

[전략]

이익을 찾아서

멀티플 확장이 힘들어지는 시기

[전략]

김준영 2122-9246
elvis.kim@imfnsec.com





CONTENTS

I . Summary	3
II . 매크로 환경 점검	6
III . 이익을 찾아서	21
IV . 머니 무브	39



I . Summary

Summary

매크로: 전쟁으로 팍팍해지는 매크로 환경

- 미국 고용 수요는 양호하고 소매판매도 하이싱글 성장을 유지하고 있어 경기 자체가 무너지는 국면은 아니다. 문제는 인플레이 경로다. PPI가 3달 연속 예상을 상회하고 있고 전쟁이 아직 충분히 반영되지 않은 상황에서 5년 BEI가 전쟁 이후 최고치로 반등했다. 현재의 인플레이 기대감 확대는 수요가 아닌 공급 충격에 따른 것이며 연내 동결이 확실시되는 분위기 속에 고용에서 물가로 연준의 초점이 넘어가기 시작했다.
- 골드 급락과 채권 약세가 동반되고 있다는 점이 탑다운에서 가장 불편한 시그널이다. 골드는 자산 가격의 명목 상승 프록시로 기능해왔고 상반기까지 신흥국 증시와 동반 랠리를 보였기에 골드 약세가 자산 가격 전반으로 전이될지 유의해야 한다. 글로벌 경기 소순환 사이클은 고점에 근접해 있으며 선진국은 이미 피크아웃하는 모습이다. 고유가발 수요 파괴와 연준 긴축이 겹칠 경우 2분기를 경기 고점 통과 시점으로 봐야 할 가능성이 있다. 유가 \$90 이상 수준 지속시 하반기 연준 동결이 현실화될 수 있고 글로벌 경기 고점 통과가 당겨졌을 가능성에 유의해야 하는 국면이다.

멀티플 확장이 어려워지는 시기, 2분기 밴드 5,000pt~6,000pt 제시 (Best 시나리오 : 상단 6,500pt)

- 복잡한 매크로 환경을 감안하면 멀티플 확장 어려운 환경으로 보인다. 이익 성장에 기대어 증시가 움직일 가능성이 높다.
- 역사적으로 수출 단가와 수출 증가세가 고점을 향할 때 코스피 멀티플은 오히려 하락했다. 사이클 산업의 비중이 큰 지수의 특징이다. 실질금리 하락에 따른 할인율 완화를 기대하기 어렵고 지정학 리스크 및 정책 불확실성으로 리스크 프리미엄이 확대되는 환경이라 멀티플 확장에 기대기 어렵다. 고로 밸류에이션 저평가 논리로 접근하기 어려운 국면이다.
- 전쟁의 빠른 종식의 경우 증시는 재차 기존의 상승 랠리를 재개할 수 있다. 그럼에도 멀티플 확장은 제한적일 가능성이 크다. 지수 P/E 멀티플은 3년 평균 수준에서 -1 시그마 수준은 9배까지 멀티플 확장할 경우 6,500pt까지는 도달가능하다. 이 수준까지는 상단을 열어둘 필요가 있다.
- 전쟁 이후 멀티플은 훼손되었지만 이익 추정치 하향은 아직 확인되지 않았다. 이익 모멘텀이 강하거나 밸류에이션 부담이 적은 섹터로 옥석 가리기가 본격화될 것이다. 가격이 이익에 선행하기 때문에 바텀업 관점에서 개별 종목 피킹이 중요해질 것으로 보인다.
- 배당소득 분리과세로 약 62조원, 퇴직연금 기금화로 약 19.5조원의 신규 자금 유입이 기대된다. 자사주 소각 의무화 및 RIA 계좌를 통한 서학개미의 국내 복귀를 유도 등 제도적 변화와 구조적 수급 확대가 외국인 순매도를 상쇄하며 증시 하방 경직성을 강화할 것으로 보인다.

국내증시 전망, 멀티플 확장은 어려운 환경

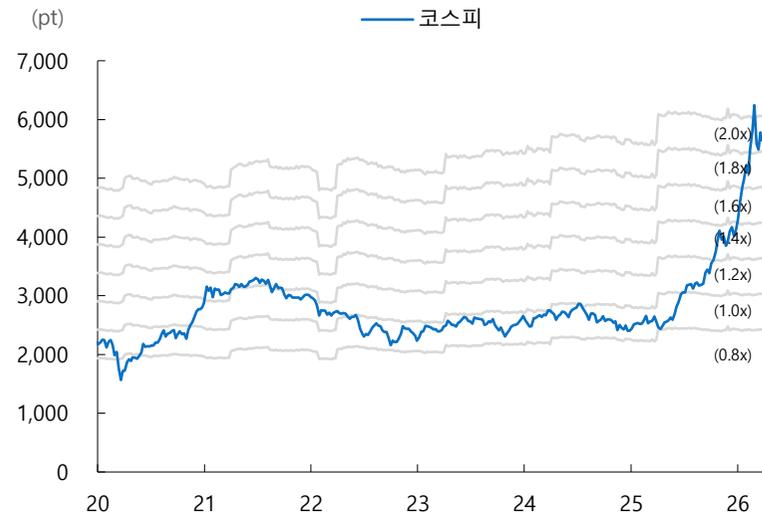
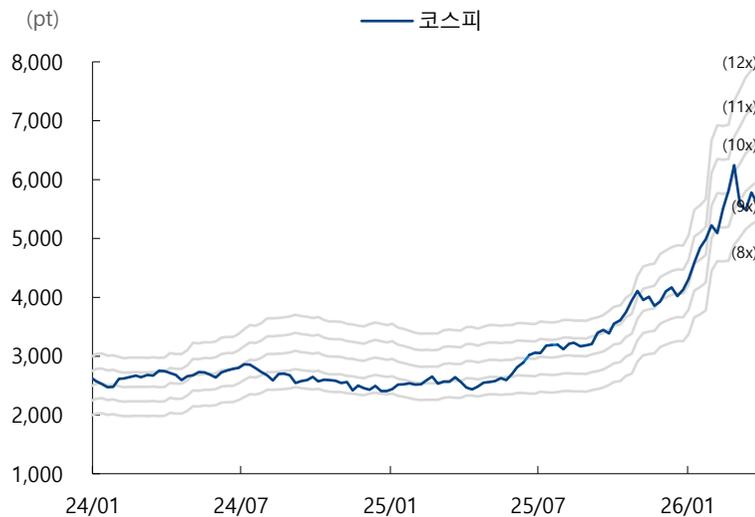
- 반도체 이익 사이클은 계속될 전망. 반도체 이익 상향 여력을 감안하면 지수 EPS 성장은 지속될 것으로 보임. 하지만 매크로 환경이 어려워지고 증시의 단기 고점을 지나고 있음 확실히 될 수록 낮은 멀티플은 매수의 근거가 되기 어려울 것
- 전쟁 이후 멀티플 확장에 다소 제약이 있을 것. 이익 모멘텀이 강하거나 밸류에이션 부담이 적은 섹터와 종목으로의 옥석 가리기 본격화 전망. 코스피 지수는 박스권(5,000pt~6,000pt) 전망.
- 유가 상승이 변수. 전쟁의 상흔은 실물 경제에 영향을 줄 것. \$100 전후 수준의 유가가 지속될 경우 하반기 연준의 동결 시나리오가 현실화 될 수 있음. 글로벌 경기 고점 통과 시점이 당겨졌을 수 있음을 유의해야.

<그림> Best 시나리오: 당장 가시적인 타겟은 6,500pt

		12MF P/E					
		-2σ	-1σ	3년 평균	+1σ	+2σ	
		7.8	9.0	10.2	11.4	12.6	
12MF EPS	-20%	521.1	4,088.7	4,717.7	5,346.8	5,975.8	6,604.8
	-15%	553.7	4,344.3	5,012.6	5,681.0	6,349.3	7,017.6
	-10%	586.3	4,599.8	5,307.5	6,015.1	6,722.8	7,430.4
	-5%	618.8	4,855.3	5,602.3	6,349.3	7,096.3	7,843.3
		651.4	5,110.9	5,897.2	6,683.5	7,469.8	8,256.1
	5%	684.0	5,366.4	6,192.0	7,017.6	7,843.3	8,668.9
	10%	716.5	5,622.0	6,486.9	7,351.8	8,216.7	9,081.7
	15%	749.1	5,877.5	6,781.8	7,686.0	8,590.2	9,494.5
	20%	781.7	6,133.1	7,076.6	8,020.2	8,963.7	9,907.3

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 코스피 P/E, P/B 밴드



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

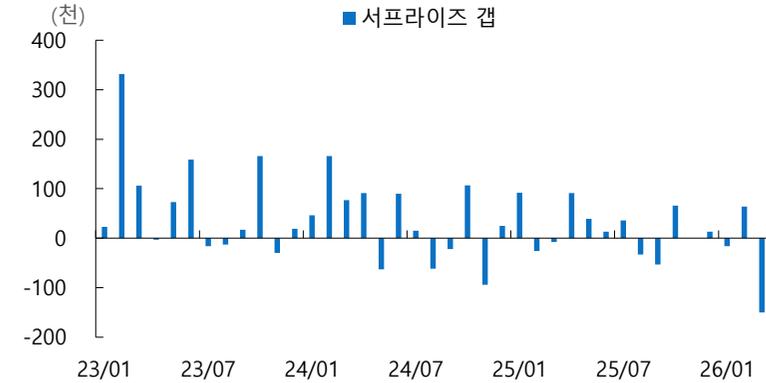


II . 매크로 환경 점검

매크로 포인트: 미국 고용에 대한 걱정

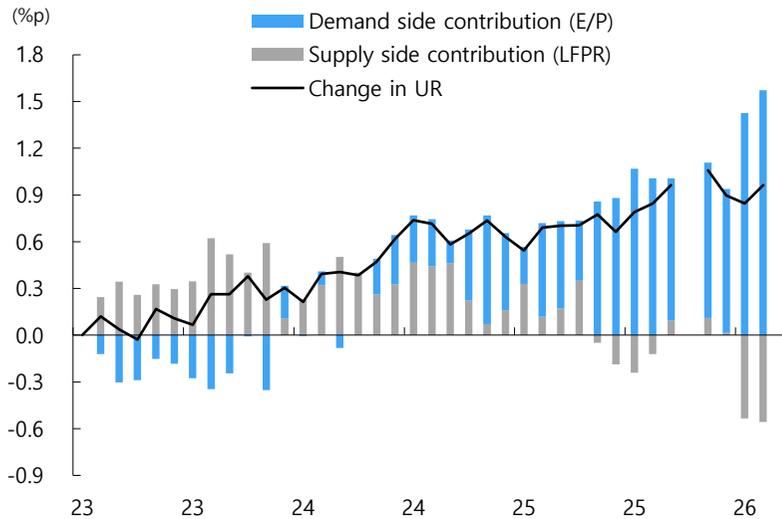
- 미국 고용지표는 1월 서프, 2월 쇼크로 혼재된 시그널
- 추세적으로 고용 악화가 심해지지는 더 지켜볼 필요
- 고용에 대한 수요는 여전히 양호한 것으로 파악됨
- AI 생산성 혁신은 아직 고용 수요 전반을 해칠 단계는 아닌 것으로 보임
- 스태그로 국면이 전환되기 위해서는 고용이 붕괴되어야 함

<그림> 1월 서프라이즈에 대한 반작용으로 2월 고용 쇼크



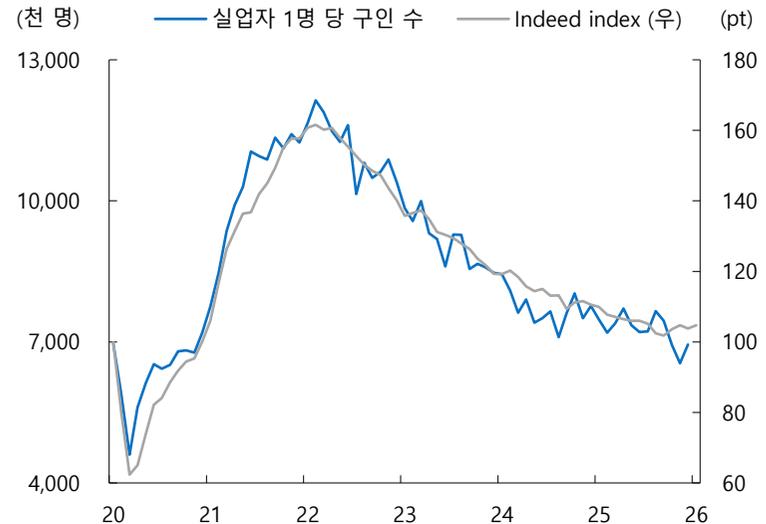
자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 고용시장은 수요 악화의 패턴으로 넘어가고 있음



자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 고용시장은 수요 악화의 패턴으로 넘어가고 있음

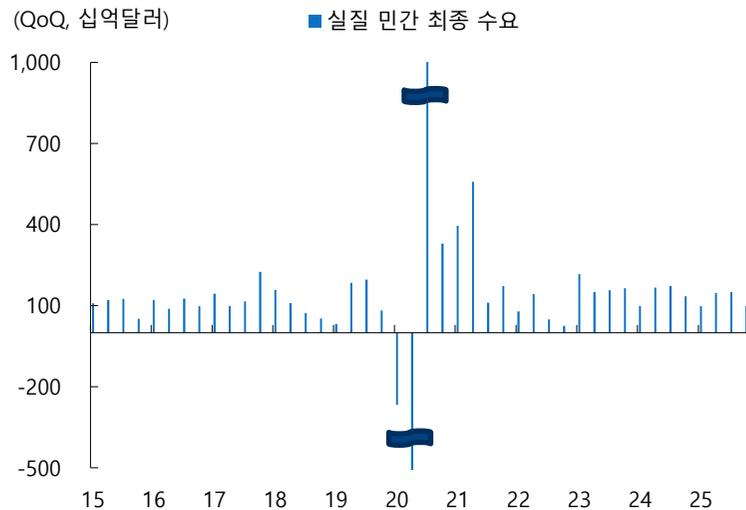


자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

매크로 포인트: 미국 소비 둔화 여부

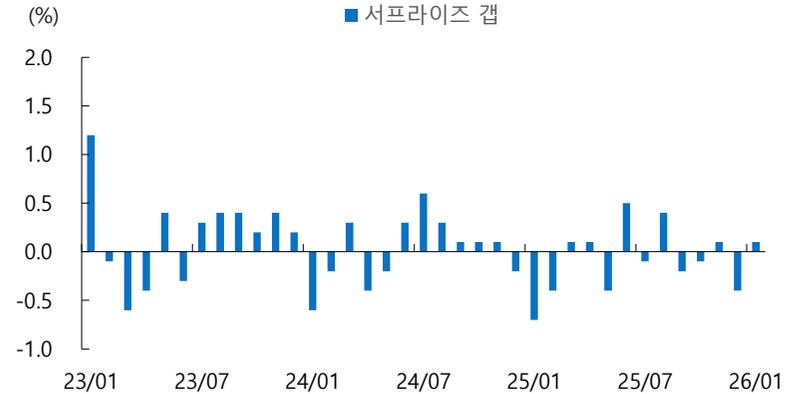
- 미국 소매판매 데이터는 양호한 흐름을 보이고 있음
- 민간 데이터인 레드북 소매판매는 꾸준히 하이싱글 수준의 성장을 보임
- K자(양극화) 성장에 따른 고용 민감도 감소 및 OBBA 환급 등에 따른 것으로 보임
- 관세 부과 직전의 선제 수요에 따른 소비 공백이 끝나감을 확인하는 과정
- 여전히 미국 소비는 전체적으로 나쁘지 않음

<그림> 민간 최종 수요는 24년 1분기를 제외하면 코로나 이후 가장 낮은 수준



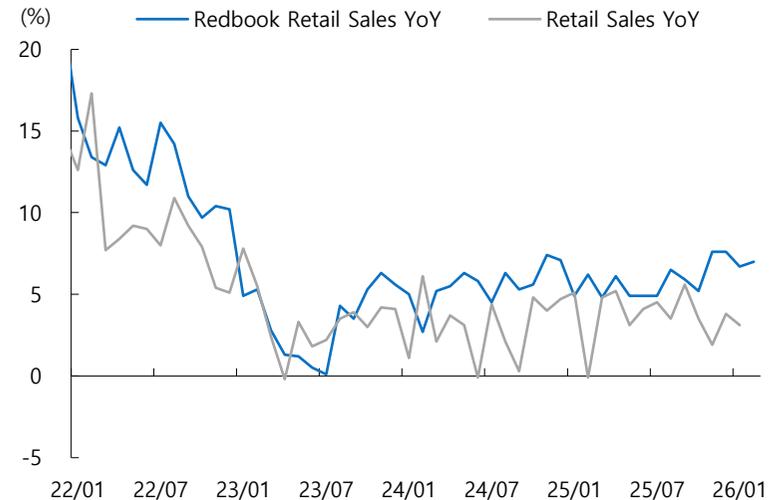
자료 : BEA, iM증권 리서치본부

<그림> 예상치에 무난하게 부합하는 소비데이터



자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 하지만 민간 소매판매 데이터는 양호한 추이를 보임

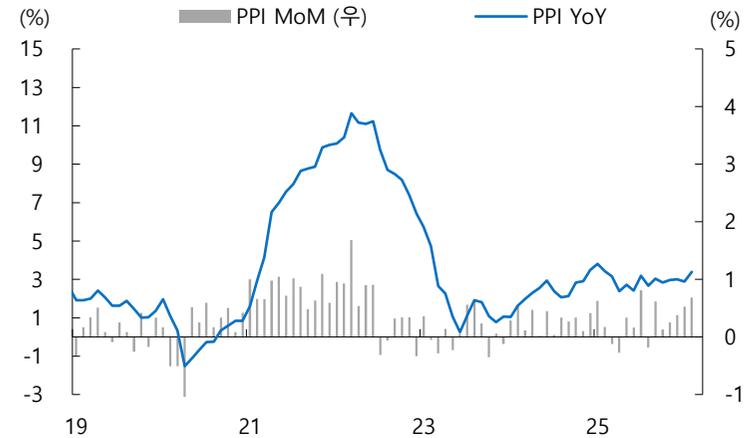


자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

매크로 국면 평가: 인플레이 경로에 대한 우려

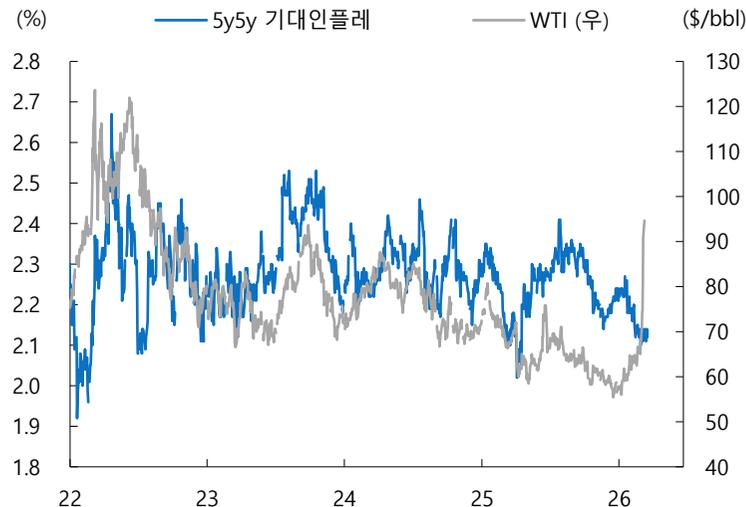
- 연준의 금리 인하 횟수 축소와 더불어 물가 경로가 전쟁을 기점으로 높아졌을 것
- 전쟁에 대한 영향에서 시장은 빠르게 벗어나겠으나 유가의 상흔을 주의해야
- PPI가 25년 12월~26년 2월까지 3달 연속 예상치를 상회하면서 인플레이 우려 확산
- 전쟁이 아직 반영이 충분히 되지 않은 상황인데 PPI가 빠르게 상승하는 모습
- PPI 무역(도소매 업체 마진) 등 관세 부과 이후 여러 유통망에서 나눠 부담 하던 부분이 최종재로 서서히 전이되는 맥락으로 보임

<그림> PPI 3달 연속 예상치 상회 하면서 우상향



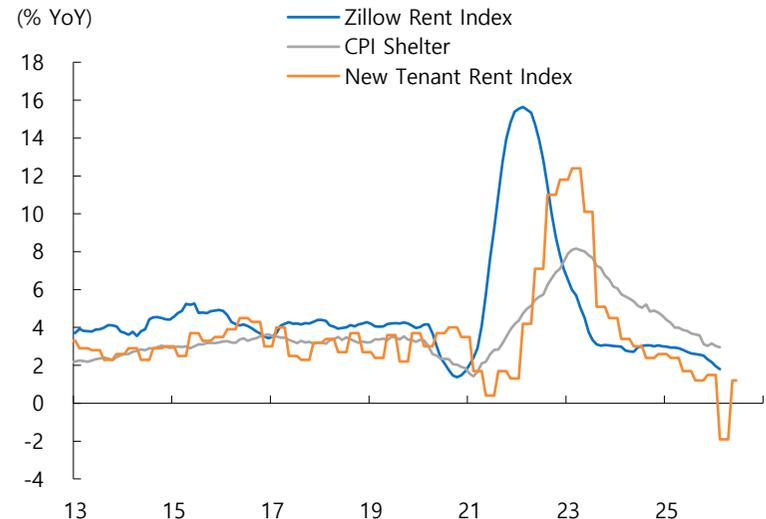
자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 최악의 시나리오는 높은 유가 고착화되며 기대인플레이 상승



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 서비스 인플레이는 우하향 추이

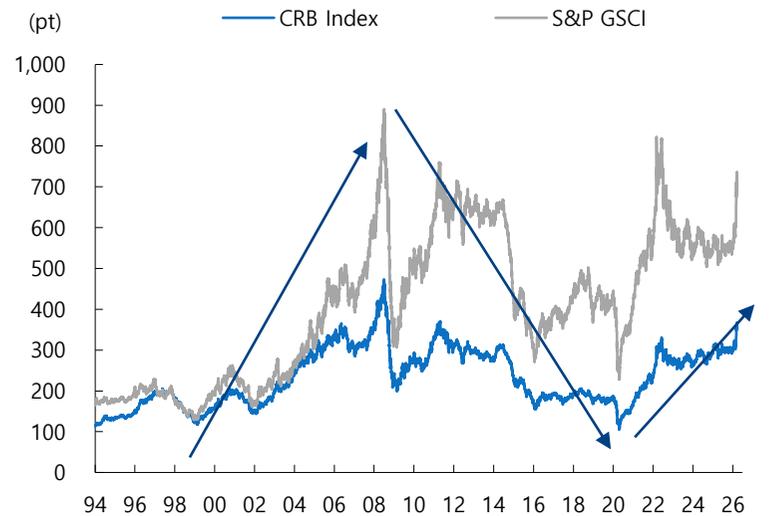


자료 : BLS, Zillow, iM증권 리서치본부

전쟁의 인플레이 상방 압력은 높을 수 있음을 유의

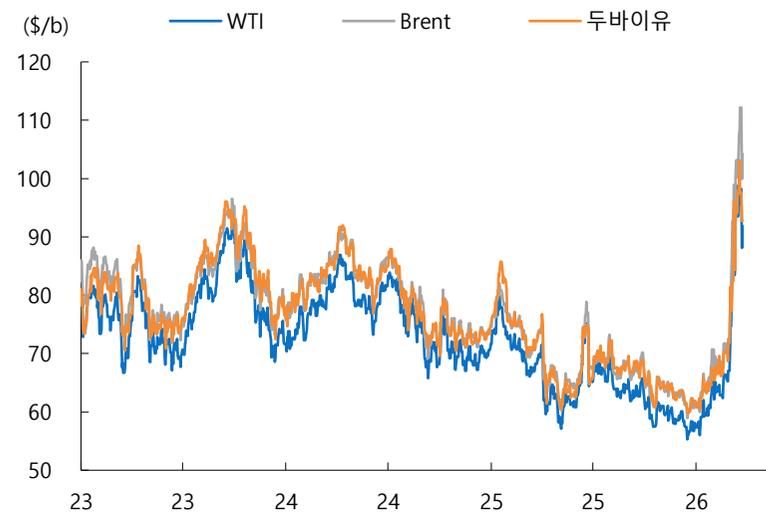
- 평상시와 다르게 글로벌 경기가 좋은 상황에서 원자재 가격 랠리를 기반으로 신흥국 증시가 선호되었음
- 관세와 성장이 인플레이를 이끄는 상황이라 에너지 등 외부 충격이 취약
- 전쟁으로 인해 시장에 대한 충격보다는 중장기적 매크로 환경에 대한 노이즈가 커질 수 있는 상황으로 보임
- 전쟁 직후 시장의 반응은 골드, 금리, 에너지 상승이었음. 즉 인플레이에 대한 우려를 가장 먼저 반영함
- 반면 신흥국 증시에 비해서 선진국 증시 특히 미국이 안전한 도피처로 자리잡을 수 있음. 미국 증시에서도 기존의 트렌드와 다르게 M7의 방어적 성격이 부각되고 있음

<그림> 원자재 사이클 중 에너지 충격이라 인플레이에 취약함



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 유가의 안정 여부가 중요함

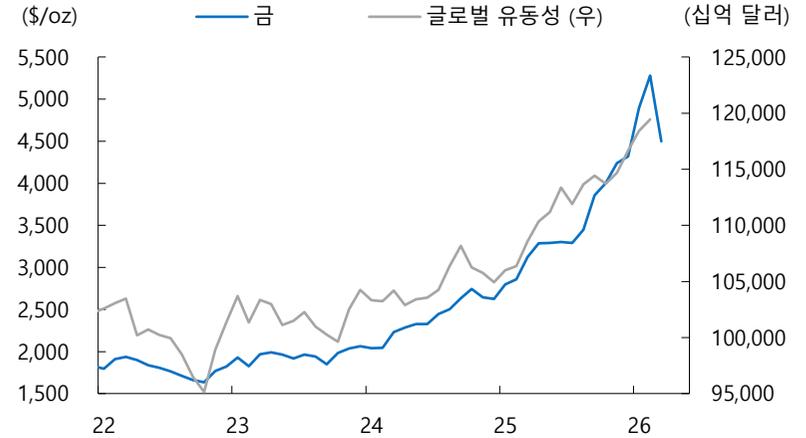


자료 : Quantwise, Bloomberg, iM증권 리서치본부

불편한 금 가격 조정과 글로벌 유동성

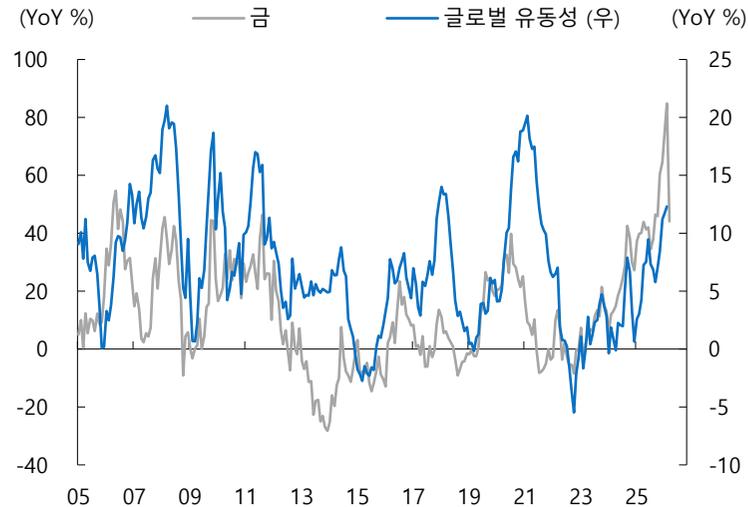
- 금은 법정 화폐(소프트 머니) 대비 모든 명목 자산의 팽창을 측정하는 프록시
- 2022년 이후 글로벌 유동성 지표와 금 가격의 상관관계는 역사적으로 가장 높은 수준을 기록
- 금 랠리는 중앙은행들의 통화 팽창이 만들어낸 명목 자산가격 인플레이션의 반증
- 실질금리 급등에 따른 글로벌 달러 유동성 수축으로 보아야 하는지 아직 100% 확신할 수 없지만 점차 매크로 환경이 주식에 불리한 환경으로 바뀌고 있음

<그림> 글로벌 유동성과 골드의 이례적 동행



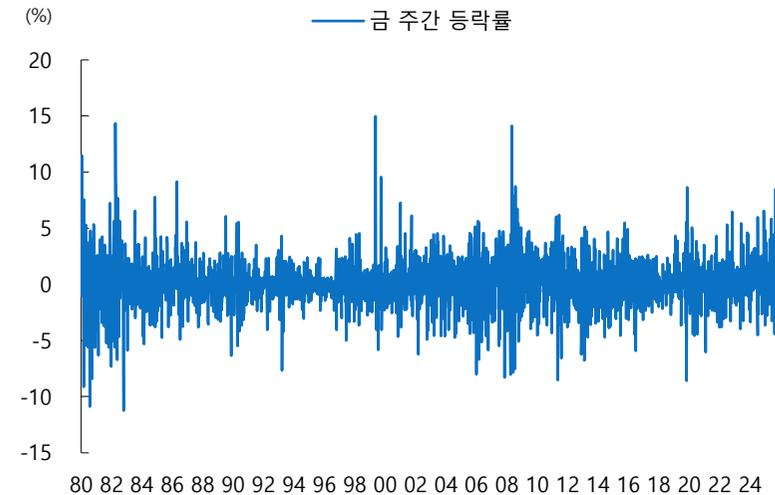
자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 금이 글로벌 유동성의 proxy로 볼 수 있는 구간



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 주간 하락률은 83년 이후 최대

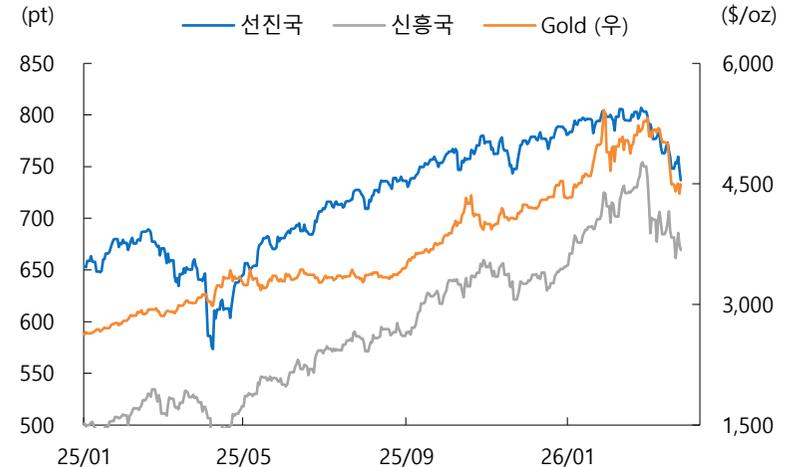


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

탑다운에서 가장 불편한 부분 골드: 골드 약세와 일드에 대한 우려

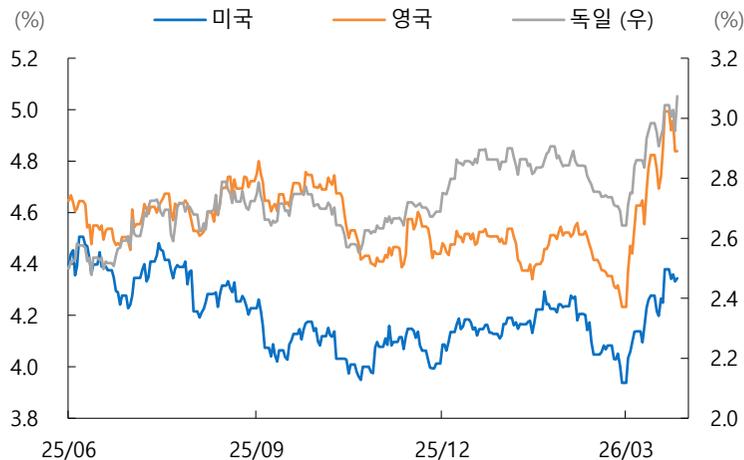
- 연초 이후 안정되던 채권 금리는 상승. 성장보다는 인플레이와 재정이 현재의 채권 금리 레벨을 설명. 글로벌 주요국 대부분 채권 금리 수준이 크게 내려오진 않음.
- 매크로 환경 불확실성 확대 및 채권 약세 기조 속에서 멀티플 확장에는 부담으로 작용할 것. 최근 탑다운 관점에서 가장 불편한 부분은 채권 약세와 골드 가격의 하락이 동반된다는 점.
- 상반기까지는 골드와 신흥국의 랠리가 동반되었음. 기존 뷰대로 골드는 자산 가격의 명목 상승의 프록시로 봐야 한다고 생각함. 골드의 약세는 자산 가격의 약세로 이어질지 유의해야 함.
- 골드랠리와 신흥국 랠리가 동반되었다는 점에서 가장 불편함

<그림> 신흥국 증시와 동반 랠리를 보였던 골드



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 금약세와 동반되는 채권 약세



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 국고채 금리는 연내 동결 기조 강해지며 상방 압력

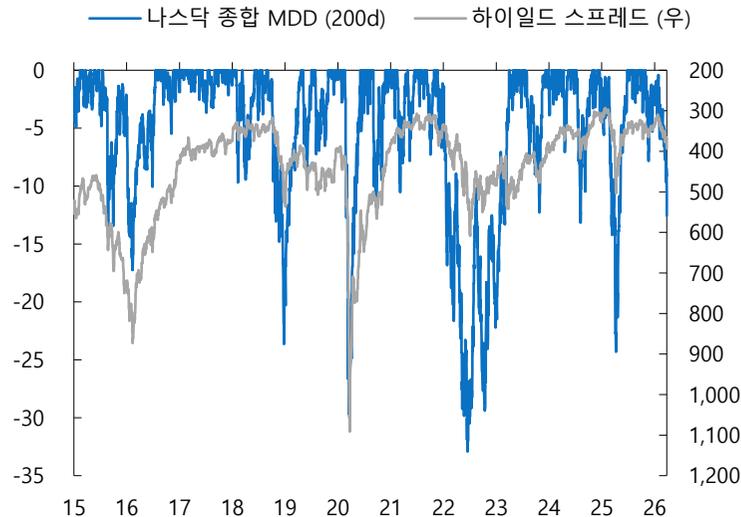


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

하이일드 스프레드 걱정은 우선 덜어도 될 것

- 하이일드(HY) 스프레드 확대는 시장 붕괴 신호가 아닌 한계 기업의 부실이 드러나는 '옥석 가리기' 과정임
- 과거에 비해 경제 주체들의 동조화가 약해졌음. 한계 기업의 몰락이 경제 전반이나 상위권 기업의 다운 사이클을 의미하지 않음. 하이일드 스프레드의 설명력이 낮아졌다고 볼 수 있음. (일부 매크로 지표가 악화되어도 경제 전반에는 큰 타격이 없는 것과 유사)
- 산업 분절화와 기술 집약적 구조로 인해 과거와 같은 시장 전체의 일률적 동조화 현상은 약화됨
- 단순 변동성을 넘어 하워드 맥스가 강조한 '자본의 영구적 손실 가능성' 여부로 리스크를 판단해야 함
- 건전한 기업조차 자금 조달이 막히는 '신용의 증발' 및 금융기관 건전성 악화가 동반될 때가 진짜 위기
- 투자등급(IG) 채권은 건조하나 하이일드만 튀는 현상은 시스템 붕괴보다 개별 기업의 재무 재평가를 의미
- 대규모 부채를 보유하면서 잉여현금흐름(FCF) 변동성이 큰 기업(예: 오라클 등)이 가장 먼저 하락 압력을 받음

<그림> 하이일드 스프레드 확대는 증시 조정과 동반



자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 오라클 주가와 cds 프리미엄

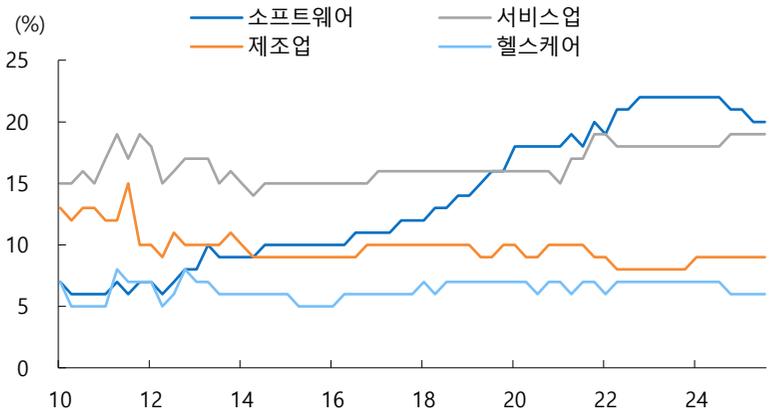


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

사모대출에 대한 생각

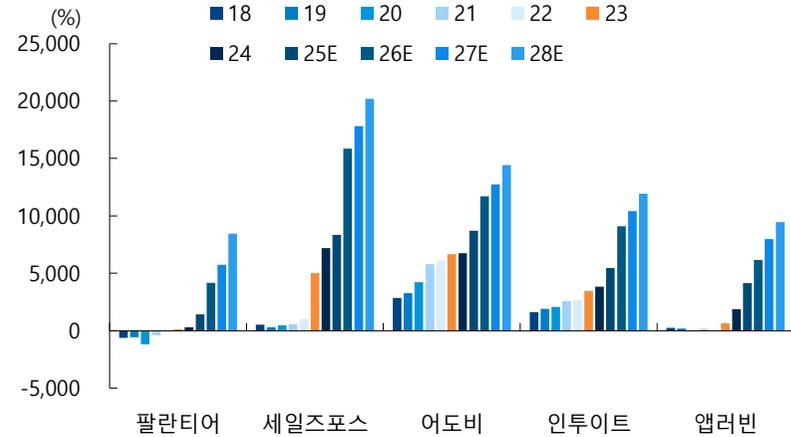
- 금융 위기 진단 시 지급능력(Solvency)과 유동성(Liquidity) 이슈의 명확한 구분이 선행되어야 함. 지급불능과 일시적 현금 부족은 문제의 성격과 정책적 대응 방식이 완전히 다른 별개의 사안임
- 사모대출은 장기 비유동자산을 단기 환매 조건으로 조달하는 만기 불일치 구조를 본질적으로 내재함. 현재 시장은 전면적 지급불능보다는 자금 유출에 따른 유동성 스트레스가 심화되는 구간으로 판단됨. AI 디스럽션에 노출된 레거시 소프트웨어 섹터에 대한 과도한 대출 쓸림이 현재 핵심 리스크 요인임
- 은행권의 담보가치 하향과 신용공여 제한은 사모대출 펀드의 자산 강제 매각을 압박하는 기폭제임. 유동성 부족발 강제 매각이 자산 혈값을 노출시키며 지급능력 위기로 전이되는 악순환을 경계해야 함. 하지만 유동성 이슈(펀드런)에 국한될 경우 사태를 진정시키기 쉬운 편.

<그림> 사모대출 중 소프트웨어의 비중이 큼



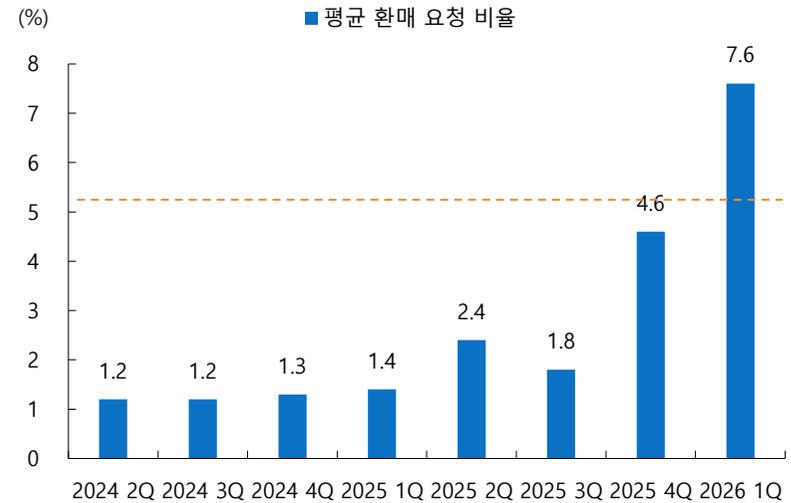
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 소프트웨어 기업 영업이익 추이: AI 디스럽션에도 소프트웨어 기업 이익이 단기에 훼손되진 않을 것



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 펀드런 가속화

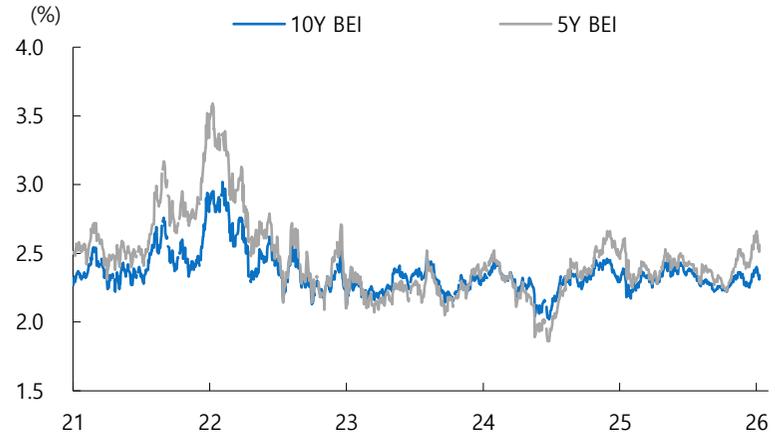


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

연준의 인하 가능성이 점점 낮아지면서 성장 둔화를 걱정

- 미국내 성장이 무너지지 않는다면 성장주 반격이 지속될 가능성
- 성장이 동반되지 않는 고금리 환경은 시클릭 순환매를 멈추게 만들고 M7 선호도를 높일 가능성
- 연준은 1회 인하를 시사했지만 3월 FOMC는 매파적으로 해석해야할 것
- 전쟁과 별개로 PPI 상승세 등은 물가 부담을 키우는 요인. 고용에서 물가로 초점이 서서히 넘어가기 시작

<그림> BEI의 가파른 반등. 특히 5년 BEI는 전쟁 이후 최고 수준



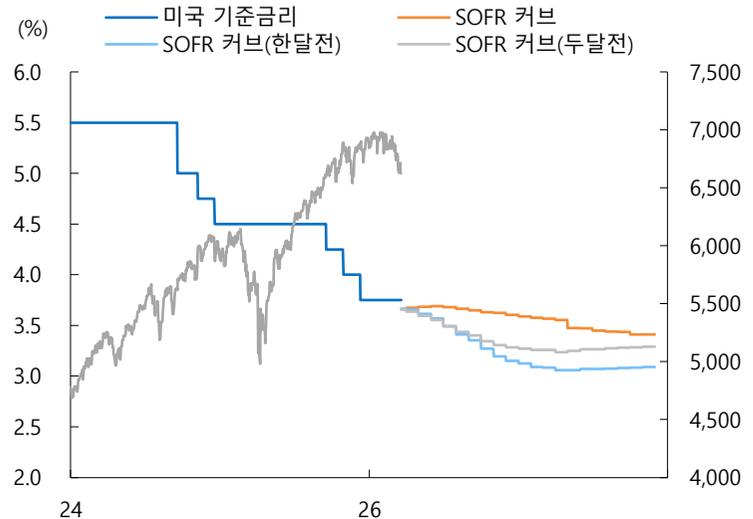
자료 : FRB, iM증권 리서치본부

<그림> 연내 동결이 확실시 되는 분위기

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026-04-29			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.9%	4.1%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	90.9%	3.9%	0.0%
2026-07-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.5%	83.4%	3.6%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	20.6%	74.4%	3.2%	0.0%
2026-10-28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	24.2%	69.6%	3.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.8%	32.2%	57.8%	2.4%	0.0%
2027-01-27	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.4%	32.8%	56.6%	2.4%	0.0%
2027-03-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	8.6%	34.0%	53.9%	2.3%	0.0%
2027-04-28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	8.9%	34.2%	53.3%	2.2%	0.0%
2027-06-09	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	11.8%	36.4%	47.5%	2.0%	0.0%
2027-07-28	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	7.8%	26.2%	42.9%	20.8%	0.8%	0.0%
2027-09-15	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	11.9%	30.0%	37.9%	16.3%	0.6%	0.0%
2027-10-27	0.0%	0.0%	0.3%	2.1%	9.4%	25.0%	35.7%	22.3%	5.0%	0.2%
2027-12-08	0.2%	1.7%	7.7%	21.3%	33.2%	25.4%	9.0%	1.3%	0.0%	0.0%

자료 : CME Fed Watch, iM증권 리서치본부

<그림> 인하 기대감 되돌림

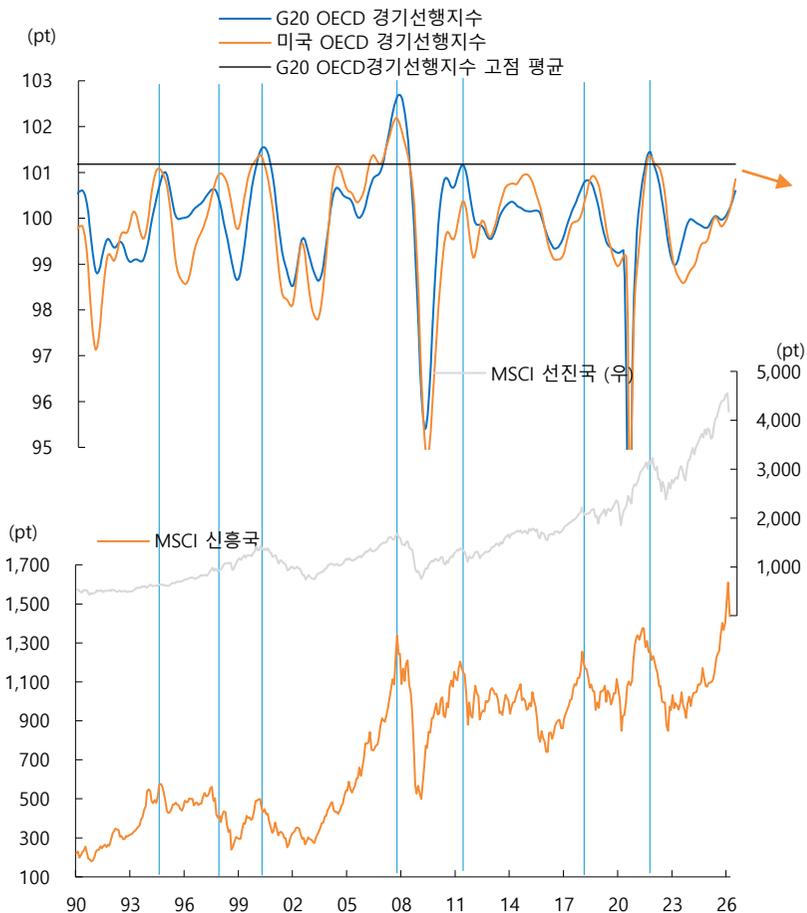


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

전쟁이 글로벌 경기 사이클 피크 아웃을 앞당겨 진다면 전략에 변화를 주어야

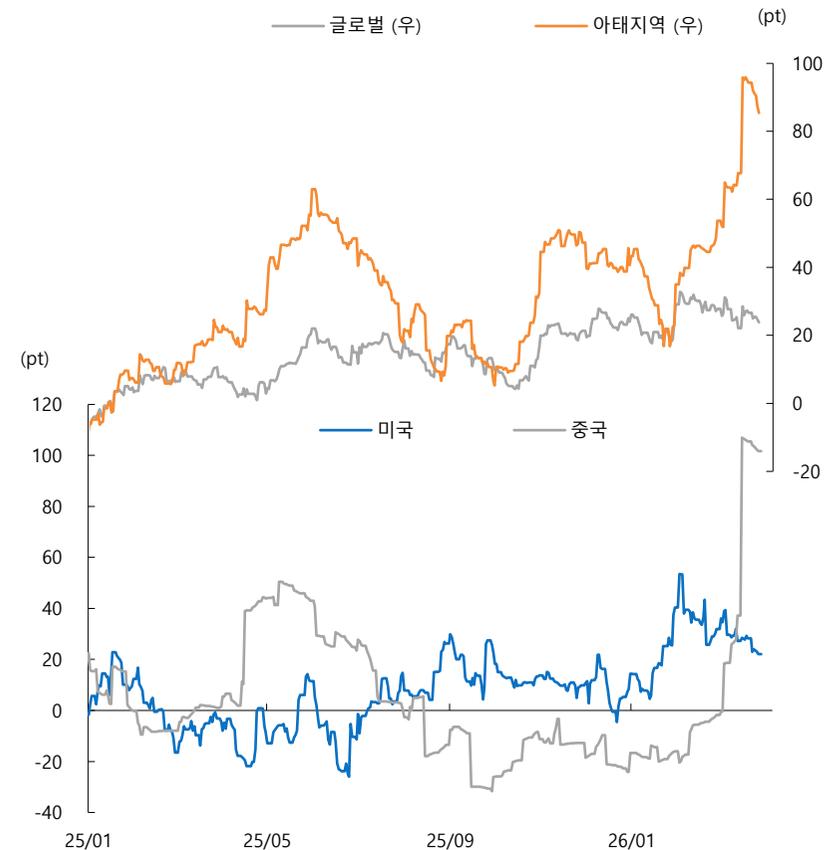
- 글로벌 경기의 피크 아웃 시점이 상반기로 당겨지는지 여부가 중요. 유가에 따른 수요 파괴 및 연준의 긴축에 따른 경기 둔화 압력 확대에 유의
- 2분기를 경기 소순환 사이클의 고점 통과 시점으로 봐야할 가능성

<그림> 글로벌 경기 사이클 고점에 근접하는 구간



자료 : OECD, Bloomberg, iM증권 리서치본부

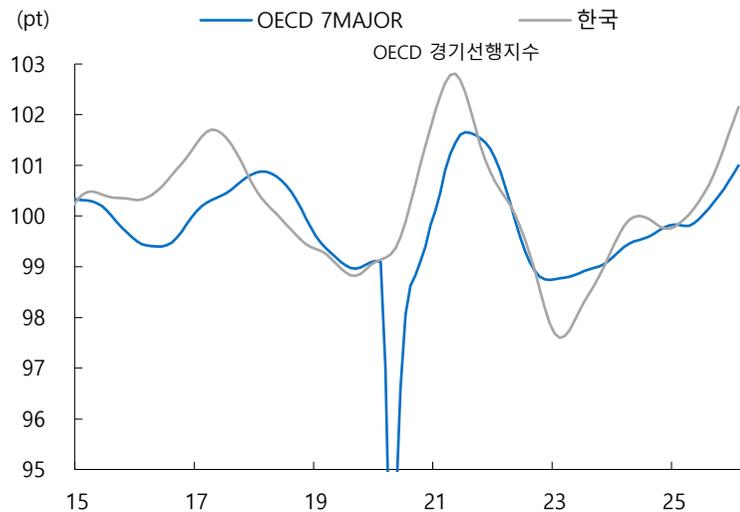
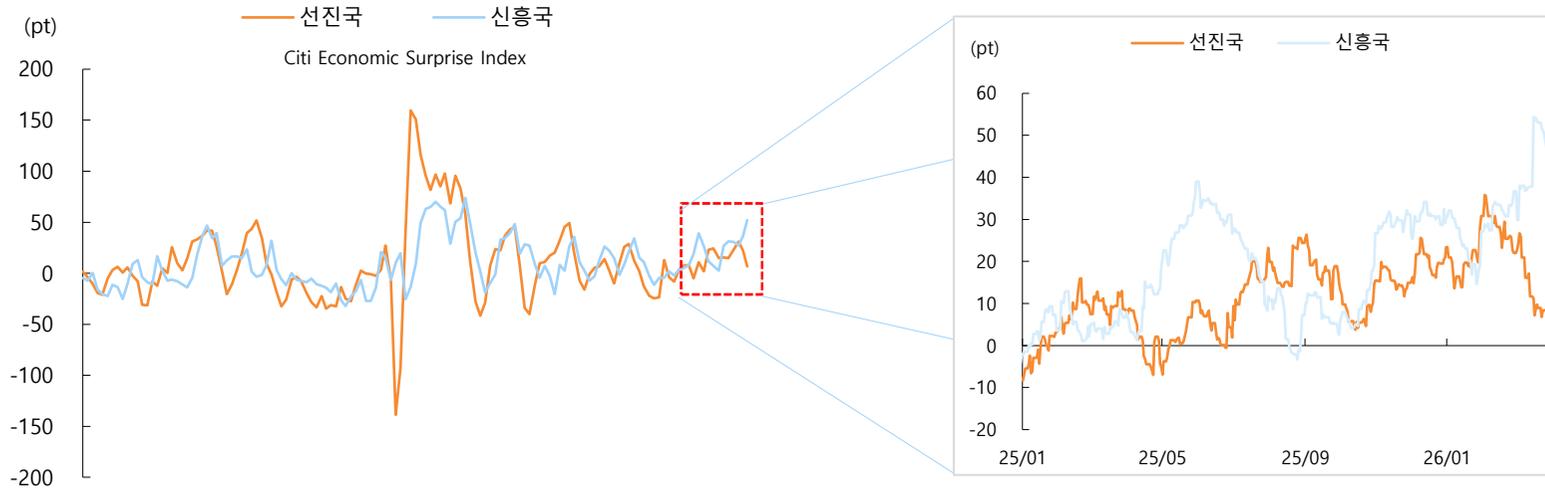
<그림> 선진국은 이미 피크아웃 하는 모습. 둔화 국면이 확실시해질 수도. 신흥국 경기의 경기 흐름이 고점을 지나는지 유의 (Citi Surprise)



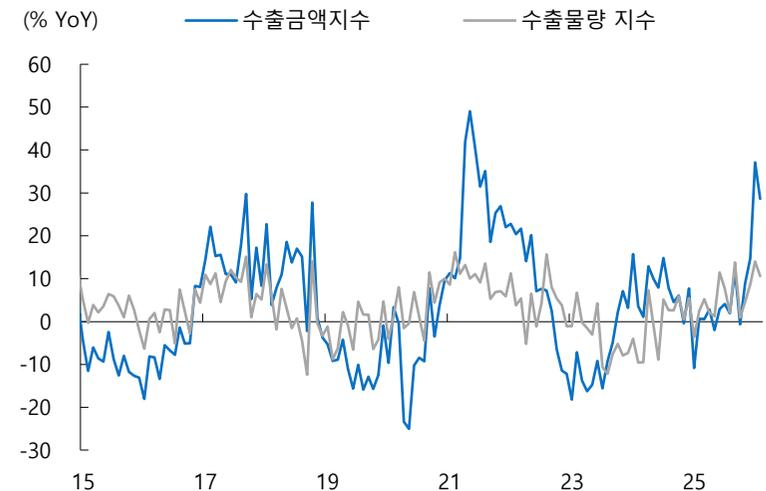
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

신흥국 사이클 피크아웃에 대한 우려

<그림> 선진국 경기 먼저 둔화. 전쟁발 에너지 충격 등으로 선진국의 경기 모멘텀 둔화 지속시 신흥국만 나홀로 좋은 상황은 오래가기 어려울 것.



<그림> 한국, 수출 단가가 좋아지는 질적 성장도 잘 보이는 상황이나 피크아웃 가능성이 높아지고 있음



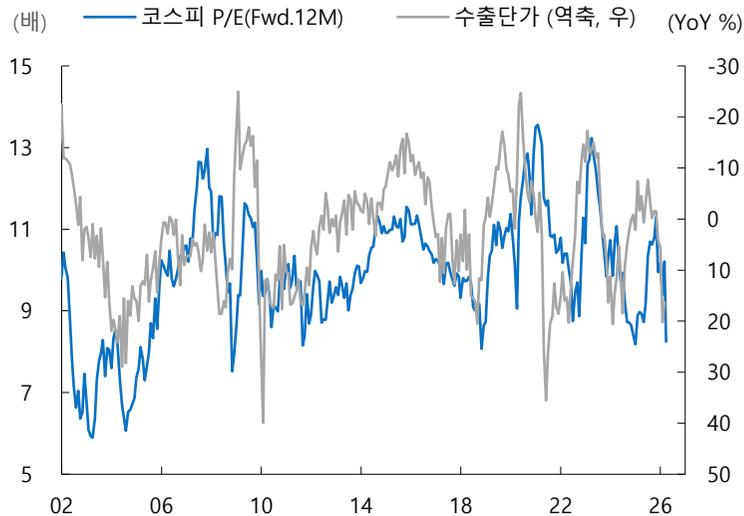
자료 : OECD, Citi, Bloomberg, iM증권 리서치본부

자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

멀티플 확장이 어려운 매크로 환경

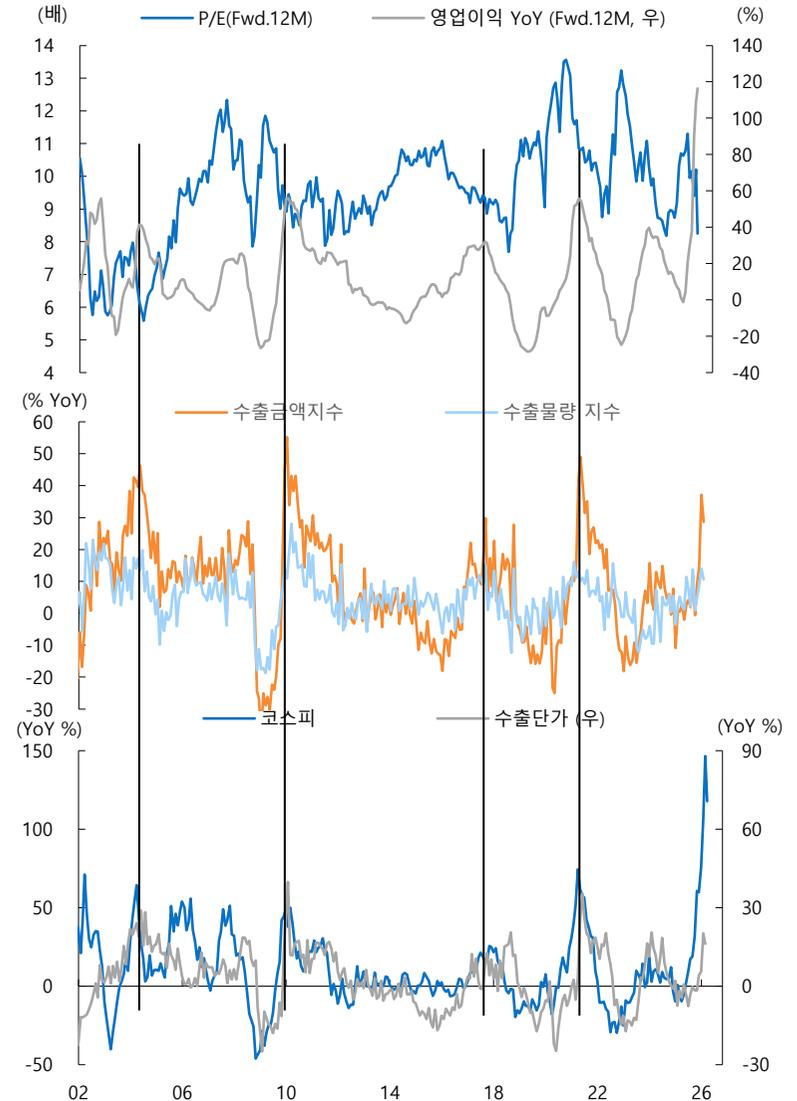
- 역사적으로 한국 수출 단가가 고점을 향해갈 때 코스피 멀티플은 하락
- 수출이 가장 잘 될 때(사이클의 고점) 밸류에이션이 가격을 결정짓는 요인이 아님
- 단기 사이클 고점 통과 우려 및 복잡한 매크로 환경에서 멀티플 확장이 당장의 증시 상승의 동력이 되기는 어렵다는 판단
- 이익에 기대어 성장해야 하는 증시
- 반도체 이외 이익이 성장하는 섹터와 종목에 관심을 가져야

<그림> 수출의 성과가 가장 좋을때 역설적으로 멀티플이 제일 낮았음



자료 : 한국은행, Quantiwise, iM증권 리서치본부

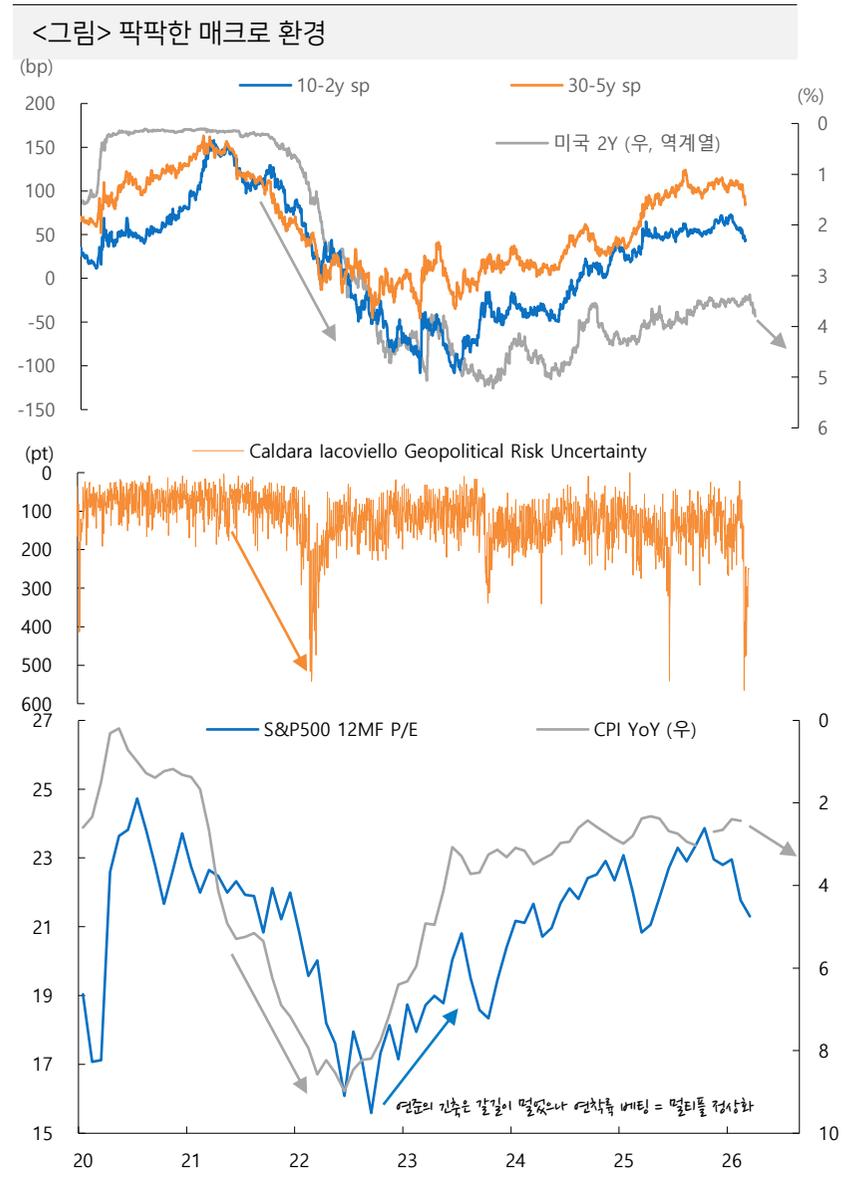
<그림> 멀티플 상승을 기대하기 어려울 수도



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

불편한 금리와 불확실성

- 연준의 금리 경로 변화에 따른 멀티플 확장 어려움
- 실질금리가 하락하면 할인율이 낮아지면서 동일한 이익에 더 높은 배수를 부여할 수 있는 환경이 만들어지는 것과 정반대
- 지정학 리스크, 정책 불확실성, 신용 이벤트 등으로 눌러 있던 리스크 프리미엄이 걷히면 이익 전망이 크게 바뀌지 않아도 멀티플이 빠르게 회복. 지금은 정반대 상황.
- 이익 사이클에 대한 이견은 크게 없음. 2분기 매크로 환경을 감안해보면 지수의 상승은 멀티플 확장에 기대기 어렵다고 판단. 저렴하다는 논리로 접근하기 어려움
- 전쟁에 대한 빠른 종식은 best 시나리오로 코스피는 전고점을 넘어설 수 있겠을 것

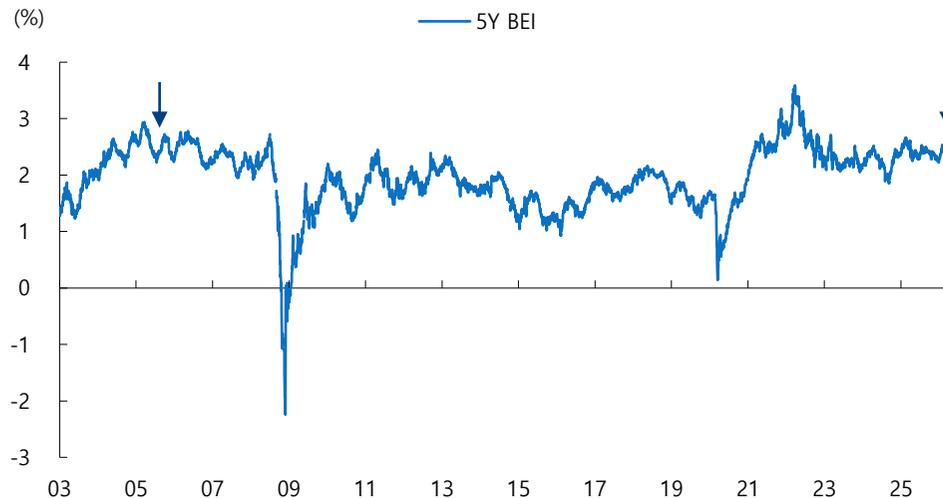


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

BEI로 살펴보는 인플레 우려

- 경기가 양호한 시기와 그렇지 않은 시점은 구별해서 봐야
- 수요 견인 BEI 상승일 경우 시클리컬의 성과가 양호했으나 그렇지 않을 경우 유의해야 할 것
- 수요 견인 BEI 상승시 조선, 자본재, 기계, 에너지, 운송 등은 3개월 수익률 상위권
- 하지만 지금은 강한 수요로 인한 인플레 기대감 확대가 아니라 공급 충격에 따른 것. 전쟁 장기화 혹은 높은 에너지 가격 유지시 시장에는 부정적일 것

<그림> 5년 인플레 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 3개월간 5년 BEI가 0.3%p 이상 상승한 사례

#	시점	BEI(%)	3M변화(%p)	배경
1	2003-10	2.06	+0.31	이라크전 후 원자재 상승+경기회복
2	2004-02	2.38	+0.36	중국 슈퍼사이클 초기
3	2004-11	2.76	+0.49	중국 수요+유가 상승
4	2005-09	2.72	+0.41	허리케인 카트리나+유가 급등
5	2006-02	2.68	+0.33	글로벌 확장+원자재 랠리
6	2007-01	2.42	+0.32	중국/EM 수요 정점 접근
7	2008-06	2.63	+0.44	원자재 슈퍼사이클 말기. WTI \$140
8	2009-12	2.13	+0.76	GFC 후 리플레이션
9	2011-02	2.15	+0.61	아랍의봄+QE2 유동성
10	2012-03	2.02	+0.43	ECB LTRO+미국 고용 개선
11	2012-09	2.11	+0.39	QE3 발표
12	2018-02	2.04	+0.31	미국 임금상승+확장재정
13	2021-01	2.21	+0.62	백신+리오프닝+재정부양
14	2021-10	2.89	+0.33	공급망 병목+에너지 위기
15	2022-02	3.11	+0.31	러시아-우크라이나 전쟁
16	2024-11	2.33	+0.32	트럼프 당선+관세 우려
17	2026-03	2.66	+0.40	관세 불확실성+ 전쟁발 유가 상승

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부



Ⅲ. 이익을 찾아서

국내증시 전망, 멀티플 확장은 어려운 환경

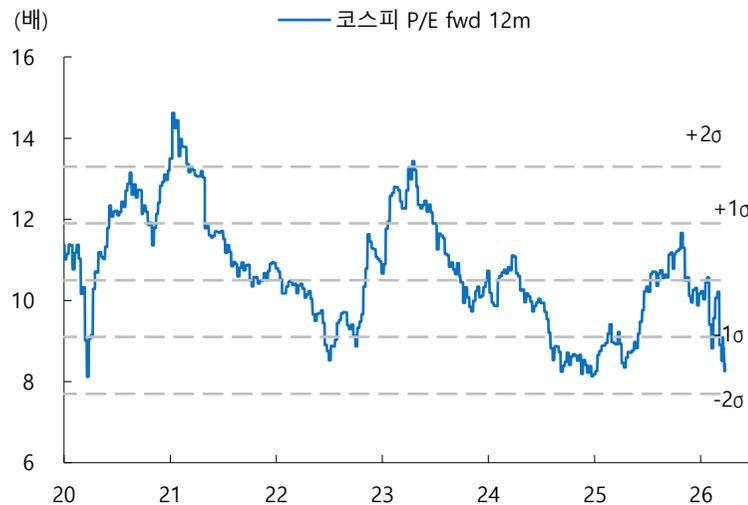
- 반도체 이익 사이클은 계속될 전망. 반도체 이익 상향 여력을 감안하면 지수 EPS 성장은 지속될 것으로 보임. 하지만 매크로 환경이 복잡해지면서 멀티플 확장을 기대하기 어려움.
- 전쟁 이후 멀티플 확장에 다소 제약이 있을 것. 이익 모멘텀이 강하거나 밸류에이션 부담이 적은 섹터와 종목으로의 옥석 가리기 본격화 전망.
- 유가 상승이 변수. 전쟁의 상흔은 실물 경제에 영향을 줄 것. \$100 전후 수준의 유가가 지속될 경우 하반기 연준의 동결 시나리오가 현실화 될 수 있음. 글로벌 경기 고점 통과 시점이 당겨졌을 수 있음을 유의해야.

<그림> 당장 가시적인 타겟은 6,500pt

			12MF P/E				
			-2σ	-1σ	5년 평균	+1σ	+2σ
			7.8	9.0	10.2	11.4	12.6
12MF EPS	-20%	521.1	4,088.7	4,717.7	5,346.8	5,975.8	6,604.8
	-15%	553.7	4,344.3	5,012.6	5,681.0	6,349.3	7,017.6
	-10%	586.3	4,599.8	5,307.5	6,015.1	6,722.8	7,430.4
	-5%	618.8	4,855.3	5,602.3	6,349.3	7,096.3	7,843.3
		651.4	5,110.9	5,897.2	6,683.5	7,469.8	8,256.1
	5%	684.0	5,366.4	6,192.0	7,017.6	7,843.3	8,668.9
	10%	716.5	5,622.0	6,486.9	7,351.8	8,216.7	9,081.7
	15%	749.1	5,877.5	6,781.8	7,686.0	8,590.2	9,494.5
	20%	781.7	6,133.1	7,076.6	8,020.2	8,963.7	9,907.3

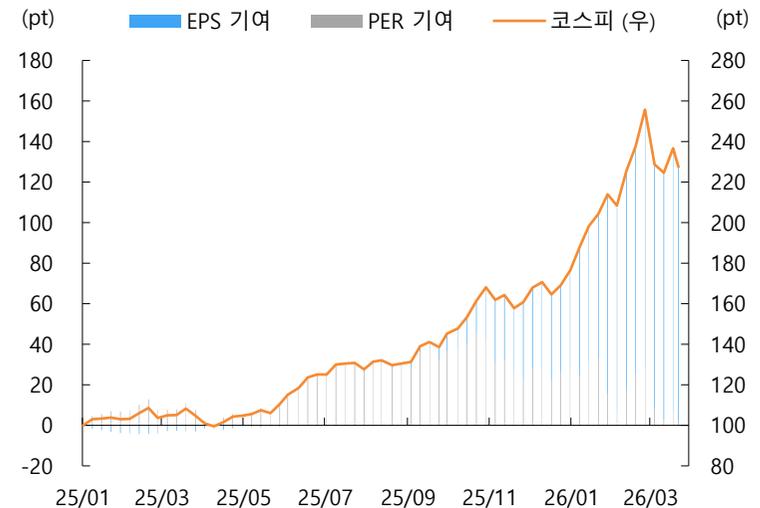
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 지수 멀티플은 역사적 하단



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 이익 상승으로 설명되는 코스피 누적 상승



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

전쟁 이후 멀티플 훼손

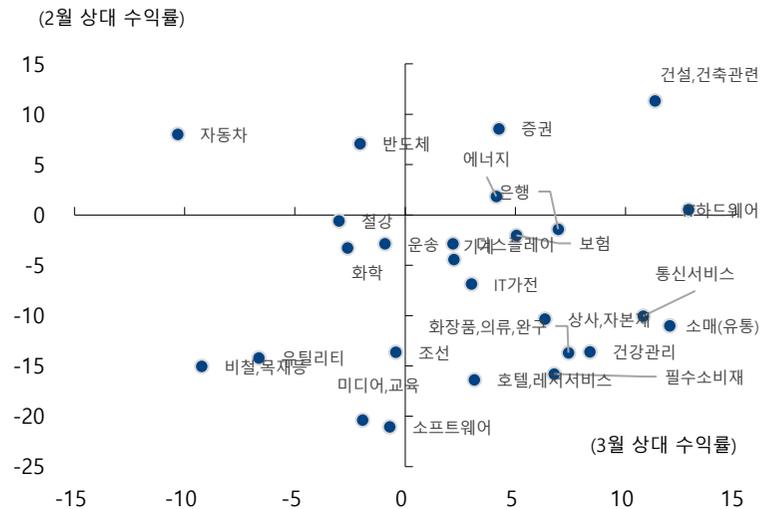
- 유가의 상흔이 하반기 매크로 환경에 영향을 줄 수 있겠으나 당장 기업의 펀더에 직접적인 영향은 적은 것으로 보임
- 이익 하향은 제한적이었음. 멀티플 하향으로 대외적인 변수에 대한 불확실성을 주가는 반영한 것.
- 전쟁으로 2월과 3월의 시장 색은 바뀌고 있음 (보수적인 방향)
- 시장이 악세로 전환되기 전에 이익의 하향 조정은 뚜렷하지 않을 것. 추정치는 후행적으로 가격에 반응할 것

<그림> 전쟁 전후 어닝과 멀티플 변화폭

	12m fwd 당기순이익 (%)		12m fwd P/E (pt)	
	연초대비	전쟁 이후	연초대비	전쟁 이후
삼성전자	130.8	10.63	-3.44	-1.96
SK하이닉스	118.2	7.80	-2.40	-0.82
현대차	-1.20	1.42	4.57	-4.44
코스피	64.53	7.30	-1.76	-1.78

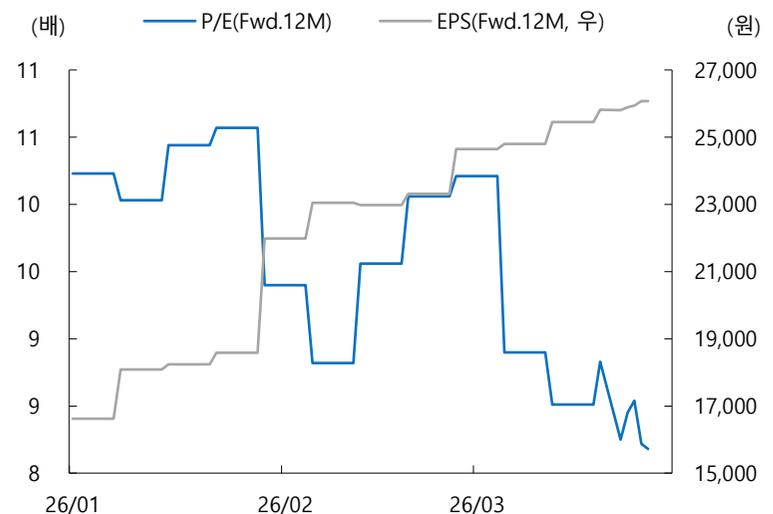
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 전쟁으로 2월에 언더했던 섹터의 반격 (3사분면)



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 전쟁의 타격에도 어닝은 양호함. 오히려 멀티플 하락의 기점이 됨

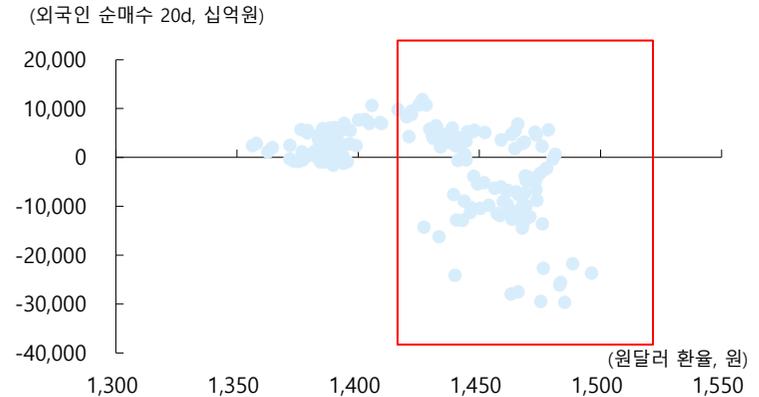


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

환율 약세가 무조건 시장에 약재는 아닌 구간임을 확인하는 중

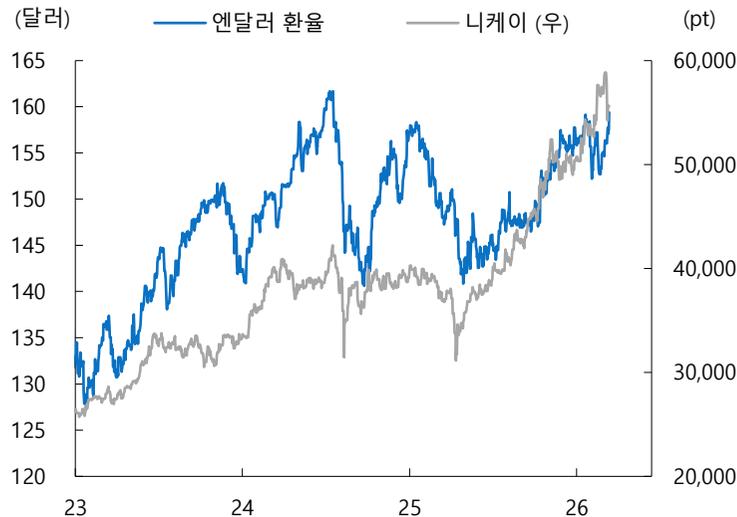
- 환율 상승이 코스피 하락을 의미하지 않음. 구조적 디커플링 본격화.
- 외국인 수급에 대한 의존도가 줄어 환율 상승이 코스피 약세로 이어지지 않음. 작년 하반기부터 환율이 높아짐과 동시에 증시는 상승.
- 일본의 경우 엔달러 환율과 니케이가 유사한 궤적을 그림. 한국 또한 환율과 증시가 같은 경로를 그리는 새로운 국면에 접어들었음.

<그림> 환율 약세는 외국인 수급에 부정적



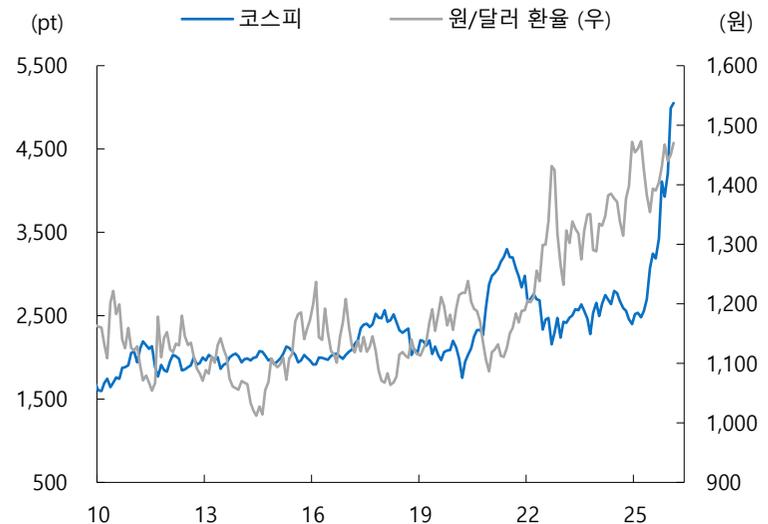
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 일본의 경우처럼 환율과 증시가 유사한 궤적을 그릴 수도



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 코스피와 원달러 환율은 같은 방향으로 움직이기 시작.

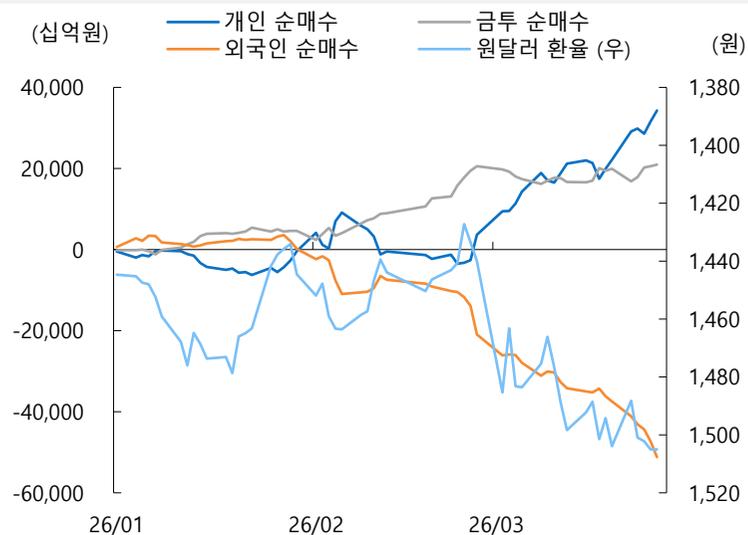


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

원화 약세 기조가 완전히 해소되기 전까지 외국인 수급을 크게 기대하긴 어려울 것

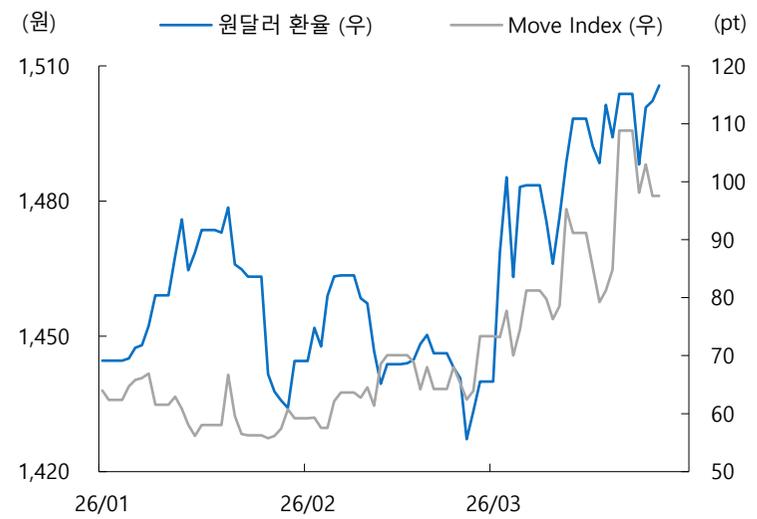
- 연초부터 꾸준히 외국인의 순매도세 지속되고 있으나 개인들의 수급으로 지수의 레벨은 유지되고 있는 상화항
- 원달러 환율 약세 지속되며 1,500원 수준을 넘어서게 되면서 외국인 순매도의 배경으로 작용한 것으로 보임
- 글로벌 주요국 채권 금리가 박스권 상단을 뚫고 상승 하는 등 채권 시장의 약세와 변동성 확대의 결과로 한국 이탈 수요를 늘린 것으로 보임
- 시총 상위 종목 비중 조절 및 한국 증시 비중 조절 등의 원인이 외국인 순매도의 이유로 지적되었음
- 앞으로는 거시적 환경 악화로 인한 매도세가 본격화될 수 있을 것

<그림> 외국인 순매도세는 원화 약세와 한국 비중 조절 등의 이유로 보임



자료 : Quantiwise, Bloomberg iM증권 리서치본부

<그림> 금융시장의 혼란은 환율 약세로

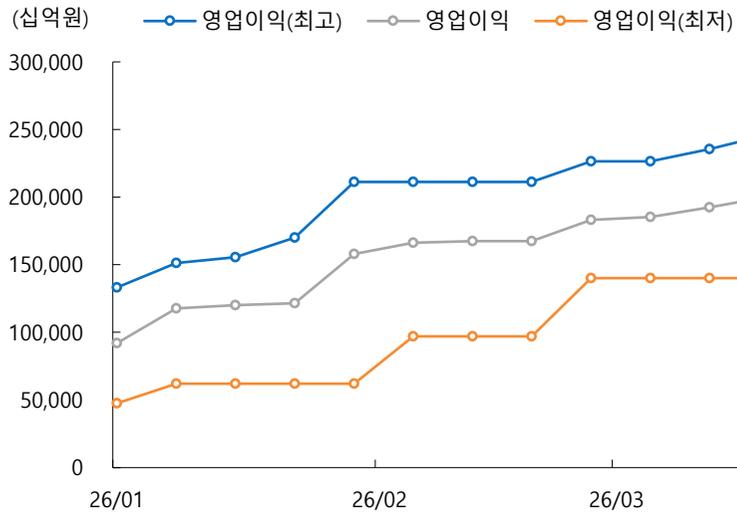


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

여전히 반도체 이익 상향 사이클

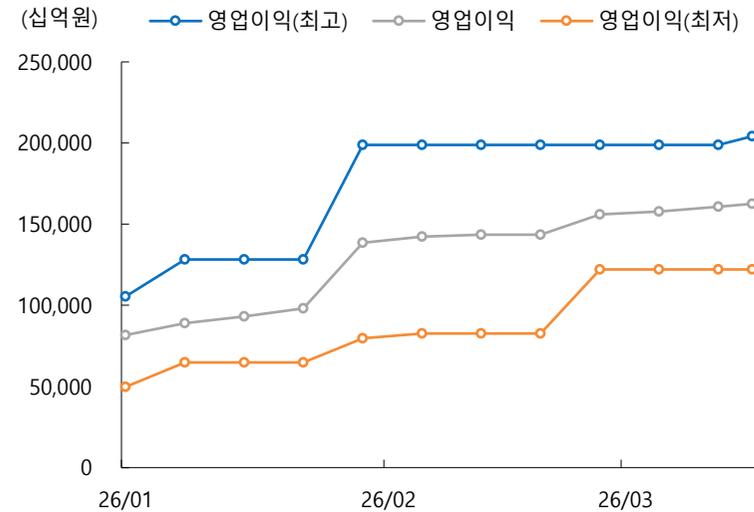
- 국내 증권사 컨센서스는 글로벌 전망치에 비해 여전히 낮음
- 반도체 이익 사이클은 당분간 지속될 가능성이 큼
- 삼성전자와 하이닉스의 영업이익 추정치 최고치 대비 10% 할인한 수준까지 현실화시 코스피 전체 이익 추정치는 약 8% 상향
- 반도체 만으로도 증시의 이익 체력이 높아질 여력이 큼
- 전자/닉스 제외한 이익 성장률은 둔화되고 있어 증시의 고점에 가까워질 수록 전자/닉스와 그 이외로 나누어서 접근 해야할 것

<그림> 삼성전자 이익 추정치 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> SK하이닉스 이익 추정치 추이

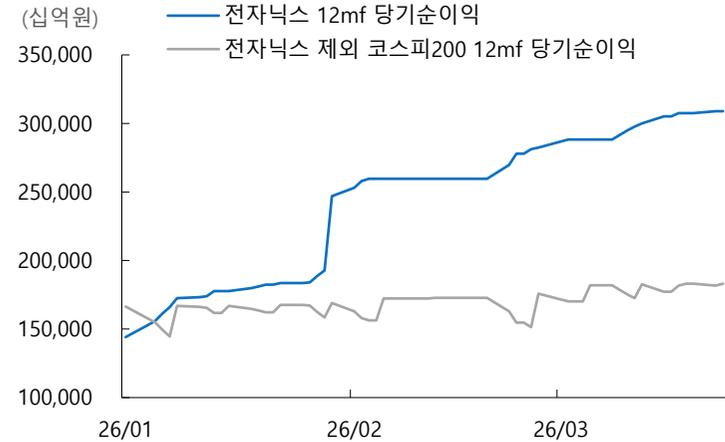


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

이익 추정치는 반도체 중심으로만 진행

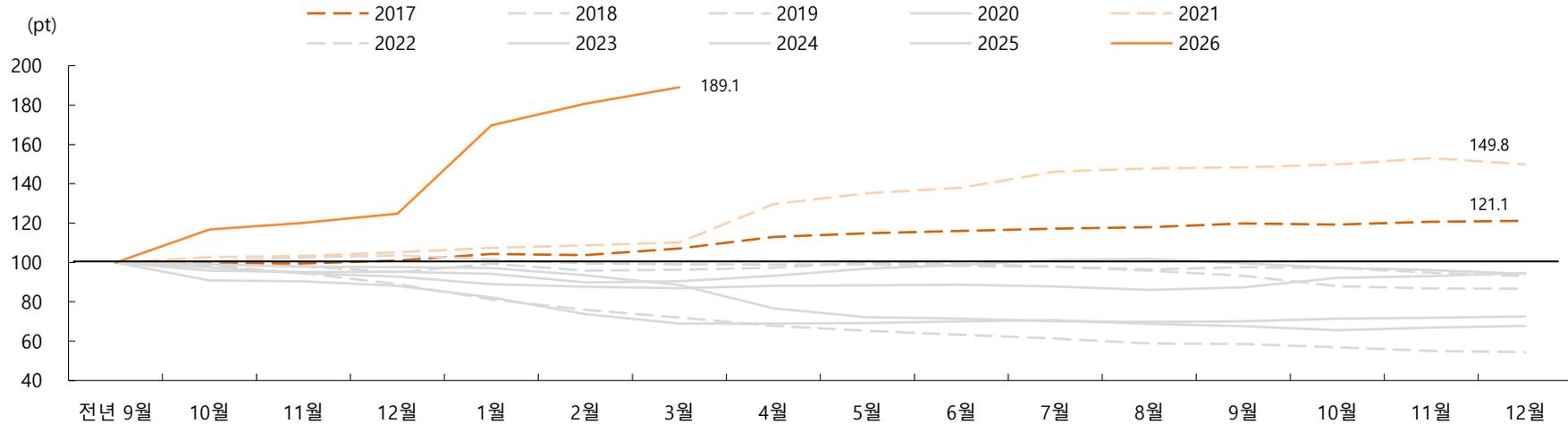
- 높은 명목 성장 속에 반도체 주도 이익성장 지속
- 전년도 전망치를 상회한 적은 반도체 슈퍼사이클이 항상 동반되었음
- 다만 내년 전망치를 얼마나 현실화 할 수 있을지가 하반기 고민
- 반도체 이외 나머지 섹터의 이익 추정치는 큰 상향 조정이 부재한 상황

<그림> 반도체 이외 섹터의 추정치 상향은 미미한 상황



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

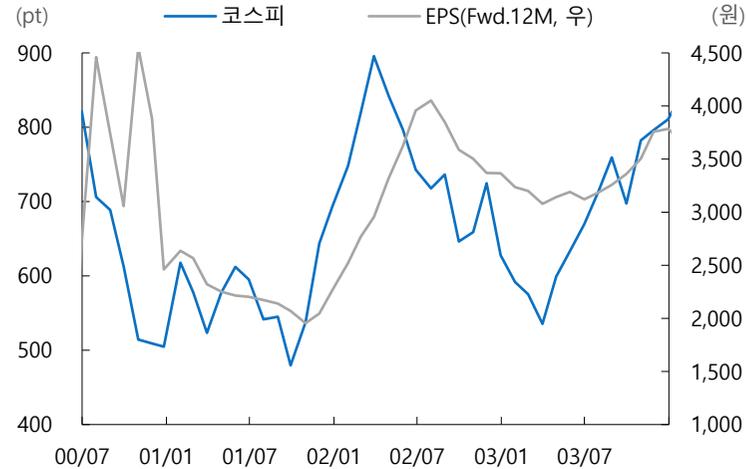
<그림> 반도체 사이클은 전년도의 이익 전망을 현실화 시켰음



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

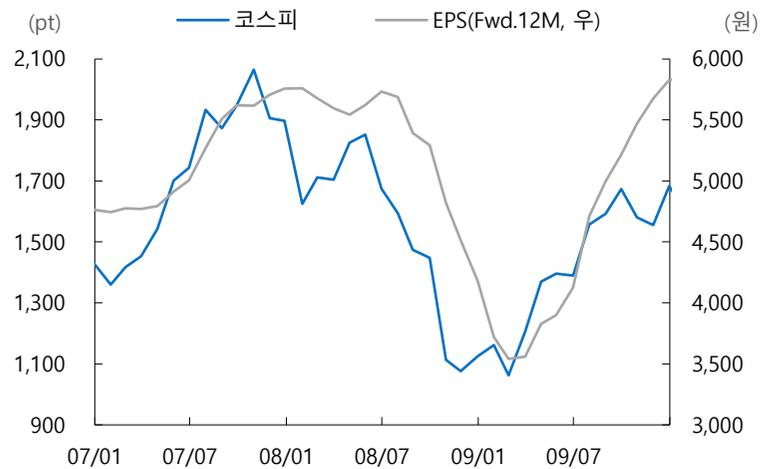
변곡점에서 어닝은 후행한다는 사실을 잊지 않아야

<그림> 00년대 초반 증시와 어닝 추이



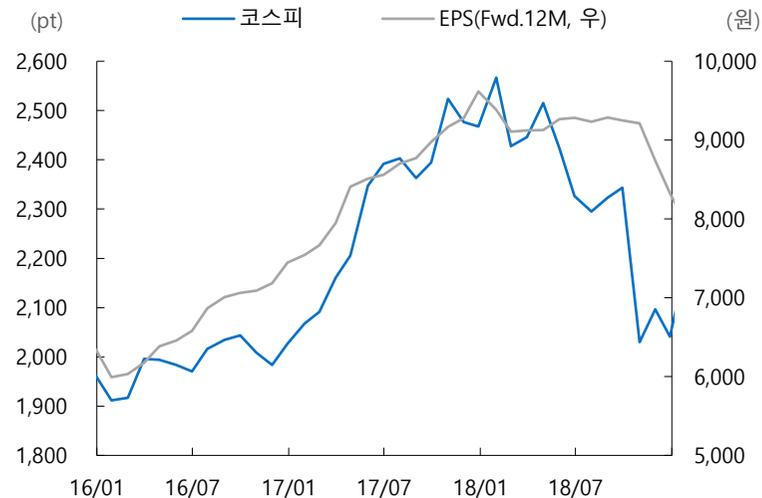
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 07년 금융 위기 당시 어닝 증시와 어닝 추이



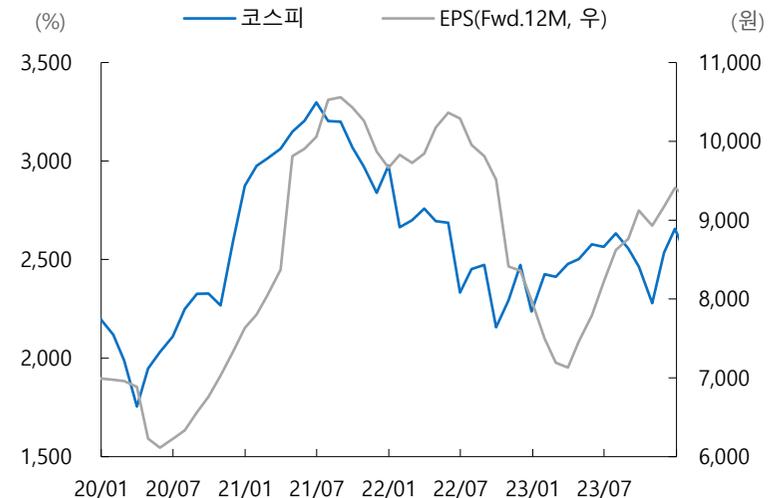
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 이익 17년 반도체 사이클 당시 증시와 어닝 추이



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 이익 17년 반도체 사이클 당시 증시와 어닝 추이

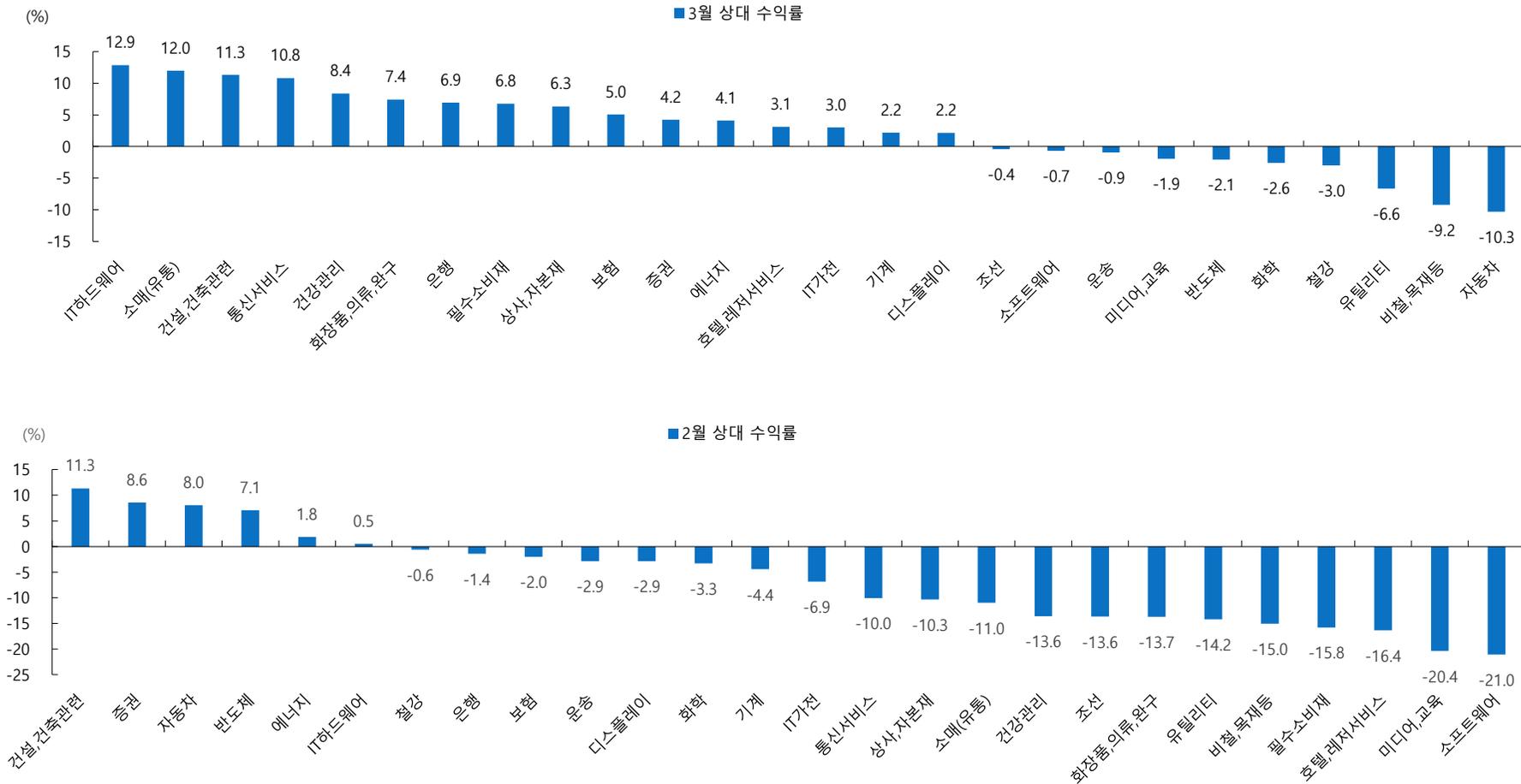


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

글로벌 증시가 쉬어가는 국면인지 확인할 필요: 지수가 쉬면서 종목장세의 시작일 가능성

- 건설, 방산, 반도체 등은 2월과 3월 성과 상위권에 자리

<그림> 에너지, 반도체, 건설 아웃퍼폼



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

역사적 밸류에이션 하단, 그럼에도 저렴하다고 덤벼들기 어려운 환경

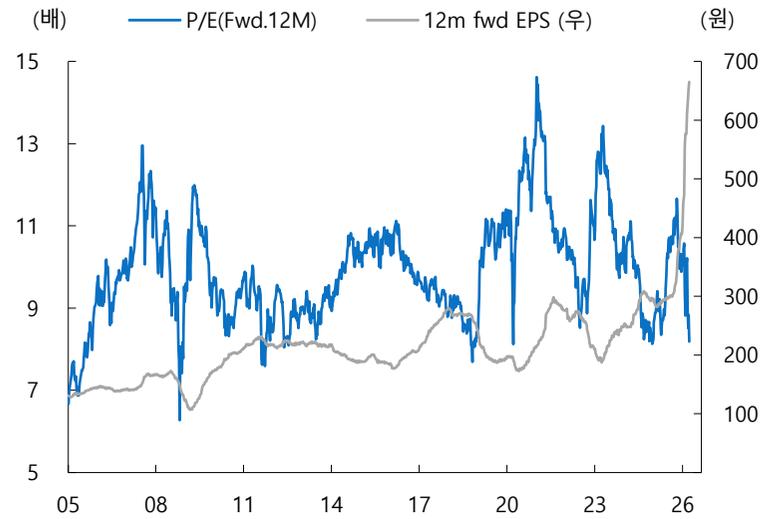
- 코스피 12m fwd P/E는 실적 전망치 상향에 힘입어 과거 평균(10배 초반)보다 낮은 수준에 머무르고 있음
- 삼성전자와 하이닉스는 증시 멀티플을 낮추는데 크게 기여하는 중 (삼성전자: 7.5배, 하이닉스: 5.1배)
- 현대차, 2차 전지의 피지컬 AI 내러티브와 조선/방산/전력의 업사이클 등은 '코스피 ex 전닉'의 높은 멀티플을 설명. 유틸리티, 방산, 로봇, 자동차 등의 리레이팅 등을 감안하면 현재 절대 수준이 높다고 보기엔 어렵지만 비싼건 사실
- 반도체가 나머지 섹터보다 성과가 월등히 좋아야 하지만 최근 장의 유동성과 개인투자자들의 참여를 감안하면 반도체와 그 이외 섹터 멀티플이 당장 좁혀지기는 어려울 것으로 보임. 고점에 가까워질 수록 반도체 이외 섹터의 하락폭이 커지면서 멀티플 스프레드가 좁혀질 것으로 보임.

<그림> 반도체는 이익 상향 속 멀티플 하락



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 영업이익률은 크게 더 늘어나기 힘든 하이닉스

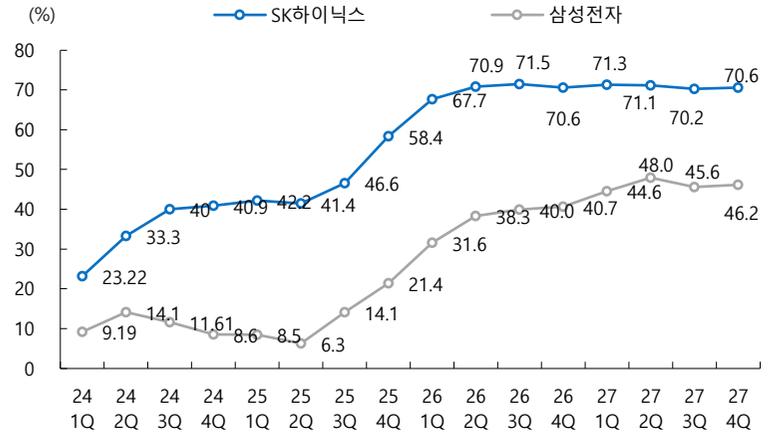


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

이번에는 다른 이익 사이클이지만 부분적으로 선반영되어 있을 수도

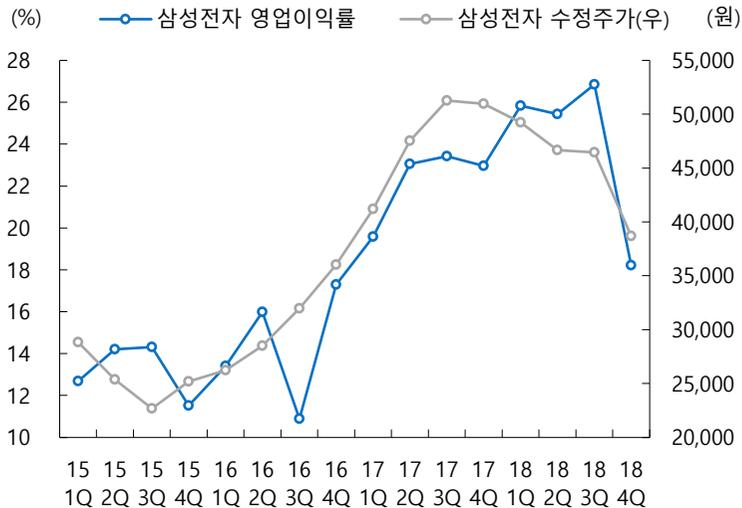
- 영업이익률로 살펴본 삼성전자/SK하이닉스 과거 흐름
- 영업이익률은 이미 충분히 현재 주가에 반영되어있는 것으로 보임
- 하이닉스의 경우 2분기 영업이익률 70% 도달. 이는 이번 사이클 고점 수준으로 추정되는 중
- 17년 고점 당시에는 영업이익률 추이를 주가가 1~2개 분기 선행했음
- 추가 하락을 논하기보다는 상승의 트리거와 모멘텀이 얼마나 많은지를 봐야할 것. 사이클 주식이라는 인식을 완전히 벗어나기에는 시간이 걸릴 것으로 보이며 당장 주가 상승 여력은 이익 상황을 따라 갈 것

<그림> 이번에는 다른 이익 사이클이지만 어느정도 가격에 반영



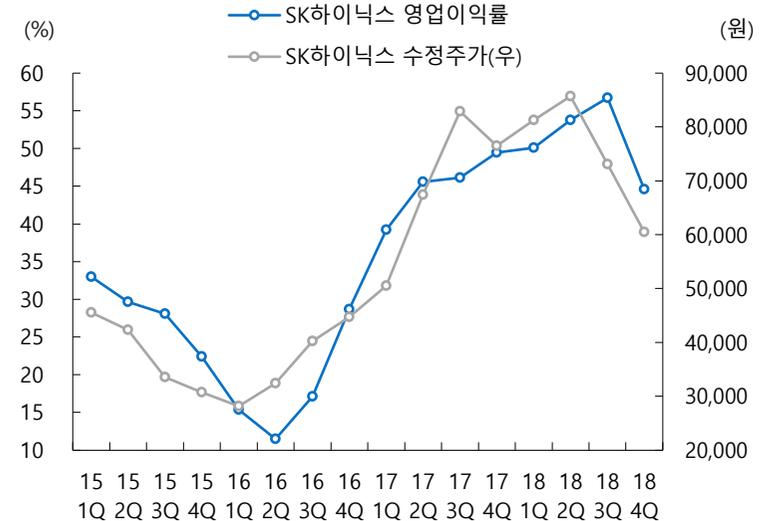
자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 17년 사이클 당시 삼성전자 영업이익률 및 주가 추이



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 17년 사이클 당시 SK하이닉스 영업이익률 및 주가 추이

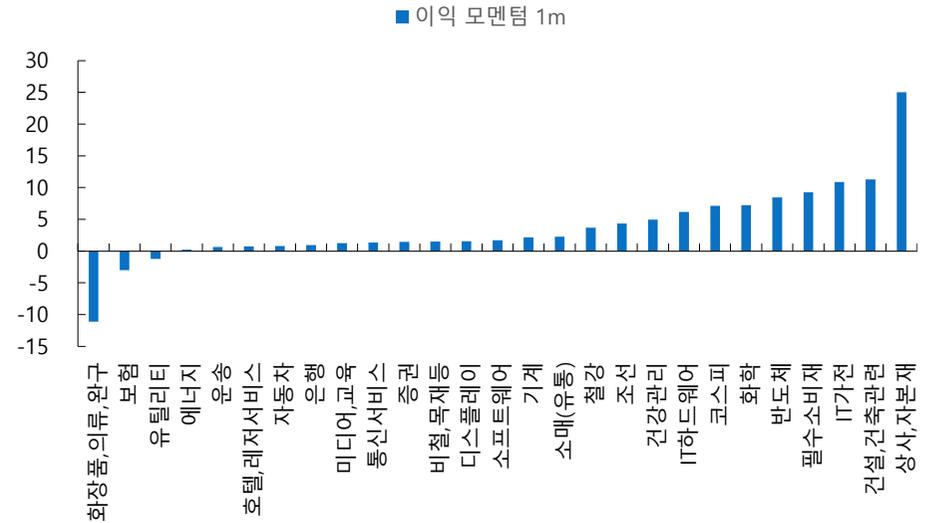


자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

이익 모멘텀 점검: 반도체, 방산, 조선, IT하드웨어

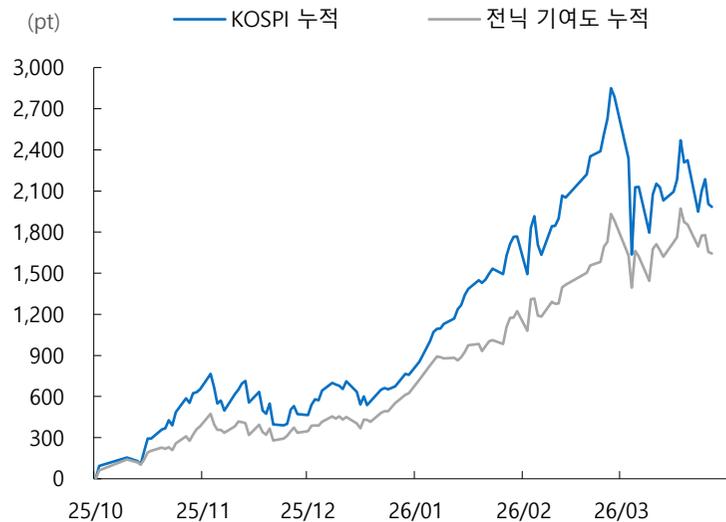
- 반도체 이익 상향 여전히 가파른 상황
- 반도체, 방산, 조선, IT하드웨어 이익 모멘텀 1m, 3m 모두 상위권
- 화장품, 건설, 보험 등은 이익 모멘텀 하위권

<그림> 1개월 이익 모멘텀



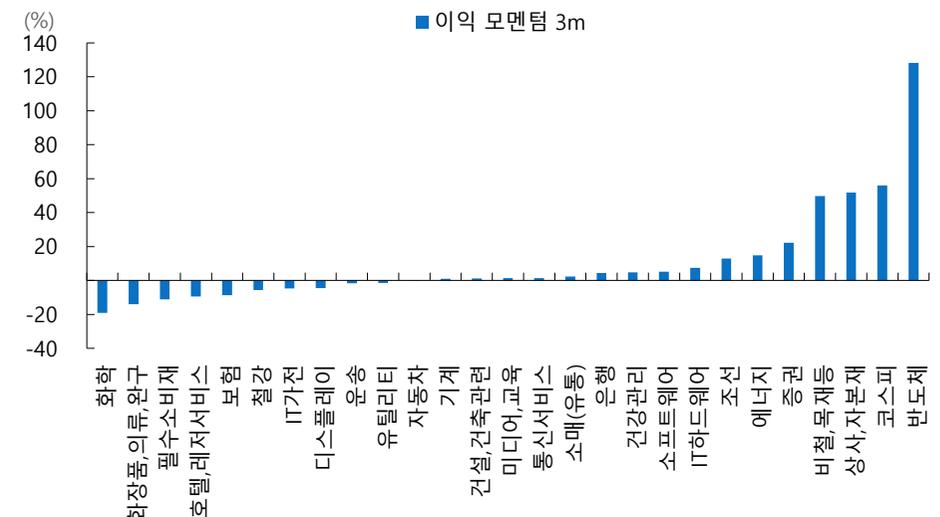
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 전자/닉스의 상승 기여도는 약 80% 이상



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 3개월 이익 모멘텀



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

높아지는 금리 속 성장/가치 로테이션에 대한 고민

- 금리와 경기는 일반적으로 동행하는 모습
- 하지만 이번 사이클은 한국 국고채 금리와 기준금리가 성장에 비해 높은 경로를 보이고 있음.
- 이에 따라 과거 가치/성장의 상대 성과에 대한 금리의 영향이 줄어들었음. 가치주의 성과가 좋아지기 위해서는 증시 전반의 방어적인 로테이션이 확인되거나 실물 경기가 개선되면서 금리 상승이 동반되어야 함.
- AI 사이클의 특성상 고금리가 AI 밸류체인의 기대감보다 우세한 요인이 아니며 금리 수준에 반영된 성장의 강도가 크지 않기 때문에 가치주의 반등이 쉽지 않은 것
- 미국의 순환매 속 가치주 반등과는 차별화되는 모습

<그림> 금리가 높은 구간이지만 가치주로의 로테이션이 강하지 않음



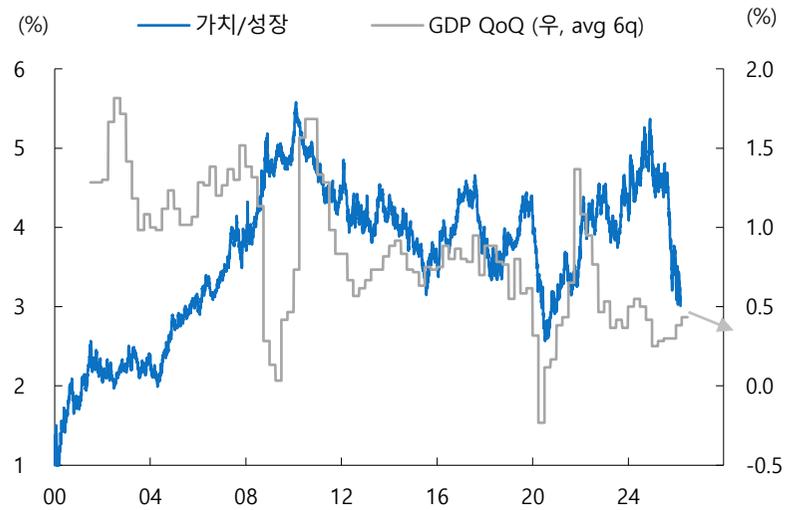
자료 : 한국은행, Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 역사적으로 금리가 높으면 가치주의 아웃퍼폼이 있었음



자료 : 한국은행, Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 경제 성장이 뒷받침 되지 않는 이례적인 높은 금리



자료 : 한국은행, Quantwise, iM증권 리서치본부

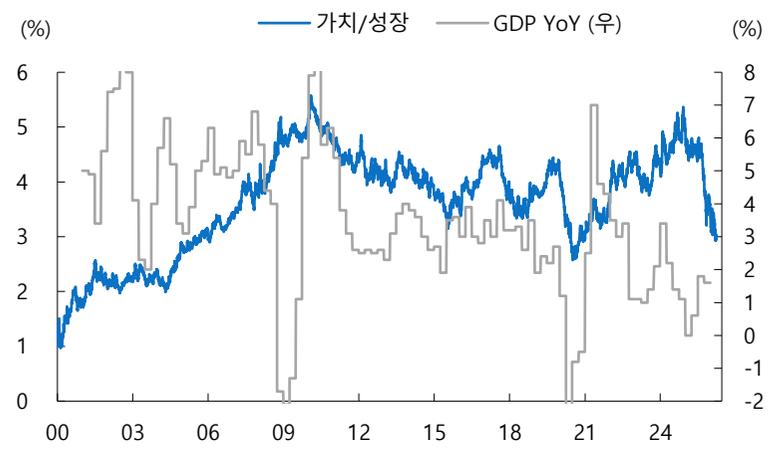
높아지는 금리 속 성장/가치 로테이션에 대한 고민

<그림> 경기 선행지수와의 디커플링



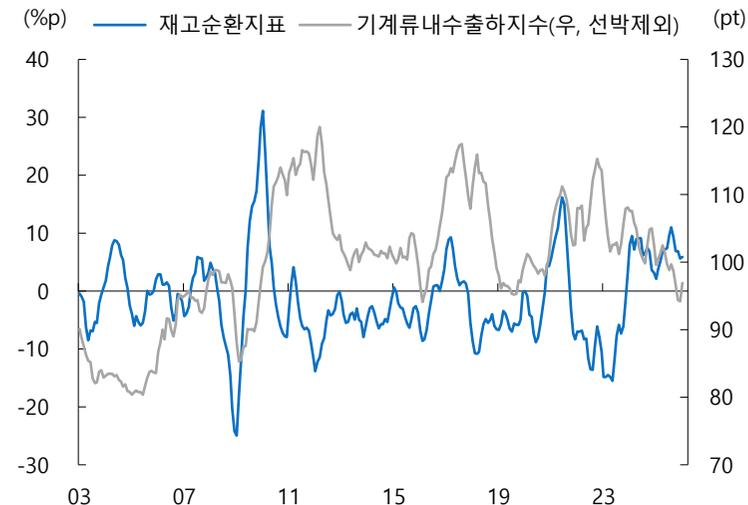
자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 저성장 기조 속에서 성장 이외 요인으로 인한 채권금리 상승이기 때문



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 내수 경기의 개선세가 크지 않음



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 실제 내수 경기가 크게 개선된 부분은 적음



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

채권 금리 상승에 따른 은행 업종

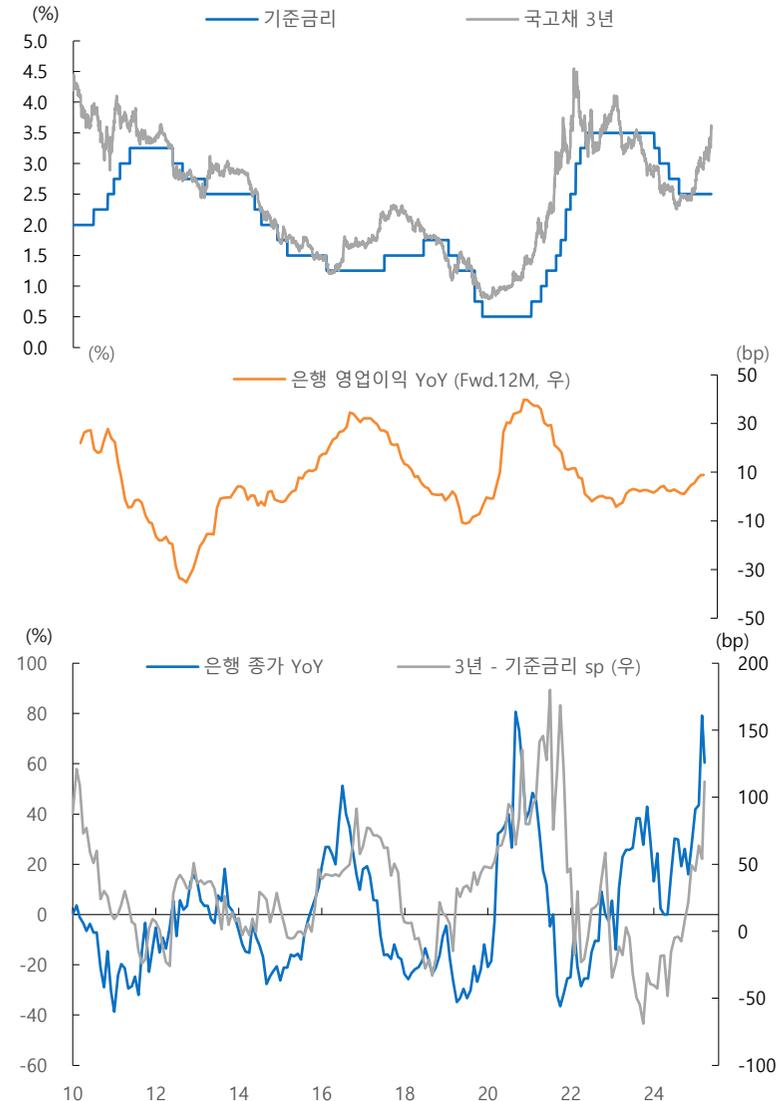
- 시장 금리(국고채 3년물 등)의 상승 추세에 발맞춰 은행의 신규 및 잔액 기준 대출 금리 역시 뚜렷한 동반 상승세를 보이고 있음
- 시장 금리가 기준금리를 상회하며 선반영되는 구간에서는 은행의 대출 마진이 좋아져 순이자마진(NIM)이 확대 기대
- 과거 추이를 보더라도 이러한 금리 스프레드의 확대는 은행주의 주가 (YoY) 상승 흐름과 매우 강한 양의 상관관계
- 시총 상위권에 있는 방어적 섹터이면서 탐다운 아이디어가 작동하기 좋은 섹터

<그림> 채권 약세에 따른 대출 금리 상승



자료 : 인포맥스, Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 기준금리 인상 프라이싱 속 채권 약세 = 은행의 마진 개선



자료 : 인포맥스, Quantiwise, iM증권 리서치본부

경기 국면별 섹터 성과

- 국면블렌딩 = 확장국면 상대 수익률 × 0.30 + 둔화국면 상대수익률 × 0.70
- 국면 분류 기준: US Citi Surprise(중앙값 7.1) × G20 OECD CLI MoM(0 기준)

국면별 섹터 성과

순위	섹터	확장 상대(%p)	확장 점수	둔화 상대(%p)	둔화 점수	블렌딩 raw	블렌딩 점수	확장순위	둔화순위
1	반도체	+1.83	100.0	+0.70	79.4	0.07	100.0	1	5
2	자동차	+0.94	78.1	+0.44	71.7	0.04	77.8	3	6
3	IT하드웨어	+0.94	78.2	+0.18	63.9	0.04	76.7	2	7
4	조선	+0.78	74.3	-0.27	50.6	0.03	70.9	5	13
5	기계	+0.80	74.8	-0.45	45.0	0.03	70.5	4	15
6	에너지	+0.44	65.9	-0.74	36.5	0.01	60.7	6	19
7	증권	+0.20	59.9	-0.01	58.1	0.01	58.2	10	9
8	은행	+0.29	62.1	-0.79	35.0	0.00	56.8	7	20
9	SW	-0.15	51.5	+1.39	100.0	0.00	56.6	14	1
10	IT가전	+0.12	57.9	-0.47	44.5	0.00	54.2	12	16
11	철강	+0.25	61.3	-1.28	20.4	0.00	53.8	8	24
12	상사자본재	+0.13	58.4	-1.06	26.8	0.00	52.0	11	22
13	화학	+0.04	56.1	-1.06	26.9	-0.01	49.8	13	21
14	디스플레이	+0.20	59.9	-1.96	0.0	-0.01	49.3	9	26
15	비철목재	-0.20	50.1	-0.43	45.6	-0.01	46.9	15	14
16	보험	-0.42	44.7	-0.11	55.2	-0.02	43.1	16	10
17	운송	-0.54	41.9	-0.25	51.1	-0.02	39.8	17	12
18	건설	-0.71	37.8	-0.24	51.3	-0.03	35.9	18	11
19	건강관리	-1.23	24.8	+1.00	88.5	-0.04	29.2	21	2
20	미디어교육	-0.82	35.0	-1.63	9.7	-0.04	26.8	19	25
21	화장품의류	-1.42	20.2	+0.99	88.1	-0.04	24.7	22	3
22	소매유통	-1.15	27.0	-1.18	23.2	-0.05	21.2	20	23
23	유틸리티	-1.72	12.8	+0.09	61.2	-0.06	13.5	23	8
24	호텔레저	-1.81	10.6	-0.65	39.0	-0.07	8.0	24	18
25	필수소비재	-2.24	0.0	+0.92	85.9	-0.07	5.0	26	4
26	통신	-2.15	2.3	-0.65	39.1	-0.08	0.0	25	17

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

유가가 90불 이상인 국면에서의 섹터별 성과

- 현재 상황: 확장→둔화 전환 + WTI ~\$95 → "둔화" 및 "둔화+침체"

유가가 90불 이상인 경우 경기 상황에 따른 섹터별 성과

순위	섹터	둔화+침체 (41개월)				둔화만 (17개월)				확장제외 (46개월)			
		상대 (%p)	승률 (%)	raw	점수	상대 (%p)	승률 (%)	raw	점수	상대 (%p)	승률 (%)	raw	점수
1	필수소비재	2.37	78.0	1.85	100.0	2.03	70.6	1.44	94.9	2.10	76.1	1.60	100.0
2	화장품의류	2.48	63.4	1.57	88.7	2.41	64.7	1.56	100.0	2.20	63.0	1.39	90.1
3	유틸리티	1.44	58.5	0.84	58.2	1.82	64.7	1.18	84.4	1.24	58.7	0.73	59.1
4	호텔레저	1.37	61.0	0.83	57.9	-0.85	52.9	-0.45	17.9	1.32	60.9	0.80	62.6
5	자동차	1.49	53.7	0.80	56.5	1.50	52.9	0.80	68.7	1.61	56.5	0.91	67.8
6	비철목재	0.92	56.1	0.52	44.8	0.47	58.8	0.28	47.5	0.67	54.3	0.36	41.9
7	건강관리	0.71	56.1	0.40	39.8	0.01	47.1	0.00	36.4	0.83	54.3	0.45	46.0
8	보험	0.71	51.2	0.36	38.4	0.00	52.9	0.00	36.1	0.74	50.0	0.37	42.3
9	통신	0.70	48.8	0.34	37.6	0.39	47.1	0.18	43.6	1.11	52.2	0.58	52.1
10	미디어교육	0.23	48.8	0.11	27.9	-0.27	41.2	-0.11	31.6	0.36	50.0	0.18	33.4
11	건설	0.16	53.7	0.08	26.8	1.37	64.7	0.89	72.4	-0.12	52.2	-0.06	21.9
12	반도체	0.18	43.9	0.08	26.5	-0.14	41.2	-0.06	33.9	-0.01	43.5	0.00	24.6
13	IT가전	0.06	53.7	0.03	24.7	-1.66	52.9	-0.88	0.3	0.08	52.2	0.04	26.8
14	화학	-0.10	39.0	-0.04	21.7	-0.14	35.3	-0.05	34.2	-0.08	39.1	-0.03	23.3
15	SW	-0.12	41.5	-0.05	21.2	1.52	52.9	0.80	69.0	0.18	45.7	0.08	28.7
16	철강	-0.13	51.2	-0.07	20.4	-1.21	52.9	-0.64	10.0	-0.13	50.0	-0.07	21.7
17	소매유통	-0.15	53.7	-0.08	19.9	-0.40	47.1	-0.19	28.5	-0.22	54.3	-0.12	19.1
18	운송	-0.21	39.0	-0.08	19.8	0.50	47.1	0.23	45.7	-0.45	39.1	-0.18	16.5
19	디스플레이	-0.25	48.8	-0.12	18.2	-1.53	29.4	-0.45	17.8	-0.15	47.8	-0.07	21.3
20	상사자본재	-0.27	56.1	-0.15	17.0	-0.38	58.8	-0.22	27.0	-0.20	56.5	-0.11	19.5
21	은행	-0.69	41.5	-0.29	11.4	-1.20	35.3	-0.42	18.9	-0.57	43.5	-0.25	13.2
22	증권	-0.92	39.0	-0.36	8.4	-1.13	35.3	-0.40	19.8	-0.96	39.1	-0.38	7.1
23	기계	-0.93	48.8	-0.45	4.5	-0.94	52.9	-0.50	15.8	-1.00	45.7	-0.46	3.3
24	조선	-1.65	29.3	-0.48	3.2	-0.06	47.1	-0.03	35.0	-1.31	30.4	-0.40	6.1
25	에너지	-1.25	43.9	-0.55	0.4	-0.28	47.1	-0.13	30.9	-1.19	43.5	-0.52	0.4
26	IT하드웨어	-1.92	29.3	-0.56	0.0	-3.01	29.4	-0.89	0.0	-1.73	30.4	-0.53	0.0

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

최종 섹터 스코어카드 — 퀀트(70%) + 저베타(30%)

- 저베타 + 국면 + 이익 추정치를 종합적으로 판단
- 퀀트 = 국면블렌딩(확장30+둔화70) 30% + EPS모멘텀 30% + 밸류에이션 30% + 주가모멘텀 10%

최종 섹터 스코어카드

순위	섹터	PER	PBR	ROE(%)	EPS평균(%)	3Y베타	블렌딩(30)	EPS(30)	밸류(30)	주가(10)	퀀트(70%)	베타(30%)	종합점수	확장순위
1	반도체	6.3	3.62	16.2	180.3	1.51	100.0	100.0	78.7	98.2	93.4	0.0	65.4	1
2	보험	11.0	0.94	8.6	20.7	0.31	43.1	21.7	76.9	43.9	46.9	84.9	58.3	16
3	비철목재	22.2	3.22	9.2	86.9	0.53	46.9	54.2	57.3	11.9	48.7	69.2	54.8	15
4	조선	16.4	4.33	17.8	27.3	0.68	70.9	24.9	69.7	21.0	51.8	58.5	53.8	5
5	상사자본재	10.4	2.28	12.2	64.7	0.90	52.0	43.3	76.1	58.7	57.3	43.0	53.0	11
6	은행	8.3	0.78	8.8	-4.0	0.44	56.8	9.6	80.1	40.1	48.0	63.9	52.8	7
7	필수소비재	11.2	1.18	9.0	4.5	0.09	5.0	13.7	76.1	14.8	29.9	100.0	50.9	26
8	호텔레저	14.1	1.24	7.1	64.7	0.18	8.0	43.3	70.5	11.7	37.7	79.6	50.3	24
9	증권	9.7	1.79	16.6	19.6	0.95	58.2	21.1	86.2	76.8	57.3	33.7	50.2	10
10	건강관리	33.1	3.53	8.2	54.9	0.32	29.2	38.5	45.6	10.2	35.0	84.3	49.8	21
11	디스플레이	7.7	0.78	11.4	15.4	0.57	49.3	19.1	84.7	11.0	47.0	56.4	49.8	9
12	운송	11.1	0.92	7.3	11.1	0.44	39.8	17.0	74.9	32.6	42.8	63.9	49.1	17
13	화장품의류	12.0	1.40	9.3	-16.9	0.31	24.7	3.2	74.8	24.8	33.3	84.6	48.7	22
14	에너지	12.2	0.90	3.4	44.0	1.01	60.7	33.1	67.9	54.6	54.0	35.3	48.4	6
15	자동차	8.3	0.91	10.0	3.2	1.12	77.8	13.1	81.4	55.7	57.3	27.1	48.2	3
16	SW	17.5	1.62	8.4	5.2	0.61	56.6	14.1	68.0	0.0	41.6	63.5	48.2	14
17	소매유통	10.2	0.40	2.2	12.2	0.35	21.2	17.5	70.2	36.1	36.3	69.3	46.2	20
18	IT하드웨어	24.3	3.01	6.3	27.5	1.04	76.7	25.0	52.1	75.3	53.7	28.0	46.0	2
19	건설	13.2	1.04	7.9	-4.7	0.83	35.9	9.2	73.5	100.0	45.6	40.7	44.1	18
20	통신	10.9	1.02	6.9	5.2	0.32	0.0	14.1	73.9	37.9	30.2	71.6	42.6	25
21	유틸리티	3.7	0.69	16.8	5.5	0.66	13.5	14.2	96.9	11.9	38.6	51.0	42.3	23
22	미디어교육	24.2	2.35	1.9	33.7	0.50	26.8	28.1	48.7	13.1	32.4	60.6	40.9	19
23	철강	13.6	0.43	1.6	-7.7	0.84	53.8	7.8	66.4	24.1	40.8	40.4	40.7	8
24	기계	39.4	6.19	9.7	7.1	1.19	70.5	15.0	29.3	55.3	40.0	22.4	34.7	4
25	화학	46.0	0.88	-1.1	-23.5	1.07	49.8	0.0	34.5	14.8	26.8	30.6	27.9	13
26	IT가전	55.0	2.20	0.5	5.7	1.26	54.2	14.3	23.2	27.7	30.3	14.6	25.6	12

자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

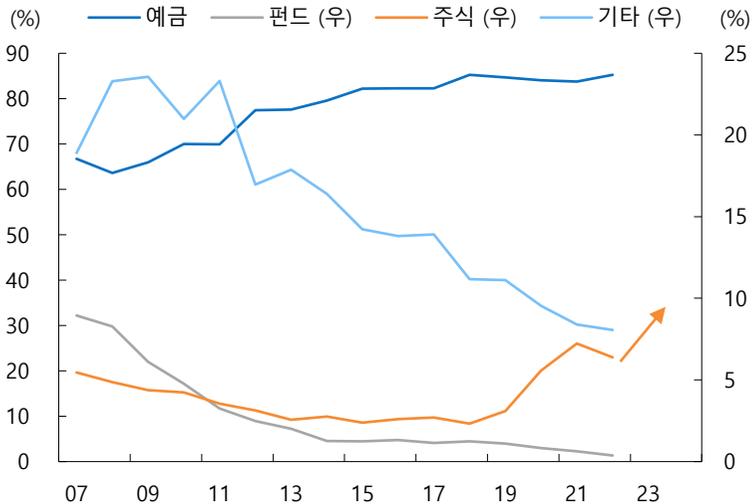


IV. 머니 무브

뉴노말을 경험하는 개인 수급

- 주식 투자는 위험하다라는 인식은 1960년대 주식시장 출범 초기부터 신뢰가 크게 무너졌던 것에 기인
- 구조적으로 한국 가계의 주식 보유 비중은 글로벌 주요국에 비해 현저히 낮음
- 가계 자산에서 금융자산의 비중이 확대되고 금융자산 중 주식의 비중이 확대되는 과정에 있음. 코로나 유동성 장과 밸류업 및 AI 사이클 장세는 주식 비중 상승을 가속화 시키는 큰 변곡점으로 볼 수 있음.
- 현정부의 부동산 투자 규제 또한 주식시장으로의 자금 유입에 도움이 될 것

<그림> 개인들의 주식에 대한 관심은 크게 늘어났음



자료 : FKI, iM증권 리서치본부

<그림> 주요국 중 유난히 낮은 한국의 가계의 금융투자 비중

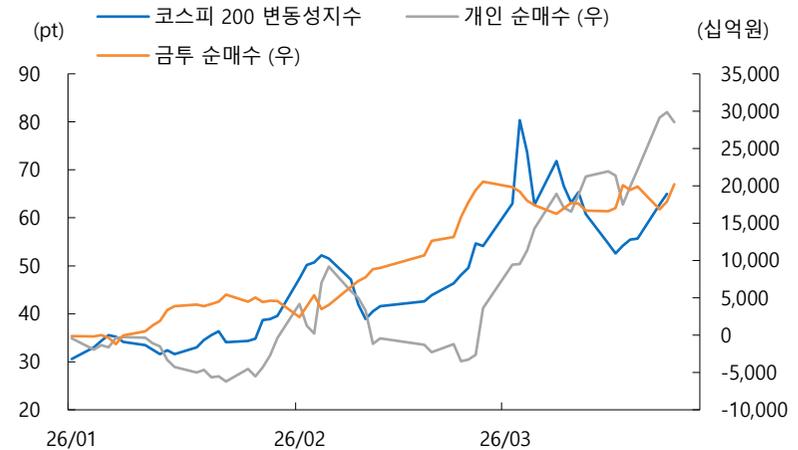
(%)	한국	미국	일본 (2023)	영국	호주
현금·예금	46.3	14.7	50.9	33.9	23.0
금융투자상품	24.0	56.1	20.9	17.3	19.7
보험·연금	28.9	26.6	26.1	46.2	54.8
기타	0.8	2.6	2.1	2.6	2.5

자료 : FKI, iM증권 리서치본부

개인의 수급이 만든 뉴노멀

- 코로나 이후 개인 투자자의 주식 투자가 활발해졌음. 전체 유동성을 고려해도 현재 예탁금은 코로나 유동성 장세만큼 많음. 은행 대기자금 축소되고 주식 예탁금은 역대 최대 수준
- 개인 투자자의 수급이 구조적으로 늘어나는 과도기라고 판단. 증시의 수급 기반이 가계의 구조적 자산 재배분(Asset Reallocation)으로 체질 개선
- 개인의 수급은 점차 영향력이 커지고 있다고 볼 수 있음. 개인 수급은 예탁금(현물)과 퇴직연금(기관 수급으로 집계되는 개인 수급) 양쪽에서 시장 지배력을 구조적으로 키우는 중. 이제 개인의 수급은 변수가 아니라 '상수'
- 다만 개인투자자의 비중이 확대됨에 따라 시장의 쓸림과 변동성은 이전보다 높은 수준을 지속적으로 보여줄 것

<그림> 개인 투자자의 참가가 활발해지면서 시장 변동성도 높아져있는 상황



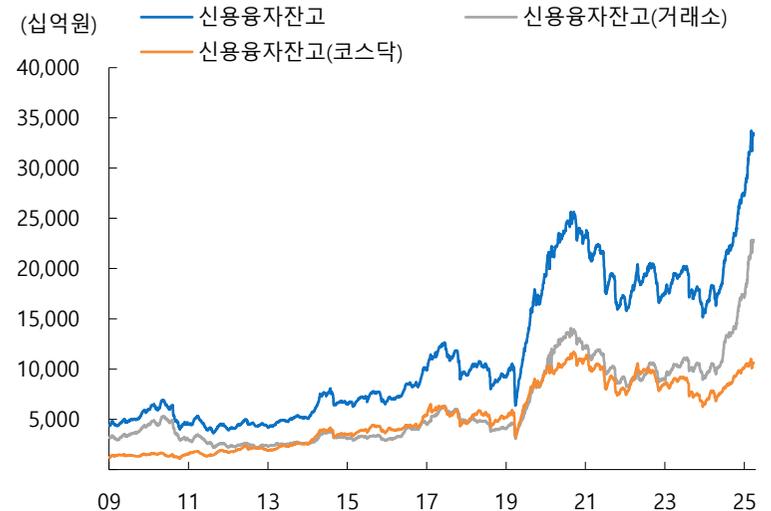
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 예탁금으로 알 수 있는 개인 투자자의 뉴노멀 참여도



자료 : Quantiwise, 통계청, iM증권 리서치본부

<그림> 코로나 고점을 넘어선 신용 용자 잔고

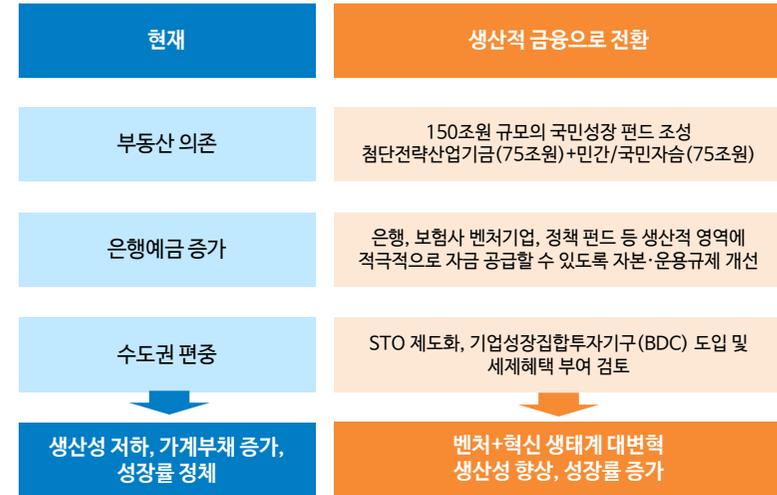


자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

생산적 금융으로의 대전환

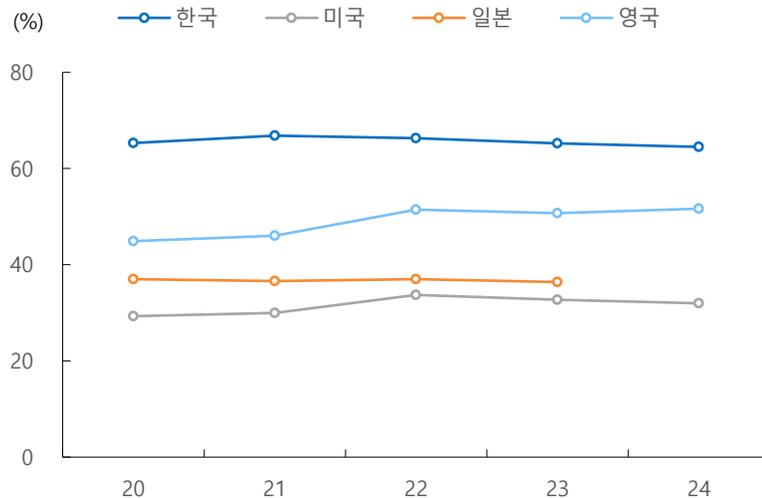
- 한국 가계자산은 부동산을 포함해 비금융자산에 압도적으로 쏠려있는 구조로 비금융자산(64.5%), 금융자산(36%)로 구성되어 있는 상황이며, 이는 주요국과 비교했을 때도 비금융자산 쏠림 현상이 극심한 상황
- 이재명 정부는 생산적 금융으로의 대전환을 국정 의 핵심 과제로 표방 중임. 경제 성장 동력을 확보하기 위해 ①150조원 규모의 '국민성장펀드' 조성, ②부동산 비중 축소를 진행 예정
- '생산적 금융'의 핵심 목적은 가계와 부동산에 치우친 금융 자원을 기업과 산업 등 경제 성장에 기여하는 '생산적 영역'으로 옮겨 한국 경제의 체질을 바꾸고 지속 가능한 성장을 견인하는 것임

<그림> 생산적 금융으로의 대전환



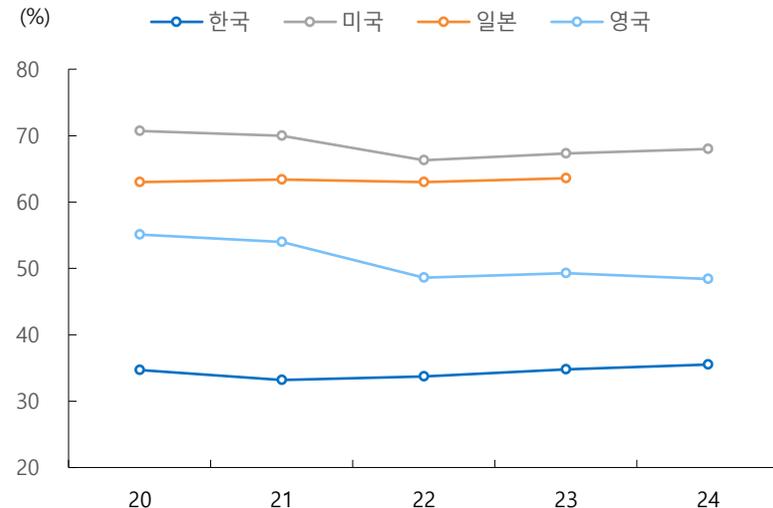
자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 주요국 연도별 가계 자산 구성(비금융자산)



자료 : 한국경제인협회, iM증권 리서치본부

<그림> 주요국 연도별 가계 자산 구성(금융자산)



자료 : 한국경제인협회, iM증권 리서치본부

고강도 부동산 정책 추진 → 자산배분 구조 재편

- 최근 정부는 부동산 정책을 ①주택 공급 확대(수도권 약 135만호 착공, 공공 주도 공급 강화, 재개발·재건축 관련 규제 일부 조정), ②고강도 대출 규제(6·27 및 10·15 대책), ③세제 강화(다주택자 및 투기 수요 억제, 갭투자 규제) 등을 중심으로 추진하고 있으며, 전반적으로 부동산의 기대 수익률과 레버리지 활용도를 낮추는 방향으로 설계된 것으로 판단
- 대출 규제 강화에 따른 부동산 레버리지 축소 및 가계대출 둔화는 은행 자금의 운용 구조를 변화시키며, 상대적으로 기업금융 등 생산적 영역으로의 자금 배분을 유도할 가능성 존재
- 거래 규제 및 유동성 축소는 자금 회전이 제한된 부동산 시장 대비 보다 유동적인 금융시장으로의 이동 압력을 높이는 요인, 세제 강화에 따른 세후 수익률 하락도 부동산 투자 매력을 약화시키는 요인으로 작용



<그림> 이재명 정부 부동산 규제 정책 정리

시점	이재명 정부 부동산 규제	핵심 내용
2025. 05	이재명 정부 출범	실거주 중심의 부동산 시장 정상화 선언
2025. 06	6·27 대책	대출 초강력 규제: 주담대 최대 6억 원 제한, 다주택자 대출 전면 차단
2025. 07	스트레스 DSR 3단계	수도권 가산금리 1.5%p 적용, 신용대출까지 DSR 관리 포함
2025. 09	9·7 공급 대책	5년간 135만 호 공급: 수도권 연 27만 호 착공, LH 직접 시행 확대
2025. 10	10·15 안정화 대책	토지거래허가구역 확대: 서울 전역 및 경기 12곳 추가 지정
2026. 01	신년 기자회견	양도세 증과 유예 종료 예고: "불로소득 구조 바로잡겠다" 선언
2026. 02	후속 세제 개편안	증부세 누진 구조 강화 및 장기보유특별공제 축소 검토
2026. 05 (예정)	양도세 증과 재개	다주택자 양도세 증과 유예 종료: 최대 실효세율 82.5% 적용 가능

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

고강도 부동산 정책 추진 → 자산배분 구조 재편

- 국토부장관의 보유세 강화 검토 소식에 청와대 부동산 시장 안정을 위해 다주택자 증과세 등을 우선 시행하며 추가적인 보유세 인상은 검토하지 않고 있다고 밝히며 보유세는 '최후의 수단'으로 남겨두는 모습
- 보유세 부과는 다주택자 및 고가주택 보유자의 부동산 보유의 부담을 확대시켜 자산 배분의 재조정을 유도할 것으로 예상됨
- 종합적으로, 보유세 검토 여부가 남아있지만 이번 정부의 부동산 규제 정책은 단순한 가격 안정화 조치를 넘어 자금이 부동산에 집중되는 구조를 완화하고 자산 배분 구조를 재편하려는 정책적 의도를 내포하고 있는 것으로 해석

〈그림〉 보유세 검토	
구분	주요 검토 및 언급 내용
공정시장가액비율	현행 60%에서 80~100%까지 단계적 환원 검토
장기보유특별공제 (장특공)	비거주·투자용 1주택자 혜택 박탈 또는 축소 검토
중부세 과세표준	20억, 30억 등 고가 구간 세분화 및 세율 인상 논의
공시가격 현실화율	시세 반영률을 다시 상향 조정 (현실화 로드맵 재가동)
세부담 상한선	전년 대비 세부담 상한선(현행 150%) 상향 조정 논의

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

〈그림〉 6·27 대책과 10·15 안정화 대책 비교

구분	6.27 가계부채 관리 방안	10.15 주택시장 안정화 대책
정책 목표	대출 수요 억제 및 가계부채 관리	투기 수요 원천 차단 및 시장 과열 진정
핵심 기조	"능력 범위를 넘는 대출 금지"	"실거주 아니면 사지도 팔지도 마라"
금융 규제	주담대 6억 원 한도 제한 (소득 불문)	고가주택 대출 차등 축소: 15억 초과 시 4억, 25억 초과 시 2억으로 한도 하향
	다주택자 대출 LTV 0% (전면 금지)	전세대출 DSR 포함: 1주택자 전세대출 시 이자 상환분 DSR 반영
지역/대상	수도권 및 기존 규제지역 전역	서울 25개 구 전역 + 경기 12개 지역 확대 (조정대상지역·투기과열지구·토지거래허가구역 지정)
거래 규제	6개월 내 전입 의무 부과	토지거래허가구역 확대: 2년간 실거주 의무
	1주택자 대출 시 6개월 내 기존주택 처분	위반 시 대출 회수 및 이행강제금 부과

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

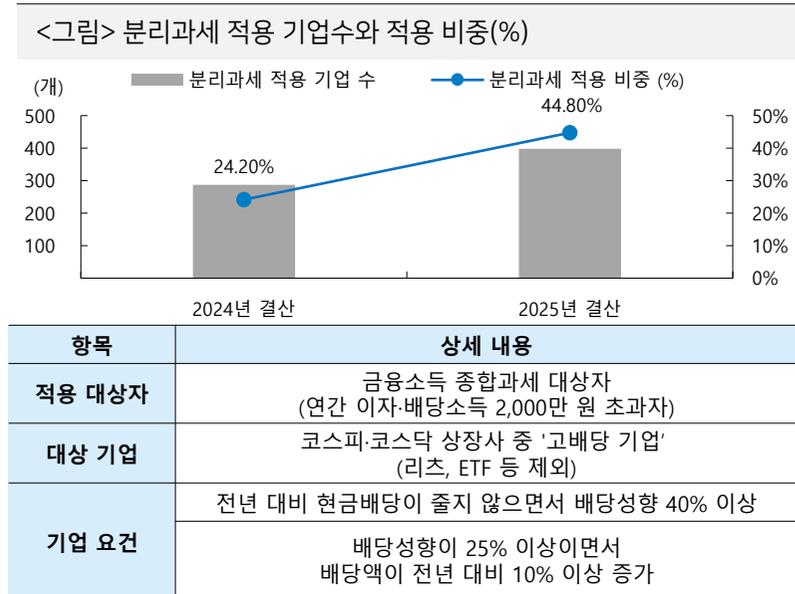
배당소득 분리과세+3차 상법 개정→자사주 소각

- '배당 분리과세'와 '3차 상법 개정(자사주 소각 의무화)'은 '코리아 디스카운트' 해소를 위한 핵심 정책으로, 기업들의 자본 정책을 주주 환원 중심으로 강제하는 효과 존재
- 배당소득 분리과세는 고배당 기업 주주의 배당소득을 종합과세(최고 45%) 대신 별도 세율(최대 30%)로 과세하여 대주주 및 고액 자산가의 배당 확대 유인 제공
- 고배당 기업에 대한 분리과세는 세금 부담 때문에 배당에 소극적이었던 대주주들이 배당을 확대시킬 수 있는 강력한 유인으로 작용
- 배당소득 분리 과세 기업 요건은 ①배당성향이 40% 이상, ②배당성향이 25% 이상이면서 전년대비 배당액이 10% 증가한 기업임. 리더스인덱스 배당을 공시한 상장사 중 당기순이익을 파악할 수 있는 888개사의 배당 내용을 분석한 결과, 배당소득 분리과세 대상 기업은 398개사로 44.8% 차지 ('24년 24.2%에서 +20.6%p 증가)

<그림> 배당소득 분리과세 시 최고 세율은 45%→30%로 변경

구분	기존 (종합과세)	변경 (분리과세 선택 시)	
과세 방식	다른 소득(근로, 사업 등)과 합산	고배당분만 따로 과세	
최고 세율	최대 45% (누진세율)	2,000만원 이하	14%
		2,000만원~3억원	20%
		3억원~50억원	25%
		50억원 초과	30%
주요 혜택	없음	고소득자의 실질 세부담 완화	
신고 방법	종합소득세 합산 신고	5월 중소세 신고 시 '분리과세' 선택	

자료 : iM증권 리서치본부



자료 : 리더스인덱스, 언론종합, iM증권 리서치본부

배당소득 분리과세 시 주식시장으로 들어올 수 있는 자금 규모

- 배당소득 분리과세 시 24~45%의 종합과세율을 적용받던 고액자산가의 세율이 20~30% 수준으로 인하되면서 고액 자산가들이 예금 대신 배당주를 선택할 가능성 확대. 금융소득 5,000만원 이상의 고액 자산가의 예금 자산 중에서 20%가 국내증시에 유입될 경우 약 62.1조원 가량의 자금이 국내 증시에 유입될 것으로 전망

<그림> 배당소득 분리과세 시 고액 자산가 예금 자산 중에서 20% 국내 증시로 유입된다고 가정. 62.1조원 가량의 자금 국내 증시로 유입 전망

금융소득 규모별	신고인원	소득금액계	금융소득금액	이자소득금액	배당소득금액	금융소득외 소득금액	기존	배당소득 분리과세	예금 추정액	증시 유입액 (추정)
2천만 이하	3,277	465,008	16,470	11,663	4,808	448,538	14%(배당소득 분리과세)	14%	388,767	-
3천만 이하	178,207	17,275,285	4,298,749	2,985,591	1,313,157	12,976,537	15%	20%	99,519,700	-
4천만 이하	80,468	9,624,723	2,769,443	1,827,528	941,915	6,855,280	15%	20%	60,917,600	-
4.6천만 이하	29,577	4,161,019	1,266,452	802,559	463,893	2,894,567	15~24%	20%	26,751,967	62,158,647
6천만 이하	42,901	6,958,189	2,243,235	1,327,586	915,648	4,714,955	24%	20%	44,252,867	
8천만 이하	31,414	6,201,138	2,159,192	1,201,640	957,552	4,041,945	24%	20%	40,054,667	
8.8천만 이하	8,217	1,863,149	689,181	354,695	334,486	1,173,969	35%	20%	11,823,167	
1억 이하	9,131	2,282,356	856,272	430,268	426,005	1,426,084	35%	20%	14,342,267	
2억 이하	30,569	10,066,684	4,165,933	1,777,957	2,387,977	5,900,751	35~38%	20%	59,265,233	
3억 이하	8,451	4,426,767	2,043,682	699,495	1,344,188	2,383,085	38%	20%	23,316,500	
5억 이하	6,009	4,853,368	2,284,410	660,140	1,624,270	2,568,958	40%	25%	22,004,667	
5억 초과	7,159	19,917,465	14,149,968	2,069,457	12,080,511	5,767,498	42~45%	25~30%	68,981,900	

자료 : 국세청, iM증권 리서치본부
 주) 예금 규모 추정: 금리 3% 가정

배당소득 분리과세 기업 리스트

- 배당소득 분리과세 가능 기업은 ①배당성향이 40% 이상이거나 ②배당성향이 25% 이상이면서 배당증가율이 10% 이상 증가한 기업 리스트

<그림> 배당소득 분리과세 기업 리스트 정리(시가총액 10조원 이상)

종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	배당 성향 (2025AS)	수정 DPS (2025AS)	배당증가율 (25년 말 추가기준)	배당수익률 (시가기준)	수익률 (YTD)	종목코드	Name	시가총액 (십억원)	배당 성향 (2025AS)	수정 DPS (2025AS)	배당증가율 (25년 말 추가기준)	배당수익률 (시가기준)	수익률 (YTD)
A005930	삼성전자	1,122,955	25%	1,668	15.4%	0.9%	58.2%	A267250	HD현대	20,143	9%	4,000	11.1%	1.5%	35.3%
A105560	KB금융	54,772	29%	4,367	37.6%	2.9%	17.8%	A003670	포스코퓨처엠	17,469	57%	250	-	0.1%	5.0%
A329180	HD현대중공업	54,160	36%	5,661	170.9%	1.1%	1.4%	A086280	현대글로비스	16,725	25%	5,800	56.8%	2.5%	23.5%
A055550	신한지주	42,719	25%	2,590	19.9%	2.8%	17.0%	A272210	한화시스템	24,049	45%	500	42.9%	0.4%	134.0%
A032830	삼성생명	44,400	43%	5,300	17.8%	2.3%	40.9%	A042700	한미반도체	28,260	36%	800	11.1%	0.3%	132.7%
A267260	HD현대일렉트릭	33,344	35%	7,100	32.7%	0.7%	19.5%	A030200	KT	14,945	33%	2,400	20.0%	4.0%	12.7%
A010130	고려아연	32,207	52%	20,000	14.3%	1.3%	17.2%	A003550	LG	13,494	49%	3,100	0.0%	3.5%	8.4%
A086790	하나금융지주	29,642	29%	4,105	14.0%	3.8%	13.2%	A000150	두산	18,639	34%	4,000	100.0%	0.3%	47.4%
A005490	POSCO홀딩스	27,477	161%	10,000	0.0%	2.9%	11.3%	A323410	카카오뱅크	11,354	46%	460	27.8%	1.9%	10.2%
A316140	우리금융지주	23,711	31%	1,360	13.3%	4.1%	15.4%	A018260	삼성에스디에스	12,156	32%	3,190	10.0%	2.0%	-8.4%
A009540	HD한국조선해양	26,858	30%	12,300	141.2%	3.2%	-6.8%	A071050	한국금융지주	11,758	26%	8,690	118.3%	3.9%	30.5%
A000810	삼성화재	22,108	48%	19,500	2.6%	4.0%	-3.3%	A005830	DB손해보험	12,746	30%	7,600	11.8%	3.9%	40.1%
A034730	SK	24,905	16%	8,000	14.3%	2.3%	33.9%	A039490	키움증권	10,485	28%	11,500	53.3%	2.7%	38.2%
A009150	삼성전기	32,641	25%	2,350	30.6%	0.5%	71.4%	A047050	포스코인터네셔널	13,353	51%	1,850	19.4%	2.4%	53.0%
A066570	LG전자	18,618	20%	1,350	35.0%	1.2%	24.4%	A278470	에이피알	12,448	66%	5,090	-	1.5%	43.9%
A033780	KT&G	18,073	66%	6,000	11.1%	3.8%	10.9%	A005940	NH투자증권	11,742	45%	1,300	36.8%	3.8%	56.2%
A011200	HMM	18,799	36%	700	16.7%	3.5%	-2.8%	A079550	LIG넥스원	14,102	31%	2,950	22.9%	0.4%	52.3%

자료 : Quantiwise, 통계청, iM증권 리서치본부

3차 상법 개정 → 자사주 소각

- 26년 2월 상법 개정안이 국회를 통과했으며, 주요 내용 중 하나로 자사주 처리 관련 규율 강화가 포함됨. 자사주 소각을 유도하는 방향의 제도 개선이 논의되면서 기업의 자사주 소각 → 주당순이익(EPS) 상향 예상
- 자사주 소각이 확대될 경우 유통 주식 수 감소로 주당순이익(EPS)이 증가하는 효과가 있으며, 이는 주주가치 제고로 이어질 수 있음
- 또한 일련의 상법 및 자본시장 제도 개선을 통해 기업 지배구조의 투명성 강화가 기대되며, 배당소득 분리과세는 대주주의 배당 확대 유인을 높이고 고액 자산가 국내 증시 자금 유입으로 이어질 가능성이 있음

구분	주요 상세 내용
자사주 소각	신규 취득 자사주는 1년 이내 소각 (기보유분은 1년 6개월)
처분 유예	공공·방송·통신 영역은 처분 유예 3년 적용
의결 절차	자사주 처분 시 주주총회에서 의결 필요
비자발적 자사주	이사회 의결로 감자 처리 가능
예외 조항	임직원 보상 등을 위한 목적은 소각 의무에서 제외

자료 : 언론 종합, iM증권 리서치본부

<그림> 이재명 정부 1, 2, 3차 상법 개정안 주요 내용 정리

구분	주요 개정 내용	현행	개정 후
1차 상법 개정안 (25.7월 국회 본회의 통과)	이사 충실의무 강화 신설	이사 충실 의무 대상 : 회사	이사 충실 의무 대상 : 회사 및 주주 (총주주의 이익 보호 및 전체 주주의 이익 공평 대우 의무)
	전자주주총회 도입 확대	이사회 의결로 전자투표 실시	일반상장회사 : 개최 가능 시행령으로 정하는 상장회사 (의무 개최)
	독립이사 도입 및 선임비율 확대	상장회사의 사외이사 명칭 : 사외이사	상장회사의 사외이사 명칭 : 독립이사
		이사회 내 사외이사 비율 1/4 이상	이사회 내 독립이사 비율 1/3 이상
감사위원 선·해임 시 합산 3% 룰 강화	최대주주의 경우 사외이사가 아닌 감사위원 선·해임 시 합산 3% 룰 적용	최대주주의 경우 감사위원 선·해임 시 합산 3% 룰 적용	
2차 상법 개정안 (25.8월 국회 본회의 통과)	감사위원 분리 선출	분리선출 위원 '1명'	분리선출 위원 '전원' (기존 1명에서 2명 또는 전원으로 확대)
	집중투표제 의무화	집중투표 정관으로 배제 가능	집중투표 정관 배제 금지
	전자투표제 의무화	이사회 의결로 전자투표 실시	주총 불참 시에도 인터넷 투표 가능 (현재 선택적 시행에서 의무화)
3차 상법 개정안 (26.2월 국회 본회의 통과)	자사주 소각 의무화	소각 의무 없음	상장회사 자사주 신규 취득 시 1년 내 소각 의무화 (기존 보유 자사주도 동일 규정 적용)

자료 : iM증권 리서치본부

배당소득 분리과세+3차 상법 개정→자사주 소각

<그림> 3차 상법 개정 이후 자사주 소각 발표한 기업

기업명	시가총액 (십억원)	소각 자사주 (%)	소각금액 (십억원)	소각예정일	기업명	시가총액 (십억원)	소각 자사주 (%)	소각금액 (십억원)	소각예정일
광무	140	3.5%	5	2026-03-10	스틱인베스트먼트	426	7.0%	34.8	2026-03-27
키움증권	12716	3.3%	105	2026-03-11	삼릉물산	101	2.0%	1.2	2026-03-27
덴티움	548	15.9%	79.4	2026-03-11	바이오스마트	123	3.4%	3	2026-03-27
SK증권	888	2.1%	18.2	2026-03-11	한화	9415	2.1%	126.4	2026-03-27
자화전자	855	0.7%	6.2	2026-03-12	KCC	4959	4.3%	597.9	2026-03-28
네오위즈홀딩스	207	2.7%	5	2026-03-12	DRB동일	107	3.3%	4.1	2026-03-30
바이오노트	551	0.6%	3.7	2026-03-12	DB손해보험	13169	5.6%	798.1	2026-03-30
한양이엔지	537	2.8%	17	2026-03-13	제일연마	115	22.4%	15.5	2026-03-30
미래에셋생명	3236	5.6%	424	2026-03-13	대신증권	2066	2.2%	117.6	2026-03-30
에스디바이오센서	983	0.8%	7.3	2026-03-17	삼천리	581	10.6%	56.5	2026-03-31
대우건설	6180	11.0%	420	2026-03-18	대덕	453	7.7%	24	2026-03-31
시프트업	1820	1.2%	1.1	2026-03-18	DSC인베스트먼트	405	1.5%	1.3	2026-03-31
에프에스티	967	2.3%	17.9	2026-03-20	롯데지주	3305	5.0%	166.3	2026-03-31
그래디언트	180	16.0%	33.1	2026-03-24	아모레퍼시픽홀딩스	2122	0.1%	0.8	2026-04-02
웹캐시	122	2.8%	8.9	2026-03-24	위더스제약	109	0.0%	0	2026-04-10
신풍제약	583	1.1%	11	2026-03-25	두산	19254	18.0%	3120.7	2026-04-15
넥센	365	1.9%	7.9	2026-03-26	SK네트웍스	1239	9.4%	130	2026-04-20
한국카본	2531	1.8%	11.4	2026-03-26	삼성전자	1234245	1.2%	15613.8	2026-06-30
사람인	169	8.3%	13.1	2026-03-26	SK	25557	20.0%	4800	2027-01-04

자료 : Quantiwise, 통계청, iM증권 리서치본부

배당소득 분리과세+3차 상법 개정→자사주 소각

- KOSPI 200 중 자사주 지분율 10% 이상, 애널리스트 추정치 5개 이상, 시총 2조 이상 종목으로 스코어링

<그림> KOSPI200 자사주 소각 스코어링 결과

순위	종목명	종합점수	자사주 지분율(%)	ROE (Fwd,%)	PB (Fwd,배)	연환산 변동성(%)	시가총액 (조원)
1	SK	69.7	24.8	8.5	0.6	40.9	24.7
2	DB손해보험	68.2	13.3	16.6	0.92	29.6	12.4
3	미래에셋증권	66.3	21.5	14.3	2.62	80.1	39.2
4	삼성화재	66	13.4	9.9	0.89	23.1	22
5	현대해상	61.9	12.3	14.3	0.41	27.5	2.7
6	KCC	57.6	17.2	6.4	0.56	40.1	4.7
7	한화생명	54.4	13.5	4.4	0.27	35.2	4.2
8	제일기획	53.8	12	14.8	1.27	14.1	2.4
9	금호석유화학	53.2	13.9	6.3	0.45	39.8	3.2
10	CJ대한통운	49.3	12.6	7.1	0.5	32.7	2.6
11	두산	46.6	16	6.7	8.59	92.5	18
12	에스원	46.3	11	11.2	1.54	19.8	3.2
14	KT&G	44.4	9.5	12.6	1.64	23.1	17.8
15	LS	41.3	12.3	9.7	1.32	56.2	8.2
16	엔씨소프트	39	10	9.9	1.15	39	4.8
17	삼성생명	36.6	10.2	3.7	0.53	41.2	43.4

자료 : iM증권 리서치본부

코스닥 활성화를 위한 코스닥 부양 정책

- 정부는 코스닥 시장 활성화를 위해 연기금의 코스닥 투자 확대, 150조 원 규모의 국민성장펀드 조성, 코스닥 벤처펀드 소득공제 확대, 부실기업 퇴출 강화 등 전방위적 부양책을 추진 중
- 정부가 추진 중인 코스닥 시장 활성화 정책은 수급 기반 확충과 시장 체질 개선 측면에서 국내 증시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단

<그림> 코스닥 부양 정책 정리

구분	정책 핵심	상세 내용
자금 유입 (수급)	기관·연기금 동원	퇴직연금 및 국민연금 등 대규모 자금을 코스닥 시장으로 유도
	정책 펀드 조성	150조원 규모의 국민성장펀드 등 모험자본 투자 확대
세제 혜택	코스닥벤처펀드 강화	소득공제 한도 확대 등 코스닥벤처펀드 투자 유인 강화
시장 구조	시장 구분 개편	코스닥 1·2부 시장 분리 등 구조 개편 추진
	신속 퇴출 (Kill)	부실기업의 빠른 퇴출을 통한 시장 신뢰 회복
제도 개선	거래 주기 단축	결제 주기 단축 등을 통한 시장 효율성 제고
	생산적 금융	부동산에 쏠린 자금을 코스닥 등 주식시장으로 유도

자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 한국 벤처펀드 정리

시기	핵심 동력 및 정책	투자 수단 및 특징
1990년대	코스닥 시장 개설(1996) 벤처기업육성 특별법(1997)	개인 엔젤투자 & 창투조합
		IMF 극복을 위한 IT·닷컴 광풍
		벤처기업 수 2천 개 돌파(1998)
2000년대	벤처기업 건전화 방안(2002) 한국모태펀드 출범(2005)	정부 주도 모태펀드
		닷컴 버블 붕괴 후 내실화 단계
		전문 VC(벤처캐피탈) 중심 생태계 안착
2010년대	중소벤처기업부 승격(2017) 기술특례상장 제도 활성화	성장사다리펀드 & 유니콘 투자
		쿠팡, 우아한형제들 등 유니콘 등장
		제2의 벤처 붐 확산 전략(2019)
2020년대	기업 밸류업 프로그램 퇴직연금(DC/IRP) 기금화 논의	코스닥 Active ETF & 연금 자산
		민간 주도의 정밀한 종목 선별(Active)
		벤처투자의 제도화 및 상장 후 지원 강화

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

국내시장 복귀 계좌(RIA) → 서학개미 국내 증시 복귀 기대

- 고회율에 대응하기 위해 정부와 여당이 추진하고 있는 '환율안정 3법' 조세소위 통과
- 환율안정 3법은 ①해외주식 투자자의 복귀 지원, ②해외 자회사 배당금 익금 불산입률 상향, ③환헤지 파생상품 세부담 완화임
- 특히, 서학개미(해외 주식 투자자)들이 해외 주식을 팔고 그 대금을 '국내시장 복귀계좌(RIA, Reshoring Investment Account)'를 통해 국내 증시에 재투자할 경우 양도소득세를 매도 시기에 따라 최대 100%까지 면제 가능

구분	주요 정책 및 혜택	세부 요건 및 한도	기대 효과
국내시장 복귀 계좌 (RIA) 신설	해외주식 매도 후 국내 주식에 1년 이상 재투자 시 양도세 감면	<ul style="list-style-type: none"> • 5,000만 원 한도 • 100% 비과세 기한 5월 말까지 연장 	해외 자산의 국내 유입 유도 및 국내 증시 부양
개인투자자 환헤지 세제 지원	해외주식 환헤지(선물환 매도 등) 상품 가입 시 양도소득세 공제 신설	<ul style="list-style-type: none"> • 500만 원 한도 • 매입액(연평균 잔액 1억 원 한도)의 5% 공제 	환율 변동 리스크 완화 및 투기적 수요 억제
해외 자회사 배당금 익금불산입 확대	기업이 해외 자회사로부터 받는 배당금의 과세 제외 비율 상향	<ul style="list-style-type: none"> • 현행 95% → 100% 상향 	기업의 해외 유보금 국내 환류(리쇼어링) 유도

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

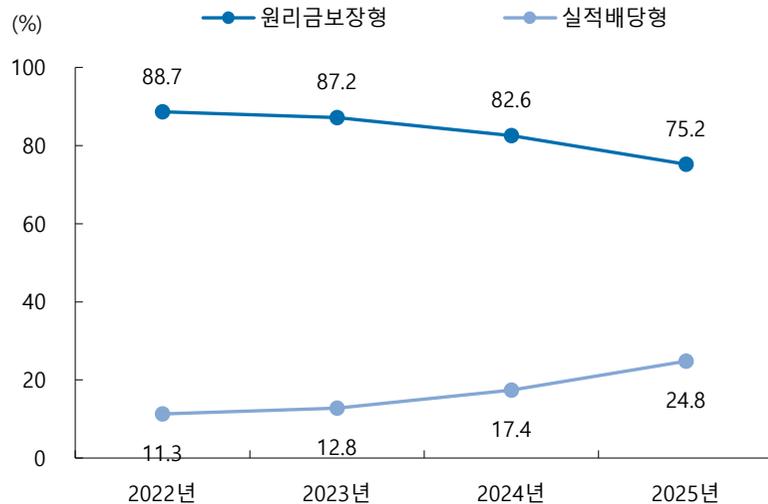
구분	주요 내용
개요	해외주식 매각 후 국내주식에 1년 투자 시 해외주식 양도소득세 1년간 비과세
매각 대상	12월 23일까지 보유(계약체결 포함)한 해외주식
비과세 한도	1인당 5,000만원
세금 감면	복귀 시기에 따른 세액 감면
	· 2026년 1분기 복귀: 100% 비과세 →100% 비과세 기한 5월 말까지 연장
	· 2분기 복귀: 80% 비과세 · 3분기 복귀: 50% 비과세 등

자료 : 언론종합, iM증권 리서치본부

퇴직연금 기금화 → 국내 증시 자금 유입 가능성

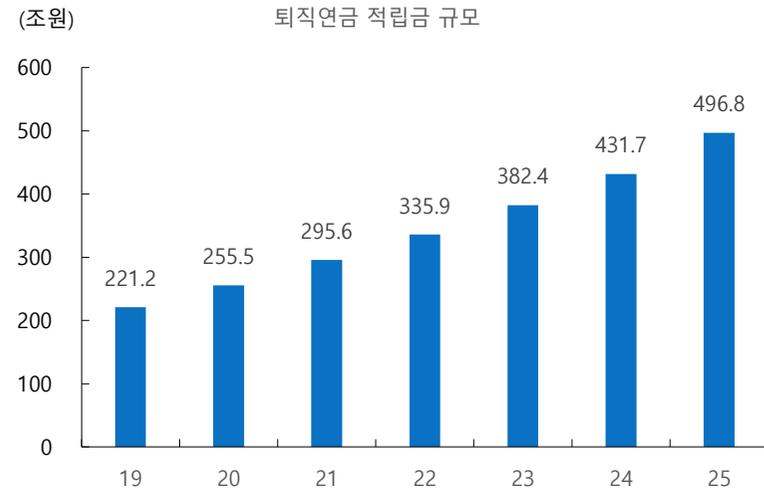
- 25년 퇴직연금 적립금은 약 496.8조원 규모로 성장했으나, 퇴직연금의 75.2%가 원리금 보장형 상품에 집중되어 있어 운용 효율성이 낮은 상황임. 퇴직연금의 최근 5년 평균 수익률은 약 2.86%로 국민연금(8.13%) 대비 현저히 낮은 수준을 기록
- 이에 따라 정부는 수익률 제고, 수급권 보호(체불 위험 완화), 자본의 생산적 활용 등을 위해 퇴직연금의 기금형 운용 도입 및 확대를 검토·추진하고 있는 상황임
- 향후 퇴직연금의 기금화가 본격화될 경우 국내 증시로의 자금 유입이 확대될 가능성이 있으며, 장기 투자 성격의 자금 유입을 통해 시장 변동성을 완화하는 역할을 할 가능성도 존재

<그림> 퇴직연금 운용방법별 적립금 비중 추이



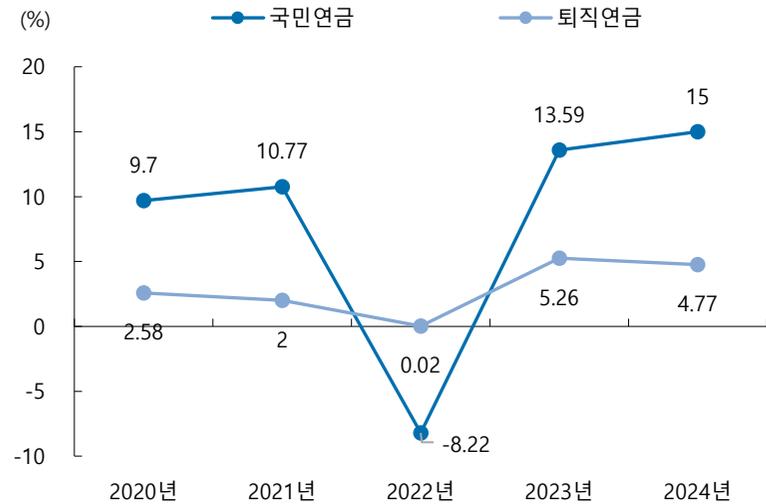
자료 : 고용노동부, 금융감독원, iM증권 리서치본부

<그림> 퇴직연금 적립금 규모 추이



자료 : 고용노동부, 금융감독원, iM증권 리서치본부

<그림> 국민연금과 퇴직연금 수익률 추이



자료 : 고용노동부, 금융감독원, iM증권 리서치본부

퇴직연금 기금화 → 국내 증시 자금 유입 가능성

<그림> 퇴직연금 기금화 주요 내용 정리		
구분	주요 내용 및 추진 현황	비고
정책 목표	전문 운용 주체(수탁법인) 도입을 통한 수익률 제고 (연 2% → 6% 목표)	국민연금 모델 이식
핵심 기조	'기금형' 도입 + '사외적립(가입)' 의무화 병행 추진	2026. 02 노사정 합의
운용 모델	① 연합형: 여러 기업이 공동 수탁법인 설립	가입자 선택권 확대
	② 금융기관 개방형: 민간 금융사가 기금 설립·운영	
	③ 공공기관 개방형: 근로복지공단(푸른씨앗) 확대	
주요 일정	2026. 06: 중소기업 퇴직연금 가입 실태조사 완료	연내 법제화 완료 목표
	2026. 07: 기금형 제도 세부 설계안 확정	
	2026. 하반기: 근로자퇴직급여보장법 개정안 입법 추진	
의무화 플랜	2027년부터 100인 이상 사업장을 시작으로 단계적 의무화	사각지대 해소

자료 : iM증권 리서치본부

코스닥 부양 정책+RIA 계좌 도입+퇴직연금 기금화 → 국내 증시 하방 경직성 강화

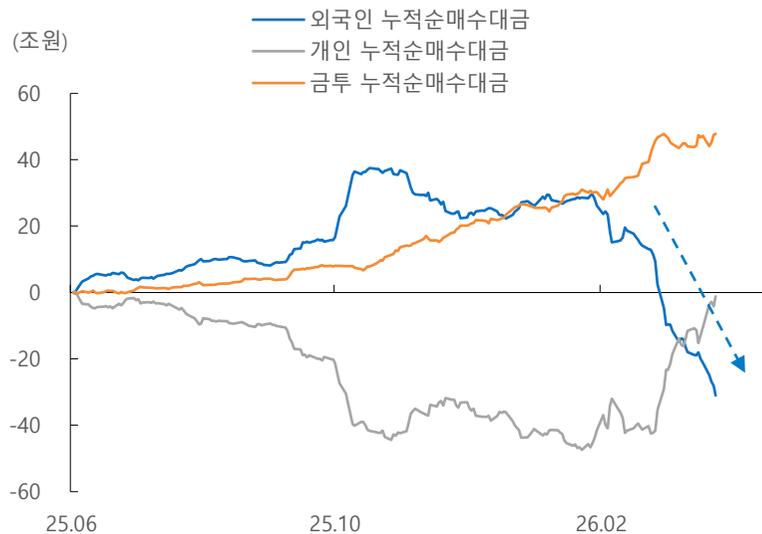
- 최근 외국인 투자자의 국내 증시 순매도 흐름이 지속되고 있음에도 불구하고, 정부가 추진 중인 코스닥 활성화 정책, 퇴직연금의 기금화, 그리고 국내시장 복귀 계좌(RIA) 도입 등은 개인 투자자 자금의 유입을 촉진하는 요인으로 작용할 전망이다.
- 퇴직연금 기금화 시 국내 증시에 19.5조원 가량의 순매수 대금 유입 전망. 추가로 코스닥 부양 정책과 더불어 RIA 계좌 도입 시 국내 증시의 하방 경직성을 강화하는 수급 안정 장치로 기능할 것으로 판단

<그림> 퇴직연금 기금화 시 국내 13.5조원가량 순매수 대금 유입

구분	비중/금액	추정(근거)
① 실적배당형 전체 비중	약 40% (198.7조)	현재 24.8%에서 약 1.6배 확대. DB형의 원금 보장 성향 및 부채 관리(LDI) 특성을 고려
② 실적배당형 내 국내 주식	약 15% (29.8조)	국민연금(14.9%) 국내주식 비중 고려
③ 전체 대비 국내 주식 비중	6.0%	(① 40% × ② 15%) = 퇴직연금 전체 자산 중 약 6.0%만 국내 주식에 노출
④ 전체 국내 주식 투자액	29.8조 원	(596.8조 × 6.0%) = 기금화가 안착했을 때 코스피/코스닥에 머물게 될 총자산 규모
⑤ 기존 유입액 (차감)	- 10.3조 원	현재 실적배당형 내에 이미 편입된 국내 증시 자산 제외(10.3조원은 추정분)
⑥ 순수 신규 유입액	+ 19.5조 원	퇴직연금 기금화 시 국내 증시에 유입 가능 금액

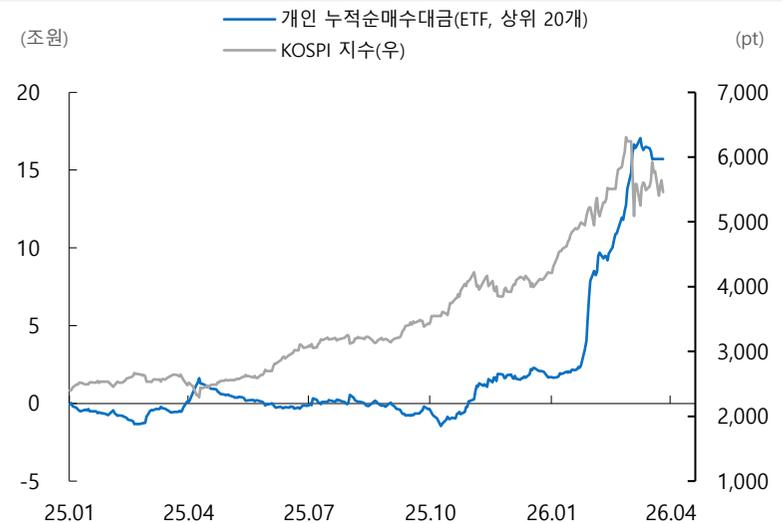
자료 : iM증권 리서치본부

<그림> KOSPI 투자자별 순매수 현황: 외국인 투자자 국내 증시 순매도 흐름



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 개인 투자자 상위 20개 ETF 누적순매수대금 급증



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.