



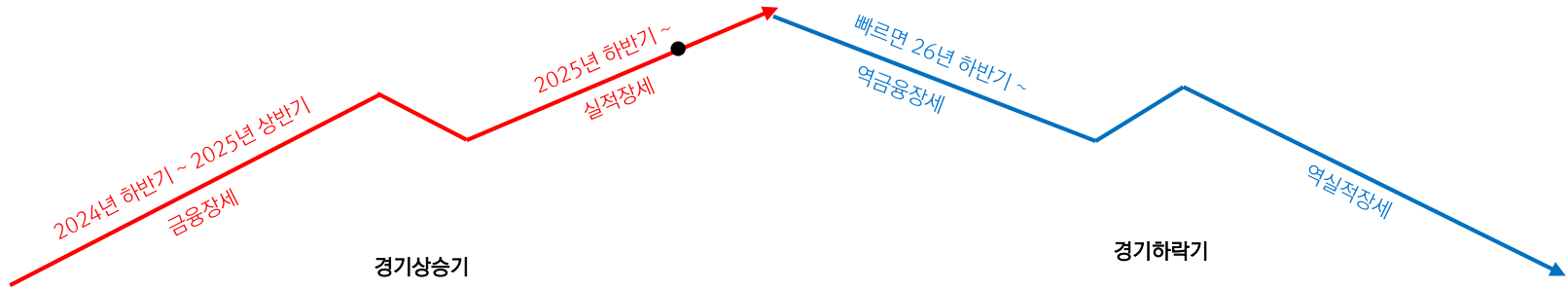
# [투자환경] 여전히 경기/실적 모멘텀은 강하지만, 물가, 금리 상승 압력도 점차 커질 전망

지정학적 리스크로 인한 명과 암. 3분기 추가 상승 기회는 있지만, 물가, 금리 상승 압력은 점점 커질 것

	1Q	2Q	3Q	4Q
<b>US 경제</b>	소비 둔화, 고용 불안 GDP 둔화, 저점 통과	미국 경기 회복	미국 경기 개선	물가 영향에 모멘텀 둔화
<b>Non-US 경제</b>	Non-US 경기 저점 통과	Non-US 경기 회복	Non-US 경기 정체	Non-US 경기 정체
<b>US 정책 (통화/재정)</b>	금리인하, 소비 보조금 지급	금리인하, 경기부양 강화	금리 동결, 경기부양 지속	금리 동결, 경기부양 정책 약화
<b>Non-US 정책 (통화/재정)</b>	금리 동결, 재정 정책 공개/시행	금리 동결, 재정 정책 공개/시행	금리 인상 재정 정책 지속	금리 인상 재정 정책 지속
<b>미국 물가 전망</b>	소비 둔화, 유가 하락 물가 안정 지속	지정학적 리스크에 유가 급등 여파 반영	미국, 이란 종전 협정시 유가 안정 가능성	기저효과 약화/소멸 유가, 주가 반등
<b>달러 전망</b>	경기 둔화, 금리인하, 달러 약세 압력 확대	지정학적 리스크에 달러화 반등	미국 이란 종전 협정시 달러 안정 가능	달러 상방압력 확대
<b>미국 금리</b>	금리인하 기대 선반영 금리인하 종료 우려	유가, 물가 상승에 금리인상 우려 반영	금리 동결, 유가, 물가 안정	유가, 물가 반등, 금리인상 가시화
<b>한국 금리</b>	금리인하 사이클 종료 경기 개선세 뚜렷	금리인상 가능성 시사 경기 모멘텀 강화	금리인상 선반영 유가, 물가 안정 기대	금리인상 사이클 확인 물가, 유가 상승 압력 확대
<b>기업이익</b>	반도체, IT 실적 서프라이즈 실적 전망 큰 폭의 레벨업	반도체, IT 실적 서프라이즈 실적 전망 큰 폭의 레벨업	2Q 실적 시즌 이후 물가, 금리 상승 압력 유입	4Q 실적 부진, 높아진 눈높이, 물가, 금리 부담
<b>전망 및 Check Point</b>	<b>상승추세 전개</b> 글로벌 경기 회복 가시화. 금리 동결에도 불구하고 경기 및 이익 모멘텀 강화	<b>상승추세 강화</b> 실적 전망 레벨업, 밸류에이션 매력 강화. 2Q 실적 기대 유입 재개시 상승 탄력 강화	<b>고점 통과, 변동성 ↑</b> 이익, 경기 모멘텀 정점 통과 가능성. Non-US 금리인상 단행, 미국 금리인하 종료	<b>박스권 등락</b> 경기/실적 모멘텀 vs. 물가, 금리, 달러 상승압력 유가 레벨과 수준이 중요 미국 중간선거 결과 확인

# [현재 국면] 전형적인 실적, 매크로 장세. 실적 개선이 지속되는 한 상승추세 지속될 전망

우라가미 구니오 [주식시장의 사계]. 2025년 상반기까지 금융(유동성) 장세. 2025년 하반기부터 실적(펀더멘털) 장세로 전환 빠르면 26년 하반기, 늦어도 27년에는 역금융장세로 전환 가능성 경계

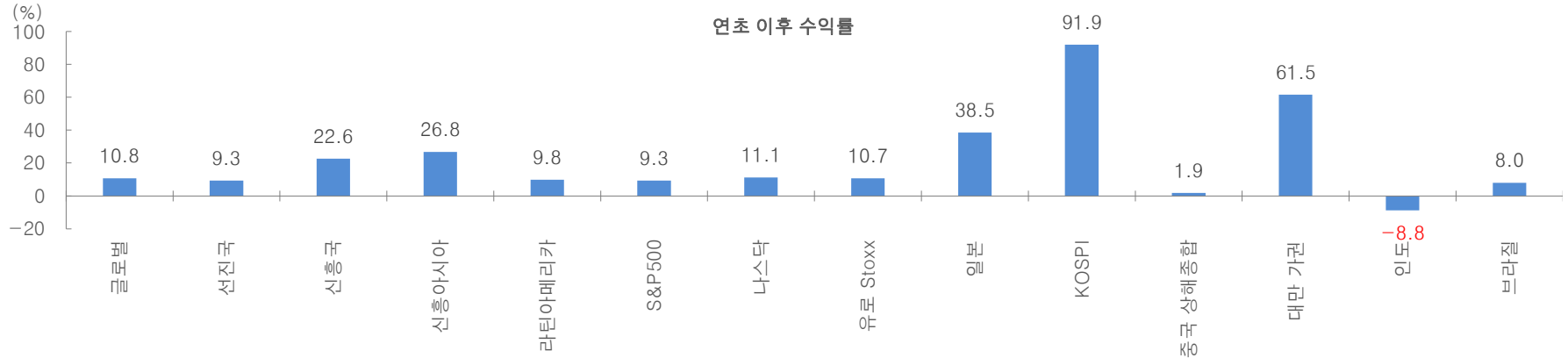


구분	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세	역금융장세	역실적장세
국면	회복기	활황기	후퇴기	침체기
주가	↑	↗	↓	↘
특징	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승	큰 폭 하락	부분적 투매
금리	↓	↗	↑	↘
실적	↘	↑	↗	↓
경기	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업을 가속 금리인하, 경기부양책
주도주 (과거)	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 가공산업 업종 순환상승	중소형 우량주(활황기말~후퇴기초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 소우량주
주도주 (현재)	성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)	꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오	인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반	경기방어주, 자산주

자료: 대신증권 Research Center

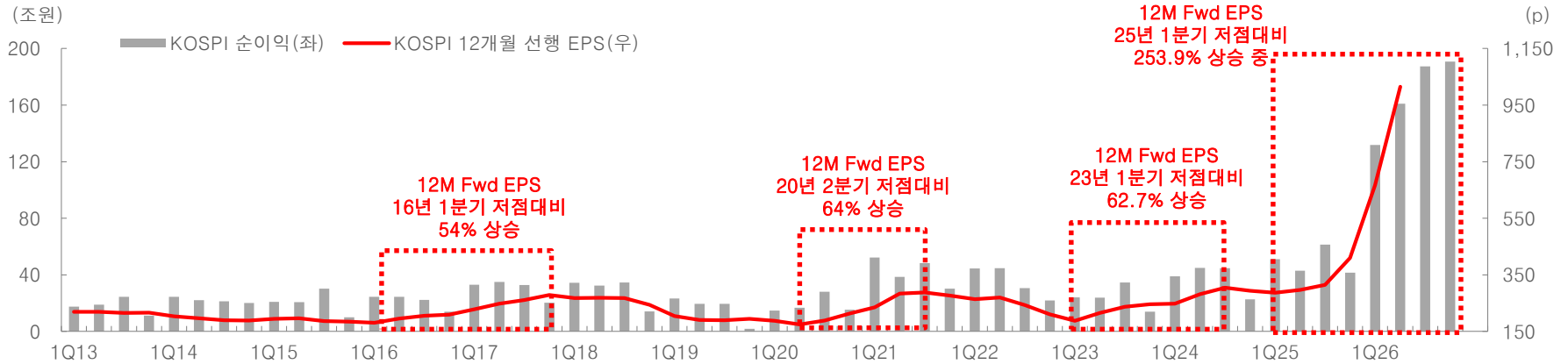
# KOSPI 독주, 글로벌 증시대비 초강세가 지속되는 이유가 있다

KOSPI만 91.9% 레벨업. 2위인 대만도 61.5%, 3위 일본은 38.5%. 다른 주요국 증시는 10% 이상 상승을 보이기 어려운 상황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

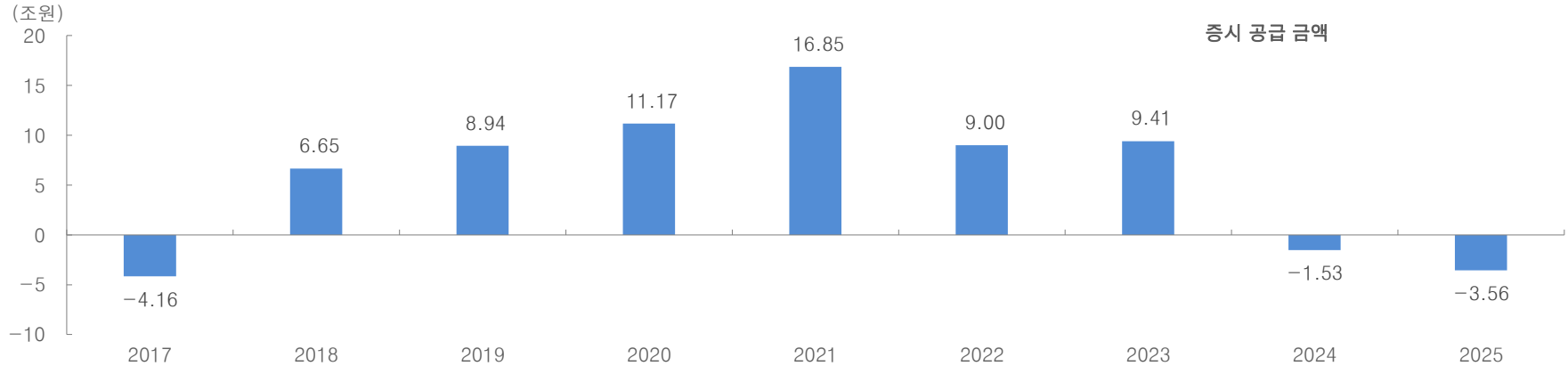
## KOSPI 선행 EPS 25년 1분기 저점대비 253.9% 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

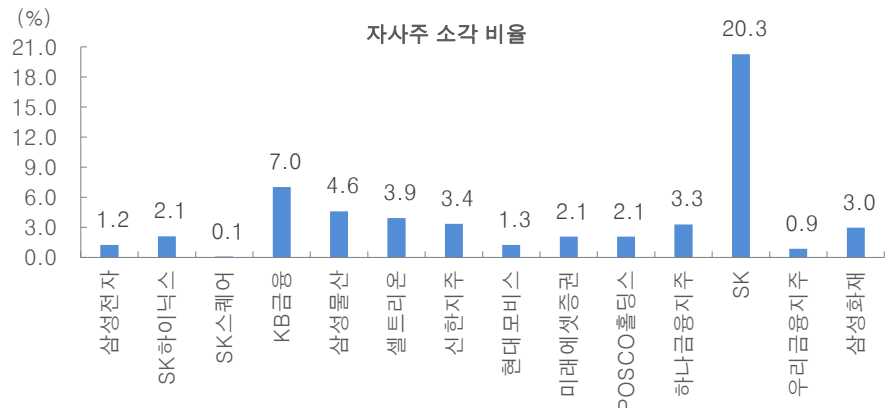
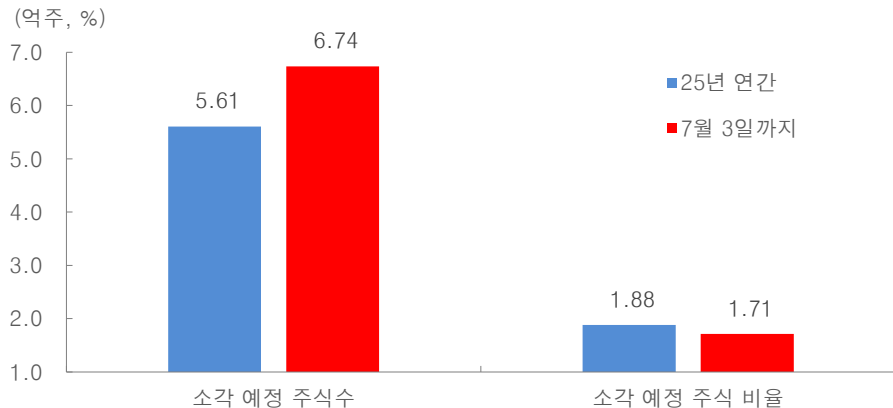
# 순공급액 감소 뚜렷. 26년 7월 3일까지 25년 연간 자사주 소각 주식수를 넘어서(120%)

2024년 순공급액(유상증자+CB발행-자사주 소각)이 마이너스로 전환된 데 이어, 2025년에는 공급 축소 폭 확대



자료: 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

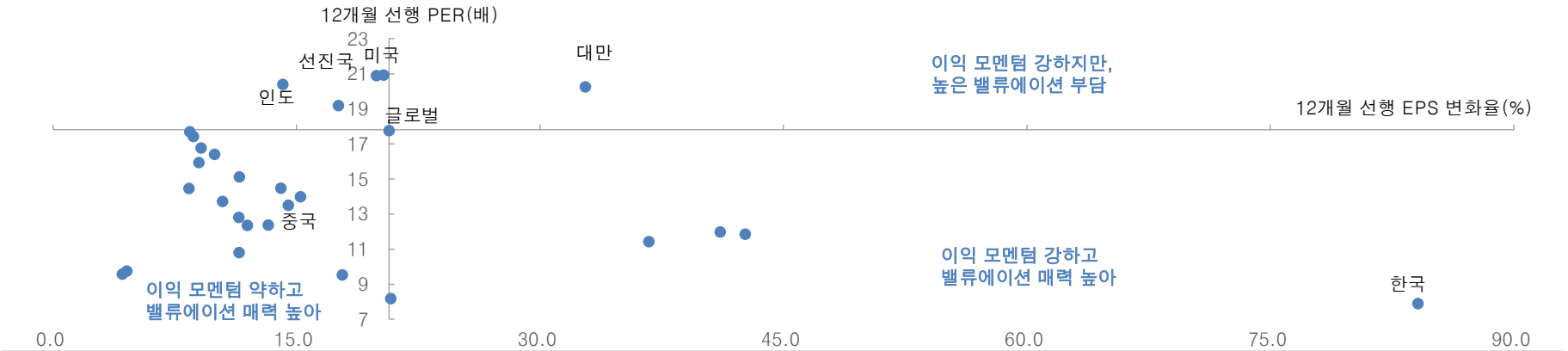
25년 이후 378건, 26년에만 366건의 자사주 소각 공시. 소각 규모는 25년 연간 수준의 120%. 대기업, 금융주 동참 가시화



자료: 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

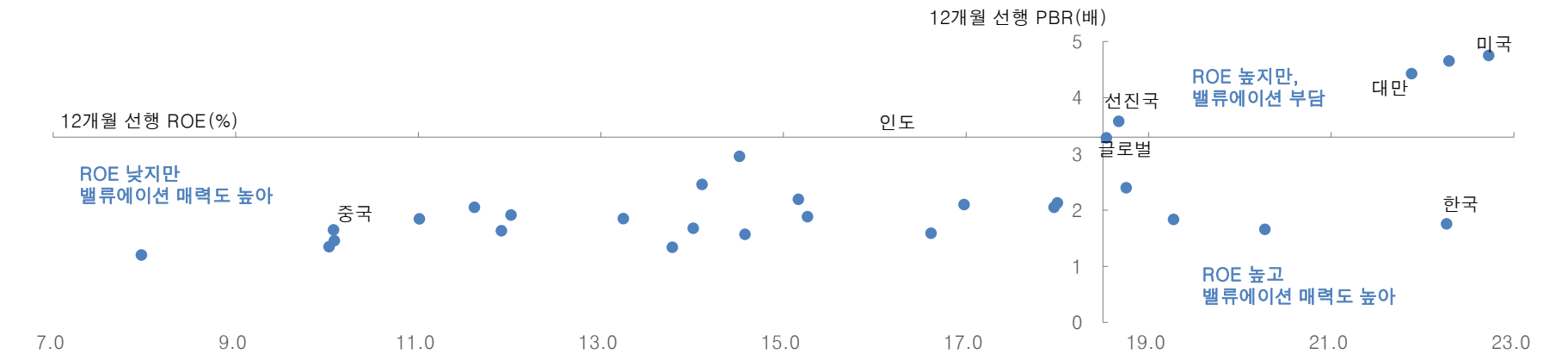
# 선행 EPS 증가율, 한국 84%로 압도적인 1위! 밸류에이션 매력도 가장 높아...

한국 선행 EPS 변화율 84%로 압도적인 1위인 가운데 선행 PER 7.9배에 불과. 글로벌 주요국 증시 중 모멘텀은 가장 강하고 밸류에이션 매력 가장 높아



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

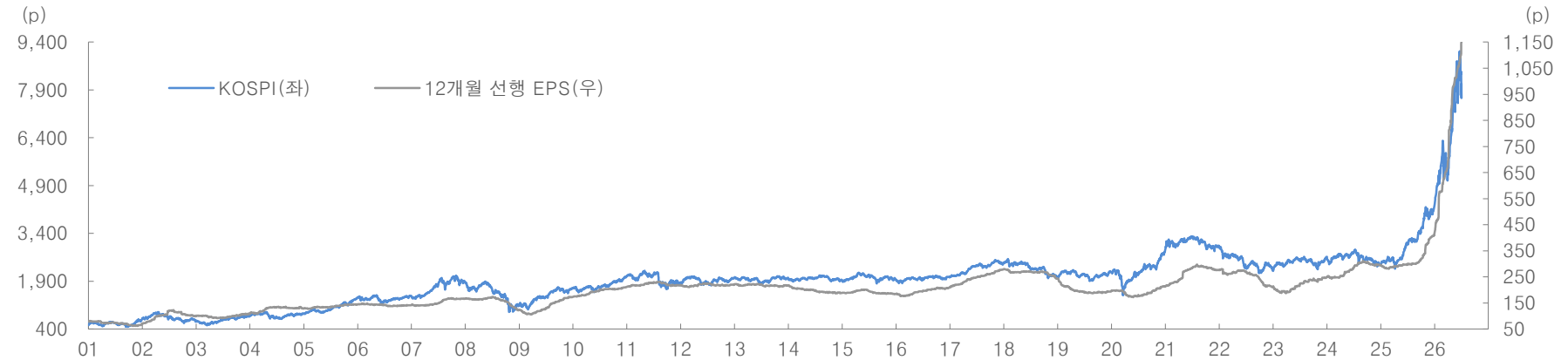
한국 선행 ROE는 22.3%에 달하지만, 선행 PBR은 1.8배 수준에 불과. 글로벌 증시 중 가장 밸류에이션 매력이 높은 국가



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

# [KOSPI Target] 선행 EPS 급등, 상승 여력 확대. PER 9배만으로도 KOSPI 1만시대 돌입

KOSPI와 선행 EPS 간의 상관관계 0.944에 달해. 선행 EPS 급등 구간에서는 KOSPI 상승 추세 꺾이지는 않을 것



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 정상화만으로도 KOSPI 1만시대 진입 가시화, 선행 PER 10배가 당사 KOSPI Target인 11,500선 전후, EPS 상승시에는?

EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER									
		금융위기 저점 6.27X	26년 저점 7.12X	코로나19 저점 7.52X	24년 8월 5일 저점 8.04X	22년 최저점 8.5X	26년 평균 8.636X	01년 이후 평균 9.496X	2010년 이후 평균 9.966X	21년 6월 이후 평균 10.219X	2001년 이후 평균의 +1Std 11.09X
20	1,387	8,694	9,872	10,427	11,148	11,786	11,974	13,167	13,819	14,169	15,374
15	1,329	8,332	9,461	9,993	10,684	11,295	11,476	12,618	13,243	13,579	14,734
10	1,271	7,969	9,050	9,558	10,219	10,804	10,977	12,070	12,667	12,989	14,093
5	1,213	7,607	8,638	9,124	9,755	10,313	10,478	11,521	12,091	12,398	13,453
현재	1,155	7,245	8,227	8,689	9,290	9,822	9,979	10,972	11,515	11,808	12,812

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

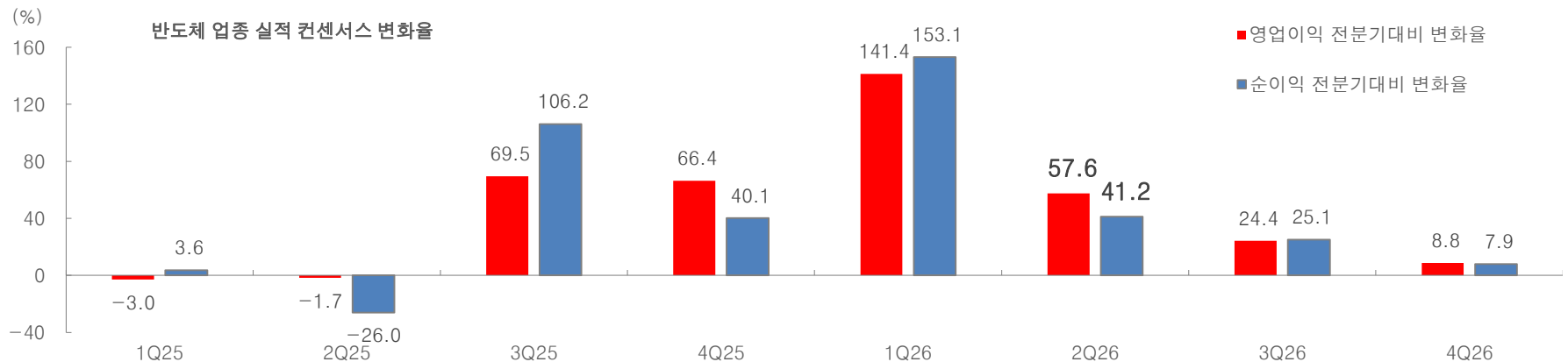
# [반도체 실적 전망] 2분기 실적 컨센서스... 아직 저평가 아닐까?

Trend Force는 반도체 가격 전망치를 상향 조정. 기존 전망대비 Dram은 2배 가까운, Nand는 3배 이상 가격 증가 예상

전분기 대비 가격 변화율	26년 1분기		26년 2분기		26년 3분기
	기존	변경(최신)	기존	변경(최신)	신규
전체 Dram	55 ~60% 상승	93 ~98% 상승	13 ~ 18% 상승	58 ~ 63% 상승	3 ~ 8% 상승
전체 Nand	33 ~38% 상승	85 ~90% 상승	18 ~ 23% 상승	70 ~ 75% 상승	8 ~ 13% 상승

자료: Trend Force, 대신증권 Research Center

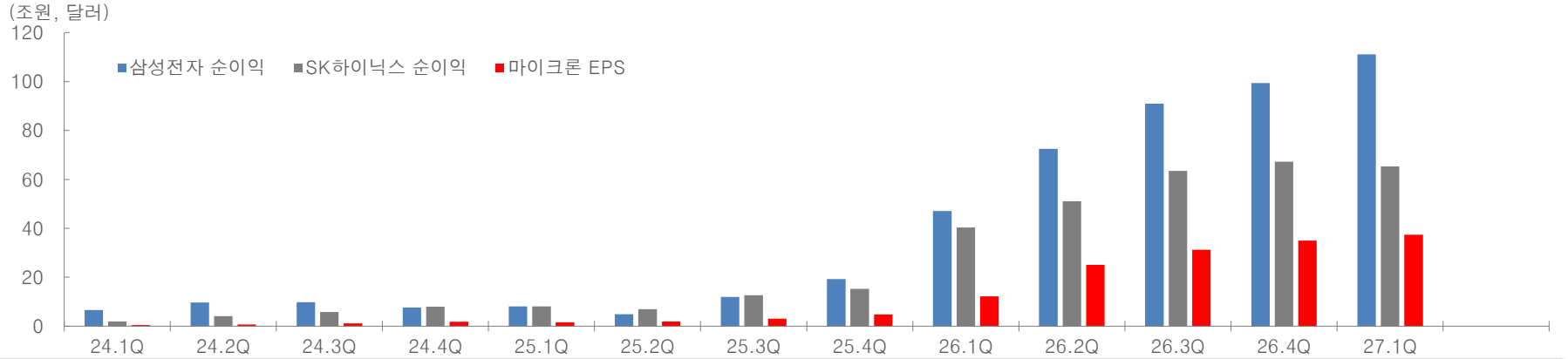
전분기대비 영업이익, 순이익 변화율 57.6%, 41.2%. 하지만, Trend Force 2분기 반도체 가격 변화율은 58 ~ 75% 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

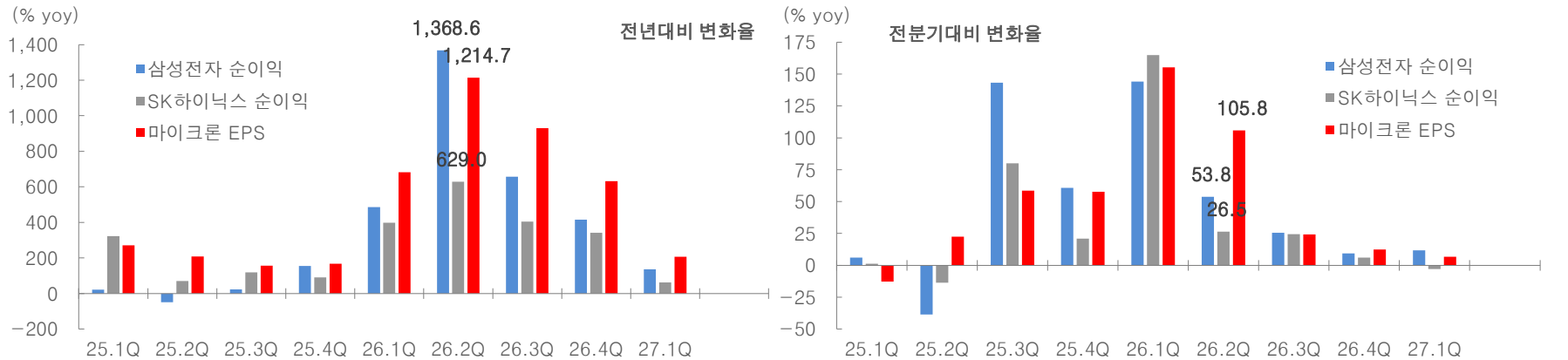
# [반도체 실적 전망] 마이크론 2Q EPS 전년비 1,214.7%, 전분기비 105.8%. 한국 반도체는?

삼성전자, SK하이닉스, 마이크론, 27년 1분기까지 실적 레벨업 전망. 실적 모멘텀 둔화는 감안해야 할 것



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

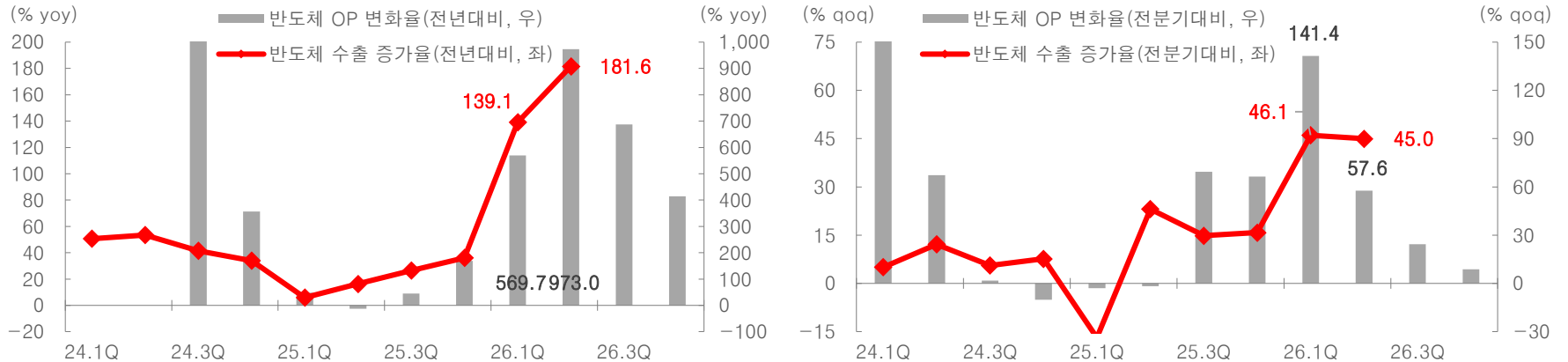
2Q 실적 공개한 마이크론, 전년대비 1,214.7%, 전분기대비 105.8% 증가. 삼성전자와 SK하이닉스 순이익 전분기대비 변화율 53.8%, 28.5%에 불과



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

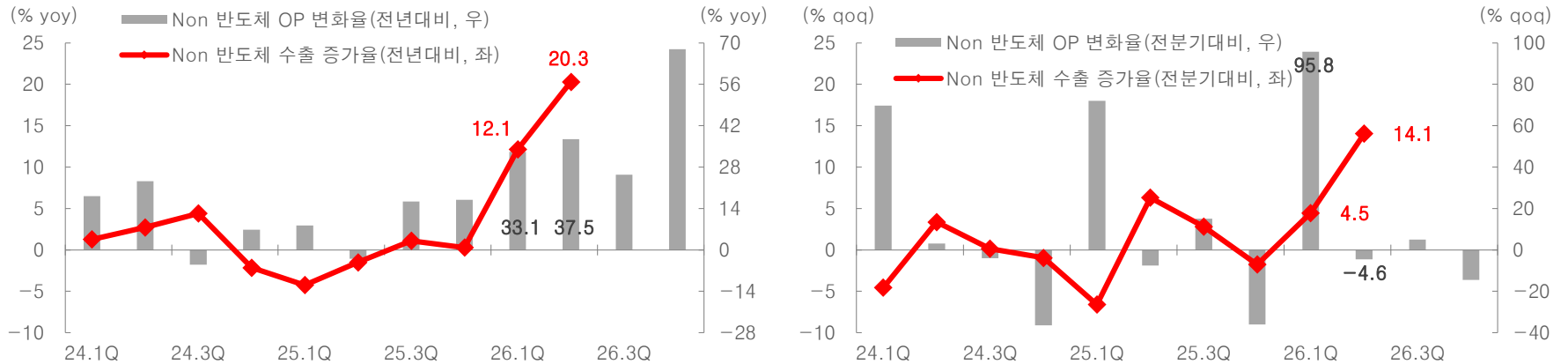
# [반도체 실적 전망] 2분기 수출 증가율보다 약한 이익 모멘텀. 실적 눈높이가 낮은 상황으로 판단

반도체 수출 증가율 전년대비 기준 레벨업, 전분기 대비 기준으로도 정체. 그러나 영업이익 전분기대비 변화율 큰 폭으로 둔화, 눈높이가 낮은가?



자료: 관세청, Fnguide, 대신증권 Research Center

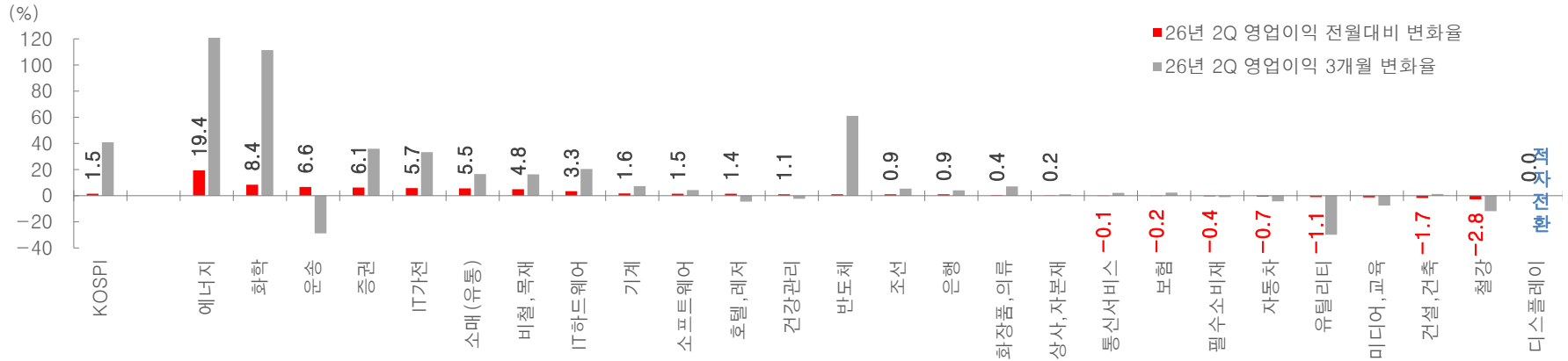
Non-반도체 수출 전년대비 증가율 1분기대비 큰 폭으로 레벨업. 전분기 변화율도 1분기보다 높아... 그러나 OP 증가율은 정체, 마이너스 반전 예상



자료: 관세청, Fnguide, 대신증권 Research Center

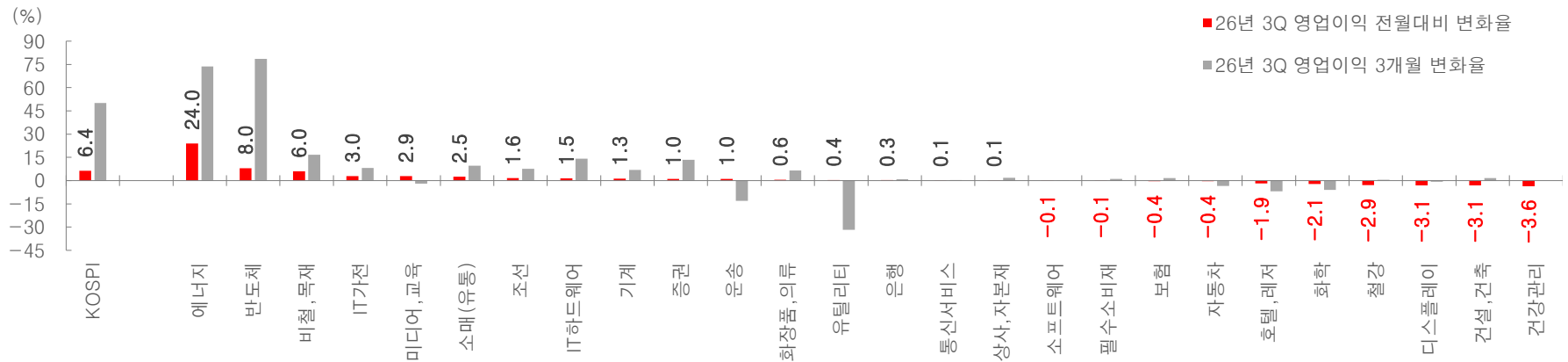
# [실적전망 변화율] 반도체, 2차전지, 기계, 에너지, 상사/자본재 등 13개 업종 동반 상향 조정

에너지, 화학, 운송, 증권, IT가전, 소매(유통), 비철/목재, IT하드웨어 등 17개 상향 조정. 디스플레이, 철강, 건설, 미디어/교육, 유틸리티 등 하향 조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

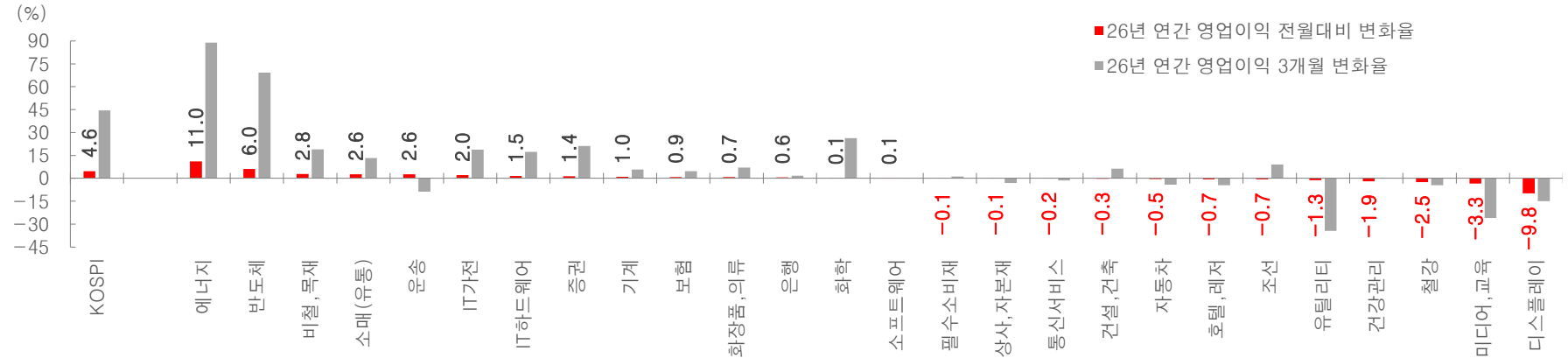
에너지, 반도체, 비철목재, IT가전, 미디어/교육, 소매(유통), 조선 등 16개 상향 조정. 건강관리, 건설, 디스플레이, 철강, 화학, 호텔/레저 등 하향 조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

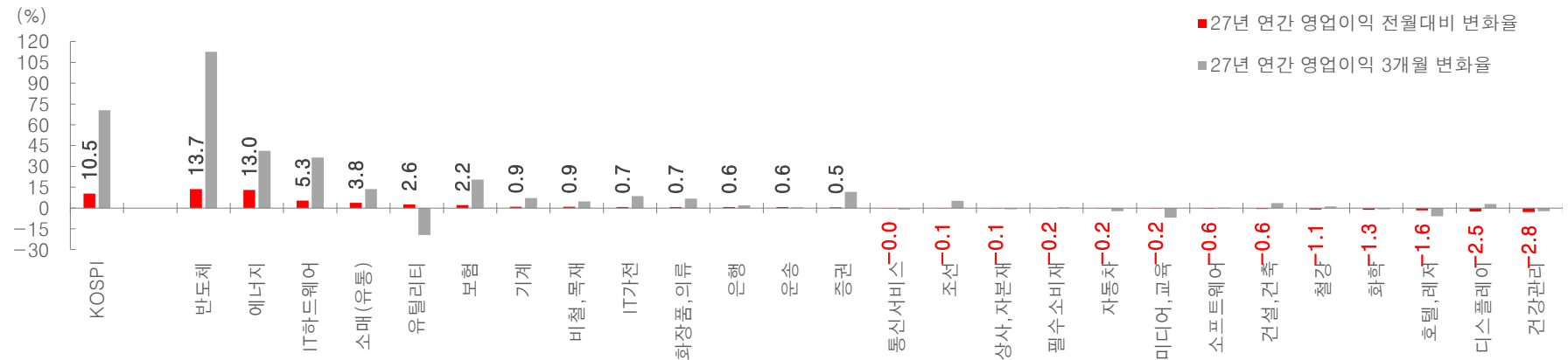
# [실적전망 변화율] 반도체, 2차전지, 기계, 에너지, 상사/자본재 등 12개 업종 동반 상향 조정

에너지, 반도체, 비철목재, 소매(유통), 운송, IT가전, IT하드웨어, 증권, 기계 등 14개 상향. 디스플레이, 미디어/교육, 철강, 건강관리 등 하향 조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체, 에너지, IT하드웨어, 소매(유통), 유틸리티, 보험, 기계 등 13개 상향 조정. 건강관리, 디스플레이, 호텔/레저, 화학, 철강, 건설 등 하향 조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 미국과 이란의 종전 협상 타결. 세부적인 후속 협상만이 남아

6월 17일, 미국과 이란 전자 서명 완료. 종전 협상 MOU 14개 조항 주요 내용

번호	내용
1	미국·이란 및 양측 동맹은 레바논을 포함한 모든 전선에서 즉각적·영구적 군사작전 종료를 선언
2	양국은 상호 주권과 영토 보전을 존중, 내정 간섭을 하지 않기로 합의
3	양국은 최대 60일 안에 최종 합의를 협상·도출하기로 합의. 상호 동의 시 연장 가능
4	미국은 서명 즉시 이란에 대한 해상 봉쇄와 방해 조치를 제거하기 시작하고, 30일 내 완전 종료
5	이란은 60일 동안 호르무즈 해협 내 상업 선박의 무상 안전 통항을 보장하고, 30일 내 통항 정상화
6	미국은 역내 파트너와 함께 최소 3,000억 달러 규모의 이란 재건·경제개발 계획을 마련
7	미국은 최종 합의 일정에 따라 UN·IAEA·미국 독자 제재를 포함한 대이란 제재 종료를 추진
8	이란은 핵무기 개발·조달을 하지 않겠다고 재확인. 농축 우라늄 재고는 IAEA 감독하에 희석하는 방안 논의
9	최종 합의 전까지 현상 유지. 이란은 현재 핵 프로그램 상태를 유지하고, 미국은 신규 제재·추가 병력 배치를 하지 않음
10	미국 재무부는 제재 종료 전까지 이란 원유·석유제품·파생상품 수출 및 관련 금융·보험·운송 서비스에 대한 면제를 발급
11	미국은 이란의 동결·제한 자산을 사용할 수 있도록 하고, 관련 절차는 협상에서 상호 합의
12	MOU 이행과 최종 합의 준수를 점검하기 위한 집행·감시 메커니즘을 설치
13	1·4·5·10·11조 이행이 시작되고 지속되는 조건에서, 양국은 나머지 조항에 대한 최종 합의 협상을 시작
14	최종 합의는 구속력 있는 UN 안보리 결의로 승인

자료: 주요 언론, 대신증권 Research Center

# [금융시장 환경] 유가 70달러 하회, 6월 CPI 확인 시 채권금리, 달러화 하향 안정 뚜렷해질 전망

WTI 주간차트, 지정학적 리스크 완화에 70달러도 하회



자료: 대신증권 Research Center

10년물 미국채 금리 주간차트, 4.4% 수준에서 등락 반복



자료: 대신증권 Research Center

달러 인덱스 주간 차트. 100p 상회, 아직은 높은 수준 유지 중



자료: 대신증권 Research Center

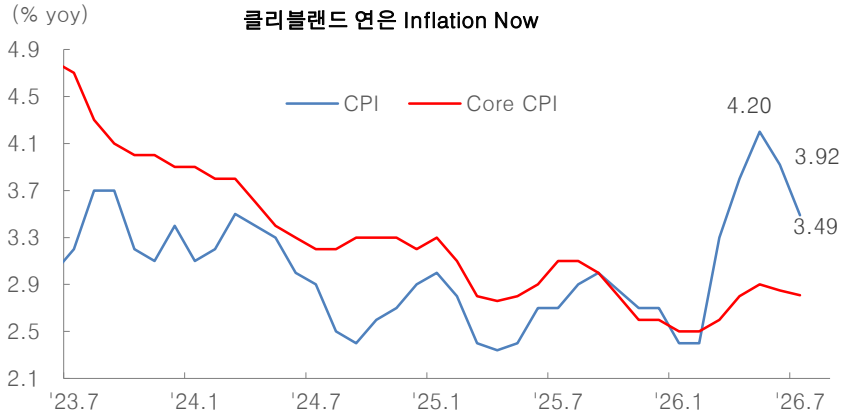
원/달러 환율 주간 차트, 1,560원까지 레벨업 이후 하락 반전



자료: 대신증권 Research Center

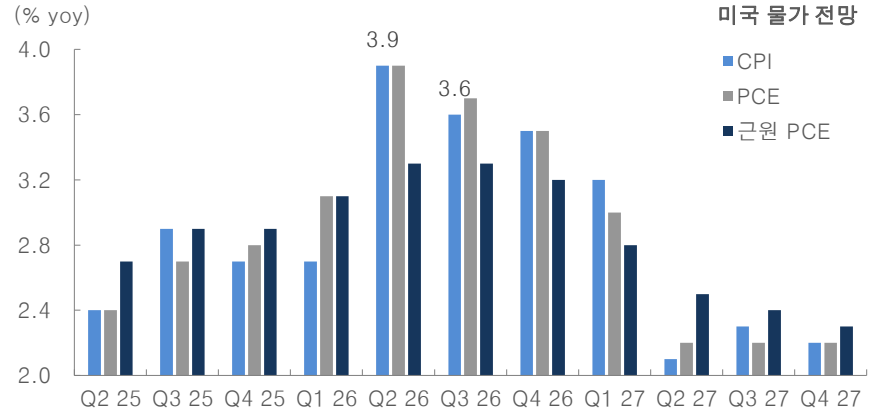
# [물가] 유가 레벨다운 영향으로 6월, 7월 CPI, PCE 둔화 예상

## CPI 6월, 7월 3% 중반대로 레벨다운 예상



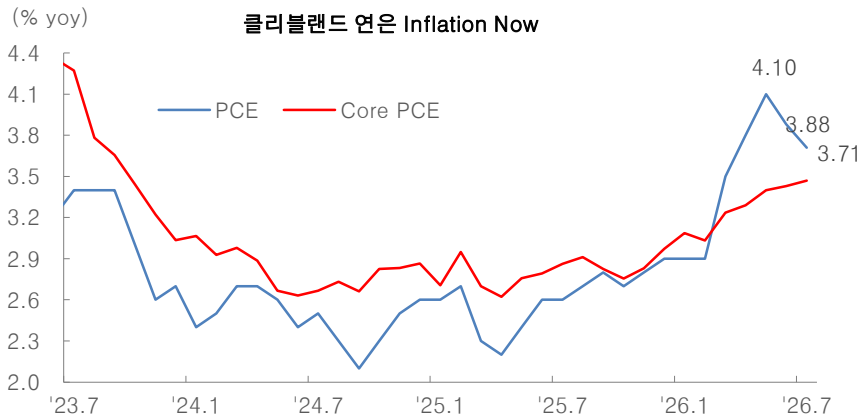
자료: US BLS, CEIC, 클리블랜드 연은, 대신증권 Research Center

## 미국, 2Q 물가 급반등 이후 하향 안정 예상. Core 물가 반등폭은 제한적



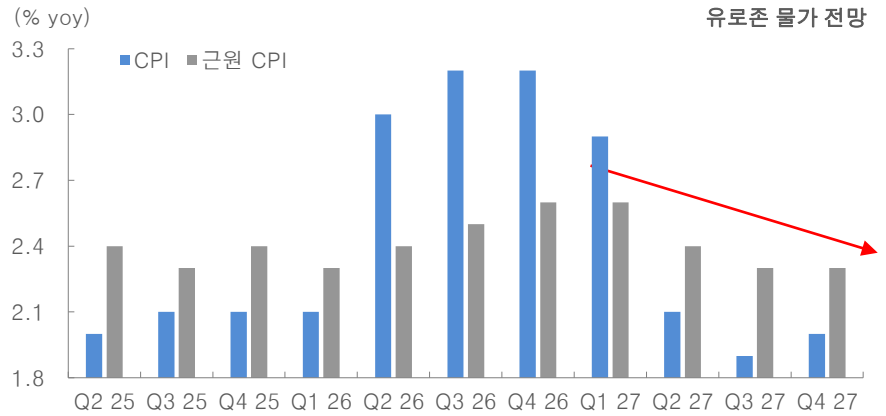
자료: US BLS, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## PCE 7월에는 3.7% 수준으로 둔화 예상. Core PCE는 정체



자료: US BEA, CEIC, 클리블랜드 연은, 대신증권 Research Center

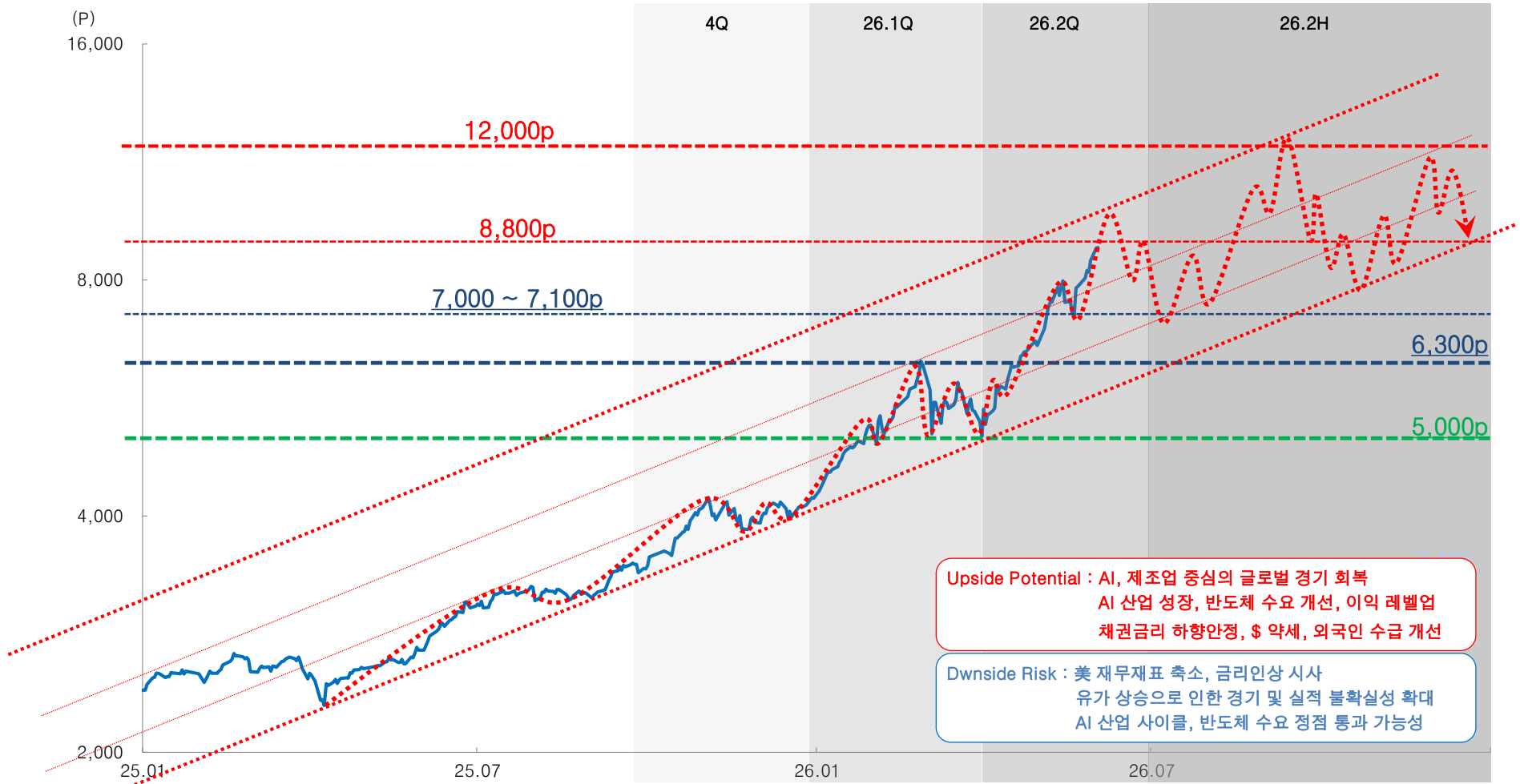
## 유로존도 2분기 물가 반등은 예상되지만, Core CPI 반등폭 제한적



자료: EURO Stat, Bloomberg, 대신증권 Research Center

# [KOSPI 전망] 상반기 정책 + 실적 장세 전개. 선행 EPS 레벨업으로 상단 열어놔야...

25년 유동성 장세. 26년 정책 + 실적/펀더멘털 장세 진행 중. 실적 전망, 선행 EPS 레벨업과 주주친화정책 강화 + 자사주 소각에 따른 상승 탄력 강화



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

# [투자전략] 수익률 극대화 전략 유효. 3분기 지나며 변동성 체크

분기별 KOSPI 방향성 및 주요 이슈, 투자전략 / 26년 3분기 중 11,500선 전후에서 정점 통과 가능성. 4분기는 박스권/순환매

## 1Q (상승 추세 재개)

- 미국 금리인하사이클 유효
- 미국 견조한 경기 모멘텀 + 중국, 유럽 등 Non-US 경기 회복
- 한국 강력한 반도체 슈퍼 사이클 최대 수혜. 26년, 27년 실적 전망 레벨업
- 트럼프 관세 정책 대법원 판결 변수. 트럼프 리스크로 인한 단기 등락 감안
- 주식 비중 유지/확대 전략 유효. 5,000선 전후, 단기 등락은 적극 비중 확대 기회

## 2Q (상승 추세 강화)

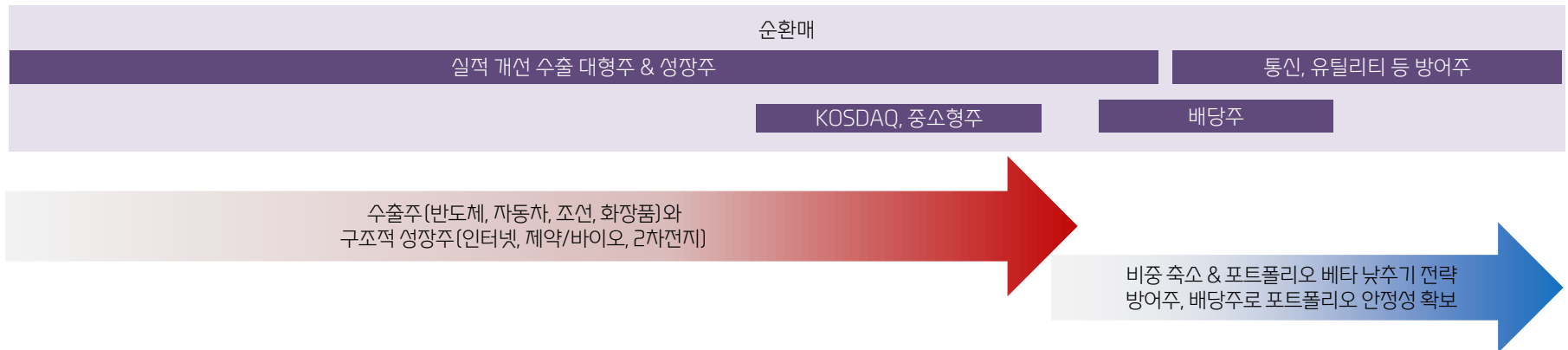
- 트럼프 경기 부양 정책 현실화. 중국, 유럽, 한국 등 경기 부양 드라이브 지속/강화
- 1분기 실적 호조, 26년, 27년 이익 전망 추가적인 레벨업
- 채권금리 하락 = 성장주 강세, 달러 약세 = Non-US 증시 상대적 강세
- KOSPI 8,000시대 진입. 1만시대 가시화
- 실적 전망 상향 조정 폭과 강도에 따라 Upside Potential 확대

## 3Q (고점 통과, 변동성 ↑)

- 미국을 비롯한 글로벌 주요국 금리인하 사이클 종료, 인상 사이클 진입 가능성. 채권금리, 달러화 저점 통과
- 미국 경제 상황에 따라 Non-US 상대적 약세, US 상대적 강세 국면 전환
- KOSPI 11,500선 이상에서는 점진적으로 포트폴리오 베타 축소, 배당/방어주 비중 확대
- 27년, 28년 이익 변화 체크. 선행 EPS 모멘텀 정점 통과 징후 감지

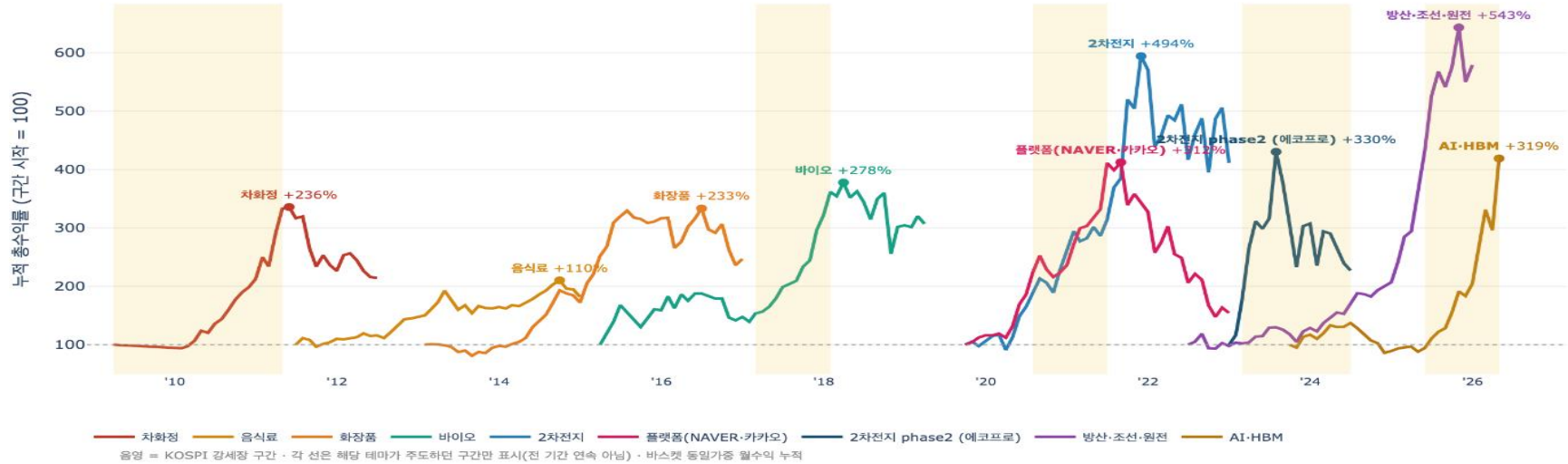
## 4Q (박스권 등락, 순환매)

- 유가와 물가 레벨이 중요. 통화정책 스탠스 변화 여부 체크. 금리동결 지속 vs. 금리인상 사이클 재개 가능성
- 11월 미국 중간선거 판세에 따른 등락 불가피
- US 경기 모멘텀 둔화 & 통화정책 불확실성 확대 = 위험회피 심리 강화
- 채권금리, 달러화 상승 압력 확대로 Non-US 증시 부진 / US 증시 상대적 강세
- 방어주로 안정성 강화



# [주도주 & 전환] 강한 상승추세가 지속되는 동안에는 주도주가 바뀌지 않아!

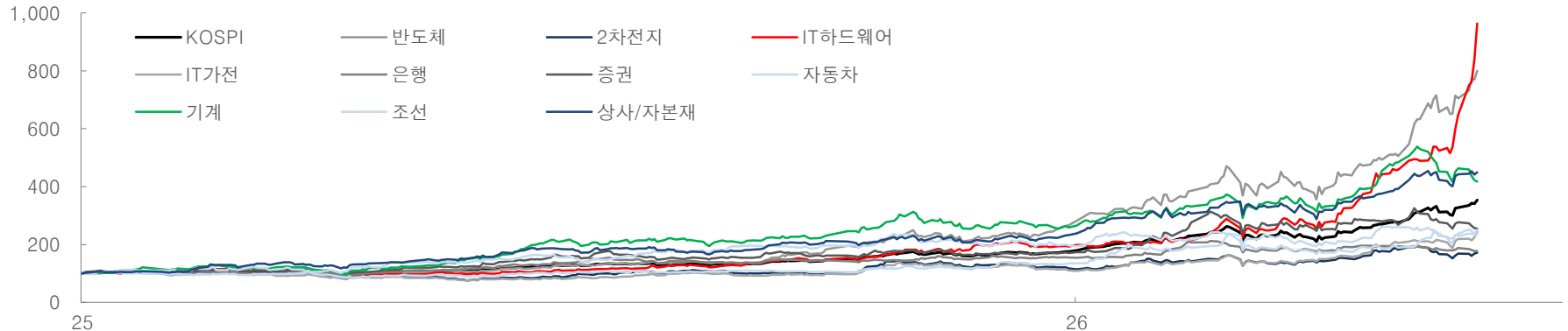
코스피 강세 기간 주도주와 전환. 고점이 나오기 전까지 주도주가 크게 바뀌지는 않아...



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

반도체가 KOSPI를 이끌어가고, 기계, 조선, 2차전지가 쉬는 동안 IT하드웨어 급등세로 순위 변경. 주도주가 바뀌지는 않지만... 순위 변화는 가능할 것

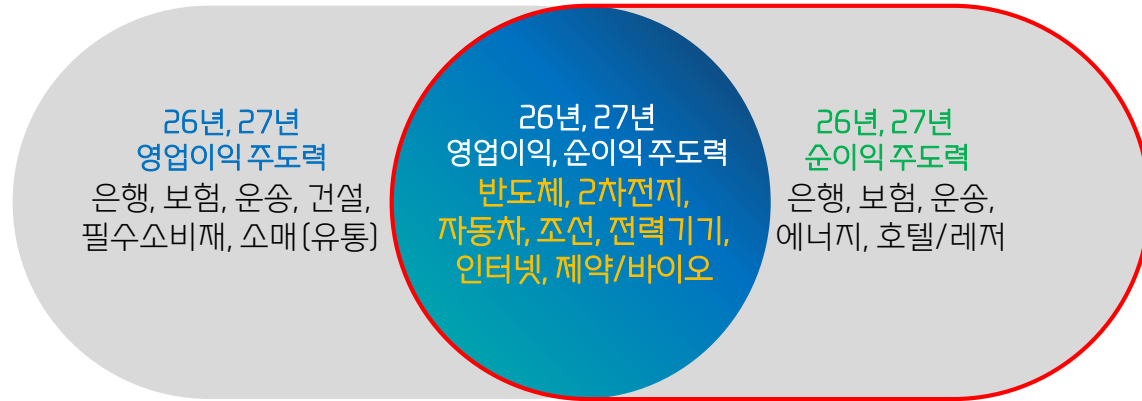
(25.1.=100)



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

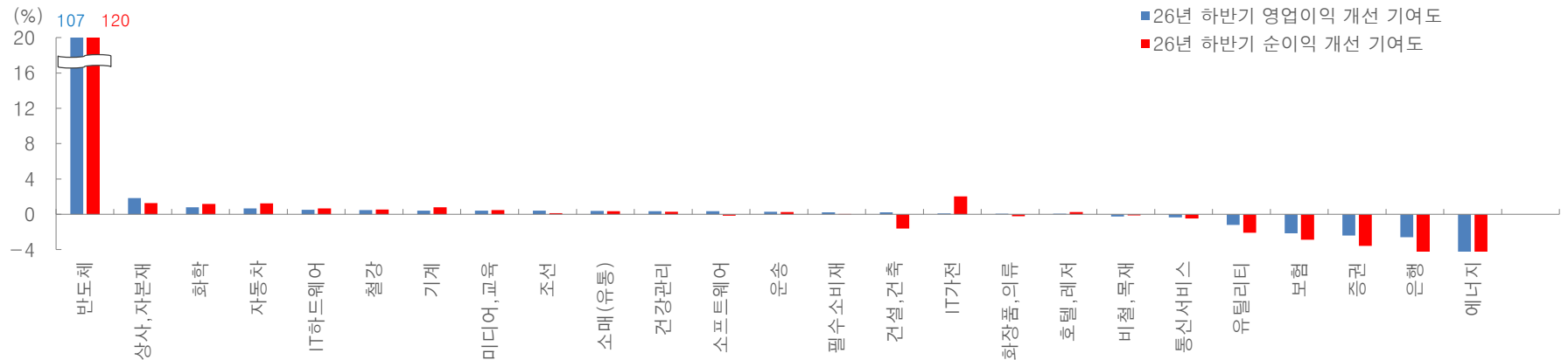
# [Sector View] 26년, 27년 이익 주도력이 강해지는 업종 주목(교집합 & 2H)

26년, 27년 영업이익, 순이익 주도력 겸비한 업종 : 반도체, 2차전지, 자동차, 조선, 전력기기 등



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

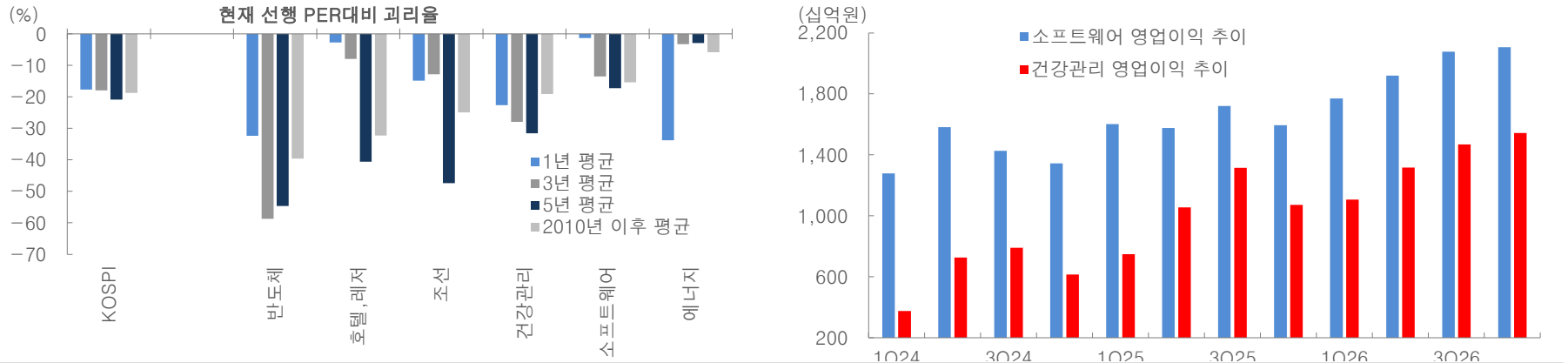
## 26년 하반기 이익 개선 기여도가 높은 반도체, 방산, 2차전지, 자동차, 기계, 조선, 소매(유통)



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

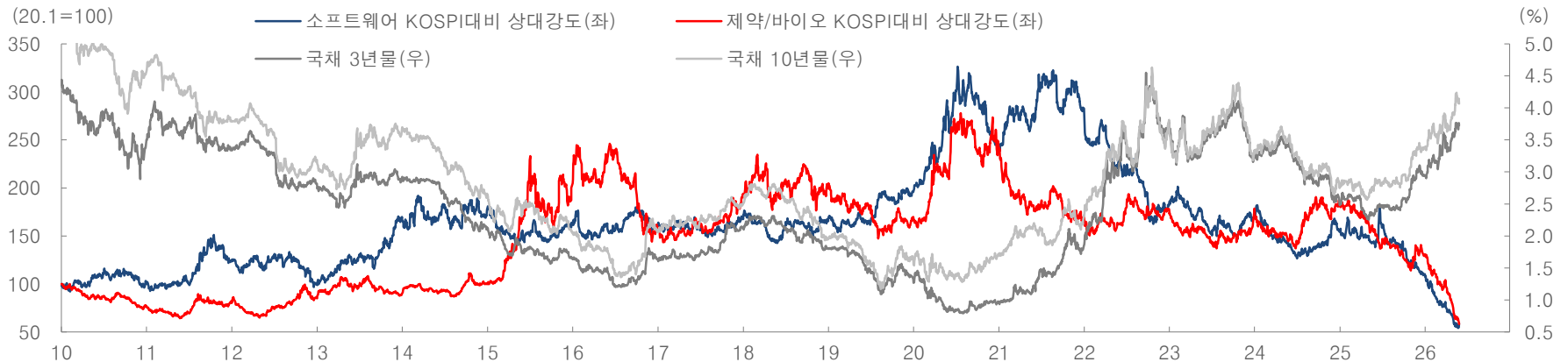
# [Sector View 2] 국채 금리 하향 안정 = 인터넷, 제약/바이오 상대적 강세

소외현상으로 인터넷, 제약/바이오 밸류에이션 매력 높아. 26년 실적 레벨업 기대 유효



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

업종별 상대강도와 10년물 국채 상관관계 -0.59(인터넷), -0.73(제약/바이오)



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

# 2026년 하반기 Top-Picks 10선

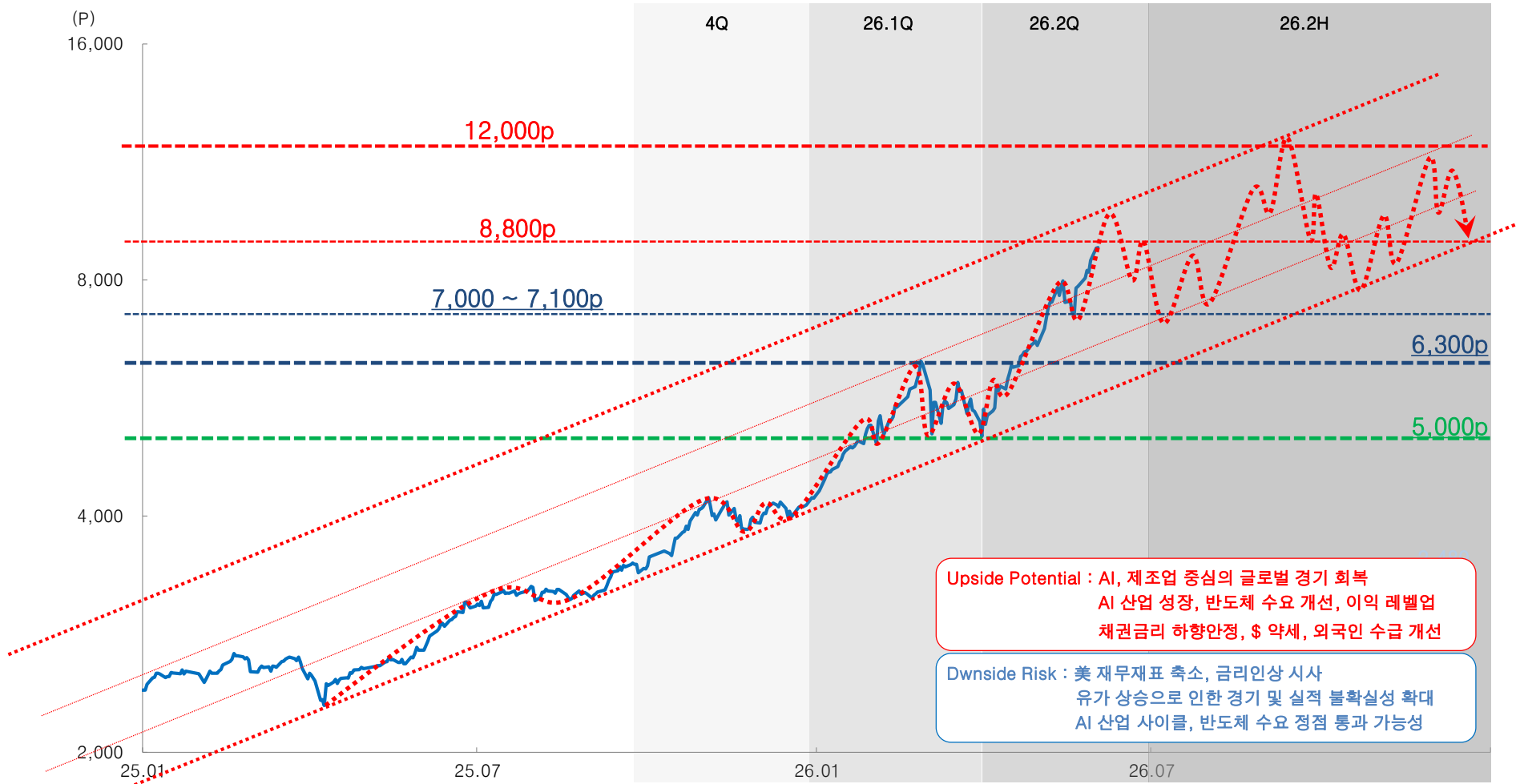
## Top-Picks 영업이익 전망(2026~2027)

- 주도 산업: 삼성전자, LS / ■ 실적 개선: 한화에어로스페이스, HD현대중공업, 엘앤에프, 신세계
- 저평가, 리레이팅: 현대차, 셀트리온 / ■ 고배당: KT, DB손해보험

섹터	기업명	영업이익(십억원)			증가율(%)		추이
		2025	2026E	2027E	2026E	2027E	
반도체	삼성전자	43,601	348,047	438,303	698.3	25.9	
전력기기	LS	1,070	1,581	1,842	47.8	16.5	
방위산업	한화에어로스페이스	3,089	4,236	5,413	37.1	27.8	
조선	HD현대중공업	2,038	3,837	4,496	88.3	17.2	
2차 전지	엘앤에프	-157	226	219	흑전	-3.1	
소비	신세계	14	339	387	2,333.6	13.9	
자동차	현대차	11,468	12,107	13,483	5.6	11.4	
제약/바이오	셀트리온	1,168	1,766	2,069	51.1	17.1	
통신	KT	2,469	2,081	2,248	-15.7	8.0	
금융	DB손해보험	1,788	1,522	1,730	-14.9	13.7	

# [KOSPI 전망] 8월말 ~ 9월초 변곡점 형성 가능성. 4분기 박스권 등락 예상

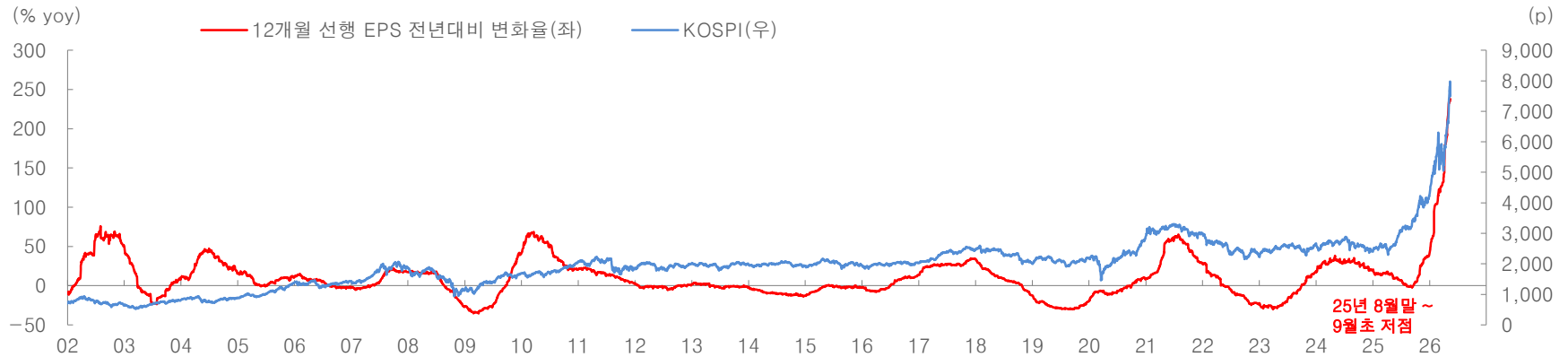
8월말 ~ 9월초까지 강한 상승 추세 전개. OverShooting 가능성도 열어놔야... 4분기는 실적, 펀더멘털 모멘텀 vs. 유동성 위축, 금리인상 가시화



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

# [변곡점 & Check Point] 3분기 EPS 모멘텀 정점 통과 가능성

EPS 성장률 KOSPI 동행 또는 소폭 후행. EPS 성장률 25년 4월 상승을 시작으로 25년 8~9월 상승 본격화. 26년 3분기부터 기저부담 작용 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

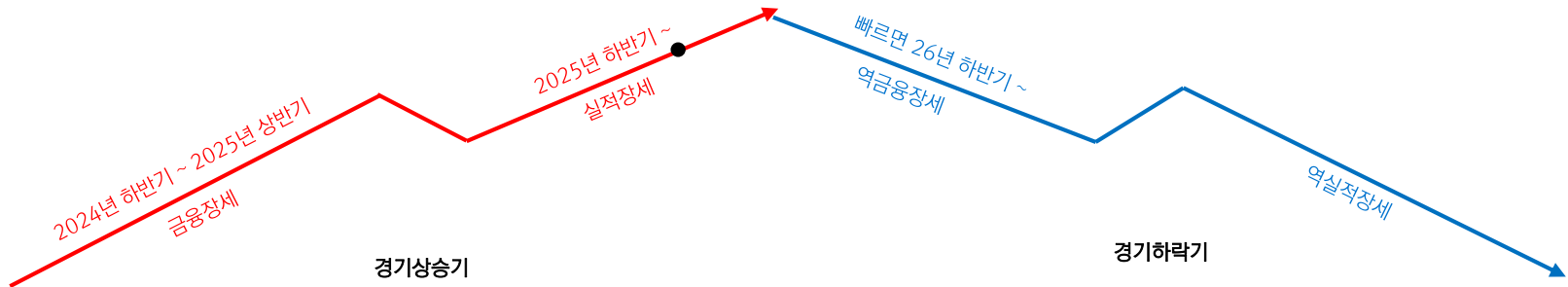
반도체 선행 EPS 전년대비 변화율도 26년 8월말 ~ 9월초 기저효과 소멸, 모멘텀 둔화 가능성 높아



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [국면 전환 가능성] 26년 하반기부터 역금융장세로 전환 가능성 경계

우라가미 구니오 [주식시장의 사계]. 2025년 상반기까지 금융(유동성) 장세. 2025년 하반기부터 실적(펀더멘털) 장세로 전환 빠르면 26년 하반기, 늦어도 27년에는 역금융장세로 전환 가능성 경계



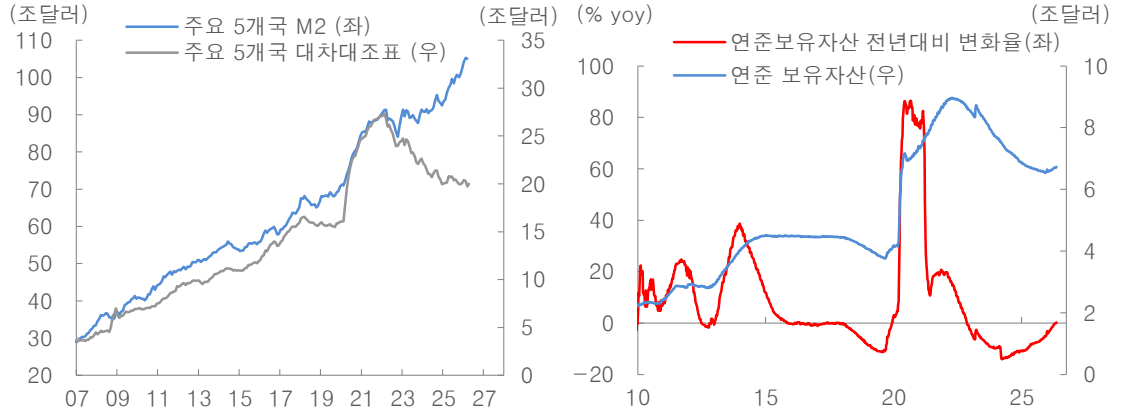
구분	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세	역금융장세	역실적장세
국면	회복기	활황기	후퇴기	침체기
주가	↑	↗	↓	↘
특징	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승	큰 폭 하락	부분적 투매
금리	↓	↗	↑	↘
실적	↘	↑	↗	↓
경기	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책
주도주 (과거)	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 가공산업 업종 순환상승	중소형 우량주(활황기말~후퇴기초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 소우량주
주도주 (현재)	성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)	꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차 전지, 제약/바이오	인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반	경기방어주, 자산주

자료: 대신증권 Research Center

# [변곡점 & Check Point] 8월말 잭슨홀 미팅, 9월 FOMC 회의. 통화정책 스탠스 전환 가능성

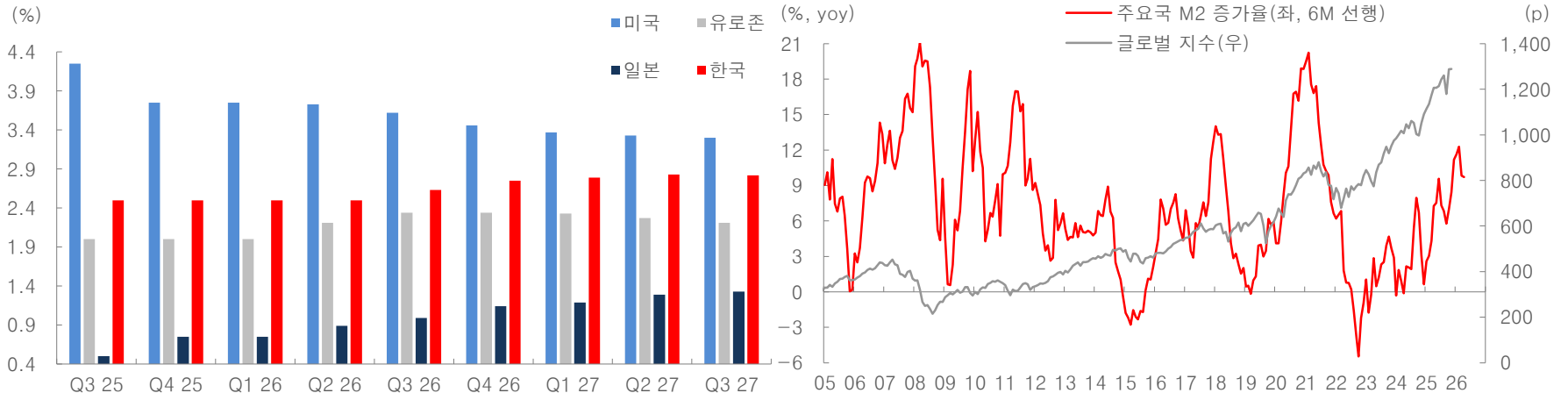
케빈 워시 연준 의장, 대차대조표 축소, 통화정책은 금리로... 유동성 확대 기조를 펼쳐왔던 미국, 8월 잭슨홀 미팅에서 대차대조표 축소 스케줄 공개?

## 정책 수단의 정상화: 금리의 귀환



자료: FED, 주요국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

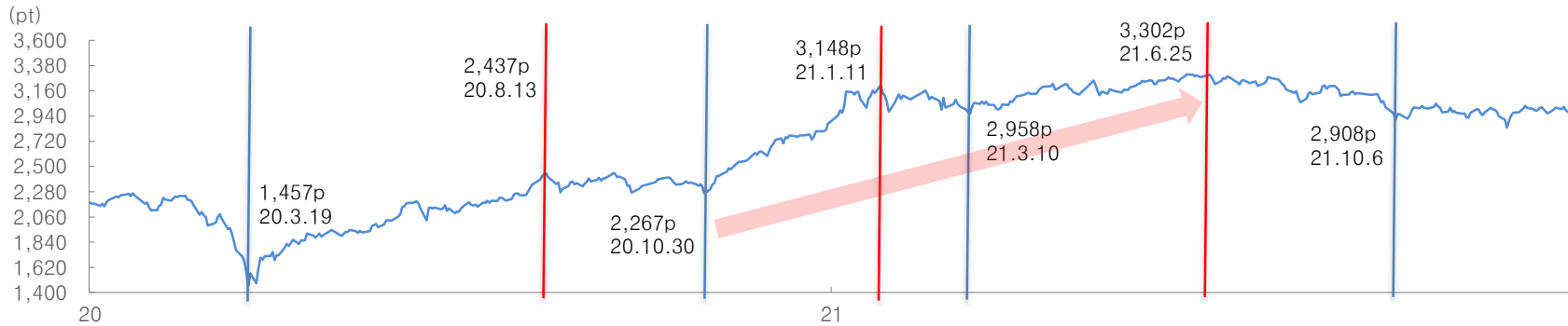
일본에 이어 한국, 유로존도 금리인상 사이클 재개 시사. 마지막으로 남은 미국, 9월 FOMC에서 26년 금리동결, 27년 금리인상을 시사할까?



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

# [21년 Case] 실적 장세 이후 박스권에서는 소외주들의 반등, 주도주들의 약세 전환 뚜렷

2차 고점 형성을 주도했던 업종들이 3차 고점 형성 과정에서 대거 이탈. 소외주와 내수주 중심의 순환매 전개

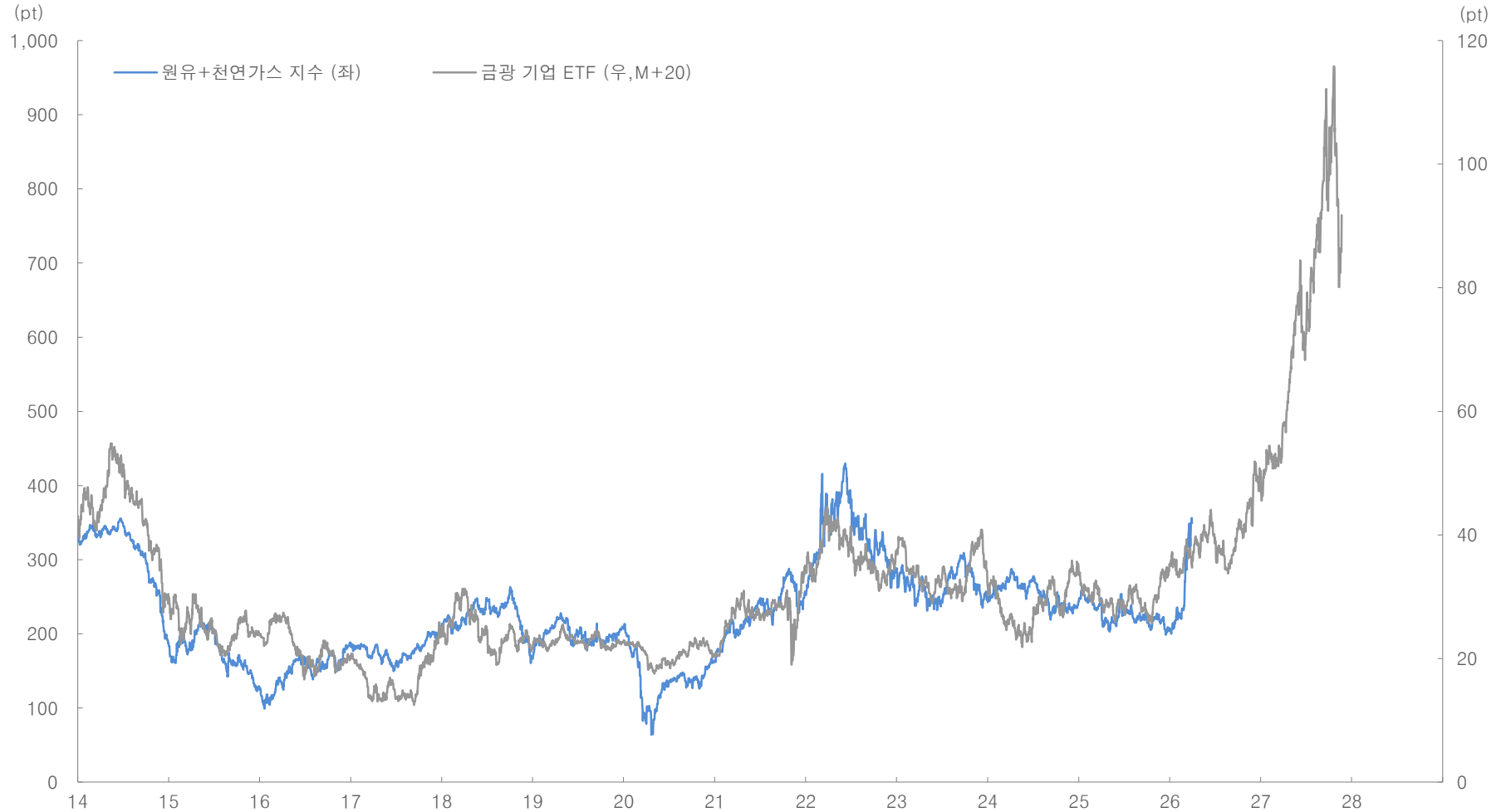


업종명	20년 저점 ~ 1차 고점	20년 1차 고점 ~ 1차 저점	업종명	20년 저점 ~ 1차 고점	20년 1차 고점 ~ 1차 저점	업종명	20년 1차 저점 ~ 21년 2차 고점	21년 2차 고점 ~ 2차 저점	업종명	20년 1차 저점 ~ 21년 2차 고점	21년 2차 고점 ~ 2차 저점
<b>코스피</b>	<b>67</b>	<b>-7</b>				<b>코스피</b>	<b>67</b>	<b>-7</b>			
에너지	77	-13	운송	28	9	기계	50	-18	비철, 목재	16	-2
IT가전	64	-9	유틸리티	24	-9	미디어, 교육	37	-7	은행	16	-7
반도체	62	-9	기계	20	-9	건설, 건축	34	-10	호텔, 레저	12	-2
자동차	54	-8	소매(유통)	20	10	운송	33	-19	보험	11	7
화학	47	-5	소프트웨어	19	6	통신	28	-4	IT가전	10	-9
조선	45	-3	통신	17	0	철강	28	-13	디스플레이	10	-27
상사, 자본재	39	-12	호텔, 레저	15	8	에너지	26	-8	자동차	10	-19
철강	39	2	보험	14	4	소프트웨어	21	-17	필수소비재	8	-8
IT하드웨어	38	-4	비철, 목재	13	0	조선	21	-23	건강관리	5	-16
디스플레이	37	10	은행	13	8	증권	20	-12	IT하드웨어	4	-4
건강관리	36	-22	미디어, 교육	11	9	유틸리티	20	-1	화학	1	-2
증권	32	-11	화장품, 의류	10	4	화장품, 의류	19	-19	반도체	0	-15
건설, 건축	29	-7	필수소비재	7	0	상사, 자본재	17	-9	소매(유통)	-1	-11

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# [에너지] 유가를 선행하는 금 가격, 사상 최고치 경신한 금 가격은 20개월 후의 유가

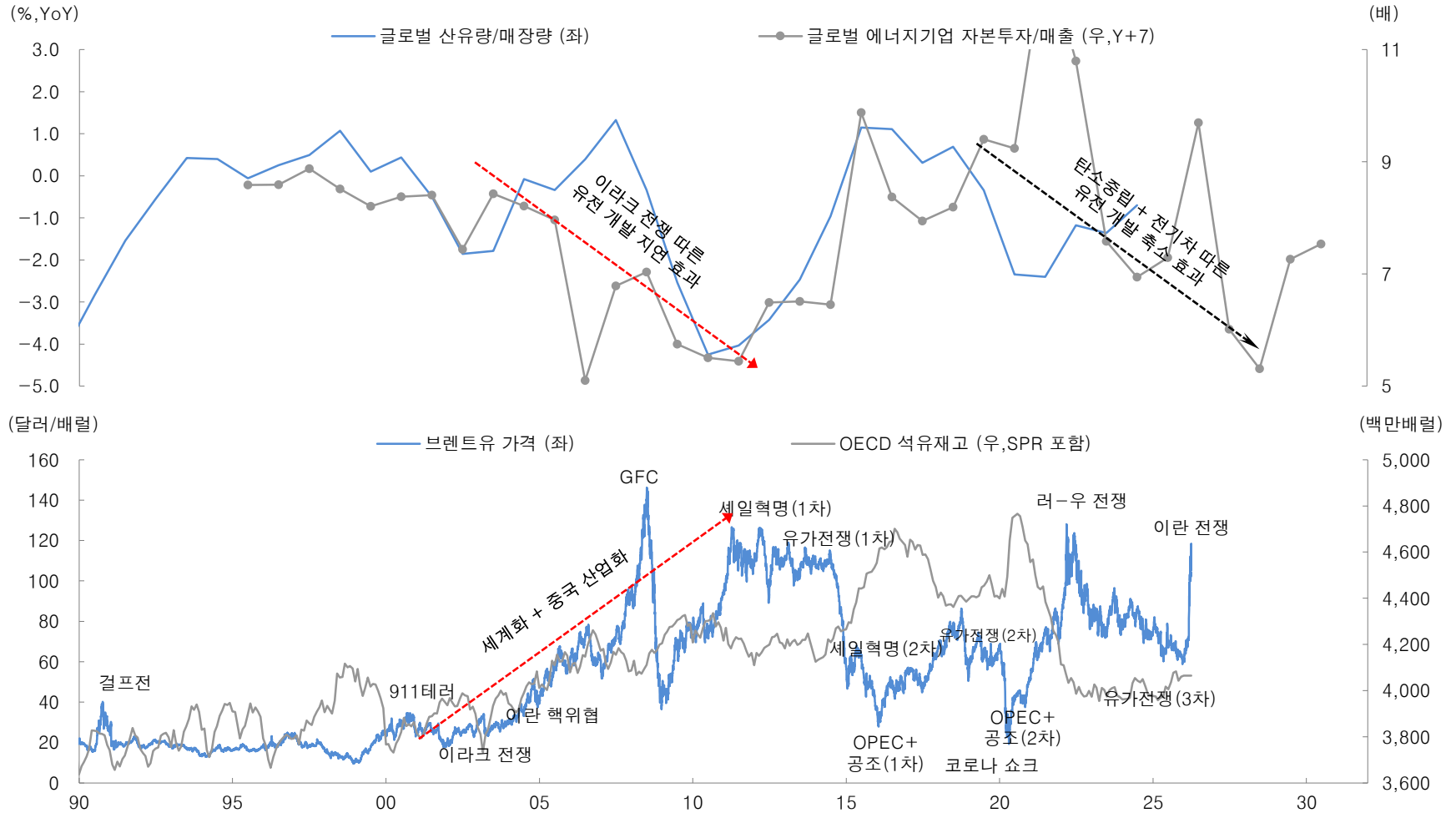
유동성 선반영하는 금, 유가는 그런 금 가격을 20개월 후행. 금이 사상 최고치 경신했다는 것은 미래 유가 역시 최고치 경신 가능하다는 얘기



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

# [에너지] 2Q 유가 하락은 저가매수 기회, CapEx 투자는 미래 공급 부족 경고

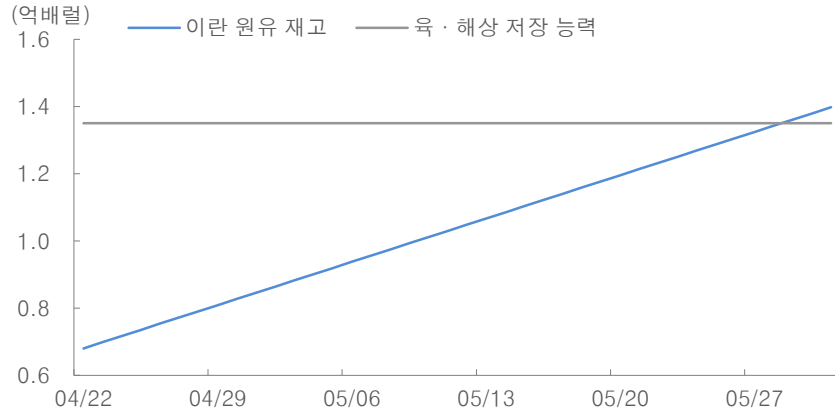
공급을 7년 가량 선행하는 유전 개발 투자, 그간 탄소중립 + 전기차 때문에 낮아졌던 점 감안하면 2027~2028년 고유가 발생 불가피



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

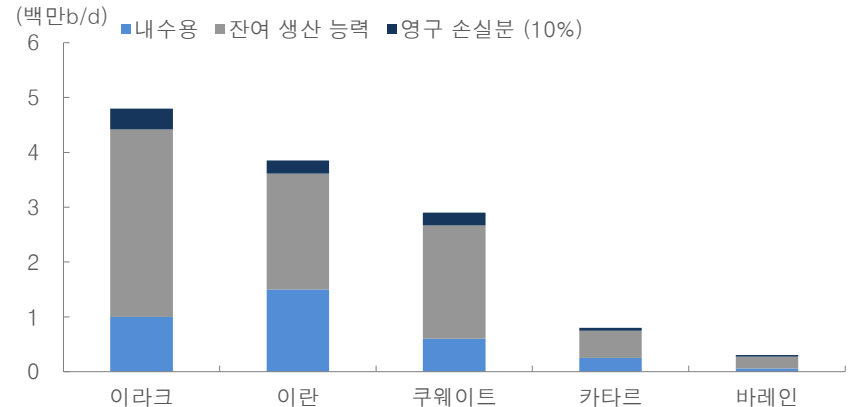
# [에너지] 종전 협상 지연 장기화로 영구적인 생산성 훼손 우려 부각

## 5월 말이면 포화될 이란 저장고, 유정 폐쇄 가능성 높음



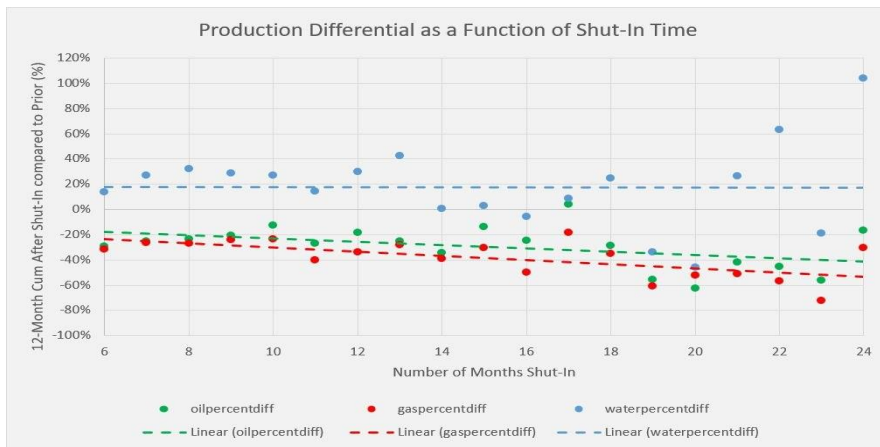
자료: Aljazeera, 대신증권 Research Center

## 이라크, 이란, 쿠웨이트 등 영구적 생산성 훼손되기 시작



자료: TGS, OPEC, 대신증권 Research Center

## 워터코닝 현상으로 영구적 생산성 훼손



자료: TGS, 대신증권 Research Center

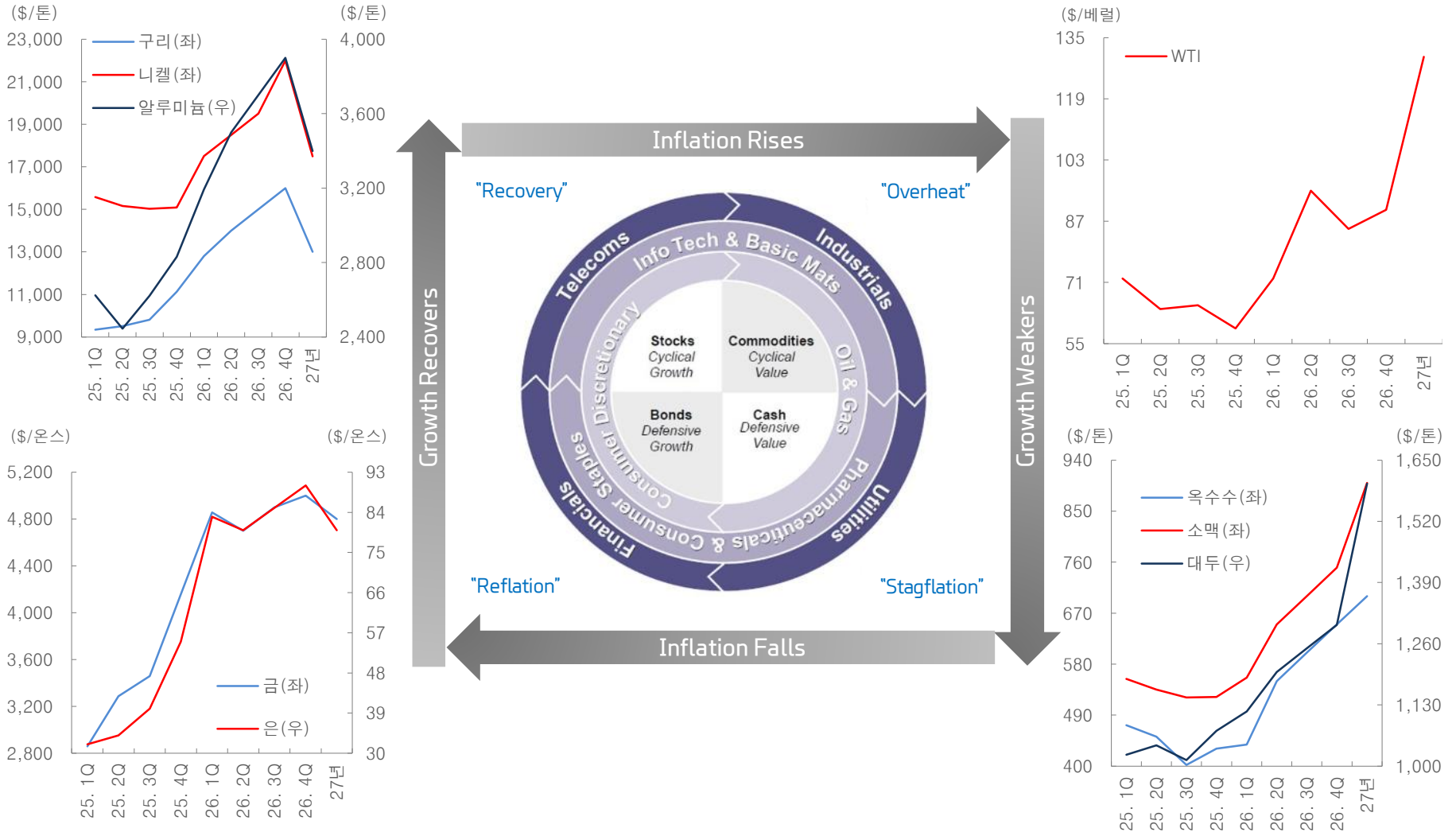
## 중산 + 수출 재개 시 뒤늦게 확인될 생산성 훼손



자료: JODI, OPEC, Saudi Aramco, 대신증권 Research Center

# [원자재] 산업금속, 상승추세 진행 중, 27년 상반기 고점 통과. 원유/가스는 3Q 조정이 기회

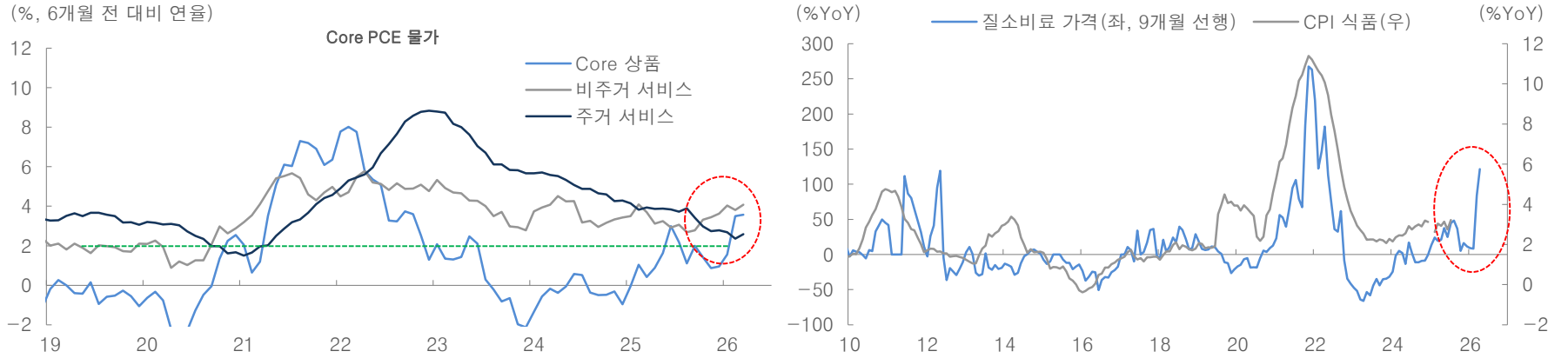
금/은 사이클은 종료. 현재는 산업금속 사이클 진행 중. 4분기 이후에는 원유/가스 등 에너지의 강한 상승 추세 전개 예상



자료: Merrill Lynch, Bloomberg, 대신증권 Research Center  
 주: 원자재 별 차트는 당사 최진영 연구원의 전망치를 반영한 것

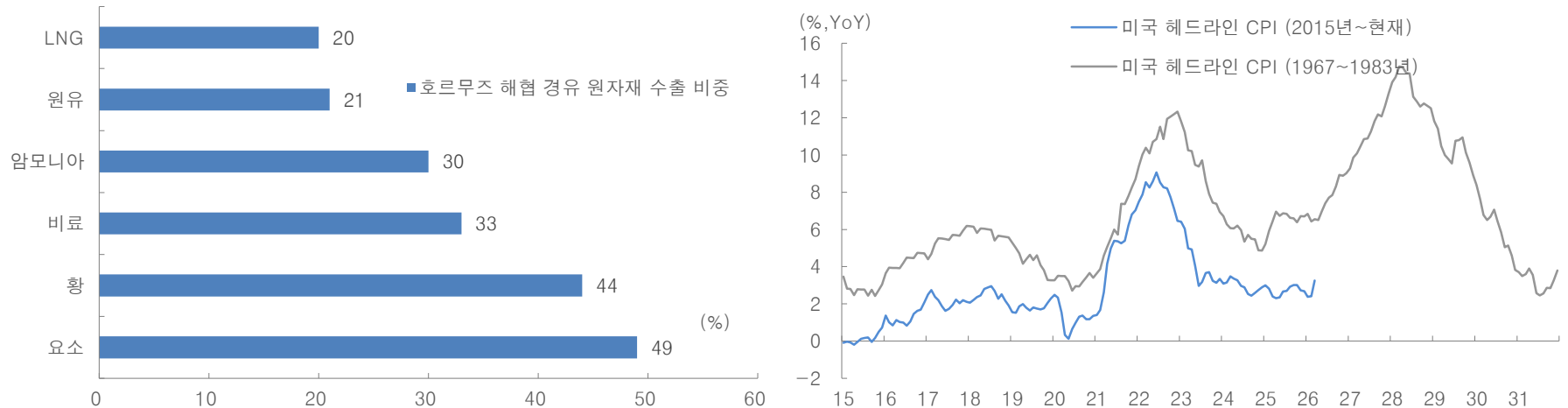
# [물가] 호르무즈 해협 개방시 유가/물가 안정 가능. 하지만, 시차를 두고 Core 물가 상승 압력 확대

주거 서비스를 제외할 경우 Core 상품, 비주거 서비스 물가는 강한 상승세 전개 중. CPI 식품 물가도 멀지 않은 시점에 상승 압력 확대 불가피



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

호르무즈 개방시 주요 원자재 공급 확대로 인플레이션 우려 진정 가능. 하지만, 시차를 두고 반영될 물가 상승 압력 확대는 불가피할 것



자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

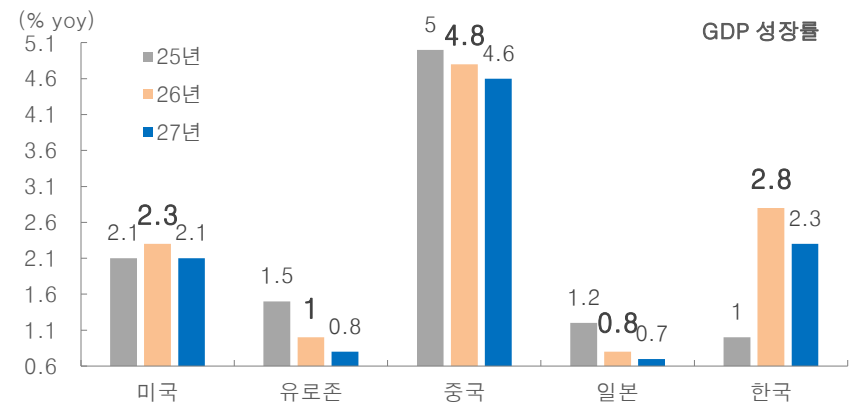
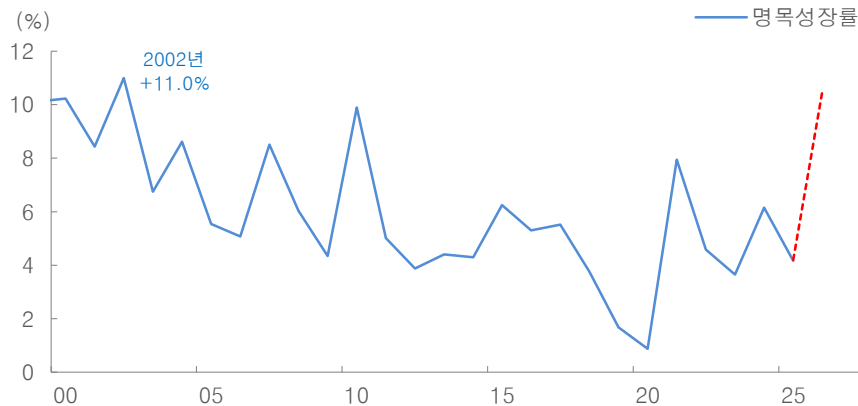
# [금리인상 원인] 수요 견인인가 비용 상승인가? 경기 상황에 따라 결정될 것

금리인상 사이클의 원인은 두가지, 경기 모멘텀 강한 국면에서는 수요 견인 인플레이션으로 증시에 우호적. 하지만, 비용 인상이 물가 상승 이유라면...



자료: 대신증권 Research Center

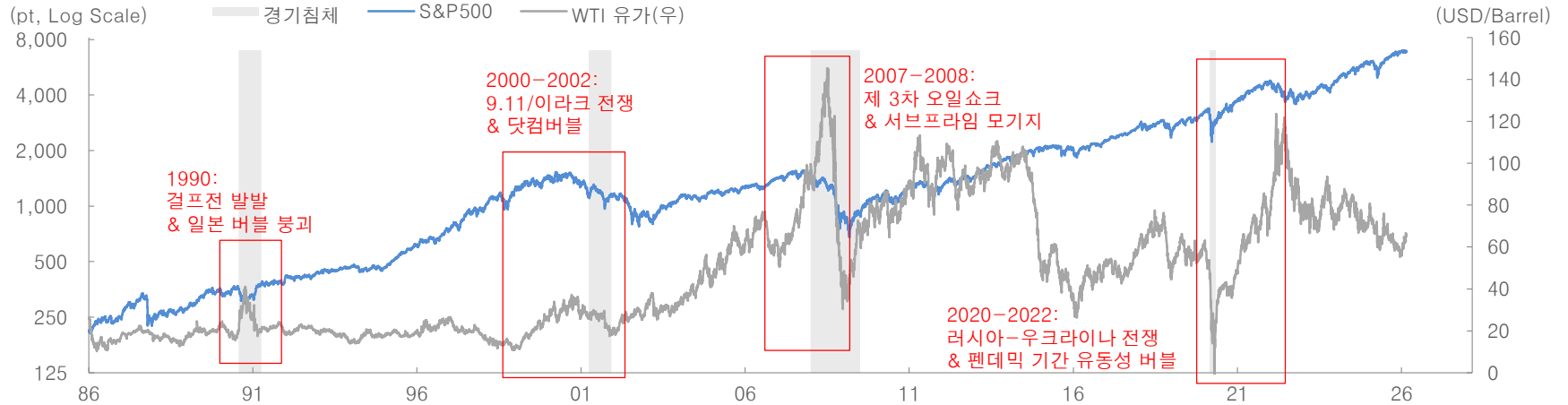
올해 명목 성장률 2002년 이후 처음으로 10% 상회 예상. 26년까지 수요 견인 인플레이션 가능하지만... 27년에는?



자료: 한국은행, 통계청, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

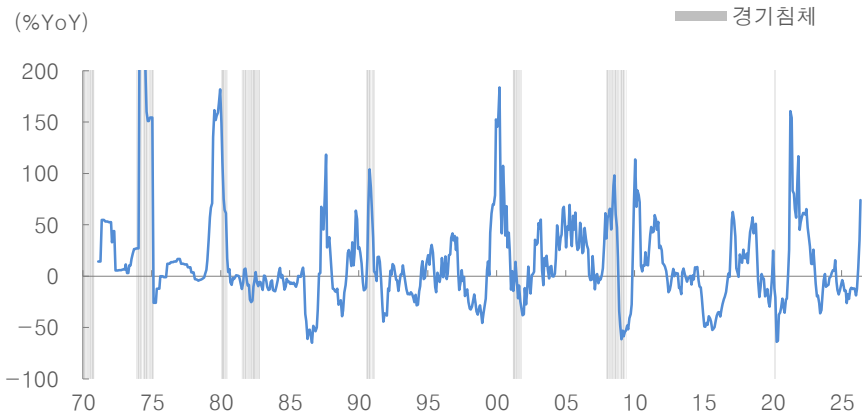
# 27년 장세 판단의 핵심은 유가, 고유가로 인한 주식시장 버블 붕괴 & 경기침체로 이어질 가능성

## 과거 중등 지정학적 리스크 확대 & 유가 레벨업이 장기화된 이후 경기 침체 & 버블 붕괴, 증시 대세 하락국면 전개



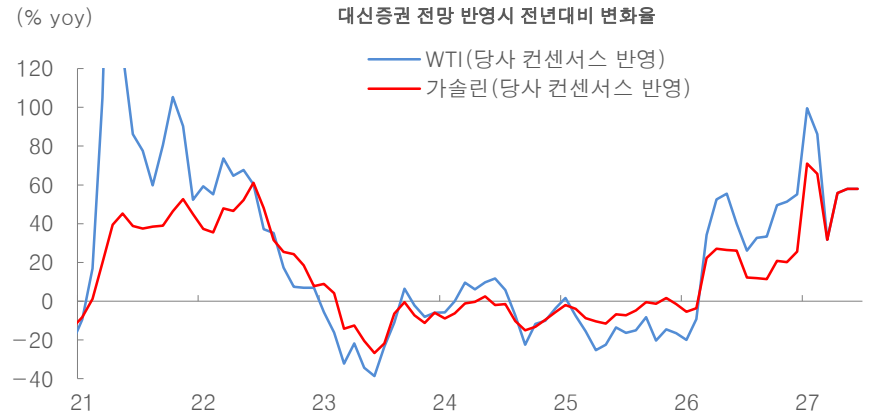
자료: CEIC, 에프앤가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

## 유가 상승률 전년대비 100%를 상회하면, 리세션 우려 커질 듯



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

## 당사유가 전망 기준 27년 1분기 중 유가 상승률 100% 상회 가능성



자료: US BLS, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 유가 전망은 당사 전망치 반영. 26.2Q 95\$, 3Q 85\$, 4Q 90\$, 27년 연간 130달러, 평균 가격 기준

# 핵심 Point

## 1. KOSPI는 8월말 ~ 9월초까지 강력한 상승추세 전개

- ✓ 지정학적 리스크 지속, 금리인상 우려 등에도 불구하고 글로벌 증시 사상 최고치 행진. 선반영, 전형적인 실적/정책 장세 전개 중
- ✓ 글로벌 주요국 중 정책, 실적 모멘텀이 강한 KOSPI 상대적 강세, 독주를 이어갈 수 밖에 없어...
- ✓ 선행 EPS 찍이기 전까지 강한 상승세 전개 예상. 3분기 중 Target 11,500p지만, 상단 열어놔야할 것
- ✓ 2Q 실적 시즌 동안 추가적인 실적 전망 상향 조정 예상. 미국 이란 종전 타결시 3분기 유가 및 채권금리, 달러화 안정으로 상승 탄력 강화

## 2. 3분기 고점까지 기존 주도주가 이번 상승추세 고점을 만든다

- ✓ 강력한 상승추세 전개 중 주도주 변경은 없어! 반도체 + AI 밸류체인(전력기기, 2차전지), 피지컬AI(자동차, 전기전자)가 시장을 이끌고
- ✓ 3분기 중 유가 안정으로 물가 불안 진정시 채권금리 하향 안정으로 소외되었던 성장주 탄력적인 반등 예상. 제약/바이오, 인터넷
- ✓ KOSDAQ은 6월 이후 8월까지 강한 반등 예상. 채권금리 하향 안정 + KOSDAQ 승강제 가이던스 공개

## 3. 8월말 ~ 9월초 변곡점으로 보는 이유, Check Point

- ✓ KOSPI와 반도체 12개월 선행 EPS 변화율 고점 = 주가 고점(급락 반전은 아님). 26년 8월말 ~ 9월초 기저효과 소멸 Tip) 매월 초 전체, 반도체 수출 일평균 금액 체크(1월, 4월, 7월, 10월, 11월 제외). 사상 최고치 행진 여부가 중요
- ✓ 8월말 잭슨홀 미팅: 케빈 워시 연준 의장의 대차대조표 축소 계획, 가이던스 발표. 9월 FOMC(16일) 금리 동결, 27년 인상 공식화
- ✓ 3분기 유가 단기 조정(70달러 후반까지) 이후 4분기부터 상승 재개. 100달러 돌파, 전고점(120달러) 돌파 여부 관건

## 3. 변곡점에서 대응 전략. 기존 주도주 비중 점차 줄이면서 에너지, 화학 소재 기업과 Oil, 천연가스 등 비중 확대

- ✓ KOSPI 고점 통과 이후 4Q 박스권 예상. 기존 주도주 상승세 주춤 또는 조정 국면 진입. 이에 반해, 소외주, 소재주 순환매 전개
- ✓ 이 과정에서 기존 주도주 비중은 점차 줄여가고, 상대적으로 소외된 업종, 소재주, 내수주, 방어주 비중 확대
- ✓ 원자재 측면에서는 3분기 조정을 Oil, 천연가스 관련 ETF, 기업 비중 확대 기회로 활용할 필요 있음

## Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. [작성자: FICC리서치부 이경민]
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.