

# 금리인상 시그널에도 KOSPI가 강한 이유. 실적/매크로 장세!

- 미국, 한국 등 주요국 금리인상 우려 강화. 증시 반응은 제한적
- 현재 글로벌 증시는 매크로/실적 장세. 경기/실적 등 펀더멘털 동력이 핵심
- 글로벌 경기 견고. KOSPI 실적 전망 급등으로 전형적인 실적 장세 진행 중

## 한국은행 부총재 금리인상 시사 & 미국 금리인상 컨센서스 유입

이란 전쟁, 중동 지정학적 리스크 여파로 금리인상 우려가 커지고 있다.

유상대 한국은행 부총재는 아시아개발은행(ADB) 연차총회에 참석하기 위한 자리에서 중동 전쟁의 영향으로 최신 물가 및 성장 경로를 확인한 결과 5월 금통위에서는 인상 시그널이 나올 가능성이 있다고 밝혔다. 금리 결정에 참여하는 금통 위원이 공개 발언을 통해 금리 인상을 거론한 것은 이번이 처음이다.

미국도 마찬가지이다. 중동 리스크와 유가 상승에 대한 경계감을 표출했던 4월 FOMC에 이어 ISM 제조업 물가 지수 급등(84.6)의 여파로 금리인상 우려가 커졌다. Fed Watch 기준금리 컨센서스에 올해 10월 FOMC에서 금리인상 확률이 7.5%로 유입되었고, 27년 3월, 4월, 6월 FOMC에서 금리인상 확률은 55%, 62.5%, 53.46%에 달한다.

## 금리인상 우려에도 증시 변동성은 제한적. 실적장세이기 때문

이처럼 금리인상 우려가 커지고 있음에도 불구하고 글로벌 증시는 크게 반응하지 않고 있다. 이러한 양상은 이번뿐만 아니라 올해 주요국 통화정책회의에서 매파적인 스탠스가 나타날 때마다 반복된 현상이다.

한국은행 부총재의 금리인상 시사에도 불구하고 KOSPI는 당일 5.12% 급등했고, 미국 금리인상 우려가 증폭되며 미국채 30년물은 5%를 넘어섰고, 10년물은 4.4%를 상회했지만, 미국 증시 변동성은 제한적이었다. 나스닥은 -0.19%, S&P500은 -0.41% 수익률을 기록했고, 필라델피아반도체지수도 -0.57% 하락에 그쳤다.

이유는 국면이 변했기 때문이다. 25년 하반기부터 글로벌 증시의 성격은 유동성 장세에서 매크로/실적 장세로 전환되었다고 본다. 특히, 올해 들어서는 전형적인 매크로/실적 장세 성격을 보이며 통화정책 스탠스 변화보다 경기/실적 등 펀더멘털 동력에 증시 등락이 결정되고 있다.

특히, KOSPI의 경우 금리인상 시그널의 이유로 1) 성장률이 예상보다 덜 떨어지는데 반해 물가는 더 상승했고, 2) 반도체 사이클이 기존에 비해 더 장기적으로 호황 가능성 등을 제시했다는 점에서 더욱 견고한 흐름을 보일 수 있었다고 본다.

## 경기 확장, 모멘텀 강화 국면에서 금리인상은 증시에 우호적

금융위기 이후 글로벌 금융시장, 증시는 금리인하는 안정/상승 동력, 금리인상은 변동성/하락 압력 확대 변수로 인식되어왔다. 어쩌면 익숙해져 왔다고 볼 수 있다.

-> 다음 페이지에서 계속 됩니다

그러나 90년대, 2004년 ~ 2007년에는 미국을 중심으로 한 글로벌 주요국들의 금리인상, 채권금리 상승에도 불구하고 상승추세를 이어갔다. 핵심은 펀더멘털 모멘텀이다. 물가 상승, 금리인상을 이겨낼 수 있는 경기, 펀더멘털 모멘텀이 글로벌 증시 상승추세를 이끌었던 것이다.

현재는 지정학적 리스크로 인한 물가 상승압력에 대한 우려가 커지고 있지만, 아직까지는 Core 물가 안정에 무게가 실리고 있다. Core CPI는 2%대 중반에서 등락할 것이라는 Inflation Now 예상이 있다. Bloomberg 물가 전망에 있어서도 2분기 물가 레벨업을 고점으로 하향안정, Core 물가는 정체 이후 하향 안정을 예상하는 중이다.

반면, 미국, 유럽, 한국 등 주요국 OECD 경기선행지수는 상승세를 이어가고 있고, 중국도 저점 통과, 턴어라운드 가 가까워지는 중이다. 1분기 GDP 성장률도 미국은 2.7%, 한국은 3.6%, 중국은 5% 성장을 달성했다. 특히, 한국은 코로나 19 기저효과로 21년 12월 4.3%를 기록한 이후 가장 높은 성장률을 보였고, 22년 3분기 이후 처음으로 3%대 성장률을 기록했다.

중진 협상 타결, 지정학적 리스크 해소라는 전제조건이 필요하지만, 지금까지 확인되었고, 예상되는 매크로 환경에서는 매크로 장세가 지속될 것으로 예상된다.

**KOSPI는 전형적인 실적 장세 진행 중. 선행 EPS 레벨업으로 PER 7.18배에 불과 밸류에이션 정상화만으로도 7,000시대를 넘어 8,000시대 가능성도 열려...**

한편, KOSPI는 전적으로 실적에 근거한 상승추세를 이어가고 있다. KOSPI는 본격적인 1분기 실적시즌에 돌입하면서 12개월 선행 EPS는 966.2p로 레벨업되었다. 25년 연말 410p, 3월말 666p 대비 두 배 이상, 50% 가까이 레벨업된 수치이다. 그 결과 KOSPI는 사상최고치 행진에도 불구하고 선행 PER은 7.18배에 불과하다. 코로나 쇼크 당시 저점이었던 7.52배보다 낮다. 2001년 이후 선행 EPS와 KOSPI 간의 상관관계는 0.932에 달한다. 선행 EPS가 꺾이기 전까지 KOSPI 상승추세는 지속될 전망이다.

선행 EPS 레벨업으로 밸류에이션 정상화만으로도 KOSPI 7,000시대 그 이상을 열 수 있다. 선행 PER 8배는 7,729p, 9배는 8,695p에 달한다. 단기 등락은 감안하더라도 상단을 열어놓고 적극적인 매수 대응이 필요하다는 판단이다. 금리인상 우려보다 실적 모멘텀이 더 강하다.

**단기 과열 해소, 매물 소화 국면은 단기 순환매 트레이딩 & 주도주 매집 전략으로 대응**

KOSPI가 3월말 저점 이후 1,900p기까이, 37% 이상 급등한 만큼 단기 과열 부담과 상승 피로가 누적되어 있는 것은 사실이다. ISM 제조업 가격지수와 같이 경제지표(특히, 물가 및 심리지표)를 확인하는 과정에서 기대와 현실 간 괴리로 인해 단기 과열해소, 매물소화 국면이 전개될 가능성이 높다. 특히, 매월초 반복되어 왔던 수급변수에 의한 삼성전자, SK하이닉스 급등 이후 에너지 소진을 필미로 쉬어갈 가능성도 배제할 수 없다.

즉, 실적에 근거한 중장기 상승추세, 대세 상승은 유효하더라도 단기적으로는 기대심리 후퇴, 기대와 현실 간의 괴리 축소로 인한 등락은 감안해야 할 시점이다.

하지만, 이 과정에서도 상대적으로 소외되고 저평가 국면에 위치한 인터넷, 제약/바이오를 비롯한 국내 내수주들의 순환매 전개 가능성이 높음에 따라 낙폭은 제한적일 전망이다. 단기적으로는 순환매 대응에 집중하는 가운데 반도체, 자동차, 2차전지 조선, 방산 등 주도주에 있어서는 비중을 유지하거나 변동성 확대 시 비중확대 전략을 지속해 나갈 필요가 있다.

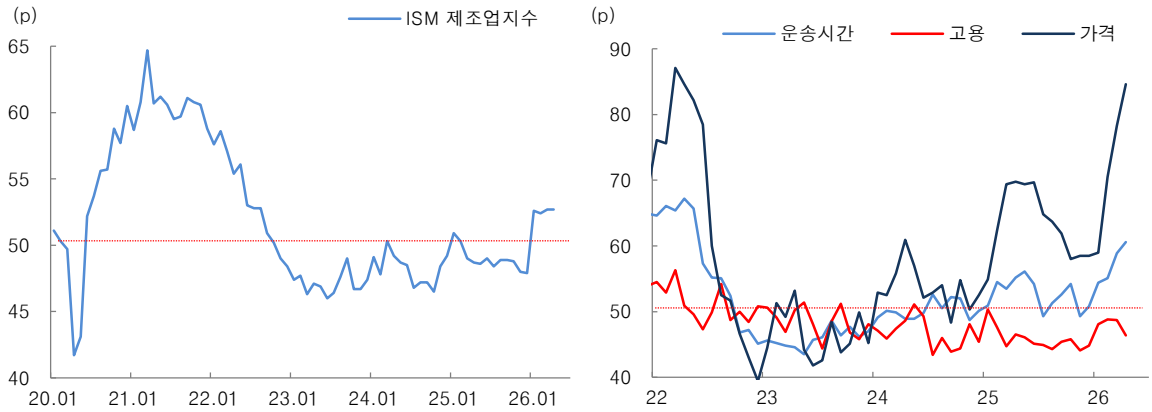
**\* KOSPI 지수 전망과 업종 전력에 대한 자세한 내용은 5월 4일자로 발간 예정인 “[5월 전망 및 투자 전략] Sell In May? 변동성은 비중확대 기회. 밸류 정상화만으로 KOSPI 7,000시대 진입” 참조**

## 그림 1. 한국은행 부총재의 금리인상 시그널 발언과 그 의미

- 4일 아시아개발은행(ADB) 연차총회에 참석한 유상대 한국은행 부총재는 중동 전쟁의 영향으로 최신 물가 및 성장 경로를 확인한 결과 5월 금통위에서는 인상 시그널이 나올 가능성 시사
- 또한 유가 급등으로 인한 인플레이션 우려의 경우 최고가격제 등 정부의 물가안정 대책 등을 감안해도 상당한 압력이 가해지고 있다고 진단
- 한국은행 부총재는 당연직 금통위원으로 실제 금리 결정에 참여하는데, 최근 금통위원이 공개 발언을 통해 금리 인상을 거론한 것은 이번이 처음
  
- 주요 발언 내용
  - “이란 전쟁으로 인한 오일 쇼크는 물가를 올리고 경기는 나쁘게 하면서, 스태그플레이션이라고는 할 수는 없지만, 그런 뉘앙스를 풍기는 상황이 전개되면서 좀 더 확인해 봐야겠다는 스탠스”
  - “다만 경기에 대해 걱정을 많이 했지만 느닷없이 반도체 사이클이 굉장히 강하게 나오면서 수출을 중심으로 좋아지고, 정부 부양책으로 소비심리도 크게 회복했다”
  - “경기가 애초 우려보다 크게 나빠지지 않은 것 아닌가 하는 생각을 하고 있다”
  
- 기준금리 인상 시그널이 필요하다는 근거
  - 1) 성장률이 예상보다 덜 떨어지는데 반해 물가는 더 상승
  - 2) 반도체 사이클이 기존에 비해 더 장기적으로 호황 가능성 등을 제시

자료: FED, Bloomberg, 주요 언론, 대신증권 Research Center

그림 2. ISM 제조업지수 52.7로 확장국면에서 건조한 흐름. 문제는 가격지수가 84.6으로 22년 3월 이후 최고치 경신



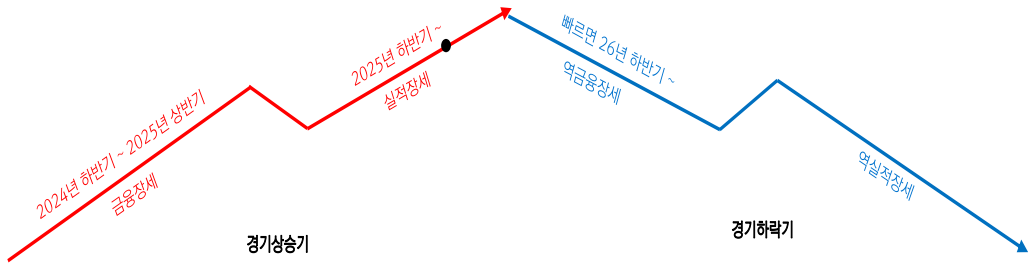
자료: ISM, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 매파적이었던 4월 FOMC 와 ISM 가격 지수 급등으로 금리인상 컨센서스 유입

| MEETING DATE | 325-350 | 350-375 | 375-400 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 2026-06-17   | 4.09%   | 95.91%  | 0.00%   |
| 2026-07-29   | 10.50%  | 89.50%  | 0.00%   |
| 2026-09-16   | 8.00%   | 92.00%  | 0.00%   |
| 2026-10-28   | 0.00%   | 92.50%  | 7.50%   |
| 2026-12-09   | 0.00%   | 74.57%  | 25.43%  |
| 2027-01-27   | 0.00%   | 58.50%  | 41.50%  |
| 2027-03-17   | 0.00%   | 45.00%  | 55.00%  |
| 2027-04-28   | 0.00%   | 37.50%  | 62.50%  |
| 2027-06-09   | 0.00%   | 46.54%  | 53.46%  |
| 2027-07-28   | 0.00%   | 56.50%  | 43.50%  |
| 2027-09-15   | 0.00%   | 76.31%  | 23.69%  |
| 2027-10-27   | 0.00%   | 85.50%  | 14.50%  |
| 2027-12-08   | 63.67%  | 36.33%  | 0.00%   |

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

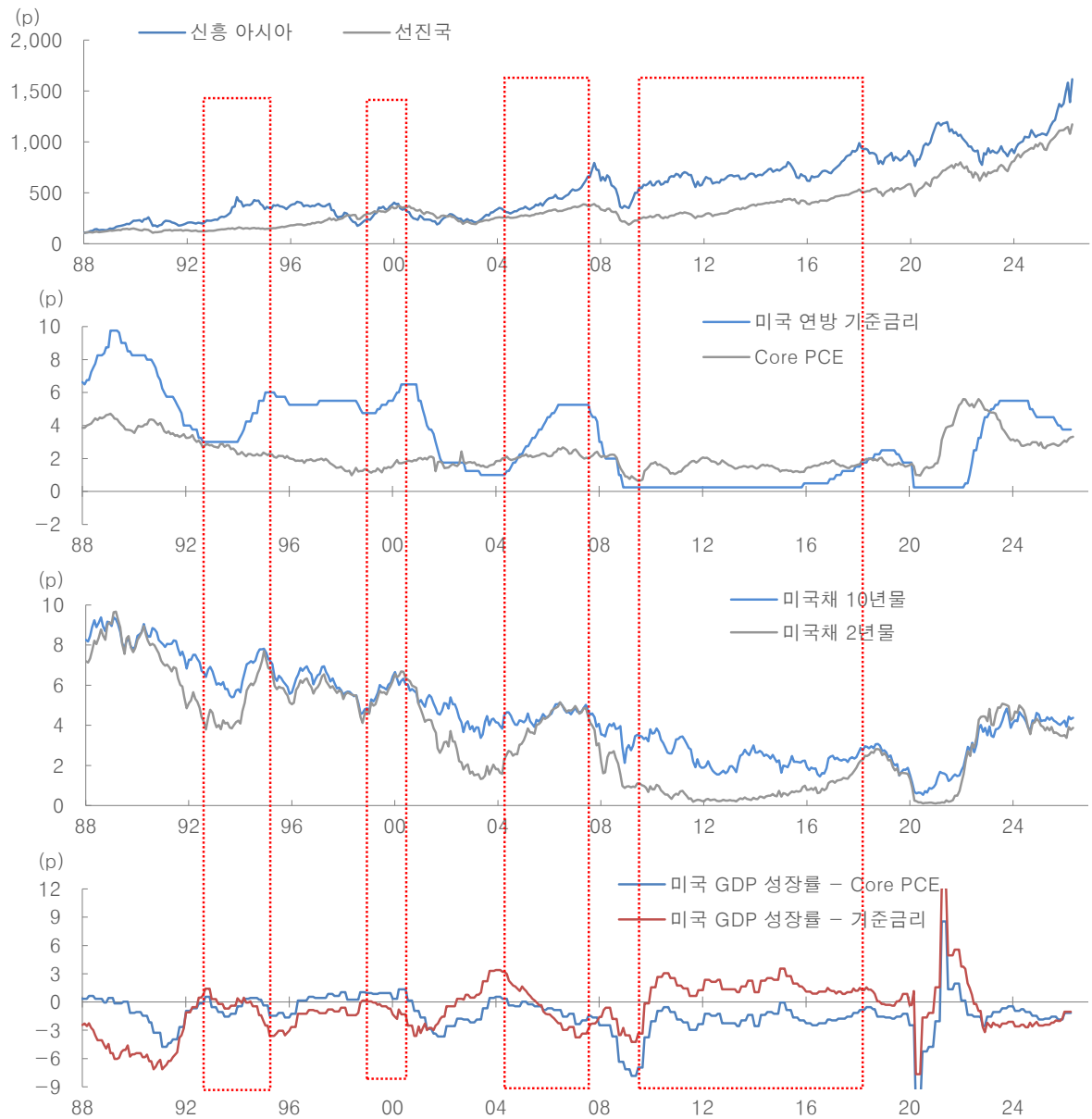
그림 4. 현재는 전형적인 실적장세. 추가적인 유동성 확대 여부보다는 실적/경기 등 펀더멘털 동력 강화 여부가 중요



| 구분       | 금융(유동성) 장세                   | 실적(펀더멘털) 장세                              | 역금융장세                              | 역실적장세                   |
|----------|------------------------------|--|------------------------------------|-------------------------|
| 국면       | 회복기                          | 활황기                                      | 후퇴기                                | 침체기                     |
| 주가       | ↑                            | ↗  | ↓                                  | ↘                       |
| 특징       | 단기 큰 폭 상승                    | 장기간 안정상승                                 | 큰 폭 하락                             | 부분적 투매                  |
| 금리       | ↓                            | ↗  | ↑                                  | ↘                       |
| 실적       | ↘                            | ↑  | ↗                                  | ↓                       |
| 경기       | 자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가 | 생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화긴축 자금수요 증가 | 실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축        | 재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책 |
| 주도주 (과거) | 금리하락 수혜주 업종 대표주              | 소재, 가공산업 업종 순환상승                         | 중소형 우량주 (활황기말~후퇴기초) 저PER주 (후퇴기 후반) | 내수관련주 (경기방어주) 자산주, 초우량주 |
| 주도주 (현재) | 성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등 (순환매)   | 꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 인터넷, 2차전지, 제약/바이오      | 인플레이션 헷지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반  | 경기방어주, 자산주              |

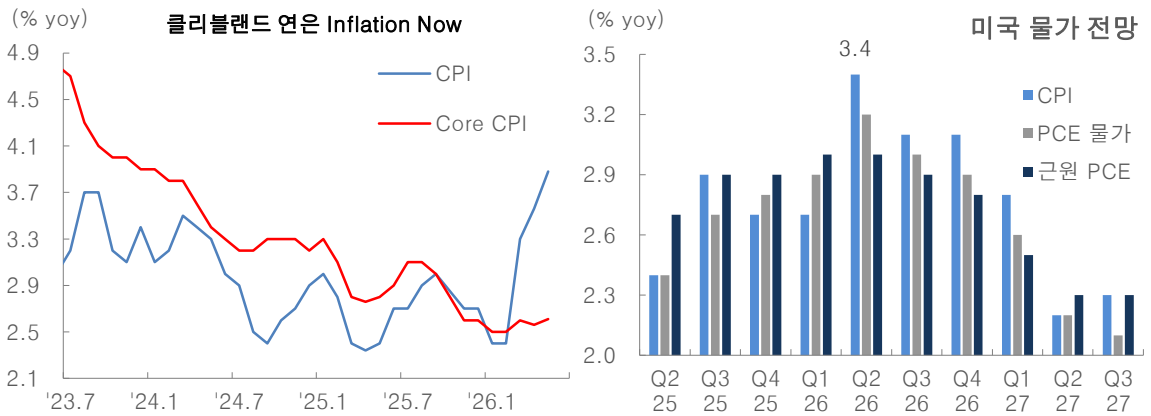
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 90년대, 2004년 ~ 2007년 금리인상, 채권금리 상승에도 불구하고 상승추세 전개  
 물가 상승, 금리인상을 이겨낼 수 있는 경기 모멘텀이 글로벌 증시 상승추세를 이끌어



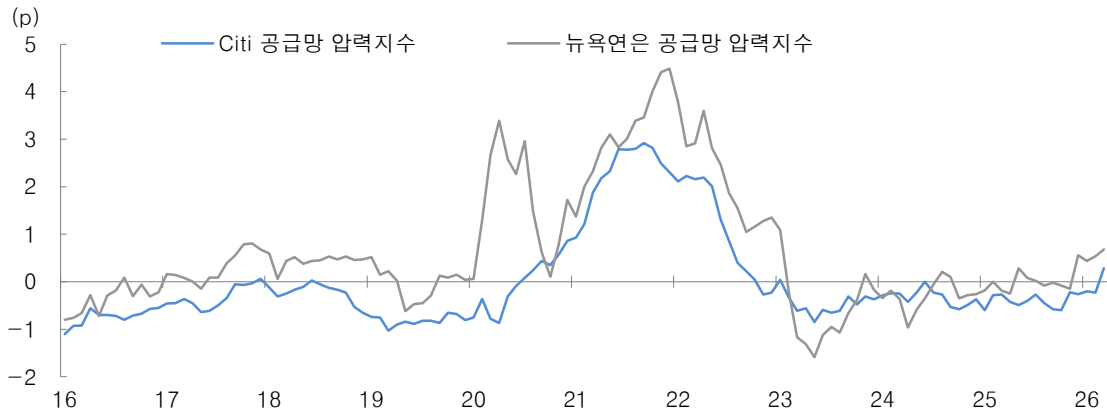
자료: Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. CPI는 급반등하지만, Core CPI는 2% 중반에서 등락 예상. 미국, 2Q 물가 급반등 이후 하향 안정 예상



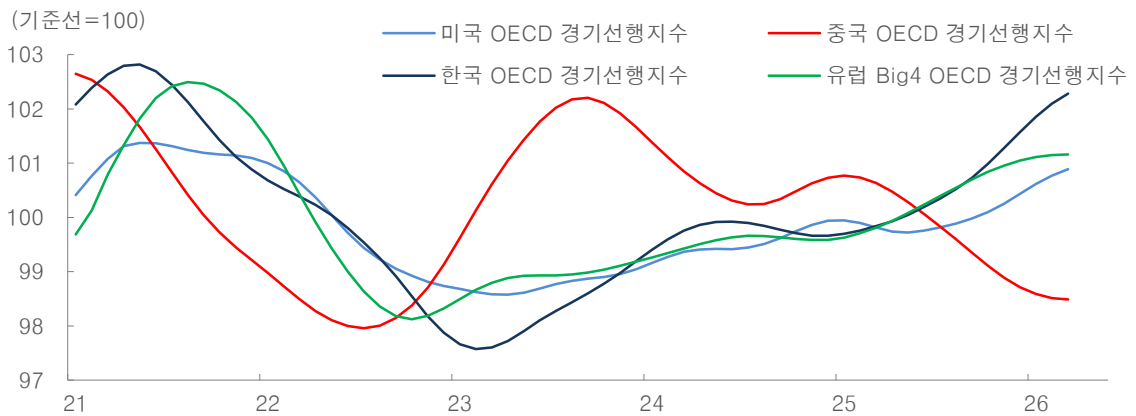
자료: US BLS, CEIC, 클리블랜드 연은, 대신증권 Research Center

그림 7. 글로벌 공급망 압력지수도 이제 막 플러스 반전 한 상황



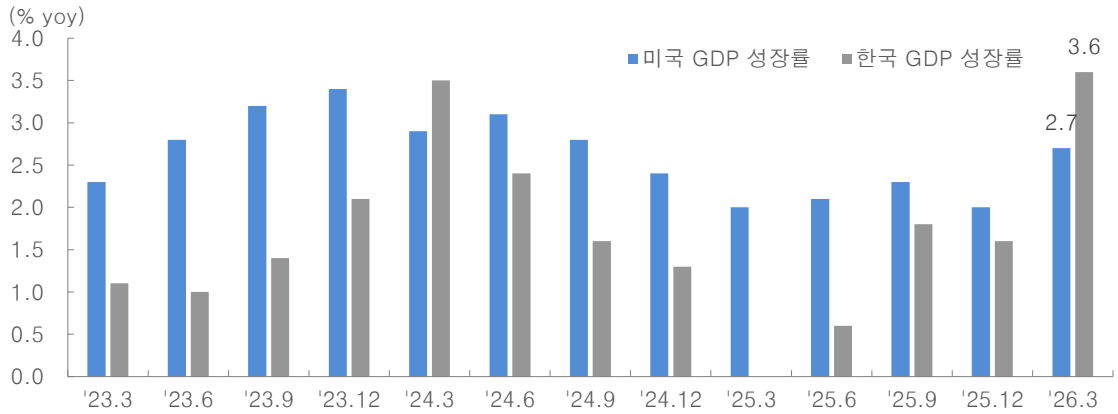
자료: CMI, 뉴욕연은, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 미국, 유럽, 한국 등 주요국 경기선행지수 상승세 지속. 중국도 턴어라운드 가능성 확대



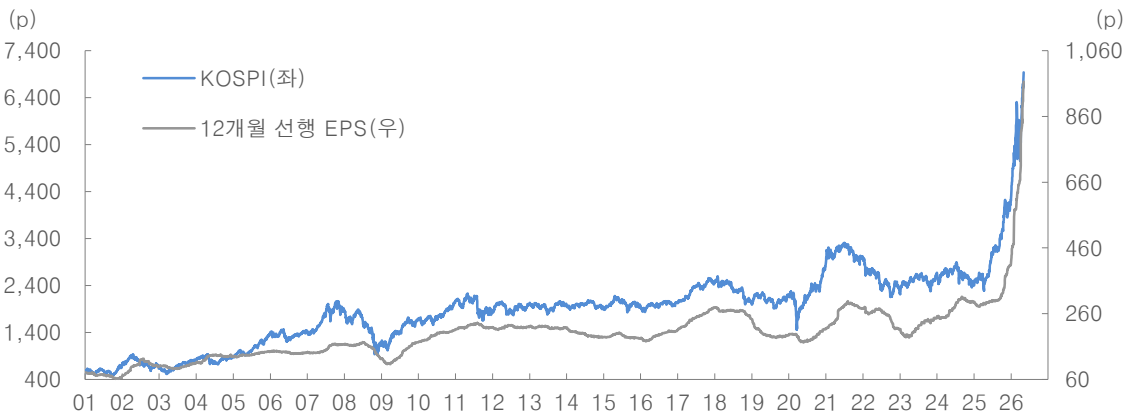
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 9. 1분기 GDP 성장률 미국 2.7%, 한국 3.6%, 중국 5%



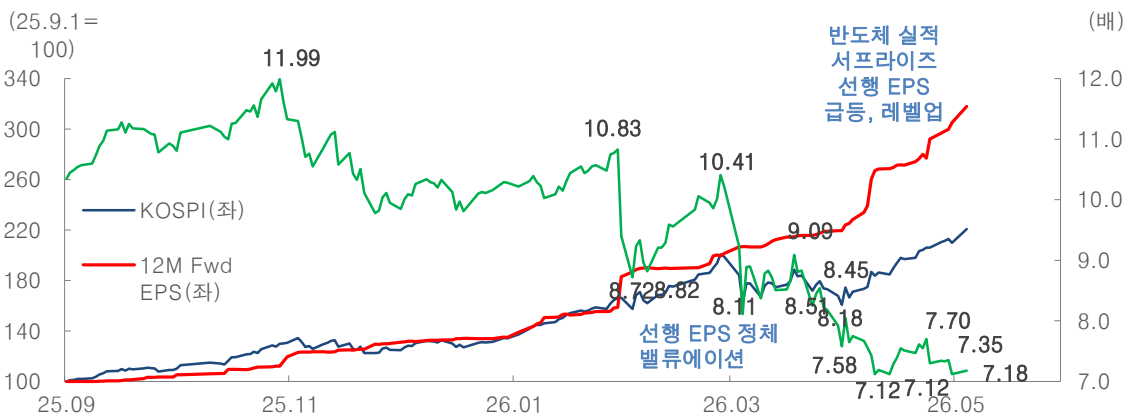
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 10. KOSPI와 선행 EPS 간 상관관계 0.934. 선행 EPS 급등 구간에서는 KOSPI 상승 추세 꺾이지는 않을 것  
선행 EPS 966p 로 레벨업(3월말 666.55p, 25년 연말 409.94p)



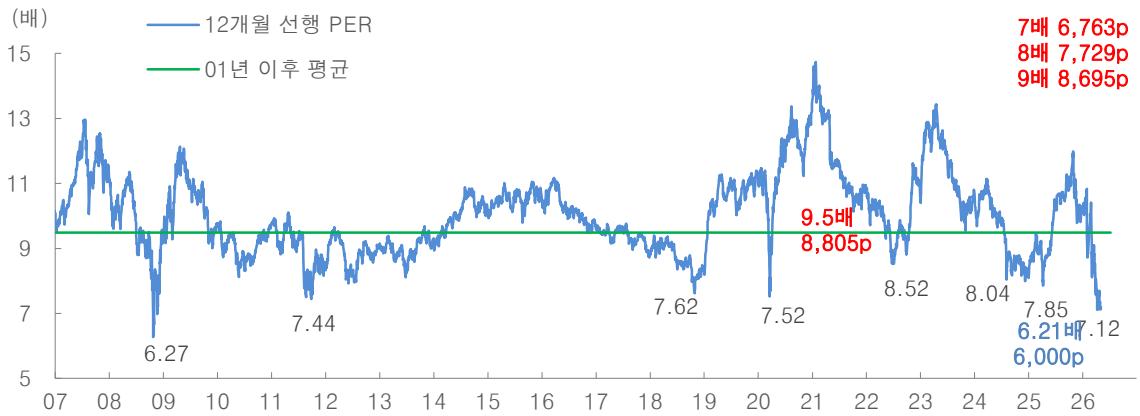
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 11. KOSPI 사상 최고치 행진에도 불구하고 선행 PER은 7.35배에 불과. 코로나19 당시 저점보다 낮아



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. KOSPI 밸류에이션 정상화만으로도 7,000시대를 넘어 8,000시대 진입 가능성도 열려있어



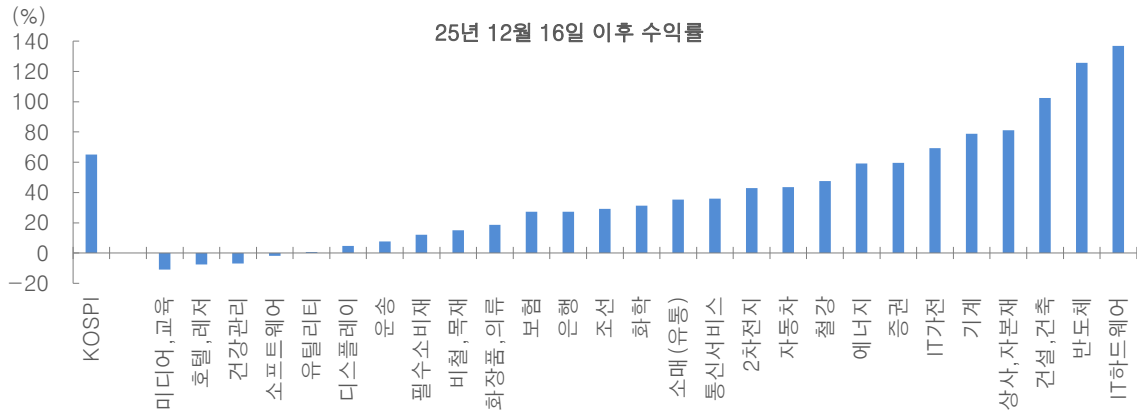
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 단기 과열해소, 매물소화 국면 전개시 낙폭도 제한적일 것. 1차 지지선은 6,300선 전후, 2차 지지선은 5,900선 전후



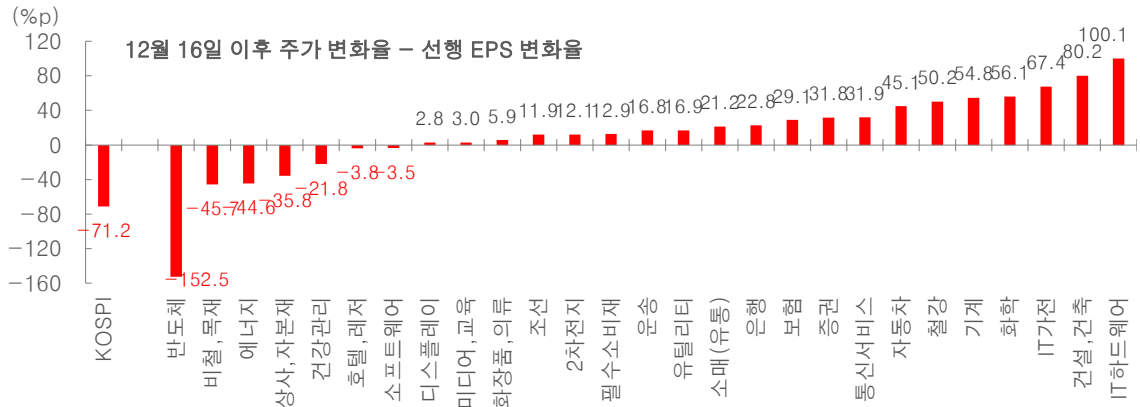
자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 25년 12월 16일 이후 미디어/교육, 호텔/레저, 건강관리, 인터넷만 (-) 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 15. 반도체, 비철/목재, 에너지, 상사/자본재, 건강관리, 호텔/레저, 소프트웨어 실적대비 저평가  
 가격 메리트 + 실적 대비 저평가 = 호텔/레저, 건강관리, 소프트웨어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---