

미국은 지금

고금리에도 신고가인 이유(Feat, 선거 후 전략)

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

고금리와 지수 신고가의 어색한 동행

나스닥이 6 일 27,600 으로 사상 최고치를 경신했다. S&P500 도 같은 날 7,819 로 최고치를 새로 썼지만, 동일가중 S&P500 과 러셀 2000 은 7 일 기준 고점 대비 각각 5.3%, 9.0% 낮은 수준이다. 일부 대형주의 실적 기대가 지수를 끌어올리는 동안, 시장 전반에는 높아진 금리가 부담으로 작용하고 있기 때문이다. S&P500 의 12 개월 선행 이익수익률은 5.2%로 10 년물 금리(5.28%)와 비슷해졌고, 실질금리와의 격차는 2.3%p 로 2011 년 이후 최저권이다.

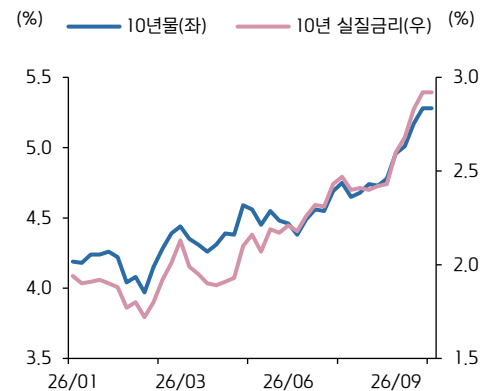
이익수익률이 국채금리와 비슷해졌다는 것은 이익수익률 기준으로 주식의 상대적 매력이 낮아졌다는 뜻이다. 주식 위험프리미엄이 25 년 2 월 이후 최저치 수준인 만큼, 채권 금리 상승에 대응하기 위해서는 이익수익률이 높아져야 한다. 만약 이익이 그대로라면 이는 PER 디레이팅으로 이어진다. 2022 년 이후 실질금리가 10bp 상승할 때 선행 PER 은 평균적으로 약 1% 하락한 것과 같은 논리이다. 따라서 이익 전망이 같이 높아지는 업종은 이러한 부담을 상쇄할 수 있지만, PER 확장에 기대어 오른 업종과 종목은 같은 금리 상승에도 조정 폭이 커질 수 있다. 지수는 신고가를 기록했지만, 동일가중 지수는 계속해서 부진한 이유다.

실적 시즌의 기준은 2027 년 이익

이번 실적 시즌이 중요한 이유도 여기에 있다. 금리가 높은 상황에서 밸류에이션을 뒷받침할 핵심 변수는 EPS 인데, 시장이 반영하는 이익 전망은 이미 내년으로 넘어가 있다. 9 월 선행 EPS 는 1.7% 늘었지만, 증가분의 절반 이상은 2027 년 성장 비중이 커진 데 따른 효과다. 시장이 기대하는 2027 년 EPS 증가율은 16%다. 따라서 이번 실적에서는 3 분기 이익 증가율이 예상을 웃도는지와 더불어 가이드언스가 2027 년 전망을 얼마나 뒷받침하는지도 중요하다.

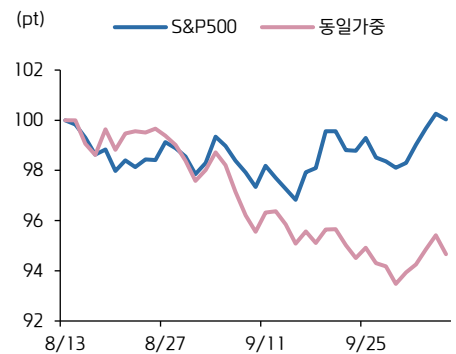
이익 개선이 얼마나 넓게 확산되는지도 함께 봐야 한다. FactSet 의 10 월 기준 3 분기 이익 증가율 추정치는 29.5%로 여전히 높은 수준이나, 성장은 에너지·IT·커뮤니케이션에 집중돼 있고 금융과 소비재는 3% 안팎에 그친다. 긍정적 가이드언스를 제시한 72 개 기업 중 44 개도 IT 기업이다.

미국 10 년물 금리와 10 년 실질금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 과 동일가중 지수(8/13 고점=100)

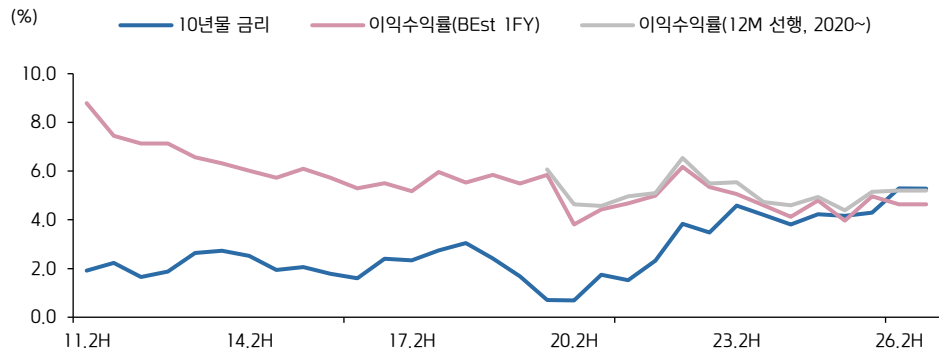


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

13일 대형 은행을 시작으로 이어지는 실적 발표에서 주도 기업의 내년 전망이 유지된다면 상승 범위는 좁지만, 주도주 중심 상승이 지수 하단을 지지할 수 있다. 하지만 이익 개선이 다른 업종으로 확산된다면 동일가중 지수와 소형주의 부진도 완화될 여지가 있다.

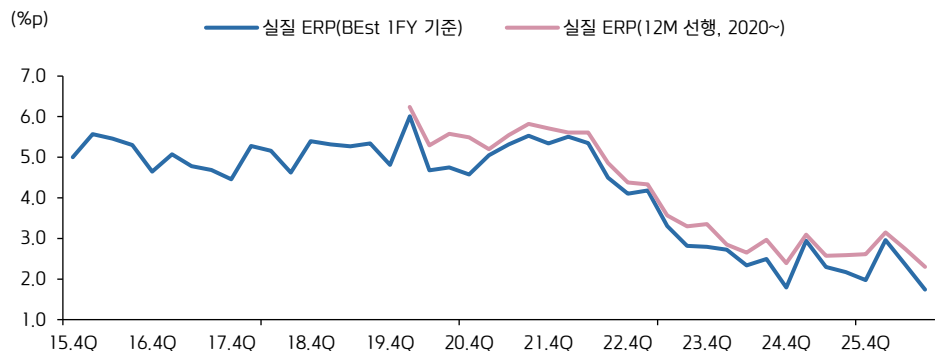
그러나 이익 전망의 차이를 감안하면 AI 관련 기업의 상대 우위가 당분간 이어질 가능성이 여전히 높다. 6월 말 이후 예상 EPS는 대형 기술주(M7)가 12% 상향된 반면, 러셀 2000은 9% 가까이 하향됐다. 3분기 IT 이익 증가율도 반도체를 제외하면 65%에서 24%로 낮아질 만큼, AI 수요가 이익 증가를 이끌고 있다. AI 이용 확대도 이러한 우위를 뒷받침한다. 메타의 에이전트 앱 Muse는 출시 2주 만에 미국 앱스토어 1위에 올랐고, 누적 다운로드 340만 건을 넘었다. 사용자를 대신해 일을 처리하는 에이전트가 소비자 앱 1위에 올랐다는 것은 AI가 일상에서 활용되는 속도가 빨라지고 있다는 신호다. 이용 확대는 광고·구독·클라우드 매출로 이어질 기회를 넓힌다는 점에서 AI 관련 기업의 실적에 긍정적인 변화다. 금리의 변화가 발생하지 않을 경우 동일가중 지수보다 시총가중 지수 수익률이 우위를 보일 가능성이 높다고 판단하는 이유다.

S&P500 이익수익률과 10년물 금리(반기 말, 2011~)



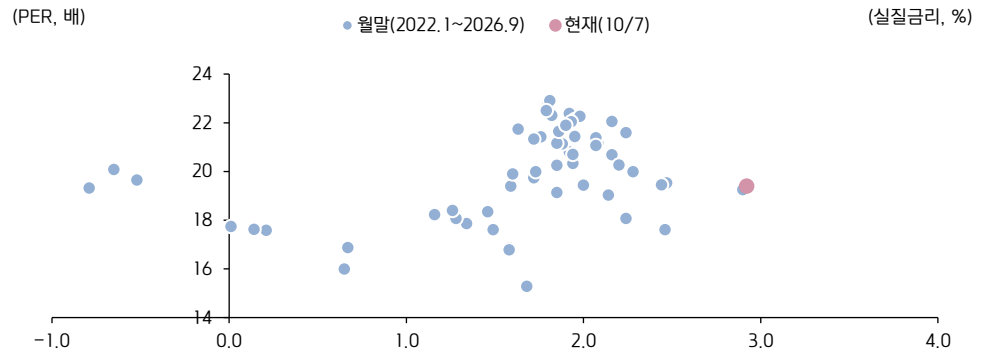
자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치 주) 이익수익률=선행 EPS ÷ 주가

실질 주식 위험프리미엄(이익수익률-10년 실질금리)



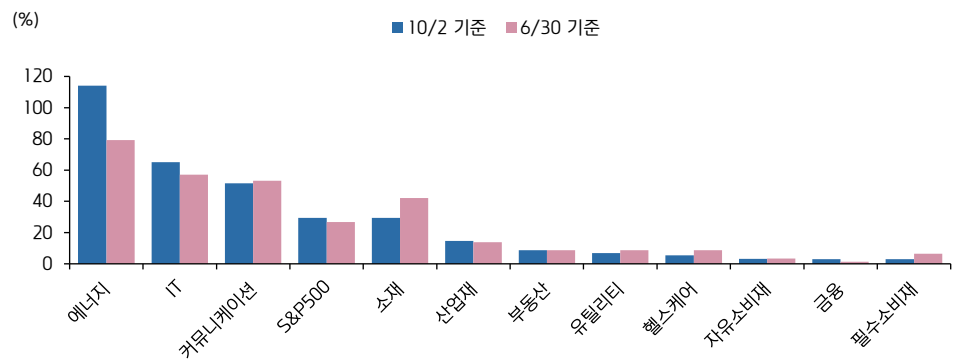
자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치

선행 PER vs 10년 실질금리(2022년 이후 월말)



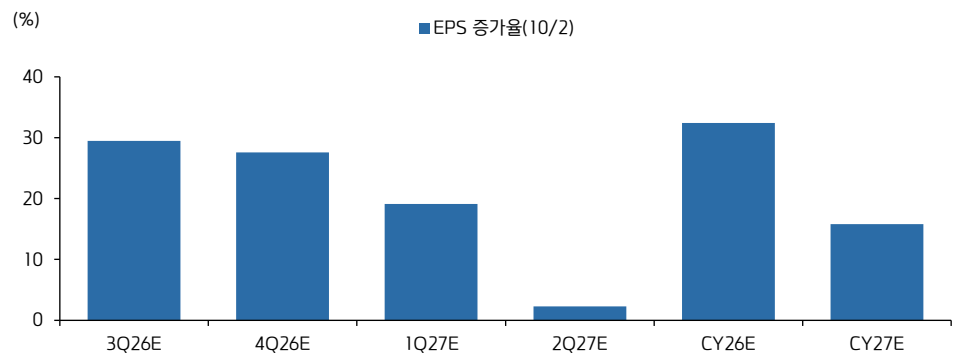
자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치 주) 현재=10/7 지수 ÷ 9/28 선행 EPS

3분기 S&P500 EPS 증가율 전망: 섹터별



자료: FactSet(26.10.2), 키움증권 리서치 주) 전년 동기 대비

S&P500 분가·연도별 EPS 증가율 전망



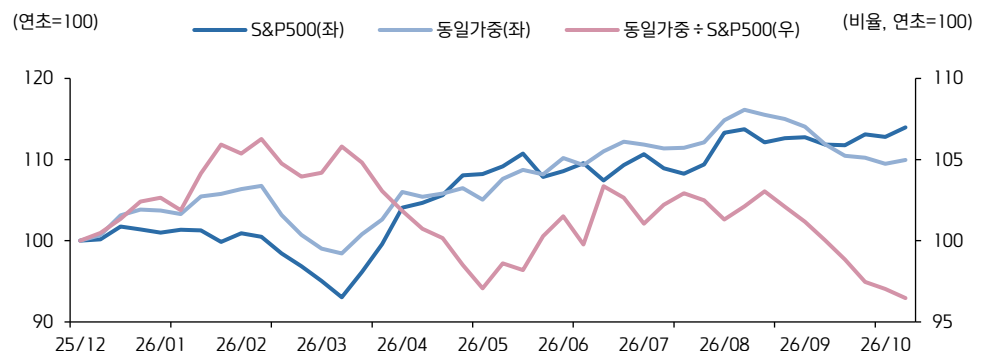
자료: FactSet(26.10.2), 키움증권 리서치 주) 전년 대비

10월 말에 확인할 금리 고점의 조건

남은 변수는 금리 방향이다. 중간선거를 앞둔 채권 금리는 점차 고점에 가까워져 가고 있을 가능성이 있지만, 상승이 끝났다고 단정하긴 이르다. 연초 이후 10년물 금리는 110bp 올랐고, 이 가운데 99bp가 실질금리 상승분이다. Kim-Wright 모형으로 10년물 금리 상승분을 나누면 정책금리 경로와 기간프리미엄(장기채 보유에 대한 추가 보상)의 기여 비중은 각각 53%, 47%다. 연준의 긴축 기대와 함께 장기채 보유에 요구되는 보상도 금리를 밀어 올린 셈이다. 9월 16일 기준금리 인상 이후에도 2년물은 3bp 오르는 데 그친 반면 10년물은 27bp 올라, 추가 인상 기대 외에 수급 부담도 작용했을 가능성을 시사한다. 금리 고점이 확인되려면 연준의 인상 종료 신호와 함께 장기채 수요가 뒷받침돼야 하는 이유다. 그런 점에서 7일 10년물 입찰 결과는 긍정적이다. 응찰률은 2.77배, 간접 낙찰 비중은 80.3%로 최근 10회 평균(2.52배, 72.4%)을 웃돌았다. 다만 2000년 이후 가장 높은 낙찰금리인 5.30%에서 확인된 수요인 만큼, 금리가 낮아진 뒤에도 수요가 이어질지는 후속 입찰에서 확인할 필요가 있다. 호르무즈 해협의 원유 물동량 회복으로 유가 부담이 줄어들 수 있다는 점도 금리에는 우호적이지만, 회복세의 지속 여부는 지켜봐야 한다.

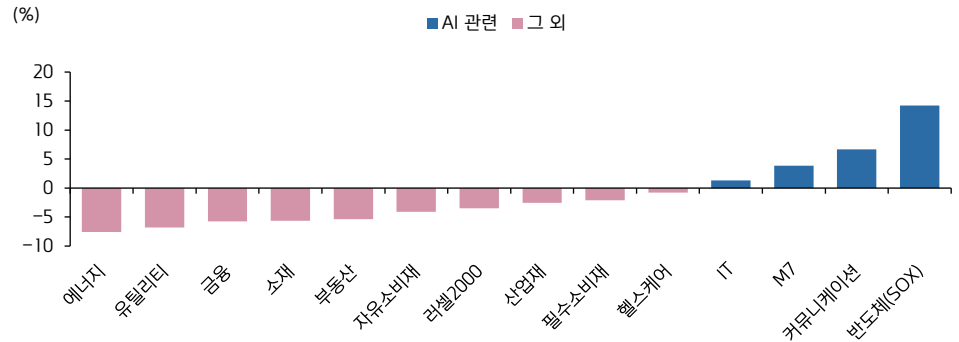
두 조건을 가능할 일정은 28일 FOMC와 11월 4일 국채 발행 계획(QRA)이다. FOMC에서는 인상 여부보다 추가 긴축의 필요성을 어떻게 설명하는지가 중요하다. 현재로서는 10월 동결 후 12월까지 지표 확인하는 경로에 무게를 둔다. 이 과정에서 고용과 임금 둔화가 반영돼 추가 인상 가능성이 낮아진다면 시장금리도 안정될 여지가 있다. QRA에서는 중장기물 발행 동결과 바이백 확대가 유지되는지가 수급 부담을 가능할 기준이다. 2023년 11월이 참고가 된다. 당시 재무부는 8월 이후 장기금리가 급등해 10년물이 5%에 닿자, 장기물 증액 폭을 줄여 수요가 약해진 만기의 공급 부담을 덜었다. 같은 날 연준도 장기금리 상승에 따른 금융여건 긴축을 언급하며 금리를 동결했다. 이후 사흘간 10년물 금리는 36bp 내리고 S&P500은 3.9% 올랐다. 당시는 인상 사이클의 끝이었고 지금은 첫 인상 직후라는 점에서 같은 반응을 기대하기는 어렵다. 다만 통화정책과 국채 공급에 대한 우려가 함께 줄어드는지가 이번에도 관건이다. 28일 FOMC부터 11월 3일 중간선거, 4일 QRA로 이어지는 일주일의 금리 고점 여부를 가능할 중요한 구간이 될 전망이다.

S&P500과 동일가중 지수(2025년 말=100, 주간)



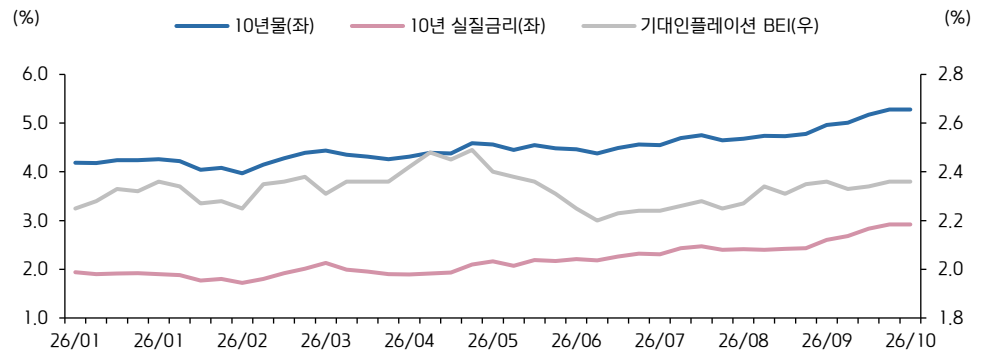
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

9월 선행 PER 변화율: AI 관련 vs 그 외(8/31→9/25)



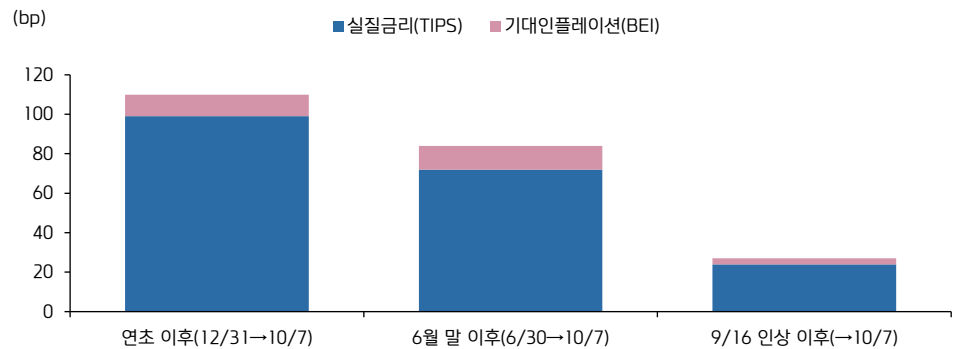
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

10년물·실질금리·기대인플레이션(2026년, 주간)



자료: FRED, 키움증권 리서치

10년물 변화 분해: 실질금리 vs 기대인플레이션(bp)

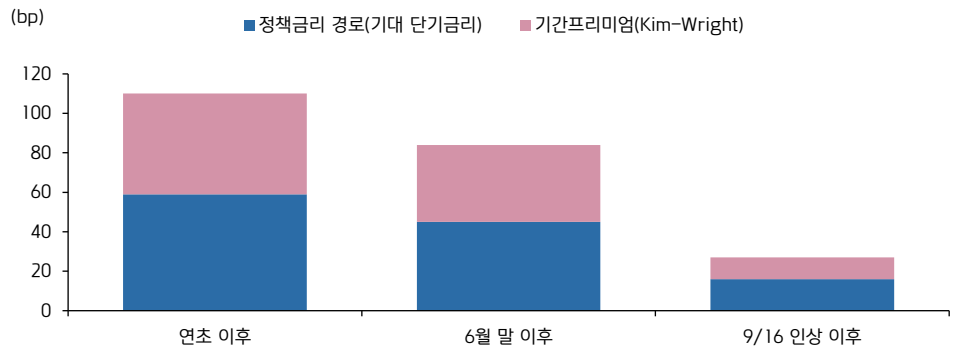


자료: FRED, 키움증권 리서치 주) 10년물 변화=실질금리 변화+BEI 변화

중간선거 전 증시 대응 전략

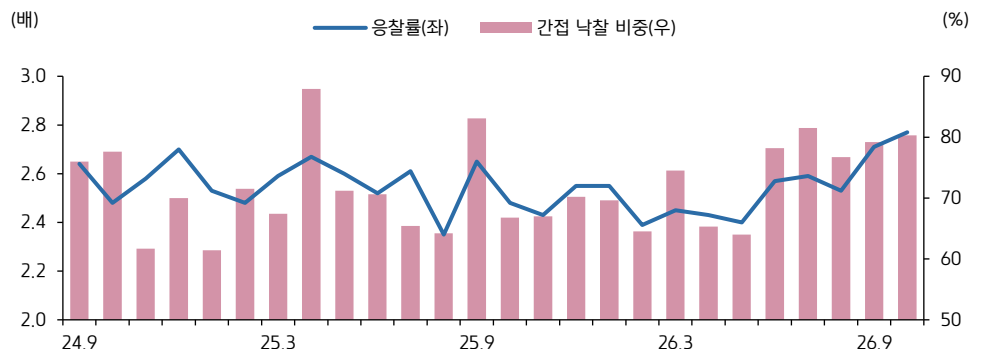
대응은 매수 시점을 나누되, 이익 전망이 유지되는 종목에 집중하는 쪽에 무게를 둔다. 2 분기 GDP 성장률 2.2%, 3 분기 GDPNow 추정치 3.7%, 실업률 4.2%로 경기는 침체와 거리가 있다. 금리 부담에 따른 조정이 추세 하락으로 이어질 가능성이 크지 않다고 보는 이유다. 유동성 여건도 넉넉하다. MMF 잔액은 7.9 조 달러로 사상 최대 수준이고, 재무부 계정(TGA)은 9,487 억 달러로 목표치(8,500 억 달러)를 웃돌아 연말까지 일부가 시중으로 풀릴 수 있다. 다만 금리 안정이 확인되기 전까지는 중소형주·산업재·리츠처럼 금리에 민감한 업종의 비중을 서둘러 늘리기보다, 실적과 금리 흐름을 함께 확인하는 편이 유리할 수 있다. 금리 수준에 따라 등락이 큰 반도체도 급등을 따라가기보다 조정 구간에서 저점을 낮춰 가며 담는 편이 부담이 작다. 1998 년 이후 일곱 차례의 중간선거 뒤 6 개월간 반도체 수익률 중앙값이 17.5%로 S&P500(7.9%)을 크게 웃돌았다는 점도 선거 전 조정을 활용할 만한 이유다. 10 월 말 이후 금리 상승 압력이 완화된다면, 이익과 수익성은 건조하지만 규모 때문에 소외됐던 중소형주로 관심을 넓혀갈 수 있다. 반대로 실질금리가 3.3%(10 년물 약 5.6%)를 넘거나 2 년물과 기준금리의 격차가 1.25%p 이상으로 벌어진다면, 연속 인상 가능성을 반영해 금리 고점 판단과 매수 속도를 다시 점검할 필요가 있다.

10 년물 상승분 비중: 정책 경로 vs 기간프리미엄(bp)



자료: FRED(Kim-Wright), 키움증권 리서치 주) 기간프리미엄은 10/02 까지

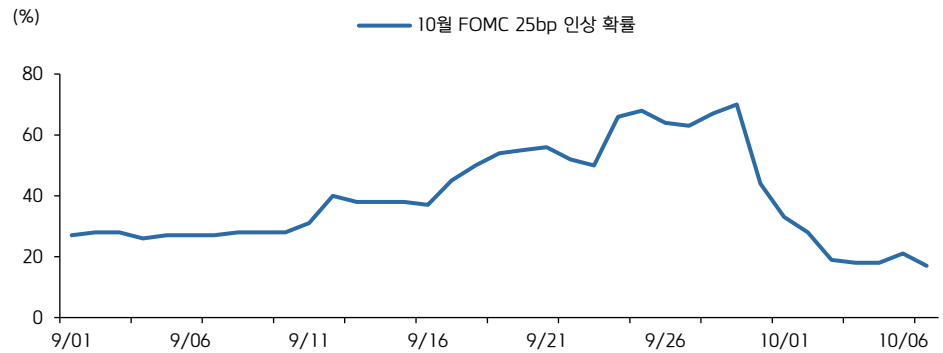
10 년물 입찰: 응찰률과 간접 낙찰 비중



자료: 미 재무부(FiscalData), 키움증권 리서치

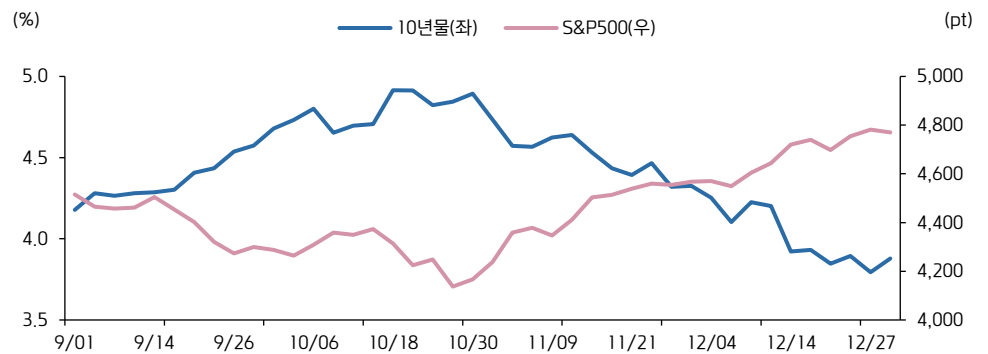
2026년 10월 8일 미국은 지금
고금리에도 신고가인 이유(Feat, 선거 후 전략)

10월 FOMC 25bp 인상 확률(예측시장 Kalshi, 일별)



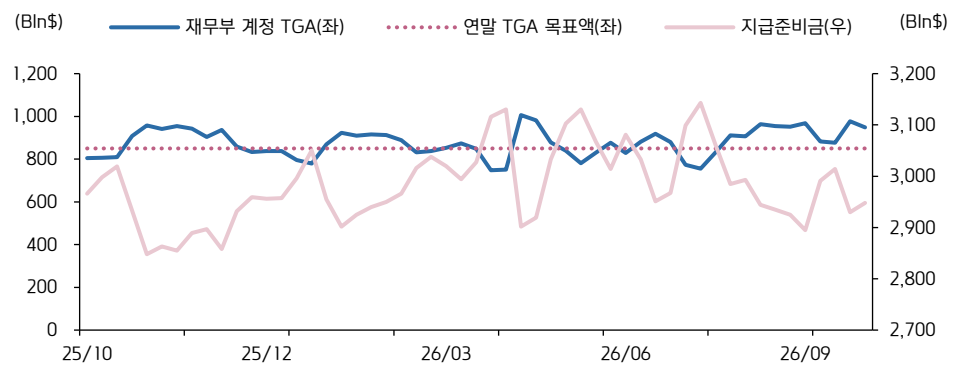
자료: Kalshi, 키움증권 리서치

2023년 QRA(11/1) 전후 10년물과 S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

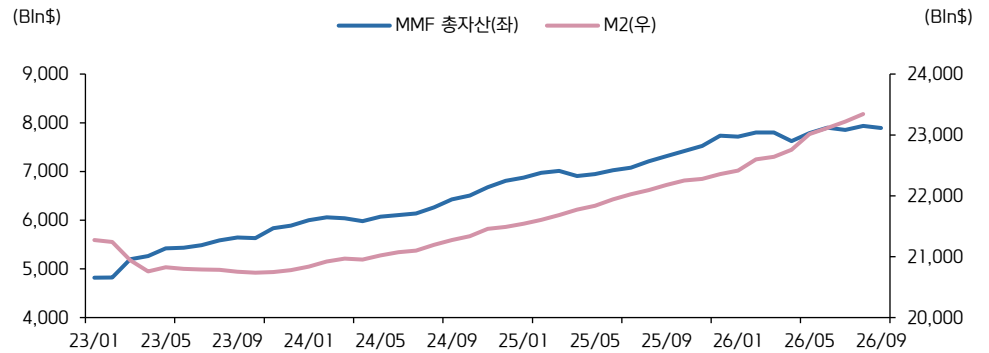
지급준비금·TGA·역레포(주간)



자료: 연준(H.4.1), 뉴욕연준, FRED, 키움증권 리서치

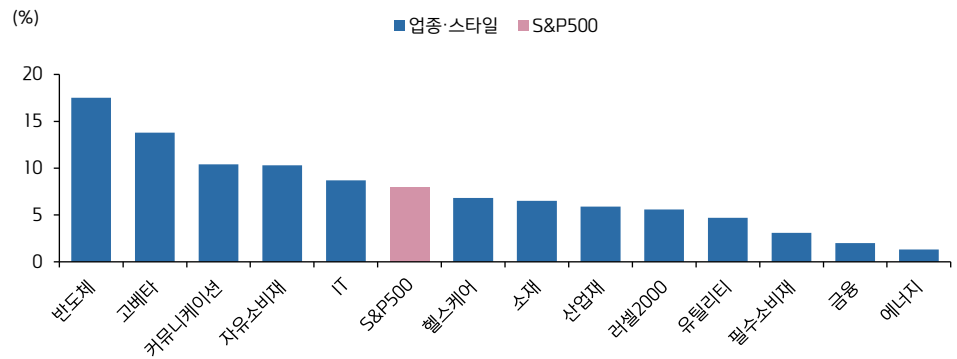
2026년 10월 8일 미국은 지금
고금리에도 신고가인 이유(Feat, 선거 후 전략)

MMF 총자산과 M2(월말)



자료: ICI, Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치 주) MMF 26.9.30(7.89 조)·M2 26.8 월(23.3 조, +5.7% y/y)

중간선거 뒤 6개월 수익률 중앙값(1998~2022년, 7회)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.