

2026년 05월 20일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

투자전략팀 하반기 전망 part1

하반기 금융시장의 세가지 시선

경제 Analyst 김유미

전략/시황 Analyst 한지영

퀀트/자산배분 Analyst 최재원

RA 이현수 RA 유지윤 RA 김정현

키움증권

Contents

Summary P.03

Ⅰ. 매크로 : AI 성장 동력과 고금리 제약의 균형점 P.04

Ⅱ. 주식 : 거의 모든 것의 레벨업 P.45

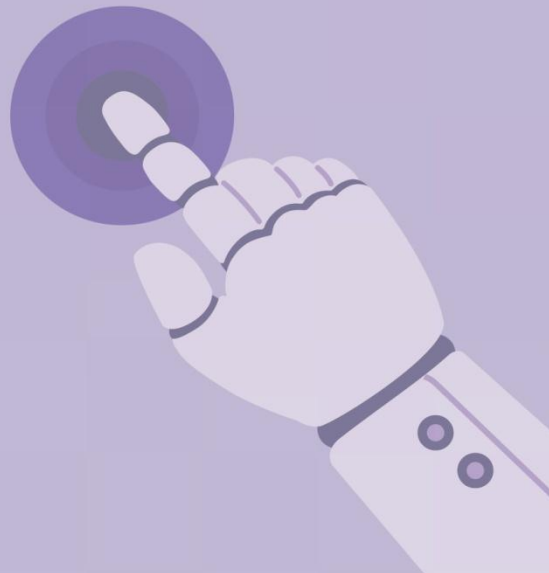
Ⅲ. 퀀트 : 성장의 속도 조절 구간, 분산과 로테이션 전략 P.87

Compliance Notice

- 당사는 05월 20일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

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



Summary

Ⅰ. 경제: AI 성장 동력과 고금리 제약의 균형점

- AI 인프라 투자 슈퍼사이클과 미국의 대규모 CAPEX 확대가 한국 등 공급망 국가의 수출·투자 회복을 견인하며, 한국은 반도체·인프라 중심의 개선에 힘입어 2026년 경제성장률은 2.6% 성장할 전망
- AI 투자 확대에 따른 전력·반도체·원자재 비용 상승으로 공급 측 물가 압력이 지속되면서 미국 물가는 3%대의 높은 경직성을 유지하고, 연준 긴축 경계감도 이어질 전망
- 확장적 재정과 고금리 환경 장기화 속에서 AI 중심 산업 및 자산시장으로의 유동성 집중이 심화되며, 산업 간 성장 격차와 자산시장 변동성 확대 가능성도 높아질 전망

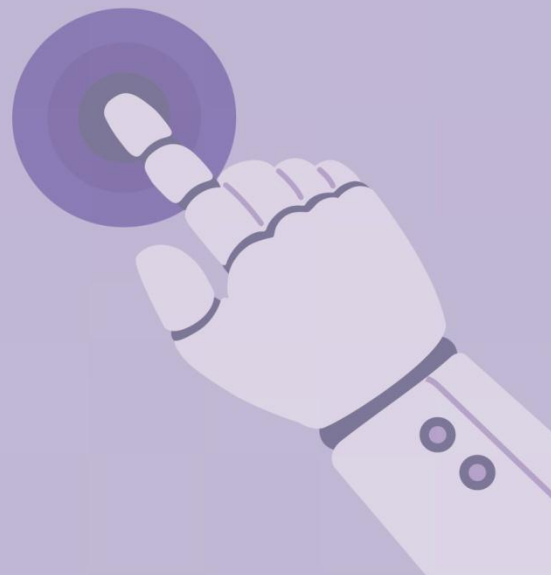
Ⅱ. 주식: 거의 모든 것의 레벨업

- 2년 연속 70% 폭등으로 5월 말 국내 증시는 과속 후유증을 겪고 있으며, 외국인 수급 노이즈 속에 상당기간 높은 변동성 장세를 감당해야 하는 국면에 놓여 있을 전망
- 그러나 이익 모멘텀이 주가 모멘텀을 웃도는 실적 장세는 하반기에도 이어질 것이며, 개인의 주식시장 머니무브, 정책 효과에 따른 ROE 개선, 여타 증시 대비 밸류에이션 매력 우위 등 기존 상방 재료는 연중 지속될 전망. 단, 2분기 실적시즌 이후 이익 피크아웃 논란, 연준 통화정책 불확실성 등이 단기 박스권 행보를 보이게 만들 것으로 예상
- 올해 하반기 코스피 목표 상단은 10,000pt로 설정(하반기 예상 밴드는 6,000~10,000pt, 선행 PER 6.0~10.0배 적용). 하반기 추천 업종은 반도체(메모리 업사이클), 방산(자주국방 수요에 따른 이익 가시성 우위), 증권(거래대금 증가), 유통(인바운드 모멘텀, 부의 효과), 바이오(수급 빈집, 하반기 중 금리 불확실성 완화 가능성) 등을 제시

Ⅲ. 퀀트: 성장의 속도 조절 구간, 분산과 로테이션 전략

- 반도체 주도의 실적 급등 이후 하반기부터 분기 성장률 둔화가 예상되는 상고하저 흐름 진입. 현재 실적 호조가 물량보다 가격 상승에 기반하고 있다는 점에서 가격 사이클 전환 시 모멘텀 약화 속도가 빠를 수 있으며, 5월 이후 장기 금리 급등까지 맞물리며 대형·성장주 중심의 변동성 확대 리스크가 높아진 상황
- 다만 한국은 선행 PER 7배 초반 내외로 글로벌 최저 밸류에이션과 ROE 기준 최상위 수익성을 동시에 보유하고 있으며, 하이퍼스케일러의 구조적 CAPEX 확대에 따른 AI 인프라 수혜가 지속되고 있어 실적 모멘텀이 유지되는 현 국면에서의 충격은 추세 전환보다 일시적 조정 성격에 가까운 것으로 전망
- 하반기 핵심 전략은 역시 AI밸류체인 중심의 대응이 유효할 것으로 판단되나, 성장률 둔화 및 실적 눈높이의 재조정이 연출되는 구간에서는 낮은 AI 연관성 및 실적 가시성이 높은 낮은 방산·조선·금융을 비롯해 PBR 저평가 속 ROE 개선이 동반되는 업종으로의 로테이션이 유효

I. 경제: AI 성장 동력과 고금리 제약의 균형점



2026년 매크로 하반기 환경

성장 동력

✓ **AI 인프라 투자 슈퍼 사이클**
- 사상 최대 규모의 AI 인프라 투자(미국 GDP 대비 5%) → 글로벌 성장의 핵심 동력
- 실수요·구조적 공급 부족 기반, 단기 둔화 가능성 제한
- 미국 중심 자본지출/공급망 국가(한국·대만·일본)로 수혜 확산
- 정책·금융 환경(규제 완화·회사채 시장)이 사이클 지속 뒷받침

✓ **한국 공급망 수혜 확산**
- AI CAPEX 사이클의 낙수효과가 수출에서 설비·건설투자로 확산되며 성장 모멘텀 지지 전망
- 반도체·인프라 부문 중심의 투자 사이클이 IT·자본재 수출 호조와 동반 전개
- 2026년 한국 GDP +2.6% 전망, 수출 주도의 회복 경로 유지
- 다만 수혜는 AI 밸류체인 중심으로 제한, 내수·고용으로의 확산은 점진적

제약 요인

✓ **비용 인플레이션 경직성**
- AI 인프라 투자에 따른 전력·반도체·원자재 비용 압력으로 수요 인플레 둔화에도 물가 경직성 유지
- 미국 물가 3%대 유지, 중동 봉쇄 장기화 시 추가 상방 위험
- 과거 대비 높은 물가 수준으로 연준의 통화완화 여력 제약

✓ **고금리 환경 장기화**
- 확장 재정 + 공급 측 물가 압력으로 시장금리 높은 수준 유지
- AI CAPEX의 부채 의존도 확대 → 금리 환경 변화에 민감
- 금리 인하 폭 제한으로 주식·채권시장 모두 금리 민감도 확대

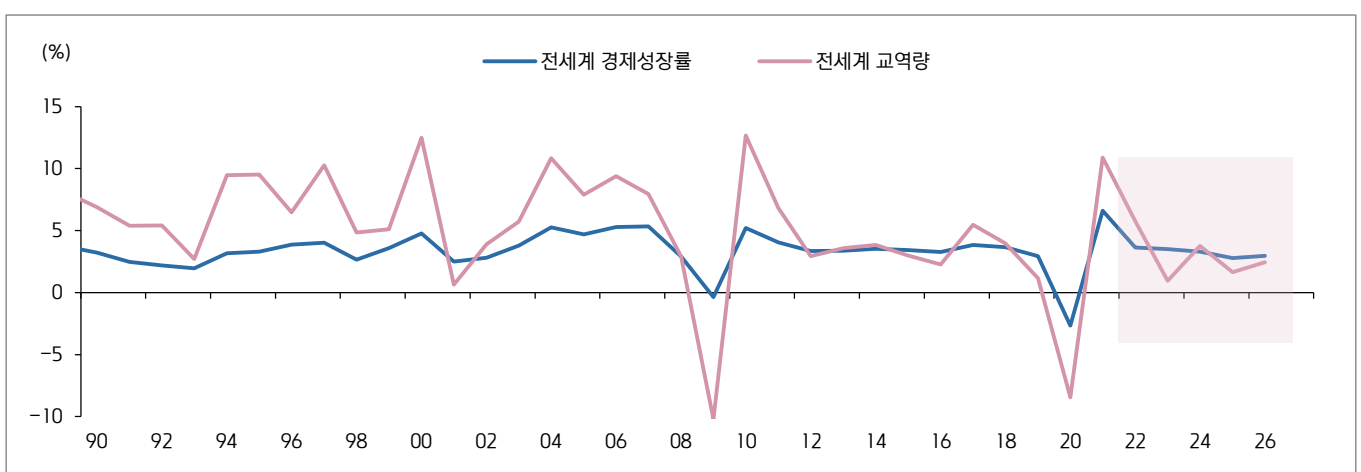
✓ **산업 쏠림과 정책 불확실성**
- 미국 K자형 성장 / 한국 수출의 반도체 편중 심화
- AI 비수혜 부문과의 성장 격차 확대, 가계 양극화로 확산
- 11월 미국 중간선거 → 정책 교착 시 AI 산업 정책 추진력 약화 가능성

AI 중심의 구조적 투자 확대가 성장 모멘텀을 지지하는 가운데, 비용 인플레이션·고금리·정책 불확실성이 공존하는 국면

01. (매크로 구조) 기술·재정 중심 구조 전환이 갖고 온 달라진 성장 방정식

- 과거 세계화 시기에는 저물가 환경 속에서 통화정책이 주요국 경기 부양의 핵심 수단으로 작용, 이에 따라 글로벌 성장과 교역 간 상관관계도 높게 유지
- 그러나 팬데믹과 러시아-우크라이나 전쟁 이후 경제 안보의 중요성이 부각되면서, 각국은 자국 중심의 정책 기조로 전환하는 모습
- 이와 함께 AI 등 기술 혁신이 병행되면서 성장의 중심축이 통화정책에서 재정정책으로 이동, 과거 통화정책을 기반으로 형성되었던 글로벌 성장과 교역, 그리고 주요 가격 변수 간의 상관관계는 약화

전세계 경제성장률과 전세계 교역량



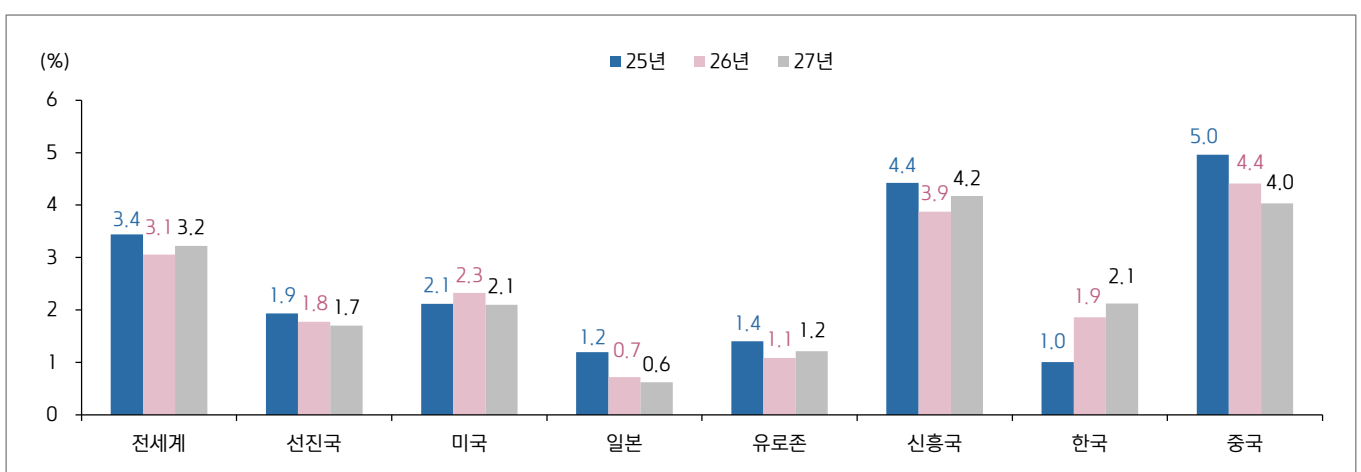
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. (AI 사이클) 재정 여력에 따른 국가별 성장 격차 확대

- 2024년 이후 AI 투자 사이클을 중심으로 신성장 산업이 주요 성장 동력으로 부상
  - 미국을 중심으로 AI 관련 자본지출이 확대되면서, 관련 산업의 수혜가 경제 성장과 기업 이익 개선으로 이어지는 모습
- 특히 AI 등 신성장 산업을 국가 전략으로 채택하고 확장적 재정정책을 추진하는 국가들을 중심으로 상대적으로 양호한 성장세 시현
- 반면, 구경제 산업 의존도가 높은 국가는 성장 모멘텀이 둔화되는 경향을 보였으며, 재정 여력에 따라 국가 간 성장 격차도 더욱 확대되는 모습

주요국 및 지역 경제성장률 전망



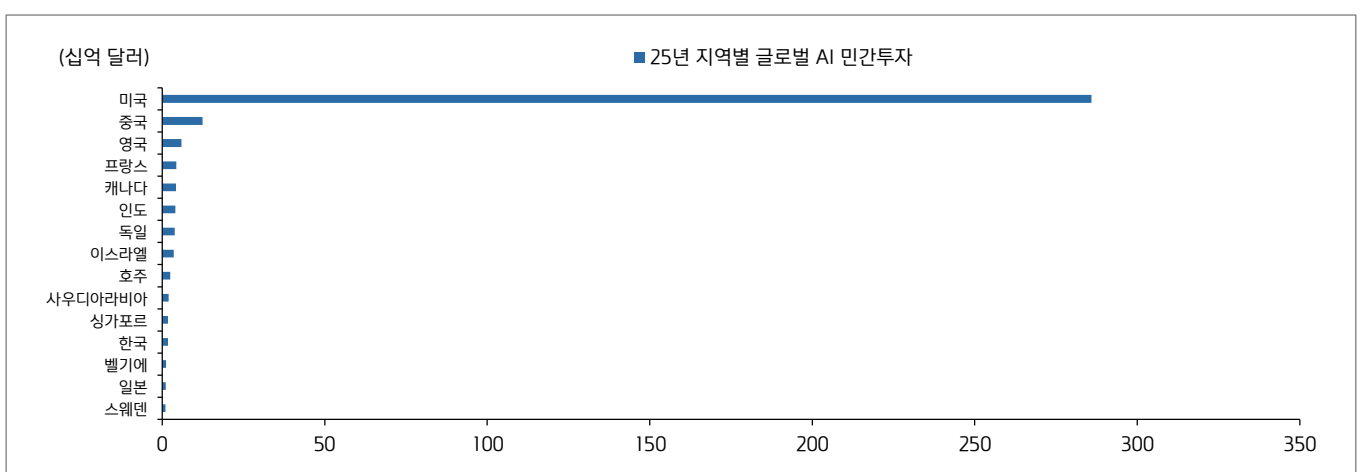
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. (AI 사이클) 글로벌 AI 투자, 미국 중심으로 집중

- 총 투자 규모 기준으로 보면, 글로벌 AI 민간투자는 여전히 소수 국가에 집중되는 모습
- 2025년 미국은 총 2,859억 달러 규모의 AI 민간투자를 유치하며 압도적인 글로벌 선두를 기록
  - 이는 2위인 중국(124억 달러)의 약 23.1배, 영국(59억 달러)의 약 48.5배에 해당
  - 특히 미국에서는 전체 민간 AI 투자 가운데 절반 이상이 생성형 AI 관련 분야에 집중, 생성형 AI 투자 규모는 약 1,636억 달러에 달했으며, 이는 중국과 유럽의 생성형 AI 투자 규모를 합한 47억 달러를 크게 상회
- 2024년 이후 미국의 민간 AI 투자 증가율은 160.2%에 달한 반면, 중국은 32.2%, 유럽은 7.2% 증가에 그침
  이는 글로벌 AI 투자 및 스타트업 생태계가 미국 중심으로 더욱 집중되고 있음을 시사

2025년 지역별 글로벌 AI 민간투자 규모



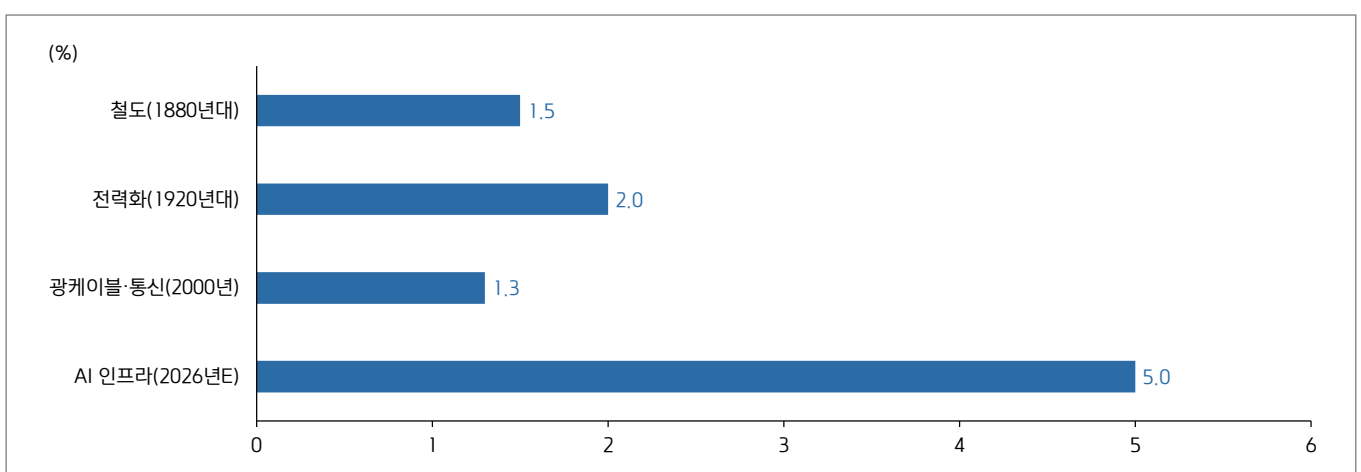
자료: 스탠퍼드 HAI, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. (AI 사이클) GDP 5% 규모의 초대형 인프라 투자 시대

- 2026년 AI 인프라 투자는 미국 GDP의 약 5% 수준에 이를 것으로 예상되며, 이는 현대 경제사에서 가장 큰 규모의 인프라 투자 사이클 중 하나로 평가
  - 이는 과거 광섬유 과잉투자 시기 대비 약 2.5배, 전력화 투자 정점 대비 약 3배 큰 규모
  - 다만, 해당 AI 투자 규모는 미국 빅5 하이퍼스케일러의 설비투자(CAPEX)만 반영한 수치로 여기에 각국 정부의 국가 주도 AI 투자 프로그램까지 포함할 경우 전체 투자 규모는 더욱 확대될 전망

미국 GDP 대비 연간 설비투자(Capex) 네 번의 인프라 사이클 비교

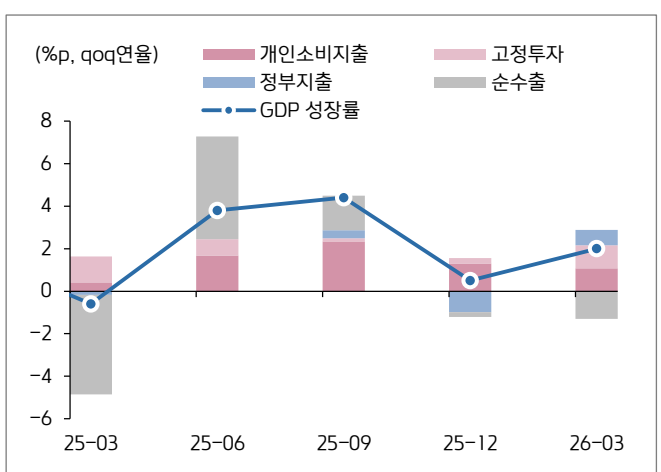


자료: A.L. Capital Advisory., 키움증권 리서치센터
주 1) 각 인프라 사이클의 정점 시점(cycle peak) 단년도 capex를 동일 연도 미국 명목 GDP로 나눈 비율(1880년대, 1929년, 2000년)
2) AI 수치는 미국 빅5 하이퍼스케일러(Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle)의 2026년 설비투자(약 7,250억 달러) 기준. 미국 Stargate 프로젝트(약 5,000억 달러) 등 정부 주도 AI 투자 프로그램 포함 시 비율은 더 확대될 가능성

05. (AI 사이클) 미국 경제, K자형 성장 패턴 심화

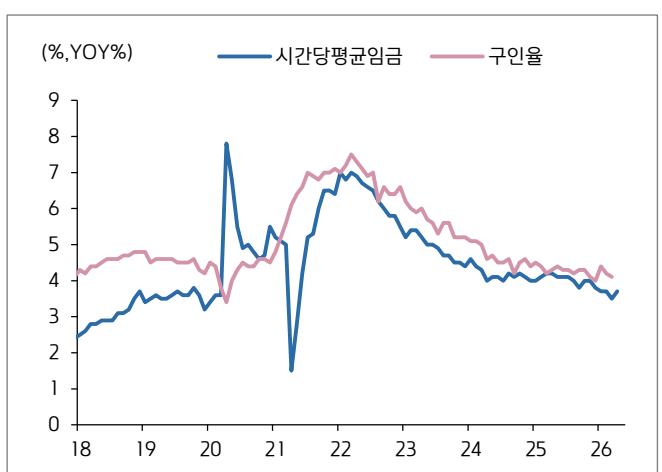
- 미국 경제는 AI·첨단산업 중심의 성장과 전통 산업 부진이 동시에 나타나며 K자형 성장 패턴이 심화되는 모습
  - 노동시장에서는 'Low-fire, Low-hire' 구조 속에 이직 감소와 노동 이동성 둔화가 이어지며 전반적인 활력이 약화
  - 특히 청년층과 신규 구직자를 중심으로 고용 진입 장벽과 장기 실업 위험이 확대
- 다만, AI 투자 사이클과 관련 자본지출(CAPEX) 확대가 성장 모멘텀을 지지하고 있는 상황
- 이러한 K자형 성장 구조 속에서 연준(Fed)은 물가와 성장 간 균형 조정에 초점을 맞춘 정책 대응을 지속
  → 이에 따라 연준의 통화정책 불확실성이 수시로 부각될 가능성이 높은 구간

미국 분기 경제성장률과 항목별 성장 기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시간당 평균임금과 구인율



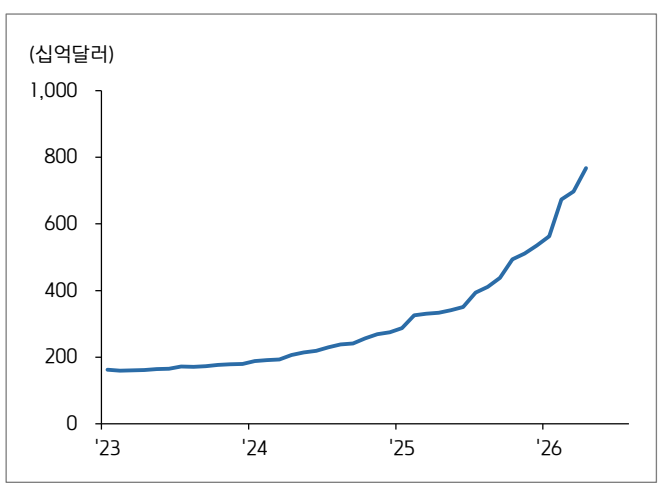
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. (AI 사이클) 의구심 속에서도 성장 모멘텀은 유효

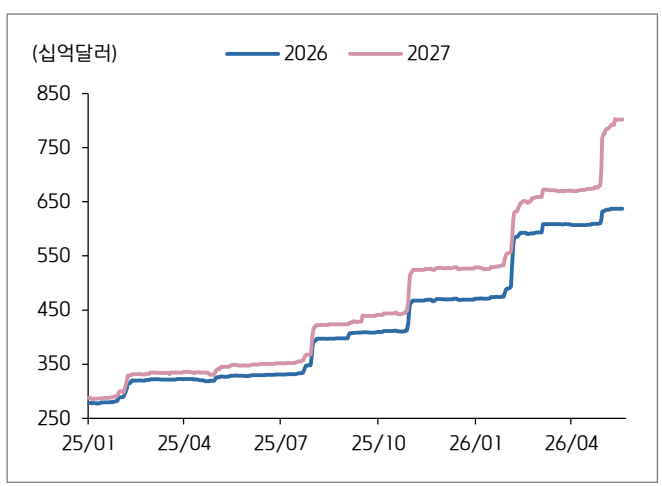
- AI CAPEX 사이클은 소비 중심 자본 배분에서 물리적 인프라 중심으로 이동하는 구조적 재배분 과정
- 주요 하이퍼스케일러 기업들은 2026년 약 7,250억 달러 규모의 CAPEX 집행을 계획
  - 이 중 약 75%(약 5,450억 달러)는 AI 전용 인프라 구축에 투입될 것으로 추정
  - AI 인프라 투자 규모는 2024년 약 2,560억 달러 → 2025년 약 4,430억 달러 → 2026년 약 7,250억 달러로 급증하며, 2024년 대비 약 3배 수준 확대
  - AI 및 클라우드 매출 성장률도 높은 수준 지속, 클라우드 사업부 분기 매출(1Q FY2026 기준, YoY)은 Google Cloud +63%, MS Azure +40%, AWS +28%
- 미국 데이터센터 전력 부족 지속은 AI 인프라 수요가 공급 능력을 상회하고 있음을 의미

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 주요 기업은 구글, MS, 아마존, 메타, 오라클

미국 주요 기업 설비투자 컨센서스



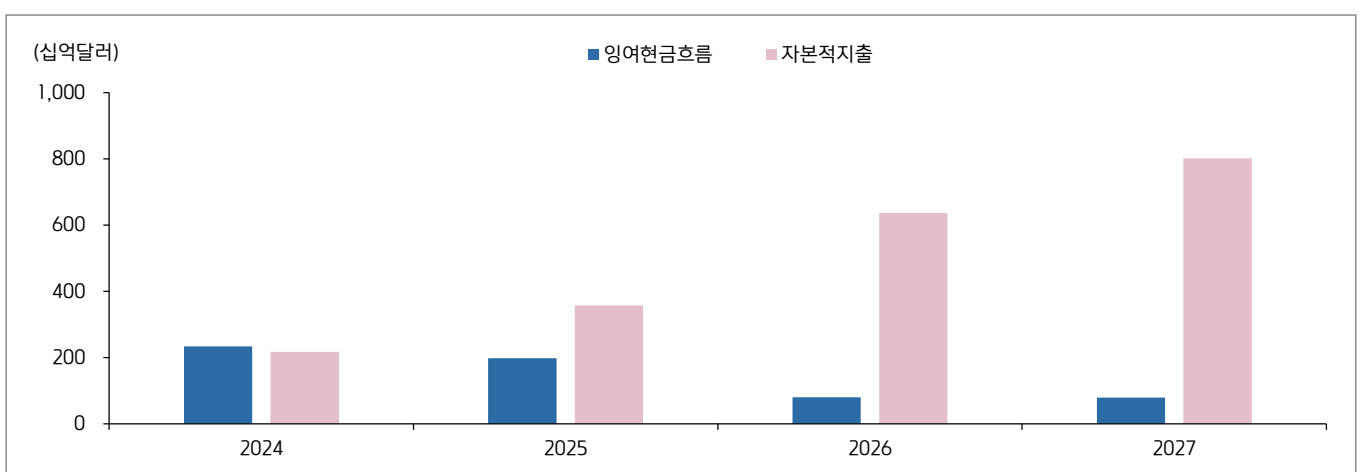
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 4대 주요 기업은 구글, MS, 아마존, 메타

키움증권

07. (AI 사이클) 설비투자 확대 vs. 잉여현금흐름 둔화

- 빅테크의 공격적인 AI CAPEX 확대가 지속되면서 잉여현금흐름(FCF)은 감소세, 설비투자는 가파르게 확대되는 비대칭 구조 진행
  - 4대 하이퍼스케일러(MS·구글·아마존·메타) 합산 기준 CAPEX는 2024년 약 2,600억 달러 → 2027년 약 9,000억 달러 수준까지 확대 전망
  - 반면 FCF는 매출 증가에도 불구하고 CAPEX 부담으로 정체·감소 흐름→ 매출의 45~57%가 CAPEX로 재투입
- AI 인프라 투자 사이클은 단기 수익성 압박을 감수한 장기 경쟁력 확보로 해석되나, ROI 회수 시점과 자금조달 여건 변화는 핵심 점검 포인트

미국 빅4 자본지출과 잉여현금흐름 추이



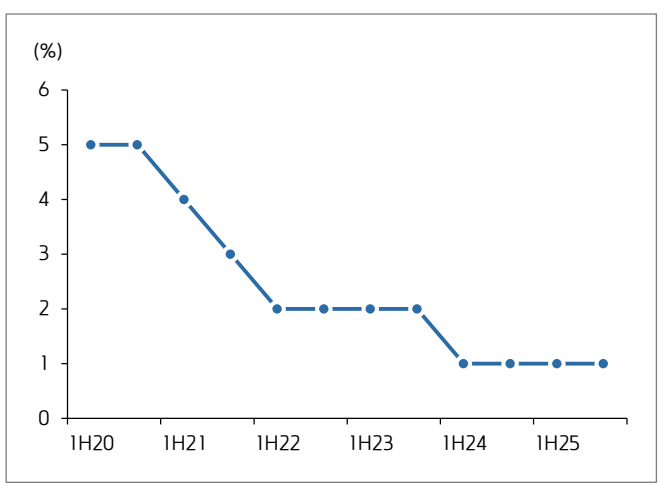
자료: 각사, 키움증권 리서치센터
주: 빅4는 메타, MS, 아마존, 구글

키움증권

08. (AI 사이클) 사이클 지속 여부, 점검 지표

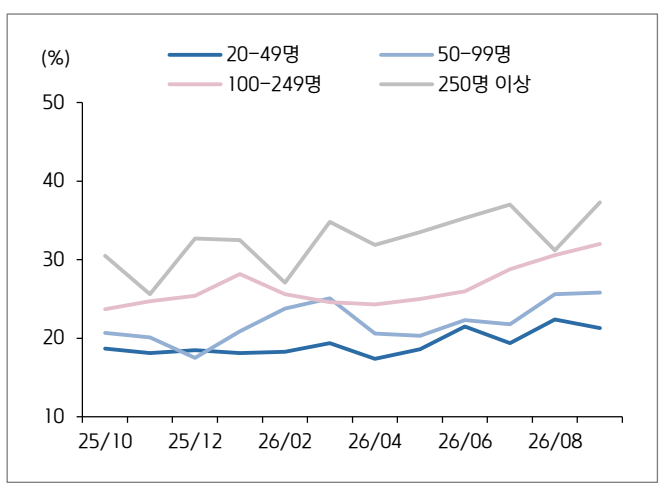
- AI 투자 사이클 지속 여부는 ① 데이터센터 공실률, ② CAPEX 효율성, ③ 기업 AI 도입률, ④ 공급 제약, ⑤ 부채 지속 가능성 등을 통해 점검 가능
- 수요 측면에서는 데이터센터 공실률 1%대 (실수요 강함), AI 도입률 상승 추세. 현재 시점에서는 대부분의 지표가 사이클 지속을 시사
  - 데이터센터 공실률 1%대 (3% 이하 = 공급 부족, 6% 이상 = 공급 과잉)
  - 250명 이상 기업의 AI 도입률 30%대로 추세 상승
- 계약 측면에서는 하이퍼스케일러 CAPEX 상당 부분이 이미 계약·발주·전력 확보 형태로 확정, 사이클의 단기 둔화 가능성을 추가로 제한

북미 데이터센터 공실률



자료: JLL Research, 키움증권 리서치센터
주: 공실률은 임대 및 자체 보유(하이퍼스케일러 소유) 물량을 반영

고용 규모별 기업 AI 활용률 추정치



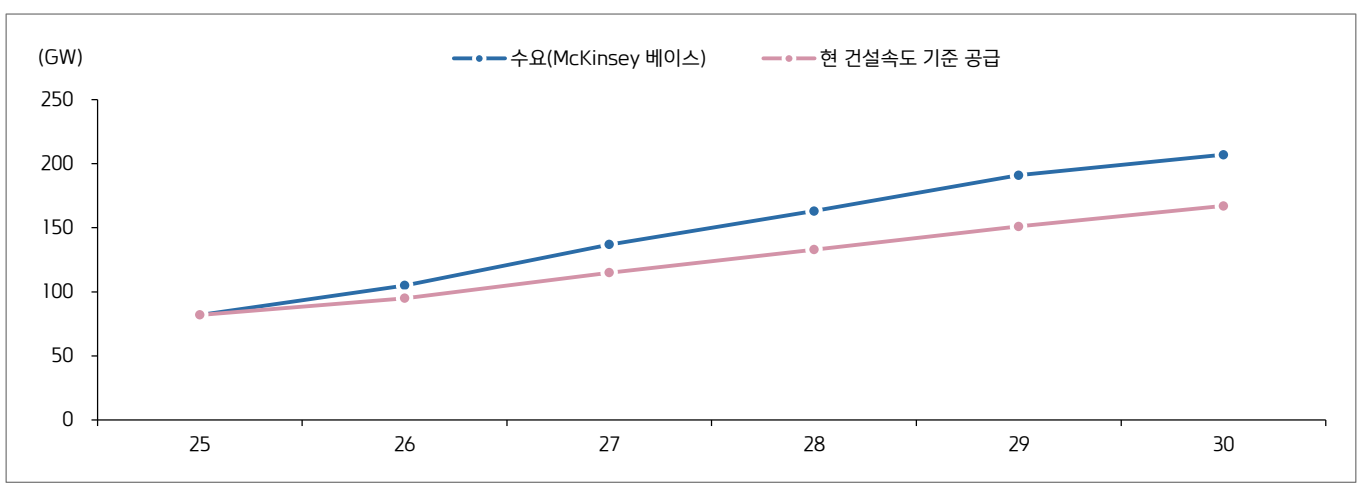
자료: census , 키움증권 리서치센터

키움증권

09. (AI 사이클) 전력·설비 병목이 투자 흐름을 지지

- 하이퍼스케일러 공통 언급: 수요 부족이 아닌 전력·설비 부족이 핵심 제약 → AI 인프라 공급 병목 지속
- AI CAPEX 사이클은 단순 기대감이 아닌 전력·데이터센터·반도체 등 물리적 제약에 기반 → 닷컴버블과 차별화
- 공급 측 제약은 단기 해소 어려운 구조
  - 데이터센터 건설 리드타임 18~30개월 → 공급 확대 단기 제약
  - 연간 신규 공급 약 15GW vs 2028년 수요 갭 약 40GW — 수급 격차 확대 전망
  - AI 가속기 교체 주기 3~4년으로 짧아 과잉설비 장기화 가능성 제한
- AI CAPEX 사이클의 핵심은 결국 엔지니어링·인프라 제약 → 신규 발주 둔화 또는 수급 갭 축소가 나타날 경우 사이클 후반부 진입 시그널로 작용 가능

현재 건설 속도 기준 AI 데이터센터 수요·공급 전망: 확대되는 용량 격차(2025~2030년, GW)



자료: A.L. Capital Advisory., 키움증권 리서치센터
주: 공급 곡선은 평균 18~30개월 수준의 데이터센터 건설 리드타임과 현재 건설 속도 기준 연간 약 15GW 규모의 신규 공급(State Street SSGA, 2025년 11월 기준)을 가정
2026년 이후부터는 노동력 부족에 따른 공급 제약이 점진적으로 반영되는 것으로 설정

10. (AI 사이클) 닷컴 버블과의 유사점과 차이점

- 현재 AI CAPEX 사이클은 실제 AI 워크로드와 클라우드 수요를 기반으로 장기 계약 중심의 투자가 이루어지고 있으며, 전력·GPU·데이터센터 공급 부족이 지속되는 구조적 희소성이 특징
- 반면, 2000년대 닷컴·광섬유 버블은 미래 인터넷 수요 기대만으로 선제적 공급 투자가 과도하게 확대되며 공급 과잉과 장기 유휴자산 문제로 이어진 바 있음

AI CAPEX 사이클이 과거 버블과 구별되는 배경

핵심 비교	AI CAPEX 사이클 (2024~2030)	닷컴·광섬유 버블 (2001~2003)
수요 기반	실제 AI 워크로드·클라우드 수요 기반	미래 인터넷 수요 기대 중심
투자 구조	장기 계약 기반 선투자	수요 검증 전 공급 확대
시장 상태	전력·GPU·데이터센터 공급 부족	광섬유·통신망 공급 과잉
핵심 병목	전력망·GPU·HBM 부족	실제 수요 부족
자산 특성	3~4년 주기 교체 필요	장기 고정형 인프라
과잉설비 발생 시	빠른 노후화로 교체 압력 발생	장기 유휴자산화
주요 리스크	AI 수익화(ROI) 지연	수요 부재에 따른 버블 붕괴
시장 핵심 질문	“AI가 실제 수익을 만들 수 있는가?”	“인터넷 트래픽이 실제 증가할 것인가?”

자료: 키움증권 리서치센터

11. (AI 사이클) 과거 CAPEX 버블 붕괴의 공통 경로

- 과거 대규모 자본투자 사이클 붕괴 사례의 공통점은 풍부한 유동성과 미래 성장 기대를 바탕으로 투자가 급격히 확대된 이후, 통화 긴축과 함께 실제 수요가 기대에 미치지 못하면서 신용시장 경색과 투자 축소로 연결
  - 영국 철도 버블(1840년대), 일본 자산 버블(1989~1990년), 닷컴·통신 버블(2000~2002년) 등이 대표적 사례
- 이후 레버리지가 높은 기업들은 구조조정과 파산을 겪었지만, 당시 구축된 인프라는 장기적으로 다음 산업 성장의 기반으로 활용된 경우가 많았음

대규모 투자 사이클 붕괴의 공통 경로

국면	시장에서 나타나는 변화	공통적으로 확인된 특징
1. 유동성 확대	낮은 금리와 풍부한 자금 공급 속에서 미래 성장 기대가 과도하게 반영되며 투자 급증	완화적 금융환경이 대규모 투자 사이클의 출발점 역할
2. 긴축 전환	중앙은행이 금리 인상에 나서며 자금조달 비용 상승과 함께 시장 심리 변화 시작	통화 긴축이 버블 붕괴의 직접적 계기로 작용
3. 실수요 둔화 확인	예상 대비 수요·매출·가동률이 부진하며 공급 과잉 우려 확대	과도한 투자와 실제 수요 간 괴리가 드러남
4. 금융시장 경색	회사채·IPO 시장 위축과 신용스프레드 확대가 나타나며 자금 조달 어려움 심화	레버리지가 높은 기업부터 유동성 압박 발생
5. 구조조정 및 투자 축소	기업 파산과 함께 CAPEX 축소 및 산업 재편 진행	초기 투자자는 큰 손실을 기록했지만 핵심 인프라는 장기적으로 잔존

자료: 키움증권 리서치센터

12. (AI 사이클) 투자 둔화를 유발하는 핵심 트리거

- CAPEX 사이클 둔화를 유발하는 핵심 트리거를 살펴보면, 대규모 투자 사이클은 일반적으로 금리 상승과 신용경색으로 외부 자금조달 환경이 악화되면서 전환점을 맞는 경우가 다수
- 이후 기대했던 수요와 수익성이 실제에 미치지 못할 경우, ROI 검증 실패와 회계 신뢰 훼손이 나타나며 투자 축소와 구조조정으로 이어지는 모습
- 현재 AI 투자 사이클은 과거 대비 재무여력과 현금창출력이 견조하다는 차이가 존재하지만, 향후 금리 환경 변화와 AI 수익화 속도 둔화 여부는 여전히 핵심 리스크로 남아있는 상황

CAPEX 사이클 둔화를 유발하는 핵심 트리거

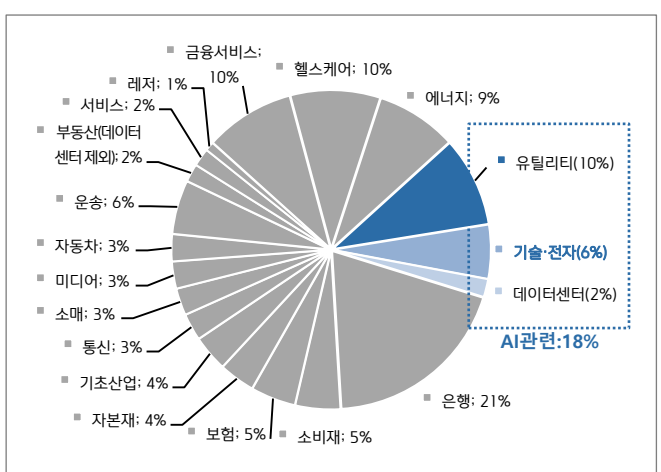
리스크 트리거	메커니즘	과거 사이클 사례	현재 AI 투자 사이클 평가
외부 자금조달 경색	긴축·신용경색 발생 시 회사채·IPO 시장 위축과 함께 차환 리스크 확대	닷컴 버블(2000년), 아시아 외환위기(1997년), 글로벌 금융위기(2008년)	현재 빅테크는 우수한 신용도를 바탕으로 안정적 자금조달이 가능하나, 금리 상승 장기화 시 차환 부담 확대 가능성 존재
재무 완충력 약화	과도한 레버리지는 신용시장 충격 발생 시 급격한 유동성 위기로 연결	WorldCom·Global Crossing 등 고부채 통신기업 붕괴	하이퍼스케일러의 부채 부담은 과거 대비 낮은 수준이며, 대규모 현금흐름이 완충 역할 수행
ROI 검증 실패	기대했던 수요·매출이 실제에 미달할 경우 투자 회수 기간 장기화	통신 트래픽 과대 전망 붕괴, 일본 부동산 수익률 환상 붕괴	AI 수요는 실제 존재하나, 대규모 CAPEX 대비 수익화 속도와 생산성 검증은 여전히 진행 중
신뢰 훼손 및 회계 리스크	회계 가정 변경·부정 노출 시 자본시장 신뢰 급격히 약화	Enron, WorldCom 회계 부정 사태	서버 내용연수 추정 등 회계 가정 차이가 확대되고 있으며, 향후 투자 효율성 논란으로 연결될 가능성 존재

자료: 키움증권 리서치센터

13. (AI 사이클) AI 관련 회사채 비중 확대, 부채 의존도 점검

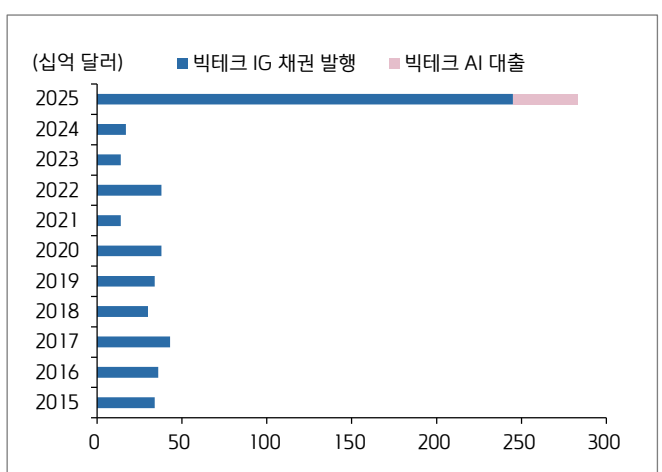
- AI 관련 업종(유틸리티·기술·전자산업 등)은 현재 전체 회사채 지수 내 약 18% 비중을 차지하며, 시장 내 영향력이 빠르게 확대되는 모습
  - 이에 따라 소수 AI 관련 종목 중심의 지수 집중도 상승 가능성이 높아지고 있으며, 지수를 추종하거나 벤치마크하는 투자자들의 기술주 섹터 익스포저 확대 필요성도 점차 커질 전망
  - 특히 AI 관련 기업들의 신용스프레드 변동, 신용등급 변화, 회사채 발행 확대 등이 전체 회사채 지수 수익률 및 변동성에 미치는 영향력 역시 점진적으로 확대될 가능성

미국 투자등급(IG) 회사채 지수 업종별 비중(2025년)



자료: Bloomberg. Data as of December 31, 2025., 키움증권 리서치센터

빅테크 투자등급(IG) 채권발행과 AI 대출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. (AI 사이클) 규제 완화로 자금 조달 여건은 양호

- AI 투자 지속의 배경에는 미 연준의 규제 완화(SLR·바젤 III 완화)와 AI 회사채 시장 확대 등 정책·금융 측면의 지원이 뒷받침되고 있는 상황
- 이는 빅테크 기업들의 대규모 차입과 초장기채·사모대출 등 다양한 자금 조달을 가능하게 하며, 단기 수익성 우려에도 AI 인프라 투자 사이클의 지속을 뒷받침하는 요인으로 작용

AI 인프라 금융·규제 지원 체계

구분	핵심 내용 (2026년 현황)	시장 영향 및 수혜 메커니즘	역방향 리스크
금융 규제 완화	SLR 완화 및 바젤III 최종안 수정 (자본 요건 2.4% 감소)	은행의 국채 및 회사채 매입 여력 증대로 장기 금리 안정화 및 유동성 공급	규제 환원 시 빅테크 차환 부담 즉시 확대
연준 정책 기조	인적 교체 완료, 규제 완화론자 중심	금융시장 친화적 정책 기조 강화로 빅테크의 공격적 차입 환경 조성	정책 신뢰 훼손 시 장기금리 상방 위험
국채 수급 안정	프라이머리 딜러 재고 확대 (평균 5,500억 달러 보유)	미 국채 수급 불균형 해소로 시중 금리 급등 억제 및 자산 가치 방어	재정 적자 확대 지속 시 수급 부담 재부각
회사채 시장 확대	AI 회사채 발행 폭증 (2026년 4,000억 달러 전망)	AI 관련 차입이 IG(투자등급) 채권 발행의 30% 점유, 자본시장의 AI 집중화	AI 비중 18%로 지수 집중도 심화, 변동성 확대 위험
조달 채널 다변화	초장기채(100년물) 및 사모대출 확대	보험·연기금 등 거대 장기 자금 유입	사모대출 의존 → 유동성 점검·신용 등급 변동 민감
산업규제 완화	ESG 규제 완화 및 M&A 심사 완화	데이터센터·인프라 투자 가속	규제 재강화 시 인프라 투자 집행 지연

자료: 키움증권 리서치센터

15. (AI 사이클) 빅테크 CAPEX 부담 vs.공급업체 수혜

- 하이퍼스케일러들은 AI 경쟁력 확보를 위해 공격적인 CAPEX 확대를 지속하고 있으며, 이에 따라 잉여현금흐름(FCF) 부담과 AI 투자 수익화에 대한 검증 필요성도 커지는 상황
  - 현재 매출의 45~57%를 CAPEX에 투입 중이며, 확정된 계약·발주 물량은 AI 인프라 공급업체들의 구조적 수요로 작용
- 반면 AI 인프라 공급업체들은 빅테크의 선제 투자와 높은 수주 가시성을 바탕으로 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 나타나는 구조적 수혜 국면에 진입
- 다만, 하이퍼스케일러들의 투자 여력이 약화될 경우 AI 인프라 투자 증가세 역시 둔화될 가능성 상존

하이퍼스케일러 vs. 인프라 공급업체 비교 분석

구분	하이퍼스케일러 (MS, 구글, 아마존, 메타 등)	인프라 공급업체 (엔비디아, TSMC, 하이닉스 등)
현재 상태	잉여현금흐름(FCF) 부담 국면	구조적 수혜 국면
자본 흐름	유출 단계: 연간 7~8천억 달러 규모의 CapEx 지출	유입 단계: 칩 및 인프라 판매로 즉각적인 매출 발생
수요 성격	불확실한 최종 수요: AI 비서, 자동화 툴의 유료화	확정된 중간 수요: 하이퍼스케일러들의 '군비 경쟁' 주문
주요 과제	AI 투자 사이클의 핵심은 결국 수익화 속도와 투자 회수 기간	AI 공급망 기업들의 생산능력(CAPA) 확대 속도가 AI 투자 사이클 지속 여부를 좌우
재무 리스크	영업이익률 하락 리스크: 고비용 저수익 구간 진입	재고 과잉 리스크: 사이클 종료 시 급격한 수요 급감 가능성

자료: 키움증권 리서치센터

16. (AI 사이클) AI 공급망 재편과 국가별 수혜 차별화

- AI 투자 사이클은 미국 중심의 자본 투자 형태로 진행되고 있지만, 실제 부가가치는 대만(첨단 제조), 한국(HBM·메모리), 일본(소재·장비) 등 글로벌 공급망 국가들로 분산되는 비대칭 구조를 형성
- 또한 AI 투자의 상당 부분이 전력·냉각·데이터센터 등 물리적 인프라로 유입되고 있으며, 2026년 기준 47개국이 국가 AI 인프라 전략을 추진하면서 AI 컴퓨팅은 에너지·반도체와 유사한 전략 자산으로 부상
- 향후 18~24개월은 글로벌 AI 공급망이 협력 중심 체제로 유지될지, 지정학적 분절화로 전환될지를 결정하는 핵심 구간으로 평가되며, 이는 국가별 수혜 규모를 좌우할 핵심 변수로 작용할 전망
  - AI 투자 성과의 본격적인 가시화 시점은 통상 투자 이후 24~36개월 시차를 두고 나타날 가능성

국가별 AI 인프라 수혜 매트릭스

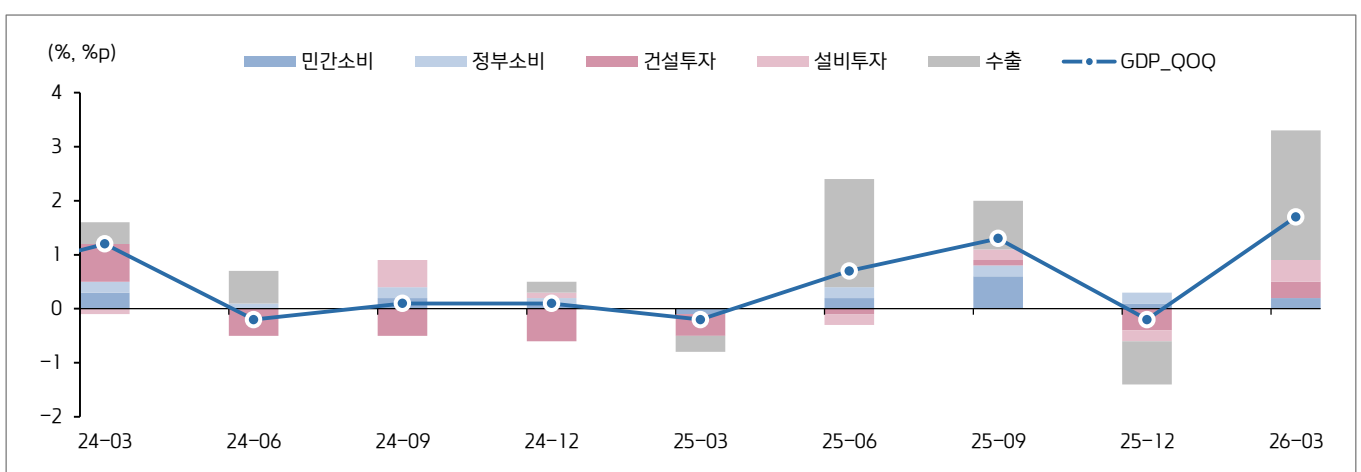
국가/지역	핵심 수혜 영역	AI 공급망 내 역할	주요 수혜 포인트
미국	GPU·ASIC 설계, 클라우드, 전력 인프라	AI 투자·플랫폼·전력 수요 주도	하이퍼스케일러 중심의 대규모 CAPEX 및 전력 수요 확대
대만	첨단 파운드리, CoWoS, 서버 ODM	AI 반도체 생산 허브	첨단 공정 및 패키징 병목 장악, 높은 공급 우위
한국	HBM, 첨단 패키징, 전력 인프라	AI 메모리·데이터 처리·전력 인프라 공급	HBM 공급 부족, 패키징 병목, AI 데이터센터 전력 수요 확대 수혜
일본	반도체 소재·장비, 전력 부품	공정 기반 핵심 공급망	소재·장비·정밀 부품 경쟁력
중국	자국 칩, 전력망, 자국 클라우드	독자 AI 생태계 구축	미국 제재 대응형 내수 중심 AI 인프라 투자 확대
중동	데이터센터, 전력, 자본	신흥 AI 전력·데이터 허브	국부펀드 기반 데이터센터·전력 투자 확대
인도	데이터센터, 전력수요	신규 AI 수요 시장	디지털 인프라·전력 수요 성장
유럽	전력설비, 산업 자동화, 규제	AI 전력·산업 인프라	전력망·친환경 전력·산업 AI 수혜

자료: 키움증권 리서치센터

17. (한국 경제) AI 공급망 수혜로 성장 모멘텀 개선

- 중동 지정학 리스크 확대에도 AI 투자 사이클과 공급망 수혜 국가들의 성장 모멘텀은 여전히 양호
  - 하이퍼스케일러는 AI 수익화 성공 여부에 투자하는 구조인 반면, AI 인프라 공급업체는 투자 집행 자체에서 수익 확보
- GPU·메모리·냉각·전력·데이터센터 관련 기업들은 이미 계약된 CAPEX 흐름에 기반한 구조적 수혜 지속
- 2026년 1분기 한국 경제성장률은 시장 예상치를 크게 상회하며 서프라이즈 기록
  - 전기 대비 +1.7%, 전년동기 대비 +3.6% 성장, 성장 기여도 측면에서는 수출이 2.4%p로 가장 크게 기여
- 1분기 서프라이즈는 일회성 이벤트가 아닌 AI CAPEX 사이클 수혜의 시작점으로 작용
  - 2~4분기에도 반도체 중심 수출 호조가 분기별 성장 모멘텀을 뒷받침할 전망

한국 전기비 성장률과 항목별 기여도



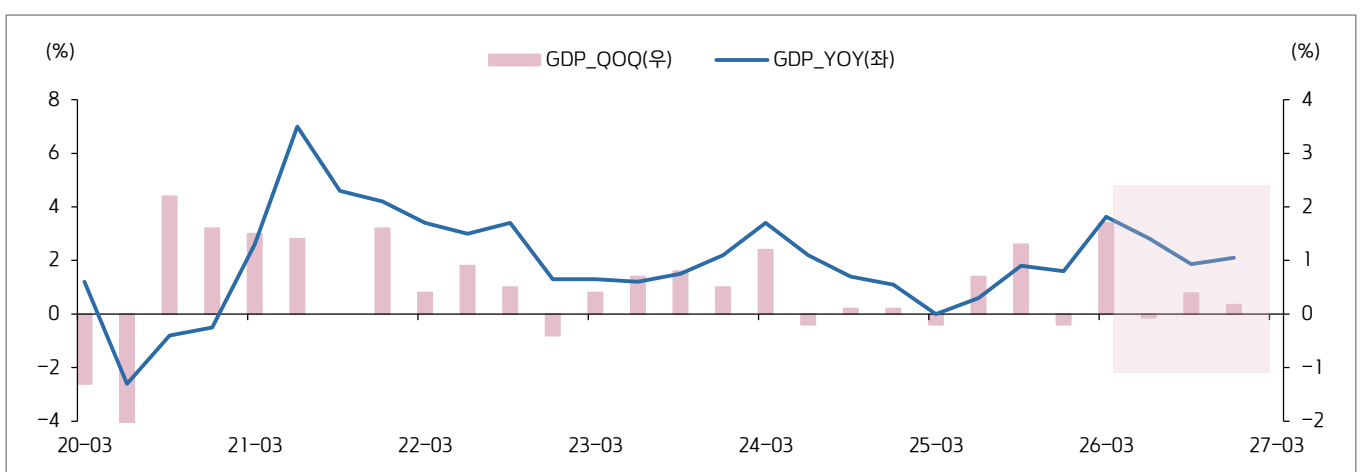
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. (한국 경제) 2026년 GDP +2.6% 전망, 수출 주도 회복

- 2026년 한국의 연간 경제성장률은 2.6%를 전망, AI 인프라 투자 과정에서 수혜가 예상되는 산업 중심으로 수출이 양호한 흐름을 이어가며 성장 모멘텀을 뒷받침할 전망
  - 1분기 전기비 +1.7% 강한 반등 이후, 2분기에 소폭 하락하나 하반기 약 0.4%준의 완만한 정상화 경로 가정
  - 한국 투자자 관점에서는 HBM·후공정 장비·소부장 등 메모리 밸류체인과, 데이터센터 전력 수요 확대에 따른 전력기기·원전 산업이 주요 수혜 분야로 예상
  - 특히 빅테크의 AI 인프라 투자 확대는 공급업체 입장에서는 곧바로 매출과 현금 유입 증가로 연결되는 구조
- 설비투자와 건설투자는 수출 호조와 AI 투자 사이클의 직·간접적 수혜를 받을 전망. 반면 소비는 자산가격 상승에 따른 부의 효과가 일부 기대되나, 저소득층을 중심으로 재정 지원 필요성은 지속될 가능성

한국 경제성장률 추이와 전망치



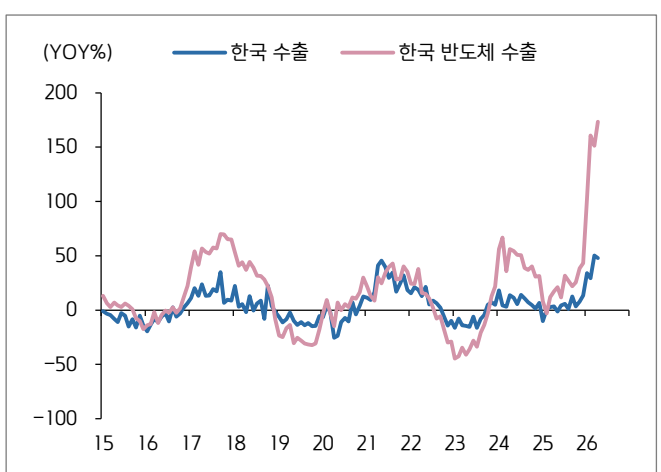
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 음영은 당사 전망치

키움증권

19. (한국 경제) 반도체 업황 사이클 논란, 그러나 호조 지속

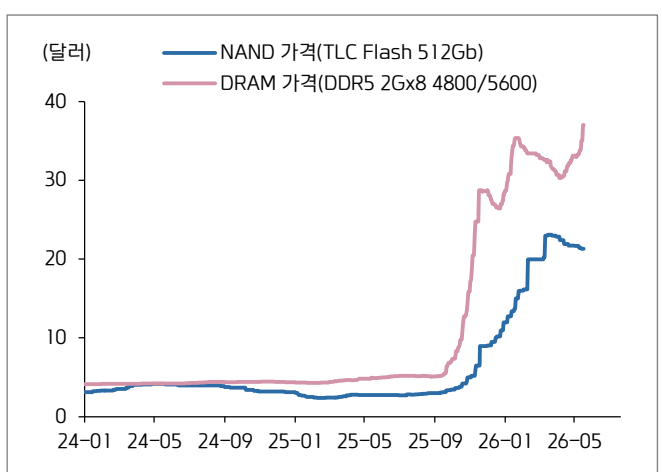
- 반도체 업황 호조를 두고 구조적 변화라는 시각과 기존 사이클의 연장선이라는 시각이 공존하는 상황
- 다만, 적어도 내년 상반기까지는 공급 부족 국면이 지속될 가능성이 높다는 의견이 우세
  - 가격 상승세가 다소 둔화되더라도 장기 계약과 출하량 증가를 바탕으로 양호한 업황 흐름이 이어질 전망
  - AI 투자 사이클이 소프트웨어를 넘어 로봇 등 피지컬 AI 영역으로 확장될 경우 업황 지속 기간은 더욱 길어질 가능성
- 또한 최종 수요가 소비자(B2C) 중심에서 기업(B2B) 중심으로 이동하면서, 반도체 업황 및 이익 변동성 역시 과거 대비 완화될 가능성

한국 수출과 반도체 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

D램 가격과 낸드 가격



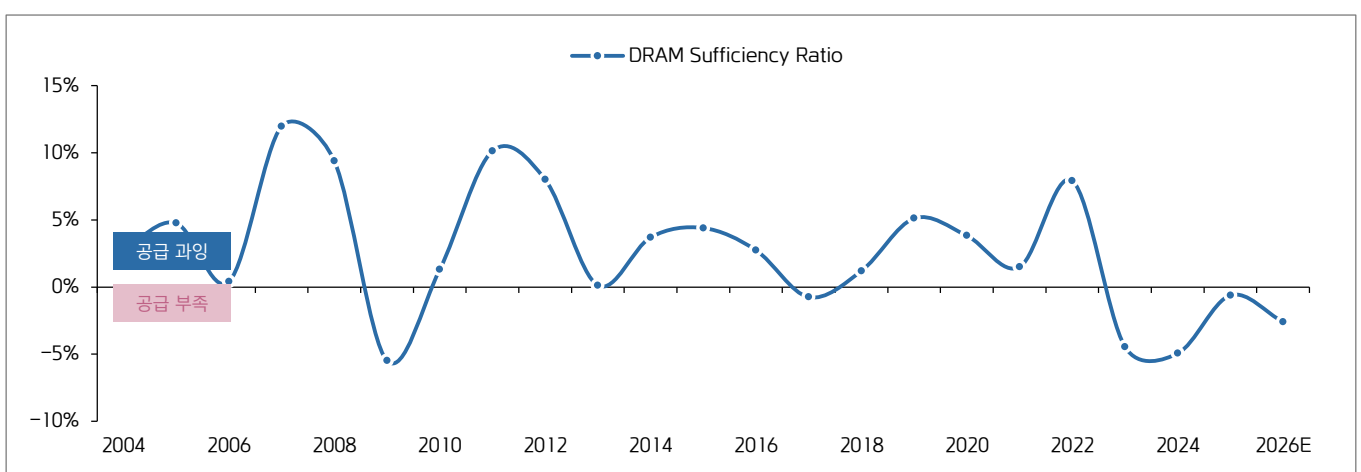
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. (한국 경제) 메모리 공급 부족이 사이클을 연장

- 현재 AI 사이클은 HBM·고성능 DRAM 수요 급증으로 연중 공급 부족 국면 지속
  - AI 서버·GPU 수요 확대로 주요 메모리 업체 생산능력 소진, 선단 공정 공급 제약도 동반
  - 과거 공급 과잉형 사이클과 달리 실제 수요 기반 투자라는 점에서 구조적 차별
- 다만 반도체 업황의 하락 전환 시점은 AI 투자 수익성, 빅테크 자금 조달 여건, AI 모델 효율성, 메모리 증설 속도, 중국 추격 강도 등에 의해 좌우

DRAM 분기 공급과 수요



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. (한국 경제) 반도체 호황, 실물경제로 확산 조짐

- 2026년 1분기 실질 GDI는 1988년 이후 38년 만의 최대폭 증가 → 반도체 수출 단가 상승에 따른 교역조건 개선이 가계·기업 소득 여건을 구조적으로 개선
- 반도체 수출 호조에 따른 설비·건설투자 낙수효과가 1Q26 경제지표를 통해 확인
  - HBM 등 고부가가치 제품 비중 확대로 수출 단가·기업 이익이 동반 상승
- 개선된 현금흐름은 차세대 공정투자와 반도체 공장 건설 등 설비·건설투자로 재투입되는 선순환 구조 형성
  - 과거와 달리 반도체 수출 호조가 설비·건설투자로 이어지는 낙수효과가 가시화
  - 건설 부문에서는 반도체 중심 하이테크 건설이 주택 경기 둔화를 일부 방어

한국 2026년 1분기 경제성장률 결과, 지표로 증명된 낙수효과

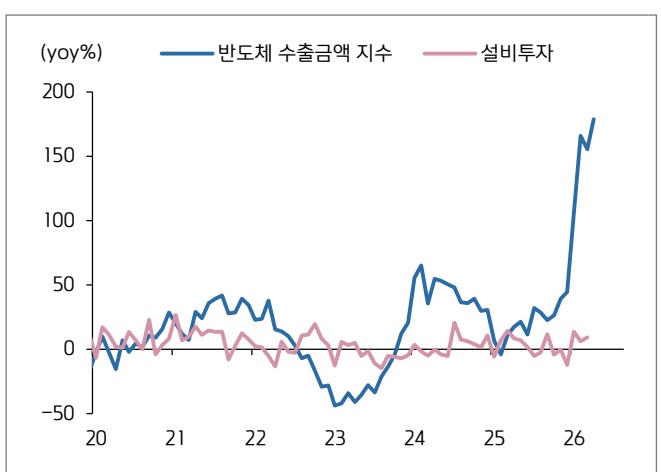
경제 지표	변화율 (전기 대비)	낙수효과 증거 및 주요 원인
설비투자	+4.8%	직접 증거: 반도체 수출 호조에 따른 노후 장비 교체 및 AI 반도체(HBM) 전용 라인 증설용 기계류 투자 급증
건설투자	+2.8%	인프라 증거: 주택 경기 부진에도 불구하고 용인/평택 반도체 클러스터 팹(Fab) 건설이 성장을 주도
제조업 생산	+3.9%	반도체, 전자부품 등 IT 품목이 2020년 이후 최고치 기록
실질 GDI	+7.5%	소득 증거: 반도체 단가 상승으로 교역조건이 개선되며, 1988년 이후 38년 만에 최대폭 소득 증가

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

22. (한국 경제) 반도체 수출 호조와 설비투자 회복

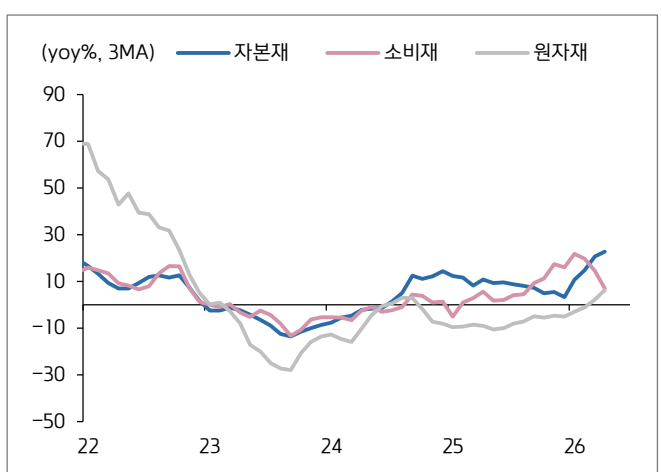
- 한국의 AI 투자 사이클 낙수효과는 HBM 공급망과 데이터센터 전력망이라는 두 축을 통해 실물경제로 확산
- 국내 반도체 업체들은 2026년을 '사상 최대 투자' 국면으로 진입 — 삼성전자·SK하이닉스 2026년 설비투자 약 100조원 안팎, 전년 대비 +30%대 증가 전망 (1Q26 실적 발표 후 컨센서스 추가 상향)
  - 특히 SK하이닉스의 HBM 투자 확대는 AI 메모리 수요의 구조적 성장을 시사 → CFO 가이던스 기준 2026년 CAPEX 전년 대비 급증 예고
- 반도체 첨단공정(HBM4 등) 신규 라인 투자가 설비·건설투자 등 국내 자본 형성 전반으로 확산되며 실물경제 파급력 강화

한국 반도체 수출금액 지수와 설비투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 성질별 수입 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. (한국 경제) AI 인프라 투자 사이클의 건설업 파급

- AI 투자 사이클은 소프트웨어를 넘어 데이터센터·전력·반도체 등 물리적 인프라 투자 확대를 동반하는 구조
- 과거 건설투자가 주택 경기에 의존했다면, 현재는 AI 인프라 중심의 안정적 발주가 확대되며 부동산 PF 리스크를 일부 완화하는 모습. 특히 하이테크 건축·데이터센터·에너지 플랜트 중심으로 건설업 수주 구조가 AI 인프라 부문으로 재편되는 추세

AI 인프라 투자 사이클의 국내 산업 파급 — 주요 건설사 수주·사업 사례

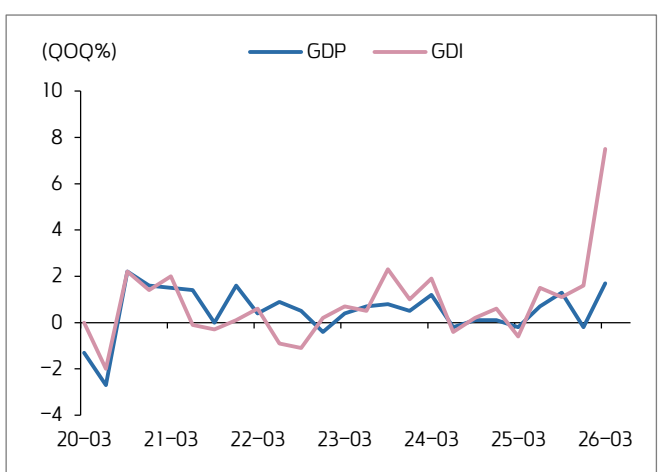
구분	주요 기업	대표 프로젝트 및 관련 성과
데이터센터 (DC)	삼성물산	안산 글로벌 클라우드 센터 약 4,000억 원 (이지스자산운용 발주, 2024.11 수주)
	현대건설	수도권 대형 DC 프로젝트 다수 수주
	DL이앤씨	가산 데이터센터 약 2,000억 원 (DCI Data Centers·대림 합작 발주, 2025.9 준공)
반도체/하이테크	삼성물산	삼성전자 평택 캠퍼스(P4, P5) — HBM 등 AI 반도체 증설용 팹(Fab) 건설
	SK에코플랜트	용인 반도체 클러스터 — SK하이닉스 차세대 반도체 생산기지 시공 참여
전력 및 원전(SMR)	현대건설	미국 Holtec SMR (현지 SMR 건설·기본 설계 참여) / 해외 송전망 사업
	삼성물산	루마니아 SMR (NuScale 협력, 유럽 시장 진출, 2024.7 기본설계)

자료: 각 사 공시·언론 보도, 키움증권 리서치센터

24. (한국 경제) 비수혜 부문 중심 양극화는 불가피

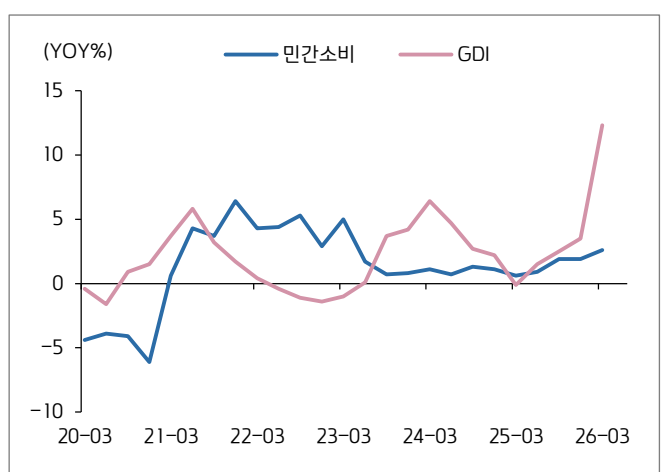
- 2026년 1분기 실질 GDI +7.5%(QoQ)로 1980년대 후반 이후 최대 폭 증가 → 주가 상승의 부의 효과와 함께 민간소비를 지지할 핵심 펀더멘털
  - 소득(GDI) 〉 생산(GDP) → 가계·기업 실질 구매력 개선
  - 대형 IT 성과급 확대 등으로 수출 호조의 소비 전이 속도도 가속
- 다만, 고금리·물가 불확실성에 소비 증가율은 +0.8%에 그치며, 소득 증가가 즉각 소비로 연결되지는 않는 모습
- 향후 AI 수혜 업종과 부채 부담 업종 간 차별화가 가계 양극화로 확산 → 비수혜 부문 중심의 구조적 격차 심화 우려

한국 경제성장률과 GDI 흐름



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 민간소비와 GDI



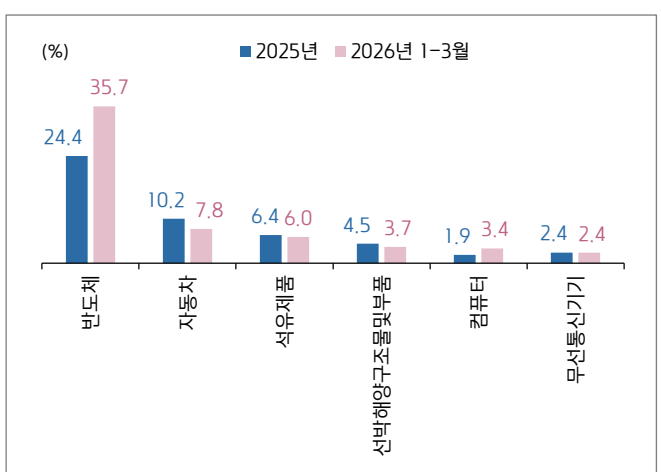
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. (한국 경제) 반도체 쏠림이 갖고 오는 명암

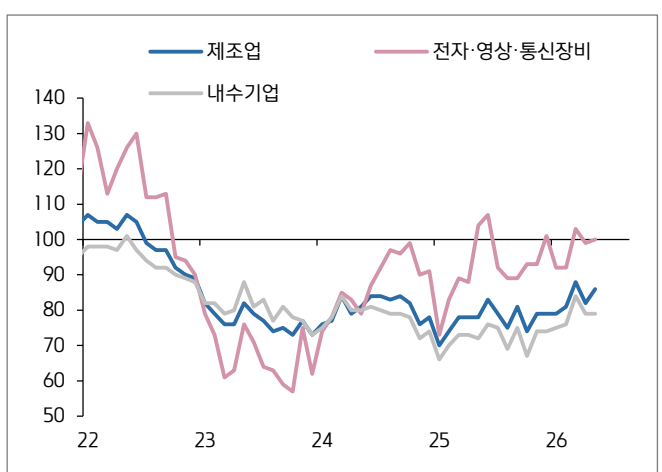
- 한국 수출에서 반도체 비중이 2025년 24.4% →2026년 1~3월 35.7%로 한 분기 만에 11%p 급등
  - 사실상 K-경제의 '반도체 단일 의존' 국면 진입에 가까운 구조 변화
- AI 메모리·반도체 중심의 수출 호조가 단기적으로 수출과 성장 회복을 견인하나, 미국 AI CAPEX 사이클에 대한 한국 경제의 의존도가 과거 어느 때보다 높아진 상황
- 향후 AI 투자 둔화 시 경기·금융시장 변동성이 단일 산업 충격으로 직결될 가능성 — 산업·기업 양극화가 내수·고용·가계 부문으로 확산되며 재정의 완충 역할 필요성 증대

한국 전체 수출에서 품목별 상위 비중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 업종별 기업경기실사지수(매출 전망)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. (인플레이션) 호르무즈 봉쇄 시나리오와 미국 물가 경로

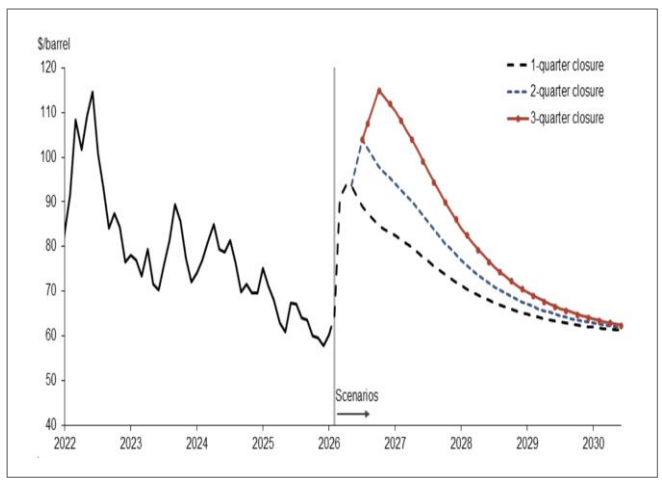
- AI 투자 사이클 지속의 핵심 조건은 인플레이션·금리 안정이며, 2026년 하반기 최대 변수는 중동 정세. 호르무즈 해협 봉쇄 지속 여부가 유가와 미국 물가 경로를 좌우할 전망
- 댈러스 연은 분석에 따르면 봉쇄 기간에 따라 WTI는 94~115달러까지 상승 가능, 헤드라인 PCE 물가는 최대 1.1%p 추가 상승 가능. 기관별 2026년 말 헤드라인 CPI 전망 역시 2%대 후반에서 4% 이상까지 큰 편차
- 당사 기본 시나리오는 WTI 80~90달러, 헤드라인 CPI 3% 내외 유지. 다만 유가가 100달러 이상에서 장기 유지될 경우 CPI 3.5~4% 고착 가능성이 있으며, 이는 AI 자금조달 여건에 균열 우려가 있어 핵심 점검 시나리오로 관리 필요

시나리오별 국제유가

시나리오	봉쇄 기간	WTI 경로	헤드라인 CPI 영향
정상화	봉쇄 없음· 평화 협상 진전	60~70달러	2%대 중후반 안정
기본	1개 분기 봉쇄, 공급 15% 감소	94~98달러	3% 내외 /+0.6%p (헤드라인 PCE)
장기화	2개 분기	104달러 (2026년 7월 도달)	3% 후반 압력 확대 기대 인플레 자극
극단	3개 분기	115달러 (2026년 10월 도달)	3.5~4% 고착 /+1.1%p (헤드라인 PCE)

자료: 댈러스 연은, 키움증권 리서치센터

호르무즈 해협 봉쇄 기간별 WTI 유가 경로

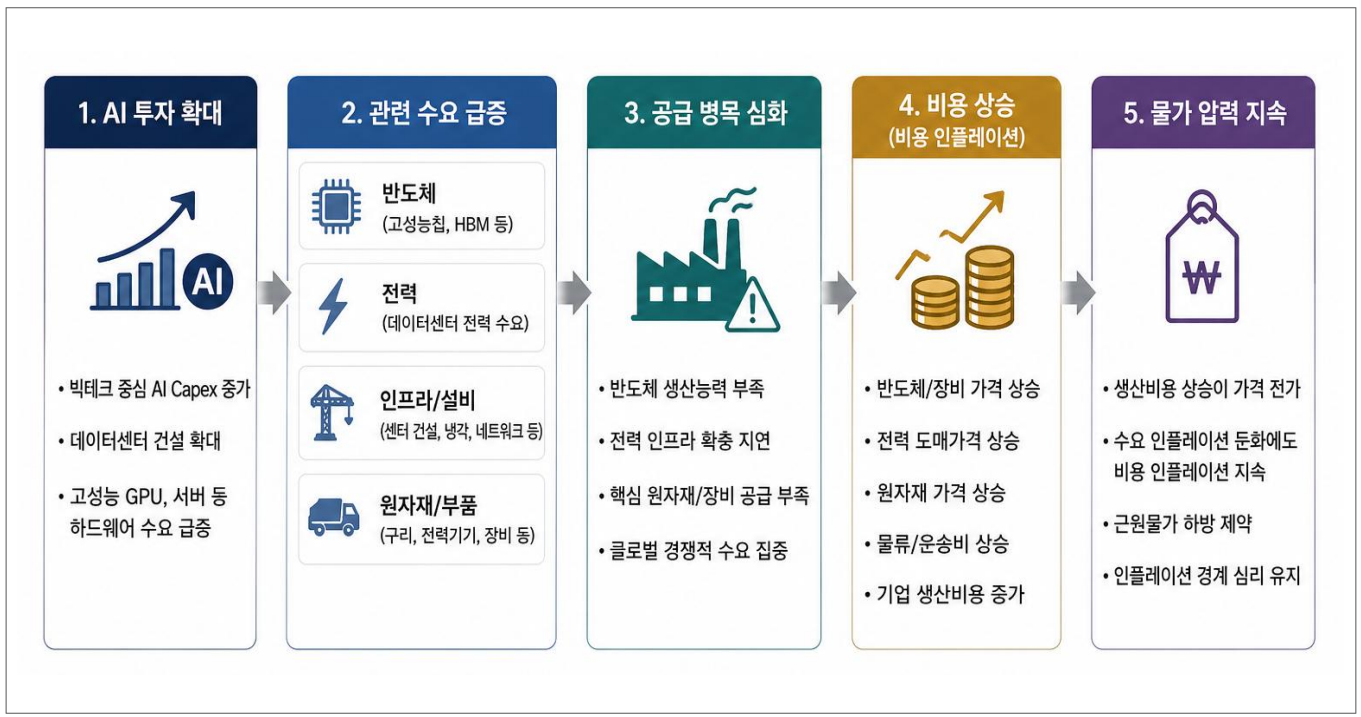


자료: 댈러스 연은, 키움증권 리서치센터
주: 1개 분기 봉쇄(검은 점선): WTI는 약 94~98달러까지 상승한 뒤 점진적으로 안정화
2개 분기 봉쇄(파란 점선): 유가가 약 104달러까지 상승하며 2027년까지 고유가 지속
3개 분기 봉쇄(빨간 실선): WTI 약 115달러까지 상승, 이후에도 장기간 80달러 이상 유지

27. (인플레이션) AI 사이클이 야기하는 비용 인플레이션 경직성

- 2026년 하반기에도 AI 투자 사이클이 지속되면서 전력·반도체·인프라 등 핵심 분야의 공급 제약이 이어질 전망
- 이에 따라 수요 인플레이션은 둔화되더라도 비용 측면의 물가 압력은 완만한 형태로 지속될 가능성

AI 투자사이클이 비용 인플레이션을 유발하는 구조

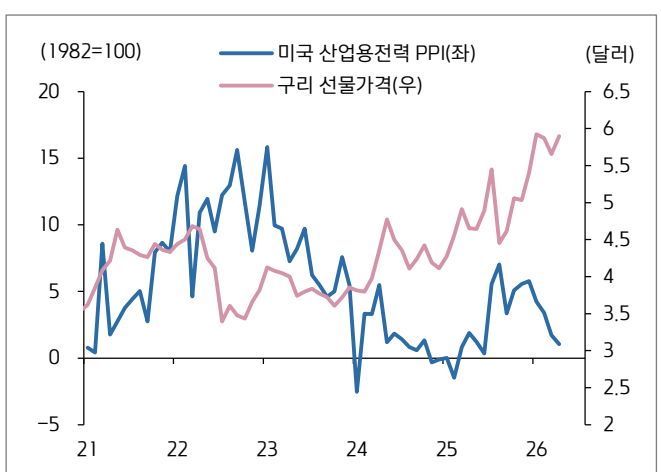


자료: 키움증권 리서치센터

28. (인플레이션) 상시화되는 공급 측 물가 압력

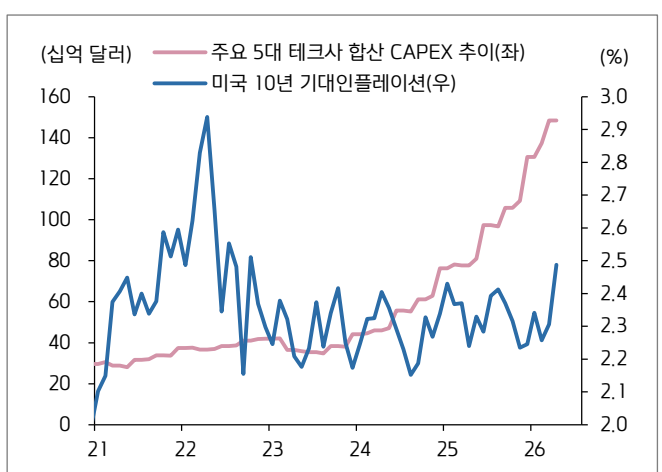
- AI 투자 사이클은 공급 측(인프라 비용)과 수요 측(전력·원자재) 압력이 동시에 작용하는 구조
  → 과거 대비 높은 물가 수준을 시나리오로 열어둘 필요
- AI 사이클이 물가에 영향을 주는 3대 경로
  ① 원자재: 데이터센터 전력 소모 급증 → 전력망 투자·구리 수요 확대 → 글로벌 PPI 상승
  ② 기대 인플레: 빅테크의 대규모 AI CAPEX → 장기 인플레이션 기대 자극
  ③ 칩플레이션: HBM·GPU 수요〉 공급 → IT 하드웨어 가격 상승('Chip-flation')

미국 전력 PPI와 구리 선물 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 5대 테크사 합산 CAPEX 추이와 미국 10년 BEI



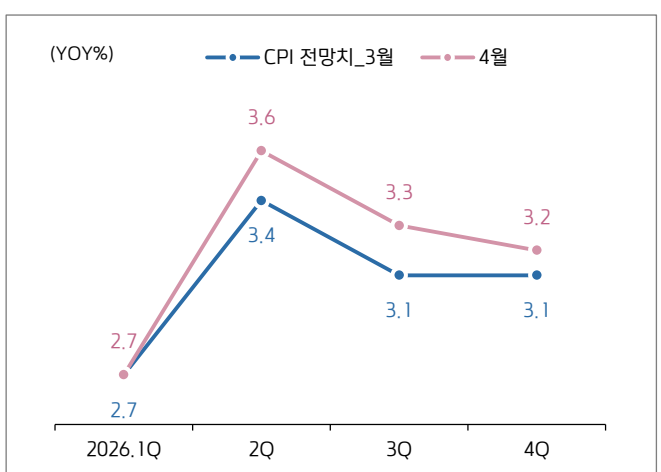
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

29. (인플레이션) 중동 전쟁으로 상향된 물가 전망

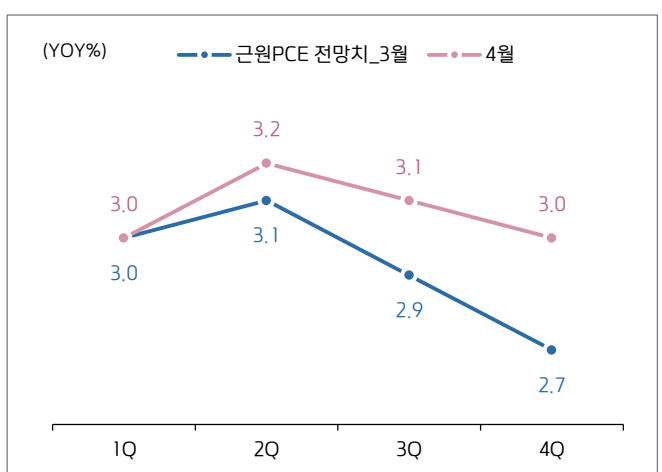
- 중동전쟁 불확실성 완화 시 단기 인플레이션 우려는 일부 완화 가능. 다만 AI 투자 사이클의 공급 측 물가 압력과 유가의 높은 수준 유지 가능성을 고려할 때 물가 수준은 연초 대비 높게 유지될 전망
- 실제로 3월 → 4월 단 한 달 새 미국 CPI·근원 PCE 컨센서스가 일제히 상향. 특히 근원 PCE는 후행 분기일수록 상향 폭 확대(4Q +0.3%p), 시장이 인플레이션의 구조적 압력을 반영하는 모습
- 인플레이션은 2026년 2~3분기 중 고점을 형성하더라도 물가 경계감은 연중 유지 → 연준의 통화완화 여력 제약 요인으로 작용

미국 소비자물가 분기별 시장 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원PCE 분기별 시장 컨센서스



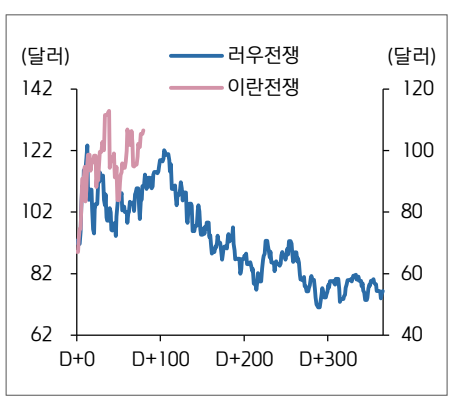
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

30. (인플레이션) 러-우 전쟁 대비 안정적인 수요 인플레이션

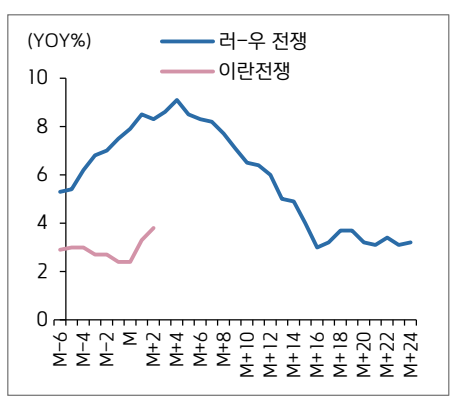
- 러-우 전쟁 대비, 국제유가의 추가 상승은 제한될 가능성
  - 호르무즈 해협 정상화가 관건이나, 이란·미국 모두 협상 여지를 열어둔 상황 → 유가 급등 위험 제한
- 인플레이션 출발 환경이 러-우 당시와 차별화
  - (러-우 시기) 팬데믹 이후 임금·상품 전방위 물가 압력 누적 → 유가 상승이 인플레 가중
  - (현재) 중동 전쟁 이전부터 근원물가·임금 상승세 둔화 → 노동시장 수요 약화
- 수요 측 인플레이션 여건의 차이 → 연준의 통화정책 대응 속도도 과거와 다를 가능성

러-우와 중동전쟁에 따른 유가 비교



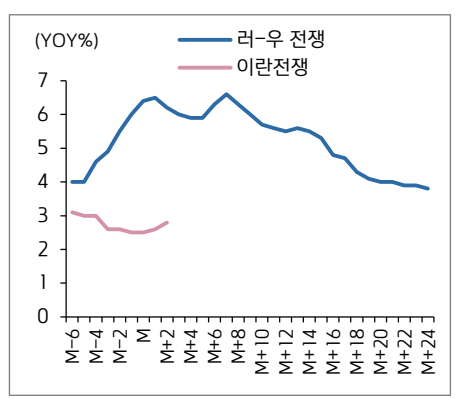
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

러-우와 중동전쟁에 따른 미 CPI 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: M은 전쟁 시작 시기

러-우와 중동전쟁에 따른 미 근원 CPI



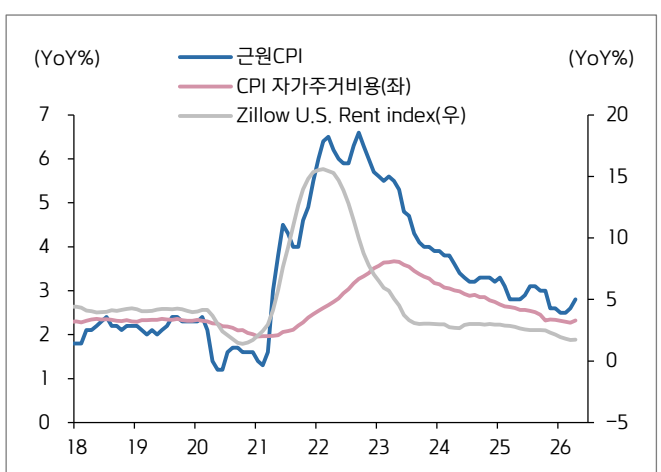
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: M은 전쟁 시작 시기

키움증권

31. (인플레이션) 연준의 조기 금리 인상 가능성은 제한적

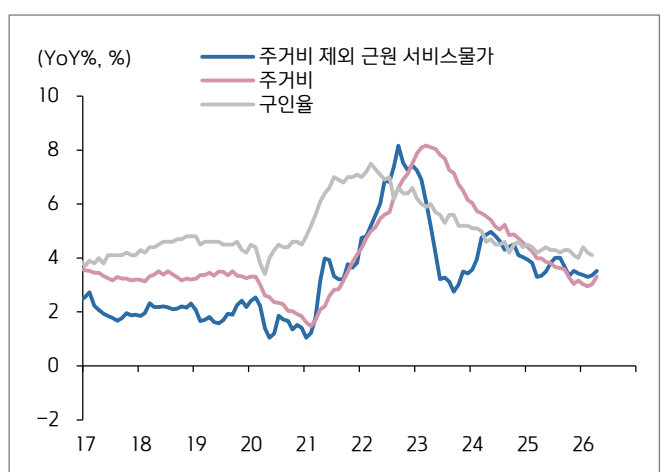
- 미국 헤드라인 물가는 에너지, 근원물가는 주거비·노동시장에 크게 영향받는 구조
  - 연준이 주목하는 주거비 제외 근원 서비스 물가는 노동집약 산업(외식·의료·운송) 비중이 높아, 노동시장이 견조할수록 하방 경직성 강화
  - 최근 미국 인플레이션은 2대 요인으로 기조적 둔화 진입: ① 구인율 둔화에 따른 서비스 물가 완화 ② Zillow 임대료 지수 하락의 시차 반영
- 연내 연준의 공격적 긴축 가능성은 낮음 → 금리 인상보다 동결 가능성에 무게
  - 다만 비용 인플레이션 경계감은 잔존, 고용·주거비 안정세 지속이 전제

미국 근원 CPI와 자가주거비용, 질로우 임대지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주거비와 주거비 제외 서비스물가, 구인율



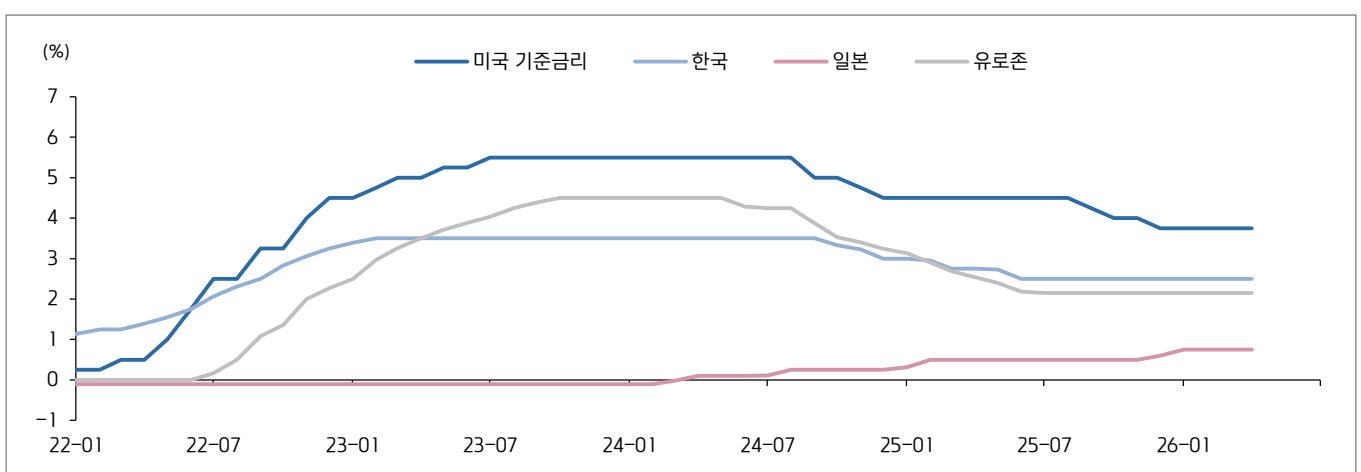
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

32. (통화정책) 각국 중앙은행의 통화정책 차별화

- 향후 글로벌 통화정책은 각국 정부의 재정정책 방향과 정책 우선순위에 따라 차별화될 전망
- AI 투자 확대와 공급 제약, 지정학적 리스크 등으로 물가 수준이 과거 대비 높게 유지되는 가운데, 주요국 중앙은행들은 기준금리 동결 또는 추가 인상 가능성을 함께 고려해야 하는 상황
  - 실제 올해에는 호주와 일본이 먼저 긴축 기조 강화에 나선 가운데, 한국과 ECB 역시 하반기 중 통화정책 변화 가능성이 제기되는 모습
  - 연준의 경우 단기적으로는 금리 동결 가능성이 높지만, 공급 측 물가 압력과 재정 부담 등을 고려할 때 정책 전환에는 시차가 불가피하며, 추가 긴축 가능성은 내년 이후 반영될 가능성에 무게

주요국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

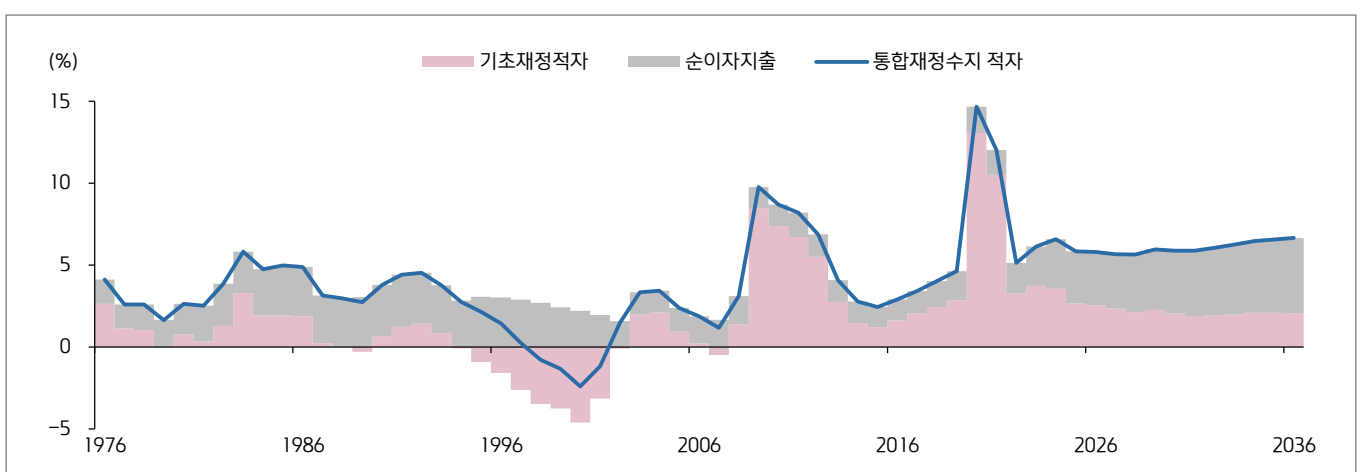
키움증권

33. (통화정책) 미국 재정 부담과 통화정책 딜레마

▶ 구조적 재정적자 확대 → 미국, 낮은 금리 유지를 통한 이자 비용 축소 필요성 증대

- 연준 통화정책 역시 단순 경기 대응을 넘어 재정 부담 완화 측면 고려 가능
  (재정·통화정책 간 연계 강화)시점별 정책 경로 차별화
- (단기) 기준금리 동결 가능성에 무게 → 중동 리스크 완화·유가 하락 시 제한적 인하도 가능, 단 인하는 단발성 가능성
- (중기) 타 선진국 대비 긴축 속도는 느리나 내년 중 금리 인상 고려 가능성

미국 재정수지와 이자 비용



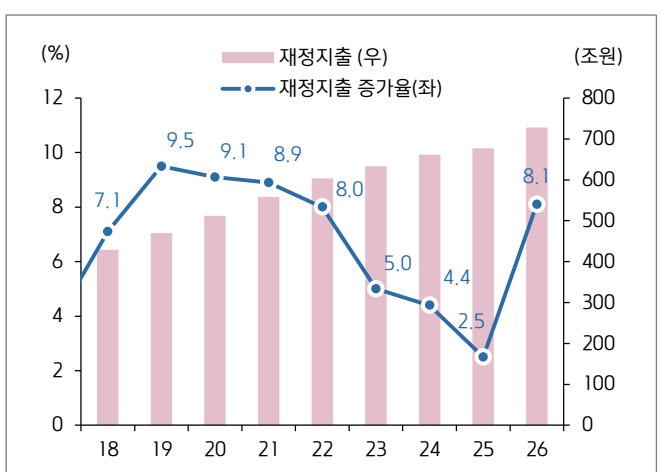
자료: CBO, 키움증권 리서치센터

키움증권

34. (통화정책) 한국, 확장 재정과 풍부한 유동성

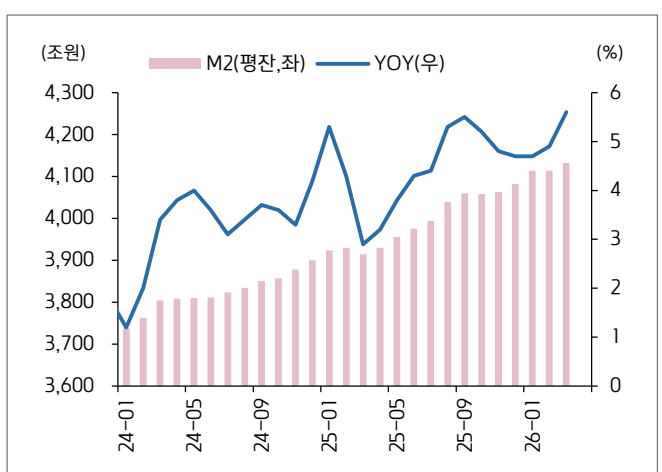
- 2026년 한국 정부 예산안은 전년 대비 8.1% 증가할 전망으로, 경기 둔화 국면에서 확장적 재정 기조 재확인
- 2024~2025년 긴축적 재정 운영 이후 정책적 완충 역할 강화를 위한 뚜렷한 재정 확대 전환으로 평가
- 특히 AI·반도체·로봇·디지털 전환 등 첨단산업 중심의 R&D 예산 확대를 통해 미래 성장동력 확보에 초점
- 확장적 재정정책 기조가 이어지는 가운데, 통화정책이 일부 긴축적으로 운용되더라도 전반적인 유동성 환경 위축 가능성은 제한적일 전망

한국 재정지출 금액과 증가율 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 2회 추경을 포함할 경우 재정지출은 7.1%

한국 M2 증가율과 규모



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

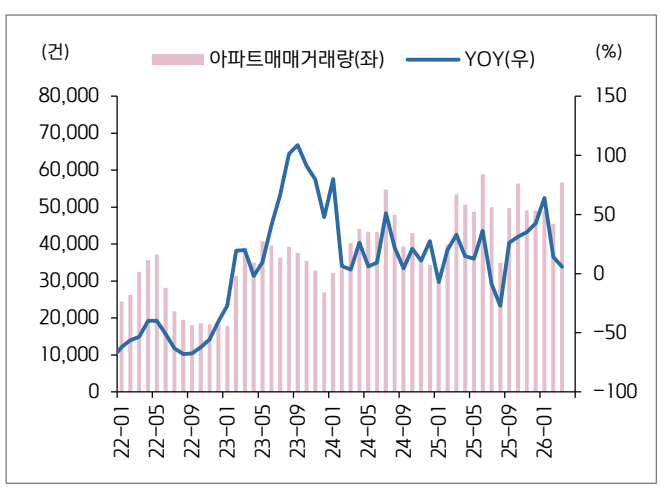
키움증권

35. (통화정책) 자본시장 중심 성장 전략과 부동산 규제 강화

▶ 정부 정책은 가계 자금을 예금·부동산 중심에서 자본시장으로 유도해, AI·반도체 등 첨단산업 중심의 성장 전략과 중장기 성장률 제고를 뒷받침하려는 방향으로 전개되는 모습

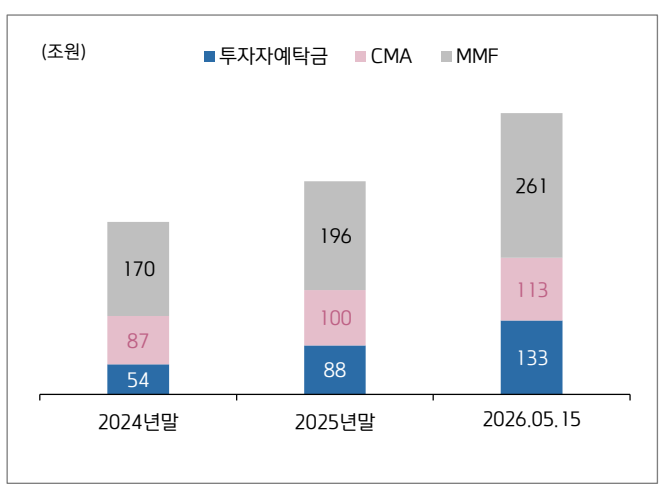
- 부동산 시장은 대출·세제 규제 강화 기조가 지속 속 금리 부담과 매수 심리가 위축되며 거래 회복세도 제한되는 모습
- 반면 정책적으로는 풍부한 유동성을 자본시장과 첨단산업 투자로 유도하려는 흐름이 강화되고 있는 모습
- 이에 따라 유동성 환경이 여전히 풍부한 상황에서는 기준금리 인하 필요성도 과거 대비 제한될 가능성

전국 아파트 매매거래량



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

시중 대기성 자금



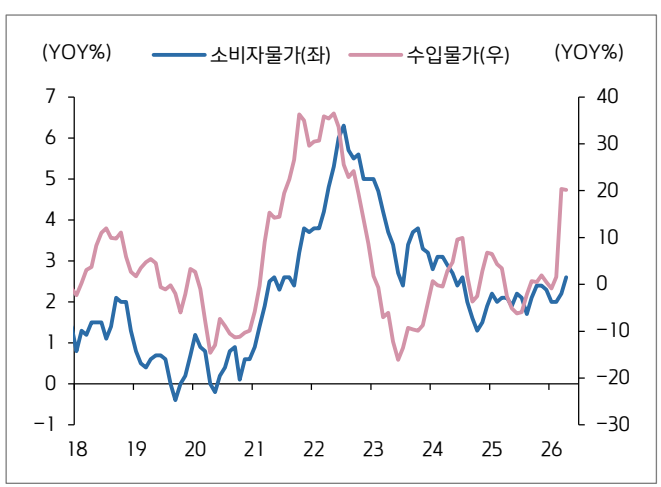
자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

키움증권

36. (통화정책) 한국 역시 인플레이션 경계감 잔존

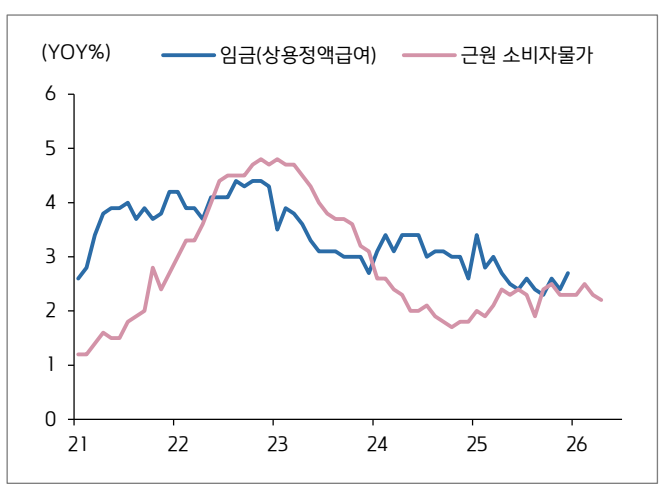
- 한국은행(2026) 분석에 따르면, 글로벌 인플레이션이 AI 투자와 유가 상승 영향으로 1% 높아질 경우 국내 소비자물가도 약 0.2% 상승하는 경향
- 최근 국내 물가는 고유가와 AI 인프라 확대에 따른 에너지·반도체 비용 상승으로 공급 측 물가 압력이 높아지는 모습, 반면 가계부채 부담과 내수 부진은 수요 측 물가 압력을 제약하는 요인
- 다만 최근 임금 상승 압력 우려도 확대되고 있어, 향후 수요 측 물가 부담이 높아질 가능성 역시 고려할 필요

한국 소비자물가와 수입물가



자료: 한국은행, 국가데이터, 키움증권 리서치센터

한국 임금과 근원 소비자물가



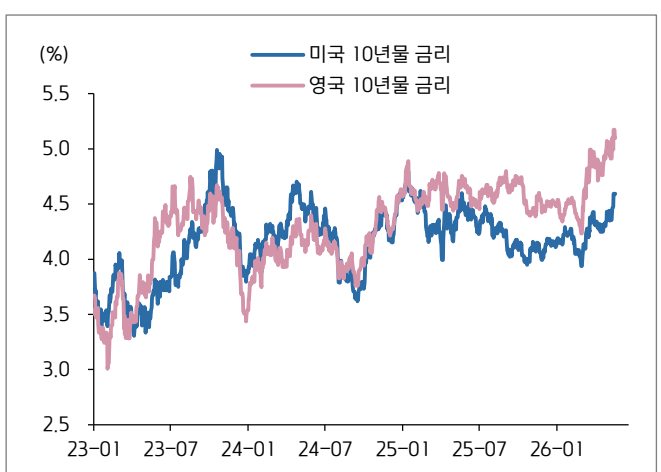
자료: 한국은행, 국가데이터, 키움증권 리서치센터

키움증권

37. (통화정책) 시차를 둔 통화 긴축과 고금리 환경 장기화

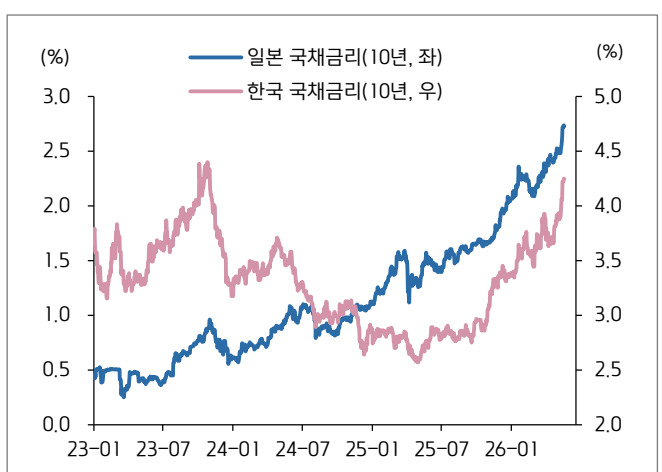
- 중동전쟁 이전보다 높아진 물가 환경과 AI 투자사이클에 따른 공급 병목 등은 인플레이션 경계 심리 지속
- 주요 선진국의 확장적 재정정책에 따른 유동성 공급과 부채 증가, 인플레이션 환경은 시장금리가 높은 수준에 머물 수 있음을 시사
- 금리 변동성이 확대되는 환경 하에서 AI 투자사이클이 부채를 일으키며 자본지출을 하는 국면으로 진입한 만큼 주식과 채권시장 모두 금리 흐름에 대한 민감도는 더욱 커질 수 밖에 없을 전망

미국과 영국 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국과 일본 국채금리(10년)



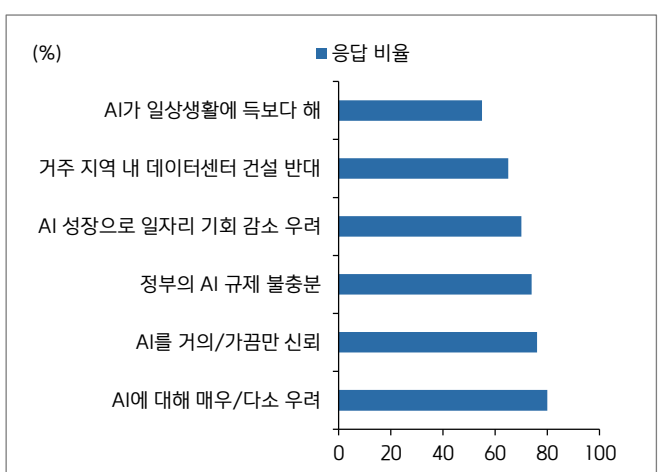
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

38. (정책 불확실성) AI 투자사이클 관련 규제 이슈 부상

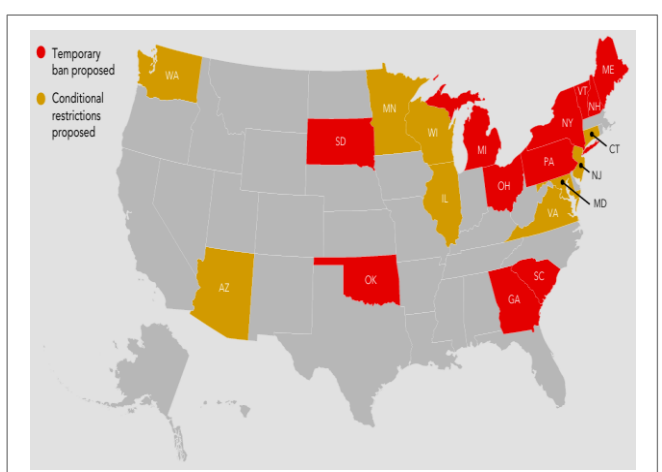
- 11월 미국 중간선거를 앞두고 AI가 주요 정치 이슈로 부상, 데이터센터의 전력·토지 부담, 일자리 대체 우려, 규제 공백 등이 복합적으로 작용
  - Quinnipiac University 여론조사, 미국 응답자의 75% 이상이 AI에 우려, 정부 규제 대응이 불충분하다고 인식
  - 거주 지역 내 데이터센터 건설 반대 응답도 상당 수준. 이미 미국 내 다수 주에서 데이터센터 임시 금지·조건부 규제 논의가 진행 중, 일부 주는 임시 금지, 일부는 조건부 제한 도입
- AI 산업이 정책 의존도가 높은 인프라 산업이라는 점에서, 중간선거 후 규제 환경 변화는 AI 투자 사이클의 강도·속도·자금조달 여건에 따라 직접 전이 가능

각 항목별 동의 응답 비율



자료: WSJ. Quinnipiac University. Poll of 1,397 adults conducted from March 19-23, 키움증권 리서치센터

미국 내 데이터센터 규제 논의 현황



자료: MUGF, 키움증권 리서치센터

키움증권

39. (정책 불확실성) 미국 중간선거 시나리오와 AI 사이클 영향

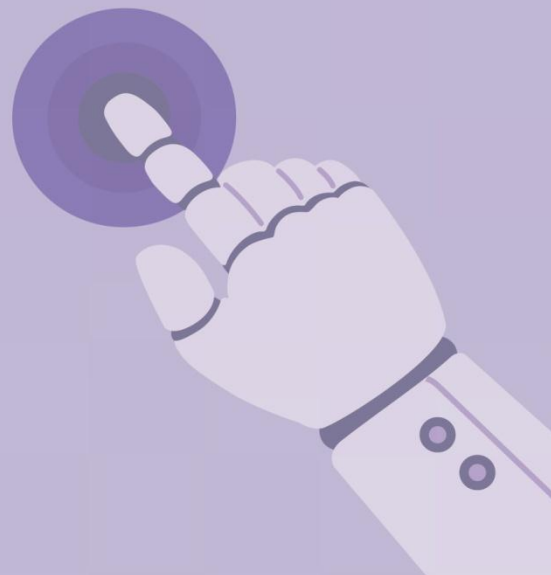
- 미국 중간선거 결과는 향후 재정·산업 정책 방향과 AI 투자 사이클의 강도·속도를 결정할 핵심 변수
  - 과거 5개 사례 중 4개가 분점정부로 귀결되어 정책 추진력 약화가 일반적 패턴, 다만 극단적 정책 변화가 제한된다는 점에서 시장 안정 요인으로도 해석
- AI 투자는 전력·인프라·보조금·규제 등 정책 의존도가 높은 산업으로, 선거 결과에 따라 투자 강도·비용 인플레이션·글로벌 성장 경로가 갈리는 구조
  - 당사 기본 시나리오(정책 혼합·AI 사이클 완만한 지속), AI 사이클 유지되나 속도 완만, AI 주도 차별화 지속
- 2026년 하반기는 AI 투자 사이클의 성장 동력과 비용 인플레이션·고금리·정책 불확실성의 제약 요인이 공존하는 국면. 단일 산업 의존 구조 진입한 한국 경제는 미국 AI 사이클·정책 변화에 주목할 필요

미국 중간선거 기반 AI 투자 사이클 시나리오

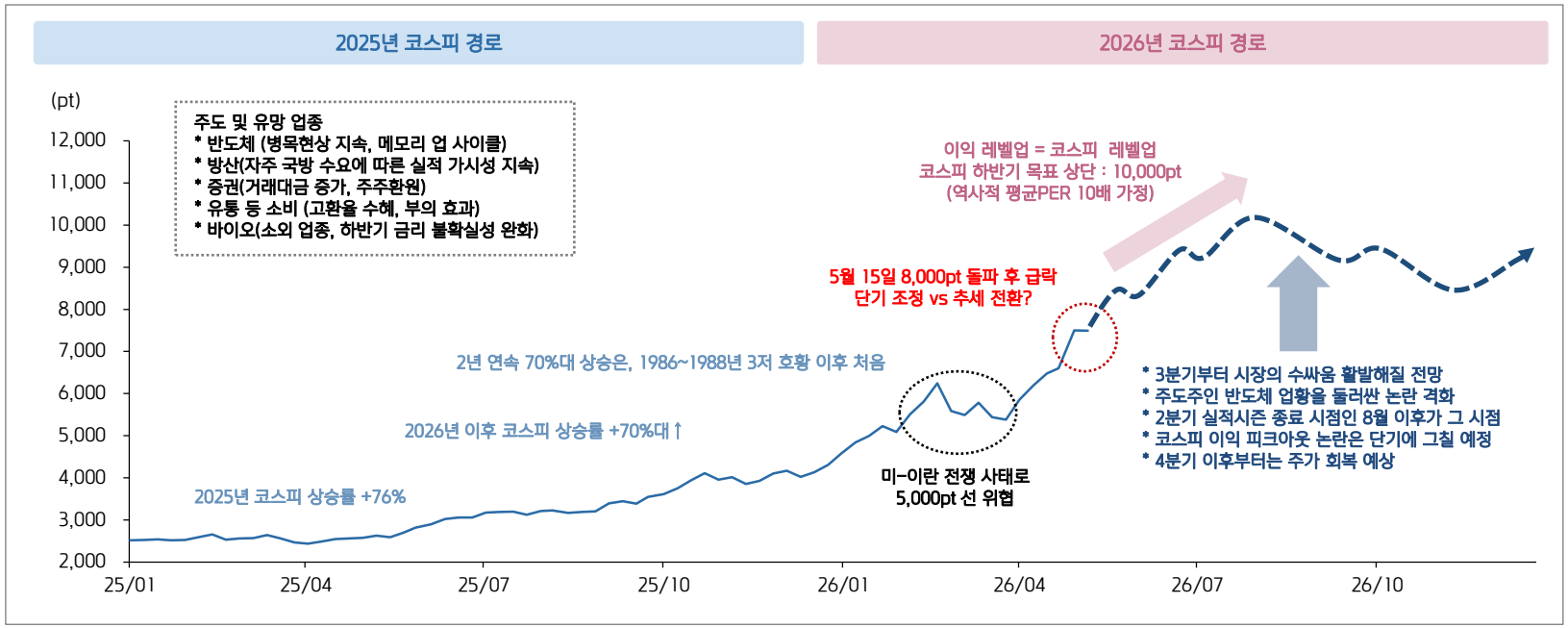
구분	정치 구조	재정/산업 정책	AI 투자 사이클	비용 인플레이션	글로벌 경제 영향	자산시장 시사점
Bull (확장 시나리오)	친성장 정책 강화 (단일 권력 또는 정책 추진력 확보)	AI·반도체·전력 인프라 투자 확대	지속 + 가속	상방 압력 유지 (전력·장비 병목 지속)	미국 성장 견인 + 아시아 제조국 동반 성장	AI/반도체/전력 인프라 강세
Base (중립 시나리오)	정책 혼합 (부분적 협력 or 제한적 추진)	기존 정책 유지 + 일부 조정	지속 but 속도 완만	완만한 지속 (병목 점진적 완화)	미국 중심 성장 유지, 글로벌 확산 제한적	AI 주도 차별화 지속
Bear (제약 시나리오)	정치 교착 (분점정부, 예산 충돌)	재정 제약, 정책 지연	둔화 or 불확실성 확대	압력 완화 (투자 둔화 → 수요 감소)	글로벌 성장 둔화, 아시아 수출 영향	AI 프리미엄 축소, 변동성 확대

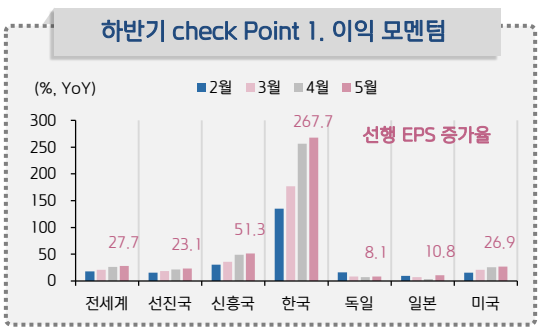
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

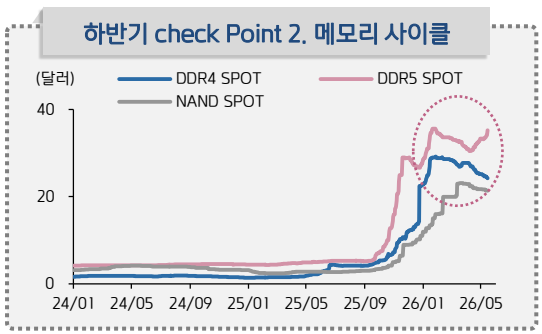
II. 주식: 거의 모든 것의 레벨업

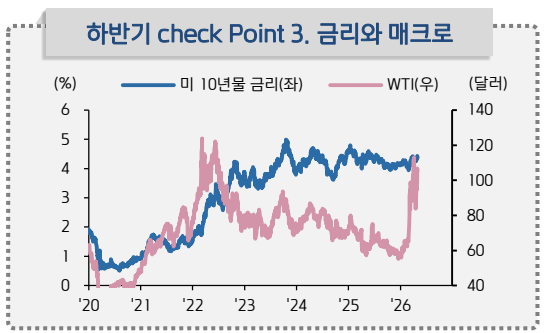


00. (요약) 2026년 하반기 코스피 경로: 2~3분기 사이 10,000pt 권 진입 예상





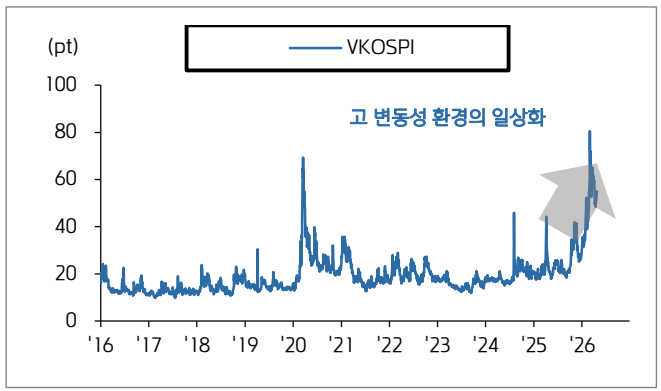




키움증권

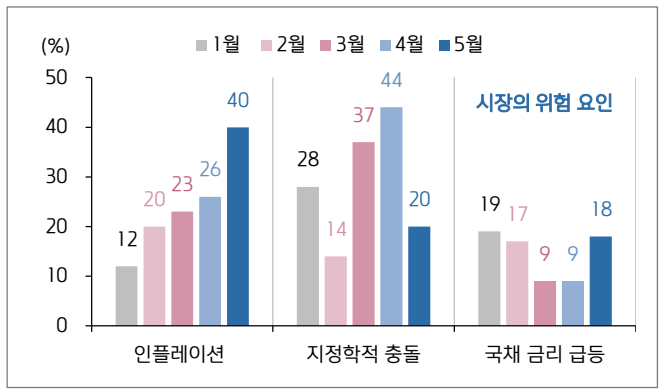
00. (Key Chart) 변동성 + 금리 + 피크아웃 + 주도주 지배력

구조적인 변동성 레벨 상승



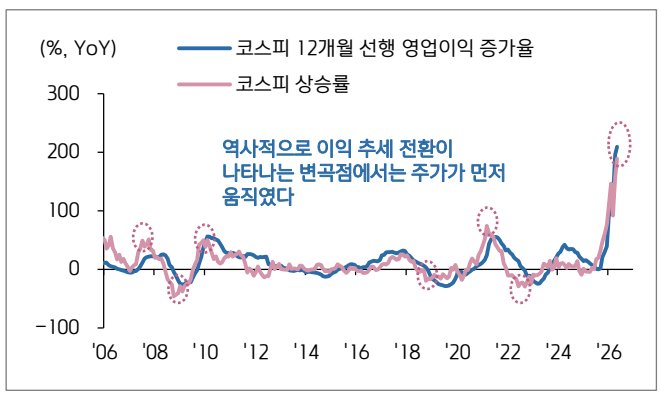
자료: Blooberg, 키움증권 리서치센터

미국 시장 금리 변화 등 매크로 민감 국면



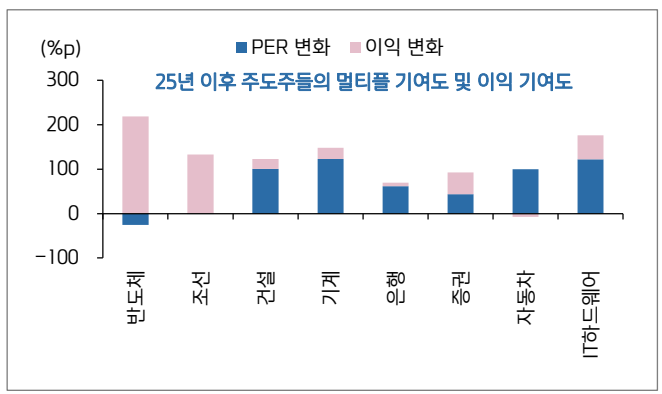
자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.05.19), 키움증권 리서치센터

전환점에서 이익을 선행하는 주가, 3분기 승부처



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

이익 체력에 따른 주도주의 지배력 차별화



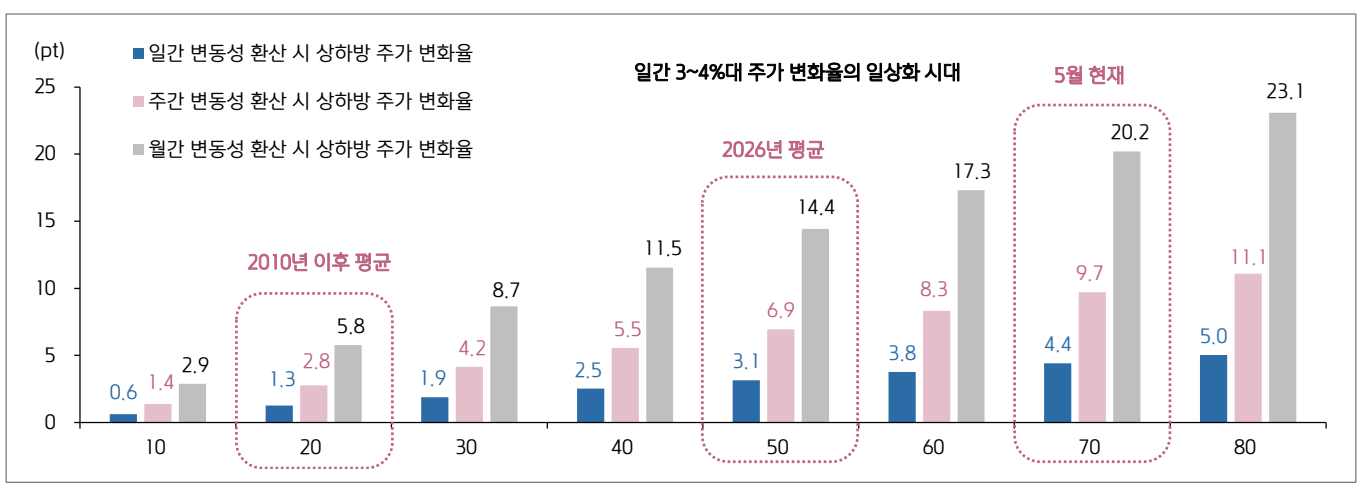
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

키움증권

01. 과거보다 높은 변동성을 받아들여야 하는 시기

- 현재 코스피의 변동성은 역대급 수준. 최근 코스피 변동성 지수인 VKOSPI는 70pt로 지난 3월 전쟁발 증시 폭락 사태 이후 가장 높은 수준을 기록(올해 고점은 미-이란 전쟁 시작 직후인 3월 4일 80.3pt). 이는 2010년 이후 VKOSPI 평균치(17~18pt)를 큰 폭으로 웃도는 상황.
- VKOSPI를 일간 변동성으로 환산 시, 현재 70pt대 수준은 추후에도 일간 +/- 4%대 수준의 주가 등락률을 보일 수 있다는 것을 의미함. 사실 올해 VKOSPI는 평균 50pt대를 기록할 정도로 역대급 변동성을 수반한 강세장을 전개 중임을 감안 시, 당분간 일간 변동성 확대는 불가피할 것으로 보임.
- 여기서 단순히 "변동성 확대= 주가 약세"로만 받아들일 필요는 없다고 판단. 5월 이후 여러차례 지수 폭등을 경험한데서 유추할 수 있듯이, 주가 상승 과정에서도 상방 변동성이 촉발됐던 경험이 존재하기 때문.

VKOSPI의 레벨 별로 환산한 이론상 일간, 주간, 월간 예상 주가 등락률



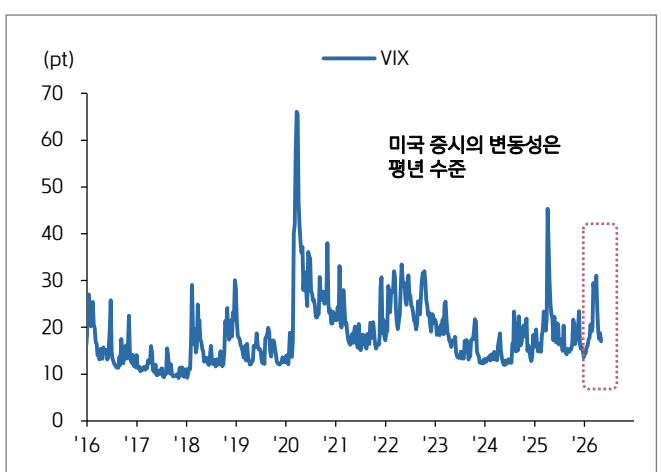
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 국내 증시의 변동성 폭발, 외생 변수보다는 고유 요인

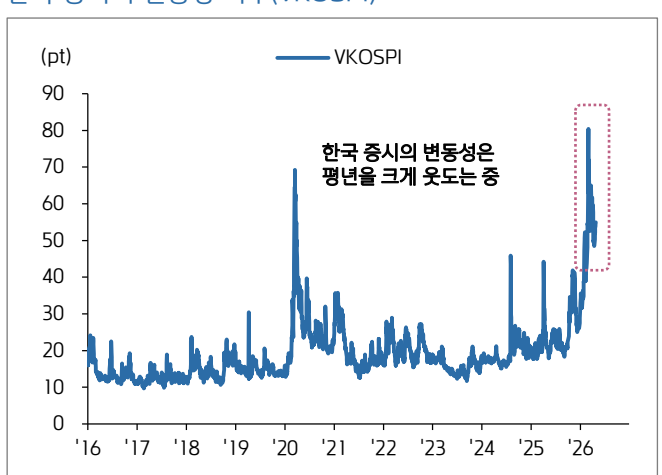
- 미국 S&P500의 변동성 지수인 VIX가 현재 20pt 내외에 있으면서, 평년 수준의 변동성을 보이고 있는데 반해, 한국 증시는 이례적으로 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 특징적
- 최근 국내 증시의 변동성 확대가 반도체 등 소수업종 쏠림 현상 및 FOMO 확산 등 국내 고유의 요인이 상대적으로 더 많은 영향을 가했으며 이 같은 현상은 당분간 지속될 전망

미국 증시의 변동성 지수(VIX)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 증시의 변동성 지수(VKOSPI)



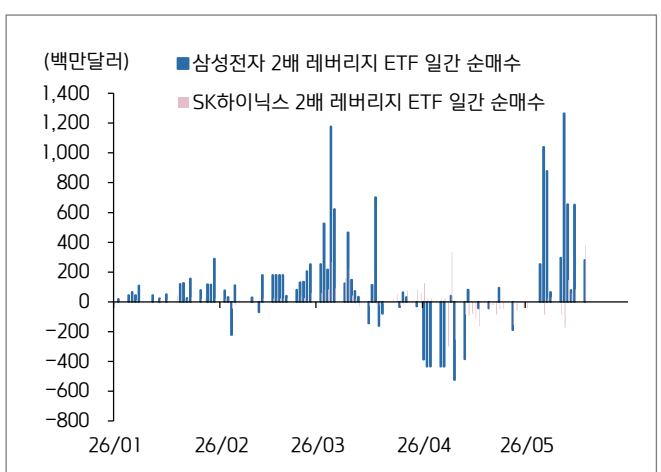
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 실적 장세로 넘어갔음에도, 여전한 유동성 장세 with 레버리지

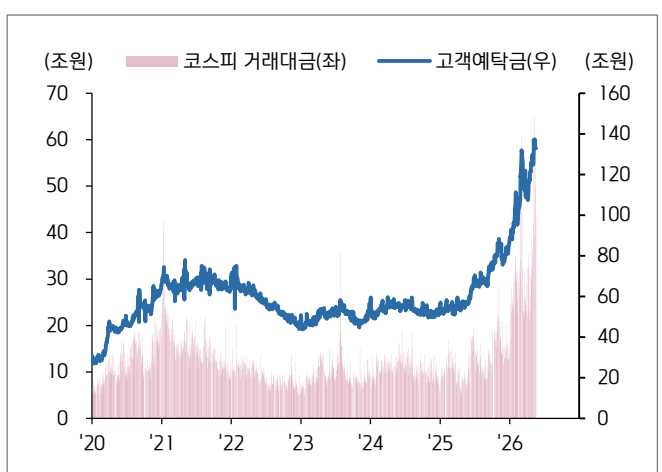
- 홍콩에 상장된 CSOP의 삼성전자와 SK하이닉스 2배 레버리지 ETF에서 4월 이후 한동안 자금이 유출됐으나, 5월 이후 재차 순매수로 전환하는 등 레버리지 베팅이 다시 늘어나고 있는 모습
- 5월 말 국내 증시에 상장 예정인 삼성전자, SK하이닉스 2배 레버리지/인버스 ETF 출시 이후 이들 주식의 변동성이 높아질 소지가 있음. 이에 더해 이들 주식의 시가총액 영향력이 50% 대내외 수준임을 감안 시, 여타 대형주 포함 국내 증시 전반에 걸쳐 변동성을 추가시킬 가능성도 하반기 내내 열고 갈 필요
- 이처럼 이전과 달리 개별 주식에 대한 신용 레버리지보다는 레버리지 ETF를 통한 수요가 더 늘어나고 있는 가운데, 시중의 유동성과 거래대금도 구조적인 레벨업을 하고 있다는 점은 추후 증시의 수급 지형을 변화시킬 전망

삼성전자, SK하이닉스 2배 레버리지 ETF 수급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 거래대금과 고객 예탁금



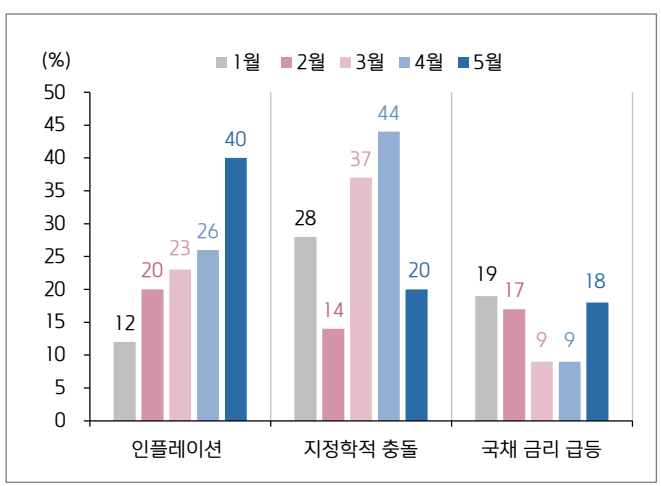
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 주식시장의 레벨과 변동성을 결정하는 것은 전쟁, 실적, 매크로

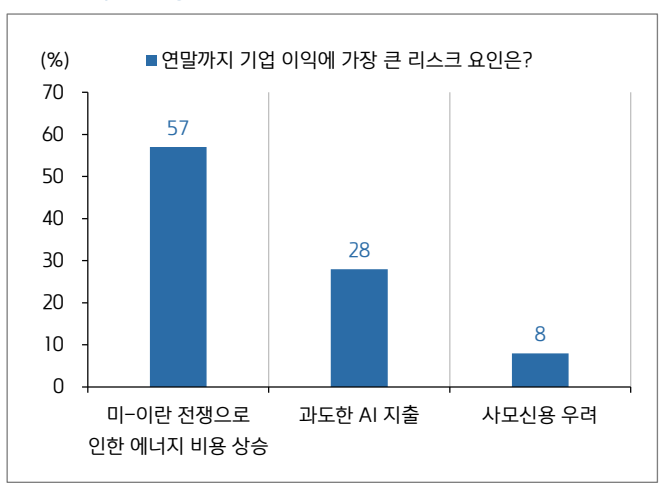
- 5월 현재도 증시 환경은 불확실성으로 둘러 쌓여 있는 상황 . 미-이란 전쟁은 현재 진행형이며, 그 여파로 확대된 인플레이션 불확실성, AI 사모대출 시장 불안 등 하방 재료들은 상존하고 있음
- 5월 중순에 공개된 글로벌 펀드매니저 5월 서베이에서 시장은 인플레이션, 지정학적 충돌, 국채 금리 급등과 같은 매크로 불확실성을 계속 경계하고 있는 모습
- 매크로 불안이 높아진 국면이기에 주식 비중 확대 전략의 실효성이 떨어질 소지가 있음. 주식시장은 현상이 아닌 전망과 예측을 기반으로 움직이는 시장이며, 현재 많은 이들이 상기 불확실성에 면역과 학습효과를 체득하고 있다는 점에 주목할 필요. 다만 그 과정에서 변동성 촉발 현상이 빈번하게 나타날 수 있다는 점은 유의해야 할 것으로 판단

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 시장의 위험요인 순위 변화



자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.05.19), 키움증권 리서치센터

기업 이익에 가장 큰 리스크 요인에 대한 설문



자료: Bloomberg Survey(2026.04.30), 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 미-이란 2차 후속 협상, 2개월 가까이 답보상태이지만, 수습이 베이스 경로

- 미국과 이란은 휴전 협상 요구안을 놓고서 쟁점이 발생하고 있으며, 핵심 변수인 “핵 우라늄 농축”을 합의하는 과정 또한 순탄치는 않을 것이라는 게 중론
- 여러 시나리오를 쓰면서 베팅을 해야 하지만, “양국 모두 전쟁 장기화 원치 않음 + 서로 간의 승리 주장으로 전쟁 수습” 쪽에 높은 가능성을 부여하는 것이 적절

미-이란 휴전 협상 쟁점

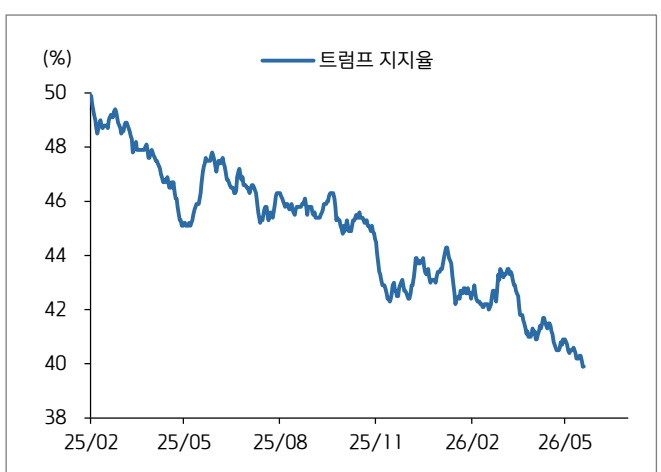
쟁점	이란 입장	미국 입장	간극
핵 농축	농축권 인정 요구	"절대 레드라인, 후퇴 없음"	★★★★★
호르무즈 통제권	이란의 "독점적 경제·지정학적 지위" 요구, 통제 하에 통항	완전하고 즉각적인 자유 개방	★★★★★
미군 중동 철수	전 지역 미군 전투병력 완전 철수	수십년 중동 주둔 정책, 수용 불가	★★★★★
제재 해제	45년치 1·2차 제재 전면 해제	단계적·조건부 해제	★★★★
동결 자산 반환	해외 동결 이란 자산 전액 반환	트럼프 "오바마 이란 현금 송금" 비판 전력 — 정치적 수용 어려움	★★★★
전쟁 피해 배상	미국의 전쟁 피해 배상 지급	사실상 불가	★★★★
레바논 포함 여부	레바논(헤즈볼라) 휴전 포함 조건	네타냐후 "레바논 미포함" 주장, 이스라엘 독자행동	★★★★
휴전 범위	지역 전체 전면 휴전	미국-이란 양자 휴전 (레바논 별도)	★★★
핵물질 처리	언급 없음	헤그세스 "농축 우라늄 자발적 인도 or 강제 제거"	★★★
재건 지원	전후 이란 재건 국제 지원	구체 입장 없음	★★

자료: 키움증권 리서치센터

06. 트럼프 입장에서도 전쟁을 오래 끌수록 불리해지는 형국

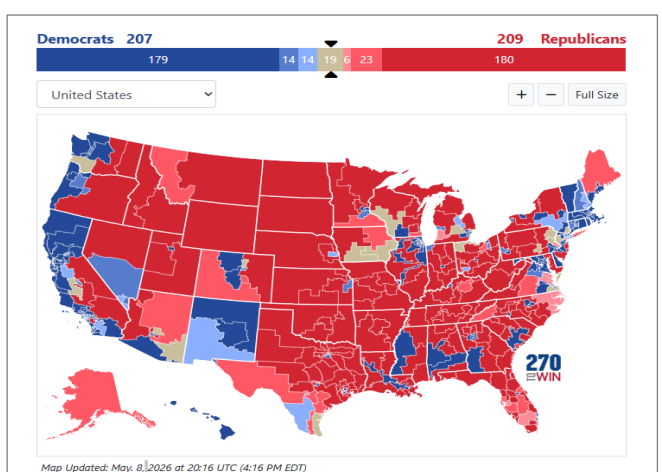
- 완벽한 협상은 사실상 쉽지 않지만, 미국, 이란 모두 전쟁 장기화에 대한 물리적인, 비용적인 부담이 높아짐에 따라, 시간이 지날수록 협상 의지가 커지고 있다는 점에 주목할 필요. 미국의 이란 공습 이후 국제 질서의 변화가 감지되고 있다는 점도 마찬가지. 미국이 이란전에 계속 얽매일 수록 " 미국 우선주의의 균열을 가속시킬 가능성이 높음
- 현재 트럼프의 지지율은 사상 최저치를 경신하면서 정치적인 입지가 약화된 것도 전쟁이 기폭제 역할을 수행. 현재 대부분 유권자들은 단순히 전쟁에 반대하는 수준을 넘어, 전쟁이 무엇을 위한 것인지조차 설득되지 않은 상태임. 2003년 부시 행정부의 이라크 전쟁이 약 18개월에 걸쳐 단계적으로 지지율을 잠식한 패턴이 이번 사이클에서는 3개월 만에 압축적으로 진행 중
- 더욱이 기름가격 급등으로 소비여력이 위축되는 등 경제적인 민심 약화가 장기화될 시 11월 중간선거에서 하원 의석을 놓고 공화당의 패배가 기정사실화될 수 있다는 점도 전쟁의 수습 가능성을 높이는 요인

트럼프 지지율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 중간 선거 예상 구도



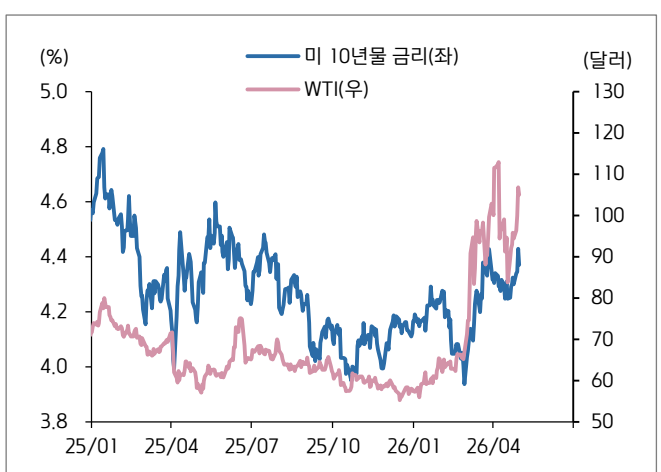
자료: 270 to win, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 4월 FOMC, 5월 인플레이션 이벤트를 거치면서 금리 발작??

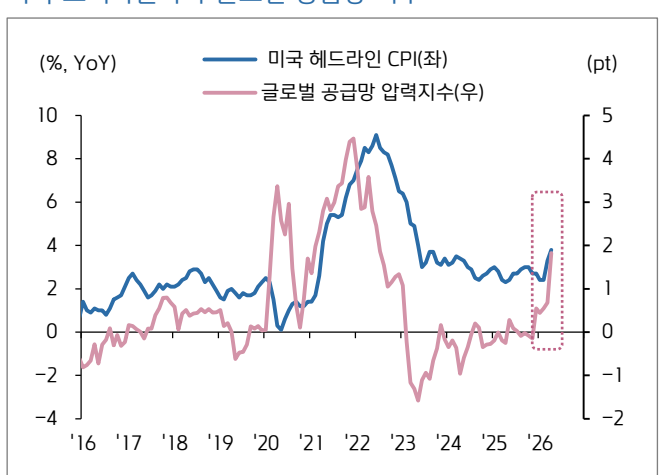
- 5월 이후 주요국 증시는 반도체 등 AI주가 만들어낸 신고가 랠리를 누리면서, 매크로 및 지정학 불확실성에 대한 민감도를 낮게 가져갔던 상황. 지난주 미국의 4월 CPI, PPI가 잇따른 쇼크를 기록하면서 시장 금리가 상승하는 사태가 벌어졌음에도, 주식시장은 이를 크게 신경 쓰지 않은 채 주도주인 AI 내러티브 베팅에 주력했던 모습
- 그러나 미국 10년물 금리가 심리적인 임계선으로 여겨졌던 4.5%를 돌파했다는 점이 분위기를 반전시킨 상황. 더욱이 트럼프의 전쟁 재개 시사성 발언으로 WTI가 100달러대를 재차 상회하는 등 에너지 인플레이션 장기화 불확실성도 높아진 실정
- 그 여파로 Fed Watch상 내년까지 동결이 컨센서스였던 연준의 금리 전망이 내년 1월 인상으로 급선회하는 등 연준 긴축 불확실성도 가중됐다는 점이 증시의 위험선호심리를 한층 더 냉각시키려는 분위기

미국 10년물 국채금리와 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 글로벌 공급망 지수



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 금리가 주식시장에 치명타가 됐던 경험들 존재

▶ 통상 분기 실적시즌이 공백기에 있는 과정에서 금리 급등이 출현 시, 주식시장은 이에 민감하게 반응하며 주가 하방 압력을 받았던 경험이 존재. 현재도 1분기 실적시즌 모멘텀으로 주가가 단기에 폭등한 데에 따른 후유증이 누적된 가운데, 심리적인 임계치인 4.5%를 돌파한 점이 증시의 위험회피심리를 초래한 것으로 판단

금리 발작기 당시 주식시장 반응과 외국인 순매수

시기	미국 10년물 금리 변화	S&P 500 고점 대비 최대 하락률	KOSPI 고점 대비 최대 하락률	외국인 누적 순매수
2013년 버냉키 Taper Tantrum 5/29 → 6/25 (5주)	2.12% → 2.61%	-3.7%	-11.0%	-4.4조원
2018년 미-중 무역분쟁 + 금리인상 우려 9/27 → 10/29 (5주)	3.05% → 3.23%)	-9.4%	-15.3%	-3.9조원
2022년 연준 고강도 긴축 1/4 → 9/30 (9개월)	1.65% → 3.95%	-25.2%	-27.9%	-12.9조원
2023년 8~10월 금리 급등(증립금리 사태) 8/1 → 10/31 (3개월)	4.02% → 4.99%	-8.4%	-14.6%	-4.9조원
2024년 봄 금리인하 기대 후퇴 24/3/26 → 4/17 (3주)	4.23% → 4.67%	-3.5%	-6.3%	+4.4조원
2024년 9월~25년 1월 트럼프 당선 리스크 24/9/26 → 12/9 (10주)	3.80% → 4.45%	+5.4%	-11.6%	-9.7조원
2025년 4월 상호관세 쇼크 25/4/4 → 5/21(7주)	4.13% → 4.60%	+3.1%	+4.8%	-7.5조원

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09. 금리 변화가 주식시장에 미치는 영향은 다수의 채널에서…

▶ 10년물 금리가 임계 구간에 진입하면 주식시장으로 전달되는 경로는 단일하지 않고, 여러 경로로 분기되면서 전달되는 경향 존재

- (1) 할인율 : DCF 분모 R 상승 → 미래 현금흐름 PV 압축. 듀레이션 긴 종목일수록 더 큰 폭으로 디레이팅
- (2) 일드갭: 채권 수익률이 높아지면 주식의 투자 상대적으로 약화(채권에 투자하는 게 낫다는 인식이 우위)
- (3) 환율 : 미국 금리 상승 → 달러 인덱스 강세 → 원화 등 신흥국 통화 약세 → 환차손 우려한 외국인 매도
- (4) 심리: 금리 급등 자체가 매크로 불확실성 신호 인식 → 변동성 지수 상승 → 위험자산 비중 축소 욕구 확대

채널 별 금리 급등이 주식시장에 미치는 영향

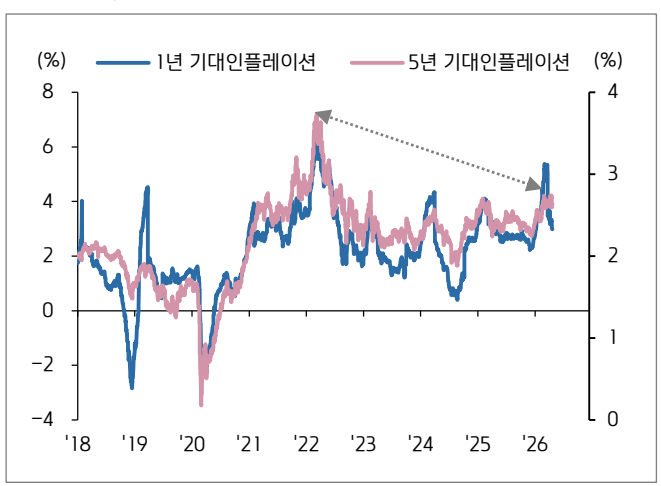
할인율 채널 DCF 가치 하락	ERP 채널 주식 매력 약화	환율 채널 외인 매도 압력	심리 채널 변동성 급등
분모 r 상승 → 미래 현금흐름가치 하락	채권 수익률 상승 → 채권 대비 주식 투자 매력 촉수	강달러 → 신흥국 통화 약세 → 외국인 자금 이탈	금리 급등 자체가 매크로 불확실성 신호. VIX·MOVE 동반 상승.

자료: 키움증권 리서치센터

10. 하반기는 매크로 불확실성의 싸움, 그러나 긴축 발작 재연 가능성 낮아

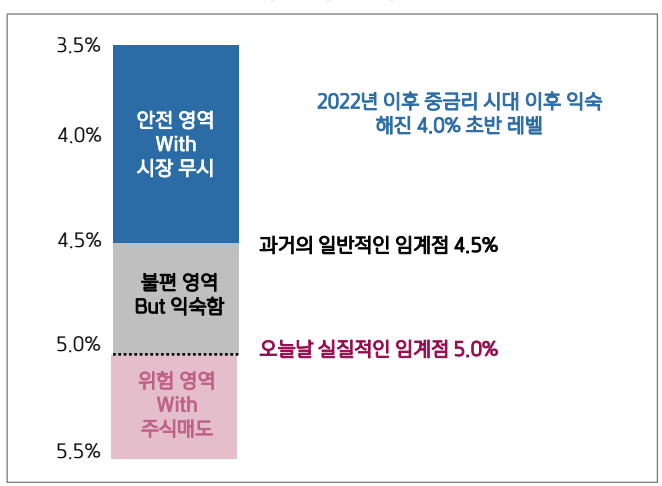
- 하지만 금리 급등 사태의 본질은 전쟁 발 에너지 인플레이션 불확실성이라는 점에 주목할 필요. 연준이 매파적인 입장을 제시한 근본적인 배경은 미-이란 전쟁 리스크였다는 점도 마찬가지.
- 채권시장에서 거래되는 기대인플레이션을 보면 전쟁발 인플레이션 상방 압력 장기화에 제한적인 베팅 하고 있는 중 . "기대 인플레이션 상승 -> 실제 인플레이션 상승 -> 시장금리 상승 -> 주식시장 할인율 부담 증가"의 부정적인 파급 효과를 억제할 수 있는 요인. 따라서, 할인율 상승에서 기인한 증시의 멀티플 조정 가능성을 낮게 가져가는 것이 적절.
- 더 나아가, 미 10년물 금리 4.5%가 심리적인 임계치라고 인식되지만, 이미 지난 2~3년간 수차례 도달했던 레벨. 미 10년물 금리가 지난 23년 말에 근접했던 5.0%대 이상으로 돌파하지 않는 한, 과거의 긴축 발작 당시 처럼 급격한 주가 조정 출현할 확률은 아직 높지 않다고 판단

미국 단기, 및 장기 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10년물 금리 구간 별 시장 반응 분석



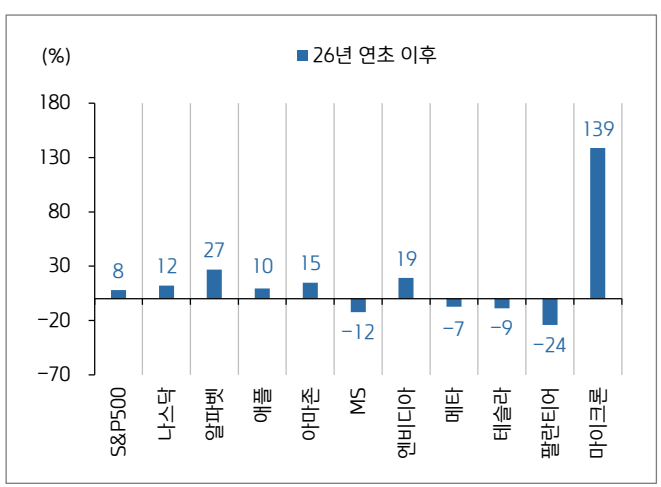
자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 미국 증시도 금리에는 버틸만한 수준, 충분한 조정은 이루어져

- 지난 10월을 기점으로 약 6개월 넘게 조정을 겪었던 미국 증시는 4월 이후 추세 전환에 나서면서 신고가 레벨에 도달
- 그 과정에서 S&P500 테크업종의 12개월 선행 PER이 22년 약세장 당시인 6월 이후 최저치를 기록하는 등 멀티플이 축소됐던 점을 감안 시, 주도주인 AI, M7주를 둘러산 버블 논란은 상당부분 가격에 반영된 것으로 판단
- 물론 4월 이후 상승분의 약 60%가 멀티플 확장에서, 나머지 약 40%가 이익 상향에서 기인한 만큼, 이익 상향은 추가 여지가 있으나, 멀티플은 추가 확장 가능성은 쉽지 않아 보일 수 있음
- 현재 전세계 주도주인 AI주를 중심으로 미국 증시의 수익성이 견조하다는 점에 주목할 필요(미국 ROE 21% vs 일본 10%, 독일 11%, 프랑스 12%, 영국 16). 이 같은 '수익성 격차'는 미국 증시의 고 멀티플을 정당화 시켜나갈 전망

미국 주요 대장주 연초 이후 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 테크업종 선행 PER



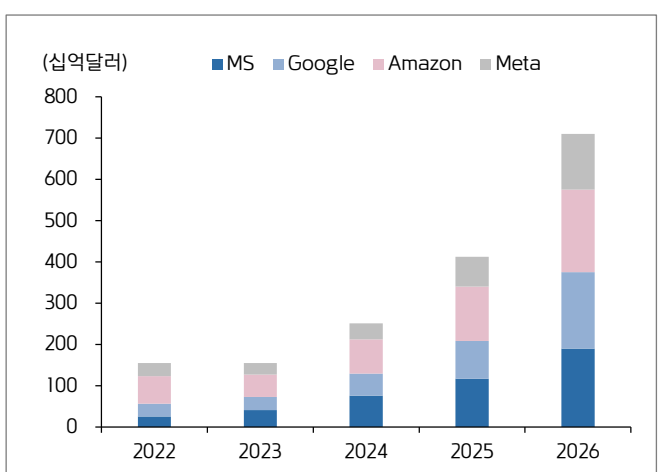
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 미국 하이퍼스케일러 업체들, 투자를 수익으로 증명하기 시작

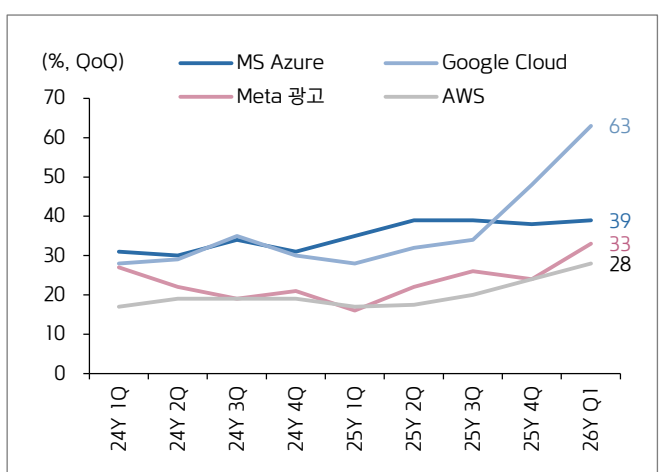
- 이번 1분기 실적을 통해 MS, 메타, 알파벳, 아마존 이들 4개사의 26년 연간 CAPEX 가이던스는 기존 6,500억달러에서 7,000억달러 이상으로 상향하면서, 과잉 투자보다 과소 투자의 리스크가 여전히 더 크다는 것을 입증했으며, 동시에 본업 성장세가 가속화되고 있다는 점도 긍정적.
- 또 지난 4분기 실적 발표에서 CAPEX 상향에도 주가가 하락했던 것과는 달리, 이번 CAPEX 상향 발표 이후 알파벳, 아마존 등 대부분 빅테크 주들이 주가가 상승했다는 점도 눈여겨볼 부분
- Google Cloud의 60%대 성장은 하이퍼스케일러 capex 증가가 매출로 전환되는 데 시간이 걸린다는 우려를 직접적으로 반박(백로그->매출 전환 속도 상승). Meta 광고 사업 호조는 AI가 광고 단가/타겟팅 효율이 개선되고 있는 것으로, 이는 CAPEX의 ROI가 광고 본업으로도 흘러가고 있음을 시사

MS, 알파벳, 아마존, 메타의 연간 CAPEX 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MS, 알파벳, 아마존, 메타의 본업 성장률



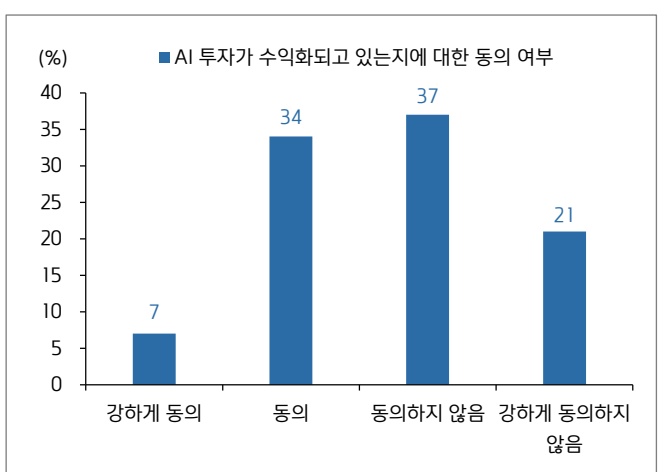
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 앞으로도 이들의 현금흐름(FCF) 문제는 족쇄이지만…

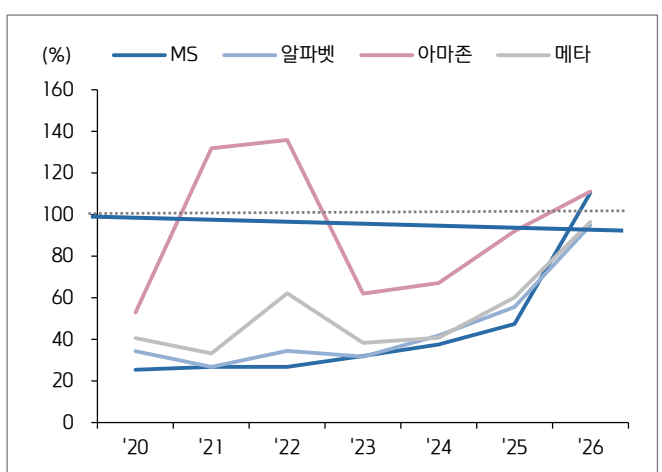
- 물론 이들 업체의 FCF가 감소하고 있다는 점은 우려 요인일 수 있음. 4사 합산 2026년 CAPEX 가이던스 7,100달러는 OCF 성장을 능가하며, FCF는 2024년 정점 2,380억달러에서 2026년 230억달러로 사실상 90% 감소할 가능성(Amazon은 -$20B로 사상 첫 마이너스 진입, Alphabet도 $73B→$10B로 -86%)
- 하지만 아마존 포함 이들의 FCF 감소는 "수익성 악화"가 아니라 "투자 확대" 에서 기인. AWS Q1 2026 영업이익률이 35%대로 견조해졌다는 점을 감안 하면, 일반적인 수익성 악화와 성격이 다름
- 결국 시장이 우려하는 것은 ROI 회수 타이밍이지 펀더멘털의 문제가 아니기에, " 투자 사이클이 가져온 일시적 FCF 압박"의 관점에서 접근하는 것이 타당
- 한국 메모리 3사에는 '빅테크가 FCF 90% 감수하면서도 capex 강행하는 절박성'이 ASP 인상을 정당화시키는 요인일 것으로 예상

AI 투자의 수익성 전환에 대한 설문



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

빅테크 연도별 자본집약도(CAPEX/OCF)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 앞자리 숫자가 처음으로 바뀌는 과정에서 고초를 겪은 코스피, 이번에도?

- 과거 패턴 상 앞자리수가 1,000pt 씩 바뀔 때마다 중간 숨고르기 과정이 수반됐던 가운데, 이번 8,000pt 돌파 장세에서는 앞자리 바뀌는 속도가 역대급으로 진행된 점이 특징적인 부분
- 단순히 앞자리가 바뀌었다는 인식 이외에도, 행동 경제학 관점에서 라운드 넘버(1,000pt)는 시장 참여자들의 의사 결정에 대한 기준점 역할을 하는 경향이 존재(ex: 이제 8,000pt 왔으니 한번 정리하자)
- 또한 언론, SNS 등 여러 의사소통 채널에서도 "7,000pt 돌파", "8,000pt 돌파"는 강력한 헤드라인이 됨. 이는 주식 미 보유자들에게 FOMO 심리 강화를, 주식 보유자들에게는 차익실현 심리 강화를 제공하는 등 양방 심리가 충돌하는 과정에서 변동성이 확대
- 이번 장세에서도 1) 속도 조절 후 상승의 루트를 탈지, 혹은 2) 고점 인식으로 하락 전환할지 아니면 3) 별 다른 조정 없이 지속 상승할지 등 여러 갈림길에 놓여 있는 상황

코스피1,000pt대 돌파 소요시간 및 구간 내 최대 낙폭

구간	돌파일	소요 영업일	1,000pt 증가할 때 필요한 주가 상승률	10% 상승 당 환산일	일평균 상승률	1,000pt 돌파 기간 중 최대 낙폭
3000→4000	2025-10-27	85	33.3%	25.5	+0.4%	-4.2%
4000→5000	2026-01-27	63	25.0%	25.2	+0.4%	-8.9%
5000→6000	**2026-02-25**	**18**	**20.0%**	**9.0**	**+1.1%**	**-5.3%**
6000→7000	2026-05-06	47	16.7%	28.2	+0.3%	-19.9%
7000→8,000 (5/15 장중 8,000 돌파)	**2026-05-15**	**8**	**14.0%**	**4.3**	**+2.3%**	**진행 중 (-8.9%)**

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

15. 밸류에이션이나 이익은 지금까지의 지수 레벨업을 정당화, 앞으로는?

- 물론 3,000pt에서 4,000pt로 올라갈 때 필요한 상승률은 33.3%인 반면, 7,000pt에서 8,000pt로 올라갈 때 필요한 상승률은 14%이기에, 단순 영업일수로 비교하기에는 한계가 있음.
- 그렇지만, 이를 감안해서 일평균 상승률을 계산해보면, 4,000pt -> 5,000pt -> 6,000pt ->7,000pt까지의 일평균 상승률은 +0.6%인데 반해, 7,000pt -> 8,000pt는 +2.3%로 그 속도가 이례적으로 빨랐던 것으로 판단.
- 당분간 이 같은 속도 부담을 소화하는 과정에서 일중 변동성 확대는 빈번하게 출현할 수 있을 것임. 다만, 어디까지나 속도 조절의 일환일 뿐, 증시의 기존 상승 추세를 위협하는 수준은 아닐 전망.
- 현재 코스피 12개월 선행 PER은 8배 미만으로 이전 4,000~7,000pt 구간에서의 평균 PER(9.5배)에 비해 멀티플 부담은 적은 편. 12개월 선행 이익 모멘텀도 4월 +197%(YoY) -> 5월 +214%(YoY)로 가속화되고 있다는 점도 마찬가지

코스피 1,000pt 레벨별 이익과 밸류에이션 멀티플 프로파일 비교

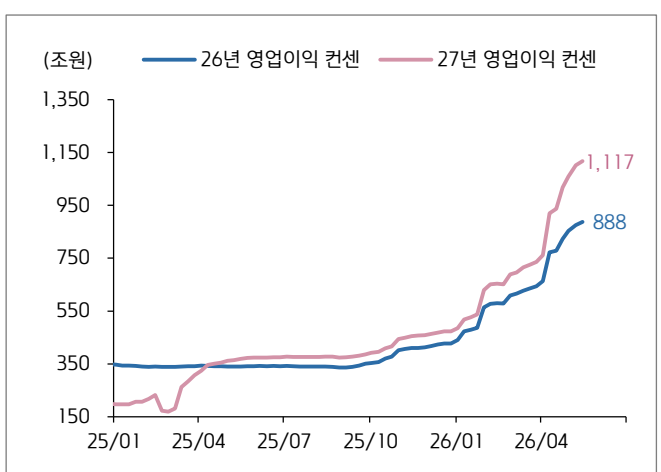
시점	일자	코스피	12개월 선행 영업이익 (조원)	이익 증가율 (YoY)	선행 PER	선행 PBR	시가총액 (조원)
3,000pt 돌파	2025-06-20	3,021.84	318	+6.7%	10.2	0.95	2,409
4,000pt 돌파	2025-10-27	4,042.83	363	+14.6%	11.7	1.21	3,234
5,000pt 돌파	2026-01-27	5,084.85	489	+61.9%	10.6	1.44	4,078
6,000pt 돌파	2026-02-25	6,083.86	590	+97.7%	10.1	1.60	4,862
7,000pt 돌파	2026-05-06	7,384.56	922	+195.1%	7.1	1.57	5,869
8,000 돌파(5/15 장중)	2026-05-15	7,981.41	983	+213.5%	8.1	1.85	6,343

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

16. 역대급 실적 장세, 아직도 “컨센서스 추가 상향 " 이라는 실탄이 남았다

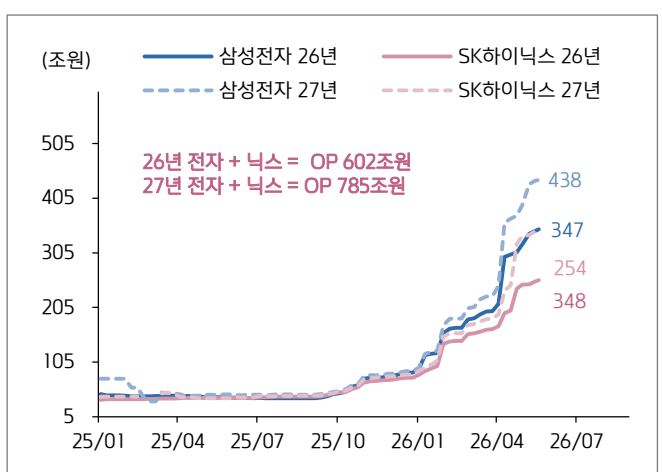
- 올해 1분기 실적시즌에서 국내 반도체 어닝 서프라이즈, 미국 빅테크 CAPEX 상향 등으로 코스피의 이익 모멘텀 가속화가 상반기 내내 진행됐던 상황
- 관건은 현재 레벨에서 추가로 상향 여력이 있는지 그 여부이며, 그 결과에 따라 코스피의 주가 레벨업 강도가 결정될 것으로 판단
- 수요 호조에서 기인한 AI 인프라 병목 현상이 만들어내는 메모리 공급 부족 현상은 당분간 이어질 것이며, 이는 7~8월 2분기 실적시즌까지 추가적인 이익 가시성을 부여하는 요인이 될 전망

코스피 26, 27년 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스의 26,27년 연간 영업이익 컨센 변화



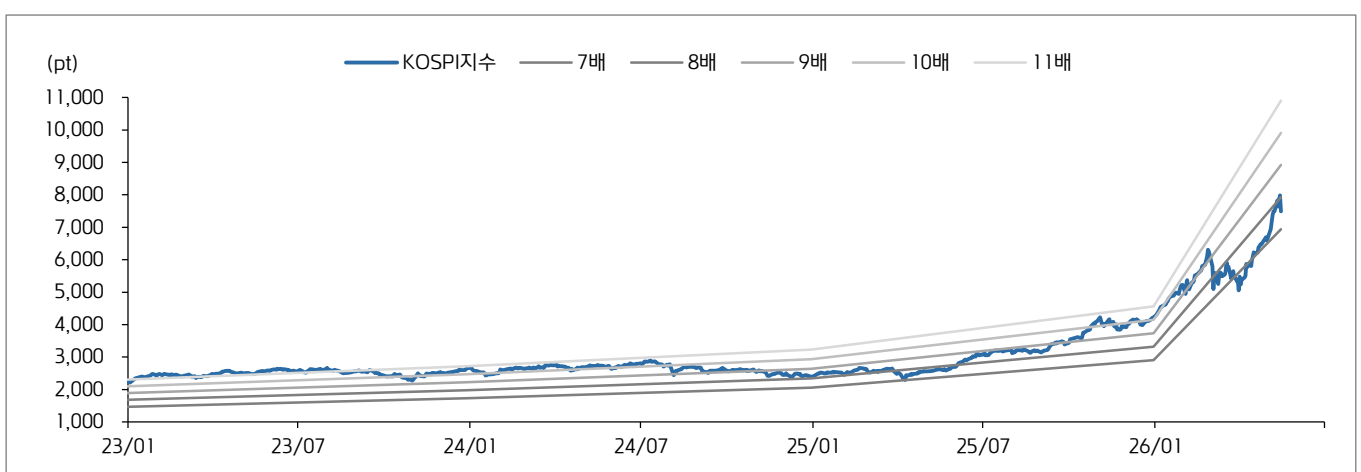
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 반복적인 이야기지만, 밸류에이션 상 승률은 높은 구간

- 앞서 VKOSPI의 높은 레벨 유지가 시사하듯이, 상/하방 변동성이 크다는 점은 개별 종목들의 단기 진입, 청산 타이밍의 포착 난이도를 하반기에도 높일 수 있는 요인
- 시장 대응을 빈번하게 어렵게 만들어주는 국면이기는 하지만, 코스피의 이익, 밸류에이션 등 펀더멘털은 지수 방향성이 상방으로 계속 열게 만들어줄 것으로 예상
- 역사적으로 코스피 선행 PER 8배 레벨 이하가 매수 승률이 높은 구간이었다는 점을 고려하면, 밸류에이션 상 현재 위치는 주식 비중 확대 전략의 실효성은 여전히 클 것으로 판단

코스피 12개월 선행 PER



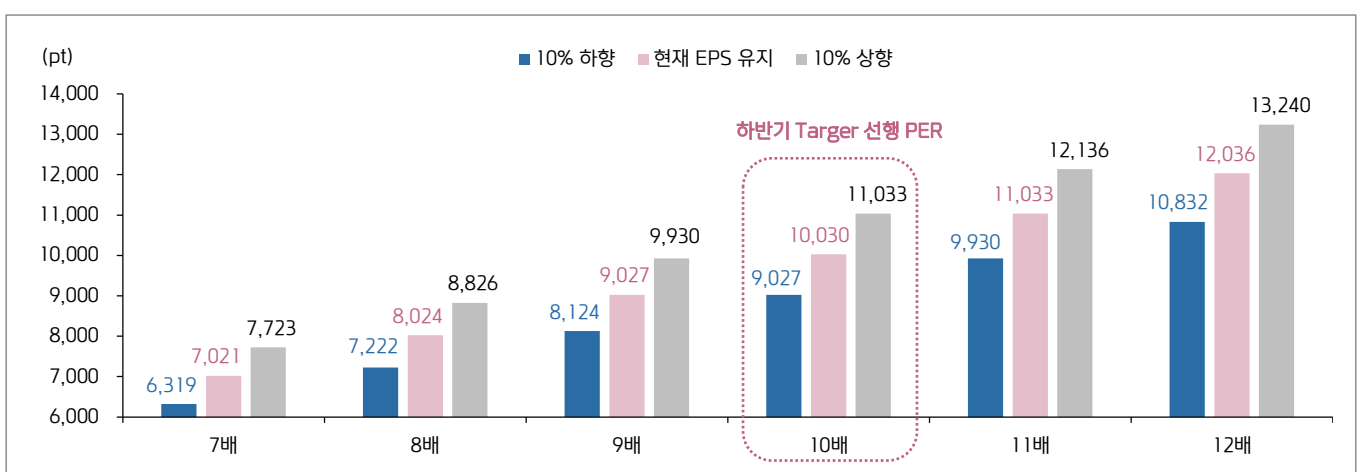
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 코스피, 전례 없는 이익 변화 = 전례 없는 지수 전망 변화…?

- 코스피 연간 1,000조원대 영업이익 전망이 나올 수 있을 정도로 전례 없는 이익 변화를 겪고 있는 것이 현재의 상황. 이는 “중기적인 코스피 지수 전망”을 하는 데 있어서 전례 없는 수치를 제시하도록 만들고 있는 상태
- 현재 코스피 PER은 7배 후반 수준, 현재 EPS 추정치가 그대로 유지된다고 가정한 채 과거 10년 평균 PER인 10배를 적용하면 10,000t 내외 수치가 도출
- 5월 현재까지 코스피가 70% 이상 폭등했기에, 외국인, 개인 등 주요 수급주체들의 차익실현 압력에 직면할 소지가 있겠지만, 하반기 코스피는 장기 평균 선행 PER 10배에 해당하는 10,000pt대를 연간 상단으로 제시해도 현실성은 높을 전망

코스피 선행 PER 별 예상 지수 레벨 변화



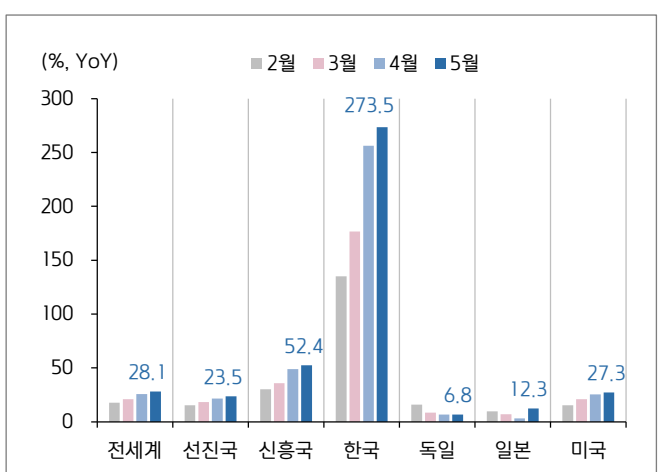
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 한국 증시의 이익(EPS)과 자기자본이익률(ROE) 우위 현상 지속 전망

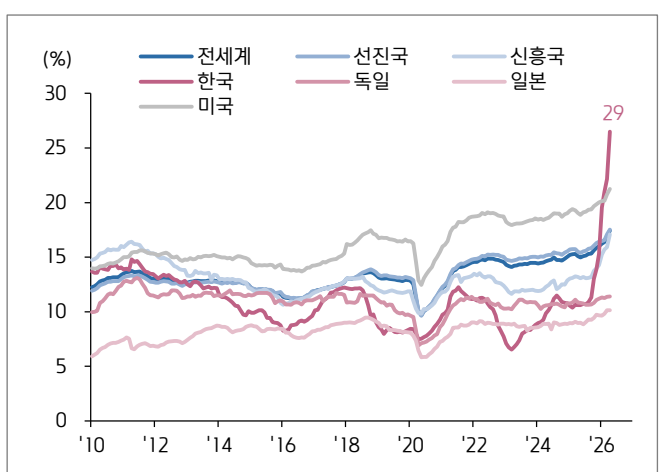
- 다른 국가 증시와 비교를 해봐도, 한국의 EPS와 ROE는 상대적으로 우위에 있다는 점이 국내 증시로의 머니무브에 정당성을 지속적으로 부여해 나갈 전망
- MSCI 국가 지수 기준, 5월 현재 한국의 12개월 선행 EPS 증가율은 +275%(YoY)대로, 미국(+26%대), 일본(+10%대) 등 다른 선진국이나 신흥국들에 비해 압도적으로 높은 수치를 기록 중임
- ROE 역시 역사상 처음으로 한국(+29.2%)이 미국(+21.3%)를 추월하고 있다는 점도 특징적
- 이는 한국 증시가 단순 반도체 중심의 이익 펀더멘털 뿐만 아니라, 정부의 상법개정안 통과에 따른 기업들의 주주환원 강화가 진행되고 있음을 시사

MSCI 지수 기준, 국가별 선행 EPS 증가율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSCI 지수 기준, 국가별 ROE 비교



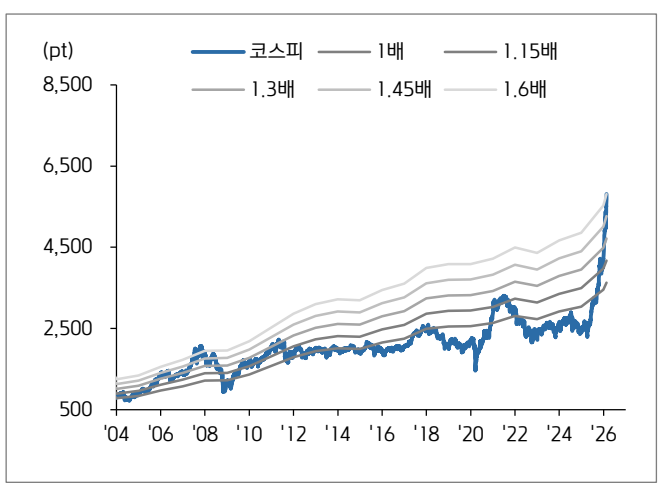
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. PBR은 이미 역사적 밴드 최상단을 돌파, 그러나 ROE 개선이 이를 정당화

- PER 관점이 아닌 PBR 관점에서 보면 이야기는 달라질 수 있음. 현재 코스피 선행 PBR이 1.8배를 돌파하면서 역사상 최고 레벨에 도달했기 때문
- 그러나 현재는 ROE 개선이 수반되는 PBR 리레이팅 환경이라는 점에 주목할 필요. PBR은 ROE가 자본비용을 얼마나 초과하는지(ROE – COE spread)의 함수이기 때문
- 현재는 ROR와 PBR이 동반 상승하는, 성장과 멀티플 확장이 동시에 이루어지고 있는 국면임을 감안 시, PBR 1.8배 레벨이 과거 시기와 비교했을 때 부담러운 환경은 아니라고 판단

코스피 선행 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

ROE와 PBR의 관계

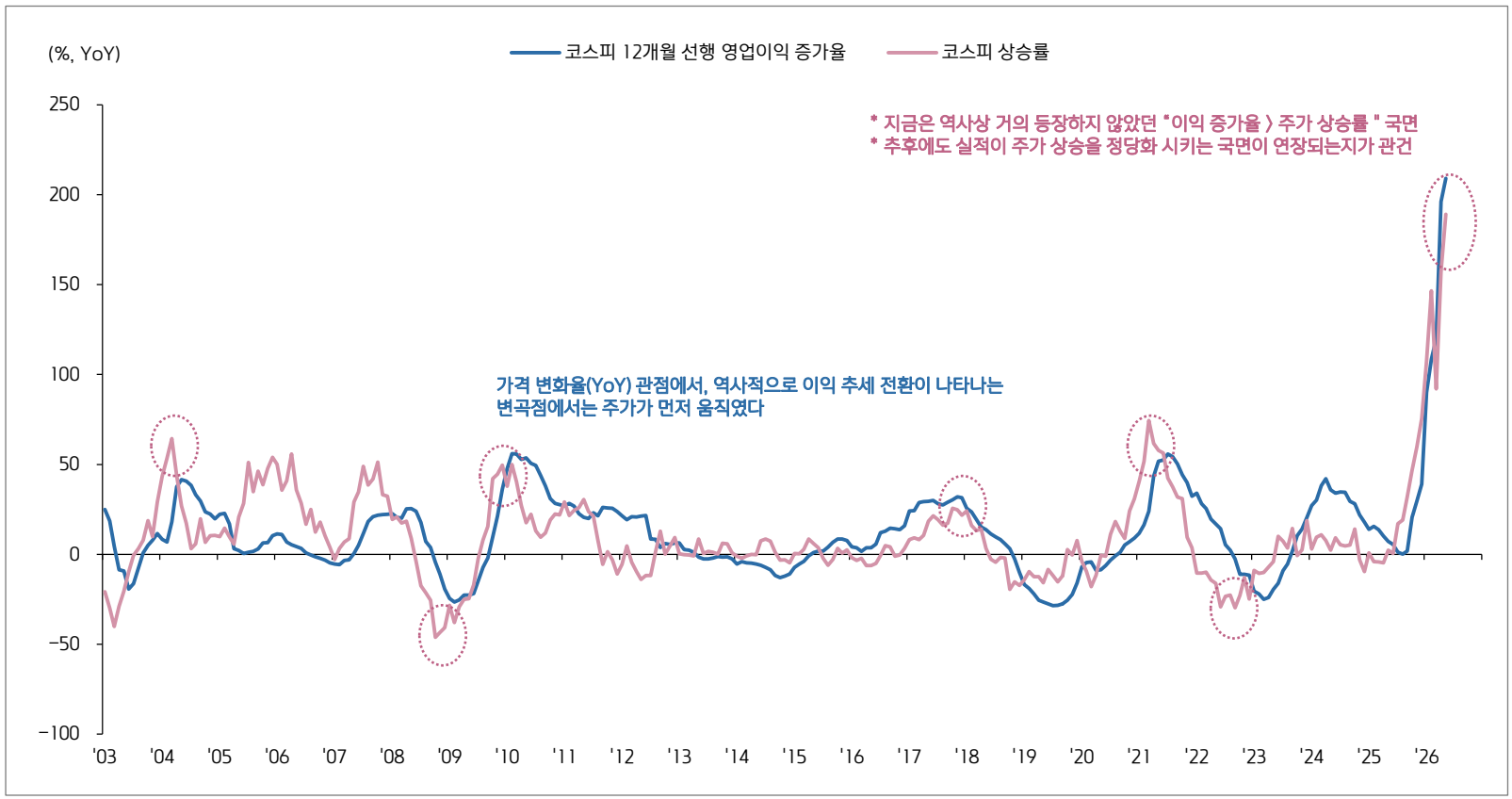


자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 주가 = 실적의 함수이지만, 변곡점에서는 주가가 이익보다 앞서 움직인다

코스피 주가와 이익 증가율의 관계

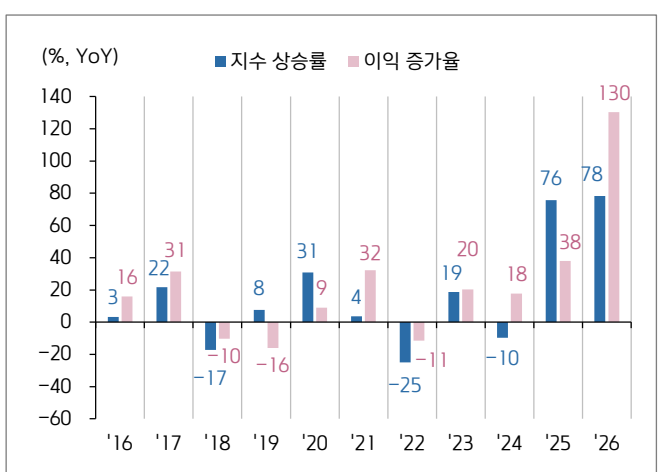


자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

22. 이는 매년 하반기 단골 도전 과제인 추정치 하향 여부와 결부된 사안

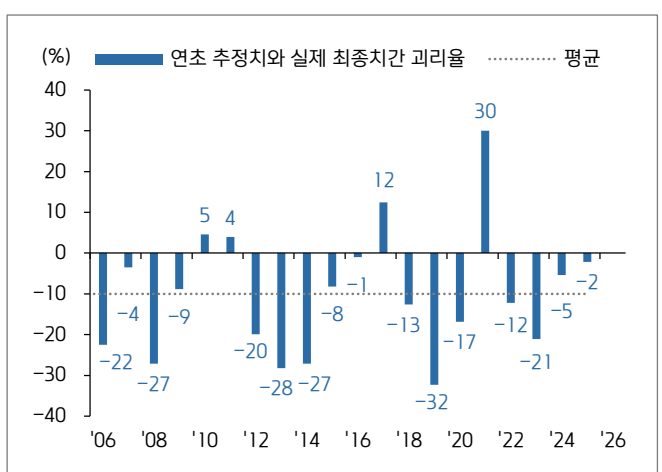
- 현재는 이익 증가율보다 주가 상승률이 이를 따라가지 못하는 전형적인 실적 장세의 동학이 작용하고 있지만, 매년 하반기부터 찾아오는 추정치 하향 이슈가 향후 증시 레벨업 강도와 변동성 강도를 결정할 전망
- 통상 연초 코스피 목표지수 산출 시 EPS 컨센서스 × 목표 PER로 산출되며, 이 목표치가 매크로 시나리오를 통해 종목 추정에 다시 영향을 주는 순환 구조가 발생하는 편임. 양측이 같은 방향으로 낙관적일 때 편의가 증폭되고, 실현치가 어긋날 때 동시에 조정되는 경향이 존재
- 역사적으로 연초 추정치와 실제치의 평균 격차가 -10% 수준에서 형성된 점을 감안 시, 이번에도 -10% 추정치 하향 가능성을 열고 가야 하며, 그 확률에 변화가 생기는 시점은 2분기 실적시즌 이후가 될 것으로 판단

연간 코스피 주가 상승률과 연간 영업이익 증가율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익 추정치와 실제치와의 괴리율



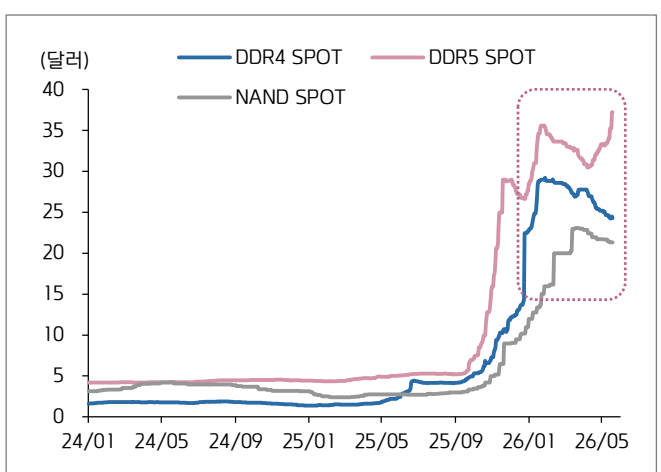
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 코스피 이익 추정치 하향 이슈는 반도체 사이클과 직결

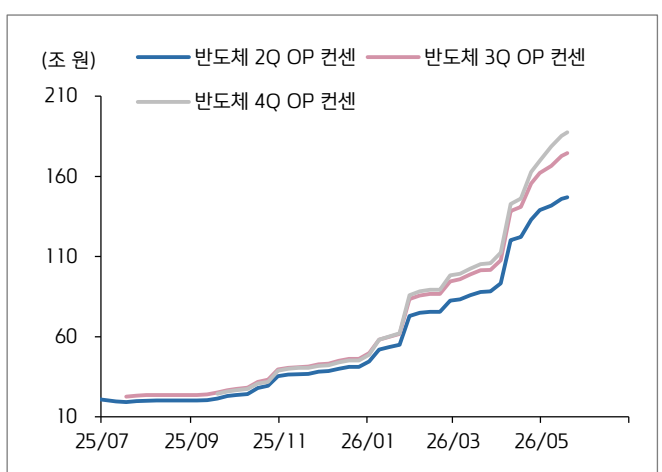
- 최근 메모리 스팟 가격 상승세 정체가 출현하고 있는 가운데, 셀 사이드와 바이 사이드 간 반도체 주가 및 실적 전망에 대한 의견이 충돌하고 있는 모습
  - 1) 반도체의 절대적인 이익 레벨은 증가하지만, 이익 증가율은 상반기 고점을 찍고 둔화될 것인지
  - 2) 수익성 우려가 있는 미국 AI 업체들의 투자 사이클이 지속될 수 있는지
  - 3) 2021~22년처럼 메모리 오버부킹의 재현 가능성은 없는지 & 가수요 식별 난이도가 높지 않을지
- 일단 이 같은 고민들은 1분기 실적 시즌에서 중립 이상으로 소화를 했던 것으로 판단. 앞으로도 코스피의 강세, 이익 모멘텀 가속화를 주도하는 주체는 반도체이기에, 반도체 사이클의 유형(시클리컬 vs 구조적 성장)이 어떤 식으로 결정되는지가 하반기 메인 관전 포인트

메모리 스팟 가격 변화



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

반도체 업종의 26년 2~4분기 영업이익 컨센 변화



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. LTA, 오버부킹 … 주도주 반도체 사이클 연장의 변수들

- 과거 사이클에서는 LTA가 사실상 “법적 구속력 없는 비공식 합의 ' 에 그쳤기에, 수요 하락 사이클 시 고객사가 일방적으로 이행을 미루거나 가격 재협상을 강요하기도 했음. 그러나 현재의 LTA는 “선수금 + 최저가격 + 구속력 있는 다년 물량 확약”으로 공급사 측에 훨씬 유리한 구조로 진화하고 있다는 게 시장의 평가
- 물론 실제 하락 사이클이 왔을 때, 선수금 몰취 여부, 소송 여부 등의 현실성을 확인할 필요가 있으며, 10~30% 선수금 수치도 “분기보고서 상 계약부채 잔액 추이 + 컨퍼런스콜 발언”을 통해 간접적으로 확인할 수 밖에 없는 만큼, 매 분기 실적시즌마다 메모리 피크아웃 논쟁은 벌어질 것으로 예상
- 오버부킹 이슈 역시 “7~8개 지표들이 위험 신호로 전환"되는 시점을 확인해 나갈 수 밖에 없다는 한계점이 존재. 사후적, 정성적으로 확인되는 변수이기에, 스팟 가격 둔화, 리드타임 단축, 재고 증가 등을 통해 우회적으로 추정해 나가야 할 것으로 판단

LTA와 메모리 사이클

항목	2017~2018 사이클	2020~2021 사이클	2025~ 현 사이클
주된 수요 동인	모바일,서버	코로나 재택수요,서버	AI 투자 사이클 (HBM, 레거시, eSSD)
계약 형태	분기·연 단위	분기·연 단위	3~5년 LTA + 다년 SCA
선급금	5% 미만	5% 미만	10~30%
최저가격 조항	거의 없음	거의 없음	다수 포함
사이클종료패턴	'18 4Q부터 급락 (메모리 영업이익률 70%+ → '19 저점)	'22년부터 급락	사이클 진폭 완화 vs 구조적 성장

자료: 각사 종합, 언론, 클로드, 키움증권 리서치센터

오버부킹 트래킹 보조지표

지표	주기	위험 신호
3사 평균 D램 재고 일수	분기	재고 5주 이상으로 반등 전환
D램 스팟가격, 계약가격 갭 변화	주간	스팟이 계약가격보다 먼저 둔화, 혹은 하락
메모리 3사 컨퍼런스콜 워딩 강도	분기	"공급 부족"·"캐파 초과 주문" 키워드 빈도, 강도 변화, "고객 재고 정상화" 등장
빅테크 4사 capex 가이던스 vs 집행률	분기	가이던스 대비 집행률 90% 미만 진입, capex 상향 중단

자료: 각사 종합, 언론, 클로드, 키움증권 리서치센터

25. 코스피와 반도체 투자 논리의 충돌, 어떻게 봐야 하나?

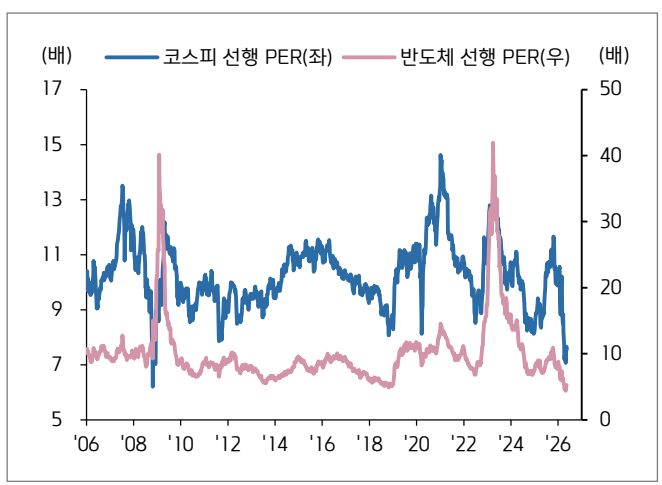
- 주식시장에서는 코스피 투자 전략은 “PER이 낮을 때 매수, PER 높을 때 매도“ vs 반도체 투자 전략은 “PER이 높을 때 매수 vs 낮을 때 매도 " 가 일반적인 통념
- 과거 경험상 둘 다 틀린 이야기는 아니지만, 이제는 “코스피 = 반도체“가 동일 주체로 취급되고 있기에 모순이 발생
- 과거 반도체는 전형적인 시클리컬 산업이었기에, 주가가 실적을 수개월간 선행해서 움직였으며, 이는 “고 PER 매수 + 저 PER 매도 " 의 유용성을 뒷받침했음
- 반대로 코스피는 반도체 이외에도 시장 전체를 대변하는 시장으로 매크로와 펀더멘털의 총합으로 움직이는 시장이었기에, “저 PER 매수 + 고 PER 매도“의 전략이 작동
- 현재 코스피와 반도체의 12개월 PER은 역사적 밴드 하단에 위치해 있기에, 상기 두가지 명제가 동시에 성립하기에 어려울 수 있지만, 이전과 다른 논리를 펼칠 수 있는 시기임

코스피와 반도체의 투자 논리



자료: 노트북 LM으로 작성, 키움증권 리서치센터

코스피와 반도체의 선행 PER



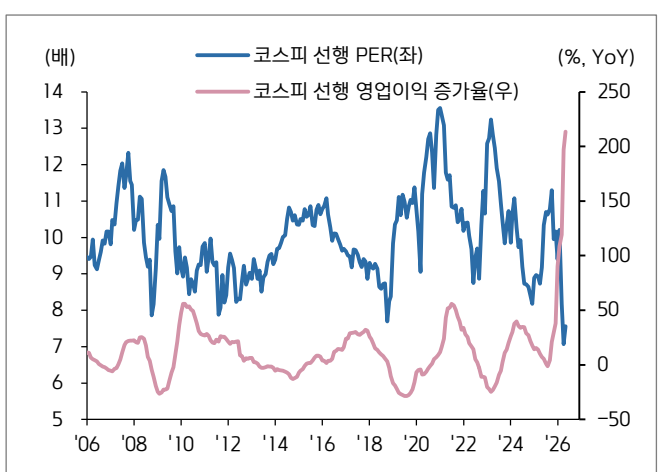
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. 반도체의 시클리컬 vs 구조적 성장의 승부처는 2분기 실적 시즌 이후

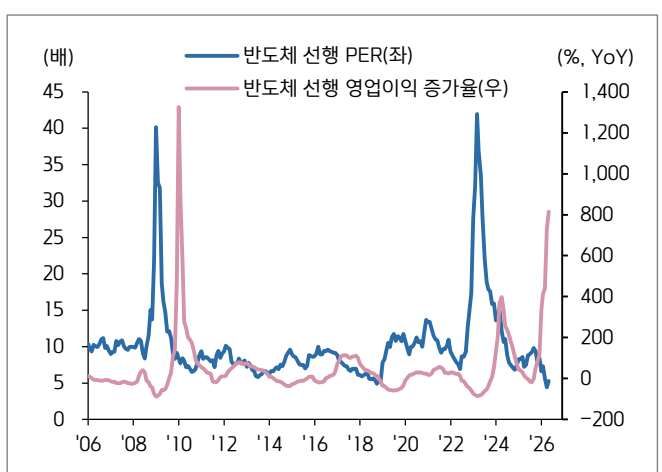
- 현재 반도체, 코스피 모두 PER이 계속 낮아지는 과정에서 주가가 상승하고 있다는 점에 주목할 필요
- 시장 참여자들이 반도체를 중심으로 코스피의 이익 피크아웃을 아직 의심하지 않고 있음을 시사. 추후에도 이익 컨센서스의 추가 상향 여력이 존재한다는 점도 긍정적
- 결국 "반도체와 코스피의 PER 투자 전략"의 모순에 대한 해답은 반도체가 과거처럼 시클리컬 업종인지 아니면 AI 성장 사이클에 올라탄 구조적 성장 업종인지를 구분해내는 데에 있으며, 이는 하반기 이후 주식시장의 승부처가 될 것으로 판단.
- 또한 코스피가 저 PER 상태라는 것은 반도체 이외에도 진입 매력이 높은 업종들이 존재한다는 것을 의미하며, 반도체 이외에도 순환매라는 안전장치가 수시로 발동할 수 있다는 점도 생각해볼 필요

코스피 PER과 이익



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 PER과 이익



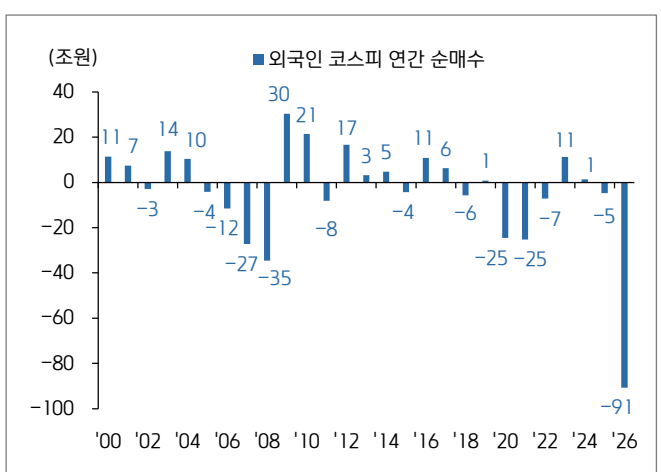
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. 외국인 올해 90조원대 순매도, 과거 역대 위기 이상으로 순매도가 진행

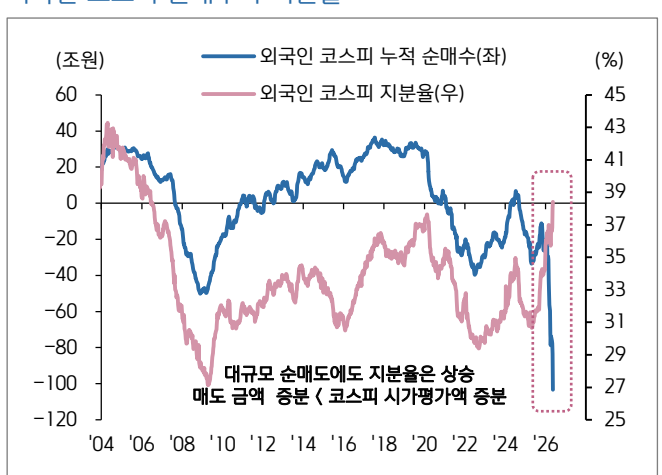
- 코스피가 올해 초 4,000pt대에서 8,000pt 부근까지 레벨업을 하는 과정에서 외국인의 대규모 순매도가 동반됐다는 점은 고민거리
- 연초 이후 5월까지 누적 순매도 금액은 약 90조원대로, 과거 금융위기, 코로나 판데믹 시절을 2~3배 이상 상회하는 역대급 순매도 금액에 해당되기 때문
- 또한 외국인의 공격적인 순매도에도 이들의 지분율이 오히려 연초 35%대에서 현재 38%대로 상승했다는 점도 눈여겨볼 부분
- 이들의 매도 금액보다 이들의 보유한 종목의 시가 평가액이 더 크게 늘어난 영향에서 기인. 그 과정에서 외국인의 삼성전자, SK하이닉스 보유주식수가 줄었다는 것은 반도체를 중심으로 순매도가 집중된 것을 의미하며, 동시에 추가적인 순매도 물량 출회 가능성을 내포

연도별 외국인 코스피 순매수



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 순매수와 지분율



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

키움증권

28. 역대급 매도이지만, 금융위기, 판데믹 급의 광범위한 청산으로 보기는 어려워

- 외국인의 유형은 실로 다양하겠지만, 보편적인 관점에서 봤을 때 이들의 공격적인 순매도는 한국 증시에 대한 하방 베팅 본격화보다는 차익실현 성격이 더 강한 것으로 보는 게 타당
- 과거 외국인이 한국 증시에 대한 비관론에 공격적으로 베팅했던 대표적인 사례는 코로나 판데믹, 2008년 금융위기가 대표적이며, 당시에는 연평균 시가총액 대비로 연간 약 3~4% 수준의 순매도를 단행
- 그러나 2026년 현재까지 90조원대의 순매도는 연평균 시가총액 대비 약 1.99% 수준이라는 점에 주목할 필요
- 결국 올해 외국인 순매도는 절대 강도나 페이스 상으로 역대급인 것은 시실. 그렇지만 순매도의 대부분이 반도체 단일 업종에 집중된 차익실현 성격이기에, 과거위기 시기의 광범위 청산과는 구조가 다르다고 판단
- 이 같은 순매도 페이스 변화는 환율, 금리 등 매크로 요인, 메모리 사이클에 좌우될 것으로 예상(현재 페이스 유지 시 2008년 기록 경신 = 4.56% 초과, 약 -225조원)

역대 외국인 코스피 매도 시기 비교 (연간 기준)

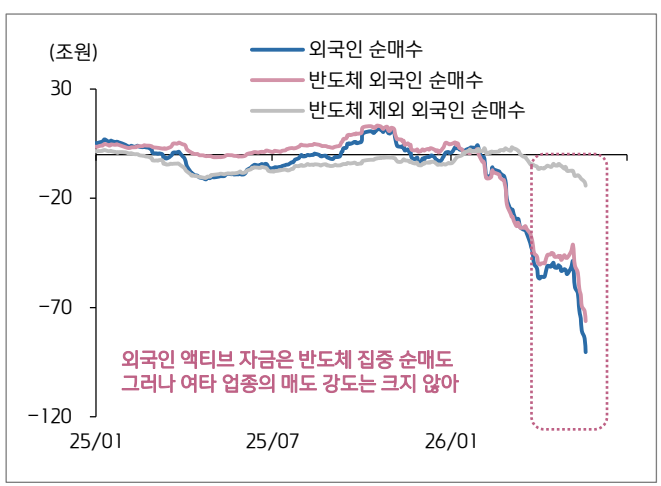
순위	년도	영업일	순매도 (조원)	연평균 시총 (조원)	시총대비 (%)	배경
1	2008	248	(34.6)	758	-4.56	글로벌 금융위기 (역대 최대 매도)
2	2007	246	(27.2)	828	-3.28	서브프라임 1차 충격 시작
3	2026(~5월)	90	(91.0)	4,583	-1.99	반도체 집중 차익실현, 매크로 불확실성 (순매도 페이스 사상 최대)
4	2006	247	(11.5)	640	-1.80	글로벌 유동성 정점
5	2020	248	(24.5)	1,447	-1.69	코로나 충격
6	2021	248	(25.2)	2,123	-1.19	동학개미운동에 따른 차익실현, 이익 피크아웃
7	2005	249	(4.2)	485	-0.87	중국, 인도 부상 등 브릭스 모멘텀
8	2011	248	(8.1)	1,091	-0.75	미국 신용등급 강등, 유럽위기
9	2018	244	(5.8)	1,494	-0.39	미중 무역분쟁
10	2022	246	(7.2)	1,908	-0.378	Fed 긴축, 인플레

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

29. 외국인 액티브 펀드들은 차익실현 vs 패시브 펀드는 메모리 사이클 베팅

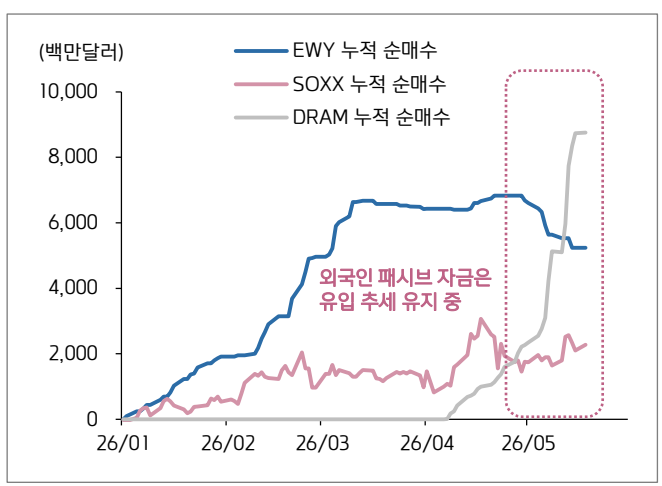
- 연초 이후 삼성전자, SK 하이닉스 등 반도체 주가 100% 넘게 폭등했다는 점이 일부 액티브 외국계 펀드들의 단기 차익실현을 자극한 것으로 해석이 가능(YTD, 삼성전자 +120%대, SK하이닉스 +160%대). MSCI 한국 지수를 추종하는 EWY에서도 4월 30일 이후 15억달러가 넘는 자금 유출이 발생한 것도 동일한 배경.
- 5월 BofA Global Fund Manager Survey에서도 확인할 수 있음. 해당 서베이 상 가장 쏠림현상이 심한 것으로 생각되는 전략 1순위는 5월 현재 "글로벌 반도체 매수(응답률 73% vs 4월 24%)"가 지목됐기 때문.
- 결국, 미국 10년물 금리 급등, 달러 강세 등 매크로 부담이 커진 상황 속에서 외국인들 사이에서 이를 헤지하려는 수요가 발생한 것으로 보임. 그 과정에서 연중 쏠림현상 심화로 주가가 폭등했던 "반도체 매도 후 현금 확보"라는 전술적인 차익실현을 하고 있는 것으로 판단
- 그러나 반도체 업황을 추종하는 DRAM(삼성전자+SK하이닉스 편입비중 46%)에서 자금 유입이 지속되고 있다는 점을 미루어 보아, 여전히 메모리 업사이클에 대한 베팅 수요는 강한 것으로 판단

외국인의 코스피 vs 반도체 vs 반도체 제외 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

EWY(한국지수 추종), DRAM(반도체주 추종) ETF 수급



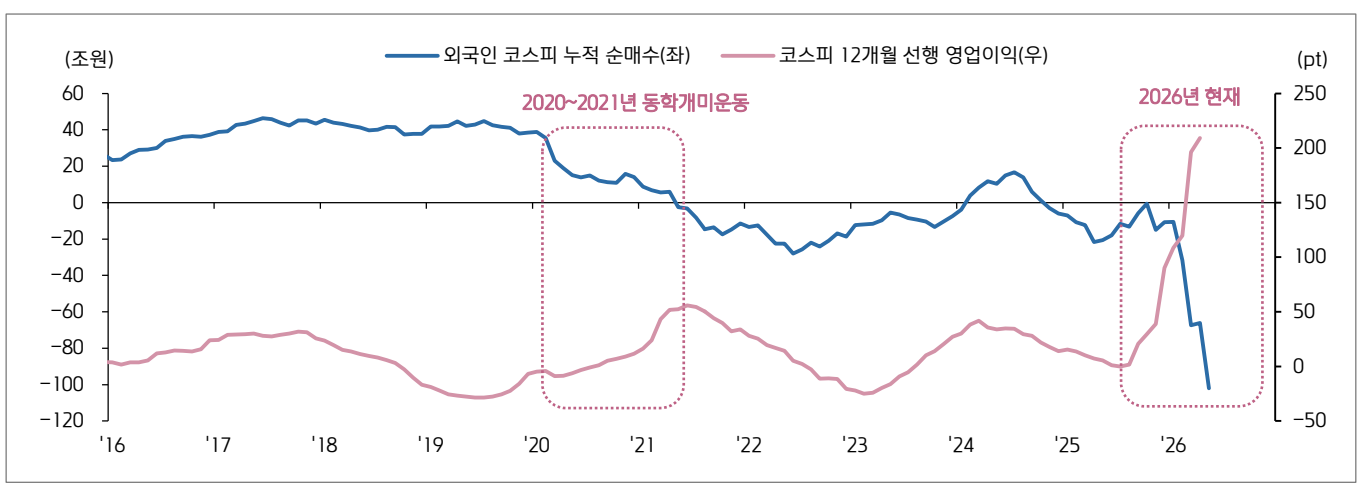
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주: DRAM ETF에는 삼성전자 20%, SK하이닉스 26% 편입

키움증권

30. 중기적으로 외국인의 한국 주식 순매수 기조는 다시 강화될 전망

- 현재 코스피의 12개월 선행 영업이익 증가율은 1월 +90%(YoY)에서 5월 현재 +210%(YOY)로 가속화되고 있는 등 이익 모멘텀 강화가 지속되고 있다는 점도 주목할 필요
- 외국인은 이익 펀더멘털을 추종하면서 중장기적으로 순매수를 하는 경향이 존재하기 때문
- 2020~2021년 당시 코스피 이익은 상향되고 구간에서 외국인이 순매도를 한 것은 개인의 FOMO성 매수세가 외국인의 매도 물량을 전부 받았던 측면이 존재. 당시에는 코스피 증익 사이클이 1년이 지난 시점이었던 관계로, 이익 피크아웃 우려도 점증하고 있었던 시기
- 하지만 현재는 예탁금 130조원대 육박, 시중 은행에서 주식시장으로 자금 이동 등 이전과 다르게 머니무브 현상이 강화되고 있음. AI 투자사이클 확대로 인한 메모리 슈퍼사이클이 당분간 지속될 것이라는 전망도 유효. 이는 외국인의 잠재적인 한국 주식 순매수 유인을 제공할 수 있다고 판단

외국인 코스피 누적 순매수와 코스피 12개월 선행 영업이익 증가율의 관계



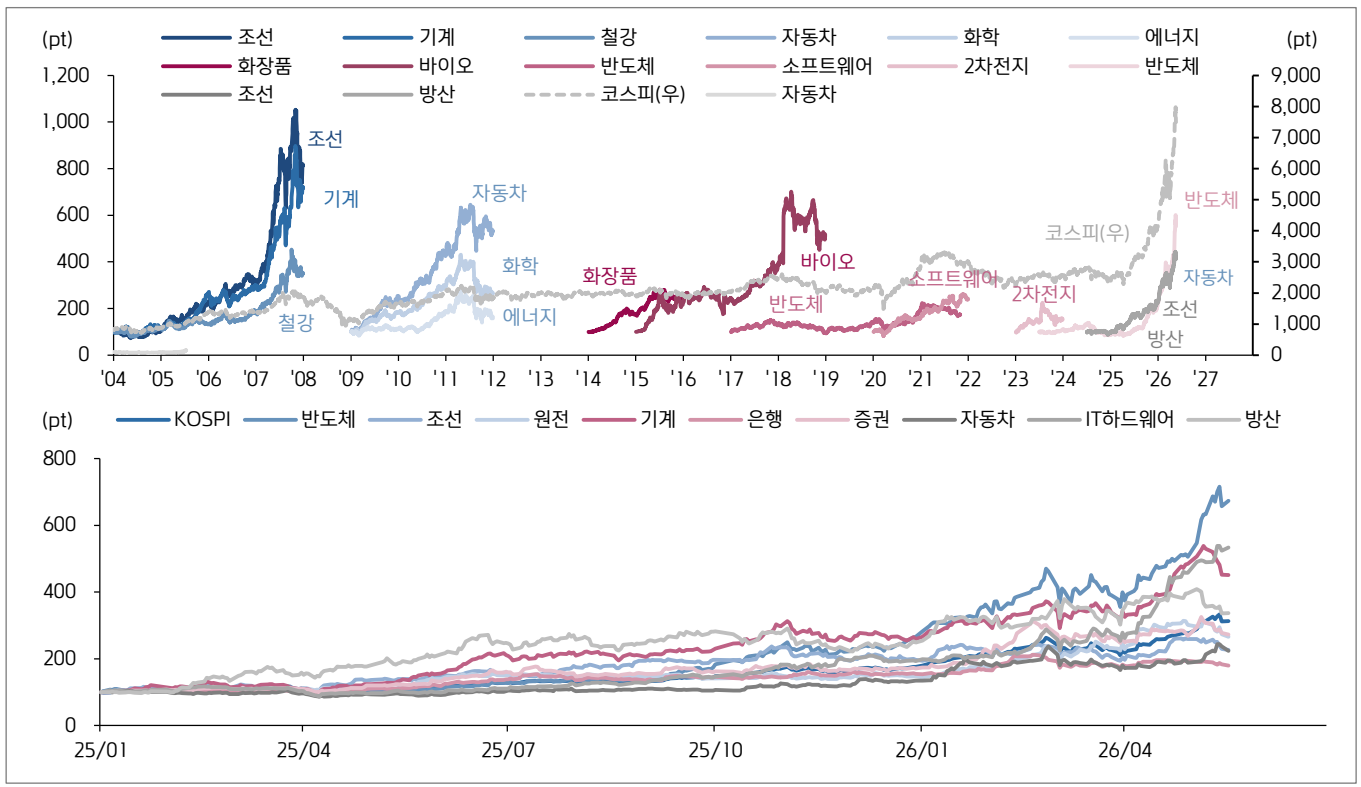
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

31. 상반기 주도주가 하반기에도 주도주의 지위를 유지할 수 있을까?

▶ 업종 측면에서는 주도주들의 차별화가 진행되는지가 관건. 1) 반도체, 전력기기, MLCC 등 상반기 주도주들이 그 지위를 유지할 수 있는지, 2) 작년부터 주도주였다가 현재는 탈락위기에 놓인 조선, 방산, 은행 등 기존 구 주도주들이 재차 주도주로 복귀할 수 있는 지가 중요

2004년 이후 국내 증시 주도업종(위)과 현재 주도업종(아래)

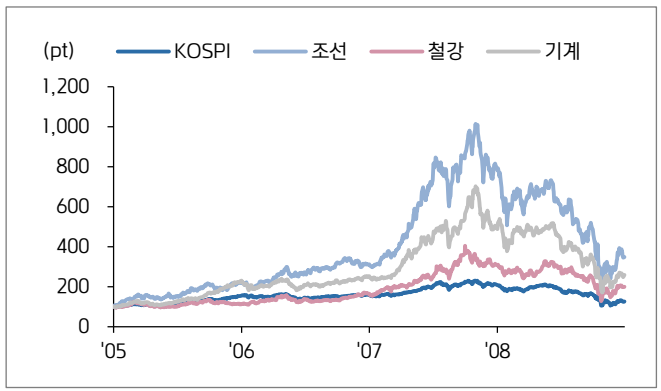


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

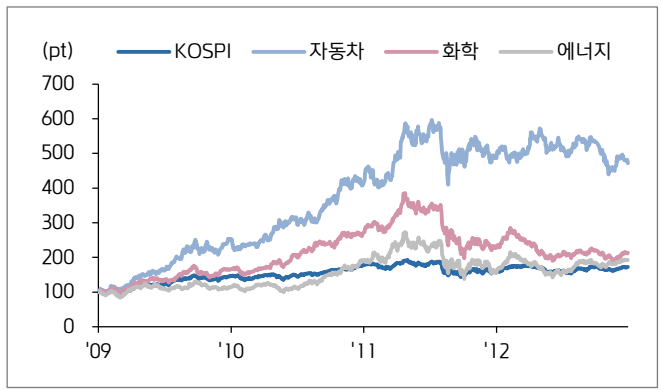
32. 과거 사례를 미루어 봐도, 영원히 상승하는 주도주는 없긴 하지만…

2005~2007년 시클리컬 랠리 with BRICS 사이클



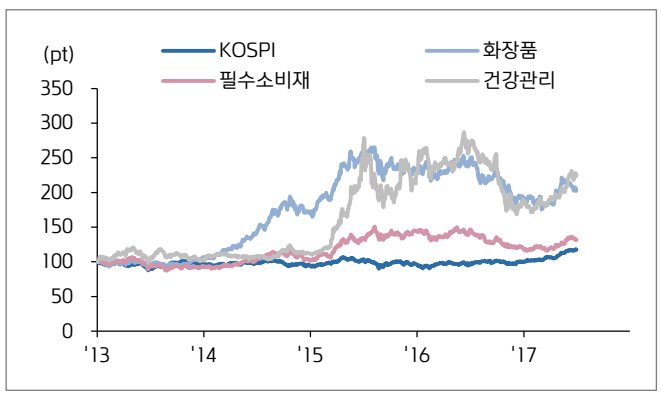
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

2010년 차화정 with 차이나 플레이



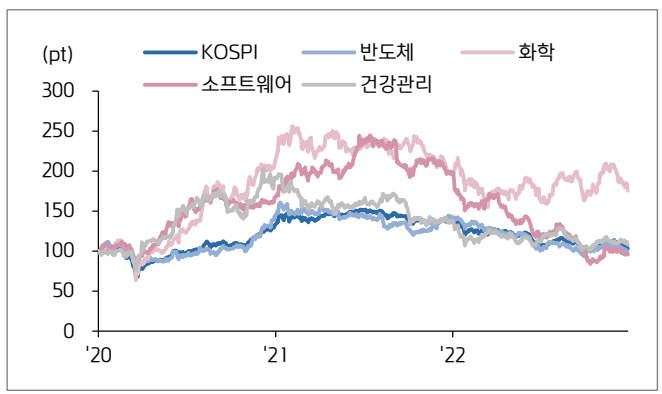
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

2014~2016년 중국 소비 테마 및 바이오 테마 랠리



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

2020~2021년 BBIG 및 반도체 랠리 with 코로나



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

키움증권

33. 주도주를 강제로 탈락시키는 4가지 요인 : 매크로, 외생 변수, 수급, 펀더멘털

과거 주도주 탈락 요인 분해

① 금리 상승 등 매크로 충격

대표 사례: 2020년대 BBIG

멀티플 위축(고 PER주 중심)
핵심 변수: 연준 기준금리, 미 10년물 국채 금리
미래 이익 현재가치 할인 충격

② 금융위기 등 외부 충격 (Risk-Off)

대표 사례: 2000년대 중반 슈퍼사이클, 2010년대 차화정

수출 의존 한국 증시 직격탄
핵심 변수: VIX, 한국 수출, ISM PMI 등
전 섹터 동시 디레이팅

③ 쏠림 매매 청산 등 수급 충격

대표 사례: 2010년대 차화정 자문형 랩, 2020년대 BBIG

특정 섹터 자금/시총 쏠림 → 청산
핵심 변수: 수급, 신용잔고
수급 충격의 여진이 장기화

④ 실적 약화 등 펀더멘털 충격

대표 사례: 2015년 사드 사태 등

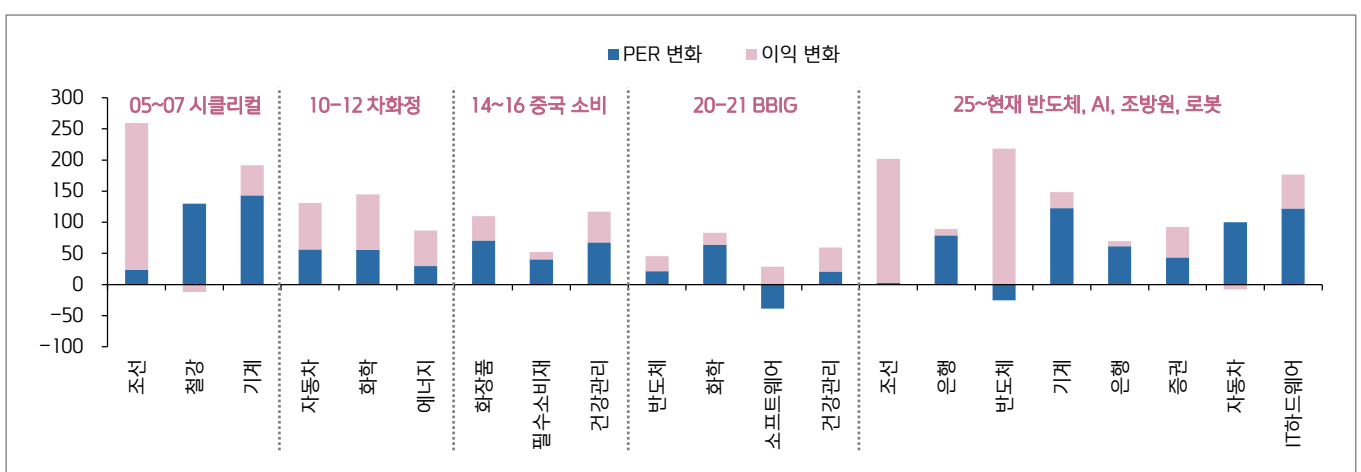
구조적 수요 변화 → 이익 둔화
핵심 변수: 영업이익 컨센서스 절대값 및 증가율 둔화
가장 깊고 오래가는 주도주 탈락

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

34. 주도주의 기본 공식 = 실적 개선 + 멀티플 확장, 이번엔 주도주가 더 많았다

- 한국 증시의 주도주는 거의 3~4개 섹터가 묶음으로 출발. 2005~2007년 슈퍼사이클은 조선, 철강, 기계였고, 2009~2011년 차화정은 자동차, 화학, 에너지가, 2014~2016년 중국 소비는 화장품, 필수소비재, 건강관리가, 2020~2021년 BBIG는 반도체, 2차전지, 소프트웨어, 건강관리였음.
- 이들 묶음의 구성 산업은 매번 달랐지만 묶음이라는 형태 자체는 동일. 시장이 어떤 한 가지 메가트렌드를 발견하면, 그 트렌드의 수혜를 받는 산업이 한꺼번에 여러 개 같이 떠올랐음을 시사
- 또한 주도주로서 주가가 정점을 찍을 때까지 이익 개선 이상으로 멀티플 확장이 수반됐다는 점도 공통점. 이는 주식시장이 이익의 지속 기대감을 멀티플 확장을 통해 더 많이 반영해왔음을 보여주는 대목
- 이번 장세는 AI, 지정학이라는 거대한 메가트렌드가 반도체, 조선, 방산, 전력기기, 로보틱스 등을 과거에 비해 다수의 주도 업종을 만들면서 증시 전반의 랠리를 견인한 상황.

국내 증시 대표 주도업종들의 주가 정점까지 상승 요인 분해(PER 멀티플 확장 + 이익 개선)



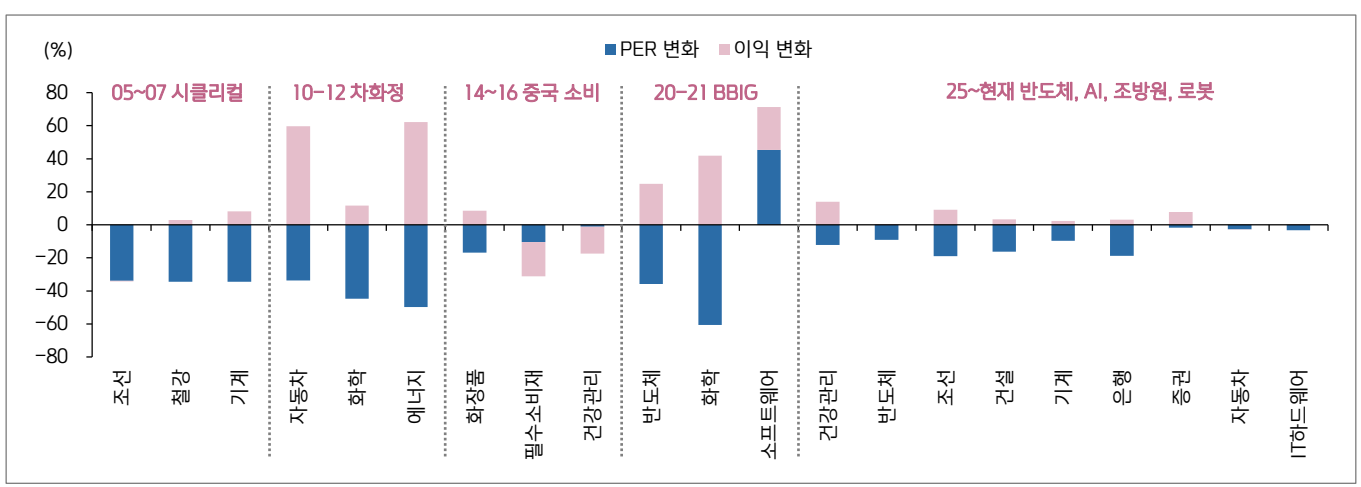
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

35. 주도주 탈락 위기에 놓여있더라도 이익이 버티면, 좀 더 오래간다

- 문제는 주도주가 영원하지 않다는 것임. 정점이라는 단어는 정의상 그 이후의 흐름이 아래라는 뜻이고, 주도주에 늦게 올라탄 투자자에게 힘겨운 구간이 될 수 있다는 것을 의미한다는 점임
- 하지만 이 구간에도 업종간 간 차이는 극명해지는 데, 같은 묶음 안에서도 누구는 거의 안 빠지고 누구는 절반 가까이 급락이 나오는 패턴이 존재
- 외부 충격이든 내부 펀더멘털 훼손이든, 이익이 취약해진 업종이 주도업종 지위를 가장 빠르게 내려놓았다는 점이 과거의 사례. 반대로 주가가 단기 정점을 찍은 후 이익 체력의 지속성에 따라, 주도주의 지배력을 상대적으로 오래 유지하는 차별화된 패턴이 등장한다는 점에 주목할 필요.
- 이런 측면에서 반도체, 증권 등 올해 주도주 이외에도 탈락위기에 놓여있는 조선, 방산 이들 업종은 실적 가시성(수주잔고)이 유지될 수 있다는 점에서 하반기에도 지속 관심을 가져볼 만

국내 증시 대표 주도업종들의 주가 정점 후 하락까지 요인 분해(PER 멀티플 축소 + 이익 둔화)



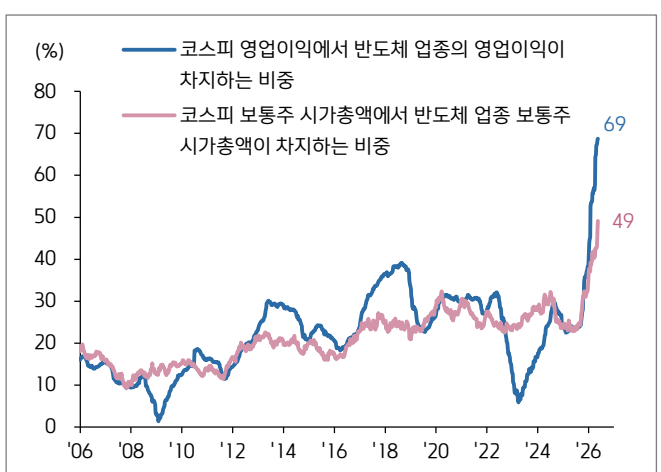
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

36. 하반기 반도체는 여전히 코어, 그 외 초과수익을 내볼 만한 업종들도 존재

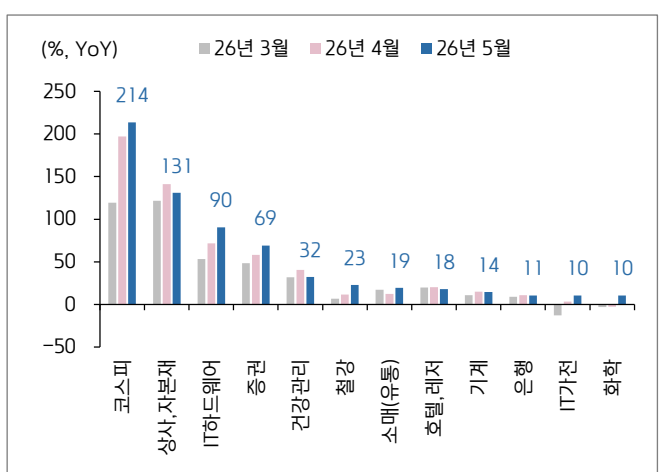
- 국내 증시 투자 포인트의 상당부분을 압도적인 이익 모멘텀이 생성되고 있는 반도체가 기여하고 있는 만큼, 반도체에 대한 "비중 확대" 전략은 여전히 유효할 전망
- 동시에 반도체 이외에도 조선, 방산, IT 하드웨어, 건강관리 등 여타 업종들도 이익 성장률이 개선되고 있다는 점도 잠재적인 코스피 추가 레벨업에 일조할 수 있는 요인.
- 추후 반도체, 건설, 전력기기, IT하드웨어 등 주도업종들이 차익실현 압력 등으로 일시적인 숨고르기 과정에 있을 때, 순환매 효과를 누릴 가능성이 있다는 점도 대응 전략에 반영해볼만 하다고 판단.
- 또한 시가총액 사이즈는 상기 업종에 비해 크지 않지만, 백화점, 화장품, 호텔 등 외국인 인바운드 수요 모멘텀, 증시 상승에 따른 부의 효과 수혜를 받을 수 있는 업종도 하반기 주요 테마가 될 수 있을 것으로 예상

반도체의 코스피 이익 기여도와 시가 총액 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 이외의 이익 모멘텀 개선 업종(선행 영업이익 증가율)

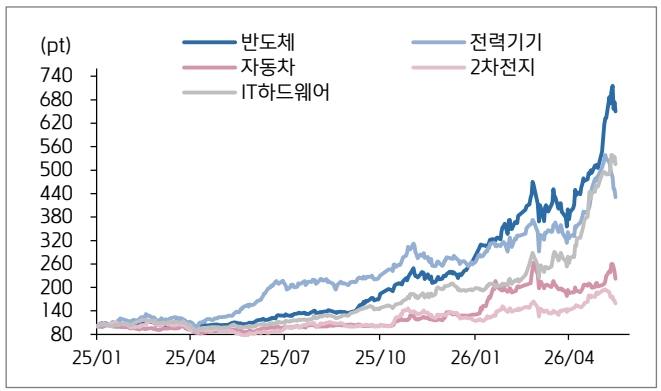


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

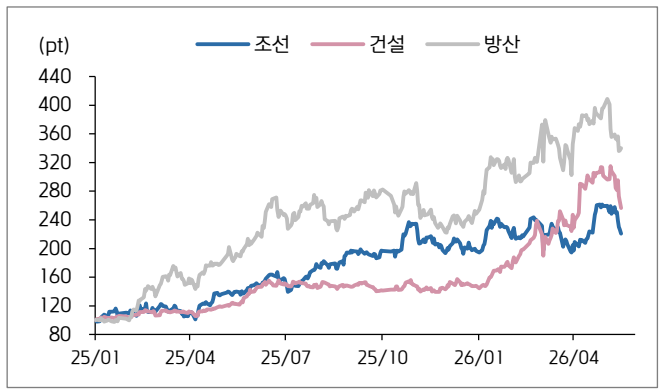
37. 주도 업종들의 주가 변화: AI, 반도체 이외에도 아직 살 것들이 존재

공급 부족 등 AI 투자사이클 수혜 업종



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자주국방, LNG 수주, 재건 등 지정학 리스크 수혜 업종



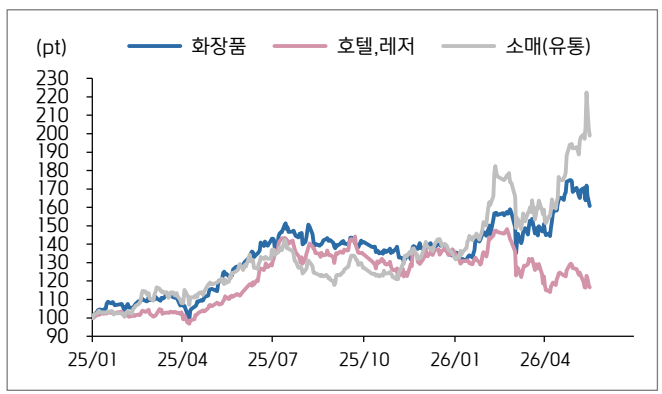
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주주환원, 코리아 프리미엄 수혜 업종



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

고환율 및 부의 효과 수혜 업종



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

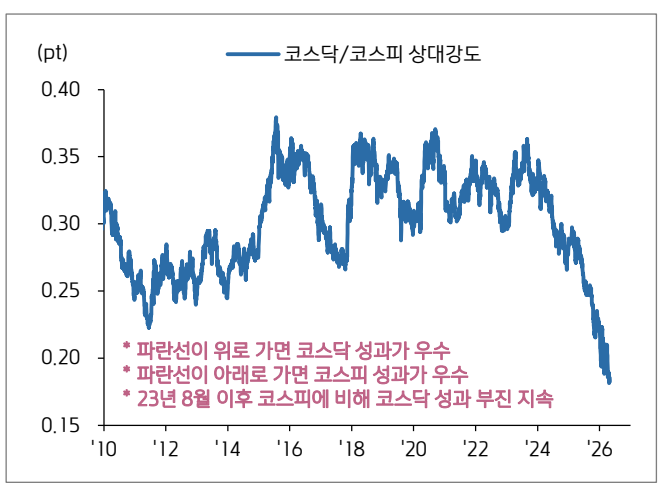
38. 대형주, 실적주로 위주의 자금 환경 – 〉 코스닥보다 코스피

- 올해 코스닥이 코스피보다 부진한 것은 대형주, 실적주를 중심으로 자금이 유입되는 환경이었기 때문. 올해 뿐만이 아니라 2023년 8월 이차전지 버블 붕괴 이후 코스닥의 성과는 코스피를 지속적으로 하회한 것도 동일한 이유에서 기인

  – ① 반도체, 전력기기 등 AI 밸류체인주의 코스피 집중 현상 ② 바이오주 장기 약세 ③ 개인의 코스피 선호현상 ④ 중소형주들의 상법개정안 등 거버넌스 개선 정책에 대한 수혜 제한 등이 그에 해당

- 바이오주의 주도주 재 등극, 정부의 코스닥 활성화 정책 강화 등이 나오지 않는 이상, 올해 하반기에도 주식시장의 자금은 코스피에 집중될 것으로 예상. 이들 정책 효과의 발현까지는 시차가 있겠으나, 고질적인 코스닥의 체질이 단계 개선될 것이라는 기대감은 중간중간 코스닥 키맞추기에 힘을 부여할 전망

코스피와 코스닥의 상대 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스닥 정책 관련 주요 내용

구분	정책	핵심 내용	코스닥 영향 경로
시장 체질	코스닥 신뢰+혁신 제고 방안	4개 방향, 17개 세부과제	시장 전반 구조 재설계
	부실기업 퇴출 강화	동전주, 시총 200억 미만 상폐	신뢰 회복, 종목 질 개선
	거래소 지주회사 전환	코스피, 코스닥, 코넥스 자회사화	코스닥 자체 경쟁, 혁신 가능
자금 공급	종투사 모험자본 의무공급	발행어음·IMA의 25%	중소, 벤처 직접 자금 공급
	국민성장펀드 1차	AI, 반도체,바이오 등 첨단산업	코스닥 포진 첨단산업 직접 수혜
	국민성장펀드 2차	바이오,소버린 AI , Pre-IPO, 코스닥 상장초기 집중 지원	투자→회수→재투자 선순환 구조
	코스닥벤처펀드, BDC 활성화	세제, 공모주 우선배정 확대	코스닥 전용 자금 풀 확대
수급 유인	연기금 BM에 코스닥 반영	기금운용평가 기준수익률 반영	연기금 BM 부재 문제 해소
	종투사 코스닥 리서치 확대	전담부서, 분석대상 확대	정보 비대칭 해소

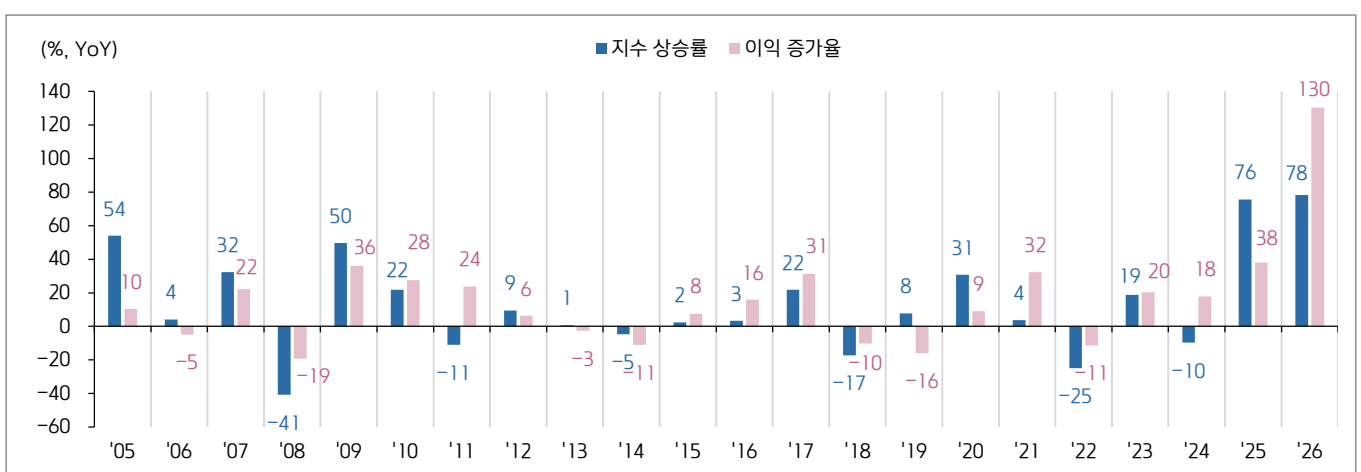
자료: 언론 보도, 각 기관, 키움증권 리서치센터

키움증권

39. (결론) 과속 후유증에도, 실적 장세는 유효. 하반기 코스피 10,000pt 진입 전망

- 2년 연속 70% 폭등으로 5월 말 현재 국내 증시는 과속에 대한 후유증을 겪고 있지만, 하반기에도 이익, 밸류에이션, 머니무브 등 기존의 상승 랠리 재료 조합은 유효하다고 판단
- 2분기 실적 시즌 이후 ~ 9월 FOMC 사이인 8~9월 중 반도체 사이클 유형 변화에 따른 이익 성장률 피크아웃 논란, 연준의 긴축 우려 등 펀더멘털과 매크로 불확실성을 마주하는 과정에서 재차 변동성 확대 압력에 노출될 수 있다는 점은 유의할 필요
- 올해 하반기 코스피 목표 상단은 10,000pt로 제시(하반기 예상 밴드는 6,200~10,000pt, 선행 PER 6.0~10.0배 적용)
- 하반기 추천 업종은 반도체(메모리 업사이클), 방산(자주국방 수요에 따른 이익 가시성 우위), 증권(거래대금 증가), 유통(인바운드 모멘텀, 부의 효과), 바이오(수급 빈집, 하반기 중 금리 불확실성 완화 가능성) 등을 제시

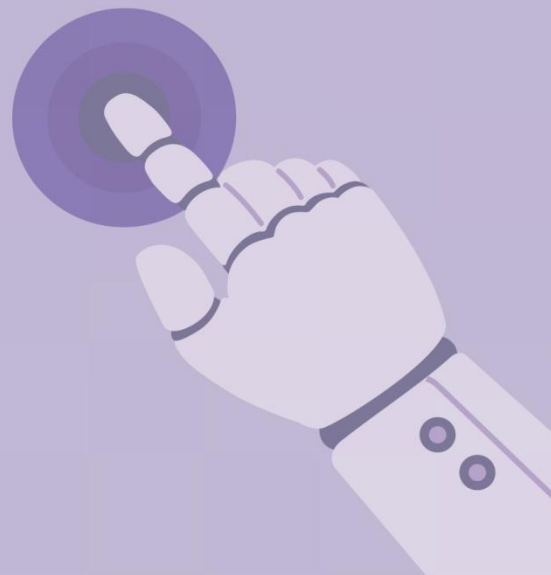
2005년 이후 코스피 연간 상승률과 연간 선행 영업이익 증가율 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

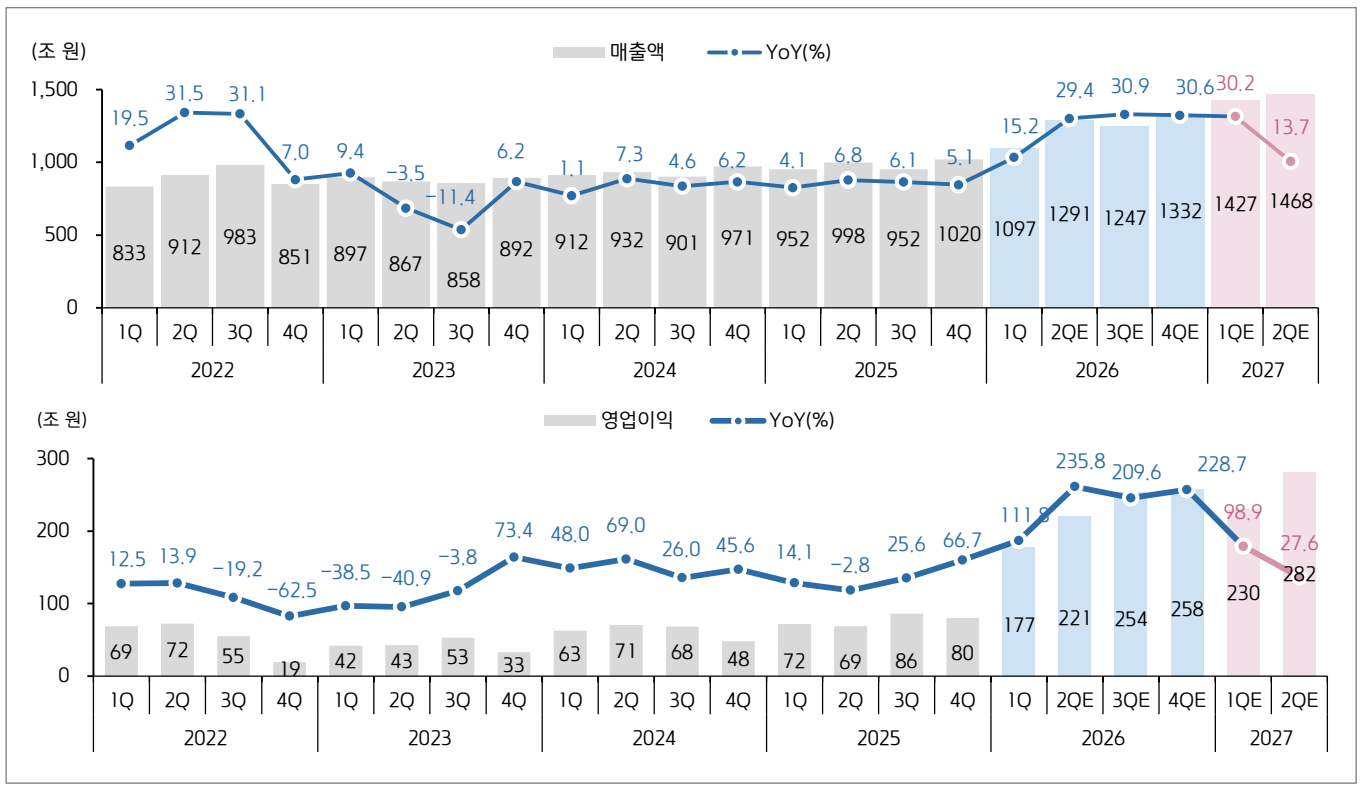
III. 퀀트: 성장의 속도 조절 구간, 분산과 로테이션 전략



01. 2026년 코스피 영업이익 900 조원 상회 기대

▶ 2026년 코스피 매출액이 전년 대비 27% 성장이 예상되는 가운데, 영업이익 성장률은 204%로 전망
실적 전망치의 급격한 상향 조정이 이루어진 이후, 내년 상반기부터는 연간 성장률의 점진적인 둔화 예상
– 올해 급격한 실적 상향에 따른 높은 기저 효과의 영향이 본격화. 이는 성장률 정상화 과정으로 해석하는 시각이 적절

코스피, 분기별 매출액과 영업이익 전망치 및 성장률



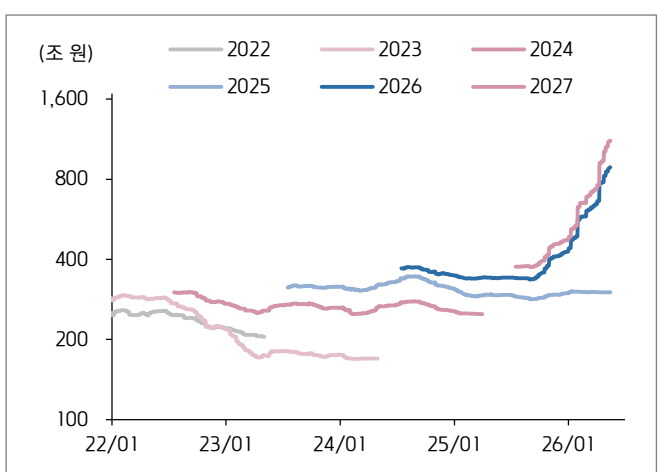
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 더욱 확대된 반도체 업종의 국내 증시에서의 영향력

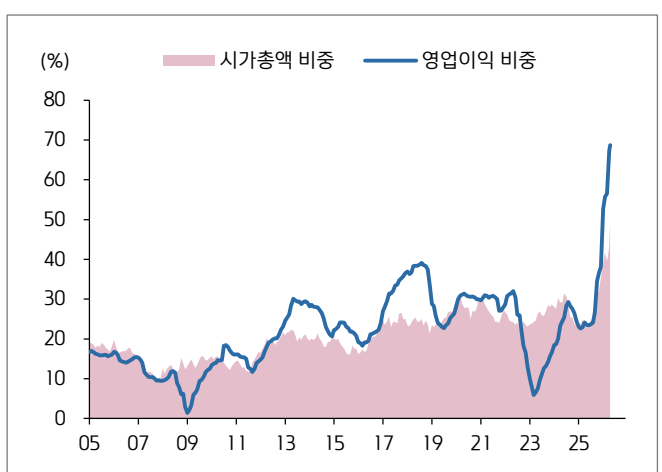
- 반도체 기업들의 메모리 가격 상승 수혜 및 장기 계약 형태에 따른 실적의 체질 개선이 두드러지며, 코스피 기업의 실적 전망은 유례없는 규모로 증가 중
- 가파른 실적 상승세와 함께 국내 기업 실적 전망에서 반도체 업종이 차지하는 비중은 현재 68%까지 확대
  - 시가총액 기준으로는 전체 대비 약 49%를 반도체 업종이 차지
- 현재의 실적 컨센서스가 유지된다고 가정한다면, 아직까지 시가총액 측면에서의 추가 상승 여력 존재
  - 다만, 국내 실적 컨센서스는 하반기에 실적 눈높이 현실화라는 계절성이 나타나는 빈도가 잦았다는 점 유의 필요

코스피, 연도별 영업이익 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

반도체 업종의 영업이익 차지 비중과 시가총액 비중



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. (참고) 코스피, 업종별 분기 실적 성장률 전망

코스피, 업종별 '26년 분기 매출액 성장률 전망

	2026E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2027E
코스피	27.0	15.2	29.4	30.9	30.6	10.2
코스닥	20.7	15.8	15.5	24.6	25.7	18.7
에너지	17.5	7.4	24.5	14.5	14.2	-1.7
화학	14.2	-2.0	18.6	16.3	22.1	7.0
비철,목재등	28.8	34.5	34.3	29.2	17.9	3.1
철강	5.6	2.2	3.4	5.7	9.7	4.5
건설,건축관련	-2.8	-2.6	-5.7	-2.3	4.9	8.3
기계	20.3	24.1	21.1	20.9	14.1	9.9
조선	17.7	16.5	19.0	15.1	14.7	8.6
상사,자본재	7.4	4.8	6.1	6.0	6.0	7.8
운송	6.8	2.0	7.3	10.7	6.1	1.7
자동차	6.0	4.2	5.9	4.9	7.2	5.0
화장품,의류,완구	10.6	6.2	11.5	11.7	11.4	8.2
호텔,레저서비스	10.1	9.7	10.9	13.3	4.5	7.6

	2026E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2027E
미디어,교육	11.8	7.2	10.5	15.9	12.3	1.1
소매(유통)	2.6	2.9	2.2	2.5	3.1	3.6
필수소비재	5.6	2.8	2.6	2.5	14.2	4.6
건강관리	13.2	12.4	10.9	5.0	28.7	11.1
은행	5.1	12.2	-6.6	-0.2	5.1	2.2
증권	10.8	-	-	-	-	-6.0
보험	-	-	-	-	-	-
소프트웨어	11.3	10.8	11.0	12.0	10.7	9.0
IT하드웨어	14.1	12.4	18.7	15.5	10.0	10.8
반도체	134.6	76.3	153.5	155.4	135.6	24.9
IT가전	11.8	2.4	13.3	13.7	11.7	12.7
디스플레이	-2.8	-4.3	1.3	-2.4	-1.5	3.7
통신서비스	0.6	0.0	-2.6	2.7	2.9	2.0
유틸리티	2.3	-0.3	1.2	5.2	5.4	1.2

코스피, 업종별 '26년 분기 영업이익 성장률 전망

	2026E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2027E
코스피	200.7	111.8	227.0	203.6	223.2	25.9
코스닥	84.4	58.3	50.2	77.6	92.8	39.5
에너지	208.8	327.1	2311.6	46.3	109.5	-9.0
화학	221.2	-56.9	152.1	35.8	흑전	84.3
비철,목재등	67.1	105.7	68.8	85.4	18.9	-4.6
철강	73.9	11.8	18.9	45.8	2193.1	31.4
건설,건축관련	80.4	14.8	7.7	37.7	흑전	22.9
기계	42.1	30.3	36.3	48.0	44.0	28.3
조선	54.2	50.7	67.3	35.8	37.5	18.8
상사,자본재	103.0	69.5	19.4	23.0	106.2	16.9
운송	-10.4	-14.5	-71.3	29.9	23.8	47.3
자동차	9.7	-15.8	1.3	30.7	37.9	11.3
화장품,의류,완구	35.4	11.0	27.8	38.5	66.8	16.4
호텔,레저서비스	19.1	2.4	14.7	27.4	25.5	17.0

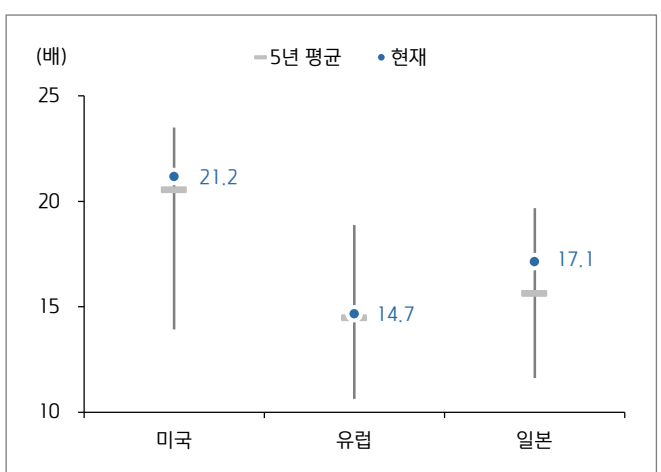
	2026E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2027E
미디어,교육	47.3	48.5	53.3	132.5	81.2	31.6
소매(유통)	44.2	20.1	56.9	38.2	52.7	11.8
필수소비재	15.4	8.4	4.9	11.8	39.3	10.6
건강관리	39.7	46.3	32.8	9.9	50.1	19.0
은행	9.3	6.9	11.3	10.5	10.8	6.1
증권	44.5	85.7	48.6	24.8	18.7	-8.2
보험	16.4	1.6	8.3	10.7	67.6	20.5
소프트웨어	20.5	11.8	17.2	19.5	31.4	17.5
IT하드웨어	89.9	86.3	136.0	76.7	61.2	38.9
반도체	556.7	440.6	943.8	629.9	371.1	30.7
IT가전	226.7	-2.5	92.8	103.0	흑전	102.4
디스플레이	112.5	89.4	흑전	22.2	204.7	25.4
통신서비스	15.2	-15.0	-12.6	83.2	91.5	7.3
유틸리티	-12.0	8.8	-2.2	-28.6	-31.1	20.2

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

04. 주요국 증시 대비 두드러지는 한국의 밸류에이션 매력도

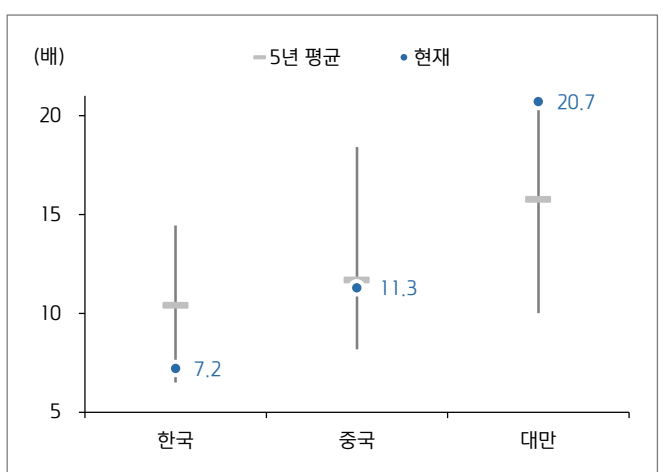
- 미국은 선행 12개월 PER은 현재 21.2배 수준으로 5년 평균(20.3배)을 상회하며 다소 고평가 된 영역에 위치. 빅테크 실적 호조가 주가를 견인 중이나, 4월 CPI(YoY 3.8%) 반등에 따른 고금리 장기화 우려가 멀티플 확장을 억제하는 상단 저항선으로 작용 중
- 한국의 선행 12개월 PER은 7.2배 수준에 위치. 5년 평균(11.0배) 대비 약 32% 할인된 상태로, 글로벌 주요국 중 가장 저평가 구간에 위치. 연초 이후 반도체 실적 상향 그리고 5월 중순 이후의 차익매물 출회 등이 맞물리며 국내 증시의 실적 대비 주가배수는 더욱 낮아질 가능성 높음
- 유럽 증시의 선행 12개월 PER은 14.7배로 5년 평균(13.9배)을 소폭 상회. 지정학적 리스크로 인한 에너지 비용 압박이 내수 섹터의 멀티플을 누르고 있으나, ASML등 테크 기업들의 실적이 밸류에이션 하단을 지지

주요 선진국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



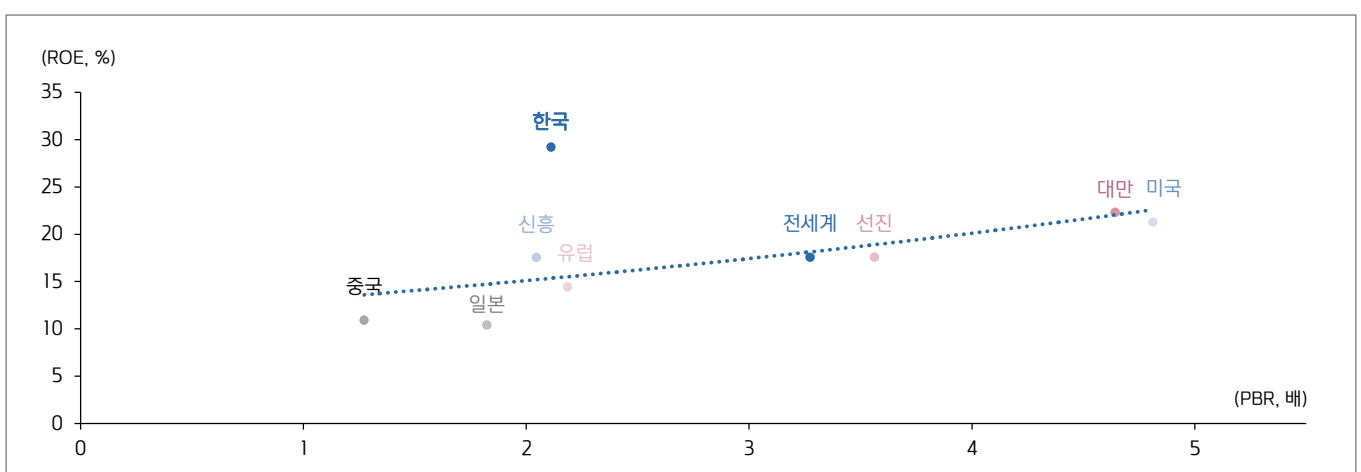
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 수익성 전망 역시 글로벌 증시 중 최상위권

- ROE – PBR 기준, 한국 증시의 수익성은 주요국 중 가장 높은 수준. 최근의 상승으로 PBR은 신흥국(2.0배)을 소폭 상회한 2.1배까지 높아졌음
- 단기간 코리아 디스카운트에 대한 부분이 전적으로 해소될 것으로 기대하기는 어렵지만, 주요국 중에서 AI 밸류체인을 주도하고 있는 미국, 대만 등의 멀티플을 고려한다면 추가적인 주가 상승 여력에 대한 기대 유효
  - 상반기는 AI 산업 성장을 둘러싼 논의들이 주도하는 흐름이었으나, 하반기 실적 모멘텀의 공백이 발생하는 경우 거버넌스 개선 등에 힘입어 증시의 하방이 지지될 수 있을 것으로 기대
  - 하반기 저PBR 기업 명단, 밸류업 우수 기업에 대한 법인 세액공제, 배당소득 분리과세 등 다양한 각도에서의 거버넌스 개선 움직임 진행 중

주요국 PBR과 ROE (Fwd. 12M)



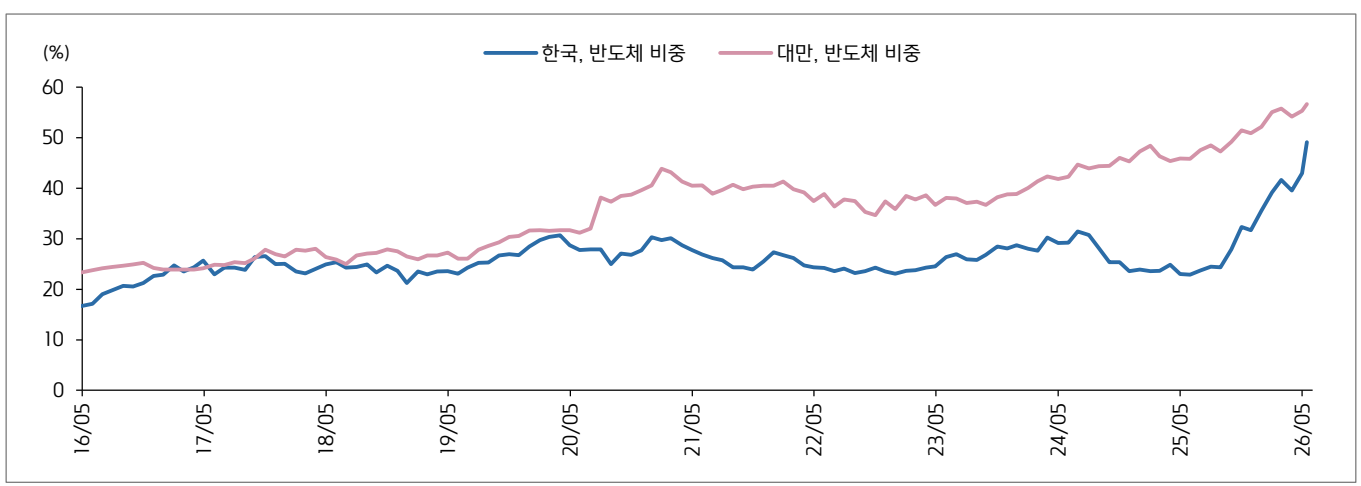
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 반도체 영향력이 확대되는 국내 증시 (한국 vs. 대만)

- 아시아 증시 중, 한국과 대만은 대표적인 IT 및 반도체 업종 중심 시장으로 분류
- 2020년 이후, 각 국의 대표 증시 내에서 반도체 업종 비중의 차이가 벌어지는 모습이 나타났으나, 최근 간극이 다시금 좁혀지는 모습
- 특히 국내 증시에서 실적 개선 탄력이 더욱 크게 나타나고 있는 점은 글로벌 투자자가 AI 테마에 대한 비중 고려 시 국내 증시에 대한 비중 확대 고려 요인. 대만 대비 밸류에이션 할인 폭이 여전히 크고, EPS 상향 모멘텀이 강하게 이어지고 있다는 점에서 글로벌 자금의 국내 증시 재유입 여지는 충분한 것으로 판단

코스피와 대만 가권 지수 내, 반도체 업종 비중



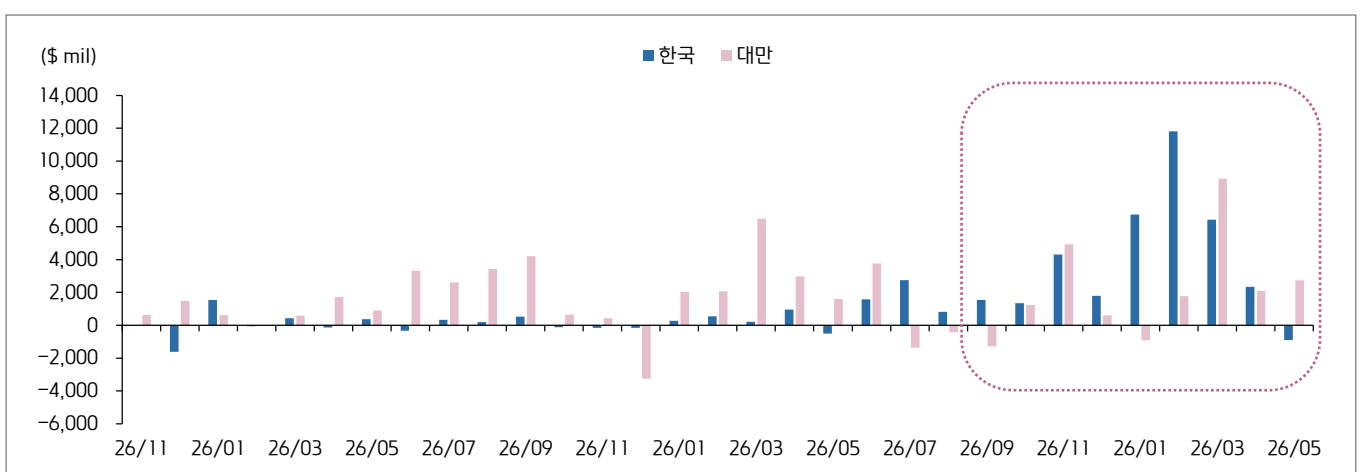
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 국내 증시로의 ETF 유입 확대 기대

- 신흥국 내 IT 업종의 대표 투자처로서의 경쟁 시장인 한국과 대만 증시의 ETF 펀드플로우를 살펴보면, 국내 기업들의 실적이 탄력적으로 개선되기 시작한 지난해 하반기를 기점으로 자금 유입이 앞서는 모습
- 최근 5월에 들어서 상반기에 순유입 흐름을 보였던 한국 ETF에서의 자금 유출이 발생한 반면, 대만은 상대적으로 견조하게 유지되고 있는 점은 경계 요인이나, AI 테마를 중심으로 한 강한 실적 모멘텀을 감안한다면 국내로의 유입 전환 기대

한국과 대만 증시로의 ETF 펀드 플로우



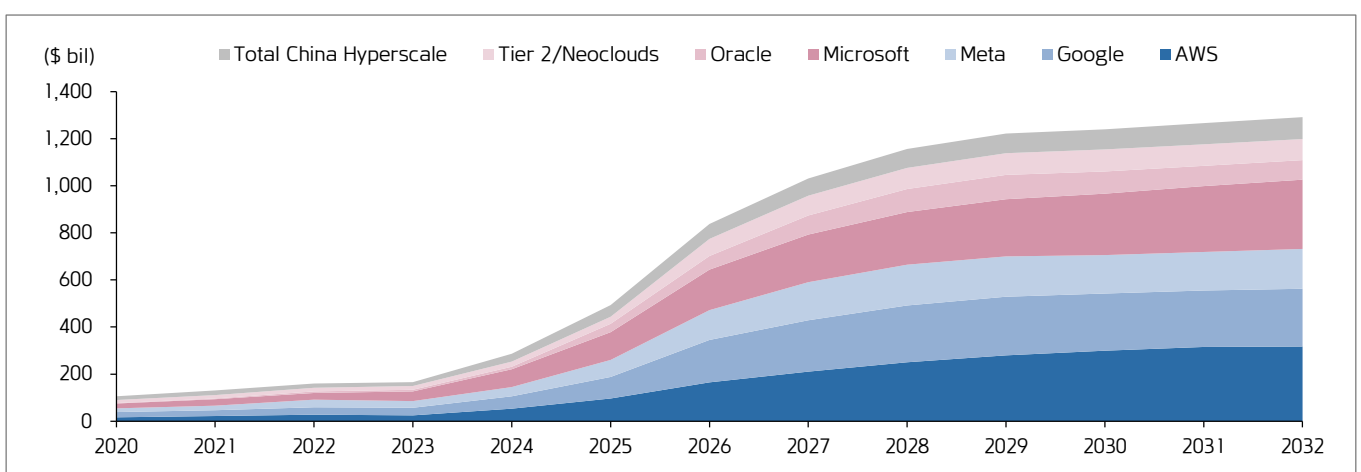
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 하이퍼스케일러들의 CAPEX 투자 확대 중

- 2026년 기준 주요 하이퍼스케일러 기업들은 연간 1,000억 달러 이상을 CAPEX 투자에 투입하는 모습. 소수 빅테크 기업을 중심으로 시장이 확고하게 구축되고 있음
- 이번 투자 사이클은 구조적 변화의 양상을 보이며 장기 투자 성격을 지니고 있음. 특히 2025년 CAPEX 증가율은 72%, 2026년 70%, 2027년 23%로 예상되며 올해와 내년까지도 CAPEX 투자에 따른 중간재 공급 업체들에게는 우호적인 영업 환경이 펼쳐질 것으로 전망

글로벌 하이퍼스케일러들의 CAPEX 규모 전망 추이



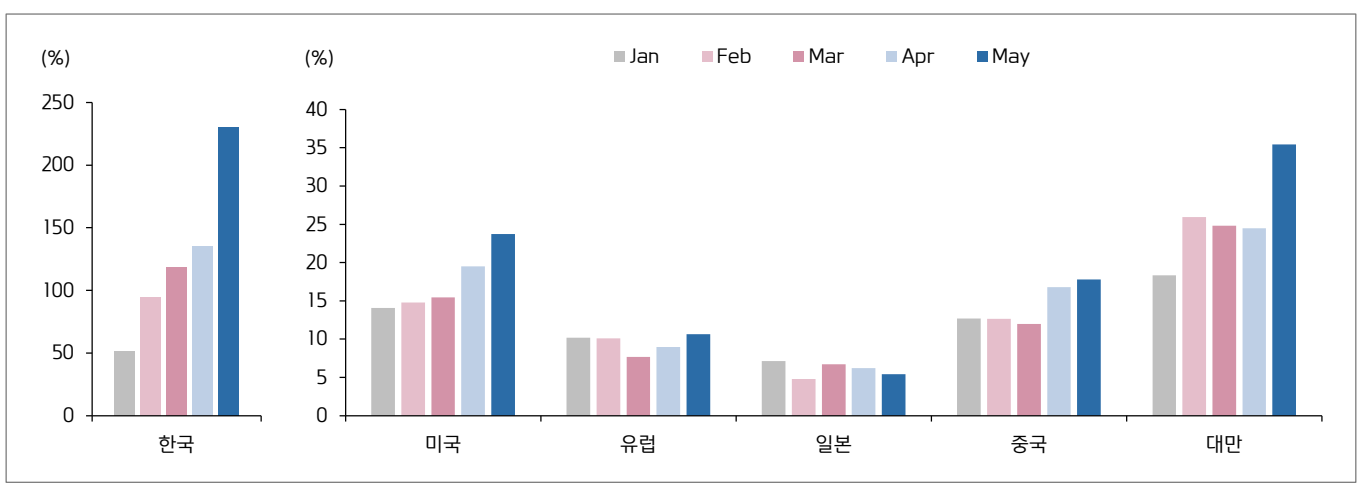
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 1Q 어닝시즌과 함께 개선된 글로벌 실적 전망

- AI 산업을 주도하고 있는 글로벌 하이퍼스케일러 기업들의 막대한 CAPEX 투자는 관련 인프라 공급망 수혜 지속
- 반도체뿐만 아니라 전력 설비, 냉각 시스템 등 AI 인프라 전반에 걸쳐 장기적인 수요 가시성이 확보
- 그 결과 AI 관련 산업을 주도하는 미국을 비롯해 EM 권역 내의 아시아 국가(한국, 대만, 중국) 들의 2026년 실적 성장률 전망은 상향되며 실적 모멘텀을 강화 시키는 배경

주요국 증시, 2026년 EPS 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 글로벌 증시 전반적으로 실적 개선 요인이 우위

▶ 주요국 주가 동인을 살펴보면 EPS 영향력이 큰 모습. 5월에 들어 인플레 및 금리 수준에 대한 우려 및 상승 속도에 대한 불안으로 차익실현 압력이 높아졌음. 다만, 실적 개선 영향도가 크다는 점을 감안할 때, 현재의 주가 조정은 펀더멘털 훼손이 아닌 단기적인 되돌림 성격으로 해석

주요국 증시 최근 3년 주가수익률(1Y)의 동인 분해 (EPS/PER)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

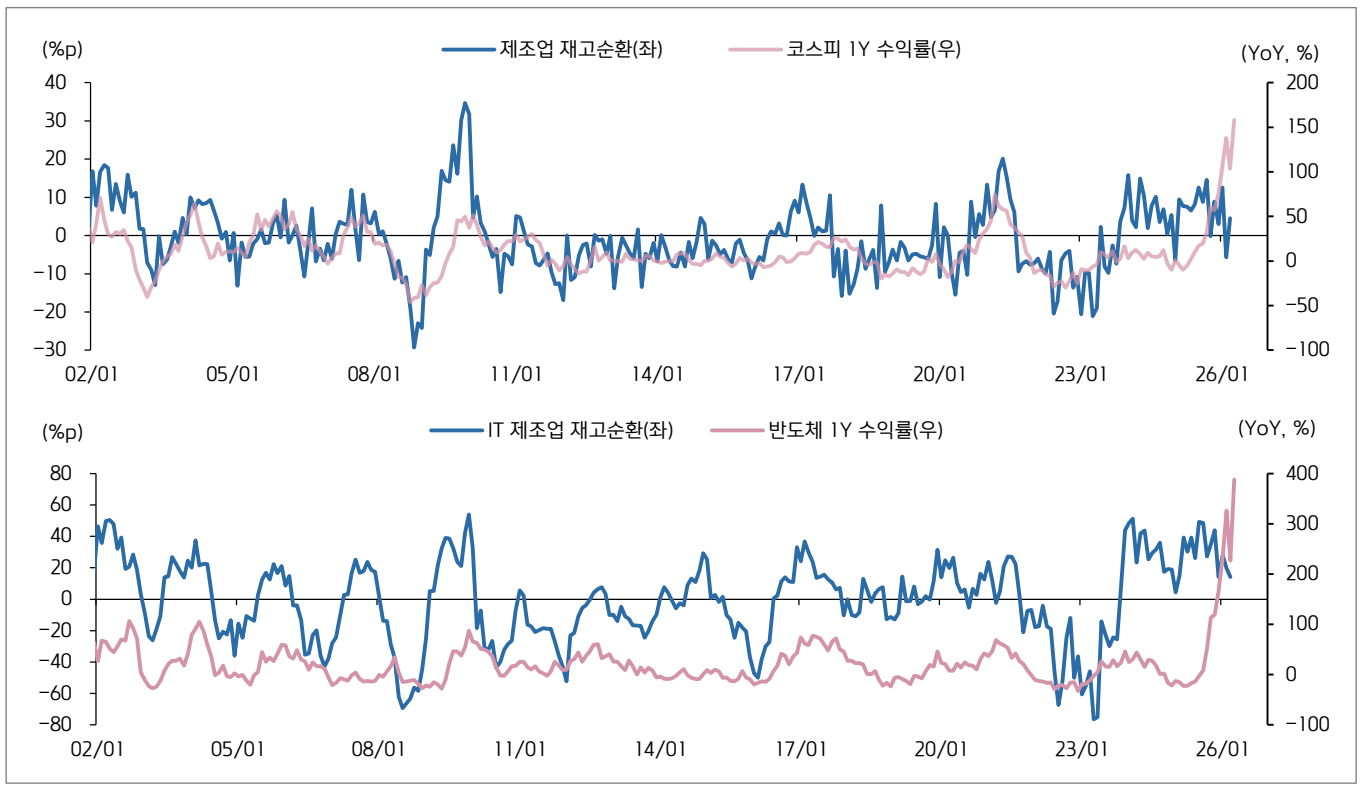
키움증권

11. 다만, 기업 실적에 선행하는 재고순환 지표는 부진…

▶ 제조업 재고순환 지표는 일반적으로 국내 기업들의 수출 실적에 선행성을 지님. 그러나 최근의 흐름을 살펴보면, 제조업 그리고 IT 산업의 재고 순환 지표는 둔화되는 모습

- 물량 기반의 지표임을 감안, 최근의 국내 기업 실적은 물량 보다는 가격 개선에 따른 영향이 지배적인 것으로 볼 수 있음

제조업 재고순환지표와 주가 수익률

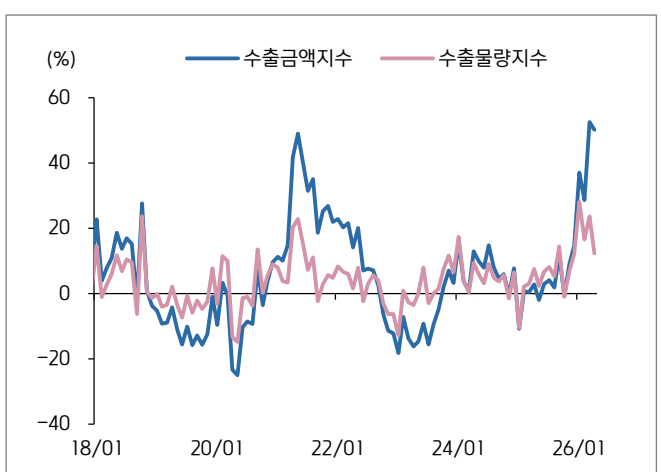


자료: FnGuide 컨센서스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

12. 최근의 IT 주도 수출 강세는 Q보다는 P 영향 우위

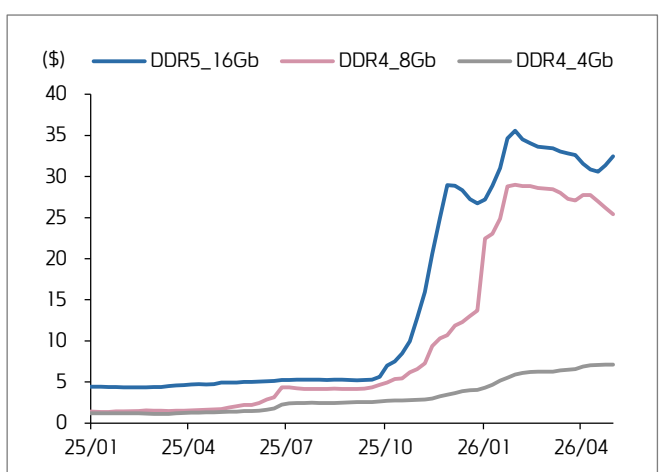
- 수출금액 그리고 수출물량의 전년 동기 대비 변화율을 살펴보면, 국내 산업에서 나타나고 있는 가격 주도의 수출 강세 양상이 두드러짐
  - 4월 기준 수출금액 증가율은 50.2% 이나, 수출물량 증가율은 12.4%에 불과
- 반도체 업황의 강세는 주요 제조사들이 HBM 등 고부가가치 제품으로 선단 공정을 집중 전환하면서, 범용 DRAM의 웨이퍼 총생산량 확대는 제한된 까닭. 공정 전환 병목은 단기에 해소되기 어려워 하반기에도 높은 가격대가 유지될 가능성에 무게
  - AI 데이터센터와 온디바이스 AI 기기들이 예전보다 훨씬 더 많은 양의 범용 D램과 SSD를 필수적으로 요구하는 상황이 확대되고 있는 만큼, 하반기에도 국내 반도체 기업들의 공급자 우위에 무게

한국 수출금액과 수출물량 변화율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

메모리 스팟 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 하반기 기업 실적 성장률은 상고하저 흐름 전망

- 현재 시장 컨센서스를 기준으로 살펴보면, 1분기에 이어 2분기까지는 높은 실적 성장률(QoQ)을 달성할 수 있을 것으로 기대
  - 코스피의 1분기 영업이익 성장률은 84%, 2분기는 52%를 기록할 수 있을 것으로 전망
  - 상당 부분은 IT 업종의 상반기 성장률(1Q: 95%, 2Q: 89%)이 높은 점에 기인
- 다만, 3분기로 들어서면서 부터는 분기 성장률이 둔화될 것으로 예상되고 있는 점을 감안한다면 하반기의 초입을 기점으로 주도 스타일의 성격 또한 변화가 있을 것으로 예상

코스피, 업종별 영업이익 성장률(QoQ) 전망

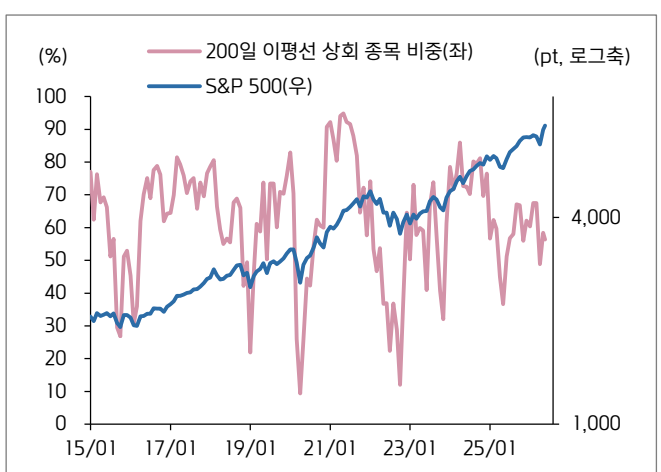
	26. 1Q	26. 2Q	26. 3Q	26. 4Q
코스피	84.31	52.22	14.96	1.71
에너지	256.3	-17.77	-16.18	-14.41
소재	흑전	56.08	7.88	2.82
산업재	53.04	24.92	12.46	4.79
경기관련소비재	28.4	14.34	0.74	-4.21
필수소비재	38.72	5.03	28.62	-27.86
건강관리	18.95	8.27	10.66	3.43
금융	79.77	4.84	-6.28	-32.32
IT	95.91	89.3	19.24	7.34
반도체	94.9	91.63	18.77	7.45
커뮤니케이션서비스	59.68	13.03	3.58	-15.18
유틸리티	108.16	-51.08	71.17	-60.38

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

14. 소수 대형주가 주도하고 있는 주식시장

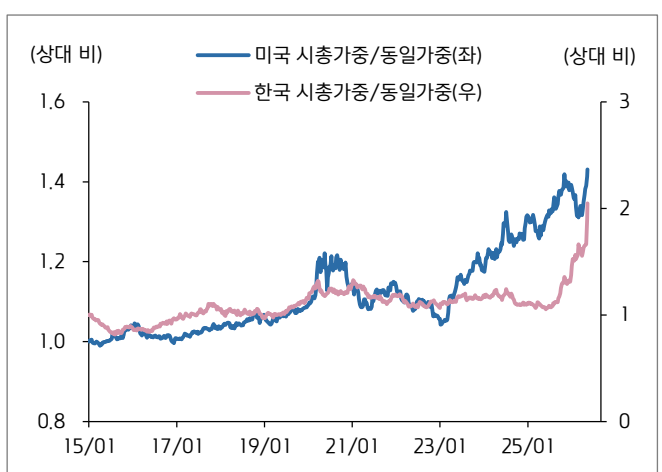
- 일반적으로 증시의 상승세가 시장에 넓게 형성되어야 강세장의 추세 지속성이 안정적으로 유지
- 그러나 '26년 이후의 증시는 다시금 소수 대형주를 중심으로 쏠림이 발생하는 모습
  - 미국의 경우 200일 이평선을 상회하는 종목 비중은 56%에 불과
- 더불어, 동일가중 지수 대비 시총 가중 지수의 성과는 최근 10년래 가장 높은 수준
  - 미국의 경우 '23년 이후 꾸준히 빅테크 기업들을 중심으로 상승 흐름이 이어져 왔음
  - 한국은 AI 산업 재편으로 인한 유례 없는 수준의 대형주 쏠림이 발생.
  - 구조적인 체질 변화의 가능성에 무게가 쏠려 있으나, 속도 부담에 따른 단기적인 되돌림 시 증시 변동성 확대는 불가피

S&P 500 주가지수와 장기 이평선 상회 종목 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한/미 증시, 시총 가중 지수와 동일 가중 지수의 상대비



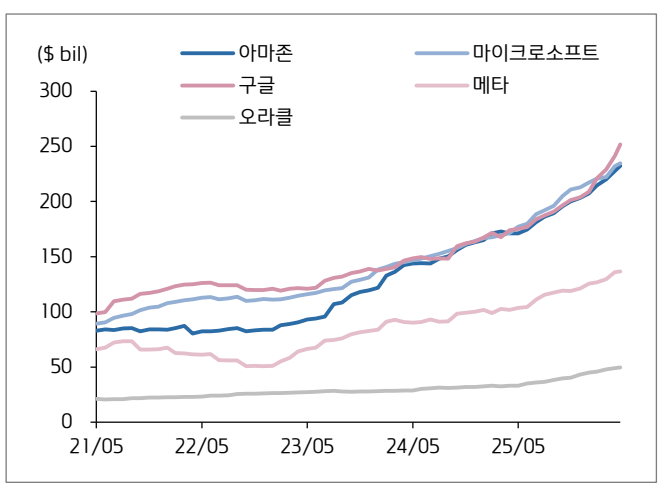
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 하이퍼스케일러들의 막대한 투자에 따른 잉여현금흐름 감소

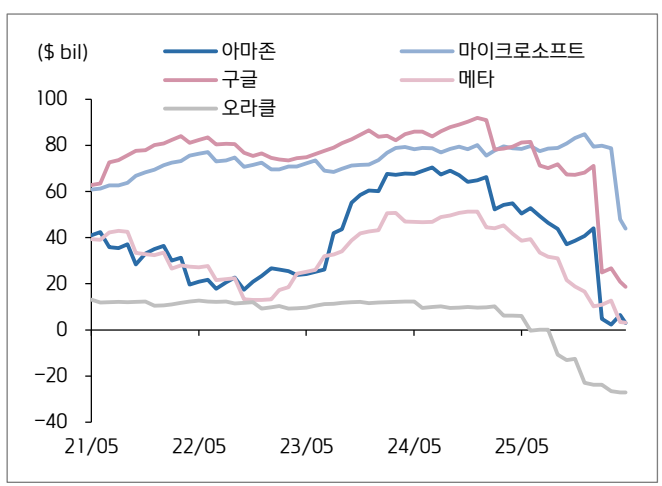
- 빅테크 기업들은 클라우드, 광고 등 AI 관련 서비스를 통해 영업활동으로 벌어들이는 수익은 사상 최고치를 기록하고 있음. 하지만 그와 동시에 AI 데이터 센터 건립, 전력망 확보, AI 반도체(GPU) 구매 등에 들어가는 자본지출(CAPEX) 규모 역시 경쟁적으로 늘어나고 있음
  - 자본지출의 경우 자산으로 잡힌 뒤, 수 년에 걸쳐 감가상각되는 구조를 지니므로 당기순이익은 견조
- 빅테크 기업들은 AI 산업의 재편 및 경쟁력 확보를 위해 막대한 투자를 진행하고 있고, 그로 인해 기업들의 잉여현금흐름 상황은 악화되는 모습
  - 일각에서는 AI 투자를 통한 수익성이 예상보다 낮을 수 있다는 점을 지적하기도 함
  - 또한, 인프라 확보를 위한 물리적/시간적 제약으로 인해 빅테크 기업들은 10~15년짜리 장기 임대 계약을 통해 데이터 센터 공간을 확보하기도 함. 해당 항목들은 총부채에 잡히지 않는 항목으로 현재까지 알려진 규모는 약 8,200억 달러 수준

주요 하이퍼스케일러, 선행 12개월 EBITDA



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 하이퍼스케일러, 선행 12개월 잉여현금흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

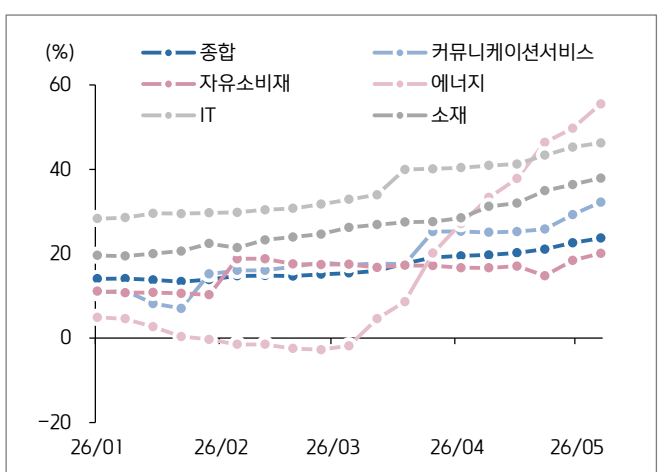
키움증권

16. 미국 업종별 실적 동향, 빅테크와 에너지 수혜 업종 중심의 실적 모멘텀

▶ 미국, 주요 업종별 2026년 실적 성장률 전망을 살펴보면 국내와 유사하게 기술주 관련 업종과 에너지 가격 충격에 따른 수혜가 예상되는 업종들의 실적 성장률이 높아지는 모습

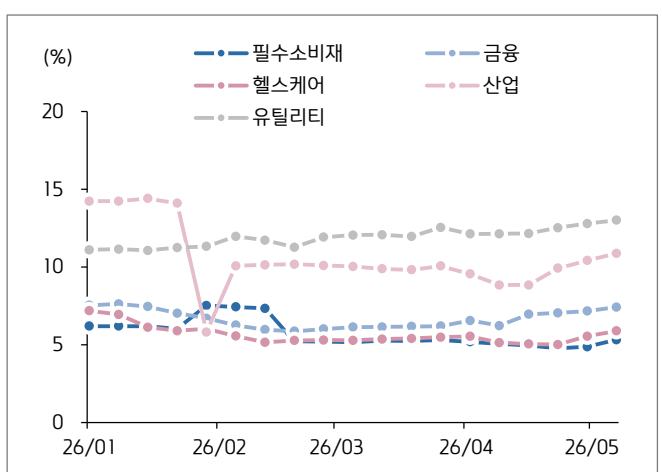
- IT 업종의 EPS 성장률 전망은 연초 30%에서 현재 46% 까지 상향
- 그 외에도 에너지 업종은 유가 상승에 따른 수혜로 성장률 전망이 55%까지 상승

미국, '26년 EPS 성장률 전망 개선 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, '26년 EPS 성장률 전망 혼조 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. (참고) 미국 세부 업종, 분기별 EPS 성장률 전망

▶ 미국 증시는 국내 증시와 비교해 상대적으로 연내 균일한 성장률이 유지될 것으로 전망. 특히 글로벌 AI 센티먼트를 주도하고 있는 IT 업종의 경우 상/하반기 성장률이 40% 내외로 유지될 것으로 전망되는 만큼 연내 AI 관련 펀더멘털에 대한 과도한 우려는 제한될 것으로 기대

미국, GICS 업종 분기별 EPS 성장률 전망

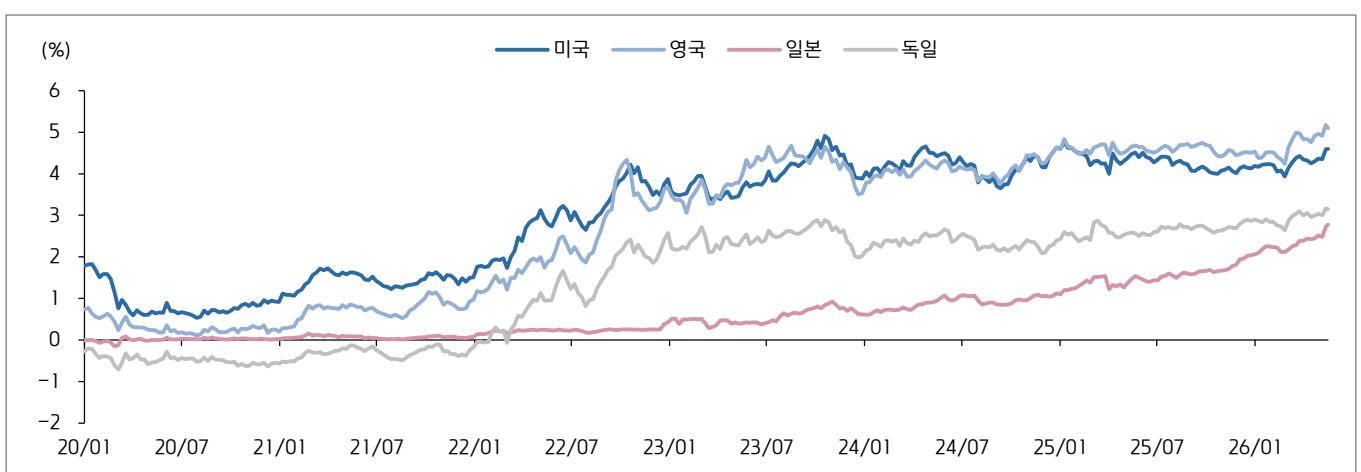
	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3	2026 Q4	2027 Q1	2027 Q2	2027 Q3
종합	25.1%	21.7%	19.9%	21.5%	12.8%	16.5%	15.0%
커뮤니케이션서비스	53.7%	9.9%	7.1%	9.0%	-21.8%	17.7%	17.8%
자유소비재	35.1%	3.8%	4.2%	16.1%	-5.0%	21.8%	18.7%
자동차 & 부품	68.4%	4.3%	-0.9%	28.8%	-14.1%	27.6%	23.4%
소비자 서비스	4.6%	9.2%	12.5%	17.6%	29.7%	18.0%	14.3%
필수소비재	4.8%	3.8%	6.3%	6.6%	7.1%	7.9%	7.9%
에너지	1.3%	109.4%	70.8%	64.1%	40.3%	-23.5%	-14.3%
금융	21.7%	5.2%	1.7%	6.8%	6.2%	13.0%	12.6%
부동산	6.9%	1.1%	2.9%	6.0%	2.8%	6.8%	7.5%
헬스케어	-4.3%	5.0%	8.6%	15.5%	21.4%	12.6%	11.2%
산업	9.9%	4.8%	15.7%	14.7%	12.9%	22.4%	18.3%
IT	45.4%	54.2%	48.0%	39.7%	35.7%	28.8%	23.4%
반도체 & 반도체장비	84.5%	113.2%	95.3%	82.6%	59.2%	40.1%	30.2%
소프트웨어 & 서비스	18.2%	12.6%	12.3%	10.4%	14.5%	18.4%	17.0%
기술 하드웨어 & 장비	32.4%	34.1%	25.9%	16.8%	19.8%	17.1%	15.6%
소재	29.1%	35.3%	46.6%	24.7%	20.2%	12.9%	6.6%
유틸리티	10.6%	11.4%	7.2%	9.5%	2.4%	11.0%	9.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18. 인플레이션 압력과 함께 높아지는 시장 금리 불안

- '26년 5월 중반 이후 미국 10년물 등 주요 선진국 장기물 국채 금리의 가파른 동반 급등세 연출. 지정학적 갈등 봉합이 지연되며 구조적 인플레이션 불안감이 심화된 까닭
- 인플레 반등 우려로 연준(Fed) 등 주요국 중앙은행의 금리 인상 가능성이 부각되는 등 경기 방어와 물가 안정 사이의 정책적 딜레마 심화되며 금융 시장의 불안 자극
- 에너지 가격에 기인한 물가 충격이 보다 장기화 될 것으로 예상되는 점을 감안 하반기로 넘어가는 시기 통화정책 및 금리 민감도가 높아지는 구간이 연출될 가능성 무게. 연초 이후 글로벌 증시를 주도해 온 주요 성장주를 중심으로 변동성 확대될 가능성 또한 대비 필요

주요 선진국 10년물 국채 금리 추이



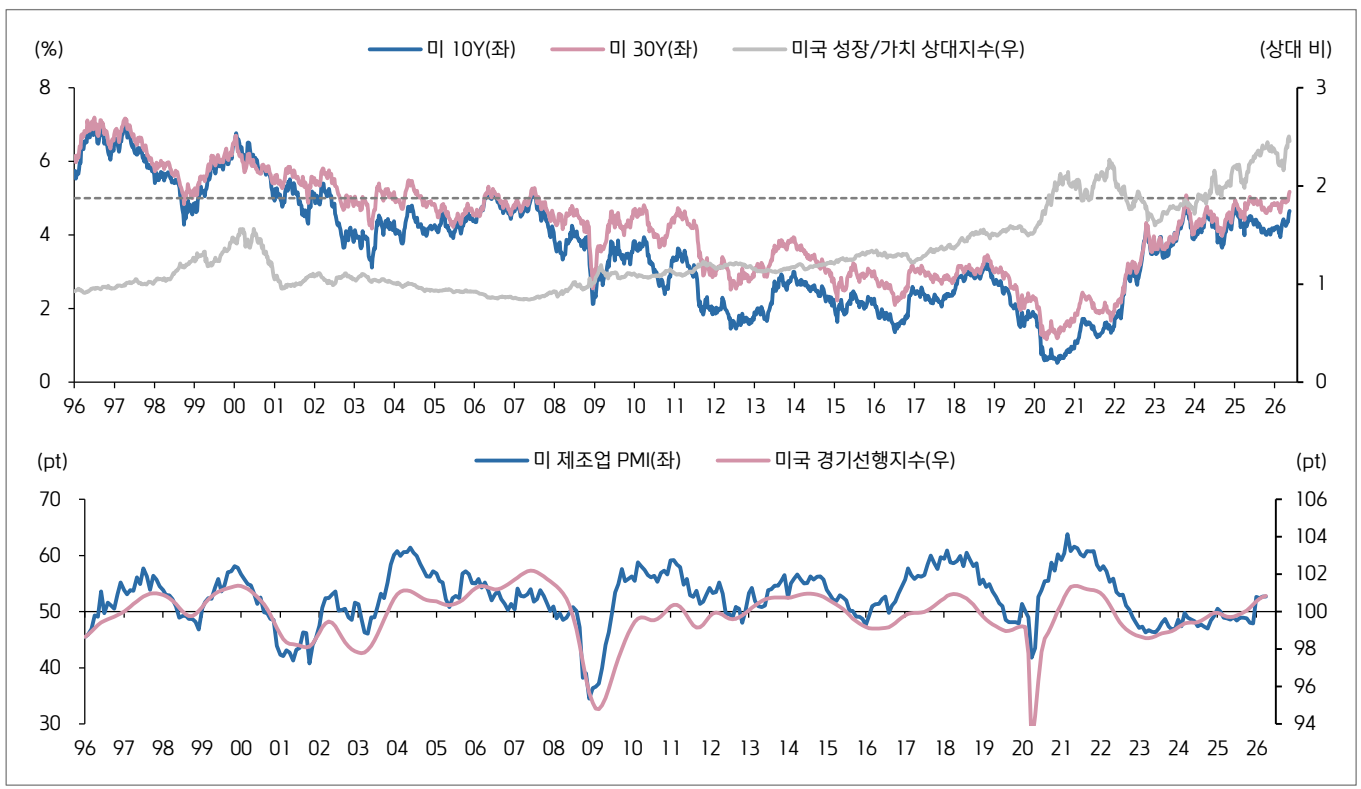
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 고금리 구간에서의 역사적 스타일 성과

▶ 미국 30년물 국채금리는 2007년 이후로 가장 높은 수준에 위치. 고금리는 주식, 특히 성장주에 비우호적인 환경을 만들어낼 것에 대한 우려 존재. 다만, 금리 수준 그 자체보다는 당시 경기 상황과 그에 따른 통화정책 환경에 대한 예상에 따라 다른 맥락을 지닌다는 점 유의 필요

(상단 차트) 미국, 성장/가치 상대지수와 장기물 금리, (하단 차트) 미국 제조업 PMI와 경기선행지수



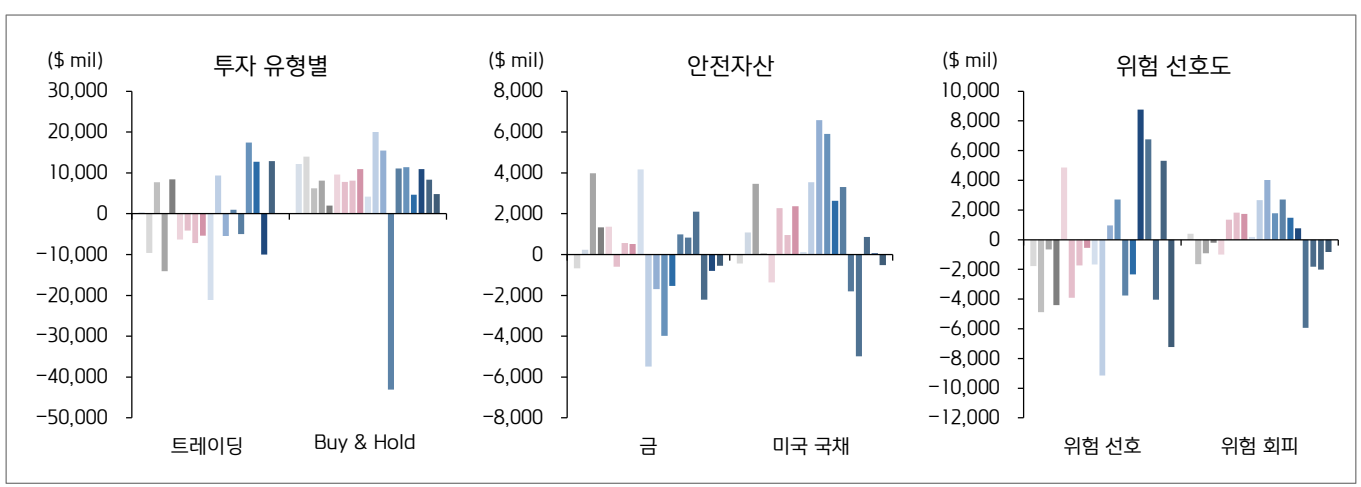
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. (참고) 연초 이후 자산 특성별 자금 흐름 동향

- 5월에 들어 채권 금리 급등과 함께 완화적 통화정책 환경에 대한 기대감이 급격하게 위축되자 시장 자금은 위험 회피적인 움직임을 보이는 모습
  - 시장 변동성이 확대됨에 따라 트레이딩 유형의 거래는 활발해지고 있는 반면, 장기 보유 특성 상품으로의 자금 유입폭은 점차 축소
  - 또한, 위험 선호적 그리고 회피적 유형의 상품 공통적으로 자금 유출이 발생하며 단기적인 변동성 확대에 대비하는 모습
- 특징적인 점은 3월 이후 자금 유입이 제한된 금에 이어, 금리 인하 기대 후퇴와 함께 국채에 대한 수요 또한 줄어들며 안전자산 유형의 수급 유출이 발생하고 있다는 점

글로벌 ETP 상품 특성별, 연초 이후 자금 동향(주간)



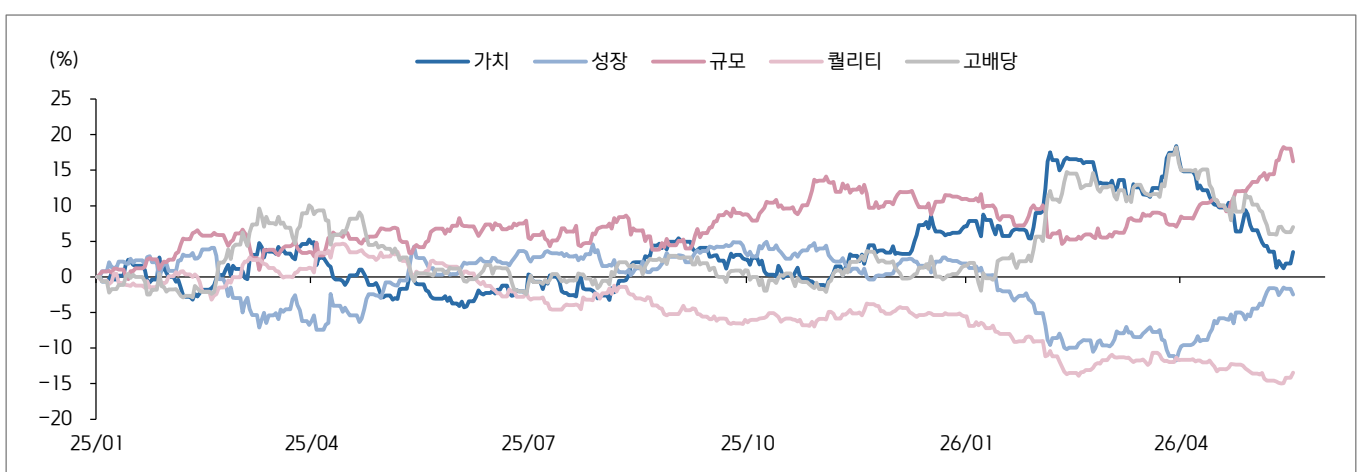
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 미국 증시 스타일 동향: 대형 성장주가 주도한 2분기 이후의 상승

- 미국 증시는 전쟁 리스크 완화와 함께 4월을 기점으로 대형성장주를 중심으로 강한 상승세가 연출되어 왔음
- 다만, 대형주와 성장주 스타일의 강세가 본격화된 시기가 상대적으로 길지 않은 점은 특징적
- 금리 급등에 따른 변동성 구간이 예상되지만, 최근의 흐름을 되돌리는 로테이션의 강도는 크지 않을 것으로 전망. AI 투자 사이클에 기반한 빅테크 실적 모멘텀이 여전히 강하게 유지되고 있으며, 최근 대형 성장주 강세가 시작된 시기가 길지 않아 단기 변동성 소화 이후 추세 재개 가능성에 무게

S&P 500, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



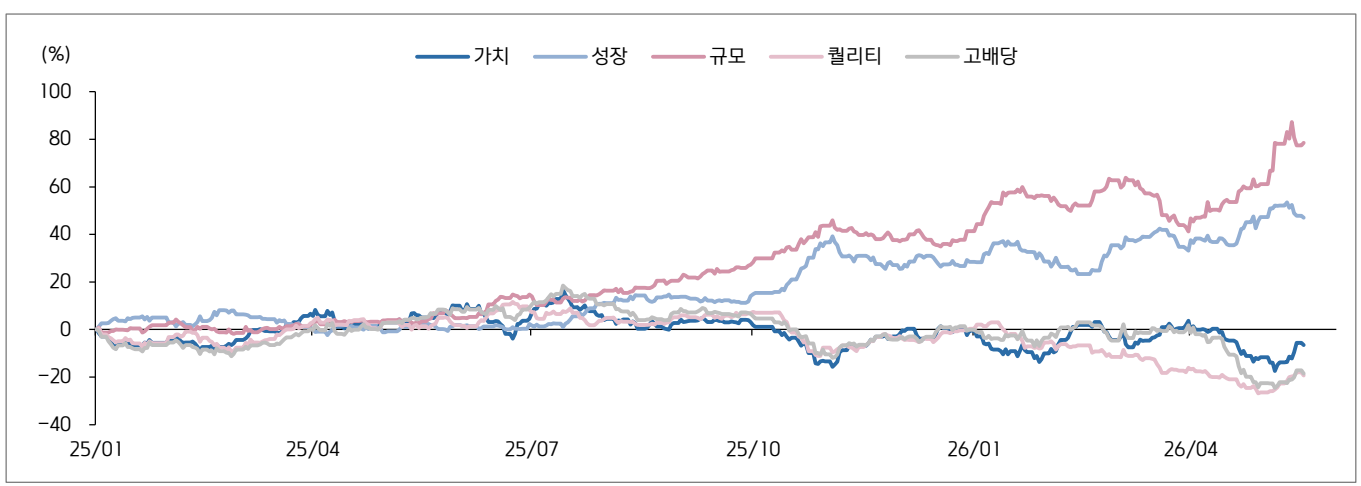
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 한국 증시 스타일 동향: 대형주와 성장주 중심의 장기 트렌드

- 미 증시와 마찬가지로 국내증시 역시 대형주 그리고 성장주를 중심으로 한 모멘텀 장세가 이어지고 있음
- 다만, 글로벌 증시와의 차이점이 있다면, 작년 4분기를 기점으로 해당 추세가 중기적으로 이어지고 있다는 점
- AI 밸류체인과 관련된 증시의 베타가 상당히 높은 점을 감안, 현재 금리 경계감에 따른 증시 변동성의 진폭이 크게 나타날 수 밖에 없는 구조
  - 상반기까지 이익모멘텀이 이어질 것으로 예상되는 점은 현재의 추세 지속에 무게를 싣는 배경이나, 인플레 및 통화정책 관련 불확실성 확산 정도 및 실적 성장률 둔화 등에 민감하게 반응할 수 있을 것으로 판단

코스피 200, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



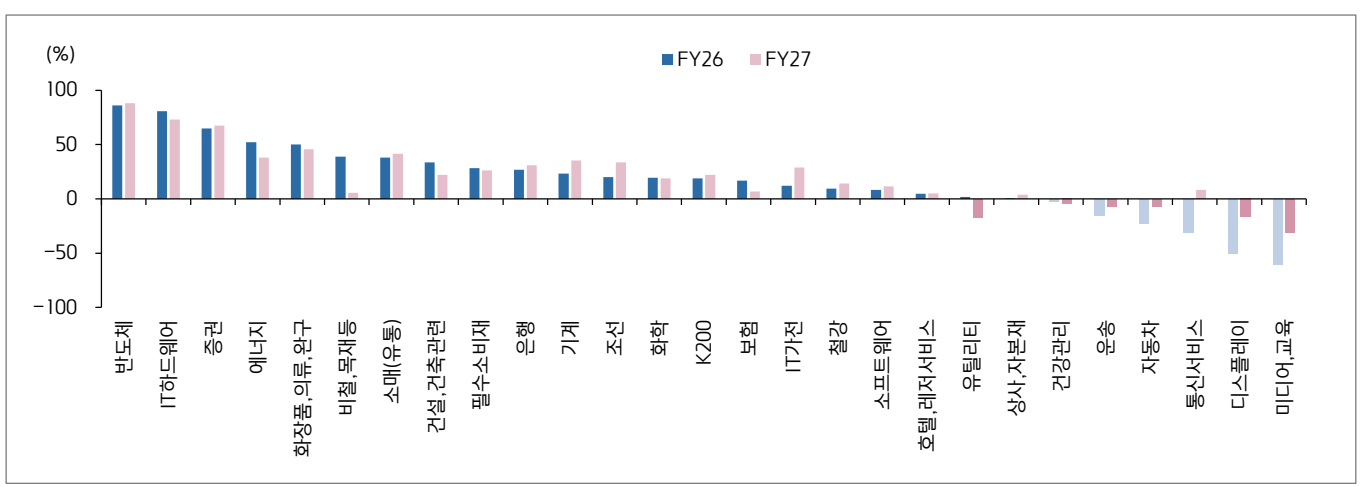
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 올해와 내년도 이익모멘텀의 상승 흐름은 점차 확산

- 높아진 증시 변동성에도 지난 1분기 어닝시즌을 소화하며, 실적 전망이 개선되는 업종이 늘어난 점은 긍정적
- 연초까지만 하더라도 IT(반도체, H/W)와 기계, 조선, 증권 등의 업종만 이익모멘텀이 확인되었으나, 현재는 에너지 가격 충격의 수혜가 반영되는 소재 업종을 비롯해 화장품, 소매(유통), 건설, 필수소비재, 금융 등 업종 증시 전반적으로 실적 모멘텀이 확산되는 모습
  - 현재와 같은 양호한 이익모멘텀이 지속되는 것을 가정하는 경우, 하반기 실적 성장률의 피크아웃 우려가 부각되는 구간에서도 업종 간 로테이션을 통한 과도한 변동성 제한 기대

코스피200, 업종별 FY26, FY27 이익조정비율(1개월)



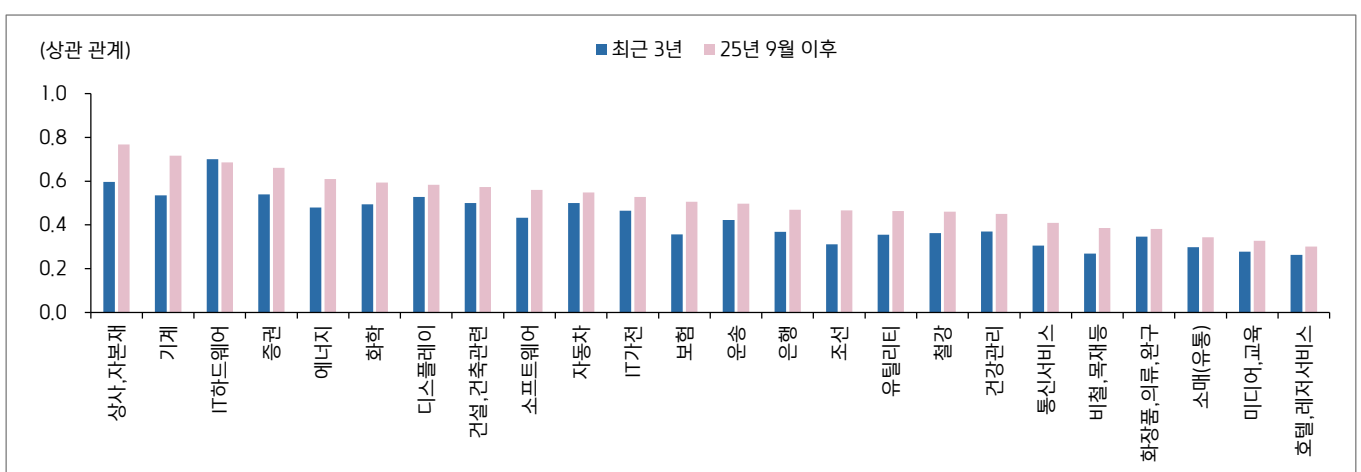
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. 평균 대비 높아진 업종간 상관성 …

- 상반기 증시는 AI밸류체인을 중심으로 증시가 재편되는 모습이 나타나며, 과거와는 다른 업종간의 상관성이 나타나고 있음
- 일반적으로 반도체를 비롯한 IT 섹터들 간의 상관성이 높았으나, 최근에는 AI 인프라 설비투자와 관련되어 기계, IT하드웨어 및 지주사 관계 등에 따라 상사자본재 업종이 반도체 업종과의 상관성이 상당히 높아진 모습
- 하반기를 관통하는 핵심 업종으로 반도체 업종이 가장 중요한 역할을 하겠지만, 하반기 중반 실적 성장률의 둔화 가능성이 부각되는 구간에서는 AI 산업과의 연관성이 상대적으로 높지 않은 업종에서의 기회 또한 모색해볼 필요

코스피, 업종별 반도체와의 상관 관계



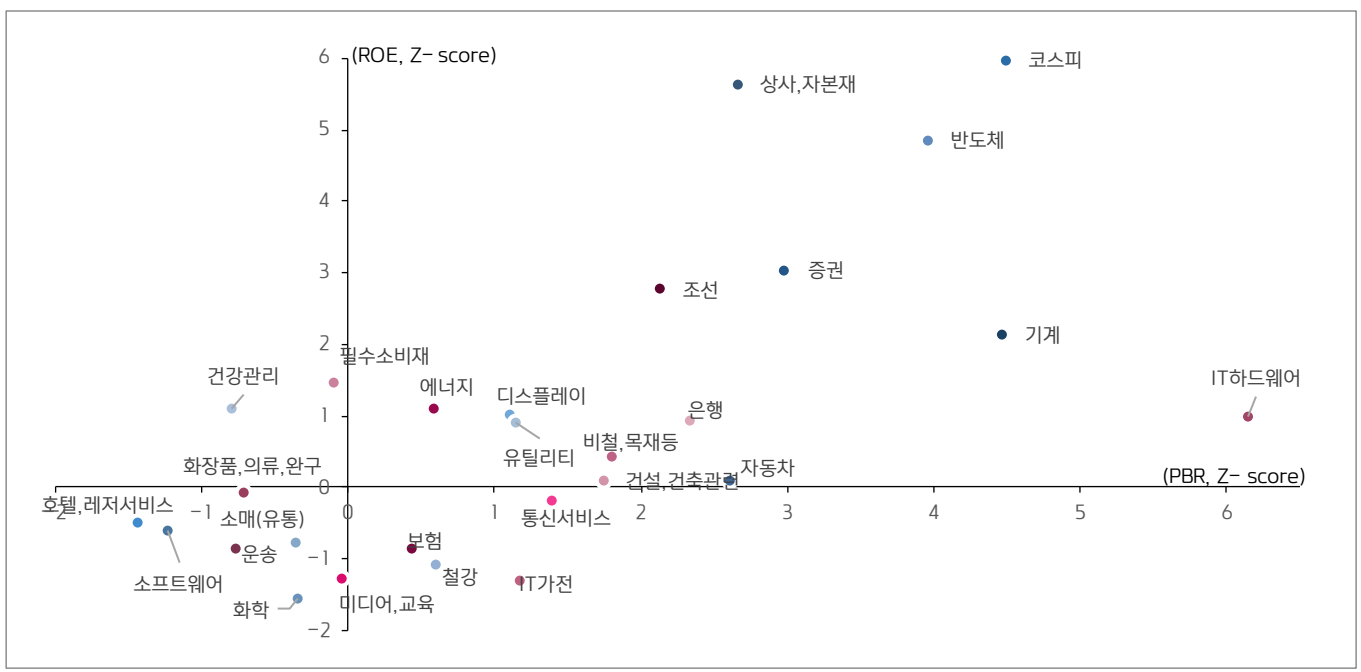
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. 업종별, PBR과 ROE 상대 위치

- 하반기 중반 업종 로테이션 구간이 연출되는 경우, 상대적으로 차익실현 압력이 제한될 수 있는 업종 내에서 기회를 모색해볼 필요.
- 높아진 실적 가시성을 보유하고 있는 방산, 조선, 금융(증권, 은행) 업종, 그리고 양호한 수익성에도 밸류에이션 멀티플 수준이 상대적으로 부진한 필수소비재, 소매(유통), 건강관리 등은 상반기 주도 업종의 부진 국면에서 대안이 될 수 있을 것으로 판단

코스피 업종별, 최근 10년 기준 PBR과 ROE 상대 위치



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권