



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
주식시황 RA 최욱 wookchoi@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 8일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

11월 중간선거 프리뷰 ②TACO

(결론적으로) 중간선거의 TACO는 관세에서 금리로 이동하고 있다. 과거에는 관세가 시장을 흔들면 관세를 낮추는 방식이었다. 이제는 높은 금리와 금융비용이 정책 후퇴를 압박할 가능성이 커졌다. 관세는 여전히 조정 수단이지만, 정책의 목표는 금융여건 완화로 넓어지고 있다. 한국 주식시장에서는 반도체와 전력기기를 중심에 둔다. 정책 기대는 매수의 계기지만, 이익과 현금흐름은 보유의 근거다.

11월 중간선거를 앞두고 트럼프가 풀어야 할 문제는 성장과 금융비용의 괴리다. 미국 8월 비농업 고용은 16.2만 명 증가했고 실업률은 4.1%를 유지했다. 음식서비스와 지방정부 교육이 증가분의 약 62%를 차지해 경기 전반의 재가속으로 해석하기에는 아직 이르다. 하나증권이 ISM 지수의 고용부문을 바탕으로 산출한 고용추세지수도 아직 수축국면에 있다.

그러나 높은 물가 속에서 고용이 예상보다 강하게 나오자 시장은 다시 금리인상 가능성을 반영하기 시작했다. CME 금리선물에 반영된 9월 금리인상 가능성은 고용 발표 직후 한때 약 65%까지 높아졌다. 미국 10년물 국채금리는 4.78%를 기록했다. S&P500과 나스닥도 각각 0.38%, 0.29% 하락했다. 경기가 강해도 금리가 더 강하면 주가는 흔들린다. 기업에는 조달비용이, 가계에는 주거비 부담이 높아진다. 중간선거를 준비하는 행정부가 가장 피하고 싶은 조합이다.

여기에 트럼프의 새로운 TACO가 등장했다. 트럼프는 연준이 금리를 낮추지 않으면 미국이 무역적자를 기록하는 국가들과 교역을 중단할 수 있다고 압박했다. 경제적으로 교역 중단과 금리인하는 대체수단이 아니다. 수입 제한은 오히려 원가와 공급망을 압박해 성장 둔화와 물가 상승을 동시에 유발할 수 있다. 연준의 금리인하를 더 어렵게 만들 수도 있다.

따라서 중요한 것은 '교역 중단'이라는 문구 자체가 아니다. 트럼프의 정책 민감도가 관세에서 금융비용으로 이동하고 있다는 점이다. 연준에 금리인하를 요구하는 목적은 명확하다. 기업의 자금조달 비용을 낮추고, 가계의 이자 부담을 줄이며, 달러 강세에 따른 부담을 완화하려는 것이다. 그리고 연준이 움직이지 않는다면 행정부는 통상정책을 다시 사용할 가능성이 있다. 관세 유예, 품목별 예외, 통상 합의가 그 수단이다.

이것이 2026년 중간선거에서 주목해야 할 TACO의 진화다. 과거의 경로는 단순했다. 관세 인상 → 시장 충격 → 관세 연기 및 완화 이다. 앞으로는 한 단계 길어질 수 있다. 금리 상승 → 금융비용 확대 → 정치적 부담 증가 → 관세 및 통상정책 조정 → 물가 압력 완화 →

금융여건 안정 이다. 즉, 관세는 수단이고 금리가 목표가 된다.

다만 정책 후퇴를 기정사실화할 필요는 없다. 2018년에도 중간선거 직전인 9월까지 대중 관세는 발효됐다. 주요 추가 관세 인상 유예 역시 선거가 끝난 뒤인 12월에 합의됐다. 올해 공화당이 방어해야 하는 상원 의석은 2018년 9석에서 22석으로 늘어 정치적 유인은 더 클 수 있지만, 선거 일정 자체가 정책 후퇴의 시점을 보장하지는 않는다. 금리가 오를수록 TACO의 필요성은 커지지만, TACO가 빨라진다고 단정할 수는 없다.

TACO의 확인 기준도 달라져야 한다. 관세율만 볼 것이 아니다. 미국 10년물 국채금리와 회사채 신용스프레드를 함께 봐야 한다. 관세 유예나 통상 합의 이후 장기금리가 내려가고 신용스프레드까지 안정된다면 정책 조정이 실제 금융여건 완화로 연결되고 있다는 의미다. 반대로 연준에 대한 정치적 압박이 통화정책 신뢰를 흔들다면 기간 프리미엄이 높아지면서 장기금리가 오히려 상승할 수도 있다. 결국 TACO의 성패는 발언이 아니라 가격이 판단한다.

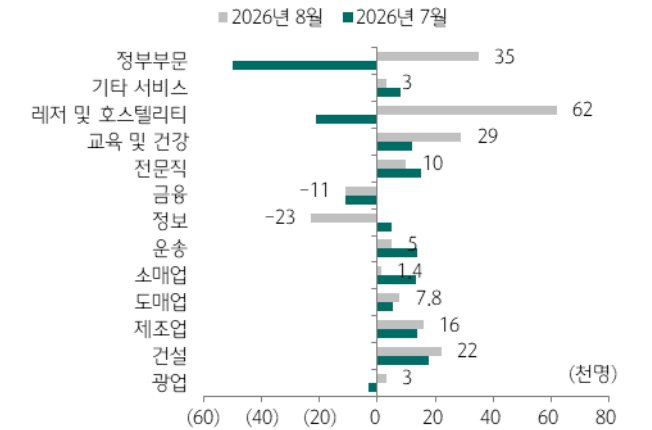
한국 주식시장은 반도체를 중심에 두고, 전력기기를 더한다. 반도체의 우선순위를 유지한다. 8월 반도체 수출은 466.5억 달러로 전년 대비 209% 증가했다. 전체 수출의 약 47.5%를 차지한다. 아스트라 출시 기대가 더해진 가운데 필라델피아 반도체지수는 3.38% 상승했다(9월 4일). 미국 주요 지수가 약세를 보인 날 나타난 차별적인 흐름이다. 물론 AI 신제품 출시와 주가 상승을 곧바로 실적으로 연결해서는 안 된다. 결국 확인해야 할 것은 메모리 가격, 출하량, 영업이익률 그리고 영업현금흐름이다. 기대가 주문으로, 주문이 매출로, 매출이 현금으로 전환되는지를 봐야 한다. 삼성전자와 SK하이닉스를 핵심 보유 대상으로 두는 이유다.

두 번째 전략 업종은 전력기기다. AI 데이터센터 투자와 미국 전력망 교체 수요는 실제 수주잔고로 연결되고 있다. HD현대일렉트릭의 2분기 영업이익률은 25.1%, 수주잔고는 84.9억 달러였다. LS ELECTRIC도 약 7조 원의 수주잔고를 제시했다. 성장의 가시성이 높은 업종이다. 다만 수주잔고가 많다는 것만으로 충분하지 않다. 수주가 매출로, 매출이 현금으로 전환되는 기업을 선별해야 한다. 반도체와 전력기기는 서로 다른 업종이지만 공통적으로 AI CAPEX에 노출돼 있다. 단순히 업종을 나눴다고 충분히 분산된 포트폴리오가 아니다.

따라서 두 업종 모두 FCF의 방향을 확인해야 한다. 영업활동현금흐름에서 유형 및 무형자산 취득 지출을 차감한 FCF가 개선되는 기업일수록 성장의 질이 높다. 전력기기는 선수금 효과와 계약자산 증가를, 반도체는 재고와 CAPEX 증가 속도를 함께 점검해야 한다.

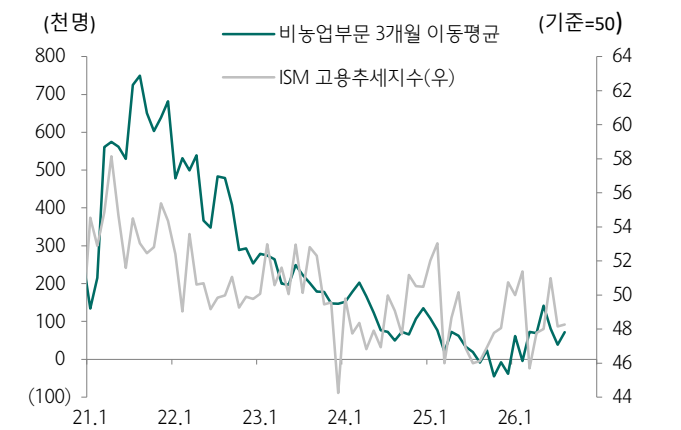
다음 판단은 '금리'가 한다. 분기점은 미국 8월 CPI(9/11)와 9월 FOMC(9/17)다. 물가 둔화, 장기금리 안정, 기업 이익 전망의 유지가 동시에 나타난다면 반도체와 전력기기의 비중을 높인다. 반대로 금리와 신용스프레드가 함께 오르고 AI 고객사의 투자 축소 신호까지 나타난다면 현금 비중을 높여야 한다. 중간선거는 트럼프에게 정책 조정의 유인을 제공한다. 그러나 주가의 하단까지 보장하지는 않는다. 그래서 이번 전략에서 가장 중요한 가격은 관세율이 아니라 금리다. 금리가 오를수록 TACO는 가까워진다. TACO가 가까워질수록 관세의 중요성은 낮아지고 금융여건의 중요성은 높아진다. 정책 기대는 주식을 살 이유를 만들지만, 이익과 현금흐름은 주식을 보유할 이유를 만든다.

도표 1. 미국 고용 부문별 증감



자료: REFINITIVE, 하나증권

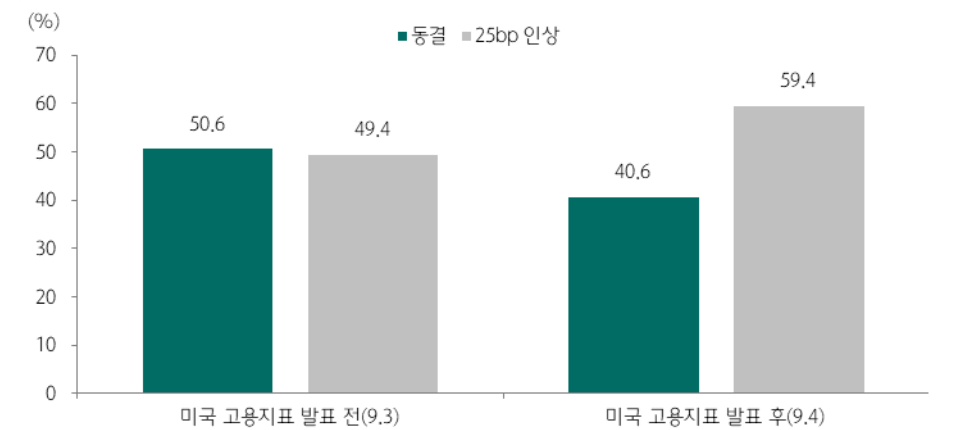
도표 2. 미국 고용 추세지수와 비농업부문 취업자수 변동



자료: REFINITIVE, 하나증권

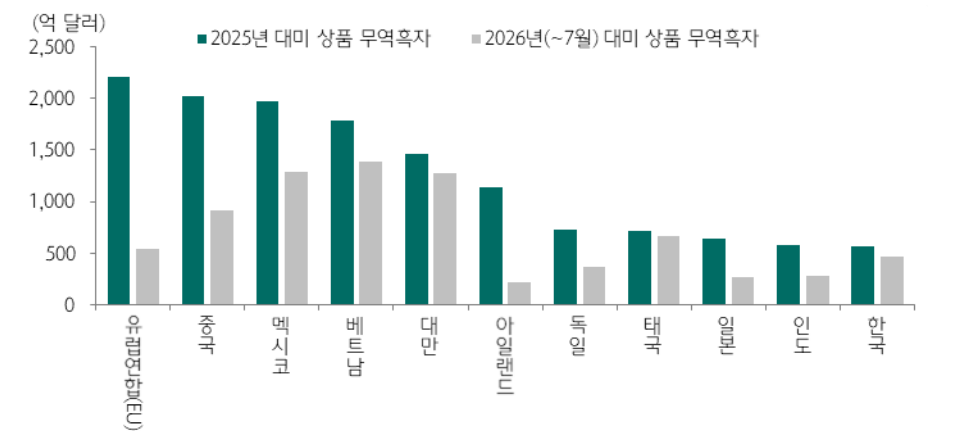
주: ISM 고용추세지수는 제조업과 서비스업 고용 비중을 감안한 가중평균 지수

도표 3. 금리선물 시장에서 9월 인상 확률



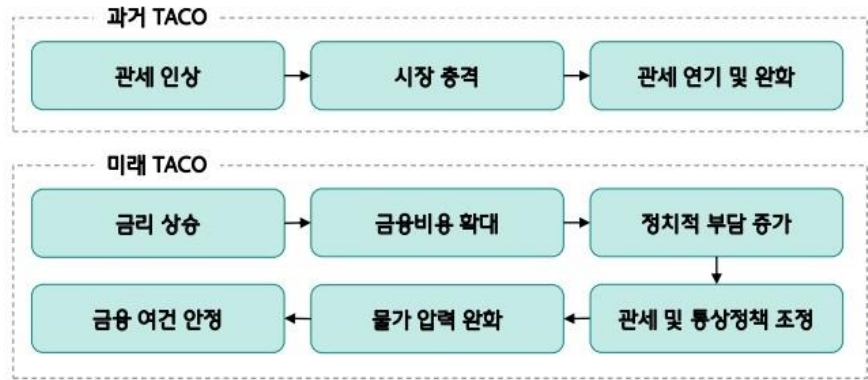
자료: CME, 하나증권

도표 4. 대미 상품무역 흑자 국가



자료: BEA, Census, 하나증권

도표 5. 과거 TACO(관세) vs 미래 TACO(금리)



자료: 하나증권

도표 6. 2018 vs 2026 중간선거 TACO

트럼프 1기(2018년)				트럼프 2기(2026년)			
날짜	압박 이벤트	설명·영향	TACO 여부·방식	날짜	압박 이벤트	설명·영향	TACO 여부·방식
2018.3.22	301 조 대중 관세 추진	기술이전·지재산 침해로 근거로 중국산 제품에 500억달러 규모 25% 관세 추진. 첨단제조업 중심으로 교역 불확실성 확대	TACO(5.20) 중국의 미국산 구매 확대 합의를 명분으로 관세 추진 보류. 다만 5.29 관세 추진 재개로 단기 휴전에 그침	2026.3.11	과잉생산 301 조 조사	중국 등 16개 경제권의 제조업 과잉생산 조사. 수출의존·공급과잉을 추가 관세의 근거로 제시	No TACO 8.24 추가 7.5% 관세 추진 보도로 압박 지속
2018.4.15	ZTE 수출 제한 명령	제재 관련 합의 위반을 근거로 미국산 부품·기술 공급 차단. 핵심 부품 조달과 통신장비 생산 지속성 위협	TACO(7.13) 벌금 10억달러·예치금 4억달러 납부를 조건으로 수출제한 해제. 추가 준수·감독 조건은 유지	2026.4.8	이란 관련국에 50% 관세 위협	이란에 무기를 공급하는 국가의 대미 수출에 50% 관세 경고. 중국과의 안보 갈등이 통상 압박으로 전이될 소지	TACO(4.15) 시진핑의 무기 미공급 서한을 공개하며 우호적 메시지로 전환
2018.7.6	1차 대중 관세 발효	중국산 340억달러에 25% 관세 부과. 첨단기술·기계류 중심으로 미국 수입기업의 조달비용 상승 압력	TACO(12.28) 일부 품목에 25% 관세 대상에서 제외. 품목별 행정적 예외로, 관세 전면 철회나 포괄적 휴전과는 구분	2026.7.23	강제노동 301 조 관세	중국 등 60개 경제권에 관세 부과. 중국산 적용 품목에는 12.5%를 적용해 임시관세 종료 이후에도 수입비용 부담 유지	No TACO 부과 이후 별도의 철회·세율 인하 미확인. 최초 발표에 포함된 원료·일부 품목 면제는 TACO에서 제외
2018.8.23	2차 대중 관세 발효	중국산 160억달러에 25% 관세 추가 부과. 1·2차 합계 500억달러로 확대되며 중간재·설비 조달 부담 가중	No TACO 해당 25% 관세 유지. 12월 휴전도 기존 관세 철회가 아니라 3차 관세의 추가 인상 유예에 해당	2026.8.13	수입 드론·부품 관세 발표	안보 민감 드론 등에 100%, 일부 소형 드론·부품에 25% 관세 발표. 중국산 의존 축소와 미국 내 생산 전환 압력	No TACO(9.3) 주요 관세가 예정대로 발효. 비민감 부품의 180일 후 시행은 당초 계획으로, 사후 유예에 해당하지 않음
2018.9.7	잔여 중국산 상품관세 확대 위협	추가 2,670억달러 규모 중국산 상품에 관세 부과 가능성 제기. 사실상 전면적 관세 확대에 따른 소비자 비용 부담 우려	TACO(12.1) 중국 측 발표에 따르면 정상회담에서 신규 관세 중단에 합의. 잔여 상품에 대한 전면 부과는 2018년 미실시	2026.8.24 (보도)	추가 대중 관세 7.5% 추진	과잉생산을 근거로 정상회담 전 추가 관세 추진 보도. 기존 관세에 더해 중국의 수출가격 경쟁력을 압박하는 방안	
2018.9.24	3차 대중 관세 발효·추가 인상 예고	중국산 2,000억달러에 10% 부과, 2019년 1월 25% 인상 예고. 소비자재까지 대상이 확대되며 물가·기업 마진 부담 증가	TACO(12.1) 중국의 미국산 구매 확대를 명분으로 10%→25% 인상을 유예하고 90일 협상에 합의. 기존 10% 관세는 유지	2026.9.4	무역적자 상대국과 교역 중단 위협	연준이 금리를 인하하지 않으면 미국의 무역적자 상대국과 교역을 중단하겠다고 발언. 금리 불만을 대외 통상 압박과 연계	

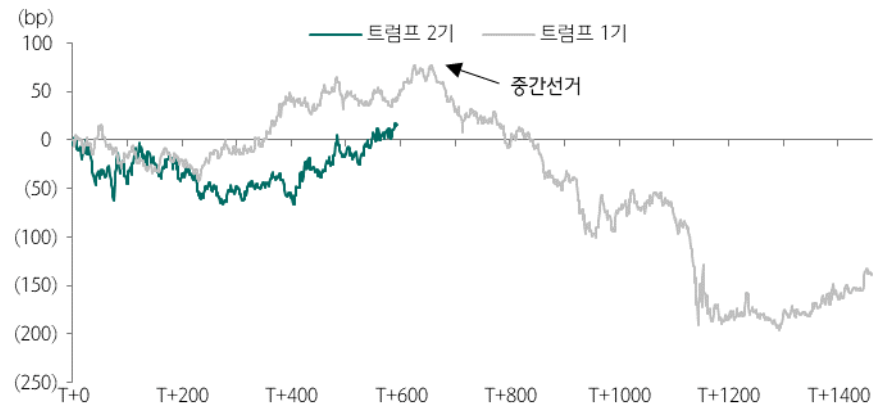
자료: 언론 종합, 하나증권

도표 7. 2018 vs 2026 상원 중간선거 비교

비교 항목	2018년 중간선거	2026년 중간선거	차이
선거 전 공화당 전체 의석	51석	현재 53석	+2석
선거 전 민주당 전체 의석(무소속 포함)	49석	현재 47석	-2석
선거 대상 의석	35석	35석	-
공화당이 방어해야 하는 의석	9석	22석	+13석
민주당이 방어해야 하는 의석	26석	13석	-13석
민주당 측의 과반 확보에 필요한 순증	+2석	+4석	+2석
선거 결과	공화당 +2석	-	-

자료: US Senate, 하나증권

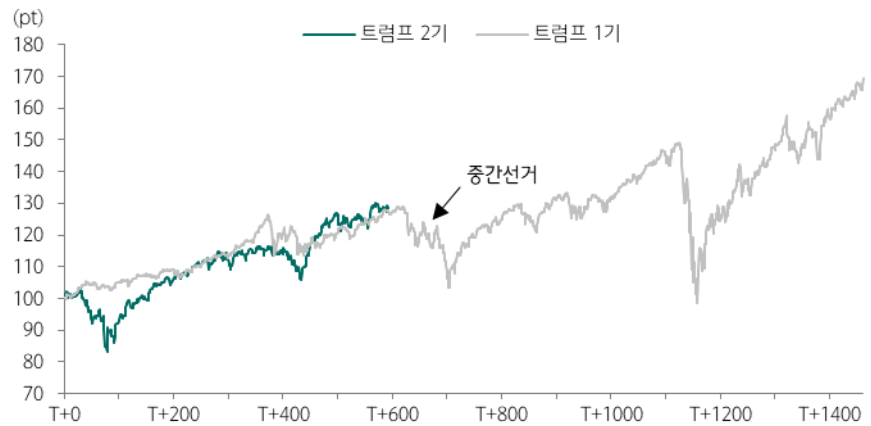
도표 8. 트럼프 1기 vs 2기 미국 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 트럼프 임기 시작일=T(트럼프 1기=2017.1.20 / 트럼프 2기=2021.1.20)

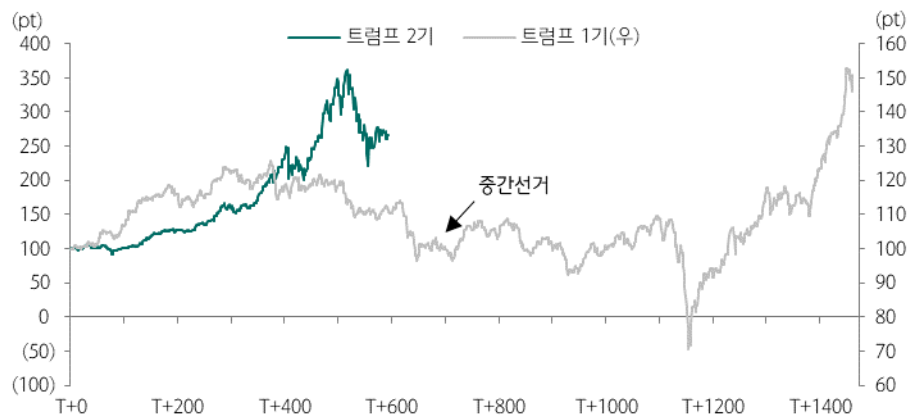
도표 9. 트럼프 1기 vs 2기 S&P 500



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 트럼프 임기 시작일=T(트럼프 1기=2017.1.20 / 트럼프 2기=2021.1.20)

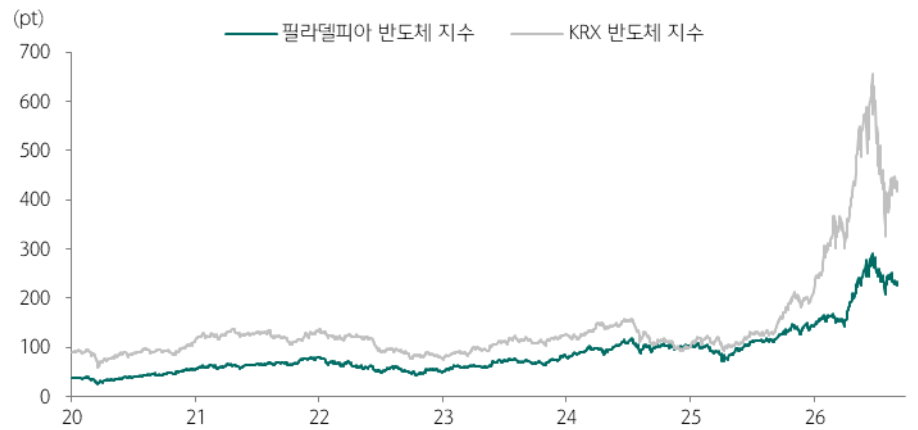
도표 10. 트럼프 1기 vs 2기 KOSPI



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 트럼프 임기 시작일=T(트럼프 1기=2017.1.20 / 트럼프 2기=2021.1.20)

도표 11. 필라델피아 반도체 지수 vs KRX 반도체 지수



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 2025.1.1=100

도표 12. 중간선거 전 트럼프가 원하는 것

No.	항목
1	강한 성장과 고용 유지
2	국채 금리 & 모기지 금리 하락
3	달러와 유가 하락
4	주식시장 상승
5	관세가 생활물가를 다시 끌어올리지 않는 것

자료: 하나증권

도표 13. 반도체와 전력기기

업종	기업	영업이익(조 원)		영업이익률(%)		PBR		PER		FCF(조 원)		주가수익률 (YTD, %)
		26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
반도체	삼성전자	383.2	558.7	52.6	58.7	2.39	1.53	5.35	3.62	225.3	344.4	113.5
	SK하이닉스	270.6	428.3	77.5	78.8	3.13	1.70	4.77	3.56	166.3	279.7	154.9
전력기기	HD현대일렉트릭	1.2	1.6	26.3	28.0	9.58	7.29	27.17	21.29	0.7	1.0	-7.6
	LS ELECTRIC	0.7	1.0	10.9	12.7	11.93	8.78	55.36	39.13	0.1	0.4	111.0

자료: Bloomberg, 하나증권

주: 2026.9.4 기준