



2026. 5. 18 (월)

금리 변동성 부각, 단기 주식시장 판단

- 미국 장기채 금리가 주요 킬라인 상향 돌파하며 금리 우려 재부각
- 미국 멀티플 추가 상향 제약 / 한국 단기 금등에 대한 조정 트리거
- KOSPI 1차 지지선 6,950pt로 봄. 단기에 금리 안정, 중기에 이익 훼손 여부 관련
- 5월 11일 미국 30년 5% 돌파 이후에도 퀄리티, 성장주 팩터 여전히 방향성 유효+low vol 팩터 반등. 대형 주도주가 이끄는 시장 추세 유지된다고 보는 이유

투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

미국채 10년 4.5%는 S&P 500의 earnings yield와 무위험 수익률 간 격차가 거의 없는 구간이며, 주식의 implied ERP 압축 또는 밸류에이션 조정을 요구. 30년 5.0%는 장기 현금흐름의 할인율을 끌어올려 성장주의 terminal value를 직접 압박하는 동시에, 장기 투자자에게 5% 수준의 달러 무위험 수익률을 제공함으로써 주식의 자산배분 매력을 낮춤. 따라서 이 레벨들은 “금리 부담”이 단순한 매크로 노이즈에서 주식의 기대수익률과 위험대비 보상을 재평가하게 만드는 임계 구간

지난주 금요일, 한국 미국 주식시장에서 공히 미국 장기금리 급등에 금리 우려 재부각되며 S&P500과 KOSPI가 전일대비 각각 1.2%, 6.1% 하락. 특히 KOSPI는 장중 고점이 8,047pt였던 점을 고려할 때 체감 낙폭이 컸음

미국채 10년, 30년물 금리가 각각 전일대비 11bp, 9bp나 상승하며 4.59%, 5.11% 기록. 30년물의 경우 4월말부터 이미 시장에서 킬라인이라고 여겼던 5%를 상회, 이 점이 금리 부담 우려를 다시 수면 위로 올렸는데, 5월 15일 10년물까지 킬라인이라고 여기던 4.5%를 넘기면서 주식시장이 본격적으로 반응하기 시작한 것

미국채 10년, 30년 4.5%, 5.0% 레벨은 주식의 상대매력을 소멸시키는 절대 레벨이라기 보다 PER 확장을 제약하는 할인율 저항선. 단기 조정의 명분이 되겠으나, 기업 이익률과 EPS 추정치 향상이 지속되는 한 주식의 절대 기대 수익률이 훼손되었다고 보기는 어려움

미국의 경우 earnings yield 레벨상 2025년 이후 4% 위의 미국채 금리가 부담으로 지속적으로 작용하면서 멀티플의 추가 상향을 제약해 옴. 반면 한국은 밸류에이션 부담이 미국 대비 상대적으로 적은 편. 2025년 9월 이후 실적 중심으로 오르던 한국시장이 5월들어 밸류에이션이 가세, 이에 따른 단기 과열 국면이라는 평가 속에서 차익실현 및 조정의 빌미로 작용

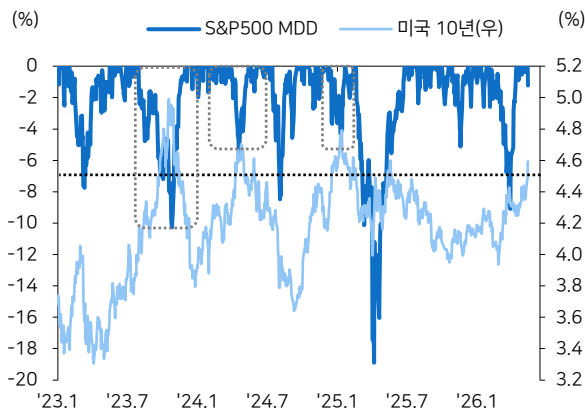
S&P500 5% 이내 조정, KOSPI 1차 지지선 6,950pt 판단

2023년 AI 랠리 이후 S&P500 지수는 미국채 10년 금리가 4.5%를 상향돌파하는 국면마다 주가 조정. 장기채 수급 우려까지 겹치며 5%를 터치했던 2023년 8월 사례에서는 전고점 대비 -10%, 나머지 사례에서는 -5% 내외 조정이 나타남

2025년 1월 4.5%를 터치한 이후 S&P500 지수는 밸류에이션은 오르지 못하며 실적 전망치 중심의 상승 중. 장기 금리 4.5%가 시장의 추세를 꺾는 요인은 아니지만 이익 상향으로만 올라가야 하는 구간에 진입했음을 보여주는 기준선

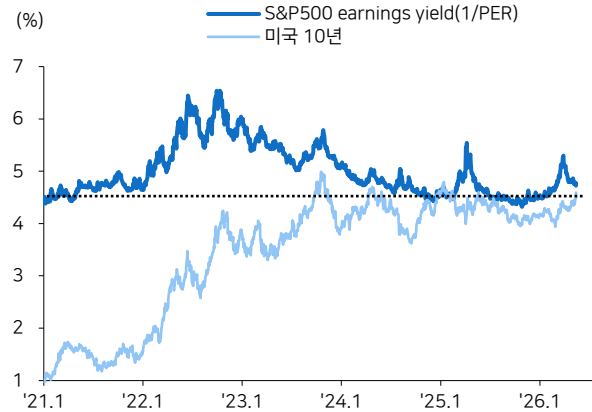
작년 9월 이후 이익 중심이던 KOSPI 상승에 5월부터 밸류에이션이 기여하기 시작. 가파른 주가 상승으로 KOSPI 20일 이평선 대비 이격도는 4월 15일 이후 +2표준편차(+7.4%)를 넘어섰고, 금요일 조정에도 여전히 +2표준편차 위에 있음(5월 15일 종가 기준 +7.8%. 참고로 5월 중 이격도 고점은 5월 11일 +18.7%). 금리가 단기 과열 국면에서 조정 트리거로 작용한 셈

그림1 S&P500 MDD, 미국채 10년 금리



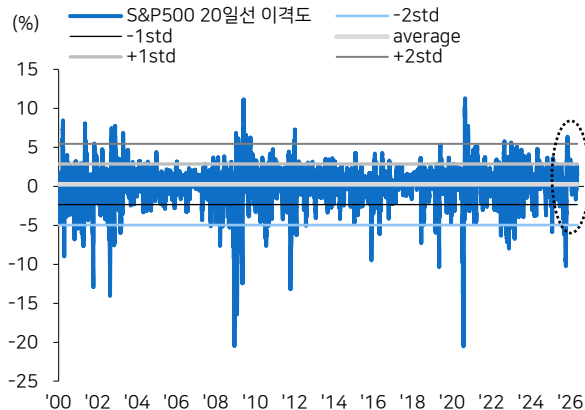
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P500 earnings yield vs 미국채 10년 금리



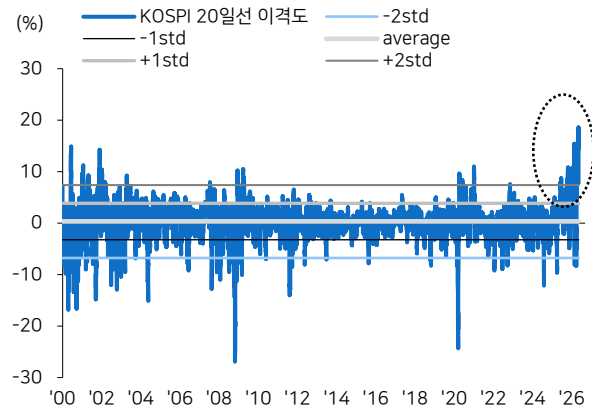
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S&P500 20일 이평선 이격도: +1 std 이내



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSPI 20일 이평선 이격도: 금요일 하락에도 +2std



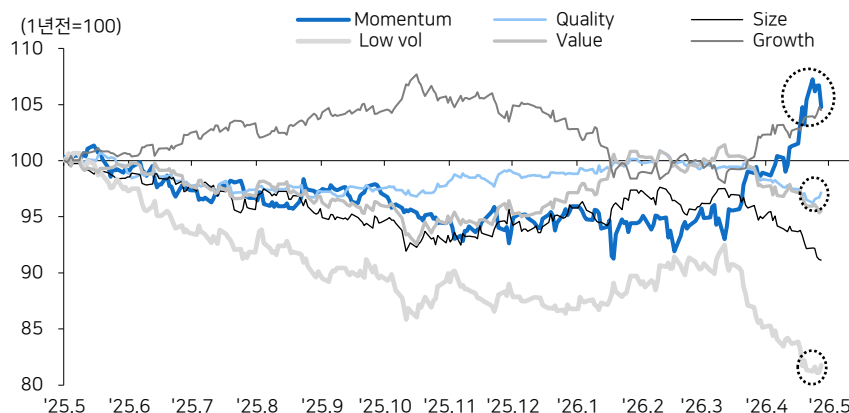
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션이나 펀더멘털 이슈가 거의 없다고 볼 수 있는 삼성전자, 하이닉스 중심으로 KOSPI 지수 조정이 나타난 점이 밸류 부담과 무관한 단기 주가 급등에 대한 조정이었다는 증거. 여전히 한국은 반도체 중심으로 밸류에이션 저평가 구간이라는 인식, 실적 모멘텀을 반영 중이라는 점을 고려할 때 조정 기간이 길지 않을 것으로 생각. 이번 조정을 20일 이평선과 이격을 줄이는 정도로 본다면 KOSPI 1차 저항선은 6,950pt

최근 미국도 실적 상향에 근거한 시장 흐름이 지속되고 있음을 고려하면 S&P500 지수 조정도 5% 내외일 것으로 전망. 금리가 추세 변수가 되려면 실적 부담으로 확인되어야 할 것인데 아직 주도주들의 금리 부담 우려가 눈에 띄지 않음

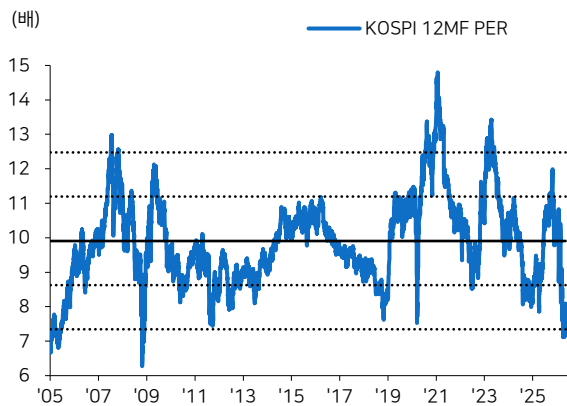
미국 30년 금리가 5%를 상회하기 시작한 5월 11일 이후 S&P500 스타일 중 모멘텀 팩터가 꺾였으나, 퀄리티, 성장, 저변동성 팩터 반등. 밸류 부담이 상대적으로 적은 한국, 15일 기준 KOSPI PER 7.56배. 단기 급등한 시장이 길지 않은 조정을 마치면 미국, 한국 공히 대형 주도주 중심으로 추세를 회복할 것이라고 보는 이유

그림5 주요 스타일 팩터의 S&P500 대비 상대강도 추이



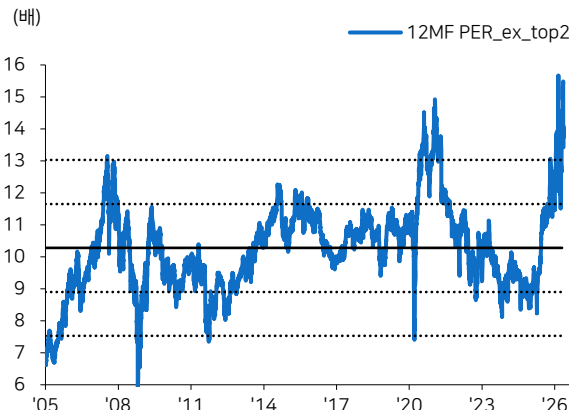
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 15일 기준 KOSPI 12개월 선행 PER 7.56배



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 15일 기준 TOP2 제외 KOSPI 선행 PER 13.43배



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.
