2026. 9. 1 (화)

# 9월 전략: 박스권 속 업사이드 리스크 점검

**투자전략**
Analyst 황수욱
soowook.hwang@meritz.co.kr

- Top2 주주 환원이 하단 지지 vs 금리 우려, 이익 모멘텀 둔화가 상단 제한
- 제1변수이자 부담은 여전히 금리. 기본적으로 보수적 관점이지만, 1) 추가 금리 상승 제한 및 안정, 2) 누적된 AI 호재 안에서 업사이드 리스크 가능성 지속 체크
- 하단 지지되고 업사이드 리스크 여지 있는 반도체가 여전히 중심. 그 외에서는 금리 상승, 원화 강세 가운데 수혜는 은행, 산업단에서 호재 기대되는 건설 선호

9월 주식시장은 박스권을 베이스라인 시나리오로 생각함. 최근 매크로 상황과 별개로 9~10월은 과거 사례에서 연말 랠리 이전 VIX, 장기금리 상승 패턴이 나타남. 분기말 포지션 정상화 및 리스크 줄이는 구간, 미국에서는 통상적으로 채권 공급이 증가하는 시기에 유동성이 희소해지는 시기라는 점이 배경. 과도하게 리스크를 추구하기 보다는 보수적으로 대응하는 것이 기본 스탠스

한국 시장은 Top2의 주주 환원이 하단을 지지하는 상태에서 금리가 상단을 제약, 여기에 단기에 가파르게 진행된 원화 강세가 9월말~10월 중순을 중심으로 하는 3Q26 실적 프리뷰 시기를 전후로 실적 추정치 하향 압력으로 작용. 원화 강세는 추세적으로 외국인 유입 요인으로 해석해야 하나 지금처럼 단기에 급변하는 경우는 초기에 실적 추정치 변동성을 소화하고 가야할 것

박스권 장세의 보수적 대응을 기본 전제로 하지만, 업사이드 리스크 고려. 9월 FOMC 금리 인상 우려는 잭슨홀 회의에서 선제적으로 반영하는 가운데, 당사는 금리 동결 가능성 고려. 9월 FOMC에서 실제 인상에도 시장 반응이 미온적일 가능성, 여기에 채권 수급 관련 논의가 진전 중인 상업은행 규제 완화가 부각될 가능성까지 생각. 이 경우 금리에 눌려 누적된 AI 관련 호재들이 재부각될 것

변동성이 지속될 수 있는 시장에서도 반도체를 덜어내고 가기는 어려움. 최선호 의견 유지. 원화 강세를 상쇄할 실적 리레이팅 기대, 고금리의 구축효과는 non-AI가 더 크게 부담. 전반적인 위험자산 매수 여력이 위축되는 환경에서 현금을 기반으로 하는 배당이나 자사주 매입의 희소성은 더욱 커진다고 생각. 토큰 가격이 하락하며 부각되던 소프트웨어-반도체 롱-숏 페어도 소프트웨어 밸류에이션 상승에 지속력이 약해지고 있다고 생각함

이 외에서는 고금리, 원화 강세에 공통적으로 수혜를 보는 금융, 이중에서도 은행 업종을 선호, 새로운 모멘텀 등이 부각될 수 있는 건설을 차선호

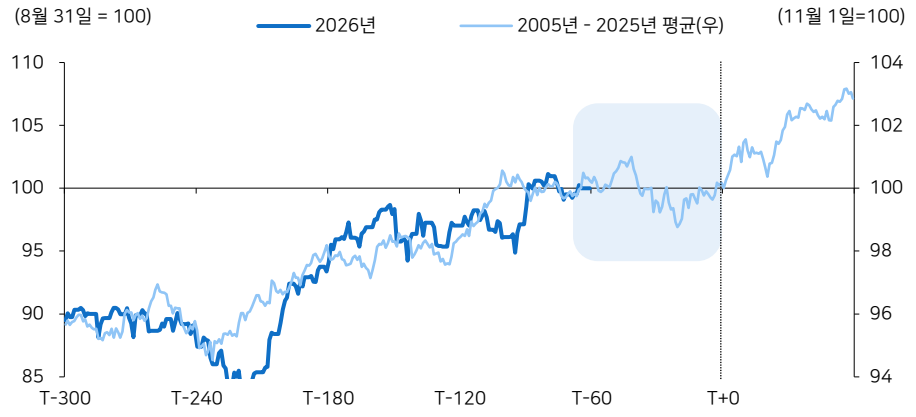
## 계절적 변동성 구간

과거 사례에서 통상적으로 9월부터 10월까지 주식시장은 부진했다. 이는 한국, 미국 공통적인데, 특히 한국은 10월이 부진하다. 〈그림 1〉, 〈그림 2〉는 각각 S&P500과 KOSPI의 2005년~2025년 평균 연간 지수 궤적과 올해 궤적을 비교한 차트다. 평균 궤적으로 보면, S&P500은 9월 중순부터 10월 중순까지 약한 패턴이 확인되고, 한국은 10월 이후가 약세가 두드러지는 것으로 확인된다.

한국은 뚜렷하진 않지만, 미국은 9, 10월 다지는 구간을 지나면 11월 이후부터는 연말 랠리가 이어졌다. 특히 올해는 미국 중간선거가 예정되어 있다. 중간선거 불확실성을 피하려는 움직임까지 단기 변동성을 피하고자 하는 분위기다.

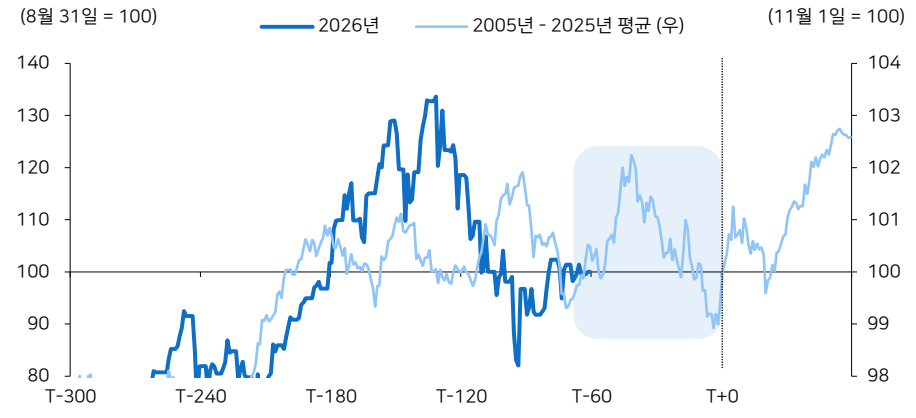
이번 국면에도 9~10월에 조정이 나온다면, 오히려 과거 패턴처럼 연말 이후 랠리를 좀 더 여유있게 기다리는 시기가 될 확률이 높아진다.

그림1 **S&P500 지수: 2026년 vs 과거 20년 평균**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **KOSPI 지수: 2026년 vs 과거 20년 평균**



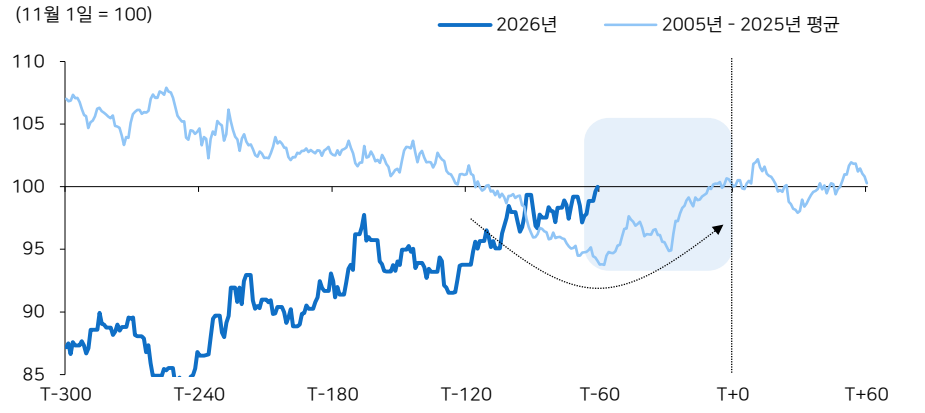

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 펀더멘털, 수급, 매크로 관점에서 복합적인 요인들이 작용

계절성이 뚜렷한 미국은 이런 패턴이 나타나는 이유가 상대적으로 명확해 보인다. 여름 휴가철 이후 기관들의 포지션 정상화 및 리스크를 줄이는 구간으로 설명되며, 9월부터는 통상적으로 채권 공급이 많아져 듀레이션 부담, 기간 프리미엄 중심으로 금리가 상승, 전반적인 유동성 환경이 위축된다. 여기에 분기말, 연방정부는 회계연도 말이 겹쳐 펀드플로우에 따른 매도 및 리밸런싱 수요도 9~10월에 걸쳐 나타날 수 있다.

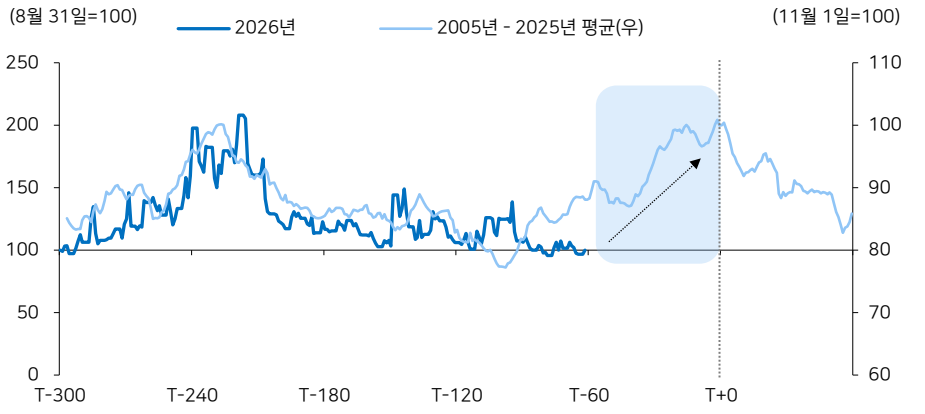
2분기 실적시즌이 마무리되고 실적 공백기에 기업들의 바이백도 블랙아웃이 점차 시작되면서 가장 안정적인 주식 매수 주체 중 하나가 사라진다. 이 시점에 FOMC 등 매크로 이벤트에 관심이 집중될 수밖에 없는데, 2년마다 있는 중간선거, 대선 등이 정치적 불확실성을 반복적으로 키웠다. 이는 장기금리가 9~10월 상승한다거나, VIX도 9~10월에 상승하는 패턴이 나타나는 데서도 확인할 수 있다. 기본적으로 9월 시장을 보수적으로 보는 이유다.

그림3 **연간 평균적인 미국 10년 금리 궤적 vs 2026년 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **연간 평균적인 VIX 궤적 vs 2026년 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

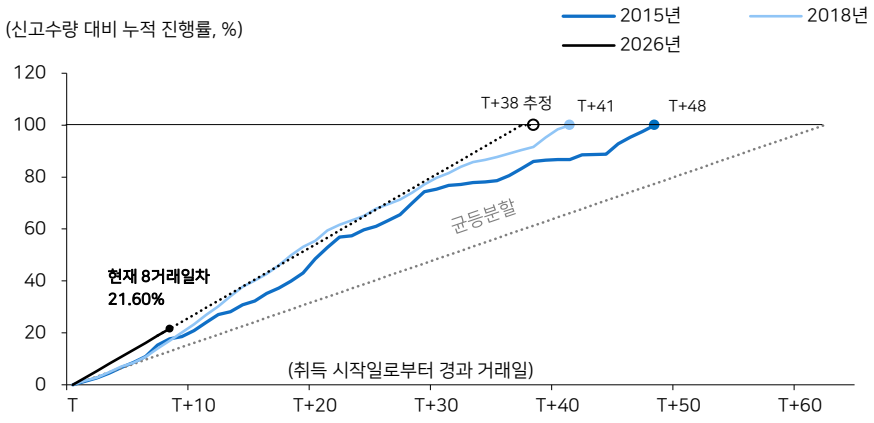
## 삼성전자, SK하이닉스 주주환원: 하단을 지지

불확실성이 상존하지만 한국 시장에 대해서는 추가적인 강한 조정보다는 박스권 장세를 전망한다. 이미 7~8월에 강한 조정 구간을 통과해 회복 국면이라고 보기 때문이다. 그리고 삼성전자, SK하이닉스 Top2 종목의 전례없는 주주환원이 지수 하단을 지지한다.

현재 진행되는 SK하이닉스의 자사주 매입 방식은 TWAP(시간 분할 주문) 알고리즘으로 확인되며, 정해진 물량을 정해진 속도로 확실히 취득하는 것을 우선순위에 둔 것으로 보인다. 수량을 통제하고 가격을 시장에 맡긴 구조로 과거와 가격을 우선하거나 매수 지정가를 얹었던 과거와는 패턴이 다르다.

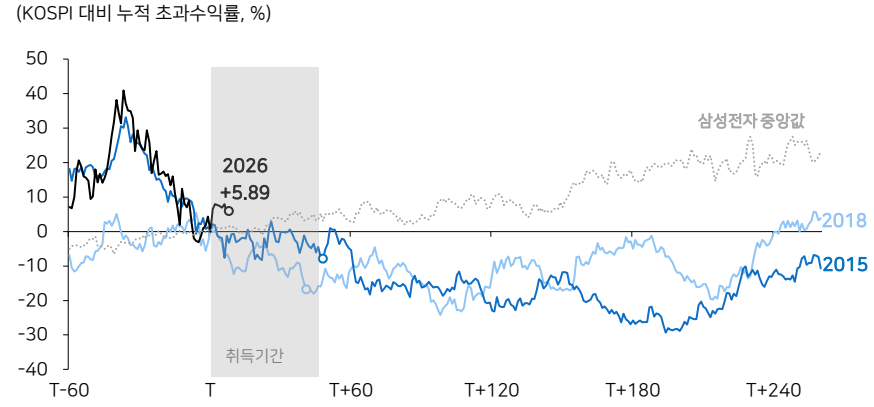
과거 사례에서 자사주 매입 이후 주가 퍼포먼스가 저조했던 것을 고려하면 자사주 매입 자체를 저평가 신호로 읽는데는 신중할 필요가 있으나, 과거에는 매입 이후 소각을 명시하지 않았다는 차이를 상기해야 한다.

그림5 과거(2015, 2018) vs 현재 SK하이닉스 자사주 매입 진행률 비교




자료: DART, Check, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK하이닉스 자사주 매입 전후 코스피 대비 초과수익률 추이




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

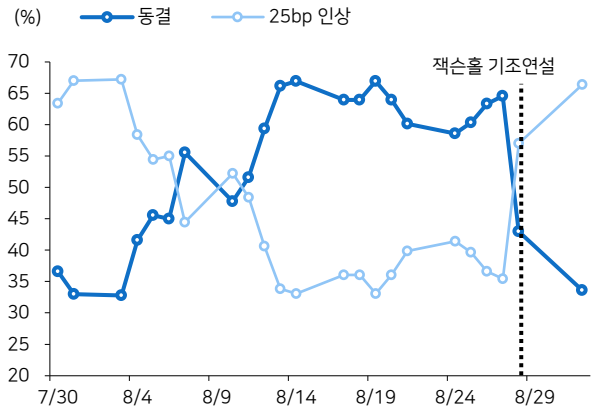
## 통화정책과 채권 수급 문제: 금리 불확실성이 주가지수 상단을 제한

Top2의 대규모 주주환원이 지수 하단을 지지하나, 상단도 금리 부담에 제한되고 있다. 8월말 잭슨홀 기조연설에서 캐빈 워시 신임 연준의장은 포워드 가이던스를 지양한다는 스탠스에도 불구하고, 시장은 해당 연설에서 9월 FOMC 금리 인상 가능성을 읽었다. 이에 따라 통화정책은 캐빈워시의 의도와 다르게 9월 금리 인상 가능성을 선제적으로 반영하고 있다.

AI 인프라가 주도주인 환경에서 장기금리 상승은 주도주 모멘텀에 부담이다. 장기 듀레이션을 기반으로하기 때문인데, AI 투자가 늘면서 장기 회사채 발행이 늘고, 이게 장기채 수급부담으로 이어졌다는 증거가 장기 국채 스왑스프레드 하락 등에서 확인이 된다.

이 부분을 선별적으로 제어하고자 했던 재무부의 장기채 바이백에 대해 채권시장은 미봉책이라고 해석하며, 여전히 장기금리 상승 부담이 시장을 누르고 있다.

그림7 9월 FOMC 통화정책 기대 변화

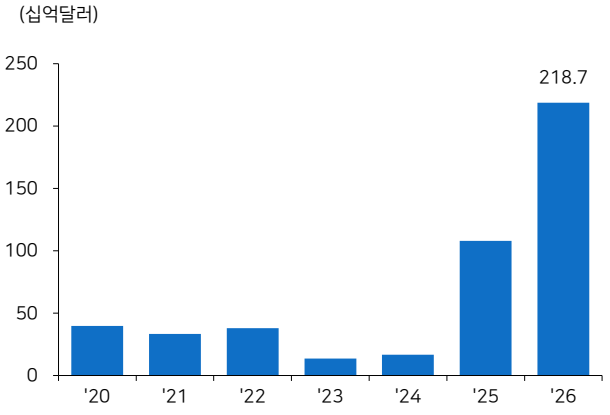



자료: CME Group, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 30년 스왑 스프레드 연내 하락 지속

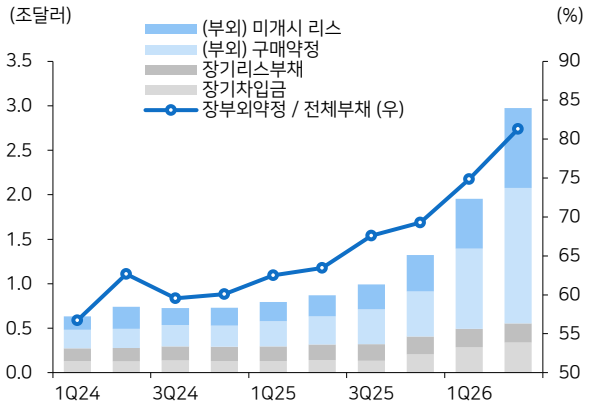
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 하이퍼스케일러 채권 발행량




자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 빅테크 부외부채 증가, 3조달러 규모 육박



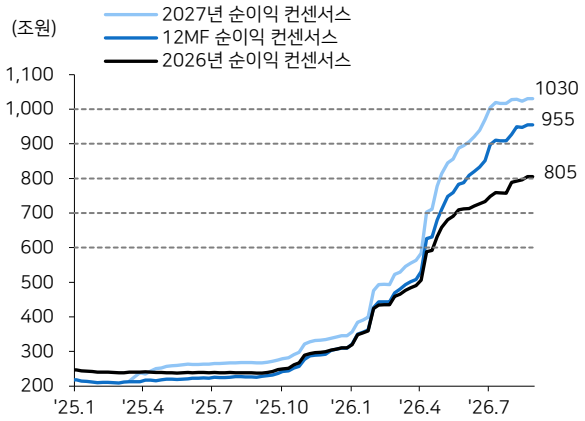

자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

## 원화 강세와 이익 모멘텀 둔화도 단기적으로 소화해야 할 숙제

최근에는 원화 강세까지 가세했다. 벌써 1,370원대 초반까지 내려왔다. 무엇이든 속도가 너무 빠르면 걱정이 먼저 부각되는 듯한데, 국내 수출 기업들의 이익에 대한 걱정이 부각되기 시작했다. 통상적으로 한국시장의 원화 강세는 외국인 유입 요인으로 해석되어 호재로 본다. 그런데 이처럼 급격한 원화 강세 초기에는 과거 사례에서도 이익 추정치의 하락을 먼저 걱정한다.

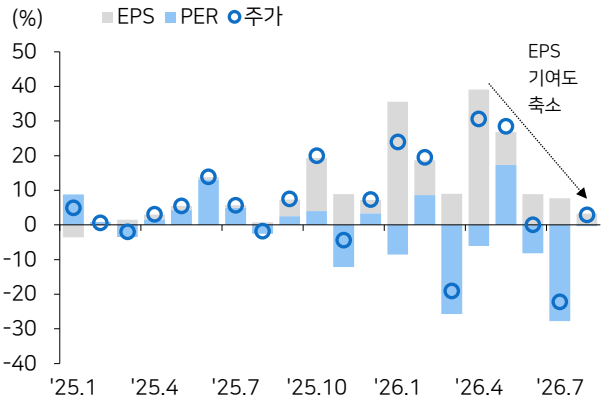
원화 강세는 단기에 소화하고 외국인 유입에 따라 추세적으로 한국시장이 탄력을 받을 요인이긴 하지만, 그 초기에는 결국 이익 추정치의 수정을 한 번 소화해내야 할 것이다. 지난주 금통위에서 금리인상 이후 한국시장이 반응하기도 했는데, 통상적으로 반응이 없던 한국 기준금리에 주식이 반응한 것은 미국과 금리 격차가 줄면서 나타날 원화 강세를 걱정했던 반응으로 해석된다. 이런 우려는 9월말 – 10월 초 3분기 실적 프리뷰 시즌에 대부분 소화해낼 것으로 본다.

그림11 KOSPI 순이익 컨센서스 추이




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 KOSPI 월간 수익률 EPS, PER 기여도



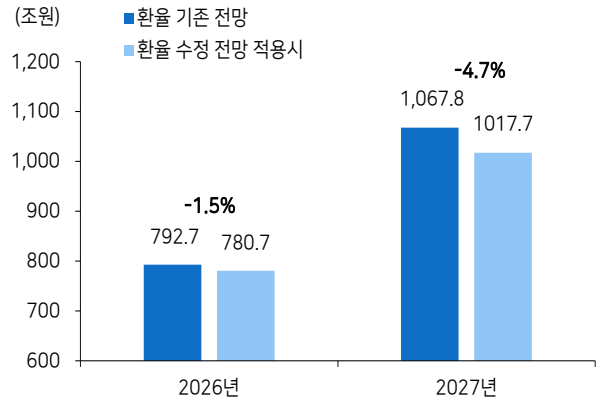

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 원달러 환율 당사 전망치 변경

| (원/달러) | 평균 | |
|---|---|---|
| | 기존 | 수정 |
| 1Q27 | 1,415 | 1,340 |
| 2Q27 | 1,405 | 1,320 |
| 3Q27 | 1,400 | 1,300 |
| 4Q27 | 1,380 | 1,300 |
| **2027 년 연간** | **1,400** | **1,315** |

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림14 새 환율 전망 고려 당사 KOSPI 순이익 전망 변화 추정




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터 추정

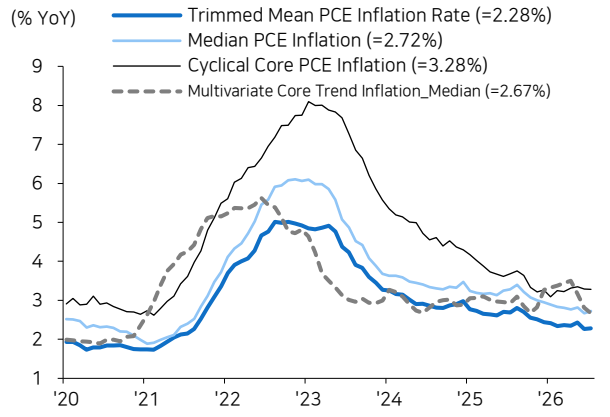
## 업사이드 리스크 1: 금리가 안정될 가능성

악재가 산재해 보이지만, 대부분 이미 소화해내고 있는 것들이다. 9월 시장은 이미 보수적으로 대응하기 위해 상당수 몸을 웅크리고 있다면, 이럴 때일수록 업사이드 리스크를 계속 점검해 나가야 한다는 생각이다.

첫번째는 요소는 금리다. 여전히 금리는 시장의 제1 변수다. 예를들어 미국채 10년 금리가 5.0%라는 티핑 포인트에 도달하면, 이 금리의 실질적인 경제적 효과와 별개로 시장은 다시 금리 공포에 반응할 것이다. 그래서 금리의 추가적인 상승은 매우 불편하다.

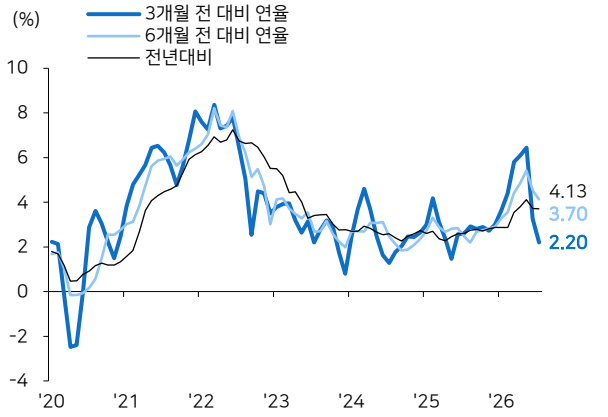
이미 9월 금리 인상을 기대하는 상황에서 우리는 여전히 9월 FOMC 동결 가능성을 본다. 워시가 언급한 기조적 물가 상승 압력에 대해 관련 지표를 관찰해보면 인상의 필요성이 높지 않아 보이기 때문이다.

그림15 PCE 기조적 물가상승 압력은 안정화 진행 중



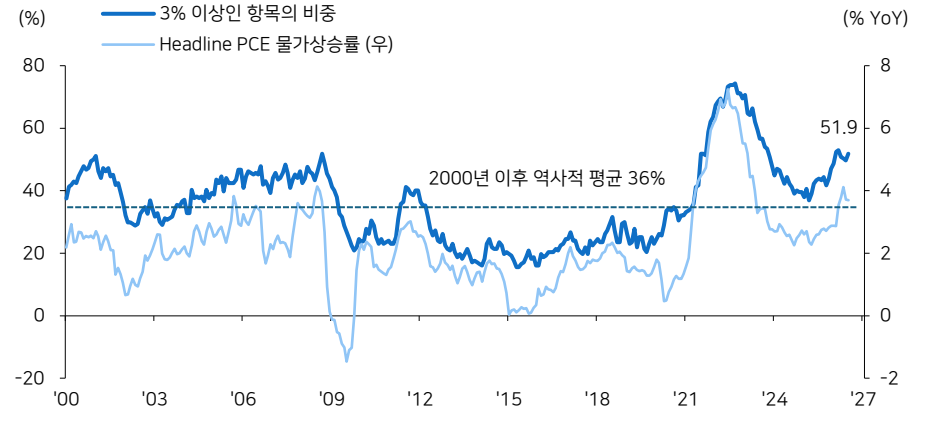

자료: Dallas, Cleveland, San Francisco, New York Fed, 메리츠증권 리서치

그림16 PCE 기조적 물가 상승 압력 안정화 진행중 (2)




자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림17 PCE Inflation Breadth와 Headline PCE 물가상승률




자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 새로운 채권 수급 주체, 상업은행

이중에서 상업은행 규제완화 내용이 남은 하반기 중 언제 나오는지가 관건이라고 본다. 결국 수급 문제에 봉착한 채권 시장에 새로운 수급 주체가 들어올 수 있는 이벤트다. 미국 은행 규제 완화는 이미 자본 규제에서 상당 부분 실행 단계에 진입했다. eSLR 완화에 이어 연준, OCC, FDIC가 2026년 3월 18일에 제시한 1) GSIB surcharge 완화, 2) 기업대출 RWA 재조정, 3) FRTB를 포함한 시장위험 자본규제 완화는 6월 18일 최종 의견 수렴을 종료했다.

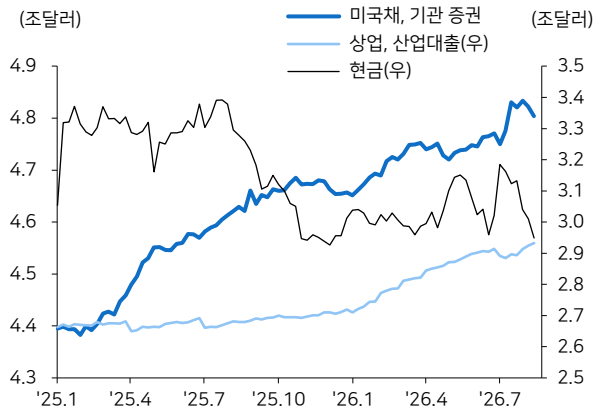
아직 공식적으로는 proposed rule이지만 현재는 의견 수렴 이후 최종 규칙 작성 단계로 넘어간 것으로 보는 것이 적절하다. 세 조치의 공통점은 대형은행이 동일한 자기자본으로 보유할 수 있는 대출, 회사채, 트레이딩 자산의 규모를 늘려 은행 대차대조표의 자본 제약을 완화한다는 것이다.

다만 시장 수급 측면에서 가장 중요한 다음 카드는 LCR 등 유동성 규제 완화다. 보우먼 연준 부의장은 6월 의회 증언에서 은행이 Fed Discount Window에서 사전 담보로 설정해놓은 자산을 유동성 규제에서 공식적으로 인정하는 방안을 추진하고 있다고 명시했다. 아직 구체적인 NPR과 인정 한도 등은 발표되지 않았지만, 이것이 LCR에 반영될 경우 은행은 위기 대응을 위해 과도하게 쌓아둔 현금/HQLA 버퍼의 일부를 실질적으로 활용할 수 있게 된다.

앞선 세 조치가 은행이 자산을 살 수 있는 자본 여력을 늘리는 정책이라면, LCR 완화는 이미 보유한 막대한 유동성을 실제 국채/회사채/대출로 이동시킬 수 있게 하는 정책이다. 이런 점은 장기채 수급과 장기금리 안정에 미치는 영향력이 크다고 볼 수 있다.

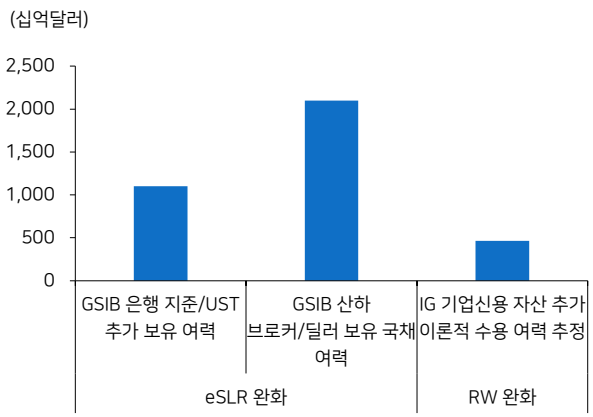
한편, 아직은 명시적으로 활용되고 있지는 않지만 베센트 장관이 언급한대로 TGA를 실제로 활용해서 미국 장기채 바이백에 활용한다면 이에 따른 금리 안정 영향력도 간과할 수 없다.

그림18 **미국 상업은행 대차대조표 주요 항목 추이**




자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림19 **준비중인 규제 완화 정책들의 채권 수급 여력 추정치**



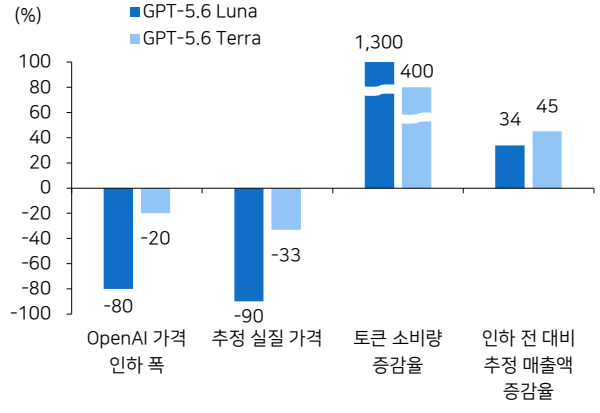

자료: FDIC, Federal Reserve, OCC, BIS, 메리츠증권 리서치센터

## 업사이드 리스크 2: 누적된 AI 호재

금리 부담만 완화된다면 AI 산업에는 호재가 상당히 누적되어 있다고 본다. AI 산업의 모든 레이어에서 호재가 발견되거나 누적되고 있다. 먼저 두번째 레이어인 AI 파운데이션 모델 레벨에서는 '경쟁의 지속'이 핵심이다. AI 파운데이션 모델 기업 관련 계속 강조하는 프레임은 '승자를 맞출 필요 없다는 것'이다. 관건은 산업의 외연성장을 이어가게 하는 '경쟁의 지속'이다.

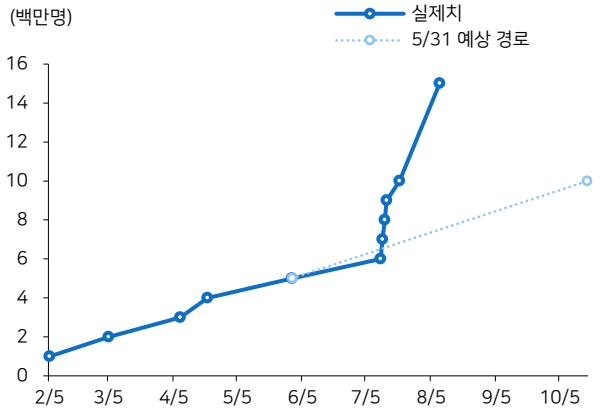
2등이라고 생각했던 OpenAI가 약진 중이다. 토큰 가격 인하 이후 매출과 사용자가 폭발적으로 늘면서 매출이 오히려 성장했다. 여기에 최근에는 광고 매출 ARR까지 10억달러를 달성했다며 이익의 영속성을 더욱 강화했다. AI 산업이 공개형 모델을 중심으로 흐르고 있다는 인식에도 OpenAI가 약진하고 있음은 고무적이다. 여기에 엔비디아는 공개형 모델 확산에 따른 산업의 외연성장을 이번 2Q 실적 발표에서 명료하게 보여주었다. AI 인프라 투자 주체는 우리가 계속 강조했던 대로 하이퍼스케일러를 넘어 확산되고 있다.

그림20 OpenAI 가격 인하 효과: 토큰 수요가격 탄력성 1 이상



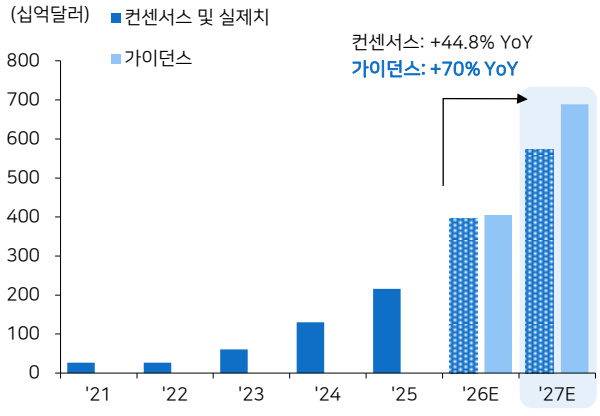

자료: TD Cowen, Business Insider, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림21 OpenAI Codex 사용자 수 추이(8.13 기준)



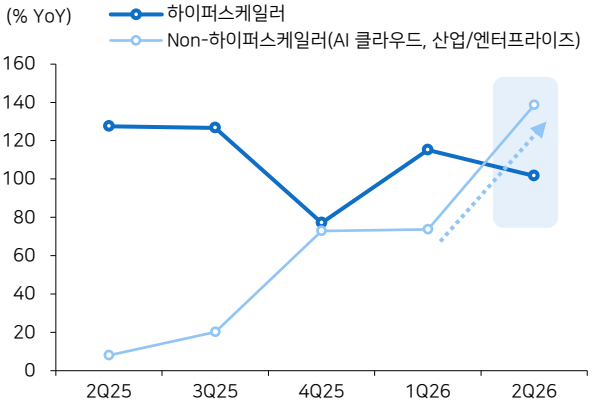

자료: OpenAI(2026.8.13), 메리츠증권 리서치센터

그림22 엔비디아 매출액 성장률과 가이던스




자료: Bloomberg, NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림23 엔비디아 고객 유형별 매출 성장률 추이




자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

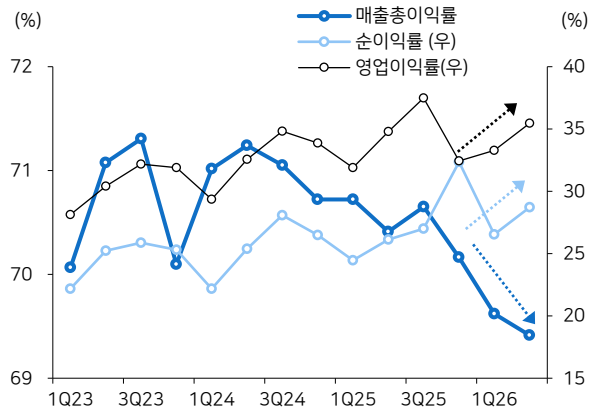
## 미국 소프트웨어의 약진과 반도체의 페어 트레이딩

베라 루빈 시스템을 기반으로 DeepSeek 효율이 이전 AI 서버 하드웨어 대비 30 배가 개선된다는 소식의 핵심은 결국 토큰당 생산 단가가 획기적으로 하락한다는 것이다. 이는 엔비디아나 AI 서버 효율화를 위한 네트워크, 냉각, 전력 시스템 전반에 호재가 분명하다.

지금은 토큰 단가가 낮아지는 것 자체에 초점이 맞춰진 듯하다. 특히 토큰이 비용이 되어 비즈니스를 하는 소프트웨어 선호가 이 맥락으로 해석된다. 2Q26 실적 시즌에서도 확인되듯 AI 활용이 소프트웨어 기업들의 실적 개선에 유의미한 영향을 주었다. 토큰 가격 하락과 함께 반도체-소프트웨어 롱숏 페어도 강화되어 왔다.

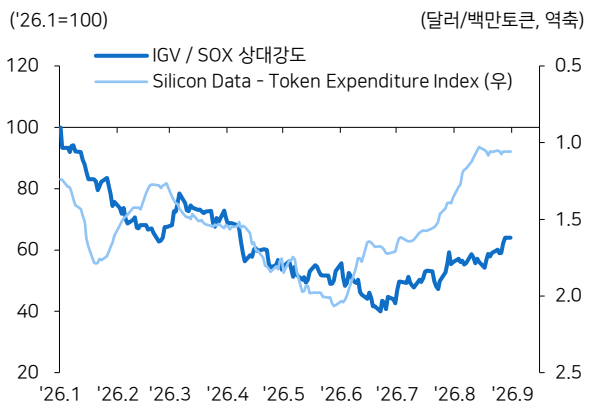
국내 주도주 관점에서는 이런 롱-숏 페어가 다시 뒤집어질 가능성을 염두에 두어야 한다. 해당 논리로 관련 기업들의 실적이 개선되고는 있으나, 올해 2분기 초와 같이 해당 기업들의 밸류에이션이 더 이상 싸다는 논리가 작동하기는 어려워졌다.

그림24 미국 소프트웨어 기업 마진 추이: 2Q26 개선



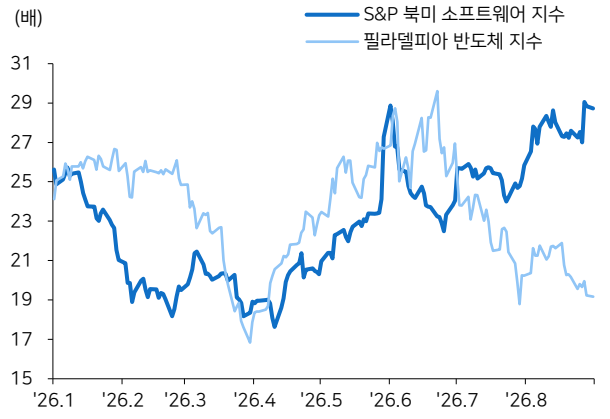

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 토큰 값 하락과 SW-반도체 롱-숏 페어



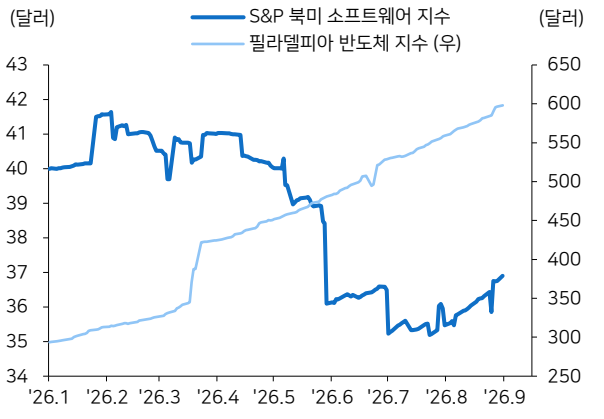

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 미국 반도체 vs 소프트웨어 12MF PER




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 미국 반도체 vs 소프트웨어 12MF EPS




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

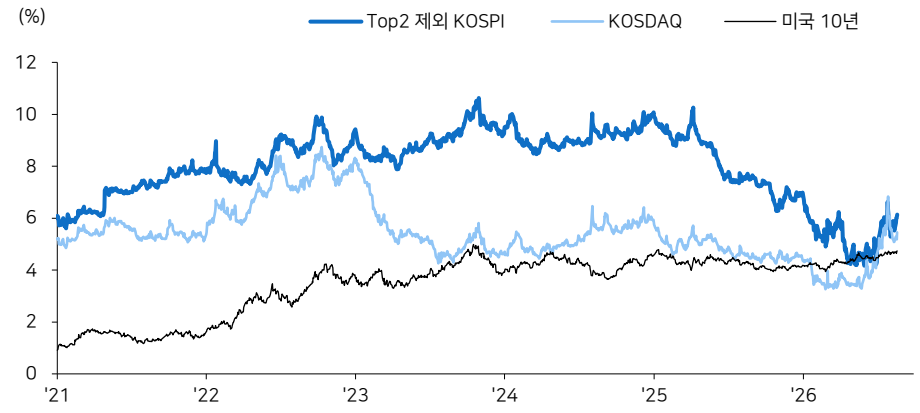
## 투자전략: 고금리에도 AI 배제 불가, 반도체가 여전히 중심

위 논의를 토대로 투자전략을 정리하면, 한국 시장에서는 9월 박스권 장세, 모멘텀이 제한될 확률이 높은 장세에서도 반도체를 덜어내고 가기 어렵다는 결론이다.

먼저 고금리의 부담을 유발하는 것은 AI지만, 역설적으로 이를 가장 잘 견딜 수 있는 산업도 AI라고 생각한다. AI가 유발한 고금리의 구축효과는 non-AI 사이드가 더 크게 감당한다. 그리고 전반적으로 유동성 여력이 제한되는 게 9월 환경인데, 이 가운데에 현금 기반의 주주환원, 자사주 매입의 희소성은 더욱 커진다.

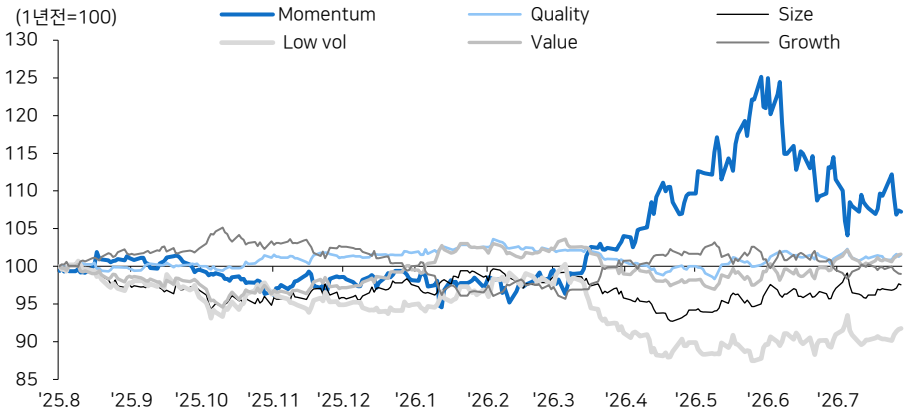
하단의 그림처럼, 반도체를 제외한 한국 시장 대부분은 현재 금리 수준과 어닝스 일드가 근접해 있다. 멀티플 관점에서도 반도체가 가장 편안한 셈이다. 한편 금리 안정이라는 업사이드 리스크가 발생한다면, 가장 수혜를 보는 것도 AI 인프라 산업과 반도체다.

그림28 **한국 어닝스 일드, 미국 10년 금리: Top2 제외 한국 금리 레벨에 민감도 높아질 수 있음**




주: 삼성전자, SK하이닉스 제외 KOSPI 내 Top2의 더블카운팅 이익을 제외한 PER 기반. 8/21 기준 16.3배 추정
자료: FnGuide, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 **S&P500의 스타일 팩터 대비 상대강도: 스타일 방향성 부재**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

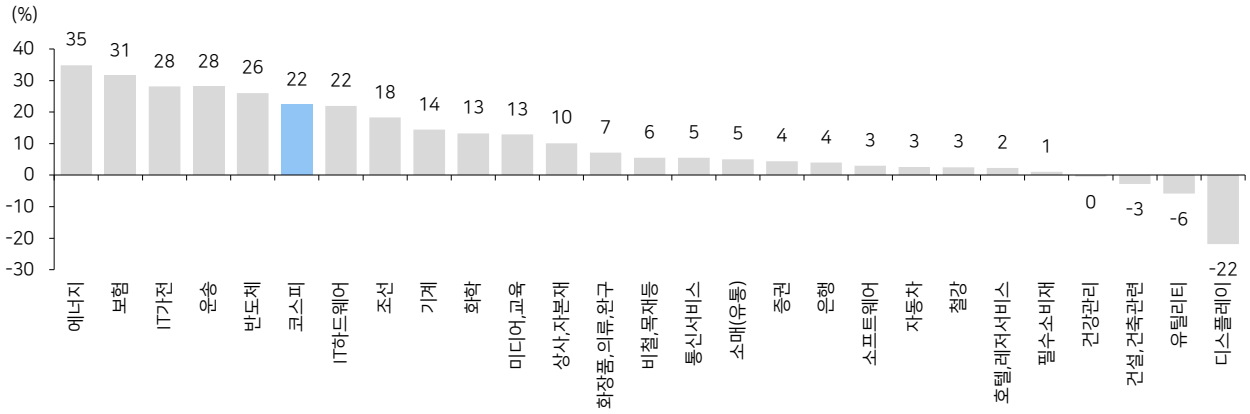
## 차선호 업종은 금융, 건설

반도체를 제외한다면 차선호 업종은 금융이다. 금융 내에서도 당사는 은행〉보험〉증권 순으로 선호한다. 9월 환경이 고금리, 원화 강세 환경이라면, 이 두가지 매크로 현상에 공통적으로 가장 크게 수혜를 보는 업종은 은행이다. 환차익 및 자본비율 개선으로 주주환원 여력이 확대될 수 있으며, 금리 상승은 가장 기본적인 은행 호재 환경이다.

반도체는 원화 강세에 가장 피해를 보는 업종이기는 하지만, 원화 강세를 상쇄하는 실적 추정치 상향 가능성을 고려하고 있다.

그 외에서는 건설 업종에 관심을 둔다. 대미투자, 12차 전기본, 원전 수주에 데이터센터 해상풍력 수주 등 다방면에서 호재가 기대된다.

그림30 **코스피 업종별 이익 추정치 변화율(3개월 전 대비)**




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표1 **원화 강세에 따른 실적 수혜/피해 업종 구분**

| 수혜 | 중립/혼재 | 피해 |
|---|---|---|
| ***은행*** | 보험 | ***자동차*** |
| 철강 | 증권 | 반도체 |
| 유틸리티 중 한전/가스 | 통신 | 제약/바이오 |
| 수입원가형 음식료 | 인터넷/플랫폼 | 정유화학 |
| | 유통 | 2차전지 |
| | 건설 | 조선 |
| | 음식료 | 게임 |
| | 화장품 ODM 일부 | 비철금속 |
| | | IT소재/장비 |
| | | 전기전자 |
| | | 엔터/레저 |
| | | 화장품/생활소비재 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.