



M&M

Man and Machine

06

실적과 기대



KYOBO 교보증권

발간일자

2026.01.02

[자산배분]

김준우 책임연구원

jwkim07@iprovest.com

02-3771-9357

Summary

12월 들어, 외국인 수급은 다시 순매수 흐름으로 전환되었다. 12/1일부터 12/26일까지 코스피에 대한 외국인 누적순매수 대금은 약 +4조 2,626억원을 기록했다. 동 기간, 국내 증시 전체(코스피+코스닥)에 대한 외국인 자금 흐름을 보면 액티브 자금은 약 +3조 8,873억원, 패시브 자금은 약 +1조 1,531억원이 유입되었다. 업종 별로 보면, 외국인+기관 누적순매수 TOP3 업종은 반도체, 자동차, 상사자본재 업종으로 나타났다. 이는 배당을 중심으로 한 전략적 매수로 생각해 볼 수 있다.

미국 경기는 불안정한 모습이 지속되고 있다. 미국 경기선행지수와 전년 대비 증감 추이 모두 둔화 흐름이 지속되고 있으며, 특히 전년 대비 증감 추이가 경기선행지수를 하방 돌파했다. 역사적으로 해당 시점에서 미국 경기국면은 Slow Growth, 혹은 Stagflation 국면에 위치했다. 다만, 필자는 해당 압력이 Stagflation 국면으로 전이될 가능성은 존재하지 않는 것으로 판단한다. 그럼에도 불구하고, 향후 둔화 압력 확대 시그널은 유의할 필요가 있다. 이는 당사 예측 모델에 따른 향후 경기국면 예상 경로, 수정치 반영에 따른 실제 국면 모두 Slow Growth 국면으로의 둔화 압력이 확대되었기 때문이다. 따라서, 자산배분 관점에서 채권 비중을 추가 확대할 필요가 있으며, 방어형 포트폴리오가 유효한 구간으로 판단한다(미국 주식 20%, 한국 주식 20%, 미국채 30%, 국고채 30%).

1월 코스피는 하락 조정이 발생할 가능성이 높을 것으로 판단한다. 물론, 단기적으로 AI발 수요로 인한 반도체 수출 모멘텀은 여전히 유효하나, 중기적으로는 취약해질 가능성이 존재하는 것으로 나타났고, 코스피의 경우 여전히 25Q4 실적 이후 모멘텀이 둔화될 전망이다. 필자는 현재 코스피 밸류에이션은 매력이 아닌 착시 현상일 가능성이 존재하는 것으로 생각한다. 현재 12MF PER(12/26일 기준 10.16배)을 보면 여전히 추가 상방이 존재하는 것으로 볼 수 있으나, 현재 수준의 12MF EPS가 반도체 업황 사이클 지속 기대, 원화 약세 효과 등으로 일부 과대추정 되었을 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 역사적으로 12MF EPS는 주가 상단에서 과대추정되는 경향을 보였으며, 경기 둔화 국면 진입 시 급격한 하향 조정이 발생한 사례가 다수 존재한다. 따라서 현재 주가 레벨에서는 방어적 업종에 대한 비중을 확대하는 것이 유효할 것으로 생각되며, 외국인 수급 흐름이 지속되거나 회복세를 보이는 업종에 대한 관심이 필요할 것으로 판단된다.

(1월 코스피 밴드 3,720pt ~ 4,300pt 예상. 그러나 1)미국 경기 둔화 압력 완화, 2)환율 안정세 지속, 3)25Q4 실적 발표를 통한 실적 가시성 확보, 4)상승 추세 유지 등 4가지 주요 요건이 충족된다면 단기 기간 조정 후 추가 상승 가능성도 배제할 수 없을 것으로 판단)

Contents

I

12월 증시 리뷰

외국인, 기관 배당 중심 전략적 수급

... 5pg

II

12월 MP 성과 리뷰

꾸준함을 보이는 전통적 비중 성과

... 14pg

III

미국 경기, 둔화 압력 확대

주식 비중 축소, 채권 비중 확대 필요

... 20pg

IV

실적과 기대

밸류에이션 매력이 아닌 착시 현상일 가능성

... 25pg

이 페이지는 편집상 공백입니다.

Part 01

12월 증시 리뷰

TOP5 주요 자산: 금, 한국 주식, 상해지수, MSCI 유럽 지수

1M 대비 주요 자산 Rank

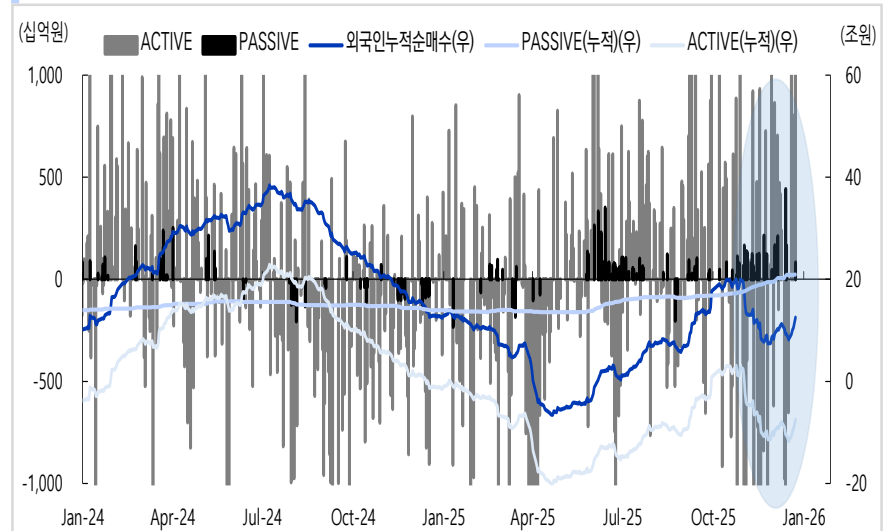
Rank	자산	증가	1W	1M	3M	6M	1Y	YTD	월간 가격추이
1	금	2,650.6	3.8	8.3	19.5	38.5	71.5	72.4	
2	KOSDAQ	919.7	0.5	4.8	10.1	17.7	36.1	35.6	
3	KOSPI	4,129.7	2.7	4.3	22.0	35.1	70.0	72.1	
4	상해지수	3,963.7	1.9	2.6	3.5	15.8	16.6	18.3	
5	MSCI 유럽	196.6	0.2	2.4	6.0	8.2	16.7	15.7	
6	NIKKEI225	50,750.4	2.5	2.4	11.9	26.4	28.3	27.2	
7	MSCI 글로벌	1,022.8	1.4	2.3	4.7	11.8	19.4	21.6	
8	TOPIX	3,423.1	1.2	2.0	7.4	20.5	23.7	22.9	
9	Russel2000	2,534.3	0.2	1.9	4.1	16.7	11.1	13.6	
10	MSCI 일본	2,100.2	1.3	1.9	8.4	21.1	23.2	22.4	
11	MSCI 신흥국	1,397.4	2.1	1.9	5.4	13.7	28.8	29.9	
12	S&P500	6,929.9	1.4	1.7	4.3	12.3	14.8	17.8	
13	NASDAQ100	25,644.4	1.2	1.6	4.7	13.8	17.8	22.0	
14	Eurostoxx50	5,746.2	-0.2	1.6	4.5	7.9	18.3	17.4	
15	HG 회사채	2,908.6	0.2	0.6	1.2	3.9	8.5	8.4	
16	엔/달러	156.6	-0.7	0.1	4.7	8.2	-0.9	-0.4	
17	IG 회사채	2,349.1	0.2	-0.3	1.3	3.5	7.4	7.3	
18	MSCI 인도	3,064.1	0.4	-0.4	5.6	1.4	7.2	7.7	
19	항생지수	25,818.9	0.5	-0.4	-1.2	6.3	28.5	28.7	
20	Nifty50	26,042.3	0.3	-0.6	5.6	1.6	9.7	10.1	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 증가 기준

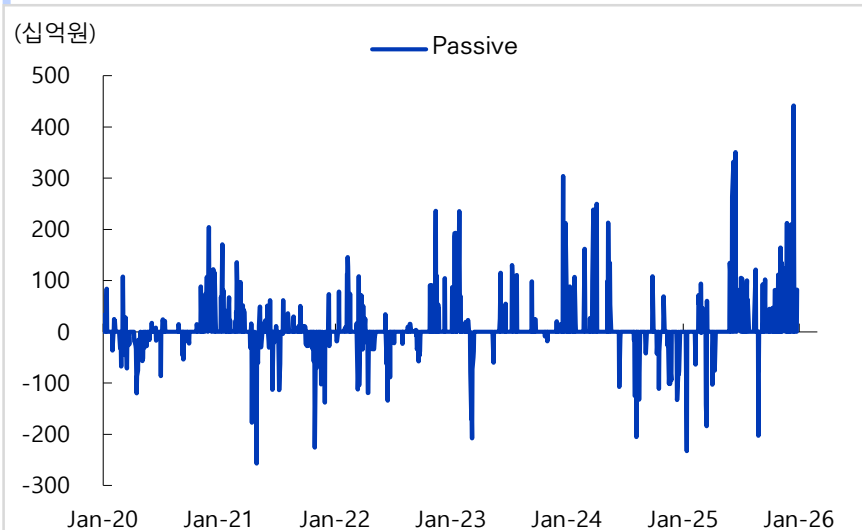
아직 안심하기에는 이른 외국인 수급 추이

- 12월 들어, 외국인은 순매수 흐름으로 전환
- 12/1일부터 12/26일까지, 국내 증시에 대한 외국인 액티브 자금은 약 +3조 8,873억원 누적순매수를 기록
- 패시브 자금 역시 +1조 1,531억원 유입되며, 12/26일 마감 기준으로 총 +5조 404억원(액티브+패시브)이 누적 유입됨

아직 안심하기에는 이르다



12월 패시브 자금 순유입 지속



외국인 패시브 누적순매수 추이 이상향 지속



자료: Bloomberg, FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

12월, 코스피에 대한 외국인 누적 수급은 +4조 2,626억원을 기록

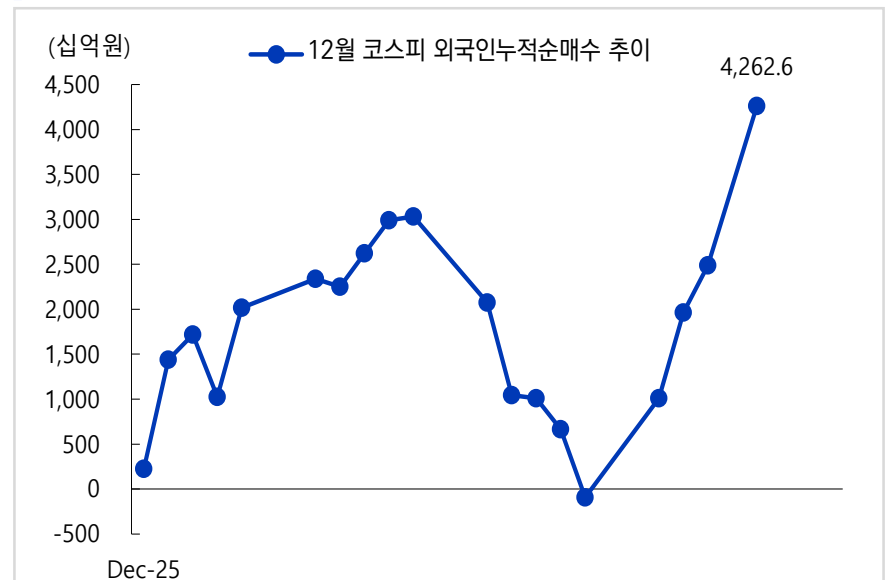
- 올해 코스피 랠리가 시작된 4/9일부터 10/27일까지, 코스피에 대한 외국인 누적 수급은 약 +19조 4,713억원을 기록
- 그러나, 이후 11월말까지 코스피에 대한 외국인 누적순매도는 약 -14조 9,662억원을 기록
- 12월 들어, 코스피에 대한 외국인 누적 수급은 +4조 2,626억원을 기록했으나, 외국인 수급 회복으로 판단하기에는 시기상조

2025년 1월~ 현재, 코스피 외국인 누적순매수 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

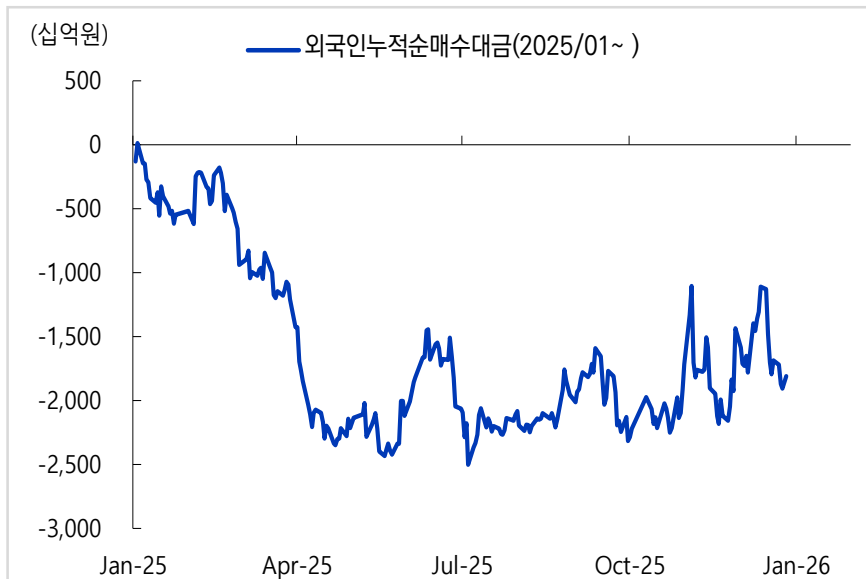
12월, 코스피 외국인 누적순매수 추이



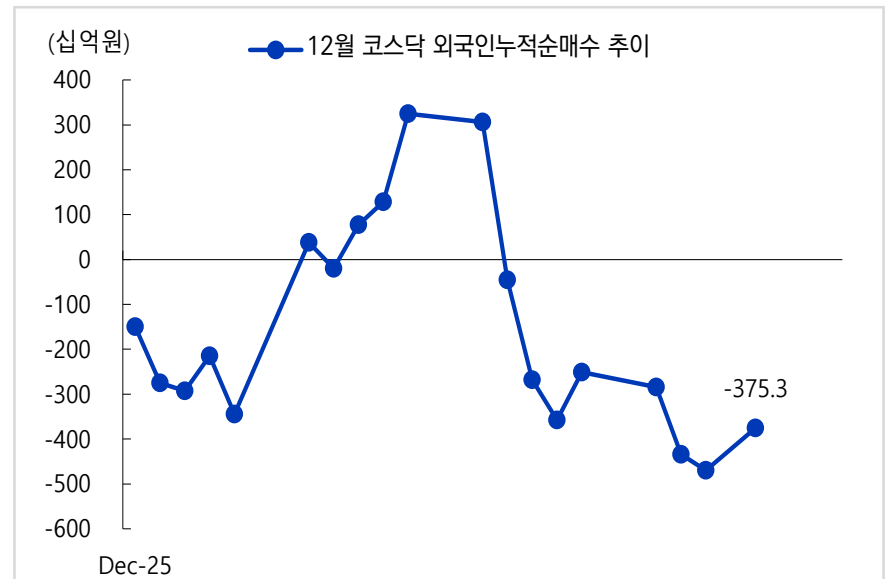
12월, 코스닥에 대한 외국인 누적 수급은 -3,753억원을 기록

- 코스닥은 11/24일부터 국민성장펀드 기대감으로 외국인 수급이 유입되었으나, 12월 중순 들어 다시 순매도 흐름으로 전환됨
- 이후 자금 유출이 지속되며, 12월 코스닥에 대한 외국인 자금은 -3,753억원 누적순매도를 기록

2025년 1월~ 현재, 코스닥 외국인 누적순매수 추이



12월, 코스닥 외국인 누적순매수 추이

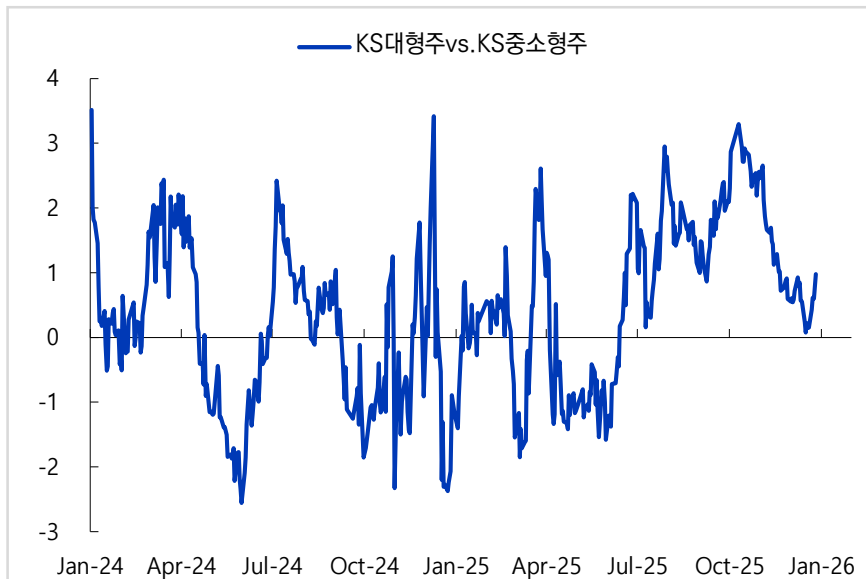


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

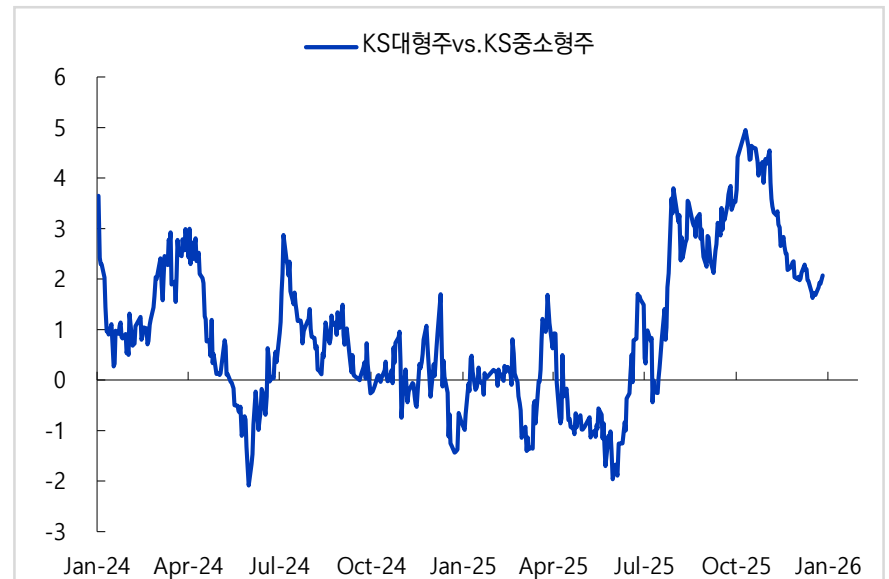
코스피, 대형주 단기 강세 흐름

- 코스피 3M 상대강도 기준, 12월 중순 이후 대형주 강세 흐름으로 전환
- 그러나, 12M 기준으로는 대형주의 구조적 강세 전환으로 판단하기에는 이른 시점
- 즉, 순환매(+변동성) 장세로 인한 수급 로테이션, 배당, 실적 기대감 등에 의한 단기적인 영향으로 판단

3M 기준 상대강도: 대형주 강세



12M 기준 상대강도: 중소형주 강세

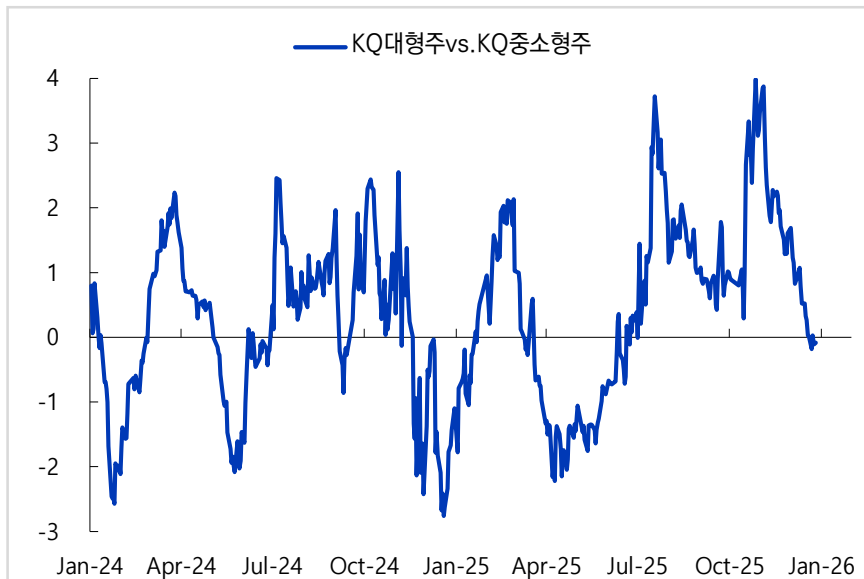


주: 3M은 모멘텀 전환을 민감하게 포착하는 반면, 장기 노이즈에 민감하여 신호가 불안정 할 수 있음. 12M은 구조적 추세 변화를 확인하는 데 유리하나, 모멘텀 전환 탐지에 다소 둔감
 자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

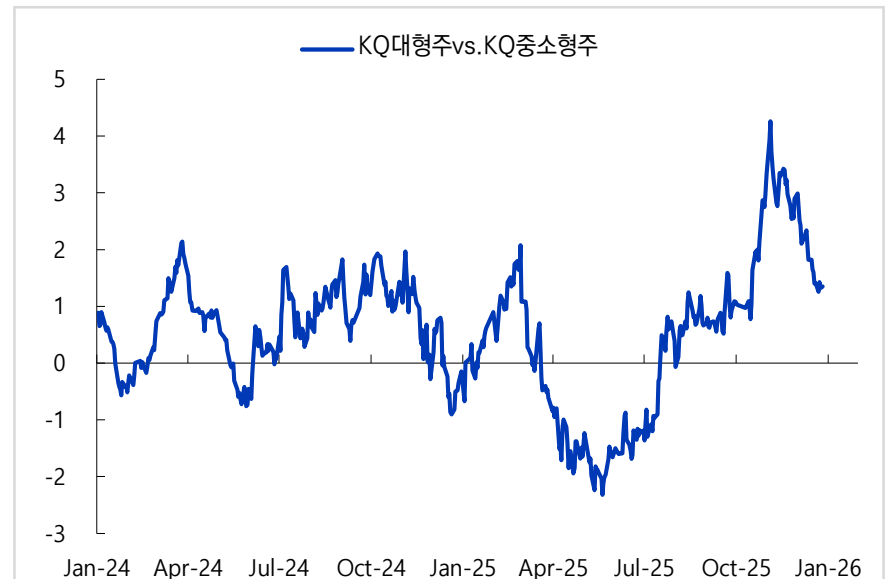
코스닥, 중소형주 강세 흐름 지속

- 코스닥의 경우, 11월 들어 시작된 중소형주 강세 흐름이 지속되는 모습

3M 기준 상대강도: 중소형주 강세



12M 기준 상대강도: 중소형주 강세



주: 3M은 모멘텀 전환을 민감하게 포착하는 반면, 장기 노이즈에 민감하여 신호가 불안정 할 수 있음. 12M은 구조적 추세 변화를 확인하는 데 유리하나, 모멘텀 전환 탐지에 다소 둔감
 자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

12월, 외국인+기관 배당을 중심으로 한 전략적 수급

- 12월 들어, 외국인+기관 자금이 가장 많이 유입된 TOP3 업종은 반도체, 자동차, 상사자본재로 나타남
- 이는 연말 배당을 중심으로 한 전략적 수급으로 판단
- 반도체 업종의 경우, 외국인은 약 +4조 1,360억원 누적순매수를 기록. 기관은 +3조 5,068억원 누적순매수를 기록
- 외국인 누적순매수 TOP10 업종 중, 기관 누적순매수 TOP10에 포함된 업종은 반도체, 자동차, 상사자본재, 운송, 증권, 기계 6개 업종

외국인 누적순매수 TOP10 업종

Rank	업종	12월 수급(십억원)	월간수익률(%)
1	반도체	4136.0	14.3
2	자동차	336.8	7.8
3	에너지	191.7	-3.6
4	상사,자본재	185.5	4.8
5	화학	129.5	-1.6
6	운송	84.5	7.3
7	증권	43.0	1.9
8	기계	28.6	-0.3
9	소프트웨어	27.4	-2.6
10	통신서비스	26.0	2.1

12월 외국인+기관 누적순매수 TOP10 업종

Rank	업종	12월 수급(십억원)	월간수익률(%)
1	반도체	7642.8	14.3
2	자동차	927.8	7.8
3	상사,자본재	477.4	4.8
4	기계	261.4	-0.3
5	건설,건축관련	260.3	2.2
6	운송	233.9	7.3
7	에너지	201.7	-3.6
8	화학	189.2	-1.6
9	증권	167.4	1.9
10	호텔,레저서비스	70.7	3.0

기관 누적순매수 TOP10 업종

Rank	업종	12월 수급(십억원)	월간수익률(%)
1	반도체	3506.8	14.3
2	자동차	591.0	7.8
3	조선	313.7	-0.1
4	건설,건축관련	308.9	2.2
5	상사,자본재	291.9	4.8
6	기계	232.8	-0.3
7	미디어,교육	165.1	2.0
8	운송	149.4	7.3
9	증권	124.4	1.9
10	보험	115.5	3.4

전월 말 대비 K200 시가총액은 +6.70%, K150은 +3.59% 증가

K200 시가총액 비중 증가 TOP10 종목

Rank	종목	전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p)	월간수익률(%)
1	삼성전자	1.9	16.4
2	SK하이닉스	0.8	13.0
3	HD현대중공업	0.1	-4.3
4	현대모비스	0.1	15.7
5	SK스퀘어	0.1	12.2
6	현대차	0.0	9.4
7	한화시스템	0.0	18.4
8	세아베스틸지주	0.0	76.7
9	한진칼	0.0	16.8
10	LG이노텍	0.0	15.0

K200 시가총액 비중 감소 TOP10 종목

Rank	종목	전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p)	월간수익률(%)
1	LG에너지솔루션	-0.4	-6.0
2	두산에너지빌리티	-0.2	-3.7
3	한국전력	-0.2	-7.6
4	NAVER	-0.1	-5.1
5	LG화학	-0.1	-10.2
6	셀트리온	-0.1	-3.0
7	삼성SDI	-0.1	-8.5
8	고려아연	-0.1	-4.0
9	SK이노베이션	-0.1	-10.2
10	KB금융	-0.1	-0.2

K150 시가총액 비중 증가 TOP10 종목

Rank	종목	전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p)	월간수익률(%)
1	에코프로	0.5	14.8
2	레인보우로보틱스	0.2	8.9
3	에스피지	0.2	34.3
4	에스엠	0.1	15.1
5	에이비엘바이오	0.1	5.9
6	태성	0.1	22.0
7	원익IPS	0.1	10.8
8	하림지주	0.1	26.0
9	인텔리안테크	0.1	38.2
10	피에스케이	0.1	20.5

K150 시가총액 비중 감소 TOP10 종목

Rank	종목	전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p)	월간수익률(%)
1	알테오젠	-2.3	-17.6
2	팜트론	-1.1	-32.5
3	케어젠	-0.5	-26.2
4	파마리서치	-0.4	-19.5
5	오스코텍	-0.3	-29.7
6	리가켄바이오	-0.3	-6.9
7	리노공업	-0.3	-10.5
8	실리콘투	-0.2	-16.5
9	클래시스	-0.2	-9.4
10	HLB	-0.1	-1.8

자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 증가 기준

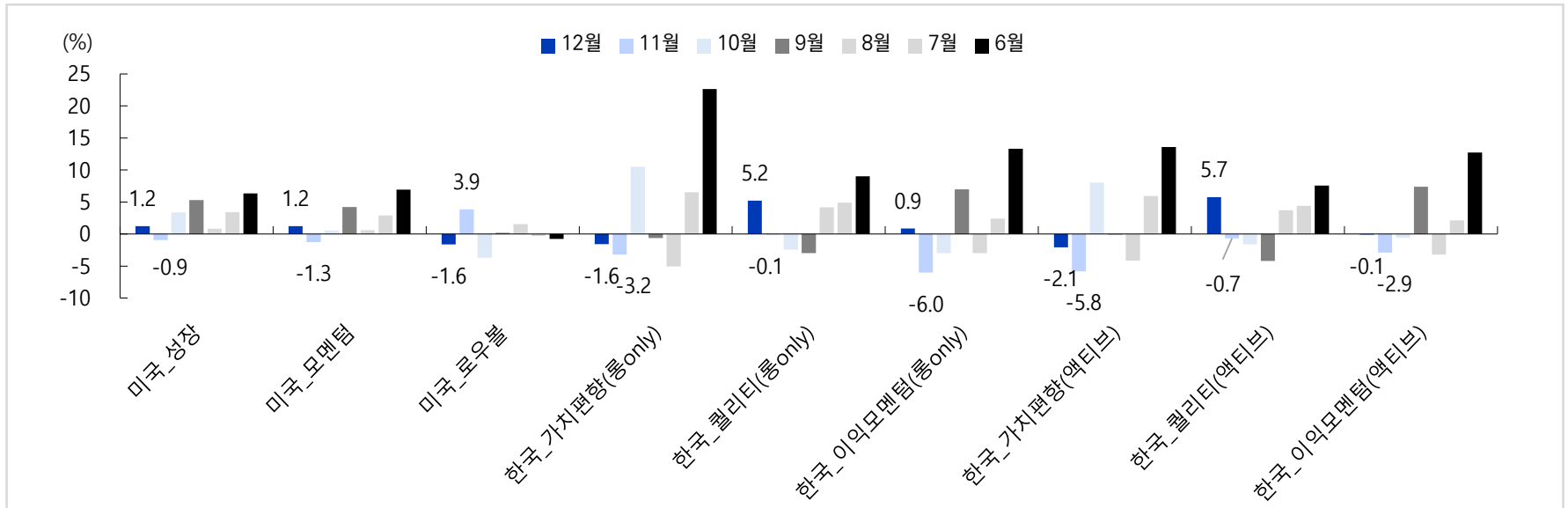
Part 02

12월 MP 성과 리뷰

가장 성과가 우수했던 스타일은 한국 퀄리티(액티브)

- 12/26일 종가 기준,
- 한국 스타일 포트폴리오에서 가장 우수했던 스타일은 퀄리티 (롱only +5.2%, 액티브 +5.7%)
- 미국은 성장, 모멘텀 스타일이 양호한 결과를 기록 (+1.2%)

韓·美 스타일별 성과

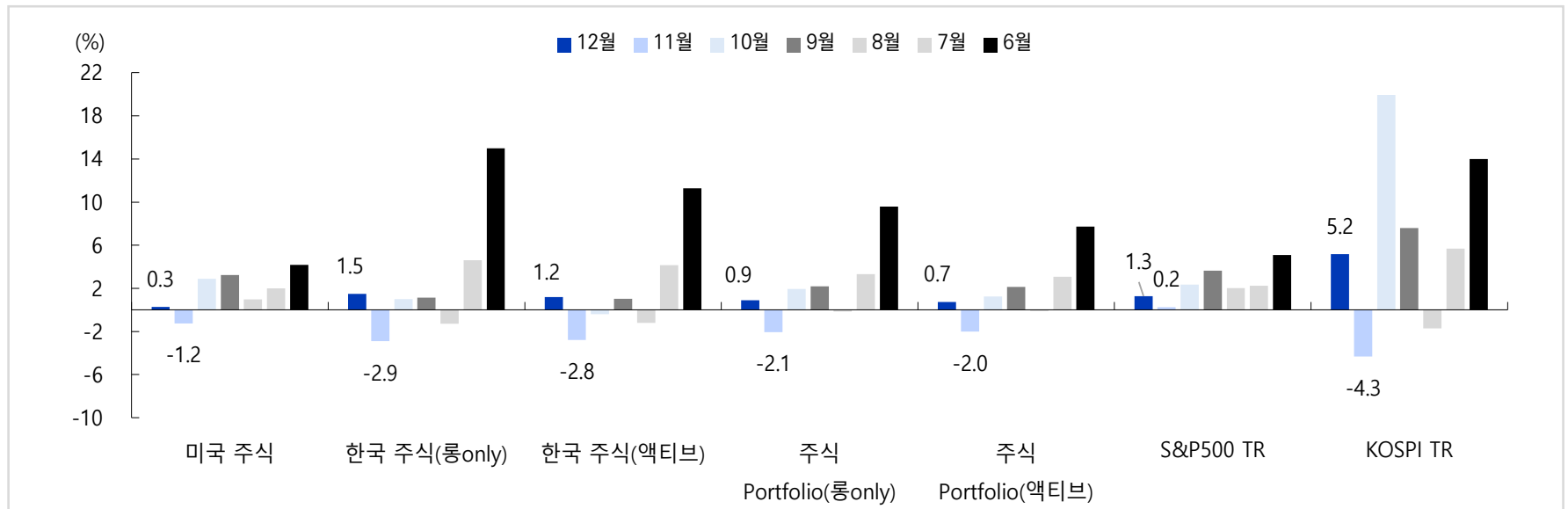


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

지수 대비 미흡했던 12월 성과

- 동 기간 S&P500 TR은 +1.3%, KOSPI TR은 +5.2% 수익률을 기록
- 미국 주식 포트폴리오는 +0.3%, 한국 주식 롱only는 +1.5%, 한국 주식 액티브는 +1.2%를 기록

韓·美 스타일 포트폴리오 성과



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

12월 한국 주식 포트폴리오 개별 성과

가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 종목

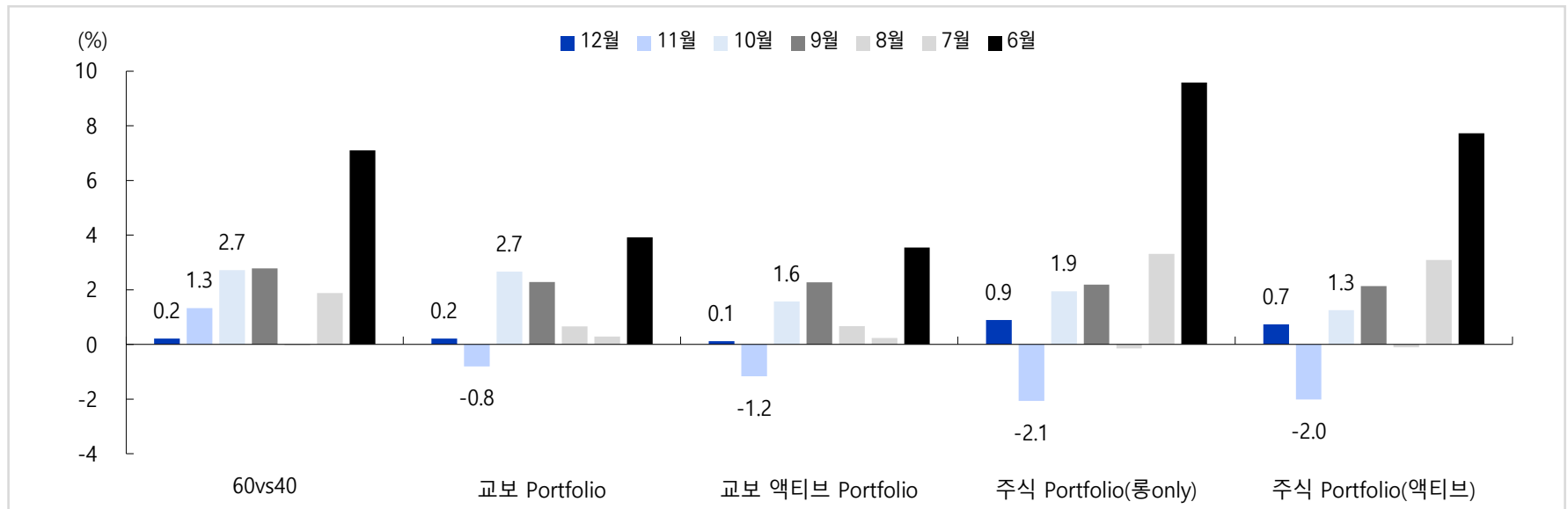
	종목명	업종명	스타일	월간수익률		종목명	업종명	스타일	월간수익률
1	기업은행	은행	퀄리티	3.2	1	기업은행	은행	퀄리티	3.2
2	한전KPS	유틸리티	퀄리티	-1.7	2	HD현대마린엔진	조선	퀄리티	21.0
3	오리온홀딩스	필수소비재	퀄리티	1.5	3	오리온홀딩스	필수소비재	퀄리티	1.5
4	CJ CGV	미디어,교육	퀄리티	4.7	4	CJ CGV	미디어,교육	퀄리티	4.7
5	현대홈쇼핑	소매(유통)	퀄리티	1.5	5	SNT홀딩스	자동차	퀄리티	5.1
6	한일홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	9.9	6	현대홈쇼핑	소매(유통)	퀄리티	1.5
7	삼표시멘트	건설,건축관련	퀄리티	56.8	7	삼영무역	화학	퀄리티	1.4
8	JW홀딩스	건강관리	퀄리티	0.1	8	노루홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	0.5
9	LX하우시스	건설,건축관련	퀄리티	-4.9	9	JW홀딩스	건강관리	퀄리티	0.1
10	성신양회	건설,건축관련	퀄리티	2.5	10	성신양회	건설,건축관련	퀄리티	2.5
11	NAVER	소프트웨어	이익모멘텀	-5.1	11	삼성전자	반도체	이익모멘텀	16.4
12	한샘	건설,건축관련	이익모멘텀	6.7	12	한화에어로스페이스	상사,자본재	이익모멘텀	2.1
13	NICE	소프트웨어	이익모멘텀	0.0	13	NAVER	소프트웨어	이익모멘텀	-5.1
14	제주은행	은행	이익모멘텀	-6.4	14	SNT다이내믹스	자동차	이익모멘텀	9.8
15	갤럭시아머니트리	소프트웨어	이익모멘텀	-9.3	15	NICE	소프트웨어	이익모멘텀	0.0
16	서울가스	유틸리티	이익모멘텀	1.4	16	DB증권	증권	이익모멘텀	2.9
17	삼진제약	건강관리	이익모멘텀	-0.2	17	모토닉	자동차	이익모멘텀	5.3
18	대아티아이	소프트웨어	이익모멘텀	-8.0	18	우주일렉트로	IT하드웨어	이익모멘텀	-8.7
19	아나패스	디스플레이	이익모멘텀	0.1	19	삼진제약	건강관리	이익모멘텀	-0.2
20	인크레더블버즈	은행	이익모멘텀	4.9	20	대아티아이	소프트웨어	이익모멘텀	-8.0
21	풍산	비철,목재등	가치편향	6.7	21	삼성중공업	조선	가치편향	-2.6
22	한올바이오파마	건강관리	가치편향	-9.8	22	풍산	비철,목재등	가치편향	6.7
23	DN오토모티브	자동차	가치편향	1.7	23	한올바이오파마	건강관리	가치편향	-9.8
24	F&F홀딩스	화장품,의류,완구	가치편향	-4.1	24	F&F홀딩스	화장품,의류,완구	가치편향	-4.1
25	백산	화장품,의류,완구	가치편향	1.4	25	케이엠더블유	IT하드웨어	가치편향	0.6
26	플라리스오피스	자동차	가치편향	-9.5	26	HD현대미포			HD현대중공업 합병
27					27				
28					28				
29					29				

자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

꾸준함을 보이는 전통적 비중 성과

- 미국 주식 3, 한국 주식 3, 미국채 2, 국고채 2 비중을 적용한 60vs40 벤치마크 포트폴리오 성과는 +0.2%를 기록
- 한국 주식 롱only를 적용한 교보 Portfolio는 +0.2%를 기록
- 한국 주식 액티브를 적용한 교보 액티브 Portfolio는 +0.1%를 기록

자산배분 MP 성과



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

포트폴리오 장기성과

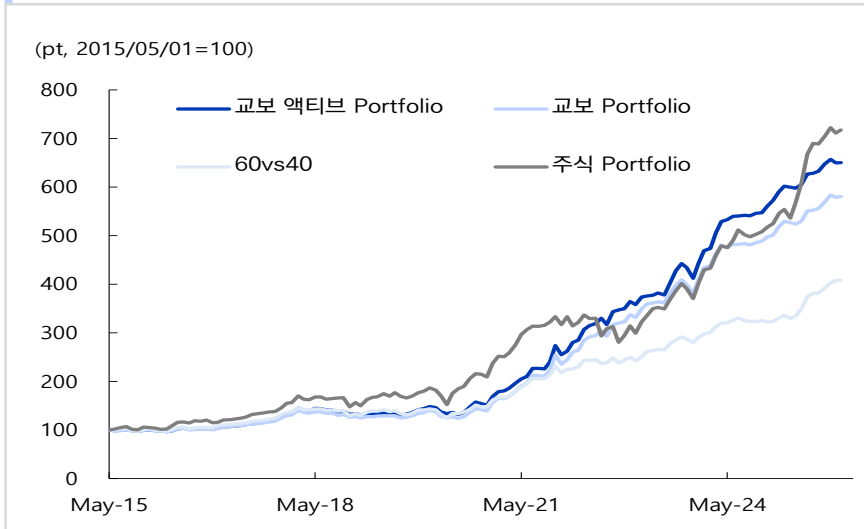
예측 국면 적용: 2015/05/01~현재 결과

	60vs40	교보 Portfolio	교보 액티브 Portfolio	주식 Portfolio
누적수익률	308.8%	480.2%	550.2%	617.2%
연환산수익률	14.1%	17.9%	19.2%	20.3%
연환산변동성	10.3%	11.3%	11.4%	15.2%
샤프 (RF=0%가정)	1.37	1.58	1.68	1.33
MDD (최대낙폭)	-14.6%	-11.9%	-10.7%	-18.4%

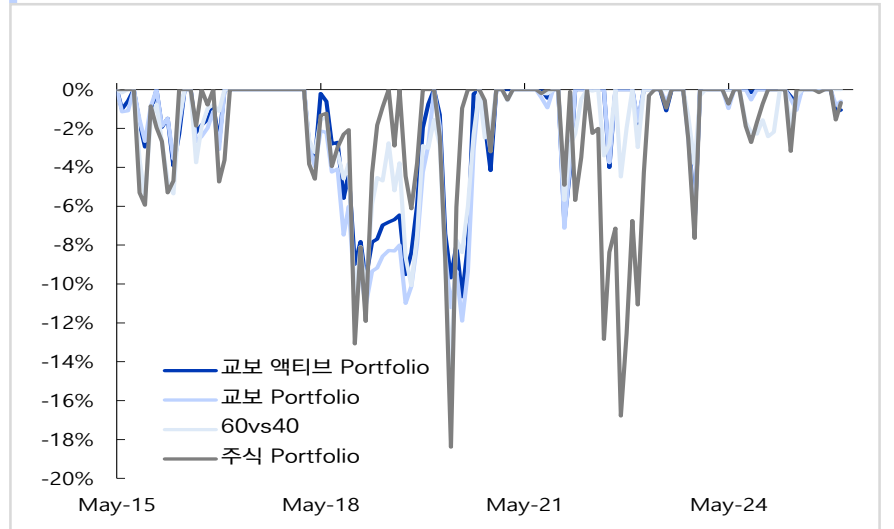
연도별 성과

	60vs40	교보 Portfolio	교보 액티브 Portfolio	주식 Portfolio
2015	5.4%	2.3%	2.7%	16.1%
2016	9.1%	8.2%	8.2%	9.4%
2017	24.6%	24.1%	30.1%	32.1%
2018	-1.3%	-6.3%	-6.6%	4.0%
2019	-5.1%	-1.0%	0.8%	0.4%
2020	40.1%	49.2%	50.5%	68.9%
2021	29.1%	53.0%	53.4%	11.1%
2022	9.1%	25.0%	21.5%	7.1%
2023	20.8%	30.7%	39.4%	34.8%
2024	4.3%	10.1%	12.0%	19.7%
YTD	22.2%	10.8%	8.8%	26.0%

포트폴리오 장기성과 추이



최대낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 연도별 성과는 매년 4월 말 ~ 다음해 4월 말까지. YTD는 12월 26일 증가 기준

Part 03

미국 경기, 둔화 압력 확대

26년 미국 금리인하, 여전히 유효

- CME FedWatch에 따르면, 26년 1월은 금리인하 동결 전망
- 12월 26일 기준, 1월 금리인하 동결 확률은 84.5%를 기록
- 시장에서 예상하는 인하 시점은 Q2, Q3가 유력한 상황
- 그러나, 당사는 여전히 Q1, Q2 각 25bp 추가 인하 전망

26년 미국 금리인하, 여전히 유효

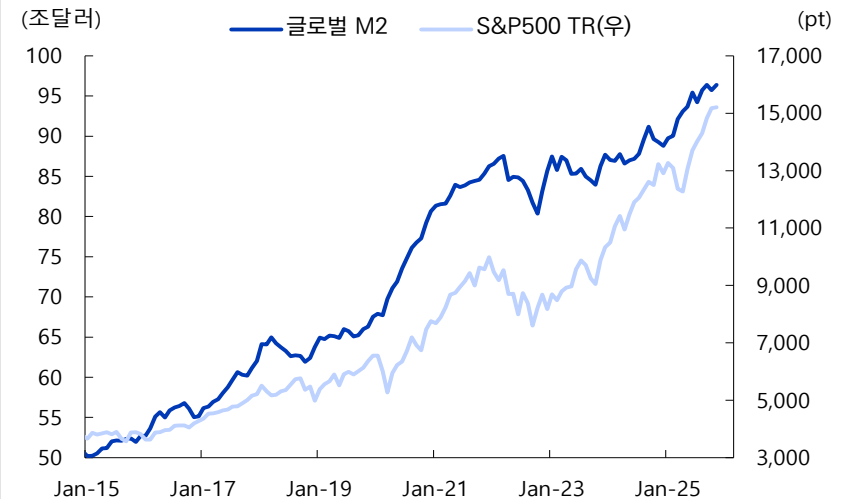
Meeting Date	275-300	300-325	325-350	350-375
2026-01-28	0.00%	0.00%	15.50%	84.50%
2026-03-18	0.00%	0.00%	52.81%	47.19%
2026-04-29	0.00%	0.00%	73.50%	26.50%
2026-06-17	0.00%	29.57%	70.43%	0.00%
2026-07-29	0.00%	59.50%	40.50%	0.00%
2026-09-16	0.00%	91.89%	8.11%	0.00%
2026-10-28	8.50%	91.50%	0.00%	0.00%
2026-12-09	23.94%	76.06%	0.00%	0.00%
2027-01-27	20.50%	79.50%	0.00%	0.00%
2027-03-17	22.79%	77.21%	0.00%	0.00%
2027-04-28	18.50%	81.50%	0.00%	0.00%

자료: CME FedWatch, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 기준

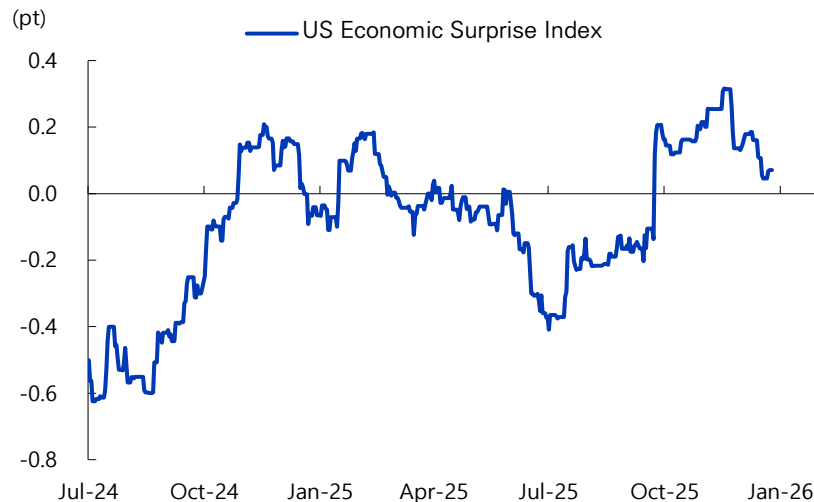
불안정한 미국 경기

- 글로벌 유동성은 우상향 지속(전월 대비 +0.7% 증가)
- 미국 경기서프라이즈 지수는 11/21일 0.314pt 이후 둔화 흐름 지속 (12/24일 기준 0.071pt). 이는 경기 모멘텀이 시장 예상보다 불안정함을 의미
- 미국 경기선행지수, 전년 대비 증감 추이를 봐도 둔화 추세 지속. 특히, 전년 대비 증감 추이가 경기선행지수를 하방 돌파함
- 역사적으로 해당 시점에서 미국 경기는 Slow Growth 혹은 Stagflation 국면에 위치

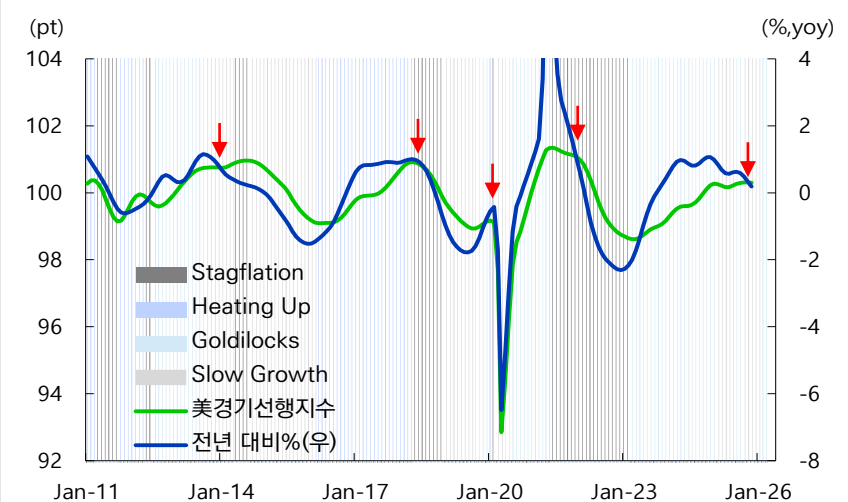
글로벌 유동성은 우상향 지속(전월 대비 +0.7% 증가)



12/24일 기준, 미국 경기서프라이즈 지수는 0.071pt를 기록



미국 경기선행지수, 전년 대비 증감 추이 모두 둔화 흐름 지속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 24일 마감 기준

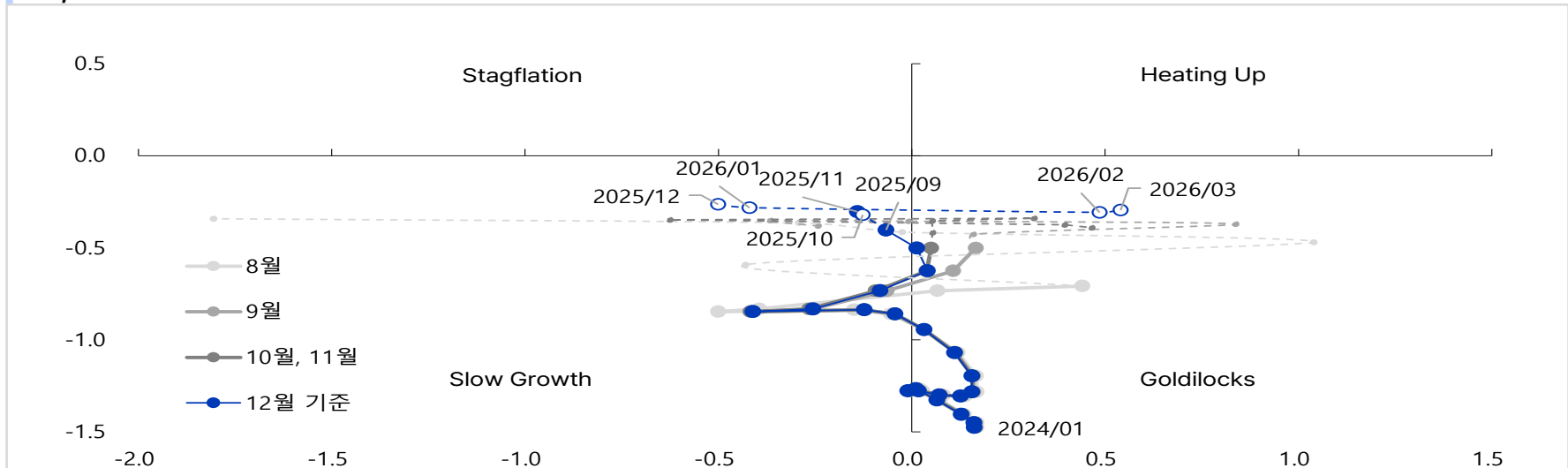
불안정한 경기국면

- 1월 국면의 경우, 1개월 전 예측된 Goldilocks에서 Slow Growth 국면으로 진입
- 이는 미국 경기에 대한 둔화 압력이 증가했다는 시그널
- 실제 발표된 경제지표 수치를 기반으로 도출한 국면 경로 역시, Goldilocks에서 Slow Growth 국면으로 이동
- 현재 z-score 값이 (-1, 1) interval 사이에 위치한 것을 고려하면, 불안정한 국면이 지속될 것으로 판단
- 즉, 향후 둔화 압력 확대 시그널을 유의할 필요

각 국면별 최적 자산 비중 기준

국면	미국 주식	한국 주식	미국 채권	한국 채권
Goldilocks	50%	40%	5%	5%
Slow Growth	10%	10%	60%	20%
Stagflation	15%	15%	30%	40%
Heating Up	50%	30%	10%	10%

1월, Slow Growth 국면 예상



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 파란색은 실제 데이터 기반 국면, 회색은 예측 국면

자산배분을 위한 국면별 韓·美 TOP3 스타일

- 과거 10년간 실제 Slow Growth 국면에서 아웃퍼폼 했던 미국 TOP3 스타일은 성장, 모멘텀, 로우볼
- 한국은 동일 국면에서 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일 성과가 우수했음 (한국 스타일의 경우 필자가 자체 구성)
- 자산배분 관점에서는 1월 미국 금리동결 확률이 우세하나,
- 미국 경기국면 둔화 압력 확대, 증시 변동성 및 하방 리스크 방어를 위해 채권 비중을 추가 확대할 필요
- 즉, 방어형 포트폴리오가 유효한 구간으로 판단(미국 주식 20%, 한국 주식 20%, 미국채 30%, 국고채 30%)

미국: 성장, 모멘텀, 로우볼 스타일을 주목

국면	TOP3 스타일
Goldilocks	성장, 모멘텀, 고베타
Slow Growth	성장, 모멘텀, 로우볼
Stagflation	로우볼, 고배당, 배당성장
Heating Up	성장, 모멘텀, 고베타

한국: 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일이 유효

국면	TOP3 스타일
Goldilocks	가치편향, 성장편향, 퀄리티
Slow Growth	가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀
Stagflation	가치, 로우볼, 고베타
Heating Up	가치, 로우볼, 고베타

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 한국 스타일은 자체 구성

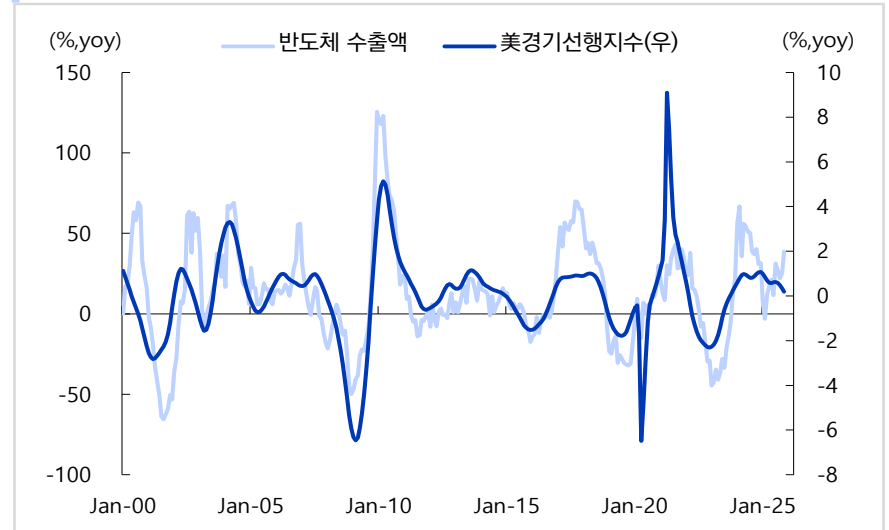
Part 04

실적과 기대

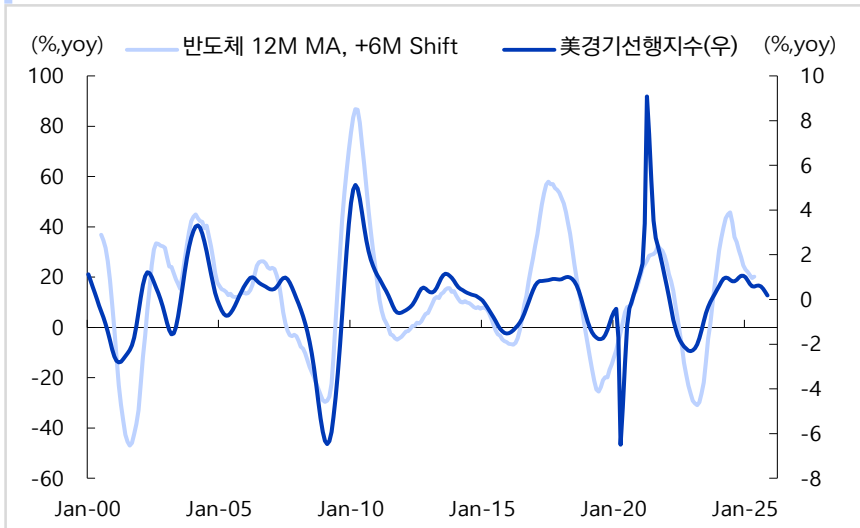
중기적으로 반도체 수출 모멘텀은 취약해질 가능성

- 전체 수출에서 반도체 수출이 차지하는 비중은 여전히 확대되고 있으며, 반도체 수출 모멘텀은 시발 수요로 인해 여전히 유효한 것으로 판단
- 그러나, 반도체 수출 모멘텀은 중기적으로 취약해질 가능성 존재
- 또한, 반도체를 제외한 수출 모멘텀이 회복하지 못함에 따라, 전체 수출 모멘텀 역시 불안정한 모습

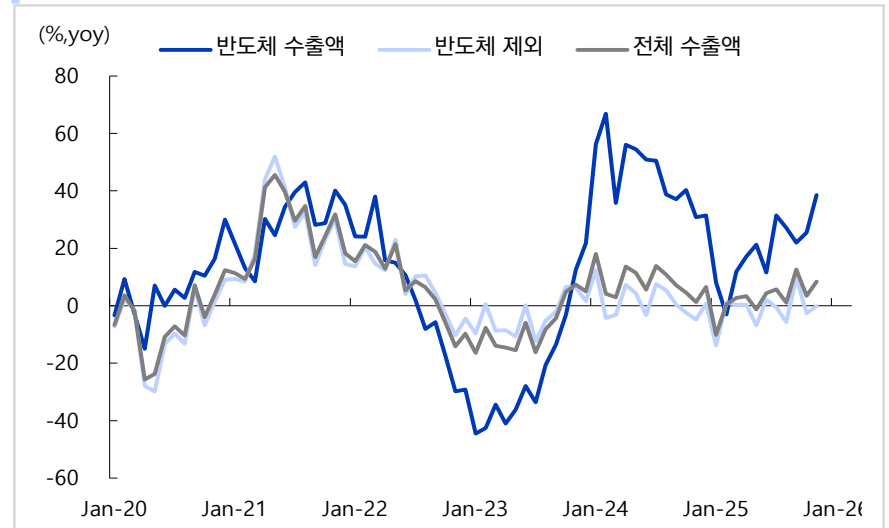
결국 방향은 미국 경기가 중요



중기적으로 반도체 수출 모멘텀은 취약해질 가능성



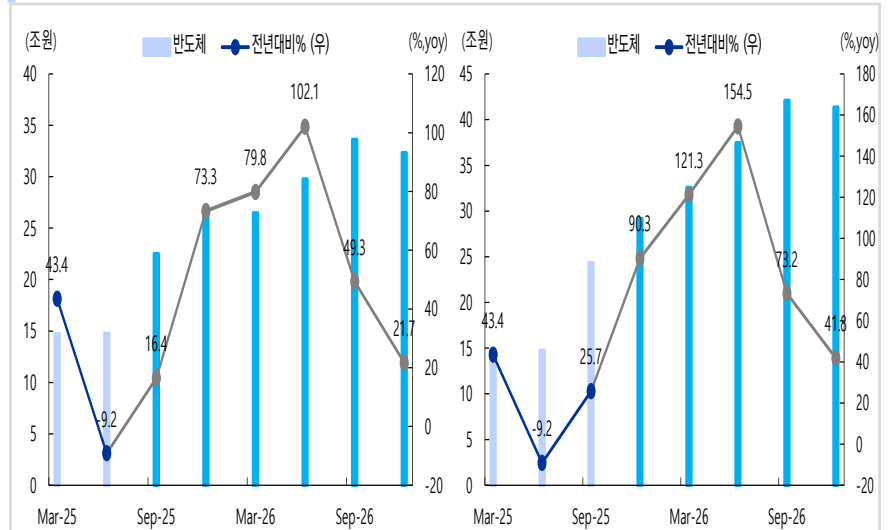
전체 수출 모멘텀은 이미 불안정한 모습



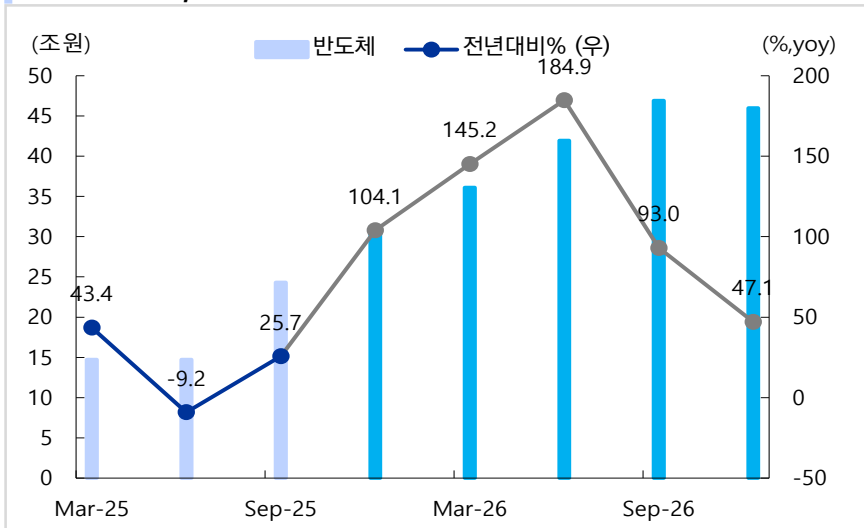
또 다시 상향된 반도체 실적 전망치, 그러나 코스피는..

- 지난 10월부터 반도체 영업이익 컨센서스는 단기간 큰 폭 상향됨
- 그럼에도 불구하고, 코스피 실적 모멘텀은 여전히 25Q4 이후 둔화 흐름으로 전환될 전망. 이는 반도체를 제외한 타 업종의 부진한 흐름이 예상되기 때문
- 1월에 시작되는 25Q4 실적 시즌이 중요한 변곡점이 될 가능성
- 4분기 반도체 실적은 기대에 부합할 것으로 예상되나, 현재 주가는 향후 실적 기대감이 선반영된 만큼 향후 전망치 변화에 유의할 필요

10/24일, 11/21일 기준 반도체 실적 컨센서스 추이

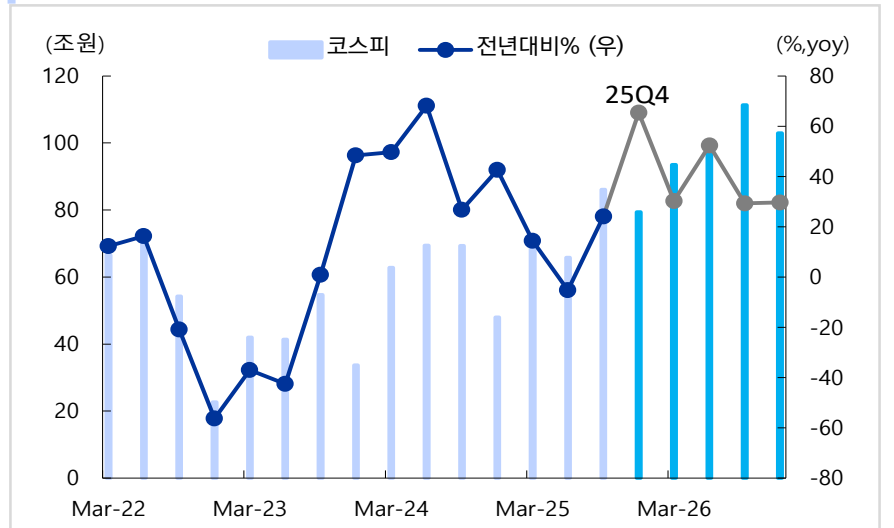


12/26일 기준, 반도체 실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

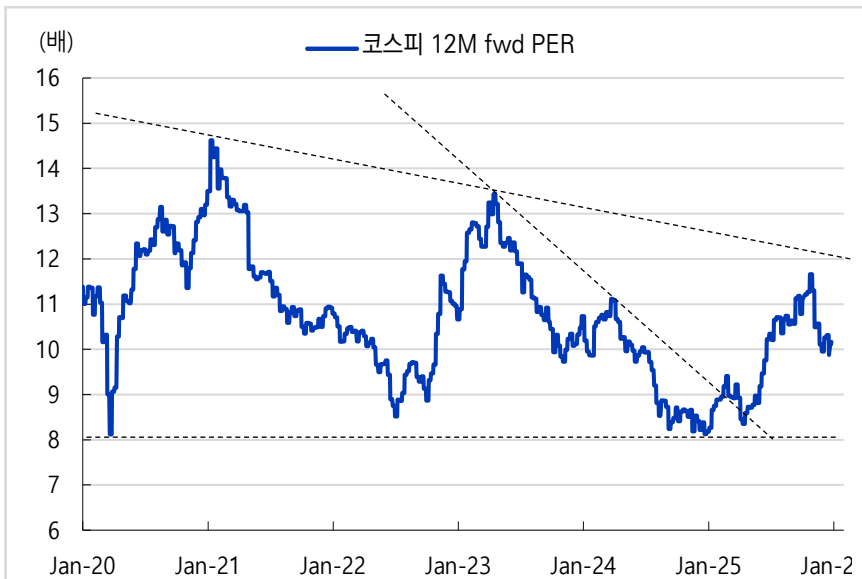
그러나 코스피는 여전히 25Q4 이후 모멘텀 둔화 전망



밸류에이션 매력이 아닌 착시 현상일 가능성

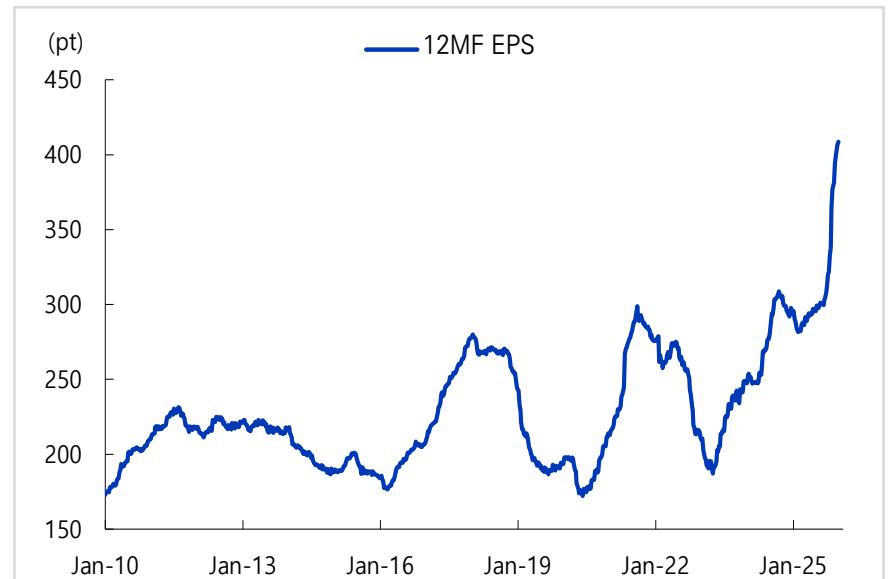
- 12/26일 기준 12MF PER은 10.16배, 12MF EPS는 408.5pt를 기록
- 12MF PER을 보면 여전히 추가 상방은 존재하는 것 처럼 보일 수 있으나,
- 현재 수준의 12MF EPS는 반도체 업황 사이클 지속 기대, 원화 약세 효과 등으로 일부 과대추정 되었을 가능성 존재
- 이는 $12MF PER = \frac{\text{주가}}{12MF EPS}$ 로 도출되는 것을 고려할 때, 12MF EPS가 너무 과한 수준이기 때문일 수 있다는 의미
- 역사적으로 12MF EPS는 주가 상단에서 과대추정되는 경향을 보였으며, 경기 둔화 국면 진입 시 급격한 하향 조정이 발생한 사례 다수 존재

반등하지 못하는 코스피 12MF PER(12/26일 기준, 10.16배)



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

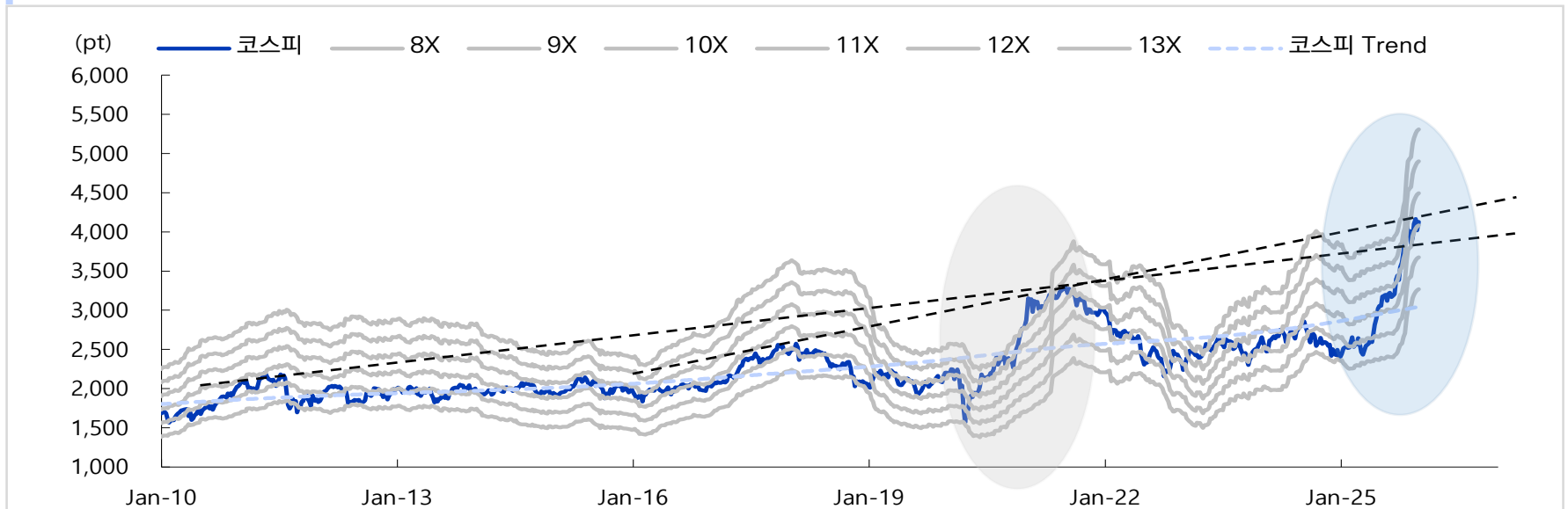
과한 수준으로 판단되는 12MF EPS(12/26일 기준, 408.5pt)



리스크관리가 필요한 시점

- 현재 코스피 레벨은 이미 역사적 상단 저항권에 위치
- 또한, 앞서 언급했듯 미국 경기국면은 Slow Growth 국면에 위치하고 있으며, 둔화 압력도 확대된 상황
- 이러한 상황에서 주가 조정, 12MF EPS 하향 둘 중 1개만 발생해도 12MF PER은 다시 위로 될 수 밖에 없음
- 즉, 현재 구간에서의 리스크는 12MF PER의 상승이 아닌, 12MF EPS의 하향 및 주가 하락이 동시에 발생할 경우
- 따라서, 레벨 부담과 매크로 리스크 요인 등을 고려하여 방어적 업종에 대한 비중을 확대하는 것이 유효할 것으로 판단

리스크관리가 필요한 시점

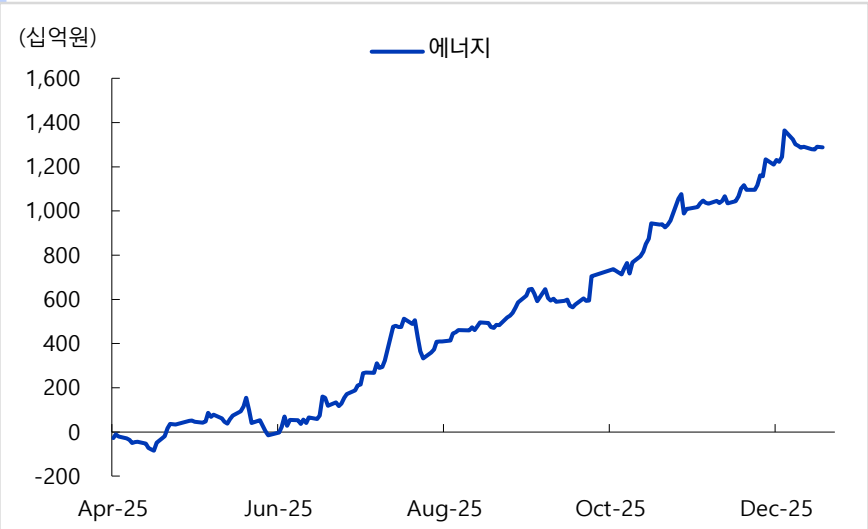


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

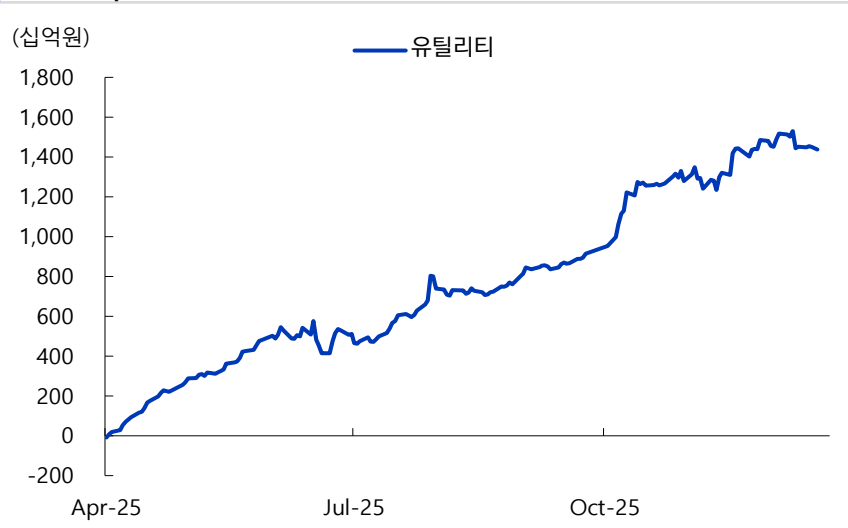
외국인 수급 이상향 지속, 순매도 추세가 종료된 업종에 대한 관심 필요

- 1월 들어 조정 국면 진입이 예상되는 만큼, 외국인 수급이 이상향을 지속하거나, 순매도 추세가 종료된 업종에 대한 관심 필요
- 해당 업종은 에너지, 유틸리티, 디스플레이, 소매(유통), 필수소비재, 통신서비스 등 6개 업종
- 즉, 외국인은 방어적 업종에 대한 비중을 지속 확대하고 있음

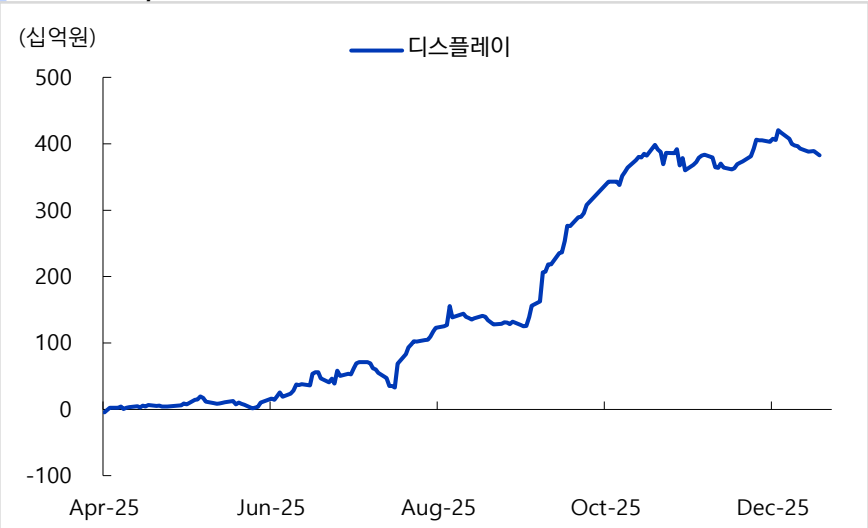
에너지, 외국인 누적순매수 추이



유틸리티, 외국인 누적순매수 추이



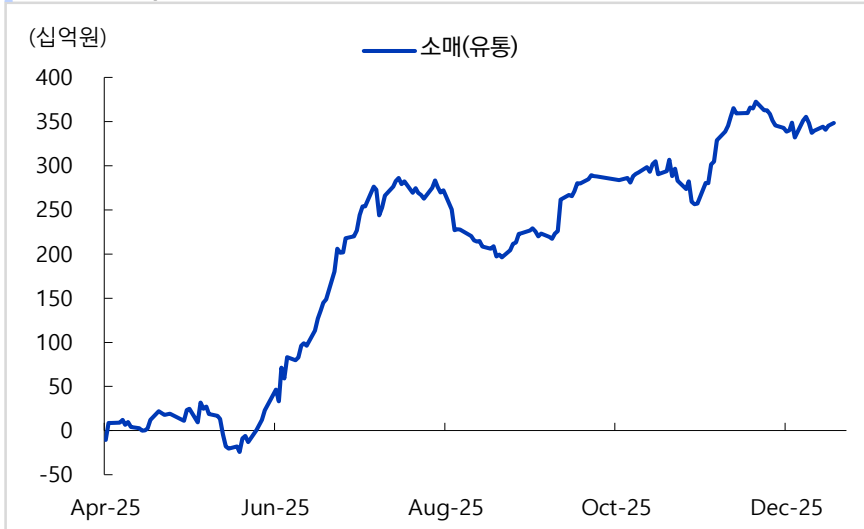
디스플레이, 외국인 누적순매수 추이



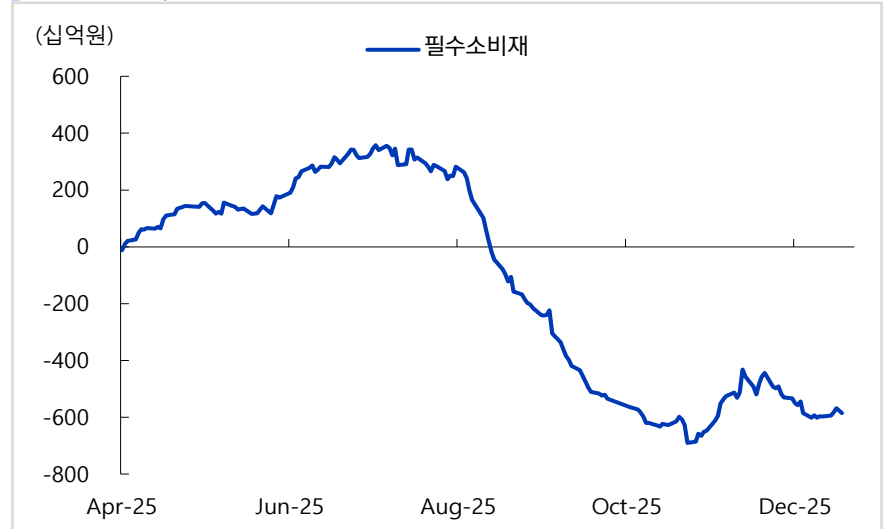
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

외국인 수급 이상향 지속, 순매도 추세가 종료된 업종에 대한 관심 필요(2)

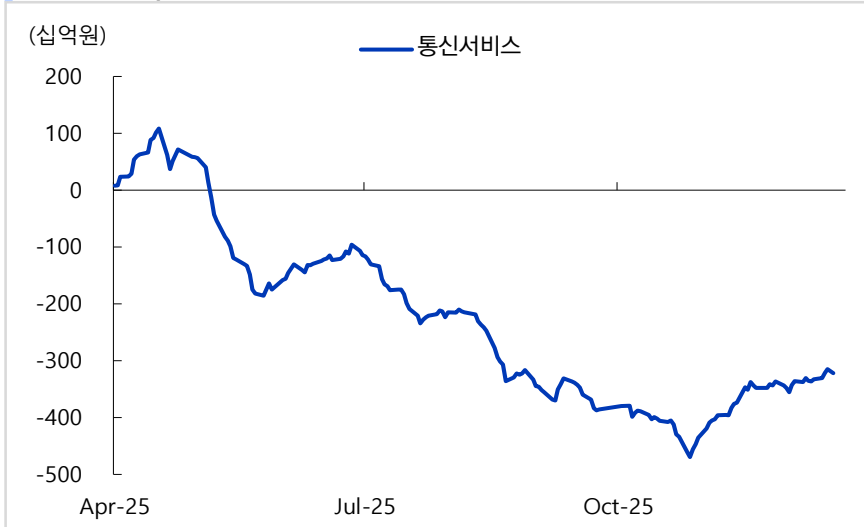
소매(유통), 외국인 누적순매수 추이



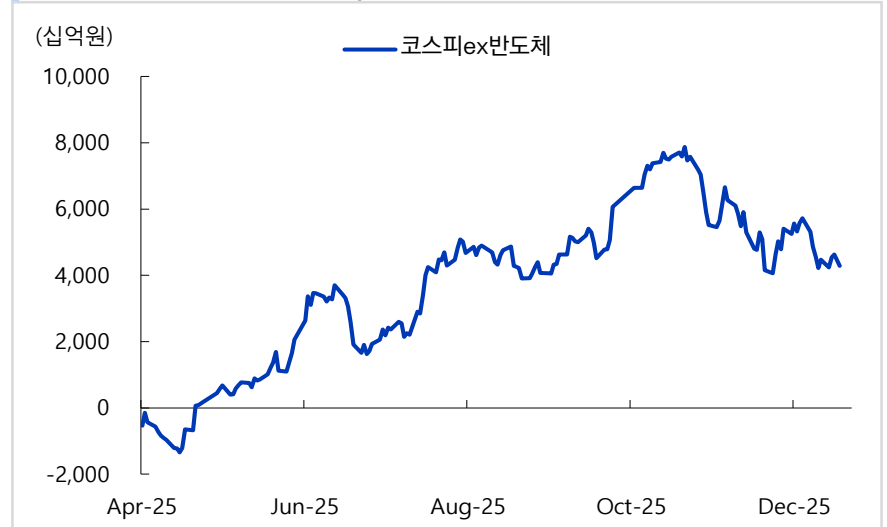
필수소비재, 외국인 누적순매수 추이



통신서비스, 외국인 누적순매수 추이



반도체 제외(코스피-반도체), 외국인 누적순매수 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준

1월 추천 비중: 미국 주식 20%, 한국 주식 20%, 미국채 30%, 국고채 30%

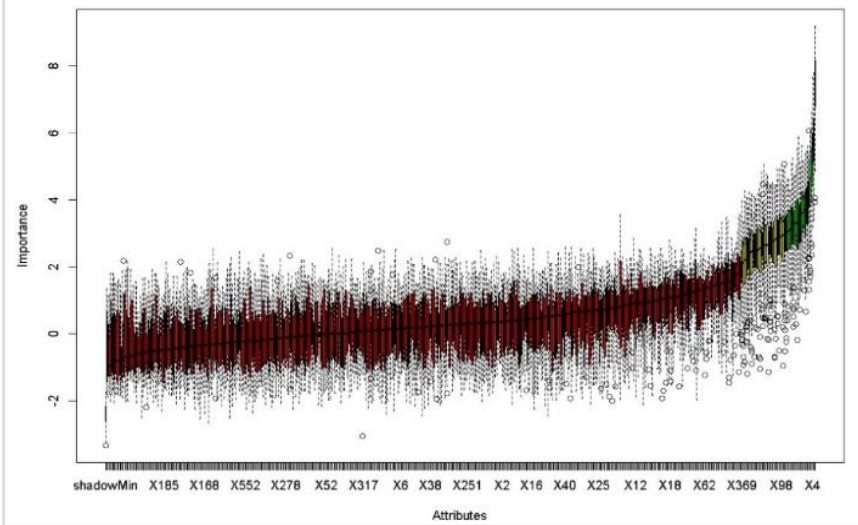
1월 주식 포트폴리오 종목 List

	종목명	업종명	스타일	시가총액	1M(%)		종목명	업종명	스타일	시가총액	12M(%)
1	기업은행	은행	퀄리티	16,905	3.7	1	기업은행	은행	퀄리티	16,905	44.4
2	HD현대마린엔진	조선	퀄리티	3,182	15.1	2	HD현대마린엔진	조선	퀄리티	3,182	276.7
3	CJ CGV	미디어,교육	퀄리티	992	6.8	3	오리온홀딩스	필수소비재	퀄리티	1,287	31.7
4	현대홈쇼핑	소매(유통)	퀄리티	667	2.0	4	CJ CGV	미디어,교육	퀄리티	992	10.5
5	한일홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	553	9.6	5	SNT홀딩스	자동차	퀄리티	942	142.4
6	삼표시멘트	건설,건축관련	퀄리티	519	57.0	6	현대홈쇼핑	소매(유통)	퀄리티	667	17.1
7	비츠로셀	IT가전	퀄리티	417	23.4	7	삼표시멘트	건설,건축관련	퀄리티	519	56.8
8	INVENI	유틸리티	퀄리티	383	7.5	8	비츠로셀	IT가전	퀄리티	417	76.3
9	삼영무역	화학	퀄리티	295	3.2	9	삼영무역	화학	퀄리티	295	20.8
10	성신양회	건설,건축관련	퀄리티	245	2.9	10	노루홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	291	66.7
11	삼성전자	반도체	이익모멘텀	692,598	13.8	11	삼성전자	반도체	이익모멘텀	692,598	118.3
12	SNT다이내믹스	자동차	이익모멘텀	1,546	8.9	12	NAVER	소프트웨어	이익모멘텀	36,311	15.8
13	한샘	건설,건축관련	이익모멘텀	1,141	5.7	13	SNT다이내믹스	자동차	이익모멘텀	1,546	144.4
14	제우스	반도체	이익모멘텀	430	5.3	14	NICE	소프트웨어	이익모멘텀	498	17.8
15	서울가스	유틸리티	이익모멘텀	329	2.2	15	DB증권	증권	이익모멘텀	458	100.0
16	모토닉	자동차	이익모멘텀	320	6.3	16	모토닉	자동차	이익모멘텀	320	29.6
17	HLB이노베이션	반도체	이익모멘텀	275	13.7	17	우주일렉트로	IT하드웨어	이익모멘텀	319	121.2
18	비츠로테크	IT가전	이익모멘텀	228	7.4	18	삼진제약	건강관리	이익모멘텀	276	11.4
19	아나패스	디스플레이	이익모멘텀	210	2.2	19	대아티아이	소프트웨어	이익모멘텀	266	26.3
20	인크레더블버즈	소매(유통)	이익모멘텀	62	2.2	20	비츠로테크	IT가전	이익모멘텀	228	28.7
21	삼성중공업	조선	가치편향	21,076	-5.5	21	삼성중공업	조선	가치편향	21,076	106.5
22	DN오토모티브	자동차	가치편향	1,434	2.3	22	풍산	비철,목재등	가치편향	2,965	106.2
23	솔브레인홀딩스	IT가전	가치편향	807	0.1	23	DN오토모티브	자동차	가치편향	1,434	31.7
24	케이엠더블유	IT하드웨어	가치편향	622	2.7	24	F&F홀딩스	화장품,의류,완구	가치편향	773	63.6
25	제룡전기	기계	가치편향	589	8.6	25	케이엠더블유	IT하드웨어	가치편향	622	66.7
26	백산	화장품,의류,완구	가치편향	271	-0.4	26					

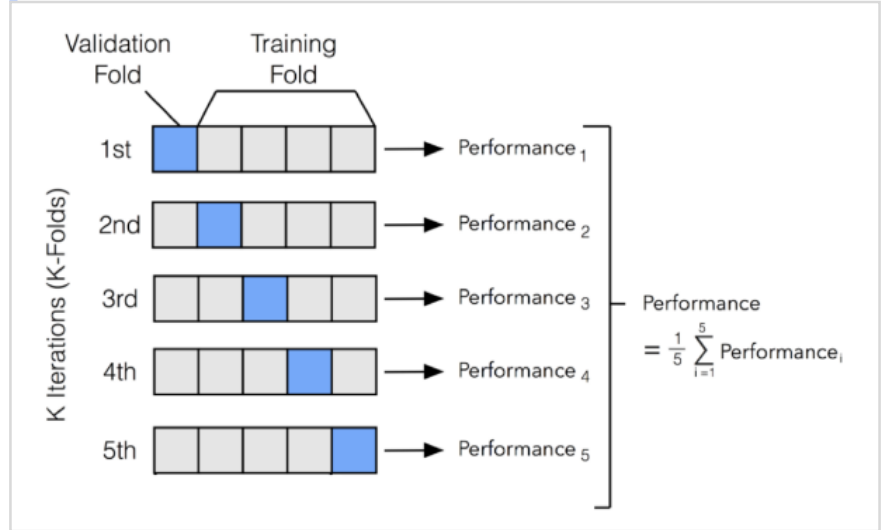
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 12월 26일 종가 기준. 시가총액 단위는 십억원

Appendix. 국면 예측을 위한 머신러닝 구조도

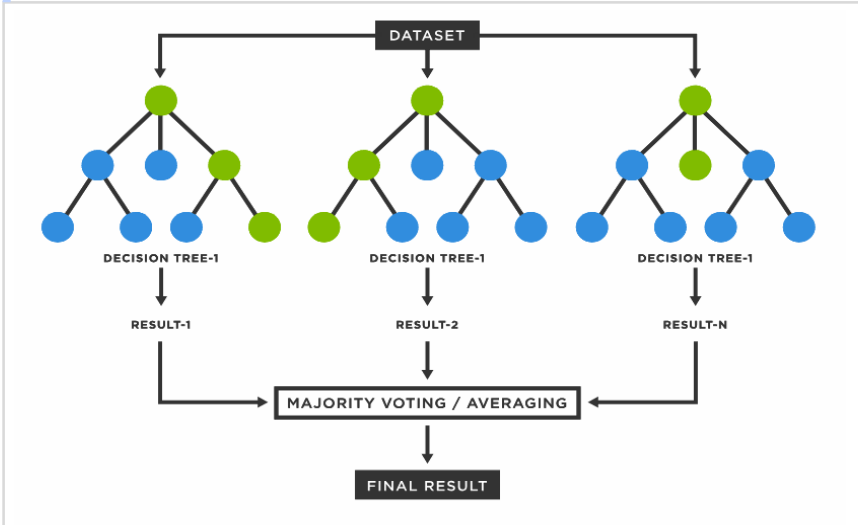
Boruta 알고리즘 기반, 변수 예측을 위한 중요도 상위 지표 선별



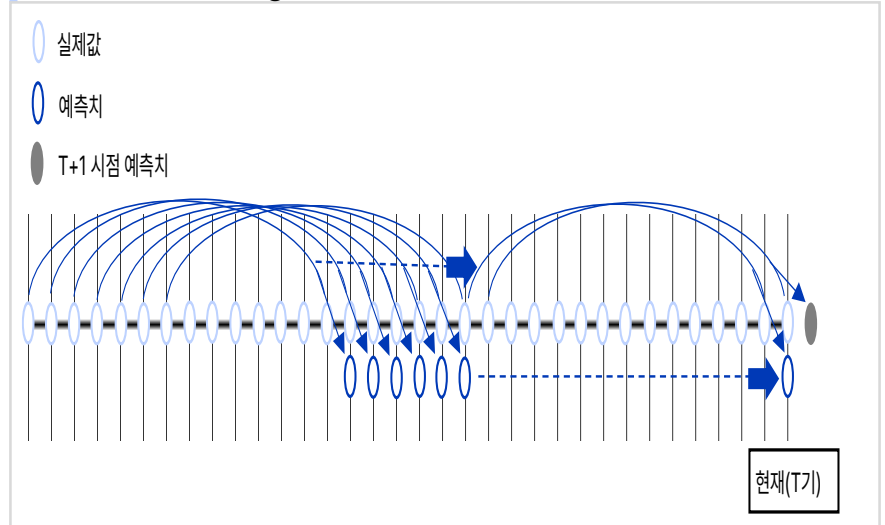
교차검증을 통해 예측오차가 가장 낮은 최적 지표 조합 선별



랜덤포레스트 모델을 활용한 회귀분석



예측을 위한 Training 기법





감사합니다.

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자이견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	0.0%

[업종 투자이견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하