MARKET
STRATEGY

2026. 5. 20.

글로벌투자전략팀

권범석 선임연구원
beomseok.kwon@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

K-증시 투자 전략 노트

Vol. 3: 물가 리스크는 가격 전가력으로 대응

- 유가-물가-금리 경로의 매크로 리스크 부각
- 현재 시장은 '주식-금리' 디커플링 국면으로 복귀한 것으로 판단
- 인플레 헤지를 위해 매출총이익률(GPM)이 안정적이거나, 상승 추세에 있는 업종을 주목

- **'유가→물가→금리' 경로의 매크로 리스크 부각:** 중동 지정학 리스크가 장기화됨에 따라 물가에 대한 시장의 민감도 상승 중. '유가→물가→금리' 경로의 매크로 리스크는 현재 유가 급등을 거쳐 물가 지표 상승으로 현실화. 미국, 일본, 중국 등 주요국의 생산자물가 지수(PPI) 급등이 연이어 확인. 대표적으로 미국 4월 PPI는 전년 대비 6.4%를 기록해 연초 2.2% 대비 4.2%p 상승
- 시장이 이란 전쟁 조기 종전을 근거로 상고하저의 물가 경로를 상정 중인 만큼 시장 파급력은 확대. 5월 현재 블룸버그 컨센서스에 따르면 미국 CPI는 전년 대비 2Q: 3.7% → 3Q: 3.4% → 4Q 3.3%의 경로로 예상되고 있음. 미국 4월 CPI가 이를 상회하는 3.8%로 발표되었다는 점은 시장 혼란을 가중. 이외에도 1) 세인트루이스 연은 기대 인플레, 2) ISM 제조업 PMI 내 지불 가격 지수,3) 뉴욕 연은 소비자 기대 서베이 내 기대 인플레 등 관련 지표는 물가 상승 가능성을 내포
- 물가 충격은 금리 상승으로 귀결. 주요국의 국채 금리는 연초 대비 상승했으며 특히, 영국, 일본, 한국 등 에너지 순수입국의 국채 금리는 미국 대비 상승 폭이 컸음. 또한, 5월 미 연준 의장 교체도 금리 불확실성을 가중시켰을 것으로 추정
- **주식-금리 디커플링 국면으로의 복귀:** 높아진 금리는 주가 평가 모델의 미래 현금흐름 또는 미래 배당금의 '할인율'로 작용해 주식의 내재 가치를 하락시키는 요인. 다만, 금리와 주식시장의 관계는 단순히 '금리가 오르면 주식이 빠진다'는 식의 일방향 명제로 설명되지 않음. 금리가 어떤 성격의 신호로 시장에 해석되는지, 즉 물가(인플레이션) 신호로 작동하는지, 성장(실물경기) 신호로 작동하는지가 주식-금리 상관관계의 부호를 결정
- 1963년 1월부터 1999년 9월경까지의 국면은 '주가-금리' 디커플링 시기였고, 이후 1999년 10월부터 2022년 2월까지의 국면은 커플링 시기로 판단. 2022년 3월 연준의 긴축 사이클 개시 이후 현재까지 디커플링 국면으로 복귀한 것으로 판단. 미국채 10년물 금리가 5%선을 위협하기 시작하면서 금리 상승은 다시 물가 우위의 신호로 재해석되었고, 주식과 채권이 동시에 하락하는 환경이 조성
- **물가발 매크로 리스크는 가격 전가력으로 대응:** '유가→물가→금리' 경로의 매크로 리스크가 장기화될 가능성이 존재한다면 섹터 분산을 통한 헤지 대안도 고려할 필요. 기업의 생산 비용 부담이 높아진 만큼 '매출총이익률(GPM)'을 고려할 필요. 특히, 1) GPM을 안정적으로 유지해온 업종(필수소비재, 미디어/교육, 화장품/의류)과 2) 최근 GPM이 빠르게 올라온 업종(조선, 상사/자본재, 반도체)을 주목

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

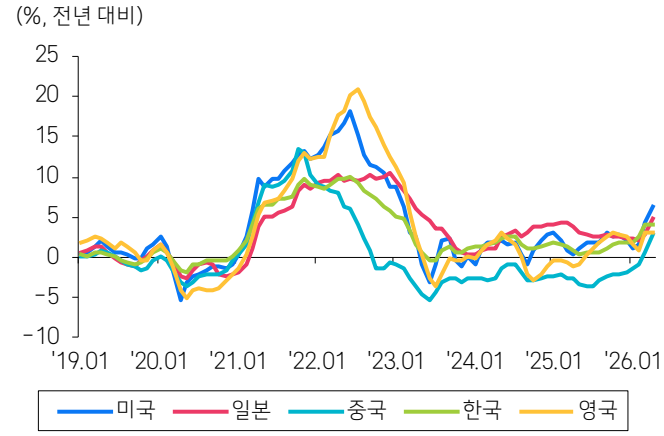
삼성증권

'유가→물가→금리' 경로의 매크로 리스크 부각

중동 지정학 리스크가 장기화됨에 따라 물가에 대한 시장의 민감도 상승. '유가→물가→금리' 경로의 매크로 리스크는 현재 유가 급등을 거쳐 물가 지표 상승으로 현실화. 미국, 일본, 중국 등 주요국의 생산자물가 지수(PPI) 급등이 연이어 확인. 생산자 물가는 통상 소비자 물가(CPI)의 선행 지표로 이해되며 최소이와 동행하는 지표. 대표적으로 미국 4월 PPI는 전년 대비 6.4%를 기록해 연초 2.2% 대비 4.2%p 상승

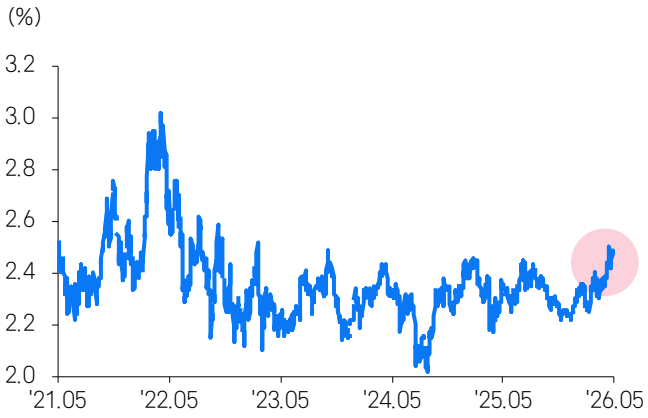
시장이 이란 전쟁 조기 종전을 근거로 상고하저의 물가 경로를 상정 중인 만큼 시장 파급력은 확대. 5월 현재 블룸버그 컨센서스에 따르면 미국 CPI는 전년 대비 2Q: 3.7% → 3Q: 3.4% → 4Q 3.3%의 경로로 예상되고 있음. 미국 4월 CPI가 이를 상회하는 3.8%로 발표되었다는 점은 시장 혼란을 가중. 이외에도 1) 세인트루이스 연은 기대 인플레, 2) ISM 제조업 PMI 내 지불 가격 지수,3) 뉴욕 연은 소비자 기대 서베이 내 기대 인플레 등 관련 지표는 물가 상승 가능성을 내포

그림 1. 주요국 PPI는 소폭 반등



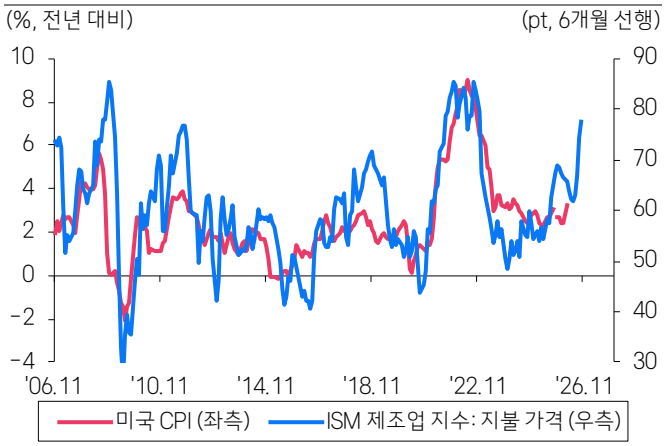
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 미국 10년 기대 인플레이션 또한 상승



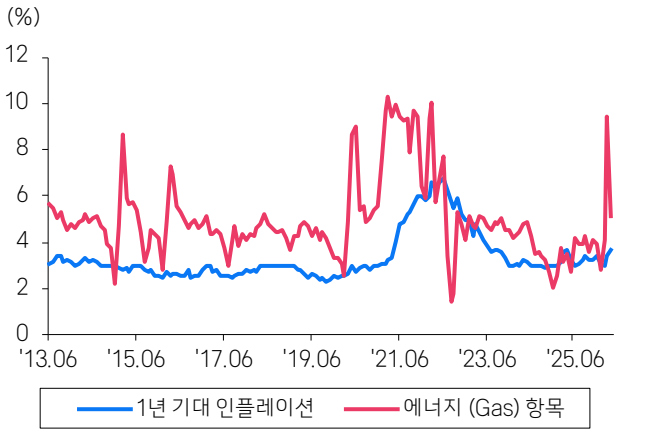
자료: St. Louis Fed, 삼성증권

그림 3. 미국 ISM 제조업 PMI: 지불 가격 추이



자료: LSEG, 삼성증권

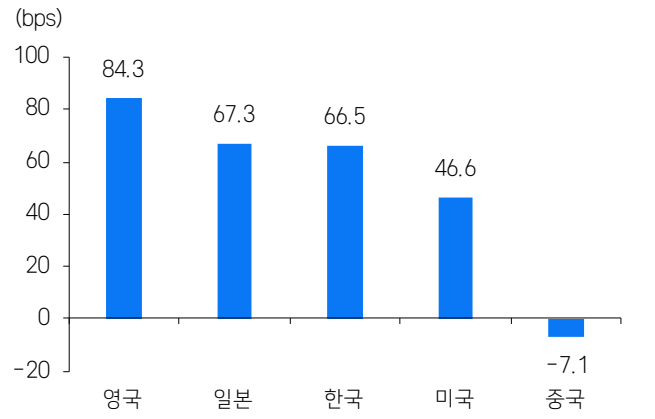
그림 4. 뉴욕 연은 소비자 기대 서베이: 1년 기대 인플레 추이



자료: Federal Reserve Bank of New York, 삼성증권

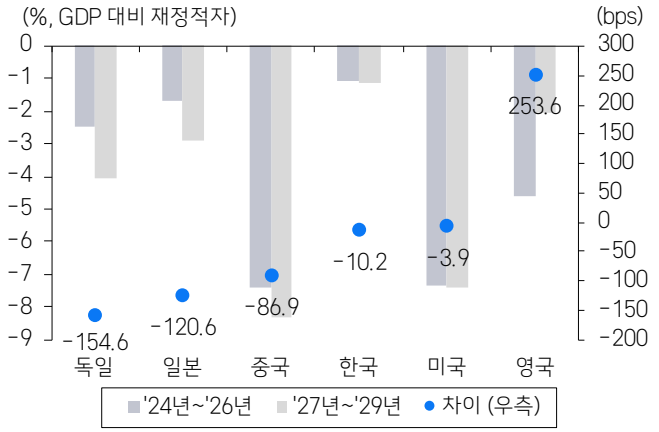
물가 충격은 금리 상승으로 귀결. 주요국의 국채 금리는 연초 대비 상승했으며 특히, 영국, 일본, 한국 등 에너지 순수입국의 국채 금리는 미국 대비 상승 폭이 컸음. 작년 말 대비 5월 현재 영국의 10년물 국채 금리는 84.3bp가량 상승했으며 일본(+67.3bp), 한국(+66.5bp) 또한 미국(+46.6bp)을 상회. 주요 동인은 물가 충격이었던 것으로 판단되며 전 세계적으로 재정 적자가 확대 추세에 있다는 점도 고려할 필요. 또한, 5월 미 연준 의장 교체도 금리 불확실성을 가중시켰을 것으로 추정

그림 5. 주요국 10년물 국채 금리 상승 폭 ('25년 말~ 5월 현재)



참고: 5월 18일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 6. 주요국 '구조적 재정 수지*' 전망



참고: *경기 변동, 원자재 가격 충격 등 일회성 요인을 제거한 재정 수지
자료: IMF, 삼성증권

주식-금리 디커플링 국면으로의 복귀

높아진 금리는 주가 평가 모델의 미래 현금흐름 또는 미래 배당금의 '할인율'로 작용해 주식의 내재 가치를 하락시키는 요인. 다만, 금리와 주식시장의 관계는 단순히 '금리가 오르면 주식이 빠진다'는 식의 일방향 명제로 설명되지 않음. 금리가 어떤 성격의 신호로 시장에 해석되는지, 즉 물가(인플레이션) 신호로 작동하는지, 성장(실물경기) 신호로 작동하는지가 주식-금리 상관관계의 부호를 결정

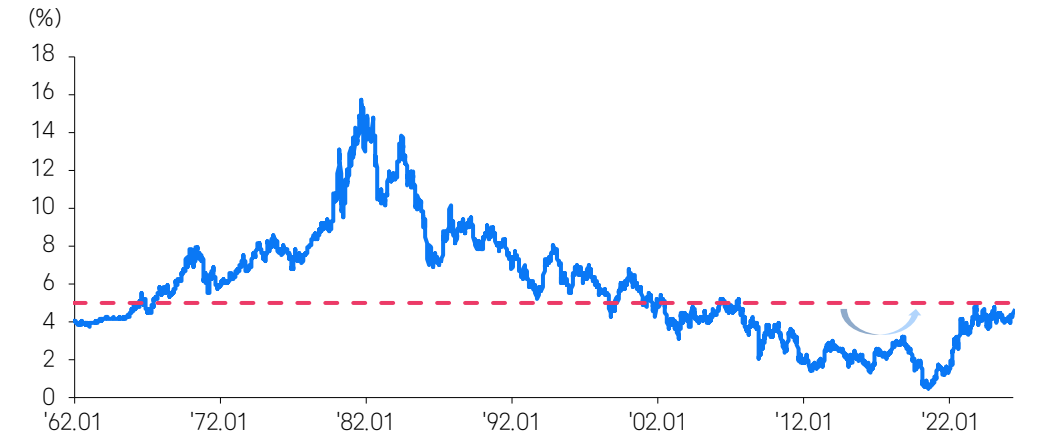
1963년 1월부터 1999년 9월경까지의 국면은 디커플링(음의 상관관계) 시기였음. 이 시기 미국채 10년물 금리는 대부분 5%를 상회했고, 1981년 8월에는 15% 부근까지 급등. 특히, 1973년, 1979년 두 차례의 오일 쇼크가 인플레이션 압력으로 작용해 주식의 밸류에이션을 압박. 이 시기 금리는 물가 우위의 신호였고, 금리 상승은 주가 하락이라는 역의 관계가 성립

이후 1999년 10월부터 2022년 2월까지의 국면은 커플링(양의 상관관계) 시기. 약 22년간 10년물 금리는 하향 추세를 지속했으며 대부분의 기간동안 5%대를 하회. 글로벌 금융위기 이후로는 2~3% 박스권, 코로나 직후인 2020년에는 1%를 하회하는 등 하락 추세 지속. 이 시기 인플레이션이 구조적으로 제어된 상태에서 금리 변화는 더 이상 물가 신호가 아니라 성장 신호로 해석되었던 것으로 판단. 금리 상승은 경기 회복과 기업이익 개선의 시그널, 금리 하락은 경기 둔화의 시그널로 해석. 결과적으로 주식과 금리는 동일한 방향으로 변화

다만, 코로나 시기 글로벌 QE로 인한 인플레이션 문제가 대두되기 시작하였고 2022년 3월 연준의 긴축 사이클 개시 이후 현재까지 시장은 다시 '주가-금리 디커플링' 국면으로 복귀. 금리가 5%선을 위협하기 시작하면서 금리 상승은 다시 물가 우위의 신호로 재해석되었고, 주식과 채권이 동시에 하락하는 환경이 조성되었음

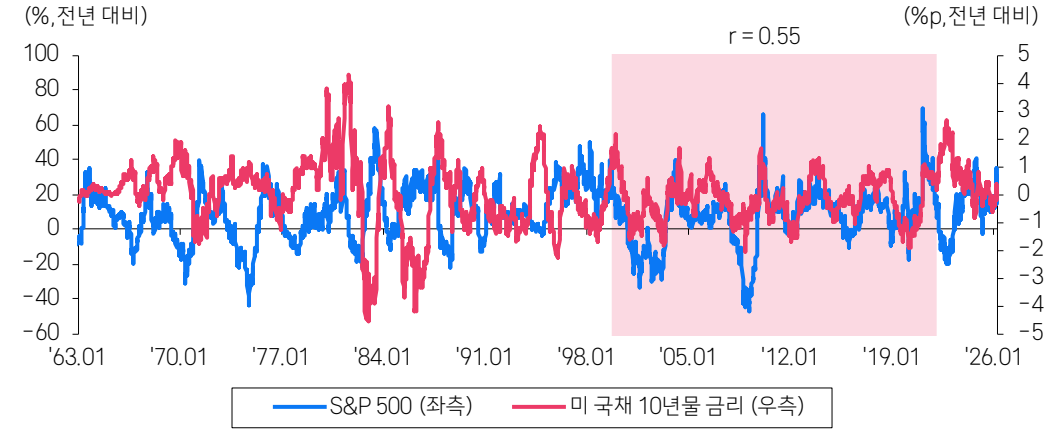
미국 10년물 금리 5%가 일종의 임계점으로 해석되나 원인은 명확하지 않음. 주가-금리 커플링 국면이었던 1999년말부터 2002년 중반까지 미국채 10년물 금리는 5%를 상회. 디커플링 국면인 2022년 초부터 현재까지 미국채 금리는 '23년 10월 23일 장중 한때 5%를 상회한 것을 제외하고 대부분의 기간 동안 5%를 하회. 따라서, 이는 절대적 임계치라기보다 금리가 이 수준을 넘어서면 시장은 더 이상 '성장이 좋아서 금리가 오른다'고 읽지 못하고, '물가가 통제되지 않아 연준이 긴축을 해야 한다'는 신호로 받아들이는 일종의 경험칙으로 해석 가능

그림 7. 미국채 10년물 금리 장기 추이



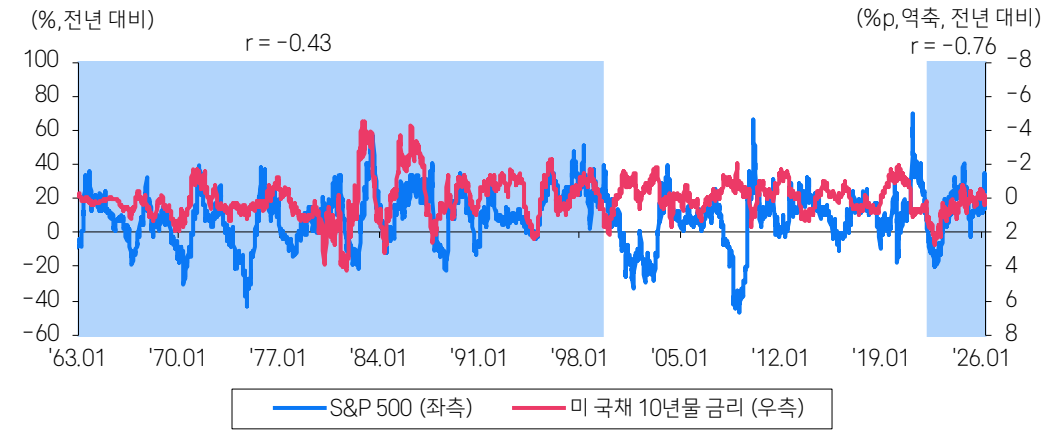
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 8. '주가-금리' 커플링 국면: '1999년 10월 ~ 2022년 2월'



자료: Bloomberg, 삼성증권

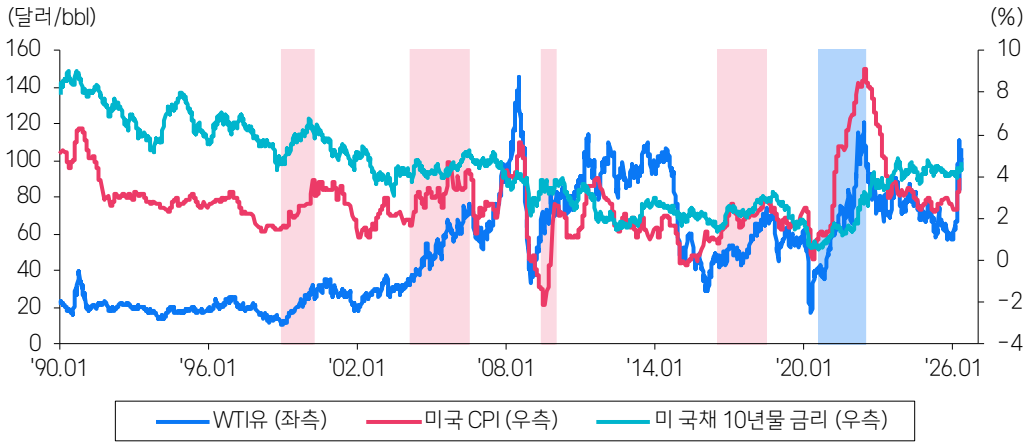
그림 9. '주가-금리' 디커플링 국면: '1963년 1월 ~ 1999년 9월' & '2022년 3월 ~ 현재'



자료: Bloomberg, 삼성증권

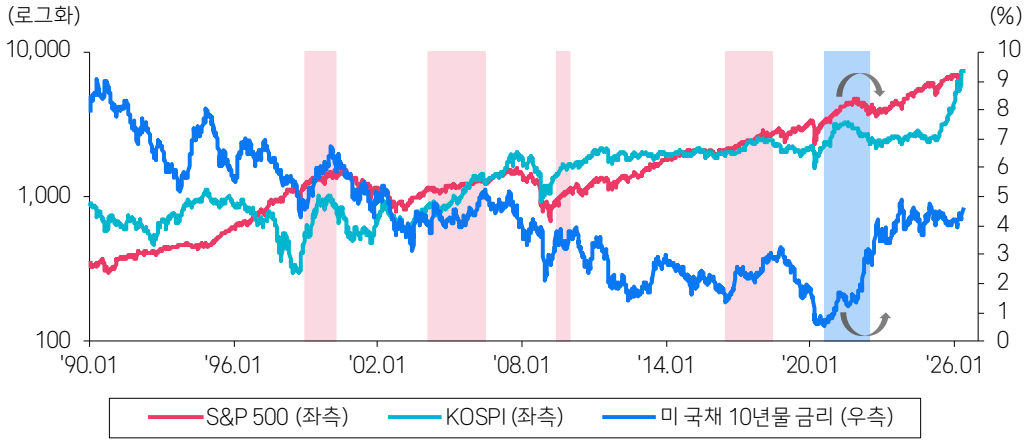
추가로, 1990년 이후 유가, 물가, 금리가 동시에 상승 추세에 있던 시기는 1) 1998년 12월~2000년 3월, 2) 2004년 2월~2006년 6월, 3) 2009년 6월~2009년 12월, 4) 2016년 7월~2018년 6월, 5) 2020년 7월~2022년 6월의 총 다섯 차례. 앞선 네 차례의 기간은 금리 상승으로 인한 주가 조정은 없었던 것으로 판단. 단, 최근의 사례인 '2020년 7월~2022년 6월'의 시기에는 '22년 3월 연준 긴축을 전후로 주가 조정을 촉발. 이는 구조적으로 높아진 인플레발 금리 리스크를 시장이 반영하기 시작한 근거로 해석됨

그림 10. WTI유-미국 CPI-미 국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 11. 미 국채 10년물 금리와 S&P 500, KOSPI 추이



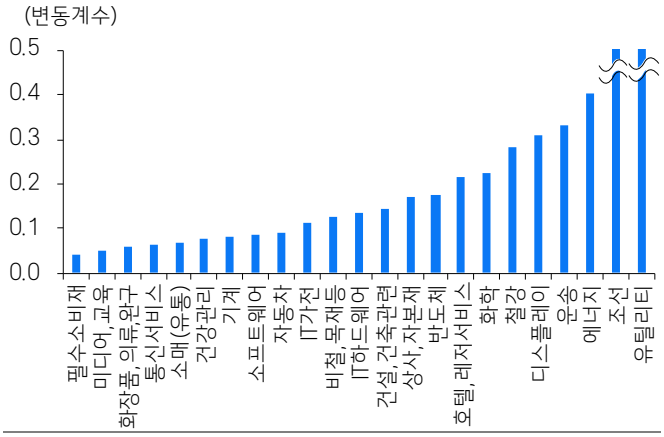
자료: Bloomberg, 삼성증권

물가발 매크로 리스크는 가격 전가력으로 대응

따라서, '유가→물가→금리' 경로의 매크로 리스크가 장기화될 가능성이 존재한다면 섹터 분산을 통한 헤지 대안도 고려할 필요. 특히, 기업의 생산 비용 부담이 높아진 만큼 '매출총이익률(GPM)'을 고려할 필요. '매출총이익률'은 '(매출액-매출원가)/매출액(%)'의 수식으로 계산되며 기업이 시장에서 가격 결정력을 얼마나 유지하고 있는지를 나타내는 Proxy 지표

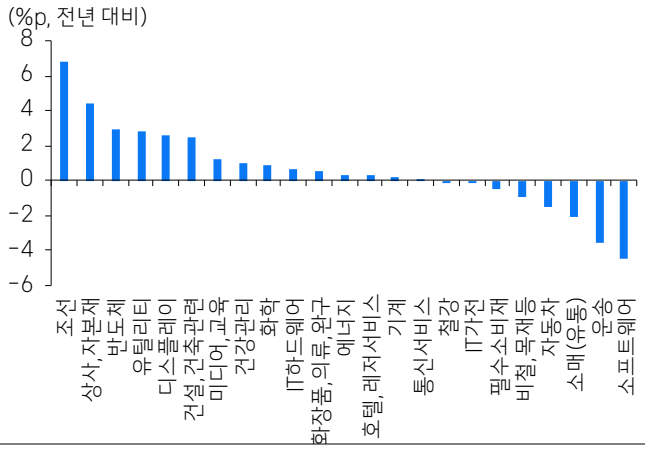
특히, 1) GPM을 안정적으로 유지해온 업종과 2) 최근 GPM이 빠르게 올라온 업종을 주목. 1) 안정적인 GPM을 유지한 업종을 선별하기 위해 지난 36개 분기 대상으로 낮은 변동 계수(CV)를 보인 업종을 선별. 이에 따를 시, 필수소비재(0.04), 미디어/교육(0.05), 화장품/의류(0.06)가 선별됨. 2) GPM 개선 추세에 있는 업종을 비교하기 위해, 지난 4개 분기 평균 GPM을 이전 4개 분기 평균 GPM과 비교. 조선(+6.9%p), 상사/자본재(+4.5%p), 반도체(+2.9%p)가 이에 해당되는 업종

그림 12. 업종별 GPM 변동 계수 현황



참고: 지난 36개 분기 기준, 금융 섹터 제외, 조선/유틸리티의 변동 계수는 모두 1.8
자료: Quantiwise, 삼성증권

그림 13. 업종별 GPM 변화율 현황



참고: 지난 4개 분기 기준, 금융 섹터 제외
자료: Quantiwise, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA