

Market 준클리

성장이 올린 금리, 뮤즈가 올린 기판

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

Check Point

미국 10년물 5%대 급등은 기대인플레이/수급보다 성장이 끌어올린 실질금리 상승 성격이 강함
2003년 이후 성장형 실질금리 상승 구간에서 S&P500 상승 확률 83%. 주식 비중 축소 이유는 크지 않음
메타 뮤즈가 관성형 B2C를 흔들고 CPU/기판 수요를 키우는 중이며, 먼저 움직인 기판이 주도주일 가능성 있음

채권 금리 상승은 인플레이보다 성장

미 10년물 금리는 한 주간 약 16bp 상승했고 장중 2007년 이후 최고치를 경신했다. 10년물 5.17% 2년물 4.81%이다. 30년물은 장중 5.53%까지 올라 2004년 이후 최고 수준을 기록했다. 상승 요인은 세 가지로 정리된다. 첫째 9월 종합 PMI 속보치가 58.4pt로 컨센스(56.0pt)를 크게 상회했고 투입비용 지수 상승이 부담을 키웠다. 둘째 Barr 이사를 비롯한 연준 인사들이 추가 긴축 필요성을 언급하는 매파적 발언을 이어갔다. 셋째 5년물 입찰 수요가 예상 밖으로 부진했다. 시장은 10월 추가 인상 확률을 약 64.2%로 반영 중이다.

명목금리 상승에도 기대인플레이는 안정적이다. 5y5y 인플레이는 7월말보다 약 0.04%p 밖에 상승하지 않았다. 인플레이 우려보다는 수급과 성장의 영향으로 실질 금리가 올랐다. 인플레이의 영향이 아니라면 1차적으로 위험자산에 대한 부정적인 영향은 없다. 실질 금리를 밀어올리는 요인은 성장과 수급으로 나눠서 볼 수 있다. 수급의 부담이 크긴 하지만 명목 GDP 성장률에 비해 총지출의 증가율이 크게 높진 않다.

10년 스왑스프레드는 현재 -39bp로 2025년 4월 저점(-60bp) 대비 20bp 이상 개선됐고 2026년 들어서도 상단에 머물러 있다. 국채 발행 부담이나 AI 관련 회사채가 국채 수요를 잠식하는 구도라면 국채는 스왑 대비 싸져야 한다. 스프레드가 더 마이너스로 내려가는 것이 자연스러운 반응이다. 방향이 반대라는 것은 이번 금리 상승이 국채 고유의 수급 문제로만 설명되지 않는다는 뜻이다. 그렇다면 성장이 채권 금리의 주요 상승 요인이라고 볼 수 있다. 9월 종합 PMI 속보치가 58.4pt로 2021년 7월 이후 가장 높게 발표되었다. 9월 FOMC 직전에 발표된 미국 소매판매도 예상치를 상회했다. 계절적인 요인 등으로 인한 일시적인 데이터가 아니다. 올해 3월 이후로 소매판매는 전년동월대비 5%대 상승률을 유지하고 있다. 양호한 성장이 지속되고 있음을 확인할 수 있다.

기대인플레이보다는 성장 유무가 성과와 직접적인 연관

2003년 이후 TIPS가 50bp 이상 오른 구간은 16번이다. 모든 구간에서 명목금리 상승분의 절반 이상을 실질금리가 설명했다. 이 중 2008년 3~11월은 명목금리가 오히려 하락한 유동성 위기 구간이라 제외했다. 경기서프라이즈지수가 플러스이고 경기선행지수가 오른 성장형이 12번이다. 성장형 구간에서 S&P500 중앙값은 +8.0%였고 상승 확률은 83%였다. 하락한 두 번(2003년, 2004년)도 7주짜리 짧은 구간이었고 낙폭은 -1% 이내다. 성장 없이 긴축과 수급으로 실질금리가 오른 세 번(2015년, 2021~22년, 2022년 하반기)은 모두 하락했다(중앙값 -9.1%). 기대인플레이 방향은 결과를 가리지 못했다. BEI가 내리거나 횡보한 성장형 네 번(2005~06년, 2006~07년, 2012~13년, 2022~23년)도 모두 상승했다. 실질금리 상승 자체보다 성장이 뒷받침되는지가 주가를 결정하는 것으로 보인다.

섹터 성과는 더 선명하다. 성장형에서는 자동차(+9.5%p)와 미디어(+7.9%p), 은행(+6.3%p), 반도체(+5.8%p)가 S&P500을 앞섰다. 자동차와 반도체, 자본재는 12번 중 9번 지수를 이겼다. 부동산(-14.5%p)과 통신(-8.4%p), 유틸리티(-6.6%p), 음식료(-6.0%p)는 부진했다. 유틸리티와 음식료가 지수를 이긴 것은 12번 중 한 번뿐이다. 비성장형에서는 순서가 뒤집혀 에너지(+20.6%p)와 보험(+11.5%p)이 앞섰고 자동차(-8.1%p)와 반도체(-7.4%p)가 밀렸다. 경기 체력이 뒷받침될 때 시클리컬과 테크 성과가 좋았다. 성장형 베퍼플렛 구간에서 테크 성과가 좋았던 것과 유사한 흐름이다.

현재 구간(2월 말~9월)은 TIPS가 93bp 오르는 동안 BEI는 5bp 오르는 데 그쳤다. 경기서프라이즈지수 평균은 +33이고 경기선행지수도 상승하고 있어 과거 디스인플레 성장형과 같은 모습이다. S&P500도 이 구간 12.6% 올라 과거 패턴을 따르는 중이다. 다만 2년물 상승폭(+137bp)은 비성장형 평균(+159bp)에 가까워 연준 긴축 요인이 섞여 있다. 인상의 배경에서 성장의 비중이 조금 더 크다는 점은 긍정적이다. 결론적으로 실질금리 상승만으로 주식 비중을 줄일 이유는 크지 않아 보인다.

뮤즈가 부르는 것들

뮤즈가 바꾸는 것은 '누가 사는가'다. 사람 대신 에이전트가 비교하고 해지하고 결제한다. 미국에서는 관성과 중개로 별던 사업이 먼저 흔들리는 중이다. 하드웨어 수요는 GPU 밖으로 번지는 중이다. 한국에서는 기판이 먼저 움직였다.

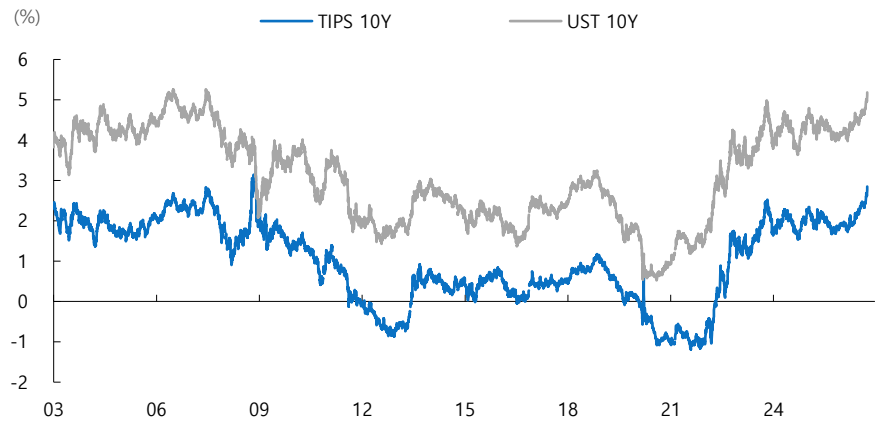
메타 뮤즈는 출시 3주 만에 340만 다운로드를 넘겼다. 앱을 달아도 작업은 계속된다. 이메일을 정리하고 구독을 해지하고 가격을 추천한다. 월마트와 세포라, 익스피디아가 커넥터로 들어왔다. 결제는 샵페이,페이팔과 스트라이프가 맡는다. 수익모델은 기업들로부터 받는 거래 수수료다. 소비자의 클릭이 에이전트의 지시로 바뀌는 중이다.

에이전트는 귀찮음을 없앤다. '소비자 관성' 종목이 일제히 밀렸다. 첫째 구독이다. 안 쓰는 멤버십은 해지된다(9월 21~23일 누적 플래닛피트니스 -17%, 뉴욕타임스 -10%). 둘째 금융과 보험이다. 갱신 때마다 가격이 비교된다(같은 기간 올스테이트 -6%, 슈왓 -4.9%, 레이먼드제임스 -6%). 셋째 중개다. 에이전트가 직접 예약하면 수수료는 사라진다. 익스피디아는 뮤즈 제휴 발표 이틀날인 9월 23일 하루에만 7.7% 빠졌다(같은 날 에어비앤비 -6%, 부킹 -5%). 에이전트가 기존 여행 예약 시장의 5~10%만 가져가도 업계 매출 손실은 50억달러를 넘는다는 추정이 있다.

검색광고도 예외가 아니다. '찾아서 사줘' 한 문장이 검색과 클릭을 건너뛴다. 알파벳은 23일 3.8% 빠졌다. 분기 633억달러 규모 검색광고의 앞단을 에이전트가 가로채는 구조다. 구글이 검색 점유율을 지켜도 고객(광고주) 관계를 잃을 수 있다. 기존 B2C 비즈니스의 판도가 바뀌는 중이다.

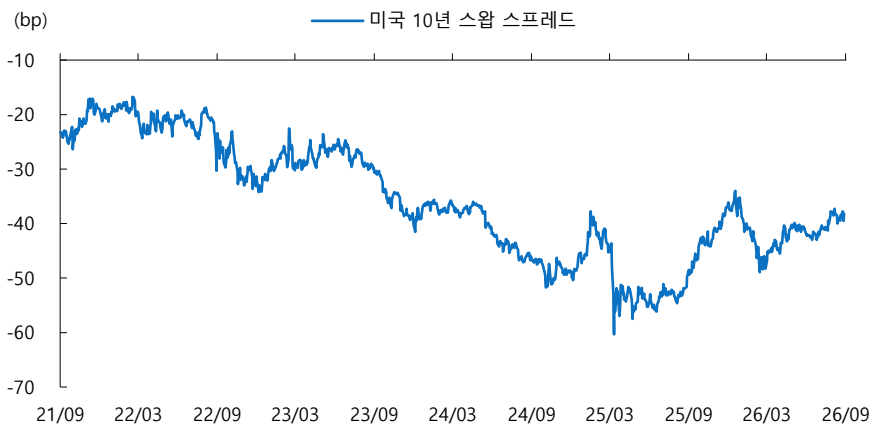
에이전트의 CPU 수요는 곱셈 구조다. 사용자 수, 작업당 루프 횟수와 상시 구동 시간이 곱해진다. 뮤즈는 사용자 수와 상시 구동을 키웠다. 메타 데이터센터에서 돌기 때문에 서버 CPU로 직결된다. 기판 수요는 칩 개수가 아닌 면적과 층수에 비례한다. 서버 CPU가 ABF 수요에서 차지하는 비중은 2028년 20%를 넘을 것으로 추정된다. 미국 시장에서는 CPU 테마 중심으로 주가 반응이 일관성 있게 강했다. 한국에서 연휴 전 3거래일 중 가장 먼저 반응한 섹터는 기판이다(코리아씨킷 +24.0%, 대덕전자 +15.7%, 이수페타시스 +14.7%). 삼성전자(+9.4%)를 웃돌았고 SK하이닉스는 보험(+0.3%)이었다. 공급 부족이 가격 결정력으로 이어지는 곳이 먼저 움직인 셈이다. 삼성전자와 하이닉스 자사주 매입이 10월초 종료될 가능성이 크다. 대형주 수급이 약해질 수 있다. 그럴수록 기존의 주가 모멘텀이 좋은 쪽과 그 이외로 수급 양극화가 본격화될 수 있다. 10월을 앞두고 먼저 움직인 쪽이 주도주일 가능성을 열어둘 필요가 있다.

그림1. 실질 금리와 명목 금리 추이



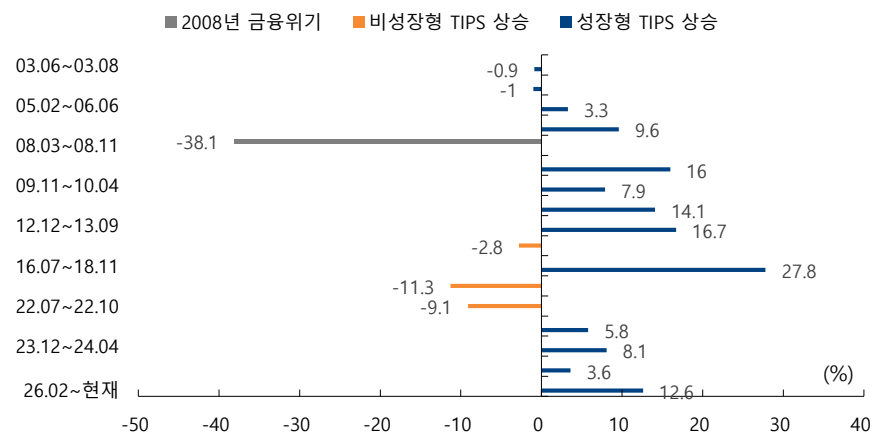
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 수급 이외 요인으로 채권 금리가 상승하는 중



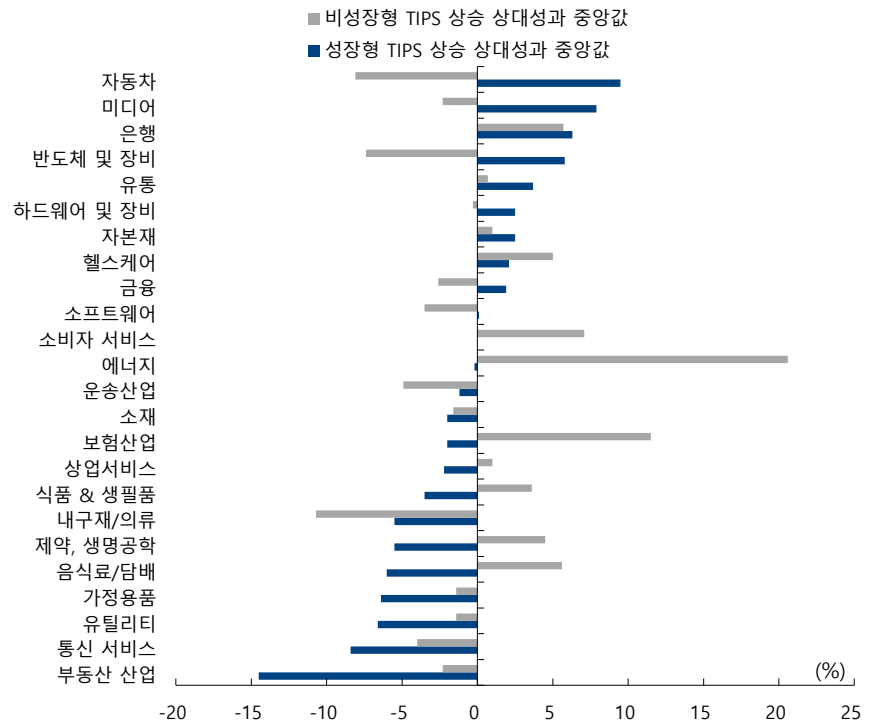
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. TIPS 상승 시기별 성과



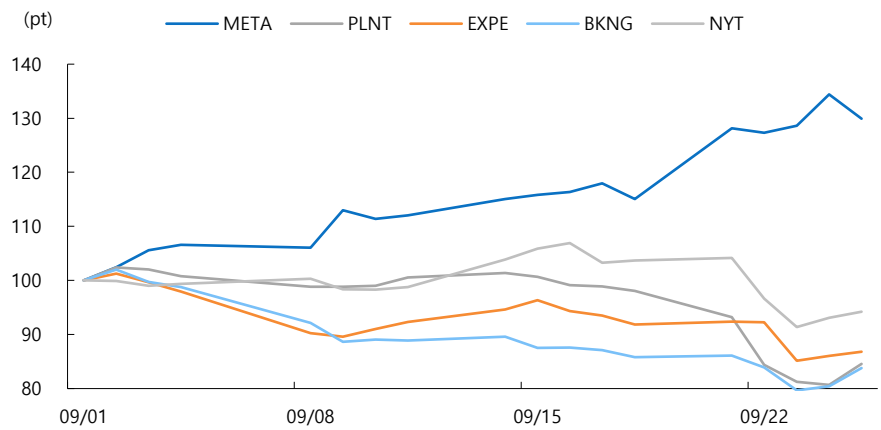
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 성장형 TIPS 상승시 섹터별 성과



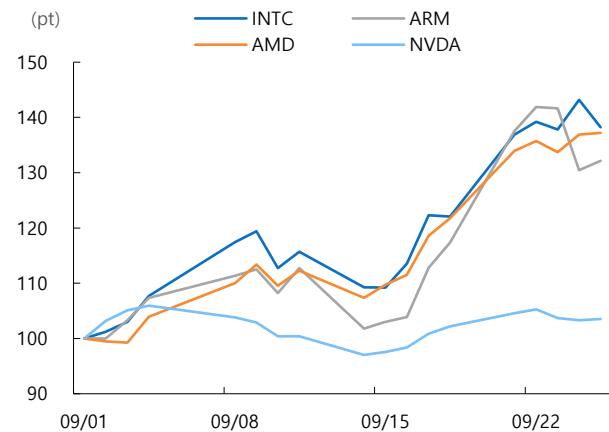
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 뮤즈 앱스토어 1위 이후 메타와 '관성소비' 종목 추가 추이



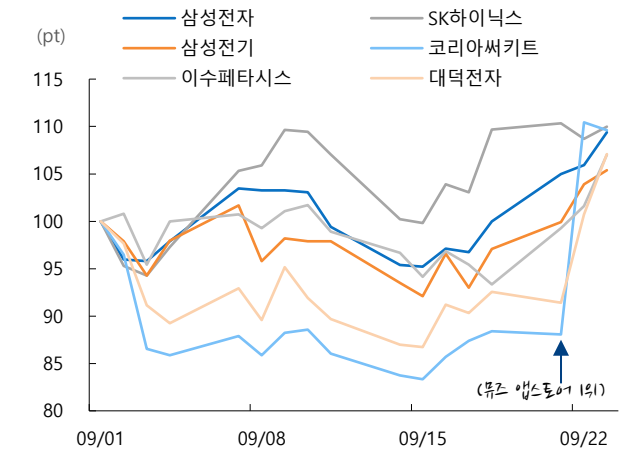
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. CPU 주도의 테크 상승



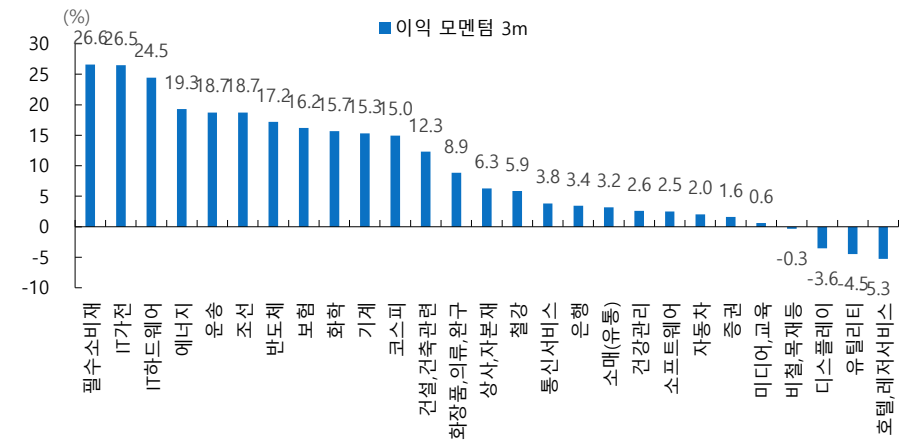
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 기판 업체들의 추가 반응이 가장 빨랐음



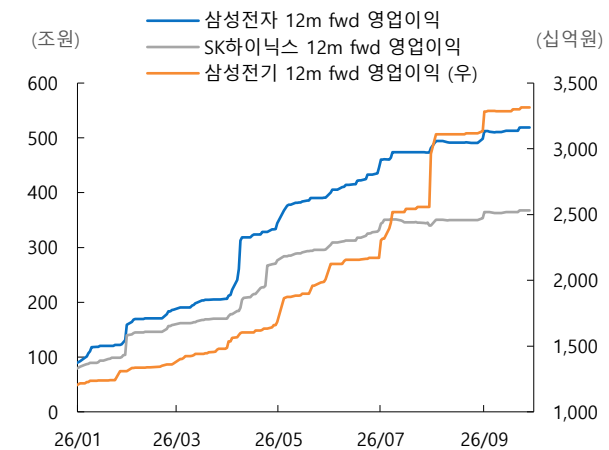
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. IT 하드웨어(기판)의 이익 모멘텀 또한 주가 상승을 뒷받침할 것



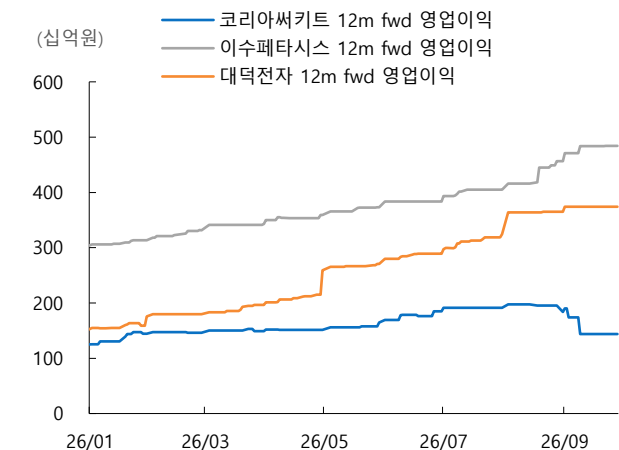
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림9. '전반기' 12개월 선행 영업이익 추이



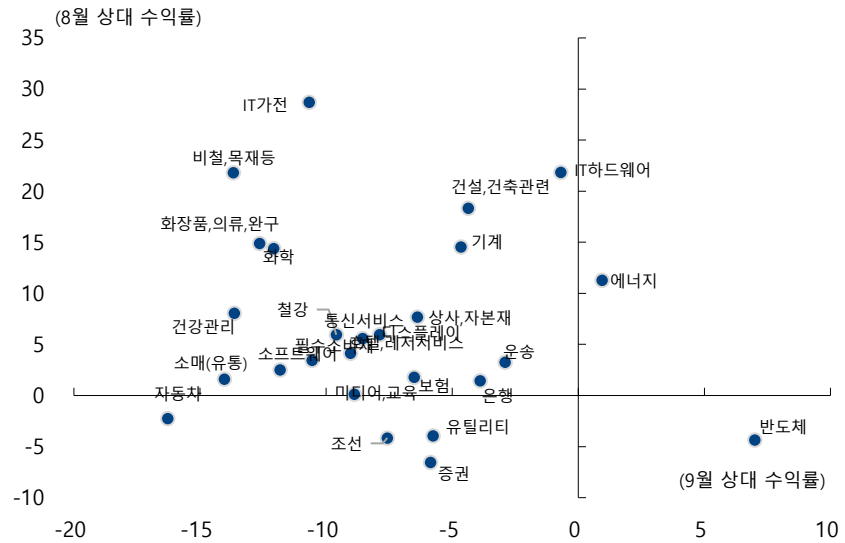
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 기판 업체 추정치 추이



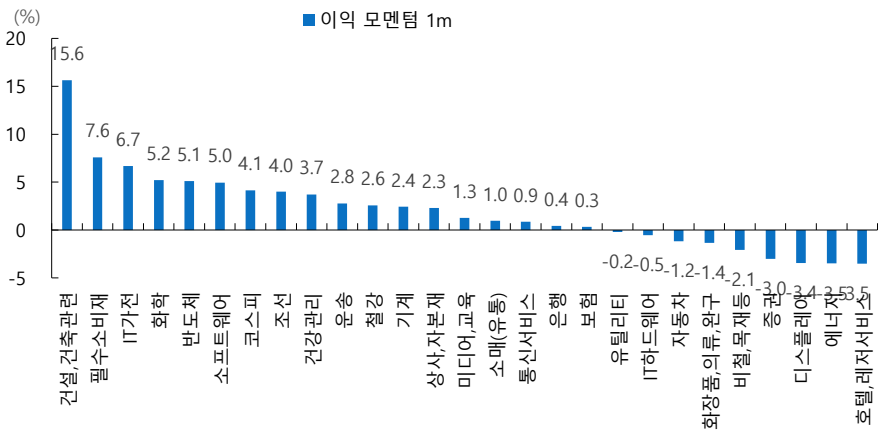
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림11.정유와 에너지만 아웃퍼폼. 베어플렛의 배경에 성장과 유가 상승이 혼재된 결과



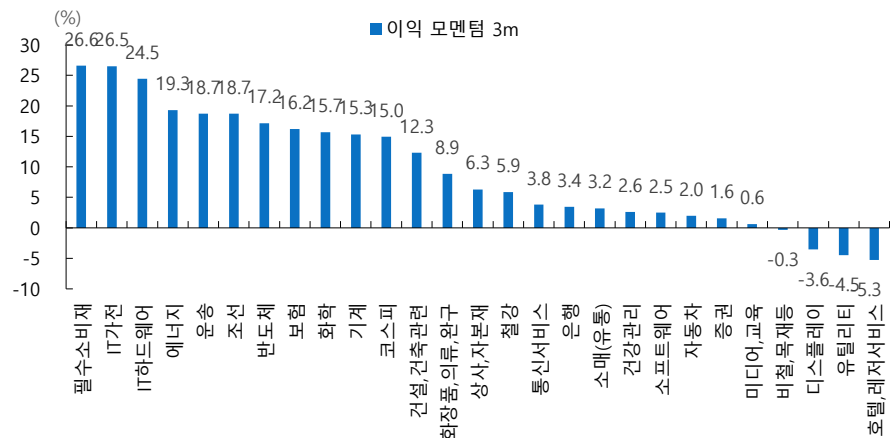
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림12.1개월 이익 모멘텀은 건설, 필수소비재, 2차전지 순



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림13.이익 상황이 섹터 전반에 걸쳐 진행되는 중



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림14.이익 전망치 상향 섹터 Top 5

이익 전망치 상향 섹터 Top 5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
건설	18.08% (+1,249.40)	1	현대건설	25.49	2.45%	93.32	9.59%	21.08%
		2	KCC	19.70	4.07%	82.88	19.68%	6.39%
		3	삼성E&A	17.22	1.54%	185.38	19.44%	15.12%
		4	IPARK현대산업개발	16.32	2.54%	49.80	8.17%	2.44%
		5	GS건설	14.49	2.72%	9.97	1.85%	4.63%
필수소비재	7.57% (+597.98)	1	삼양식품	14.28	1.70%	52.82	6.59%	14.71%
		2	CJ제일제당	14.18	1.06%	-26.95	-1.96%	4.25%
		3	KT&G	10.75	0.67%	58.09	3.71%	29.08%
		4	하림지주	6.42	0.60%	1,081.75		1.99%
		5	빙그레	5.50	3.37%	52.78	45.52%	1.20%
IT가전	6.75% (+631.84)	1	LG에너지솔루션	366.05	12.88%	593.04	22.67%	42.30%
		2	삼성SDI	123.99	11.63%	499.09	72.27%	21.59%
		3	LG전자	24.72	0.51%	762.58	18.60%	17.51%
		4	SK아이이테크놀로지	10.78	7.45%	30.35	18.48%	0.72%
		5	에코프로비엠	6.48	4.87%	-22.25	-13.75%	5.28%
화학	5.62% (+404.58)	1	LG화학	265.49	8.65%	607.27	22.28%	19.55%
		2	OCI홀딩스	17.48	3.59%	43.19	9.37%	4.22%
		3	SKC	12.09	43.33%	27.99	233.25%	4.86%
		4	롯데케미칼	9.11	65.35%	-152.23	-86.85%	2.82%
		5	SK케미칼	8.38	6.67%	78.10	139.51%	0.95%
반도체	5.23% (+47,297.62)	1	삼성전자	28,112.23	5.73%	85,767.10	19.80%	49.79%
		2	SK하이닉스	17,549.55	5.01%	40,046.11	12.22%	40.58%
		3	SK스퀘어	3,375.76	6.21%	12,370.05	27.29%	4.68%
		4	DB하이텍	32.83	6.76%	111.65	27.44%	0.17%
		5	이수페타시스	27.41	6.00%	100.87	26.32%	0.26%

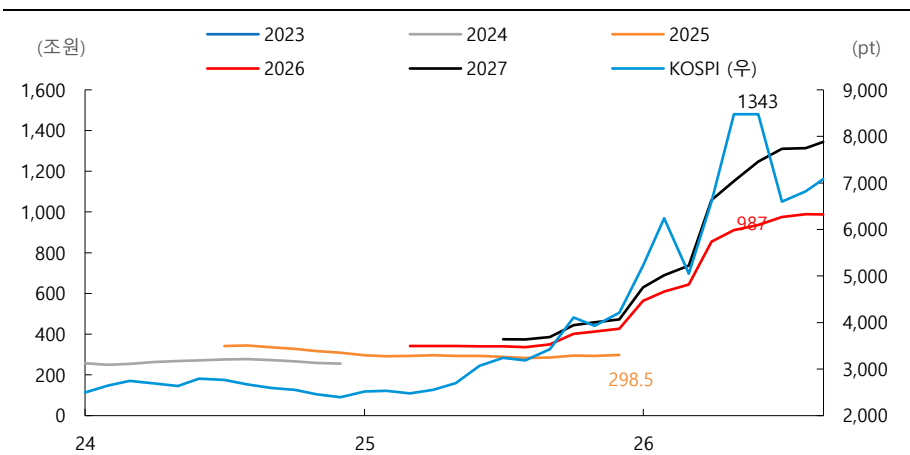
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림15.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
상사/자본재	-3.82% (-1,259.43)	1	한화	-1,514.46	-151446.00%	779.83	12.72%	2.67%
		2	CJ	-50.74	-1.85%	-177.73	-6.20%	1.46%
		3	LG	-32.18	-1.73%	-42.34	-2.26%	6.50%
		4	LX홀딩스	-13.87	-6.77%	20.80	12.21%	0.24%
		5	엠앤씨슬루션	-8.42	-10.84%	69.25		0.19%
디스플레이	-3.55% (-61.12)	1	LG디스플레이	-80.27	-6.38%	-127.68	-9.78%	32.51%
		2	LX세미콘	0.76	0.99%	2.78	3.73%	4.55%
		3	서울반도체	1.11	4.69%	24.78		4.70%
		4	덕산네오룩스	1.23	1.18%	9.07	9.41%	5.51%
		5	이녹스첨단소재	1.75	2.66%	-14.62	-17.79%	3.21%
증권	-2.95% (-504.75)	1	미래에셋증권	-210.53	-6.31%	-167.17	-5.08%	20.21%
		2	한국금융지주	-120.93	-3.42%	182.12	5.63%	11.99%
		3	키움증권	-77.67	-3.77%	-38.17	-1.89%	8.05%
		4	NH투자증권	-55.18	-2.58%	88.53	4.43%	11.08%
		5	삼성증권	-36.72	-1.68%	39.21	1.86%	9.39%
비철/목재	-1.94% (-57.12)	1	고려아연	-21.97	-1.05%	-116.08	-5.33%	64.77%
		2	풍산홀딩스	-5.21	-4.05%	0.63	0.51%	1.47%
		3	삼아알미늄	-1.64	-6.19%	6.26	33.69%	2.27%
		4	에이치브이엠	0.26	0.98%	3.71	16.09%	2.18%
		5	펄텍코리아	1.07	1.30%	15.54	22.91%	1.98%
자동차	-0.87% (-307.72)	1	기아	-123.57	-1.12%	226.57	2.13%	23.31%
		2	현대차	-45.59	-0.36%	-57.06	-0.45%	37.21%
		3	SNT모티브	-0.43	-0.37%	0.80	0.69%	0.35%
		4	넥센타이어	0.77	0.38%	-10.87	-5.11%	0.28%
		5	SNT다이내믹스	1.97	1.54%	5.90	4.76%	0.45%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림16.영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (김준영)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.