

이슈 보고서
2026/08/24

주가와 장기금리 공방

—
새로운 균형, 현수준 유지 전망



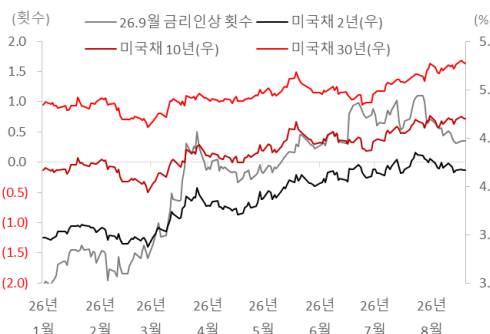
1. 단기금리는 하락하는데 장기금리 상승

최근 7월말부터 미국 주요 경제지표, GDP, PCE물가, 고용, 소비자물가, 소매판매 등이 시장 예상치를 하회하며 기준금리 인상 기대를 줄였다. 이에 따라 빠른 긴축을 반영했던 단기금리는 하향 안정되었고, 주식시장은 이를 호재로 인식하며 미국은 사상최고치 경신율, 국내는 큰 반등을 이끌었다. 하지만 장기금리가 단기금리와 반대로 상승을 지속하면서(Fig.1) 실물 경제(소비/투자 위축) 우려를 키우고 8/18일 주가 조정을 야기하는 주요사안으로 대두되었다.

미국 포함 주요국 모두 30년 초장기 금리가 직전 코로나 시기 수준을 넘어 2000년 초중반의 높은 상태로(Fig.2), 8/19일 미국 재무부에서 장기국채 바이백(매입) 한도를 늘리며 장기금리 하락(당일 미국채 30년 -9bp)을 유도할 만큼 최근 장기금리 상승은 중요하고 민감한 이슈임을 보여주었다. 동 사안이 일시적인 이벤트에 가까운 것인지, 새로운 국면으로 변화를 야기하는지 적정성과 지속성에 대한 의견을 정리해 보았다.

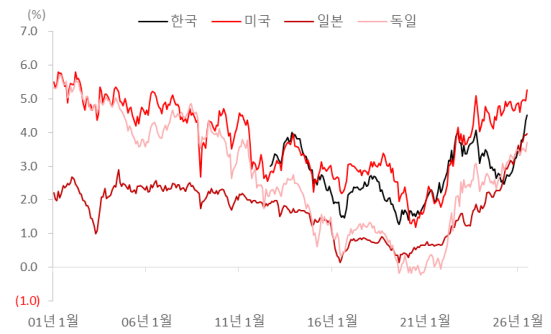
결론적으로 직전 월간 채권전략에서 밝힌 바와 같이 현재 장기금리 레벨은 적정 수준으로 판단되며, 늘어나는 재정적자, 유가/안보/무역 등 정책 불확실성, AI투자 등 장기금리 상승 배경이 쉽게 사라지기 보다 상당기간 이어질 것으로 전망한다.

Fig.1 : 미국 시장금리, FOMC 9월 금리인상 횟수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.2 : 주요국 30년 장기 국채 추이

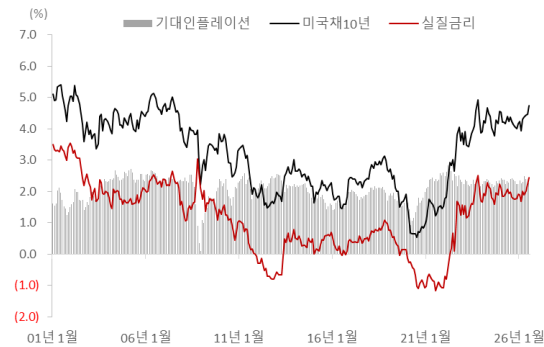


자료: Bloomberg, BNK투자증권

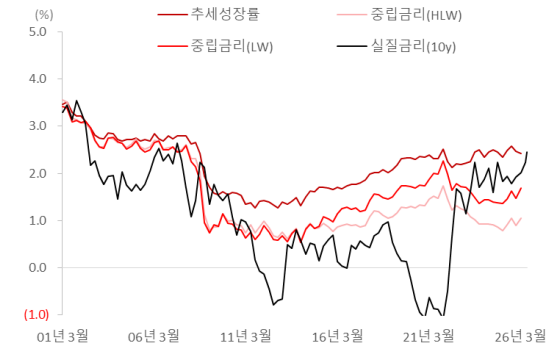
장기금리 상승 우려의 중심인 미국의 장기금리를 펀더멘탈 기반 기대인플레이션과 이외 영역인 실질금리로 분해해서(Fig.3) 볼 때 기대인플레이션은 2000년 이후 큰 변화를 보이지 않는 반면 실질금리의 최근 상승폭이 두드러지고 해당 변동이 명목 시장금리 변화의 대부분 설명하고 있다.

장기(10년) 기대인플레이션은 2000년 이후 2.0% 내외로 등락을 보이다 코로나 이후부터 현재는 2.3% 수준에서 제한된 움직임을 보이고 있다.(참고로 2년, 30년 차이가 크지 않다.) 실질금리 영역은, 유동성 등 다양한 불확실성을 포괄하고 있기 때문에 변동성이 크긴 하지만, 기본적으로 실질경제성장률과 같은 흐름이다.(Fig.4) 곧, 현재 장기금리 상승, 실질금리의 상승을 높아진 성장 기대로 해석할 수 있다. 하지만 현재의 성장률 수준이 2000년 초중반에 미치지 못하고 있는 점과 뚜렷한 추세 상승을 자신하기 어려운 상태라는 점, 무엇보다 최근 급등을 성장률로 설명하기에는 다소 부족함이 있다.

Fig.3 : 미국채 10년, 기대인플레이션, 실질금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.4 : 미국 성장률, 중립금리^{주)}, 실질금리

주) 미 뉴욕연은 중립금리(HLW, LW) 자료 기준

자료: Bloomberg, NYFed, BNK투자증권

2. 주가가 오를 이유 ≍ 장기 금리가 오를 이유

최근 이슈가 큰 주가와 금리의 관계는 일반적으로 반대, 반비례, 상호 배타적으로 인식된다. 주가는 미래 기업이익의 현재가치로 설명되는 만큼 높아진 금리는 분자인 기업이익을 비용 증대로 훼손하고, 분모에 할인율로 반영되어 주가를 떨어뜨리는 것으로 반영된다. 이를 확장한 매크로 관점에서도 높아진 금리는 경제 활동을 위축시키는, 생산과 투자나 소비 부담을 가중시키고 저축이 유도되는 것이다. 이에 통화정책은 포괄적으로 시장금리 수준(긴축과 완화) 관여를 통해 성장과 물가(수요, 공급) 순환을 관리한다.

하지만, 시장은 항상 기계적이지 않다. 수요, 공급 차이와 강도에 따라 가격이 조정되듯이, 수급 주체들의 해당 수준에 대한 평가/판단에 따라 달라진다. 즉, 비싸도 사자는 수요가 많으면 가격이 오르듯이 금리/비용이 높아져도 이를 넘어서는 성과/효익이 나온다면, AI산업 투자로 보면 비용이 커져 수익이 훼손되고 주가가 떨어지더라도 미래 성장, 시장 주도권을 확보하는데 필수적이라면 현재 평가나 부담은 감내해야 하는 것이다.

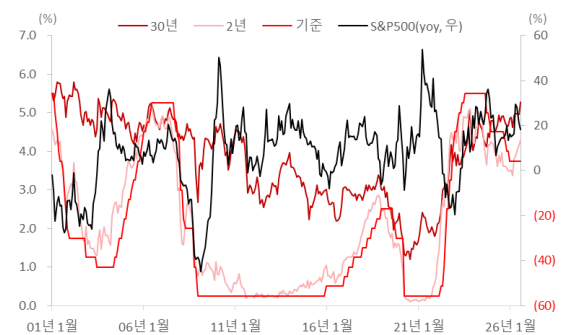
과거 주가 수익률과(YoY) 금리 추이를 보면 2000년 이전은(Fig.5) 반대의 움직임이 주도한 모습이나, 2000년 이후는(Fig.6) 코로나 시기를 제외하면 비슷한 흐름을 보인다.

Fig.5 : 2000년 이전 미국 주가와 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.6 : 2000년 이후 미국 주가와 금리



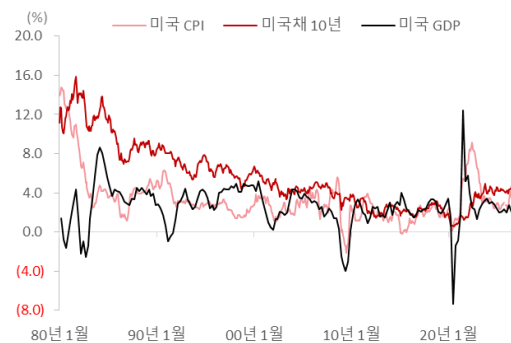
자료: Bloomberg, BNK투자증권

해당 기간 움직임 차이를 물가와 경제성장률의(Fig.7) 변화로 설명하면 2000년 이전 시기는 물가와 성장이 반대로 움직인 상황이 빈번하였던, 상호 충격이 컸고 레벨도 높아 변동성이 크게 나타난 반면, 2000년 이후는 금융위기와 코로나 시기를 제외하면 비슷한 흐름으로, 상대적으로 낮아진 레벨에 상호 제한적인 영향을 준 것으로 해석된다.

이는 물가의 경제 및 금융시장 영향 변화에 기인한 것으로 판단된다. 2000년 이후 중국이 국제 무역, 글로벌 공급망에 편입되어 큰 비중을 차지하고, 신자유주의 확산으로 제조/생산기지 해외 이전 등이 가속화 되면서 낮은 물가가 코로나 직전까지 지속되었다. 물가의 경제 전체 민감도, 파급력도 점차 축소되고 있는 점도 그 배경으로, 서비스업 등 가격 변동성이 적은 산업 비중이 커지고 이민자 등에 따른 서비스 물가 안정도 간접적 기여가 컸던 것으로 평가된다.

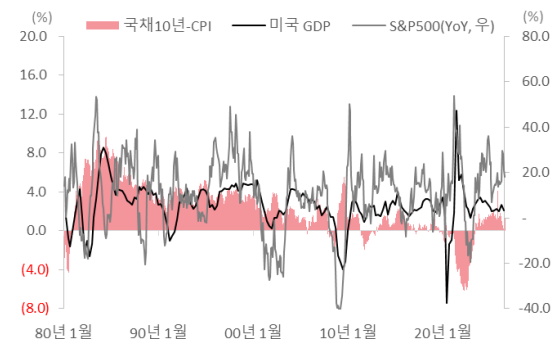
물가영향을 제외한 실질금리는 실질성장률과 흐름을 같이하며 주가 상승률과도 동행한다.(Fig.8) 즉, 물가 요인이 크게 영향을 주지 않는다면 시장금리와 주가는 같은 요인, 성장을 기초로 움직인다고 정의할 수 있다.

Fig.7 : 미국 물가, 성장률, 국채 10년 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.8 : 미국 실질금리, 성장률, 주가수익률(YoY)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

다시 현재 상황으로(Fig.3,4) 돌아와 보면 중동전쟁 영향으로 물가 우려가 크게 부각되었지만 기대인플레이션에서 나타나듯이 단기적으로나 가시적인 미래에 큰 변화를 시사하고 있지 않다. 과거보다 보호주의 확산과 무역갈등 등으로 물가가 구조적으로 높아지고 불확실성은 커졌다고 보이지만, 현재 기대인플레이션 수준에서 제한적인 변동성이 지속될 것으로 금리에 반영되어 있고 그렇게 전망된다.

오히려 물가 상승을 키울 가장 큰 요인으로 전방위적인 수요 확산, 높은 성장률이 주목되는데 이 또한 현재의 경제 흐름과 구조를 볼 때 뚜렷한 수요 증대와 성장세 확대가 두드러질 것 같지 않다. 최근 발표된 미국 경제지표들의 예상보다 부진도 이러한 전망을 지지하고 있고, 미국 기준금리 인상 가능성 후퇴와 단기금리 하락으로 시장은 반응했다.

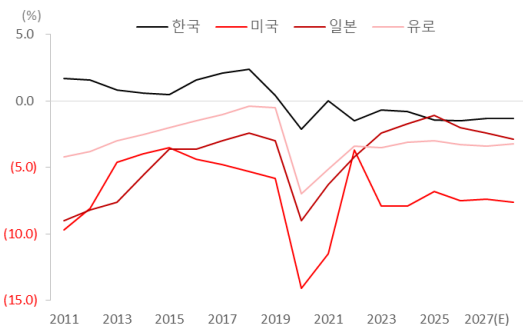
그런데 현재 장기금리는 물가와 성장 기대의 변화와 같은 흐름을 보이고 있지 않다. 원론적으로 가장 큰 설명 요인인 물가와 성장이 아닌 다른 이유가 대두되는 배경인데, 8/18일 발표된 미연방정부부채 40조달러 돌파 등 재정적자 이슈와 AI 투자관련 채권 발행 증가, 미연준 통화정책 신뢰도 상실, 일본 미국채 매도/투자 위축 우려 등이다.

3. 지배적 요인 변화? 달라진 국면 재인식 필요

현재의 장기금리 상승 배경으로 회자되는 요인들은 구조적으로 금리레벨에 대한 고민을 하게 만들지만 금리 방향성을 크게 좌우할 사안으로 판단되지는 않는다.

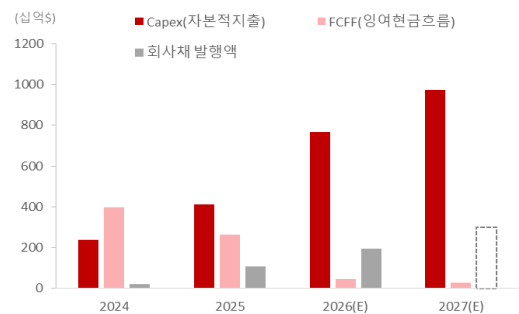
재정적자는(Fig.9) 무시할 수 없는 요인이나, 기업으로 보면 고정비 지출의 성격으로 계속적인 재평가나 모멘텀으로 인식하기엔 부담스럽다. AI 자본지출 확대와 채권발행 증가(Fig.10)도 국채 수급에 영향이 없지는 않겠지만 장기 무위험 금리만을 좌우한 것으로 보긴 어려워 보인다. 해당 수급이 전체 채권시장에서 비중과 관심이 커졌지만 IG와 HY 스프레드에 영향이 없는 점에 비추어 주도적 영향이었다고 보기에다 다소 부족하다.

Fig.9 : 주요국 재정수지/GDP 비율



자료: IMF, BNK투자증권

Fig.10 : 주요 AI기업^{주)} 현금흐름



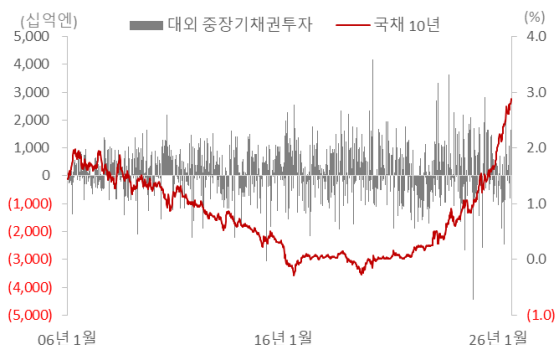
주) MS, 구글, 아마존, 메타, 오라클 합산

자료: Bloomberg, BNK투자증권

일본의 자국금리 상승에 따른 미국 국채 매도 우려 또한 장기금리 상승 요인이다. 하지만, 일본의 해외 중장기채권 매수는 최근(8/14일) 주간 1.1조엔 순매수로 높은 수준을 보이고 있어 6월달 일본의 미국채 보유 축소(-264억달러)가 이어지고 있는지 확인이 필요하다. 최근 미국의 엔화 개입으로 미국채 매도의 시장 부담 완화 장치를 과시했다.

미국 연준의 시장과 커뮤니케이션 변화가(Fig.12) 통화정책 불신과 미래 불확실성을 더욱 키웠다는 점에서 간접적 영향을 준 것으로 평가되나 변동성 확대 영역에 가깝다.

Fig.11 : 일본 해외채권 매수, 일본 국채 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.12 : 미국 연준 TF 주요내용

구분	주요 내용
시장소통	포워드가이드스(정책방향) 적정성, 소통 체계
대차대조표	준비금 운영 체계 QE/QT 적정성 평가
데이터	경제지표의 후행성 보완
생산성 및 고용	AI 생산성, 고용 영향 통화정책/기준 변화
물가	물가목표/관리체계 점검 통화정책/기준 변화

자료: FRB, BNK투자증권

미 연준의 시장과 커뮤니케이션 축소와 가이드라인 재검토는 시장금리 형성 기준인 물가와 성장에 대한 시장 판단을 새롭게 요구하는 상황을 만들어 준 것으로 해석된다. 즉, 재정적자 이슈나, AI 투자의 미래 등에 대한 불확실성이 다시 평가되고 실질금리에 추가 반영되는 과정이 더욱 두드러졌다고 볼 수 있다.

이러한 미래 불확실성 등의 이슈가 반영된 장기금리의 적정성을 과거 장단기금리차(국채 30년-2년) 비교(Fig.13)를 통해 그 수준을 평가해 보면 현재 일본을 제외한 주요국 해당 스프레드는 과거 평균 수준에도 못미치는 상황이고, 미국은 8/21일 현재 1.04%p로 작년말 1.37%p 보다 낮아진 상황이다. 놀랍게도 현재 기간스프레드는 미래 정책금리 수준이나 불확실성을 과거 어느 때보다 크게 보고 있지 않다는 의미이다. 바꿔 말하면 현재 기간스프레드는 적정 수준에 있고 단기금리가 크게 바뀌지 않는다면 현재 수준의 장기금리가 유지될 가능성이 높아 보인다. 더불어 성장과 물가 기대 수준이나, 앞서 언급한 재정적자, AI투자 등의 현재 변동성 요인이 단기내 큰 변화가 예상되지 않는 이슈라는 점까지 고려한다면 현재 금리 수준이 계속 이어질 것으로 전망된다. 변화 요인을 찾자면 기준금리 동결 등 통화정책 기대의 움직임과 연말 내외에 공표될 미국 연준 TF 결과가 시장금리 향배에 중요한 포인트가 되겠다.

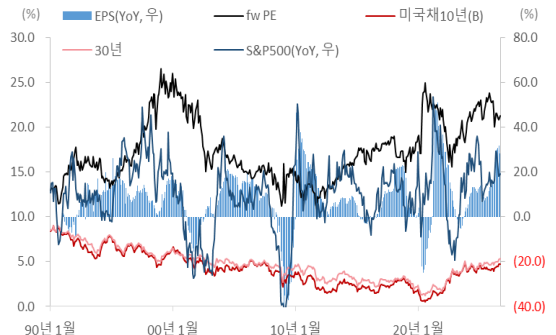
장기금리가 적정수준으로 평가됨에도 2000년 이후 최고 수준이 주는 실질경제 부담과 주가 하락에 대한 우려는 지울 수 없다. 일단 직전 코로나 시기 경험한 높은 금리 부담과 주가조정이 트라우마로 강하게 인식되기 때문일 것이다. 특히 역사적으로 높은 수준을 유지하고 있는 미국 주식 밸류에이션(Fig.14)을 보면 주가 조정 부담을 더욱 키운다.

Fig.13 : 국채 30년 - 2년 스프레드 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.14 : 미국 주가 Valuation, 금리 추이



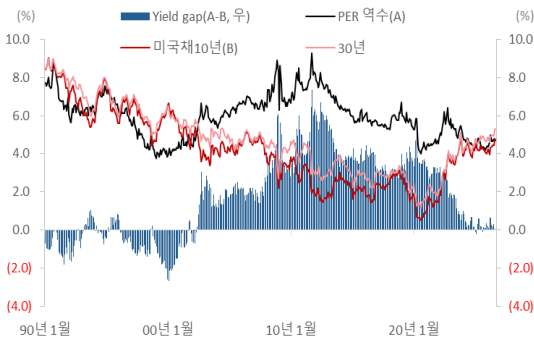
자료: Bloomberg, BNK투자증권

주식과 채권의 상대가치를 전통적인 Yield Gap(주식 기대수익률 - 채권 금리) 기준으로 보더라도 미국의 경우(Fig.15) 2000년대 높아졌던 주식의 위험 프리미엄(+ Yield Gap, 무위험 금리대비 초과 기대수익률)이 사라진 상황이다. 앞서 점검하였듯이 현재 형성된 시장금리가 적정 수준임을 전제한다면 주식은 위험 보상이 사라진 고평가 상황으로 해석할 수 있다.

참고로 국내 Yield Gap(Fig.16)은 반도체 영향의 달라진 기업이익 레벨에 최근 주가조정까지 맞물려 주식의 위험프리미엄이 역사적으로 높아져 주식의 저평가가 두드러진다.

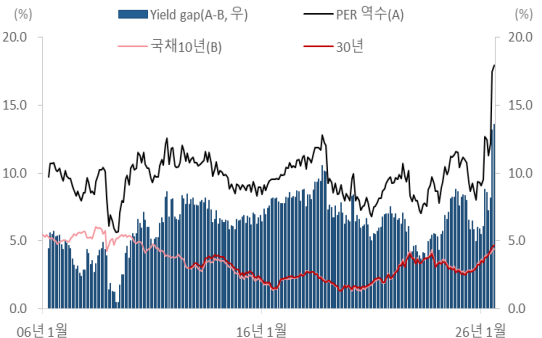
해당 사항에 대한 적정성과 지속가능성 평가에 있어 과거평균 회기가 우세할 것인지, 과거와 다른 새로운 국면이 형성된 것인지가 판단의 중심일 것이다. 미국의 경우 2000년 이전의 흐름을 보면 주식의 위험 프리미엄이 크게 요구되지 않았었던 기업실적보다 금리 신뢰도가 낮은 상황이었으나, IT버블과 금융위기로 실적 불확실성 우려가 컸었고 뉴노멀로 정의되기도 한 저물가, 저성장에 따른 낮은 금리 시기에 대한 평가, 현재 다시 높아진 물가 수준과 AI 투자 확대와 국내 반도체 사이클에 대한 미래 전망 등이 그 내용이 되겠다.

Fig.15 : 미국 주가기대수익률(12mf PER 역수), Yield Gap



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.16 : 한국 주가기대수익률(12mf PER 역수), Yield Gap



자료: Bloomberg, BNK투자증권

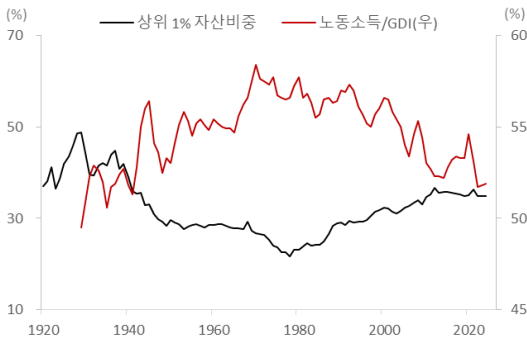
기본적으로 주가와 금리를 설명하는 주요인인 펀더멘탈에 대한 평가와 전망일 것이다. 앞서 미국 물가와 성장을 추이에서(Fig.7,8) 보았듯이 2000년 이전은 고물가 고성장이 교차하는 시기였고, 2000년 이후는 저물가 저성장이 유지되었던 시기로, 현재는 양시기의 중간 정도의 물가와 성장이 이어질 것으로 판단된다.

현재 경제 펀더멘탈을 지배하는 주요인은 과거와 달라진 환경, 정치 경제적 양극화 심화일 것이다.(Fig.17) 자본축적 집중과 영향이 더 커지고, 일반 노동의 성장 기여는 점점 줄어드는 분배 구조 악화, 고령화 등 기존 추세가 유지될 것이고, 정치적으로도 다수의 낮은 소득계층을 위한 보호주의/자국중심주의가 계속될 것이다. 재정적자 또한 같은 맥락으로 다수가 소득 개선이 어려운 상황에 복지 등 대중의 정치적 요구를 피할 수 없어, 미국 중간선거나 정권교체 등 이슈는 되었으나 구조적 변화를 야기하기 어려워 보인다. 국방비 등의 부가적인 지출 증가도 그렇다.

현재 주식시장에서 나타나는 AI 산업 집중도(Fig.18)는 후발 주자가 안보일 만큼 압도적인 성장여력과 확장성으로 현수준이 지속되거나 더 커질 것으로 평가된다. 곧, 시장 밸류에이션은 특정 산업의 평가로 보는 것이 보다 적절해 보이고, 앞서 Yield Gap 차이에서 보이는 미국 주가 고평가도 AI산업만 놓고 보면 성장 신뢰도가 높아 2000년 이전의 위험프리미엄이 사라진 모습이 이어질 것으로 평가할 수 있겠다.

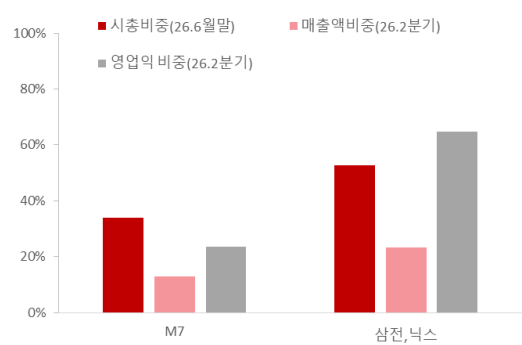
하지만 실물경제 전반 AI 확산 과정에서 성장 산업과 부진한 산업간 격차는 심화될 것으로, 즉, 노동소득분배가 개선되고 자본수익이 둔화되지 않을 것이며, 오히려 고비용 투자를 위해 고용 등 다른 비용과 투자를 줄이는 선택 가능성이 더 높아 보인다. 전체 경제 성장은 높지 않은 수준이 유지될 것으로 전망된다.

Fig.17 : 미국 상위 1% 부, 노동소득분배율 추이



자료: WID, BNK투자증권

Fig.18 : 빅테크(M7)와 삼성전자&하이닉스 시장 비중



자료: Bloomberg, BNK투자증권

현재 펀더멘탈 판단을 정리하면 보호주의 지속에 따른 고비용/물가 구조이나 기존 저성장 요인인 고령화와 경제전반 수요 상승요인은 높지 않아 전반적인 물가 영향력/모멘텀은 낮아질 것으로 본다. 수요/성장을 자극할 수 있는 재정적자와 AI 산업의 성장 기여는 커지겠으나 전체 경제성장 레벨이 달라질 가능성은 적어 보이는 바 주가와 금리를 크게 좌우하지 않을 것으로 판단된다. 우리나라는 대외 잉여(순수출) 효과가 긍정적이나 전체 성장과 주가/금리 흐름(추가적인 모멘텀 등)은 미국과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

종합적으로 현재 금리와 주가의 수준은 펀더멘탈 요인과 제반 환경 변화를 적절히 반영하고 있는, 고평가나 저평가가 아닌 정상 수준으로 평가된다. 곧, 향후 지속성에서도 한쪽이 기울어지기 보다 현재의 수준이 이어질 가능성을 높게 보며, 상,하방 변동성은 크지 않은 가운데 성장 모멘텀 평가에 따라 같이 오르고 같이 떨어지는 흐름을 기본 시나리오로 보고 있다.

낮은 변동성 전망에 침언하자면 주식관련 AI 산업 성장성과 수익성 둔화 우려, 고평가 부담에 대한 주가 조정이 진행되었고, 시장금리는 기준금리 인상을 상당히 반영한 높은 수준에 앞선 최근 상승 요인의 추가 반영은 미미할 것으로 예상되는 바 부정적 시장 조정 폭은 크지 않은 마무리 단계에 있다고 판단된다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사 분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

<서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

<울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-210-6900 / F 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐피탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시스템 BNK 벤처투자 BNK 씬농구단