

Conviction Call

9월, 12월 금리인상으로의 Fed Call 변화와 투자전략



김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com

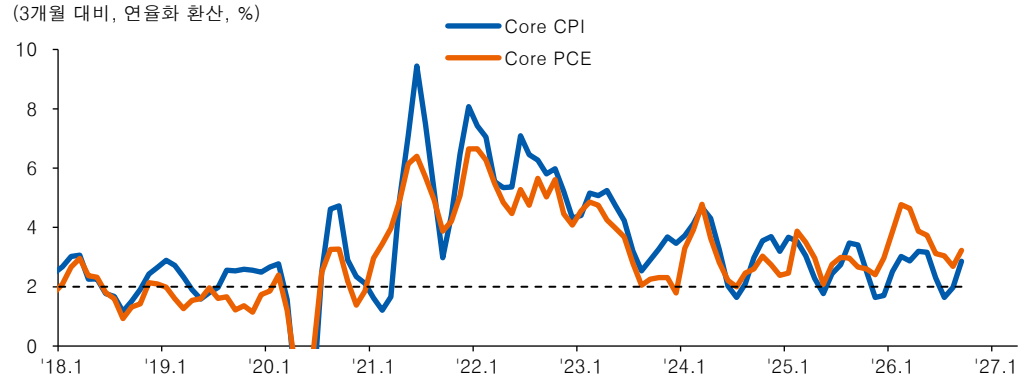
유안타증권은 '26년 Fed Call을 종전 동결 전망에서 9월과 12월 각 25BP 총 2회 인상으로 수정. 전망 변화의 이유는, 1) TACO(Trump Always Chickens Out)에서 광인(狂人) 전략으로의 최근 트럼프 정치/정책/지정학적 노선 변화, 2) 중동 불확실성 재점화 및 국제유가 100\$선 재돌파에 기인한 상품/에너지 관련 물가 리스크 추가 심화, 3) 8월 Core CPI/PPI가 암시하는 바와 같이, 최근 3개월 연율화 기준 2.7%대까지 찾아들었던 Core PCE 물가의 8월 이후 3%대 이상으로의 재상승 가능성, 4) 물가가 2% 목표를 향해 명확하고 충분한 속도로 움직이지 않을 경우 금리인상에 나설 것이라 공언했던 잭슨홀 미팅 당시 케빈 워시 발언(현 물가 수준에서 금리동결시 연준 및 워시 의장의 신뢰도 약화가 불가피) 등을 고려

단, 9월과 12월 총 50BP 인상이 이번 사이클 내 마지막 금리인상이 될 전망(Terminal rate 4.00~4.25%). 8월 CPI 발표 직후 시장은 연내 2회, '27년 추가 2회의 총 4회 연속적 금리인상을 상정하고 있으나, 실제 연준 정책대응은 물가 리스크 적극 통제를 위한 선언적 의미의 단발성 금리인상 수준으로 한정될 것. 1) 연준 정책금리 변화와 밀접한 상관성을 갖는 미국 GDP(산출) Gap의 '27년 이후 음(-) 전환 가능성(추세 이하로의 성장 전환), 2) 추세적 수요요인(Demand-pull) 형태가 아닌, 트럼프발 일시적 공급충격(Cost-push)에 기인한 바가 절대적인 현 인플레이션 압력의 특수성, 3) 고용시장의 질적/양적 둔화와 노동비용의 계속된 하락이 역설하는 핵심/서비스 물가의 Disinflation 추세화 가능성, 4) 근원 물가의 40%가량을 차지하는 주거 관련 물가의 하향 안정화 가능성, 5) 최근 기업/가계측 자금난 및 신용경색 기류 심화 등이 상기 판단의 핵심 논거

궁금한 점은 연준 2회 금리인상 관련 시장금리 및 주식시장 함의 판단. 그간 오리무중이었던 케빈 워시의 연준이 인플레이 파이팅을 위한 본격 행동개시에 나선다는 사실은 상승일로의 기대 인플레이션 및 Term Premium 제동에 긍정적으로 작용할 소지. 관건은 9월 경제전망(SEP)과 점도표가 될 것인데, '27년 이후 추세 이하의 성장, Core PCE 물가의 2% 목표 수렴, 장기 중립금리(현 Longer run 금리전망 3.0625%)로의 점진적 점도표 회귀 등이 확인될 경우 Most/Long-term Hawkish를 선반영한 시장은 Less/Short-term Hawkish의 연준에 크게 안도할 개연성이 높음. 만일, 스캇 베센트의 장기금리 하향 안정화를 위한 사생결단식 정책대응(9/9~11/4일 60억\$ 바이백 한도 확대, TGA 활용 장기채 매입 등)이 트럼프 적자재정 우려를 성공리에 상쇄하는 경우라면, 이르면 10월 중 금리 상승에 풀 베틱했던 채권 자경단축 Short Squeeze 수급 방향전환과 함께 시장금리 피크아웃 전환이 가능할 전망

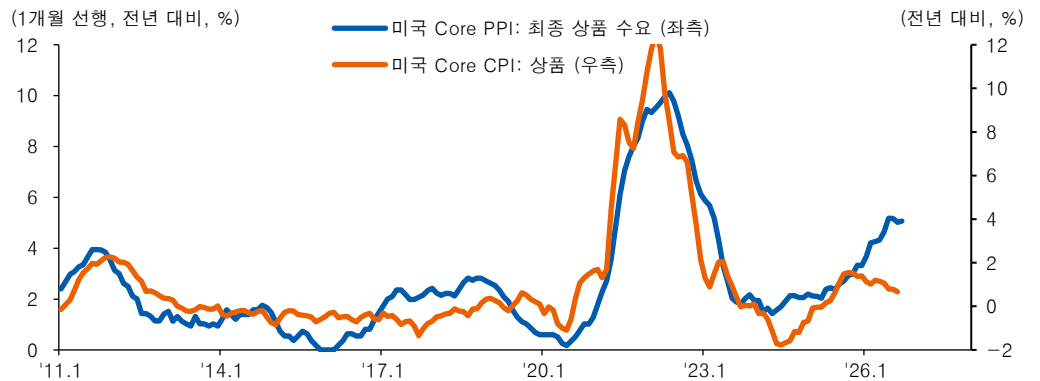
9~10월 Less/Short-term Hawkish 연준과 시장금리 피크아웃 전환이 확인되기 전까진 Bear-Flattening 시장금리 환경하 주식시장은 제한적 횡보등락을 반복하며 종목장세격 투자대안별 선별적 기회 확보 과정에 매진할 소지가 다분. 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주 모두 현 고금리 압박을 압도하는 이익 성장세가 지속되고 있는 바($g > r$), 2회 수준의 연준 금리인상만으로 글로벌 증시의 와해적 상황변화가 뒤따를 가능성은 희박. 7월 패닉과 함께 2년 고점 대비 하락률(MDD) -35~-40%선 사이에서 역사/통계적 진바닥을 확인한 KOSPI 시장은 동 기간 중 MDD -30%선(지수 6,400Pt) 하방 지지를 바탕으로 MDD -20%선(지수 7,300Pt) 탈환을 모색하는 정도가 가장 현실적 시장 눈높이에 해당. 포트폴리오 전략 초점은 Bear-Flattening 금리 환경 Winner 실적주 옥석 가리기에 집중될 전망. 1) '05년 이래로 미국 Bear-Flattening 금리 환경 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '26년 3~4Q 및 연간 실적 모멘텀과, 3) SPS < EPS ≤ CPS로 확인되는 중립 이상의 가격 전가력을 확보한 업종대안은, 반도체, IT가전(2차전지), 조선, 에너지, 철강 등이 해당 (표 1). 상가스크리닝 방법론을 컨센서스 보유 종목군 전체로 확장해보면, 이수페타시스, 삼성전기, LG이노텍, 효성중공업, 대덕전자, SK하이닉스, 알테오젠, 한미반도체, 삼성전자 등이 도출 (표 2)

그림 1. 7월까지 최근 3개월 대비 연율화 기준 2% 목표에 근접했던 Core CPI/PCE 물가는 8월 이후 3% 이상으로 상승 전환



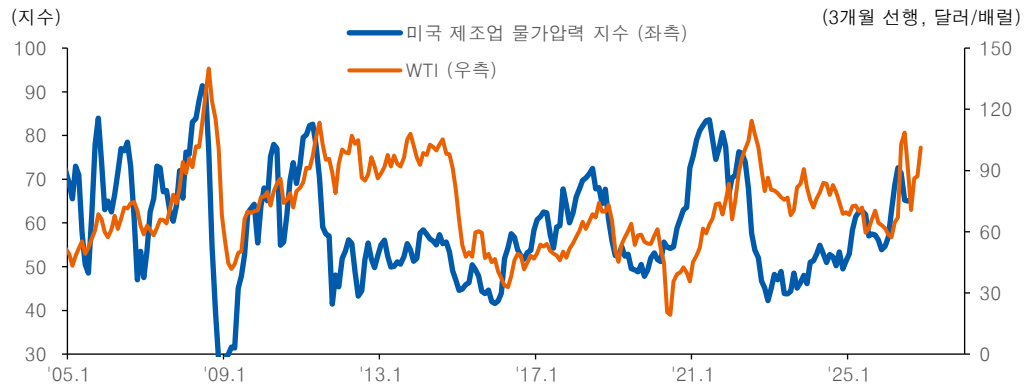
참고: 9월 Core CPI 및 8~9월 Core PCE MoM은 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 현 추정치를 적용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 2. Core CPI/PCE 상품 물가에 선행하는 Core PPI 최종 상품 수요는 8월 MoM +0.4%, YoY +5.1% 상승



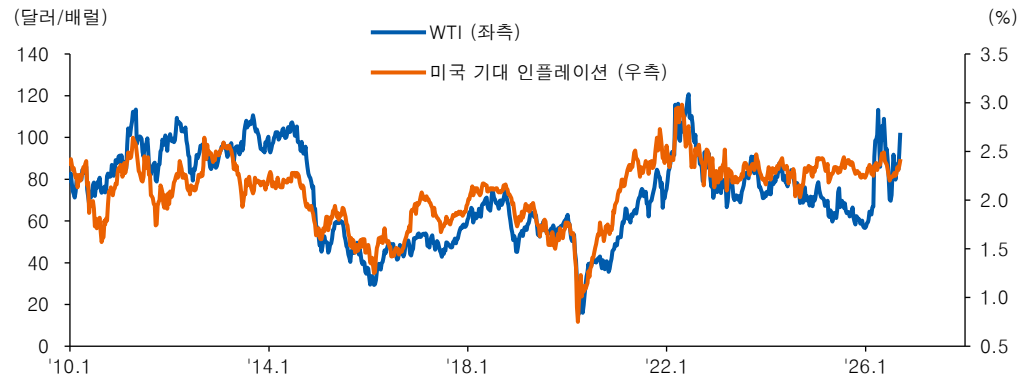
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 3. 중동 지정학적 리스크 재점화에 따른 국제유가 100\$선 속등은 상품/에너지 물가의 추가 상승을 자극할 소지가 다분



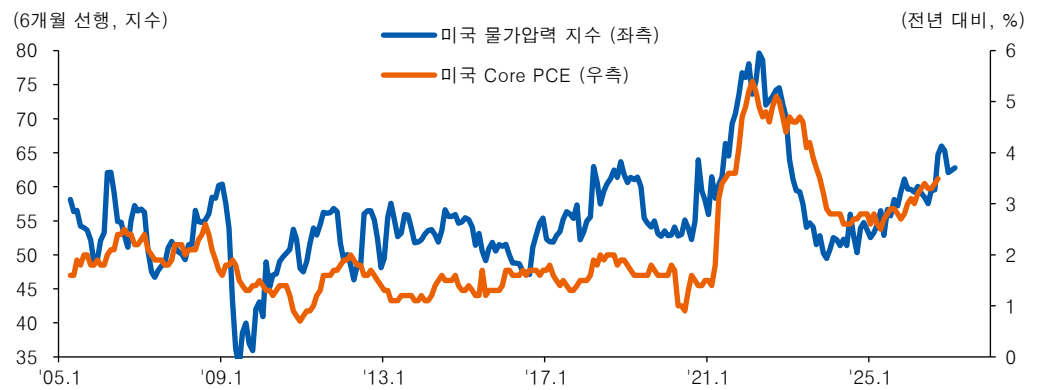
참고: 제조업 물가압력 지수는 ISM 제조업 지수 내 공급자 인도 지수와 가격 지불 지수의 산술평균으로 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 100\$선 속등은 그간 장기 평균에서 안정적으로 잘 고정됐던 기대 인플레이션의 추가 상승을 자극할 공산이 큼



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 5. Core PCE에 6개월여 선행하는 물가압력 지수는 연내 Core PCE 물가의 3.5%선으로의 추가 상승 가능성을 시사



참고: 물가압력 지수는 ISM 제조업 지수 유래 제조업 물가압력 지수를 25%, ISM 비제조업 지수 유래 서비스업 물가압력 지수를 75%로 가중평균해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 6. 8월 CPI/PPI 발표 이후 시장은 '26년 2회, '27년 추가 2회 총 100BP 금리인상 가능성을 상정



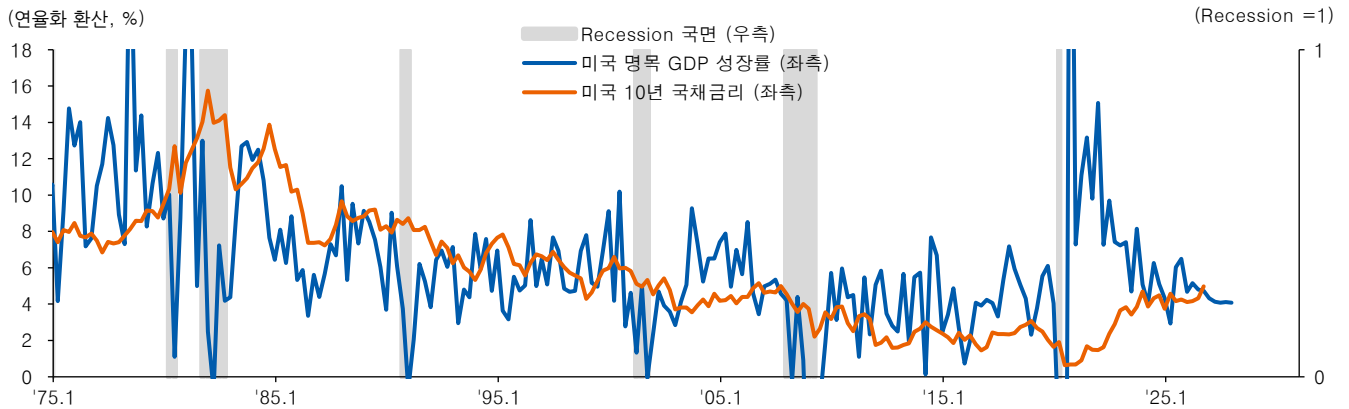
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 7. CME FedWatch FOMC 별 연준 금리인상 확률(9/12 일): '26년 9월, 12월, '27년 3월, 6월 총 4회 금리인상 가능성

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026-09-16	12.71%	87.29%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-10-28	0.00%	64.00%	36.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	0.00%	0.00%	99.04%	0.96%	0.00%
2027-01-27	0.00%	0.00%	60.00%	40.00%	0.00%
2027-03-17	0.00%	0.00%	1.86%	98.14%	0.00%
2027-04-28	0.00%	0.00%	0.00%	74.00%	26.00%
2027-06-09	0.00%	0.00%	0.00%	43.07%	56.93%
2027-07-28	0.00%	0.00%	0.00%	32.00%	68.00%
2027-09-15	0.00%	0.00%	0.00%	26.00%	74.00%
2027-10-27	0.00%	0.00%	0.00%	26.00%	74.00%
2027-12-08	0.00%	0.00%	0.00%	34.09%	65.91%

자료: CME FedWatch

그림 8. 미 10년 국채금리가 명목 GDP 성장률을 넘어서는 시점을 전후해 실제 경기침체가 현실화. 미 재무부의 사생결단식 장기금리 하향 안정화 대응이 불가피한 이유



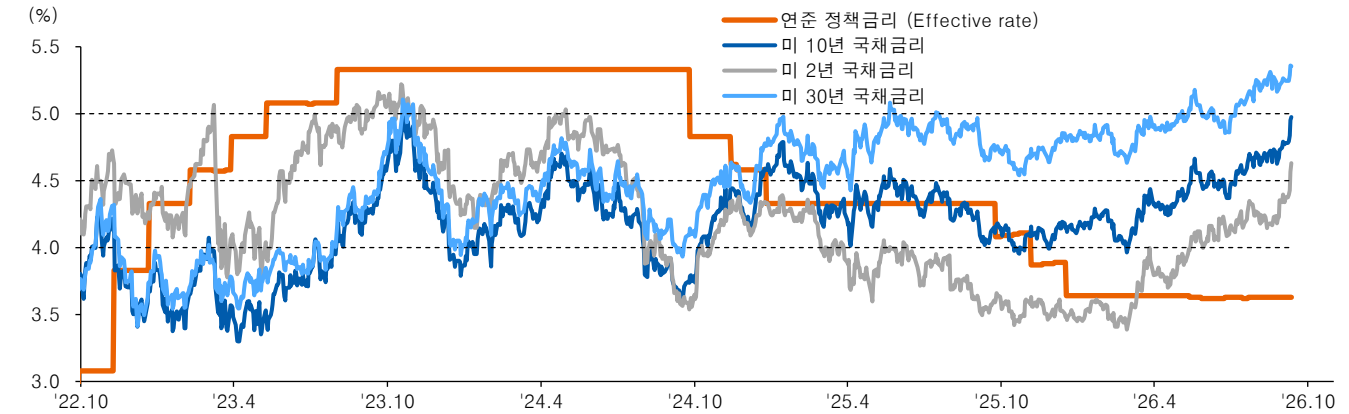
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 9. 적자재정 확대, 재무부 정책 신뢰도 약화, 연준 정책 불확실성 심화 우려 등이 Term Premium 상승으로 반영



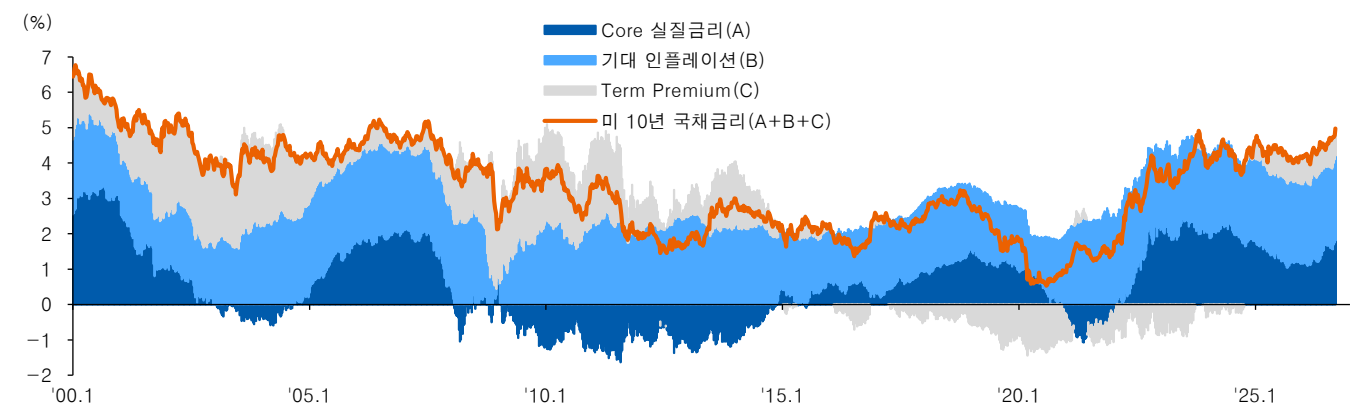
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 10. 연준 정책금리와 미 2년(9/11 일 현재 4.63%), 10년(4.98%), 30년(5.36%) 국채금리



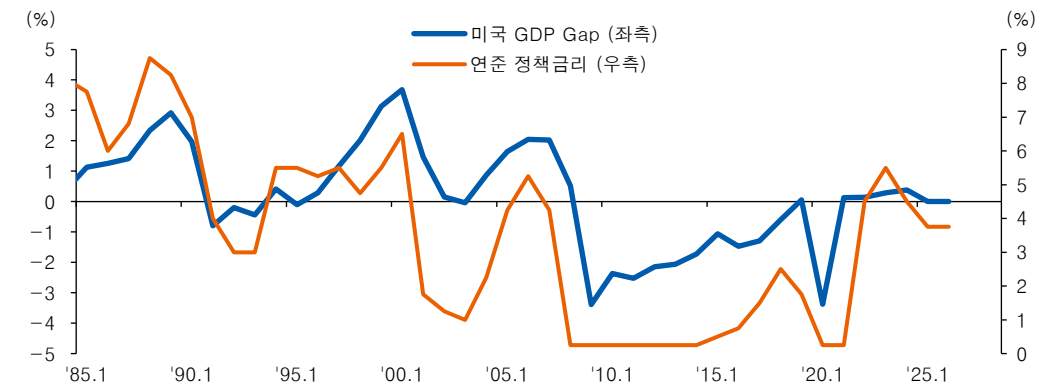
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 11. 미 10년 국채금리 분해(9/11 일 현재): 명목/시장 금리 4.98% = Core 실질금리 1.81% + 기대 인플레이션 2.40% + Term Premium 0.76%



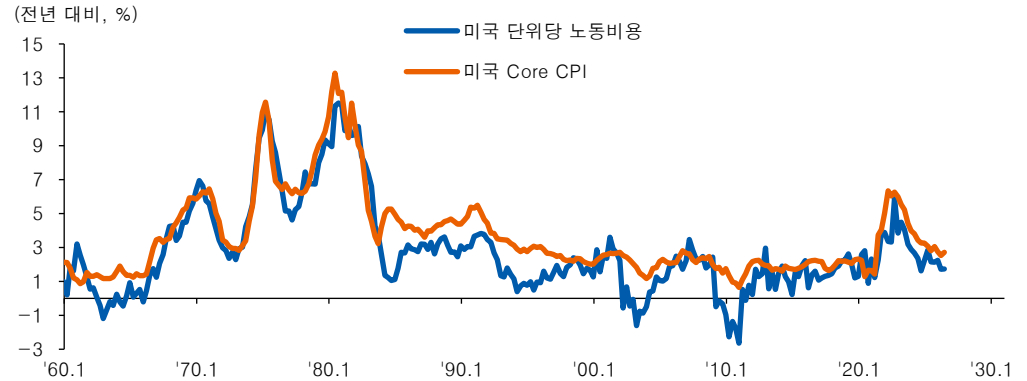
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 12. 미국 GDP Gap은 '26년 이후 음(-) 전환이 예상. 산출갭 마이너스 구간에서 연준 금리인상 장기 추세화 가능성은 제한적



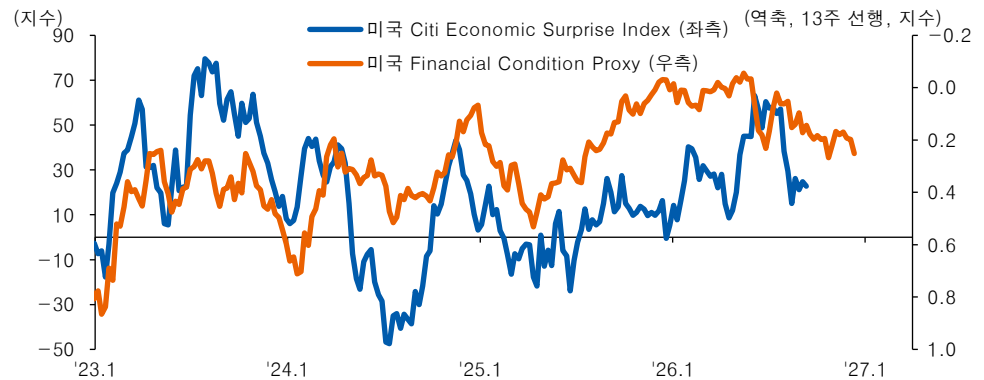
자료: LSEG Workspace(IMF), 유안타증권 리서치센터

그림 13. 고용시장 양적/질적 둔화와 노동비용 신축적 하향 안정화는 근원/서비스 물가의 Disinflation 추세화로 반영될 전망



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

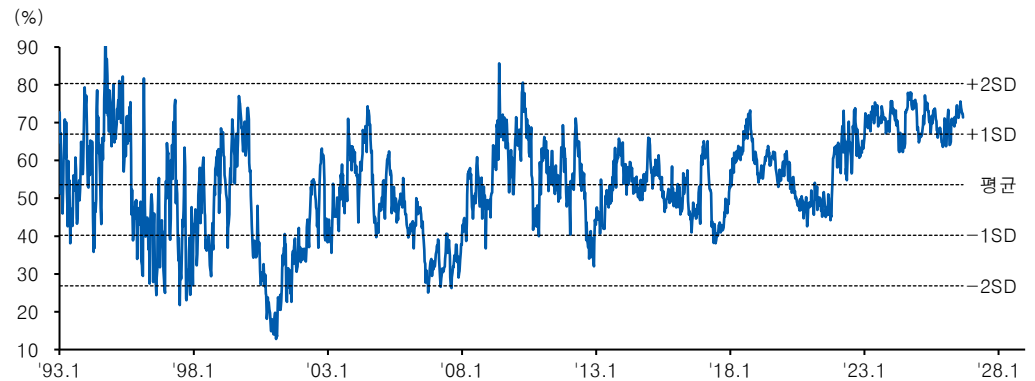
그림 14. 연준 금리인상 실시 이전의 긴축적 금융/통화 환경은 장래 실물경기 모멘텀을 크게 제약할 소지가 다분



참고: Financial Condition Proxy 는 미 10년 국채금리, 하이일드 회사채 금리, 달러화 지수 등을 표준화해 산출

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 15. 미 10년 국채선물 투기적 거래 중 매도 포지션 비중은 현재 71.4%로 통계적 상방 임계선에 근접



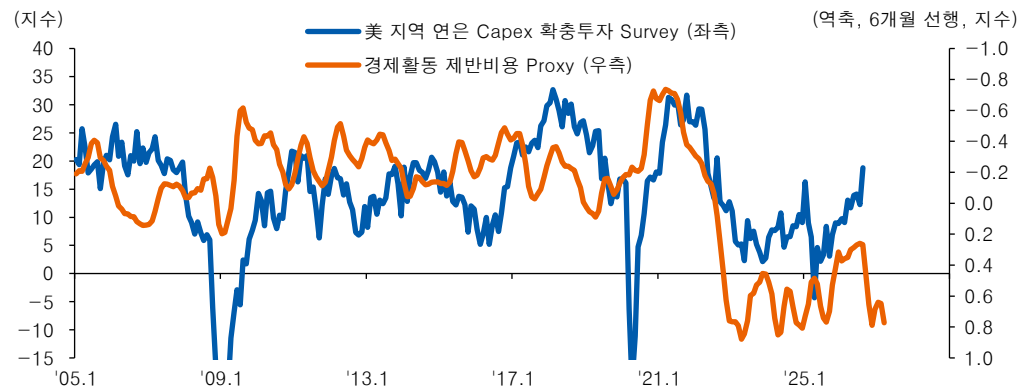
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 16. 고물가/고인축/고금리 환경 장기화에도 불구하고, 이를 크게 압도하는 기업이익 성장세가 국내외 증시 전반적으로 지속



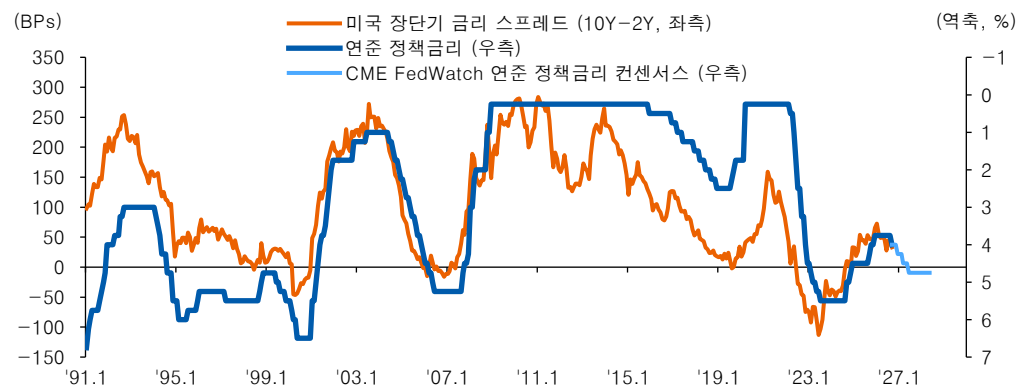
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 17. AI/반도체 밸류체인 주도 Capex 슈퍼 사이클이 지속되고 있으나, 고물가/고금리 환경이 이의 가시성과 신뢰도를 제한



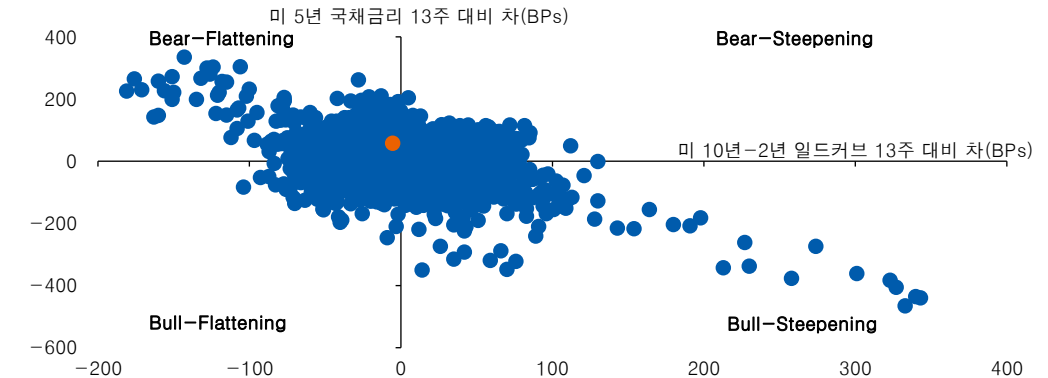
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 18. 4 회 연준 금리인상 우려가 2 회 이하로 제한되는 시점에서 일드커브는 현 Flattening 에서 Steepening 으로 변모할 전망



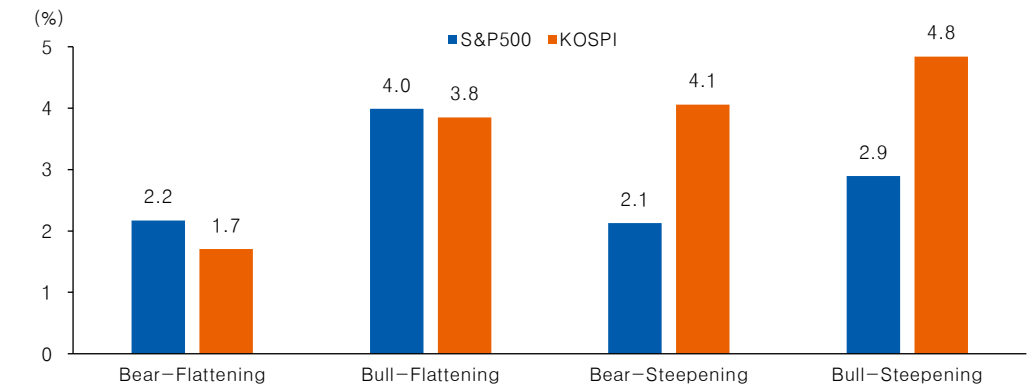
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 19. Less/Short-term Hawkish 연준과 시장금리 피크아웃 전환 확인이 Bull-Steepening 금리 환경 변화의 선결과제



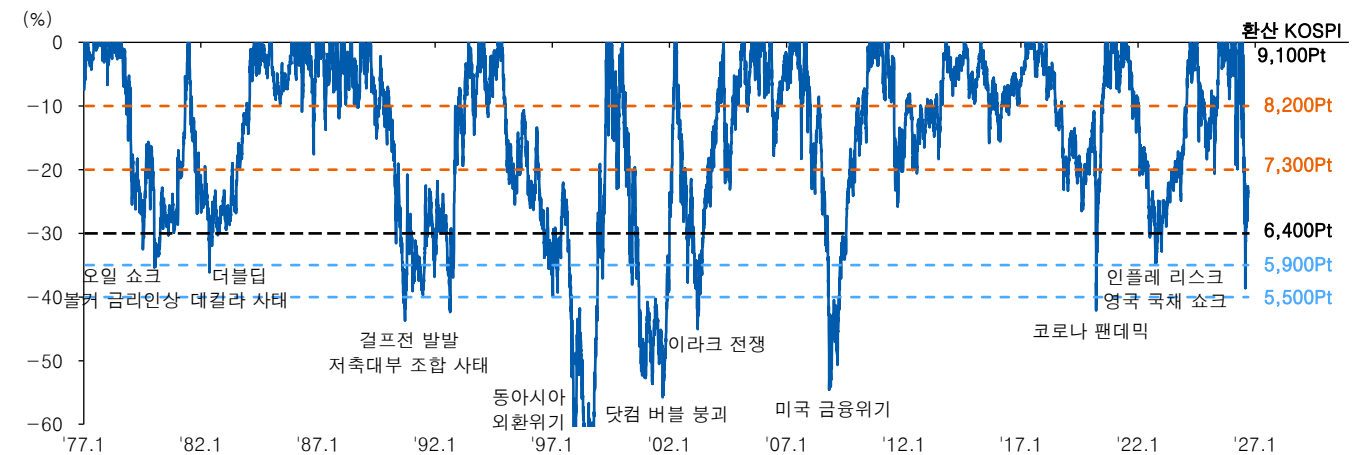
참고: 주황색 표기는 9/11 일 종가 기준 현재 위치
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 20. 1980 년 이후 미국 시장금리 국면별 S&P500 및 KOSPI 3 개월 평균 투자성과



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 21. KOSPI 2년 고점 대비 Maximum Drawdown(MDD): 9~10 월 중 MDD -30 ~ -20%선 내 종목장세력 횡보등락 과정 전개에 초점



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

표 1. 2005 년 이후 미국 시장금리 Bear-Flattening 국면 내 Winner(실적 모멘텀 + 가격 전가력) 업종대안 판단

구분	Bear-Flattening 국면 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
조선	0.8	53.3	152.7	0.8	55.8	0.6	81.0	5.3	22.1	106.7	32.0
IT 하드웨어	0.7	44.0	76.4	-9.2	98.8	-6.3	119.5	-7.9	100.6	1,404.2	412.0
철강	0.6	52.0	23.1	2.3	5,291.0	2.5	56.5	0.8	30.2	279.3	73.0
화장품,의류,완구	0.6	57.3	-12.4	-0.2	-6.0	-4.2	-11.7	0.4	196.9	538.5	432.0
반도체	0.5	48.0	747.3	0.4	475.0	1.8	657.9	0.6	180.6	717.6	486.8
보험	0.4	49.3	-16.2	-1.9	30.2	3.3	3.0	1.4	-	58.0	-
화학	0.3	50.7	흑전	-11.0	흑전	-2.6	634.0	0.4	40.5	흑전	46.4
IT 가전	0.2	53.3	394.2	2.5	흑전	2.1	흑전	3.0	43.3	흑전	83.8
에너지	0.2	54.7	133.4	12.3	386.4	13.0	562.9	14.3	30.7	흑전	320.7
필수소비재	0.1	52.0	-31.7	-4.9	-8.3	-3.6	-13.3	-0.4	56.0	294.9	117.5
비철,목재등	0.1	56.0	17.0	-6.5	-0.8	-0.4	27.8	-1.7	225.4	748.1	2,703.6
은행	0.0	52.0	12.2	0.2	6.9	0.2	10.3	0.2	-61.6	6.6	-99.3
기계	0.0	49.3	27.0	7.9	71.1	7.6	49.7	4.1	29.6	135.5	97.9
건설,건축관련	-0.2	53.3	10.4	6.6	흑전	8.0	45.0	1.7	-3.4	171.3	115.6
소매(유통)	-0.2	52.0	31.9	-1.7	47.0	0.1	34.0	-2.1	55.6	347.5	52.8
건강관리	-0.4	48.0	20.7	0.3	119.8	-1.9	58.1	2.4	113.7	1,023.1	467.5
자동차	-0.5	50.7	13.5	0.4	31.9	0.7	-1.5	1.6	16.7	43.9	206.9
증권	-0.6	37.3	-13.5	-10.1	-6.6	0.2	22.3	4.8	110.0	147.1	-
운송	-0.7	44.0	77.6	5.7	42.0	3.1	16.5	11.6	18.2	-6.3	28.1
상사,자본재	-0.7	45.3	-9.4	-2.5	15.1	-0.2	-0.6	3.5	32.4	-1.3	49.4
호텔,레저서비스	-0.8	49.3	10.3	-4.1	41.3	-4.4	5.6	-3.9	61.1	125.8	116.0
소프트웨어	-0.9	48.0	2.8	-5.1	-0.5	-2.7	11.3	0.8	212.6	320.7	238.6
통신서비스	-0.9	41.3	84.5	0.6	86.2	0.4	18.0	1.5	4.8	42.2	22.5
유틸리티	-1.2	52.0	-48.5	-22.1	-48.7	-16.1	-32.2	-12.8	7.5	-29.1	-13.4
미디어,교육	-1.7	42.7	35.9	0.9	6.2	0.9	10.0	1.6	125.3	334.5	157.9
디스플레이	-1.7	36.0	-15.4	-2.5	55.1	-0.2	9.0	-3.5	-3.4	-51.9	67.3

참고: 9/11 일 종가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

표. 2005년 이후 미국 시장금리 Bear-Flattening 국면 Winner(실적 모멘텀 + 가격 전가력) 종목대안 판단

구분	Bear-Flattening 국면 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
이수페타시스	5.5	53.5	64.5	7.1	89.5	12.6	70.7	6.8	44.8	66.8	81.0
삼양식품	5.1	52.1	43.4	-0.3	38.3	0.7	40.0	0.0	33.6	45.6	109.7
셀트리온	4.9	54.9	68.8	-0.1	23.5	0.2	58.8	0.1	37.3	59.4	202.4
삼성전기	3.7	53.5	129.4	1.2	163.6	2.3	113.2	1.1	26.8	119.6	80.3
LG 이노텍	3.0	52.1	52.7	1.3	32.9	-0.1	91.8	0.8	16.5	173.0	49.4
LS ELECTRIC	2.8	53.5	86.5	1.5	74.1	-0.1	68.8	0.5	31.7	88.5	127.1
효성중공업	2.7	47.9	51.8	2.0	44.4	1.9	51.2	1.1	20.5	58.4	81.7
대덕전자	2.6	50.7	213.3	-0.2	173.2	0.6	463.3	0.2	50.5	384.0	356.3
SK 하이닉스	2.6	53.5	588.0	-0.6	360.9	-0.8	461.9	-0.5	257.0	493.5	410.7
한국콜마	2.4	52.1	57.8	11.4	38.0	11.9	44.3	9.6	17.3	48.9	26.0
두산	2.0	47.9	95.2	0.0	94.7	0.0	70.6	0.0	11.9	279.3	85.3
한미반도체	1.7	54.9	90.4	0.0	347.3	0.0	52.0	0.0	42.9	62.4	57.5
ISC	1.5	52.1	58.1	1.0	38.9	2.0	71.4	0.6	42.5	58.9	146.6
코스맥스	1.4	50.7	58.2	23.5	52.2	13.1	31.1	10.5	23.8	34.9	201.2
아모레퍼시픽	1.2	50.7	28.8	1.0	137.8	-0.2	44.3	0.4	11.1	58.0	8.7
POSCO 홀딩스	1.2	59.2	28.3	-0.3	5,975.2	-0.6	69.3	-0.1	8.8	324.6	44.4
일진전기	1.2	49.3	76.8	19.2	52.2	8.3	66.9	14.6	14.8	74.4	130.8
GS	1.1	52.1	41.6	24.7	26.6	15.2	76.8	20.8	13.8	188.7	79.9
알테오젠	1.1	52.1	147.2	0.0	493.0	0.0	195.9	19.8	133.3	123.1	145.6
LS	1.0	53.5	94.7	17.3	88.1	21.7	86.9	15.2	32.0	121.2	719.4
고려아연	1.0	54.9	69.3	0.2	8.4	2.8	83.5	0.6	39.1	59.5	흑전
LG 유플러스	0.9	49.3	85.6	0.0	32.0	0.0	28.9	0.0	1.4	45.5	17.8
신세계	0.9	47.9	82.0	1.5	42.9	0.3	64.7	1.8	7.4	692.4	4.7
HD 현대일렉트릭	0.8	50.7	27.9	-0.1	15.4	0.6	23.9	0.1	15.0	30.2	8.6
한화에너지	0.8	57.7	39.6	0.0	78.1	-0.1	50.5	0.5	15.7	55.9	6.0
S-Oil	0.8	54.9	364.2	10.9	211.9	17.1	1,776.3	6.4	23.3	1,618.6	-0.7
테스	0.6	53.5	243.9	10.4	128.9	8.8	81.1	3.1	39.4	94.0	49.2
농심	0.3	47.9	14.2	7.0	31.8	9.1	26.3	7.0	6.9	22.4	25.8
삼성전자	0.2	47.9	829.8	-0.7	512.3	-0.4	797.3	0.1	124.1	628.7	347.4
현대모비스	0.2	52.1	23.3	0.2	13.9	-0.1	12.8	0.1	8.4	15.3	24.8

참고: 9/11 일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구)
- 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 만하다고 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.