

## 금리의 긴장 고조

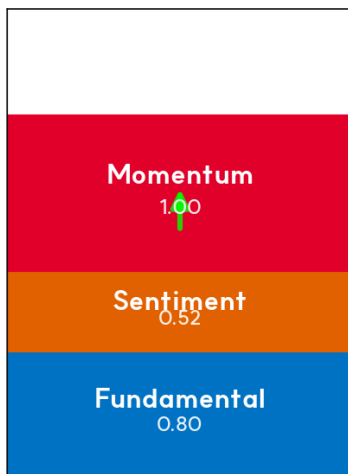
이번 주 시장 한 장 요약 (2026-05-18)

SK증권 퀀트/자산배분 황지우

- 국내 증시는 반도체 중심 강세 이후 금요일 급락을 거치며 수익률 되돌림. 소매(유통), 자동차, 소프트웨어, 필수소비재 등 AI CAPEX와 관련성이 낮은 업종들도 모멘텀 바스켓에 포함됐으나, 이는 시장 온기 확산보다는 기존 주도주인 반도체의 조정으로 발생한 상대강세 성격이 강함
- 미국 증시도 모멘텀 그룹이 금융서비스, 자본재, 에너지, 식료품, 미디어/엔터 등으로 분산
- 국내 주간 상승종목비율은 19.5%, 미국은 32.3%에 그치며 양 시장 모두 Breadth 부진. 특히 국내는 ETF 자금 흐름과 외국인 선물 수급이 위험선호 약화를 시사
- 코스피 이익 모멘텀은 주간 +1.49% 기록. 증권, 보험, 소매(유통) 등 실적 발표가 상대적으로 늦은 업종에서 호실적이 반영되며 이익 상향을 견인. 유틸리티는 큰 폭의 하향 조정 발생
- 미국은 에너지 이익 모멘텀이 재차 개선된 반면, 나스닥 EPS는 하락. 미 PPI가 전년 대비 6.0% 상승하고, 30년물 국채 신규 발행에서 5%대 금리가 확인되며 성장주 밸류에이션 부담 재차 부각. 또한 미중 정상회담 실망감과 중동 리스크 상존 등으로 시장의 꼬리위험 경계도 높아진 국면

### 국내 증시 추세 동력

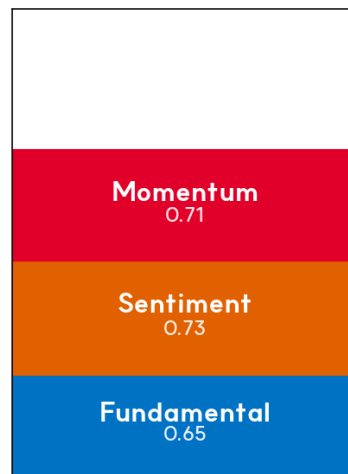
(단위:0~3)



주: 현재 추세 종목은 3페이지 모멘텀 그룹 참고  
자료: SK증권

### 미국 증시 추세 동력

(단위:0~3)



주: 현재 추세 종목은 4페이지 모멘텀 그룹 참고  
자료: SK증권

## 보고서 활용법

- 이 보고서는 시장을 Momentum, Sentiment, Fundamental 세 층으로 나누며, 각각 가격의 힘, 투자자 분위기, 실적과 밸류에이션을 의미
- 숫자가 높을수록 해당 힘이 시장을 더 잘 받쳐주고 있다는 뜻이며, 화살표와 균열 표시는 “좋다/나쁘다”보다 “최근 더 강해지는지, 약해지는지”를 표시
- 세 레이어가 함께 받쳐주는 시장은 추세가 더 오래갈 가능성이 높고, 한 레이어에만 의존하는 시장은 잠재적으로 변동성이 확대될 수 있음. 이 보고서는 그 균형을 빠르게 점검하기 위한 도구
- 본 보고서의 내용이 월간 추세 추종 포트폴리오의 의사결정 과정에서도 보조적인 참고 자료로 활용할 수 있기를 기대

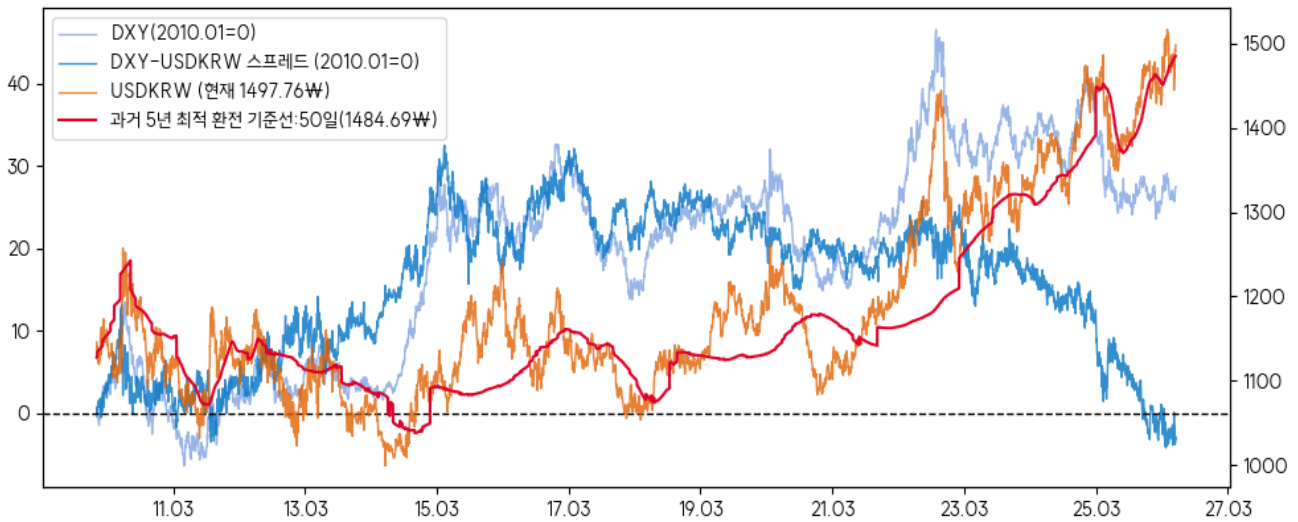
## 환율 판단 프레임

### 환전 시점 판단을 위한 구조적 기준 제시

- 환전 후 1년(252영업일)보유하는 전략 성과를 비교했을 때 가장 수익이 높았던 환전 참고선 제시
- 환율이 기준선(위 차트의 빨간색 선) 위에 있다면 경험적으로 환전 부담이 높은 구간, 아래에 있다면 상대적으로 환전 여건이 나았던 구간으로 해석할 수 있음
- 한·미 10년 실질금리 차이와 USDKRW를 각각 과거 5년 기준 rolling z-score로 표준화하여 상대적 위치를 비교
- 실질금리-환율 괴리는 경험적으로 원화 포지션이 유리했던 영역에 위치. 따라서 해외자산 비중 확대 목적의 환전은 가능하더라도, 현 수준에서 과도한 달러 환전은 지양할 필요

### DXY 대비 USDKRW 상대 강도 및 최적 환전 기준선

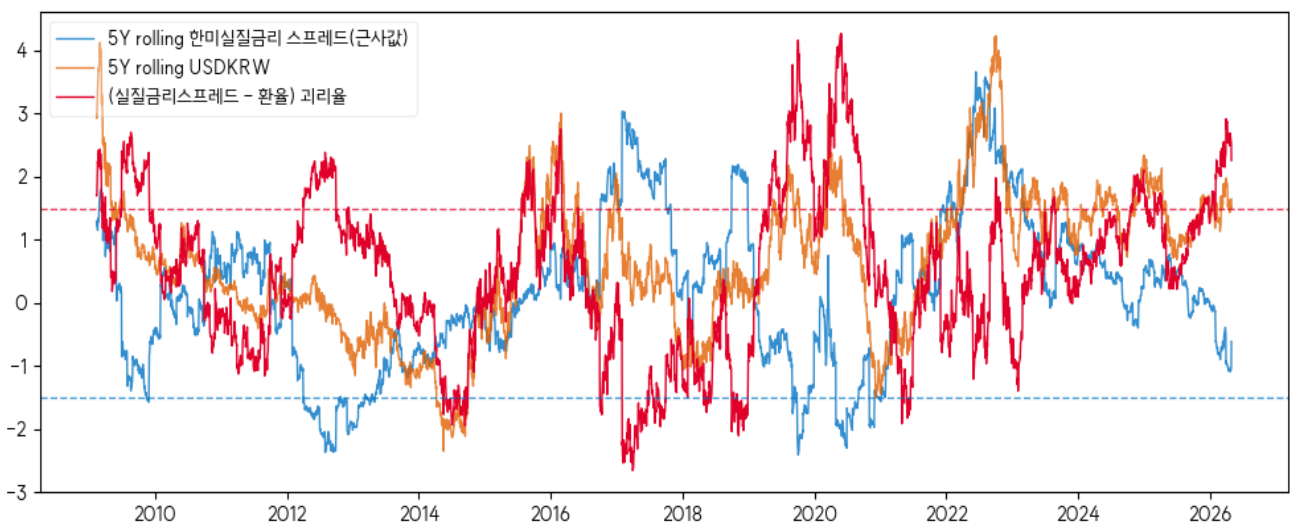
(단위: %, ₩)



자료: Yahoo Finance, SK증권

### 한미 실질금리 스프레드와 환율의 상대적 위치 및 괴리

(단위: z-score)



주: 경험적으로 빨간 점선은 원화 포지션, 파란 점선은 달러 포지션이 유리

자료: FRED, ECOS SK증권

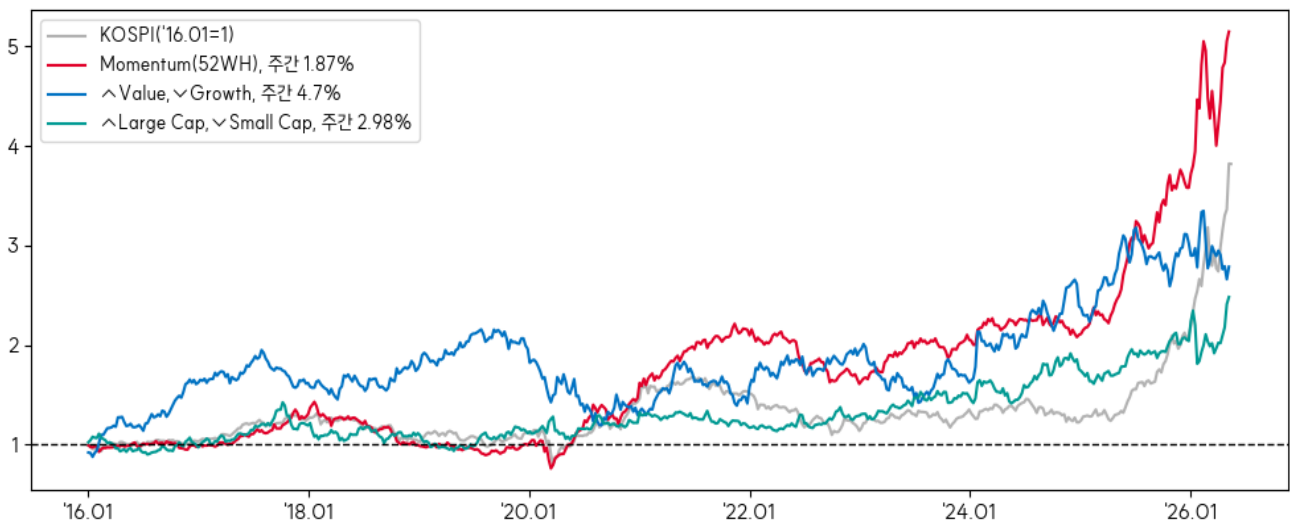
## Layer : Momentum

### KS200+KQ150 모멘텀 성과 및 구성 종목

- 모멘텀은 "최근 강한 종목이 계속 강한가"를 보는 지표. 본 보고서에서는 52주 고점 대비 주가 위치를 기준으로, 시장이 어디에 프리미엄을 주고 있는지 확인
- 위 차트의 Momentum(52WH)가 우상향한다면 시장이 기존 강세주에 계속 점수를 주고 있다는 의미. 다만 순위는 자주 바뀌므로 모멘텀 종목이 바뀐다면 지수가 약세여도 모멘텀은 강세일 수 있음
- 지난 주는 대형vs소형이 2.98%, 가치vs성장이 4.7% 변동하여 대형가치주들이 상대적 강세를 시현
- 금요일 급락 과정에서 그동안 주도주 역할을 했던 반도체의 수익률 되돌림이 크게 나타났고, 상대적으로 덜 하락한 업종들이 모멘텀 바스켓에 편입된 성격이 강함

### KS200+KQ150 주요 스타일 팩터 추이

(단위: 배)



자료: Quantiwise, SK증권

### KS200+KQ150 모멘텀 그룹 구성 업종 및 종목 리스트

<b>반도체</b> 두산테스나, 제주반도체, SK하이닉스 티에스이, 하나마이크론, 삼성전자	<b>자동차</b> 에스엘, DN오tomotiv브 현대차, 현대모비스	<b>필수소비재</b> KT&G, 오리온, 오리온홀딩스	<b>기계</b> 서진시스템, 두산로보틱스 IT가전, LG전자	<b>화학</b> 한솔케미칼, TKG휴켄스
<b>소매(유통)</b> 롯데쇼핑, GS리테일, 현대백화점 신세계, BGF리테일	<b>소프트웨어</b> 현대오토에버, 더블유게임즈 NC	<b>IT하드웨어</b> 인텔리언테크, LG이노텍	<b>상사, 자본재</b> CJ	<b>은행</b> KB금융, 철강, 현대제철
		<b>보험</b> 삼성생명	<b>운송</b> 팬오션	<b>통신서비스</b> SK텔레콤, 화장품, 의류, F&F

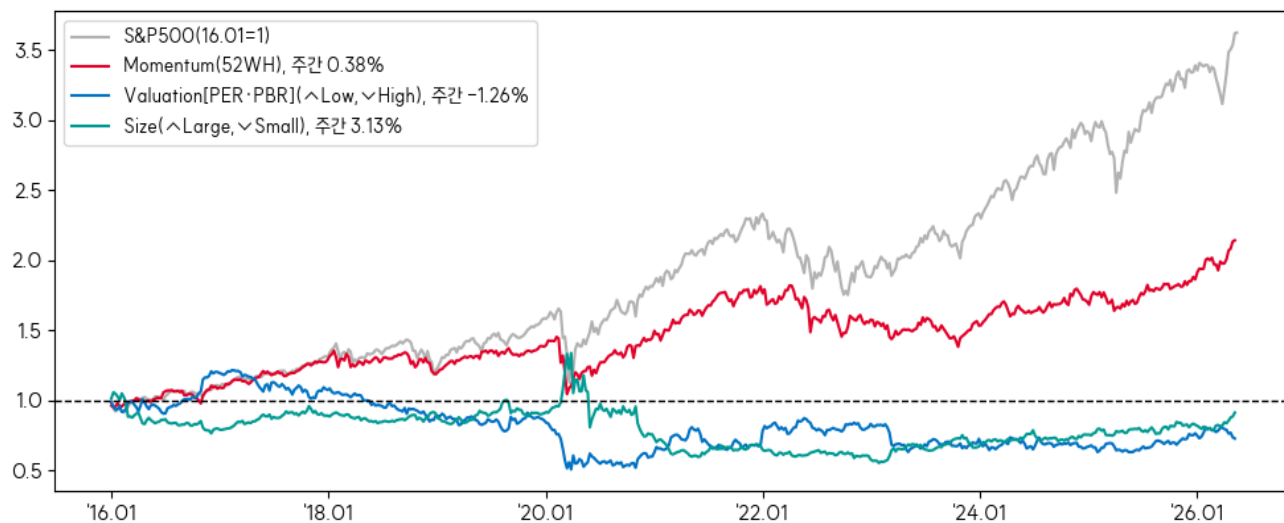
자료: Quantiwise, SK증권

## S&P500; 모멘텀 성과 및 구성 종목

- 팩터 전략이 개발되고 활용된 역사가 긴 미국 증시에서, 단일 지표로 구분한 스타일 팩터는 실전에 활용할 전략이라기 보다는 시장의 분위기를 파악하는 신호
- 현재 모멘텀이 높은 업종은 Fin Serv, Insurance, Cap Goods 등이며 모멘텀 그룹 내 상위 1개 업종의 비중은 11.76%, 3개 업종의 비중은 31.37%를 차지하고 있음
- 지난 주는 대형vs소형이 3.13%, 가치vs성장이 -1.26% 변동하여 대형성장주들이 상대적 강세를 시현
- 미국 증시 역시 모멘텀 그룹이 금융서비스, 자본재, 에너지, 식료품, 미디어/엔터 등 다양한 업종으로 분산되는 모습

## S&P500; 주요 스타일 팩터 추이

(단위: 배)



자료: Bloomberg, SK증권

## S&P500; 모멘텀 그룹 구성 업종 및 종목 리스트

<b>Fin Serv</b> STT MS CBOE IBKR BEN BK	<b>Energy</b> HAL WMB MPC TRGP VLO	<b>Food/Beverage</b> PM KO MNST MO	<b>Software</b> CRWD DDOG PANW FTNT	<b>HC Equip/Serv</b> UNH CVS DVA	<b>Tech HW</b> CSCO FFIV AAPL
<b>Cap Goods</b> GWW PWR ROK JCI VRT	<b>Insurance</b> PFG AIZ AFL ALL GL	<b>Media/Ent</b> SATS EA GOOGL GOOG	<b>Transport</b> UNP CSX NSC JBHT	<b>Cons Staples</b> WMT COST	Cons Discretionary EBAY Cons Serv SBUX
				<b>Semiconductors</b> AMAT TXN	Materials LIN REITs DOC

자료: Bloomberg, SK증권

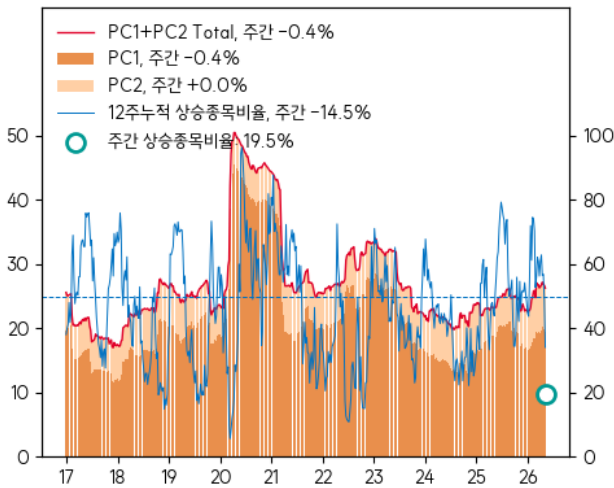
## Layer : Sentiment

### 국내 증시 투자 심리 현황

- 증시가 소수의 요인에 의해 좌우될 경우, 해당 요인의 방향성에 따라 시장의 변동성 또한 크게 확대될 수 있음. 이러한 출렁임은 상승과 하락 국면 모두에서 발생 가능
- 위 차트는 주성분분석(PCA)을 활용해 증시 쏠림의 수준을 측정하여 구성 종목들이 과거 대비 함께 움직이고 있는지(PC기), 혹은 각기 다른 흐름을 보이고 있는지(PC노)를 계량적으로 관측
- 국내 증시는 주간 상승종목비율이 19.5%에 그치며 시장 폭이 크게 약화. ETF 자금 흐름 역시 주식에서 상대적으로 유출되는 구간으로 관찰되며, 선물시장에서도 외국인이 극단적 순매도 수준까지 매도세를 확대. 가격 모멘텀의 표면은 업종 확산처럼 보이지만, 수급과 Breadth는 오히려 위험선호 약화를 시사

### 국내 증시 수익률 쏠림

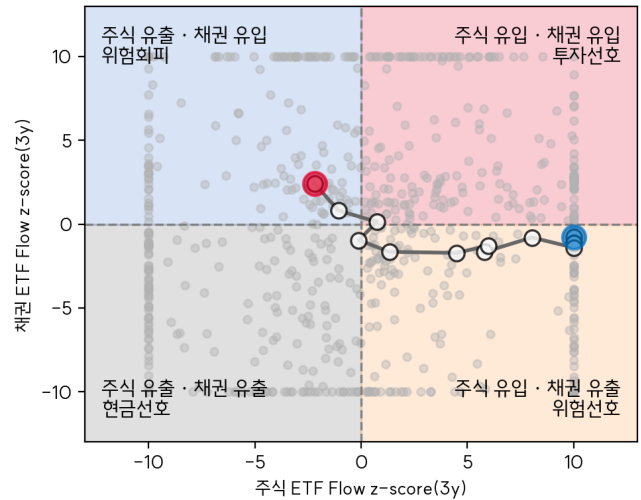
(단위: %)



자료: Quantiwise, SK증권

### 주식형/채권형 ETF Fund Flow

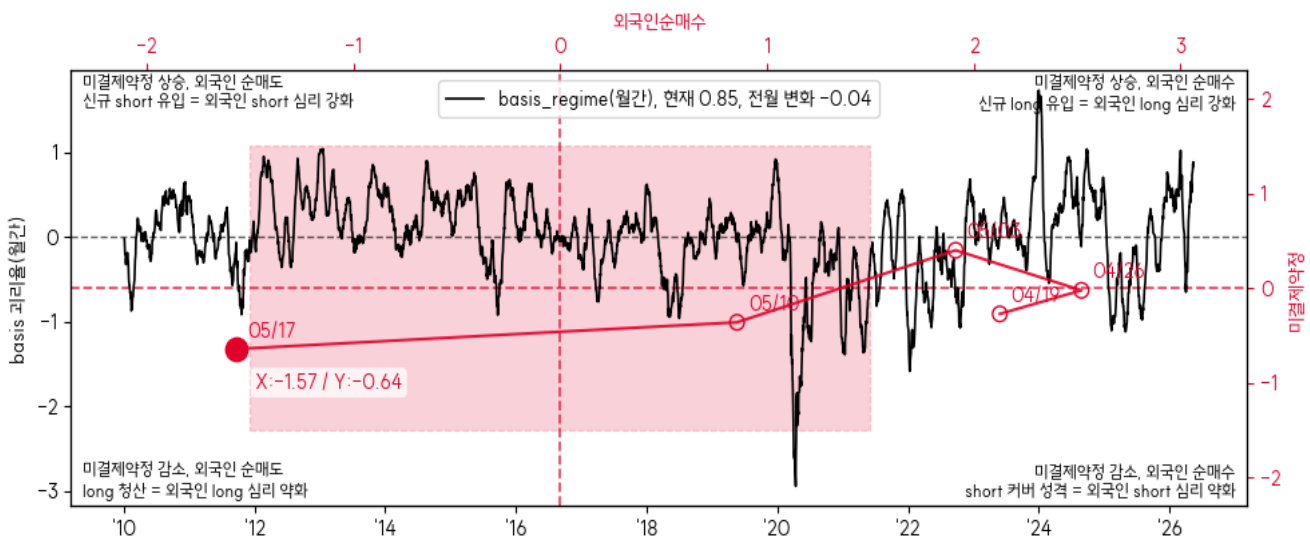
(단위: z-score)



주: 파란 점은 13주 전, 빨간 점은 현재 위치. z-score는 최소/최대 ±10  
 자료: Bloomberg, SK증권

### 선물 시장으로 보는 외국인 심리

(단위: z-score)

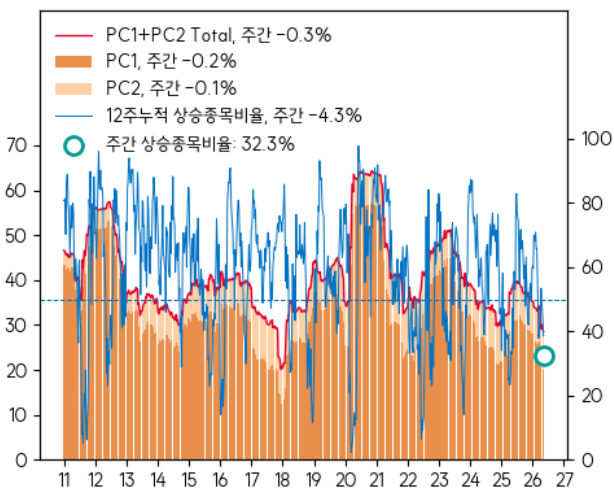


자료: Quantiwise, SK증권

## US 투자 심리 변화

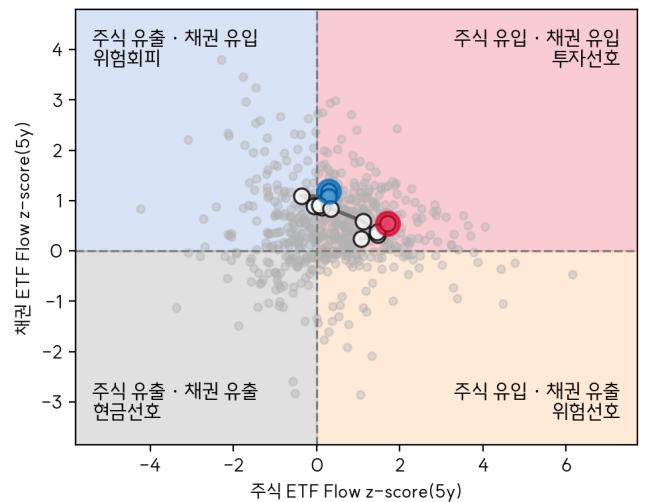
- 미국의 수익률 쏠림과 상승종목비율은 반등이 시장 전반으로 확산되기보다 제한된 범위 내에서 이뤄지고 있음을 보여주며, 한국 대비 시장 폭은 여전히 약한 편
- 아래 차트는 옵션 시장 지표들을 통해 투자자들이 변동성 위험을 얼마나 의식하고 있는지를 관측
- MOVE는 금리의 예상 변동성, SKEW는 급락(tail risk) 방어 옵션의 가격(프리미엄), Index Put/Call은 지수에 대한 하락베팅이 상승베팅보다 얼마나 우세한지를 보여주는 심리 지표
- 미국 증시도 주간 상승종목비율이 32.3%에 그치며 Breadth는 부진. 옵션시장에서는 tail risk를 경계하는 SKEW 지표가 일부 상승. 미중 정상회담 이후 시장 실망감과 중동 리스크가 동시에 반영되며, 아직 공포 국면은 아니지만 방어 비용을 조금씩 다시 지불하기 시작한 흐름으로 해석

### 미국 증시 수익률 쏠림 (단위: %)



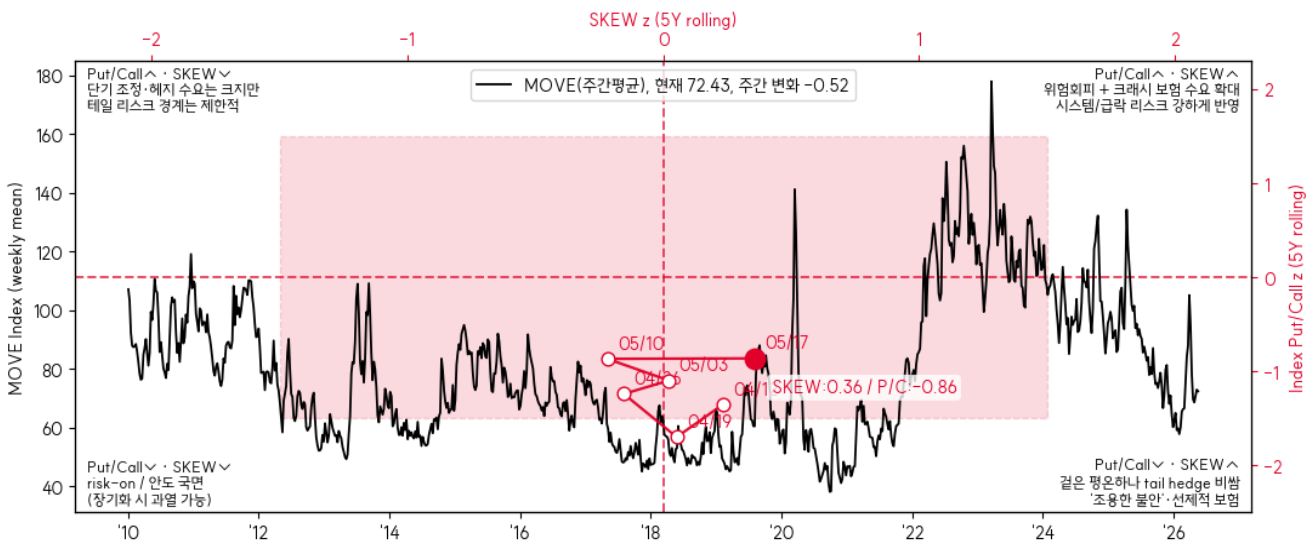
자료: Bloomberg, SK증권

### 주식형/채권형 ETF Fund Flow (단위: z-score)



주: 파란 점은 13주 전, 빨간 점은 현재 위치  
자료: Bloomberg, SK증권

### 옵션 시장으로 보는 투자자 심리 (단위: z-score)



자료: Bloomberg, SK증권

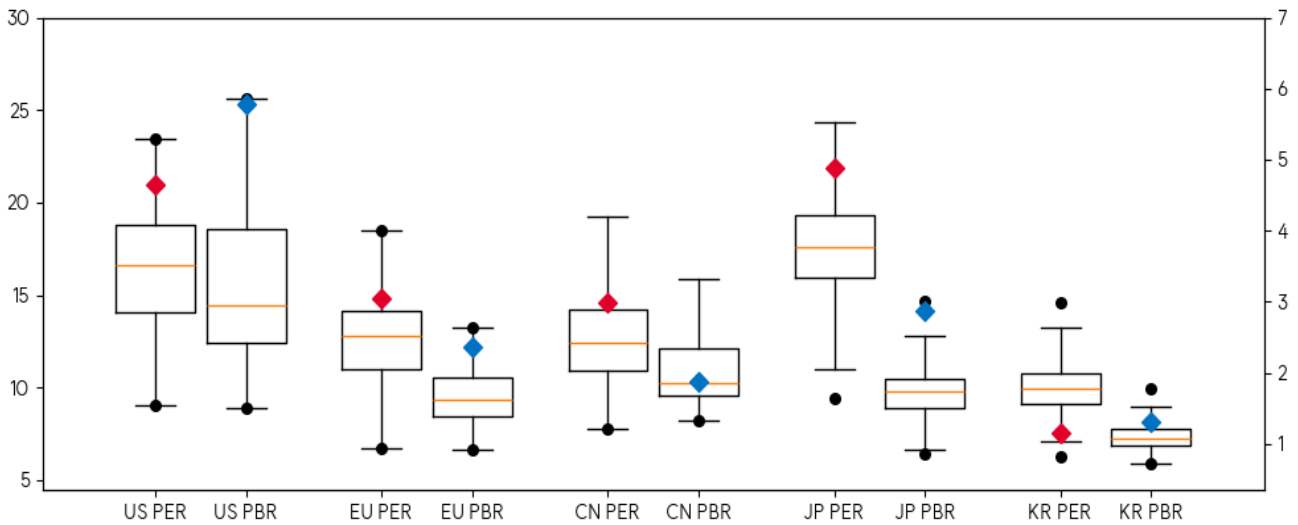
## Layer : Fundamental

### 글로벌 밸류에이션 현황

- 주요 증시들의 12개월 선행 PER과 후행 PBR을 BoxPlot으로 표현 (표본기간 과거 5년)
- 일반적으로 강세장에서는 낙관적 기대가 반영된 PER에 주목하는 반면, 약세장에서는 안전자산 선호로 인해 PBR이 보다 중요하게 고려됨

### 글로벌 밸류에이션 현황

(단위: 배)



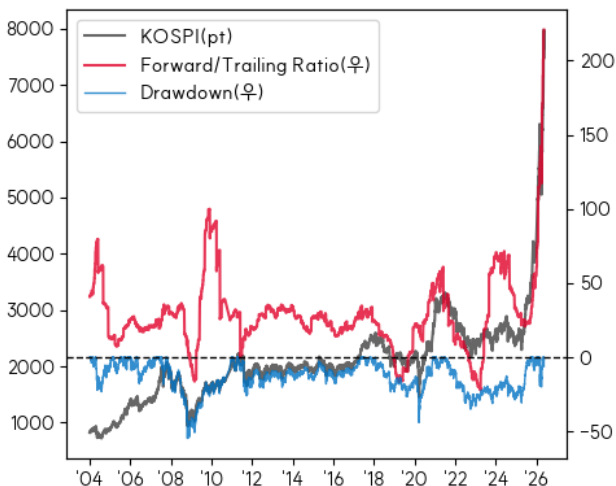
주: ◆는 현재 위치, ●은 최소값 또는 최대값. F12M PER은 좌축, T12M PBR은 우축

자료: Bloomberg, Quantiwise, SK증권

- 아래는 Forward(미래 12개월 전망치)와 Trailing(과거 12개월 확정치) 이익 지표의 상대적 비율
- 시장이 미래 이익을 과거 확정치 대비 얼마나 낙관적으로 보는지 확인할 수 있는 지표
- 미국 30년물 국채 신규 발행에서 5% 쿠폰과 5.046% high yield가 확인되면서 장기금리가 상승했으며 밸류에이션 부담이 부각될 가능성

### KOSPI 선행/후행 비율

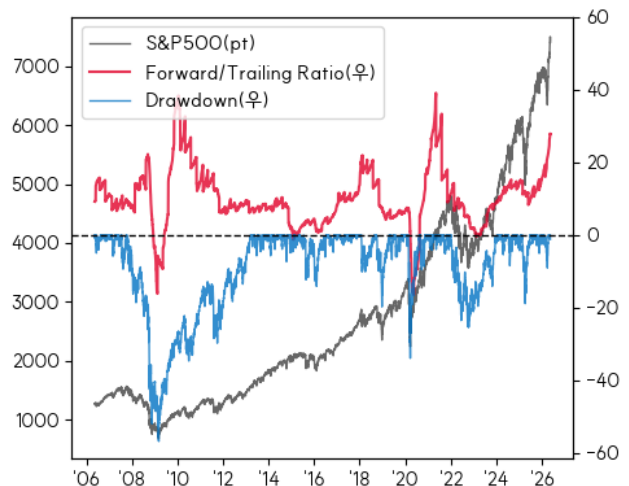
(단위:pt, %)



자료: Quantiwise, SK증권

### S&P500: 선행/후행 비율

(단위:pt, %)



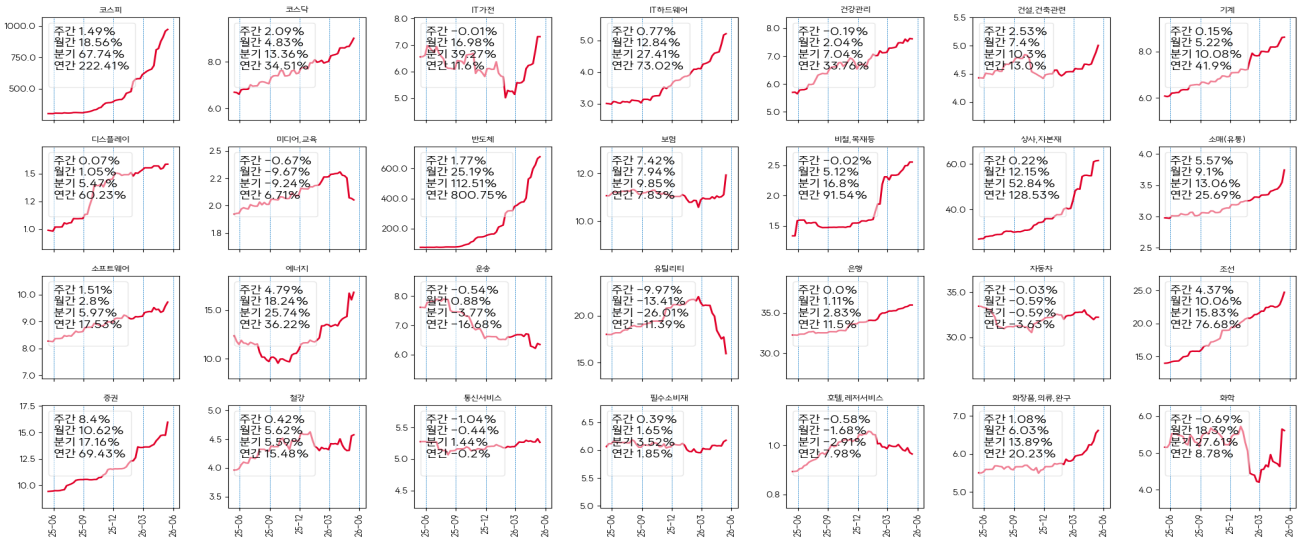
자료: Bloomberg, SK증권

## 국내 증시 업종별 이익 추이

- 컨센서스는 주요 기업에 대한 애널리스트 전망 평균이며, 시장 전체를 대표하지는 않지만 업종별 수익성 추세를 보여줌
- 애널리스트의 별도 추정치 갱신이 없더라도 분기 종료 또는 추정치 기한(통상 3개월) 도래 시 자동 조정이 이루어지며, 이 과정에서 향후 4분기 실적 기준 이익 추정치는 다소 낙관적으로 형성되는 경향이 있음
- 이익 추정치가 1년 이상 유지된(추세 노이즈를 줄이기 위해) 코스피232사, 코스닥97사에 대한 분석
- 코스피 이익 모멘텀은 +1.49%를 기록. 상승률 상위 업종은 증권, 보험, 소매(유통) 등으로, 반도체 대비 실적 발표가 상대적으로 늦은 업종들의 호실적이 뒤늦게 반영되며 이익 상향을 견인

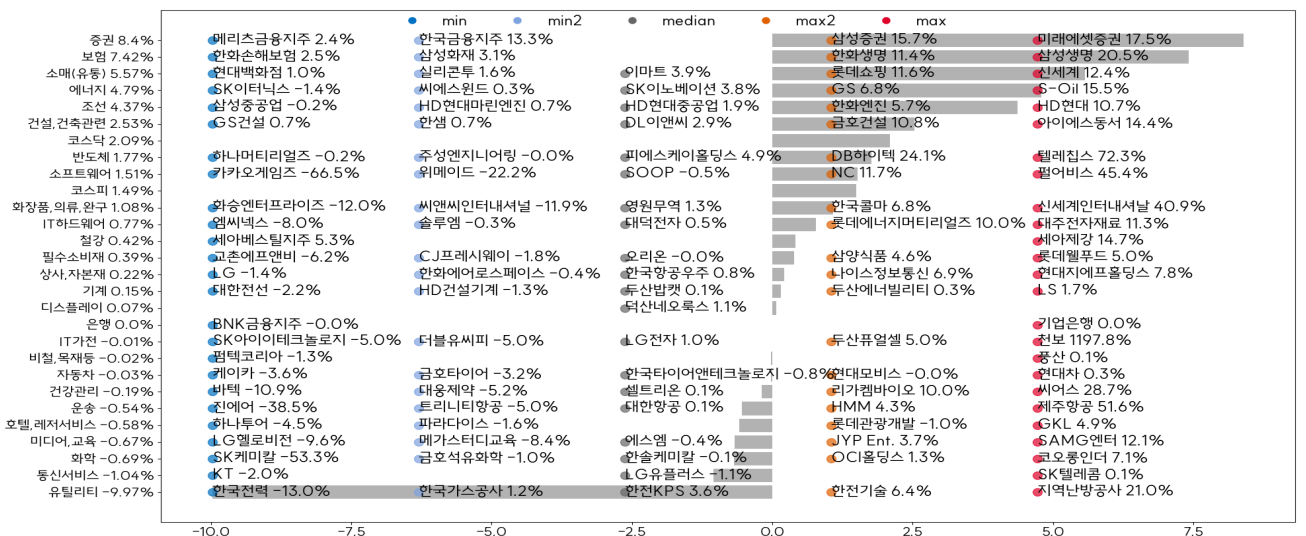
## 최근 1년 12개월 선행 영업이익 추정치

(단위:조원)



자료: Quantwise, SK증권

## 주간 이익추정치 변화를 상하위 업종 및 기업



자료: Quantwise, SK증권



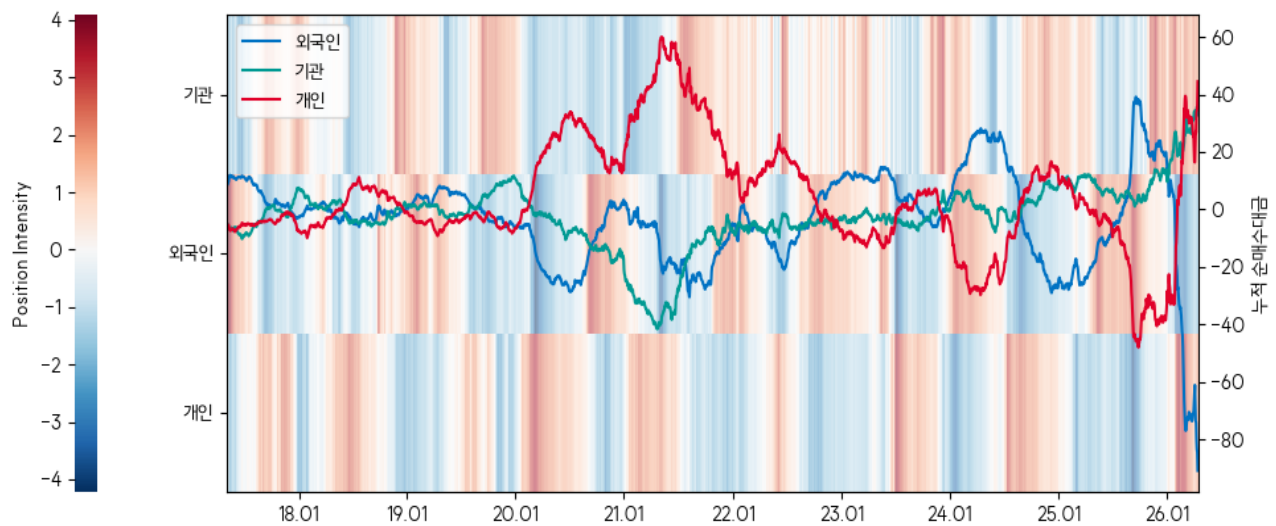
## 변외 : 수급

### 증시 소유권의 변화

- 투자자들은 각기 상이한 투자 기간을 계획하고 있으며 자산은 매 시점마다 소유주가 있고 그 소유 구조는 시장의 성격을 규정
- 단기투자자를 유입시키는 모멘텀이 일정 수준 크거나 지속되면, 상대적으로 장기적인 투자자에서 단기 투자자로 소유권이 이동하고 단기 투자자가 가격 결정의 주체가 됨
- 가격 수준이 동일하더라도 투자자 구성의 변화에 따라 가격의 방향성과 변동성은 달라질 수 있음. 단기 거래자와 장기 투자자의 투자 논리나 원칙이 다르기 때문
- 외국인은 주간 기준 약 20조원 순매도하며 강한 매도세를 보였고, 해당 물량은 개인이 사실상 단독으로 흡수. 삼성전자의 생산 불확실성도 수급에 직간접적으로 영향을 미쳤을 것으로 추정

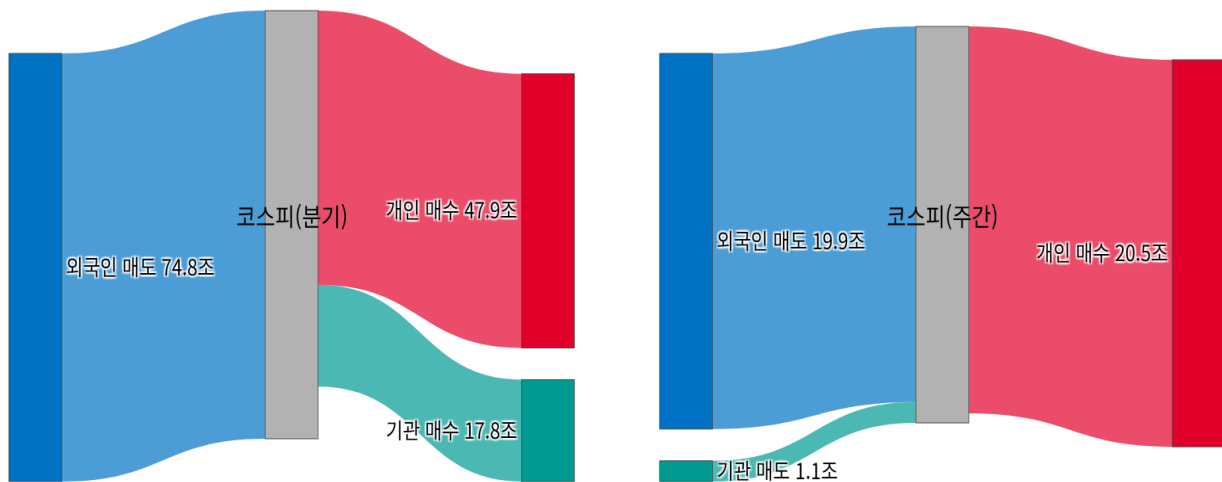
### 투자자 주체별 매수 강도

(단위: z-score(좌), 조원(우))



자료: Quantiwise, SK증권

### 코스피 투자자 매매 흐름



자료: Quantiwise, SK증권

## 시장은 어디를 바라보고 있는가?

- VWAP 대비 현재 가격 괴리율은 해당 업종에 근래 진입한 투자자들이 수익 구간에 있는지, 손실 구간에 있는지 가능하는 지표
- 수익 구간에 위치한 투자자 비중이 높을수록, 괴리율이 해소될 때까지 비교적 여유 있는 대응이 나타나는 경우가 많음
- 반대로 손실 구간의 투자자가 많을 경우, 괴리율이 좁혀지는 구간에서 매도 물량이 출회되며 주가가 일시적으로 정체되는 양상이 자주 관찰됨
- 대차잔고는 잠재적 공매도 대기 자금으로 해석되며, 회색 선은 과거 대비 공매도가 시장에 미칠 수 있는 영향력 수준을 나타냄
- 업종의 높낮이는 공매도가 해당 업종에 미칠 잠재적 영향력의 크기를, 좌우 위치는 시총 대비 대차잔고의 주간 변화율을 의미

## 투자자 주체별 관심 업종

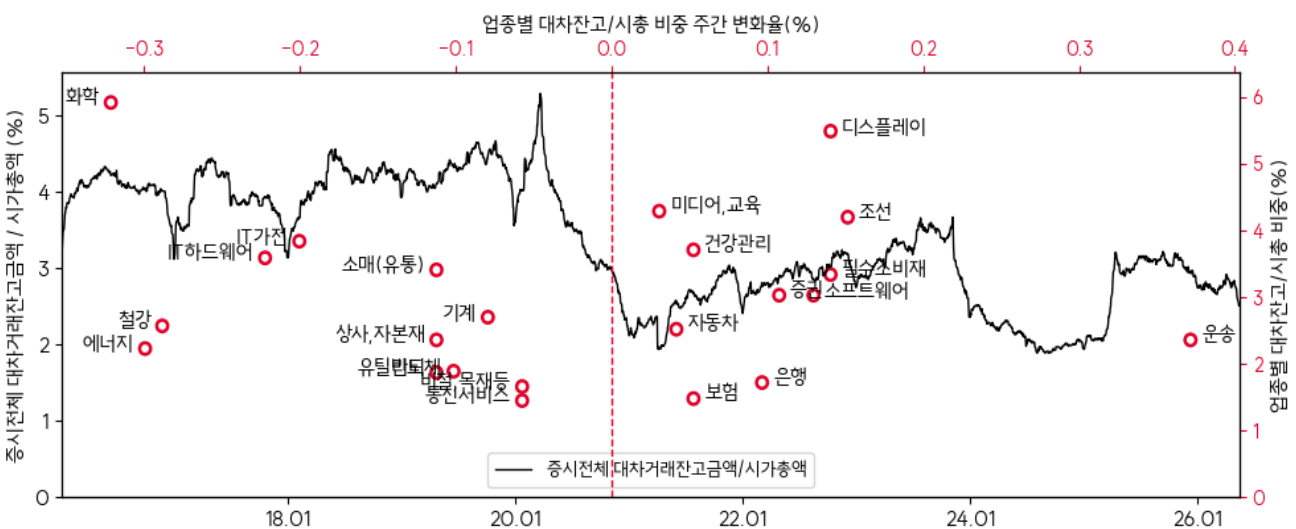
(단위: 십억원, pt, %)

투자 주체	구분	업종명	주간 순매수	월간 순매수	분기 순매수	분기 VWAP(A)	현재지수(B)	괴리율=B/A
개인	순매수1위	반도체	17973.4	12217.7	35963.8	33245.6	43628.9	31.2
	순매수2위	자동차	904.0	1215.5	5945.3	15443.7	17862.3	15.7
	순매수3위	기계	656.9	1566.3	-14.8	7450.3	7902.6	6.1
	순매도3위	디스플레이	-165.7	-46.0	56.3	865.3	928.2	7.3
	순매도2위	철강	-175.2	-815.3	-642.9	2770.6	3059.3	10.4
	순매도1위	IT하드웨어	-208.9	-479.3	-1621.2	360.7	463.1	28.4
기관	순매수1위	IT하드웨어	705.1	1012.2	2010.5	360.7	463.1	28.4
	순매수2위	자동차	538.2	554.1	-97.4	15443.7	17862.3	15.7
	순매수3위	상사, 자본재	210.8	208.9	846.3	3081.2	3577.2	16.1
	순매도3위	화학	-410.4	-426.6	-552.6	6061.0	6008.2	-0.9
	순매도2위	IT가전	-634.2	33.8	1174.0	1958.3	2239.9	14.4
	순매도1위	기계	-680.1	532.3	1187.8	7450.3	7902.6	6.1
외국인	순매수1위	건강관리	264.6	-566.0	934.6	7721.8	6904.0	-10.6
	순매수2위	철강	207.9	438.4	257.7	2770.6	3059.3	10.4
	순매수3위	IT가전	181.7	414.4	1046.8	1958.3	2239.9	14.4
	순매도3위	IT하드웨어	-475.5	-460.9	-163.6	360.7	463.1	28.4
	순매도2위	자동차	-1530.6	-2016.9	-6300.3	15443.7	17862.3	15.7
	순매도1위	반도체	-18113.7	-19529.8	-56140.8	33245.6	43628.9	31.2

자료: Quantwise, SK증권

## 시장/업종별 시총 대비 대차잔고금액 현황

(단위: %)



자료: Quantwise, SK증권