발간일자 2026.05.19

[채권/글로벌전략] 백윤민 수석연구위원
yoonmin1983@iprovest.com

[전략/자산배분] 김준우 책임연구원
jwkim07@iprovest.com

[퀀트] 정상휘 책임연구원
sh.jeong@iprovest.com

[경제/환율] 위재현 선임연구원
jhwee11@iprovest.com



교보증권 리서치센터 **2026 하반기 금융시장 전망**

Rising on All Fronts

KYOBO
교보증권

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

Contents

교보증권 리서치센터의 **2H26 Outlook**

I 경제 :
고유가의 파고, 성장의 항로 ··· 7pg

II 채권 :
Comply or Defy - 깊어지는 고민 ··· 43pg

III 주식 :
기호지세(騎虎之勢), 아직은 물러설 때가 아니다 ··· 75pg

IV 퀀트 :
B의 시간 - Barbell and Balance ··· 109pg

Summary

[경제/환율: 고유가의 파고, 성장의 항로]

- 현재 글로벌 경제는 AI 투자 사이클의 훈풍과 지정학 리스크의 역풍이 만나는 교차로에 위치. 지정학 리스크의 지속 기간에 따라 역풍의 강도는 달라지겠지만, 현재 기준으로 보면 미국이나 한국이나 아직은 순풍의 영향을 더 많이 받을 것으로 예상. **역사적으로 공급측 물가 압력은 물가 상승과 성장 둔화 요인이지만, 현재 경제 상황을 고려해 물가와 성장률을 모두 상향 조정**
- 고유가는 가계의 실질 구매력에 부담이지만, 미국 소비는 여전히 자산가격과 AI 투자 사이클의 영향이 더 크게 작용해 유의미한 둔화 가능성은 제한적. 국내는 반도체 중심의 수출 확대가 올해 성장률을 견인하는 핵심 요인으로 작용하고 있으며, 정부의 확장적 재정정책도 고유가에 따른 소비 부담을 일부 완충할 것으로 예상. 물가는 추세 상승 가능성은 제한적이지만, 이전 레벨 회복까지는 시간이 필요
- 달러 인덱스는 당분간 구조적으로 약세를 보이기 어려움. 페트로달러에 대한 의구심이 확산되고 있지만 1970년대와 지금의 달러 리사이클링 구조 자체가 달라진 점에 주목. 달러-원 환율은 대외 요인보다 대내 수급에 크게 영향을 받는 상황. 당분간 상방 압력이 확대될 수 있겠으나 중기적 관점에서 하락 방향성은 여전히 유효. **연말까지 1,400원 초반대로 하락할 것으로 예상**

[채권: Comply or Defy - 깊어지는 고민]

- **연준은 올해 하반기 기준금리를 현 수준(3.75%)에서 유지할 것으로 전망.** 미국 기준금리는 중립 수준을 소폭 상회하는 제약적인 영역에 위치. 미국의 디스인플레이션 기조가 추가적으로 훼손되더라도 금리인상이 실물경제와 금융시장에 미칠 부담을 고려해 긴축 전환에는 신중함을 유지할 것으로 판단. **한국은행은 올해 하반기 기준금리를 3.00%까지 25bp씩 2차례 인상할 것으로 전망.** 국내 경제의 양호한 성장세가 유지되는 가운데, 기대인플레이션 차단을 위한 한은의 금리인상은 불가피하다고 판단. 당사 경제 전망과 대내외 불확실성 요인들을 종합적으로 고려할 때, 연내 한 차례 이상의 금리인상을 기본 시나리오로 설정하는 것이 합리적이라고 판단
- **투자전략 관점에서는 캐리를 고려한 매수 접근은 유효. 다만, 듀레이션을 중립 이하로 유지하면서 보수적인 스탠스를 이어갈 필요가 있다고 판단.** 금리 레벨은 매력적인 수준이지만, 중동 전쟁 이슈를 제외하더라도 채권시장에 우호적인 재료가 크게 눈에 띄지 않는 상황
- **2026년 하반기 금리 밴드: 국고채 3년 3.40%~3.85%, 국고채 10년 3.70%~4.30% 예상**
  미국채 2년 3.70%~4.20%, 미국채 10년 4.10%~4.70% 예상

Summary

[주식 : 기호지세(騎虎之勢), 아직은 물러설 때가 아니다]

- **하반기 미국 S&P500 밴드는 7,150pt~8,100pt 제시.** 미국 경기는 경기 확장 흐름이 유지되는 가운데, AI 중심 실적 개선과 정책 기반 유동성 기대 역시 지속될 전망. 다만 High-for-Longer 금리 환경과 높은 실질금리 수준이 유지되며, 과거와 같은 유동성 기반 PER 확장은 제한되는 구조로 판단. **하반기 미국 증시는 밸류에이션보다 EPS 흐름과 실적 모멘텀이 지수 방향성을 결정할 전망. 하반기 미국 선호 업종은 IT, 헬스케어, 필수소비재 업종**
- **코스피 밴드는 7,000pt~10,000pt 제시.** 코스피는 반도체 실적 증가율 정상화 흐름 속에서도, 비반도체 업종 중심 이익 확산과 정책 기대가 시장 전체 이익 흐름을 지지할 전망. 다만 미국 Heating Up 국면과 High-for-Longer 금리 환경으로 시장 전체 PER 확장은 제한되겠지만, 현재 코스피 PER이 역사적으로 낮은 수준이라는 점에서 추가 PER 압축 가능성 역시 제한적일 것으로 판단. 이에 따라 **하반기 코스피는 실적 흐름이 지수 하단을 지지하는 가운데, 일부 AI 및 반도체 중심 업종의 선택적 리레이팅과 PER 하단 안정화가 동시에 나타나는 구조를 전망. 하반기 한국 선호 업종은 반도체, 비철/목재, 기계, 호텔/레저서비스, 은행, 증권, 보험 업종**

[퀀트: B의 시간 - Barbell and Balance]

- **하반기 미국 증시에 대응하기 위한 스타일 전략으로 바벨 전략 제시.** 경제정책 불확실성 및 글로벌 지정학 리스크에 기초한 불확실성 국면을 구분하여 분석. 2국면에서 1국면으로 이동할 가능성이 높은 현재와 유사했던 구간을 2015년 이후로 찾아봤을 때, 15년 하반기, 18년 상반기, 21년 하반기 및 23년 하반기로 판단. 이들 시기에 대해 Long Only 포지셔닝을 기준으로 한 BM(S&P500) 대비 확산사이클을 그려봤을 때, **로우볼, 밸류, 실적, 고베타 팩터**에 대한 모멘텀이 상대적으로 유효했음. 해당 팩터를 사용하여 S&P500 구성 종목 내 선호 업종을 중심으로 종목 선정 시 **(IT) NVDA, MU, LRCX, (헬스케어) ABT, LH, VTRS, (필수소비재) TGT, KDP, ADM 등 제시**
- **마찬가지로 한국 증시 또한 바벨 전략 중심의 스타일 대응이 유효할 전망.** 거래대금 및 파생상품 시장을 통해 볼 때, 특정 업종으로의 쏠림 완화가 하반기 이후 발생할 것이 유력시. 아울러 동일 시기 한국 증시에 대해서도 KOSPI를 벤치마크로 해 스타일 팩터의 순환 흐름을 도시해봤을 때, 결론적으로 마찬가지로 **밸류, 고베타, 실적, 로우볼** 등에 대한 관심이 상대적으로 집중되는 경향. 한국 선호 업종을 중심으로 종목 선정 시 **삼성전자, SK하이닉스, 삼성생명, KB금융, 신한지주, LS ELECTRIC, 고려아연, NH투자증권, 강원랜드 등 제시**

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

[경제/환율]

고유가의 파고, 성장의 항로

[경제/환율] 위재현 선임연구원

KYOBO
교보증권

[경제, 환율] 고유가의 파고, 성장의 항로

- 최근 글로벌 매크로 환경은 훈풍과 역풍이 중첩되며 불확실성이 증대되는 양상. 글로벌 AI투자 확대와 반도체 사이클 호황은 훈풍이나, 지정학 리스크에 따른 유가 상승은 역풍
- 국가별 산업구조에 따라 AI 투자에 따른 수혜 강도도 다르며, 동시에 중동 지역의 에너지 수입에 의존도에 따라 피해 수준도 차별화될 전망. 전반적인 글로벌 성장률 경로와 외환시장 경로가 시시각각 변화하는 변동성 장세는 당분간 지속될 가능성 높음

주요 경제지표 및 환율 전망

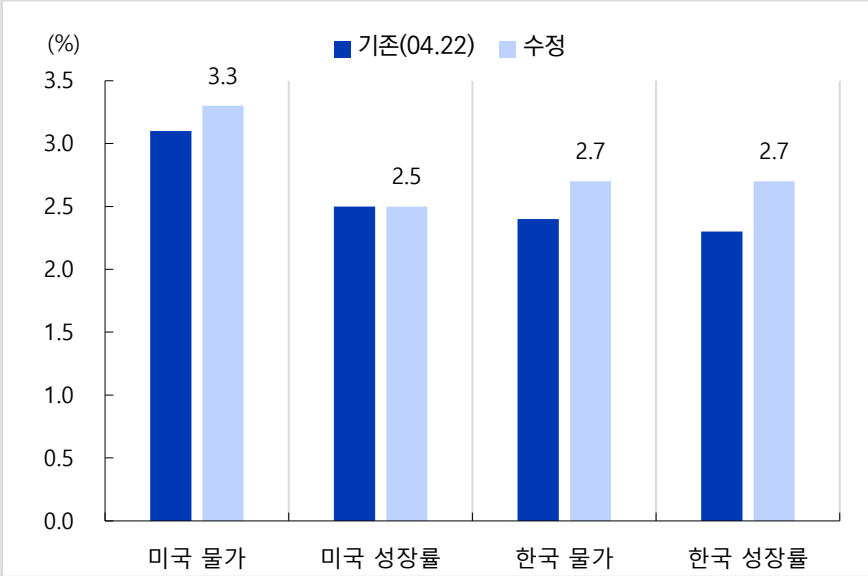
		2025				2026				2025	2026
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간
미국	GDP(QoQ,연율화)	-0.6	3.8	4.4	0.5	2.0	3.2	2.9	2.7	2.1	2.5
	CPI(YoY)	2.7	2.5	2.9	2.7	2.5	3.8	3.5	3.3	2.7	3.3
한국	GDP(QoQ)	-0.2	0.7	1.3	-0.2	1.7	-0.1	0.5	0.4	1.0	2.7
	CPI(YoY)	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	3.1	2.8	2.1	2.7
달러 인덱스		107	100	98	99	98	99	98	98	101	98
달러-원		1,450	1,400	1,385	1,450	1,460	1,470	1,440	1,400	1,420	1,440

자료: 교보증권 리서치센터

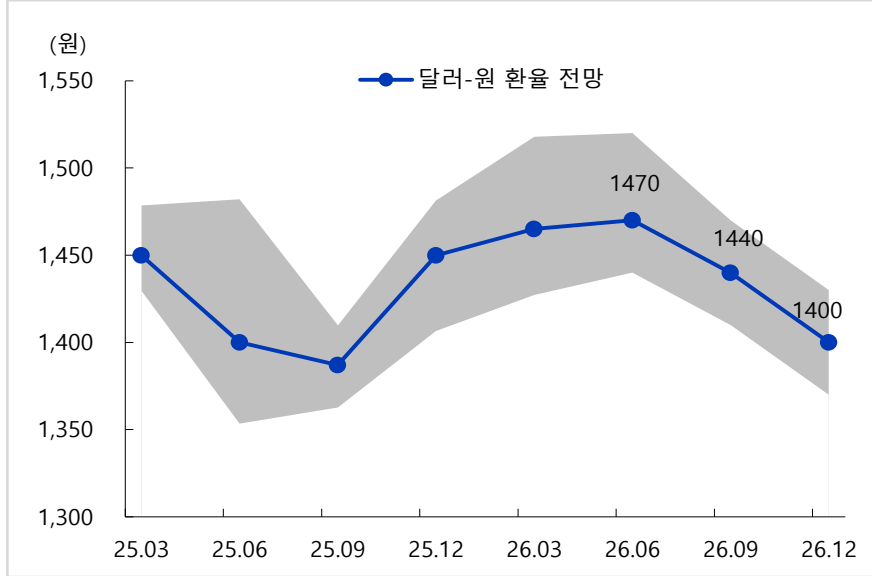
[경제, 환율] 고유가의 파고, 성장의 항로

- 현재까지의 매크로 지표를 기준으로 당사는 미국의 연간 물가 전망치 상향 조정하였으며, 한국의 경우 물가와 성장률 전망치를 동시 상향
- 유가가 당초 예상보다 높은 수준이 유지됨에 따라 물가의 상향 조정은 불가피. 다만 성장률 측면에서는 공급측 물가 압력에도 불구하고 한국과 미국 모두 AI 사이클의 수혜 강도가 높을 것으로 예상되어 성장률 전망치를 상향
- 외환시장의 경우 연간 달러-원 환율이 1,400원 초반까지 하락하는 기존 전망 방향성을 유지. 다만 최근 환율 상승을 주도하고 있는 외국인의 국내 주식 매도세를 감안하면 단기 환율 상방 리스크는 존재. 중기적 관점에서 원화 강세 압력은 여전

미국과 한국의 물가, 성장률 전망치 수정 전망



달러-원 환율 전망 경로, 방향성은 유지하나 2분기 환율 상승 압력 존재



자료: 교보증권 리서치센터

[경제, 환율] 고유가의 파고, 성장의 항로

- 당사는 기존 자료(26/04/22 <총성 뒤의 경제와 금리>)에서 2분기 내 호르무즈 해협의 완만한 개방을 예상했으나, 현재 미국과 이란의 협상 진척도를 보면 당초 예상보다 지연될 가능성이 높음
- 게다가 글로벌 원유 재고의 소진 속도와 여름철 드라이빙 시즌에 따른 계절적 원유 수요 확대를 감안하면 호르무즈 해협이 6월에 개방되더라도 당분간 고유가 환경이 지속될 것으로 예상

중동사태 시나리오별 유가 전망치, 부분협상보다 협상 장기화 가능성 높아진 상황 단위: (%, 달러/배럴)

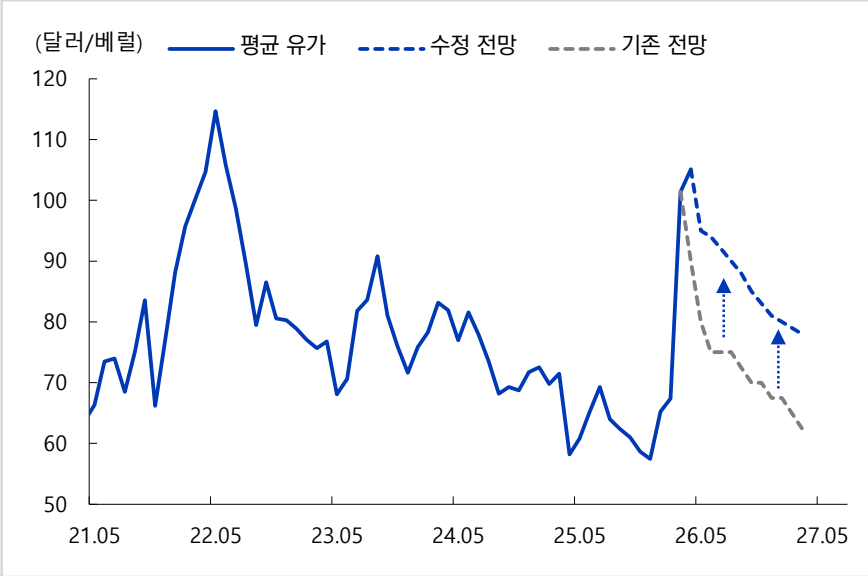
시나리오	협상 타결(1)	부분협상(2)	협상 장기화(3)	전면전 확산(4)
전쟁 양상	호르무즈 해협 완전 개방	핵 협상 진전, 2분기 내 선박 항행량 점진적 정상화	**핵 협상 난항, 미국의 이란 봉쇄와 이란의 해협 부분 통제 지속**	미국의 이란 본토 에너지 시설 타격, 중동 지역 전쟁 확산
발생확률	15%	35%	**45%**	5%
2Q 유가	75	80	**95**	130
3Q 유가	70	75	**87**	100
4Q 유가	65	70	**80**	95

자료: 교보증권 리서치센터

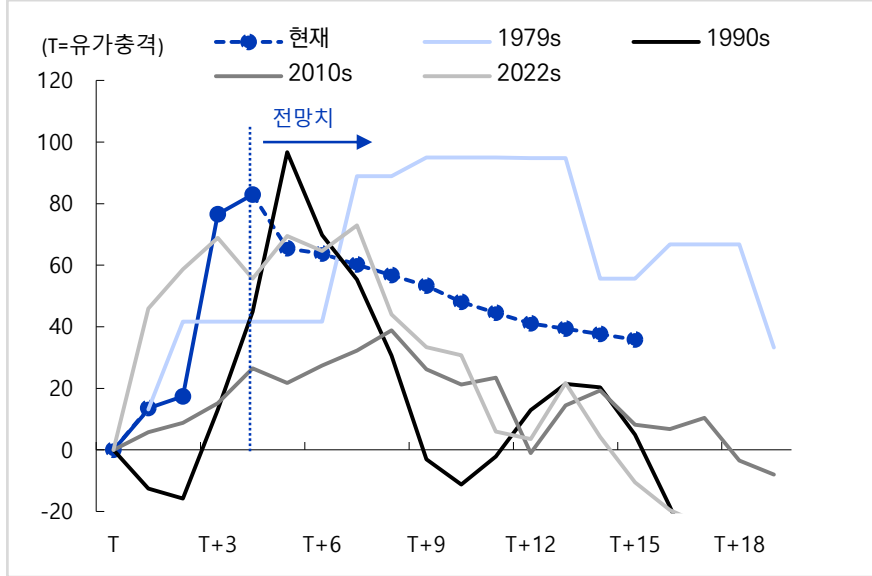
[경제, 환율] 고유가의 파고, 성장의 항로

- 연말 WTI 기준 유가 전망 하단을 기존 70$->80$로 상향 조정. 이는 EIA의 5월 STEO와 선물시장에 반영된 유가 전망치와 근사
- 미국과 국내 물가 전망치도 이러한 시나리오를 가정하여 추정했으며, 향후 유가 경로가 변화할 경우 물가와 성장률 전망치도 추가 조정이 불가피
- 한편 연말 유가 80$ 시나리오는 과거 유가 충격 사례와 비교하더라도 유가 하락 속도가 다소 더딘 편, 유가 레벨은 높은 편이지만 기존 경제의 관성을 고려할 때 성장률과 물가에 미치는 타격 수준은 과거와 상이할 전망

베이스 시나리오 하 평균유가 추이



과거 공급충격에 따른 유가 상승 사례와 현재 유가 수준 (백분율 변화)

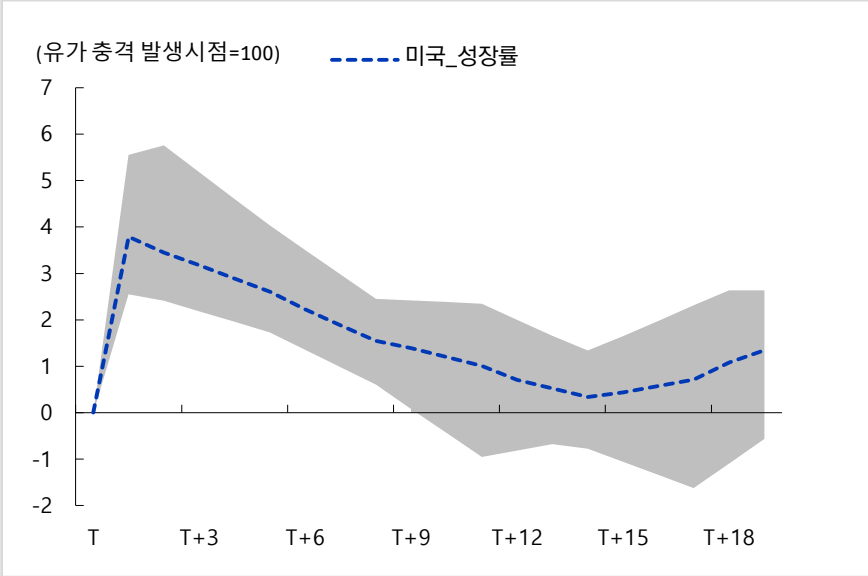


자료: Bloomberg, EIA, 교보증권 리서치센터
주: 우측 차트의 X축 T+3의 경우 유가충격 발생 이후 3개월 경과를 의미

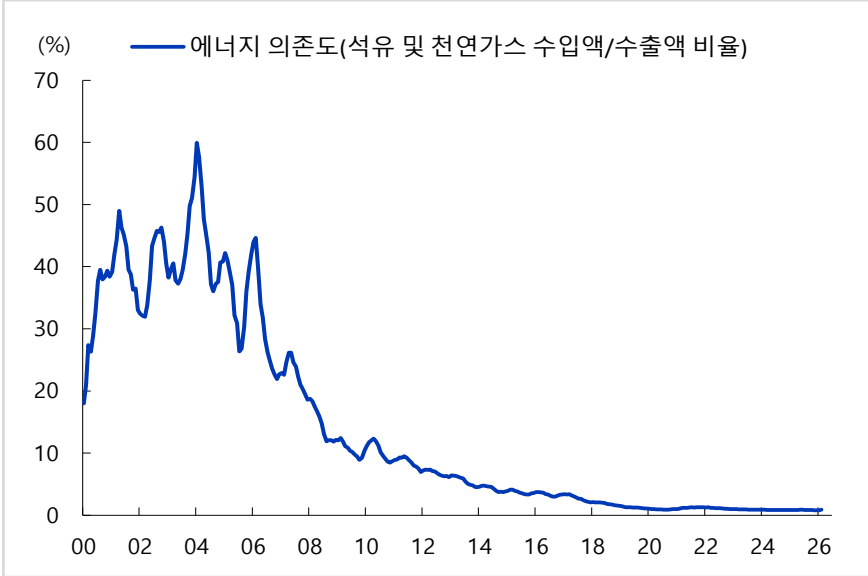
[미국] 과거의 교훈과 현재의 상황

- 공급 충격에 따른 고유가는 물가 상승과 동시에 성장률 둔화 요인. 이는 과거 사례를 통해서도 명확하게 드러나는데, 시대별로 충격의 크기와 지속기간은 달랐으나 전반적인 방향은 명확
- 유가가 4배 이상 상승했던 1차 오일쇼크를 제외하고 1970년대 이후 4차례의 공급 충격 사례(1979년 2차 오일쇼크, 1990년 걸프전쟁, 2011년 리비아 사태, 2022년 러우전쟁) 모두 예외 없이 물가 상승과 성장 둔화 흐름이 나타났음
- 다만 과거 사례와 같이 이번에도 성장률이 큰 폭으로 둔화될 지는 지켜봐야. 과거와 달리 성장의 동력도 달라졌으며 미국은 에너지 순수입국에서 순수출국으로 전환했기 때문

과거 유가 급등 사례 당시 미국 성장률 추이



미국 에너지 의존도는 셰일가스 시추 이후 빠른 속도로 하락

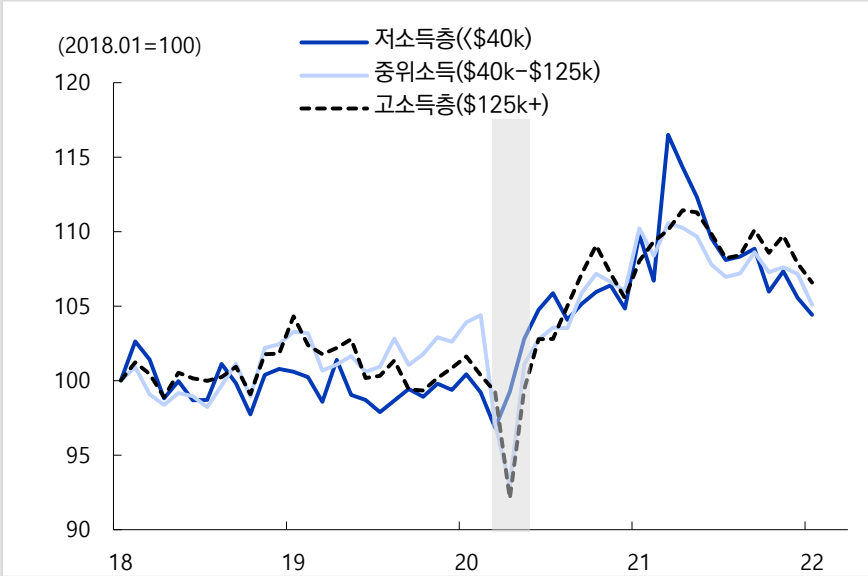


자료: Bloomberg, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터
주: 좌측 차트의 성장률의 경우 유가 충격 발생시점 이후 전년대비 증감율 추이. 점선이 평균, 음영은 성장률 상하단 범위

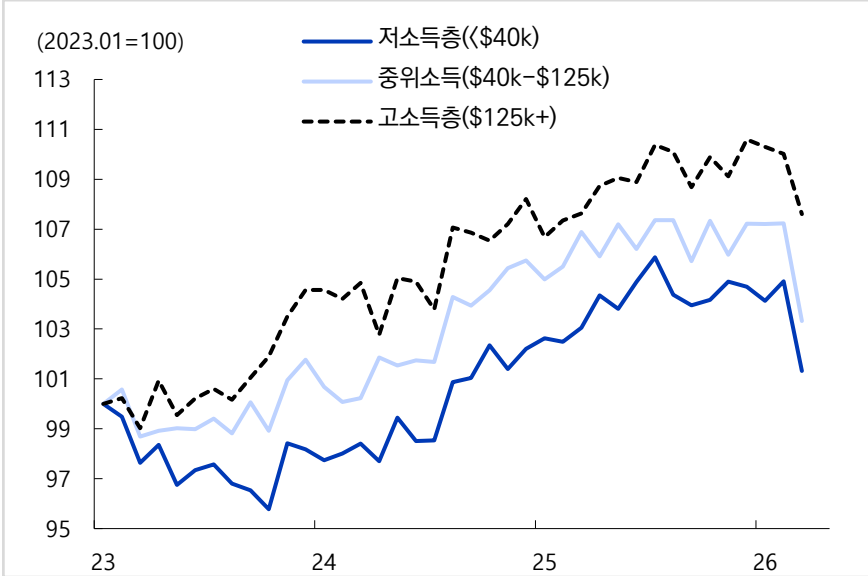
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 유가 상승은 계층을 불문하고 소비자 전반에게 부담. 따라서 성장률 측면에서 소비자들의 실질 구매력 하락 효과는 미국 소수 셰일 기업들의 생산 이익보다 클 것으로 예상
- 다만 전반적인 소비 충격 효과를 파악하기 위해서는 현재 미국의 소비를 지탱하는 힘이 무엇인지 파악해야. 결과적으로 2022년 이후 고금리 환경에도 소비가 지속적으로 양호했던 것은 고소득층에 크게 의존한 결과
- 미국 가계의 자산/소득 양극화는 과거부터 지적되던 문제였으나, 소비의 양극화는 2023년에 본격적으로 확대되기 시작

2018~2023년 소득계층별 미국 실질 소비지출 변화 (소비 양극화 없음)



2023년 이후 소득계층별 미국 실질 소비지출 변화 (소비 양극화 심화)

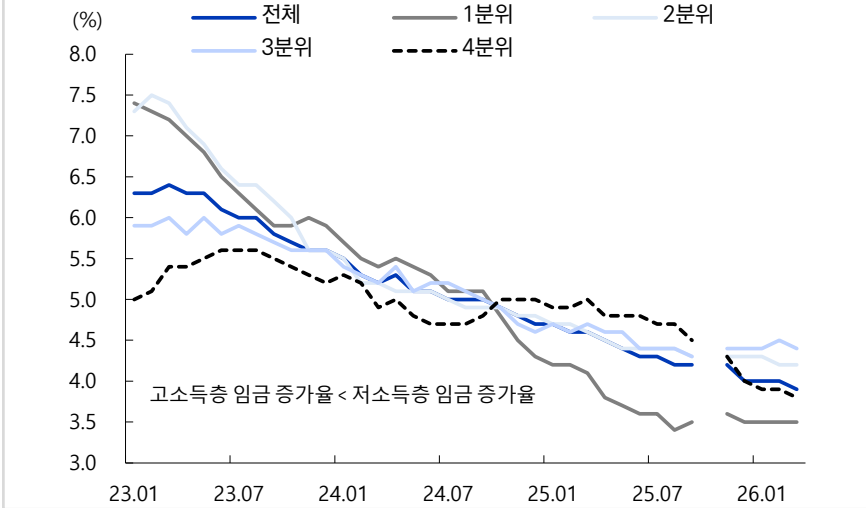


자료: NY Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

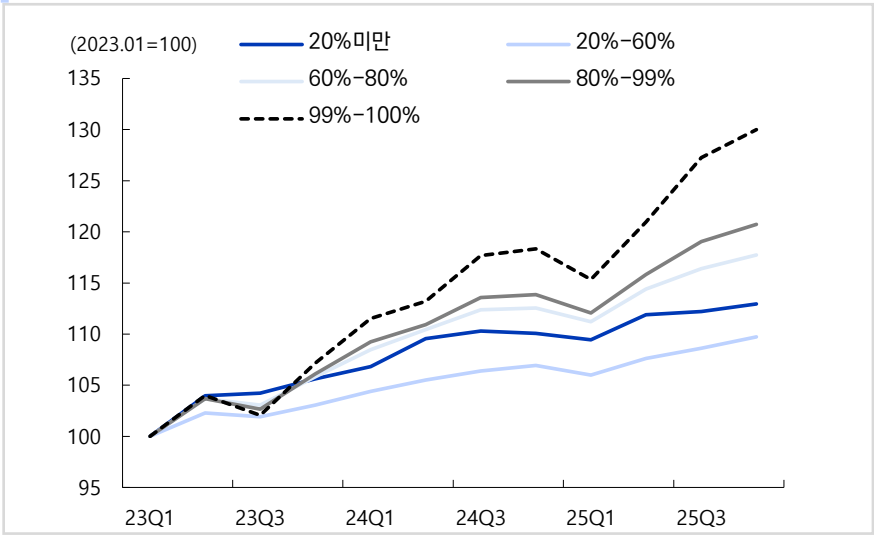
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 소비 양극화의 원인은 임금에서 찾기 어려워. 2023년 이후에는 오히려 저소득층의 임금 소득 증가율이 고소득층 임금 증가율을 상회했기 때문
- 다만 가계의 순자산과 금융자산 증가율을 보면 2023년 이후 양극화가 심화. 특히 상위 소득 1%의 극소수 금융자산이 큰 폭으로 증가. 따라서 2023년 이후 소비의 양극화는 주식을 중심으로 한 가계 금융자산 양극화에 기인한 것으로 추정

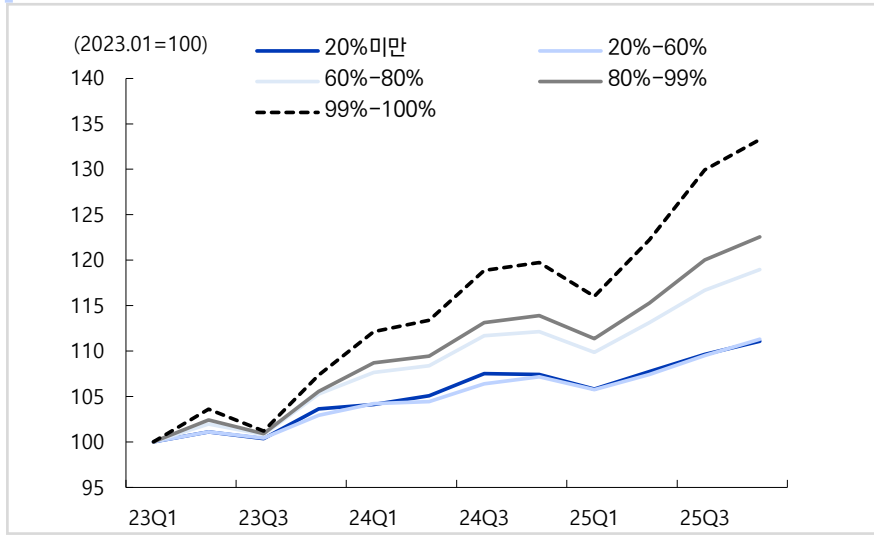
2023년 이후 소득분위별 임금 상승률 추이: 임금은 양극화 원인 아냐



2023년 이후 소득분위별 미국 가계 순자산 증가율 추이



2023년 이후 소득분위별 미국 가계 금융자산 증가율 추이

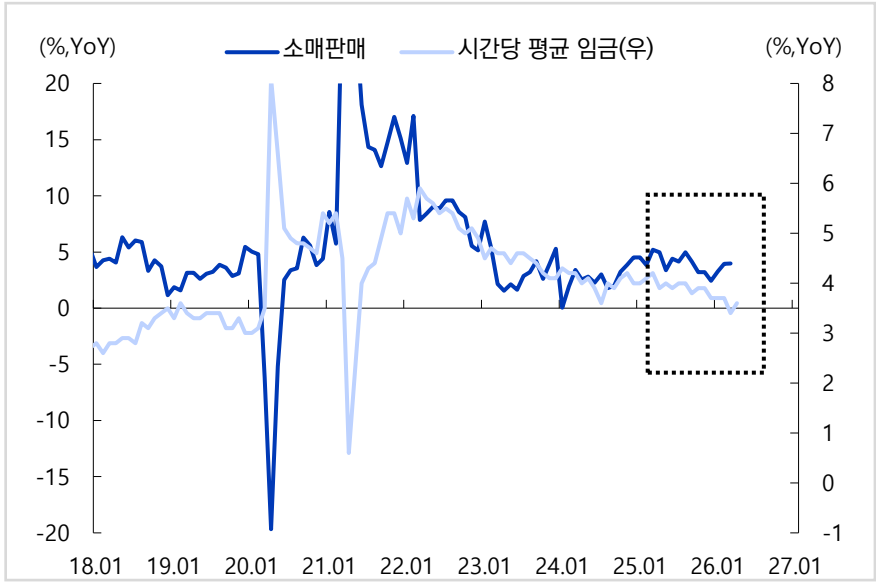


자료: NY Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

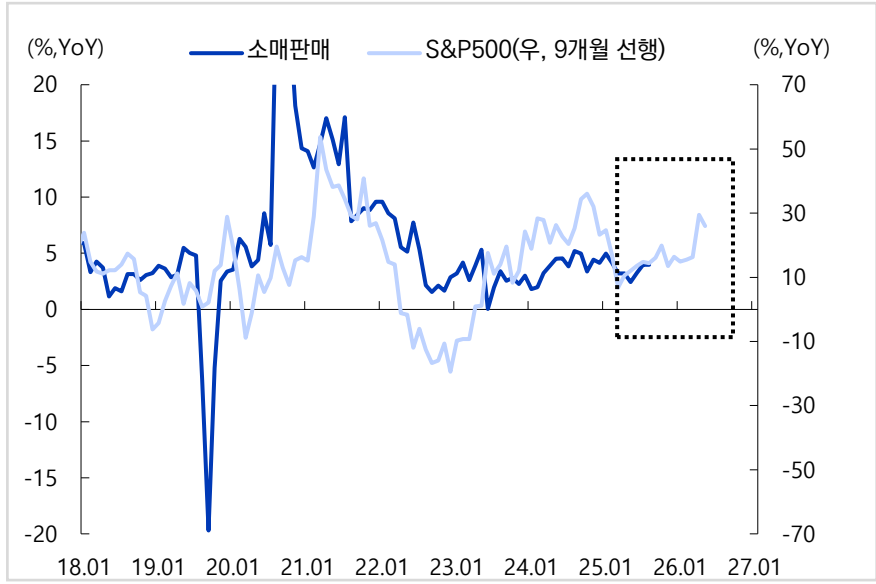
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 소비력의 원천이 일부 고소득층에 집중되어 있다면, 이번 유가 충격에 따른 미국의 소비는 크게 타격 받지 않을 가능성이 높음. 유가 상승에도 불구하고 미국 주식시장의 V자 반등이 고소득층의 소비여력을 지지하기 때문
- 저소득층은 필수재 소비 비중이 높지만 고소득층은 내구재 소비 비중이 높다는 점도 소비의 하방을 지지하는 요인. 실제로 2022년 러-우 사태에 따른 인플레이션도 계층별로 타격 수준이 상이했으며 고소득층의 실질 구매력 감소는 제한적
- 현재 미국의 소비는 고용시장과 임금이 아닌 주식시장에 크게 의존. 전통적인 매크로 지표보다 주식이 미국 경제의 선행지표로서 더 설명력이 높은 상황

미국의 임금과 소비: 고용시장과 임금은 현재 미국의 소비 선행지표가 아냐



미국의 주가지수와 소비: 주식 가격이 미국 소비의 유의미한 선행지표

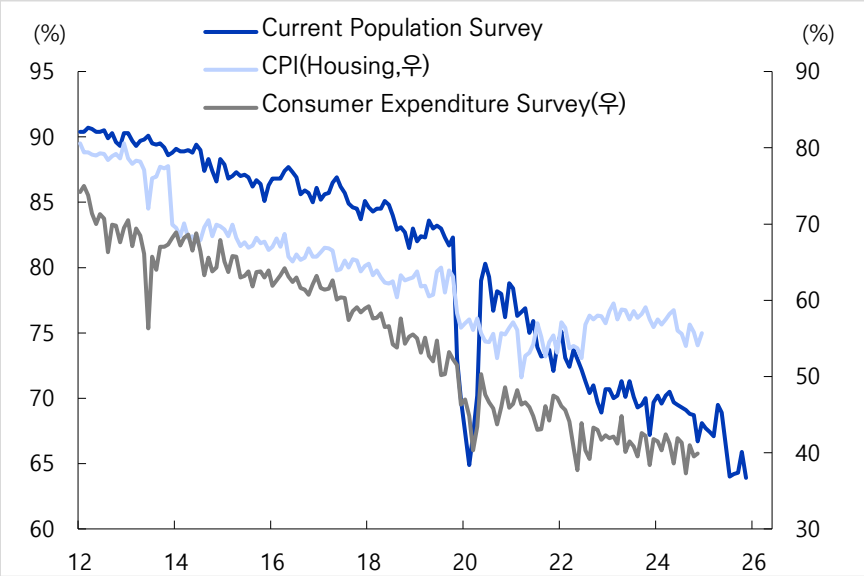


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

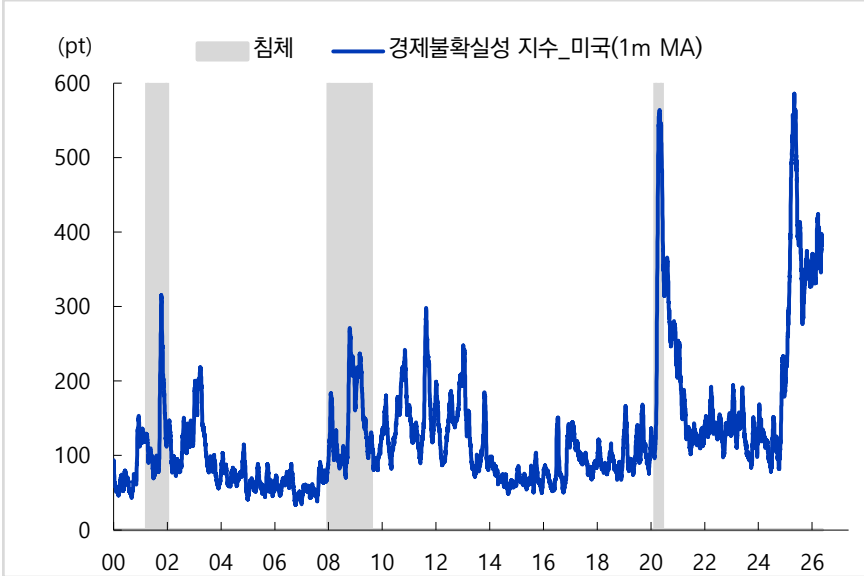
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 지정학 리스크 문제를 제외하더라도, 현재 미국 경제의 불확실성은 이례적으로 높은 상황. 침체 구간을 제외하면 불확실성 레벨 자체가 과거 대비 상당히 높은 수준에서 유지 중
- 게다가 주요 경제지표의 응답률 또한 지속적으로 낮아지고 있는 점을 감안하면 실물경기를 판단하는 데 과거와는 다른 접근이 필요
- 서베이 기반 데이터에 더해 실물경제에 더 근접하고 명확한 하드데이터를 확인해야. 특히 최근 미국의 소비를 고소득층이 주도하고 있다는 점을 고려하여 여행, 외식, 백화점 매출과 같은 데이터를 추적할 필요

주요 경제지표 서베이 응답률, 지속적으로 하락



경제 불확실성 지수는 과거 침체기 보다도 높은 수준이 장기간 유지

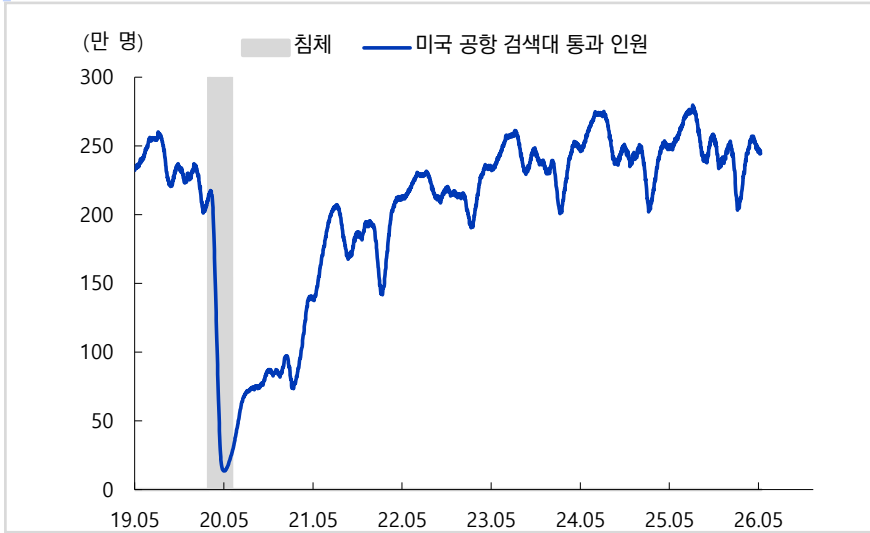


자료: BLS, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

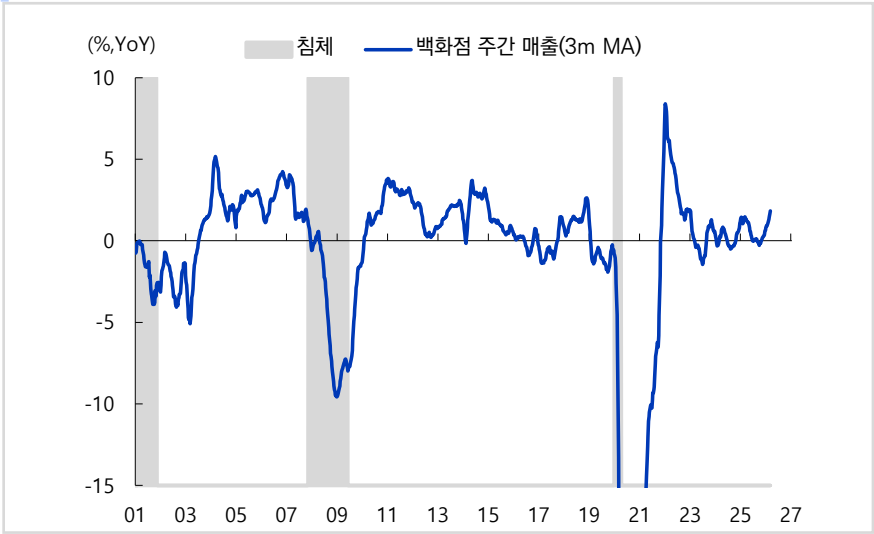
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 월간으로 발표되는 경제지표는 대체로 후행적 성격이 강함. 주간이나 일간 등 고빈도로 발표되는 Proxy 데이터들을 통해 미국 소비력을 간접적으로 추적 가능
- 이런 측면에서 보더라도 최근 고유가 충격이 아직까지는 소비 둔화로 이어지지 않는 모습. 여행수요나 외식, 백화점 매출은 5월 중순까지 눈에 띄는 둔화세 보이지 않아

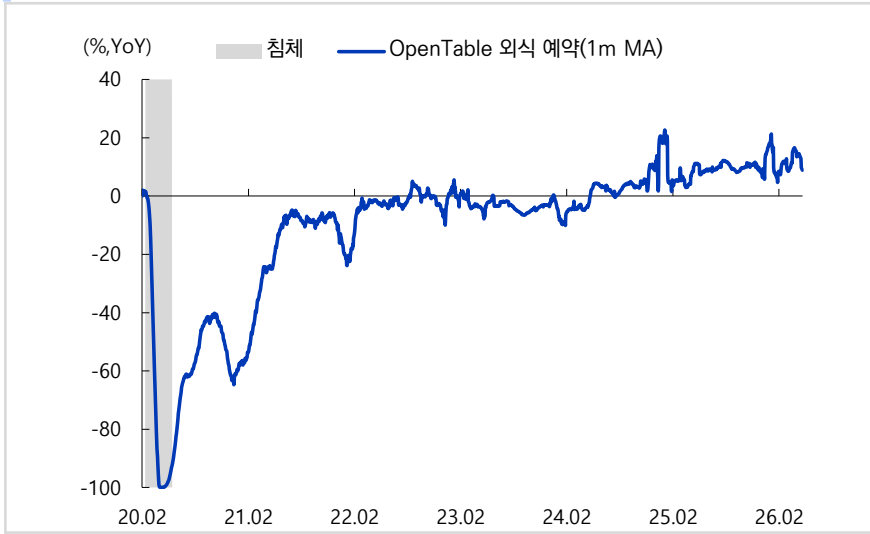
미국 고소득층 소비 Tracker 1: 공항 검색대 통과 인원 (여행수요)



미국 고소득층 소비 Tracker 2: 백화점 주간 매출



미국 고소득층 소비 Tracker 3: 외식 수요

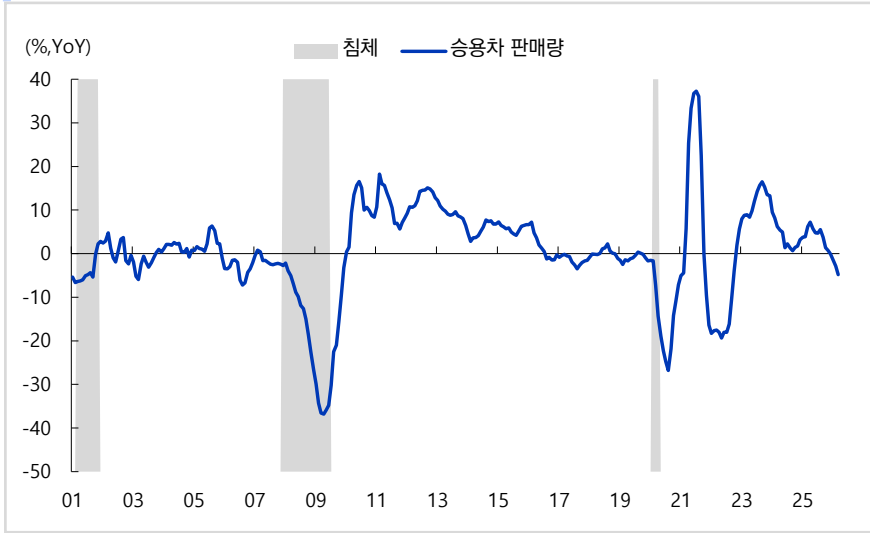


자료: Redbook, TSA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

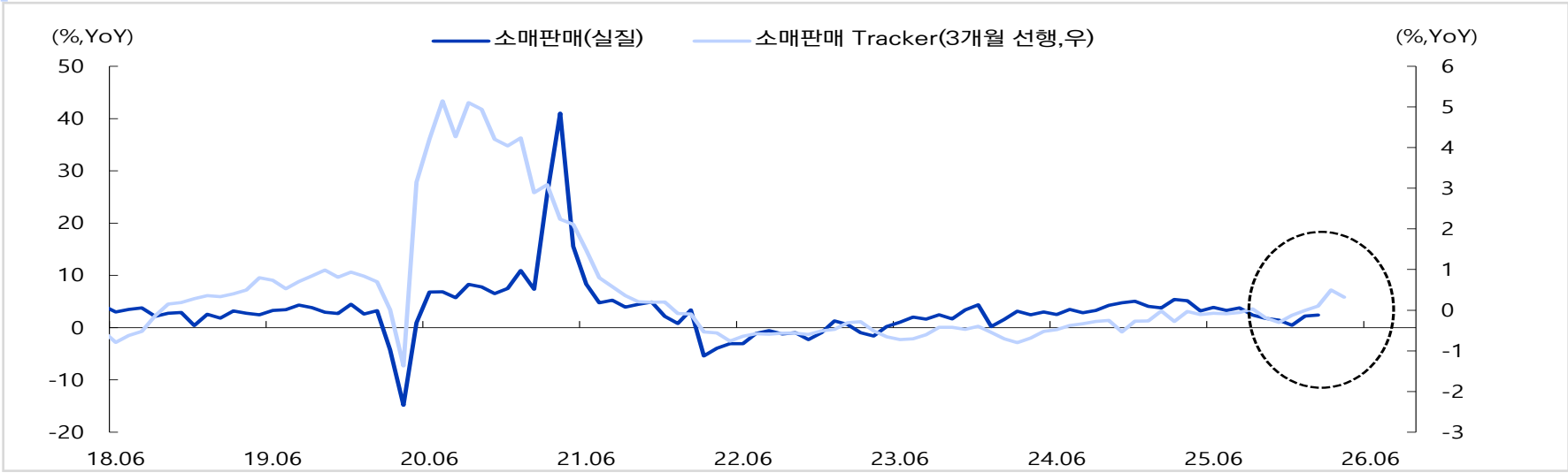
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 한편 내구재에서 큰 비중을 차지하는 승용차 판매량은 전년대비 증감율로 보면 빠르게 하락 중. 다만 이는 작년 5월 미국의 자동차 관세 발표 직전 선행 구매에 따른 역기저효과
- 전반적으로 주식시장이 아닌 실물 데이터로 보아도 단기간 내 미국 소비가 둔화될 조짐은 크게 없는 상황

미국 고소득층 소비 Tracker 4: 승용차 판매량



실물 소매판매 선행지표로 보아도 단기간 내 소비 둔화 조짐은 부재

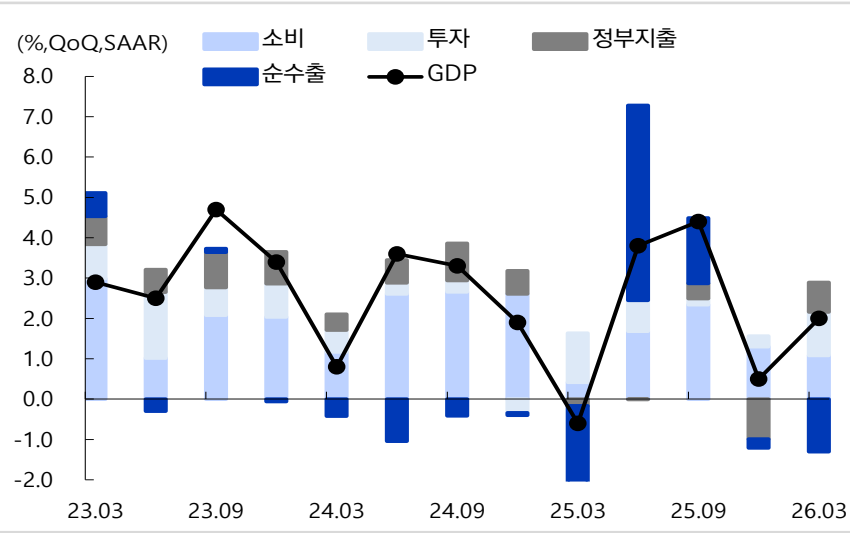


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

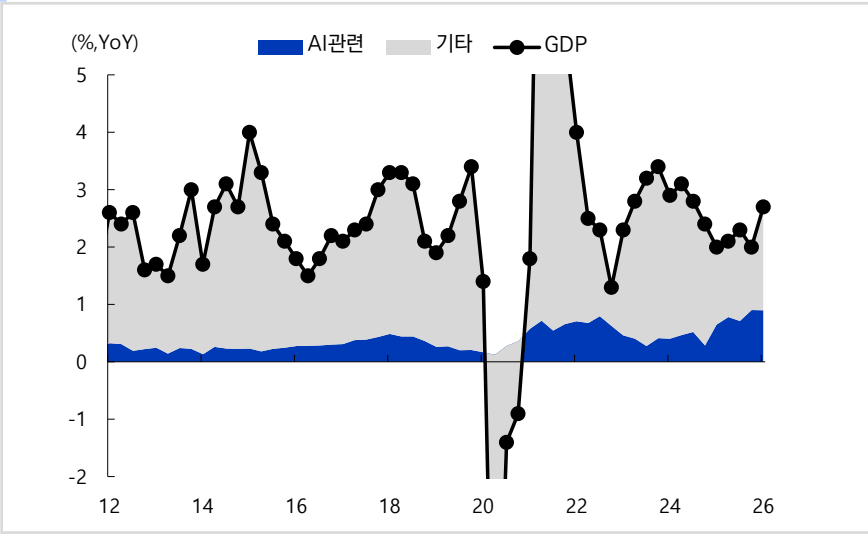
[미국] K자 양극화가 의미하는 것

- 소비가 아닌 투자 측면에서 보면 AI투자가 성장률을 견인. 데이터 센터와 AI 인프라 투자가 GDP에서 차지하는 비중은 계속해서 확대 중
- 26년 1분기 GDP에서 순수출이 성장률에 마이너스 요인으로 작용했는데, 이는 AI 관련 컴퓨터 부품 수입이 크게 늘었기 때문. 이런 측면까지 고려하면 AI의 성장률 설명력은 더 높아짐
- 연내 계속되는 빅테크들의 Capex 전망치 상향 소식은 실물 경기와 지표에도 점진적으로 드러날 것

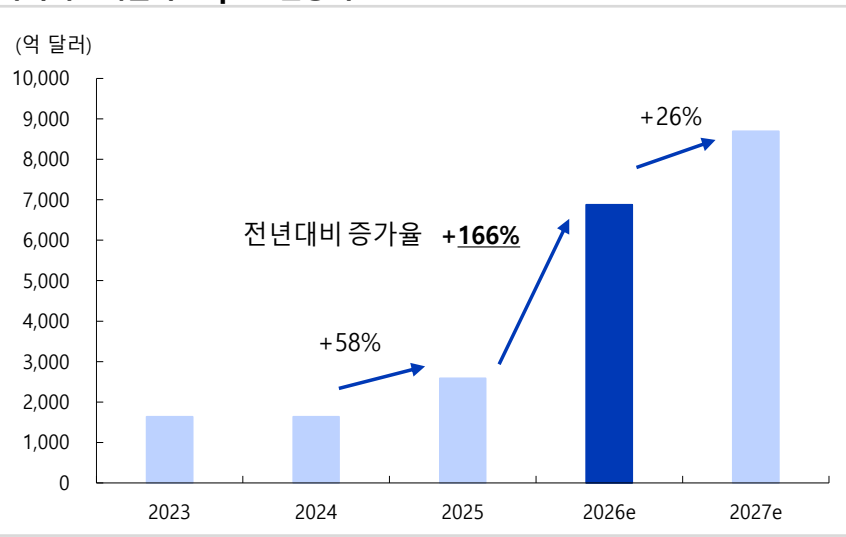
미국 GDP 항목별 기여도: 순수출 세부 항목을 보면?



AI 투자가 GDP에서 차지하는 비중



하이퍼스케일러 Capex 전망치

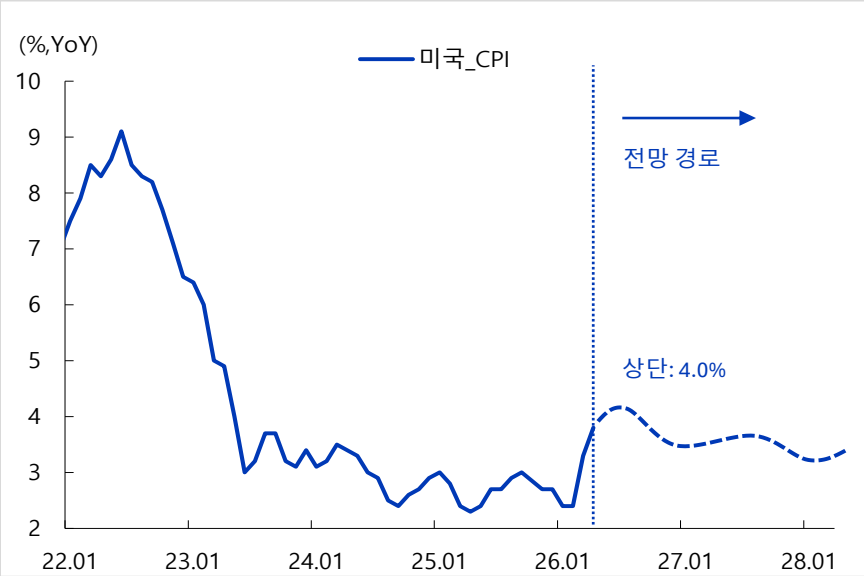


자료: BEA, BIS, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

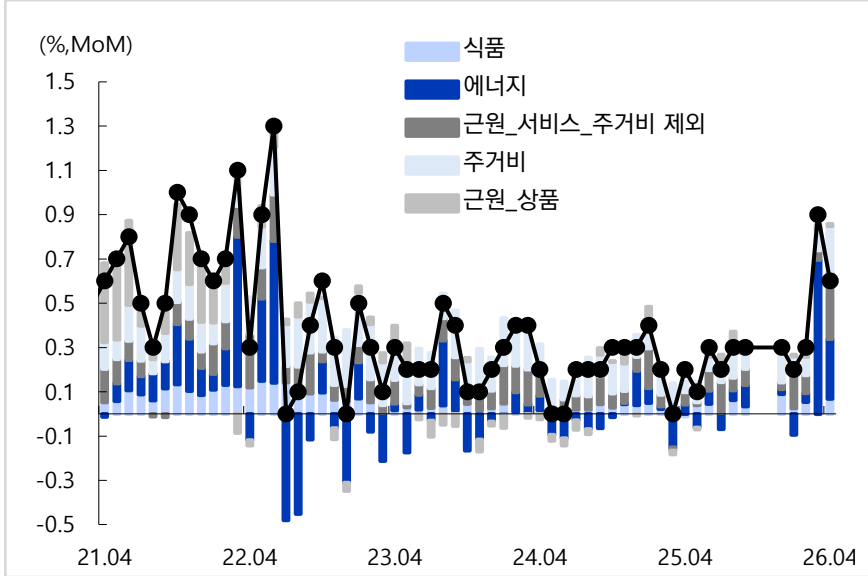
[미국] 물가: 제한된 상단과 하단

- 미국의 물가는 일시적으로 4%대에 진입할 수 있겠으나, 연말로 갈수록 유가 피크 아웃에 따라 재차 3% 초중반 수준을 유지할 전망
- 에너지 물가 상승이 근원물가로 전이되는 경로가 시장의 주요 우려 사항이긴 하나, 4월 근원 물가의 상승(4월 헤드라인 CPI: +3.8%(YoY), 근원 CPI는 +2.8%(YoY))은 대체로 주거비의 통계 조정 영향. 아직 전반적인 근원물가 전이는 확인되지 않아

미국 CPI 전망경로: 일시적 4%대 진입 이후 3% 초중반 유지



4월 CPI의 전월대비 상승률 항목별 기여도 분해: 주거비 상승?

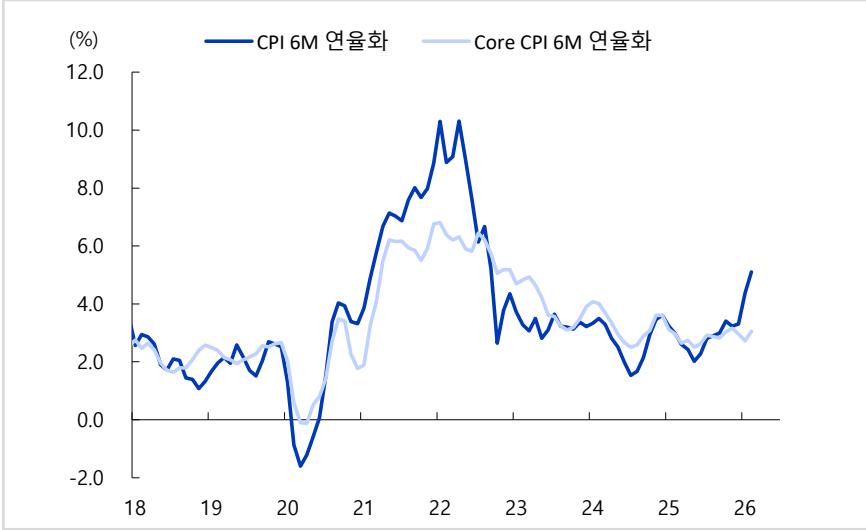


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 물가: 제한된 상단과 하단

- 이번 중동전쟁으로 인한 물가 충격이 2022년과 같이 하이퍼인플레이션으로 이어질 가능성은 제한적
- 2022년은 코로나 이후 대규모 재정방출과 노동시장의 과열 등 전반적인 유동성 환경이 인플레 압력을 가중시킨 결과
- 반면 현재는 유가를 비롯한 원자재와 일부 관세發 물가 상승 압력을 제외하면 전반적인 물가 상승을 암시하는 지표가 부재

CPI 모멘텀 지표로 보면 아직 근원물가로 전이됐다고 보기 어려워



2022년 당시 물가 압력 지표: 전반적인 경제 환경이 물가 추가 상승을 암시

Inflation Pressures Heat Map, 2020-22

Indicator	2020 Jul–Dec	2021 Jan–Dec	September ↓	2022 Jan–Dec
SF Fed's inflation shock momentum index				
SF Fed's demand-driven inflation				
SF Fed's supply-driven inflation				
SF Fed's cyclical inflation				
SF Fed's acyclical inflation				
NY Fed's global supply chain pressure index				
Vacancy-to-unemployment ratio				
NY Fed's labor market tightness index				
Kansa City Fed's labor market conditions indicators				
NY Fed's 3-year inflation expectations (consumers)				
Cleveland Fed's 1-year expectations (businesses)				

2026년 현재 물가 압력 지표: 원자재 가격과 관세 영향을 제외하면 안정적

Inflation Pressures Heat Map, 2025-26

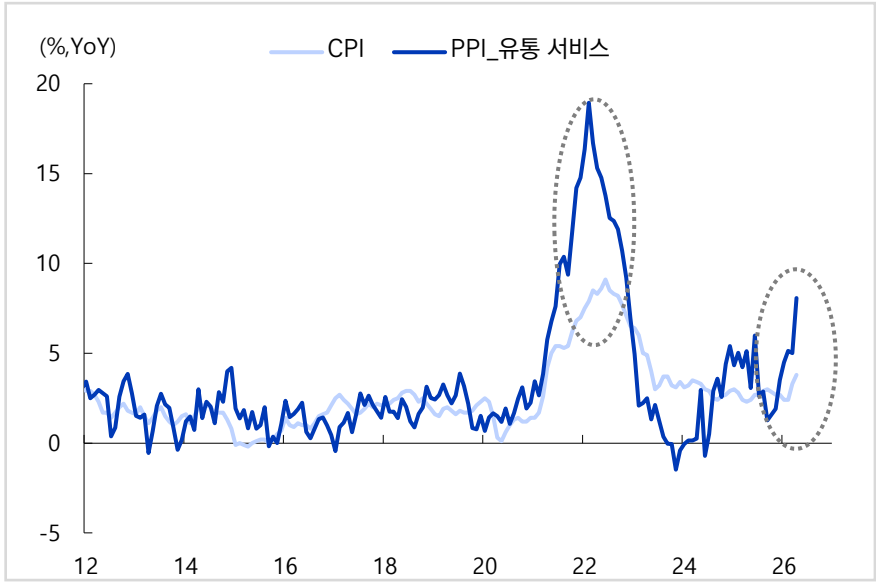
Indicator		2025 Jan–Apr	2025 Jul–Oct	2026 Jan Feb Mar Apr
Core goods as share of total PCE inflation	Tariff shock			
Import prices index				
Crude oil futures prices (3-6 months ahead)	Oil shock			
NY Fed's global supply chain pressure index				
SF Fed's inflation shock momentum index	Both shock			
Global commodities prices (e.g., aluminum)				
Vacancy-to-unemployment ratio				
NY Fed's labor market tightness index				
Kansa City Fed's labor market conditions indicators				
NY Fed's 3-year inflation expectations (consumers)				
Cleveland Fed's 1-year expectations (businesses)				

자료: San Francisco Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

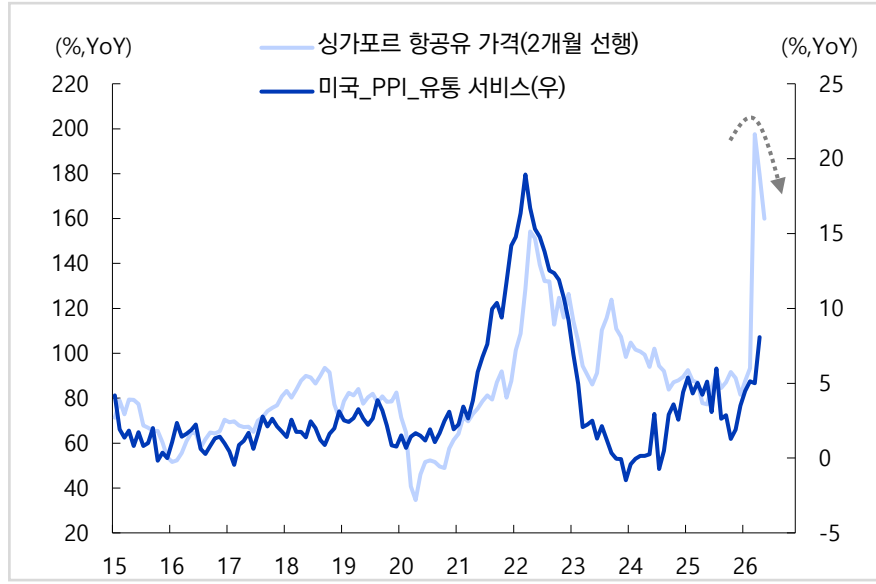
[미국] 물가: 제한된 상단과 하단

- 4월 생산자물가(PPI)는 +6.0%,YoY 증가하며 시장 예상치를 대폭으로 상회. 이에 생산자물가가 소비자물가로 전가될 우려가 확산
- PPI 물가 상승의 2/3은 유통 서비스 품목에 기인하며, 이는 도소매 업체의 마진 변화를 추적. 해당 수치가 올라갔다는 것은 전반적으로 도소매 업체들이 최종 수요자에게 가격을 전가했다는 의미. 다만 최종 수요자가 기업인지(B2B), 소비자인지(B2C)에 따라 물가의 전이 경로는 상이함. 도소매 업체들의 거래 상대방이 기업일 경우 소비자물가로 전이될 가능성은 낮음
- BLS는 4월 유통 서비스 가격 상승은 전반적으로 기계장비 부문의 도매가격 상승에 의해 주도됐다고 발표. 즉 아직 소비자물가 상승으로 이어질지 여부는 불확실

PPI 유통 서비스 가격 상승이 전부 소비자 물가로 전가되는 것은 아님



도매물가 선행지표를 보더라도 고점대비 하락하는 상황

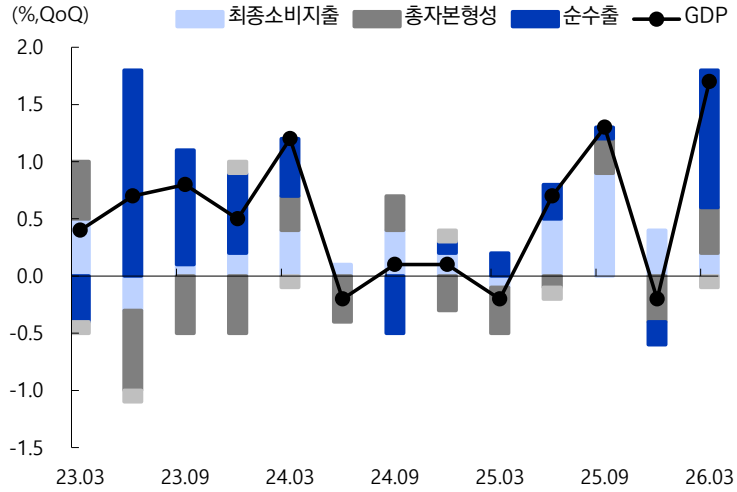


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

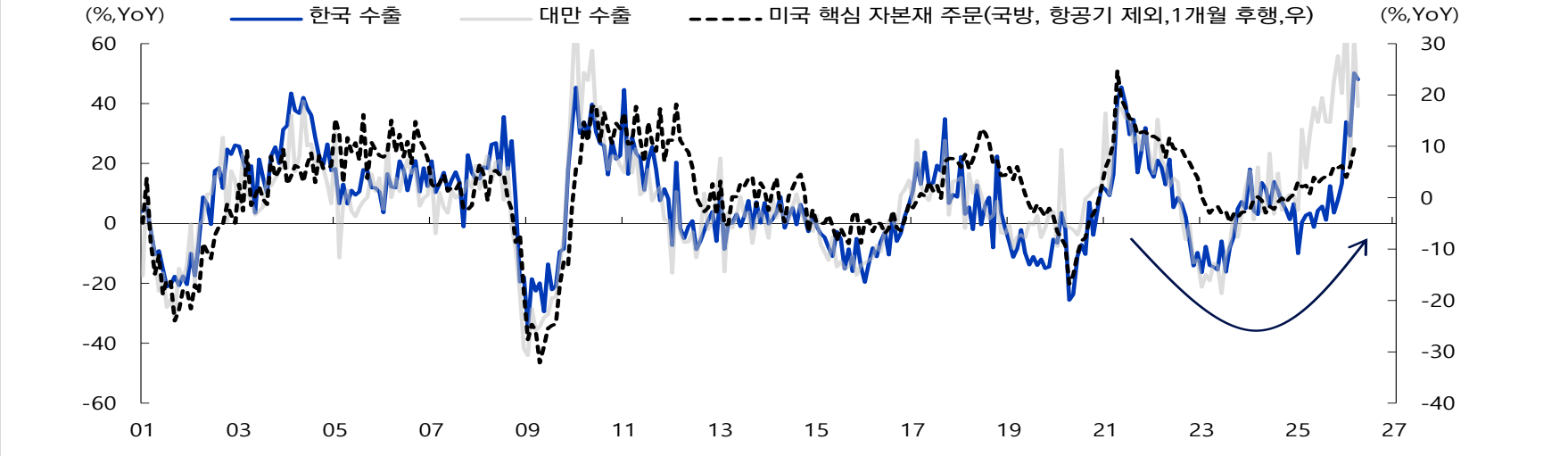
[한국] 반도체 사이클은 여전

- 한국의 1분기 성장률은 서프라이즈를 기록. 성장률 산출의 Carry 효과 감안하면 연간 성장률 상향 조정은 불가피
- 성장률 서프라이즈의 가장 큰 기여는 반도체 중심의 수출 호황. 미국 빅테크 기업들의 Capex가 지속되는 한 하반기 수출도 양호한 흐름 이어갈 가능성 높음

국내 GDP 성장률 항목별 기여도: 1분기 서프라이즈는 수출이 크게 기여



미국의 자본재 주문 사이클은 통상 한국과 대만의 반도체 수출 사이클과 동행, 여전히 사이클 확대 국면

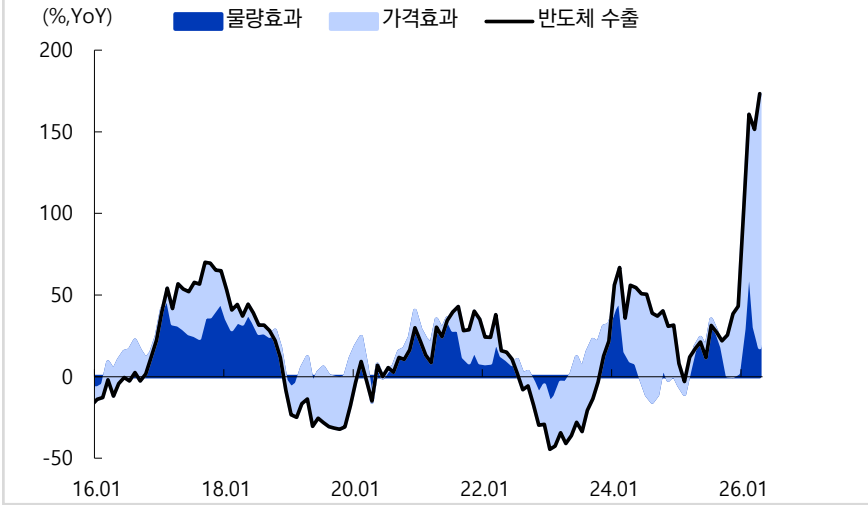


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

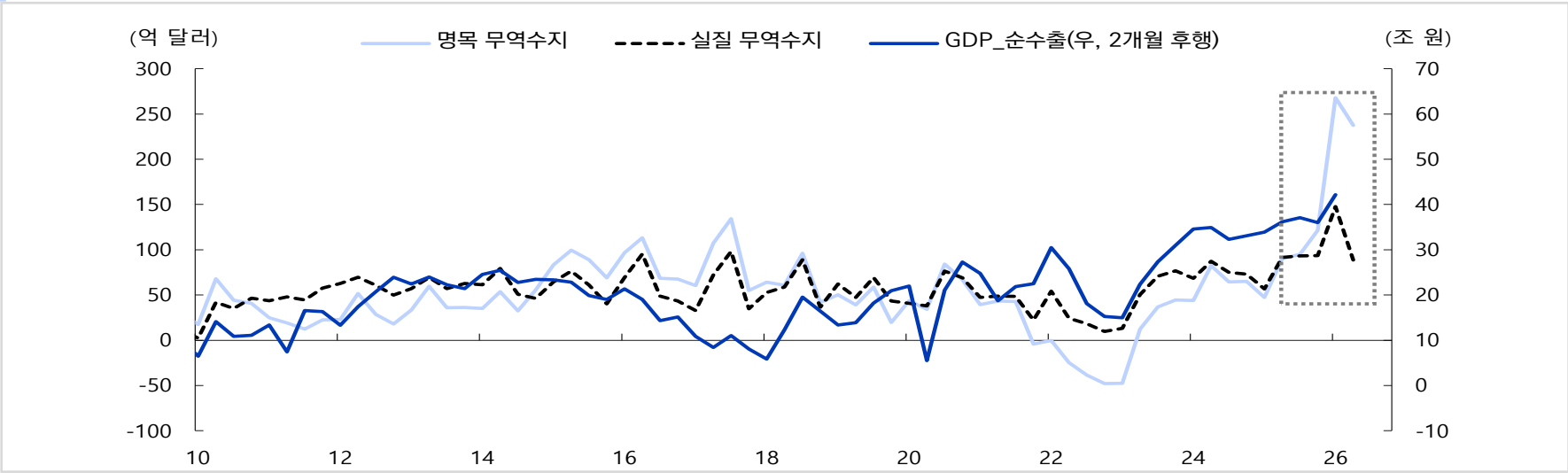
[한국] 반도체 사이클은 여전, 그런데?

- 다만 현재 반도체 수출이 가격효과에 과도하게 의존하고 있는 점은 성장률 측면에서 부담
- 반도체 수출은 현재 공급 부족에 따른 DRAM 가격 상승 효과가 물량효과를 압도하는 상황
- AI에 활용되는 반도체의 경우 맞춤형 제작이다 보니 공급 물량이 단기간에 늘어나기 어려운 점을 감안하면, 명목 무역수지 대비 실제 성장률 반등폭은 제한될 가능성

반도체 수출의 가격효과와 물량효과 분해: 대부분 가격효과에 의존



명목 무역수지와 가격효과를 제외한 실질 무역수지: GDP는 물가를 제외한 실질 기준으로 집계

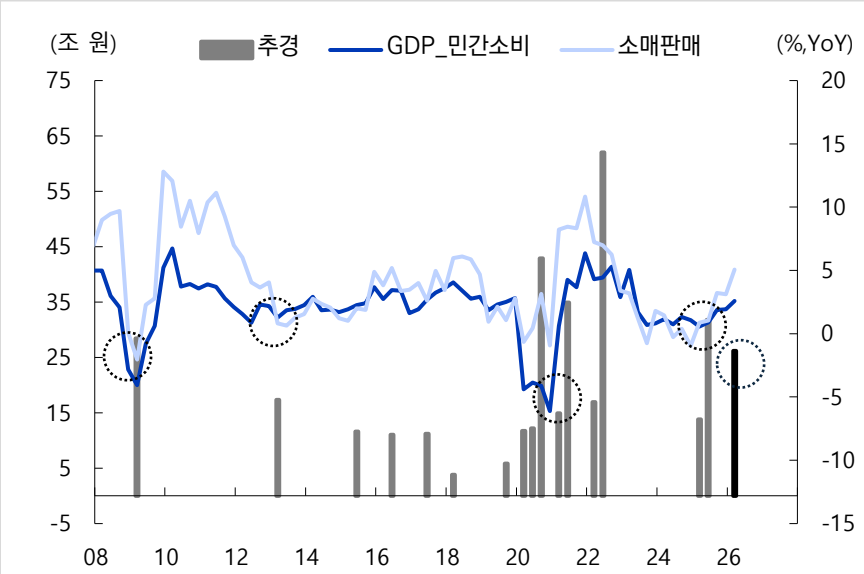


자료: 한국은행, Bloomberg,교보증권 리서치센터

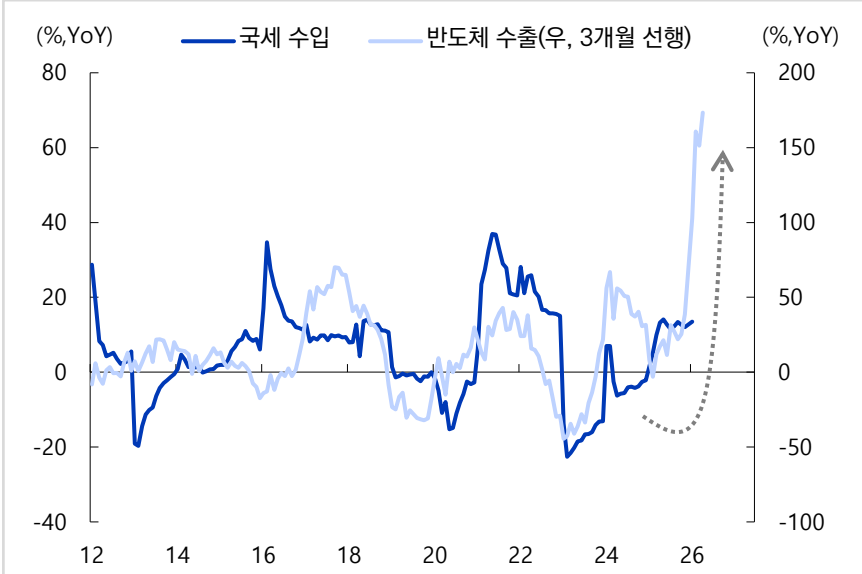
[한국] 반도체를 빼고 보면?

- 반도체 수출 호황과 지정학 리스크가 겹치며 성장률과 물가의 동반 상향 조정 가능성 대두. 한국은행의 기준금리 인상 기대감도 확대
- 공급측 물가 압력에 더해 금리 인상까지 단행될 경우 내수 소비 부진이 우려되지만, 정부의 추경이 이를 상당 부분 상쇄할 것으로 예상
- 최근 반도체 초과세수가 재정지출의 재원으로 활용. 하반기 내수 소비가 부진할 경우 추가적인 추경 논의도 이뤄질 가능성 높음. 확장적 재정정책의 소비 부양 효과가 긴축적 통화정책의 성장 둔화 효과를 상쇄하는 국면

과거 정부의 재정지출(추경)과 민간 소비 추이



반도체 수출 호황으로 올해 세수는 역대 최고 수준으로 유입될 전망

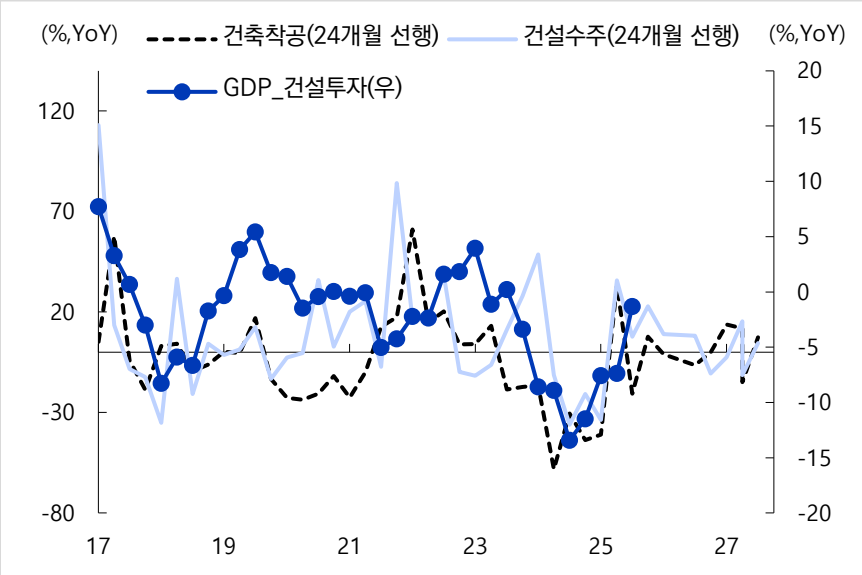


자료: 재정경제부, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

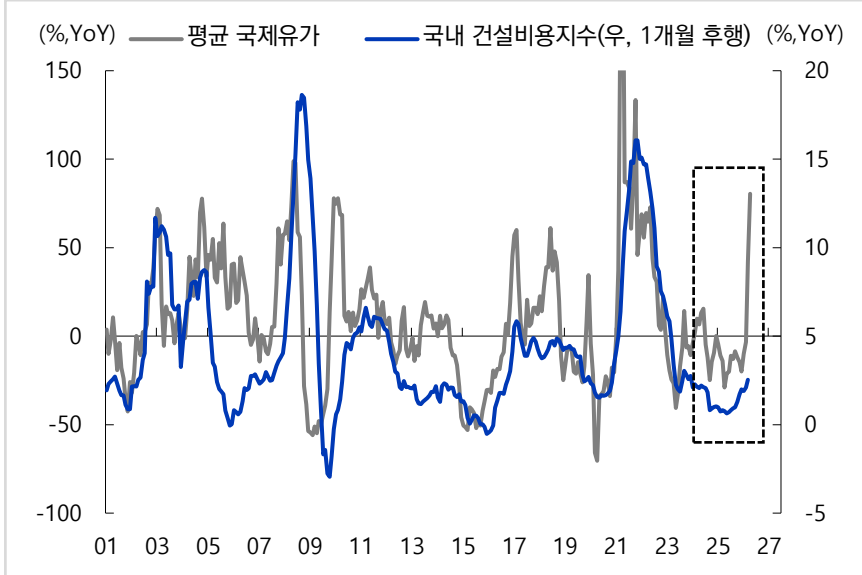
[한국] 반도체를 빼고 보면?

- 건설투자의 예상치 못한 반등도 1분기 성장률에 상당 부분 기여. 다만 이는 공공 SOC 조기 집행 영향
- 오히려 건설투자의 선행지표인 건설수주와 건설착공을 보면 하반기 내 예상보다 건설투자가 부진할 가능성
- 최근 반도체 기업들의 공장 증설(평택5 공장, 용인 클러스터 등)은 호재이나, 건설경기 전체를 보면 여전히 민간 주거용 건설 부문은 부진한 상황. 게다가 최근 상승한 유가와 환율이 건설공사비용 부담으로 이어지면 추가적인 착공 지연이 발생할 여지 존재

GDP 건설투자와 선행지표: 건설수주와 건설착공



건설공사비용은 유가 상승세를 따라 급등할 전망



자료: 국가데이터처, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

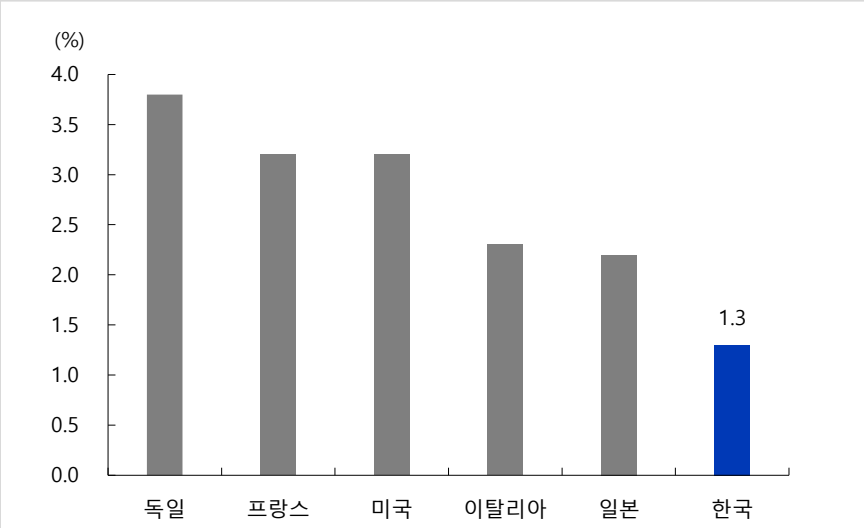
[한국] 반도체를 빼고 보면?

- 연초 이후 국내 주식의 가파른 상승세에 따른 자산효과 기대감 있으나 전체 소비를 주도할 가능성은 아직 낮다고 판단
- 한국은행에서 추정한 국내 주식 보유자의 자산효과는 주요국 대비 낮음. 게다가 주식 보유 또한 자산효과가 낮은 고소득층에 집중되어 있는 점도 소비 증대 효과를 기대하기 어렵게 만드는 요인

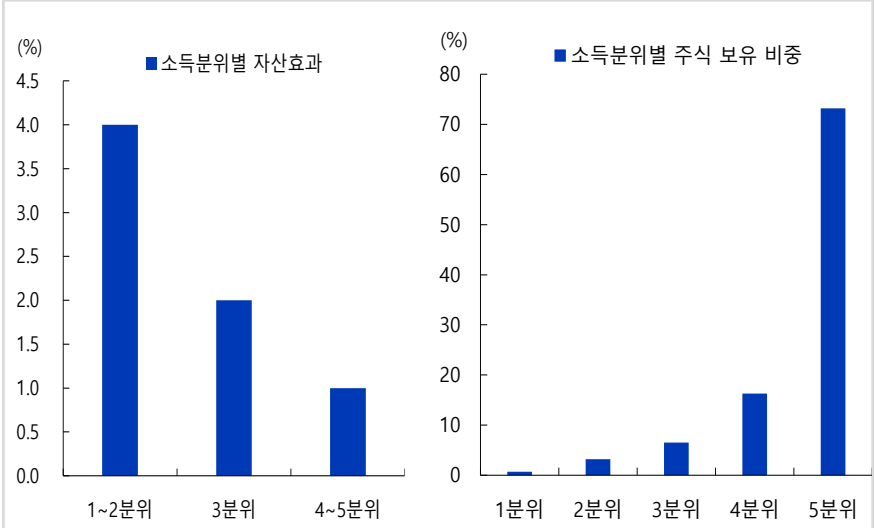
국내 주식시장 강세에도 소비자심리지수는 지정학 리스크 여파에 하락



국가별 자산효과 추정치: 주요 선진국 대비 현저하게 낮은 한국 자산효과



소득별 자산효과와 주식 보유 비중: 자산효과가 낮은 고소득층이 주식 보유

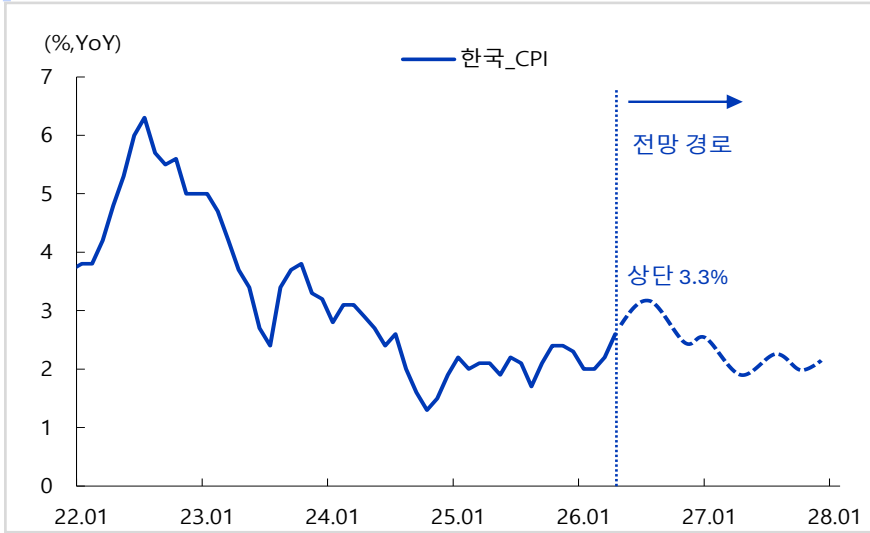


자료: 한국은행, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터 / 주: <우리나라 주식 자산효과에 대한 평가>, 한국은행, 26.05.07

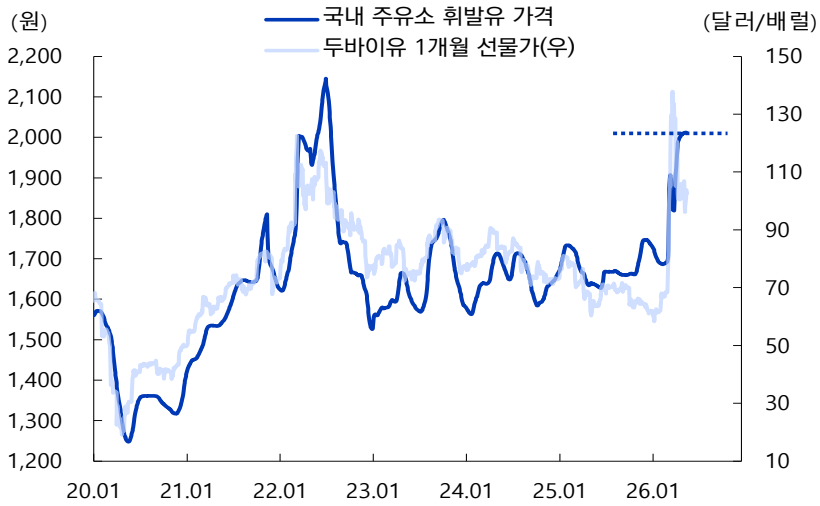
[한국] 물가: 정부가 막아주는 상단

- 국내 소비자물가는 최대 3.3% 수준까지 상승 이후 하반기 내 2% 후반대를 유지할 전망 (연말 유가 80$ 전망 기반)
- 정부의 최고가격제 시행과 유류세 인하가 최근 가격 상승분을 상당 부분 흡수했으나, 여전히 고환율 고유가 환경이 지속. 단순 유가 레벨을 따라간다면 물가는 추가 상승 공간 존재

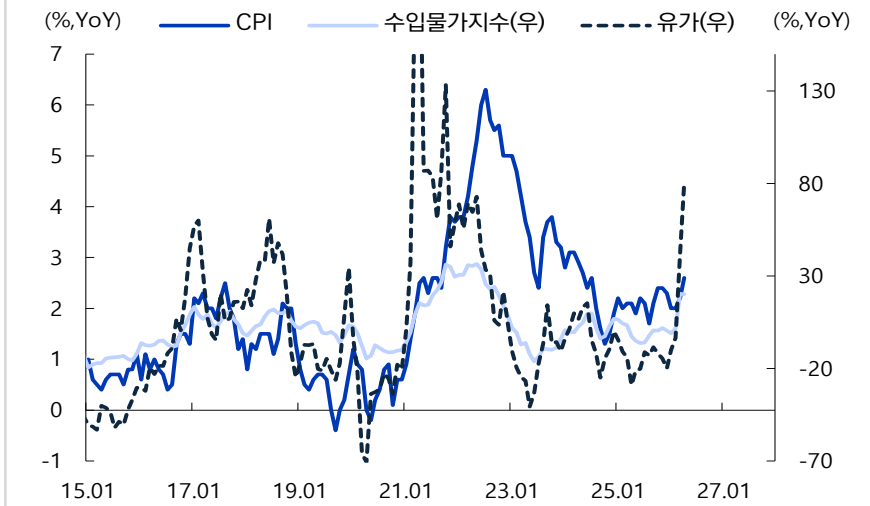
한국 CPI 전망 경로: 상단 3.3% 터치 이후 연내 2% 후반 수준 유지



주유소 휘발유 가격과 두바이유 가격



단순 유가 레벨을 쫓아가면 물가는 추가 상승. 최고가격제 시행에 상단 제한

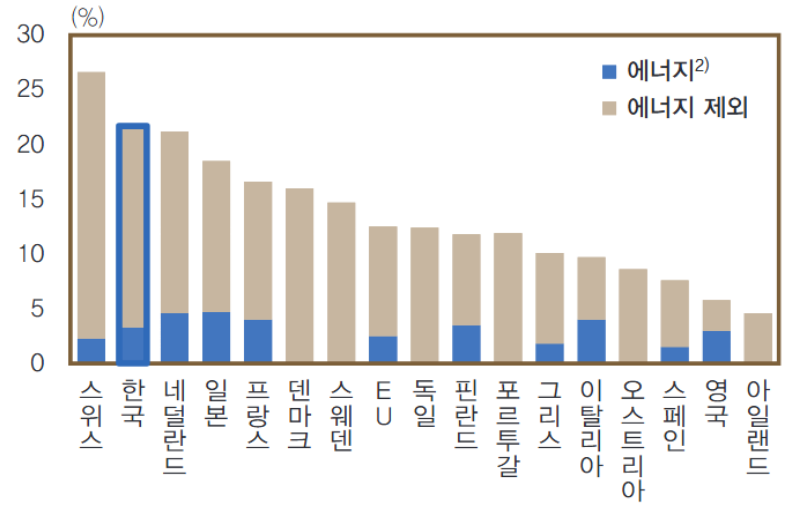


자료: 오피넷, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

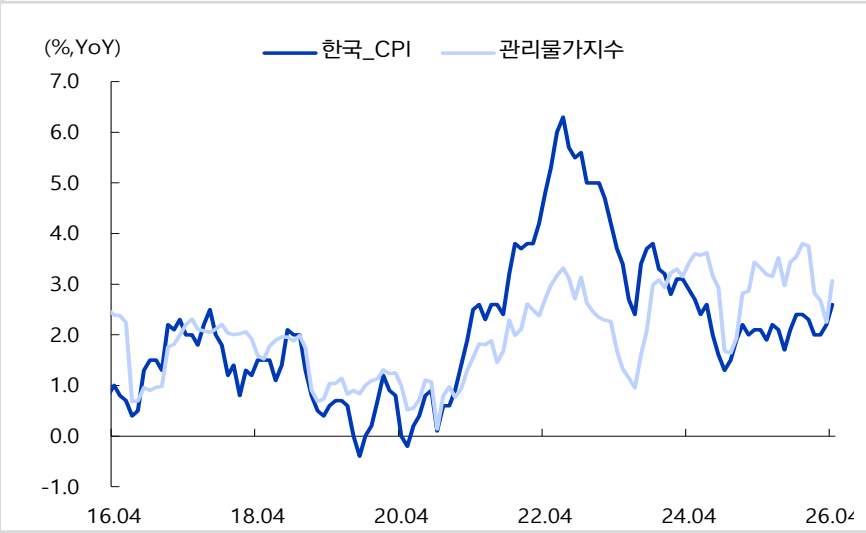
[한국] 물가: 정부가 막아주는 상단

- 다만 국내 물가의 경우 정부의 관리와 개입이 지속되고 있어 주요국 대비 안정적 흐름을 보일 것으로 예상. 전체 소비자물가에서 정부의 개입이 반영되는 관리물가의 비중은 한국이 주요 선진국 대비 높아
- 농축수산물 가격은 작년 채소 재배면적 확대로 생산량이 크게 늘어나며 안정적 흐름
- 국내 농업용 비료(요소)의 경우 호르무즈 해협 의존도가 38%에 육박. 상반기 파종 시기에는 재고로 대응이 가능한 수준이며, 가을 작기에도 호르무즈 해협이 봉쇄될 경우 이는 내년 물가 상승에 반영될 전망

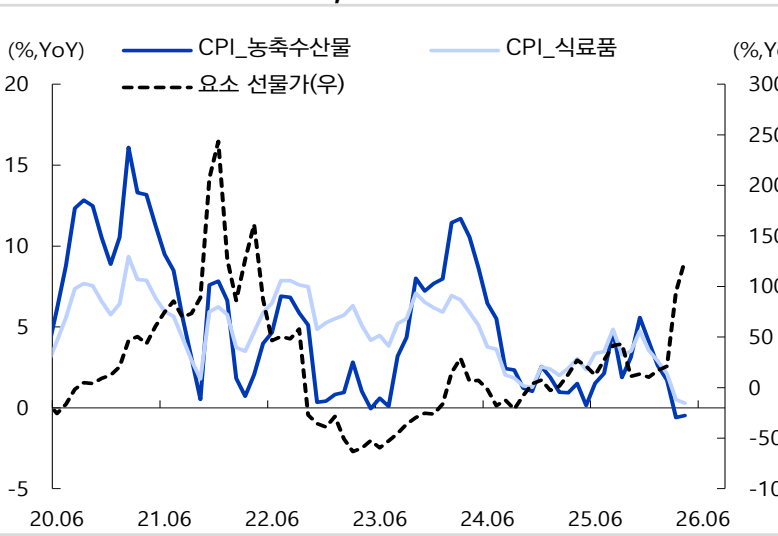
주요 선진국 관리물가지수 비중: 스위스를 제외하면 가장 높은 수준



한국 관리물가지수와 CPI



농축수산물 가격은 최근 하락 중, 아직은 비료 가격 영향 제한

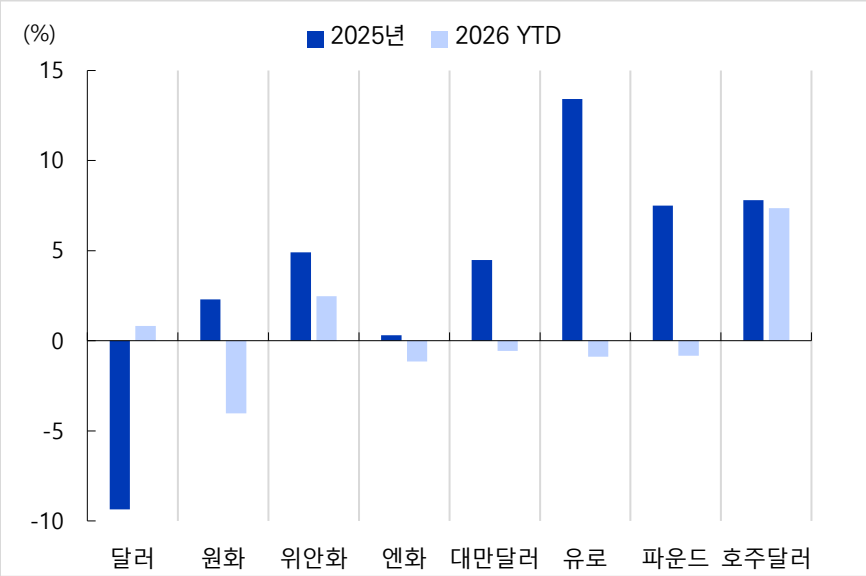


자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터 주: <최근 관리물가 동향 및 향후 전망>, 한국은행, 20.12.29, 관리물가지수는 저자 산출

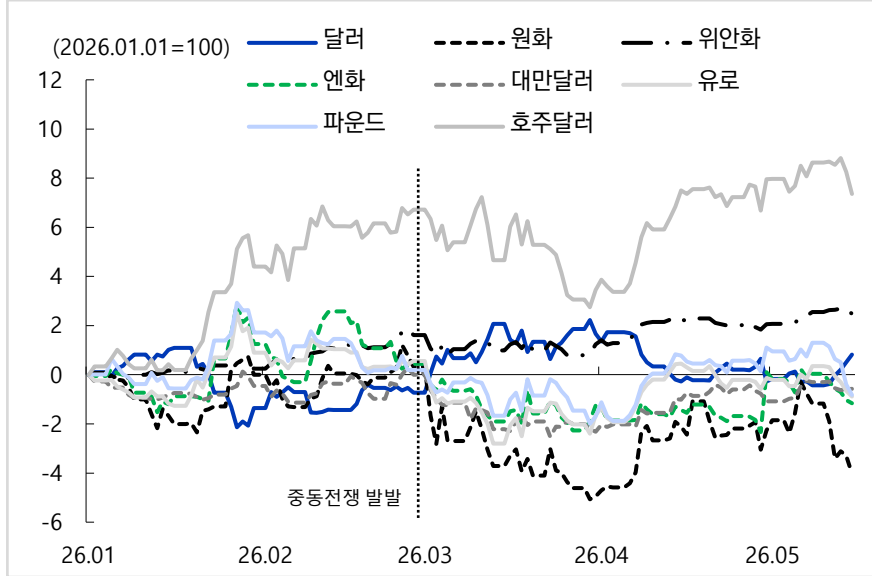
[환율] 전쟁 이후 달라진 그림

- 달러는 작년의 약세 흐름을 연초에도 이어가는 듯 했으나, 지정학 리스크 발발 이후 강세로 돌아선 상황
- 한편 호르무즈 해협 봉쇄에 직접적 영향을 받는 아시아 통화들은 약세 압력을 받고 있는 모습
- 위안화의 경우 새로운 원유 결제 통화로 부상함에 따라 강세를 보인 측면도 있으며, 무엇보다 미-중 정상회담을 앞두고 무역 협상력 제고 측면에서 중국 외환당국의 의도적인 절상 의지도 돋보임. 과거 원화와 밀접하게 움직였던 추세와 현재는 정치적으로 다른 환경

주요국 통화 연간 수익률 (2026년은 YTD)



주요국 통화 YTD 수익률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

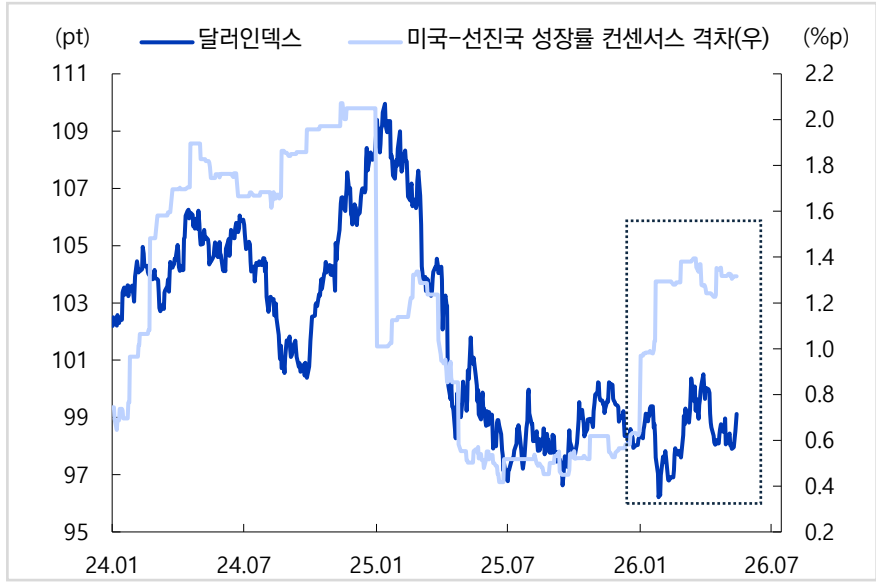
[달러] 구조적으로 약해지기 어려워진 달러

- 달러인덱스는 중동전쟁 이후 당분간 약세를 보이기 더 어려운 환경으로 진입. 주요국과의 금리차로 보나, 성장률 격차로 보나 하락할 공간이 많지 않음
- 현재 미국을 제외한 국가들이 기준금리 인상을 단행하더라도, 인상의 근거가 강한 성장이 아닌 공급측 물가 압력. 수요 파괴를 목적으로 한 금리 인상은 향후 더 큰 폭의 금리 인하 공간을 만든다는 점에 있어 금리차는 결국 성장률 격차로 수렴
- 당분간 지정학 리스크가 해소되지 않는다면 달러화의 구조적 강세 압력은 지속될 전망

달러인덱스와 주요 선진국 금리 컨센서스: 현재 달러 가치가 적정



달러인덱스와 주요 선진국 성장률 컨센서스: 현재 달러 가치는 저평가

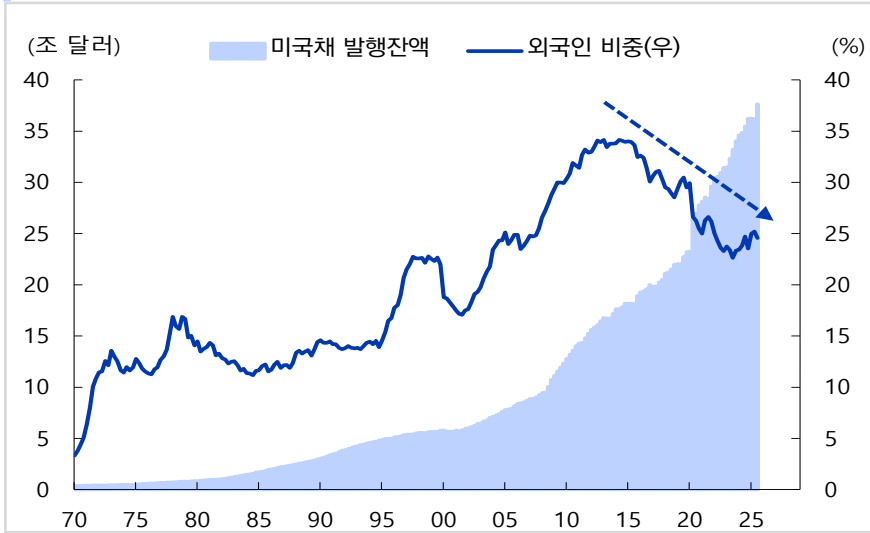


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

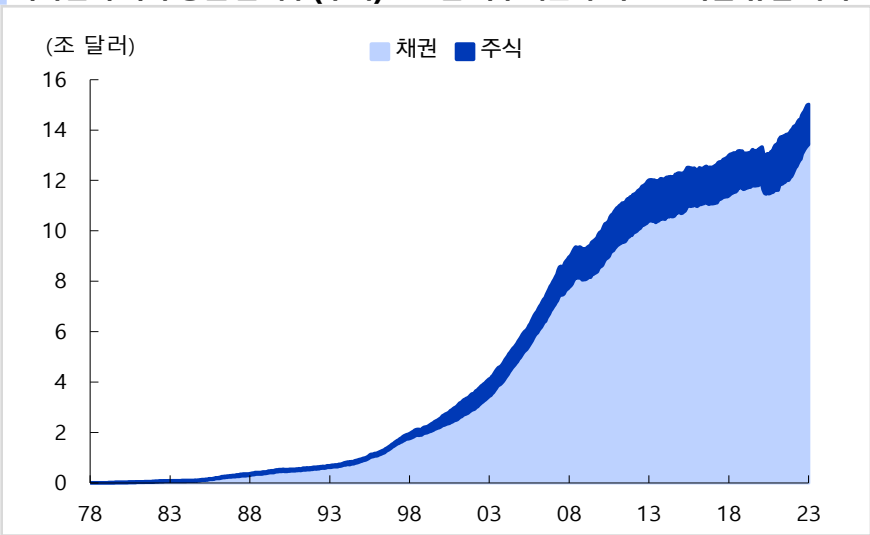
[달러] 페트로달러의 위기?

- 이란 전쟁 발발 이후 페트로달러의 위상에 대한 우려 존재. 나아가 달러 패권에 대한 의구심도 생기고 있지만 결과적으로 현 상황에서 달러 의존도가 낮아지기는 어려움
- 페트로달러의 본질은 산유국이 원유 수출 대금으로 미국 국채를 사주는 환류 시스템
- 페트로달러는 출발점의 의미가 컸으며, 원유에서 확장해 전반적인 무역통화로 달러가 자리잡는 데 이바지. 2000년대 들어서는 페트로달러, 나아가 무역흑자가 미국 자산으로 유입되는 리사이클 성격 자체가 변화한 점에 주목할 필요

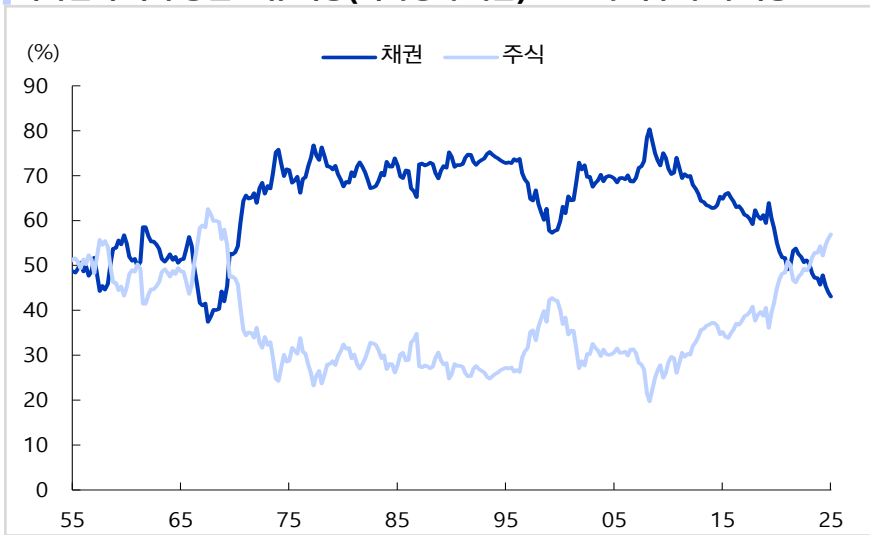
외국인의 미국채 보유 비중은 이미 금융위기 이후부터 낮아짐



외국인의 미국 증권 순매수(누적): 00년 이후에는 주식으로 자금 유입 가속



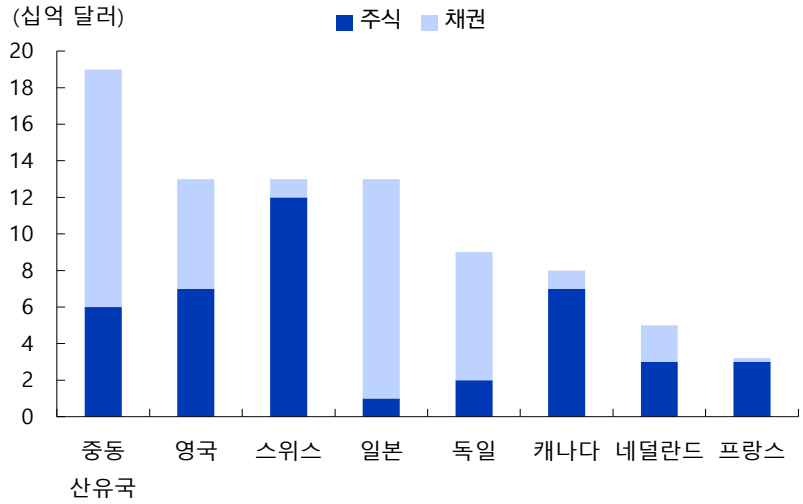
외국인의 미국 증권 보유 비중(시가평가 기준): 코로나 이후 주식 비중 ↑



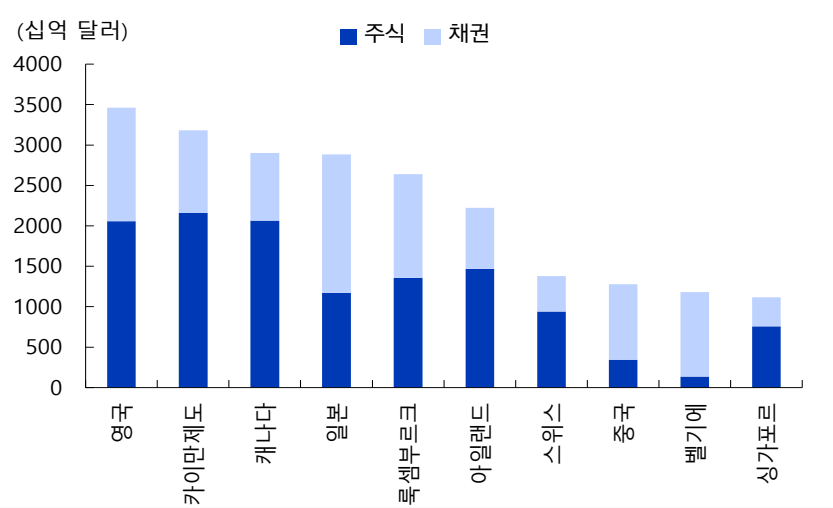
자료: US Treasury, FRED, 교보증권 리서치센터
주: 하단 좌측 차트의 경우 1978년부터 월간 순매수 금액의 누적이며, 매입금액 기준으로 산출. 우측은 보유 잔액 기준이며 시가평가 기준으로 산출. 채권은 국채, 공사채, 회사채 모두 포함

[달러] 페트로달러의 위기?

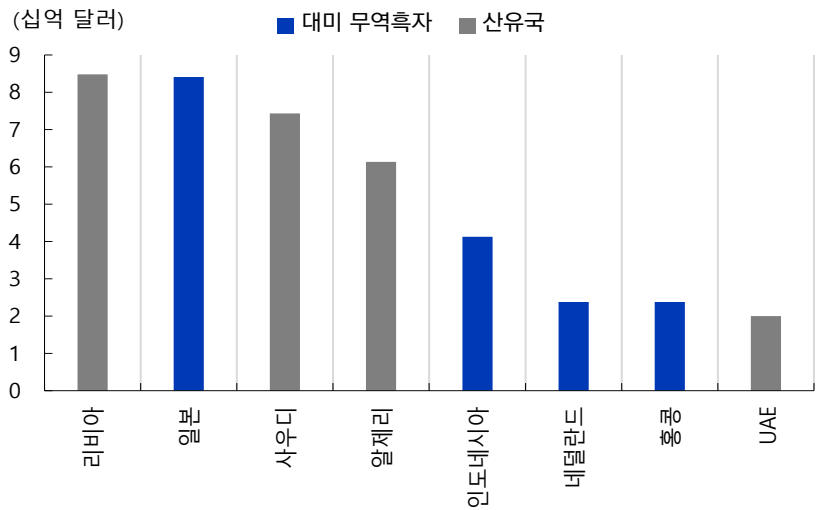
1978년 기준 미국 증권 보유국 순위



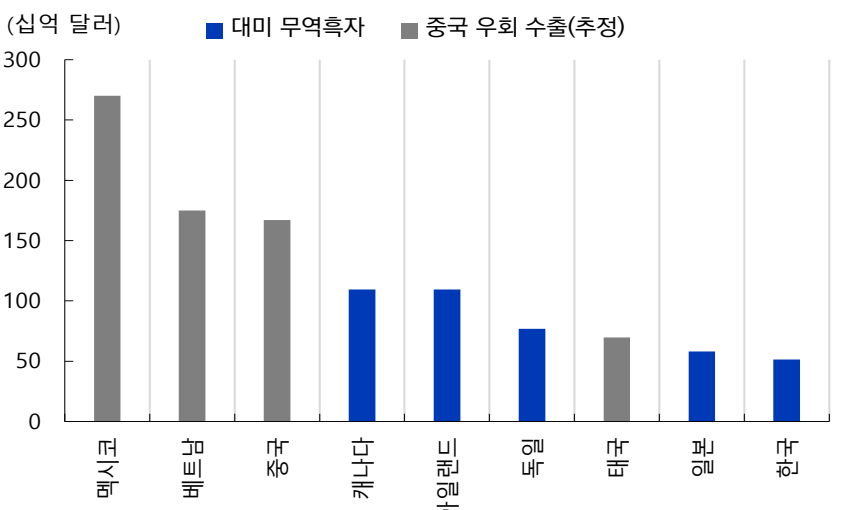
2025년 기준 미국 증권 보유국 순위



1980년 미국 대상 무역흑자국 순위



2025년 미국 대상 무역흑자국 순위

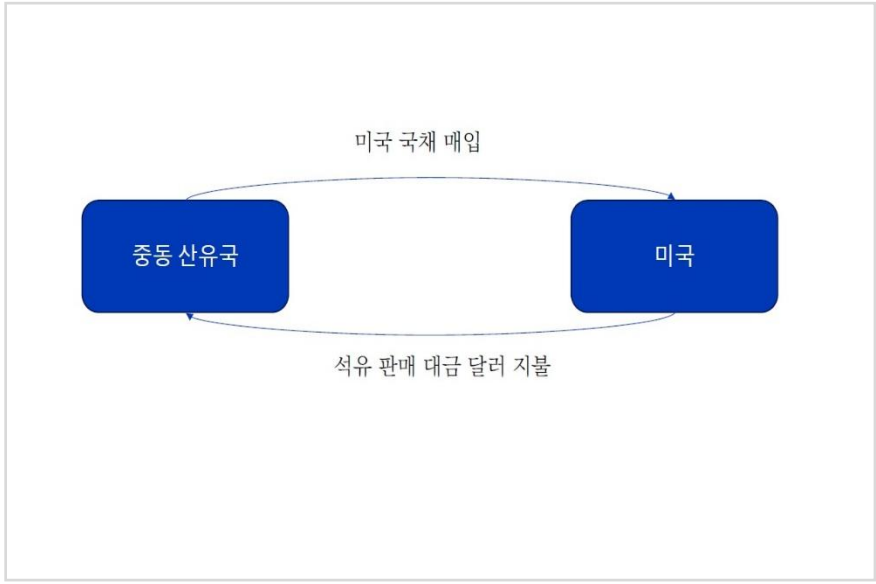


자료: Census Bureau, BEA, IMF, US Treasury, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

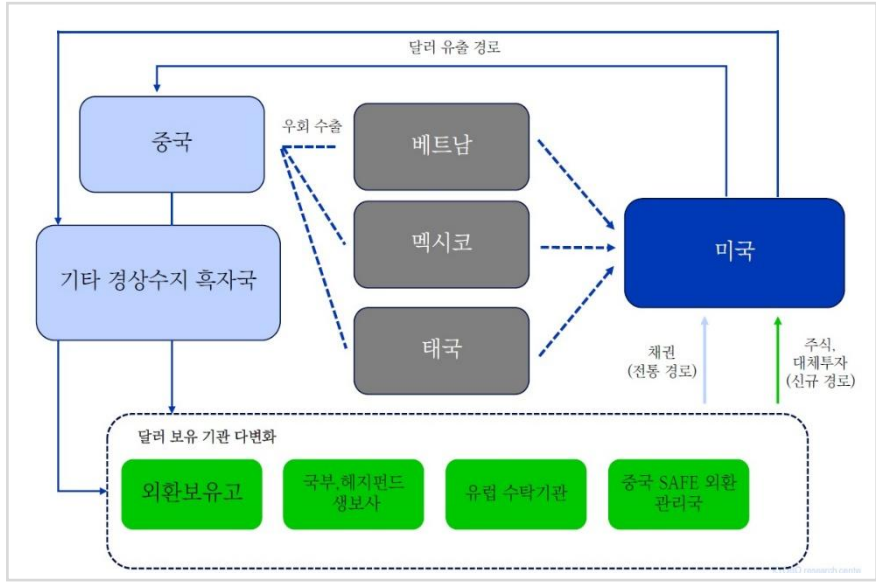
[달러] 페트로달러의 위기?

- 달러의 위상은 약해졌다기 보다 복잡해진 것. 오히려 달러 자산을 보유한 기관이 다변화되고 금액도 훨씬 커졌다는 점에 있어 과거 대비 달러 의존도는 높아졌다고 보는 것이 맞음
- 과거 1970년도는 단순히 원유 수출 대금으로 미국 국채를 사주는 리사이클링 시스템이었다면, 현재는 수출 자체도 관세를 피해 우회하고 있으며, 경상수지 흑자국으로 유입되는 달러 또한 외환보유액 → 미국채 매입의 단일 경로로 작용하지 않음
- 국부펀드와 헤지펀드, 보험사에 달러가 유입되며 투자자산의 다변화가 일어났고, 유럽(영국,룩셈부르크,아일랜드 등) 수탁기관을 통해 리테일 자금이 미국으로 재유입되며 경로와 투자자산도 다변화

1970년대 달러 리사이클링 구조



2000년대 이후 달러 리사이클링 구조

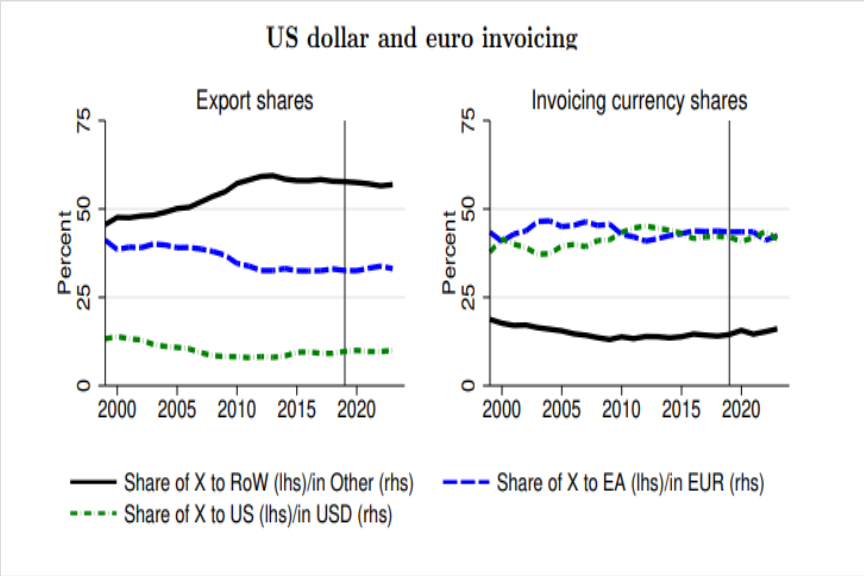


자료: 교보증권 리서치센터

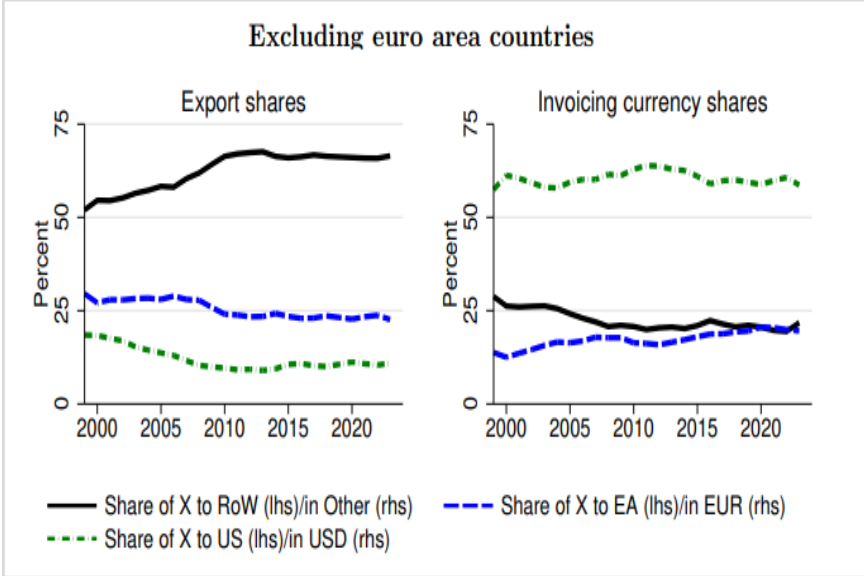
[달러] 페트로달러의 위기?

- 결국 통화패권은 무역 활동에서 어떤 통화로 결제하는지에 따라 갈릴 수 있는데, 아직은 달러화 결제 비중이 60% 수준에서 안정적인 흐름을 이어가고 있음
- 무엇보다 글로벌 수출에서 미국향 수출이 차지하는 비중이 오히려 줄어들었음에도(우측 차트,왼쪽 패널), 달러화 결제 비중이 안정적이라는 점은 제3자간 무역 거래에서도 달러화가 무역 통화로서 유통되고 있다는 의미

글로벌 무역 통화 중 달러 결제 비중 (유로존 역내 무역 포함시, 우측 패널)



글로벌 무역 통화 중 달러 결제 비중(유로존 역내 무역 제외시, 우측 패널)

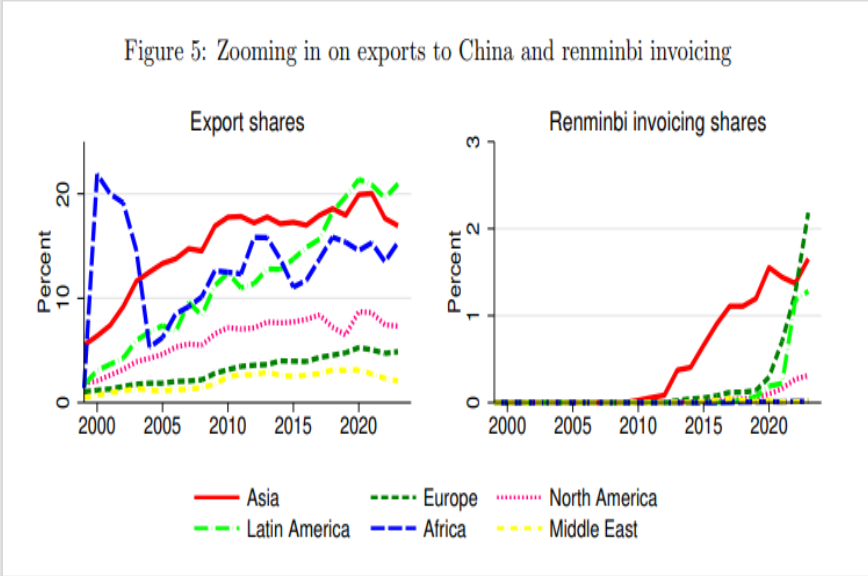


자료: IMF, 교보증권 리서치센터/ 주: <Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Ecocomy>, IMF, 12/09/2025

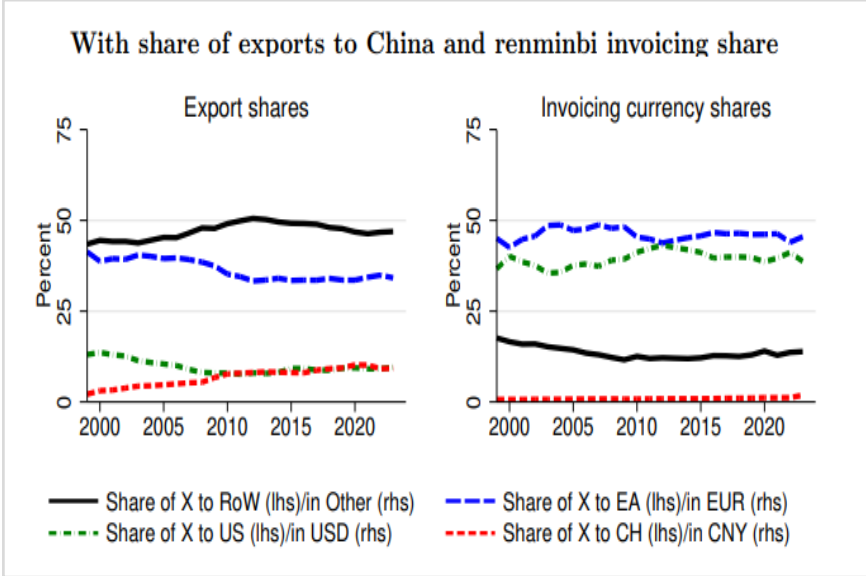
[달러] 페트로달러의 위기?

- 최근 글로벌 무역에서 위안화 결제가 빠르게 늘어나고 있는 점은 사실. 특히 트럼프 1기와 코로나 펜데믹, 2022 러-우전쟁을 거치면서 위안화 결제의 확장 속도는 더욱 빨라졌음
- 다만 동시에 확인해야 할 부분은, 1) 중국향 수출이 전체 글로벌 수출에서 차지하는 비중의 증가 속도 대비, 위안화 결제 비중의 증가 속도는 느린 편(무역활동에서 위안화 결제 비중은 2%) 2) 위안화 결제는 아직 중국과의 양자 무역에만 국한되어 있으며, 달러처럼 3자간 무역에서 거래되지 않음
- 친미-반미 구도가 결제 통화 블록화로 이어지고는 있으나 달러 패권을 위협하기는 어려운 규모

중국향 수출의 비중 변화와 위안화 결제 비중 추이



글로벌 무역 통화 중 달러 결제 비중(위안화 포함)

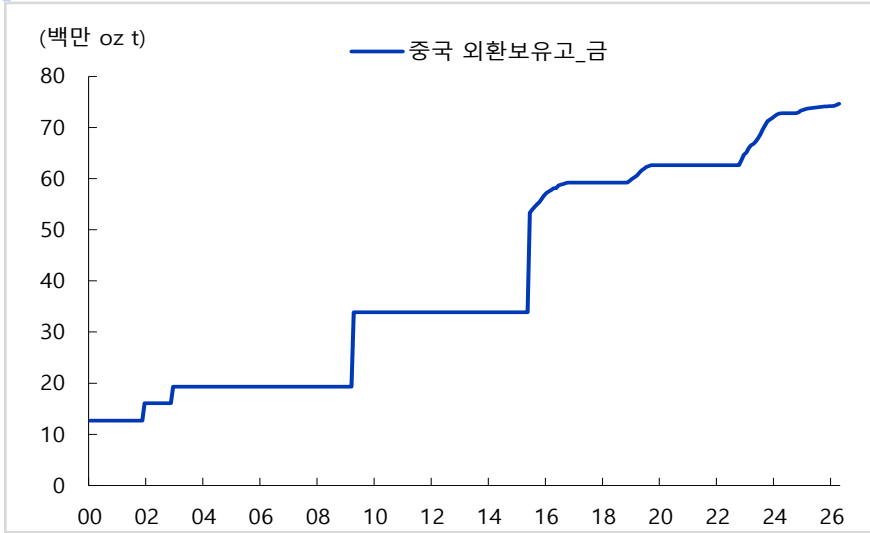


자료: IMF, 교보증권 리서치센터
주: <Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Ecocomy>, IMF, 12/09/2025

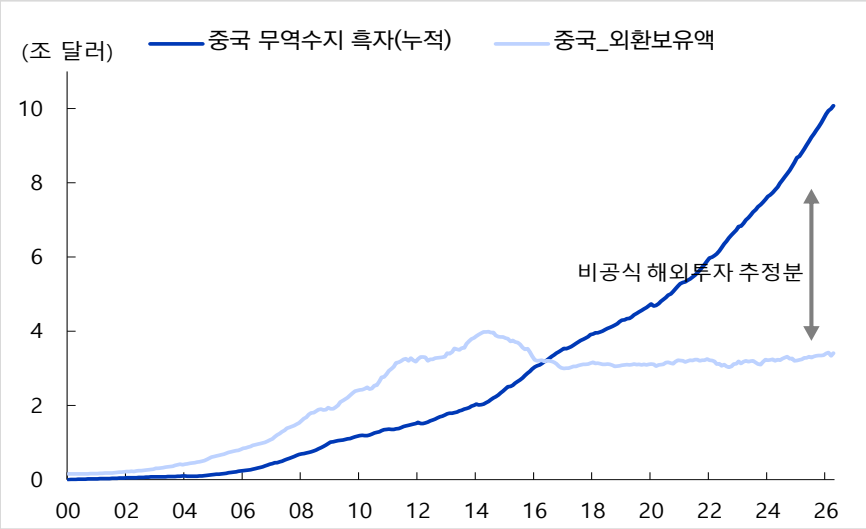
[달러] 페트로달러의 위기?

- 중국이 외환보유고 내에서 금의 비중을 늘리고는 있지만, 전반적으로 공식 외환보유고 제외 해외자산이 더욱 많을 것으로 추정. 비공식 해외자산의 자금 흐름 추적이 더욱 중요
- 무엇보다 위안화가 새로운 무역 결제 통화로 부상하기 위해서는 무역수지 흑자가 아닌 적자가 필요. 동시에 해외로 유출된 위안화가 다시 중국 자본시장으로 들어오는 구조가 형성되어야 하는데, 중국의 자본시장은 아직 미비한 상태

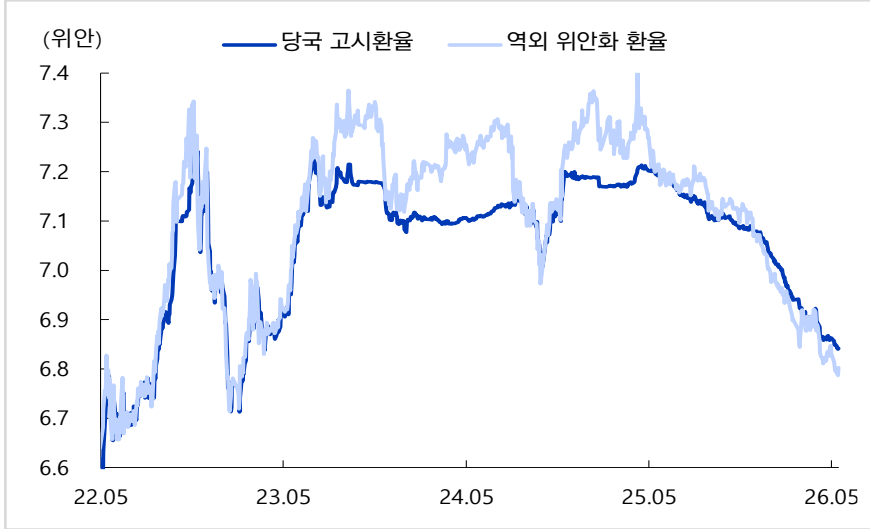
중국 외환보유고 내 금 매입량



중국 누적 무역수지 적자 vs 외환보유액



달러-위안 환율과 고시환율

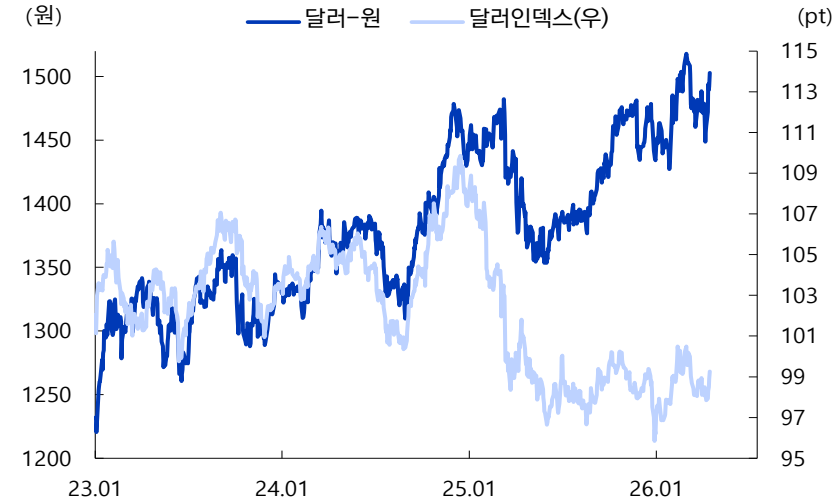


자료: 중국 외환관리국, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

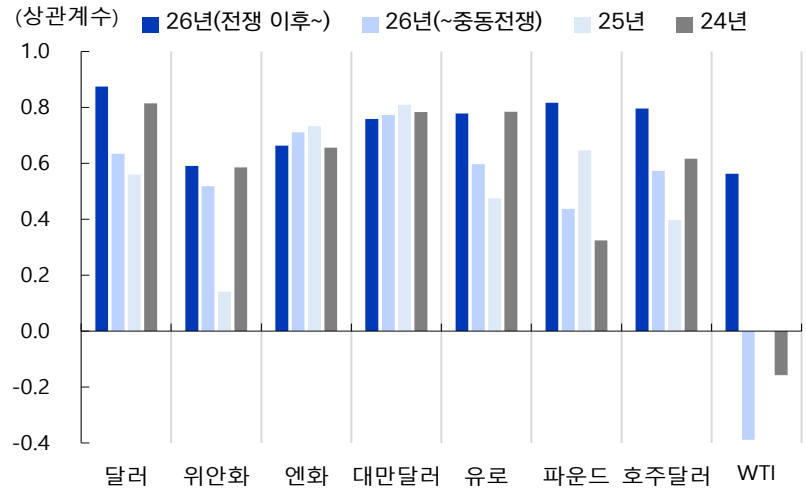
[원화] 전쟁 이후 변동성 확대된 원화

- 달러-원 환율은 작년부터 진행된 달러 대비 저평가 국면이 이어지는 양상. 특히 전쟁 이후 주식시장 수급과 맞물려 변동성 자체가 주요국 통화 대비 확대된 모습
- 중동전쟁 전후 각국 통화, 국제유가와의 상관관계를 살펴보면 원화는 달러와 국제유가와 상관관계가 눈에 띄게 반등. 전쟁 이후 원화는 달러와 상관관계가 가장 높았음

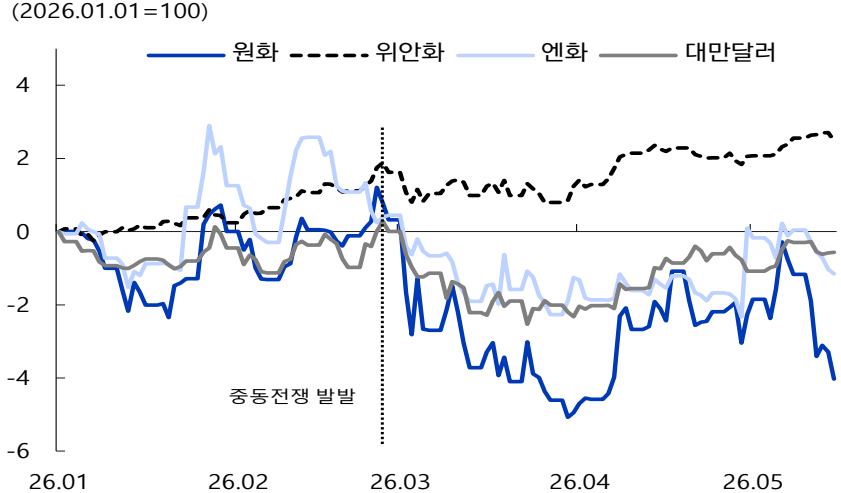
달러인덱스, 달러-원 환율



시기별 원화와 주요국 통화의 상관관계: 달러와 WTI 설명력 ↑



주요 아시아 통화 달러대비 YTD 수익률 추이

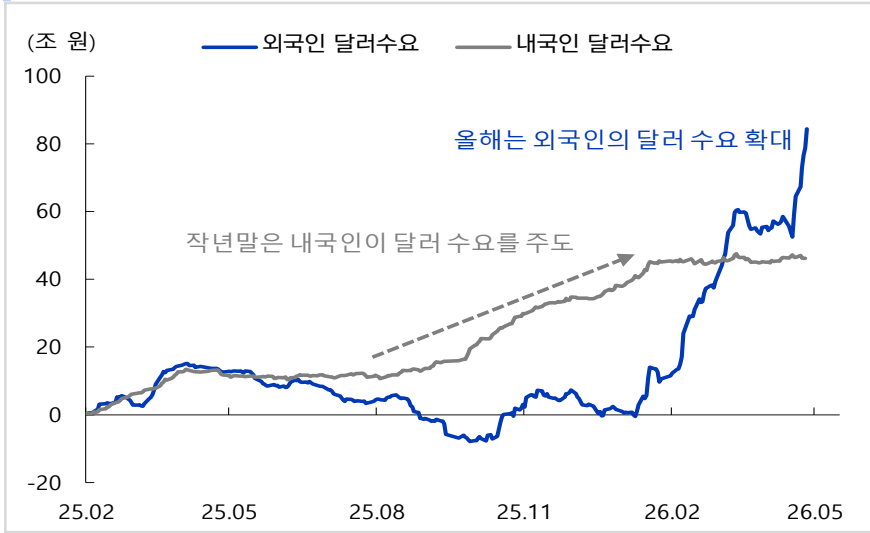


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

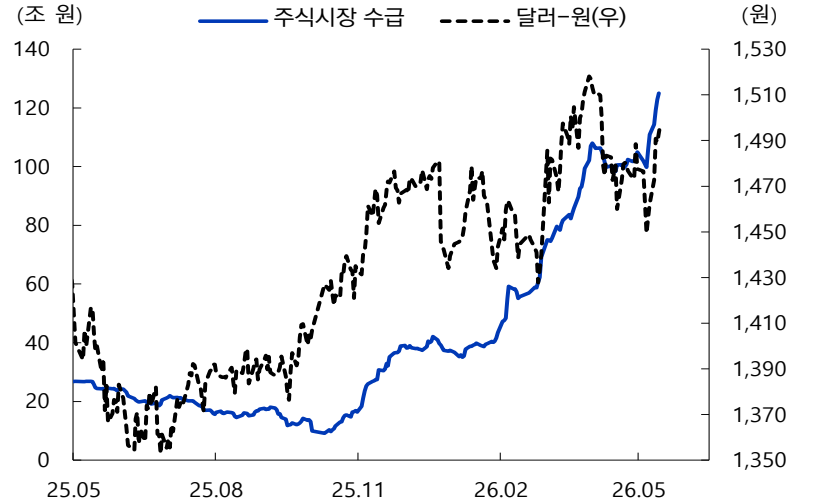
[원화] 전쟁 이후 변동성 확대된 원화

- 대외요인도 있겠으나 현재 달러-원 환율은 대내요인으로 인해 변동폭이 크게 확대. 특히 외국인 중심 국내 주식 매도세가 환율 상승을 주도하는 상황
- 문제는 외국인들의 대규모 매도세 지속에도 KOSPI의 외국인 보유 비중은 지속적으로 상승 중. 이는 외국인들의 보유 종목 쏠림 현상에 기인하며, 외국인의 매도세를 개인들이 받아주면서 해외 기관 자금들의 기계적인 리밸런싱 차원의 매도세가 지속되는 중
- MSCI의 선진국 편입 등 해외 기관들의 한국 비중 상향 기대감 보다, 당분간은 리밸런싱 매도 압력이 이어지며 단기 환율은 상승 압력 받을 가능성 높음

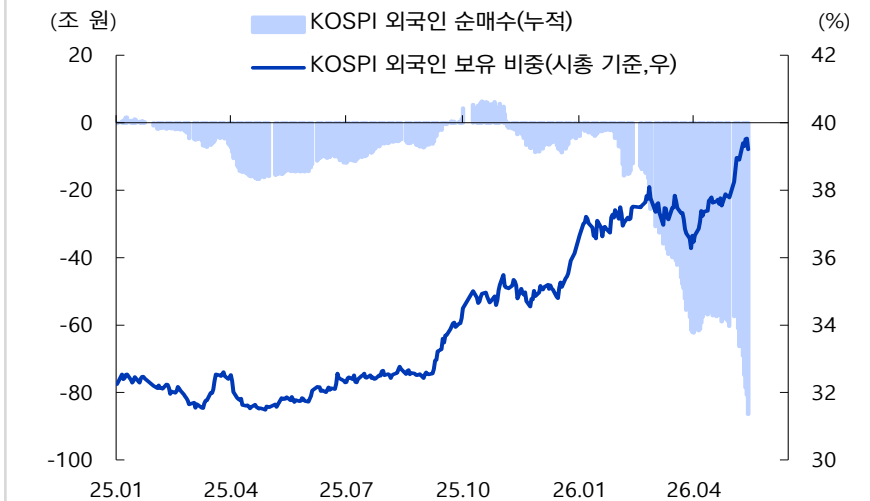
외국인 달러수요, 내국인 달러수요



주식시장 수급과 달러-원 환율



KOSPI 외국인 순매도 추이(누적)과 외국인 보유 비중

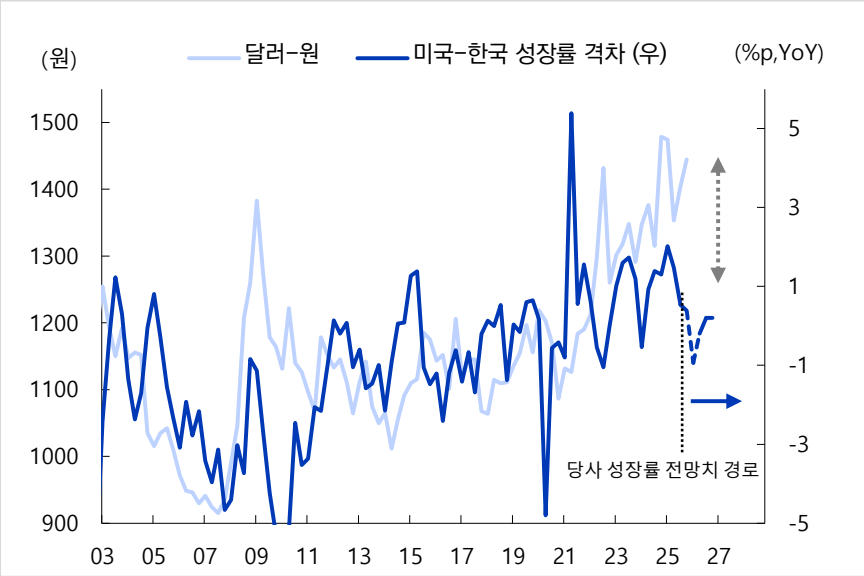


자료: SEIBro, Infomax, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

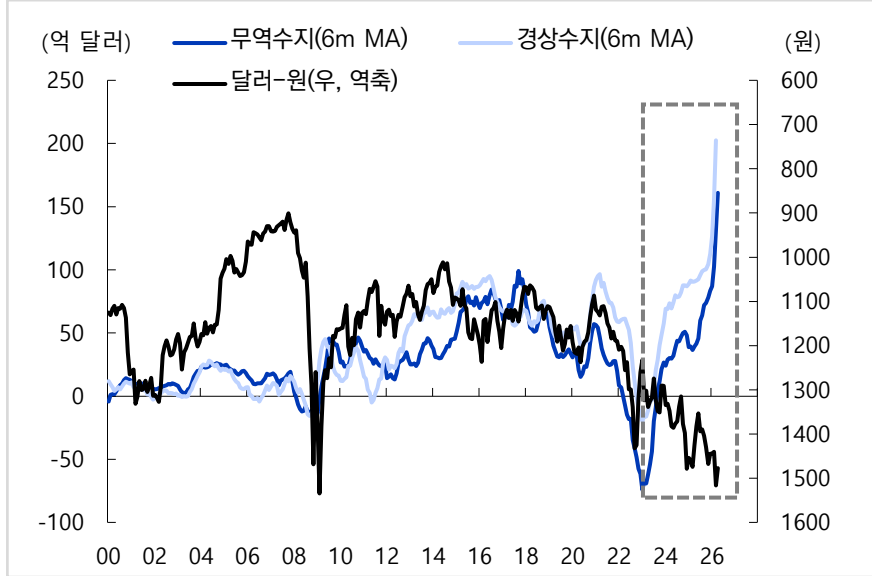
[원화] 저평가 해소에는 여전히 유리한 환경

- 다만 중기적 관점에서 달러-원 하방 압력은 여전히 유효한 것으로 판단. 성장률 측면에서 보나, 경상수지 흑자 추세로 보나 원화는 구조적으로 강세 사이클에 위치
- 주식시장 수급 꼬임으로 현재 환율 상승에 대한 기대심리는 여전하지만, 지정학 리스크가 해소되며 기대심리가 완화될 경우 수출업체 중심 달러 네고 물량 출회가 환율 하락을 주도할 것으로 기대

미국과 한국 성장률 전망경로 vs 달러-원 환율



무역수지와 경상수지 흑자 vs 달러-원 환율

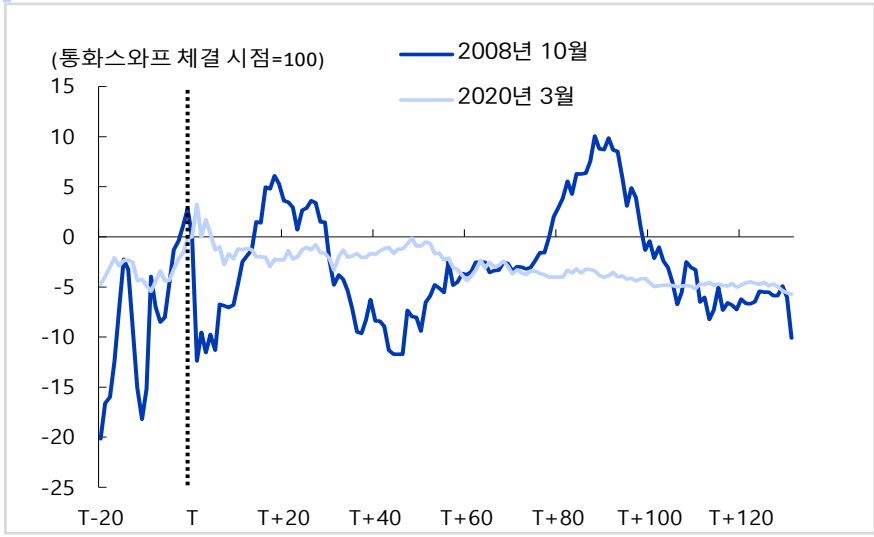


자료: 국가데이터처, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

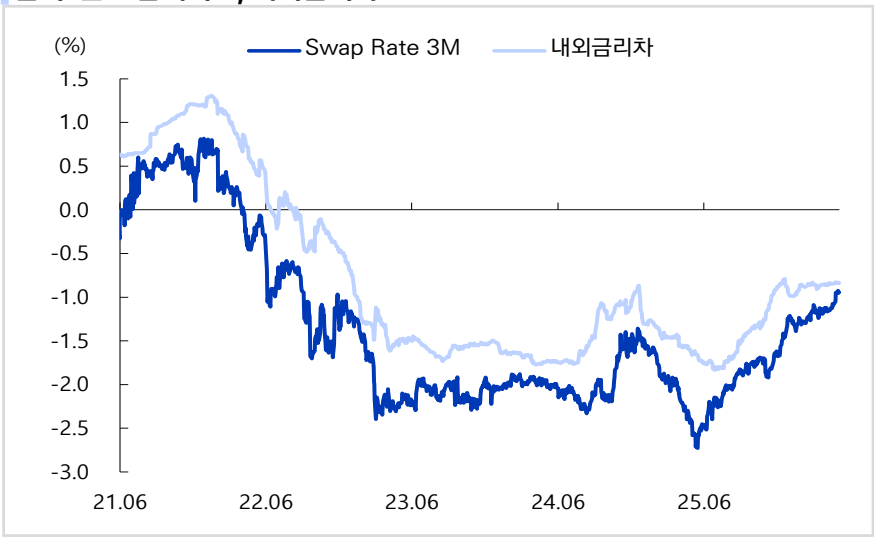
[원화] 저평가 해소에는 여전히 유리한 환경

- 최근 한미 통화스와프 가능성이 거론되고 있으나 실제 체결 여부는 아직 불투명. 과거 통화스와프는 금융위기나 코로나 팬데믹 등 위기 상황에 체결되었다면, 현재는 대미투자 집행을 대비하는 등 성격이 다소 다름
- 실제 체결이 된다면 기업들의 달러 보유 심리를 완화시키는 재료로 작용. 다만 현재 외환시장 내 달러 유동성은 과거 대비 풍부. 통화스와프가 필요한 상황은 아닌 것으로 판단

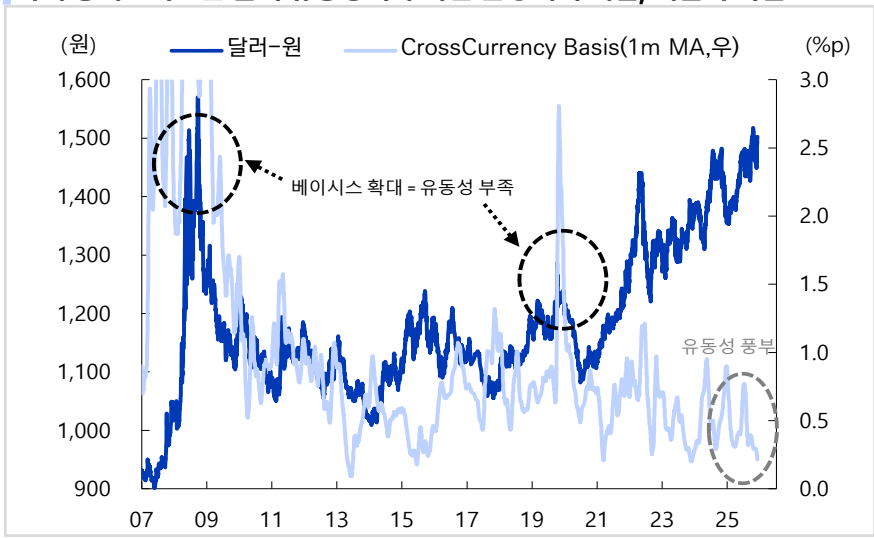
과거 통화스와프 체결 이후 달러-원 환율 추이



달러-원 스왑레이트, 내외금리차



과거 통화스와프는 달러 유동성이 부족한 환경에서 체결, 지금과 다름

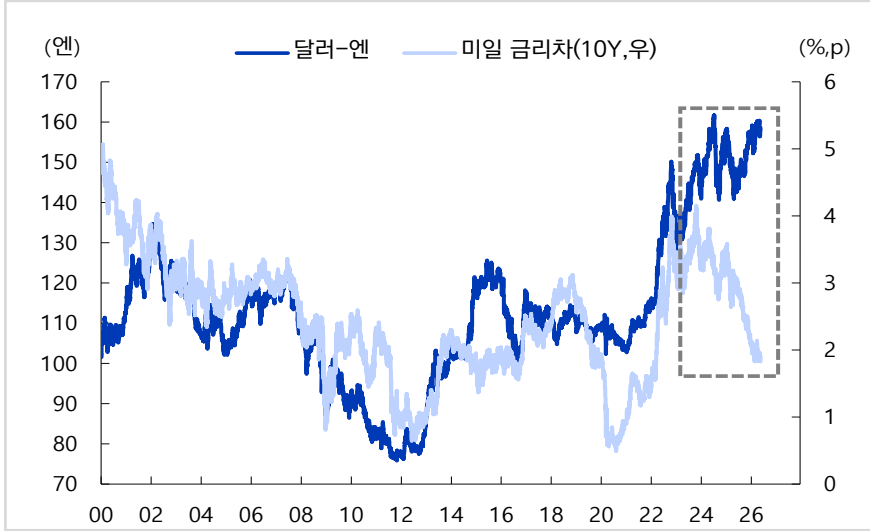


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 /주: 내외금리차의 경우 미국 SOFR 3M, 한국 CD91일물로 산출

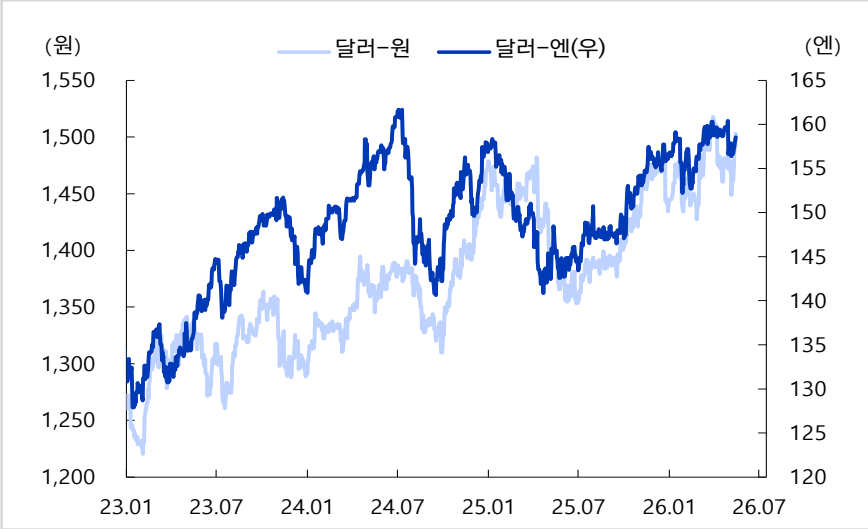
[원화] 저평가 해소에는 여전히 유리한 환경

- 대외 요인의 경우 엔화 사례를 감안할 필요. 작년부터 엔화와 원화의 동조화 현상이 심화됐는데, 최근 달러-엔 환율에 대한 상단 인식이 강화
- 엔화 또한 원화와 마찬가지로 장기간 저평가 국면에서 벗어나지 못하는 상황. 다만 최근 일본은행이 실개입에 나선 것으로 추정되며 당국의 환율 안정화 의지를 재확인. 원화 또한 엔화에 영향받아 추가 약세 심리가 진정될 것으로 기대

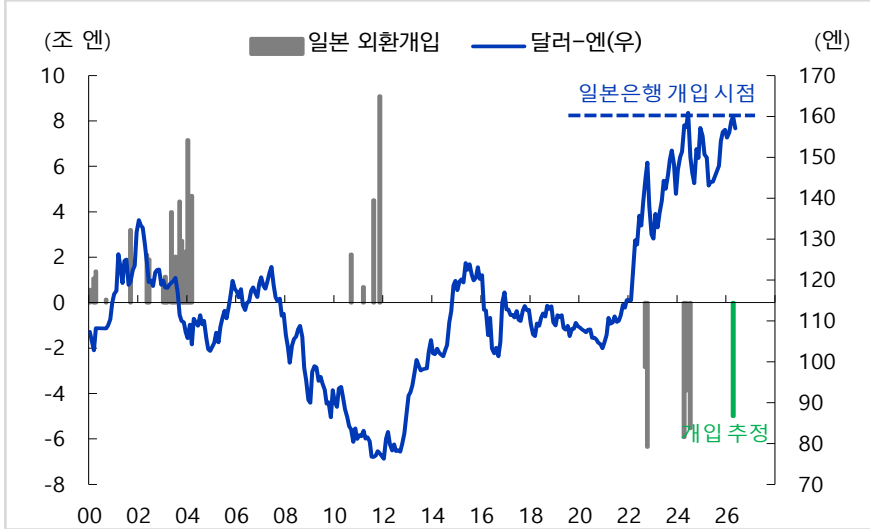
전통적인 엔화 방향성 가늠자인 미일 금리차로 보더라도 엔화 약세 과도



작년부터 동조화 현상 강해진 원화와 엔화



일본은행 외환 개입(엔화 매수, 달러 매도) 시그널 명확



자료: Bloomberg, 일본 재무성, 교보증권 리서치센터

[채권]

Comply or Defy: 깊어지는 고민

[채권/글로벌전략] 백윤민 수석연구위원

KYOBO
교보증권

[채권] 국내외 금리 전망 테이블

주요국 기준금리 및 국채 금리 전망

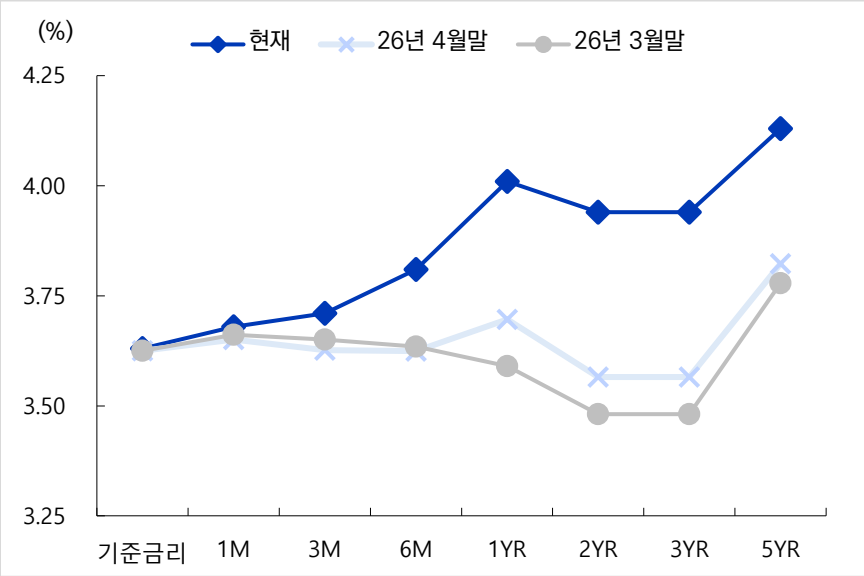
	2025				2026				2024	2025	2026
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간	연간(E)
한국 기준금리	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00	2.50	3.00
국고채 3년	2.59	2.39	2.45	2.84	3.20	3.57	3.65	3.55	3.11	2.57	3.49
국고채 5년	2.69	2.52	2.61	3.03	3.46	3.79	3.90	3.75	3.15	2.71	3.73
국고채 10년	2.82	2.73	2.83	3.20	3.61	3.95	4.05	3.90	3.22	2.89	3.88
미국 기준금리	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	4.50	3.75	3.75
미국채 2년	4.17	3.88	3.74	3.54	3.59	3.93	3.95	3.85	4.39	3.83	3.83
미국채 10년	4.46	4.36	4.26	4.09	4.19	4.43	4.45	4.30	4.21	4.29	4.34

자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터
주: 기준금리는 기말, 국고채, 미국채 금리는 평균

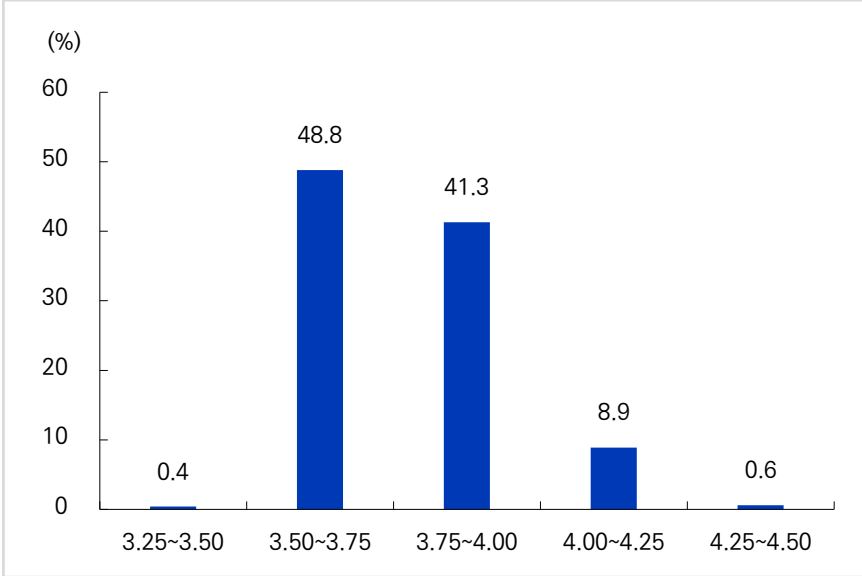
[미국] 연준, 기준금리 동결 기조 유지 예상

- 연준은 올해 하반기에도 기준금리를 현 수준(3.75%)에서 유지할 것으로 전망
- 당초 중동 전쟁에도 불구하고, 연내 한 차례 금리인하 가능성을 열어 둠. 그러나 고유가로 인한 물가 상방 압력이 확대되는 상황에서 경기가 상대적으로 안정적인 흐름을 이어가면서 추가적인 통화정책 완화에 대한 시급성이 크게 낮아졌다고 판단

연준, 내재정책 금리 추이



Fed Watch, 2026년 12월 기준 FOMC 통화정책 확률 분포

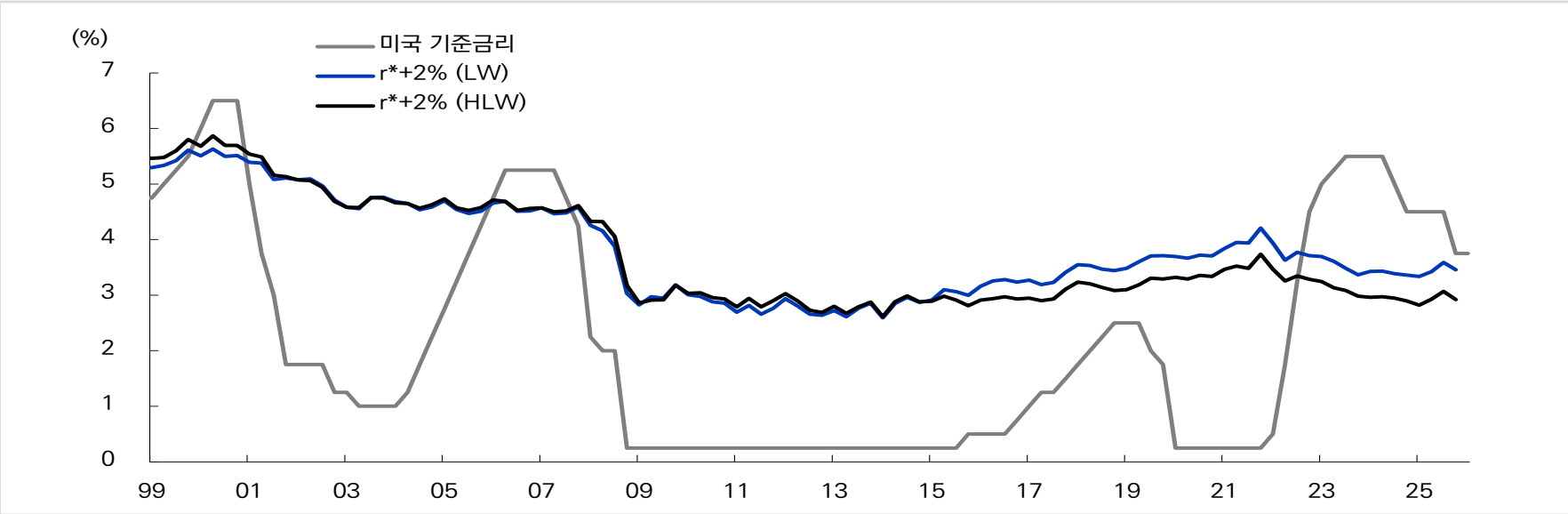


자료: Bloomberg, FedWatch, 교보증권 리서치센터

[미국] 연준, 물가에 대한 우려 커지고 있지만, 긴축 전환에는 신중할 것

- 미국 기준금리는 중립 수준을 소폭 상회하는 제약적인 영역에 위치
- 연준은 미국의 디스인플레이션 기조가 추가적으로 훼손되더라도 금리인상이 실물경제와 금융시장에 미칠 부담을 고려해 긴축 전환에는 신중함을 유지할 것으로 판단

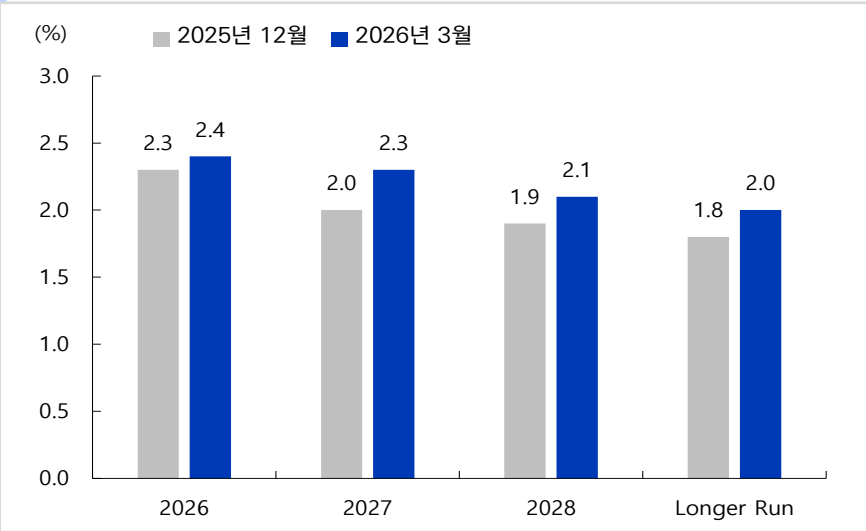
연방기금 목표금리와 미국 r*+ 물가목표 추이



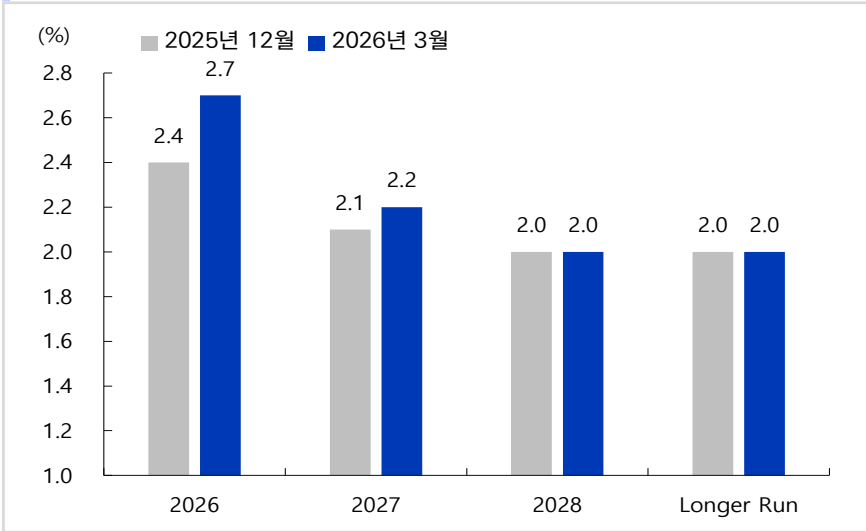
자료: Federal Reserve, Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

[미국] 4월 FOMC Recap: 확대된 통화정책 이견과 케빈 워시를 향한 경고

2026년 3월 SEP: 경제성장률



2026년 3월 SEP: 근원 PCE 물가



2026년 3월, 4월 FOMC 성명서 비교

구분	2026년 4월	2026년 3월
경제여건 및 인플레 요인 평가	- **최근** 지표들은 경제활동이 견조하게 확장하고 있음을 보여줌. 일자리 증가는 **평균적으로** 여전히 낮았고, 실업률은 최근 몇 달간 거의 변하지 않았음. **인플레이션은 글로벌 에너지 가격 상승을 반영해 높아짐** - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. **중동 이슈의 전개 상황이 경제 전망에 대한 높은 불확실성에 기여.** 위원회는 이중책무(dual mandate) 모두에 매우 주의를 기울이고 있음	- 가용 지표들은 경제활동이 견조하게 확장하고 있음을 보여줌. 일자리 증가는 여전히 낮았고, 실업률은 최근 몇 달간 거의 변하지 않았음. 인플레이션은 여전히 다소 높았음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 여전히 높음. 중동 이슈의 전개 상황이 미국 경제에 미칠 영향은 불확실. 위원회는 이중책무 (dual mandate) 모두에 매우 주의를 기울이고 있음
찬성 / 반대 위원	**- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Lisa Cook, Philip Jefferson, Anna Paulson, Christopher Waller** **- 반대: Stephen Miran (기준금리 25bp 인하)** **- 반대: Beth Hammack, Neel Kashkari, Lorie Logan (기준금리 동결에는 찬성하지만, 완화 편향(easing bias) 문구 포함은 반대)**	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Lisa Cook, Beth Hammack, Philip Jefferson, Neel Kashkari, Lorie Logan, Anna Paulson, Christopher Waller - 반대: Stephen Miran (기준금리 25bp 인하)

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[미국] 매파적 통화정책 내러티브(narrative)가 강화

연준위원별 통화정책 관련 발언 비교

성명	통화정책 관련 발언	성향	26년 투표권
케빈 워시	• 중앙은행이 보유한 막대한 규모의 국채가 금융시장에서 지나치게 큰 영향력을 행사. 재무부와 협력하여 완만한 속도로 신중하게 대차대조표를 축소 • 기존 인플레이션 지표인 근원 PCE는 물가 동향의 대략적인 추정치에 불과, 대신 극단적 가격 변동(에너지 충격 등)을 제거한 절사 평균 방식 선호	H	O
제롬 파월	• 현 정책금리는 적절하며, 중동 변수로 불확실성이 커졌지만 금리인상은 기본 시나리오가 아니라고 보는 위원이 다수	N	O
크리스토퍼 월러	• 관세 효과 제거 시 기조 인플레이션은 2%에 근접한 수준, 연이은 공급 충격 국면에서 기대인플레이션 이탈 가능성 경계 필요 • 노동시장이 저고용-저해고(low-hire, low-fire) 상태로 경기 충격 시 해고 급증 가능 • 이민 급감으로 노동력 증가 제로 수준, 순고용 창출이 거의 없어도 실업률 유지 가능한 구조	D	O
필립 제퍼슨	• 노동시장 하방 리스크와 인플레이션 상방 리스크가 공존하는 도전적 환경 • 관세 파급 효과 완료 후 인플레이션 2% 목표 재하락 전망	N	O
리사 쿡	-	N	O
마이클 바	• 에너지 가격 충격이 다른 물가로 번질 수 있다고 경고. 이 상황이 길어질수록 이들 가격에서 보이는 인플레이션이 경제에 고착될 위험이 커짐	N	O
미셸 보우먼	-	D	O
존 윌리엄스	• 현 통화정책 기조가 이중 책무 위험 균형에 잘 위치해 있다고 평가 • 관세 파급 효과는 수개월 내 대부분 반영되고 2차 파급 효과는 아직 없음 • 근시일 내 인상 필요 신호는 없고, 결국 인하는 언젠가 필요하다고 언급	N	O
베스 해맥	• 인플레이션 압력이 광범위하게 지속 중이며 유가 상승이 추가 인플레이션 압력 • 인플레이션 목표 2%를 5년째 미달성, 인플레이션 마인드셋이 기업 사이에 고착되기 시작	MH	O
로리 로건	• 인플레이션이 5년 이상 목표를 상회한 상황에서 이란 분쟁이 추가 공급 교란 위험을 높임 • 경제 불확실성을 감안할 때 다음 금리 변동이 인상이 될 수도 있음	H	O
애나 폴슨	-	D	O
닐 카시카리	• 최근 경제·지정학적 전개와 높은 불확실성을 감안할 때 방향성 포워드 가이던스는 부적절 • 호르무즈 해협 장기 봉쇄 시 인플레이션 급등에 대응한 연속적 금리 인상도 가능, 다만 이란 전쟁으로 인해 다음 금리 변동 방향이 불확실한 상황	N	O
오스탄 굴스비	• 인플레이션이 5년째 목표를 상회하고 최근 3개월간 오히려 상승 중 • 인플레이션 압력이 가스·관세를 넘어 서비스 영역으로 광범위하게 확산 • AI 생산성 향상이 사전에 예상(anticipated)되면 자연금리 상승으로 오히려 금리 인상 가능	N	X
토마스 바킨	-	N	X
셰릴 베너블	-	H	X
메리 데일리	• 성명 언어보다 실제 행동이 더 중요하며, 완화 편향 제거를 지지하지 않음	N	X
수잔 콜린스	-	N	X
알베르토 무살렘	• 주거 외 서비스 물가 여전히 끈적하고(sticky), 재화 물가는 오히려 상승 중 • 채용이 이미 낮은 수준에서 해고 증가 시 실업률 빠르게 상승 가능	H	X
제프리 슈미드	• 인플레이션이 여전히 너무 높고, 추가 금리 인하가 고용보다 인플레이션에 더 많은 피해를 줄 수 있음 • 인플레이션 목표 신뢰성을 위해 제약적 통화정책 유지 필요	MH	X

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터
주: MH – 강경 매파, H – 매파, N – 중립, D – 비둘기파, MD – 강경 비둘기파

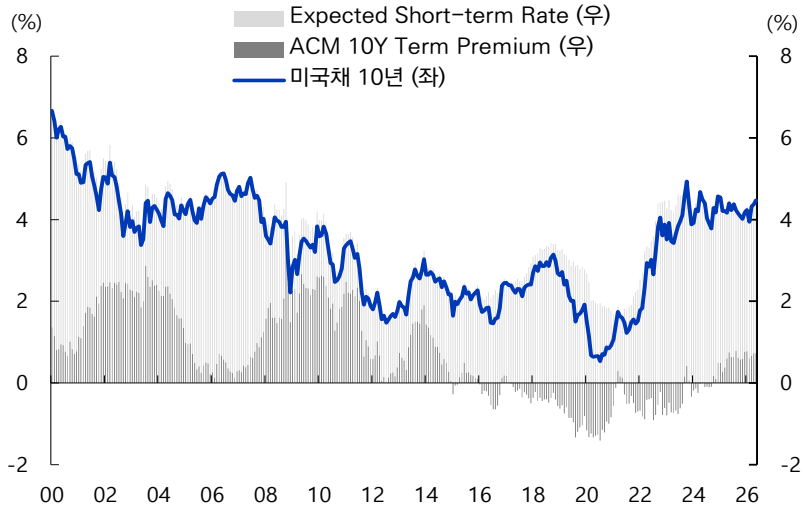
[미국] 연준, 물가에 대한 우려 커지고 있지만, 긴축 전환에는 신중할 것

- 미국의 통화 유통속도는 팬데믹 이후 정상화 흐름을 보이고 있으나, 아직 물가를 재차 가속할 정도로 높지는 않음
- 반면 미국채 기간 프리미엄 상승은 장기금리의 상방 압력을 높이며 금융여건을 추가로 긴축시키는 요인으로 작용. 미국 Proxy 금리도 연방기금 실효금리대비 높은 수준을 유지

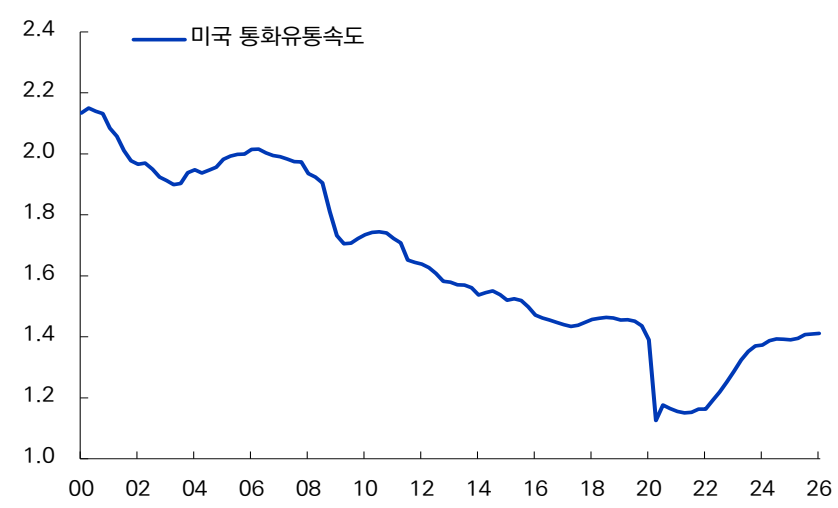
미국 연방기금 실효금리와 Proxy 금리 추이



미국채 10년 금리와 Term Premium 추이



미국 통화유통속도 추이



자료: Federal Reserve Bank of New York, San Francisco Fed, FRED, 교보증권 리서치센터

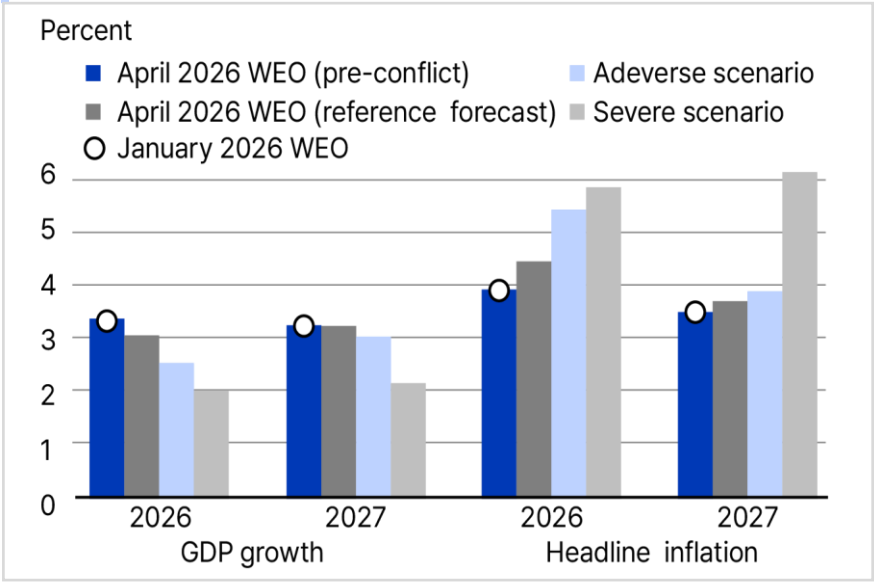
[미국] 죄수의 딜레마(Prisoner's Dilemma)에 빠진 미국-이란 전쟁

- 미국과 이스라엘의 이란 공습으로 촉발된 중동 전쟁은 주요국 금융시장의 변동성을 크게 확대. 특히 이란의 호르무즈 해협 봉쇄로 국제유가가 급등하면서 글로벌 인플레이션 상방 압력도 가중. 미국과 이란은 일시적 휴전 이후 종전을 위한 협상을 이어가고 있지만, 상호간 이해관계가 첨예하게 대립하고 있어 합의 도출은 쉽지 않은 상황
- 당연한 이야기이지만, 중동 전쟁이 금융시장과 실물경제에 미치는 영향은 전쟁의 지속 기간과 규모, 확전 여부에 따라 달라질 수 있음. 특히 전쟁이 장기화될 경우 글로벌 경제와 금융시장에 미치는 충격이 결코 작지 않을 것이라는 점

미국-이란 전쟁으로 확대된 중동 지정학적 리스크



중동 전쟁 지속 기간 및 규모에 따른 성장, 물가 전망 변화

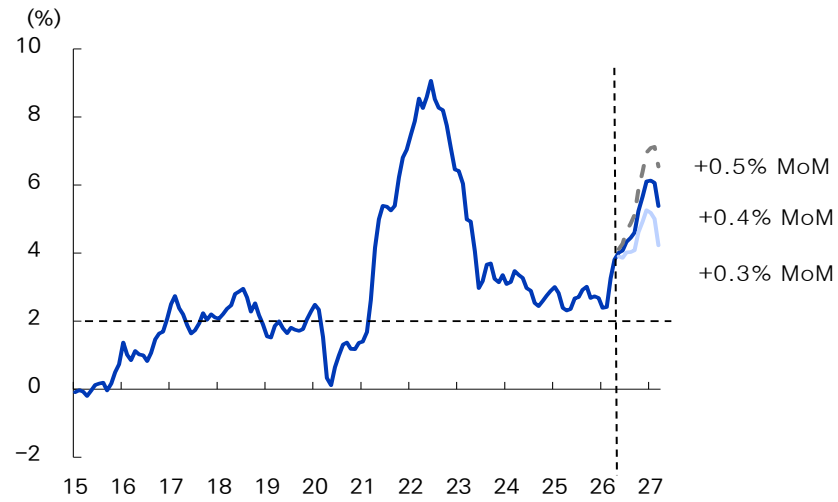


자료: IMF, 언론사, 교보증권 리서치센터

[미국] 디스인플레이션 경로 훼손 가능성 확대

- 중동 전쟁으로 인해 미국 물가의 디스인플레이션 기조 훼손 가능성이 확대. 이란의 호르무즈 해협 봉쇄로 국제유가가 큰 폭으로 상승한 가운데, 에너지발 물가 충격이 헤드라인 물가를 넘어 근원 물가에도 점차 파급될 위험이 점증
- 연준 통화정책 결정의 핵심 변수는 인플레이션. 중동 전쟁이 장기화될 경우 기대인플레이션이 추가로 상승할 수 있으며, 이로 인한 연준의 완화적인 통화정책 스탠스 약화는 불가피

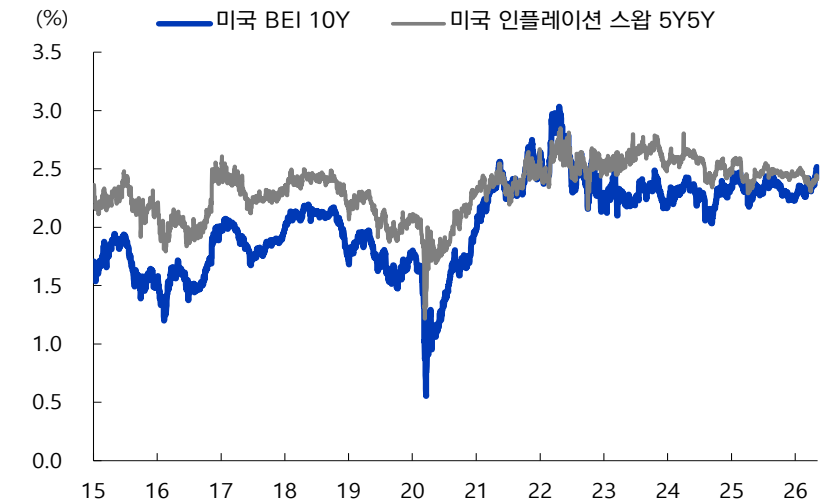
미국 헤드라인 CPI 추이 및 전망



미국 미시건대 기대인플레이션 추이



미국 BEI 10년과 5y5y 인플레이션 스왑 추이

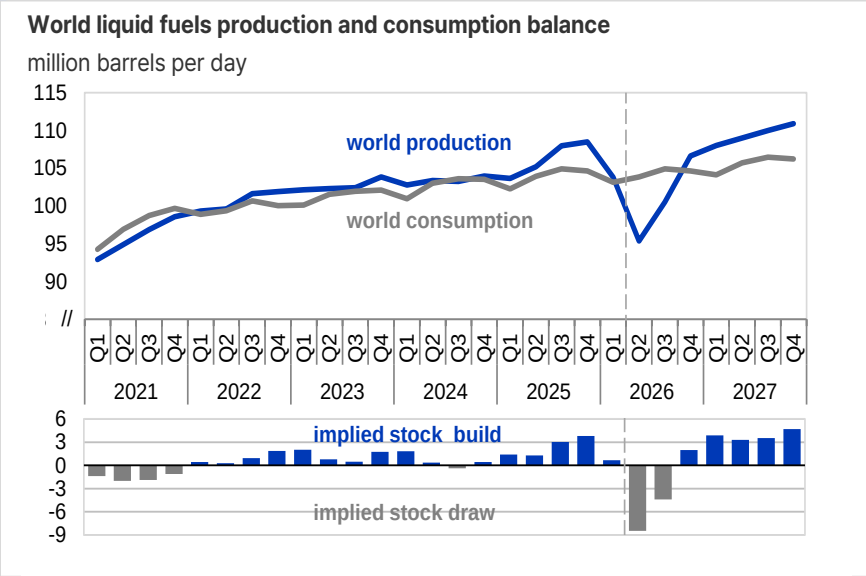


자료: Bloomberg, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

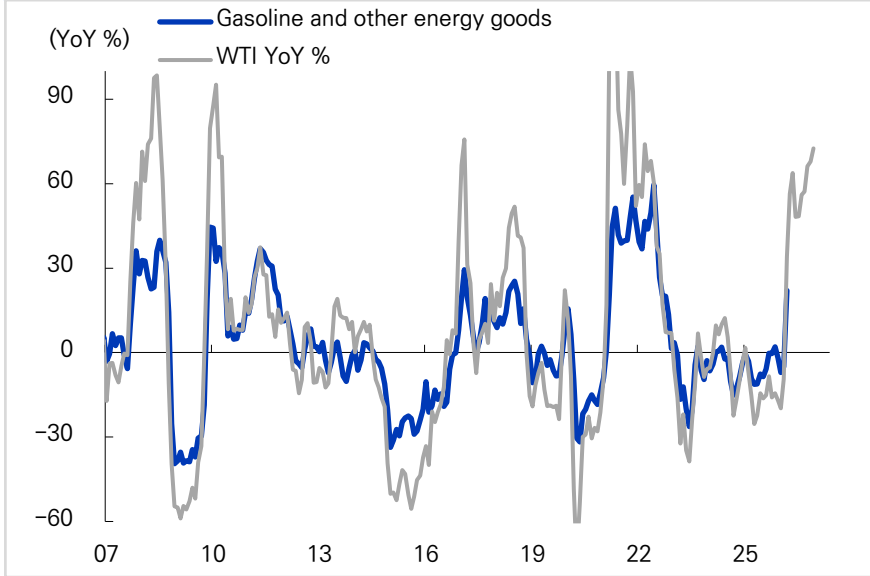
[미국] 공급 리스크로 높아진 유가의 하방 경직성

- 국제유가는 지난해에도 중동 지역 지정학적 리스크가 확대되면서 일시적으로 상승. 그러나 당시에는 호르무즈 해협 봉쇄와 같은 직접적인 공급 차질 요인이 발생하지 않았고, 전반적으로 공급 우위의 시장 환경이 유지되면서 유가는 대체로 안정적인 흐름을 유지
- 반면에 현재는 호르무즈 해협 봉쇄로 중동 지역 산유국들의 원유 생산 및 수송 차질이 크게 확대된 상황. EIA는 중동 관련 불확실성이 6월 전후로 완화되더라도, 원유 수송 정상화와 생산 회복에는 상당한 시차가 존재할 것으로 예상. 이를 고려하면 당분간 원유 생산 차질이 지속되면서 국제유가의 하방 경직성도 높게 유지될 가능성이 크다고 판단

원유 생산 및 수요 추이 및 전망



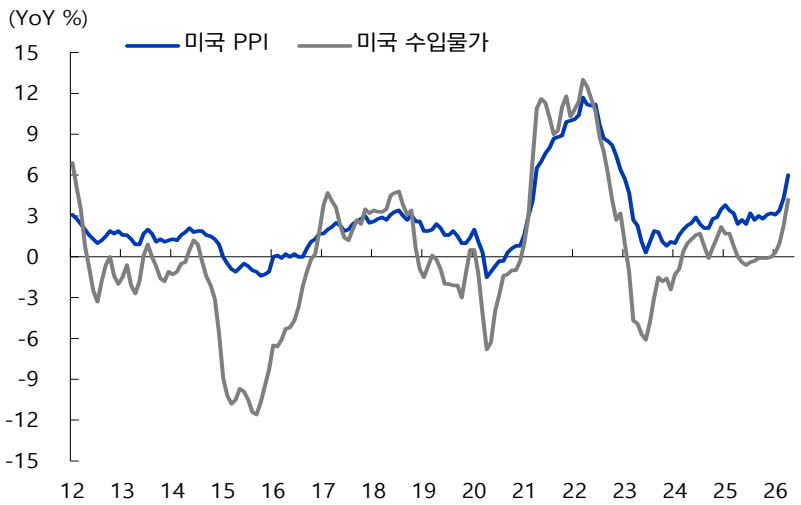
국제 유가 상승으로 휘발유 및 에너지 상품 물가 상승 불가피



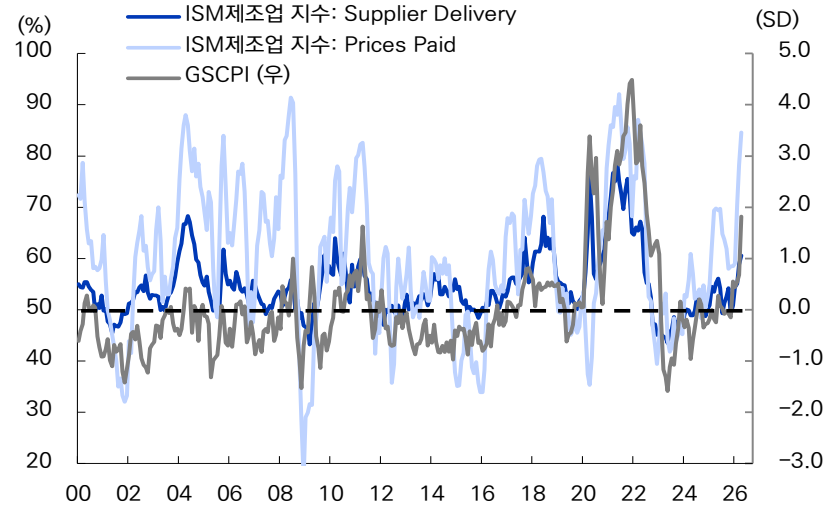
자료: EIA, Bloomberg, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터
주: WTI는 2Q26: 95 달러, 3Q26: 87 달러, 4Q26: 80 달러 가정

[미국] 커지는 구조적 물가 상승 경계감

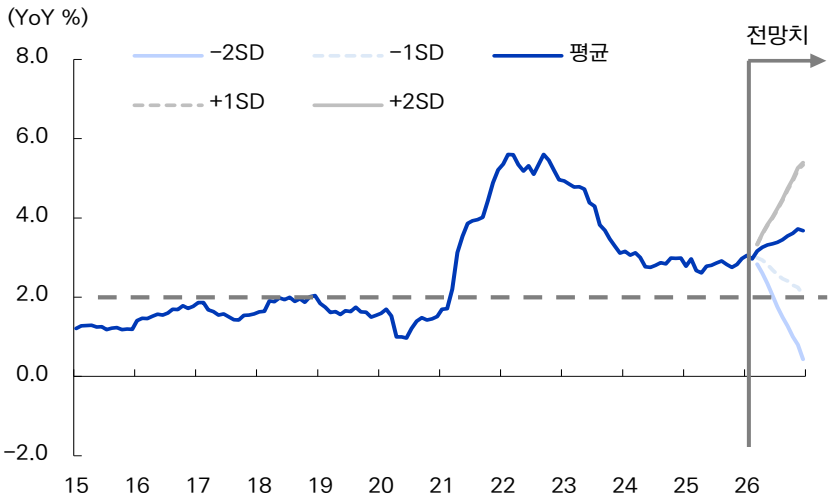
미국 생산자물가와 수입물가 추이



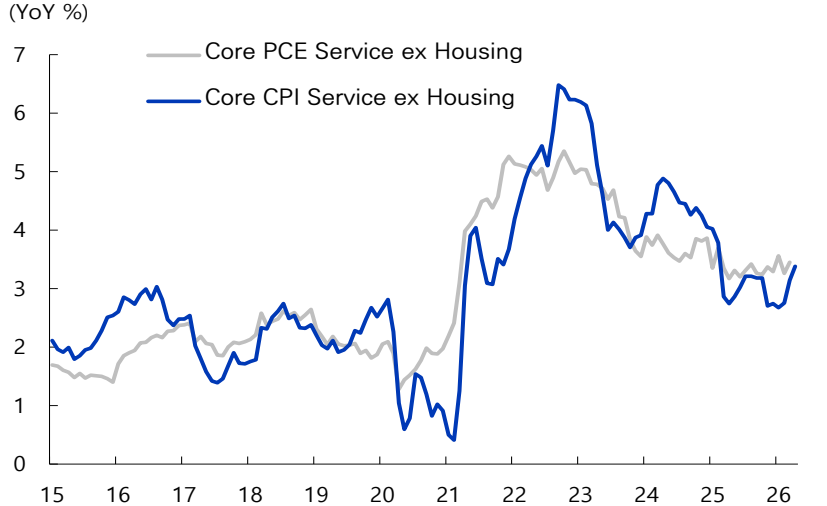
구조적 물가 상승 경계감 확대



미국 근원 PCE 물가 추이 및 전망



미국 슈퍼코어 물가 추이

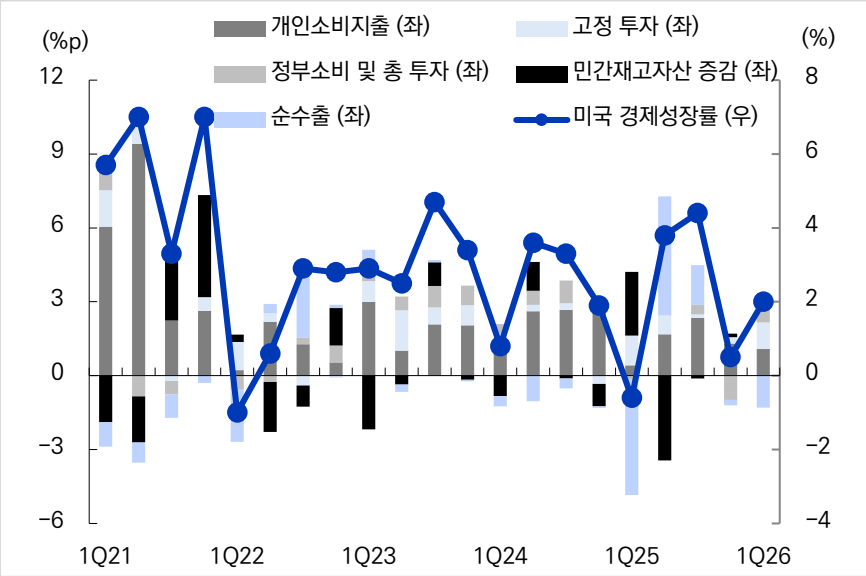


자료: Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

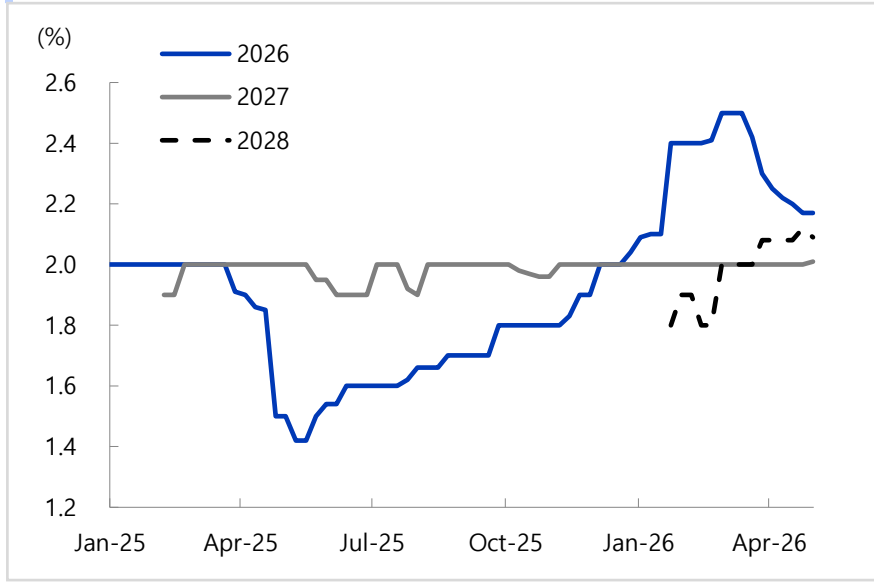
[미국] 미 경제, 양호하지만 불확실성은 여전

- 미국 1Q26 경제성장률은 2.0% QoQ SAAR를 기록. 1분기 성장률이 시장 예상치(2.3%)를 하회했지만, 정부 셧다운으로 부진했던 4Q25 성장에 대한 기저효과와 양호한 민간투자 및 정부지출 영향으로 양호한 성장세를 시현한 것으로 판단
- 다만, 중동 전쟁의 영향이 시차를 두고 물가 상승과 성장 둔화로 이어질 수 있는 만큼 향후 성장 경로에 대한 불확실성은 높은 상황

미국 1Q26 성장률은 2.0% 기록. 예상치 하회했지만, 양호한 수준



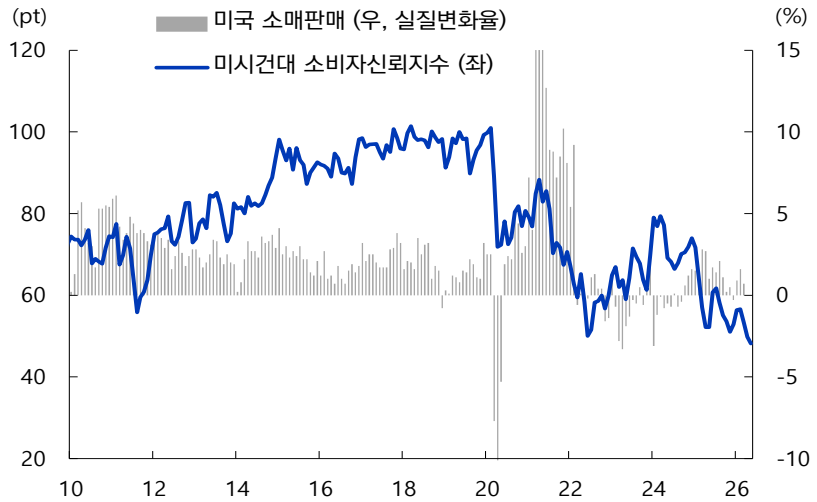
미국 연간 경제성장률 전망 추이



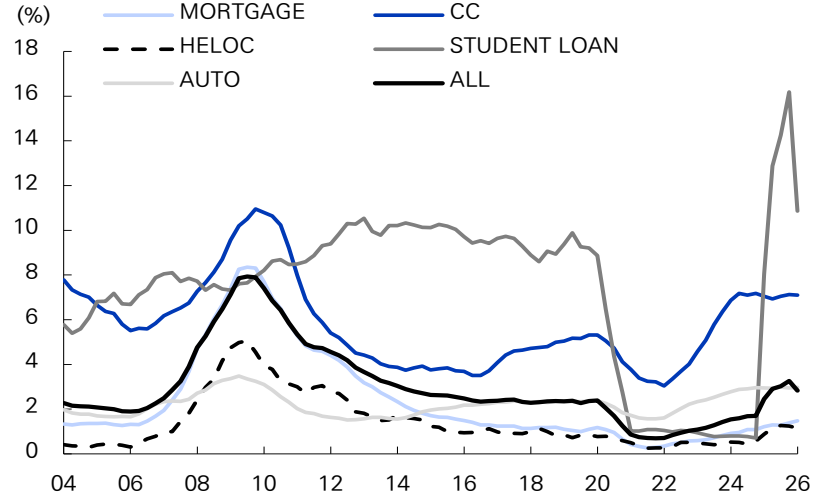
자료: Bloomberg, BEA, 교보증권 리서치센터
주: 미국 경제성장률은 % QoQ SAAR

[미국] 양호한 성장률 이면의 K자형 양극화 우려

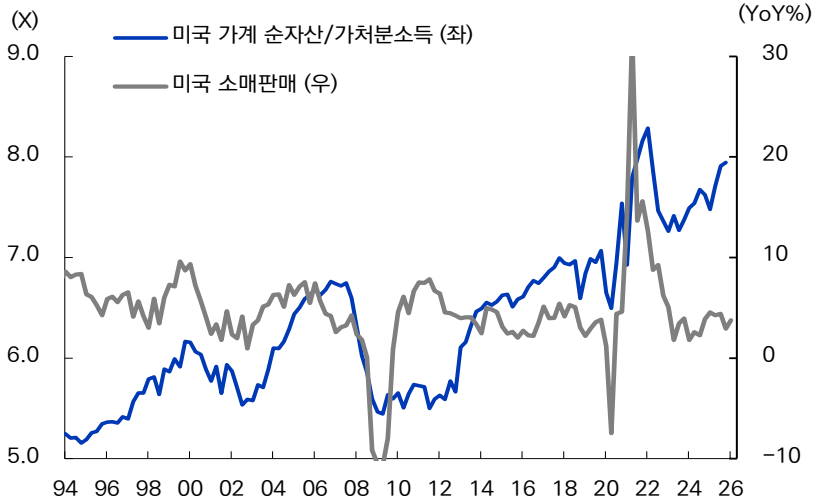
미국 소매판매와 소비자심리지수 추이



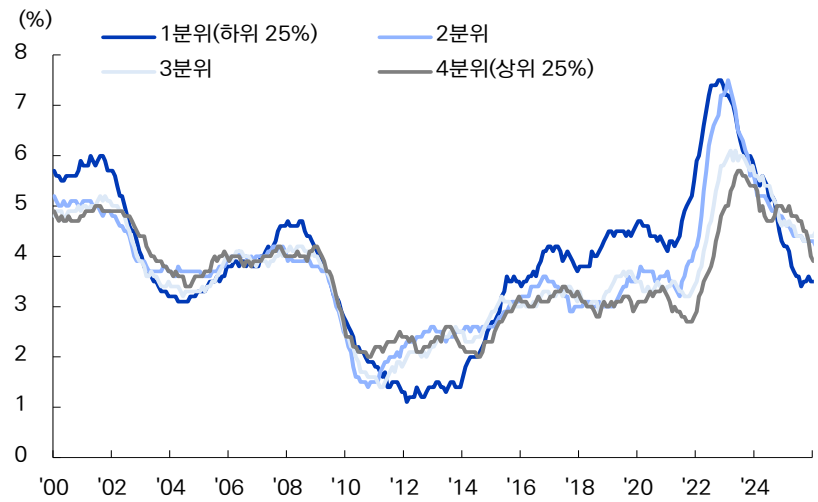
미국 항목별 연체율 (90일+) 추이



자산 효과(wealth effect)도 양호한 미국 소비에 기여



미국 소득 분위별 임금상승률 추이

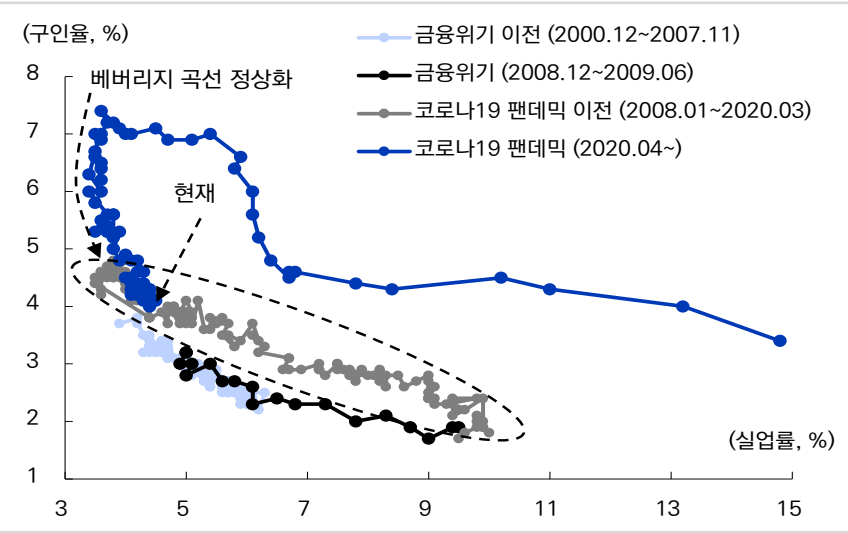


자료: Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York, Atlanta Fed, 교보증권 리서치센터

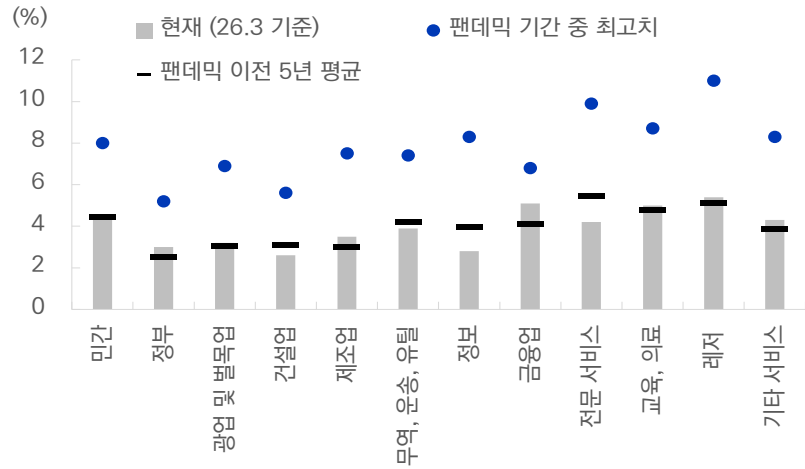
[미국] 미 고용시장, 나쁘지 않지만 해소되지 않는 찜찜함

- 지난 4월 미국 비농업 고용자 수는 시장 예상치(+6.5만 명)를 큰 폭으로 상회한 11.5만 명을 기록. 실업률은 4.3%로 예상치에 부합. 세부적일 일부 약세 요인이 있었지만, 중동 전쟁이 지속되는 상황에서 양호한 고용 증가세 유지
- 다만, 베버리지 곡선상 고용시장의 하방 압력이 확대될 가능성은 여전히 잔존

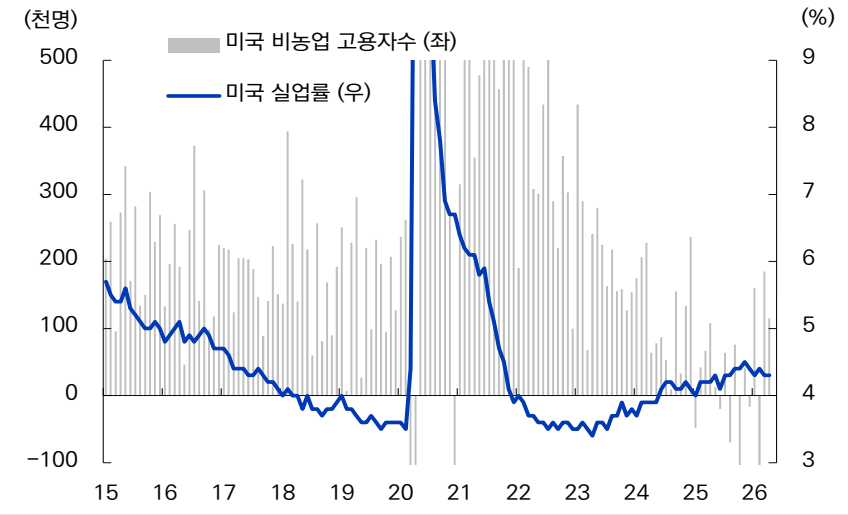
미국 베버리지 곡선 추이



미국 섹터별 구인률 변화



미국 비농업 고용자수 및 실업률 추이

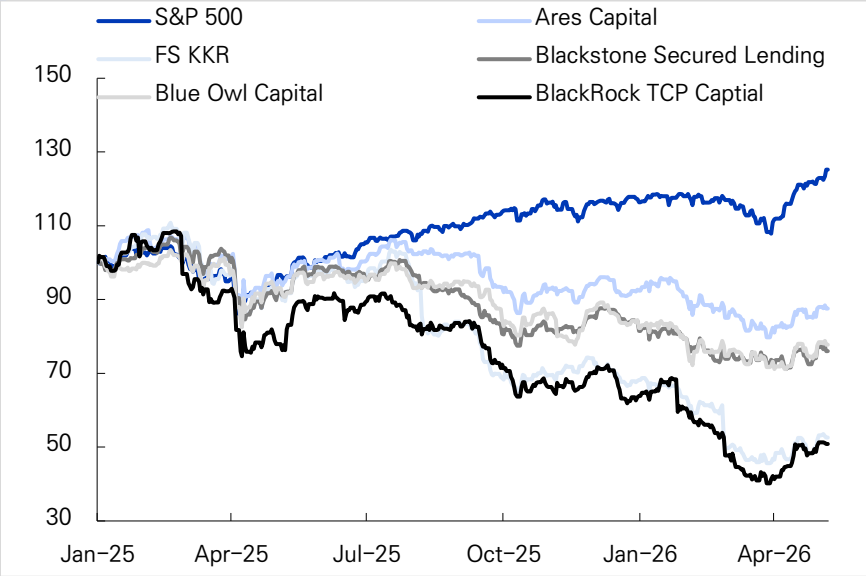


자료: Bloomberg, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

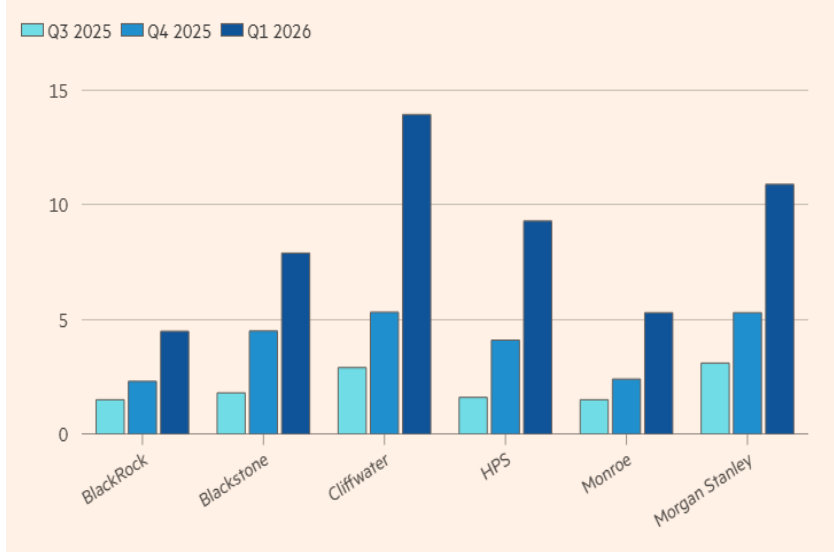
[미국] 미국 사모대출 리스크 점검

- 미국 사모대출 관련 리스크가 지속되고 있다는 점도 연준이 긴축으로 빠르게 통화정책을 전환하는데 부담으로 작용. 지난해 9월 Tricolors, First Brands 등의 사기 및 파산으로 시작된 사모대출 시장 우려가 Blue Owl의 펀드 환매 중단 등으로 이어지면서 사모대출 관련 투자심리가 빠르게 위축. 이로 인해 사모대출 주요 상장 BDC와 운용사들의 주가가 연초부터 큰 폭으로 조정을 받았다 일부 회복
- Fitch에 따르면, PCDR(Private Credit Default Rate)은 26년 2월 기준 5.4%로 다소 하락. 다만, 세부적으로는 MCO(Model-based Credit Opinion)는 4.7%→4.2%로 하락했지만, PMR(Privately Monitored Rating)은 9.1%→9.4% 상승. 전제 부도율은 감소했지만, 일부 취약 차입자군에서는 체감 부도 압력이 훨씬 높을 수 있는 상황

S&P 500 지수 및 주요 상장 BDC 주가 추이



주요 BDC 분기별 환매 요청 (% of NAV)

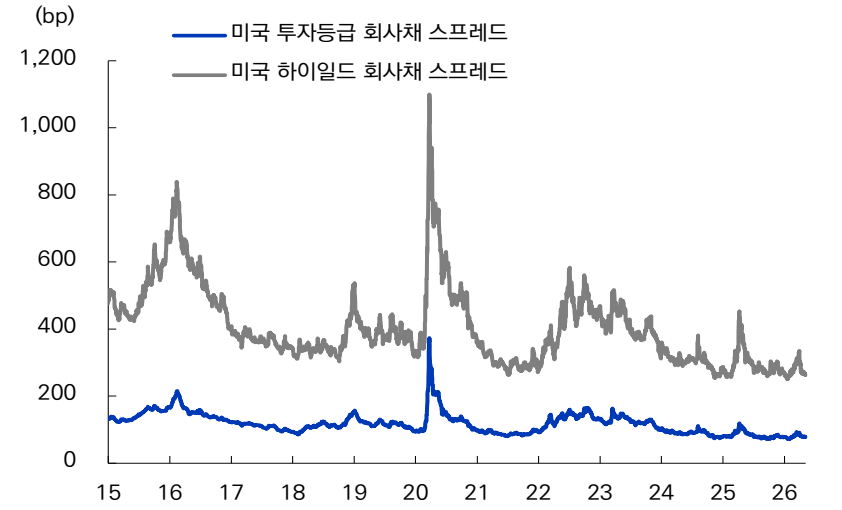


자료: Bloomberg, FT, 교보증권 리서치센터
주: 25.01.01=100 기준

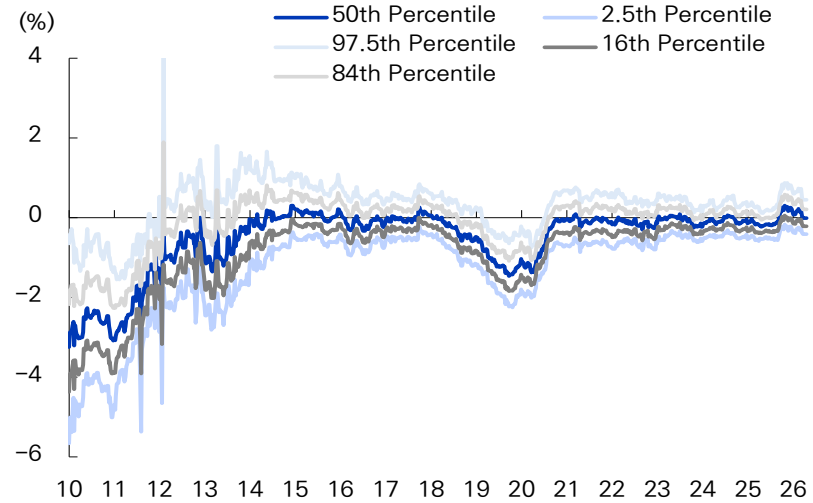
[미국] 미국 사모대출 리스크 점검

- 사모대출 관련 우려가 아직은 시스템 리스크로 확산될 가능성은 제한적이고, 시중 유동성 측면에서도 뚜렷한 경색 조짐은 나타나고 있지는 않음
- 그러나 대내외 불확실성에 따른 통화정책 완화 기대 약화는 차주의 비용(이자) 부담과 디폴트 우려를 점증. 따라서 연준도 금융시장과 실물경제에 가해지는 부담을 고려해 통화정책 결정에 나설 것으로 예상

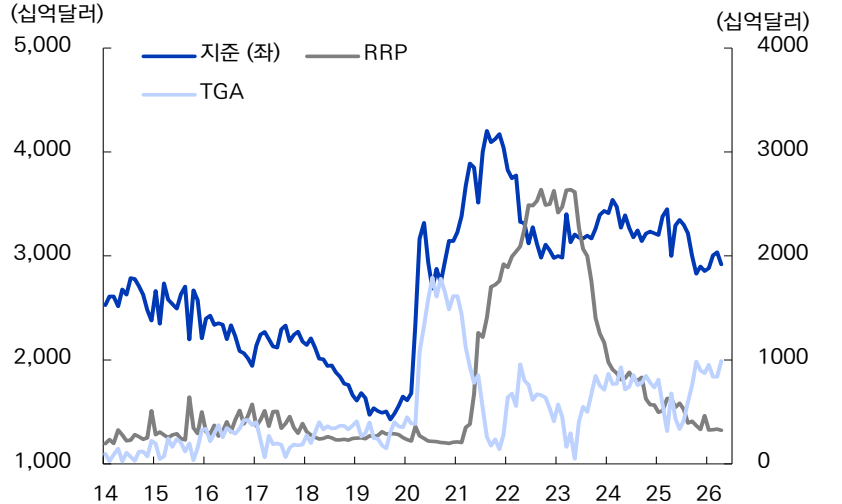
아직까지는 미국 크레딧 스프레드 움직임은 제한적



지급준비금 수요 탄력성 (Reserve Demand Elasticity) 추이



연준 지급준비금, RRP 및 TGA 추이

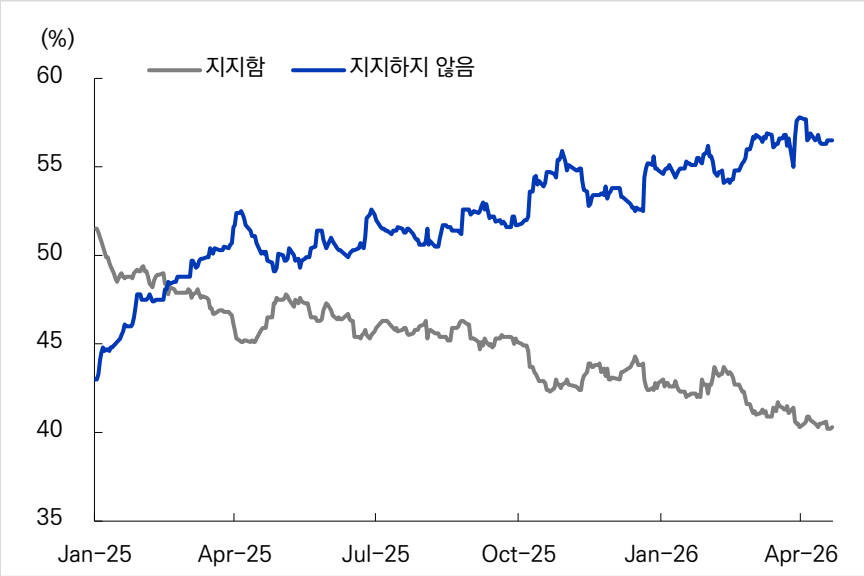


자료: Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

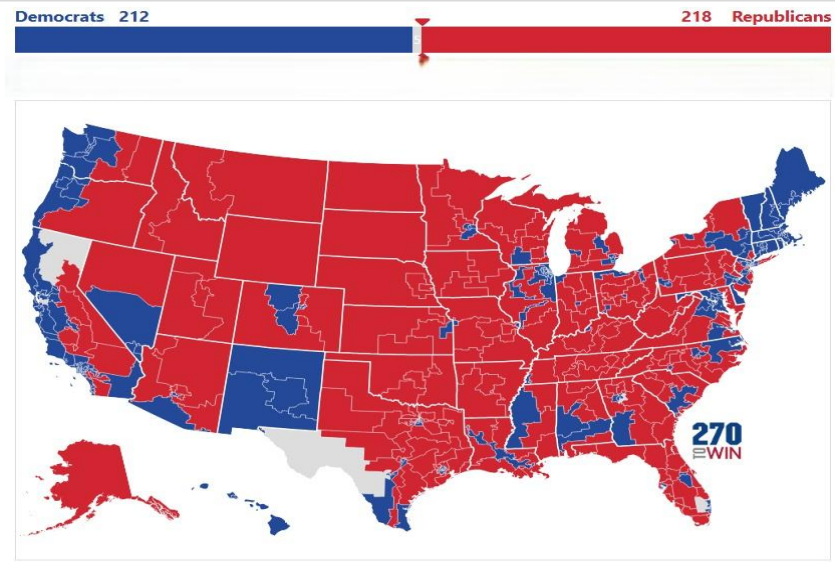
[미국] 미국 중간 선거: 다시보는 트럼프 1기?

- 역사적으로 미국 중간선거는 대통령과 집권 여당에 대한 중간평가 성격이 짙었다는 점에서 여당에 불리. 과거 집권 여당이 중간선거에서 상하원 의석이 모두 늘어난 경우는 3차례에 불과. 1934년 프랭클린 루즈벨트(대공황), 1998년 빌 클린턴(경제호황), 2002년 조지 부시(9.11 테러)
- 트럼프 1기 당시와 마찬가지로 현재 미국 상원과 하원은 모두 공화당이 과반 의석을 차지. 여론조사에 따르면, 금번 중간선거에서 하원은 공화당의 게리맨더링에도 불구하고, 민주당이 우세한 것으로 나타나면서 과반 의석 탈환이 기대. 다만, 상원에서의 민주당이 상원까지 과반을 확보하는 것은 쉽지 않을 것으로 예상. 상원선거에서는 공화당의 선거대상 의석(공화당 22석, 민주당 13석)이 더 많지만, 상대적으로 경합 지역으로 분류되는 의석 수가 적고, 민주당이 최소 4석을 추가해야 과반 의석 달성이 가능

트럼프 대통령 지지율 추이



공화당, 트럼프 1기와 다르게 하원에서 과반을 지킬 수 있을까?



자료: CEIC, RealClearPolitics, 교보증권 리서치센터

[미국] 1910년 이후 여당의 상하원 의석이 모두 늘어난 경우는 3차례에 불과

역대 미국 중간선거 결과

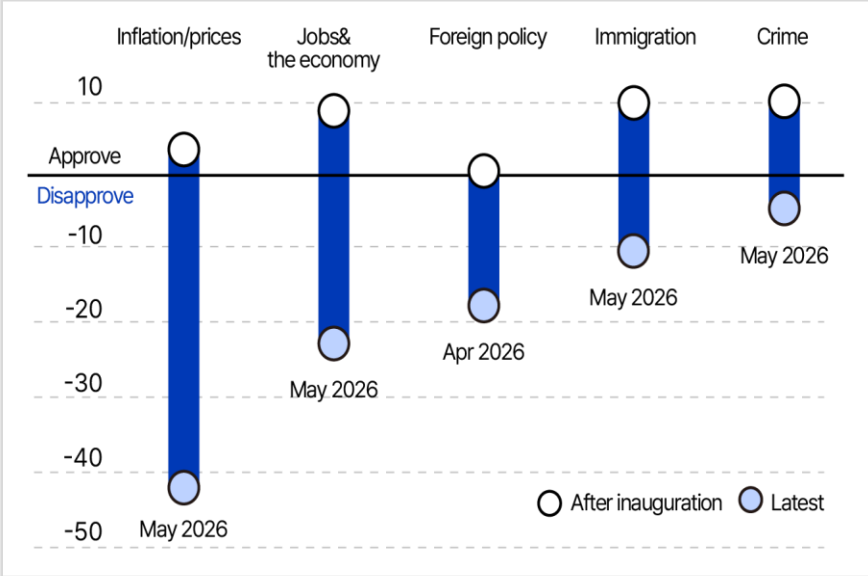
	연도	대통령	대통령 소속 정당	대통령 소속 정당의 의석수 변화	
				하원의석	상원의석
	1910	William Taft	공화당	R-56	R-9
	1914	Woodrow Wilson	민주당	D-61	D+3
	1918			D-22	D-4
	1922	Warren Harding	공화당	R-77	R-7
	1926	Calvin Coolidge	공화당	R-9	R-6
	1930	Herbert Hoover	공화당	R-52	R-6
√	1934	Franklin D. Roosevelt	민주당	D+9	D+9
	1938			D-72	D-7
	1942			D-45	D-8
	1946	Harry S. Truman	민주당	D-54	D-10
	1950			D-28	D-5
	1954	Dwight D. Eisenhower	공화당	R-18	R-2
	1958			R-48	R-12
	1962	John F. Kennedy	민주당	D-4	D+4
	1966	Lyndon B. Johnson	민주당	D-47	D-3
	1970	Richard Nixon	공화당	R-12	R+2
	1974	Gerald Ford	공화당	R-48	R-4
	1978	Jimmy Carter	민주당	D-15	D-3
	1982	Ronald Reagan	공화당	R-26	
	1986			R-5	R-8
	1990	George H. W. Bush	공화당	R-8	R-1
	1994	Bill Clinton	민주당	D-54	D-9
√	1998			D+4	
√	2002	George W. Bush	공화당	R+8	R+2
	2006			R-32	R-6
	2010	Barack Obama	민주당	D-63	D-6
	2014			D-13	D-9
	2018	Donald Trump	공화당	R-41	R+2
	2022	Joe Biden	민주당	D-9	D+1
	2026	Donald Trump	공화당		

자료: Wikipedia, 교보증권 리서치센터
주: 대통령 소속 정당의 의석수 변화에서 음영은 과반 정당 표시: 붉은색 – 공화당, 푸른색 – 민주당

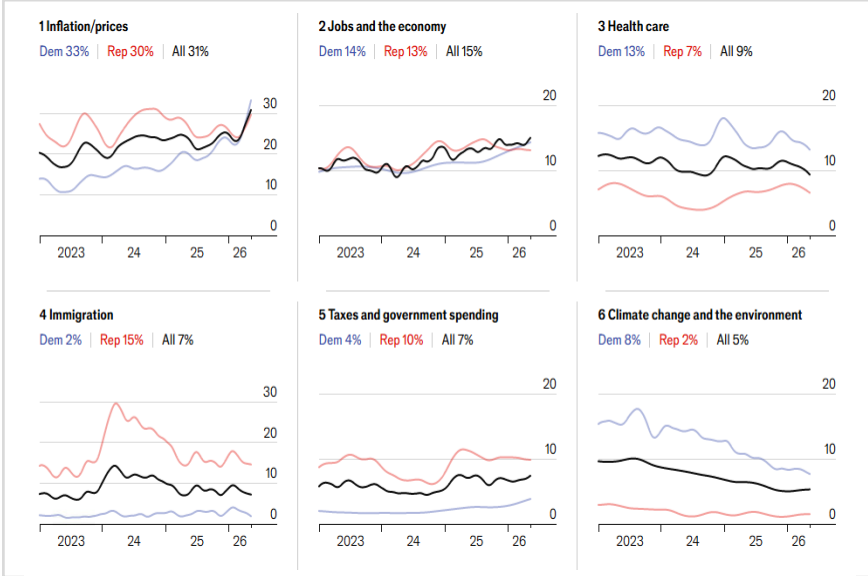
[미국] 선거 결과에 따라 트럼프 1기 대비 정책 동력이 크게 약화될 가능성 존재

- 2018년 미국 중간선거에서 민주당이 하원 다수당을 탈환하면서 트럼프 행정부의 입법 동력이 약화. 금번 미국 중간선거에서도 트럼프 1기 당시와 같은 결과가 도출된다면, 입법에 대한 동력이 크게 약화될 것으로 판단
- 다만, 차이점은 트럼프 1기 당시에는 입법 동력이 약화되면서 트럼프 대통령이 행정명령, 관세, 대외정책에 더 집중하는 하는 모습을 보였지만, 중동 전쟁과 이에 따른 에너지 가격 상승이 선거 이전부터 부담으로 작용하고 있는 상황에서 역으로 선거 결과에 따라 이들 정책에 대한 제약이 확대되는 방향으로 연결될 가능성이 높음. 아래 이슈별 트럼프 대통령 지지율의 변화를 보면, 물가, 일자리 및 경제 부분에서의 지지율이 크게 낮아진 것으로 나타났는데, 이는 공화당과 민주당 지지자들 모두가 중요하게 생각하는 이슈라는 점에 주목할 필요가 있음

이슈별 트럼프 대통령 지지율 변화



공화당, 민주당 지지자 모두 먹고 사는 문제가 가장 중요

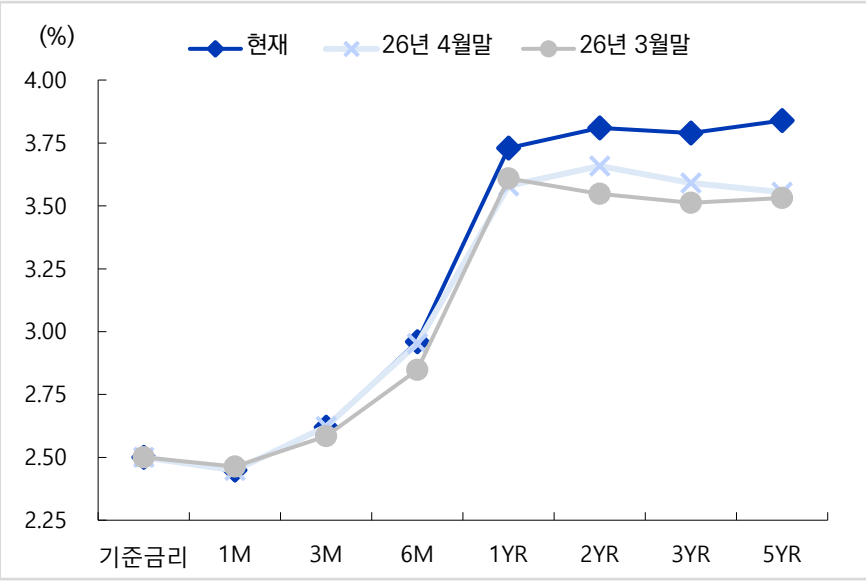


자료: Economist, 교보증권 리서치센터

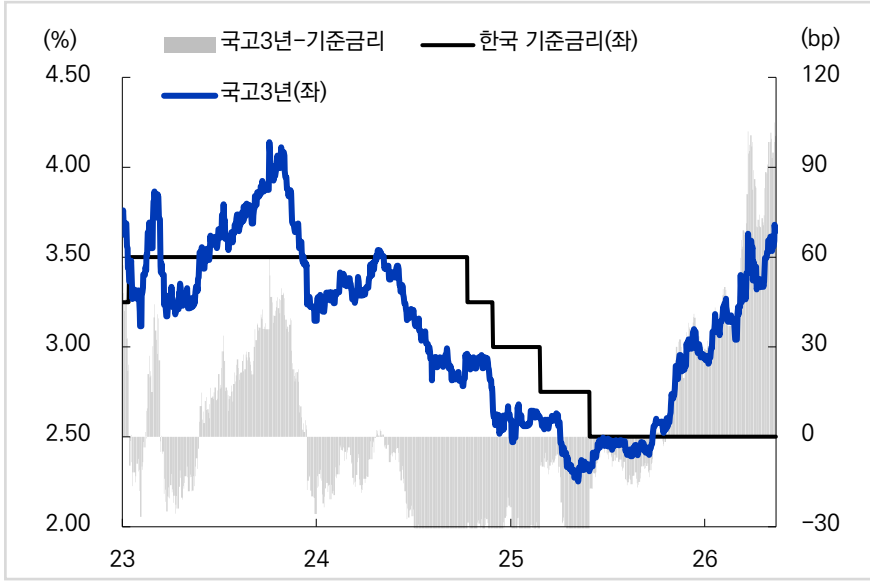
[한국] 연내 기준금리 2회 인상 전망. 단순한 기대가 아닌 현실

- 당사는 올해 하반기 한국은행이 기준금리를 3.00%까지 25bp씩 2차례 정도 인상할 것으로 전망. 시장금리는 이미 연내 두 차례 이상의 기준금리 인상 가능성을 상당 부분 반영
- 당사 역시 하반기 경제 전망과 대내외 불확실성 요인들을 종합적으로 고려할 때, 연내 한 차례 이상의 금리인상을 기본 시나리오로 설정하는 것이 합리적이라고 판단

BOK, 내재 정책금리 추이



시장금리는 연내 2회 이상의 금리인상 기대를 반영

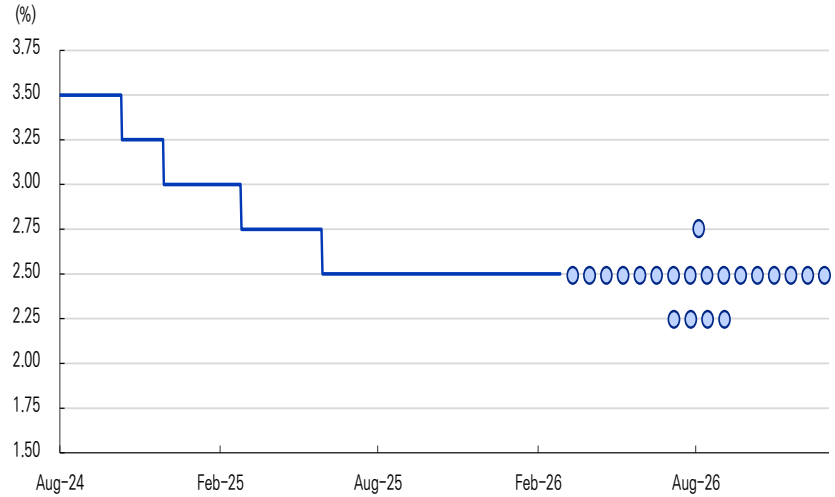


자료: 인포맥스, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[한국] 매파적 색채가 강화될 금통위

- 당장 5월 금통위에서 기준금리 인상 가능성은 제한적이지만, 전반적으로 매파적인 통화정책 스탠스가 크게 강화될 것으로 예상. 특히 5월 금통위에서 금리 점도표는 2월 대비 큰 폭으로 상향 조정될 것으로 예상
- 최근 유상대 한국은행 부총재가 금리인하 사이클 종료와 더불어 금리인상에 대한 고민이 필요하다고 언급. 여기에 신현송 신임 한국은행 총재와 김진일 신임 금통위원의 통화정책 성향도 전임자들 대비 매파적으로 평가되고 있다는 점도 주목

5월 금통위에서 큰 폭의 금리점도표 상향 조정 불가피



신임 한국은행 총재로 임명된 신현송 전 BIS 통화경제국장



신임 금통위원으로 김진일 교수 임명

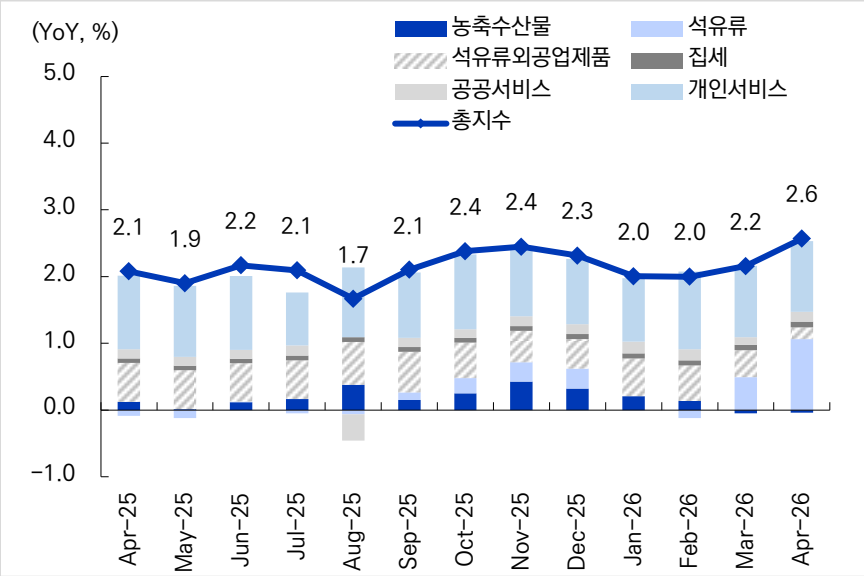


자료: 한국은행, 언론사, 교보증권 리서치센터

[한국] 시차를 두고 높아질 물가 압력

- 지난 4월 소비자물가 상승률은 +2.6% YoY 기록. 미국-이란 전쟁 영향으로 급등세를 보인 국제유가에도 불구하고, 정부의 물가 안정 대책 등이 물가 상방 압력을 일부 상쇄시켜준 것으로 판단
- 다만, 에너지 가격 상승에 따른 물가 상방 압력이 시차를 두고 반영될 것이라는 점에서 물가는 당분간 오름세를 이어갈 것으로 예상

품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



자료: 한국은행, 언론사, 교보증권 리서치센터

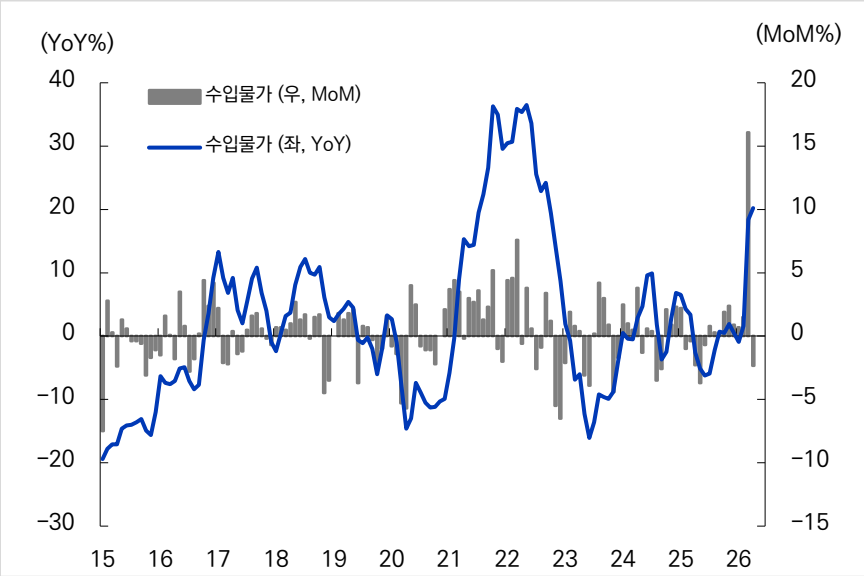
정부, 유가 안정 대책 시행



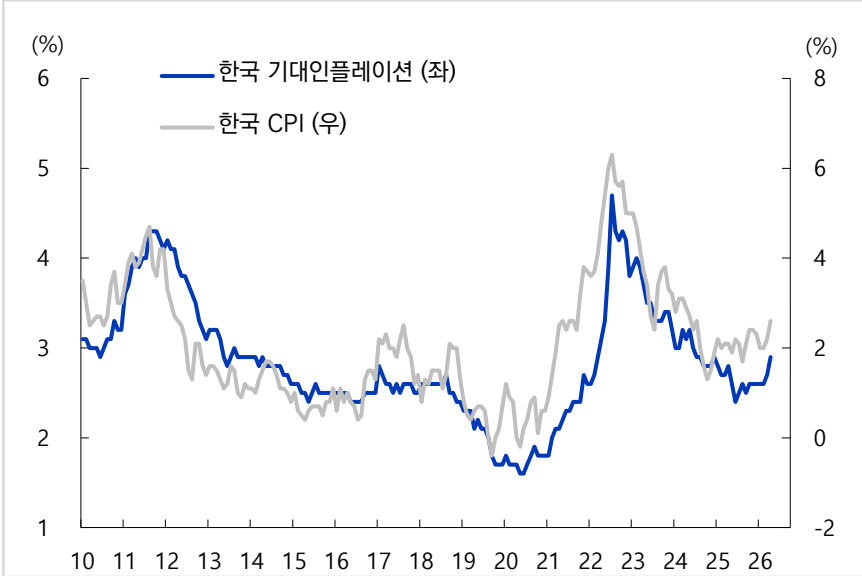
[한국] 핵심은 기대인플레이션 상승 차단

- 최근 발표된 4월 수입물가지수는 전월대비 소폭 하락했지만, 여전히 전년대비 20% 이상의 높은 수준을 기록. 미국-이란 전쟁의 불확실성이 매우 높고 단기간내 원자재 공급 차질이 크게 해소되기 어렵다는 점에서 당분간 수입물가도 상방 압력 우위가 예상
- 이러한 상황에서 2% 중반에서 등락을 반복했던 국내 기대인플레이션은 4월 기준 2.9% 수준까지 상승. 정책당국 입장에서는 전술한 물가의 오름세가 이어지는 점도 경계 요인이지만, 기대인플레이션 상승세 차단을 위해 통화정책 대응의 필요성이 커지는 시점

한국 수입물가 추이



한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이

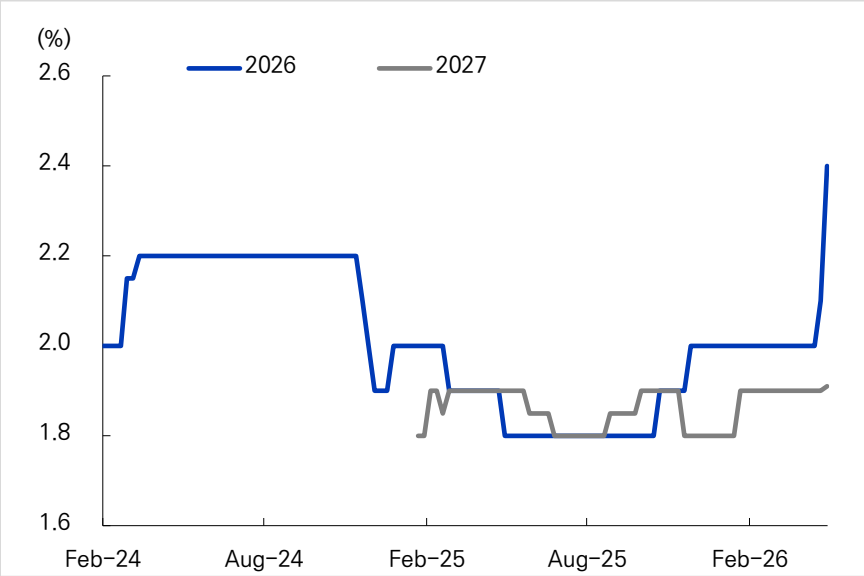


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

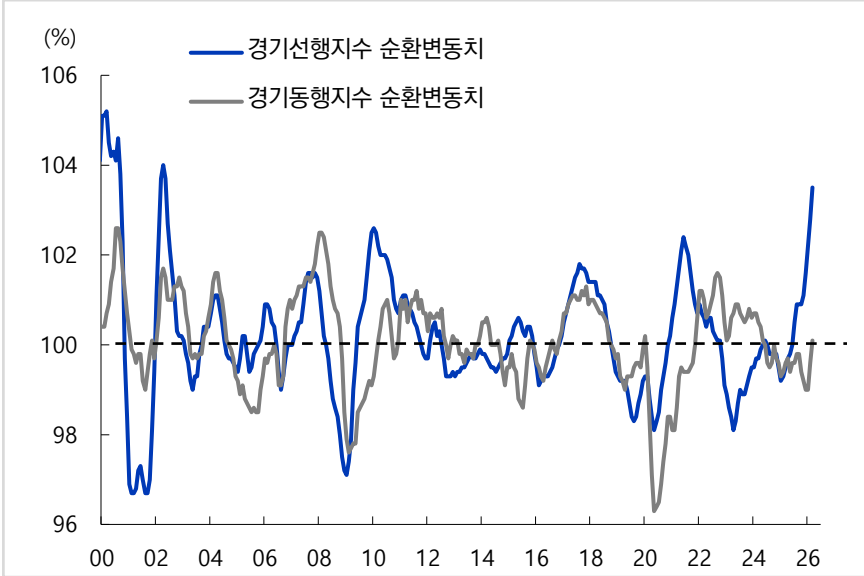
[한국] 크게 높아진 성장의 눈높이

- Bloomberg 컨센서스 기준으로 올해 국내 경제성장률 전망치는 2.4%로 상향. (당사는 올해 국내 경제성장률 전망치를 2.7%로 상향 조정) 지난 3월 경기동행지수 순환변동치가 24년 10월 이후 처음으로 기준선(100)을 넘어선 가운데, 1Q26 국내 경제성장률 큰 폭의 서프라이즈를 기록하면서 올해 성장에 대한 눈높이도 높아진 상황

한국 경제성장률 전망 추이



경기선행지수 및 동행지수 순환변동치 추이

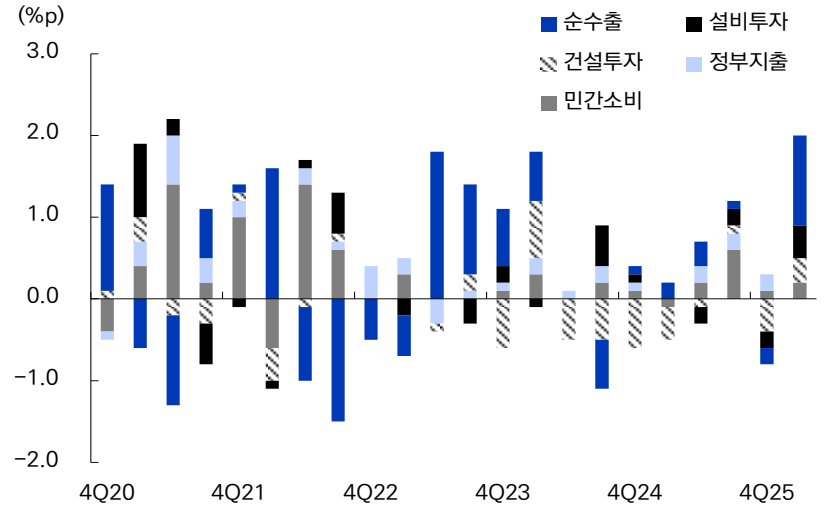


자료: Bloomberg, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

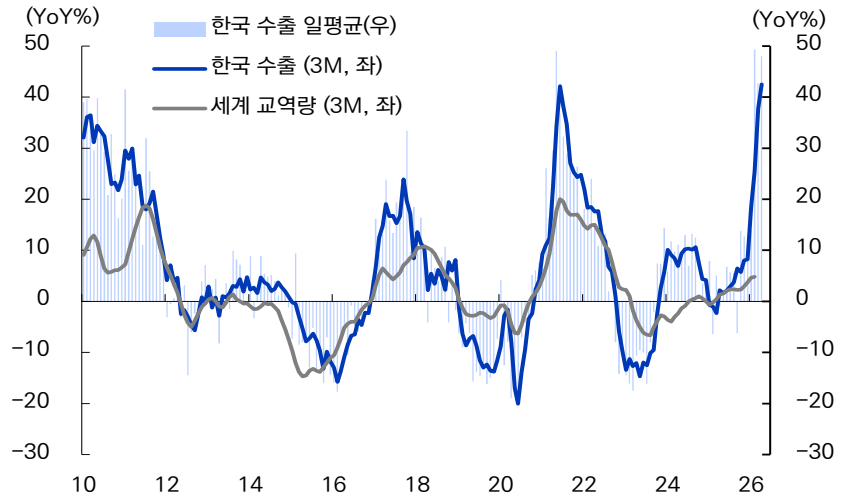
[한국] 반도체에서 찾은 기저 이상의 성장 동력

- 분기별 성장기여도에서 그래프에서 보듯이, 1분기 성장의 핵심은 수출 호조. 특히 반도체 등 IT 중심의 수출 회복과 투자 개선이 성장률을 큰 폭으로 끌어 올림
- 반도체 경기 호조, 견조한 글로벌 AI 수요를 감안하면 당분간 수출 중심의 성장 모멘텀은 지속될 것으로 예상

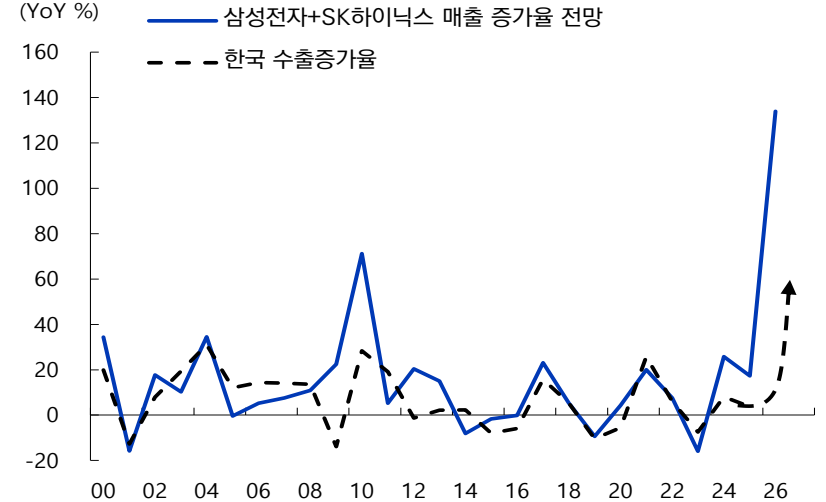
분기별 성장기여도 추이



한국 수출과 세계 교역량 추이



한국 수출과 삼성전자 & SK하이닉스 매출 증가율 전망 추이

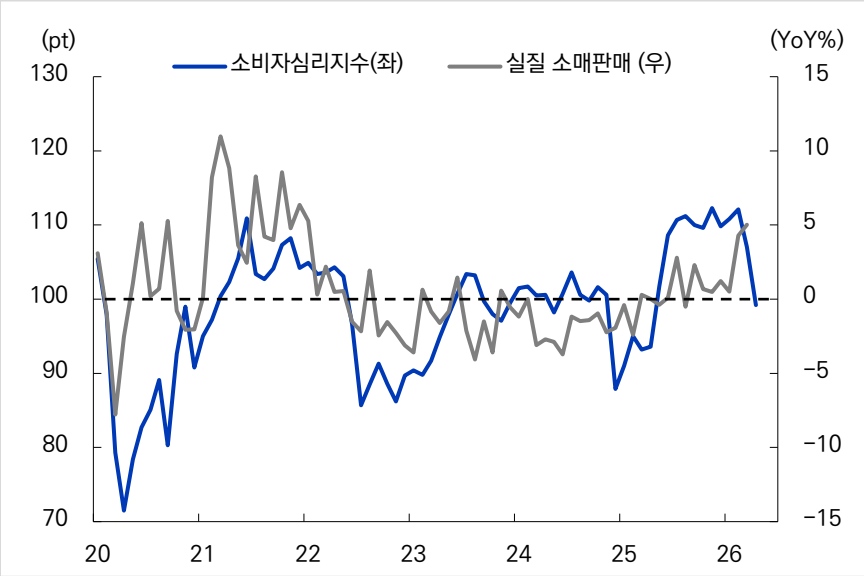


자료: 한국은행, Bloomberg, 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

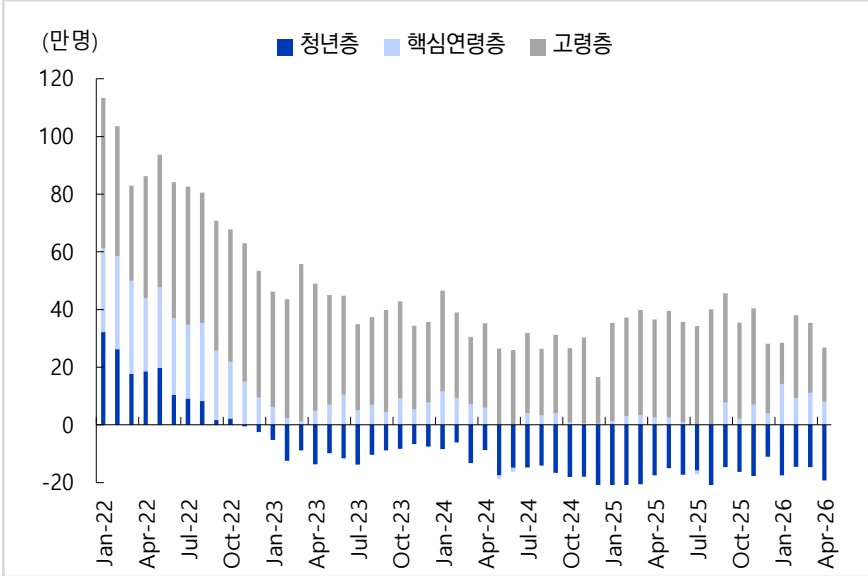
[한국] 내수, 정책 효과 반영하면서 하방 압력 제한

- 대내외 불확실성이 지속되고 있지만, 국내 소비는 상대적으로 양호한 흐름 지속. 정부의 정책 효과 등을 고려하면 내수는 하방 압력이 제한되는 흐름을 이어갈 것으로 예상
- 다만, 장기간 핵심연령층과 청년층의 고용 부진이 지속되고 있고, 중동 전쟁 장기화 우려 등으로 소비자심리지수가 재차 큰 폭으로 하향되는 상황에서 내수 회복에 대해 낙관적인 시각을 갖기는 이름

한국 소비자심리지수와 실질 소매판매



한국 연령별 고용 증감

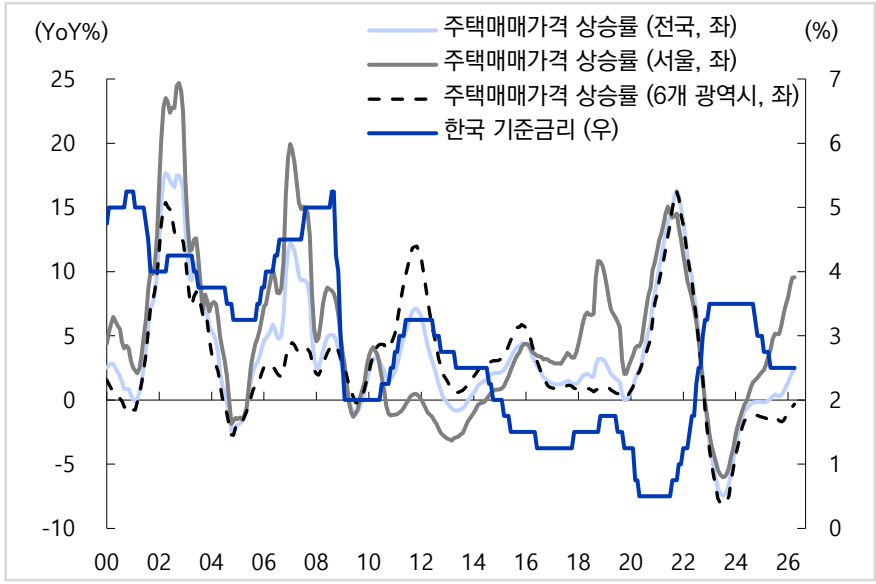


자료: CEIC, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

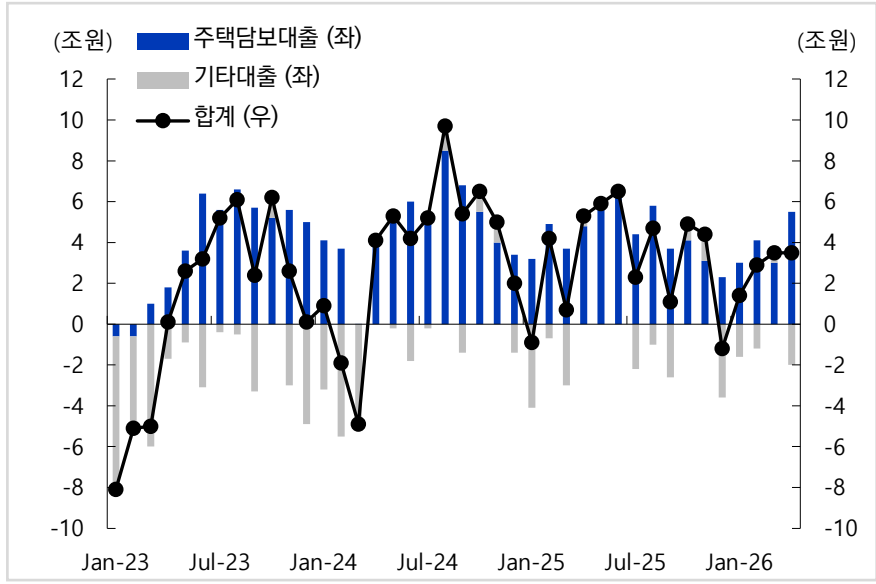
[한국] 금융안정 리스크는 여전히 통화정책 결정에 중요 변수

- 국내 부동산 시장, 환율 등 주요 금융안정 변수들은 여전히 높은 변동성 흐름을 유지
- 주택가격은 서울을 중심으로 높은 가격 오름세가 지속. 가계부채는 금융위원회가 올해 1월~4월까지 가계대출 증가 흐름이 연간 관리 목표 범위 내에서 안정적으로 관리되고 있다고 평가했지만, 작년말이 완만한 증가세가 유지. 김진일 신임 금통위원도 취임사에서 가계부채와 주택가격 이슈가 여전하다고 언급

한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이



국내 가계대출 추이

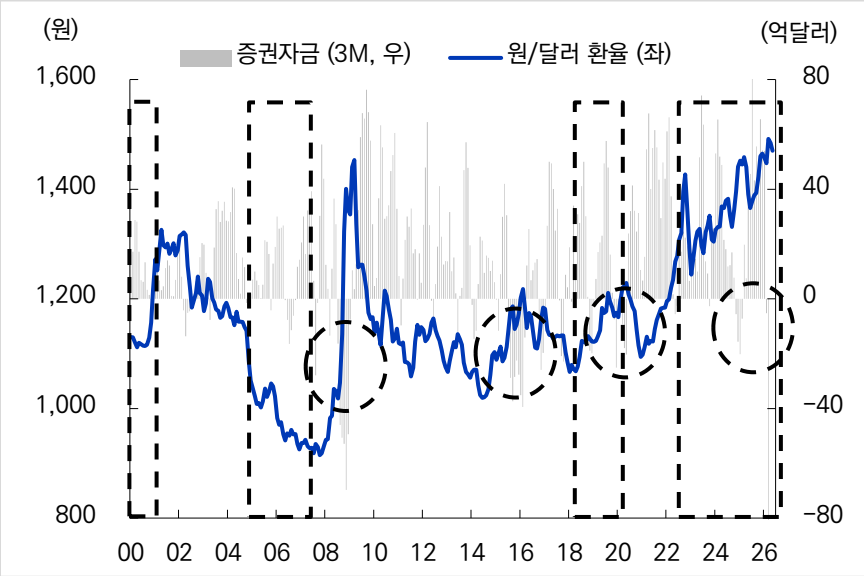


자료: 금융위원회, KB부동산, 교보증권 리서치센터

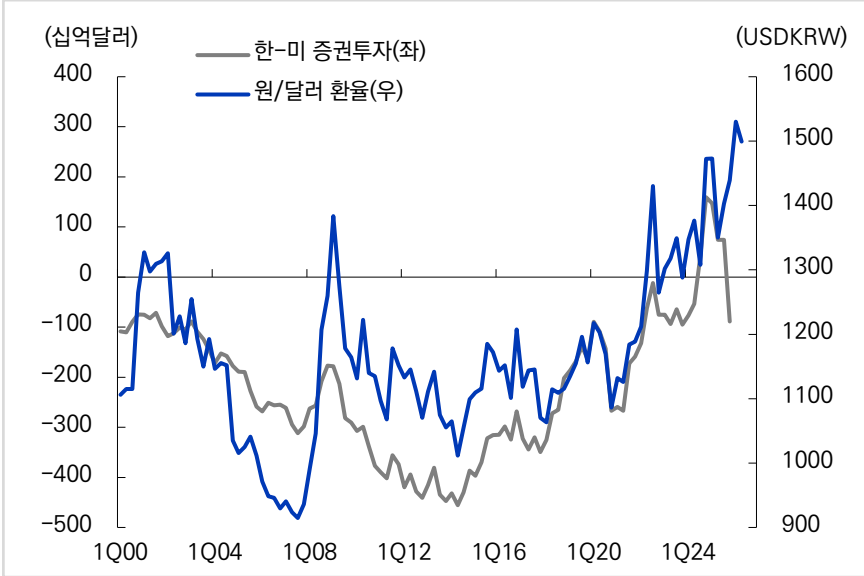
[한국] 금융안정 리스크는 여전히 통화정책 결정에 중요 변수

- 높은 환율 변동성도 여전히 통화정책 결정에 중요한 변수. 최근 1,400원 중반 수준을 회복했던 원/달러 환율은 재차 1,500원 수준으로 상승. 원화는 작년 원화 약세를 주도 했던 내국인의 해외투자가 크게 줄었음에도 불구하고, 중동 전쟁 장기화 리스크와 달러 강세 흐름 등에 연동하면서 변동성이 확대
- 김진일 신임 금통위원은 환율의 적정 레벨을 알 수는 없지만, 변동성에 대한 관리는 필요하다고 언급

원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



한미 증권투자 금액차와 원/달러 환율 추이

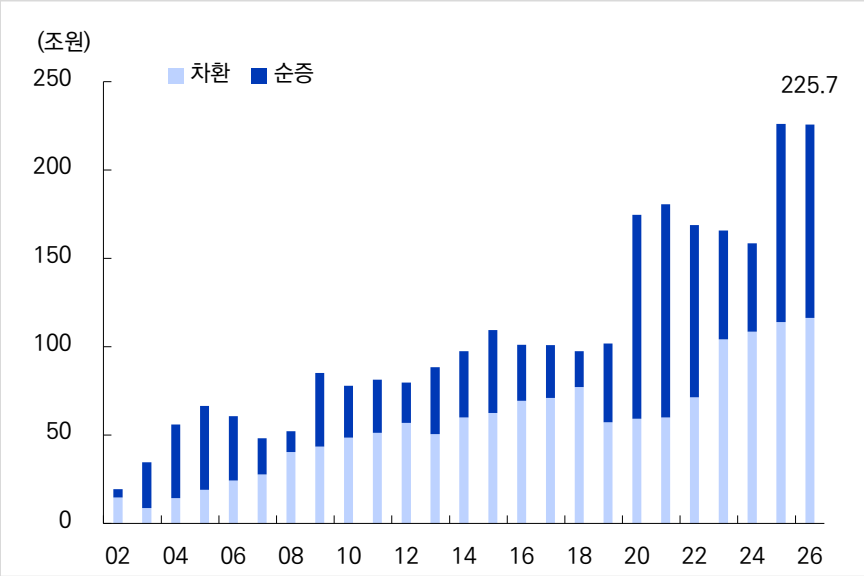


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터
주: 박스형 점선은 한미 금리역전시기, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

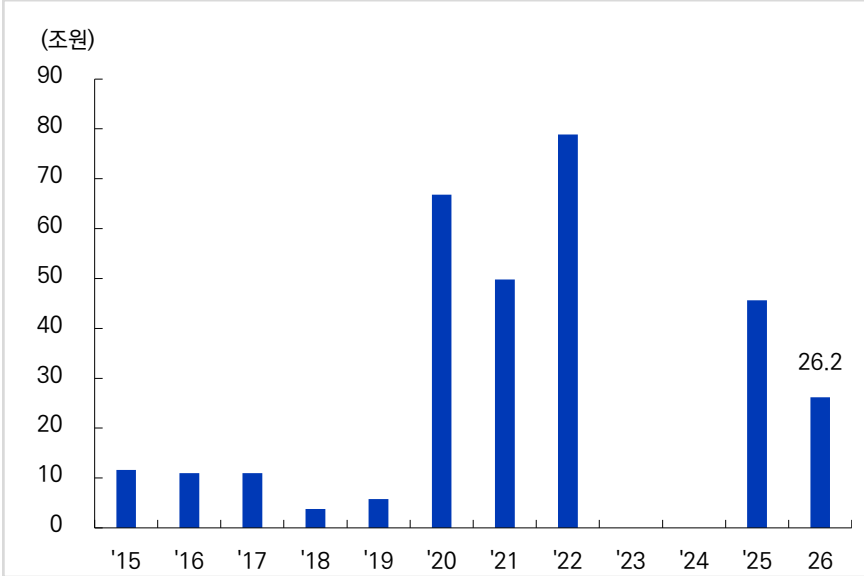
[한국] 수급: 공급 여건은 여전히 우호적이지 않아

- 2026년도 국고채 총발행한도는 225.7조원으로 이중 차환발행이 116.2조원, 순발행이 109.4조원. 25년 대비 발행 부담이 다소 줄어들기는 했지만, 공급 부분에서의 수급 부담이 크게 낮춰진 것은 아님
- 정부는 올해 26.2조원 규모의 추경을 편성. 추경의 재원을 국채발행 없이 초과 세수를 활용해 마련하면서 공급에 대한 우려는 제한. 그러나 대내외 리스크의 전개 상황에 따라 2차 추경 편성 가능성을 배제할 수 없다는 점에서 수급의 잠재적 불확실성은 잔존

연도별 국고채 발행 규모 추이



연도별 추경 규모

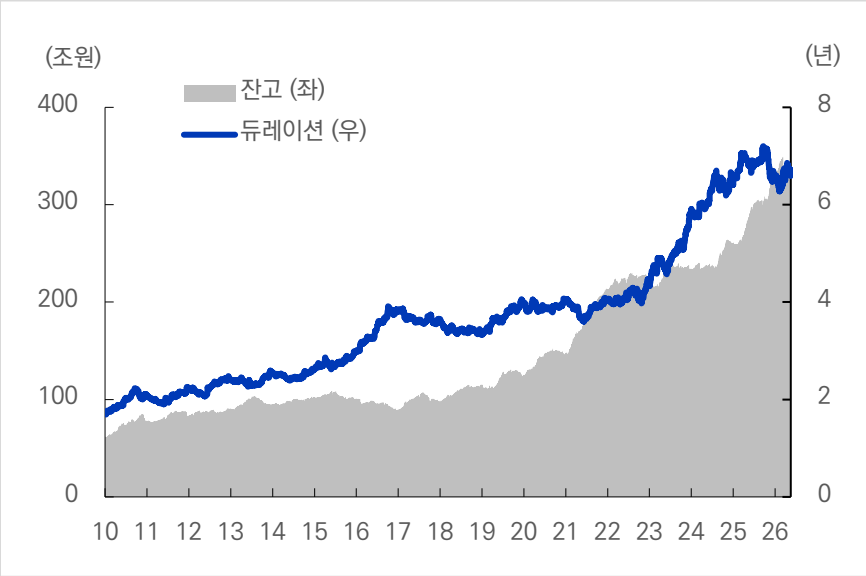


자료: 국가데이터처, 재정경제부, 교보증권 리서치센터

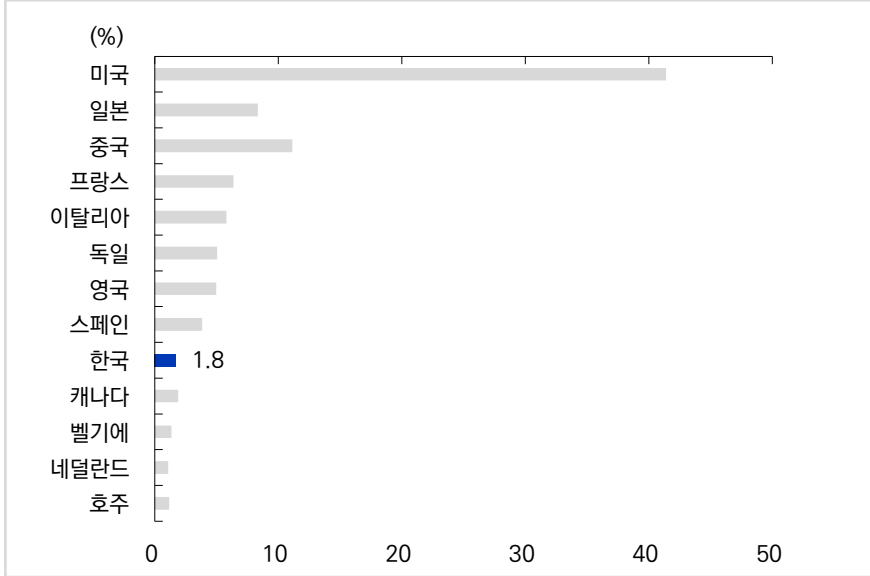
[한국] 수급: WGBI 편입, 우호적인 재료지만, 여전히 과도한 기대는 지양

- 국고채의 WGBI 편입으로 외국인의 채권자금 유입도 일부 개선. 이전 자료에서도 언급했듯이 국고채의 WGBI 편입은 외국인 신규 자금 유입을 통해 국내 채권 수급에 대한 부담을 경감시켜 줄 수 있다는 점에서 긍정적
- 다만, 여전히 WGBI 편입에 대한 과도한 기대는 지양해야 한다고 판단. 과거 사례 (이스라엘, 중국, 뉴질랜드 등)를 보면 대체로 WGBI 편입과 함께 외국인 자금유입이 증가한 것은 사실이지만, 시장금리는 시장 여건에 따라 움직임이 상이. 국내도 최근 대내외 불확실성이 크게 확대되면서 WGBI 편입에 따른 시장금리 하락 효과가 제한

외국인의 원화채 보유 잔고 및 듀레이션 추이



국고채의 WGBI 편입 비중 예상

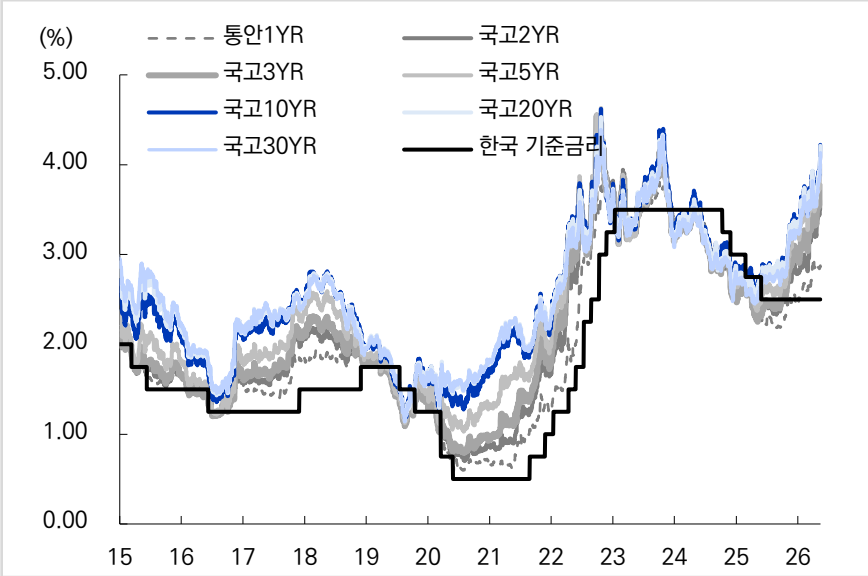


자료: 인포맥스, FTSE Russell, 교보증권 리서치센터

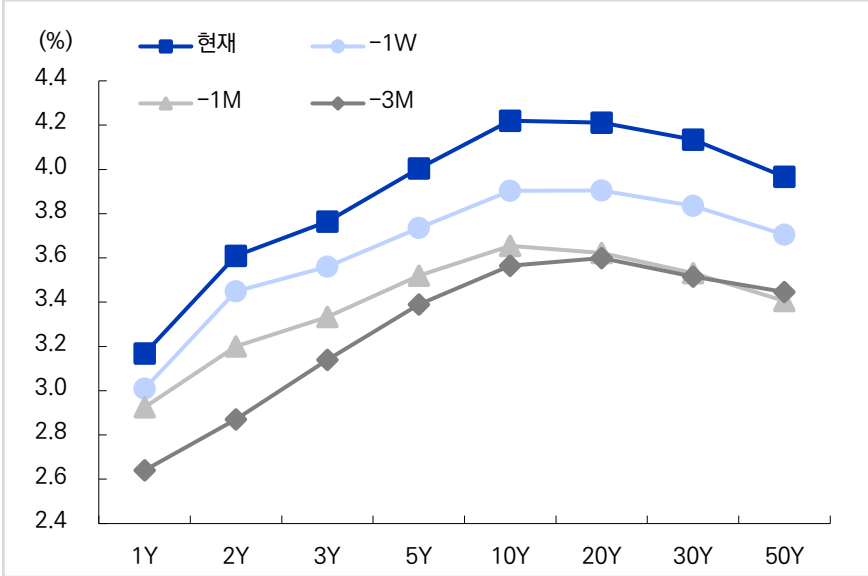
[한국] 투자전략: 리스크 관리에 유의하면서 보수적인 스탠스 유지

- 단기 국고채 금리는 이미 연내 2회 이상의 기준금리 인상 기대를 상당부분 반영. 레벨만 놓고 보면, 연내 기준금리 인상을 고려해도 매력적인 수준. 그러나 죄수의 딜레마(Prisoner's dilemma)에 빠진 미국과 이란이 유의미한 결과를 도출하기 위해서는 좀 더 시간이 필요해 보이고, 중동 전쟁 이슈를 제외하더라도 채권시장에 우호적인 재료가 크게 눈에 띄지 않는 상황
- 투자전략 관점에서는 캐리를 고려한 매수 접근은 유효하지만, 듀레이션을 중립 이하로 유지하면서 보수적인 스탠스를 이어갈 필요가 있다고 판단

국고채 금리 추이



한국 기간별 일드 커브 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

[주식]

기호지세(騎虎之勢), 아직은 물러설 때가 아니다

[전략/자산배분] 김준우 책임연구원

KYOBO
교보증권

[미국, 한국] 하반기 밴드 및 선호 업종

- **미국 S&P500 하반기 밴드 7,150pt~8,100pt 전망**

  - 미국 경기는 확장 흐름 지속 가능성이 우세한 가운데, AI 중심 실적 개선과 정책 기반 유동성 기대 역시 유지되는 환경으로 판단

  - 다만 High-for-Longer 금리 환경과 높은 실질금리 수준이 유지되며, 시장 전체 PER 급확장은 제한되는 구조로 해석

  - 따라서 하반기 미국 증시는 밸류에이션보다 EPS 흐름과 실적 모멘텀이 지수 방향성을 결정하는 국면으로 판단

  - 상단은 AI 중심 실적 개선 흐름과 EPS 상향을 반영, 하단은 경기 확장 유지 속 실적 정체와 금리 부담을 반영

  - 하반기 미국 선호 업종은 IT, 헬스케어, 필수소비재 업종

- **한국 코스피 하반기 밴드 7,000pt~10,000pt 전망**

  - 상반기 코스피 상승은 삼성전자·SK하이닉스 중심 AI/HBM 사이클과 반도체 실적 컨센서스 상향이 주도한 EPS 급가속 장세

  - 하반기는 반도체 실적 증가율 둔화가 예상되나, 이는 업황 훼손보다 고성장 이후 정상화 과정으로 진입할 것으로 판단

  - 동시에 비반도체 업종 중심 이익 확산과 정책 기대가 시장 전체 이익 흐름을 지지할 전망

  - 미국 Heating Up 국면과 High-for-Longer 금리 환경으로 시장 전체 PER 확장은 제한되겠으나, 현재 코스피 PER이 역사적으로 낮은 수준이라는 점에서 추가 PER 압축 가능성 역시 제한적일 것으로 판단

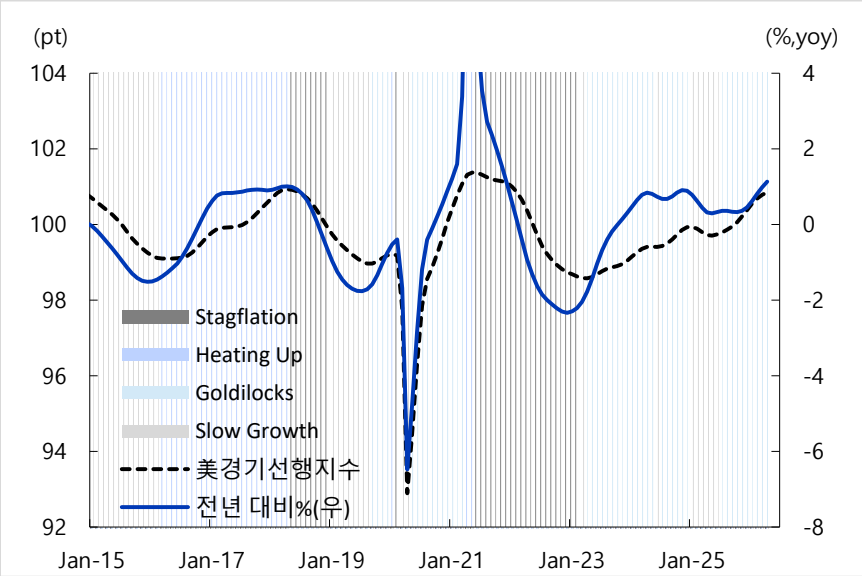
  - 따라서 하반기 코스피는 실적 흐름이 지수 하단을 지지하는 가운데, 일부 AI 및 반도체 중심 업종의 선택적 리레이팅과 함께 PER 하단 안정화 및 제한적 정상화 가능성이 동시에 나타나는 구조를 전망

  - 하반기 한국 선호 업종은 반도체, 비철/목재, 기계, 호텔/레저서비스, 은행, 증권, 보험 업종

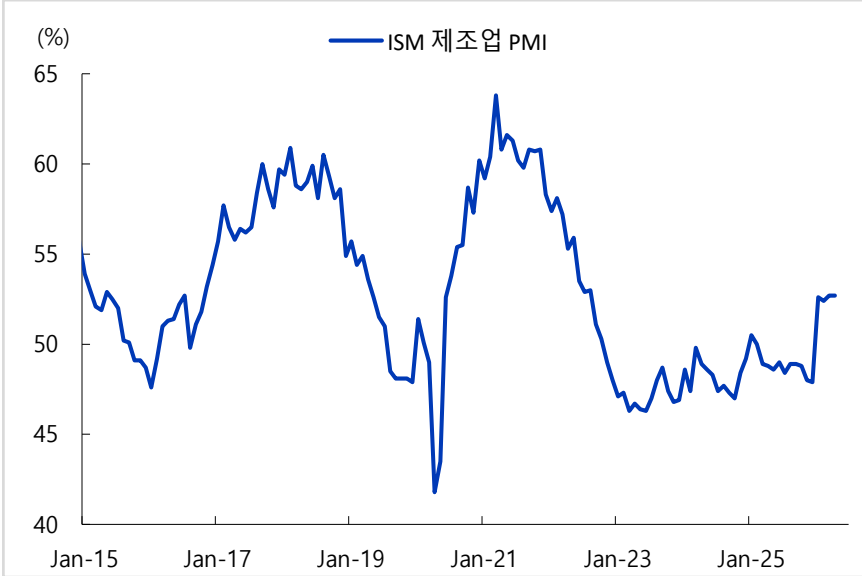
[미국] 미국 경기는 확장 흐름 지속 전망

- 여전히 시장은 미국-이란 전쟁발 고유가 레벨 고착화로 인한 인플레이션 우려, 경기 둔화 우려 등 기대와 우려가 공존하는 상황
- 그러나, 당사는 유가가 점진적으로 80~90달러 수준으로 둔화되면서, 물가도 Peak-Out 이후 점진적 둔화 흐름을 보일 것으로 전망
- 올해 들어 미국 경기 및 증시에 대한 노이즈는 지속됐으나, 경기 및 증시는 우상향 흐름을 지속
- 특히 미국 경기선행지수와 ISM 제조업 PMI 모두 반등 흐름이 이어지며, 경기 둔화 우려보다 경기 확장 기대가 우세한 환경

미국 경기선행지수는 상승 흐름 지속



제조업 경기도 확장 흐름 지속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 연준 금리 동결 전망

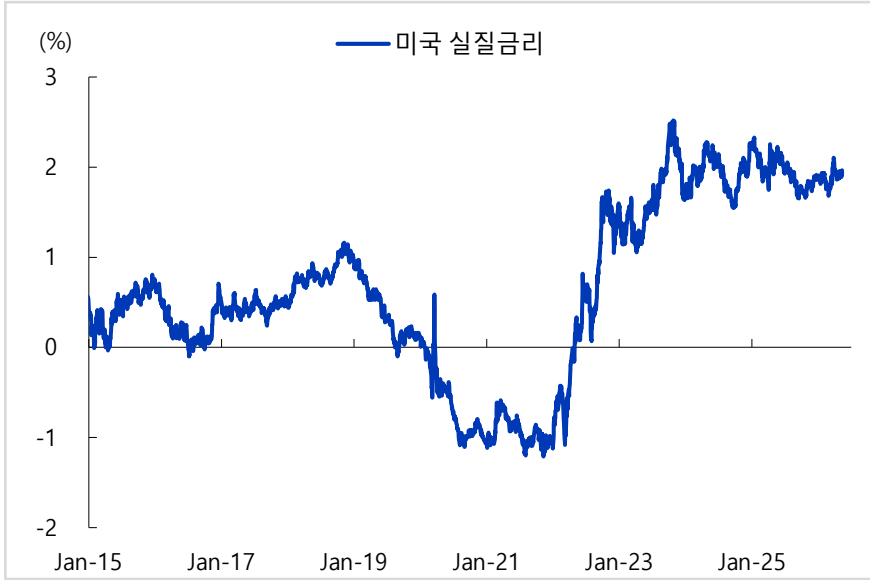
- 현재 시장은 연내 연준 금리 동결 가능성을 높게 반영 중이며, 당사 역시 연내 금리 동결을 전망
- 최근 물가 부담 재확대와 High-for-Longer 금리 환경 지속 가능성이 반영되며, 미국 10년물 실질금리는 높은 수준을 유지
- 이에 따라 과거와 같은 유동성 기반 밸류에이션 리레이팅은 제한될 가능성이 높을 것으로 판단
- 이는 향후 시장이 단순 유동성 장세보다, 실적 방향성과 이익 증가 속도를 더욱 중요하게 반영하는 환경임을 의미

시장은 연내 미국 기준금리 동결 전망

Meeting Date	325-350	350-375	375-400
2026-06-17	2.36%	97.64%	0.00%
2026-07-29	4.50%	95.50%	0.00%
2026-09-16	0.00%	95.57%	4.43%
2026-10-28	0.00%	84.50%	15.50%
2026-12-09	0.00%	66.13%	33.87%
2027-01-27	0.00%	53.50%	46.50%
2027-03-17	0.00%	35.14%	64.86%
2027-04-28	0.00%	25.50%	74.50%
2027-06-09	0.00%	26.18%	73.82%
2027-07-28	0.00%	29.50%	70.50%
2027-09-15	0.00%	43.50%	56.50%

자료: CME FedWatch, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

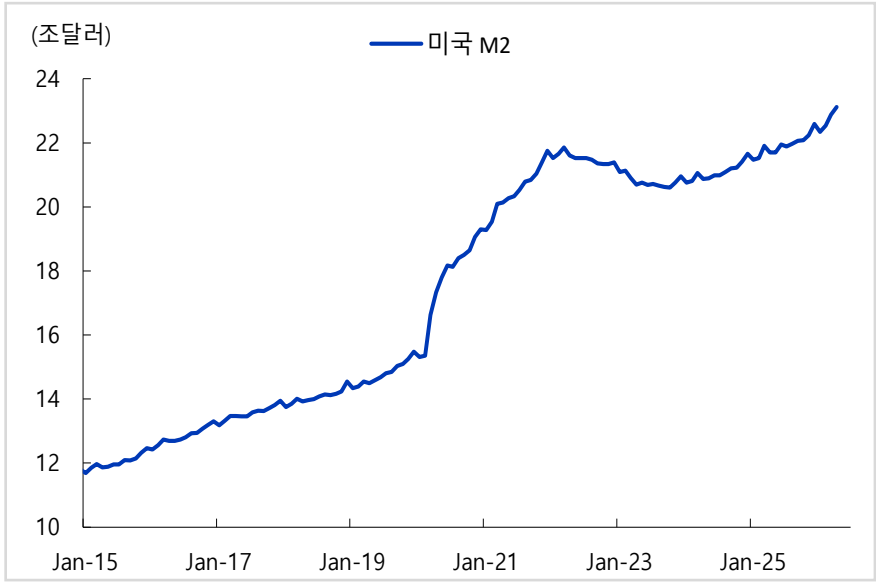
실질금리는 제한적인 흐름을 유지할 가능성



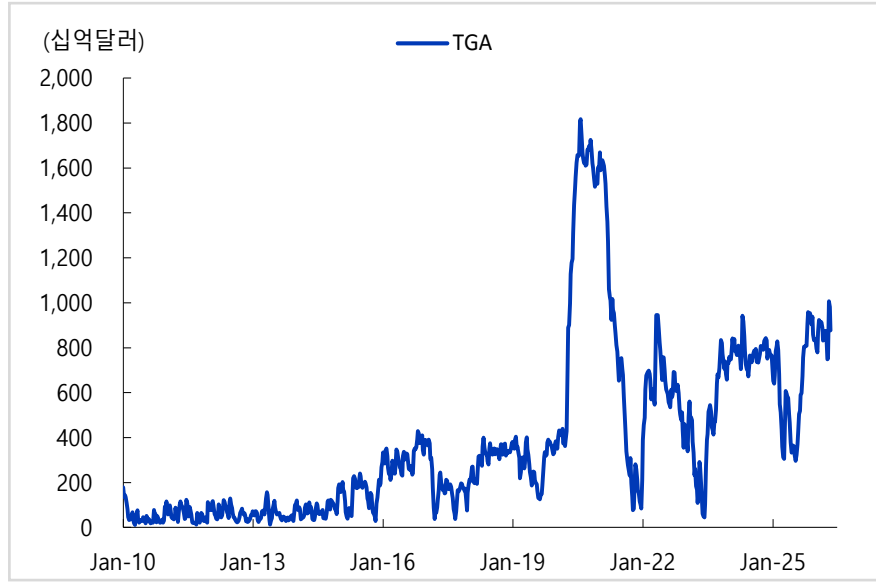
[미국] 금리 동결에도 정책 기반 유동성 확대 가능성 존재

- 연준의 금리 동결 전망에도 불구하고, 11월 중간선거 이전 정책 및 재정 확대 기대는 여전히 유효
- 특히 미국 M2 및 TGA 흐름을 고려할 경우, 정책 기반 유동성 공급 가능성이 점진적으로 확대될 가능성 존재
- 이는 High-for-Longer 금리 환경에도 유동성 기대를 유지시키는 요인으로 작용 가능

미국 M2는 역사적 레벨 경신 지속



미국 재무부 TGA 잔고는 여전히 높은 수준 유지

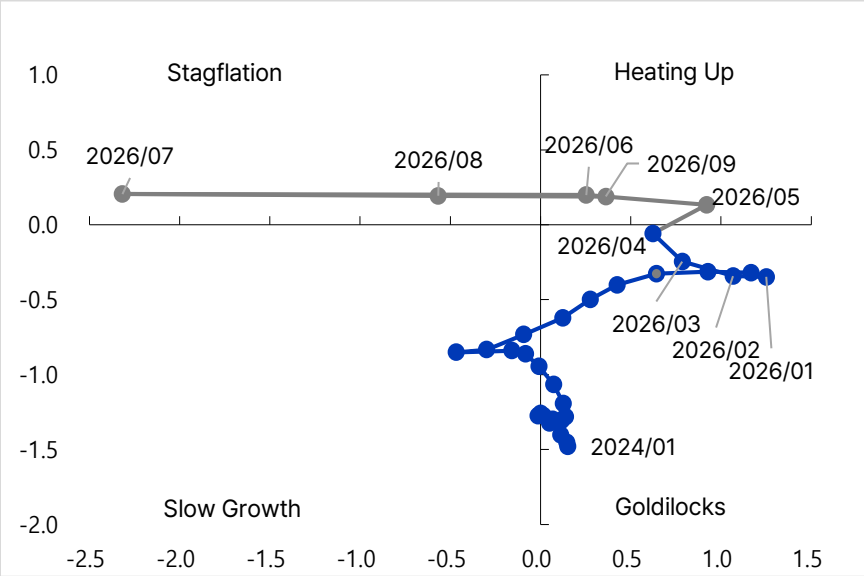


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

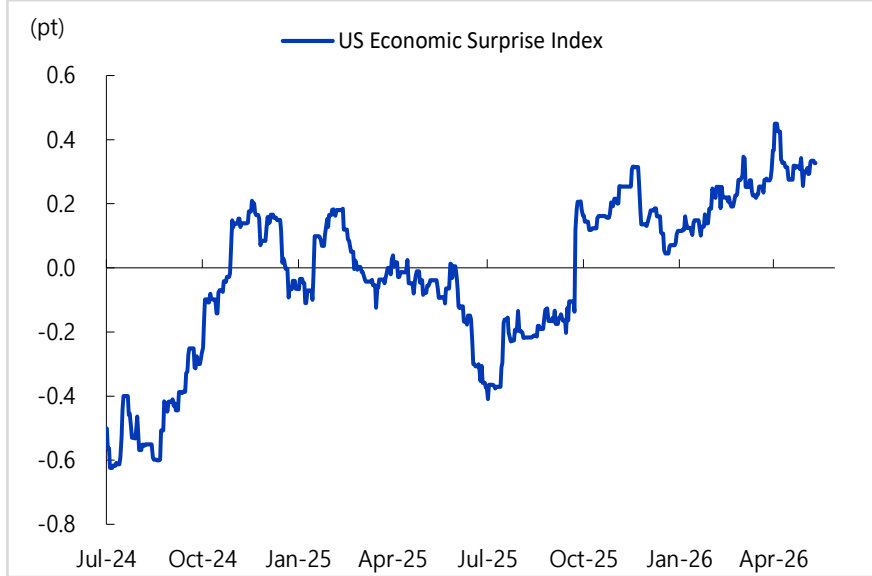
[미국] 하반기 미국 경기는 Heating Up 유지 전망

- 현재 미국 경기는 성장 둔화 우려보다 물가 부담이 완전히 해소되지 않은 가운데, Heating Up 국면에 위치한 것으로 판단
- 하반기 역시 경기 확장 흐름과 물가 부담이 동시에 유지되는 구조 속에서, 기본적으로는 Heating Up 국면 유지 가능성이 높을 전망
- 다만 당사 경기국면 예측 모델상 7~8월에는 일시적인 스태그플레이션 우려가 확대될 가능성이 존재하며, 이는 물가 둔화 속도 대비 경기선행지수 확장 강도가 일시적으로 둔화되는 영향으로 해석 가능
- 그러나 이후 물가의 점진적 둔화 흐름과 경기 확장 지속 가능성을 고려할 경우, 해당 구간은 일시적 노이즈에 가까운 흐름으로 판단

Heating Up 유지 속 일시적 스태그 노이즈 가능성



여전히 낙관적인 미국 경기 전망

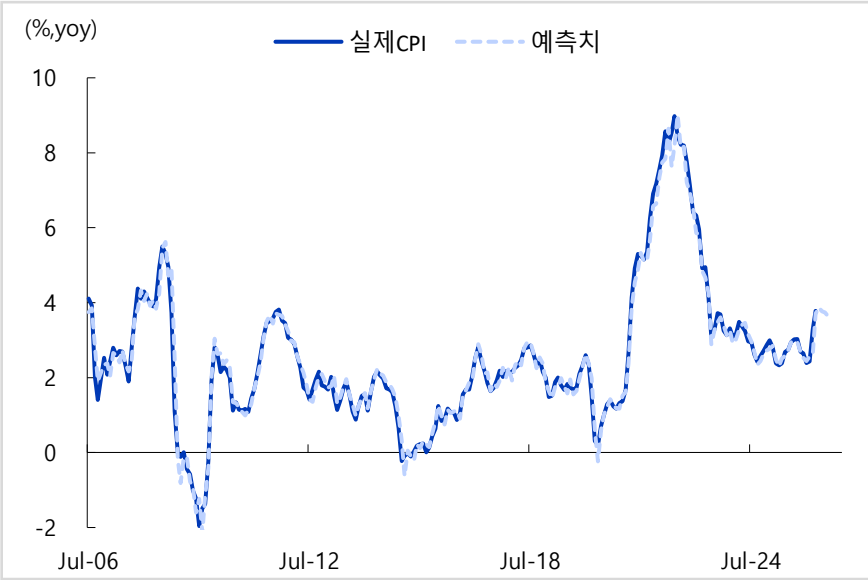


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

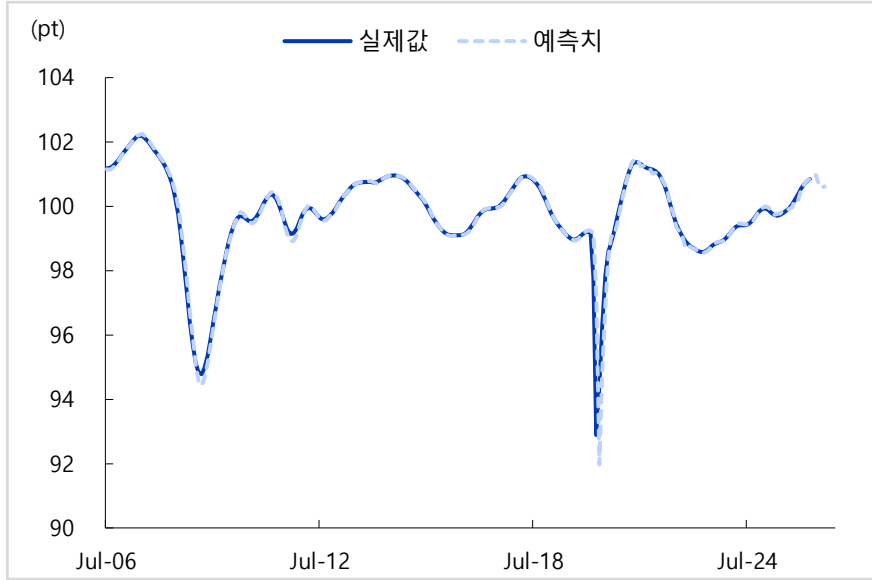
[미국] 물가는 높은 수준에서 점진적 둔화 전망

- 당사 예측 모델상 미국 경기선행지수는 하반기 중 일시적인 둔화 흐름이 나타날 가능성이 존재하나, 경기 둔화보다 확장 강도 정상화 과정에 가까운 흐름으로 판단
- 동시에 당사는 CPI가 높은 수준에서 점진적 둔화 흐름을 보일 것으로 예상하며, Peak-Out 이후 3%YoY 초중반 수준의 박스권 흐름이 유지될 가능성이 높을 것으로 전망
- 따라서 하반기 중 스태그플레이션 우려 확대 가능성은 존재하나, 구조적 인플레이션 재가속보다는 노이즈 성격에 가까운 흐름으로 판단
- 이는 향후 시장이 추가적인 밸류에이션 확장보다 실적과 경기 상황에 따른 유효 업종 선택이 중요해지는 환경으로 전환될 가능성을 시사

미국 CPI, 1~2회 추가 상승 예상



미국 경기선행지수 확장 강도 정상화 전망

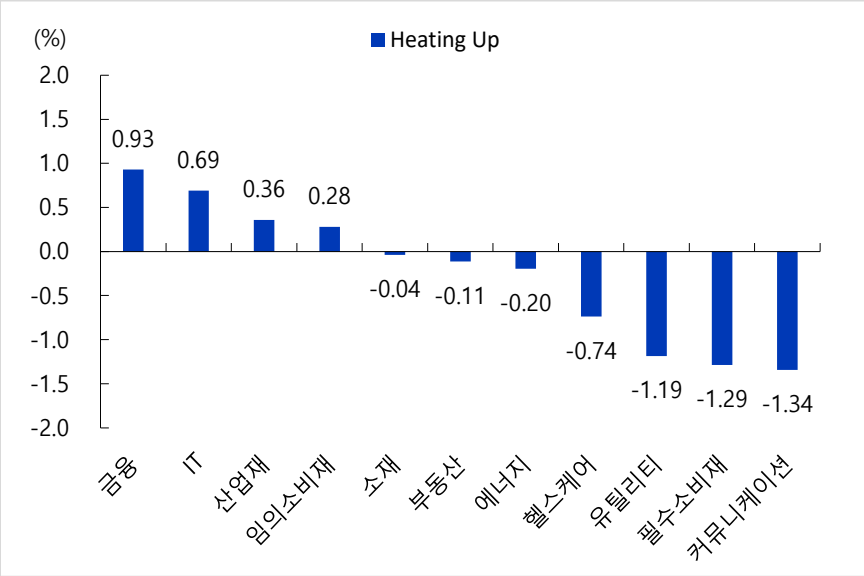


자료: 교보증권 리서치센터

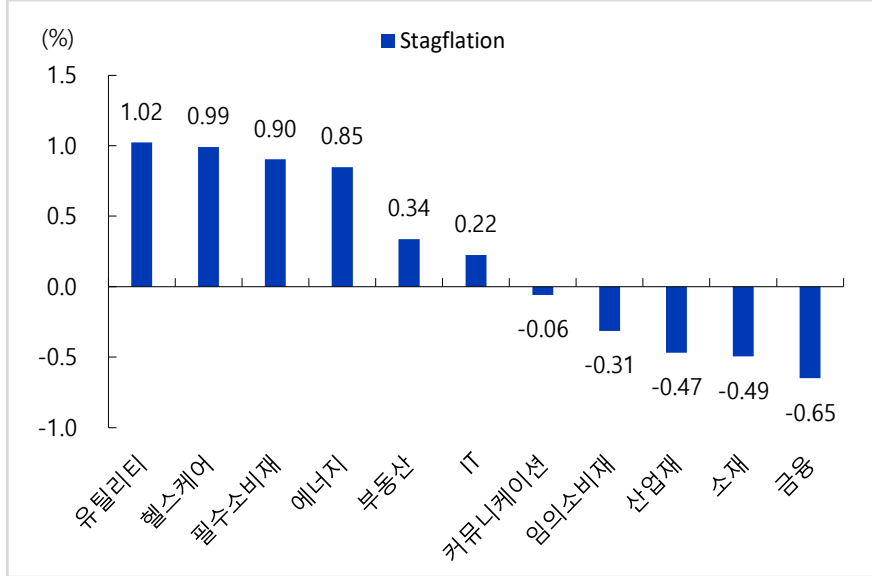
[미국] 하반기 국면에서는 바벨 전략이 유효

- 과거 미국 Heating Up 국면에서는 금융, IT, 산업재 등 경기 확장 및 투자 정상화 수혜 업종 중심의 초과성과가 반복
- 다만 하반기 시장은 경기 확장 흐름이 유지되는 가운데, 일시적인 스태그플레이션 우려 역시 동시에 공존하는 환경이 지속될 전망
- 특히 물가 부담과 High-for-Longer 환경이 지속될 경우, 유틸리티, 헬스케어, 필수소비재 등 일부 방어 및 인플레이션 대응 업종의 초과성과 역시 동시에 나타날 가능성 존재
- 즉 하반기 시장은 단순 Risk-On보다, 경기 확장 수혜 업종과 방어 업종을 동시에 보유하는 바벨 전략이 유효한 환경으로 판단

Heating Up 국면 업종별 성과



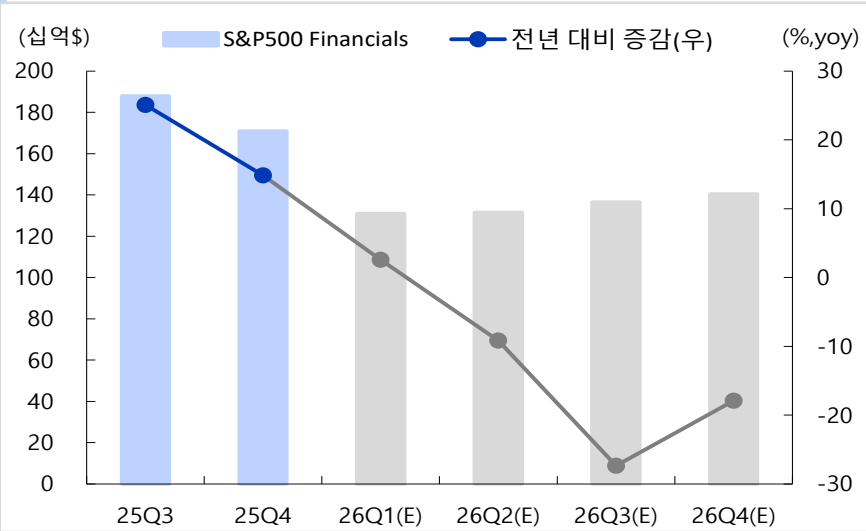
Stagflation 국면 업종별 성과



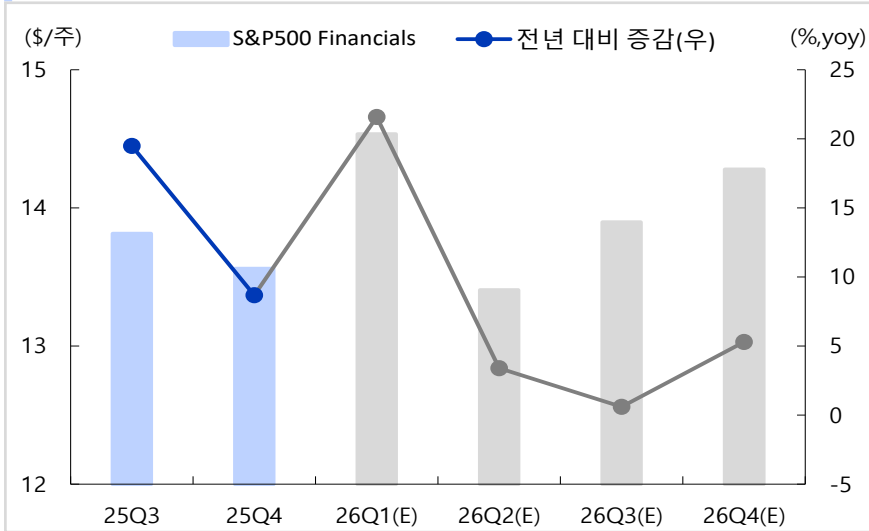
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 업종별 성과는 과거 국면별 S&P500 TR 대비 월평균 초과 성과

[미국] 금융: Heating Up 국면과 High-for-Longer 수혜

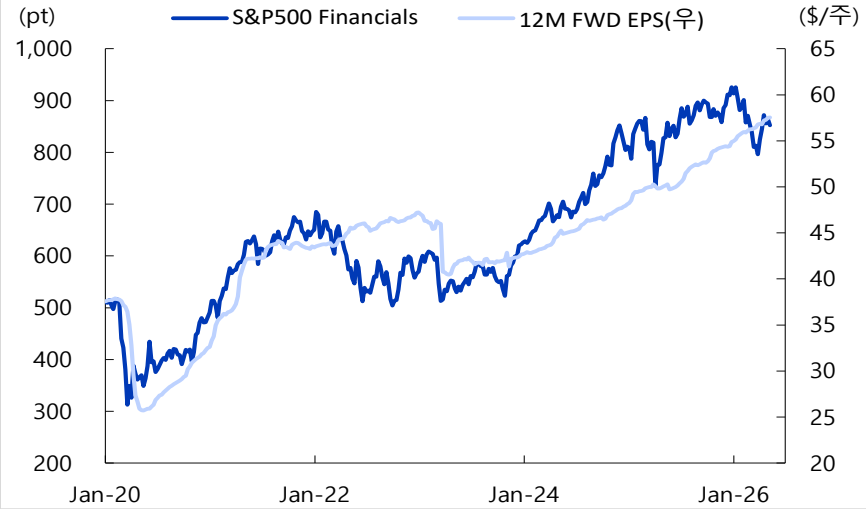
영업이익 모멘텀은 연말까지 부재



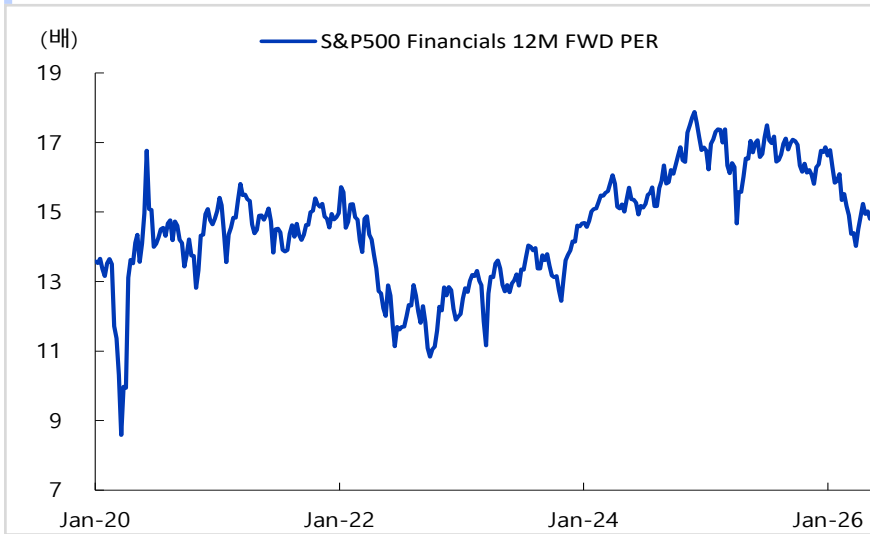
EPS 모멘텀도 마찬가지



주가, 12MF EPS 추이



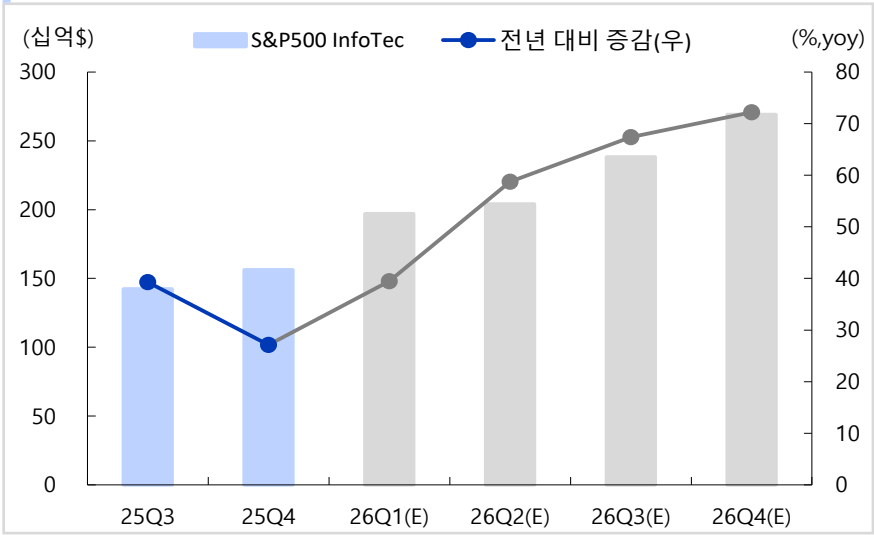
12MF PER 추이



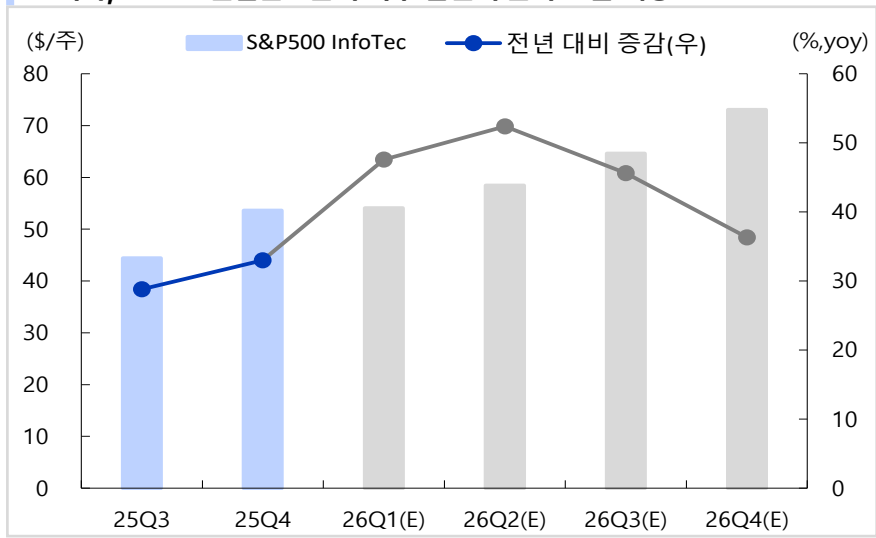
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] IT: AI 투자 확대 기반 실적 모멘텀 지속

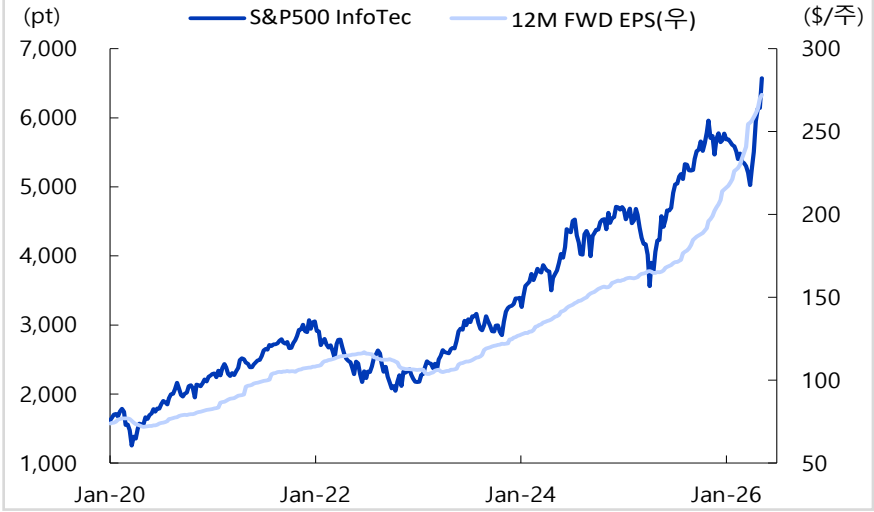
영업이익 모멘텀 우상향 흐름 지속 전망



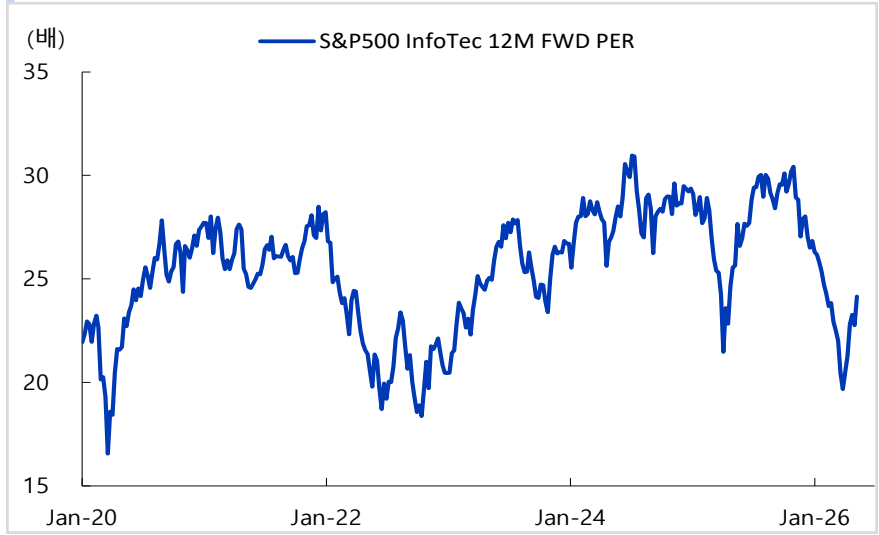
그러나, EPS 모멘텀은 3분기 이후 점진적 둔화 흐름 예상



주가, 12MF EPS 추이



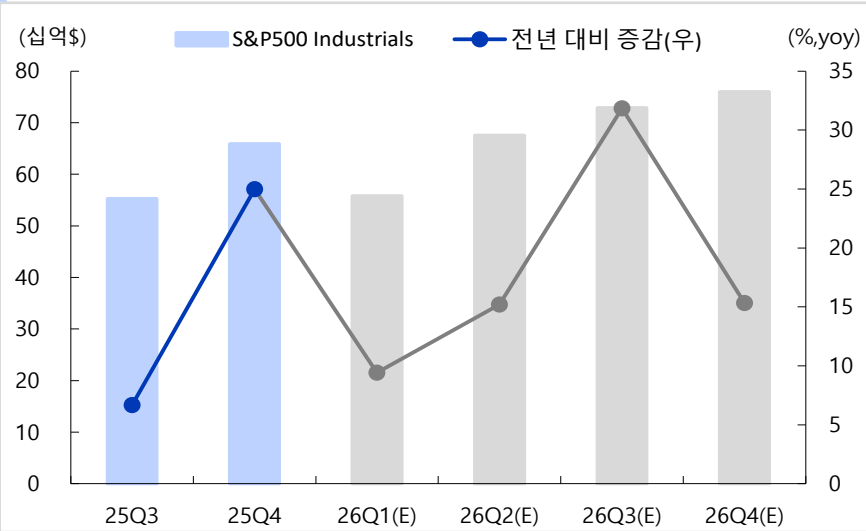
12MF PER 추이



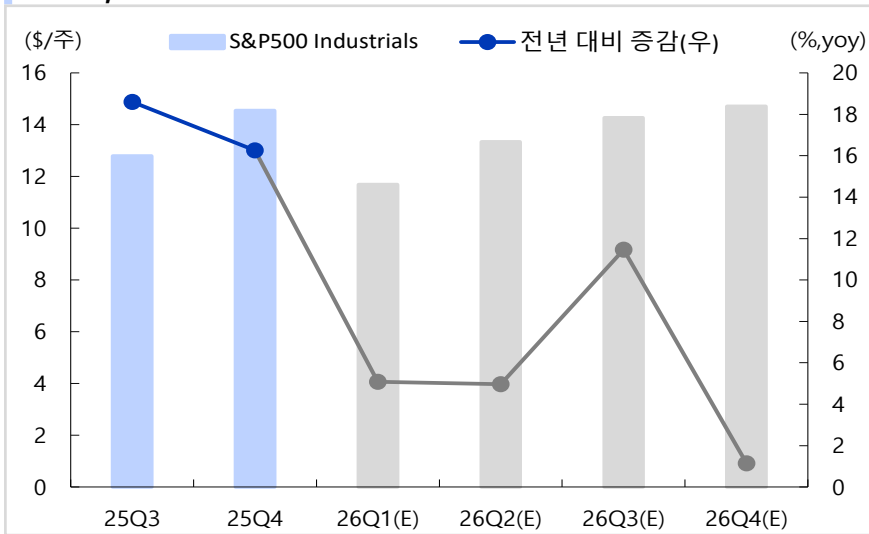
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 산업재: 경기 확장 흐름 속 실적 모멘텀 강화

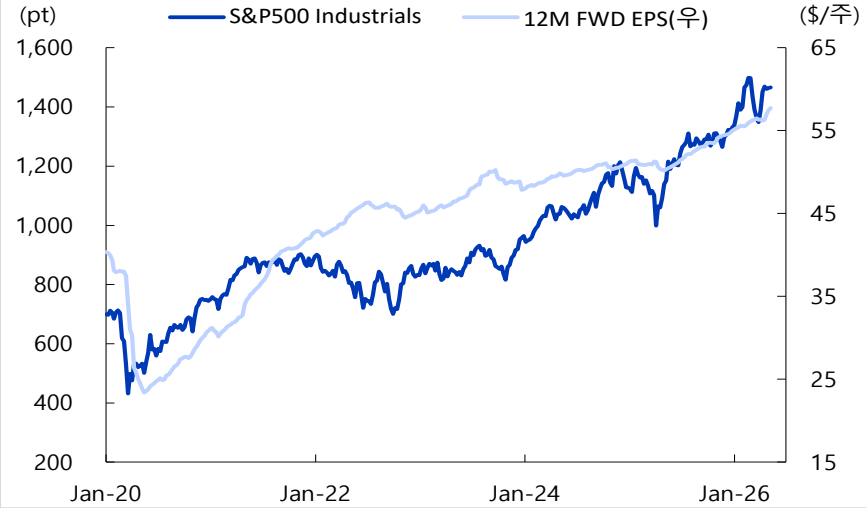
영업이익 모멘텀 우상향 전망



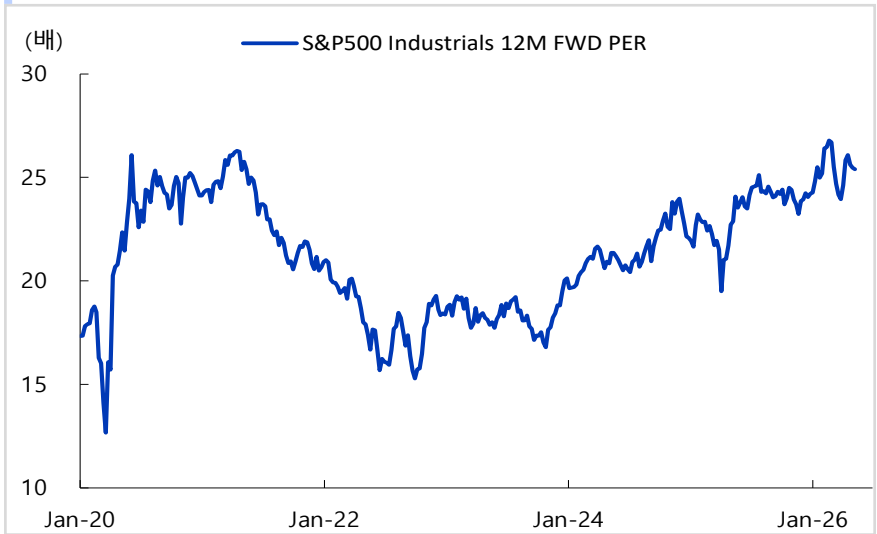
그러나, EPS 모멘텀은 4분기에 유효



주가, 12MF EPS 추이



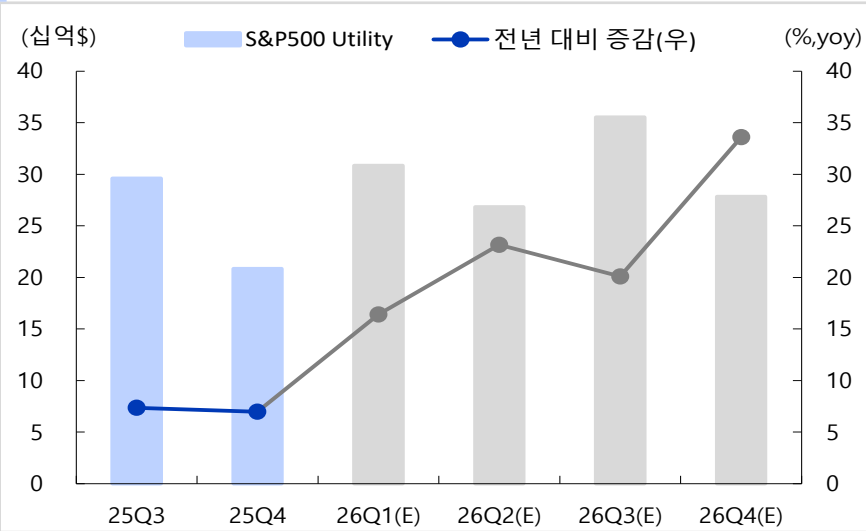
12MF PER 추이



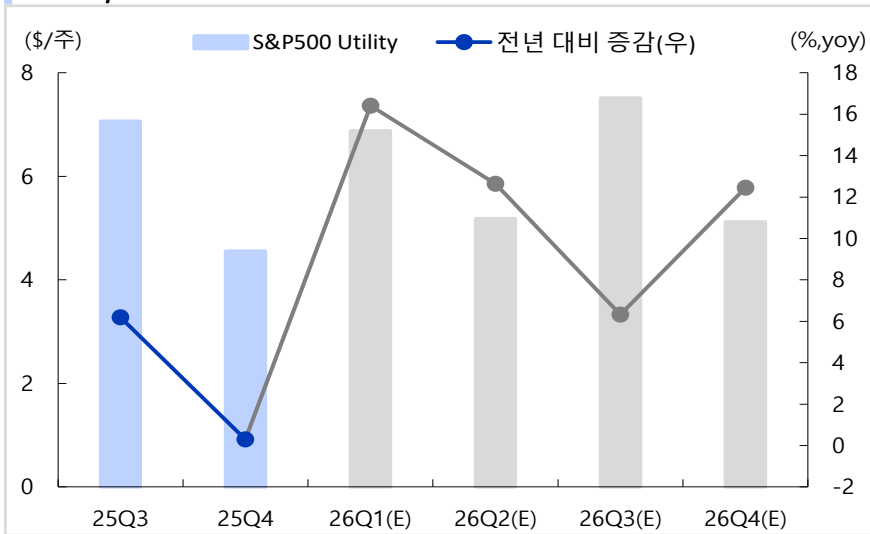
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 유틸리티: 스태그플레이션 우려 국면 방어력 부각

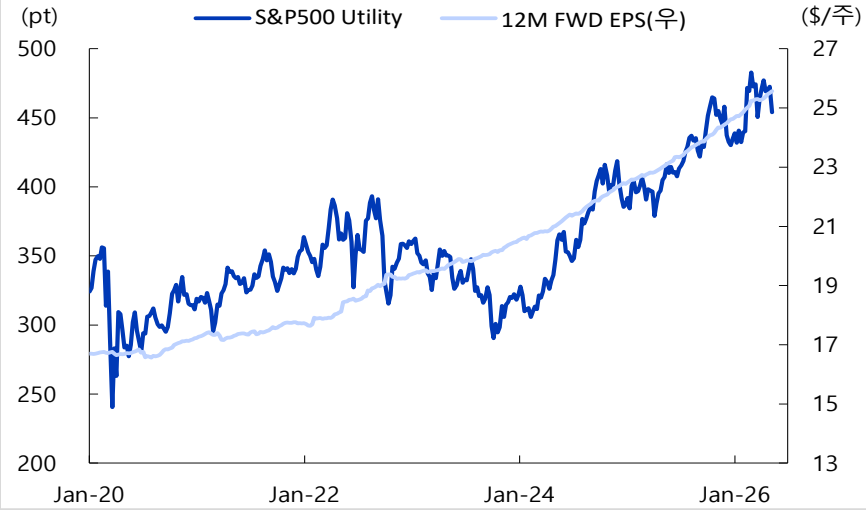
영업이익 모멘텀 3분기 및 연말 유효



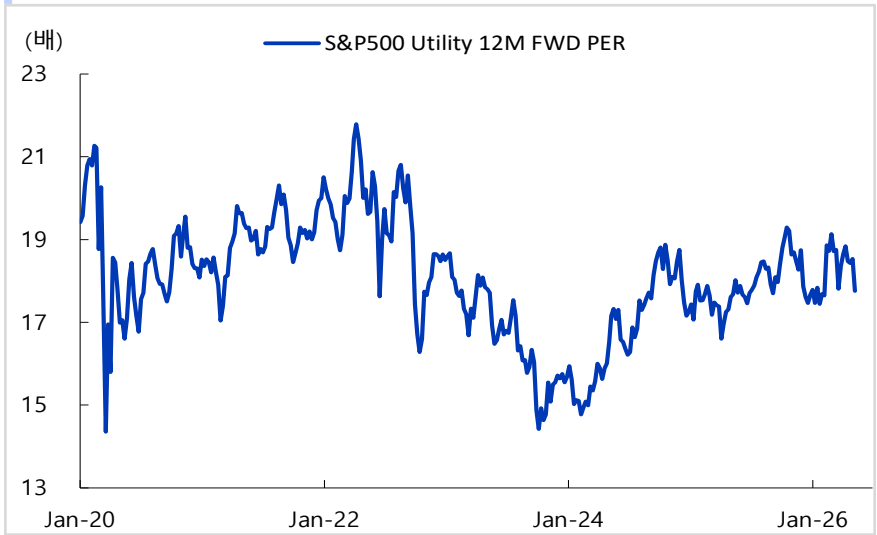
그러나, EPS 모멘텀은 연말까지 부재



주가, 12MF EPS 추이



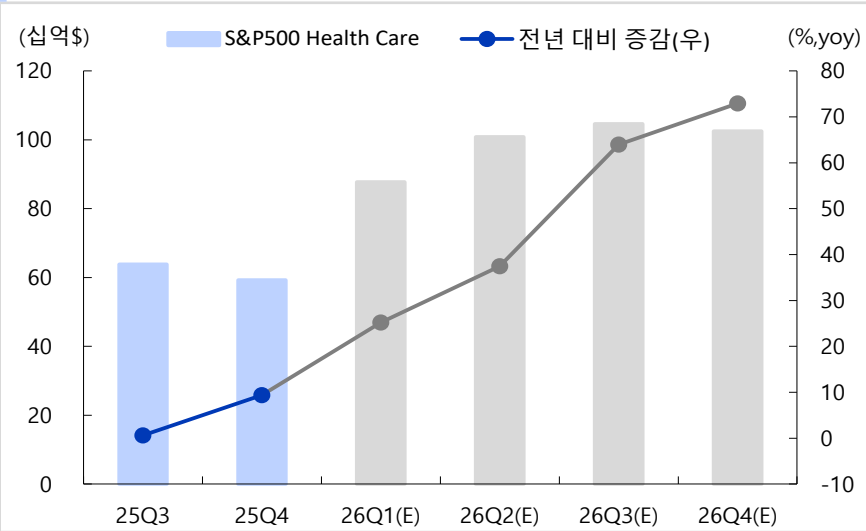
12MF PER 추이



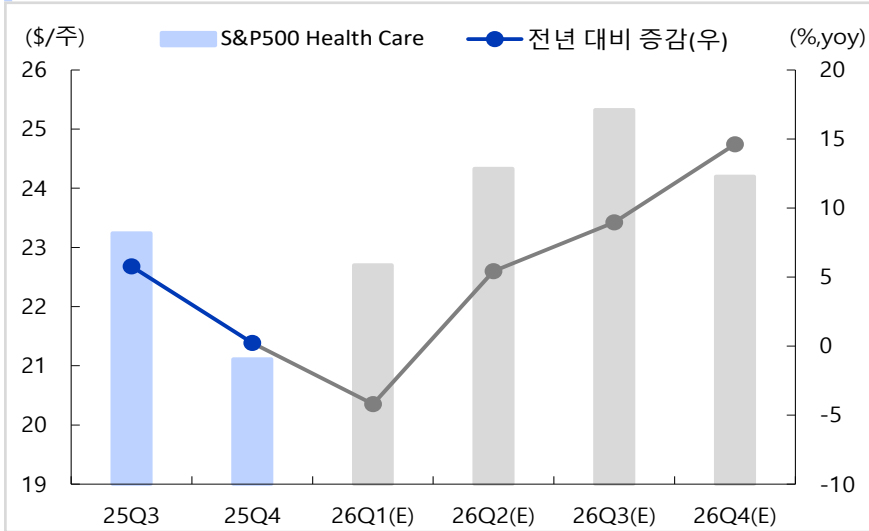
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 헬스케어: 안정적 실적과 EPS 모멘텀 동반

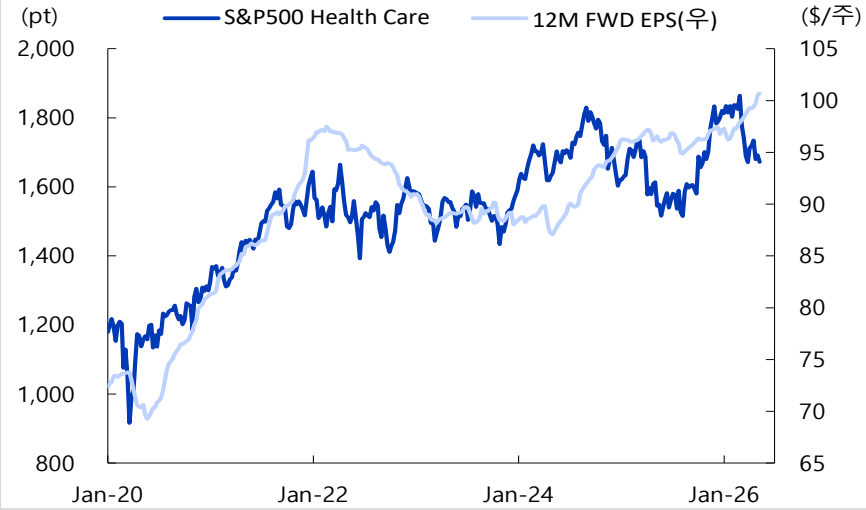
영업이익 모멘텀 우상향 흐름 지속 전망



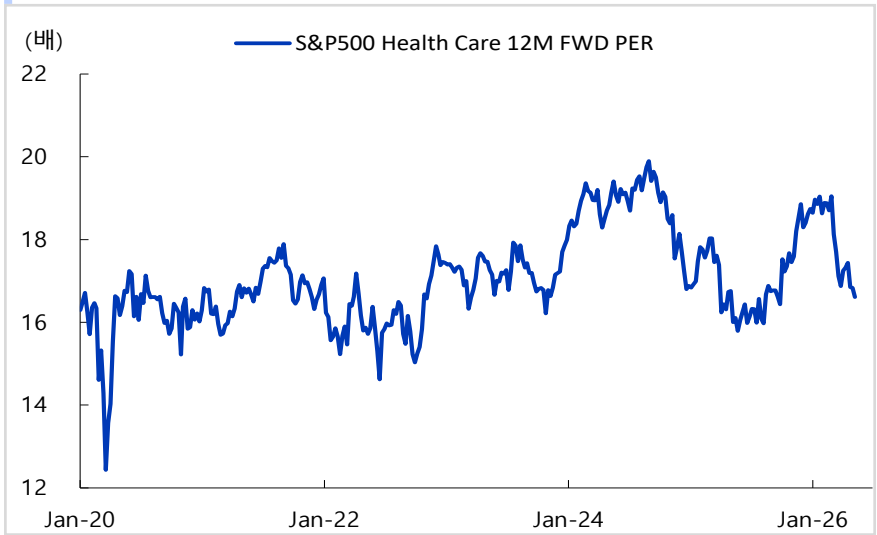
EPS 모멘텀도 마찬가지



주가, 12MF EPS 추이



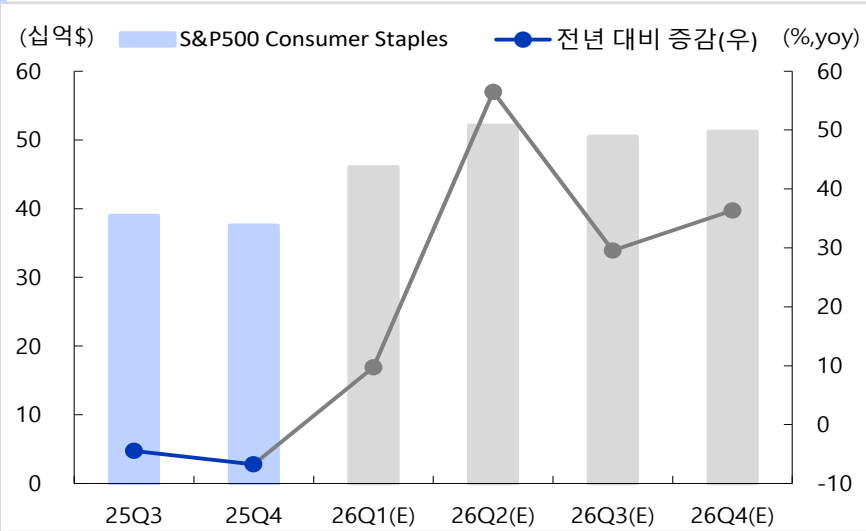
12MF PER 추이



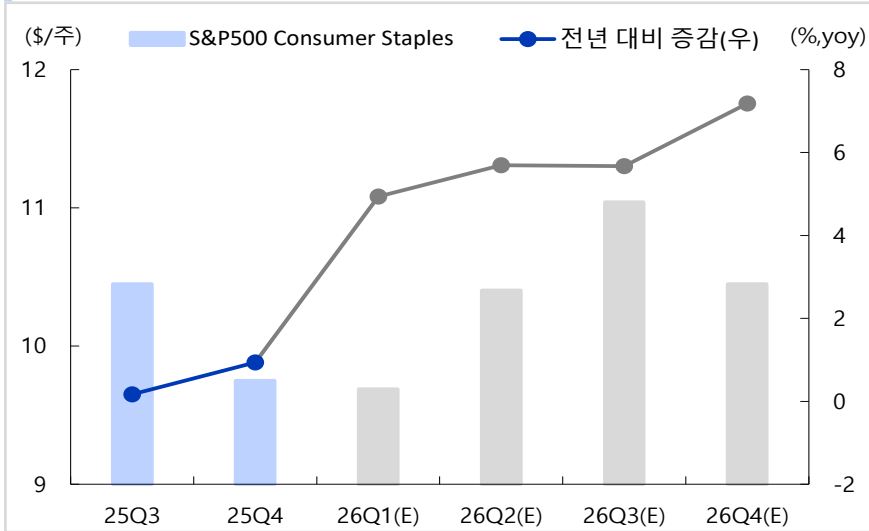
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 필수소비재: 경기 둔화 우려 속 안정적 EPS 흐름

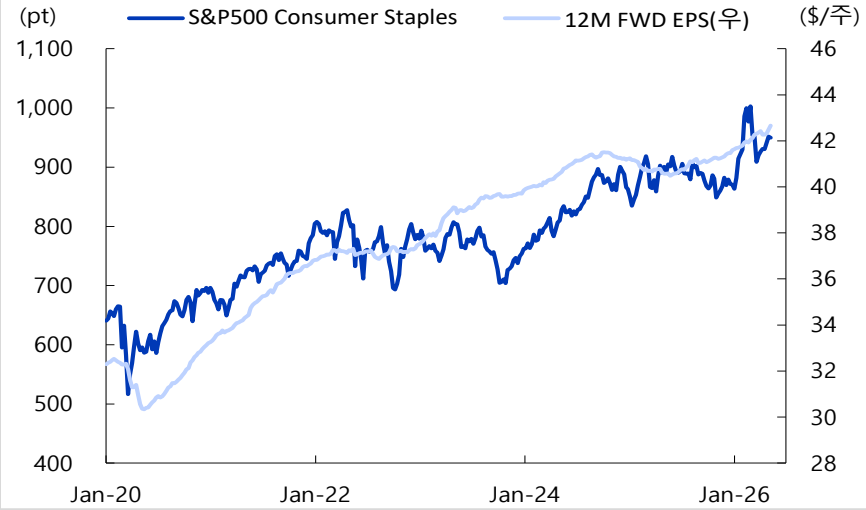
영업이익 모멘텀 3분기 유효



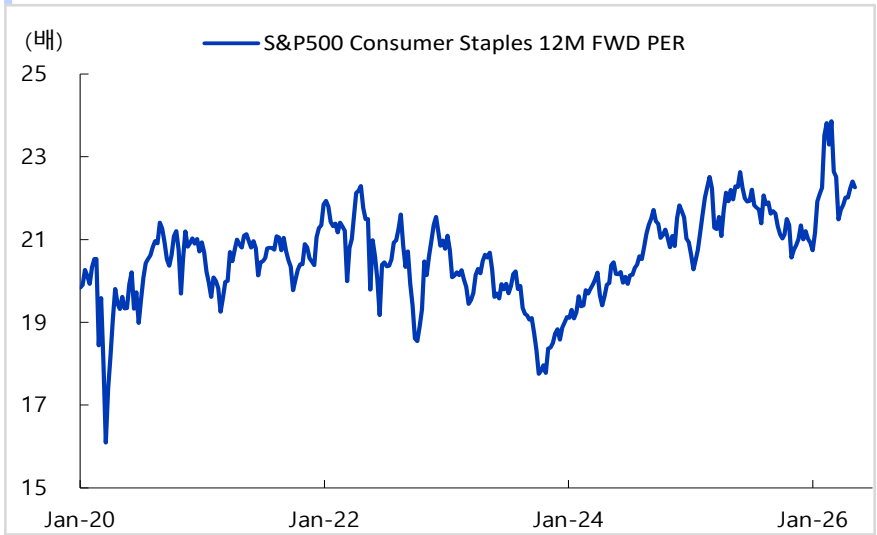
EPS 모멘텀은 점진적 우상향 흐름 전망



주가, 12MF EPS 추이



12MF PER 추이

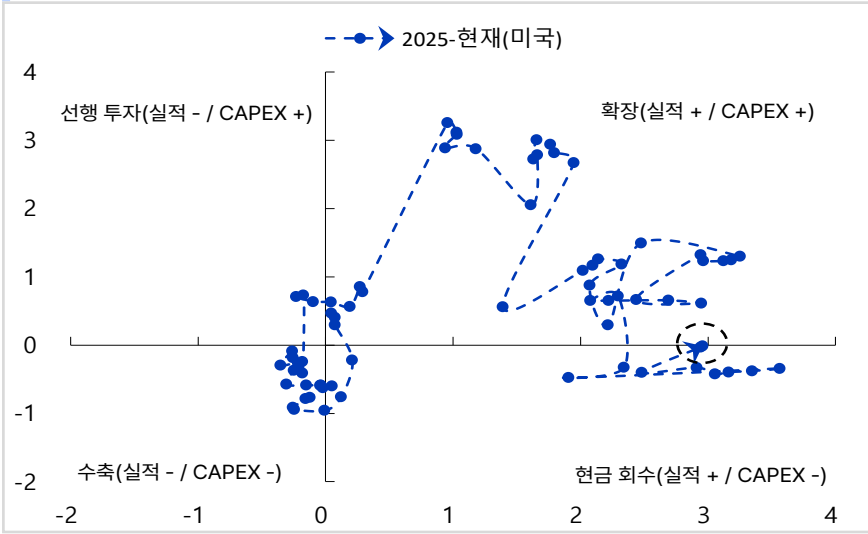


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

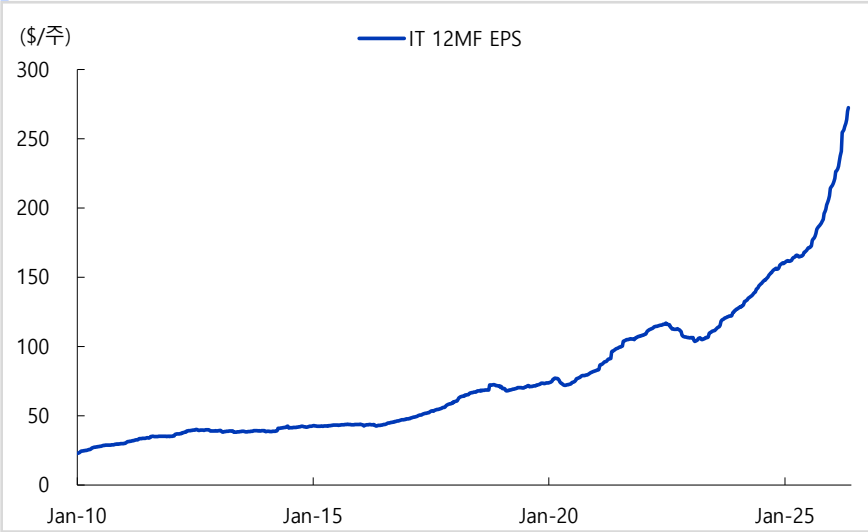
[미국] IT 투자사이클은 확장과 현금 회수 국면 경계에 위치

- 현재 미국 IT 투자사이클은 확장(1국면)과 현금 회수 국면(4국면) 경계에 위치하고 있음
- AI 인프라 투자 확대와 Hyperscaler 중심 CAPEX 투자 흐름이 유지되며, 투자사이클 역시 4국면 진입 이후에도 높은 투자 강도가 유지되는 모습
- 특히 CAPEX 증가 강도는 과거 대비 둔화됐으나, 절대 투자 레벨과 IT 업종 실적 모멘텀은 여전히 높은 수준을 유지하고 있다는 점에서, 현재 국면은 고성장 이후 성장률 정상화 과정에 더욱 가까운 구조로 판단

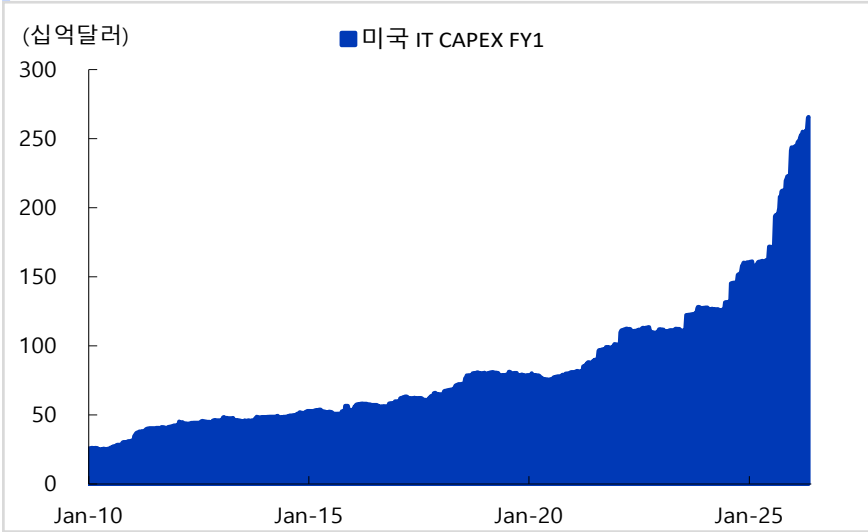
미국 IT 투자사이클은 확장과 현금 회수 국면 경계에 위치



IT 업종 12MF EPS 추이



Hyperscaler 중심 CAPEX 확대 흐름 지속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 확장과 현금 회수 국면을 동시에 고려할 필요

- 즉 하반기 시장은 투자 확대 기대 유지와 동시에 High-for-Longer 금리 환경에 대한 부담 역시 공존하는 구조라는 점에서, 투자사이클 확장 국면과 현금 회수 국면에서 유효했던 업종을 동시에 고려한 접근이 필요한 환경으로 판단
- 과거 확장 국면에서는 임의소비재, IT, 에너지, 금융, 커뮤니케이션 업종 중심의 성과 우위가 나타났으며,
- 현금 회수 국면에서는 IT, 헬스케어, 부동산, 필수소비재, 금융 업종 중심의 상대적으로 안정적인 성과가 나타났던 모습

미국 IT 투자사이클 국면별 TOP5 업종

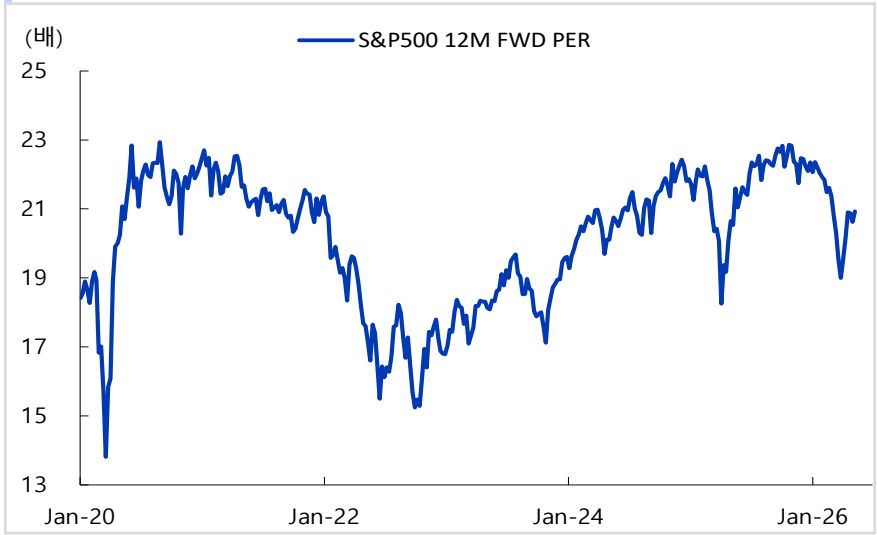
2국면: (실적-,CAPEX+) 선행 투자			1국면: (실적+,CAPEX+) 확장		
Rank	업종명	정보비율	Rank	업종명	정보비율
1	IT	0.184	1	임의소비재	0.076
2	헬스케어	0.098	2	IT	0.066
3	산업재	0.079	3	에너지	0.039
4	임의소비재	0.033	4	금융	0.027
5	금융	-0.062	5	커뮤니케이션	0.019
3국면: (실적-,CAPEX-) 수축			**4국면: (실적+,CAPEX-) 현금 회수**		
Rank	업종명	정보비율	Rank	업종명	정보비율
1	IT	0.134	1	IT	0.074
2	임의소비재	0.034	2	헬스케어	0.023
3	산업재	0.014	3	부동산	0.018
4	커뮤니케이션	-0.014	4	필수소비재	0.015
5	에너지	-0.027	5	금융	0.009

자료: 교보증권 리서치센터

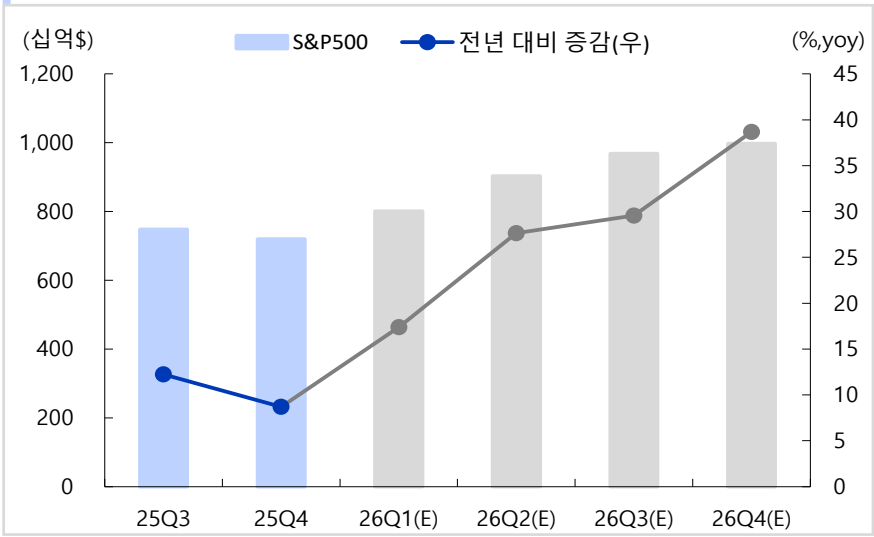
[미국] S&P500은 실적 기반 완만한 상승 구조 지속 전망

- 하반기 미국 증시는 영업이익 개선 흐름이 지속되는 가운데, EPS 증가율은 점진적 둔화 흐름이 나타날 전망
- 그러나, AI 인프라 투자 확대와 Hyperscaler 중심 CAPEX 투자 흐름이 유지됨에 따라, EPS 추가 상향이 유효한 것으로 판단
- 동시에 High-for-Longer 금리 환경이 유지되며 PER 확장은 제한되는 구조
- 즉 AI 중심 실적 개선 흐름이 지속되는 가운데, 추가적인 밸류에이션 확장보다는 실적 흐름과 EPS 증가율 변화가 더욱 중요해지는 환경으로 판단

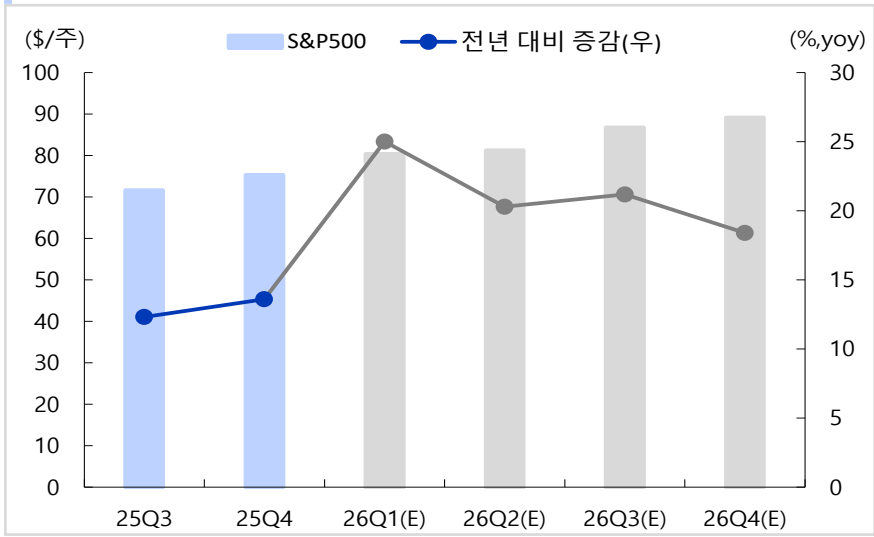
S&P500 12MF PER 추이



영업이익 모멘텀 우상향 흐름 지속 전망



EPS 모멘텀은 점진적 둔화 흐름 예상

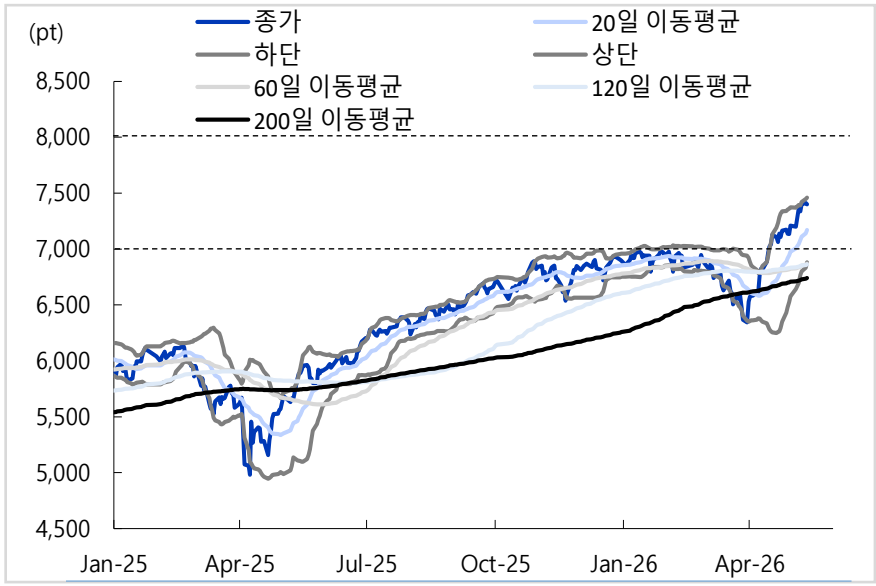


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

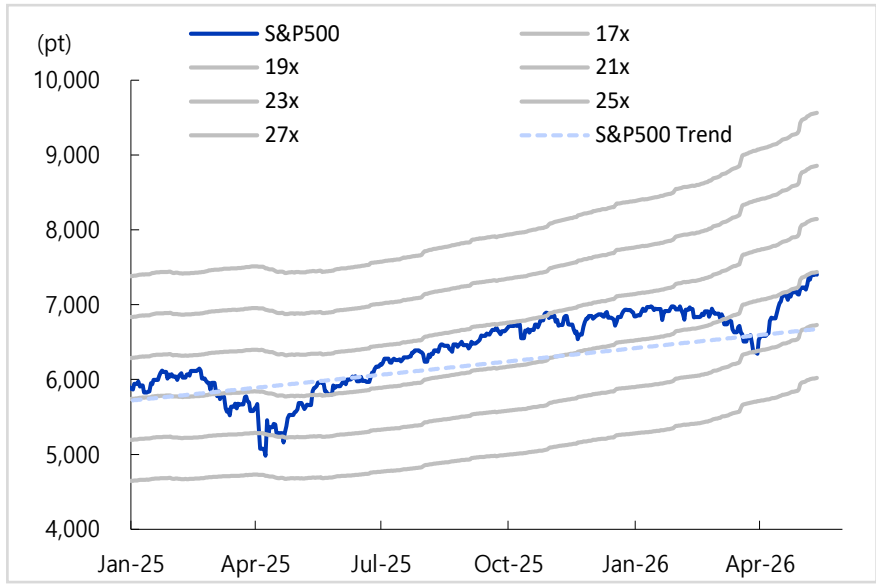
[미국] S&P500 하반기 7,150pt ~ 8,100pt 전망

- 하반기 미국 증시는 경기 확장 국면 지속과 정책 기반 유동성 기대를 바탕으로 우상향 흐름이 이어질 전망
- 다만 High-for-Longer 금리 환경이 유지되며, 과거와 같은 급격한 밸류에이션 확장은 제한되는 구조
- 결국 하반기는 실적 개선 흐름이 지속되는 가운데, 밸류에이션 추가 확장은 제한된 채 완만한 상승 흐름이 이어질 가능성이 높을 것으로 판단
- (상단: PER 21.8배, EPS +4.1% / 하단: PER 20배, EPS +0%)

S&P500 하반기 7,150pt ~ 8,100pt 전망



S&P500 밸류에이션 밴드 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 경기국면, 실적 모멘텀, 투자사이클 기반 업종 선별 전략

- 현재 미국 시장은 경기 확장 흐름이 유지되는 가운데, IT 투자사이클이 확장과 현금 회수 국면 경계에 위치하고 있다는 점에서 단순 경기 민감 업종보다 EPS 모멘텀과 방어력을 동시에 고려한 업종 선택 전략이 중요
- 따라서 하반기는 실적 및 EPS 모멘텀, 경기국면, 투자사이클을 동시에 고려한 업종 중심 접근이 유효할 전망
- 하반기 미국 선호 업종은 IT, 헬스케어, 필수소비재 업종

하반기 미국 증시 선호 업종

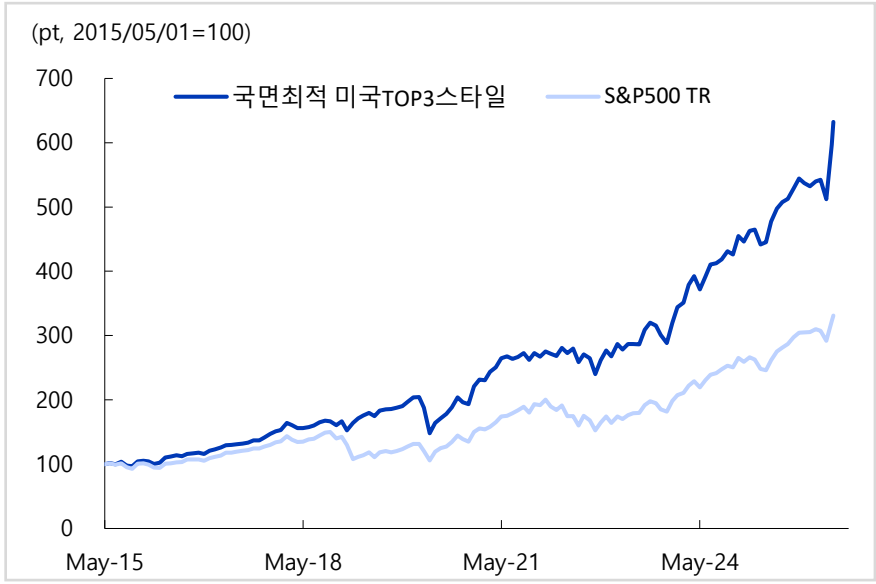
업종명	실적 모멘텀	EPS 모멘텀	확장 국면 TOP3	스태그플레이션 TOP3	투자사이클 확장 TOP3	투자사이클 현금 회수 TOP3	선호도
IT	하반기	Q3	O		O	O	★★★
헬스케어	하반기	하반기		O			★★★
필수소비재	Q3	하반기		O		O	★★★
금융	연말	연말	O		O	O	★★
산업재	하반기	Q4	O				★★
에너지	Q3, 연말	Q3			O	O	★★
임의소비재	하반기	연말			O		
소재	하반기	하반기					
부동산	하반기	Q4				O	
유틸리티	Q3, 연말	연말		O			
커뮤니케이션	하반기	Q4			O		

자료: 교보증권 리서치센터

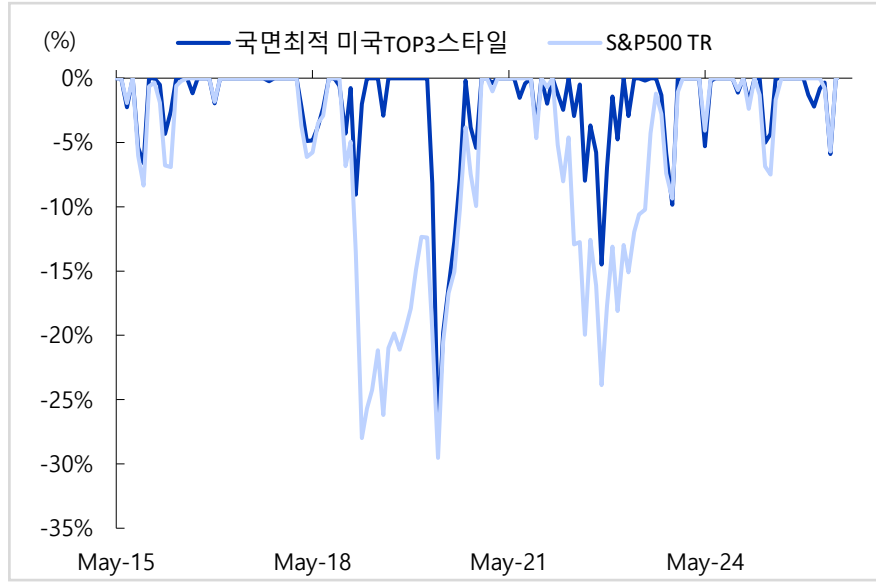
[미국] 스타일 역시 바벨 전략이 유효

- 과거 유사 환경에서는 고베타, 모멘텀, 성장 스타일 중심의 성과 우위가 나타났으며, 동시에 로우볼, 배당성장, 고배당 스타일 역시 안정성 측면에서 상대적 강세를 기록했던 모습
- 이는 AI 중심 실적 개선 흐름이 지속되는 가운데, High-for-Longer 금리 환경으로 실질금리 및 변동성 부담 역시 동시에 존재하기 때문
- 결국 하반기 미국 시장은 업종 간 차별화뿐 아니라, 동일 업종 내에서도 스타일 및 종목별 성과 차별화가 확대될 가능성이 높은 환경으로 판단

국면별 상위 TOP3 스타일 로테이션 전략 성과



낙폭 추이

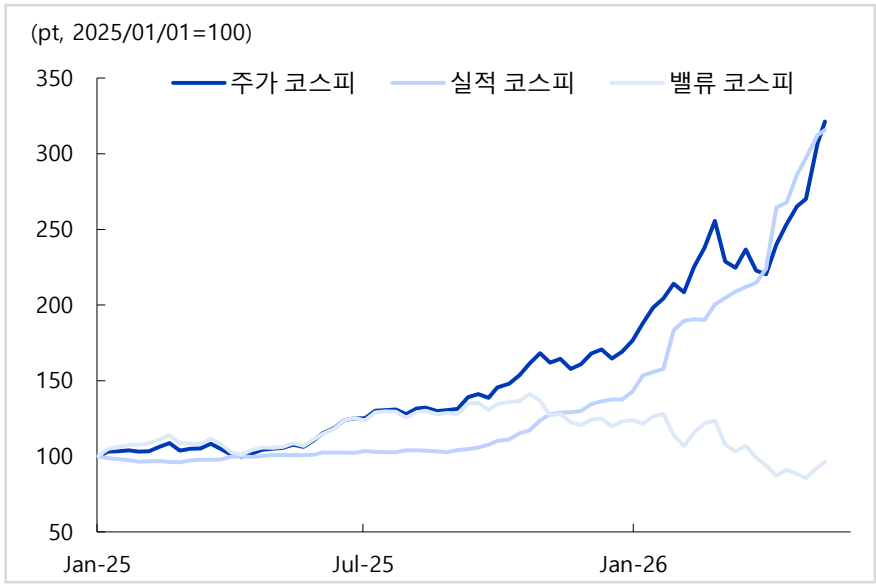


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

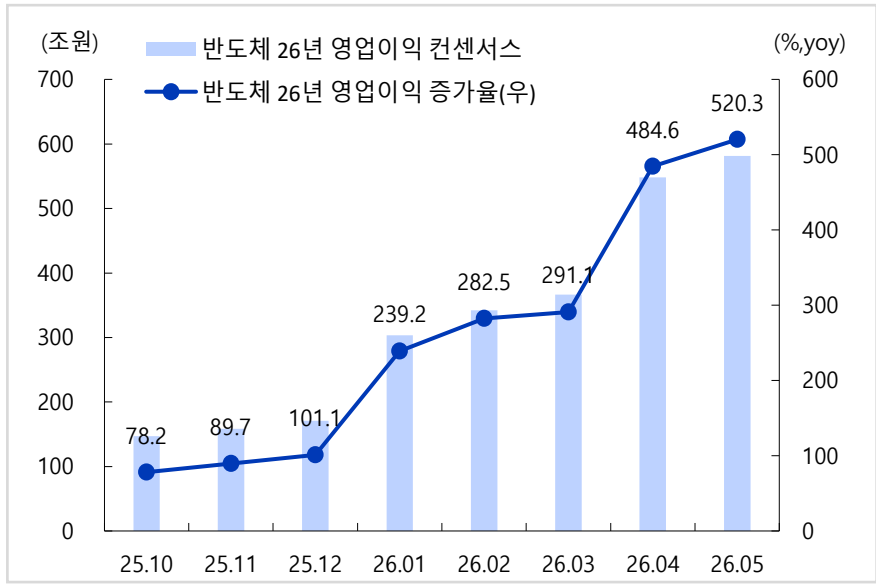
[한국] 상반기 코스피는 EPS 급가속 장세

- 상반기 KOSPI 상승은 반도체 중심 실적 컨센서스 상향이 주도
- 특히 삼성전자와 SK하이닉스 중심 AI/HBM 수요 확대와 AI 인프라 투자 확대로 코스피 12MF EPS는 큰 폭의 상향 흐름이 지속
- 코스피 12MF EPS는 12월 말~2월 중순 +41.7%, 3월 말~5월 중순 +48.4%, 연초 대비 +142.7% 상승
- 반면 High-for-Longer 금리 환경으로 KOSPI 12MF PER은 7배 초반 수준까지 하락하며, 상반기 시장은 "EPS 급가속 + PER 압축" 구조로 전개

코스피 주가X실적X밸류에이션



반도체 연간 영업이익 컨센서스 추이

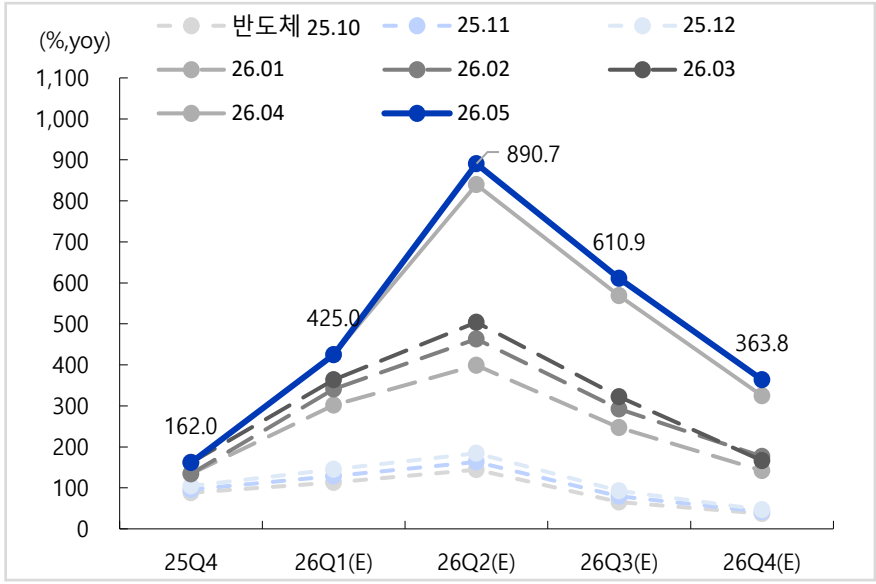


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

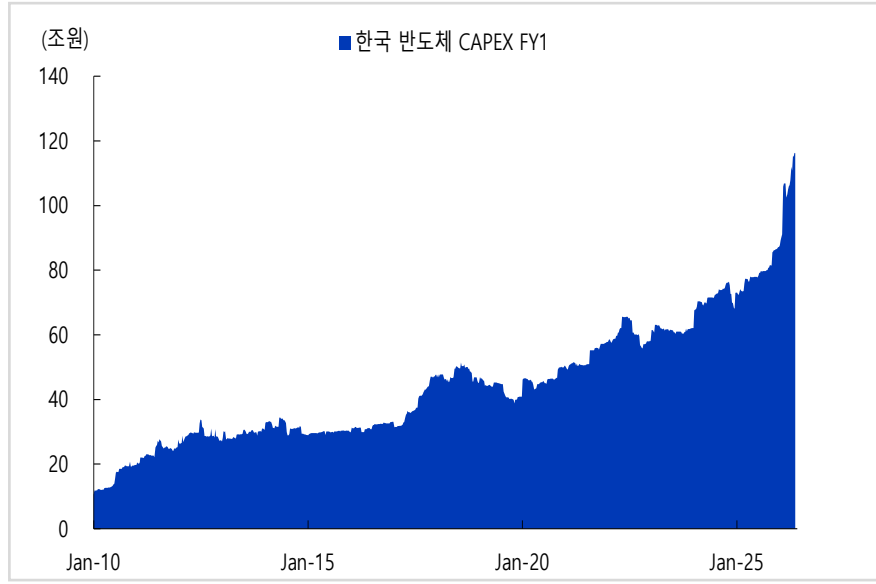
[한국] 반도체 실적 모멘텀은 26Q2 이후 둔화 전망

- 반도체 분기 실적 증가율(YoY)은 26Q2를 정점으로 높은 기저효과 영향 속 둔화 흐름이 나타날 전망
- 다만 이는 해당 업종의 실적 둔화보다, 초과 성장 이후 성장률 정상화 과정에 가까운 구조로 판단
- 특히 AI CAPEX 확대와 장기계약 기반 실적 가시성이 유지되고 있다는 점에서, 절대 이익 레벨 자체는 높은 수준을 유지할 가능성
- 즉 하반기 반도체 사이클은 업황 축소보다, 고성장 이후 실적 증가율이 안정화되는 구간으로 해석 가능

반도체 분기 영업이익 컨센서스 변화 추이



반도체 CAPEX 투자 규모 컨센서스 추이

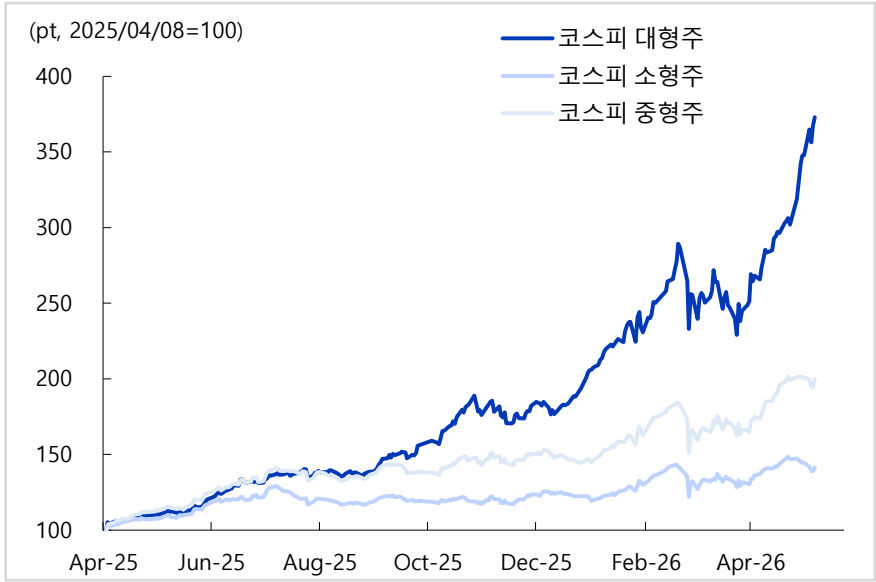


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

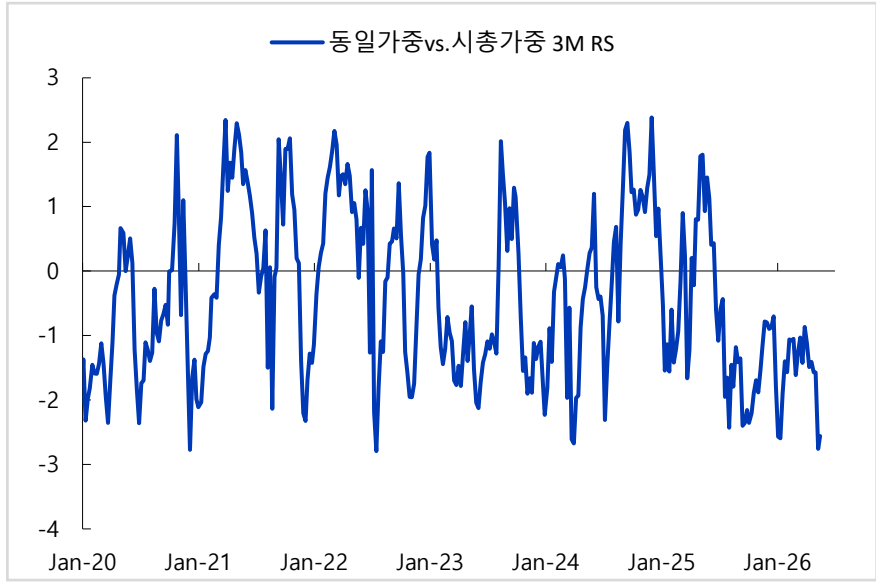
[한국] 하반기 한국 증시는 업종별 차별화 확대 예상

- 미국 Heating Up 국면 지속 가능성과 High-for-Longer 금리 환경이 동시에 유지되며, 하반기 한국 시장은 업종별 실적 차별화가 더욱 중요해지는 국면
- 상반기는 반도체 중심 EPS 급가속이 시장 상승을 주도했으나, 하반기는 비반도체 업종 중심 이익 확산 가능성이 점진적으로 확대될 전망
- 특히, 실질금리 하락이 제한되는 환경에서는 대형주 및 실적 가시성이 높은 업종 중심의 선별 필요성이 높아질 것으로 판단

코스피 사이즈 지수 차별화 지속



동일가중vs. 시총가중 3M RS

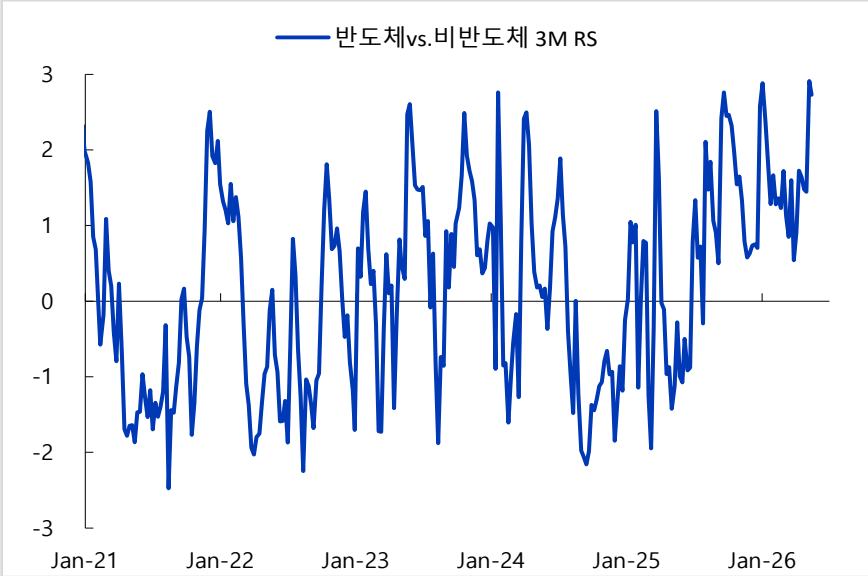


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

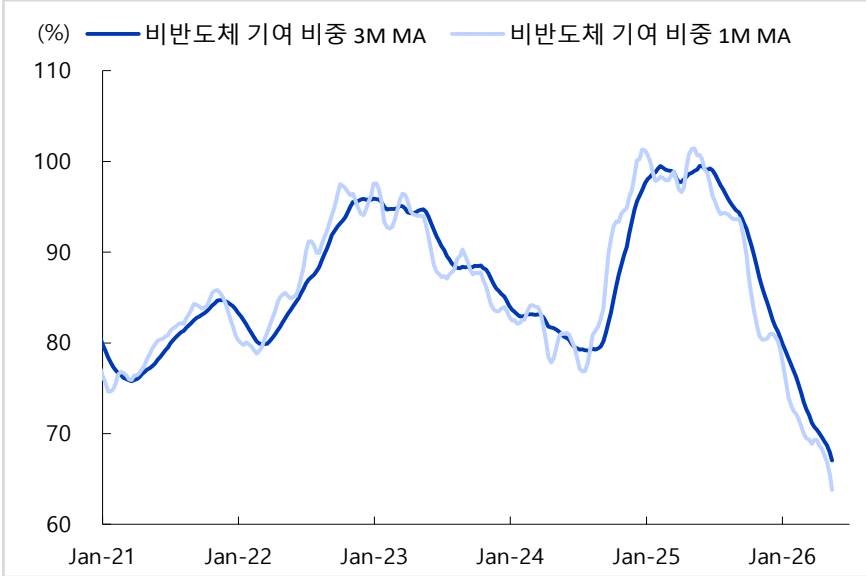
[한국] 정책 기대는 업종 확산 가능성을 높이는 요인

- 상반기 한국 증시는 반도체 중심 EPS 급가속과 함께, 시장 수익률 역시 반도체 중심으로 집중되는 구조가 지속
- 실제 최근까지도 반도체 상대강도와 비중 기여도는 높은 수준을 유지하며, 시장 내 반도체 쏠림 현상이 이어졌던 모습
- 다만 하반기에는 반도체 실적 증가율 정상화와 함께, 정책 기대 및 추경 확대 가능성이 비반도체 업종의 실적 기대를 자극할 가능성
- 이는 향후 시장이 단일 주도 업종보다, 업종별 이익 확산과 정책 민감도를 함께 반영하는 구조로 전환될 가능성을 의미
- 결국 하반기 시장은 반도체 중심 장세 이후, 업종 간 성과 차별화와 이익 확산 가능성이 점진적으로 확대되는 환경으로 판단

반도체vs. 비반도체 3M RS



코스피에 대한 비반도체 기여 비중 추이

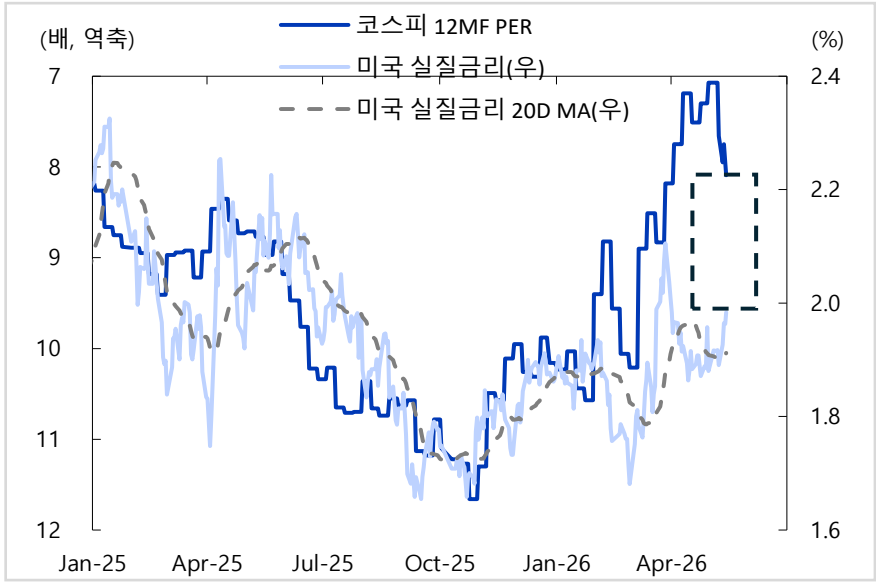


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

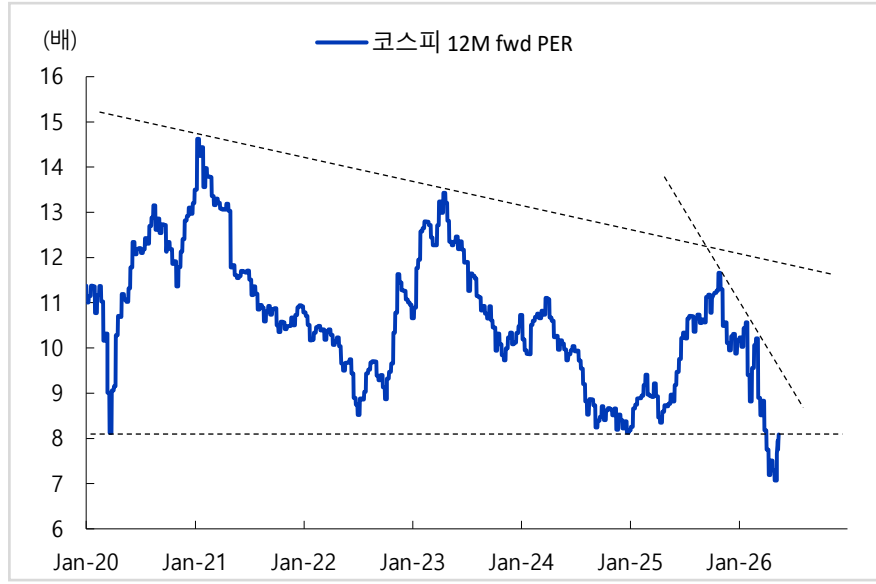
[한국] 하반기는 PER 압축 완화와 제한적 정상화 가능성

- 상반기는 코스피 12MF EPS가 급격히 상향되는 가운데, High-for-Longer 금리 환경으로 PER 압축이 동시에 진행된 구조
- 하반기는 반도체 실적 증가율 둔화와 함께 12MF EPS 상향 속도는 정상화될 전망이나, 실적 레벨 훼손보다 기대치 조정 과정에 가까움
- 다만 현재 코스피 12MF PER은 여전히 낮은 수준에 위치해 있으며, 삼성전자와 SK하이닉스 중심의 선택적 리레이팅 가능성을 고려할 경우 PER 하단은 점진적으로 안정화될 가능성
- 즉 하반기 시장은 EPS 급가속 둔화 이후, PER 압축 완화와 제한적 정상화가 동시에 나타나는 구조로 해석 가능

실질금리 대비 과도한 PER 압축은 일부 완화 가능성



코스피 12MF PER 추이

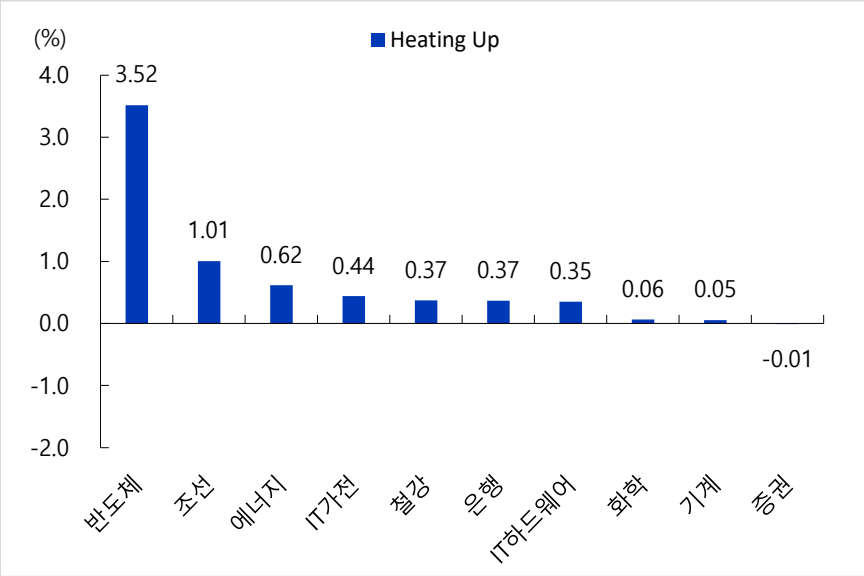


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

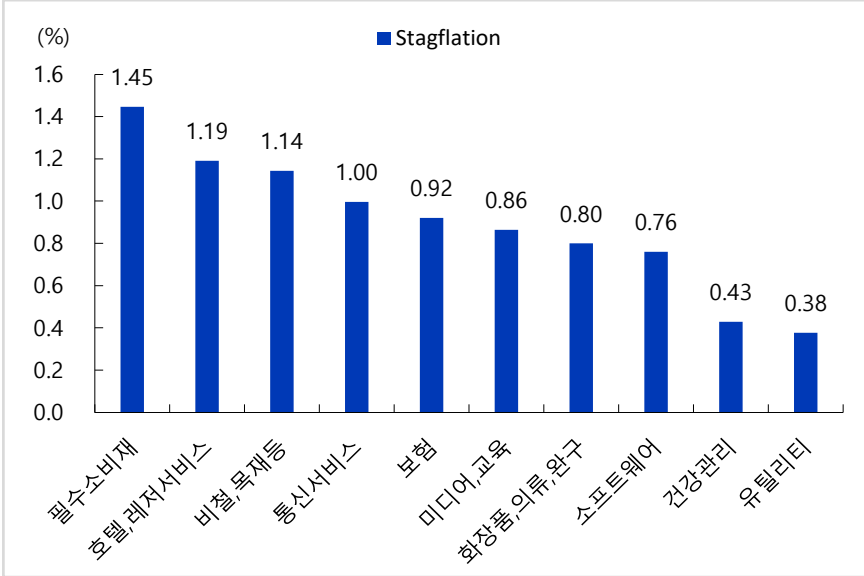
[한국] 하반기 한국 증시는 업종 확산 국면 진입 전망

- 하반기 미국 경기는 Heating Up 국면 지속 가능성이 높은 가운데, 일시적인 스태그플레이션 우려 역시 동시에 존재하는 환경으로 판단
- 과거 유사 환경에서 한국 증시는 반도체, 조선, 에너지, IT가전 등 경기 확장 및 투자 정상화 수혜 업종 중심의 성과 우위가 나타났던 모습
- 반면 물가 부담과 High-for-Longer 금리 환경이 지속될 경우 필수소비재, 통신서비스, 보험 등 일부 방어 업종 역시 안정적인 성과를 기록
- 즉 하반기 한국 시장은 경기 확장 수혜 업종과 방어 업종 간 성과 차별화가 동시에 나타날 가능성이 높은 환경으로 판단

Heating Up 국면은 경기 확장 및 투자 정상화 수혜 업종 중심



Stagflation 국면 유효 업종 TOP10

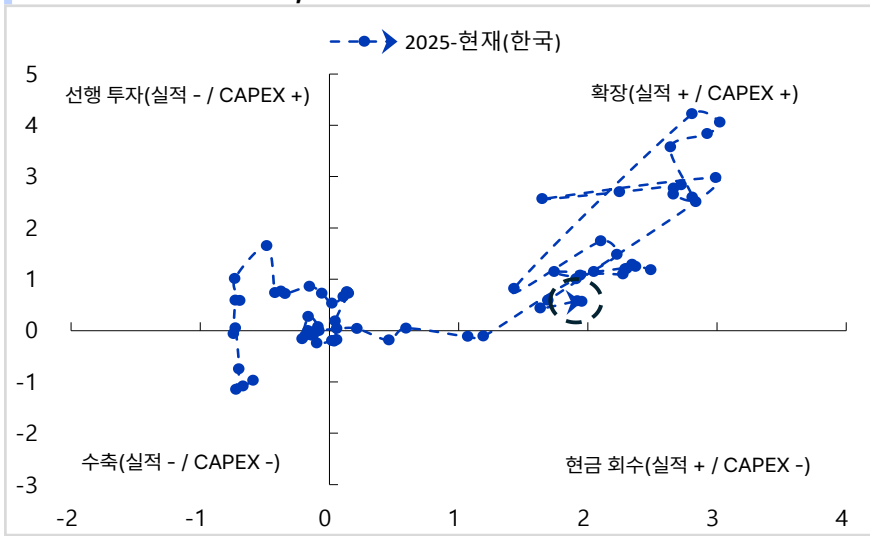


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터. 주: 업종별 성과는 과거 국면별 코스피 TR 대비 월평균 초과 성과

[한국] 한국 반도체 투자사이클은 여전히 확장 국면에 위치

- 한국 반도체 투자사이클은 여전히 확장 국면에 위치하고 있다는 점에서, 미국 대비 실적 모멘텀 확산 여력이 남아있는 구조로 판단
- 과거 한국 반도체 투자사이클은 미국 IT 투자사이클 대비 후행적으로 움직이는 경향이 존재했음
- 이를 고려할 경우 한국 반도체 및 AI 공급망 실적 모멘텀 역시 하반기까지 높은 수준을 유지할 가능성이 존재
- 즉 현재 한국 반도체 업종은 업황 축소보다, AI 투자 확산 과정에서 사이클 연장 가능성에 더욱 주목할 필요가 있는 환경으로 판단

한국 반도체 투자사이클, 여전히 확장 국면에 위치



한국 반도체 투자사이클 확장 및 현금 회수 국면 TOP10 업종

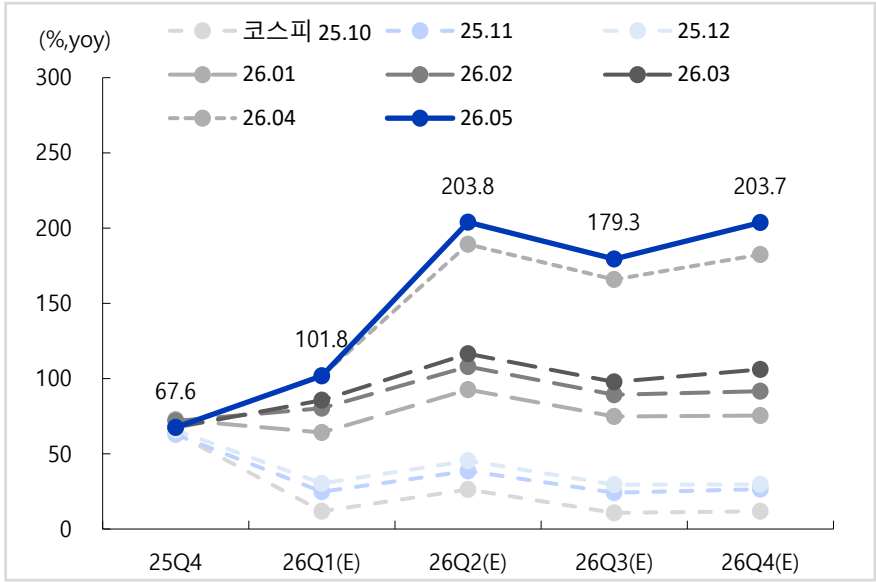
1국면: (실적+,CAPEX+) 확장			4국면: (실적+,CAPEX-) 현금 회수		
Rank	업종명	정보비율	Rank	업종명	정보비율
1	화학	0.112	1	기계	0.142
2	건강관리	0.095	2	조선	0.141
3	반도체	0.066	3	반도체	0.097
4	증권	0.045	4	유틸리티	0.072
5	비철, 목재	0.024	5	소프트웨어	0.064
6	에너지	0.024	6	증권	0.063
7	IT가전	0.018	7	호텔,레저서비스	0.036
8	은행	0.014	8	상사,자본재	0.032
9	상사, 자본재	0.010	9	보험	0.024
10	보험	0.009	10	비철,목재	0.023

자료: 교보증권 리서치센터

[한국] 하반기 코스피는 실적 장세 지속 전망

- 현재 KOSPI 상승은 밸류에이션 확장보다 EPS 컨센서스 상향이 주도하는 구조
- PER은 제한된 범위에서 움직이는 반면, 시장 전체 이익 흐름은 지수 하단을 지지하는 역할 지속 전망
- 즉 하반기 코스피는 시장 전체 밸류에이션 확장보다 EPS 흐름이 더욱 중요해지는 가운데, 일부 AI 및 반도체 중심 업종에서는 선택적 리레이팅 가능성 역시 존재하는 구조로 판단

코스피, 하반기 역시 실적 기반 우상향 흐름 지속 전망



삼성전자, SK하이닉스 12MF PER 추이

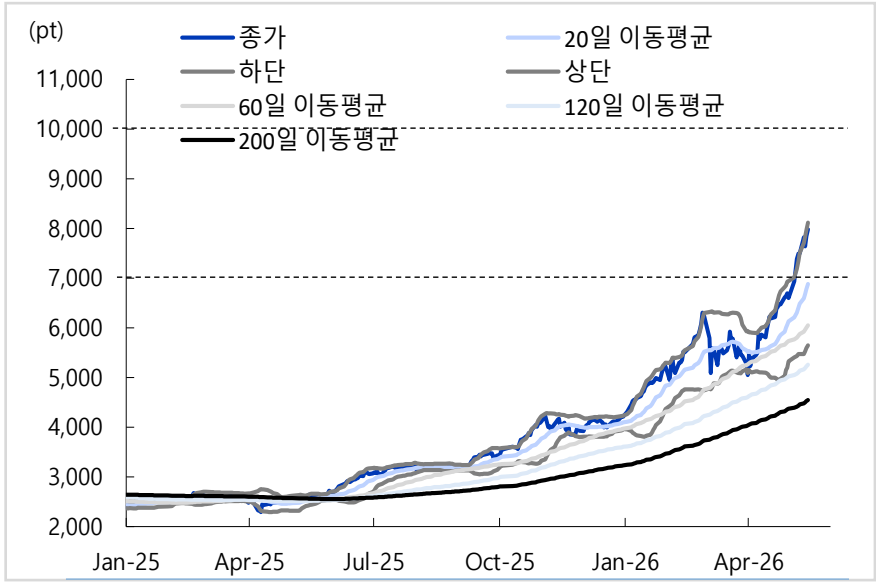


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

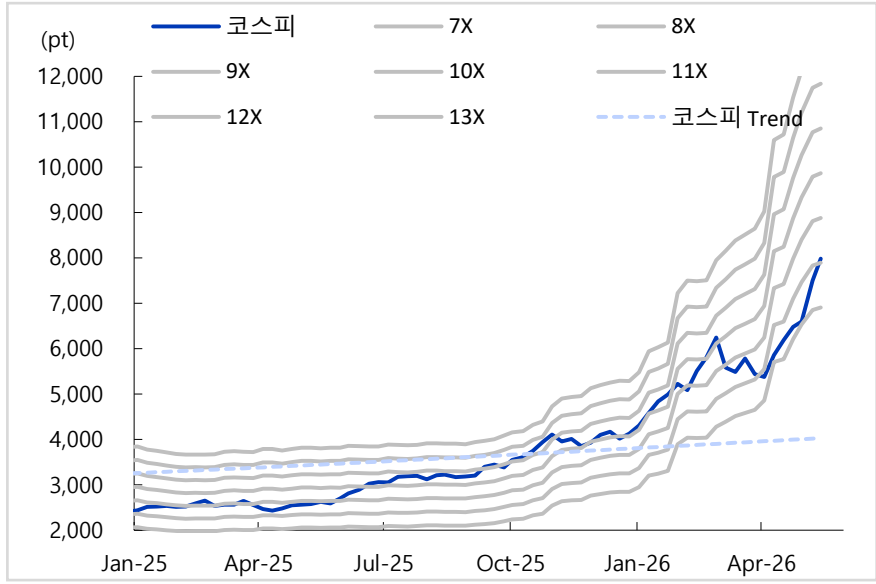
[한국] 코스피 하반기 7,000pt ~ 10,000pt 전망

- 하반기 증시는 반도체 실적 모멘텀 둔화에도 불구하고, 비반도체 이익 확산 흐름이 이어지며 시장 전체 이익은 견조한 수준 유지할 전망
- 반도체 Peak-Out 우려에도 경기 확장 흐름과 정책 기대가 지수 하단 안정성을 지지하는 구조
- 결국 하반기는 실적 모멘텀이 지수 하단을 지지하는 가운데, PER 하단 안정화와 제한적 정상화가 동시에 나타나는 국면으로 전개될 전망
- (상단: PER 9배, EPS +11.3% / 하단: PER 7.3배, EPS -5%)

코스피 하반기 7,000pt ~ 10,000pt 전망



코스피 밸류에이션 밴드 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[한국] 하반기 최종 선호 업종 선별

- 하반기 한국 증시는 반도체 중심 EPS 급가속 장세 이후, 비반도체 업종을 중심으로 이익 확산 가능성이 점진적으로 확대될 것으로 판단
- 특히 미국 Heating Up 국면 지속과 한국 반도체 투자사이클 확장 흐름이 동시에 유지되고 있다는 점에서, 경기 확장 수혜 업종 중심 접근이 중요하며, High-for-Longer 금리 환경과 일시적인 스태그플레이션 우려 역시 존재한다는 점에서 일부 방어 업종 역시 함께 고려할 필요
- 따라서 한국 역시 실적 모멘텀, 경기국면, 투자사이클을 동시에 고려한 바벨 전략 중심의 업종 선택 전략이 유효할 전망
- 하반기 한국 선호 업종은 반도체, 비철/목재, 기계, 호텔/레저서비스, 은행, 증권, 보험 업종

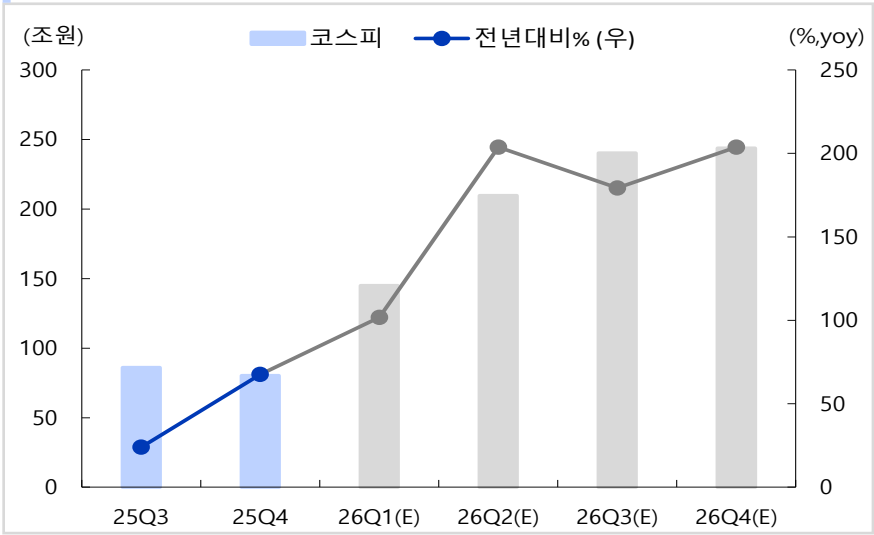
하반기 한국 증시 선호 업종

업종명	실적 모멘텀	확장 국면 TOP10	스태그플레이션 TOP10	투자사이클 확장 TOP10	투자사이클 현금 회수 TOP10	선호도
반도체	Q3	O		O	O	★★★
비철, 목재	Q4		O	O	O	★★★
기계	하반기	O			O	★★★
호텔,레저서비스	하반기		O		O	★★★
은행	하반기	O		O		★★★
증권	연말	O		O	O	★★★
보험	3Q, 연말		O	O	O	★★★
IT가전	Q3	O		O		★★
에너지	Q3,연말	O		O		★★
화학	Q3,연말	O		O		★★

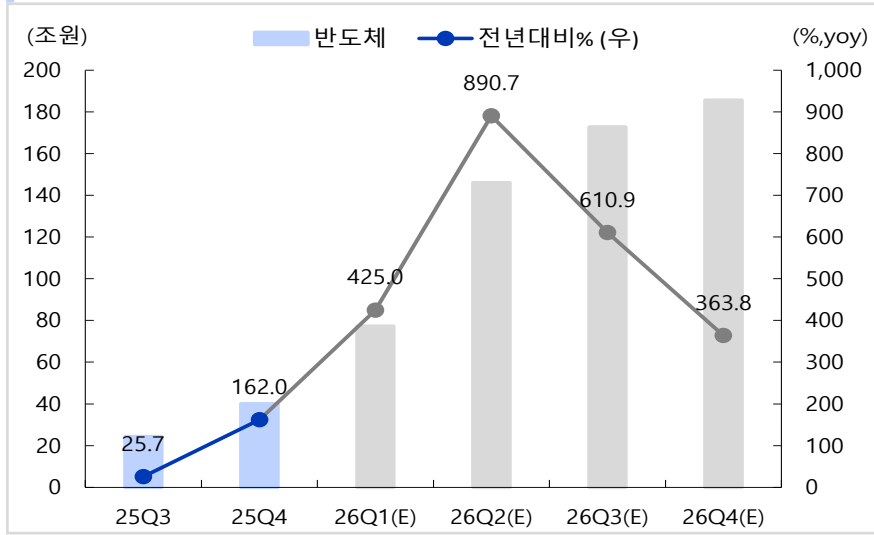
자료: 교보증권 리서치센터

[한국] 코스피 및 선호 업종 실적 모멘텀 추이(1)

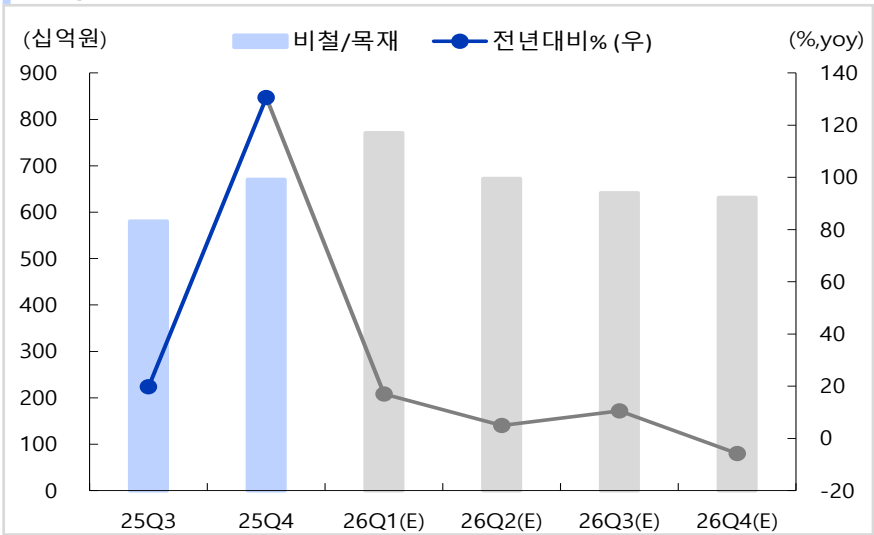
코스피 실적 모멘텀 추이



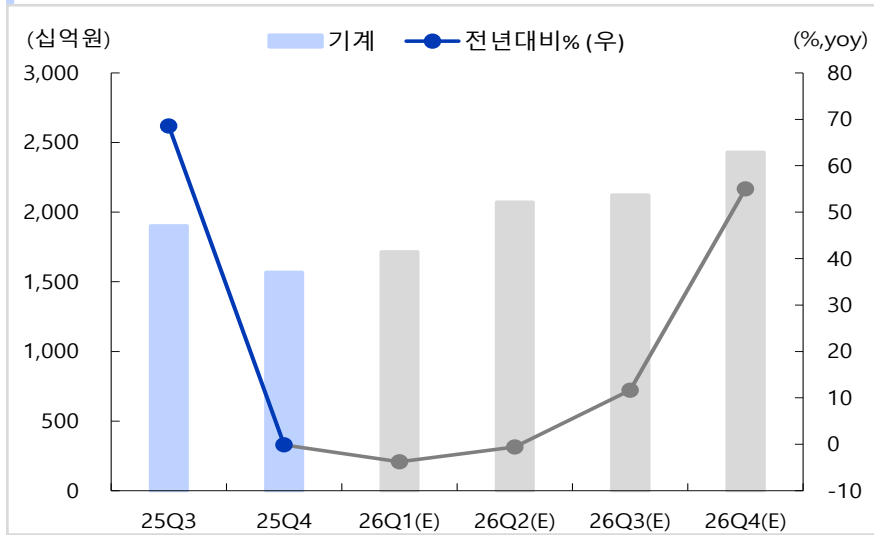
반도체 실적 모멘텀 추이



비철/목재 실적 모멘텀 추이



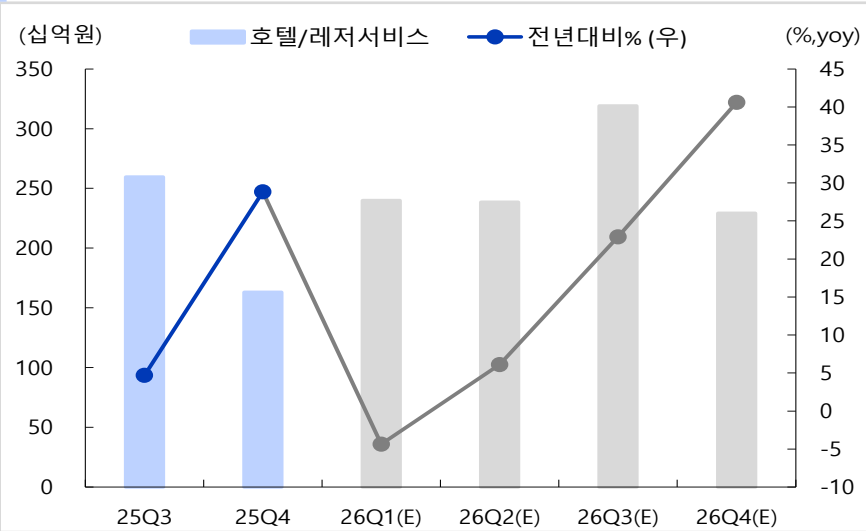
기계 실적 모멘텀 추이



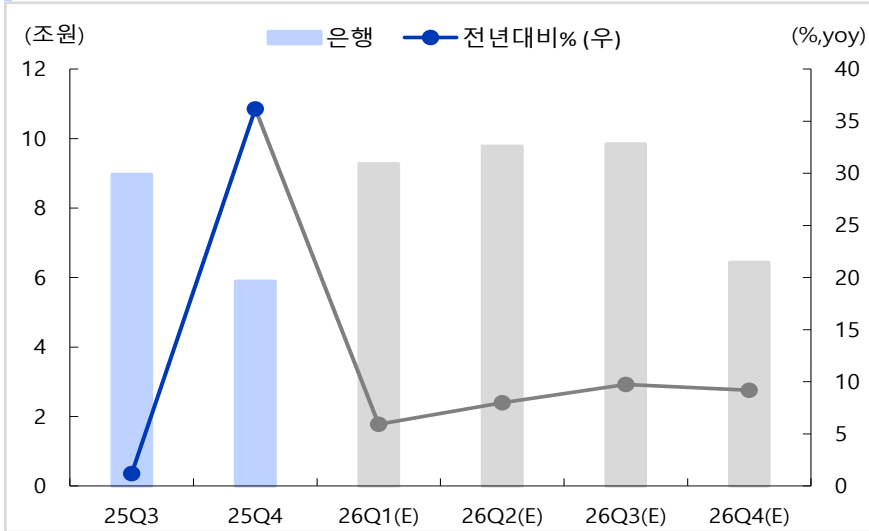
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[한국] 코스피 및 선호 업종 실적 모멘텀 추이(2)

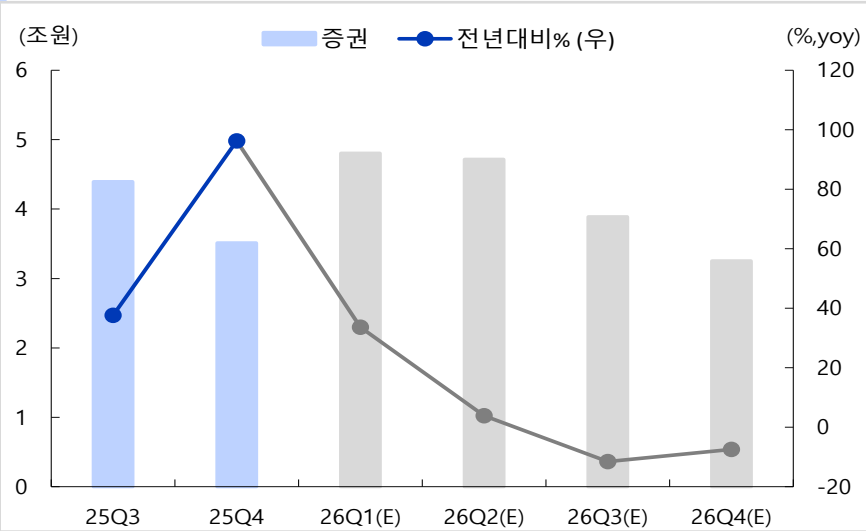
호텔/레저서비스 실적 모멘텀 추이



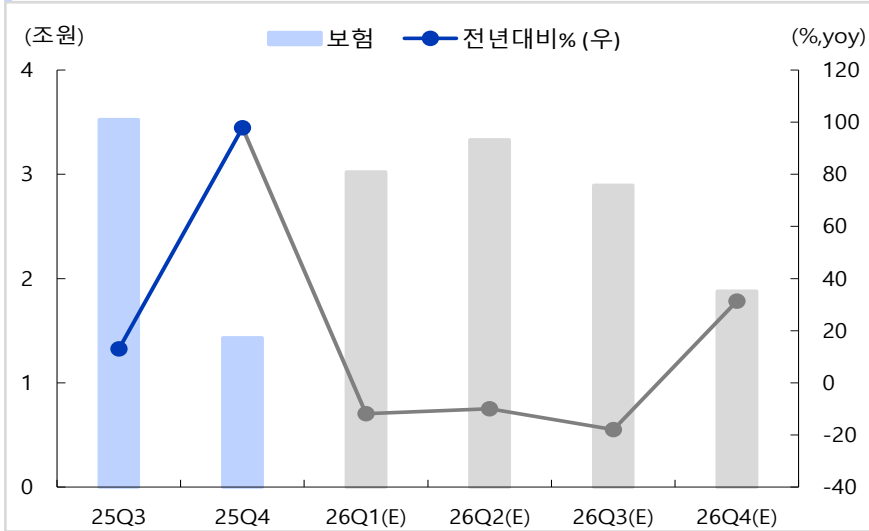
은행 실적 모멘텀 추이



증권 실적 모멘텀 추이



보험 실적 모멘텀 추이

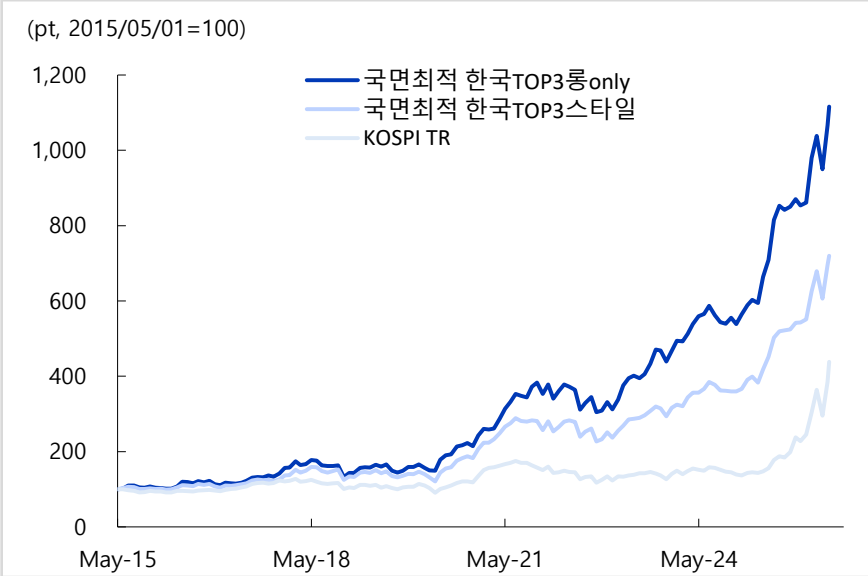


자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

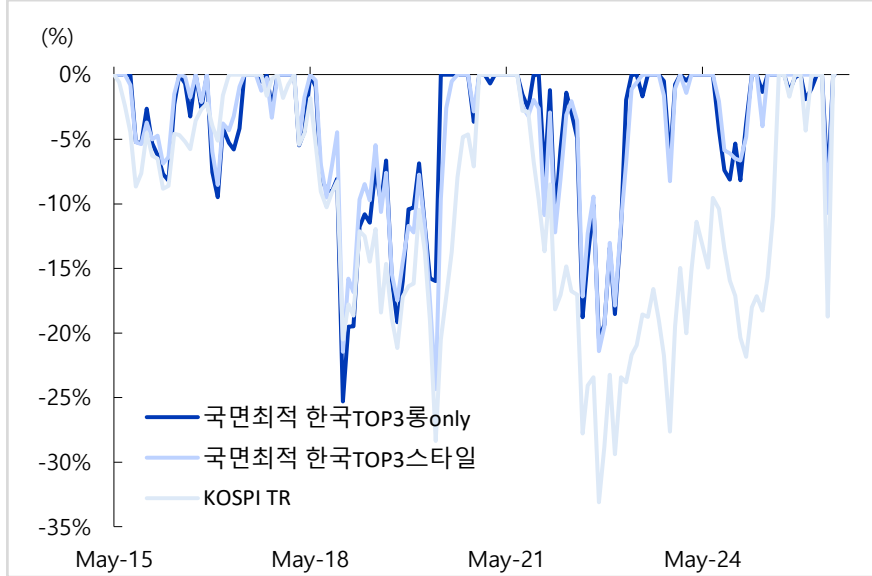
[한국] 이익 확산 국면에서 스타일 차별화 확대

- 과거 Heating Up 및 스태그플레이션 국면에서 한국은 로우볼, 가치, 고베타 스타일이 안정적으로 상위권에 위치했으며, 이는 High-for-Longer 금리 환경에서 실적 가시성, 밸류에이션 매력, 경기 확장 민감도가 동시에 중요해지는 구조를 반영
- 다만 한국 반도체 투자사이클이 여전히 확장 국면에 위치하고 있고, 삼성전자와 SK하이닉스가 성장 스타일에 포함된다는 점에서 성장 스타일 역시 AI/HBM 중심 핵심 종목에 한해 여전히 유효한 접근으로 판단
- 즉 하반기 한국 시장은 로우볼, 가치, 고베타 스타일을 중심으로, AI 반도체 중심 성장 스타일은 선별적으로 병행하는 바벨형 스타일 전략이 유효할 전망

국면별 상위 TOP3 스타일 로테이션 전략 성과



낙폭 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[한국] 2026 하반기, Heating Up 국면 주요 스타일 롱only 종목

	종목명	업종명	스타일	시가총액	리밸런싱 이후		종목명	업종명	스타일	시가총액	리밸런싱 이후
1	두산에너빌리티	기계	가치	75,010	-7.9	21	CJ대한통운	운송	로우볼	2,163	-6.2
2	LG전자	IT가전	가치	35,346	54.0	22	에스엠	미디어, 교육	로우볼	2,141	-3.2
3	고려아연	비철, 목재	가치	31,539	-4.3	33	현대바이오	화장품, 의류, 완구	로우볼	1,173	-9.3
4	현대글로비스	운송	가치	19,725	15.9	24	미래에셋증권	증권	고베타	40,457	11.6
5	LS	기계	가치	15,756	11.5	25	에코프로	화학	고베타	19,321	-6.9
6	KT	통신서비스	가치	15,525	1.1	26	OCI홀딩스	화학	고베타	6,805	-1.0
7	대한광통신	IT하드웨어	가치	3,848	63.4	27	대한광통신	IT하드웨어	고베타	3,848	63.4
8	현대엘리베이터	기계	가치	3,640	-5.7	28	우리기술	상사, 자본재	고베타	3,114	-15.7
9	풍산	비철, 목재	가치	2,601	-6.5	29	성호전자	IT가전	고베타	3,036	4.6
10	원익홀딩스	반도체	가치	2,336	-7.8	30	원익홀딩스	반도체	고베타	2,336	-7.8
11	동원산업	필수소비재	가치	1,733	1.8	31	휴림로봇	기계	고베타	1,509	0.1
12	SNT다이내믹스	자동차	가치	1,679	-15.6	32	SK하이닉스	반도체	성장	1,404,024	53.2
13	교보증권	증권	가치	1,590	2.3	33	NC	소프트웨어	성장	6,011	3.1
14	솔브레인홀딩스	IT가전	가치	1,275	-14.8	34	효성	상사, 자본재	성장	4,118	7.9
15	태광	기계	가치	927	-22.1	35	에스앤에스텍	반도체	성장	1,845	-14.1
16	삼성화재	보험	로우볼	24,020	16.7	36	씨젠	건강관리	성장	1,671	30.3
17	HMM	운송	로우볼	18,959	-2.0	37	케이엠더블유	IT하드웨어	성장	1,370	9.2
18	대한항공	운송	로우볼	10,052	11.2	38					
19	한화생명	보험	로우볼	4,768	12.4	39					
20	비츠로셀	IT가전	로우볼	2,734	5.8	40					

자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터. 주: 리밸런싱일은 2026년 4월 30일. 시가총액 단위는 십억원. 성장 스타일은 선별적으로 병행할 필요

[퀀트]

B의 시간: Barbell and Balance

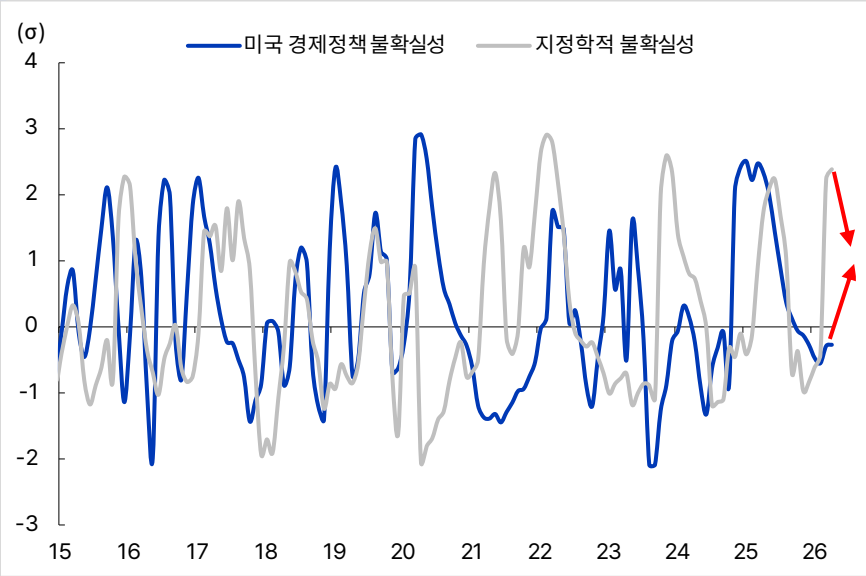
[퀀트] 정상휘 책임연구원

KYOBO
교보증권

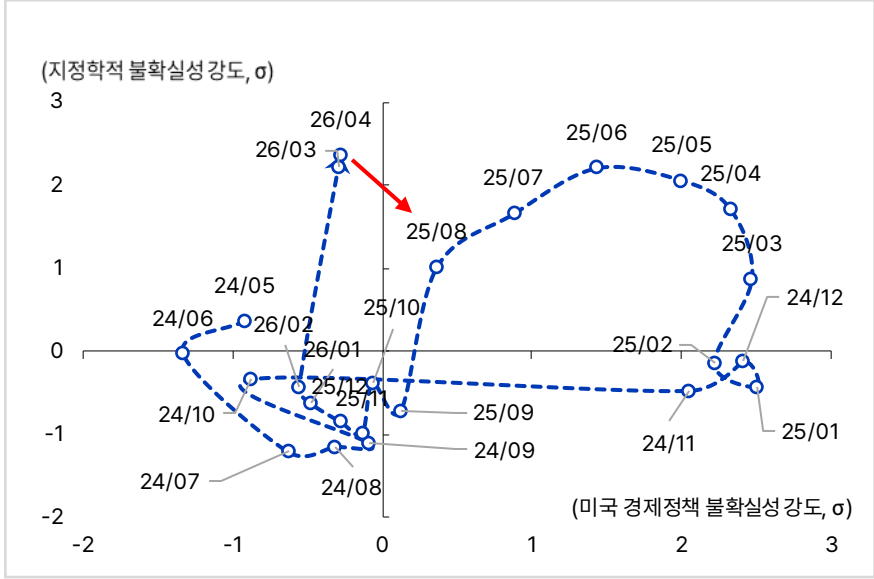
[미국] 불확실성 국면에 따른 매크로 환경 구분 시도

- 당분간 1) 통화정책 등 미국 경제정책 불확실성 및 2) 글로벌 지정학 리스크의 확대/완화 흐름에 연동되는 흐름을 보일 개연성이 높음
- Baker, Bloom & Davis의 US Economic Policy Uncertainty Index(이하 '경제정책 불확실성 지수') 및 Caldara & Iacoviello의 Geopolitical Risk Index('이하 지정학적 불확실성 지수')를 차용하여 불확실성 국면을 재구성. 전월 말 기준 현재의 매크로 환경은 1국면에 근접한 2국면에 위치
- 경제정책 불확실성 측면에서는 정(+)의 위치로의 이동 유력. 지정학적 갈등이 야기한 원자재 시장 불안정성 확대와 이에 따른 공급망 충격으로 인해 당분간 물가 상방 압력 및 통화정책 불확실성을 회피하기 어려운 상황에 놓여 있기 때문. 반면, 지정학적 갈등은 최근의 흐름 대비 완화될 것이 예상되는 상황. 트럼프 대통령이 상당히 적극적으로 중동 지역 전쟁 타개 및 미중 갈등 완화를 밀어붙이고 있기 때문

하반기 경제정책 불확실성 상승, 지정학적 불확실성 상대적 완화 예상



양대 불확실성 국면 기준 1국면 혹은 4국면으로의 전환 예상

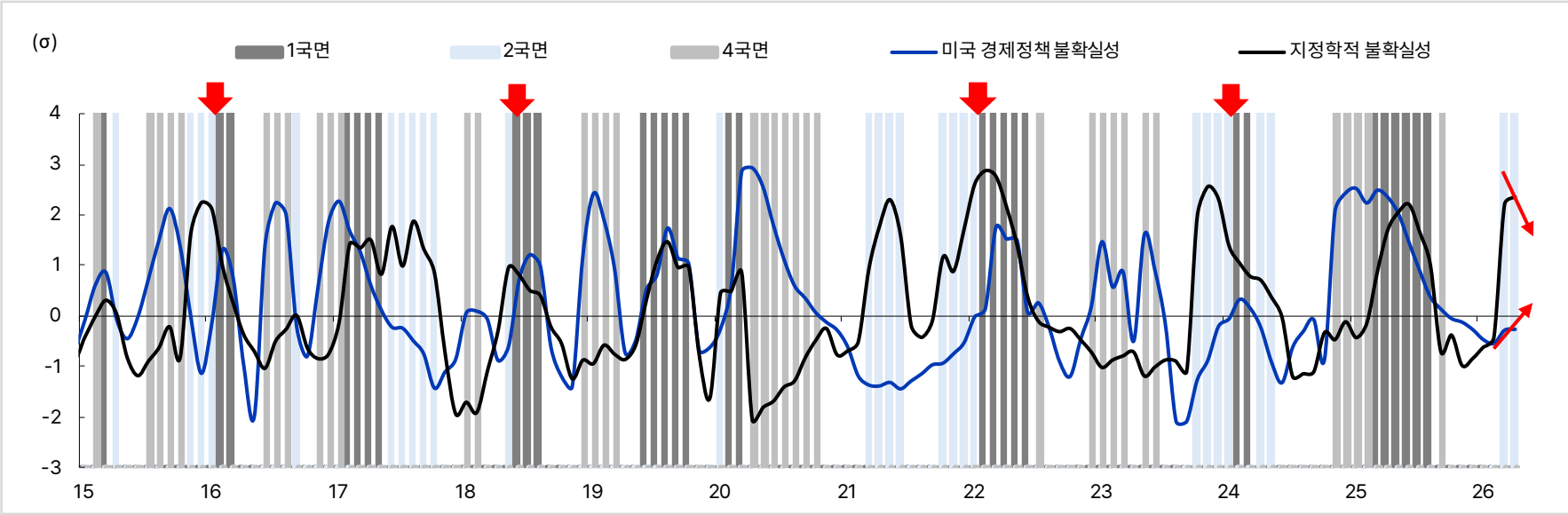


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 불확실성 국면에 따른 매크로 환경 구분 시도

- 역대 불확실성 국면 변화 흐름을 보면 2국면 지점에서 경제정책 불확실성 확대 시 1국면으로 이동했던 경향을 보임
- 2015년 이후를 대상으로 살펴보면, 우발적 상황이 컸던 코로나 발발시기를 제외할 경우 15년 하반기, 18년 상반기, 21년 하반기, 23년 하반기 흐름이 매크로 불확실성 국면 변화 흐름이 현재와 유사하다고 볼 수 있음

15년 하반기, 18년 상반기, 21년 하반기, 23년 하반기 흐름 주목

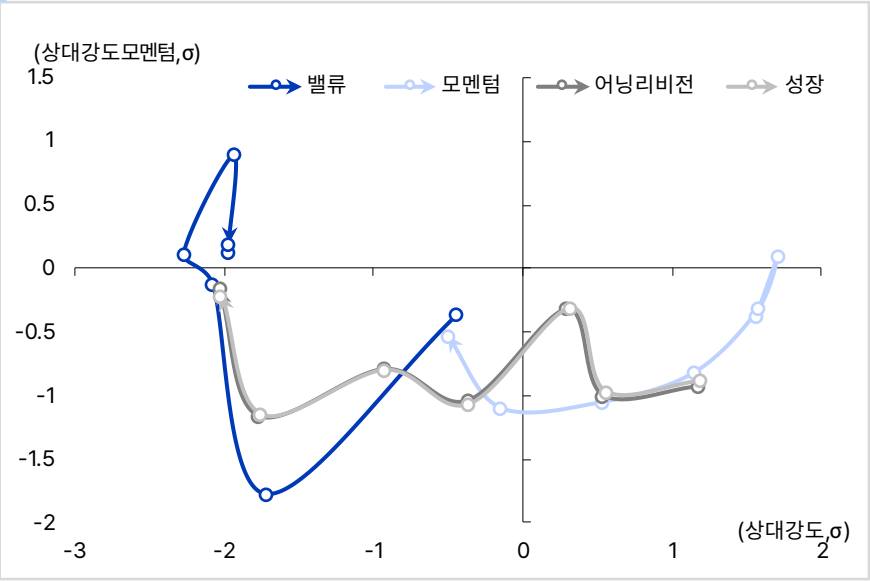


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

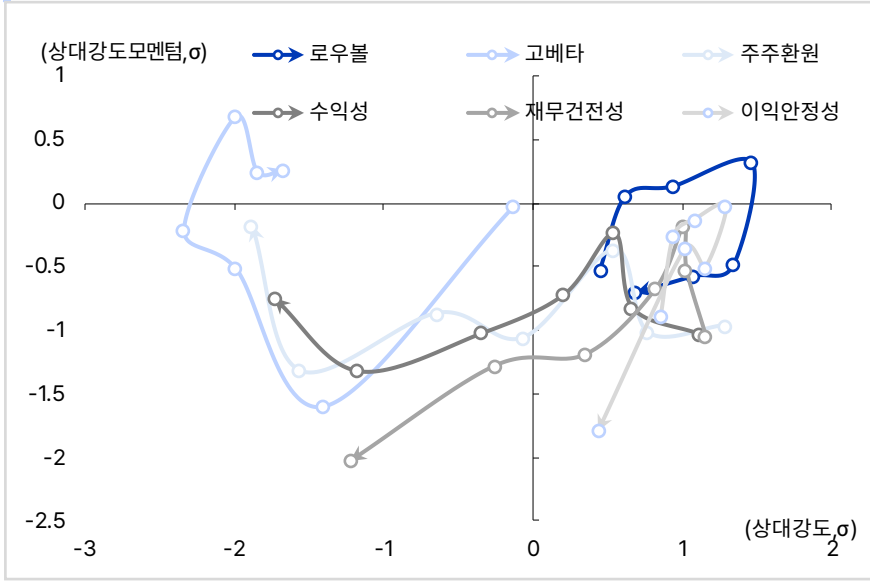
[미국] 2015년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (1)

- 스타일 팩터의 선호 양상과 그 모멘텀을 그려내기 위해 X축을 해당 스타일(Long Position Top 20% Long-Only)의 BM(S&P500 대비) 상대강도, Y축을 그 상대강도의 증가속도로 하여 최근 1년 흐름 대비 정규화된 위치를 도시
- 해당 기간 내에서는 스타일 중 **로우볼** 선호도가 눈에 띄는 모습
- 후반기 시간을 보내면서 점차 **밸류**, **실적**, **고베타** 스타일에 대한 관심도가 점차 증가
- 수익성, 재무건전성, 이익안정성 등 퀄리티 스타일은 선호도 부진

15년 하반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



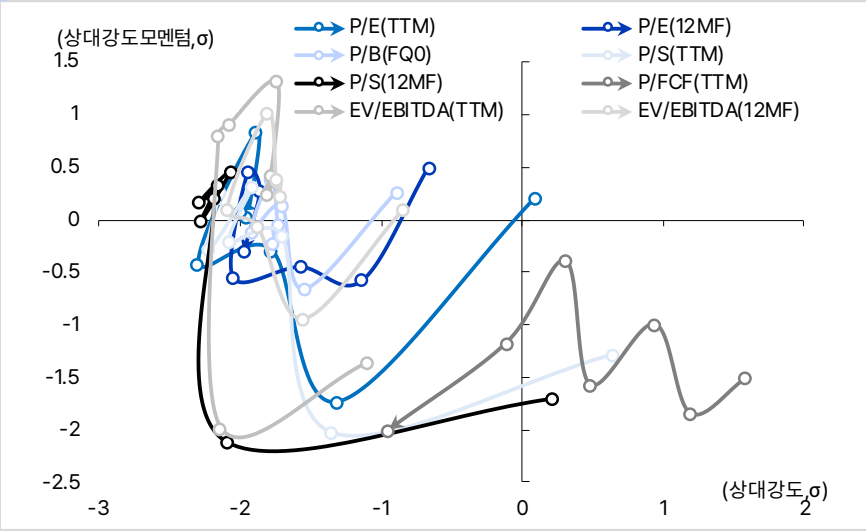
15년 하반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



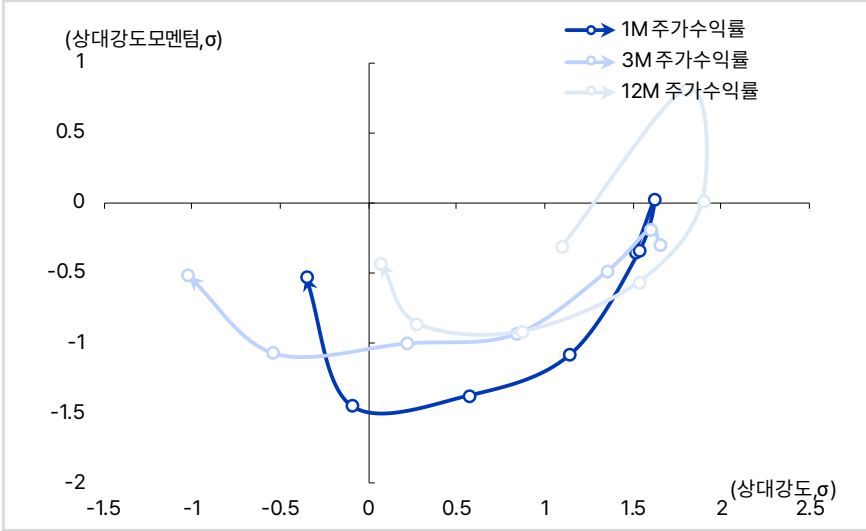
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2015년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (2)

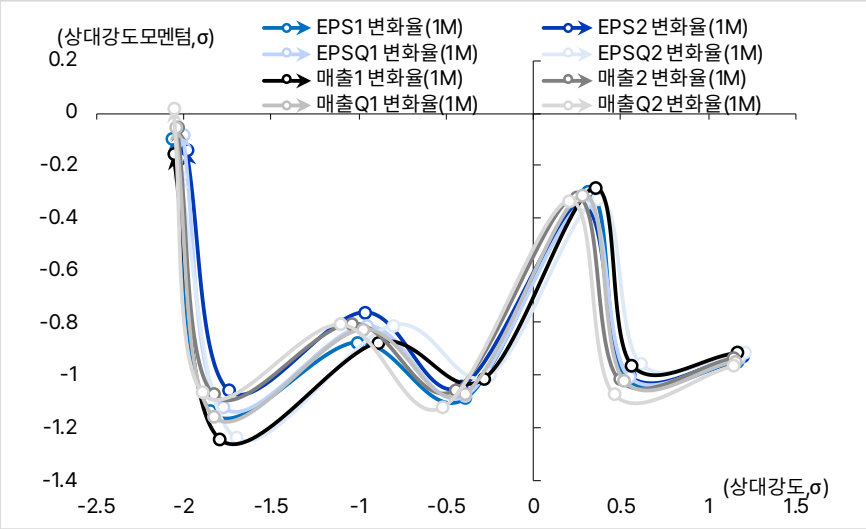
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



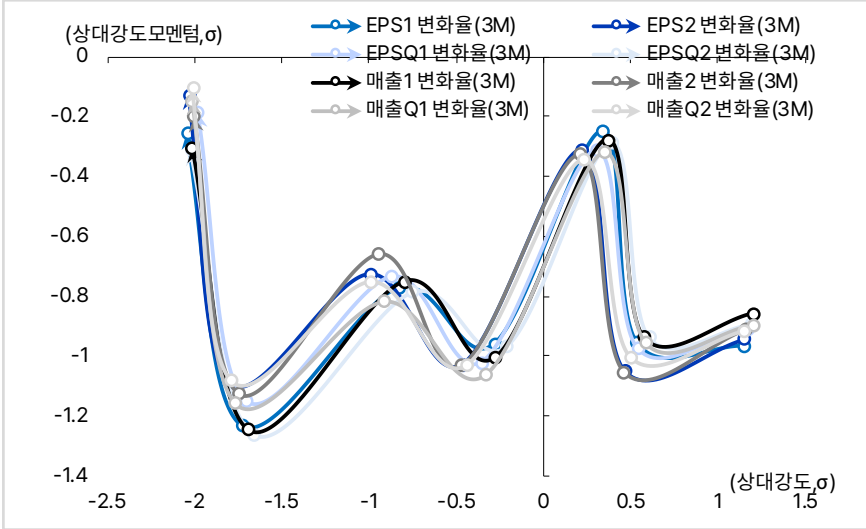
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



단기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



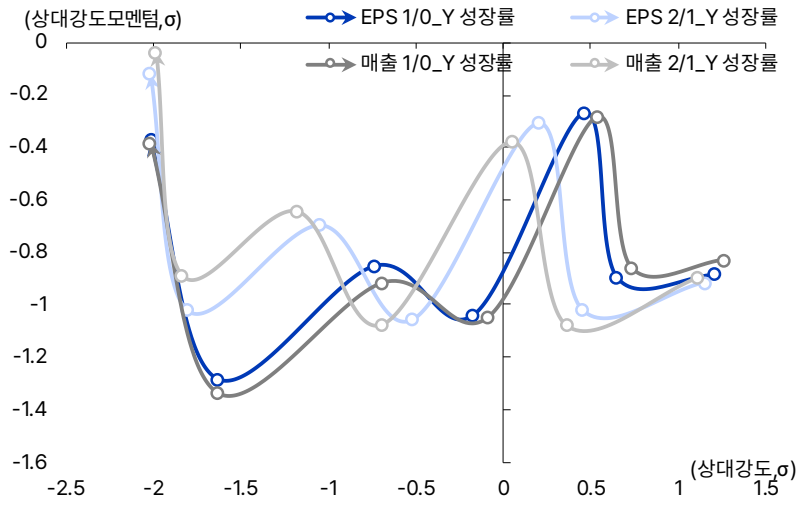
중기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



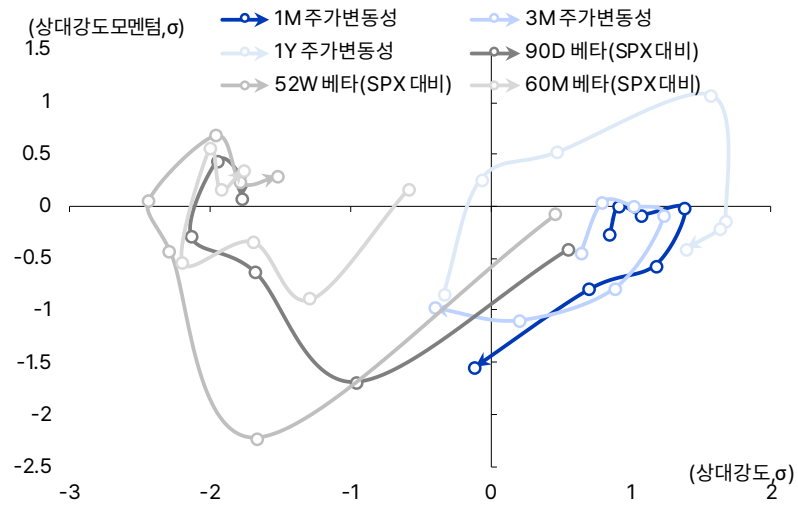
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2015년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (3)

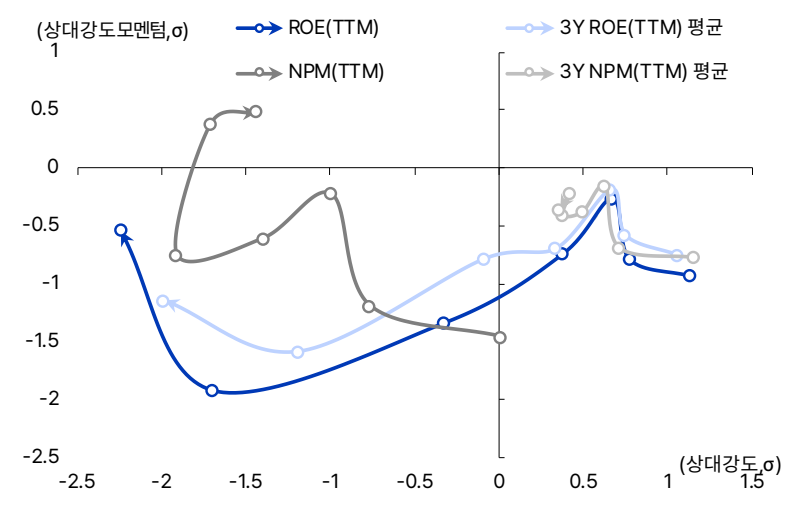
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



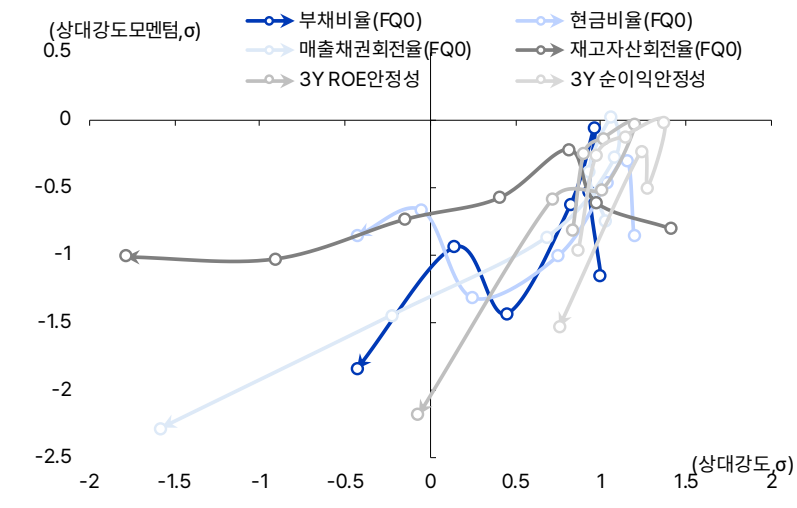
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이

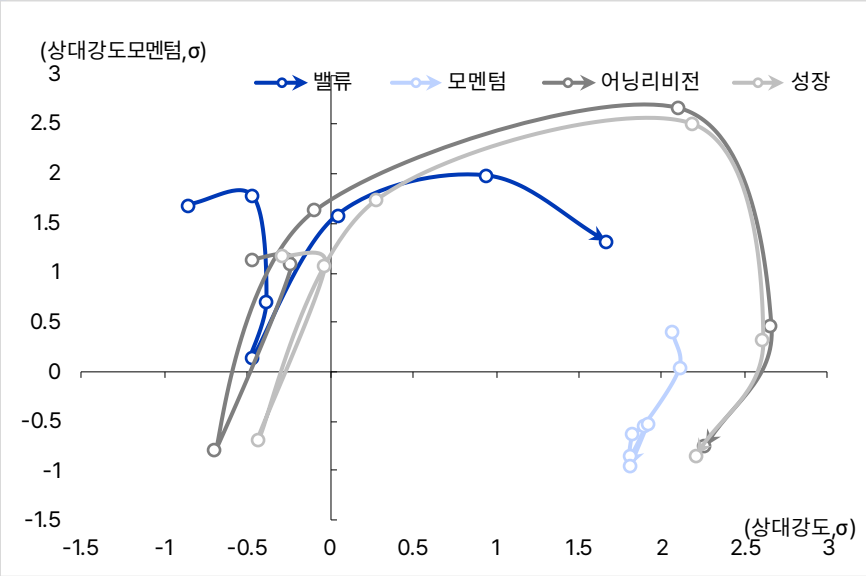


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

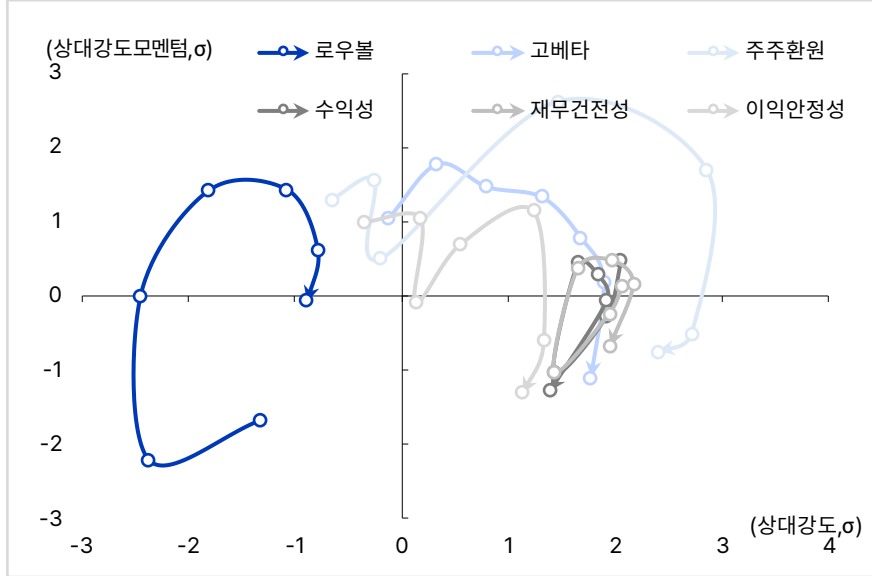
[미국] 2018년 상반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (1)

- 상대강도의 변화와 상대강도 확대의 속도를 종합적으로 고려해볼 때 **밸류**, **실적**, **로우볼**, **고베타**, 주주환원에 대한 선호도가 크게 증가
- 반면, 2015년 하반기와 마찬가지로 수익성, 재무건전성, 이익안정성 등 퀄리티 스타일은 선호도 부진
- 주가모멘텀 스타일 또한 상대적으로 부진한 모습을 보임

18년 상반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



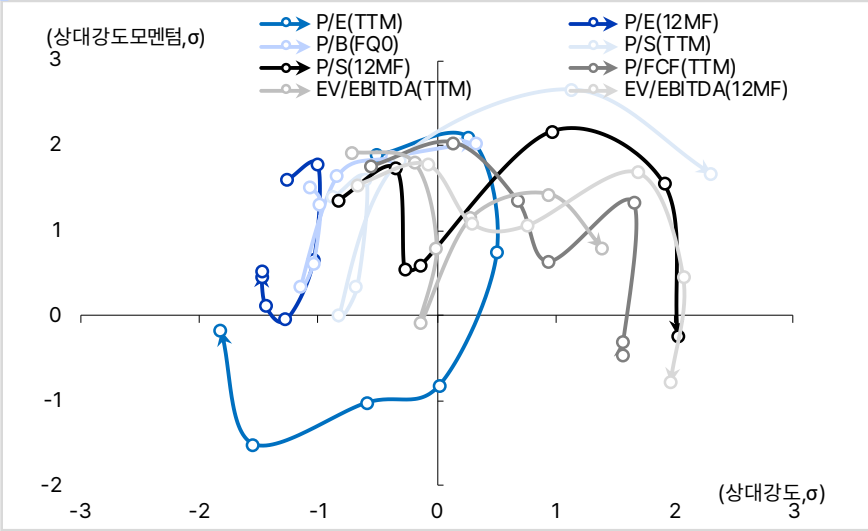
18년 상반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



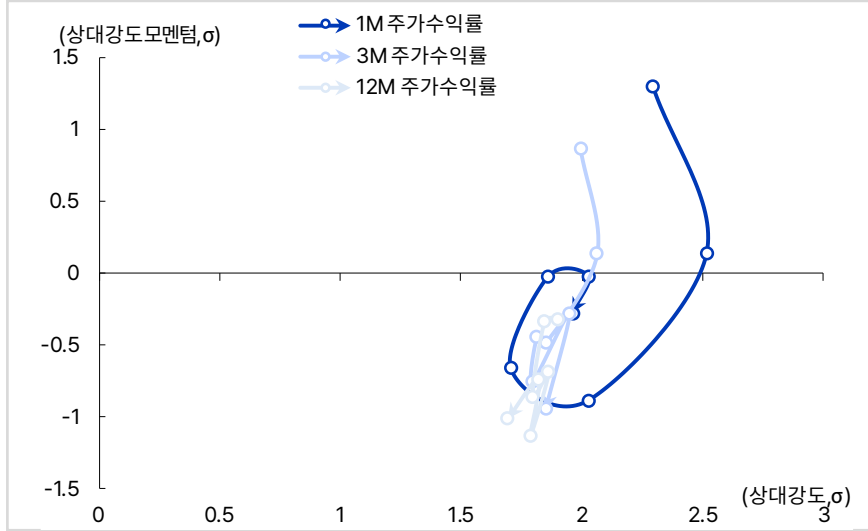
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2018년 상반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (2)

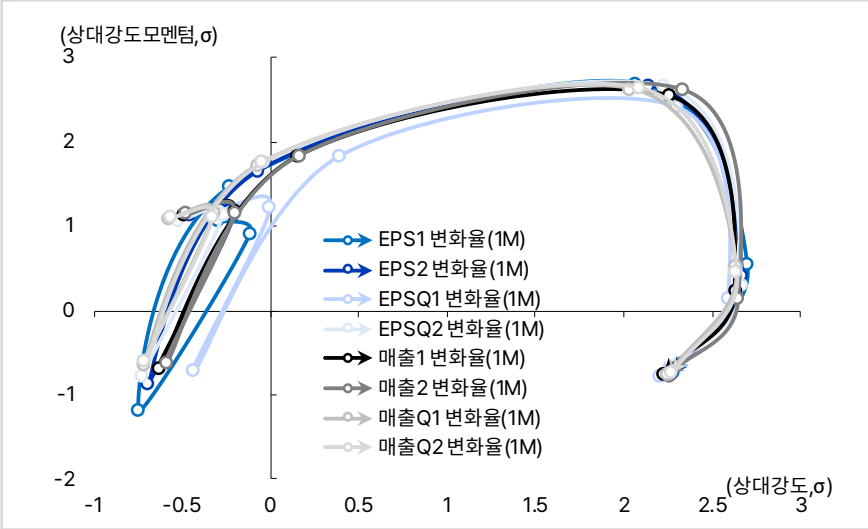
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



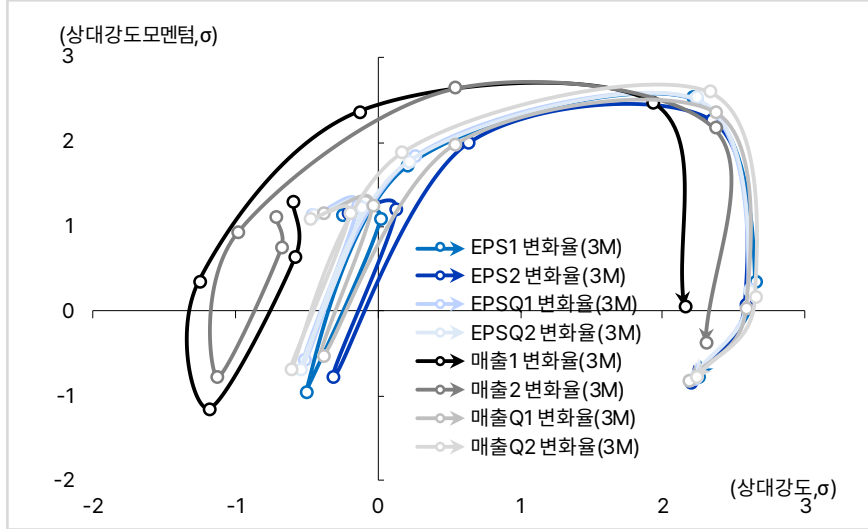
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



단기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



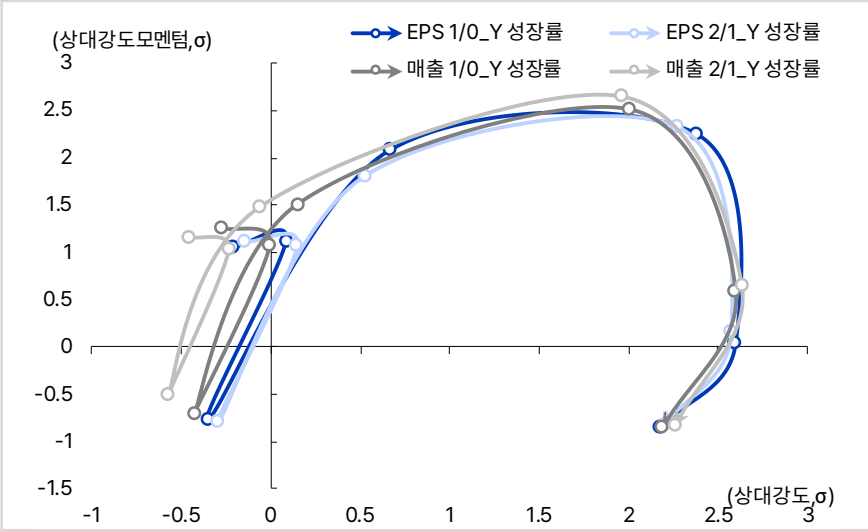
중기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



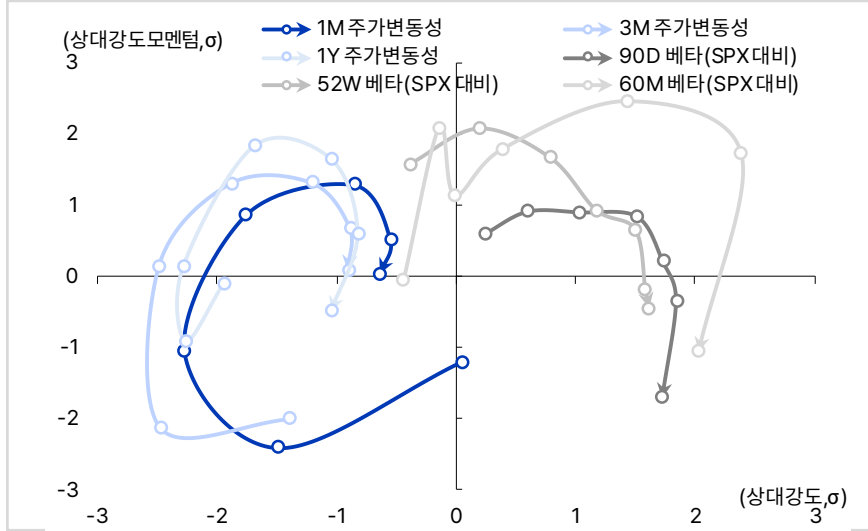
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2018년 상반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (3)

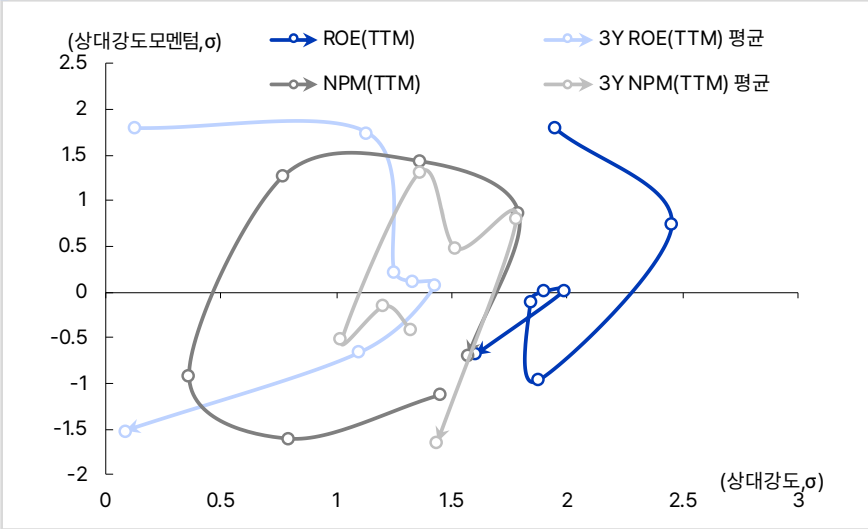
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



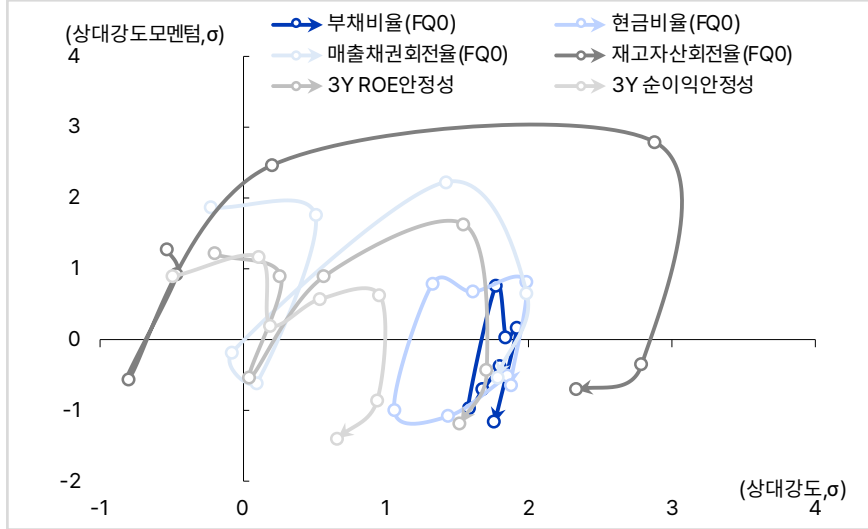
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이

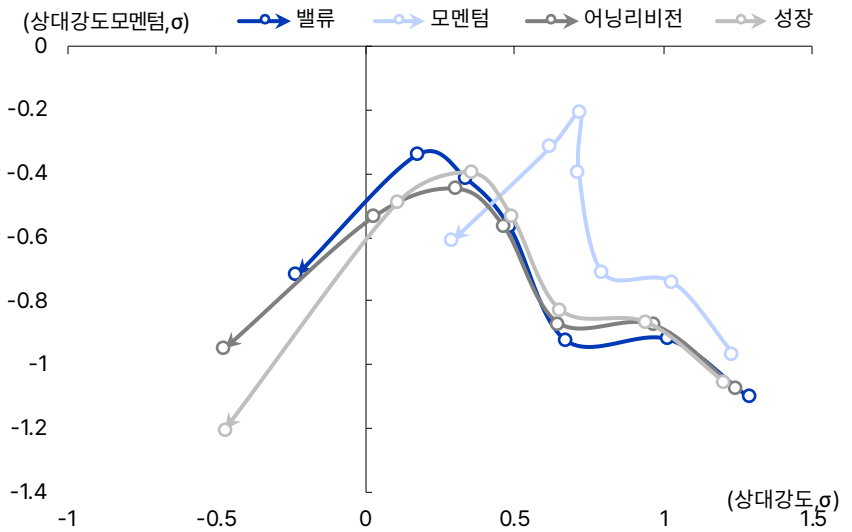


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

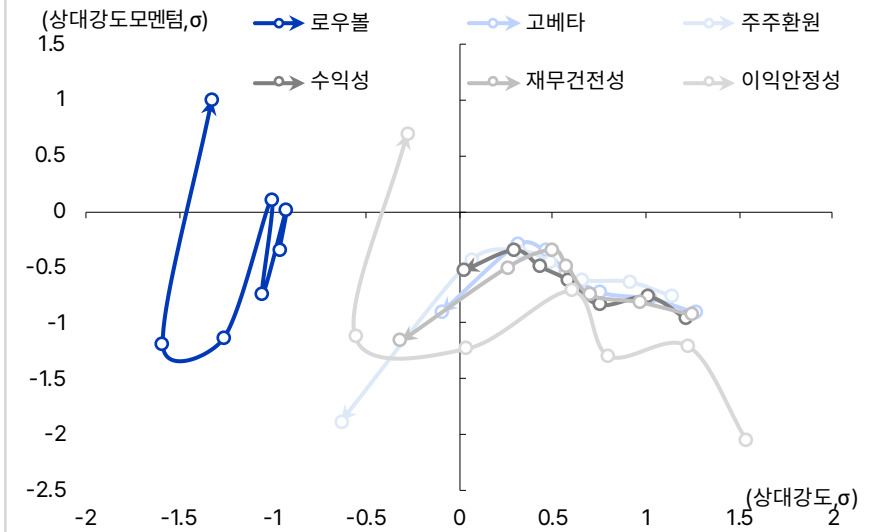
[미국] 2021년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (1)

- 상대강도의 경우 금리인상 임박에 따른 주식시장 위험회피심리 확산에 따라 모든 스타일에서 축소되는 흐름이 포착됨
- 다만 상대강도 모멘텀 측면에서 상대적으로 **로우볼**, 이익안정성, **밸류**, 모멘텀에 대한 선호도가 두드러지는 모습이 포착됨
- 수익성 또한 점진적인 모멘텀을 얻어가는 모습이 특징적
- **실적**의 경우에도 해당 연말 금리 인상 우려에 따른 모멘텀 대폭 축소를 제외하면 대체로 선호되었던 흐름을 보이는 중

21년 하반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



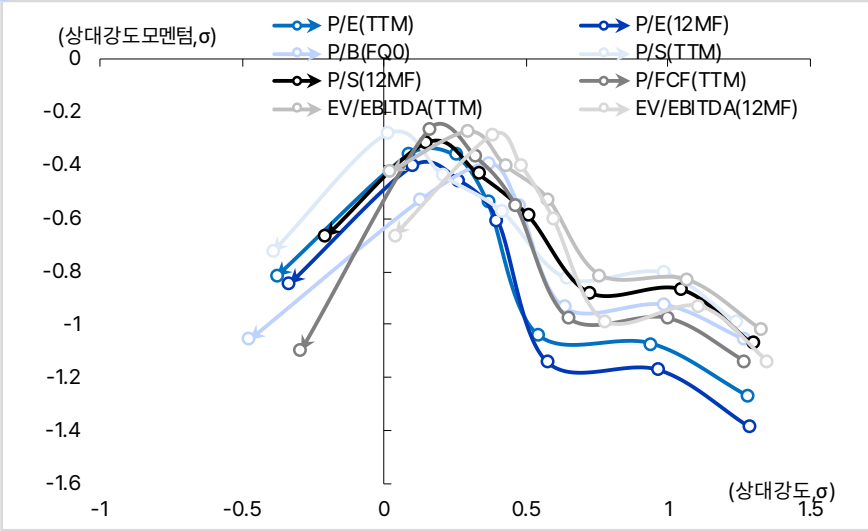
21년 하반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



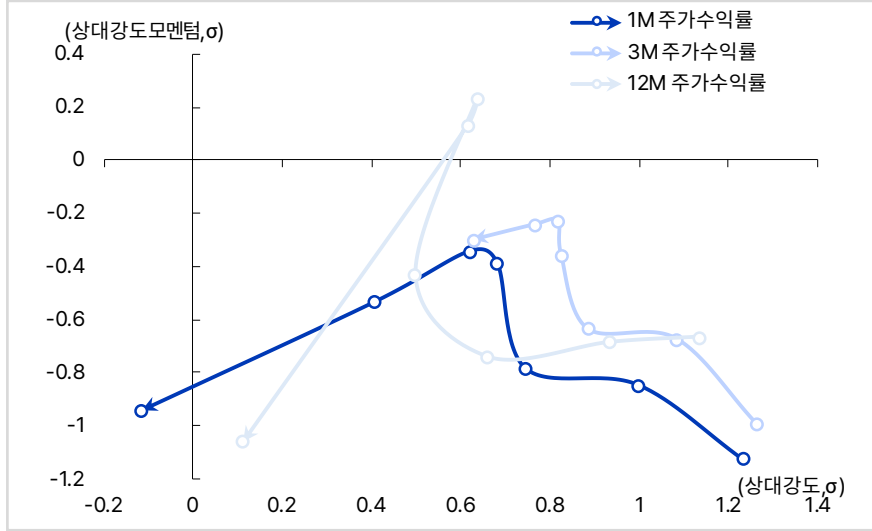
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2021년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (2)

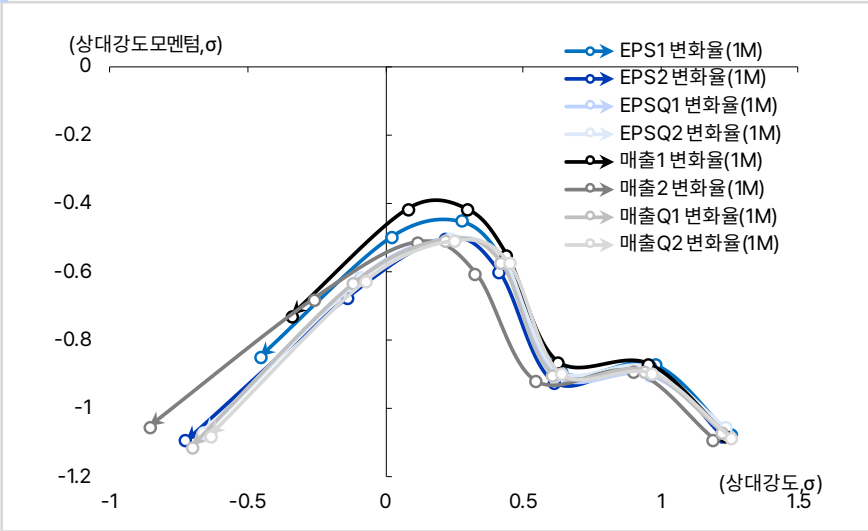
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



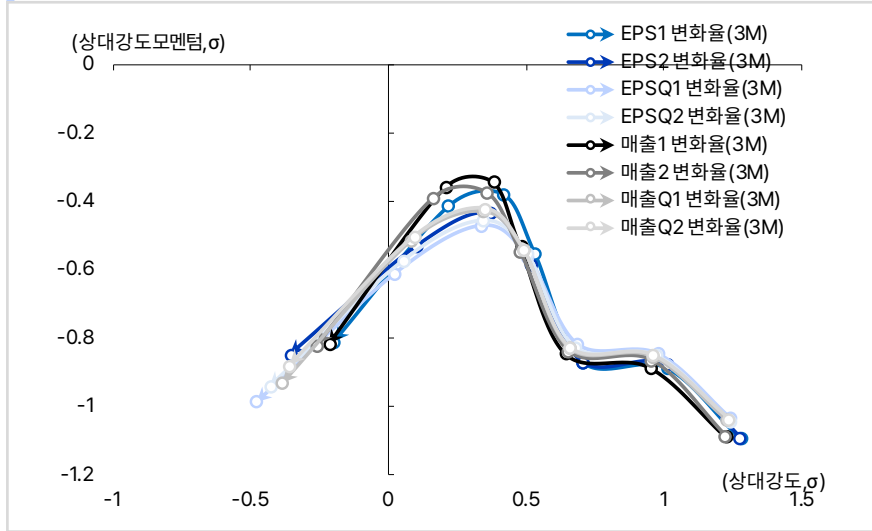
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



단기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



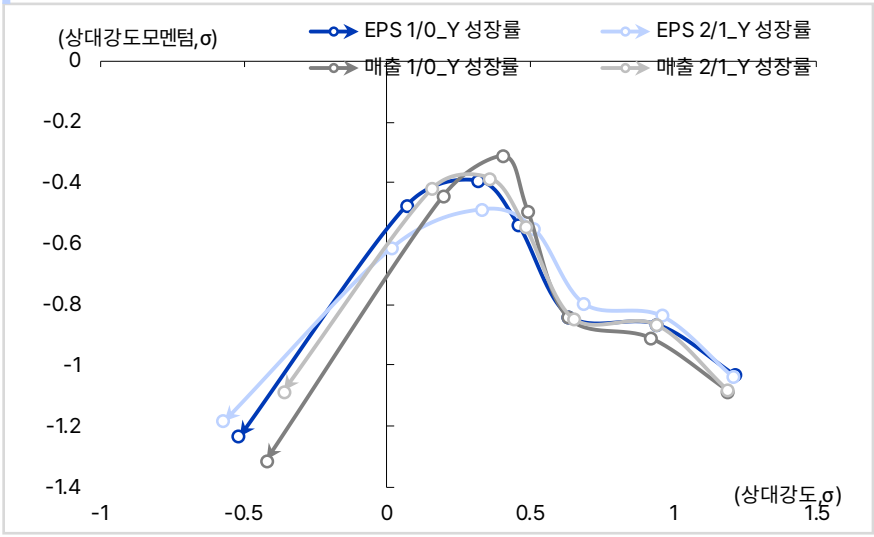
중기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



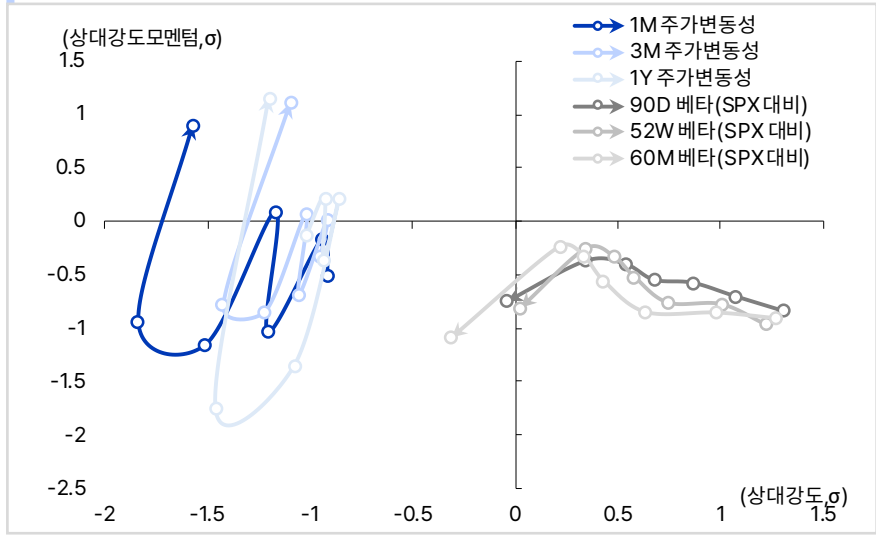
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2021년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (3)

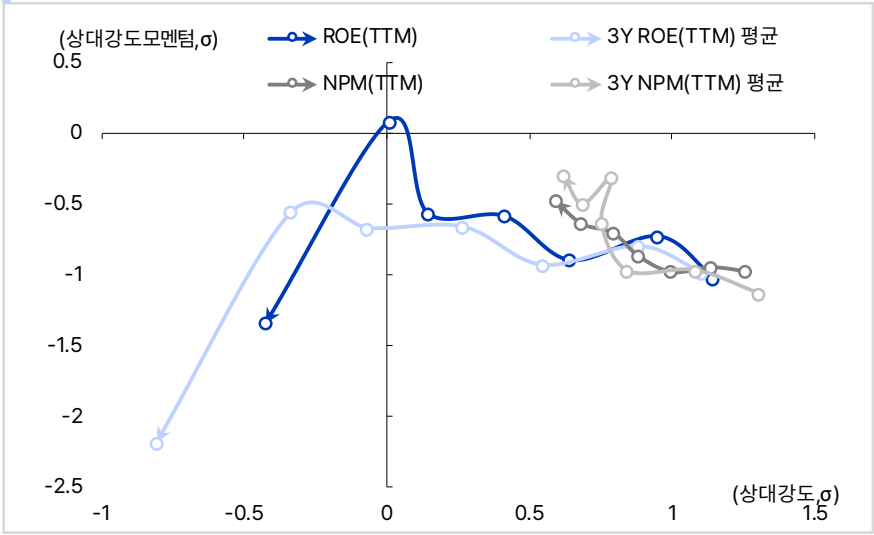
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



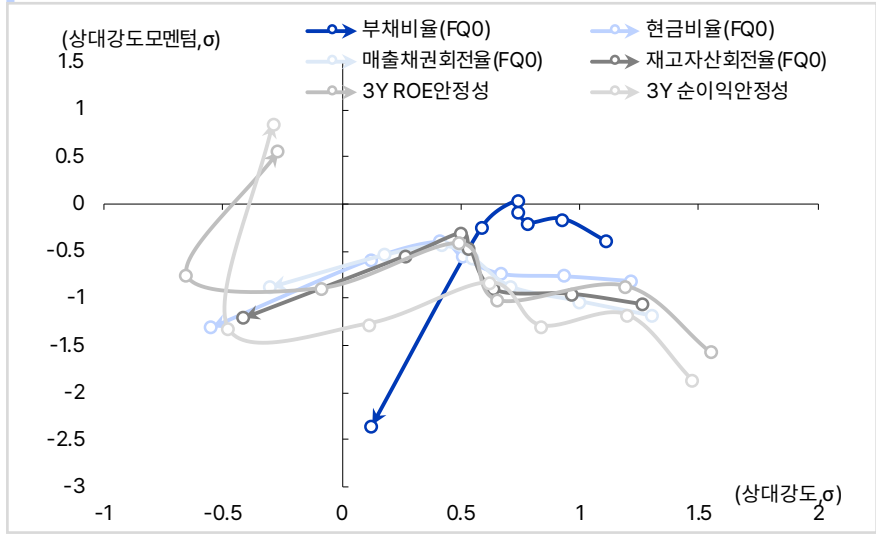
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이

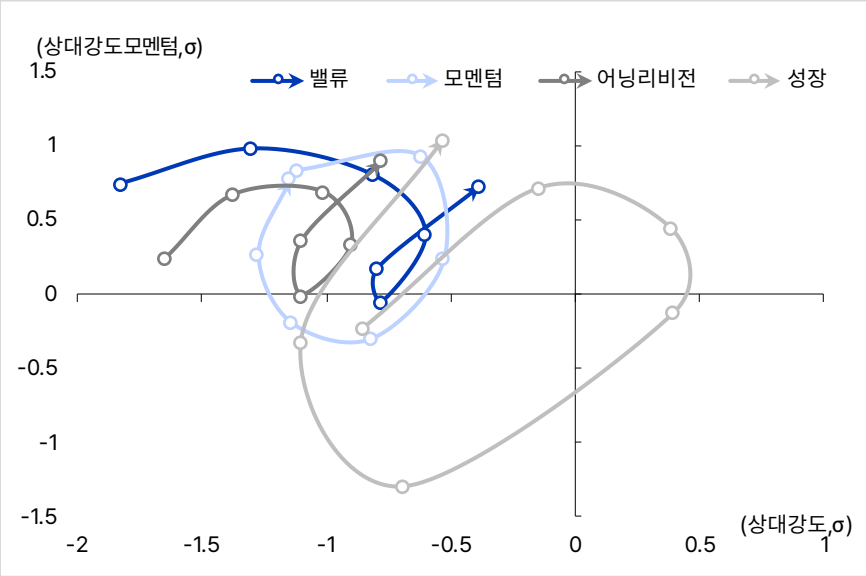


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

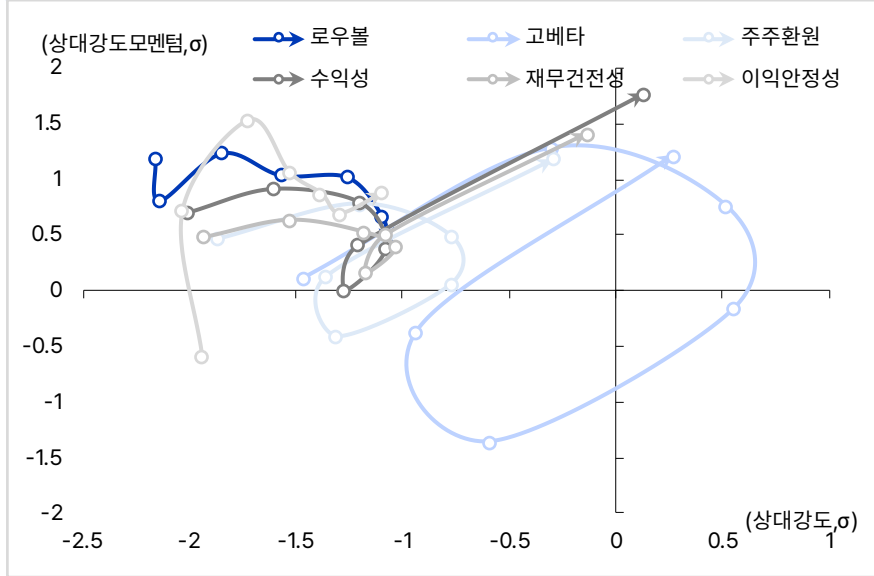
[미국] 2023년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (1)

- 금리인하 사이클 진행 및 견고한 성장률 기록에 따라 주식시장의 랠리가 진행되던 시기
- 확산사이클 상으로 도시해봤을 때 수익성, 재무건전성, **실적**, **로우볼**, **밸류** 등의 스타일 팩터 선호 모멘텀이 상대적으로 양호했음
- 다만, **성장**, **고베타**에 대한 스타일 선호도에서는 선호도 확대 과정 속 변동성이 심화되었던 모습

23년 하반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



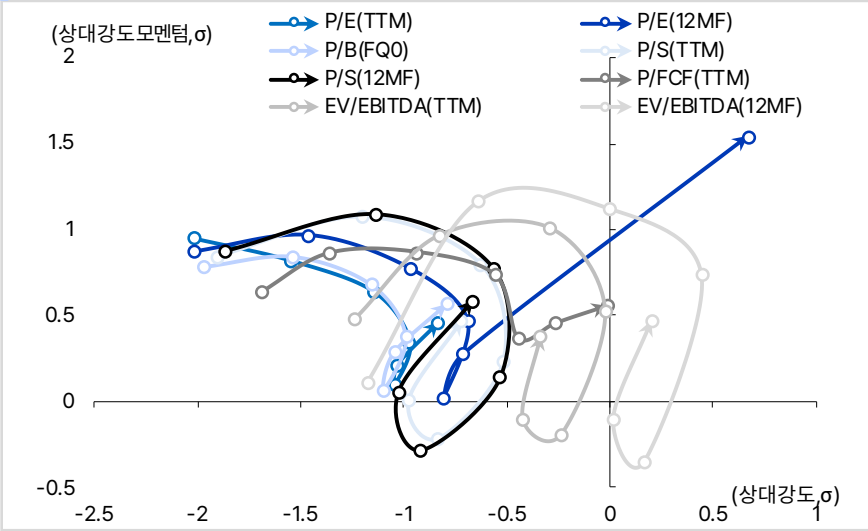
23년 하반기 S&P500 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



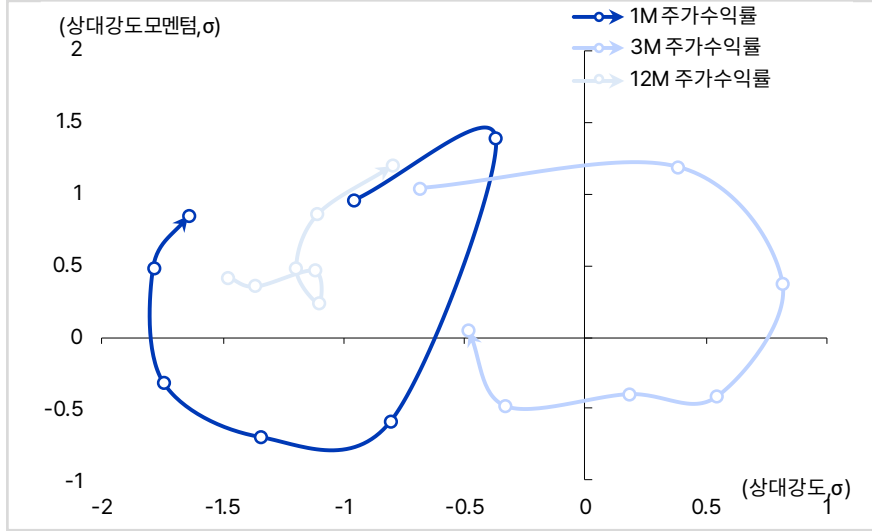
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2023년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (2)

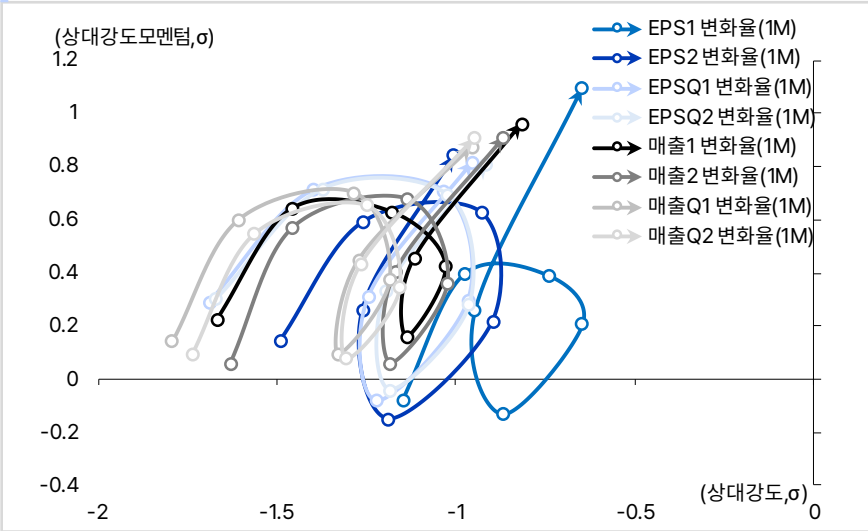
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



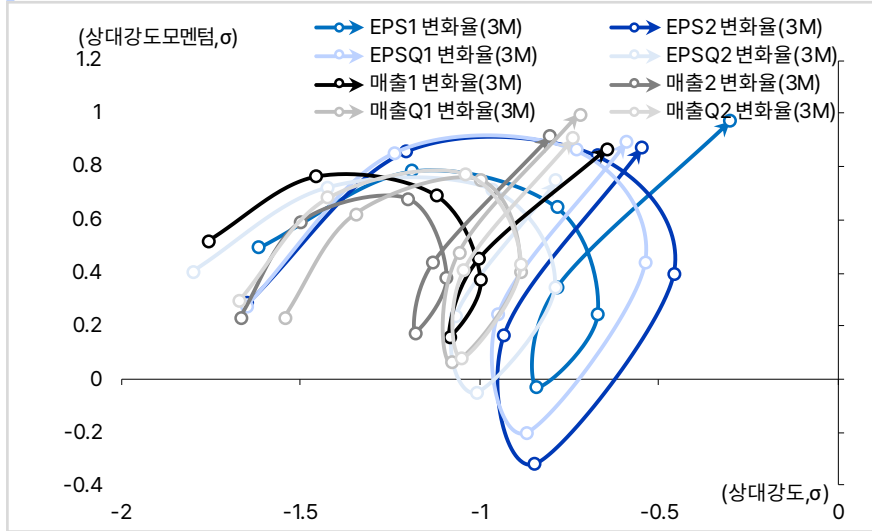
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



단기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



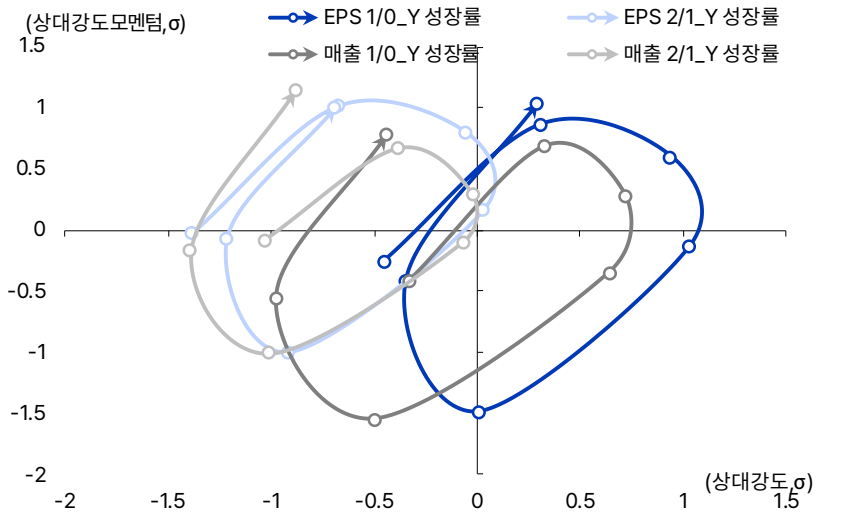
중기 실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



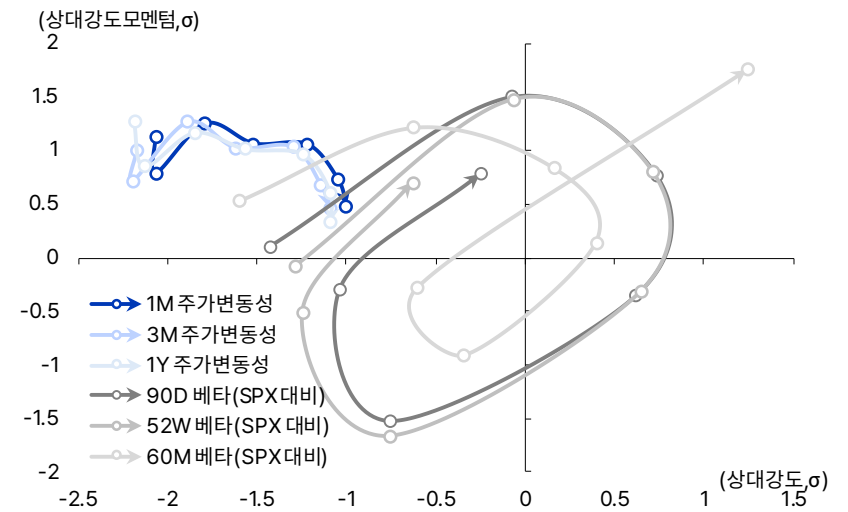
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 2023년 하반기 S&P500 팩터 선호 흐름 (3)

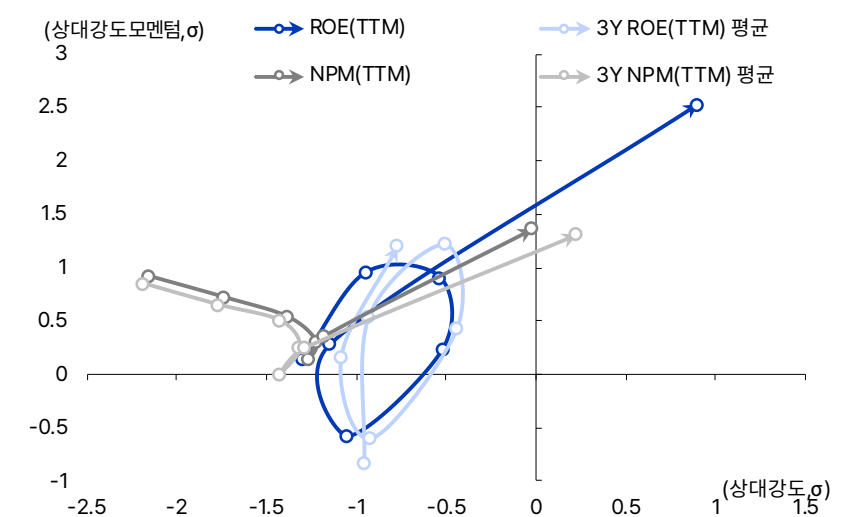
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



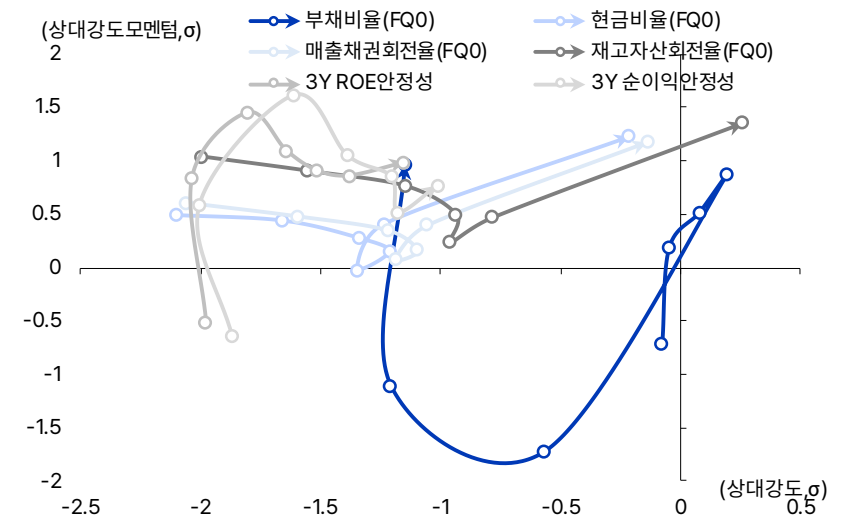
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 로우볼, 밸류, 실적, 고베타 등을 중심으로 한 하반기 유망 종목 선정

- 결국 2015년 이후로 경제정책 불확실성이 상대적으로 크게 확대되었던 2국면에서 1국면으로 넘어가는 기간 동안 반기 사례들을 검토 시, **로우볼** 스타일, **밸류** 스타일, **실적** 스타일 및 **고베타** 스타일이 거의 전체 사례에서 공통적으로 스타일 선호 모멘텀을 가졌던 것으로 파악되고 있음
- 고베타 스타일의 경우 시장에서 거래가 쏠리는 속히 말해 '인기주'라고 본다면 실적(실적리비전, 성장) 측면에서 펀더멘털이 상대적으로 보장된 종목으로 볼 수 있을 것. 실제로 해당 스타일은 상호 움직임이 연관성이 높은 것으로 확인되고 있음
- 실적이 담보된 종목과 더불어, 경제정책 불확실성 확대에 따른 하방 리스크 방어에 대한 투자심리 확보 차 투자자들은 밸류 팩터 내지는 로우볼 팩터에 대한 자연스러운 접근을 시도하는 것으로 판단됨. 종합해보면, 실적 성장에 관한 측면과 리스크 방어에 대한 수요를 동시에 충족하는 바벨 스타일 전략이 유효한 국면이라고 볼 수 있을 것. 이에 따른 선호 업종에 대해 S&P500 종목 스크리닝을 진행하였음

선호 업종 내 선호 스타일 팩터에 따른 종목 선정

티커	종목명	섹터	시가총액	FY1 EPS 3M Chg	FY2 EPS 3M Chg	FQ1 EPS 3M Chg	FQ2 EPS 3M Chg	FY1 매출액 3M Chg	FY2 매출액 3M Chg	FQ1 매출액 3M Chg	FQ2 매출액 3M Chg	FY1/0 EPS YoY	FY1/0 매출액 YoY	FY2/1 EPS YoY	FY2/1 매출액 YoY	P/E(TTM)	P/B(FQ0)	3M 변동성	1Y 변동성	90D 베타	52W 베타
NVDA	NVIDIA Corp	IT	5364.95	8.59	13.68	6.02	6.75	11.78	15.71	9.94	9.29	76.23	71.13	35.15	32.38	47.81	34.11	37.00	46.72	1.57	1.46
MU	Micron Technology Inc	IT	864.50	73.71	128.88	94.58	113.03	43.49	81.05	58.52	73.28	606.07	192.99	73.55	60.10	35.94	11.93	75.54	68.32	2.76	2.67
LRCX	Lam Research Corp	IT	361.72	6.57	12.85	17.27	12.89	3.41	8.46	10.66	8.19	36.09	25.70	38.50	30.46	54.32	34.17	61.03	52.22	2.90	2.13
SNDK	Sandisk Corp/DE	IT	215.03	60.80	114.15	87.30	94.28	27.20	67.36	48.88	57.74	2055.72	166.88	172.88	118.05	49.64	15.60	106.59	100.55	3.17	3.24
STX	Seagate Technology Holdings PL	IT	181.36	13.80	35.99	30.73	28.92	4.43	13.67	11.85	11.18	82.79	32.21	77.15	35.75	69.96	165.45	76.91	59.41	2.17	2.14
WDC	Western Digital Corp	IT	168.46	12.40	30.49	27.20	28.77	4.17	13.00	10.33	10.35	101.12	35.06	72.36	35.61	76.37	17.42	80.21	68.70	2.64	1.80
MCHP	Microchip Technology Inc	IT	52.87	18.20	13.29	19.49	19.61	8.13	6.89	8.72	8.85	91.65	31.04	30.77	14.52	315.16	8.22	46.80	55.48	1.64	1.93
Q	Qnity Electronics Inc	IT	35.24	30.75	30.88	38.63	16.70	4.91	6.68	7.97	1.57	21.46	11.45	16.47	8.61		4.91	57.61		2.68	1.42
BAC	Bank of America Corp	금융	360.36	3.00	1.28	1.39	0.26	1.23	1.02	1.59	0.88	17.19	-36.69	13.19	5.00	12.54	1.31	25.50	26.64	0.99	1.16
MS	Morgan Stanley	금융	302.65	6.32	5.07	2.16	0.03	1.80	1.82	1.23	-0.49	16.90	-35.12	6.93	5.28	17.27	2.90	32.56	31.30	1.45	1.47
C	Citigroup Inc	금융	215.65	5.17	2.86	1.62	-0.59	2.97	3.19	2.16	1.51	36.54	-44.44	15.45	3.60	15.39	1.13	35.63	32.55	1.50	1.49
XYZ	Block Inc	금융	42.92	19.88	15.86	2.91	19.00	-2.28	-2.07	-1.39	-2.34	62.62	8.08	29.68	11.07	31.00	1.98	56.18	55.56	1.86	2.00
STT	State Street Corp	금융	41.64	6.49	6.07	6.13	6.51	3.24	3.18	3.12	2.83	20.26	-32.90	11.32	4.09	13.52	1.72	28.66	28.39	1.11	1.16
GPN	Global Payments Inc	금융	18.77	1.36	0.80	0.34	-1.01	17.22	16.37	17.83	17.63	13.49	61.23	15.74	3.74	12.24	0.79	46.51	42.21	1.41	1.68
TGT	Target Corp	필수소비재	55.32	5.03	5.33	-6.72	1.57	-0.41	-0.03	1.10	0.35	6.41	-0.08	6.28	2.81	16.08	3.41	31.45	33.54	0.45	0.73
KDP	Keurig Dr Pepper Inc	필수소비재	39.69	6.82	8.45	1.51	11.21	48.40	38.42	57.32	41.10	11.61	58.13	10.49	7.85	15.83	1.58	26.99	26.80	0.19	0.36
ADM	Archer-Daniels-Midland Co	필수소비재	38.91	11.84	9.89	42.15	8.35	0.85	1.91	2.71	3.47	32.74	5.33	13.95	4.16	22.57	1.71	28.81	28.98	-0.19	0.03
KMB	Kimberly-Clark Corp	필수소비재	32.31	-0.78	-1.97	-3.08	-1.15	-0.49	12.91	-0.14	-0.20	-0.03	2.74	-0.16	27.22	16.45	17.77	24.26	26.37	0.59	0.39

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[미국] 로우볼, 밸류, 실적, 고베타 등을 중심으로 한 하반기 유망 종목 선정

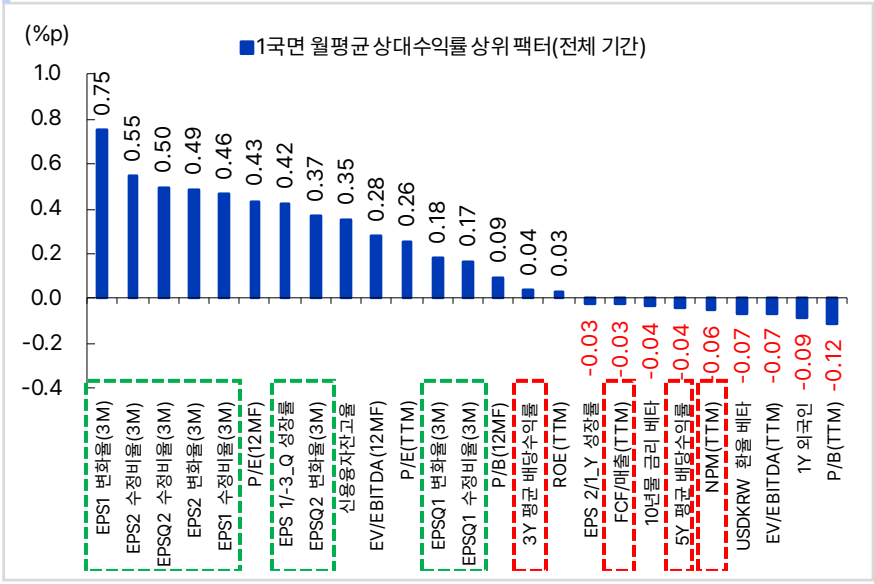
티커	종목명	섹터	시가총액	FY1 EPS 3M Chg	FY2 EPS 3M Chg	FQ1 EPS 3M Chg	FQ2 EPS 3M Chg	FY1 매출액 3M Chg	FY2 매출액 3M Chg	FQ1 매출액 3M Chg	FQ2 매출액 3M Chg	FY1/0 EPS YoY	FY1/0 매출액 YoY	FY2/1 EPS YoY	FY2/1 매출액 YoY	P/E(TTM)	P/B(FQ0)	3M 변동성	1Y 변동성	90D 베타	52W 베타
CVX	Chevron Corp	에너지	370.34	101.03	30.92	211.08	141.96	27.93	6.96	41.76	31.80	87.33	24.25	-11.66	-10.54	33.58	2.02	26.97	25.51	-0.77	-0.35
DVN	Devon Energy Corp	에너지	53.92	52.64	14.19	109.07	71.78	48.45	26.14	58.27	45.46	37.65	35.30	-3.84	2.40	12.12	1.88	37.03	40.82	-0.92	-0.82
NUE	Nucor Corp	소재	52.32	24.96	22.20	27.95	25.93	7.12	4.51	7.40	6.49	92.28	17.05	10.07	1.93	20.39	2.44	29.77	35.96	1.02	1.16
DOW	Dow Inc	소재	28.42	1150.00	335.15	5518.18	1089.81	13.14	10.73	18.19	17.19	432.87	12.63	-20.87	2.02		1.86	52.17	49.91	-1.00	0.03
CMI	Cummins Inc	산업재	97.22	7.63	4.84	8.82	8.33	3.36	2.98	3.20	3.73	19.09	9.59	16.60	8.13	32.94	7.87	41.27	33.84	1.73	1.22
FIX	Comfort Systems USA Inc	산업재	70.98	39.64	45.90	28.76	18.08	17.46	23.61	16.05	9.77	48.99	31.17	21.75	16.70	56.77	25.20	54.46	59.73	2.54	1.38
JBHT	JB Hunt Transport Services Inc	산업재	22.33	1.71	2.70	1.49	2.24	4.23	4.45	6.18	4.63	19.74	7.48	23.57	6.86	35.69	6.21	34.01	38.32	1.19	1.25
AMZN	Amazon.com Inc	임의소비재	2859.45	11.51	5.63	-1.85	-7.71	2.56	3.94	4.40	1.43	43.82	15.02	13.38	13.13	37.89	6.47	31.42	33.65	1.43	1.72
CVNA	Carvana Co	임의소비재	57.80	1.72	-2.46	-5.79	-2.16	8.21	9.45	7.62	3.83	-12.72	36.16	36.95	25.36	44.62	21.71	63.74	70.87	2.36	1.81
F	Ford Motor Co	임의소비재	47.78	4.04	2.55	-15.53	-17.97	1.67	1.67	0.00	1.84	48.72	-2.72	14.19	0.91	7.40	1.28	32.16	32.72	1.33	1.51
TGT	Target Corp	필수소비재	55.32	5.03	5.33	-6.72	1.57	-0.41	-0.03	1.10	0.35	6.41	-0.08	6.28	2.81	16.08	3.41	31.45	33.54	0.45	0.73
KDP	Keurig Dr Pepper Inc	필수소비재	39.69	6.82	8.45	1.51	11.21	48.40	38.42	57.32	41.10	11.61	58.13	10.49	7.85	15.83	1.58	26.99	26.80	0.19	0.36
ADM	Archer-Daniels-Midland Co	필수소비재	38.91	11.84	9.89	42.15	8.35	0.85	1.91	2.71	3.47	32.74	5.33	13.95	4.16	22.57	1.71	28.81	28.98	-0.19	0.03
KMB	Kimberly-Clark Corp	필수소비재	32.31	-0.78	-1.97	-3.08	-1.15	-0.49	12.91	-0.14	-0.20	-0.03	2.74	-0.16	27.22	16.45	17.77	24.26	26.37	0.59	0.39
ABT	Abbott Laboratories	헬스케어	146.92	-3.56	-2.87	-8.00	-3.27	5.22	6.70	5.44	6.98	6.37	13.67	10.72	9.01	20.47	2.82	29.51	24.35	0.42	0.17
LH	Labcorp Holdings Inc	헬스케어	21.10	2.72	1.68	3.43	2.75	0.55	0.44	0.71	0.76	9.56	5.42	7.96	4.86	16.43	2.43	24.30	23.98	0.68	0.33
VTRS	Viatris Inc	헬스케어	20.00	-1.36	-1.51	-6.05	-5.88	2.85	3.03	1.10	1.15	4.68	3.30	8.94	2.06	20.90	1.36	36.27	36.08	1.11	1.39
SOLV	Solventum Corp	헬스케어	13.01	3.26	7.35	15.66	-9.93	2.20	2.53	5.89	-2.94	7.39	-1.67	7.50	3.60	14.06	2.62	31.68	31.32	1.36	1.20
ALGN	Align Technology Inc	헬스케어	11.87	0.93	1.09	-5.85	-0.72	0.06	0.00	-0.41	-0.66	8.12	3.70	8.62	4.39	23.08	2.86	43.70	55.25	1.96	1.80
BAC	Bank of America Corp	금융	360.36	3.00	1.28	1.39	0.26	1.23	1.02	1.59	0.88	17.19	-36.69	13.19	5.00	12.54	1.31	25.50	26.64	0.99	1.16
MS	Morgan Stanley	금융	302.65	6.32	5.07	2.16	0.03	1.80	1.82	1.23	-0.49	16.90	-35.12	6.93	5.28	17.27	2.90	32.56	31.30	1.45	1.47
C	Citigroup Inc	금융	215.65	5.17	2.86	1.62	-0.59	2.97	3.19	2.16	1.51	36.54	-44.44	15.45	3.60	15.39	1.13	35.63	32.55	1.50	1.49
NVDA	NVIDIA Corp	IT	5364.95	8.59	13.68	6.02	6.75	11.78	15.71	9.94	9.29	76.23	71.13	35.15	32.38	47.81	34.11	37.00	46.72	1.57	1.46
MU	Micron Technology Inc	IT	864.50	73.71	128.88	94.58	113.03	43.49	81.05	58.52	73.28	606.07	192.99	73.55	60.10	35.94	11.93	75.54	68.32	2.76	2.67
LRCX	Lam Research Corp	IT	361.72	6.57	12.85	17.27	12.89	3.41	8.46	10.66	8.19	36.09	25.70	38.50	30.46	54.32	34.17	61.03	52.22	2.90	2.13
SNDK	Sandisk Corp/DE	IT	215.03	60.80	114.15	87.30	94.28	27.20	67.36	48.88	57.74	2055.72	166.88	172.88	118.05	49.64	15.60	106.59	100.55	3.17	3.24
STX	Seagate Technology Holdings PL	IT	181.36	13.80	35.99	30.73	28.92	4.43	13.67	11.85	11.18	82.79	32.21	77.15	35.75	69.96	165.45	76.91	59.41	2.17	2.14
WDC	Western Digital Corp	IT	168.46	12.40	30.49	27.20	28.77	4.17	13.00	10.33	10.35	101.12	35.06	72.36	35.61	76.37	17.42	80.21	68.70	2.64	1.80
MCHP	Microchip Technology Inc	IT	52.87	18.20	13.29	19.49	19.61	8.13	6.89	8.72	8.85	91.65	31.04	30.77	14.52	315.16	8.22	46.80	55.48	1.64	1.93
Q	Qnity Electronics Inc	IT	35.24	30.75	30.88	38.63	16.70	4.91	6.68	7.97	1.57	21.46	11.45	16.47	8.61		4.91	57.61		2.68	1.42
GOOGL	Alphabet Inc	커뮤니케이션	4672.40	17.11	6.40	3.07	4.87	3.97	8.17	3.67	3.66	29.25	4.01	7.07	19.54	39.61	9.80	31.11	32.51	1.59	1.59
META	Meta Platforms Inc	커뮤니케이션	1530.67	5.86	1.24	0.04	-2.00	1.40	2.02	1.23	0.86	11.17	25.82	10.50	19.04	17.95	6.28	41.92	38.63	1.80	1.68
DIS	Walt Disney Co/The	커뮤니케이션	184.35	2.77	1.52	0.22	7.36	0.81	0.85	0.27	1.14	14.64	7.97	9.14	4.23	20.72	1.73	30.72	29.60	1.05	1.07
ES	Eversource Energy	유틸리티	25.85	-5.44	-5.07	-3.38	6.78	3.53	3.14	1.04	3.08	-1.47	1.38	5.84	3.10	13.01	1.56	23.67	26.69	0.21	0.44
NI	NiSource Inc	유틸리티	22.62	0.19	1.04	10.33	13.26	6.79	7.17	10.51	12.49	8.21	5.10	9.10	5.40	23.42	2.34	17.40	19.70	0.17	0.12

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

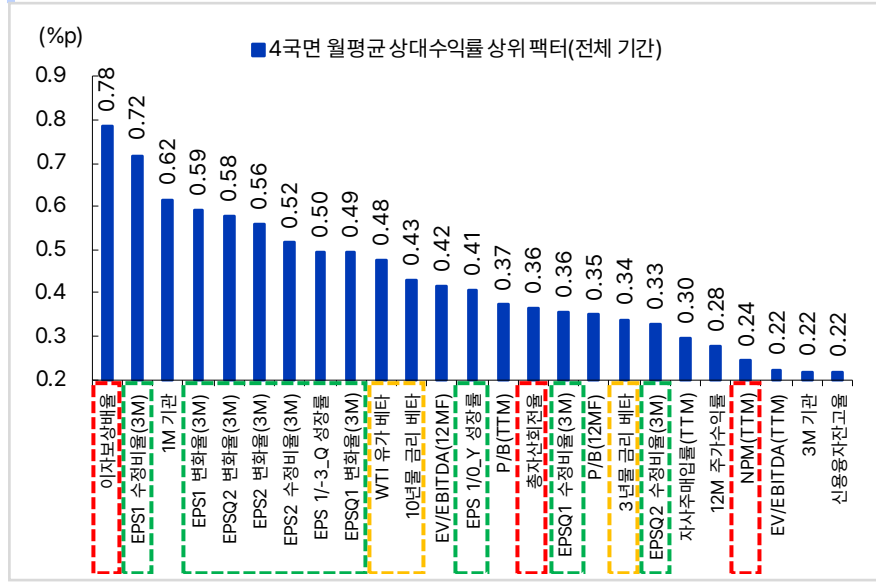
[한국] 경제정책 관련 불확실성 확대 시 바벨 스타일 전략 확산 흐름 보여

- 상대적으로 경제정책 불확실성이 확대되는 1,4국면에서 한국 증시는 실적과 리스크 방어 두 가지 목적을 모두 신경쓰는 바벨 스타일 투자가 주로 나타나고 있는 것으로 확인되고 있음
- 1국면에서는 **실적**, **밸류**, **현금흐름** 위주의 스타일 팩터들이 주로 유효했던 것으로 나타남. 불확실성을 이겨낼 수 있는 당장의 현금흐름이 존재하거나, 미래의 잠재적인 성장 가능성이 있는지의 여부가 종목 선택에서 중요한 단서가 됨
- 4국면에서는 **실적**, **매크로** 지표에 대한 민감도 팩터, 재무건전성 관련 스타일 팩터들이 주효했음. 경제정책 충격을 야기한 매크로 지표에 대한 관심도가 높아지는 양상을 반영한 것. 아울러 미래 실적이 긍정적인 우량 대형 산업을 중심으로 방어 전략이 확산되는 양상

불확실성 1국면 한국 증시 선호 팩터



불확실성 4국면 한국 증시 선호 팩터

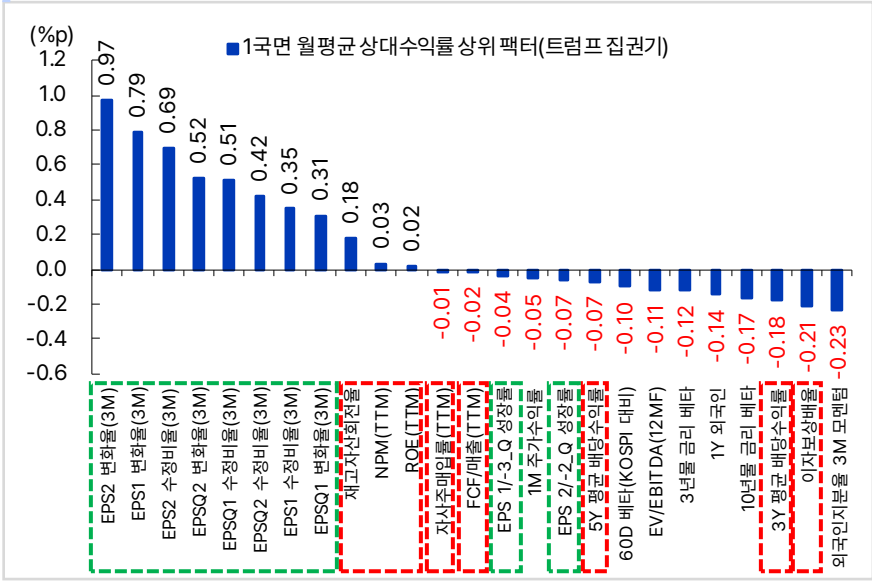


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

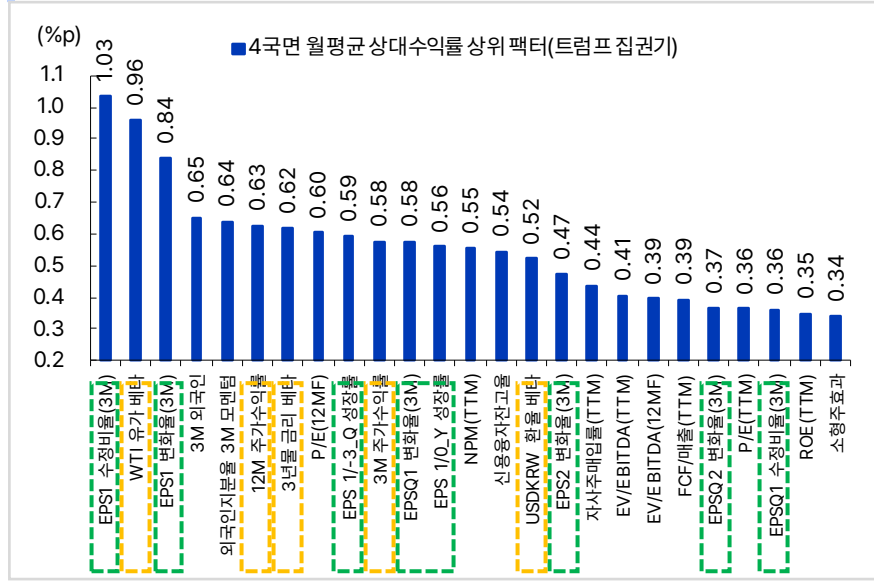
[한국] 트럼프 행정부 시기로 한정해도 선호 팩터의 결은 비슷

- 트럼프 행정부 집권 시기인 2016년 11월~2020년 10월, 그리고 2024년 11월 이후의 기간에 한정해서 한국 증시 선호 팩터를 추가로 검토하였음. 그 결과 선호 팩터의 결은 전체 기간에서의 결과와 대체로 비슷한 맥락상을 보였음
- 1국면에서는 **실적**, **현금흐름 및 재무건전성** 관련 팩터들에 대해서 선호도가 높았으며, **주주환원**에 대한 고려도 이뤄짐. 실적과 현금흐름을 동시에 고려하는 스탠스가 여전히 유지되고 있음
- 4국면에서는 **실적**, **매크로** 지표에 대한 민감도, **주가모멘텀**의 성과가 우수했던 것으로 나타남. 전체기간에서의 성과 분석 결과와의 차이점은 주가모멘텀 팩터의 부상. 트럼프 행정부 시기 동일 국면에서 **고베타** 우량주에 대한 선호도 쏠림이 반영된 것으로 판단됨

불확실성 1국면 한국 증시 선호 팩터(트럼프 집권기 한정 시)



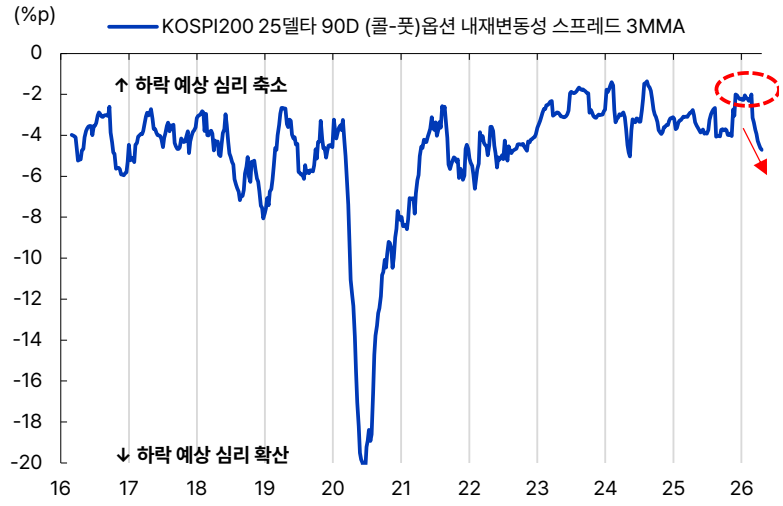
불확실성 4국면 한국 증시 선호 팩터 (트럼프 집권기 한정 시)



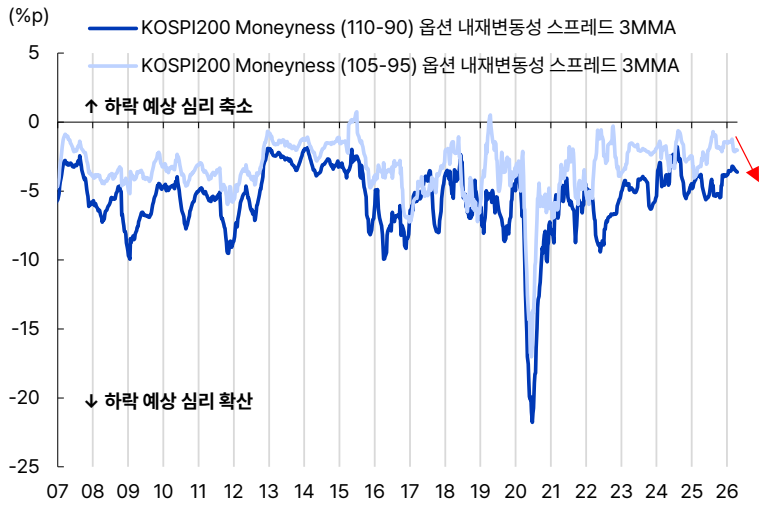
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 시장 확산의 신호탄은 이미 명확히 드러난 상태

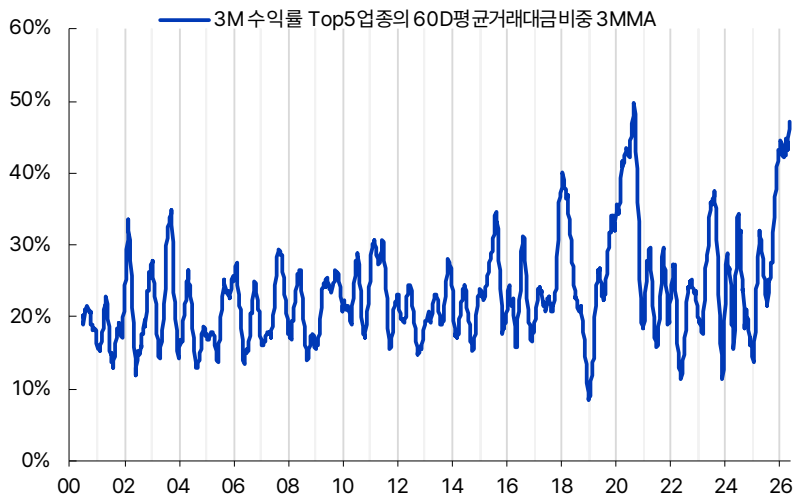
주식시장 하방 심리를 나타내는 지수옵션 왜도(Skewness) 확대



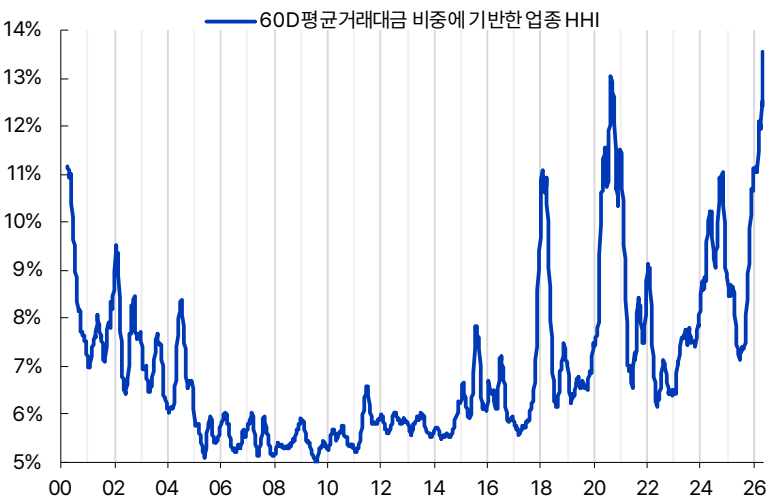
외가격 지수옵션에 드러난 지수 하방 회피 심리 확대



최근 수익률 상위 업종의 60일 거래대금 비중 추이: Peak-Out 유력



60일 거래대금 비중에 기반한 독점지수(HHI)으로는 역사적 고점 돌파

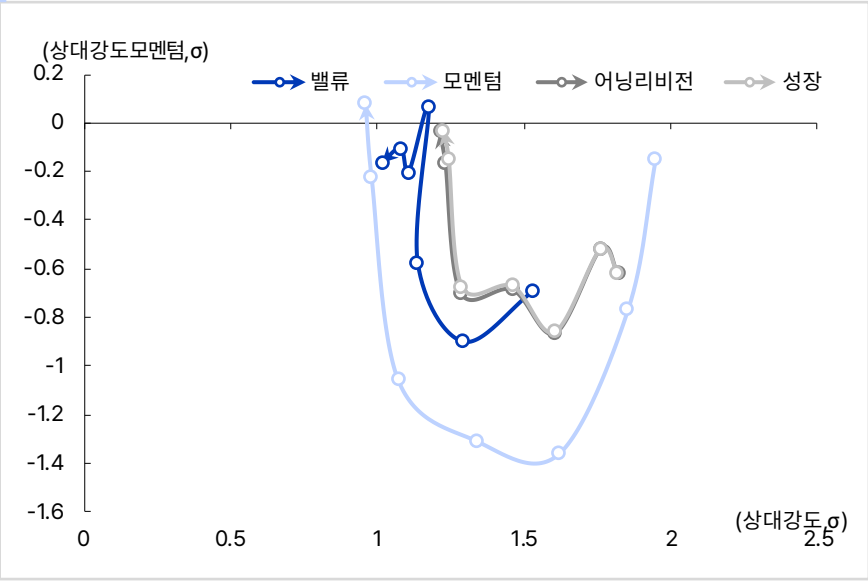


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

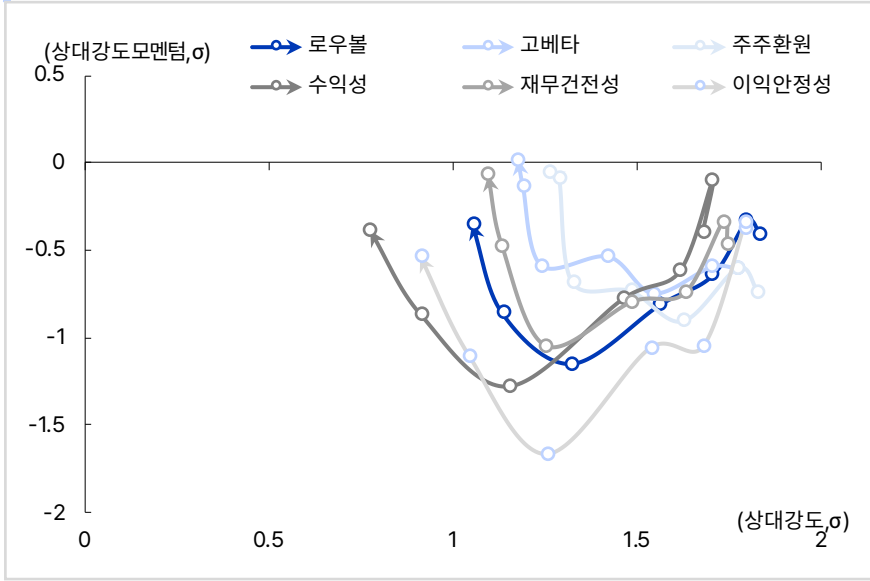
[한국] 2015년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (1)

- 한국 증시도 마찬가지로 X축을 해당 스타일(Long Position Top 20% Long-Only)의 BM(KOSPI 대비) 상대강도, Y축을 그 상대강도의 증가속도로 하여 최근 1년 흐름 대비 정규화된 위치를 도시
- 해당 기간 내에서는 스타일 중 **실적, 밸류, 고베타, 주주환원, 재무건전성** 등의 스타일에 대해 선호도가 부각됨
- 로우볼 및 수익성, 이익안정성 등 일부 퀄리티 스타일의 경우 상대적으로 부진한 선호도를 보였던 모습

15년 하반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



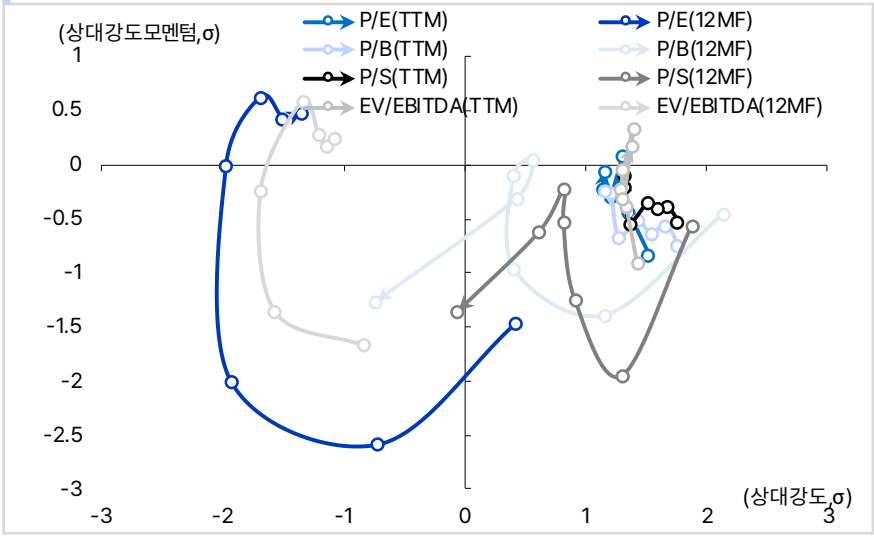
15년 하반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



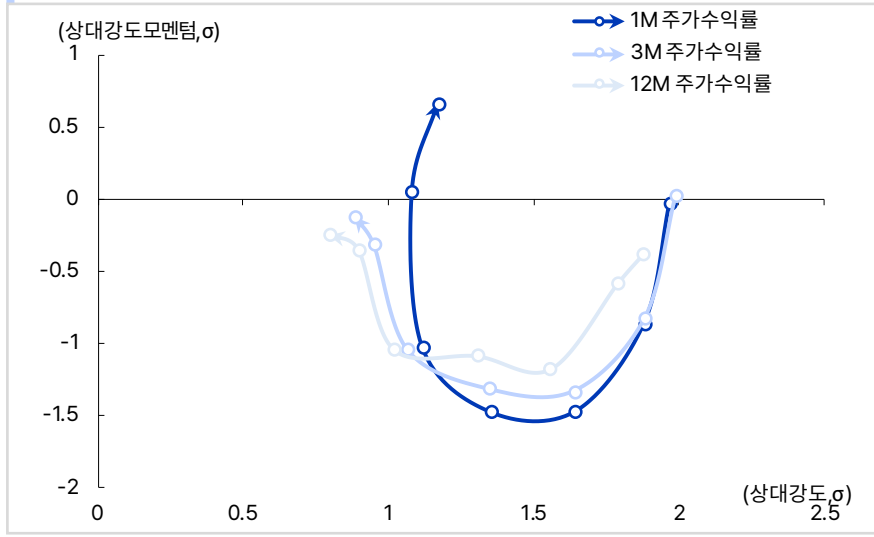
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2015년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (2)

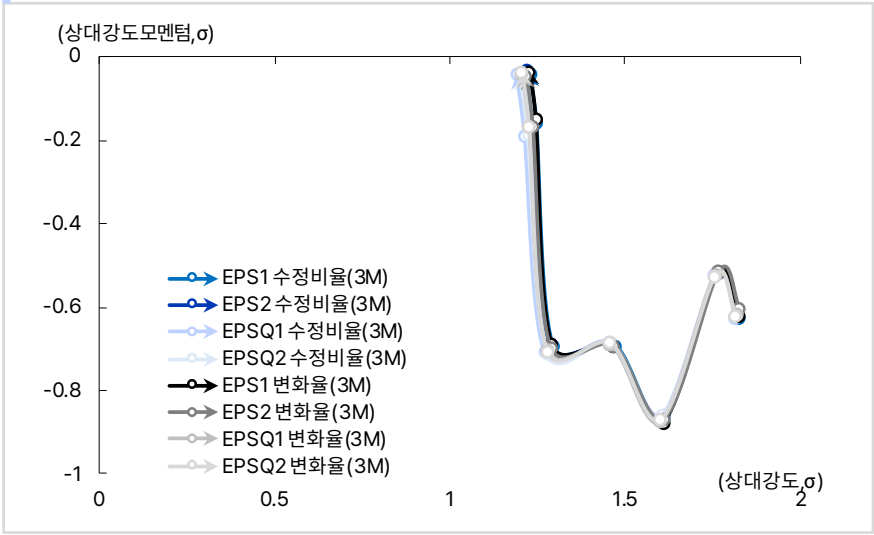
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



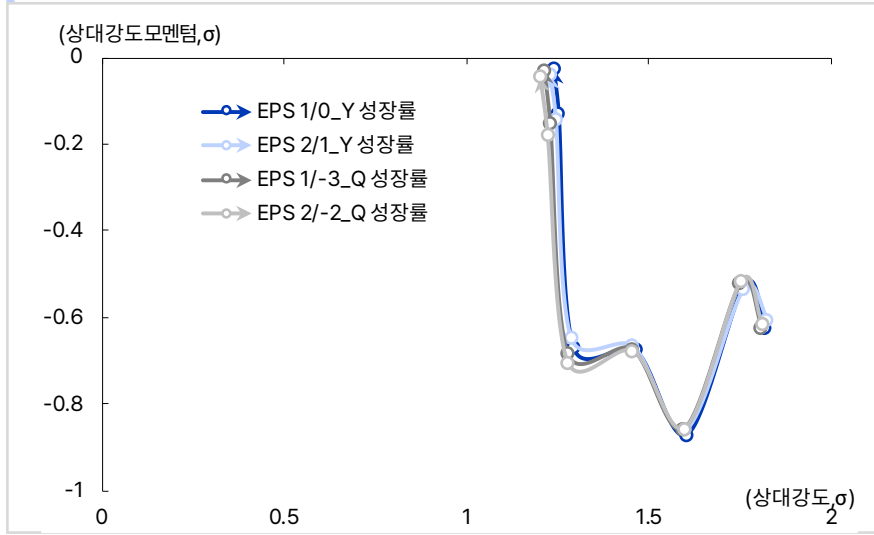
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



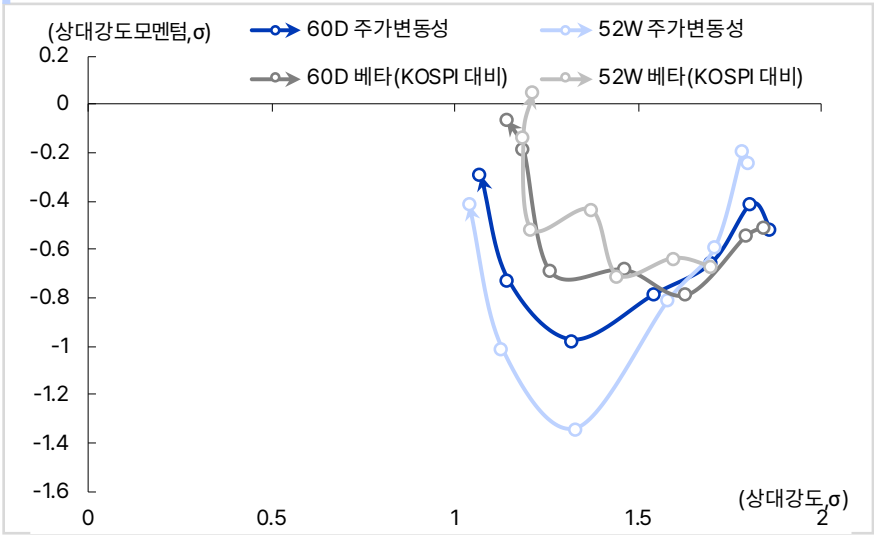
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



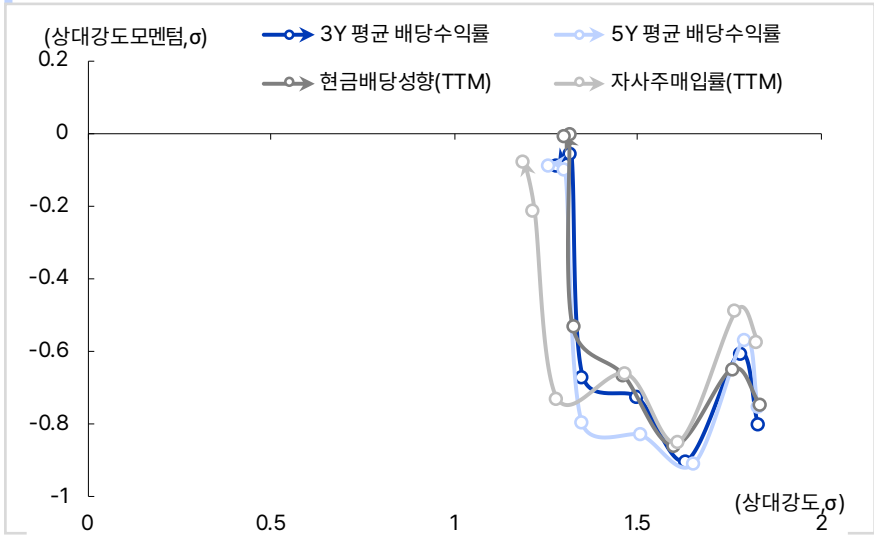
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2015년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (3)

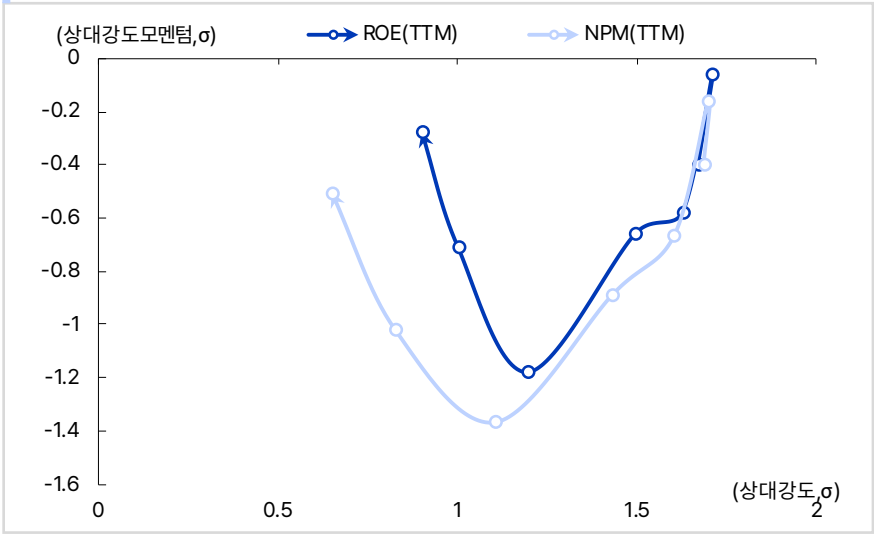
로우볼 및 고베타 세부 팩터 확산사이클 추이



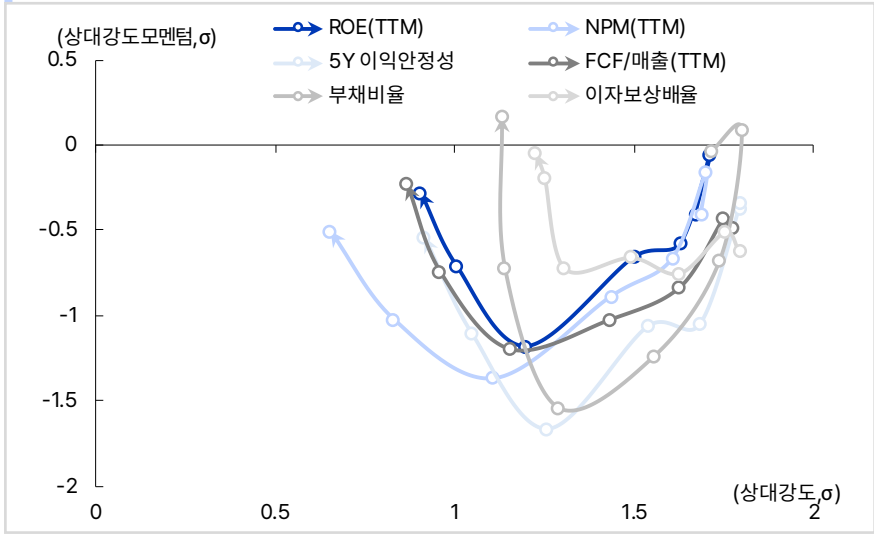
주주환원 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이

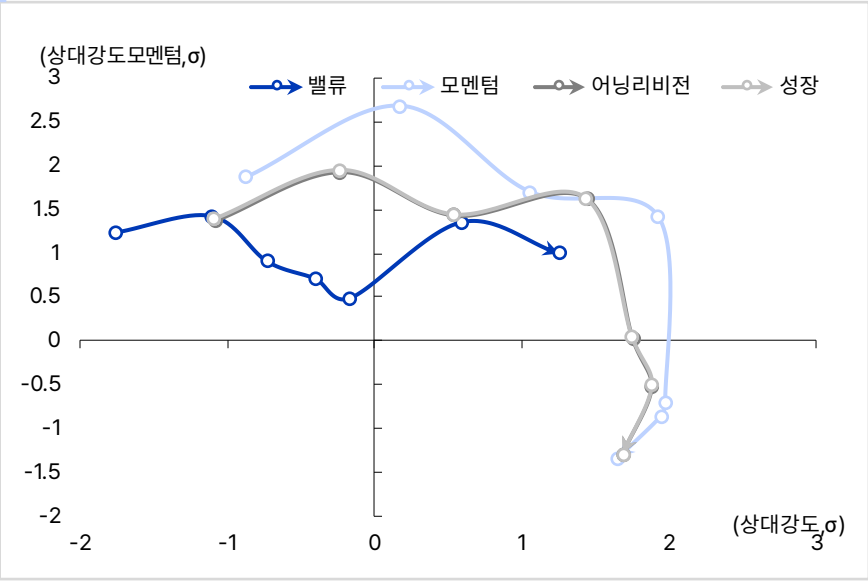


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

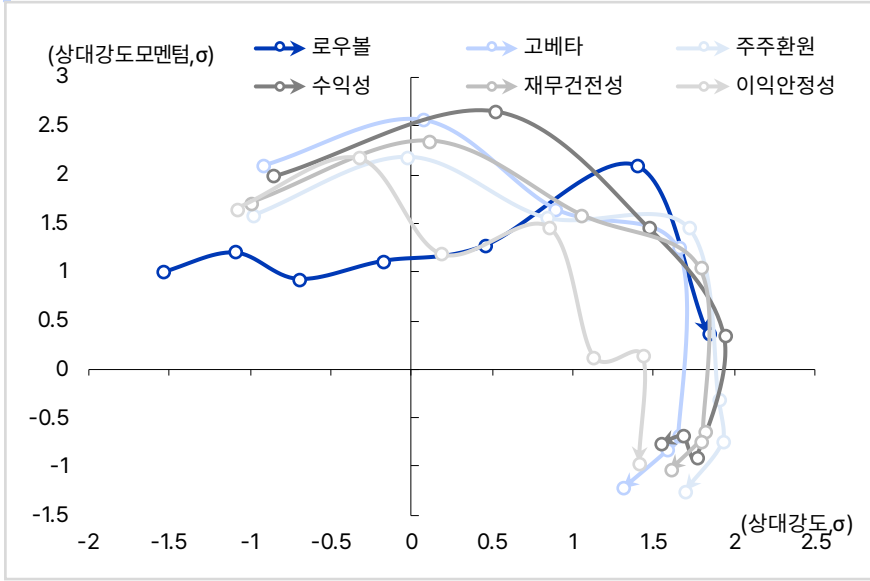
[한국] 2018년 상반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (1)

- 해당 시기의 경우 국내 증시는 **밸류, 로우볼**에 대한 선호도가 가장 견고한 흐름을 유지했던 모습
- 상대적으로 견고한 흐름 유지했지만 무역정책 불확실성이 상반기 말로 가까워질수록 높아지면서 **실적** 및 **고베타, 수익성** 주식에 대한 모멘텀이 꺾였던 모습이 포착
- 재무건전성, 이익안정성 등의 기타 퀄리티 스타일 또한 분기말 모멘텀이 꺾인 것을 제외하면 상대강도의 상승세가 보였음

18년 상반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



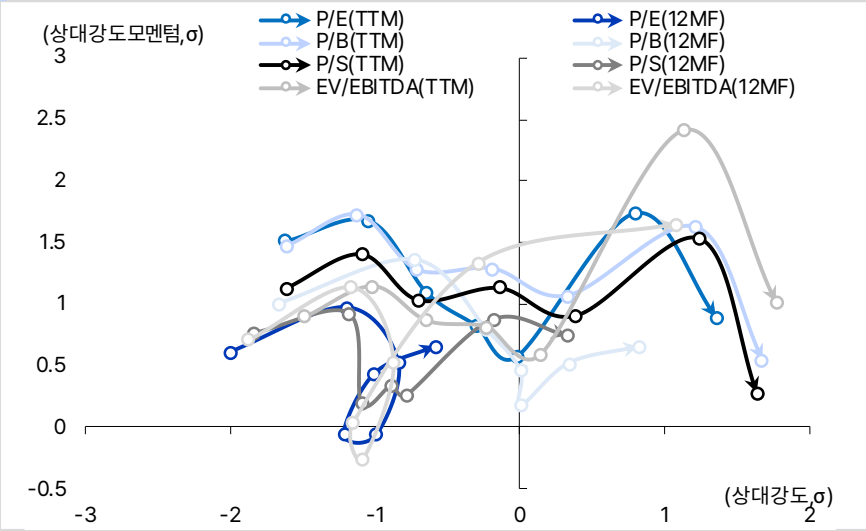
18년 상반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



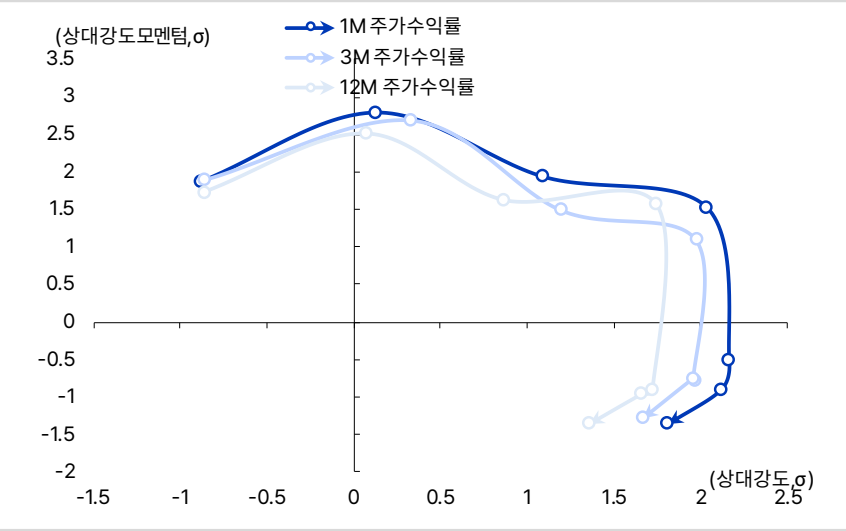
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2018년 상반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (2)

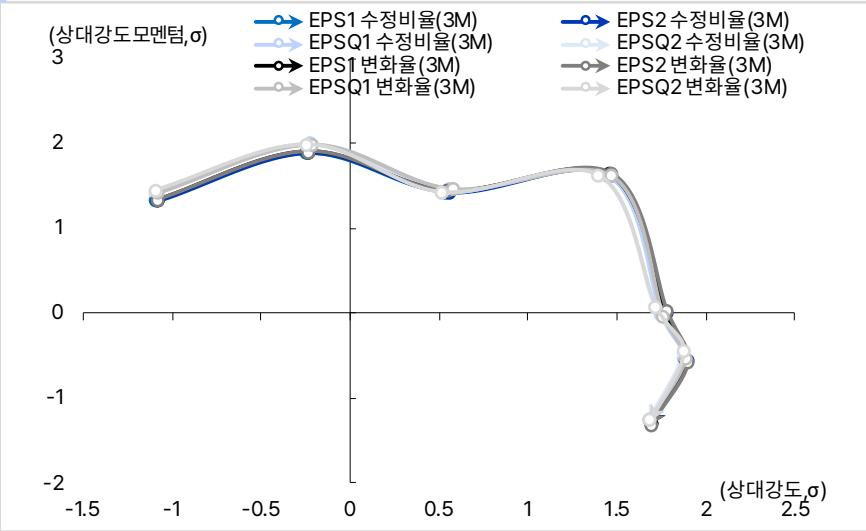
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



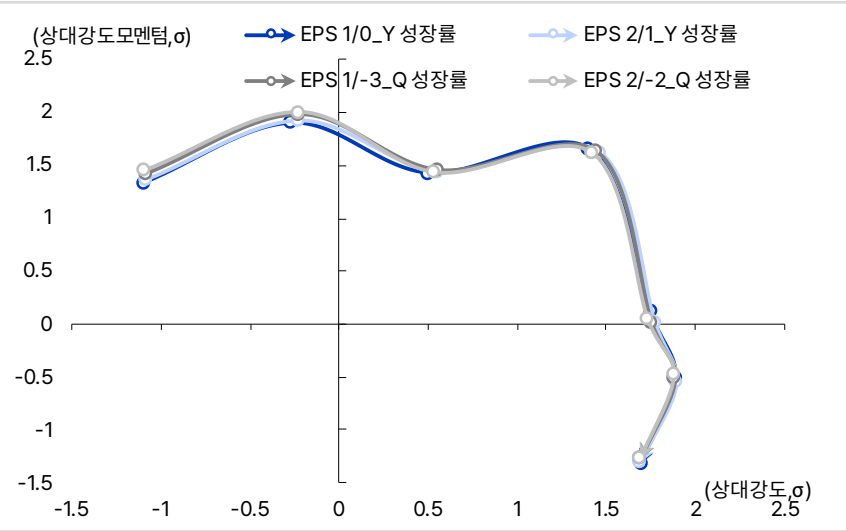
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



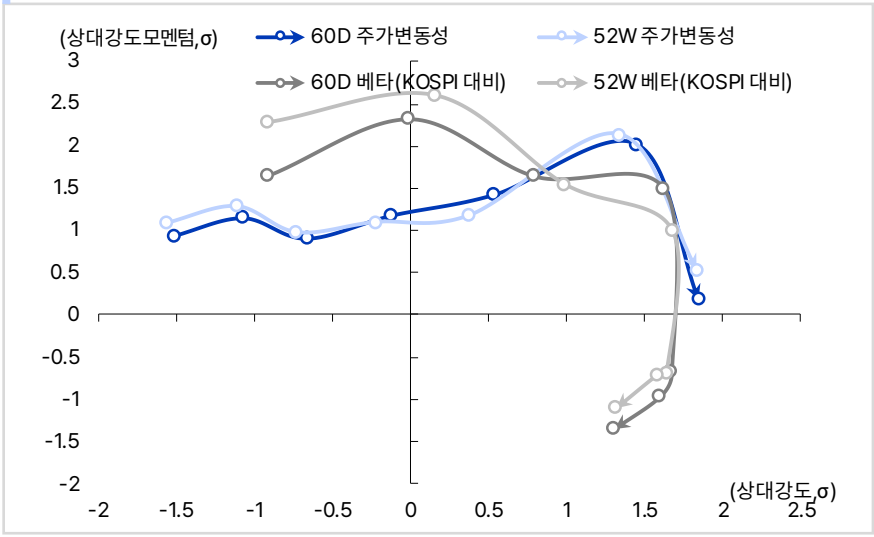
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



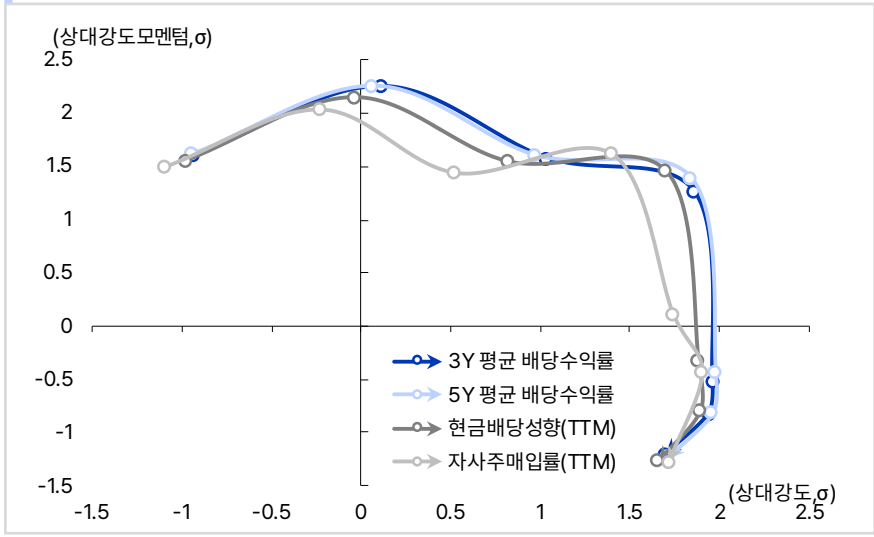
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2018년 상반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (3)

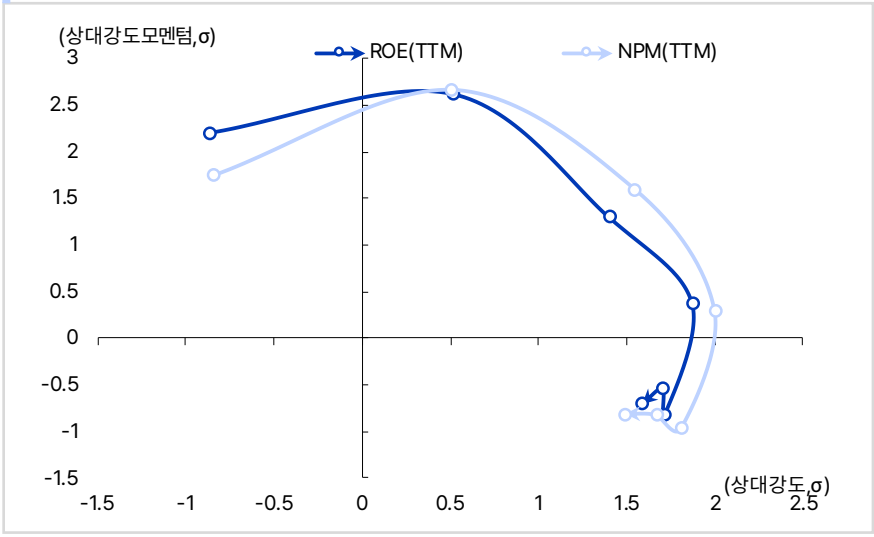
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



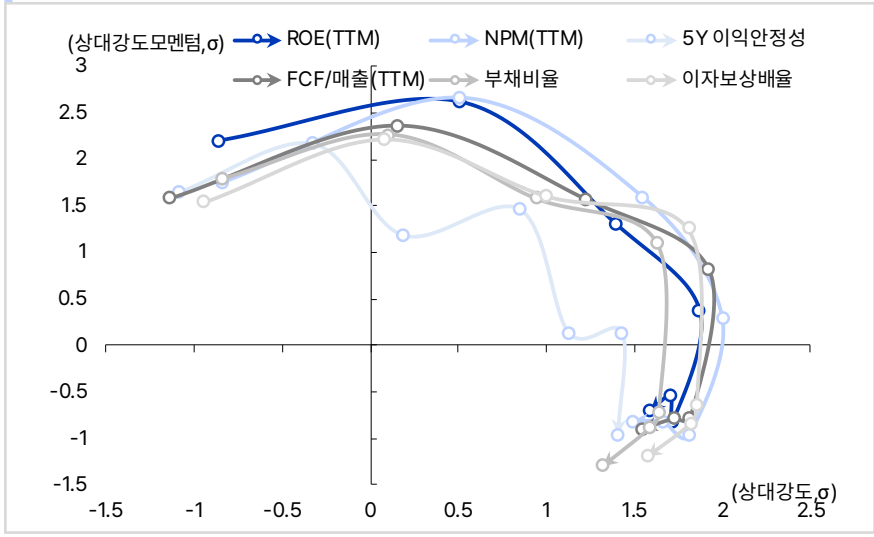
주주환원 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이

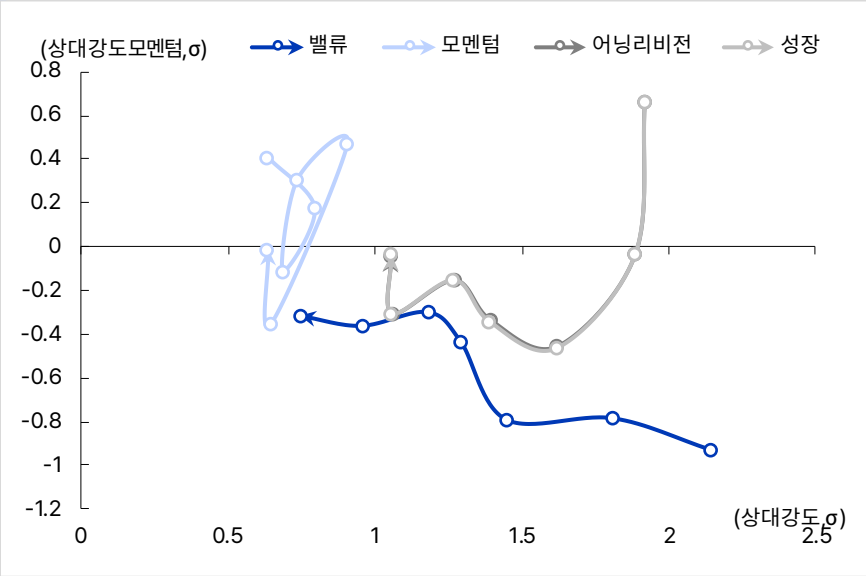


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

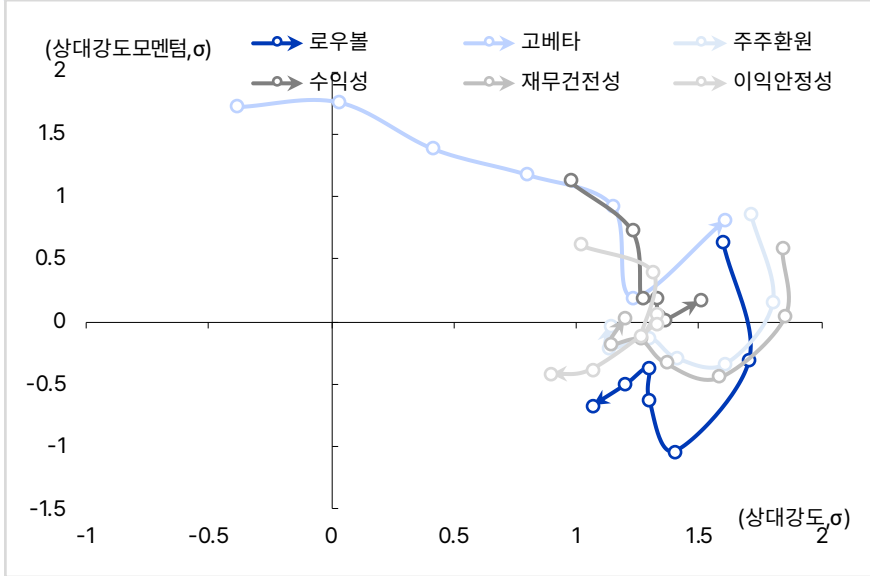
[한국] 2021년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (1)

- 이 시기의 경우 **밸류**, **고베타**에 대해서 상대강도 상승 모멘텀의 유지가 포착되고 있는 것이 특징적임
- **실적** 또한 상대강도 자체를 견고한 상태로 유지하면서 견고한 모멘텀을 보유했던 것으로 평가되고 있음
- 이 시기에는 **수익성** 팩터의 모멘텀도 견조한 수준으로 나타나고 있음
- 로우볼, 주주환원, 재무건전성, 이익안정성의 경우 부진한 선호도를 기록

21년 하반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



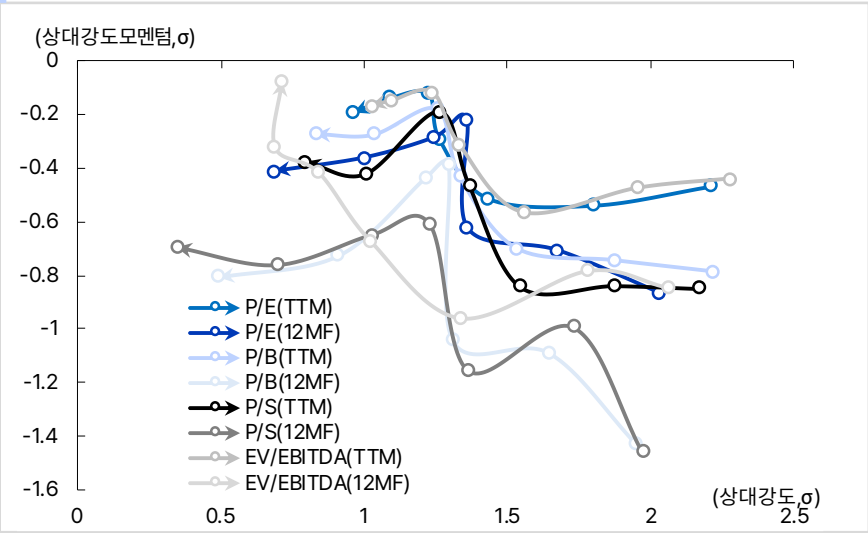
21년 하반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



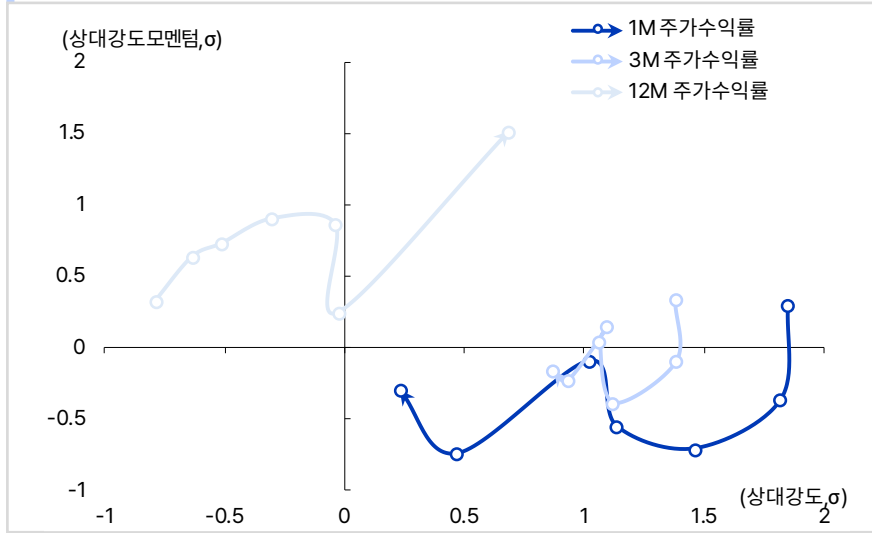
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2021년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (2)

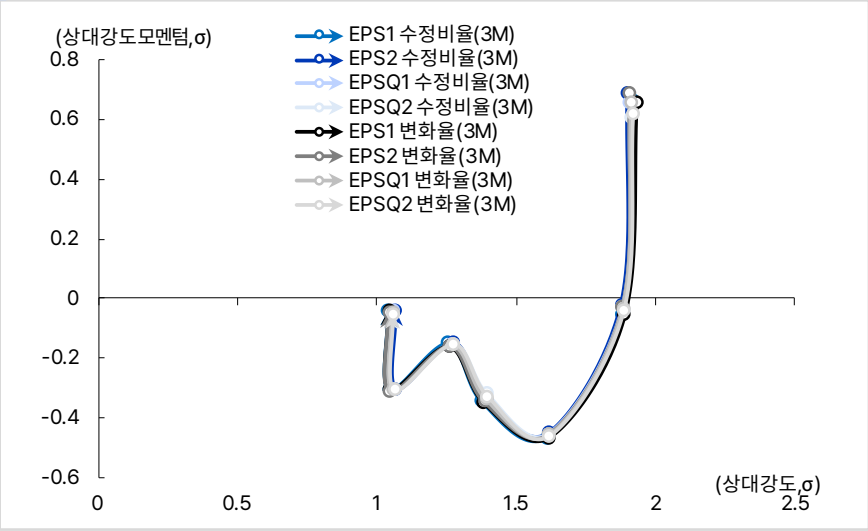
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



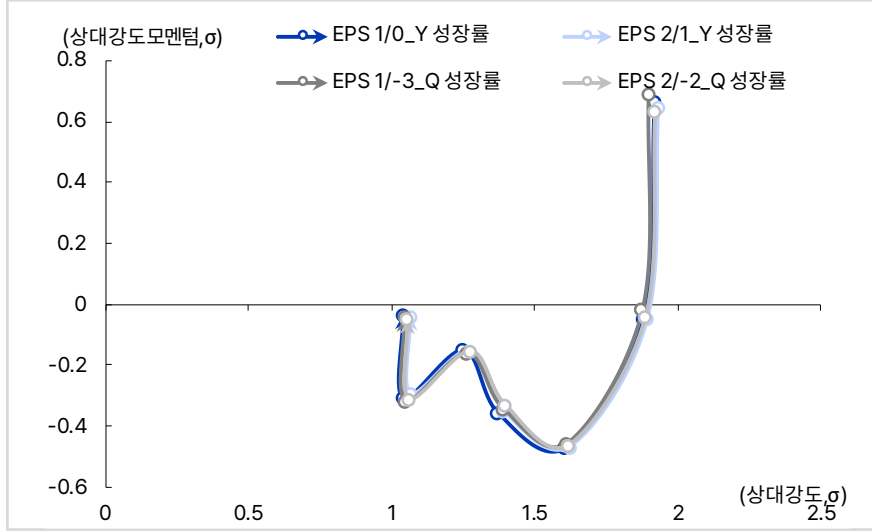
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



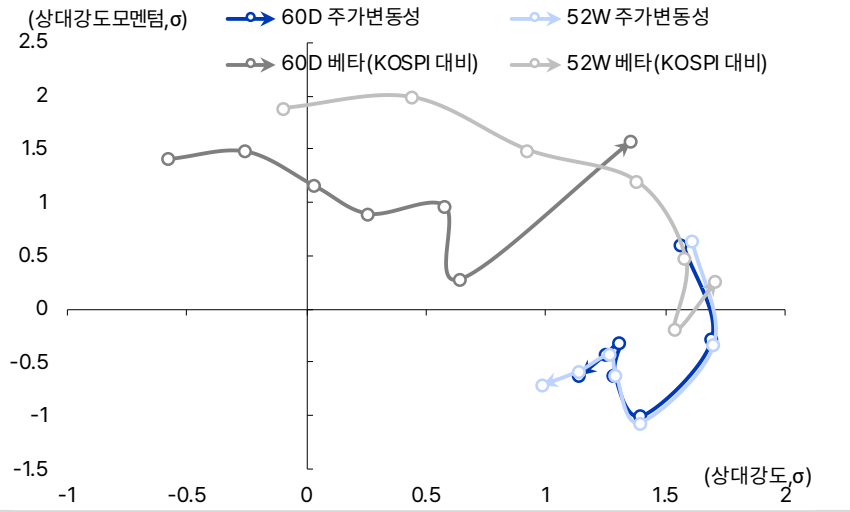
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



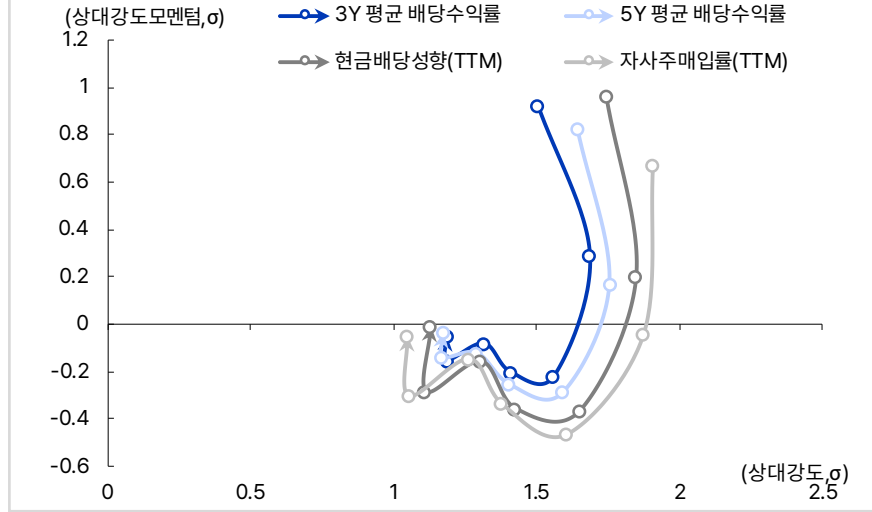
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2021년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (3)

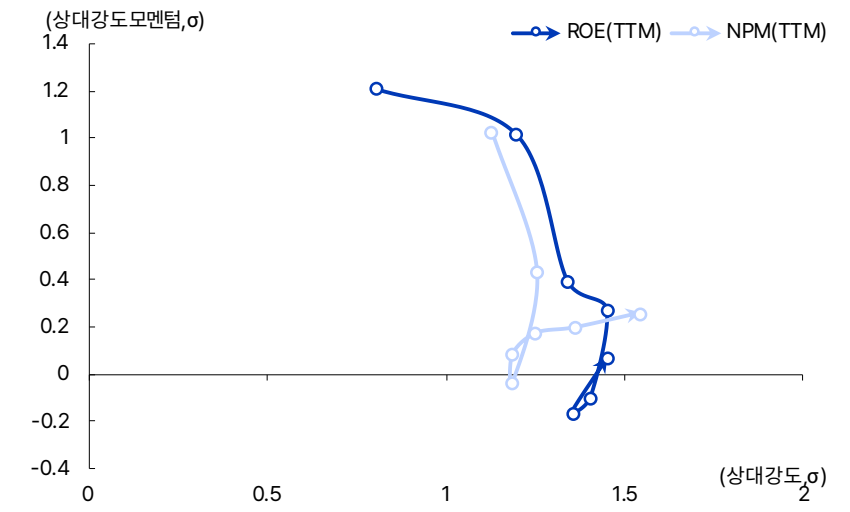
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



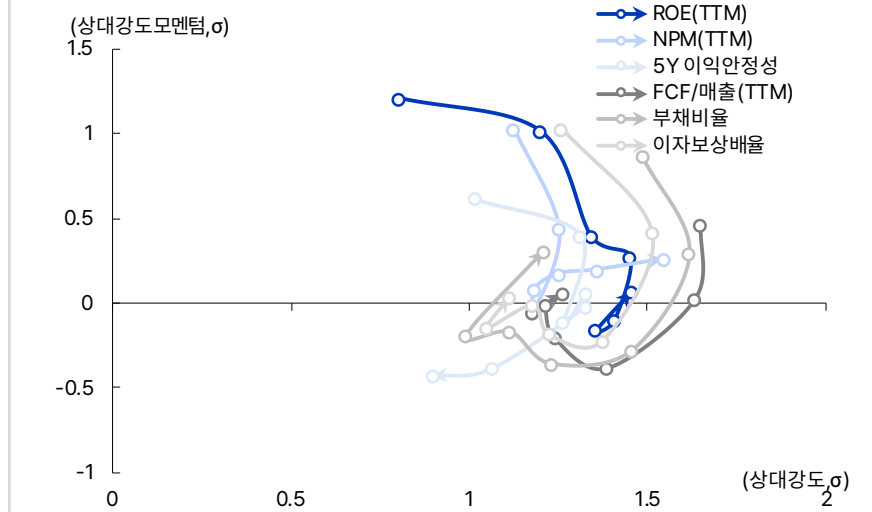
주주환원 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이

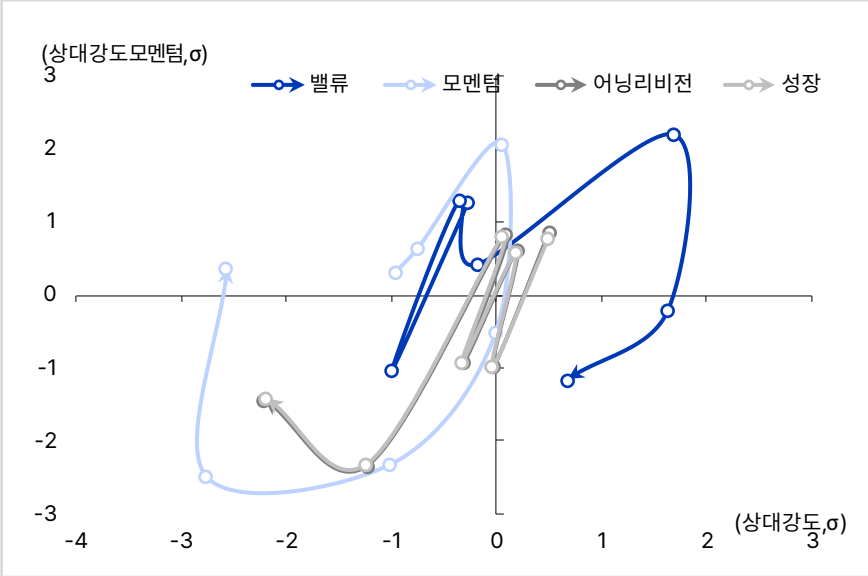


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

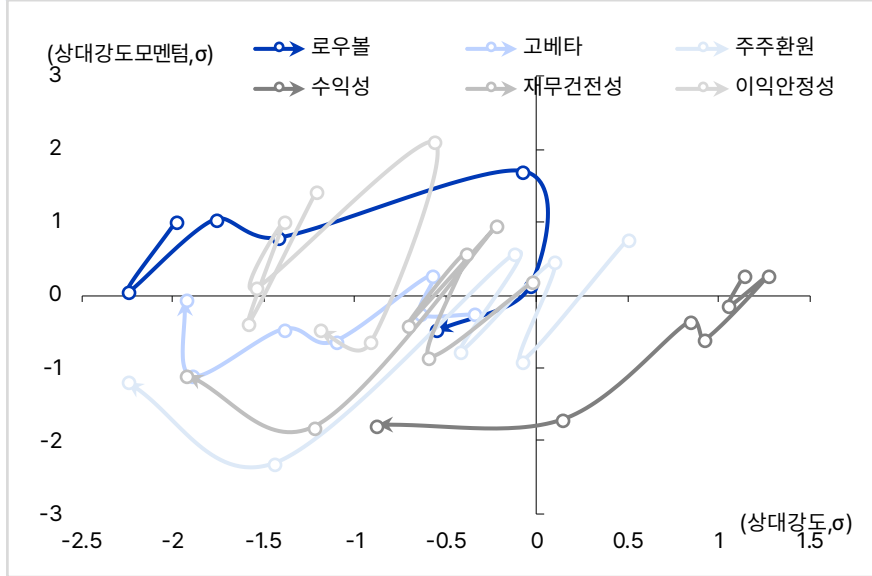
[한국] 2023년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (1)

- 이 시기의 경우 **밸류**, **로우볼**에 대한 팩터 선호도가 높게 나타났던 모습이 특징적
- 실적의 경우 21년 전후로 한 역대급 실적 성장 사이클 직후를 넘어선 이후로, 실적 팩터 자체의 모멘텀은 부재한 채 가치주 및 방어주 중심으로의 시장 흐름이 포착되었던 상황
- 그 외의 고베타, 주주환원, 퀄리티 스타일 등은 모두 부진한 스타일 선호도를 기록했던 모습

23년 하반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (1)



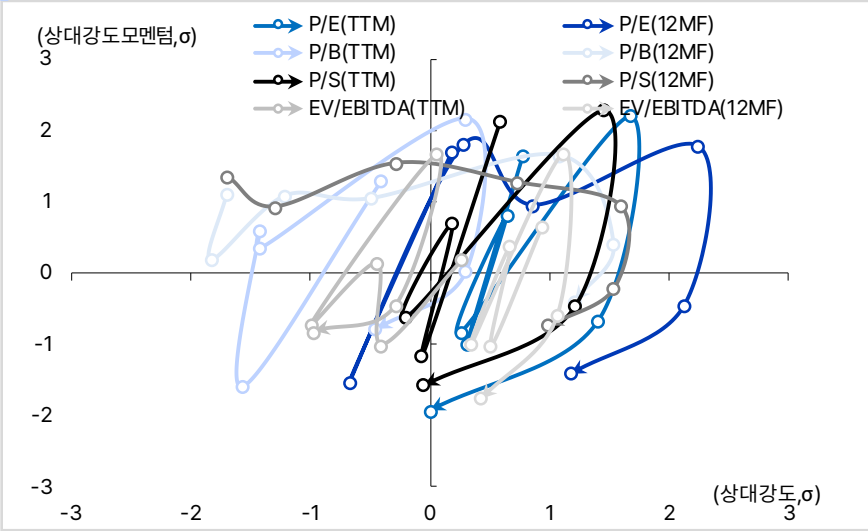
23년 하반기 국내 증시 주요 스타일 확산사이클 추이 (2)



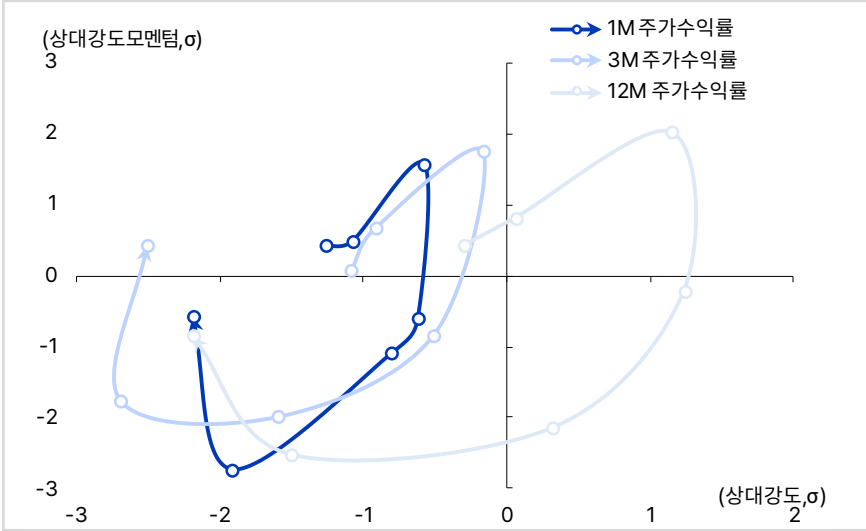
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2023년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (2)

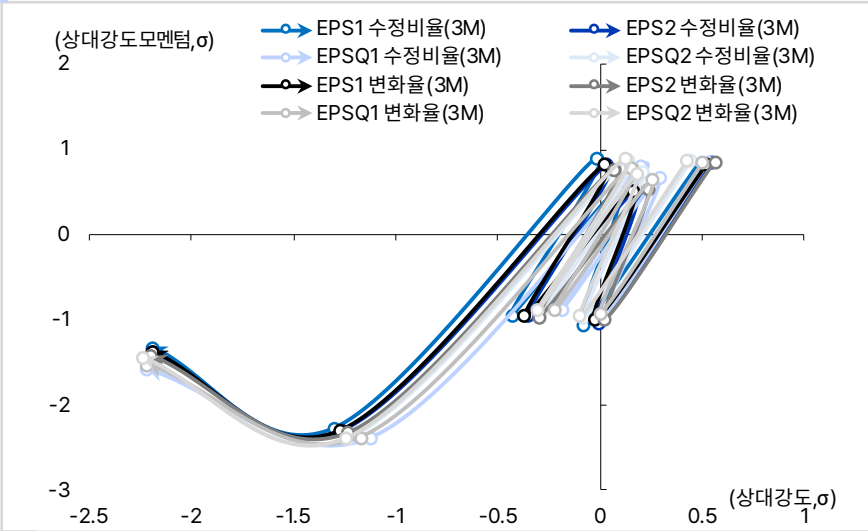
밸류 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



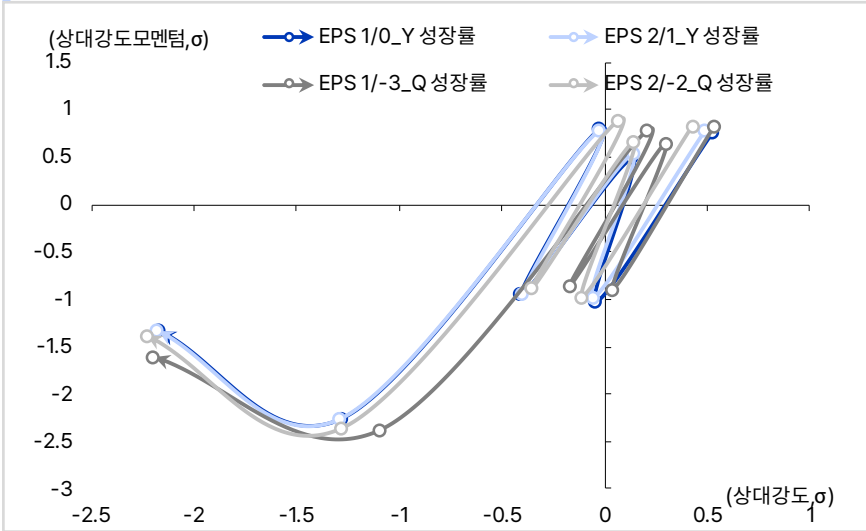
모멘텀 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



실적리비전 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



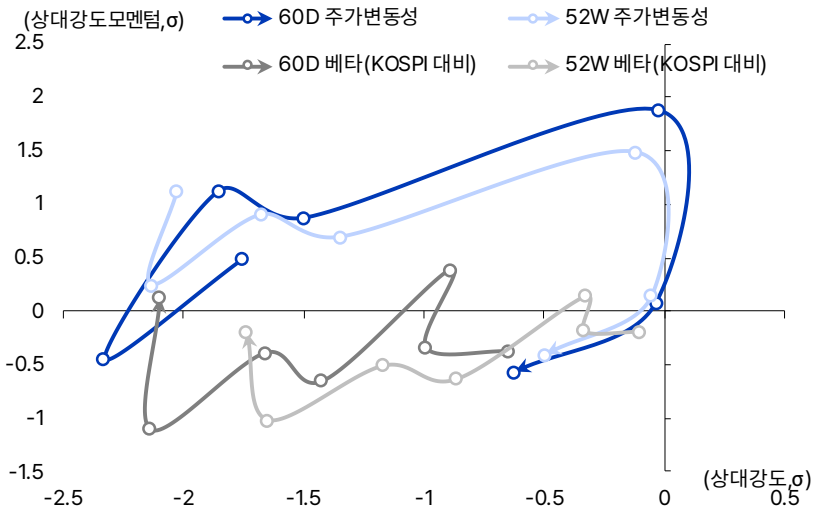
성장 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



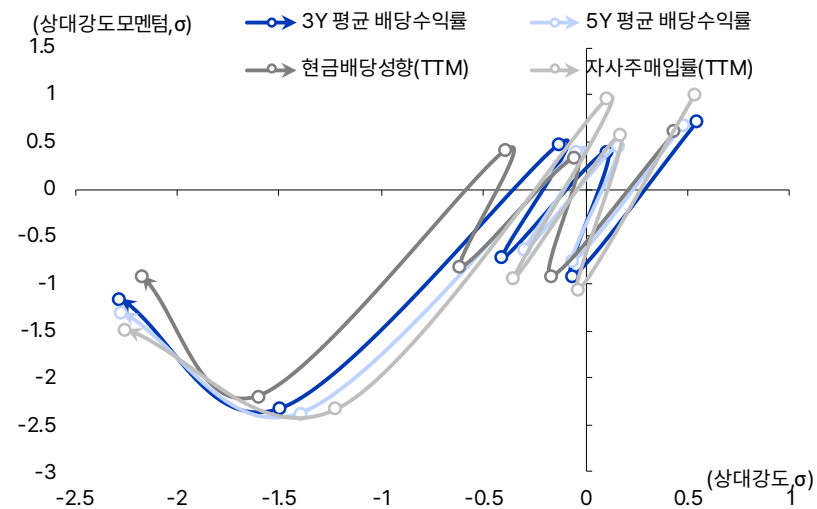
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 2023년 하반기 국내 증시 팩터 선호 흐름 (3)

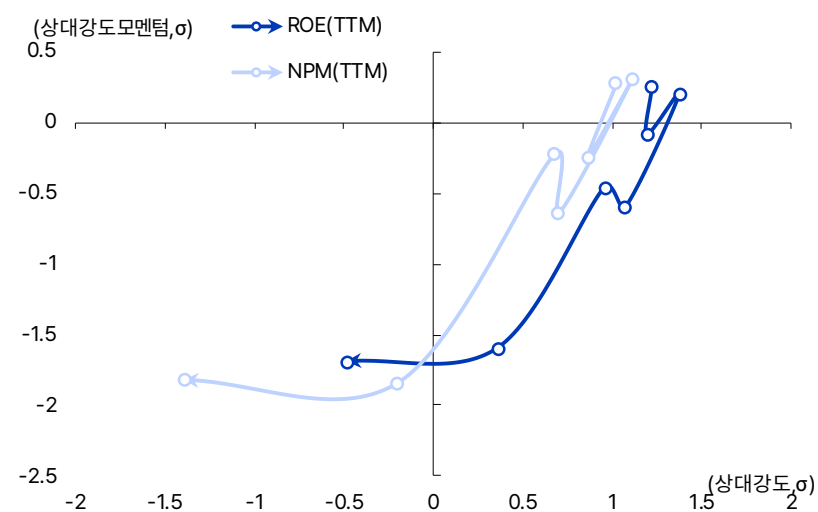
로우볼 및 고베타 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



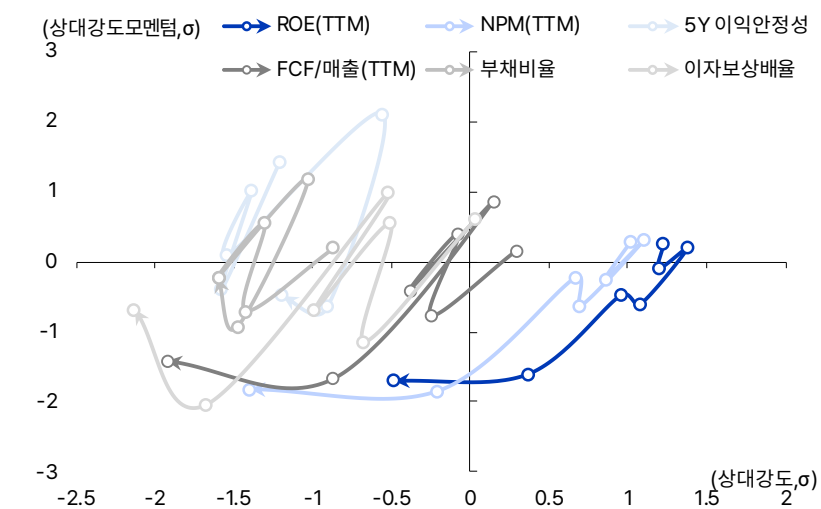
주주환원 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



수익성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



재무건전성 및 수익안정성 스타일 세부 팩터 확산사이클 추이



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 밸류, 로우볼, 실적, 고베타 등을 중심으로 한 하반기 유망 종목 선정

- 앞서 말한대로 경제정책 불확실성이 상대적으로 확대되는 1국면 및 4국면에서 한국 증시의 1) 실적 팩터 선호 강세 확인 및 2) 재무건전성 팩터에 대한 유의미한 선호 흐름이 관찰되었음

- 2국면에서 1국면으로 넘어가는 2015년 이후의 반기 사례에서 한국 증시는 대체로 **밸류**, **로우볼** 팩터에 대한 선호도 확대가 자주 발생했던 것으로 확인되고 있음. 실적에 영향을 미치는 지정학적 갈등 이벤트 혹은 무역정책 불확실성 확대 등으로 인한 모멘텀 훼손이 발생했음을 감안하면 **실적** 및 **고베타** 팩터에 대한 선호도도 유의미하게 높게 나타났음. 실적, 고베타를 미래 기업실적에 대한 기대감 및 펀더멘털을 대비하는 기준으로 보고 밸류, 로우볼 팩터를 하방 방어 포지션 접근을 위한 기준으로 볼 때, 바벨 전략 스타일의 투자가 현재와 비슷한 불확실성 확대 우려 국면에서 빈번하게 발생했다고 볼 수 있음. 이상 4개 스타일을 중심으로 국내 증시 종목 선정 진행

선호 업종 내 선호 스타일 팩터에 따른 종목 선정

종목코드	종목명	시장	업종	시가총액	EPS1 RR (3M)	EPS2 RR (3M)	EPS1 변화율 (3M)	EPS2 변화율 (3M)	P/E(12MF)	P/B(TTM)	60D변동성	52W변동성	60D베타 (KOSPI대비)	52W베타 (KOSPI대비)	ROE (지배, TTM)	부채비율
A010130	고려아연	KS	비철/목재	31,539	14.24	24.92	11.97	9.54	23.75	2.82	0.047	0.045	0.916	0.855	8.48	82.36
A014820	동원시스템즈	KS	비철/목재	742	0	0	0	0	0	0.87	0.029	0.022	0.477	0.517	6.33	77.45
A005810	풍산홀딩스	KS	비철/목재	627	16.95	16.95	3.24	3.9	8.43	0.51	0.051	0.036	0.405	0.505	6.57	15.48
A010120	LS ELECTRIC	KS	기계	42,000	26.73	36.54	8.6	8.49	74.06	20.12	0.050	0.043	0.932	1.213	14.67	131.48
A298040	효성중공업	KS	기계	37,531	12.23	25.92	3.74	9.69	39.88	15.94	0.048	0.039	0.996	1.091	24.41	190.31
A006260	LS	KS	기계	15,756	11.7	14.41	5.98	6.42	28.69	2.76	0.051	0.040	0.989	1.127	5.65	225.47
A267270	HD건설기계	KS	기계	8,247	18.43	20.93	26.93	20.26	14.69	1.65	0.043	0.041	0.783	0.861	5.74	86.64
A229640	LS에코에너지	KS	기계	2,802	4.74	21.85	11.36	16.21	50.97	13.27	0.057	0.039	0.814	0.898	21.43	117.63
A035250	강원랜드	KS	호텔/레저	3,470	-11.14	-4.36	-18.91	-6.63	12.21	0.82	0.018	0.014	0.284	0.228	8.11	22.21
A032350	롯데관광개발	KS	호텔/레저	1,579	7.7	2.93	2.49	-1.23	15.37	4.24	0.042	0.036	0.633	0.503	8.06	488.68
A034230	파라다이스	KS	호텔/레저	1,480	-14.39	-3.03	-10.43	-8.23	13.72	0.81	0.040	0.034	0.581	0.472	5.62	84.41
A105560	KB금융	KS	은행	58,165	42.7	38.68	2.4	1.66	8.76	0.95	0.027	0.024	0.576	0.574	9.98	1211.73
A055550	신한지주	KS	은행	45,947	30.89	42.28	2.85	3.05	8.15	0.8	0.026	0.021	0.476	0.506	8.72	1201.94
A086790	하나금융지주	KS	은행	34,708	26.99	29.92	3.67	4.01	7.77	0.77	0.028	0.023	0.555	0.541	9.17	1377.89
A005940	NH투자증권	KS	증권	12,472	49.97	40.81	26.4	22.25	9.19	1.39	0.051	0.033	1.085	1.057	11.76	783.50
A016360	삼성증권	KS	증권	11,609	44.83	33.42	31.13	26.93	7.57	1.44	0.052	0.033	1.058	1.072	13.09	887.64
A039490	키움증권	KS	증권	11,016	42.8	32.02	11.32	8.18	7.41	1.65	0.053	0.040	1.190	1.282	18.12	1107.51
A032830	삼성생명	KS	보험	66,000	17.48	11.47	3.35	10.5	24.93	0.94	0.043	0.031	0.949	0.915	4.96	440.89
A031210	서울보증보험	KS	보험	3,240	0	0	0	0	0	0.62	0.029	0.023	0.471	0.434	5.18	81.11
A003690	코리안리	KS	보험	2,156	0	0	6.54	6.75	6.35	0.59	0.025	0.020	0.406	0.382	9.03	287.13
A005930	삼성전자	KS	반도체	1,730,498	72.36	69.65	102.39	125.63	6.39	4.63	0.049	0.032	1.276	1.284	10.85	29.94
A000660	SK하이닉스	KS	반도체	1,404,024	65.13	60.45	79.25	110.32	5.99	11.29	0.057	0.041	1.443	1.575	44.15	45.95
A064760	티씨케이	KQ	반도체	3,896	29.58	30.71	12.72	9.2	33.99	7.5	0.055	0.042	0.913	1.021	13.5	9.30
A095610	테스	KQ	반도체	2,399	25.11	15.59	18.22	18.07	24.1	5.61	0.060	0.047	1.233	1.220	15.76	24.43
A089970	브이엠	KQ	반도체	1,476	39.55	39.55	41.46	46.02	17.67	8.73	0.059	0.045	1.174	1.144	17.34	40.37

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[한국] 밸류, 로우볼, 실적, 고베타 등을 중심으로 한 하반기 유망 종목 선정

종목코드	종목명	시장	업종	시가총액	EPS1 RR (3M)	EPS2 RR (3M)	EPS1 변화율 (3M)	EPS2 변화율 (3M)	P/E(12MF)	P/B(TTM)	60D변동성	52W변동성	60D베타 (KOSPI대비)	52W베타 (KOSPI대비)	ROE (지배, TTM)	부채비율
A096770	SK이노베이션	KS	에너지	21,419	15.43	4.4	흑전	30.6	13.61	0.98	0.046	0.036	0.743	0.805		190.20
A009830	한화솔루션	KS	에너지	8,216	12.66	16.09	887.16	44.07	13.36	0.9	0.069	0.051	0.911	0.936		196.33
A051910	LG화학	KS	화학	27,707	-8.45	2.71	흑전	34.97	33.37	0.94	0.049	0.036	0.961	0.923		114.54
A000210	DL	KS	화학	1,324	41.53	41.53	41.9	39.26	5.67	0.36	0.057	0.038	0.624	0.723		147.55
A010130	고려아연	KS	비철/목재	31,539	14.24	24.92	11.97	9.54	23.75	2.82	0.047	0.045	0.916	0.855	8.48	82.36
A014820	동원시스템즈	KS	비철/목재	742	0	0	0	0	0	0.87	0.029	0.022	0.477	0.517	6.33	77.45
A005810	풍산홀딩스	KS	비철/목재	627	16.95	16.95	3.24	3.9	8.43	0.51	0.051	0.036	0.405	0.505	6.57	15.48
A460860	동국제강	KS	철강	680	15.82	15.82	88.52	81.64	13.37	0.36	0.049	0.031	0.611	0.590	0.46	119.40
A002380	KCC	KS	건설	5,127	21.86	-6.95	87.89	66.33	6.04	0.54	0.051	0.036	1.141	1.094	23.51	114.76
A010120	LS ELECTRIC	KS	기계	42,000	26.73	36.54	8.6	8.49	74.06	20.12	0.050	0.043	0.932	1.213	14.67	131.48
A298040	효성중공업	KS	기계	37,531	12.23	25.92	3.74	9.69	39.88	15.94	0.048	0.039	0.996	1.091	24.41	190.31
A006260	LS	KS	기계	15,756	11.7	14.41	5.98	6.42	28.69	2.76	0.051	0.040	0.989	1.127	5.65	225.47
A267270	HD건설기계	KS	기계	8,247	18.43	20.93	26.93	20.26	14.69	1.65	0.043	0.041	0.783	0.861	5.74	86.64
A229640	LS에코에너지	KS	기계	2,802	4.74	21.85	11.36	16.21	50.97	13.27	0.057	0.039	0.814	0.898	21.43	117.63
A267250	HD현대	KS	조선	22,039	20.62	5.09	44.11	20.15	10.59	1.95	0.038	0.035	0.605	0.798	10.25	159.39
A402340	SK스퀘어	KS	상사/자본재	154,523	32.76	32.76	138.14	146.23	4.87	5.59	0.059	0.048	1.483	1.677	37.82	9.01
A005850	에스엘	KS	자동차	3,154	18.42	2.8	3.23	2.71	8.12	1.23	0.050	0.038	0.955	0.902	12.81	50.74
A298020	효성티앤씨	KS	화장품/의류	2,012	27.85	38.81	48.35	57.27	8.34	1.28	0.051	0.038	0.692	0.698	0.72	193.27
A035250	강원랜드	KS	호텔/레저	3,470	-11.14	-4.36	-18.91	-6.63	12.21	0.82	0.018	0.014	0.284	0.228	8.11	22.21
A032350	롯데관광개발	KS	호텔/레저	1,579	7.7	2.93	2.49	-1.23	15.37	4.24	0.042	0.036	0.633	0.503	8.06	488.68
A034230	파라다이스	KS	호텔/레저	1,480	-14.39	-3.03	-10.43	-8.23	13.72	0.81	0.040	0.034	0.581	0.472	5.62	84.41
A041510	에스엠	KQ	미디어	2,141	-5.79	4.98	-4.05	-6.52	14.77	2.14	0.034	0.031	0.488	0.433	41.65	47.76
A004170	신세계	KS	유통	5,053	24.49	16.47	31.91	23.77	14.15	1.05	0.041	0.030	0.683	0.573	0.32	140.91
A033780	KT&G	KS	필수소비재	21,674	19.67	17.54	7.77	4.11	15.52	2.11	0.021	0.018	0.239	0.149	11.77	51.98
A271560	오리온	KS	필수소비재	5,662	23.22	19.36	1.45	0.93	11.44	1.49	0.025	0.018	0.288	0.250	10.51	17.55
A141080	리가켐바이오	KQ	헬스케어	7,252	-2.97	-2.97	3688.79	-68.76	225.59	14.06	0.053	0.042	0.718	0.612		29.70
A039200	오스코텍	KQ	헬스케어	1,825	67.8	33.9	-30.44	131.07	26.74	10.07	0.051	0.041	0.431	0.329	33.87	23.02
A105560	KB금융	KS	은행	58,165	42.7	38.68	2.4	1.66	8.76	0.95	0.027	0.024	0.576	0.574	9.98	1211.73
A055550	신한지주	KS	은행	45,947	30.89	42.28	2.85	3.05	8.15	0.8	0.026	0.021	0.476	0.506	8.72	1201.94
A086790	하나금융지주	KS	은행	34,708	26.99	29.92	3.67	4.01	7.77	0.77	0.028	0.023	0.555	0.541	9.17	1377.89
A005940	NH투자증권	KS	증권	12,472	49.97	40.81	26.4	22.25	9.19	1.39	0.051	0.033	1.085	1.057	11.76	783.50
A016360	삼성증권	KS	증권	11,609	44.83	33.42	31.13	26.93	7.57	1.44	0.052	0.033	1.058	1.072	13.09	887.64
A039490	키움증권	KS	증권	11,016	42.8	32.02	11.32	8.18	7.41	1.65	0.053	0.040	1.190	1.282	18.12	1107.51
A032830	삼성생명	KS	보험	66,000	17.48	11.47	3.35	10.5	24.93	0.94	0.043	0.031	0.949	0.915	4.96	440.89
A031210	서울보증보험	KS	보험	3,240	0	0	0	0	0	0.62	0.029	0.023	0.471	0.434	5.18	81.11
A003690	코리안리	KS	보험	2,156	0	0	6.54	6.75	6.35	0.59	0.025	0.020	0.406	0.382	9.03	287.13
A181710	NHN	KS	소프트웨어	1,246	38.47	15.77	15.33	10.21	10.46	0.8	0.044	0.035	0.517	0.569	2.2	117.49
A009150	삼성전기	KS	IT하드웨어	76,486	52.96	56.67	23.22	48.37	52.68	8.11	0.055	0.036	1.044	1.005	7.7	48.98
A011070	LG이노텍	KS	IT하드웨어	17,987	32.75	29.6	26.51	26.8	22.3	3.12	0.059	0.038	1.099	0.971	6.14	107.02
A005930	삼성전자	KS	반도체	1,730,498	72.36	69.65	102.39	125.63	6.39	4.63	0.049	0.032	1.276	1.284	10.85	29.94
A000660	SK하이닉스	KS	반도체	1,404,024	65.13	60.45	79.25	110.32	5.99	11.29	0.057	0.041	1.443	1.575	44.15	45.95
A064760	티씨케이	KQ	반도체	3,896	29.58	30.71	12.72	9.2	33.99	7.5	0.055	0.042	0.913	1.021	13.5	9.30
A095610	테스	KQ	반도체	2,399	25.11	15.59	18.22	18.07	24.1	5.61	0.060	0.047	1.233	1.220	15.76	24.43
A089970	브이엠	KQ	반도체	1,476	39.55	39.55	41.46	46.02	17.67	8.73	0.059	0.045	1.174	1.144	17.34	40.37
A006400	삼성SDI	KS	IT가전	51,252	23.79	10.96	흑전	23.25	57.52	2.33	0.050	0.038	0.849	0.935		79.28
A034220	LG디스플레이	KS	디스플레이	7,670	3	10.02	-29.65	28.53	11.08	1.16	0.052	0.036	0.965	0.908	3.44	243.36
A017670	SK텔레콤	KS	통신서비스	22,059	13.66	16.65	0.06	1.87	17.48	1.7	0.036	0.024	0.558	0.543	3.33	132.40
A052690	한전기술	KS	유틸리티	5,920	6.22	0.27	6.5	6.23	80.62	9.43	0.050	0.045	0.936	0.977	14.2	41.70

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

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.