

2026년 주식시장 전망과 전략

국화 옆에서

김용구 Strategist 02 3770 3521 | yg.kim@yuantakorea.com

신현용 Quant Analyst 02 3770 3634 | hyunyong.shin@yuantakorea.com



한 송이 국화꽃을 피우기 위해
봄부터 소쩍새는
그렇게 울었나 보다

한 송이 국화꽃을 피우기 위해
천둥은 먹구름 속에서
또 그렇게 울었나 보다

그리고 아쉬움에 가슴 조이던
머언 머언 젊음의 뒤편길에서
인제는 돌아와 거울 앞에 선
내 누님같이 생긴 꽃이여

노란 네 꽃잎이 피려고
간밤에 무서리가 저리 내리고
내게는 잠이 오지 않았나 보다

서정주 (국화 옆에서)



2026년 주식시장 전망과 전략

국화 옆에서



김용구

Strategist

02 3770 3521

yg.kim@yuantakorea.com



신현용

Quant Analyst

02 3770 3634

hyunyong.shin@yuantakorea.com

SUMMARY

김용구 Strategist

2026년 주식시장 전망과 전략: 국화 옆에서

2026년 KOSPI 시장은 지수 3,300~4,000Pt 밴드 내 중립 이상의 추가흐름 전개를 예상. 분기별로는 '25 4Q 3,350~3,750Pt, '26년 1Q 3,300~3,700Pt, 2Q 3,400~3,800Pt, 3Q 3,500~3,900Pt, 4Q 3,600~4,000Pt의 점진적 상승 경로를 상정. 1) '26년 Quasi-Goldilocks(준골디락스) 글로벌/미국 매크로 환경, 2) 연준의 선제적 Slow Easing Cycle의 가세, 3) 공세적 재정부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 로드맵 본격 가동 등 이재명 정부 정책대응 총력전, 4) 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클에 편승한 한국 수출 모멘텀 정상화 및 영업이익 300조원 시대 개막 등이 KOSPI 시장의 전인미답 4천P 도전기를 견인할 전망

중상주의 재정정책, 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클에 기인한 Quasi-Goldilocks 도래 기대가 '26년 국내외 경기/증시 낙관론의 핵심 논거. 연준의 선제적 Slow Easing Cycle 본격화는 주요국 통화완화 릴레이와 시장금리 하향 안정화를 동반 자극하며 글로벌 Restocking 기류 부활 및 제조업/투자 경기 회복의 마중물로 기능할 개연성이 높음. Quasi-Goldilocks 환경을 이끄는 핵심 견인차는 AI Capex 슈퍼 사이클. 현재 미국/글로벌 AI Capex 슈퍼 사이클은 닷컴버블 당시와 달리 Equity/Debt Financing 없이 자생적 현금흐름으로 전개된 바 자금조달 제약은 전무. 버블이 아닌 이유. '26년 국내외 매크로 및 금융시장 최대 복병은 관세/물가/금리 불확실성 재점화 우려. 단, '26년 11월 중간선거 승리가 절실한 트럼프가 현 수준 이상으로 굽어 부스럼 만들 가능성은 제한적. '26년 한국 수출은 전년 대비 +5~7%대 성장을 전망. 대미 수출은 '26년 미국 실물경기 추가 도약과 통상 리스크 완화 및 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입에 힘입어 바닥반등을 모색할 소지. 중국 정책 모멘텀 강화와 Restocking 부활은 대중국 수출 모멘텀 개선을 견인. 글로벌 반도체 업황 호조와 낮은 재고간 결합은 공급자 우위로의 시장 주도권 변화, 공급능력에 비례하는 가격 전가력, 이익 레버리지 비약적 확대 가능성 등을 시사. 상기 판단에 근거해 '26년 KOSPI 영업이익 345조원, 순이익 260조원을 전망

'26년 이재명 Put 정책 모멘텀 삼두마차는, 1) 재정부양 총력전, 2) 증시 구조개혁 릴레이, 3) MSCI 선진지수 승격 프로젝트 본격화. 경기선행지수 상승으로 환기되는 경제주체 매크로 자신감 회복과 재정/통화 부양 총력전은 시중 유동성 증가를 경유해 개인 투자자 국내증시 참여 확대를 자극할 전망. 최근 글로벌 투자자들은 이재명 정부 KOSPI 5천P 체질개선 정책 릴레이에 주목하며 '22~'23년 일본 밸류업 프로그램 당시 추가/밸류 리레이팅 추억을 현 한국증시에 투사. 자사주 매입/소각 관행이 실제 시장/주주 친화적 관점에서 재구성되고, 배당 소득세와 상속/증여세의 유기적 변화가 대주주측 배당 정책에 대한 시각선회를 자극하는 경우, '26년 KOSPI P/B는 1.3배선에 다가서며 그간의 코리아 디스카운트 그림자를 지워갈 개연성이 높음. 10월 현재 MSCI EM 내 한국 이익 기여도 - 시가총액 비중간 Gap은 +3.1%Pt로 현격한 저평가 구도가 지속. MSCI EM 내 이익 기여도 - 시가총액 비중간 Gap은 한국/EM 상대주가 경로에 12개월가량 선행. '26년에도 외국인 현선물 수급 환경은 '25년에 연이어 중립 이상의 순매수 기류가 크게 앞설 것이라 판단하는 이유

2026년 포트폴리오/주도주 전략 초점은, 1) 글로벌 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 투자대안, 2) 실질 스타일 분류 기준 실적 모멘텀 보유 진짜 성장주, 3) 순수 가치주군 내 배당성향 및 실적 모멘텀 개선이 가세하는 통계적 낙폭과대주 옥석 가리기에 집중될 전망. 주도 업종대안은, 반도체, 중공업/산업재 밸류체인(조선, 기계, 상사/자본재(방산)), 바이오, 소프트웨어, 미디어/엔터, 지주, 음식료. Top Picks로는 삼성전자, SK하이닉스, 삼성바이오로직스, 한화에어로스페이스, HD한국조선해양, KT&G, SK, 효성중공업, 하이브, 삼양식품, 파마리서치, 엔씨소프트, LG이노텍, 하나머티리얼즈, 코스메카코리아를 제시

SUMMARY

신현용 Quant Analyst

2026년 Quant 전략: 코리아 프리미엄 사이클

올해 KOSPI 지수는 약 41.9%의 상승을 기록하며 '20년 이후 두 번째로 높은 연간 수익률을 기록 중. ROE 대비 PBR의 가파른 상승으로 코리아 디스카운트 해소 과정이 진행. 다만, 한국 증시의 PBR은 여전히 신흥국 대비 68.2%, 선진국 대비 33.6% 수준에 그치고 있으며 글로벌 주요국 증시의 적정 PBR-ROE 선을 하회하고 있는 상황(적정 PBR 수준은 약 1.35배로 추산). '26년은 "1) 이익 사이클 상승 반전과 신고가 랠리 장기화, 2) 코리아 디스카운트 정책의 본격화"를 주축으로 지수 레벨 상승 도전이 지속될 것으로 전망

'05년 이후 신고가 랠리가 지속된 사례는 총 5번이며 가장 짧은 기간을 기록한 '11년 제외 시 평균적으로 약 242일간 강세장이 지속되며 신고가 경신은 단기 이벤트가 아닌 장기적 상승 요인으로 작용하는 경향이 확인. 신고가 랠리 구간은 모멘텀 → 신고가 공백기 → 반등시도 등 3개의 구간으로 구분이 가능. 해당 구간을 거치며 신고가 경신을 이끈 주도 업종의 모멘텀이 점차 둔화, 지수 상승 기율기 또한 낮아지는 흐름이 확인되며 업종 로테이션이 필요한 시점이 발생할 것으로 예상

앞서 확인된 신고가 랠리 사례 모두 이익 사이클(12MF EPS YoY 증감률)이 우호적인 환경에서 발생. 올해 신고가 경신 또한 반도체 업황 개선이 견인한 이익 사이클 상승 반전 시점과 맞닿아 있는 모습. 또한 강세장의 주기와 이익 사이클 상승 주기와 동행하며 이번 신고가 랠리의 주기 역시 사이클 상승 기간이 결정할 것으로 판단. 이번 사이클의 경우 '24년 8월부터 하락세를 그린 뒤 9월 상승 전환. 이후 뚜렷한 하락세가 진행됨에 따른 기저효과가 발생하며 사이클 상승 지속 전망. 다만, KOSPI와 반도체 제외 KOSPI 이익 사이클 사이의 괴리가 확인. 반도체 제외 KOSPI 이익 사이클은 상대적으로 부진한 상승폭을 기록할 것으로 전망. 해당 국면을 이익 사이클 괴리국면으로 정의한 뒤 스타일별 성과를 분석. 결과적으로 리비전, 성장, 모멘텀, 가치 스타일이 아웃퍼폼. 추가적으로, 결합 스타일 성과 분석 결과 가치+성장, 모멘텀+성장, 리비전+기저 스타일이 단일 팩터 대비 초과수익률 혹은 Hit Ratio가 개선되는 결과를 확인. 최종적으로, Hit Ratio가 60%를 상회하는 스타일 중 KOSPI 대비 초과수익률 상위 가치+성장, 성장, 리비전+기저 스타일을 사이클 괴리국면 대응 전략으로 제시

이재명 정부 출범 이후 코리아 디스카운트 해소 정책에 대한 기대감은 점차 우려로 전환되며 정책 모멘텀이 둔화되는 흐름 확인. 다만, '24년 밸류업 정책을 기점으로 시장의 주주환원에 대한 관심이 증가에 따라 주주가치 제고 노력은 장기 성과로 연결되는 모습이 확인되었으며 해당 기업에 대한 투자 유인은 지속될 것으로 판단. 또한 정기국회를 통해 자사주 소각 의무화에 대한 가이드 라인이 제시되며 '26년은 자사주 소각 움직임이 확대될 것으로 전망. 시장은 정책 시행에 따른 혼란에 대비하기 위해 선제적으로 자사주 비중을 낮추는 움직임이 확인. 그 중 기취득 자사주를 대상으로 교환사채(EB)를 발행하여 자금조달의 형태로서 자사주를 처분하는 사례가 급증. 이에 따라 기업의 자사주 매입의 진의를 파악하는 것이 중요해진 시점. 최종적으로, 자사주 소각에 대한 의지와 추가 자사주 매입을 위한 현금 여력이 확보된 기업을 스크리닝

CONTENTS

PART 1	주식시장 전망과 전략	7
PART 2	포트폴리오/주도주 전략	85
PART 3	Quant 전략: 코리아 프리미엄 사이클	103



김용구

Strategist

02 3770 3521

yg.kim@yuantakorea.com

PART 1

주식시장 전망과 전략



1) 2026년 KOSPI 전망: 3,300~4,000Pt

- 2026년 KOSPI 시장은 지수 3,300~4,000Pt 밴드 내 중립 이상의 추가흐름 전개를 예상
- 지수 상단은 '26년 KOSPI 예상 순이익 260조원과 Target P/E 13.2배(+3σ, 10월 현재 11.7배), 하단은 예상 순이익 225조원과 P/E 11.4배(+1σ)를 고려해 산출
- 분기별로는 '25 4Q 3,350~3,750Pt, '26년 1Q 3,300~3,700Pt, 2Q 3,400~3,800Pt, 3Q 3,500~3,900Pt, 4Q 3,600~4,000Pt의 점진적 상승 경로를 상정
- 1) '26년 Quasi-Goldilocks(준 골디락스) 글로벌/미국 매크로 환경, 2) 연준의 선제적 Slow Easing Cycle의 가세, 3) 공세적 재정부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 로드맵 본격 가동 등 이재명 정부 정책대응 총력전, 4) 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클에 편승한 한국 수출 모멘텀 정상화 및 영업이익 300조원 시대 개막 등이 KOSPI 시장의 전인미답 4천P 도전기를 견인할 전망

'26년 순이익 및 P/E 시나리오별 KOSPI Target 추정

구분	'26년 예상 순이익 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target P/E (배)	Target 시가총액 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target KOSPI (상단 기준, 지수)
Best Case	288.8 ('25년 10월 현 컨센서스 262.6조원 대비 +10% 상향 조정)	13.2 (+3σ)	3,824	4,400
Base Case	262.6 (현 컨센서스 수준)	12.3 (+2σ)	3,235	3,900
Worst Case	223.2 (현 컨센서스 대비 -15% 하향 조정)	10.5 (26주 MA)	2,340	3,100

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



2026년 KOSPI Target 추정 Model

'26년 KOSPI Target 추정

KOSPI 12개월 선행 P/E (배, 10/13일 현재 11.7배)

구분 (KOSPI 순이익 변화 시나리오)	13.2 (+3σ)	12.3 (+2σ)	11.4 (+1σ)	10.5 (26주 MA)	9.6 (-1σ)	8.6 (-2σ)	7.7 (-3σ)
288.8(현 컨센서스 262.6조원 대비 +10% 상향 조정, Best 시나리오)	4,405	4,166	3,928	3,689	3,450	3,212	2,973
275.7(현 컨센서스 대비 +5% 상향 조정)	4,249	4,021	3,793	3,565	3,337	3,110	2,882
262.6('25년 10월 현재 컨센서스, Base 시나리오)	4,092	3,875	3,658	3,441	3,224	3,007	2,790
249.5(현 컨센서스 대비 -5% 하향 조정)	3,936	3,730	3,523	3,317	3,111	2,905	2,699
236.4(현 컨센서스 대비 -10% 하향 조정)	3,779	3,584	3,389	3,193	2,998	2,803	2,608
223.2(현 컨센서스 대비 -15% 하향 조정, Worst 시나리오)	3,623	3,438	3,254	3,070	2,885	2,701	2,516
210.1(현 컨센서스 대비 -20% 하향 조정)	3,466	3,293	3,119	2,946	2,772	2,599	2,425
197.0(현 컨센서스 대비 -25% 하향 조정, Recession 시나리오)	3,310	3,147	2,985	2,822	2,659	2,496	2,334

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



'25년 Good Disinflation 기류 변화가 '26년 Quasi-Goldilocks 환경으로 확산

- Disinflation은 대순환 주기상 중간 경유지 또는 과도기 국면에 해당. 장래 Good/Bad Disinflation 전개 방향에 따라 국내외 매크로 및 금융 환경은 천양지차로 변화
- 1990년 이후 글로벌/미국 Disinflation 사례 분석 결과, 1) 주변국이 아닌 중심국 경기침체, 2) 크레딧/뱅크/소버린 금융 리스크로의 위기 전염/확산, 3) 사후약방문격 연준 정책대응('연준의 실수'), 4) 미국 CPI% < PPI% 또는 한국 수출물가% < 수입물가%의 가격 전가력 약화 및 마진율 훼손이 Bad Disinflation의 필요/충분 조건
- 단, 2026년 국내외 매크로 환경은, 1) AI 슈퍼 사이클로 중무장한 미국이 추세 이상의 성장으로 이끌고 중국이 15차 5개년 계획 정책 모멘텀으로 그 뒤를 받치며, 2) 주요국 재정부양 총력전과 연준의 선제적 금리인하 사이클간 결합이 경기/수요 및 금융/통화 동반 확장을 견인하고, 3) 이는 중립 이상의 가격 전가력 및 기업 실적 펀더멘탈로 구체화될 개연성이 높음
- '25년 재개된 Good Disinflation으로의 점진적 기류 변화가 '26년 Quasi-Goldilocks 매크로 환경으로 확산될 것이라 확신하는 이유

Good/Bad Disinflation Dashboard: '25년 Good Disinflation 기류 변화가 '26년 Quasi-Goldilocks 매크로 환경으로 확산될 전망

구분	Good Disinflation → Reflation/Goldilocks	Bad Disinflation → Recession/Deflation
물가/금리 환경	물가 하락이 점진적 연준 통화완화와 시장금리 하향 안정화로 반영	물가 하락이 공세적 연준 통화완화와 시장금리 속락 흐름으로 반영
매크로 방향성	Reflation/Goldilocks 경기 회복의 마중물로 가능	Deflation/Recession 경기 침체의 전초전 성격
시스템 리스크	크레딧, 뱅킹, 소버린 리스크 등 파국 가능성은 미미	크레딧, 뱅킹, 소버린 리스크 등 파국 가능성이 잠복
수요/공급 환경	중립 이상의 수요환경에 공급 개선 효과가 가세	수요 둔화/침체 압력이 공급 개선 영향을 압도
기업 실적	점진적 CPI% > PPI%로 기업 가격 전가력 회복	CPI% < PPI% 구도 고착화로 기업 Margin Squeeze 심화
주식시장	국내외 증시 동반 상승(Risk-on)	국내외 증시 동반 침체(Risk-off)
F/X	미 달러화 약세 & EM 통화 강세	미 달러화 강세 & EM 통화 약세
외국인 수급	달러화(또는 EM) Carry-trade 재개, 국내증시 외국인 러브콜 확대	글로벌(또는 달러화) 유동성의 미국 환류, 국내증시 외국인 투매공세 강화

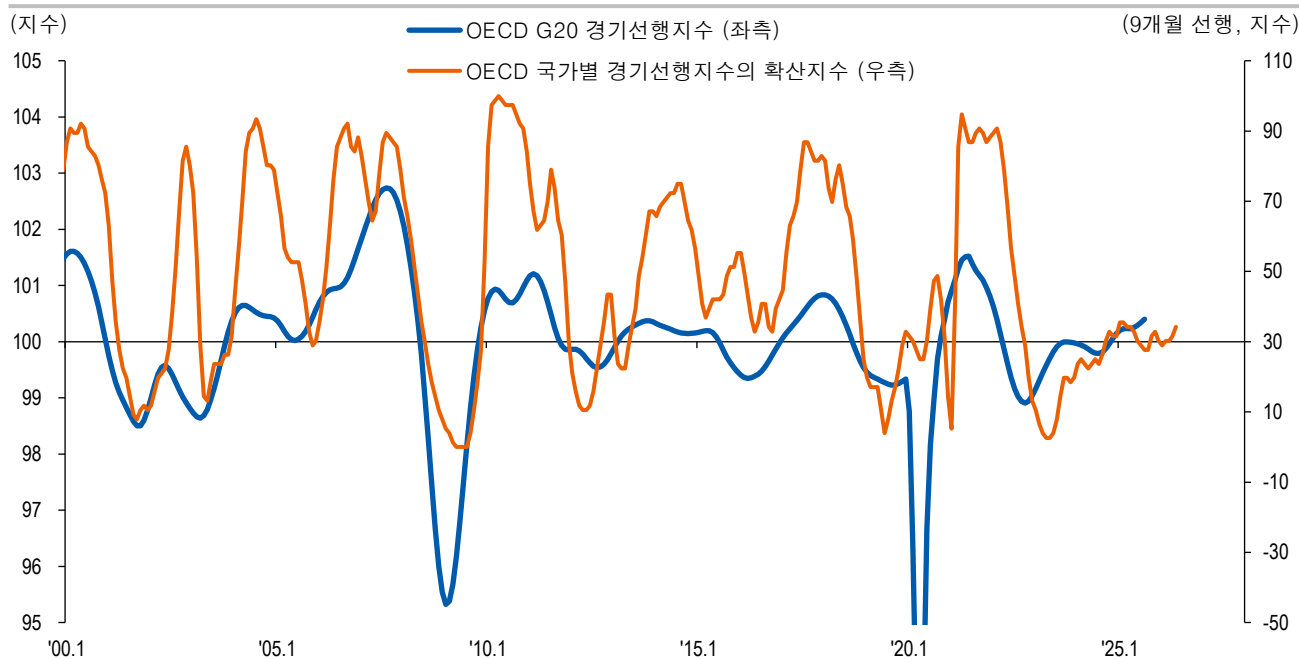
자료: 유안타증권 리서치센터



중상주의 재정부양 + 선제적 통화완화 + AI 슈퍼 사이클 = Quasi-Goldilocks

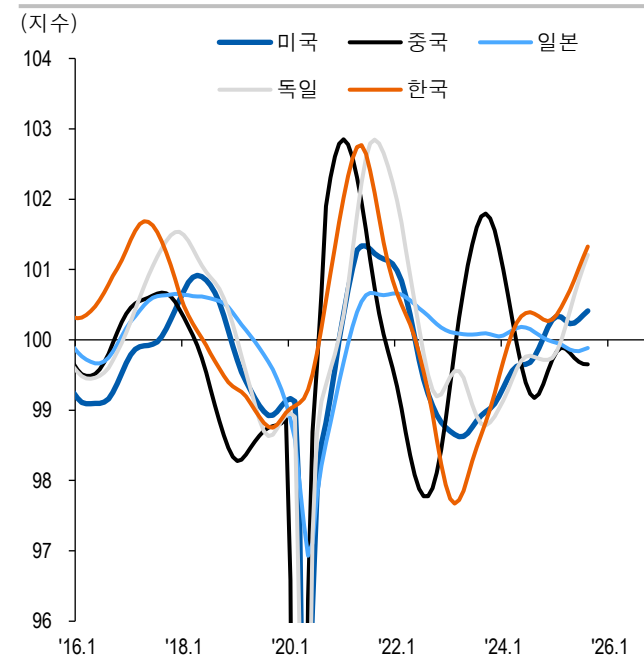
- '26년 글로벌 경제는 잠재성장률(2.9% 내외) 이상의 성장세가 지속되는 가운데, 물가 하향 안정화와 잠복 경기 다운 사이드 리스크 통제 필요성 등이 연준을 위시한 주요국 중앙은행의 점진적 통화완화를 자극하며 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입과 함께 Quasi-Goldilocks 매크로 환경에 한걸음 더 다가설 개연성이 높음
- OECD 글로벌(G20) 또는 주요국 경기선행지수에 3분기 가량 선행하는 확산지수는 단기 부침에도 불구하고 중립 이상의 상승 추세가 지속
- '26년 11월 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프의 노림수는 재정/통화 쌍끌이 부양을 통한 Goldilocks 매크로 및 금융시장 버블 환경 조성
- 중국도 내권화(Involution) 타개를 위한 구조조정 2.0과 15차 5개년('26~'30년) 계획으로 글로벌 매크로 Quasi-Goldilocks 행보에 힘을 보탬 공산이 큼
- 중상주의 재정정책, 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클의 삼중주에 기인한 Quasi-Goldilocks 도래 기대가 '26년 국내외 경기/증시 낙관론의 핵심 논거

OECD 글로벌(G20) 경기선행지수와 확산지수(9개월 선행 Proxy)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

국가별 OECD 경기선행지수



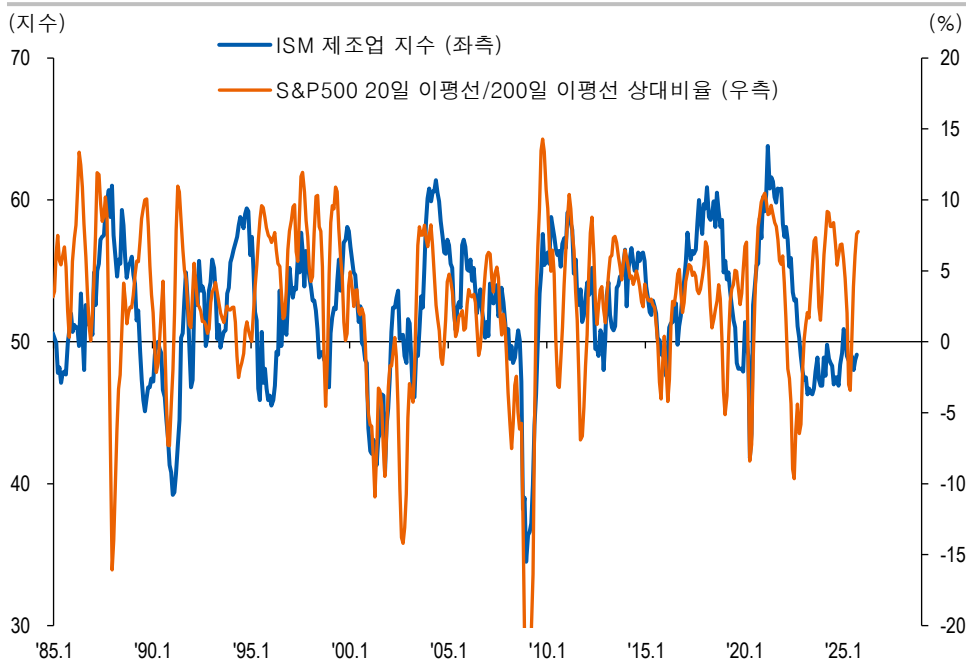
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



연준 Slow Easing Cycle 가세로 국내외 경기/증시 낙관론은 추가 강화될 소지

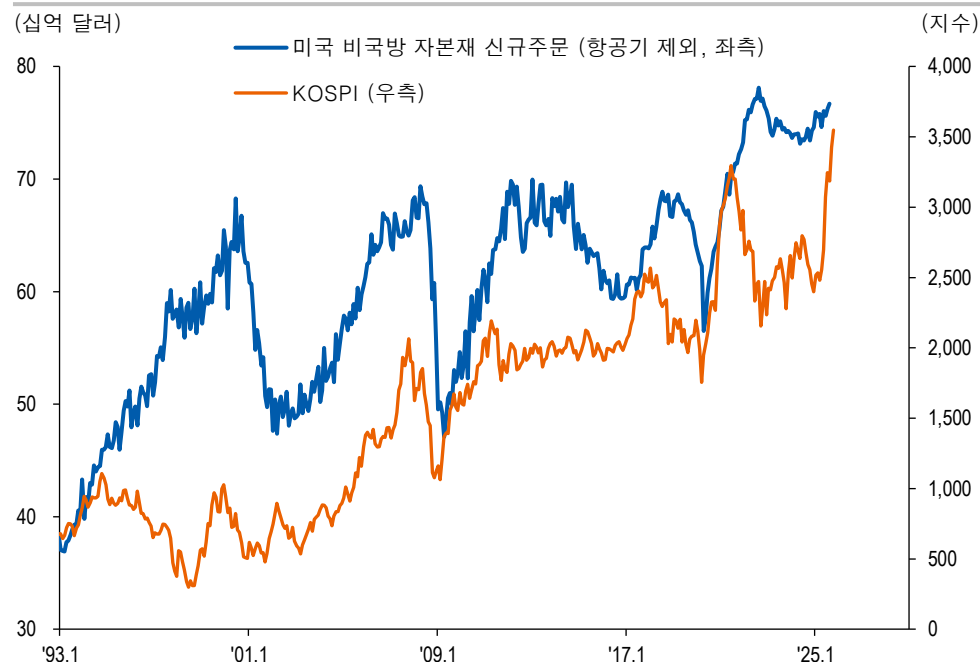
- 9월 연준 금리인하는 실질 정책금리(연준 정책금리 - Headline CPI, 정책금리 4.5% - 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 9월 CPI 예상 2.95%) 임계선 3%를 크게 밑도는 1.55%에서 단행. 이는 '26년 경기/증시 동반 확장과 AI 밸류체인 Capex 슈퍼 사이클 가속화를 지지하는 대단히 선제적/보험적인 통화정책 변화에 해당
- '26년 1분기(또는 상반기) QT 종료와 금리인하 횡수 관련 아쉬움을 상쇄할 전망. 이는 시중 달러 유동성 보강을 통해 '26년 Quasi-Goldilocks 행렬에 일조할 소지
- 연준의 선제적 Slow Easing Cycle 본격화('25년 10월 ~ '26년 말 총 4회 이하의 금리인하 + QT 종료)는 주요국 통화완화 릴레이와 시장금리 하향 안정화를 동반 자극하며 글로벌 Re-stocking 기류 부활 및 제조업/투자 경기 회복의 마중물로 기능할 개연성이 높음
- 연준 Slow Easing Cycle 본격화로 일드커브 Bull-Steepening은 추가 심화될 것. 국내외 증시 추가 도약 및 현 시장 주도주 리더십 강화를 암시하는 명징한 긍정요인

ISM 제조업 지수와 S&P500 20일 이평선/200일 이평선 상대비율



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 비국방 자본재 신규주문과 KOSPI 지수



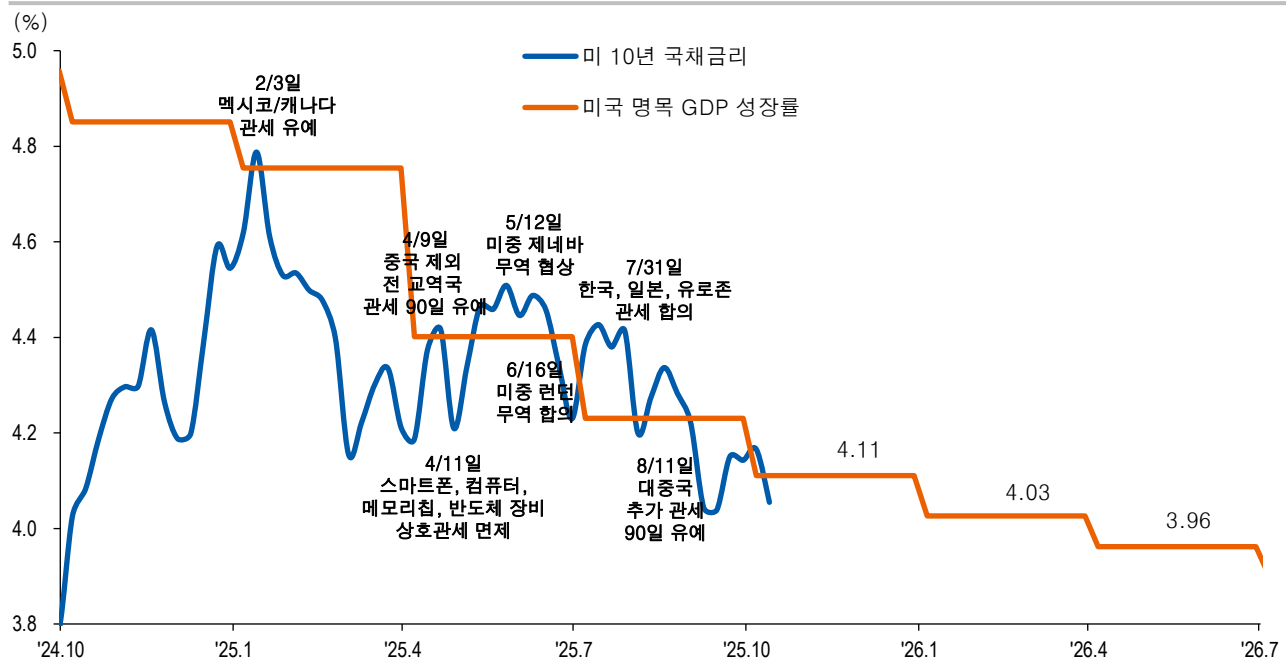
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 글로벌 매크로 및 금융시장 최대 복병은 관세/물가/금리 불확실성

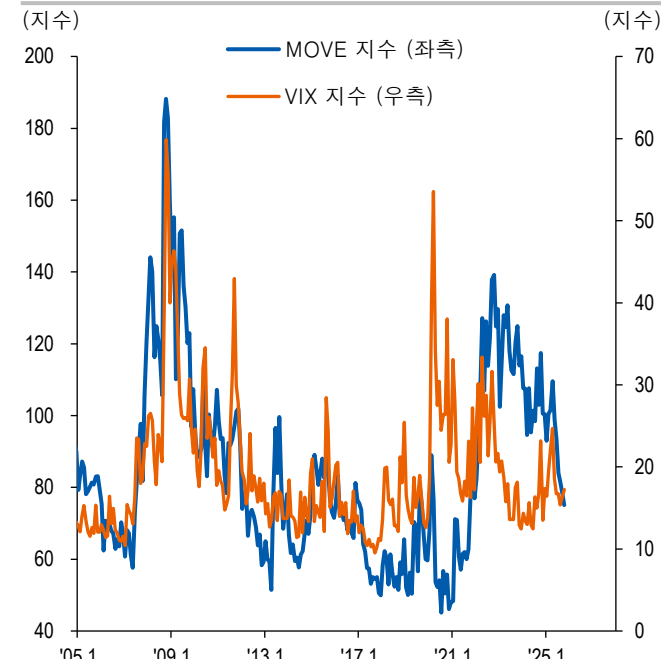
- '26년 국내외 매크로 및 금융시장 최대 복병(리스크)은 관세/물가/금리 불확실성 재점화 우려. 그간 관세/통상 리스크 심화는 미국 물가 상승, 주요 교역국 통화 약세, 시장금리 상승 및 변동성 확대(연준 금리인하 기대감 약화, 중국 등 주요국 환율 방어를 위한 미 국채 매도), 국내외 증시 변동성 추가 확대로 연쇄 반응
- 트럼프 2기 경제 정책 중추 중 하나는 GDP 대비 기초재정수지(Primary Balance, 정부/공공 세입과 세출 차이) 0%까지의 재정긴축(IMF '25년 -3.7% 적자 예상)
- 정부 차입비용에 해당하는 10년 국채금리를 명목 GDP 성장률 이하로 관리하는 것이 중요하나 과거 정반대 상황에선 경기침체/금융위기가 현실화
- 흥미로운 대목은 실제 미 10년 국채금리가 명목 GDP 성장률을 넘어서는 시점에서 유화적 제스처로 급선회했다는 사실. '26년 11월 중간선거 승리가 절실한 트럼프가 현 수준 이상으로 굽어 부스럼 만들 가능성은 제한적인 것으로 평가

TACO Trade: 트럼프 관세/통상 리스크는 미 10년 국채금리가 명목 GDP 성장률을 넘어서는 시점에서 유화적 제스처로 급선회



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

금리/증시 변동성: 관세 → 물가 → 금리 → 증시 불확실성의 악순환



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

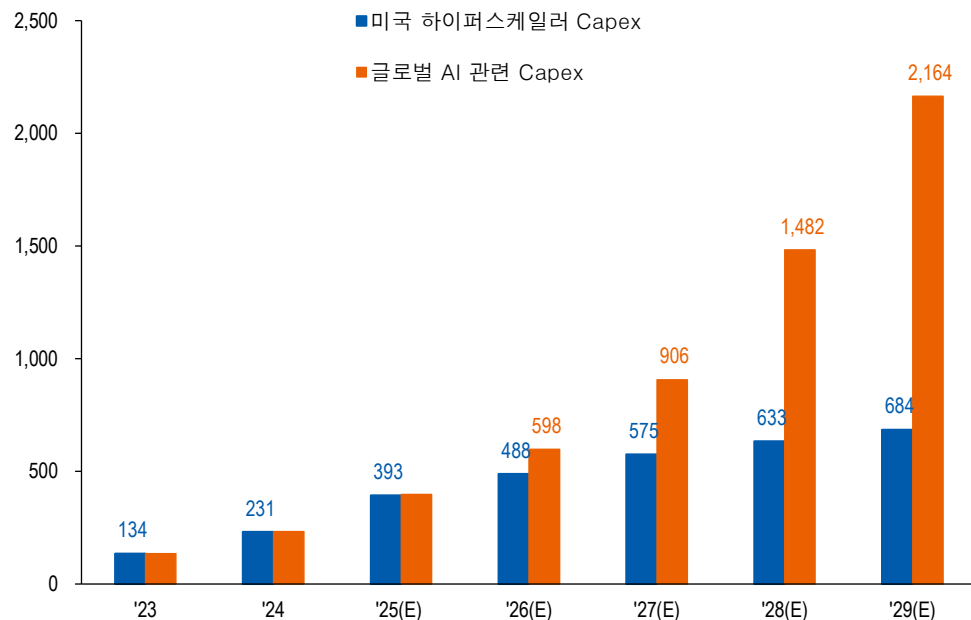


AI Capex 및 반도체 슈퍼 사이클이 '26년 한국 수출/실적 추가 도약을 견인

- '26년 글로벌 매크로 Quasi-Goldilocks 환경을 이끄는 핵심 견인차로서 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 도약 가능성을 주목
- '25년 2분기 미국 AI/Tech 하드웨어, 소프트웨어 인프라 관련 투자의 실질 GDP 성장 기여도가 사상 최초로 1%Pt를 돌파. AI/데이터센터 Capex 슈퍼 사이클이 아니었다면 미국은 이미 경기침체에 내몰렸을지도 모른다는 의미
- 현재 미국/글로벌 AI Capex 슈퍼 사이클은 닷컴버블 당시와 달리 IPO와 증자를 통한 Equity Financing과 Debt Financing 없이 자생적 현금흐름으로 전개된 바, 자금조달 제약은 전무한 상황이며 향후 내외부 자금조달이 본격화될 경우 현 AI 생태계 Capex 슈퍼 사이클은 추세 연장과 추가 도약이 가능
- 파죽지세의 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클은 '25년 한국 수출/실적 선방에 일조한데 이어 '26년 추가 도약을 견인할 개연성이 높음

미국 하이퍼스케일러 및 글로벌 AI 관련 Capex 추이 및 전망

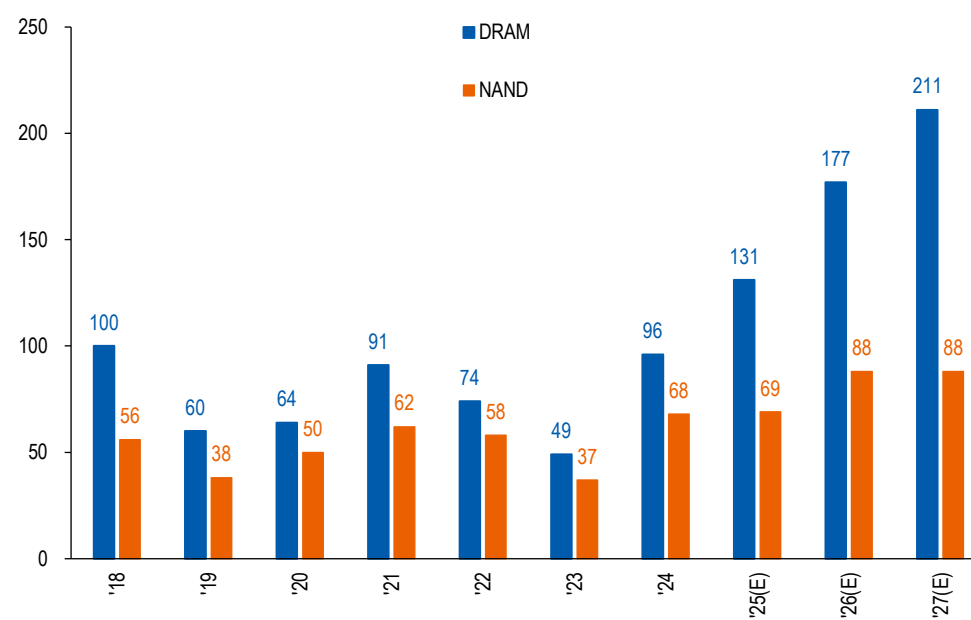
(십억 달러)



자료: Citi Research, 유안타증권 리서치센터

글로벌 반도체 시장 전망

(십억 달러)



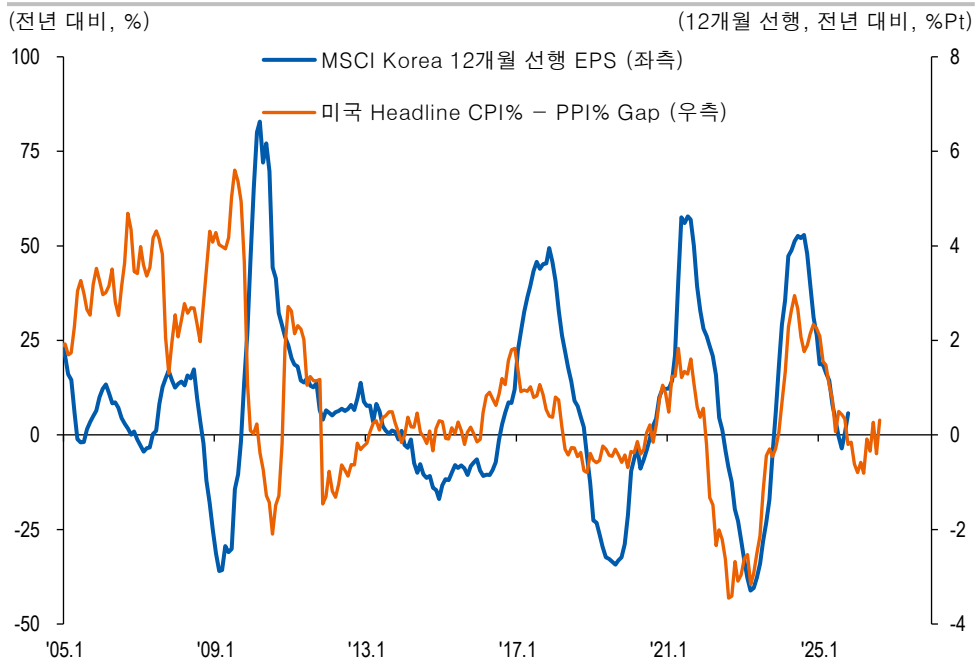
자료: WSTS, 유안타증권 리서치센터



'26년 KOSPI 영업이익 345조원(YoY +24.8%), 순이익 260조원(+22.9%) 예상

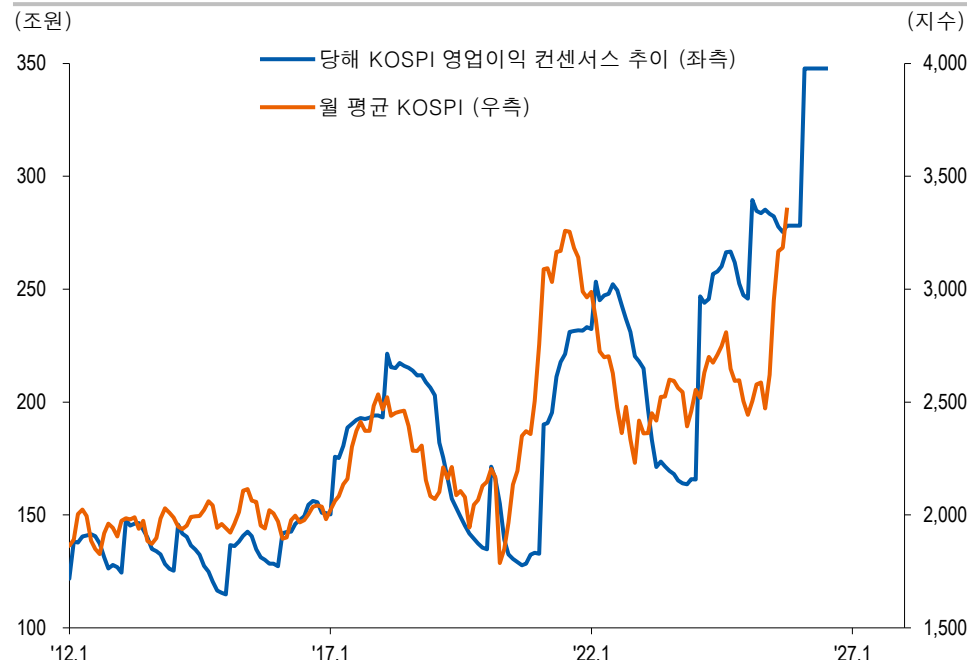
- '26년 한국 수출은 전년 대비 +5~7%대 성장을 전망. 1) 그간 주춤했던 한국의 대미 수출은 '26년 미국 실물경기 추가 도약과 통상 리스크 완화 및 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입에 힘입어 바닥반등을 모색할 소지가 다분. 2) 중국 정책 모멘텀 강화와 Restocking 기류 부활은 대중국 수출 모멘텀 개선을 추가 견인할 것으로 평가
- 한국 반도체 출하는 상승세가 지속되고 있는 반면, 재고는 업황 개선/호조 영향에도 하락세가 지속. '26년 업황 호조와 낮은 재고간 결합은, 1) 공급자 우위로의 글로벌 반도체 시장 주도권 변화, 2) 공급능력에 비례하는 가격 전가력 및 협상력 확보, 3) 반도체 핵심 메이커측 이익 레버리지의 비약적 확대 가능성을 복합적으로 시사
- 반도체 수출단가 개선이 한국 수출물가 상승을 자극하고, 국제 원자재가 및 달러-원 환율 안정화가 수입물가 하락으로 반영되는 경우라면, '26년 국내증시 마진 환경은 가격 전가력 회복에 근거해 현 실적 눈높이 수준의 추가 도약이 능히 가능할 전망. '26년 KOSPI 영업이익 345조원, 순이익 260조원 달성 가능성에 초점

미국 Headline CPI - PPI 전년 대비 증감률 Gap(가격 전가력 Proxy)과 한국 12개월 선행 EPS



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

당해 KOSPI 영업이익의 컨센서스 월간 변화 추이와 월 평균 KOSPI 지수대



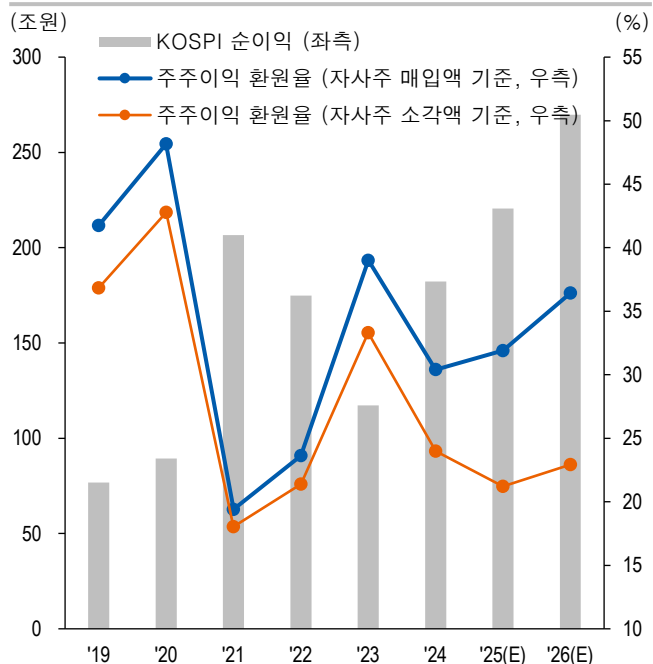
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



거버넌스 개선과 주주 친화적 정책 변화가 KOSPI P/B 1.3배 리레이팅의 핵심 촉매

- '26년 국내증시 구조개혁 및 활성화 관련 정책 초점은, 1) 1~3차 상법 개정안 시행 및 안착, 2) 상법/공정거래법/자본시장법/세법 등 추가 입법 논의, 3) '25년 연내 MSCI 선진지수 승격 로드맵 확보 및 '26년 MSCI측 권고사항 및 선진시장 수준의 제도/거래 환경 변화 총력전에 집중될 전망
- 글로벌 투자자들은 이재명 정부 KOSPI 5천P 체질개선 정책 릴레이에 주목하며 '22~'23년 일본 밸류업 프로그램 당시 주가/밸류 리레이팅 추억을 현 한국증시에 투사
- 관건은 자사주 소각 의무화 관련 3차 상법 개정안 시장 안착과 배당소득 분리과세 최고세율의 정부안 38.5%에서 27.5%(이소영 의원안) 이하로의 하향조정 여부
- 현재 요식행위에 머물러 있는 자사주 매입/소각 관행이 실제 시장/주주 친화적 관점에서 재구성되고, 배당 소득세와 상속/증여세의 유기적 변화가 대주주/오너측 배당 정책에 대한 시각선회를 자극하는 경우라면, '26년 KOSPI P/B는 1.3배선에 다가서며 그간의 코리아 디스카운트라는 그림자를 완전히 지워갈 개연성이 높음

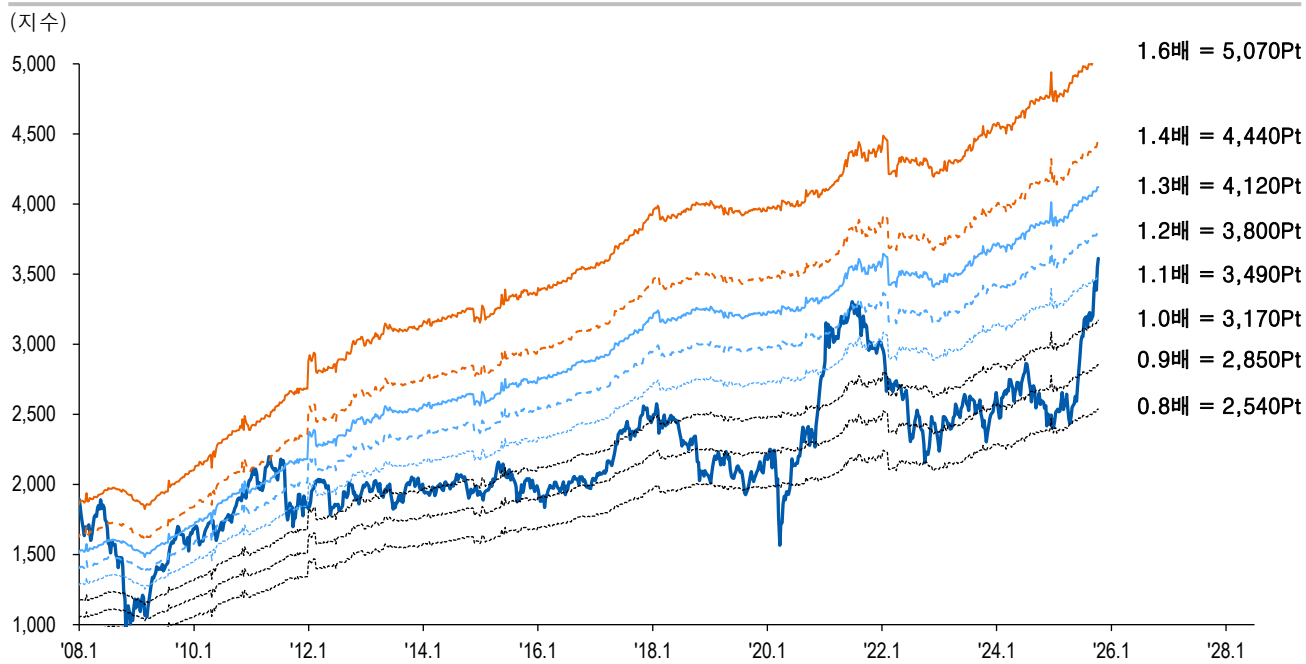
KOSPI 순이익과 주주이익 환원을 변화 추이



참고: '25~'26년 자사주 매입액은 10/2일까지의 추세 지속을 가정해 추정, '26년 자사주 소각액 예상치는 현 자사주 보유비중 10% 초과기업의 강제소각을 반영한 12.5조원으로 추정

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/B 레벨별 환산 지수대: '26년 P/B 멀티플 환경은 1.2배선 안착 이후 1.3배선 도전에 나설 전망



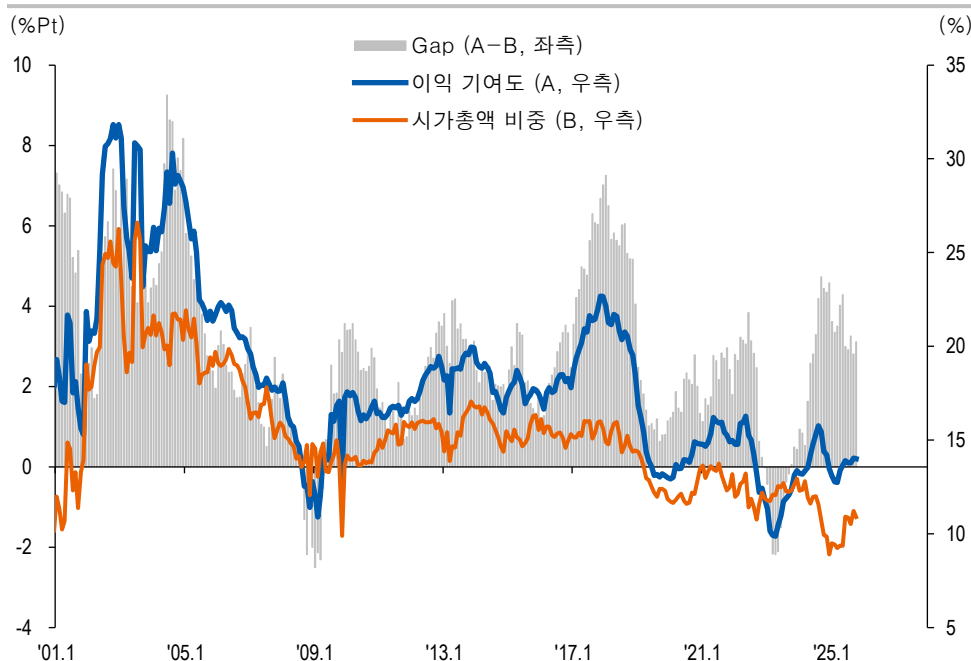
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 외국인 현선물 수급 환경은 '25년에 연이어 순매수 기류가 크게 앞설 전망

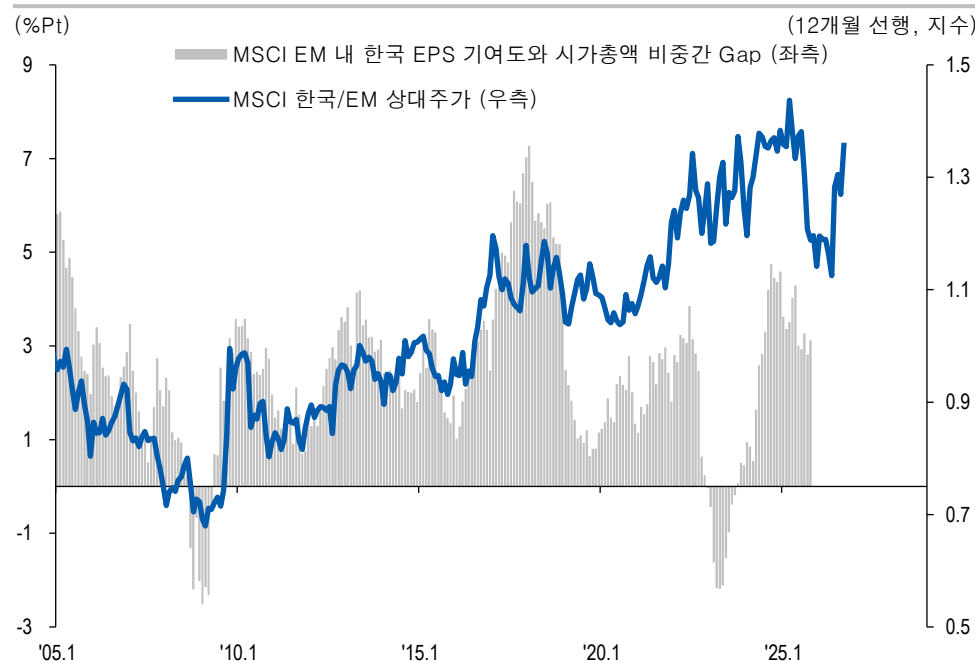
- 1) 글로벌 Quasi-Goldilocks 매크로 환경, 2) 연준 Slow Easing Cycle 가세, 3) 내수경기 총력 부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 작업 본격화 등의 이재명 정책 Transformation(Put), 4) AI Capex 및 반도체 슈퍼 사이클에 힘입은 KOSPI 순이익의 300조원 시대 개막은 글로벌 투자가족 EM 내 Overweight 차별화 안전지대로서 '26년 한국증시 괄목상대 행렬로 구체화될 전망
- 10월 현재 MSCI EM 내 한국 이익 기여도(14.0%) - 시가총액 비중(10.9%)간 Gap은 +3.1%Pt로, 중국 +0.4%Pt(31.7%, 31.3%), 인도 -5.5%Pt(9.7%, 15.2%), 대만 -4.3%Pt(15.0%, 19.3%) 대비 현격한 저평가 구도가 지속. EPS 기여도는 대만과 유사하지만, MSCI Korea 편입비는 대만의 절반 수준에 지나지 않는 상황
- 통상, MSCI EM 내 이익 기여도 - 시가총액 비중간 Gap은 한국/EM 상대주가 경로에 12개월 가량 선행. '26년에도 국내증시 외국인 현선물 수급 환경은 '25년에 연이어 중립 이상의 순매수 기류가 크게 앞설 것이라 판단하는 이유

MSCI EM 내 MSCI Korea 이익 기여도와 시가총액 비중



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국의 이익 기여도 - 시가총액 비중간 Gap 상승은 EM 내 한국증시



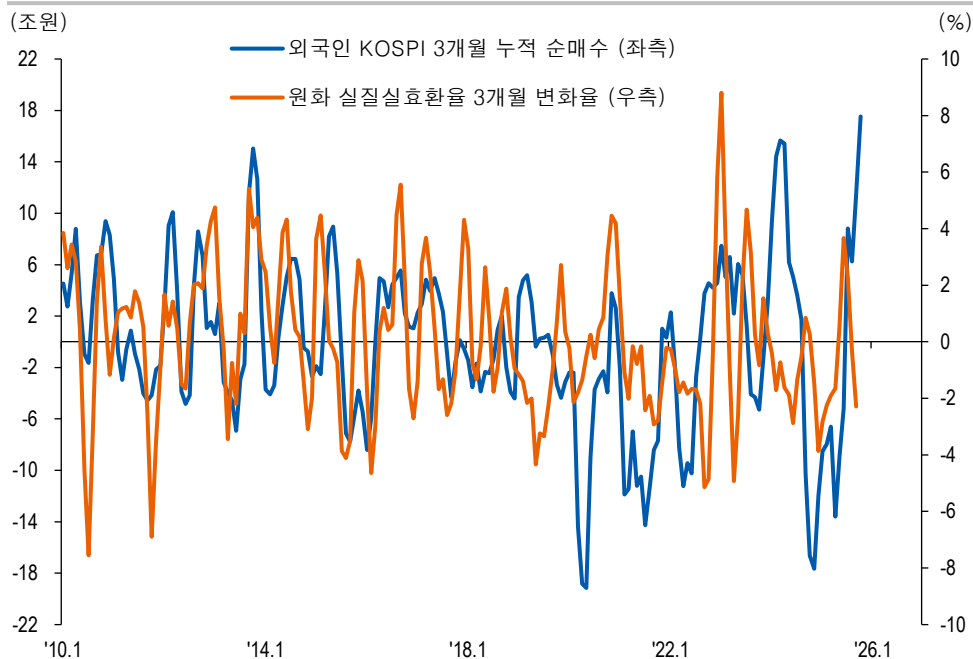
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



개인 투자가 '컴백홈'이 '26년 KOSPI 4천P 도전기의 성패를 좌우할 전망

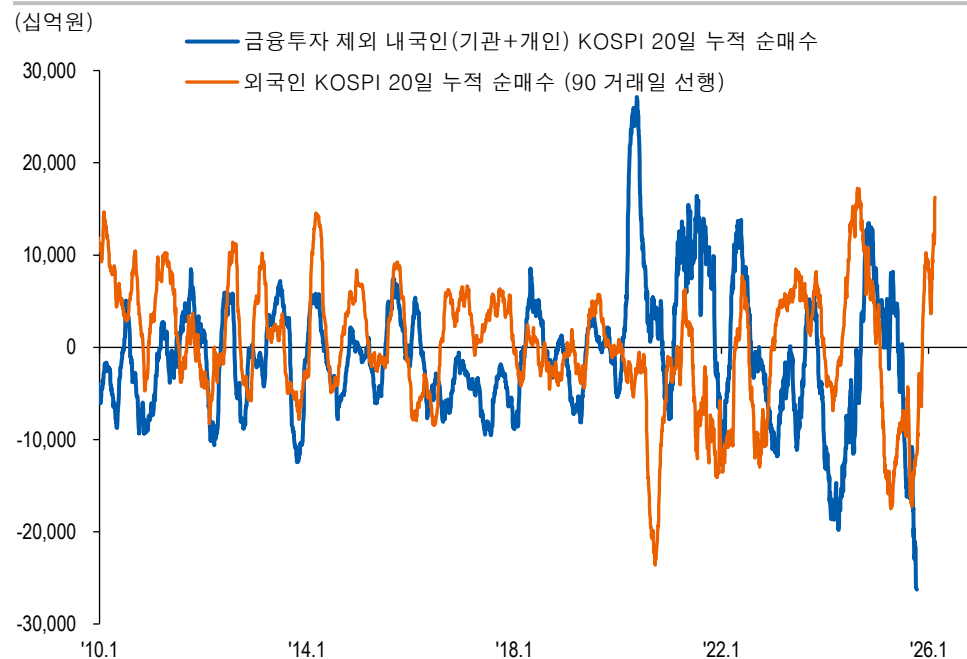
- 원화 실질실효환율 3개월 변화율과 외국인 KOSPI 3개월 누적 순매수 경로는 동행. 최근 달러-원 환율 상승에도 외국인 국내증시 러브콜이 커지는 이례적 현상이 심화
- 이는 최근 원화 약세가 중장기 추세화보단 일시적 F/X 수급 노이즈로 국한될 공산이 크고, 원화 약세(또는 환율 변동성 확대)로도 '26년 한국 경제/증시 낙관론을 가릴 수 없다는 글로벌 투자가측 인식 및 투자전략의 발로에 해당. 단기 오버슈팅에 나섰던 달러-원 환율은 '26년 말 1,300원대 중반까지의 하향 안정화가 가능할 전망
- 외국인 투자가 수급 대응이 맞고 최근 환시 과민반응이 틀렸다면, '25년 국내증시 누적-17.2조원(10/13일 기준 KOSPI -23.2조원, KOSDAQ +6.0조원) 순매도 중인 개인 투자가측 대응 전략 역시 틀렸을 개연성이 높음. '26년 개인/가계 수급원의 순매수 전환을 기대하는 이유
- 경기선행지수 상승으로 환기되는 경제주체 매크로 자신감 회복과 재정/통화 부양 총력전은 시중 유동성 증가를 경유해 개인 투자자 국내증시 참여 확대를 자극할 전망

원화 실질실효환율 3개월 변화와 외국인 KOSPI 3개월 누적 순매수 추이



자료: LSEG Workspace, KRX, 유안타증권 리서치센터

금융투자 제외 내국인(기관/개인) 및 외국인(90 거래일 선행) KOSPI 20일 누적 순매수 추이



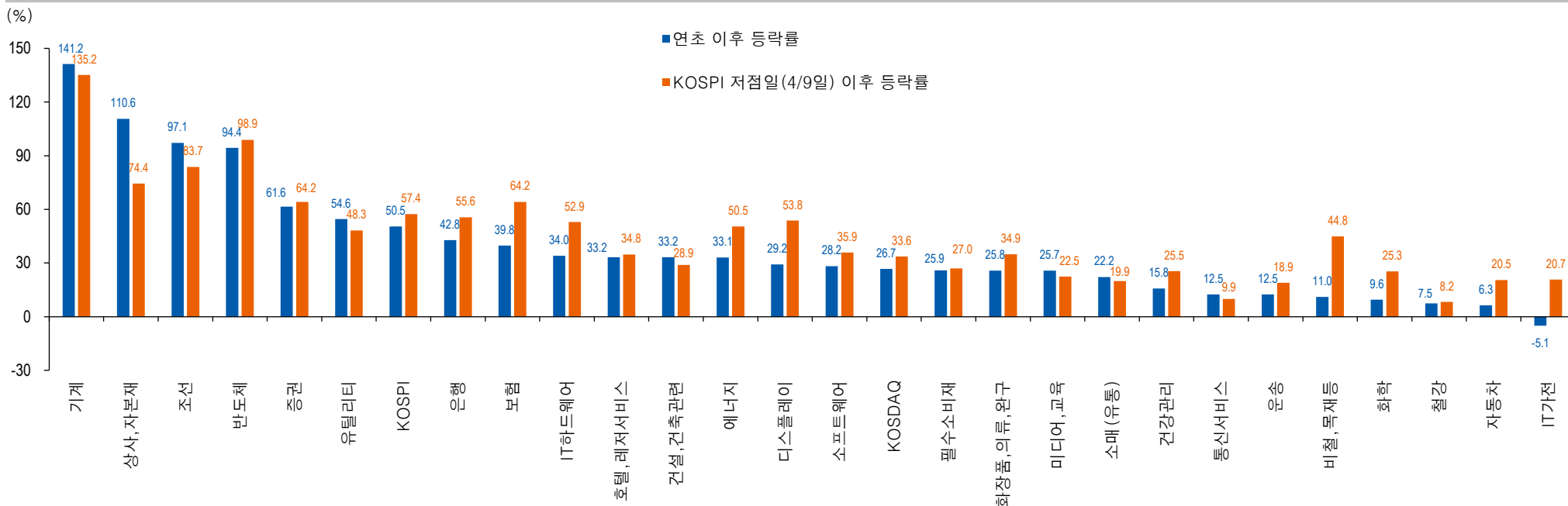
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



'26년 주도주: 반도체, 중공업 밸류체인, 바이오, SW, 미디어/엔터, 지주, 음식료

- 2026년 포트폴리오/주도주 전략 초점은, 1) 글로벌 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 투자대안, 2) 실질 스타일 분류 기준 실적 모멘텀 보유 진짜 성장주(Pure Growth), 3) 순수 가치주(Pure Value)군 내 배당성향(자사주 매입/소각 성향) 및 실적 모멘텀 개선이 가세하는 통계적 낙폭과대주 옥석 가리기 세가지 투자 아이디어에 집중될 전망
- 관련 맥락에 부합하는 2026년 주도 업종대안은, 반도체, 중공업/산업재 밸류체인(조선, 기계, 상사/자본재(방산)), 바이오, 소프트웨어, 미디어/엔터, 지주, 음식료
- 2026년 Top Picks로는 삼성전자, SK하이닉스, 삼성바이오로직스, 한화에어로스페이스, HD한국조선해양, KT&G, SK, 효성중공업, 하이브, 삼양식품, 파마리서치, 엔씨소프트, LG이노텍, 하나머티리얼즈, 코스메카코리아 15개 종목대안을 제시

시장 및 W126 주요 업종별 연초 이후 및 KOSPI 저점일(4/9일) 이후 등락률



참고: 10/10일 증가 기준 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2) 2026년 전략 초점: ① Entering the Quasi-Goldilocks

- '26년 글로벌 매크로 환경은 '25년에 연이어 대순환 주기 측면 경기 사이클 후반부에 해당하는 Late Cycle(경기 둔화 ~ 수축 국면)에 자리할 전망
- 통상 Late Cycle에선, 1) 실물경기 모멘텀은 피크아웃 전환 이후 하락세가 이어지고, 2) 넘쳐나던 글로벌 유동성은 물가 통제를 위한 중앙은행 통화 긴축과 금융권 대출/투자 스탠스 보수화로 서서히 메말라가며, 3) 이는 글로벌 금융시장 내 위험 선호심리 약화와 함께 주식시장 멀티플 제약으로 확산
- 4) 잠복 경기/금융 리스크 완충을 위해 주요국의 재정/통화 부양이 시작되나, 초기엔 미온적/선별적 경기대응이 앞서는 까닭에 실제 매크로 추세 변화의 물증이 확인되기 전까진 정책의 실효성을 두고 설왕설래가 지속. 5) 이에 국내외 증시 주도 내러티브는 Bad is Good(낙관)과 Bad is Bad(비관) 사이의 갈지자 행보를 반복

글로벌 경기 사이클 변화와 국면별 특징: Late Cycle(둔화 ~ 수축 국면)에 자리한 '25~'26년 글로벌 매크로/Top-down 환경

구분	Early Cycle		Late Cycle	
	회복(Recovery)	확장(Expansion)	둔화(Slowdown)	수축(Contraction)
성장률	저점통과 이후 상승	상승세 지속/가속화	고점통과 이후 하락	하락세 지속/가속화
인플레이션	낮음	적정	높음	낮음
생산성	낮음	상승	높음	하락
유동성	증가	풍부	풍부	부족
밸류에이션	낮음	상승	높음	하락
위험 선호도	낮음	상승	높음	하락
통화/재정 정책	확장	확장	긴축	긴축에서 확장으로 선회

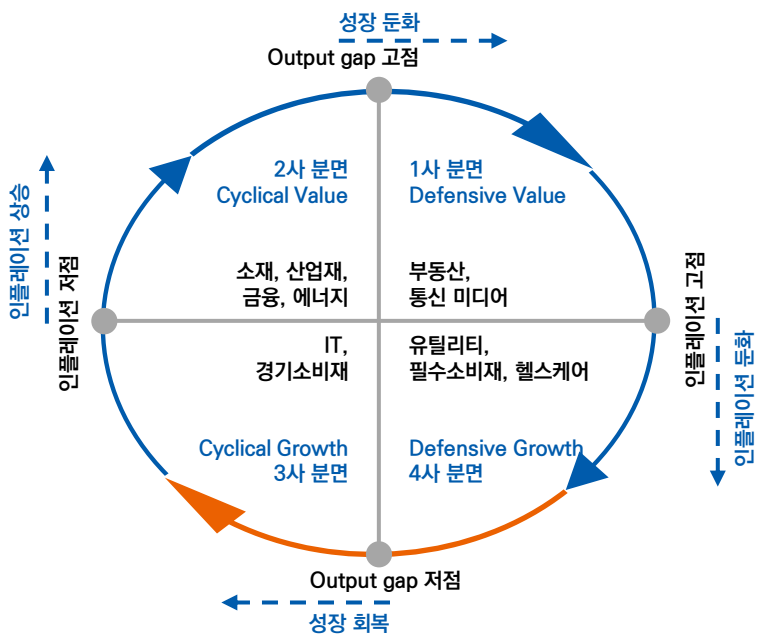
자료: 유안타증권 리서치센터



Quasi-Goldilocks: AI 혁명, 중상주의 재정정책, 선제적 통화완화의 삼중주

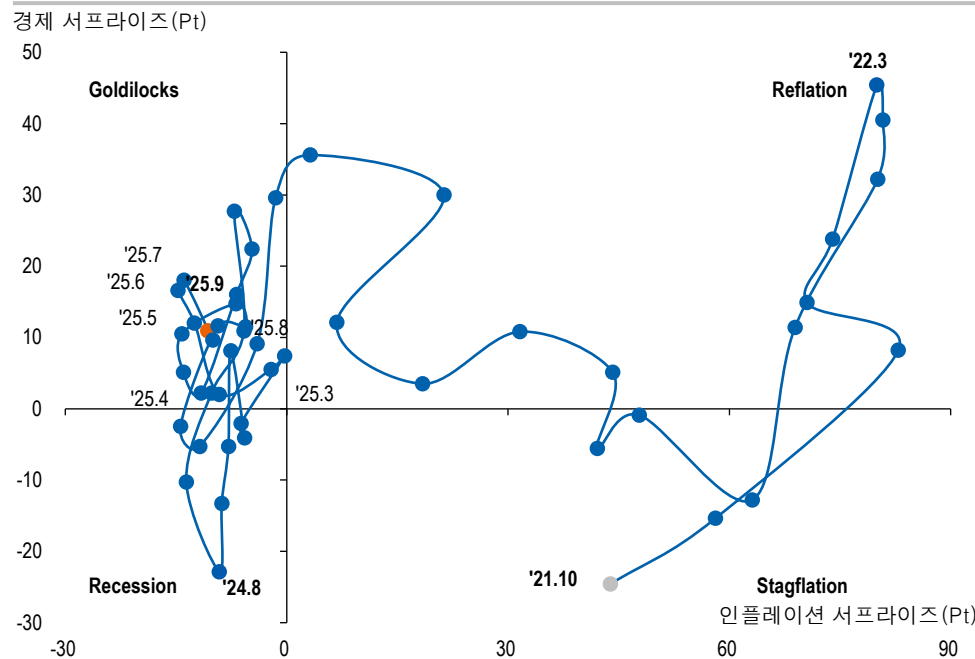
- 단, 대순환 주기 Late Cycle 진입에도 불구하고 실제 경기 둔화/침체 징후는 불분명, 금융/신용 위기 가능성은 미약, 재정/통화 정책은 긴축이 아닌 부양 기조에 집중
- 1) AI 혁명이 Tech/투자 붐과 경기/증시 낙관론을 견인하고, 2) 중상주의적 주요국 재정투자 환경이 이를 뒷받침하며, 3) 고용시장 다운 사이드 리스크에 초점을 맞춘 연준의 선제적 통화완화가 잠복 불확실성을 완충하는 바, 4) Forward looking이 생리인 시장 투자자들의 이목은 Quasi-Goldilocks 매크로 환경 도래 기대에 집중
- 현 글로벌 및 주요국 매크로 환경을 Citi Economic Surprise(CESI, Y축)와 Inflation Surprise(CISI, X축) Index를 활용해 투자전략 관점하 4사 분면 형태로 재정의
- Reflation(1분면): CESI(+) & CISI(+), Goldilocks(2분면): CESI(+) & CISI(-), Recession(3분면): CESI(-) & CISI(-), Stagflation(4분면): CESI(-) & CISI(+)
- 글로벌 매크로 환경은 '24년 12월 Recession 국면 통과, '25년 1월 Goldilocks 국면 진입 이후 9월 말 현재까지 경기/물가 선순환 행렬이 한창

전통적 글로벌 증시 업종 순환 사이클: 시장 투자가 초점은 3분면으로 이동 중



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Macro 4사 분면: 시장 투자가의 체감적 관점에서 Goldilocks 매크로 환경이 지속



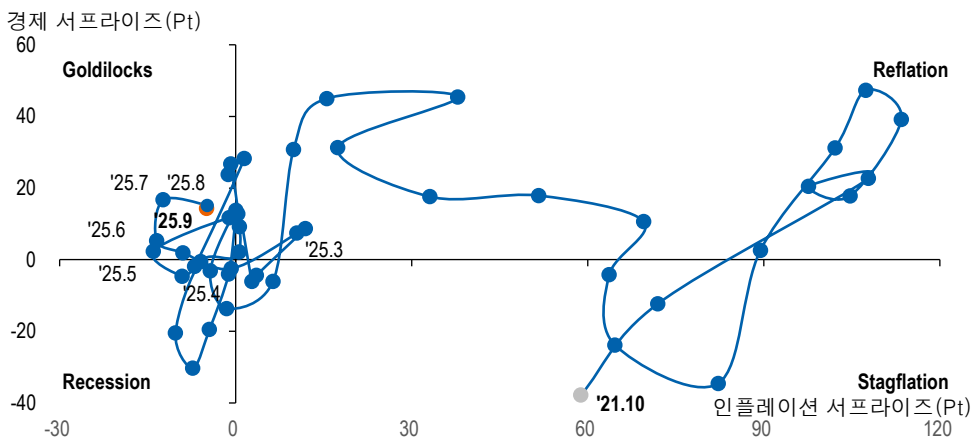
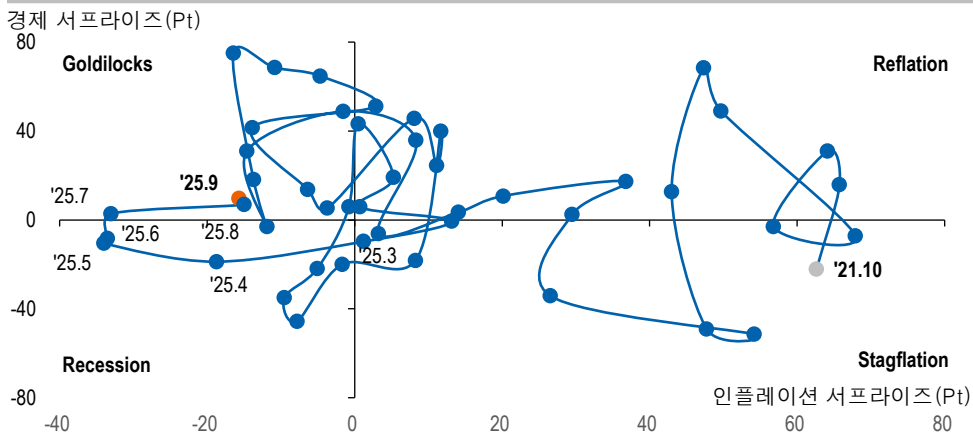
참고: 국가 및 지역별 Citi Economics/Inflation Surprise Index를 통해 매크로 4사분면을 구성
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



중국을 제외한 글로벌 주요국 전체가 Goldilocks 선순환 국면에 위치

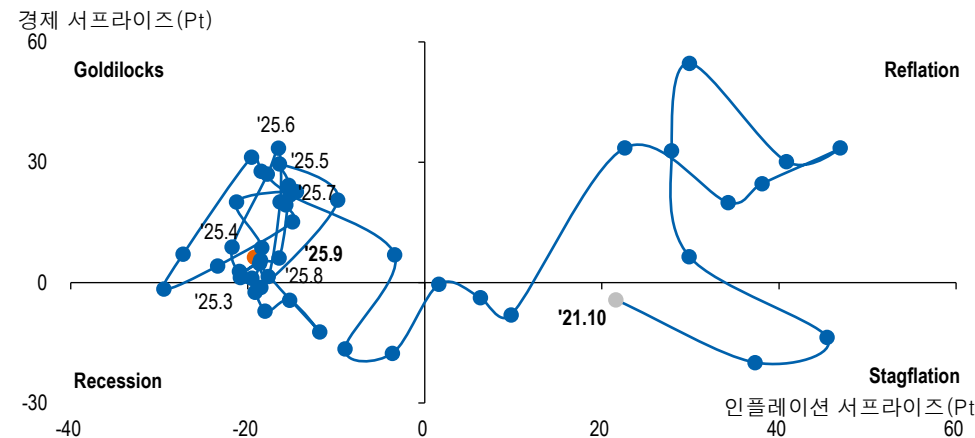
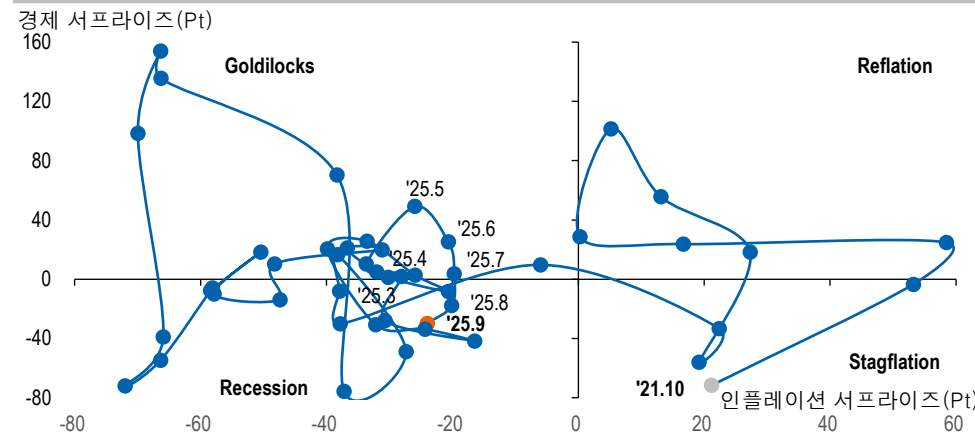
- 시장 투자가의 체감적 관점에서 보면, 중국을 제외한 글로벌 및 주요국 전체가 9월 말 현재 Goldilocks 매크로 선순환 국면에 위치
- 중국 역시 내권화 타개를 위한 공급 구조개혁 2.0과 신질 생산력 중심 재정부양('25년 하반기), 15차 5개년 계획('26~'30년)으로 '26년 Goldilocks 국면전환을 모색

Macro 4사 분면: 上 미국, 下 G10(선진국)



참고: 국가 및 지역별 Citi Economics/Inflation Surprise Index를 통해 매크로 4사분면을 구성
 자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Macro 4사 분면: 上 중국, 下 EM(신흥국)



참고: 국가 및 지역별 Citi Economics/Inflation Surprise Index를 통해 매크로 4사분면을 구성
 자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Quasi-Goldilocks에 한걸음 더 다가서는 '26년 글로벌 경제/금융 환경

- '26년 글로벌 경제는 잠재성장률(2.9% 내외) 이상의 성장세가 지속되는 가운데, 물가 하향 안정화가 중앙은행의 점진적 통화완화를 자극하며 Quasi-Goldilocks 매크로 환경에 한걸음 더 다가설 전망
- 현 컨센서스 환경은 '26년 미국의 추세(연준 Longer run 성장률 전망치 1.8%) 수준의 성장을 전망하고 있으나, 대체불가의 미국 AI/Tech 기술 리더십, OBBBA 재정부양, 연준의 선제적 통화완화 사이클 등을 고려할 경우 실제 미국은 No-landing 매크로 및 예외주의(Exceptionalism) 증시 순향을 지속할 개연성이 높음
- '26년은 중국 15차 5개년 계획의 원년. 실물경기 부양과 디플레이션 타개를 위한 내부 정책대응이 '26년 글로벌 매크로 환경에 덧셈이 되진 못하더라도, 더 이상 뺄셈 역할은 하지 않을 수 있다는 점을 심시일반격 긍정요인으로 평가
- 한국은 '25년을 바닥으로 '26년 잠재성장률(1.8% 내외) 이상의 경제 성장에 나설 전망. 이재명 Put 재정부양과 반도체 슈퍼 사이클 성과가 이의 시금석이 될 것

'25~'26년 글로벌 및 주요국 경제/물가 전망

구분	경제 성장률 (% , IMF 7월 전망치 / Bloomberg 컨센서스)		인플레이션 (% , IMF 4월 전망치 / Bloomberg 컨센서스)	
	2025년	2026년	2025년	2026년
글로벌	3.0 / 2.9	3.1 / 2.9	4.3 / 3.6	3.6 / 3.4
선진국	1.5 / 1.6	1.6 / 1.6	2.5 / 2.9	2.2 / 2.6
신흥국	4.1 / 4.1	4.0 / 4.0	5.5 / 3.0	4.6 / 2.7
미국	1.9 / 1.8	2.0 / 1.8	3.0 / 2.8	2.5 / 2.9
유로존	1.0 / 1.3	1.2 / 1.3	2.1 / 2.1	1.9 / 1.8
일본	0.7 / 1.0	0.5 / 0.7	2.4 / 3.0	1.7 / 1.8
중국	4.8 / 4.8	4.2 / 4.2	0.0 / 0.1	0.6 / 0.8
한국	0.8 / 1.0	1.8 / 1.8	1.8 / 2.0	1.8 / 1.8

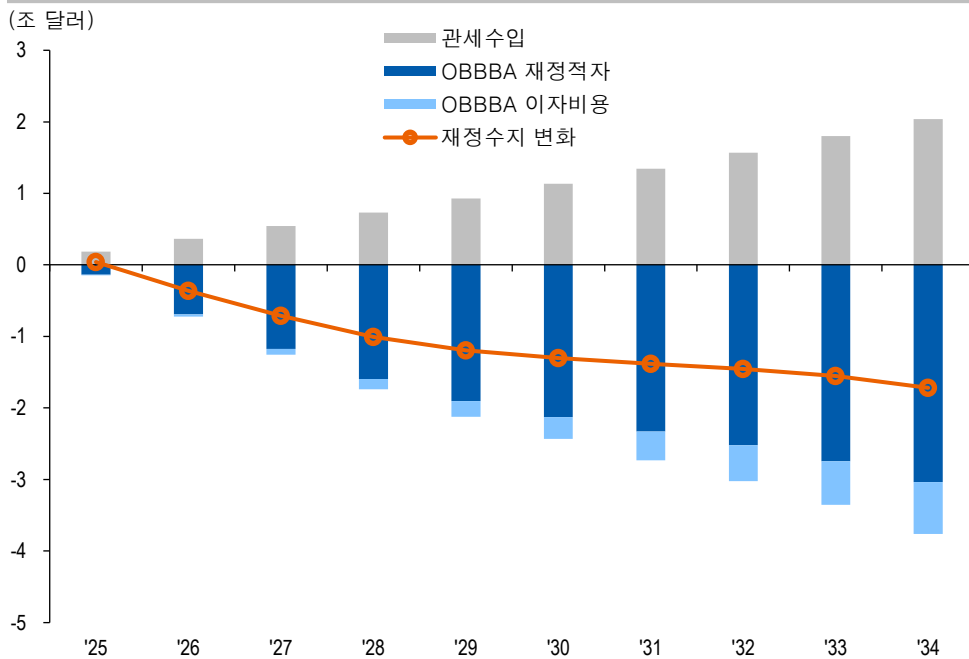
자료: IMF, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



OBBBA 재정부양과 소비경기 순항이 미국의 Quasi-Goldilocks 행렬을 뒷받침

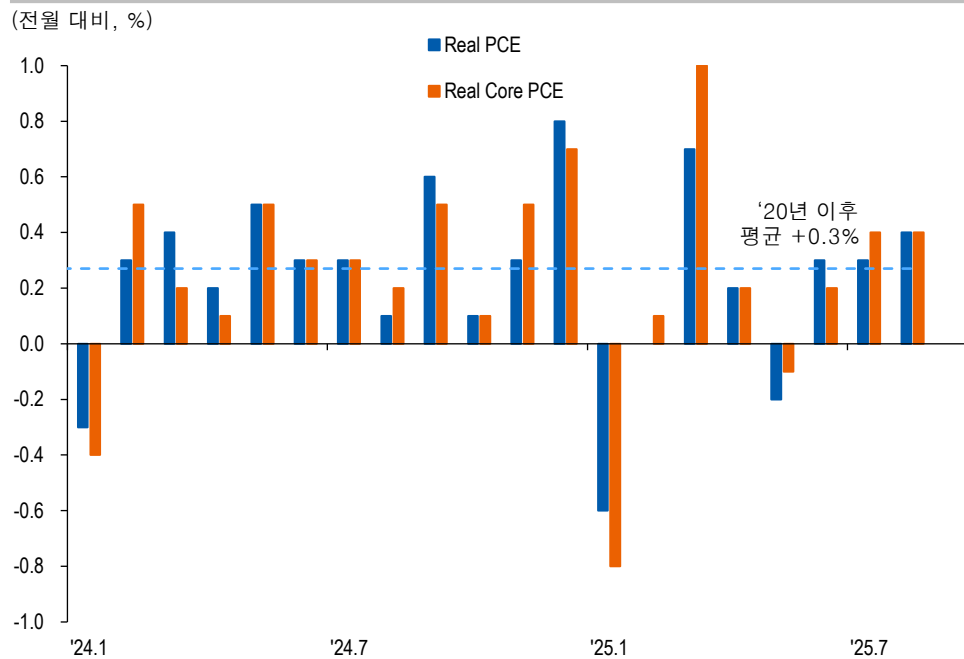
- '26년 11월 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프의 노림수는 재정/통화 쌍끌이 부양을 통한 Goldilocks 매크로 및 금융시장 버블 환경 조성
- OBBBA 재정부양은 '26년 매크로 추가 도약과 AI/Tech 투자 촉진을 자극하는 기폭제에 해당. 감세 관련 재정부담은 경제 성장과 관세로 통제가능 범위에서 한정
- 트럼프는 연준 통화정책을 중상주의 재정정책을 뒷받침하는 보조 수단으로 인식. 독립성 위해 논란에도 불구하고, 통화/금융 완화 압박은 '26년에도 지속될 개연성이 높음
- 미국 소비경기(전체 GDP 내 70% 수준)는 고용시장 양적/질적 둔화와 관세 후폭풍격 물가 불안에도 중립이상의 순항 기류가 지속될 전망
- 1) 확대일로의 고소득층 Wealth Effect, 2) BNPL(Buy Now & Pay Later) 금융 서비스가 뒷받침하는 저소득층 소비 여력, 3) No Hire & No Fire 현 노동시장 특수성에 기인한 중립이상의 임금소득 및 가처분소득 환경 등이 '26년 미국 소비경기 순항과 함께 매크로 Quasi-Goldilocks 행렬을 견인할 것

OBBBA 감세 관련 재정부담은 경제 성장과 관세수입 확대로 완충



자료: Tax Foundation, 유안타증권 리서치센터

실질 개인 소비지출(Real PCE & Real Core PCE)



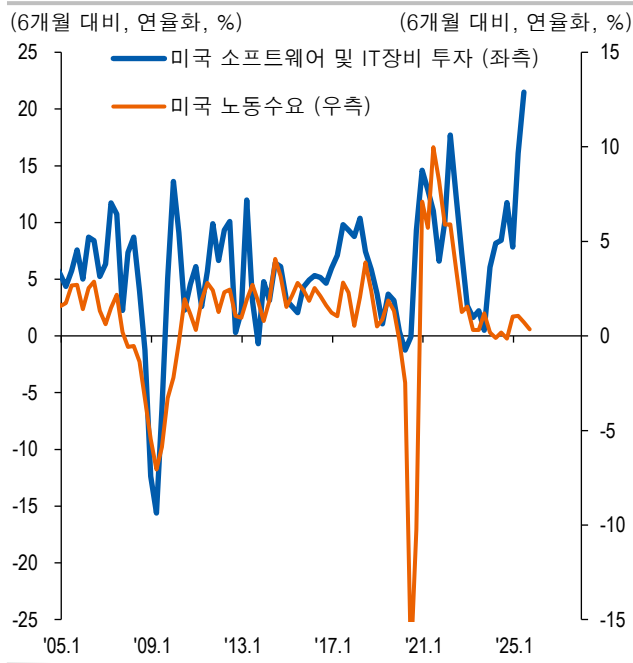
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



빅테크와 트럼프는 노동자보다 AI가 중심에 서는 Quasi-Goldilocks 붐을 지향

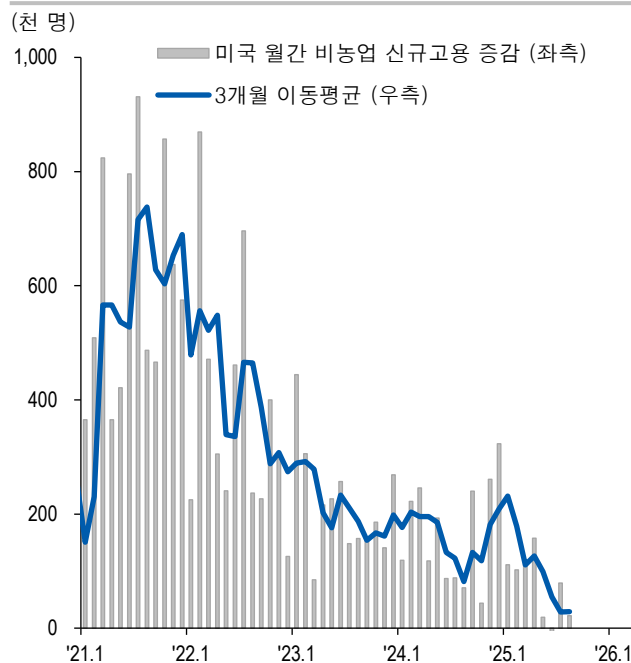
- 빅테크와 트럼프 행정부는 노동자보다 AI/Tech 하드웨어와 관련 소프트웨어 및 인프라가 중심에 서는 경제/산업 붐을 지향
- 글로벌 빅테크와 하이퍼스케일러 모두 AI 혁명/경쟁이 실존적이라 확신. 메타의 마크 저커버그는 “AGI를 추구하는 과정에서 수천억\$을 날려도 큰 문제가 아니다”라 말했고, 구글의 래리 페이지는 “AI 밸류체인의 리더가 되기 위해 파산할 의향이 있다”고 언급
- 기업들은 물가/관세 부담 완충을 위해 신규고용은 줄이더라도, AI Capex 투자는 기업과 산업의 명운을 걸며 맹렬한 속도로 지속될 개연성이 높음
- 1) 글로벌 주요 빅테크/하이퍼스케일러 실적 호조, 2) 규제완화와 세액공제 등 AI/반도체 산업 육성에 사활을 건 주요국의 중상주의적 재정정책, 3) 물가 및 시장금리의 점진적 하향 안정화 가능성 등이 AI Capex 슈퍼 사이클, AI 생산성 혁신, Quasi-Goldilocks 경제/증시 선순환을 뒷받침

미국 소프트웨어/IT장비 고정자산 투자와 노동수요



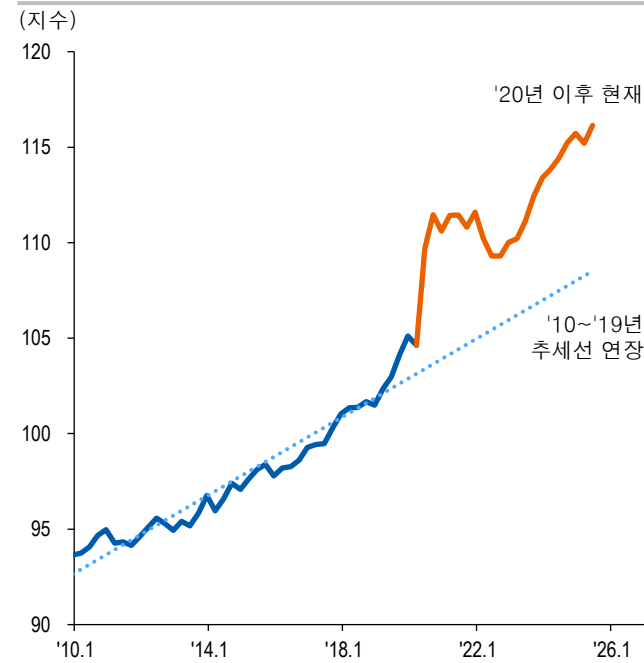
참고: 미국 노동수요는 취업자와 채용공고 일자리(Job Opening) 수의 합
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 비농업 신규고용 증감: No Hire로 관세 부담을 완충



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 노동생산성: AI/Tech 투자 붐이 생산성 증대 효과로 반영 중



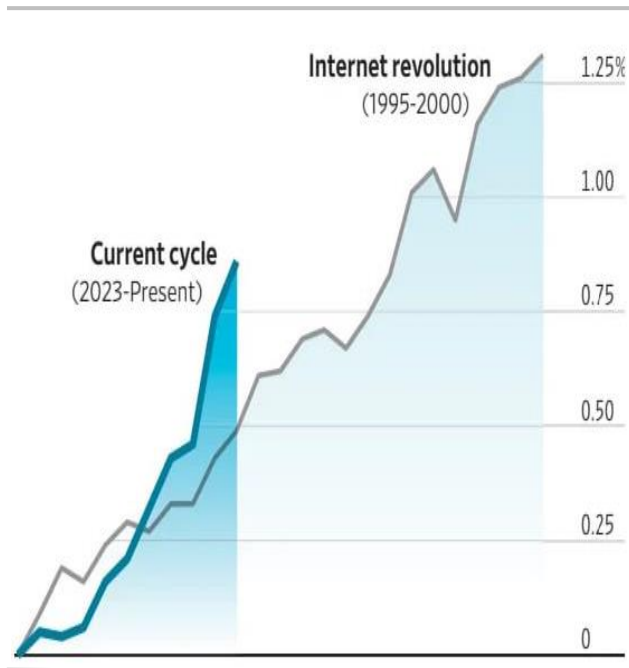
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



글로벌 AI Capex 슈퍼 사이클은 이제 막 태동기에 진입

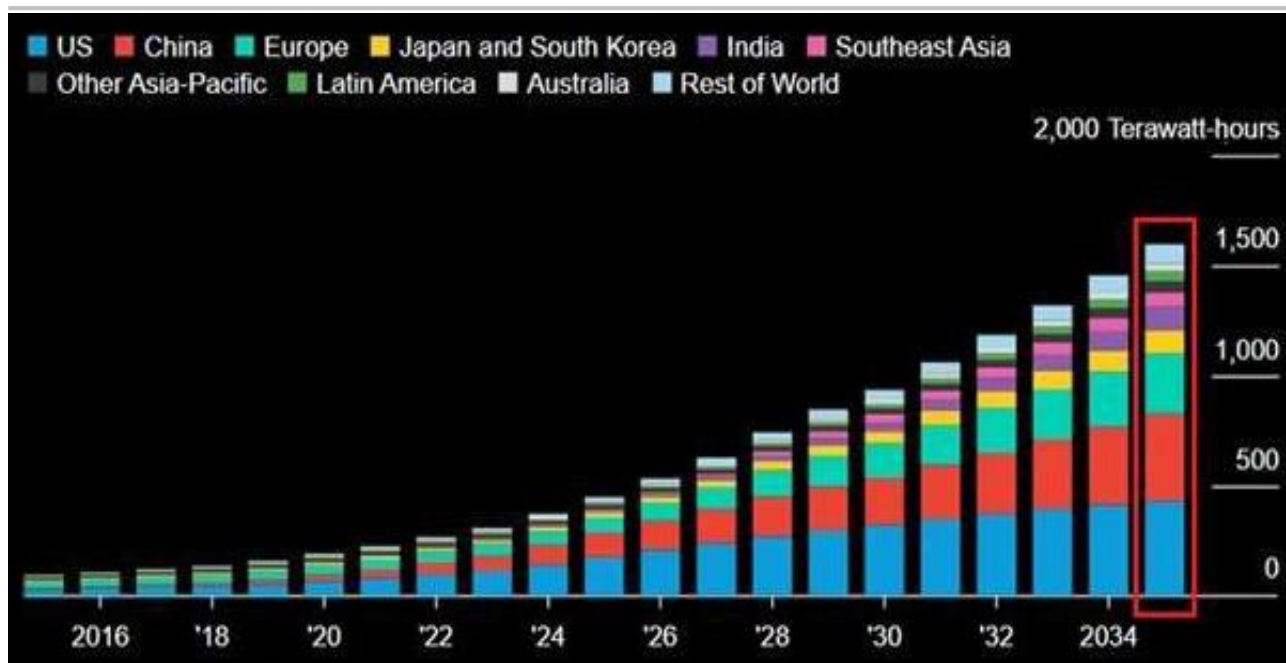
- '25년 2분기 미국 AI/Tech 하드웨어, 소프트웨어 인프라 관련 투자의 실질 GDP 성장 기여도가 사상 최초로 1%Pt를 돌파. AI/데이터센터 Capex 슈퍼 사이클이 아니었다면 미국은 이미 경기침체에 내몰렸을지도 모른다는 의미(The Kobeissi Letter 분석)
- 전체 GDP 대비 AI 관련 투자 비중은 1%선에 빠르게 다가서며, '95~'00년 인터넷 혁명(닷컴버블) 당시의 발전 속도를 상회(Citi Research 분석)
- 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타 등 미국 Big 4 하이퍼스케일러 AI 관련 Capex는 '24년 2,310억\$에서 '29년 6,840억\$로, 글로벌 AI 관련 Capex는 중국과 한국 등 Non-US 주요국의 가세로 '24년 2,320억\$에서 '29년 2조 1,640억\$로 폭증할 전망(Citi Research, 도이체방크 분석)
- AI Capex 슈퍼 사이클은 AI 기술과 데이터센터 투자를 넘어 관련 상하방 밸류체인 전반으로 무한확장. 글로벌 AI 데이터센터 전력 수요는 '35년 1,600Twh로 '25년 대비 4배 이상 증가할 전망. 이는 글로벌 전력 수요의 4.4%에 해당하며 중국, 미국, 인도에 다음가는 세계 4위 전력 수요처에 해당(BloombergNEF 추정)

미국 GDP 대비 AI('23년 이후) 및 인터넷('95~'00년) 투자 비중



자료: Citi Research

글로벌 및 국가별 데이터센터 전력 수요: '35년 글로벌 AI 데이터센터 전력 수요는 1,600Twh로 '25년 대비 4배 이상 성장할 것



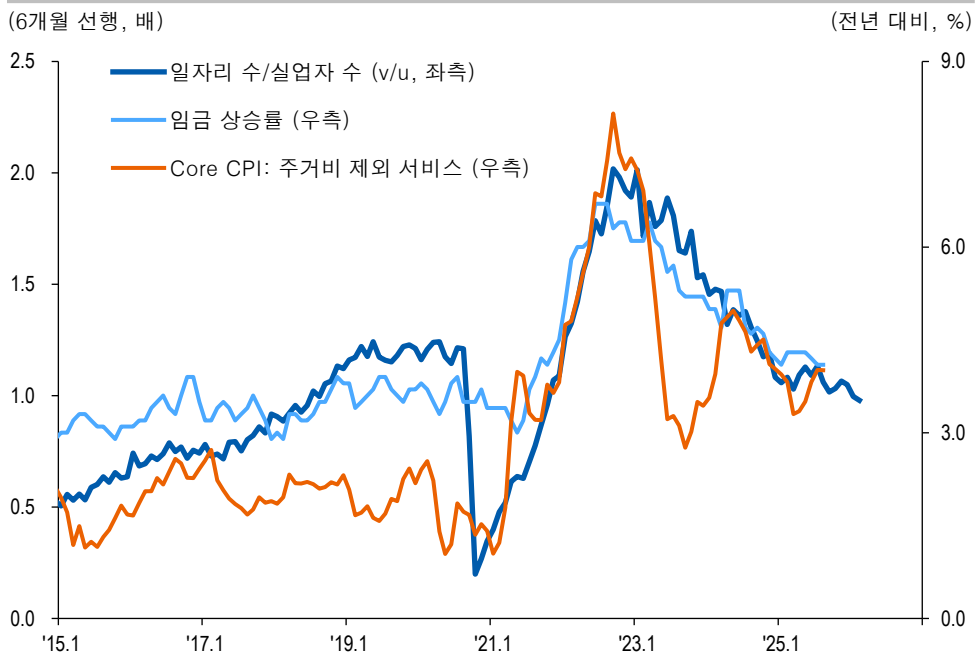
자료: BloombergNEF



연준의 선제적 통화완화 역시 AI Capex 슈퍼 사이클을 지지하는 정축매에 해당

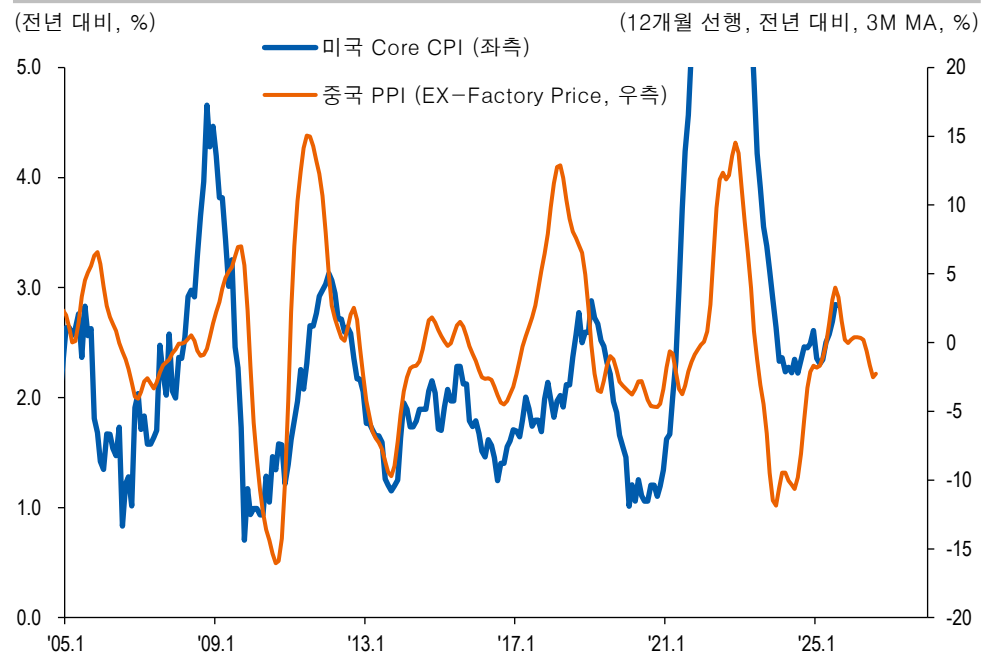
- '26년 연준의 Slow Easing Cycle 성격의 선제적 통화완화 대응 역시 글로벌 AI 슈퍼 사이클과 Quasi-Goldilocks 경제/증시 순항을 지지하는 추동력에 해당
- 경제 성장/순항과 고용 정체/부진간 괴리는 지속될 것이나, '25~'26년 연준 정책 대응은 고용시장 다운 사이드 리스크 방어가 최우선
- Gauti B. Eggertsson은 '24년 잭슨홀 미팅에서 구인율/실업률(일자리/실업자 수, v/u) 1.0배 이하 구간에서의 연준 통화긴축은 물가통제의 순기능보단 경기/고용 둔화의 악영향이 우세함을 실증분석. '26년 연준 통화정책 우선순위는 이제 인플레이 파이팅이 아닌 고용시장 다운 사이드 리스크 제어 우선으로 달라질 것이란 의미
- 임금 상승률과 Core CPI 서비스 물가에 6개월여 선행하는 일자리/실업자 수 비중은 8월 0.98배로 추가 하락하며 고용시장 악순환 기준선인 1.0배선을 하회하기 시작
- '26년 물가와 통화정책 환경의 최대 복병은 관세일 것이나, 미중간 최악의 무역/관세 전쟁 현실화가 아닌 이상 중국 디플레이션 압력이 관련 노이즈를 완충해갈 전망

일자리/실업자 수 비중 하락 → 임금 상승률 및 Core CPI(주거비 제외 서비스) 하향 안정화



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 Core CPI와 중국 PPI



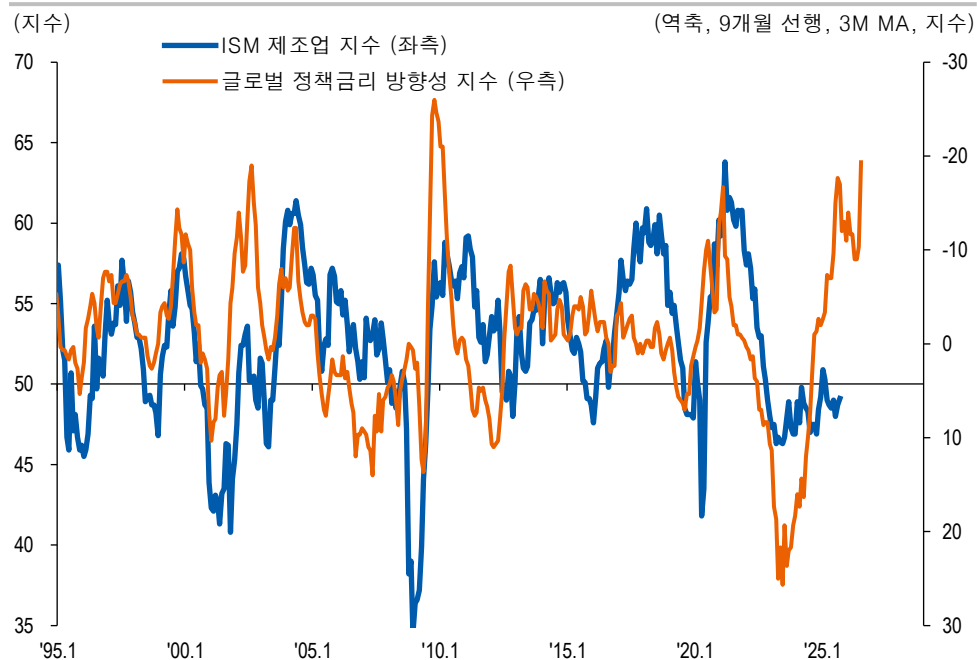
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



AI/Fed에서 불어오는 '26년 Quasi-Goldilocks 봄 바람

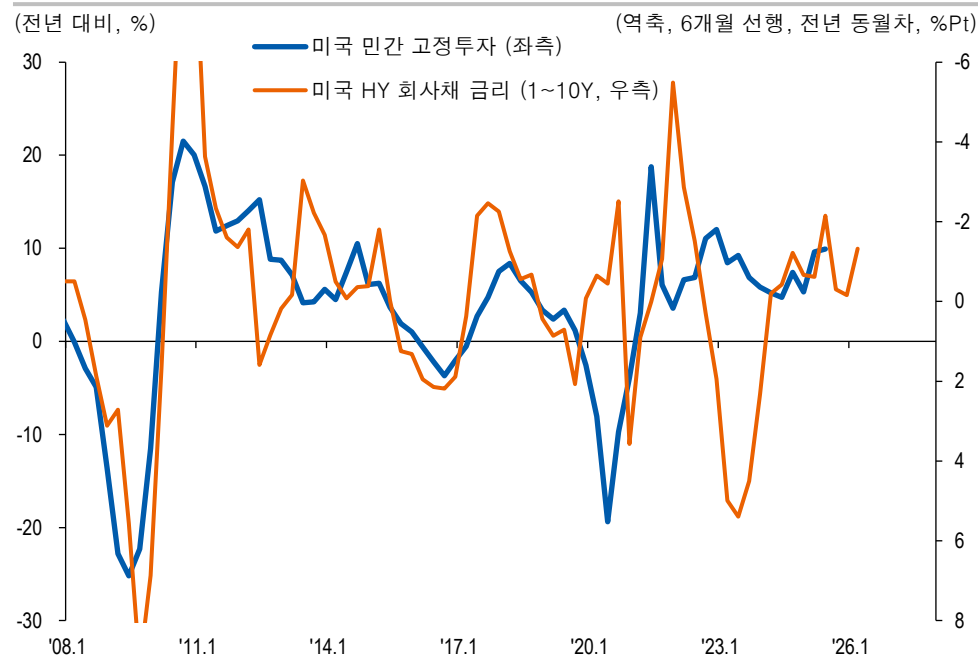
- 9월 연준 금리인하는 실질 정책금리(연준 정책금리 - Headline CPI, 정책금리 4.5% - 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 9월 CPI 예상 2.95%) 임계선 3%를 크게 밑도는 1.55%에서 단행. 이는 '26년 경기/증시 동반 확장과 AI 밸류체인 Capex 슈퍼 사이클 가속화를 지지하는 충분히 선제적인 통화정책 변화에 해당
- 연준의 선제적/보험성 금리인하 사이클 본격화는 주요국 통화완화 릴레이와 시장금리(또는 정부 및 AI 빅테크/하이퍼스케일러 자본 조달비용) 하락을 동반 자극하며 글로벌 Re-stocking 기류 부활 및 제조업/투자 경기 회복의 마중물로 기능할 개연성이 높음
- '26년 AI Capex 슈퍼 사이클 가속화, 미국/주요국 중상주의적 재정정책 환경, 선제적 통화완화의 삼중주로 Quasi-Goldilocks 색채는 한층 더 진해질 개연성이 높음

ISM 제조업 지수와 글로벌 정책금리 방향성(확산) 지수



참고: 정책금리 방향성(확산) 지수는 주요 43개국을 대상으로 기준금리 인하시 -1Pt, 동결시 0Pt, 인상시 +1Pt를 부여해 합산
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 고정자산 투자와 하이일드 회사채 금리 변화 추이



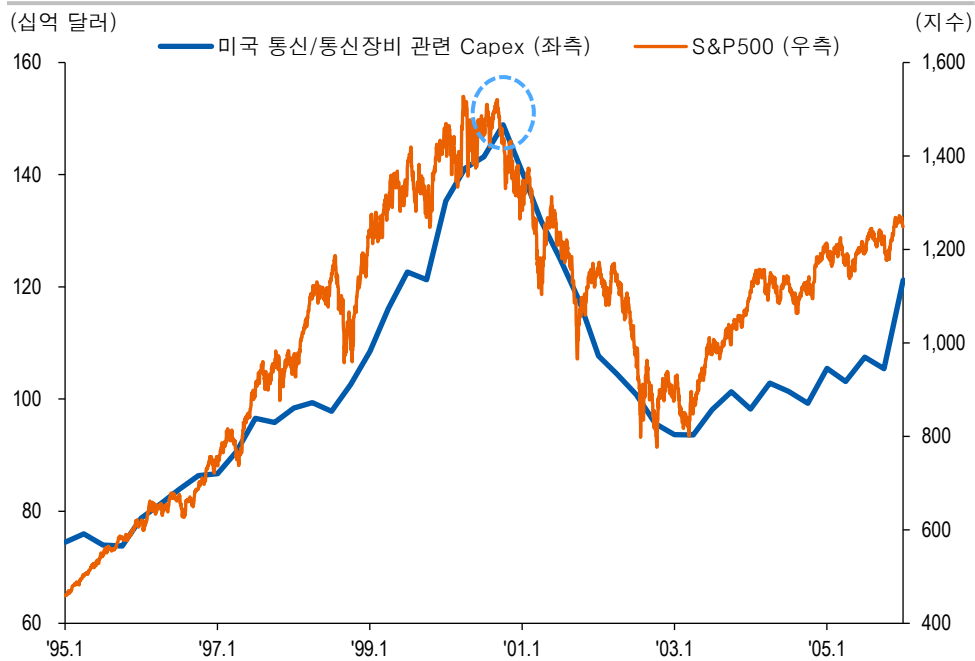
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2000년 닷컴버블 붕괴의 전조는 미국 통신 서비스 업종 순현금흐름 피크아웃

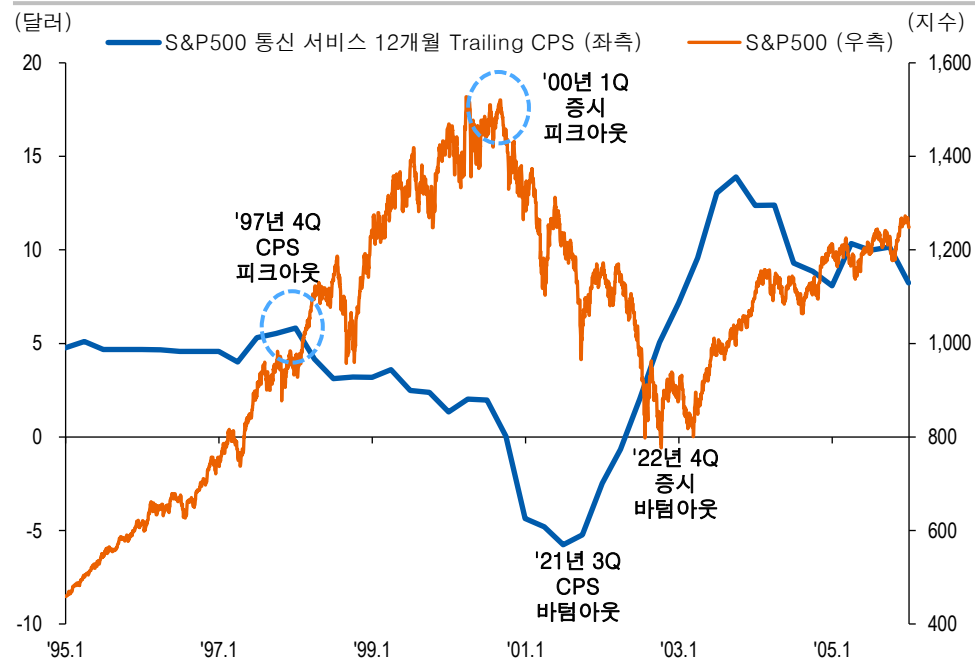
- AI/Tech 대표주 주가 폭등으로 국내외 증시 버블화 논쟁이 격화. 10월 현재 S&P500 12개월 선행 P/E는 22.9배로 1990년 이후 통계/역사적 밸류에이션 고점인 +2SD(23.2배)와 2000년 닷컴버블 당시 정점(24.5배) 수준에 근접
- 궁금한 점은 AI 혁명 및 AI 밸류체인 Capex 슈퍼 사이클 관련 국내외 증시 정점을 판단하는 일. 2000년 1Q 닷컴버블 붕괴는 당시 인터넷/통신 혁명의 주도주였던 통신/통신장비 대표주 Capex 재원에 해당하는 순현금흐름 피크아웃 전환이 그 전조로 기능
- 실제 S&P500 통신 서비스 업종 12개월 Trailing CPS(주당 순현금)는 '97년 4Q 피크아웃 전환했고 주가/증시는 이보다 뒤늦은 '00년 1Q부터 폭락. 이후 미국 통신 업종 CPS '21년 3Q 바텀아웃 전환은 '22년 4Q 증시/주가 바텀아웃을 암시하는 신호탄으로 작용

미국 통신/통신장비 Capex와 S&P500: Capex는 주가 변화에 동행 또는 후행



참고: 통신/통신장비 관련 Capex는 고정자산투자 내 Communication과 Communication equipment의 합으로 측정
 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S&P500 통신 서비스 업종 12개월 Trailing CPS(주당 순현금)와 S&P500



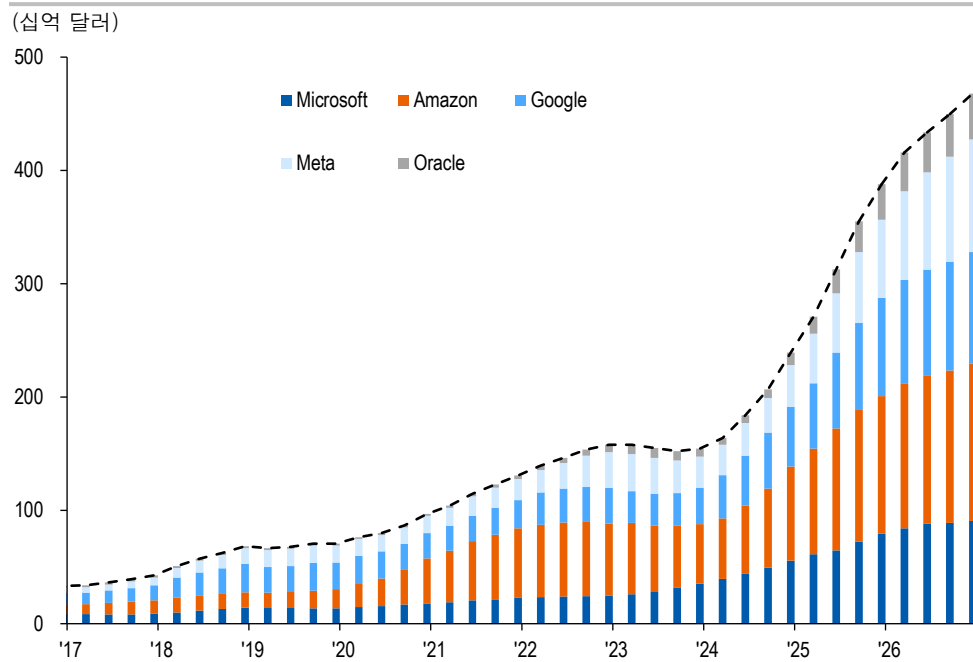
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



AI/하이퍼스케일 대표주 순현금흐름과 Capex 모두 확대일로 추세가 지속

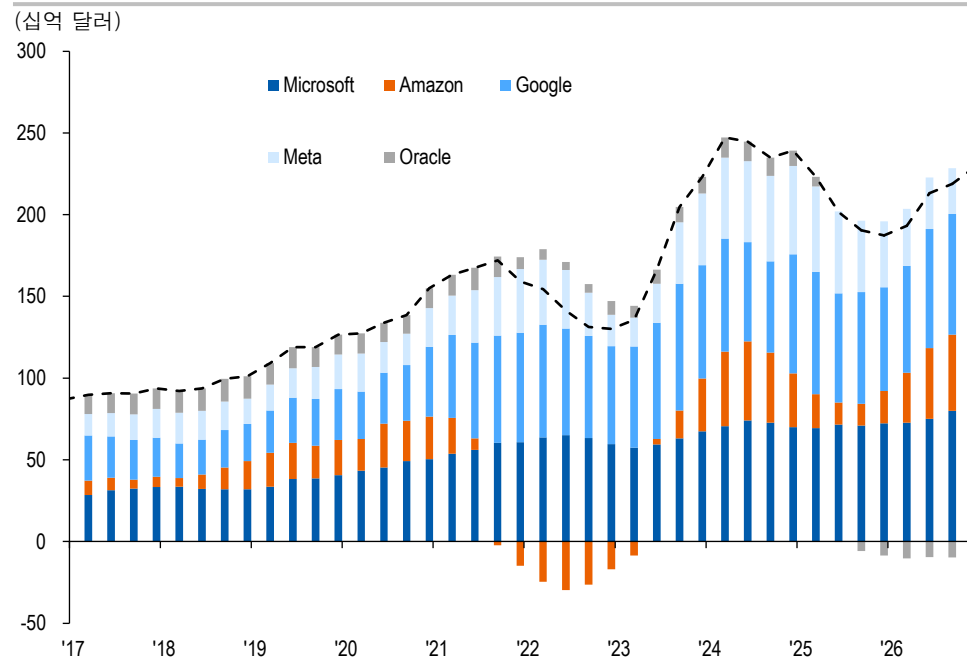
- 2000년 1Q 닷컴버블 붕괴 직후 과정과 달리 현재 AI/하이퍼스케일 대표주 순현금흐름과 Capex 모두 확대일로 추세가 지속
- 마이크로소프트, 아마존, 알파벳(구글), 메타, 오라클 등 미국 하이퍼스케일러 Big 5 Capex는 '24년 말 2,391억\$, '25년 말(E) 3,876억\$, '26년 말(E) 4,676억\$로 폭증할 전망(Bloomberg 컨센서스). Big 5 공히 영업 현금흐름의 60% 이상을 Capex 재원으로 투입 중인 상황
- '25년 2Q 관세 후폭풍으로 잠시간 주춤했던 Big 5 잉여 현금흐름(Free Cash Flow)은 '24년 말 2,393억\$, '25년 말(E) 1,873억\$, '26년 말(E) 2,292억\$로 재차 증가 추세로 전환할 개연성이 높음(Bloomberg 컨센서스)
- AI/하이퍼스케일 대표주 순현금흐름과 Capex 모두 증가 추세가 지속되는 상황에선 국내외 증시 및 AI 밸류체인 대표주 버블화 논쟁은 시기상조 또는 기우로 제한

미국 하이퍼스케일러 Big 5 Capex



참고: '25년 3Q 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 Big 6 Free Cash Flow(잉여 현금흐름)



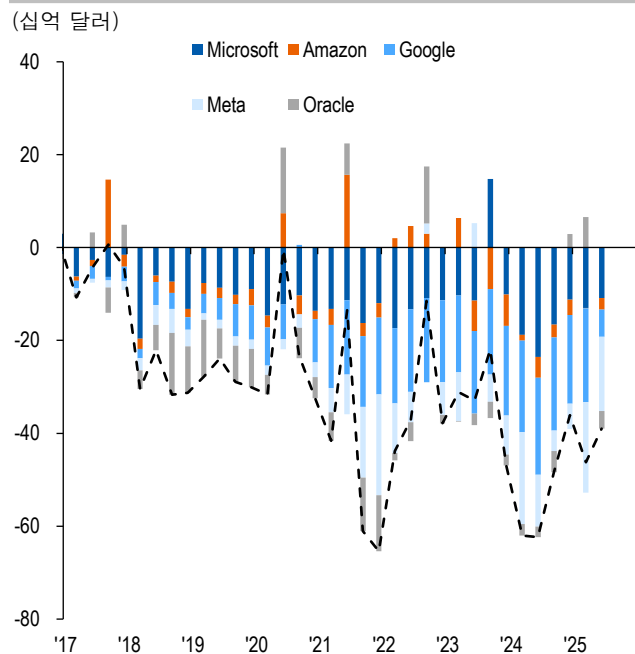
참고: '25년 3Q 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



AI/하이퍼스케일 대표 기업의 내외부 자금조달 제약은 전무한 상황

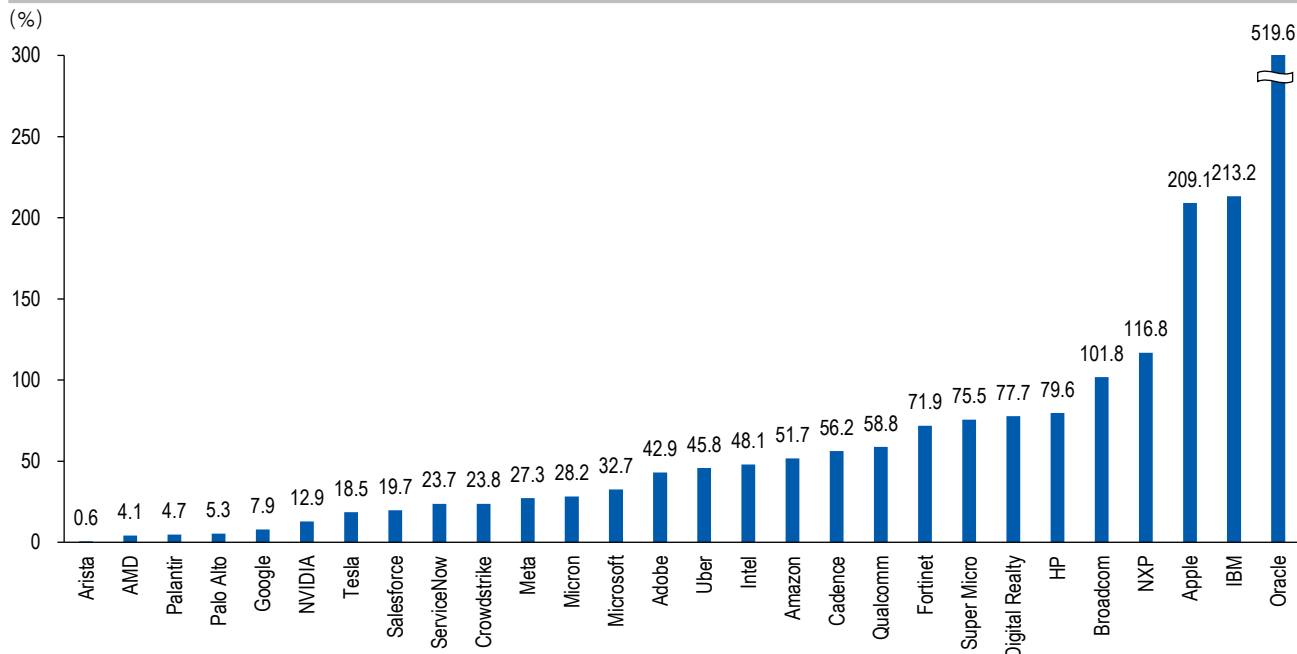
- 현재 AI Capex 슈퍼 사이클은 닷컴버블 당시와 달리 IPO와 증자를 통한 Equity Financing과 Debt Financing 없이 자생적 현금흐름으로 전개된 바, 자금조달 제약은 전무한 상황이며 향후 내외부 자금조달이 본격화될 경우 현 AI 생태계 Capex 슈퍼 사이클은 추세 연장과 추가 도약이 가능할 전망
- 미국 하이퍼스케일러 Big 5의 재무 현금흐름(Financing Cash Flow)은 '25년 2Q 말 현재 -390억\$로 '17년 3Q 이래로 마이너스 행렬이 지속. 압도적 성장성과 수익성으로 실제 주주로부터 조달한 것보다 더 많은 돈을 주주에게 되돌려주고 있다는 의미
- AI/하이퍼스케일 대표주 부채비율은 520%의 오라클과 무자본기업을 표방(부채비율이 과대계상)하는 IBM과 애플을 제외할 경우 대부분 100%대 이하로 제한
- OpenAI-AMD, 엔비디아-OpenAI, 테슬라-삼성전자 등 AI 밸류체인 리더간 동맹 및 공동전선 구축 역시 닷컴버블 당시와 크게 차별화되는 대목
- '26년 글로벌 Quasi-Goldilocks 환경을 이끄는 핵심 견인차로서 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 도약 가능성을 주목하는 이유

미국 하이퍼스케일러 Big 6 Financing Cash Flow(재무 현금흐름)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 AI/하이퍼스케일 대표주 부채비율



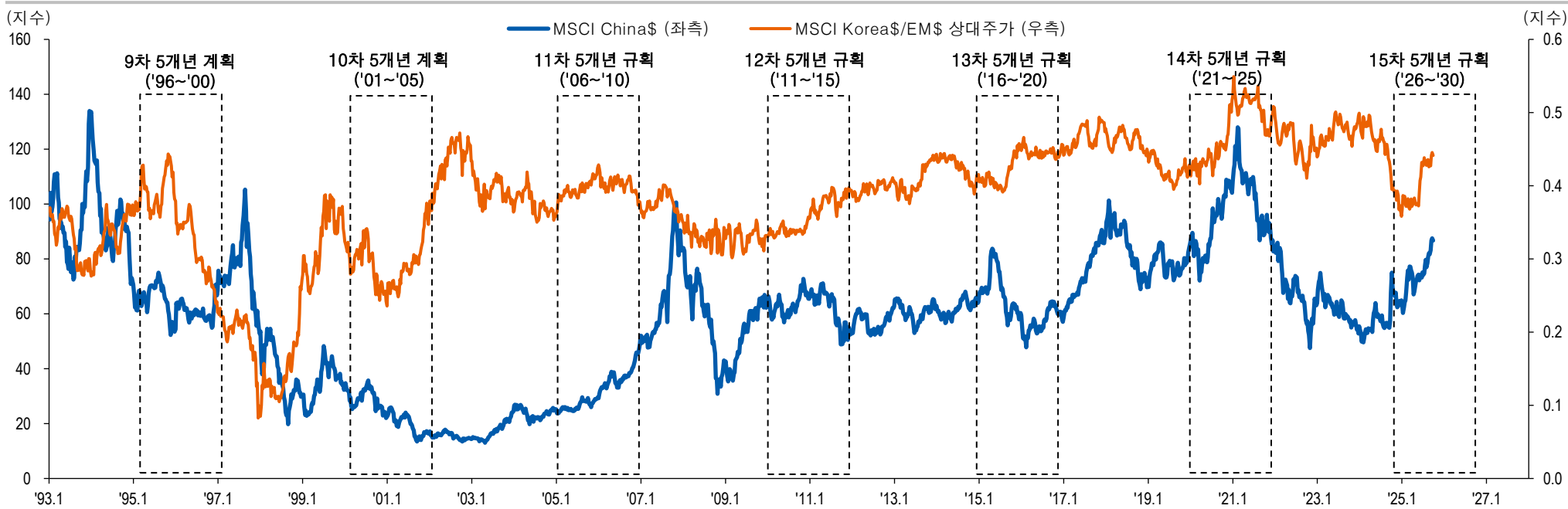
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



중국도 구조조정 2.0과 15차 5개년 계획으로 Quasi-Goldilocks 행보를 지원사격

- '26년 중국도 내권화(Involution) 타개를 위한 구조조정 2.0과 15차 5개년('26~'30년) 계획으로 글로벌 매크로 Quasi-Goldilocks 행보에 힘을 보탬 전망
- 이번 15차 5개년 계획은 2035년 1인당 GDP 중진국 수준 도달과 중국식 사회주의 현대화 목표 달성을 위한 막바지 가속화 구간에 해당
- 1) 향후 5년 평균 4.5~5.0% 경제 성장, 2) 제조 대국에서 소비 대국으로의 성장 패러다임 전환, 3) AI/빅데이터/저고도 경제(드론 및 상업항공)/로봇/스마트카 등 '신질 생산력' 중심 적극적 재정부양, 4) '16~'18년 공급 구조개혁 1.0에 필적하는 구조조정을 통한 산업 고도화 등이 15차 5개년 계획의 근간을 형성할 것으로 판단
- 역대 5개년 계획 직전후(±1년) 국면 내 정책 모멘텀/기대감 강화 환경은 중국증시 상승과 함께 글로벌(또는 EM) 증시 내 한국증시의 차별화의 긍정요인으로 작용
- 실제 중국 실물경기 회복과 디플레 탈피 여부는 여전히 회의적으로 평가. 단, 정책 모멘텀 보강으로 한층 더 짙어 질 Goldilocks 향기를 '26년의 기회요인으로 활용

중국 역대 5개년 계획/규획 직전후(±1년) 국면에선 정책 모멘텀/기대감 강화에 근거해 중국과 한국증시의 동반상승이 구체화



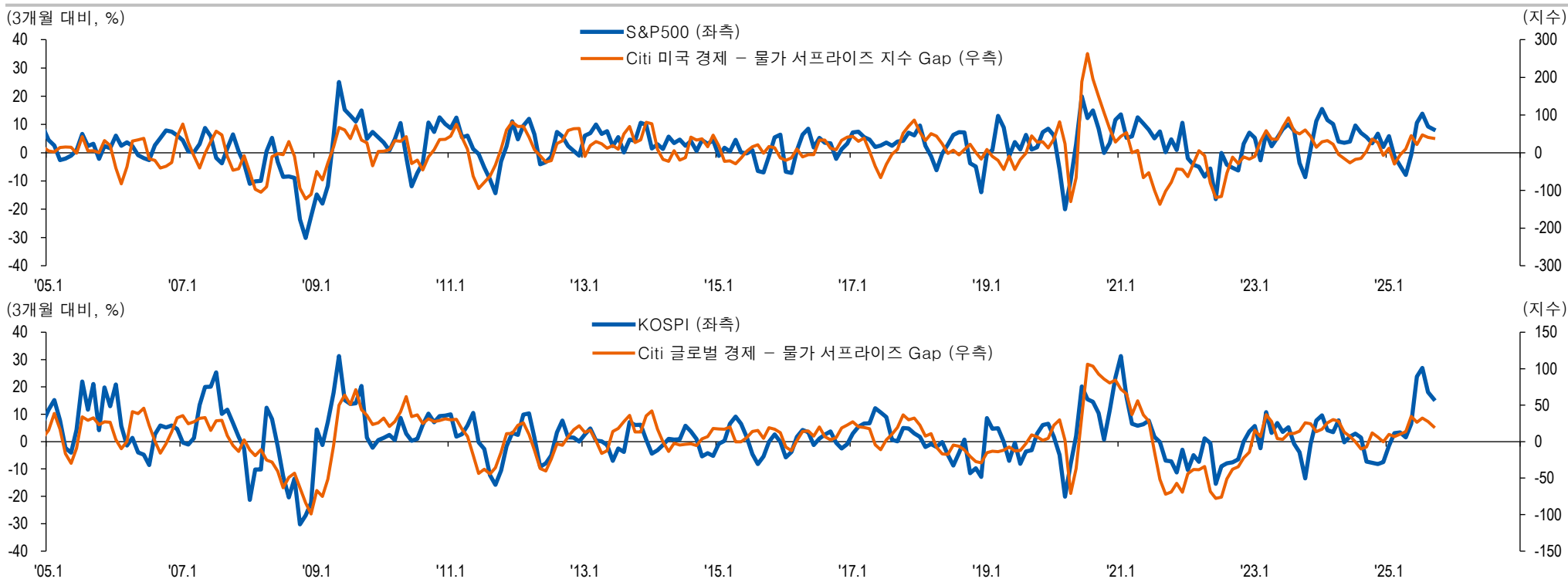
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 Quasi-Goldilocks 매크로 환경의 국내외 증시 추가 도약을 견인할 전망

- '26년 AI Capex 슈퍼 사이클, 중상주의 재정정책, 선제적 통화완화 삼중주에 기인한 Quasi-Goldilocks 매크로 환경이 국내외 증시 활황을 견인할 것으로 판단
- 국내외 증시 인덱스 경로는 Citi Economic Surprise(CESI)와 Inflation Surprise Index(CISI)간 Gap으로 측정되는 글로벌/국가별 경기 - 물가 모멘텀 변화에 편승 - S&P500/NASDAQ 주가 경로는 Citi 미국 CESI - CISI Gap, KOSPI 지수 등락 추이는 Citi 글로벌 또는 EM CESI - CISI Gap 변화에 부응
- 국내외 증시 상승의 필요조건은 경기 모멘텀(CESI) > 인플레이 압력(CISI). 여타 국면에선 경기/인플레이 모멘텀간 우열에 따라 증시 희비가 교차하나, 체감적 Goldilocks 국면에선 일관된 형태로 주식시장 추가 도약이 가능

(上) S&P500과 Citi 미국 Economic - Inflation Surprise Index Gap, (下) KOSPI와 Citi 글로벌 Economic - Inflation Surprise Index Gap



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Goldilocks 국면 S&P500 Winner: 자동차, Tech, 미디어 등 경기민감 대표주

- Citi Economic Surprise(CESI)와 Inflation Surprise Index(CISI) 재구성한 글로벌 매크로 환경 변화에 따라 국내외 증시 주도주 리더십이 변화
- 미국 Goldilocks 국면 내 S&P500 업종별 주도권은 자동차, Tech(반도체, IT하드웨어, IT서비스 등), 금융, 유통 등 경기민감주 상대우위 형태로 전개

미국 Macro 국면별 미국 주요 업종의 시장(S&P500) 대비 상대 퍼포먼스

Reflation			Goldilocks			Recession			Stagflation		
구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
에너지	1.0	58.9	자동차	1.8	58.4	IT서비스/소프트웨어	0.7	56.0	IT하드웨어	1.4	58.5
자본재	0.9	60.7	반도체	1.5	54.5	소매/유통(임의소비재)	0.5	61.3	REITs	1.2	56.1
소비자 서비스	0.6	42.9	금융	0.9	55.8	소비자 서비스	0.3	44.0	에너지	0.9	43.9
반도체	0.6	55.4	은행	0.7	40.3	헬스케어 장비 및 서비스	0.3	42.7	제약·바이오/생명과학	0.7	39.0
운송	0.5	44.6	IT하드웨어	0.7	53.2	반도체	0.2	52.0	IT서비스/소프트웨어	0.6	41.5
소매/유통(필수소비재)	0.4	46.4	소매/유통(임의소비재)	0.6	39.0	제약·바이오/생명과학	0.2	57.3	소매/유통(필수소비재)	0.6	46.3
IT하드웨어	0.3	44.6	IT서비스/소프트웨어	0.3	49.4	REITs	0.2	49.3	음식료/담배	0.5	53.7
소재	0.3	50.0	운송	0.2	42.9	음식료/담배	0.1	41.3	반도체	0.4	68.3
은행	0.2	39.3	내구소비재 및 의류	0.2	50.6	가정용 및 개인용 제품	0.1	52.0	소매/유통(임의소비재)	0.3	48.8
헬스케어 장비 및 서비스	0.2	48.2	자본재	0.1	36.4	IT하드웨어	0.0	65.3	소비자 서비스	0.1	39.0
음식료/담배	0.2	58.9	보험	-0.1	57.1	소매/유통(필수소비재)	0.0	60.0	운송	0.1	53.7
보험	0.1	48.2	헬스케어 장비 및 서비스	-0.2	51.9	상업 및 전문 서비스	-0.1	42.7	상업 및 전문 서비스	-0.1	46.3
가정용 및 개인용 제품	0.0	55.4	상업 및 전문 서비스	-0.3	48.1	보험	-0.1	34.7	가정용 및 개인용 제품	-0.1	51.2
금융	0.0	50.0	소재	-0.5	39.0	소재	-0.1	45.3	자동차	-0.2	53.7
상업 및 전문 서비스	-0.1	66.1	소비자 서비스	-0.6	51.9	자본재	-0.4	41.3	헬스케어 장비 및 서비스	-0.3	46.3
자동차	-0.1	57.1	소매/유통(필수소비재)	-0.6	59.7	에너지	-0.5	54.7	소재	-0.3	48.8
소매/유통(임의소비재)	-0.1	58.9	제약·바이오/생명과학	-0.8	46.8	내구소비재 및 의류	-0.6	37.3	내구소비재 및 의류	-0.5	48.8
IT서비스/소프트웨어	-0.1	48.2	가정용 및 개인용 제품	-1.1	37.7	운송	-0.7	56.0	자본재	-0.7	51.2
내구소비재 및 의류	-0.2	44.6	음식료/담배	-1.2	39.0	금융	-0.8	37.3	보험	-1.0	43.9
제약·바이오/생명과학	-0.4	53.6	에너지	-1.2	63.6	은행	-1.0	50.7	금융	-1.4	36.6
REITs	-1.1	48.2	REITs	-1.8	59.7	자동차	-1.4	41.3	은행	-1.7	56.1

참고: 10/8일 증가 기준. 시장 및 업종 구분은 S&P500 Economic Sector Level 1에 의거. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대수익률의 월 평균값
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Goldilocks 국면 국내증시(WI26) Winner: 경기민감 수출 대표주 + 금융주

- 글로벌 Goldilocks 국면 내 국내증시 WI26 업종별 리더십은 성장/가치주 스타일 분류와 무관하게 중공업 밸류체인(조선/기계/상사, 자본재), 화학, 자동차, 반도체 등 경기민감 수출 대표주 주도 아래 경기/금융 동반 확장의 교집합격 수혜주에 준하는 금융주가 일부 가세하는 형태로 형성. '26년 포트폴리오/주도주 전략의 모집단인 셈

글로벌 Macro 국면별 한국 주요 업종(WI26)의 시장(KOSPI) 대비 상대 퍼포먼스

Reflation			Goldilocks			Recession			Stagflation		
구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	구분	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
IT가전	2.0	48.2	조선	2.0	53.2	건강관리	2.3	64.0	통신서비스	3.1	46.3
IT하드웨어	1.8	48.2	기계	1.7	44.2	화장품, 의류, 완구	1.7	61.3	필수소비재	2.4	70.7
반도체	1.4	41.1	상사, 자본재	1.7	45.5	소프트웨어	1.5	53.3	유틸리티	2.0	48.8
화학	0.5	46.4	화학	1.1	46.8	증권	0.8	50.7	건강관리	2.0	39.0
철강	0.5	48.2	자동차	0.6	46.8	건설, 건축관련	0.5	50.7	호텔, 레저서비스	1.9	63.4
건설, 건축관련	0.3	46.4	반도체	0.6	64.9	필수소비재	0.5	65.3	보험	1.8	51.2
은행	0.3	50.0	증권	0.6	46.8	에너지	0.4	56.0	미디어, 교육	1.8	39.0
기계	0.3	62.5	소프트웨어	0.4	42.9	보험	0.3	53.3	비철, 목재등	1.0	56.1
조선	0.3	60.7	은행	0.4	50.6	유틸리티	0.2	46.7	화장품, 의류, 완구	0.9	48.8
비철, 목재등	0.3	55.4	비철, 목재등	0.2	40.3	상사, 자본재	0.2	56.0	조선	0.8	48.8
소매(유통)	0.2	50.0	보험	0.2	49.4	호텔, 레저서비스	0.2	50.7	소프트웨어	0.7	56.1
증권	0.2	48.2	IT하드웨어	0.0	48.1	반도체	0.2	42.7	자동차	0.7	58.5
자동차	0.1	55.4	운송	0.0	39.0	기계	0.0	42.7	반도체	0.5	51.2
소프트웨어	0.0	48.2	에너지	-0.2	35.1	운송	0.0	42.7	소매(유통)	0.4	46.3
화장품, 의류, 완구	-0.1	48.2	디스플레이	-0.2	45.5	비철, 목재등	0.0	58.7	에너지	-0.1	53.7
보험	-0.1	57.1	건설, 건축관련	-0.3	45.5	미디어, 교육	0.0	56.0	철강	-0.2	48.8
디스플레이	-0.1	42.9	IT가전	-0.5	49.4	화학	-0.1	53.3	IT하드웨어	-0.4	53.7
필수소비재	-0.1	42.9	건강관리	-0.5	41.6	철강	-0.2	41.3	기계	-0.4	48.8
운송	-0.3	57.1	호텔, 레저서비스	-0.6	42.9	조선	-0.3	41.3	디스플레이	-0.6	43.9
에너지	-0.4	42.9	철강	-0.7	48.1	IT하드웨어	-0.3	44.0	상사, 자본재	-0.7	58.5
미디어, 교육	-0.6	44.6	화장품, 의류, 완구	-0.7	40.3	통신서비스	-0.3	45.3	화학	-0.7	46.3
건강관리	-0.9	42.9	소매(유통)	-1.0	42.9	자동차	-0.4	38.7	건설, 건축관련	-0.7	53.7
호텔, 레저서비스	-0.9	44.6	필수소비재	-1.0	40.3	IT가전	-0.6	50.7	운송	-0.8	41.5
상사, 자본재	-0.9	46.4	미디어, 교육	-1.1	42.9	소매(유통)	-0.6	53.3	증권	-0.9	39.0
유틸리티	-1.3	50.0	유틸리티	-1.3	37.7	은행	-0.7	38.7	IT가전	-0.9	39.0
통신서비스	-1.7	44.6	통신서비스	-1.5	33.8	디스플레이	-1.6	40.0	은행	-1.8	39.0

참고: 10/1일 증가 기준. 시장 및 업종 구분은 KOSPI WI26에 의거. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대수익률의 월 평균값
 자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



2) 2026년 전략 초점: ② Entering the Slow Easing Cycle

- 트럼프 복심인 스티븐 마이런의 연준 이사진 참여로 9월 점도표는 경제전망(SEP) 대비 크게 왜곡
- 9월 FOMC의 표면적 결론은 장래 경기침체를 피할 수만 있다면 2% 물가목표는 포기해도 좋다는 것이었으나, 파월이 기자회견을 통해 밝힌 연준의 진의는 정치적 압박에 굴하지 않고 고용/물가 양대책무를 끝까지 사수하겠다는 것
- 시장은 9월 FOMC 직후 '26년 말까지 총 5~6회 수준의 급속한 금리인하 가능성을 상정했으나, 이후 No-Landing 경기 순항 가능성, 관세 후폭풍이 자극하는 물가 여진, 마이런에 기인한 점도표 왜곡 영향 등을 복합 반영하며 10월 현재 총 4회(CME FedWatch 기준 '25년 10월, 12월, '26년 3월, 7월) 수준으로 되돌림
- 고민은 장기 중립금리(Longer run 정책금리 전망 3.0%)까지의 빠른 금리인하를 상정 중인 현 시장 기대와 매크로 및 연준 정책 현실간 이격조정 여지가 상당하는 것

2025년 9월 FOMC 경제 및 금리 전망

구분 (전년 대비, %)	2025년	2026년	2027년	Longer run
Real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8
'25년 3월 → '25년 6월 전망	1.7 → 1.4	1.8 → 1.6	1.8 → 1.8	1.8 → 1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2
'25년 3월 → '25년 6월 전망	4.4 → 4.5	4.3 → 4.5	4.3 → 4.4	4.2 → 4.2
PCE / Core PCE Inflation	3.0 / 3.1	2.6 / 2.6	2.1 / 2.1	2.0 / -
'25년 3월 → '25년 6월 전망	2.7 / 2.8 → 3.0 / 3.1	2.2 / 2.2 → 2.4 / 2.4	2.0 / 2.0 → 2.1 / 2.1	2.0 / - → 2.0 / -
Federal fund rate(Median dot)	3.6	3.4	3.1	3.0
'25년 3월 → '25년 6월 전망	3.9 → 3.9	3.4 → 3.6	3.1 → 3.4	3.0 → 3.0

자료: FRB, 유안타증권 리서치센터



'26년 말 3.00~3.25%까지의 연준 금리인하는 실제 경기침체 현실화가 아니고선 무리

- Bloomberg Taylor's Rule 연준 정책금리 모델 예상치는 8월 5.8%(실업률 4.3%, Headline PCE 전년 대비 증감률 2.7%), 9월 5.9%(Chicago 연준 실업률 예상 4.3%, Cleveland 연준 Inflation Nowcasting 모델 예상 Headline PCE 2.8%)로 현 연준 정책금리 대비 절대적으로 높은 상황임
- Bloomberg Taylor's Rule 모델값과 실제 연준 정책금리간 스프레드는 '23년 이후 평균 160BP
- 현 Taylor's Rule 모델값과 상기 금리 스프레드를 복수로 고려할 경우, 현재 시장이 상정한 '26년 말 3.25%까지의 금리인하가 가능하기 위해선 실업률 4.7%까지의 대폭 악화와 Headline PCE 디플레이터 2.3%까지의 물가 조기 하향 안정화가 동반될 필요(또는 실업률 4.5% & Headline PCE 2.2%)
- Sahm's Rule 경기침체 임계 실업률이 9월 현재 4.6% 내외라는 점에 따른 경우, 현 시장 눈높이는 실제 경기침체 현실화가 아니고선 다소 무리한 정책 기대에 해당

CME FedWatch FOMC별 금리인하 컨센서스

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025-10-29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.60%	5.40%
2025-12-10	0.00%	0.00%	0.00%	82.75%	17.25%	0.00%
2026-01-28	0.00%	0.00%	22.60%	77.40%	0.00%	0.00%
2026-03-18	0.00%	0.00%	67.81%	32.19%	0.00%	0.00%
2026-04-29	0.00%	0.00%	91.60%	8.40%	0.00%	0.00%
2026-06-17	0.00%	45.74%	54.26%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-07-29	0.00%	74.60%	25.40%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-09-16	13.32%	86.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-10-28	26.60%	73.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	45.90%	54.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027-01-27	43.60%	56.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027-03-17	47.60%	52.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027-04-28	47.60%	52.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027-06-09	29.32%	70.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027-07-28	11.60%	88.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027-09-15	11.60%	88.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

자료: CME FedWatch(10/8일)

Taylor's Rule 정책금리 예상: 고용시장 악화와 물가 하향 안정화 없이는 연준 금리인하 속도가 현 컨센서스 이상으로 빨라질 개연성은 낮음

구분 (단위: %)	실업률									
	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	
Headline PCE	2.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6
	2.3	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8
	2.4	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9
	2.5	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1
	2.6	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3
	2.7	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4
	2.8	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5
	2.9	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7
	3.0	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8

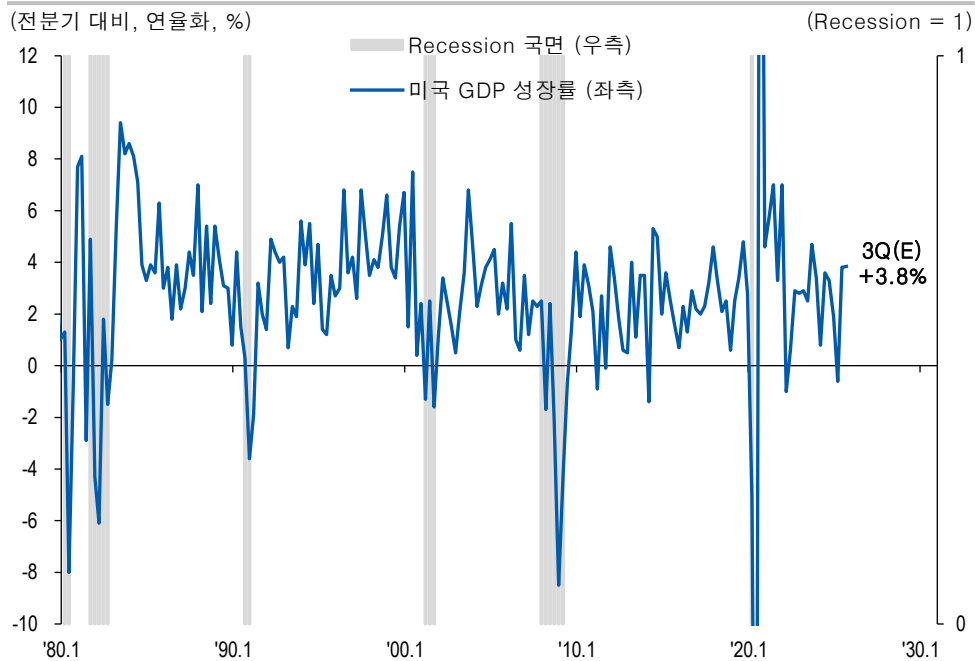
참고: Taylor's Rule 명목 정책금리 예상 = 균형 실질이자율 + 실제 인플레이션율 + 0.5*(물가갭) + 0.5*(산출갭)
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



'26년 미국 실물경기는 보수적 전망을 전제하더라도 추세 이상의 성장 기대가 유효

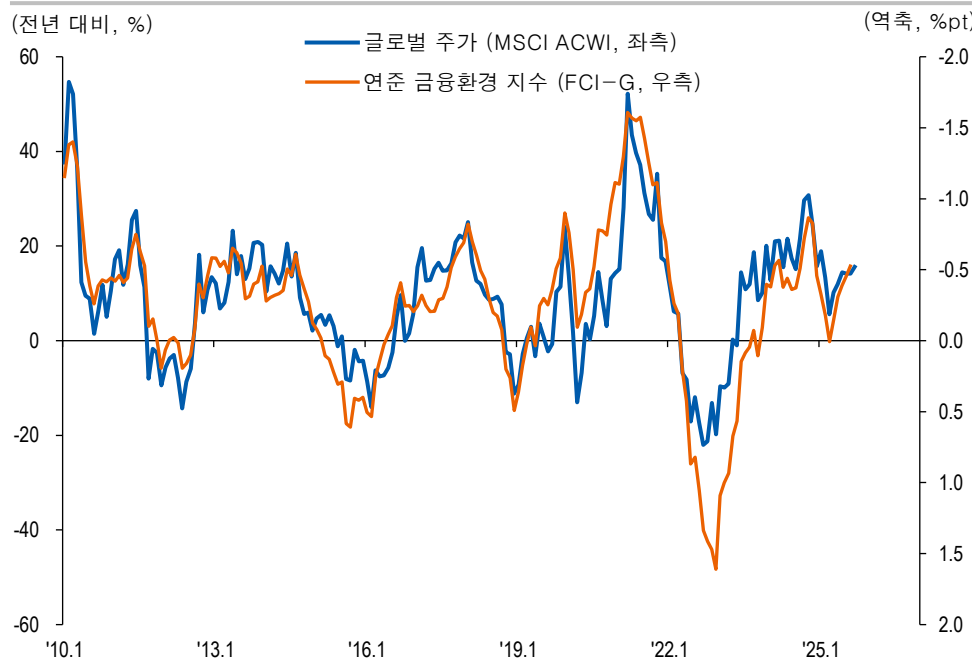
- '26년 미국 실물경기 환경은 보수적 눈높이를 전제하더라도 추세(잠재 성장률 또는 연준 Longer run 실질 GDP 성장률 전망 1.8% 내외) 이상의 성장 가능성은 유효
- 1) 대체불가의 미국 AI 기술/생산성 혁신과 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 도약 가능성, 2) OBBBA 감세안에 근거한 재정부양 모멘텀 강화, 3) 9월 연준의 선제적 금리인하 사이클 본격화와 여전한 확장적 금융/통화 여건 등이 '26년 미국 매크로 Quasi-Goldilocks 전망의 핵심 논거
- Atlanta 연준 GDPNow 추정 3Q 실질 GDP 성장률 전망치는 2Q에 연이은 3.8%로 실물경기 고공비행 흐름이 지속
- 글로벌 경기/증시 동선행 지표에 해당하는 연준 금융환경 지수(FCI-G 1year Lookback) 역시 8월 말 현재 -0.53%로 추가 개선. 최근 3개월 사이 미국 금융/통화 환경 변화가 연준 금리인하 없이도 향후 1년 미국 실질 GDP 성장률에 +0.53%Pt 이바지 가능할 만큼 충분히 확장적이란 의미

미국 실질 GDP 성장률: Atlanta Fed GDPNow 3Q 성장률은 +3.8%로 추세 이상의 성장 기대는 유효



참고: '25년 3Q는 Atlanta 연준 GDPNow 추정치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

글로벌 주가와 연준 금융환경 지수(FCI-G)



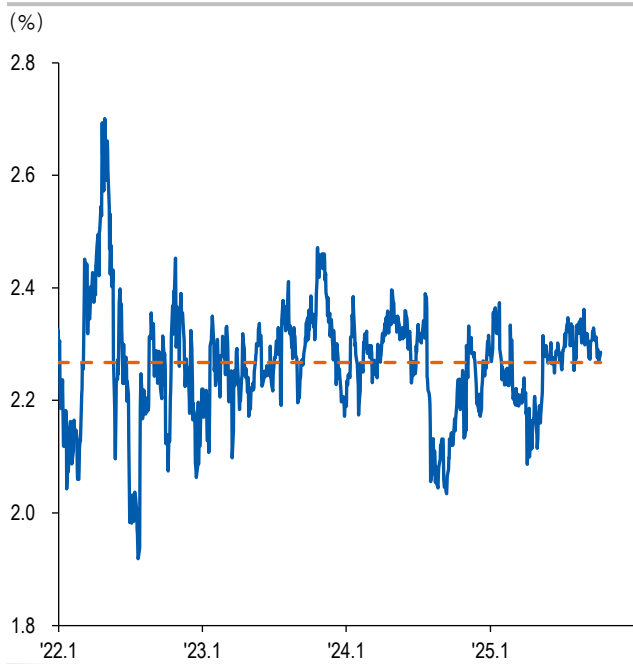
참고: 연준 금융환경 지수는 최근 3개월간 금융/통화 환경 변화가 향후 1년 실질 GDP 성장률에 미치는 영향을 시사
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



낮아지나 그럼에도 여전히 높은 물가 환경이 '26년 연준의 딜레마가 될 것

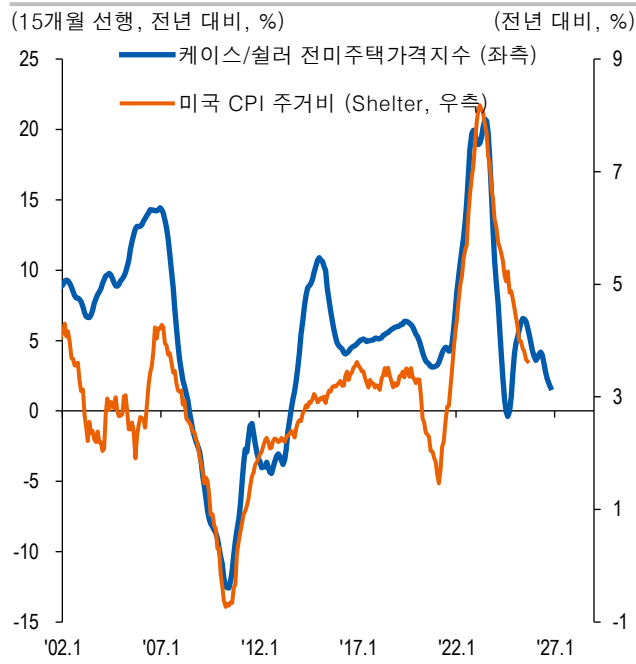
- '26년 미국 및 글로벌 Disinflation 추세는 지속될 개연성이 높으나, 2% 물가 목표를 크게 넘어서는 여전한 레벨 부담이 연준의 고민을 지속 자극할 전망
- 관세 후폭풍으로 단기 물가 부담이 커진 것은 사실이나, 그 범위는 상품물가 일부로 제한되고 시한 역시 '25년 연내로 한정될 공산이 큼. 중간선거가 임박했다는 사실 역시 관세 리스크 해빙전환에 일조할 공산이 큼. 트럼프 1기 초반부 최악으로 치달던 미중 통상마찰은 후반부 대선가도에 진입하며 유화적 협상 기조로 방향선회
- 연준이 주시하는 중장기 기대 인플레이션 5년/5년 선도 BEI 금리는 10월 현재 2.29%로 리오프닝 이후 평균인 2.26% 부근에서 비교적 안정적인 흐름을 유지
- 주거비는 전체 소비자물가에서 34.0%를 차지하는 최중요 항목. 주택가 하락은 주거비 및 서비스 물가 하락을 경유해 '26년 Disinflation으로 반영될 개연성이 높음
- 단, Core PCE 물가에 6개월여 선행하는 ISM 물가 압력 지수로 보면, '25년 물가 피크아웃에도 '26년 2% 목표를 크게 넘어서는 레벨 부담은 지속될 공산이 큼

미국 5년/5년 선도 BEI 금리(중장기 기대 인플레이션)



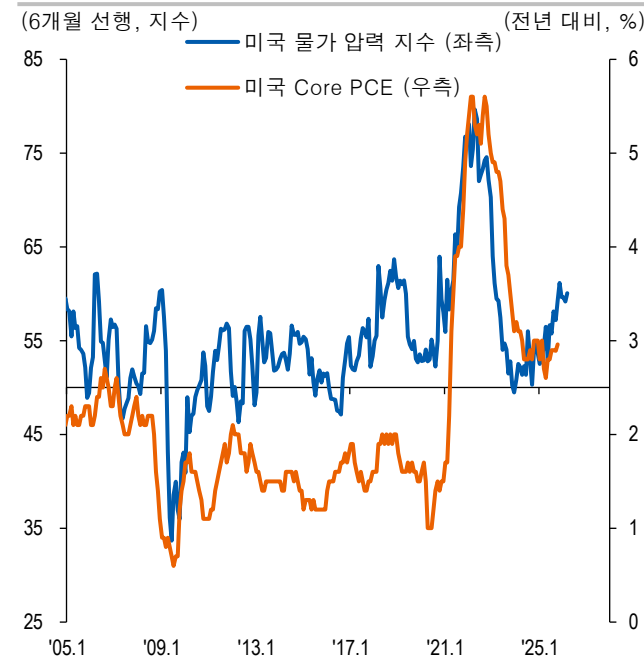
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

케이스/실러 주택가격지수와 미국 주거 물가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 물가 압력 지수와 Core PCE 디플레이터



참고: 물가 압력 지수는 ISM 지수 내 Supplier Delivery와 Price Paid 하위 지수를 제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균해 산출

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'25년 10월 ~ '26년 말 연준 금리인하 횟수는 총 4회 이하로 제한될 전망

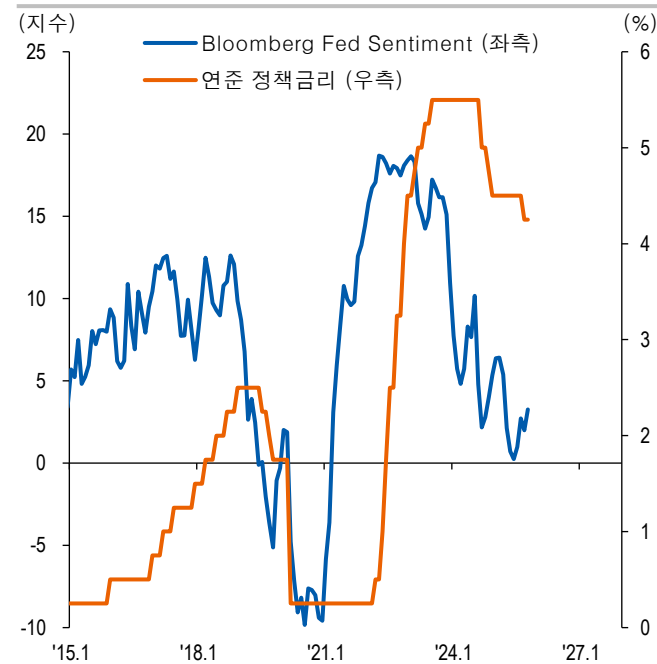
- '26년 연준 FOMC 투표권자 구성은 '25년보다 비둘기적 색채가 한층 더 짙어 지는 것이 사실
- 1) 친트럼프 성향의 차기 의장 임명(Polymarket 차기 의장 확률: 케빈 헤릿 24%, 크리스토퍼 월러 22%), 2) 트럼프계 인사의 스티븐 마이런 이사 공석의 바톤터치, 3) '25년 매파 알베르토 무살렘, 제프리 슈미드에서 '26년 비둘기/중도파 토마스 바킨, 닐 카시카리로의 임무교대가 예정
- 단, 1) '26년 추세 이상의 경제 성장 가능성, 2) Disinflation 추세 지속에도 불구하고 여전히 2% 목표에 크게 미치지 못할 인플레이 환경, 3) 연준의 정중동 행보에도 충분히 확장적인 금융/통화 환경 등을 고려할 경우, '25년 10월 ~ '26년 말 연준 금리인하 횟수는 총 4회 이하가 될 소지가 다분한 것으로 평가
- '25년 막무가내 스티븐 마이런의 투표권 행사로 추가 2회 금리인하가 단행되는 경우라면, '26년 실제 금리인하 횟수는 1~2회 수준으로 제한될 공산이 크다는 의미

'25~'26년 연준 FOMC 투표권자 구성(총 12인)

구분	이름	이사회 임기
연준 이사회(7인)	제롬 파월(의장, 중립 or 매파)	2028-01-31 (의장 임기 2026-05-23)
	필립 제퍼슨(부의장, 비둘기파)	2036-01-31
	미셸 보우먼(매파)	2034-01-31
	마이클 바(부의장, 중립)	2032-01-31
	리사 콕(비둘기파)	2038-01-31
	크리스토퍼 월러(비둘기파)	2030-01-31
	스티븐 마이런(비둘기파)	2026-01-31
뉴욕 연준 총재(상시 투표권)	'25~'26년 존 윌리엄스(중립)	
지방 연은 총재(4인)	'25년 수잔 콜린스(보스턴, 중립) → '26년 로리 로건(델러스, 중립)	
	'25년 아우스탄 굴스비(시카고, 비둘기파) → '26년 베스 해맥(클리블랜드, 매파)	
	'25년 알베르토 무살렘(세인트루이스, 매파) → '26년 토마스 바킨(리치몬드, 중립)	
	'25년 제프리 슈미드(캔자스시티, 매파) → '26년 닐 카시카리(미니애폴리스, 비둘기파)	

자료: FRB, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Bloomberg Fed Sentiment 지수와 연준 정책금리



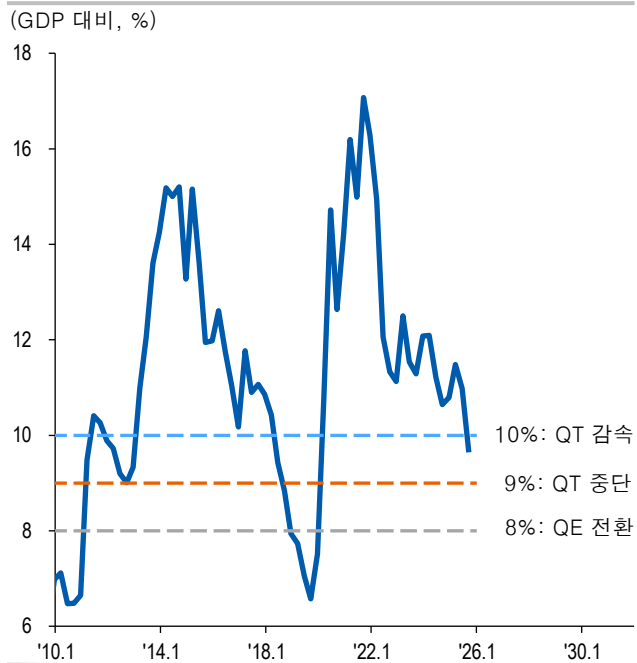
참고: Bloomberg Fed Sentiment 지수 상승은 Hawkish 통화정책 스탠스를 반영
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



'26년 1Q(또는 상반기) QT 종료에 제한적 금리인하 영향을 보완할 전망

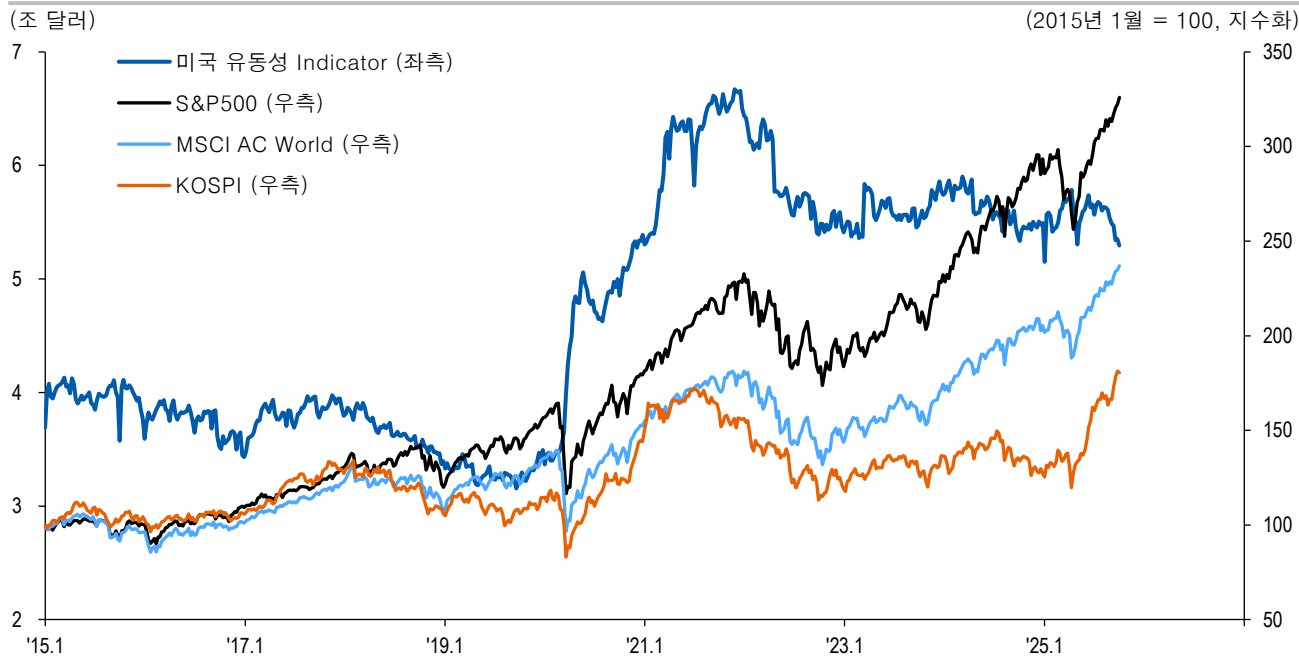
- 단, '26년 1분기(또는 상반기) QT 종료에 제한적 금리인하 영향을 상쇄 및 보완할 전망
- 연준의 비전통적(QE/QT 등) 통화정책의 실행 부처인 뉴욕 연준이 설정했고, 리오프닝 이후 연준 통화정책의 설계자이자 트럼프의 복심 중 하나인 크리스토퍼 월러가 지지하는 QT 종료의 전제조건은 명목 GDP 대비 은행 지급준비금 비율 9%선 통과
- '25년 4월 연준은 1Q 말 동 비율 11.5%대에서 선제적으로 QT 감속(정책 임계선 10%)으로 전환. 3Q 말 기준 규모 유지 가정과 CBO 명목 GDP 성장률(전분기 대비, 연율화 환산) 전망치를 결합할 경우, 동 비율은 '25년 3Q 말 9.7%에서 '26년 1Q(또는 상반기) 중 9%선 임계선 통과가 가능할 전망
- 연준 QT 종료는 월스트리트 달러 유동성(통화량+지준+기타) 보강을 통해 '26년 글로벌 경기/증시 Quasi-Goldilocks 행렬에 일조할 개연성이 높음

연준 QE/QT 변화 조건: 명목 GDP 대비 은행 지급준비금 비율



참고: NY Fed('Open Market Operations during 2022', '23년 4월)
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 유동성 Indicator와 S&P500, MSCI ACWI, KOSPI 지수 추이



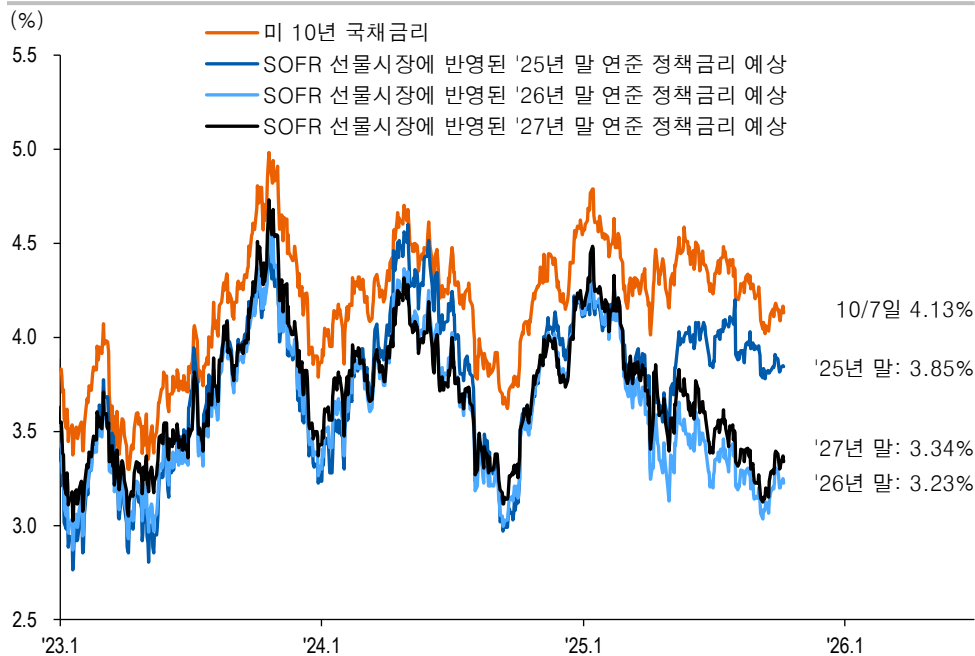
참고: 미국 유동성 Indicator는 연준 총자산에서 RRP와 TGA를 차감해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 말 미 10년 국채금리 3.8%까지의 점진적 하향 안정화 가능성에 초점

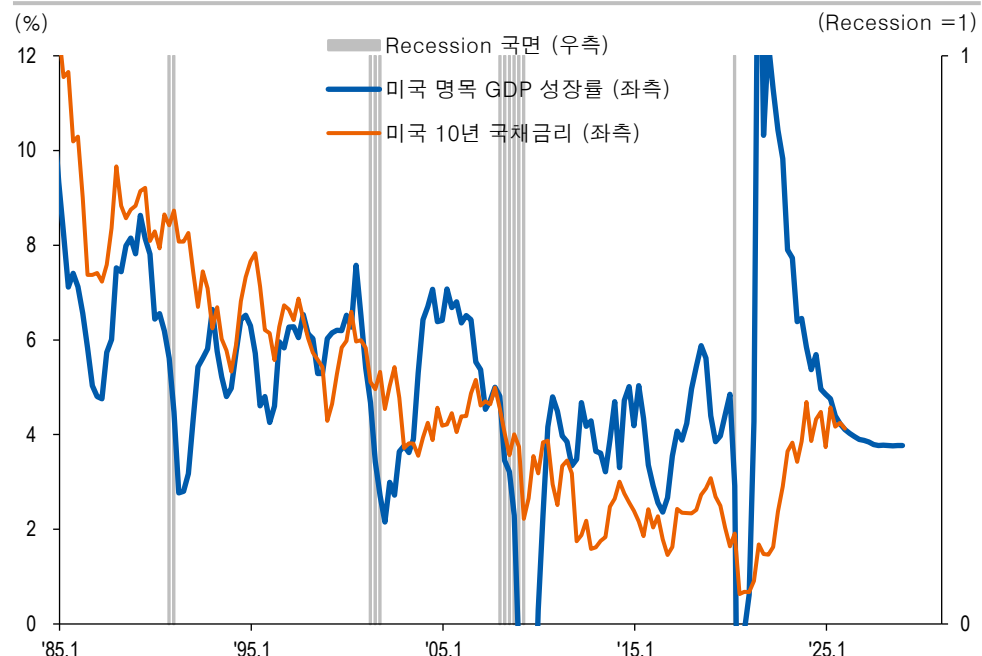
- 이 경우 '26년 말 미 10년 국채금리는 SOFR 선도금리와 CBO 명목 GDP 성장률 전망에 따른 경우 3.8%까지의 점진적 하향 안정화가 가능할 것으로 판단
- 10월 현재 SOFR 선물시장에 반영된 연준 정책금리 예상치는 '25년 말 3.85%(연내 1.6회 인하 기대 반영), '26년 말 3.23%(내년 추가 2.5회 인하 기대 반영)
- 미 10년 국채금리와 SOFR 선물시장에 반영된 '26년 말 정책금리 예상치간 스프레드는 '24년 이후 평균 61.9BP. '26년 말까지 총 4회 이하의 연준 금리인하 가능성을 고려할 경우, '26년 말 미 10년 국채금리는 3.8%(3.23% + 0.619%) 어귀로의 점진적 하향 안정화에 나설 개연성이 높음
- 미 10년 국채금리는 정부의 차입비용 Proxy에 준하는 바, 시장금리가 명목 GDP 성장률 이상으로 상승할 경우 머지않아 경기침체가 현실화. Recession 가능성을 배제할 경우 명목 GDP 성장률이 바로 미 10년 국채금리의 Cap에 해당. CBO 추산 명목 성장률 전망치는 '26년 1Q 4.03%, 2Q 3.96%, 3Q 3.90%, 4Q 3.88%

미 10년 국채금리와 SOFR 선물시장에 반영된 각 연도말 연준 정책금리 예상



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 명목 GDP 성장률과 10년 국채금리: Recession 현실화가 아닌 이상 명목 성장률이 시장금리의 Cap



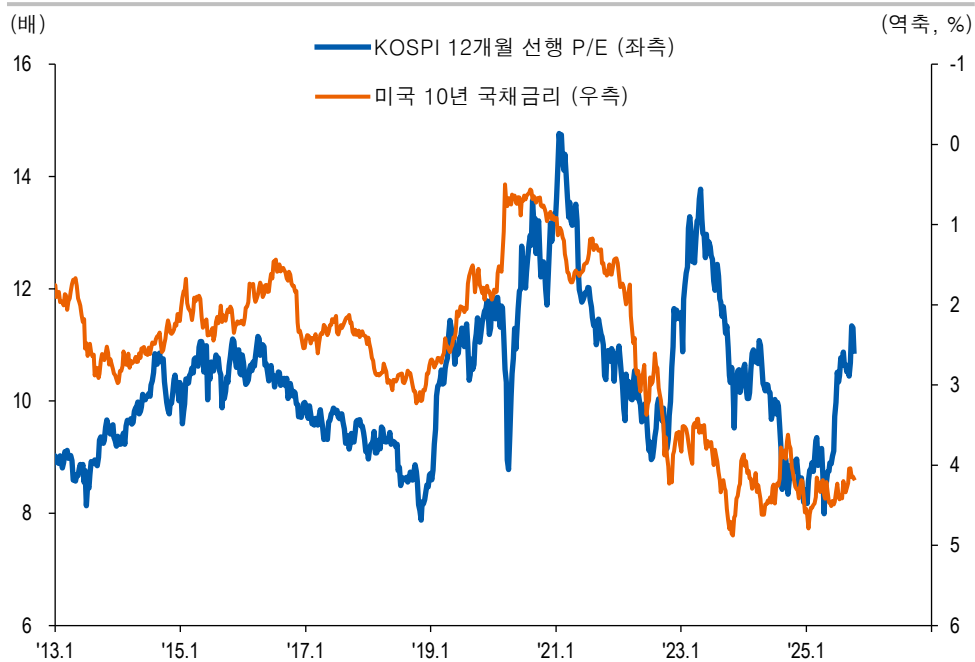
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 연준의 선택은 Slow Easing Cycle

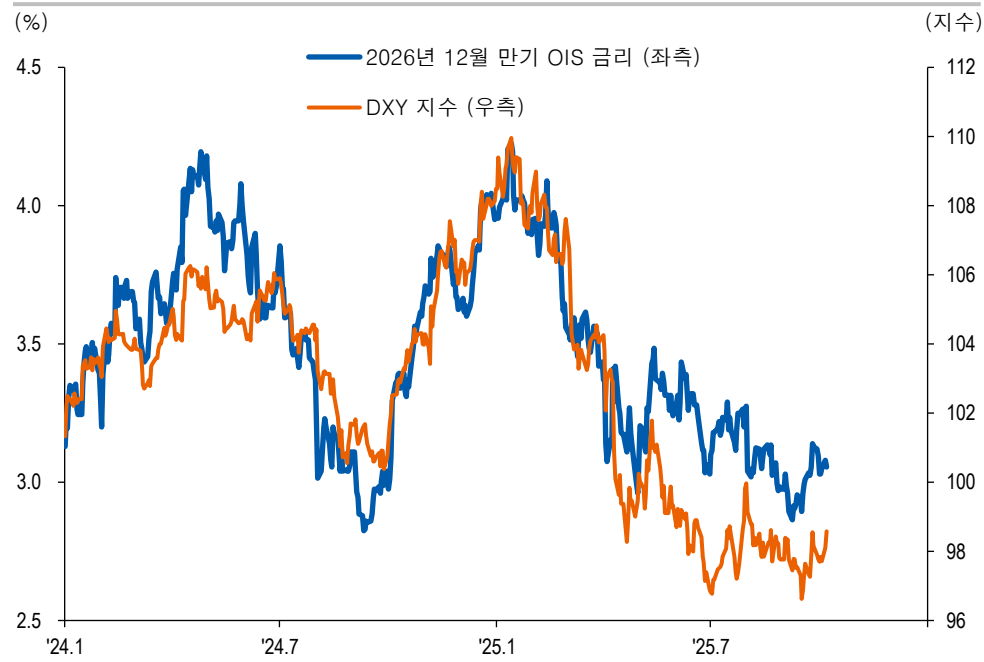
- 결국 '26년 연준 통화완화는 실물경기 및 금융시장 진작의 연속적/공세적/무조건 반사적 금리인하(Fast Easing Cycle)가 아닌 경기/고용 환경 다운 사이드 리스크 제어를 위한 산발적/수세적/조건 반사적 대응(Slow Easing Cycle) 성격으로 한정될 소지가 다분. 시장 눈높이 이하의 제한적 금리인하와 QT 종료의 정책조합을 기대
- '26년 연준 Slow Easing Cycle 본격화는 시장금리 환경의 점진적 하향 안정화와 일드커브 Bull-Steepening 전환을 지속 자극하며 국내외 증시 하방 경직성 강화 및 주가/수급/밸류에이션 추가 도약을 견인할 개연성이 높음
- '26년 연준 정책 기대를 반영한 OIS(Overnight Inflation Swap) 금리와 DXY 달러화 인덱스는 동행. '26년 연준의 Slow Easing Cycle 본격화 기대가 유효한 이상 달러화 가치 역시 점진적 하향 안정화에 나설 공산이 크나, 시장 기대와 연준 정책 현실간 매파적 이격조정이 뒤따를 때는 환율 및 수급 노이즈가 심화될 수 있음을 염두

미 10년 국채금리와 KOSPI 12개월 선행 P/E



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

'26년 12월 만기 미국 OIS(Overnight Inflation Swap) 금리와 DXY(달러화) 인덱스



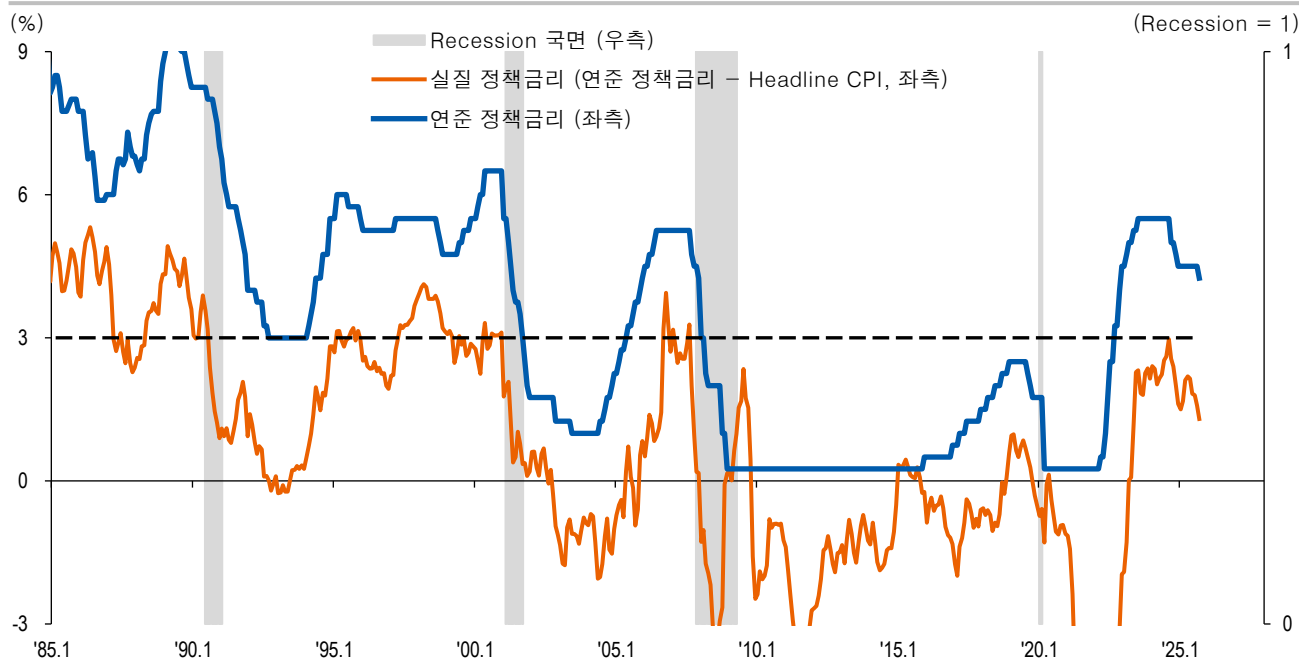
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



실질 정책금리 3%선 이하에서 선제적으로 단행된 Slow Easing Cycle임을 주목

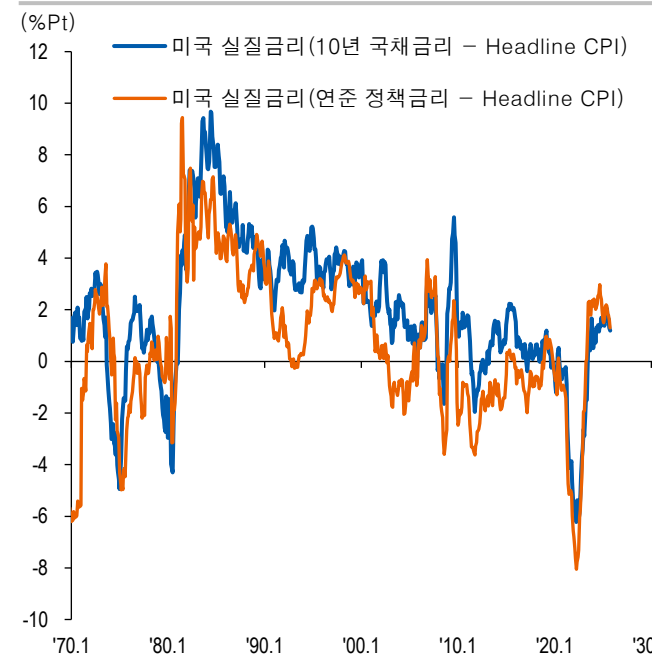
- 9월 연준 금리인하는 실질 정책금리(연준 정책금리 - Headline CPI) 측면 경기침체 임계선 3%선 이하(9월 1.26%: 정책금리 4.5% - 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 9월 예상치 2.99%, 10월 1.25%: 정책금리 4.25% - 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 10월 예상치 3.0%)에서 단행
- 실질 정책금리 3%선 이상에서 단행됐던 과거 금리인하 사이클 모두 시장 눈높이에 부합하는 공세적 통화완화에도 불구하고 실제 경기침체/금융위기를 피한 바 없었음
- 장래 금리인하 성격이 Slow Easing Cycle 형태로 한정되더라도, 이는 코로나 팬데믹 이전 금리인하 사이클 대비 2배 이상 선제적이며 보험적인 통화정책 변화에 해당
- 연준의 선제적 Slow Easing Cycle 가세로 국내외 실물경기 및 금융시장 전반의 긍정론의 추가 강화될 전망. '26년 국내외 증시 환경에 대한 낙관론을 고수하는 이유

연준 실질 정책금리 변화와 Recession 국면: 9월 금리인하는 실질 정책금리 1.26%에서 단행



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 Ex-Post(사후적) 실질금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

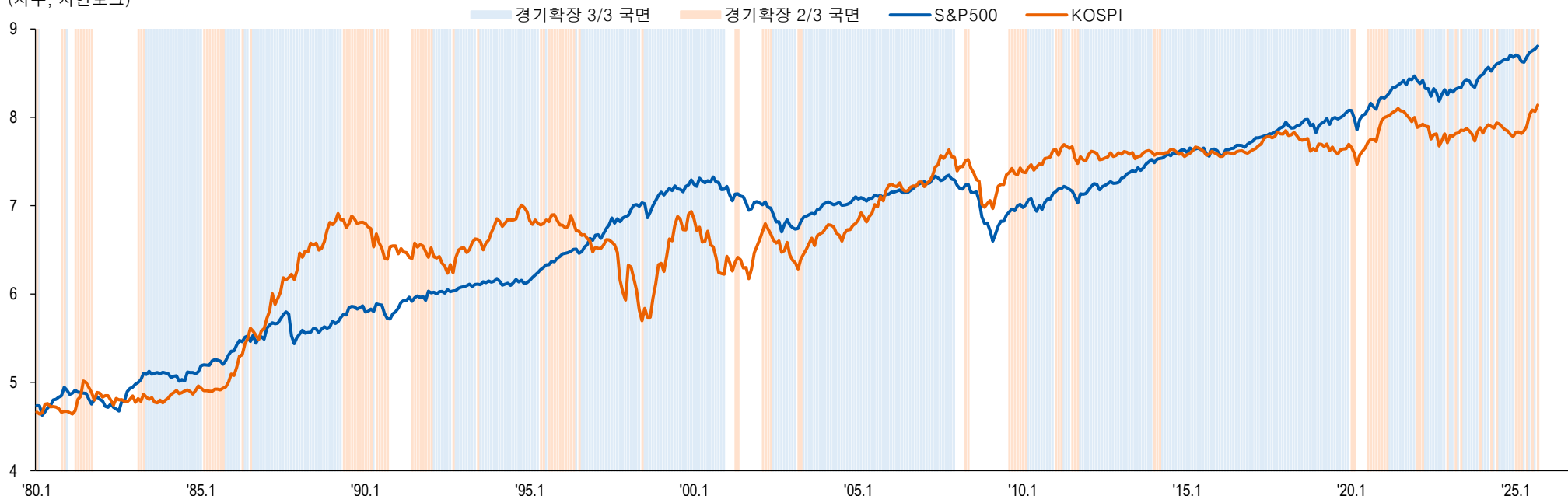


미국/글로벌 경기 확장/회복 국면에서 연준의 Slow Easing Cycle이 가세

- 더불어 이번 금리인하 사이클은 미국 및 글로벌 실물경기 확장/회복 구간에서 선제적으로 단행된 통화정책 변화라는 점을 주목할 필요
- 1) 1980년 이후 ISM 복합지수(제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균) 기준선 50Pt선 이상, 2) 컨퍼런스보드 경기동행지수 전년 대비 증감률 플러스(+), 3) 분기별 실질 GDP 성장률(전분기 대비, 연율화 환산) 플러스(+)) 여부로 미국 및 글로벌 경기확장 여부를 진단. 3가지 요건 중 2개 이상을 충족했을 때 경기확장 국면으로 판정
- 통상 국내외 증시는 미국 실물경기 확장/비확장 여부에 따라 주가의 희비가 교차
- 이번 9월 금리인하는 3가지 요건 모두를 충족한 경기확장 3/3 국면에서 단행됐던 금리인하에 해당하며, 10월 추가 인하는 경기확장 2/3 국면(9월 ISM 복합지수 49.8Pt)에서 실시되는 통화정책 변화에 해당

경기확장 국면별 S&P500 및 KOSPI 지수 등락 추이

(지수, 자연로그)



참고: 1) ISM 복합지수(제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균) 50Pt선 이상, 2) 컨퍼런스보드 경기동행지수 전년 대비 증감률 플러스, 3) 분기별 실질 GDP 성장률 플러스 여부로 경기확장 국면을 측정. 3가지 요건 중 2개 충족시 경기확장 2/3국면, 3개 모두 충족시 경기확장 3/3 국면으로 규정

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Quasi-Goldilocks와 Slow Easing Cycle간 결합은 '26년 증시 추가 도약 가능성을 암시

- '26년 글로벌 Quasi-Goldilocks 매크로 순항과 연준의 선제적 Slow Easing Cycle간 결합은 국내외 증시 전반에 긍정적으로 작용할 전망
- 1980년 이후 미국 경기확장(3/3 + 2/3) 국면 내 연준 금리인하 가세 관련 평균 투자성과는, 1) S&P500은 금리인하 실시 3개월 이후(+3M) 1.1%(Hit Ratio 상승 확률 53.7%), +6M은 2.0%(61.1%), +9M 4.5%(75.9%), +12M 7.0%(75.0%), 2) KOSPI는 +3M 5.1%(57.4%), +6M 7.8%(51.9%), +9M 15.8%(63.0%), +12M 21.7%(67.3%)로 전 구간에 걸쳐 긍정적 추가 영향이 확인

경기확장 국면 내 연준 금리인하 실시 이후 기간별 S&P500 및 KOSPI 지수 평균 수익률과 Hit Ratio

S&P500 지수 등락률 (연준 금리인하 실시 이후)	경기확장 국면 전체(2/3 + 3/3 국면)		경기확장 3/3 국면		경기확장 2/3 국면	
	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
+3M	1.1	53.7	2.5	63.3	-0.7	41.7
+6M	2.0	61.1	3.8	63.3	-0.2	58.3
+9M	4.5	75.9	6.5	83.3	2.0	66.7
+12M	7.0	75.0	9.3	85.7	4.2	62.5
KOSPI 지수 등락률 (연준 금리인하 실시 이후)	경기확장 국면 전체(2/3 + 3/3 국면)		경기확장 3/3 국면		경기확장 2/3 국면	
	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)	평균 수익률 (%)	Hit Ratio (%)
+3M	5.1	57.4	8.3	73.3	1.1	37.5
+6M	7.8	51.9	17.2	63.3	-4.0	37.5
+9M	15.8	63.0	30.0	86.7	-2.0	33.3
+12M	21.7	67.3	35.6	85.7	5.6	45.8

참고: 1) ISM 복합지수(제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균) 50Pt선 이상, 2) 컨퍼런스보드 경기동행지수 전년 대비 증감을 플러스, 3) 분기별 실질 GDP 성장률 플러스 여부로 경기확장 국면을 측정. 3가지 요건 중 2개 충족시 경기확장 2/3국면, 3개 모두 충족시 경기확장 3/3 국면으로 규정

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



경기확장 국면 내 연준 금리인하 가세 당시 Winner는 국내외 공히 Tech(반도체, S/W)

- 실물경기 확장/회복 국면 내 연준의 선제적/보험성 금리인하 가세 당시 Winner격 업종대안은 한미 증시 공히 반도체, SW를 위시한 Tech 대표주였음
- S&P500에선 Core 소비재가, KOSPI에선 바이오 및 화학/운송/에너지/기계 등 수출 자본재(시클리컬)가 Tech 대표주에 뒤이어 주도주 대열에 동참

경기확장 국면 내 연준 금리인하 실시 이후 기간별 S&P500, KOSPI 업종별 평균 상대수익률

S&P500 (연준 금리인하 이후)	경기확장 국면(2/3 + 3/3 국면) 내 시장 대비 상대수익률 (평균, %)				KOSPI (연준 금리인하 이후)	경기확장 국면(2/3 + 3/3 국면) 내 시장 대비 상대수익률 (평균, %)			
	+3M	+6M	+9M	+12M		+3M	+6M	+9M	+12M
반도체	6.8	11.3	20.6	29.6	소프트웨어	1.1	10.1	15.6	30.0
IT서비스/소프트웨어	4.2	7.6	7.5	10.1	IT가전	-1.0	0.8	11.5	25.2
소매/유통(임의소비재)	2.6	5.0	7.1	9.3	반도체	2.2	3.5	13.9	13.7
IT하드웨어	2.6	2.7	5.7	8.8	건강관리	0.0	2.9	3.3	11.7
가정용 및 개인용 제품	2.9	5.3	4.1	8.1	화학	-5.9	-2.6	-2.6	10.6
소비자 서비스	1.5	2.3	0.9	3.0	운송	0.3	5.6	3.1	8.6
금융서비스	-0.9	0.5	-0.9	0.7	에너지	-6.3	-2.3	0.4	7.0
음식료/담배	0.3	0.7	-1.1	0.1	기계	-4.0	12.2	15.4	5.9
소매/유통(필수소비재)	1.0	0.5	0.3	0.0	통신서비스	2.2	-1.8	-6.5	3.4
운송	0.6	1.5	-1.2	-0.8	필수소비재	-2.2	1.3	-0.6	3.4
자본재	-0.4	0.1	-0.5	-1.3	IT하드웨어	0.2	-0.9	0.5	1.5
내구소비재 및 의류	-1.0	-2.5	-3.5	-2.1	유틸리티	3.1	2.8	0.2	0.3
제약·바이오/생명과학	0.1	-1.3	-2.7	-3.1	상사,자본재	4.0	7.2	13.2	-0.4
자동차	-1.3	-2.4	-4.2	-3.3	자동차	-6.0	-6.3	-8.3	-3.7
은행	-0.3	-1.5	-3.9	-3.4	화장품, 의류, 완구	-3.2	0.2	-4.5	-6.6
소재	-2.0	-1.3	-1.6	-3.6	미디어, 교육	0.4	0.7	-3.3	-6.8
상업 및 전문 서비스	0.1	0.2	-1.9	-3.9	디스플레이	1.0	-3.7	-5.7	-7.6
헬스케어 장비 및 서비스	0.9	-2.5	-3.3	-4.7	조선	-3.3	4.7	3.9	-7.7
보험	-1.1	-2.5	-5.2	-4.7	건설, 건축관련	-2.8	-0.4	-4.0	-8.0
에너지	-3.0	-4.2	-3.2	-6.1	호텔, 레저서비스	-0.2	-1.4	-7.5	-10.7
REITs	-2.2	-3.1	-6.9	-10.3	비철, 목재등	-4.9	-5.7	-11.0	-11.3
					보험	-2.0	-4.5	-10.2	-12.0
					은행	0.8	-1.7	-5.7	-12.4
					철강	-2.2	-7.8	-12.6	-13.5
					소매(유통)	-4.8	-3.8	-12.8	-17.3
					증권	-2.2	-6.1	-7.9	-17.4

참고: S&P500은 1989년 9월 이후, KOSPI는 2000년 1월 이후 경기확장 국면 내 연준 금리인하 실시 이후 기간을 대상. 업종 구분은 S&P500 Economic Sector Level 1, KOSPI W26에 의거. 자료: LSEG Workspace, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

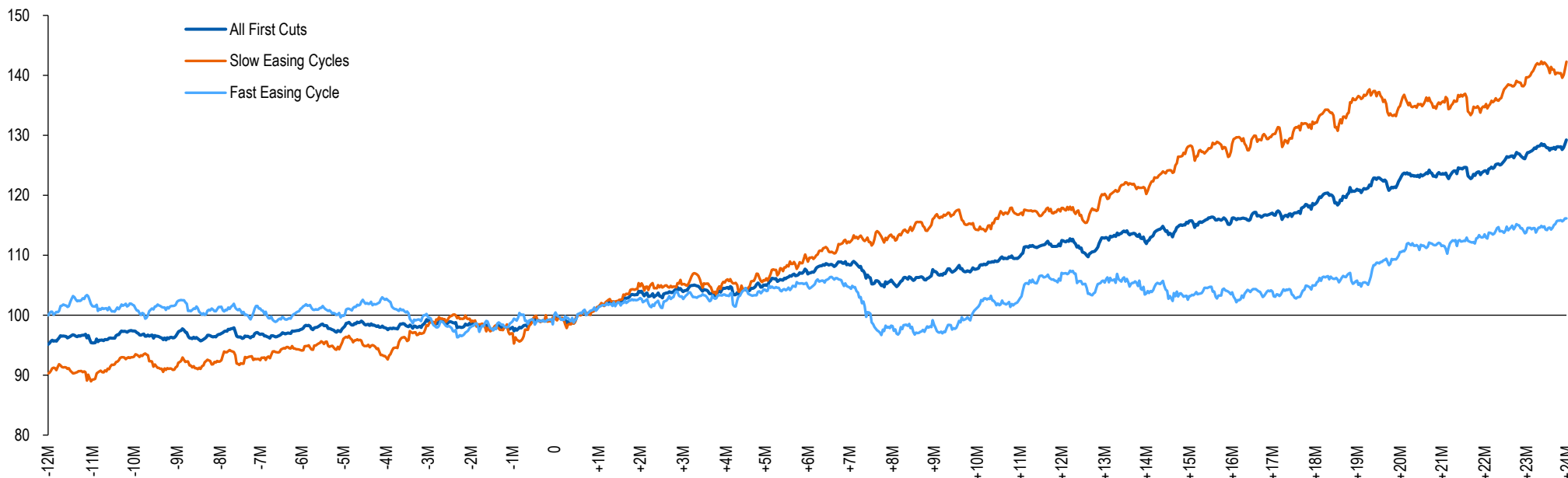


Case Study: ① 연준 금리인하 사이클 내 최초 인하 시점 전후 S&P500 등락 추이

- 1974년(한국은 1980년) 이후 총 10번의 연준 금리인하 사이클 당시 최초 금리인하 전후 과정에서의 증시 방향성과 시장 색깔 변화를 관찰
- S&P500은 연준 최초 금리인하 실시 1개월 이후 전 기간 평균 +1.4%, 3개월 이후 +3.9%, 6개월 이후 +6.9%, 12개월 이후 +12.5% 상승
- 경기/물가/금융 환경 안정 위에 연준의 점진적 통화완화가 가세했던 Slow Easing Cycle(Insurance/Disinflation Cut 성격의 금리인하 국면: '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일 이후)에선 S&P500의 최초 금리인하 영향은 1개월 이후 +1.4%, 3개월 이후 +5.2%, 6개월 이후 +8.9%로 구체화
- 반면, 경기/금융 불안 및 침체 대응을 위해 공세적 금리인하가 줄지었던 Fast Easing Cycle(Recession/Deflation Cut 성격의 금리인하 국면: '74년 12/9일, '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 이후)에선 1개월 이후 +1.4%, 3개월 이후 +2.7%, 6개월 이후 +4.8%로 상승 탄력이 반감

연준 최초 금리인하 전후 S&P500 지수 등락 추이

(최초 금리인하 일 = 100, 지수)



참고: Slow Easing Cycle은 '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일, Fast Easing Cycle은 '74년 12/9일, '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 연준 최초 금리인하 이후 사이클에 해당
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

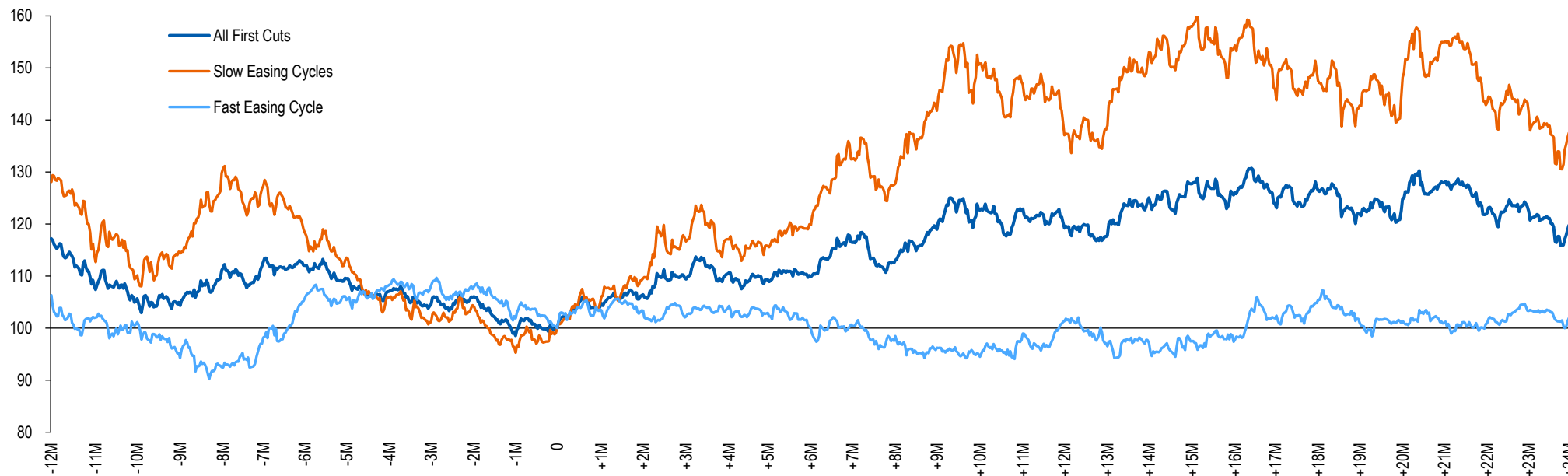


② 연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 시점 전후 KOSPI 등락 추이

- KOSPI는 연준 최초 금리인하 1개월 이후 전 기간 평균 +4.8%, 3개월 이후 +9.4%, 6개월 이후 +9.8%, 12개월 이후 +19.2% 상승.
- S&P500을 압도하는 의외의 결과가 확인되는데, 이는 과거 연준 금리인하 사이클이 집중됐던 80~90년대 한국 경제 고속 성장에 따른 시기적 특수성이 반영된 결과
- KOSPI 역시 Slow Easing Cycle에서 증시 상승 탄력이 가일층 배가됐고(1개월 이후 +6.1%, 3개월 이후 +16.7%, 6개월 이후 +19.8%), Fast Easing Cycle에선 연준 금리인하 영향이 채 한달을 못 가고 실종(1개월 이후 +3.4%, 3개월 이후 +2.2%, 6개월 이후 -0.1%)

연준 최초 금리인하 전후 KOSPI 등락 추이

(최초 금리인하 일 = 100, 지수)



참고: Slow Easing Cycle은 '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일, Fast Easing Cycle은 '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 연준 최초 금리인하 이후 사이클에 해당
 자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

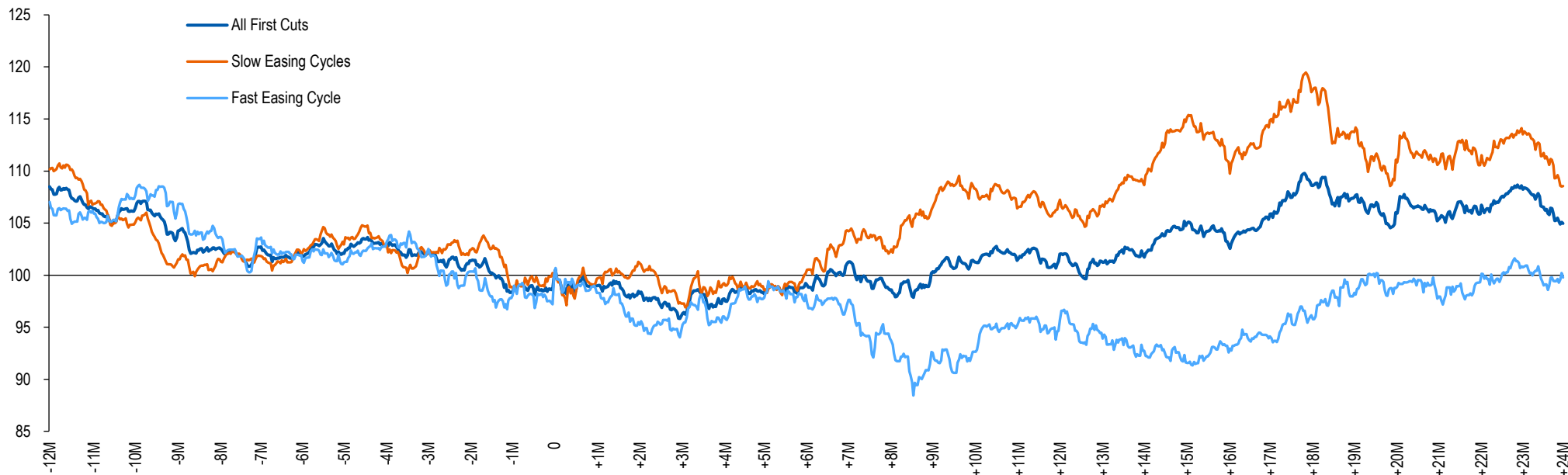


③ 연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 시점 전후 S&P500 경기민감/경기방어 상대주가

- 에너지/소재/산업재/경기소비재/금융/IT/커뮤니케이션 섹터를 경기민감주로, 필수소비재/바이오/유틸리티 등을 경기방어주로 묶어 상대지수를 구성
- S&P500 경기민감/경기방어 상대지수는 연준 최초 금리인하 이후 전 기간 평균 1개월 이후 -1.0%, 3개월 이후 -3.7%, 6개월 이후 -0.9%로 부진했다, 7개월 이후 시점에 이르러 +1.3% 상승 전환. 연준 금리인하 이후 6개월 또는 금리인하 사이클 초기 구간에선 경기방어주가 경기민감주를 아웃퍼폼했다는 의미
- 전 기간 평균과 유사하게 Slow/Fast Easing Cycle 모두에서 상기 경향성이 확인. 연준 금리인하 사이클 초기 구간에서의 포트폴리오 전략 리더십은 매크로 환경과 연준 금리인하의 성격과는 무관하게 당장은 경기방어주, 구조적 성장주, 정책 수혜주 등을 활용한 선별적 또는 정중동 대응에 집중
- 경기민감주 상대우위는 Slow Easing Cycle 속 연준 금리인하의 누적효과가 반영되는 7개월 이후 시점부터 본격화. 당분간 현 시장 주도주 리더십이 흔들림 없이 지속될 공산이 크며, 에너지/소재/산업재 등 전통적 시클리컬 업종 전반으로의 매기 확산은 매크로/증시 자신감 확대가 본격화된 이후가 될 소지가 다분하단 의미

연준 최초 금리인하 전후 S&P500 경기민감/경기방어 상대지수 등락 추이

(최초 금리인하 일 = 100, 지수)



참고: Slow Easing Cycle은 '80년 5/30일, '84년 11/21일, '95년 7/6일, '98년 9/29일, Fast Easing Cycle은 '74년 12/9일, '81년 11/2일, '89년 6/6일, '01년 1/3일, '07년 9/18일, '19년 7/31일 연준 최초 금리인하 이후 사이클에 해당
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



④ 연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 시점 전후 한국 스타일/팩터 리더십 변화

- 한국 증시 업종/스타일/팩터 지수의 역사가 일천한 탓에 연준 Fast Easing Cycle에 해당하는 2000년 이후 데이터만이 접근 가능한 한계가 존재
- 경기/금융 침체 대응을 위한 사후약방문 성격의 통화완화였던 까닭에, Fast Easing Cycle 내 연준 최초 금리인하의 국내증시 스타일/팩터 영향은 대체로 불분명
- 실제, KOSPI(대형주 Proxy)와 KOSDAQ(중소형주 Proxy) 사이의 우열은 모호했고, 팩터 리더십 또한 뚜렷한 경향성을 찾을 수 없었음
- 단, 최초 금리인하가 시장 전체나 가치주보다 Long Equity Duration 성격을 지닌 성장주에 상대적으로 유리하게 작용했다는 제한적 수준의 스타일 로테이션 관련 경향성은 확인

연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 시점 전후 한국 증시 방향성 및 색깔 변화 점검(절대수익률, %)

구분	2001년 1/3일 최초 인하				2007년 9/18일 최초 인하				2019년 7/31일 최초 인하			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
KOSPI	-13.1	-6.0	11.2	-2.8	3.6	14.3	1.7	-1.5	-8.0	-4.3	-5.2	3.0
KOSDAQ	-35.7	-26.7	40.0	19.4	-4.1	16.5	-2.0	-10.7	-16.6	-10.1	-4.2	5.9
가치	-18.0	-6.7	12.6	2.2	3.3	13.3	0.2	-0.7	-3.8	-2.4	-5.9	3.0
성장	-12.4	-9.1	15.1	-5.5	2.5	15.9	3.6	-1.3	-12.6	-5.6	-4.8	5.2
배당	-	-	9.8	8.7	8.9	16.7	-0.4	3.9	-6.8	-2.3	-5.0	-3.7
로우볼	-9.6	-6.7	8.9	8.8	6.0	14.8	-1.9	-2.9	-9.3	-5.4	-6.4	-4.7
퀄리티	-	-	-	-	7.5	20.2	1.1	-1.2	-8.5	-3.0	-5.6	-1.3

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



⑤ 연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 시점 전후 한국 WI26 업종별 주도권 변화

- 2000년 이전 데이터 제약으로 말미암아 연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 전후 국면에서의 국내증시 업종별 리더십 변화를 명확하게 규명하긴 어려웠음
- 단, 대표성과 설명력은 일부 제한되나 연준 Fast Easing Cycle이었음에도 조선, 상사/자본재, 소프트웨어, IT가전 등에선 최초 금리인하 이후 KOSPI 대비 중립이상 주가 영향이 관찰

연준 금리인하 사이클 당시 최초 인하 시점 전후 한국 WI26 업종별 주가 등락률(KOSPI 대비 상대수익률, %)

구분	2001년 1/3일 최초 인하				2007년 9/18일 최초 인하				2019년 7/31일 최초 인하			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
에너지	-11.0	-1.6	-6.9	11.6	-4.8	15.3	5.0	7.5	-0.6	6.6	-0.3	2.0
화학	-4.2	-2.3	6.6	11.0	23.9	18.7	6.4	-9.0	-2.2	-3.6	1.3	-7.2
비철, 목재등	-3.1	-7.3	4.8	21.8	-7.5	4.4	-5.5	-16.8	3.3	-1.1	2.6	-7.1
철강	3.8	11.1	9.6	22.2	24.2	24.9	-5.7	-7.6	-4.0	-5.1	-4.2	-11.4
건설, 건축관련	-8.1	-2.1	6.6	0.5	14.9	17.4	0.2	-3.8	-6.5	-9.8	-0.1	-4.5
기계	-15.3	-15.4	5.3	17.2	7.6	13.6	10.1	-5.6	-5.8	-8.4	4.1	-3.7
조선	19.7	3.9	21.1	46.5	10.5	15.2	8.7	-4.1	-18.1	-10.8	9.3	44.0
상사, 자본재	0.1	-1.9	15.3	1.1	8.5	11.4	5.1	-6.8	-0.3	0.3	1.1	2.3
운송	6.9	8.0	-0.7	-10.2	11.6	-1.2	14.8	2.2	-4.9	-2.0	3.4	-3.1
자동차	3.7	-8.4	7.8	29.8	-7.5	-12.1	-11.8	-3.5	2.8	1.4	3.6	-5.3
화장품, 의류, 완구	0.8	-11.7	13.8	17.7	-4.4	3.8	-0.7	-6.9	-9.5	-2.8	-3.1	2.6
호텔, 레저서비스	-1.1	-8.3	0.4	9.9	8.7	3.1	-1.5	-2.4	-11.7	-7.2	3.5	2.5
미디어, 교육	-26.0	-18.2	20.3	26.4	-7.0	-1.0	-7.1	-5.6	-9.0	-5.6	-0.2	-0.4
소매(유통)	-24.8	-19.6	28.0	35.2	-7.8	0.8	-0.6	0.0	-10.3	-7.4	1.0	-10.1
필수소비재	3.2	-1.5	-6.3	6.0	-0.9	0.8	-2.0	4.9	-4.6	-2.0	4.4	0.0
건강관리	-7.5	-14.0	23.4	18.6	-5.3	-1.8	-4.7	1.5	-15.4	-9.1	-3.2	2.5
은행	11.5	6.9	-5.5	-9.4	-10.6	-11.3	-4.3	-2.7	2.8	-1.5	-4.3	-6.9
증권	-5.8	11.8	21.8	13.9	-23.6	-8.8	10.4	14.6	5.8	-3.6	-2.8	-11.0
보험	-0.8	-1.1	9.0	6.8	-2.4	-2.3	18.3	21.0	-8.9	-3.2	-6.3	-12.8
소프트웨어	-47.2	-33.4	69.1	58.3	-5.3	7.8	9.2	1.2	6.8	6.5	7.0	6.9
IT하드웨어	-14.6	-16.0	24.1	16.3	1.6	4.8	-11.1	-23.4	2.1	-3.2	2.2	8.3
반도체	-13.5	-9.9	9.4	15.4	-10.4	-19.8	-8.4	-0.9	7.9	5.8	-1.4	6.5
IT가전	-23.7	-8.2	17.2	11.9	-4.4	-1.8	11.1	18.5	1.1	-2.0	3.4	-4.1
디스플레이	14.6	-1.8	15.8	19.4	-13.1	-7.3	0.8	0.8	-7.5	-4.6	-2.9	-8.0
통신서비스	7.0	-2.1	-2.8	-17.1	-5.8	-3.9	-2.6	17.7	5.1	-1.2	3.6	-5.8
유틸리티	-3.9	4.9	-12.1	-12.4	-0.3	-8.1	-6.9	0.3	1.5	9.3	-2.0	-9.4

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



⑥ 2000년 이후 총 31회 연준 금리인하 전후 한국 스타일/팩터 리더십 변화

- 접근 방법을 바꿔 2000년 이후 총 31회의 연준 금리인하 전후 과정에서의 한국 증시/업종/스타일/팩터 리더십 변화를 점검
- 증시 영향은 연준 금리인하 성격과 각 사이클별로 크게 상이했으나, KOSDAQ 중소형주 대비 KOSPI 대형주 시장의 상대우위 구도는 확연
- 스타일/팩터 리더십은 대체로 불분명했으나, 앞선 최초 금리인하 전후 사례와 유사하게 Long Equity Duration 성격을 지닌 성장주군은 대부분의 금리인하 과정에서 시장대비 초과성과 확보가 가능

2000년 이후 총 31회 연준 금리인하 전후 한국 증시 방향성 및 색깔 변화 점검(절대수익률, %)

구분	'01년 1월 ~ '03년 6월 금리인하 사이클(13회)				'07년 9월 ~ '08년 12월 금리인하 사이클(10회)				'19년 8월 ~ '24년 12월 금리인하 사이클(8회)			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
코스피	-0.7	2.9	5.4	10.0	-10.6	-5.2	0.4	0.1	-6.2	-3.6	-3.6	0.1
코스닥	-7.0	1.2	6.3	5.6	-17.4	-7.9	1.0	-0.2	-9.0	-4.5	-4.6	-1.3
가치	0.2	3.2	5.1	10.2	-8.6	-3.9	-0.5	0.6	-6.9	-4.2	-4.1	0.0
성장	-3.2	2.5	6.1	8.6	-12.4	-6.4	1.2	-0.3	-5.8	-3.1	-2.9	1.2
배당	5.1	3.1	5.2	15.3	-7.4	-3.6	0.0	1.2	-9.6	-5.2	-4.4	-3.5
로우볼	4.0	2.8	5.6	14.6	-8.7	-4.4	-0.4	0.0	-8.0	-3.6	-4.6	-3.3
퀄리티	3.3	2.2	4.8	17.7	-8.7	-4.3	0.7	0.5	-6.3	-3.1	-3.9	-1.3

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



⑦ 2000년 이후 총 31회 연준 금리인하 전후 한국 WI26 업종별 주도권 변화

- 2000년 이래로 총 31회 연준 금리인하 이후 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 WI26 업종대안은 조선, 상사/자본재(방산), 기계의 중공업 밸류체인과 반도체, IT가전, 필수소비재(음식료) 등으로 한정
- 전술했던 사례 분석 결과를 종합해 보면, 중공업 밸류체인과 반도체를 위시한 Tech 대표주가 '26년 연준 Slow Easing Cycle 내 국내증시 Winner 업종대안으로 기능할 공산이 큼

2000년 이후 총 31회 연준 금리인하 전후 한국 WI26 업종별 주가 등락률(KOSPI 대비 상대수익률, %)

구분	'01년 1월 ~ '03년 6월 금리인하 사이클(13회)				'07년 9월 ~ '08년 12월 금리인하 사이클(10회)				'19년 8월 ~ '24년 12월 금리인하 사이클(8회)			
	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M	-3M	-1M	+1M	+3M
에너지	2.4	-0.4	-2.5	-2.3	-2.6	0.0	3.5	-1.1	-2.3	-0.4	-1.9	-4.6
화학	-0.5	-0.3	0.5	4.0	0.8	-1.2	3.2	5.6	-3.9	-2.4	-3.3	-7.6
비철, 목재등	0.4	-2.2	0.0	1.7	-9.5	-3.3	1.4	2.3	14.8	5.8	2.9	-5.2
철강	5.2	2.4	0.6	1.9	0.6	1.8	0.4	1.6	-7.3	-3.1	-4.0	-6.7
건설, 건축관련	4.2	2.2	-0.2	-0.1	-2.0	-2.4	1.5	-1.7	-6.2	-2.9	-2.9	-2.9
기계	-0.6	-1.8	-1.0	-1.8	-3.1	-3.1	6.5	4.5	-2.1	-2.7	-0.1	1.4
조선	5.2	0.6	0.2	4.7	-7.6	-3.5	5.7	6.0	6.1	3.3	6.2	11.6
상사, 자본재	-1.7	-2.0	0.1	-2.6	-3.8	-0.6	0.0	-4.1	0.1	-0.2	-0.2	2.0
운송	-3.5	0.3	-2.2	5.9	-1.6	-1.6	2.6	-2.2	1.6	2.5	1.1	0.3
자동차	7.0	1.9	2.5	9.7	2.7	0.9	-7.9	-1.7	-4.5	-3.3	-1.6	-3.1
화장품, 의류, 완구	-1.6	-3.0	-0.9	-2.4	-1.6	-1.6	0.0	-0.5	-4.4	1.1	-0.5	0.3
호텔, 레저서비스	2.7	0.7	1.1	0.9	-1.9	-0.7	0.1	-0.5	-2.7	0.3	-1.8	-2.1
미디어, 교육	2.2	0.8	1.7	0.0	-4.1	-1.5	-0.4	-2.5	-2.6	-0.9	-0.4	1.9
소매(유통)	4.3	1.6	5.4	21.7	-3.0	-2.3	-1.1	-1.6	-7.0	-0.7	-1.3	-3.7
필수소비재	4.3	-1.0	-0.7	3.0	6.2	2.8	1.0	0.3	0.4	0.9	0.9	-1.2
건강관리	-0.1	-2.8	0.2	-6.6	-0.3	-1.4	1.5	5.2	2.9	3.4	-0.4	-0.8
은행	3.3	1.9	2.4	6.6	-4.1	-0.5	-4.0	-4.1	-1.1	-1.0	0.2	-2.8
증권	7.7	8.4	2.0	1.8	-3.6	-2.0	-0.5	-0.3	3.4	0.4	0.6	-1.2
보험	7.6	2.4	3.7	11.0	5.1	-0.5	3.4	1.7	-5.2	-0.1	-2.8	-5.2
소프트웨어	-3.5	2.0	3.6	-8.3	-1.5	-0.4	1.3	-0.4	8.2	4.1	1.5	2.9
IT하드웨어	-7.9	-0.7	0.3	-5.7	-5.6	-1.3	-1.9	-2.2	-2.1	-1.3	-1.0	0.8
반도체	0.2	3.5	3.7	7.1	5.5	3.5	-0.5	5.3	1.4	-0.2	1.0	4.9
IT가전	-0.9	3.6	5.0	12.9	12.6	6.5	1.9	6.4	0.7	-1.0	-2.2	-6.4
디스플레이	1.1	0.0	1.0	-3.7	0.4	0.4	0.9	2.4	-6.8	-3.5	-2.1	-3.6
통신서비스	-3.1	-3.7	-2.5	-9.5	8.5	2.2	0.2	-0.7	3.3	2.7	1.5	0.3
유틸리티	-3.6	-4.9	-4.4	-9.2	1.8	1.7	-1.8	-3.4	-1.8	-0.6	-0.6	-3.0

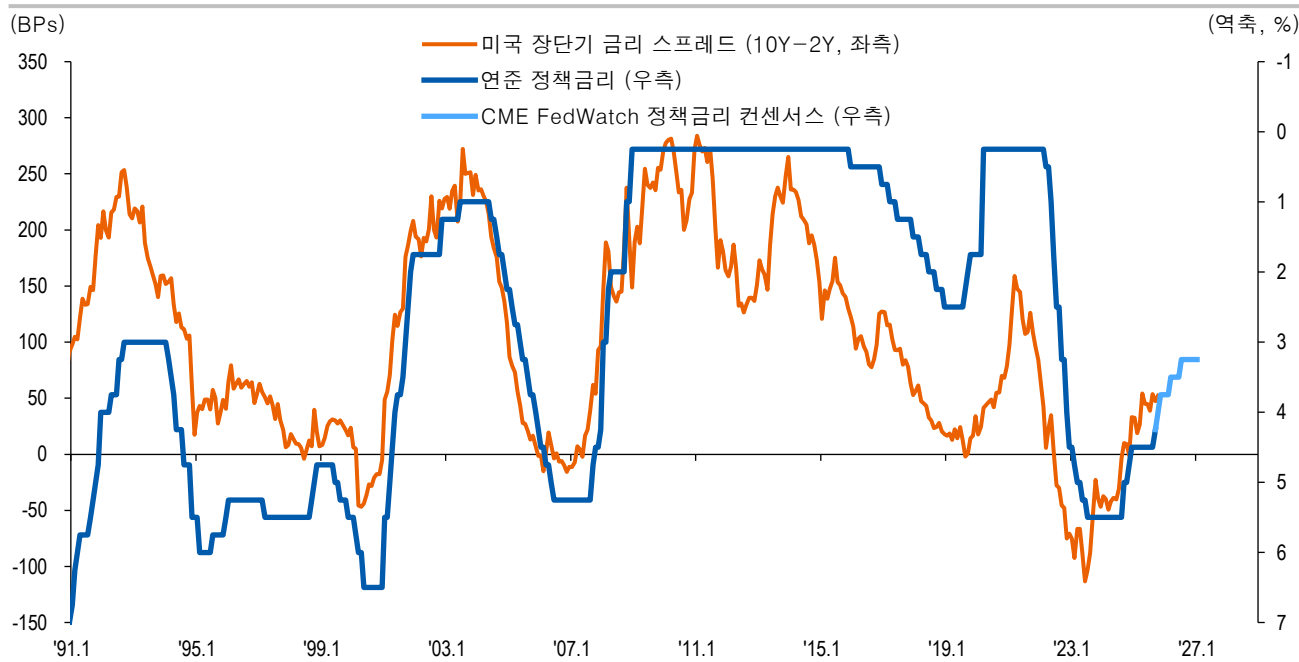
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



'26년 연준 Slow Easing Cycle 본격화는 일드커브 Bull-Steepening 추세화를 자극

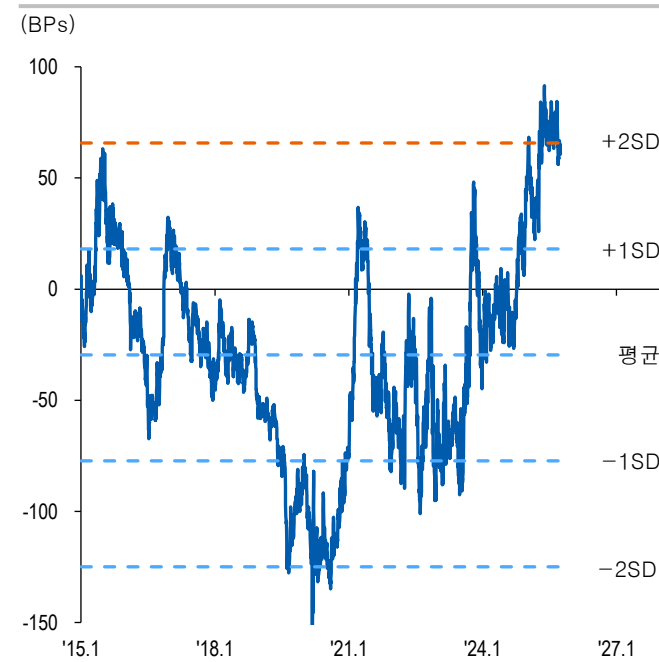
- 국내외 일드커브 환경은 연준 통화정책 변화에 연동. '26년 연준 Slow Easing Cycle 본격화는 일드커브 Bull-Steepening 추세화를 지속 자극할 개연성이 높음
- '26년 연준 및 주요국 통화완화 릴레이와 관세/물가 불확실성 완화는 시장금리 환경 전반의 점진적 하향 안정화 흐름으로 반영될 전망
- 단기금리는 통화정책 및 물가 환경 변화에 즉각적으로 반응할 것이나, 장기금리는 잠복 경기/재정 리스크와 연준 독립성 위해 우려를 복합 반영한 Term Premium을 이유로 단기금리보다 그 하락 속도가 더디고 레벨 역시 '26년 말 미 10년 국채금리 기준 3.8% 내외로 한정될 공산이 큼
- 실제, 뉴욕 연준 추정 10년 국채금리 내재 Term Premium은 10월 현재 60.7BP로 5월 고점 91.5BP 대비 크게 하락했다고는 하나, 여전히 역사/통계적 고점권에 해당하는 +2SD(65.8BP) 어귀에 자리

연준 정책금리와 미 국채 장단기 금리 스프레드(일드커브)



자료: LSEG Workspace, CME FedWatch(10/8일), 유안타증권 리서치센터

NY 연준 10년 국채금리 내재 Term Premium



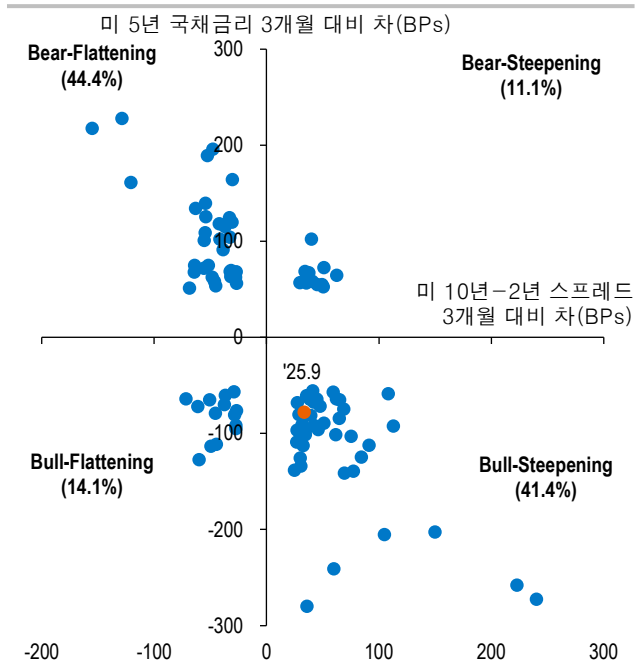
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



일드커브 Bull-Steepening 추세화 가능성은 '26년 증시 낙관론을 지지하는 긍정요인

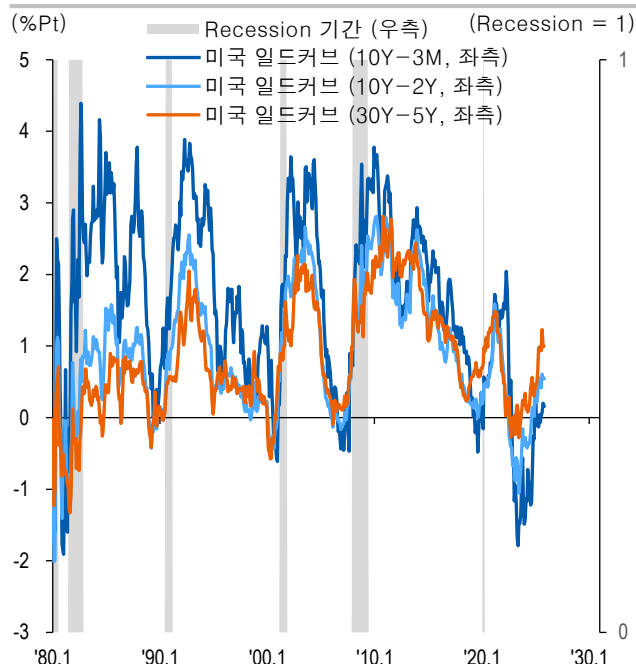
- '26년 국내외 일드커브 Bull-Steepening 추세화 가능성은 국내외 증시 추가 도약 및 현 시장 주도주 리더십 강화를 암시하는 명징한 긍정요인에 해당
- 국내외 증시 우량 및 선도기업 대부분은 장기금리로 차입/조달해 단기금리로 투자/운용. 이에 일드커브 Bear-Steepening 환경에선 경영 제약, 마진 압박, 자금난이 심화. Bear-Steepening 환경이 주식시장엔 최악일 수 밖에 없는 이유(1980년 이후 동 국면 내 3개월 평균 투자 성과는 S&P500 +0.5%, KOSPI +0.3%)
- 일드커브 Bull-Steepening 환경에선 위험보단 기회요인이 늘어나기 시작. MMF 등 단기 운용/이자 수익 감소는 불가피하나, 이자/조달 비용 감소와 수요/업황 개선 영향이 관련 부담을 상쇄함에 따라 증시에선 긍정적 주가 반응이 구체화(1980년 이후 동 국면 내 3개월 평균 투자 성과는 S&P500 +2.9%, KOSPI +2.8%)

미국 시장금리 환경 4사 분면: '25년 Bull-Steepening 국면 전환



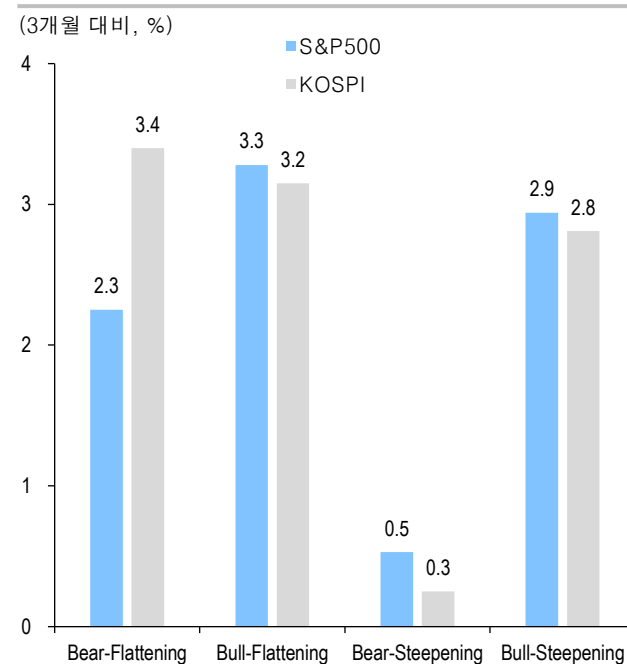
참고: 1977년 이후 월 단위 사례분석의 결과. 5년 국채금리 50BPs 이내 등락과 10년-2년 금리 스프레드 25BPs 이내 등락 케이스는 제외
 자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 장단기 금리 스프레드와 경기침체 국면



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

1980년 이후 한미 증시 시장금리 국면별 3개월 투자성과



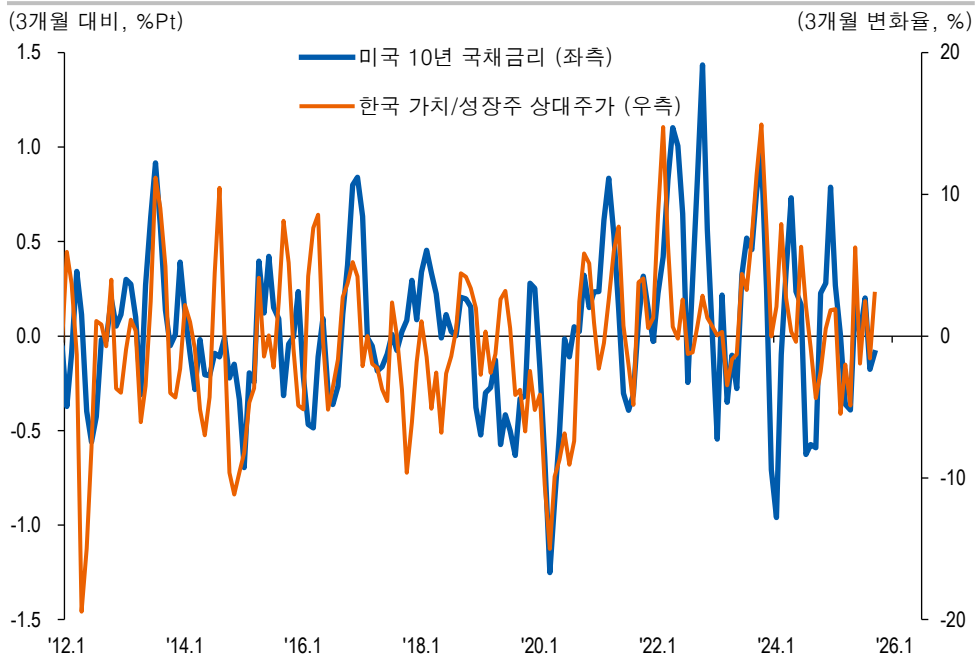
참고: NBER 기준 경기침체 국면은 제외
 자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



일드커브 Bull-Steepening 환경에선 성장/가치주 스타일 이분법 실효성은 미미

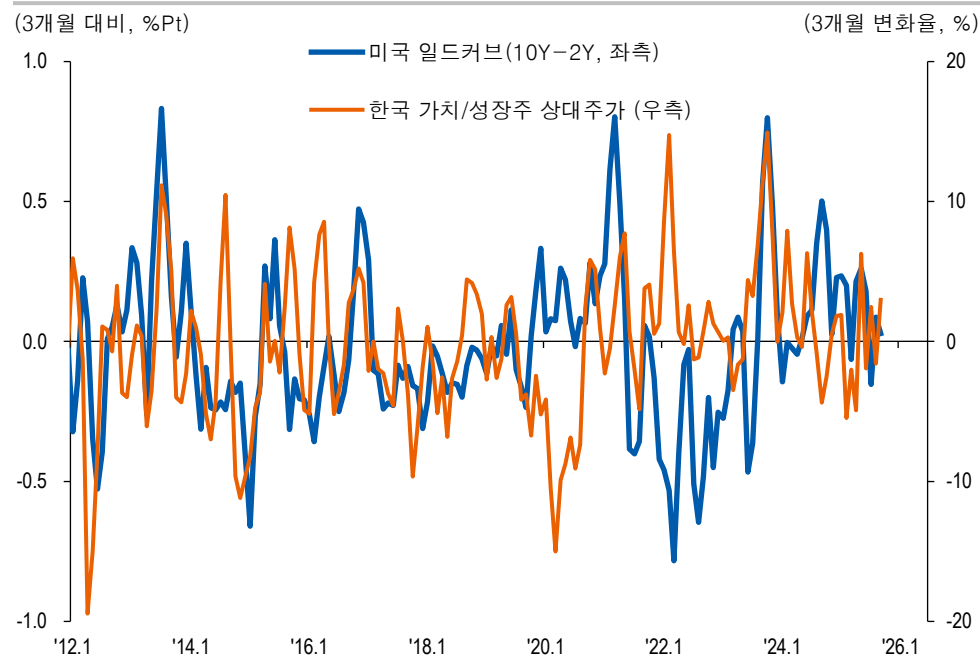
- 국내외 일드커브 Bull-Steepening 추세화 국면에선 전통적 성장/가치주 스타일 이분법적 접근 전략의 실효성은 미미
- 통상 시장금리 하향 안정화 환경은 Short Equity Duration 성격을 갖는 가치주보다 Long Equity Duration 섹체가 짙은 핵심 성장주 주가에 긍정적으로 작용
- 반면, 장단기 금리 스프레드 상승(Steepening) 환경은 시장 투자가족 실물경기 회복/확장 기대와 매크로 자신감 확대 영향을 복합적으로 반영하는 바, 장단기 금리차 확대 국면에선 경기방어주(Defensive) 성격이 강한 성장주보다 경기민감주(Cyclical) 성향이 짙은 가치주가 포트폴리오 전략상 유리
- '26년 국내외 증시 포트폴리오 전략 핵심 알파 확보의 요체로서 시장금리 환경 Bull-Steepening 국면 내 Winner 투자대안 옥석 가리기를 주목하는 이유

미국 10년 국채금리와 MSCI Korea 가치/성장주 상대주가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미 국채 10년-2년 장단기 금리 스프레드(일드커브)와 MSCI Korea 가치/성장주 상대주가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Bull-Steepening 국면 내 S&P500 Winner 업종: Tech(반도체, SW 등), Core 소비재

- 국내외 증시 섹터/업종별 주도권 변화는 미국/글로벌 시장금리 환경(일드커브) 변화에 연동
- 2005년 이후 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 당시 시장(S&P500)대비 초과성과 확보가 가능했던 업종대안은, 반도체, SW, IT하드웨어, Core 소비재, 자동차

2005년 이후 미국 시장금리(일드커브) 국면별 미국 S&P500 Economic Sector Level 1 업종의 S&P500 대비 초과성과

구분	Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		Bull-Flattening 국면 전체 평균 (%)		Bear-Steepening 국면 전체 평균 (%)		Bear-Flattening 국면 전체 평균 (%)	
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio
반도체	1.2	59.6	0.8	51.5	0.6	53.8	0.6	50.7
IT서비스/소프트웨어	1.0	63.8	0.5	58.8	0.3	53.8	-0.1	49.3
IT하드웨어	0.9	63.8	0.9	58.8	0.1	53.8	0.3	50.7
소매/유통(필수소비재)	0.4	44.7	0.0	48.5	-0.6	38.5	0.2	53.6
소매/유통(임의소비재)	0.4	59.6	0.7	55.9	0.4	46.2	0.1	58.0
소비자 서비스	0.2	61.7	0.4	55.9	-0.3	44.6	0.0	47.8
가정용 및 개인용 제품	0.2	51.1	0.1	54.4	-1.5	33.8	0.1	50.7
자동차	0.1	57.4	-0.9	44.1	3.1	50.8	-1.9	31.9
운송	0.0	46.8	-0.6	47.1	0.2	56.9	0.3	56.5
제약·바이오/생명과학	0.0	51.1	0.0	50.0	-0.9	36.9	0.3	46.4
내구소비재 및 의류	0.0	46.8	0.4	54.4	-0.6	40.0	-0.8	40.6
음식료/담배	-0.1	48.9	0.1	50.0	-0.9	36.9	0.1	56.5
자본재	-0.1	51.1	-0.3	41.2	0.3	55.4	0.1	53.6
헬스케어 장비 및 서비스	-0.4	44.7	0.3	52.9	-0.3	47.7	0.4	53.6
소재	-0.5	44.7	-0.4	42.6	-0.1	46.2	0.3	49.3
상업 및 전문 서비스	-0.6	46.8	0.2	57.4	-0.3	44.6	0.0	46.4
REITs	-0.9	38.3	-0.1	48.5	-1.0	35.4	-0.4	47.8
금융	-1.1	40.4	-1.0	38.2	1.1	52.3	0.0	52.2
은행	-1.6	40.4	-1.6	33.8	1.7	60.0	-0.2	47.8
보험	-1.7	40.4	-0.2	48.5	0.7	56.9	0.0	50.7
에너지	-1.9	31.9	-0.9	47.1	0.3	44.6	1.2	52.2

참고: 10/8일 증가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Bull-Steepening 국면 내 KOSPI Winner 업종: 바이오, Tech(반도체, SW 등), 중공업

- 2005년 이후 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 당시 시장(KOSPI)대비 초과성과 확보가 가능했던 W26 업종대안은, 바이오, SW, 조선/기계/방산 등 중공업 밸류체인, IT가전, 반도체

2005년 이후 미국 시장금리(일드커브) 국면별 한국 W26 업종의 KOSPI 대비 초과성과

구분	Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		Bull-Flattening 국면 전체 평균 (%)		Bear-Steepening 국면 전체 평균 (%)		Bear-Flattening 국면 전체 평균 (%)	
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio
건강관리	1.9	59.6	0.6	51.5	0.6	51.5	0.4	47.8
소프트웨어	1.6	63.8	0.8	54.4	0.8	54.4	-0.4	47.8
기계	1.2	55.3	0.5	51.5	0.5	51.5	0.3	49.3
조선	1.0	46.8	-0.3	45.6	-0.3	45.6	1.5	53.6
IT가전	1.0	51.1	-0.1	48.5	-0.1	48.5	0.2	52.2
화학	0.6	46.8	0.5	51.5	0.5	51.5	1.0	52.2
상사, 자본재	0.5	57.4	0.4	48.5	0.4	48.5	-0.8	43.5
필수소비재	0.4	51.1	0.1	55.9	0.1	55.9	0.5	52.2
반도체	0.2	51.1	1.2	55.9	1.2	55.9	0.0	47.8
운송	0.2	42.6	-0.7	44.1	-0.7	44.1	-0.3	43.5
보험	0.1	46.8	-0.5	41.2	-0.5	41.2	0.4	46.4
화장품, 의류, 완구	-0.1	40.4	0.4	51.5	0.4	51.5	0.8	58.0
건설, 건축관련	-0.2	48.9	-0.3	45.6	-0.3	45.6	0.0	52.2
통신서비스	-0.2	40.4	-0.8	39.7	-0.8	39.7	-0.7	40.6
미디어, 교육	-0.2	42.6	-0.2	44.1	-0.2	44.1	-0.8	42.0
증권	-0.2	46.8	0.9	55.9	0.9	55.9	0.1	37.7
호텔, 레저서비스	-0.3	46.8	-0.2	48.5	-0.2	48.5	-0.1	49.3
소매(유통)	-0.5	40.4	-0.9	48.5	-0.9	48.5	0.0	50.7
에너지	-0.5	40.4	-0.2	42.6	-0.2	42.6	0.2	53.6
비철, 목재등	-0.5	42.6	0.9	61.8	0.9	61.8	0.8	58.0
디스플레이	-0.6	48.9	-0.3	36.8	-0.3	36.8	-1.2	34.8
유틸리티	-0.8	38.3	-0.1	38.2	-0.1	38.2	-0.3	55.1
IT하드웨어	-1.1	46.8	0.5	55.9	0.5	55.9	-0.5	42.0
철강	-1.1	36.2	-0.5	41.2	-0.5	41.2	1.2	50.7
자동차	-1.4	40.4	0.4	44.1	0.4	44.1	0.1	52.2
은행	-1.5	31.9	-0.3	42.6	-0.3	42.6	0.2	50.7

참고: 10/8일 증가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



2) 2026년 전략 초점: ③ Entering the 이재명 Transformation Phase

- '26년 이재명 Put 정책 모멘텀 관련 삼두마차는, 1) 경기 활성화를 위한 재정부양 총력전, 2) 증시 구조개혁 릴레이, 3) MSCI 선진지수 승격 프로젝트 본격화
- '26년 정부 총지출(예산안)은 728.0조원으로 '25년 673.3조원 대비 8.1% 대폭 상향 예정. AI 대전환, 초혁신경제, 지방거점성장 관련 적극적 재정집행으로 '26년 잠재성장률 이상의 실제 경제성장과 중장기 선도경제로의 대혁신을 도모하겠다는 복안
- 기획재정부 추산 GDP 대비 국가채무 비율은 '25년 49.1%에서 '29년 58.0%로 상승. 정부는 적극재정 → 경제성장 → 지속가능 재정의 선순환 구조 정착에 방점

2026년 정부 예산안: AI 대전환 및 초혁신경제 관련 적극재정 집행으로 대폭의 경제성장과 경제 대혁신을 도모

구분		예산(조원)	주요 내용
기술이 주도하는 초혁신경제 (51.5조원 → 72.3조원, 전년 대비 +41%)	신산업·R&D 혁신	44.3	A·B·C·D·E·F 첨단기술 고도화(10.6조원) 등 R&D(35.3조원), 첨단산업 특례보증 확대(7.5조원), 국민성장펀드(1.0조원) 및 모태펀드(2.0조원) 출자
	AI 3강을 위한 대전환	10.1	피지컬 AI 중점사업 추진(2.6조원), GPU 1.5만장 구매(2.1조원), AI 인재 1.1만명 양성(1.4조원)
	에너지 전환·탄소중립	7.9	RE100 산업단지 및 차세대·분산형 전력망 구축(4.2조원), 전기차 등 무공해차 보급(2.3조원)
	글로벌 문화강국 조성	5.7	K-컬처 확산 및 수출강화(1.8조원), 관광·푸드·뷰티 등 K-융합(3.2조원)
	통상현안대응·수출 지원	4.3	통상대응 정책금융 패키지 지원(1.9조원), K-유통플랫폼 및 소부장 등 수출지원(2.2조원)
모두의 성장, 기본이 튼튼한 사회 (144.4조원 → 175.5조원, 전년 대비 +22%)	저출생·고령화 대응	70.4	아동수당·아이돌봄 확대 등 저출생 반등(35.8조원), 기초연금 인상(23.3조원)
	충충한 사회안전메트	32.1	아동수당 연령 상향 및 아이돌봄 지원확대 등 저출생 반등(22.5조원), 장애인 돌봄·일자리 확대 등(4.6조원)
	지방거점성장	29.2	농어촌 기본소득 시범도입(11.5조원), 공공의료·교통 등 인프라 확대(3.1조원), 지역전략사업 육성 및 지원(1.9조원)
	민생·사회연대경제	26.2	공적주택 공급 확대(18.1→19.4만 호, 22.7조원), 지역사회상품권 발행 지원(1.2조원)
	산재예방·취약노동자 보호	17.6	구직촉진수당 증액(11.5조원), 근로자 권익보장(2.8조원), 산재 예방시설·안전인력 투자 강화 등(1.5조원)
국민안전, 국익 중심의 외교·안보 (25.1조원 → 29.6조원, 전년 대비 +18%)	첨단국방, 한반도 평화	23.8	장병 및 예비군 복지(15.1조원), 전투기 등 첨단 무기체계 도입(3.2조원), 남북협력기금 확대(1.0조원)
	재난 예측·예방·대응	5.8	풍수해정비 등 재난 대응(3.3조원)

자료: 기획재정부, 유안타증권 리서치센터



'26년 총력전으로 향하는 이재명 Put: AI 대전환 정책부양

- AI 대전환과 초혁신 선도경제 도약이 이재명 정부가 강조하는 ‘진짜성장’ 전략. 적극재정과 150조원 규모 국민성장펀드 모멘텀 모두 양대 정책 과제에 집중
- 정부는 AI 대전환 관련 10대 선도 프로젝트를 ‘25년 하반기부터 추진해 최우선적 정책 패키지(재정/세제/금융/인력/규제/입지 등) 총력 지원에 박차

새정부 경제성장전략: 1) AI 대전환 관련 10대 선도 프로젝트

구분	구분	목표	실행전략
기업 관련 7대 프로젝트	AI 로봇	휴머노이드 산업 3대 강국 진입	로봇 AI 모델·핵심부품 R&D 및 실증·데이터 지원, 물류 등 선도 분야 시작으로 산업용 특화 휴머노이드 개발·상용화
	AI 자동차	완전 자율주행차 상용화	자율주행 AI 모델 등 R&D 지원, 데이터·실증 규제 정비, 시범운행·도시 실증 등 지원
	AI 선박	완전 자율운항선박 개발	지능형 항해시스템 고도화 등 핵심기술 개발, 스마트 항로표지 등 인프라 구축, 규제특례 실증 지원
	AI 가전	글로벌 AI 가전 시장점유율 1위	AI 가전·AI 홈 서비스 개발 및 실증 지원, AI 홈 학습을 위한 데이터플랫폼 구축 지원
	AI 드론	완전 자율비행 드론 개발 및 활용	항공·소방 등 AI 드론·부품·SW 개발, 드론 교통관리 시스템 구축 및 규제 합리화
	AI 팩토리	제조기업 AI 도입률 40%	특화 AI 솔루션 보급, AI 제조로봇·장비 도입, 고숙련 전문인력 수급·AI기반 DB 구축
	AI 반도체	K-온디바이스 AI 반도체 탑재 제품 출시(10종)	수요 대기업-국내 팹리스·파운드리 간 연계, 자율주행 등 핵심분야 맞춤형 AI 반도체 개발, 분야별 국산 AI 반도체 탑재 첨단제품 개발
공공 관련 3대 프로젝트	AI 복지·고용	모든 행정서비스 AI 도입	개인 맞춤형 서비스 자동 안내, 24시간 온라인 민원 서비스 제공
	AI 납세관리	납세 시스템 전면 자동화	AI 세무상담서비스 구축, 신고서 작성·납부 신청 등 납세 전과정 자동화, AI 활용 탈루 의심사례 분석
	AI 신약심사	신약심사 기간 주요국 수준 단축	허가서류 심사, 데이터 검증 등 자동화, 의약품 허가심사 AI 시스템 구축

자료: 기획재정부('새정부 경제성장전략', 8/22일), 유안타증권 리서치센터



'26년 총력전으로 향하는 이재명 Put: 초혁신 선도경제 정책부양

- 첨단소재/부품, 기후/에너지 미래 대응, K-붐업을 위한 초혁신 경제 관련 15대 선도 프로젝트 역시 '25년 하반기부터 본격 가동
- 정부 정책 모멘텀 강화와 자금 지원/투자 확대는 시장 전반 및 관련 정책 수혜주 주가 하방 경직성 강화와 시장 투자가측 순환매격 관심 제고를 자극할 개연성이 높음

새정부 경제성장전략: 2) 초혁신 선도경제 관련 15대 선도 프로젝트

구분	목표	실행전략	
첨단소재·부품	SiC 전력반도체	SiC 전력반도체 기술자립률 10% → 20%	핵심 기술개발 및 파운드리 연계 상용화, 전력반도체 특화형 석·박사 인재 양성
	LNG화물창	LNG선 시장점유율 55% → 70%, 세계 1위	화물창 소재·부품 국산화 지원, 핵심 기자재 시험 생산 장비 구축
	초전도체	표준화·양산화 응용기술 확보	초전도 핵심·기반기술 고도화, 초전도 선재·자석 실용화·상용화 → 의료(MRI), 에너지(핵융합), 교통(자기부상열차) 등으로 확산
	그래핀	선제적 육성, 에너지·센서 분야 상용화 확대	고방열 그래핀 상용화 기술개발, 수요·공급기업 협력 프로젝트 추진
	특수탄소강	조선·에너지용 고부가 후판·강관 기술 1위	수요산업 연계를 통한 극한 환경 대응·탄소배출 저감 소재 등 기술개발, 산학협력 전문인력 양성
기후·에너지·미래대응	태양광·차세대전력망	차세대 태양전지 선도 및 분산형 전력망 전국 확산	탠덤셀·태양광유리 기술개발, 마이크로그리드 실증 추진
	해상풍력·HVDC	해상풍력·HVDC 경쟁력 확보, 에너지고속도로 건설	초대형 풍력 터빈 기술개발, HVDC(고압직류송전방식) 기술개발·실증
	그린수소·SMR	그린수소 기술확보 및 SMR 표준설계인가 추진	그린수소 대규모 시범사업, SMR 기술개발 및 지역 파운드리 구축
	스마트 농·수산업	AI 기반 스마트 농업/양식 선도지구(각 1개소) 조성	AI·빅데이터 활용 정밀 생육/사육, 투자 확대 및 혁신 선도지구 특별법 제정 추진
	초고해상도 위성개발·활용	다목적 위성 8호·기후 예측모델 개발	세계 최고 수준 10cm급 초고해상도 위성개발, 우주기업 전용 펀드 규모 확대, AI 및 위성영상 활용 기후기술 개발
K-붐업	K-바이오·의약품 (AI 바이오)	신규기술 개발, 해외진출 기업지원, 수출모델 마련	AI 바이오 혁신연구 거점 육성, (가칭)국민성장펀드 활용 임상 3상 글로벌 상업화 지원, 해외 인수병원 중소기업 해외진출 허브화
	K-콘텐츠 (게임, 웹툰 등)	K-콘텐츠 수출 250억 달러	콘텐츠 제작 AI 확산, 콘텐츠 전략펀드 등 투자 확대
	K-뷰티 (통합클러스터)	중소기업 수출 100억 달러·할랄 수출 15억 달러	맞춤형 K-뷰티 통합 클러스터 조성, 해외인증 등 할랄시장 진출 지원
	K-식품	K-식품 수출 150억 달러·할랄 식품 수출 18억 달러	K-컬처·뷰티 등 한류 연계 수출 확대, K-할랄 식품 해외 진출 지원

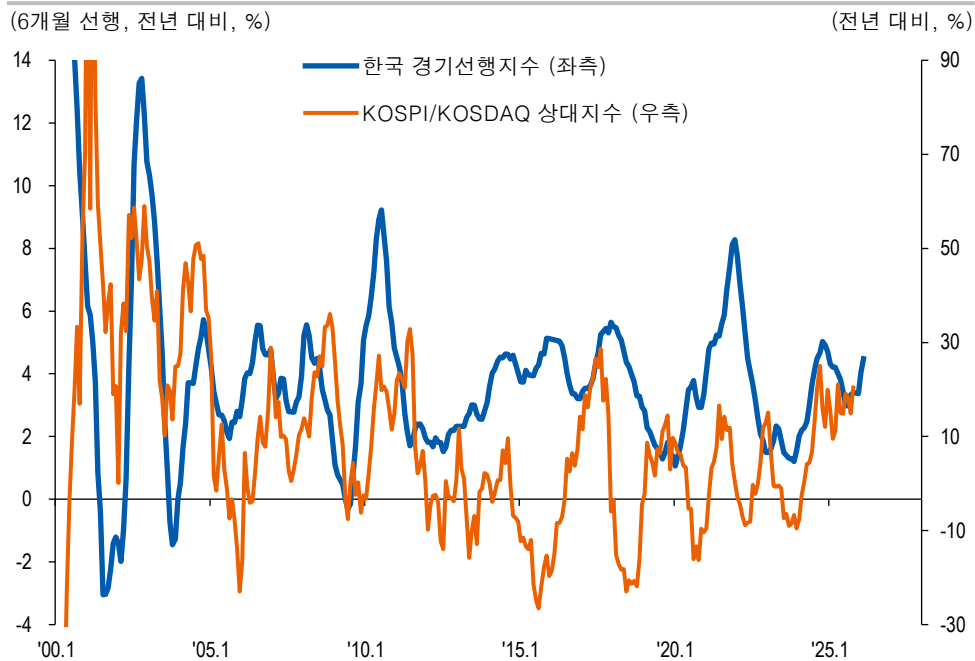
자료: 기획재정부('새정부 경제성장전략', 8/22일), 유안타증권 리서치센터



정책 모멘텀 강화 → 매크로 자신감 확대 → '26년 국내증시 추가 도약 가능성

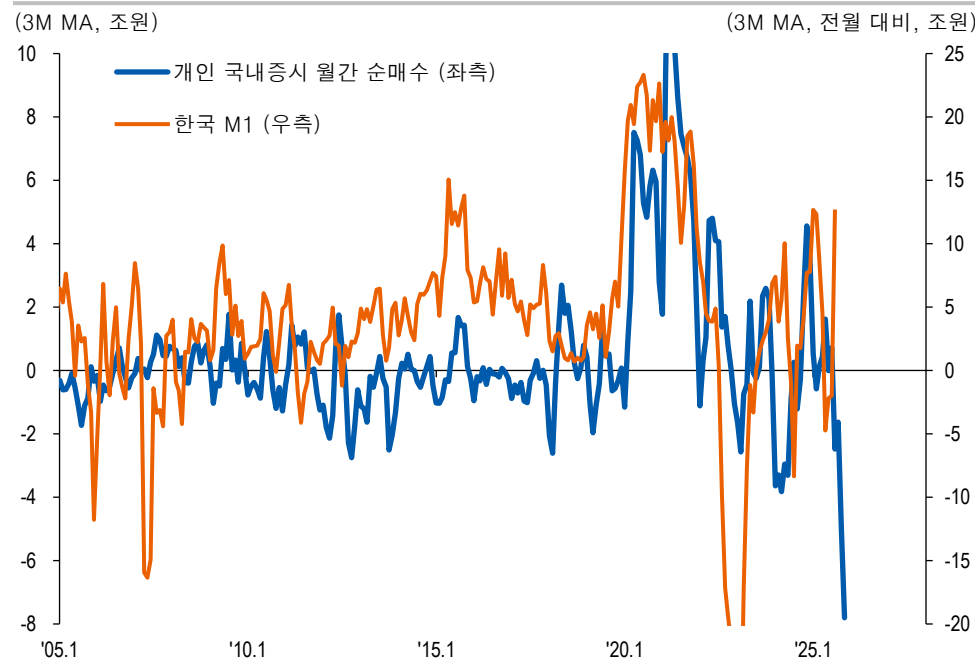
- 한국 경기선행지수(전년 동월차)는 '25년 1Q 바닥통과 이후 8월 말 현재까지 상승 추세가 지속. 1) 글로벌 매크로 Quasi-Goldilocks 순항, 2) 연준의 선제적 Slow Easing Cycle 가세, 3) 내수 경기부양을 위한 정책 총력전, 4) 반도체 업황/실적 슈퍼 사이클 진입 등은 '26년 한국 경기선행지수의 지속/추가 상승 가능성을 시사
- 경기선행지수 상승으로 환기되는 내부 경제주체측 매크로 자신감 회복/확대는 '26년 국내증시 추가 도약 가능성을 역설하는 명징한 긍정요인에 해당
- 경기선행지수는 KOSPI/KOSDAQ 상대주가에 6개월여 선행. '26년 정책 모멘텀과 매크로 자신감 강화 영향은 중소형 개별주가 아닌 중대형 대표주에 집중될 소지
- 통상 개인 투자자측 국내증시(KOSPI/KOSDAQ 합산) 수급 대응은 M1(현금과 요구불예금 등 협의통화) 유동성 환경 변화에 연동
- '26년 내수경기 활성화를 위한 재정/통화 정책 부양 총력전은 시중 유동성 공급 증가를 경유해 개인/가계 투자자의 국내증시 참여 확대에 반영될 개연성이 높음

한국 경기선행지수와 KOSPI/KOSDAQ 상대주가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

개인 KOSPI/KOSDAQ 합산 순매수와 한국 M1



자료: LSEG Workspace, KRX, 유안타증권 리서치센터



'26년 총력전으로 향하는 이재명 Put: 증시 구조개혁/활성화 릴레이

- 이재명 정부의 2030년 임기 내 KOSPI 5천P 환골탈태 프로젝트는 무차별적/전면적 주가 부양이 아닌 주식시장 및 제도 환경의 정상화와 공정성 확보에 방점
- 1) 주식 공급량 통제, 2) 배당투자 활성화, 3) MSCI 선진지수 승격, 4) 부동산/아파트 투자보다 우월한 주식시장 투자 여건 조성 등이 현 정부 핵심과제
- '26년 증시 구조개혁 및 활성화 관련 정책 초점은, 1) 1~3차 상법 개정안 시행 및 안착, 2) 상법/공정거래법/자본시장법/세법 등 추가 입법 논의, 3) '25년 연내 MSCI 선진지수 승격 로드맵 확보 및 '26년 MSCI 권고사항 및 선진시장 수준의 제도/거래 환경 변화 등에 집중될 전망

'코리아 프리미엄 실현으로 코스피 5천시대 도약' 주요 실행 전략 및 추진기한

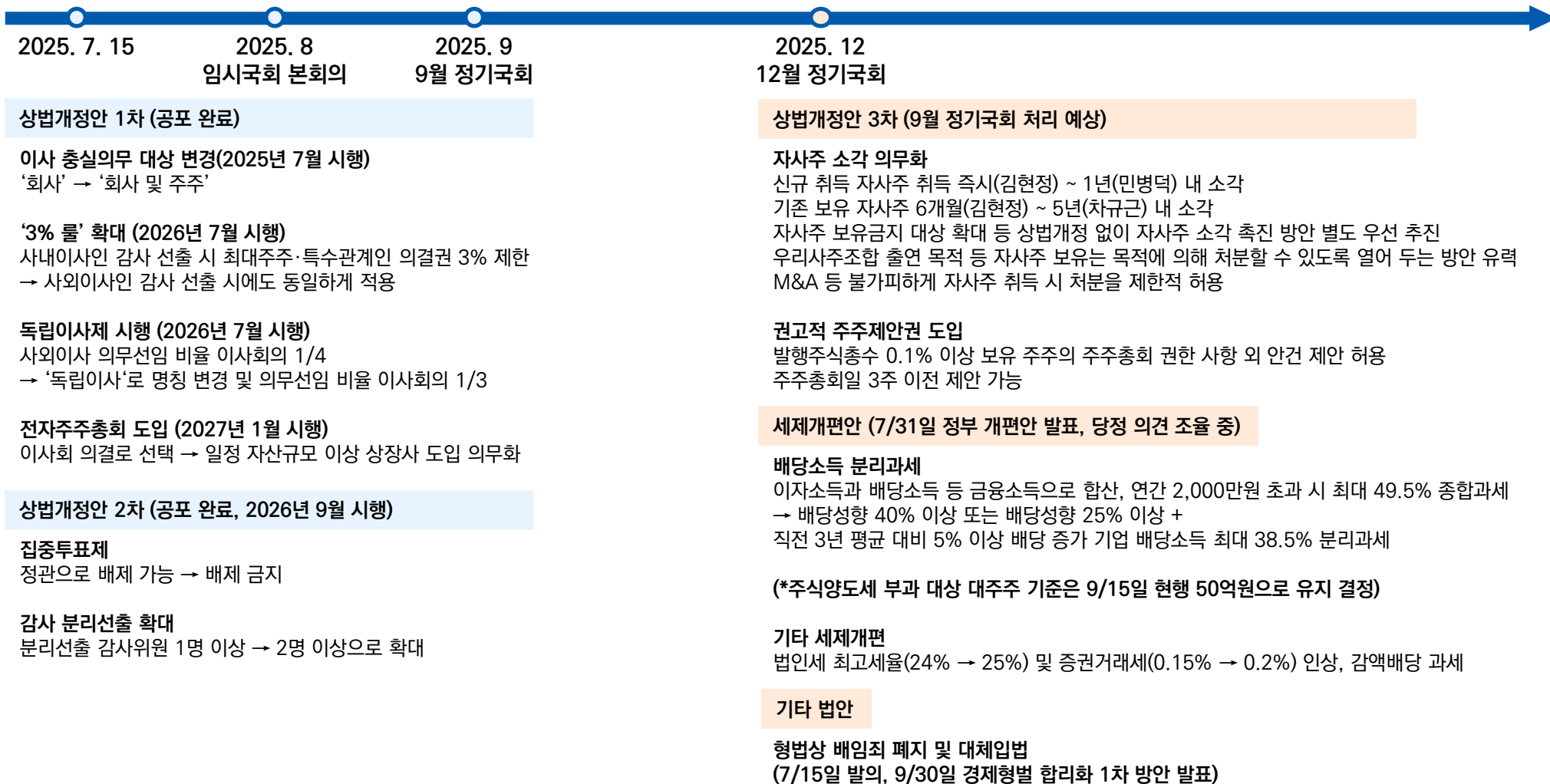
구분	실행전략	추진기한
주주가치 중심 기업경영 문화 확산	개정된 상법 시장 안착 및 추가 입법 논의 지원	2025년
	합병·분할 등 관련 제도개선: 합병 등 가액 공정가액 결정, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에게 일정 공모 신주 우선 배정, 기업 인수 시 의무공개매수 제도 도입 등	2026년
	스튜어드십 코드 적용 대상·범위 확대, 수탁기관의 이행여부 점검 및 결과 공시	
	자사주 원칙적 소각 제도화 검토 및 상법 개정 없이 자사주 소각 촉진 가능 방안 별도 우선 추진	
공정·투명한 시장질서 확립	ESG 공시 인프라 고도화: 기준 및 로드맵 마련	2026년
	불공정거래 '원스트라이크 아웃제', 불법이익 박탈을 통한 불공정거래 엄단	2030년
	금융회사 임직원 불공정거래 제재 가중	
	부실기업 신속 퇴출	
	미공개정보 이용 사전 예방	
증시 수요기반 확충 및 자금 선순환 기반 조성	MSCI 선진국지수 편입 로드맵 마련 및 해외자본 유입여건 조성	2027년
	주식시장 진입·퇴출 요건 전반적 개편	
	정책펀드·연기금 투자 확대, 세제혜택 등을 통한 증시 유동성 공급	2030년
토근증권(STO) 제도화 및 초대형 증권사(IB)에 일정수준 모험자본 공급 의무 부여를 통한 벤처·중소기업 성장자금 공급		

자료: 대한민국 정책브리핑, 유안타증권 리서치센터



이재명 정부 KOSPI 5천P 체질개선 프로젝트의 중심 축은 상법 개정

- 이재명 정부 증시 체질개선 릴레이의 중심 축은 상법 개정. 1) 1차 개정으로 이사 충실의무 대상이 모든 주주로 확대됐고, 2) 2차 개정으로 집중투표제가 의무화
- 9~12월 정기국회를 통해 자사주 소각 의무화 관련 3차 개정안이 배당소득 분리과세가 담긴 세제개편안과 함께 처리될 예정

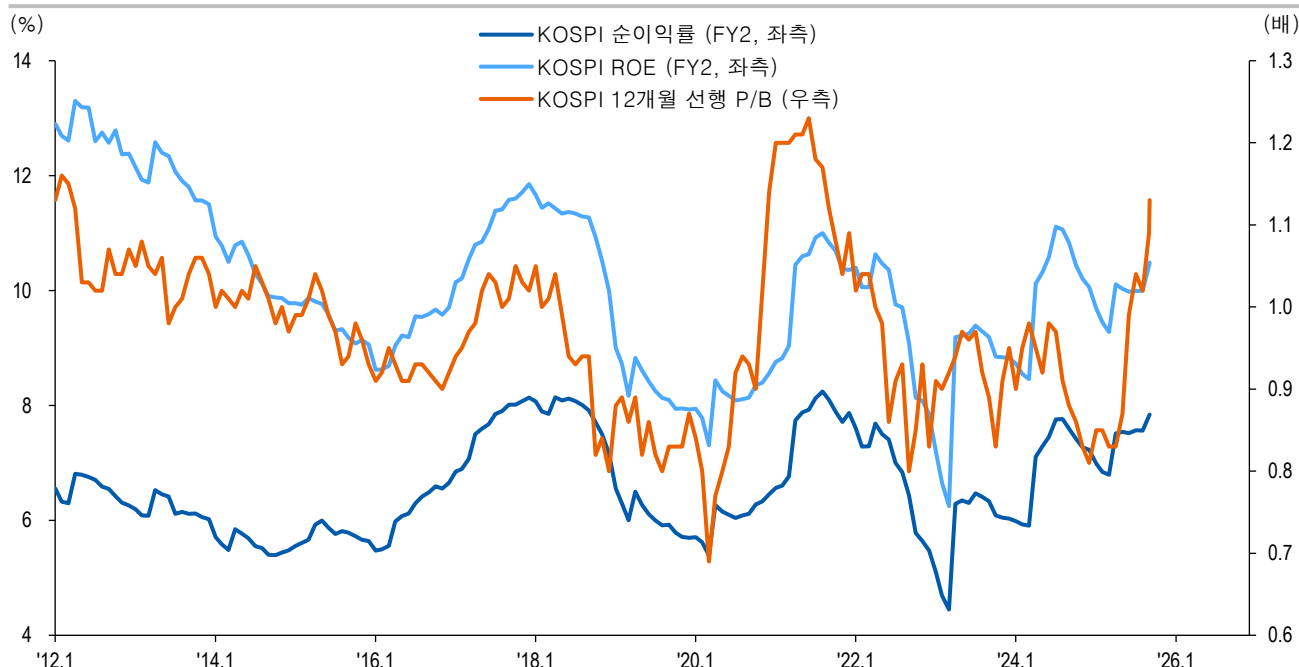




정책 의지와 기대 모두 커졌으나, 이를 뒷받침할 실체적 변화는 여전히 미미

- 이재명 정부 KOSPI 5천P 증시 체질개선 및 활성화 관련 정책 기대는 '25년 국내증시의 기념비적 주가 상승과 급속한 멀티플 리레이팅 행렬을 촉발
- 단, 정부/여당의 강력한 정책 의지와 시장 투자자측 드높아진 정책 기대에도 불구하고, 이를 뒷받침할 만한 지배구조, 주주정책, 이익 체력 관련 실체적 변화는 여전히 미미
- 글로벌 투자자들은 이재명 정부의 KOSPI 5천P 체질개선 및 활성화 관련 정책 릴레이 대응에 주목하며 '22~'23년 일본 밸류업 프로그램 시행 당시 증시 리레이팅 추억을 일본에 뒤이어 밸류업 바톤터치에 나선 현재의 한국증시에 투사 중인 상황
- '25년엔 향후 환골탈태 수준으로 달라지겠다는 약속과 기대만으로도 폭발적 주가/밸류 상승은 가능했으나, '26년은 실질적 변화와 개선으로 선반영 기대치에 얼마만큼 부응할 수 있는지가 주가/멀티플 추가 도약의 관건이 될 전망

KOSPI FY2 순이익률과 ROE 컨센서스 변화 추이와 12개월 선행 P/B



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

MSCI 일본/선진국 상대 P/B



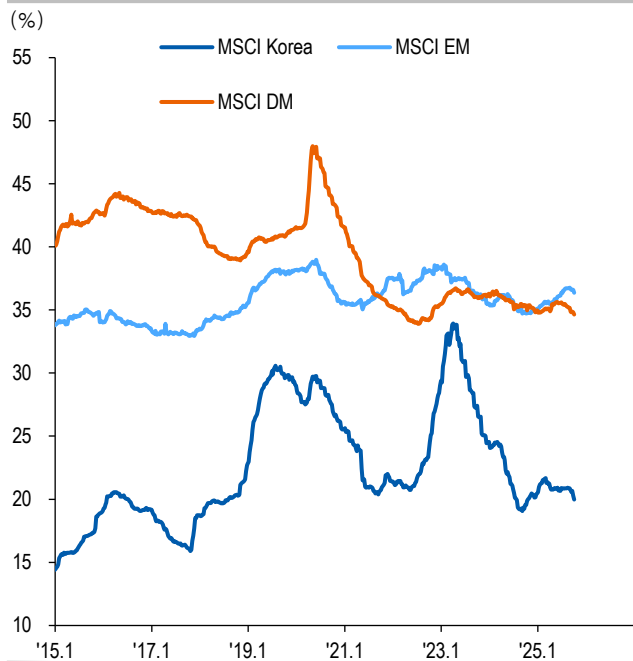
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



관건은 자사주 소각 의무화의 시장 안착과 배당소득 분리과세 최고세율 하향조정

- MSCI Index 기준 한국 배당성향(Payout Ratio)은 10월 현재 20.0%로 EM(신흥) 36.4%, DM(선진) 34.6%를 크게 밑도는 주요국 가운데 최하위 수준에 불과. 글로벌 스탠다드 수준으로의 배당성향 개선 및 주주 친화적 재무정책 변화가 KOSPI 5천P 증시 체질개선/활성화의 최종요 선결과제에 해당함을 시사하는 대목
- 관건은 자사주 소각 의무화 관련 3차 상법 개정안 시장 안착과 배당소득 분리과세 최고세율의 정부안 38.5%에서 27.5%(이소영 의원안) 이하로의 하향조정 여부
- KOSPI 기업 자사주 매입액은 '23년 6.8조원(소각액 0.1조원)에서 '25년 9월 말 누적 기준 18.3조원(소각액 0.6조원)으로 급증했으나, 주주가치 제고 목적 관련 실제 소각비율은 3.4%로 제자리 걸음이 반복. 시장/정부 눈치로 자사주 매입엔 나섰으나, 실제 주식 소각은 삼성전자 외엔 요식행위와 크게 다르지 않았다는 의미
- 현재 상속/증여 세율은 10~30억원 40%에 1.6억원 공제, 30억원 초과는 50%에 5.6억 공제. 배당소득 3억원 이상 38.5% 세율에 공제 0원의 정부안과 비교할 경우, 대주주/오너가 배당을 늘리는 것보단 주가/배당을 눌러 상속/증여하는 것이 훨씬 더 유리한 상황인 것

MSCI 한국, 신흥국, 선진국 증시 배당성향(Payout Ratio)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

자사주 소각 의무화 관련 최근 발의 법안

구분	소각 범위	소각 시한	예외 조항
김남근 의원안	신규, 기보유	취득일부터 1년 이내 (신규, 기보유)	임직원에 대한 보상, 우리사주조합 등, 공모로 발행된 종류주식 권리행사
차규근 의원안	신규, 기보유	취득일부터 6개월 이내 (신규), 법 시행일부터 5년 이내 (기보유)	임직원에 대한 보상, 주식매수선택권 행사, 그 밖에 대통령령으로 정하는 경우
김현정 의원안	신규, 기보유	즉시 (신규), 6개월 이내 (기보유)	임직원에 대한 보상, 대통령령으로 정하는 경우
민병덕 의원안(7/22일)	신규, 기보유	취득일부터 1년 이내, 발행주식 총수의 1/3 미만 경우 취득일부터 2년 이내 (신규, 기보유)	임직원에 대한 보상, 대통령령으로 정하는 경우
민병덕 의원안(7/23일)	신규, 기보유	대통령령으로 정하는 기간 (신규, 기보유)	임직원에 대한 보상, 대통령령으로 정하는 경우

자료: 의안정보시스템, 유안타증권 리서치센터



2030년 KOSPI 5천P 가는 길 시뮬레이션

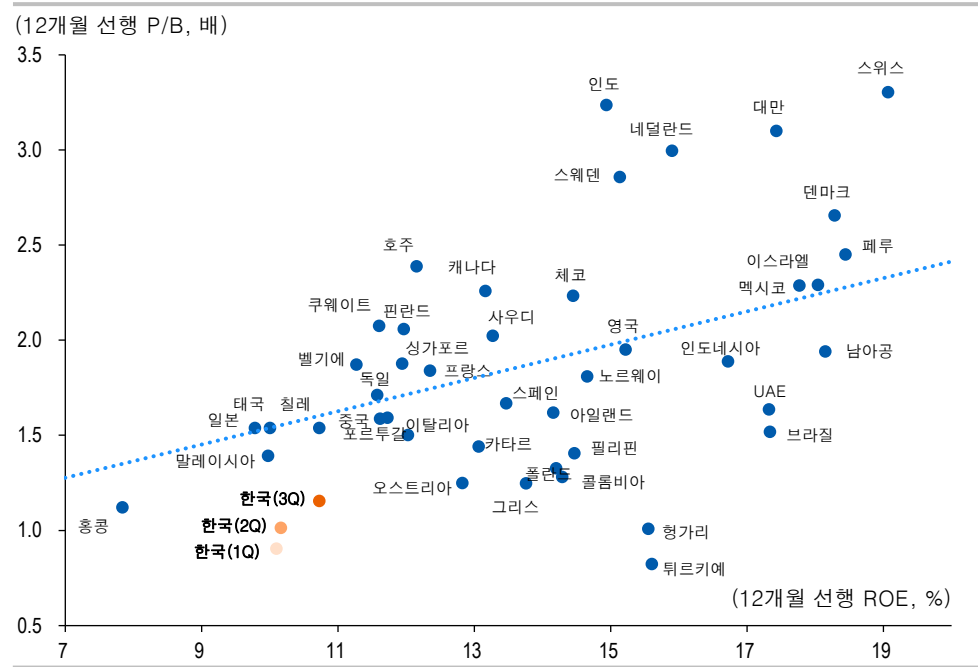
- 현재 요식행위에 머물러 있는 자사주 매입/소각 관행이 실제 시장/주주 친화적 관점에서 재구성되고, 배당 소득세와 상속/증여세의 유기적 변화가 대주주/오너측 배당 정책에 대한 시각선회를 자극하는 경우라면, 2030년 대망의 KOSPI 5천P 프리미엄 시대 도약 구호도 단순 공염불로만 끝나지는 않을 것으로 판단
- 장래 증시 제도환경 개선 방향과 그간의 실적/재무 여건 변화를 고려해 2030년 KOSPI 5천P 가는 길을 시뮬레이션(투자전략 관점이 아닌 단순 현 추세 지속 가정)
- 1) '26년 KOSPI EPS 전년 대비 성장률 11.5%(현 컨센서스 20.9%, -8%대 실적 추정치 하향조정 여지를 고려), 2) '26년 이후 EPS 성장률 평균 5.0%(2010년 이후 평균 5.7%, 최근 10년 평균 7.0%), 3) 연 평균 BPS 성장률 3.0%(최근 10년 평균 6.6%), 4) 자사주 비중 10% 초과 기업의 자사주 소각을 의무화할 경우(연 평균 0.8%씩 상장 주식수 감소), KOSPI는 '26년 말 4,200Pt, '27년 말 4,500Pt, '28년 말 4,900Pt, '29년 말 5,200Pt, '30년 말 5,600Pt대로의 환골탈태가 가능

2030년(향후 5년) KOSPI 5천P 시뮬레이션

구분	KOSPI(Pt)	EPS(원)	P/E(배)	BPS(원)	P/B(배)	ROE(%)
2025년 (10/2일 현재)	3,549	319.5	11.1	3,256.2	1.09	9.8
2026년	4,229	357.8	11.8	3,353.8	1.26	10.7
2027년	4,551	375.7	12.1	3,454.5	1.32	10.9
2028년	4,895	394.5	12.4	3,558.1	1.38	11.1
2029년	5,263	414.2	12.7	3,664.8	1.44	11.3
2030년	5,654	434.9	13.0	3,774.8	1.50	11.5

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

MSCI Index 기준 국가별 ROE - P/B 산포도



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 총력전으로 향하는 이재명 Put: MSCI 선진지수 승격 프로젝트

- 정부는 '25년 연내 MSCI 선진지수 승격을 위한 제도 변화 로드맵 확보와 '30년 실제 선지수 편입을 KOSPI 5천P 프리미엄 시대를 향한 핵심 과제로 제시
- 최경환 경제부총리(박근혜 정부) 재임 이후부터 그간 모든 정권마다 MSCI 선진지수 승격을 국내증시 활성화의 최중요 과제로 제시해왔고 MSCI측 지적사항에 대한 보완 및 개선 작업이 활발했으나, 여전히 MSCI의 한국 증시에 대한 평가는 냉담한 수준에 머물러 있는 상황임
- MSCI는 총 18개 항목별 연례 시장 접근성 평가를 통해 국가별 시장분류를 평가. 한국은 '25년 6월 MSCI 연례 시장 접근성 평가에서 7개 항목이 ++(개선사항 없음, 최고 등급), 5개 항목이 +(개선 가능, 중간 등급), 6개 항목이 -(개선 필요, 최하 등급)로 평가. 6개 최하 등급 평가는 주요국 가운데 중국/인도와 동일한 최악의 성적표
- 선진 23개국 중 스페인을 제외한 22개국은 - 등급이 전무했고, 그 중 17개국은 모든 항목에서 ++로 평가. 나머지 5개국도 최대 2개 항목에서 + 평가를 받은 게 전부

2025년 MSCI 연례 시장 접근성 평가

구분		한국	미국	일본	중국	인도	대만	선진시장 평균	신흥시장 평균
1. 외국인 투자 한도	1. 외국인 소유 한도 (FOL)	++	++	++	+	-	+	++	+
	2. 동일인 투자 한도	++	++	++	++	++	++	++	++
2. 자본 유출입 용이성	3. 외환시장 자유화	-	++	++	-	-	-	++	-
	4. 역내/외 외환시장	-	++	++	-	-	++	++	-
	5. 환율	++	++	++	+	+	++	++	+
3. 투자자 등록/계좌 개설	6. 투자자 등록 및 실명확인	-	++	++	-	-	-	++	-
	7. 계좌 개설	+	++	++	+	-	+	++	+
4. 정보 흐름	8. 정보의 흐름 (영문 공시 등)	-	++	+	+	++	+	+	+
	9. 시장 데이터의 적시성	++	++	++	++	++	++	++	++
5. 청산 및 결제	10. 청산 및 결제 시스템	+	++	++	-	-	+	++	+
	11. 결제주기 (T+2)	++	++	++	++	++	++	++	++
	12. 중앙 예탁 기관	++	++	++	++	++	++	++	++
	13. 중앙 청산 기관	++	++	++	++	++	++	++	+
	14. 증권의 이전 용이성	-	++	++	-	+	+	++	-
	15. 대차거래 (Stock Lending)	+	++	++	-	+	+	++	-
	16. 공매도 (Short Selling)	-	++	++	-	+	+	++	-
	17. 시장 규제	+	++	++	+	+	++	++	+
18. 투자 상품 (파생상품 등)	+	++	++	+	+	++	++	+	

참고: ++(개선사항 없음, 최고 등급), +(개선 가능, 중간 등급), -(개선 필요, 최하 등급)

자료: MSCI, 유안타증권 리서치센터



'27~'28년 MSCI 선진지수 Watchlist 등재, '30년 승격, '31년 지수 편입을 예상

- MSCI 선진지수 승격을 위해선 최하 등급(-) 평가 항목은 반드시 보완이 필요하고, 중간 등급(+) 평가 항목 역시 선진지수 수준으로 즉각적 개선이 필요
- 한국은, 1) 외환시장 자유화, 2) 역내/외 외환시장 거래, 3) 투자자 등록 및 실명확인, 4) 영문 공시, 5) 증권 이전 용이성, 6) 공매도 등 6개 항목에서 최하 등급 평가
- 정부는 연내 MSCI 선진지수 승격 TF 구성 및 제도변화 로드맵 확보를 예고. 이재명 대통령 및 관계 당국 최근 인터뷰에 따를 경우, 6개 최하 등급 평가 항목 즉시 개선에 초기 정책 초점이 집중될 공산이 큼. 외환시장 24시간 거래, 역외 현물환 거래, 시장 투명성/접근성 제고 방안 모두 최하 등급 평가 항목에 대한 보완조치 성격
- 6개 최하 등급(-) 평가 항목 모두가 중간 등급(+) 이상으로 개선 및 수정 반영되는 '27~'28년 중 MSCI 선진지수 Watchlist 재등재가 가능할 것으로 평가
- 이후 중간 등급(+) 평가 항목이 2개 이하(최고 등급 항목 16개 이상)로 개선될 때 실제 MSCI 선진지수 승격이 가능할 전망. '30년 승격 발표, '31년 지수 편입을 기대

MSCI 선진지수 승격 로드맵 미리보기(이재명 대통령, 더불어민주당, 정부 관계자 인터뷰 및 개선 예고안 종합)

구분	주요 내용 및 시행 방안
1. FX/외환시장 24시간 거래체제 구축	<ul style="list-style-type: none"> • 현행 09:00 ~ 익일 02:00 → 24시간 상시 개장 전환 • 국회 동의 불필요한 한국은행 내 신규 FX 운영·결제 네트워크로 야간·해외 시간대까지 거래·결제 가능하게 설계 • 야간 결제·리스크 관리 체계 및 시장운영·감독 프로토콜 정비 (이상 9/26, '대한민국 투자 서밋') • 야간 알고리즘 트레이딩 허용, RFI(등록외국기관) 연간 거래액 기준 도입, 보고의무 유예 등 외환시장 개선 (7/4, 기획재정부 '외환시장 추가 개선방안')
2. 역외 원화거래/결제 인프라 구축	<ul style="list-style-type: none"> • 역외 원화결제 시스템 도입: 해외 금융기관이 국내 원화계좌 개설·운용 및 역외 원화 결제 가능하도록 제도화 • 한국은행 결제망 시간대 확대/연계로 야간·역외 결제 지원(필요 시 별도 결제기관·연계망 도입) • 비거주자 간 원화거래 허용범위 확대 및 관련 보고·계정 규정 정비로 헤지·현물환 접근성 개선 (이상 9/26, '대한민국 투자 서밋') • 한은금융망(BOK-Wire+) 증권결제 마감 시간 20시 연장(2026. 4)으로 외국인 투자자 결제시차 문제 해소 (8/14, 'MSCI 선진국 지수 편입추진 TF')
3. 기업 의사결정 구조 합리화 및 주주환원 개선	<ul style="list-style-type: none"> • 3차 상법 개정 추진: 이사회 독립성·소수주주권 강화, 경영권 방어 목적 자사주 남용 차단 등 규범 정비 • 배당 유도 세제(배당소득 분리과세 등)로 배당성향 및 예측가능성 제고, 중간배당·정책 공시 고도화 유도 • 자사주 소각 의무화 입법 추진(9월 정기국회 처리 예정)으로 유통 주식수 관리 및 가치환원 강화 (이상 9/26, '대한민국 투자 서밋')
4. 시장 투명성 및 접근성 제고, 불법 공매도·불공정거래 근절	<ul style="list-style-type: none"> • 공매도 재개(3/31, 금융위원회) 및 MSCI 평가상 공매도 접근성 '이슈 없음'으로 개선(6/20, MSCI) • 불법·불공정 '원스트라이크 아웃' 등 강경 단속·제재 패키지(과징금 상향·영업정지·상시 모니터링) (9/26, '대한민국 투자 서밋') • 대형 글로벌 IB 불법 공매도 제재: JP Morgan·Morgan Stanley·Nomura·UBS 등에 과태료·행정처분 (2/13) • 한국거래소 뉴욕사무소 개소 등 해외 IR 채널 확대(9/15, 한국거래소)

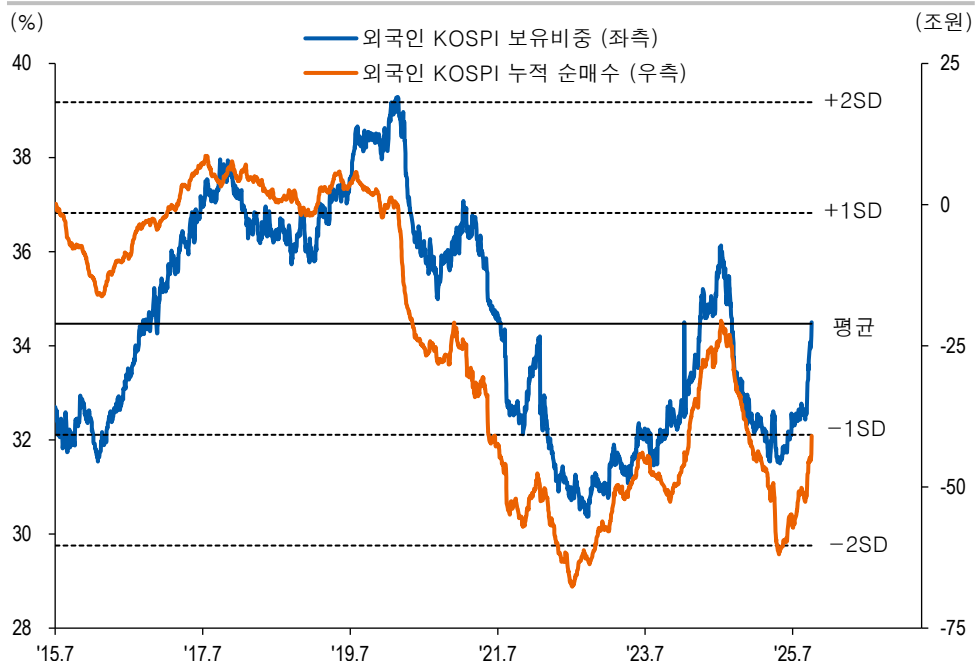
자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터



'26년 한국증시 EM 내 Overweight 차별화 안전지대 괄목상대 가능성에 초점

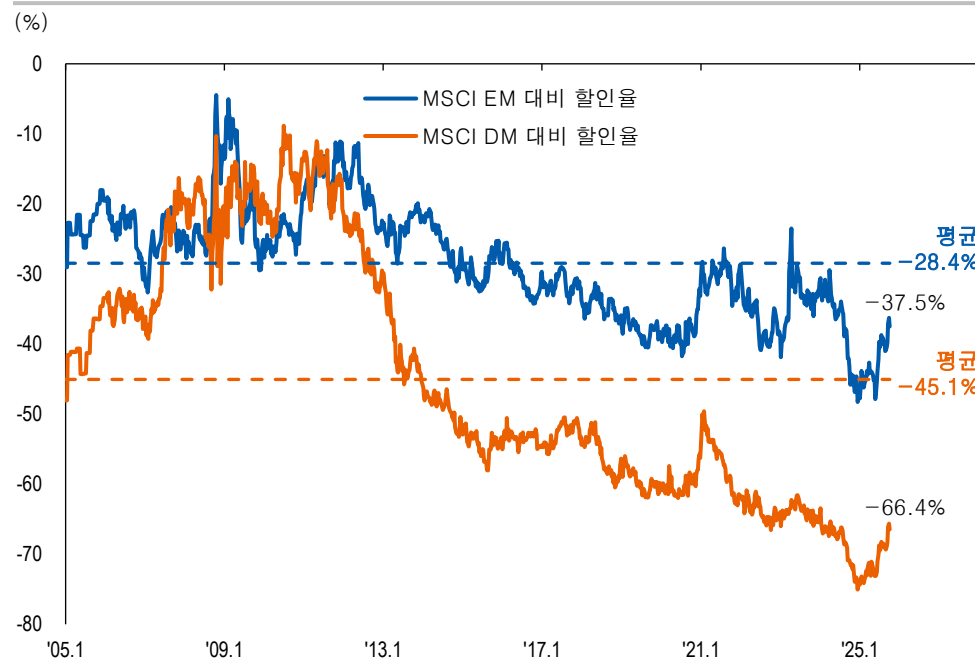
- '18년 이래로 EM 내 Underweight 마켓으로 평가절하됐던 한국증시는 '25년 신정부 출범과 반도체 및 '조방원' 대표주 실적 호조에 힘입어 Neutral 시장으로 회귀
- 1) '26년 글로벌 Quasi-Goldilocks 매크로 환경, 2) 연준 Slow Easing Cycle 가세, 3) 내수경기 부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 작업 본격화 등의 이재명 정책 Transformation, 4) AI Capex 및 반도체 슈퍼 사이클에 힘입은 KOSPI 순이익 300조원 시대 개막은 글로벌 투자가측 EM 내 Overweight 차별화 안전지대로서 한국증시 괄목상대 행렬로 구체화될 것으로 판단
- 현재 MSCI Korea 12개월 선행 P/B는 10월 현재 1.15배로 MSCI EM(신흥) 1.85배 대비 -37.5%, MSCI DM(선진) 3.43배 대비 -66.4% 디스카운트
- '26년 역사적 평균 이상으로의 MSCI EM 대비 할인율 정상화 가능성을 고려할 경우, +15%(Implied 12개월 선행 P/B 1.3배) 내외의 기대수익률 확보가 가능할 전망

외국인 KOSPI 보유비중과 누적 순매수 추이



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea 12개월 선행 P/B의 MSCI EM 및 DM 지수 대비 할인율



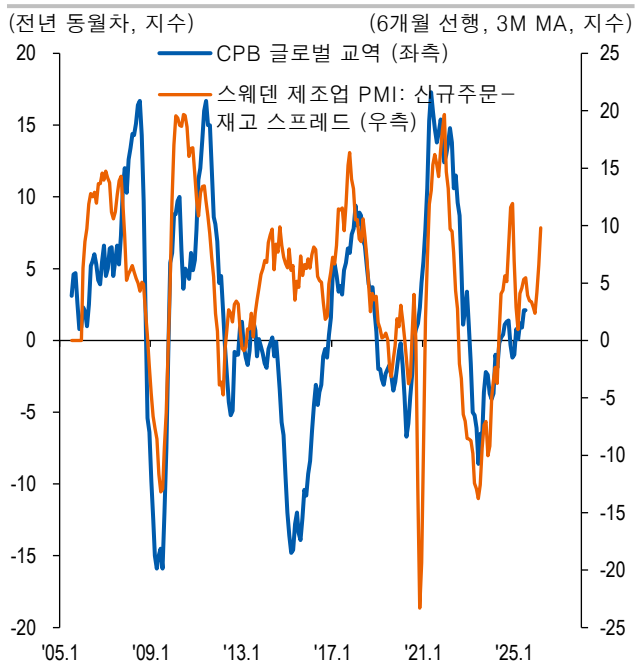
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2) 2026년 전략 초점: ④ Entering the Era of KOSPI OP ₩300tn

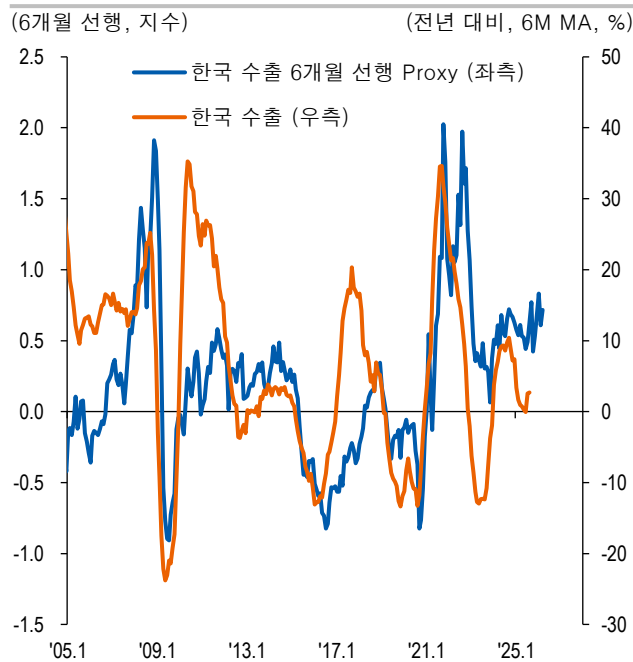
- '26년 한국 수출은 보수적 눈높이를 전제해도 전년 대비 +5~7%대 성장은 가능할 전망('25년 4Q +3.5%, '26년 1Q +8.0%, 2Q +5.5%, 3Q +4.5%, 4Q +4.0%)
- CPB(네덜란드 경제정책분석국) 글로벌 교역에 6개월 가량 선행하는 스웨덴 제조업 PMI 신규주문-재고 스프레드(글로벌/유로존 Restocking Proxy)는 5월 바닥통과 이후 파죽지세격 상승세가 지속. '26년 중립 이상의 글로벌 수요/교역 및 한국 수출/실적 환경을 예고하는 대목
- 주요 원자재가 및 BDI 등을 표준화해 산출한 한국 수출 6개월 선행 Proxy 역시 중립 이상의 개선세가 지속되며 '26년 한국 수출 경기 추가 개선 가능성을 시사
- '25년 4Q 한국무역협회 수출산업경기전망지수(EBSI)는 101.4Pt로 '24년 이후 근 1년 만에 기준선(100Pt)을 상회. 한국 수출이 다시 제자리를 찾아간다는 의미

CPB 글로벌 교역과 스웨덴 제조업 PMI 신규주문-재고 스프레드



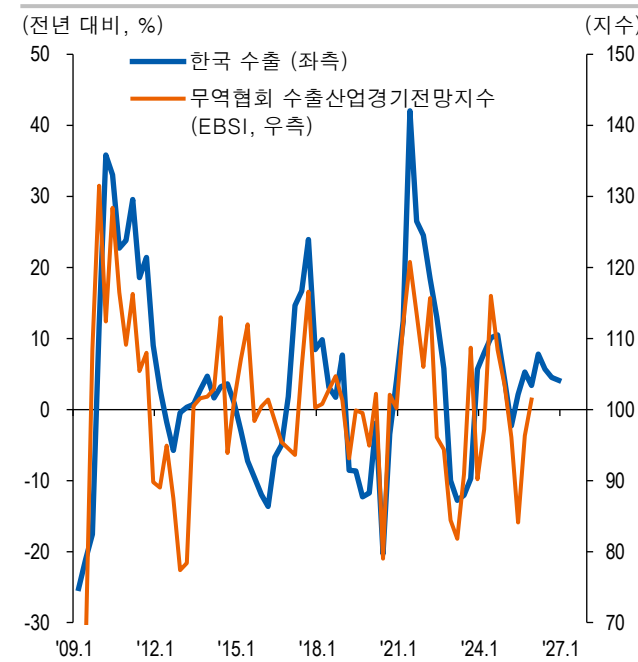
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 수출과 6개월 선행 Proxy



참고: 주요 원자재가, BDI 등을 표준화해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 수출과 무역협회 수출산업경기전망지수(EBSI)



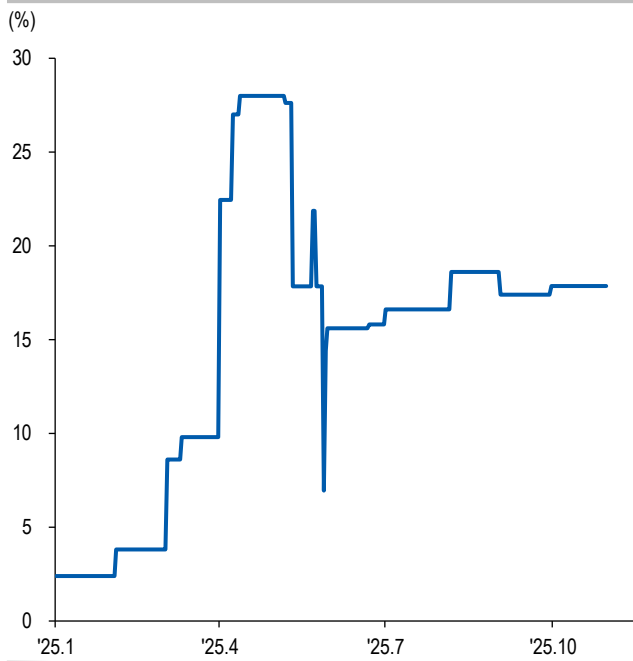
참고: '25년 3Q 이후 수출액은 수출 전망 모델값을 준용
자료: LSEG Workspace, 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터



'26년 트럼프 관세/통상 리스크가 현 수준 이상으로 추가 심화될 여지는 제한적

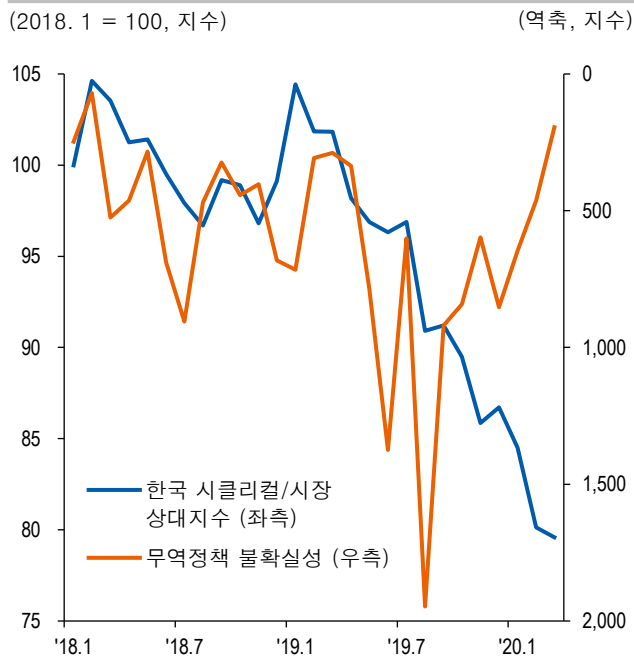
- '26년 한국 수출/실적 전망을 위협하는 최대 불확실성은 여전히 중국을 상대로 냉온탕을 오가고 있는 트럼프 관세/통상 리스크의 추가 심화 여부
- 예일대 Budget Lab 추정 10월 말 기준 미국 관세율(전체 평균 유효 관세율)은 17.9%로 1934년 이후 최고 수준으로 상승(1월 2.4% → 4월 28.0% → 10월 17.9%)
- 트럼프 2기 OBBBA 경기부양과 재정 안정성 강화 목표 모두 관세 수입 증가를 전제. 현 관세/통상 리스크의 총량이 4월 '해방의 날(Liberation Day)' 이전 수준으로 원점회귀할 가능성은 지극히 희박한 것이 사실
- 주목할 점은 트럼프 1기 당시 최악으로 치닫던 미중 통상마찰 리스크가 재선가도와 매크로 불확실성을 이유로 해빙 무드로 급선회했다는 사실. '26년 11월 중간선거와 잠복 매크로 불확실성 등을 고려할 경우, '26년에도 US Macro Play 투자대안 중심으로 TACO('Trump Always Chickens Out') 트레이드는 지속될 개연성이 높음

2025년 미국 평균 관세율: 10월 말 현재 17.9%



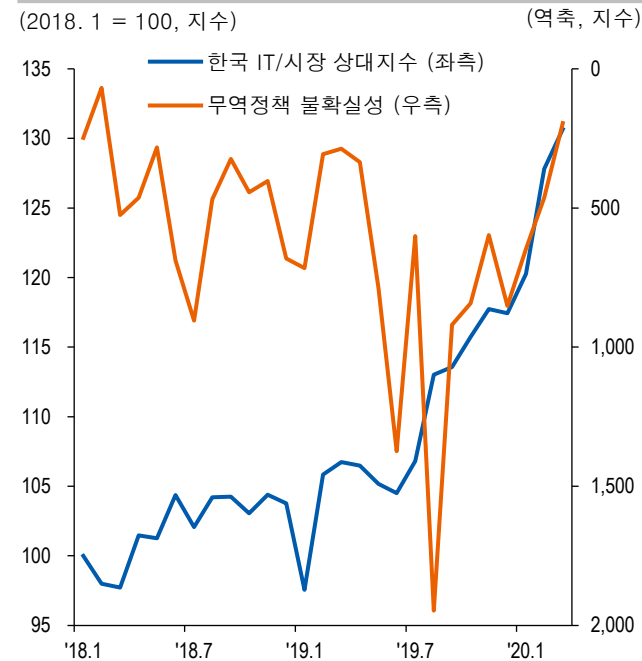
자료: The Budget Lab at Yale, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea 시클리컬/시장 상대주가와 글로벌 무역정책 불확실성



참고: 시클리컬은 소재와 산업재 섹터
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea IT/시장 상대주가와 글로벌 무역정책 불확실성



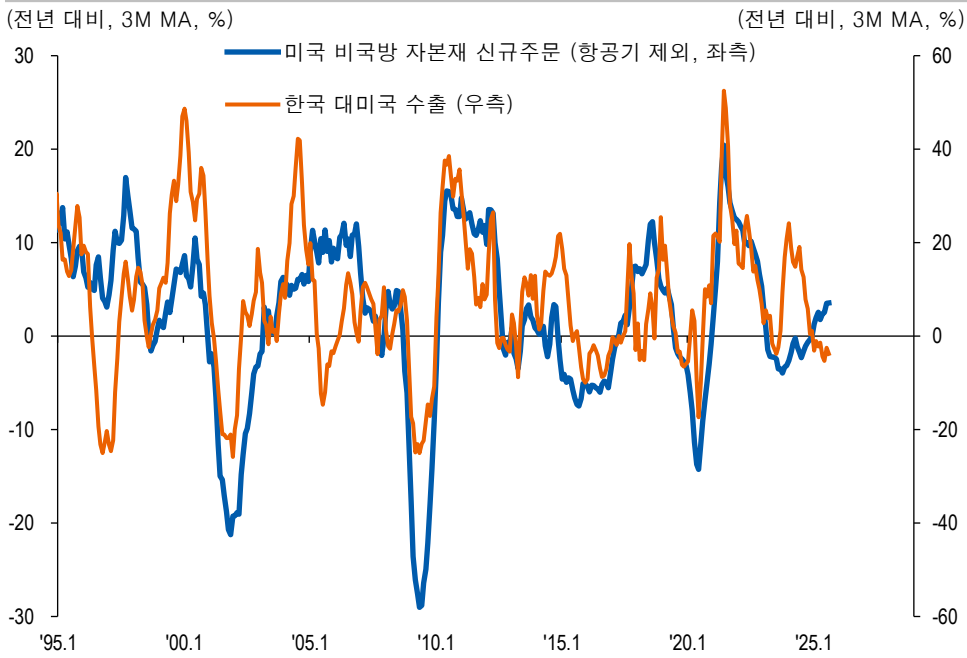
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



미국 추세 이상의 성장과 중국 Restocking 부활이 G2향 수출 모멘텀 회복을 견인

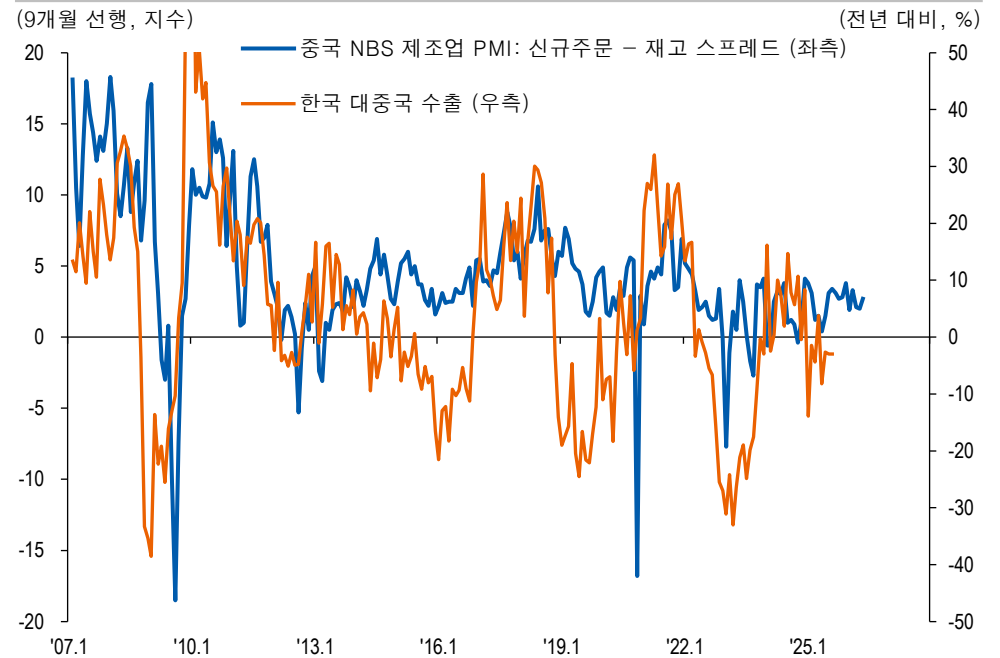
- '26년 11월 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프의 노림수는 재정/통화 쌍끌이 부양을 통한 Quasi-Goldilocks 매크로 및 금융시장 버블 환경 조성. 매크로 불확실성과 관세 리스크의 추가 심화 모두 같길 바쁜 트럼프가 궁극적으로 원하는 선택지는 아닐 것
- 3,500억\$ 투자 약속분 자금 조달을 두고 이견이 커진 한미 양국일 것이나, 글로벌 최상위 수준의 중간재/자본재 공급기지인 한국 없이는 MAGA와 MASGA 모두 불가능. '26년 미중 관세협상은 장기전이 불가피해 보이나, 한국/일본/유로존 등 우방 교역국 관련 통상 리스크는 피크아웃 전환에 나설 개연성이 높은 것으로 판단
- 그간 주춤했던 한국의 대미 수출 환경 역시, '26년 미국 실물경기 추가 도약과 통상 리스크 완화 및 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입에 힘입어 바닥반등에 나설 전망
- 중국 Restocking(중국 NBS 제조업 PMI 신규주문-재고 스프레드) 환경 변화는 한국 대중국 수출에 3분기 가량 선행. '25년 시작된 공급과잉 산업 구조조정과 '26년 15차 5개년('26~'30년) 계획 관련 재정부양 모멘텀 강화간 결합은 중립 이상의 중국 수요 및 Restocking 환경을 통해 한국 수출 모멘텀 개선으로 반영될 것으로 판단

미국 비국방 자본재 신규주문(항공기 제외)과 한국 대미국 수출



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

중국 Restocking Proxy와 한국 대중국 수출



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

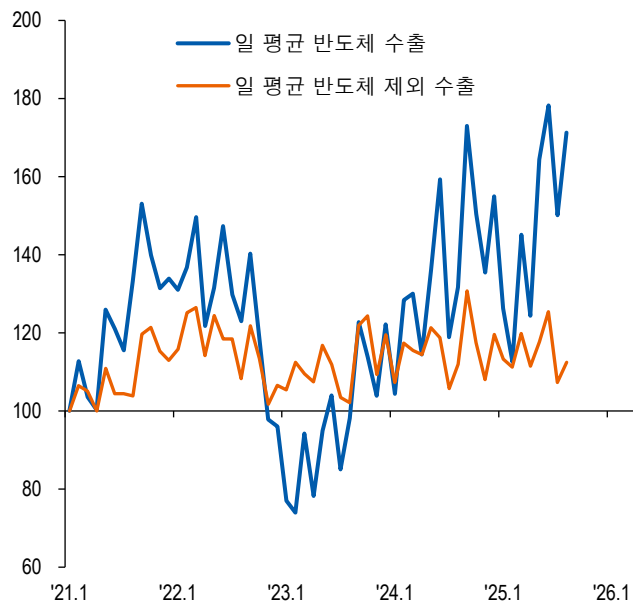


'26년 AI/반도체 슈퍼 사이클이 중립 이상의 한국 수출 경기 환경으로 반영

- 파죽지세의 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클이 '25년 수출/실적 선방에 연이어 '26년 한국 수출 경기 추가 도약을 주도할 전망
- 부침이 반복 중인 여타 품목과는 달리, 반도체 수출 호조가 지속. HBM 및 DDR5 등 고부가 메모리 반도체 수출 호황에 저부가(D램/낸드) 범용 반도체 강세까지 가세
- 단, '25년 반도체 수출/실적 개선은 수출단가(P) 개선보단 수출물량(Q)의 폭발적 증가에 기인한 바가 컸던 반쪽짜리 업황 특수 영향
- 1) 글로벌 주요 빅테크/하이퍼스케일러 실적 호조, 2) 규제완화와 세액공제 등 AI/반도체 산업 육성에 사활을 건 주요국의 중상주의적 재정정책, 3) 연준 및 주요국 금리인하 사이클 본격화 등은 '26년 AI Capex 및 반도체 슈퍼 사이클 진입과 함께 한국 반도체 수출 가격/물량 동반 상승을 자극할 개연성이 높음

한국 일 평균 수출: 반도체 VS 반도체 제외 전체

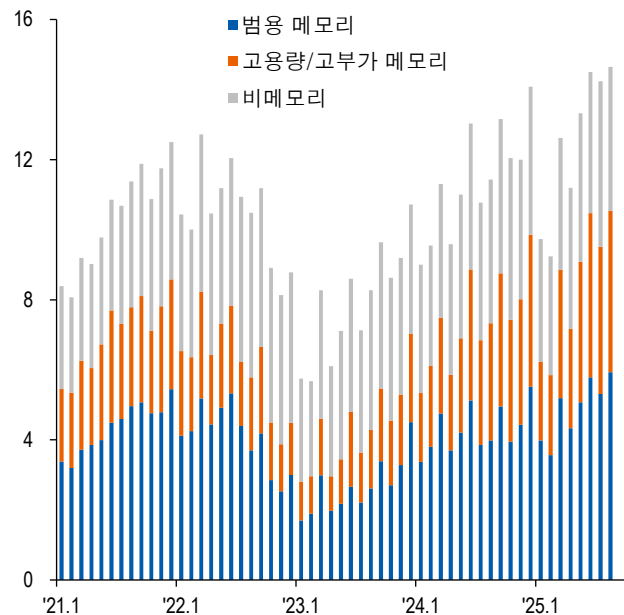
(2000. 1 = 100, 지수화)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 반도체 수출액: 고부가(HBM/DDR5)와 범용 메모리 모두 순항

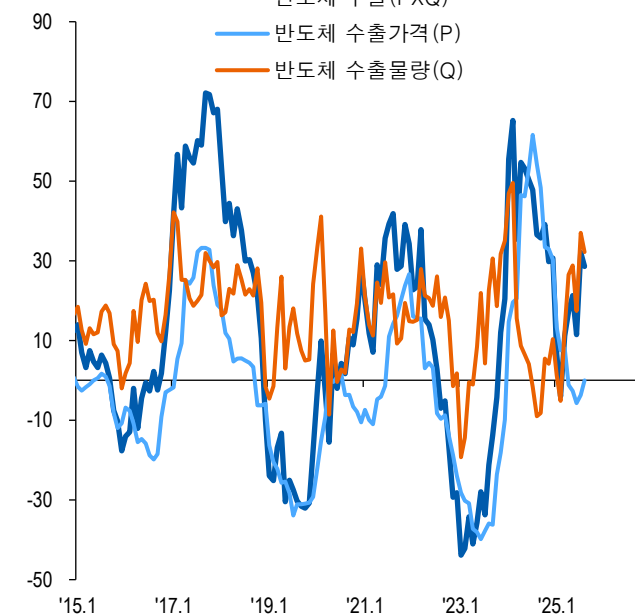
(십억 달러)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 반도체 수출: '25년은 Q, '26년엔 P, Q 동반 상승이 주도

(전년 대비, %)



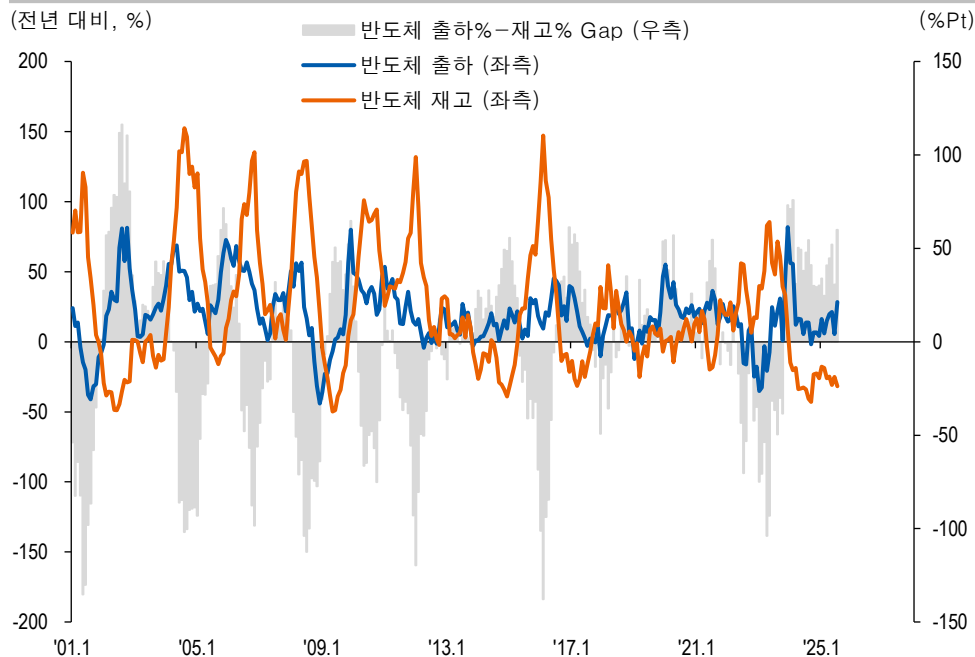
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



현 출하/재고 환경은 '26년 사상 최고 수준의 반도체 슈퍼 사이클 도래를 암시

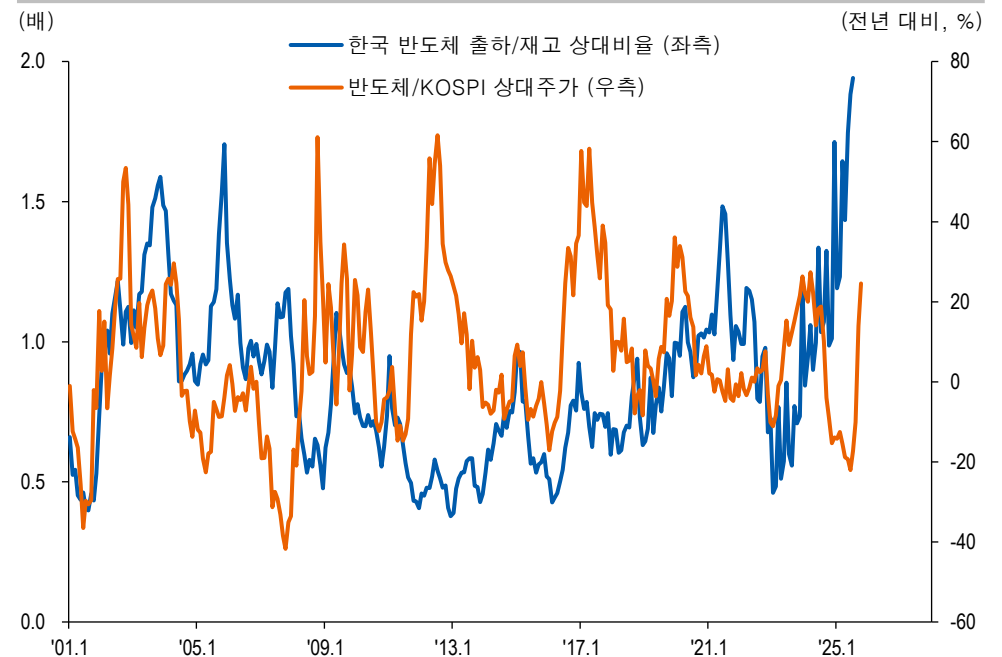
- 한국 반도체 출하는 그 상승세가 지속되고 있는 반면, 재고는 업황 개선/호조 영향에도 하락세가 지속. 이에 반도체 출하-재고 증가율 Gap은 단시간 내에 과거 호황 사이클 당시 평균 수준까지 상승
- 이는 선택과 집중의 결과. '23년 하반기 이래로 삼성전자/SK하이닉스 모두 HBM 고부가 제품에 대해선 투자/출하를 늘렸으나 저부가 범용군은 적극적 감산/통제 주력
- '26년 업황 호조와 낮은 재고간 결합은, 1) 공급자 우위로의 글로벌 반도체 시장 주도권 변화, 2) 공급능력에 비례하는 가격 주도권 및 협상력 확보, 3) 반도체 핵심 메이커측 이익 레버리지의 비약적 확대 가능성을 복합적으로 시사
- 반도체 출하/재고 상대비율은 사상 최고 수준인 2.0배 부근까지 상승하며, '26년 한국 반도체 수출/실적 역사상 최고 수준의 슈퍼 사이클 도래 가능성을 예고

한국 반도체 출하 및 재고 증감률



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 반도체 출하/재고 상대비율과 반도체/KOSPI 상대주가



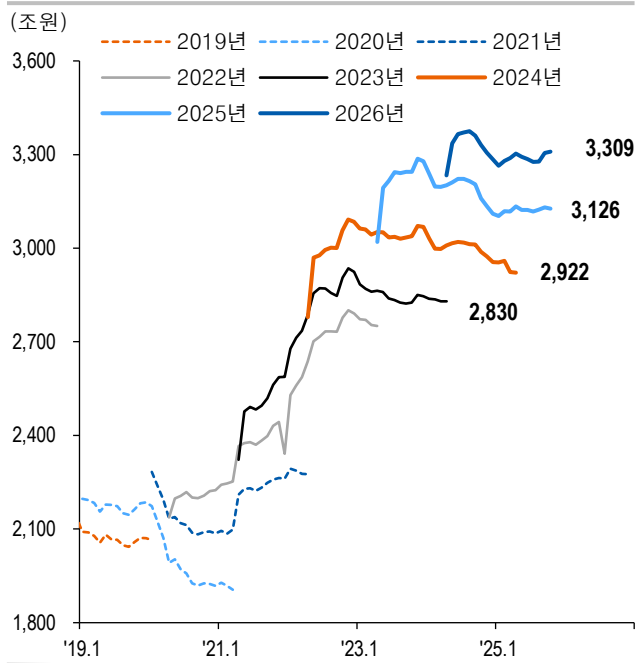
자료: LSEG Workspace, Quantwise, 유안타증권 리서치센터



'26년 KOSPI 증익 전망은 매출 성장이 아닌 마진율 대폭 상승 기대에 근거

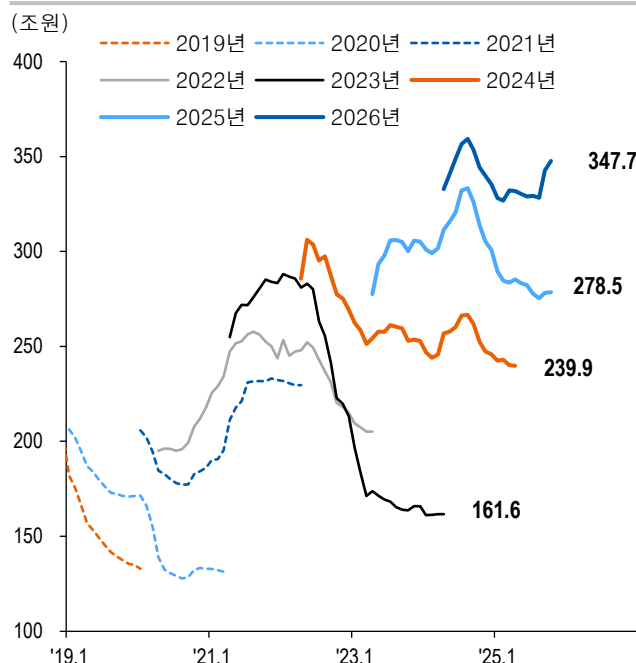
- 현 시장 '26년 국내증시 실적 전망은 '23~'25년과 유사하게 매출(Top-line) 성장이 아닌 영업이익률/순이익률 등 마진율(Bottom-line) 개선 기대에 근거
- '26년 KOSPI 매출액 컨센서스는 3,309조원('25년 예상 3,126조원 대비 +5.8%)으로 예년과 유사한 Mid-Single Digit 수준의 제한적 매출 성장을 예상 중이나, 영업이익은 347.7조원(전년 대비 +24.8%), 순이익은 262.6조원(전년 대비 +22.9%)로 마진율 쿼텀점프에 근거한 대폭적 증익 가능성을 상징
- '23~ '25년 사이 시장 투자자들은 실제 대폭적 실적 성장에도 불구하고 매출/이익 동반성장이 아니었던 바, 장래 증익 사이클 추세화 가능성(또는 실적의 퀄리티, 실적 전망의 가시성)을 의심하고 잠복 실적 불확실성을 극도로 경계
- 결국, '26년 국내증시 실적 눈높이의 실제 현실화 여부는 대내외 경기/업황/정책 환경 변화와 판가/원가 구조(가격 전가력) 변화 등에 따라 판가름날 개연성이 높음

연도별 KOSPI 매출액 컨센서스 변화 추이



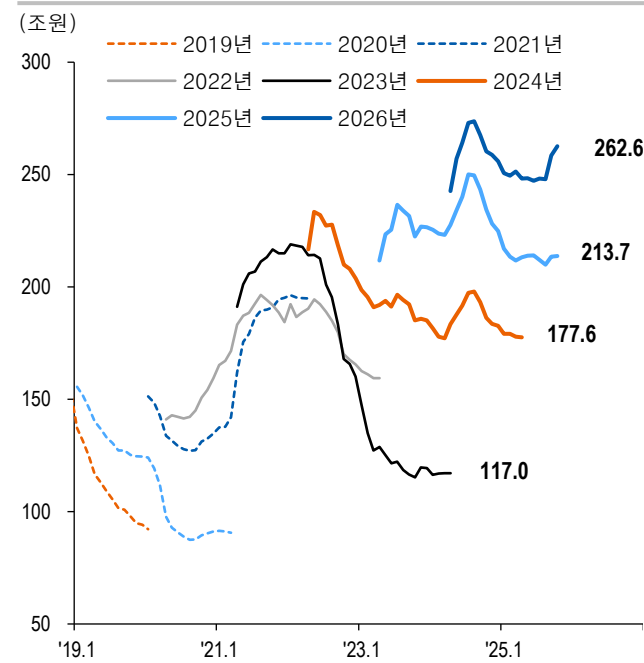
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

연도별 KOSPI 영업이익 컨센서스 변화 추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

연도별 KOSPI 순이익 컨센서스 변화 추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



국내외 가격 전가력 환경 변화가 '26년 국내증시 증익 전망의 현실화를 좌우

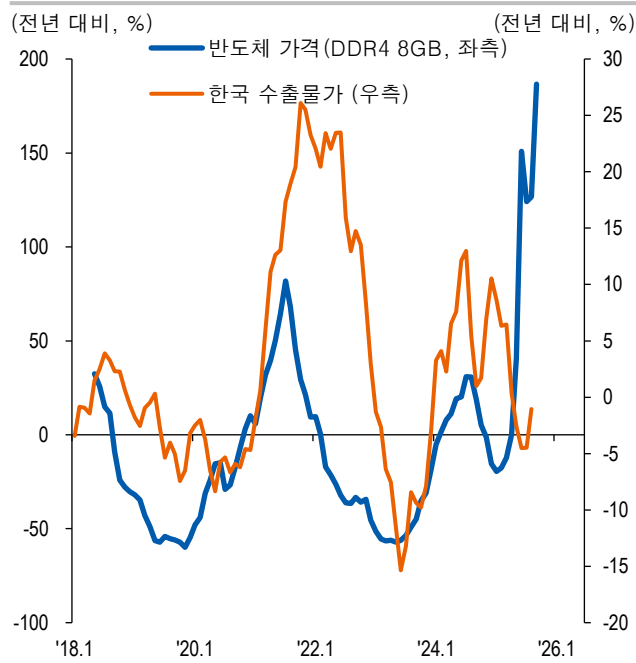
- 한국 증시/기업 마진율은 미국 CPI-PPI 전년 대비 증감률간 Gap, 한국 수출물가%-수입물가% Gap 등 국내외 가격 전가력 환경 변화에 고스란히 연동
- 글로벌/한국 12개월 선행 EPS에 12개월 선행하는 미국 Headline CPI%-PPI% Gap은 8월 +0.32%Pt로 양(+) 전환했으나 추세의 연속성을 자신하긴 아직은 무리
- KOSPI FY2 순이익률에 9개월 가량 선행하는 한국 수출물가%-수입물가% Gap 역시 8월 +1.1%로 플러스 행렬은 이어졌으나 '24년 4Q 이래로 하락 추세는 지속
- '26년 글로벌 매크로 방향성과 관세/통상 리스크 재점화 및 지정학적 불확실성 그리고 이에 기인한 공급망 충격 심화 등에 따라 국내외 가격 전가력은 급변할 소지
- 단, 반도체 수출단가 개선이 한국 수출물가 상승을 자극하고, 국제 원자재가 및 달러-원 환율 안정화가 수입물가 하락으로 반영되는 경우라면, '26년 국내증시 마진율 환경은 가격 전가력 회복에 근거해 현 실적 눈높이 수준의 추가 도약이 능히 가능할 전망

KOSPI FY2 순이익률과 한국 수출물가% - 수입물가% Gap



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

반도체 가격과 한국 수출물가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

원화 환산 국제유가와 한국 수입물가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



WI26 주요 업종/종목별 '26년 실적 불확실성 점검 (1)

- WI26 주요 업종별 영업이익 기여도 Top 5 대표주들을 대상으로 '26년 영업이익 컨센서스 최고/최저치간 괴리율로 잠복 실적 불확실성을 평가
- 에너지(KOSPI OP 기여도 4.9%, Top 5 대표주 실적 불확실성 평균 416%), IT가전(2.0%, 329%), 운송(2.2%, 105.7%)에서 100% 이상의 실적 불확실성이 확인됐고, 반도체(28.5%, 82%), 은행(9.3%, 11.2%), 자동차(9.0%, 42.8%), 상사/자본재(8.7%, 58.6%), 유틸리티(5.6%, 32.2%), 조선(3.5%, 88.7%) 등의 Core 업종 대부분은 비교적 가시성 높은 실적 컨센서스 환경이 조성

KOSPI WI26 주요 업종별 영업이익 기여도 Top 5 종목의 2026년 실적 불확실성(영업이익 추정치 최고/최저치 사이의 괴리율) 점검 (1)

구분	종목명	영업이익 기여도 (%)	2026년 영업이익 추정치 (십억원)			괴리율 (%)	구분	종목명	영업이익 기여도 (%)	2026년 영업이익 추정치 (십억원)			괴리율 (%)
			컨센서스	최고	최저					컨센서스	최고	최저	
반도체	삼성전자	14.1	50,312.4	73,093.0	34,801.0	110.0	건강관리	삼성바이오로직스	0.6	2,209.8	2,680.5	1,737.0	54.3
	SK하이닉스	14.1	50,246.0	70,012.0	35,113.0	99.4		셀트리온	0.5	1,617.4	1,815.6	1,378.1	31.7
	한미반도체	0.2	542.1	596.0	476.2	25.2		SK바이오팜	0.1	306.4	381.0	175.0	117.7
	DB하이텍	0.1	304.4	344.0	266.0	29.3		한미약품	0.1	274.8	314.6	245.0	28.4
	해성디에스	0.0	66.2	103.3	42.0	146.0		대웅제약	0.1	205.9	228.5	186.0	22.8
상사, 자본재	SK스퀘어	1.7	6,003.7	8,029.0	3,817.0	110.3		기계	두산에너지빌리티	0.4	1,422.2	1,628.0	1,235.0
	한화	1.5	5,175.1	7,041.0	3,226.0	118.3	LS		0.4	1,303.5	1,538.7	1,212.9	26.9
	한화에어로스페이스	1.2	4,329.6	4,723.0	3,716.0	27.1	현대로템		0.4	1,290.6	1,852.0	939.0	97.2
	삼성물산	1.0	3,513.6	3,794.0	3,307.5	14.7	HD현대일렉트릭		0.3	1,123.9	1,277.1	1,039.1	22.9
	CJ	0.8	2,901.0	3,115.0	2,543.0	22.5	두산밥캣		0.2	820.0	960.4	687.0	39.8
조선	HD한국조선해양	1.4	4,914.9	6,109.5	3,807.4	60.5	자동차		현대차	3.5	12,346.2	14,435.0	10,308.0
	HD현대중공업	0.7	2,581.5	3,257.5	2,250.3	44.8		기아	2.9	10,523.3	12,630.3	7,743.0	63.1
	한화오션	0.5	1,731.2	2,759.4	1,081.3	155.2		현대모비스	1.1	3,902.3	4,360.8	3,273.0	33.2
	삼성중공업	0.4	1,296.7	1,879.0	984.7	90.8		한국타이어엔테크놀로지	0.5	1,837.9	2,104.0	1,616.0	30.2
	HD현대미포	0.2	578.8	891.8	463.9	92.2		금호타이어	0.2	551.4	631.6	429.0	47.2

참고: 10/10일 컨센서스 기준
 자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



WI26 주요 업종/종목별 '26년 실적 불확실성 점검 (2)

KOSPI WI26 주요 업종별 영업이익 기여도 Top 5 종목의 2026년 실적 불확실성(영업이익 추정치 최고/최저치 사이의 괴리율) 점검 (2)

구분	종목명	영업이익 기여도 (%)	2026년 영업이익 (십억원)			괴리율 (%)	구분	종목명	영업이익 기여도 (%)	2026년 영업이익 (십억원)			괴리율 (%)
			컨센서스	최고	최저					컨센서스	최고	최저	
에너지	HD현대	1.8	6,448.0	7,556.8	5,878.0	28.6	철강	POSCO홀딩스	1.0	3,480.2	4,335.5	2,683.0	61.6
	SK	1.1	3,855.6	5,462.0	623.0	776.7		현대제철	0.2	882.1	1,156.0	453.0	155.2
	GS	0.8	2,782.4	3,055.0	2,632.0	16.1		KG스틸	0.1	202.6	206.9	198.2	4.4
	SK이노베이션	0.5	1,662.4	2,691.5	-439.0	713.1		세아홀딩스	0.1	200.8	200.8	200.8	0.0
	S-Oil	0.3	997.1	1,552.1	240.0	546.7		동국제강	0.0	154.6	170.9	143.0	19.5
화학	LG화학	0.9	3,246.4	4,558.7	1,449.9	214.4	운송	현대글로비스	0.6	2,266.2	2,472.9	2,141.0	15.5
	DL	0.1	521.1	521.1	521.1	0.0		대한항공	0.6	2,159.3	2,451.0	1,694.0	44.7
	금호석유화학	0.1	441.0	509.4	346.5	47.0		HMM	0.2	812.8	1,983.0	382.0	419.1
	OCI홀딩스	0.1	375.1	480.7	252.7	90.2		CJ대한통운	0.2	551.5	578.0	513.1	12.6
	HS효성첨단소재	0.1	261.1	291.3	223.0	30.6		팬오션	0.1	534.3	614.0	449.0	36.7
은행	KB금융	2.2	7,960.5	8,296.0	7,697.9	7.8	IT하드웨어	삼성전기	0.3	1,060.2	1,281.9	909.0	41.0
	신한지주	2.0	7,204.8	7,488.0	6,939.0	7.9		LG이노텍	0.2	746.2	908.5	634.7	43.1
	하나금융지주	1.5	5,461.7	5,797.0	5,182.0	11.9		한화비전	0.1	281.9	332.7	231.0	44.0
	우리금융지주	1.2	4,417.0	4,740.0	4,098.0	15.7		이수페타시스	0.1	245.8	266.0	225.0	18.2
	기업은행	1.1	3,761.1	3,993.0	3,546.0	12.6		비에이치	0.0	111.6	133.7	91.3	46.4
증권	메리츠금융지주	1.0	3,475.2	3,729.0	3,319.0	12.4	IT가전	LG전자	0.9	3,330.2	3,881.0	2,803.0	38.5
	한국금융지주	0.5	1,832.5	2,310.0	1,313.4	75.9		LG에너지솔루션	0.9	3,161.8	4,217.0	1,463.5	188.1
	미래에셋증권	0.4	1,457.7	1,799.0	1,127.0	59.6		삼성SDI	0.2	607.0	1,198.6	-380.0	415.4
	키움증권	0.4	1,337.4	1,550.0	1,133.3	36.8		엘앤에프	0.0	108.8	197.9	18.0	999.4
	삼성증권	0.4	1,300.1	1,455.0	1,057.0	37.7		삼화콘덴서	0.0	27.3	28.0	26.5	5.7
보험	삼성생명	0.8	2,982.8	3,255.7	2,511.8	29.6	소프트웨어	NAVER	0.7	2,527.5	2,656.2	2,377.4	11.7
	삼성화재	0.8	2,847.9	3,129.0	1,903.2	64.4		크래프톤	0.4	1,557.7	1,903.1	1,269.0	50.0
	DB손해보험	0.7	2,422.2	2,614.0	2,225.0	17.5		삼성에스디에스	0.3	1,061.4	1,125.5	1,008.8	11.6
	현대해상	0.4	1,332.4	1,478.0	1,151.0	28.4		카카오	0.2	837.3	1,043.2	682.7	52.8
	한화생명	0.2	885.6	968.2	808.0	19.8		LG씨엔에스	0.2	659.8	681.7	634.5	7.4

참고: 10/10일 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



WI26 주요 업종/종목별 '26년 실적 불확실성 점검 (3)

KOSPI WI26 주요 업종별 영업이익 기여도 Top 5 종목의 2026년 실적 불확실성(영업이익 추정치 최고/최저치 사이의 괴리율) 점검 (3)

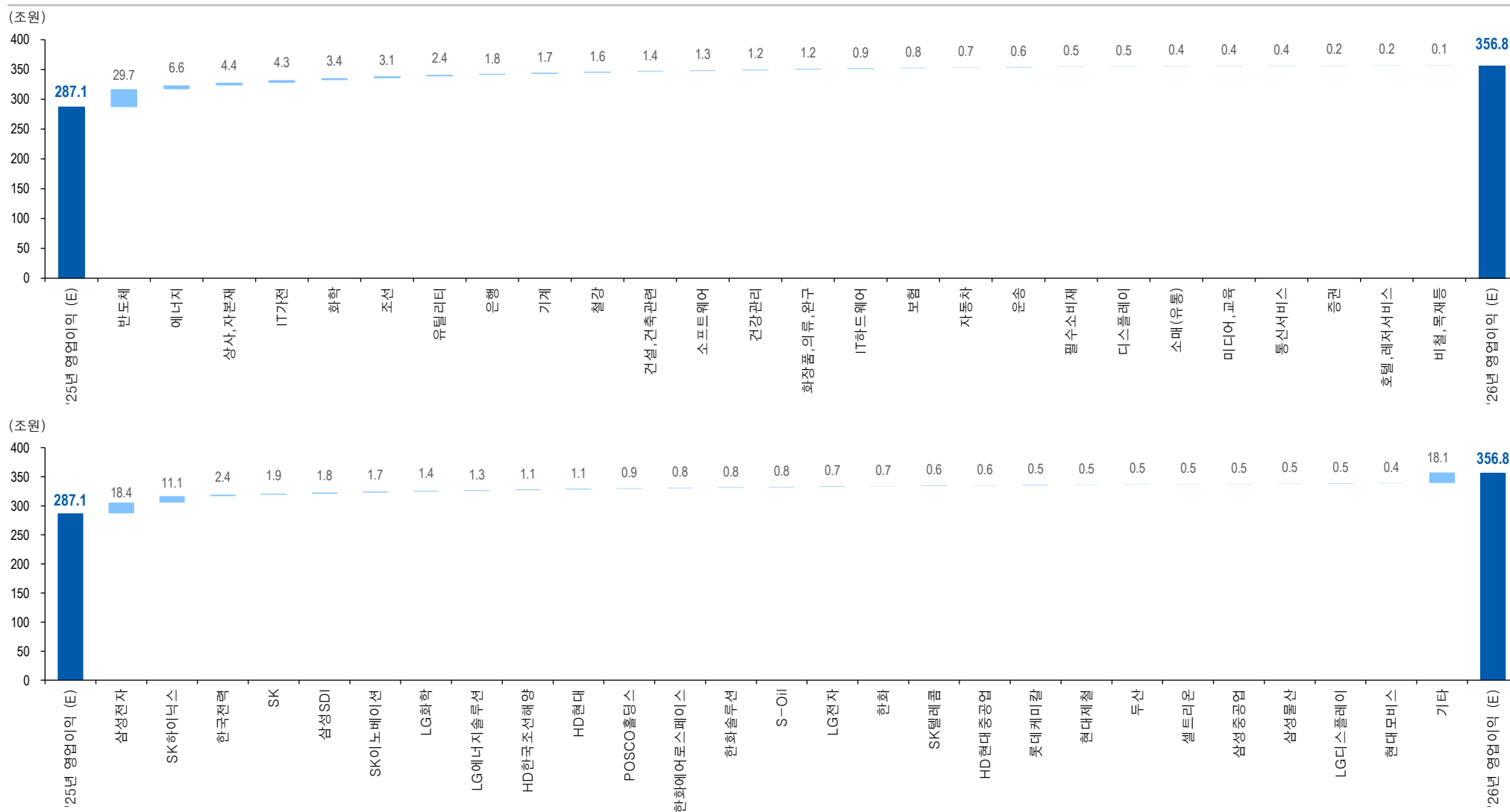
구분	종목명	영업이익 기여도 (%)	2026년 영업이익 (십억원)			괴리율 (%)	구분	종목명	영업이익 기여도 (%)	2026년 영업이익 (십억원)			괴리율 (%)
			컨센서스	최고	최저					컨센서스	최고	최저	
건설, 건축관련	현대건설	0.3	1,172.8	1,352.0	882.0	53.3	필수소비재	CJ제일제당	0.4	1,600.2	1,734.5	1,528.0	13.5
	삼성E&A	0.2	842.8	1,027.0	756.8	35.7		KT&G	0.4	1,444.0	1,624.1	1,285.7	26.3
	HDC	0.2	832.0	832.0	832.0	0.0		삼양식품	0.2	707.4	776.5	639.4	21.4
	DL이앤씨	0.2	559.6	708.1	415.7	70.3		오리온	0.2	616.7	662.8	591.0	12.1
	KCC	0.2	554.8	599.9	515.0	16.5		동원산업	0.2	577.0	592.5	569.0	4.1
비철, 목재등	고려아연	0.3	1,004.1	1,226.7	789.0	55.5	화장품, 의류, 완구	코웨이	0.3	1,046.2	1,067.6	1,024.8	4.2
	풍산	0.1	404.7	523.0	326.9	60.0		영원무역홀딩스	0.2	741.3	741.3	741.3	0.0
	풍산홀딩스	0.0	97.7	97.7	97.7	0.0		미스토홀딩스	0.2	552.4	615.0	518.0	18.7
	한솔제지	0.0	97.7	100.4	95.0	5.7		F&F	0.1	501.0	572.0	462.0	23.8
	무림P&P	0.0	27.0	27.0	27.0	0.0		영원무역	0.1	494.8	602.5	396.0	52.1
유틸리티	한국전력	4.6	16,330.8	18,912.0	12,207.0	54.9	미디어, 교육	하이브	0.1	471.4	545.4	413.0	32.1
	한국가스공사	0.7	2,359.0	2,882.0	2,075.3	38.9		제일기획	0.1	360.5	370.3	346.6	6.8
	SK가스	0.1	480.8	529.0	406.0	30.3		이노션	0.0	173.0	179.2	167.9	6.7
	지역난방공사	0.1	402.5	474.8	346.8	36.9		CJ CGV	0.0	112.8	137.0	88.6	54.6
	E1	0.1	264.6	264.6	264.6	0.0		SBS	0.0	53.9	53.9	53.9	0.0
소매(유통)	롯데쇼핑	0.2	644.0	681.0	610.0	11.6	호텔, 레저서비스	강원랜드	0.1	309.9	329.8	285.8	15.4
	이마트	0.2	559.6	615.0	492.1	25.0		파라다이스	0.1	218.7	275.0	176.0	56.3
	신세계	0.2	545.7	657.9	488.9	34.6		롯데관광개발	0.0	158.2	187.8	127.6	47.2
	현대백화점	0.1	428.3	473.0	370.5	27.7		GS피앤엘	0.0	108.6	130.5	86.6	50.7
	GS리테일	0.1	292.2	321.0	276.0	16.3		GKL	0.0	76.9	95.0	66.0	43.9
통신서비스	KT	0.6	2,241.5	2,395.0	1,959.0	22.3	디스플레이	LG디스플레이	0.4	1,292.8	1,473.0	1,107.0	33.1
	SK텔레콤	0.5	1,839.5	2,061.0	1,721.0	19.8		LX세미콘	0.0	126.9	126.9	126.9	0.0
	LG유플러스	0.3	1,156.0	1,299.1	1,039.5	25.0							

참고: 10/10일 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



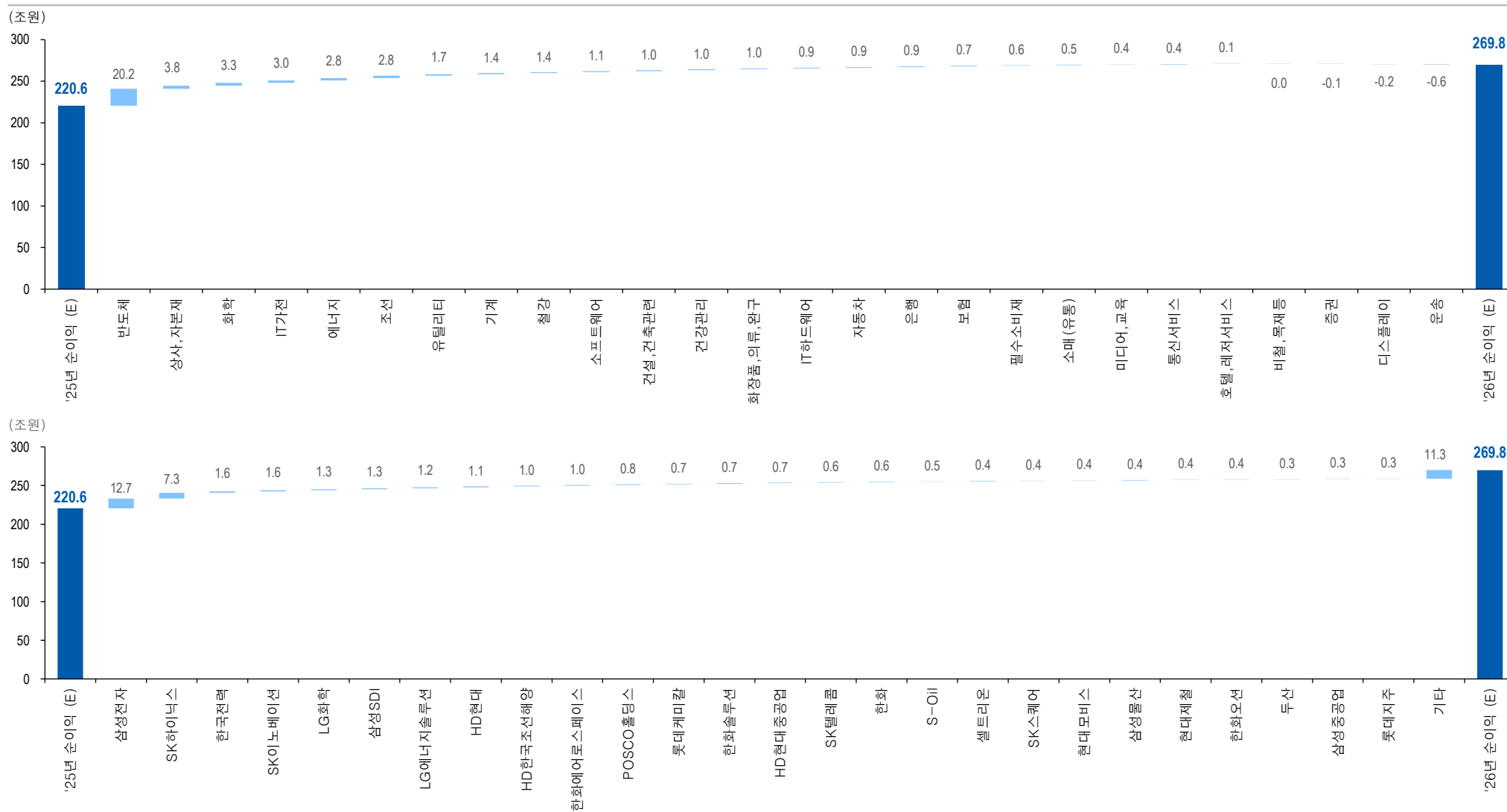
'25년 대비 '26년 KOSPI 업종/종목별 영업이익 컨센서스 변화



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



'25년 대비 '26년 KOSPI 업종/종목별 순이익 컨센서스 변화



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

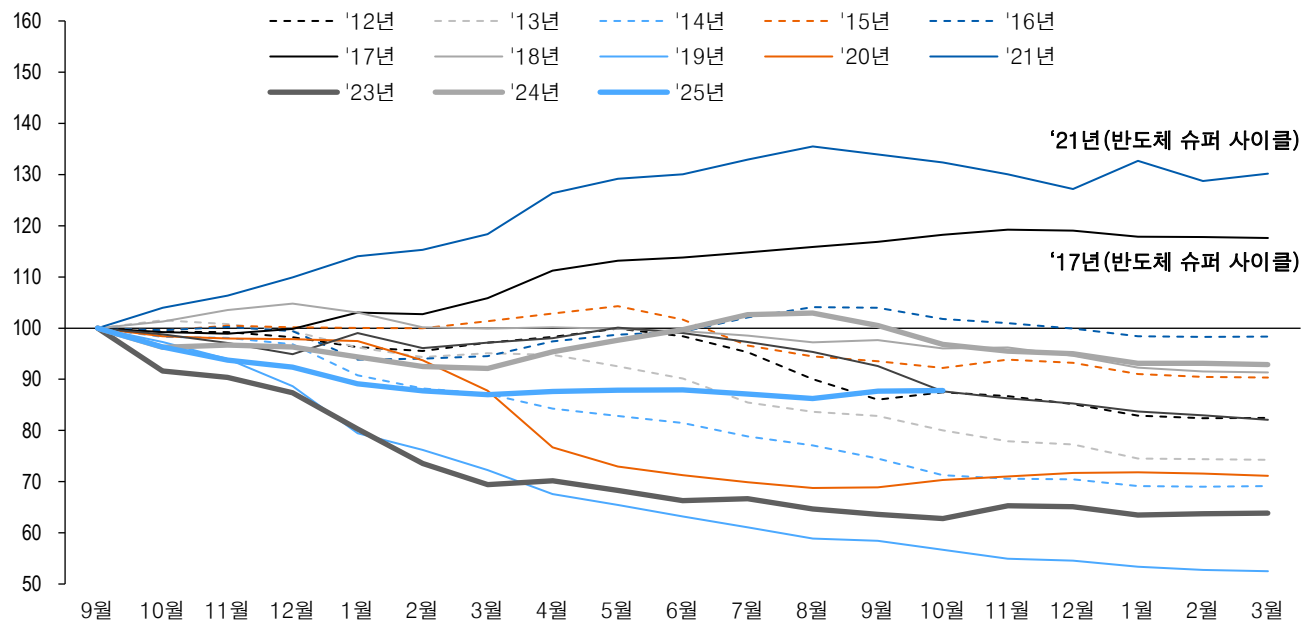


'26년 KOSPI 영업이익 345조원, 순이익 260조원을 전망

- 전년도 9월 말 KOSPI 연도별 영업이익/순이익 컨센서스 대비 이듬해 3월 말 확정치까지의 변동률로 잠복 실적 불확실성 및 '26년 실적 전망 시나리오를 판단
- K-IFRS 회계기준 도입 이후 KOSPI 확정 실적이 9월 말 추정치를 상회한 경우는 글로벌 반도체 슈퍼 사이클에 해당하는 '17년, '21년 두차례에 불과(평균 +23.9%). KOSPI 실적 불확실성 관련 전 기간 평균은 -14.0%였고, 글로벌 경기침체/금융위기 압력이 전면화되는 국면에선 -29.2%대 최악의 실적 쇼크가 현실화
- '26년 Quasi-Goldilocks 글로벌 매크로 환경, 연준의 Slow Easing Cycle 가세, 총력전 성격의 이재명 Put 재정부양, AI/반도체 슈퍼 사이클 진입 전망과 보수적 관점하 과거 실적 불확실성을 고려해 세가지 실적 시나리오를 상정. 이를 종합해 '26년 KOSPI 영업이익 345조원, 순이익 260조원 전망을 제시
- 1) Best 시나리오(확률 25%, 현 컨센서스 대비 +10% 상향 조정): 영업이익 382조원, 순이익 289조원, 2) Base 시나리오(확률 60%, 현 컨센서스 수준): 영업이익 348조원, 순이익 263조원, 3) Worst 시나리오(확률 15%, 현 컨센서스 대비 -15% 하향 조정): 영업이익 296조원, 순이익 223조원

KOSPI 실적 불확실성 판단: 전년도 9월 말 KOSPI 연도별 순이익 컨센서스 대비 이듬해 3월 말 확정치까지의 변화 추이

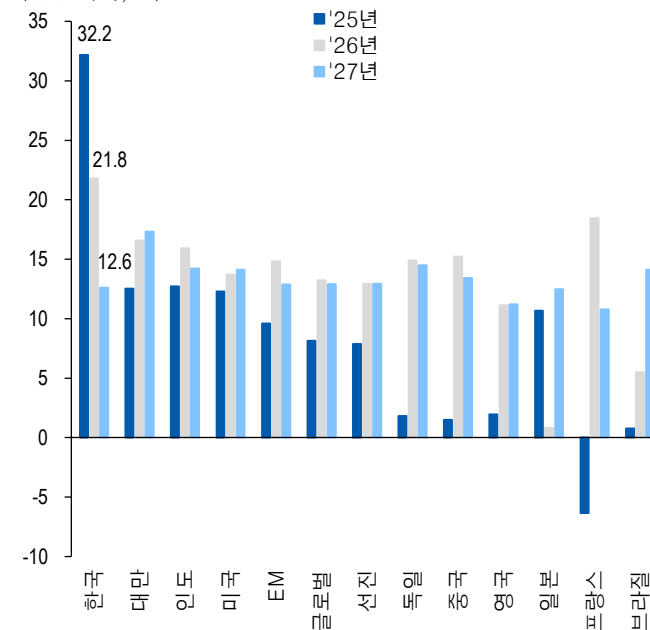
(전년 9월 말 KOSPI 순이익 컨센서스 = 100, 지수화)



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

국가별 MSCI Index 기준 EPS 성장률 컨센서스: 한국이 No.1

(전년 대비, %)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



김용구

Strategist

02 3770 3521

yg.kim@yuantakorea.com

PART 2

포트폴리오/주도주 전략



1) 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 투자대안 판단

- 2026년 포트폴리오/주도주 전략 아이디어는, 1) 글로벌 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 투자대안, 2) 실질 스타일 분류 기준 '26년 실적 모멘텀 보유 순수 성장주(Pure Growth), 3) 낙폭과대 주가/밸류 위에 배당성향 개선과 실적 모멘텀이 가세하는 순수 가치주(Pure Value) 옥석 가리기 세가지
- 우선, 1) 2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했으며, 2) '25년 3~4Q 및 '26년 실적 모멘텀을 보유했고, 3) SPS% < EPS% or CPS%의 가격 전가력을 겸비한 삼중 교집합격 업종은 반도체, SW, 화학, 중공업 밸류체인

2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks 및 미국 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 업종대안 판단

구분	Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
조선	2.0	53.2	1.0	46.8	145.5	-0.3	101.4	0.6	33.2	1.1	14.5	105.0	35.7
기계	1.7	44.2	1.2	55.3	64.9	0.5	35.9	2.0	28.0	2.3	19.9	81.7	48.6
상사, 자본재	1.7	45.5	0.5	57.4	51.8	-1.8	32.6	0.4	16.7	0.9	24.1	37.1	51.9
화학	1.1	46.8	0.6	46.8	1,079.4	-1.9	흑전	-6.3	109.3	-2.2	20.3	흑전	38.8
자동차	0.6	46.8	-1.4	40.4	-26.4	-4.1	-11.9	-3.2	2.5	-0.8	23.9	19.9	156.3
반도체	0.6	64.9	0.2	51.1	13.2	9.4	50.4	16.7	42.3	22.6	27.4	43.6	43.6
증권	0.6	46.8	-0.2	46.8	-13.4	-0.7	20.2	-0.2	1.6	-0.4	-2.1	94.5	-
소프트웨어	0.4	42.9	1.6	63.8	19.5	-0.1	38.2	-0.8	22.8	0.0	223.7	333.6	310.5
은행	0.4	50.6	-1.5	31.9	-1.5	0.2	21.2	-1.9	5.6	0.3	-64.6	16.7	흑전
비철, 목재등	0.2	40.3	-0.5	42.6	-18.7	-0.2	36.5	-1.1	7.0	0.1	85.6	354.5	207.9
보험	0.2	49.4	0.1	46.8	-5.0	-0.1	170.7	-0.9	7.5	-5.3	398.9	19.8	-
IT하드웨어	0.0	48.1	-1.1	46.8	56.1	0.4	383.1	3.2	68.8	-0.1	84.3	391.1	206.2
운송	0.0	39.0	0.2	42.6	-42.8	-8.9	-20.3	-0.7	8.3	-2.8	-13.3	-39.6	-21.9
에너지	-0.2	35.1	-0.5	40.4	1,074.9	-1.7	128.3	1.3	60.2	-1.9	3.9	흑전	6.7
디스플레이	-0.2	45.5	-0.6	48.9	1,360.7	37.9	336.4	9.0	49.0	19.0	-1.8	흑전	117.6
건설, 건축관련	-0.3	45.5	-0.2	48.9	19.7	11.3	흑전	12.0	26.2	4.4	2.9	97.7	85.2
IT가전	-0.5	49.4	1.0	51.1	27.1	-2.0	흑전	-5.8	139.2	-2.4	25.6	흑전	70.2
건강관리	-0.5	41.6	1.9	59.6	51.3	0.7	229.7	0.8	36.3	-0.8	115.5	1,241.6	480.1
호텔, 레저서비스	-0.6	42.9	-0.3	46.8	24.1	0.0	115.6	1.4	18.1	0.2	1.4	43.2	81.8
철강	-0.7	48.1	-1.1	36.2	-6.5	-4.7	996.8	-0.8	46.2	0.2	18.8	53.4	15.6
화장품, 의류, 완구	-0.7	40.3	-0.1	40.4	-19.7	-4.6	-12.6	-5.8	20.7	-4.4	248.8	363.4	401.7
소매(유통)	-1.0	42.9	-0.5	40.4	25.7	-4.0	109.8	1.1	17.9	-0.3	53.6	흑전	55.7
필수소비재	-1.0	40.3	0.4	51.1	-36.2	-4.0	-22.0	-3.3	9.3	-3.4	26.8	77.8	46.1
미디어, 교육	-1.1	42.9	-0.2	42.6	60.0	-3.9	37.7	-2.1	33.5	0.5	76.0	흑전	117.5
유틸리티	-1.3	37.7	-0.8	38.3	41.6	0.7	5.6	-3.6	13.6	1.0	0.3	87.3	44.3
통신서비스	-1.5	33.8	-0.2	40.4	-33.4	-4.4	흑전	-0.4	7.2	-0.1	10.8	60.9	7.3

참고: 10/13일 증가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, Quantwise, 유안타증권 리서치센터



매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 종목대안 판단

- 1) 2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀을 보유했으며, 3) SPS% < EPS% or CPS%의 가격 전가력을 최종 견비한 삼중 교집합격 종목대안을 도출

2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks 및 미국 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 종목대안 판단

구분	Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
삼성전자	0.5	52.8	0.1	46.8	11.0	14.3	62.1	23.3	59.2	28.3	7.2	-4.8	27.0
HD현대중공업	1.9	42.9	4.1	38.5	134.2	2.7	105.0	1.1	32.0	3.7	11.2	108.6	-31.7
삼성물산	1.4	53.5	2.1	56.0	7.6	0.0	23.2	-0.2	15.2	1.0	1.5	7.6	39.0
HD한국조선해양	2.5	51.7	1.7	48.9	134.2	-1.6	118.3	0.0	31.0	0.7	14.1	81.9	1.6
HD현대일렉트릭	6.5	57.1	1.0	45.8	43.2	-1.9	58.7	5.5	22.2	1.6	22.3	36.0	-9.6
현대로템	3.4	54.3	4.0	57.7	92.3	2.6	83.8	2.7	26.9	1.5	30.9	99.1	685.0
삼성전기	0.7	55.1	0.9	55.3	6.2	1.7	56.6	3.8	26.3	4.3	7.9	-8.2	25.7
효성중공업	13.5	75.9	4.3	41.7	39.1	0.6	43.5	1.9	28.5	2.0	16.9	84.8	57.4
현대글로벌비스	1.2	48.2	1.5	55.3	14.7	0.5	16.7	0.1	7.0	0.2	5.7	56.8	25.2
삼양식품	4.6	48.3	0.9	42.6	55.9	-0.4	73.4	0.8	30.4	0.1	36.0	52.0	73.9
한화시스템	3.0	58.6	3.7	61.9	3.9	-2.4	29.3	1.0	66.9	0.1	26.1	-56.8	268.8
두산	3.4	52.8	0.6	44.7	251.0	0.2	145.2	-0.6	33.6	0.3	9.6	116.8	446.9
에이피알	11.4	71.4	11.6	88.9	214.8	4.6	145.9	2.4	39.0	2.3	92.5	145.7	395.4
SK바이오팜	0.1	50.0	0.8	53.3	128.6	0.5	8.3	-1.3	77.3	1.0	28.0	-36.0	168.6
파마리서치	4.2	59.5	6.7	62.5	79.9	2.3	98.8	2.1	33.3	2.3	48.5	92.5	78.2
이수페타시스	1.8	43.8	1.3	42.6	79.4	0.3	100.2	0.2	31.2	0.1	14.6	88.3	155.1
넷마블	1.2	48.6	1.6	50.0	26.1	-0.3	208.9	-1.2	15.5	2.6	6.1	10,718.9	65.2
LG이노텍	0.1	44.0	0.8	51.4	29.1	2.5	15.1	2.0	27.0	0.6	-1.5	-14.0	43.8
한화엔진	1.0	43.6	1.7	43.3	91.9	5.3	98.0	4.7	57.9	6.2	14.5	21.3	79.8
풍산	3.4	56.0	2.0	48.6	8.0	-0.8	180.4	-3.3	18.1	0.6	11.0	-1.2	849.2
이오테크닉스	3.1	59.6	0.2	53.2	105.9	-3.3	121.1	-2.9	40.4	6.9	20.3	43.6	85.4
에스엠	4.6	53.9	0.7	53.2	274.0	1.3	30.0	-2.1	20.6	1.6	22.3	40,934.3	55.2
금호석유화학	2.9	52.8	0.6	40.4	31.2	-4.4	757.6	0.4	25.4	3.1	4.8	15.2	156.9
원익IPS	1.0	47.5	2.1	58.3	95.4	-6.7	32.9	0.6	35.8	0.5	22.3	238.5	79.4
한솔케미칼	1.5	49.4	1.6	51.1	22.5	1.0	26.6	-0.2	24.3	0.8	11.5	19.5	50.5
티씨케이	3.4	48.3	3.6	46.8	1.2	0.6	20.7	1.8	25.2	2.8	14.0	5.7	50.0

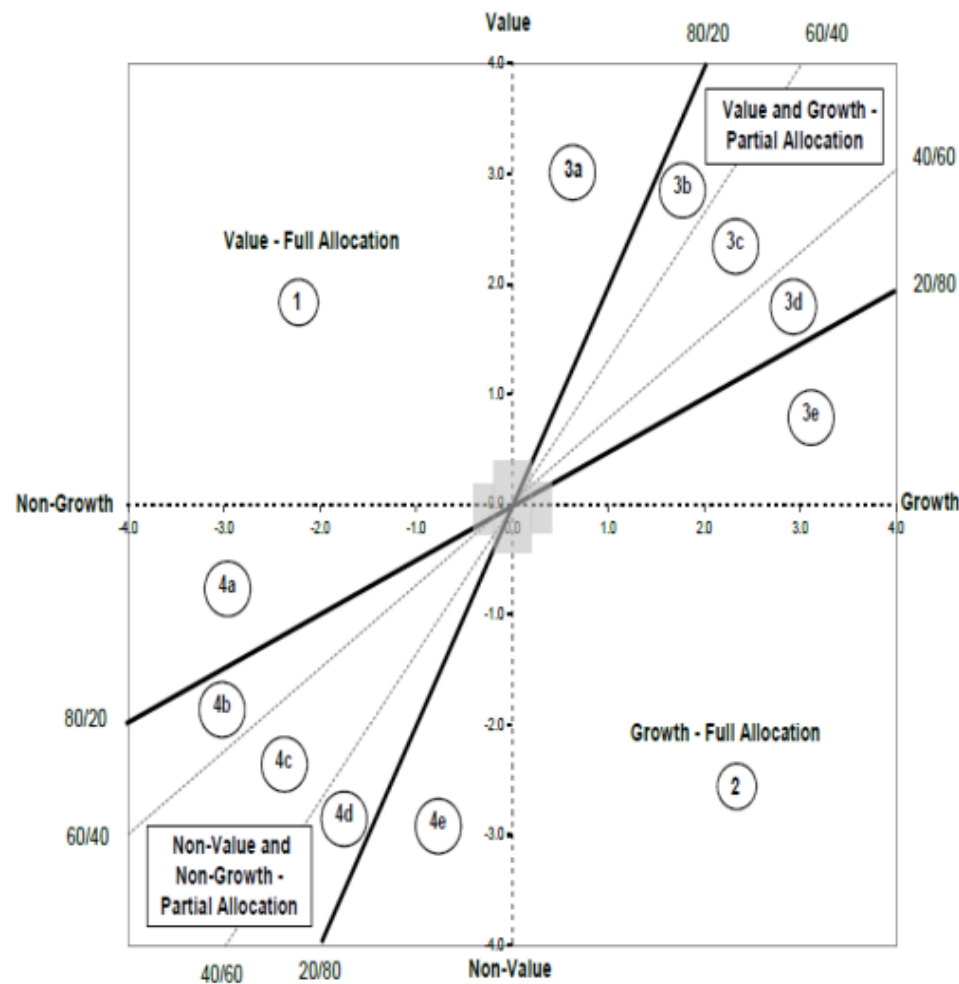
참고: 10/13일 증가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자의견과 상이할 수 있음
 자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



2) 실질 스타일 재분류로 찾는 Hidden Value & Real Growth 투자대안

- Quantiwise WI26 업종지수 및 실적 컨센서스 보유 종목군을 대상으로 MSCI 성장/가치주 분류 방법론에 국내 실적 컨센서스를 결합해 액티브 포트폴리오 운용 관점에서 투자대안별 실질 스타일을 재판단. 가치 있는 진짜 가치주, 성장 있는 진짜 성장주를 찾기 위함
- **첫째, 가치 변수(Value):**
1) '24년 확정 BPS/P, 2) '24년 확정 DPS/P, 3) 12개월 Fwd EPS/P
- **둘째, 성장 변수(Growth):**
1) 장기 EPS 성장률('24년 확정 EPS 대비 향후 3~5년 예상 EPS 증감률),
2) 단기 EPS 성장률(12개월 Forward EPS/12개월 Trailing EPS),
3) Current Internal Growth Rate(ROE*유보율),
4) 역사적 EPS 성장률 추이(확정 EPS의 회귀분석 기울기/확정 EPS 절대 값의 최근 5년 평균),
5) 역사적 SPS 성장률 추이(확정 SPS의 회귀분석 기울기/확정 SPS 절대 값의 최근 5년 평균)
- **셋째, 극단값 또는 이상값 조정(Winsorizing):**
상하위 10% 이내 값들은 상위 10% 경계값, 하위 10% 경계값으로 대체
- **넷째, 종목별 스타일 최종 판단(종목별 Value/Growth Z-Score):**
종목별 Value 및 Growth Z-Score를 도출해 스타일을 평정
- **다섯째, 업종별 스타일 최종 판단(업종별 Value/Growth Z-Score):**
종목별 Value 및 Growth Z-Score에 업종 내 시가총액 비중을 가중평균 합산해 업종별 스타일을 평정

MSCI Index 글로벌 성장주/가치주 스타일 평정 방법론 개괄



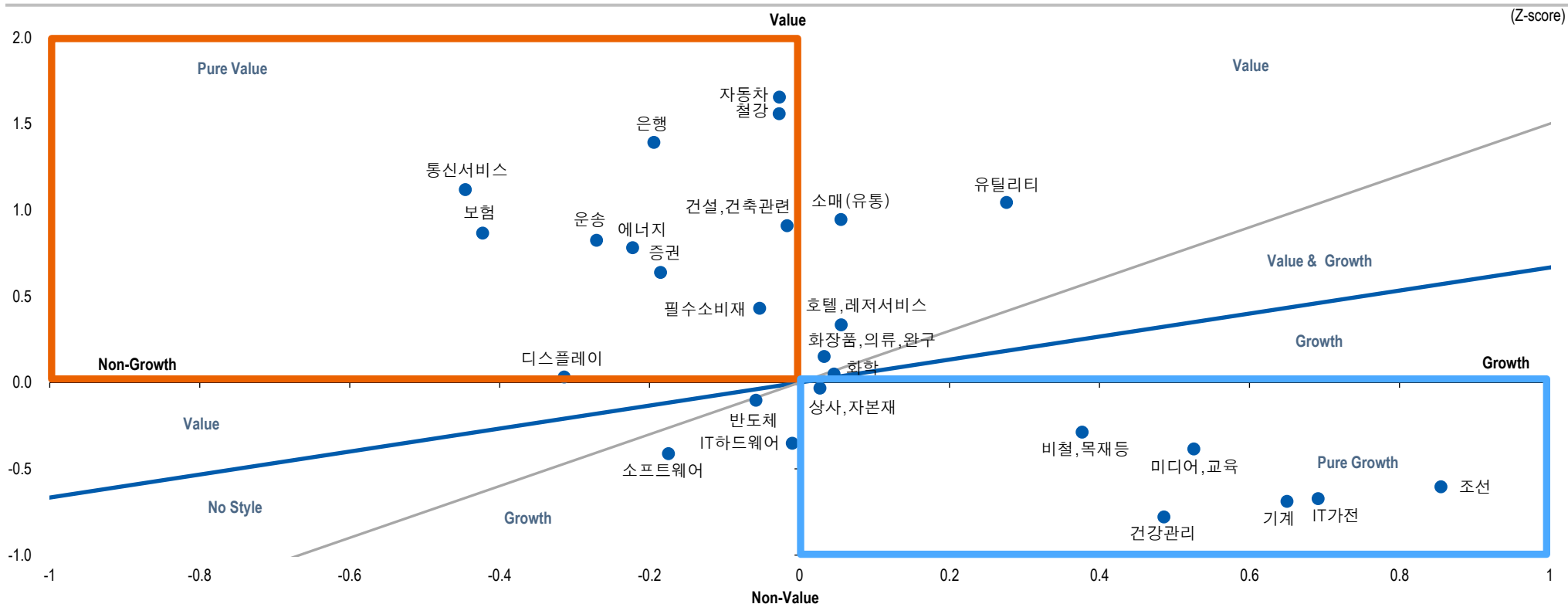
자료: MSCI



MSCI 성장/가치주 평정 방법론에 따른 WI26 업종별 실질 스타일 분포

- 10월 현재 WI26 업종들은, 1) Pure Growth(조선, 기계, 상사/자본재(방산+지주), IT가전(2차전지), 바이오, 미디어/엔터, 비철/목재), 2) Growth(반도체, 소프트웨어, IT하드웨어), 3) Value & Growth(화학), 4) Value(화장품/패션, 유틸리티, 소매/유통, 호텔/레저, 5) Pure Value(자동차, 은행, 보험, 증권, 에너지, 운송, 필수소비재, 통신, 철강, 건설, 디스플레이) 등 5가지 실질 스타일 형태로 분포

MSCI 스타일 평정 방법론을 활용한 Quantiwise WI26 주요 업종별 실질 스타일 분포(10월 현재)

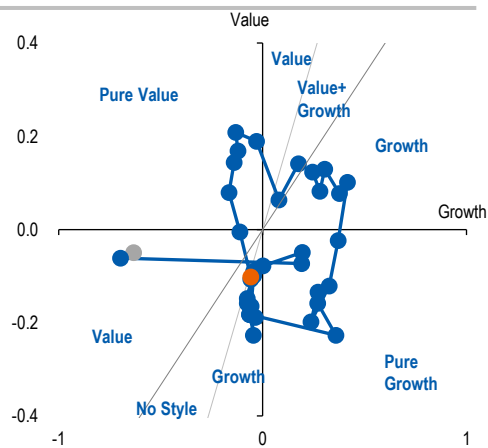


자료: Quantiwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



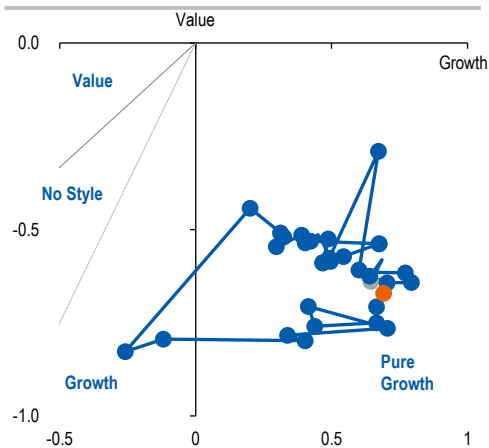
업종별 스타일 변화 Flow (1)

반도체



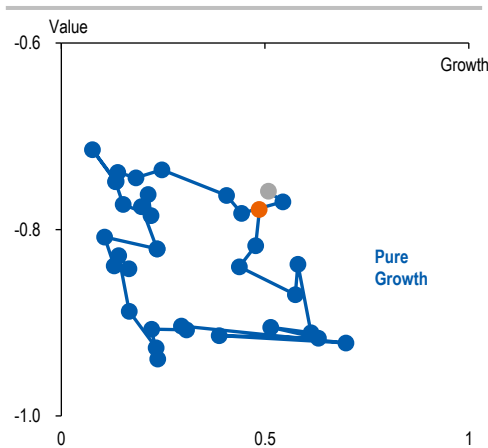
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

IT가전



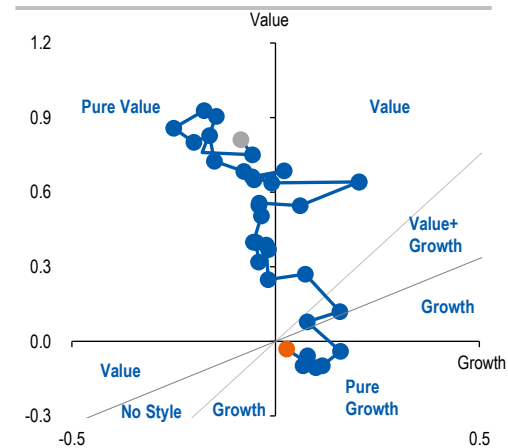
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

건강관리



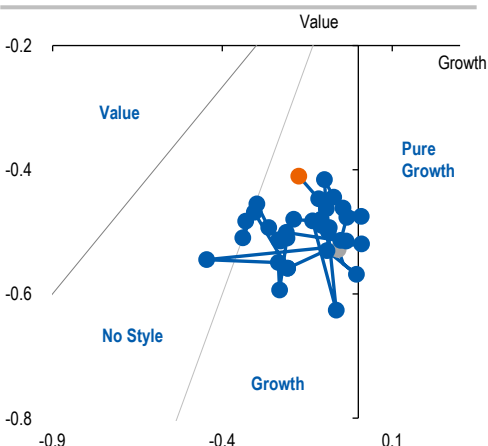
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

상사, 자본재



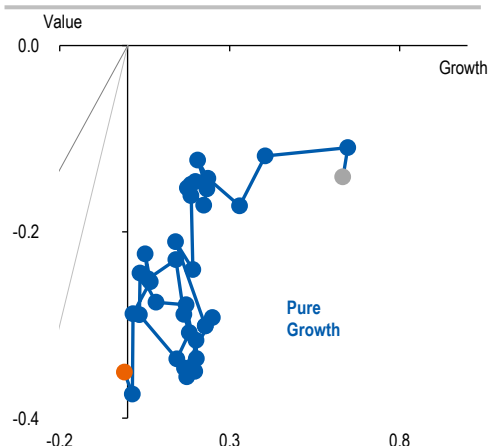
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

소프트웨어



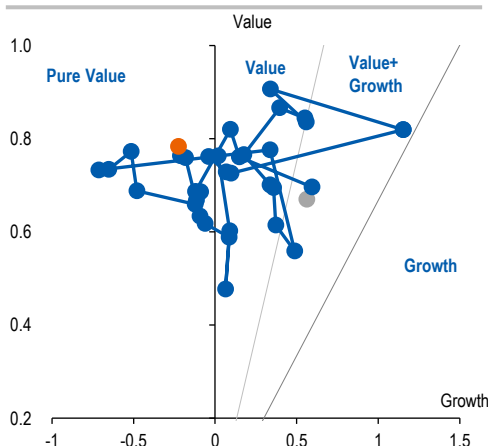
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

IT하드웨어



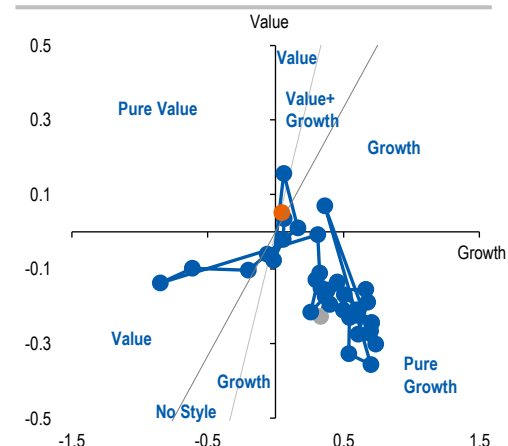
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

에너지



참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

화학

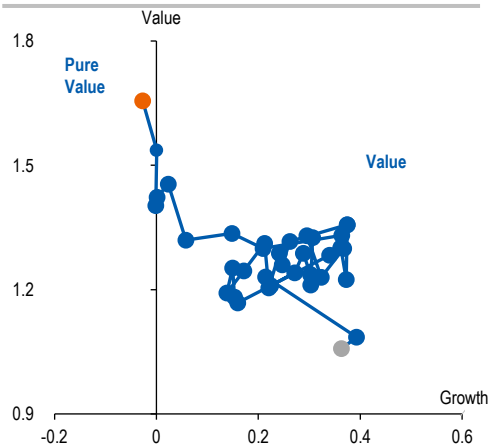


참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



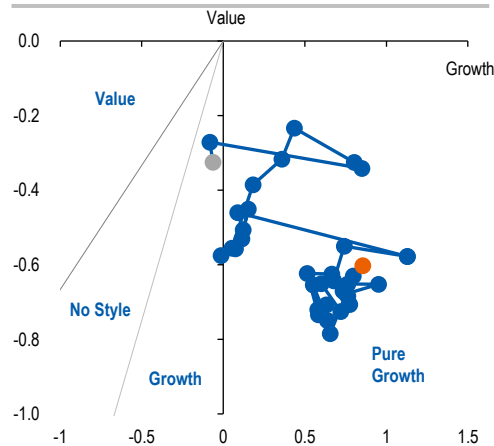
업종별 스타일 변화 Flow (2)

자동차



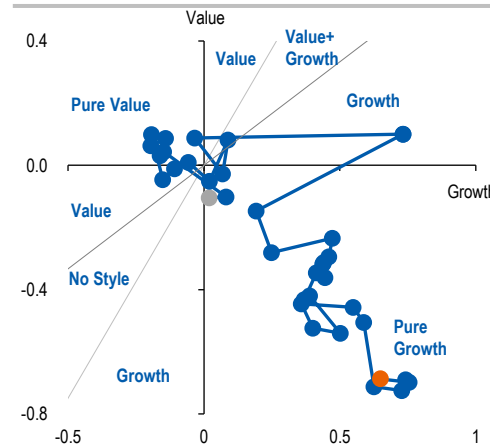
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

조선



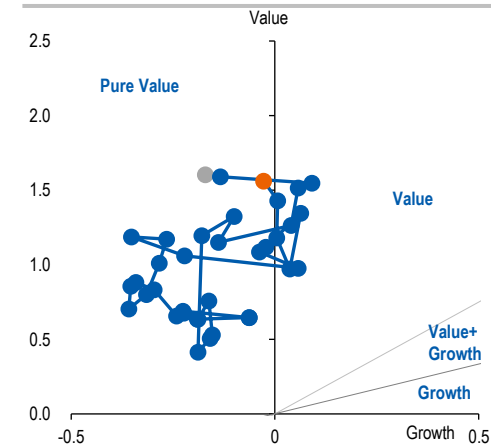
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

기계



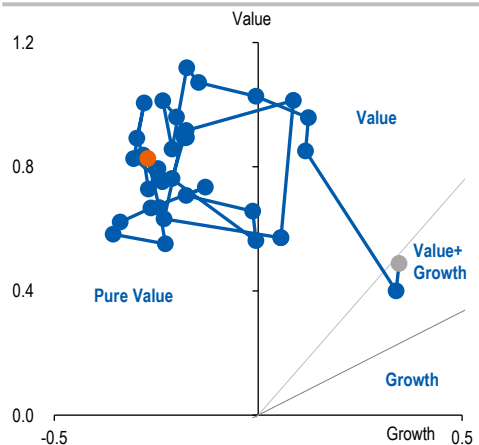
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

철강



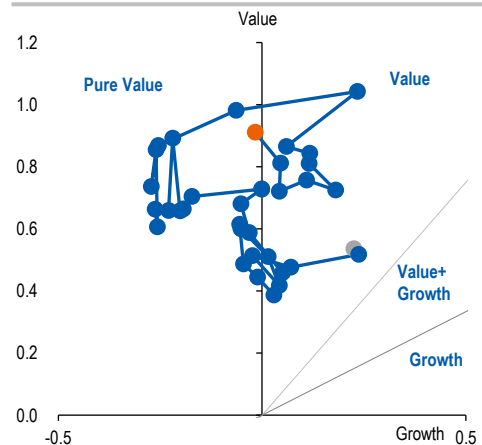
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

운송



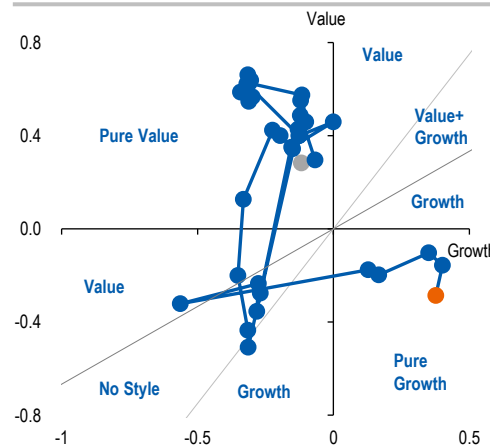
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

건설



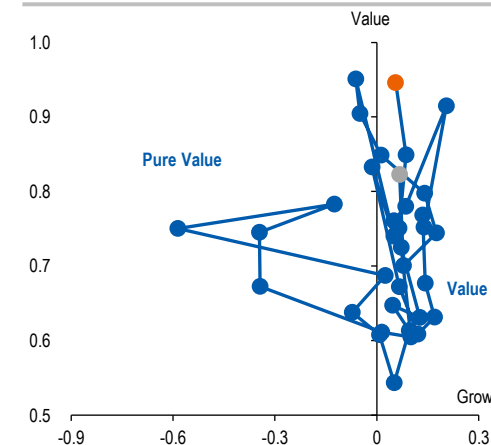
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

비철, 목재 등



참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

소매(유통)

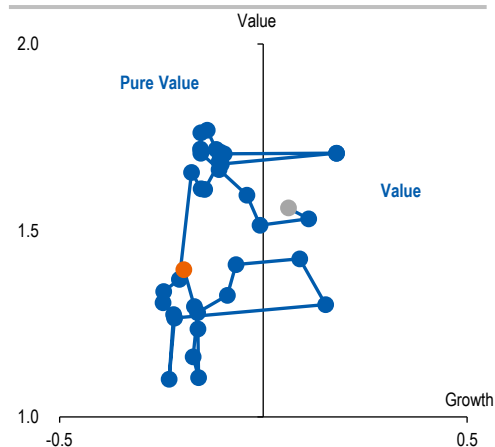


참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



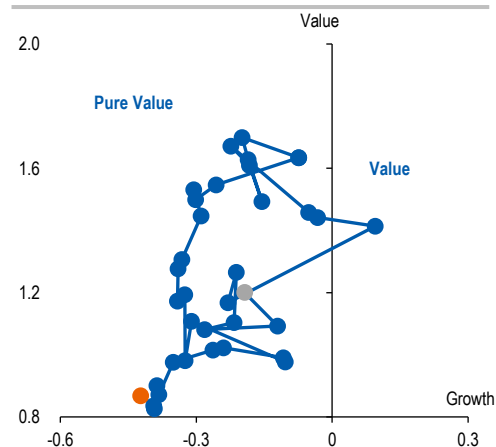
업종별 스타일 변화 Flow (3)

은행



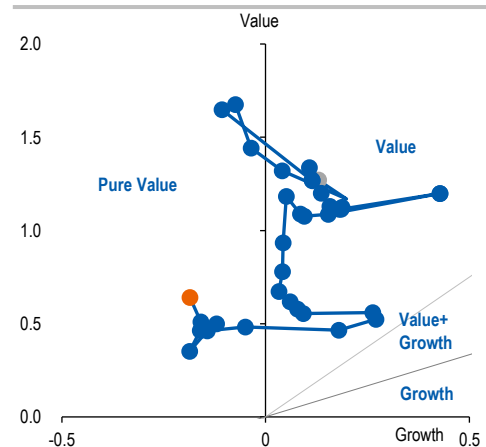
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

보험



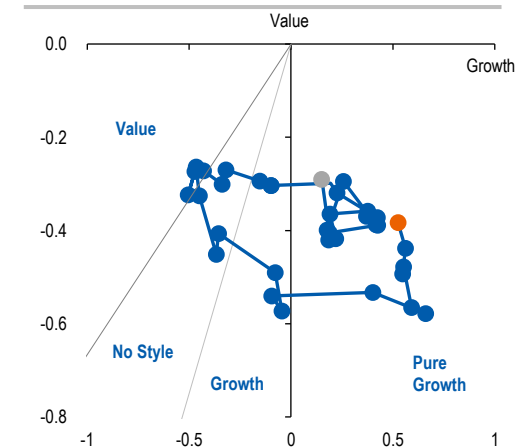
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

증권



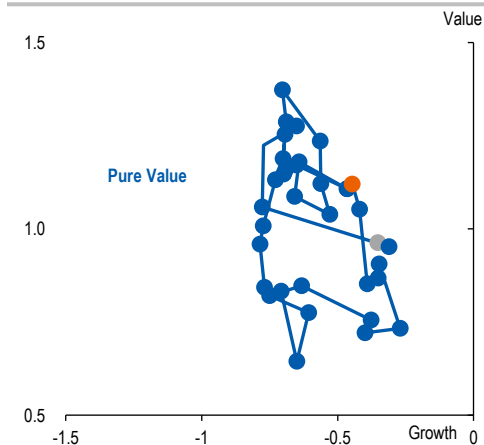
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

미디어, 교육



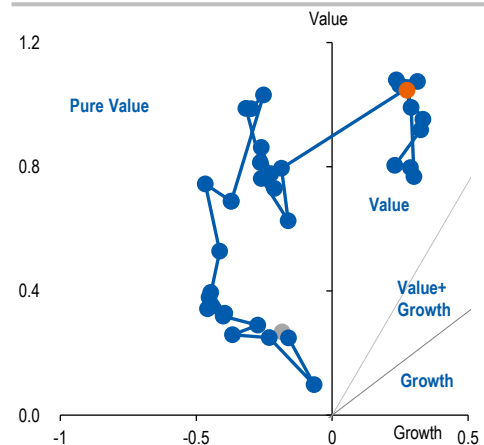
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

통신서비스



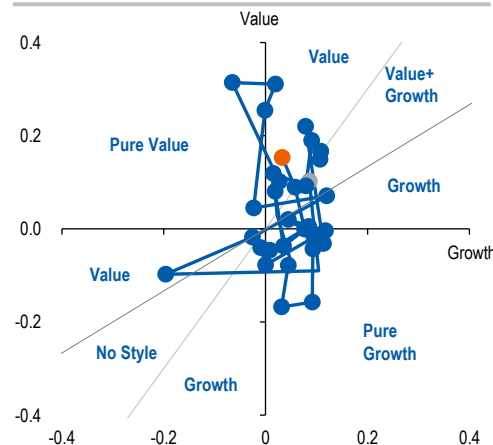
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

유틸리티



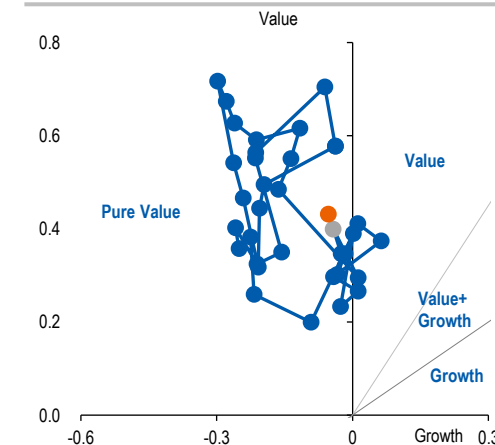
참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

화장품, 의류, 완구



참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

필수소비재

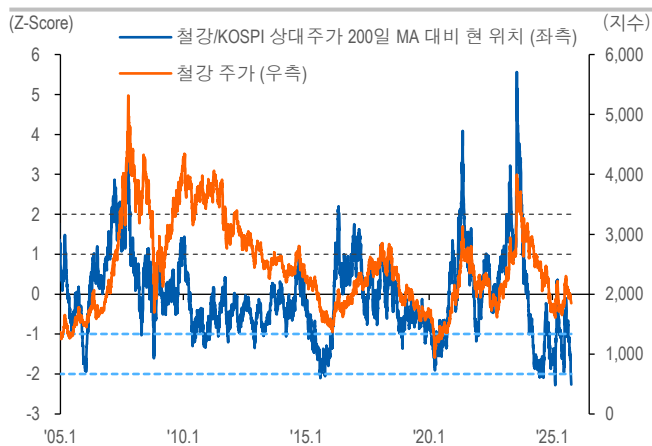


참고: 회색은 '22년 11월, 주황색은 '25년 10월 현재
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



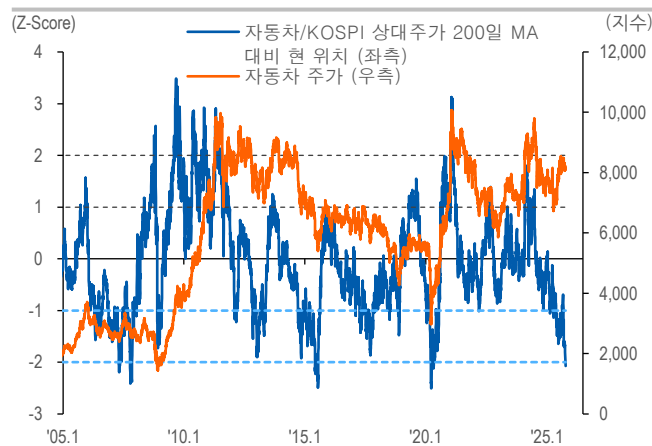
실질 순수 가치주(Pure Value) 내 시장 대비 통계적 낙폭과대 6개 업종

철강/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



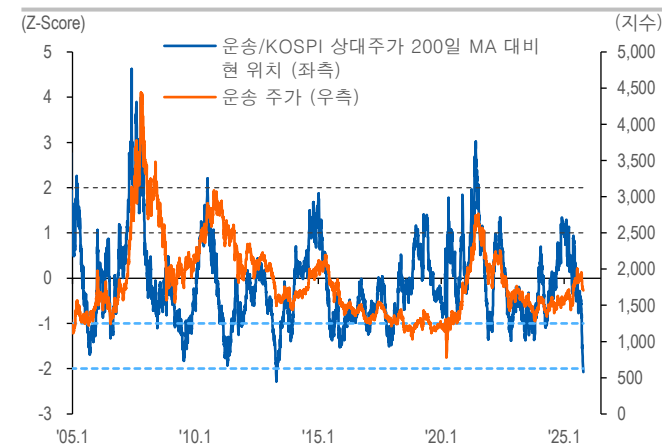
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자동차/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



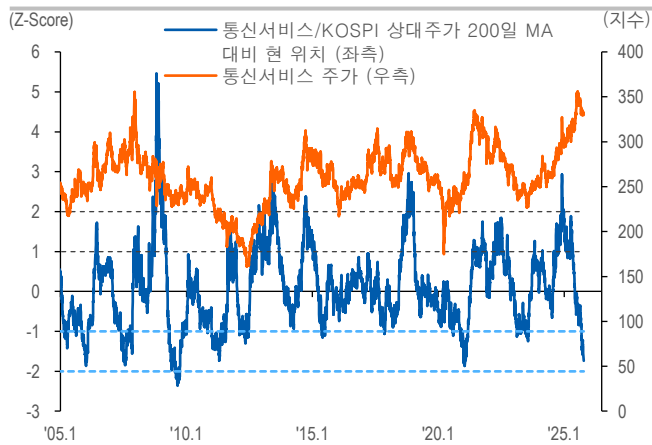
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

운송/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



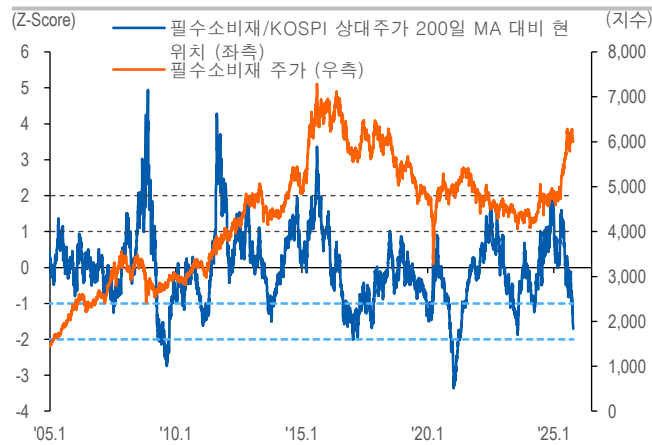
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

통신서비스/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



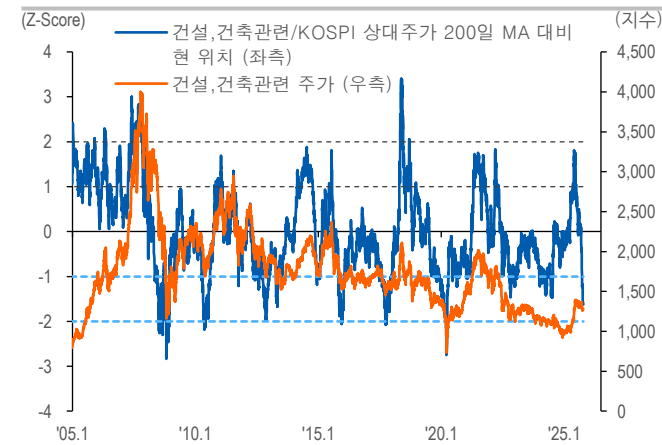
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

필수소비재/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

건설/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



WI26 주요 업종별 실질 스타일 재판단

- 국내외 시장금리 환경 Bull-Steepening 추세화 국면에선 전통적 성장/가치주 스타일 이분법적 접근 전략의 실효성은 미미
- 성장주 접근 전략은 주가/수급 바람몰이에 근거한 가짜 성장주 트레이딩이 아닌 '26년 실적/정책 모멘텀 보유 진짜 성장주 압축대응으로 차별화
- 가치주 접근 전략은 '26년 배당성향 및 실적 모멘텀 개선이 예상되는 통계적 낙폭과대 순수 가치주 옥석 가리기로 시장 매기 확산 가능성에 대비

WI26 주요 업종별 실질 스타일 재분류(10월 현재)

구분	업종	Growth Z-Score	Value Z-Score	Value			Growth				
				BPS/P	12M EPS/P	DPS/P	단기 예상 EPS 성장률	Internal 성장률	장기 예상 EPS 성장률	과거 장기 EPS 성장률	과거 장기 SPS 성장률
순수 성장	건강관리	0.5	-0.8	34.4	3.2	0.2	72.8	10.1	195.6	19.3	11.0
	상사, 자본재	0.0	-0.0	98.7	6.2	1.3	34.5	7.7	56.8	25.6	10.7
	기계	0.7	-0.7	34.7	3.8	0.4	69.2	9.0	258.6	39.6	5.6
	조선	0.9	-0.6	27.9	5.2	0.5	55.6	15.3	323.2	36.0	0.5
	IT가전	0.7	-0.7	65.9	2.9	0.2	246.0	-0.0	300.5	-13.5	13.0
	미디어, 교육	0.5	-0.4	61.7	5.3	0.7	95.0	6.6	270.8	0.2	12.0
성장	비철, 목재등	0.4	-0.3	48.1	4.2	1.6	13.5	4.5	377.4	-12.2	6.2
	반도체	-0.1	-0.1	49.6	8.6	1.2	33.5	9.9	76.9	3.7	6.4
	소프트웨어	-0.2	-0.4	63.0	5.3	0.6	37.0	6.4	177.6	-15.7	-4.4
가치&성장	IT하드웨어	-0.0	-0.4	64.6	5.8	0.7	68.4	6.2	109.6	6.2	4.8
	화학	0.0	0.1	154.7	5.3	0.9	211.0	1.0	108.7	-30.9	11.2
가치	화장품, 의류, 완구	0.0	0.2	84.3	8.5	1.6	27.7	10.1	102.6	15.3	3.2
	유틸리티	0.3	1.0	172.3	16.4	1.5	24.0	13.2	138.2	10.1	11.9
	소매(유통)	0.1	0.9	204.2	10.6	2.1	127.5	4.4	138.4	-0.5	1.3
	호텔, 레저서비스	0.1	0.3	96.9	7.5	2.4	41.5	3.9	19.2	42.1	17.9
순수 가치	은행	-0.2	1.4	167.7	14.9	3.3	5.9	6.3	25.8	9.9	14.7
	자동차	-0.0	1.7	179.4	17.8	3.4	8.9	8.0	14.7	36.0	13.1
	보험	-0.4	0.9	121.3	11.2	3.1	5.8	6.3	14.8	17.9	-3.1
	에너지	-0.2	0.8	231.6	7.0	2.0	75.9	0.8	78.4	-3.1	8.5
	증권	-0.2	0.6	91.5	12.6	2.3	4.6	11.6	30.4	5.4	6.3
	운송	-0.3	0.8	137.8	11.2	2.6	22.3	8.3	63.7	9.4	-3.5
	필수소비재	-0.1	0.4	97.7	8.5	2.5	22.5	7.6	88.0	12.4	7.4
	통신서비스	-0.4	1.1	127.8	11.0	4.0	25.6	2.9	127.5	-15.7	-6.0
	철강	-0.0	1.6	298.4	8.9	3.4	89.2	0.7	186.9	-11.4	5.3
	건설, 건축관련	-0.0	0.9	173.9	12.3	2.0	53.9	5.4	135.3	-3.1	7.2
	디스플레이	-0.3	0.0	98.1	10.0	0.5	200.3	4.5	11.3	-28.6	-2.9

참고: 10/13일 종가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



① '26년 실적 모멘텀 보유 실질 성장주(Pure Growth) 스타일 투자대안 판단

- 실질 스타일 분류 기준 '26년 실적 모멘텀 보유 순수 성장주(Pure Growth) 압축대응으로 '26년 국내증시 포트폴리오 알파대안을 도출
- '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀 보유 실질 성장주 스타일 업종대안은 조선/기계/상사, 자본재(방산+지주) 등 중공업 밸류체인, 바이오, 미디어/엔터

'26년 실적 모멘텀 보유 실질 순수 성장주 스타일 업종대안 판단

구분	업종	YTD 상대 수익률 (%)	'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 P/E		12개월 선행 P/B	
			전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	현재 (배)	Z-Score	현재 (배)	Z-Score
순수 성장	건강관리	-35.1	51.3	0.7	229.7	0.8	36.3	-0.8	34.1	-0.2	3.5	-0.6
	상사, 자본재	56.6	51.8	-1.8	32.6	0.4	16.7	0.9	12.0	0.0	1.3	1.7
	기계	93.1	64.9	0.5	35.9	2.0	28.0	2.3	29.3	5.4	3.6	4.9
	조선	49.0	145.5	-0.3	101.4	0.6	33.2	1.1	19.0	-0.0	3.9	3.9
	IT가전	-52.6	27.1	-2.0	흑전	-5.8	139.2	-2.4	43.7	2.8	1.8	0.1
	미디어, 교육	-21.1	60.0	-3.9	37.7	-2.1	33.5	0.5	19.1	0.2	1.8	0.0
	비철, 목재등	-26.5	-18.7	-0.2	36.5	-1.1	7.0	0.1	23.0	3.2	2.1	4.4
성장	반도체	42.0	13.2	9.4	50.4	16.7	42.3	22.6	11.0	0.2	1.5	1.8
	소프트웨어	-23.5	19.5	-0.1	38.2	-0.8	22.8	0.0	18.9	-0.9	1.6	-1.1
	IT하드웨어	-17.4	56.1	0.4	383.1	3.2	68.8	-0.1	17.6	3.0	1.6	0.4
가치&성장	화학	-37.8	1,079.4	-1.9	흑전	-6.3	109.3	-2.2	22.0	2.3	0.7	-1.4
가치	화장품, 의류, 완구	-23.6	-19.7	-4.6	-12.6	-5.8	20.7	-4.4	11.0	-1.0	1.3	-1.0
	유틸리티	5.0	41.6	0.7	5.6	-3.6	13.6	1.0	3.2	-0.0	0.5	1.2
	소매(유통)	-27.4	25.7	-4.0	109.8	1.1	17.9	-0.3	9.1	-1.2	0.4	-1.3
	호텔, 레저서비스	-17.9	24.1	-0.0	115.6	1.4	18.1	0.2	13.4	-0.5	1.1	-1.4
순수 가치	은행	-8.3	-1.5	0.2	21.2	-1.9	5.6	0.3	6.6	0.3	0.6	1.4
	자동차	-43.4	-26.4	-4.1	-11.9	-3.2	2.5	-0.8	4.8	-1.2	0.5	-1.2
	보험	-10.6	-5.0	-0.1	170.7	-0.9	7.5	-5.3	7.9	-0.5	0.8	1.2
	에너지	-16.1	1,074.9	-1.7	128.3	1.3	60.2	-1.9	16.2	0.6	0.7	-0.5
	증권	9.3	-13.4	-0.7	20.2	-0.2	1.6	-0.4	7.4	-0.2	0.9	2.0
	운송	-37.7	-42.8	-8.9	-20.3	-0.7	8.3	-2.8	8.9	-0.2	0.7	-0.9
	필수소비재	-24.6	-36.2	-4.0	-22.0	-3.3	9.3	-3.4	11.5	-0.5	1.2	-0.0
	통신서비스	-37.5	-33.4	-4.4	흑전	-0.4	7.2	-0.1	9.1	-0.2	0.8	0.2
	철강	-38.5	-6.5	-4.7	996.8	-0.8	46.2	0.2	11.0	0.8	0.3	-1.2
	건설, 건축관련	-16.2	19.7	11.3	흑전	12.0	26.2	4.4	7.2	-0.7	0.6	-1.0
	디스플레이	-22.5	1,360.7	37.9	336.4	9.0	49.0	19.0	9.9	0.1	1.0	0.6

참고: 10/13일 증가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



'26년 실적 모멘텀 보유 실질 성장주(Pure Growth) 스타일 종목대안 판단

- 상기 방법론을 확장해 실질 순수 성장주 스타일 해당 종목군 내 '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀 보유 종목대안을 추가 도출
- SK하이닉스, 한화오션, 효성중공업, 에이피알, 이수페타시스 등 주가 탄력 추가 강화와 HD현대중공업, 카카오, HD현대일렉트릭 등의 주도주 귀환 가능성에 초점

'26년 실적 모멘텀 보유 실질 순수 성장주 스타일 종목대안 판단

종목명	YTD 상대 수익률 (%)	'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 Valuation (배)	
		전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
SK하이닉스	89.3	55.6	5.9	44.6	12.4	28.6	18.7	7.9	2.1
HD현대중공업	30.4	134.2	2.7	105.0	1.1	32.0	3.7	24.5	6.8
한화오션	143.5	1,269.2	-1.7	141.9	1.0	24.9	0.4	26.6	4.8
카카오	7.2	26.7	1.2	153.1	0.3	27.8	1.2	44.0	2.3
HD현대일렉트릭	25.0	43.2	-1.9	58.7	5.5	22.2	1.6	29.1	9.6
현대로템	273.1	92.3	2.6	83.8	2.7	26.9	1.5	22.6	6.2
삼성중공업	47.5	79.5	0.0	52.1	1.2	57.4	1.8	20.5	3.5
효성중공업	218.6	39.1	0.6	43.5	1.9	28.5	2.0	25.4	4.9
삼양식품	37.4	55.9	-0.4	73.4	0.8	30.4	0.1	20.4	6.6
에이피알	368.6	214.8	4.6	145.9	2.4	39.0	2.3	28.3	12.6
유한양행	-50.3	-34.5	-15.5	흑전	43.8	69.1	4.4	49.7	3.7
파마리서치	63.6	79.9	2.3	98.8	2.1	33.3	2.3	26.5	7.1
이수페타시스	126.6	79.4	0.3	100.2	0.2	31.2	0.1	27.3	6.9
한화엔진	106.6	91.9	5.3	98.0	4.7	57.9	6.2	28.3	6.4
HD현대마린엔진	212.6	90.0	0.4	120.8	4.9	71.9	3.5	35.7	6.7
원익IPS	106.1	95.4	-6.7	32.9	0.6	35.8	0.5	29.0	2.7
와이지엔터테이먼트	81.0	흑전	5.0	4,357.2	2.9	13.2	0.4	27.5	3.2
아시아나항공	-62.4	-57.0	-20.8	169.5	22.0	82.2	5.7	18.1	2.5
파라다이스	51.2	41.9	-0.6	75.8	5.5	18.1	3.6	16.9	1.0
심텍	317.5	4,177.3	2.3	흑전	7.5	231.1	15.4	27.8	3.4
대덕전자	69.3	51.9	8.3	흑전	2.6	224.0	2.6	25.0	1.9

참고: 10/13일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자의견과 상이할 수 있음
 자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



② 배당성향 및 실적 모멘텀 개선 예상 통계적 낙폭과대 순수 가치주 옥석 가리기

- '26년 배당성향 및 실적 모멘텀 개선이 예상되는 통계적 낙폭과대 순수 가치주 옥석 가리기로 시장 추가 도약 및 투자대안별 키 높이 맞추기적 순환매 가능성에 대비
- 1) 실질 스타일 분류상 순수 가치주(Pure Value) 해당 업종 내, 2) 통계적 낙폭과대(업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치) 주가 환경에, 3) 배당성향 또는 자사주 매입 성향의 점진적 개선과, 4) '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀이 가세하는 업종대안은 필수소비재(음식료), 통신서비스, 철강

'26년 배당성향 및 실적 개선 예상 통계적 낙폭과대 실질 순수 가치주 스타일 업종대안 판단

구분	업종	업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치 (Z-Score)	자사주 비중 (%)	배당성향 (%)				'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)	
				'24	'25(E)	'26(E)	'27(E)	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
순수 가치	운송	-2.1	2.2	17.7	28.8	31.4	29.4	-42.8	-8.9	-20.3	-0.7	8.3	-2.8
	자동차	-2.0	2.0	23.0	22.8	22.8	21.8	-26.4	-4.1	-11.9	-3.2	2.5	-0.8
	철강	-2.0	5.1	74.4	63.0	36.6	29.6	-6.5	-4.7	996.8	-0.8	46.2	0.2
	필수소비재	-1.7	2.0	33.8	32.5	29.2	27.1	-36.2	-4.0	-22.0	-3.3	9.3	-3.4
	통신서비스	-1.7	1.4	73.9	51.7	47.2	45.2	-33.4	-4.4	흑전	-0.4	7.2	-0.1
	건설,건축관련	-1.5	3.7	38.1	16.5	14.0	13.4	19.7	11.3	흑전	12.0	26.2	4.4
	은행	-0.8	1.3	27.8	26.8	28.0	29.0	-1.5	0.2	21.2	-1.9	5.6	0.3
	에너지	-0.7	2.3	-36.7	23.0	17.6	14.8	1,074.9	-1.7	128.3	1.3	60.2	-1.9
	보험	-0.5	9.8	23.8	31.3	34.1	37.2	-5.0	-0.1	170.7	-0.9	7.5	-5.3
	증권	-0.3	8.6	23.9	21.5	24.3	25.1	-13.4	-0.7	20.2	-0.2	1.6	-0.4
디스플레이	-0.2	2.1	-4.6	4.1	4.4	5.6	1,360.7	37.9	336.4	9.0	49.0	19.0	
가치	소매(유통)	-2.0	1.7	-27.7	28.1	20.8	19.1	25.7	-4.0	109.8	1.1	17.9	-0.3
	호텔,레저서비스	-1.4	4.7	62.1	40.4	37.4	33.8	24.1	-0.0	115.6	1.4	18.1	0.2
	화장품,의류,완구	-1.4	3.0	26.2	22.5	18.6	18.3	-19.7	-4.6	-12.6	-5.8	20.7	-4.4
	유틸리티	-0.5	1.4	11.0	13.9	14.4	15.4	41.6	0.7	5.6	-3.6	13.6	1.0
가치&성장	화학	-1.5	1.5	-52.3	65.2	15.5	11.3	1,079.4	-1.9	흑전	-6.3	109.3	-2.2
성장	소프트웨어	-0.9	2.0	16.3	14.7	12.7	12.0	19.5	-0.1	38.2	-0.8	22.8	0.0
	IT하드웨어	-0.2	2.3	60.0	22.8	11.5	10.0	56.1	0.4	383.1	3.2	68.8	-0.1
	반도체	2.6	2.0	21.5	16.0	12.4	11.2	13.2	9.4	50.4	16.7	42.3	22.6
순수 성장	IT가전	-1.5	1.1	-23.7	13.5	5.6	3.7	27.1	-2.0	흑전	-5.8	139.2	-2.4
	미디어,교육	-1.4	2.5	-59.5	27.4	23.8	23.8	60.0	-3.9	37.7	-2.1	33.5	0.5
	건강관리	-1.3	1.9	60.5	11.1	7.6	6.1	51.3	0.7	229.7	0.8	36.3	-0.8
	비철,목재등	-0.2	2.5	58.6	35.1	37.3	34.4	-18.7	-0.2	36.5	-1.1	7.0	0.1
	조선	0.6	1.8	25.0	19.4	19.1	18.4	145.5	-0.3	101.4	0.6	33.2	1.1
	상사,자본재	0.8	3.3	18.8	12.9	11.7	10.8	51.8	-1.8	32.6	0.4	16.7	0.9
기계	2.1	1.4	30.7	16.1	13.4	11.4	64.9	0.5	35.9	2.0	28.0	2.3	

참고: 10/13일 증가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



배당성향 및 실적 모멘텀 개선 예상 낙폭과대 순수 가치주 종목대안 괄목상대

- 상기 방법론을 확장해 실질 순수 가치주 스타일 해당 종목군 내 배당성향 및 '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀 개선 예상 통계적 낙폭과대 종목대안을 도출
- SK이노베이션, BGF리테일, JB금융지주, KT&G, 하나금융지주, LG이노텍, LG유플러스 등이 '26년 잠복 불확실성에 맞서는 포트폴리오 전략 안전지대에 해당

'26년 배당성향 및 실적 개선 예상 통계적 낙폭과대 실질 순수 가치주 스타일 종목대안 판단

종목명	종목/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치 (Z-Score)	자사주 비중 (%)	배당성향 (%)				'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)	
			'24	'25(E)	'26(E)	'27(E)	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
SK이노베이션	-1.9	2.0	-13.2	-20.9	-573.4	51.9	흑전	10.1	114.8	7.4	39,333.9	3.6
BGF리테일	-1.5	0.1	36.3	39.3	37.0	34.6	6.5	0.3	14.1	0.2	7.9	0.1
JB금융지주	-1.2	2.0	28.0	27.7	28.4	29.5	3.4	-0.3	8.8	3.2	6.3	0.5
금호석유화학	-1.2	14.8	16.4	18.2	17.0	16.8	31.2	-4.4	757.6	0.4	25.4	3.1
KT&G	-1.0	12.6	50.5	70.4	62.3	60.2	3.7	-0.5	24.6	-0.7	8.3	0.1
현대해상	-0.9	12.3	0.0	0.0	7.4	13.5	4.1	-3.7	흑전	-3.4	16.8	0.4
NH투자증권	-0.7	0.2	48.0	45.1	45.5	46.4	54.6	0.2	44.4	5.4	4.1	0.6
BNK금융지주	-0.7	0.9	28.5	25.8	27.0	28.5	22.3	4.4	286.1	-6.5	17.8	0.2
하나금융지주	-0.5	2.4	27.2	25.4	26.2	26.6	4.5	0.7	53.2	-0.1	3.7	0.4
LG이노텍	-0.4	0.0	11.0	13.3	10.5	9.1	29.1	2.5	15.1	2.0	27.0	0.6
LG유플러스	-0.3	0.4	74.6	41.4	38.0	36.5	2.0	-3.6	56.8	0.8	11.8	0.6
iM금융지주	-0.3	0.9	38.7	22.2	23.6	25.6	47.4	1.3	흑전	-22.8	8.0	1.7
우리금융지주	-0.1	0.0	28.9	29.1	29.5	30.9	3.9	-0.5	16.2	-2.1	7.4	0.1
한화	0.3	7.4	9.3	2.9	2.4	2.1	103.5	-9.7	25.8	1.2	15.4	2.6
삼성물산	1.3	4.6	19.1	16.0	14.8	13.8	7.6	0.0	23.2	-0.2	15.2	1.0

참고: 10/13일 증가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자의견과 상이할 수 있음
 자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



2026년 섹터/업종 View (1)

업황 판단	섹터/업종	Key Idea	Top Picks
긍정	반도체 (백길현)	<ul style="list-style-type: none"> Conventional 메모리반도체 가격 상승 트렌드는 유지될 것 메모리반도체 Capex는 올해대비 증가세를 시현할 것 1c DRAM 및 EUV 활용 증가가 두드러질 것이라는 점을 주목 200단 이상의 NAND Capex 증가세를 기대 	삼성전자 SK하이닉스 하나머티리얼즈
	조선 (김용민)	<ul style="list-style-type: none"> 연중 급등 이후 단기적으로 변동성 제한적인 모습을 보이고 있으나, 향후 업데이트되는 미 해군 관련 협력 이벤트로 인한 추가 주가상승 트리거 발현 가능할 것이라 예상 3분기 실적 또한 10월중 공개되며 전년대비 매우 양호한 개선세 보일 것이라 예상 다만, 3분기 실적 컨센서스의 상향폭이 과대해질 경우 이에 대한 보수적인 접근은 필수라고 예상 	HD한국조선해양 HD현대마린솔루션 한화오션
	방산 (백종민)	<ul style="list-style-type: none"> '25년 8월 기준, 한국 방위산업은 230억 달러 규모의 신규 수출 계약 체결. 한국 주요 방산 4사 방산부문 수주잔고는 '20년 21.6조원에서 '25년 8월 83.9조원으로 388% 확대 NATO 유럽 30개국 국방 예산은 '35년 9,227억 달러로 연평균 6.1%의 성장세 예상. 연평균 721억 달러 규모의 유럽 육군 전력 확보 예산은 한국 방위산업에 유효 시장 될 것 유효 시장 721억 달러 중 상당 부분은 현지 생산이 불가피할 전망. 다만, 한국 주요 방산업체들은 SAFE 프로그램에 참여할 수 있는 기반이 마련되어 최대 65%까지 역외 조달 대상 제품이 될 가능성 높을 것. 점유율 50% 가정 고려 시, 유효 시장 721억 달러 중 연평균 324억 달러 수출액 예상 	한화에어로스페이스 한국항공우주
	전력기기 (손현정)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 전력망 스텝지 지속에 따른 송전 및 배전망 전력기기 업체들 수혜 지속 가능. 상승 사이클은 2040년까지 지속될 전망 하반기 데이터센터, ESS 등 새로운 제품의 포트폴리오와 확장에 따른 업체별 멀티플 추가 부여 가능성 존재 Peer 대비 높은 성장성과 경쟁력을 확보하고 있는 종목들로 차별화된 전략 필요하다고 판단 	효성중공업 LS ELECTRIC 산일전기
	전기/전자 (고선영)	<ul style="list-style-type: none"> IT 세트 제품별 출하량 성장세는 서버>PC>스마트폰 순. 특히 서버의 경우 북미 빅테크들의 AI 클러스터 구축과 신규 반도체칩 출시로 남은 4Q~'26년까지 뚜렷한 성장세 지속될 전망 AI 서버 투자 확산 → 첨단 부품 채택 증가 → 부품 수요 고도화 → 글로벌 공급망 경쟁 심화 → 한국의 구조적 성장이라는 논리 흐름 지속적으로 확인될 것으로 판단 부품 선호도는 연간 기준 MLCC>기판>카메라모듈 순. 세부적으로 보면 상반기까지는 NVIDIA Rubin 출시 여파로 기판 영향력이 MLCC 대비 보다 우월할 것. 이후 서버로의 제품 믹스 전환 속 MLCC에 대한 주목이 커질 전망 	LG이노텍
	자동차 (김용민)	<ul style="list-style-type: none"> 3분기 대미 수출 자동차 관세율 25%의 여파와, 현대차의 CEO Investor Day 관련 기대감 소멸로 인해 단기 변동성 확대되는 구간 그럼에도 불구하고 여전히 저렴한 밸류에이션 매력으로 인해 최소한의 중립 포지션을 추천하며 여전히 현대차를 Top pick으로 제시 대미수출 관세율 15%로 인하될 경우 1H26에 대한 반기 이익 회복 가능성 재조명될 수 있다고 판단 	현대차 현대모비스 HL만도
	정유/화학 (황규원)	<ul style="list-style-type: none"> 국제원유 시장: OPEC+ 증산으로 공급 과잉이 심화될 전망. 유가 50-60달러로 레벨 다운 정유시장: 저유가 효과로 수송용 연료 수요 증가가 예상되지만, 신규 정유설비 증설도 대기하고 있어, 정제마진 4.5달러로 회복 석화시장: 관세 충격에서 벗어나면서, 석화 수요 회복 기대. 사상 처음으로 글로벌 폐쇄 사이클 진입으로, 석화 스프레드 25% 개선 투자 아이디어: 글로벌 폐쇄 및 한국 구조조정 수혜기업 	대한유화 S-Oil



2026년 섹터/업종 View (2)

업황 판단	섹터/업종	Key Idea	Top Picks
긍정	제약/바이오 (하현수)	<ul style="list-style-type: none"> 89bio(로슈), Metsera(화이자), Akeru(노보노디스크) 등 바이오텍 피인수 이어지며 빅파마들의 파이프라인 확보 움직임 확대될 것으로 기대 ESMO(10/17~21), SABCS(12/9~12), CTAD(12/1~4) 등 학회가 예정되어 있으며, 임상 데이터에 따라 관련 타겟, 모달리티에 대한 기대감 높아질 것으로 예상 화이자와 트림프 정부 간 합의 이후 관세 우려는 다소 낮아졌으며, 제네릭 의약품 등은 관세 대상에서 제외될 예정으로 관세가 시행되더라도 영향은 크지 않을 것으로 전망 	삼성바이오로직스 보로노이 토모큐브
	미디어/엔터 (이환욱)	<ul style="list-style-type: none"> 2026년 'KPOP 대표 IP(BTS)' 컴백 기대감 증가에 재반영 전망 '케데한' 흥행 효과와 전반적인 K-pop 팬 베이스 확대로 순항 중 3Q25 가격 조정은 밸류에이션 매력도 상승으로 이어질 것 	하이브 JYP Ent.
	인터넷/플랫폼 (이창영)	<ul style="list-style-type: none"> AI 서비스 강화로 트래픽 증가, 광고 매출 증가 등 플랫폼 수익성 개선 전망 4분기 성수기, 소비쿠폰 지급 등 경기회복에 따른 실적 개선 기대 신정부 플랫폼 규제 완화, 해외사업 성장 등 밸류에이션 멀티플 개선 예상 	NAVER 카카오
	게임 (이창영)	<ul style="list-style-type: none"> 한중 관계 개선에 따른 국내 게임 중국 진출 확대 전망 장르 다양화, IP 다양화 등 하반기 및 2026년 신작 모멘텀 기대 AI 게임 개발 등 비용 효율화로 수익성 개선 진행 중 	엔씨소프트 크래프톤
	음식료/담배 (손현정)	<ul style="list-style-type: none"> 원재료 안정 등에 따른 이익 성장 구간 진입 내수 부양 정책이 하반기 소비를 자극하는 트리거로 작용할 가능성 높음 미국의 라면 수요 증가 지속에 따른 브랜드/IP 확장을 갖춘 기업에 리레이팅 가능성에 주목 	삼양식품 KT&G 빙그레
	유통 (이승은)	<ul style="list-style-type: none"> 중국인 관광객 유입·무비자 효과로 도심 상권 회복 본격화 명동·면세점 중심 매출 개선, 내수 부진 완화 기대 한중 관계 개선 모멘텀, 현대백화점 수혜 전망 	현대백화점
	증권 (우도형)	<ul style="list-style-type: none"> 3분기 국내 일평균 거래대금은 25.8조원으로 전분기 대비 9.4% 증가한 수준을 기록 하였음. 해외 거래대금 역시 전분기 대비 4% 증가한 수준을 기록. 이에따라 3분기 증권사 Brokerage 수익은 양호한 수준이 전망됨. 다만 3분기 Trading 손익은 전분기 대비 적을 것으로 판단되며 지배주주순이익은 컨센서스 수준이 전망됨 코스피 상승에 대한 기대가 여전한 만큼 증권사 상승여력 역시 충분할 것으로 판단됨. 또한 정부가 모험자본 공급 등 기업금융 역할을 강조하고 있기 때문에 향후 IB 이익 비중이 높은 기업이 수혜를 받을 수 있을 것으로 판단됨 	한국금융지주
	지주 (이승웅)	<ul style="list-style-type: none"> 이재명 대통령의 금산분리 규제 일부 완화 검토 지시. 이에 따른 지주회사에 대한 CVC 규제 완화 예상 지주사 CVC는 부채비율, 외부자금 비중, 해외투자 비중 등 제약이 큰 상황, 당사는 외부자금 비중 제한 완화 예상 규제 완화 시 LP의 자금 유치가 추가적으로 가능해져 초대형 펀드 조성 가능, 유망 스타트업에 대한 스케일업 투자 확대도 가능. 따라서 지주사 사업 방향과 연계된 전략적 투자와 외부투자자 수익률 극대화 위한 재무적 투자가 병행될 것 지주사의 자금 부담을 줄이는 동시에 대규모 펀드조성으로 그룹의 미래 성장동력 투자 기회 확대, 자본 효율성 제고 효과로 이어질 것으로 기대 	SK LG 한화



2026년 섹터/업종 View (3)

업황 판단	섹터/업종	Key Idea	Top Picks
긍정	화장품 (이승은)	<ul style="list-style-type: none"> 26년 미국·유럽 중심에서 중동·남미까지 수출 지역 다변화 본격화 글로벌 수요 확대로 ODM·수출기업 실적 개선세 지속 전망 	에이피알 코스메카코리아 펄텍코리아
	의료기기 (이승은)	<ul style="list-style-type: none"> 무비자 시행+성수기(9~3월)로 외국인 시술 수요 확대 ECM 스킨부스터 출시 증가로 환자 저변 확대 스킨부스터 중심 선별 접근 유효, 신규 스킨부스터 출시 기업 주목 	파마리서치 엘앤씨바이오
중립	철강/금속 (이현수)	<ul style="list-style-type: none"> 8월 조강 생산량은 7,737톤으로 지난달보다 -2.9% 감소, YoY 기준 약 -0.7% 감소하며 '25년 중 가장 낮은 수치를 기록 9/22일 중국 정부는 수급 불균형 해소를 위해 '철강 산업 안정 성장을 위한 작업 계획'을 발표하여 철강 산업의 '25년, '26년 연평균 성장률을 약 4% 수준으로 규정 8월 중국산 후판 AD 최종판정, 9월 중국 및 일본산 열연 AD 잠정조치의 효과는 '25년 4분기부터 나타날 것으로 예상되며 10월 중 발표될 한국 정부의 철강산업 고도화 방안에서 공급측 구조조정을 유도할 방안이 발표된다면 수급 개선 기대도 가져볼 수 있어 	POSCO홀딩스 현대제철 풍산
	2차전지 (이안나)	<ul style="list-style-type: none"> 2026년 미국 EV 보조금 폐지로 인한 수요 절벽 예상. 대부분 OEM사들 신차 출시 일정 지연 및 생산량 조절 중 유럽 EV 시장은 2025년에 이어 2026년에도 성장 가속화. 다만, 중국 전기차 기업들의 유럽 출시 및 배터리 기업 유럽 현지 공장 가동 본격화로 가격 경쟁 심화 예상. 국내 2차전지 기업들의 수혜 제한적 미국 ESS 성장성은 여전. 이에 LG에너지솔루션 밸류체인 중심 ESS 추가 수주 예상. 추가로 2027년 전고체 양산을 앞두고 2026년 전고체 관련주 주목 예상 3분기 실적 이후 4분기 부터는 실적 모멘텀도 제한적. 미국 중심 EV 수요 둔화 본격화로 일부 ESS 수혜 기업 제외 투자 매력도 제한적 	LG에너지솔루션 엘앤에프
	은행 (우도형)	<ul style="list-style-type: none"> 10월 말 은행들의 3분기 실적발표가 진행될 예정이며 컨센서스에 부합하는 무난한 수준을 기록할 것으로 전망됨. 이에따라 주가 역시 변동폭은 제한적인 수준을 예상 12M fwd TSR 기준 시중은행과 지방은행의 차이가 크지 않아(4대 시중 평균 7.6%, 지방은행 평균 7.5%) 비이자이익 비중이 높고 건전성이 양호한 시중은행의 주가 매력도가 더 높다고 판단됨 	신한지주
	운송 (최지윤)	<ul style="list-style-type: none"> 항공: 중국 노선 중심으로 국제선 여객수요의 성장세가 이어질 것으로 전망. 낮아진 유가 환경은 항공사 수익성에 긍정적. FSC의 시장 지배력 강화에 주목 해운: 관세 불확실성이 상존하는 가운데, 컨테이너 해운은 2026년에도 +5%의 공급증가율이 예상되어, 시황 약세 불가피. 반면 벌크 해운은 보수적인 공급기조가 이어지며, 중국발 수요가 구조적으로 개선될 경우 긍정적인 시황 흐름을 보일 것 육운: 이커머스 중심의 물량 성장세는 지속될 것. 기술 투자 및 글로벌 진출이 핵심 성장동력이 될 전망 	대한항공 팬오션
	통신 (이승웅)	<ul style="list-style-type: none"> 보안사고 관련 이슈 지속, 3Q 실적이 저점을 통과할 것으로 예상, 센터멘탈 개선이 쉽지 않은 구간으로 보수적 접근 권고 SKT는 사이버 침해사고로 인한 비용 및 과징금으로 3Q 당기순이익 적자 예상, 이로 인한 배당 축소 가능성도 높아진 상황. 3Q 배당을 배제하더라도 KT, LGU+와 유사한 배당수익률 수준이며 4Q부터 실적 정상화로 26년 배당은 기존 수준으로 회복 예상 	SK텔레콤 KT



2026년 Top Picks

종목명	시가총액 및 주가			Valuation (배, %)				
	시가총액 (조원)	현재가 (원)	목표주가 (원)	P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
삼성전자	552.3	93,300	93,000	14.9	1.4	-2.7	9.4	1.6
SK하이닉스	302.1	415,000	410,000	7.9	2.1	88.2	26.5	0.4
삼성바이오로직스	72.6	1,020,000	1,300,000	42.5	5.2	49.8	12.2	0.0
한화에어로스페이스	51.2	993,000	1,280,000	21.4	4.8	170.5	22.2	0.4
HD한국조선해양	29.7	420,000	494,000	9.8	2.0	141.4	20.6	2.2
KT&G	16.1	134,000	200,000	14.3	1.5	0.0	10.2	4.4
SK	16.1	222,000	260,000	10.4	0.4	56.8	4.2	3.3
효성중공업	13.5	1,446,000	1,860,000	25.4	4.9	117.9	19.2	0.5
하이브	11.8	284,000	330,000	35.3	3.3	66.1	9.4	0.2
삼양식품	10.8	1,429,000	1,780,000	20.4	6.6	56.8	32.4	0.3
파마리서치	5.8	559,000	890,000	26.5	7.1	71.0	26.7	0.3
엔씨소프트	4.6	213,500	310,000	17.9	1.3	226.6	7.0	1.0
LG이노텍	4.4	187,200	230,000	9.0	0.7	-28.5	8.3	1.2
하나머티리얼즈	0.8	42,250	33,000	20.2	2.0	7.9	9.8	0.8
코스메카코리아	0.7	66,200	84,000	12.9	2.3	2.4	17.4	0.2

참고: 10/13일 증가 기준

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



신현용

Quant Analyst

02 3770 3634

hyunyong.shin@yuantakorea.com

PART 3

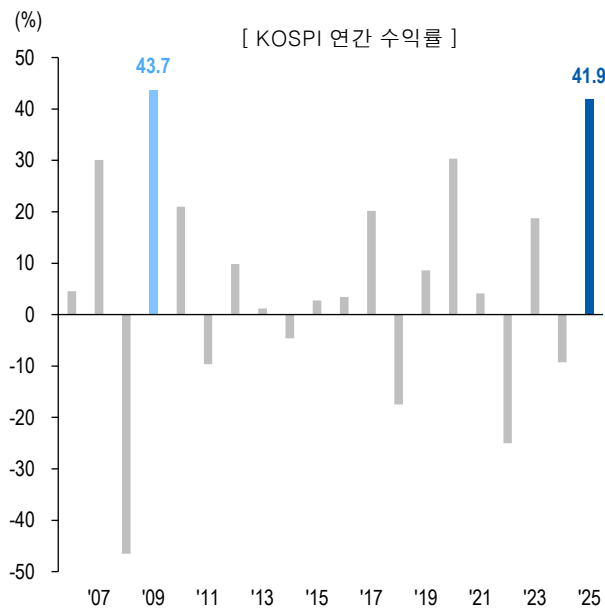
Quant 전략: 코리아 프리미엄 사이클



코리아 디스카운트에서 프리미엄으로

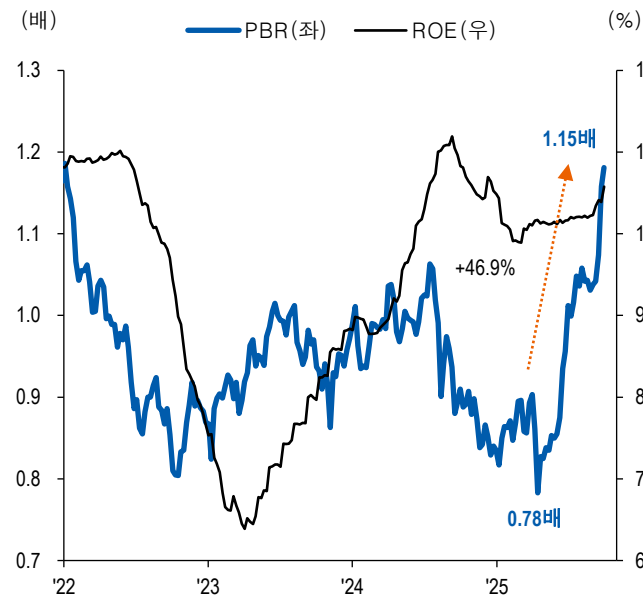
- 올해 KOSPI 지수는 41.9%(10/13일 기준) 상승하며 과거 20년 중 두 번째로 높은 연간 수익률을 기록 중이며 최고 연간수익률까지 약 +1.8% 남겨 놓은 상황
- 12MF ROE는 지난 4월 저점 대비 약 5.5% 수준의 상승을 기록. 같은 기간 12MF PBR은 약 46.9%의 상승률(0.78배 → 1.15배)을 기록하며 ROE 대비 가파르게 상승하며 디스카운트 해소 과정이 진행
- '04년 이후 한국 증시의 연도별 ROE 대비 PBR 회귀분석을 통해 확인한 현재 적정 PBR은 약 1.05배 수준. 연초 약 -20.3%의 디스카운트에서 +7.8%의 프리미엄으로 전환

지난 20년 중 2번째로 높은 연간 수익률을 기록 중인 KOSPI



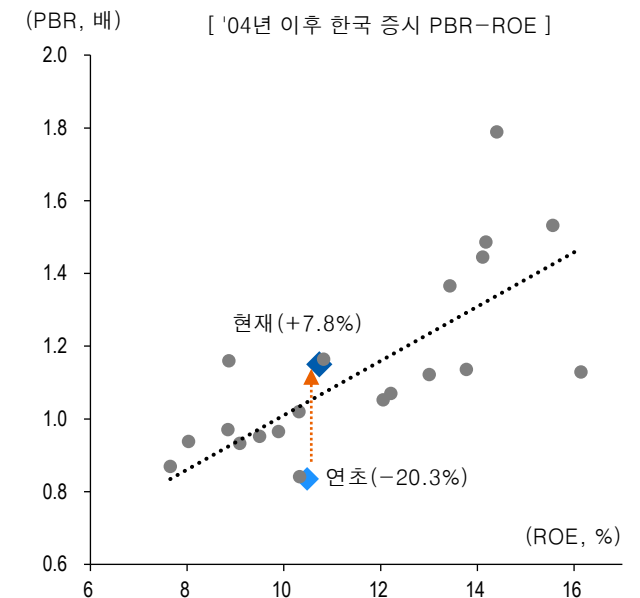
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

올해 4월 저점 이후 PBR이 가파르게 상승한 한국 증시



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터
주: MSCI Korea Index 12MF 기준

이에 따라 한국 증시는 역사적 적정 PBR 수준을 넘어선 상황



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터
주: MSCI Korea Index 12MF 기준



글로벌 주요국 대비 여전히 저평가, '26년은 저평가에서 재평가로

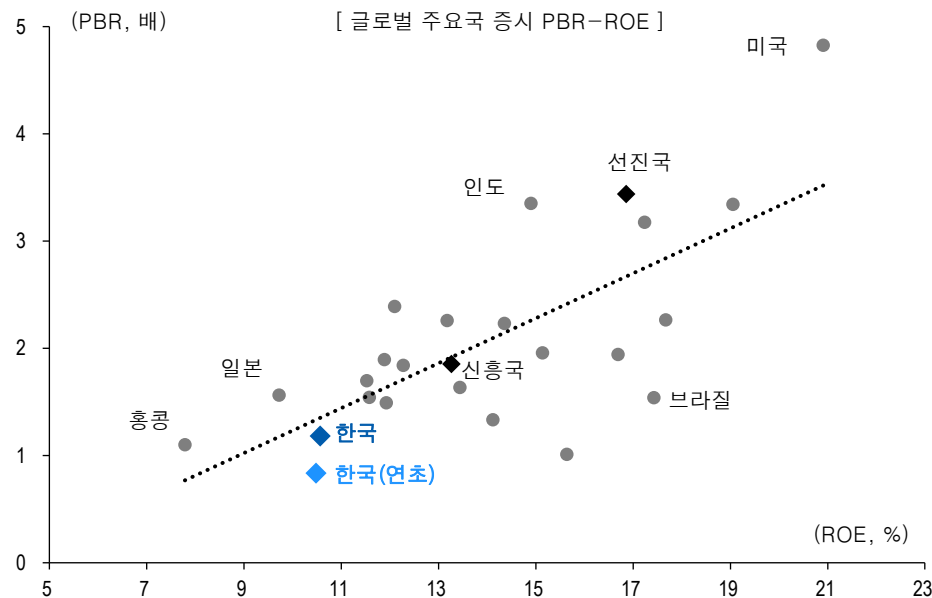
- 과거 한국 증시를 비교대상으로 살펴본 PBR-ROE 회귀 분석 결과 현재 프리미엄이 나타나고 있는 것으로 확인되지만, 글로벌 주요국 대비 여전히 저평가에 위치
- 현재 한국 증시의 PBR은 신흥국 대비 62.5%, 선진국 대비 33.6% 수준에 그치고 있으며, 글로벌 주요국 증시의 적정 PBR-ROE선을 하회하고 있는 상황 (현재 한국 증시 ROE의 적정 PBR 수준은 약 1.35배)
- '26년은 "1) 이익 사이클의 상승 반전과 신고가 랠리 장기화, 2) 코리아 디스카운트 정책의 본격화"를 주축으로 지수 레벨 상승 도전이 지속될 것으로 전망

올해 나타난 가파른 PBR 상승에도 선진국/신흥국 대비 저평가 매력도 부각



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터
주: MSCI Index 기준

올해 한국 증시의 디스카운트 해소 국면이 진행되며 글로벌 평균 수준에 근접한 상황



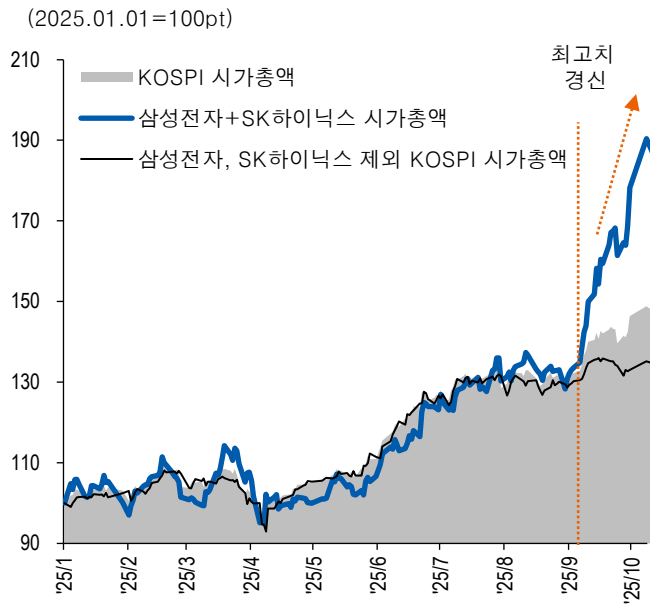
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터
주: MSCI Index 기준



최고치 경신은 단기 이벤트가 아닌 장기 모멘텀

- 지난 9/10일 KOSPI 지수는 3,314.5pt를 기록하며 약 50개월만에 최고치 경신(전고점 21년 7월 3,305.2pt). 9월 반도체 이익 개선 기대감이 가파르게 반영되며 KOSPI 지수의 최고치 경신과 신고가 랠리를 견인. 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 시가총액은 최고치 경신 이후 약 +31.2% 확대(동기간 KOSPI 지수 +8.1%)
- '05년 이후 KOSPI 지수가 최고치를 경신한 사례는 올해 포함 총 6번으로 확인. 최고치 경신 직후 약 4개월만에 유럽재정위기 및 글로벌 경기 둔화 우려가 확산된 '11년도 케이스를 제외하면 평균적으로 약 242일간 강세장이 지속
- 또한, 전체 기간 평균 수익률('11년도 제외)은 약 +31.2%로 최고치 경신을 주도한 상승 요인은 증시 전반의 투자 심리 개선으로 연결되며 단기 이벤트가 아닌 장기적인 상승 요인으로 작용하는 경향이 확인

반도체 이익 개선 기대감이 가파르게 반영되며 지수를 견인



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

'05년 이후 총 6번의 최고치 경신 사례 확인



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

최고치 경신 이벤트의 모멘텀은 KOSPI 지수의 장기 강세로 연결

전체 기간	지속기간(일)	KOSPI 지수 (pt)		전체 기간 수익률(%)
1) '05년	308	1,026.8	1,464.7	42.6
2) '07년	251	1,465.4	2,064.9	40.9
3) '11년	119	2,070.1	2,229.0	7.7
4) '17년	183	2,241.2	2,558.0	14.1
5) '20년	225	2,602.6	3,305.2	27.0
6) '25.년		3,314.5		
전체 기간 평균	217			26.5
'11년도 제외 평균	242			31.2

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



강세장 3구간, 모멘텀 → 공백기 → 반등시도

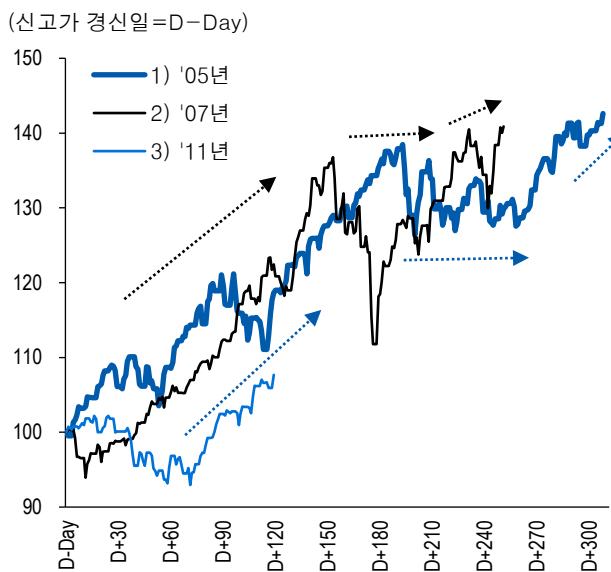
- 이익 사이클 상승세에 따른 강세장이 예상되는 상황으로 과거 신고가 랠리 국면을 분석. 모멘텀 → 공백기 → 반등시도 등 총 3개 구간을 통과하는 패턴이 확인
- 첫 번째로 신고가 경신을 주도한 모멘텀이 이어지며 강한 상승세 지속(1구간). 이후 신고가 경신이 발생하지 않는 공백기가 확인되며 해당 구간은 전체 신고가 랠리 기간 중 약 1/3을 차지
- 마지막으로 공백기 이후 반등시도(2구간)가 나타나며 2차 강세장이 진행되지만 해당 구간 KOSPI 지수는 1구간 대비 낮은 상승폭을 기록

신고가 랠리 구간 모멘텀 → 공백기 → 반등시도 패턴 발생

신고가 경신	1구간(모멘텀)		공백기 (일)	2구간(반등시도)	
	기간 (일)	상승률 (%)		기간 (일)	상승률 (%)
1) '05년 (308일)	193	38.5	87	28	4.2
2) '07년 (251일)	153	36.8	69	29	2.5
3) '11년 (119일)	16	2.2	72	31	5.1
4) '17년 (183일)	81	9.4	79	23	4.1
5) '20년 (225일)	63	23.3	85	77	2.6

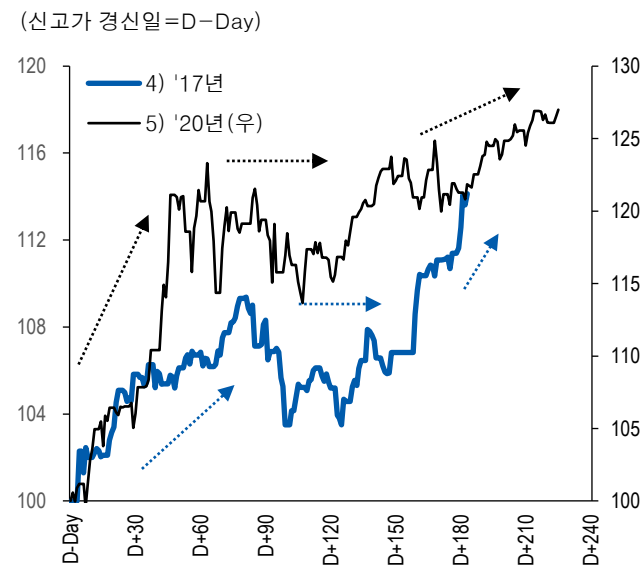
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

'05년, '07년, '11년 최고치 경신 이후 KOSPI 지수 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

'17년, '20년 최고치 경신 이후 KOSPI 지수 추이



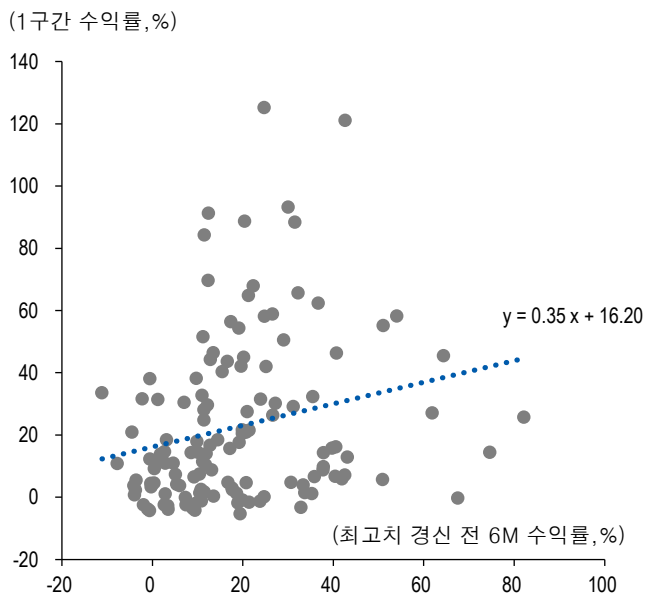
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



주도 업종의 모멘텀은 강세장 둔화에 따라 약화

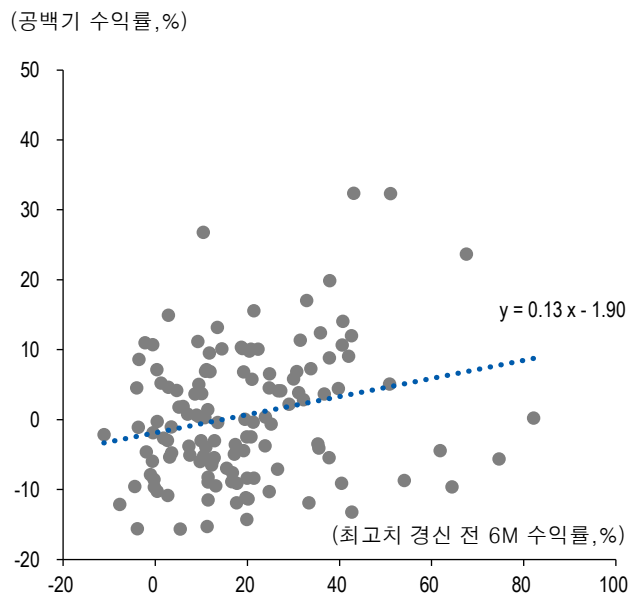
- 최고치 경신까지의 지수 상승을 주도한 업종의 모멘텀은 강세장 장기화에 따라 약화되는 모습. 업종별 최고치 경신 전 6M 수익률과 구간별 수익률 사이의 선형관계는 1구간 → 공백기 → 2구간을 지나며 점차 둔화되는 모습
- 신고가 랠리가 지속되는 1구간 기존 주도 업종의 모멘텀은 유지되지만, 이후 신고가 공백기를 거치며 상승세가 둔화되는 것으로 확인. 이후 지수의 반등이 나타나는 2구간 기존 주도 업종의 증시 내 영향력은 제한적. 결국 **업종 로테이션이 필요한 시점이 발생할 것으로 예상**

최고치 경신을 주도한 업종의 모멘텀은 1구간 지속



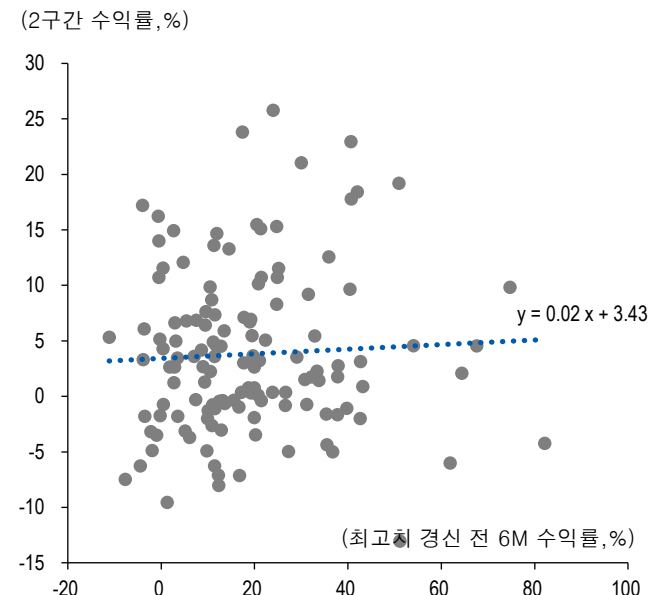
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

이후 공백기 기존 주도 업종의 모멘텀은 다소 둔화



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주도 업종의 수명은 지수 강세 주기와 동행하는 흐름



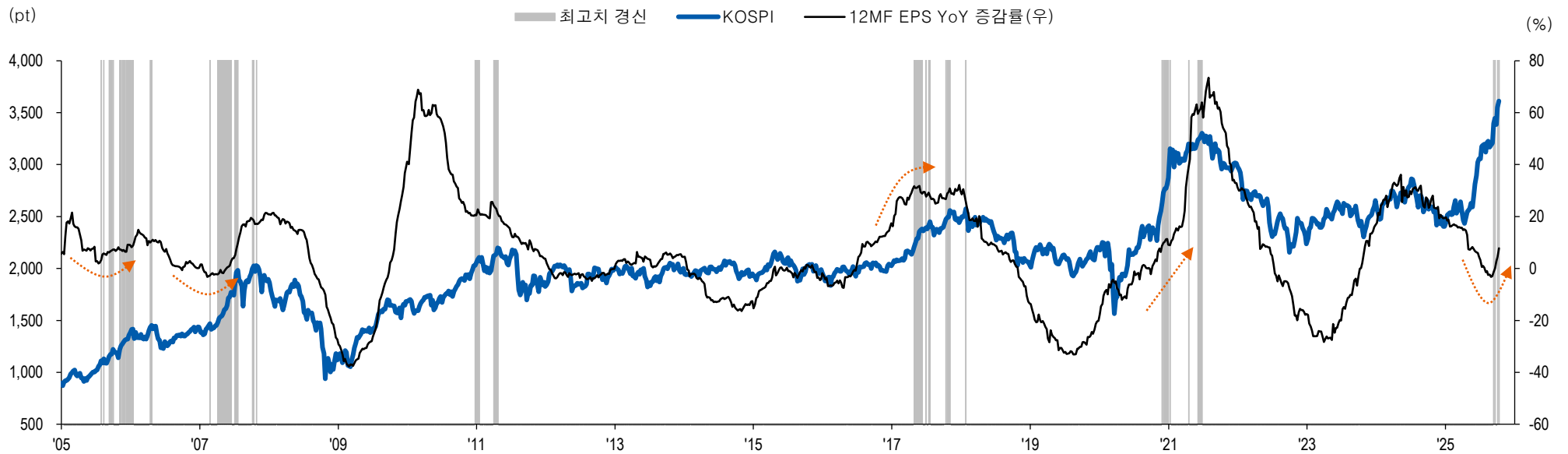
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



강세장 주기는 이익 사이클이 결정

- 올해 신고가 경신은 반도체 업황이 견인한 증시 이익 사이클(12MF EPS YoY 증감률) 반전에 기인한 것으로 판단. 일반적으로 이익 사이클은 주가와 동행하는 흐름을 시현. 같은 이익의 확대/축소 과정을 거치더라도 기저에 따라 주가가 차별화되기 때문이며 과거 신고가 경신 사례들 또한 우호적인 이익 사이클 환경에서 발생
- '05년과 '07년의 경우 KOSPI 이익 사이클 저점 이후 상승 전환되는 과정에서 최고치를 경신. '17년도는 상승 사이클 정점에서, '20년도는 YoY 증감률 마이너스(-)에서 플러스(+)로 전환되는 시기 최고치를 경신. '11년 사례의 경우 장기 하락 사이클 속 일시적인 상승 반전 시기에 신고가를 경신하였지만 사이클 주기가 짧게 형성되며 신고가 랠리 또한 단기간에 종료
- 올해 역시 이익 사이클의 상승 전환과 신고가 경신 시점이 맞닿아 있는 모습. 결국 이번 신고가 랠리의 주기 역시 이익 사이클 상승기간이 결정할 것으로 판단

KOSPI 이익 사이클이 우호적인 환경에서 최고치 경신이 발생. 올해 주가와 이익 사이클 사이의 괴리가 좁혀지며 신고가 랠리가 이어지는 상황



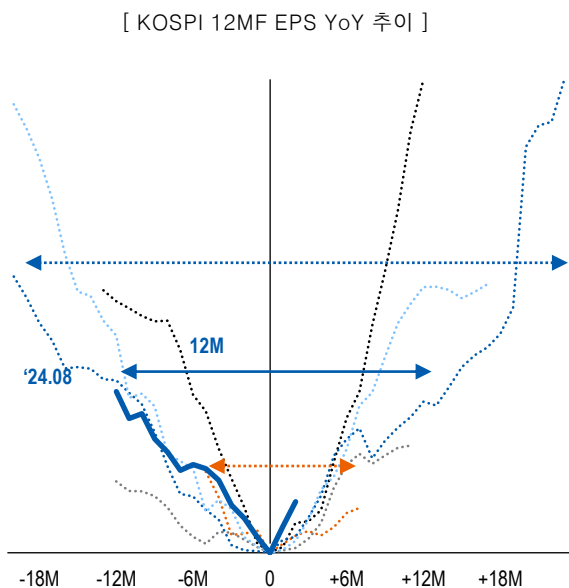
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



'26년 신고가 랠리는 이익 사이클을 타고

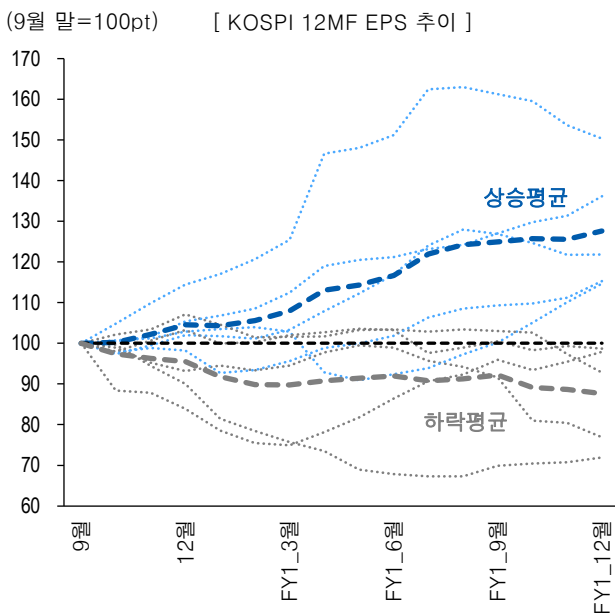
- 과거 상승과 하락 사이클이 뚜렷하게 나타난 케이스를 살펴보면, 하락/상승 기간이 대칭적으로 발생. 올해의 경우 '24년 8월 이후 약 12개월간 하락 사이클이 진행된 후 상승 전환
- KOSPI 12MF 순이익은 '24년 8월 이후 하락세를 보이며 올해 9월 이익 사이클 반전의 기저로 작용. 이후 기저가 낮아지는 구간이 지속되며 이익 사이클 상승세 또한 지속될 가능성에 무게
- 과거 10년간 9월 이후 차년도까지의 KOSPI 12MF EPS 추정치의 상승평균 케이스 가정 시 '26년 8월까지 이익 사이클 상승세가 지속되며 KOSPI 지수의 레벨업이 지속될 것으로 전망

이익 사이클의 경우 하락/상승 기간이 대칭적으로 발생



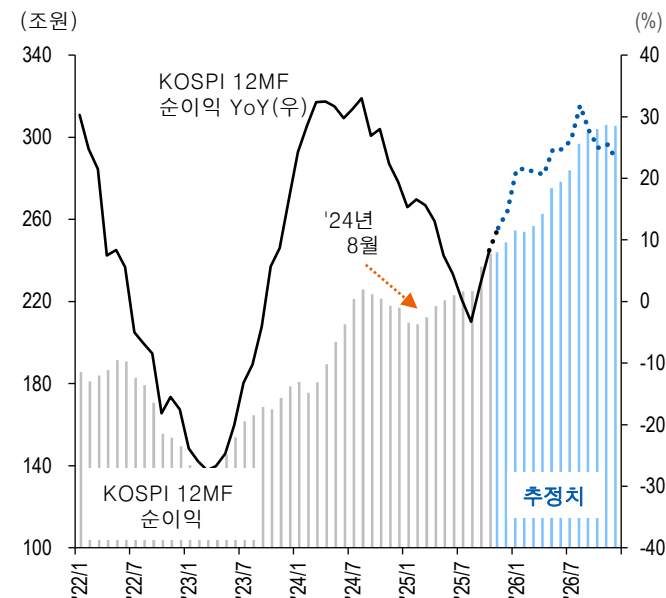
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 05년, 06년, 08년, 21년 대상

12MF EPS는 평균적으로 약 +22.0%에서 -12.4%의 조정이 진행



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

상승평균 케이스 가정, '26년 상승 사이클 지속 전망



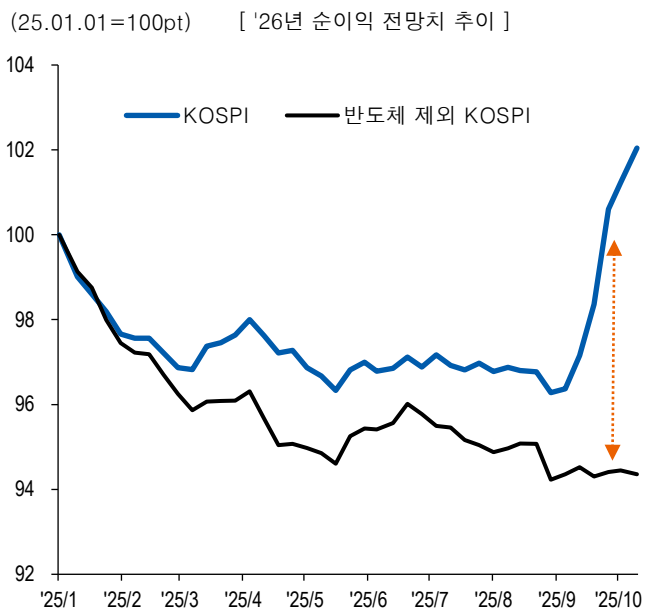
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



반도체가 불러온 왜곡과 괴리

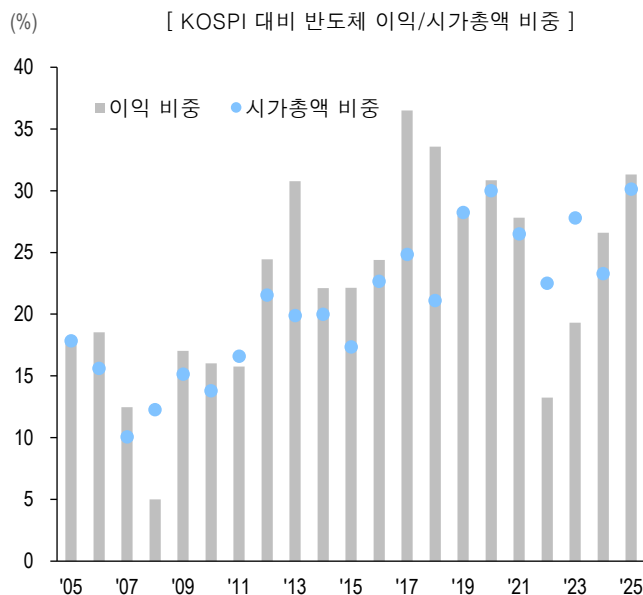
- 올해 반도체 업종 중심의 이익 추정치 개선이 나타나며 KOSPI와 반도체 제외 KOSPI(삼성전자 및 SK하이닉스 이익 제외)의 이익 사이클간 괴리가 확인
- 현재 삼성전자와 SK하이닉스 두 기업의 KOSPI 내 이익(12MF 순이익 기준) 비중은 31.3%, 시가총액 비중은 30.1%를 차지하고 있으며 사실상 KOSPI 지수 전반의 이익 사이클을 견인하고 있는 상황
- 과거 반도체 업종의 독주로 인한 이익 사이클 괴리가 다수 확인. 예컨대, 반도체 슈퍼 사이클이 진행된 '17년 KOSPI의 이익 사이클은 상승세가 나타나지만 반도체 제외 KOSPI의 이익 사이클은 하락 사이클이 진행. 코로나 유행성 장세 이후 금리 인상 사이클 진입에 따라 빅테크의 부진이 이어진 '22년~'23년은 KOSPI 이익 사이클이 더욱 가파르게 하락하는 사례 또한 확인

9월 이후 KOSPI와 반도체 제외 KOSPI의 이익 전망치 괴리 확대



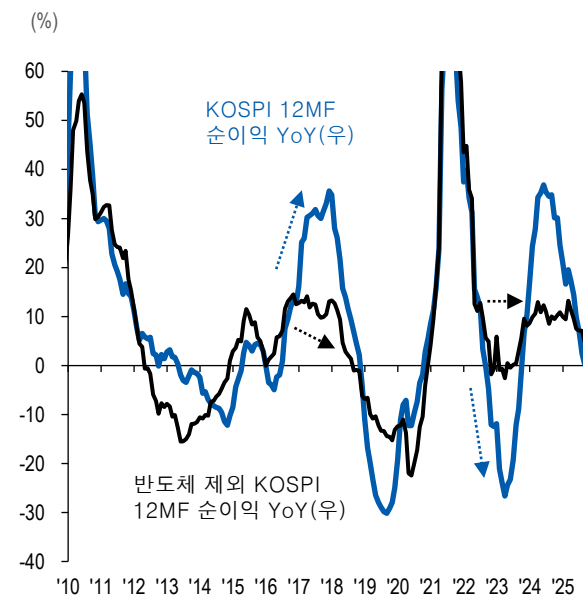
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 내 반도체 업종의 이익 비중은 현재 약 31.3%를 차지



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

반도체 업종이 KOSPI 전반의 이익을 견인하며 사이클 괴리 다수 발생



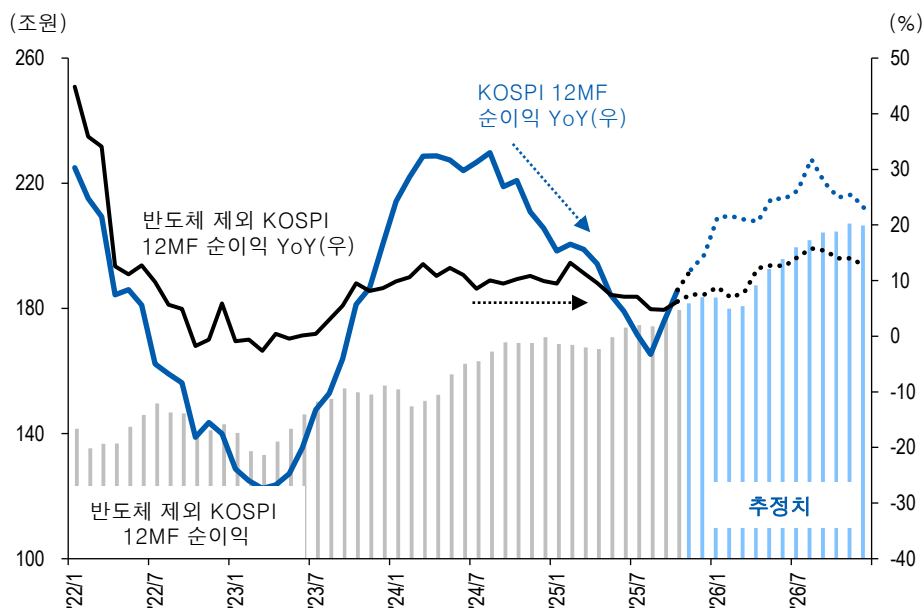
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



기저효과가 저조한 반도체 제외 KOSPI 이익 사이클

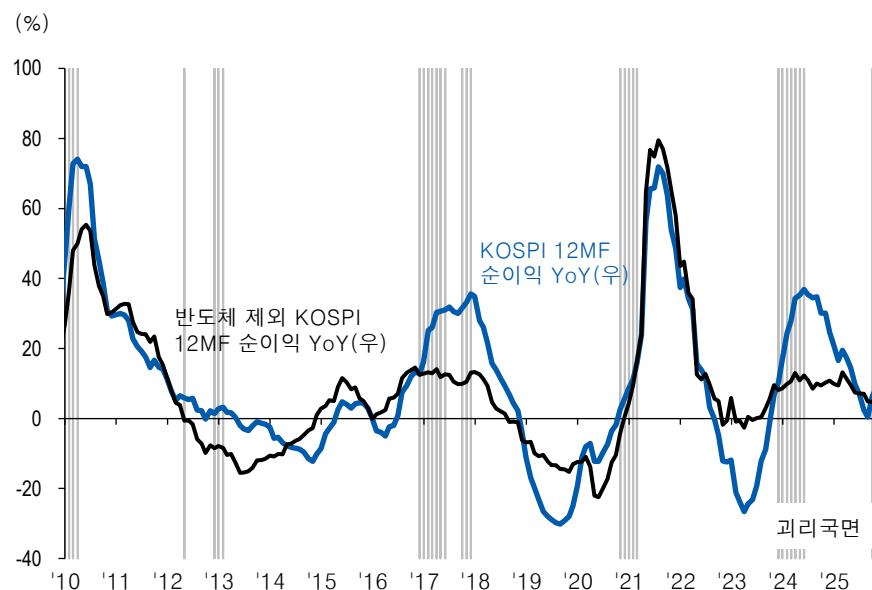
- 앞서 KOSPI 이익 사이클 전망과 같은 방식으로 반도체 제외 KOSPI의 12MF EPS 상승평균 케이스를 적용. 반도체 제외 KOSPI의 경우 '24년 플랫한 흐름이 유지되었으며 향후 뚜렷한 기저효과를 기대하긴 어려운 상황. 이에 따라 '26년 KOSPI 이익 사이클 대비 저조한 상승률을 기록할 것으로 전망
- 이처럼 반도체 업종의 이익 개선에 따라 증시 전반의 상승 사이클이 진행되지만 반도체를 제외한 업종의 경우 상대적으로 부진한 상승세가 나타나는 국면을 사이클 괴리국면으로 정의

반도체 제외 KOSPI의 기저효과 기대감은 낮은 상황. '26년 KOSPI 대비 저조한 상승 전망



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

이익 사이클 상승국면 반도체 제외 KOSPI의 상승률이 KOSPI 대비 저조한 국면을 괴리국면으로 정의



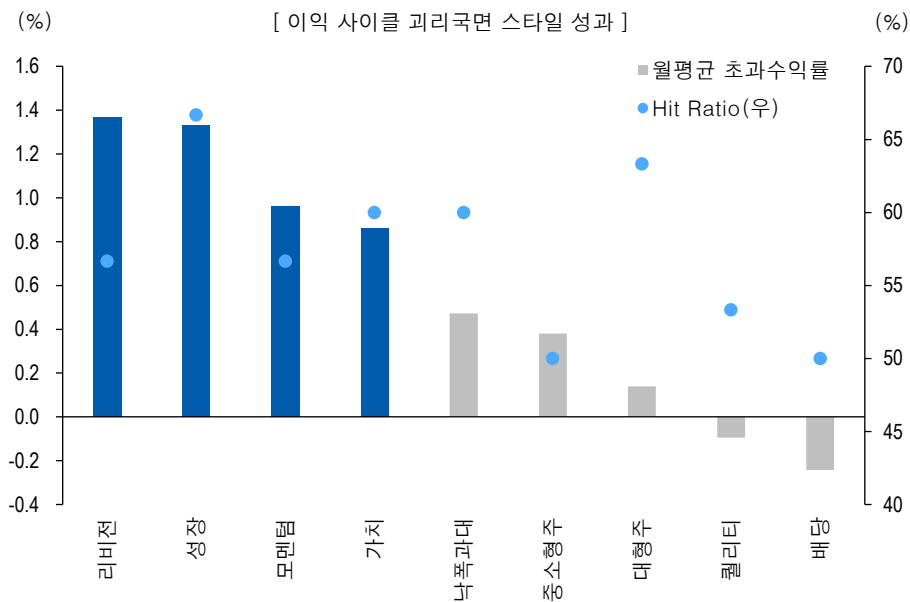
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



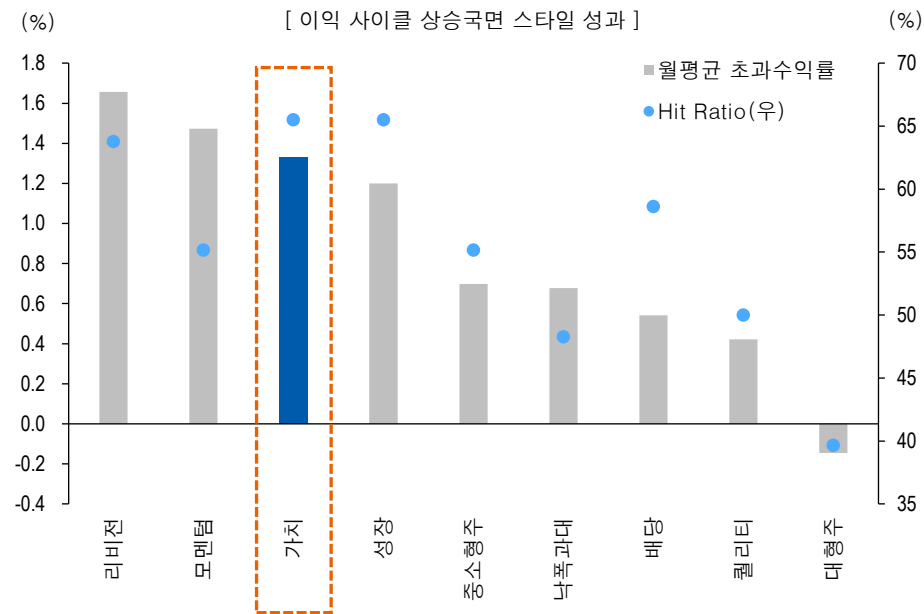
상승 모멘텀과 밸류 부담이 상존

- '10년 이후 이익 사이클 괴리국면 스타일 성과 분석 결과 리비전, 성장, 모멘텀, 가치 스타일이 KOSPI 대비 월평균 초과수익률 상위에 스크리닝
- 성장 스타일과 가치 스타일 모두 높은 초과수익률과 Hit Ratio를 기록한 것이 특징적. 이익 사이클 상승국면을 가정하더라도 가치 스타일의 견조한 성과가 확인
- 성장 스타일 중심의 강세장이 지속되며 가격에 대한 부담이 누적, 저밸류 종목으로 시선이 분산되며 가치 스타일의 강세가 동시에 진행되는 것으로 해석

이익 사이클 괴리국면 리비전, 성장, 모멘텀, 가치 스타일의 아웃퍼폼 확인



상승국면 가치 스타일은 성장 스타일의 성과를 상회. 누적된 가격 부담에 따라 저밸류 종목으로 시선 분산



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률

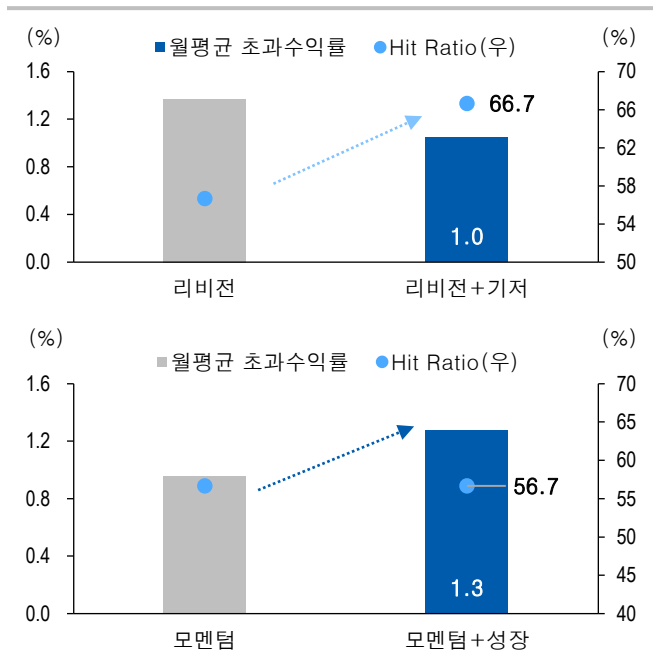
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률



사이클 괴리국면 결합 스타일 전략

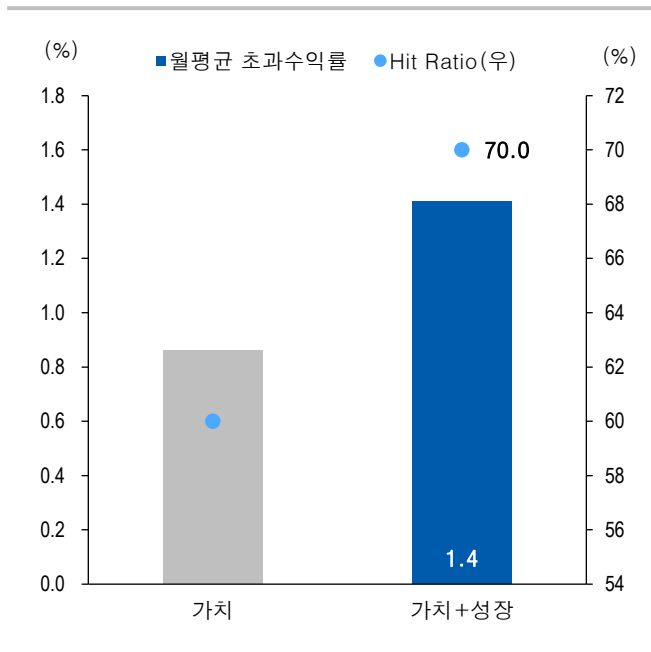
- 성장과 가치 스타일이 동시에 견조한 수익률을 기록하는 등 결합 스타일을 통한 추가 수익 창출 기회가 확대될 것으로 판단. 결합 스타일 성과 분석 결과 초과수익률 혹은 Hit Ratio가 개선된 스타일은 리비전+기저, 모멘텀+성장, 가치+성장 등
 - **리비전+기저**: 리비전 스코어 + 향후 3개월 YoY 기저 하락 종목 가산점 부여 → Hit Ratio 개선
 - **모멘텀+성장**: 모멘텀 스코어 + 성장 스코어 상위 30% 종목 가산점 부여 → 초과수익률 개선
 - **가치+성장**: 가치 스코어 + 성장 스코어 상위 30% 종목 가산점 부여 → Hit Ratio 및 초과수익률 개선
- 최종적으로 Hit Ratio가 60%를 상회하는 스타일 중 초과수익률 상위 3개 1) 가치+성장, 2) 성장, 3) 리비전+기저 스타일을 사이클 괴리국면 대응 전략으로 제시

단일 스타일 대비 결합 스타일 전략 성과



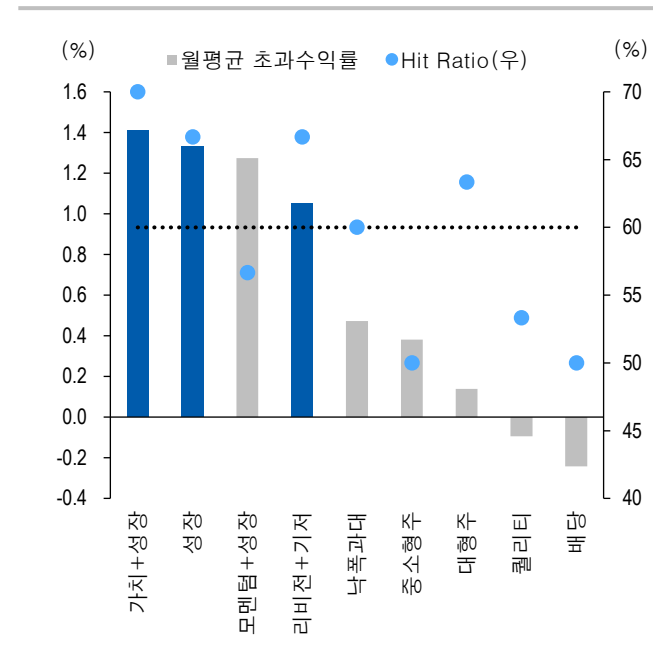
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률

가치_성장 스타일의 경우 Hit Ratio 및 초과수익률 모두 개선



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률

사이클 괴리국면 가치+성장, 성장, 리비전+기저 스타일이 아웃퍼폼



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률



① 사이클 괴리국면 스타일 전략 – 가치+성장 스타일

- 이익 사이클 괴리국면 가치 스타일은 성장 스타일과의 결합을 통해 초과수익률과 Hit Ratio 모두 개선되며 전체 스타일 중 가장 높은 성과와 안정성을 기록
- 가치 스타일 종목 중 성장 스코어 상위 30%에 포함되는 종목에 가산점을 부여, 최종 스코어 상위 10개 종목 스크리닝
- HDC현대산업개발, 한화, HL만도가 가치 스코어 상위 종목 중 성장 스코어 가산점이 부여됨

가치+성장 스타일 스코어 상위 10개 종목 스크리닝. 성장 스코어 가산점이 부여된 종목 음영 처리

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	P/E(12MF)	P/B(12MF)	3년 연간 평균 대비 '25E 영업이익(%)	TTM 대비 12MF 영업이익 (%)
A294870	HDC현대산업개발	13,412	3.82	0.36	100.9	103.6
A000880	한화	62,965	8.53	0.65	87.0	24.7
A000370	한화손해보험	6,479	2.25	0.25	57.8	25.5
A204320	HL만도	15,425	6.68	0.56	32.2	18.2
A023530	롯데쇼핑	18,925	7.61	0.12	24.1	28.5
A001450	현대해상	24,943	2.62	0.39	-9.4	44.2
A139130	iM금융지주	21,732	4.6	0.33	30.5	37.4
A007070	GS리테일	13,812	8.51	0.4	-8.6	23.8
A375500	DL이앤씨	16,135	4.67	0.32	29.1	41.7
A161390	한국타이어엔테크놀로지	48,125	4.23	0.38	21.3	8.2

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주: 유니버스 200종목 기준



② 사이클 괴리국면 스타일 전략 – 성장 스타일

- 성장 스타일은 이익 사이클 괴리 국면 단일 스타일 중 유일하게 60%를 상회하는 Hit Ratio와 높은 수준의 KOSPI 대비 초과수익률을 기록. 주도 업종 모멘텀 둔화가 발생하는 구간은 성장 스코어 중심의 스크리닝으로 업종과 종목 로테이션에 유연하게 대응하는 전략이 높은 성과를 기록할 것으로 전망
- 셀트리온, 에이피알, 효성중공업 등이 가장 높은 성장 스코어를 기록

성장 스코어 상위 10개 종목 스크리닝

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	3년 연간 평균 영업이익(억원)	'25E 영업이익 추정치(억원)	3년 연간 평균 대비 '25E 영업이익(%)	TTM 영업이익 (억원)	12MF 영업이익 (억원)	TTM 대비 12MF 영업이익(%)
A068270	셀트리온	400,910	5,969	11,489	92.5	7,960	15,393	93.4
A278470	에이피알	96,197	887	3,182	258.7	2,060	4,215	104.5
A298040	효성중공업	139,682	2,545	6,114	140.2	5,103	7,521	47.4
A012450	한화에어로스페이스	537,291	9,088	35,153	286.8	27,610	41,939	51.9
A267250	HD현대	124,809	28,006	53,145	89.8	37,350	62,591	67.6
A005930	삼성전자	5,588,138	275,565	319,268	15.9	270,374	472,482	74.8
A010120	LS ELECTRIC	90,600	3,007	4,389	46.0	3,823	5,463	42.9
A207940	삼성바이오로직스	721,704	11,391	19,274	69.2	16,265	21,628	33.0
A003230	삼양식품	109,530	1,942	5,426	179.5	4,291	6,799	58.5
A214150	클래시스	31,967	936	1,820	94.3	1,465	2,236	52.6

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주: 유니버스 200종목 기준



③ 사이클 괴리국면 스타일 전략 – 리비전+기저 스타일

- 기저에 따라 이익 확대/축소에 대한 주가 반응은 상이하게 나타나는 경향. 이익 확대 기대감 뿐만 아니라 기저 효과로 인한 이익 트렌드 전반의 개선이 기대되는 리비전+기저 스타일이 사이클 괴리국면 리비전 스타일 대비 높은 안정성을 확보
- 기존 리비전 스타일 스코어와 향후 3개월간 12MF 순이익 YoY 기저가 낮아지는 종목에 가산점을 부여, 최종적으로 리비전+기저 스코어 상위 종목 스크리닝
- 대덕전자, 에코프로비엠, 삼성전기, 한솔케미칼이 리비전 스코어 상위 종목 중 기저 스코어 가산점이 부여됨

리비전+기저 스타일 스코어 상위 10개 종목 스크리닝. 기저 효과 가산점이 부여된 종목 음영 처리

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	3Q25 영업이익의 추정치(억원)			'25E 영업이익의 추정치(억원)			'25E 영업이익의 추정치(억원)		
			9/12 기준	10/10 기준	조정률(%)	9/12 기준	10/10 기준	조정률(%)	3M 평균	1M 평균	1M/3M(%)
A353200	대덕전자	17,494	129	140	8.9	259	274	5.8	274	297	8.2
A034220	LG디스플레이	78,100	2,922	4,278	46.4	6,686	8,371	25.2	8,371	8,442	0.8
A000660	SK하이닉스	3,115,850	103,045	109,142	5.9	372,892	391,666	5.0	391,666	397,298	1.4
A247540	에코프로비엠	109,831	442	446	0.9	1,062	1,101	3.7	1,101	1,135	3.0
A329180	HD현대중공업	457,182	4,703	4,845	3.0	19,383	19,582	1.0	19,582	20,180	3.1
A009150	삼성전기	157,230	2,418	2,459	1.7	8,291	8,396	1.3	8,396	8,438	0.5
A011070	LG이노텍	45,394	1,642	1,676	2.1	5,800	5,865	1.1	5,865	6,001	2.3
A122870	와이지엔터테인먼트	18,616	296	305	3.0	746	767	2.8	767	867	13.0
A014680	한솔케미칼	25,277	449	453	1.0	1,624	1,631	0.4	1,631	1,664	2.1
A009540	HD한국조선해양	293,708	9,365	9,441	0.8	37,551	37,767	0.6	37,767	39,450	4.5

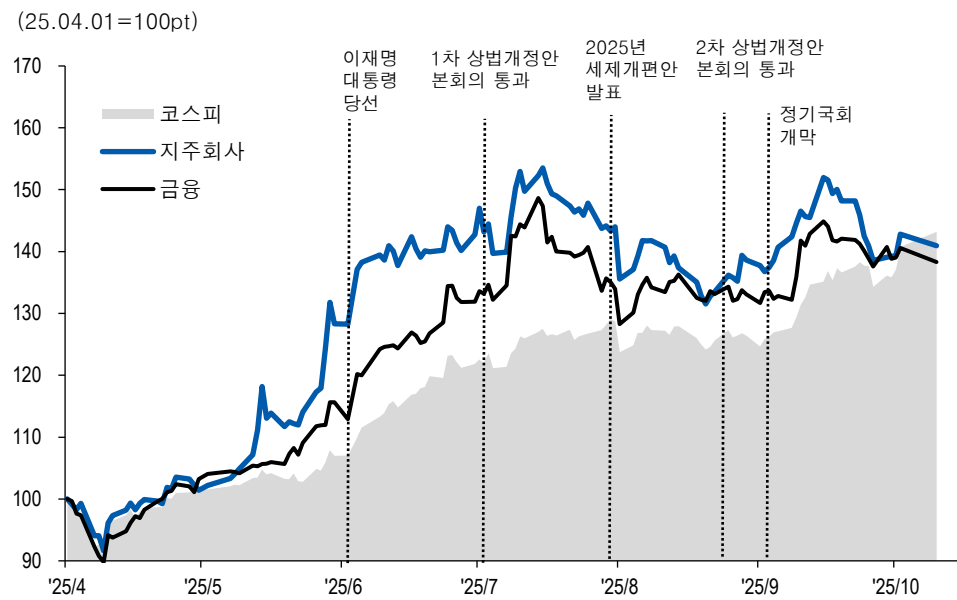
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
 주: 10/10일 유니버스 200종목 기준



코리아 디스카운트 해소 기대감은 우려로 전환

- 지난 6월 이재명 대통령 당선 이후 코리아 디스카운트 해소 정책 기대감에 지주, 금융 업종의 모멘텀 확대. 다만, 정책이 구체화됨에 따라 시장의 기대감은 우려로 표출되는 모습. 7/4일 “1차 상법개정안” 본회의 통과 당시 KOSPI 지수는 약 -2.0% 하락하였으며, “2025 세제개편안” 발표 익일 또한 -3.9%의 하락을 기록
- “2차 상법개정안”과 “노란봉투법” 등의 통과가 반영된 8/25일 KOSPI 지수는 약 +1.3% 상승하였으나, 22일(금) 잭슨홀 미팅에서 연준 의장의 금리 인하를 암시하는 발언으로 iShares MSCI South Korea ETF가 +3.2% 수익률을 기록한 것과 비교하면 부진한 수익률을 기록
- 정기국회 개막과 함께 자사주 소각 의무화 가이드라인이 포함될 3차 상법개정안이 연내 구체화될 것으로 예상되며 지주회사, 금융 등의 업종이 상승세를 보였지만 이후 재차 모멘텀이 축소되는 모습

코리아 디스카운트 정책에 대한 시장의 기대감은 점차 둔화



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

코리아 디스카운트 정책에 따른 증시 영향

이슈	날짜	주요 쟁점	발표 당일 수익률		
			KOSPI	지주회사	금융
이재명 대통령 당선	06.04	코리아 디스카운트 해소 정책 기대감 확대	2.7	6.9	6.5
1차 상법개정안 본회의 통과	07.03	이사의 주주 충실의무 확대, 3% 룰 등 경영 자율성 훼손 우려	-2.0	-3.3	-1.8
2025 세제개편안 발표	07.31	배당소득 분리과세 최고세율, 대주주 기준 강화 등 시장 기대치와 대비되는 기준 발표	-3.9	-5.9	-4.2
2차 상법개정안 본회의 통과	08.25	집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 등 노란봉투법 통과로 제조업 경쟁력 우려	1.3	2.0	0.9

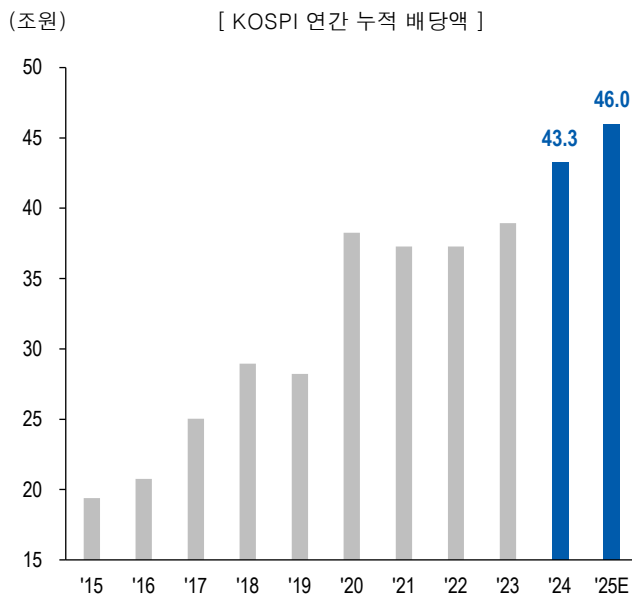
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



주주가치 제고 노력은 장기 성과로 연결

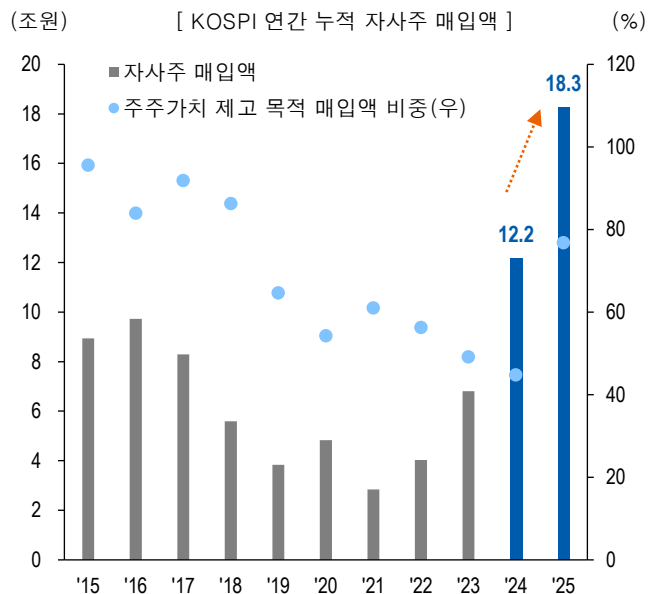
- 정부 차원의 기업 거버넌스 개선 노력은 '24년 밸류업 프로그램부터 이어져왔으며, 이후 기업들의 주주가치 제고를 위한 노력 지속. KOSPI 상장기업 기준, '20년~'23년 정체되었던 연간 누적 배당액은 '24년 확대되었으며 '25년 상승 추세가 지속될 것으로 추정
- '15년~'17년 삼성전자의 대규모 자사주 매입 이후 연간 약 5조원 내외로 이루어지던 연간 자사주 매입액은 '24년 12.2조원으로 2배 이상 확대. 올해 3개 분기 누적 기준 18.3조원을 기록하였을 뿐만 아니라 주주가치 제고 목적의 자사주 매입 비중 또한 '24년도 약 44.8% 수준에서 76.8%로 확대
- '24년 이후 주주환원에 대한 시장의 관심이 확대되며 자사주 매입액 상위 30% 포트폴리오가 주식 발행액 상위 30% 포트폴리오의 성과를 아웃퍼폼. 주주환원에 대한 노력은 장기 성과로 연결되며 주주가치 제고 노력이 지속되는 기업에 대한 투자 유인은 지속될 것으로 판단

'24년 이후 연간 배당 확대 추세 지속



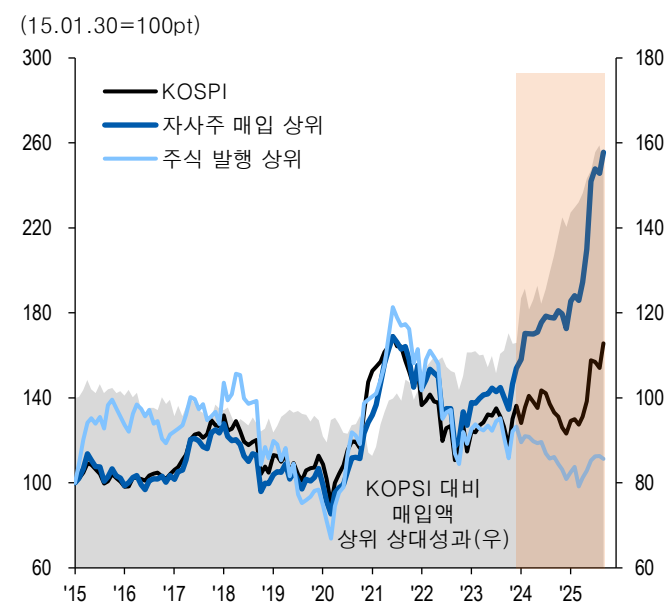
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

올해 주주가치 제고 목적의 자사주 매입 비중이 높아지는 모습



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 자사주 매입 체결액 기준

'24년 이후 자사주 매입 상위 종목군의 아웃퍼폼 확대



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 자사주 매입 체결액 기준 상위 30%, 주식 발행 상위 30%



자사주 소각이 본격화될 '26년, 선제적으로 대응하는 기업들

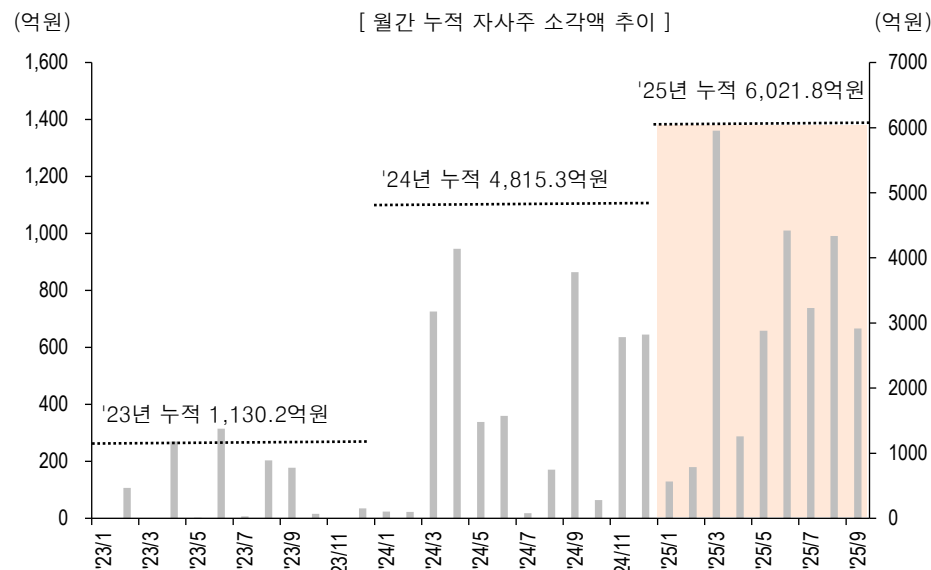
- 자사주 소각 의무화가 담긴 3차 상법개정안은 정기국회를 통해 연내 확정될 예정. 현재까지 발의된 내용을 살펴보면 자사주 소각 유예 기간은 즉시 소각부터 대통령령이 정하는 기간 내 소각 혹은 5년 내 소각까지 합치되지 않은 모습
- 다만, 2025년 상법개정안에 포함된 양도세 대주주 기준 강화는 증시 충격을 유발하였으며 결국 현행 수준으로 완화되었던 경험. 또한, 김현정 의원은 신규 취득 자사주 소각에 대한 유예 기간을 최초 3년으로 발의하였지만, 이후 투자자 반발에 의해 즉시 소각으로 변경. 앞선 경험들을 바탕으로 시장 기대치에 부합하는 수준의 유예기간(6개월~1년)이 제시될 가능성이 높으며 '26년 중 자사주 소각 의무화가 시행될 것으로 예상
- 기업들의 경우 자사주 소각 의무화 정책 시행에 따른 혼란에 대비하기 위해 선제적으로 자사주 비중을 낮추는 움직임이 확인되고 있으며, 이후 구체적인 가이드라인이 제시됨에 따라 더욱 본격화될 것으로 전망

시장 기대치에 부합(6개월~1년)하는 유예기간이 제시될 가능성이 높을 것으로 판단

발의 의원	신규 취득 자사주	기존 보유 자사주	기타
김현정	즉시 소각	6개월 내 소각	
차규근	6개월 내 소각	5년 내 소각	물적분할 시 자기주식 신주배정 금지
민병덕	1년 내 소각	상장사 규모별 차등 적용	3% 미만 자사주 2년 내 소각
김남근	1년 내 소각	1년내 소각	임직원 보상, 우리사주 등 예외
이강일	대통령령이 정하는 기간 내 소각	불가피 사유 시 소각 아닌 처분 가능	상장회사 및 모든 주식회사 대상

자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

자사주 소각 의무화 가이드라인 제시 전 선제적으로 자사주 비중을 낮추는 모습



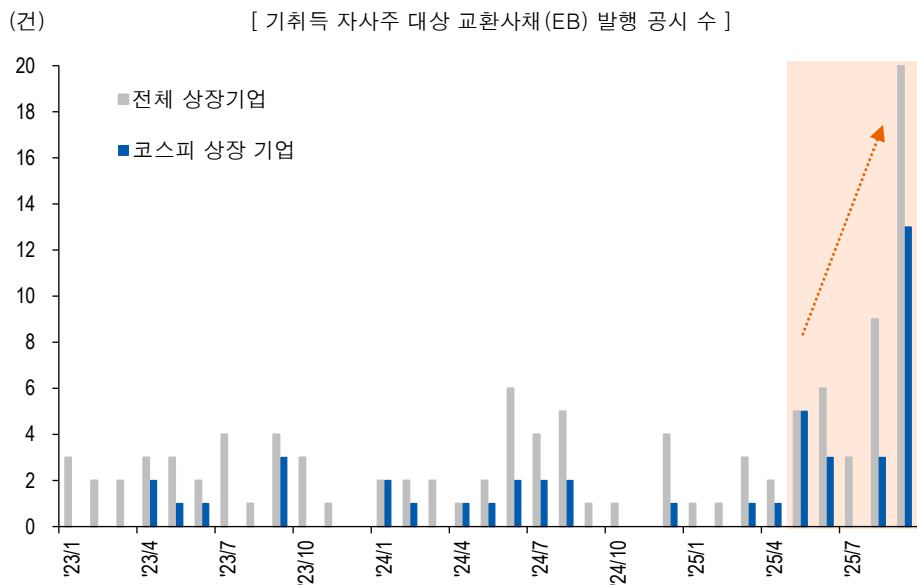
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 자사주 소각 체결액 기준



자사주 매입의 진의(眞意)

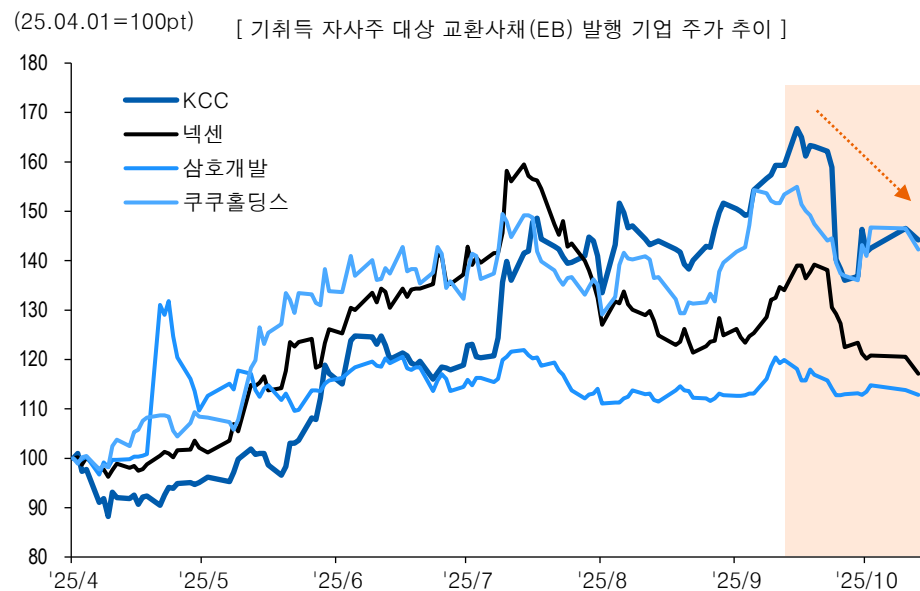
- 다만, 기취득 자사주를 대상으로 교환사채(EB)를 발행하며 자금조달에 나선 기업들이 급증. '24년 기취득 자사주 대상 EB 발행 공시 수는 30건인 반면, 지난 9월 한 달만에 총 39건의 공시가 확인되며 올해 누적 EB 발행 공시는 총 69건으로 급증
- 자사주 소각 의무화는 자사주 매입을 경영권 방어, 자금조달의 수단이 아닌 주주가치 제고 수단으로써 활용하기 위함. 다만, 자사주 처분이라는 선택지가 사라질 경우 자사주 매입은 자본의 감소 → 부채비율 상승으로 연결되며 기업의 재무부담이 가중
- 결국 자사주 소각이 아닌 처분의 형태로 진행될 리스크를 배제할 수 없으며 기업이 보유한 자사주의 진의를 파악하는 것이 중요

기취득 자사주를 대상으로 교환사채(EB)를 발행하는 사례 급증



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

이에 대한 시장의 실망감은 주가에 반영. 자사주 소각에 대한 기대감이 선반영됨에 따라 충격은 더욱 확대



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



자사주 소각 의무화 스크리닝

- 종합해보면, '24년도부터 확대된 주주환원에 대한 시장의 관심은 장기성과로 연결되며 코리아 디스카운트 해소 정책 기대감이 위축되는 시점에서도 여전히 주주가치 제고 노력을 지속하는 기업에 대한 접근은 유효
- '26년 정기국회를 통해 가이드라인이 제시됨에 따라 자사주 소각 움직임이 본격화될 것으로 예상되며 기업의 자사주 보유에 대한 진의를 판단하는 것이 핵심
- 최종적으로, 자사주 소각에 대한 의지와 추가 자사주 매입을 위한 현금 여력이 확보된 기업을 선별하기 위해 1) 자사주 비중 5% 이상 기업 중, 2) 최근 2년 내 주주가치 제고를 위한 자사주 매입 혹은 소각을 이행하였으며, 3) '25년 및 '26년 순이익 확대가 예상되는 종목을 스크리닝

1) 자사주 비중 5% 이상, 2) 최근 2년 내 주주가치 제고를 위한 자사주 매입 혹은 소각 이행, 3) '25E, '26E 연간 순이익 증가세가 나타나는 기업 스크리닝

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	최대주주지분율 (%)	자사주지분율 (%)	'24년 연간 순이익 (억원)	'25E 연간 순이익 (억원)	'26E 연간 순이익 (억원)
A068270	셀트리온	394,675	29.5	5.3	4,227	8,327	12,692
A081660	미스토홀딩스	22,836	35.9	10.9	842	2,071	2,491
A105560	KB금융	425,712	8.4	5.1	50,782	57,132	58,533
A012630	HDC	10,455	42.0	17.1	1,464	2,799	3,450
A005490	POSCO홀딩스	220,542	8.3	6.6	10,949	11,965	19,246
A036570	엔씨소프트	45,996	12.4	10.0	942	1,057	2,893
A004170	신세계	17,275	29.2	9.1	1,078	1,726	2,296
A012510	더존비즈온	28,499	21.8	7.7	588	668	758

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



Appendix. 자사주 소각 규모별 적정 주가

- 자사주 소각 의무화에 대한 기대감으로 자사주 비중이 높은 기업들의 주가가 급등하였지만 명확한 소각 규모 부재에 따라 모멘텀이 위축되는 모습. 결국 자사주 소각 의무화 가이드라인이 제시되며 기업별 자사주 소각 규모에 따라 적정 주가 수준으로 귀결되는 움직임이 나타날 것으로 예상
- 주식수의 감소는 EPS의 상승으로, EPS의 상승은 P/E의 하락으로 연결. 자사주 소각 모멘텀이 발생하기 전인 3월 말 P/E를 기준으로 기업별 자사주 소각에 따른 P/E하락이 기존 P/E 수준으로 상승할 것을 가정, 해당 상승폭을 주가에 적용해 자사주 소각 규모별 적정 주가를 산출

KOSPI 상장 시가총액 3,000억원 이상 기업 중 자사주 비중 20% 이상 종목의 자사주 소각 규모별 적정 주가

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	자사주 지분율 (%)	3월 말 주가 (원)	EPS 증가율(%)			적정 주가(원)			10/13일 주가(원)	'25년 자사주 처분 공시 유무
					전체 소각	5% 초과	10% 초과	전체 소각	5% 초과	10% 초과		
A001720	신영증권	22,095	53.1	75,100	113.2	92.7	75.8	160,135	144,707	131,991	134,400	
A004700	조광피혁	4,089	46.6	51,200	87.1	71.1	57.6	95,819	87,620	80,713	61,500	
A001270	부국증권	6,616	42.7	26,600	74.6	60.6	48.6	46,444	42,715	39,541	63,800	
A003570	SNT다이내믹스	22,778	32.7	30,500	48.5	38.2	29.3	45,290	42,159	39,434	68,500	EB 발행
A004990	롯데지주	29,427	32.5	21,400	48.2	37.9	29.0	31,707	29,521	27,616	28,050	처분(재무구조 개선)
A084010	대한제강	3,629	29.7	15,450	42.2	32.8	24.5	21,977	20,518	19,240	15,500	
A003090	대웅	12,559	29.7	18,740	42.2	32.8	24.5	26,646	24,878	23,329	21,600	
A009240	한샘	10,731	29.5	40,850	41.8	32.4	24.2	57,912	54,079	50,722	45,600	
A015360	INVENI	3,702	28.7	45,950	40.2	31.0	22.9	64,401	60,183	56,484	61,700	EB 발행
A016590	신대양제지	4,489	26.7	6,900	36.4	27.7	20.0	9,410	8,809	8,281	11,140	
A085620	미래에셋생명	14,197	26.3	4,470	35.7	27.0	19.5	6,064	5,679	5,340	8,020	
A003540	대신증권	13,633	25.1	16,220	33.5	25.2	17.8	21,661	20,305	19,109	26,850	처분(임직원 성과급)
A034730	SK	158,781	24.8	129,600	33.0	24.7	17.4	172,346	161,601	152,117	219,000	처분(사외이사 보수)
A003240	태광산업	9,364	24.4	665,000	32.3	24.1	16.8	879,734	825,153	776,950	841,000	EB 발행
A006800	미래에셋증권	125,184	23.0	9,170	29.8	21.9	14.9	11,905	11,180	10,537	21,950	
A000320	노루홀딩스	3,303	22.9	13,620	29.7	21.8	14.8	17,663	16,588	15,636	24,850	
A016800	퍼시스	5,405	22.2	41,800	28.5	20.7	13.9	53,716	50,473	47,599	47,000	
A145720	덴티움	6,165	22.1	71,100	28.4	20.6	13.8	91,257	85,754	80,877	55,700	
A017390	서울가스	3,115	21.3	48,700	27.1	19.5	12.8	61,915	58,215	54,932	62,300	
A002030	아세아	7,128	21.2	260,000	26.9	19.3	12.6	329,933	310,248	292,780	342,000	

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구, 신현용)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.







2026년 주식시장 전망과 전략

국화 옆에서

