



# KOREA STRATEGY

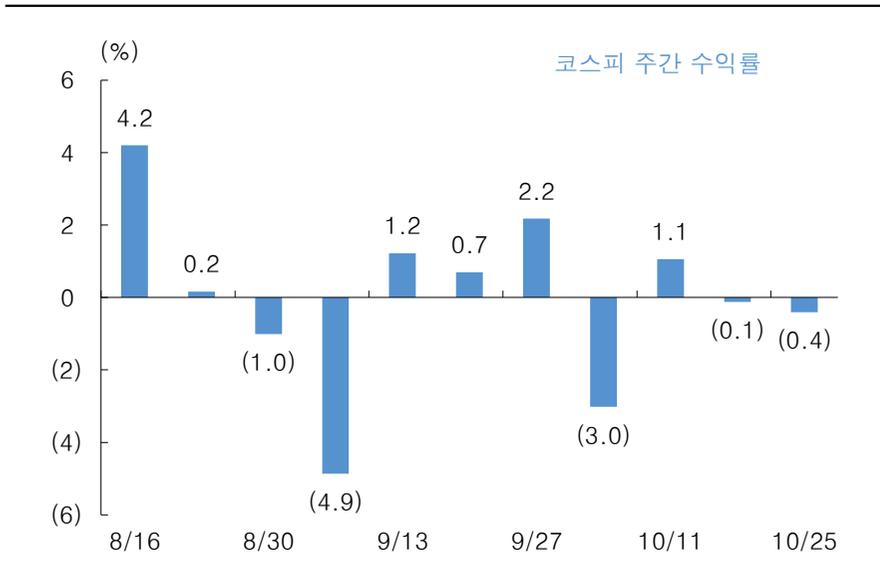
## 한국 증시 전망

김대준 | [daejun.kim@koreainvestment.com](mailto:daejun.kim@koreainvestment.com)

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

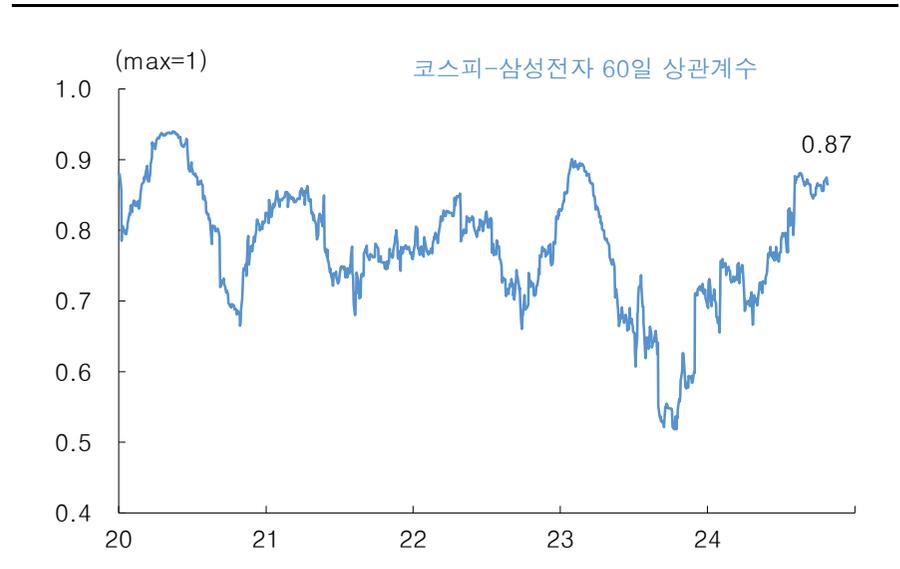
- 코스피는 10월 이후 횡보세를 지속. 주간 수익률이 1%를 하회하는 가운데 지수는 2,600p선에서 등락 반복
- 한국 증시에서 종목별 차별화가 빠르게 나타나고 있음. 다만 시가총액 1위 삼성전자는 고전을 이어가고 있음
- 한국 증시는 삼성전자의 영향력에 좌우될 수밖에 없음. 최근 60일 이동 상관계수는 0.87로 매우 유사한 흐름 확인

코스피 주간 수익률: 횡보 지속



자료: Quantwise, 한국투자증권

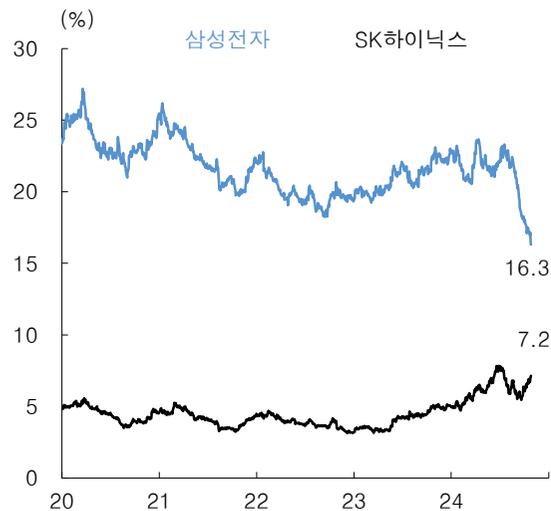
코스피와 삼성전자의 60일 상관계수



자료: Quantwise, 한국투자증권

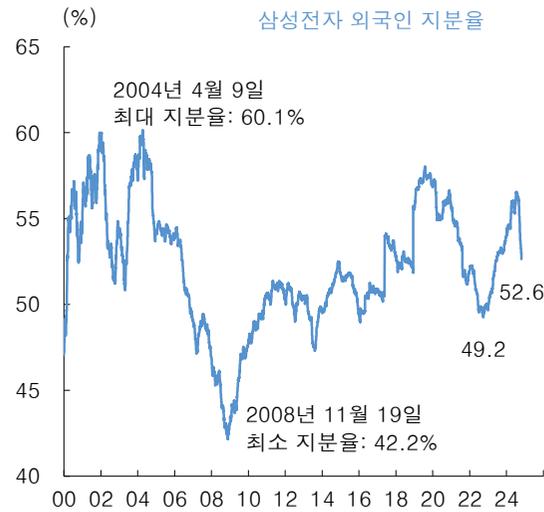
- 삼성전자 주가는 하락세 지속. 코스피 대비 시가총액 비중은 연내 최저인 16.3%까지 내려간 상황. SK하이닉스는 7.2%로 상향
- 외국인의 33거래일 연속 순매도에 영향. 9월 3일부터 10월 25일까지 외국인은 약 13조원에 달하는 삼성전자 주식을 매도
- 이 과정에서 외국인 지분율도 하락. 현재 52.6%로 9월 3일 56.0%에서 하락. 직전 지분율은 49.2%를 기록한 바 있음
- 외국인은 삼성전자의 이익 모멘텀 둔화를 매도 요인으로 인식. 12개월 선행 EPS는 HBM 모멘텀 부재로 급속도로 감소

삼성전자와 SK하이닉스 시총 비중



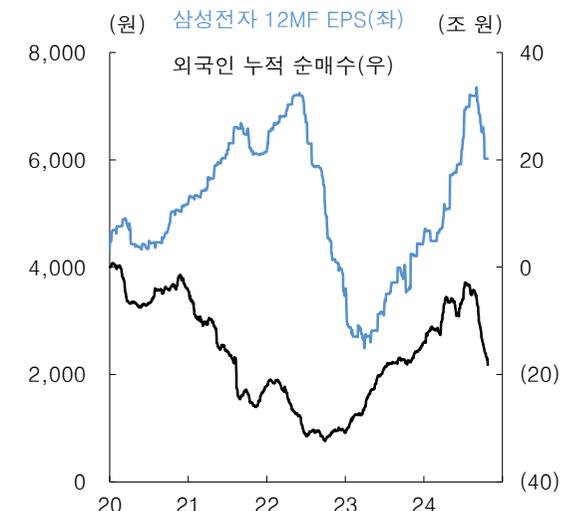
자료: Quantwise, 한국투자증권

삼성전자: 외국인 지분율 변화



자료: Quantwise, 한국투자증권

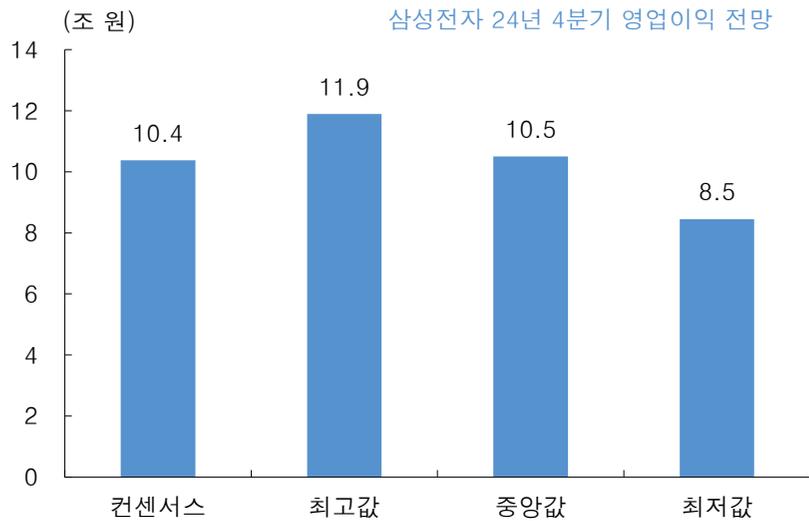
삼성전자 12MF EPS와 외국인 순매수



자료: Quantwise, 한국투자증권

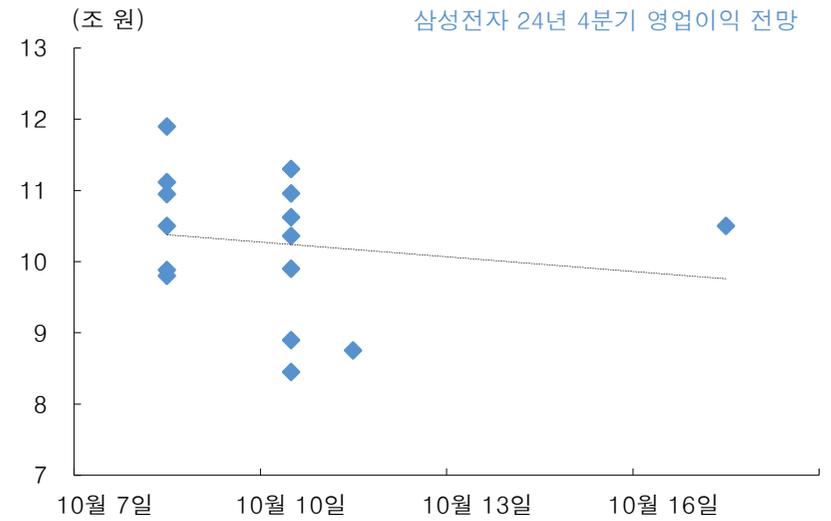
- 2024년 10월 8일 삼성전자는 3분기 잠정실적을 발표. 영업이익은 9.1조원으로 시장 컨센 10.8조원을 크게 하회
- 삼성전자의 이익 상승 탄력이 약화된 가운데 4분기 전망에도 부정적 분위기 감지. 시장 컨센은 10.4조원으로 추정
- 3분기 실적 발표 이후 4분기 전망치가 하향 조정되고 있다는 점에서 경계 필요. 4분기 일회성 비용 처리 감안 시 더 낮을 것

삼성전자 2024년 4분기 영업이익 전망



자료: Quantwise, 한국투자증권

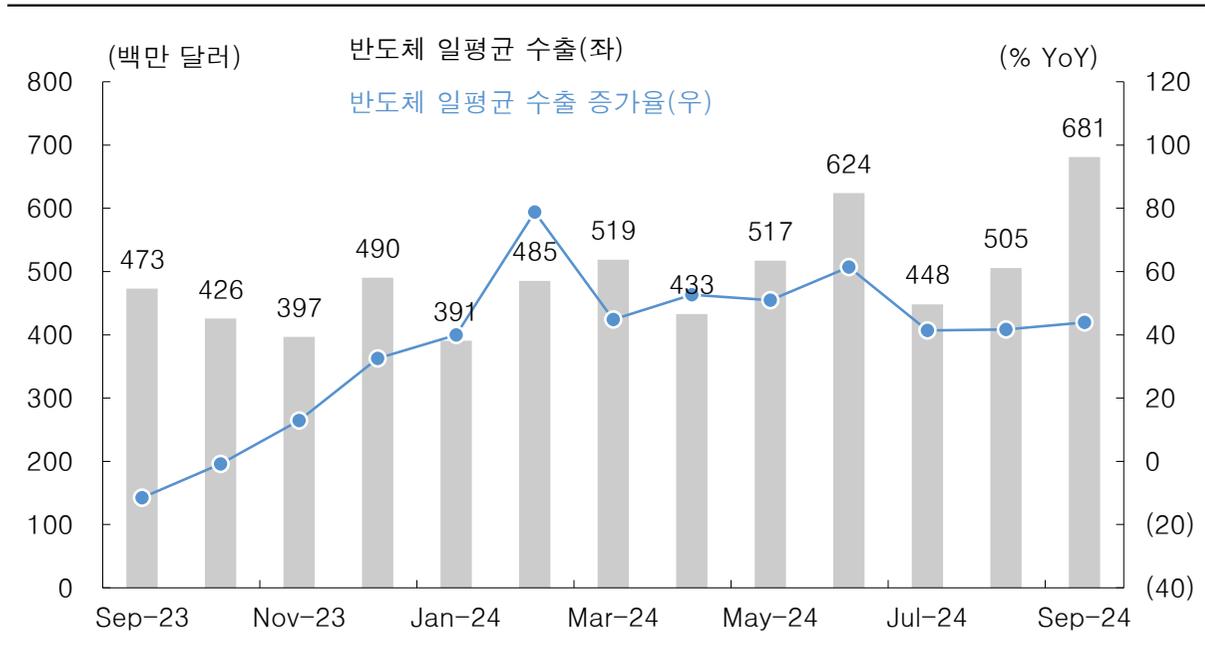
삼성전자 2024년 4분기 영업이익 전망 분포



자료: Quantwise, 한국투자증권

- 반도체 이익 모멘텀이 회복되기 위해선 해외 수출에서 개선세가 나타날 필요. 다만 힌트를 얻기 어려운 상황
- 반도체 일평균 수출은 6.8억달러로 예상되나 반도체 수출 증가율이 40% 수준으로 둔화되고 있는 점을 경계
- 차후 미국 대선 이후 글로벌 수출 규제 압력이 강화될 경우, 반도체 수출 동력이 더욱 약해진다는 점에 주목

한국 반도체 일평균 수출 및 증가율



자료: Quantwise, 한국투자증권

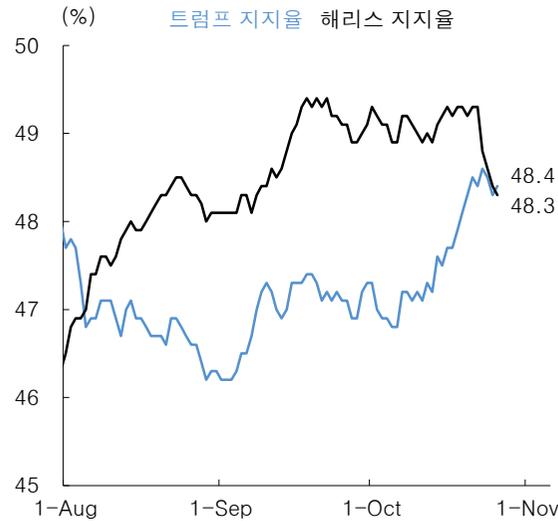
- 미국 대통령 선거는 11월 5일 예정. 미국의 신임 대통령이 누구인지에 따라 글로벌 경제가 크게 흔들릴 수 있음
- 현재 트럼프 전 대통령이 해리스 부통령보다 우세. 베팅 사이트와 전국 여론 조사에서 트럼프가 해리스에 우위
- 시간이 갈수록 트럼프 상승세가 부각. 지난 TV 토론에서 해리스 판정승을 거두었던 효과는 상당 부분 소멸
- 미국은 간접선거로 대통령을 선출하므로 경합주 승리 여부가 중요. 현재 트럼프는 경합주 모든 지역에서 우세

대선 승리 확률: 트럼프 vs. 해리스



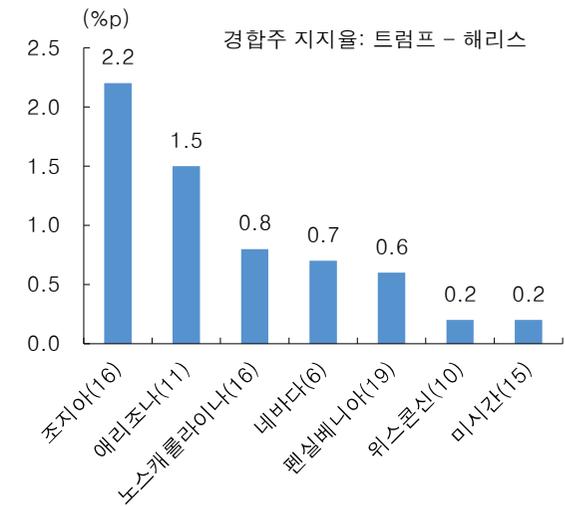
자료: Predictit, 한국투자증권

후보별 지지율: 트럼프 vs. 해리스



자료: Real Clear Politics, 한국투자증권

후보별 경합주 지지율 차이



주: 괄호 안 수치는 주별 선거인단 수  
자료: Real Clear Politics, 한국투자증권

- 8월 5일 시장 급락에 있어 엔 캐리 청산 관련 이슈가 부각. 해당 이슈는 잠재적으로 한국 증시에 영향을 미칠 수 있음
- 엔 캐리 청산은 엔화 강세, 달러 약세, 원화 약세 조합에서 발생. 최근 관련 움직임이 나타나고 있음
- 물론 이시바 총리의 조기 총선 패배로 금리 인상 기조가 약해졌지만 펀더멘털 반영 시 일본의 금리 인상은 가능
- 미국이 금리를 내리는 가운데 일본이 금리를 올려 미일 금리차가 좁혀지면 일본 조달 자금의 본국 회귀 확률이 높아짐

한미일 실질실효환율 변화

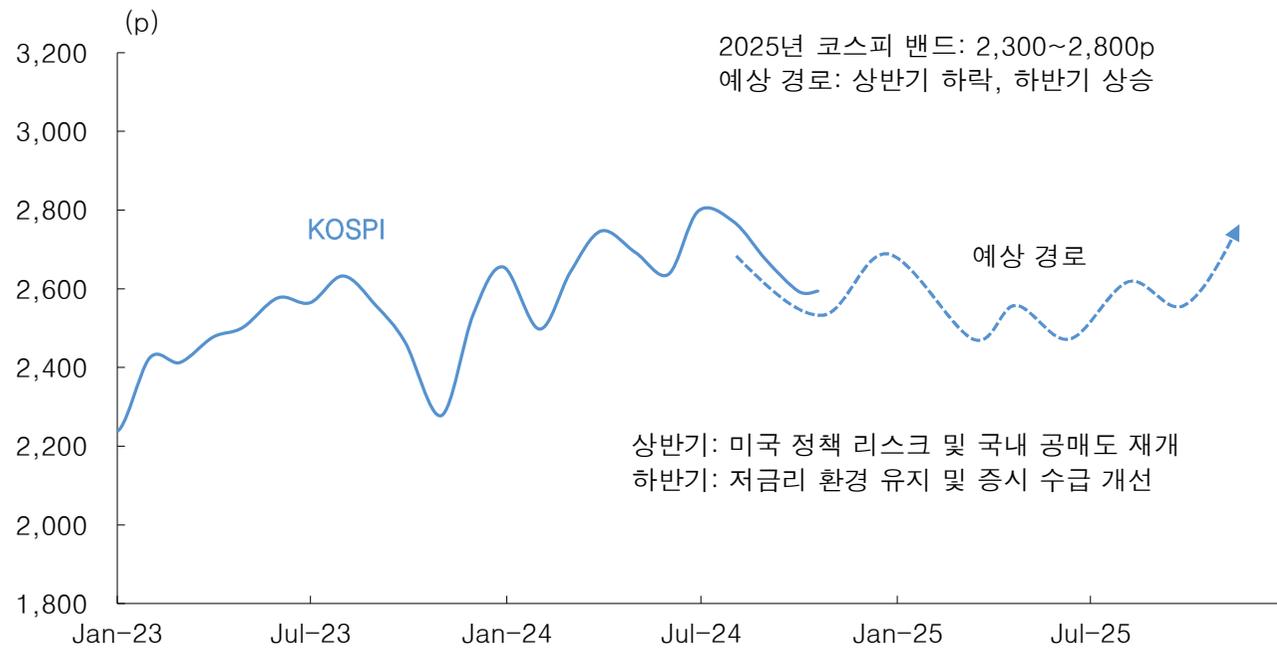


자료: Quantwise, 한국투자증권

# 2025년 코스피 밴드: 2,300~2,800p

		ROE (%)				
		7.50	8.00	8.50	9.00	9.50
COE (%)	9.50	2,410	2,570	2,730	2,890	3,050
	9.75	2,350	2,500	2,660	<b>2,820</b>	2,970
	10.00	2,290	2,440	2,590	2,750	2,900
	10.25	2,230	2,380	2,530	2,680	2,830
	10.50	2,180	<b>2,320</b>	2,470	2,610	2,760
	10.75	2,130	2,270	2,410	2,550	2,700

코스피 예상 경로: 상반기 하락, 하반기 상승



주: 예상치는 50p 단위로 제시  
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

상단은 ROE 9.0%, COE 9.75% 적용  
 목표 12MF PBR 0.92배 ≍ 2,800P  
 2025년 ROE 10.2%에서 10% 하향  
 COE는 기준금리 50bp 인하 반영

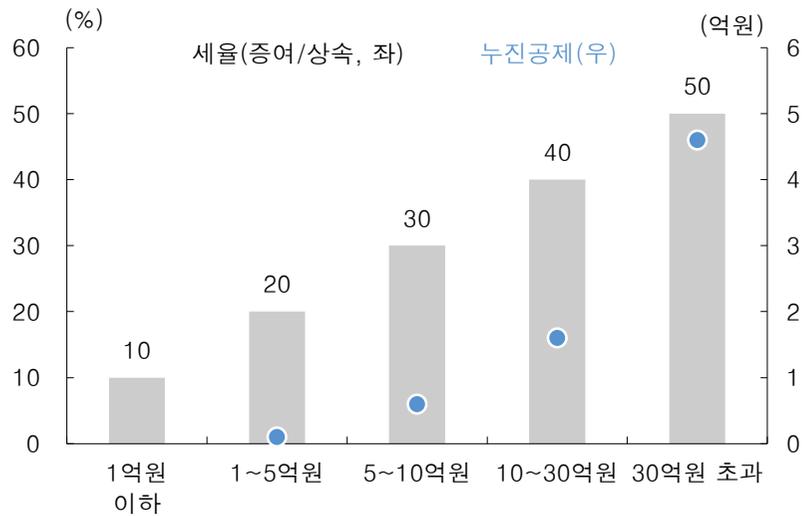
하단은 ROE 8.0%, COE 10.5% 적용  
 목표 12MF PBR 0.76배 ≍ 2,300P  
 이익 감소로 ROE 20% 하향 조정  
 물가 부담으로 통화완화 기조 지연

상반기 하락, 하반기 상승하는  
 상저하고 패턴 예상  
 상반기에 미국 정책 리스크  
 공매도 재개, 유동성 부족 등  
 다양한 악재에 노출될 전망  
 하반기는 저금리가 우호적

상반기는 방어주로 대응할 필요  
 하반기는 고PER주 저가 매수 추진

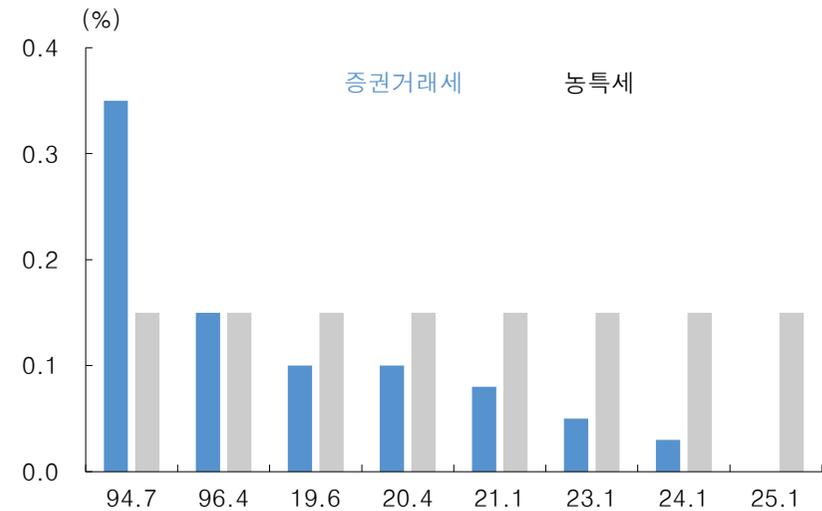
- 한국은 위험자산 선호심리와 관련해 세제 변화가 가장 중요. 이번에 공개된 세법개정안에서 세율과 공제액 완화가 확인
- 하반기 경제정책방향에서 증여 및 상속 세제 변화를 언급한 것과 같은 기조. 다만 국회 통과 가능성이 현저히 낮은 수준
- 초미의 관심사인 금융투자소득세 도입 여부도 향후 국회 합의를 지켜볼 것. 현 정부는 폐지 입장이나 의회에서 반대의견 표출
- 내년 1월 기점으로 금융투자소득세 시행되는지에 따라 국내 투자심리가 크게 변동할 수 있음. 지수의 추가 업사이드를 막는 요인

한국 증여 및 상속세: 세율과 누진공제



자료: 국세청, 한국투자증권

한국 코스피 거래세(증권거래세 + 농특세)



자료: 국세청, 한국투자증권

- 공매도 금지 이후 대차잔고와 공매도잔고는 변동성이 확대되며 빠른 속도로 감소
- 공매도 금지에도 불구하고 LP 등 다양한 기구가 존재해 공매도잔고의 완전 청산은 아님
- 현 정부는 내년 3월 공매도 재개를 언급. 채권에 이어 주식 선진지수 편입을 위해 필요
- 내년 3월부터 수급 변동성이 큰 장세를 나타낼 수 있음. 고평가된 업종의 숏 포지션 구축 진행될 것

코스피: 대차잔고와 공매도잔고



자료: Quantwise, 한국투자증권

코스닥: 대차잔고와 공매도잔고



자료: Quantwise, 한국투자증권

- 2024년 코스피 순이익은 185.3조원으로 전망. 2025년은 229.0조원으로 올해보다 24% 증가할 것으로 예상
- 올해와 내년의 이익 전망치는 40조원 수준의 갭이 그대로 유지. 다만 방향성이 동일하게 움직이고 있는 게 부담
- 향후 수출 모멘텀이 악화되어 올해 말과 내년 초의 이익 전망이 감소할 경우, 시장 조정 확률이 높아질 수 있음
- IT를 중심으로 주요 업종의 이익 모멘텀이 내년까지 약할 수 있어 경계감이 필요한 상황으로 판단

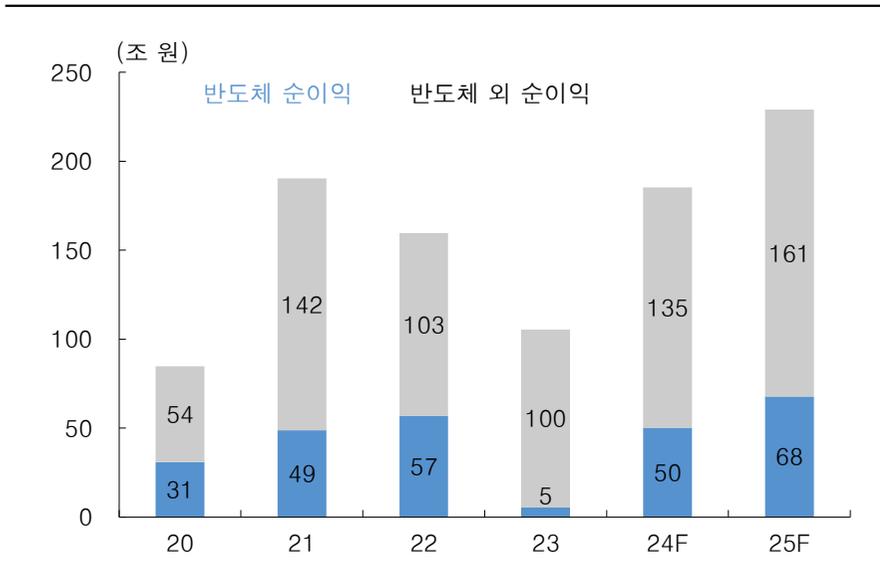
코스피와 순이익 추정치 변화: 이익 하향 조정 전개



주: 점선은 2025년 전망치  
 자료: Datastream, 한국투자증권

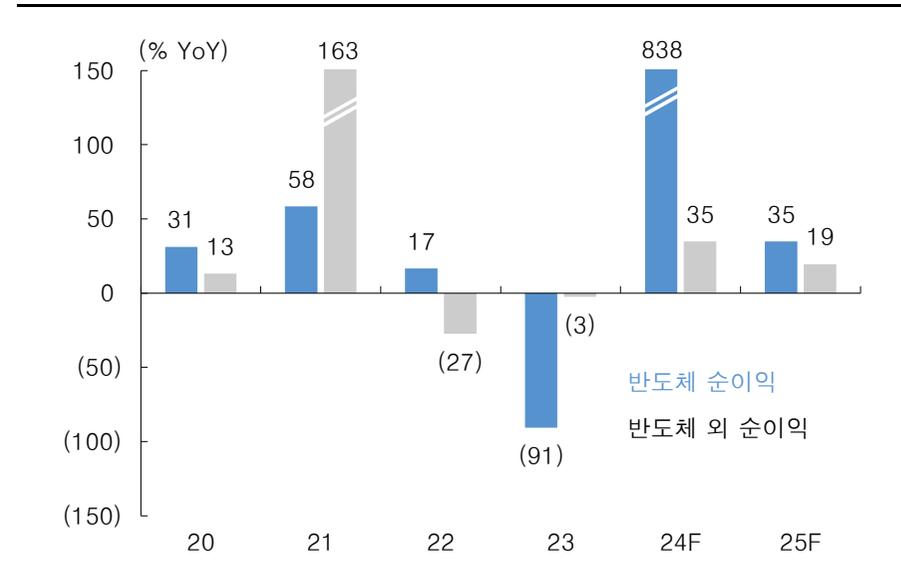
- 2025년 순이익 전망을 반도체 포함 유무로 확인할 필요. 반도체는 2024년 50조원에서 2025년 68조원으로 대폭 증가
- 2022년 이익 레벨 이상을 달성할 가능성 존재. 다만 주가 근간이 되는 이익 추정치가 높다는 측면에서 관심 필요
- 반도체 외 업종은 전년대비 19% 증가한 161조원으로 예상. 기저효과 소멸로 2024년보다 순이익 증가율이 낮음
- 시장에서 주목받지 못하는 업종에서 이익 모멘텀이 강하게 나올 수 있는 업종을 찾는 게 시장을 푸는 열쇠가 될 것

코스피 순이익 추정치: 반도체 포함 유무



주: 10월 18일 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

코스피 순이익 증가율: 반도체 포함 유무



주: 10월 18일 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

- 한국거래소는 9월 24일 밸류업 지수 공개. 9월 30일부터는 실제 지수가 공개되어 이용 가능
- 밸류업 지수는 코스피와 코스닥 시장에 존재하는 기업 중 100개를 선정해 지수를 구성
- 지수 편입 종목은 시장대표성, 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성을 고려해 선정
- 선정된 종목을 살펴보면 ROE와 배당성향에 좀 더 집중한 것으로 풀이됨. 고배당 지수와는 차이 존재

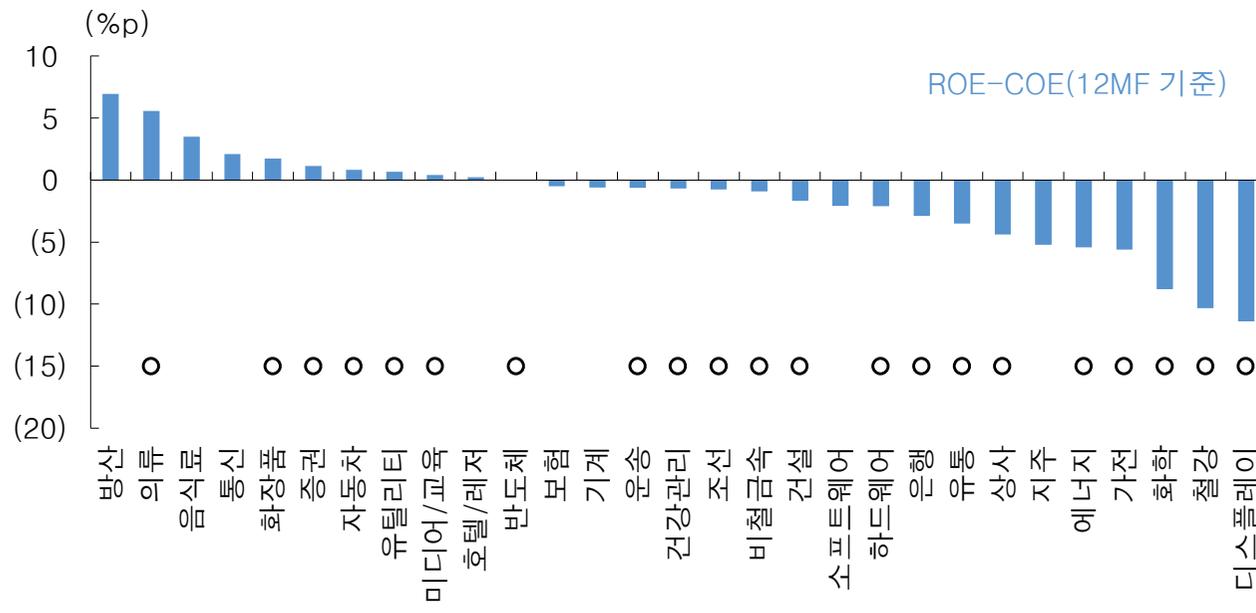
### 밸류업 지수 개요 및 종목 선정 기준

항목	주요 내용
지수 명칭	코리아 밸류업 지수 (Korea Value-up Index)
기준지수	2024년 1월 2일 = 1,000p (기업 밸류업 프로그램의 원년 기준)
구성종목	100개 종목
정기변경	연 1회 (매년 6월 선물 만기일 다음 거래일)
가중방식	유동시가총액 가중방식 (비유동 주식수는 지수 산출 시 제외)
비중상한	15% (개별 종목의 지수 내 비중 제한)
평가 기준	조건
1. 시장대표성	코스피+코스닥 시총 상위 400위 이내 (전체 누적 시총의 90%)
2. 수익성	최근 2년 연속 적자 및 손익 합산 시 적자 기업 제외
3. 주주환원	최근 2년 연속 배당 또는 자사주 소각 실시
4. 시장평가	최근 2년 PBR 순위가 전체 또는 산업군 내 50% 이내
5. 자본효율성	최근 2년 평균 ROE 순위가 산업군별 상위기업 100종목 선정
특례요건	밸류업 조기 공시기업은 최소요건 충족 시 최우선 편입

자료: 한국거래소, 한국투자증권

- 투자 측면에서 ROE와 COE를 고려. 비용보다 높은 수익을 내는 업종 선택할 것
- 현재 ROE가 COE보다 높은 업종은 방산, 음식료, 통신 등으로 확인
- ROE가 전월보다 개선되고 있으면 투자매력이 상대적으로 높다는 판단 가능
- 한편 ROE가 COE보다 낮은 업종은 투자선택에서 제외할 필요

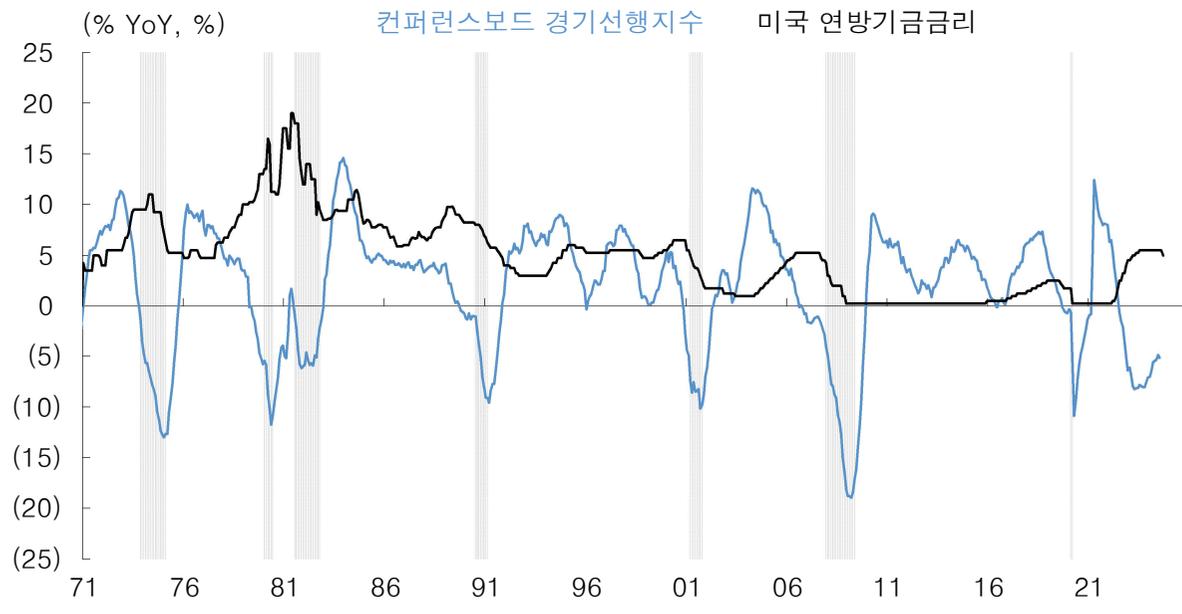
업종별 ROE와 COE 차



주: 백색 점은 ROE가 전월대비 하락한 업종  
 자료: Quantwise, 한국투자증권

- 8월 23일 파월 연준의장은 잭슨홀에서 금리 인하를 시사. 9월 18일 FOMC 회의에서는 50bp 금리 인하를 단행
- 기준금리 변화는 경제 흐름 전환을 시사. 9월 FOMC 성명서에서도 경제 전망 불확실성을 인지 중이라고 설명
- 전미경제연구소(NBER)에 의하면 금리 인하와 경기 침체는 대체로 같은 시기에 발생. 과거 50년간 사례에서도 확인
- 미국의 금리 인하 사이클이 9월부터 시작. 연준 언급과 달리 이면에는 약해지고 있는 미국 경기가 자리잡고 있음

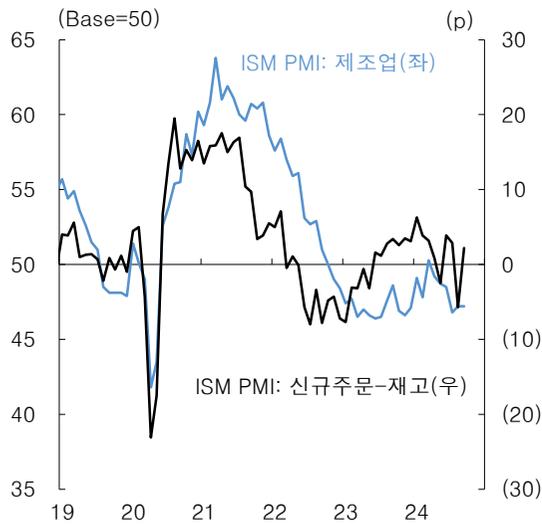
미국 경기선행지수와 연방기금금리: 금리 인하와 경기 둔화



주: 음영은 전미경제연구소(NBER)가 공인한 경기 침체 국면  
 자료: Datastream, 한국투자증권

- 미국 경제가 힘을 잃고 있다는 사실은 각종 지표에서도 확인 가능. 기업 투자와 개인 소비 관련 항목에서 부정적 흐름 포착
- 미국 9월 ISM 제조업 지수는 47.2로 전월과 동일. 여전히 침체 국면 위치. 신규주문-재고 스프레드는 소폭 상승
- 기업 투자와 연계되는 비국방 자본재 수주 증가율도 정체. 장단기 금리차에서 미리 확인할 수 있듯이 경기 흐름은 둔탁
- 연준의 이중 책무로 부상한 고용도 경계 신호 발신. 실업률로 계산된 삼의 법칙 수치는 0.5%p로 경기 침체를 시사

미국 ISM 제조업지수와 세부항목



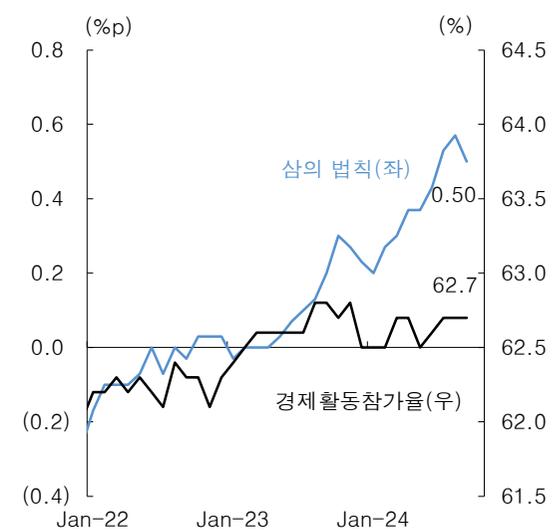
자료: Datastream, 한국투자증권

미국 비국방 자본재 수주와 장단기 금리차



자료: Datastream, 한국투자증권

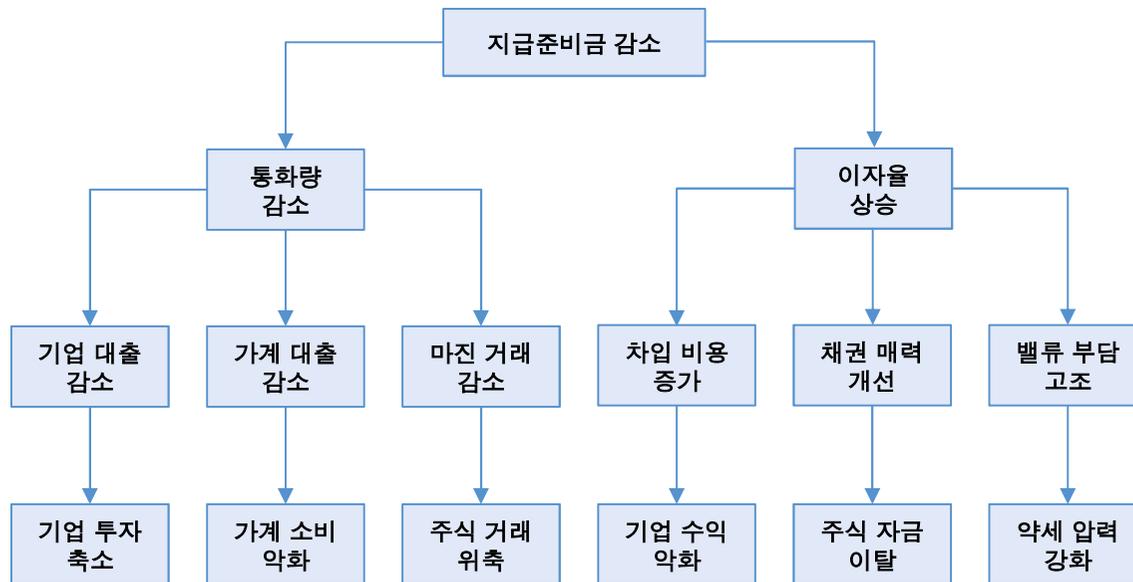
미국 경제활동참가율과 삼의 법칙



주: 삼의 법칙은 0.5%p 상회 시 경기 침체 판단  
 자료: Datastream, 한국투자증권

- 미국 연준은 9월 FOMC에서 기준금리를 50bp 인하. 다만 유동성과 관계된 자산긴축은 그대로 유지한다고 발표
- 자산긴축은 통화량 감소에 직접적 영향을 미침. 이는 기준금 감소로 연결되어 통화량과 이자율에 불리한 효과를 야기
- 일반적으로 통화량이 줄어들면 기업 대출과 가계 대출이 감소하고, 결과적으로 기업 투자와 가계 소비가 위축
- 이자율 상승도 차입 비용을 증가시키는 요인. 주식시장 측면에선 주식보다 채권에 자금이 이동하게끔 환경을 조성

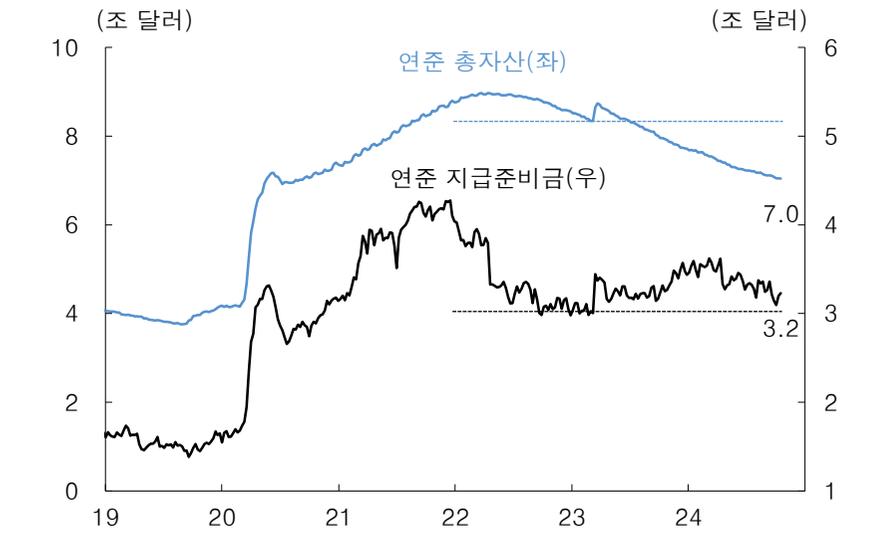
## 연준 지급준비금 감소 시 발생 효과



자료: 한국투자증권

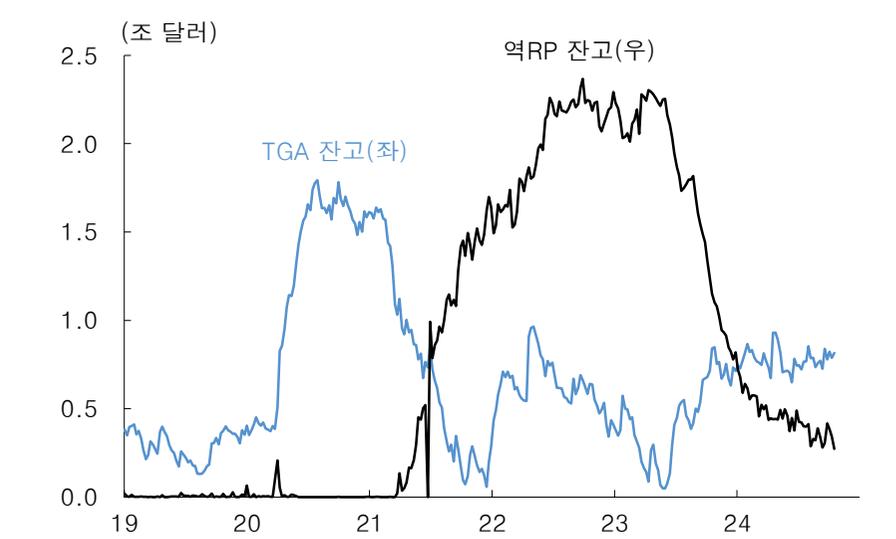
- 연준은 자산인축을 지속하는 과정에서 총자산이 7조달러로 감소. 그 과정에서 지급준비금은 3.2조달러로 낮아짐
- 그동안 주식시장이 꺾이지 않고 강보합 흐름을 보였던 이유는 지급준비금이 최소한 이전 저점으로 내려가지 않았기 때문
- 지급준비금은 최소한 2.9조달러 수준을 유지해야함. 하지만 역RP와 TGA 잔고는 각각 0.3조달러, 0.1조달러로 제한적
- 최소한 연준은 내년 3월 FOMC 전에는 자산인축 종료를 언급해야 시장의 유동성 위축을 방어할 수 있을 것

연준 총자산과 지급준비금



자료: Datastream, 한국투자증권

연준 부채 계정: 역RP와 TGA 잔고



자료: Datastream, 한국투자증권

**End of DOC**