

'25년 8월

국내외 주식시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

Executive Summary

01 미국 증시 전망

- 공급체인을 타고 비용이 전가되기에 이익조정 과정도 밸류체인 단계별로 진행될 것 * 추가 4~5% 하향조정 전망
- 관세 방향성 가시화 시 유통, IT HW, 반도체, 제약, 자본재, 필수소비재 등을 중심으로 추가 하향조정 예상
- 금리 변동성 확대 및 관세 관련 이익 하향조정으로 증시 하방압력 강화될 수 있는 국면이라고 판단
- 하반기 밴드 상단으로 EPS 4% 하향조정, 3년 평균치의 +2SD(23.3배) 고려한 6,600pt로 상향
- 1)관세영향이 제한적이고, 2)가격 전가력이 높은 고마진 섹터에 관심: 금융, 유틸리티, IT SW 및 M&E

02 중국 증시 전망

- 중앙재경경제위원회 회의에서 시진핑 주석이 '네이쥐안(출혈경쟁)' 현상 언급 등이 상승요인으로 작용
- 소비심리를 위축하고 기업 이익 감소를 초래하는 출혈경쟁을 완화시켜 수요둔화와 디플레 압박 해소 계획
- 1차 공급측 개혁과는 다르게 전통 제조업 보다는 고부가가치산업의 과잉공급을 해소하는데 목적이 있음
- 공급측 개혁의 방식, 소비심리 회복 지연, 대외 환경 변화 등 고려 1차 개혁과 같은 성과를 기대하기는 어려워
- 중국 증시의 박스권 흐름은 정책 공백기이자 美 관세 방향성이 정해지는 3분기에 지속될 것: 투자의견 N 유지

03 국내 증시 전망

- 정책 수혜 섹터를 중심으로 상승한 한국증시, 가격 상승 피로도 누적 국면 진입
- 낮은 자사주 비율 및 배당성향 등 고려하면 한국 증시 디스카운트 해소 여력은 충분하나 정책 시차 고려 필요
- 외인 순매수 전환이 증시 밸류 정상화 주도: PER 기준 3년 평균치, PBR 기준 3년 평균치의 +1표준편차 수준
- 증시의 추세적 상승은 이익이 뒷받침되어야 함: 한국의 낮은 이익 신뢰도와 컨센서스 하향 조정 우려 상존
- 밸류 추가 확장 여력 축소, 이익 하향조정 가능성 등은 지수 상승 제한: 하반기 밴드 2,800~3,300(3Q 조정)

Agenda

01 | 미국 주식시장 전망

02 | 중국 주식시장 전망

03 | 국내 주식시장 전망

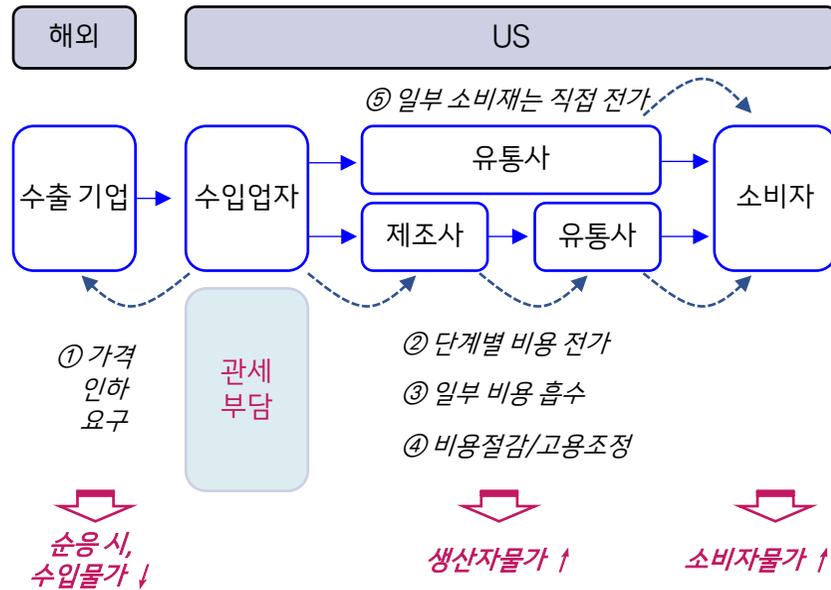


'25년 8월 금융시장 전망
미국 주식시장 전망

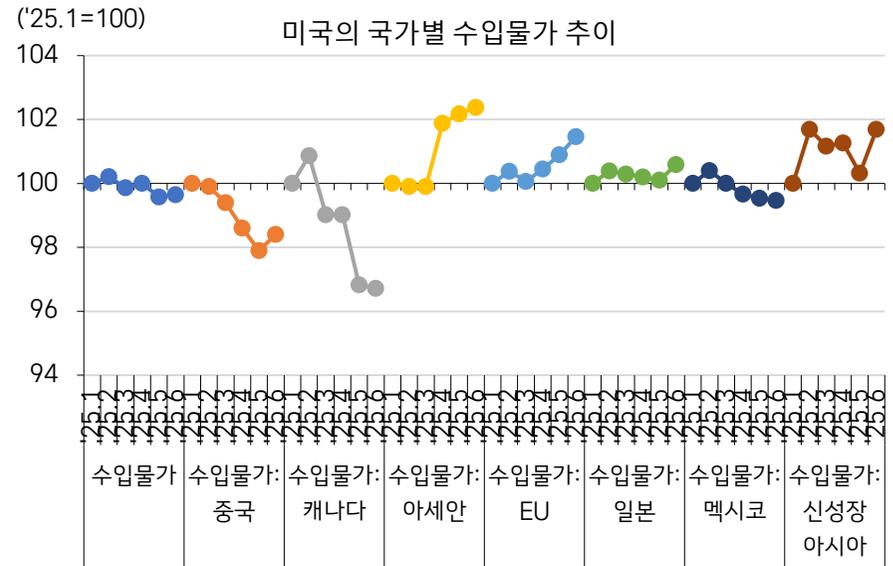
경기 둔화가 예상되는 경우 소비자 전가 비율은 낮을 수 있음

- 관세 부과 시 수입업자는 수출 기업에게 가격 인하를 요구하거나 해외 수출기업이 자발적으로 가격을 인하 할 수 있음. * 요구 순응 시 수입 물가 하락
- 공급체인 단계별로 관세 비용을 일부 흡수하거나 다음단계로 전가할 수 있으며, 이는 생산자물가를 자극할 것
- 공급체인을 타고 비용이 전가되기 때문에 생산자 물가 반응한 이후, 소비자물가가 반응할 것 * 이익 조정 과정도 밸류체인 단계별로 진행될 가능성 높음
- 한편 소비자의 구매력에 따라 소비자 전가 비율(가격인상) 정해질 것 * 경기 둔화가 예상되는 경우 소비자 전가 비율은 낮을 수 있음

관세 충격이 물가에 미치는 경로



아직까지 외국 수출업자의 가격인하 대응 제한적



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

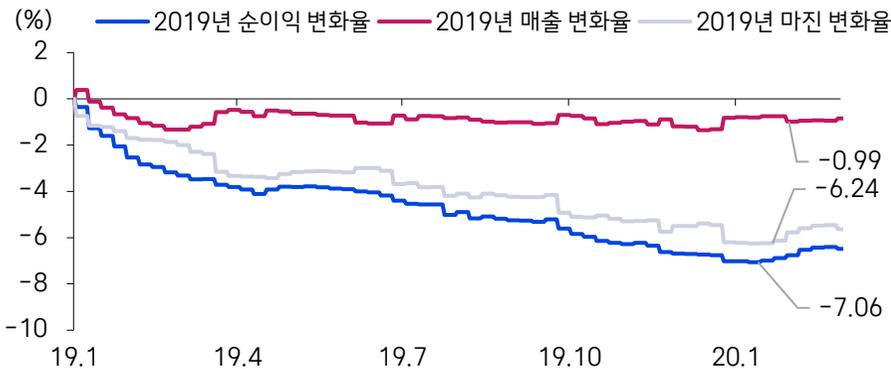
미국 주식시장 전망

관세 부과에 따른 마진 축소 컨센서스 형성

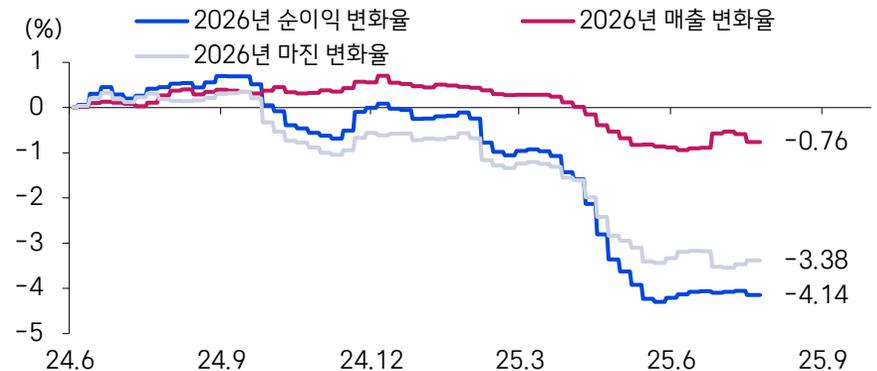
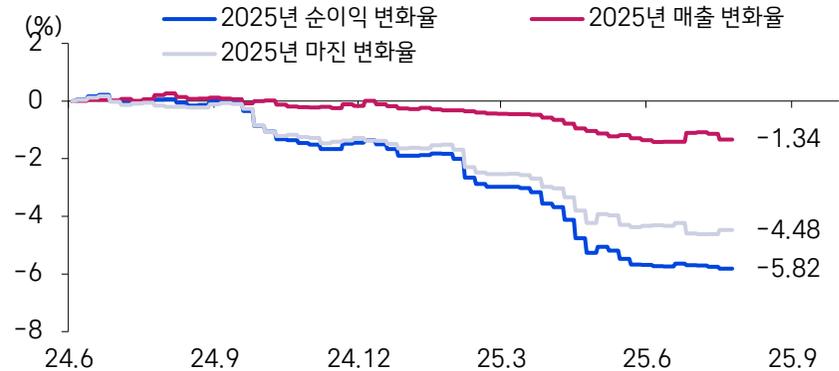
미국 기업 이익 전망치의 추가 하향조정은 3분기 중순에 나타날 것으로 전망

- 트럼프 1기 당시, 중국은 위안화를 절하하여 미국 기업의 관세부담이 낮아졌음에도 마진과 매출은 각각 -6.2%, -1.0% 감소
- 트럼프 대통령의 관세 협상이 진행되는 과정에서 2025년 및 2026년 순이익은 1년전 대비 각각 -5.8%, -4.1%
- 금번 관세 정책은 보편관세라는 점에서 트럼프 1기 대비 관세 부과 대상이 많아졌고, 관세율도 높아짐
- 미국 증시의 추가 이익 하향조정은 관세 방향성이 가시화된 이후(3분기 중순)에 나타날 것으로 전망

트럼프 1기 당시 이익 요인별 하향 조정 폭



요인별 순이익 하향조정



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

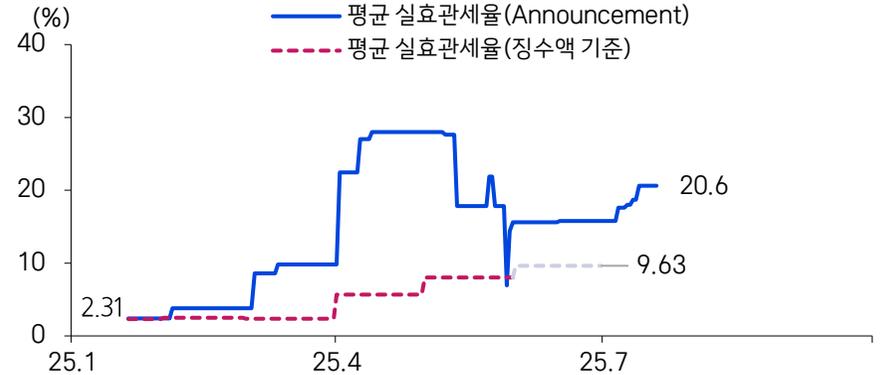
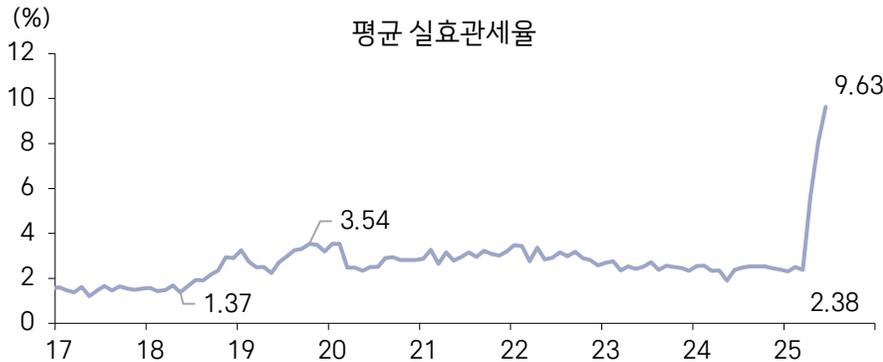
주: 6월 23일 기준 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장 전망

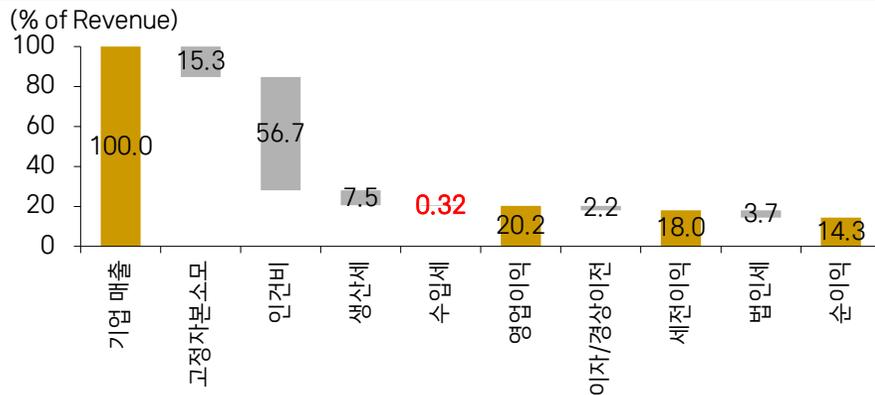
관세 부과에 따른 이익 추가 하향조정

관세율 20% 부과 예상되는 가운데 S&P500 이익 추가 4~5% 하향조정 전망

트럼프 1기 대비 높은 관세율 상승세



미국 이익 구조 (2024년 기준)



관세 20% 기록 시, 추가 이익 하향조정 여력은 4~5%

추가 관세율	매출액 100달러당 추가 부담 수입세	소비자 비용 전가 시, 영업이익 감소율(%p)			
		75%	50%	25%	0%
2.5	0.32	0.4	0.8	1.2	1.6
4.8	0.61	0.8	1.5	2.3	3.0
7.0	0.90	1.1	2.2	3.3	4.4
9.3	1.18	1.5	2.9	4.4	5.9
11.5	1.47	1.8	3.6	5.5	7.3
13.8	1.76	2.2	4.4	6.5	8.7
16.0	2.05	2.5	5.1	7.6	10.1
18.3	2.34	2.9	5.8	8.7	11.6
20.5	2.62	3.2	6.5	9.7	13.0
22.8	2.91	3.6	7.2	10.8	14.4
25.0	3.20	4.0	7.9	11.9	15.9
27.3	3.49	4.3	8.6	13.0	17.3

자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장 전망

추가 이익 하향조정 예상

관세 방향성 가시화 시 유통, IT HW, 반도체, 제약, 자본재, 필수소비재 등을 중심으로 추가 하향조정 예상

- 현재 철강, 알루미늄, 자동차, 기계 등에 높은 관세율 부과 중
- 관세가 기부과된 섹터인 자동차, 의류&내구재, 소재 등은 관세영향을 반영하며 이익 하향조정
- 과거 미중 무역전쟁 당시와 비교했을때 유통(소매 및 대형마트), IT HW, 반도체, 제약, 자본재, 필수소비재 등은 추가 하향조정 예상
- 관세 방향성 가시화 시 이익 하향조정은 위 섹터를 중심으로 진행 예상
- 한편 M&E 및 IT SW는 관세의 직접적 영향(마진 축소)은 미미할 것

현재 제품별 관세율(7월 27일 기준)



트럼프 1기 당시 이익 요인별 하향 조정 폭



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

요인별 2025년 순이익 하향조정

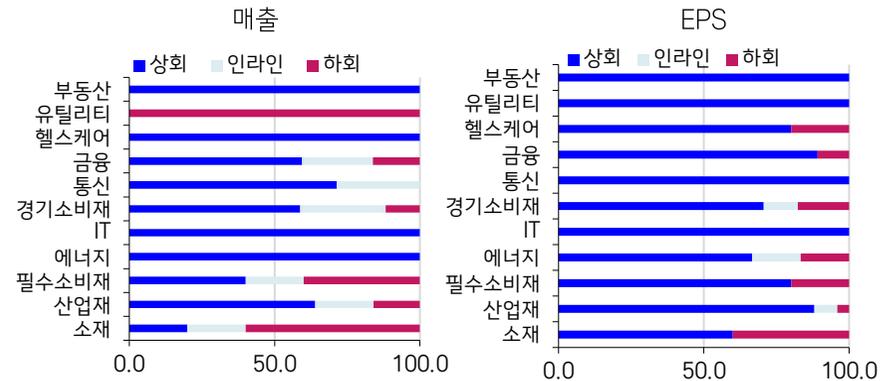


주: 7월 23일 기준 기준, 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

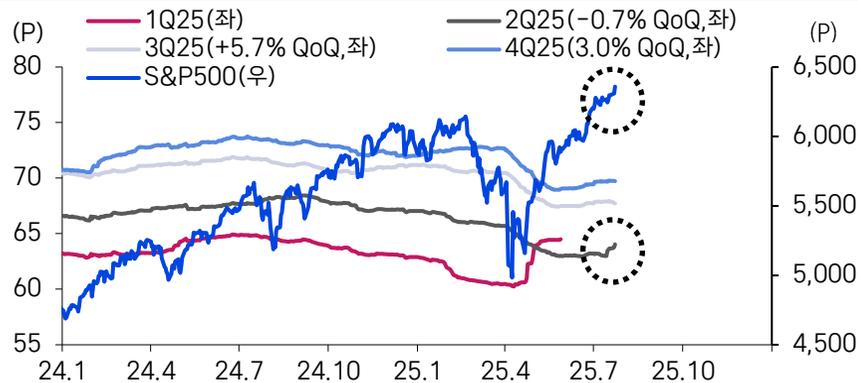
2Q 실적시즌: 매출 서프라이즈 비율 상승, EPS 서프라이즈 비율 하락세

- 2분기 실적은 예상보다 견조하게 발표되며 EPS 소폭 상향조정
- 최근 매출액 서프라이즈 비율은 높은 수준을 기록하고 있는 반면, EPS 서프라이즈 비율 하락세
- 섹터별로는 소재, 산업재, 소비자 등이 매출/이익 컨센서스 하회
IT 섹터는 매출 및 EPS가 컨센서스를 상회
- 매출 = P X Q 구조에서 관세에 따른 P 상승이 Q 하락을 상쇄하며 상대적으로 양호하게 발표되고 있는 것으로 판단
- EPS는 비용(C X Q) 불확실성으로 서프라이즈 비율 하락했다고 판단

섹터별 매출 및 EPS 이익 컨센서스 비율

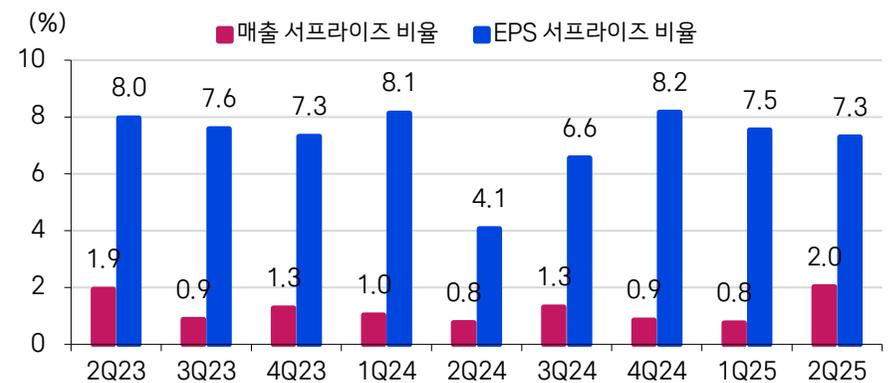


분기별 EPS 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

매출 서프라이즈 비율 상승, EPS 서프라이즈 비율 하락



주: 7월 23일 기준 기준, 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장 전망

경기 둔화 우려 및 수익성 악화 국면 밸류 확장 제한

기업 수익성 악화 및 경기 둔화 우려 국면에서 증시 PER 확장은 어려워

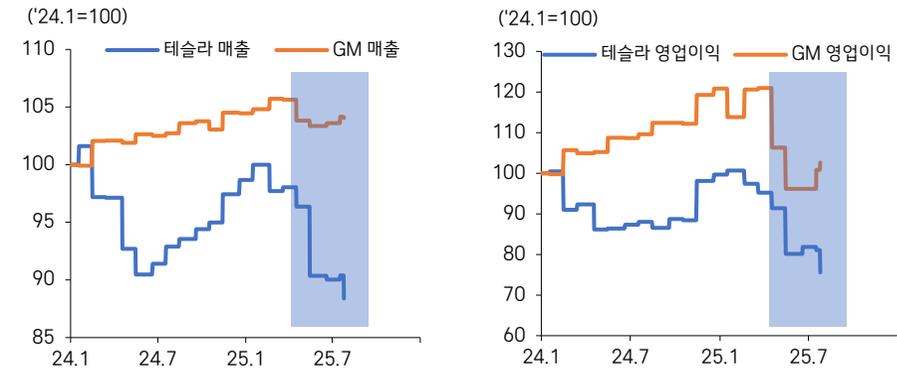
- 페덱스 실적 하향조정 국면에서 S&P500의 12MF PER 확장 제한적
→ 최근 이익 조정보다는 관세 불확실성 완화를 반영
- 자동차 및 식품&생필품 유통기업의 수익성은 악화되며 주가 하락
- 기업 수익성 악화 시 주가도 PER 확장도 제한적이라고 판단
- 미국 증시의 버팀라인 측면에서는 리스크 시그널이 확인되고 있어

페덱스 EPS 하향 조정 지속에도 S&P500 밸류 확장



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

자동차 섹터, 관세 영향 일부 반영



美 대표 식품&생필품 유통기업 6월 이후 시총 하락 전환



주: 7월 23일 기준 기준, 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식 매력도 약화 국면, 연준 인하 관련 불협화음은 증시 변동성 확대 요인

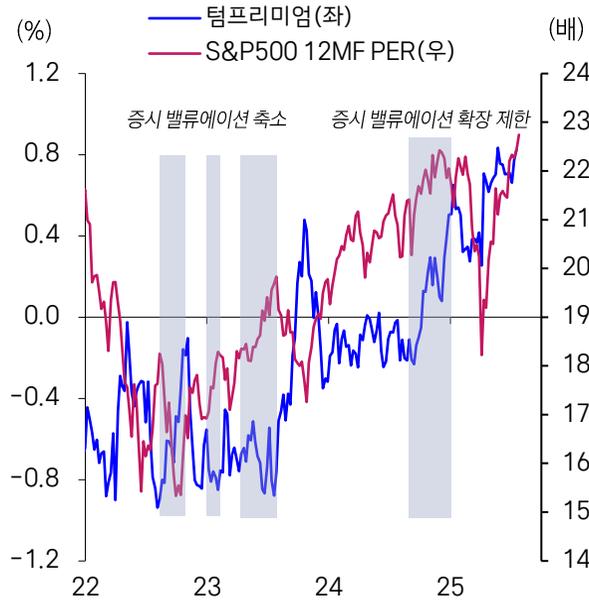
- S&P500지수의 기대수익률은 4.5%(PER 22배), 10년물 금리는 4.3~4.4%로 일드갭은 '제로'에 근접
- 2022년 이후 일드갭 하락에도 미 증시가 사상치를 경신 중인 가운데 미국 주식 매력도는 약화됐다고 판단
- 한편 연준 통화정책 재시작에 대한 초점이 맞춰지는 시기에는 증시 변동성이 커질 수 있다는 점 염두 **금리 인하 시작해야 밸류에이션 확장 가능할 것**

기대인플레이션 상승 기조

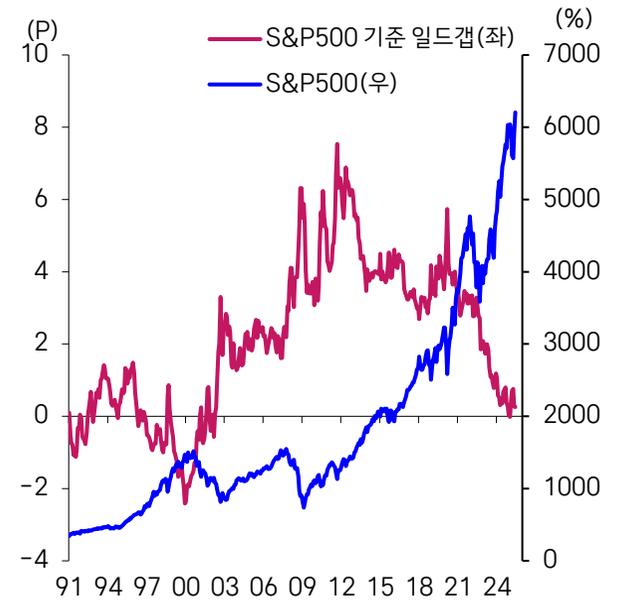


주: 7월 27일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

텀프리미엄 상승 국면 밸류 확장 제한



S&P500 일드갭 '제로' 근접



밸류 확장 제한 및 이익 하향조정 등으로 미국 증시 추가 상승 제한적 : 하반기 밴드 5,800~6,600pt 상향

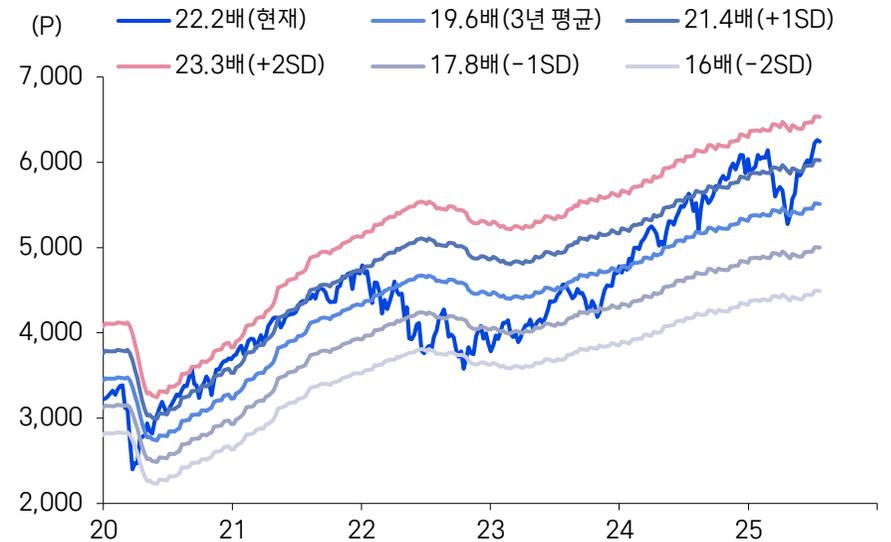
- 당사 리서치센터는 3분기 이익 하향조정으로 증시 조정 뷰를 제시했으나, 증시는 무난한 협상논의 과정을 반영하며 밸류에이션 확장세가 나타남
- 하반기 밴드 상단으로 6,300pt로 제시했으나, 시장은 관세 불확실성 해소를 빠르게 반영하며 예상보다 빠르게 밴드 상단을 상회
- 美 경기 연착륙 예상되는 가운데 금리 변동성 확대 및 관세 관련 이익 하향조정으로 증시 하방압력 강화될 수 있는 국면이라고 판단
- 하반기 밴드 상단으로 EPS 4% 하향조정(295→283pt), 3년 평균치의 +2SD(23.3배) 고려한 6,600pt로 상향 제시 * 3Q 조정 및 4분기 반등 뷰 유지
- 1)제한적 관세영향으로 최근 마진이 확대되고, 2)마진율도 높아 가격 전가력이 높은 섹터인 금융, 유틸리티, IT SW 및 M&E 섹터가 견조할 것

가격 전가력이 높거나 관세 영향이 제한적인 섹터

	순이익 변화율	매출 변화	마진 변화	마진율
통신서비스 (미디어&엔터)	3.7	-0.2	3.8	20.8
금융 (보험)	0.3	-0.8	1.2	22.7
유틸리티	-0.2	-1.4	1.1	15.0
IT (소프트웨어)	1.2	0.7	0.5	28.0
금융 (다각화금융)	-2.1	-2.5	0.4	26.7
필수소비재 (음식료&담배)	-1.2	-1.3	0.1	9.5
통신서비스 (유무선 통신)	0.1	0.4	-0.2	19.3
산업재 (상업/전문 서비스)	0.3	0.7	-0.4	15.6
소재	-0.3	0.6	-0.9	29.8
금융 (은행)	-0.9	0.4	-1.3	16.5
경기소비재 (소매)	-1.7	-0.2	-1.4	14.0
IT (하드웨어&장비)	-1.4	0.1	-1.5	12.5
필수소비재 (HH제품)	-2.3	-0.6	-1.6	40.0

주: 7월 27일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

S&P500 12MF PER 밴드



주: 7월 28일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 8월 금융시장 전망
신흥국 주식시장 전망

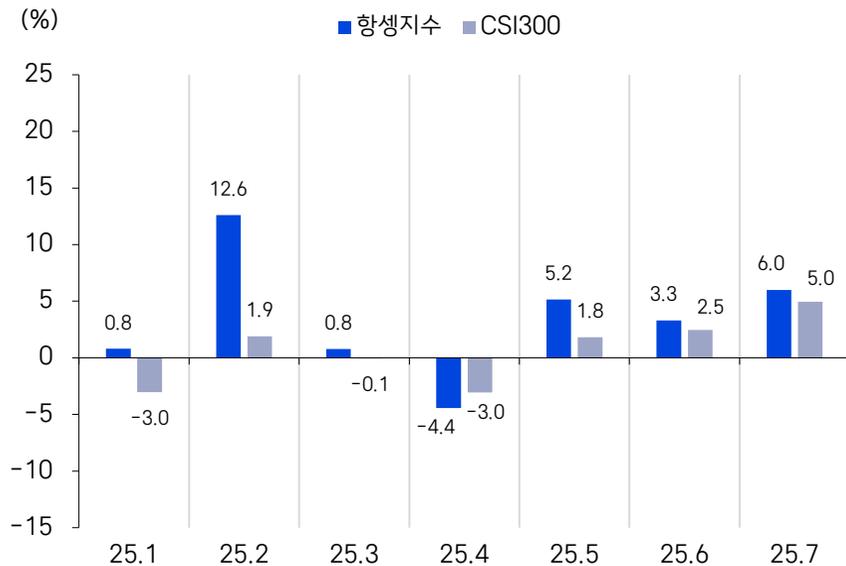
중국 주식시장 전망

강세 기록한 중국/홍콩 증시

정책 기대감에 기술주가 아닌 소재, 산업재, 헬스케어를 중심으로 반등한 중국 증시

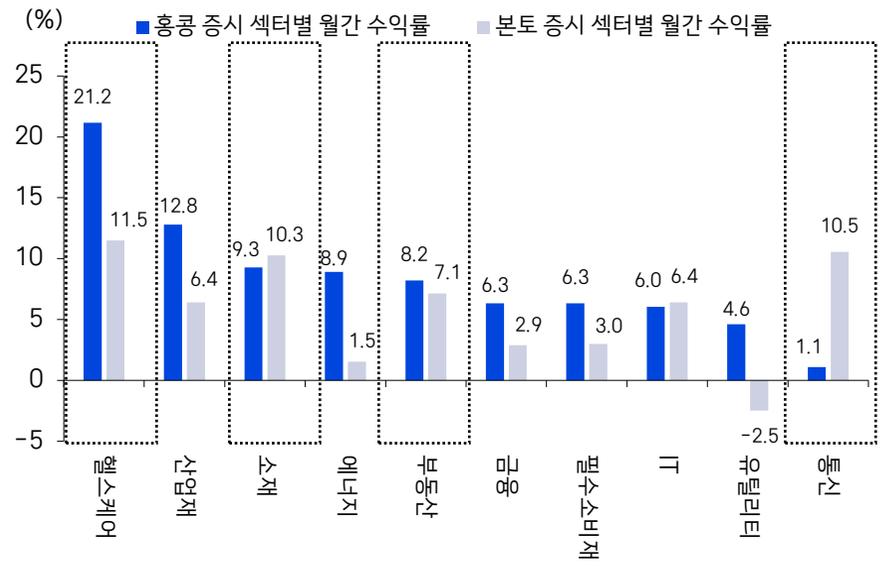
- 7월들어 중국 본토 증시와 홍콩 증시는 상승률은 각각 5.0%, 6.0% 기록했으며 홍콩 증시가 상대적으로 아웃퍼폼
- 한편 홍콩 증시의 강세는 기존 플랫폼 기업이 아닌 헬스케어, 산업재, 소재 등이 상대적으로 강세
- 본토 증시도 헬스케어, 통신장비, 소재 등 시클리컬 섹터를 중심으로 반등
- 중앙재경경제위원회 회의에서 시진핑 주석이 '네이쥐안(內卷, 출혈경쟁)' 현상을 언급한 것과 약가 인상 가능성 등이 상승요인으로 작용

중국 본토 증시 섹터별 수익률



주: 7월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

홍콩 증시 섹터별 수익률



주: 7월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

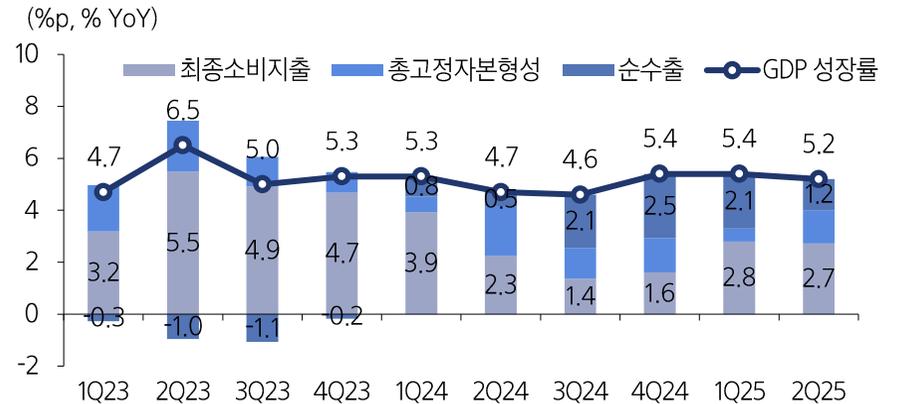
중국 주식시장 전망

수요진작 보다는 공급 재편

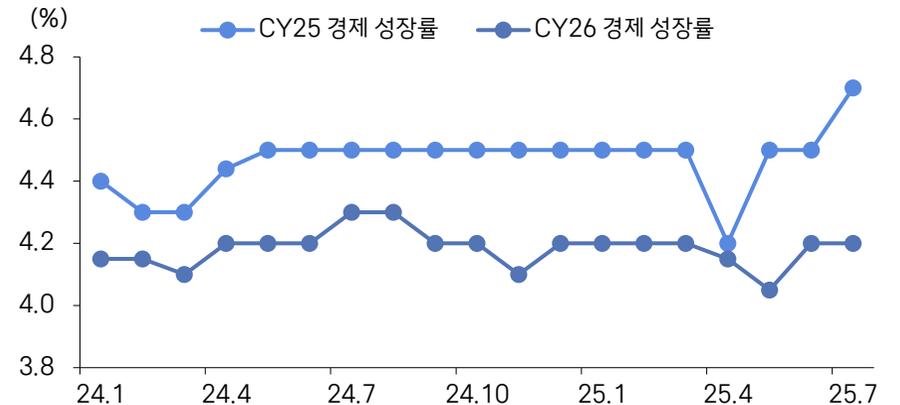
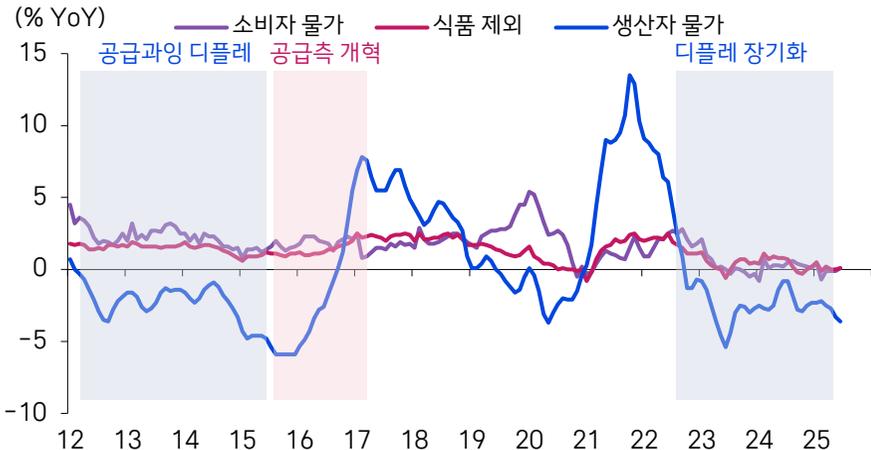
수요진작 보다는 공급개혁: 디플레 탈출이 목표

- 경제성장률 목표치 도달한 상황에서 적극적인 수요진작 부양책은 부재할 가능성이 높음. 재정부담이 가중되기 때문
- 한편 중국 정부는 수요진작보다는 공급측 개혁을 통한 질적 성장을 도모할 것으로 전망
- 소비심리를 위축하고 기업 이익 감소를 초래하는 출혈경쟁을 완화시켜 수요둔화와 디플레 압박 해소 계획

중국 상반기 GDP 성장률 +5.2% YoY: 소비와 수출 선방



중국의 디플레 장기화 : PPI 33개월 연속 디플레



주: 7월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

1차 공급측 개혁과는 다르게 전통 제조업 보다는 고부가가치산업의 과잉공급을 해소하는데 목적이 있음

- 1차 공급측 개혁 당시 핵심 과제는 공업 공급 과잉 해소, 부동산 재고 소진, 기업 금융 리스크 최소화, 기업 원가 절감, 유효 공급 확대 등
- 공급 개혁 정책으로 철강업계는 2015년 대규모 적자에서 2016년 흑자로 전환했고, 부동산 재고도 10개월 연속 감소세
- 약10년만에 비슷한 상황이 재현되고 있으나 전통 제조업 보다는 고부가가치산업의 과잉공급을 해소하는데 목적이 있음
- 한편, 작년 11월 '수출세 환급제도 축소'를 발표. 부가가치세·소비세 환급제도의 수혜를 받던 수출기업의 수출 물량을 내수로 전환하기 위한 의도

공급개혁 2.0 : 고부가가치 산업 수익성 개선이 핵심

	공급개혁 1.0 ('16~'18)	공급개혁 2.0 ('16~'18)	산업	현황	예상 구조조정
산업	철강, 석탄 등 전통 제조업	전통 제조업 + 전기차, 배터리, 이커머스, 제약	태양광	가격 경쟁으로 태양광 웨이퍼 가격 '23년 고점 대비 60~80% 하락	중소/노후설비 매입 후 퇴출
방식	강제 감산	점진적 감산과 가격규제	전기차	할인 경쟁으로 자동차 섹터 순이익률 하락 ('17년 8%에서 '25년 3.5%) 2024년 전기차 954만 대 생산, 841만대 판매(113만 대 초과 공급)	가격 하한선 설정, 납품대금 조기 결제
정책 목표	부식기업 퇴출, 금융 리스크 축소	고부가가치 산업 수익성 강화 부실 기업 퇴출 지방정부 부조금 규제 미국 수출 규제 영향 상쇄	배터리	25,000여 개의 배터리 관련 기업의 과잉 공급	지방정부의 과도한 보조금 지급 제한
			철강	철강 생산능력 연 11억7,000만톤으로 글로벌 수요 상회	5000만 톤의 조강 생산량 감축
			시멘트	부동산 시장 침체에 따른 밀어내기 물량(공급 과잉) 증가	노후설비 및 불법 설비 폐쇄
			광산업	공급과잉에 따른 리튬 가격 하락 후 자체적 감산 노력으로 반등 (대형 리튬 채굴업체 '장거광업'이 최근 리튬 생산 중단)	채굴 인허가 관리 강화

자료: 언론보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

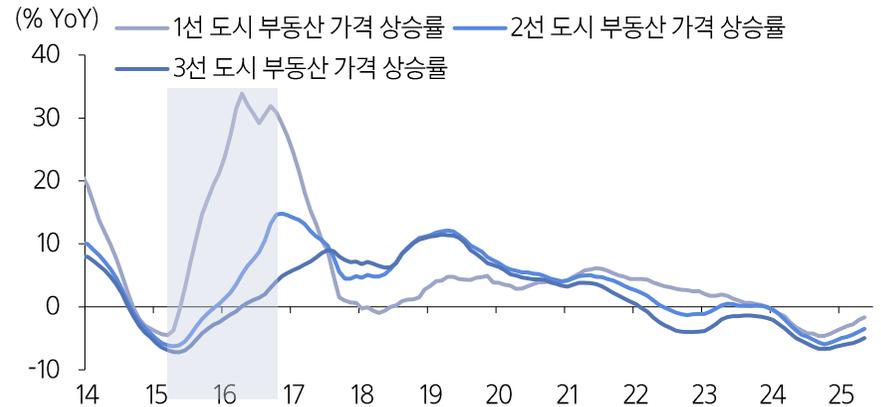
중국 주식시장 전망

성공했던 공급개혁 1.0 : 이번에도 같은 결과가 나올까?

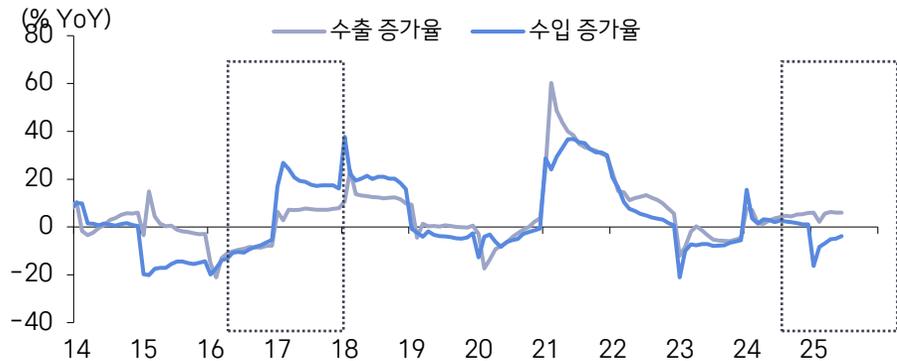
공급측 개혁의 방식, 소비심리 회복 지연, 대외 환경 변화 등 고려 1차 개혁과 같은 성과를 기대하기는 어려워

- 2016년초 중앙경제공작회의 등에서 본격 정책화되어 각 지방정부도 세부 실행 계획을 수립. 2~3선 도시의 미분양 주택 재고 감소를 추진했고, 저소득층의 도시정착을 장려하여 판자촌을 재개발
- 부동산 시장의 활성화로 소비시장도 살아나는 선순환 확인되었고 저가 제품을 기반으로 하는 수출 증가도 성과가 나타남
- 1) 투자와 공급이 동반된 개혁이 아닌 감산에 초점을 맞췄다는 점, 2) 소비심리 회복이 지연되고 있다는 점, 3) 높아진 부채비율 (GDP 대비 부채비율 1차 38.1% vs 2차 60%), 4) 美 관세 정책에 따른 대외 수요 감소 등으로 1차 개혁과 같은 성과를 기대하기는 어려워

부동산 시장 지표 추이



중국 수출입 증가율 추이



주: 7월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

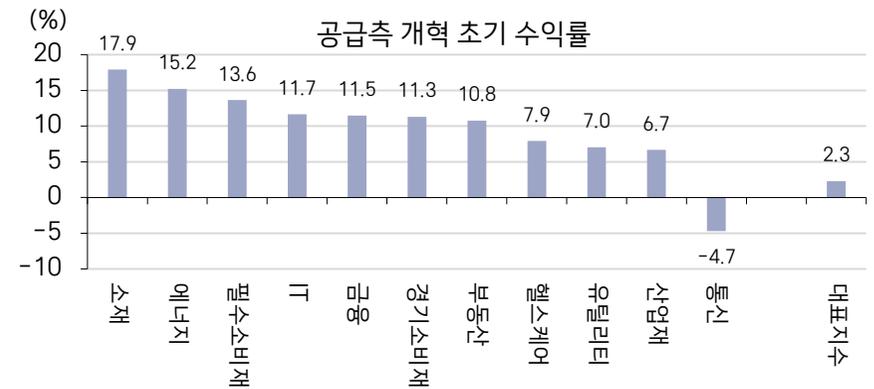
중국 주식시장 전망

[appendix] 과거 공급측 개혁 당시 섹터별 수익률

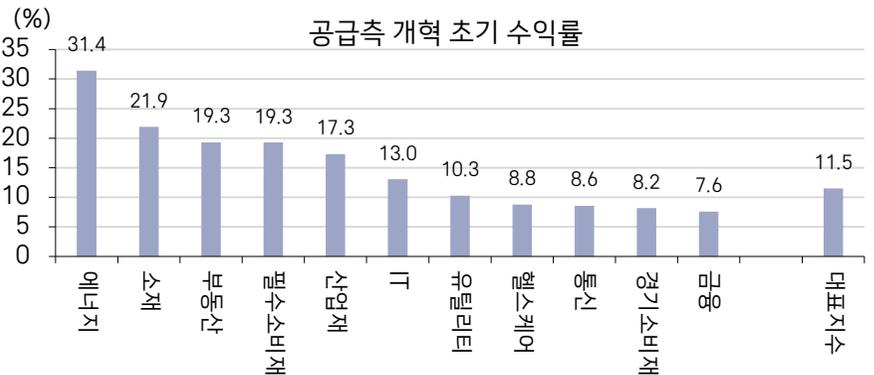
실제 성과가 나타나기에는 어려우나 학습효과에 공급측 개혁1.0 당시 섹터의 단기 반등 전망

- 감산 및 가격 규제 현실화시 공급 과잉이 일부 해소될 수는 있으나 구체적인 감산 물량과 기간이 확정되지 않은 상황이라 향후 기업들의 정책 이행 추이를 지켜봐야 한다고 판단
- 실제 개혁의 성공하더라도 성과가 가시화되기에는 시차 발생할 것
- 다만, 증시 측면에서는 과거 학습효과로 인해 1차 공급개혁 당시 상승했던 섹터를 중심의 순환매 장세가 나타날 수 있음
- 1차 개혁 당시 소재, 부동산, 소비재 등을 중심으로 상승했음을 염두

개혁 초기 섹터별 수익률: 본토



개혁 초기 섹터별 수익률: 홍콩



공급측 개혁 당시 주가 추이

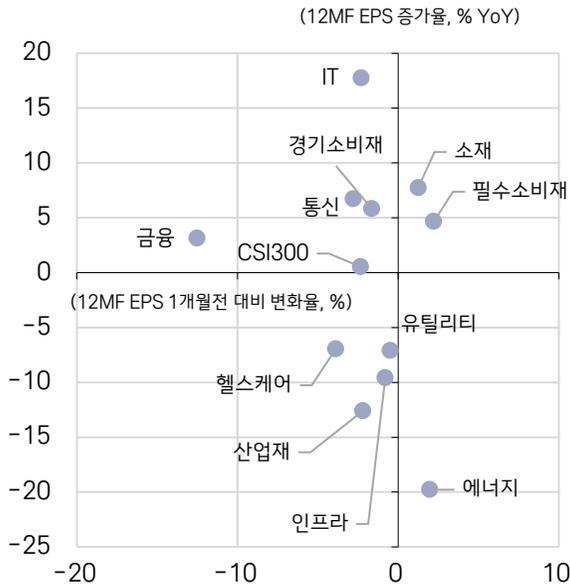


자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

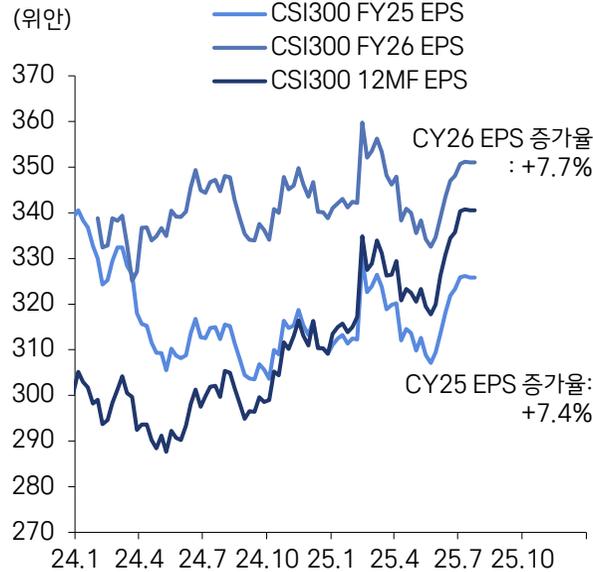
중국 본토 증시의 박스권이 예상되어 3개월 투자 의견 중립 유지

- 증시가 공급정책에 민감하게 반응하며 순환매 장세가 나타날 수 있었던 이유는 증시 밸류에이션이 피어 대비 낮기 때문
- 중국 증시의 밸류에이션 매력은 점진적으로 낮아지고 있다는 점에서 최근 이어지는 상승 모멘텀도 약화될 수 있는 시점
- 3분기 관세 노이즈 및 중국 기업이익 하향조정세 등 증시 하방 요인은 여전히 상존: 최근 반등하던 이익 증가율의 상승 강도는 약화
- 중국 본토증시의 박스권 흐름은 정책 공백기이자 미국 관세 방향성이 정해지는 3분기에 지속될 수 있다는 판단에 3개월 투자 의견 중립 유지

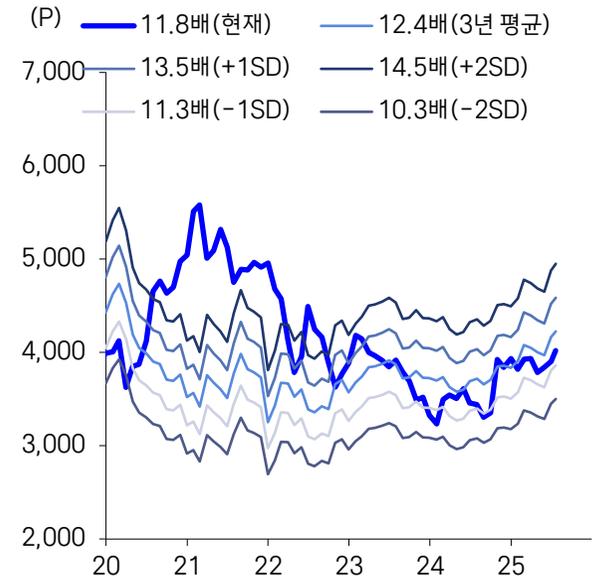
섹터별 이익 증가율



연간 EPS 전망치 추이



밸류에이션은 3년 평균치 하회



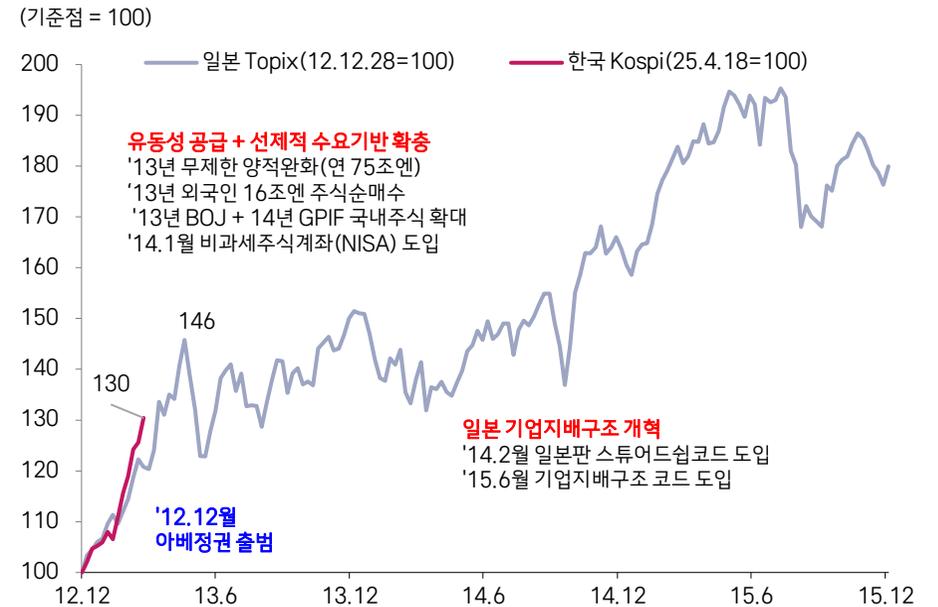
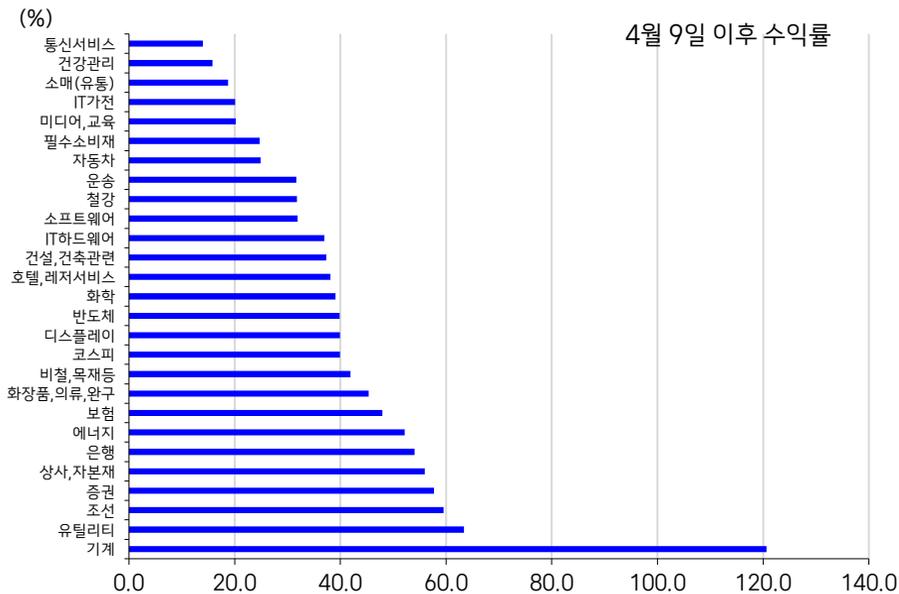
주: 7월 28일 기준, 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 8월 금융시장 전망
국내 주식시장 전망

정책 수혜 섹터를 중심으로 상승한 한국증시, 가격 상승 피로도 누적 국면 진입

- KOSPI는 미흡한 투자자보호, 낮은 주주환원 등에 따른 코리아 디스카운트 요인 해소 기대감 반영하며 강세
- 배당성향 강화 및 주주환원 강화 관련 섹터 강세 (보험 +48%, 은행 +54%, 상사/자본재 +56%)
- 증시 활성화(증권 +58%), 상법개정에 따른 수익성 개선(유틸리티 63%) 등 정책 수혜 섹터가 주도주로 부각
- 현재 코스피 상승 궤도는 2014년 일본 증시 리레이팅 국면과 유사: 일본 증시의 밸류에이션 확대 사례로 한국 증시 점검 필요한 시점이라고 판단

코스피 반등 국면 섹터별 수익률과 일본 증시 리레이팅 국면

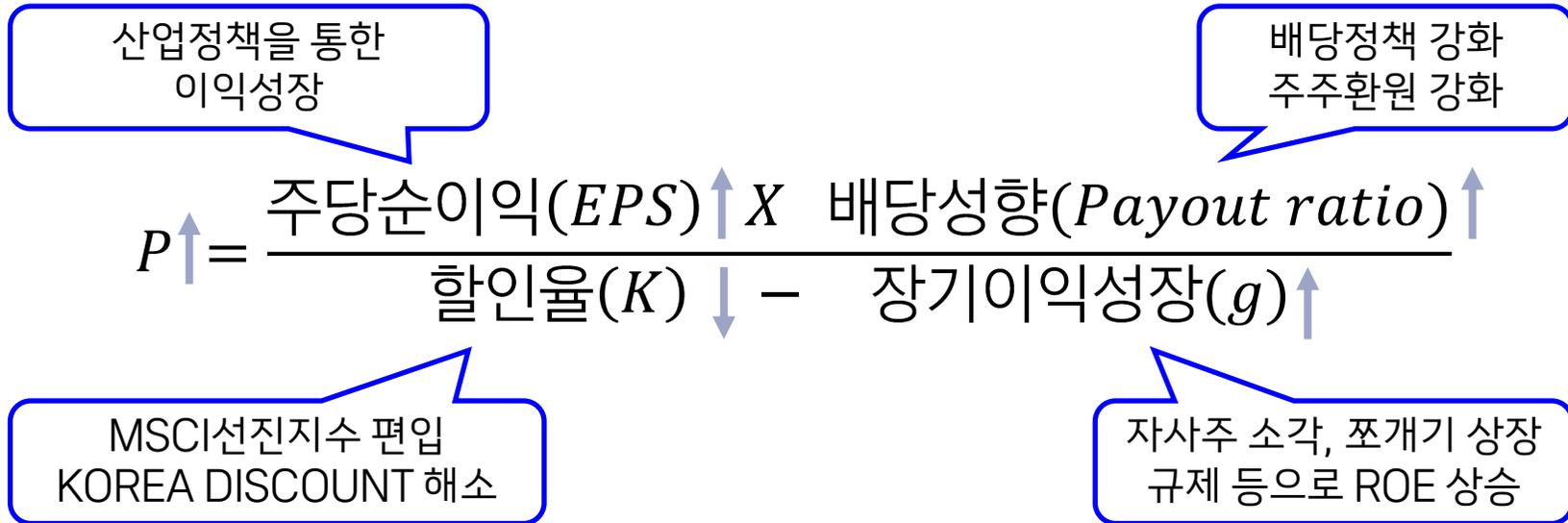


주: 7월 29일 기준, 자료: Fnguide, 삼성자산운용 투자리서치센터

이재명 정부의 정책은 한국 증시의 레벨업으로 이어질 수 있어

- 고든 성장 모형에 따르면, EPS, 배당성향, 장기이익성장 상승 및 할인율 하락 시 지수가 구조적으로 상승
 - 장기이익성장(g)은 유보율($1 - \text{배당성향}$)과 ROE의 함수, 할인율(K)는 무위험수익률과 리스크 프리미엄의 함수
- 주주환원정책 중 1) 배당정책은 배당성향 강화, 2) 자사주 소각, 쪼개기 상장 규제 등은 ROE 상승을 통한 장기이익성장률의 구조적 상향조정, 3) MSCI선진지수 편입은 할인율 하락 등으로 이어지는 한국증시 레벨업 기대감 형성

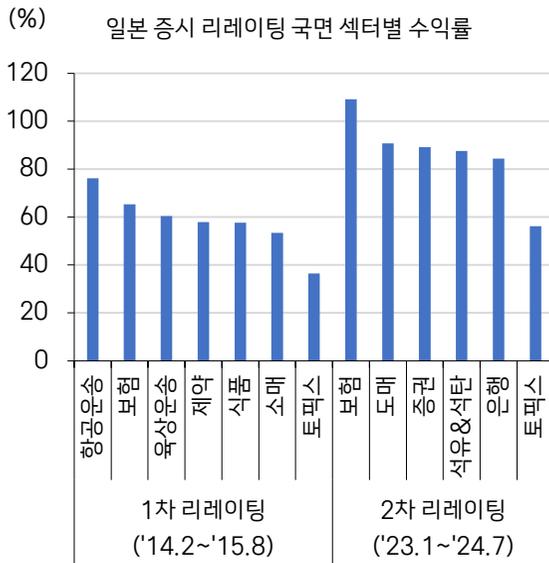
고든 성장모형과 이재명 정부의 정책이 증시에 미치는 영향



일본 증시, 미미한 수익성(ROE) 개선에도 주주환원 강화를 통한 디스카운트 해소

- 일본 증시 리레이팅은 '14.2월 일본판 스투어드쉽코드 도입을 시작으로 '23.1월 기업가치 기준 발표로 가속
- 한편, 일본 증시는 수익성(ROE)의 큰 개선 없이 PER 및 PBR 개선으로 주가 상승
 - ▶ 1차('14.2~15.8): 토픽스(39.2%), PER 13.5 → 15.3배, PBR 1.2 → 1.3배, ROE 8.7 → 8.8%
 - ▶ 2차('23.1~24.7): 토픽스(56.2%), PER 11.7 → 5.4배, PBR 1.1 → 1.4배, ROE 9.0 → 9.2%
- 日 증시 프리미엄 → 주주환원 강화(자사주 매입/매각) : 손보사 정책보유주(거래 및 영업 관계 강화를 위해 보유하는 주식) 소각 기대감에 강세

日 밸류업 국면 섹터별 수익률



일본 증시 밸류업 국면: ROE 개선 미미

	지수	PER	PBR	ROE	세부사항
1차 리레이팅 ('14.2월~'15.8월)	1,196	13.5	1.2	8.7	① 기업지배구조 개혁 시작 ['14.2월] 스투어드쉽코드 도입 ['15.6월] 기업지배구조 코드 도입
	1,666	15.3	1.3	8.8	
상승율(%,%p)	39.2	13.5	14.7	0.1	
2차 리레이팅 ('23.1월~'24.7월)	1,876	11.7	1.1	9.0	② 기업가치 구체적 기준 발표 ['23.1월] P/B 1배 이하 기업대상 개선방안 제출 요구 ['23.3월] 기업대상 개선방안 요구 ['23.10월] 가치개선 기업 리스트 공개
	2,929	15.4	1.4	9.2	
상승율(%,%p)	56.2	31.1	34.1	0.2	

자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

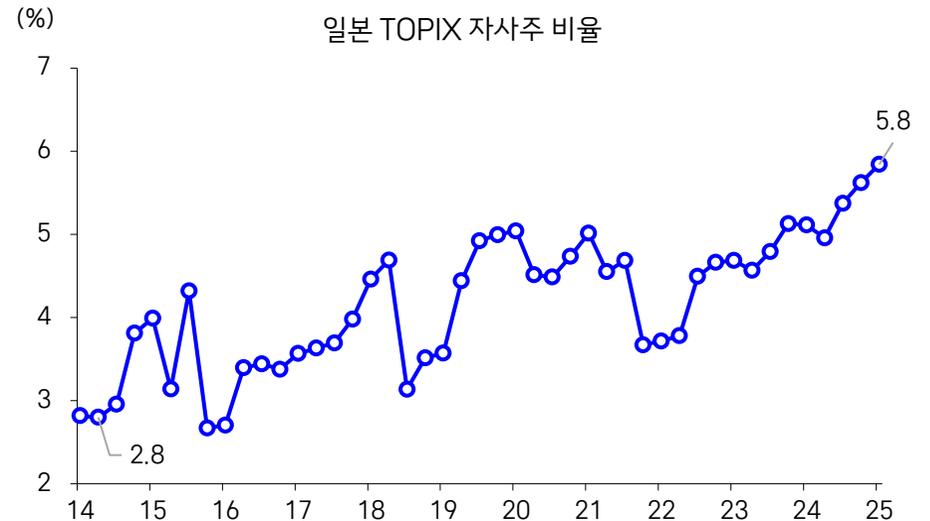
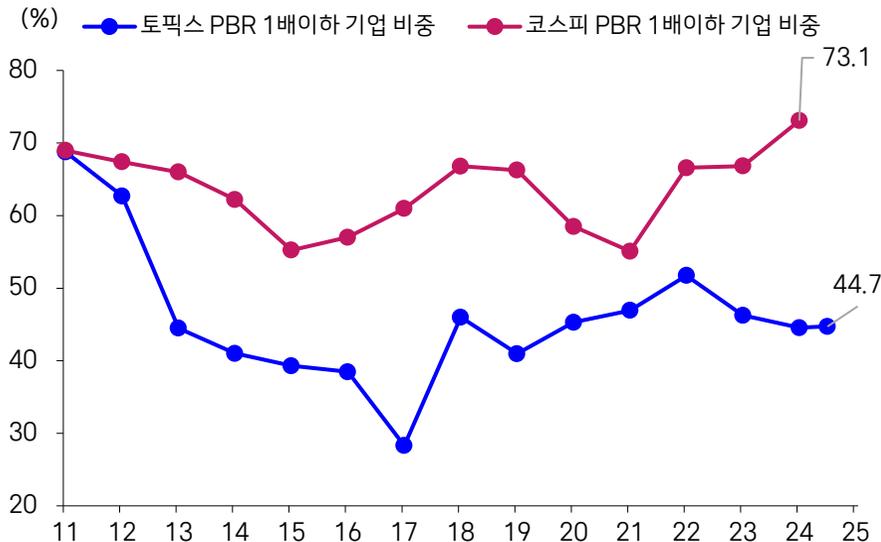
낮은 자사주 비율 및 배당성향 등을 고려하면 한국 증시 디스카1운트 해소 여력은 충분하나 정책 시차 고려 필요

- 일본 PBR 1.0배 이하 기업 비중(4Q12 68.8% → 2Q25 44.7%), 한국 2024년 기준 73.1%
- 일본의 밸류에이션 프리미엄 부과 이유는 자사주 매입/매각 증가에 따른 주주환원 정책 강화
 - ↳ 일본 자사주 비율 (1Q14 2.8% → 1Q25 5.8%), 한국 자사주 비율 3%

→) 한국은 배당성향 강화 및 자사주 매입/소각 등 자본 최적화로 증시 저평가 해소 추진 중

낮은 자사주 비율 및 배당성향 등을 고려하면 한국 증시 디스카운트 해소 여력은 충분하나 정책 시차 고려 필요

일본 증시, PBR 개선 및 자사주 매입/소각 등으로 주가 상승



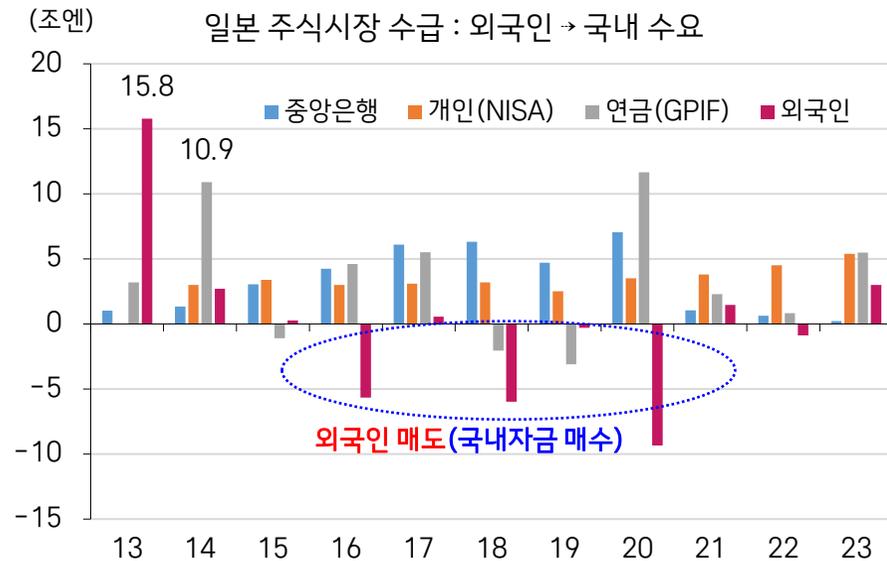
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 증시는 자국 자금이 수급 방어 역할 이행하고 있다는 점에서 한국 증시도 견고한 수급 주체가 필요

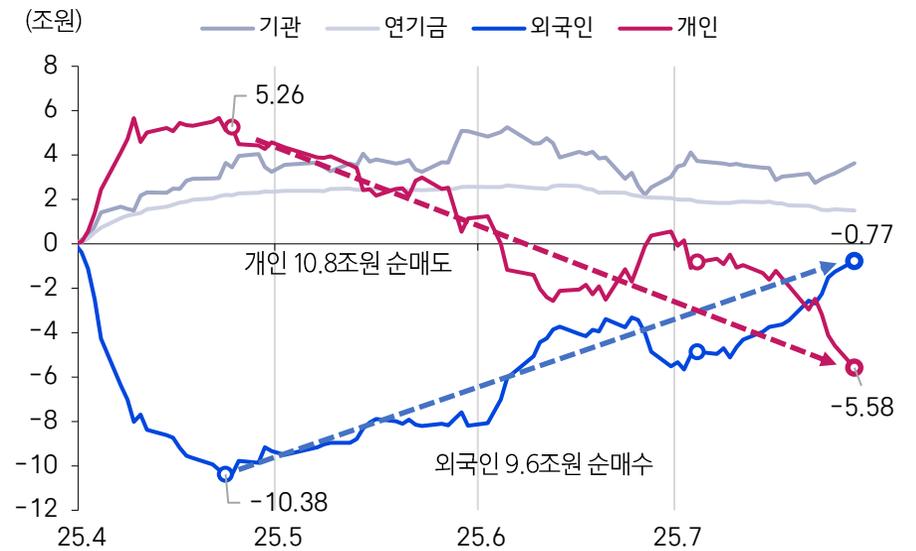
- 日 증시 밸류업 시작 전 BOJ 양적완화, GPIF 자국주식 매입, NISA 제도 도입 등 수요기반을 확충: 외인 매도국면에서 자국 자금이 수급 방어 역할
- 韓 증시로 외인 자금은 상법 개정 등에 따른 주주환원 강화 기대감과 시반도체 수요 확대 수혜 등으로 자금 유입 \uparrow (4.24일~) 외국인+9.6조, 개인 Δ 10.8
- 한편, 개인은 Naver(1.3조원), 두산에너지(0.6), 현대로템(0.4) 등으로 쏠림
- 외국인과 개인 자금 쏠림현상이 증시 주도섹터 중심으로 강화 \uparrow 주도 섹터 : 자본재(조선/방산/기계), 지주/금융 주도

→) 한국 증시는 배당소득 분리과세와 같은 세제 및 수요 기반의 수급 강화 필요

일본 밸류업 국면에서 수급 여건 강화 : 한국 증시도 세제 및 수요 기반의 수급 강화 필요



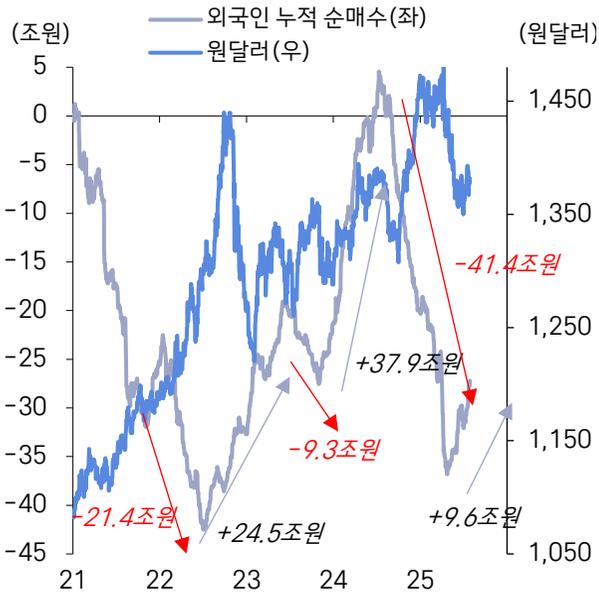
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



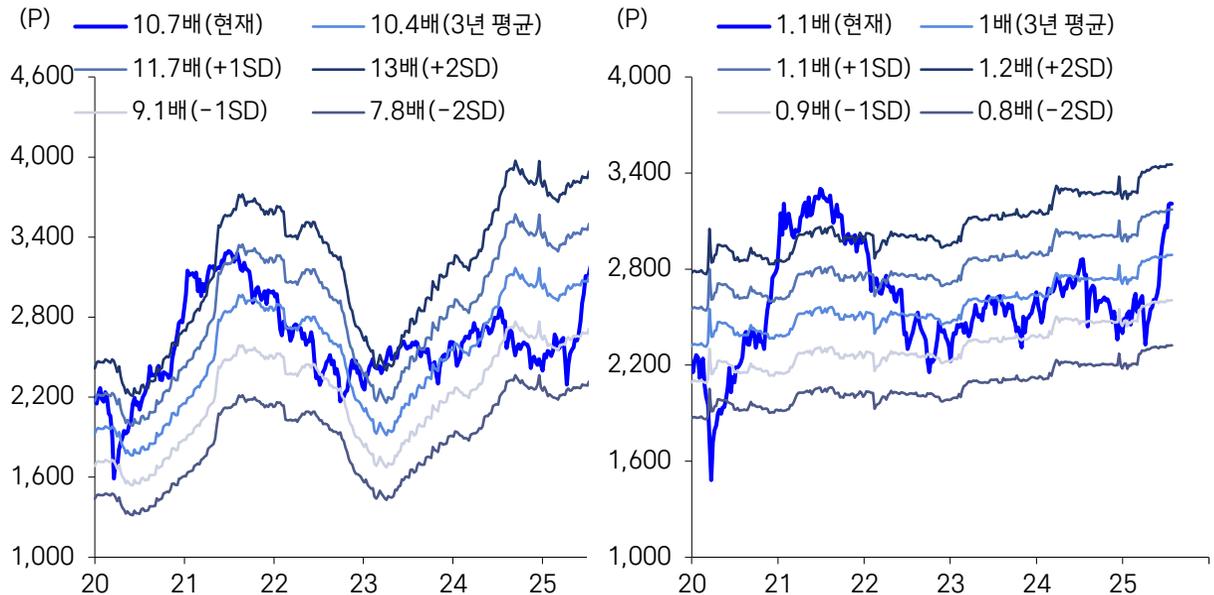
외국인이 순매수 전환하며 증시 밸류 정상화 주도: PER 기준 3년 평균치, PBR 기준 3년 평균치의 +1표준편차 수준

- 상법 개정 등 법제화 조치 실시시 주주환원이 강화될 것이라는 기대감에 외국인 순매수 전환하며 증시 밸류 정상화 주도
 - 외국인은 4월 24일 이후 9.6조원 순매수 ※'24.7월~'25.4월(9개월) 41.4조원 순매도
- KOSPI 3,100pt를 넘어서면서 12MF PER, PBR 기준 역사적인 평균치를 상회하기 시작: 밸류트랩 탈출은 성공했다고 판단
- 코스피 PER은 10.7배(3년 평균치 수준, 10.4배), 코스피 PBR은 1.1배(3년 평균치의 +1표준편차)까지 빠르게 상승

외국인, 4월 24일 이후 순매수 전환



KOSPI, 밸류트랩 탈출은 성공

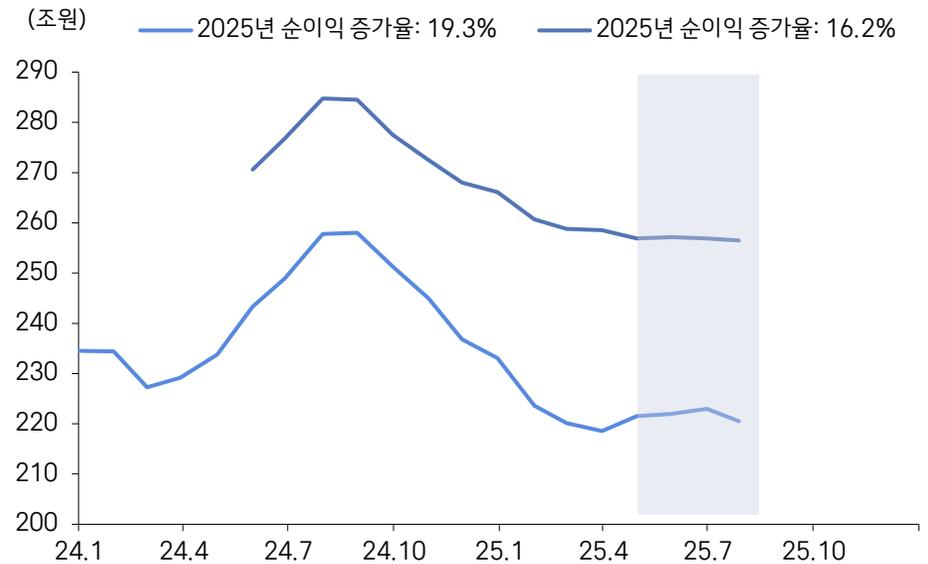


주: 7월 28일 기준, 자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

높아져 있는 이익 기대치의 눈높이 조정 가능성 염두

- '20년 한국증시가 강세는 기업 이익 성장 기대감이 유효했기 때문. 다만 낮은 이익 신뢰도가 증시 조정 빌미로 작용
 - ▶ 당시 2021년 기업 순이익 증가율은 '20.3월 기준 +25%에서 '21.7월 97.6%까지 상향조정
 - ▶ 22년 기업 순이익 증가율은 7.7%에서 5.3%로 하향 조정 * '21년 하반기에는 22년 이익하향 조정 우려에 주가조정 (코스피 확정 이익 증가율은 -15.4%)
- 2025년 순이익은 '25.3월 18.1%에서 20.3%로 상향 ↗ 25년 순이익 증가율 DRAM가격 상승에 따른 반도체 섹터의 이익 기여도 상승(4.7%→5.7%)
- 한편 2026년 순이익은 18.3%에서 16.2%로 하향조정 ↘ 26년 섹터별 기여도 하향조정: 반도체(5.0 → 4.3%), 자동차(2.4 → 1.8%), 은행(1.8 → 1.5%)

이익성장 기대감이 '20년 KOSPI 방향성 정했음: 현재 높아져 있는 이익 기대치의 눈높이 조정 가능성



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

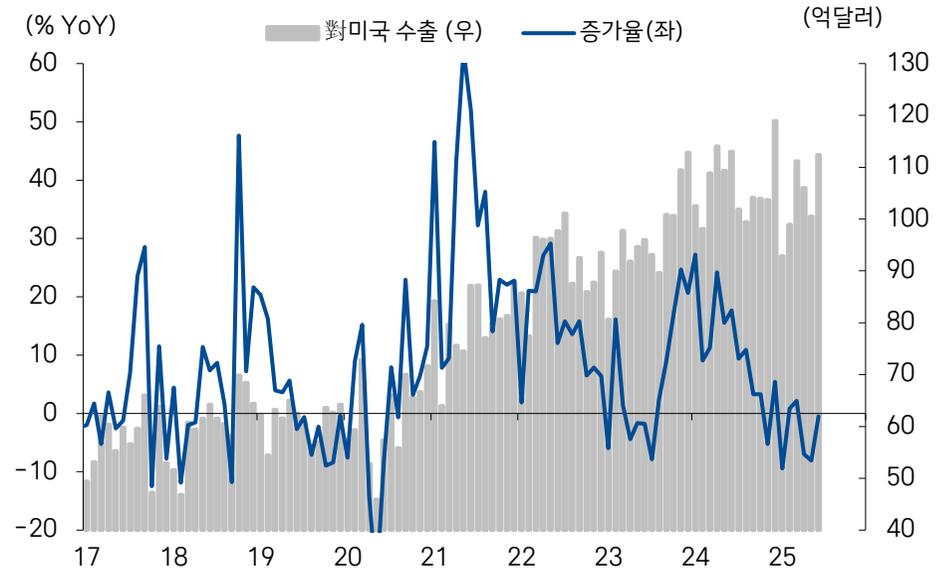
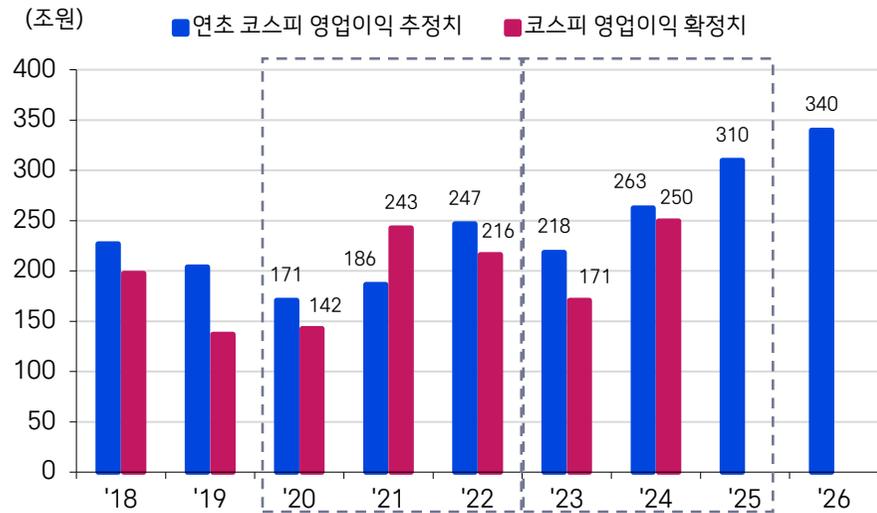
국내 주식시장

한국의 낮은 이익 신뢰도와 컨센서스 하향 조정 우려 상존

높아져 있는 이익 기대치의 눈높이 조정 가능성 염두

- 韓 이익 특성상 이익 회복 2년차 과다 추정 리스크 반복 * 삼성전자(2Q 컨센6.1/실제4.6)/LG전자 2Q 영업이익 컨센 하회
- 美 관세 영향 감안 시 대미 수출기업 이익 하향 우려 * 대미수출 상반기 \$622억(-3.7%), 자동차 -16.8%, 기계 -16.9%

韓 이익 특성상 이익 회복 2년차 과다 추정 리스크 : 美 관세 영향 감안, 대미 수출기업 이익 하향 우려

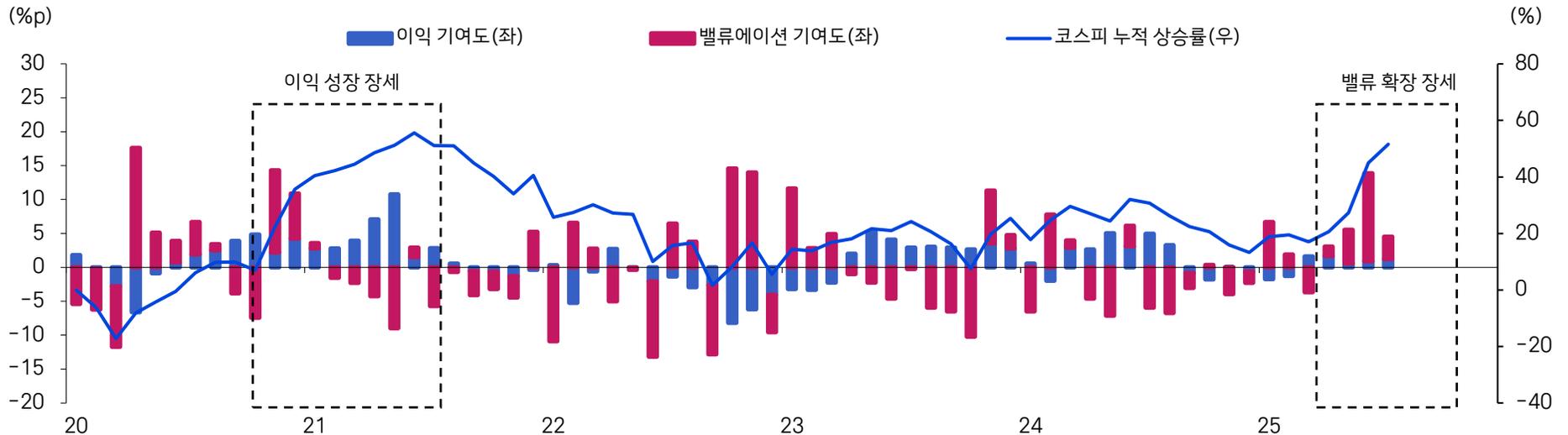


주: 7월 28일 기준, 자료: Refinitiv, Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

밸류에이션 추가 확장 여력 축소, 이익 하향조정 가능성 등은 지수 상승을 제한 : 하반기 코스피 밴드 2,800~3,300(3분기 조정)

- 주가 상승률은 이익 증가율과 밸류에이션(Discount/Premium)의 함수
('25년) 주가 +30% = 이익 +2%(EPS 295→299), PER +28%(8.2배→10.5배)
('21년) 주가 +36% = 이익 +37%(EPS 205→282), PER -1%(11.8배→11.7배)
- 20년은 이익장세, 25년은 밸류 확장 장세 : 추가 상승은 이익 성장 가시화 및 추가 정책 발표가 필요
- 지수 상승 피로도 누적, 과도하게 쏠려있는 수급, 과도한 정책 반영 등 고려, 추가 밸류에이션 확장 가능성 낮음
☞ **현 지수 상승세는 이익이 뒷받침된 것이 아닌 밸류에이션 회복(PER 10.5배로 5년 평균 10.3 수준)에 기인**
- 8월 이후의 관세 관련 이익 하향조정이 나타날 것으로 예상되어 점진적으로 증시 하방압력 강화 전망

20년은 이익장세, 25년은 밸류 확장 장세 : 추가 상승은 이익 성장 가시화 및 추가 정책 발표가 필요



주: 7월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]