2026년 5월 26일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

실적의 시간에서 금리의 시간으로

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
채널전략팀 RA 김민근 minkeunkim@ hanafn.com

하나증권 리서치센터

(결론적으로) 한국 **주식시장의 상승 근거는 여전히 실적**이다. 6월 이후 **주가의 속도는 금리와 유동성이 결정**한다. 신호(signal)는 수출, 반도체, 금리, 원화, 유가다. 소음(noise)은 지수 레벨, 하루짜리 수급, 단기 헤드라인 뉴스들이다. **결국 신호를 사고, 소음을 팔아라**. 실적은 시장을 여기까지 올렸고, 금리는 이제 그 속도를 결정한다. **코스피 만 포인트 시대로의 여정은 6월에도 지속**된다.

한국 주식시장의 본질은 아직 실적이다. 수출은 견조하고, 반도체는 AI 인프라 투자 확대의 중심에 있다. 4월 ICT 수출에서 반도체 수출은 319.1억달러로 전년 대비 173.3% 증가했고, 사상 처음으로 2개월 연속 300억달러를 넘어섰다. D램과 낸드 가격 상승도 이어졌다. 5월 잠정(20일까지) 수출 실적도 견고하다. 반도체 수출이 전년동기간 대비 202.1% 급증한 220억 달러를 기록했다. 전체 수출에서 반도체가 차지하는 비중은 41.7%로서 1년 전보다 19%p 상승했다. 한국 증시 상승은 기대만으로 만들어진 장세가 아니다. 수출과 이익이 뒷받침하는 장세다.

시장의 질문이 바뀌고 있다. 지금까지의 질문은 "실적이 좋아지는가"였다. 이제부터의 질문은 "그 실적에 얼마의 밸류에이션을 줄 수 있는가"다. 실적이 좋아도 금리가 높아지면 PER 확장은 제한된다. 반대로 금리가 안정되면 이미 확인된 실적은 주가의 하단을 지지한다. 결국 6월 한국 시장은 실적 장세의 종료가 아니라, 실적 장세의 2단계에 진입하고 있다.

이 국면에서 가장 중요한 신호는 금리다. 금리는 원화의 가격이고, 외국인 수급의 문턱이며, 성장주 밸류에이션의 상단이다. 높은 금리에서는 먼 미래의 기대만으로 오르는 주식보다, 현재 이익과 현금흐름이 확인되는 주식이 유리하다. 그래서 전략은 성장주를 피하는 것이 아니라, 금리를 이길 수 있는 성장주만 남기는 것이다.

케빈 워시 시대를 주목해야 한다. 워시는 5월 22일 연준 의장으로 공식 취임했다. 이는 단순한 인물 교체가 아니라, 물가와 금리를 해석하는 방식의 변화 가능성으로 봐야 한다. 특히 워시가 강조한 절사평균 물가 지표는 에너지·식료품처럼 변동성이 큰 항목이나 일회성 충격을 덜어내고 기조적 물가를 보려는 접근이다. 브루킹스 연구소에 따르면 워시는 전통적 물가지표가 불완전하다고 보고, trimmed averages(극단적 오른 품목과 내린 품목을 일부 빼고 계산한 평균)를 통해 underlying inflation(일시적 요인을 제외한 기조적인 인플레이션)을 판단해야 한다고 주장해 왔다.

이는 시장에 두 가지 의미를 갖는다. 하나는 금리 인하 또는 금리 인상 지연을 정당화할 수 있는 기술적 근거가 생긴다는 점이다. 다른 하나는 시장이 이를 "물가 목표의 완화"로 받아들일 경우 장기금리가 오히려 상승할 수 있다는 점이다. 따라서 워시 시대의 핵심은 금리 인하 자체가 아니다. 낮은 금리를 정당화할 수 있는 물가 해석의 신뢰도다.

이란 전쟁 종전 MOU(양해각서)도 같은 맥락에서 봐야 한다. 최근 미국과 이란이 전쟁 종식과 호르무즈 해협 재개를 둘러싼 MOU 초안을 논의하고 있다는 보도가 이어졌다. 외신(로이터 통신, WP 등)은 양측이 핵심 쟁점을 남겨두고 있지만 예비 MOU 논의가 진행 중이라고 전했고 60일 휴전 연장, 호르무즈 해협 재개, 이란 원유 수출 재개 등이 초안에 포함됐다고 보도했다. 다만 아직 최종 합의가 아니며, 언제든 무산될 수 있다는 점은 분명히 해야 한다.

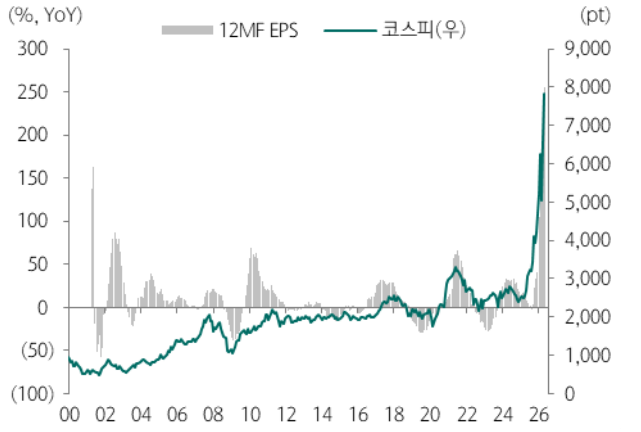
그럼에도 시장 함의는 명확하다. 이란 MOU의 본질은 지정학 뉴스가 아니라 유가와 금리다. 호르무즈 리스크가 낮아지고 원유 공급 불안이 완화되면, 유가는 하방 압력을 받을 수 있다. 앞서 언급한 종전 기대로 국제유가(WTI, BRENT) 선물 가격이 6% 안팎의 하락을 보였다. 유가가 안정되면 물가 부담이 낮아지고, 물가 부담이 낮아지면 금리 부담도 완화된다. 즉 이란 MOU는 한국 주식시장 입장에서 유가를 통해 금리를 낮추는 재료다.

6월 한국 증시에서 신호는 더 분명해진다. 첫째, 반도체 수출과 가격이다. 둘째, 국채 금리와 원화다. 셋째, 유가의 방향이다. 넷째, 외국인 수급의 질이다. 반대로 소음은 코스피 숫자 논쟁, 하루짜리 외국인 매도, 협상 관련 단기 헤드라인이다. 협상 뉴스는 소음일 수 있지만, 유가와 금리에 반영되면 신호가 된다.

투자전략은 복잡하지 않다. 실적이 확인된 성장주를 중심에 두고, 금리에 민감한 고평가 성장주는 줄여야 한다. 동시에 대형 대표주가 주도하는 장세를 인정할 필요가 있다. 유가 안정과 금리 하락 기대가 살아나는 국면에서는 AI 수출주와 구조적 수주 업종을 다시 담는 전략이 유효하다(5/19, 코스피 만 포인트 시대 생존전략: 여주사 참고).

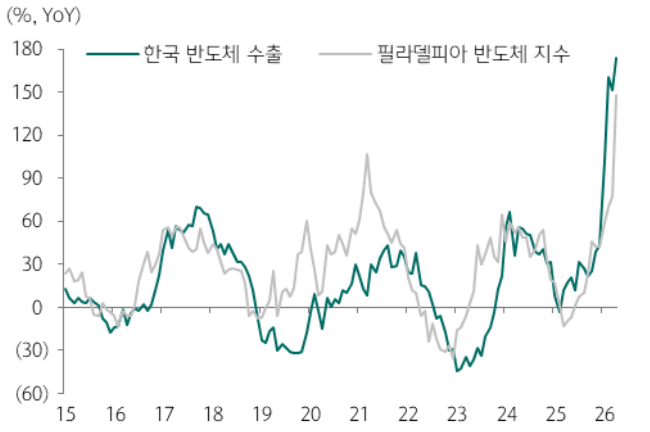
한국 증시는 실적 장세의 끝에 서 있지 않다. 다만 실적만으로 모든 주식이 오르는 구간은 지나가고 있다. 이제는 금리를 이길 수 있는 이익, 유가 안정의 수혜, 외국인 수급을 견딜 수 있는 대표성이 필요하다. 결국 신호를 사고, 소음을 팔아라. 신호는 수출, 반도체, 금리, 원화, 유가다. 실적은 시장을 여기까지 올렸고, 금리는 이제 그 속도를 결정한다.

도표 1. 한국 주식시장 본질은 실적이다



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 2. 한국 반도체 수출과 필라델피아 반도체 지수



자료: Bloomberg, 하나증권

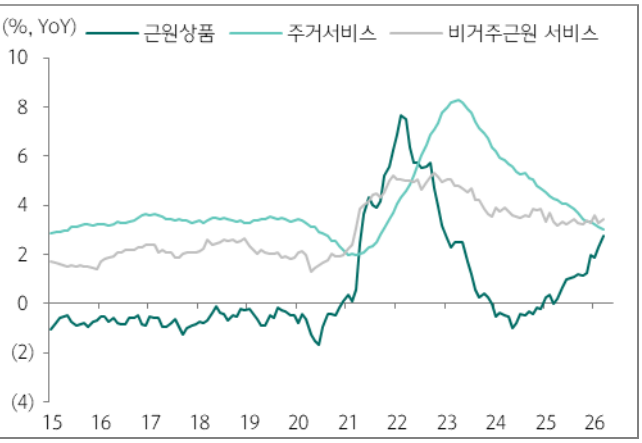
도표 3. 한국 국채 수익률 별 코스피 지수와 반도체 업종 평균 수익률

한국 국채	평균 기간	코스피	코스피 (월간)	반도체 (월간
1% 미만	-	-	-	-
1~2% 미만	76	(MAX) 8.6 (MIN) -8.4	0.9	2.1
2~3% 미만	63	(MAX) 6.6 (MIN) -8.8	0.4	1.2
3~4% 미만	67	(MAX) 9.6 (MIN) -12.1	1.6	2.9
4~5% 미만	43	(MAX) 5.9 (MIN) -6.0	1.6	0.7
5% 이상	121	(MAX) 11.9 (MIN) -12.0	0.9	2.1

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

주) 단위=일, %, 기간=2001.01.01~2026.4.30, 평균기간은 해당 금리구간의 평균 지속일수, 코스피(max)는 해당 금리 구간 내 최고일일수익률, 코스피(min)는 해당 금리 구간 내 최저일일수익률, 코스피(월간)은 해당 금리 구간 내 월간 평균 코스피 지수 수익률, 반도체(월간)은 해당 금리 구간 내 월간 평균 반도체 업종 지수 수익률

도표4. 미국 상품 물가 상승 압력 확대

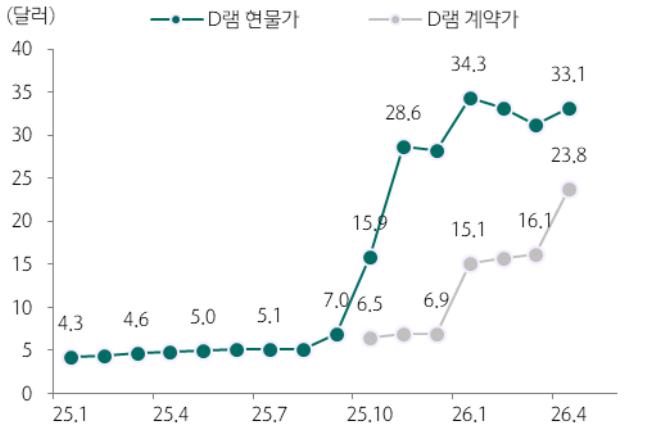


자료: Bloomberg, 하나증권

도표5. 작금의 물가 우려는 국제유가

자료: Bloomberg, 하나증권

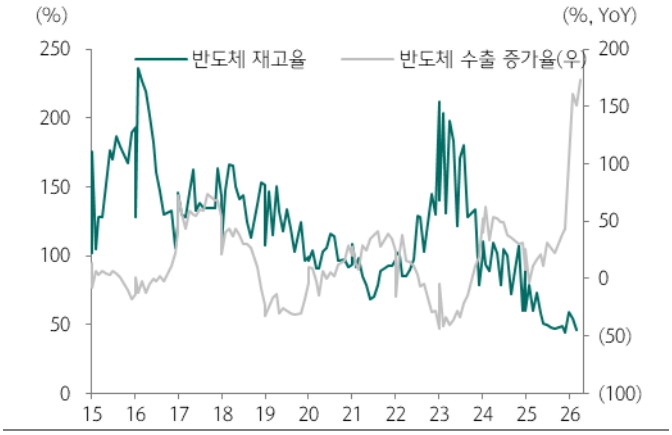
도표6. 반도체 가격 상승세 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

주) D램 = DDR5 16Gb(2Gb*8)

도표 7. 반도체 병목 현상은 당분간 이어질 전망



자료: 산업통상부, KOSIS, 하나증권

주) 재고율 = (재고지수/출하지수)*100

도표 8. 신호와 소음

신호	소음
반도체 수출과 가격	코스피 숫자 논쟁
국채 금리와 원화	하루짜리 외국인 매도
유가	이란 전쟁 관련 헤드라인 뉴스
외국인 수급의 질	지수레벨, 단기수급 헤드라인 뉴스

자료: 하나증권