

[유안타증권 주식시황 Weekly]

주간: 知

원화 강세에 대응하는 법 (9월 3주)

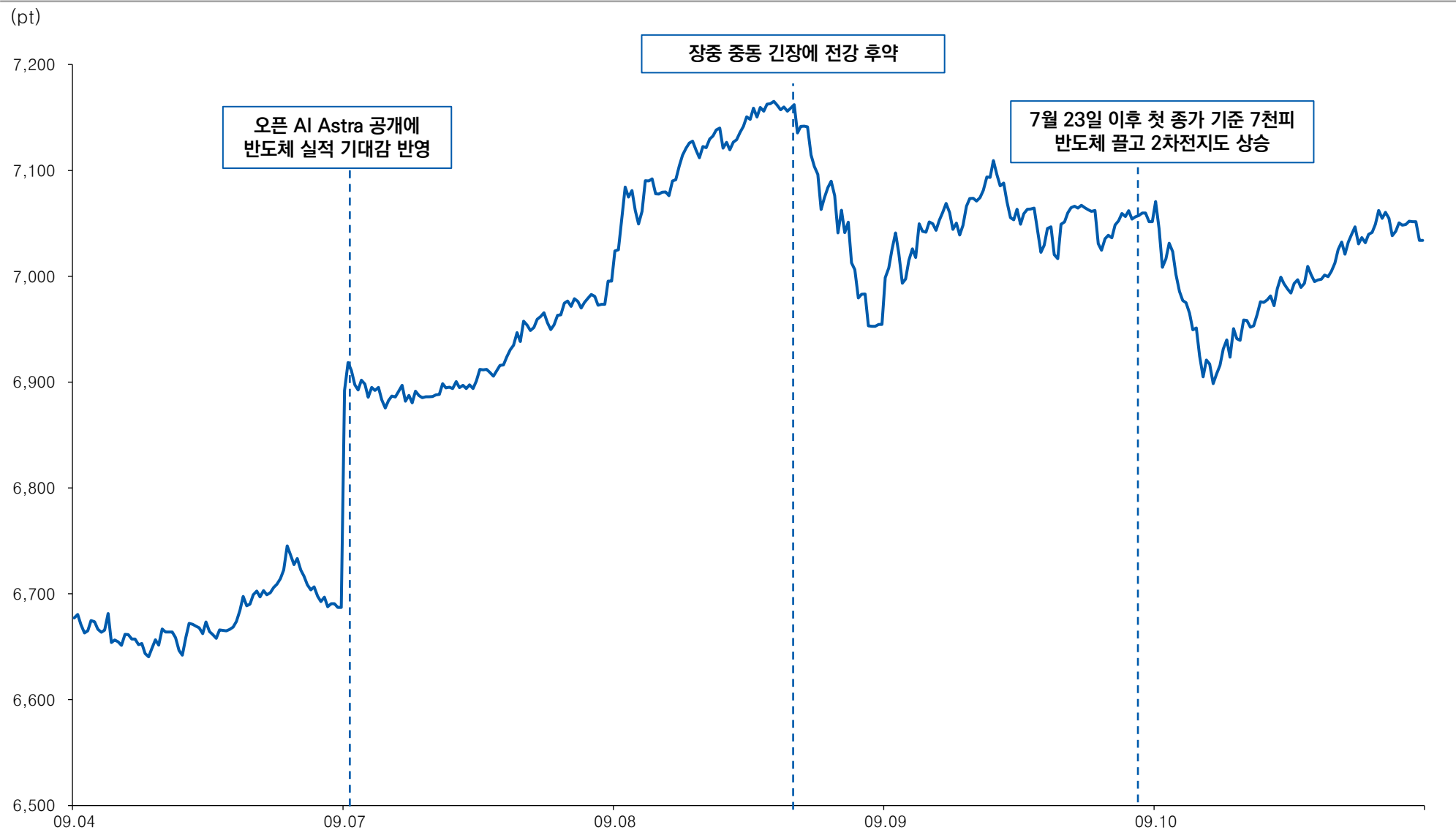
SUMMARY

원화 강세에 대응하는 법 (9월 3주)

- 주간(9/4~9/10) KOSPI, KOSDAQ은 각각 6.9%, 5.9% 상승했습니다. 중동 갈등 심화로 유가가 100달러에 근접하고 고용·생산자물가가 금리를 자극했지만, OpenAI Astra 출시 이후 AI 수요 기대가 재차 강화되며 반도체가 지수 상승을 주도했습니다. KOSPI 이익추정치도 전주 대비 추가 상향됐고 IT가 개선을 주도하는 등 펀더멘털 흐름은 여전히 건조합니다.
- 최근 원/달러 환율의 급락이 수출주 실적 훼손으로 이어질 수 있다는 우려가 높아지고 있습니다. 다만 2009년 이후 원/달러가 12거래일 내 고점 대비 8% 이상 하락했던 과거 10차례 사례에서 KOSPI는 모두 상승했고 12개월 선행 EPS 역시 대체로 개선됐습니다. 과거 원화 강세는 위기 완화/글로벌 유동성 확대/수출 회복 등 주식시장에 우호적인 환경과 함께 나타났던 만큼, 원화 강세 자체보다 이를 유발한 경기와 수급 환경이 주가에 더 중요했던 것으로 판단됩니다.
- 현재가 과거와 가장 다른 부분은 수급입니다. 과거 원화 강세기에는 대부분 외국인 순매수가 동반됐고, 외국인이 매도했던 2017년과 2020년에도 기관·개인이 대체 매수주체 역할을 했습니다. 반면 현재는 7월 이후 외국인이 17조원 이상 순매도한 가운데 기관·개인도 이를 충분히 흡수하지 못하고 있으며, 기타법인의 자사주 매입이 사실상 지수 하단을 지지하는 상황입니다. 결국 원화 강세보다 외국인이 복귀할 수 있는 금리 환경 조성이 지수 상단을 여는 핵심 조건입니다.
- 업종 역시 단순한 원화 강세 수혜주보다 경기와 수급에 민감한 업종의 성과가 좋았습니다. 과거에는 화학, 기계, 에너지, 자동차 등 경기민감 업종이 상대적으로 강했던 반면, 현재는 반도체, IT하드웨어 등 실적 개선이 뚜렷한 업종도 주가 반응이 제한적입니다. 환율 하락만으로 수출주 이익 훼손을 판단하기보다는 수출 물량·판매가격과 이익추정치 변화를 확인할 필요가 있으며, 특히 반도체는 메모리 가격 상승과 AI 수요 확대가 원화 강세 부담을 상당 부분 상쇄할 수 있다는 판단입니다.
- 전략적으로 반도체·KOSPI 대형주 최선호 의견을 유지합니다. 원화는 엔화 강세와 기업 달러 매도, 삼성전자·SK하이닉스의 주주환원 수급 등으로 단기간 급격한 약세 전환 가능성이 낮지만, 환율 효과가 실제 이익에 반영되기까지는 시차가 존재합니다. 오히려 단기 시장의 핵심은 금리입니다. 8월 고용과 생산자물가 모두 연준의 긴축 우려를 충분히 해소하지 못한 가운데 미 10년물 금리가 4.9%까지 상승한 만큼, 다음주 FOMC와 5% 레드라인 돌파 여부가 단기 변동성을 좌우할 전망입니다.

저점을 높여가는 계단식 상승에 7천피 돌파

KOSPI 주간 흐름



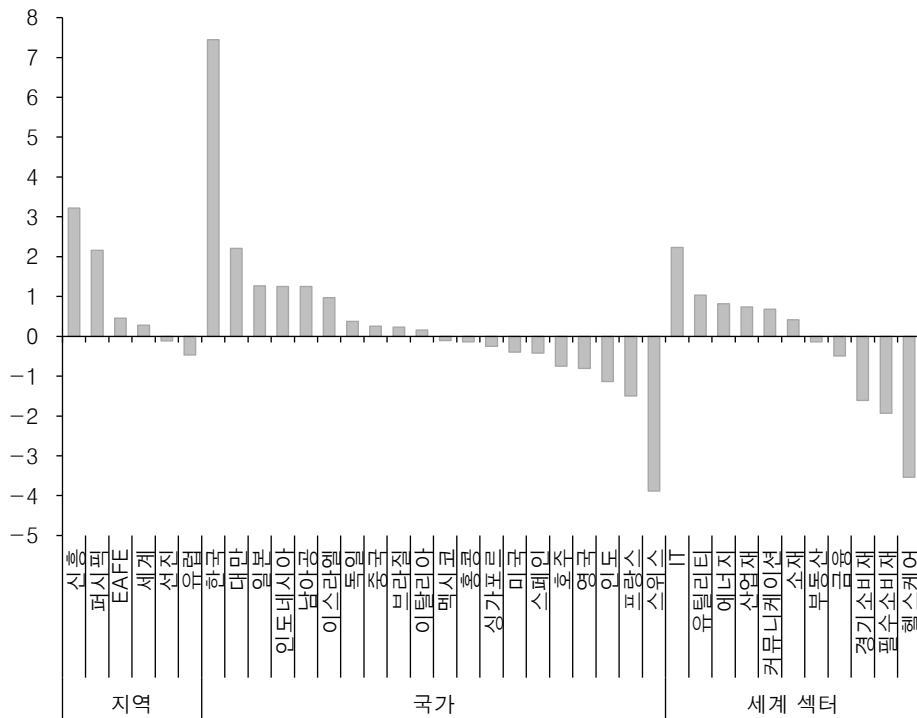
자료: 유안타증권 리서치센터

주간 주식시장 Review : 거친 금리와 불안한 유가에도 K 반도체가 있다

- 주간(9/4~9/10) KOSPI, KOSDAQ 각각 6.9%, 5.9% 상승. 지정학적 갈등 심화로 인한 유가 100달러 돌파, 고용과 생산자물가 비우호적으로 발표되며 시장금리 자극. 그럼에도 OPEN AI Astra 출시 이후 반도체 업종 차별화된 강세
- 업종별로 반도체, 에너지, 건설, 기계 상승. 화장품, 필수소비재, 보험, 은행, 헬스케어, 미디어 업종 하락

주간 세계 주식시장 수익률

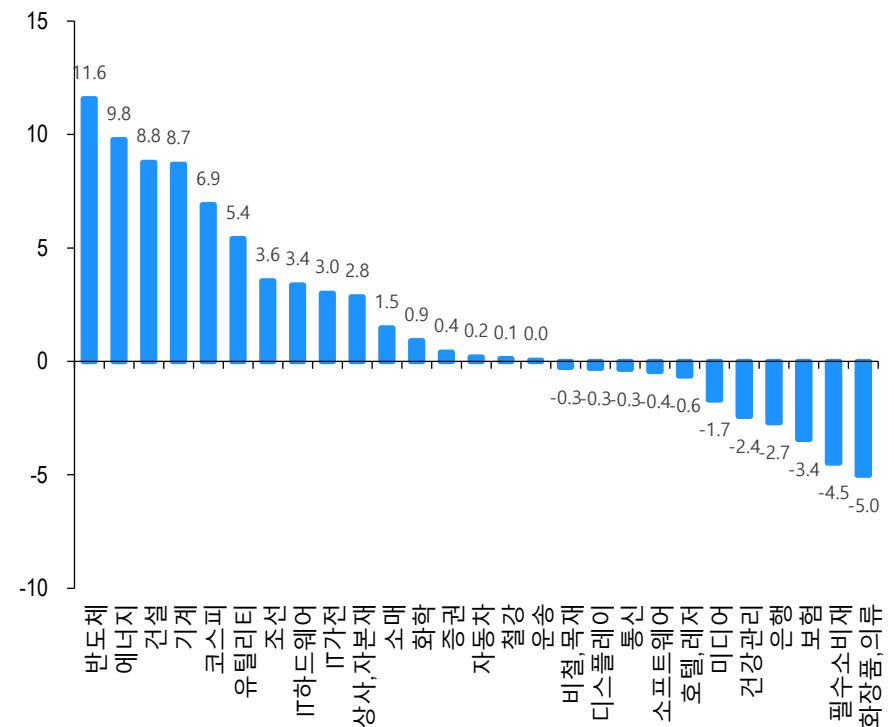
(%)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터/ 주: 9월 9일 종가 기준

주간 KOSPI 업종별 수익률

(%)



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터/ 주: 9월 10일 종가 기준

Age Group	Male (%)	Female (%)
18-24	~45	~55
25-34	~40	~60
35-44	~35	~65
45-54	~30	~70
55-64	~25	~75
65-74	~20	~80
75+	~15	~85

K



자3

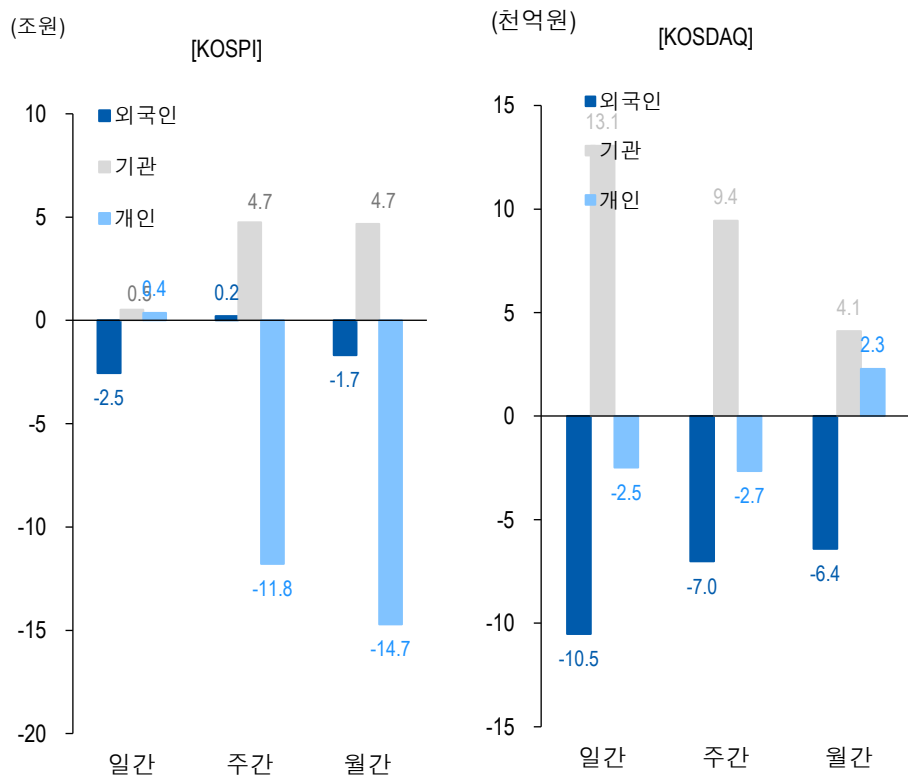
K

지

스마트머니 수급 손바뀜 지속

- KOSPI 주간 외국인 0.2조원, 기관 4.7조원 개인 -11.8조원 순매수. 외국인과 기관 스마트머니 이번주 4거래일 연속 매수에 동참하며 개인투자자 투기성 레버리지 수급에서 외국인 +기관으로 수급의 질 개선 지속. 스마트머니의 방향은 유지됐지만 지정학적 갈등 심화와 금리 상승에 차익실현 매물 일부 출회

KOSPI, KOSDAQ 투자자별 순매수대금



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

주간 KOSPI 투자자별 순매수·매도 상위 업종

	외국인	기관	개인
순매수 상위	에너지	반도체	소프트웨어
	기계	건설, 건축관련	IT하드웨어
	자동차	기계	필수소비재
	운송	조선	화장품, 의류, 완구
	증권	상사, 자본재	건강관리
순매도 상위	상사, 자본재	건강관리	상사, 자본재
	철강	필수소비재	에너지
	화학	소프트웨어	건설, 건축관련
	조선	IT하드웨어	기계
	반도체	자동차	반도체

자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

주간 Market Calendar – 미일 통화정책회의

9월 3주차 주간 일정

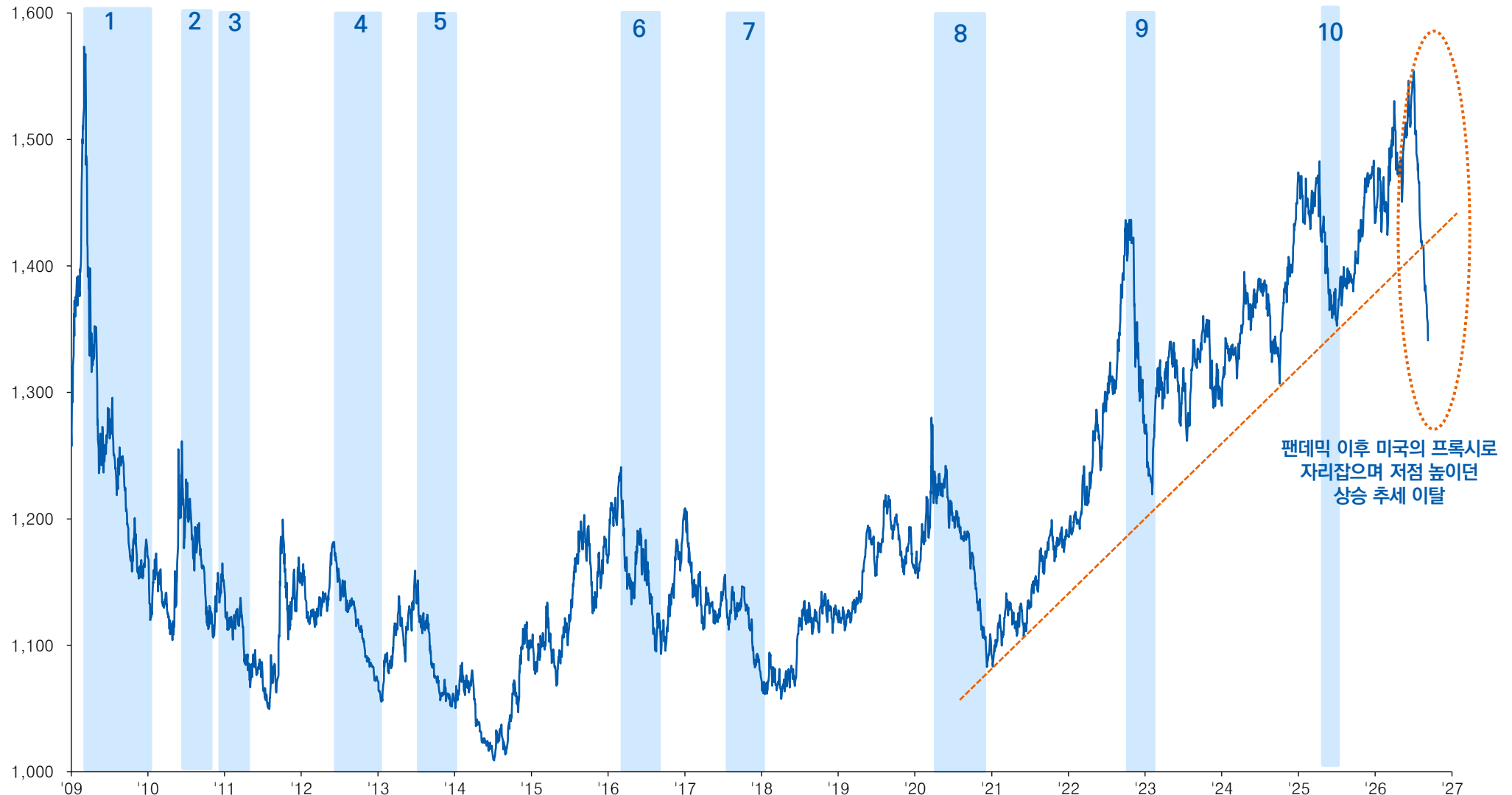
	9월 14일(월)	9월 15일(화)	9월 16일(수)	9월 17일(목)	9월 18일(금)
경제지표			미국) FOMC 결과 발표 8월 소매판매		일본) BOJ 기준금리 결정
정치					
기업					
주목 Point	물가가 예상을 크게 웃돌고 근원 서비스 물가까지 강하다면 다음 주 기준금리 인상 전망이 높아지며 할인율 부담 재확대 가능. 다만 에너지 중심의 일시적인 상회만으로 인상이 확정되는 것은 아님. 발표 직후 2년물 금리와 연방기금금리 선물의 반응을 함께 확인할 필요. 1994년 이후 중간선거 직전 9월 FOMC에서 금리를 인상한 사례는 2018년과 2022년 두 차례. 총 8개 표본 중 25%로 드문 선택이지만 선거를 앞두고 인상이 불가능하다는 주장 역시 성립하지 않음. 변동성에 유의해야할 시점				

자료: 유안타증권 리서치센터/ 주: 현지 시간 기준

원/달러 환율 급락의 역사

120거래일 내 고점 대비 원/달러 환율 8% 이상 하락 Case Study : 현재는 7월 2일 고점 1,555원 대비 13.8% 급락

(원)



팬데믹 이후 미국의 프록시로
자리잡으며 저점 높이던
상승 추세 이탈

원/달러 환율 급락의 배경과 종료 원인

120거래일 내 고점 대비 원/달러 환율 8% 이상 하락 Case Study : 현재는 7월 2일 고점1,555원 대비 13.8% 급락

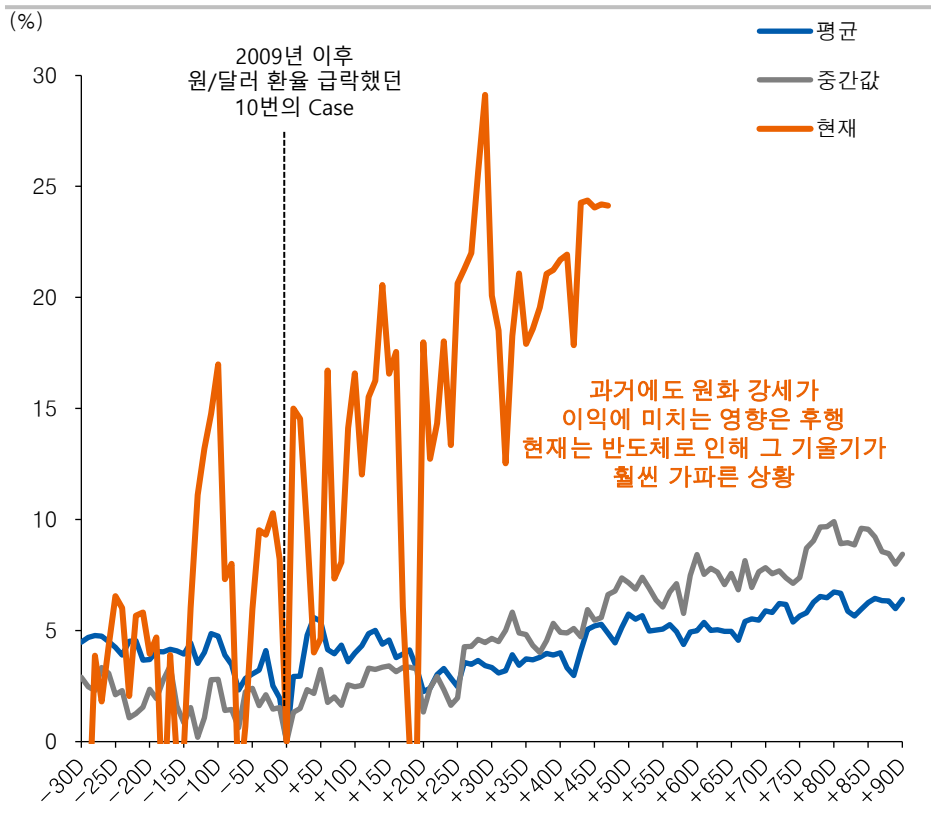
시작일	종료일	원/달러 환율 하락폭 (%)	원화 강세 주요 배경	종료·반전 요인
2009-03-02	2010-01-11	-28.7	금융위기 불안 완화, 미국의 대규모 양적완화, 한국 경상흑자 전환과 외국인 자금 유입	중국 긴축 우려와 그리스 재정위기 부각
2010-05-26	2011-07-27	-16.2	유럽 재정위기 우려 완화, 미국의 추가 양적완화, 수출·경상흑자와 외국인 자금 유입, 한국 금리 인상	미국 신용등급 강등·유럽 재정불안 재부각으로 Risk-off
2012-05-25	2013-01-11	-11	유럽 재정위기 붕괴 위험 완화와 미국의 추가 양적완화, 경상흑자 확대, 한국 국가신용등급 연쇄 상향	아베노믹스·엔저 본격화와 달러 안정
2013-06-24	2014-01-02	-9.6	미국 긴축 우려 진정, 다른 신흥국보다 한국의 대외건전성 부각. 대규모 경상흑자와 외국인 주식 매수	달러 반등과 신흥국 변동성 재확대
2016-02-25	2016-09-07	-12	미국 금리 인상 속도 완화, 중국 경기·유가 불안 진정, 외국인 자금 유입	Fed 인상 재가격과 북핵 리스크
2016-12-28	2017-03-27	-8.1	트럼프 당선 직후 과도했던 달러 강세 되돌림, 한국 수출 호조와 외국인 유입, 국내 정치 불확실성 완화	Trumpcare 철회 이후 달러 약세 정점 통과
2017-07-06	2018-01-02	-8.3	세계 경기 동반 회복과 달러 약세 반도체 중심 수출 호조, 한국 금리 인상 기대	미국 금리 반등과 달러 약세 일단락
2020-03-19	2020-12-04	-15.8	한미 통화스왑과 미국의 대규모 양적완화 달러 약세·위안화 강세, 하반기 수출과 경상흑자 회복	연말 달러 약세 속도 둔화와 당국 경계 강화
2022-09-28	2023-02-02	-15.3	미국 물가 둔화로 금리 인상 속도조절 기대 확대. 달러 고점 통과, 중국 경제활동 재개 기대	미국 고용·물가 재강화로 Fed 긴축 재가격
2025-04-09	2025-06-30	-9	미국 관세정책 불확실성으로 달러 약세, 대만달러 금등 등 아시아 통화 강세 수출기업 달러 매도	급격한 환율 재평가가 상당 부분 진행되며 하락 속도 둔화
2026-07-02		-13.8	달러 신뢰도 약화(재무부 개입), 미국 금리 상승 우려 완화와 엔화 강세, 수출·경상수지 흑자 급증, 기업들의 달러 매도, 한국 금리 인상과 외환시장 개입	진행형. 저점·종료 미확정

자료: 유안타증권 리서치센터

원화 강세 Case Study ① 이익과 지수 흐름은 어땠나?

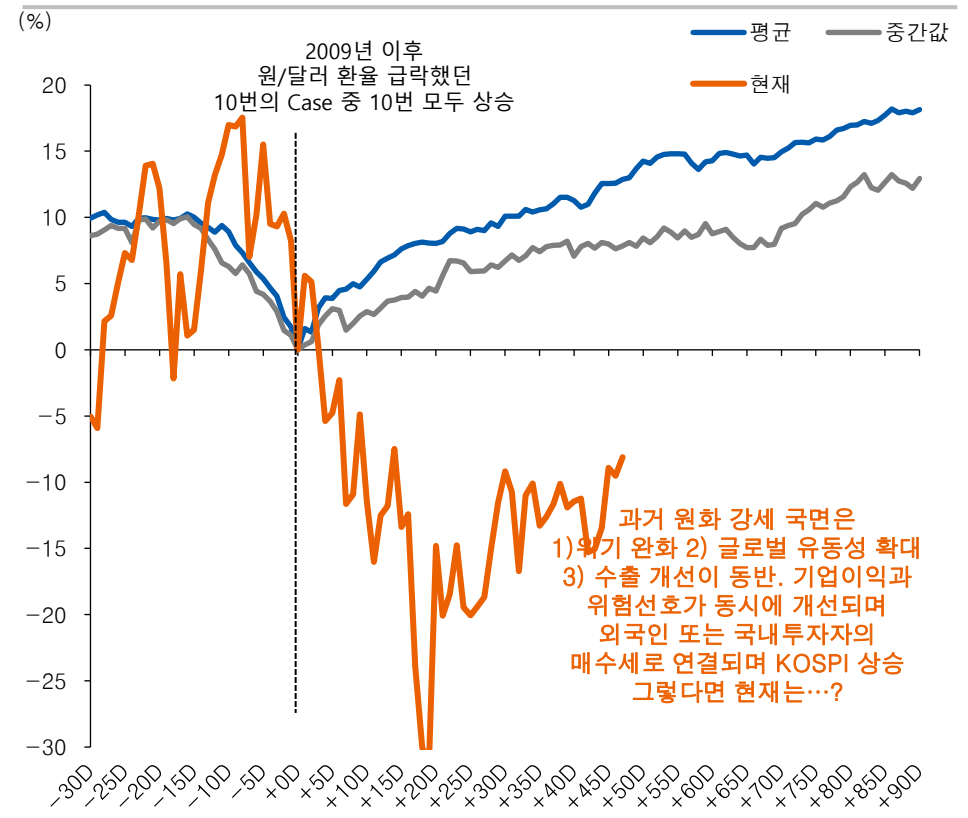
- 과거 10차례 원화 강세 국면에서 KOSPI는 모두 상승했고, 12개월 선행 EPS도 대체로 개선. 원화 강세 자체의 이익 훼손보다 위기 완화, 유동성 확대, 수출 회복 등 원화를 강하게 만든 환경이 기업이익과 위험선호를 동시에 개선시킨 영향
- 반면 현재는 EPS 상향폭이 과거 평균을 크게 웃돌지만 KOSPI는 오히려 하락. 실적과 주가의 괴리가 이례적으로 확대된 상황. 결국 현재의 주식시장 부진은 환율에 따른 이익 훼손보다 외국인 자금 이탈과 밸류에이션 압축의 영향이 더 큰 것으로 판단

과거 원화 강세 Case에서 KOSPI 12개월 선행 EPS 흐름



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

과거 원화 강세 Case에서 KOSPI 흐름

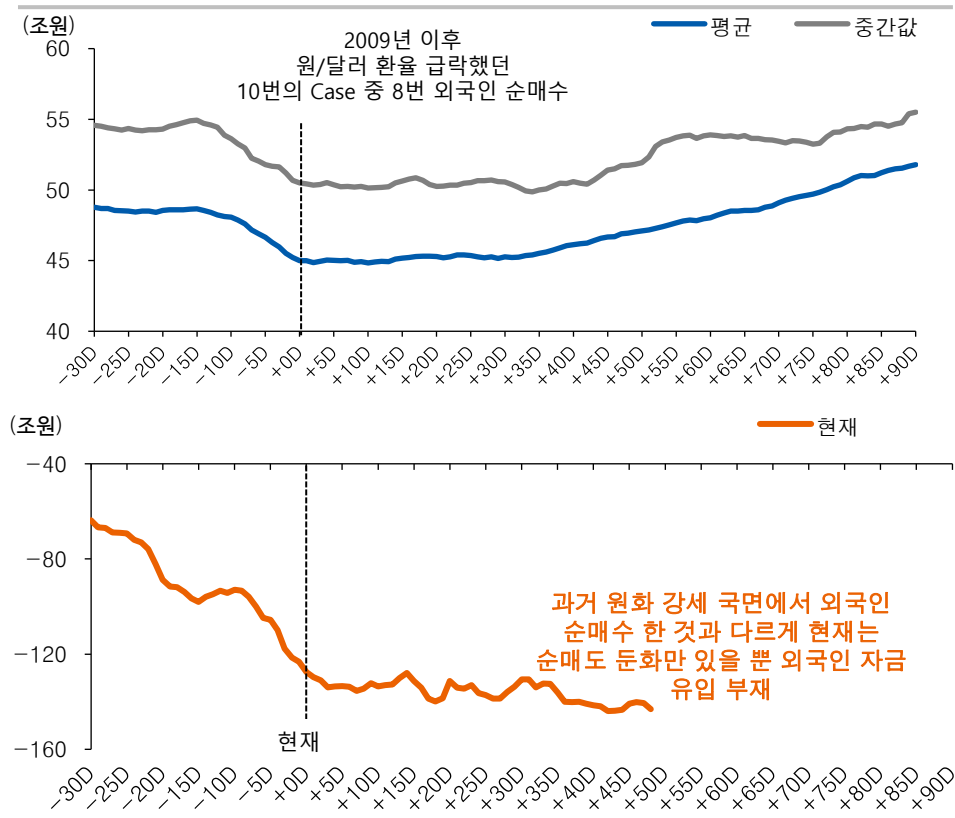


자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

원화 강세 Case Study ② 수급은 어땠나?

- 과거 원화 강세 국면에서는 외국인 순매수가 대체로 동반했으며, 외국인 이탈 사례인 2017년과 2020년의 경우에도 기관과 개인이 대체 순매수주체였음.
현재는 외국인 대규모 순매도 자체는 원화 강세와 함께 둔화 됐으나, 대체 순매수 주체 부재하며 지수 상승을 제약하는 흐름
- 원화 강세 자체보다 '누가 주식을 사느냐'가 중요. 원화 강세가 주가 상승으로 연결되지 못하는 상황에서 주주환원으로 인한 자사주 바이백이 유일한 순매수 주체. 지수 상승 위해서는 순매수 주체인 외국인이 복귀할 수 있는 금리 환경이 제공되어야 할 것

과거 원화 강세 Case에서 외국인 수급 추이



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

현재는 과거와 마찬가지로 외국인 수급도, 대체 매수 주체도 부재

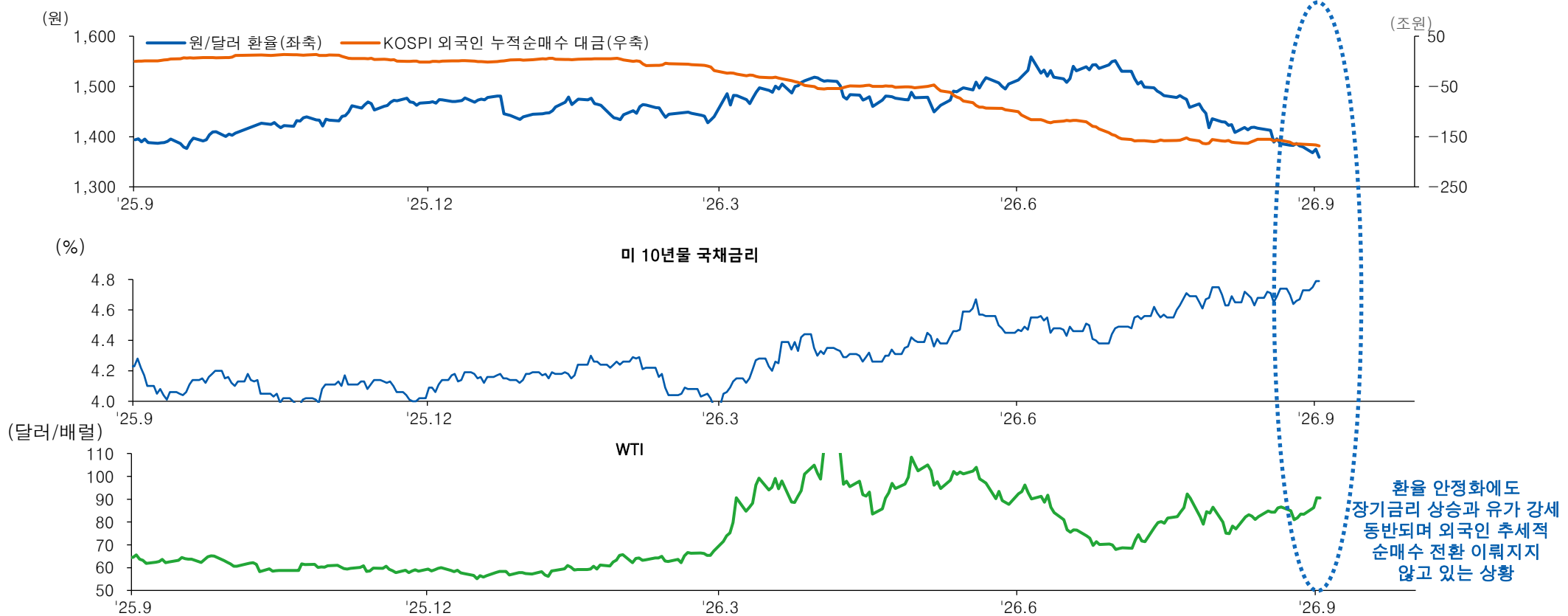
구간	외국인 순매수 대금	기관+개인 순매수 대금	KOSPI 수익률(%)	외국인 이탈 사례 수급 주체
17/07~18/01	-2.5조원	+0.3조원	3.8	기관
20/03~20/12	-9.3조원	+8.7조원	87.4	개인 매수세
26/07~현재 (9월 10일 기준)	-17.2조원	-7.4조원	-15.3	외국인 이탈과 순매수주체 부재 동시 발생. 기타법인(자사주 매입)이 지수하단 지지 중

자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

현재는 금리가 상단을 제약. 핵심 순매수 주체인 외국인 자금 유입 저해

- 9월 시장의 핵심은 여전히 금리. 다음주 FOMC 앞두고 고용 예상치 상회하며 경계감 고조. 중동 갈등과 배럴당 100달러 돌파 직전의 유가는 여전히 하방압력. 고용이 둔화되더라도 유가가 다시 급등한다면 물가 우려를 통해 금리를 자극. 당분간 [고용·물가 지표 → 연준 → 금리]와 [중동 → 유가 → 물가]를 투트랙으로 동시 관찰 필요
- 금리가 상단을 제약하고 주주환원이 하단을 지지하는 기존 시장 구도 역시 유지되는 중. 물가 상승률 둔화 및 지정학적 갈등 완화를 기다려야 할 시간

유가와 금리가 외국인 자금 유입을 제한하며 상단을 제약하는 흐름

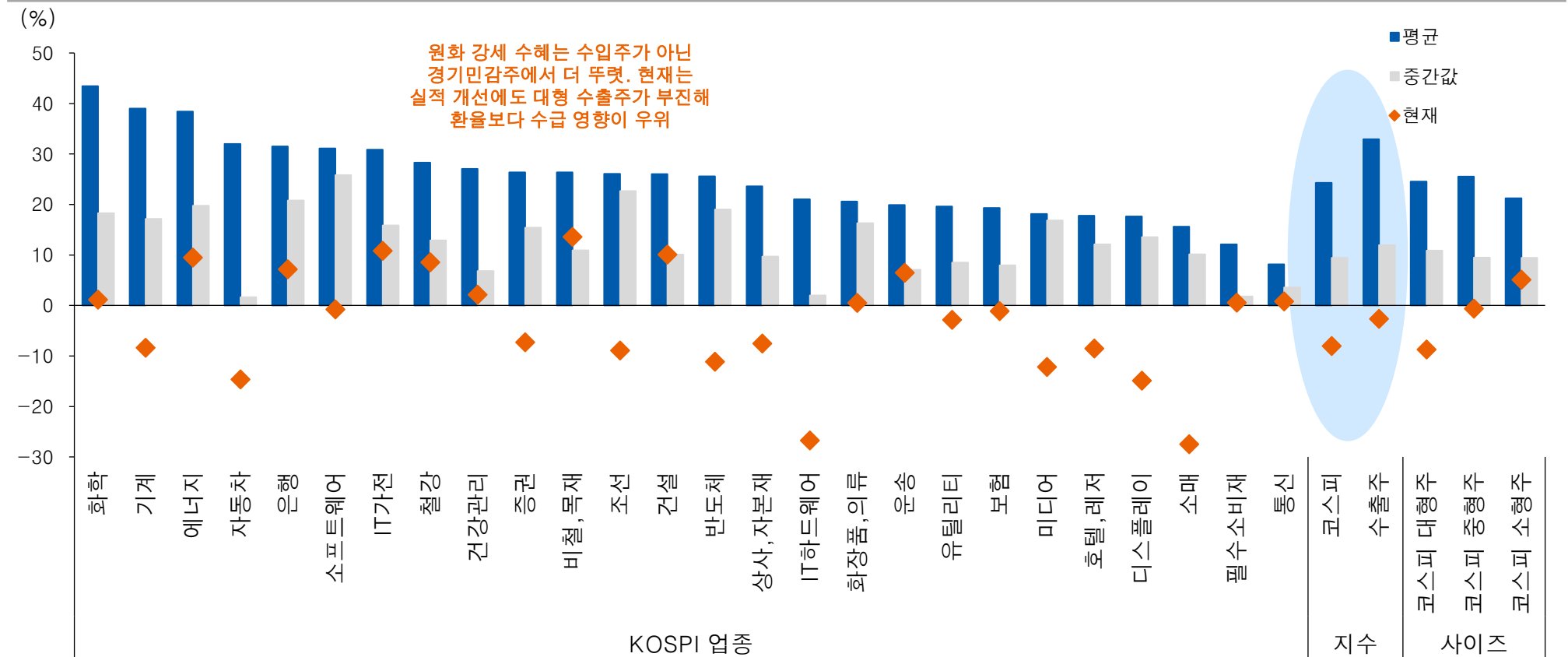


자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

원화 강세 Case Study ③ 업종별 수익률은 어땠나? 수출주가 정말 안 좋을까?

- 과거 원화 강세 시기 주가 성과는 단순 수입원가 수혜보다 경기민감 업종에 집중. 원화 강세 자체보다는 경기 회복과 위험선호 확대, 외국인 수급 개선이 업종 성과를 함께 견인했던 영향으로 판단
- 현재는 실적 개선 업종의 주가 반응도 제한적인 만큼, 환율 수혜 여부보다는 수급 정상화(외국인 자금 복귀)와 멀티플 회복 여부(금리 및 유가 안정)가 업종 선택에 더 중요한 변수

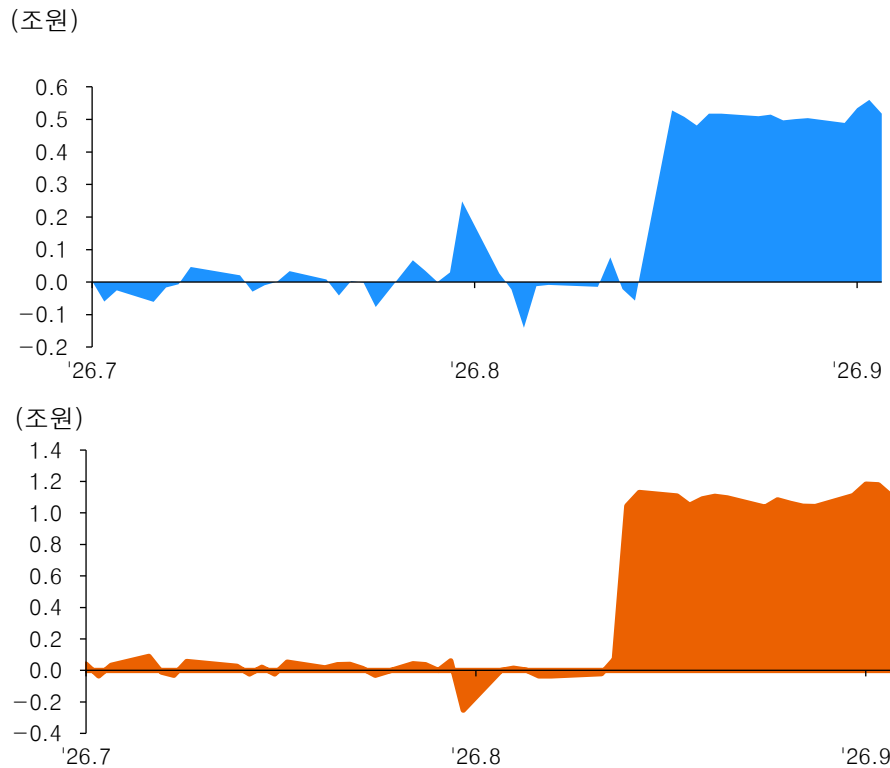
과거 원화 강세 Case 및 현재 원화 강세 진행 구간 업종 및 지수별 수익률



원화 강세 급격히 약세로 돌아서기 어려워 보이는 두가지 이유

- 삼성전자와 SK하이닉스의 자사주 매입은 지수 하방을 지지하는 핵심이며 원화 강세 요인. 반도체 업황에 대한 문제점 여전히 발견되지 않았기에 향후 확대될 영업이익과 FCF는 주주환원 여력의 추가 증대를 기대하게 함. 지속되는 원화 환전 효과는 9월까지 지속 확정. 이후에도 추가 주주환원 기대
- 엔화 역시 BOJ 추가 금리 인상 기대와 미-일의 엔저 안정 의지가 맞물리며 강세 압력 지속. 원화는 엔화와의 높은 동조성 속 엔화 강세가 아시아 통화 전반의 하단 지지, 원화가 단기간 급격한 약세로 되돌아설 가능성 낮추는 요인

삼성전자(위), SK하이닉스(아래) 기타법인 순매수대금 추이



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

엔/달러 환율 추이



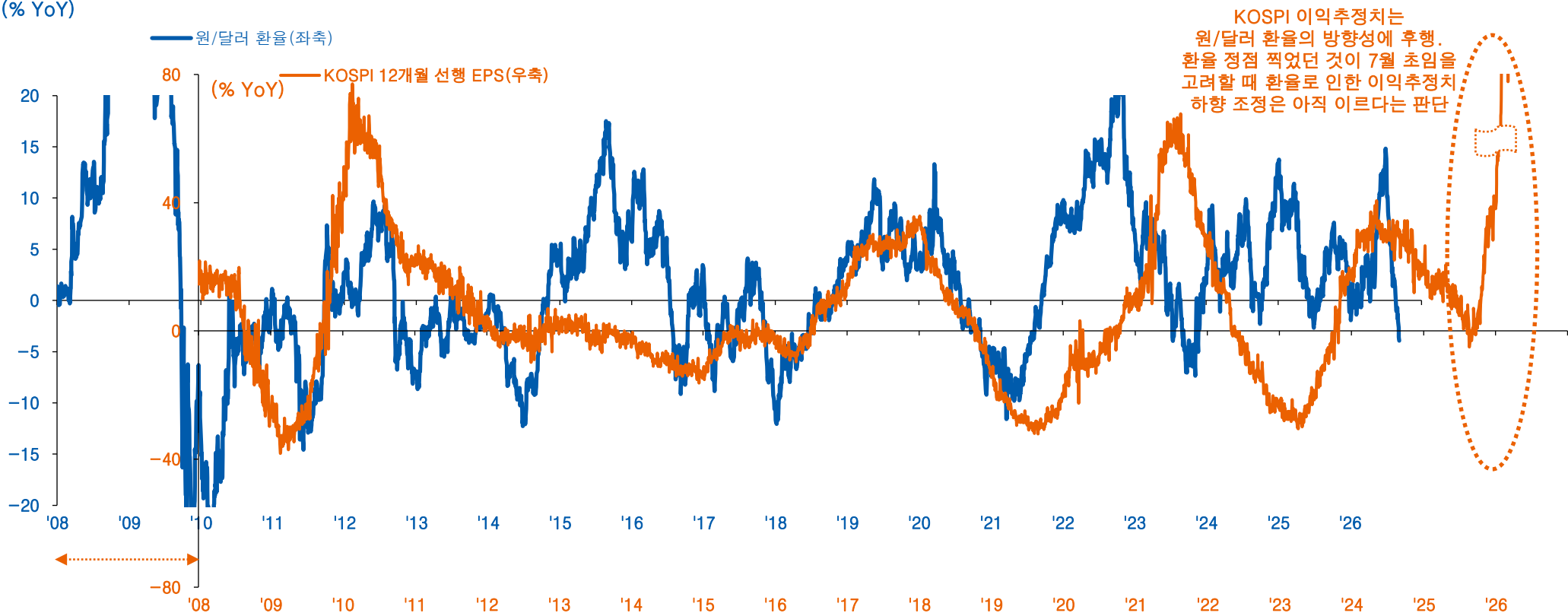
자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

전략) 원화 강세의 이익 부담? 아직은 시차가 필요 & 반도체는 상쇄 가능

- 9월 원/달러 환율 급락은 수출기업 이익 부담 요인. 다만 환율 변화가 실적에 반영되기까지 시차가 존재하는 만큼, 최근 원화 강세를 곧바로 KOSPI 이익 하향으로 연결하기에는 이르다는 판단. 과거 환율과 KOSPI 12개월 선행 EPS 증가율은 시차를 두고 유사하게 흘러왔음. 환율 상승률의 고점이 올해 7월이었다는 점 고려하면, 기존 원화 약세의 이익 개선 효과는 당분간 이어질 가능성. 다만 업종별 환율 민감도와 반영 시차는 상이. 지수 차원에서의 판단
- 결국 환율 부담과 업황 개선의 상대적 크기가 중요. 반도체는 메모리 가격 상승과 AI 수요 확대가 원화 강세 부담을 상쇄할 여지 충분. 환율 하락만으로 지수 이익의 변곡점을 판단하기보단 수출 물량 및 판매가격과 이익추정치 변화 확인이 중요. 다만 최근 강했던 미국향 호실적 수출주는 이익추정치 하향 조정 불가피

원/달러 환율과 KOSPI 12개월 선행 EPS 전년 대비 증가율 추이

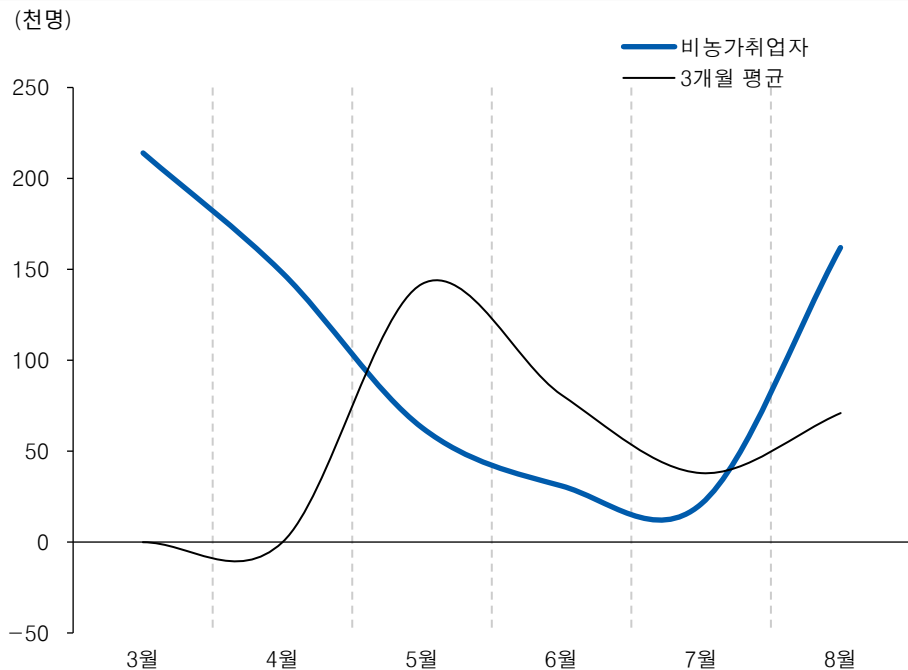
(% YoY)



(매크로) 비농가 고용, 생산자 물가 모두 금리 인상 우려 불식에 실패

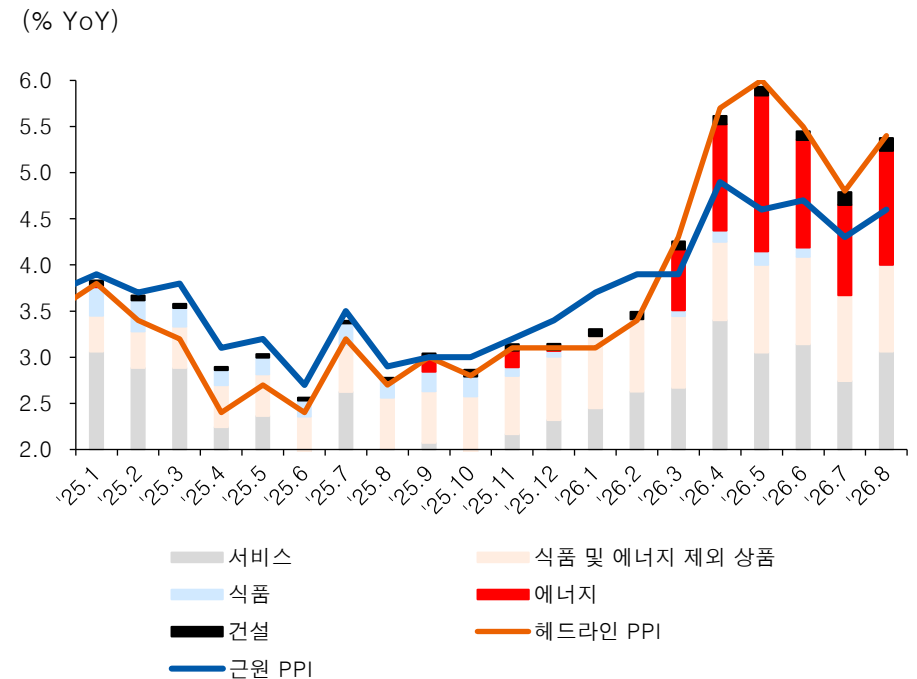
- 8월 비농가취업자는 +16.2만명으로 예상치(+5.3만명) 크게 상회. 6~7월 고용도 합산 +5.5만명 상향 조정. 다만 8월 증가분의 64%가 전월 감소의 되돌림. 6~8월 월평균 증가는 +7.1만명에 그쳐 추세적 고용 과열로 보기는 어려움. 실업률 4.1% 유지와 제조업·건설업 고용 및 근로시간 회복은 경기의 완충력이 여전히 남아 있음을 시사
- 생산자물가 역시 Core PPI의 전월 대비 둔화에도 헤드라인 물가 상승과 전월치 상향 조정 확인. 물가 부담은 여전히 높은 수준. 고용지표도 냉각 신호를 주지 못한 만큼 연준의 긴축 경계 완화는 지연될 가능성. 미국 장기금리 추가 상승 여부와 지정학적 갈등 장기화 가능성이 핵심 변수

예상치 크게 상회한 비농가 고용



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

금리 인상 우려 불식시키지 못한 생산자물가, 결국 유가가 문제다



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

(매크로 → 금리 발작) 23년 10월 미 국채 10년물 금리 5%의 추억...

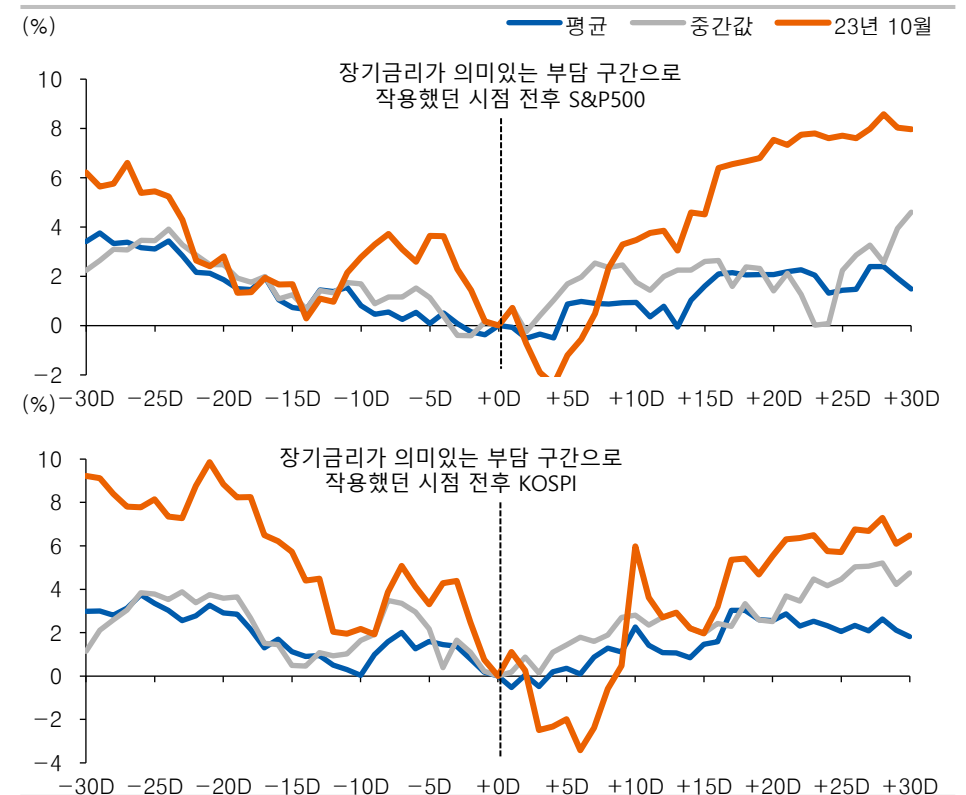
- 9월 10일 미 국채 10년물 금리 4.9% 도달하며 5% 도달 우려 발발. 장기금리 레드라인은 과거에도 여러 차례 존재했으며 S&P500, KOSPI 관계 없이 해당 레드라인 달성 전까지 금리가 주식시장 상단 제약하며 수익률 하락 야기했던 경험칙. 특히 23년 10월 5% 도달 당시 주식시장 충격은 매우 컸음
- 다만, 이후 시장금리 안정화 이뤄지며 주식시장 반등. 장기금리 레드라인은 주식시장의 추세적 매도 신호라기보다 금리 상승이 정점에 가까워졌는지를 확인하는 분기점. 주가 방향을 결정할 것은 레드라인 도달 자체보다 이후 금리의 추가 상승 여부. 단기 변동성은 지속될 전망

미 장기물 금리 주요 '레드라인' 도달 시점

최초 돌파 시점	미 10년물 금리 (%)	핵심 의미
2013-09-05	3.3	버냉키 의장 발 테이퍼 탠트럼. QE 축소 우려로 당시 상징적 스트레스 레벨 도달
2018-10-09	3.3	Fed 긴축 우려 확대. 2011년 이후 최고치. 4Q18 증시 조정 구간
2022-10-21	4.3	2007년 이후 최고치. 인플레이 쇼크와 연속 75bp 인상.
2023-10-23	5.0	Higher for Longer + 재정·국채공급·기간프리미엄 상승. 가장 강한 금리 스트레스 구간
2025-01-14	4.8	강한 고용·인하 기대 후퇴·재정 우려. 이후 시장의 주요 금리 저항선 형성
현재	4.9	9월 10일, 생산자물가 발표 이후 고점 재돌파. 유가·긴축·재정 우려가 결합된 현 시점 레드라인

자료: 유안타증권 리서치센터

금리 레드라인 도달 전후 S&P500(위), KOSPI(아래) 추이

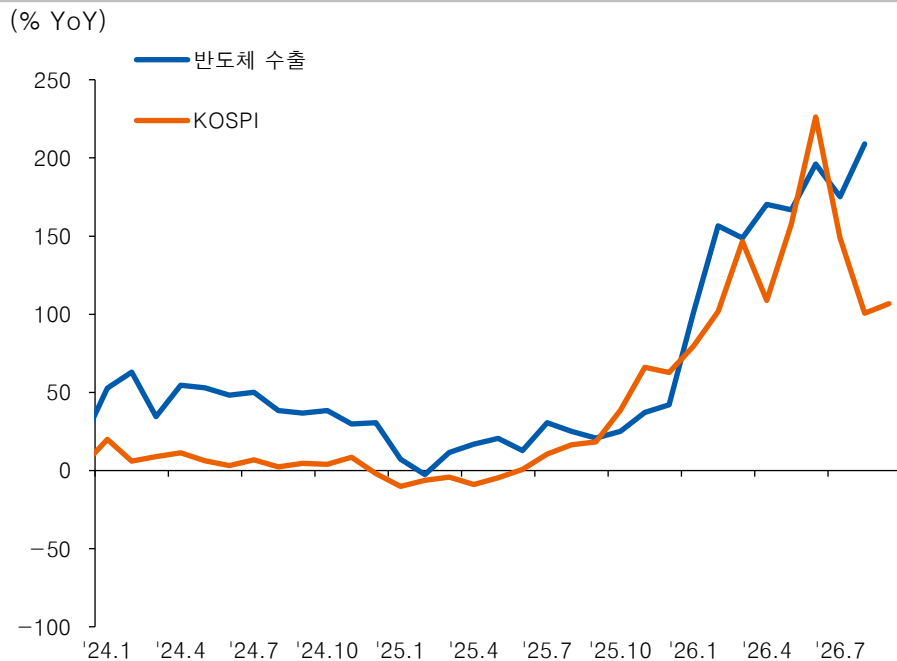


자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

전략) 여전히 펀더멘털보다 앞서간 주가 조정, KOSPI 우위 지속될 전망

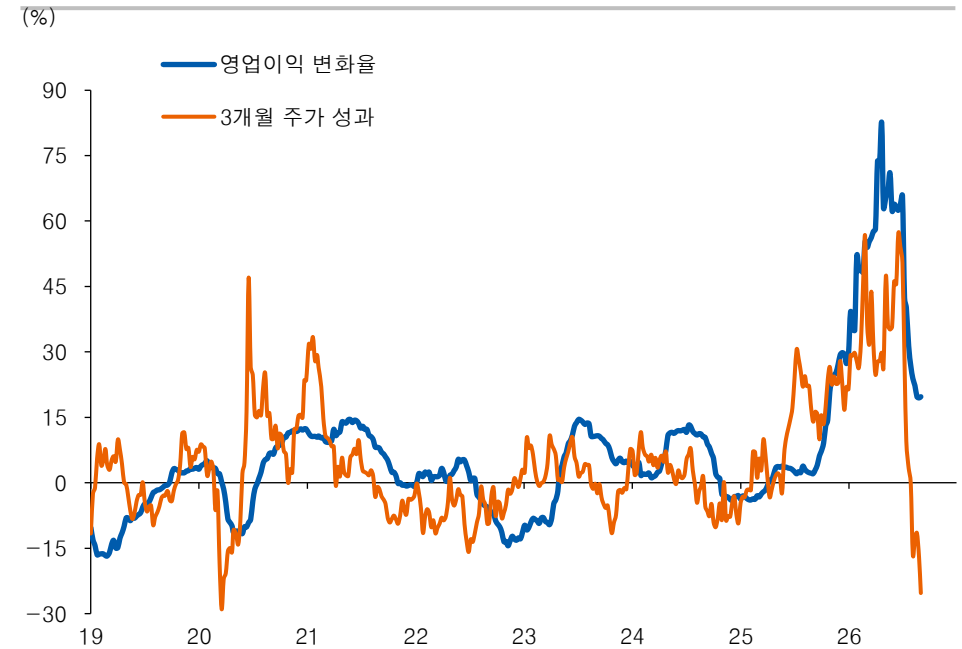
- 최근 낮아지고 있는 것은 AI 연산 수요의 지속성에 대한 의구심. Astra 출시 이후 AI가 단순 질의응답에서 실제 업무를 수행하는 에이전트로 확장될 가능성이 확인됐고, 주요 기업의 컨퍼런스에서도 수요가 학습용 GPU에서 추론·CPU·메모리·스토리지·네트워크로 확산되고 있다는 점 재확인. 메모리 가격과 이익 전망이 함께 상승하면서 AI 투자가 국내 반도체 실적으로 연결되는 경로도 보다 선명해지는 중
- AI 수요와 메모리 실적에 대한 의구심은 낮아지고 있지만 시장 전반으로 온기가 확산되기 위해서는 금리 안정이 필요. 반도체는 호수출·호실적·견조한 AI 수요·주주환원에 낮은 밸류에이션까지 갖춘 최선호 업종이라는 기존 판단 유지
- 물가가 안정적이면 반도체 중심을 유지하면서 전력·냉각 등 AI 인프라와 낙폭과대 성장주로 확산 대응. 물가가 강하면 높은 밸류에이션 종목의 매수를 서두르지 않고 실적이 확실한 반도체·KOSPI 대형주를 변동성 구간에서 분할매수

8월 반도체 수출 호조 지속 KOSPI 주가는 여전히 괴리 과대



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 주가 성과 여전히 이익변화율과의 괴리 과대



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재원)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

주간: 知