

금리에 할인된 미국, 사이클에 할인된 한국

- 미국 PER 하락의 4분의 3은 금리로 설명되는 시장 전반의 할인
- 코스피 할인율 상승의 4분의 3은 사이클 이익의 지속성에 대한 의구심
- 미국은 업종 비중 변화의 영향이 작고, 한국은 비중이 커진 사이클 업종의 할인이 큼

같은 PER 하락, 다른 원인

금리 상승이 시장 할인율 상승의 요인으로 꾸준히 지목되고 있다. 2026년 10월 9일 12개월 선행 PER은 코스피 5.5배(이익수익률(E/P) 18.2%), S&P500 19.3배(5.2%), 코스닥150 24.9배(4.0%)다. 2025년 말 대비 코스피는 10.8배(9.3%)에서, S&P500은 22.2배(4.5%)에서 낮아졌다. 같은 기간 국고채 10년 금리는 1.01%p, 미국채 10년 금리는 1.06%p 올랐다. 다만 지수의 할인은 업종 구성에도 영향을 받는다. 국내에서는 반도체 비중이 크게 높아졌다. 미국은 상반기 반도체에 집중됐던 강세가 하반기 에이전트 등 새로운 병목과 수혜처를 찾으며 소프트웨어 업종으로 옮겨갔다. 그 사이 금리 상승으로 시장 전반의 밸류에이션은 낮아졌다. 이익수익률(E/P)은 PER의 역수로, 주식시장이 이익에 적용하는 할인율로 읽을 수 있다. 주식시장 이익에 대한 할인율 상승을 업종 비중 변화, 금리 할인, 사이클 의구심 할인으로 나눠 두 시장을 비교했다.

작은 미국의 업종 비중 효과, 사이클 업종에 집중된 한국의 할인

PER이 낮은 업종이 강세를 보여 비중이 커지면, 업종마다의 평가가 그대로여도 지수 PER은 낮아 보인다. 2025년 말 이후 S&P500에서 이 업종 비중 변화 효과는 0.0%p로, 소프트웨어에서 AI 수혜 업종으로의 이동은 지수 이익수익률(E/P)을 거의 바꾸지 않았다. S&P500 PER의 하락은 업종 비중 변화보다 실질금리 상승에 따른 증시 전반의 밸류에이션 압박으로 볼 수 있다. 국내는 사이클로 인식되는 업종의 비중이 53%에서 68%로 커졌는데, 비중 변화 자체의 효과(1.2%p)보다 비중이 커진 이 업종들이 크게 할인된 효과가 훨씬 크다.

미국은 금리, 한국은 사이클

업종과 가치·성장·사이클 비중을 고정한 뒤 이익수익률(E/P) 상승을 금리로 설명되는 몫과 그 밖으로 나눴다. 사이클 주식은 이익 변동성이 크고 사업이 제품 가격·업황 사이클에 좌우되는 종목이다. S&P500은 이익수익률(E/P) 상승 0.67%p 가운데 금리 할인이 0.51%p로 4분의 3이다. 코스피는 8.95%p 가운데 금리 할인이 1.44%p이고, 사이클 그룹이 금리로 설명되는 수준보다 더 할인된 몫이 6.81%p로 4분의 3이다. 금리에 대한 우려 자체보다 이익 지속성에 대한 의구심이 더 큰 할인 요인으로 작용하고 있다.

이익 지속성 확인 시 금리와 별개의 회복 가능성

최근 실질 금리 상승으로 미국 증시는 높은 이익 기대치 대비 업종 전반에서 할인되고 있다. 국내 증시도 금리 할인을 받고 있지만, 그보다 사이클 이익에 대한 우려가 더 크게 반영돼 있다. 사이클 업종 PER(4.5배)은 비사이클 업종(10.3배)의 0.44배로, 평소 상대 수준(0.99배)에 비춰 보면 시장은 사이클 이익의 절반 이상을 일시적인 것으로 보고 있는 셈이다. 이익 지속성이 확인되는 과정을 밟는다면 금리 수준과 별개로 회복 흐름이 나타날 가능성이 있다.

I. 세 갈래로 나눈 PER 하락

업종 비중 변화, 금리 할인, 사이클 의구심 할인

지수 이익수익률 상승
= 업종 비중 변화
+ 금리 + 사이클

지수 PER가 낮아졌다고 시장이 같은 주식을 더 싸게 평가하게 된 것은 아니다. 12개월 선행 이익수익률(E/P, 선행 이익÷시가총액) 상승, 즉 주식시장 이익에 대한 할인을 상승을 세 가지로 나눈다. 이익수익률(E/P)이 높아졌다는 것은 주식시장이 같은 이익을 더 높은 할인율로 평가한다는 뜻이다. 첫째, 업종 비중 변화 효과다. 업종·그룹별 평가를 고정하고 비중만 바꿨을 때 생기는 변화로, PER이 낮은 업종이 강세를 보여 지수 내 비중이 커지면 어느 업종도 더 싸지지 않았는데 지수 PER은 낮아 보인다. 둘째, 금리 할인이다. 업종·그룹 비중을 고정한 뒤 남은 평가 변화 가운데 2022년 이후의 금리 민감도로 설명되는 몫이다. 셋째, 사이클 의구심 할인이다. 사이클 그룹의 평가가 금리로 설명되는 수준보다 더 낮아진 몫으로, 시장이 현재의 높은 이익이 오래가지 않을 것으로 보고 배수를 낮춘 부분에 해당한다.

사이클 주식
= 정량 + 정성

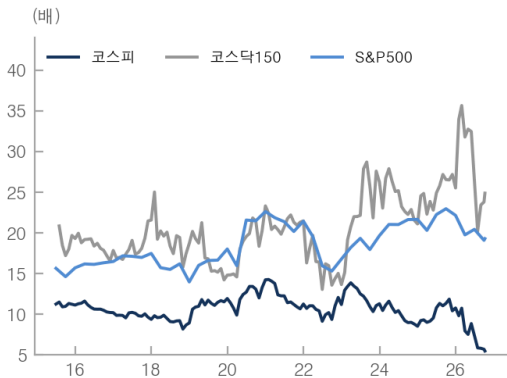
사이클 주식은 두 단계로 골랐다. 먼저 2015~2020년 선행이익 변동성이 큰 상위 3분의 1 종목을 후보로 뽑았다. 이 기준만으로는 빠르게 성장한 기업(NVIDIA, Amazon, 카카오)이나 금융주(JPMorgan)도 후보에 들어간다. 그래서 후보 315개 종목을 사업 모델을 제품·가격·가동률·수주 사이클이 이익을 좌우하는지로 다시 판정해, 두 조건을 모두 충족한 종목만 사이클로 분류했다. 메모리 반도체, 반도체 장비, 화학·정유, 철강, 에너지, 조선·해운, 기계 등이다. 나머지는 장부가 기준으로 가치·성장으로 나뉘었다. 2026년 10월 사이클 그룹은 코스피 시총의 68%(삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전기, HD현대중공업 등), S&P500의 11%(Micron, ExxonMobil, Applied Materials, Lam Research, GE Vernova 등)다.

사이클 주식 비중: 코스피 30% → 68%, 미국 10% → 11%

한국 지수는
사이클 지수

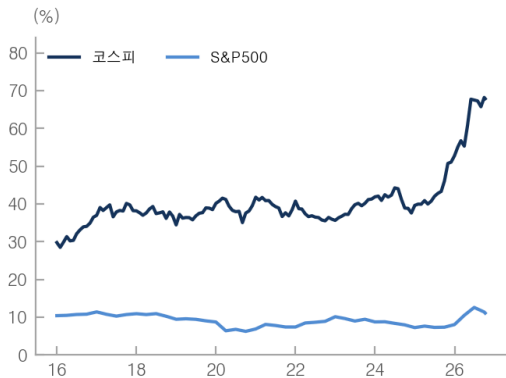
두 시장의 차이는 출발점부터 다르다. 코스피에서 사이클 주식의 비중은 2015년 말 30%에서 2025년 말 53%, 2026년 10월 68%로 커졌다. S&P500은 10% 안팎에서 거의 변하지 않았다. 코스피 지수의 평가는 곧 사이클 주식의 평가이고, 미국 지수의 평가는 성장주(58%)와 가치주(27%)의 평가다. 같은 금리 상승이라도 두 지수에서 할인이 다르게 나타나는 이유다.

그림 1. 세 시장의 12개월 선행 PER



주: 한국 월말, 미국 분기말, 마지막 점은 2026년 10월 9일(한국은 10월 8일 종가).
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 지수 내 사이클 주식 비중



주: 사이클=2015~2020년 선행이익 변동성 상위 3분위 중 사업 모델 판정 통과 종목. 시총 비중.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

II. 코스피는 사이클 할인, 미국은 금리 할인

2025년 말 이후 이익수익률(E/P) 상승 요인 분해

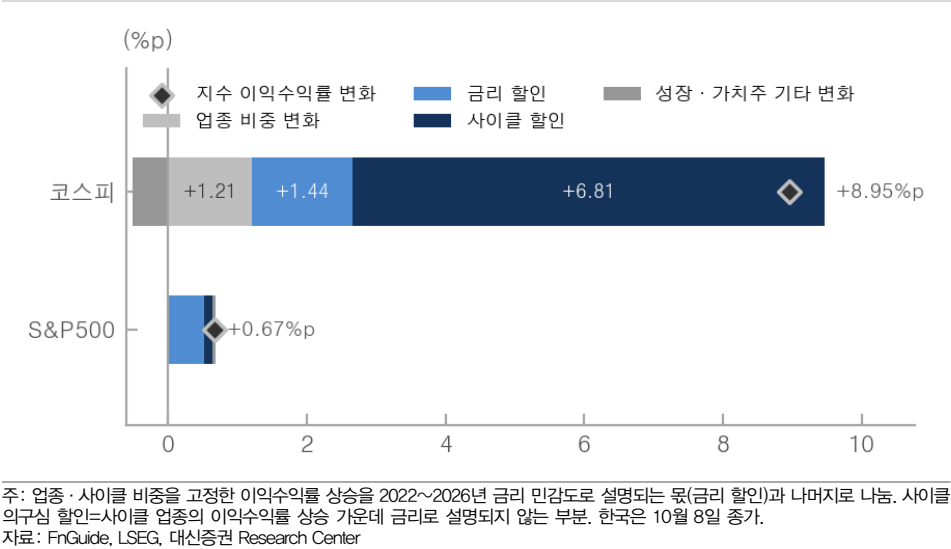
코스피 8.95%p 중
사이클 6.81%p

S&P500 0.67%p 중
금리 0.51%p

2025년 말~2026년 10월 9일 코스피 선행 이익수익률(E/P)은 8.95%p 높아졌다. 업종 비중 변화 효과가 1.21%p, 금리 할인이 1.44%p, 사이클 의구심 할인이 6.81%p, 성장·가치주에서 금리로 설명되지 않는 변화가 -0.52%p다. 이익수익률(E/P) 상승의 4분의 3이 사이클 그룹에서 금리로 설명되지 않는 부분이다. 업종 비중 변화와 금리 할인만 반영했다면 코스피 이익수익률(E/P)은 11.9%, 선행 PER은 8.4배 수준이었다. 실제 PER 5.5배와의 차이가 사이클 이익에 대한 의구심의 크기다.

같은 기간 S&P500 선행 이익수익률(E/P)은 0.67%p 높아졌다(PER 22.2배→19.3배). 업종 비중 변화 효과는 -0.02%p로 사실상 없고, 금리 할인이 0.51%p로 4분의 3을 차지한다. 사이클 의구심 할인은 0.12%p로 작다. 사이클 주식의 비중이 11%에 불과하기 때문이기도 하다. 미국은 업종과 상관없이 시장 전체가 금리만큼 할인된 모습이다.

그림 3. 선행 이익수익률 상승 요인 분해: 업종 비중·금리·사이클(2025.12→2026.10.9)

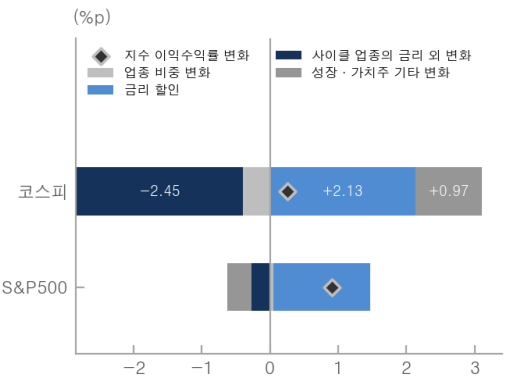


2022년은 반대: 이익 바닥에서 할인받지 않은 사이클

2022년 코스피 사이클
금리 외 변화 -2.45%p

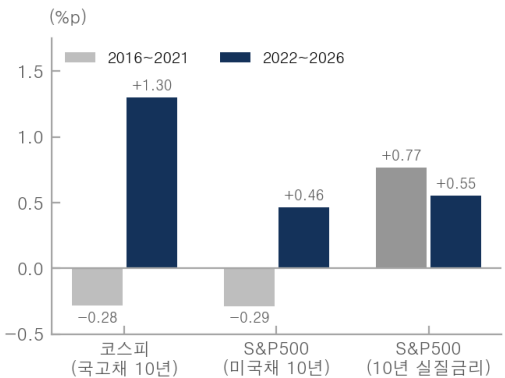
2021년 말~2023년 9월에는 모습이 달랐다. S&P500은 이익수익률(E/P)이 0.91%p 높아졌고 금리 할인이 1.42%p였다. 이익 전망이 7% 늘었는데 시총이 14% 줄어든, 가격 하락을 통한 전형적인 할인을 압박이다. 코스피는 금리 할인이 2.13%p였지만 사이클 그룹은 금리로 설명되는 수준보다 오히려 2.45%p 덜 할인됐다. 사이클 그룹의 이익 전망이 42% 줄어드는 동안 시총은 9%만 줄어 PER이 높아졌기 때문이다. 시장은 이익 바닥에서는 사이클 주식을 할인하지 않았고, 이익이 급증한 지금 크게 할인하고 있다. 이익이 낮을 때 높은 PER을, 이익이 높을 때 낮은 PER을 주는 사이클 주식의 평가 방식이 그대로 나타났다.

그림 4. 이익수익률 요인 분해(2021.12~2023.9)



주: 같은 방식. 사이클 업종은 이익이 줄었는데도 PER이 높아져 금리로 설명되지 않는 뒤편이 음수.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 5. 금리 1%p 상승 시 비중 고정 이익수익률 변화



주: 실질금리=명목금리-기대인플레이션(10년 물가연동국채). 코스피 월간, S&P500 분기. 연한 막대는 통계적으로 유의하지 않음.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

금리 할인 자체는 2022년 이후 두 시장 모두 존재

금리 1%p당 비중 고정 이익수익률
코스피 1.30, 미국 0.46%p

금리 할인의 크기는 업종·그룹 비중을 고정한 이익수익률(E/P)이 10년 금리에 얼마나 반응했는지로 잴다. 2022~2026년 10년 금리 1%p 상승에 비중 고정 이익수익률(E/P)은 코스피 1.30%p, S&P500 0.46%p 높아졌다. 2016~2021년에는 두 시장 모두 관계가 없었다. 한국은 금리 민감도가 미국보다 높음에도 금리 할인이 일부에 그쳤다. 사이클 그룹의 할인이 금리와 무관하게 훨씬 컸기 때문이다.

Ⅲ. 미국: 실질금리에 따른 시장 전반의 할인

실질금리를 따라 움직인 비중 고정 이익수익률(E/P)

업종 비중 효과 0,
비중 고정 이익수익률 =
금리

S&P500의 지수 이익수익률(E/P)과 비중을 고정한 이익수익률(E/P)은 2022년 이후 미국채 금리, 특히 실질금리와 함께 움직였다. 2025년 말 이후 명목금리 상승(1.06%p)의 대부분은 실질금리 상승(1.93%→2.91%)이었고, 비중 고정 이익수익률(E/P)은 0.85%p 높아져 금리로 설명되는 수준과 비슷하다. 상반기 소프트웨어 약세와 AI 설비투자 수혜 업종 강세라는 큰 업종 이동이 있었지만 두 그룹의 PER 차이(27.7배 대 24.5~24.7배)가 크지 않아 지수 이익수익률(E/P)에는 거의 영향이 없었다.

12개 업종 중 10개에서 과거 대비 낮아진 PER

커뮤니케이션 96 → 56
반도체 82 → 44백분위

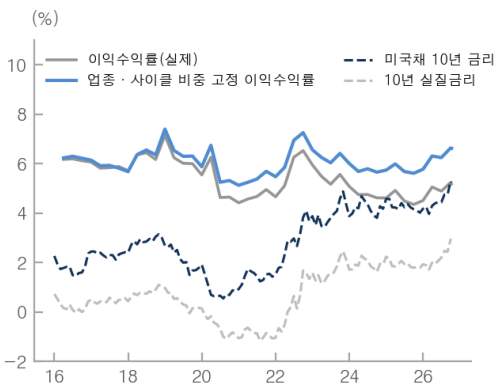
업종별 PER이 2015년 이후 자기 범위의 어디에 있는지 보면, 2025년 말 대비 12개 업종 가운데 10개의 백분위가 낮아졌다. 커뮤니케이션은 96%에서 56%로, 반도체는 82%에서 44%로, 금융은 78%에서 47%로, 경기소비재는 80%에서 56%로, 유틸리티는 56%에서 20%로 내려왔다. 특정 업종이 아니라 시장 전반이 할인됐다. 그룹별로도 성장주는 이익 전망이 33% 늘 때 시총이 9% 늘었고 가치주는 이익 10%, 시총 12%로 함께 늘어, 이익 기대에 비해 가격이 덜 오른 쪽은 금리에 민감한 성장주였다.

업종 전반에서 올라간 이익 추정치

2026E +34%, 2027E
+16%
추정치 18% 상향

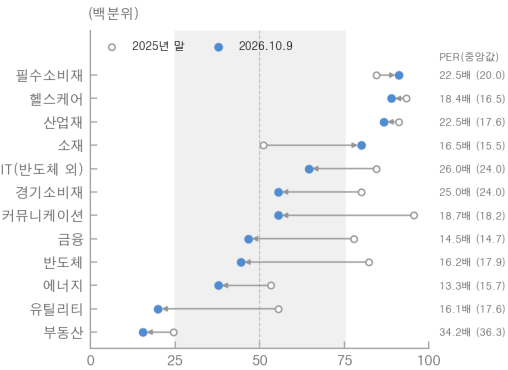
S&P500의 2026년 이익은 2025년 대비 34%, 2027년은 2026년 대비 16% 늘어날 것으로 추정된다(달력연도 기준). 2025년 말과 비교하면 2026년과 2027년 추정치가 모두 18% 높아졌다. 반도체(2026E +42%, 2027E +84%), 에너지(+85%, +40%), 커뮤니케이션(+40%, +6%)의 상향 폭이 컸고, IT(반도체 외)와 소재도 두 자릿수로 높아졌다. 이익 전망이 업종 전반에서 올라갔는데도 PER이 함께 낮아졌다는 점에서, 미국의 할인은 이익에 대한 의심보다 금리에 따른 할인을 상승에 가깝다.

그림 6. S&P500 선행 이익수익률과 미국 10년 금리



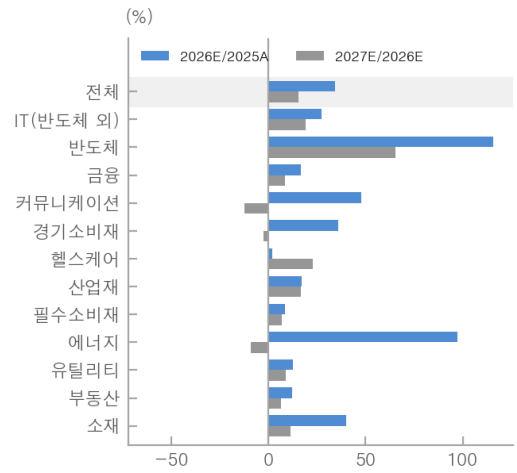
주: 선행 이익수익률=12개월 선행 이익/시총(PER의 역수). 비중 고정 이익수익률=2015년 말 수준에서 업종·사이클 비중 변화를 뺀 변화만 누적. 분기말.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 7. S&P500 업종 PER의 역사적 위치



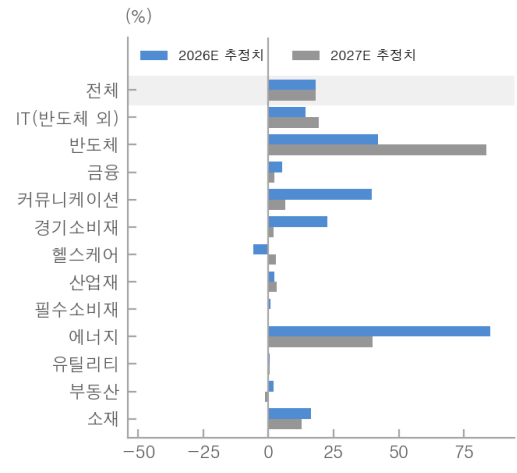
주: 2015.12~2026.10.9 업종 선행 PER 분포 내 백분위. 음영=25~75백분위. 오른쪽은 현재 PER(과거 중앙값).
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 8. S&P500 업종별 이익 증가율



주: 달러연도 기준 I/B/E/S 추정치, 2026.10.9 구성종목. 이익=주식 수×EPS.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 9. S&P500 업종별 추정치 변화(2025년 말 대비)



주: 같은 종목의 2025.12.31 대비 2026.10.9 추정치 변화.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

Ⅳ. 한국: 사이클 이익의 지속성에 대한 할인

금리보다 훨씬 가파른 비중 고정 이익수익률(E/P) 상승

금리 +1.01%p,
비중 고정 이익수익률
+7.82%p

코스피의 비중 고정 비중 고정 이익수익률(E/P)은 2025년 말 이후 7.82%p 높아졌다. 같은 기간 국고채 10년 금리 상승은 1.01%p이고, 2022년 이후의 민감도로 환산한 금리 할인은 1.44%p다. 비중 고정 이익수익률(E/P)과 금리의 격차는 2026년 들어 크게 벌어졌다. 금리가 아닌 다른 이유로 같은 주식에 더 낮은 배수를 받기 시작한 것이다.

할인은 반도체에 집중, 금융·산업재·IT는 과거 상단

반도체 PER 4.0배,
과거 하위 1%

업종 PER의 과거 대비 위치는 미국과 정반대다. 코스피 반도체 PER은 4.0배로 2015년 이후 중앙값(10.2배)의 절반에도 못 미치고 백분위 1%로 표본 최저다. 건강관리, 에너지, 필수소비재도 하단이다. 반면 IT(반도체 외, 95%), 소재(80%), 산업재(72%), 금융(70%)은 과거 상단이다. 미국처럼 시장 전반이 할인된 것이 아니라, 이익이 크게 늘어난 사이클 업종만 깊게 할인됐다.

이익 4.8배 증가에 시총은 2.1배

사이클 상대 PER
0.44배, 평균 0.99배

사이클 그룹의 선행 이익은 2025년 말 이후 376% 늘어 4.8배가 됐지만 시총은 106% 늘어 2.1배에 그쳤다. 그 결과 사이클 그룹 PER은 10.3배에서 4.5배로 낮아졌고, 가치·성장 그룹 대비 상대 PER은 0.92배에서 0.44배로 내려왔다. 2015년 이후 평균은 0.99배이고 최저는 2026년 4월의 0.41배다. 성장 그룹은 이익 30%, 시총 -9%, 가치 그룹은 이익 18%, 시총 31%였다. 평소 상대 수준을 기준으로 보면 시장은 현재 사이클 이익의 44%만 지속될 것으로, 즉 절반 이상을 일시적인 것으로 가격에 반영하고 있는 셈이다. 시장이 금리 때문이 아니라 사이클 이익의 지속성을 의심해 배수를 낮추고 있다는 해석이 이 조합과 부합한다.

반도체 가격 상승 속 소폭 낮아진 이익 눈높이

반도체 2026E
고점 대비 -2.1%

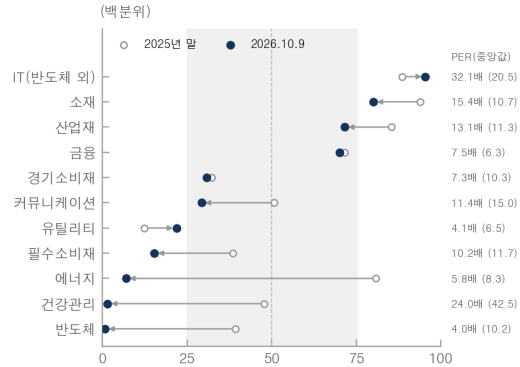
코스피 반도체의 2026년 순이익 컨센서스는 2025년 말 139조원에서 9월 초 621조원까지 높아진 뒤 10월 9일 608조원으로 2.1% 낮아졌다. 2027년 전망도 9월 말 841조원에서 836조원으로 0.7% 낮아졌다. 반도체 외 업종은 2026년 158조원에서 180조원으로, 2027년 183조원에서 206조원으로 높아진 뒤 9월 이후 정체됐다. 같은 기간 원/달러 환율은 6월 말 1,542원에서 10월 8일 1,339원으로 13% 낮아졌다(원화 강세). 반도체 가격 상승은 이어지고 있지만 원화 강세를 반영하며 이익 눈높이가 소폭 하향된 것으로 추정된다. 그럼에도 컨센서스는 2027년 반도체 이익이 2026년보다 37% 많다고 보는 반면, 주가는 그 이익의 절반 이상을 일시적인 것으로 반영하고 있다.

그림 10. 코스피 선행 이익수익률과 국고채 10년 금리



주: 선행 이익수익률=12개월 선행 이익/시총(PER의 역수). 비중 고정 이익수익률=2015년 말 수준에서 업종·사이클 비중 변화를 뺀 변화만 누적. 월말.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 11. 코스피 업종 PER의 역사적 위치



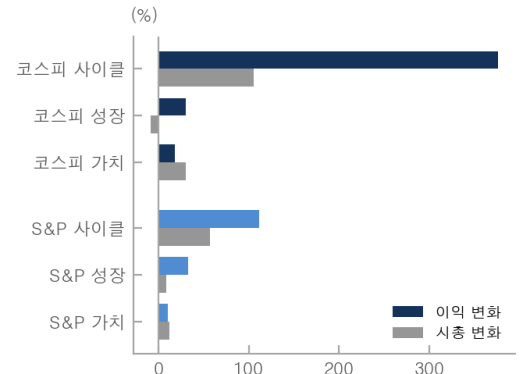
주: 2015.12~2026.10.9 업종 선행 PER 분포 내 백분위. 음영=25~75백분위. 오른쪽은 현재 PER(과거 중앙값).
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. 코스피 가치·성장·사이클 선행 PER



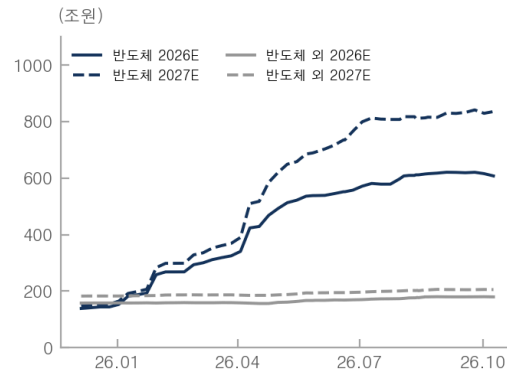
주: 사이클=정량 후보 중 사업 모델 판정 통과 종목, 2026년 6월 제외.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 2025년 말 이후 그룹별 이익·시총 변화



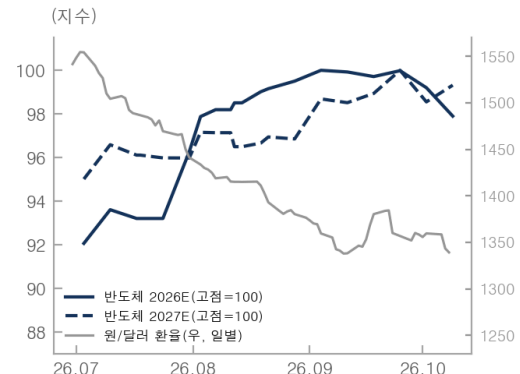
주: 2025.12~2026.10.9, 공통 종목 기준 누적 변화율.
자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 14. 코스피 순이익 컨센서스 추이



주: 지배주주 순이익, 주간 컨센서스. 각 연도 추정치가 매주 있는 코스피 구성종목 기준.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 15. 반도체 이익 전망과 원/달러 환율(2026.7~)



주: 반도체 2026E·2027E는 7월 이후 고점=100. 원/달러는 일별 증가(아래로 갈수록 원화 강세).
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

부록. 이익수익률(E/P) 변화의 분해 방식

이익수익률과 지수 집계

이익수익률
= 선행 이익 ÷ 시총

종목의 12개월 선행 이익을 시가총액으로 나눈 값이 이익수익률(E/P)이며 선행 PER의 역수다. 지수 이익수익률은 선행 이익 합계를 시가총액 합계로 나눈 값으로, 업종이나 그룹별 이익수익률을 시가총액 비중으로 가중한 합과 같다. 적자 기업의 이익은 그대로 포함하고, 선행 이익 전망이 없는 종목은 제외했다. 한국은 코스피 보통주(월말), 미국은 S&P500 편입 종목(분기말)이며 각 시점의 실제 구성종목을 사용했다. 2026년 10월 9일 시점의 한국은 한글날 휴장으로 10월 8일 종가와, 9월 말 선행 이익에 이후 컨센서스 수정률을 반영한 값을 썼다.

업종 비중 변화와 비중 고정 이익수익률(E/P)

매 시점 직전 비중 고정,
공통 종목만 비교

지수 이익수익률 변화를 두 부분으로 나눈다. 매 시점 직전의 업종×가치·성장·사이클 비중을 고정하고, 두 시점에 모두 있는 종목만으로 각 그룹의 이익수익률 변화를 계산해 직전 비중으로 합한 값이 비중 고정 이익수익률(E/P) 변화다. 같은 업종·같은 성격의 주식에 대한 평가 변화만 남은 값이다. 실제 지수 이익수익률 변화에서 이 값을 뺀 나머지가 업종 비중 변화 효과로, 상대 주가와 이익 변화에 따른 비중 이동과 지수 편출입의 영향을 합한 것이다. 이를 매월(미국은 분기) 이어 붙였다.

금리 할인과 사이클 의구심 할인

금리 민감도는
2022~2026년 추정

비중 고정 이익수익률 변화를 가치·성장·사이클 그룹별로 나누고, 각 그룹의 이익수익률 변화를 10년 금리 변화에 회귀해 금리 1%p당 반응(금리 민감도)을 추정했다. 추정 기간은 2022년 1월~2026년 9월이며, 한국은 국고채 10년, 미국은 미국채 10년 금리를 사용했다. 그룹별 금리 민감도에 해당 기간의 금리 변화와 그룹 비중을 곱해 합한 값이 금리 할인이다. 사이클 그룹의 이익수익률 변화 가운데 금리 할인을 뺀 나머지가 사이클 의구심 할인이며, 성장·가치 그룹의 나머지는 기타 변화로 따로 표시했다. 네 부분의 합은 지수 이익수익률 변화와 같다.

사이클 주식의 분류

이익 변동성 +
사업 모델 판정

사이클 주식은 두 조건을 모두 충족하는 종목으로 정의했다. 첫째, 2015~2020년 12개월 선행 이익의 연간 변화 변동성이 시가총액 상위 200종목 기준 상위 3분의 1에 속한다. 둘째, 제품 가격·가동률·수주 사이클이 이익을 좌우하는 사업 모델이다. 이익 변동성이 크더라도 제품·플랫폼 성장이나 금리·신용 사이클로 이익이 움직이는 종목(NVIDIA, Amazon, JPMorgan, 삼성바이오로직스 등)은 사이클 주식에서 제외했다. 나머지 종목은 시가총액 상위 200종목의 PBR 중앙값을 기준으로 가치주와 성장주로 나눴다.

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 권순호)

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.