

금리 상승을 감안해도 싸다

Quant Monthly | 2026. 09

Quant 권순호

soonho.kwon@daishin.com

Summary

금리 상승을 감안해도 빠다

■ 금리 변동에 따른 적정 PER과 밴드

최근 국내외 장기금리 상승과 통화정책 불확실성으로 주식시장 밸류에이션 부담에 대한 우려가 확대되고 있습니다. 장기적으로 금리와 증시 밸류에이션의 절대 레벨 간 관계는 뚜렷하지 않았지만, 금리 인상과 QT가 본격화된 2018년 이후에는 금리의 추세 이탈과 PER의 추세 이탈이 동조화되는 흐름이 나타났습니다.

- 2018년 이후 금리와 밸류에이션의 관계를 바탕으로 적정 PER 밴드를 추정한 결과, 현재 한국과 미국 증시 모두 금리 수준을 감안한 밸류에이션 하단에 위치하고 있습니다. 특히 미국 증시는 약 1.5표준편차 수준의 하단에 근접해 금리 상승에 따른 할인율 부담이 상당 부분 반영된 것으로 판단합니다.
- 국내 증시 역시 6월 이후 적정 PER 밴드 하단을 이탈할 정도로 디레이팅이 진행됐습니다. 미국 증시에서도 유사한 흐름이 나타나고 있고, 8월에는 이익 턴어라운드 및 추정치 상향 종목의 상대적 강세가 확인된 만큼 월 단위 시계에서 9월에는 추가적인 밸류에이션 압축보다 정상화 가능성에 주목합니다.

■ 9월 멀티팩터 포트폴리오

2026년 7월까지의 금리 상승과 변동성 확대에 따라 저밸류·저변동성 등 상대적으로 듀레이션이 짧은 팩터의 우위가 뚜렷했습니다. 다만 현재 글로벌 증시가 금리를 감안한 밸류에이션 하단에 위치하고, 국내 신용잔고도 디레버리징 이후 저점을 형성하면서 기존 방어적 스타일의 우위는 점차 완화될 가능성이 높다고 판단합니다.

- 8월에는 팩터 쏠림이 완화된 가운데 이익 턴어라운드와 추정치 상향 종목의 상대적 강세가 나타났습니다. 과거 신용잔고 저점 이후에도 약 1개월부터 이익 개선 팩터의 우위가 강화되는 경향이 확인된 만큼, 9월에는 낮은 듀레이션보다 이익 개선과 추정치 상향 여부를 핵심 기준으로 설정했습니다.
- 다만 이익 상향 종목 중 최근 60일 평균 변동성이 KOSPI200 상위 10%에 해당하는 종목은 제외했습니다. 이익 개선 신호를 확보하되 과도한 가격 변동성은 제한하는 방향으로 9월 멀티팩터 포트폴리오를 구성했습니다.

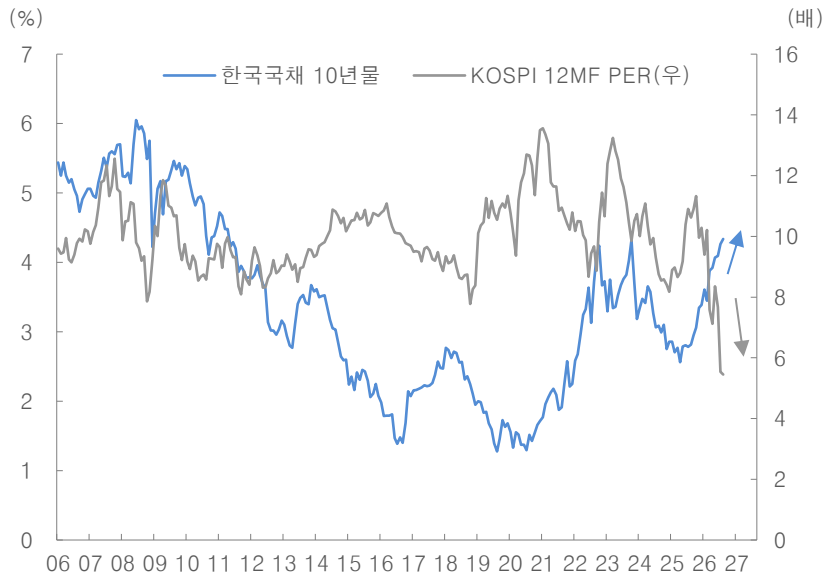
I . 금리 변동에 따른 적정 PER과 밴드 추정

국채 금리 상승에 대한 우려를 반영하고 있는 주식시장

한국, 미국 주식시장 모두 PER 밸류에이션 축소되고 있는 흐름

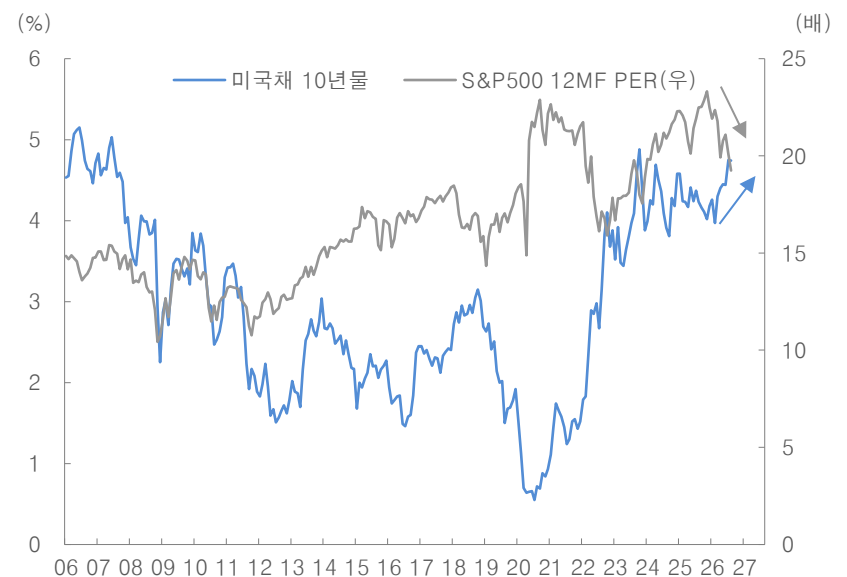
- 한국, 미국 모두 국채 10년물 이자율 상승 지속되고 있는 국면. 국채금리 상승은 밸류에이션 할인율 상승 경로로 부담으로 작용
- 국내 증시의 12개월 선행 PER은 역사적인 저점 수준, 미국 증시에서도 PER 밸류에이션 일시적인 조정 흐름
- 추세적인 금리 상승으로 인해 주식시장 밸류에이션 압박 흐름 지속될 수 있으나 월 단위 시계에서 금리 상승으로 인한 밸류에이션 하락이 과도 하지 않은지 점검할 필요

그림 1. 한국 국채 10년물과 KOSPI PER



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 국채 10년물과 S&P500 PER



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

금리 상승이 주식시장 밸류에이션 영향 미치는 경로

무위험 금리 상승은 할인율 상승의 직접적 요인, 할인율 추정식 제시

- Gordon의 배당성장 모형에 따르면 국채 금리 상승은 할인율 상승에 대한 직접적인 요인
- 추정을 활용 함에 있어서 PER 역수인 이익 수익률(Earning Yeild, E/P)를 활용

국채 금리 상승이 밸류에이션 하락에 미치는 경로

$$\frac{P}{E} \downarrow = \frac{D/E(Payout Ratio)}{r \uparrow - g}$$

- ▶ $r \uparrow = r_f \uparrow + ERP$ (주식 위험 프리미엄)
- ▶ g : 배당성장률(배당성향은 일정하다는 가정 아래 이익 성장률)

$$\frac{E}{P} \uparrow (Earning yeild) = \frac{r \uparrow - g}{D/E(Payout Ratio)}$$

$$\text{추정식: } \frac{E}{P} (Earning yeild) = \alpha + \beta_{r_fm} r_f + \epsilon$$

국채 금리 상승과 주식시장 할인율 동조화

2018년 이후 금리 변동과 주식시장 할인율 커플링 되는 경향

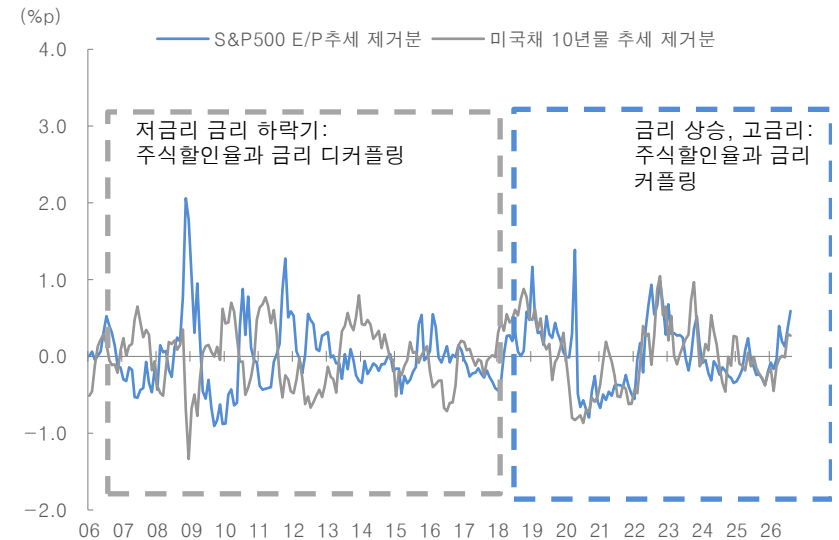
- 장기적으로 주식시장 할인율과 국채금리의 절대적인 레벨 간에는 뚜렷한 관계가 나타나지 않는 모습
- 다만 각 변수의 평균적인 추세를 제거해 살펴보면, 2018년 이후 주식시장 할인율과 국채금리의 변동이 뚜렷하게 동조화되는 경향
- 글로벌 금융위기 이후 이어진 양적완화 기조가 종료되고 금리 인상과 QT가 본격화되면서, 2000년대 중반부터 2010년대 중반까지 이어졌던 주식시장 할인율과 국채금리 간 비동조화 흐름도 약화
- 이에 금리 변화에 대한 주식시장 할인율의 민감도가 2018년 이후 구조적으로 높아졌다고 판단, 2018년 이후 추세 제거분을 활용해 국채금리 변화에 대한 주식시장 할인율의 반응을 추정

그림 3. 미국 국채 10년물과 S&P500 E/P(이익 수익률)



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 4. 미 증시, 2018년 이후 국채금리와 주식 할인율 동조화



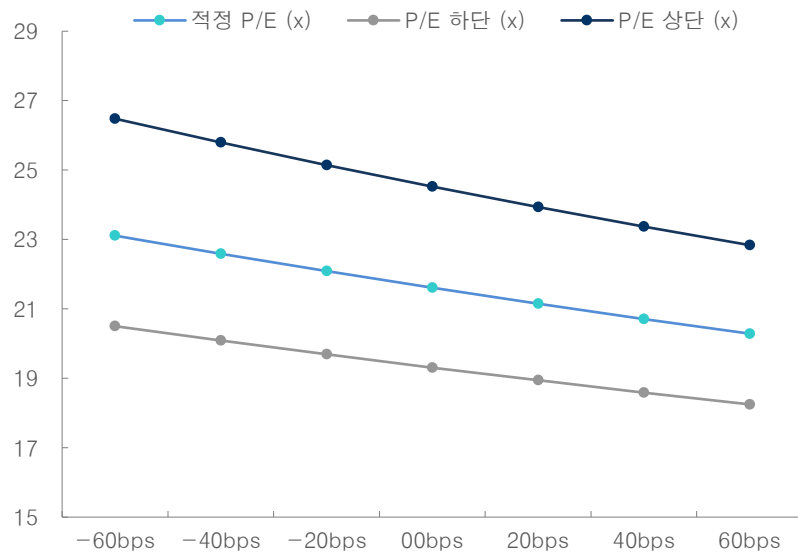
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

미 국채 10년물 10bps 상승시, S&P500 PER은 0.2 가량 하락하는 경향

추세 보다 가속된 미 국채 금리 상승 속도, 그것을 감안하더라도 밸류에이션은 하단에 위치

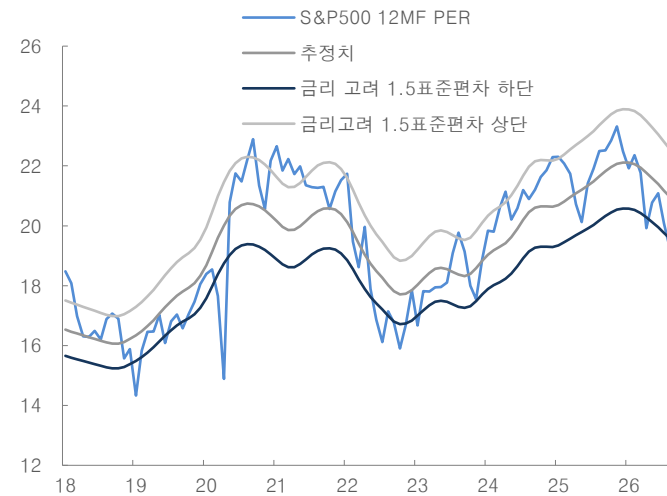
- 추정식 $\frac{E}{P} (Earning yeild) = \alpha + \beta_{r_{fm}} r_f$ 에서 금리에 대한 할인율 민감도 $\beta_{r_{fm}}$ 는 0.5 수준으로 나타남
- 국채금리가 10bps 상승할때 주식시장 할인율(E/P)는 5bps 상승하는 경향
- 최근 S&P500 PER의 추세 레벨을 감안 시 국채 금리 10bps 상승 할때 PER은 0.2 가량 하락하는 경향
- 금리를 감안한 PER 밸류에이션 하단(표준편차 1.5 수준)은 19.5수준. 금리 상승을 고려하더라도 미 증시 밸류에이션은 낮은 수준

그림 5. 미 국채 변동 충격에 대한 S&P500 추정치 및 밴드 변화



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 6. 금리 변동을 고려한 S&P500 PER 밴드



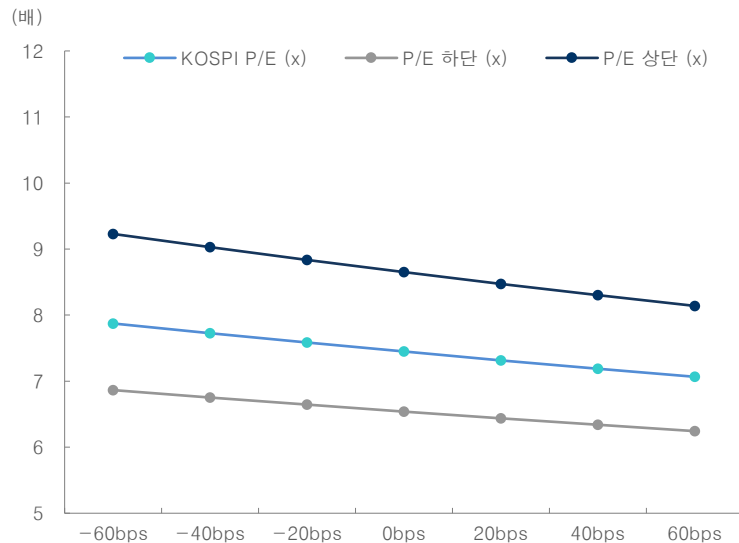
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

한국 국채 10년물 10bps 상승시, KOSPI PER은 0.1 하락 하는 경향

밸류에이션 하단 지속, 금리 상승 우려에 대한 밸류에이션 우려 부담 작다는 판단

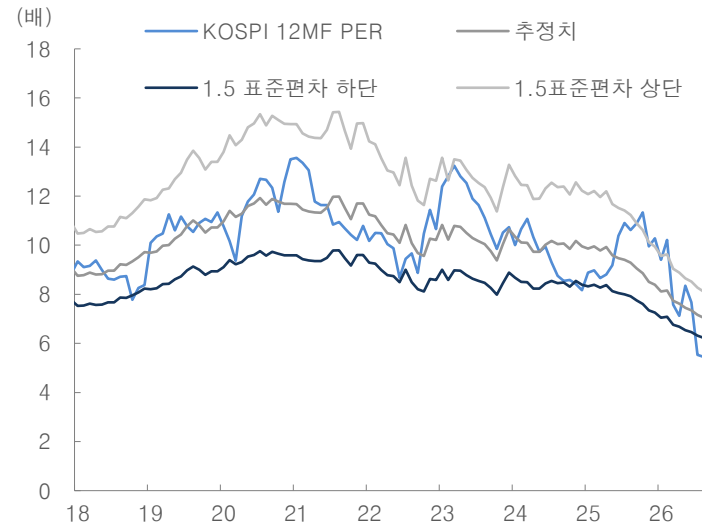
- 추정식 $\frac{E}{P} (Earning yeild) = \alpha + \beta_{r_{fm}} r_{fm}$ 에서 금리에 대한 KOSPI의 할인율 민감도 $\beta_{r_{fm}}$ 는 1.2 수준으로 나타남
- 국채금리가 10bps 상승할때 주식시장 할인율(E/P)는 12bps 상승하는 경향
- 최근 KOSPI PER의 추세 레벨을 감안 시 국채 금리 10bps 상승 할때 PER은 0.1 가량 하락하는 경향
- 금리를 감안한 PER 밸류에이션 하단(표준편차 1.5 수준)은 6.2수준
- 국내 증시는 조정 국면 맞이하며 밸류에이션 하락 추가 심화, 금리를 고려한 수준에서도 하단과 미 증시 역시 할인율 상승으로 인한 밸류에이션 할인 상태임을 감안시, 종목 선정에 있어서 밸류에이션 부담은 낮은 상황인 것으로 판단

그림 7. 한국 국채 금리 변동에 대한 KOSPI PER 추정치 및 밴드 변화



자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 금리 변동을 고려한 KOSPI PER 밴드



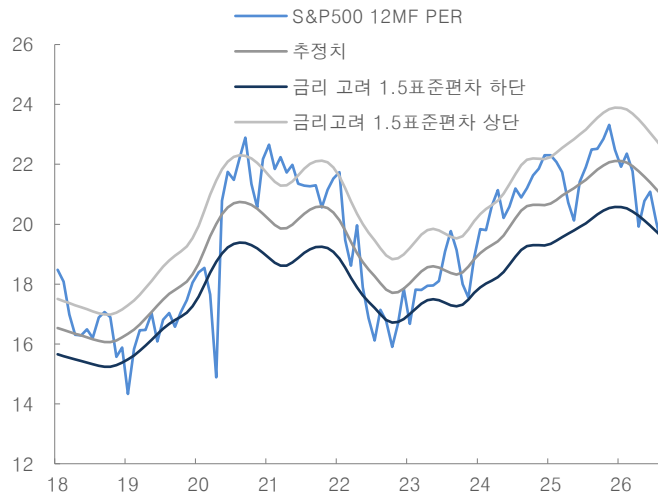
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

할인을 추세 상승 우려 있으나, 주식시장 밸류는 이미 선반영한 수준

시장 우려 깊어졌지만, 선반영 되어 밸류 부담은 낮은 상황이라 판단

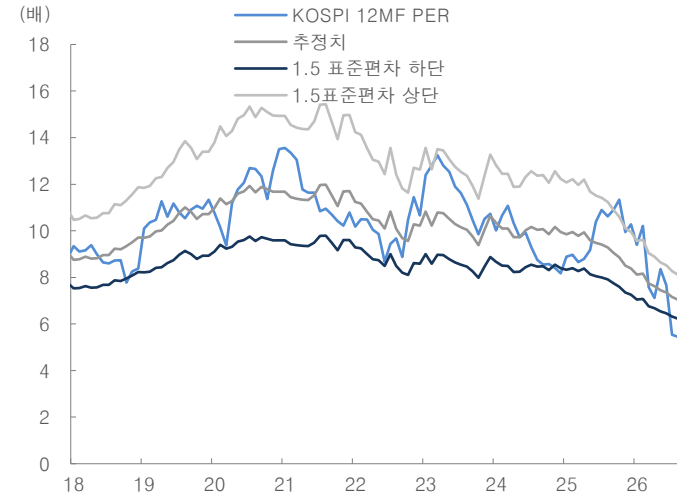
- 국내는 기준금리 인상 기조가 보다 뚜렷해진 가운데, 미국은 워시 연준 의장 체제 이후 향후 기준금리 경로에 대한 불확실성이 높아진 상황
- 이처럼 금리 레벨에 대한 시장의 경계감이 높은 상황에서도, 과거 평균적인 금리-밸류에이션 반응 관계와 추가적인 금리 상승 가능성을 함께 반영하면 한국과 미국 증시 모두 밸류에이션 하단에 위치
- 과거에도 금리를 감안한 적정 밸류에이션 대비 약 1.5표준편차 수준의 하단에서는 이후 밸류에이션이 점차 정상화되는 흐름이 반복적으로 관찰
- 국내뿐 아니라 미국 증시에서도 금리 상승에 따른 할인율 부담이 이미 상당 부분 가격에 반영된 것으로 판단되며, 월 단위 시계에서는 추가적인 디레이팅보다 밸류에이션 회복 가능성에 주목

그림 9. 금리 상승분을 고려하더라도 밴드 하단에 위치한 미 증시



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 10. 밸류에이션 하단수준에 머물러 있는 국내 증시



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

II. 9월 추천 - 멀티팩터 포트폴리오

- 과도한 변동성 나타난 종목 제외
- 밸류에이션 부담 낮은 국면 이익 성장에 집중

방어적, 저평가 종목 우위에서 이익성장 종목 우위 국면으로 변화

증시 조정, 할인율 우려 과도 하다는 판단, 이익을 동반한 성장주 우위 국면 지속 예상

- 상반기 쏠림, 낮은 밸류에이션 가진 기업 우위 국면에서 7월 증시 조정 이후 이익 성장 팩터 우위 색깔 짙어진 상황(국면 세부 내용: [달라질 시장의 색깔](#))
- 국내 뿐만 아니라 증시 할인이 깊어진 상황에서 밸류에이션 부담은 작은 상황
- 26년 상반기 할인율 상승으로 인한 성장 종목 열위 해소되는 국면 지속 될 수 있을 것으로 판단

그림 5. 쏠림, 낮은 밸류에이션 우위 국면에서 이익 성장 종목 우위 국면으로 변화



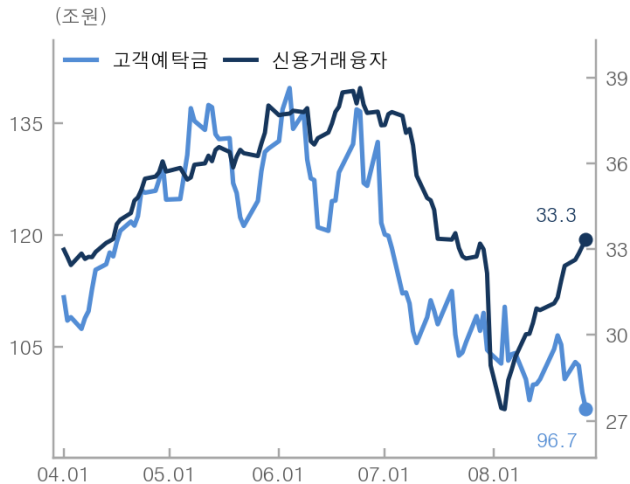
주: 8월은 8/28일 까지의 우위 국면을 표시
자료: 대신증권 Research Center

방어적, 저평가 종목 우위에서 이익성장 종목 우위 국면으로 변화

증시 조정, 할인율 우려 과도 하다는 판단, 이익을 동반한 성장주 우위 국면 지속 예상

- 증시 디레버리징 이후 추이 에서 낙폭과대 종목의 우위를 보이다 이후 이익 성장 기대감 큰 종목 아웃퍼폼 하는 경향
- 신용잔고는 '26년 6월 38조원을 기록한 이후 27조원대 까지 축소, 재차 33조원을 넘어서고 있는 상황
- 과거 신용잔고 축소 저점 1개월 이후 이익 증가 및 이익 추정치 상향 종목의 아웃퍼폼 확인
- 증시의 할인율 반영 수준 저점권 도달로 종목 단위의 할인율 부담은 낮을 것으로 판단
- 듀레이션 고려 없이 이익 추정치 상향 종목에 대한 선호 반영(영업 이익 추정치 상향). 다만, 과도한 변동성 보였던 종목은 위험 대비 기대수익 낮다는 판단
코스피 200 내 3개월 개별 변동성 상위 10%를 제외후 종목 선정

그림 5. 증시 예탁금과 신용잔고 추이



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

표 1. 과거 신용잔고 저점 형성 이후 팩터 수익률 추이

디레버리징 이후 팩터 수익률	4주	12주	12주-4주
1개월 하락폭 상위(낙폭과대)	2.90%	3.90%	+1%p
PBR 하위(저평가)	2.30%	-1.10%	-2.8%p
전년 대비 순이익 증가(수익성)	0.20%	3.20%	+3.0%p
12MF 이익 추정치 상향(이익 전망 상향)	0.20%	1.90%	+1.7%p

주: 1개월 하락폭 상위 팩터는 디레버리징 완료 시점
자료:대신증권 Research Center

9월 멀티 팩터 포트폴리오 추천 종목

이익 전망 상향 포트폴리오 중심 종목선정

- 과도한 변동성 보였던 종목 제외(KOSPI 200 내 60일 변동성 상위 10% 제외), 이익 추정치 상향 종목을 선정

표 1. 9월 멀티 팩터 포트폴리오

종목명	60일 일평균 변동성 [%]	OP Revision 3M [%]	OP Revision 1M [%]
삼성생명	6.4	39.5	28.0
삼성SDI	5.7	84.0	20.8
SK	6.3	37.6	10.9
LG에너지솔루션	4.5	27.3	4.8
한화오션	6.1	19.1	11.6
HMM	3.0	28.1	7.8
HD현대	4.0	19.0	20.8
삼성화재	4.3	13.9	9.2
한화에어로스페이스	4.6	12.1	6.7
LG전자	6.7	15.3	7.3
S-Oil	4.2	24.0	12.0
포스코퓨처엠	5.3	25.7	8.8
삼성물산	6.5	8.5	6.8
에이피알	4.2	21.0	7.8
HD한국조선해양	4.0	13.4	7.1
LS ELECTRIC	7.0	20.3	2.7
두산에너지빌리티	4.9	11.3	4.5
두산	7.1	13.7	9.0
LS	6.1	22.3	13.4
셀트리온	2.8	8.8	5.5

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: FICC리서치부 권순호)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.