도 지속, 기관 투자자 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

AI 투자 확대 지속, 실적 시즌으로 성과 확인 메모리 수급·클라우드 성장·CAPEX 등 주목

Strategist 이경민

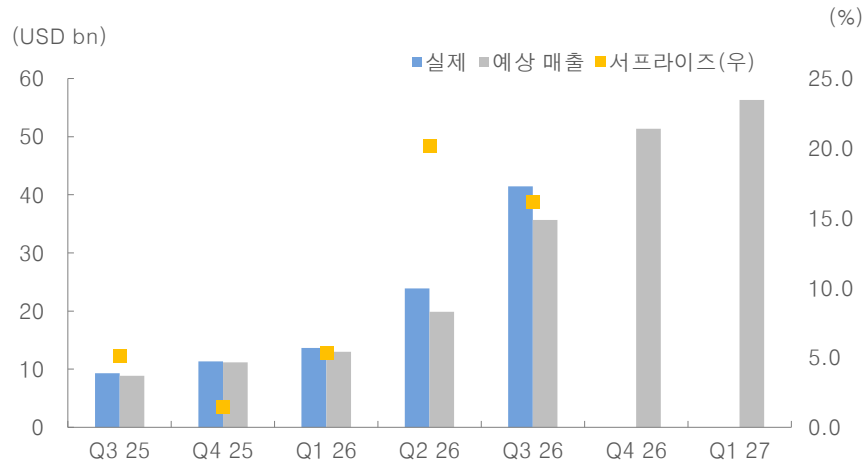
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

AI 투자 지속성 재확인, 3분기 실적으로 투자 수익성·효율성 검증

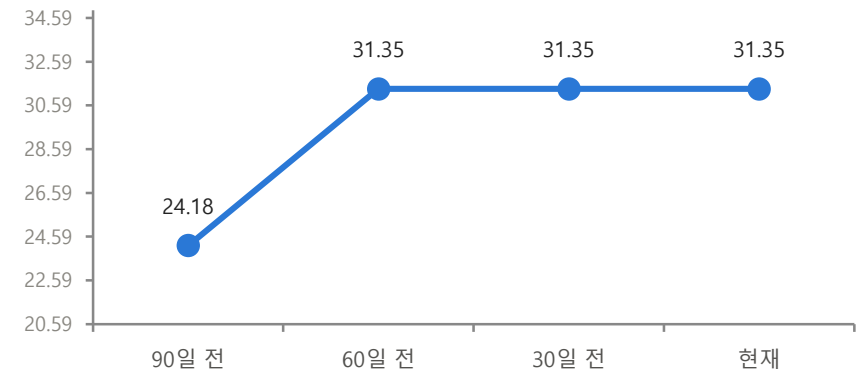
- 9월 30일 마이크론 실적에서는 메모리 가격 상승이 매출·수익성 개선으로 얼마나 이어졌는지와 2027년 공급 여건에 대한 가이드언스가 핵심. 직전 분기 DRAM 매출은 전분기 대비 큰 폭 증가했고 NAND도 회복세를 보인 가운데, 최근 메모리 공급 제약과 AI 서버 수요 확대가 실적 기대를 높이는 상황. 시장의 EPS 컨센서스도 3개월간 약 30% 상향된 만큼 단순 실적 상회보다 차기 분기 매출·GM 가이드언스와 HBM4·DRAM 가격 협상, 2027년 공급 증가 속도가 중요. 메모리 수급 타이트 기조가 재확인될 경우 국내 대형 반도체의 이익 전망 상향과 주도력 강화로 연결될 가능성 확대
- 10월 주요 기업 실적에서는 AI 투자 사이클과 수요 및 수익성을 재점검. TSMC는 7~8월 월매출 호조로 3분기 상단 기대가 높아진 가운데, 2027년 가격 인상과 CoWoS 증설, CAPEX 확대 여부가 핵심. 마이크로소프트·알파벳·아마존은 Azure·Google Cloud·AWS 성장률과 AI 인프라 CAPEX가 핵심 변수로, 하이퍼스케일러의 AI 투자 둔화 우려를 불식시킬 수 있는지가 중요
- 메타는 Muse 흥행 이후 AI 서비스 수익화와 광고 성장, 2027년 CAPEX 부담을 동시에 확인해야 하는 구간. Muse는 출시 이후 미국 앱스토어 1위에 오르며 AI 에이전트 수요를 확인시켰지만, 투자 확대가 현금흐름과 비용 부담으로 이어질 가능성도 점검할 필요. 애플은 iPhone 수요보다 12월 분기 가이드언스와 메모리 원가 상승에 따른 마진 방어가 중요하고, 최근 온디바이스 AI용 Mac 라인업 확대가 중장기 AI 전략의 변수. 테슬라는 자동차 마진과 판매 회복 여부보다 로보택시·AI 사업의 실행 가시성이 핵심. 결국 클라우드 성장, 수익성 개선을 통해 투자 효율성이 확인되는지가 투자심리를 결정할 전망

마이크론 2026 회계연도 4분기 매출 514억 달러 예상



자료: 마이크론, 대신증권 Research Center

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+29.7%

EPS 컨센 3개월 변화

0 / 2

30일 상향 / 하향 건수

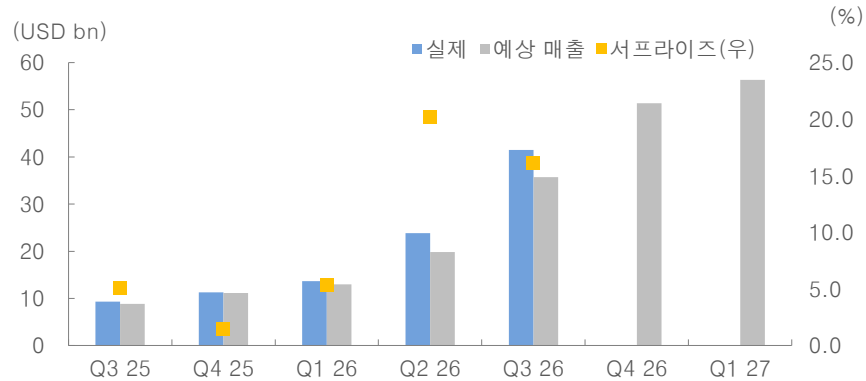
12.8x

선행 PER

자료: 마이크론, 대신증권 Research Center

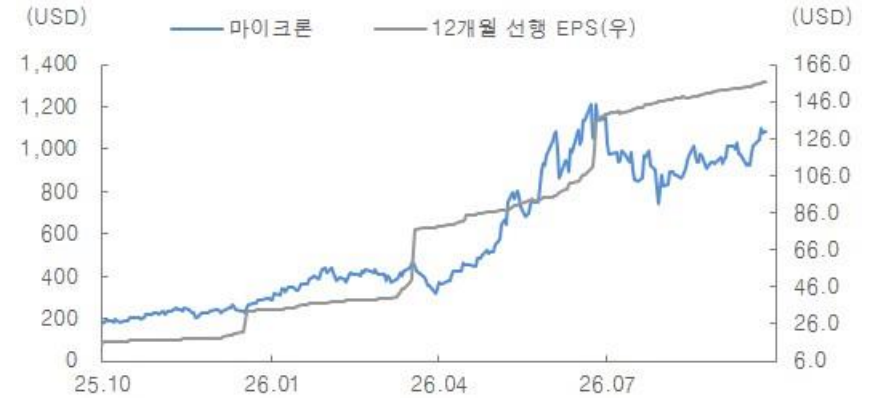
9월 30일 마이크론 실적 발표 예정, 2026 회계연도 4분기 매출 514억 달러와 EPS 31.7달러 예상

마이크론 2026 회계연도 4분기 매출 514억 달러 예상



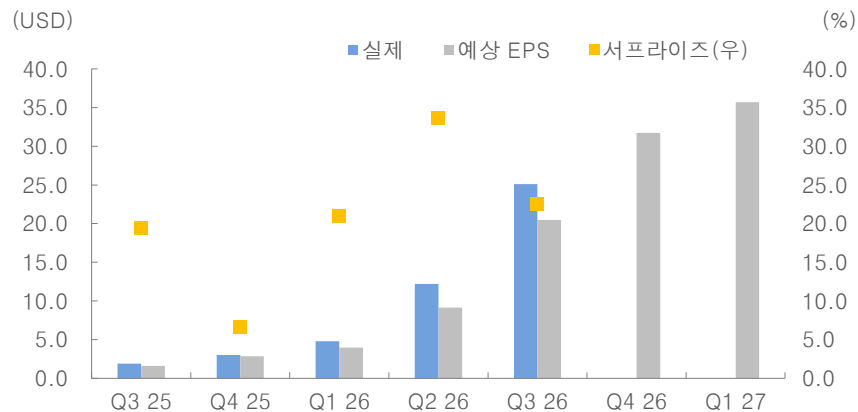
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

마이크론 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

마이크론 2026 회계연도 4분기 EPS 31.7달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

마이크론 S&P500 대비 상대 수익률



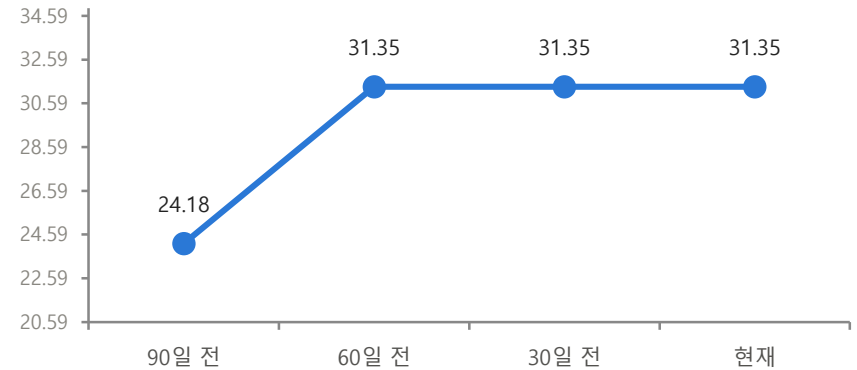
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

마이크론 실적 발표, 단기 숫자보다 2027년 가이드스가 핵심

마이크론 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	FQ3: 매출 \$41.46B(+346%), GM 84.9%, DRAM \$31.3B(ASP +low-60% QoQ), NAND \$9.9B, HBM4 누적 \$1B+ 출하. SCA 16건(\$100B 최소매출)
리비전 흐름	6/24 가이드스 직후 EPS \$24.18 → \$31.35 일괄 상향(+30%) 뒤 정체. 30일 하향 2건. GS \$32.54(GM 87.3%), Polymarket 'EPS > \$32.22' 94%
시장 기대치	주가 \$1,080.67 (YTD +266%) · 선행 PER 12.8x (가이드스 연율화 8.2x) · 목표가 \$1,515~1,564 · 직전 반응 직전(6/25) +15.7% 후 7월 -19.6% 조정 · 내재변동 옵션 내재 ±10.3%
차기 가이드스 기대	FQ1 FY27 매출 \$56.7~56.9B(+12% QoQ), EPS \$34.9 — GS는 low-teens QoQ 성장 가이드 예상

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+29.7%

EPS 컨센 3개월 변화

0 / 2

30일 상향 / 하향 건수

12.8x

선행 PER

핵심 쟁점

- FQ1 FY27 가이드스 \$55B+ 여부(컨센 \$56.7B) — 13주 분기 전환 주의
- 2027 HBM4·DRAM 가격 협상(RBC 2027 +80~100%)과 HBM 점유율 ~20%
- FY27 capex 가이드스(분기 \$10B+) vs 공급 규율·CXMT
- DRAM 계약가 감속(4Q26 +13~18% QoQ vs 직전 +58~63%) 속 GM 86% 정점 논쟁
- 232조 관세·Netlist ITC

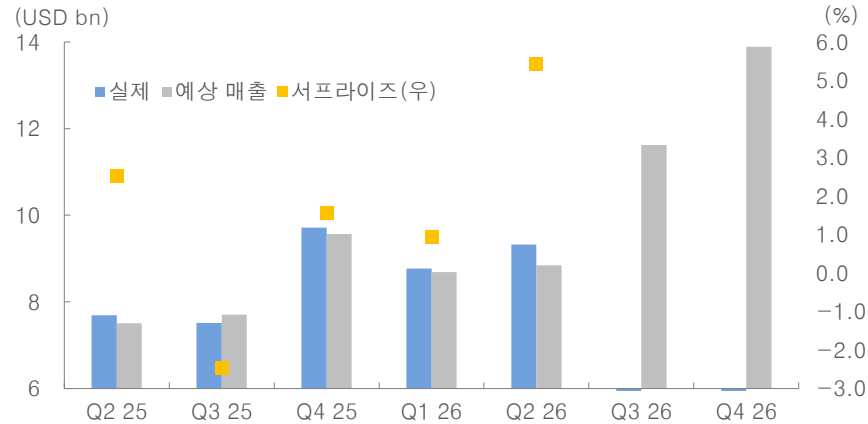
판단

실적보다 27년 가시성이 주가 등락 변수.

주가에 선반영돼 '상단 확인' 만으로는 반응이 제한될 수 있으나, 27년 EUV 출하 대수가 구체화되면 장비주 전반의 27년 눈높이 상향

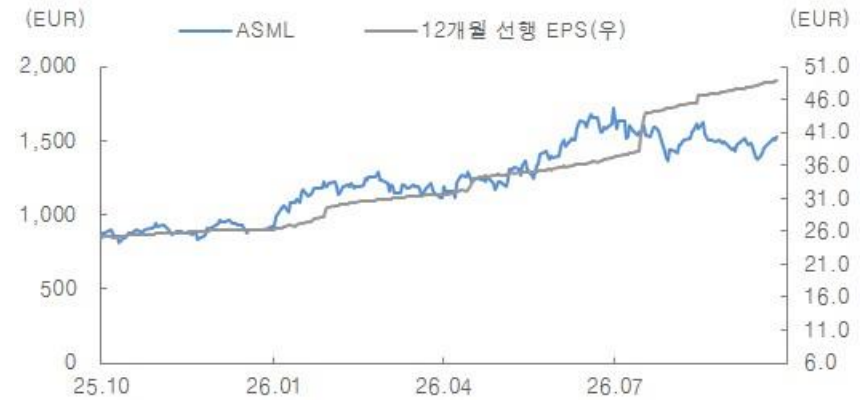
10월 14일 ASML 실적 발표 예정, 2026년 3분기 매출 116억 달러와 EPS 10.6달러 예상

ASML 2026년 3분기 매출 116억 달러 예상



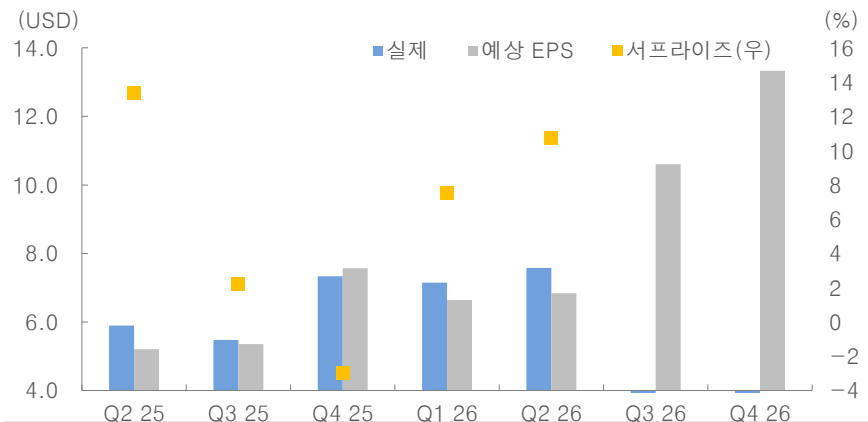
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ASML 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ASML 2026년 3분기 EPS 10.6달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ASML S&P500 대비 상대 수익률



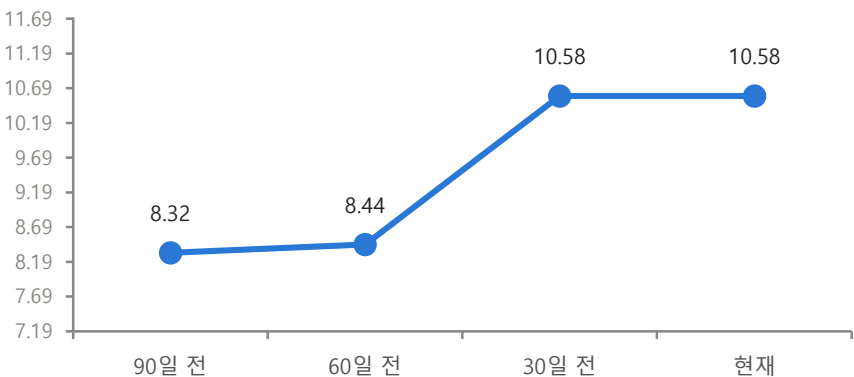
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ASML 실적 기대 상향, 2027년 EUV 투자 사이클 확인

ASML 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 €9.3B, GM 54.0%, EPS €7.59, 중국 ~20%·한국 43%, High-NA 10대 가동, 2027 EUV 캐파 +30%. 분기 수주 공시는 2026년부터 중단
리비전 흐름	7/15 가이드언스 상향 후 EPS €8.44 → €10.58(+25%). 최근 30일 상향 12·하향 0. MS PT €1,930→€1,700(OW 유지, 선반영 논쟁)
시장 기대치	주가 \$1,747.90(ADR) (YTD +58%) · 선행 PER 30.9x · 목표가 \$2,134.90(42명) · 직전 반응 직전 +2~3%
차기 가이드언스 기대	4Q26 €14.0B(+44%), EPS €13.14 → FY €44.8B(상단) 함의. 2027 두 자릿수 성장 정성 코멘트

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+27.2%

EPS 컨센 3개월 변화

12 / 0

30일 상향 / 하향 건수

30.9x

선행 PER

핵심 쟁점

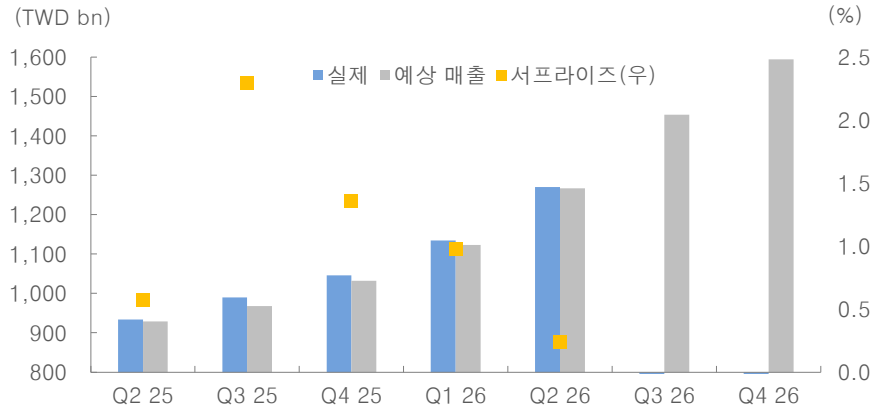
- 4Q 가이드언스가 FY €45B 상단을 확인하는지
- '2027 EUV 주문 거의 완료' 후속 — 캐파 +30% 실행·출하 대수
- 메모리 WFE(2026 +75%) 2027 지속·한국 비중 43%
- GM 55~57%·High-NA 인식·유로 강세
- 중국 20% 규제

판단

한국 비중 43% — 삼성·하이닉스 2027 EUV 투자 확인
= 국내 장비·소부장(원익IPS·테스·피에스케이) 센티먼트

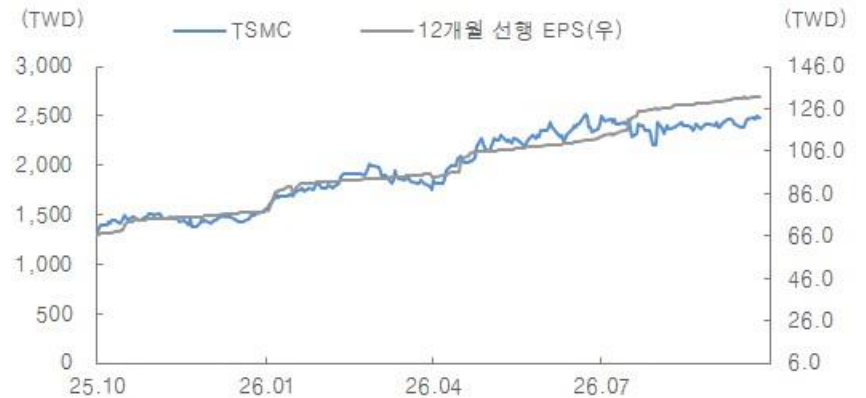
10월 15일 TSMC 실적 발표 예정, 2026년 3분기 매출 1,454억 타이완달러와 EPS 28.1 타이완달러 예상

TSMC 2026년 3분기 매출 1,454억 타이완달러 예상



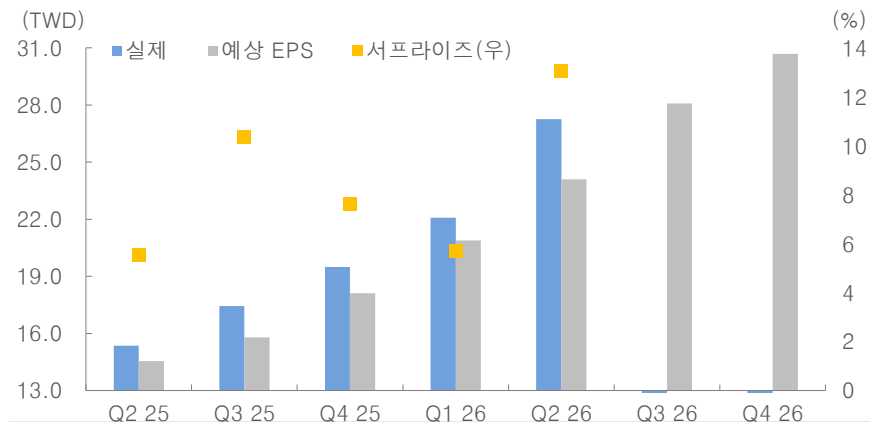
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

TSMC 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

TSMC 2026년 3분기 EPS 28.1 타이완달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

TSMC S&P500 대비 상대 수익률



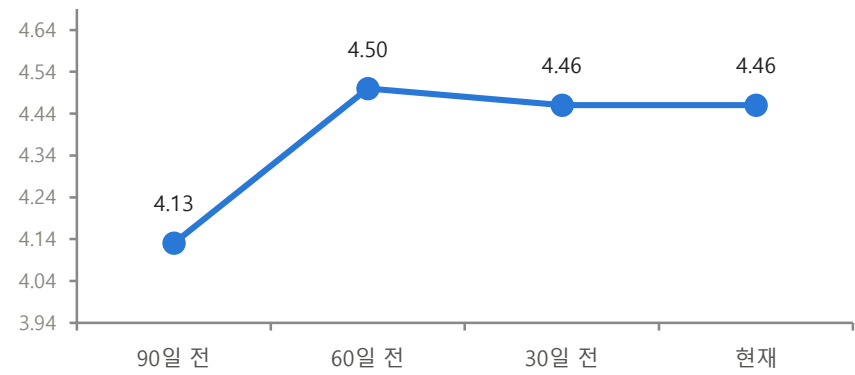
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3분기 실적 기대는 선반영, 2027년 가격 인상과 CoWoS 증설에 주목

TSMC 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	월매출 7월 NT\$467.6B(+44.7%)· 8월 NT\$514.8B(+53.3%, 사상 최대), 1~8월 +39.3%. 7~8월 누적으로 3Q 상단 달성 사실상 확인. 2Q: 3nm 30%·5nm 33%·2nm 3%, HPC 66%
리비전 흐름	EPS \$4.13 → \$4.50 → \$4.46(60일 전 고점 대비 소폭 하향). 3Q보다 4Q·2027(capex \$77~78B, 웨이퍼가 +5~10%)로 상향 무게 이동. 벤더별 EPS \$4.39~4.46 상이
시장 기대치	주가 \$452 (YTD 약 +49%) · 선행 PER 19.7x(NTM) / 26.1x(2026E) · 목표가 \$514~552 · 직전 반응 최근 4개 분기 익일 -2.3/-3.1/+4.4/-1.6%
차기 가이드런스 기대	4Q26 매출 NT\$1.61T(≈\$50.3B, +11% QoQ), EPS \$4.97. 시장은 \$49~51B, GM 64~67%

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+8.0%

EPS 컨센 3개월 변화

4 / 1

30일 상향 / 하향 건수

19.7x

선행 PER

핵심 쟁점

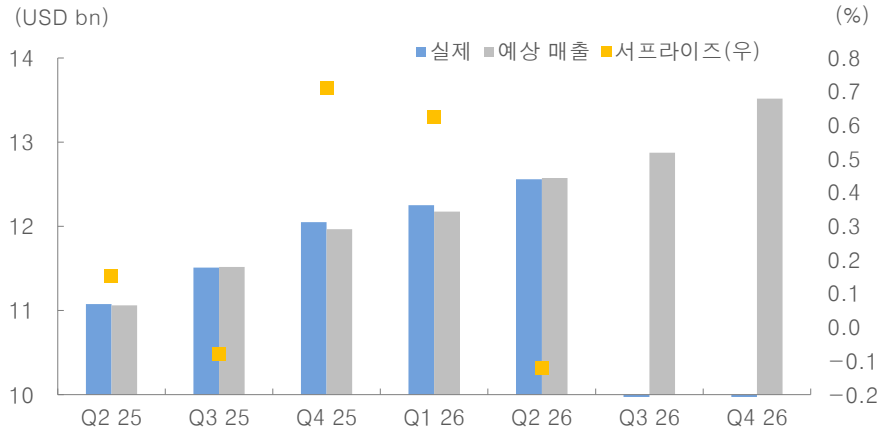
- GM 65~67% 상단 달성과 4Q GM 가이드스(N2·해외팹 희석)
- 2027 가격 인상(MS 5~10%)·2027 capex \$77~78B 구체화
- CoWoS 병목(130K → 260K wpm by 2028)·2nm 90K → 110K
- 2026 성장률 40% → mid-40% 재상향 여부
- 232조 관세·애리조나 \$265B·지정학

판단

3Q 비트는 월매출로 선반영. 2027 가격 인상·CoWoS 증설이
확인되면 2027 EPS 상향, capex \$77B+가 FCF 희석으로 읽히면
'호실적 후 단기 하락' 패턴 반복

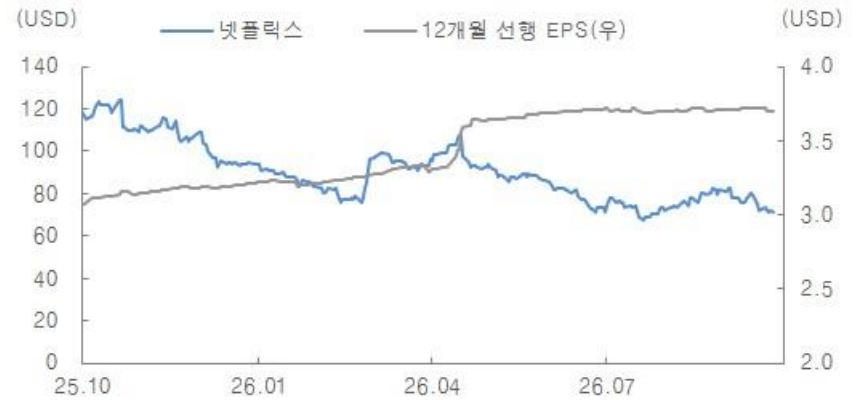
10월 20일 넷플릭스 실적 발표 예정, 2026년 3분기 매출 129억 달러와 EPS 0.8달러 예상

넷플릭스 2026년 3분기 매출 129억 달러 예상



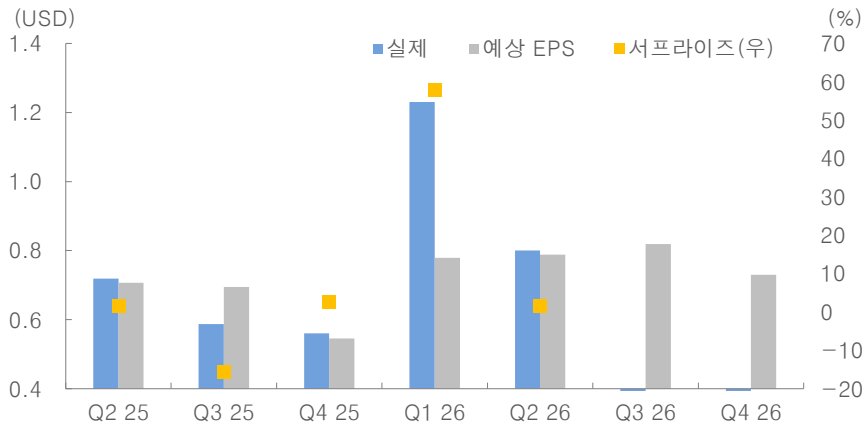
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

넷플릭스 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

넷플릭스 2026년 3분기 EPS 0.8달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

넷플릭스 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

실적 기대는 낮아진 상태, 2027년 수익성 회복 여부 점검

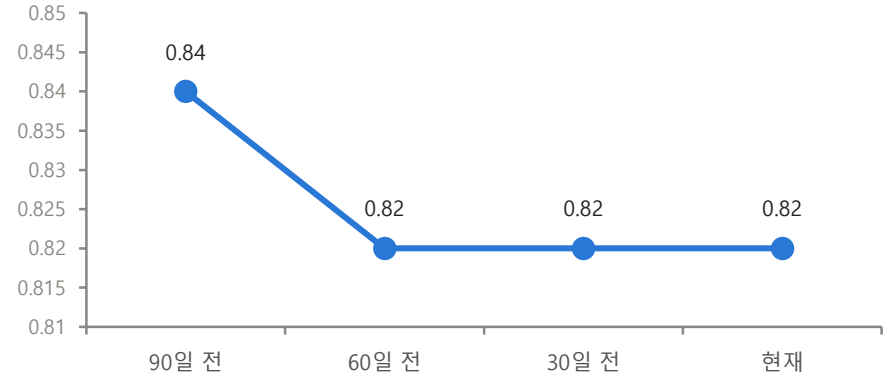
넷플릭스 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$12.6B(+13%), OPM 33.4%, EPS \$0.80(부합~소폭 미달), 자사주 \$4.7B. 익일 -7.3%로 2년 최저 \$65.08
리비전 흐름	3개월 -2.4%(사전 컨센 \$13.0B/\$0.84 → 가이던스 수렴). 9/18 Wells Fargo UW \$57(일 시청 1.6시간 -8%), 9/22 Evercore \$110 — 인게이지먼트 논쟁
시장 기대치	주가 \$72.16 (YTD 약 -22.5%) · 선행 PER 18.9x(FY27) · 목표가 \$92.93 · 직전 반응 최근 4개 분기 익일 모두 하락(-7.3/-9.7/-2.2/-10.1%)
차기 가이던스 기대	4Q 매출 \$13.53B(+12.3%), EPS \$0.73. 2027 초기 OPM 가이드가 핵심

핵심 쟁점

- 인게이지먼트(시청시간) 둔화 논쟁
- 광고 매출 \$3B 달성 경로
- 라이브 콘텐츠 비용 vs 마진
- 가격 인상·순증(2Q ~90만 추정)
- 자본배분·M&A(WBD 무산 후)

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



-2.4%

EPS 컨센 3개월 변화

3 / 2

30일 상향 / 하향 건수

18.9x

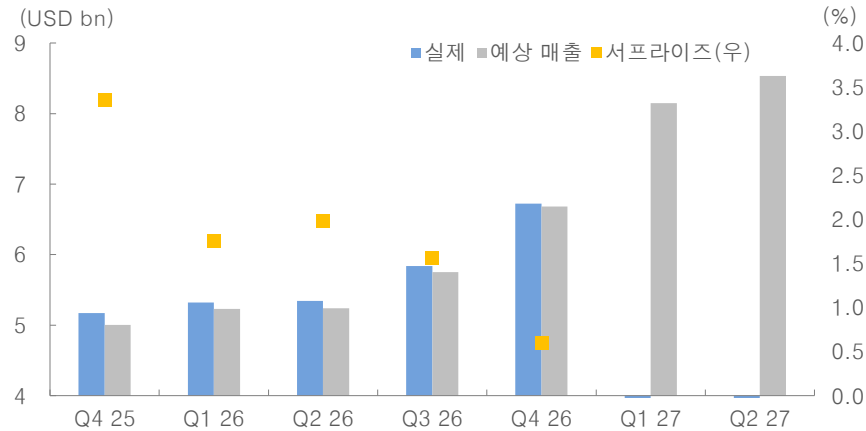
선행 PER

판단

가이던스에 수렴한 컨센이라 '부합'은 재료가 아님
2027 OPM 가이드와 인게이지먼트 지표가
4개 분기 연속 하락 반응을 끌어지가 관건

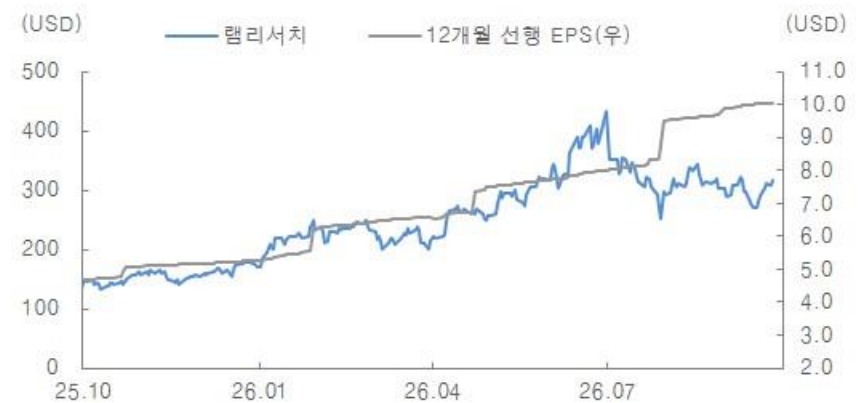
10월 21일 램리서치 실적 발표 예정, 2027년 회계연도 1분기 매출 81억 달러와 EPS 2.2달러 예상

램리서치 2027 회계연도 1분기 매출 81억 달러 예상



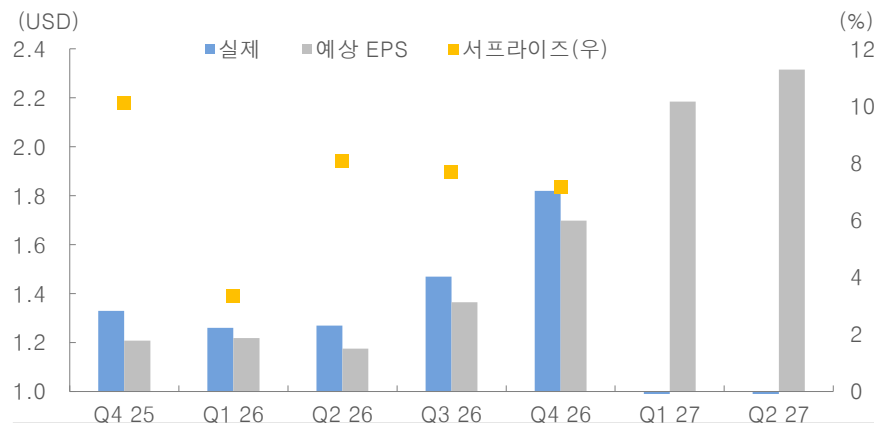
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

램리서치 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

램리서치 2027 회계연도 1분기 EPS 2.2달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

램리서치 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

램리서치, 2027년 WFE 코멘트가 장비주 방향성 결정

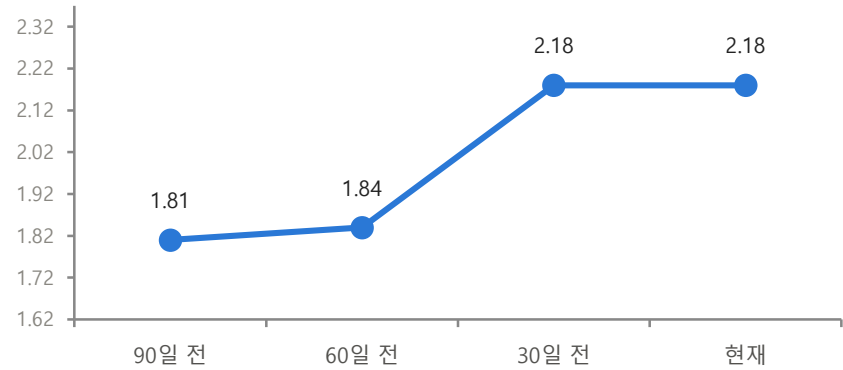
램리서치 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	FQ4: 매출 \$6.72B, EPS \$1.82, NAND 매출 QoQ 2배(256단+), 메모리 46%, 중국 34% → 26%. CY26 WFE 'low \$150B', 2027 '특별한 셋업'·신규 팹 8~10개
리비전 흐름	EPS \$1.81 → \$2.18(+18%). 30일 상향 22·하향 0, 7일 상향 21 — 커버리지 내 최강 Berenberg \$350 → \$420(9/9), MS EW → OW \$331
시장 기대치	주가 \$310.96 (YTD N/A(발표 전 대비 +23%)) · 선행 PER 32.7x · 목표가 \$373.13 · 직전 반응 직전 +18.0%
차기 가이드스 기대	FQ2 FY27 매출 \$8.51B(+59%), EPS \$2.31. 가이드스 \$8.4~8.8B 기대

핵심 쟁점

- NAND 업그레이드 사이클(MS 2027 NAND WFE +52%)
- 2027 WFE 정량 가이드스 — 장비 3사 중 첫 발표로 2027 톤 결정
- 중국 비중 하락(26%)·규제
- GM 52%·12월 분기 \$8.5B+ 가이드스
- HBM·패키징 +70%

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+20.4%

EPS 컨센 3개월 변화

22 / 0

30일 상향 / 하향 건수

32.7x

선행 PER

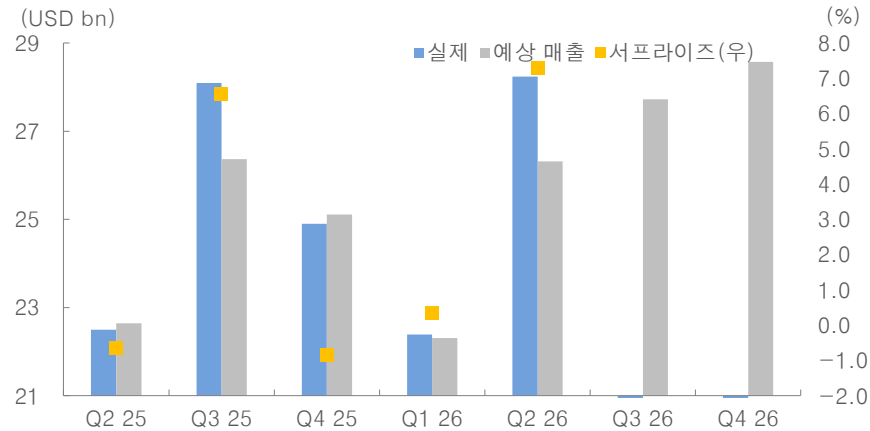
판단

상단 비트가 기본 시나리오.

2027 WFE 정량 코멘트가 AMAT·ASML·국내 장비주 전반의 방향을 결정

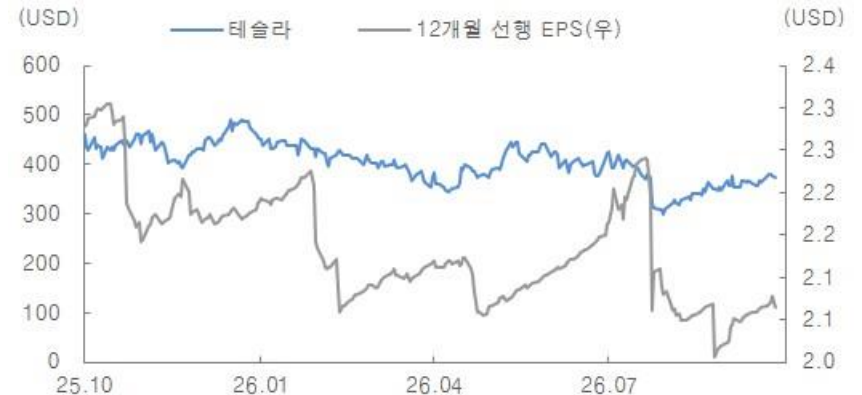
10월 21일 테슬라 실적 발표 예상, 2026년 3분기 매출 277억 달러와 EPS 0.4달러 예상

테슬라 2026년 3분기 매출 277억 달러 예상



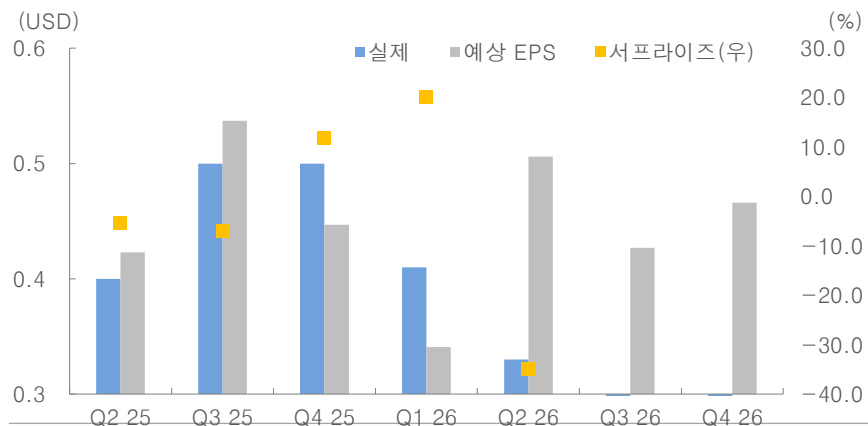
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

테슬라 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

테슬라 2026년 3분기 EPS 0.4달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

테슬라 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

테슬라 실적 눈높이 하향 지속, 로보택시·AI 모멘텀이 반전 열쇠

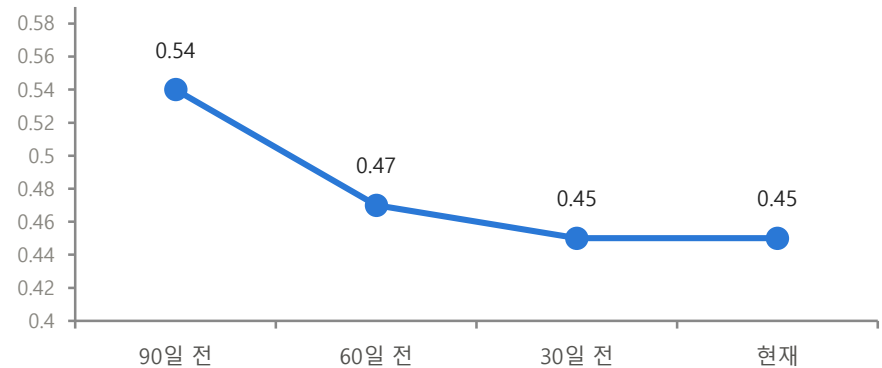
테슬라 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$28.24B(+26%), EPS \$0.33(컨센 \$0.54, -40% 미스), OPM 1.4%, 에너지 13.5GWh(GM 20.4%), FCF -\$1.09B, capex \$5.79B(2026 \$25B+), FSD 구독 148만. 익일 -14.5%
리비전 흐름	3개월 -16.7%, 최근 7일 하향 17건(8월 미국 -26%·중국 -12% 판매). FY26 EPS \$1.78, FY27 \$2.20(각 -13%)
시장 기대치	주가 \$378.90 (YTD -15.7%) · 선행 PER 172x(FY27) · 목표가 \$397~420(Hold > Buy) · 직전 반응 직전 -14.5% · 내재변동 2Q 내재 ~6% vs 실제 -14.5%
차기 가이드스 기대	4Q 매출 \$28.5B(+14.5%), EPS \$0.49(-1%). 2027 capex·로보택시 확장 일정

핵심 쟁점

- 3Q 인도량·자동차 GM(2Q ex-credits 16.3%)
- 로보택시(7개 도시·무감독 38만 마일)/Cybercab 오스틴 유료 투입 지표 공개 — Waymo 14개 도시·4,000대 대비 격차
- 에너지 마진 정상화
- FCF·capex·Optimus(주 1,000대) 비용 → FY27 EPS
- 머스크 \$1조 보상안·희석·거버넌스

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



-16.7%

EPS 컨센 3개월 변화

0 / 17

30일 상향 / 하향 건수

172x

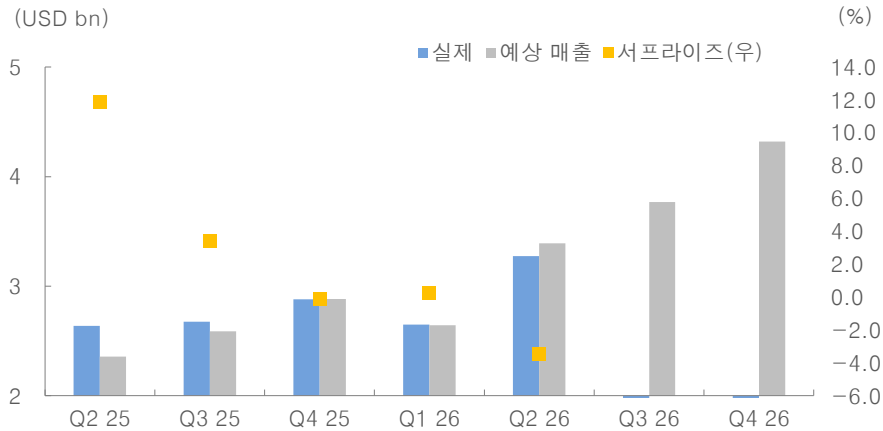
선행 PER

판단

실적 컨센은 이미 급락했고 주가는 AI 내러티브가 지배. 인도 45만 부근·GM 방어면 안도, 로보택시 지표가 공개되지 않으면 2Q형 급락 반복

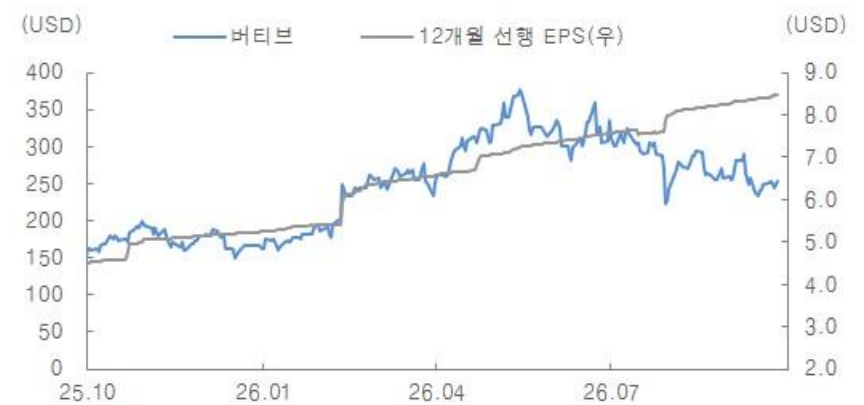
10월 21일 버티브 실적 발표 예상, 2026년 3분기 매출 38억 달러와 EPS 1.8달러 예상

버티브 2026년 3분기 매출 38억 달러 예상



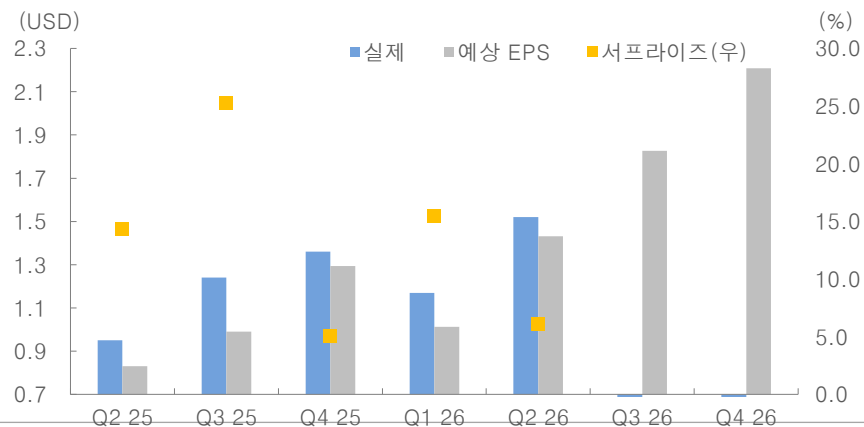
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

버티브 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

버티브 2026년 3분기 EPS 1.8달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

버티브 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

버티브, 이연 매출 회수와 수주 확대가 성장 가속의 핵심

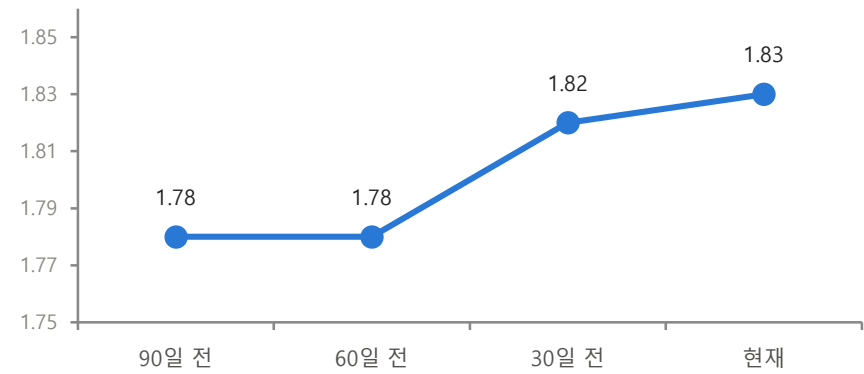
버티브 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$3.27B(+24%; \$400M 3Q 이연), OPM 22.6%, EPS \$1.52(+60%). 발표 반응 -17.3%(7월 AI 매도세). 9/2 마이크로그리드 \$1.45B 인수
리비전 흐름	EPS \$1.78 → \$1.83 소폭 상향, FY26 \$6.48 → \$6.71. 52주 고점 \$379.94 대비 -33%
시장 기대치	주가 \$253.46 (YTD +58.5%(9/3)) · 선행 PER 32~42x · 목표가 \$338.15(Buy 21/Hold 4), Loop \$500 · 직전 반응 직전 -17.3%
차기 가이던스 기대	4Q 매출 \$4.32B(+50%), EPS \$2.21. FY26 \$14.2B+ 재상향·2027 프레임

핵심 쟁점

- 2Q 이연 매출 \$400M 회수·유기 35% 성장 확인
- 수주·백로그 정량(전력 제약·액체냉각)
- OPM 24.5% 달성
- 고멀티플·7월형 AI 인프라 매도세 재현 여부

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+2.8%

EPS 컨센 3개월 변화

2 / 0

30일 상향 / 하향 건수

32~42x

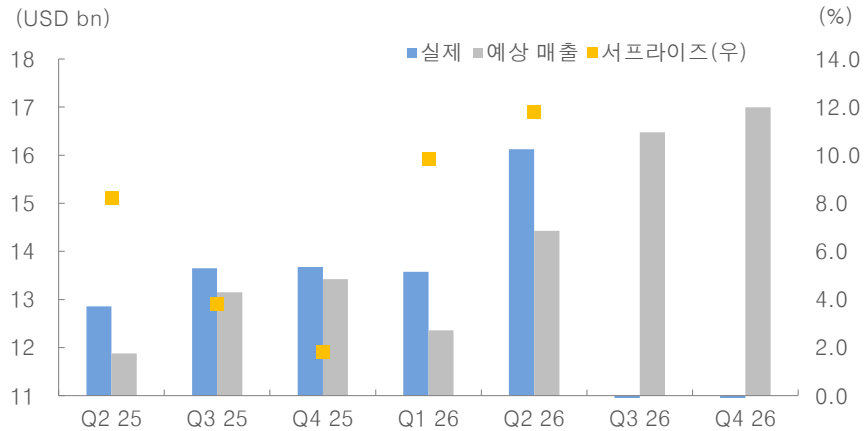
선행 PER

판단

이연 매출 회수로 3Q 상단 비트 가능성이 높고,
수주가 백로그를 늘리면 데이터센터 인프라 밸류체인
'7월 조정' 복원 트리거

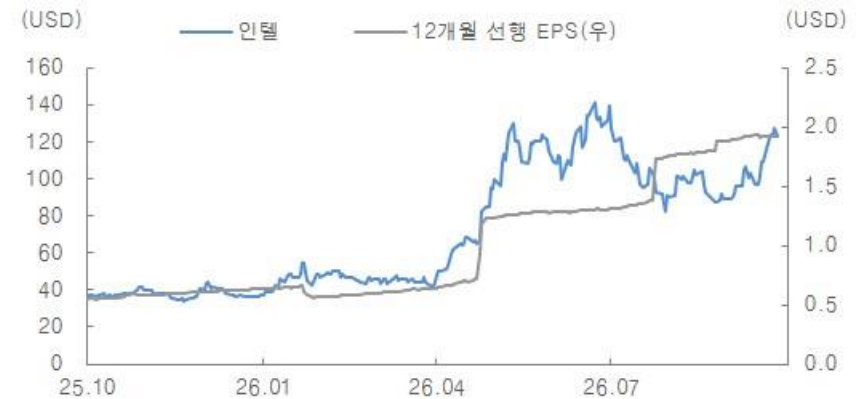
10월 22일 인텔 실적 발표 예정, 2026년 3분기 매출 165억 달러와 EPS 0.4달러 예상

인텔 2026년 3분기 매출 165억 달러 예상



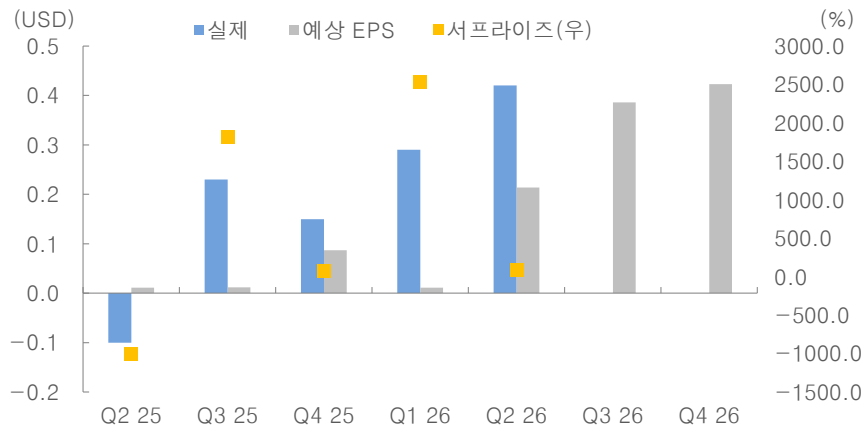
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인텔 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인텔 2026년 3분기 EPS 0.4달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인텔 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CPU 수요 회복에 EPS 상향, 18A 수주가 다음 모멘텀

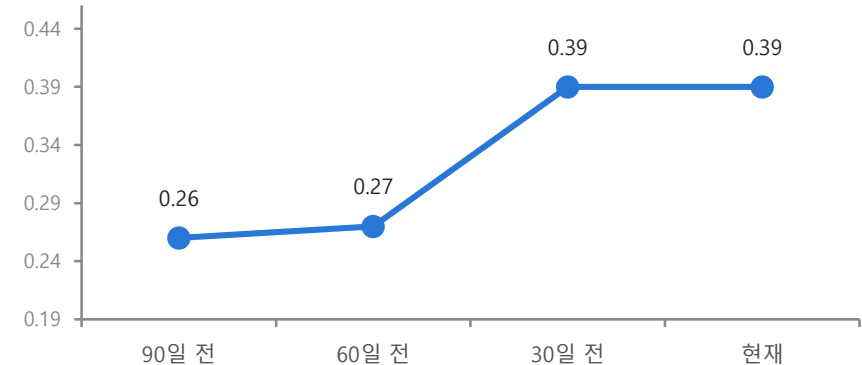
인텔 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$16.1B(+25%), DCAI \$6.3B(+59%), 파운드리 \$5.8B(외부 \$293M, 영업손실 \$2.1B), EPS \$0.42(가이드 \$0.20). capex 2026 >\$20B. '메모리가 최대 공급 제약'. 익일 -7.9%(18A 외부 고객 부재·\$15B 증자)
리비전 흐름	7월 EPS \$0.27 → \$0.39(+44%) 일괄 상향 후 정체(30일 상향 30건). Tigress \$118 → \$145, Mizuho \$109 → \$92 Hold
시장 기대치	주가 \$123.86 (YTD 약 +235%) · 선행 PER 56~72x · 목표가 \$116.37(Hold 32/Buy 14) — 주가 하회 · 직전 반응 직전 -7.9%; 9/21 +12%('CPU 수요의 절반만 공급')
차기 가이드스 기대	4Q 매출 \$16.99B(+24%), EPS \$0.43

핵심 쟁점

- CPU 품귀·가격 인상 → 3Q 상단·4Q 가이드스
- 18A/14A 앵커 고객·Terafab(Tesla/SpaceX \$25B)
- GM 42%·capex·희석
- 에이전틱 AI CPU 수요
- '기적 가정' 밸류(PT 하회)

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+50.0%

EPS 컨센 3개월 변화

30 / 0

30일 상향 / 하향 건수

56~72x

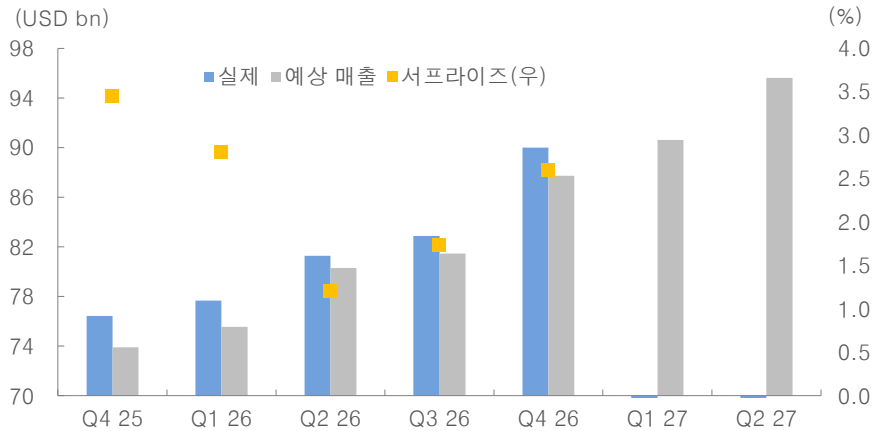
선행 PER

판단

3Q 비트 확률은 높지만 파운드리 앵커 고객이 없고
4Q 가이드스가 컨센 수준이면 2Q처럼 하락.
주가가 컨센 PT를 넘어선 만큼 재료 소진에 취약

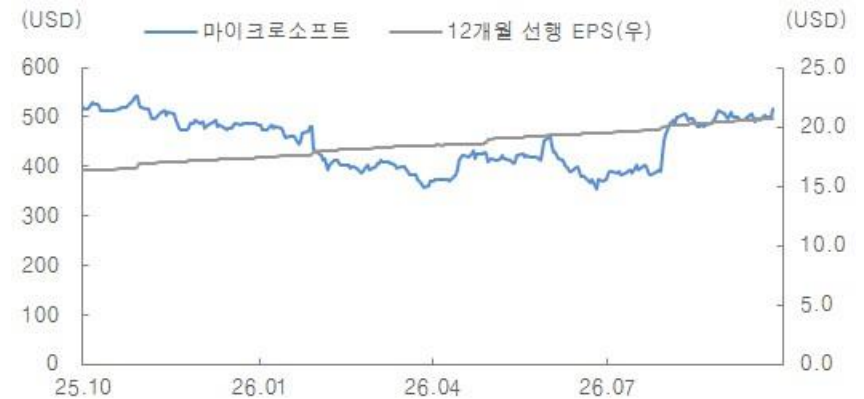
10월 28일 마이크로소프트 실적 발표 예상, 2027 회계연도 1분기 매출 906억 달러와 EPS 4.7달러 예상

MSFT 2027 회계연도 1분기 매출 906억 달러 예상



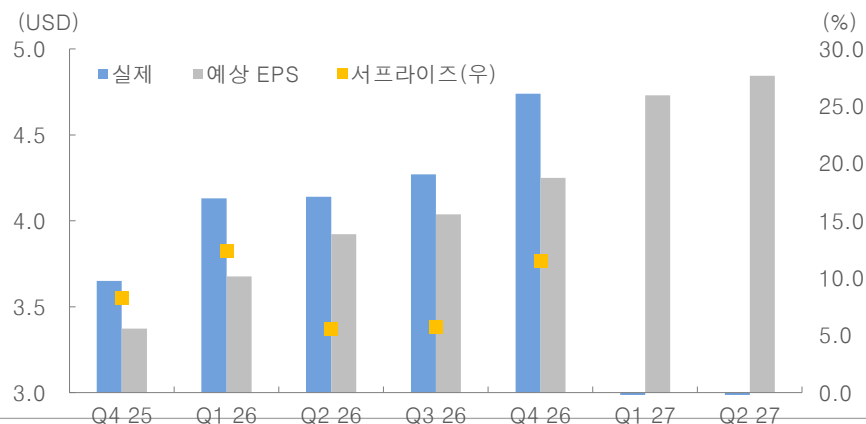
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MSFT 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MSFT 2027 회계연도 1분기 EPS 4.7달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MSFT S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Azure 45%+ 성장 기대, AI 인프라 투자와 수익화에 주목

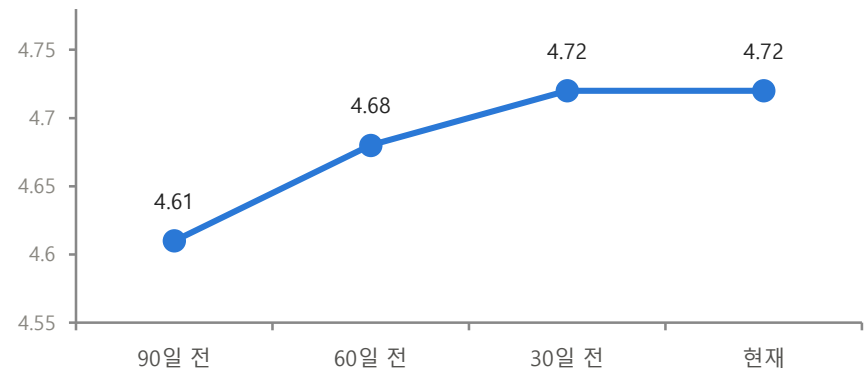
마이크로소프트 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	FQ4: 매출 \$90.0B(+18%), EPS \$4.74(컨센 \$4.24), Azure +43% cc(가이드 39~40%), 상업 RPO \$678B(+84%, OpenAI ~\$250B), Copilot 유료시트 3,000만+, CY26 capex ~\$175B(내용연수 15 → 25년 회계변경). 시간외 +7~9%
리비전 흐름	3개월 +2.4%, 30일 상향 17·하향 5. 9/22 Oppenheimer PT \$515 → \$570(Azure 46%, 다음 분기 50% 근접 가능), Cantor \$608
시장 기대치	주가 \$498.00 (YTD +3.0%) · 선행 PER 25.2x · 목표가 \$576(매도 0) · 직전 반응 직전 +7~9%(시간외); 실적일 이후 +25%
차기 가이드스 기대	FQ2 매출 \$95.49B(+17.5%), EPS \$4.82. Azure 45%+ 가이드 유지 여부

핵심 쟁점

- Azure 45% 상회·재가속 vs 용량 제약
- FY27 capex 총액·리스 회계 이동·클라우드 GM 65%
- Copilot 수익화·M365 가속
- RPO의 OpenAI 편중·OpenAI 지분 손실
- EU DMA·집단소송

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+2.4%

EPS 컨센 3개월 변화

17 / 5

30일 상향 / 하향 건수

25.2x

선행 PER

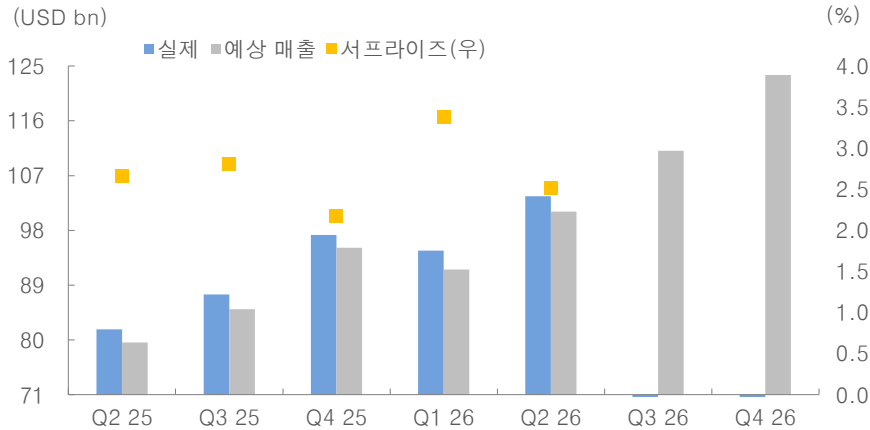
판단

Azure 46%+와 capex 가이드스가 동시에 나오면 AI 밸류체인 재밸리의 방아쇠.
용량 제약으로 Azure 45%를 밑돌면 클라우드 전반 눈높이 조정

자료: 마이크로소프트, 대신증권 Research Center

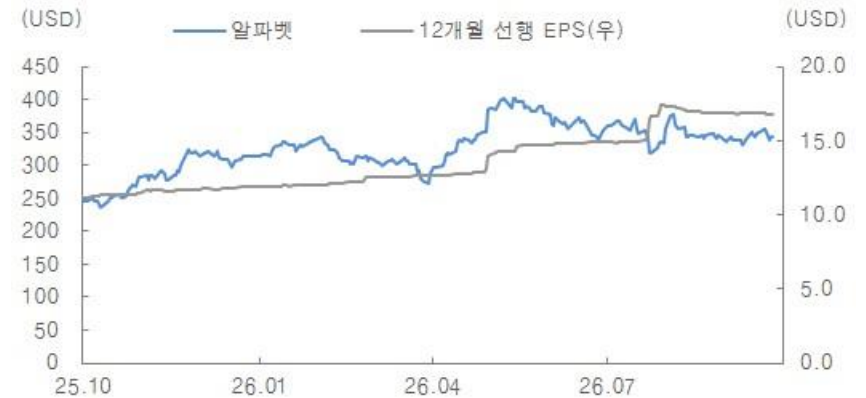
10월 28일 알파벳 실적 발표 예상, 2026년 3분기 매출 1,111억 달러와 EPS 3.0달러 예상

알파벳 2026년 3분기 매출 1,111억 달러 예상



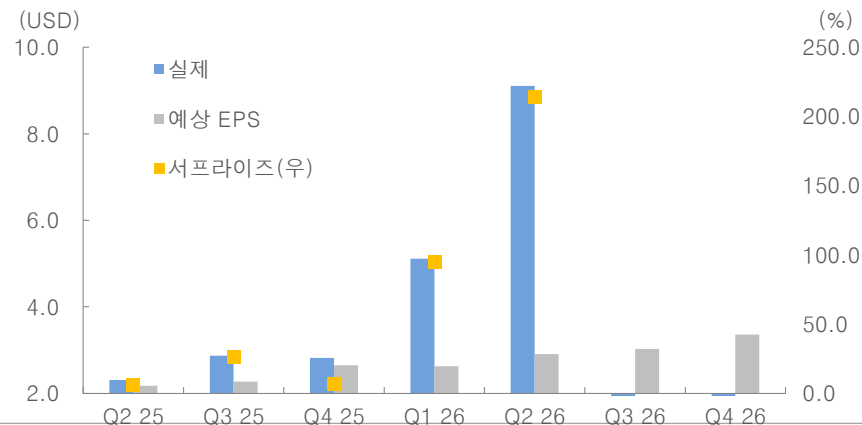
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

알파벳 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

알파벳 2026년 3분기 EPS 3.0달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

알파벳 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

AI·클라우드 성장 가속, 2027년 CAPEX 방향성이 관건

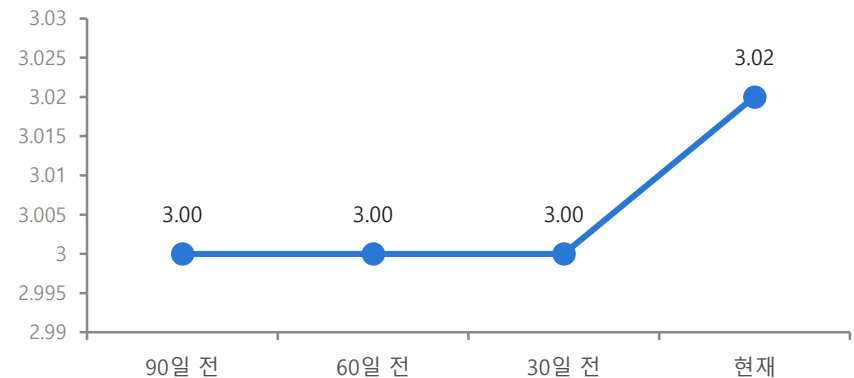
알파벳 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$119.8B(+24%), GAAP EPS \$9.11 중 \$6.26가 SpaceX(\$94.1B)·Anthropic 미실현이익 → 언더라이딩 ~\$2.85(컨센 \$2.89 미스) Cloud \$24.8B(+82%), Cloud OPM 35.6%, 백로그 \$514B, Search +17%, YouTube +13%, capex \$44.9B, FCF -\$5.9B. 시간외 -3.7~-7%
리비전 흐름	3개월 +0.7%, 상향 18·하향 18 혼조. FY27 EPS \$14.91. 9/18 Evercore \$450, Tigriss \$485
시장 기대치	주가 \$351.16 (YTD +12.2%) · 선행 PER 23.5x(FY27) · 목표가 \$422~428 · 직전 반응 직전 -3.7~-7%(시간외); 3~8월 가장 월간 하락 후 9월 반등
차기 가이드런스 기대	4Q 매출 \$141.54B(+24.4%), EPS \$3.34(+18.6%). 2027 capex 방향 코멘트

핵심 쟁점

- Cloud 성장(+82%)·백로그 \$514B 전환·TPU 외부 판매
- 2027 capex 정량화·FCF 적자
- Search/AI Mode·YouTube 광고
- SpaceX 평가의 역전 시 GAAP EPS 변동성
- AI 인재 이탈·반독점

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+0.7%

EPS 컨센 3개월 변화

18 / 18

30일 상향 / 하향 건수

23.5x

선행 PER

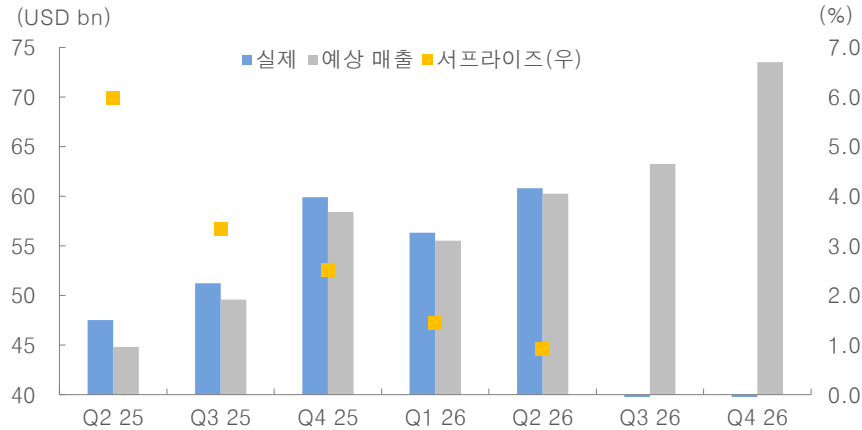
판단

언더라인 EPS 기준으로 봐야 함

Cloud 80%대 성장과 백로그 전환이 확인되고 27년 capex 정량화되면 밸류(23.5x) 재평가, 평가손익 잡음이 헤드라인을 흔들 수 있어 '숫자보다 구성'을 봐야 하는 실적

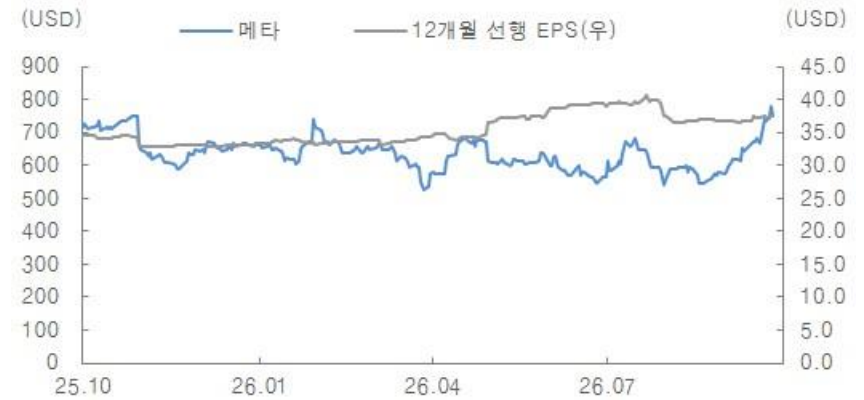
10월 28일 메타 실적 발표 예상, 2026년 3분기 매출 632억 달러와 EPS 6.3달러 예상

메타 2026년 3분기 매출 632억 달러 예상



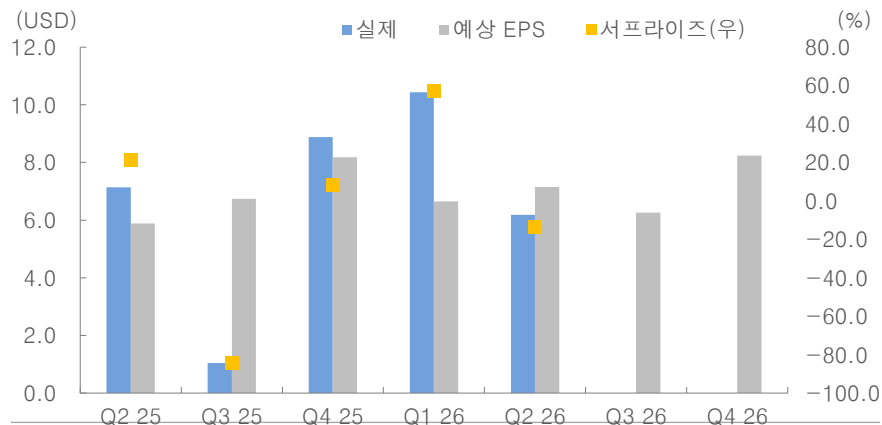
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

메타 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

메타 2026년 3분기 EPS 6.3달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

메타 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

메타, 낮아진 실적 눈높이 위 광고 성장·Muse가 반전 변수

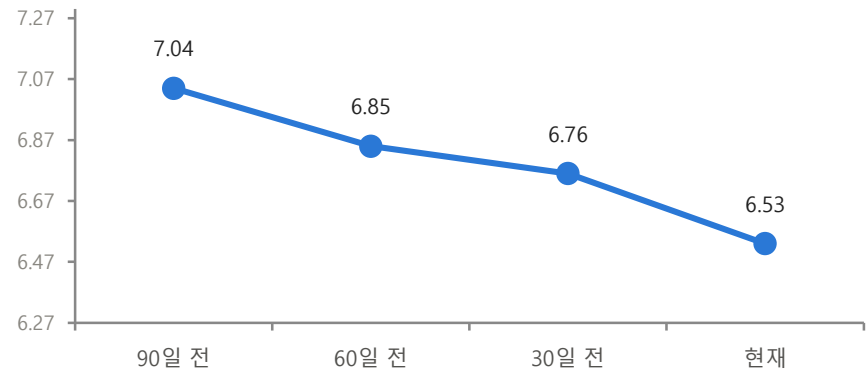
메타 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$60.8B(+28%), EPS \$6.18(컨센 \$7.22 미스; 법률비 \$2.4B·해고비 \$1.18B), 광고 \$59.4B(+27%; 노출 +14%·단가 +12%), OPM 31%(전년 43%), RL 손실 \$4.62B, FCF \$784M(-91%), 자사주 중단·채권 \$24.9B. 시간외 -8~10%
리비전 흐름	3개월 -7.2%(커버리지 최다 하향; 30일 하향 33). FY27 EPS \$33.87(-3.0%). Muse(개인 AI 에이전트 \$20/\$100) 첫 12일 280만 다운로드
시장 기대치	주가 \$736.60 (YTD +11.6%) · 선행 PER 21.7x(FY27) · 목표가 \$758~789; JPM \$820(9/10 OW) · 직전 반응 직전 -8~10%(시간외); 9/8 Muse 출시 후 +21%
차기 가이드스 기대	4Q 매출 \$73.66B(+23.0%), EPS \$8.22(-7%). 2027 capex/비용 첫 방향성

핵심 쟁점

- Muse 구독 수익화·리텐션
- 2027 capex·FCF·부채(자사주 중단)
- 광고 가이드스 상단 \$64B 달성
- 비용·RL 손실·EPS 하향 반전 여부
- 세율 15~17%·2027 EPS 성장 +8%

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



-7.2%

EPS 컨센 3개월 변화

7 / 33

30일 상향 / 하향 건수

21.7x

선행 PER

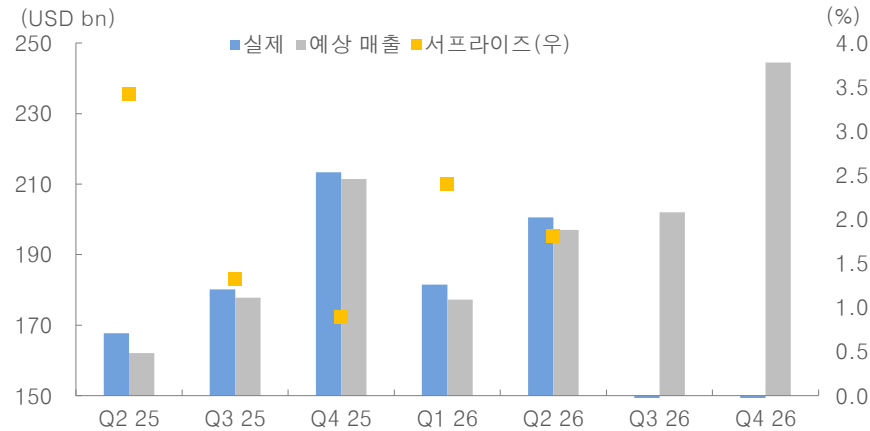
판단

EPS 컨센이 가장 많이 내려온 빅테크.

광고 상단 부합 + Muse 지표가 나오면 낮아진 눈높이 위의 반등,
2027 capex가 \$240B대로 제시되고 FCF가 마이너스면 7월형 급락

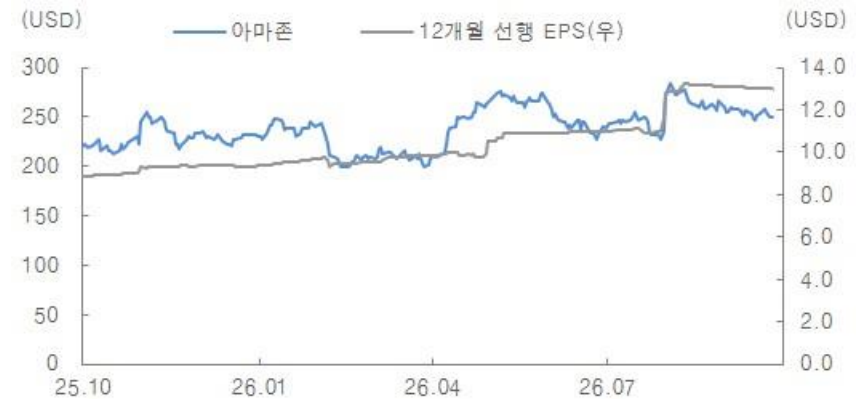
10월 29일 아마존 실적 발표 예상, 2026년 3분기 매출 2,020억 달러와 EPS 2.0달러 예상

아마존 2026년 3분기 매출 2,020억 달러 예상



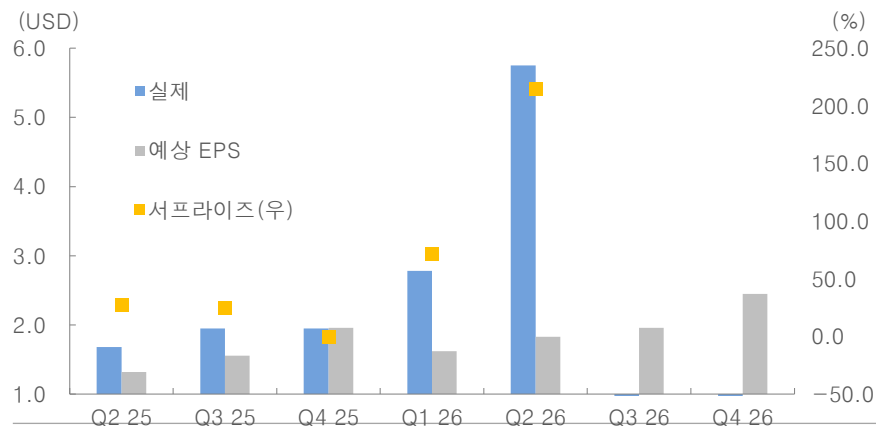
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아마존 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아마존 2026년 3분기 EPS 2.0달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아마존 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

클라우드와 리테일의 동반 개선, 관건은 CAPEX 투자 효율성

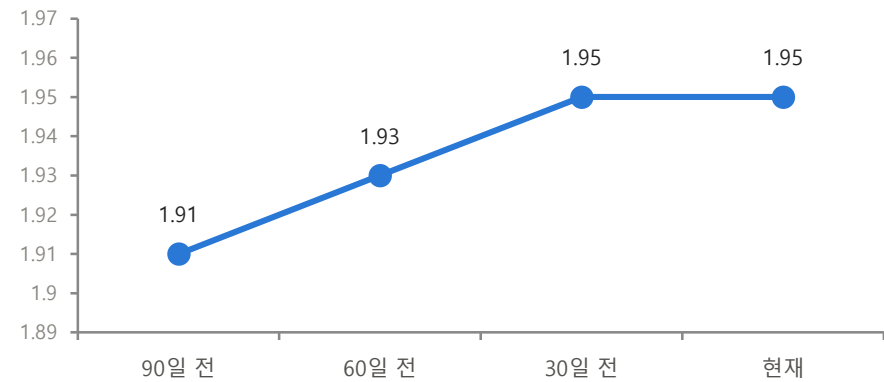
아마존 실적 발표 주요 포인트

직전 분기·핵심 지표	2Q: 매출 \$200.6B(+20%), GAAP EPS \$5.75 (Anthropic 평가익 \$53.4B 포함; 제외 \$1.97 vs 컨센 \$1.86), 영업이익 \$27.5B(+43%), AWS \$42.2B(+37%, 18분기 최고) OPM 39.4%, 백로그 \$496B, AI 전환산 \$25B+, 광고 +26%, capex \$54.2B, TTM FCF -\$7.6B. 익일 +15.3%
리비전 흐름	3개월 +2.1%, 30일 상향 26·하향 9. 3Q 매출 가이드는 프라이메이 이동으로 사전 컨센 ~\$204.1B 하회
시장 기대치	주가 \$254.98 (YTD +10.5%) · 선행 PER 24.3x(FY27) · 목표가 \$328(61명 중 매도 0) · 직전 반응 직전 +15.3%; 실적 후 고점 대비 -6.1%
차기 가이드스 기대	4Q 매출 \$243.95B(+14.3%), EPS \$2.44(+25%). 홀리데이 가이드

핵심 쟁점

- AWS 37% 지속·용량(Trainium/전력)·백로그 \$496B
- capex \$220B → 2027, FCF 적자
- 매출 가이드 하단·영업이익 \$22.5~26.5B
- Anthropic 평가손익 변동성
- 광고·4Q 홀리데이 가이드

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



+2.1%

EPS 컨센 3개월 변화

26 / 9

30일 상향 / 하향 건수

24.3x

선행 PER

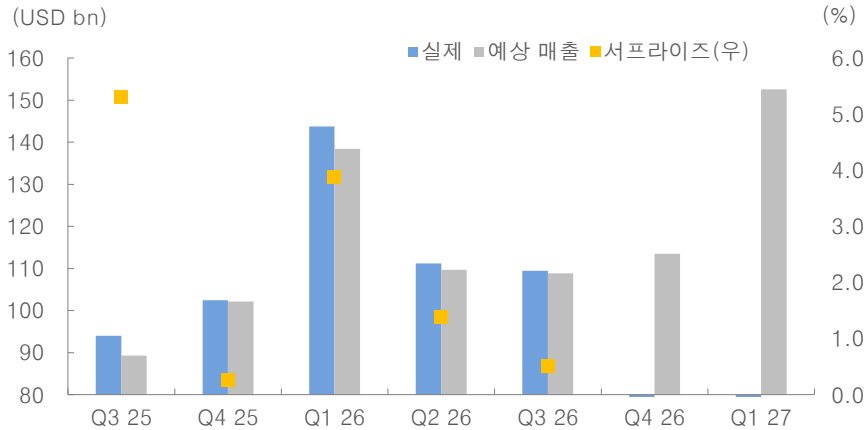
판단

AWS 재가속(37%+)과 영업이익 상단이 나오면
리테일 마진 + 클라우드의 조합으로 신고가 재시도.
capex \$220B 위에서 2027이 또 늘면 FCF 논쟁이 밸류 상단을 누름

자료: 아마존, 대신증권 Research Center

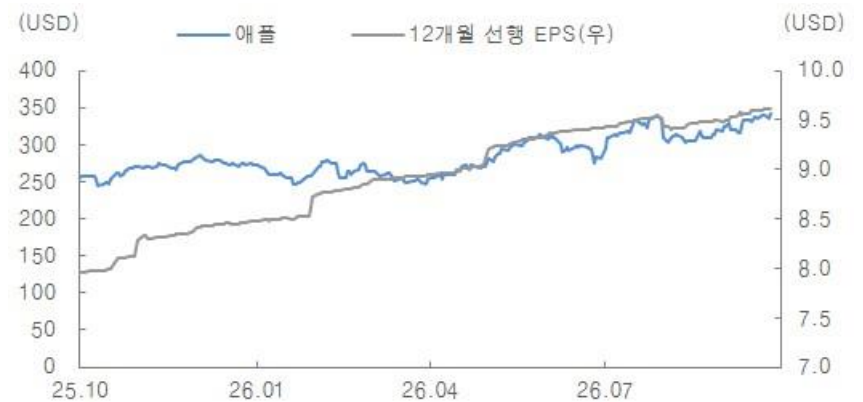
10월 29일 애플 실적 발표 예상, 2026년 4분기 매출 1,135억 달러와 EPS 2.0달러 예상

애플 2026 회계연도 4분기 매출 1,135억 달러 예상



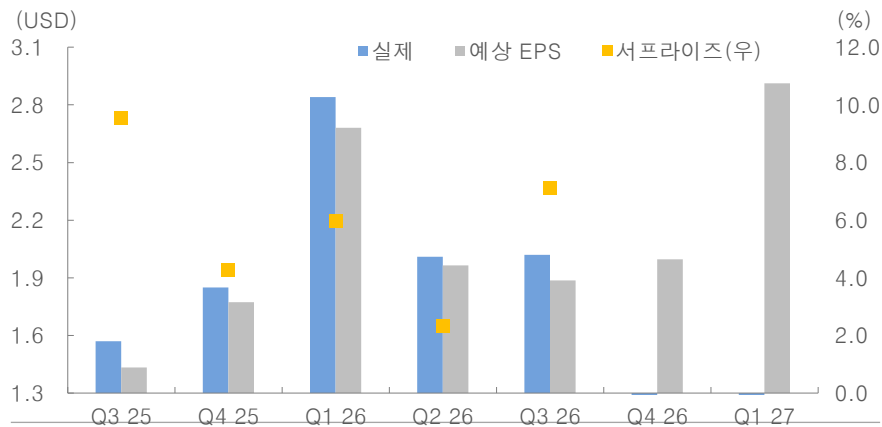
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

애플 주가 및 12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

애플 2026년 회계연도 4분기 EPS 2.0달러 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

애플 S&P500 대비 상대 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

실적 기대는 낮아진 상태, 관건은 12월 분기 성장과 GM

애플 실적 발표 주요 포인트

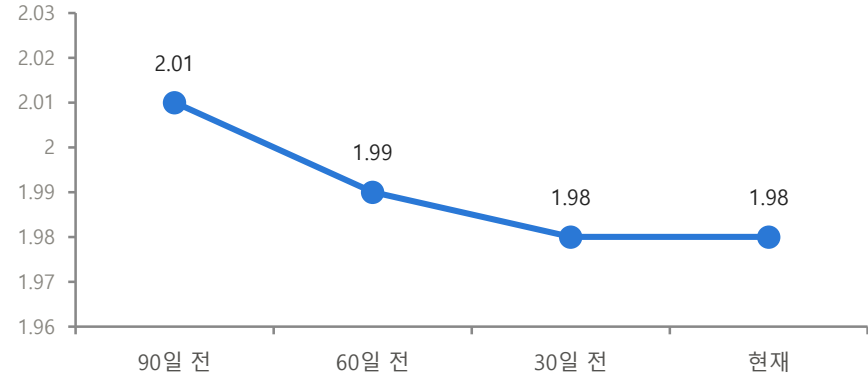
직전 분기·핵심 지표	FQ3: 매출 \$109.4B(+16%), EPS \$2.02(+29%), iPhone \$54.3B(+22%), Mac +29%, Services \$30.7B(+12%), GM 50.1%. iPhone 18 Pro \$1,199/Pro Max \$1,299(+\$100), 폴더블 Duo \$1,999. 리드타임(9/16) 미국 17/24일 vs 중국 25/29일(전년 32일)로 중국 약세. 메모리 원가 급등
리비전 흐름	3개월 -1.5%, 30일 상향 7·하향 14. 9/18 Evercore \$380, 9/19 BofA \$380 → \$370, 9/7 KeyBanc UW \$250
시장 기대치	주가 \$339.75 (YTD +25.0%) · 선행 PER 35.5x(FY27, 5년 평균 +30%) · 목표가 \$328~338 — 주가 하회 · 직전 반응 직전 -4.5%(시간외)
차기 가이드스 기대	FQ1 매출 \$154.39B(+7.4%), EPS \$2.90(+2.1%) — 12월 분기 가이드가 사이클 판정

핵심 쟁점

- iPhone 18 Pro 사이클·중국 리드타임 약화·12월 분기 물량 공백
- 메모리 원가 → GM 47~48%·관세 환급 소멸
- Services 둔화·FX
- 35x 밸류·컨센 PT 하회·관세
- 개인화 Siri/AI

자료: 애플, 대신증권 Research Center

해당 분기 EPS 컨센서스 추이(90일 전 → 현재)



-1.5%

EPS 컨센 3개월 변화

7 / 14

30일 상향 / 하향 건수

35.5x

선행 PER

판단

실적보다 12월 분기 가이드. 메모리 원가로 GM이 47% 하단이면 '메모리 인플레이션의 피해자' 프레임이 굳어짐
주가가 컨센 PT를 넘어 상승 여력이 줄 수 있음

반도체 Peak Out 논란은 시기상조

Strategist 이경민

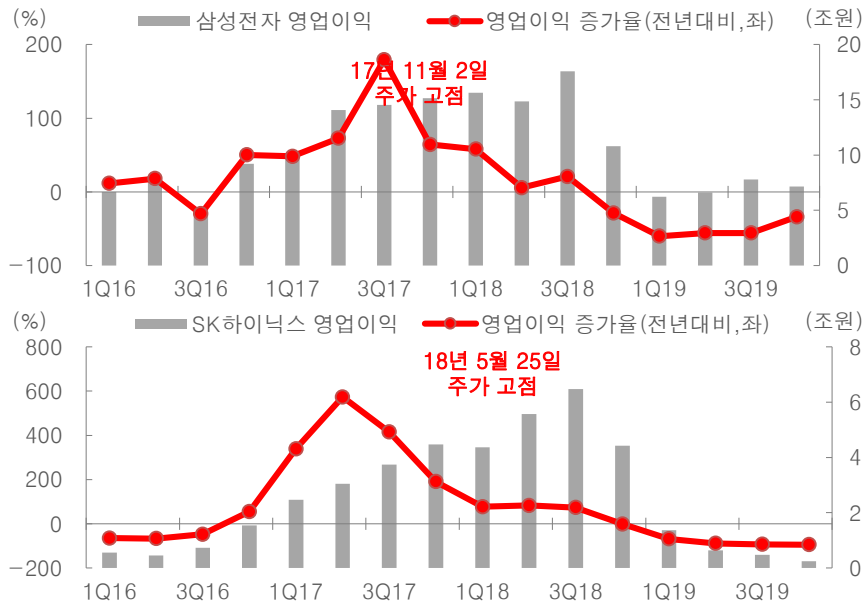
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

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

- 삼성전자, 반도체 **실적 모멘텀 Peak Out 논란은 시기상조**. 삼성전자 이익 모멘텀, 전년대비는 2분기, 전분기 대비는 1분기 고점으로 주가 또한 고점 통과 우려 유입. 엔비디아, TSMC 모두 이익 모멘텀 고점 통과 이후 상승추세 지속/강화 중. 2017년, 2018년 반도체 슈퍼 사이클 당시 삼성전자 주가 고점은 17년 11월 2일, SK하이닉스는 18년 5월 25일. 이익 모멘텀 고점은 2016년 상반기와 17년 2분기였고, 실적 고점은 2018년 3분기. **영업이익 고점 통과, 감익 반전 우려가 유입되는 시점이 주가 고점일 가능성 높다고 판단**. 현재 27년까지 실적 레벨업 전망 유입 중
- 반도체 실적 호조는 지속될 전망**. 반도체 업종의 3분기 실적 전망 하향조정에도 불구하고 전분기 대비 영업이익, 순이익 변화율은 13.3%, -12.5% 수준. 하지만, Trend Force 2분기 반도체 가격 변화율 10% ~ 18% 예상(전분기 대비) 수준. 수출 호조가 지속되고 있다는 점도 실적 전망 상향 조정 재개 가능성을 높이는 부분. 9월 20일 수출 또한 78.3%(일평균 수출 89.8%)의 강력한 모멘텀 재확인. 모멘텀 강화 속에 환율 효과는 제한적일 전망 여전. **반도체(282.9%)와 컴퓨터(201%)가 여전히 한국 수출을 이끌어가는 중**. 일평균 수출 금액 다시 한 번 사상 최고치 경신. 수출 대비 KOSPI 저평가 지속
- 추가적인 반도체 중심의 **영업이익, 순이익 전망 상향 조정 가능성 높다고 판단**. 이러한 반도체 이익 모멘텀 강화, 실적 전망 상향 조정 흐름은 반도체 업종의 주가 상승 반전은 물론, KOSPI 주도력 회복/강화로 이어질 전망. **선행 PER 5배 중반에 불과한 반도체 밸류에이션 재평가**가 빠르게 전개될 전망

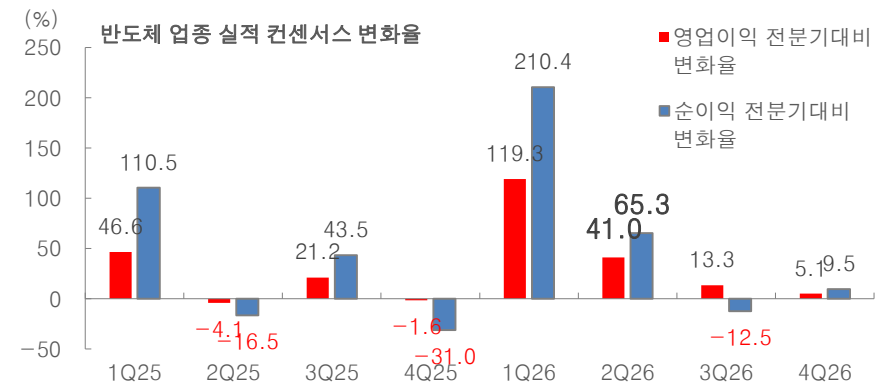
이익 모멘텀 정점과 주가 고점은 일치하지 않아... 감익 우려 유입이 관건



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

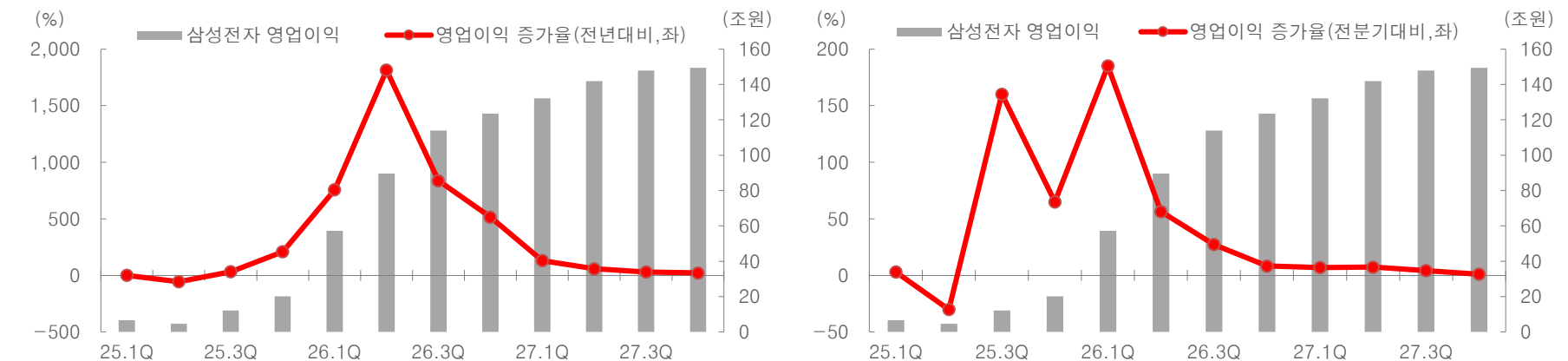
전분기 대비 가격 변화율	26년 1분기 변경(최신)	26년 2분기 변경(최신)	26년 3분기 신규
전체 Dram	93 ~ 98% 상승	58 ~ 63% 상승	13 ~ 18% 상승
전체 Nand	85 ~ 90% 상승	70 ~ 75% 상승	10 ~ 15% 상승



자료: Trend Force, FnGuide, 대신증권 Research Center

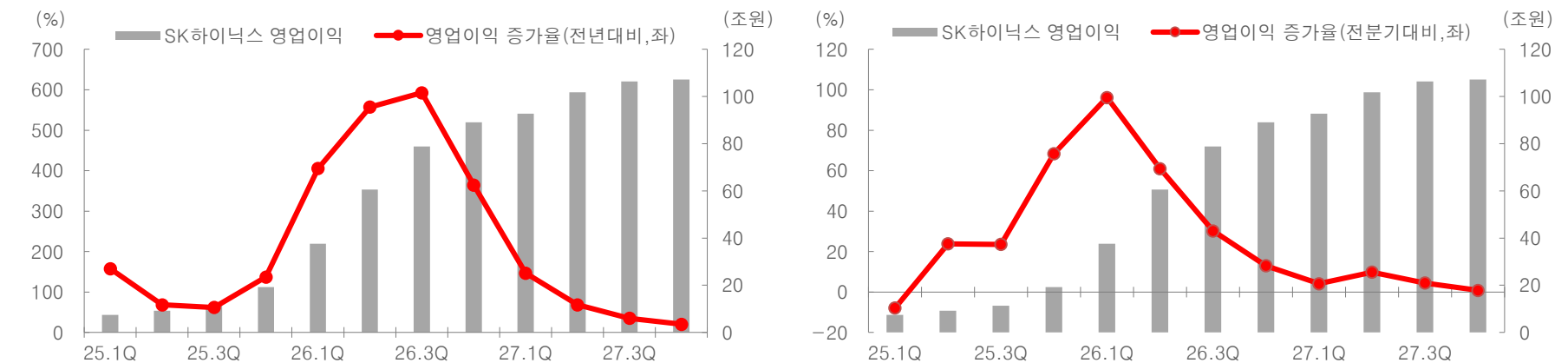
[실적 모멘텀] 삼성전자, SK하이닉스 동반 26년 상반기 이익 모멘텀 Peak Out? SK하이닉스 전년대비 변화율 3Q 고점

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

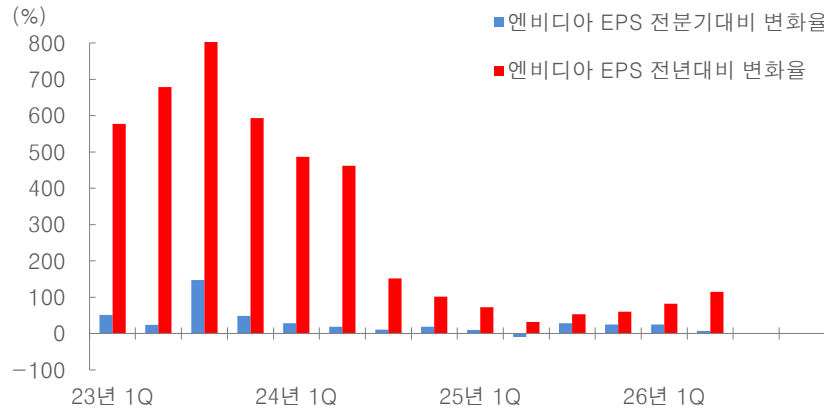
SK하이닉스 이익 모멘텀, 전년대비는 3분기, 전분기대비는 1분기 고점. 모멘텀 Peak Out 논란?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

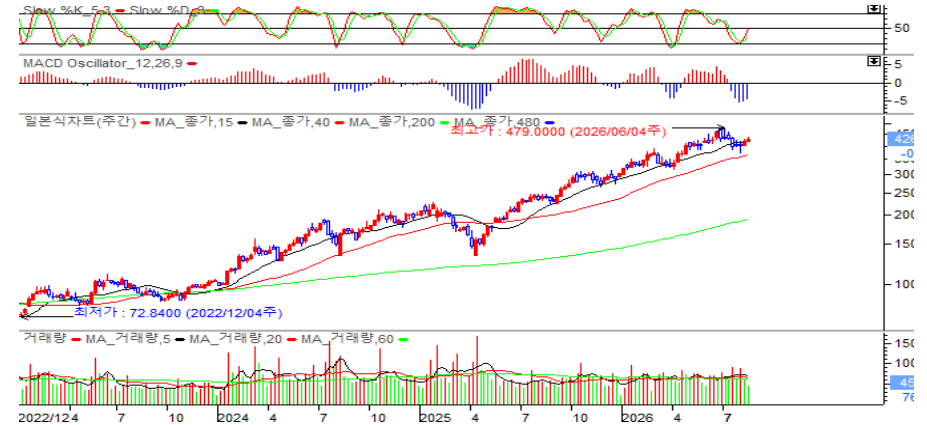
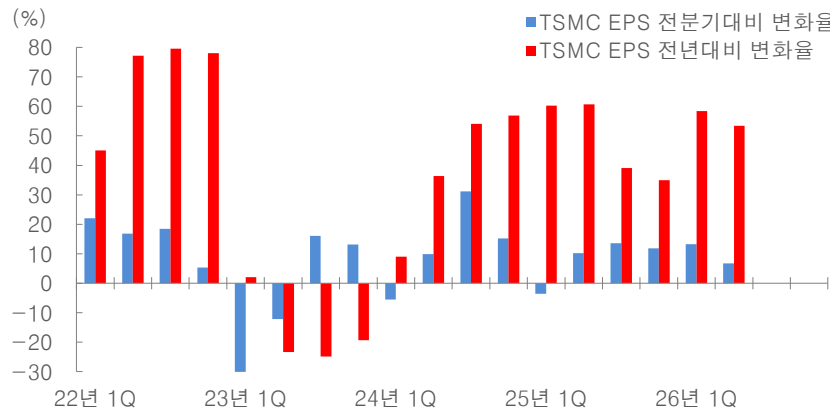
[엔비디아, TSMC 사례] 이익 모멘텀 정점 통과에도 주가는 상승 추세 지속

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



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

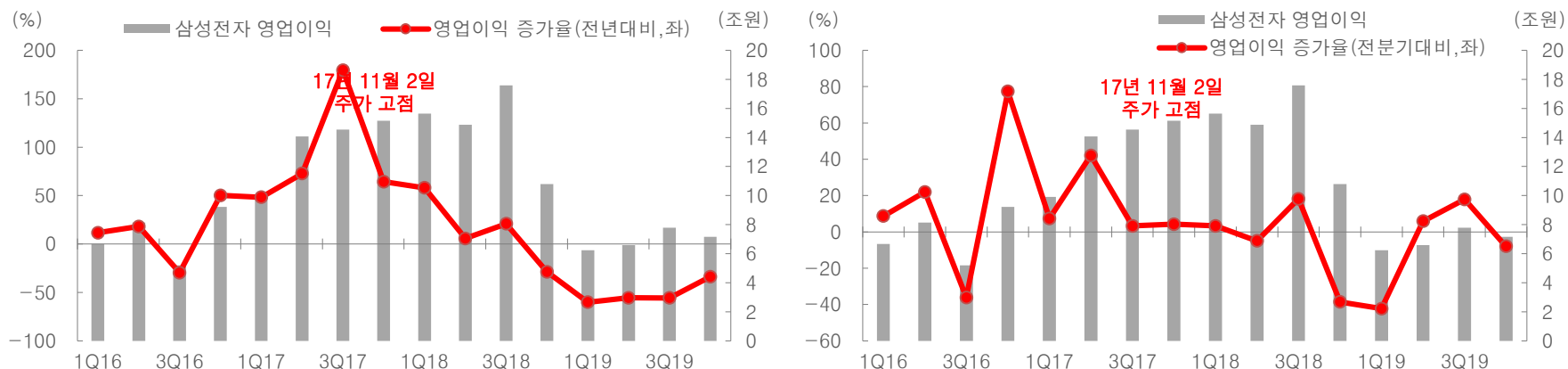
TSMC EPS 모멘텀, 연간 기준으로 25년 1분기, 전분기대비로는 24년 3분기 고점. 주가는 여전히 사상 최고치 행진 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

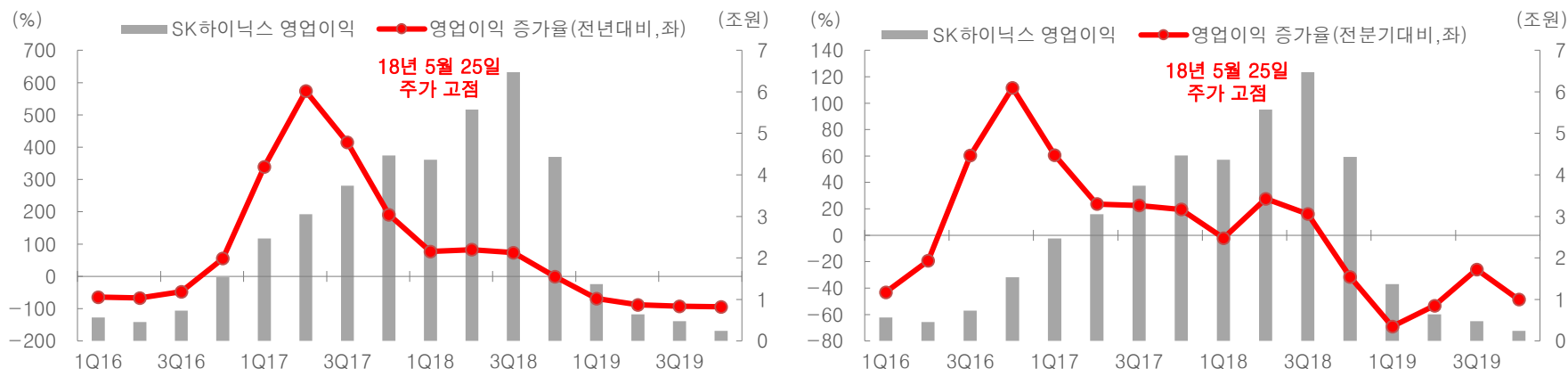
[실적 모멘텀] 반도체 슈퍼사이클 당시, 주가 고점은 실적 정점 우려가 유입될 시점

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

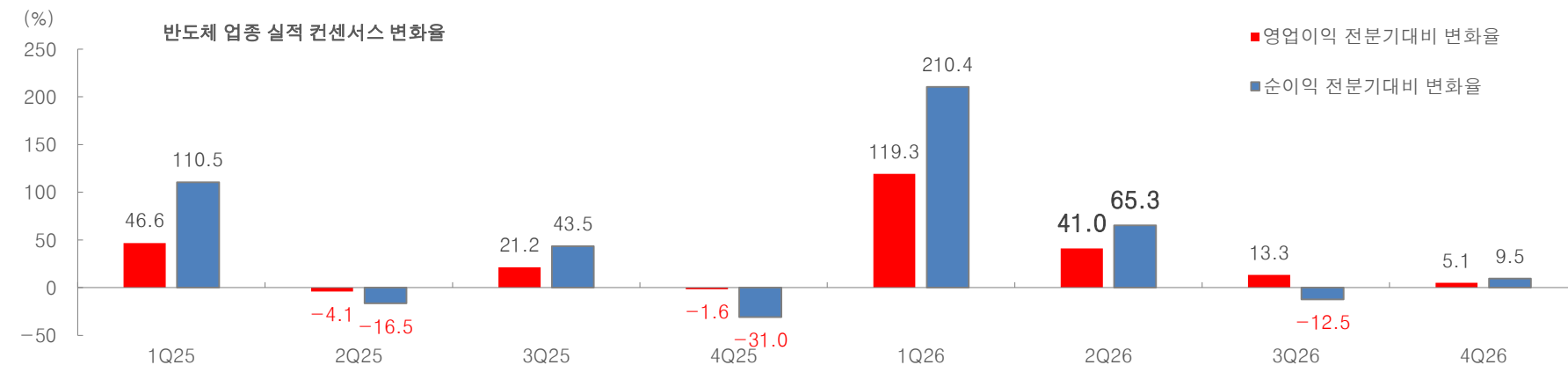
[반도체 실적 전망] 3분기 반도체 가격 전망, 보수적인걸까? 3분기 실적 컨센서스… 아직 저평가 아닐까?

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

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

자료: Trend Force, 대신증권 Research Center

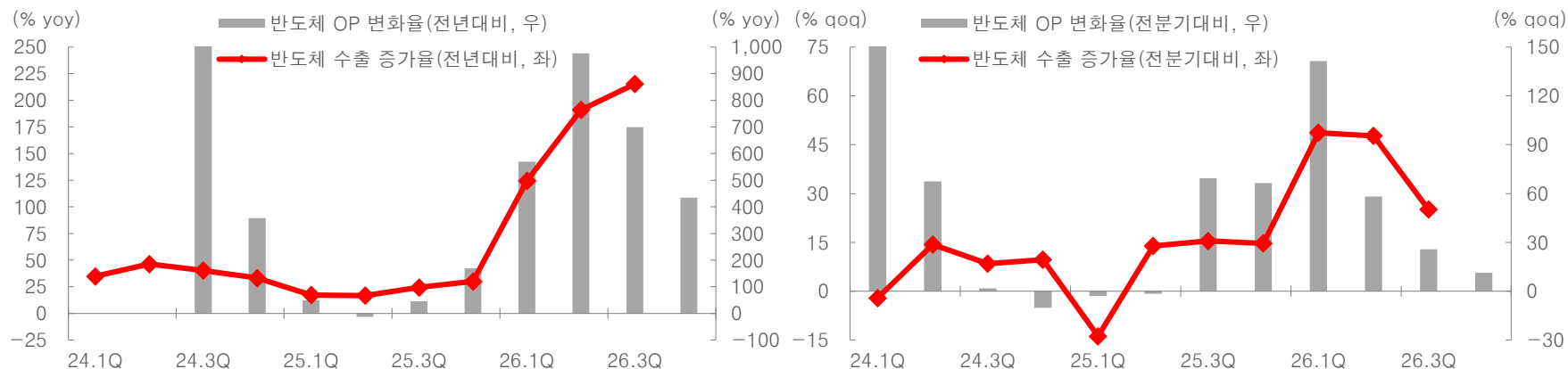
전분기 대비 3분기 영업이익, 순이익 변화율 13.3%, -12.5%. Trend Force 3분기 반도체 가격 변화율은 10 ~ 18% 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

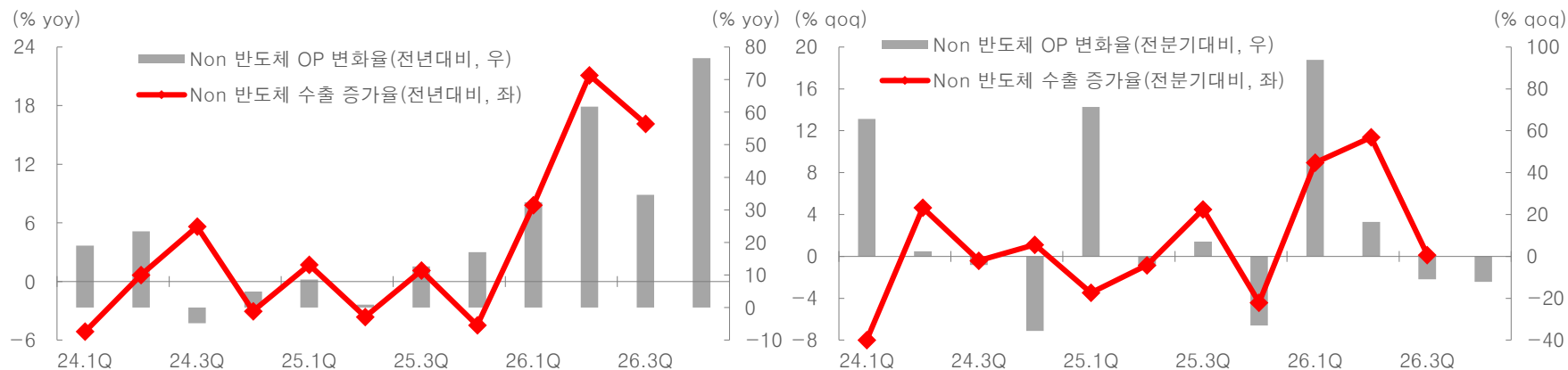
[수출/실적 모멘텀] 3분기 수출 증가율보다 약한 이익 모멘텀. 실적 눈높이가 낮은 상황으로 판단

반도체 수출 증가율 전년대비 추가 레벨업, 전분기 대비 기준으로는 둔화. 이익 모멘텀은 전년대비, 전분기대비 둔화, 눈높이가 낮은가?



자료: 관세청, Fnguide, 대신증권 Research Center

Non-반도체 수출 전년대비 증가율 2분기대비 소폭 둔화, 전분기 변화율도 2분기보다 둔화. 그러나 OP 증가율은 둔화, 마이너스 반전 예상



자료: 관세청, Fnguide, 대신증권 Research Center

3분기 실적 불확실성 선반영 중.
반면, 수출 모멘텀은 여전히 견고

Strategist 이경민

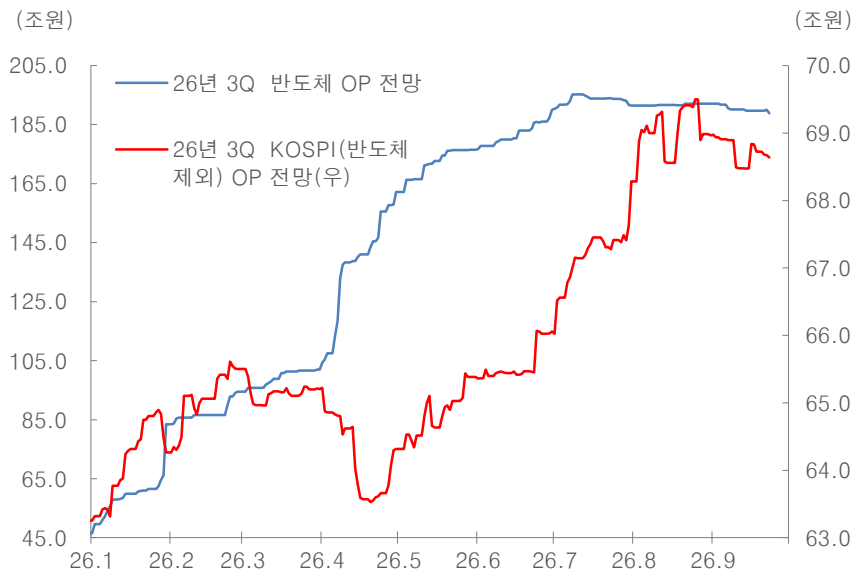
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

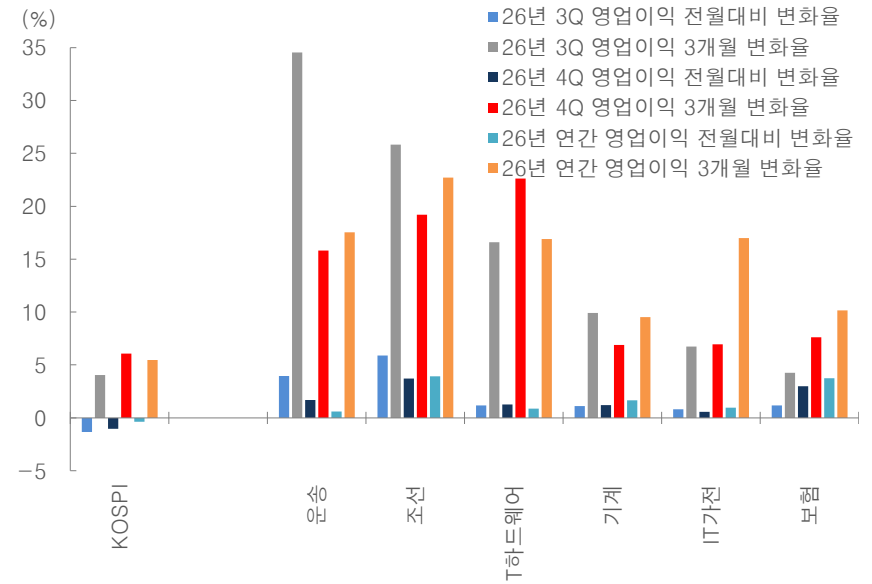
실적 불안심리 반영에도 불구하고 6개 업종 실적 전망 상향 조정 중, Non 반도체 실적 기대 여전

- 3분기 프리어닝 시즌에 돌입하면서 실적 전망 하향 조정 재개. SK하이닉스에 이어 삼성전자도 실적 전망 하향 조정. 비반도체 실적 전망도 소폭 하락 반전. 디스플레이, 화학, 증권, 유틸리티, 호텔/레저, 에너지, 상사/자본재 등 실적 전망 하향 조정 영향. 다만, 반도체는 27년, 비반도체는 26년, 27년 영업이익 전망 상향 조정 유효. 26년 연간 OP 전망 조선, 보험, 에너지, IT가전, 기계, 화학, 건강관리, 상사/자본재, 화장품/의류 등 13개 상향 조정. 전체 26개 업종 중 절반에 실적 기대 유입. **26년 3분기, 4분기, 26년 연간 영업이익의 전망이 모두 상향조정 중인 업종은 운송, 조선, IT하드웨어, 기계, IT가전, 보험 6개.** 3분기 프리어닝, 실적 시즌에 실적 전망 상향 조정 지속 가능성 높은 업종으로 꾸준히 주목해야 할 것
- 3분기 실적시즌에 대한 기대, 눈높이가 낮아지고 있음. 그럼에도 불구하고 **실적 레벨은 견고하고, 실적 공개 이후에는 오히려 안도심리가 강해지거나 약간의 서프라이즈에도 긍정적인 반응 예상.** 2분기 실적 호조에도 불구하고 주가가 약세를 보였던 것과는 반대 현상. 실적 기대, 눈높이가 낮아진 만큼 실적 우려는 선반영되었기 때문
- 반도체를 제외한 3분기 수출 증가율(전분기대비)은 8%에서 1%로 모멘텀이 둔화.** 하지만, **Non반도체 영업이익 변화율은 마이너스 반전 예상(1분기 16.4%에서 -10.9%).** 수출 모멘텀 둔화대비 **Non반도체 실적 기대가 크게 낮아져있다고 판단.** 향후 실적은 수출 모멘텀, 제한적인 환율 역효과 등에 힘입어 반도체와 비반도체 구분 없이 **고른 실적 개선으로 KOSPI 쓸림현상 완화, 밸류에이션 정상화 동력이 될 전망.**

반도체 실적 전망 하향 & 정제. Non-반도체 실적 전망도 하락 반전

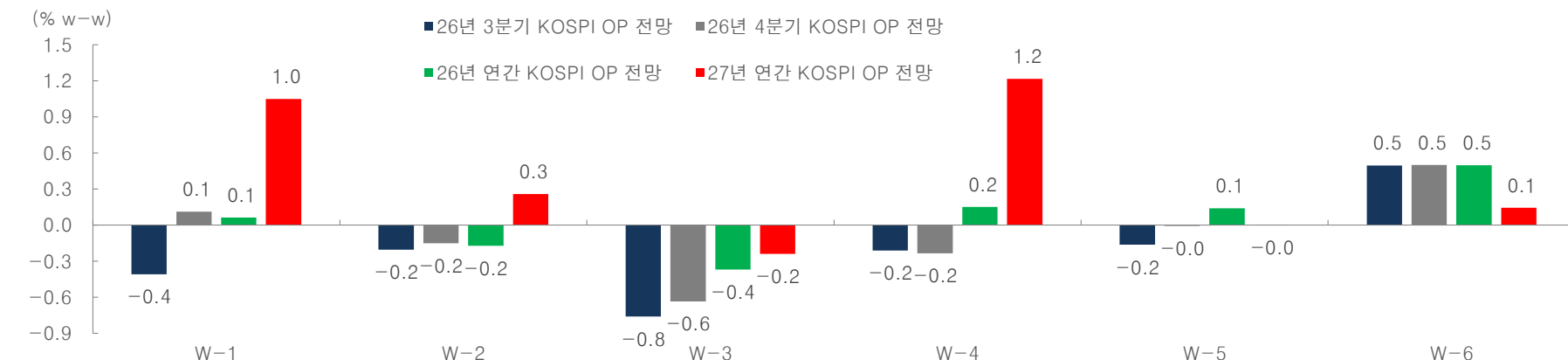


26년 3Q, 4Q, 26년 연간 영업이익 전망 동반 상향 조정 업종 6개



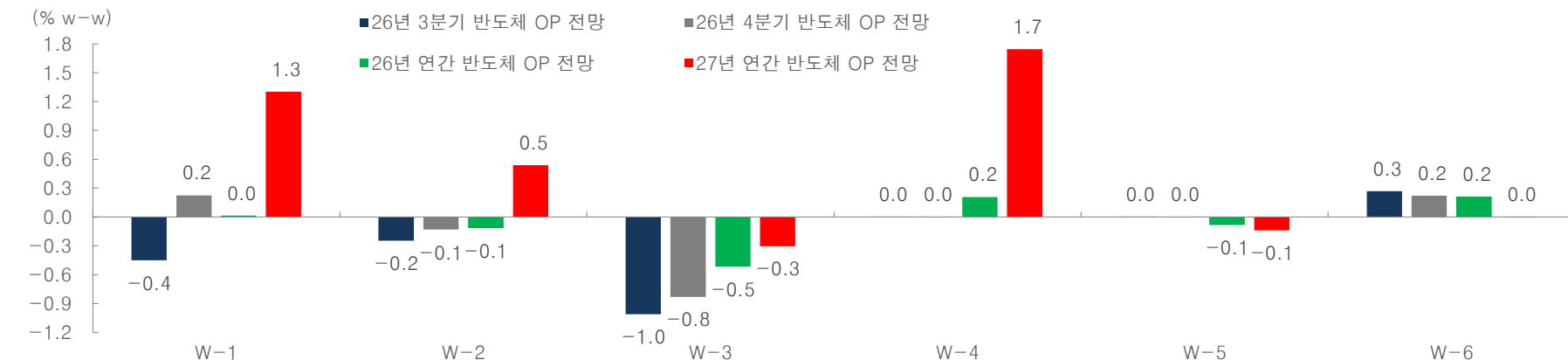
[실적 전망 변화] 3분기 프리어닝 시즌과 함께 실적 하향 조정 재개, 3분기 실적 불안심리 확대. 27년 실적 기대는 견고

3Q 프리어닝 시즌 돌입과 함께 분기별 실적 뿐만 아니라 26년 연간 실적 전망도 하향조정. 기대보다 경계심리가 큰 상황. 27년 실적 기대는 견고



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

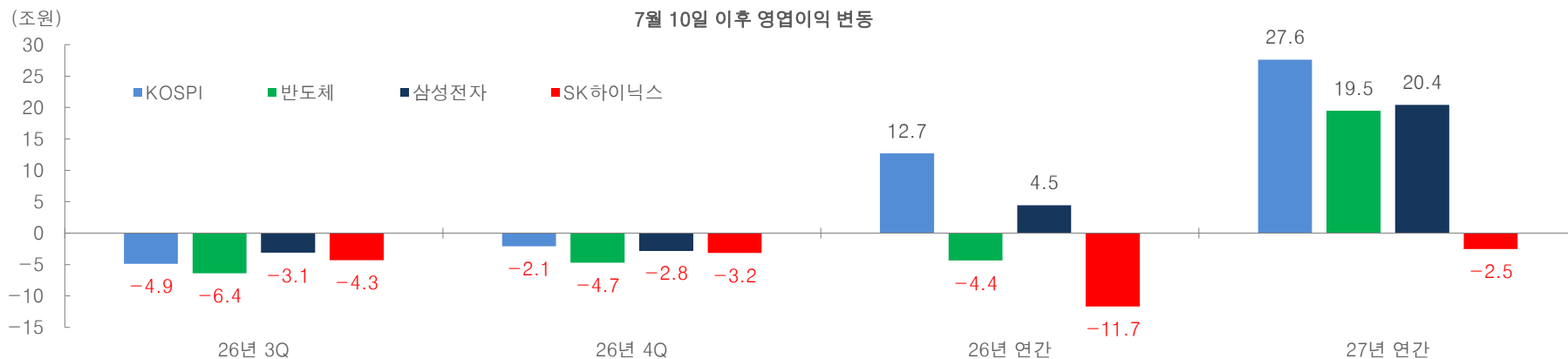
실적 전망 상향/하향 조정의 중심에 자리한 반도체. KOSPI 이익 전망보다 조정 폭이 큰 상황, SK하이닉스에 이어 삼성전자 실적 전망도 하향 조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

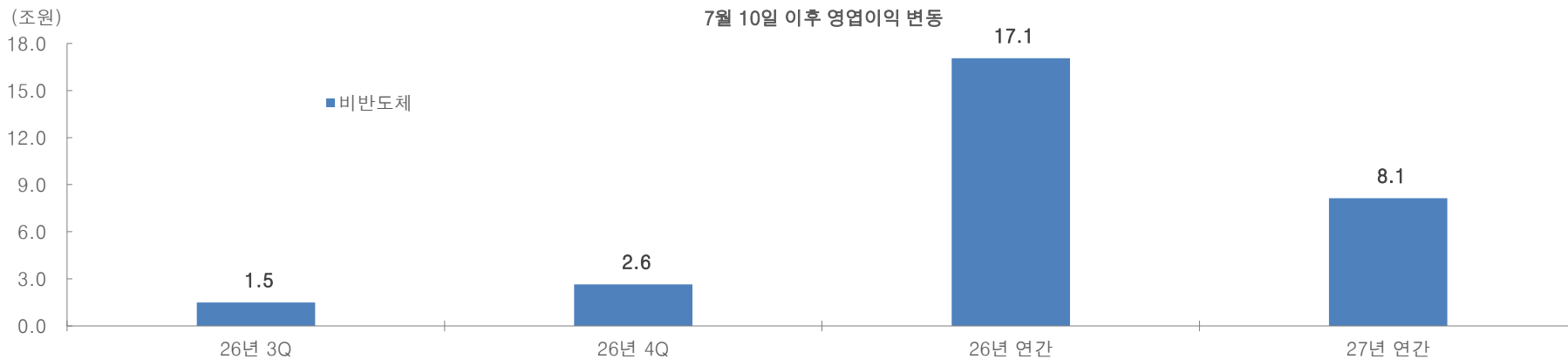
[실적 전망 변화] 실적 전망 하향 조정, 전적으로 SK하이닉스 영향에서 삼성전자로 확산. 비반도체 실적은 오히려 개선

KOSPI 실적 전망 하향조정은 전적으로 SK하이닉스 영향. 삼성전자는 26년, 27년 연간 실적 전망 레벨업되었지만, 최근 하향 조정 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

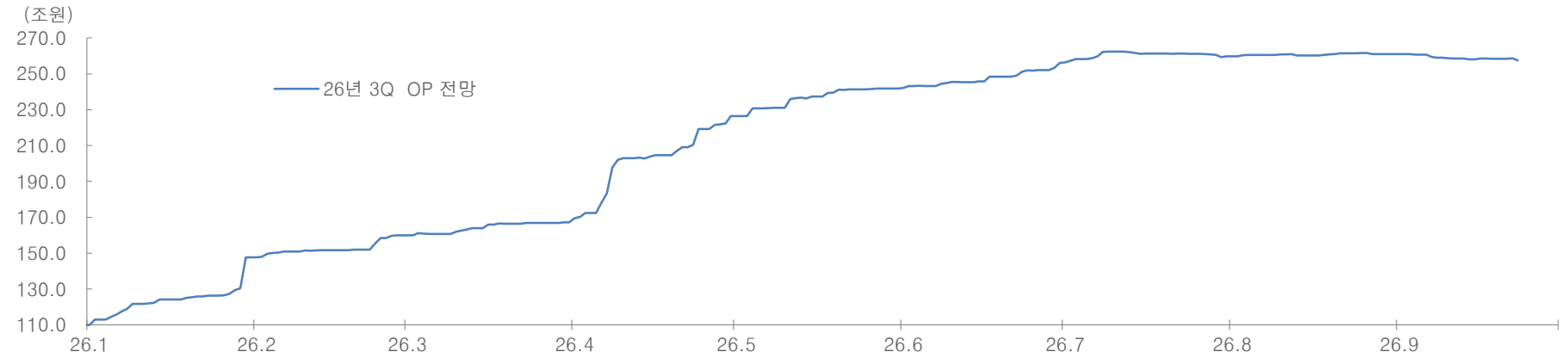
반도체를 제외한 업종들의 실적 전망 상향 조정 지속. 다만, 프리어닝 시즌 돌입하면서 상향 조정 폭 축소, 하향 조정. 26년, 27년 실적 전망은 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

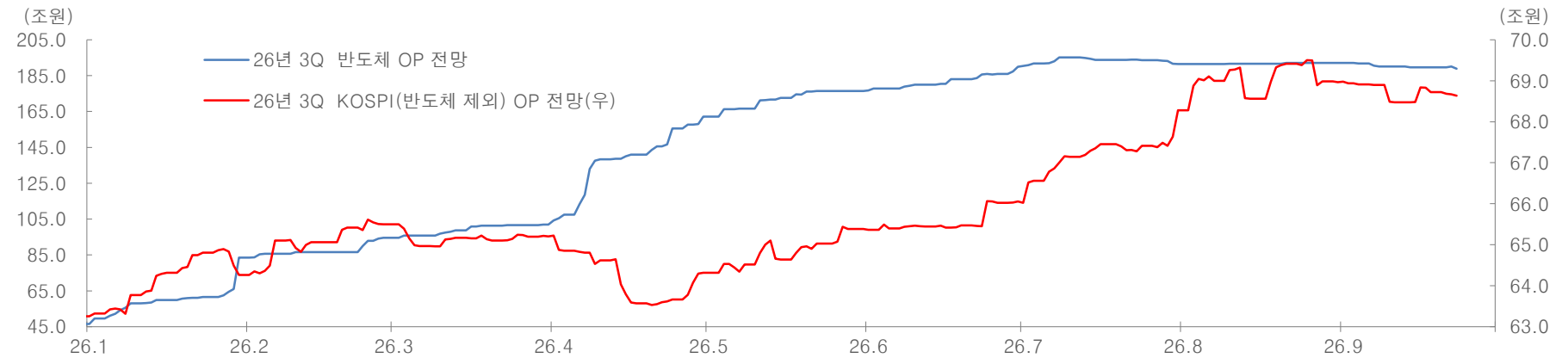
[26년 3Q 실적 전망] 반도체 190조원 하회. KOSPI 영업이익 전망도 257조원대로 낮아져

26년 3Q OP 전망, 262조원대에서 257조원대로... 실적 전망 공백 구간에서 반도체, 비반도체 동반 하향 조정 영향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

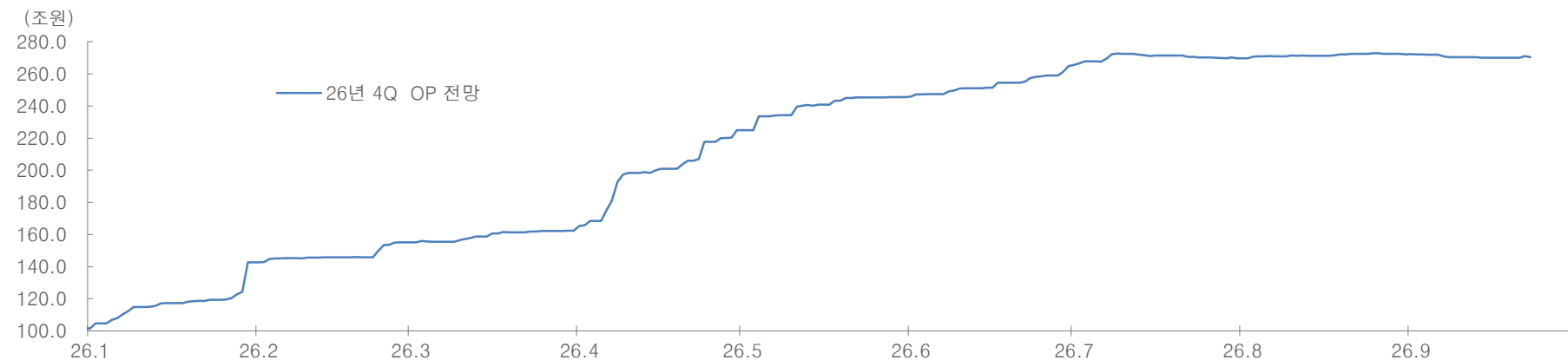
반도체 OP 전망 193조원에서 188조원대로 하향 조정(-5조원). 반도체 제외한 업종 OP 전망도 69조원대에서 68조원대로 낮아져



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

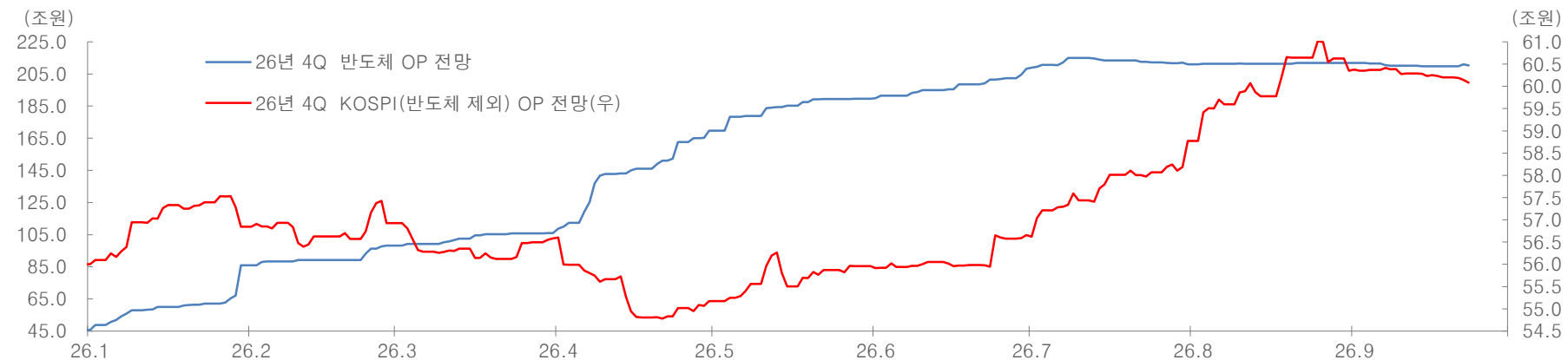
[26년 4Q 실적 전망] 반도체와 Non-반도체 실적 전망 동반 하향 조정. 조정 폭은 크지 않아...

26년 4Q OP 전망, 8월말 274조원에서 270조원 수준까지 하향 조정된 이후 정체. 프리어닝 시즌 돌입하며 등락 반복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

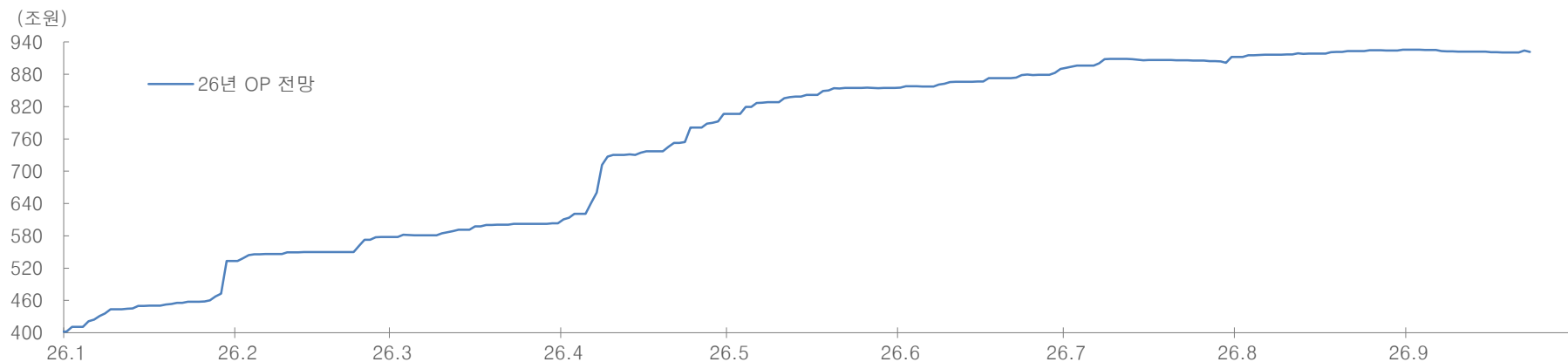
반도체 OP 전망 213조원대에서 210조원대로 하향 조정된 이후 등락 반복. 반도체 제외한 업종 OP 전망은 60조원 초반에서 완만한 하향 조정 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

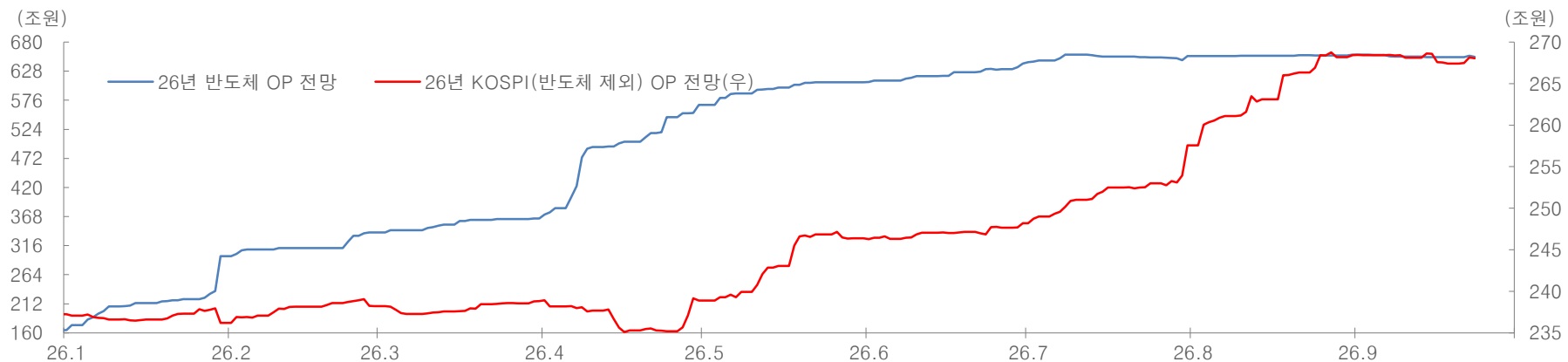
[26년 연간 실적 전망] 반도체 실적 654조원에서 653조원으로 소폭 하향 조정. KOSPI도 920조원대에서 등락 반복

KOSPI 26년 영업이익 전망 928조원에서 920조원대로 하향 조정된 이후 등락 반복. 반도체와 Non 반도체 모두 정체 국면



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

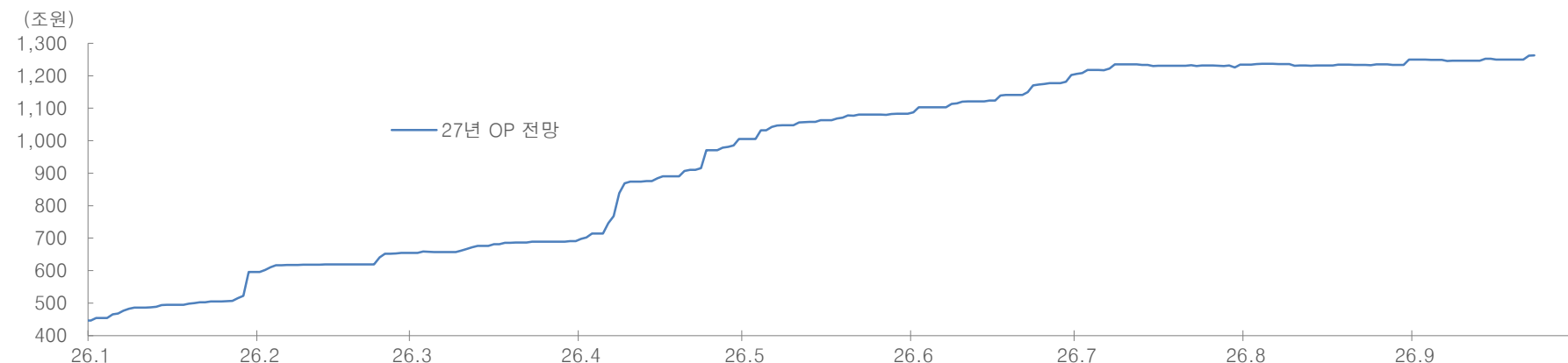
반도체 영업이익 전망 660조원에서 653조원으로 낮아진 이후 등락 반복. Non-반도체 실적 전망도 상승세를 멈추고 268조원대에서 정체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

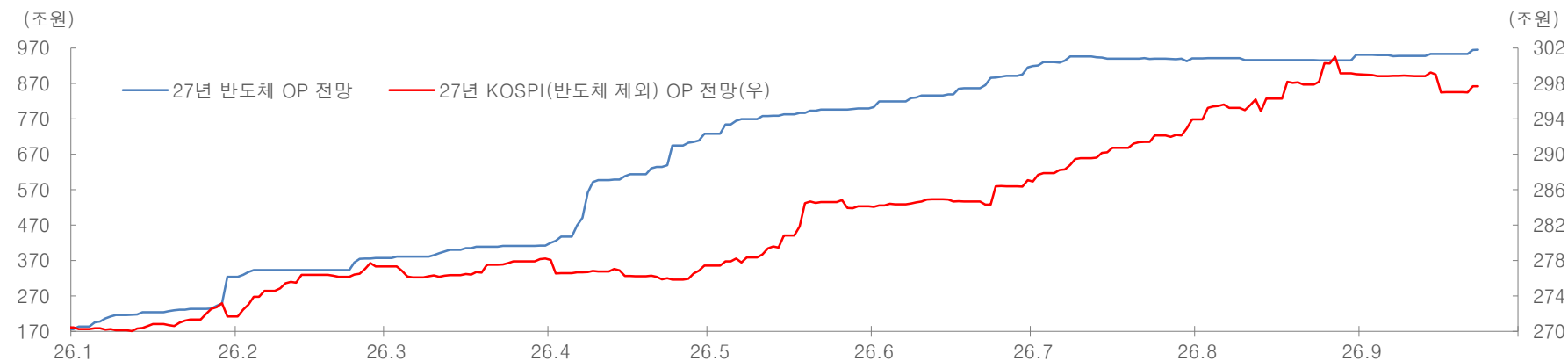
[27년 연간 실적 전망] 반도체 실적 953조원에서 965조원으로 상향 조정. KOSPI 1,260조원대로 레벨업

KOSPI 27년 영업이익 전망 1,250조원에서 1,263조원으로 레벨업. 그 중심에 자리한 반도체



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

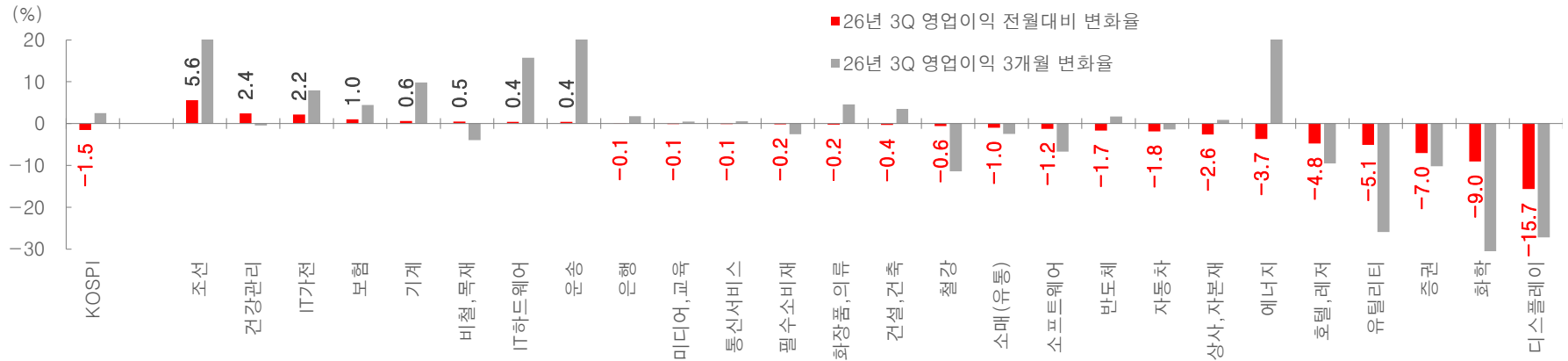
반도체 영업이익 전망 953조원에서 965조원으로 12조원 큰 폭 상승. 비반도체 실적 전망은 298조원에서 297조원으로 소폭 하향 조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

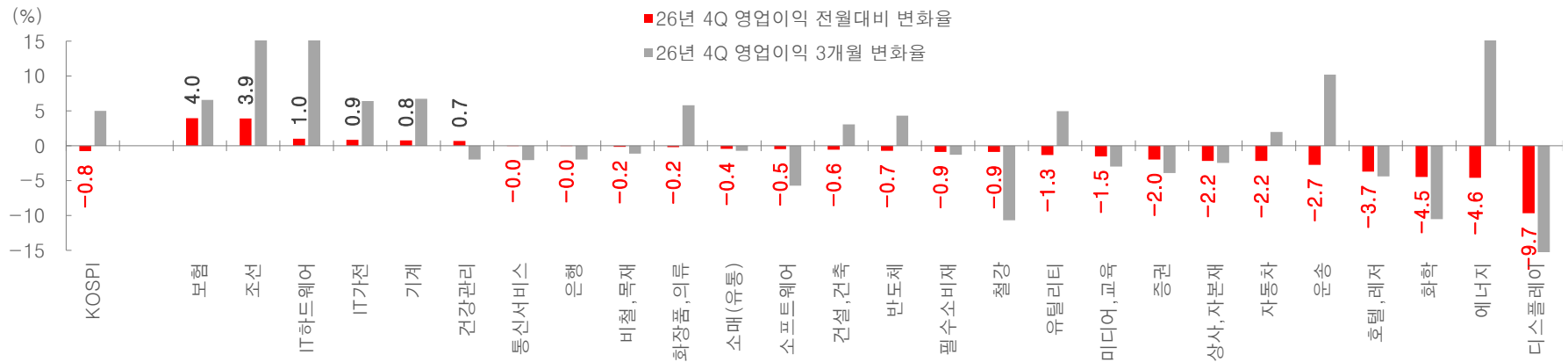
[실적전망 변화율] IT하드웨어, IT가전, 건강관리, 기계, 보험, 조선 6개 업종 동반 상향 조정, 실적 기대 약화 중

조선, 건강관리, IT가전, 보험, 기계, 비철/목재, IT하드웨어, 운송 8개 상향. 디스플레이, 화학, 증권, 유틸리티, 호텔/레저, 에너지, 상사/자본재 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

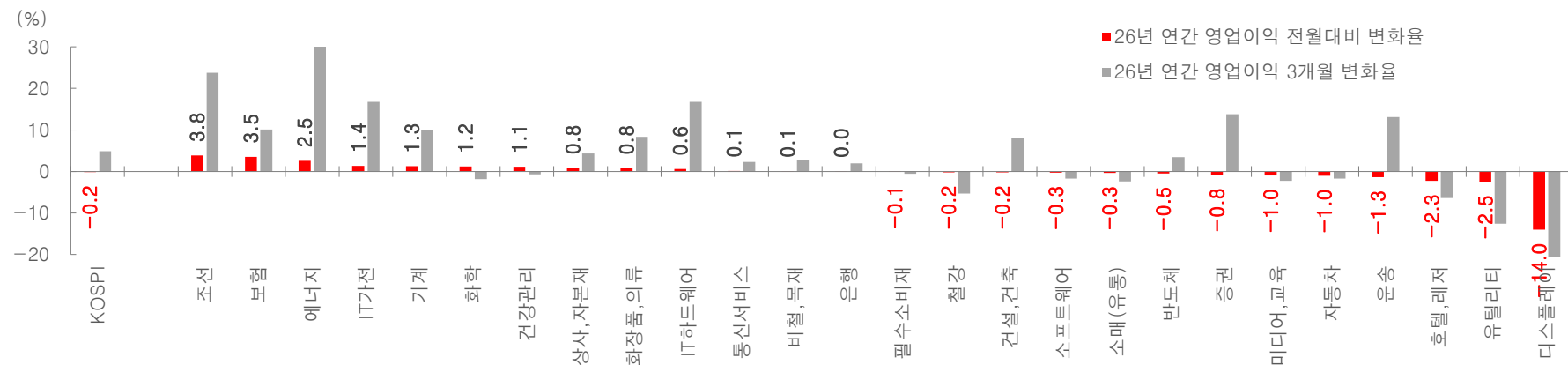
보험, 조선, IT하드웨어, IT가전, 기계, 건강관리 6개 상향. 디스플레이, 에너지, 화학, 호텔/레저, 운송, 자동차, 상사/자본재, 증권, 미디어/교육 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

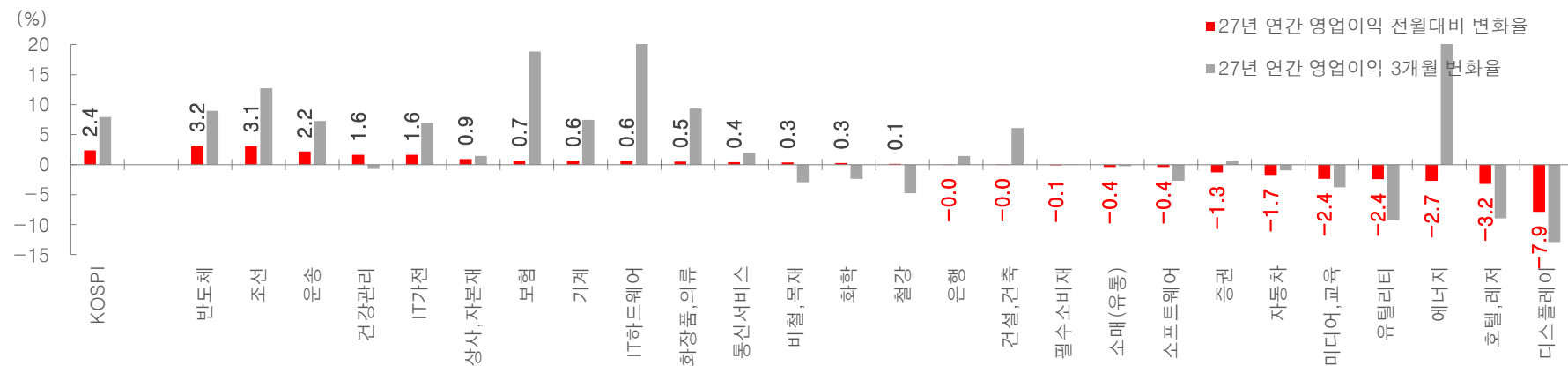
[실적전망 변화율] IT하드웨어, IT가전, 기계, 상사/자본재, 건강관리, 화학, 화장품/의류 등 11개 업종 동반 상향 조정

조선, 보험, 에너지, IT가전, 기계, 화학, 건강관리, 상사/자본재, 화장품/의류 등 13개 상향 조정. 디스플레이, 유틸리티, 호텔/레저, 운송, 자동차 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

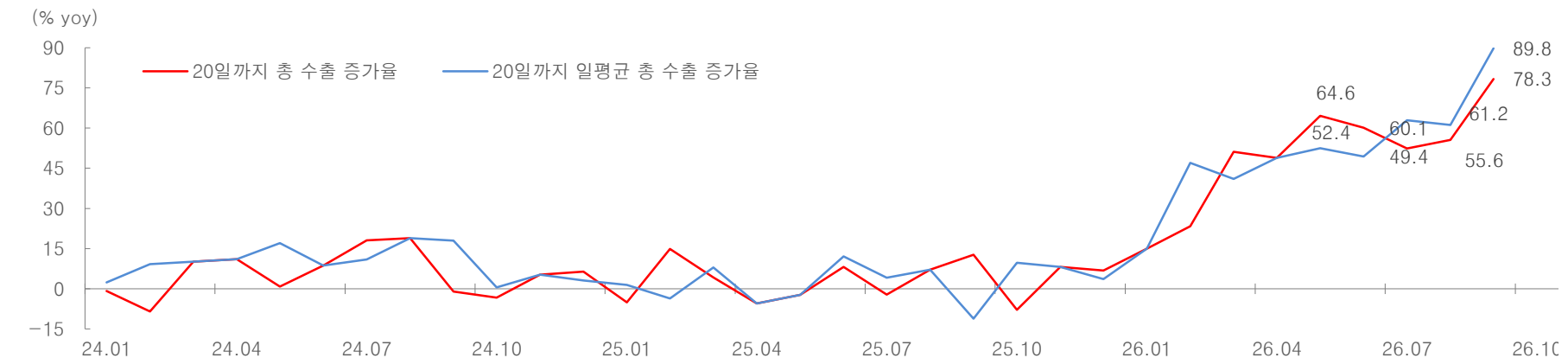
반도체, 조선, 운송, 건강관리, IT가전, 상사/자본재, 보험, 기계 등 14개 상향 조정. 디스플레이, 호텔/레저, 에너지, 유틸리티, 미디어/교육 등 하향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

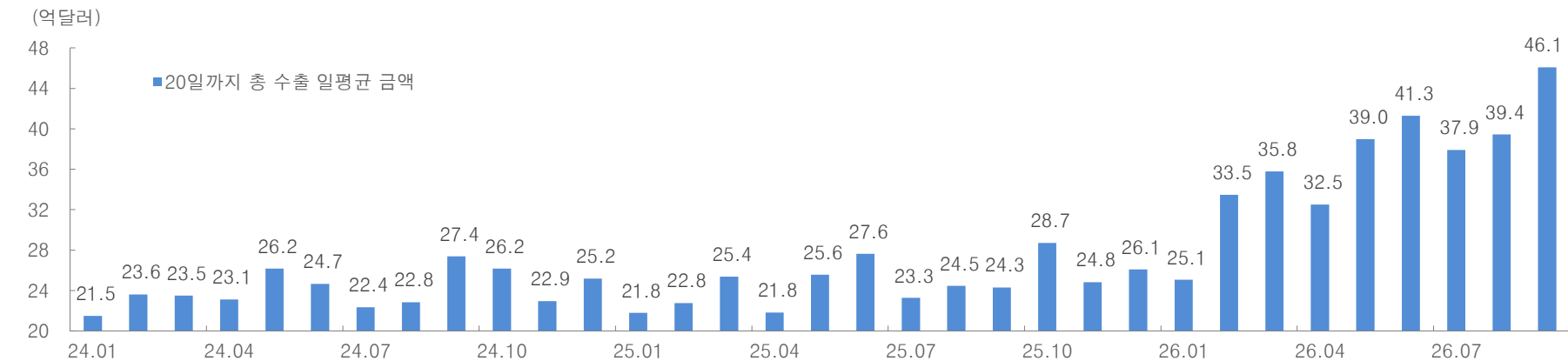
[20일 수출] 전년대비 다시 한 번 사상 최대 수출금액 경신

더 강해진 수출 모멘텀. 전체 수출 증가율은 78.3%, 일평균 수출은 89.8%에 달하는 상황



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

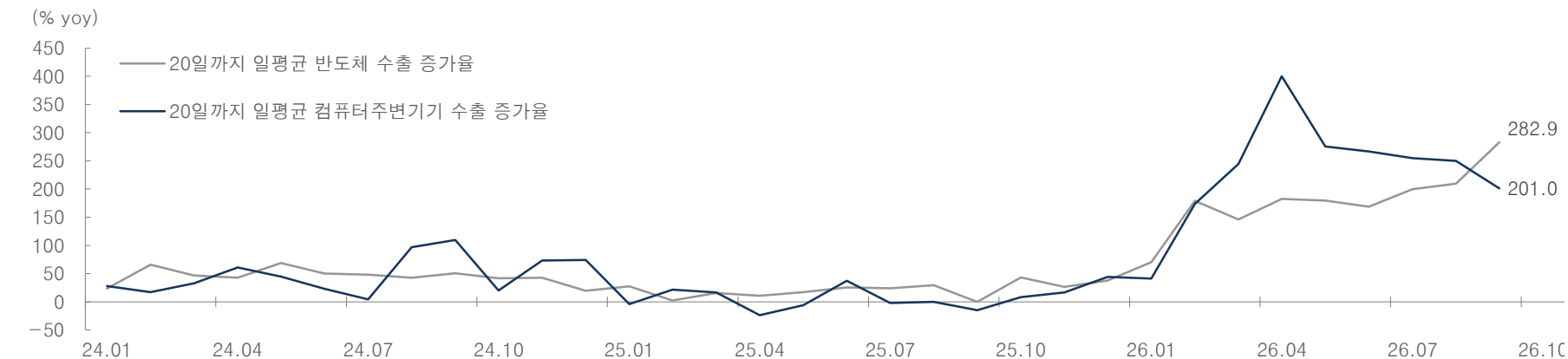
일평균 수출 금액 사상 최고치 경신하며 46.1억달러 기록. 강력한 수출 모멘텀을 재확인



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

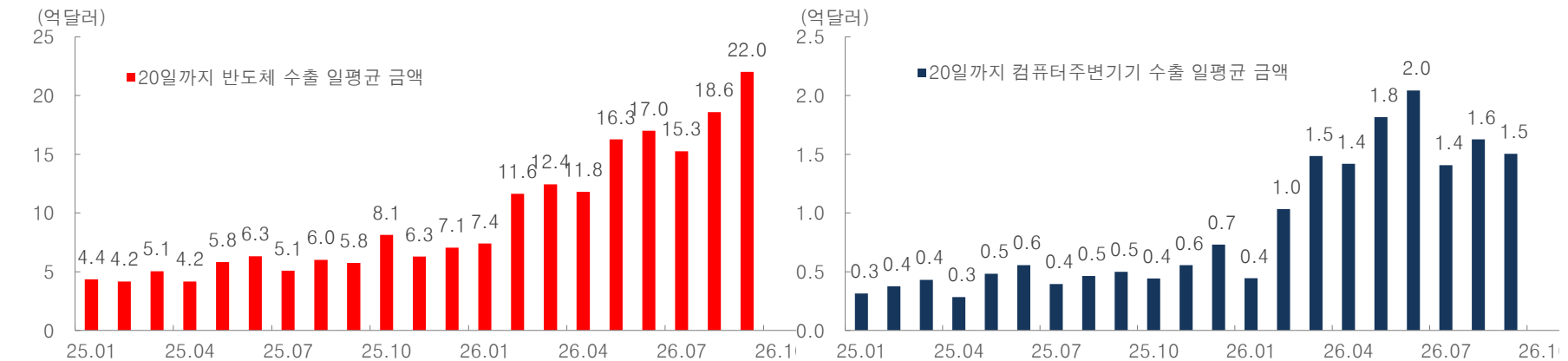
[20일 수출] 반도체 수출 증가율은 300%에 근접. 컴퓨터 수출은 둔화 중이지만, 여전히 200% 수준

반도체 수출 282.9%로 추가적인 모멘텀 강화. 컴퓨터 수출은 250%에서 201%로 둔화되었지만, 여전히 200% 수준을 유지 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

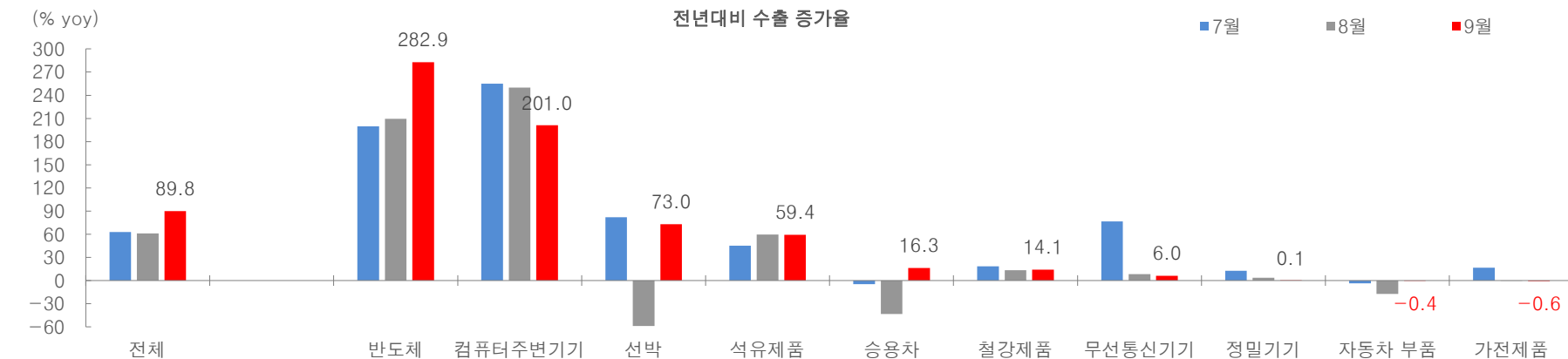
반도체 일평균 수출 금액은 다시 사상 최고치를 경신. 22억달러에 달해... 컴퓨터는 수출 금액 정체, 1.5억달러 수준에서 등락 반복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

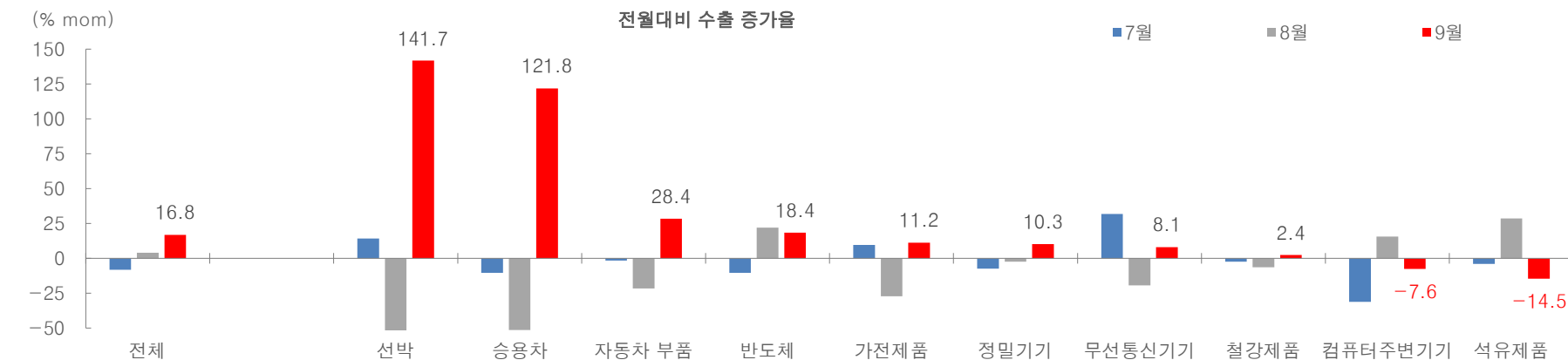
[20일 수출] 반도체, 컴퓨터가 주도하는 고른 수출 증가세(전년대비). 전월대비 수출은 선박, 승용차 100% 이상 급증

반도체, 컴퓨터 주변기기는 물론, 선박, 석유제품, 승용차, 철강, 무선통신기기 수출 호조



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

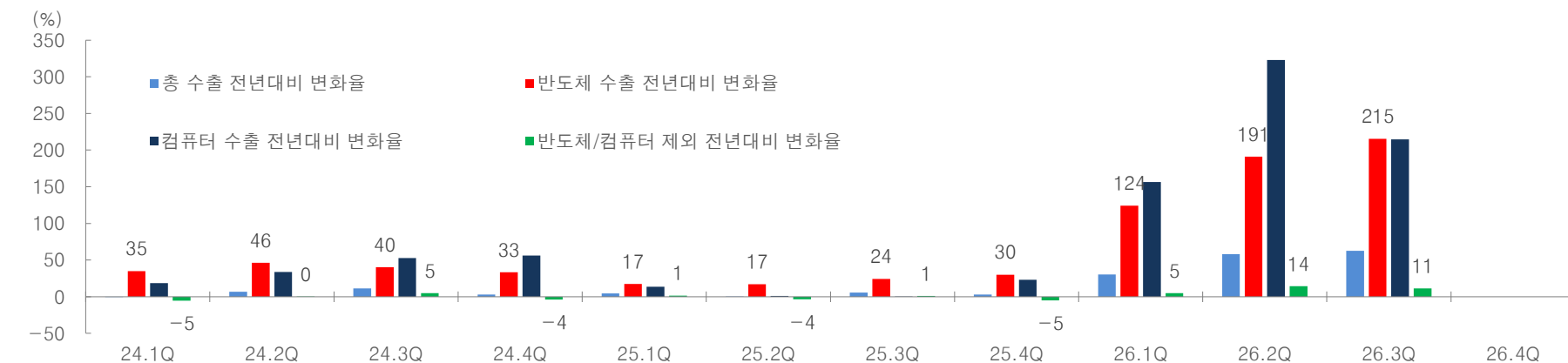
선박, 승용차, 자동차/부품, 반도체, 가전제품, 정밀기기 등 전월대비 수출 증가, 선박, 자동차는 100% 이상 급증



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

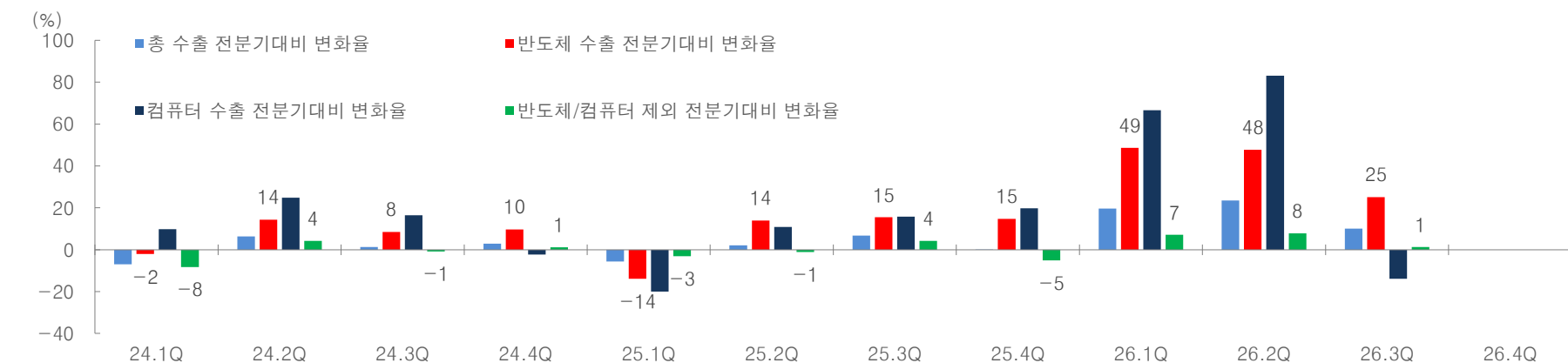
[20일 수출] 반도체 수출 전년대비/전분기대비 변화율 2분기보다 강화. 반도체/컴퓨터 제외시 수출 모멘텀 견고한 흐름

분기별 전년대비 수출 증가율. 반도체 수출 모멘텀 2분기보다 더 강화, 반도체/컴퓨터 제외하더라도 수출 모멘텀 두자리수대에서 견고한 흐름



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

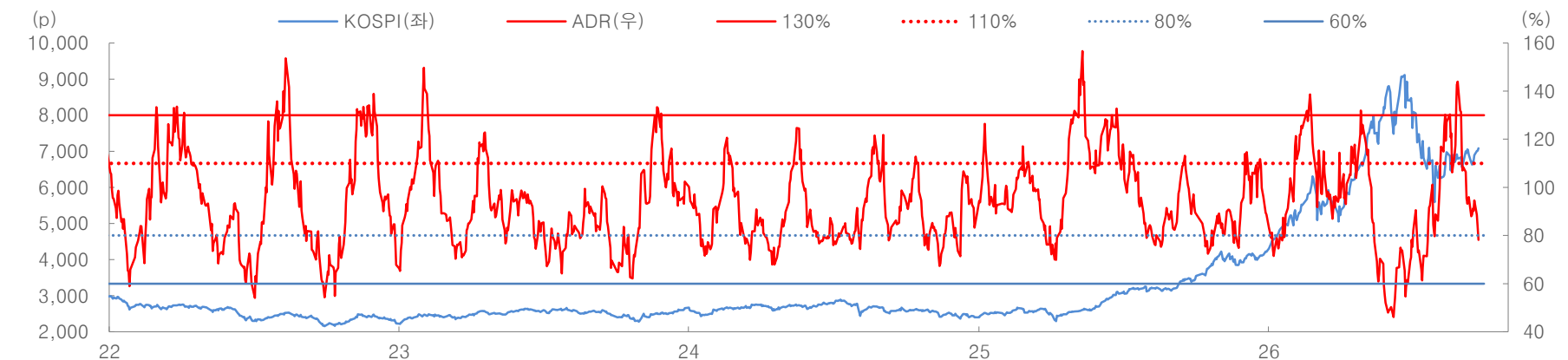
반도체 수출 전분기 모멘텀은 둔화되지만, 25% 수준 유지. 반도체, 컴퓨터 제외시 모멘텀은 1%대로 둔화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

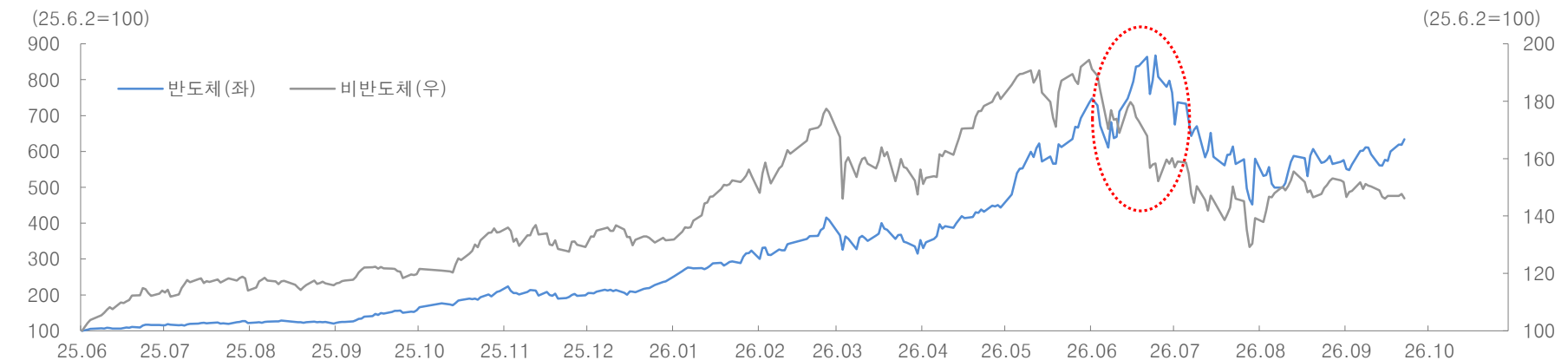
[쏟림 or 확산] 80% 하회한 ADR. 반도체 쏟아림, Non 반도체 과열 해소 및 매물 소화 국면 진행 중. 조만간 순환매 재개 예상

KOSPI ADR(상승종목비율, 20MA) 80% 하회하며 Non 반도체 단기 과열 완화/해소 중. 완료 이후 순환매 재개 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[주요 기업 실적] 10/7~8 삼성전자·LG전자·LG엔솔 잠정 실적으로 포문을 열어...

삼성전자는 110조원, SK하이닉스는 78조원이 컨센서스. 삼성전자, S-Oil 등 실적 호조 기대

일자(추정)	기업	3Q OP 컨센(YoY)	QoQ / 비고	1M	3M	상승여력	스탠스
10/7~8 잠정	삼성전자	111.74조 (+818%)	+24.9%	-2.0%	+10%	-	컨센 소폭 하회 리스크 · 110조 기준선
10/7 전후 잠정	LG전자	1조586억 (+54%)	-33%	+1.8%	-	-	부합 · AIDC 수주가 촉매
10/8 전후 잠정	LG에너지솔루션	3,081억 (-48.8%)	+172%	+0.7%	-36%	+48%	부합~소폭 상회 · 회복 국면
10월 중순	한미반도체	3Q N/A (2026 연간 3,822억, +52%) (N/A)	N/A	-	-	-	변동성 · 연간 컨센 역산
10월 하순	LG이노텍	약 3,100억(컨센 역산) (컨센 +53% / 메리츠 -26.3%)	N/A	-	-	-	쇼크 가능성 (환율·출하 지연)
10/22 전후	삼성바이오로직스	6,040억 (-17.1%)	+3.0%	0.0%	-6%	+44%	부합 · 수급 이벤트
10월 하순	삼성SDS	3Q N/A (2Q OP 2,318억) (N/A)	N/A	-	-	-	부합 · 2027 레버리지
10/23~24	KB금융	순이익 1.83조 (OP 2.54조) (+8.6%)	-6.4%(OP)	0.0%	+5%	+29%	서프라이즈 가능성 (금리)
10/23~24	신한지주	순이익 1.61조 (OP 2.23조) (+13.2%)	-10.1%(OP)	0.0%	+7%	+22%	부합 이상 · 자사주 이벤트
10/23~24	하나금융지주	순이익 1.24조 (OP 1.67조) (+9.3%)	+4.5%(OP)	+0.2%	+0%	+22%	부합 이상 · 환율 수혜
10월 하순	HD현대일렉트릭	3,166억 (+28.1%)	+10.3%	-	-	+57%	부합 · 환율 변수
10월 하순	LS ELECTRIC	1,853억 (+83.8%)	+3.8%	-	-	-	부합 이상 · 상황 지속
10/27	SK하이닉스	78.13조 (+586%)	+29.1%	-0.9%	+3%	-	80조↑ 강세 / 74조↓ 약세
10/27~30	LG화학	1,865억 (-72.6%)	-68.9%	-16.5%	-64%	+45%	쇼크 가능성 (가격 스프레드)
10월 말	삼성전기	5,960억 (+129%)	+35%	-	+27%	-	서프라이즈 가능성
10월 말	S-Oil	1.09조 (+373.5%)	+12.5%	+2.6%	+95%	+16%	서프라이즈 가능성 (유가) · 4Q 피크아웃 리스크
10/29~30	현대차	3.01조 (+18.6%)	+5.5%	-2.2%	-5%	+93%	쇼크 가능성 (환율·파업)

주: 1M, 3M은 3분기 영업이익 전망 변화율. 상승여력은 목표주가 컨센서스 대비 괴리율
 자료: FnGuide, 주요 언론, 대신증권 Research Center

[주요 기업 실적] 10월말 ~ 11월초 조선, 2차전지, 신재생에너지 등 비반도체 핵심 기업 실적 발표 예정

환율 변수가 어떤 영향을 주는지가 관건. 2차전지 실적 부진 가능성 경계

일자(추정)	기업	3Q OP 컨센(YoY)	QoQ / 비고	1M	3M	상승여력	스탠스
10/29~30	삼성SDI	1,251억 (흑자전환(3Q25 -5,913억))	-38.6%	+25.7%	+607%	+34%	서프라이즈 가능성 (일회성 포함)
10/29~30	HD현대중공업	1.01조 (+81.7%)	-2.7%	+0.5%	+3%	+90%	부합 · 동반 상향 업종
10/29~30	HD한국조선해양	1.59조 (+50.5%)	-3.6%	0.0%	+13%	+66%	부합 · 저밸류
10/29~30	한화오션	5,715억 (+97.2%)	-22.4%	+0.2%	+25%	+70%	컨센 하회 리스크(환율)
10월 말~11월 초	효성중공업	약 3,271억(3사 합산역산) (N/A)	+23.8%	-	-	+26%	서프라이즈 가능성 (이연 인식)
10월 말~11월 초	두산에너지빌리티	2,484억 (+81.2%)	2Q 3,143억 대비 -21%	-	-	+51%	부합 · 이벤트 드리븐
10/30~31	기아	2.57조 (+75.6%)	-2.3%	-1.0%	+2%	+80%	부합~소폭 하회 · 저밸류
10/30~31	SK이노베이션	2.02조 (+252%)	-42%(재고이익 소멸)	+18.3%	+138%	+26%	서프라이즈 가능성(정유·에너지)
11/3 전후	한화에어로스페이스	1.24조 (+44.6%)	-9.3%	+0.2%	+9%	+56%	부합 · 수주 모멘텀
11/4 전후	엘앤에프	277억 (+25.4%)	+33.2%	-20.6%	-36%	+67%	쇼크 리스크(환율) · 수주 민감
11/4 전후	에코프로비엠	184억 (-63.5%)	+2.4%	0.0%	-37%	+67%	쇼크 가능성(부진 지속)
11월 초	이수페타시스	967억 (+65.6%)	N/A	-	-	+28%	서프라이즈 가능성 (AI 기판)
11월 초	리노공업	컨센 N/A; 메리츠 560억 (+16%(메리츠))	N/A	-	-	-	쇼크 리스크(파업)
11월 초	원익IPS	컨센 N/A; SK증권 830억(7/13) (N/A)	2Q 184억 대비 급증	-	-	-	인식 시점 변수
11월 초	테스	컨센 N/A (N/A)	N/A	-	-	-	상향 · NAND 사이클
11월 초	피에스케이홀딩스	컨센 N/A; 하나 350억 (N/A)	+154%(하나)	-	-	-	서프라이즈 가능성(이연 반영)
11월 초	ISC	컨센 N/A; 메리츠 276억 (+58%(메리츠))	+30%	-	-	-	부합 이상

주: 1M, 3M은 3분기 영업이익 전망 변화율. 상승여력은 목표주가 컨센서스대비 괴리율
 자료: FnGuide, 주요 언론, 대신증권 Research Center

[주요 기업 실적] 11월초를 지나면서 금융주 실적 발표 대거 예정. 증권은 불안하지만, 금융, 보험은 실적 기대 커

증권 실적 불확실성 큰 상황. 반면 보험, 금융 실적 호조 기대. 대한항공, 알테오젠, HMM 실적 호조 가능성

일자(추정)	기업	3Q OP 컨센(YoY)	QoQ / 비교	1M	3M	상승여력	스탠스
11/5 전후	NAVER	5,545억 (-2.8%)	+6.6%	-1.6%	-12%	+62%	부합·수주 공시가 촉매
11/5 전후	셀트리온	5,090억 (+68.9%)	+12.7%	0.0%	+7%	+55%	부합 이상·소외 후 확인
11/5~6	대한항공	3,503억 (+122.4%)	흑전(2Q -2,071억)	+0.1%	+37%	+18%	서프라이즈 가능성(컨센 괴리 최대)
11/5~6	KT	5,502억 (+2.2%)	-15.1%	0.0%	+2%	+41%	부합·방어주
11/5~6	신세계	1,815억 (+82.0%)	+8.6%	-0.1%	+4%	+104%	부합·환율이 밸류
11/6 전후	카카오	2,655억 (+27.6%)	-4.1%	-0.6%	+11%	+61%	부합·분할 이벤트가 지배
11/11~13	미래에셋증권	순이익 1,644억 (OP 2,983억) (-51.7%)	-88%(OP; 2Q 2.49조)	-29.8%	-63%	+62%	쇼크 가능성(증권)
11/11~13	키움증권	순이익 3,968억 (OP 5,106억) (+23.3%)	-35.3%(OP)	-5.8%	+2%	+68%	소폭 하회·저밸류
11/12~14	LS	4,932억 (+91.8%)	-17.2%	-0.1%	+30%	+70%	부합 이상·상향 지속
11월 중순	하나미이크론	945억 (N/A)	N/A	+22.5%	-	-	상향·후공정 외주
11/13~14	DB손해보험	순이익 4,031억 (OP 5,444억) (+22.8%)	-53.6%(OP; 2Q 일회성)	-	-	+26%	서프라이즈 가능성(보험)
11/13~14	현대해상	순이익 2,414억 (OP 3,364억) (-61.7%(고기저))	-36.4%(OP)	-	-	+20%	부합·고기저 착시
11/13~14	삼성생명	순이익 6,969억 (OP 8,596억) (-3.6%)	+38.1%(OP)	0.0%	+6%	+38%	부합·삼성전자 배당 변수
11/13~14	알테오젠	762억 (+185.7%)	+122.9%	+15.6%	+6%	+76%	서프라이즈 가능성(기술료)
11/13~14	HMM	6,036억 (+103.3%)	+70.5%	+0.3%	+117%	+17%	서프라이즈 가능성(해운)·피크 인식
11/13~14	한국전력	2,44조 (-56.8%)	+116%(2Q 1.13조)	-4.9%	-31%	+61%	쇼크 가능성(원가 시차)

주: 1M, 3M은 3분기 영업이익 전망 변화율. 상승여력은 목표주가 컨센서스대비 괴리율
 자료: FnGuide, 주요 언론, 대신증권 Research Center

주도권을 되찾은 금융투자. 외국인 순매수 전환 가능성은?

Strategist 이경민

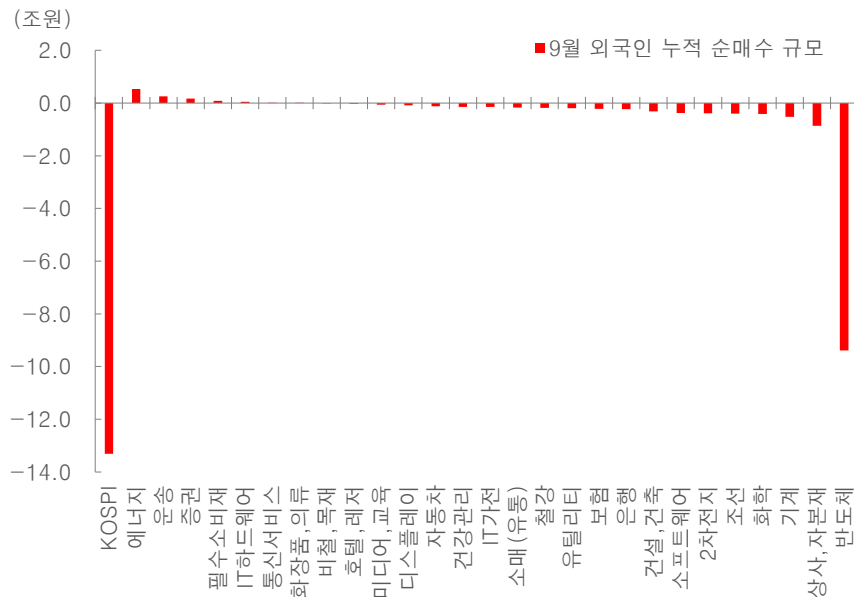
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

외국인, 수급 주도권 회복 속에 매도 전환. 금융투자 매수 전환, 강화로 KOSPI 7,000선 회복 시도

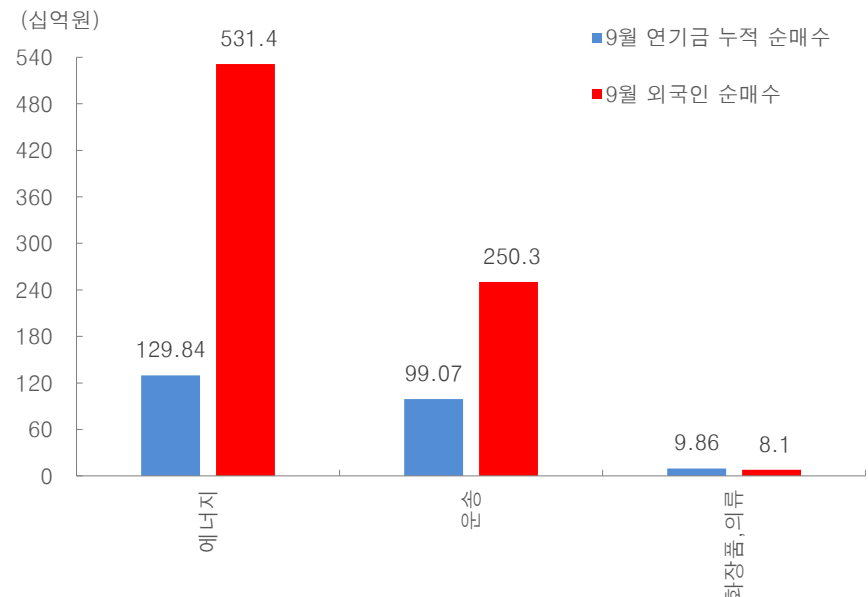
- 9월에도 외국인 매도 지속. 수급 주도권을 회복한 상황에서 외국인 매도는 KOSPI 상단을 제한하고, 하방 압력을 높임. 특히, 매수 업종이 지난주 11개에서 7개로 축소되면서 KOSPI 부담 가중. KOSPI의 7월 역대급 폭락에 리밸런싱 매물 압력 완화, 원화 강세 반전/지속, AI, 반도체 업황 우려 완화 등의 영향으로 매도 규모나 강도는 제한적. 9월초에는 4거래일 연속 순매수를 기록하기도 함. 채권금리 안정이 가시화되면서 나타난 현상. **채권금리 안정 시 외국인 순매수 재개 예상.** 매수 업종에는 에너지, 운송, 증권, 자동차, 필수소비재 뿐. **외국인 매도 전환에도 불구하고 금융투자(ETF 매매)의 9월 7.06조원의 대규모 순매수 전환에 KOSPI 7,000선 회복 시도에 나설 수 있었던 것**
- KOSPI 밸류에이션 역사적 저평가 구간(선행 PER 6배 이하 수준)에서 변동성 완화와 원화 안정이 가세하면서 외국인 순매도 규모 축소, 매수 전환 가능성 확대. KOSPI 변동성 확대는 오히려 외국인 매도 압력을 제어하고, 매수여력을 확대하는 변수. 연기금도 국내주식 비중 OverWeight 폭이 축소됨에 따라 **연기금도 KOSPI 매도 강도 완화, 매수 반전 가능성 확대. 9월 외국인과 연기금 동시 순매수 업종은 에너지, 운송, 필수소비재 뿐**
- 여기에 6월까지 KOSPI 상승의 핵심 동력이었던 **금융투자(ETF 매매)의 매수까지 가세하면서 KOSPI 수급 안정성은 한층 더 견고해지고, 반등 탄력은 강화될 것.** 최근 KOSPI 7,000선 돌파 시도 과정에서 매수 강화(최근 15거래일 중 12거래일 동안 9.67조원 순매수) 7월 25개, 8월 17개 업종 순매수하며 순환매 주도. 9월에는 반도체 매수 집중, 쏠림현상 재개. 최근 순매수 업종 13개로 확대, 멀지않아 순환매 재개 예상. **반도체와 비반도체 간 엇갈린 등락 반복**

9월 외국인 순매도 지속. 7개 업종 1.1조원 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

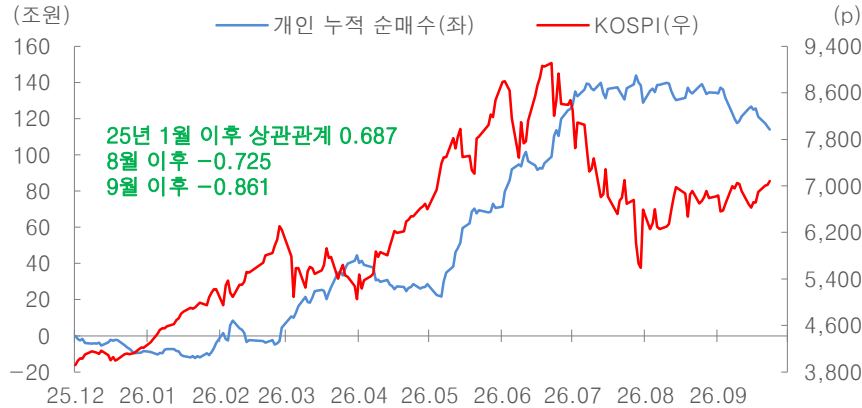
외국인/연기금 순매수: 에너지, 운송, 화장품/의류



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

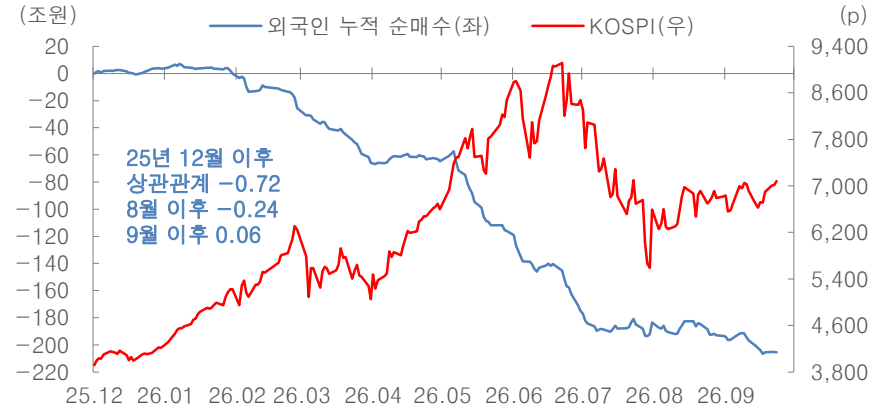
[KOSPI 수급 동력] 외국인 매도에도 불구하고 9월 이후 주도권을 회복한 금융투자, 기관 순매수 전환이 KOSPI 반등 이끌어

개인 투자자, 8월에 이어 9월 반등 국면에서 매도 지속/강화



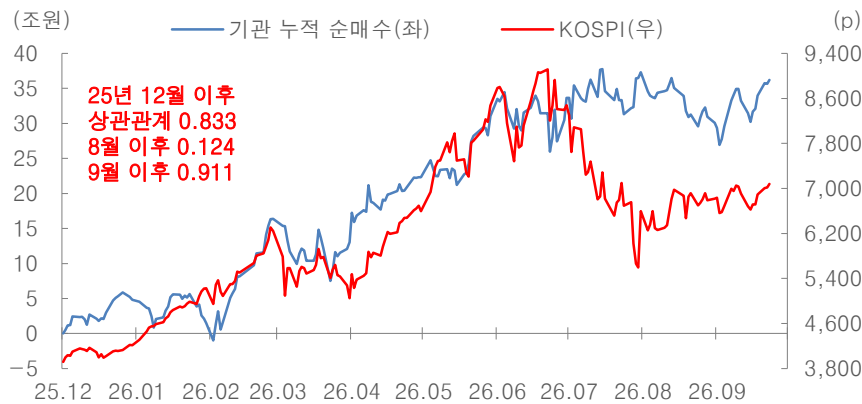
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주도력을 회복한 외국인, 채권금리 레벨업 영향으로 매도 전환



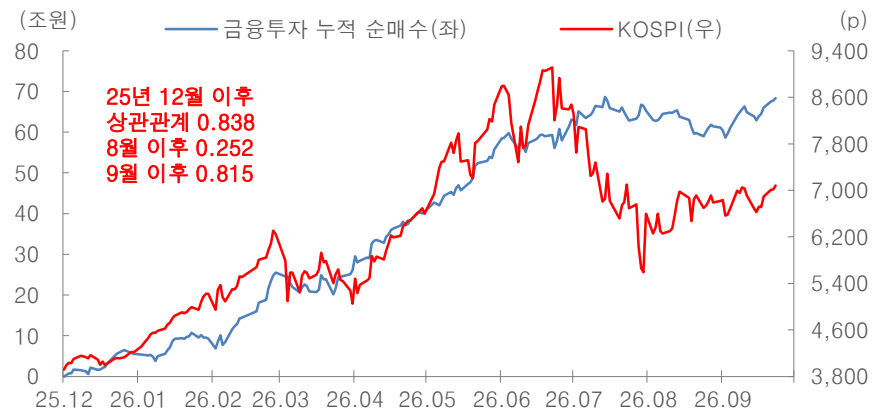
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 7,000선 돌파 과정에서 기관 순매수 강화가 주된 역할을 해



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

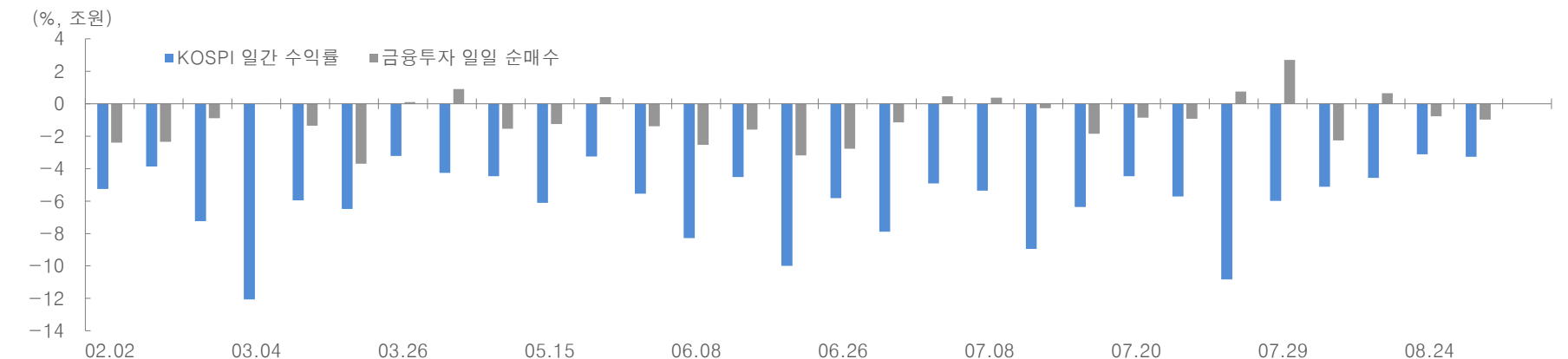
금융투자(ETF 매매) 매수 전환하며 KOSPI 반등에 힘을 실어주는 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

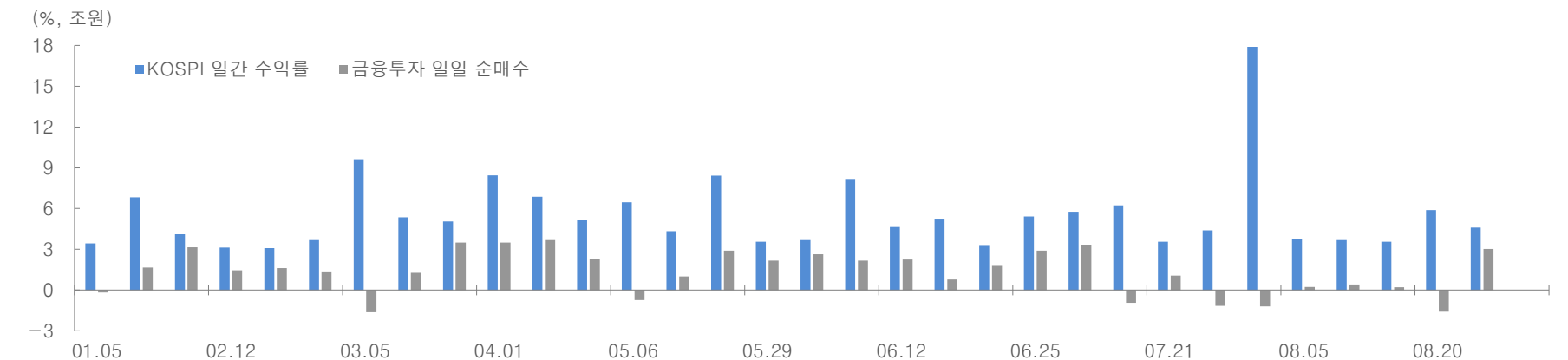
[금융투자 수급] 올해 3% 이상 급락 29번 중 21번 매도, 급등 32번 중 25번 매수. 금융투자가 KOSPI 급등락 주도

26년 들어 KOSPI가 3% 이상 급락했던 29번 중 금융투자가 21번(78.6%) 매도. 그러나 7월말에는 급락 국면에서 매수세 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

26년 들어 KOSPI가 3% 이상 급등했던 32번 중 금융투자가 25번(78.1%) 매수. 9월 들어서 금융투자 매수 전환, 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

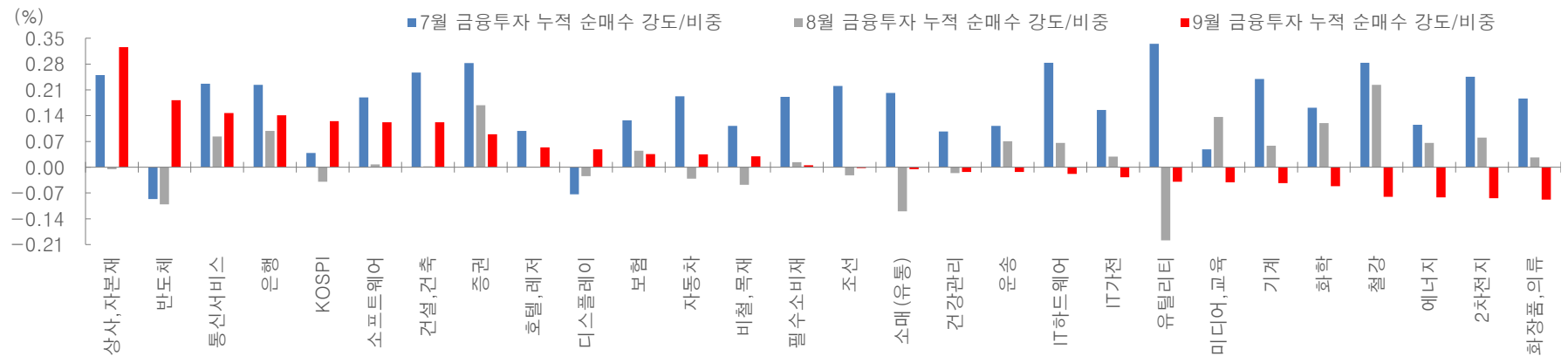
[금융투자 수급] 7월 25개, 8월 17개 순매수로 확산. 9월 반도체 집중, 쏠리면산 이후 매수 업종 13개로 확대

반도체, 상사/자본재, 은행, 소프트웨어, 증권, 자동차, 건설 등 13개 순매수. 2차전지, 에너지, 기계, 화장품/의류, IT가전 등 최근 반등 주도 업종 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

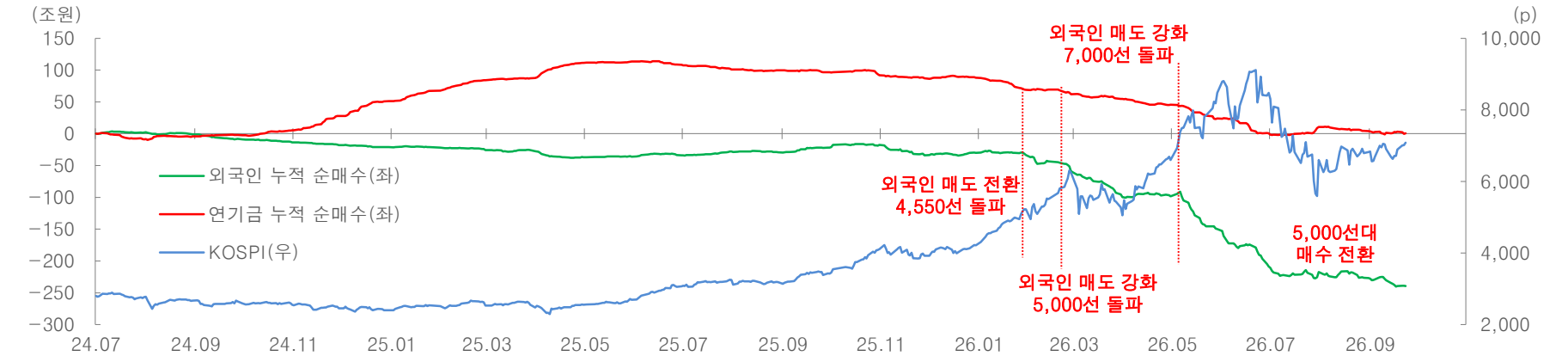
금융투자 순매수 강도 상위, 상사/자본재, 반도체, 통신, 은행, 소프트웨어, 건설, 증권 등. 화장품/의류, 2차전지, 에너지, 철강, 화학, 기계 등 매도 우위



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

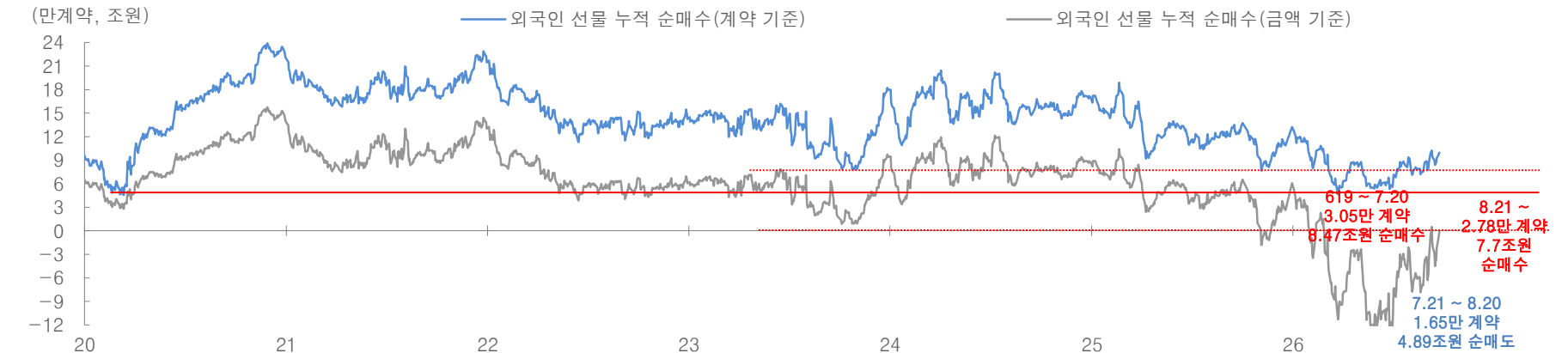
[외국인+연기금] 외국인 현물 매도에도 선물 시장에서 매수 우위. 연기금도 제한적인 매도에서 매수 전환

KOSPI 급락 이후 외국인 매수에서 매도 반전. 매도 강도는 제한적. 연기금도 급락 직후 매수에서 매도 전환. 매도 규모는 제한적, 9월에는 매수 우위



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

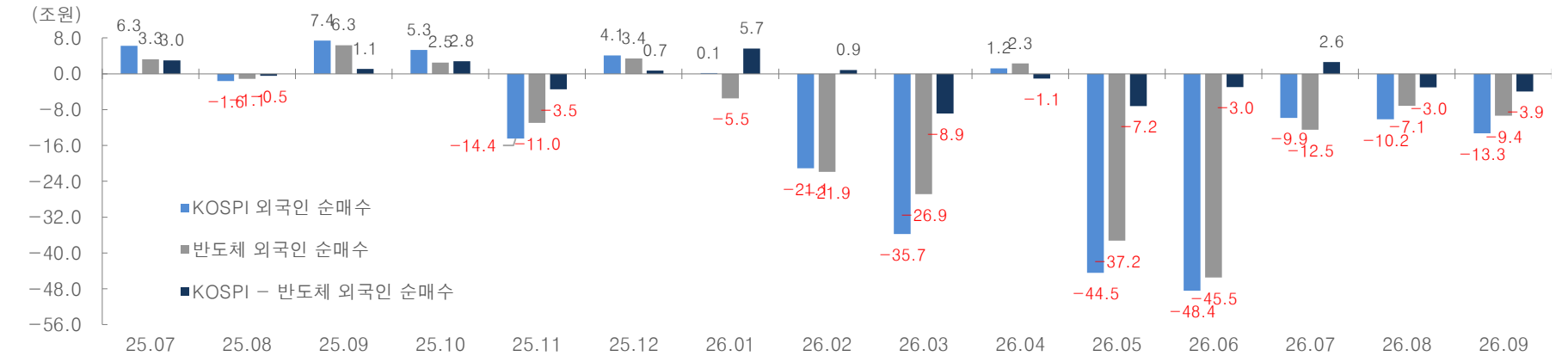
7월 21일 ~ 8월 20일까지 1.65만 계약, 4.89조원 순매도. 하지만, 8월 21일 이후 2.78만 계약, 7.7조원 순매수 우위



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

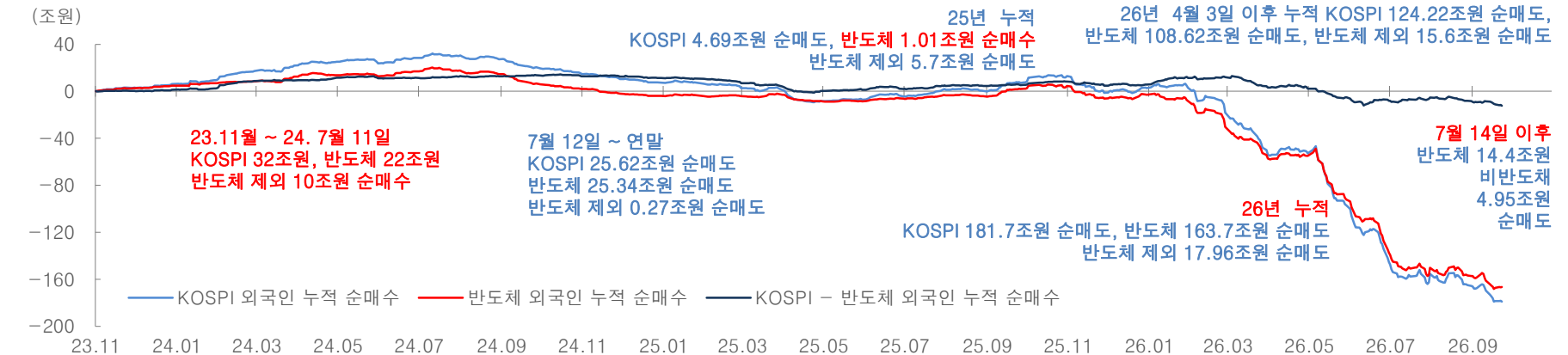
[외국인 수급] 5개월 연속 매도 기록 중, 매도 규모 확대 가능성. 반도체는 5개월 연속, 비반도체는 2개월 연속 순매도 중

5개월 연속 순매도. 주간 단위로 매수/매도 반복. 반도체는 5개월 연속 순매도 지속. Non-반도체도 순매수에서 순매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

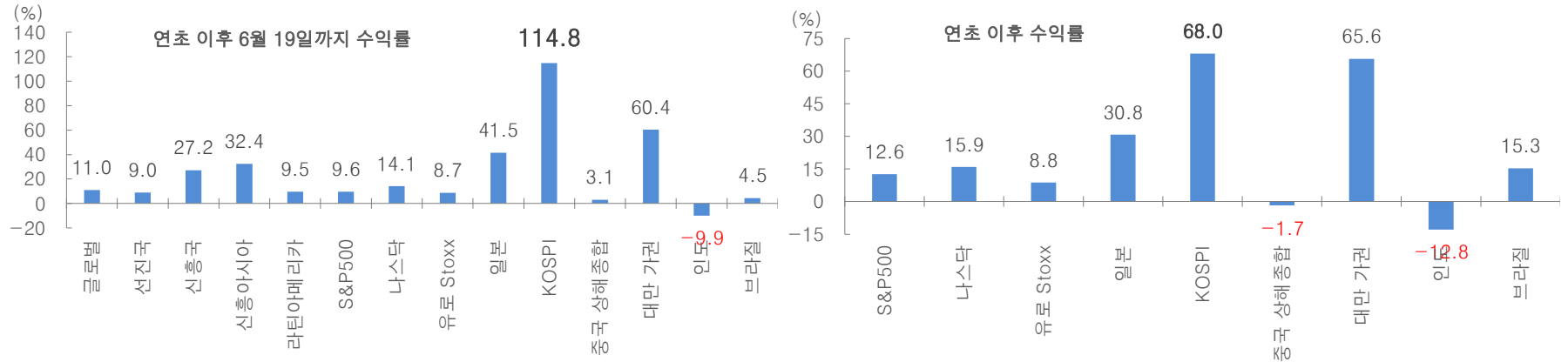
연초 이후 KOSPI 181.7조원 순매도. 7월 14일 이후 반도체 14.4조원, Non반도체는 4.95조원 순매도. 9월들어 반도체 중심의 매도 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

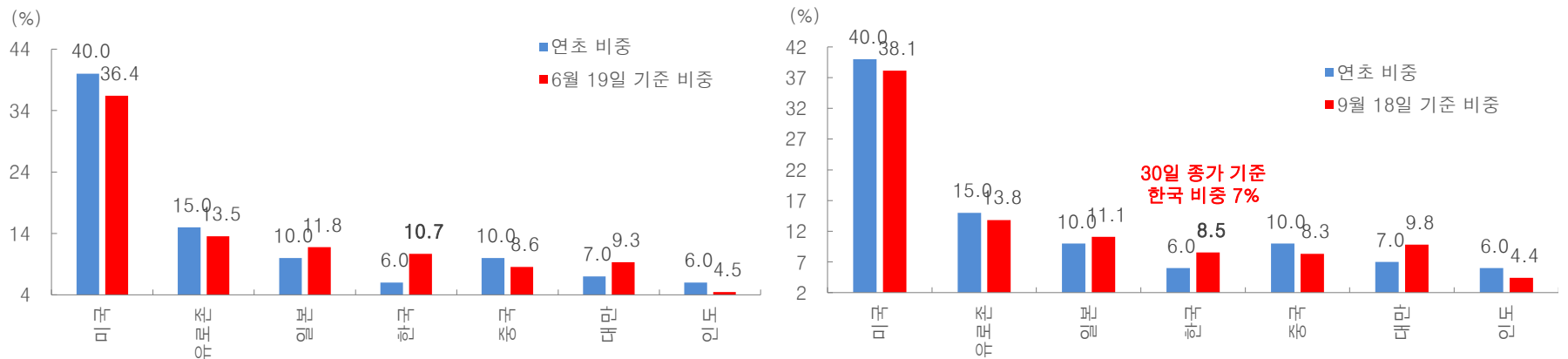
[외국인 수급] KOSPI 급락 반전 이후 Overweight 폭 축소, 외국인 현물 매수 여력은 충분한 상황

KOSPI만 114.8% 레벨업. 2위 대만 60.4%, 3위 일본 41.5%. 7월 급락 이후 반등으로 연간 KOSPI 수익률 48.5%에서 68%로 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

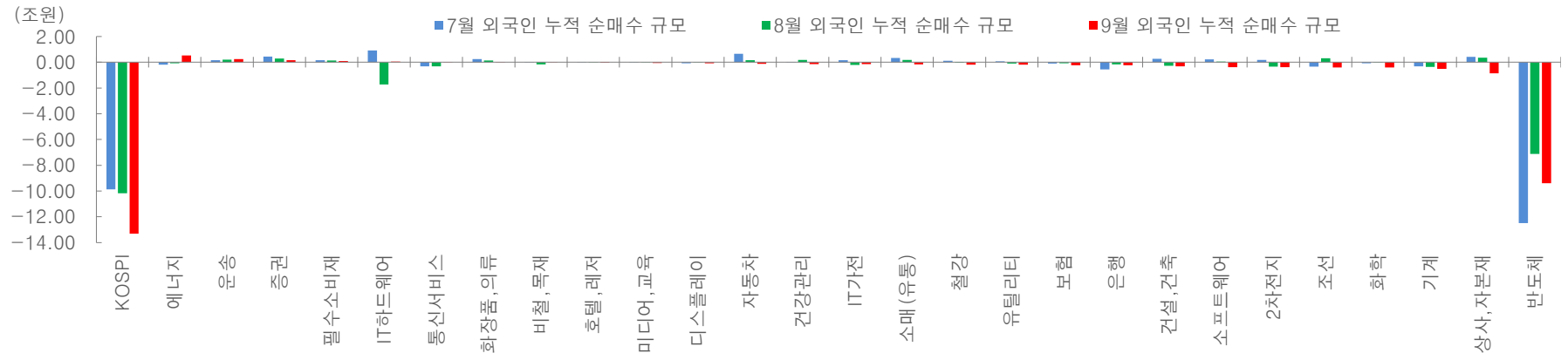
예를 들어 연초 포트폴리오 비중을 미국 40%, 유로존 15%, 한국 6%로 셋팅시 10.7%까지 급등. 그러나 7월 급락으로 7%로 축소 이후 8%대로 회복



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

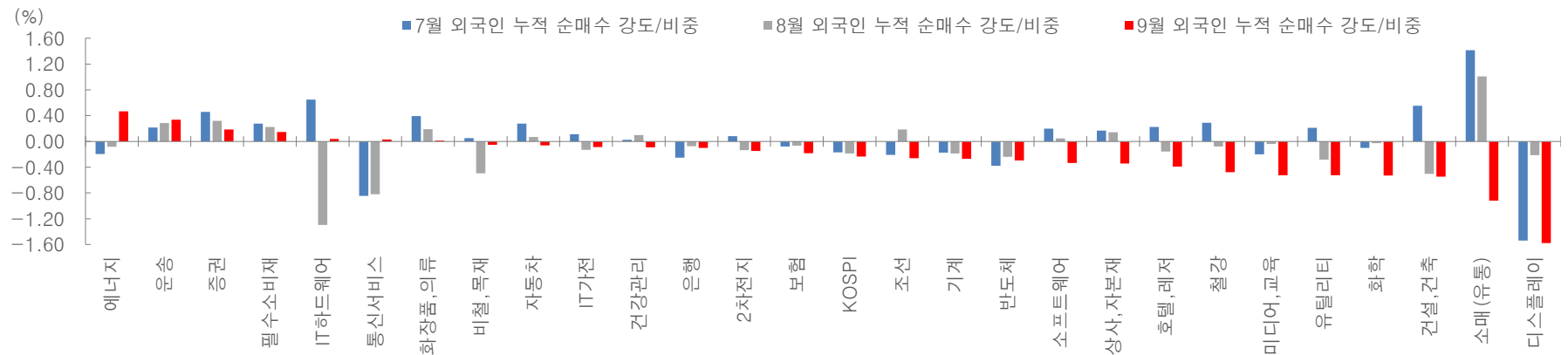
[외국인 수급] 7개 업종 순매수(1.1조원). 매도는 상대적으로 견조했거나 최근 급반등 업종 중심으로...

에너지, 운송, 증권, 필수소비재, IT하드웨어, 통신, 화장품/의류 7개 업종 순매수. 반도체 매도 집중, 상사/자본재, 기계, 화학, 조선, 2차전지 등 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

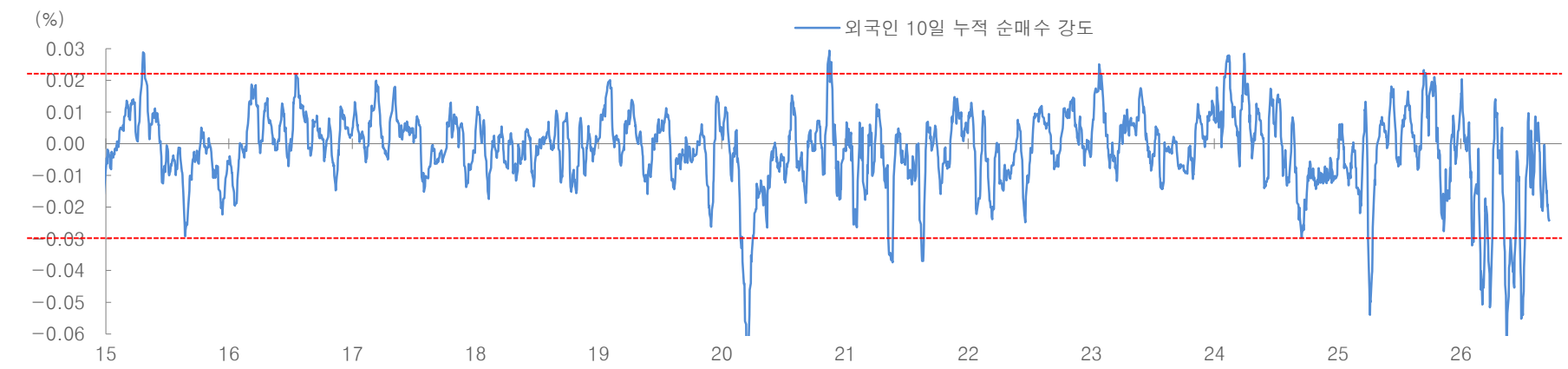
외국인 순매수 강도 상위, 에너지, 운송, 증권, 필수소비재, IT하드웨어, 통신, 화장품/의류, 디스플레이, 소매(유통), 건설, 화학, 유틸리티 등 매도 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

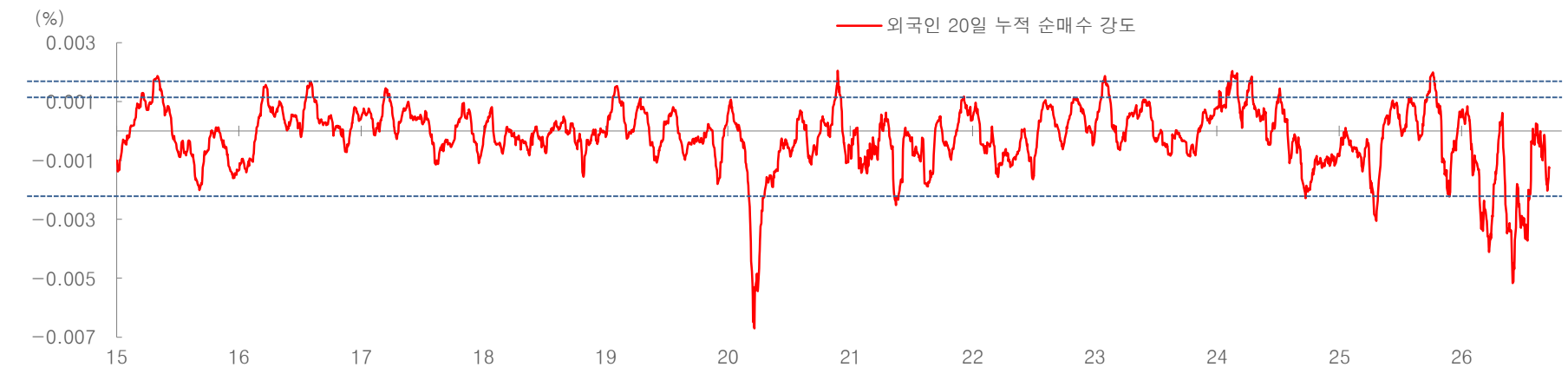
[외국인 수급] KOSPI, 10일/20일 누적 순매수 반전 이후 매도 전환. 단기 매도 Climax 통과 가능성

외국인 10일 누적 순매수 강도. 8월 중순 이후 매수 반전했지만, 9월초 반등 국면에서 매도 반전하면서 차익 매물 출회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

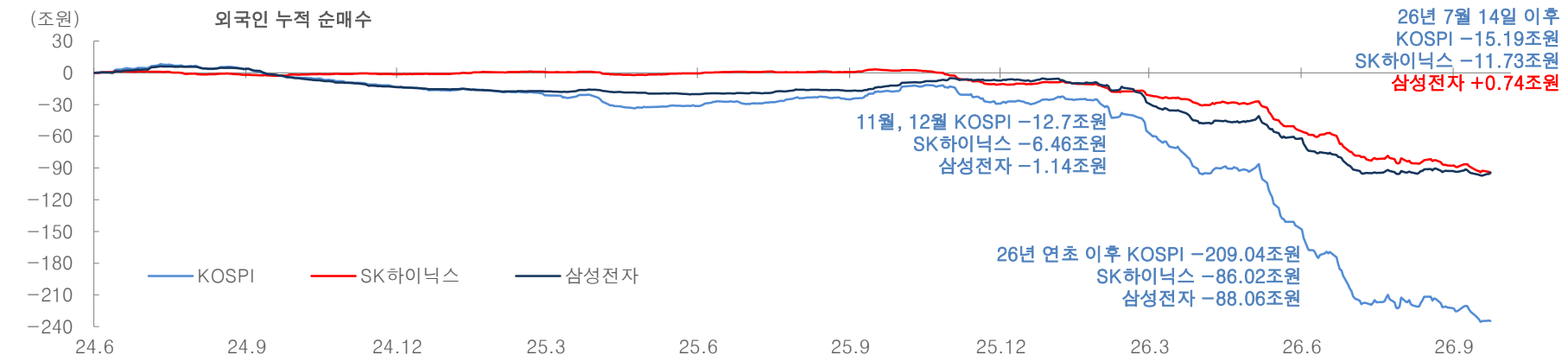
외국인 20일 누적 순매수 강도. 8월 둘째주 5월 이후 처음으로 순매수 전환, 하지만 이내 매도 전환. 1차 지지권에 근접하면서 매도 Climax 근접 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

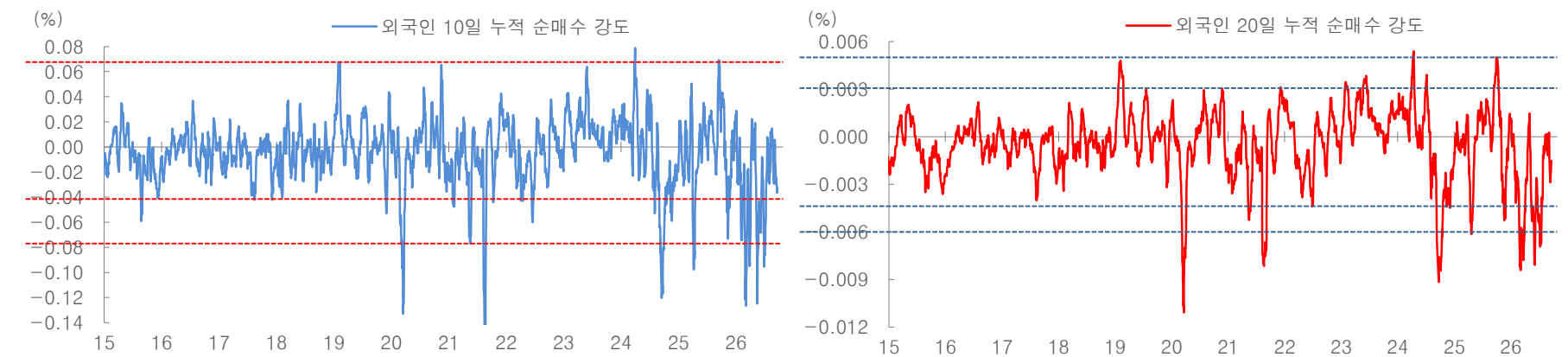
[외국인 수급] 반도체, 10일, 20일 순매수 강도, 26년 5월 이후 처음 매수 전환했지만, 9월들어 매도 반전, 차익 매물 출회

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

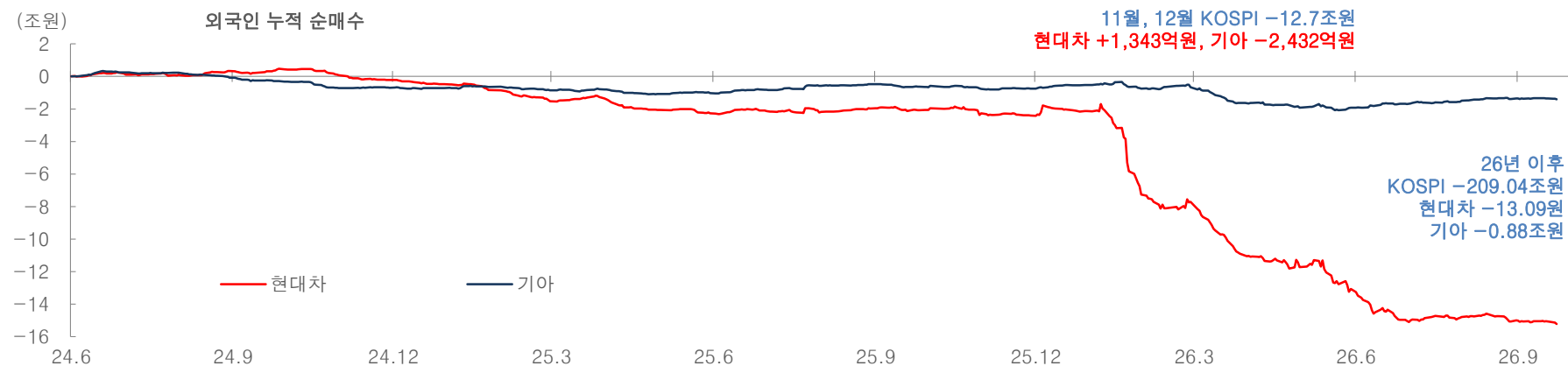
외국인 10일, 20일 누적 순매수 강도, 매도 Climax 통과 이후 5월 이후 처음으로 10일, 20일 누적 순매수 전환. 9월들어 매도 반전, 매물 소화 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

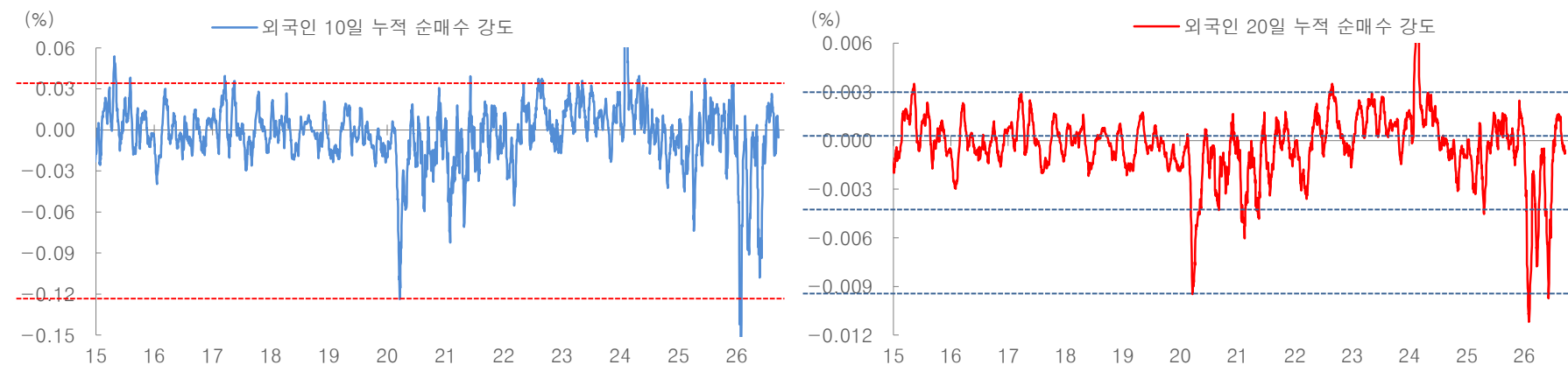
[외국인 수급] 자동차 10일, 20일 누적 순매수 강도, 고점에 근접한 이후 매도 전환. 차익 매물 소화 중

NXT 포함 1월 이후 외국인 현대차 13.09조원, 기아 0.88조원 순매도. 8월말 이후 자동차(특히 현대차 중심) 외국인 순매도 완화, 일부 매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 10일, 20일 누적 순매수 전환했지만, 8월 중순 이후 순매도/매도 반복 중, 10일 누적은 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[외국인 수급] 외국인 지분을 39% 회복. 리밸런싱 성격의 매도 부담 완화 & 원화 강세 반전은 긍정적 변화

외국인 보유 비중 37%에서 39% 회복. 외국인 매도 완화, 매수 전환 시도 등으로 보유비중 회복 중. 지속적으로 상승하는지 여부가 관건



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

달러대비 원화 약세 강도에 따라 외국인 매매 엇갈려. 원화 강세에 외국인 매도 완화 & 매수 전환. 달러대비 약세 반전과 함께 외국인 매도 강화

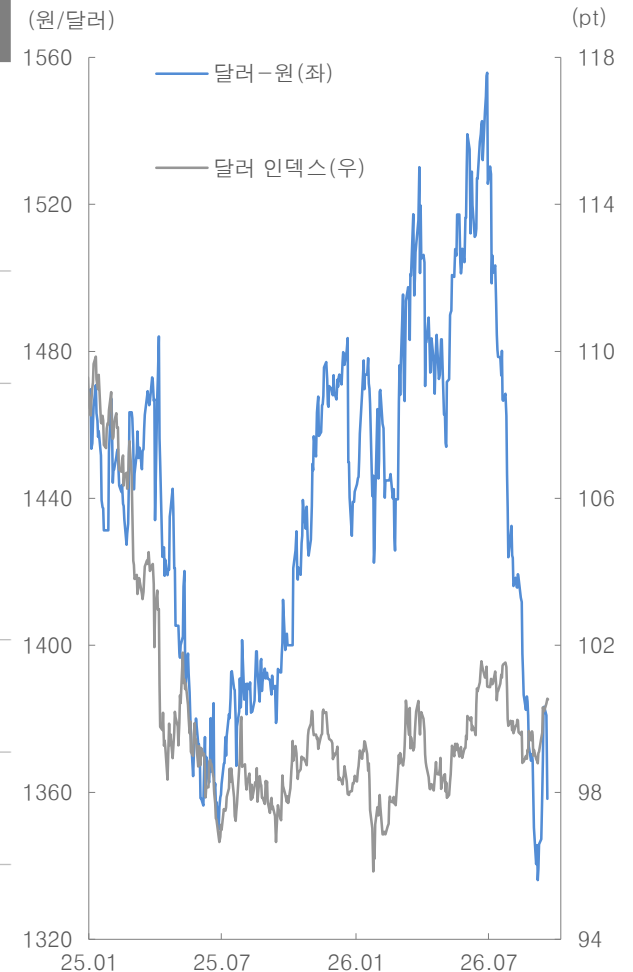


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

[원/달러 환율] 수급 정상화, 달러와 키맞추기로 원/달러 환율 1,350원 하향 이탈. 최근 반등은 일시적으로 판단

외환시장 안정화 조치 진행 중. 자금 유출, 엔화 약세 압력 확대에 시달렸던 원/달러 환율 정상화 진행 중. 단기 반등 이후 1,300원선 이탈 가능성

정책 대상/수단	조치 내용	세부 내용 및 효과
국민연금	전략적 환헤지 재가동 (12.24)	- 해외자산의 최대 10%까지 환헤지 [약 400억 달러 규모 공급 여력] - TF 구성 및 환헤지 발동 기준 환율을 비공개로 전환 - 실개입성 물량 출회로 환율 하락 주도
국민연금	외환스와프 연장 (12.15.)	- 한국은행과 650억 달러 스와프 계약 2026년 말까지 연장 - 국민연금의 시장 내 달러 직접 매수 수요 차단 (현물환 시장 보호)
개인	리쇼어링 투자 계좌 (RIA) (12.24.)	- 해외 주식 매도 후 국내 주식 이전 시 양도세 50~100% 한시 감면 (매도 금액 5천만 원 한도 검토) - 2026년 1분기: 양도소득세 100% 면제 - 2026년 2분기: 양도소득세 80% 감면 - 2026년 하반기: 양도소득세 50% 감면 - 연초 원화 환전 수요 창출 예상
개인	선물환매도 공제 (12.24.)	- 개인의 선물환 매도 시 양도세 5% 추가 공제 (최대 500만 원) - 주식 매각 없이도 개인의 달러 공급 유도
기업	배당금 비과세 확대 (12.24.)	- 해외 자회사 배당금 익금불산입률 95% → 100% 상향 - 기업 보유 해외 유보금의 원화 환전 및 국내 유입 촉진
구두 개입	고강도 구두 개입 (12.24.)	- 기재부·한은 공동성명 "원화가 경제 펀더멘털과 불일치 상태, 정부의 정책 실행 능력을 곧 보게 될 것" - 시장 내 '공포 매수' 차단



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

[원/달러 환율] 1,350원선까지 빠르게 레벨다운. 최근 반등은 일시적 되돌림. 달러대비 원화 강세 재개시 외국인 매수 전환

예상했던 원/달러 환율 26년 3Q 중 1,350원선 도달/이탈. 단기 반등 이후에는 1,300원 이탈 가능성도 열려있어...



자료: 대신증권 Research Center

달러대비 원화 약세가 꺾이면서 외국인 순매도 완화, 순매수 전환. 최근 원화 약세 반등에 매도 전환/강화. 기술적 반등 이후 다시 원화 강세 전개시?



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

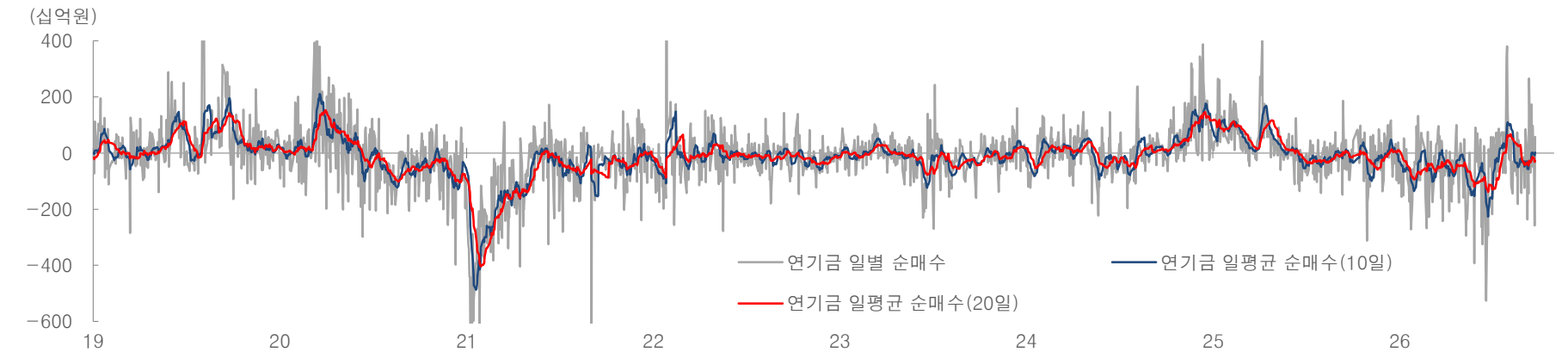
[연기금] 2개월 연속 순매도. 9월 11일 이후 매수 전환 가시화 & 매도 강도 완화

25년 6월 16일 이후 연기금 11.09조원 누적 순매도, 규모 확대. 8월, 9월 연속 순매도, 매도 규모는 제한적. 9월 11일 이후부터는 매수 전환, 매도 완화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

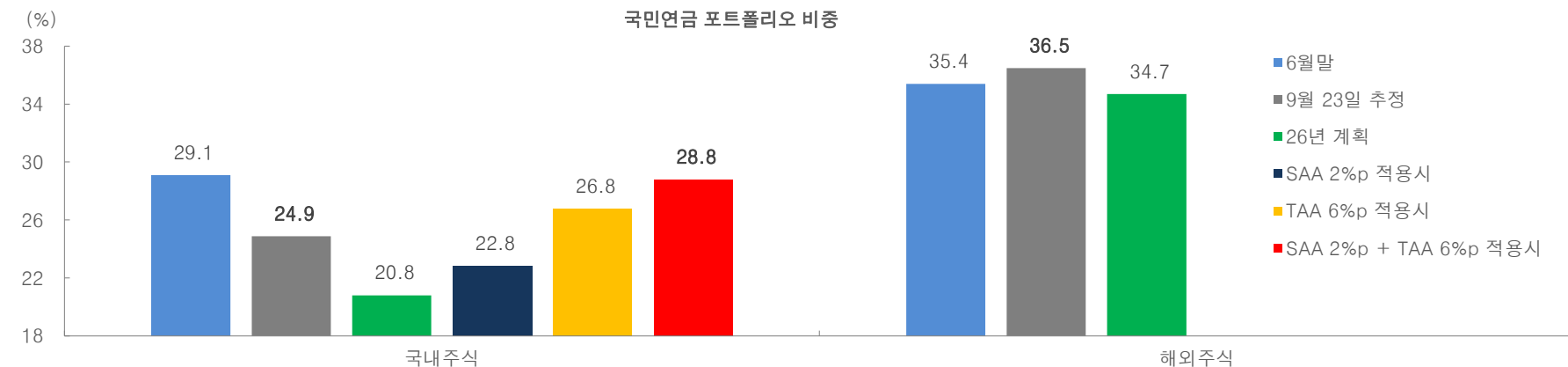
연기금 순매수 강도(20일 평균 순매수) 8월말 이후 순매도 완화, 9월 10일 -443억원에서 18일 -145억원, 23일 -273억원



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

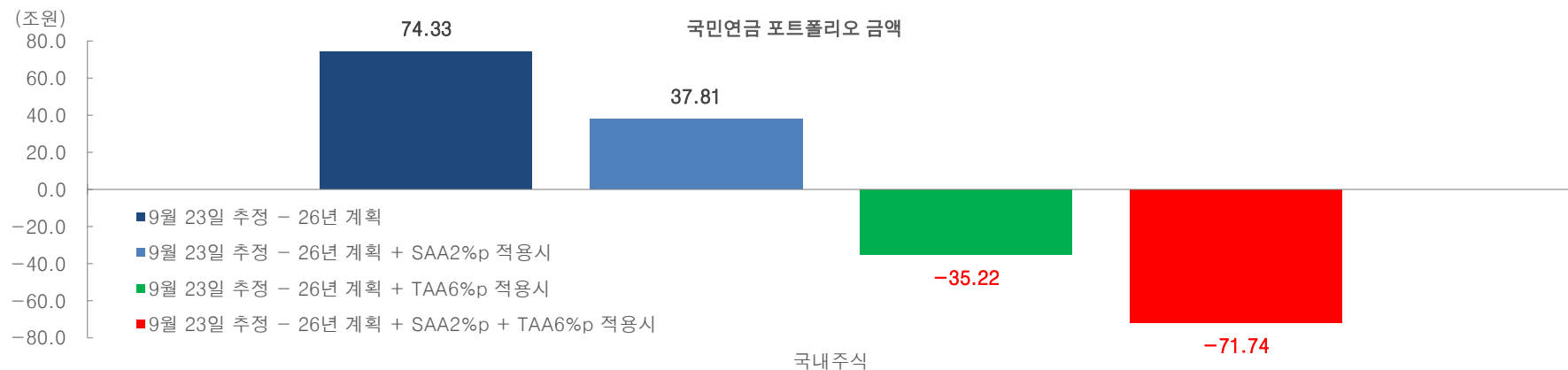
[연기금] 현재 국내 주식 4.1%p OverWeight 추정. TAA 6%p, SAA 2%p 허용시 3.9%p Underweight로 전환, 폭 축소

연금 내 국내 주식 비중 9월 23일 기준 24.9%로 26년 계획대비 4.1%p Overweight. TAA 6%p, SAA 2%p 허용시 4.4%p Underweight 폭 축소



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

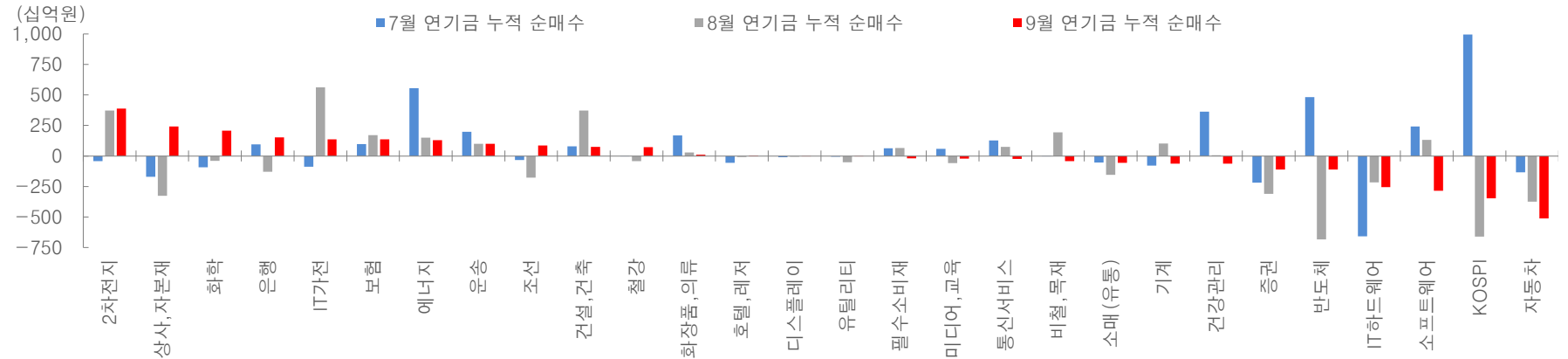
26년 계획 금액대비 국내 주식은 74.33조원이 높은 상황, TAA 6%p, SAA 2%p 허용시 71.74조원 계획대비 적은 상황



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

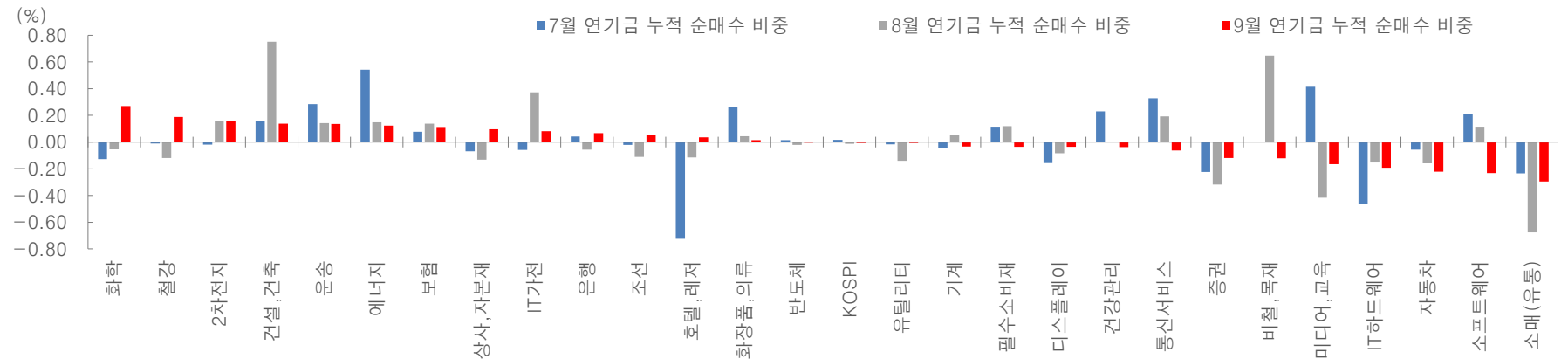
[연기금] 2차전지, 상사/자본재, 화학, 은행, IT가전, 보험, 에너지 등 13개 순매수. 자동차, 소프트웨어, IT하드웨어 등 매도

2차전지, 상사/자본재, 화학, 은행, IT가전, 보험, 에너지, 운송, 조선, 건설, 철강 등 13개 순매수. 자동차, 소프트웨어, IT하드웨어, 반도체, 증권 등 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

화학, 철강, 2차전지, 건설, 운송, 에너지, 보험, 상사/자본재, IT가전, 은행, 조선 등 매수 강화. 소매(유통), 소프트웨어, 자동차, IT하드웨어 등 매도 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

투자전략 : 반도체 + AI 밸류체인이 핵심. 낙폭과대 & 실적대비 저평가로 순환매 대응

Strategist 이경민

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

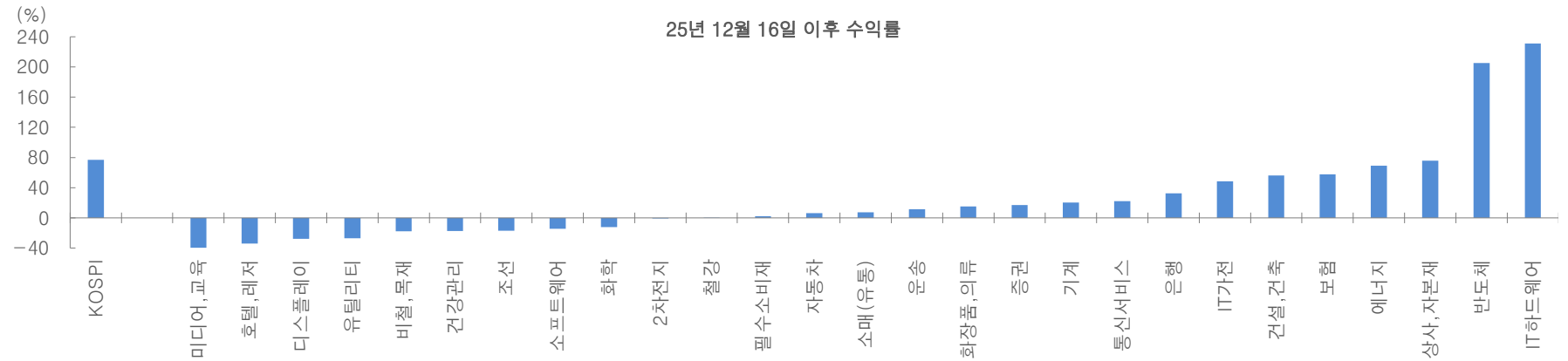
텔레그램 채널 daishinstrategy

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

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

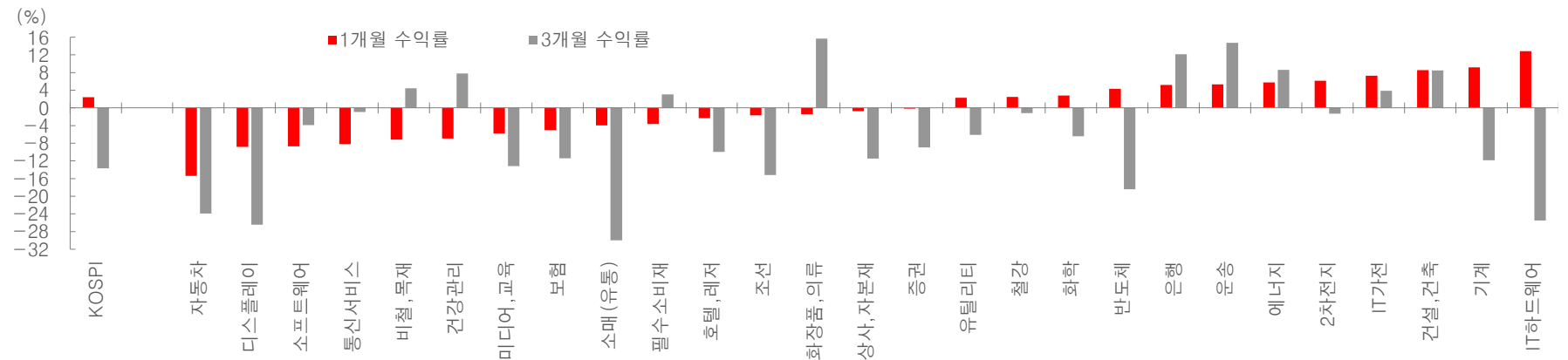
[낙폭과대] 반등으로 마이너스 수익률 업종 감소, 마이너스 폭 축소. 내수주에 이어 AI 관련주 중심으로 반등

25/12/16 이후 수익률 : IT하드웨어, 반도체 압도적 1, 2위. 미디어/교육, 호텔/레저, 디스플레이, 유틸리티, 비철목재, 건강관리 등 10개 (-) 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

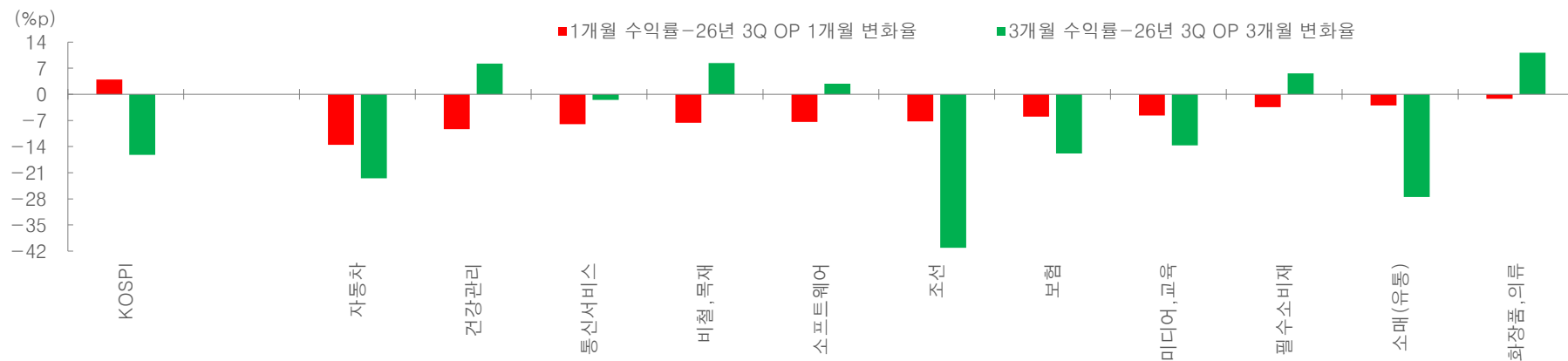
IT하드웨어, 기계, 건설, IT가전, 2차전지, 에너지, 운송, 은행, 반도체 등 반등. 자동차, 디스플레이, 소프트웨어, 통신, 비철/목재, 건강관리 등 약세 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

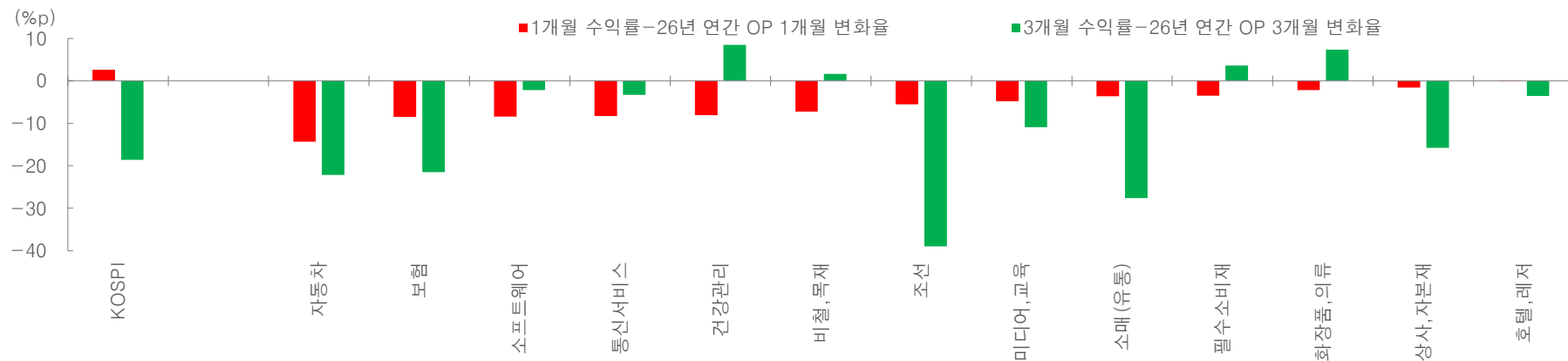
[실적대비 저평가] 조선, 소매(유통), 자동차, 보험, 미디어/교육, 통신 등 6개 업종 실적대비 저평가

26년 2분기 영업이익 대비 저평가: 자동차, 건강관리, 통신, 비철/목재, 소프트웨어, 조선, 보험, 미디어/교육, 필수소비재, 소매(유통) 등 11개 업종



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

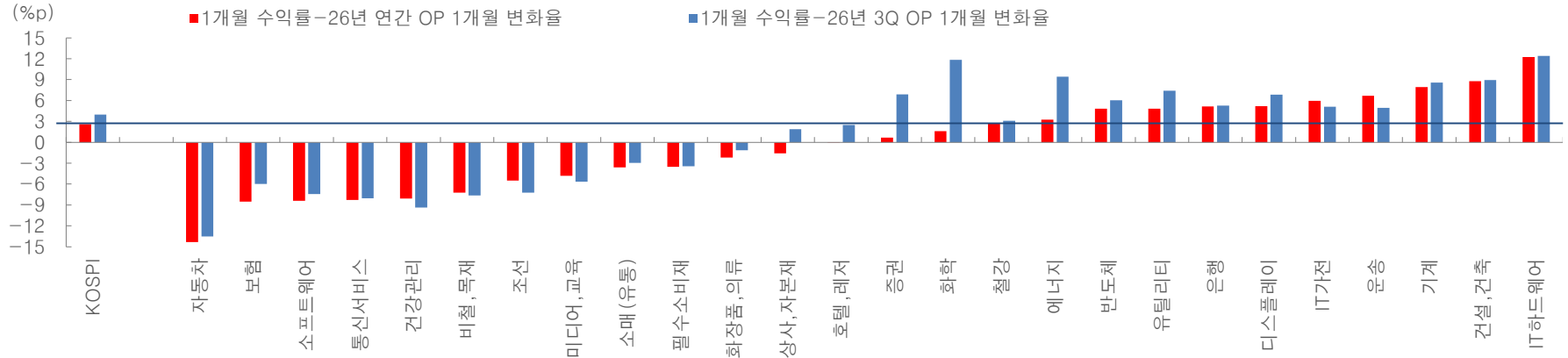
26년 연간 영업이익 대비 저평가: 자동차, 보험, 소프트웨어, 통신, 건강관리, 비철/목재, 조선, 미디어/교육, 소매(유통), 필수소비재 등 13개 업종



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

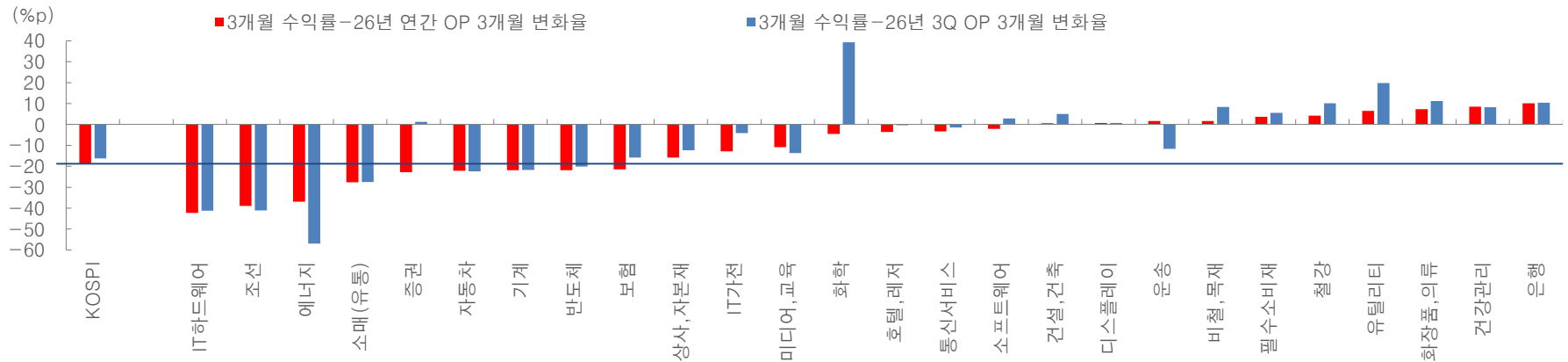
[실적대비 주가 변화율] 3개월 저평가 지속, 8월 반등에 저평가 완화. 실적 전망 하향 조정에 고평가 영역 업종 증가

1개월 실적 대비 주가 변화율. 연간, 3Q 기준 +2.6%p, +4%p 고평가 심화. 자동차, 보험, 소프트웨어, 통신, 건강관리, 비철/목재, 조선 등 13개 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

3개월 실적 대비 주가 변화율. 연간, 3Q 기준 -18.6%p, -17.8%p 저평가 완화. IT하드웨어, 조선, 에너지, 소매(유통), 증권, 자동차 등 16개 저평가



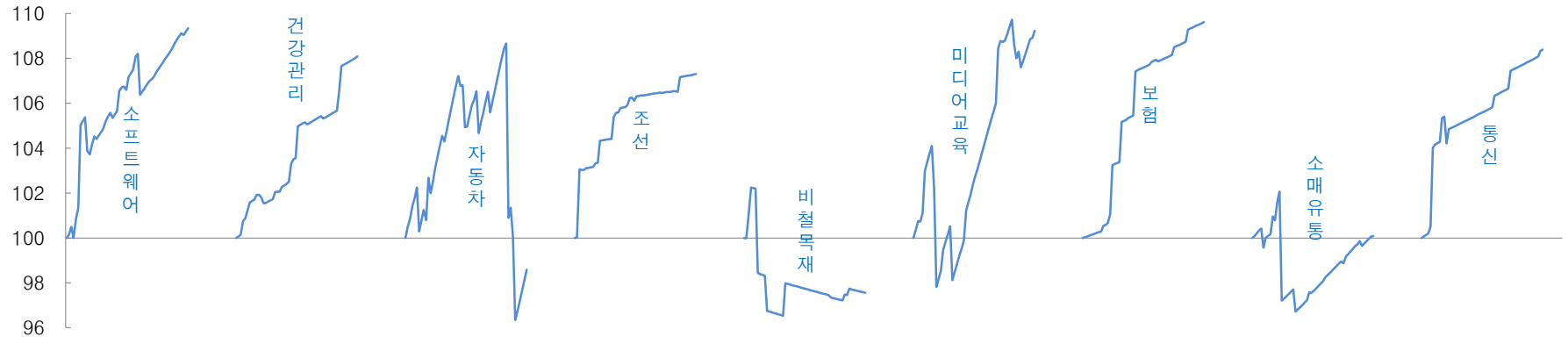
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[저평가 & 낙폭과대] 인터넷, 건강관리, 자동차, 조선, 비철/목재, 미디어/교육, 보험, 소매(유통), 통신

실적 전망 상향 : 소프트웨어, 건강관리, 자동차, 미디어/교육, 보험, 소매(유통), 통신 / 정체/하향 : 조선, 비철/목재

(26.8.1=100)

8월 이후 12개월 선행 EPS 추이

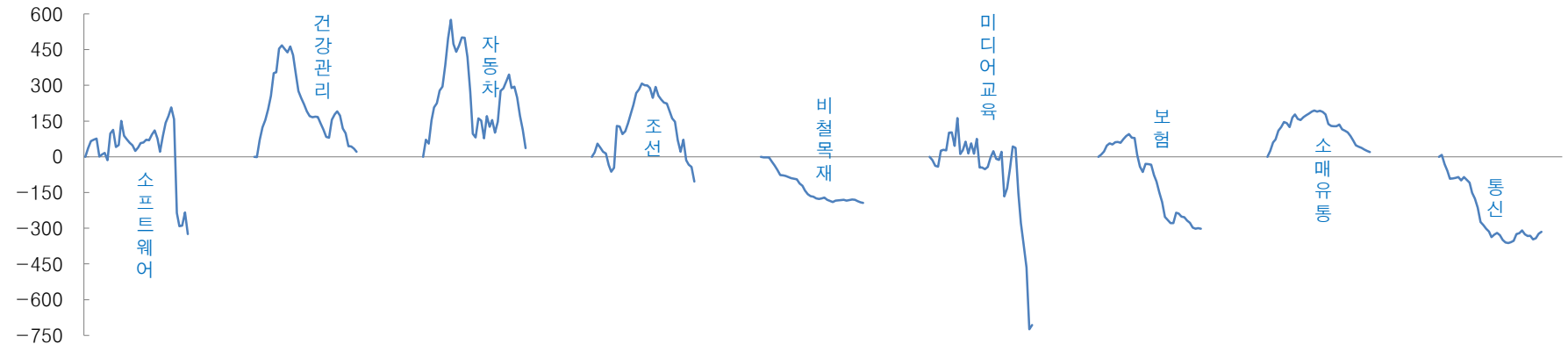


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

소프트웨어, 건강관리, 자동차, 조선, 소매(유통) 매도 지속/강화. 비철목재 매매 정체. 미디어/교육, 보험, 통신 매수 전환 가능성

(26.8.1=0. 십억원, 미디어/교육 억원)

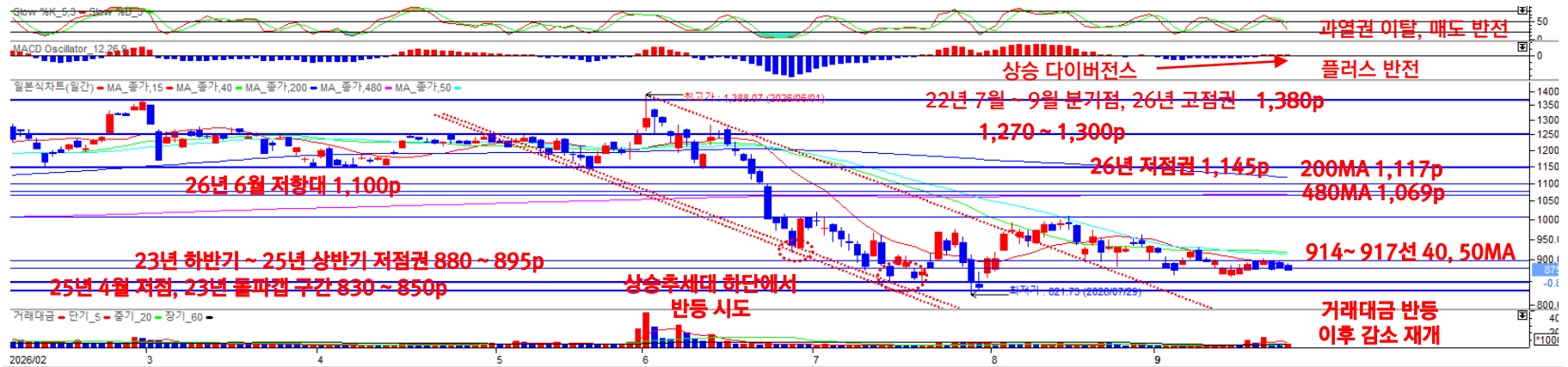
8월 이후 외국인 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

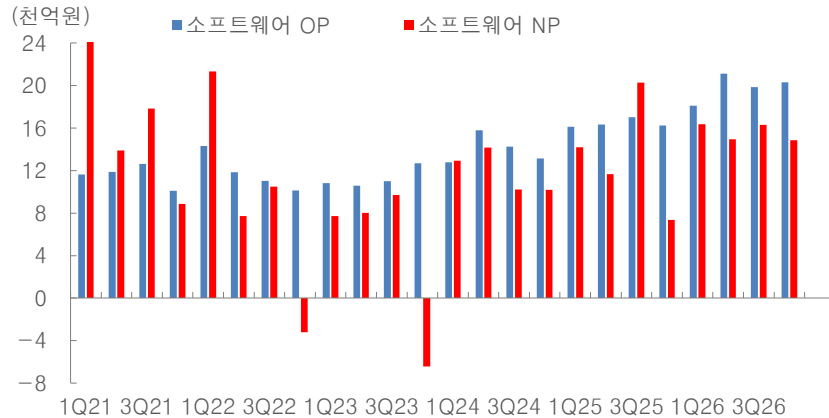
[인터넷] 40, 50MA 저항에 하락 반전, 전 저점권인 850선 지지력 확보 여부가 관건. MACD OSC 상승 다이버전스

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 하락추세대 상단 돌파했지만, 40, 50MA, 1,000선 저항에 하락 반전. 전저점권인 850선 지지력 테스트 불가피



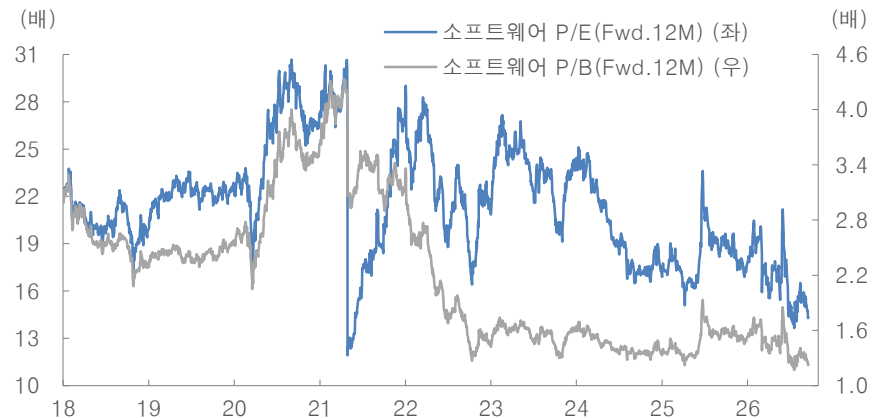
자료: 대신증권 Research Center

사상 최대 이익 경신할 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 PER 14.31배, 선행 PBR 1.23배로 역사적 저점권까지 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

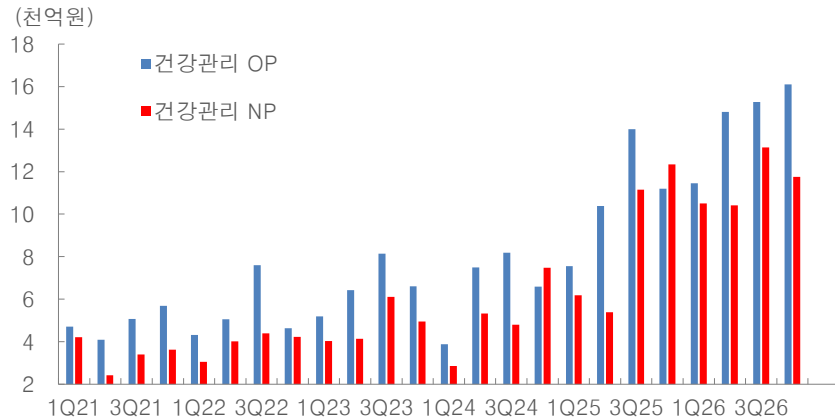
[제약/바이오] 200MA 저항에 하락 반전. 40, 50MA, 2,130선 하향 이탈로 7월 저점 지지력 테스트 가능성

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 200, 480MA(2,420 ~ 2,500선) 저항에 하락 반전. 1,300선 지지력 확보 실패로 7월 저점까지 하락 가능



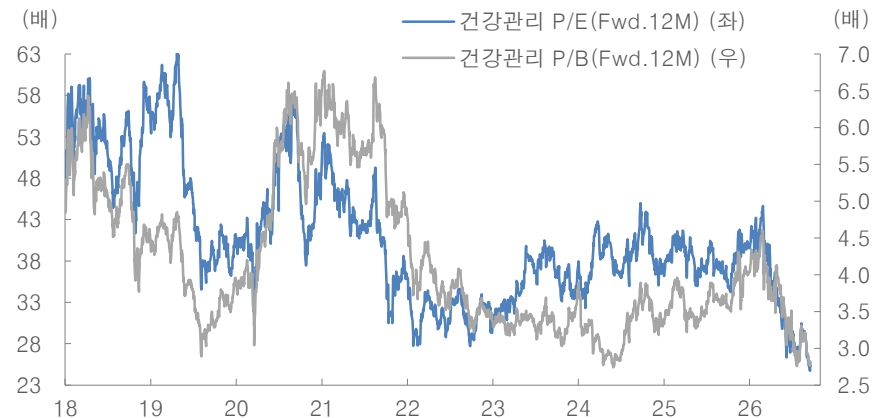
자료: 대신증권 Research Center

26년 1Q 저점으로 26년 4Q까지 실적 레벨업 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

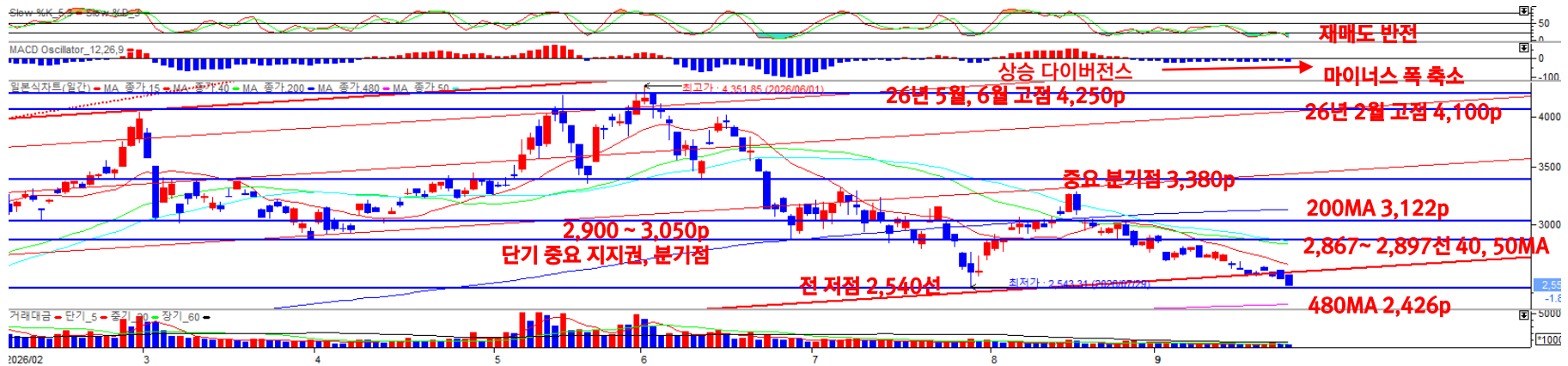
선행 PER(25.22배), PBR(2.8배)로 역사적 저점권에서 등락 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

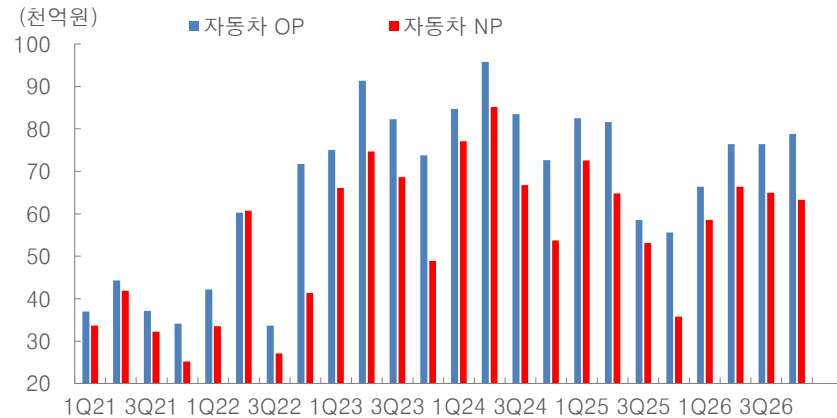
[자동차] 7월 직전 고점 저항에 하락 반전. 200, 40, 50MA 하향이탈로 전저점(2,540선) 지지력 테스트 중

KRX자동차 일간 차트. 200, 40, 50MA 하향이탈로 전저점 2,540선 지지력 테스트 중. 이탈시 480MA(2,426p)까지 추가 하락 가능성



자료: 대신증권 Research Center

26년 상반기 실적, 강한 반등, 레벨업 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주가 하락에 선행 PER 6.37배, PBR 0.6배로 밸류 매력 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[조선/비철목재] 조선, 40, 50MA 돌파/안착 시도 중. 비철목재는 40, 50MA 이탈로 전저점까지 추가 하락 가능성

FN조선해운지수 일간차트. 25,000선 지지력 바탕으로 분위기 반전 모색 중. 40MA, 50MA 회복/안착시 200MA가 위치한 3만선 돌파시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

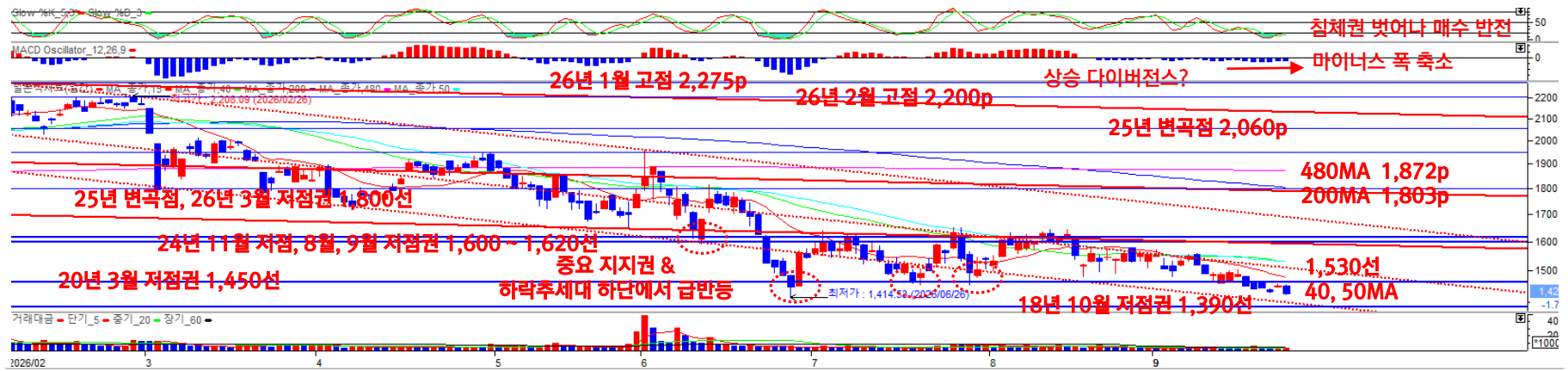
비철목재 일간 차트. 40, 50MA와 중요 변곡점이 위치한 3,550 ~ 3,670선 저항에 하락 반전. 40, 50MA 이탈로 전저점까지 추가 하락 가능성



자료: 대신증권 Research Center

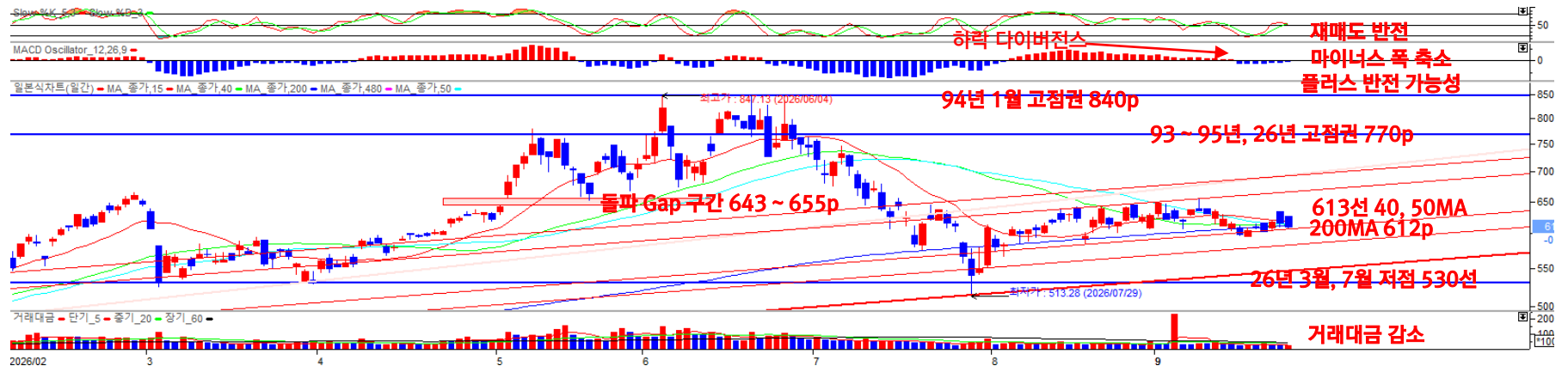
[K콘텐츠/유통] 콘텐츠는 전 저점, 유통은 200MA 지지력 확보 여부가 관건

KRX K콘텐츠 일간차트. 40, 50MA 저항에 하락 반전, 1,400선 지지력 테스트 중. 분위기 반전 확인 시 40, 50MA 돌파/안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

유통업 일간 차트. 빠르게 회복했던 200MA 지지력 확보 여부가 중요한 시점. 40, 50MA(610 ~ 620선)를 넘어서야 상승 추세 재개 가능



자료: 대신증권 Research Center

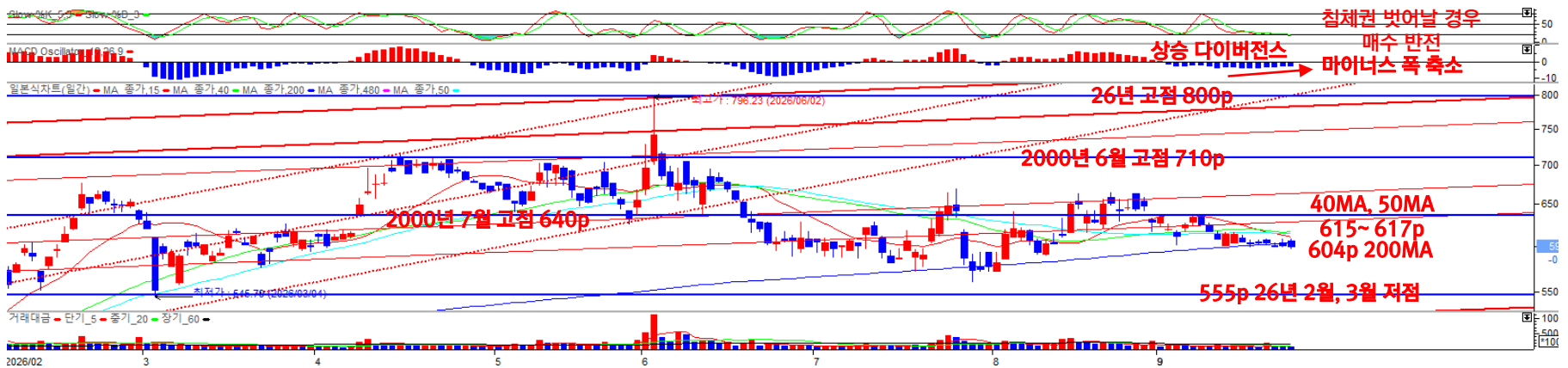
[증권/통신] 증권, 40, 50MA 저항에 하락 지속. 1,680선 지지력 테스트 중. 통신, 200MA 지지력 확보시 710선까지 상승 가능

KRX 증권 일간차트. 40, 50MA 저항에 하락 지속. 전 저점 1,680선 지지력 테스트 가능성. 분위기 반전 시 40, 50MA 돌파/안착 여부 관건



자료: 대신증권 Research Center

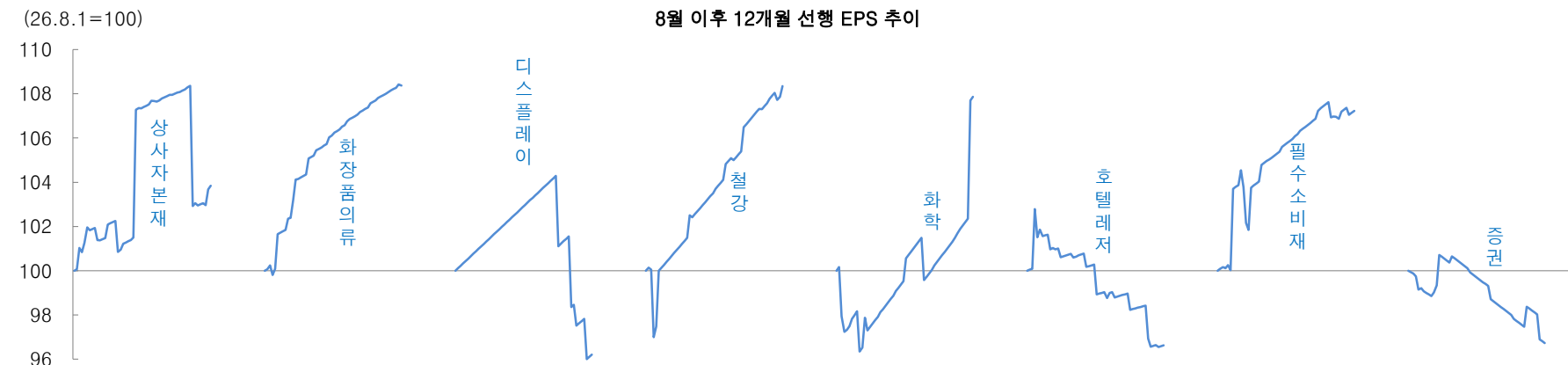
통신 일간 차트. 640선 돌파/안착에 실패함에 따라 다시 200MA 지지력 테스트. 40, 50MA 돌파/안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

[저평가 or 낙폭과대] 상사/자본재, 화장품/의류, 디스플레이, 철강, 화학, 호텔/레저, 필수소비재, 증권

실적 전망 상향: 상사/자본재, 철강, 화학 / 정체/하향: 화장품/의류, 디스플레이, 호텔/레저, 필수소비재, 증권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

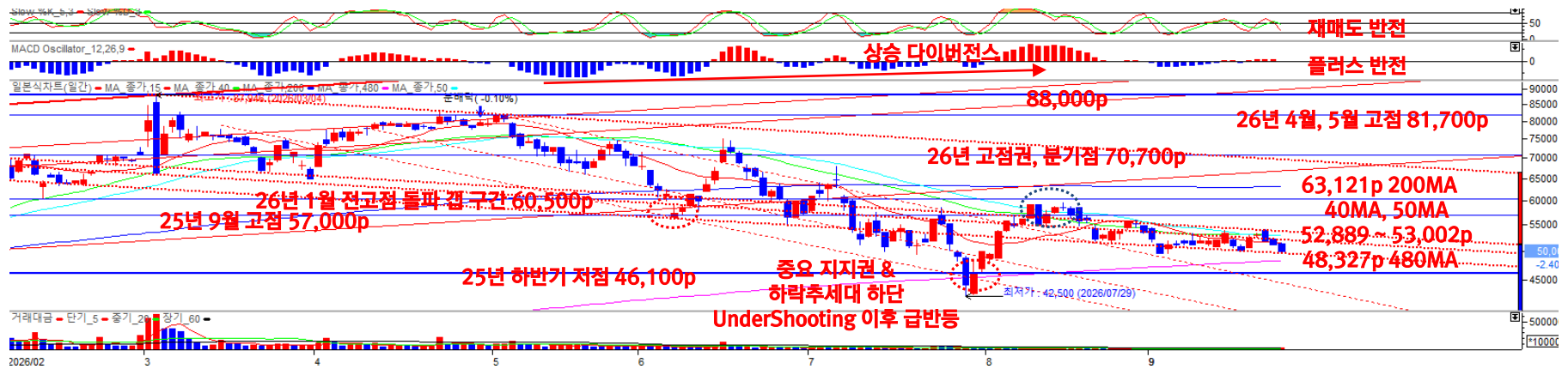
상사/자본재, 철강, 화학, 호텔/레저 매도 지속, 강화. 화장품/의류, 필수소비재 매수 전환 가시화. 디스플레이, 증권 매수 전환 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

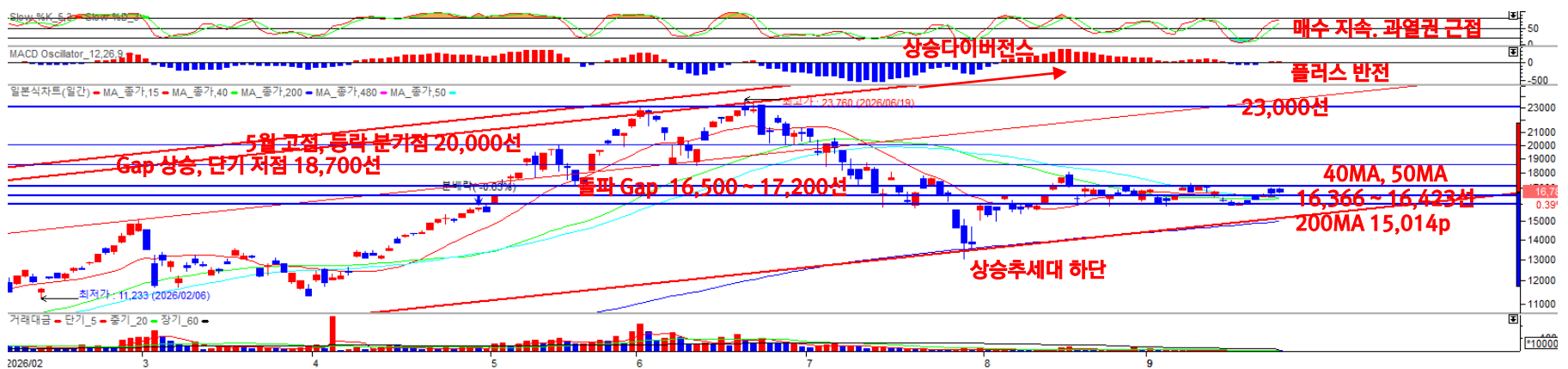
[방산/지주사] 방산은 480MA 지지력 확보 여부 관건. 지주사는 중요 분기점(16,500 ~ 17,200선) 돌파/안착 여부 관건

PLUS K방산 일간차트. 58,000 ~ 60,000선 저항에 하락 반전, 직전 저점 지지력 테스트 가능성. 그 전에 480MA 지지력 확보 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

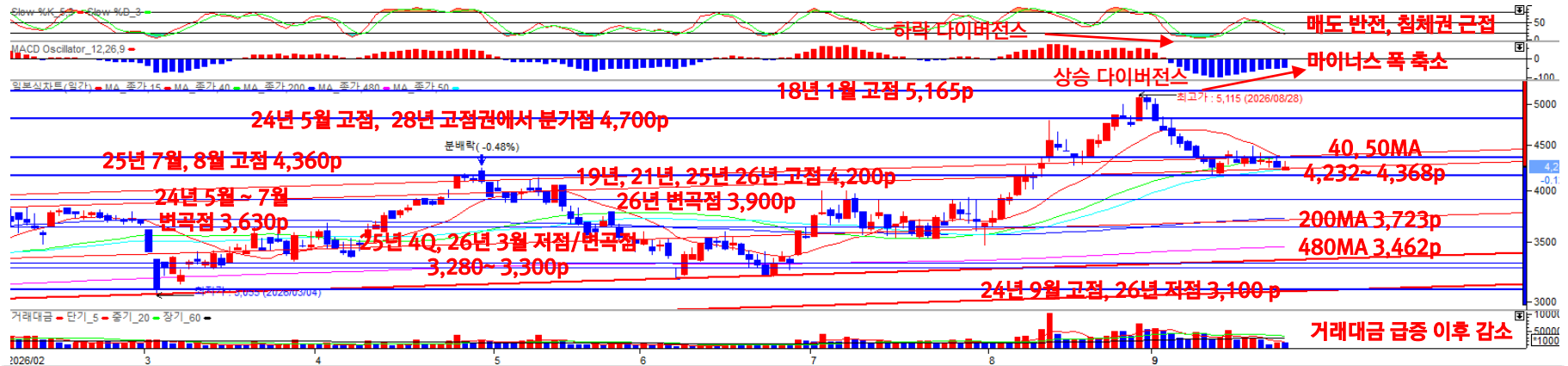
RISE 5대 그룹주 일간 차트. 중요 분기점인 16,500 ~ 17,200선 회복/안착 국면 진행 중. 안착시 18,700선까지 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

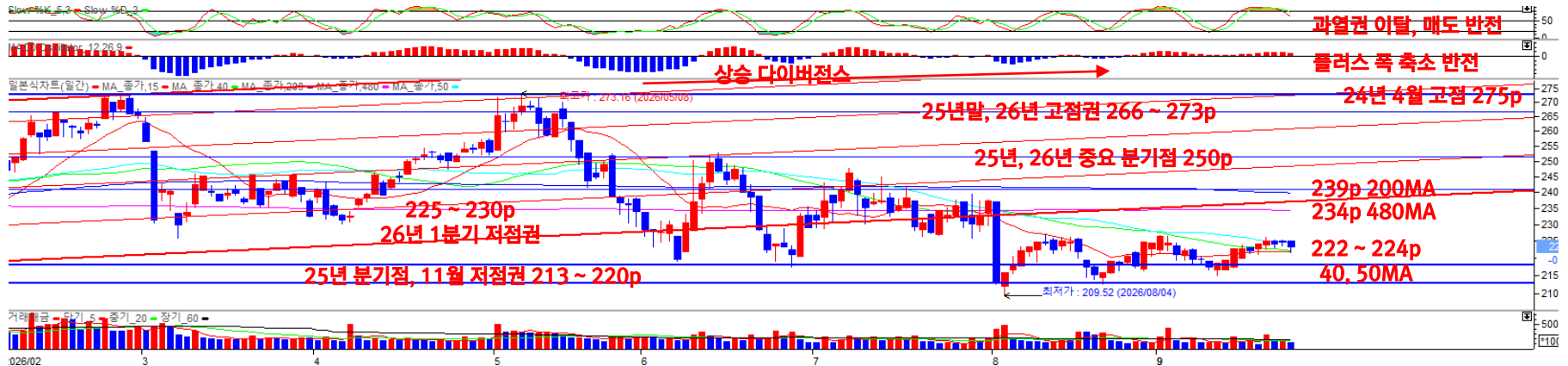
[화장품/섬유의복] 화장품, 40, 50MA 지지력 테스트. 섬유의복은 전 저점에서 반등, 40,50MA 돌파/안착 여부 관건

Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 가파른 상승 중에 MACD OSC 하락 다이버전스로 과열해소, 매물소화 국면 진입. 40, 50MA 지지력 확보 여부 관건



자료: 대신증권 Research Center

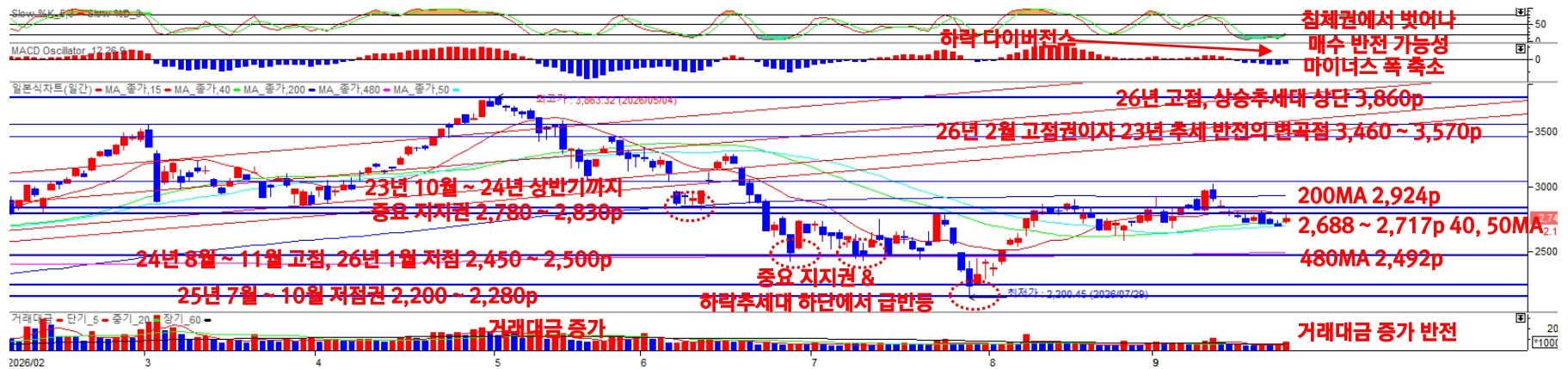
섬유/의복 일간 차트. 직전 저점인 210선을 지켜내며 반등, 분위기 반전 모색. 40, 50MA 돌파/안착시 200MA까지 추가 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

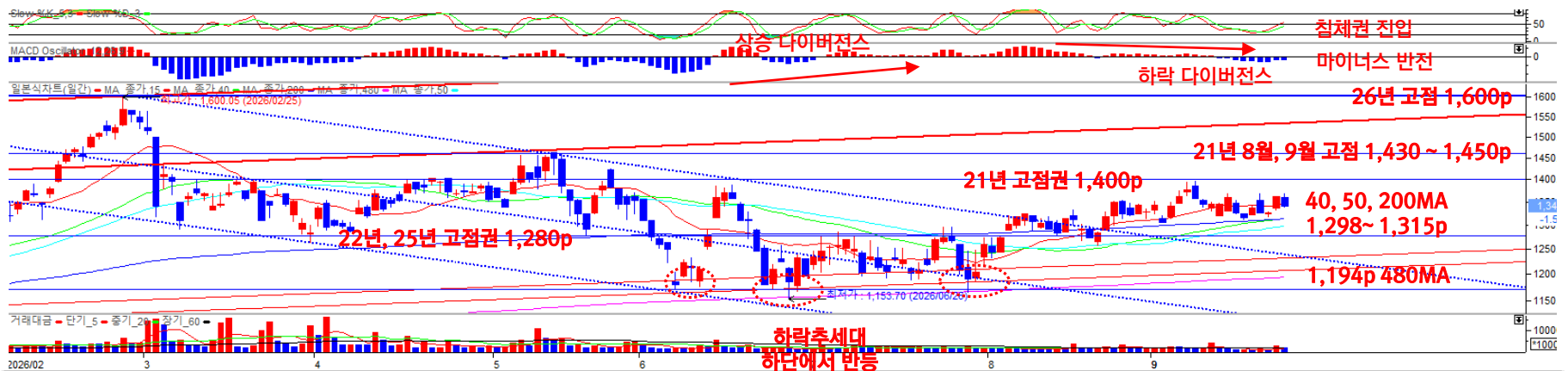
[에너지/운송] 에너지는 40, 50MA 지지력 확보 여부 주목. 운송은 1,400선 돌파/안착시 추가 상승 여력 확대

에너지화학 일간 차트.. 200MA 위치한 2,900선에서 하락 반전, 40, 50MA 지지력 확보 여부 관건. 2,900선 넘어서면 3,500선까지 추가 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

KRX 운송 지수 일간차트. 단기 과열해소, 매물소화 국면에서 40, 50, 200MA 지지력 확보 이후 반등 시도 중. 1,400선 돌파/안착시 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

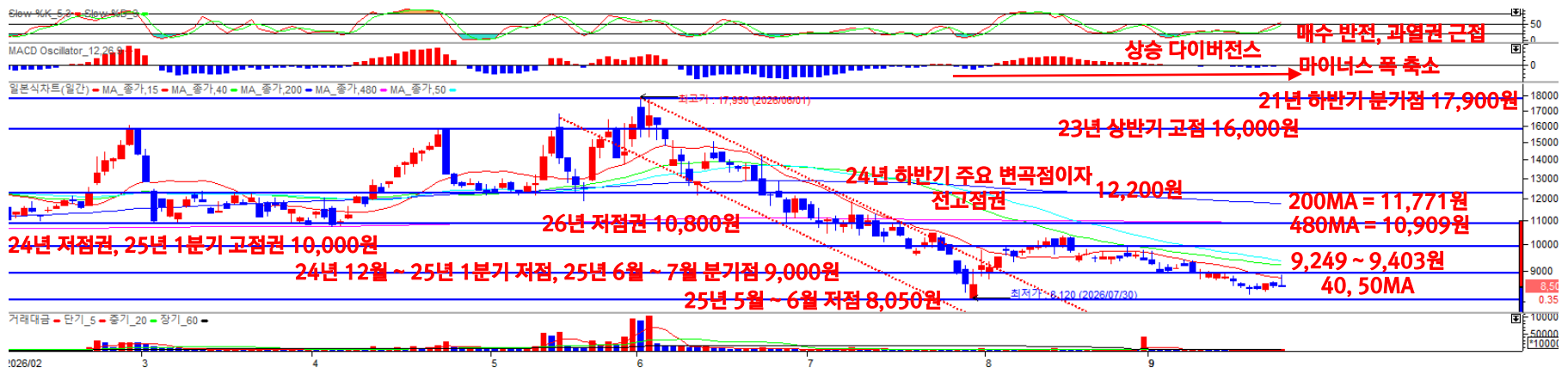
[여행레저/디스플레이] 여행레저, 40, 50MA 지지력 체크. 7월 저점에서 분위기 반전 모색 중인 디스플레이

Tiger 여행레저 일간 차트. 40, 50MA 지지력 확보시 200MA, 480MA까지 상승 여력 확대. Stochastics 매수 반전



자료: 대신증권 Research Center

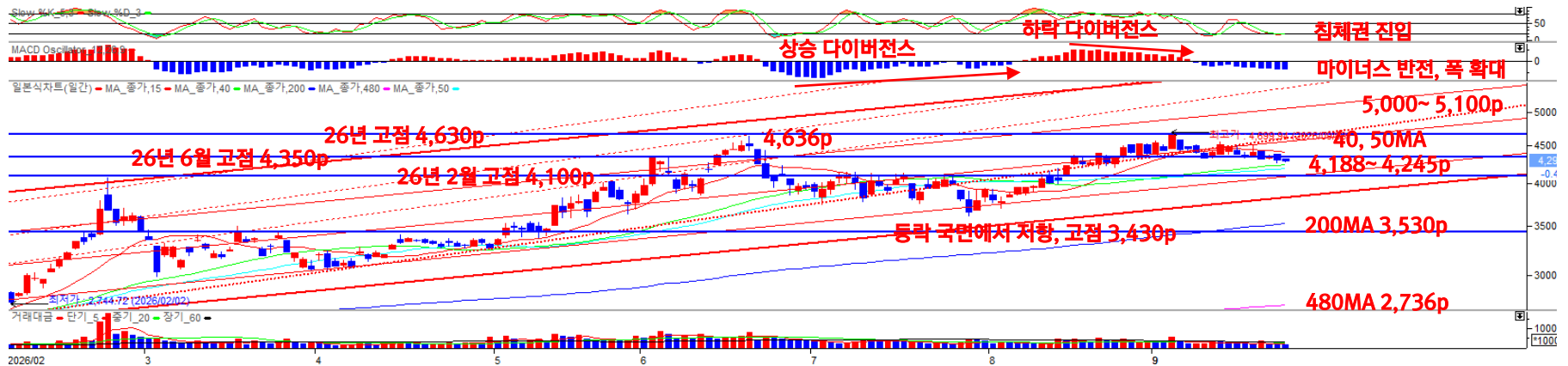
디스플레이 일간 차트. 40, 50MA 저항에 하락세 지속. 7월말 저점권 지지력에서 분위기 반전 모색 중. 40, 50MA 상향 돌파 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

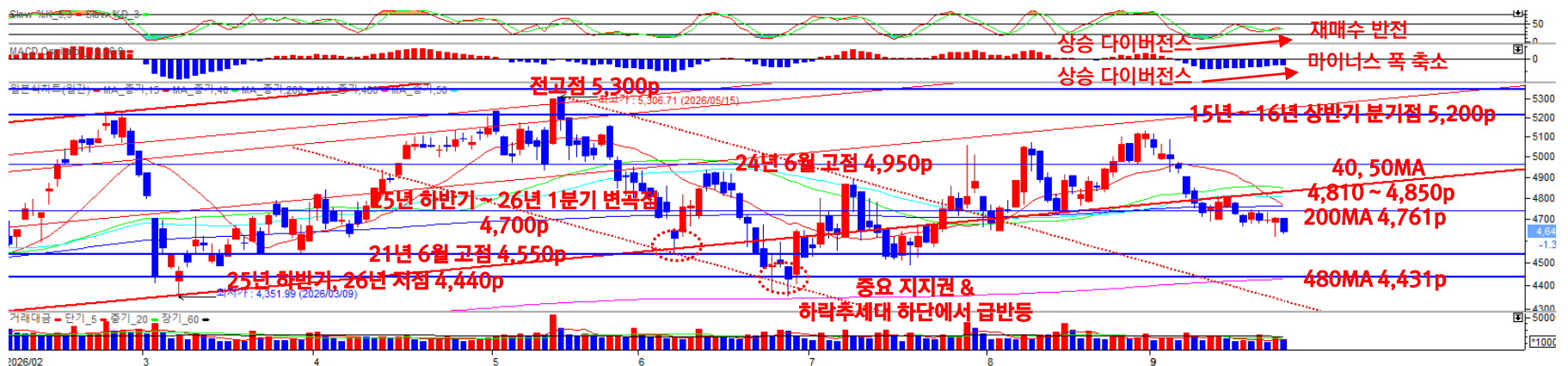
[보험/음식료] 보험은 전고점 돌파시 5,000선까지 상승 가능. 음식료, 200MA이탈로 4,550선 지지력 확보 여부 주목

KRX 보험 일간차트. 40, 50MA 돌파 및 안착으로 전고점 도달, 단기 과열해소 시 40M, 50MA 지지력 테스트. 이후 5,000선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

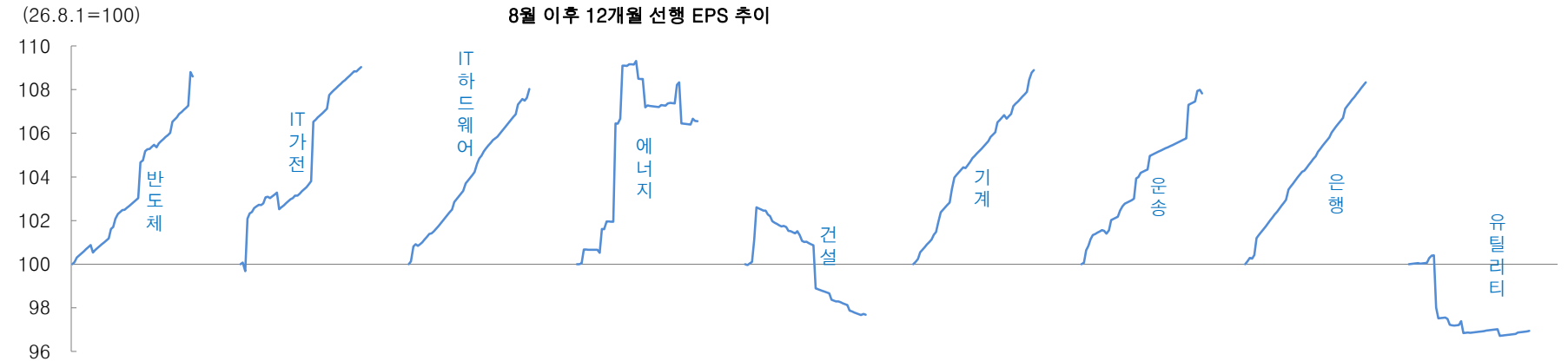
음식료품 일간 차트. 40, 50, 200MA 하향 이탈로 4,550선까지 추가 하락 가능성. 지지력 확보시 상승세 재개 예상



자료: 대신증권 Research Center

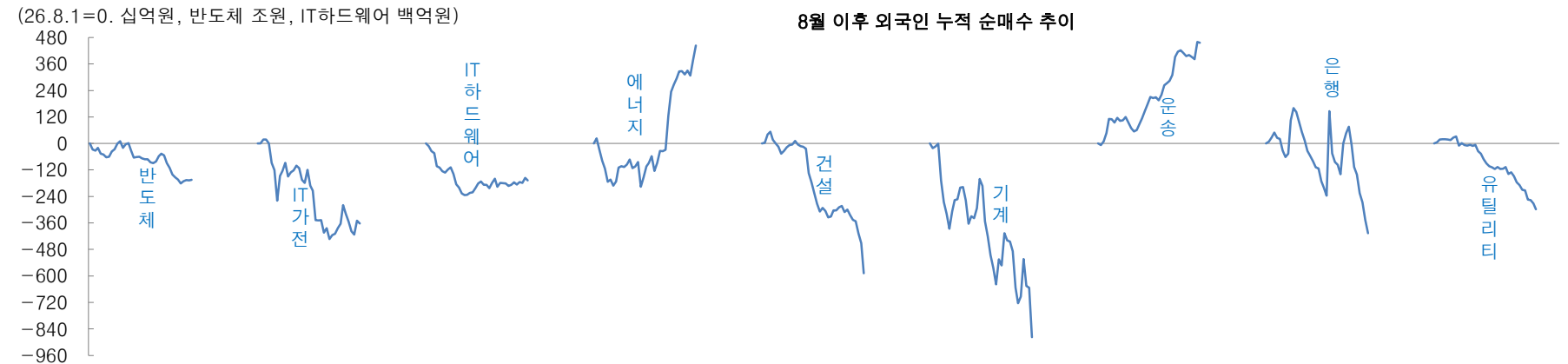
[가격 메리트 약화] 반도체, IT가전, IT하드웨어, 에너지, 건설, 기계, 운송, 은행, 유틸리티

실적 전망 상향: 반도체, IT가전, IT하드웨어, 기계, 은행 / 정체/하향: 에너지, 건설, 운송, 유틸리티



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

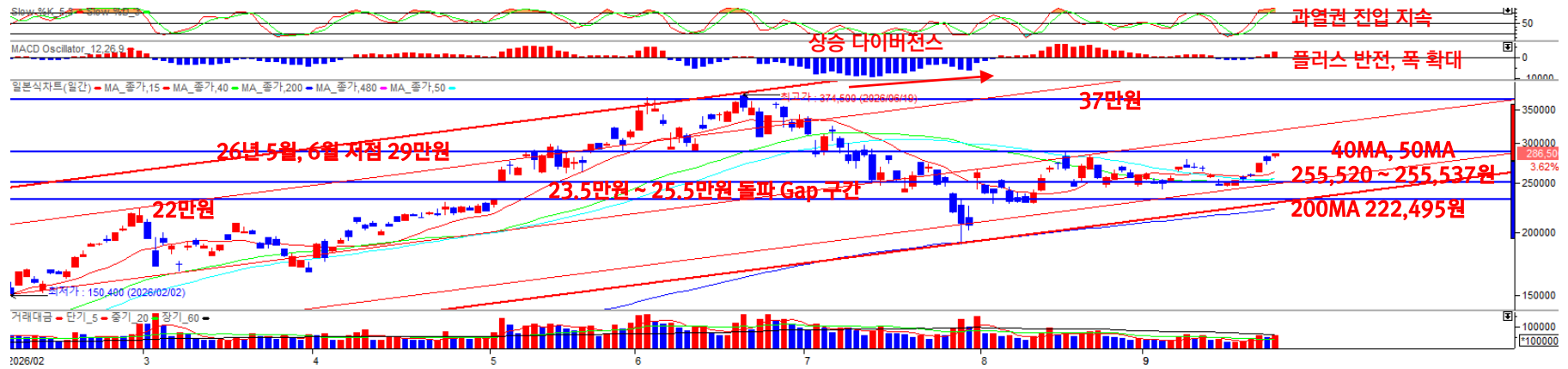
반도체 매수 전환 가시화. IT가전, IT하드웨어, 운송 매도 전환 가능성. 에너지 매수 지속/강화. 건설, 기계, 은행, 유틸리티 매도 지속/강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

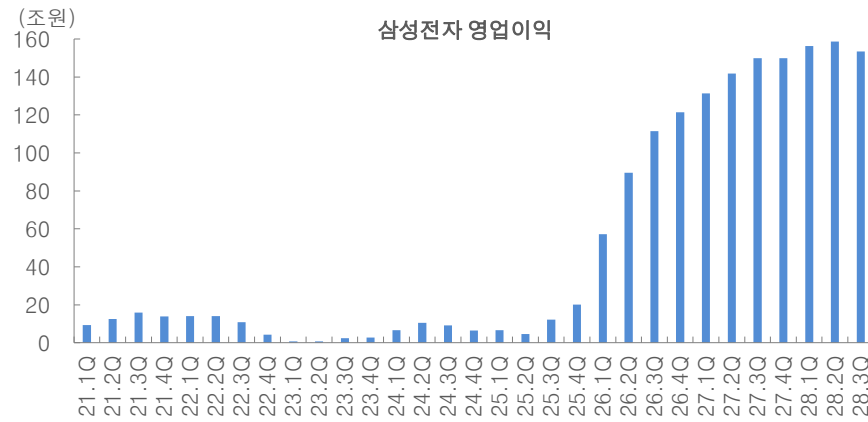
[삼성전자] 29만원 상향 돌파시 전고점까지 상승 여력 확대. 저항에 하락 반전시 23.5 ~ 25.5만원선 지지력 테스트 불가피

삼성전자 일간차트. 40, 50MA와 1차 분기점이었던 25만원 지지력 확보, 전고점 29만원 돌파/안착 여부가 관건



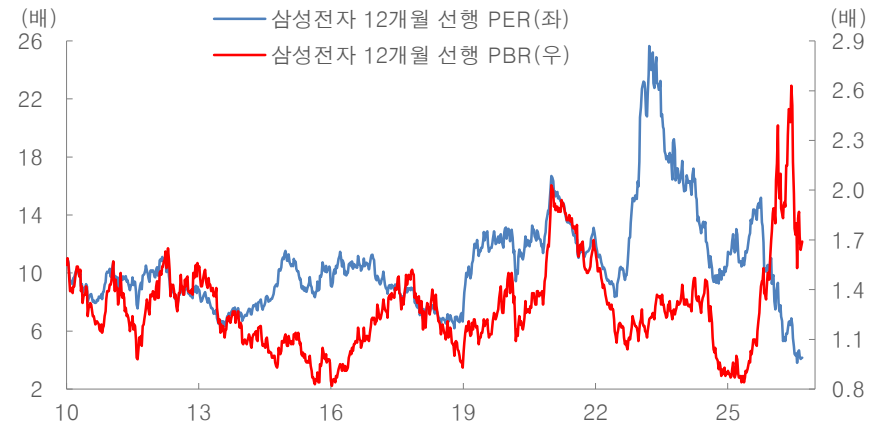
자료: 대신증권 Research Center

26년 3Q OP 110조원 상회, 추가 레벨업 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

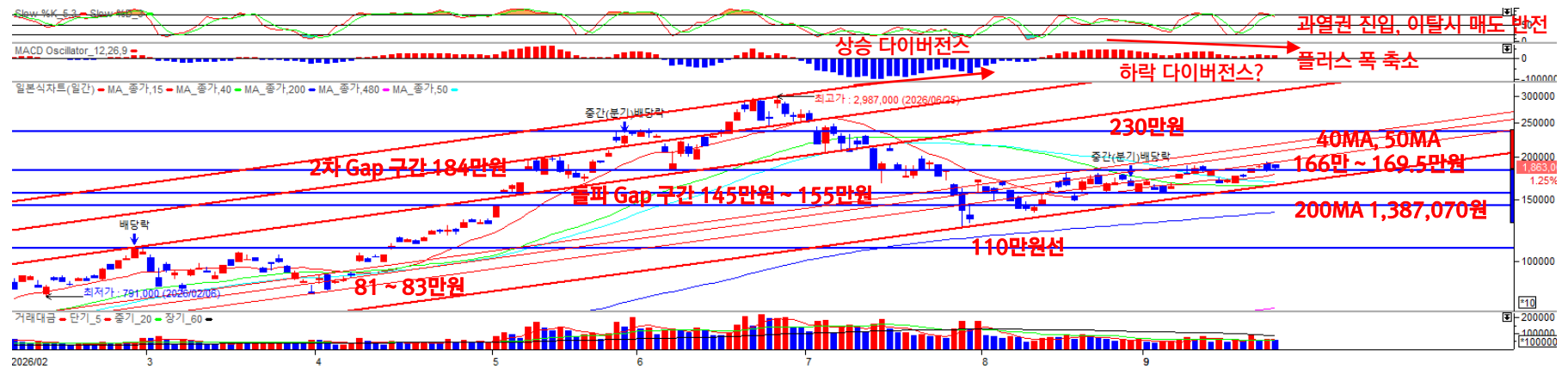
실적 전망 레벨업, 주가 등락으로 선행 PER 4.16배, PBR 1.69배



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

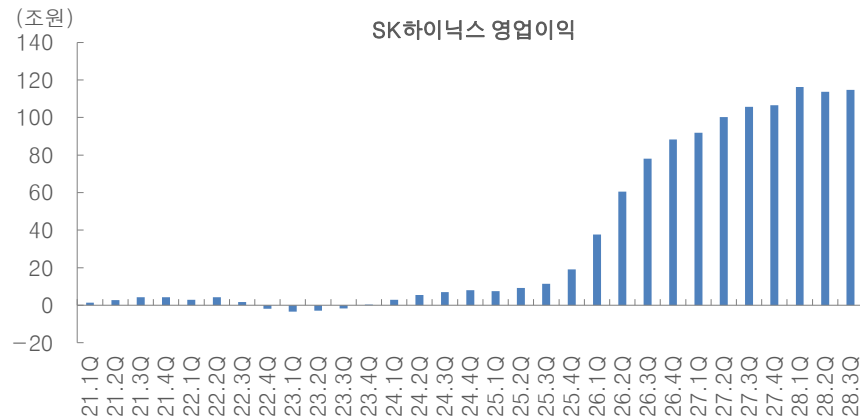
[SK하이닉스] 단기 박스권 상단인 170만원 돌파/안착 여부 관건. 안착 실패시 145 ~ 155만원선 지지력 테스트 가능성

SK하이닉스 일간차트. 단기 박스권 상단인 170만원 돌파/안착 여부 관건. 실패시 145 ~ 155만원선 지지력 테스트, 안착시 230만원까지 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

3Q 78.3조원 예상, 컨센서스 하향 조정 멈춰



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

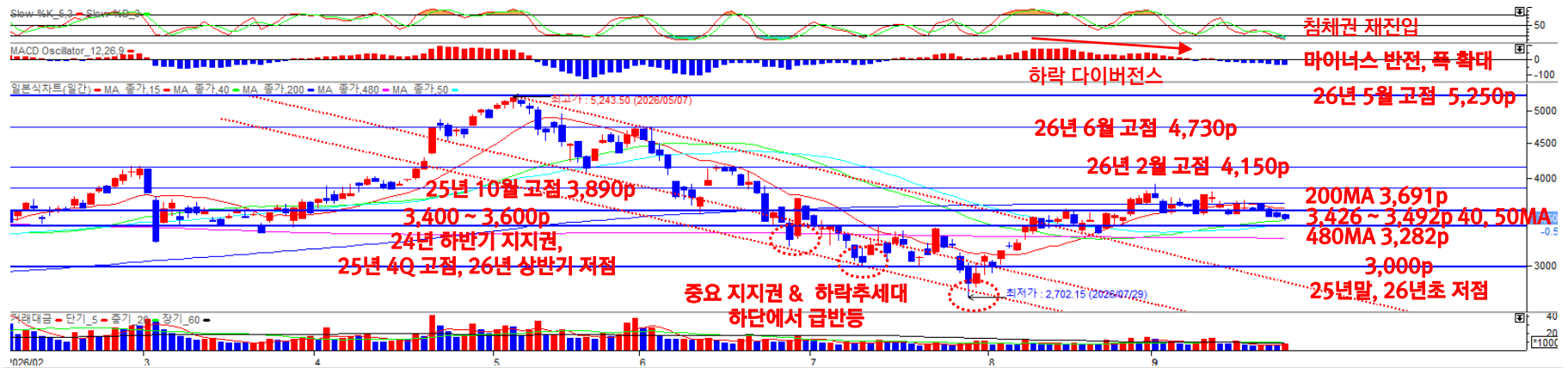
선행 PER 4.38배, 선행 PBR 2.17배로 반등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

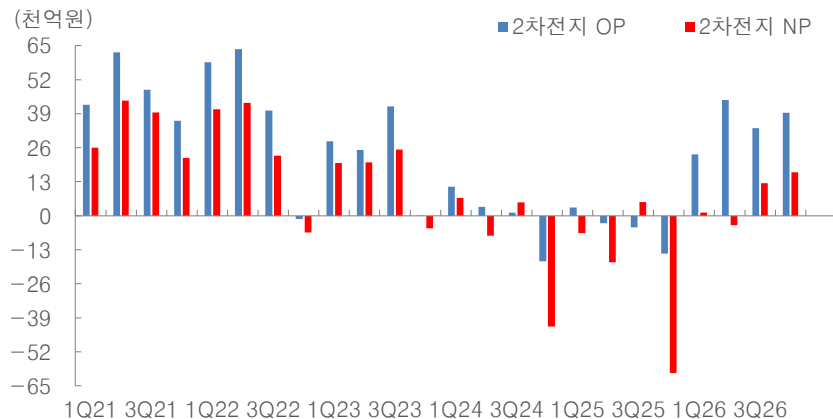
[2차전지] 40, 50MA 돌파, 추세 반전 가능성 확대. 200MA 지지력 확보 시 4,150선 돌파 시도 가능.

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 3,500 ~ 3,600선에 밀집된 200, 40, 50MA 돌파/안착 시도 중. 안착 확인 시 4,150선까지 추가 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

1분기 흑자전환 이후 2분기 실적 서프라이즈, 이익 전망 상향 조정 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

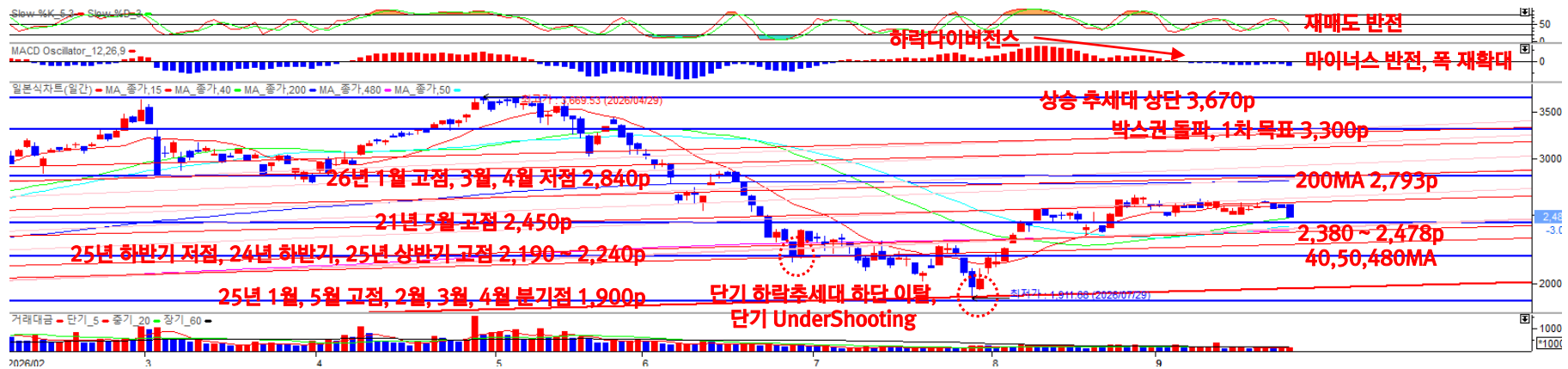
선행 PER 28.98배로, 선행 PBR은 1.35배로 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

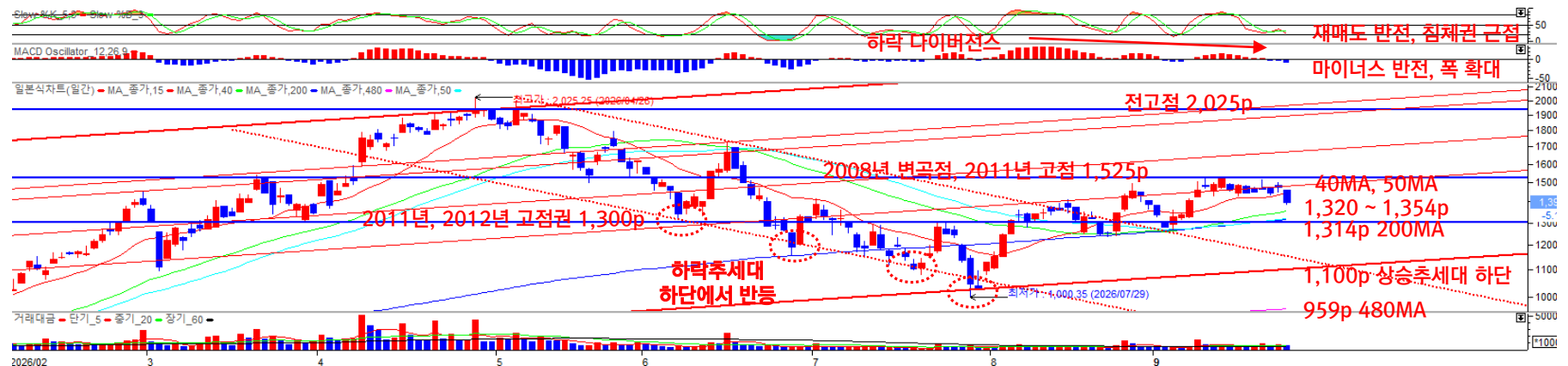
[철강/건설] 철강, 건설 급락 반존으로 40, 50MA 지지력 테스트 감안. 안착시 2차 상승 국면 전개 가능

KRX 철강 일간차트. 480, 40, 50MA 지지력을 바탕으로 200MA까지 상승을 이어가는 중. MACD OSC 하락 다이버전스로 단기 매물소화 가능성



자료: 대신증권 Research Center

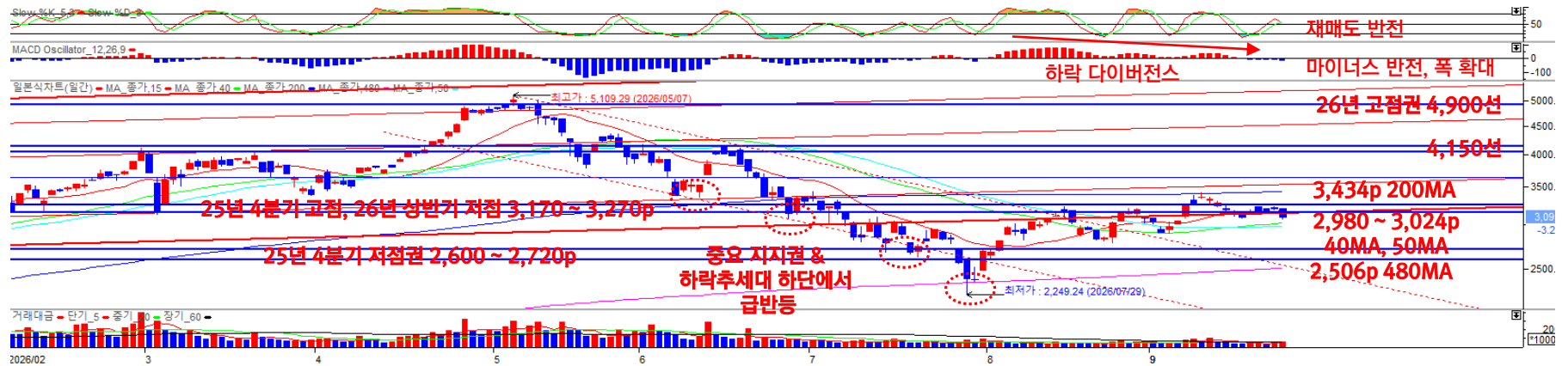
KRX 건설 일간차트. 200MA에 이어 40, 50MA 돌파/안착. 1,525p 돌파/안착시 전고점인 2,000선을 향해 갈 것



자료: 대신증권 Research Center

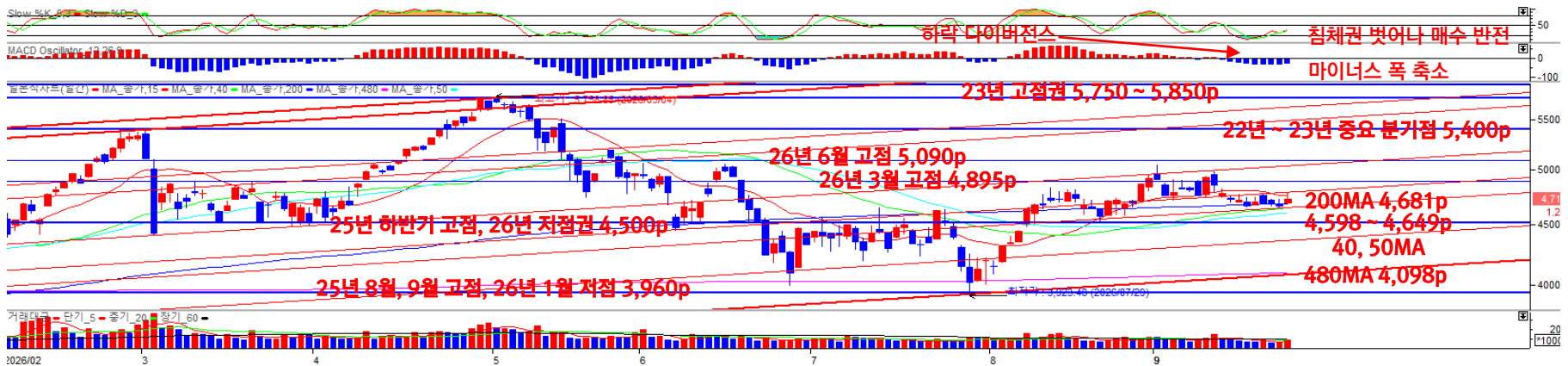
[기계/화학] 200MA에 하락 반전, 40, 50MA 지지력 테스트 중인 기계. 화학은 200MA 지지력 확보 여부가 관건

기계 일간 차트. 200MA 돌파에 실패한 이후 하락 반전. 40, 50MA 지지력 확보 여부 주목. 동 지수대 안착시 4,150선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

화학 일간차트. 480MA 지지력 확보 이후 돌파감, 200MA 돌파/안착 시도 중. 200MA 안착시 5,400선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

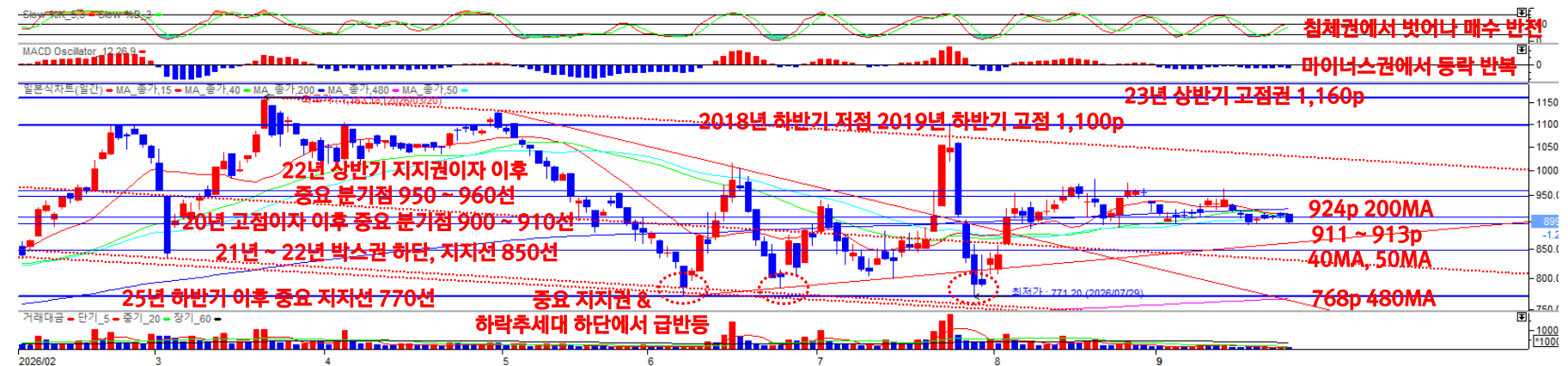
[은행/유틸리티] 은행, 40, 50MA 돌파/안착시 전고점을 향할 것. 유틸리티, 40, 50MA 지지력 확보시 전고점까지 상승 가능

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



자료: 대신증권 Research Center

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



자료: 대신증권 Research Center

퀀트 View

높은 금리로 인한 매크로 압력,
증시 회전율은 감소

Quant 권순호

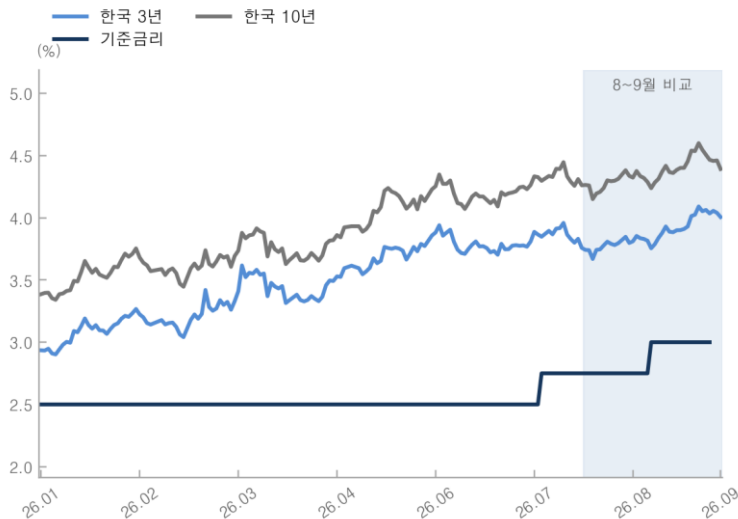
soonho.kwon@daishin.com

지속되는 높은 금리에 대한 우려

한국, 미국 주요국 금리 인상기 진입 및 장기채 금리 상승세 지속

- 9월 23일 미국 국채 2년 금리는 4.85%, 10년 금리는 5.11%다. 한국 국고채 3년은 4.01%, 10년은 4.39%다. 단기와 장기 금리의 높은 수준을 함께 고려해야 하는 환경이다.
- 금리가 오르면 먼 미래에 기대되는 이익의 현재가치가 더 크게 낮아진다. 따라서 이익과 현금흐름이 가까운 시기에 발생하는 저투레이션 주식은 상대적으로 금리 상승의 영향을 덜 받을 것으로 예상할 수 있다.
- 최근 금리 부담이 이어지는 가운데 실제로 저투레이션 주식이 상대적으로 견조했는지 확인했다. 이와 함께 높은 수익성이 기대되거나 이익 전망이 상향되는 기업들의 성과를 비교해, 금리 부담 속에서 주가를 지지한 기업 특성을 살펴봤다.

그림 1. 한국 기준금리와 국채 금리



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 기준금리와 국채 금리



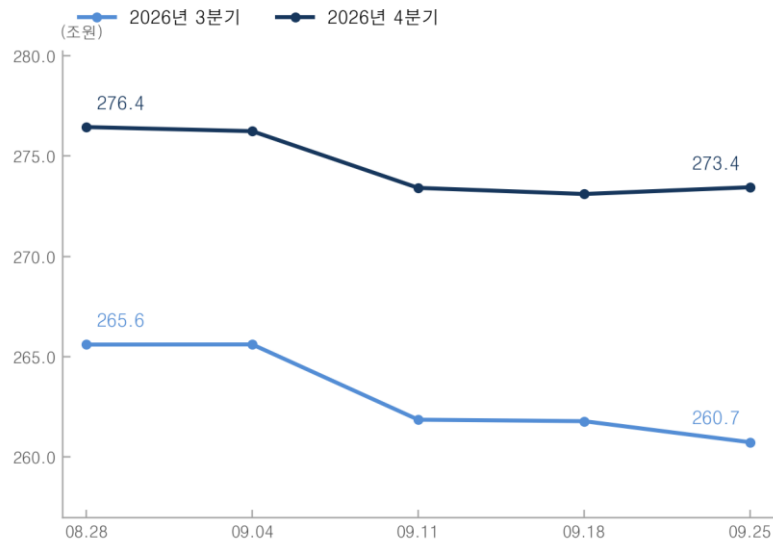
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

최근 원화 강세와 하반기 이익 전망 조정

8월 말 이후 KOSPI 3·4분기 영업이익 추정치의 주별 변화

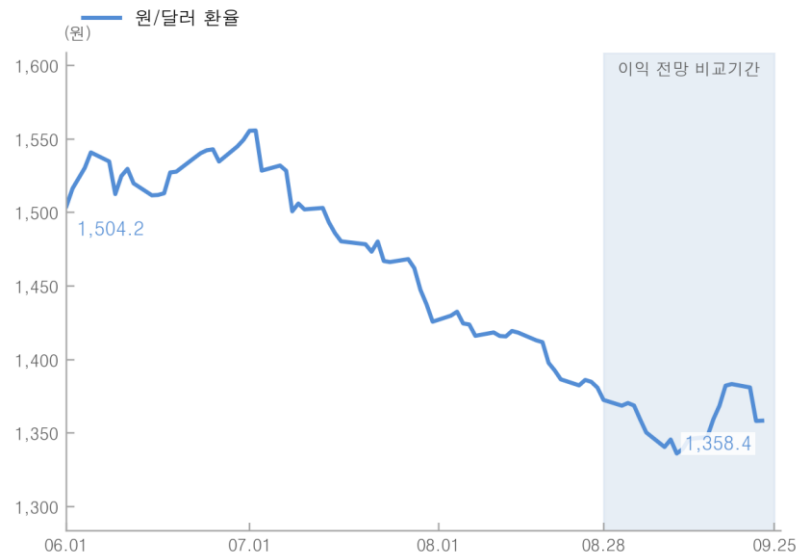
- 원/달러 환율은 6월 1일 1,504.2원에서 9월 23일 1,358.4원으로 9.7% 하락했다. 9월 중순 일시 반등했으나 여름 이후 원화 강세 흐름은 유지됐다.
- KOSPI 297개 기업의 3분기 영업이익 전망은 265.6조원에서 260.7조원으로, 4분기는 276.4조원에서 273.4조원으로 낮아졌다. 8월 28일 대비 9월 25일 수정률은 각각 -1.83%, -1.09%다. 다만 4분기는 마지막 주 소폭 반등했다.
- 환율 하락은 달러 순매출이 큰 수출기업의 이익에 부담이 될 수 있다. 업황과 환헤지 등도 함께 작용하는 만큼 하향분 전체를 환율 영향으로 보지는 않는다. 이러한 환경에서도 높은 수익성과 이익 전망 상향이 유지되는 기업에 주목한다.

그림 3. 주별로 확인한 KOSPI 하반기 영업이익 전망



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 4. 6월 이후 원/달러 환율 추이



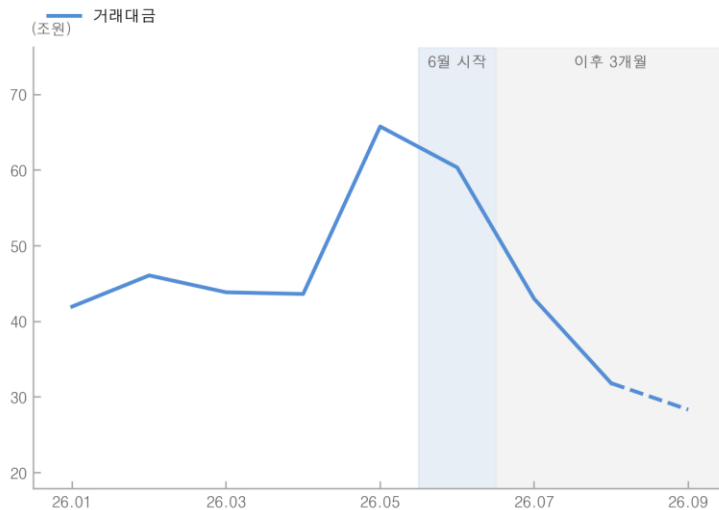
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

6월 감소 시작 이후 약해진 증시의 거래 참여

감소 시작월과 이후 세 달을 구분한 현재 위치

- 거래대금과 예탁금의 월평균은 6월에 모두 전월보다 낮아졌다. 7월 증시 충격 이후 감소 폭이 커졌고, 9월에도 거래 참여와 대기자금의 뚜렷한 회복이 나타나지 않은 모습이다.
- 9월 23일까지의 일평균 거래대금은 28.34조원으로 8월보다 11.0% 줄었다. 22일까지 평균 예탁금도 100.43조원으로 1.6% 낮다. 두 수치는 부분월이며 9월 말 확정치와 구분한다.
- 6월을 감소 시작으로 두면 7·8·9월이 경과한 뒤 10월이 네 번째 달에 해당한다. 과거에도 이 시점에 고배당군이 단기 상승군과 이익상향군보다 견조했는지를 같은 달의 수익률로 비교한다

그림 5. 6월 이후 낮아진 거래대금



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 6. 거래 참여와 함께 줄어든 예탁금



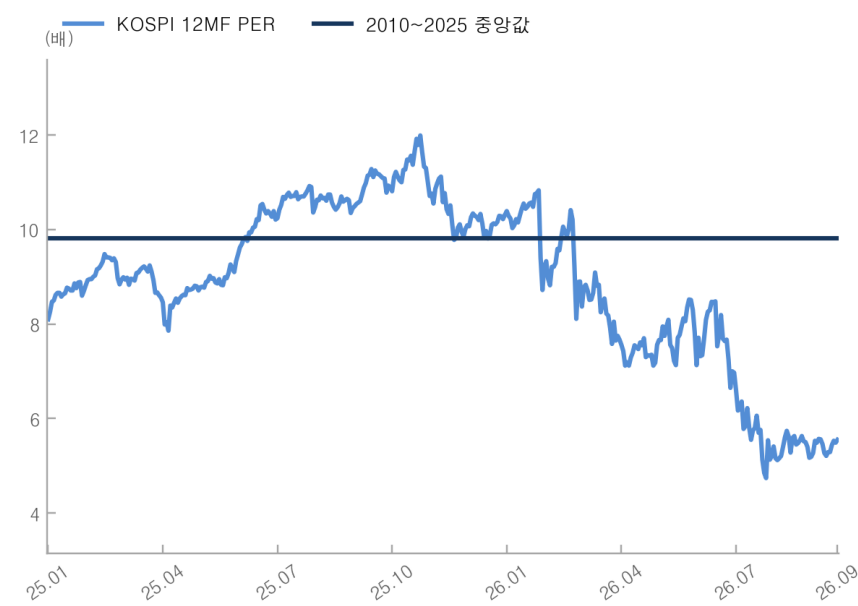
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

낮은 밸류에이션의 전제는 견조한 이익 전망

시장 가격의 부담보다 기업별 이익 기대의 유지에 주목

- 제공된 월간 업데이트 기준 9월 23일 KOSPI의 12개월 선행 PER은 5.55배로 과거 중앙값보다 낮다. 높아진 할인율이 부담으로 남아 있지만 이익 대비 시장의 가격 수준은 높지 않다는 판단이다.
- 낮은 선행 PER은 향후 이익 전망을 분모로 한 값이다. 금리 부담과 원화 강세 속에서 이익 추정치가 낮아지면 현재의 밸류에이션 매력도 달라질 수 있다. 시장 전체의 낮은 배수와 개별 기업의 이익 전망을 구분해 확인할 필요가 있다.
- 따라서 저PER 기업을 별도 추천하는 데 초점을 두지 않는다. 높은 예상 수익성이 이어지고 이익 전망도 개선되는 기업을 중심으로 선별한다. 시장의 가격 매력은 배경이며, 종목 선택의 중심은 이익의 수준과 방향이다.

그림 7. 이익 전망을 전제로 한 국내 증시 밸류에이션



주: 12MF PER, 동일 KOSPI의 2010~2025 중앙값
 자료: FnGuide, 제공 월간 업데이트 / 9.23 기준

표 1. 시장 가격에서 기업 선택으로

확인 지점	투자 판단
시장 밸류에이션	KOSPI 12MF PER 5.55배
과거 가격 수준	2010~2025 중앙값 9.82배
남아 있는 부담	높은 금리와 하반기 이익 조정
퀄리티의 범위	높은 예상 수익성과 그 지속 기대
선별의 중심	이익 전망의 유지·상향 동반 여부

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 9.23 기준

퀀트 View

유사국면 팩터 성과

고금리 시기 모멘텀 약화

금리 부담을 버티는 이익에 대한 기대

거래 회전 감소 시점 이후 묻어놓을 배당주 우위 관찰

Quant 권순호

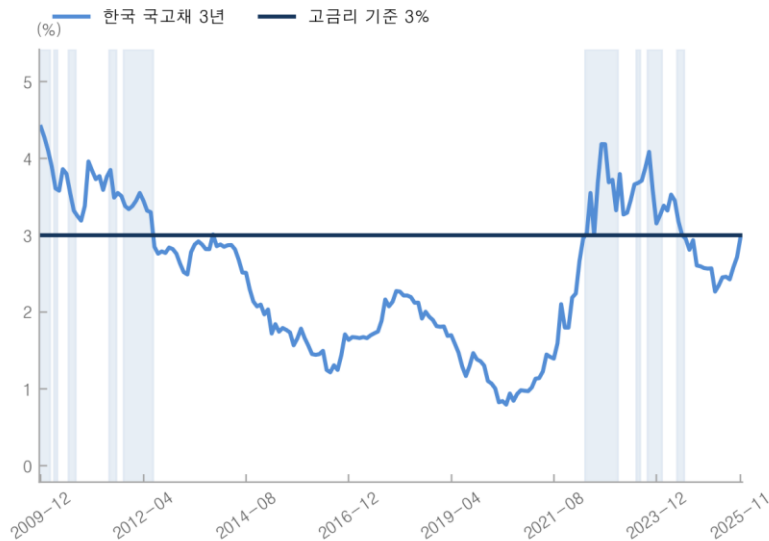
soonho.kwon@daishin.com

한국 고금리·거래 위축에서 약했던 가격 모멘텀

한국 고금리 수준과 거래대금 감소의 교집합, 이후 한 달의 반응

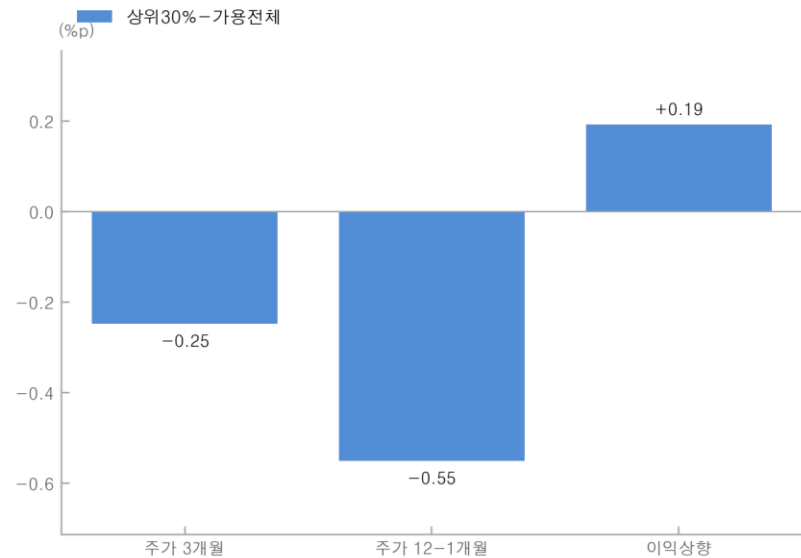
- 한국 국고채 3년 금리가 3% 이상이면 거래대금이 감소한 달을 음영으로 표시했다. 거래대금은 최근 3개월 평균을 직전 3개월과 비교한다. 현재의 높은 금리와 낮아진 거래 참여를 함께 반영한 기존 비교 기준이다
- 음영 조건을 확인한 다음 달에 3개월 주가 상승군은 해당 지표가 있는 전체 기업보다 평균 0.25%p 낮았다. 이익상향군의 평균 차이는 +0.19%p였다. 가격 추세와 기업이익 전망의 방향을 구분해서 볼 필요가 있다.
- 한국 금리 기준에서 단기·중기 주가 모멘텀의 평균 상대 성과가 모두 음수였다. 이 결과는 고금리 자체의 인과효과보다, 금리 부담과 거래 위축이 겹친 환경에서 가격 추종에 신중할 이유를 보여준다.

그림 8. 한국 금리와 거래 위축의 교집합



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 9. 음영 조건 확인 다음 달의 팩터 성과(과거 유사기간)



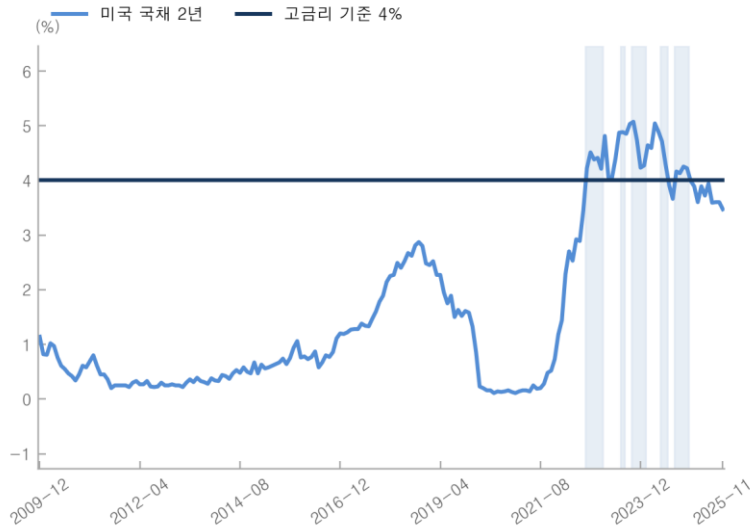
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

미국 고금리에도 구분할 가격 추세와 이익 전망

미국 고금리 수준과 거래대금 감소의 교집합, 이후 한 달의 반응

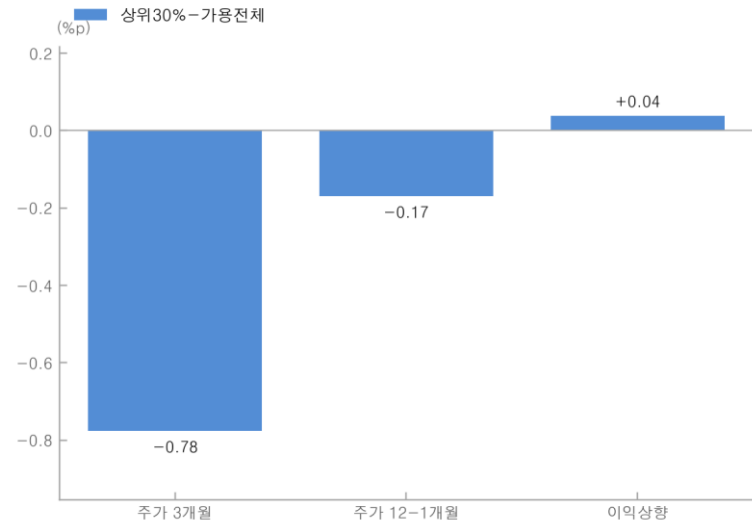
- 미국 국채 2년 금리가 4% 이상이면 거래대금이 감소한 달을 음영으로 표시했다. 거래대금은 최근 3개월 평균을 직전 3개월과 비교한다. 현재의 높은 금리와 낮아진 거래 참여를 함께 반영한 기존 비교 기준이다.
- 음영 조건을 확인한 다음 달에 3개월 주가 상승군은 해당 지표가 있는 전체 기업보다 평균 0.78%p 낮았다. 이익상향군의 평균 차이는 +0.04%p였다. 가격 추세와 기업이익 전망의 방향을 구분해서 볼 필요가 있다.
- 미국 금리 기준의 이익상향군 평균 차이는 작다. 가격 모멘텀의 약세는 관측되지만 이익상향의 강한 우위를 입증한 결과로 확대하지 않는다. 수익성의 역할은 이어지는 최근 기업군 비교에서 별도로 확인한다.

그림 10. 미국 금리와 거래 위축의 교집합



주: 음영=고금리와 거래대금 감소가 겹친 조건월
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 성과는 음영 조건 확인 다음 달

그림 11. 음영 조건 확인 다음 달의 팩터 성과(과거 유사기간)



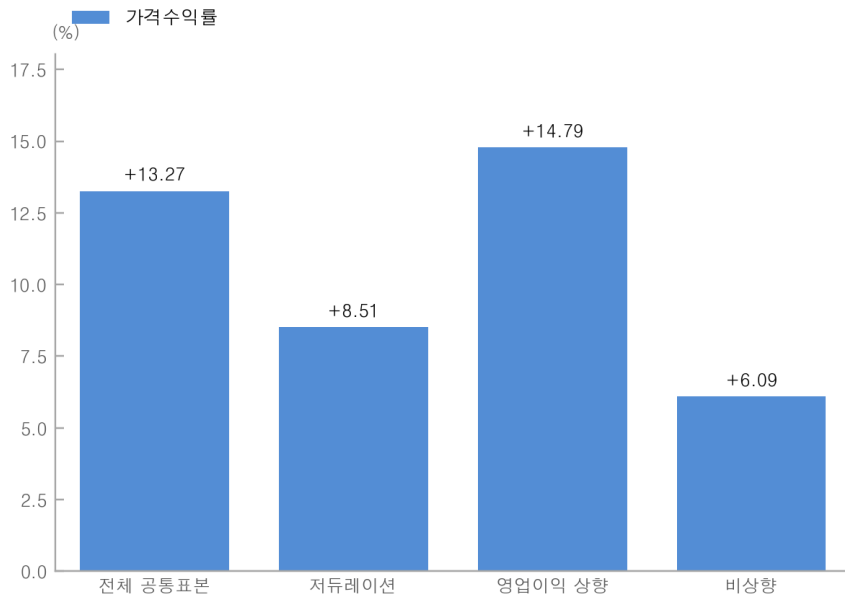
주: 상위30%-각 지표 가용 전체; 주가3M 16개월
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 주가12-1M 16·이익 16개월

최근 금리 부담 속에서 견조했던 이익상향군

저듀레이션 노출보다 금리 부담을 이겨낼 이익을 보유한 기업우위

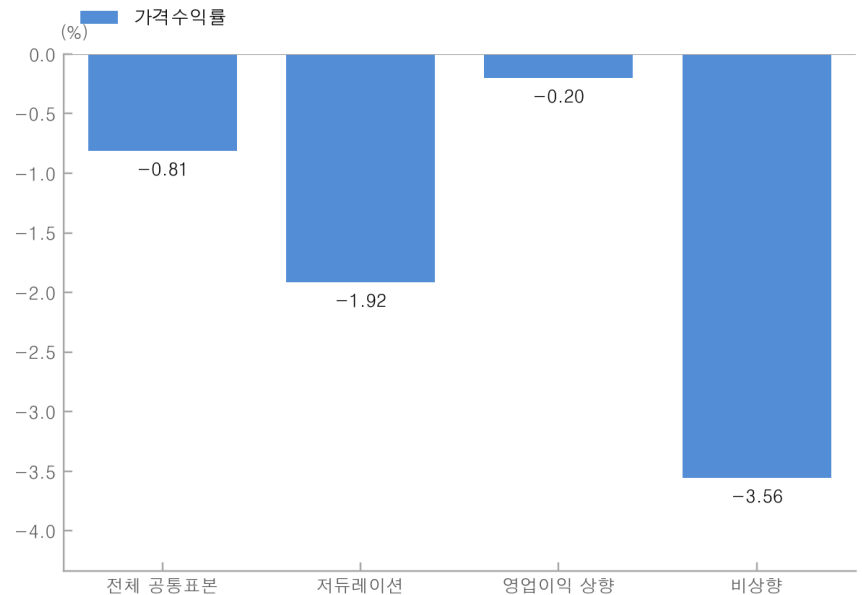
- 9월 1~23일 한국 10년 금리는 7.9bp, 미국 10년 금리는 36.0bp 상승했다. 같은 기간 영업이익 전망 상향군의 낙폭은 저듀레이션군과 비상향군보다 작았다. 할인율 부담이 있더라도 기업의 이익 전망에 따라 주가 흐름이 달랐다.
- 8월에도 영업이익 상향군의 수익률은 저듀레이션군보다 높았다. 현금흐름 회수가 앞선 기업을 고르는 접근과 함께 실제 이익 전망이 개선되는지를 살펴볼 이유이다. 두 기업군은 서로 중복될 수 있다.
- 이 비교만으로 높은 수익성의 효과까지 설명할 수는 없다. 다음 페이지에서는 같은 이익상향군 안에서 예상 이익률의 수준을 나누고, 이익률 개선 기대가 있는 기업의 흐름도 확인한다.

그림 12. '26년 8월 기업군별 실제 수익률



주: 7.31 분류, 8월 가격수익률, 공통251개
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. '26년 9월 기업군별 실제 수익률



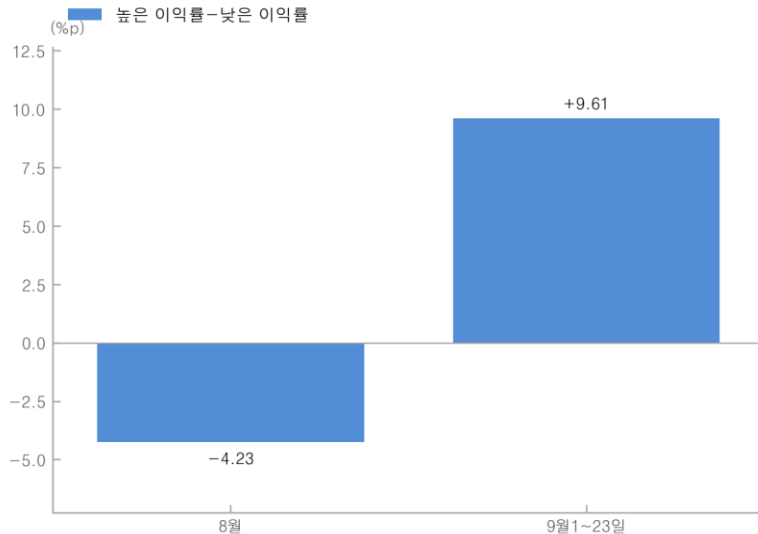
주: 8.31 분류, 9.1~23일 가격수익률, 공통258개
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

높은 이익률과 함께 확인할 수익성의 개선 기대

수익성의 수준만으로 끝내지 않는 퀄리티형 기업 선택

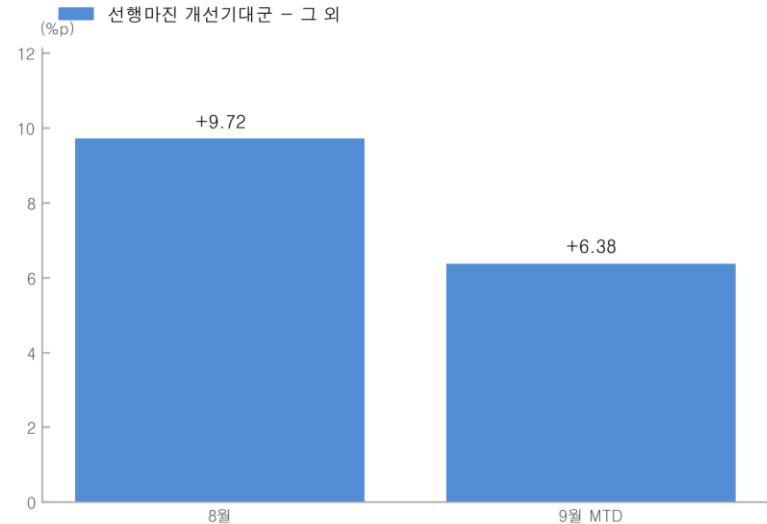
- 높은 예상 영업이익률 기업군과 낮은 기업군의 차이는 8월과 9월에 반대 방향이었다. 높은 이익률 자체가 모든 환경에서 주가 우위를 뜻하지는 않으며, 그 수익성이 유지되거나 개선될 수 있는지를 함께 봐야 한다.
- 선행 영업이익률이 최근 12개월 실제 이익률보다 높은 기업군은 그 외 기업군보다 8월과 9월 모두 견조했다. 이는 전망치가 최근 상향됐다는 의미와는 다르다. 현재의 실제 수익성보다 앞으로 높은 수익성이 예상된다는 특성이다.
- 10월에는 올해·내년의 높은 예상 이익률과 최근 영업이익 전망 상향을 함께 고려한다. 높은 수익성이 지속될 것이라는 기대와 이익 전망의 개선을 확인하는 접근이다. 재무건전성 전반을 검증한 결과로 확대하지는 않는다.

그림 13. 높은 예상 영업이익률과 낮은 기업군의 성과 차이('26년)



주: 선행 영업이익률 상위 20%~하위 20%
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 예상마진 중앙값·OP3M 상향 여부

그림 14. 예상 영업이익률 개선 여부에 따른 성과 차이('26년)



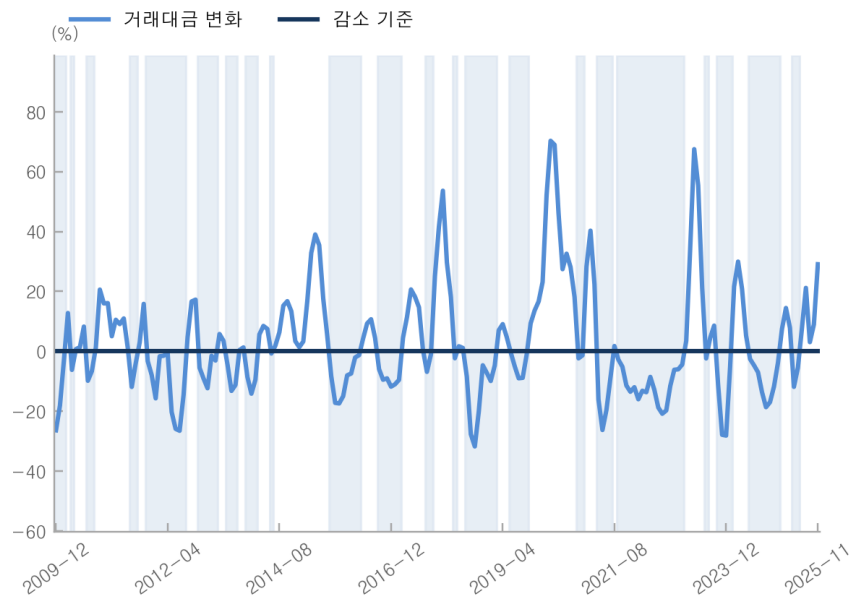
주: 선행 영업이익률이 후행보다 높은 기업군-그 외 기업군
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

거래대금 감소 국면에서 약해진 가격 모멘텀

거래 참여의 둔화 여부로 나눈 다음 달의 팩터 성과

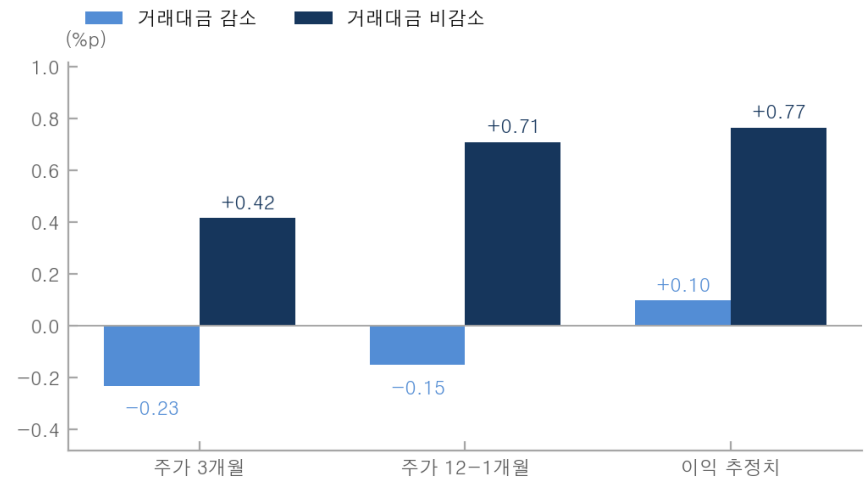
- 거래대금의 최근 3개월 평균이 직전 3개월보다 낮았던 달을 음영으로 표시했다. 특정 위기 사례를 고르는 대신 같은 기준으로 모든 조건월을 구분하고, 이후 한 달의 팩터 성과를 비교한다.
- 3개월 주가 상승군은 거래대금 감소기에 해당 지표가 있는 전체 기업보다 평균 0.23%p 낮았고, 비감소기에는 0.42%p 높았다. 중기 주가 모멘텀에서도 같은 방향의 차이가 나타났다.
- 이익상향군의 평균 차이는 감소기에도 양수였지만 비감소기보다 작았다. 거래 위축 속에서 모든 신호가 사라진다는 의미보다는 단기 가격 추종에 신중하고 기업의 이익 전망을 구분해서 볼 필요가 있다는 판단이다.

그림 14. 거래대금 감소로 구분한 과거 국면



주: 음영=최근3월 평균 거래대금이 직전3월보다 감소
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 조건월과 익월 성과를 구분

그림 15. 거래대금 방향에 따른 주가 모멘텀(과거 유사기간)



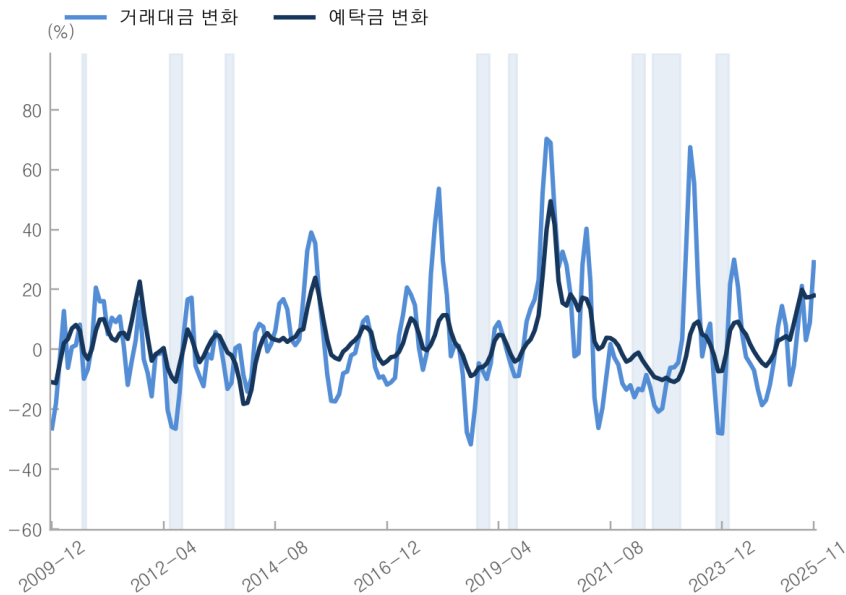
주: 상위군 - 각 지표 가용 전체의 익월 가격수익률
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 감소·비감소기 평균, %p

충격 후 거래 위축 국면에서 관측된 고배당의 우위

시장 충격과 두 자금지표의 동반 감소를 확인한 24개월

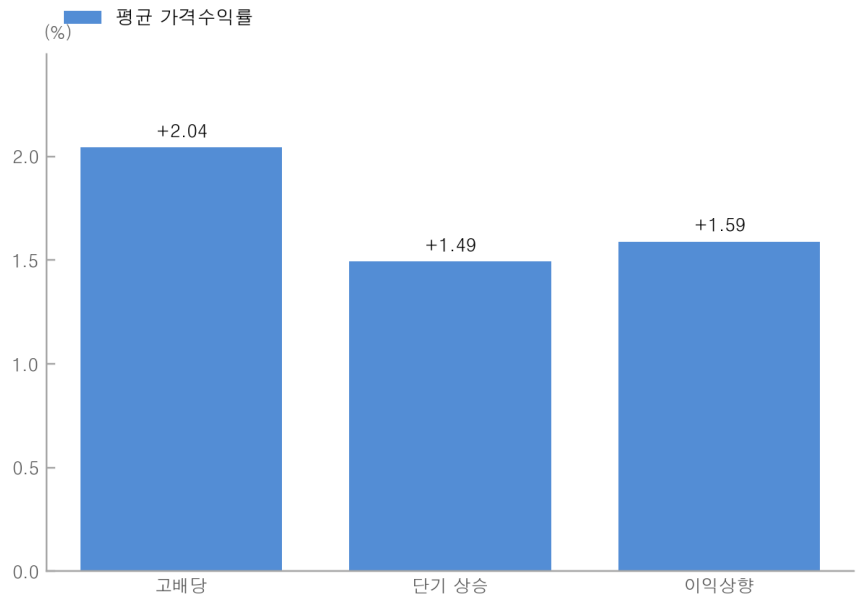
- 앞선 1~3개월에 KOSPI가 월간 5% 이상 하락하고, 거래대금과 예탁금의 최근 3개월 평균이 직전 3개월보다 낮았던 달을 표시했다. 두 지표의 변화율이 모두 음수인 구간 중 증시 충격 조건까지 겹친 시기이다.
- 이 조건을 확인한 다음 달에 고배당군의 평균 가격수익률은 2.04%로 단기 상승군 1.49%, 이익상향군 1.59%보다 높았다. 같은 24개 성과월에서 세 기업군을 직접 비교한 결과이다.
- 고배당군은 단기 상승군보다 24개월 중 14개월, 이익상향군보다 12개월에서 높았다. 평균적인 우위는 관측되지만 매달 반복되지는 않았다. 관망 기간의 배당매력을 이익상향과 병행할 근거로 활용한다.

그림 16. 충격 후 거래대금·예탁금이 함께 위축된 시기



주: 음영=앞선 증시충격과 두 자금지표 감소의 교집합
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 최근3월 평균 대비 직전3월 변화율

그림 17. 음영 조건 확인 다음 달의 기업군 수익률(과거 유사기간)



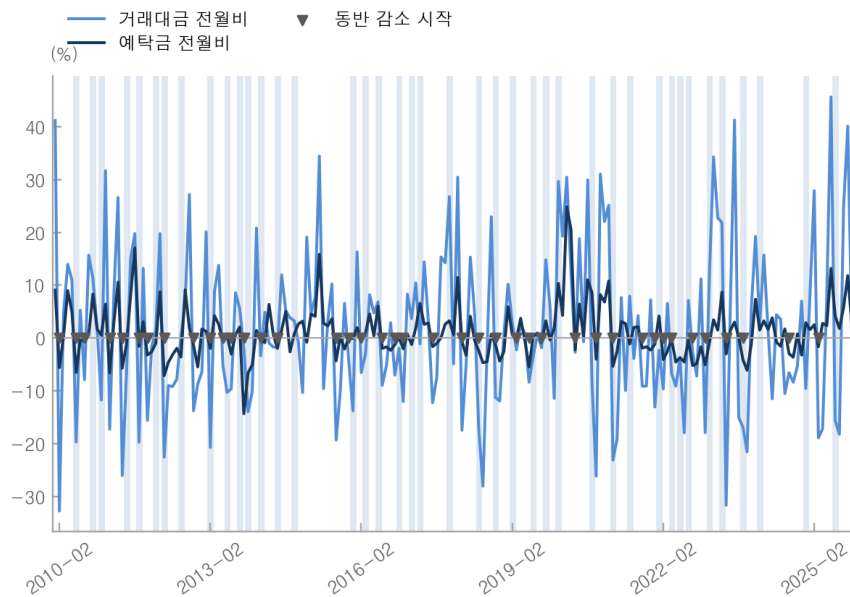
주: 같은 24개 조건월의 익월 가격수익률 평균
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 현금배당·거래비용 제외

감소 시작 후 세 달 경과 시점의 배당 차별화

현재 10월과 대응하는 시점은 시작 이후 네 번째 한 달

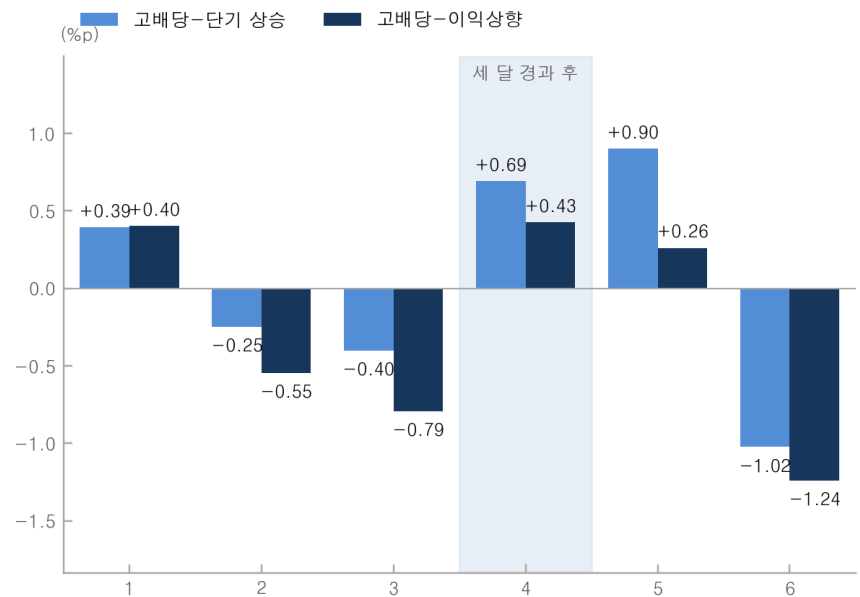
- 이번에는 최근 3개월 평균이 아니라 월평균 거래대금과 예탁금이 함께 전월보다 낮아지기 시작한 시점을 기준으로 본다. 왼쪽의 표시는 감소 시작월이고, 음영은 그로부터 세 달이 지난 다음 한 달이다.
- 오른쪽은 41개 시작사건을 같은 경과 시간에 맞춘 평균이다. 두 번째와 세 번째 달에는 고배당군이 두 비교군보다 약했지만, 네 번째 한 달에는 단기 상승군보다 0.69%p, 이익상향군보다 0.43%p 높았다.
- 현재는 6월 감소 시작 후 7·8·9월을 거쳐 10월에 대응한다. 감소 시작부터 보유한 누적수익률이 아니라 해당 한 달의 상대적인 반응이다. 경과 시간은 참고하되 배당의 기반이 되는 이익 전망도 함께 확인한다.

그림 18. 동반 감소 시작과 세 달 경과 후의 평가월



주: 표시=감소 시작, 음영=세 달 경과 후 평가월
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 두 지표 월평균의 전월비 변화율

그림 19. 경과 시간별 고배당의 직접 수익률 차이(과거 유사기간)



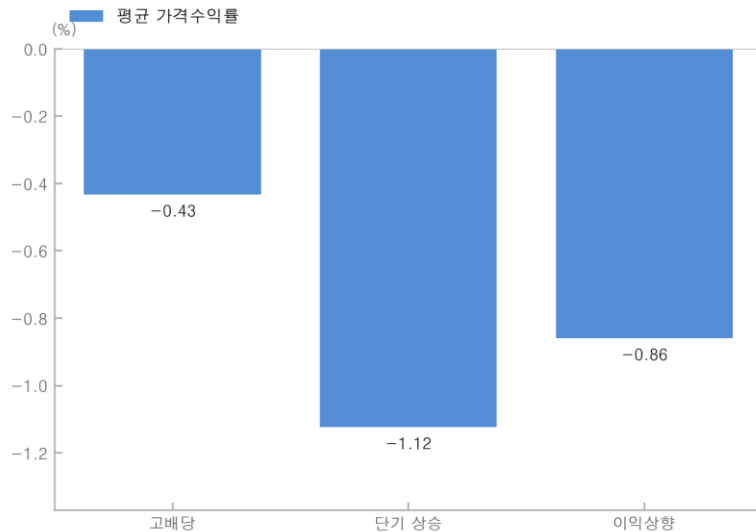
주: 각 경과월의 한 달 수익률 차이, 누적 아님
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 음영=네 번째 한 달, 41건

고배당의 상대적 견조함과 이익상향의 병행

같은 평가월의 절대수익률과 사건 순서에 따른 차이

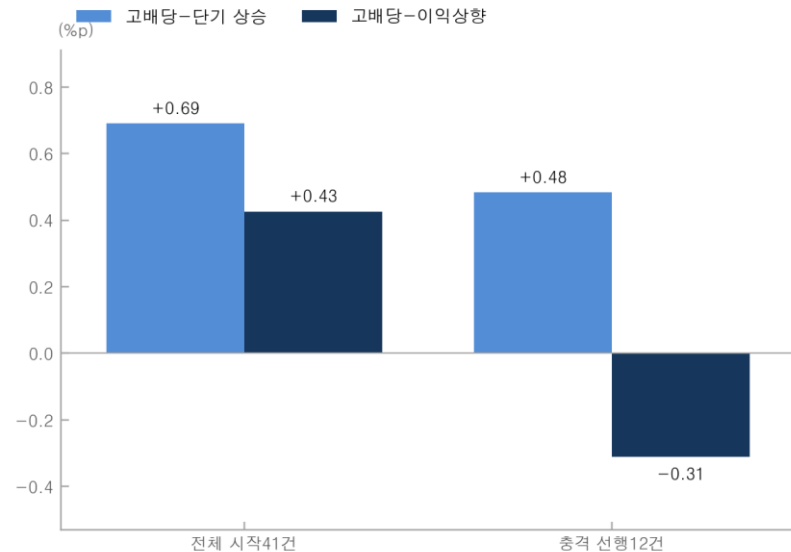
- 세 달 경과 후 한 달에 고배당군은 평균 0.43% 하락했고, 단기 상승군은 1.12%, 이익상향군은 0.86% 하락했다. 배당의 우위는 절대적인 상승보다 상대적으로 작은 낙폭으로 나타났다.
- 다만 증시 충격이 감소 시작보다 먼저 발생한 12개 사건에서는 고배당군이 이익상향군보다 0.31%p 낮았다. 비슷한 거래 위축이라도 사건의 순서와 당시 이익 기대에 따라 기업군별 성과는 달랐다.
- 따라서 고배당을 이익상향의 대체재로 제시하지 않는다. 수익성과 이익 개선을 중심에 두고, 거래 참여가 낮은 기간에는 하반기 이익 전망이 견고한 고배당 기업을 보완적으로 결합한다.

그림 20. 거래감소세달 이후 기업 군 별 1개월 수익률



주: 감소 시작 후 네 번째 한 달, 동일41사건
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 현금배당·거래비용 제외

그림 21. 충격의 순서에 따라 달랐던 배당 우위



주: 같은 평가월의 고배당군-각 비교군, %p
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 충격선행12건은 전체41건의 일부

퀀트 전략

10월 추천 - 멀티팩터 포트폴리오

당해, 차년도 이익률 상위

하반기 이익추정치가 견고한 배당주

Quant 권순호

soonho.kwon@daishin.com

두 가지 멀티팩터로 연결한 10월 포트폴리오

높은 수익성과 이익 상향, 배당매력과 하반기 이익 유지

- 첫 번째 기업군은 높은 올해·내년 수익성과 선행 영업이익 전망 상향을 함께 확인한다. 높은 금리 속에서도 기업의 이익 기대가 유지·개선되는지를 보겠다는 판단을 반영한 구성이다.
- 두 번째 기업군은 예상 배당수익률과 올해 3·4분기 영업이익 전망의 변화를 함께 본다. 거래 참여가 약한 기간에 배당을 기대하되, 그 재원이 될 이익 전망이 훼손되지 않았는지를 확인한다.

표 2. 멀티팩터 1: 수익성·이익 상향

지표	확인하는 내용
2026E 영업이익률	올해의 높은 수익성
2027E 영업이익률	차년도 수익성 지속 기대
12MF OP 1M 상향률	최근 한 달 이익 기대 변화
12MF OP 3M 상향률	최근 세 달 이익 기대 변화
결합	유리한 방향으로 지표 순위 평균

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 3. 멀티팩터 2: 배당·하반기 이익

지표	확인하는 내용
2026E 예상 배당수익률	현재 주가 대비 연간 배당 기대
3Q26 OP 추정치 변화	3분기 배당 재원의 유지
4Q26 OP 추정치 변화	4분기 이익 기대의 유지
수정 기간	8월28일~9월25일 고정 분기
결합	유리한 방향으로 지표 순위 평균

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

멀티팩터 1: 높은 수익성과 이익 전망 개선

올해·내년 예상 이익률과 12개월 선행 영업이익 상향

높은 이익률이 예상되는 기업 중 내년에도 양호한 수익성이 기대되고 최근 선행 영업이익 전망이 상향된 기업을 제시한다. 금리의 방향을 먼저 맞히기보다 기업의 이익 기반을 확인하는 접근이다.

영업이익률은 이익의 수준과 질을, 1·3개월 영업이익 수정률은 최근 기대의 방향을 나타낸다. 12MF 수정률은 영업이익 금액의 변화이며 영업이익률 자체의 상향률이 아니다.

높은 예상 수익성만으로 주가 우위가 보장되지는 않는다. 이후 실적 발표와 내년 전망에서 기대가 유지되는지를 점검하고, 분기 전망의 일부 조정과 이익 기반의 훼손을 구분한다.

표 4. 수익성·이익 상향 기업군

종목	2026E 이익률	2027E 이익률	12MF OP 1M	12MF OP 3M
삼성전자	52.6	57.8	+4.30	+17.35
DB하이텍	25.4	29.7	+6.76	+20.47
SK하이닉스	77.1	78.6	+4.05	+11.77
에이피알	24.9	25.3	+3.06	+21.51
삼성전기	13.7	20.5	+6.30	+47.34
셀트리온	33.5	35.6	+4.78	+12.39
이수페타시스	21.5	23.3	+6.20	+18.90
한미약품	20.8	17.6	+12.59	+12.08
한미반도체	46.6	50.0	+2.98	+9.81
HD현대	15.7	13.7	+5.72	+27.62
한화엔진	14.5	17.4	+6.94	+11.40
HD한국조선해양	17.8	19.4	+2.68	+13.20
산일전기	37.3	38.4	+2.35	+7.80
후성	11.1	13.8	+2.54	+60.13
HD현대마린엔진	25.6	27.6	+2.45	+7.94
효성중공업	15.7	18.3	+3.12	+10.69

주: 이익률·수정률·배당수익률 단위 %/ 코스피 200내 상위 기업 스크리닝
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

높은 예상 수익성에 최근 이익 전망 개선이 동반되는지를 지속적으로 확인한다.

멀티팩터 2: 배당매력과 하반기 이익의 유지

올해 배당 여력을 훼손하지 않는 기업을 중심으로 선별

DB손해보험, S-Oil, 삼성화재, HMM, HD현대는 높은 예상 배당수익률과 함께 고정 3·4분기 영업이익 전망의 유지 여부를 확인한 기업군이다. 두 분기의 추정치는 8월28일 대비 9월25일 모두 상향됐다.

이익 전망의 유지가 배당의 확정을 뜻하지는 않는다. 보험은 자본여력과 배당가능이익, 경기민감 기업은 투자 후 현금흐름, 지주회사는 별도 현금과 자회사 배당 유입을 함께 확인한다.

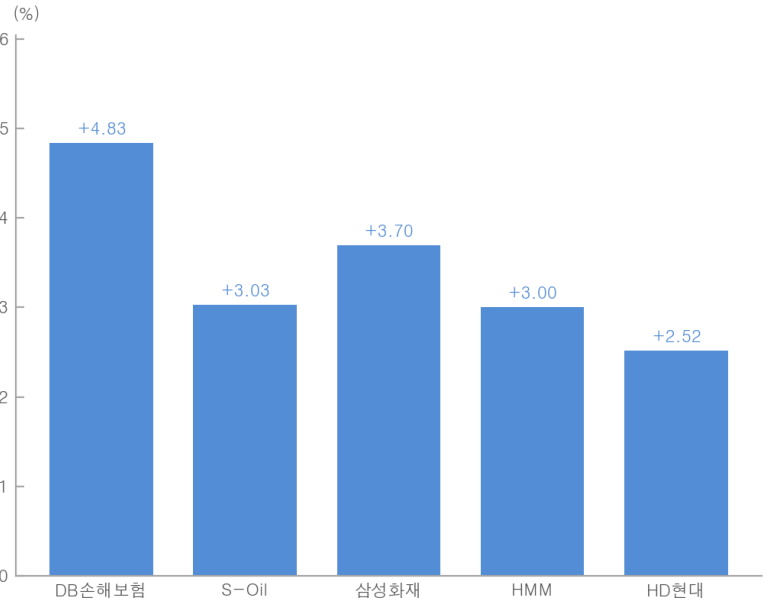
예상 배당수익률은 연간 DPS 전망을 현재 주가와 비교한 값이다. 한 달의 보유수익으로 해석하거나 과거 가격수익률 우위에 더하지 않는다. 관망 기간에 기대할 보유 근거로 활용한다.

표 5. 배당·하반기 이익 기업군

종목	배당률(E)	3Q26 수정	4Q26 수정
DB손해보험	4.83	+1.90	+9.25
S-Oil	3.03	+7.51	+8.94
삼성화재	3.70	+1.69	+3.06
HMM	3.00	+0.36	+0.64
HD현대	2.52	+12.89	+8.97

주: 이익률·수정률·배당수익률 단위 % / 코스피200 내 상위 기업 스크리닝
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 기존 선정 명단·수치 유지

그림 22. 관망 기간에 기대하는 연간 배당매력



주: 2026년 예상 연간 배당수익률, 9.23 주가 기준
 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

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