

Strategy Idea

쌀물(금리 상승) 국면에서 더 중요해진 민낯(실적)



투자전략
Analyst **황수욱**
soowook.hwang@meritz.co.kr

- ✓ 역사적으로 비교할 사례가 잘 안보이는, 원칙으로 돌아가 생각해야 하는 시장
- ✓ 쌀물(금리 상승)에서 민낯(실적)이 두드러지는 국면. 이익에 근거한 쓸림
- ✓ 다만 펀더멘털이 양호한 종목까지 소외되는 불편한 쓸림, 완화 조건은?

쓸림에 대한 걱정, 원칙으로 돌아가 생각해야

KOSPI 9,000pt 시대가 개막했다. 1년 전에는 상상도 못하던, 2025년 순이익 200조를 벌던 시장이 2027년 1,000조를 벌 것으로 기대되는 시장이 되었다. 지금 주식 시장에서 보이는 숫자들은 대부분 누구나 처음 보는 숫자들일 것이다.

그런데 쓸림으로 모두에게 행복한 시장은 아닌 것 같다. 반도체만 오르는 시장이다. 대형주 두 종목에 쓸림이 심하다. 보통 주도주가 이끌면 시장 전반이 동반 상승하는 그림이 일반적이었다. 그런데 이번 국면은 코스닥 등 중소형주는 하락하면서 대형주로의 쓸림이 심화되었다.

여러가지 시각이 있지만 이렇게 처음 보는 시장 양상이 전개될수록, 본질로 돌아가서 심플하게 봐야한다는 생각이다. 이하에서는 주가(P)를 이익(EPS)과 멀티플(PER)로 이분해서 접근하는 관점을 제시한다.

그림1 코스피 내 삼성전자, SK하이닉스 시가총액 비중



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스피 대비 코스닥 시가총액 비중



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

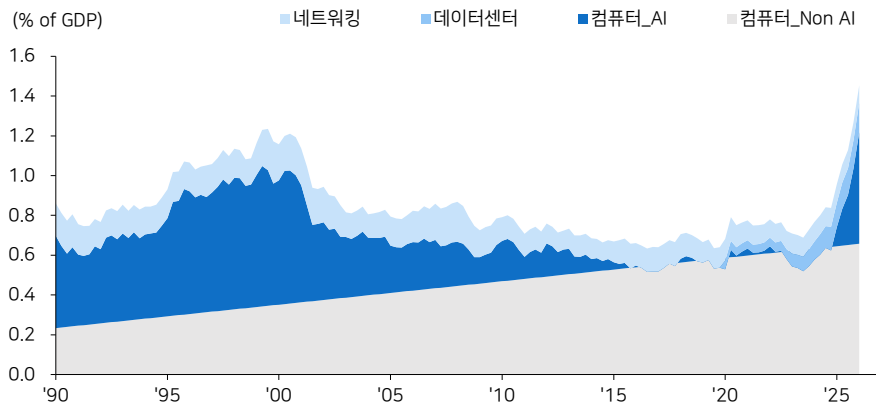
과거 사례와 비교할 수 있는 시기가 있을지

어떤 과거 사례와도 비교하기 어려운 이유는 지금 시장참여자들은 모두 처음 겪는 국면이기 때문이다. AI가 수반하는 대규모 투자 사이클은 90년대 PC/인터넷 사이클보다 크다고 본다(26.5.28 발간 Equity Strategy: Atom to Bit to Token 참고)

과거 인프라 사이클과 규모의 비교 기준을 GDP 대비 CapEx 사이즈로 본다면, AI 사이클은 보수적으로도 20년간 투자 사이클이 이어진 것으로 평가되는 Roaring 1920's의 전기화/대량생산 사이클과 필적한다. 여기에 젠슨 황 CEO 등의 AI 산업 내 등장하는 공격적인 전망은 50년의 투자 사이클이 이어졌던 19세기 철도/운송 사이클에 근접하는 규모다.

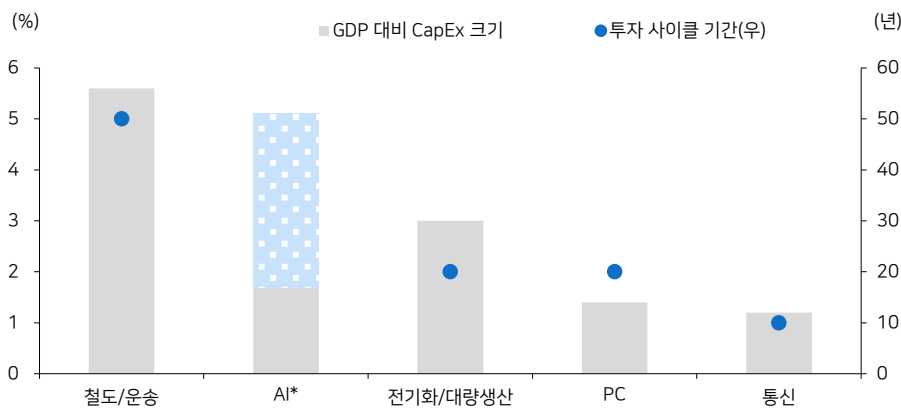
1990년대 이후 시계에서 IT 혁명과 산업 투자 사이클에 국한되었던 클라우드 등 소순환 투자 사이클의 주가 패턴의 틀에 갇혀 있기에는 지금이 훨씬 더 크다고 생각한다. 단순히 최근 30년 이내의 경험을 비교하기에는 차이가 있어 보인다.

그림3 최근 30년 GDP 대비 IT CapEx 비중: 모든 시장 참여자가 처음 겪는 투자 사이클



자료: US BEA, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림4 각 기술 사이클 미국 GDP 대비 peak 연간 CapEx와 투자 사이클 길이



*주: 2026년 IMF WEO, Dell'Oro 기준 1.7% 예상, 공격 전망인 엔비디아(젠슨 황) 전망 기반 2030년 5%까지 추정
 자료: Association of American Railroads, NBER, AWS, Dell'Oro, IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

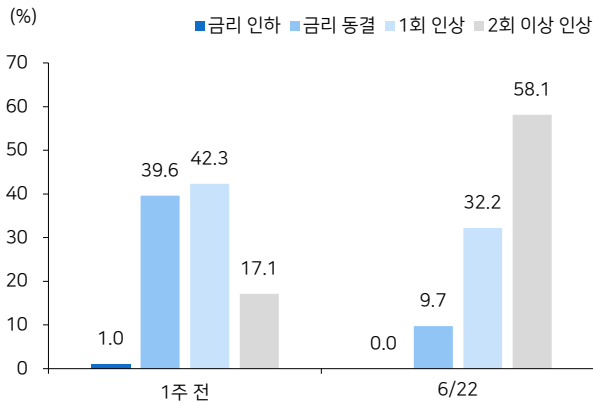
매파적으로 해석되는 FOMC, 기대 인플레이와 별개로 우상향하는 실질금리

FOMC도 쏠림의 매개 중 하나로 본다. 6월 FOMC 이후 CME Fed Watch에 집계되는 연내 금리 인상 확률은 59.4%에서 90.3%까지 반영되기 시작했고, 이중에서 2회 인상 확률은 17%에서 58%까지 급등했다.

기준 금리에 대한 전망이 상향되는 가운데, 최근 TIPS로 대변되는 실질금리가 상승 중이다. 명목금리가 인플레이 기대와 실질금리로 구성된다고 할 때, 연초 이후 전쟁으로 오르던 기대 인플레이(BEI가 proxy)는 유가 안정과 함께 하락하며 전체 명목금리의 안정에 기여하고 있지만, 실질 금리는 계속 오르는 중이다.

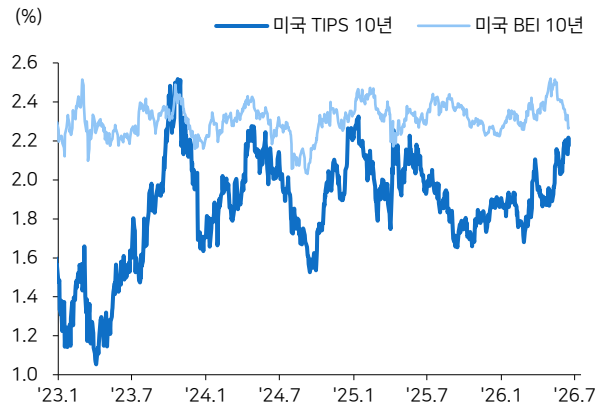
과거 산업혁명기를 보면 혁명 초기에는 장기금리가 우상향 추세를 그려 왔다. AI 진보가 노동시장이라는 연결고리로 경제 전체의 상당 부분을 차지하는 소비로의 낙수효과를 낳는다는 불안감은 있지만, 여전히 AI가 이끄는 견고한 미국 경기는 실질금리의 상승을 지지한다.

그림5 FOMC 이후 연내 금리 인상 기대 강화



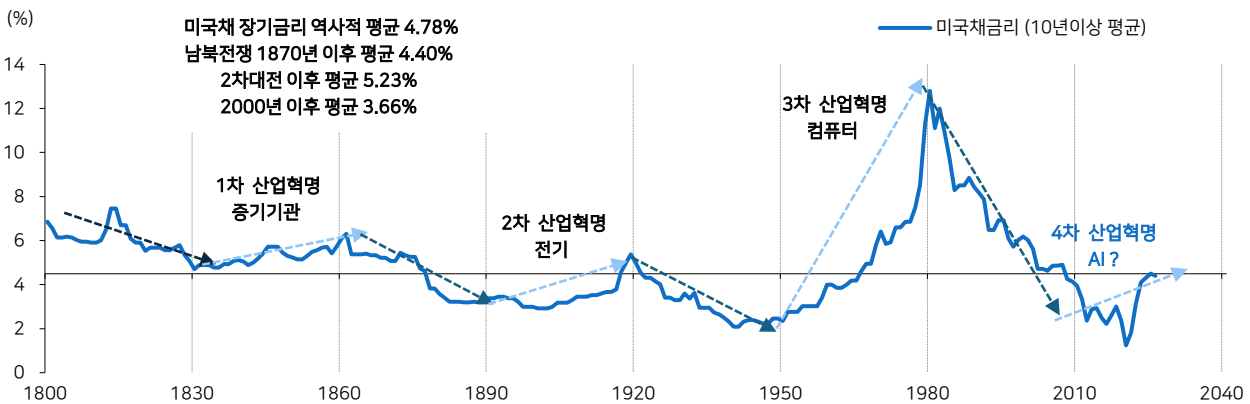
자료: CME Group, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실질금리 중심으로 오르는 채권 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 산업혁명과 미국 장기 금리



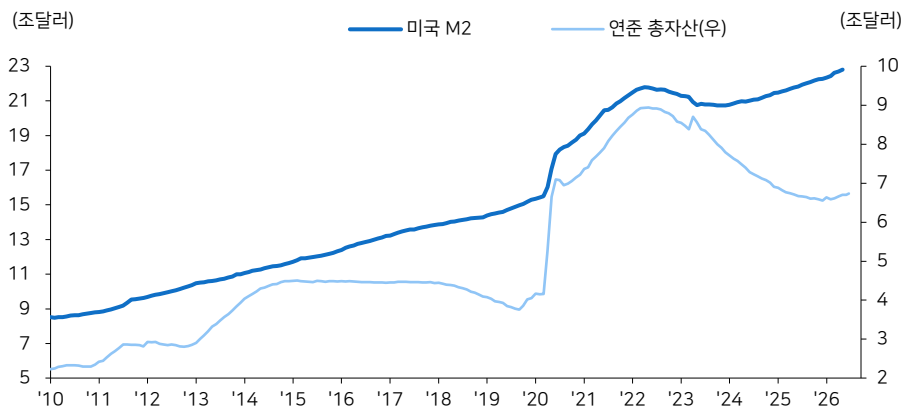
자료: NBER, 메리츠증권 리서치센터

정책 유동성과 시장 유동성의 구분: 지금은 유동성 장이 아니다

금리 상승은 유동성 환경의 위축을 의미한다. 지금은 유동성 장이 아니다. 시장 참여자들이 익숙한 유동성 장은 정책 유동성이 강하게 밀려들어와 자산 가격을 키워주는 국면이다. 제로금리와 QE가 수반되었던 2010년대 초, 2020년-2021년이 그 예이다. M2의 우상향을 근거로 유동성 장을 주장하는 시각도 있으나, M2의 대부분은 민간 유동성이다. 2023년 이후 연준 총자산 규모로 대변되는 정책 유동성은 QT 및 금리 인상과 함께 줄어왔다고 보는 것이 타당하다.

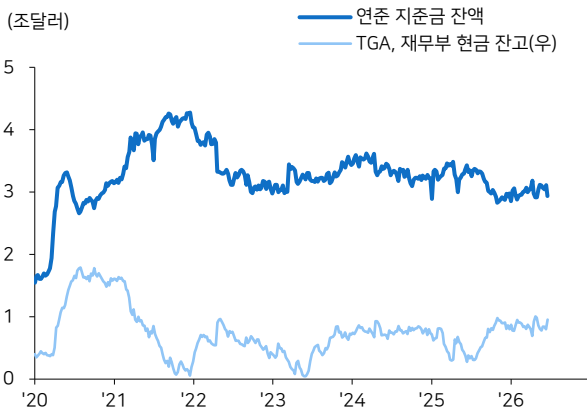
연초 이후 연준 총자산 규모가 다시 증가하는 점에 대해서도 올바르게 해석해야 한다. 26년 3월 10일자 전략공감에 상세하게 정리해두었으나, 최근 연준 총자산 규모 증가는 <그림 10>처럼 COVID 이후 가장 강하게 단기채 매입을 진행하기 때문이다. 연준은 이를 완화적 통화정책 맥락이 아니라 TGA 잔고 충당에서 비롯될 단기 유동성 시장 변동성을 줄이기 위한 예방적 공급의 일환으로 설명한다.

그림8 M2와 연준 총자산: 정책 유동성과 시장 유동성의 구분



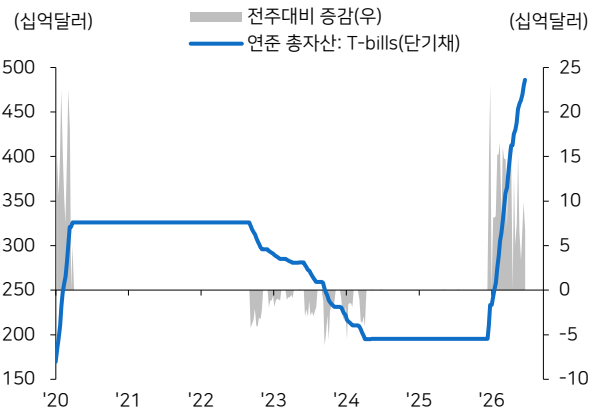
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림9 TGA 잔고 증가, 연준 저준금 감소



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 연준 단기채 매입: TGA 잔고 증가에 따른 우려 상쇄



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

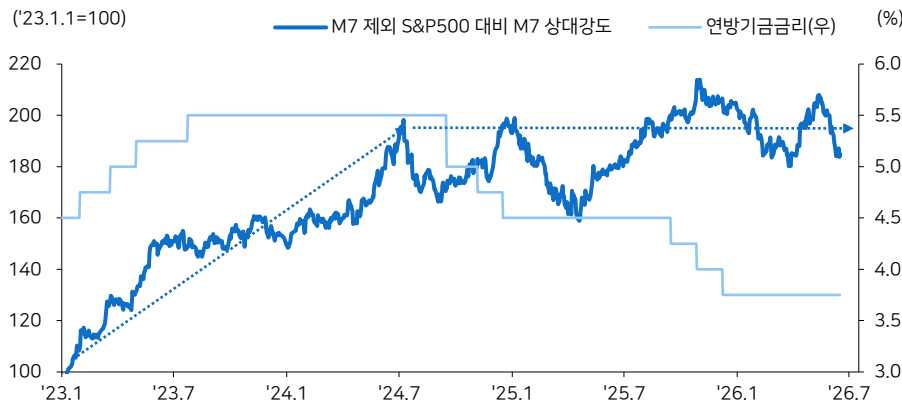
'23-'24년 미국도 금리 인상 가운데 대형 AI 실적주(magnificent7) 독주

필자는 2023년 이후 주식시장을 실적장이라고 주장해왔다. 그때는 미국 시장을 중점적으로 분석하던 시기였는데, 2023년 초기 Magnificent 7라는 개념이 처음 등장했다. 그리고 2024년 상반기까지는 미국에서도 이 주식들만 주가가 올랐다.

지금 복기해보면 이유는 더 선명해 보인다. 먼저 이익 모멘텀이 압도적이었다. Magnificent 7의 전년대비 순이익 성장률은 2023년 하반기에 60%에 근접했다. 동기간 나머지 S&P500의 이익은 여전히 역성장 중이었다. 2023년은 여전히 금리 인상 구간이었다. 연준은 2023년 하반기까지 기준금리 상단을 5.5%까지 인상하고 higher for longer를 주장했다.

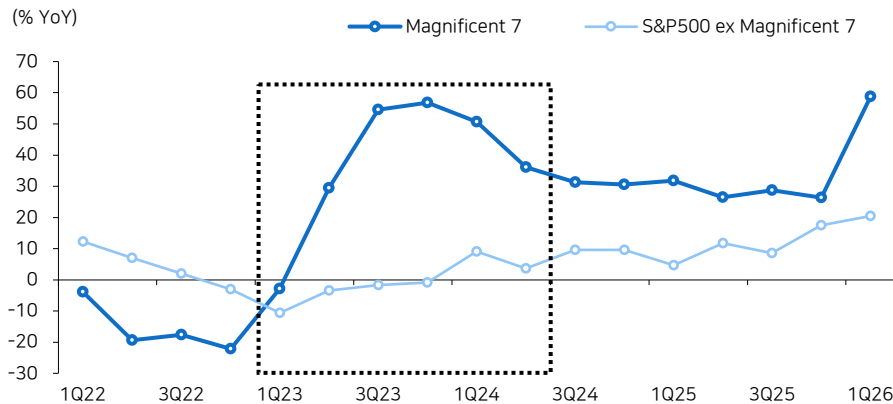
〈그림 11〉처럼 미국 Magnificent 7의 독주가 멈춘 것은 2024년 하반기였다. '23년까지 200%를 상회하던 엔비디아의 분기별 매출액 성장률이 눈에 띄게 피크아웃하기 시작했고, 9월 예상치 못했던 50bp 금리인하를 단행했다. 이때부터 M7 상대강도가 횡보하고, 팔란티어를 필두로 고밸류에이션 AI SW 주식의 아웃퍼폼했다.

그림11 M7 제외 S&P500 대비 Magnificent 7 상대강도: 금리 인상 국면에서 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Magnificent 7 vs M7 제외 S&P500 순이익의 YoY 성장률



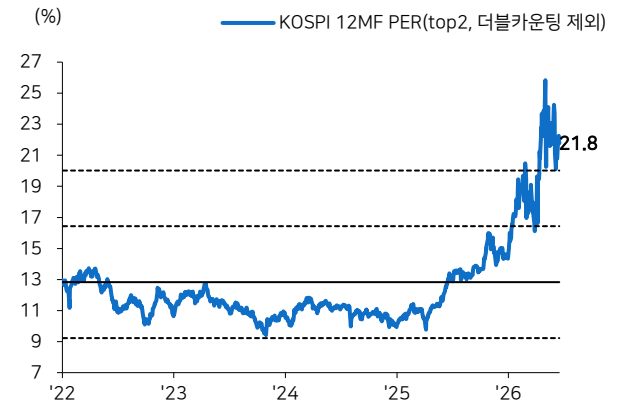
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물이 빠질 때 기본은 펀더멘털에 집중

미국 사례에서 확인되는 점은, 금리가 상승하며 유동성 환경이 타이트해지는 구간에서는 실적의 민낯이 더 선명하게 드러난다는 것이다. 우호적인 유동성 환경이 모든 자산 가격 상승을 일으키는 국면과는 다르게 기본으로 돌아가 실적에 기반한 주가 차별화를 더 선명하게 드러나게 했다.

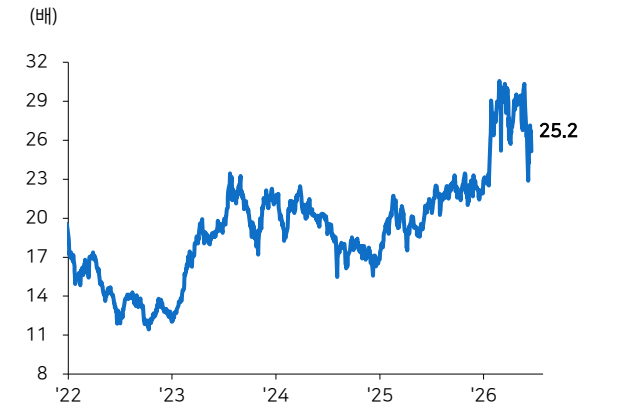
‘Atom to Bit to Token’ 하반기 전망에서 분석했듯, 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 코스피는 더블카운팅 이익을 제외한 실질적인 PER 수준을 고려하면 현재 금리 수준에 민감해질 수 있는 위치에 있다. 미국시장의 earnings yield(PER의 역수)가 장기금리에 근접한 이후 추가적인 밸류에이션 상단이 제한되고 있는데, 한국 시장의 멀티플도 유사한 수준으로 금리에 민감해질 수 있는 수준이라는 것이다. 삼성전자, SK하이닉스를 제외한 나머지 코스피뿐만 아니라 코스닥도 마찬가지다. 밸류에이션 플레이가 제한되는 금리 환경에서 펀더멘털에 집중되는 시장 환경이다.

그림13 Top2, 더블카운팅 이익 제외 코스피 12MF PER



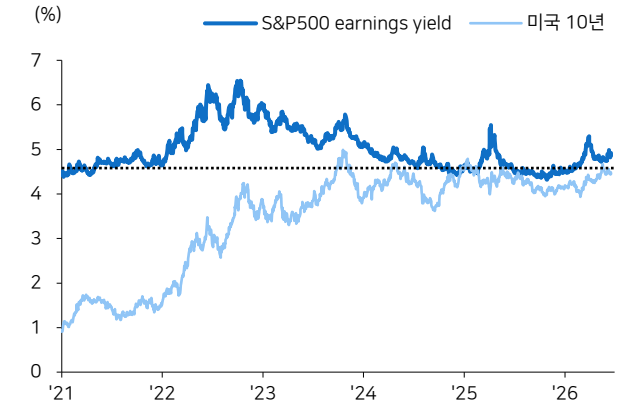
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 코스닥 12MF PER



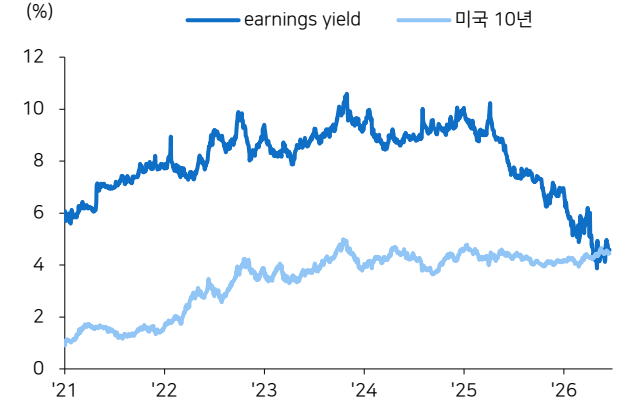
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 S&P500 어닝스 일드 vs 미국채 10년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Top2, 더블카운팅 제외 코스피 어닝스 일드 vs 금리



자료: FnGuide, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

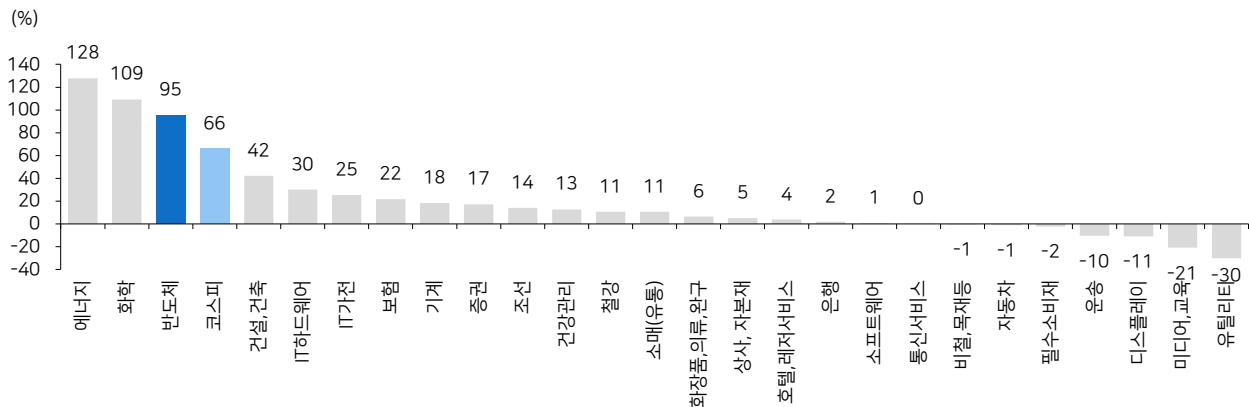
실적 모멘텀으로 시장을 이기는 업종이 실질적으로 반도체뿐

한국 시장은 유가 변동성으로 인해 지속 가능성이 높지 않고 저점에서 큰 폭으로 반등했던 에너지, 화학 업종의 실적 리레이팅을 제외한다면, 실질적으로 반도체보다 실적 추정치 상향 모멘텀이 강한 업종이 부재하다.

종목 단에서는 아쉽게 소외되는 종목들도 존재, 이런 분위기의 완화 조건은?

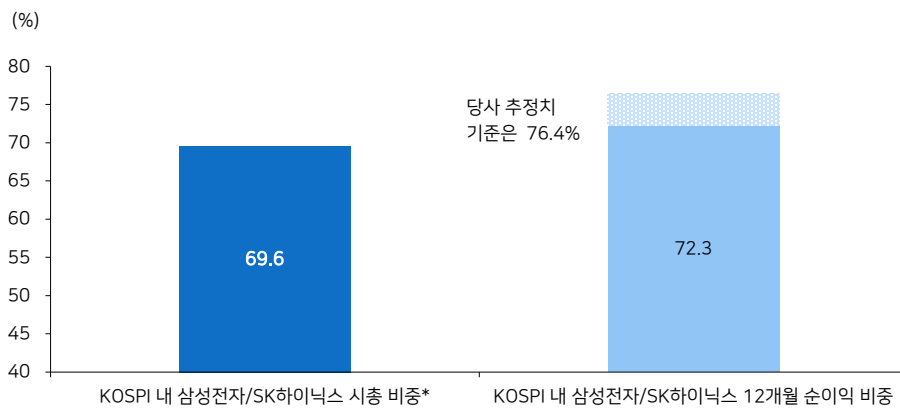
종목 단에서는 분명히 펀더멘털이 양호한 종목들이 손해를 보고 있는 것도 사실이라고 생각한다. Top2 일변도 분위기가 약해져야 이들도 제대로 된 평가를 받을 수 있을 것이다. 정확히 알 수는 없지만 기준을 한가지 생각해보면, 시장에 반영된 시가총액이 이익 대비 저평가 되어있다는 인식이 완화되는 조건을 고려해볼 수 있다. KOSPI 향후 12개월 순이익 중 Top2(삼성전자/SK하이닉스) 이익 비중은 당사 추정치 기준 76.4%다. 여기에 지주사 지분 가치까지 고려한 Top2 시총은 69.6%이다. 강한 반도체 실적 상황이 추가적으로 이어질 가능성이 높은 가운데, 이 갭이 줄어들는 것이 소외주 반등의 1차 조건일 수 있겠다.

그림17 코스피 및 업종별 최근 3개월 이익 추정치 변화율: 유가 변수를 제외하면 코스피 업종 내 반도체를 아웃퍼폼 업종 부재



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 KOSPI 내 삼성전자/SK하이닉스 비중: 시가총액 vs 향후 12개월 순이익 (6/22 기준)



*주: 삼성물산, 삼성생명, 삼성화재, SK스퀘어의 시가총액에 반영된 삼성전자, SK하이닉스 지분 가치 포함
 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
