

글로벌 전략

고금리와 AI는 공존 가능한가



TABLE OF CONTENTS

01	새로운 국면에 진입한 금리	05
02	미국 중간선거와 AI	15
03	맷집을 키워가는 국내 증시	25
04	그래도 다 함께 갈 수는 없다	33

SUMMARY

최근 금융시장의 화두는 금리다. 주요국 장기금리가 20~30년래 최고치로 상승했다. 이러한 금리 상승에는 무책임한 정치 영향이 적지 않다. 그러나 2000년대나 2010년대보다 높은 성장 영향도 (미국 4~5%, 유로 3~4%) 반영 중이다. 부정적으로만 볼 것은 아니다. 주요국 중앙은행들이 기준 금리를 너무 늦지도, 가파르지도 않게 인상한다면 그래도 금융시장의 질서는 지켜질 가능성은 높다.

무엇보다 금리 임계점을 예전보다 높게 볼 필요가 있다. 미국 증시 밸류에이션(12개월 PER 19~20배, 기대수익률 5%)를 감안할 때 미국 10년 국채금리 5%는 상당히 높다. 그러나 역사적으로 미국 10년 금리가 5.5~6.0%를 넘어갈 때 부정적 영향이 더 뚜렷했다. 더 중요한 것은 이익 성장 속도다. 미국 기업실적 증가율이 평균(13~14%)를 넘어설 때 미국 증시의 높은 밸류에이션도 어느 정도 정당화되었다.

11월 미국 중간선거도 긍정적일 가능성이 높다. 하원에서는 미국 민주당이 우위이고(민주당 214석, 공화당 203석 예상), 상원 선거는 박빙일 전망이다. 중간선거 6~12개월 후 미국 주가는 10~11% 올랐다. 민주당의 선전으로 트럼프 정부의 감세 정책에 제약이 걸린다면 장기금리는 안정될 가능성이 있다. AI 데이터센터 건설 지연 논란도 지역 정치 문제이지, 수요 문제는 아니다. 아직 고금리와 AI와의 공존이 불가능한 상황은 아니다.

국내 증시는 회복 중이나, 역동적이지 못하다. 3Q 실적 시즌을 통해 환율 급락에 따른 기업들의 매출 둔화 우려가 해소될 필요가 있다. 소비 경기는 약하지만, 투자로의 선순환 기대는 유효하다. 6~7월 이후 증시자금 유입 속도가 둔화되고 있지만, 유출은 아니다. 주가 하단은 제법 단단할 전망이다.

대신 고금리 국면에서 주식시장 상승의 범위는 줄어들 가능성이 높다. 재무건전성이 높은 대형 우량주로 선별할 필요가 있다. 가격 결정력과 이익 증가 속도가 높은 Tech/에너지가 소비재보다 유리할 것이다. 국내 증시에서는 금리 부담을 상쇄할 수 있는 ROE 등 수익성이 높고, 밸류에이션 부담이 낮은 반도체, 증권, 조선, 에너지에 대한 관심이 필요하다.

01

새로운 국면에 진입한 금리

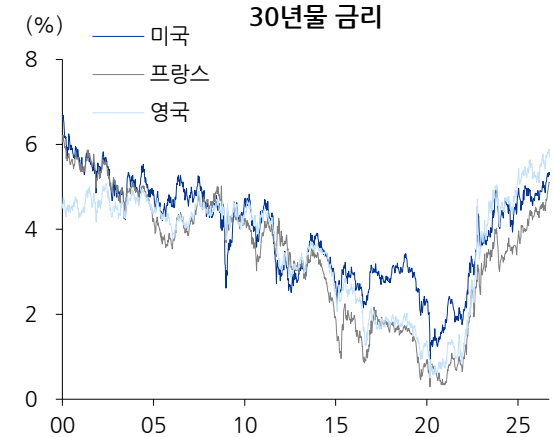
최근 금리 상승에는 무책임한 정치라는 비관론과 AI 성장이라는 낙관론이 동시에 존재
미국 금리 상승세는 부담스럽지만 국내외 기업 수익성 개선 속도가 더 가팔라

고금리에 대한 부정적 시선

무책임한 정치 영향

- 미국과 이란 간 전쟁이 7개월째 장기화됨. 미국 소매 디젤 가격이 갤론당 6달러를 상회하고, 가솔린 가격이 5월 이후 다시 4달러를 상회함.
- 미국과 일본 재정적자는 코로나19 이후 다시 확대일로임(2026년과 2027년 재정적자, 미국 GDP - 7%, 일본 -2~3%)
- 11월 중간선거를 앞두고 트럼프 대통령은 성인 1인당 5천달러 트럼프 배당을 공약함.
- AI회사채 발행 영향이 적은 유럽국가들의 장기금리도 동반 상승 중임. 장기금리 상승에는 AI 영향이 심하지는 않다고 판단함.

AI 회사채 발행이 없는 국가들의 장기금리 급등



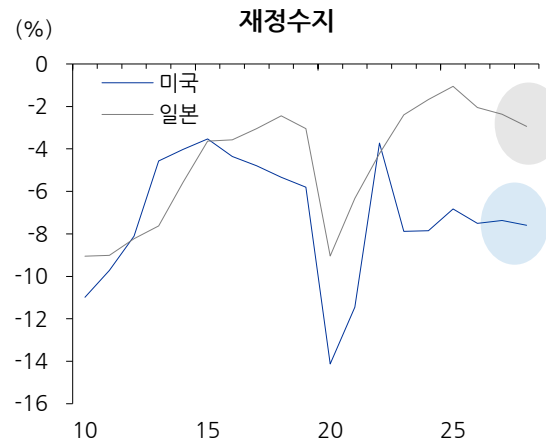
자료: Refinitiv, 유진투자증권

22~23년을 넘어서는 미국 디젤 가솔린 가격



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국과 일본의 재정적자 확대



자료: IMF, 유진투자증권

트럼프 대통령의 무책임한(?) 중간선거 공약



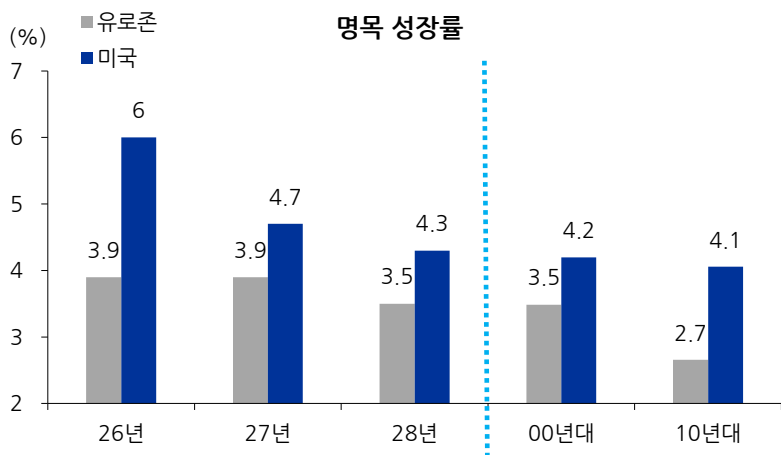
자료: KBS뉴스

고금리에 대한 긍정적 시선

2000~2010년대에 비해 높은 성장

- 반면 금리 상승은 견고한 경제 성장을 반영한 측면도 있음. 미국과 유럽 명목 경제성장률은 2000~2010년대를 상회함.
- 미국 10년 국채금리가 5%를 상회했던 2007/7월과 현재를 비교해 보면, 현재 미국 실질 성장률은 +0.2%p, 물가는 +0.7%p 더 높음
- 반면 미국 기준금리는 -1.25%p 더 낮음. 미국 기업들의 이익 성장 기대와 수익성도 2007~08년에 비해 크게 향상됨.

2000~2010년대에 비해 높아진 경제 성장률



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2007/7월에 비해 높은 성장률과 기업 실적 증가율

	2007년 7월	2026년 9월
실질 성장률 (%)	1.9% (2007년 2Q)	2.1% (26년 2Q)
소비자물가 상승률 (%)	2.7% (07/6월)	3.4% (26/8월)
명목 성장률 (%)	4.7% (2007년 2Q)	6.5% (26 2Q)
기준금리 (%)	5.25%	3.75~4.0%
S&P500 EPS 증가율 (%)	7.9%/11%	32%/17%
12개월 예상 PE (배)	15배	19.1배
추정 ROE (%)	17%	24%

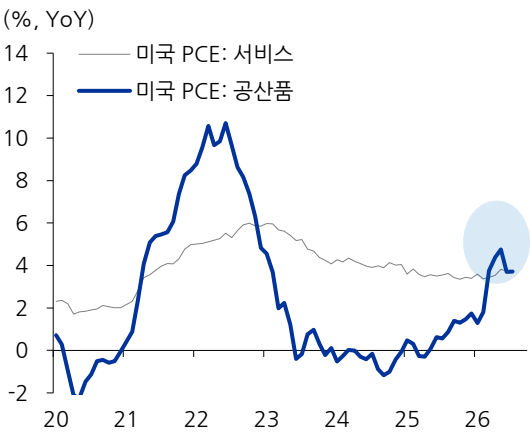
자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI도 물가 상승 압력에 기여

고물가/고금리는 구조적

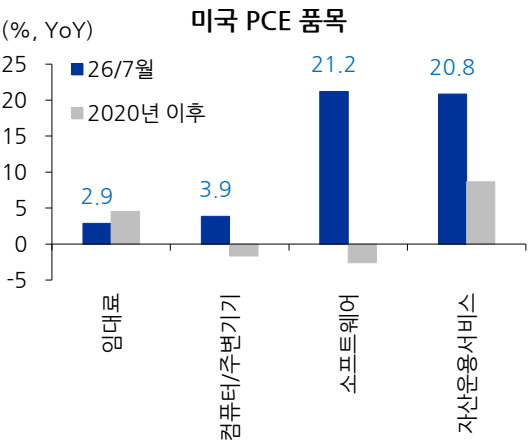
- 최근 미국 물가 상승 압력은 임금 등 고용시장에 기인하지 않음. 서비스 물가보다는 공산품 가격 상승 영향이 큼.
- 미국 PCE물가에서 코로나19 전과 비교해 보았을 때 가장 큰 폭으로 상승하고 있는 품목은 컴퓨터/주변기기, 소프트웨어, 자산운용 서비스 비용임.
- 올해 물가(3.3%) 가운데 AI 물가 영향은 0.2%p에 불과하나 AI 관련 물가 상승 압력이 조금씩 뚜렷해 지고 있음.

최근 미국 물가 상승 압력은 주로 공산품 물가



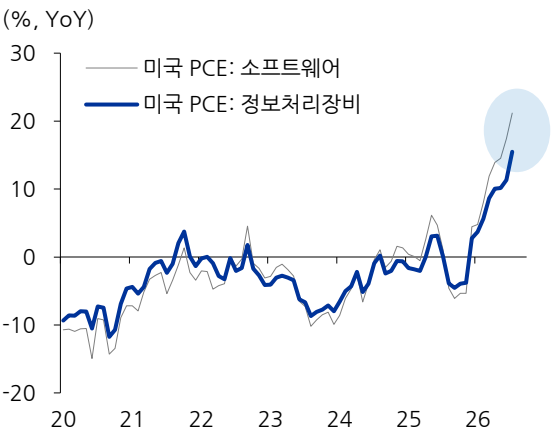
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 PCE물가 상승을 주도하는 SW, 금융 물가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 관련 물가가 가파르게 상승



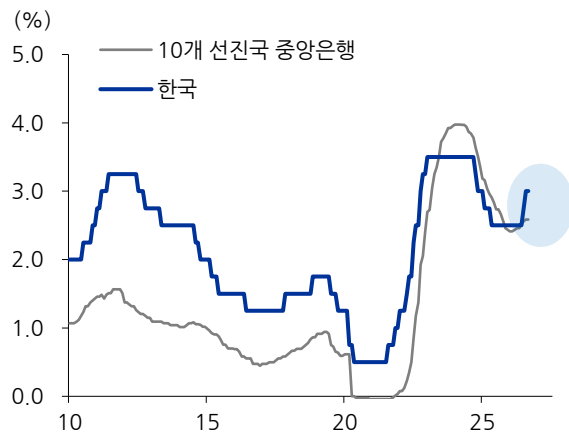
자료: Refinitiv, 유진투자증권

이제 금리인상은 끝이 아니라, 시작

금리인상 국면은 올해로 끝날 것 같지는 않아

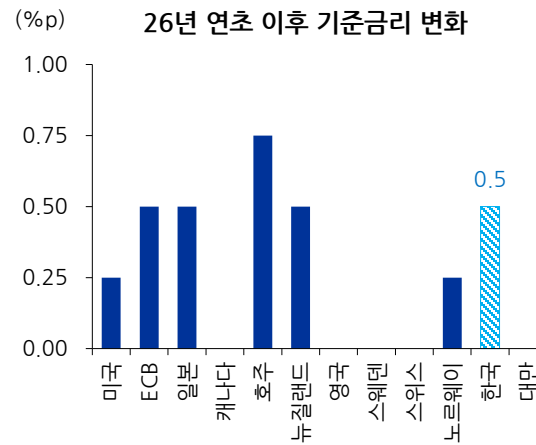
- 이번 9월을 기점으로 주요국 중앙은행들(Fed, BOJ, BOE)은 보다 폭넓은 금리인상을 시작할 것으로 예상됨.
- 2022~23년과 같은 가파른 인상은 아니더라도, 금리인상 국면은 마무리보다는 초기 국면임.
- 아직 주요국 가운데 금리인상 기대가 낮아진 지역은 찾기 어려움. 한국은행도 내년까지 2~3번 이상 금리인상 가능성이 반영 중임.

9월 기점으로 보다 광범위한 긴축 시작



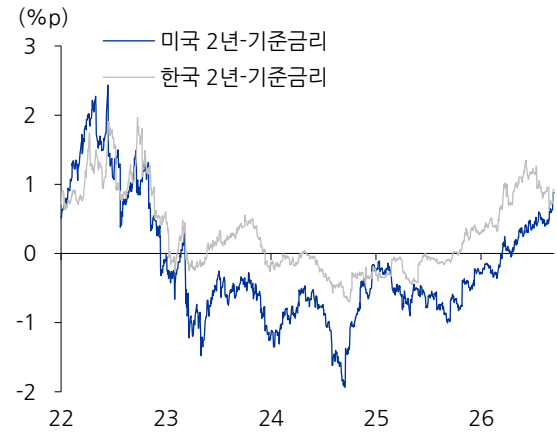
자료: Refinitiv, 유진투자증권

점차 금리인상 궤도에 진입하는 중앙은행 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국보다 국내 금리인상 기대 아직 높아



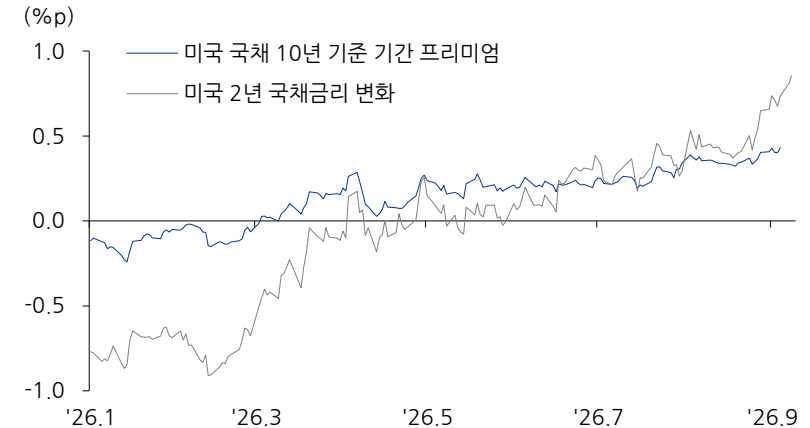
자료: Refinitiv, 유진투자증권

너무 늦지 않게 금리를 인상해야

금리 동결이 능사는 아님

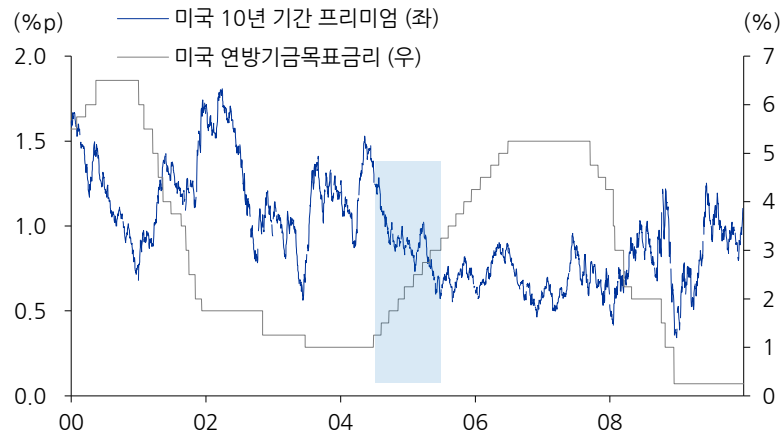
- 최근 금리 상승 요인을 분석해 보면, 기준금리 인상 기대와 함께 장기 국채에 대한 기간 프리미엄이 7~8월 이후 가파르게 상승 중임.
- 2004~05년과 2015년, 그리고 2022년 기준금리 인상 이후 장기 금리에 대한 기간 프리미엄은 오히려 안정을 찾았음.
- 2022년 파월의장이 '한시적 인플레이'라고 금리인상을 지연했던 것이 오히려 더 금융시장 불안 요인을 가중시킨 바 있음.

기준금리 인상 기대와 기간 프리미엄의 동반 상승



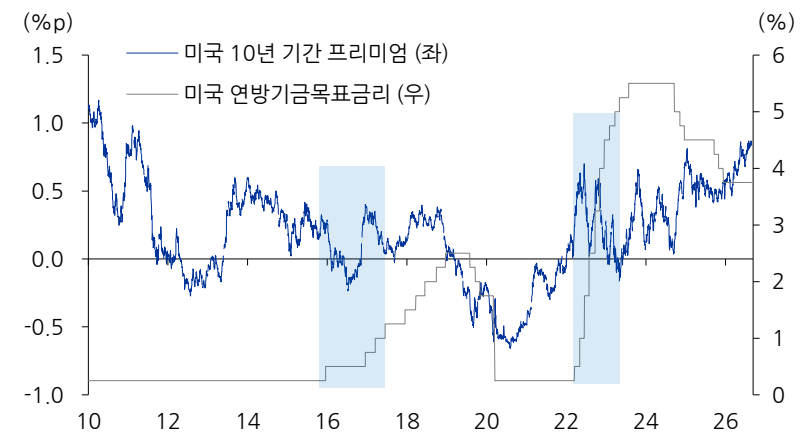
자료: Refinitiv, 유진투자증권

04~05년 금리 인상 후 기간 프리미엄 안정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

15년과 22년 금리인상 후 기간 프리미엄 하락



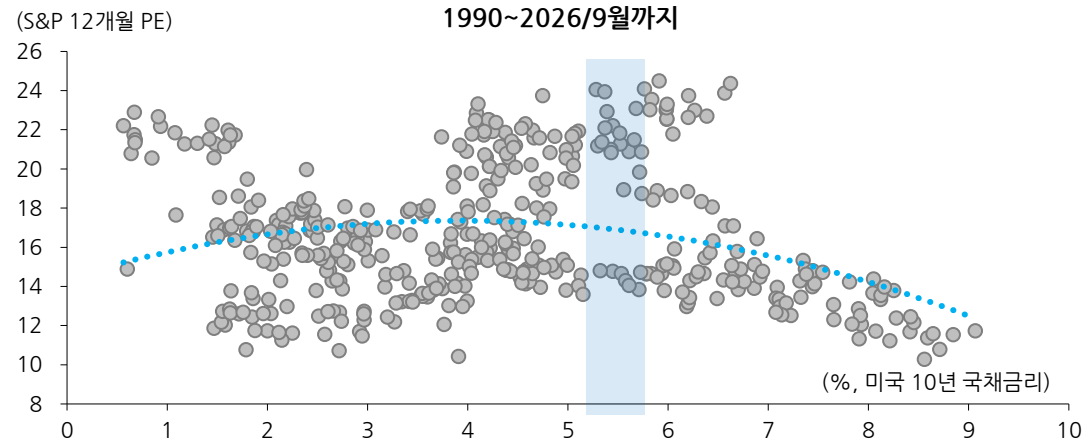
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 10년 국채금리 5%는 임계점인가? (1)

역사적으로 5~6% 넘어가면 부담

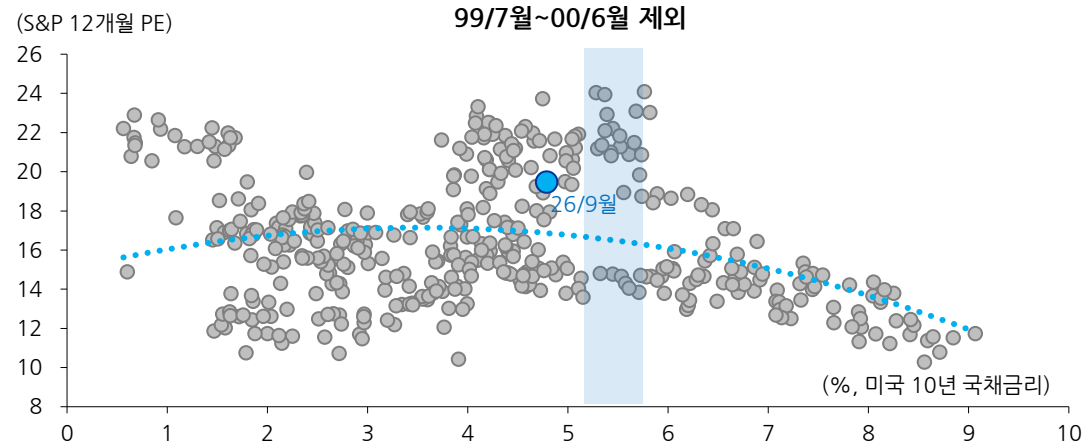
- 1990년 이후 월간 기준 미국 10년 국채금리와 S&P500의 12개월 예상 PER을 살펴보면, 금리와 PER 간 약한 역(-)의 관계가 나타남.
- 닷컴버블 시기, 즉 99/7~00/6월 기간을 제외하면 역의 관계가 더 뚜렷함. 미국 10년 국채금리 5%가 임계점이라는 증거는 뚜렷하지 않음.
- 역사적으로 보면 미국 10년 국채금리 5.5~6.0%까지는 주식시장 밸류에이션이 유지되었음.

지난 30~40년 동안 금리와 미국 증시 PER 간에는 약한 역의 관계



자료: Refinitiv, 유진투자증권

닷컴버블 시기를 제외하면 미국 국채금리 5.5~6%는 주가 밸류에이션의 마지노선



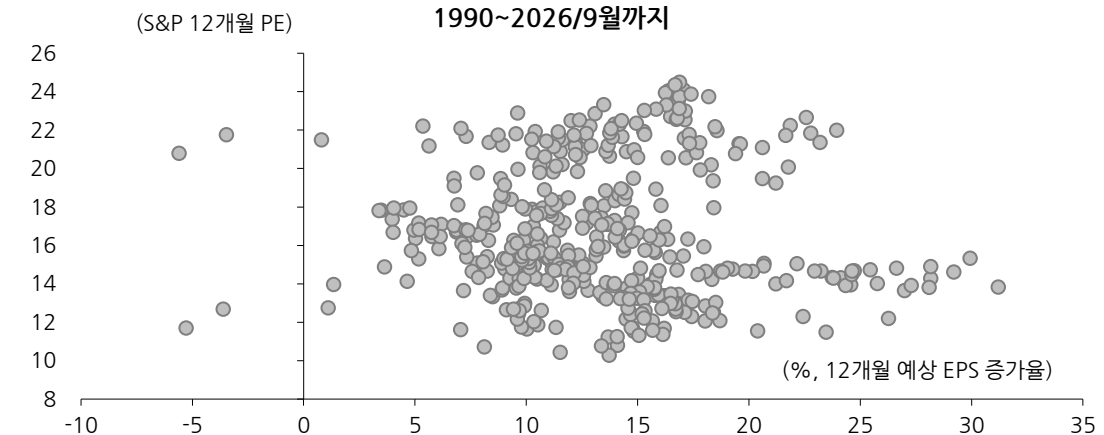
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 10년 국채금리 5%는 임계점인가? (2)

금리보다 이익 성장이 더 중요

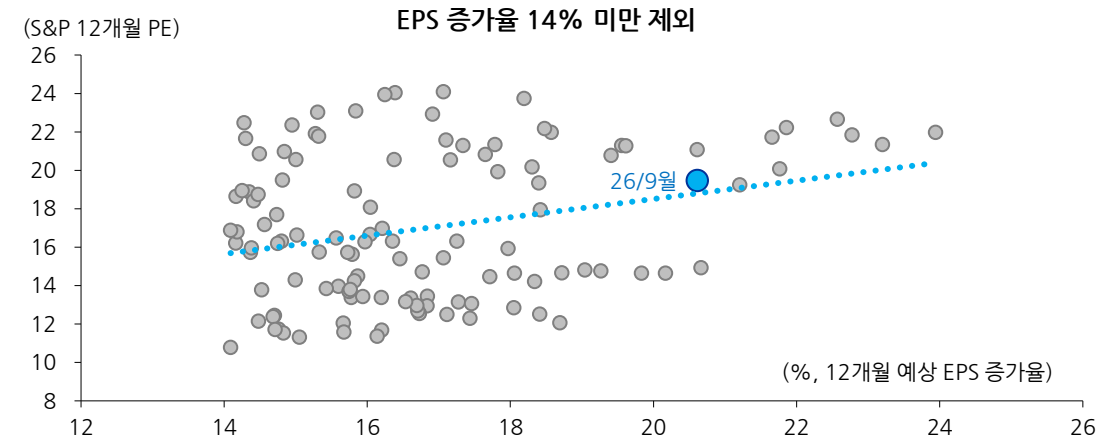
- 주식시장 밸류에이션을 결정하는데 중요한 것은 금리 보다 이익 성장 기대임.
- 장기적으로 기업이익 증가율 기대와 12개월 예상 PER 간에는 약한 (+) 관계가 형성됨.
- 미국 기업이익 증가율이 14%(90년 이후 역사적 평균 13.5%)를 상회하는 국면에서는 더 양의 관계(+)가 뚜렷함.
- 기업이익 증가율이 15~20% 이상에서는 PER 20배 등 꽤 높은 밸류에이션이 정당화됨.

기업이익과 밸류에이션 간에도 약한 (+)의 관계 형성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 기업이익 증가율이 14% 이상에서는 높은 PER이 유지 가능



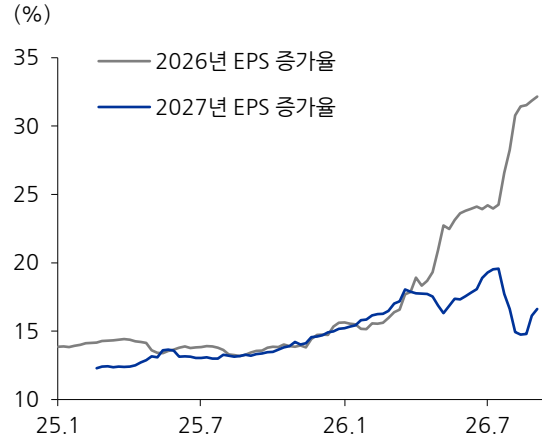
자료: Refinitiv, 유진투자증권

주요국 기업이익 성장과 수익성은 양호

금리보다 수익성 개선 속도가 가팔라

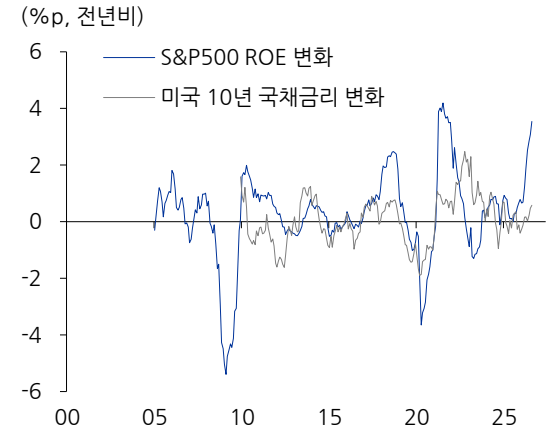
- 미국과 국내 기업이익 증가율은 올해에서 내년으로 넘어가면서 둔화될 것으로 예상됨. S&P500 기업들의 올해 EPS 증가율은 32%, 내년은 16%임.
- 코스피 기업들의 EPS 증가율도 올해 236%, 내년 33%로 크게 둔화될 것으로 관측됨.
- 그러나 10년 국채금리가 상승하는 속도에 비해 미국과 국내 기업들의 수익성(ROE)가 개선되는 속도가 훨씬 더 가파름.

내년 미국 기업이익 증가 둔화, 심각하지 않아



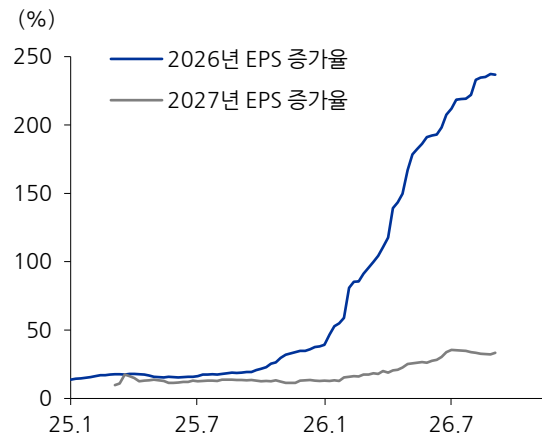
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 상승 속도보다 기업이익 수익성이 높아



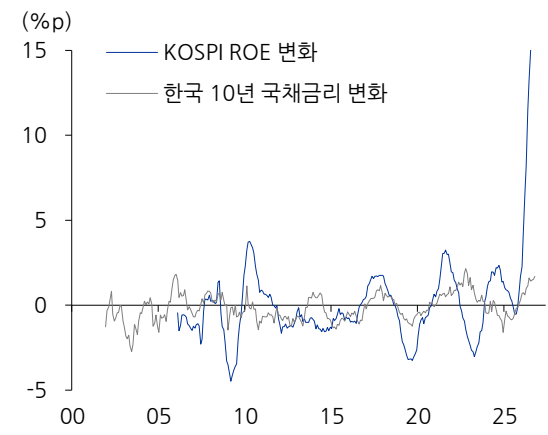
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 기업이익 증가 기대 주춤해지고 있어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

그래도 금리 상승속도보다 수익성이 더 향상



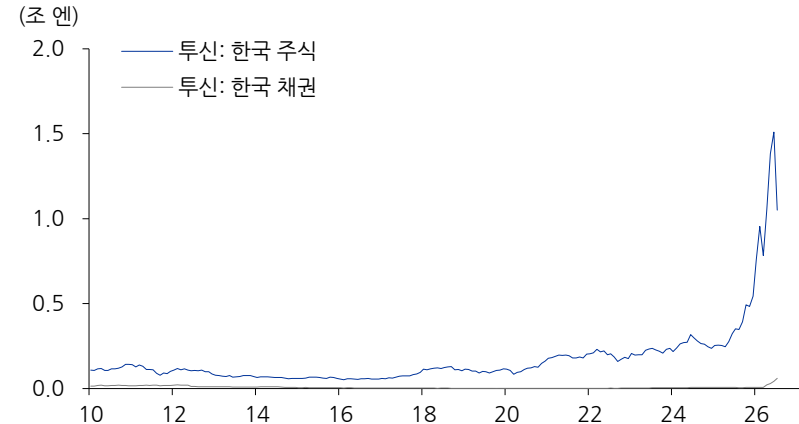
자료: Refinitiv, 유진투자증권

BOJ의 금리인상, 그러나 24/8월 엔캐리 청산 충격과는 달라

일본중앙은행의 금리인상 속도는 더딜 듯

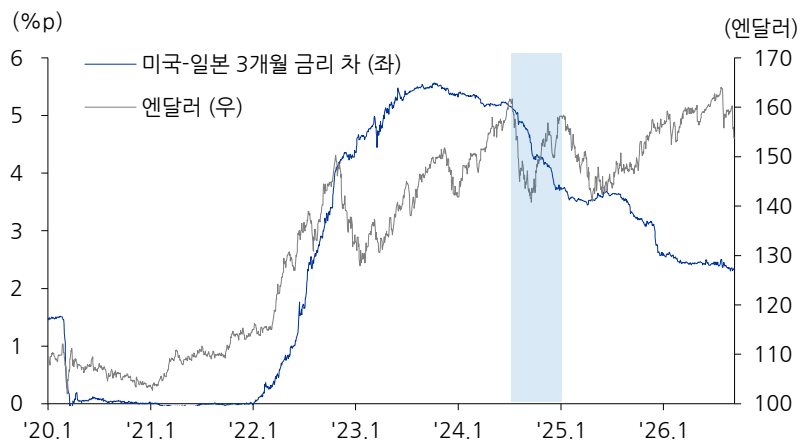
- 그동안 엔저 국면에서 자금이 일본 금융기관들을 통해 미국 등 기술주가 랠리를 보였음. 25/7~26/7월 일본 투신권의 외화표시 자산이 36% 늘어나는 동안 한국 주식 자산은 +198%, 한국 채권 자산은 793% 증가했음.
- 24/8월과는 차이가 있음. 24/7월말 일본중앙은행은 기준금리를 0~0.1%에서 25bp를 기습적으로 인상함. 이번에는 이미 인상 기대가 강하게 형성됨. 9/18일 BOJ 금정위에서 2명이 반대함. 2024년에 비해 미/일 단기 금리 차가 축소되는 속도는 완만할 가능성이 높음.
- CME에서 집계하는 엔화 매도 포지션도 7월말 이후 꽤 낮아짐(7월말 대비 -61%). 이미 포지션 청산이 진행 중임

일본 투신, 25/9월 이후 한국 주식/채권에 급격히 유입



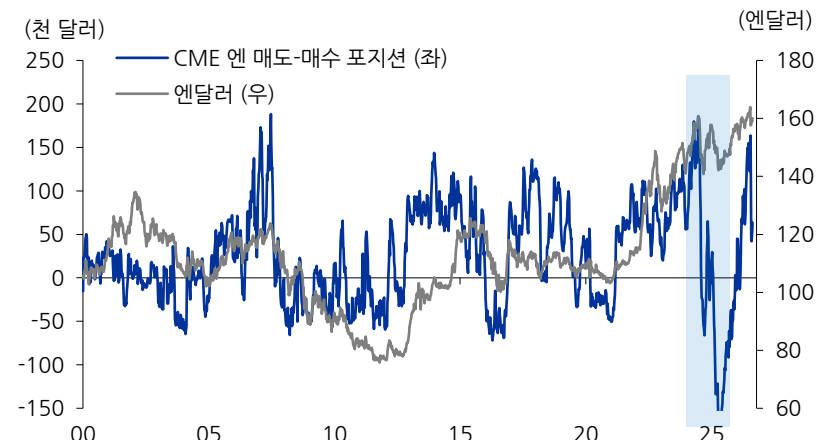
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직까지 미/일 단기금리 차 축소 속도 완만



자료: Refinitiv, 유진투자증권

다행히 충격 이전 엔매도 포지션 규모 축소 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

02

미국 중간선거와 AI

일반적으로 미국 중간선거 이후 주식시장은 불확실성 해소로 긍정적
트럼프/공화당의 감세 등 확대 재정을 제한할 수 있을지가 관건

하원은 민주당 우위, 상원은 박빙

민주당 우위이나, 절대적이지 않아

- 주요 언론사들의 컨센서스를 종합할 때 2026년 중간선거에서 하원은 민주당 우위(민주당 214석, 공화당 203석)가 확실시 됨.(Kalshi 예측 86%). 참고로 현재 민주당은 214석, 공화당은 218석, 무소속 1석, 공석 2석임.
- 반면 상원 선거는 박빙임(민주당 47, 공화당 47석). 현재 상원에서 공화당 53석, 민주당 47석임.
- 아이오와, 메인, 오하이오, 텍사스, 알래스카 지역에서 경합 예상.

Prediction Markets

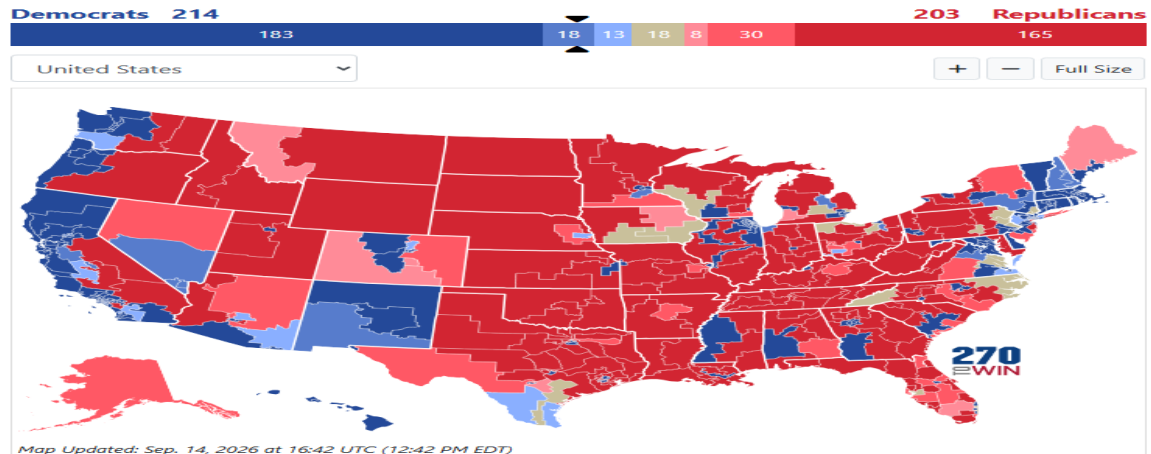
Which Party Will Control the House?



Kalshi

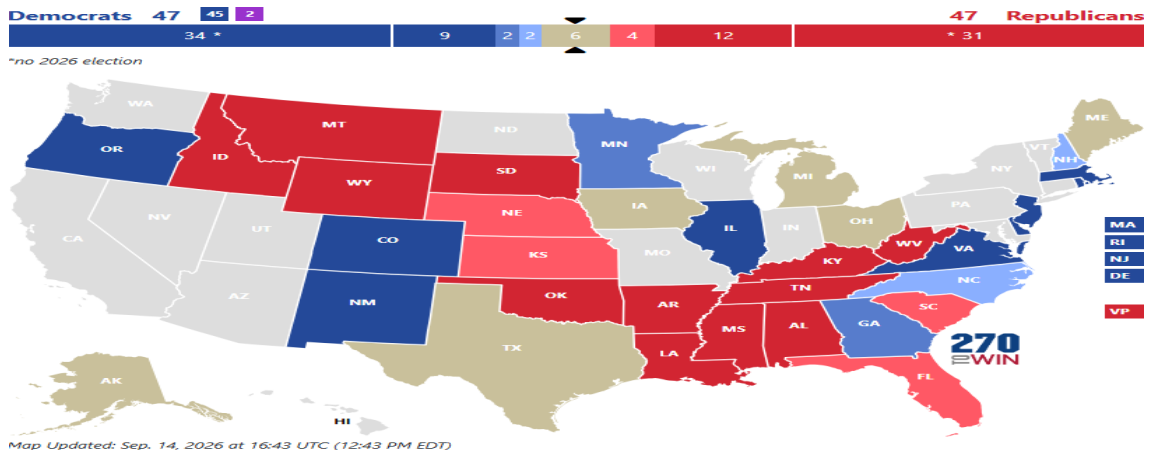
Probability based on the most recent 'yes' trade for each party as of Sep. 14, 2026 at 02:03 UTC (10:03 PM EDT). May not total 100%.

2026년 미국 하원은 민주당 우위



자료: 270 to Win (Sept 14)

2026년 미국 상원은 박빙



자료: 270 to Win (Sept 14)

역대 중간선거 결과

원래 대통령과 여당에 불리

- 1946년 이후 20번의 중간선거에서 기존 대통령과 여당이 승리한 경우는 5번에 불과함.
- 1980년대 이후로는 2002년을 제외하면 대부분 의회가 분리되거나, 대통령이 소속된 여당이 소수당이 되는 경우가 대부분임.

통일 정부	5
분리 정부	11
분리 의회	4
여당 하원 상실	7

역대 미국 중간선거 결과 (1946~2022년)

중간선거 연도	대통령	대통령 정당	선거 후 하원 다수당	선거 후 상원 다수당	구조
1946	트루먼	민주	공화	공화	분리 정부
1950	트루먼	민주	민주	민주	통일 정부
1954	아이젠하워	공화	민주	민주	분리 정부
1958	아이젠하워	공화	민주	민주	분리 정부
1962	케네디	민주	민주	민주	통일 정부
1966	존슨	민주	민주	민주	통일 정부
1970	닉슨	공화	민주	민주	분리 정부
1974	포드	공화	민주	민주	분리 정부
1978	카터	민주	민주	민주	통일 정부
1982	레이건	공화	민주	공화	분리 의회
1986	레이건	공화	민주	민주	분리 정부
1990	부시(父)	공화	민주	민주	분리 정부
1994	클린턴	민주	공화	공화	분리 정부
1998	클린턴	민주	공화	공화	분리 정부
2002	부시(子)	공화	공화	공화	통일 정부
2006	부시(子)	공화	민주	민주	분리 정부
2010	오바마	민주	공화	민주	분리 의회
2014	오바마	민주	공화	공화	분리 정부
2018	트럼프	공화	민주	공화	분리 의회
2022	바이든	민주	공화	민주	분리 의회

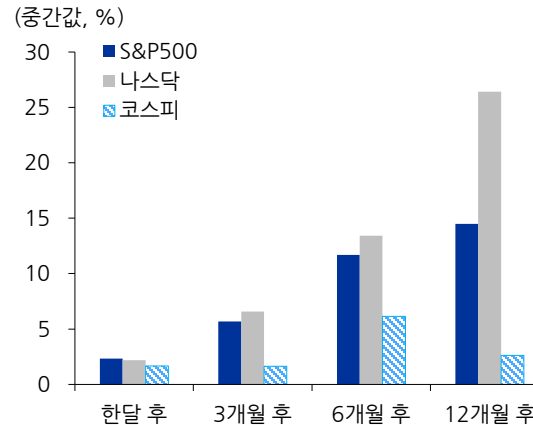
주: 분리 정부는 대통령 정당이 소수, 분리 의회는 양원의 다수당이 다름, 자료: 위키피디아

중간선거 후 미국 증시는 대부분 상승

계절적으로 증시에 우호적

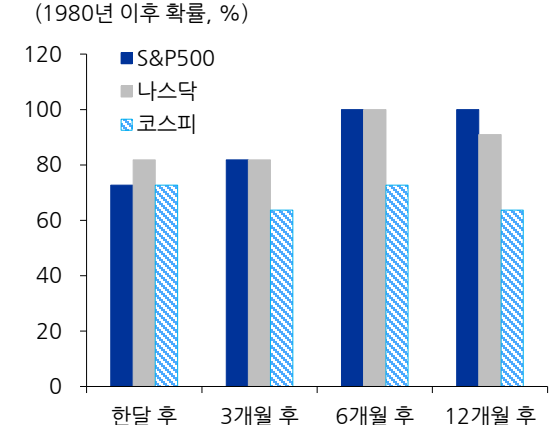
- 주식시장은 중간선거 이후 강세를 나타냄.
- 1980년대 이후 데이터를 보면, 미국 중간선거 6~12개월 후 S&P500과 나스닥은 10~11% 이상 상승했고, 확률도 100%에 접근함.
- 상대적으로 국내 주식시장의 상승세와 확률은 미국 증시에 비해서는 떨어짐.
- 1998년 이후 데이터 상으로 중간선거 후 Tech, 경기소비, 산업재, 유틸리티 순으로 주가가 강했음.

중간 선거 후 미국과 국내 증시 상승 우위



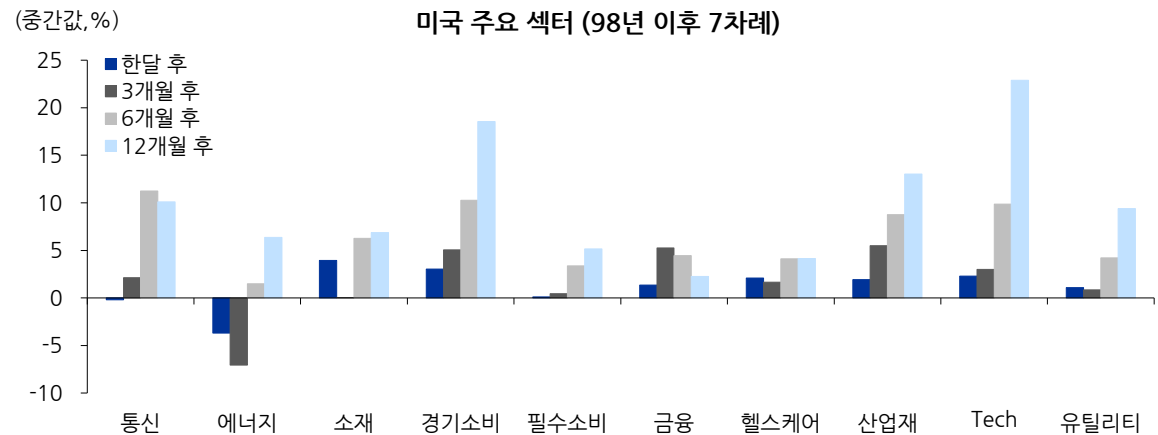
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중간선거 6개월 후 미국 증시 상승 확률 절대적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

중간선거 후 Tech, 경기소비, 산업재 우위



자료: Refinitiv, 유진투자증권

재정 측면에서의 금리 상승 위험 완화 가능성

재정 위험 완화 가능성은 긍정적

- 이번 중간선거에서 미국 민주당이 하원에서 우세하게 되면 트럼프 정부의 감세 연장에 제약이 걸릴 가능성이 높음.
- 그렇다고 현 상황에서 증세도 추진되기 어려움.
- 즉 정부 적자 기조는 유지되나, 당장 악화될 여지는 축소될 수 있음. 이는 채권 및 금리 측면에서 다소 우호적일 수 있음.
- 산업 측면에서는 민주당이 우세하면 헬스케어/에너지/금융 측면에서 규제가 강화될 수 있으나, 강도는 강하지 않을 전망.

중간선거 결과와 재정에 미치는 영향

결과	재정 경로	채권시장 함의
공화 상하원 유지	감세 연장·확대 여지	적자 확대 기대 → 장기금리 상방
분리 통제	교착. 신규 지출·감세 모두 어려움	적자 경로 동결. 다만 부채한도 대치 위험
민주 상하원 탈환	증세 논의 가능하나 대통령 거부권 존재	실질 변화 제한적

자료: 유진투자증권

2026년 미국 중간선거 결과와 자산시장 영향

자산	민주 하원 + 공화 상원	민주 상하원	공화 상하원
미국 장기금리	부채한도 마찰로 변동성 확대. 그러나 연방정부 적자 확대 제동	적자 확대 제동 기대는 유사	상방 위험 감세 연장 기대
주식시장	의회 교착 선호	규제 불확실성	감세 기대로 단기 우호
달러	중립	중립	재정 확대 인식 오히려 약세 위험
금	부채한도 국면(27년)에서 상방	중립	재정 우려로 상방
섹터	방산·기술·금융이 상대 우위	헬스케어·에너지 규제 위험	에너지, 금융, 가상화폐 우호

자료: 유진투자증권

일부 우려하는 미국 데이터센터 건설과 하원 민주당 우위는 무관

건설 저지 여부는 의회보다 주·지방정부 문제

일반적으로 예상하는 경로

1. 하원 민주당 다수
2. 연방 차원 AI 데이터센터 규제 입법 시도
3. 상원 · 대통령 거부권에서 저지

실제로 건설을 좌우하는 경로

1. 주 · 기초자치단체의 인허가 · 모라토리엄
2. 개발사 소송 · 계통연계(전력망) 적체
3. 인근 주민 여론 (거주지 5km 내 반대 집중)

→ 정당 노선이 아니라 지역 이해관계로 갈림

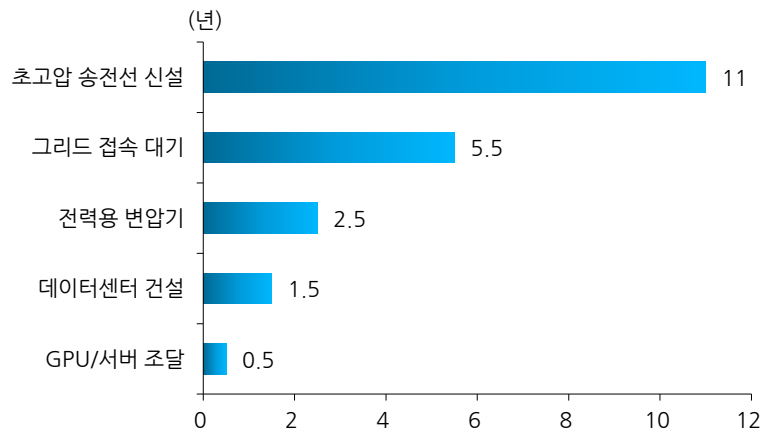
- 시카고 진보 성향 민주당 시장과 텍사스 보수 성향 공화당 주지사가 같은 시기 데이터센터 건설 일시중단을 요구.
- 미시간 · 펜실베이니아 등에서는 같은 민주당 내부에서 규제 법안이 충돌.
- 11개 주 14건의 모라토리엄 법안 중 정당 노선을 따르는 사례는 없음.

현재 AI 병목은 전력/송전망, 그리고 인허가

수요가 아니라 공급 문제

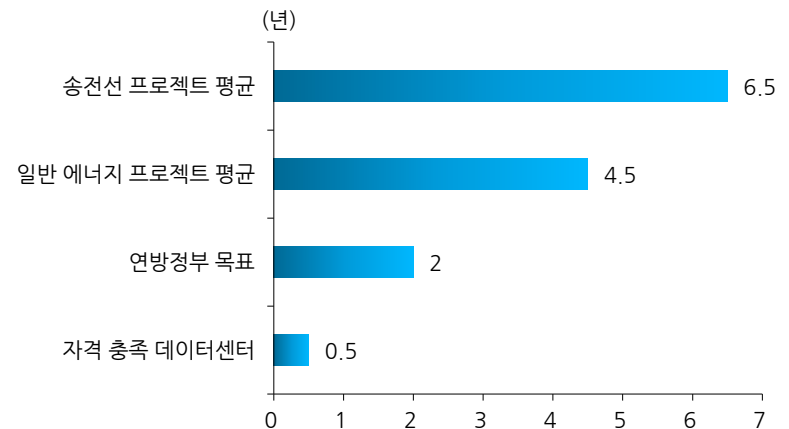
- 데이터센터 건설에 있어 GPU 보다 전력용 변압기, 그리드 접속, 송전선 신설 등에 훨씬 시간이 소요되고 있음.
- AI 생태계가 확장되는데 제약 요인은 수요보다 전력과 인허가, 지역 정치임.
- 반도체/AI 인프라 업황은 속도의 문제이지, 방향성의 문제는 아님.

데이터센터 건설의 병목



자료: mgrid.org, Atkenenergygroup.com, successknocks.com

에너지/전력 병목의 핵심은 인허가 시간 소요



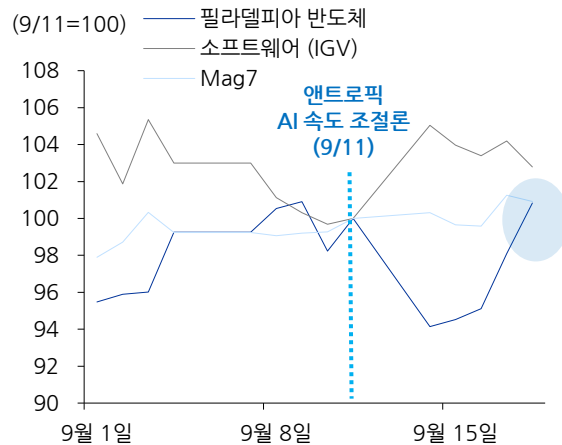
자료: projectfinance.law (24/5월), freshlawblog.com (26/5월)

AI 속도 조절 우려는 확산되지 않고 있어

과도한 경쟁을 피하거나, AI 업체들의 단순 '시간 벌기'이거나

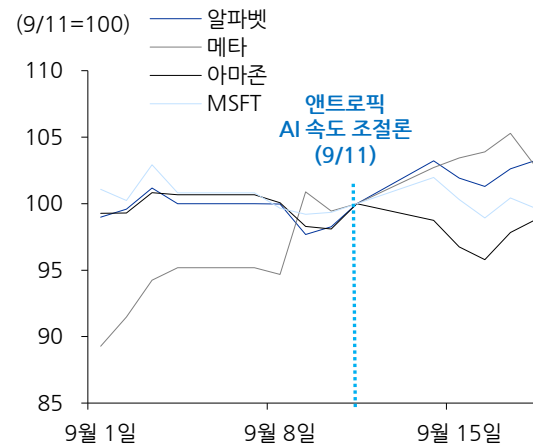
- 9/11일 엔트로픽 아모데이 CEO가 제기한 AI 속도 조절론 이후 하락했던 반도체 주가는 한 주 만에 거의 회복함.
- 속도 조절론은 잉여현금흐름이 악화되던 빅테크 업체들에게 원론적으로 호재이나, 업체별로 차이가 나타남 (메타/알파벳 강세).
- 데이터센터 리츠와 GRID ETF 가격도 속도조절론 이전 수준을 거의 회복함.

AI 속도 조절론 이후 반도체주가 거의 회복



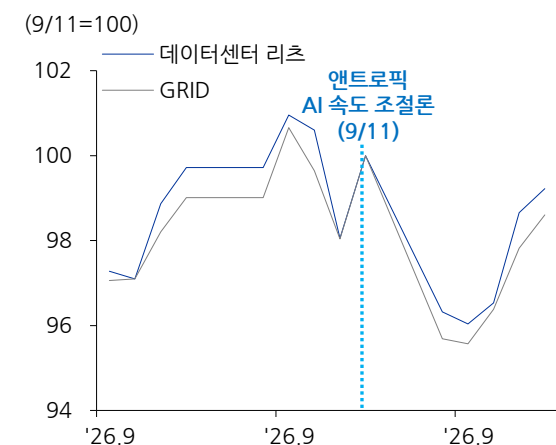
자료: Refinitiv, 유진투자증권

빅테크들 주가는 업체별로 차별



자료: Refinitiv, 유진투자증권

데이터센터 리츠와 전력업체 주가도 회복



자료: Refinitiv, 유진투자증권

관건은 끝날 줄 모르는 이란 전쟁

유가 불안 장기화, 국제유가 120~130달러는 마지노선

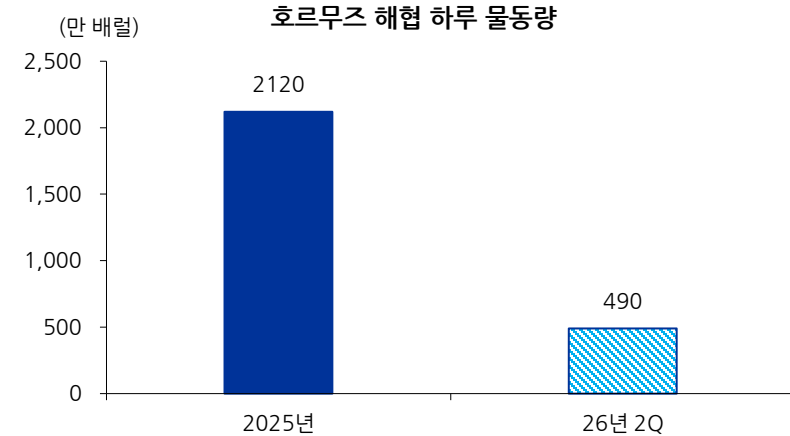
- 과거 국제유가가 2배 상승하면 미국 등 글로벌 경제에 부정적 영향이 확대됨. 현 국면에서 국제유가 120~130달러가 경계 수준임.
- 브렌트 유가 기준으로 전년대비 100% 가량 상승한 전후 미국 경기 침체가 발생했음.
- 국내 경제 성장률도 유가 2배 상승 후에는 가파르게 둔화된 바 있음.

국제유가 120달러 이상에서는 미국 경제도 안심하기 어려워



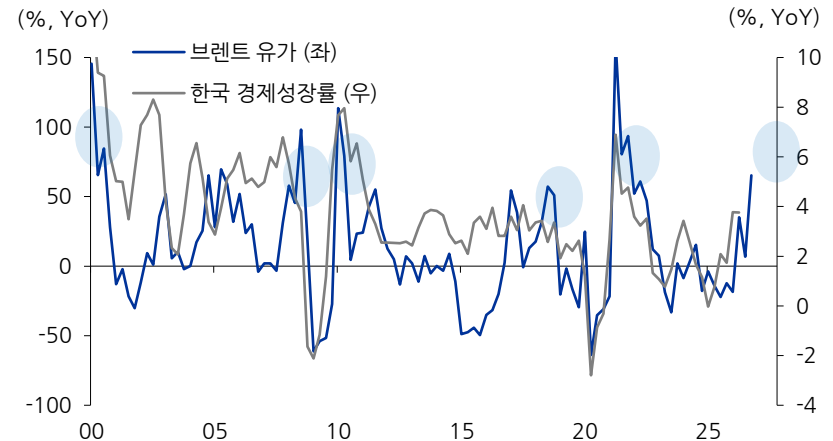
자료: Refinitiv, 유진투자증권

호르무즈 해협 물동량



자료: EIA, 유진투자증권

국내 경제 성장률도 과거 유가 2배 상승 이후에는 빠르게 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

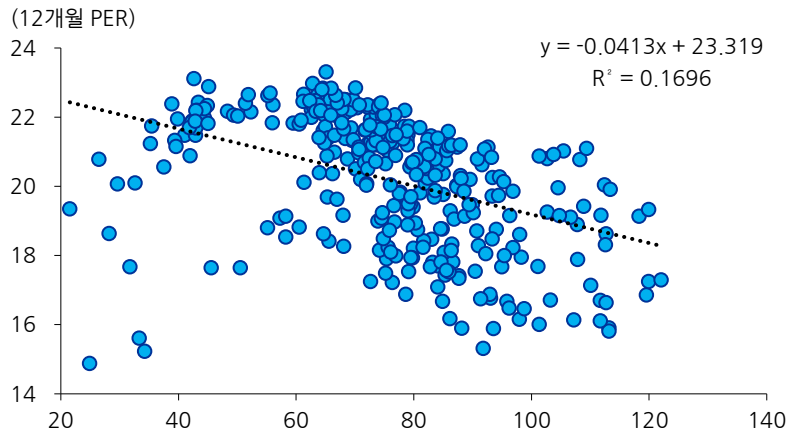
유가 급등은 증시 밸류에이션에 악재

유가 상승은 PER 하락 요인



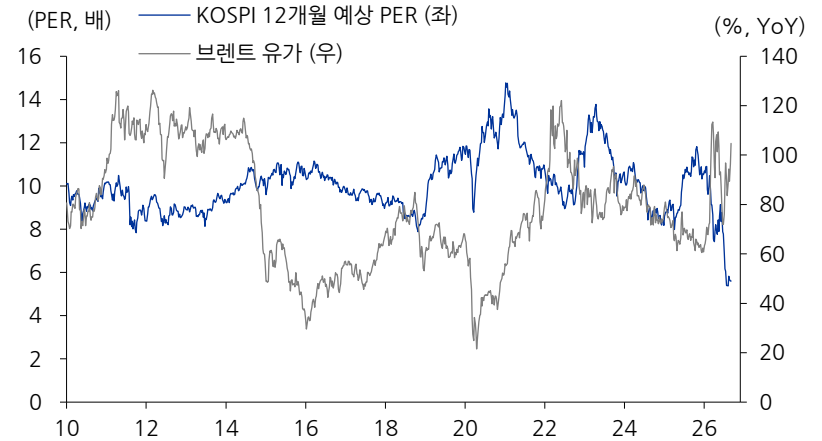
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국제유가 10달러 상승할 때마다 미국 증시 PER 0.3~0.4배 하락



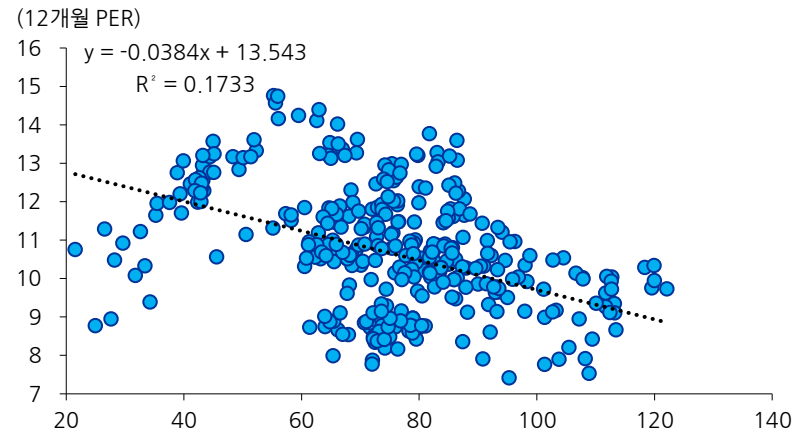
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 증시도 유가 급등 국면에서 PER 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유가 10달러 상승할 때마다 국내 증시 PER은 0.4~0.5배 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

03

맷집을 키워가는 국내 증시

금리/유가 불안에 비해 국내 증시 변동성 점차 안정

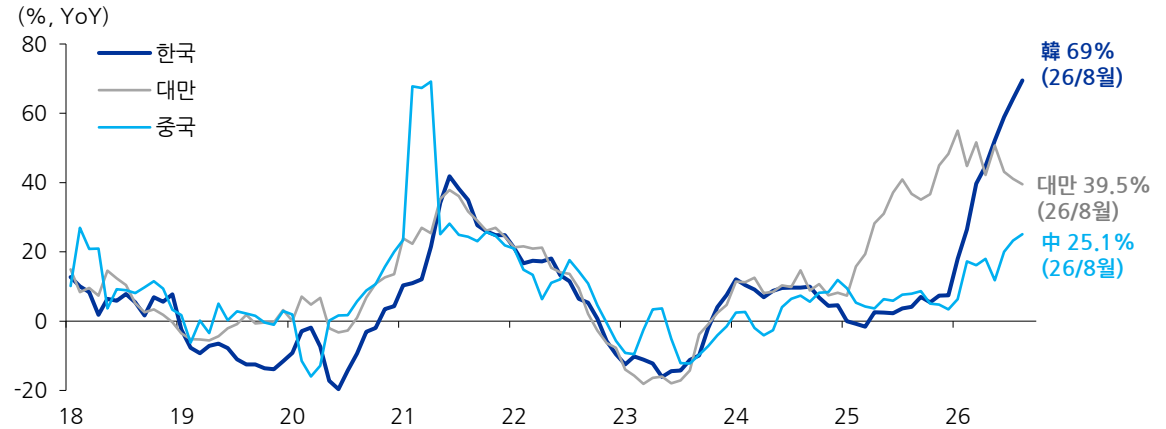
6~7월 주가 급락 이후 증시 자금 유입 속도 둔화, 그러나 유출은 아님

완벽한 수출에 드러난 그림자

대만 수출과 원화 환산 수출 소폭 둔화

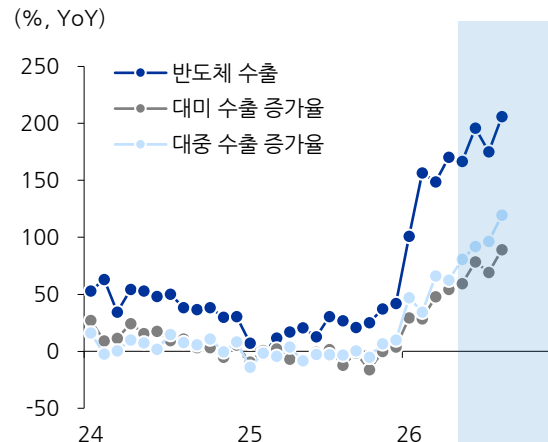
- AI 호황에 힘입어 아시아 주요국 수출은 호조
- 그러나 대만 수출 증가율은 2분기 50%yoy에서 26/8월 39.5%yoy로 소폭 둔화됨.
- 국내 수출은 아직 견고함(지난 3개월 평균 69%yoy). 대미 수출(26/8월 89%yoy)보다 대중 수출(26/8월 +119.4%yoy)이 더 호조임.
- 그러나 원화 환산 수출 증가율은 26/6월 96%yoy에서 26/8월 70.4%yoy로 둔화됨.

대만 수출 호조, 그러나 증가 속도는 주춤



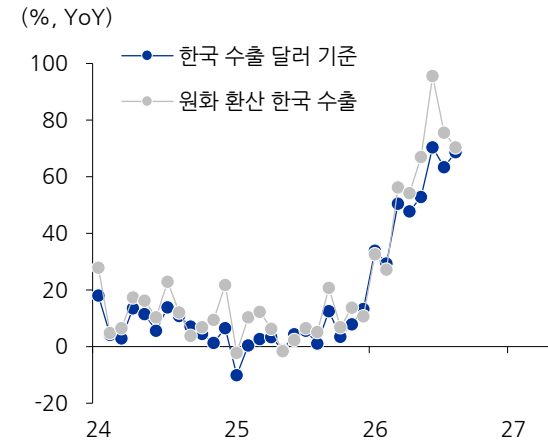
자료: Refinitiv, 유진투자증권

대미 수출과 대중 수출 호조



자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화 환산 한국 수출 증가율은 둔화



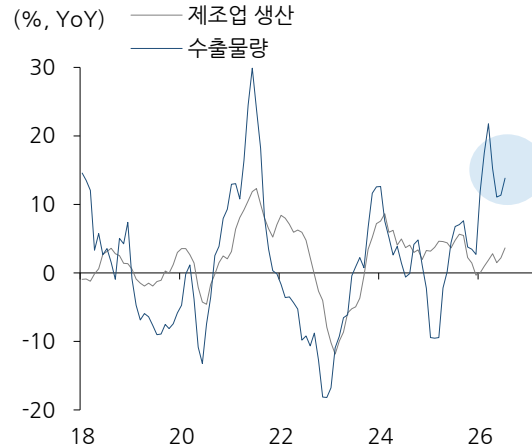
자료: Refinitiv, 유진투자증권

가계보다 기업, 소비보다 투자 우위

심해지는 양극화

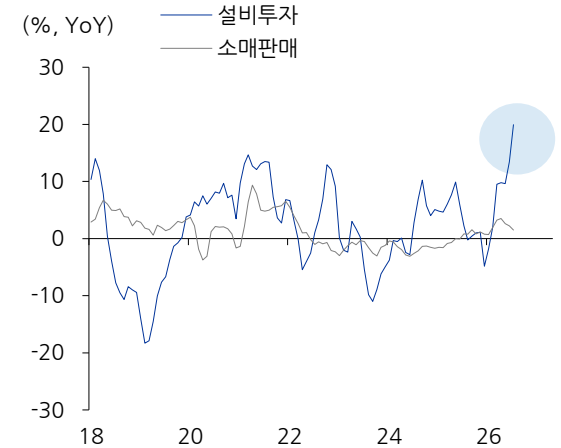
- 수출 호조와 국내 성장률 전망 상향(한국은행 올해 3.3%, 내년 2.9%)에도, **국내 제조업 생산 증가율은 3.6%yoy(26/7월)에 불과함.**
- 설비투자는 2Q 이후 가파르게 증가함(26/7월 +27.3%yoy). **반면 소매판매는 실질 기준으로 (-)로 반전됨(26/7월 -0.8%yoy).**
- 기업심리도 개선 중이나, 21~22년 고점에 못 미침. 소비심리는 기준선을 상회 중인, 26/2월을 정점으로 하락함.

수출물량 증가에 비해 제조업 생산 증가 미미



자료: Refinitiv, 유진투자증권

설비투자 급증, 반면 소매판매 둔화



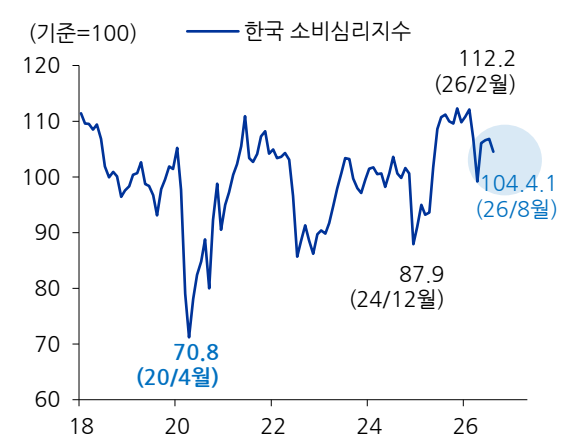
자료: Refinitiv, 유진투자증권

기업심리지수 개선, 그러나 코로나 이전 하회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

소비심리는 올해 2월 이후 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

대기업 중심 대출 확대

견고한 대기업 중심 투자 수요

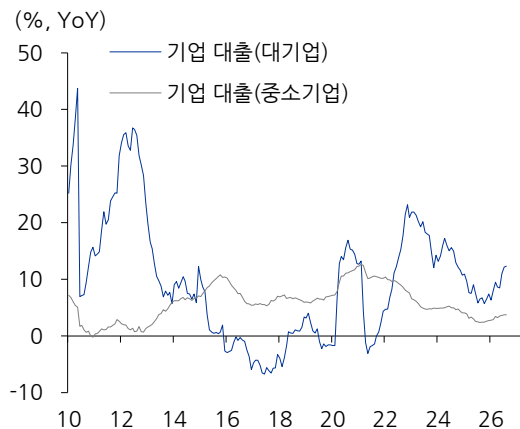
- 국내 투자 수요는 견고해 보임. 대출 가운데 가계 대출 증가율은 26/8월 2.6%yoy에 그침. 반면 기업대출은 +5.6%yoy로 24/11월 이후 가장 높음.
- 기업 대출 가운데 대기업 대출이 빠르게 늘어남. 수출 중심 대기업들의 투자 수요를 반영함.
- 최근 금리 상승에도 예금 증가 속도는 완만함(26/7월 5%yoy). 금리인상 국면에서도 아직 대출 수요가 예금 수요를 능가함.

가계 대출 증가율은 둔화, 기업 대출 증가



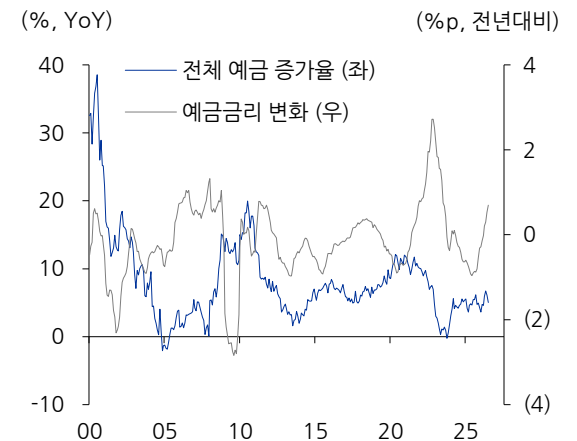
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중소기업 대출보다는 대기업 중심



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 상승에도 예금 증가 속도는 아직 완만해



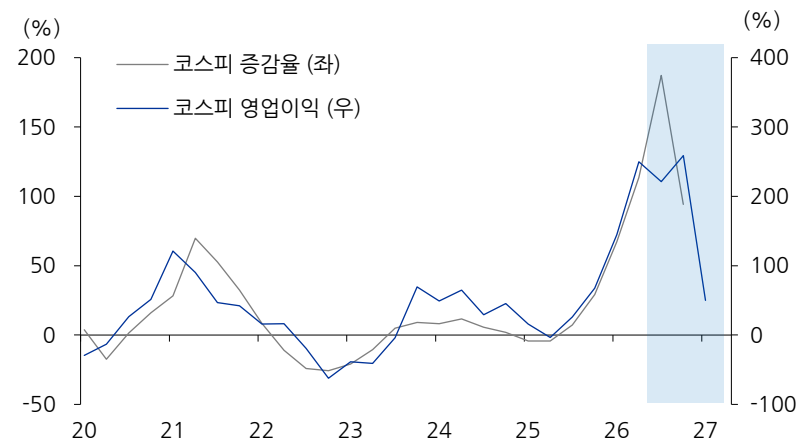
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 기업이익 증가 기울기는 둔화, 그래도 추세는 유효

2Q 과열 후 정상화 과정, 코스피 7천~8천선 회복은 충분히 가능한 수준

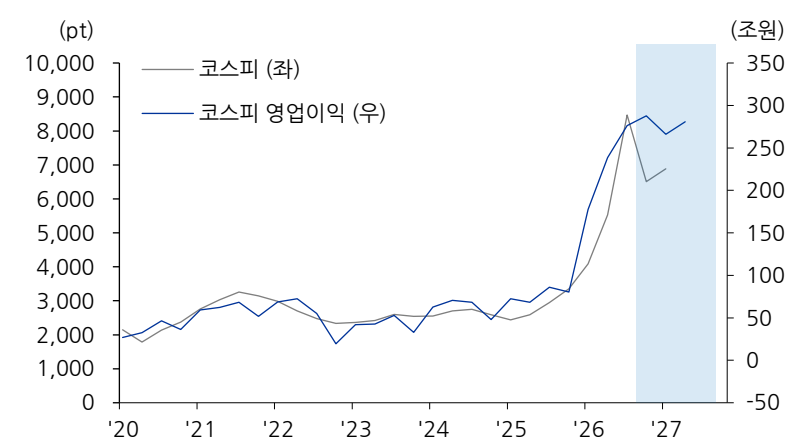
- 코스피와 코스피 영업이익 증가율과의 관계를 보면 지난 2분기 코스피 상승은 실적 증가 속도를 크게 상회했음.
- 코스피 영업이익은 2027년까지 늘어나나, 증가 속도는 완만해질 전망. 2027년 상반기 영업이익 증가율은 빠르게 둔화될 위험이 상존함.
- 현재 코스피 수준(8/20일 6,852pt)은 코스피 예상 영업이익 수준에 비해 낮음. 그러나 이익의 폭발적인 증가 국면은 지났음.

지난 2분기 코스피 상승은 영업이익 증가 속도에 비해 과도



자료: Quantiwise, 유진투자증권

코스피 영업이익 추세는 지속, 점진적인 주가 회복 추세 예상



자료: Quantiwise, 유진투자증권

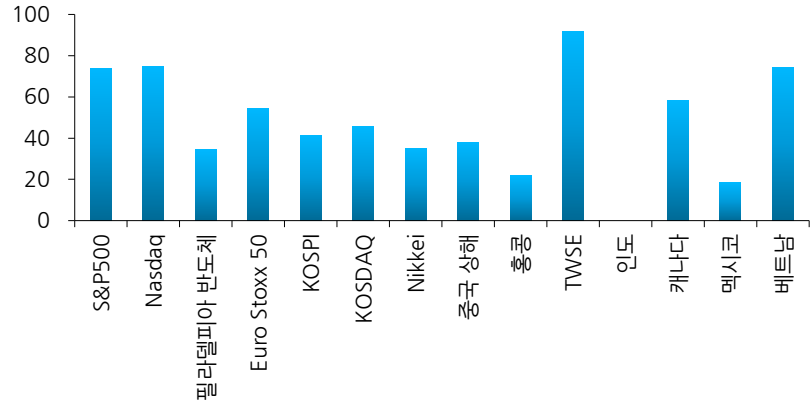
문제였던 변동성 진정

더디지만 증시 내성이 강화되고 있음을 시사

- 코스피는 9/9일 기준 6~7월 하락 폭의 40%를 회복함. 하지만 이후 주가가 강하게 상승하지는 못함.
- TSMC가 버틴 대만(92%)에 비해 국내 증시 회복세는 약함. **하지만 금리/유가 불안에 비해 주식시장 변동성은 하락하고 있음.**
- 주가 하단이 더 낮아지지 않을 것이라는 기대는 유효함.

9월 고점 기준, 코스피는 최근 하락의 40%를 회복

(올해 하락 대비 복원율, %)



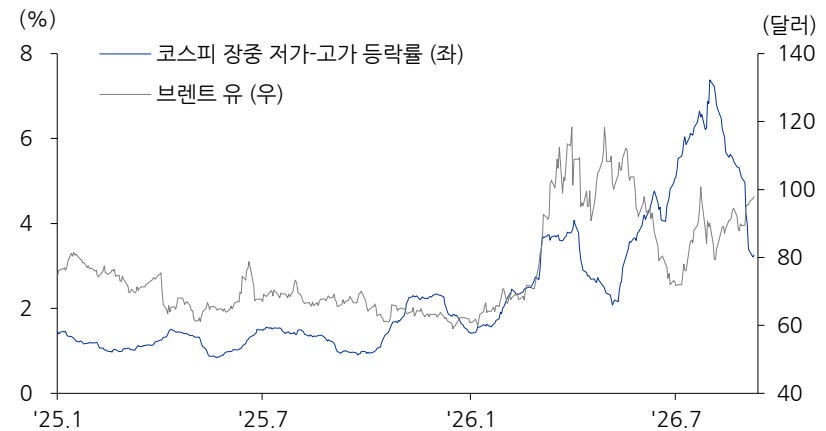
자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 금리 불안에 비해 국내 증시 변동성 안정



자료: Quantiwise, 유진투자증권

브렌트유 100달러 상회, 그러나 장중 변동 진정



자료: Quantiwise, 유진투자증권

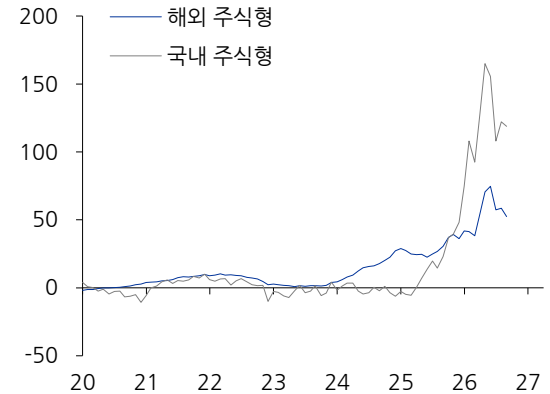
주식형 자금 유입 둔화, 그러나 대규모 유출도 없어

주식으로의 자금 이동 둔화, 하지만 채권/예금으로의 본격 이동도 아닌 듯

- 6~7월 코스피 급락 이후 고객 예탁금 증가세가 빠르게 둔화됨.
- 예탁금에 비해서는 국내 주식형 자금 유입 속도는 둔화되고 있지만, 코스피에 비해 완만함.
- 무엇보다 원화 강세로 해외 주식형으로의 자금 유입 둔화 속도가 좀더 가파름.

해외 주식형 자금 유입 둔화가 더 두드러져

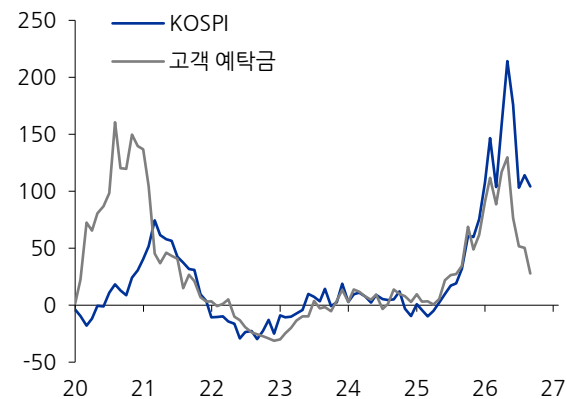
(조원, 전년비 증감)



자료: 인포맥스, 유진투자증권

주가에 비해 예탁금 감소세는 뚜렷

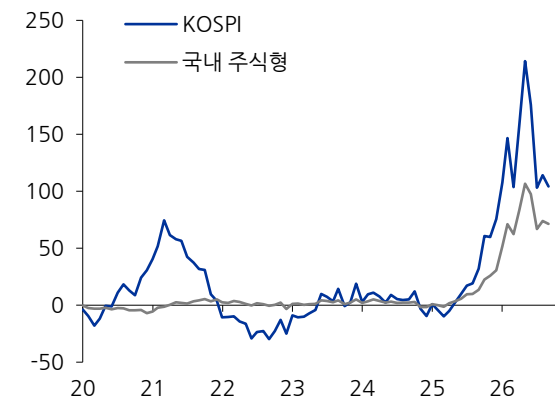
(%, YoY, 설정금액)



자료: 인포맥스, 유진투자증권

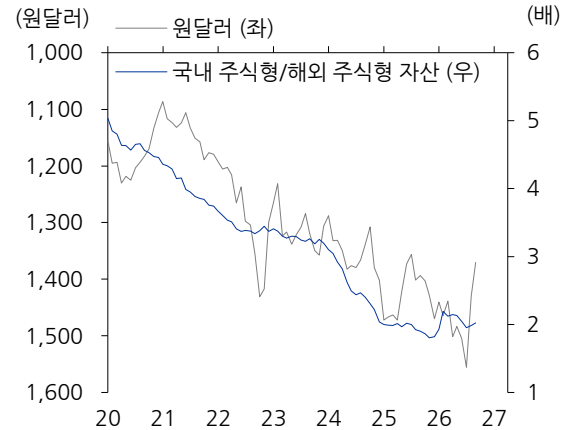
국내 주식형 자금 둔화, 그러나 심하지 않아

(%, YoY, 설정금액)



자료: 인포맥스, 유진투자증권

원화 강세로 해외 주식 선호도가 주춤해져



자료: 인포맥스, 유진투자증권

외국인 투자가들의 반도체 매도세는 막바지

반도체 지분율 -1 표준편차에 접근

- 외국인 투자가들의 기록적인 순매도에도 불구하고, 외국인 투자가들의 국내 증시에 대한 지분율은 2000년 이후 평균(35%)보다 높은 39.6% (26/9/17일 기준).
- 반면 반도체 지분율은 역사적 평균 50%를 하회하는 47.9%대까지 하락함. 평균의 -1 표준편차 수준인 47% 아래에서는 외국인 투자가들의 매도 압력이 떨어질 것으로 예상함.
- 외국인 투자가들은 IT하드웨어, 비철, 기계, 상사 자본재, 은행 업종에 대한 비중이 과거에 비해 높게 유지되고 있음. 반면 호텔레저, 철강, IT가전, 에너지, 자동차 업종에 대해서는 지분율이 낮음.

코스피에 대한 외국인 지분율은 상당히 높아



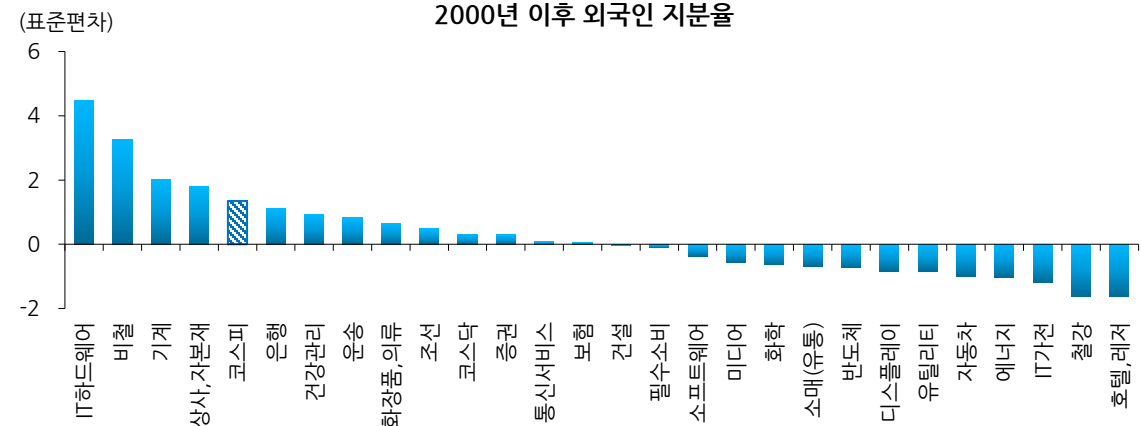
자료: Quantwise, 유진투자증권

반도체 지분율은 48% 하회



자료: Quantwise, 유진투자증권

외국인 투자가들은 IT하드웨어, 비철금속, 기계 선호



자료: Quantwise, 유진투자증권

04

그래도 다 함께 갈 수는 없다

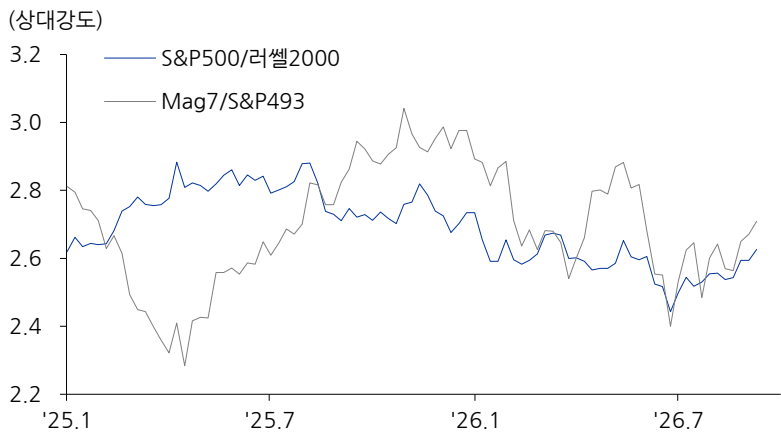
금리가 오를 수록 대형 우량주로 선별화 필요, Tech/에너지가 소비재보다 우위
ROE 등 수익성이 높고, 주가 조정이 진행된 반도체, 증권, 조선, 에너지

금리가 오를수록 시장 확산을 제약

금리 상승은 중소형주로의 확산을 제약

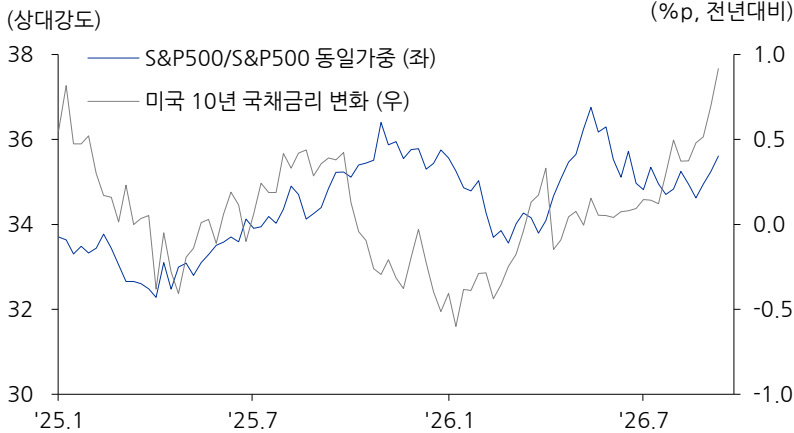
- 금리 상승세가 가팔라진 7월 이후 미국 증시에서는 다시 대형주가 우세함.
- 미국 국채금리 상승세가 가팔라질수록, S&P500 동일가중 지수보다 S&P500 시가총액 가중 지수가 우위임. 그만큼 소수 대형주 위주로 재편 중임.

금리 상승세가 가팔라진 7월 이후 다시 대형주 우위



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 금리 상승 폭이 확대될수록 소수 대형주 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 상승 국면에서 강한 미국 에너지와 Tech

소비와 유틸리티 섹터 주가 부진

- 올해 미국 주요 섹터에서 가장 부진한 것은 유틸리티와 소비재임. 유틸리티 섹터 주가는 연중 저점 수준에 불과함.
- 반면 에너지/Tech/헬스케어 섹터 주가는 양호함.

유틸리티 섹터 주가 연중 최저



자료: Refinitiv, 유진투자증권

필수소비 섹터 주가도 부진



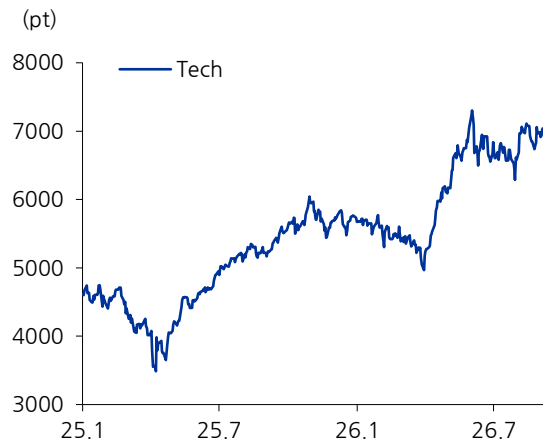
자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 가장 강한 에너지 섹터 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

6월 이후 주춤해도, 견고한 Tech 섹터



자료: Refinitiv, 유진투자증권

7~8월 이후 개선되고 있는 헬스케어 업종



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유가 상승의 그림자가 드리운 미국 소비 섹터

미국 소비 강자들의 주가 부진

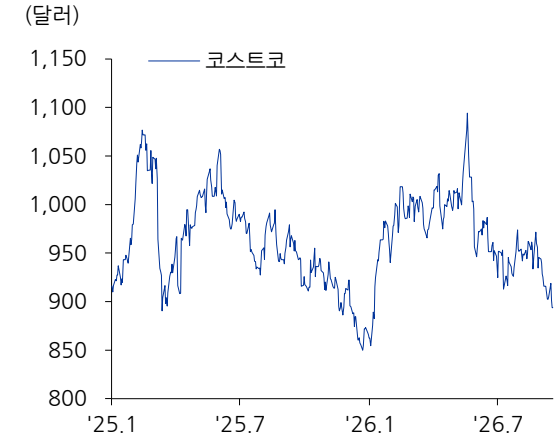
- 5월 이후 그동안 안정적이었던 월마트/코스트코/맥도날드 주가도 하락세로 반전됨.
- 부동산 건설 경기에 민감한 홈디포 주가 역시 연중 최저 수준임.

월마트



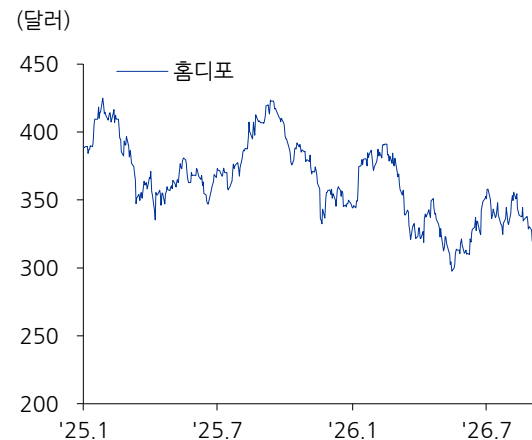
자료: Refinitiv, 유진투자증권

코스트코



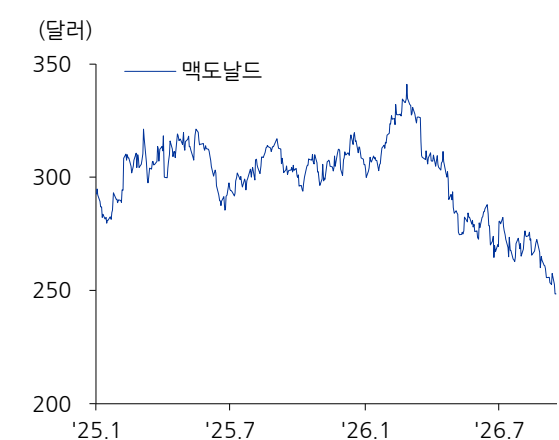
자료: Refinitiv, 유진투자증권

홈디포



자료: Refinitiv, 유진투자증권

맥도날드



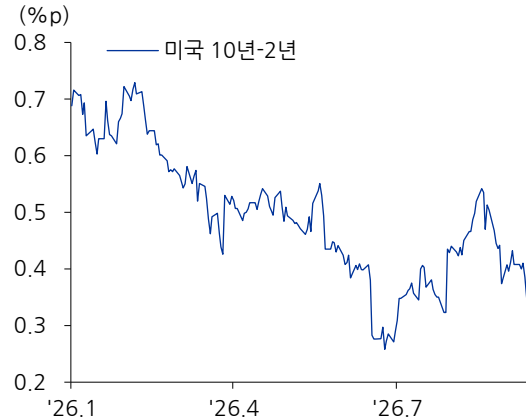
자료: Refinitiv, 유진투자증권

장단기 금리 차이에 따른 전략 차별화

Cyclicals vs. Tech

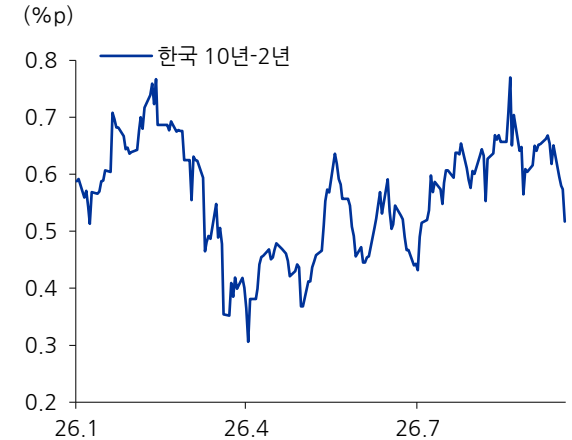
- 고금리 국면에서 투자전략은 장단기 금리 변화에 따라 다르게 적용될 수 있음.
- 미국의 경우, 장단기 금리 차이가 축소됨. 국내 장단기 금리 차이도 축소되고 있으나, 추세적이지는 않음.
- 장단기 금리 차이가 확대될 때는 전통 Cyclical 산업, 장단기 금리 차이가 축소될 때는 Tech 등 성장주에 집중할 필요가 있음.
- 국내 장기금리 상승 국면에서는 보험/은행/운송/화장품/에너지 업종을 선호함.
- 반면 장단기금리 차이가 축소될 때는 건설, 기계, IT하드웨어, 반도체를 선호함.

미국 장단기 금리 차 축소



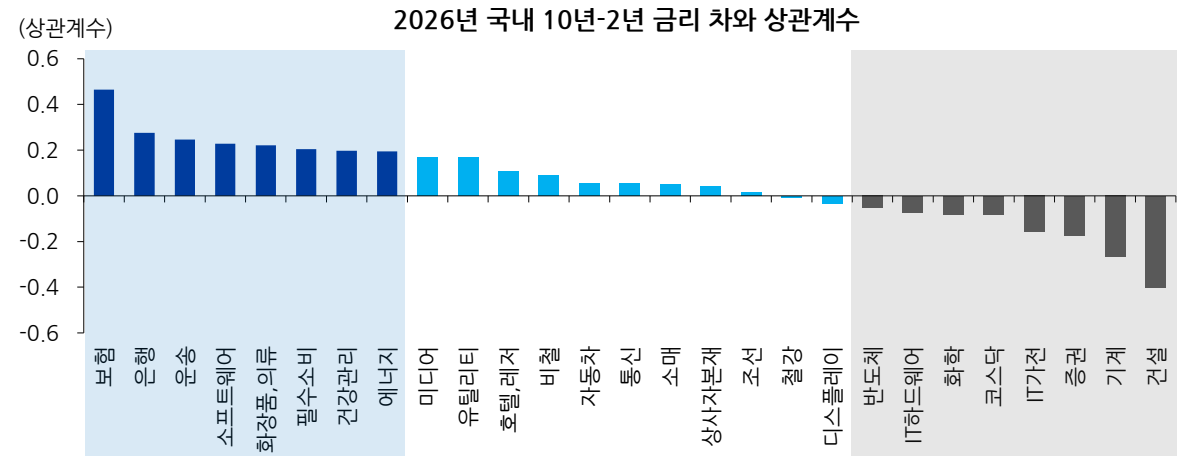
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 장단기 금리 차는 8월 이후 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

장단기 금리 차에 따라 업종별 주가 차이



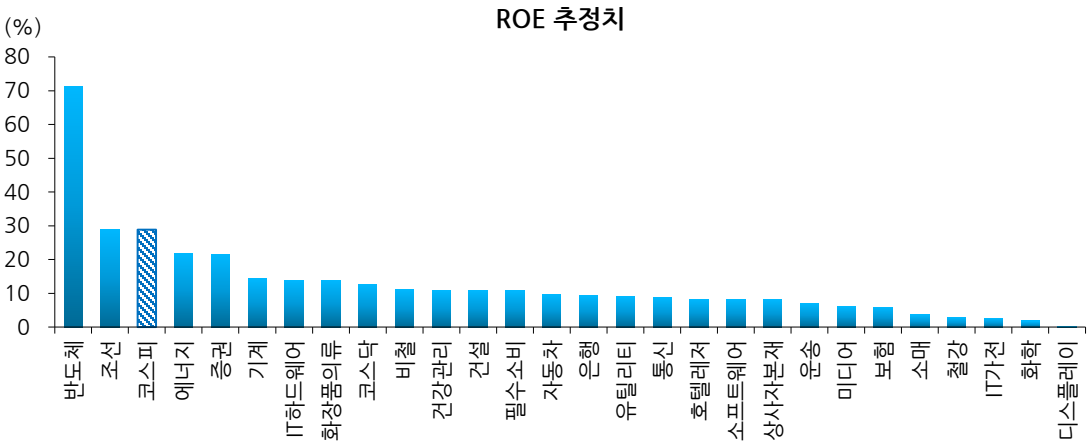
자료: Quantiwise, 유진투자증권

금리가 높아질 때는 높은 수익성에 집중

수익성이 높은 업종 관심

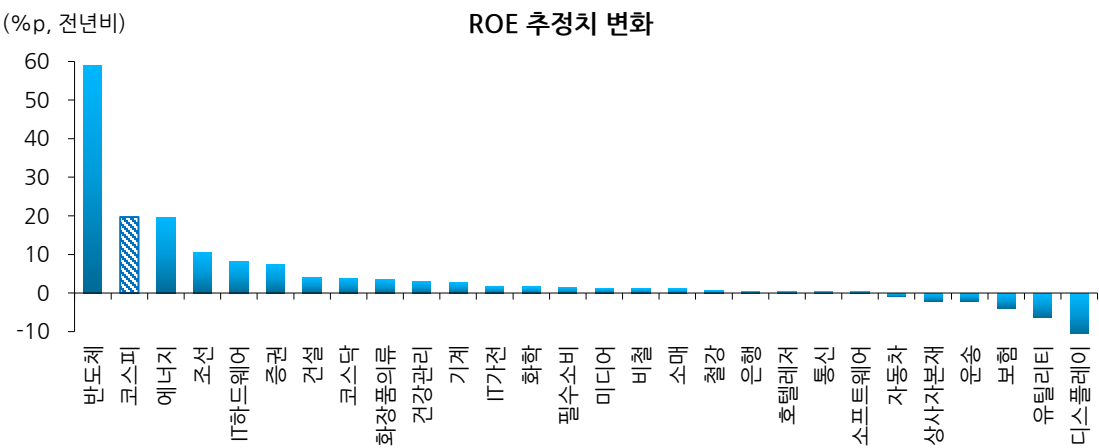
- 금리 등 자본조달 비용이 늘어나는 속도보다 높은 수익성이 확보될 수 있는 업종임.
- 국내 주식시장에서는 반도체, 조선, 에너지, 증권 업종 ROE가 그래도 20%대를 유지할 것으로 보임.
- 지난해 대비 ROE 추정치 변화가 큰 업종으로 는 반도체, 에너지, 조선, IT하드웨어, 증권 등 임.

ROE가 높은 반도체, 조선, 에너지, 증권, 기계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체 이외 에너지/조선/IT하드웨어/증권의 수익성 개선



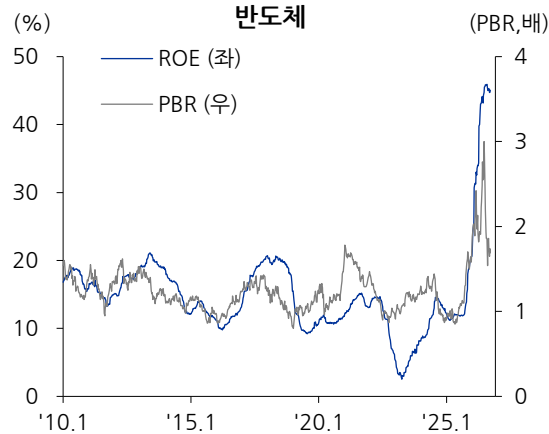
자료: Quantiwise, 유진투자증권

수익성 대비 주가 저평가된 반도체, 증권, 에너지, 조선

반도체와 증권

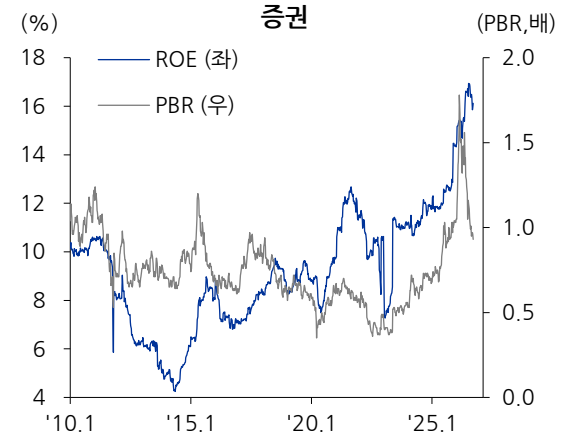
- 현재 예상되는 ROE 대비 PBR이 낮은 업종은 반도체와 증권, 에너지, 조선, 건강관리임.
- 반도체/증권 업종 이익과 수익성이 다소 둔화되더라도, 현재 PBR 수준은 상당 폭 둔화 우려를 반영한 것으로 볼 수 있음.

반도체



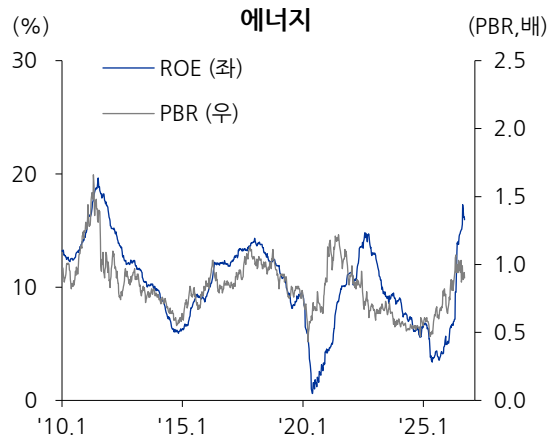
자료: Quantiwise, 유진투자증권

증권



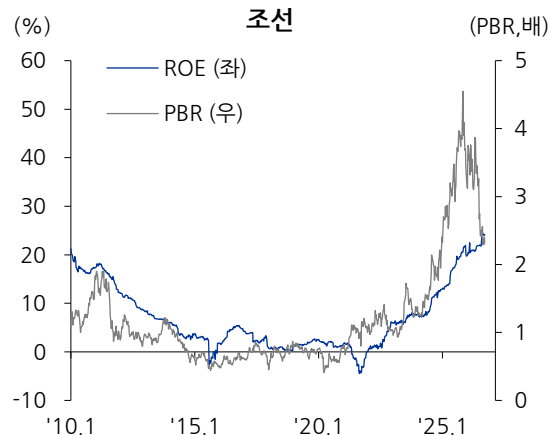
자료: Quantiwise, 유진투자증권

에너지



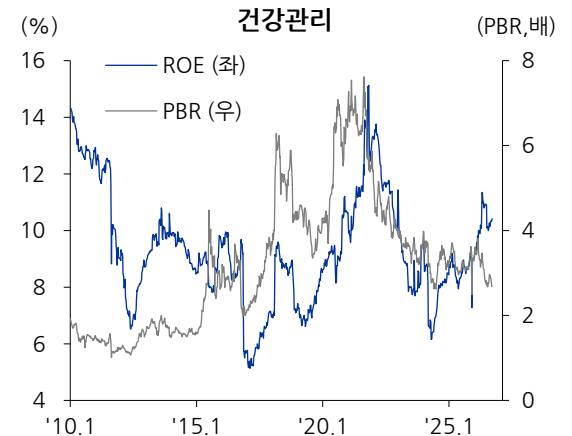
자료: Quantiwise, 유진투자증권

조선



자료: Quantiwise, 유진투자증권

건강관리



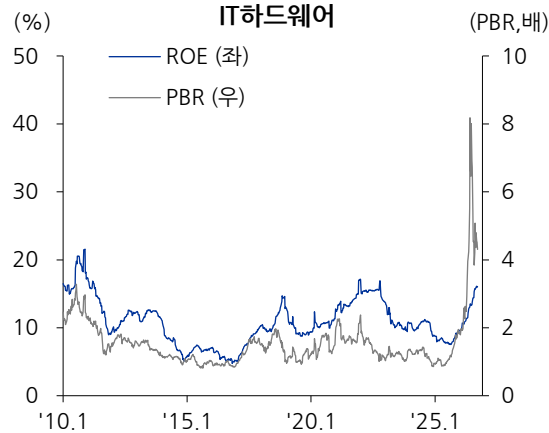
자료: Quantiwise, 유진투자증권

주가 부담이 있는 IT하드웨어, 기계, 은행

가격 부담이 있는 업종

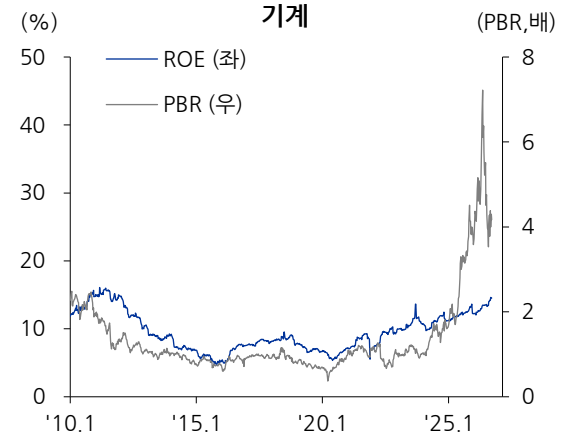
- 반면 수익성이 개선되는 추세이긴 해도, 현재 주가가 이미 꽤 반영한 것으로 보이는 산업은 IT하드웨어, 기계, 상사자본재, 은행 등임.

IT하드웨어



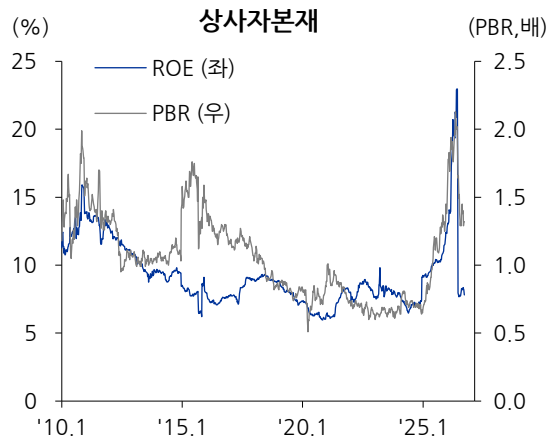
자료: Quantiverse, 유진투자증권

기계



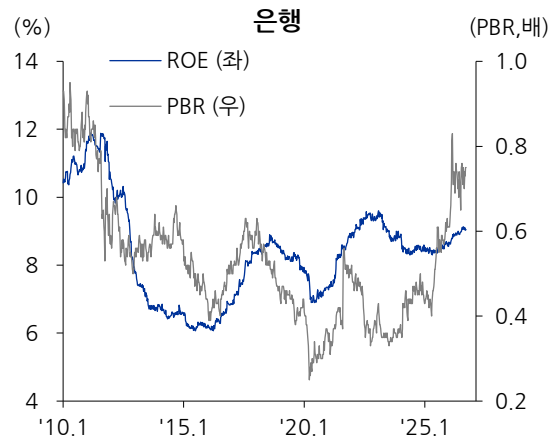
자료: Quantiverse, 유진투자증권

상사자본재



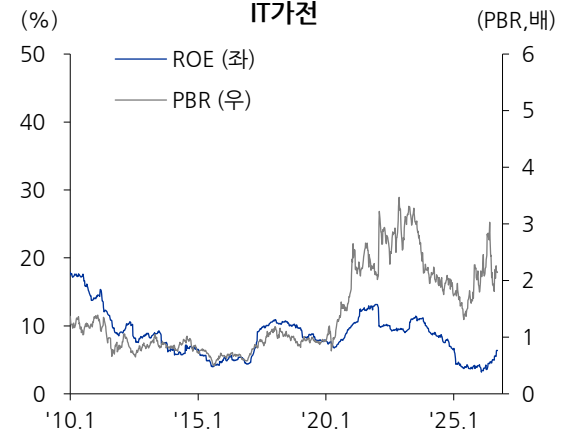
자료: Quantiverse, 유진투자증권

은행



자료: Quantiverse, 유진투자증권

IT가전



자료: Quantiverse, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다