

Market 준클리

금리는 시장을 부러뜨릴 수 없다

Market Comment

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

Check Point

고용 호조와 4.5%를 넘어선 장기물 금리가 성장주 중심 조정의 빌미로 작용한 한 주
금리 인상은 1회에 그칠 가능성이 크고 서비스 및 AI 중심 경제의 금리 민감도는 낮아 추세를 꺾긴 어렵다
시끄러운 매크로 환경은 결국 주도주로 귀결되겠으나 주도주 조정 구간에서 은행 섹터 주목

주도주 중심의 조정

지난주 준클리에서 언급했던 개별 종목 콜옵션 거래량 확대는 성장주 및 기존 주도주 중심의 조정이라는 결과로 돌아왔다. AI 관련 섹터 및 종목을 제외하면 대체로 상승 내지는 보합권으로 마감했다. 금리 인상이 AI 주도주에만 약재는 아닐 것이다. 시장의 쓸림이 하락 및 조정시에도 쓸림으로 나타나는 것으로 보인다.

여전히 AI 사이클 펀더멘탈에는 큰 지장 없다. LLM의 세계관에서도 토큰 수요는 빠르게 늘어나고 있다. LLM에서 VLM, VLM에서 VLA로의 전환 과정에서 여전히 우리는 초기 단계에 머무르고 있다. 토큰의 수요가 단순 언어 모델이 아니라 현실로 나오게 되는 순간 수요는 기하급수적으로 늘어나게 된다. 아직 사이클의 끝을 논하기에는 거리가 멀다.

눈치 없이 강해지는 고용: 금리를 인상해 red red

고용은 예상보다 비농업 일자리가 많이 늘어나면서 연준의 금리 인상 우려를 키웠다. 하지만 월드컵 특수가 일정 부분 반영되었을 가능성이 있다. 레저/접객 일자리는 7만개 늘어나면서 23년 2월 이후 가장 큰 증가폭을 기록했다. 7만개 중에서 숙박 및 외식업 일자리가 5.4만개 늘어났다. 정부 일자리도 5.2만개 늘어나며 24년 7월 이후 가장 높은 증가폭을 보였다. 나머지 섹터에서의 일자리 증감은 오히려 소폭 줄어들거나 최근 추이에서 크게 벗어나지 않았다.

고용이 강해짐과 동시에 채권 금리가 상승하면서 주식시장에 부담으로 작용했다. 가파른 상승 속에 투자심리가 약해지는 변곡점에 빌미로 작용했다. 시장은 조정을 위한 핑계를 찾고 있었을 뿐이다. 미국 10년물 금리는 4.5%를 넘어서면 항상 주식시장의 조정으로 이어졌다. 다만 미국 10년물 금리가 5%를 넘어서면 시장에 큰 타격이 염려된다. 1)명목성장률을 위협하는 수준이며 2)상징적인 숫자를 넘어서게 되면서 시장에 부정적인 요인으로 작용할 가능성이 크다.

당사가 하반기 시나리오에서 가장 부정적인 변수는 연준의 스탠스 전환이다. 20~21년 코로나 랠리 당시에도 연준의 일시적 인플레이 주장이 주식과 채권 시장의 강세를 유지할 수 있게 해줬다. 연준의 스탠스가 바뀌자 주식과 채권 시장 모두 추세적 약세로 전환되었던 기억이 있다. 물가의 절대적인 수준보다는 연준의 스탠스가 중요해질 것이다.

금요일 시장이 걱정하는 것은 연준의 금리 인상 가능성이다. 금리 인상을 시장은 크게 반영하지 않은 채 랠리를 지속하고 있어서 고용 지표가 부정적 변수로 작용했다고 해석할 수는 있다. 하지만 어디까지나 사후적 해석일 뿐이다. 주식시장이 걱정하는 것은 인상 자체보다는 1)금리 인상이 한번에 그치지 않고 추세적으로 지속될 수 있다는 우려, 2)금리 인상으로 경기 모멘텀이 부러질 수 있다는

우려 등이 있다. 금리 인상 가능성 자체가 크지 않고 인상하더라도 그 횟수가 1회에 국한될 가능성이 커 보이며 금리가 실물 경제에 주는 영향이 크지 않아 미국 경기 모멘텀에 영향을 주기 어렵다는 판단이다.

워시가 취임한 지 얼마 되지 않아 파격적인 인상으로의 스탠스 전환은 가능성이 낮다고 판단된다. 코로나 당시와 결정적으로 큰 차이점은 1)절대적인 기준금리의 레벨과 2)고용시장의 과열이다. 5~6%를 넘나드는 물가를 잡기 위해서는 제로금리에서 가파르게 오랜 기간에 걸친 긴축이 필요했다. 하지만 지금은 이미 절대적으로 기타 주요국에 비해서 기준금리가 높다. 유럽, 일본, 한국 등은 금리 인상이 최소 1회에서 3회까지 진행될 가능성을 이미 시장은 반영하고 있다. 현재 미국 고용 수준은 전혀 뜨겁지 않다. 임금이 인플레이를 유발하는 악순환 소용돌이를 걱정할 환경은 아니다. 인상 자체에 대한 우려를 크게 할 필요가 없다는 판단이다.

양호한 미국 경제 전반

하반기 미국의 펀더멘탈 우위 속에서 미국 시장의 아웃퍼폼과 달러 강세 가능성이 높다고 판단한다. 그 이면에는 미국의 양호한 소비와 중립 수준의 무너지지 않는 고용이 있다. 미국 10년물 금리는 4%대 중후반 수준을 유지할 가능성이 높음에도 미국의 우위를 전망하는 이유는 금리 민감도에 있다. 미국 경제와 주식시장은 모두 금리에 더 이상 민감하지 않다. 서비스업의 비중이 높아지고 제조업 비중은 줄어들었다. 그나마 늘어날 예정인 주요 섹터 또한 금리의 영향을 적게 받는 AI 사이클의 수혜를 받는 분야다. 고용과 소비의 연결고리는 과거에 비해 약하다.

25년 1월부터 올해 4월 고용데이터를 살펴보면 월간 평균 비농업 일자리는 4만개 밖에 늘어나지 않았다. 사실상 일자리 증가폭은 과거 평균 수준에 비해 현저히 낮음에도 소비는 별 탈 없이 성장세를 보이고 있다. 저축률이 낮아지는 것도 사실 큰 문제는 아니라는 판단이다. 저축률은 월간 가처분 소득에서 소비 등을 뺀 남은 금액의 비율이다. 소비가 과하게 늘어나거나 소득이 소비에 맞춰 늘어나지 않으면 저축률은 하락한다. 베이비부머 세대의 은퇴는 가처분 소득 상승을 막는 요인으로 작용할 것이다. 이들은 상대적으로 고임금 숙련 노동자였을 가능성이 높다. 저축률이 낮아진다고 해서 소비의 여력이 줄어든다고 지적하는 것은 다소 설득력이 부족하다. 저축률을 계산하는 개인소득 및 개인소비지출 데이터가 포함하지 않는 이면을 같이 봐야한다.

야드니 리서치에서는 미국 소비를 G-모양으로 설명한다. 베이비부머 세대는 은퇴 이후 소비를 꾸준히 하는 세대이며 이 세대는 자녀 세대인 MZ 세대의 소비를 동시에 부양하고 있다는 것이다. 현재 미국의 물가 및 주거비 부담 위기는 주로 젊은 세대에게 타격을 주고 있지만, 역대 가장 부유한 세대인 베이비부머들이 이들을 도우며 소비의 회복력을 지탱하고 있다. 은퇴한 베이비부머들은 소득이 줄어도 지출을 멈추지 않으며, 카지노, 여가, 엔터테인먼트 등 즐길 거리 관련 활동에 막대한 돈을 쓰며 소비 성장을 주도하고 있다.

미국 경제에서 투자의 비중은 점차 높아지고 있는데 이마저도 AI 주도 투자 확장이다. 과거에 비해서 건설투자의 비중이 줄어들고 AI와 연관된 투자가 많아지면서 금리에 대한 민감도가 낮아지고 있다. 기준금리 인상과 시중 금리 상승에 대한 민감도가 크게 줄어든 상황이다.

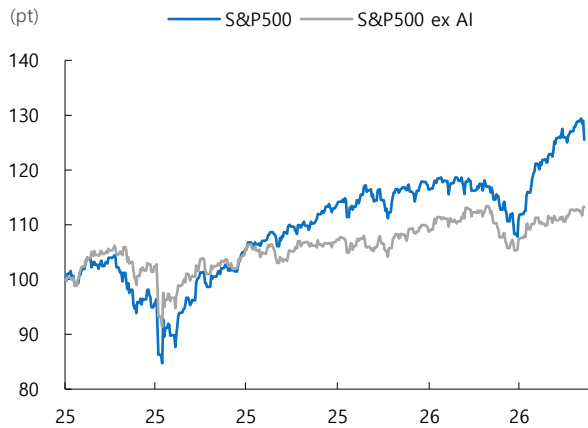
주도주로 다시 귀결되었으나 주도주가 흔들릴 때 주목할 섹터

원달러 환율은 IMF와 금융위기 이후 가장 높은 1,550원 수준으로 올라서 있다. 작년 4분기부터 주식시장은 환율 상승과 동행했다. 이는 반도체 호황에도 나머지 종목들이 잘 버틸 수 있게 만들어준 기둥이 되었다. 네덜란드 병이라고도 하는데 특정 품목의 수출이 크게 성장하게 되면 통화 절상과 물가 급등으로 이어지면서 오히려 제조업 등 타 산업의 수출 경쟁력을 잃게 되는 것을 말한다. 한국은 원화 약세로 이 상황은 피하고 있다. 환율이 1년 사이에 약 10% 이상 절하된 것이 반도체 이외 기업들의 이익에 기여하는 바가 클 것이다.

99년의 성장주 압축은 양호한 경기와 높아지는 금리 환경이 가속화했다. 환율을 감안하면 주도주 이외 섹터의 경쟁력이 우리가 알고 있는 것만큼 성장하지 않았을 수 있다. 환율 약세가 반도체보다 반도체 이외 기업에 더 큰 수혜가 될 것으로 보인다.

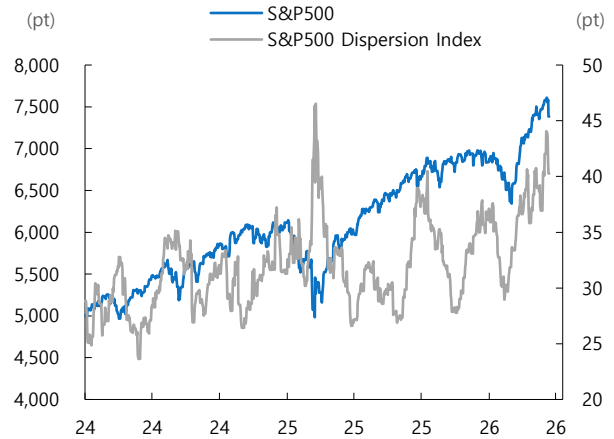
반도체가 쉬는 배경에는 높아진 장기물 금리가 주요 요인 중 하나다. 성장과 물가 전망이 동시에 상향되면서 명목 성장률이 하이싱글 수준으로 높아지게 된다. 2분기 전망에서 제시했던 은행에 대한 선호도를 높일 필요가 있다. 금리 상승과 양호한 실질 성장률은 금융주의 방어주 역할에 힘을 실어줄 것으로 보인다.

그림1. AI 관련 종목 중심의 조정



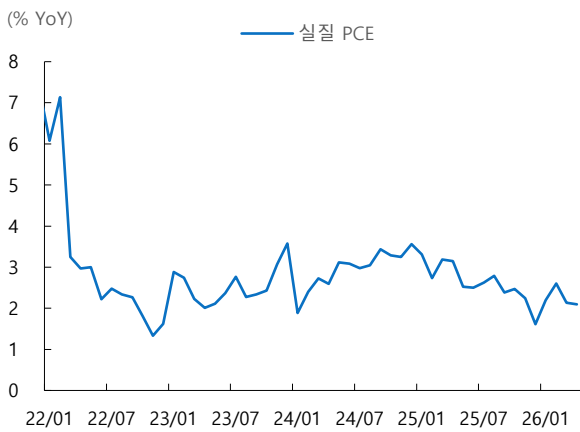
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 미국도 가는 종목만 가는 흐름



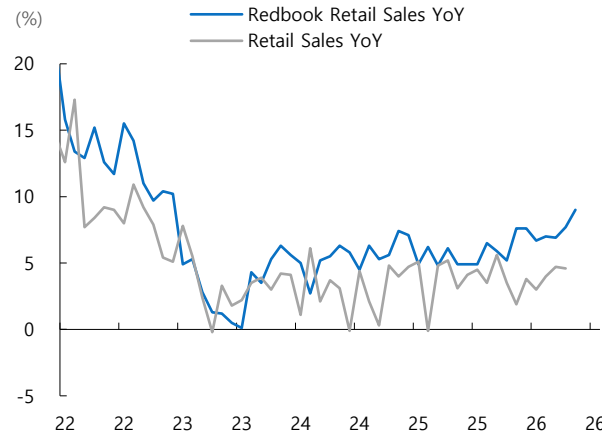
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 소비데이터는 양호함



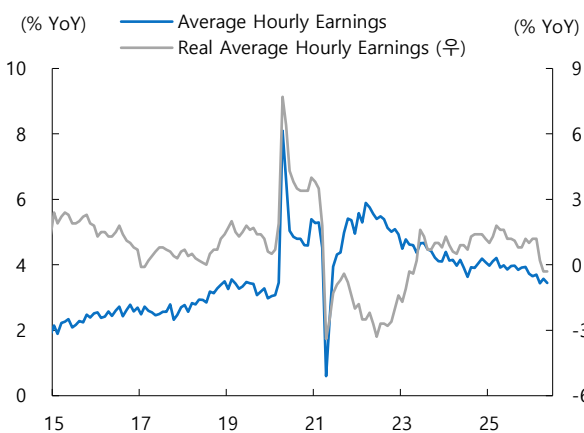
자료: BEA, iM증권 리서치본부

그림4. 민간 소비 데이터는 양호함



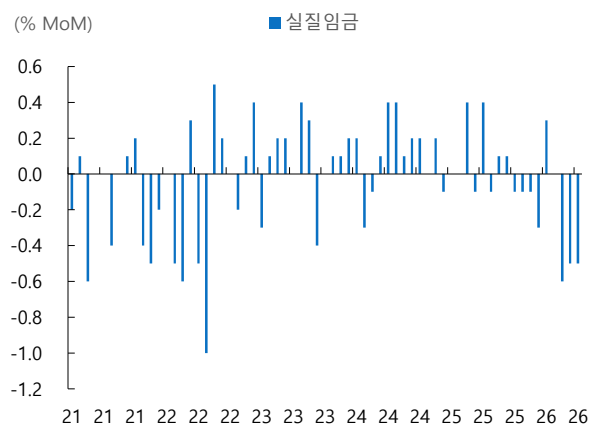
자료: Census Bureau, iM증권 리서치본부

그림5. 실질 임금이 높지 않음



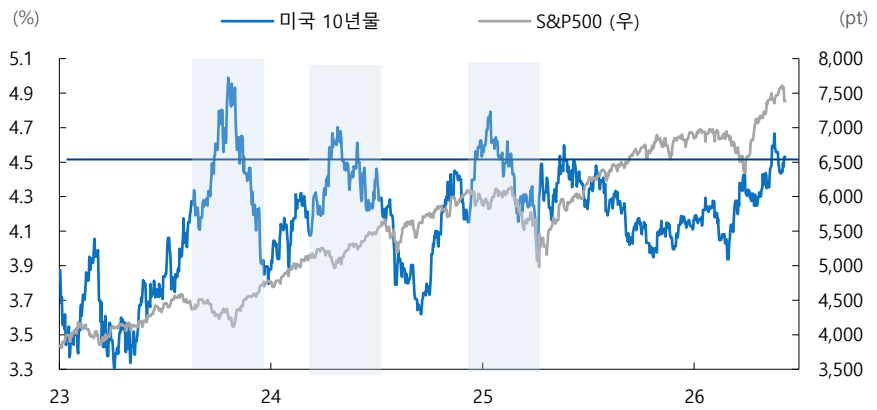
자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림6. 실질 임금이 높지 않음



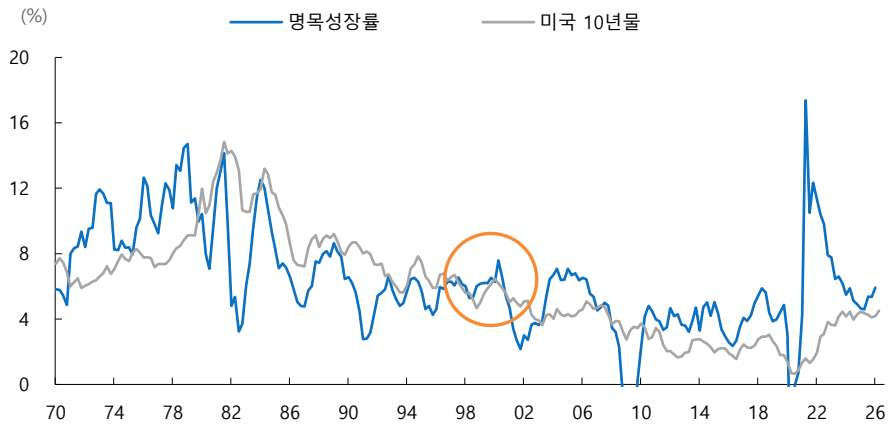
자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림7. 금리가 불편한 영역으로 접어들었다는 점이 시장의 조정 배경



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 명목성장률을 넘지 않으면 장기물 금리 수준이 큰 위험은 아닐 것



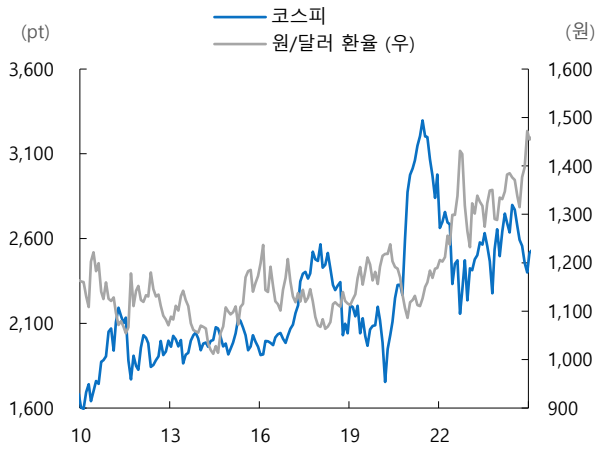
자료: BEA, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 기준금리 인상 최대 1회에 그친다면 시장의 추세를 꺾진 못할 것

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026-06-17	0.0%	4.6%	95.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026-07-29	0.0%	4.2%	87.7%	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	3.4%	72.0%	23.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-10-28	0.0%	2.9%	62.9%	29.6%	4.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	2.2%	47.4%	38.2%	10.9%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2027-01-27	0.0%	1.8%	40.1%	39.7%	15.3%	2.8%	0.3%	0.0%	0.0%
2027-03-17	0.0%	1.4%	30.5%	39.8%	21.4%	6.0%	0.9%	0.1%	0.0%
2027-04-28	0.0%	1.2%	26.7%	38.6%	23.8%	8.0%	1.6%	0.2%	0.0%
2027-06-09	0.0%	1.2%	26.2%	38.4%	24.1%	8.3%	1.7%	0.2%	0.0%
2027-07-28	0.0%	1.2%	26.2%	38.4%	24.1%	8.3%	1.7%	0.2%	0.0%
2027-09-15	0.0%	0.5%	12.5%	31.7%	31.9%	17.0%	5.3%	1.0%	0.1%
2027-10-27	0.4%	8.8%	25.7%	31.8%	21.6%	8.9%	2.3%	0.4%	0.0%
2027-12-08	1.5%	11.0%	26.5%	30.5%	19.9%	8.0%	2.1%	0.3%	0.0%

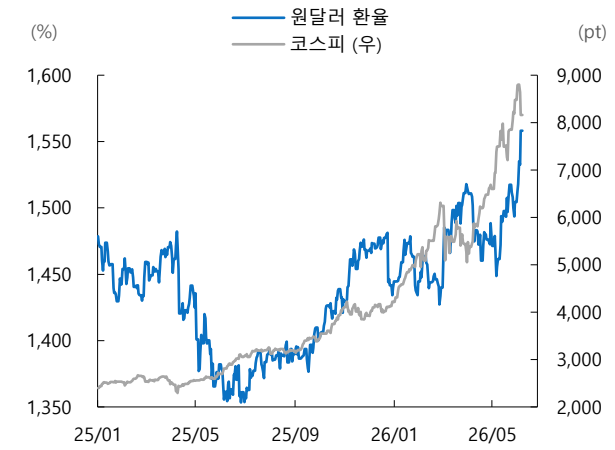
자료: Fedwatch, iM증권 리서치본부

그림10. 환율과 코스피는 반대로 움직였지만...



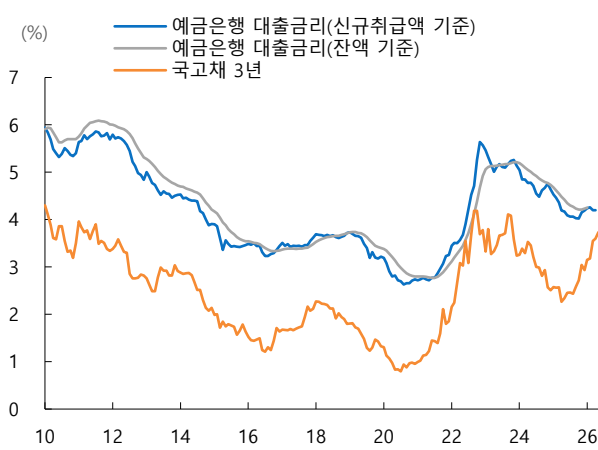
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 작년 4분기부터는 환율과 코스피 동행



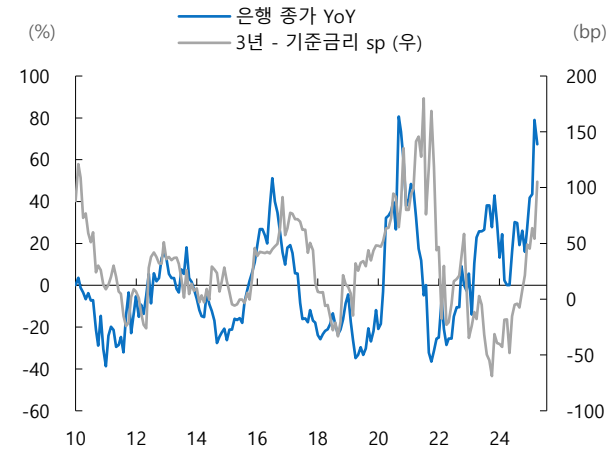
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 시중금리 상승에 따른 대출 금리 상승 가능성 높을 것



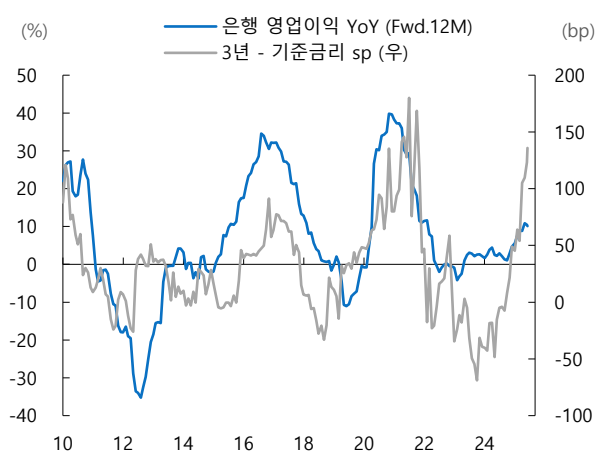
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림13. 은행 주가 상승의 배경은 금리 상승



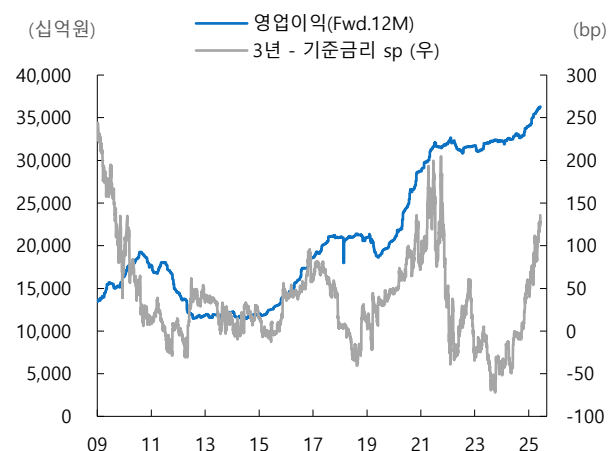
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림14. 이익 추정치 또한 상승세



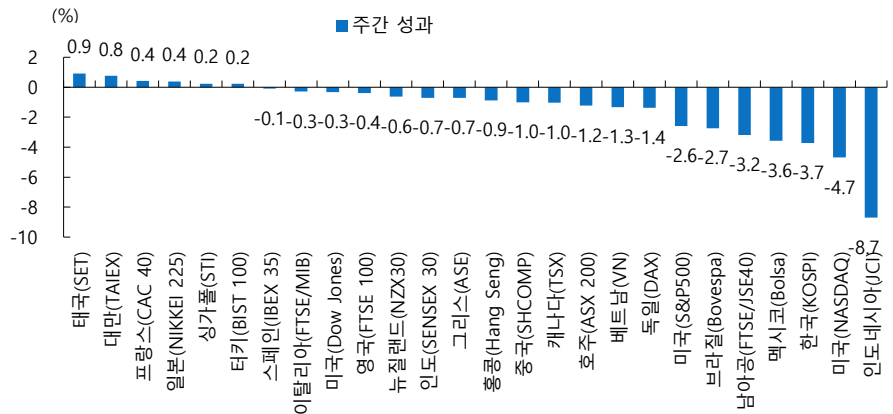
자료: 인포맥스, Quantwise, iM증권 리서치본부

그림15. 이익과 채권 금리 추이



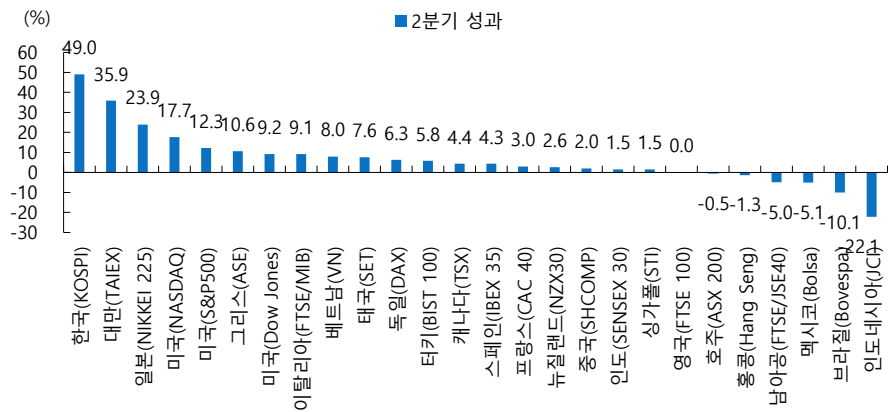
자료: 인포맥스, Quantwise, iM증권 리서치본부

그림16. 한국이 기타 주요국에 비해 크게 빠짐.



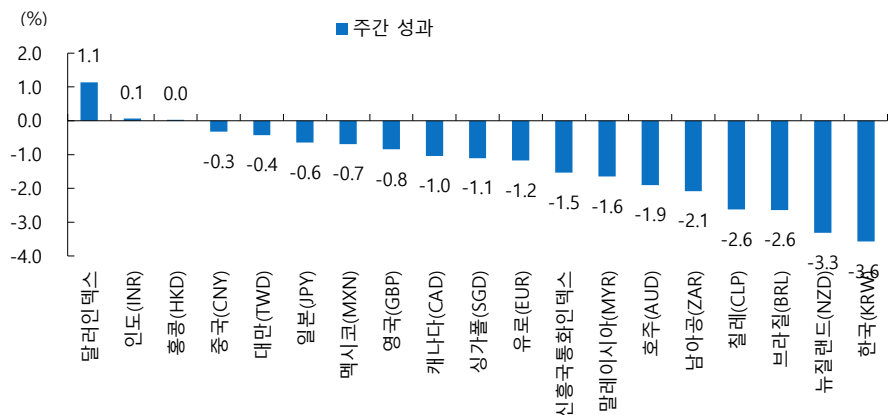
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. 미국과 일본의 순위가 바뀌었지만 미국 금요일 시장을 반영하면 여전히 미국이 3위일 수도



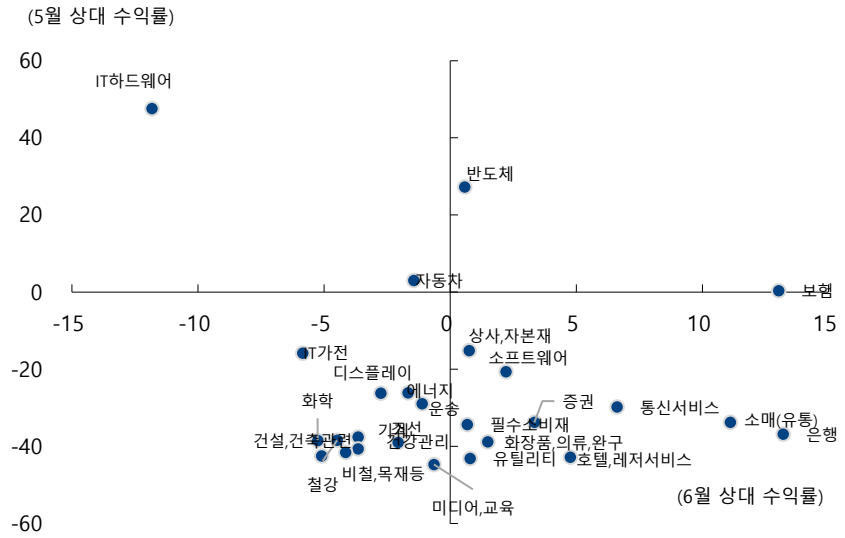
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 달러 강세와 원화 약세가 뚜렷



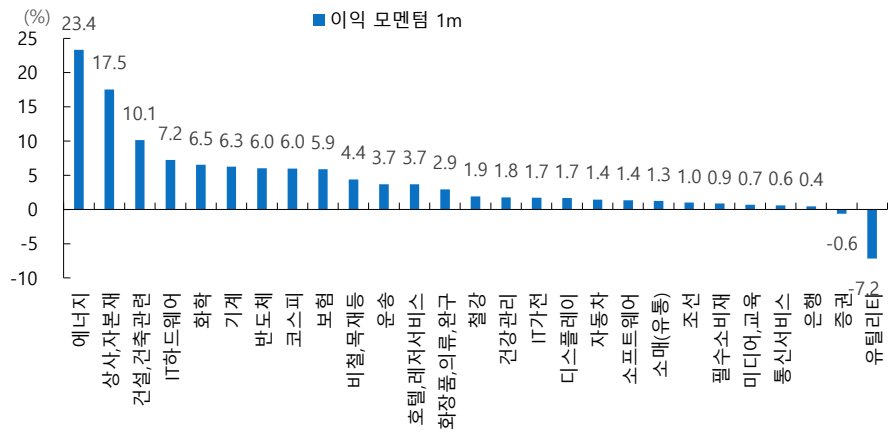
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. 6월 반도체 조정 속 5월 언더퍼폼했던 섹터 중 옥석 가리기 본격화



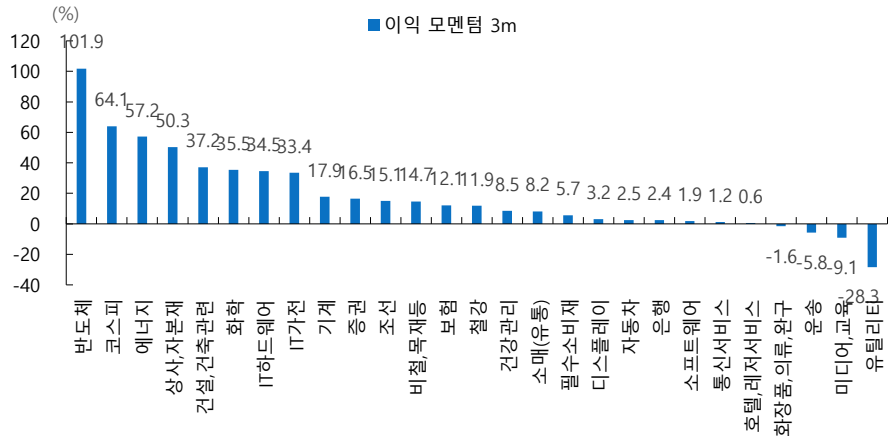
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림20. 12mf 영업이익 1M 모멘텀



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림21. 12mf 영업이익 3M 모멘텀



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림22.이익 전망치 상향 섹터 Top5

이익 전망치 상향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
에너지	29.06% (+4,798.02)	1	SK	3,978.03	80.10%	3,721.87	71.27%	43.13%
		2	S-Oil	449.84	19.06%	1,156.97	69.98%	12.09%
		3	GS	185.53	5.66%	525.21	17.87%	6.55%
		4	SK이노베이션	122.43	3.21%	1,844.36	88.09%	18.49%
		5	비에이치아이	16.87	14.14%	26.57	24.24%	1.98%
상사, 자본재	17.89% (+11,137.75)	1	SK스퀘어	10,235.26	30.36%	23,174.26	111.54%	35.55%
		2	한화	293.28	5.02%	62.61	1.03%	1.89%
		3	한화에어로스페이스	104.79	2.21%	257.72	5.61%	11.58%
		4	현대로템	37.38	2.82%	2.38	0.17%	4.47%
		5	두산	29.41	1.48%	139.58	7.44%	6.03%
보험	14.61% (+1,622.28)	1	삼성생명	1,015.10	32.91%	1,130.40	38.07%	58.39%
		2	삼성화재	136.31	4.53%	193.33	6.55%	21.96%
		3	한화생명	94.18	12.37%	97.95	12.93%	2.94%
		4	코리안리	90.67	19.91%	153.67	39.15%	1.63%
		5	한화손해보험	55.81	11.76%	19.84	3.88%	0.50%
건설	11.48% (+758.38)	1	대우건설	63.50	10.19%	145.13	26.79%	13.49%
		2	아이에스동서	36.06	20.87%	32.99	18.76%	1.19%
		3	IPARK현대산업개발	30.37	5.29%	94.01	18.42%	1.94%
		4	현대건설	23.55	2.48%	75.30	8.38%	22.17%
		5	DL이앤씨	20.93	4.02%	73.44	15.69%	4.20%
IT하드웨어	7.95% (+457.36)	1	삼성전기	251.10	13.40%	702.41	49.36%	55.01%
		2	LG이노텍	74.88	6.67%	300.71	33.55%	11.51%
		3	이수퍼타시스	17.55	4.80%	42.11	12.34%	3.72%
		4	심텍	14.47	7.32%	58.59	38.16%	1.62%
		5	대덕전자	14.35	5.40%	96.51	52.63%	3.16%

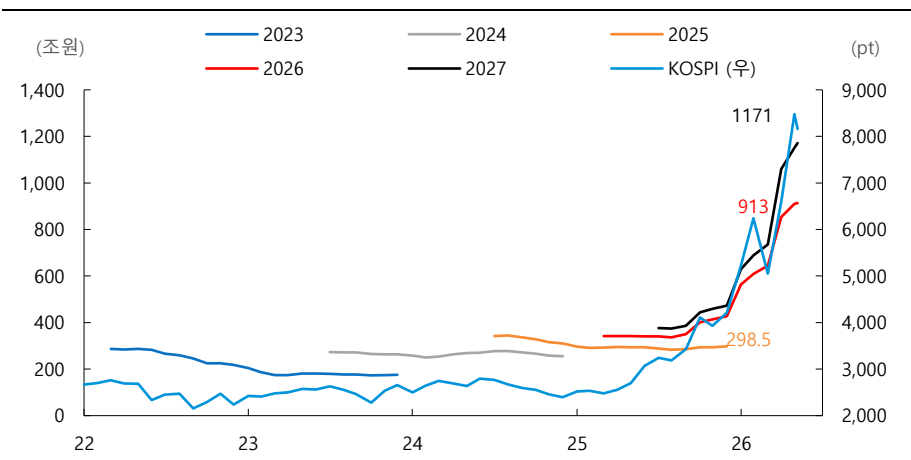
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림23.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
유틸리티	-16.28% (-2,938.01)	1	한국전력	-3,163.81	-316381.00%	-6,507.58	-36.42%	60.31%
		2	E1	-19.82	-6.46%	287.00		1.44%
		3	한전KPS	7.87	4.15%	12.10	6.53%	5.40%
		4	한전기술	8.18	10.66%	12.69	17.57%	12.00%
		5	한국가스공사	62.29	2.90%	63.12	2.94%	7.88%
운송	-1.43% (-92.20)	1	C대한통운	-23.94	-4.18%	-37.55	-6.41%	2.65%
		2	팬오션	6.32	1.10%	37.64	6.92%	3.88%
		3	대한해운	8.28	3.50%	16.78	7.36%	0.93%
		4	롯데렌탈	10.04	2.76%	16.77	4.69%	1.55%
		5	현대글로벌비스	10.84	0.48%	7.90	0.35%	22.27%
통신서비스	-0.46% (-24.54)	1	KT	-30.23	-1.38%	-47.18	-2.13%	31.51%
		2	LG유플러스	-5.86	-0.50%	19.08	1.67%	15.06%
		3	SK텔레콤	11.55	0.59%	91.77	4.89%	52.92%
		4						
		5						
미디어,교육	-0.10% (-2.28)	1	CJ CGV	-8.62	-6.70%	-18.58	-13.41%	2.87%
		2	와이지엔터테인먼트	-2.18	-2.74%	-3.21	-3.98%	3.00%
		3	CJ ENM	-0.59	-0.31%	-25.18	-11.65%	3.24%
		4	스튜디오드래곤	0.62	1.10%	-2.02	-3.42%	2.91%
		5	에스엠	0.96	0.45%	3.00	1.43%	6.57%
은행	0.31% (+111.26)	1	iM금융지주	-0.84	-0.12%	-5.82	-0.84%	1.20%
		2	삼성카드	1.37	0.16%	-19.92	-2.22%	2.25%
		3	JB금융지주	2.55	0.24%	-1.66	-0.16%	2.04%
		4	기업은행	3.92	0.10%	-49.55	-1.28%	6.94%
		5	케이뱅크	5.33	3.19%	21.53	14.28%	0.95%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림24.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.