2025년 9월 2일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

조정을 기회로 만들 조건들

Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com

하나증권 리서치센터

(결론적으로) 9월은 조정국면이다. 장기 금리의 하방 경직성으로 인해 주식 시장은 고평가 논란에서 자유롭지 않다. 미국과 한국 주가지수도 계절적으로 부진한 양상을 보였다. 2000년 이후 코스피 주요 업종 평균 수익률도 저조했다(에너지, 필수 소비재, 유틸리티 제외). 그러나 이러한 우려는 시장에 신속히 반영되는 경향이 있다. 몇 가지 조건이 충족되면 새로운 기회를 모색할 수 있을 것이다. 첫째, 연준 금리 인하가 일회성에 그치지 않고 지속성을 담보할 때. 둘째, 중국 관광객 무비자 입국을 계기로 10월 말 APEC 정상회의에서 시진핑 주석 방한과 한한령 해제가 가시화될 때. 셋째, 9월 국회 본회의를 앞두고 대주주 양도세 기준이 50억 원 수준으로 회귀할 때 등이다. 한편, 이 사안에 대한 정부 숙고 중 반대 청원은 15만 명에 육박했다.

글로벌 유동성 증가라는 점에서 주도주의 상승과 강세장 추세는 전반적으로 변함없다. 다만 인플레이션 우려로 인한 장기 금리의 하방 경직성과 계절적 요인 등으로 인해 9월 주식시장은 조정세가 예상된다. 트럼프 행정부의 상호 관세가 인플레이션 압력을 높이고 있으며, 미국 10년물 국채 수익률에 반영된 기대 인플레이션(인플레이션 위험 프리미엄) 역시 상승세를 보인다. 미시건 대학교의 장기 기대 인플레이션은 3.5%로 집계됐다. 높아지는 장기 금리는 주식시장의 고평가 논란을 불러일으키며, 미국에서는 AI 거품 우려가, 한국에서는 순이익 감소 우려가 부각될 전망이다. 9월은 계절적으로 주가 수익률이 부진한 시기로, 2000년 이후 미국 S&P500은 보합(+0.1%), 한국 KOSPI는 하락(-0.5%)을 기록했다. 특히 한국 주요 업종의 평균 수익률(전월)은 IT(-1.9%), 금융(-1.6%), 소재(-1.4%) 순으로 하락 폭이 컸다.

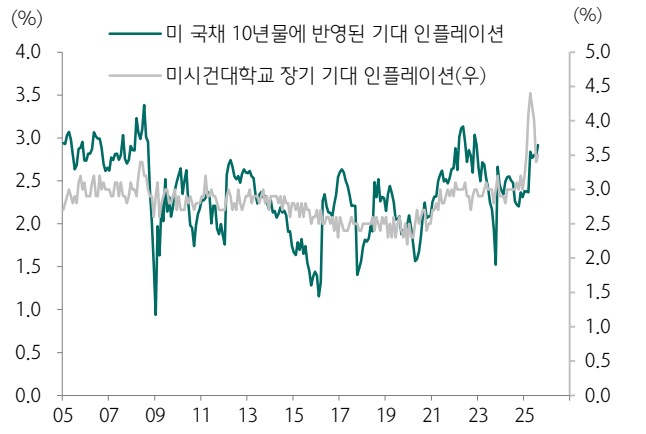
그러나 주식시장의 특성상 악재는 신속하게 반영되는 만큼, 몇 가지 조건이 충족되면 새로운 기회를 모색할 수 있다. 첫째, 경기침체를 수반하지 않는 지속적인 금리인하이다. 어려운 조합이다. 3분기 현재 미국 경제는 연평균 3% 성장 중이다. 2분기 GDP 성장률이 3.3%(연율)를 기록한 데 이어서 애틀란타 연은에서 추정하는 GDPNOW Forecast가 8월 말 3.5%까지 높아졌다. 파월 의장은 잭슨홀 회의에서 연준의 통화정책 체계가 유연한 목표 인플레이션(FIT)으로 회귀하고 앞으로는 고용 시장에 보다 무게를 두고 통화정책을 펼칠 것을 예고했다. 9월 초에 발표되는 8월 노동통계국(BLS) 고용지표가 중요한 변수이다. 3분기 미국 고용은 부진하다. 계절적으로 8월과 9월 연속해서 역사적 평균(130K)보다 낮은 증가세를 보여왔다. 높은 임금을 받는 업종인 정보, 전문직 등에서 신규 고용 부진이 나타났다. 만약, 8월 미국 신규 고용(9/5일 한국시간 21시 30분 발표)이 급락하지 않고 컨센서스보다 둔화되는 조합으로 발표된다면, 연준의 금리인하는 보험성으로 받아들일 것이고, 일회성을 넘어 연속성에 무게가 실릴 것이다. 주식시장에는 긍정적이다. 회계연도를 마무리하는 시점에 열리는 9월 FOMC에는 2028년 전망치가 처음 공개된다. SEP(경제전망요약)에서 3년 후 기준금리와

물가 전망 등에 따라 연준의 금리인하 폭이 정해진다. 현재는 내년(2026년) 말까지 총 150bp 금리인하가 금리선물(CME) 시장에 반영돼 있다. 첫번째 조건인 연준의 금리 인하가 일회성에 그치지 않고 연속성을 담보할 수 있도록, 8월 고용지표의 어려운 조합과 9월 FOMC에서의 3년 뒤 전망이 중요하다. 참고로 과거 연준의 보험성 금리인하가 있었던 3번의 시기(1995년/1998년/2019년)에 미국 S&P500 지수는 모두 상승했고, 한국 KOSPI 지수는 변동성을 수반하며 1998년과 2019년에 상승했다.

둘째, 한한령 해제의 가시화이다. 9월 말(29일)부터 중국인들의 한시적(9개월) 무비자 입국이 허용된다. 중국이 지난 2024년 11월부터 시행하고 있는 한국인 무비자 입국 허용에 대한 한국 정부의 상호적 조치이자, 10월 중국 국경절 연휴를 감안한 관광시장 회복 조치의 일환이다. 포인트는 중국과의 민간 교류 활성화가 10월 말 경주 APEC 회담에 시진핑 주석의 참석으로 이어지는 지 여부이다. 현재까지는 참석여부가 불투명하지만, 만약 9월말 양국의 관광객 교류 확대를 시작으로 10월 말 시진핑 주석의 방한으로 이어진다면 9년간 이어지고 있는 한한령 해제에 대한 기대가 확대될 것이다. 하나증권은 한한령 해제를 준비하자는 코멘트를 지속해 오고 있다(7/29, 8월부터 한한령 해제를 준비하세요). 관련 업종과 주가가 시세를 낼 것이다.

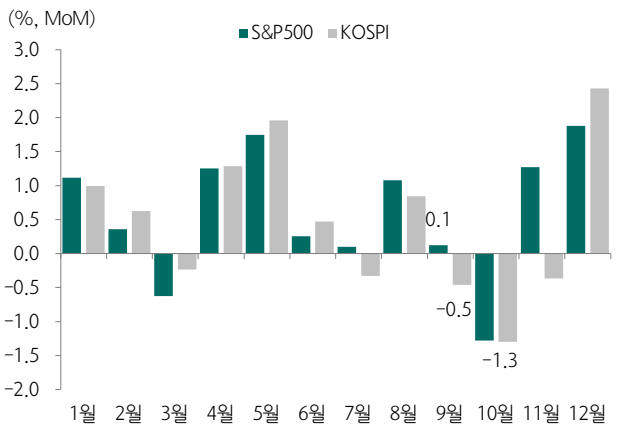
셋째, 대주주 양도소득세 기준을 50억 원 수준으로 회귀하는 것이다. 9월 본회의가 개원하지만, 현재까지 정부의 기조를 감안하면 가능성이 가장 낮은 조건일 수 있다. 지난 7월 말 2025년 세제개편안을 발표하면서 윤석열 정부 시절 종목당 50억 원으로 완화된 대주주 기준을 다시 10억 원으로 환원하겠다는 방침을 발표한 이후, 한국 KOSPI 지수는 하락(-2%)했다. 청문회나 언론 등을 통해 보면 정부는 대주주 기준 완화 조치로 인한 부정적 효과가 미미하다고 판단하는 것 같다. 물론 주가에 미치는 변수들은 다양하다. 하지만 동 기간 일본 니케이225 지수는 4% 상승했고, 대만 가권 지수는 3% 상승했다. 미중 패권 경쟁의 중심에 있는 중국 상해종합지수도 상승(+8%)했다. 주변 국가 대부분에서 상승했다. 9월 초 국회 개원을 앞두고 당정은 대주주 기준 관련 입장을 정하지 못하고 있다. 숙고의 시간이 한 달여 지나는 사이에 반대 청원은 15만 명에 육박해 있다. 더 오래 끌면 안 된다. 입장을 정하지 못하는 것은 금융시장의 가장 큰 위험인 불확실성을 확대한다. 빠른 결단이 필요한 시기이다.

도표 1. 미국 장기금리 하방 경직성 요인은 인플레이션 우려



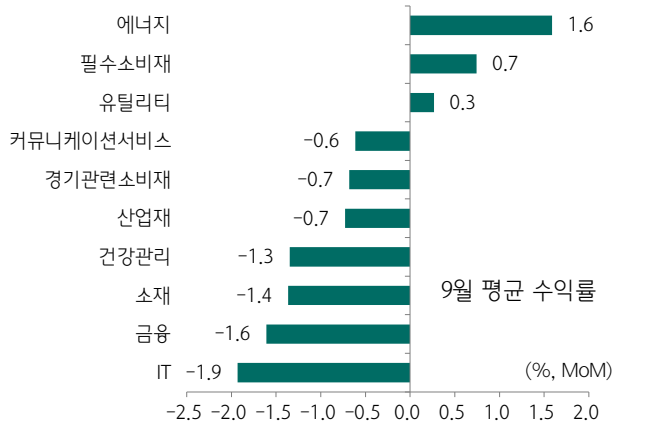
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 2. 한국과 미국 증시는 9월을 기점으로 계절적 비수기



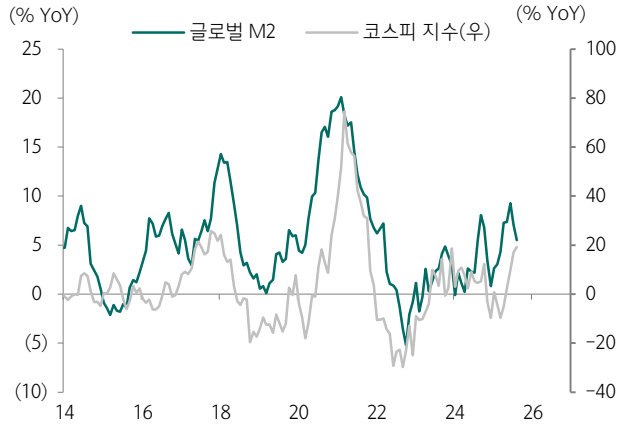
주) 2000년~2024년까지
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 3. 한국 코스피 업종별 9월 평균 수익률



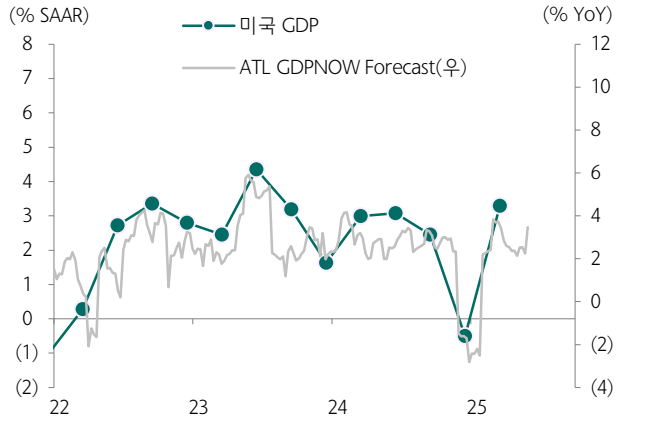
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. 글로벌 유동성 증가는 큰 흐름에서 주도주 상승세를 시사



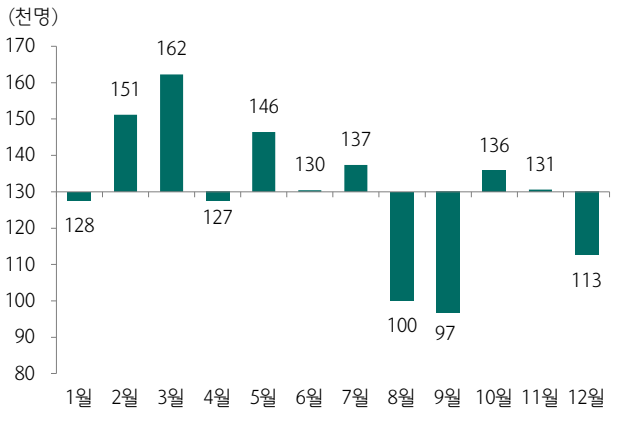
자료: Quantiwise, Bloomberg, 하나증권

도표 5. 현재까지 미국 경제 연평균 3% 성장 중



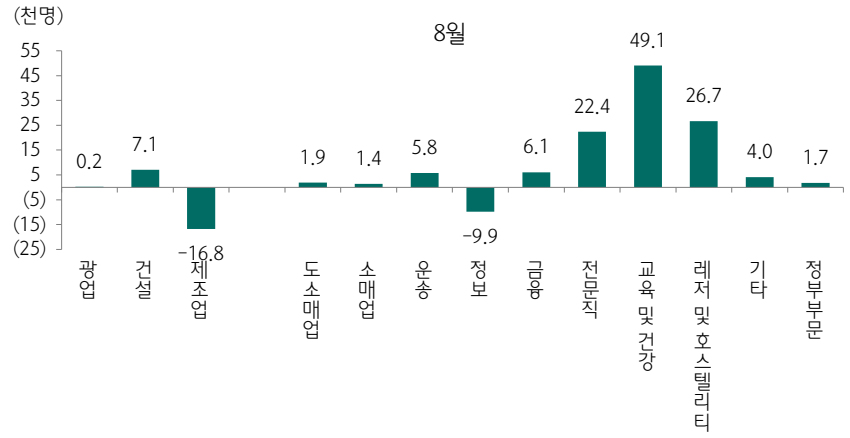
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미국 고용통계(BLS)는 비수기로 진입



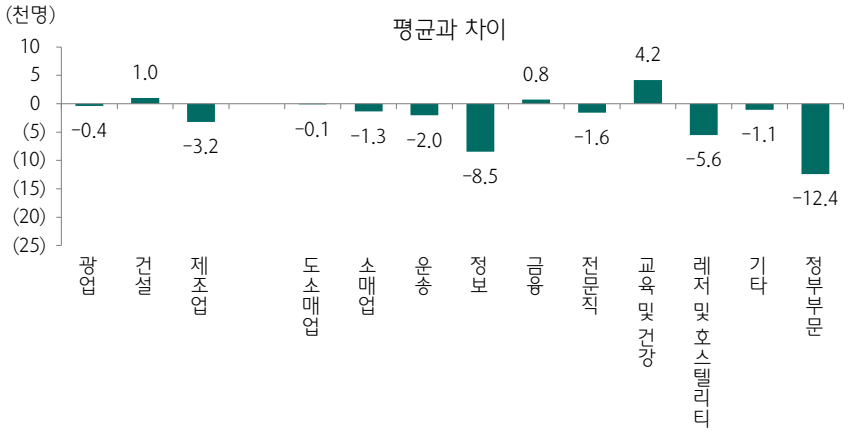
주) 2020년 팬데믹 제외, 비농업부문 취업자수 증감
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 미국 업종별 고용 증감



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 미국 각 업종별 평균과의 괴리 정도



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. CME 금리선물 시장에 반영된 기준금리 인하 확률(%)

		100bp 이상	100bp 인하	75bp 인하	50bp 인하	25bp 인하	동결
25년	9월	0	0	0	0	86	14
	10월	0	0	0	48	46	6
	12월	0	0	40	46	13	1
26년	1월	0	19	43	31	7	1
	3월	11	33	36	17	3	0
	4월	24	34	28	12	2	0
	6월	46	30	18	6	1	0

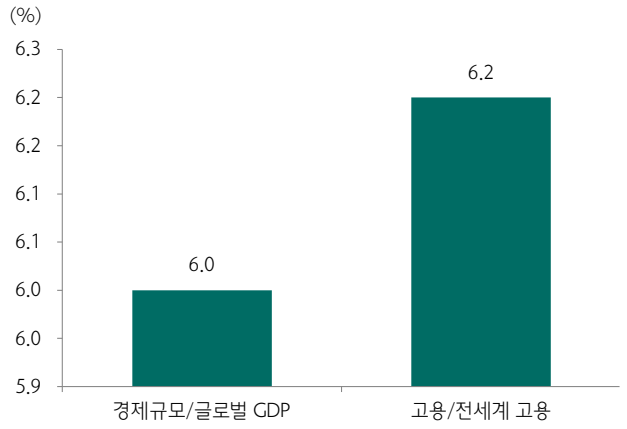
자료: CME, 하나증권

도표 10. 과거 두 차례 연준의 보험적 금리인하 시기 시장 지표들

첫 인하 시기	인하 폭 (bp)	S&P500 (%)	KOSPI (%)			DXY (달러)
1995년 (6월)	75	2.1	-1.1	MAX	11.7	0.6
				MIN	-10.5	
1998년 (9월)	75	2.4	10.6	MAX	32.4	0.0
				MIN	-10.6	
				MAX	5.2	
2019년 (7월)	75	1.3	0.0	MIN	-5.3	0.1

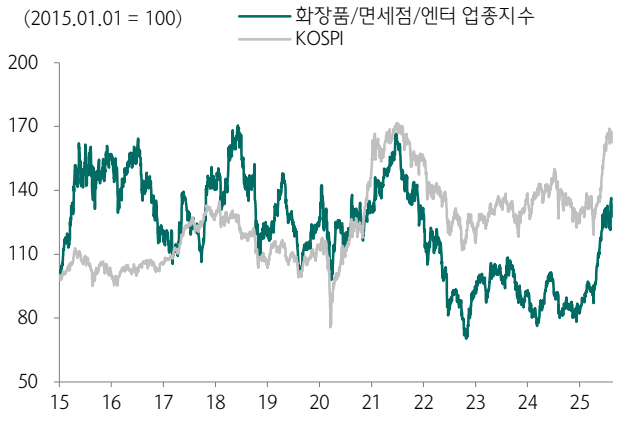
자료: Bloomberg, Refinitiv, 하나증권

도표 11. 글로벌 문화 산업 경제규모와 고용



자료: UNESCO, 하나증권

도표 12. 한한령 해제 수혜주 추이



자료: Quantiwise, 하나증권