

주식전략

주식전략 담당 이상연

lee.sang-yeon@shinyoung.com

금리의 부담, 한국의 버팀목은?

분석의 기본가정

- 1970~현재 S&P500 평균 수익률:경기건조형 인상+10.7%, 물가대응형 인상-1.1%
- 인상 배경을 먼저 구분하고, 국내 경기 둔화와 금융불안이 긴축 부담을 키우는지 점검할 필요

늦어진 대응과 빠른 인상이 충격을 키운다

9월 금리 인상 가능성이 부각되면서 주식시장의 경계가 커지고 있다. 투자자들이 우려하는 것은 2022년처럼 물가 대응이 늦어진 뒤 정책금리를 급하게 올리는 상황이다. 당시 연준은 한 해 동안 일곱 차례, 총 425bp를 인상했다. 뒤늦은 대응을 만회하기 위해 긴축 속도를 높일수록 기업과 시장이 적응할 시간이 줄어들고, 주식시장에 미치는 충격도 커질 수 있다.

다만 모든 인상을 2022년과 동일하게 볼 필요는 없다. 본 자료가 1971년 이후 구분한 미국 정책금리 인상 국면 26번 가운데 S&P500은 17번 상승했다. 세부적으로 경기건조형에서는 평균 10.7% 올랐고 13번 중 12번 상승한 반면, 물가대응형에서는 평균 1.1% 하락했고 상승은 13번 중 5번에 그쳤다. 인상 여부분 아니라 어떤 배경에서 얼마나 빠르게 올려야 하는지가 중요하다는 의미다.

따라서 이번에도 인상 가능성 자체보다 물가 대응이 늦어져 더 강한 긴축이 필요해지느냐를 살펴야 한다. 특히 경기가 약해지는데도 물가 때문에 빠르게 올려야 한다면 기업은 수요 둔화와 금리 부담을 동시에 감당하게 된다. 반대로 수요가 건조한 가운데 점진적으로 진행되는 인상이라면 부담을 흡수할 여지가 있다. 인상의 시점과 속도를 그 배경과 함께 판단해야 하는 이유다.

1990년 이후 미국 정책금리 인상과 KOSPI 케이스 스터디: 미 금리 인상에 투자 기회는 국내 여건에 따라

한국증시에서는 연준의 정책금리 인상 폭만으로 주식 시장 성과를 설명하기는 어려웠다. 1990년 이후 여섯 차례 인상기의 KOSPI 수익률은 -51.1%부터 +60.7%까지 엇갈렸다. 2004~2006년에는 425bp의 큰 폭 인상에도 중국 성장에 따른 수출 확대와 내수 회복, 주식형 펀드 자금 유입에 힘입어 가장 높은 수익률을 기록했다. 반면 1999~2000년에는 IT버블의 팽창과 붕괴에 따른 높은 변동성을 보였고, 2015~2018년에는 반도체 호황에 따른 상승 이후 무역분쟁과 이익 전망 악화로 주가가 하락했다. 미국의 인상 배경과 함께 국내 경기와 금융 여건을 살펴야 하는 이유다.

AI 밸류체인의 건조한 이익 체력은 금리 부담 속에서도 국내 증시의 버팀목이다. 다만 매크로 불확실성이 해소되기 전까지 시장은 AI 투자 확대에 따른 이익 성장의 지속성을 확인하려할 것이다. 이번 주 발표되는 미국 물가지표는 금리 경계심의 완화 여부를 가를 분기점이 될 수 있다. 변동성은 염두에 두되, 금리 인상 우려만으로 주식 비중을 일괄 축소하기보다는 이익 성장의 근거가 뚜렷한 AI 밸류체인(반도체, IT하드웨어, 전력 인프라 등)을 중심으로 투자 기회를 살펴볼 필요가 있다.

금리 인상 여부보다는
그 배경이 중요

늦어진 대응과 빠른 인상이 충격을 키운다

9월 금리 인상 가능성이 부각되면서 주식시장의 시선이 다시 통화정책으로 옮겨가고 있다. 투자자들이 우려하는 것은 2022년처럼 물가 대응이 늦어진 뒤 금리를 급하게 올리는 상황이다. 물가 압력이 누적된 이후 긴축에 나서면 이를 억제하기 위해 인상 속도를 높여야 할 수 있다. 기업과 시장이 적응할 시간이 줄어드는 만큼 주식시장에 미치는 충격도 커질 수 있다.

2022년의 충격은
1년 동안의 425bp인상

다만, 2022년 연준은 한 해 동안 일곱 차례, 총 425bp를 인상했고, 한 번에 75bp씩 올리는 결정도 네 차례 연속 단행해 현재 상황과는 차이가 큰 상황이다. 당시 물가 급등에 빠른 긴축과 경기 둔화 우려가 겹치면서 시장의 부담이 컸던 것은 사실이나 현재와 일대일 대응되는 사례일지는 아직 미지수이다. 당시의 경험에서 경계할 것은 금리가 오르는 사실뿐 아니라, 대응이 늦어질수록 더 강한 긴축이 필요해질 수 있다는 점이다.

1971년 이후
금리 인상은
26번 중 17번은
S&P500상승
즉,
인상=약세장 아니

다만 모든 금리 인상을 2022년과 동일하게 해석할 필요는 없다. 본 자료가 1971년 이후 구분한 미국 정책금리 인상 국면 26개 가운데 S&P500은 17개에서 상승했고, 평균 수익률도 플러스였다. 인상이 진행되는 동안에도 주가가 오른 경우가 적지 않았다는 뜻이다. 따라서 인상 여부만으로 방향을 정하기보다, 어떤 배경에서 얼마나 빠르게 올려야 하는지를 구분해야 한다.

같은 인상이라도
기업이 지는
부담은 다르다

차이를 설명하는 출발점은 인상의 이유다. 경기가 건조한 가운데 물가 압력을 미리 억제하기 위한 인상이라면 기업은 금리 부담을 지면서도 양호한 수요를 바탕으로 이를 감당할 여지가 있다. 반면 물가 대응이 시급해진 상황에서는 경기 부담에도 긴축 속도를 높여야 할 수 있다. 여기에 수요 둔화까지 겹친다면 기업은 영업 여건의 악화와 자금조달 비용 상승을 동시에 겪게 된다.

경기건조형 인상 +10.7%,
물가대응형 인상 -1.1%
수익률은 인상의
배경이 같았다

실제 성과도 인상 배경에 따라 달랐다. 본 자료의 경기건조형 인상 국면에서 S&P500은 평균 10.7% 상승했고 13개 국면 중 12개에서 올랐다. 물가대응형에서는 평균 1.1% 하락했고 상승은 5개에 그쳤다. 다만 이는 사후 분류에 따른 비교로, 대응 지연이나 인상 속도의 영향을 따로 입증한 것은 아니다. 물가대응형 모두에서 경기가 둔화한 것도 아니지만, 인상의 배경과 당시 수요 여건을 함께 살펴야 할 필요성을 보여준다.

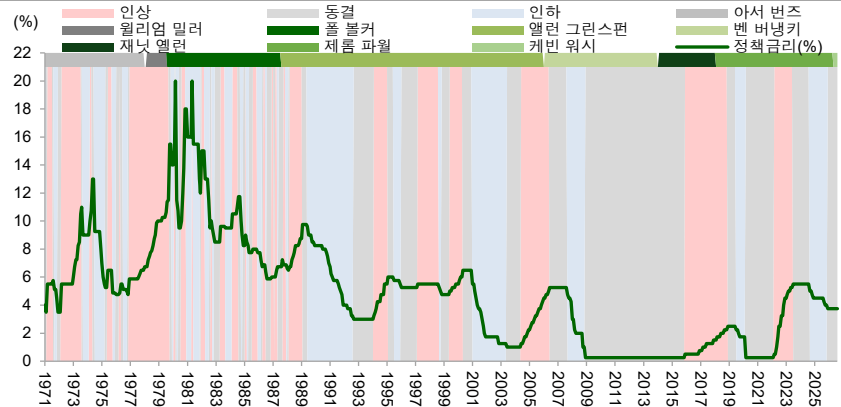
부담스러운 조합은
수요 둔화 속
빠른 긴축

주식시장에 특히 부담스러운 조합은 수요가 약해지는데도 물가 때문에 빠른 긴축을 이어가야 하는 상황이다. 수요 둔화로 이익 전망이 낮아지는 가운데 금리 상승으로 투자자가 같은 이익에 지불하려는 가격까지 낮아질 수 있기 때문이다. 반대로 수요가 건조하고 인상이 점진적으로 진행된다면 이익 증가가 금리 부담을 일부 상쇄할 여지가 있다. 인상의 이유와 속도, 이를 감당할 경기 여력이 함께 중요하다.

인플레이션의 수준과
감당 여력을 동시에 살펴야

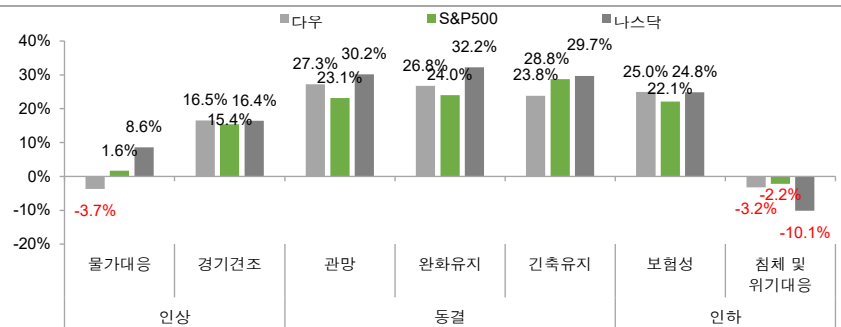
이번에도 확인할 것은 인상 가능성이 낮아지는가 보다는 물가 대응이 늦어져 더 강한 긴축이 필요해지는지다. 그렇기 때문에 일차적으로 인플레이션 상황에 따라 긴축의 필요성을 판단하고, 소비와 고용으로 그 부담을 감당할 여력을 살펴야 한다. 수요가 유지되는 가운데 진행되는 인상이라면 곧바로 주식시장 전체의 회피 신호로 볼 필요는 없다.

도표 1. 미국 정책금리 국면 분류(1971-현재)



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 정책금리 국면별 평균 연율수익률



주) 나스닥 지수는 1971.02 부터 데이터 존재

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

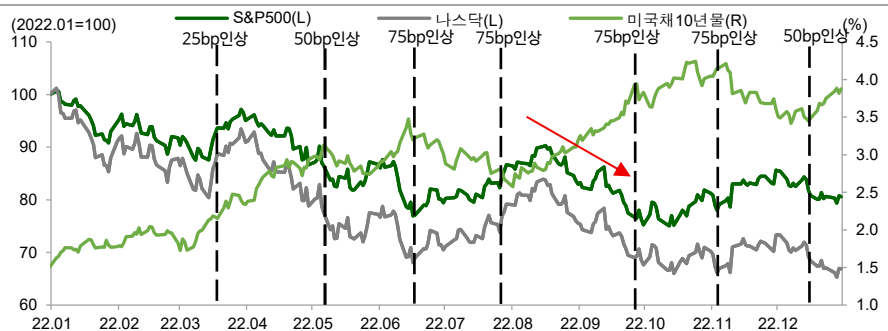
도표 3. 정책금리 국면별 평균 수익률 및 상승 횟수(1970년~현재)

유형	횟수	평균 개월	다우		S&P500		나스닥	
			수익률	상승 횟수	수익률	상승 횟수	수익률	상승 횟수
인상	물가대응	13	6.9	-2.2%	7 / 13	-1.1%	5 / 13	2.0%
	경기건조	13	10.5	10.2%	10 / 13	10.7%	12 / 13	12.6%
동결	관망	20	3.6	6.6%	16 / 20	6.0%	15 / 20	8.2%
	완화유지	8	18.9	30.2%	8 / 8	34.2%	8 / 8	52.8%
	긴축유지	9	3.8	-1.2%	5 / 9	0.6%	5 / 9	0.3%
인하	보험성	15	3.8	5.8%	11 / 15	5.8%	10 / 15	7.0%
	침체 및 위기대응	12	10.7	-2.2%	6 / 12	-2.9%	7 / 12	-6.3%

주) 나스닥 지수는 1971.02 부터 데이터 존재해 표본 개수 상이

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2022년 정책금리 425bp 인상의 여정과 주가 지수



주) S&P500, 나스닥 지수는 연초=100 기준

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

1990년 이후 미국 정책금리 인상과 KOSPI 케이스 스터디

(1) 결론: 미 금리 인상에도 투자 기회는 국내 여건에 따라

1990년 이후 6번의
미 금리 인상기 동안
KOSPI의 수익률은
천차만별

1990년 이후 여섯 차례 연준의 정책금리 인상기에서 한국 증시는 일관된 흐름을 보이지 않았다. KOSPI는 1994~1995년 -4.0%, 1997~1998년 -51.1%, 1999~2000년 -15.4%, 2004~2006년 +60.7%, 2015~2018년 +5.6%, 2022~2023년 -2.5%의 수익률을 기록했다. 2004~2006년에는 425bp의 큰 폭 인상에도 가장 크게 올랐지만, 한 차례 25bp 인상 이후 동결 기간까지 포함한 1997~1998년에는 외환위기로 절반 넘게 하락했다. 인상 여부나 폭만으로 한국 증시의 방향을 설명하기는 어렵다.

전체 수익률만으로는 투자자가 경험한 흐름을 충분히 알기 어렵다는 점도 중요하다. 비슷한 수익률로 끝난 국면이라도 인상 중 꾸준히 상승했는지, 크게 하락한 뒤 회복했는지에 따라 투자 환경은 달랐다. 이를 살펴보기 위해 단발성 인상이었던 1997년을 제외한 다섯 국면을 인상 시작 6개월 전부터 종료 6개월 후까지 비교했다. 인상 배경과 함께 국내 경기 및 금융 여건이 주가 흐름에 어떻게 작용했는지에 초점을 맞췄다.

2004~2006년
: 금리 인상 중에도
중국 수출 성장과 개인 펀드
유입으로 주가 상승

2004~2006년은 금리 인상 중에도 상승 추세가 이어진 사례다. 미국에서는 경기·고용 개선에 맞춰 완화적인 통화정책을 점진적으로 정상화했다. 같은 시기 국내에서는 중국의 성장과 투자 확대가 수출을 이끌었고, 내수 회복과 개인 투자자의 주식형 펀드 자금 유입도 주가를 뒷받침했다. 금리는 올랐지만 국내 기업의 매출과 이익이 늘어날 여건도 함께 좋아지면서 긴축 부담을 흡수할 수 있었다.

1994~1995년과
2015~18년
: 상승 출발했으나
인상기 후반 상승폭 반납

반면 인상 중 상승하다가 다시 약해진 경우도 있었다. 1994~1995년에는 인상 초반의 조정 이후 반등했지만 후반에는 상승세가 꺾였다. 2015~2018년에는 제로금리 정상화가 진행되는 가운데 2017년 반도체 호황에 힘입어 상승했으나, 2018년 무역분쟁과 이익 전망 악화로 상승분을 상당 부분 반납했다. 인상 시작 당시의 경기 여건이 양호하더라도 이후 국내 기업의 영업 여건과 투자심리가 달라지면 주가 방향도 바뀔 수 있었다.

1999~2000년
: 인상 종료 후에도 약세,
대우사태와 IT 버블

1999~2000년은 인상 종료가 주가 회복으로 이어지지 않은 사례다. 미국에서는 금융불안 완화와 견조한 성장에 따라 앞선 위기 대응성 금리 인하를 되돌리기 시작했다. 국내에서는 대우그룹 사태 이후 자금시장 불안과 펀드 환매가 부담으로 작용했고, 2000년에는 글로벌 IT 버블 붕괴까지 겹치면서 인상이 끝난 뒤에도 증시 약세가 이어졌다. 금리 인상 종료만으로 국내 금융불안과 IT 업종의 과도한 기대가 해소될 수는 없었던 국면이다.

2022~2023년
마지막 인상 전에
회복 시작

2022~2023년에는 반대의 흐름이 나타났다. 이미 높아진 물가에 대응해 인상 속도가 빠르게 높아지면서 증시가 크게 하락했지만, 마지막 인상 이전부터 회복이 시작됐다. 물가 둔화에 따른 향후 긴축 부담 완화 기대가 형성됐고, 2023년에는 반도체 감산에 따른 수급 개선과 AI 관련 성장 기대도 더해졌다. 당시 반도체 실적은 여전히 부진했지만 시장은 이후의 회복 가능성을 먼저 반영한 것으로 볼 수 있다. 전체 인상기 KOSPI 수익률은 -2.5%였으나, 그 안에는 큰 폭의 하락과 회복이 함께 들어 있었다.

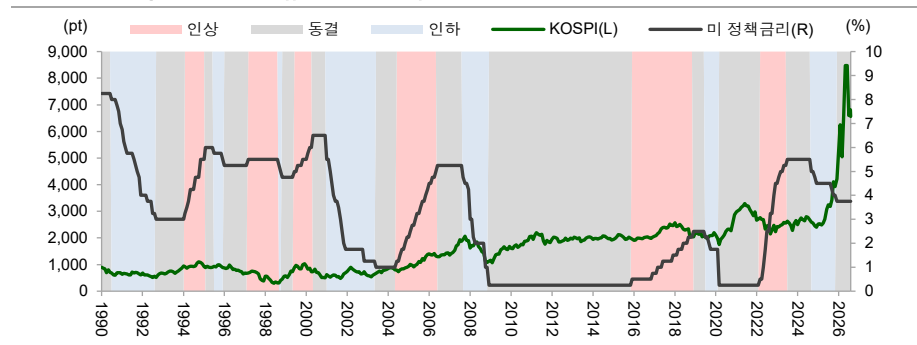
경계할 것은
물가 대응이 늦어져
급해지는 긴축

그럼에도 미국의 물가 대응이 늦어져 금리를 급하게 올려야 하는 상황은 특히 경계할 필요가 있다. 이 경우 긴축 부담이 커질 수 있는 만큼, 국내 경기와 기업이익이 이를 얼마나 흡수할 수 있는지가 중요하다. 반대로 인상이 점진적으로 진행되더라도 국내 금융불안이나 업황 악화가 겹친다면 주가 회복은 지연될 수 있다. 결국 미국의 인상 배경과 속도에 더해 국내 경기와 금융 여건을 함께 판단해야 한다.

AI 밸류체인
의 이익체력이
국내 증시 버팀목
9/10 PPI · 9/11 CPI
경계심의 분기점

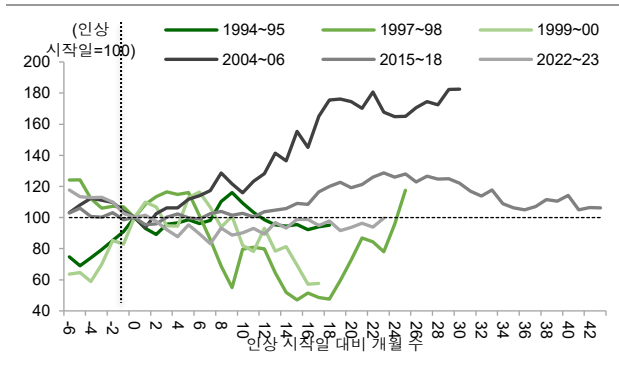
AI 밸류체인의 견조한 이익 체력은 금리 부담 속에서도 국내 증시의 버팀목이다. 다만 매크로 불확실성이 해소되기 전까지 시장은 AI 투자 확대가 국내 기업의 지속적인 이익 성장으로 이어지는지 확인하려는 흐름을 이어갈 전망이다. 이번 주 발표되는 미국 물가지표(10일 생산자물가, 11일 소비자물가)는 금리 경계심의 완화 여부를 가를 분기점이 될 수 있다. 이에 따른 변동성은 염두에 두되, 금리 인상 우려만으로 주식 비중을 일괄 축소하기보다는 이익 성장의 근거가 뚜렷한 AI 밸류체인(반도체, IT하드웨어, 전력 인프라 등)을 중심으로 투자 기회를 살펴볼 필요가 있다

도표 5. 미국 정책금리 국면 분류 및 KOSPI 추이



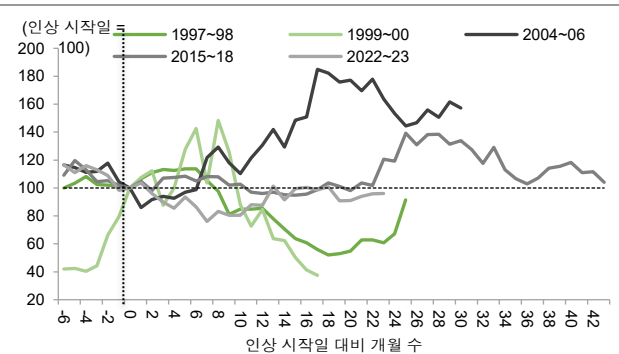
자료: Bloomberg, 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국 정책금리 인상 국면 당시 KOSPI 추이



자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 7. 미국 정책금리 인상 국면 당시 KOSDAQ 추이



자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

1994년은 물가 선제 대응
을 위한 금리 인상이었으나
채권시장 충격 발생

같은 기간
반도체 호황·엔고에 따른
수출 및 설비투자 호조에
KOSPI는 -0.4%에 그침

인상 직후 조정 뒤
가을까지 상승했으나
인상기 후반에
상승폭을 반납

경기·이익이 받치면
곧바로 증시의
추세 하락은
아니었다

(2) 사례별 패턴과 시사점

1) 1994-02-04 ~ 1995-02-01 (11.9개월, 7회 인상, 3.00% → 6.00%, +300bp)

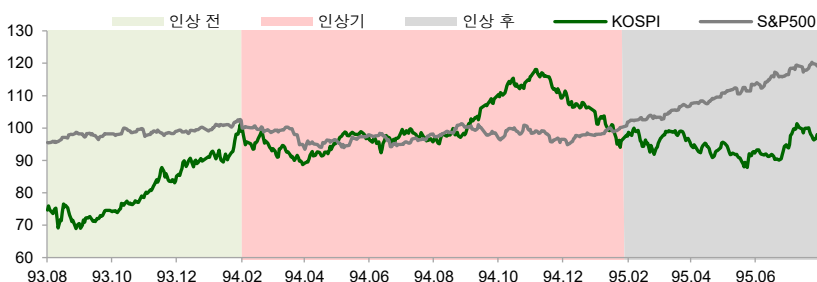
1994년 2월부터 1995년 2월까지 연준은 정책금리를 3.00%에서 6.00%로 올렸다. 당시 소비자물가 상승률은 2.5%로 낮았지만, 경기 확장에 따른 물가 상승을 미리 억제하려는 목적이었다는 점에서 앞서 구분한 경기건조형에 해당한다. 이 과정에서 글로벌 채권시장은 '채권대학살'로 불리는 충격을 겪었으나, 같은 기간 KOSPI 하락률은 4.0%에 그쳤다.

국내에서는 수출과 설비투자가 회복되며 미국의 긴축 부담을 완충하고 있었다. 반도체 호황과 엔화 강세에 따른 가격경쟁력 개선이 기업 실적을 뒷받침하면서, 미국 금리 상승이 금융시장에 부담을 주더라도 국내 기업의 영업 여건까지 함께 나빠지는 상황은 아니었다.

이러한 여건 속에서 KOSPI는 인상 직후 일시적인 조정을 거친 뒤 상승세로 돌아서 1994년 가을까지 오름세를 이어갔다. 한때 인상 시작 당시 수준을 크게 웃돌았으나 후반부에 상승분을 반납하면서 전체 구간 수익률은 소폭 하락으로 마무리됐다. 따라서 시작과 끝의 수익률만으로 평가하기보다는, 긴축이 진행되는 동안에도 국내 경기와 이익 회복을 바탕으로 상당 기간 상승했다는 점에 주목할 필요가 있다.

이 사례는 국내 경기와 이익 여건이 뒷받침된다면 금리 인상이 곧바로 주식시장의 추세적 하락으로 이어지지는 않음을 보여준다. 다만 후반부에는 상승분을 반납했던 만큼, 양호한 경기 여건이 지속적인 강세까지 보장한 것은 아니었다. 금리 인상기 동안의 하락보다는, 국내 기업의 이익 회복이 긴축 중에도 상당 기간 주가 상승을 뒷받침했다는 점에 의미를 둘 필요가 있다.

도표 8. 금리인상 전후 KOSPI, S&P500 추이



자료: Bloomberg, 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

1999~2000년
경기 과열을 대응하기 위해
6회, 총175bp 인상

2) 1999-06-30 ~ 2000-05-16 (10.5개월, 6회 인상, 4.75% → 6.50%, +175bp)

1999년 6월부터 2000년 5월까지 연준은 정책금리를 4.75%에서 6.50%로 총 175bp 인상했다. 실업률이 완전고용 수준까지 낮아진 가운데 경기 과열에 대응한 인상으로, 미국 기준으로는 경기건조형에 해당한다. 다만 이 시기는 글로벌 IT버블의 팽창과 붕괴가 긴축 과정과 겹쳤던 국면이라는 점을 함께 봐야 한다. 금리 인상 중에도 기술주에 대한 낙관은 이어졌으며, 2000년 봄부터 버블이 붕괴하면서 주식시장의 충격이 본격화됐다.

국내에는 주식형 펀드 열풍
IT·벤처에 집중

국내에서는 외환위기 이후 경기 회복 기대와 주식형 펀드 열풍(‘바이코리아 펀드’)이 주가 상승을 뒷받침했다. 한편으로는 인터넷과 정보통신 산업의 성장 기대가 확산되며 IT·벤처기업으로 투자 관심이 집중됐다. 국내 금융시장 불안과 신산업에 대한 낙관이 동시에 존재했던 것이다.

금리 인상 직전 6개월
+57.0%,
금리 인상기 -15.4%

KOSPI는 인상 직전 6개월 동안 57.0% 상승했지만 인상기에는 15.4% 하락했다. 다만 인상 직후부터 줄곧 하락한 것은 아니다. 초반 상승 이후 조정과 반등을 반복했고, 1999년 말에는 인상 시작 당시 수준을 다시 웃돌기도 했다. 이후 인상 후반부에 약세로 기울었으며, 인상이 끝난 뒤에도 하락이 이어졌다. 국내 금융시장 불안에 IT버블 붕괴까지 겹쳤다는 점에서, 전체 구간의 하락을 미국 금리 인상만으로 설명하기는 어렵다.

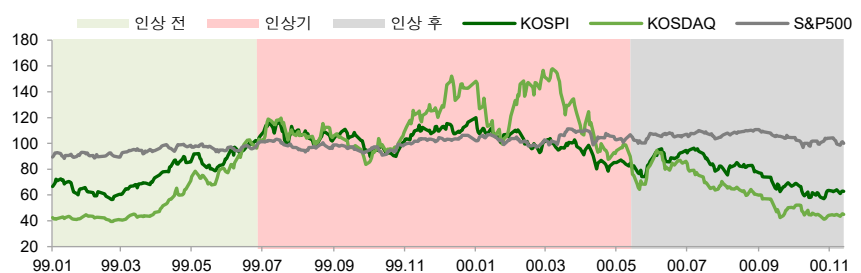
KOSDAQ +138.8%
긴축 중이던
2000년 3월 고점
= IT버블 붕괴의 시기

IT버블의 영향은 KOSDAQ에서 더욱 뚜렷하게 나타났다. 인상 직전 6개월 동안 이미 138.8% 급등했음에도 상승세가 끝나지 않았고, 긴축이 진행 중이던 2000년 3월에는 인상 시작 당시 수준을 크게 웃돌았다. 금리 부담보다 인터넷과 정보통신 산업의 성장 기대가 주가에 더 강하게 작용했던 흐름이다. 따라서 이 국면의 전반부는 금리 인상이 곧바로 성장주 강세를 꺾기보다, 긴축 중에도 특정 산업에 대한 쓸림과 과열이 이어질 수 있음을 보여준다.

성장주에 대한 기대가
흔들리자
증시 부진은 금리 인상
이후에도 한동안 지속

그러나 IT 성장 기대가 흔들리자 주가도 빠르게 되돌려졌다. KOSDAQ은 인상 후반부에 상승분을 반납하며 인상기 수익률이 -10.1%로 마무리됐고, 종료 후 6개월 동안에도 49.9% 추가 하락했다. 인상기 전체 수익률만 보면 하락폭이 제한적으로 보이지만, 실제로는 그 안에 가파른 상승과 급락이 함께 담겨 있다. 특히 인상 종료 이후에도 낙폭이 확대됐다는 점은 당시 증시 조정이 금리 부담을 넘어 IT기업의 성장 기대와 주가에 대한 하향 조정까지 추가적으로 반영했음을 시사한다.

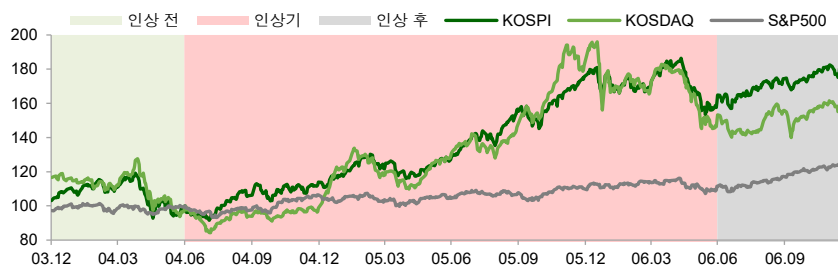
도표 9. 금리인상 전후 KOSPI, KOSDAQ, S&P500 추이



자료: Bloomberg, 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

2004~2006년 17회, 총 425bp 인상	3) 2004-06-30 ~ 2006-06-29 (24.0개월, 17회 인상, 1.00% → 5.25%, +425bp) 2004년 6월부터 2006년 6월까지 연준은 정책금리를 1.00%에서 5.25%로 올렸다. 경기 확장 속에서 완화적인 금리를 정상화하는 과정으로, 총 425bp를 인상했지만 매번 25bp씩 일정한 속도를 유지하면서 시장이 긴축에 적응할 여지가 있었다. 누적 인상은 폭은 컸으나, 그 규모만으로 주식시장이 받는 부담을 판단하기는 어려웠던 국면이다.
미 금리 인상에도 불구하고 KOSPI +60.7% 중국 성장 수혜 및 적립식편들 유입	이 기간 KOSPI는 60.7% 상승했다. 중국의 고성장과 투자 확대가 국내 수출을 이끄는 가운데 카드 사태 이후 내수도 점차 회복되면서 기업의 영업 여건이 개선됐다. 여기에 적립식편들을 통한 자금 유입이 더해져 실적과 수급이 함께 주가를 뒷받침했다. 금리 상승으로 자금조달 부담이 높아지는 동안에도 기업의 매출과 이익을 늘릴 수 있는 수요 기반은 확대되고 있었다.
조선, 증권, 건설, 기계 가 강세장을 주도	상승을 이끈 업종은 조선, 증권, 건설·건축, 기계였다. 조선과 기계는 세계 교역과 투자 확대의 수혜를 받았으며, 증권은 증시 상승과 투자자금 유입에, 건설·건축은 국내 경기 회복에 힘입어 강세를 보였다. 수출과 국내 경기 회복의 수혜가 여러 업종으로 확산되면서, 방어적인 업종보다 경기민감 업종이 시장을 주도했다.
금리 인상 초반 조정 뒤 긴 상승 추세	주가 흐름에서도 이러한 여건이 드러났다. KOSPI는 인상 초반 조정을 거친 뒤 긴 상승 추세를 이어갔으며, 중간에 등락이 있었지만 연준의 추가 인상이 곧바로 추세를 꺾지는 못했다. 긴축이 이어지는 동안에도 수요 확대와 이익 개선이 지속되면서 금리 부담을 상쇄한 것으로 해석할 수 있다.
점진적 금리 인상과 국내 기업의 수출 실적 및 내수 개선의 영향	이 국면의 특징은 점진적인 금리 인상과 국내 수출·내수·수급의 개선이 함께 나타났다는 점이다. 일정한 인상 속도가 정책 불확실성을 줄이는 가운데, 기업 실적과 주식시장으로의 자금 유입이 상승을 뒷받침했다. 어느 한 요인만으로 설명하기보다는 긴축 부담을 감당할 여건이 시장 전반에 형성돼 있었다는 점에 주목할 필요가 있다.
금리 인상 폭뿐만 아니라 인상 속도 및 당시의 경기 여건이 더 중요	따라서 이 사례는 큰 폭의 금리 인상이 반드시 주식시장의 약세로 이어지는 것은 아님을 보여준다. 2년에 걸쳐 총 425bp를 올렸음에도 KOSPI가 상승할 수 있었던 배경에는 금리 상승과 함께 확대된 기업의 이익 기회가 있었다. 인상 폭뿐 아니라 인상이 진행되는 속도와 그 기간의 경기·이익 여건을 함께 살펴야 하는 이유다.

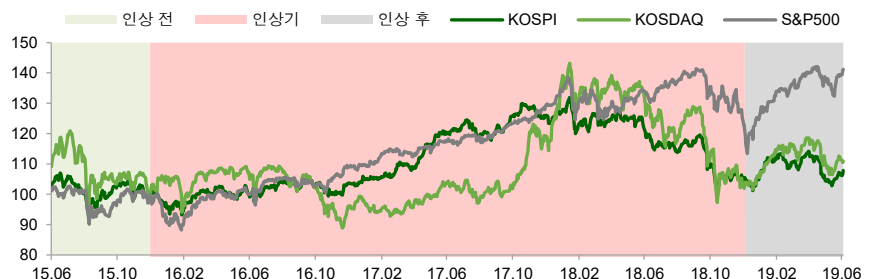
도표 10. 금리인상 전후 KOSPI, KOSDAQ, S&P500 추이



자료: Bloomberg, 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

2015~2018년 9회, 총 225bp 인상을 통한 제로금리 정상화	4) 2015-12-16 ~ 2018-12-19 (36.1개월, 9회 인상, 0.25% → 2.50%, +225bp) 2015년 12월부터 2018년 12월까지 연준은 정책금리를 총 225bp 인상했다. 물가에 쫓기기보다는 금융위기 이후 장기화된 제로금리를 정상화하는 과정이었다. 첫 인상 이후에는 중국발 금융시장 불안과 브렉시트 등으로 추가 인상에 신중한 모습을 보였으나, 이후 경기와 고용 회복에 대한 자신감이 높아지면서 점차 인상 속도를 높였다.
KOSPI 2017년 최고치 기록 뒤 2018년에 상승폭 반납	이 기간 KOSPI는 5.6% 상승했지만, 3년 내내 정체된 흐름을 보인 것은 아니다. 초반의 불안을 지나 2017년에는 반도체 실적 호조와 외국인 매수에 힘입어 사상 최고치를 경신했고, 2018년에는 상승분을 상당 부분 반납했다. 하나의 인상기 안에 뚜렷한 상승장과 하락장이 함께 있었던 만큼, 전체 수익률만으로 당시 시장을 설명하기는 어렵다.
2017년 상승 동력은 반도체 이익 개선	2017년 상승을 뒷받침한 것은 반도체를 중심으로 한 기업이익 개선이었다. 서버와 데이터센터 수요 증가가 메모리 업황 호조로 이어지면서 삼성전자와 SK하이닉스의 이익이 크게 늘었고, 외국인 매수도 주가 상승에 힘을 보탰다. 연준의 인상이 이어지고 있었지만 국내 주력 수출기업의 이익 전망이 개선되면서 긴축 부담을 상쇄할 수 있었다.
미 금리 인상 기간 국내 반도체 수익률 +52.0%, KOSPI를 크게 상회	반도체 업종은 전체 인상기에도 52.0% 상승해 KOSPI를 크게 웃돌았다. 금리가 오르는 환경에서도 수요 확대와 실적 개선이 뚜렷한 업종은 강세를 보일 수 있었던 것이다. 특히 지수의 최종 상승률이 한 자릿수에 그쳤다는 점과 비교하면, 같은 긴축 환경에서도 업종별 이익 여건에 따라 성과가 크게 달라졌음을 알 수 있다.
2018년 무역분쟁 업황 우려로 분위기 반전되며 하락 반전	그러나 2018년에는 미·중 무역분쟁이 격화되고 반도체 업황과 기업이익에 대한 우려가 커지면서 시장 분위기가 바뀌었다. 앞서 주가 상승을 이끌었던 수출과 이익 개선에 대한 기대가 약해지는 가운데 긴축 부담까지 이어지며 KOSPI는 상승분을 반납했다. 금리 정상화라는 정책 기조가 유지되는 동안에도 국내 기업이 마주한 대외 수요와 이익 전망은 달라졌던 셈이다.
기업 이익 사이클 하강과 대외 여건 악화가 동시에 영향	이 사례의 핵심은 같은 인상기 안에서도 기업이익과 대외 여건의 변화에 따라 주가 방향이 달라졌다는 점이다. 2017년에는 반도체 이익 개선이 금리 부담을 넘어섰지만, 2018년에는 무역분쟁과 업황 우려가 더해지면서 상승세가 꺾였다. 따라서 전체 기간을 완만한 상승 국면으로 묶기보다는, 이익 확대가 긴축을 상쇄했던 시기와 그 기반이 약해졌던 시기를 구분해서 볼 필요가 있다.

도표 11. 금리인상 전후 KOSPI, KOSDAQ, S&P500 추이



자료: Bloomberg, 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

2022~2023년
11회, 총 525bp 인상

2022년 증시 급락 뒤
2023년 반등 성공해
전체 기간 수익률은
-2.5%에 불과

추가 긴축의 강도가 낮아질
것이라는 기대에 금리 인상
사이클이 끝나기 전에
증시 회복 시작

2차전지 투자 열풍 및
반도체 사이클 저점 통과
기대가 반등을 뒷받침

같은 금리 인상 구간에서도
주가 지수 경로 상향기와
완화기를 구분할 필요

5) 2022-03-16 ~ 2023-07-26 (16.3개월, 11회 인상, 0.25% → 5.50%, +525bp)
2022년 3월부터 2023년 7월까지 연준은 정책금리를 총 525bp 인상했다. 40년 만의 높은 물가에 대응하기 위해 네 차례 연속 75bp 인상을 단행하는 등 긴축 속도를 빠르게 높였다는 점에서, 앞서 구분한 물가대응형의 전형에 해당한다. 국내에서는 환율 급등과 자금시장 불안까지 겹치며 기업과 주식시장이 긴축에 적응할 여유가 크지 않았다.

KOSPI는 2022년 큰 폭으로 하락했으나, 물가 둔화와 인상 종료 기대가 확산된 2023년 상반기에는 상당 부분 반등했다. 그 결과 전체 인상기 하락률은 2.5%에 그쳤지만, 이를 긴축 충격이 작았던 사례로 보기는 어렵다. 최종 수익률에는 급격한 긴축에 따른 하락과 이후 부담 완화를 반영한 회복이 함께 담겨 있기 때문이다.

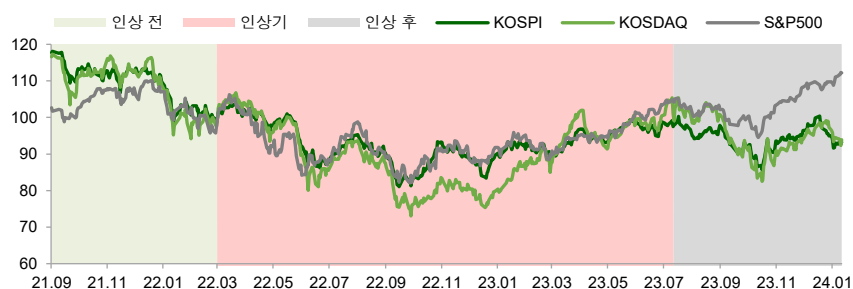
2022년에는 높은 물가가 이어지면서 예상보다 빠르고 큰 폭의 인상이 필요하다는 인식이 확산됐다. 이에 따라 시장이 예상하는 금리 경로도 계속 높아졌고, 경기와 기업이익 둔화 우려까지 더해지며 주가가 압박받았다. 당시 부담은 금리 수준의 상승뿐 아니라, 앞으로 얼마나 더 올려야 할지 가능하기 어려웠다는 데에도 있었다.

반면 물가 상승률이 정점을 지나고 인상 폭이 축소되면서 시장은 긴축의 끝을 바라보기 시작했다. 추가 반등은 마지막 인상을 확인한 뒤가 아니라 추가 긴축의 강도가 낮아질 것이라는 기대가 형성되는 과정에서 나타났다. 정책금리는 계속 오르고 있었지만, 앞으로 더해질 부담에 대한 시장의 평가는 달라진 것이다.

여기에 2023년 상반기 반도체 업황 회복 기대와 2차전지 투자 열기가 더해지며 반등을 뒷받침했다. 반도체는 당장의 실적 부진 속에서도 이후 업황 개선 가능성이 주가에 반영됐고, 2차전지는 성장 기대를 바탕으로 투자자금이 집중됐다. 따라서 당시 회복은 금리 부담 완화뿐 아니라 업종별로 다음 이익 사이클을 선반영하는 움직임이 함께 작용한 결과로 볼 수 있다.

이 사례는 빠른 긴축이 주가에 충격을 줬던 시기와 인상 종료를 앞서 반영하며 회복했던 시기를 구분해서 봐야 한다는 점을 보여준다. 같은 물가대응형 인상기에도 예상 금리 경로가 높아질 때와 추가 긴축 우려가 줄어들 때의 주가 방향은 달랐다. 전체 구간의 소폭 하락보다는, 물가와 정책 기대의 변화가 기업이익 회복 기대와 맞물리며 하락에서 반등으로 이어진 과정에 주목할 필요가 있다.

도표 12. 금리인상 전후 KOSPI, KOSDAQ, S&P500 추이



자료: Bloomberg, 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

Appendix

도표 13. 1990년 이후 미국 정책금리 국면 구분과 국면별 S&P500 · KOSPI 수익률

	국면	유형	구간 성격	시작	종료	개월	시작 (%)	종료 (%)	변화 (bp)	S&P500 (%)	KOSPI (%)
앨런 그린스펀	동결	관망형	8.25% 유지 (6.3개월)	1990-01-01	1990-07-13	6.3	8.25	8.25	0	3.9	
	인하	침체대응형	인하 18회 연속 (8.25% → 3.00%, -525bp)	1990-07-13	1992-09-04	25.8	8.25	3.00	-525	13.5	-21.0
	동결	완화유지형	3.00% 유지 (17.0개월) · 직전 인하 종료 후	1992-09-04	1994-02-04	17.0	3.00	3.00	0	12.6	77.3
	인상	경기건조형	인상 7회 연속 (3.00% → 6.00%, +300bp)	1994-02-04	1995-02-01	11.9	3.00	6.00	+300	0.1	-4.0
	동결	관망형	6.00% 유지 (5.1개월) · 직전 인상 종료 후	1995-02-01	1995-07-06	5.1	6.00	6.00	0	17.8	-1.1
	인하	보험성형	인하 3회 연속 (6.00% → 5.25%, -75bp)	1995-07-06	1996-01-31	6.9	6.00	5.25	-75	14.8	-3.9
	동결	관망형	5.25% 유지 (13.8개월) · 직전 인하 종료 후	1996-01-31	1997-03-25	13.8	5.25	5.25	0	24.1	-27.3
	인상	경기건조형	인상 1회(+25bp) · 이후 18.2개월 5.50% 유지	1997-03-25	1998-09-29	18.2	5.25	5.50	+25	32.9	-51.1
	인하	보험성형	인하 3회 연속 (5.50% → 4.75%, -75bp)	1998-09-29	1998-11-17	1.6	5.50	4.75	-75	8.6	35.9
	동결	관망형	4.75% 유지 (7.4개월) · 직전 인하 종료 후	1998-11-17	1999-06-30	7.4	4.75	4.75	0	20.5	108.0
	인상	경기건조형	인상 6회 연속 (4.75% → 6.50%, +175bp)	1999-06-30	2000-05-16	10.5	4.75	6.50	+175	6.8	-15.4
	동결	관망형	6.50% 유지 (7.6개월) · 직전 인상 종료 후	2000-05-16	2001-01-03	7.6	6.50	6.50	0	-8.1	-30.2
	인하	침체대응형	인하 13회 연속 (6.50% → 1.00%, -550bp)	2001-01-03	2003-06-25	29.7	6.50	1.00	-550	-27.6	29.3
	동결	완화유지형	1.00% 유지 (12.2개월) · 직전 인하 종료 후	2003-06-25	2004-06-30	12.2	1.00	1.00	0	17.0	16.6
	인상	경기건조형	인상 17회 연속 (1.00% → 5.25%, +425bp)	2004-06-30	2006-06-29	24.0	1.00	5.25	+425	11.6	60.7
벤 버냉키	동결	관망형	5.25% 유지 (14.7개월) · 직전 인상 종료 후	2006-06-29	2007-09-18	14.7	5.25	5.25	0	19.4	45.6
	인하	위기대응형	인하 10회 연속 (5.25% → 0.25%, -500bp)	2007-09-18	2008-12-16	14.9	5.25	0.25	-500	-39.9	-36.8
~ 재닛 옐런	동결	완화유지형	0.25% 유지 (84.0개월) · 직전 인하 종료 후	2008-12-16	2015-12-16	84.0	0.25	0.25	0	127.0	69.5
~ 제롬 파월	인상	경기건조형	인상 9회 연속 (0.25% → 2.50%, +225bp)	2015-12-16	2018-12-19	36.1	0.25	2.50	+225	20.9	5.6
	동결	관망형	2.50% 유지 (7.4개월) · 직전 인상 종료 후	2018-12-19	2019-07-31	7.4	2.50	2.50	0	18.9	-2.6
	인하	위기대응형	인하 5회 연속 (2.50% → 0.25%, -225bp)	2019-07-31	2020-03-16	7.5	2.50	0.25	-225	-19.9	-15.3
	동결	완화유지형	0.25% 유지 (24.0개월) · 직전 인하 종료 후	2020-03-16	2022-03-16	24.0	0.25	0.25	0	82.6	55.1
	인상	물가대응형	인상 11회 연속 (0.25% → 5.50%, +525bp)	2022-03-16	2023-07-26	16.3	0.25	5.50	+525	4.8	-2.5
	동결	긴축유지형	5.50% 유지 (13.8개월) · 직전 인상 종료 후	2023-07-26	2024-09-18	13.8	5.50	5.50	0	23.0	-0.7
	인하	보험성형	인하 6회 연속 (5.50% → 3.75%, -175bp)	2024-09-18	2025-12-10	14.7	5.50	3.75	-175	22.6	60.6
~ 케빈 워시	동결	긴축유지형	3.75% 유지 (8.7개월) · 직전 인하 종료 후	2025-12-10	2026-09-02	8.7	3.75	3.75	0	10.8	58.7

주)인하: 보험성형, 위기대응형, 침체대응형/인상: 경기건조형, 물가대응형/동결: 관망형, 완화유지형, 긴축유지형으로 임의 분류

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

9/4 KOSPI 종가
6,687pt,
주간 수익률 -1.5%

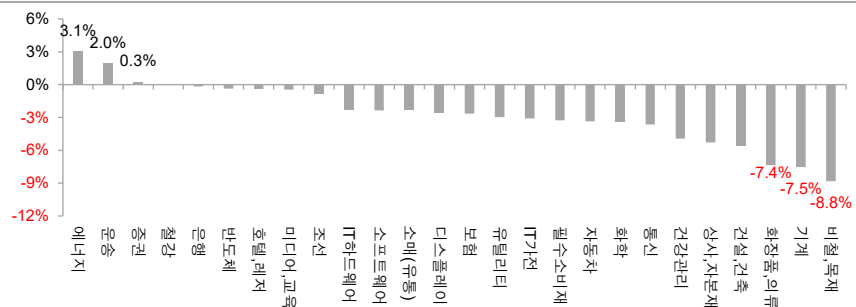
이익 모멘텀 측면에서도
非IT 업종으로의
확산 포착

한국 증시 동향

지난주 KOSPI는 6,687pt로 마감하며 주간 수익률 -1.5%를 기록했다. 주 초 중동 지역의 무력충돌 재격화로 국제유가와 미국 장기금리가 동반 상승하면서 투자심리가 크게 위축되었다. 이후 주 후반에는 월러 이사의 완화적 발언으로 국제금리 상승세가 진정되고 반도체 대형주를 중심으로 저가 매수세가 유입되며 낙폭을 일부 만회했다.

한편 주가지수 부진에도 불구하고 KOSPI 12개월 선행 EPS 추정치는 건조한 이익 모멘텀을 유지했다. 업종별로는 에너지, 보험, IT가전의 이익 추정치 상황이 두드러졌으며, 상사/자본재와 철강, 조선, 화장품/의류 역시 개선 흐름을 이어갔다. 반면 반도체와 IT하드웨어의 상황 폭은 상대적으로 크지 않아, 최근 이익 모멘텀이 기존 주도 업종에만 집중되기보다는 일부 非IT 업종으로 확산되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

도표 14. 한국 증시 업종별 주간 수익률(~2026.09.04)



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

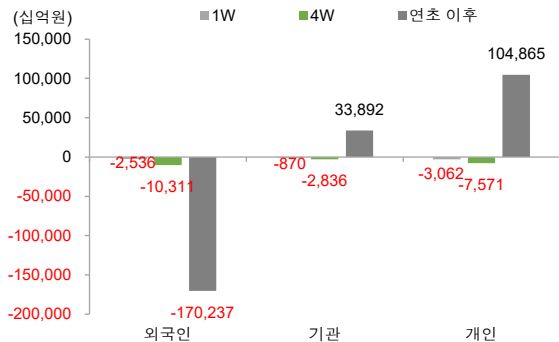
도표 15. 한국 주간 업종별 수익률 및 12MF EPS 추정치 변동 테이블(~2026.09.04)

	주간 수익률 (%)					12M fwd EPS 추정치 변동 (%MoM)				
	08.07	08.14	08.21	08.28	09.04	08.07	08.14	08.21	08.28	09.04
KOSPI	-5.1	11.5	-0.9	-1.8	-1.5	5.3	4.0	5.1	5.2	3.8
KOSDAQ	11.0	8.2	-7.3	4.5	-3.0	2.3	2.3	2.4	1.6	1.9
에너지	4.7	11.5	-2.9	0.4	3.1	5.5	7.5	23.4	22.2	15.3
화학	11.4	4.5	-9.0	9.2	-3.4	7.1	0.5	2.0	-1.9	3.1
비철/금속	11.8	6.4	0.7	10.6	-8.8	-1.1	-1.4	0.2	-0.1	-2.5
철강	6.6	1.6	-7.3	9.1	-0.0	-0.0	5.5	5.0	4.7	4.9
건설/건축	14.6	5.1	-6.9	12.0	-5.6	4.1	3.7	2.9	0.8	-0.7
기계	13.0	6.5	-10.3	13.4	-7.5	4.4	6.6	6.1	3.7	3.4
조선	5.6	2.3	-10.0	3.7	-0.9	9.2	11.2	12.9	12.5	4.8
상사/자본재	8.6	5.7	-5.5	4.1	-5.3	4.0	4.0	3.1	8.6	6.5
운송	4.7	-0.9	-1.5	4.9	2.0	10.4	8.1	5.6	5.5	3.8
자동차	3.3	10.0	-8.6	-3.7	-3.4	1.2	1.1	1.3	0.7	0.4
화장품/의류	10.1	1.5	-2.2	9.4	-7.4	5.1	5.4	5.5	5.6	4.5
호텔/레저	4.9	0.0	-0.9	3.9	-0.4	0.4	0.3	0.4	-0.5	-3.1
미디어/교육	7.7	-3.1	-4.6	4.1	-0.5	0.5	-0.8	-1.5	-1.2	-0.8
유통	2.7	1.7	-4.7	4.1	-2.4	1.6	-0.7	-1.1	-0.7	0.3
음식료/담배	5.8	-2.4	-1.5	5.0	-3.3	2.3	2.0	2.4	2.5	2.8
헬스케어	13.9	2.8	-5.3	2.0	-4.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.8
은행	5.6	-2.4	-3.4	5.3	-0.2	1.7	1.1	1.1	0.4	0.5
증권	-3.0	4.1	-5.9	2.9	0.3	1.3	-0.5	-0.4	-0.6	-1.2
보험	-3.4	4.7	6.5	0.0	-2.7	8.0	10.4	12.3	16.0	14.7
소프트웨어	4.7	5.6	-5.5	2.0	-2.3	0.7	-0.1	-0.1	0.1	1.9
IT하드웨어	12.1	18.2	-14.1	7.6	-2.3	14.5	11.6	11.6	9.5	2.3
반도체	-13.6	17.7	3.0	-6.5	-0.4	5.6	4.2	5.2	5.3	3.9
IT가전	13.0	11.1	-8.6	11.6	-3.1	14.4	9.8	9.0	8.4	13.2
디스플레이	7.1	6.9	-6.6	2.3	-2.6	-13.0	-13.6	-13.6	-0.6	7.0
통신	5.2	7.2	0.1	-0.6	-3.7	3.9	3.5	2.6	2.3	2.3
유틸리티	3.8	-3.5	-4.8	6.4	-3.0	3.2	-11.4	-14.0	-14.7	-14.2

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

지난 한 주간 외국인은 KOSPI에서는 순매도했으나 KOSDAQ은 소폭 순매수했다. 업종 별로는 증권, 은행, 에너지, 운송, 소프트웨어를 중심으로 매수세가 유입됐다. 반도체에 대한 순매도 기조는 이어졌으나 매도 규모는 전주 대비 축소되며 차익실현 강도는 다소 완화됐다. 기관 역시 KOSPI와 KOSDAQ을 모두 순매도했으며, 외국인과 마찬가지로 반도체의 순매도 규모가 가장 컸다. 그럼에도 상사/자본재, 은행, 보험, 에너지, 소프트웨어에 대해서는 선별적으로 매수하며 시장 전반의 비중 확대보다는 실적 및 개별 모멘텀이 유효한 업종을 중심으로 대응하는 모습이 이어졌다.

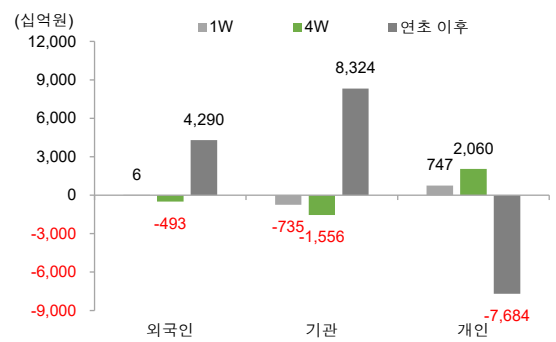
도표 16. KOSPI 투자주체별 누적 순매수 현황



주) 2026.09.04 기준

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

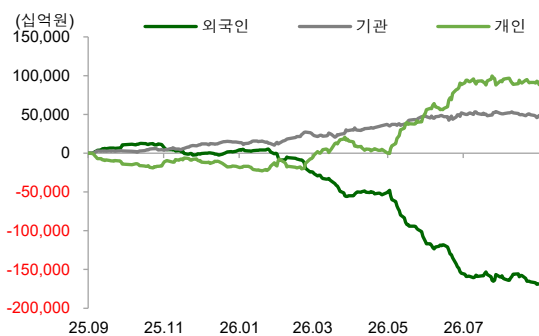
도표 17. KOSDAQ 투자주체별 누적 순매수 현황



주) 2026.09.04 기준

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

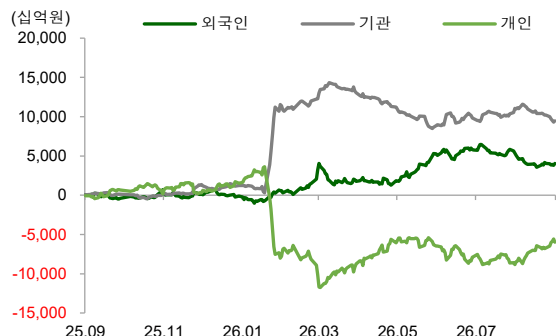
도표 18. KOSPI 투자주체별 누적 순매수 추이



주) 2026.09.04 기준

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 19. KOSDAQ 투자주체별 누적 순매수 추이



주) 2026.09.04 기준

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 20. 주간 외국인 순매수/순매도 상위 업종

업종		순매수/매도 대금(십억원)
순매수 TOP5	증권	126.3
	은행	66.0
	에너지	64.6
	운송	55.1
	소프트웨어	49.4
순매도 TOP5	반도체	-1,117.6
	기계	-380.3
	건강관리	-309.8
	IT가전	-255.8
	상사/자본재	-238.3

주) 2026.09.04 기준

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 21. 주간 기관 순매수/순매도 상위 업종

업종		순매수/매도 대금(십억원)
순매수 TOP5	상사/자본재	901.0
	은행	494.8
	보험	219.6
	에너지	218.0
	소프트웨어	137.8
순매도 TOP5	반도체	-2,576.2
	건강관리	-404.7
	자동차	-299.3
	IT하드웨어	-280.9
	기계	-82.2

주) 2026.09.04 기준

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

이벤트 캘린더

월	화	수	목	금
8/31 G20 재무장관·중앙은행 총재 회의 한 7월 산업생산 한 7월 소매판매	9/1 한 8월 수출입동향 미 7월 JOLTS 보고서 미 8월 ISM 제조업 지수 PANW	9/2 미 8월 ADP 민간 고용 AVGO, HPE	9/3 미 8월 ISM 서비스업 지수 DELL, LULU	9/4 미 8월 고용보고서 미 8월 실업률
9/7	9/8	9/9	9/10 ECB 통화정책회의 미 8월 PPI ADBE	9/11 BRICS 정상회의(12~13일) 미 8월 CPI
9/14	9/15 연준 FOMC(~16일)	9/16 미8월 소매판매	9/17 BOJ 금융정책위원회 BOE 통화정책위원회 CCL	9/18
ORCL				
9/21	9/22	9/23	9/24 미·중 정상회담(예정) COST, NKE	9/25
9/28	9/29 미 8월 JOLTS 보고서 MU	9/30 미 예산안 합의 시한 미 8월 PCE 미 9월 ADP 민간 고용	10/1	10/2

주) 기업 실적 발표일은 추후 변동 가능, 각국 일정은 현지시간 기준
자료 : 신영증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.