Strategy Weekly

내년이 더욱 기대되는 코스피

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 코스피 급등에 시장 부담감 높아짐. 다만 급등이 약세장 동반을 의미하진 않음
- 상호관세 유예 종료, FOMC 기준금리 결정, 부동산 정책 등 다양한 이벤트 대기
- 연준 기준금리 인하에 국내 수출 및 펀더멘털 회복이 펀더멘털 장 이끌 것
- 자본시장 활성화에 단계적 리레이팅 전망. 코스피 12개월 상단 3,600pt로 상향

코스피 급등에 시장 부담감 높아짐. 다만 급등이 약세장 동반을 의미하진 않음

코스피는 지난 25일 종가기준 3,108.25pt를 기록하며 2022년 9월 이후 최고치를 기록했다. 지난 4월말 이후 +20% 가량 상승했다. 연초대비로도 +27% 넘게 상승했다. 연초대비 수익률 기준으로 미국 S&P500(+5%), 영국 FTSE100(+8%), 유럽 STOXX50(+9%), 일본 TOPIX(+2%) 등 주요 선진국은 물론, 인도 BSE30(+7%), 중국 상해종합(+2%), 대만 가권(-2%)을 상회하고 있다**(그림1)**. 독일 DAX와 이탈리아 MIB, 홍콩 항셍 지수만이 코스피와 비슷한 수익률을 보이고 있다.

코스피가 최근 급등에 대한 부담감으로 다소 숨고르기를 보이고 있다. 이틀간 코스피는 -1.7% 하락했다. 강세 이후 하락장으로 돌변하는 것이 아닌지 걱정하는 투자자들이 늘어나고 있다. 하지만 월간으로 강세장을 보인 것이 다음달 약세장 동반을 의미하진 않는다. **오히려 과거 사례를 보면 월간 수익률이 급등했던 시기 익월 수익률이 오히려 플러스를 기록한 횟수가 더 많았다.** 2000년대 이후 코스피 월간 수익률 상위 10회 중 7회는 익월 수익률이 플러스를 기록했다**(그림2)**. 상위 20회 중 14회도 익월 수익률이 플러스를 기록했다. 증시 급등이 다음달 약세장을 의미하지 않는 것이다.

상호관세 유예 종료, FOMC 기준금리 결정, 부동산 정책 등 다양한 이벤트 대기

다만 올 여름 국내 및 글로벌 금융시장에 다양한 이벤트가 대기하고 있다는 점에서 코스피의 숨고르기가 이어질 수 있다. **첫째, 7월 8일 만료되는 상호관세 유예 종료 시기를 앞두고 협상력을 높이기 위한 트럼프 리스크가 재차 커질 수 있다.** 물론 스콧 베센트 미국 재무장관은 “현재 핵심 교역국 18국과 무역 협상에 집중하고 있으며, 노동절(9월 1일)까지 10여국과 협상을 완료할 수 있을 것으로 본다”고 말했다. 유예 종료 시점이 연장될 수 있다는 뜻을 내보인 것이다. 캐롤라인 레빗 백악관 대변인도 유예 조치의 연장 가능성을 언급했다. 기본 시나리오는 각국간 협상이 마무리되는 과정에서 기존 종료 시점이 연장되는 것이다. 다만

트럼프가 협상력을 높이기 위해 각국에 상호관세율을 일방적으로 통보할 수 있다. 미국은 무역흑자를 기록하고 있는 영국을 제외하면 상호관세 협상에 성공한 사례가 없다. 이란에 대한 갑작스런 공습을 통해 이란과의 협상을 진전시킨 것처럼 갑작스런 흔들기는 트럼프의 주특기이다. 시장에서는 트럼프의 무역정책 불확실성을 이미 지나간 뉴스로 생각하고 있다**(그림3)**. 주요국과 최종적인 합의안이 나올 것으로 전망되는 9월 이전까지는 예상치 못한 관세 불확실성 이벤트에 시장 변동성이 높아질 수 있다.

둘째, 7월 FOMC를 앞두고 트럼프의 파월 흔들기가 계속되고 있다. 기준금리 인하를 요구하고 있는 트럼프 대통령이 파월 의장의 후임자를 올 여름 조기 발표할 가능성이 제기되고 있다. 파월의 후임을 조기 선정해 파월 의장의 의장직 임기인 2026년 5월 임기까지 그림자 의장 역할을 수행해 파월의 레임덕을 유발하고, 기준금리를 더 빠르게 낮추는 구상이다. 트럼프의 연준 흔들기에 달러화는 약세를 보이고 채권 시장은 9월 인하를 기정 사실화 하고있다**(그림4)**. 하지만 연준 독립성에 우려가 높아질 경우 오히려 불확실성이 커질 수 있다. 또한 기준금리 인하가 시장 기대보다 늦춰질 경우에도 충격을 받을 수 있다.

셋째, 서울 집값 급등이 심상치 않다. 새정부의 정책 기대감에 코스피가 강세를 보이고 있지만, 서울 집값도 함께 급등하고 있다**(그림5)**. 과거 문재인 정부가 부동산 시장 과열에 지지율과 정책 모멘텀에 큰 타격을 입었다는 점에서, 이재명 정부는 최근 부동산 급등에 대해 주택담보대출 총액 규제라는 긴급 처방에 나서며 진화에 나서고 있다. 한동안 긴축적인 유동성 환경이 조성될 것으로 전망된다. 향후 한국은행의 기준금리 결정에도 영향을 미칠 수 있다. 은행 대출 축소는 위험자산 선호심리와 코스피에도 부정적이다**(그림6)**. 올 여름 치솟는 서울 집값에 정부의 부동산 정책이 시험대에 올라선 상황에서 투자자들의 관망세가 나타날 가능성이 있다.

이외에도 트럼프 대통령이 7월 4일 독립기념일 이전 '하나의 크고 아름다운 법안'(OBBBA)을 통과하기 위해 의회를 압박하고 있는 상황에서 28일 상원 통과를 위한 첫 관문을 넘었다. 대규모 감세안 통과가 임박함에 따라 재정적자 심화 우려도 불안 요인이다. 마찬가지로 국내에서는 6월 임시국회에서 추경과 상법개정안 통과가 전망되지만, 시장의 기대는 후속 법안 통과 여부로 넘어간 상황이기 때문에 올여름 후속 법안들의 논의 과정에 시장은 주목하고 있다.

연준 기준금리 인하에 국내 수출 및 펀더멘털 회복이 펀더멘털 장 이끌 것

앞서 말한 불확실성 요인들은 여름을 지나면서 확실성의 영역으로 넘어갈 것이다. 트럼

프의 상호관세와 연준의 통화정책은 9월 이후에 명확해질 전망이다. 이재명 새정부의 자본시장 활성화 기대감도 정책을 하나씩 확인하면서 신뢰와 확신의 영역으로 나아갈 것이다. 이에 코스피는 내년 상반기까지 우호적인 환경이 조성될 것으로 전망된다. 여름철 조정 시 매수 기회로 삼아야 하는 이유이다. **코스피를 뒷받침하는 첫번째 핵심 요인은 연준의 기준금리 인하를 통한 유동성 공급이다.** 미국의 물가는 하향 안정화되고 있다. 고용지표도 완만하게 둔화되고 있다. 연준은 내년까지 4차례 인하가 전망된다. 연준의 기준금리 인하 가능 여력은 충분하다. ECB는 이제 1번의 기준금리 인하만 남았고, BOJ는 통화 긴축 단계에 있다는 점에서 연준의 기준금리 인하는 글로벌 유동성 공급을 제공하여 국내 증시에도 우호적인 환경을 조성할 것이다**(그림7)**. 달러화 약세는 신흥국 자산에 대한 매력도를 높이고, 이는 국내 증시에 외국인 패시브 자금 유입을 지속시키는 요인이다**(그림8)**.

연준의 기준금리 인하에 미국 경기도 시차를 두고 다시 확장 사이클에 진입할 수 있다. 미국의 경기 사이클은 연준의 기준금리 등 금융환경에 민감하다**(그림9)**. 기준금리 인하가 시차를 두고 효과를 발휘하면서 내년 미국 경기가 반등할 경우, 부진한 한국 수출도 내년에 우호적일 것이다**(그림10)**. 올해 하반기까지는 미국의 AI 테마 지속에 따른 반도체 업종과 조선, 기계, 방산과 같은 트럼프 수혜주가 한국 수출과 펀더멘털을 뒷받침하고, 내년에는 관세 불확실성 완화와 미국 경기 반등으로 인한 전반적인 한국 수출 회복에 코스피 영업이익이 우상향하면서**(그림11)** 코스피는 점차 레벨을 높여갈 것이다. 올해 5월부터 6월 둘째주까지 코스피에서 외국인은 5.6조원 규모의 순매수를 보였지만, 최근 2주간 1.1조원의 순매도를 보여 외국인의 자금 유입이 종료된 것이 아닌지 우려가 높아지고 있다. 하지만 외국인은 실적을 기반으로 움직인다**(그림12)**. 올해 국내 증시가 이재명 새정부의 자본시장 활성화 기대감에 따른 밸류에이션 장세였다면, **내년에는 미국 경기 반등 및 한국 수출 회복, 코스피 영업이익 확대를 바탕으로 한 펀더멘털 장세가 전망되는 이유이다**.

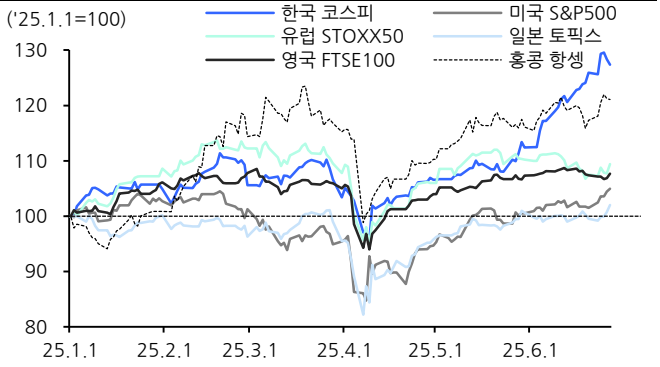
자본시장 활성화에 단계적 리레이팅 전망. 코스피 12개월 상단 3,600pt로 상향

가을 이후 대외 환경과 펀더멘털만 개선되는 것이 아니다. 이재명 정부의 자본시장 활성화에 대한 의지는 임기내 꾸준할 것이다. 최근 서울 집값 급등에 따른 유동성 축소는 단기적으로는 주식시장에 부정적인 요인이나, **장기적으로는 자본시장 활성화에 대한 필요성을 더욱 강하게 인식시킬 것이다.** 한국 경제 전반에 걸친 부동산 쏠림 현상을 해소하고 자본시장으로의 자금 이동을 유도해야 한다는 점은 모두가 공감하고 있다. 하지만 한국 주식시장 저평가는 투자자의 불신에 기인한다. 모든 주주를 기업의 파트너로 인식하는 문화를 만들고, 주주권에 대한 가치 보호와 신뢰를 형성해야 한다. 상법개정은 그 시작일 뿐이다.

상법 개정 이후 행보가 더 중요하다. 이번 6월 임시국회에서 상법 개정의 본회의 통과는 확정적이다. 이후 집중투표제, 감사위원 분리선출, 이사회 내 독립이사(사외이사) 확대 등 더 강한 상법 개정은 이번 상법 개정에 담기지 않았던 내용이기 때문에 국회 법제사법위원회(법사위) 법안심사소위원회 통과 후 본회의에 상장되어야 한다. 의견 조율 과정에서 노이즈가 있을 수 있다. 또한, 배당소득 분리과세와 자사주 의무 소각 등 시장에서 기대하는 자본시장 활성화에 필요한 법안 논의도 여부도 주목해야 한다. 나아가 투자자들은 개정된 상법이 법원에서 어떻게 해석하고, 판례가 쌓이는지 지켜보면서 정책과 자본시장에 대한 신뢰를 높여갈 것이다. **상법 개정을 시작으로 한단계 나아갈 때마다 국내 증시에 대한 투자자의 신뢰도는 높아지고, 코스피는 단계적으로 상승할 것으로 전망된다(표1).**

하반기 이후 2026년에 진입하면서 연준의 기준금리 인하로 인한 글로벌 유동성, 한국 수출 회복에 따른 코스피 펀더멘털 개선, 달러화 약세와 외국인 순매수, 글로벌 AI 투자 확대에 따른 반도체 수혜와 이재명 정부의 자본시장 활성화 의지 등 다양한 요인들은 코스피에 대한 장기적인 전망을 높이는 요인이다. 현재 코스피 12개월 후행 P/B는 1.02배이다. P/B 상단 목표를 2021년 코스피 강세장의 연간 P/B인 1.2배로 상향 조정한다**(그림 13)**. **이에 내년 상반기까지 코스피의 12개월 목표 상단을 3,600pt로 상향한다.**

〈그림 1〉 연초대비 글로벌 증시 수익률, 코스피 눈에 띔



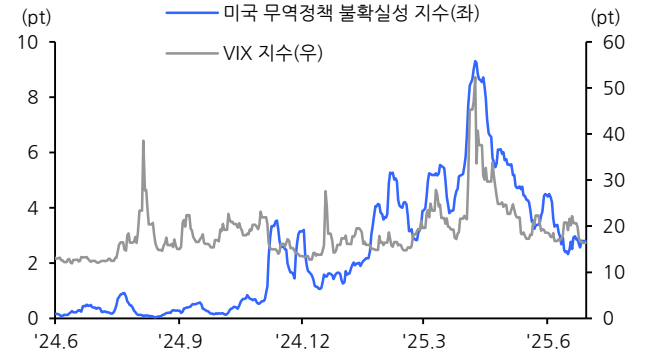
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 2〉 월간 수익률 호조가 익월 조정을 의미하진 않음

	월간 수익률	익월 수익률
2001년 1월	22.5	-6.4
2001년 11월	19.7	7.7
2020년 11월	14.3	10.9
2009년 4월	13.5	1.9
2009년 3월	13.5	13.5
2025년 6월	13.3	
2005년 9월	12.7	-5.2
2000년 6월	12.2	-14.0
2003년 10월	12.2	1.8
2001년 10월	12.1	19.7
2005년 11월	12.0	6.3

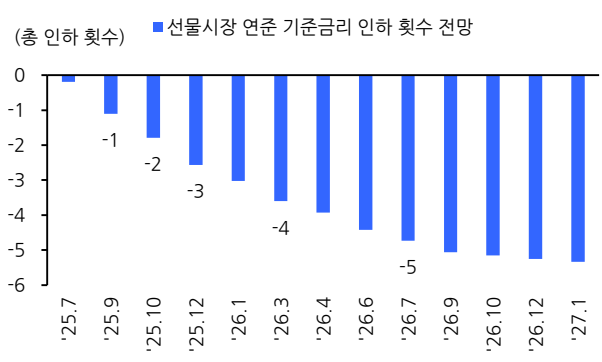
주: 2000년 1월 이후 코스피 월간 수익률 상위 10위의 익월 수익률
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 3〉 낮아진 미국 무역정책 불확실성과 VIX



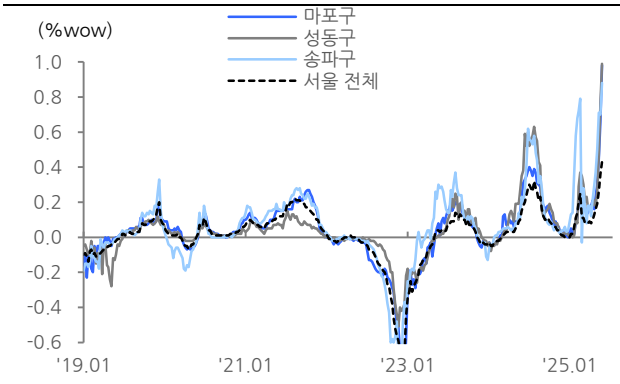
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 4〉 시장은 9월 연준 기준금리 인하 전망



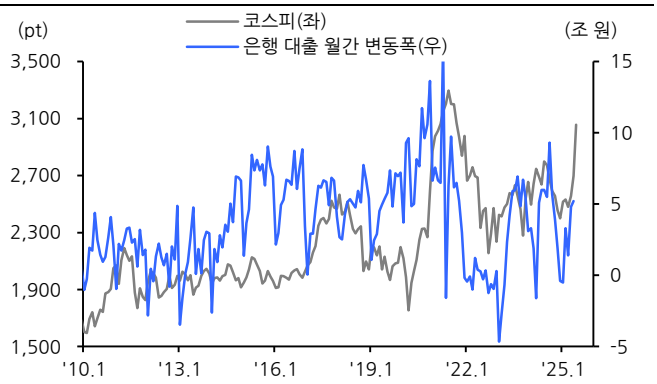
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 5> 서울 집값 급등은 새정부 재정/통화 정책에 부담



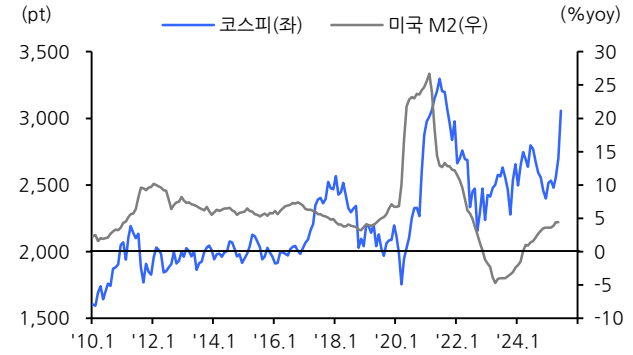
주: 지역별 아파트 매매가격지수 전주대비 증감율
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림 6> 은행 대출 긴축은 코스피에 부정적일 가능성



자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> 미국발 유동성 공급은 코스피에도 긍정적

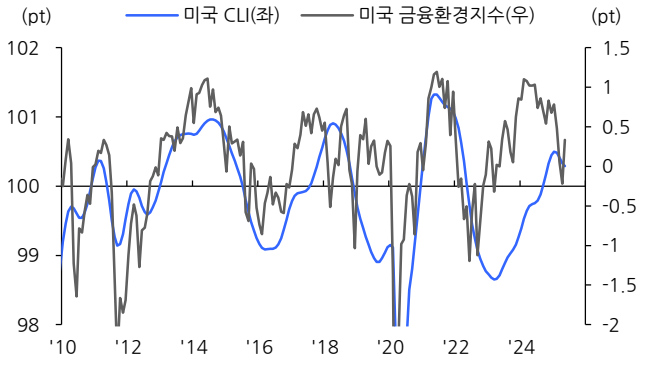


자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 달러화 약세는 신흥국 증시 강세 환경 조성

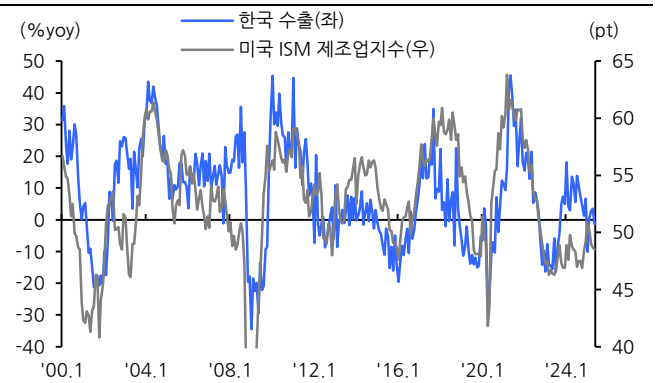
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 금융환경 개선은 미국 경기 사이클 되돌릴 수 있음



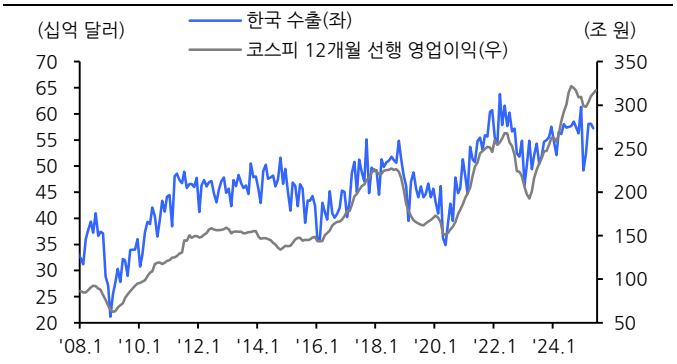
주: OECD 경기선행지구(CLI), 블룸버그 미국 금융환경지수(FCI) 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 10> 미국 경기 반등은 한국 수출 회복의 필수 요소



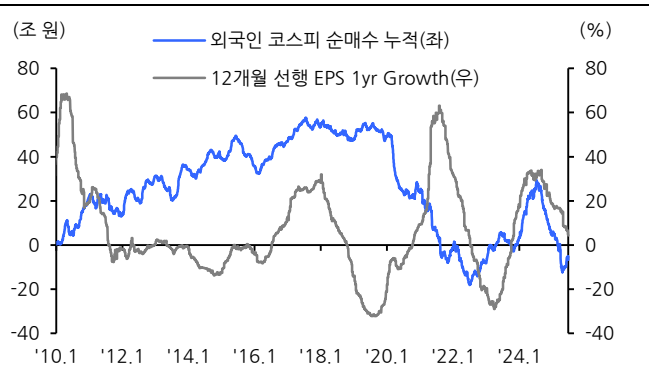
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 11〉 한국 수출 회복에 코스피 영업이익 우상향 전망



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 12〉 외국인 순매수 위해서는 펀더멘털 더 반등해야 함



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

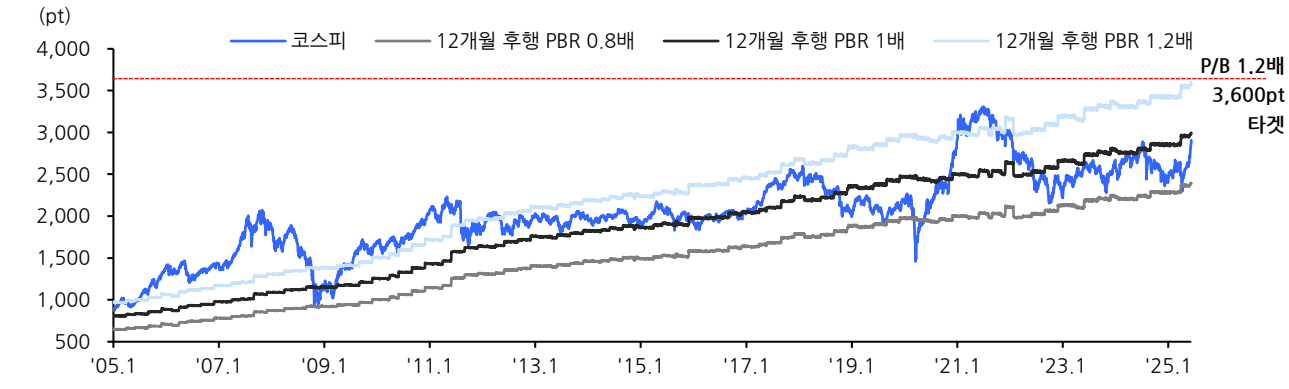
〈표 1〉 자본시장 관련 변화 나타날 때마다 코스피 단계적 상승 전망

상법 개정(6월 임시국회 통과 전망(7월 4일 내)) **- 이사의 충실 의무 명문화, 전자 주총**
상법 개정 후속 법안(법사위 소위 통과 후 본회의 상정 필요) **- 집중투표제 의무화, 감사위원 분리 선출(의결권 3% 제한), 독립이사 확대**
자본시장 관련 추가 법안: 배당소득 분리과세, 자사주 의무 소각
사법부 판결/판례 **(1) 특정 행동(M&A, 신주발행)에 대한 일반주주의 가처분 소송에 대한 결과** **(2) 특정 이사회 행동에 대한 충실의무에 대한 판례/ 손실 발생 시 유의미한 처벌 여부**
회사 외부에서 소액주주의 권리를 훼손 입증? 디스커버리 제도

코스피 단계적 상승

자료: 현대차증권

〈그림 13〉 코스피 12개월 상단 3,600pt로 상향 조정



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.