

리서치센터 투자전략팀 | 2026년 5월

주식시장 전망

: 10,000pt대 진입 과정에서 벌어지는 변동성

-1.2%

1.5%

2.5%

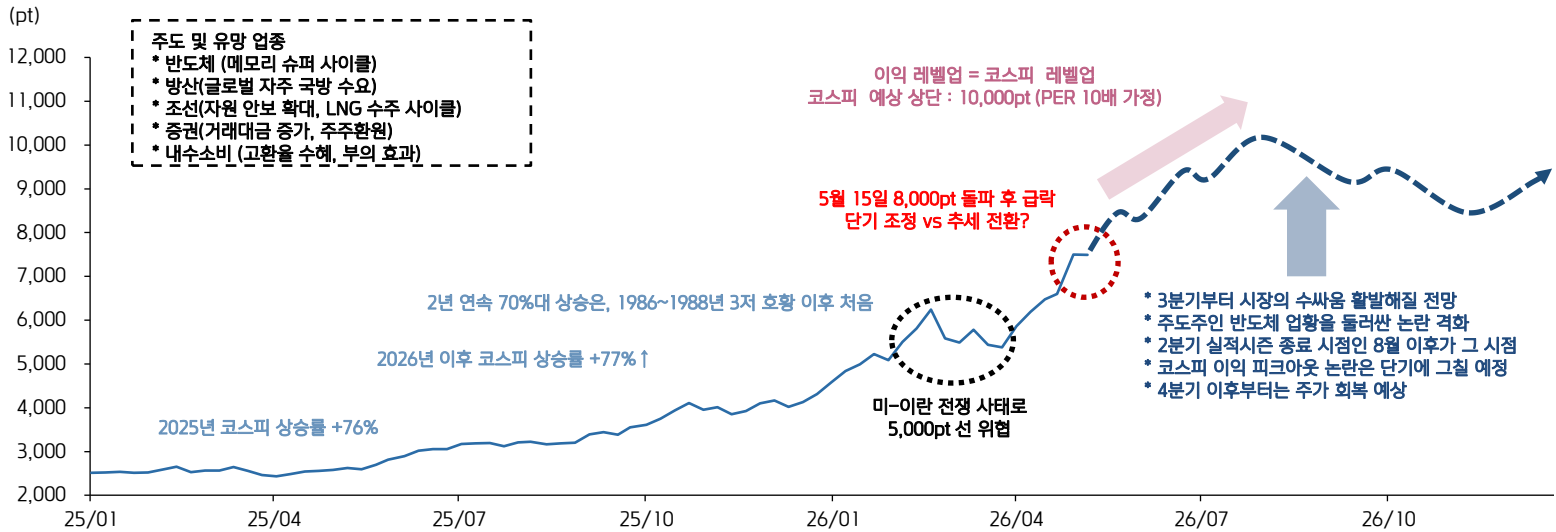


00.

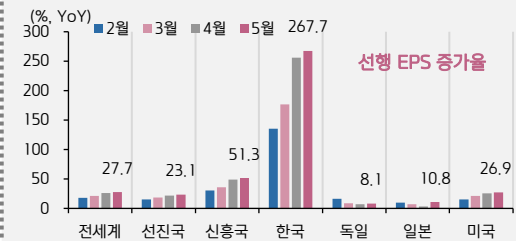
(요약) 2026년 하반기 코스피 경로: 2~3분기 사이 10,000pt 권 진입 예상

2025년 코스피 경로

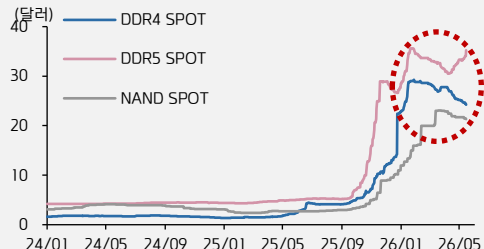
2026년 코스피 경로



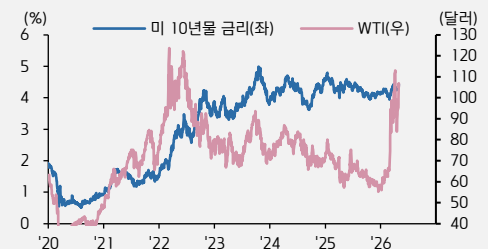
하반기 변수 1. 이익 모멘텀



하반기 변수 2. 메모리 사이클



하반기 변수 3. 금리와 매크로

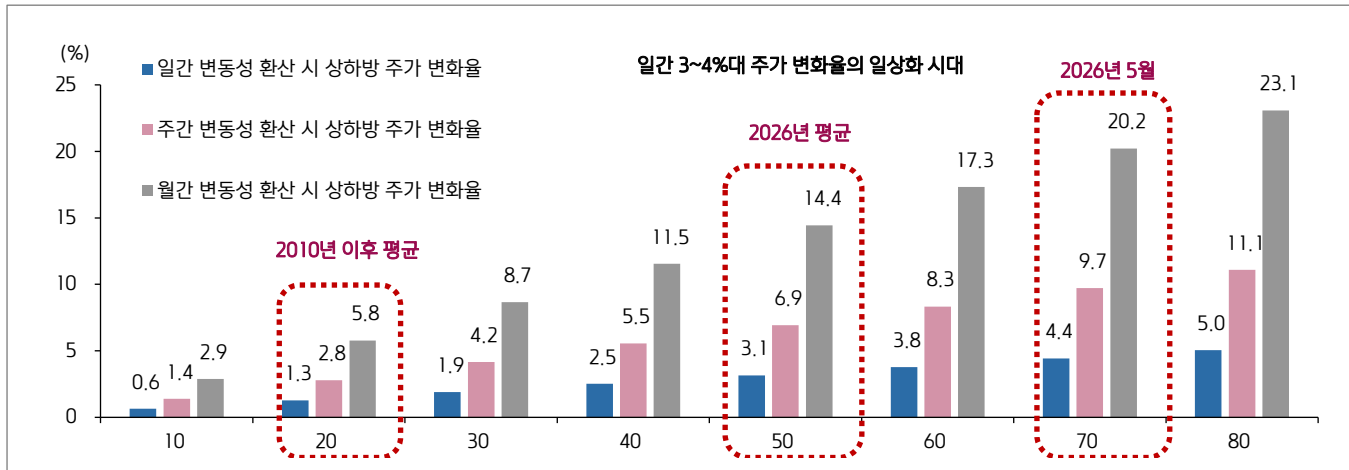


01.

과거보다 높은 변동성을 받아들여야 하는 시기

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

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



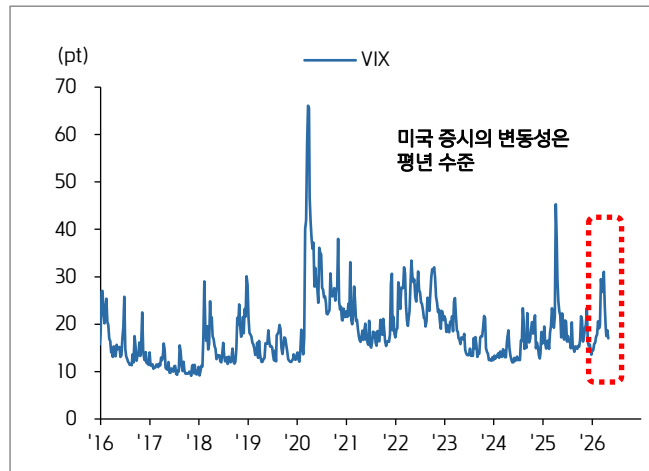
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02.

국내 증시의 변동성 폭발, 외생 변수보다는 고유 요인

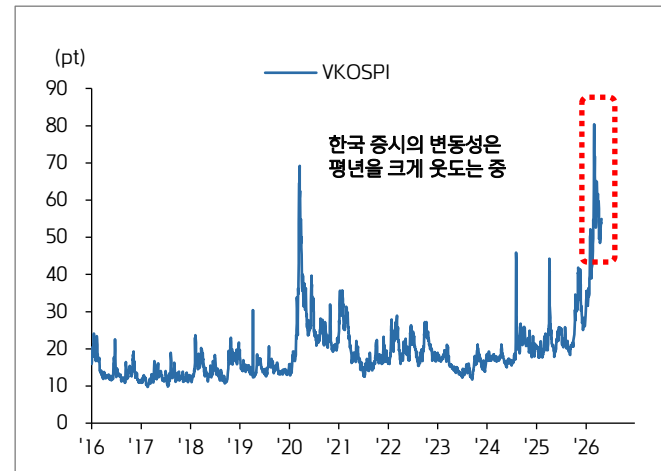
- ▶ 미국 S&P500의 변동성 지수인 VIX가 현재 20pt 내외에 있으면서, 평년 수준의 변동성을 보이고 있는데 반해, 한국 증시는 이례적으로 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 특징적
- ▶ 최근 국내 증시의 변동성 확대가 반도체 등 소수업종 쏠림 현상 및 FOMO 확산 등 국내 고유의 요인이 상대적으로 더 많은 영향을 가했으며 이 같은 현상은 당분간 지속될 전망

미국 증시의 변동성 지수(VIX)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 증시의 변동성 지수(VKOSPI)



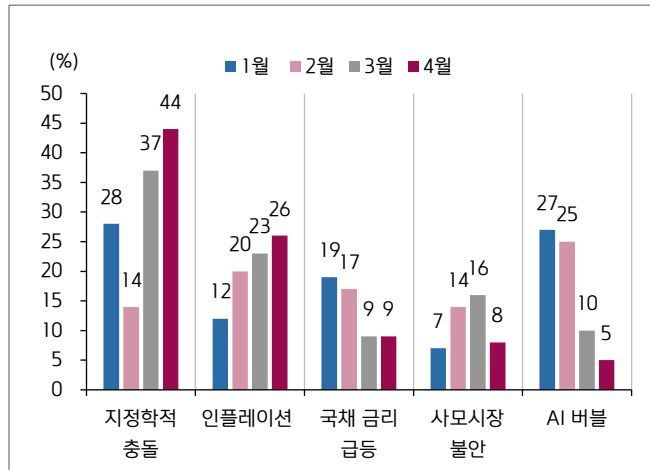
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

주식시장의 레벨과 변동성을 결정하는 것은 전쟁, 실적, 매크로

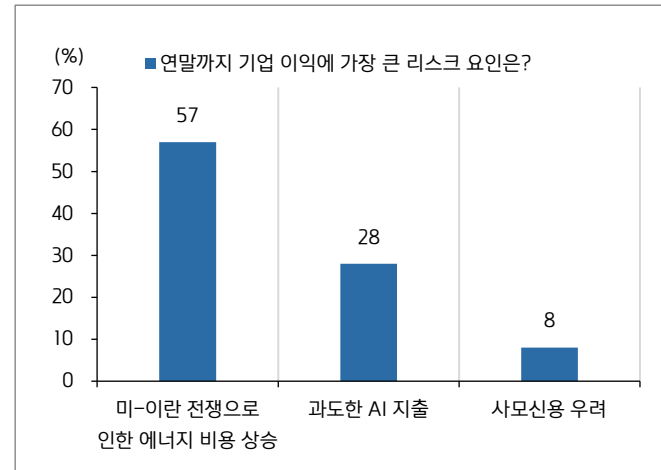
- ▶ 5월 현재도 증시 환경은 불확실성으로 둘러 쌓여 있는 상황 . 미-이란 전쟁은 현재 진행형이며, 그 여파로 확대된 인플레이션 불확실성, AI 사모대출 시장 불안 등 하방 재료들은 상존하고 있음
- ▶ 4월 중순에 공개된 글로벌 펀드매니저 4월 서베이에서 시장은 전쟁, 인플레이션, 사모대출 시장 불안 등 기존 고민 거리를 계속 신경 쓰고 있는 중
- ▶ 현상만 놓고 보면 주식을 들고 가기에 위험한 구간일 수 있으나, 주식시장은 현상이 아닌 전망과 예측을 기반으로 움직이는 시장이며, 현재 많은 이들이 상기 불확실성에 면역과 학습효과를 체득하고 있다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 다만 그 과정에서 변동성 촉발 현상이 빈번하게 나타날 수 있다는 점은 유의해야 할 것으로 판단

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 시장의 위험요인 순위 변화



자료: Bofa Global Fund Manager Survey(2026.04), 키움증권 리서치센터

기업 이익에 가장 큰 리스크 요인에 대한 설문



자료: Bloomberg Survey(4월 말), 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국과 이란은 휴전 협상 요구안을 놓고서 쟁점이 발생하고 있으며, 핵심 변수인 “핵 우라늄 농축”을 합의하는 과정 또한 순탄치는 않을 것이라는 게 중론
- ▶ 더 나아가 2차 협상은 일정은 여전히 불투명한 가운데, 이란에서는 호르무즈 해협 통행료 징수용 계좌를 개설 한 것으로 알려지는 등 협상 교착 상태가 지속되고 있는 모습
- ▶ 여러 시나리오를 쓰면서 베팅을 해야 하지만, “양국 모두 전쟁 장기화 원치 않음 + 서로 간의 승리 주장으로 전쟁 수습” 쪽에 높은 가능성을 부여하는 것이 적절

미-이란 휴전 협상 쟁점

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

자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

- ▶ 호르무즈 통과 주력 선종은 VLCC (초대형 원유운반선, 탑재량 약 200만 배럴)로 통행세를 부과하더라도, 직접 비용만 보면 배럴당 0.5~1.0달러 추가 되는 것에 불과(수에즈 운하의 통행료는 VLCC 1척당 60만달러)
- ▶ 현재 우회로인 희망봉 경유 시 항해 거리 약 6,000~8,000해리가 추가되며, 이는 운임 약 20~30% 상승 효과(배럴 당 0.4~0.7달러 추가).
- ▶ 호르무즈 통행세가 우회 비용보다 낮으면 대부분 해협을 이용하겠지만, 통행세가 협상력에 따라 바뀔 수 있는 불확실성 존재
- ▶ 하지만 단순히 직접 비용 이외에도, 전쟁 위험 프리미엄이 반영된 보험료 인상분, 재송쇄 가능성에 대한 프리미엄, 이란의 추가 요율 인상 가능성 등 심리, 간접적인 비용을 합산하면 3~10달러 추가되는 것으로 추정

호르무즈 해협 통행세 추정

통행세 수준	VLCC 1척당	배럴당 환산
낮음	50만달러	\$0.25/bbl
중간	100만달러	\$0.50/bbl
높음	200만달러	\$1.00/bbl
최대	400만달러	\$2.00/bbl

자료: 키움증권 리서치센터

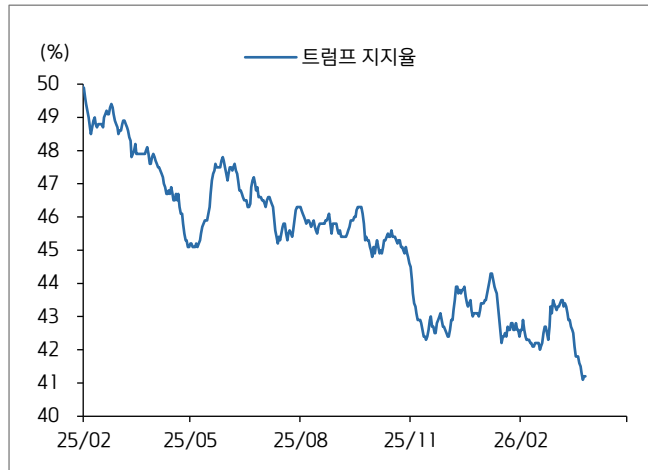
호르무즈 해협 총 비용 반영 이후 유가 상승분 추정

구성요소	추정 범위
직접 통행세	+\$0.3~1.0/bbl
보험료 인상 (전쟁위험구역 유지)	+\$0.5~1.5/bbl
재송쇄 프리미엄	+\$2.0~5.0/bbl
이란 요율 인상 리스크 프리미엄	+\$1.0~3.0/bbl
합계	+\$3.8~10.5/bbl

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 큰 틀에서 봤을 때, 미국, 이란 모두 전쟁 장기화에 대한 물리적인, 비용적인 부담이 높아짐에 따라, 시간이 지날수록 협상 의지가 커지고 있다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 이번 미국의 이란 공습 이후 국제 질서의 변화가 감지되고 있다는 점도 마찬가지. 미국이 이란전에 계속 얽매일 수록 " 미국 우선주의의 균열을 가속시킬 가능성이 높음.
- ▶ 지난 4월 초 이코노미스트에서 지적한 것처럼, 중국이 가만히 있는 게 최선의 전략이 되는 순간, 기존의 미국 중심 안보 질서에 대한 신뢰도는 하락할 수 있으며, 이는 트럼프의 지지율 급락을 통해 그대로 드러나고 있는 상황
- ▶ 지정학적 불확실성의 구조적인 레벨이 높아지는 가운데, 다른 국가들의 입장에서 미국의 안보 전략에 의문이 생길수록 자체 방위력 강화가 선택이 아니라 필수가 될 것이라는 점도 중장기적인 증시 대응 전략에 반영할 요인

트럼프 지지율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

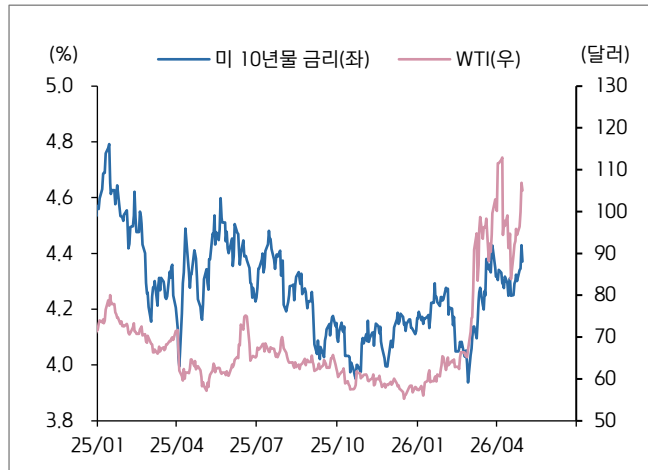
4월 초 이코노미스트지 표지



자료: the economist, 키움증권 리서치센터

- ▶ 5월 이후 주요국 증시는 반도체 등 AI주가 만들어낸 신고가 랠리를 누리면서, 매크로 및 지정학 불확실성에 대한 민감도를 낮게 가져갔던 상황. 지난주 미국의 4월 CPI, PPI가 잇따른 쇼크를 기록하면서 시장 금리가 상승하는 사태가 벌어졌음에도, 주식시장은 이를 크게 신경 쓰지 않은 채 주도주인 AI 내러티브 베팅에 주력했던 모습.
- ▶ 그러나 미국 10년물 금리가 심리적인 임계선으로 여겨졌던 4.5%를 돌파했다는 점이 분위기를 반전시킨 상황. 더욱이 트럼프의 전쟁 재개 시사성 발언으로 WTI가 100달러대를 재차 상회하는 등 에너지 인플레이션 장기화 불확실성도 높아진 실정.
- ▶ 그 여파로 Fed Watch상 내년까지 동결이 컨센서스였던 연준의 금리 전망이 내년 1월 인상으로 급선회하는 등 연준 긴축 불확실성도 가중됐다는 점이 투자심리를 한층 더 냉각시킨 것으로 보임(Fed Watch 기준, 27년 1월 인상 확률 40%대 vs 기존 10%대).

미국 10년물 국채금리와 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

27년까지 연준의 금리 변화 확률 : 내년 초 인상 컨센서스

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-06-17	0.0%	1.3%	98.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-07-29	0.0%	1.2%	94.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	1.0%	81.2%	17.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-10-28	0.0%	0.9%	67.0%	28.5%	3.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	0.6%	48.7%	39.1%	10.4%	1.1%	0.0%	0.0%
2027-01-27	0.0%	0.5%	39.9%	40.9%	15.7%	2.8%	0.2%	0.0%
2027-03-17	0.0%	0.4%	28.5%	40.6%	23.0%	6.5%	1.0%	0.1%
2027-04-28	0.0%	0.3%	23.7%	38.5%	26.0%	9.3%	1.9%	0.2%
2027-06-09	0.0%	0.3%	22.4%	37.7%	26.7%	10.3%	2.3%	0.3%
2027-07-28	0.0%	0.3%	21.9%	37.3%	27.0%	10.7%	2.5%	0.4%
2027-09-15	0.0%	3.2%	24.0%	35.9%	24.7%	9.5%	2.2%	0.3%
2027-10-27	0.1%	3.7%	24.3%	35.7%	24.4%	9.4%	2.2%	0.3%
2027-12-08	1.4%	10.9%	28.3%	31.7%	19.1%	6.8%	1.5%	0.2%

자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

08.

금리가 주식시장에 치명타가 됐던 경험들 존재

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

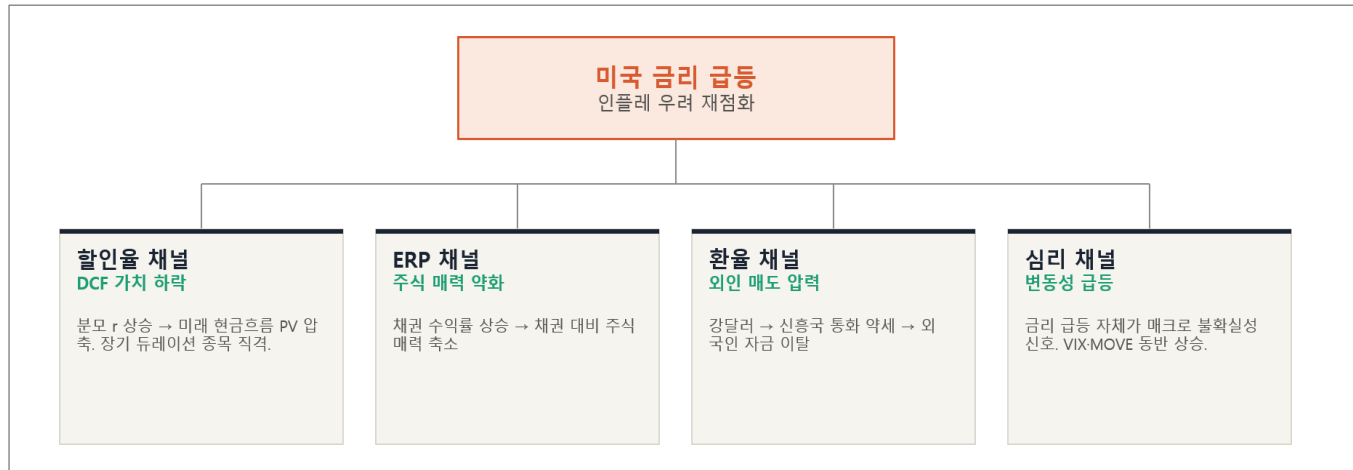
과거 금리 발작기 당시 주식시장 반응과 외국인 순매수

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

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 10년물 금리가 임계 구간에 진입하면 주식시장으로 전달되는 경로는 단일하지 않고, 여러 경로로 분기되면서 전달되는 경향 존재
- ▶ (1) 할인율 : DCF 분모 r 상승 → 미래 현금흐름 PV 압축. 듀레이션 긴 종목일수록 더 큰 폭으로 디레이팅
- ▶ (2) 일드갭: 채권 수익률이 높아지면 주식의 투자 상대적으로 약화(채권에 투자하는 게 낫다는 인식이 우위)
- ▶ (3) 환율 : 미국 금리 상승 → 달러 인덱스 강세 → 원화 등 신흥국 통화 약세 → 환차손 우려한 외국인 매도
- ▶ (4) 심리: 금리 급등 자체가 매크로 불확실성 신호 인식 → 변동성 지수 상승 → 위험자산 비중 축소 욕구 확대

채널 별 금리 급등이 주식시장에 미치는 영향



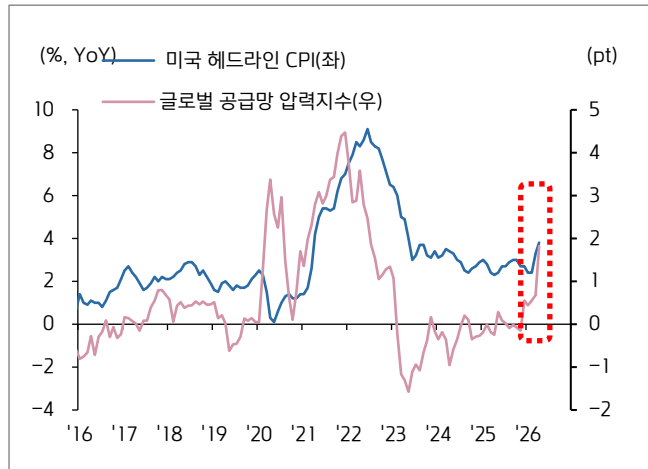
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

10.

당분간 매크로 불확실성에 종속되겠지만, 과거 금리발작 충격 재연 가능성 낮아

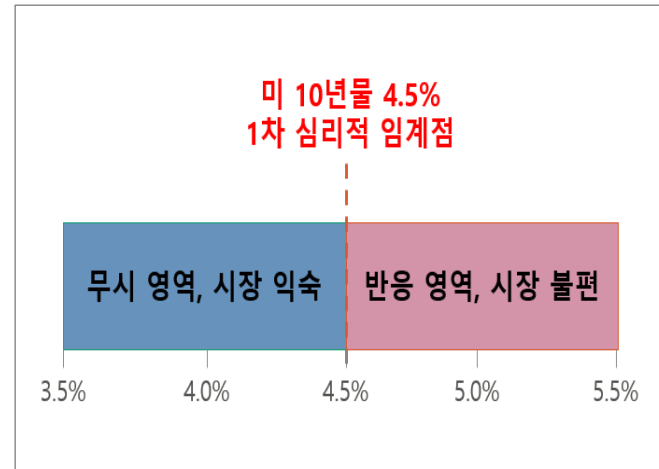
- ▶ 하지만 금리 급등 사태의 본질은 전쟁 발 에너지 인플레이션 불확실성이라는 점에 주목할 필요
- ▶ 연준이 매파적인 입장을 제시한 근본적인 배경은 미-이란 전쟁 리스크였다는 점도 마찬가지.
- ▶ 이는 향후 “미-이란 협상 완료 -> 호르무즈 해협 개방(+UAE의 OPEC 탈퇴 효과) -> 유가 하락 -> 에너지 인플레이션 불확실성 후퇴”의 경로가 형성될 시, 연준에서도 덜 매파적인 입장으로 선회할 수 있음을 시사
- ▶ 더 나아가, 미 10년물 금리 4.5%가 심리적인 임계치라고 인식되지만, 이미 지난 2~3년간 수차례 도달했던 레벨
- ▶ 미 10년물 금리가 지난 23년 말에 근접했던 5.0%대 이상으로 돌파하지 않는 한, 과거의 긴축 발작 당시 처럼 급격한 주가 조정 출현할 확률은 아직 높지 않다고 판단

미국 소비자물가와 글로벌 공급망 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

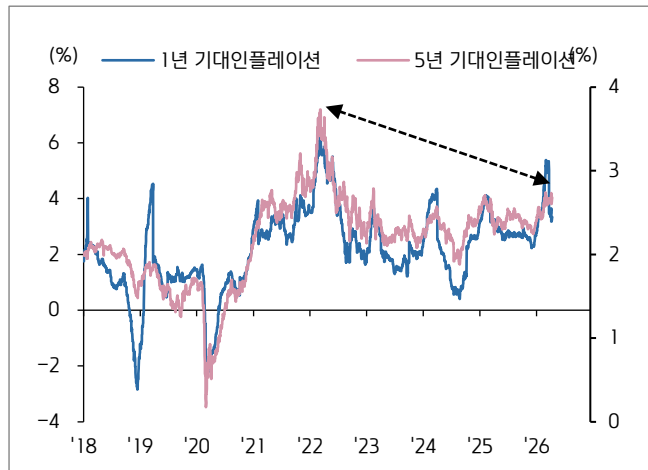
10년물 금리 구간 별 시장 반응 분석



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

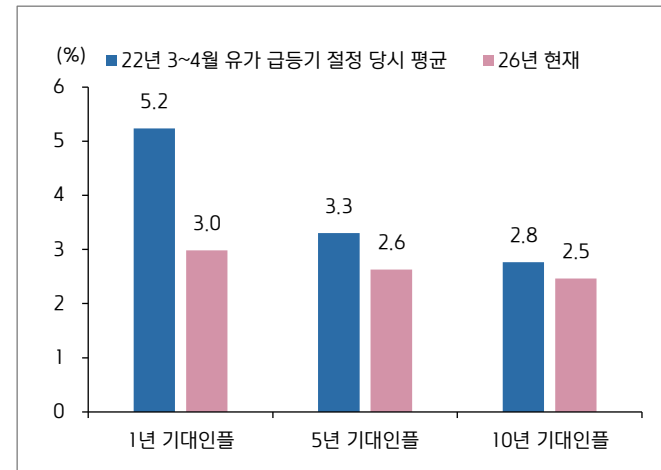
- ▶ 호르무즈 해협이 개방되더라도, 운항 정상화까지 시간 소요 가능성(약 6개월), 호르무즈 해협 통행세 부과 가능성 등이 22년 러-우 전쟁사태와 같은 고유가 장기화 불안을 주입할 수 있음. 그렇지만 22년과 달리 에너지 가격 급등발 인플레이션 리스크는 제한적일 것으로 판단
- ▶ 러-우 전쟁 절정기인 22년 3~4월 기간 동안 미국의 1년 기대 인플레이션과 10년 기대 인플레이션의 평균을 계산해보면, 각각 5.2%, 2.8%로 집계됨. 반면 4월 현재 1년 기대인플레이션은 3.3%, 10년 기대인플레이션은 2.4% 수준에 그치고 있는 상태.
- ▶ 시장에서는 전쟁발 인플레이션 상방 압력 장기화에 제한적인 베팅만 하고 있음을 시사. 동시에 “기대 인플레이션 상승 → 실제 인플레이션 상승 → 시장금리 상승 → 주식시장 할인율 부담 증가”의 부정적인 파급 효과를 억제할 수 있는 요인. 따라서, 할인율 상승에서 기인한 증시의 멀티플 조정 가능성을 낮게 가져가는 것이 적절.

미국 단기, 및 장기 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2022년 러-우 전쟁 vs 현재 기대인플레이 비교



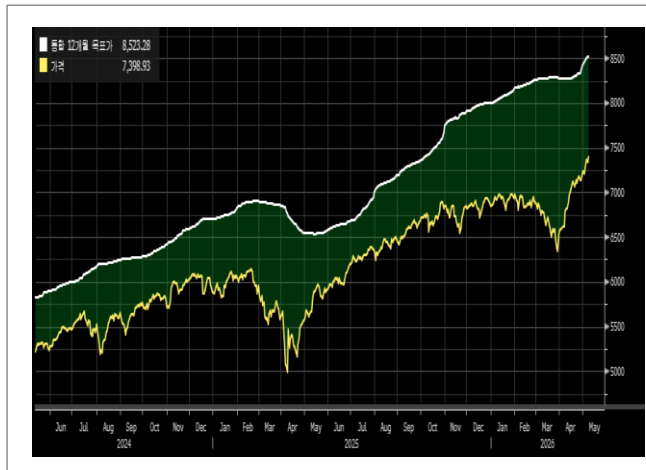
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

미국 증시도 금리에는 아직 버틸만한 수준, 충분한 조정은 이루어져

- ▶ 현재 미국 S&P500과 나스닥은 신고가 부근으로 올라왔으며, 블룸버그에서 집계하는 애널리스트의 S&P500 목표주가 컨센서스는 8,500pt대 이상으로 제시되고 있음.
- ▶ 주가 모멘텀이 생성되고 있는 가운데, 고평가 논란에서 이전보다 자유로워졌다는 점도 미국 증시에 대한 비중 확대 전략이 유효함을 시사.
- ▶ 일례로, S&P500 테크업종의 12개월 선행 PER이 연초 한 때 30배 레벨에서 3월말에는 19배 레벨로 급격히 다운되며, 22년 약세장 당시인 6월 이후 최저치를 기록하기도 했음.
- ▶ 줄곧 버블 논란에 휩싸였던 미국 테크주들은 밸류에이션 상 오히려 진입 메리트가 생성되고 있는 구간임을 시사. 즉, 일련의 주가 조정이 충분히 진행된 것으로 해석 가능

S&P500 12개월 목표지수 컨센서스는 8,500pt대



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 테크업종 선행 PER



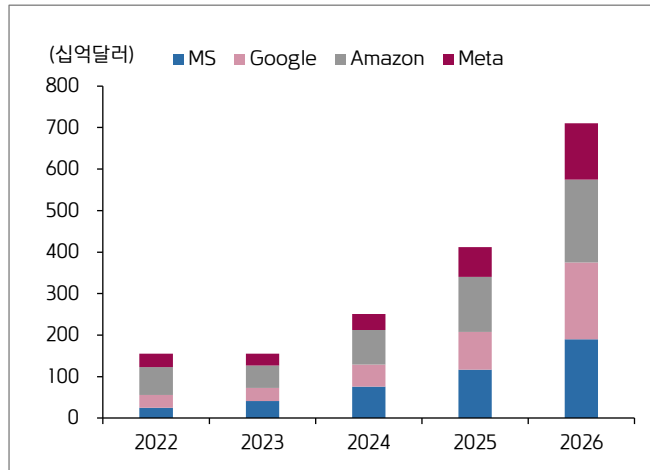
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13.

미국 하이퍼스케일러 업체들, 투자를 수익으로 증명하기 시작

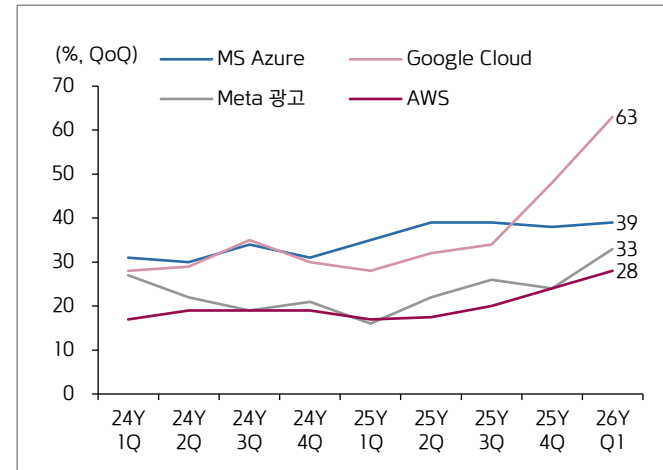
- ▶ 이번 1분기 실적을 통해 MS, 메타, 알파벳, 아마존 이들 4개사의 26년 연간 CAPEX 가이드는 기존 6,500억달러에서 7,000억달러 이상으로 상향하면서, 과잉 투자보다 과소 투자의 리스크가 여전히 더 크다는 것을 입증했으며, 동시에 본업 성장세가 가속화되고 있다는 점도 긍정적.
- ▶ 또 지난 4분기 실적 발표에서 CAPEX 상향에도 주가가 하락했던 것과는 달리, 이번 CAPEX 상향 발표 이후 알파벳, 아마존 등 대부분 빅테크주들이 주가가 상승했다는 점도 눈여겨볼 부분
- ▶ Google Cloud의 60%대 성장은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

MS, 알파벳, 아마존, 메타의 연간 CAPEX 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MS, 알파벳, 아마존, 메타의 본업 성장률



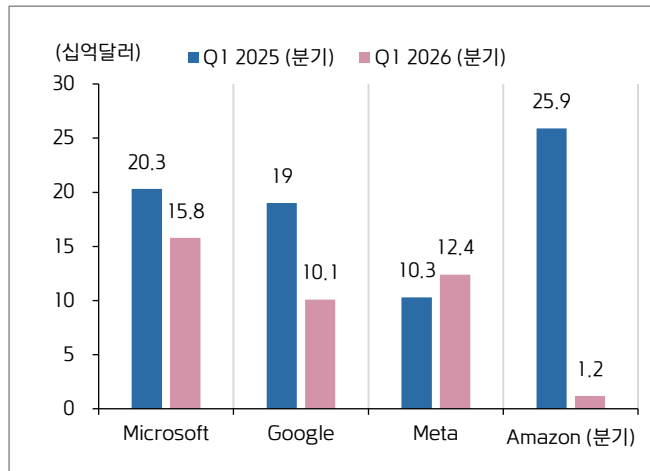
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

앞으로도 이들의 현금흐름(FCF) 문제는 족쇄이지만...

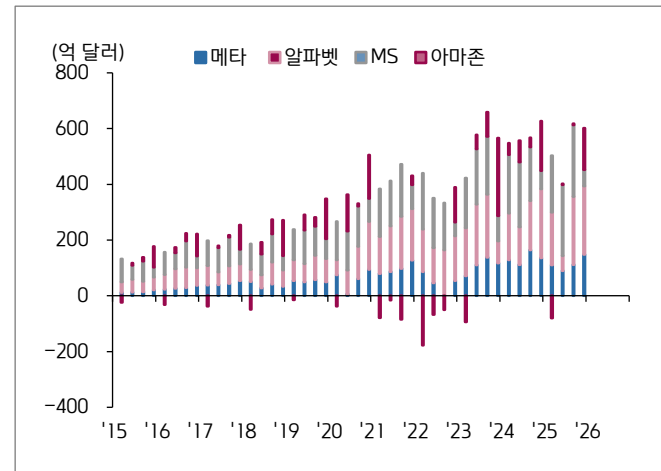
- ▶ 물론 이들 업체의 FCF가 감소하고 있다는 점은 우려 요인일 수 있음. 특히 아마존은 지난 12개월 FCF(TTM)이 12억 달러로, 25년 3월 31일 종료된 직전 12개월 동안의 259억 달러에서 크게 감소한 상태
- ▶ 하지만 아마존 포함 이들의 FCF 감소는 "수익성 악화"가 아니라 "투자 확대" 에서 기인. AWS Q1 2026 영업이익률이 35%대로 경준해졌다는 점을 감안 하면, 일반적인 수익성 악화와 성격이 다름
- ▶ 결국 시장이 우려하는 것은 ROI 회수 타이밍이지 펀더멘털의 문제가 아니기에, " 투자 사이클이 가져온 일시적 FCF 압박"의 관점에서 접근하는 것이 타당

하이퍼스케일러(MS, 아마존, 메타, 알파벳)의 분기 FCF 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

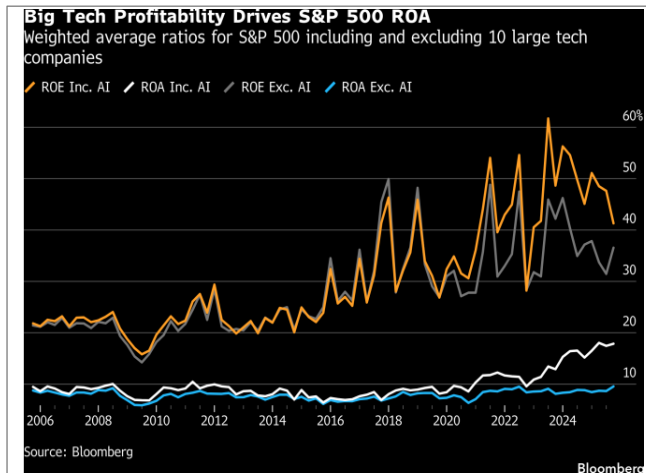
하이퍼스케일러(MS, 아마존, 메타, 알파벳)의 연도별 FCF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

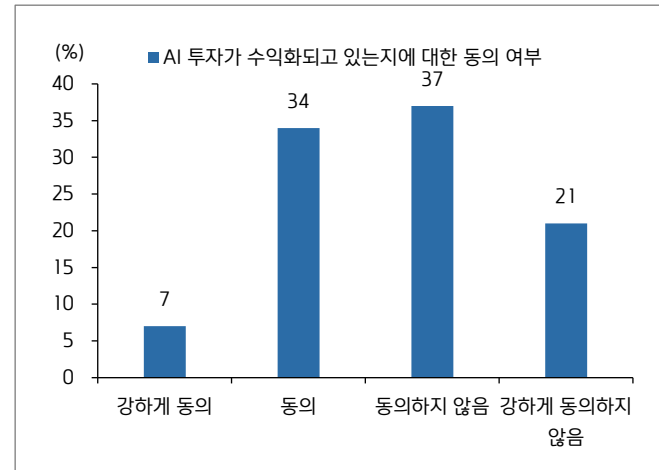
- ▶ AI, 빅테크들이 미국 증시의 방향성을 만들어 내고 있다는 점은 주지의 사실
- ▶ ROE, ROI, 마진 등 주요 수익성 지표를 봐도 이를 확인할 수 있는데, 가중평균 기준 ROE는 AI 그룹 포함 시 2024년 부근 약 60% 부근까지 폭증, AI 제외 시 40% 내외에서 횡보. ROA는 AI 포함 시 15~17%, AI 제외 시 5~7% 수준
- ▶ 이익률(Profit Margin) 기준으로 AI 포함 그룹은 약 20~22%, AI 제외 그룹은 12~15% 수준이며. Gross Margin도 AI 포함 50%대, AI 제외 45% 수준으로 격차가 벌어진 상태
- ▶ AI, 빅테크를 제외하더라도 미국 증시의 수익성이 상승 추세를 유지하고 있지만, 현재 지수 레벨대에서 추가적인 레벨업을 하기 위해서는 결국 AI, 빅테크의 (1) 마진 추가 확장 여력, (2) CAPEX 증분의 매출 전환 속도 등 이들에게 기존 부여된 수익성 논란을 앞으로 얼마나 불식시켜 나갈 수 있는 지가 관건

S&P500의 ROE, ROI 변화(AI 포함 vs AI 제외)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AI 투자의 수익성 전환에 대한 설문



자료: Bloomberg survey(4월 말), 키움증권 리서치센터

- ▶ 이번 1분기 CSP 4개사, 애플, 샌디스크 등 주요 빅테크 업체의 실적에서 확보한 시사점은 다음과 같음
- ▶ 1) CAPEX 상향을 통한 AI 투자 수요 우위, 2) ROI 가시성에 따른 AI주간 옥석 가리기 진행, 3) 메모리 병목현상에 따른 국내 반도체주들의 가격 협상력 강화 등이 그에 해당

1분기 미국 주요 빅테크 실적 시사점

항목	Alphabet	Meta	Microsoft	Amazon	Apple	SanDisk
주요 포인트	CAPEX 상향에도 클라우드 성장세 가속화	사용자 둔화 + CAPEX 상향 + 채권 발행	Azure 가속, AI 매출 폭 증에도 메모리 비용 충격	AWS 고 성장 + OpenAI \$138B 장기계약으로 ROI 가시성 확보	메모리 비용 상승 본격화 + 가이던스 상향	다년간 계약 체결로 사이클 안정성 확보
26년 CAPEX 변화	\$175~185B → \$180~190B (상향)	\$115~135B → \$125~145B (상향)	~\$190B (\$25B 메모리 영향, 전년 +61%)	~\$200B (4사 중 최대)	-	-
CAPEX 평가	\$190B + Cloud 63% 성장으로 ROI 정당화	\$145B 상향했지만 ROI 가시성 부재	\$190B 중 \$25B가 메모리 비용	\$200B (4사 중 최대) + Trainium으로 NVIDIA 의존도 축소	-	빅테크 CAPEX 직접 수혜
시사점	AI 인프라 ROI 가시성 입증 모범 사례	같은 CAPEX에도 ROI 채널 부재 시 주가 디스카운트	빅테크가 메모리 비용을 자발적으로 인정	OpenAI 장기 약정으로 ROI 가시성 확보, 자체 칩 Trainium으로 비용 구조 재편	애플의 부품 조달 부담 증가는 폭스콘 뿐만 아니라 일부 한국 부품사에도 단기 충격 가능	NAND 사이클 변동성 구조적 축소

자료: 각사 종합, 키움증권 리서치센터

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

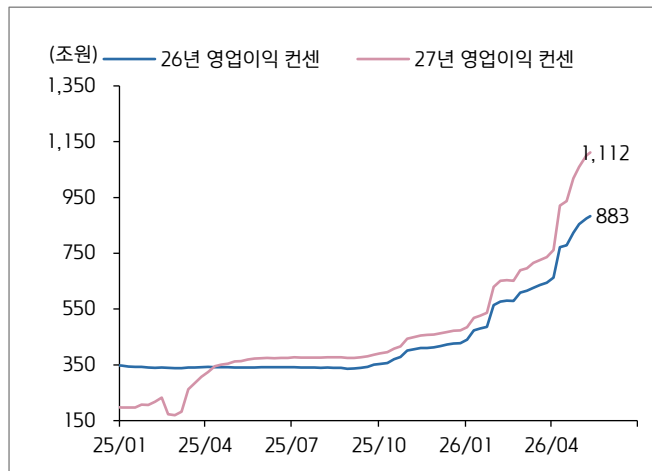
코스피 1,000pt대 돌파 소요시간 및 구간 내 최대 낙폭

구간	돌파일	소요 영업일	1,000pt 증가할 때 필요한 주가 상승률	10% 상승 당 환산일	일평균 상승률	1,000pt 돌파 기간 중 최대 낙폭
3000→4000	2025-10-27	85	33.3%	25.5	+0.4%	-4.2%
4000→5000	2026-01-27	63	25.0%	25.2	+0.4%	-8.9%
5000→6000	2026-02-25	18	20.0%	9.0	+1.1%	-5.3%
6000→7000	2026-05-06	47	16.7%	28.2	+0.3%	-19.9%
7000→현재 (5/15 장중 8,000 돌파)	2026-05-15	8	14.0%	4.3	+2.3%	-6.1%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

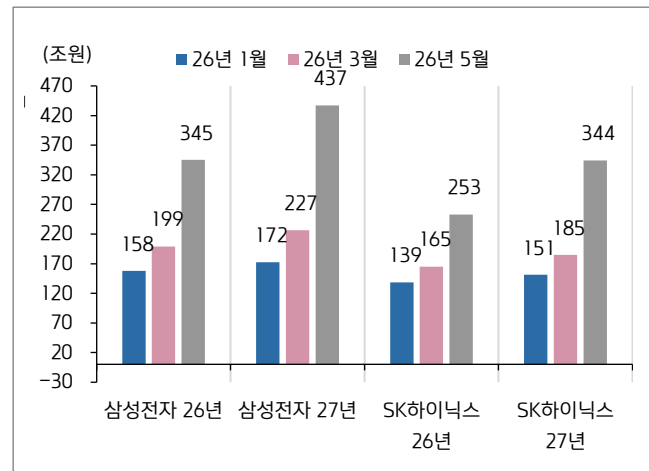
- ▶ 1분기 실적 시즌은 그해 연간 실적의 분위기를 좌우하는 경향 존재. 지금은 에너지 및 원재료 비용 상승에 따른 전방 수요 둔화 등 미-이란 전쟁 부작용이 기업 실적 전망에 높은 영향력을 행사할 수 있다는 점도 고려해야 하는 시기.
- ▶ 이번 1분기 국내 반도체 어닝 서프라이즈, 미국 빅테크 CAPEX 상향 등으로 코스피의 이익 모멘텀은 한층 더 강화되고 있으며, 이는 5월 이후 반도체주들의 폭등 랠리에 추가적인 에너지를 부여하고 있음
- ▶ 5월 말 엔비디아, 6월 브로드컴, 마이크론, 7월 2분기 실적시즌 등 이익 컨센서스 추가 상향 이벤트들이 대기하고 있다는 점을 감안 시, 코스피의 상단은 계속 열고가는 것이 적절.

코스피 26, 27년 영업이익 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

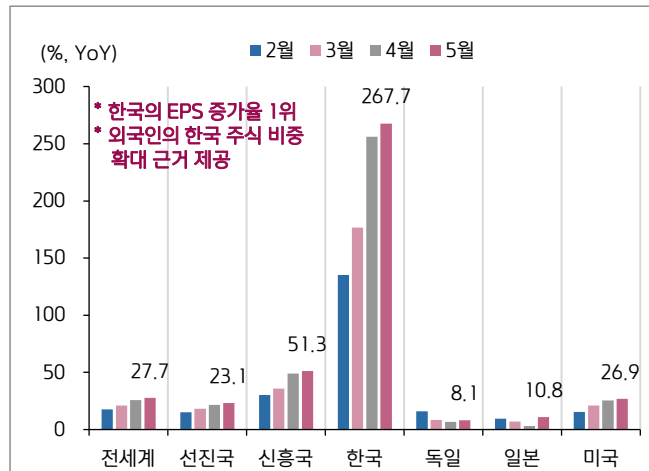
삼성전자, SK하이닉스의 26,27년 연간 영업이익 컨센 변화



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

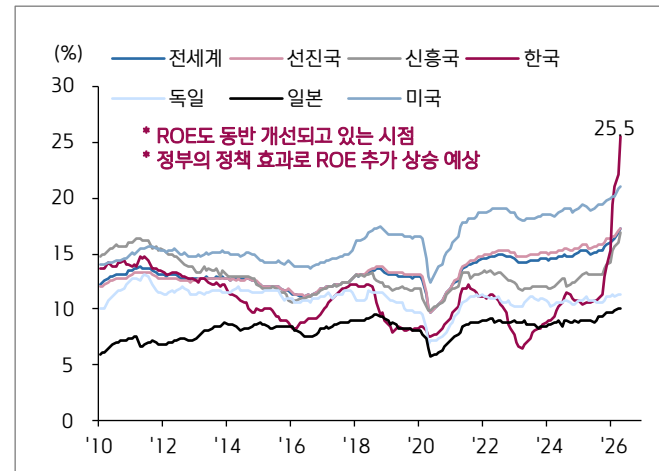
- ▶ 다른 국가 증시와 비교를 해봐도, 한국의 EPS와 ROE는 상대적으로 우위에 있다는 점이 국내 증시로의 머니무브에 정당성을 지속적으로 부여해 나갈 전망
- ▶ MSCI 국가 지수 기준, 5월 현재 한국의 12개월 선행 EPS 증가율은 +267%(YoY)대로, 미국(+26%대), 일본(+10%대) 등 다른 선진국이나 신흥국들에 비해 압도적으로 높은 수치를 기록 중임
- ▶ ROE 역시 역사상 처음으로 한국(+25.5%)이 미국(+21.1%)를 추월하고 있다는 점도 특징적
- ▶ 이는 한국 증시가 단순 반도체 중심의 이익 펀더멘털 뿐만 아니라, 정부의 상법개정안 통과에 따른 기업들의 주주환원 강화가 진행되고 있음을 시사

MSCI 지수 기준, 국가별 선행 EPS 증가율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

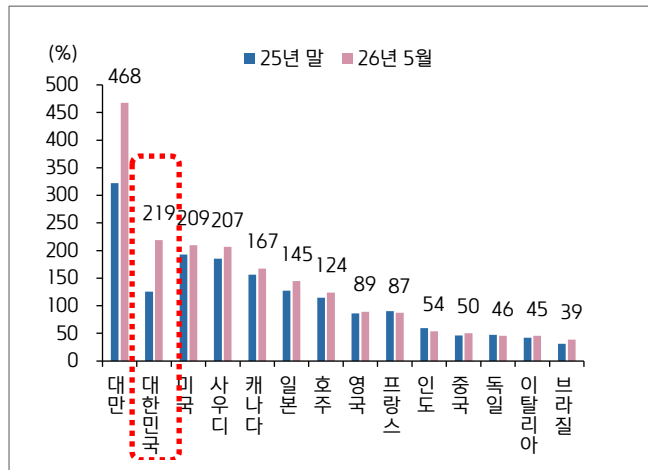
MSCI 지수 기준, 국가별 ROE 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

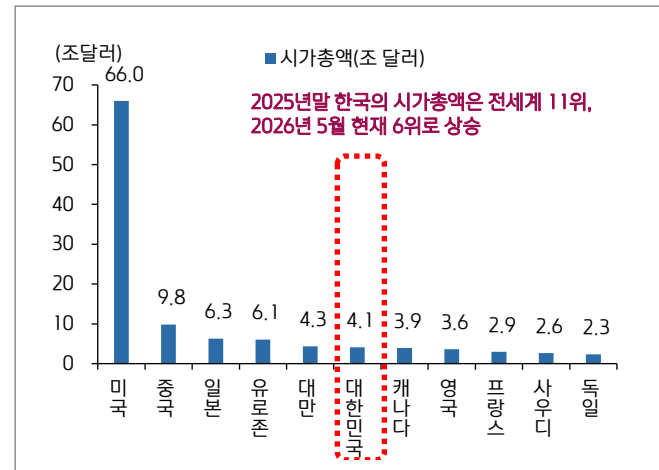
- ▶ 전세계 시가총액 순위 변화를 통해서도 한국 증시의 달라진 위상을 확인할 수 있음. 삼성전자, SK하이닉스의 반도체 슈퍼사이클 효과로 코스피 연초 전세계 시가총액 순위 11위에서 6위로 격상
- ▶ 글로벌 자금 배분 관점에서, 다른 국가들에 비해 한국이 이익, 정책, 머니무브에 힘입어 재평가를 받으면서, 한국 증시에 재평가가 이루어진 것으로 판단
- ▶ 국가의 GDP 대비 시가총액 비율을 의미하는 버핏지수 관점에서 한국은 5우러 현재 219%대로 고평가 레벨인 200%를 상회하고 있음(25년 GDP 대비 26년 5월 현재 시가총액으로 계산)
- ▶ 그러나 이미 반도체의 합산 영업이익 컨센서스가 약 600조원으로 25년 코스피 전체 영업이익 300조원보다 2배 넘게 기록할 것이라는 점을 고려하면, 한국 버핏지수의 200% 돌파는 과도하지 않다고 판단

한국 시가총액 & 버핏지수(G20 주요국 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

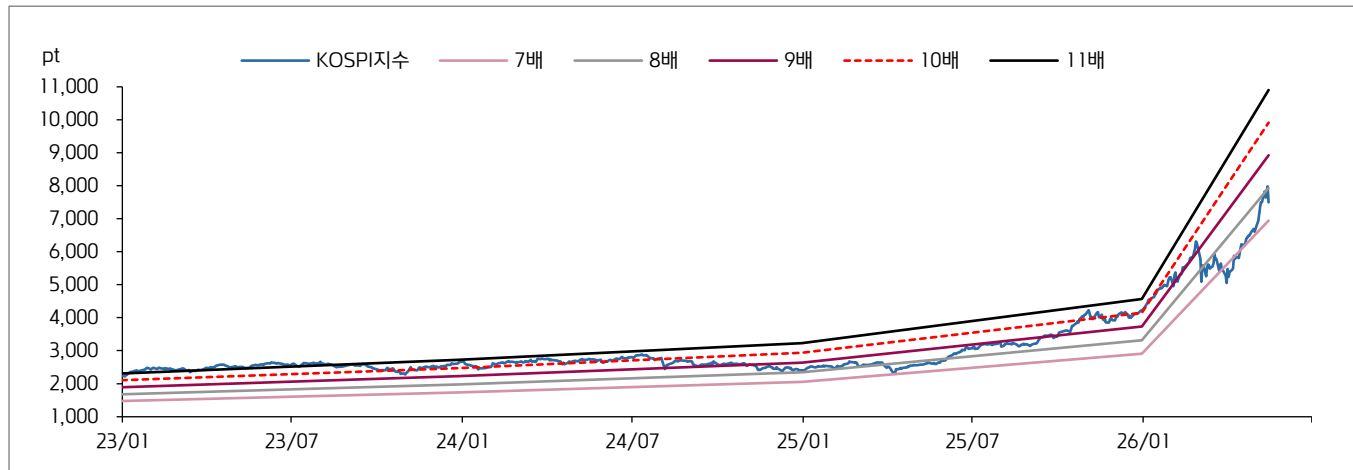
주요국 시가총액 비교(G20 주요국 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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

코스피 12개월 선행 PER



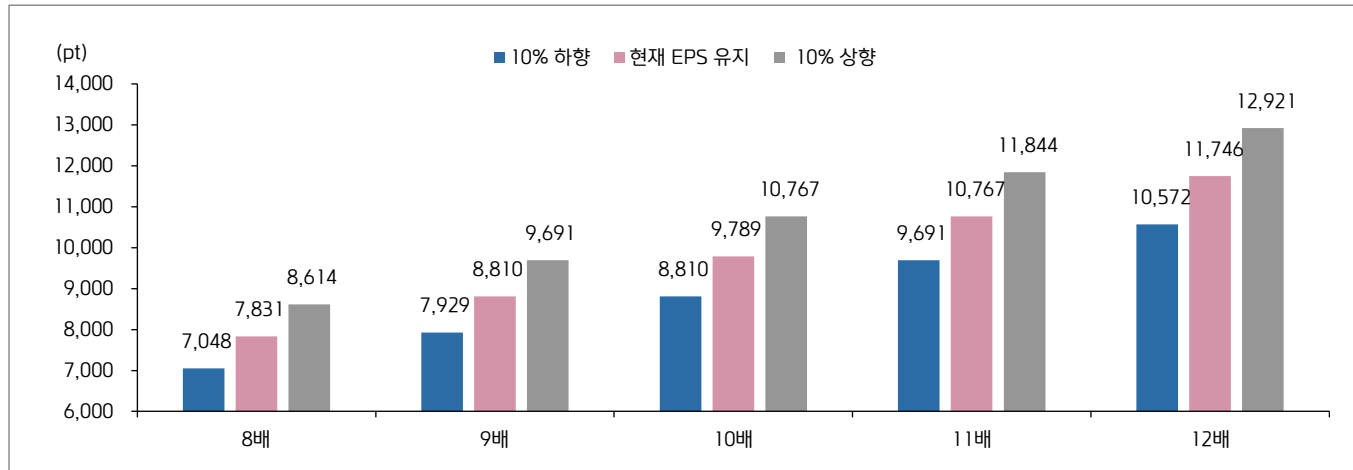
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

21.

코스피, 전례 없는 이익 변화 = 전례 없는 지수 전망 변화…?

- ▶ 연간 1,000조원대 영업이익 전망이 나올 수 있을 정도로 전례 없는 이익 변화를 겪고 있는 것이 현재의 상황
- ▶ 이는 “중기적인 코스피 지수 전망”을 하는 데 있어서 전례 없는 수치를 제시하도록 만들고 있는 상태
- ▶ 현재 코스피 PER은 7배 후반 수준, 과거 10년 평균 PER인 10배를 적용 시 9,700pt대 이상으로 목표지수가 도출
- ▶ 연초 이후 5월 현재까지 코스피가 70% 이상 폭등했기에, 외국인, 개인 등 주요 수급주체들의 차익실현 압력에 직면할 소지가 있겠지만, 올해 코스피는 장기 평균 선행 PER 10배 수준에 해당하는 10,000pt대에 도달 가능하다고 판단

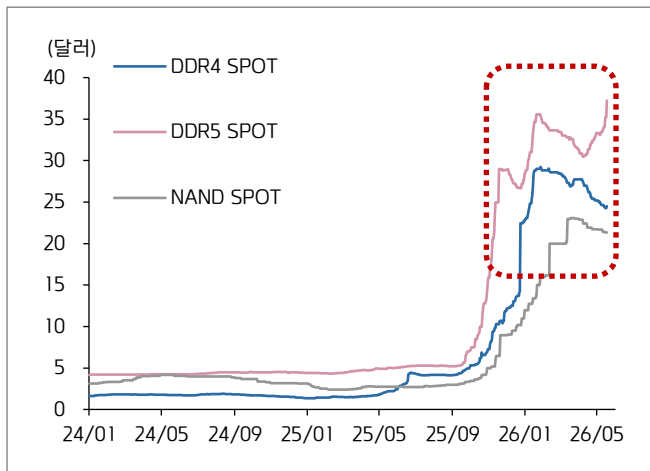
코스피 선행 PER 별 예상 지수 레벨 변화



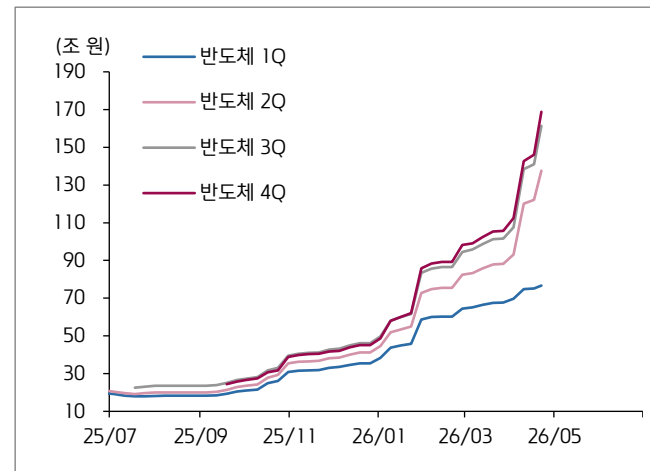
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 하지만 최근 메모리 스팟 가격 상승세 정체가 출현하고 있는 가운데, 셀 사이드와 바이사이드 간 반도체 추가 및 실적 전망에 대한 의견이 충돌하고 있는 모습
 - 1) 반도체의 절대적인 이익 레벨은 증가하지만, 이익 증가율은 상반기 고점을 찍고 둔화될 것인지
 - 2) 수익성 우려가 있는 미국 AI 업체들의 투자 사이클이 지속될 수 있는지
 - 3) 2021~22년처럼 메모리 오버부킹의 재현 가능성은 없는지 & 가수요 식별 난이도가 높지 않을지
 - 4) 삼성전자의 5월 중순 이후 노조 파업 현실화 시 예상 비용 충격이 반도체 이익 기대치를 꺾지 않을 지
- ▶ 삼성전자의 파업 불확실성을 제외하면, 상기 고민들은 이번 1분기 실적 시즌에서 중립 이상으로 소화를 했던 것으로 판단. 최근 반도체 중심으로 코스피 랠리 및 신고가 경신 현상이 이를 뒷받침.
- ▶ 추후에도 이 같은 고민은 지속적으로 증시에 노출될 것이며, 2분기 실적시즌이 종료된 8월 초가 본격적인 분기점 메모리 스팟 가격 변화

반도체 분기별 영업이익 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

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

LTA와 메모리 사이클

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

자료: 각사 종합, 언론, 클라우드, 키움증권 리서치센터

오버부킹 트레이킹 보조지표

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

자료: 각사 종합, 언론, 클라우드, 키움증권 리서치센터

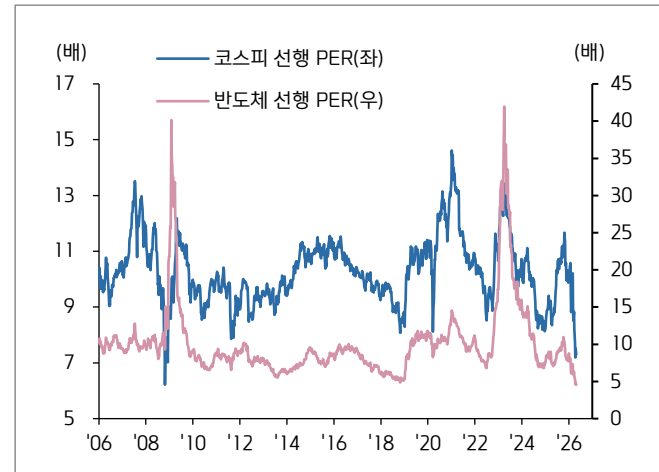
- ▶ 주식시장에서는 코스피 투자 전략은 “PER이 낮을 때 매수, PER 높을 때 매도” vs 반도체 투자 전략은 “PER이 높을 때 매수 vs 낮을 때 매도” 가 일반적인 통념
- ▶ 과거 경험상 둘 다 틀린 이야기는 아니지만, 이제는 “코스피 = 반도체”가 동일 주체로 취급되고 있기에 모순이 발생
- ▶ 과거 반도체는 전형적인 시클리컬 산업이었기에, 주가가 실적을 수개월간 선행해서 움직였으며, 이는 “고 PER 매수 + 저 PER 매도”의 유용성을 뒷받침했음
- ▶ 반대로 코스피는 반도체 이외에도 시장 전체를 대변하는 시장으로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

코스피와 반도체의 투자 논리



자료: 노트북 LM으로 작성, 키움증권 리서치센터

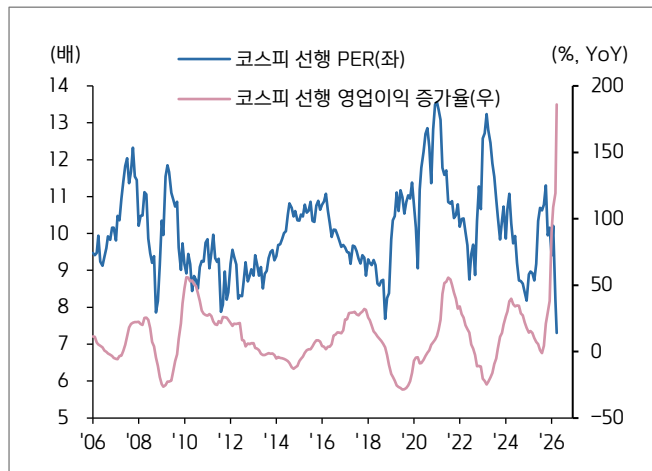
코스피와 반도체의 선행 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

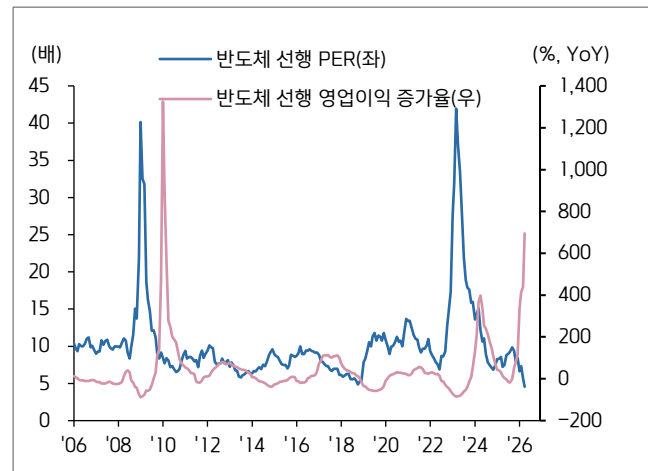
- ▶ 현재 반도체, 코스피 모두 PER이 계속 낮아지는 과정에서 주가가 상승하고 있다는 점에 주목할 필요
- ▶ 시장 참여자들이 반도체를 중심으로 코스피의 이익 피크아웃을 아직 의심하지 않고 있음을 시사. 추후에도 이익 컨센서스의 추가 상향 여력이 존재한다는 점도 긍정적
- ▶ 결국 “반도체와 코스피의 PER 투자 전략”의 모순에 대한 해답은 반도체가 과거처럼 시클리컬 업종인지 아니면 AI 성장 사이클에 올라탄 구조적 성장 업종인지를 구분해내는 데에 있으며, 이는 하반기 이후 주식시장의 승부처가 될 것으로 판단.
- ▶ 또한 코스피가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

코스피 PER과 이익



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

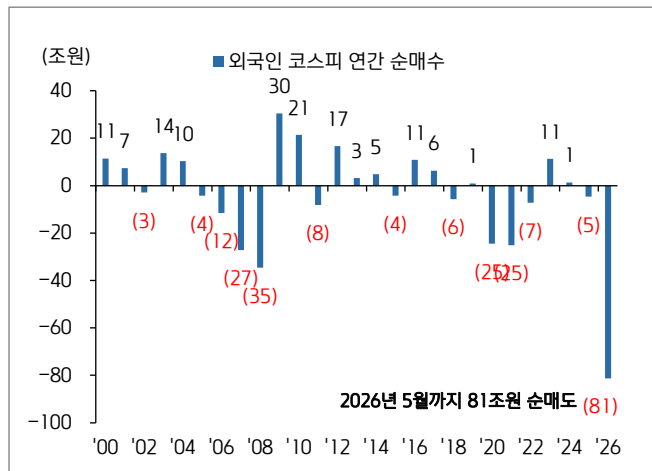
반도체 PER과 이익



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

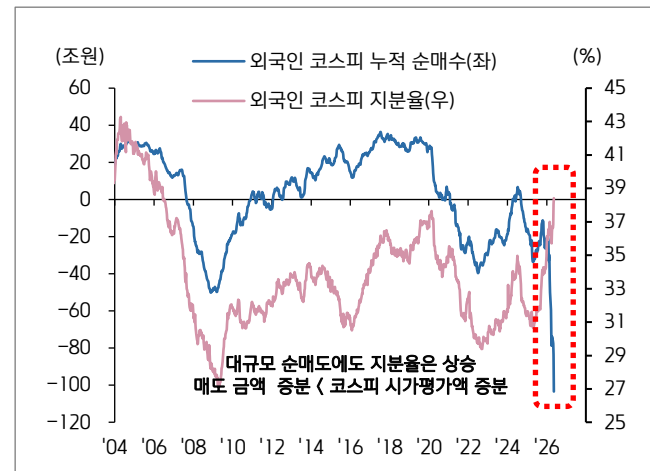
- ▶ 코스피가 올해 초 4,000pt대에서 8,000pt 부근까지 레벨업을 하는 과정에서 외국인의 대규모 순매도가 동반됐다는 점은 고민거리
- ▶ 연초 이후 5월까지 누적 순매도 금액은 약 80조원대로, 과거 금융위기, 코로나 팬데믹 시절을 2~3배 이상 상회하는 역대급 순매도 금액에 해당되기 때문
- ▶ 또한 외국인의 공격적인 순매도에도 이들의 지분율이 오히려 연초 35%대에서 현재 39%대로 상승했다는 점도 눈여겨볼 부분
- ▶ 이는 그간 외국인의 순매도 금액 이상으로 코스피의 시가총액이 더 크게 증가한 영향에서 기인. 그 과정에서 외국인의 삼성전자, SK하이닉스 보유주식수가 줄었다는 것은 반도체를 중심으로 순매도가 집중된 것을 의미하며, 동시에 추가적인 순매도 물량 출회 가능성을 내포

연도별 외국인 코스피 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 순매수와 지분율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 외국인의 유형은 실로 다양하겠지만, 보편적인 관점에서 봤을 때 이들의 공격적인 순매도는 한국 증시에 대한 하방 베팅 본격화보다는 차익실현 성격이 더 강한 것으로 보는 게 타당
- ▶ 과거 외국인이 한국 증시에 대한 비관론에 공격적으로 베팅했던 대표적인 사례는 코로나 팬데믹, 2008년 금융위기가 대표적이며, 당시에는 연평균 시가총액 대비로 연간 약 3~4% 수준의 순매도를 단행
- ▶ 그러나 2026년 5월 25조원대 순매도는 연평균 시가총액 대비 약 1.79% 수준이라는 점에 주목할 필요
- ▶ 결국 올해 외국인 순매도는 절대 강도나 페이스 상으로 역대급인 것은 사실. 그렇지만 순매도의 대부분이 반도체 단일 업종에 집중된 차익실현 성격이기에, 과거위기 시기의 광범위 청산과는 구조가 다르다고 판단
- ▶ 이 같은 순매도 페이스 변화는 환율, 금리 등 매크로 요인, 메모리 사이클에 좌우될 것으로 예상(현재 페이스 유지 시 2008년 기록 경신 = 4.56% 초과, 약 -225조원)

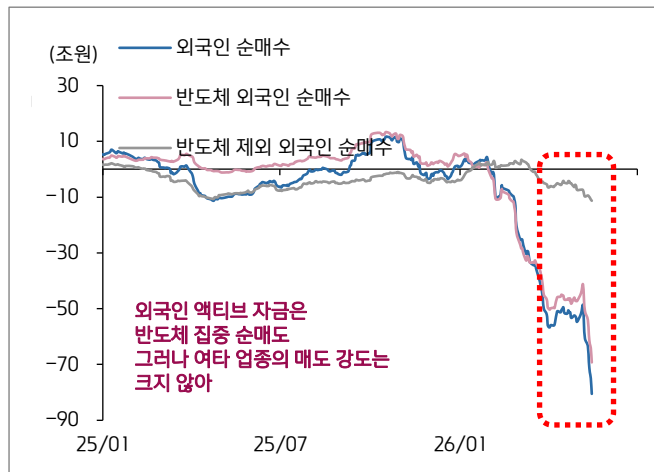
역대 외국인 코스피 매도 시기 비교 (연간 기준)

순위	년도	영업일	순매도 (조원)	연평균 시총 (조원)	시총대비 (%)	배경
1	2008	248	(34.6)	758	-4.56	글로벌 금융위기 (역대 최대 매도)
2	2007	246	(27.2)	828	-3.28	서브프라임 1차 충격 시작
3	2006	247	(11.5)	640	-1.80	글로벌 유동성 정점
4	2026(~5/15)	90	(81.3)	4,553	-1.79	반도체 집중 차익실현, 매크로 불안 (매도 페이스는 사상 최대)
5	2020	248	(24.5)	1,447	-1.69	코로나 충격
6	2021	248	(25.2)	2,123	-1.19	동학개미운동에 따른 차익실현, 이익 피크아웃
7	2005	249	(4.2)	485	-0.87	중국, 인도 부상 등 브릭스 모멘텀
8	2011	248	(8.1)	1,091	-0.75	미국 신용등급 강등, 유럽위기
9	2018	244	(5.8)	1,494	-0.39	미중 무역분쟁
10	2022	246	(7.2)	1,908	-0.378	Fed 긴축, 인플레이

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

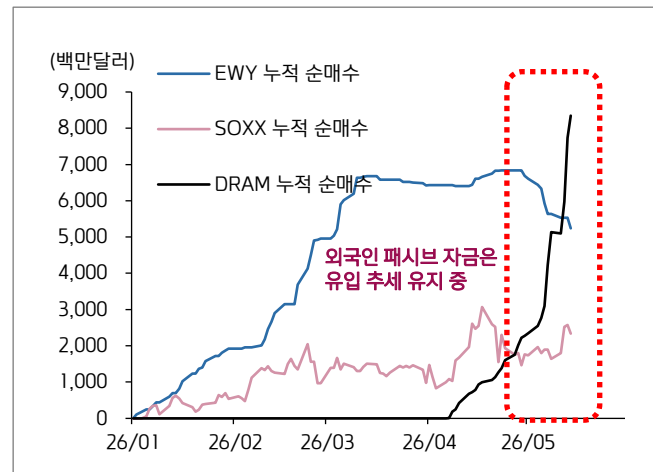
- ▶ 실제로 5월 이후 삼성전자, SK 하이닉스 등 반도체 업종이 20% 넘게 폭등했다는 점이 일부 액티브 외국계 펀드들의 단기 차익실현을 자극한 것으로 해석이 가능(삼성전자 4월 +32% → 5월 +23%, SK하이닉스 4월 +59% → 5월 +41%, 15일 종가기준)
- ▶ MSCI 한국 지수를 추종하는 EWY에서도 4월 30일 이후 약 1.2억달러 자금 유출이 발생한 것도 동일한 배경
- ▶ 그러나 반도체 업황을 추종하는 DRAM(삼성전자+SK하이닉스 편입비중 46%)에서 자금 유입이 지속되고 있다는 점을 미루어 보아, 여전히 메모리 업사이클에 대한 베팅 수요는 강한 것으로 판단

외국인의 코스피 vs 반도체 vs 반도체 제외 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

EWY(한국지수 추종), DRAM(반도체주 추종) ETF 수급



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

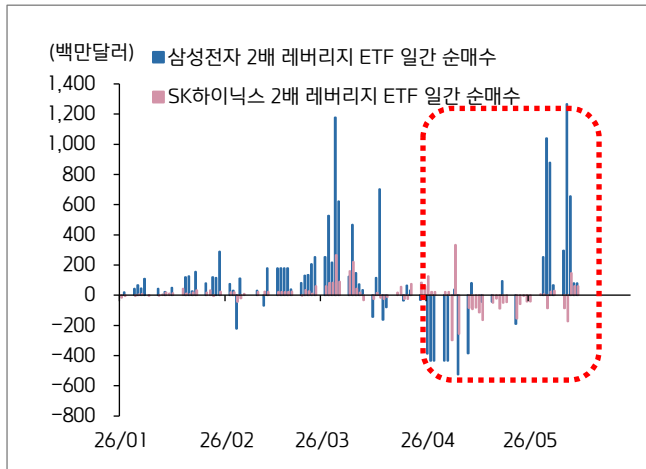
주: DRAM ETF에는 삼성전자 20%, SK하이닉스 26% 편입

29.

ETF를 통한 레버리지 베팅은 다시 증가 -> 고 변동성 유지 요인

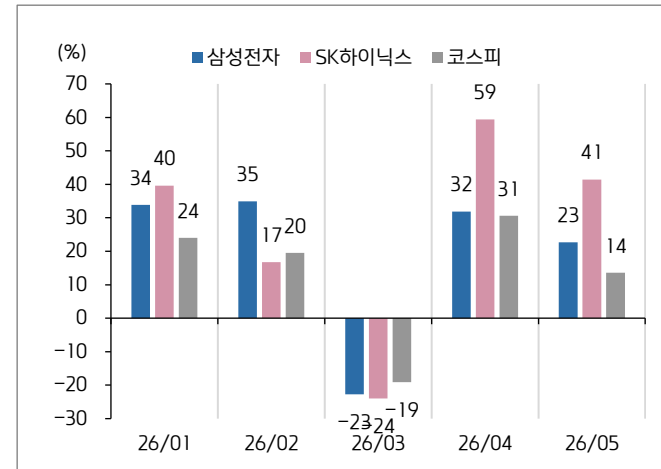
- ▶ 물론 홍콩에 상장된 CSOP의 삼성전자와 SK하이닉스 2배 레버리지 ETF에서 4월 이후 한동안 자금이 유출됐으나, 5월 이후 재차 순매수로 전환 이는 국내 대형주 변동성이 레버리지 베팅으로 인해 높아질 수 있음을 시사
- ▶ 동시에 5월 말 국내 증시에 상장 예정인 삼성전자, SK하이닉스 2배 레버리지/인버스 ETF 출시 이후 이들 주식의 변동성이 일시적으로 높아질 수 있다는 점은 염두에 둘 필요

삼성전자, SK하이닉스 2배 레버리지 ETF 수급



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

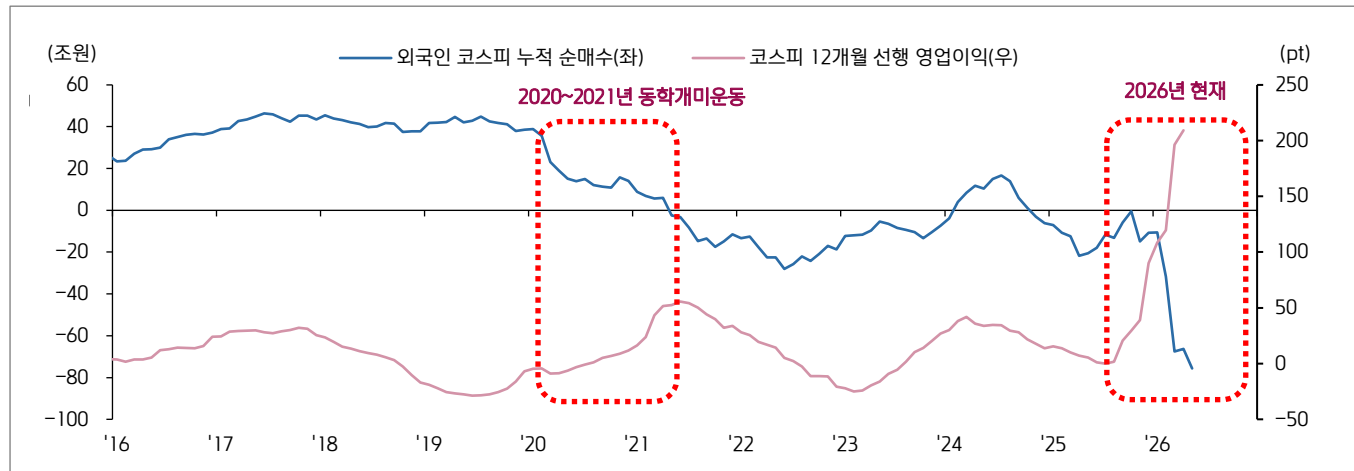
삼성전자, SK하이닉스, 코스피 월간 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

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

외국인 코스피 누적 순매수와 코스피 12개월 선행 영업이익 증가율의 관계



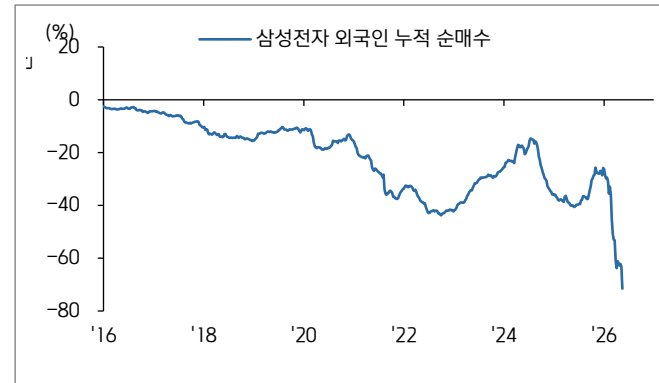
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자 외국인 지분율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자 외국인 누적 순매수



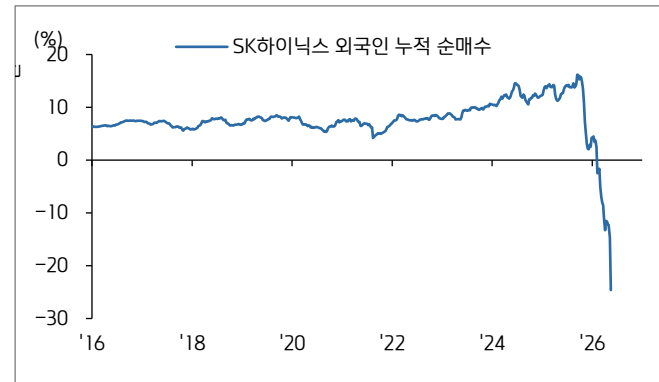
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 외국인 지분율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

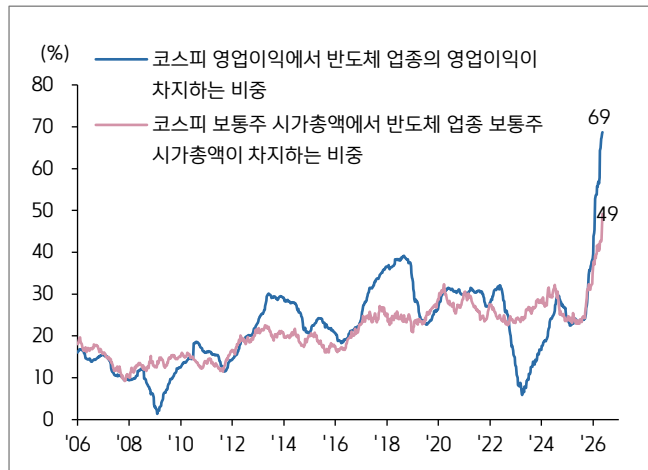
SK하이닉스 외국인+ 누적 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

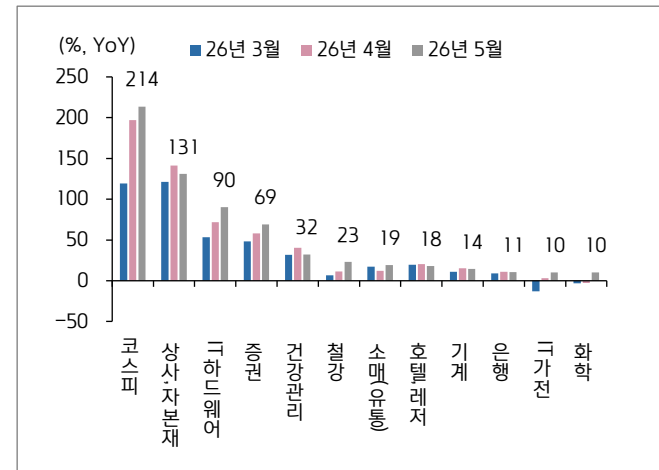
- ▶ 국내 증시 투자 포인트의 상당부분을 압도적인 이익 모멘텀이 생성되고 있는 반도체가 기여하고 있는 만큼, 반도체에 대한 “비중 확대” 전략은 여전히 유효할 전망
- ▶ 동시에 반도체 이외에도 조선, 방산, IT 하드웨어 등 여타 업종들도 이익 성장률이 개선되고 있다는 점도 잠재적인 코스피 추가 레벨업에 일조할 수 있는 요인.
- ▶ 추후 반도체, 건설, 전력기기, IT하드웨어 등 주도업종들이 차익실현 압력 등으로 일시적인 숨고르기 과정에 있을 때, 순환매 효과를 누릴 가능성이 있다는 점도 대응 전략에 반영해볼만 하다고 판단.

반도체의 코스피 이익 기여도와 시가 총액 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 이외의 이익 모멘텀 개선 업종(선형 영업이익 증가율)

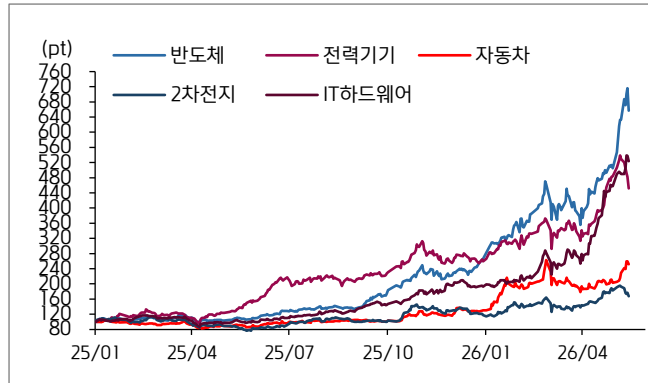


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

33.

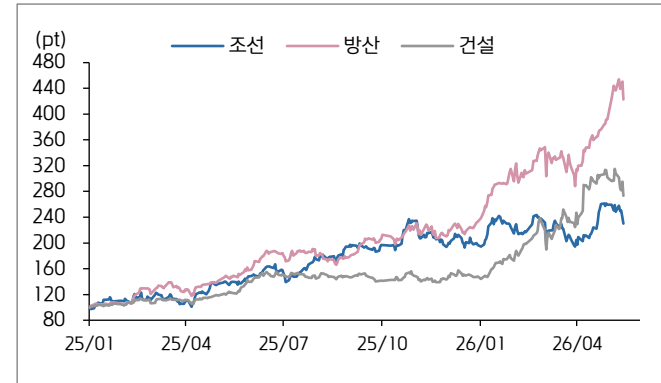
주도 업종들의 주가 변화: AI, 반도체 이외에도 아직 살 것들이 존재

공급 부족 등 AI 투자사이클 수혜 업종



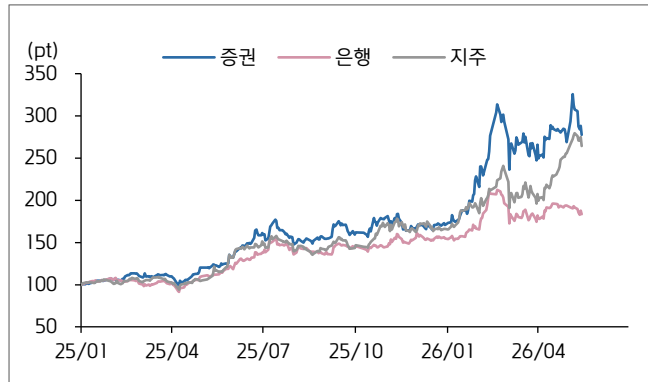
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

자주국방, LNG 수주, 재건 등 지정학 리스크 수혜 업종



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주주환원, 코리아 프리미엄 수혜 업종



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

고환율 및 부의 효과 수혜 업종



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 반도체, 조선, 방산, 금융 등 25년 시작됐던 현재 강세장의 주도주가 그 지배력을 계속 확보해 나갈 전망
- ▶ 주도주는 그때 그때의 장세에서 시장을 견인하는 대표 업종들을 의미하며, 현재의 장세가 바뀌지 않는 이상 주도주의 교체는 일어나지 않는 특성이 존재
- ▶ 국내 증시 역사상 10개가 넘는 주도주들이 등장했다가 사라졌었으며, 이 중 주도주로서 주가 모멘텀을 1년 이상 지속한 업종도 있는 반면, 1년 미만에 그친 업종들이 존재했던 점도 지수 방향성과 궤를 같이 했기 때문

국내 증시의 주도주 역사



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

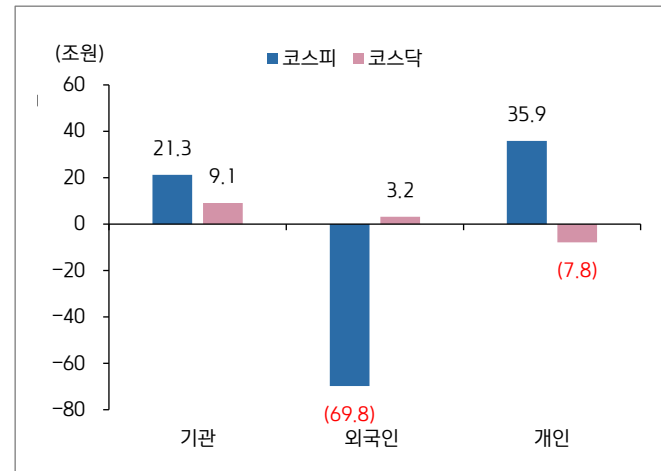
- ▶ 올해 코스닥이 코스피보다 부진한 것은 대형주, 실적주를 중심으로 자금이 유입되는 환경이었기 때문(5월 13일 기준, 연초 이후 코스피 +77.8% vs 코스닥 +22.1%).
- ▶ 올해 뿐만이 아니라 2023년 8월 이차전지 버블 붕괴 이후 코스닥의 성과는 코스피를 지속적으로 하회한 것도 동일한 이유에서 기인
 - ① 반도체, 전력기기 등 AI 밸류체인주의 코스피 집중 현상 ② 바이오주 장기 약세 ③ 개인의 코스피 선호현상 ④ 중소형주들의 상법개정안 등 거버넌스 개선 정책에 대한 수혜 제한 등이 그에 해당
- ▶ 바이오주의 주도주 재 등극, 정부의 코스닥 활성화 정책 강화 등이 나오지 않는 이상, 올해 하반기에도 주식시장의 자금은 코스피에 집중될 것으로 예상

코스피와 코스닥의 상대 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

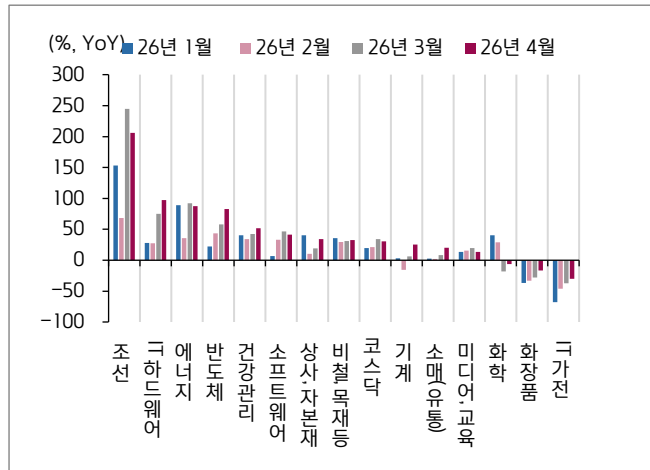
2026년 수급 주체 별 코스피, 코스닥 순매수(~5월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 통상 “코스닥 = 바이오”간 등급 인식이 강한 경향이 있으며, 연초 이후 시가총액 최상위 바이오주들이 개별 악재로 주가가 연쇄 급락을 겪는 과정에서 코스닥 투자에 대한 시장의 관심이 줄어들기는 했음
- ▶ 그렇지만 조선, IT하드웨어, 반도체 소부장, 소프트웨어 등 코스닥에서도 실체가 있는 실적주들이 존재하며, 이들 업체들의 이익 모멘텀도 최근 들어 코스피 상위 업종의 낙수효과로 개선되고 있다는 점을 긍정적으로 볼 필요
- ▶ 더 나아가, “시장 체질 개선 + 자금 공급 + 수급 유인”을 중심으로 한 정부의 코스닥 활성화 정책 효과를 기대해볼 수 있다는 점도 눈여겨볼 부분. 이들 정책 효과의 발현까지는 시차가 있겠으나, 만성적인 코스닥의 단점들이 단계적으로 개선될 것이라는 기대감은 중간중간 코스닥 키맞추기에 힘을 부여할 전망

코스닥 주요 업종 내 이익 모멘텀 개선 업종(선행 영업이익)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥 정책 관련 주요 내용

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

자료: 언론 보도, 각 기관, 키움증권 리서치센터