

네 가지 축 포트폴리오



Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

할인율 충격이 EPS보다 먼저 발생, PER 압축이 주도한 코스피 조정

코스피 12개월 선행 EPS가 3월 10% 가까이 상향되는 동안 지수는 오히려 하락했다. 유가 급등·환율 변동성·금리 불확실성이 이익 전망보다 먼저 할인율을 흔들었다. 삼성전자는 17.6% 하락했지만 EPS는 28.7% 올랐고 PER은 35.9% 압축됐다. 외국인 매도도 펀더멘털 훼손보다 포지션 축소 성격이 강했다. 할인율 조정의 의미는 대형주 위주 조정, 빠른 자금 이탈 속도다. 이번 조정이 실적 하향이 아닌 할인율 디레이팅에 머무른다면 전황 약화 시 반등 속도도 빠를 수 있다.

이익 전이 타임라인: 유가 상승 → PMI → EPS 하향까지 1~11개월 시차

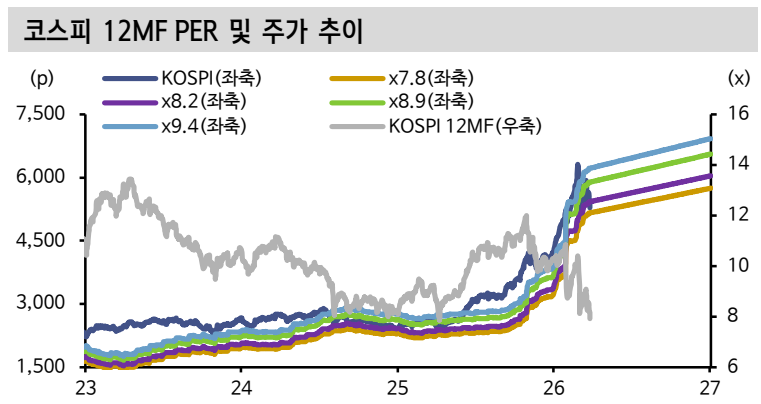
2022년 사례 기준 업종별 전이 순서는 화학(1.1개월) → 철강(7.1개월) → 기계(8.0개월) → IT하드웨어(10.8개월) 순이다. 8주 이동평균 EPS 기준이다. 은행·통신은 의미 있는 하향이 부재했다. 반도체는 AI 투자·HBM 구조 덕분에 전통 제조업 사이클과 부분적으로 분리돼 있다. PMI보다 하이퍼스케일러 CAPEX와 메모리 가격이 핵심 모니터링 변수다. Fed 금리는 3.50~3.75%로 중립 수준에 근접해 있어 2022년식 공격적 긴축 경로 재가적 가능성이 낮다. AI 수요도 B2C 세트가 아닌 구조적 B2B 투자 중심이라는 점이 2022년과의 결정적 차이점으로 해석한다.

2분기 코스피 밴드 4,700~5,900p, 반도체 코어 + 4축 포트폴리오 전략

EPS 시나리오(Best 670p·Base 653p·Worst 599p)와 PER 7.8~9.4배를 조합한 2분기 밴드는 4,700~5,900p다. 꼬리 위험은 이익 하향과 PER 하단을 고려해 4,670p다. 1) 반도체 코어 유지, 2) 건설·IT HW·기계 등 반등 탄력 업종, 3) 배당·주주환원 정책 수혜주, 4) 방산·전력인프라·전기차 전쟁 수혜의 4축으로 구성한다. 수급 측면에서 외국인이 29.8조원 순매도한 반면 개인이 30.2조원 순매수하며 하단을 지지하고 있다. 배당·주주환원 ETF 유입은 정책 영향을 반영한 결과다.

		EPS (p)			
		비관	중립	낙관	
		599.0	653.0	685.0	
PER (x)	비관	7.8	4,672	5,093	5,343
	현재	8.2	4,912	5,355	5,617
	중간값	8.9	5,331	5,812	6,097
	상단	9.4	5,631	6,138	6,439

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2분기 한국 주식시장 전략: 네 가지 축 포트폴리오

할인을 충격이 EPS보다 먼저 발생, PER 압축이 주도한 조정

3월 조정 과정에서 코스피 디밸류 구간으로 진입. 그러나 이익 전망 흔들릴 수 있는 구간에서 밸류에이션이 하단으로 작용하지 않는 상황

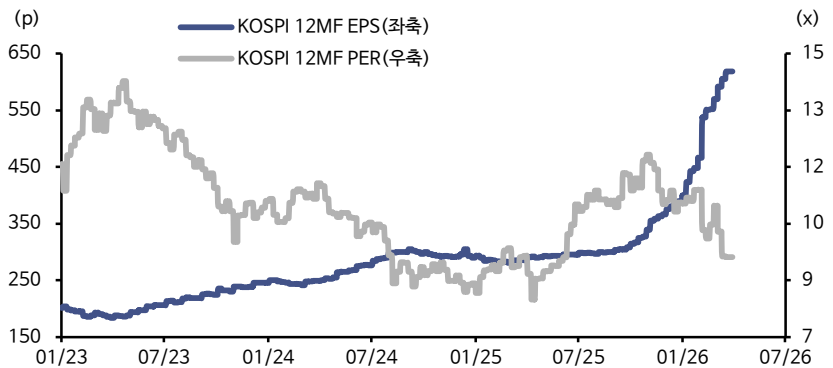
한국 주식시장은 올해 초 AI 인프라 투자 사이클의 가장 직접적인 수혜 시장이었다. 작년 9월 이후 반도체 중심으로 이익 추정치가 가파르게 상향되면서 주요국 가운데 가장 강한 주가 상승을 기록했다. 성격은 단순한 위험선호가 아니었다. 글로벌 투자 자금은 전력·반도체·데이터센터로 이어지는 물리적 병목 구간에 높은 프리미엄을 부여했고 한국은 그 안에서 가장 강한 이익 엔진을 보유한 시장으로 평가받았다. 실제로 이번 상승은 밸류에이션 확장보다 이익 상향이 먼저 일어났다. 싸서 올랐다가보다는 구조적으로 이익이 상향 조정되고 있던 시장이었다.

3월 들어 구도가 급격히 바뀌었다. 코스피 12개월 선행 EPS가 10% 가까이 상향되는 동안 지수는 강력한 조정을 받았다. 하락 대부분은 PER 압축에서 발생했다. 성격이 실적 쇼크보다 할인을 충격에 가까웠다는 의미다. 유가 상승, 환율 변동성 확대, 금리 경로 불확실성이 이익 전망 자체보다 먼저 할인율을 흔들었다.

한국은 PER 절대 수준만 놓고 보면 여전히 낮은 시장이다. 신흥국 내에서는 유동성이 크고 외국인 비중이 높다. 글로벌 자금이 위험 노출을 줄일 때 가장 먼저 정리되는 시장이기도 하다. 3월 조정에서도 외국인 매도세는 반도체·자동차 등 대형 베타 업종에 집중됐다. 한국이 저PER 시장이었음에도 다른 국가대비 더 크고 빠르게 흔들렸던 이유는 밸류 부담보다 유동성과 포지셔닝에 있었다.

2분기 한국 증시를 바라보는 출발점이다. PER이 먼저 흔들렸다는 것은 하락 속도가 가팔랐다는 뜻이기도 하지만 실적이 버티는 한 반등 역시 빠를 수 있다는 기대를 내포한다. 2분기 한국 전략의 본질은 하나의 질문으로 수렴한다. 이번 조정이 할인을 디레이팅 사건으로 마무리될 것인가, 아니면 실제 이익 하향으로 전이될 것인가. 실적 전이까지 아니라면 조정은 단기에 그칠 수 있다. 반면 실적이 영향을 받는다면 전략을 재검토해야 한다. 반도체 실적 지속성, 국내 정책과 자금 이동, 외국인 수급 복원 여부 등이 시장 방향을 결정할 핵심 변수다.

코스피 12MF EPS 및 PER 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

2022년 유가 충격 후
EPS 하향까지 시차

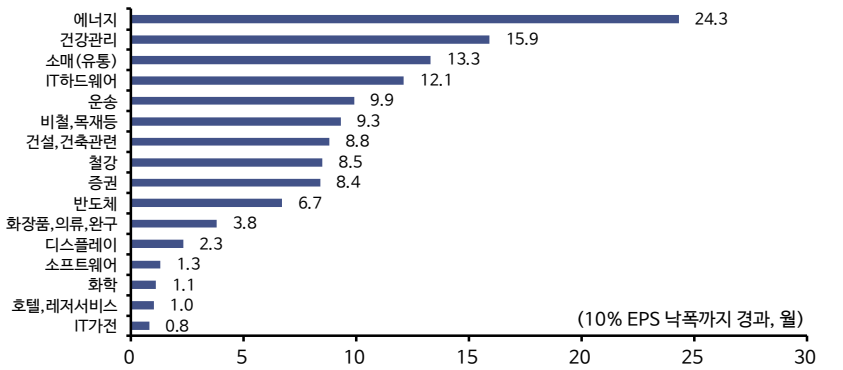
이익 전이: 유가 상승 → PMI → EPS 하향까지 시차

먼저 이익 전망이다. 이익은 보통 이벤트 전후 곧바로 무너지지 않는다. 2022년 러시아-우크라이나 전쟁이 비교 사례다. 당시에도 유가는 전쟁 직후 빠르게 급등했지만 EPS 하향은 시차를 두고 나타났다. 원가와 운임이 흔들렸고 그 다음 기대인플레이션과 정책 경로가 재가각되며 PMI가 둔화됐다. 마지막에 업종별 실적 하향이 확산됐다. 이번 역시 같은 방식으로 봐야 한다. 충격이 이익에 영향을 주지 않는다고 볼 수는 없다. 반대로 실적 영향이 이미 전면화됐다고 단정하기에도 이르다. 한국 증시가 먼저 반영한 것은 실적 쇼크보다 할인율 디레이팅이다. 유가와 환율, 외국인 수급이 먼저 흔들렸고 가격 조정의 대부분이 PER 압축으로 나타났다. 본질을 실적 악화가 아니라 할인율 재산정으로 읽어야 하는 이유다.

이 전이를 볼 때는 13주보다 8주 기준이 더 적절했다. 13주는 추세와 방향성을 확인하는 데는 유용하지만 이벤트 이후 이익이 꺾이는 시점을 너무 늦게 감지할 수 있다. 반대로 4주는 컨센서스 리프्रेस와 개별 보고서 발간 효과까지 모두 반영돼 노이즈가 커진다. 지금 필요한 것은 장기 추세의 완전한 훼손 여부보다 충격이 어느 업종부터 실제 EPS 하향으로 번지기 시작하는지를 포착하는 일이다. 그런 점에서 8주는 속도와 안정성의 균형이 타당하다. 국내 주식시장 투자 관점에서 중요한 판단 지점은 언제 어떤 업종부터 흔들리는지 구분이다.

PMI는 이익 전이를 확인하는 가장 좋은 중간 고리다. 한국 증시의 주요 경기민감 업종은 미국 최종수요보다 글로벌 제조업 체인 전체의 중간재·자본재 수요에 더 강하게 노출돼 있다. PMI는 글로벌 제조업을 본축으로 놓고 미국 제조업을 보조지표로 보는 편이 합리적이다. 원가 충격이 일시적이면 할인율 조정에 그칠 수 있지만 유가 부담이 길어지고 PMI가 50 아래로 내려가 그 상태가 누적되면 얘기가 달라진다. 그때부터는 원가 민감 업종에서 시작된 압박이 경기민감 제조업으로 번지고 결국 코스피 전체 이익도 후행적으로 꺾일 가능성이 높아진다.

업종별 EPS 10% 하향 시점 (2022 러우 전쟁 후 월간 기준)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

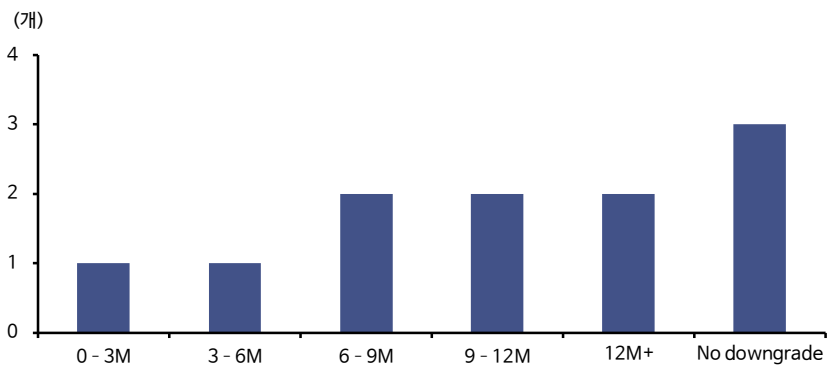
화학 1.1개월 →
 철강 7.1개월 →
 기계 8.0개월 →
 IT하드웨어 10.8개월:
 러우 전쟁 당시에는
 코스피 10% EPS 조정
 시점 7.9개월 뒤 도달

2022년에도 그랬다. 전쟁 초기 유가 급등만으로는 시장 전체 이익이 즉시 무너지지 않았지만 제조업 둔화가 누적되며 코스피 전체 EPS도 결국 하향됐다. 8주 기준으로 보면 코스피 전체의 의미 있는 10% 하향 시점은 전쟁 후 약 7.9개월 뒤였다. 충격은 직선으로 오지 않았고 전체 이익 하향도 전쟁 이벤트 직후 즉시 나타나지는 않았다. 중동 이슈 핵심이 충격 강도보다 지속 기간인 이유다.

업종별 전이 순서는 비교적 분명하다. 먼저 흔들린 곳은 화학이었다. 8주 기준 화학의 첫 10% 하향 시점은 전쟁 후 1.1개월이었다. 원가 충격이 마진에 직접 반영되는 업종의 전형적인 반응이다. 화학은 유가와 나프타, 글로벌 수요가 동시에 작동하는 업종이다. 스프레드 악화가 빠르게 손익계산서에 반영된다. 실제로 지금도 화학은 다른 업종보다 먼저 이익 약세가 드러나고 있다. 이번 국면에서도 화학은 시클리컬 전반보다 먼저 흔들릴 가능성이 가장 높은 업종으로 봐야 한다. 운송은 화학처럼 즉시 반응하지는 않았다. 8주 기준 첫 10% 하향은 전쟁 후 9.9개월 뒤였다. 운송은 연료비뿐 아니라 물동량과 운임, 공급망 병목의 조합으로 움직이는 업종이기 때문이다. 초기에는 유가가 비용으로만 반영되지 않고 시간이 지나며 물동량과 운임 흐름이 둔화될 때 실적 압박이 본격화된다. 원가·운임 민감 업종 안에서도 화학은 선행, 운송은 후행이라는 차이가 존재한다.

그 다음은 경기민감 제조업이다. 철강은 전쟁 후 8.5개월 뒤에야 8주 기준 의미 있는 10% 하향이 나타났다. 이 그룹은 화학처럼 원가가 즉시 실적을 훼손하는 업종이 아니다. 본질은 PMI와 발주, 설비투자, 전자산업 주문의 문제다. 전쟁이 났다고 바로 이익이 꺾이지는 않고 글로벌 제조업 둔화가 누적된 뒤 몇 달의 시차를 두고 하향이 나타났다. 이 점은 이번 2분기에도 중요하다. PMI가 아직 50선 부근을 유지하는 한 철강·기계·IT하드웨어를 곧바로 전면적 실적 훼손 구간으로 해석하기는 이르다. 반대로 유가 부담이 길어지고 PMI가 다시 50 아래로 내려가 그 상태가 2~3개월 이상 지속된다면 이들 업종이 전체 이익 하향의 중심이 될 가능성이 높다. 즉 현재 원가 민감 업종에서만 보이던 부담이 제조업 전반으로 확산되는 시점이 바로 시장 해석이 달라지는 분기점이다.

업종별 EPS 10% 하향 시점 분포



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

건설: 금리·채산성·부동산
발주환경 복합변수,
단순 고유가 피해주로
보기 어려운 이유
자동차와 반도체는 핵심
변수이지만 PMI보다
각기 다른 이슈로 움직이는
경향. 특히 이번에는
2022년과 달리 AI 투자
사이클 본격화됐다는 점
큰 차이점

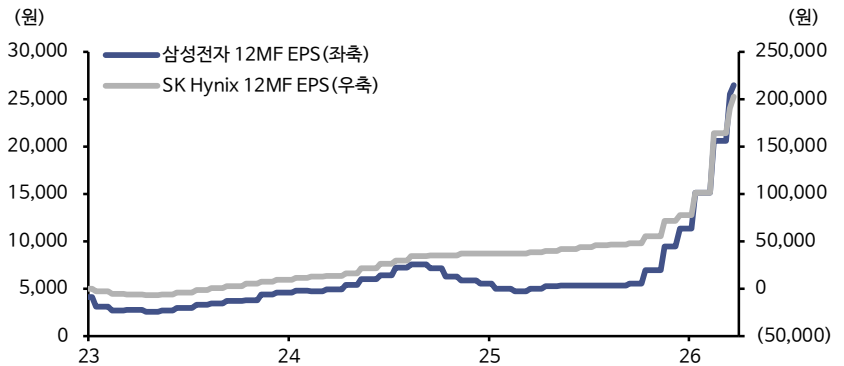
건설은 따로 봐야 한다. 단순한 고유가 피해 업종으로 두기 어렵다. 건설은 연료
비보다 프로젝트 채산성, 금리 경로, 자금조달 부담, 부동산 경기와 발주 환경의
영향을 더 크게 받는다. 2022년에도 8주 기준 건설의 첫 10% 하향 시점은 전쟁
후 8.8개월 뒤였다. 전쟁 직후 보다는 금리와 프로젝트 환경이 누적된 뒤에야 실
적 압박이 본격화된 셈이다. 이번에도 마찬가지다. 건설은 원가 민감 업종처럼
초기에 바로 흔들리지는 않고 충격이 길어질수록 후행적으로 취약해지는 업종으
로 봐야 한다. 2분기 초반 건설의 가격 움직임만으로 실적 위험을 단정하기보다
금리와 발주, 프로젝트 수익성의 변화를 들여다봐야 한다.

자동차와 반도체는 다시 나뉘서 볼 필요가 있다. 자동차는 미국 수요, 환율, 믹스,
외국인 수급 영향을 직접 받는 업종이다. 자동차는 2022년 전쟁 국면에서 의미
있는 10% EPS 하향이 사실상 없었다. 이번에도 실적보다 수급과 리스크프리미
엄이 먼저 작동하고 있다. 저밸류 업종이라는 이유만으로 방어주처럼 보면 안 되
는 이유다. 글로벌 리스크가 커질 때는 실적보다 포지션 정리 대상이 되기 쉽다.

반도체는 더 명확한 예외다. 2022년 8주 기준 첫 10% 하향은 전쟁 후 6.7개월로
일반 제조업보다는 다소 빨랐지만 그 본질은 PMI만으로 설명되지 않았다. 초기
에는 제조업 PMI와 분리돼 움직일 수 있고 일단 업황 사이클이 무너지면 늦게
라도 크게 꺾였다. 2022년 하반기에는 한국과 글로벌 PMI의 50 하회가 누적되고
메모리 가격과 재고 조정이 본격화된 뒤 반도체 이익이 크게 하향됐다.

지금은 2022년과 다른 축이 있다. AI 투자, HBM, GPU, 첨단 패키징, 하이퍼스케
일러 CAPEX가 반도체를 전통 제조업 사이클에서 부분적으로 분리시키고 있다.
이번에도 PMI 둔화가 시클리컬 전반에는 부담이 될 수 있어도 반도체까지 같은
방식으로 즉시 해석하기는 어렵다. 반도체는 PMI보다 메모리 가격, HBM 프리
미엄, AI CAPEX, 패키징 병목을 더 앞세워 봐야 한다.

주요 반도체 종목 이익 컨센서스 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

은행·방어주 EPS 하향
없거나 매우 늦어:
포트 바벨 전략 유효

방어주와 금융, 성장주도 같은 틀 안에서 정리할 수 있다. 은행은 2022년 전쟁 이후에도 의미 있는 10% EPS 하향이 나타나지 않았다. 금리와 대손, NIM의 함수이기 때문이다. 이번에도 PMI보다 금리 경로와 크레딧이 더 중요하다. 증권은 다르다. 증권은 제조업 PMI보다 거래대금과 밸류에이션, 위험선호에 더 민감해 8주 기준 약 8.6개월 뒤 의미 있는 하향이 나타났다. 보험은 더 늦었다. 17개월 이후에야 의미 있는 하향이 나타났다.

방어주도 차이가 있다. 필수소비재는 16개월 이상 뒤에야 하향이 나타났고 유틸리티는 약 20개월로 더 늦었다. 통신은 의미 있는 하향이 없었다. 헬스케어는 9.5개월, 소프트웨어는 5.9개월이었다. 헬스케어는 제조업 경기보다 자금조달과 위험선호, 파이프라인 이벤트의 영향을 더 많이 받는 업종이다. 소프트웨어는 현금흐름 듀레이션 업종 특성상 금리와 멀티플 압박이 몇 달 누적된 뒤 실적 기대가 낮아지는 구조였다. 결국 2022년의 교훈은 하나다. 업종별 실적 훼손은 동시에 오지 않았다. 업종의 본질에 따라 충격의 경로와 시차가 완전히 달랐다.

2022년과 다른 사항들, 정책 환경 및 AI 투자 수요

이번 국면은 2022년과 완전히 같지 않다. 당시 Fed 정책금리는 0~0.25%로 중립 수준을 크게 밑도는 상태에서 출발했다. 유가 급등은 곧바로 공격적 긴축 경로 재가적으로 연결됐다. 반면 현재 Fed 정책금리는 3.50~3.75%로 이미 중립 범위에 근접하거나 그 안에 들어와 있다. 장기 기대인플레이션도 아직 광범위하게 흔들리지 않았다. 미국 10년 BEI는 최근 2.3%대 초반에 머물고 있다. Powell 의장 역시 단기 기대인플레이션 상승과 달리 장기 기대인플레이션은 대체로 2% 목표와 정합적이라고 평가했다. 따라서 이번 유가 충격이 물가에 직접 부담을 주더라도 정책 경로가 2022년처럼 즉각적이고 공격적인 긴축 충격으로 재가적될 가능성은 상대적으로 낮다. 물가 충격은 빠를 수 있지만 그것이 실제 경기 모멘텀과 기업이익을 훼손하는 통화정책 긴축으로 전이되기까지는 더 긴 시차가 필요할 가능성이 높다. 여기에 AI 투자 사이클이 여전히 기술 업종의 이익과 설비 투자 수요를 지지하고 있다는 점도 2022년보다 나은 변수다.

러우 전쟁 초기 주요 매크로 데이터 변화						
시기	브렌트유 (USD/bbl)	달러/원 (원)	KOSPI (p)	미국10년 금리 (%)	미국CPI YoY (%)	메모
2022/01	91.35	1,206	2,663	1.782	7.56	
2022/02	101.23	1,202	2,699	1.839	7.94	전쟁 발발 (2/24)
2022/03	107.46	1,212	2,758	2.325	8.57	
2022/04	107.83	1,256	2,695	2.885	8.23	
2022/05	122.98	1,237	2,686	2.844	8.54	브렌트 \$123 고점 ← +3M
2022/06	114.93	1,298	2,333	2.974	8.98	KOSPI 2,333 저점1 ← +4M CPI 8.98% 고점 ← +4M
2022/07	110.06	1,299	2,452	2.642	8.46	
2022/08	96.55	1,338	2,472	3.132	8.22	
2022/09	88.18	1,431	2,156	3.804	8.19	달러/원 1,431 고점 ← +7M KOSPI 2,155 저점2 ← +7M
2022/10	95.84	1,424	2,294	4.077	7.76	
2022/11	85.40	1,319	2,473	3.701	7.12	
2022/12	84.92	1,265	2,236	3.831	6.40	

자료: LSEG, 신한투자증권

TurboQuant 이슈에서 반도체를 바라보는 법

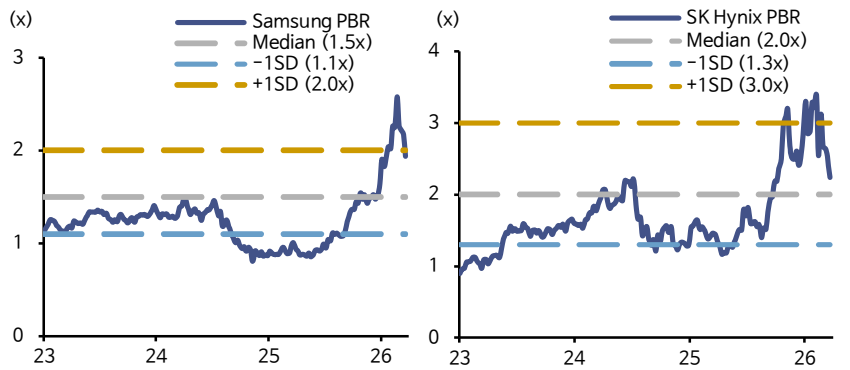
TurboQuant:
HBM 초과이익의 지속성
의문, AI 효율화로
수요 상한 재평가

이번 조정 국면에서 코스피 하락을 가장 직접적으로 설명하는 업종은 반도체다. 중동 리스크는 할인을 충격을 만들었고 외국인인 한국 주식 비중 축소를 촉발했다. 매도는 시장 전체에 균등하게 퍼지지 않았다. 외국인 자금은 유동성이 높고 지수 기여도가 큰 반도체와 자동차에 집중됐다. 하락이 펀더멘털 훼손보다 먼저 위험노출을 줄이는 과정에서 발생한 할인율·수급 사건이라는 점은 업종 흐름에서도 확인된다. 반도체는 실적의 본류이면서 동시에 포지셔닝의 중심이다. 시장 전체가 흔들릴 때 방어주가 되기보다 하락을 먼저 흡수하는 업종으로 변모한다.

여기에 반도체 내부의 낙폭을 더 키운 계기가 TurboQuant였다. 이 이슈가 중요한 이유는 당장 내년 실적 숫자를 흔들어서가 아니다. 시장이 메모리 업종에 부여해온 프리미엄, 특히 HBM을 중심으로 한 초과이익의 지속기간을 의심하게 만들었기 때문이다. TurboQuant는 training(학습) 시장 전체를 무너뜨리는 기술이라기보다 inference(추론) 단계의 KV cache 메모리 효율을 높이는 기술이다. AI 메모리 수요 붕괴라기보다는 추론당 필요한 고급 메모리량의 증가율이 예상보다 둔화될 수 있다는 의구심을 만든다. 결국 시장이 먼저 재평가하는 것은 내년 EPS가 얼마 줄어드느냐에서 벗어나 높은 ROE가 몇 분기, 몇 년 더 지속될 수 있는냐로 바뀐다. 직접적 실적 쇼크보다 HBM 초과이익의 듀레이션 충격, 즉 프리미엄 지속기간을 압축시키는 밸류에이션 충격으로 보는 편이 더 타당하다.

실제 숫자도 이 해석에 더 가깝다. 3월 19일 이후 3월 27일까지 삼성전자는 10.4%, SK하이닉스는 9.0%, Micron은 19.6% 하락했다. 같은 기간 12개월 선행 EPS는 삼성전자 +3.6%, SK하이닉스 +6.3%, Micron +5.4%로 오히려 상향됐다. 12개월 선행 PBR은 삼성전자 -11.0%, SK하이닉스 -12.7%, Micron -24.2%로 압축됐다. 가격은 크게 빠졌지만 이익 추정치는 오히려 올라갔다는 뜻이다. 이번 조정이 실적 하향보다 밸류에이션 조정으로 더 잘 설명되는 이유다. 반도체를 둘러싼 핵심 변수인 메모리 가격과 AI 설비투자가 아직 본격적으로 꺾이지 않은 상황에서 주식시장은 이익보다 프리미엄을 먼저 걷어내고 있다.

삼성전자·SK하이닉스 PBR 추이



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

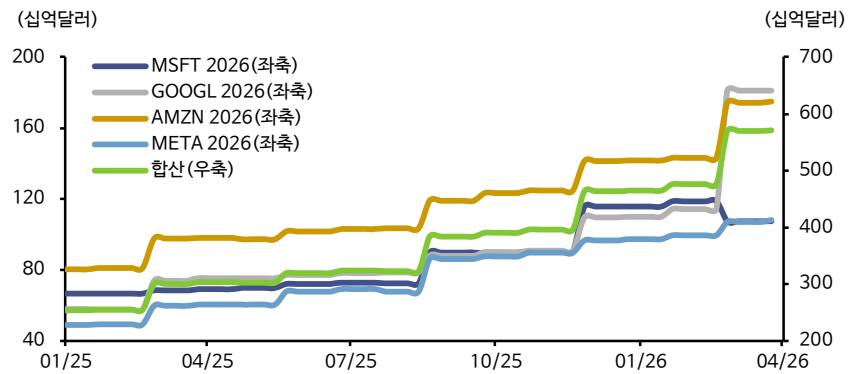
삼성전자:
리레이팅 성격 크고
역사적 중간값까지
추가 압축 여지 제한

따라서 이번 반도체 조정을 PER로만 읽으면 함정에 빠질 수 있다. 메모리 업종은 업황 피크 구간에서 이익이 급격히 올라오기 때문에 PER이 낮아 보이는 경우가 많다. 3월 27일 기준 삼성전자의 12개월 선행 PER은 6.8배, SK하이닉스는 4.6배, Micron은 4.5배 수준이다. 숫자만 보면 모두 싸 보인다. 같은 시점 12개월 선행 ROE는 삼성전자 28.4%, SK하이닉스 48.4%, Micron 53.3%다. 낮은 PER은 저평가의 증거라기보다 피크에 가까운 이익이 이미 숫자에 들어와 있기 때문에 나타나는 결과일 수 있다. 지금 이 구간에서 더 중요한 잣대는 PER이 아니라 PBR-ROE 간 관계다. 시장이 실제로 흔드는 것은 단기 이익 레벨보다는 현재의 높은 ROE가 얼마나 오래 유지될 수 있는가에 대한 믿음과 프리미엄이다.

이 프레임으로 보면 삼성전자와 SK하이닉스는 같은 반도체 안에서도 다르게 해석될 수 있다. 삼성전자는 이번 랠리에서 리레이팅 성격이 상대적으로 더 컸다. 메모리 업황 개선과 함께 경쟁력 회복, 밸류에이션 정상화 기대, 파운드리 사업 가치 회복 등 기대가 같이 들어온 종목이다. 따라서 최근 조정은 섹터 내부 악재보다 시장 전체 할인을 충격의 영향을 더 크게 받는 것으로 해석할 수 있다.

반면 SK하이닉스는 다르다. 최근 주가에는 업황 회복을 넘어 HBM 중심의 초과 ROE가 오랫동안 지속될 것이라는 기대가 더 강하게 반영돼 있었다. 밸류에이션 핵심이 단순 업황보다 듀레이션에 가까웠다. TurboQuant처럼 메모리 효율화 논란이 나올 때 삼성전자보다 SK하이닉스가 더 직접적인 타격을 받는 이유다. 이번 하락을 단순히 반도체 업종 조정으로 묶기보다 삼성전자는 시장 전체 멀티플 압축의 영향이 큰 종목, SK하이닉스는 시장 전체 멀티플 압축에 더해 섹터 내부 듀레이션 압박까지 동시에 겪는 종목으로 구분하는 편이 타당하다.

하이퍼스케일러 AI Capex 추정치 추이



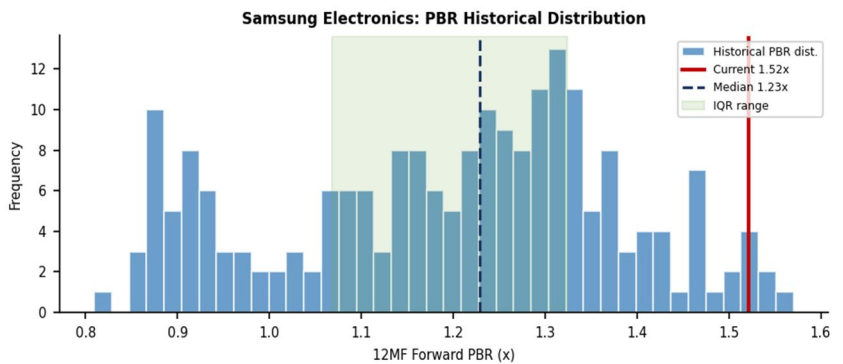
자료: LSEG, 신한투자증권

과거 유사 사건의 백테스트도 같은 결론을 보여준다. 이번 TurboQuant 이슈를 이해하는 데 DeepSeek는 여전히 중요한 비교 사례다. AI를 더 적은 자원으로 구현할 수 있다는 효율화 충격이라는 점에서 닮아 있고 초기 반응 역시 실적 하향보다 밸류에이션 압축으로 먼저 나타났다는 공통점이 있다. 실제로 DeepSeek shock 당시 첫 반응일 수익률은 삼성전자 -2.4%, SK하이닉스 -9.9%, Micron -11.7%였고, 20거래일 내 최대낙폭은 각각 -5.0%, -13.6%, -14.5%였다. 반면 초기 10거래일 동안 12개월 선행 EPS는 세 종목 모두 변하지 않았다. 주가와 PBR은 먼저 늘렸지만 이익 추정치는 바로 꺾이지 않았다. 다만 이번 조정을 DeepSeek와 동일선상에만 둘 수는 없다. DeepSeek가 효율화 shock 자체에 대한 반응이었다면 이번은 중동발 할인율 충격이 동시에 작동하고 있고 빅테크 AI capex의 지속기간에 대한 의문까지 겹쳐 있다는 점에서 더 복잡적이다.

이런 점에서 이번과 가장 닮은 사건은 DeepSeek를 출발점으로 하되, 빅테크 AI capex 지속성에 의문이 제기됐던 사건들까지 함께 봐야 한다. 2025년 2월 Microsoft 데이터센터 lease slowdown 구간에서 20거래일 최대낙폭은 삼성전자 -6.5%, SK하이닉스 -9.2%, Micron -8.7%였다. 2025년 3월 Microsoft 2GW pullback 구간에서는 각각 -13.7%, -23.0%, -29.8%까지 확대됐다. 같은 20거래일 동안 12개월 선행 EPS는 삼성전자 +5.0%, +6.0%, SK하이닉스 +3.2%, +4.1%, Micron +4.3%, +4.9%로 오히려 유지되거나 상향됐다.

주가와 PBR은 먼저 늘렸지만 이익 추정치는 바로 꺾이지 않았다. 이것이 밸류에이션 충격의 전형적 모습이다. Micron capex scare에서도 5거래일 기준 주가는 삼성전자 -10.2%, SK하이닉스 -7.9%, Micron -20.0% 하락했지만 12개월 선행 EPS는 각각 +3.6%, +6.3%, +5.4%였다. 이번 역시 현재까지는 연장선에 있다.

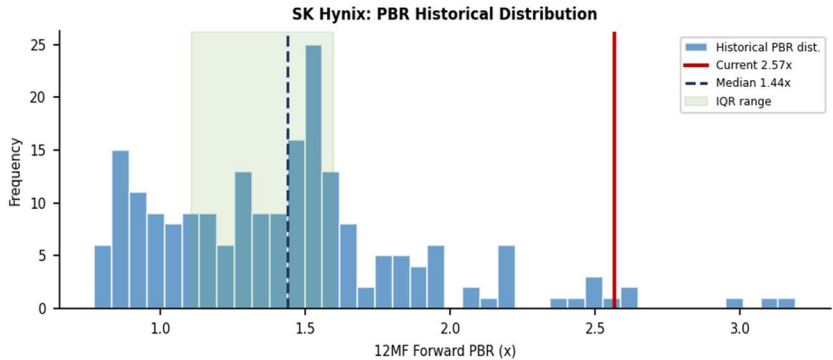
삼성전자 PBR 분포 및 역사적 구간 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

주: IQR 레인지는 Interquartile Range, 즉 사분위 범위

SK하이닉스 PBR 분포 및 역사적 구간 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

주: IQR 레인지는 Interquartile Range, 즉 사분위 범위

따라서 지금 전략의 핵심은 반도체가 많이 빠졌으니 사야 한다가 아니다. 먼저 판단해야 할 것은 이번 사건이 밸류에이션 하락에 머무를 것인지, 이익 하향으로 전이될 것인지다. 현재까지는 전자에 더 가깝다는 의견이다. 중동발 할인을 충격이 시장 전체 멀티플을 누르는 가운데 TurboQuant가 반도체 내부에서 HBM 초과이익 지속성에 대한 프리미엄을 추가로 깎고 있는 구조다. 실적 하향 확인은 아직이다.

실제로 이익까지 번진다고 판단하려면 최소한 네 가지 중 하나는 확인돼야 한다. 첫째, hyperscaler AI capex 추정치가 의미 있게 내려오기 시작해야 한다. 둘째, 메모리 가격, 특히 HBM 프리미엄이 둔화되거나 하락해야 한다.

실적 하향 신호 4가지:
AI capex 하향,
BPS 꺾임,
EPS revision 동시 하향,
패키징 완화

셋째, 삼성전자·SK하이닉스·Micron의 4주 및 13주 EPS revision이 동시에 꺾이기 시작해야 한다. 넷째, 첨단 패키징 병목 완화가 단순 공급 정상화를 넘어 수익성 압박으로 번져야 한다. 이 네 가지가 아직 보이지 않는다면 이번 사건은 1차적으로 멀티플 충격으로 해석하는 편이 타당하다.

관건은 PBR 압축을 어디까지 열어둘 것인가다. 과거 유사 사건의 20거래일 내 PBR 압축 폭을 기준으로 보면 삼성전자는 대체로 한 자릿수 후반에서 10%대 초반, SK하이닉스는 10%대 중반에서 20% 안팎까지 압축을 겪었다. 지금까지 반영된 조정을 놓고 보면 삼성전자는 과거 경미한 충격의 초입을 상당 부분 반영했다. SK하이닉스는 중간값 구간에 근접해 가는 수준이다. 삼성전자는 역사적 중간값 구간까지의 추가 압축 여지가 제한적이다. SK하이닉스는 중간값 구간에서 스트레스 구간까지 일부 여지를 더 열어둘 수 있다. 강점에서 오는 차이점이다.

정리하면 이번 반도체 조정은 아직 실적 하향 국면보다 밸류에이션 조정 국면으로 읽는 편이 효과적이다. 코스피 전략 차원에서 반도체는 여전히 지수 이익의 본류다. 이번 조정은 단독 TurboQuant 효과가 아닌 중동발 할인을 충격과 겹친 복합 충격이라는 점에서 고려해야 한다. 과거 DeepSeek류 단독 효율화 사건보다 낙폭과 조정 기간이 더 커질 가능성은 열어둬야 한다.

배당 분리과세·
주주환원 강화:
세후 수익률·현금흐름
가시성 향상

그 경우에도 첫 번째 단계는 EPS보다 PBR 압축으로 나타날 가능성이 높다. 결국 지금 구간에서 확인해야 할 것은 ROE가 실제로 꺾이고 있는가보다는 그 ROE에 붙어 있던 초과이익의 지속 프리미엄이 어디까지 빠지고 있는가다. 현재까지 데이터는 후자에 더 가깝다. 대응은 공포에 기대기보다 2~4주 동안 빅테크 capex 전망, HBM 가격 체계, 4주·13주 EPS revision의 변화를 점검하는 방식이다.

코스닥 정화: 부실기업 할인 확대, 우량 성장주 프리미엄 강화

외국인 29.8조 순매도,
개인 30.2조 순매수:
머니무브가 하단 지지

다음은 수급이다. 정부 정책이 주식시장으로 자금 유입을 유도하고 있다. 현 정부의 자본시장 정책은 지수 부양보다 시장 구조 개편 성격이 더 짙다. 고배당기업 배당소득 분리과세 도입, 3차 상법 개정안 통과에 따른 자기주식 소각 의무화, 코스닥 상장폐지 제도 강화, 국민성장펀드 본격 가동이 하나의 축으로 묶여 있다. 정책의 공통분모는 분명하다. 배당과 주주환원을 확대할 유인이 있는 기업, 지배 구조 설명력이 높은 기업, 실제로 성장자금을 흡수해 스케일업할 수 있는 기업으로 자금이 머물도록 유도하는 방향이다. 이 흐름은 단순한 유동성 공급보다 자본의 목적지를 조정하는 성격으로 해석하는 편이 일견 타당하다.

이 정책 조합이 2분기 시장에 주는 메시지는 세 가지로 정리할 수 있다. 첫째, 배당 분리과세와 주주환원 강화는 세후 수익률과 현금흐름 가시성을 높여 배당·환원 기업 할인율을 낮추는 계기가 될 수 있다. 결산 배당 시즌은 지났으나 주주총회를 전후로 분리과세 해당 기업들이 확정될 수준이다. 한 차례 더 영향을 미칠 이유다. 둘째, 자기주식 소각 의무화와 후속 거버넌스 논의는 단순 저PBR보다 자본배치 정당성과 주주환원 의지를 더 중요한 평가기준으로 만들 가능성이 크다. 기업들은 성장을 도모하지 않는 자본에 대해서는 높은 비용을 내야 한다.

셋째, 코스닥 정화작업은 코스닥 전체 강세보다 부실기업 할인 확대와 우량 성장주의 프리미엄 강화로 이어질 가능성이 높다. 코스닥이 시장에 한계기업을 두게 될 경우 자연히 기관투자자의 선택 혹은 신규 투자자 유입을 억제하게 된다. 결국 2분기에는 시장 전체 멀티플 확장보다 ERP(주식 리스크프리미엄) 선택적 하락과 자연선택 강화에 주목하는 해석이 더 유효하다. 생산적 금융과 국민성장펀드는 여기에 전략산업 중심의 장기 인내자본을 얹는 역할로 인식할 수 있다.

첨부 로데이터 기준 최근 수급은 개인 자금이 변동성 구간에서 하단을 지지하는 양상을 보여준다. 최근 4주 코스피에서 외국인은 29.8조원 순매도했고 개인은 30.2조원 순매수했다. 반면 코스닥에서는 같은 기간 개인이 1.1조원 순매도해, 개인의 방어 기능이 시장 전반보다 코스피 대형주 쪽에서 더 강하게 나타났다고 해석하는 편이 적합하다. 증시 주변자금도 완전히 꺾이지 않았다. 고객예탁금은 3월 27일 기준 112.8조원으로 8주 전보다 6.8조원, 13주 전보다 27.4조원 증가했다. 개인 CMA 잔액도 같은 시점 97.6조원으로 8주 전 대비 5.7조원, 13주 전 대비 10.2조원 늘었다. 최근 4주만 보면 예탁금은 다소 흔들렸지만 대기자금의 레벨 자체는 여전히 높은 구간에 있다고 보는 해석이 가능하다.

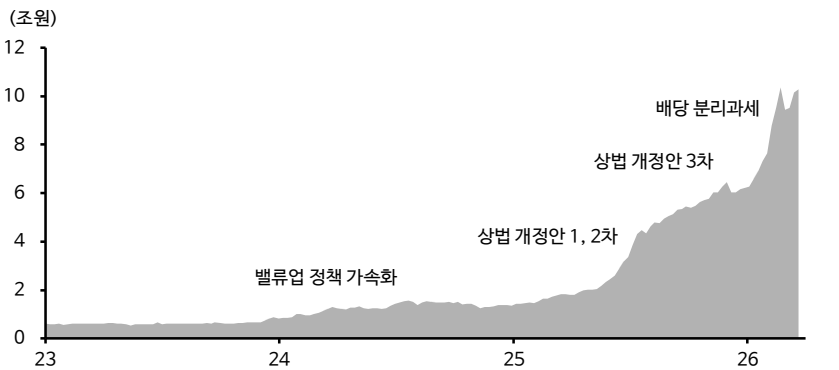
KODEX 코스닥150
13주 2.75조·
레버리지 1.60조
개인 순매수

배당·거버넌스 관련 자금 유입도 확인된다. 배당·고배당·주주환원·주주가치·자사주 관련 ETF를 넓게 묶은 바스켓 AUM(운용잔고)은 3월 27일 기준 10.26조원이다. 지난해 12월 말 6.15조원, 올해 1월 말 7.31조원에서 빠르게 불어난 수준이다. 개인 순매수도 같은 방향이다. 전략형 ETF 기준 배당·주주환원·자사주·밸류업 관련 상품군으로 최근 8주 1.29조원, 13주 1.57조원 유입됐다. 종목별로는 TIGER 배당커버드콜액티브, PLUS 고배당주, KODEX 주주환원고배당주, SOL 코리아고배당, TIGER 은행고배당플러스TOP10 쪽으로 자금 유입이 관찰됐다. 시장형 ETF에서도 밸류업·배당 성격 상품군으로 최근 13주 약 0.58조원 유입이 확인된다. 이는 정책 기대가 아직 시장 전반보다 배당·거버넌스·환원 테마를 매개로 먼저 반영되고 있음을 시사한다. 정부에서 유도하고 있는 1) 배당과 자사주 확대에 따른 자본 회수 가능성 제고, 2) 주주환원 강화가 소구력을 얻는 양상이다.

코스닥 관심도 부재하다고 보기는 어렵다. KODEX 코스닥150 개인 순매수는 최근 13주 2.75조원, KODEX 코스닥150레버리지는 1.60조원 유입됐다. 코스닥에 대한 관심은 중기적으로 존재하지만 변동성 확대 속에서 선별적 접근으로 바뀌고 있다고 해석할 수 있다. 이란 전쟁이 주식시장 할인율을 직접 타격하면서 위험 관리에 나선 것으로 보인다. 정책이 유도하는 곳으로 자금이 응답하는 상황은 전쟁 리스크 완화 시 투자자들로부터 선택을 받을 수 있다는 의미다. 특히 이번 생산적 금융 정책 하에서 핵심은 유통시장 정상화다. 코스닥을 겨냥할 전망이다.

2분기 정책 효과는 세 갈래로 정리할 수 있다. 첫째, 머니무브는 증시 주변자금을 통해 변동성 구간의 하방을 덜 열리게 만드는 역할을 한다. 외국인 매도 국면에서도 과거보다 낙폭 깊이와 체류 시간이 짧아질 수 있다는 기대를 뒷받침하는 데이터가 확인된다. 둘째, 정책은 시장 전체 ERP를 일괄적으로 낮추기보다 배당, 자사주, 소각 가능성, 주주환원 공시, 지배구조 설명력이 있는 기업을 선택적으로 낮추는 방향으로 작동한다. 그 결과 핵심은 멀티플 전면 상승보다 멀티플 재배분이 될 가능성이 크다. 셋째, 생산적 금융과 국민성장펀드는 코스닥과 전략산업 전반에 대한 관심을 높일 수 있다. 실제 자금은 모든 종목에 균등하게 퍼지기보다 스케일업 가능성이 있는 미래 성장주로 선별적으로 흘러갈 가능성이 높다.

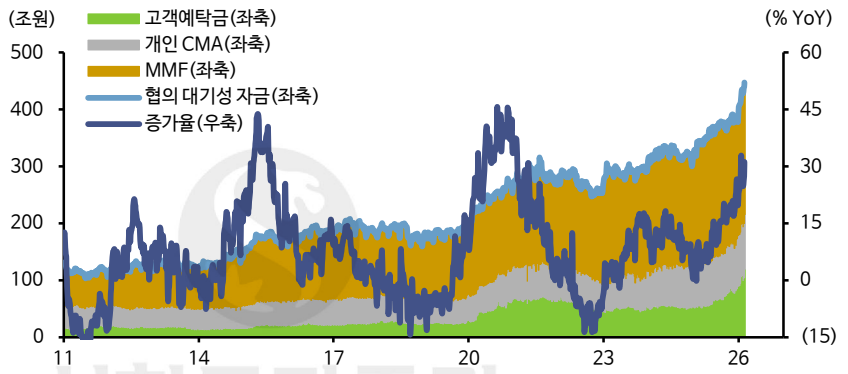
배당·주주환원 관련 ETF AUM 추이



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2분기 정책은 주가 방향을 단독으로 결정하는 변수라기보다 하단과 상대강도를 바꾸는 것으로 해석할 수 있다. 머니무브는 이미 부분적으로 관찰되고 있으며 그 자금은 배당, 거버넌스, 밸류업, 지수형 ETF, 생산적 금융 기대가 붙는 영역으로 먼저 향하고 있다. 다만 최종 방향성은 여전히 펀더멘탈에 의해 좌우될 가능성이 높다. 중동 변수 충격이 실적 하향으로 본격 전이되지 않고 반도체 이익 모멘텀이 유지된다면 정책은 변동성 흡수와 지수 하단 상향에 기여할 여지가 있다. 반대로 실적 훼손이 현실화되면 개인 머니무브는 충격을 완충할 수는 있어도 추세 자체를 되돌리는 힘으로 보기는 어렵다. 과거 팬데믹 이후 2022년 조정장에서 겪었던 경험칙도 이를 증명한다. 2분기 전략 핵심은 정책을 상단 재료로 과대평가하기보다 하방 완충과 시장 내부 차별화의 촉매로 읽는 쪽에 뒤야 한다,

머니무브 대기 성격의 자금 추이



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2분기 코스피 전망과 투자전략

시나리오에 따른 이익 전망, Best의 경우 2Q 말 685p로 상승 가능, Base의 경우 현재 수준에서 등락, Worst는 실적 영향 본격화되며 하향

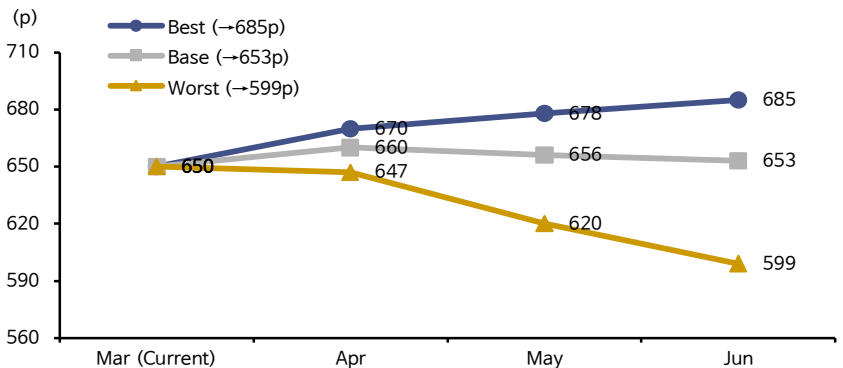
2분기 코스피 이익 전망의 핵심은 연말로 수렴하며 정상적으로 올라가야 할 12개월 선행 EPS 경로가 전쟁 장기화로 얼마나 훼손되느냐에 있다. 판단 기준은 20거래일 스무딩 값이 적절하다. 현재는 전쟁과 유가, 환율 충격으로 컨센서스가 흔들릴 수 있어 당일 숫자만으로는 추세를 읽지 못할 수 있다. 3월말 기준 12개월 선행 EPS는 664.9p, 20거래일 스무딩 값은 643.4p다. 올해 말 12개월 선행 EPS의 종착점이 되는 EPS는 736.0p다. 추가 상향이 크지 않더라도 캘린더상 12개월 선행 EPS는 2분기 중 자연스럽게 위로 이동하는 구조에 있다는 뜻이다.

Best 시나리오는 이 정상 경로가 유지되는 경우다. 전쟁은 이어지지만 추가 격화는 없고 원유 민감 업종 일부만 영향을 받는 상황이다. 반도체와 자동차가 지수 이익의 축을 지키고 구경제와 운송, 비철처럼 직접 타격을 받는 업종의 비중이 높지 않기 때문에 전체 EPS는 캘린더 경로를 따라간다. 스무딩 12개월 선행 EPS는 4월말 670p, 5월말 678p, 6월말 685p까지 상승할 수 있다. 공격적 이익 상향을 가정할 숫자가 아니라 현재와 연말 사이를 선행적으로 수렴시킨 정상 경로다.

Base 시나리오는 전쟁이 끝나지 않고 길어지는 경우다. 화학, 운송, 비철, 철강, 일부 기계·건설 같은 원유 민감 업종부터 이익 압박을 받는다. 반도체와 자동차는 생각보다 버티고 지수 내 이익 비중이 큰 업종의 훼손은 제한적이다. 지수 EPS는 급락하지 않지만 정상적으로 올라가야 할 경로는 약화된다. 스무딩 EPS는 4월말 660p, 5월말 656p, 6월말 653p 수준으로 추정된다. 숫자상으로는 현재보다 소폭 높은 수준이지만 Best의 685p와 비교하면 낮다.

Worst 시나리오는 영향 업종이 더 넓어지는 경우다. 전쟁 강도가 높아지고 유가와 환율 부담이 길어지면서 반도체와 자동차 이익 방어력까지 흔들리는 상황이다. 반도체와 자동차 이익 비중이 절대적이라는 점을 감안하면 이 두 축이 약해지는 순간 전체 EPS는 실제 하향 구간으로 들어간다. 스무딩 EPS는 4월말 647p, 5월말 620p, 6월말 599p로 낮아질 수 있다. 결국 반도체와 자동차가 유가 상승 국면에서도 흔들리지 않고 끝까지 버티느냐 여부가 EPS의 방향을 결정한다.

2분기 코스피 12MF EPS 시나리오별 경로 (4~6월, Best/Base/Worst)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

2분기 코스피 밴드 추정 4,700~5,900p(PER 7.8~9.4배)

코스피 2분기 밴드
 : 4,700~5,900p
 : 이익 하향 본격화와
 최저 PER 동시 고려한
 꼬리 위험은 4,670p
 : 리스크 일거 해소 시
 6,400p를 Best 시나리오
 상단에 둘 수 있어

2분기 코스피 밴드는 할인율로부터 직접적으로 영향을 받는다. 이번 조정의 본질이 실적 쇼크보다 PER 압축에 가까웠기 때문이다. 현재 코스피 12개월 선행 PER은 8.2배 수준이다. 밴드 산정의 출발점은 현재 수준인 8.2배이고 비관·중립·상단은 그 주변에서 스트레스와 정상화 범위를 나눠 보는 방식을 고려했다. 이번 분기 PER 구간은 비관 7.8배, 현재 8.2배, 중간값 8.9배, 상단 9.4배로 설정했다. 7.8배는 전쟁 장기화와 실적 전이 우려가 동시에 반영되는 스트레스 구간이다. 2025~26년 전체에서 저점을 모색했다. 8.9배는 할인율 충격이 완화될 때 복귀할 수 있는 정상화를 고려했다. 중동 리스크 발발 직전부터 현재까지 중간값이다. 9.4배는 반도체 밸류 회복과 외국인 수급 안정이 동반될 때 가능한 상단이다.

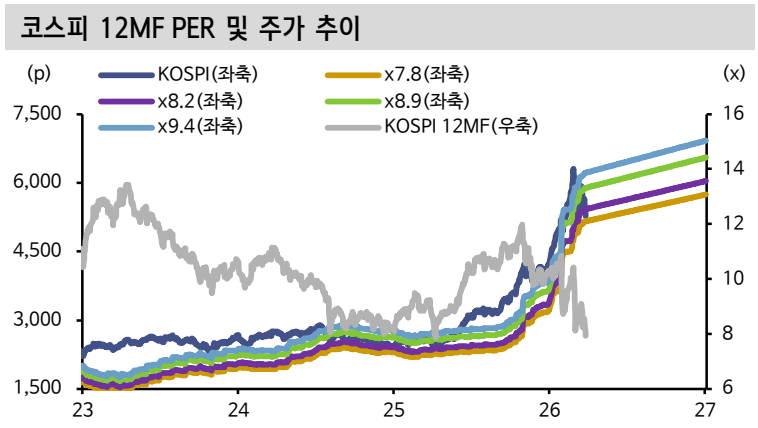
EPS 시나리오를 고려해 2분기 밴드를 설정한다. Base 시나리오 관점에서 전쟁이 장기화하며 일부 업종부터 실적 하향이 발생하는 상황을 가정했다. 이 때도 자동차, 반도체 이익은 급격히 하향 조정되기보다 비교적 견조한 상황을 가정했다. 현재 PER 8.2배가 5,355p, 중간값 8.9배가 5,812p다. 매트릭스상 극단적 하단은 Worst EPS와 비관 PER 7.8배를 동시에 적용한 4,672p다. 다만 이는 최악의 이익 경로와 공포적 밸류에이션이 동시에 발생하는 꼬리 위험 구간으로 보는 편이 타당하다. 2분기 보고서에서 실무적 하단은 4,900~5,000p 안팎이 더 적절하다. 이익은 깎이더라도 밸류에이션까지 2022년식 공포 구간으로 무너지지 않는다.

2분기 코스피 밴드는 4,700~5,900p다, 하단은 전쟁 장기화와 아악 하향 조정을 반영한 구간이다. 중심 구간은 현재 시장이 할인율 충격을 소화하는 과정에서 가장 오래 머물 가능성이 높은 영역이다. 상단은 반도체와 외국인 수급이 동시에 안정될 때 가능한 구간이다. 위험이 해소돼 이익 추정치가 기존 경로를 밟는 동시에 밸류에이션까지 회복될 경우 6,400p를 2분기 Best 시나리오 상단에 둔다.

이번 분기의 포인트는 하나다. 지수는 이미 할인율 충격을 상당 부분 반영했다. 이제 시장이 확인할 것은 그 충격이 실제 이익 하향으로 어디까지 번지느냐다.

		EPS (p)			
		비관	중립	낙관	
		599.0	653.0	685.0	
PER (x)	비관	7.8	4,672	5,093	5,343
	현재	8.2	4,912	5,355	5,617
	중간값	8.9	5,331	5,812	6,097
	상단	9.4	5,631	6,138	6,439

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

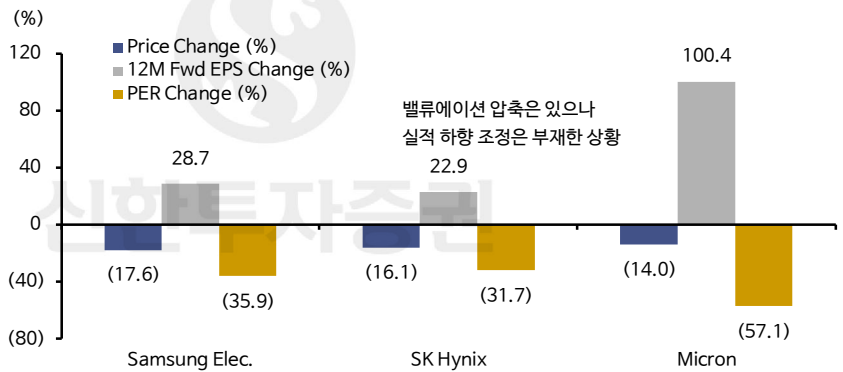
2분기 포트폴리오 전략

반도체: 의구심 있었지만 실적 하향 전조 찾기 어려워 코어 유지

반도체 코어 유지:
밸류에이션 조정 성격,
실적 하향
전조 아직 부재

포트 전략 첫 번째 판단은 반도체를 어떻게 다룰 것인가다. 현재 반도체는 포트에서 줄여야 할 업종보다 코어로 유지할 업종으로 판단한다. 근거는 이번 조정이 아직 실적 하향보다 밸류에이션 압축으로 설명된다는 데 있다. 2월 26일 이후 3월 말까지 삼성전자는 17.6% 하락했지만 12개월 선행 EPS는 28.7% 상승했고 PER은 35.9% 하락했다. SK하이닉스도 16.1% 하락했지만 EPS는 22.9% 상승, PER은 31.7% 하락했다. Micron은 주가 14.0% 하락, EPS 100.4% 상승, PER 57.1% 하락이었다. 메모리 조정은 이익 훼손보다 멀티플 압축의 성격이 더 강했다. 터보퀀트 이후의 단기 반응만 봐도 방향은 같다. 현재 시장이 먼저 흔들리는 것은 단기 이익 레벨보다 높은 ROE가 얼마나 오래 지속될 수 있는가에 대한 프리미엄이다. 전략적으로는 반도체를 포트의 중심축으로 유지하되 향후 2~4주 동안 4주·13주 이익 추정치가 동시에 꺾이는지, HBM 프리미엄과 인공지능 설비투자 기대에 실제 균열이 생기는지를 확인하는 방식이 적절하다.

반도체 3사 주가·EPS·PER 변화율 비교(2/26~3/27)



자료: LSEG, 신한투자증권

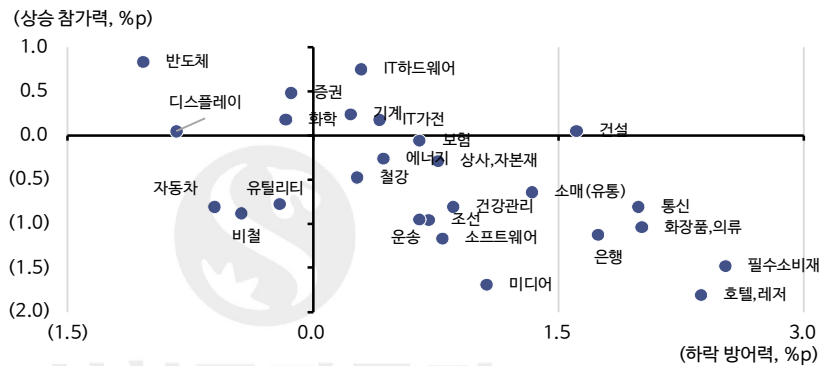
반도체 코어 + 업종 상대강도 + 정책 수혜 + 전쟁 구조 변화 4축

두 번째는 업종 전략이다. 여기서는 단순히 경기민감주와 방어주를 나누는 접근보다, 하락 구간에서 덜 빠졌는지와 반등 구간에서 더 잘 올랐는지를 동시에 보는 방식이 더 유효하다. 코스피를 기준으로 3월 상승 참가력과 하락 방어력을 통해 사분면 차트를 구성할 수 있다. 1사분면은 IT하드웨어, 기계, IT가전, 건설 등 주로 산업재, IT 부품, 2차전지 대표주로 구성돼 있다. 상승 시 베타 1 이상, 하락 시 베타 1 이하를 보인 업종이다. 2사분면은 반도체, 디스플레이, 증권, 화학이다. 하락 구간에서 낙폭이 지수보다 컸지만 상승 시 참가력이 높았던 업종이다. 반도체는 외국인 비중이 높은 탓에 매도 시 상위에 포진하지만 이익 추정치 상향 조정을 우호적으로 판단할 수 있다.

자동차, 비철, 유틸리티는 유가 상승의 가장 대표적 변동성 노출. 다만 V자 형태 시나리오 만들어질 경우 기대수익률 높아

3사분면은 자동차, 비철, 유틸리티로 구성됐다. 상승 시 지수 수익률 하회, 하락 시 지수보다 초과손실을 보인 업종이다. 유가 상승으로부터 가장 직접적으로 부정적인 업종군이다. 이는 반대로 유가 하락 시, 전황 약화 시, 시장이 V자 형태로 반등할 경우 기대수익률을 올릴 수 있다는 의미도 된다. 4사분면은 가장 많은 업종군이 포진해 있다. 방어주로서 역할이 뛰어났다기보다는 반도체 영향으로 판단된다. 하락 시 반도체 낙폭이 컸던 탓에 상대적으로 반사 수혜를 볼 수 있었다. 다만 포트폴리오 방어 차원에서 4사분면에 포진한 업종을 보유하는 전략은 도움이 된다. 여기에 주로 속한 업종은 필수소비재, 호텔/레저, 화장품, 통신, 은행, 미디어, 헬스케어, 소매(유통) 등이다. 주로 내수 소비재로 구성됐거나 배당수익률 덕에 하방이 상대적으로 경직적인 업종을 포함하고 있다.

업종별 산포도: 하락 시 방어 vs. 상승 시 공격



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 이란 전쟁 이후 업종 간 상대수익률로 도시

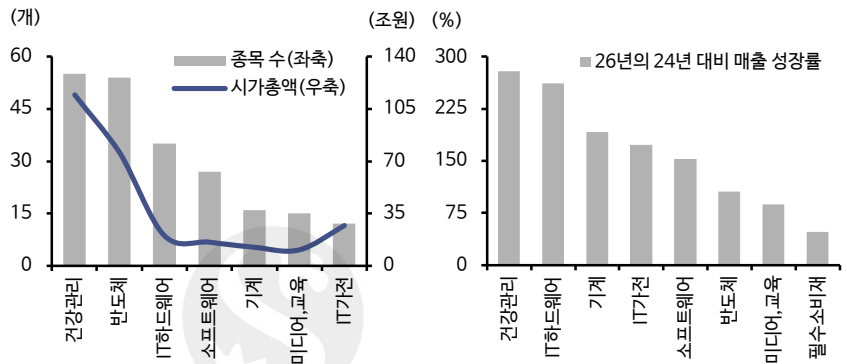
반도체·IT하드웨어·산업재와 같은 성장 코어와 통신·은행·보험·필수소비재 같은 우하단 방어축의 결합이다. 자동차와 일부 경기민감은 지수가 크게 밀렸을 때 전술적으로만 붙이고 화학·운송·철강은 실적을 확인하는 전략이 유효하다.

세 번째는 정책이다. 정책은 지수 상단을 여는 재료라기보다 하단 바꾸는 변수다. 배당 분리와 과세, 상법 개정, 생산적 금융, 코스닥 정화는 지수를 단번에 끌어올리는 힘이 아니다. 대신 국내 자금이 어디로 들어오고 어떤 업종의 하단이 더 단단해지는지를 바꾼다. 따라서 정책 전략 중심은 거버넌스·주주환원·대표 대형주다. 배당과 자사주, 저PBR 재평가 기대가 있는 업종은 조정 국면에서 국내 자금의 유입 경로가 될 가능성이 높다. 코스닥은 전면 대응보다 후행 접근을 고려한다.

정책은 코스닥 전체를 즉시 끌어올리기보다 회수시장 정상화와 실적형 성장주 재평가를 통해 작동할 가능성이 높다. 2분기 시점에서는 코스닥 전면 강세보다 코스피 대표주와 제도 수혜 대형주가 먼저 반응하고 코스닥은 후행적으로 breadth가 넓어지는 그림을 상정하는 편이 더 현실적이다. 핵심은 정책 기대다.

마지막으로 전쟁 이후 구조 변화에 대한 대응도 포트 안에 남겨둘 필요가 있다. 중동 전쟁의 영향은 유가에만 머물지 않는다. 전쟁이 길어질수록 국방비 확대, 에너지 안보 강화, 전력 체계 재편 같은 구조 변화가 뒤따를 가능성이 높다. 이 경우 방산, 신재생, 전기차 전환은 2분기 당장 지수 코어가 되기보다 전쟁 이후 체제 변화를 반영하는 중장기 옵션이다. 방산은 지정학 리스크의 상시화, 신재생과 전기차 전환은 화석연료 의존 축소와 에너지 안보 강화의 수혜주이다. 포트에 서는 이를 단기 주도 업종으로 보기보다 반도체 코어와 방어 바벨을 유지하는 가운데 일부 비중으로 보유하는 구조 변화 대응책으로 둘 수 있다.

코스닥 주요 업종의 비중 및 성장 속도 비교



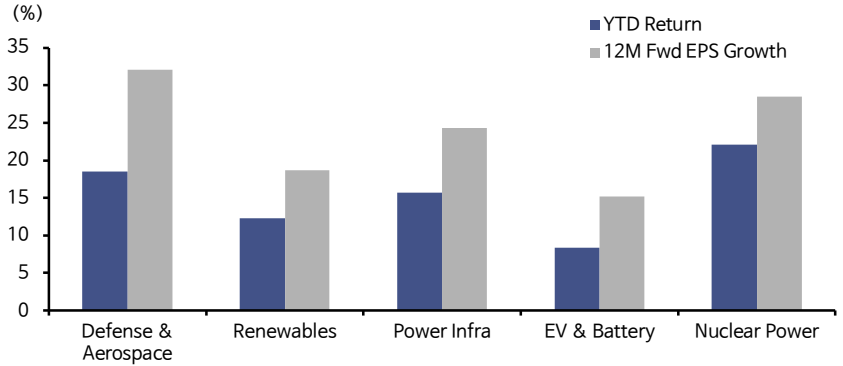
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권
 주: 컨센서스 존재 종목 기준

생산적 금융의 금융시장 전이 경로



자료: 신한투자증권

전쟁 이후 구조 변화 수혜 업종: 방산·에너지·전력인프라·전기차



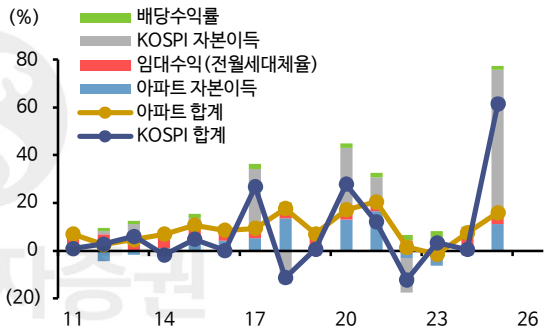
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주요국 금융자산 내 위험자산 비중

국가	비중 (%)	기준 시점	출처
미국	44.2	2024 Q4	Fed, Flow of Funds
여국	~27	2021	Statista/ONS National Accounts
한국	~20	2022 Q3	한국은행 자금순환통계
독일	~19	2024 Q4	Deutsche Bundesbank
일본	~19	2024 Q3	일본은행 자금순환통계

자료: 각 국 중앙은행, 신한투자증권

부동산 vs. 주식 명목 수익률 분해 및 비교



자료: KB부동산, LSEG, 통계청, 신한투자증권