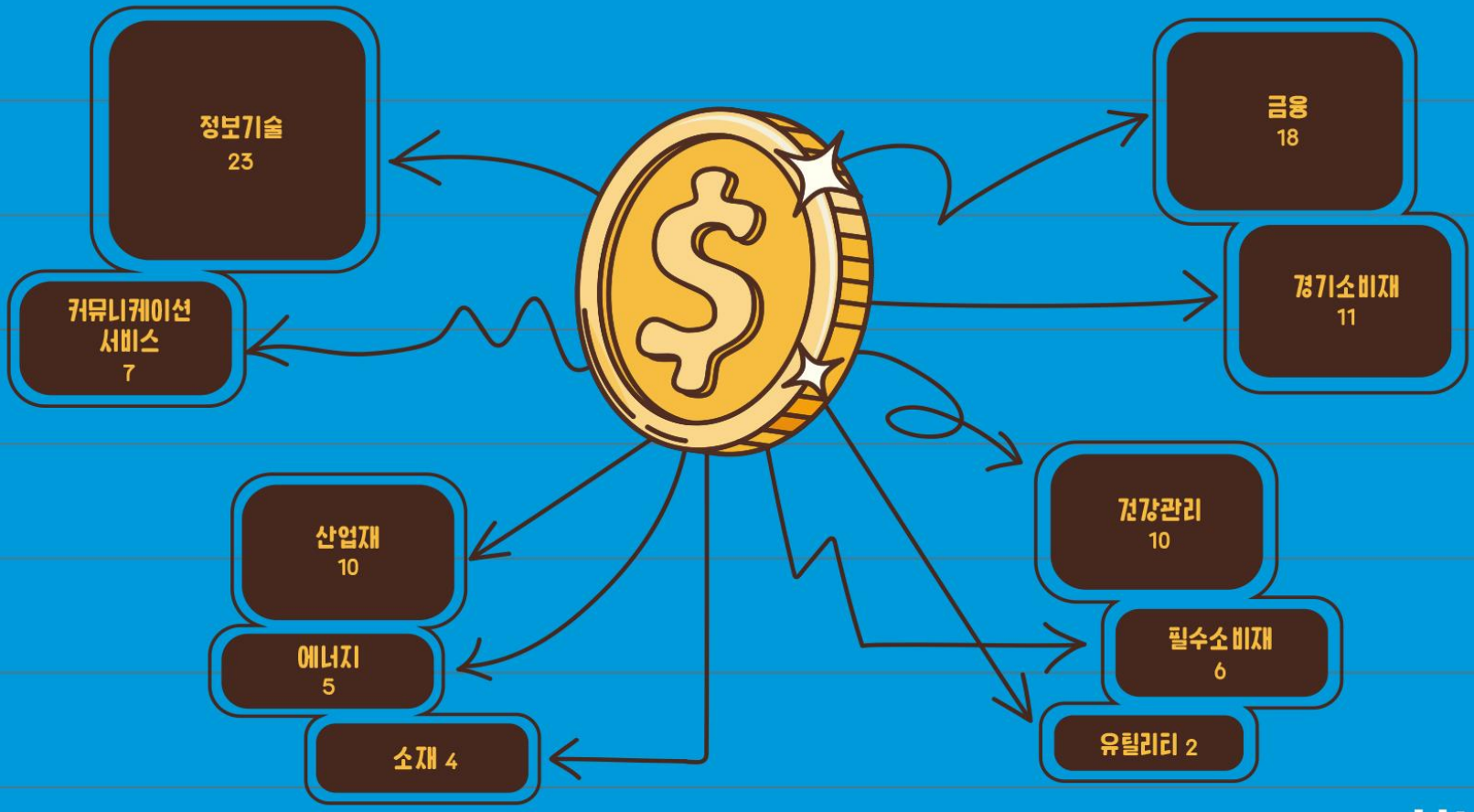
2025하반기 주식시장 전망과 전략

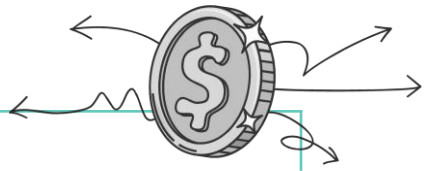
# 돈은 어디로 흘러 들어갈까요





2025. 5. 12
Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com RA 박성제 parksungjae@hanafn.com


하나증권

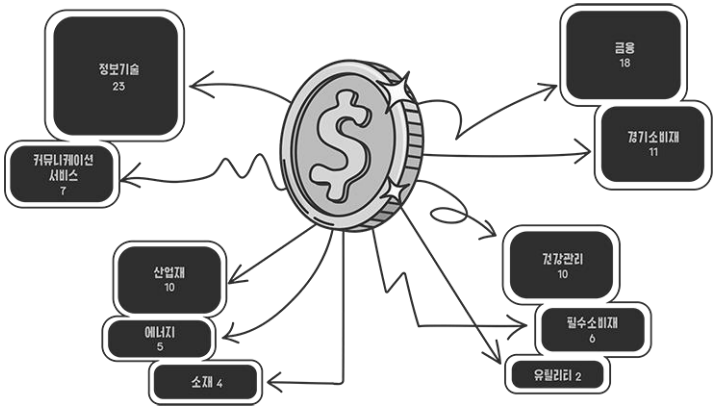


## Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 2025년 하반기 주식시장 전망과 전략

## 돈은 어디로 흘러 들어갈까요




**하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실**

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

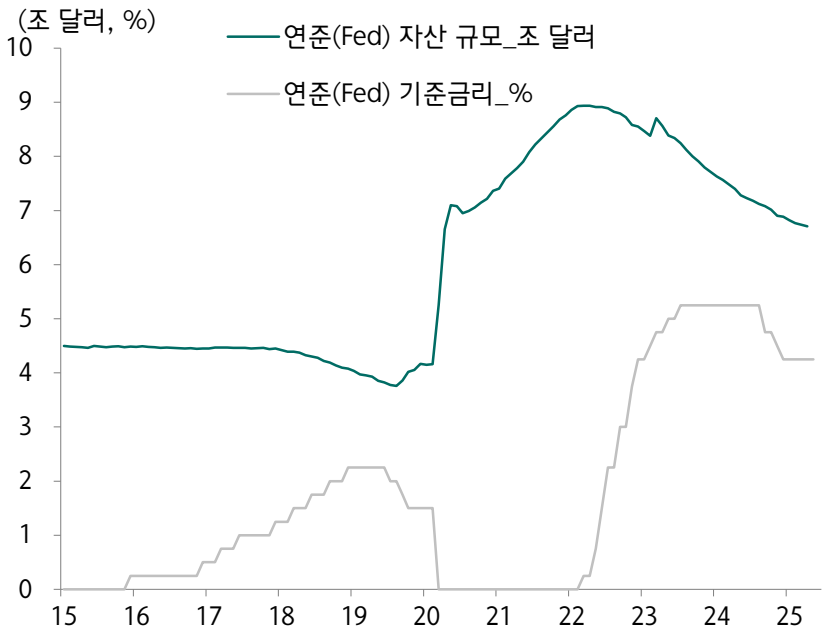
# [요약] 돈은 어디로 흘러 들어갈까요

- 하반기는 달러 약세와 미국 시중금리 하락이 가장 중요한 변수다. 하반기 중 달러인덱스와 미국 10년물 국채금리가 동반 하락한다는 가정하에 S&P500 지수와 코스피 기대수익률을 추정해 보면, 각 11%다.
- 미국은 1985년 레이건 대통령 집권기에 플라자합의(달러 약세/일본 엔화, 독일 마르크화 등은 강세)를 통해 무역수지 적자(당시 GDP 대비 3%에서 1%까지 축소)를 축소했던 경험이 있다. 현재 미국도 무역수지 적자(GDP 대비 3%) 축소를 위해 리쇼어링 정책뿐만 아니라 달러 약세를 유도할 수 있는 정책과 조치(예: 초장기 국채 발행 등)가 주를 이룰 가능성이 높다.
- 미국 관세 부과로 인해 인플레이션에 대한 우려가 있지만, 국제 유가와 미국 주택시장 부진을 감안 시 단기에 인플레이션 우려가 급속히 부각될 가능성은 낮아 보인다. 대신 연준(Fed)의 지급준비금 감소, 7~8월 중 나타날 가능성이 있는 경기동행지수의 부진, 미국 적정금리 하락 등을 감안 시 하반기에는 QT(양적긴축정책)의 종료와 기준금리 인하(2회)가 가능할 것으로 판단된다.
- 달러 약세와 미국 시중금리 하락에 초점을 맞춰 미국 증시의 포트폴리오를 구성할 필요가 있다. 시중금리 하락으로 인해 단기적으로는 추가적인 PER 반등이 진행될 수 있지만, 이는 지속 가능성이 높지 않다. 오히려 위기 이후 미국 증시 주도주는 매출 성장을 주도하는 업종이나 기업이 된다.
- S&P500지수 내에서는 ① 매출 증가율이 높고, ② 매출액 대비 CAPEX 비율 상승(업종 내 매출 점유율 유지), ③ ROIC(투하자본 대비 수익률) 개선, ④ PSR 하락 기대 기업들에 대한 비중 확대가 필요하다. 소프트웨어와 자본재 기업들이 주를 이루고 있다.
- 국내 증시도 달러 약세와 미국 시중금리 하락에 맞는 포트폴리오가 필요하다. 다만 코스피는 미국 10년물 국채금리 보다는 달러인덱스 변화에 보다 민감하다. 최근 9개월 동안(24년 8월~25년 4월까지) 코스피 내에서 외국인 투자자는 38조 원을 순매도 했고, 이는 글로벌 금융위기(41조 원)에 버금가는 수준이다. 달러 약세 지속성과 안정화 가능성을 감안 시 외국인 순매수 전환을 고려할 필요가 있다
- 달러인덱스가 하락 전환하는 ① 첫번째 분기에서는 코스피 내 철강, 자동차, 건설, 화학, 반도체와 같은 전통 수출 대형주 중심으로 외국인 순매수가 강했다. 다만 ② 달러인덱스 하락이 두 개 분기 지속되면, IT가전(2차전지 포함), 지주/상사, 소프트웨어, 운송, 증권 그리고 ③ 세 개 분기 지속될 경우 건강관리, 미디어, IT하드웨어, 화장품 업종에 대한 외국인 순매수 강도가 강해진다는 특징이 있다.
- 한편 코스피 내 업종별로 외국인 매수 확률이 높아지는 펀더멘탈 지표는 다르다. 코스피 전반적으로 보면, 성장 보다는 성숙 산업이 많기 때문에 매출과 이익보다는 영업이익률, ROE, 현금흐름의 개선 여부가 외국인 매수 확률을 결정하는 중요한 지표다.
- 국내 증시의 플러스 알파 전략 중 하나는 국내 기업 중 보유한 현금을 기반으로 자사주 매입과 소각이 가능하고, 이를 바탕으로 ROE 개선과 할인률 하락을 통한 PBR 상승을 기대할 수 있는 기업들로 포트폴리오를 구성해보는 것이다.

# 미국 외 국가들은 유동성 증가

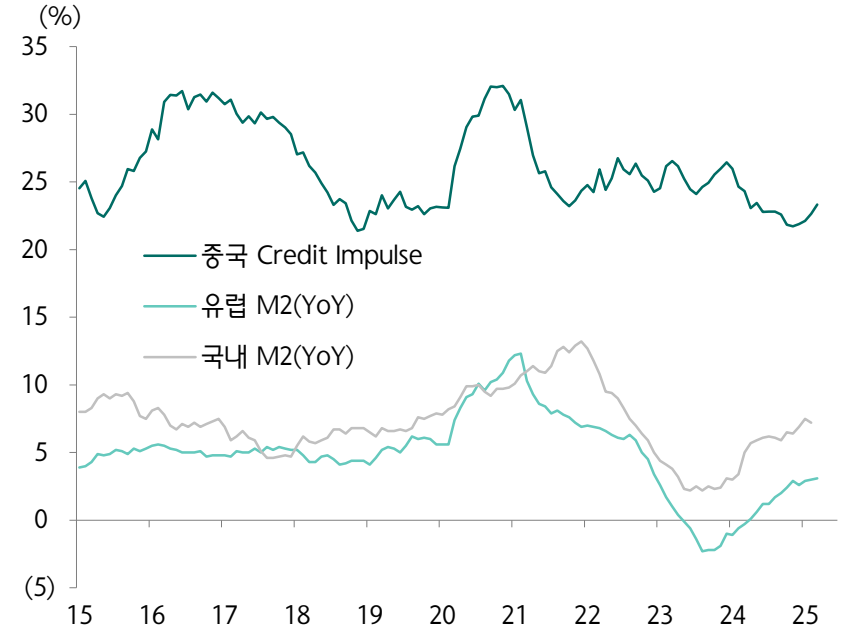
- 2025년 연준(Fed) 기준금리 동결과 QT(양적 긴축) 실행으로 유동성 축소
- 연준(Fed) 자산 규모 연초 6.9조 달러에서 현재 6.7조 달러로 축소. 다만 4월부터는 월 QT 규모 250억 달러에서 50억 달러로 축소
- 반면 비(Non) 미국 국가들인 유럽, 중국, 국내의 시중 유동성은 증가
- 중국 Credit Impulse(=민간신용/GDP*100)와 유럽 M2 증가율 상승세 유지. 국내 M2 증가율은 2023년 이후 가장 높은 7%대 유지

**2025년 연준(Fed) 기준금리 동결과 QT 실행으로 유동성 축소**




자료: Bloomberg, 하나증권

**2025년 비(Non) 미국 국가들인 유럽, 중국, 국내의 시중 유동성은 증가**

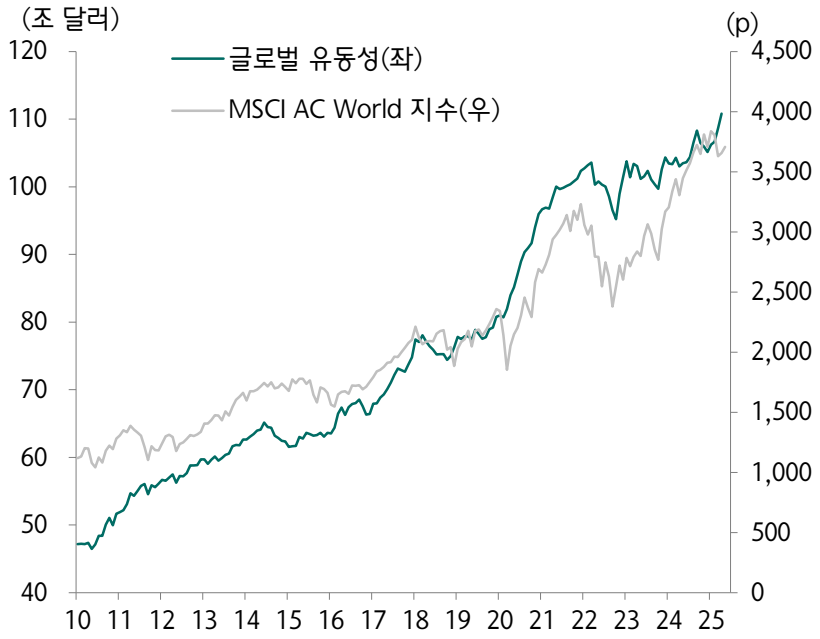



자료: Bloomberg, 하나증권

# 글로벌 유동성 사상 최고치 경신 중, 미국 외 국가들의 빠른 지수 회복

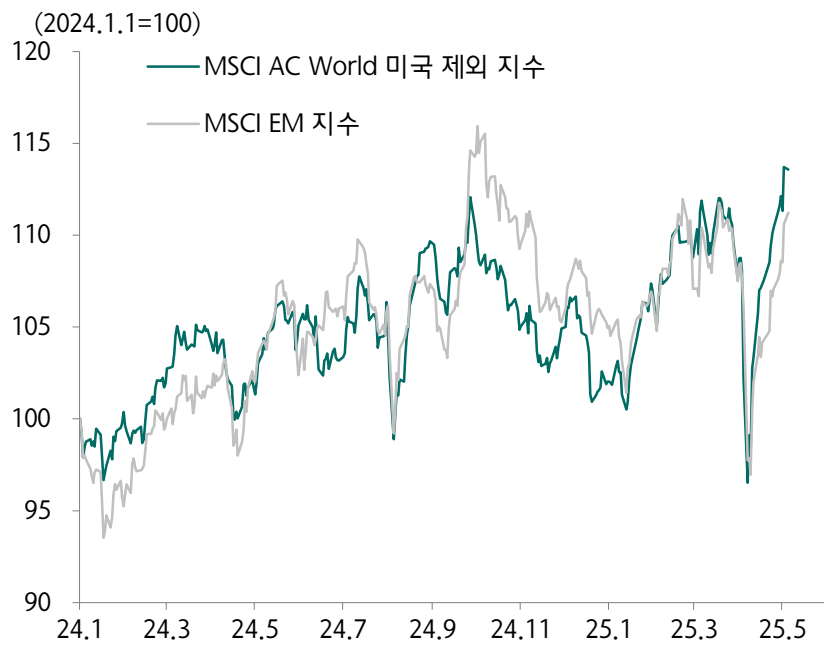
- 글로벌 유동성 총액은 최근 4개월 동안 꾸준히 증가하면서 111조 달러로 사상 최고치 경신 중
- MSCI AC World 지수 미국 상호관세 부과로 인해 4/8일 연중 고점 대비 -16.8% 급락
- MSCI AC World 지수는 현재 연중 저점 대비 +13.9% 반등, 고점 대비 94.8% 회복
- MSCI AC World 미국 제외 지수는 연중 최고치 경신 중, MSCI EM 지수는 연중 고점 대비 99.3%까지 회복

**글로벌 유동성 사상 최고치 경신, 관세 충격에서 빠르게 벗어남**




주) 글로벌 유동성: 미국, 유로존, 중국, 일본, 한국, 호주, 캐나다, 브라질, 스위스, 멕시코, 러시아, 대만 12개국 M2 합산
자료: Bloomberg, 하나증권

**MSCI AC World 미국 제외 지수는 연중 최고치 경신 중**

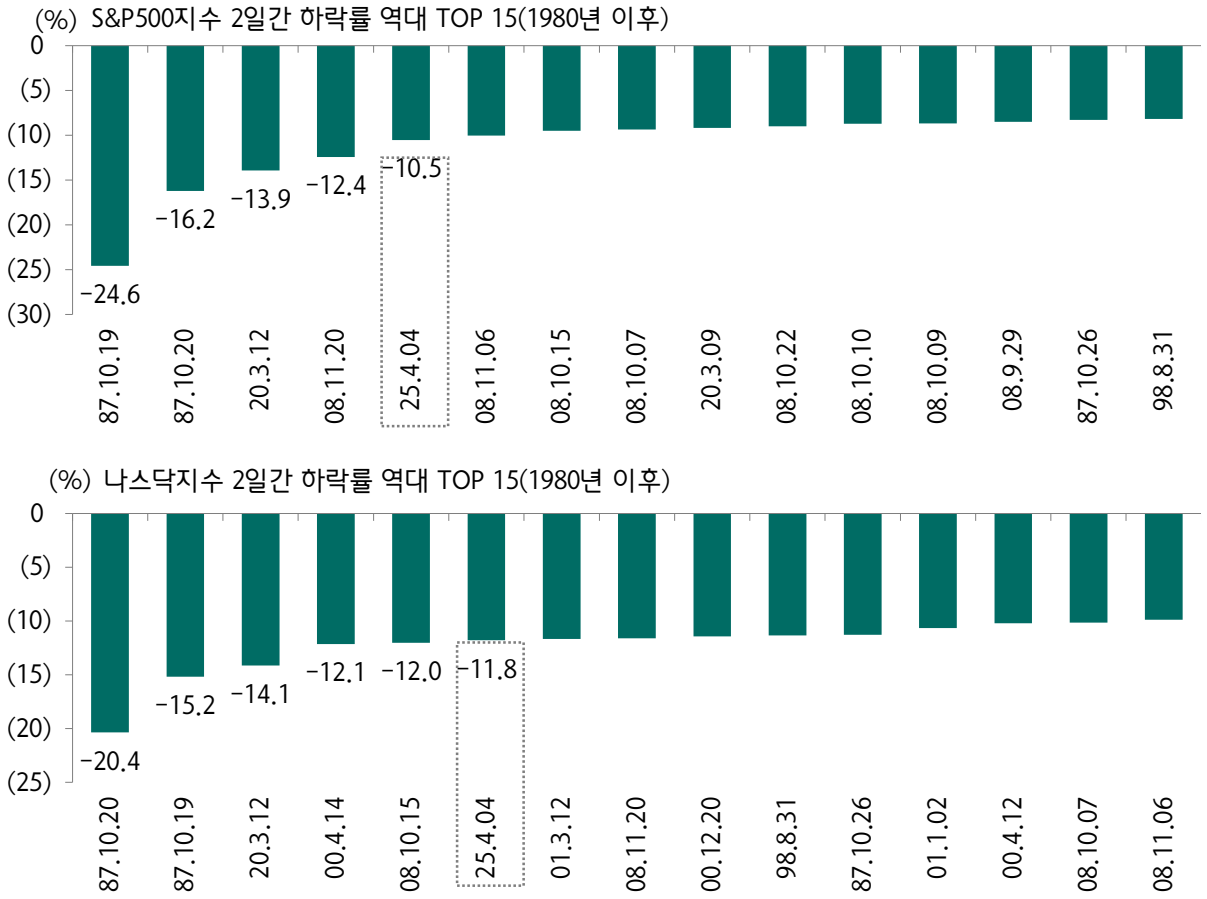



자료: Bloomberg, 하나증권

Strategist/선진국전략 이재만

# 2025년 4월: 단기 기준, 역대 최악의 수익률을 기록한 미국 증시

## 단기, 역대 최악의 수익률을 기록하고 있는 미국 증시



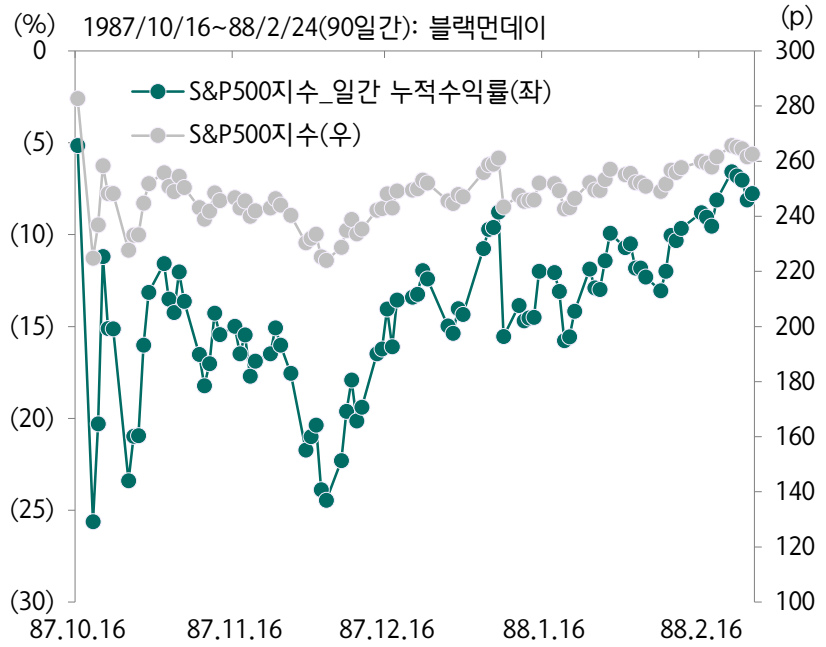

자료: Bloomberg, 하나증권

- S&P500 4/3~4일 2일간 -10.5% 급락
- 1987년 10월 블랙먼데이(19일과 20일 -24.5%와 -16.2%), 2020년 3월 코로나19 펜데믹(12일 -13.9%), 2008년 11월 글로벌 금융위기(20일 -12.4%) 다음으로 큼
- 나스닥 4/3~4일 2일간 -11.8% 급락
- 나스닥은 2000년 4월 Tech 버블 붕괴 초기만큼 급락

# 위기 이후 지수 반등의 공통점은 연준(Fed)의 통화완화정책: 블랙먼데이와 금융위기

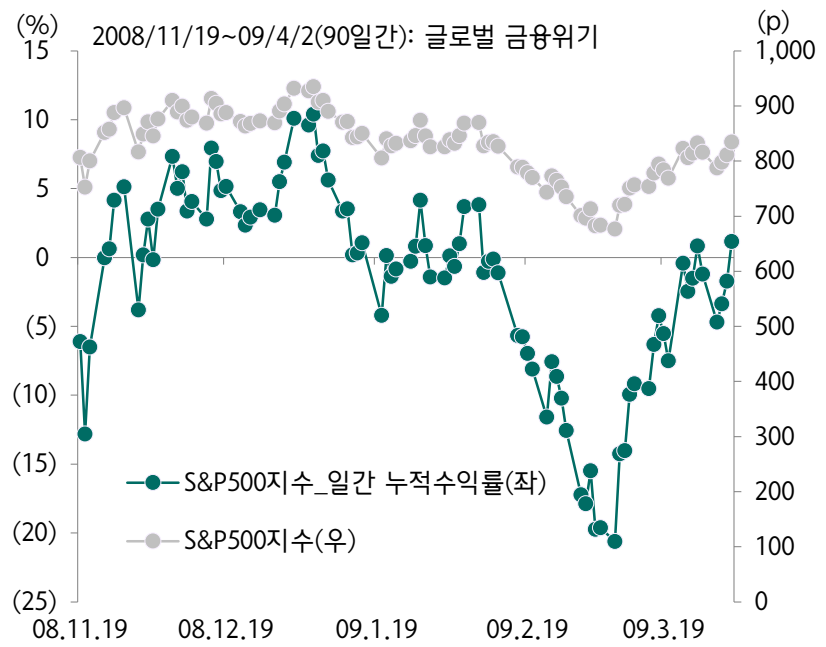
- 블랙먼데이의 경우 1987년 10월 1차 저점 형성(10월 연준 기준금리 인하)과 일시적 반등을 거치면서 2차 저점까지 1개월 정도 시간이 소요
- 글로벌 금융위기는 2008년 11월이 아닌 2009년 3월 연준 양적완화정책(QE) 발표 이후 본격적인 반등 시작

### 1987년 블랙먼데이, 10월과 11월 이중 저점 형성




자료: Bloomberg, 하나증권

### 2008년 글로벌 금융위기 11월이 아닌 09년 3월 저점 형성

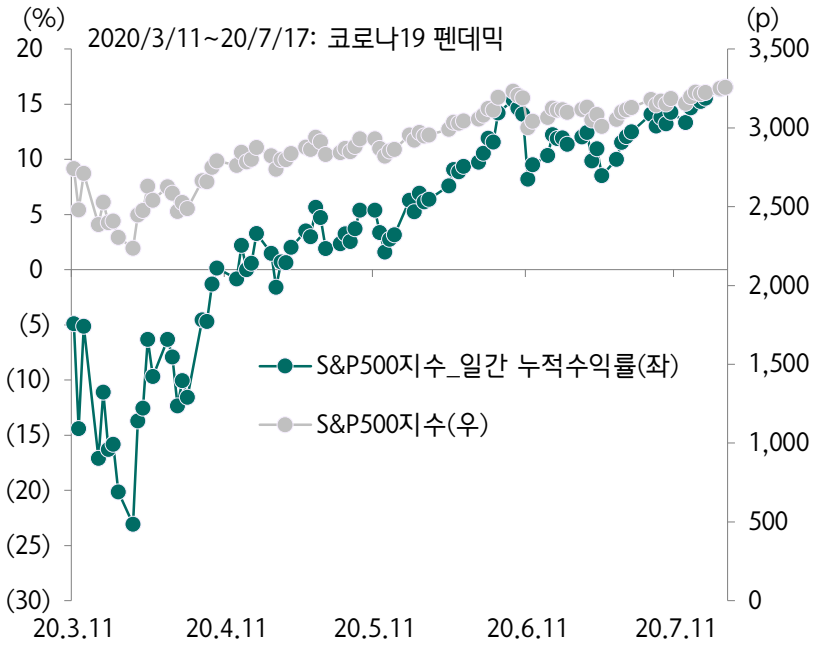



자료: Bloomberg, 하나증권

# 위기 이후 지수 반등의 공통점은 연준(Fed)의 통화완화정책: 코로나19 펜데믹

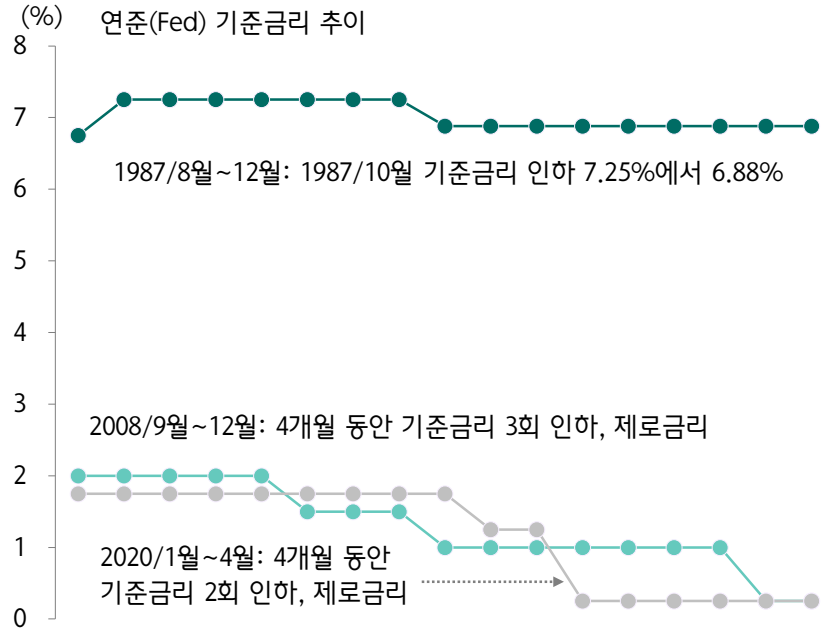
- 코로나19 펜데믹의 경우 3월 연준 기준금리 인하와 QE 발표 이후 V자형 회복이 나타났음
- 과거 주식시장 위기 국면 탈피에는 연준(Fed)의 통화완화정책이 있다는 공통점이 있음

## 2020년 3월 빠른 V자형 회복 ≒ 연준의 빠른 정책




자료: Bloomberg, 하나증권

## 주식시장 위기 국면 탈피에는 연준(Fed)의 통화완화정책이 있었음

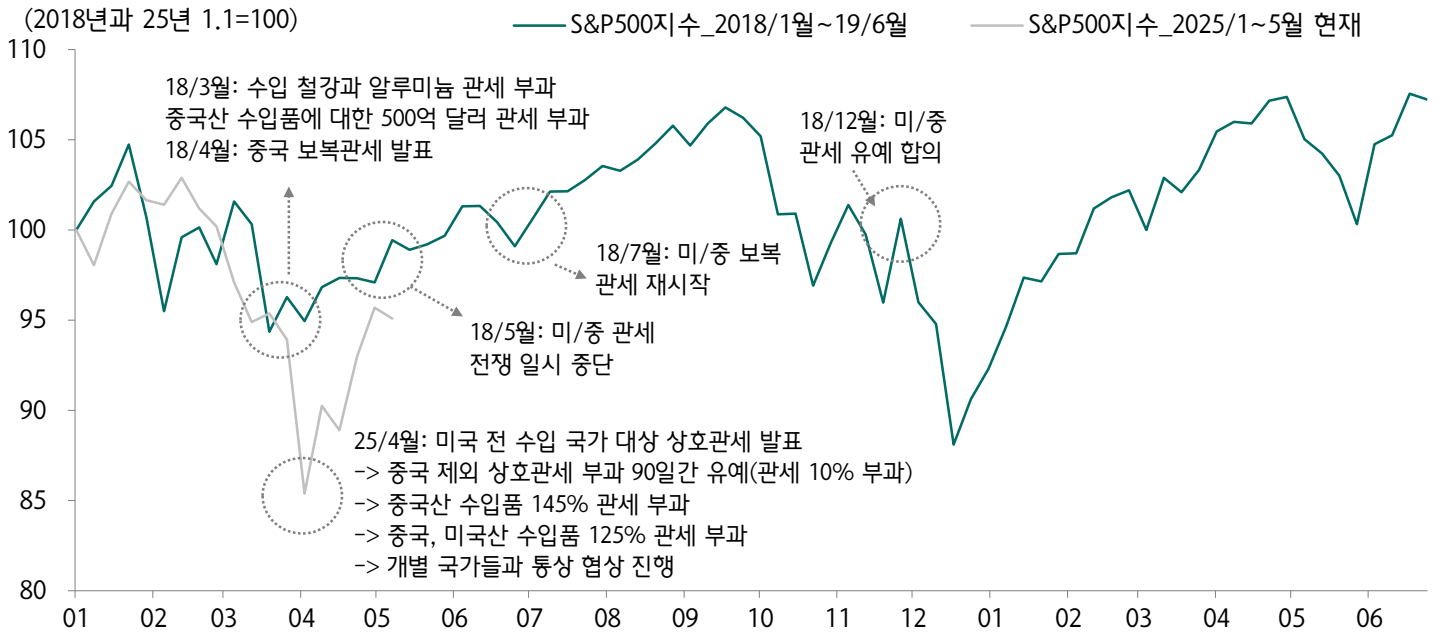



자료: Bloomberg, 하나증권

# 2025년: 2018년 미국과 중국 관세 전쟁의 패턴 재현(?), 1분기와 4분기가 위험

- 2025년 트럼프 행정부 보편관세(10%)→ 상호관세 발표→ 상호관세 기간 유예 이후 개별 국가들과의 협상 진행 중
- 2018년 3월 중국산 수입제품 관세 부과→ 4월 중국 보복 관세→ 5월 관세 협상→ 7월 미국과 중국 보복 관세→ 12월 관세 유예 합의
- 2018년 2분기까지 미국과 중국의 관세 이슈로 인해 S&P500지수 -9% 하락
- 2018년 4분기도 미국과 중국의 관세 유예 합의 과정에도 불구하고 S&P500지수 -17% 급락

**2025년: 2018년 미국과 중국 관세 전쟁의 패턴 재현(?), 1분기와 4분기가 위험**

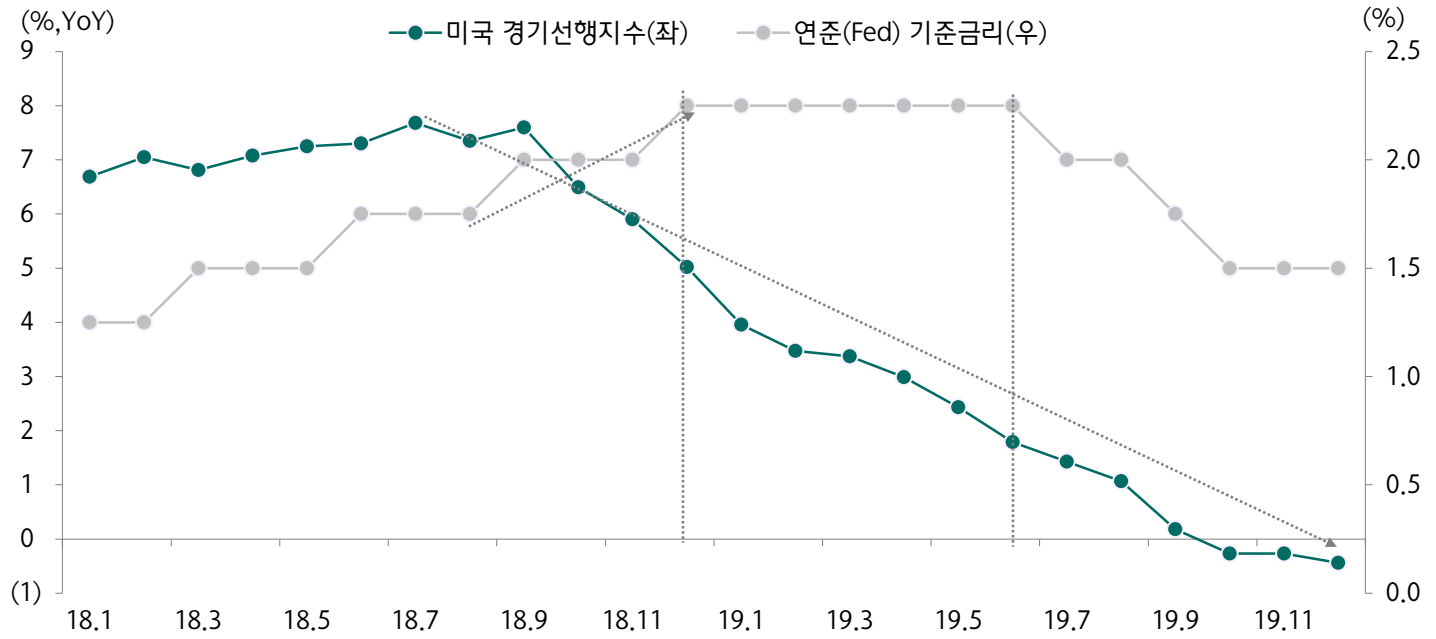



자료: Bloomberg, 하나증권

# 2018년 1분기는 관세 이슈가 지배, 4분기는 기준금리 인상 이슈가 지배

- 2018년 4분기도 미국과 중국의 관세 유예 합의 과정에도 불구하고 S&P500지수 -17% 급락했던 이유
- → 당시 미국 경기선행지수 YoY는 2018년 7월 7.7%로 정점 형성 후 하락 전환
- → 2018년 연준(Fed) 분기별로 25bp씩 기준금리 인상. 2019년 상반기 기준금리 동결, 7월 들어 인하 시작

**2018년 미국과 중국의 관세 전쟁의 시작도 있었지만, 미국 경기 둔화에도 불구하고 연준은 기준금리 인상 기조 유지**

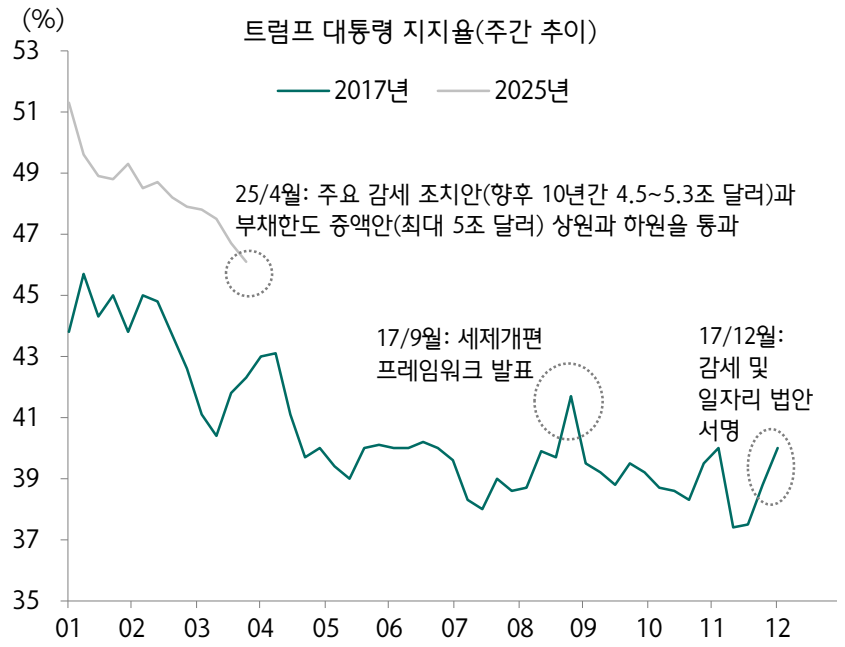



자료: Bloomberg, 하나증권

# 트럼프 허니문 기간 종료: 지지율 하락을 방어할 수 있는 정책이 있을까

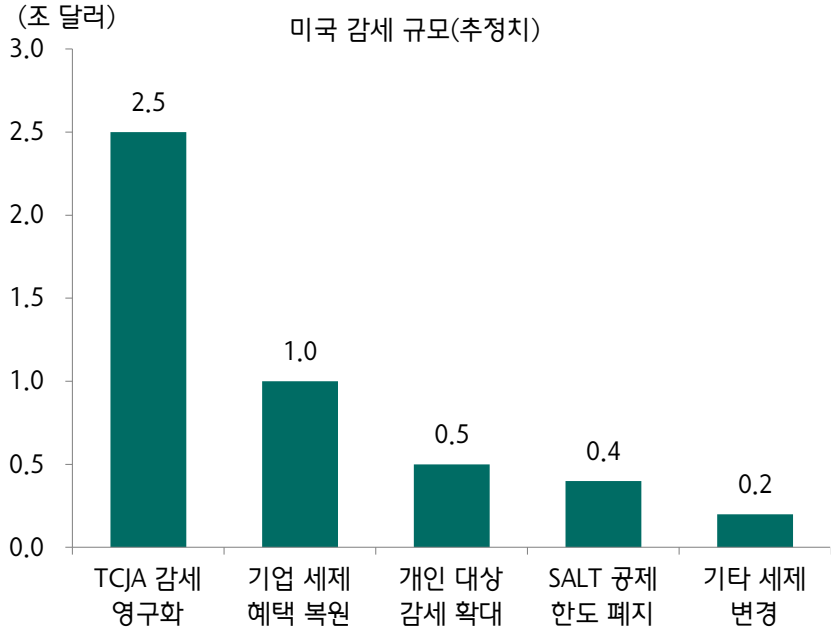
- 2025년 트럼프 집권 100일이 지난 현재 지지율 최저치 경신 중, 2017년 트럼프 집권 1기 1년차 지지율 지속적으로 하락
- 2017년 4분기 중 트럼프 대통령 지지율 반전의 계기: 감세 및 일자리 법안 의회 통과와 실행
- 2025년 4월 감세 조치안(향후 10년간 4.5~5.3조 달러)과 부채한도 증액안(최대 5조 달러) 상원과 하원 통과: ① TCJA 감세 영구화: 개인 소득세율 유지, 법인세율 21% 유지. ② 기업 세제 혜택 복원: 100% 보너스 감가상각, R&D 즉시 공제, 이자 공제 확대

## 트럼프 집권 1기와 2기 1년차 지지율 하락은 유사




자료: Bloomberg, 하나증권

## 트럼프 지지율 반전 카드는 감세 정책

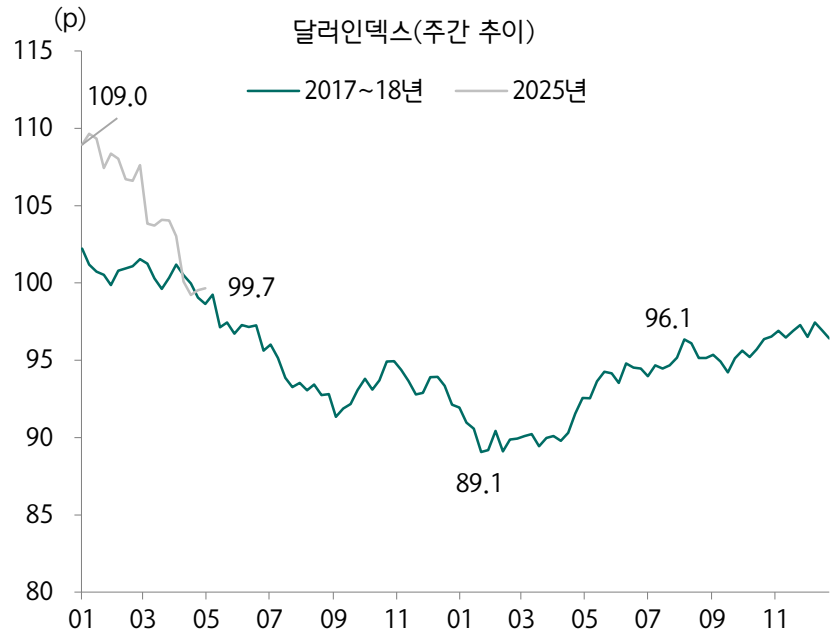



자료: Bloomberg, 하나증권

# 트럼프 월드: 달러 약세와 저금리

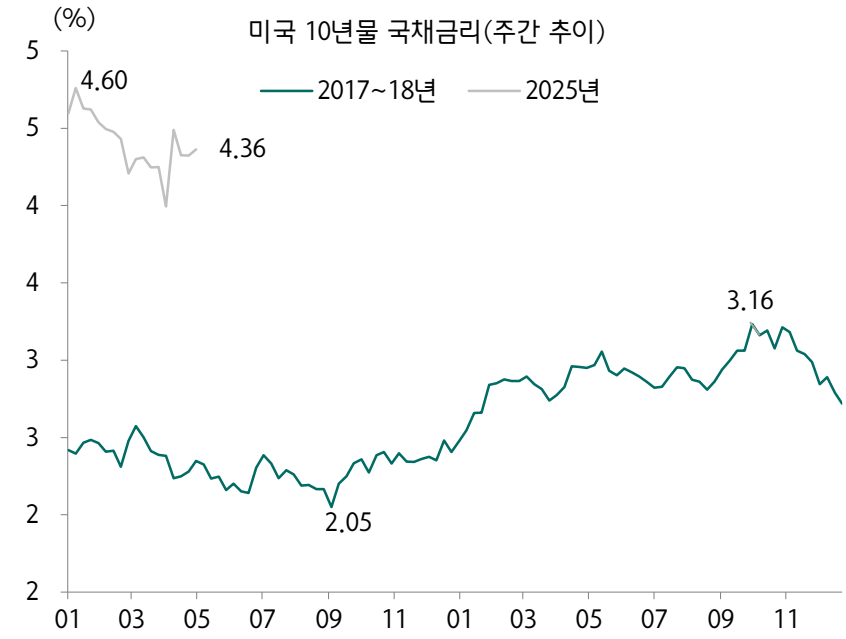
- 2025년 트럼프 대통령 취임 이후 달러가치는 하락: 달러인덱스 109p에서 99p로 하락. 집권 1기 1~2년차 최저는 89p
- 장기 국채금리도 하락: 미국 10년물 국채금리 4.8%에서 4.3%로 하락. 집권 1기 1~2년차 최저는 2.1%
- 4월 초 미국 상호관세 부과로 10년물 국채금리 4.0%에서 4.5%로 상승, 당시 트럼프 대통령은 상호관세 부과 유예를 발표
- 달러 약세와 국채 금리 하락이 진행되지 않을 경우 정책에 변화 줄만큼 트럼프 행정부에게 달러 약세와 금리 하락은 중요

**트럼프 행정부 정책: 달러 약세**




자료: Bloomberg, 하나증권

**트럼프 행정부 정책: 시중금리 하락**

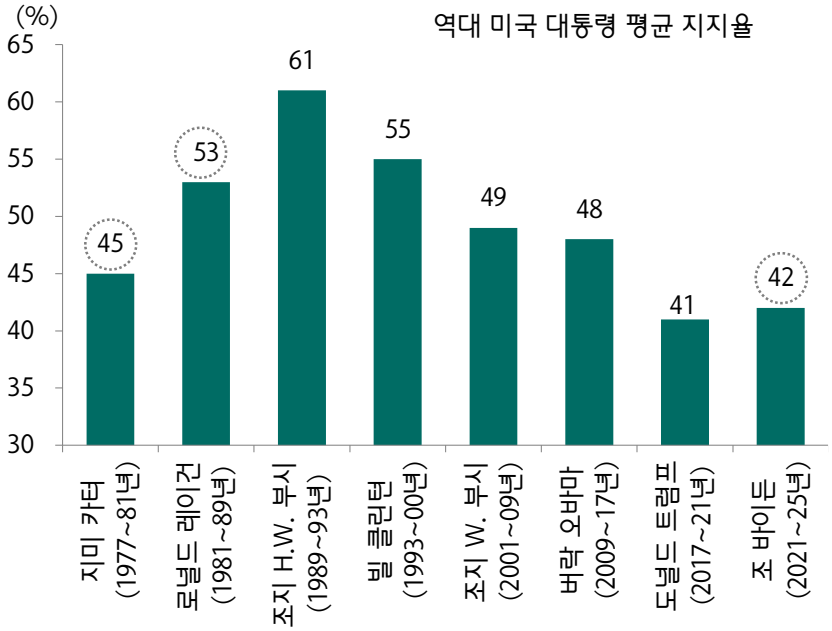



자료: Bloomberg, 하나증권

# 레이건 대통령이 되고 싶은 트럼프

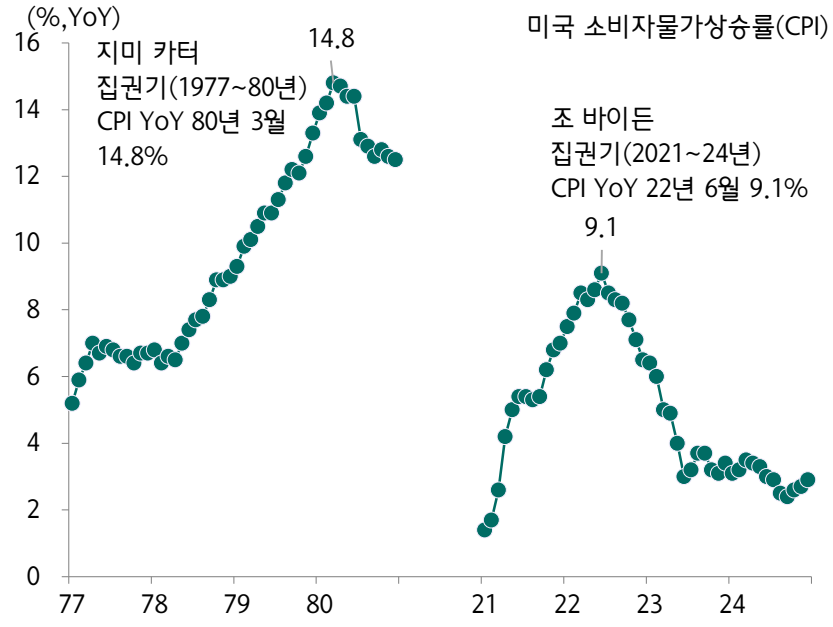
- 카터와 바이든 대통령 지지율이 낮았던 공통 이유는 높은 물가: 카터 집권 당시 소비자 물가상승률(CPI, YoY) 고점은 1980년 3월 14.8%(실업률 6.3%), 바이든 집권 당시는 2022년 6월 9.1%(실업률 3.6%)
- 카터 이후 집권한 레이건 대통령은 높은 지지율 유지하며 1981~84년, 1985~88년 2차례 집권

## 카터와 바이든은 지지율 낮았고, 레이건은 지지율이 높았음




자료: Bloomberg, 하나증권

## 카터와 바이든은 지지율 낮았던 이유: 높은 물가

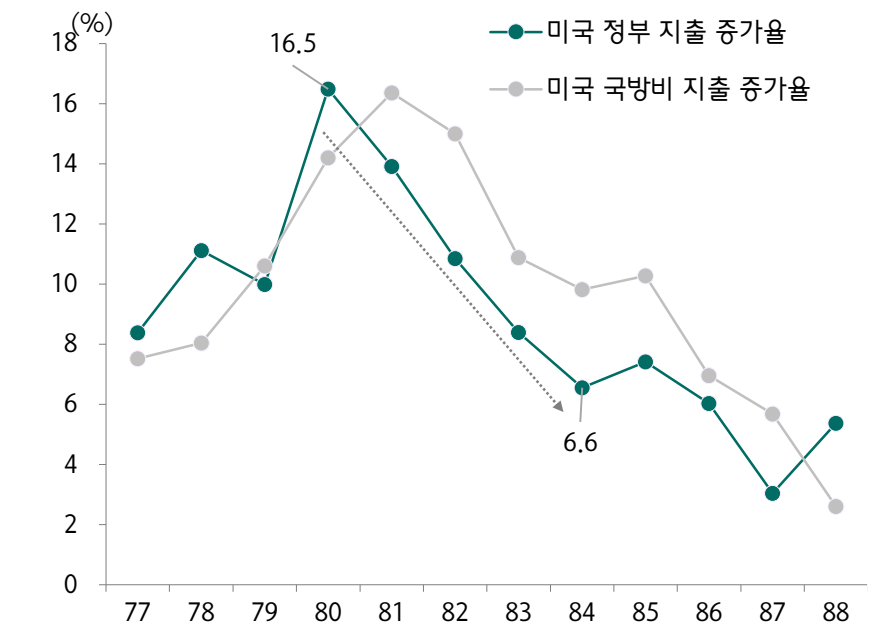



자료: Bloomberg, 하나증권

# 레이건 대통령 물가 상승 억제 정책: 정부 지출 축소와 원유 생산 확대

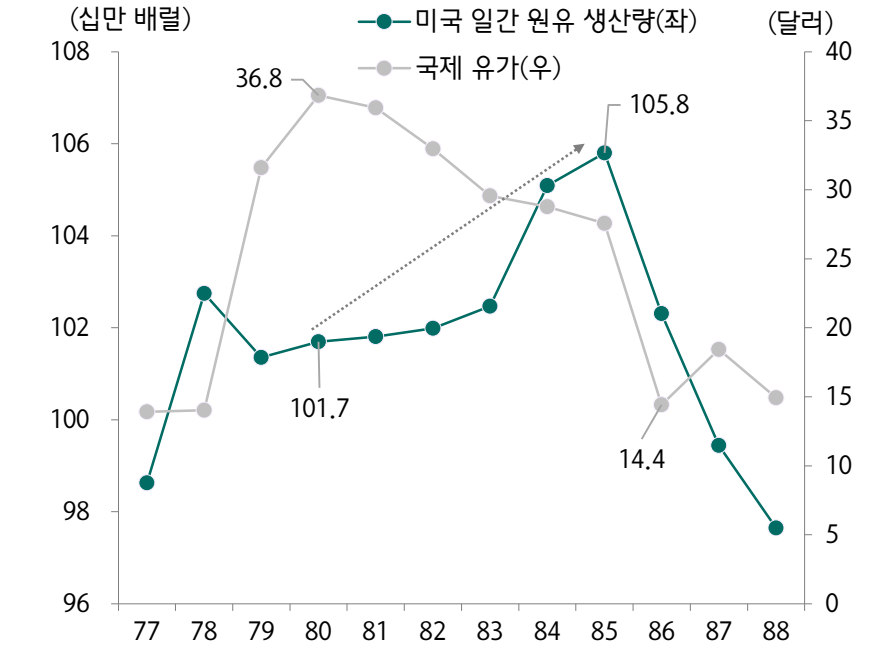
- 레이건 대통령(1981~88년)은 물가 상승 억제와 실업률 하락 정책 실행
- 1980년 미국 정부 지출 증가율 16.5%→ 84년 6.6%로 축소. 2024년 미국 GDP 대비 재정적자 -6.9%→ 25년 전망치 -6.5%
- 1980년 국제 유가 배럴당 37달러에서 86년 14달러까지 하락, 미국 원유 생산량 확대. 2025년 4월 미국 일별 원유 생산량은 전년대비 +2% 증가한 13.5 백만 배럴로 사상 최고치 경신 중

**레이건 대통령 집권 1기: 정부 지출 축소를 통한 물가 상승 억제**




자료: 미국 재무부, 하나증권

**레이건 대통령 집권 1기: 원유 생산량 확대를 통한 국제 유가 상승 억제**

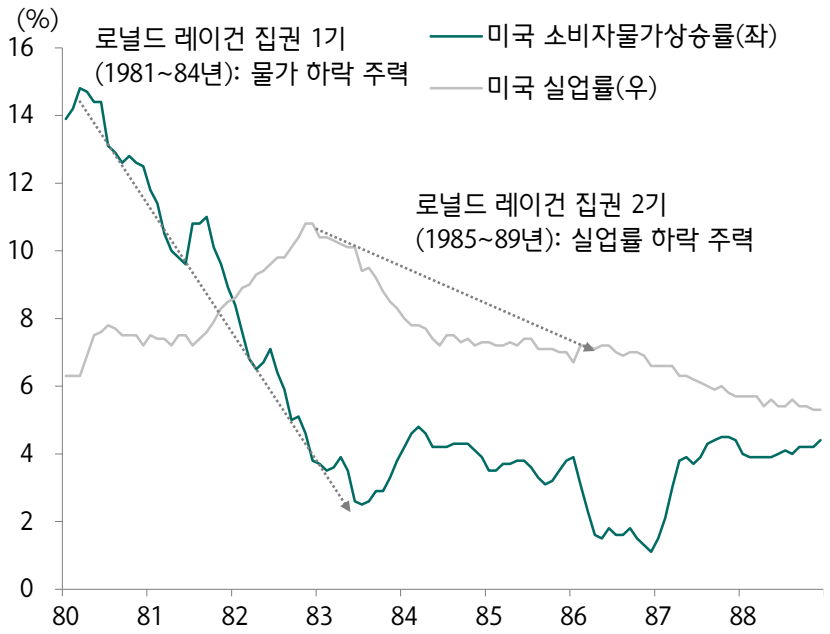



자료: BP, 하나증권

# 레이건 대통령 실업률 하락 정책: 수출과 산업생산 개선

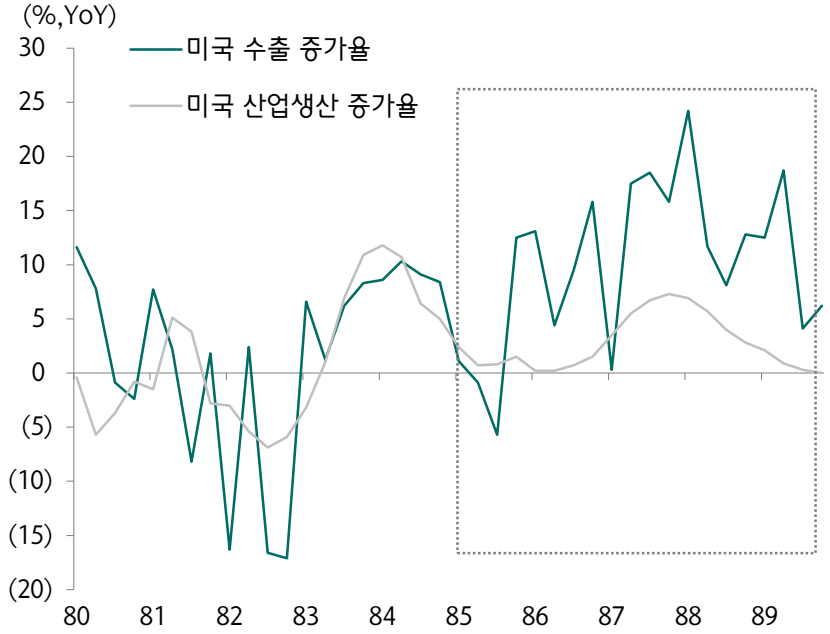
- 레이건 대통령 집권 1기 물가 하락을 기반으로 재집권 성공, 집권 2기에는 실업률 하락에 주력
- 특히 레이건 대통령 집권 2기 수출 증가율이 크게 개선되는 모습을 보임
- 1981~84년 미국 평균 수출 증가율 0.9%(산업생산 증가율 2.0%)→ 1985~89년 평균 10.0%(산업생산 증가율 2.7%)

**레이건 대통령 집권 2기 실업률 하락에 주력**




자료: Bloomberg, 하나증권

**레이건 대통령 집권 2기: 수출과 산업생산 1기 대비 개선**

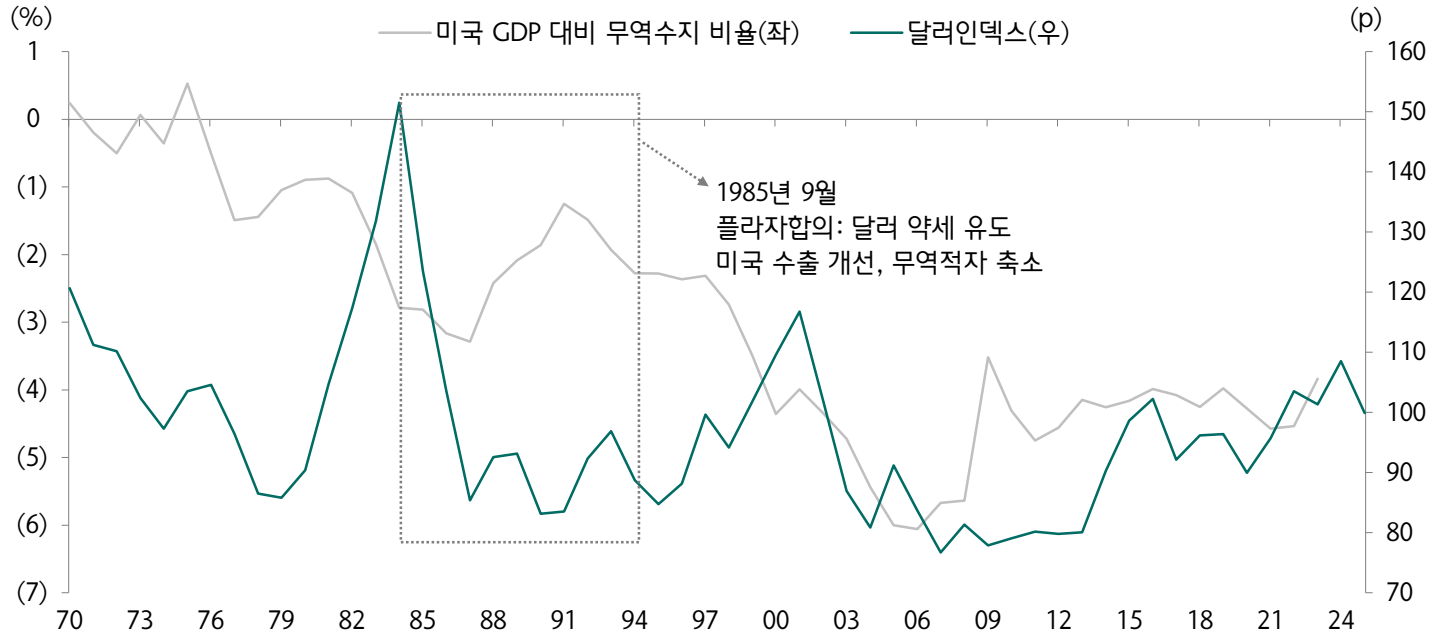



자료: Bloomberg, 하나증권

# 중기적으로는 매크로 환경 변화 고려(1) 달러 약세

- 1985년 9월 플라자합의: 미국 달러 약세를 통해 무역수지 적자 개선
- 1984년 달러인덱스 151p에서 1991년 83p까지 하락. 당시 미국 GDP 대비 무역적자 비율 3%에서 1%로 축소
- 현재 미국 GDP 대비 무역적자 비율 3%: 트럼프 행정부의 리쇼어링 정책도 그렇지만, 제조업 중심의 수출 확대를 통한 무역적자 개선을 위해서는 달러 약세가 필요

**미국은 달러 약세를 기반으로 한 무역수지 적자 축소를 원하고 있음**

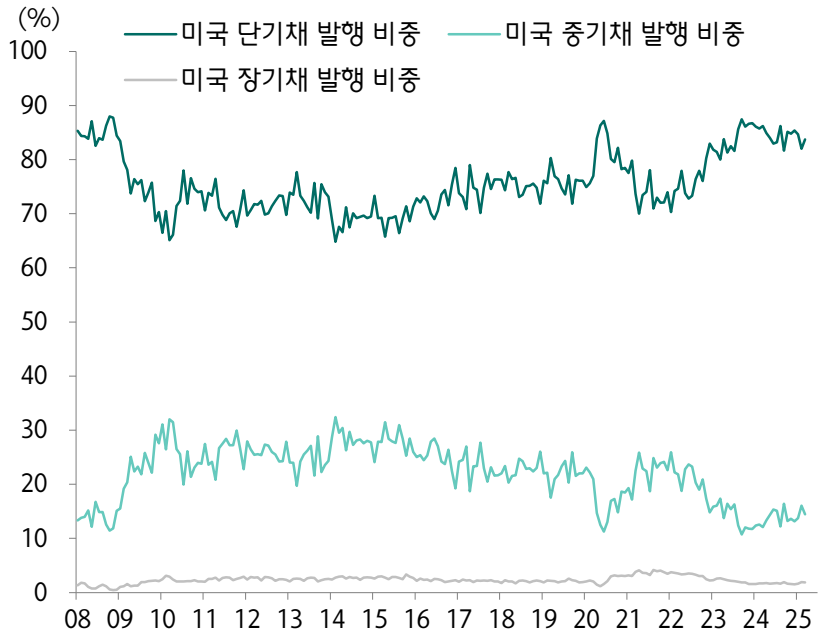



자료: Bloomberg, World Bank, 하나증권

# 미국 초장기 국채 발행 언급, 달러 약세를 원하는 미국

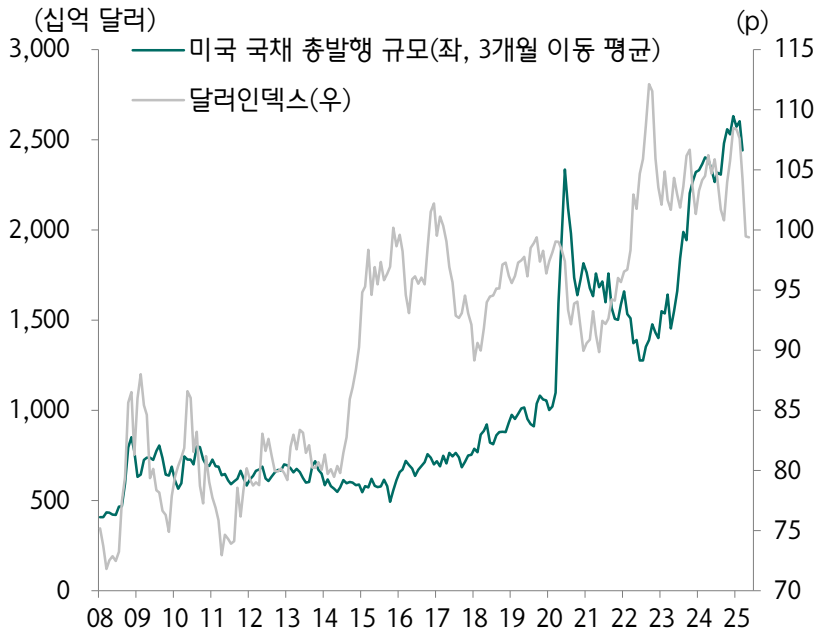
- 트럼프 행정부의 경제자문위원회 위원장인 스티브 마틴은 100년 만기 초장기 미국 국채(Century Bonds) 발행을 제안
- 미국 총 국채 발행 중 단기채(1년 미만) 비중 84%. 중기채(1~10년 이하, 14%)와 장기채(10년 초과, 2%) 대비 압도적으로 높음
- 미국 초장기 중심으로 국채 발행 증가 시 달러 약세로 이어질 수 있음

## 미국 단기 국채 발행 비중이 매우 높은 편




자료: SIFMA, Bloomberg, 하나증권

## 미국 장기 국채 발행 확대로 달러 약세 유도




자료: SIFMA, Bloomberg, 하나증권

# 미국 초장기 국채 수요는 만들기 나름일 수 있음

- (공급) 국채 공급 물량이 많아지면, 기간 프리미엄 상승으로 인해 시중금리 상승 위험에 노출
- 특히 장기채 비중이 높아지면, 금융시장이 시중 금리 변화에 보다 민감해질 수 있음
- (수요) 다만 인위적으로 미국 초장기 국채에 대한 수요는 만들 수 있음
- 현재 미국 국채 보유 상위국들은 대(對)미국 수출 비중이 높음: 미국 밸류체인 편입 또는 관세 부과 여부로 으름장을 놓을 수 있음

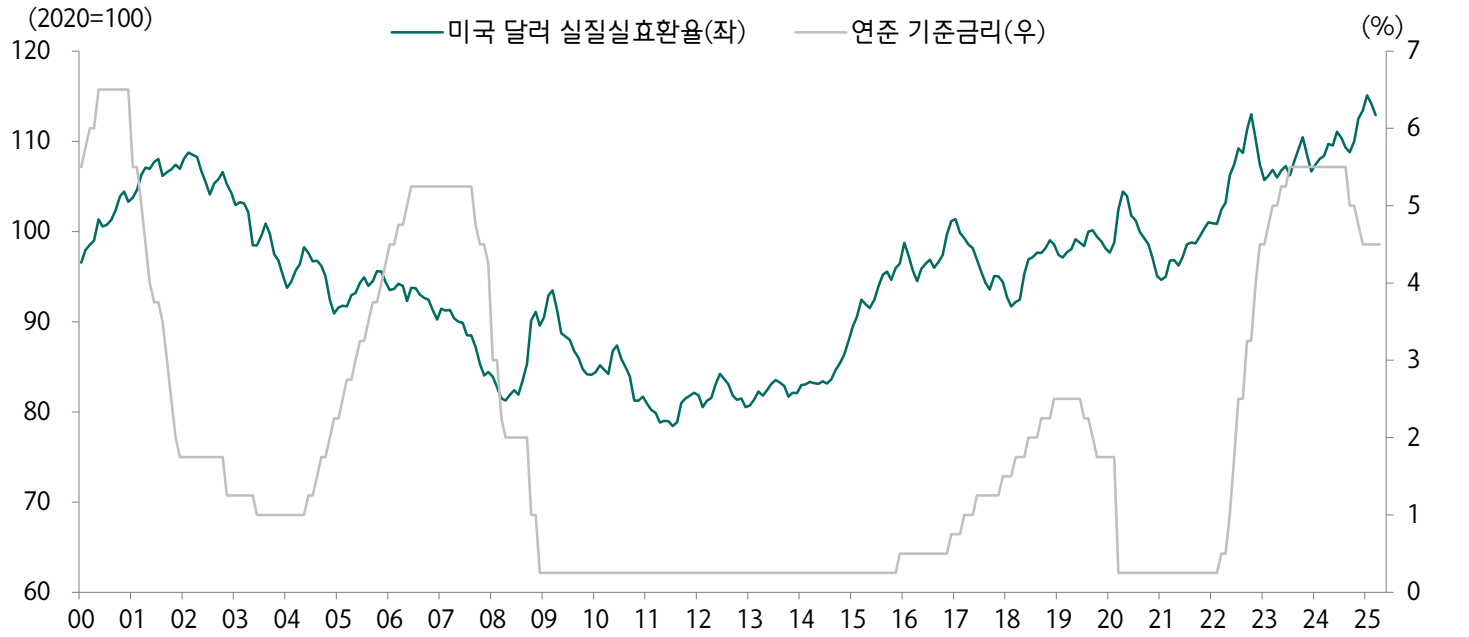
| 미국 국채 보유 상위 국가 | 미국 국채 보유 규모(십억 달러) | 대(對)미국 수출 비중(%): 평균 22% |
|---|---|---|
| 일본 | 1,125.9 | 20.2 |
| 중국 | 784.3 | 14.7 |
| 영국 | 750.3 | 18.8 |
| 룩셈부르크 | 412.5 | 3.2 |
| 캐나다 | 406.1 | 77.5 |
| 벨기에 | 394.7 | 7.1 |
| 프랑스 | 354.0 | 8.2 |
| 아일랜드 | 339.0 | 49.9 |
| 타이완 | 294.8 | 27.1 |
| 스위스 | 290.8 | 38.7 |
| 홍콩 | 273.8 | 8.3 |
| 싱가포르 | 260.0 | 9.7 |
| 인도 | 228.0 | 19.1 |
| 브라질 | 207.3 | 15.0 |
| 노르웨이 | 161.8 | 3.5 |
| 사우디 아라비아 | 126.4 | 4.4 |
| 한국 | 124.6 | 19.3 |
| 아랍 에미리트 연방 | 119.9 | 2.0 |
| 독일 | 103.8 | 10.9 |
| 멕시코 | 102.7 | 83.1 |

자료: SIFMA, Bloomberg, 하나증권

# 미국 달러는 고평가 된 통화

- 미국 달러 실질실효환율은 현재 113p(25년 1월 115p로 고점)로 2000년 이후 가장 높은 수준. 고평가된 상황
- 연준(Fed) 기준금리 인하 이후에는 달러 약세가 지속될 가능성이 높음

**미국 달러는 2000년 이후 가장 고평가되어 있는 상황. 연준의 기준금리 인하가 진행될 경우 달러 약세 지속 가능**

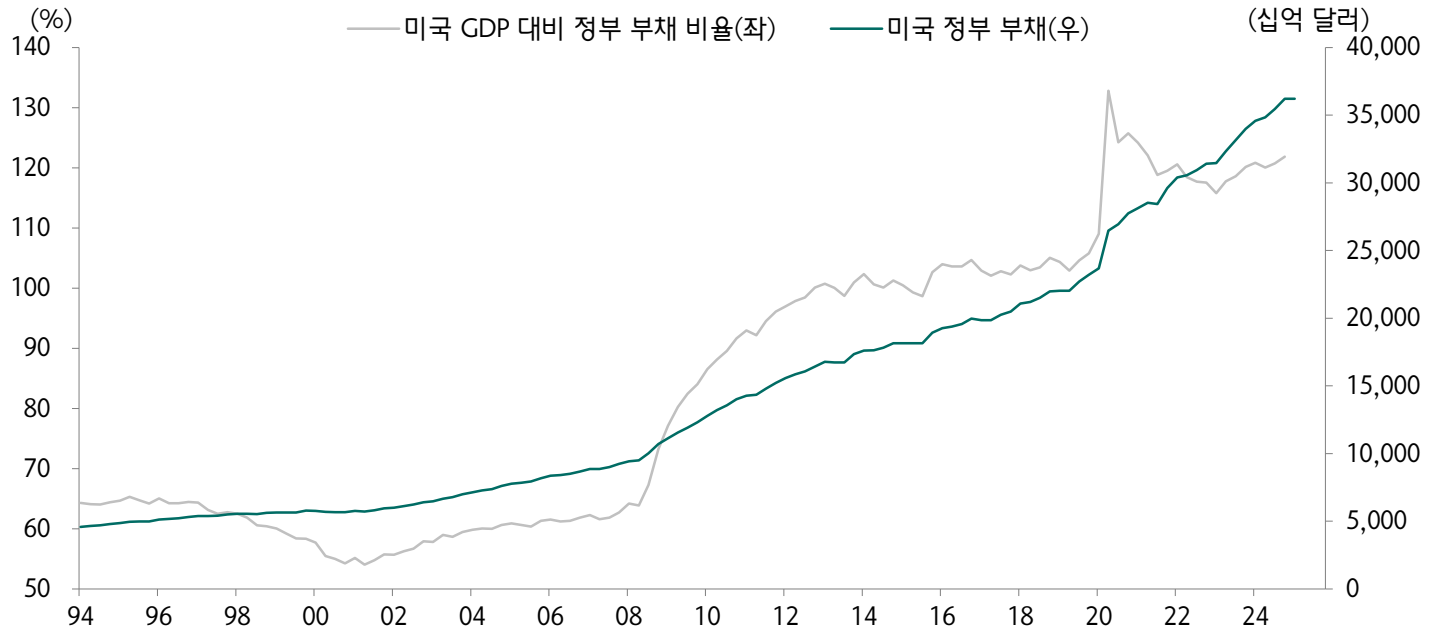



자료: BIS, Bloomberg, 하나증권

# 미국 정부 부채는 여전히 증가 중

- 미국 정부의 절대적인 부채 규모를 당장 축소하기는 어려움
- 2020년 2분기 GDP 대비 정부 부채 비율은 133%에서 2023년 1분기 116%까지 축소
- 이후 재차 상승 전환. 2024년 4분기 기준 미국 GDP 대비 정부 부채 비율은 122%

**미국 절대적인 부채 규모를 당장 축소하기는 어려움: 2024년 기준 미국 GDP 대비 정부 부채 비율 122%**

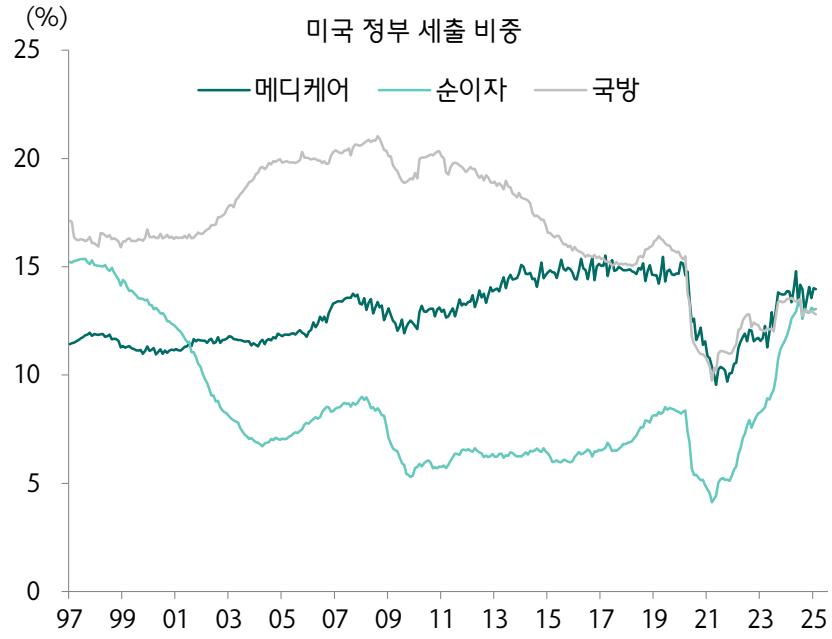



자료: Bloomberg, 하나증권

# 중기적으로는 매크로 환경 변화 고려(2) 금리 하락

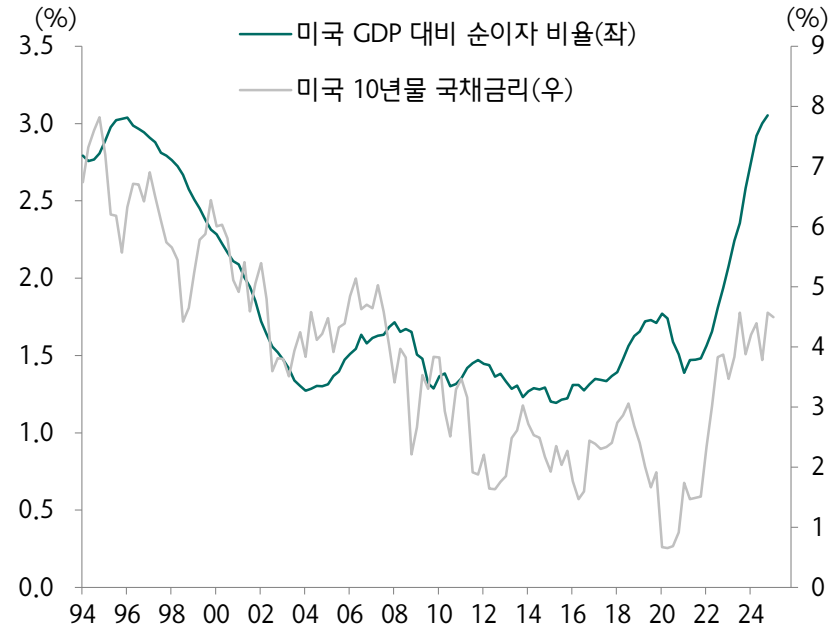
- 미국 정부 순이자 비용은 2024년 9,400억 달러. 총 세출에서 차지하는 비중은 2021년 4%에서 현재 13%로 급증
- 순이자 비용은 메디케어(14%)와 국방비(14%)와 동일한 수준
- 2024년 기준 미국 GDP 대비 순이자 비율 3.1%. 현재 미국 10년물 국채금리는 4%대지만, 미국 정부 체감 수준은 6~7% 수준

**미국 정부지출 중 이자가 차지하는 비중은 무려 13%**




자료: Bloomberg, 하나증권

**미국 GDP 대비 이자지출 비용 비율은 3%로 역대 최고치**

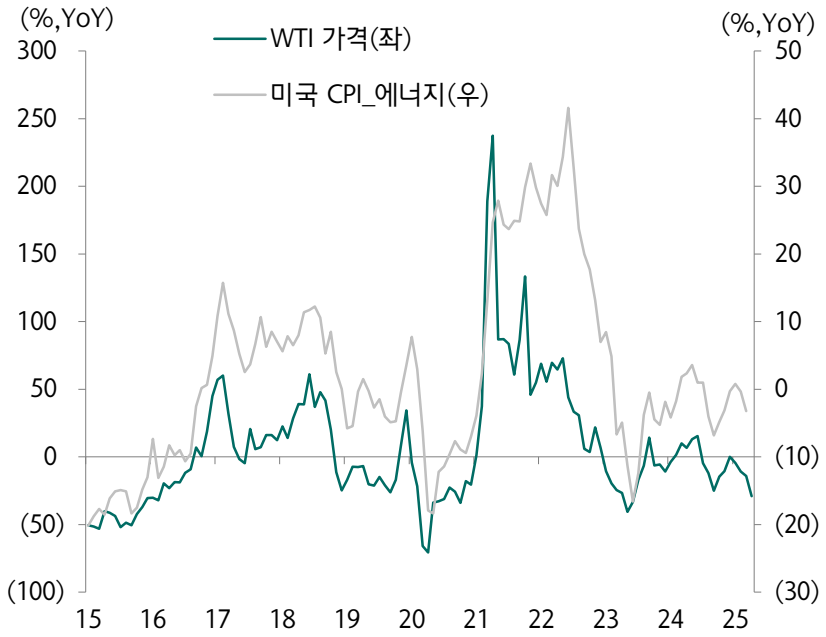



자료: Bloomberg, 하나증권

# 미국, 인플레이션에 대한 우려가 시급한 상황은 아닌 것으로 판단

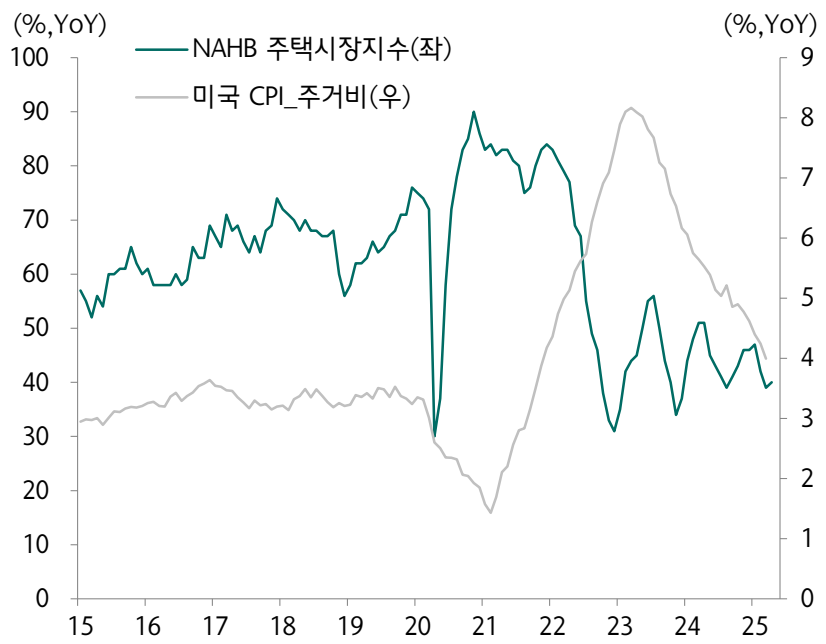
- 헤드라인 CPI 중 에너지 비중은 6%, WTI 가격 YoY와 미국 CPI_에너지 YoY는 연관성 높음. 2024년 상반기 WTI 가격 배럴당 75~83 달러 수준, 현재 60달러 정도라는 점을 감안 시 YoY 변화율 (-)마이너스 지속 가능
- 코어 CPI 중 주거비 비중은 41%, 2023년 3월 주거비 YoY 8.2% 정점 형성 후 현재 3.9%까지 하락. 2025년 4월 NAHB주택시장지수 40p로 위축 국면에서 있어 주택가격 상승 가능성도 낮다고 판단

**미국 인플레이션에 대한 우려가 시급한 상황은 아님(1) 국제 유가 하락**




자료: Bloomberg, 하나증권

**미국 인플레이션에 대한 우려가 시급한 상황은 아님(2) 주택시장 부진**

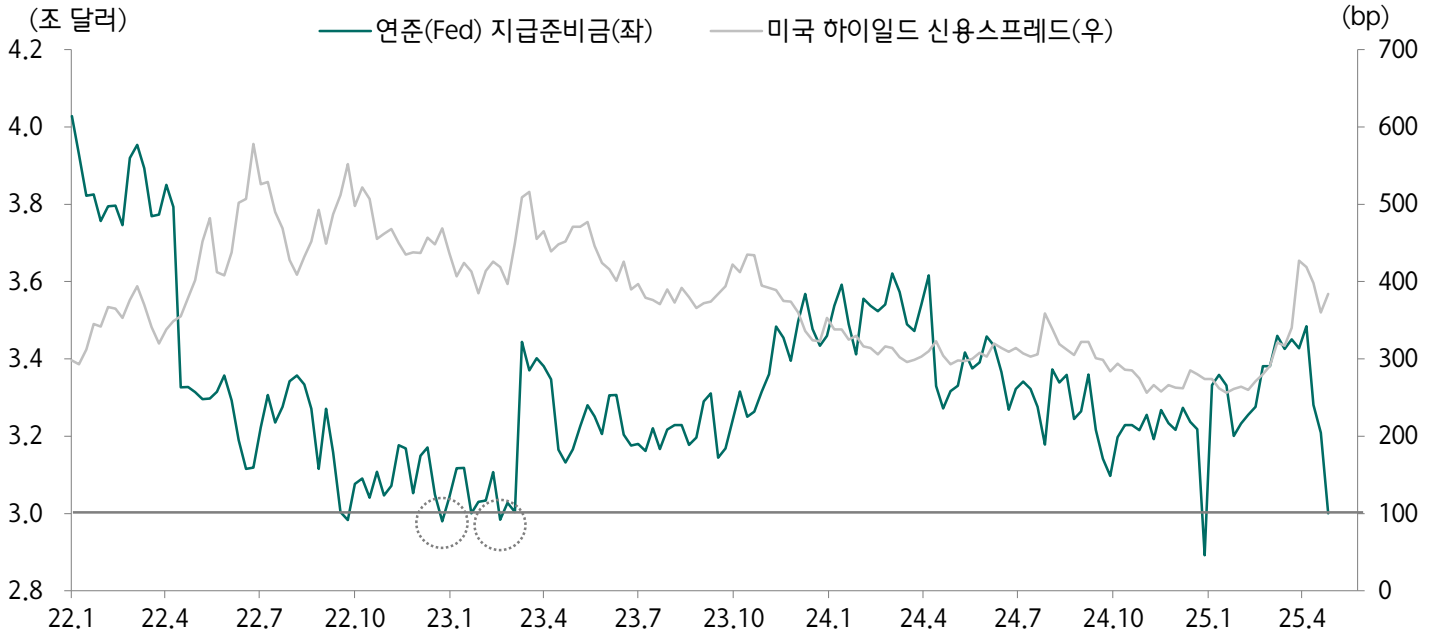



자료: Bloomberg, 하나증권

# 연준(Fed) 통화정책 변화 시점 임박(1) QT 종료

- 2025년 현재 연준(Fed)의 지급준비금(은행 현금 수요 대응과 결제 불이행 리스크 방어)은 3조 달러까지 감소
- 2023년 1월 말과 2월 말 지급준비금 3조 달러 미만→ 3월 SVB 파산과 미국 하이일드 신용스프레드 397bp에서 516bp로 상승
- 2023년 SVB 파산 이후 지급준비금 꾸준히 증가(시중 유동성 공급)→ 금융시장 안정 도모

**현재 연준(Fed) 지급준비금 3조 달러까지 감소: 3조 달러 미만으로 감소 시 연준 유동성 확장 정책 실시**

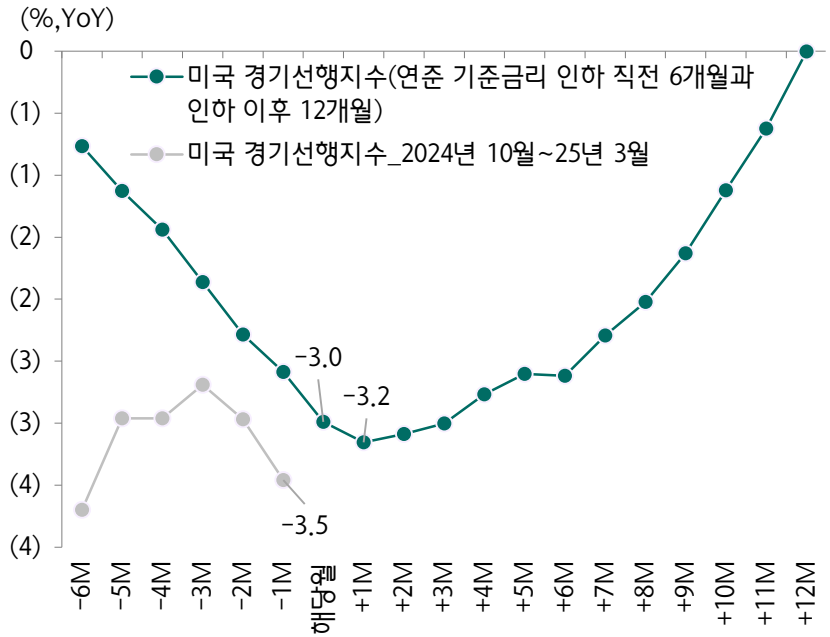



자료: Bloomberg, 하나증권

# 연준(Fed) 통화정책 변화 시점 임박(2) 기준금리 인하

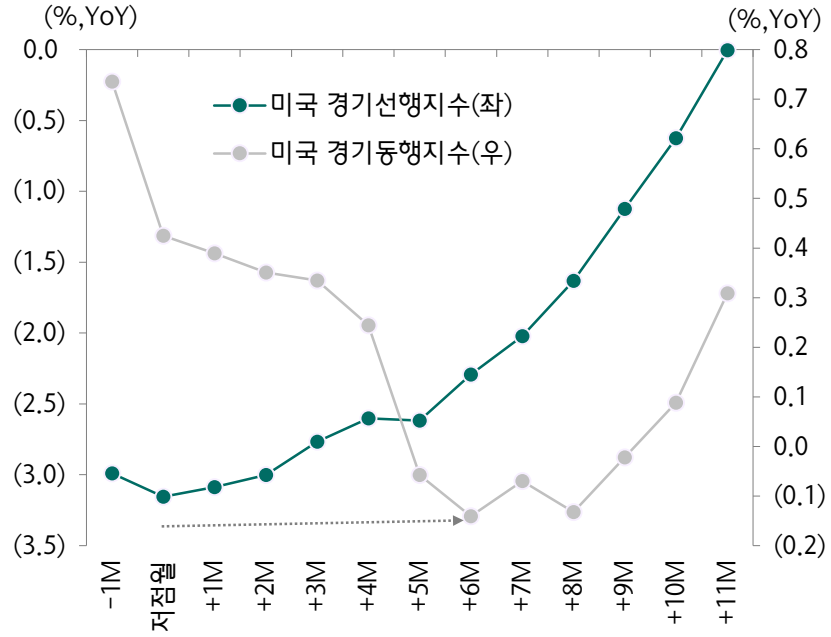
- 과거 연준의 기준금리 인하 월(月)의 미국 경기선행지수 YoY 평균 -3.0% 이하, 2025년 3월 현재 -3.5%
- 연준(Fed) 기준금리 인하 필요성은 높아졌고, 시기는 임박한 상황
- 미국 경기동행지수는 선행지수에 6개월 후행: 2025년 2월 경기선행지수 하락 전환 감안 시 8월부터는 동행지수 부진 예상

### 미국 경기선행지수로 판단 시 연준 기준금리 인하 임박




자료: Bloomberg, 하나증권

### 미국 경기선행지수는 동행지수에 6개월 선행

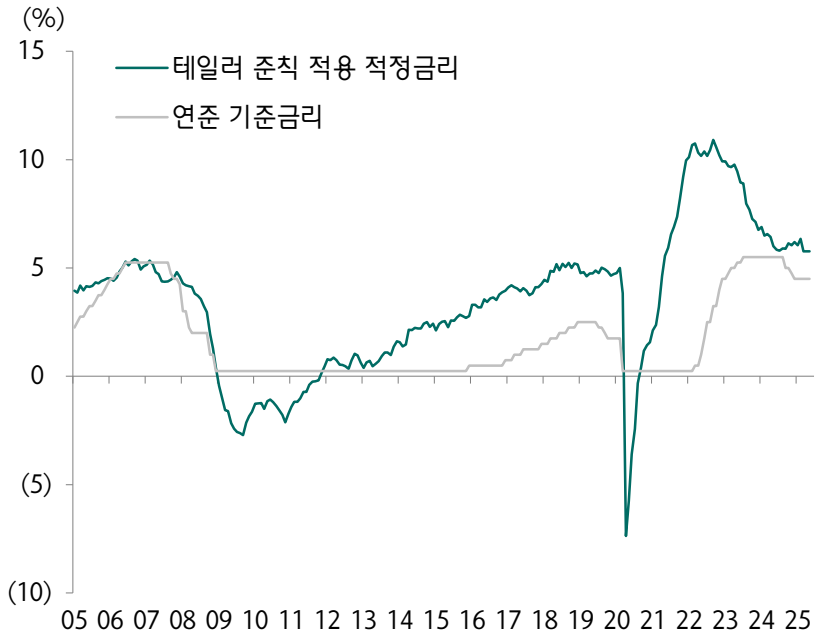



자료: Bloomberg, 하나증권

# 연준(Fed), 하반기 중 2회 정도의 기준금리 인하는 가능할 것으로 예상

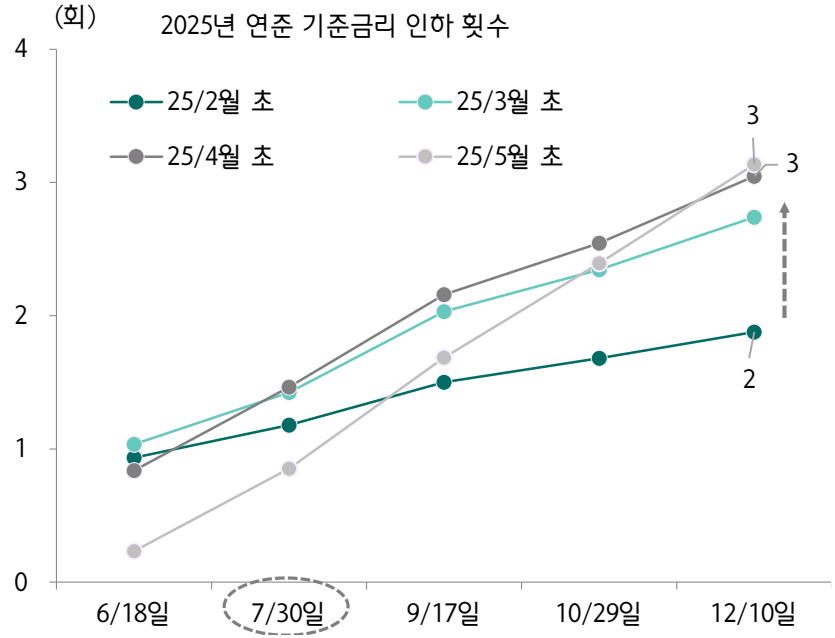
- 테일러준칙 적용 미국 적정금리는 2024년 12월 6.2%에서 현재 5.7%로 하락. 기준금리(4.25~4.50%)와 격차 축소
- 미국 선물시장: 2025년 연준 기준금리 인하 횟수는 3~5월 3회로 유지
- 연준(Fed)의 첫번째 기준금리 인하 시기는 7월 FOMC회의가 될 것으로 예상

**미국, 적정금리 하락으로 기준금리와의 격차 축소**




자료: Bloomberg, 하나증권

**연준(Fed): 첫번째 기준금리 인하 시기는 7월로 예상**

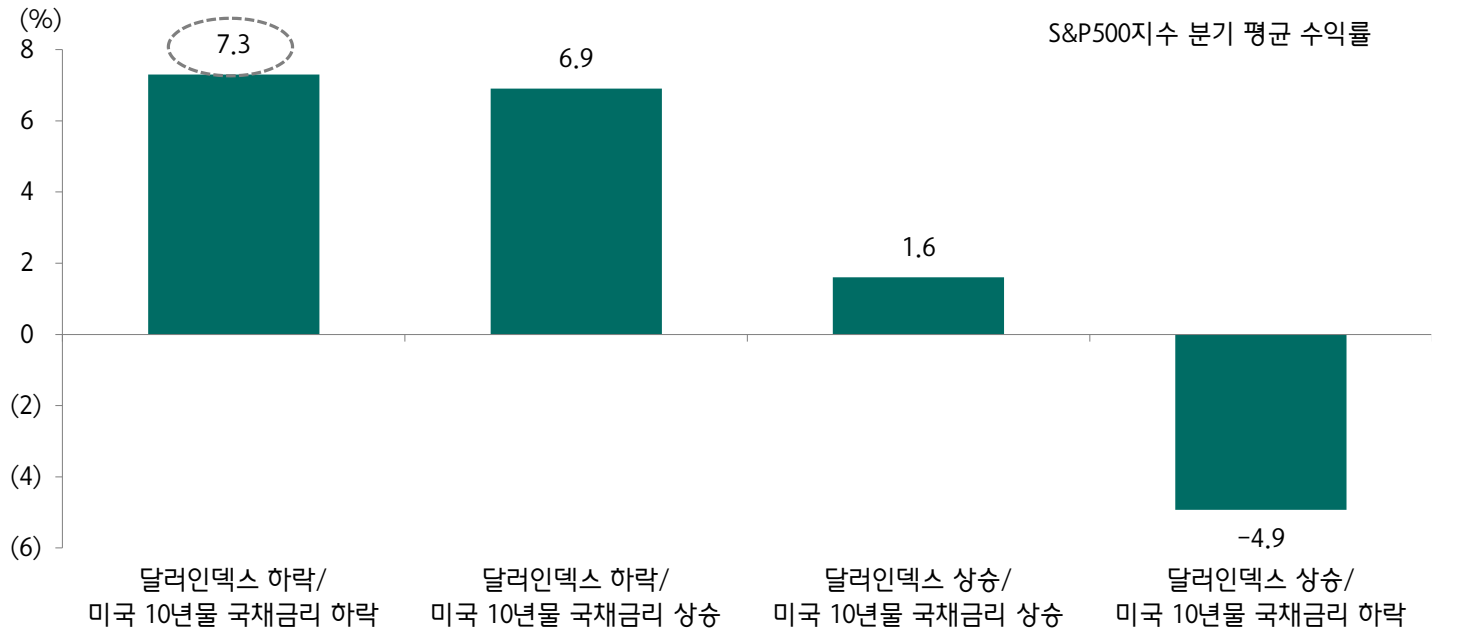



자료: Bloomberg, 하나증권

# 달러 약세와 미국 장기 국채금리 하락: S&P500지수 상승에 가장 좋은 환경

- 달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 분기 변화로 S&P500지수 분기 수익률 평가
- 달러인덱스 하락 & 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 시 S&P500지수 분기 평균 수익률 7.3%로 가장 높음

**달러 약세와 미국 장기 국채금리 하락: S&P500지수 상승에 가장 좋은 환경**

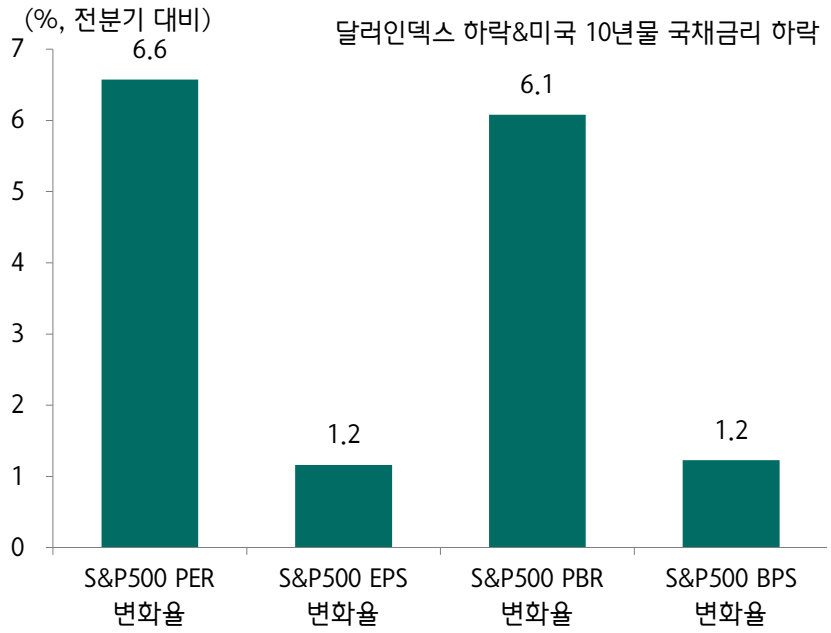



주) 2005년 이후 분기 평균
자료: Bloomberg, 하나증권

# 달러 약세와 장기 국채금리 하락 시 지수 상승은 밸류에이션을 중심으로 진행

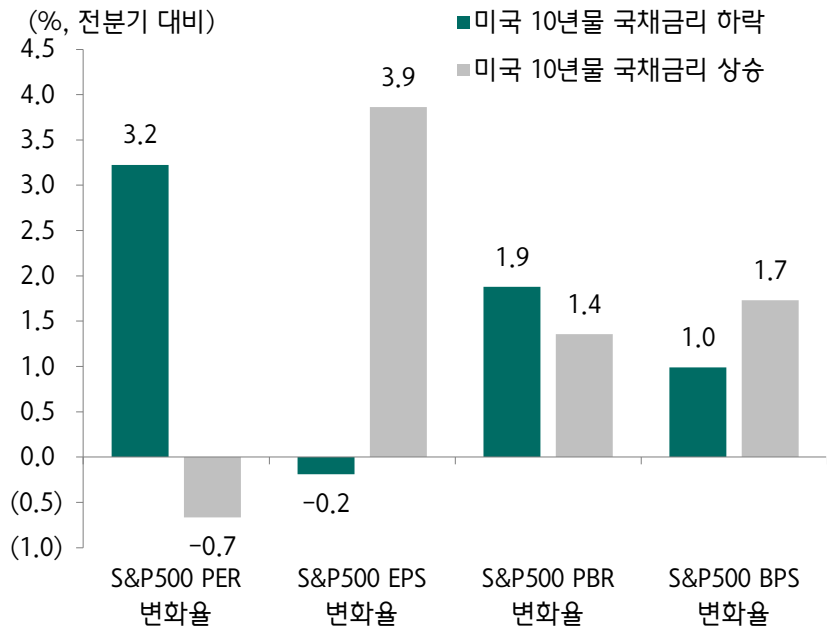
- 달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락: 지수 상승 기여도를 밸류에이션(PER과 PBR)과 펀더멘탈(EPS와 BPS) 구분
- 해당 국면에서 S&P500지수의 밸류에이션 상승 기여도는 6%를 상회하는 반면 이익 증가 기여도는 1% 내외
- 특히 미국 10년물 국채금리 하락 시 S&P500지수는 PER의 상승 기여도가 가장 큼

**달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락: 밸류 상승 의존**




자료: Bloomberg, 하나증권

**미국 10년물 국채금리 하락 시 PER의 상승 기여도가 가장 큼**




자료: Bloomberg, 하나증권

# S&P500: 밸류 낙폭이 크고, 달러 약세와 시중금리 하락 시 유리한 업종으로 포지션 구축

- S&P500지수 내 ① 최근 고점 대비 PER 하락률이 크고, ② 달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 하락 시 주가 수익률이 상대적으로 높은 기술 하드웨어, 원자재, 소프트웨어, 자본재, 미디어, 운송과 같은 업종에 대한 비중 확대 필요

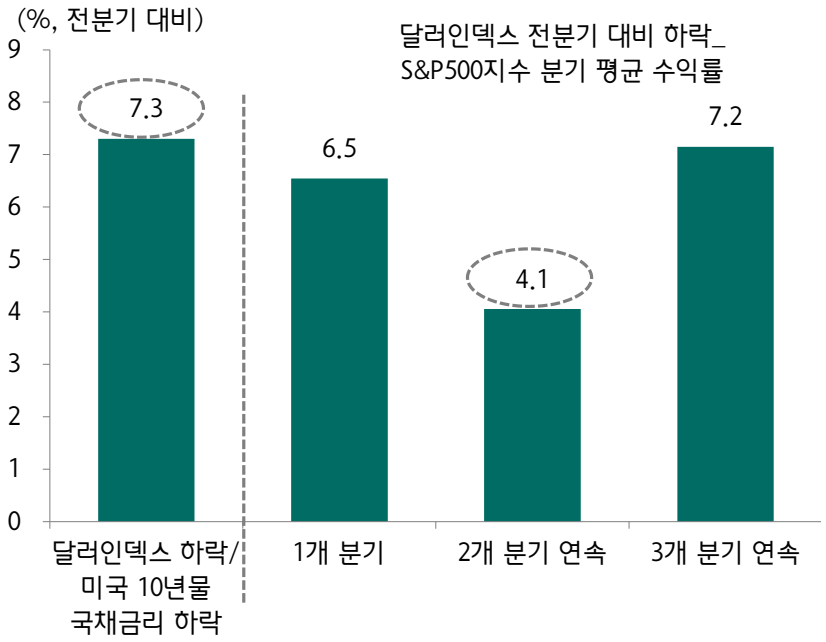
| S&P500 업종 | 2007년 이후 달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 하락(분기) | | 2025년 고점 대비 하락률(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | 주가 수익률(%) | Hit Ratio(%) | 주가 | PER |
| S&P500 지수 | 4.4 | 78.9 | (8.7) | (8.5) |
| 기술 하드웨어/장비 | 7.8 | 68.4 | (20.6) | (24.3) |
| 원자재 | 6.6 | 84.2 | (14.3) | (15.8) |
| 내구소비재/의류 | 6.3 | 68.4 | (18.4) | (17.6) |
| 소프트웨어/서비스 | 6.2 | 84.2 | (4.3) | (5.1) |
| 부동산 | 6.2 | 94.7 | 0.0 | (1.6) |
| 소비자서비스 | 5.8 | 78.9 | (4.4) | (8.7) |
| 자본재 | 5.3 | 78.9 | (5.1) | (6.6) |
| 미디어 | 5.2 | 68.4 | (0.0) | (1.5) |
| 유통 | 5.0 | 68.4 | (6.6) | (5.2) |
| 자동차/부품 | 5.0 | 57.9 | (9.3) | (7.7) |
| 운송 | 4.8 | 78.9 | (17.5) | (15.3) |
| 반도체/장비 | 4.7 | 52.6 | (2.0) | (2.4) |
| 식품/생필품유통 | 4.4 | 89.5 | (7.6) | (6.9) |
| 상업전문서비스 | 4.4 | 68.4 | (4.3) | (2.7) |
| 유틸리티 | 4.4 | 78.9 | (5.6) | (5.9) |
| 음식료/담배 | 4.4 | 84.2 | (3.1) | (4.2) |
| 헬스케어 장비/서비스 | 4.3 | 84.2 | (14.1) | (14.6) |
| 가정/개인용품 | 4.2 | 84.2 | (12.5) | (13.1) |
| 보험 | 4.1 | 63.2 | (7.6) | (7.8) |
| 정보통신서비스 | 3.9 | 73.7 | (22.7) | (16.5) |
| 에너지 | 3.3 | 57.9 | (14.5) | (4.9) |
| 제약/바이오 | 2.9 | 68.4 | (32.9) | (11.6) |
| 다각화금융 | 2.6 | 63.2 | (13.2) | (5.9) |
| 은행 | (0.6) | 47.4 | (9.2) | (7.7) |

자료: Bloomberg, 하나증권

# 2025년 하반기 S&P500지수 기대수익률: 11.4%

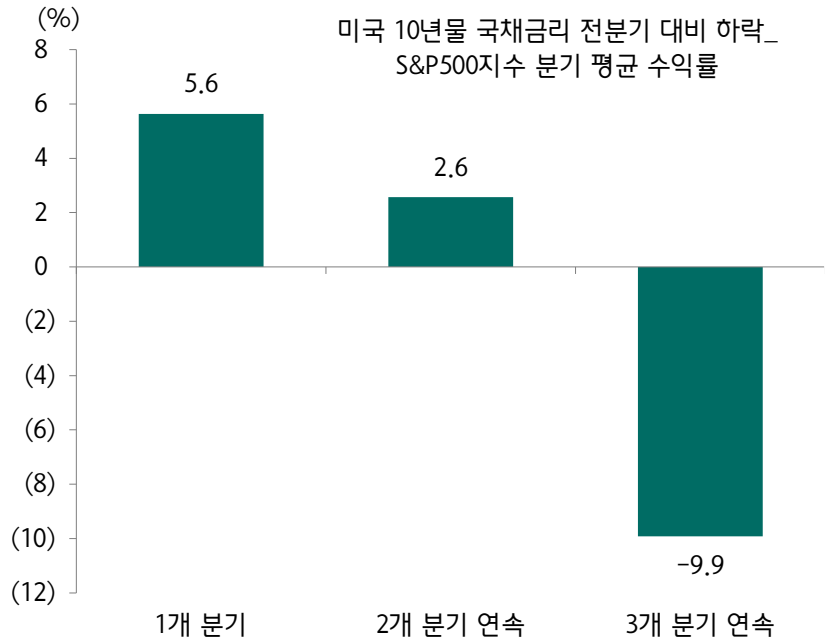
- 달러인덱스는 3개 분기 연속 하락 국면에서도 S&P500지수 수익률은 높은 수준 유지
- 그러나 미국 10년물 국채금리는 3개 분기 연속 하락 시 경기침체 우려를 동반하기 때문에 3개 분기 하락 국면에서 지수 급락
- 2025년 S&P500지수 하반기 기대수익률 추정=달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 동반 하락 기반으로 [첫번째 분기 7.3%+두개 분기 지속 시 4.1%=11.4%]

**달러인덱스: 3개 분기 연속 하락까지 S&P500지수 수익률 높은 수준 유지**




자료: Bloomberg, 하나증권

**미국 10년물 국채금리: 2개 분기 연속 하락까지 S&P500지수 플러스 유지**

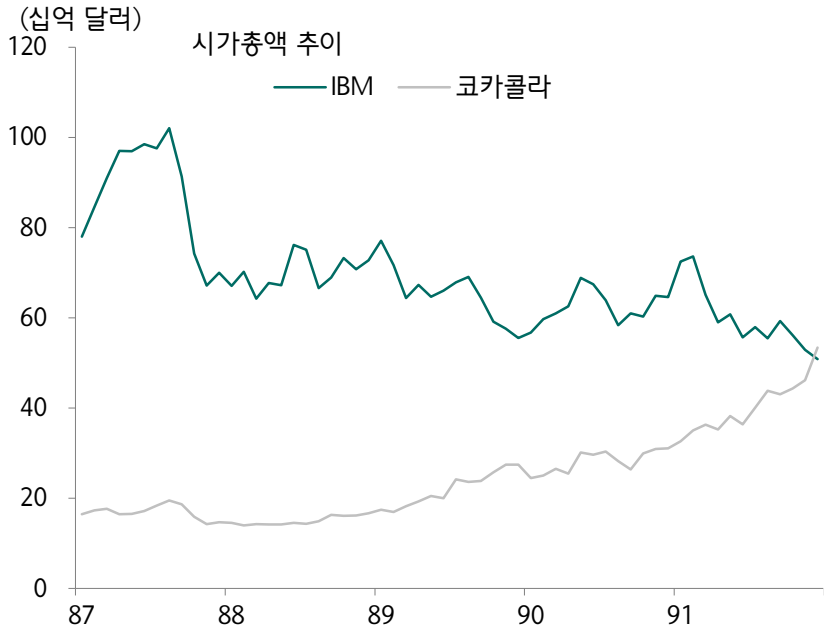



자료: Bloomberg, 하나증권

# 위기 이후 주도주 변화와 그 배경(1): 1987년 IBM에서 코카콜라로

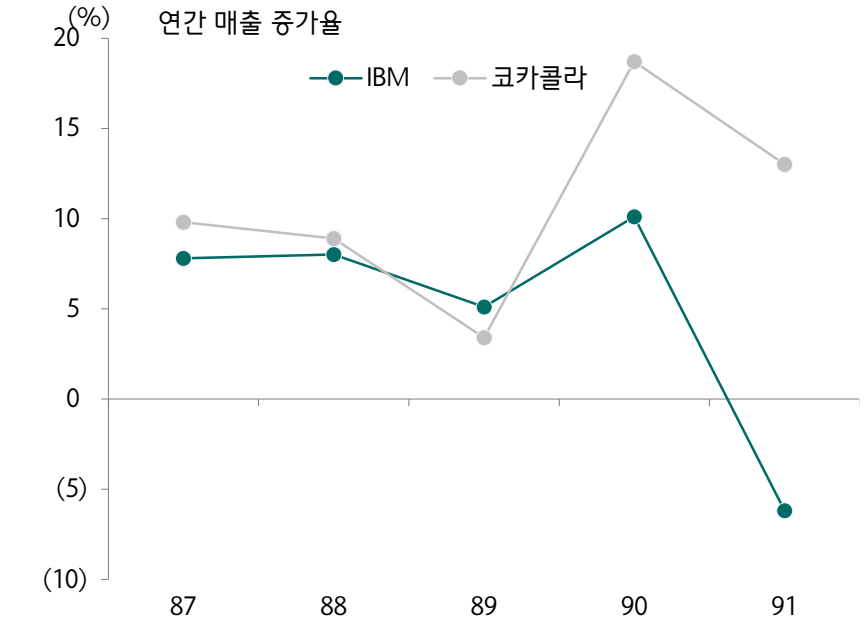
- 1987년 블랙먼데이 이후 코카콜라의 주가는 꾸준히 상승하며 1991년 연말 IBM 보다 시가총액이 커짐
- 1987년 블랙먼데이 이후 88~91년 코카콜라 연 평균 매출 증가율 11%, 같은 기간 동안 IBM 4%

**블랙먼데이 이후 코카콜라의 주가 꾸준히 상승, IBM 보다 시가총액 커짐**




자료: Bloomberg, 하나증권

**88~91년 코카콜라 연 평균 매출 증가율 11%, IBM 4%**

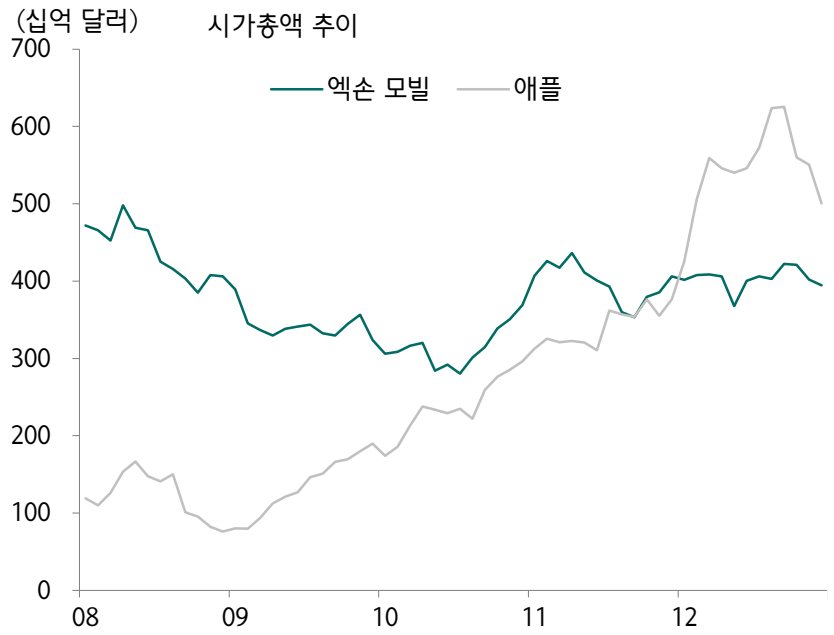



자료: Bloomberg, 하나증권

# 위기 이후 주도주 변화와 그 배경(2): 2008년 엑슨모빌에서 애플로

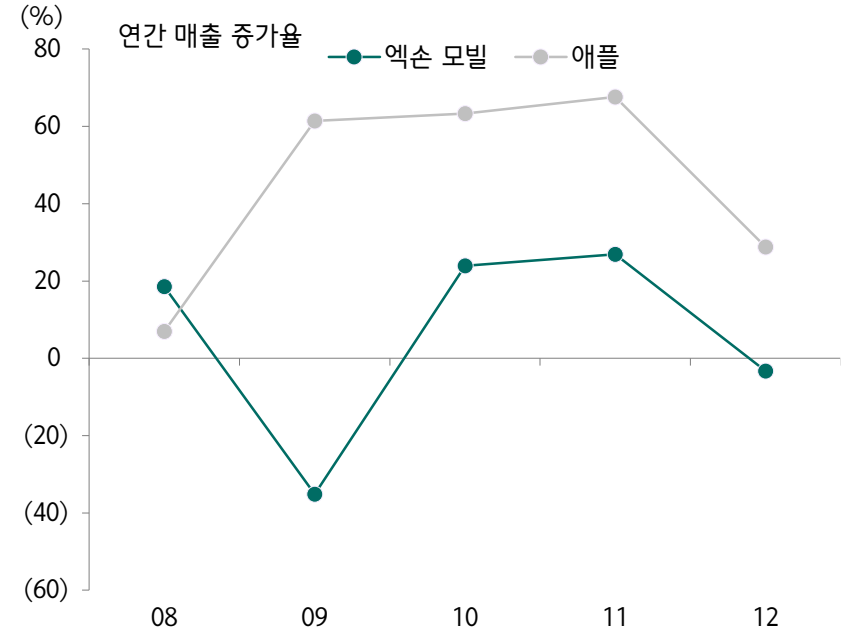
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 애플의 주가는 꾸준히 상승하며 2012년 새로운 시가총액 1위 기업 탄생
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 09~12년 애플 연 평균 매출 증가율 55%, 같은 기간 동안 엑손모빌 3%

**글로벌 금융위기 이후 애플의 주가 꾸준히 상승, 2012년 시가총액 1위 기업**




자료: Bloomberg, 하나증권

**글로벌 금융위기 이후 애플 연 평균 매출 증가율 55%, 엑손모빌 3%**

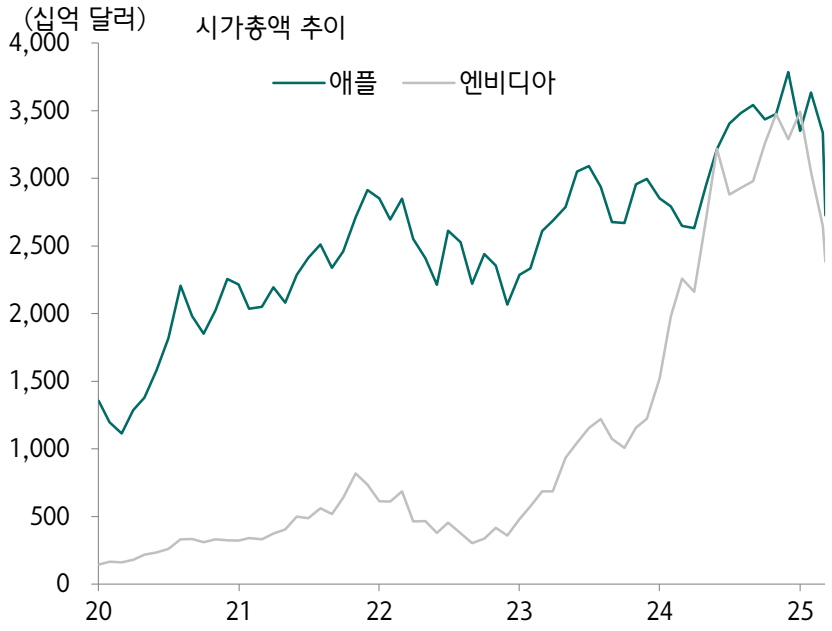



자료: Bloomberg, 하나증권

# 위기 이후 주도주 변화와 그 배경(3): 2020년 애플에서 엔비디아로

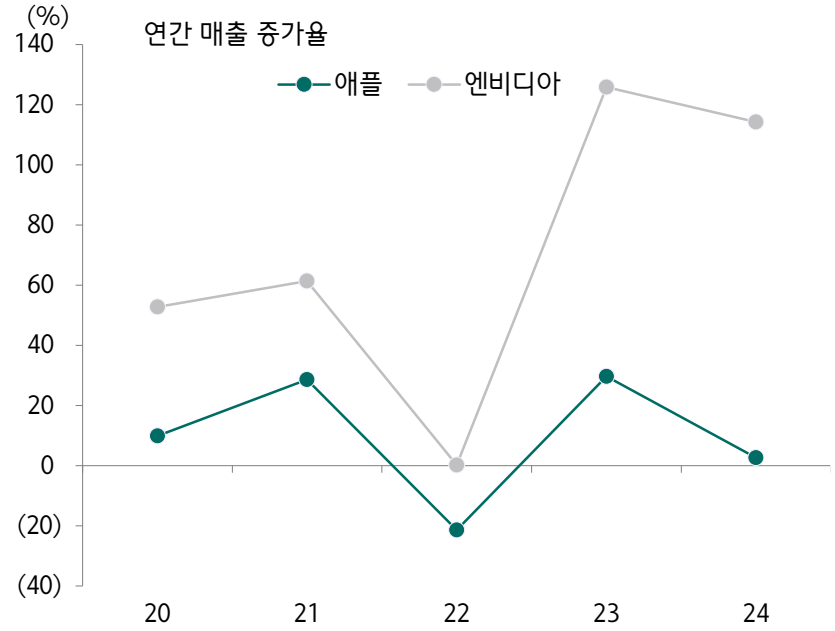
- 2020년 글로벌 금융위기 이후 엔비디아 주가는 급상승하며 2024년 하반기 이후 애플 시가총액을 역전하기도 했음
- 2020년 코로나19 펜데믹 이후 21~24년 엔비디아 연 평균 매출 증가율 75%, 같은 기간 동안 애플 10%

## 엔비디아 주가는 급상승하며 2024년 하반기 이후 애플 시가총액 역전




자료: Bloomberg, 하나증권

## 코로나19 이후 21~24년 엔비디아 연 평균 매출 증가율 75%, 애플 10%




자료: Bloomberg, 하나증권

# S&P500 기업 선별 조건: 위기 이후 주도주 변화는 매출이 주도

- 2008년 글로벌 금융위기, 2020년 코로나19 펜데믹, 2022년 미국 스테그플레이션 등과 같은 위기 탈출 국면
- 매출 성장을 주도했던 업종의 주가 수익률이 가장 높았음

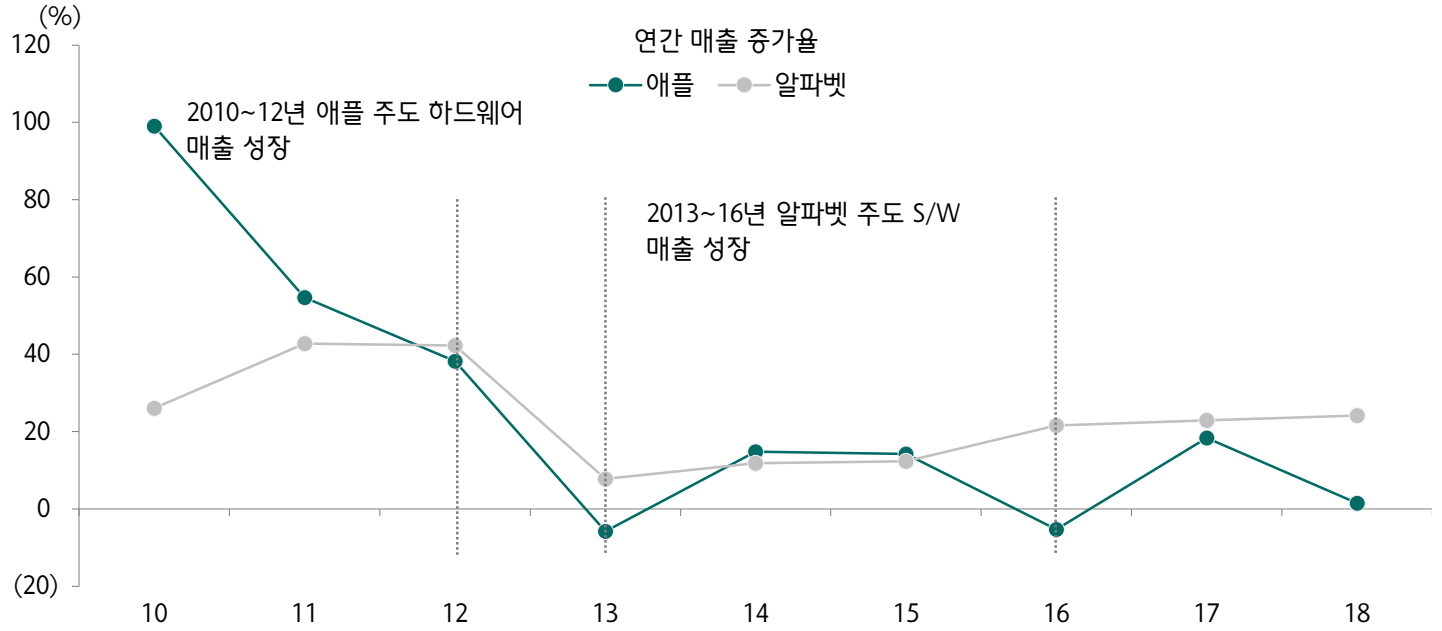
| 시기 구분 | S&P500 업종 구분 | | 주가 수익률(%) | 매출 증가율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 글로벌 금융위기 이후 | 2009년 | **주가수익률 상위 3개 업종 평균** | **58.5** | **5.4** |
| | | S&P500 지수 | 23.5 | (4.2) |
| | | 주가수익률 하위 3개 업종 평균 | (0.3) | (7.4) |
| | 2010년 | **주가수익률 상위 3개 업종 평균** | **28.8** | **21.1** |
| | | S&P500 지수 | 12.8 | 6.4 |
| | | 주가수익률 하위 3개 업종 평균 | 1.2 | 5.4 |
| 코로나19 펜데믹 이후 | 2020년 | **주가수익률 상위 3개 업종 평균** | **48.7** | **10.5** |
| | | S&P500 지수 | 16.3 | (1.9) |
| | | 주가수익률 하위 3개 업종 평균 | (21.8) | (10.6) |
| | 2021년 | **주가수익률 상위 3개 업종 평균** | **46.3** | **26.5** |
| | | S&P500 지수 | 26.9 | 15.7 |
| | | 주가수익률 하위 3개 업종 평균 | 4.7 | 2.6 |
| SVB 파산 스테그플레이션 이후 | 2023년 | **주가수익률 상위 3개 업종 평균** | **70.8** | **14.1** |
| | | S&P500 지수 | 24.2 | 5.8 |
| | | 주가수익률 하위 3개 업종 평균 | (8.2) | 11.3 |
| | 2024년 | **주가수익률 상위 3개 업종 평균** | **50.1** | **17.1** |
| | | S&P500 지수 | 23.3 | 5.5 |
| | | 주가수익률 하위 3개 업종 평균 | (3.4) | (5.6) |

자료: Bloomberg, 하나증권

# 2010~12년에서 2013~15년의 Tech의 변화(1) 하드웨어에서 소프트웨어로

- 2010~12년까지 애플 연 평균 매출 증가율 64%, 알파벳 37%
- 2014~16년 알파벳 연 평균 매출 증가율 15%, 애플 8%
- 하드웨어 이후 소프트웨어의 매출 성장 진행

**[매출] 2010~12년 애플 중심의 하드웨어 시대에서 2013~16년 알파벳 중심의 소프트웨어 시대로 변화**

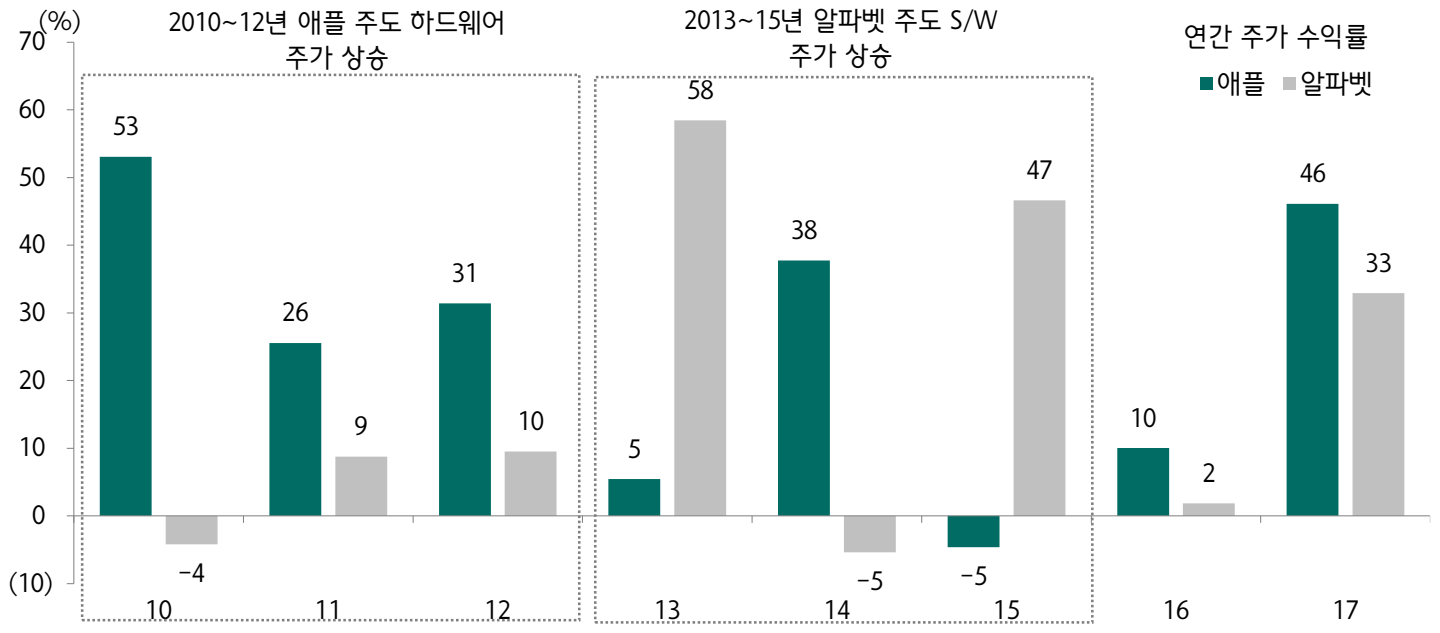



자료: Bloomberg, 하나증권

# 2010~12년에서 2013~15년의 Tech의 변화(2) 하드웨어에서 소프트웨어로

- 2010~12년 애플 주가 수익률 110%, 알파벳 14%
- 2013~15년 알파벳 주가 수익률 100%, 애플 39%
- 하드웨어 이후 소프트웨어 주가 상승 진행

**[주가 수익률] 2010~12년 애플 중심의 하드웨어 시대에서 2013~16년 알파벳 중심의 소프트웨어 시대로 변화**

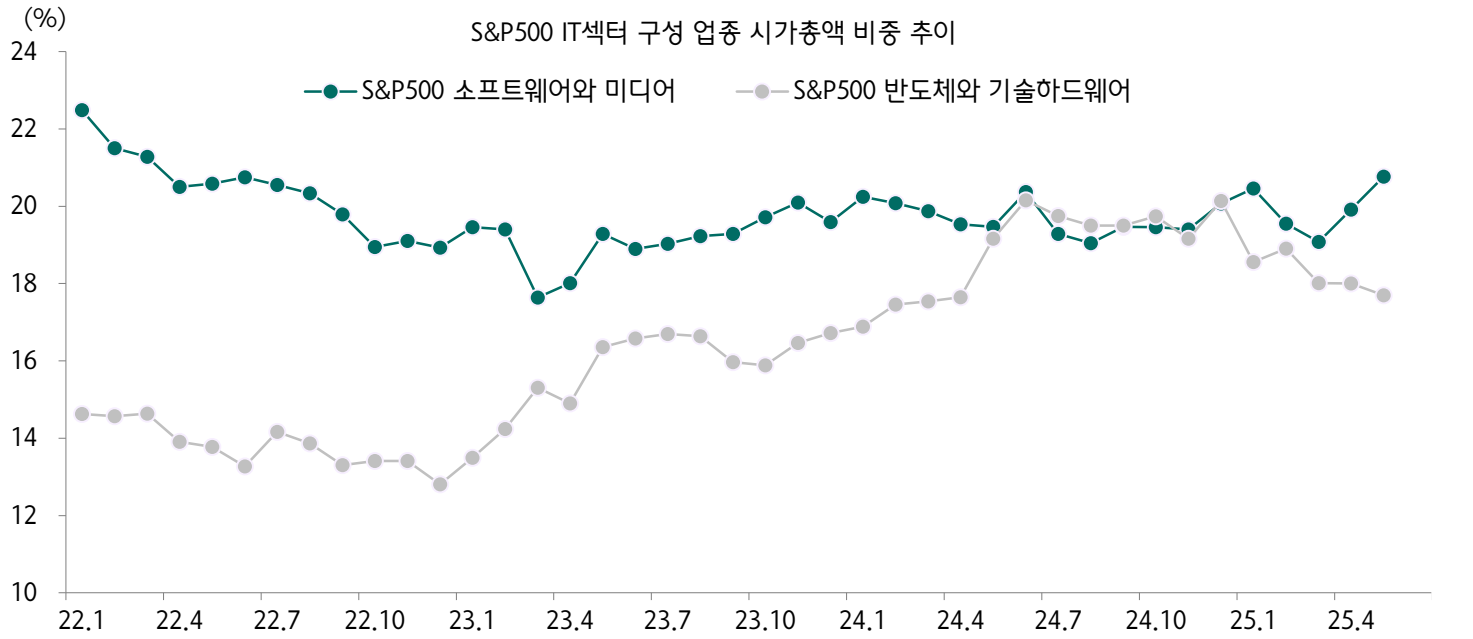



자료: Bloomberg, 하나증권

# 2025년 S&P500 Tech섹터: 하드웨어에서 소프트웨어로 주도권 변화

- S&P500지수 내 반도체와 기술하드웨어 시가총액 비중 2023년 연초 12.8%에서 2024년 12월 20%까지 상승. 2025년 들어 시가총액 비중은 지속적으로 하락, 현재 17.7%까지 낮아짐
- 반면 소프트웨어와 미디어 시가총액 비중은 4월 지수 급락 위기를 극복하며 20.8%로 연중 최고치 경신

**2025년 S&P500 Tech섹터: 하드웨어에서 소프트웨어로 주도권 변화**




자료: Bloomberg, 하나증권

# S&P500 기업 선별: 매출 증가 여부와 매출 증가 유지를 위한 투자 증가 여부가 중요

- S&P500 포트폴리오 구성 아이디어: ① 매출 증가율이 높고, ② 매출액 대비 CAPEX 비율 상승, ③ ROIC 개선, ④ PSR 하락 기대 기업들에 대한 비중 확대

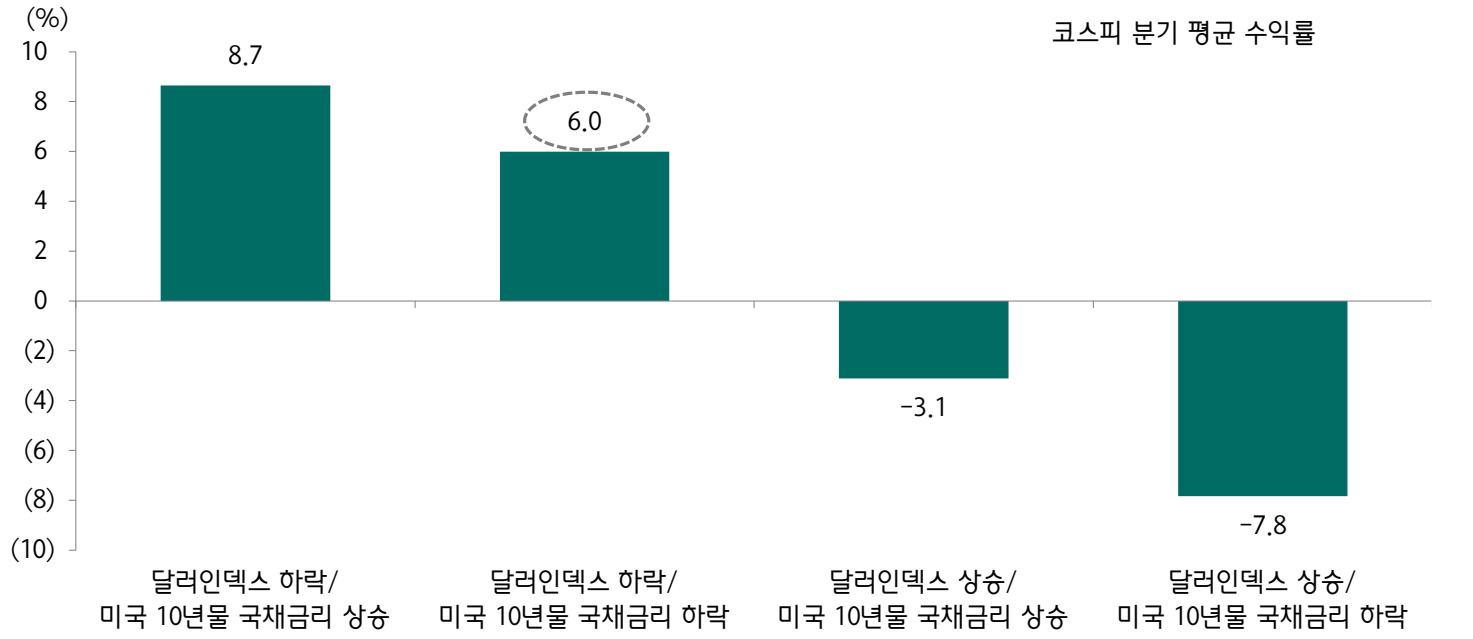
| 업종명 | 기업명 | 시가총액 (억 달러) | 매출증가율(%) | | 매출액 대비 CAPEX 비율(%)(12m. Fwd) | | ROIC(%) | | PSR(배) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2024년 | 2025년.E | 2024년 | 2025년.E | 2023년 | 2024년 | 2024년 | 2025년.E |
| 하드웨어/장비 | 애플 | 30,005 | 2.6 | 4.4 | 2.7 | 2.7 | 63.0 | 68.4 | 9.6 | 7.3 |
| | 암페놀 | 797 | 21.3 | 21.7 | 3.2 | 3.7 | 21.0 | 20.6 | 5.5 | 4.3 |
| | 델 테크놀로지스 | 587 | 8.1 | 7.9 | 3.1 | 2.8 | 20.3 | 22.7 | 0.8 | 0.6 |
| 소프트웨어/서비스 | 마이크로소프트 | 27,269 | 15.0 | 11.9 | 17.4 | 22.9 | 32.9 | 32.5 | 12.0 | 9.3 |
| | 오라클 | 3,568 | 6.4 | 10.4 | 16.2 | 29.7 | 17.0 | 17.7 | 8.5 | 5.9 |
| | 인튜이트 | 1,631 | 13.7 | 12.0 | 1.2 | 1.6 | 13.5 | 15.4 | 10.2 | 8.5 |
| | 서비스나우 | 1,587 | 22.4 | 18.5 | 7.0 | 7.2 | 7.6 | 11.5 | 19.9 | 12.2 |
| | 팔로 알토 네트웍스 | 1,083 | 13.9 | 14.6 | 2.2 | 2.2 | 9.6 | 16.6 | 13.9 | 11.0 |
| | 크라우드스트라이크 | 913 | 29.4 | 21.1 | 7.4 | 7.9 | (4.7) | (0.3) | 21.3 | 19.1 |
| 미디어 | 알파벳 | 18,608 | 13.9 | (6.6) | 14.8 | 22.3 | 26.9 | 32.8 | 6.6 | 5.7 |
| | 메타 플랫폼스 | 12,629 | 21.9 | 13.0 | 22.9 | 31.3 | 21.8 | 31.7 | 9.0 | 6.8 |
| | 넷플릭스 | 4,427 | 15.7 | 13.9 | 1.1 | 1.2 | 16.0 | 23.3 | 9.8 | 10.0 |
| 유통 | 아마존닷컴 | 18,378 | 11.0 | 8.8 | 9.1 | 14.7 | 8.5 | 16.2 | 3.6 | 2.6 |
| 자본재 | 이튼 | 1,046 | 7.3 | 7.6 | 3.2 | 3.3 | 12.6 | 15.4 | 5.3 | 3.9 |
| | GE 베르노바 | 891 | 5.1 | 6.4 | 2.2 | 2.6 | - | 5.4 | 2.6 | 2.4 |
| | 콴타 서비시스 | 388 | 13.4 | 13.5 | 2.0 | 2.0 | 10.2 | 11.4 | 2.0 | 1.4 |

자료: Bloomberg, 하나증권

# 달러 약세와 미국 장기 국채금리 하락: 코스피 상승에도 긍정적인 환경

- 달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 분기 변화로 코스피 분기 수익률 평가
- 달러인덱스 하락 & 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 시 코스피 분기 평균 수익률 6.0%로 높은 편

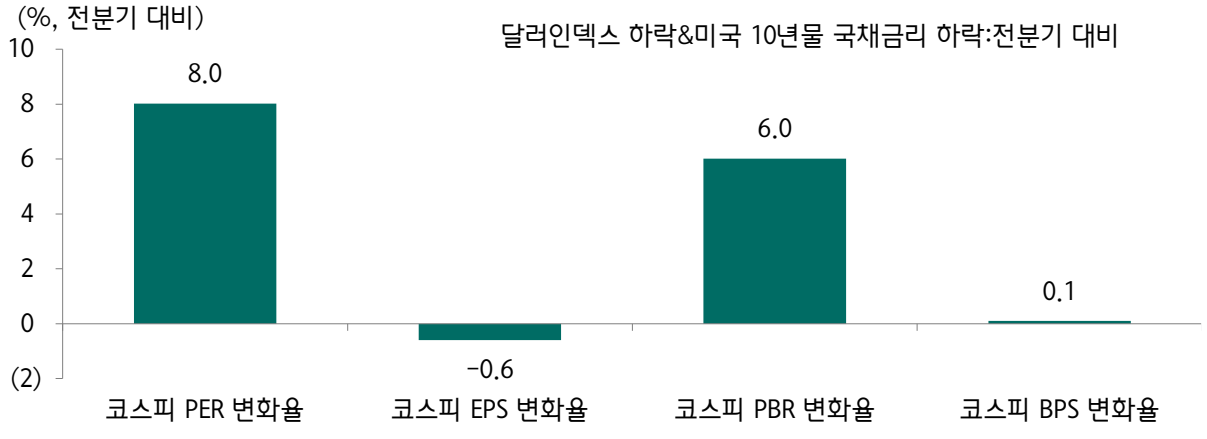
**달러인덱스 하락 & 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 시 코스피 분기 평균 수익률은 높은 편**

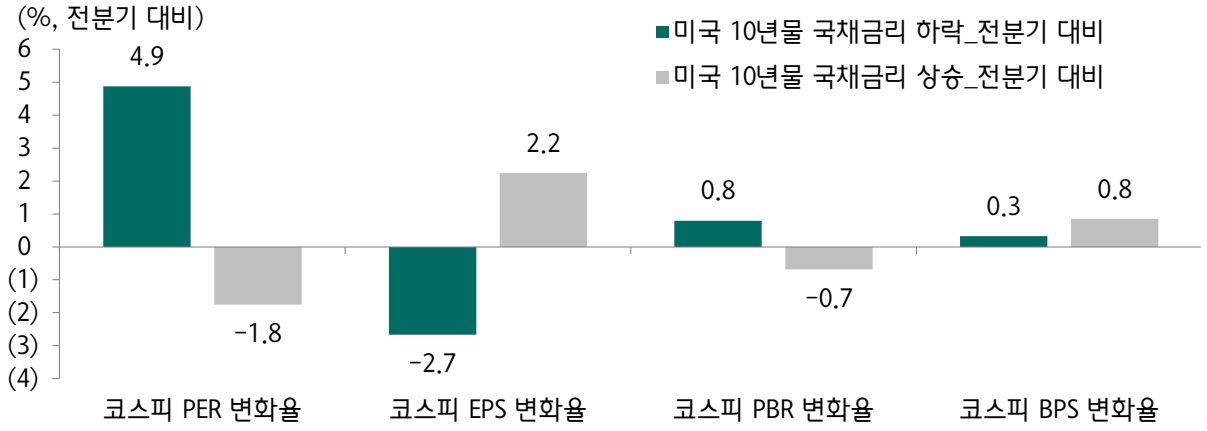



주) 2005년 이후 분기 평균
자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

# 미국 장기 금리 하락: 코스피는 펀더멘탈 보다는 밸류 상승에 의존

## 미국 장기 금리 하락: 코스피는 펀더멘탈 보다는 밸류 상승에 의존



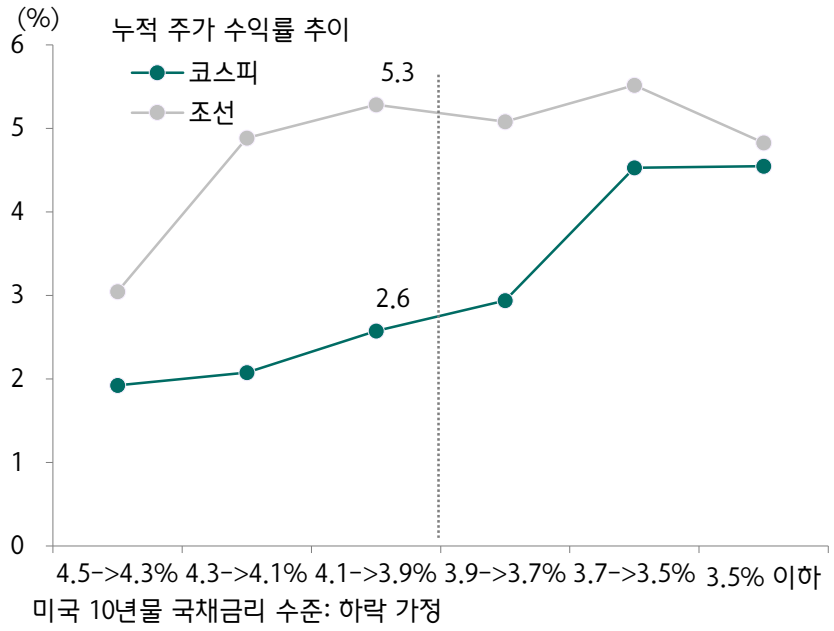

자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

- 달러 약세와 미국 10년물 국채금리 하락 시 코스피는 펀더멘탈(EPS나 BPS) 보다는 밸류에이션(PER이나 PBR) 상승에 의존하는 경향이 강함
- 해당 국면에서 분기 평균 코스피 PER은 8%, PBR은 6% 상승
- 특히 미국 10년물 국채금리 변화에 코스피 PER과 EPS가 민감하게 반응한다는 특징이 있음

# [금리와 주가] 미국 장기 금리 레벨에 따른 국내 증시 업종 순환(1)

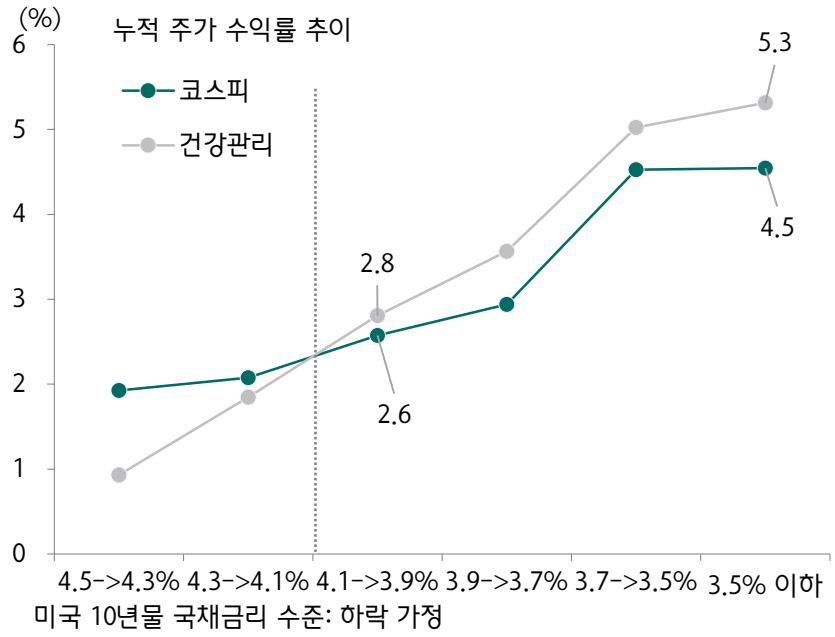
- 미국 10년물 국채금리 4% 이상에서는 인플레이션 헷지에 해당하는 조선 업종의 주가 수익률이 높은 편
- 4.0% 이하에서 하락세가 이어질 경우 건강관리 업종의 주가 수익률이 높았음

**미국 10년물 국채금리 4% 이상: 조선**




자료: Quantiwise, 하나증권

**미국 10년물 국채금리 4% 이하 하락: 건강관리**

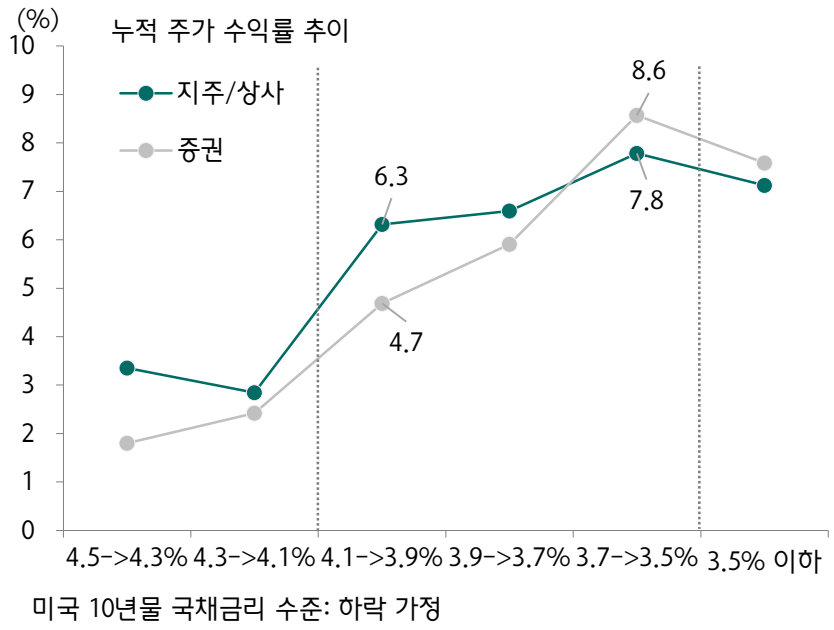



자료: Quantiwise, 하나증권

# [금리와 주가] 미국 장기 금리 레벨에 따른 국내 증시 업종 순환(2)

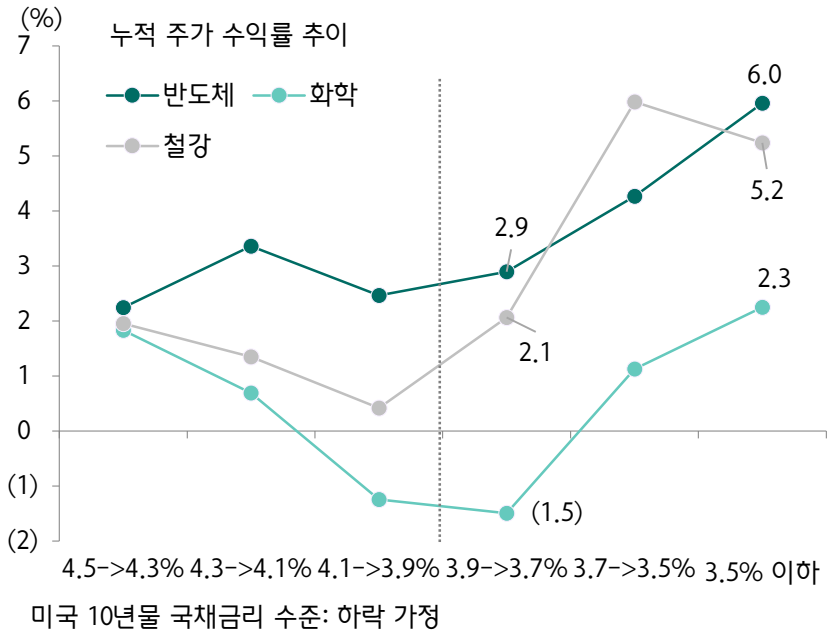
- 미국 10년물 국채금리 4.1% 이하에서는 증권과 지주 업종의 주가 수익률이 높았음
- 3.9% 이하에서는 반도체, 철강, 화학 업종의 주가 수익률이 높았음

**미국 10년물 국채금리 4.1% 이하에서 하락: 증권과 지주**




자료: Quantiwise, 하나증권

**미국 10년물 국채금리 3.9% 이하에서 하락: 반도체, 철강, 화학**

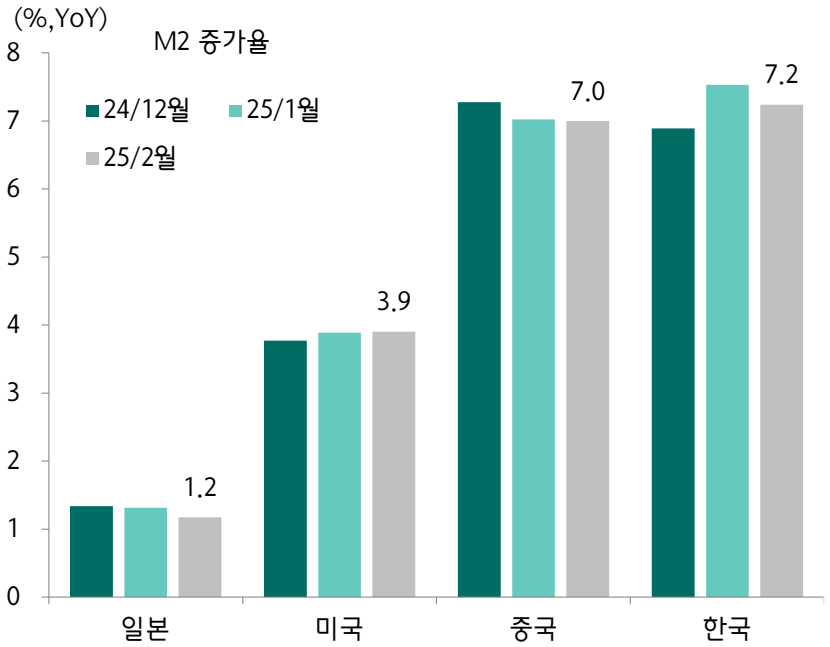



자료: Quantiwise, 하나증권

# 2025년 상반기, 미국 대비 중국과 국내 증시가 상대적으로 강세를 보였던 이유

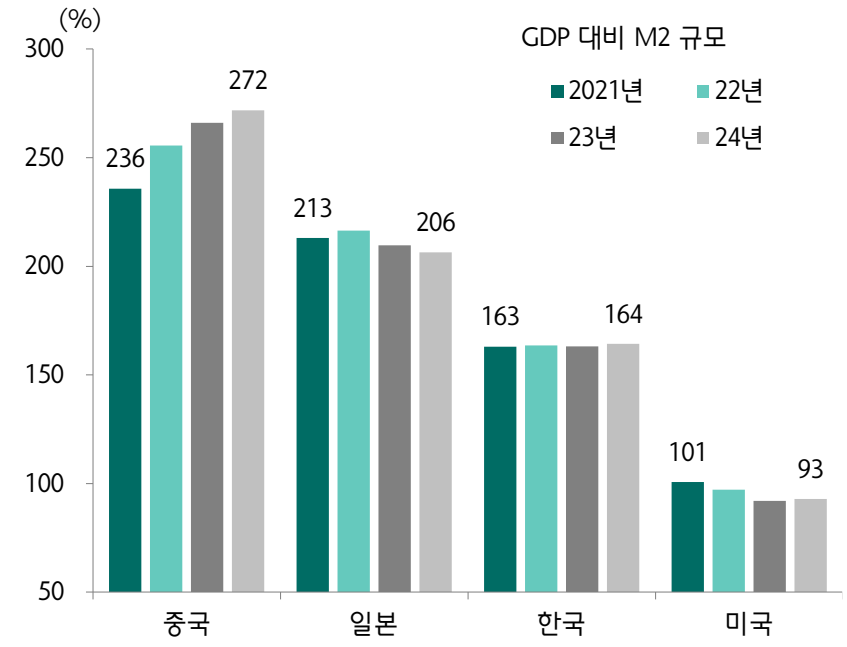
- 중국과 국내의 경우는 M2 증가율(YoY)과 GDP 대비 M2 비율이 모두 높아진 국가들
- 2025년 이후 미국 대비 상대적으로 주가 강세를 보이는 이유 중 하나는 내부 유동성 총량은 증가했고, 증가 속도가 빨랐기 때문

## 미국 대비 중국과 국내의 유동성 증가 속도가 빠름




자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 대비 중국과 국내의 유동성 총량이 큼

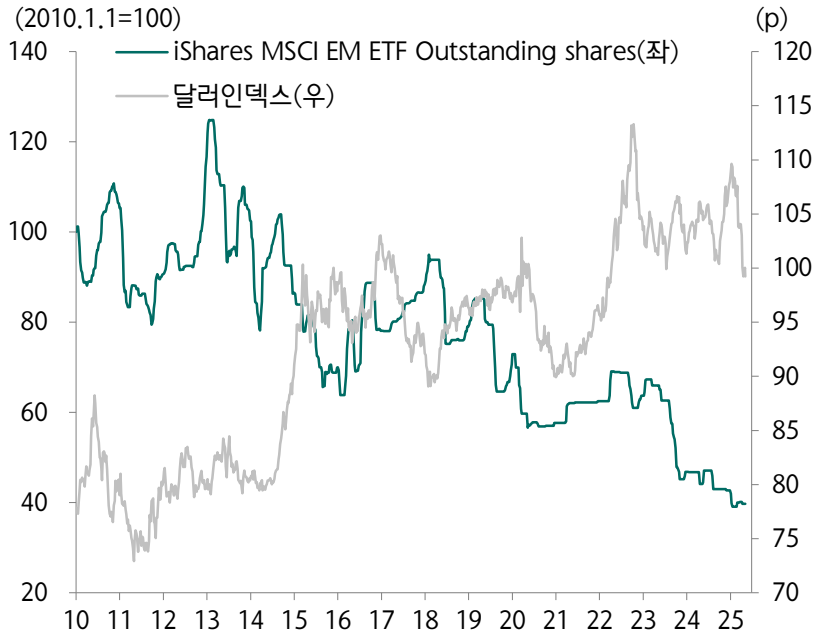



자료: Bloomberg, 하나증권

# 2025년 하반기, 달러 약세를 기반으로 한 외국인 자금 유입이 핵심

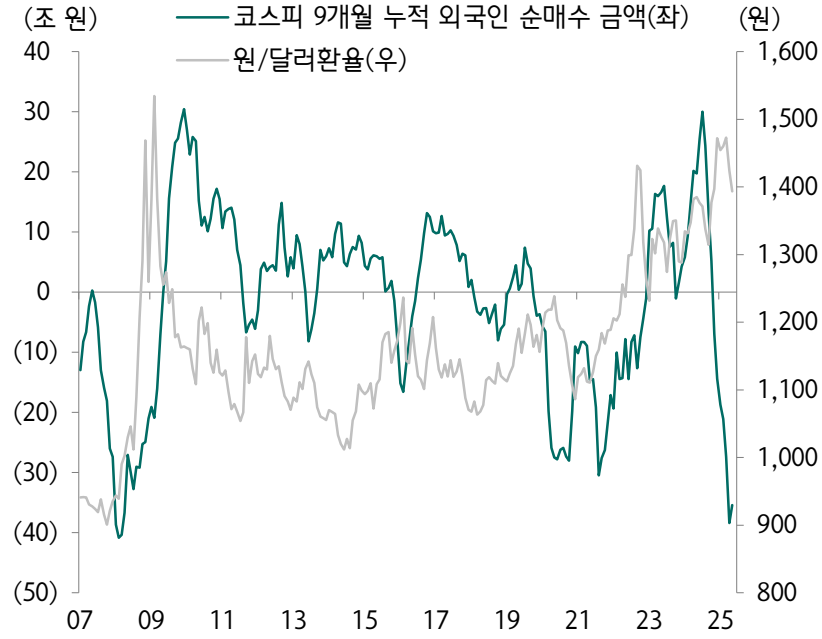
- 달러 약세 지속 시 외국인 신흥국 증시로 글로벌 유동성 유입 전환 가능할 것으로 예상
- MSCI 신흥국 지수 추종 ETF에서는 2023년 이후 현재까지 추세적으로 자금 이탈
- 최근 코스피 외국인 9개월 누적 순매도(2024년 8월~25년 4월) 금액은 38조 원으로 글로벌 금융위기 국면(41조 원)과 유사한 수준
- 달러 대비 원화 약세 진정 시 외국인 순매수 전환 가능성 높다고 판단

**달러 약세 지속 시 신흥국 증시로 자금 유입 전환이 가능할 것으로 예상**




자료: Bloomberg, 하나증권

**최근 9개월 동안 코스피 외국인 순매도 규모는 글로벌 금융위기**



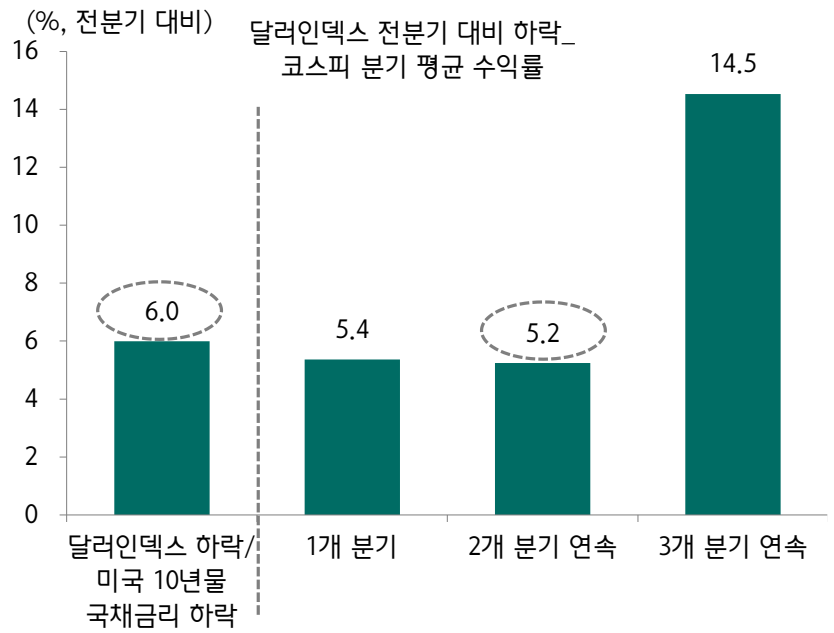

자료: Quantiwise, 하나증권

Strategist/선진국전략 이재만

# 2025년 하반기 코스피 기대수익률: 11.2%

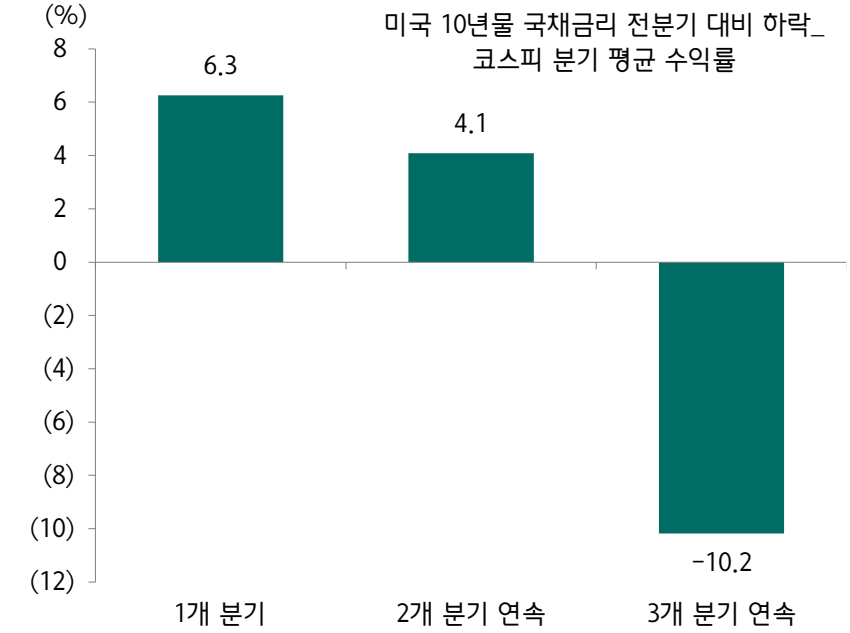
- 달러인덱스는 3개 분기 연속 하락 국면에서도 코스피 수익률은 높은 수준 유지. 특히 3개 분기 하락 국면에서 지수 급등
- 그러나 미국 10년물 국채금리는 3개 분기 연속 하락 시 경기침체 우려를 동반하기 때문에 3개 분기 하락 국면에서 지수 급락
- 2025년 코스피 하반기 기대수익률 추정=달러인덱스와 미국 10년물 국채금리 동반 하락 기반으로 [첫번째 분기 6.0%+두개 분기 지속 시 5.2%=11.2%]

**달러인덱스: 3개 분기 연속 하락까지 코스피 수익률 높은 수준 유지**




자료: Quantiwise, 하나증권

**미국 10년물 국채금리: 2개 분기 연속 하락까지 코스피 플러스 유지**

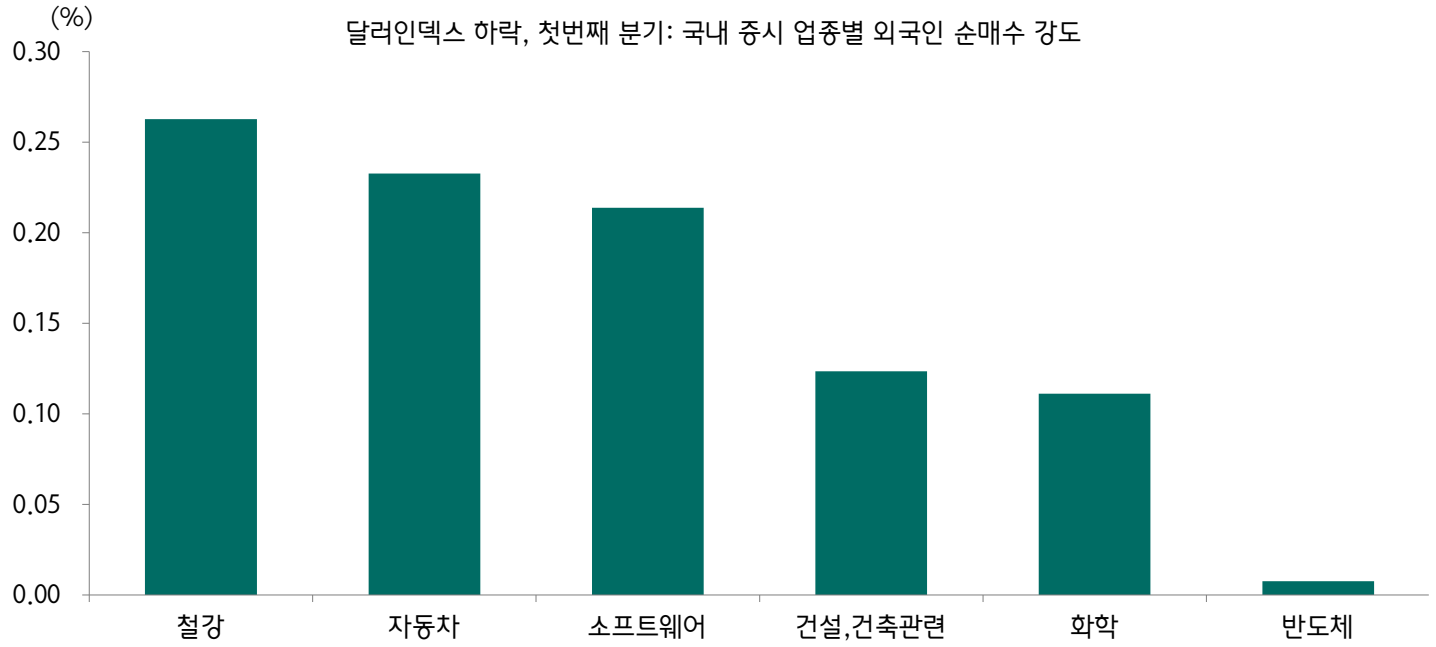



자료: Quantiwise, 하나증권

# 달러인덱스 하락 첫번째 분기, 외국인은 무엇을 많이 샀을까

- 달러인덱스 하락 첫번째 분기, 외국인 순매수 강도(=외국인 분기 순매수 금액/시가총액*100)
- 국내 증시 내 철강, 자동차, 소프트웨어, 건설, 화학, 반도체 업종에 대한 외국인 순매수 강도가 강했음

**달러인덱스 하락 첫번째 분기, 외국인은 무엇을 많이 샀을까**

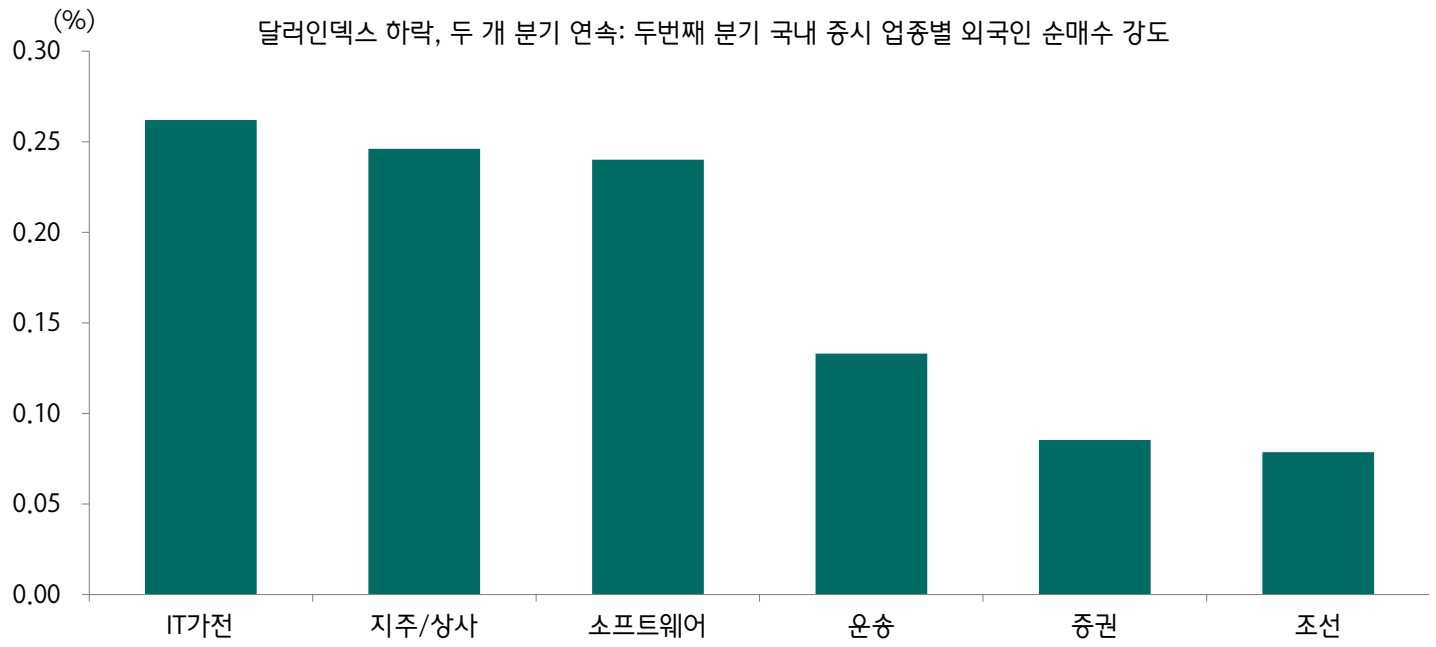



자료: Quantiwise, 하나증권

# 달러인덱스 하락 두 개 분기 연속, 두번째 분기에 외국인은 무엇을 많이 샀을까

- 달러인덱스 하락 두 개 분기 지속 시 두번째 분기, 외국인 순매수 강도(=외국인 분기 순매수 금액/시가총액*100)
- IT가전(2차전지 포함), 지주/상사, 소프트웨어, 운송, 증권, 조선 업종에 대한 외국인 순매수 강도가 강함

## 달러인덱스 하락 두 개 분기 연속, 두번째 분기에 외국인은 무엇을 많이 샀을까

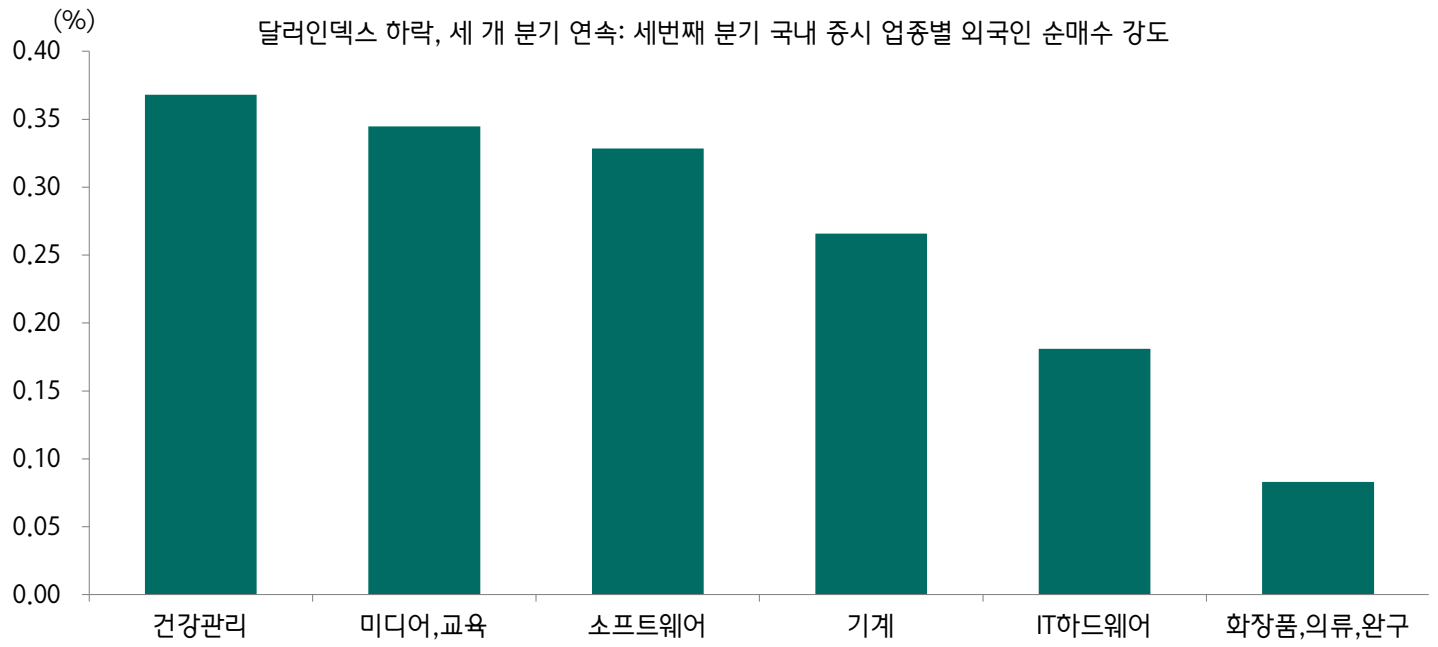



자료: Quantiwise, 하나증권

# 달러인덱스 하락 세 개 분기 연속, 세번째 분기에 외국인은 무엇을 많이 샀을까

- 달러인덱스 하락 세 개 분기 지속 시 세번째 분기, 외국인 순매수 강도(=외국인 분기 순매수 금액/시가총액*100)
- 건강관리, 미디어, 소프트웨어, 기계, IT하드웨어, 화장품 업종에 대한 외국인 순매수 강도가 강함

**달러인덱스 하락 세 개 분기 연속, 세번째 분기에 외국인은 무엇을 많이 샀을까**

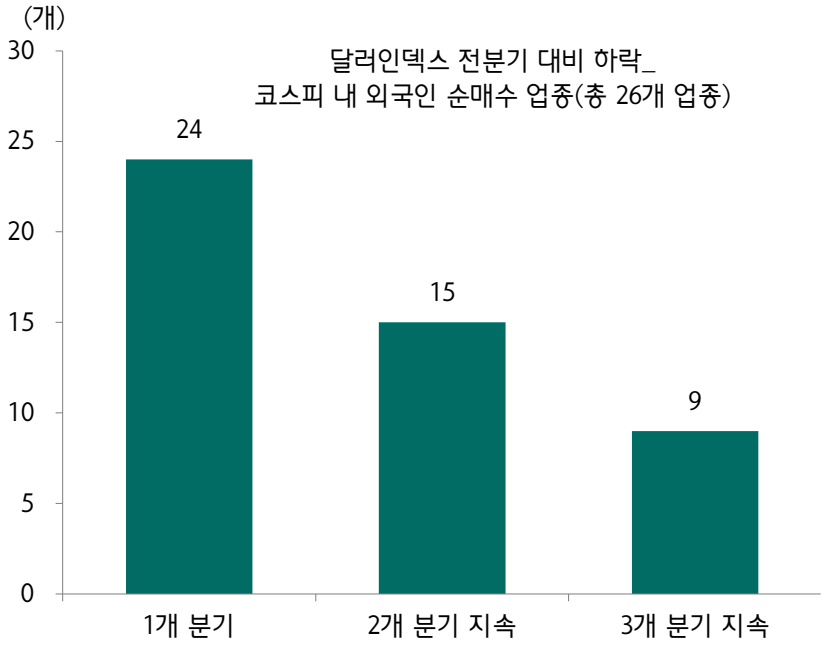



자료: Quantiwise, 하나증권

# 달러인덱스 하락이 지속될 수록 외국인 매수 업종 집중화 현상 강화

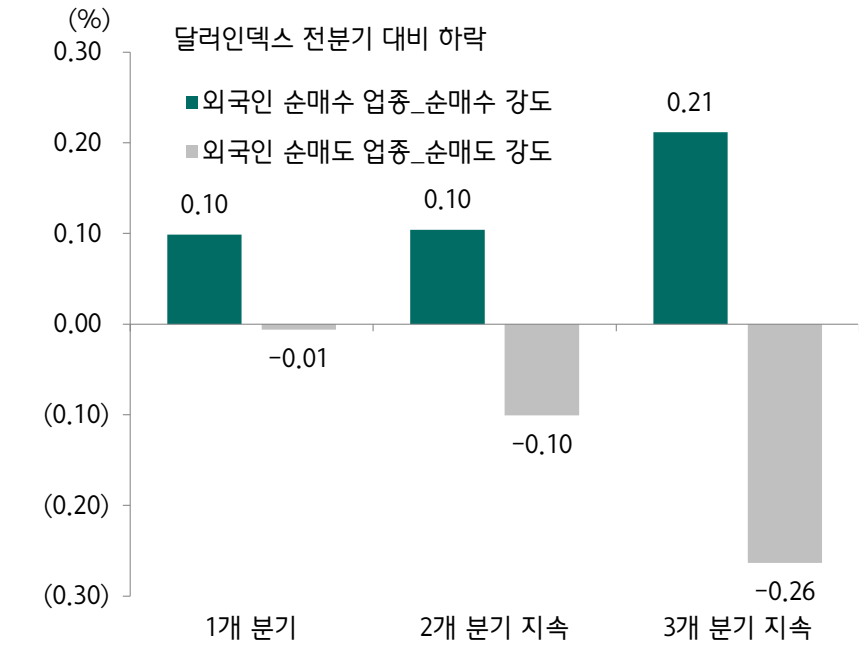
- 달러인덱스 하락 첫번째 분기에 외국인 순매수 업종은 24개로 가장 많음. 두 개 분기 지속 시 15개→ 세 개 분기 지속 시 9개로 감소
- 외국인 순매수와 순매도 업종간의 매수 강도 역시 달러인덱스 하락이 지속될수록 격차가 커짐

## 달러인덱스 하락이 지속될 수록 외국인 매수 업종 감소




자료: Quantiwise, 하나증권

## 달러인덱스 하락이 지속될 수록 외국인 매수와 매도 강도 차이 커짐




자료: Quantiwise, 하나증권

# 코스피 업종별로 외국인 순매수 팩터는 다름: 영업이익률과 ROE가 가장 중요

- 다섯 가지 펀더멘탈 지표 변화를 기반으로 외국인 순매수 확률 계산 가능. 이를 통해 업종별 외국인 매수 팩터를 확인할 수 있음

| 코스피 업종 | 전분기 대비 증가 또는 상승 시 외국인 매수 확률(%) | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 매출액(Fwd.12M) | 영업이익(Fwd.12M) | 영업이익률 | ROE(지배) | 현금흐름(Fwd.12M) |
| 유틸리티 | 63.2 | 55.2 | 50.0 | 60.0 | 54.5 |
| 철강 | 41.9 | 53.8 | 47.4 | 35.0 | 52.4 |
| 은행 | - | 60.7 | - | 57.9 | - |
| 보험 | - | 52.9 | - | 52.4 | - |
| 증권 | - | 46.4 | - | 41.7 | - |
| 조선 | 35.7 | 51.9 | 55.6 | 52.4 | 50.0 |
| 지주/상사 | 53.8 | 56.0 | 61.9 | 54.5 | 53.8 |
| 건강관리 | 70.3 | 64.7 | 75.0 | 66.7 | 73.1 |
| 건설,건축관련 | 33.3 | 40.7 | 60.7 | 47.6 | 35.0 |
| 소프트웨어 | 50.0 | 65.6 | 69.2 | 66.7 | 65.5 |
| 필수소비재 | 40.0 | 51.5 | 59.1 | 40.9 | 54.8 |
| 기계 | 48.6 | 65.4 | 72.7 | 47.1 | 66.7 |
| 디스플레이 | 53.1 | 53.3 | 56.7 | 44.4 | 55.6 |
| 소매(유통) | 46.9 | 50.0 | 50.0 | 53.8 | 47.4 |
| 미디어,교육 | 41.0 | 53.8 | 55.0 | 66.7 | 50.0 |
| 호텔,레저서비스 | 48.5 | 58.1 | 56.3 | 68.4 | 51.9 |
| 통신서비스 | 42.4 | 52.0 | 54.2 | 65.2 | 60.7 |
| IT가전 | 52.5 | 70.4 | 79.2 | 80.0 | 66.7 |
| IT하드웨어 | 53.8 | 69.2 | 69.6 | 71.4 | 69.2 |
| 비철,목재등 | 40.5 | 47.2 | 56.3 | 57.1 | 51.7 |
| 자동차 | 46.3 | 50.0 | 52.2 | 52.9 | 52.0 |
| 화장품,의류 | 59.5 | 71.9 | 71.4 | 68.4 | 73.3 |
| 운송 | 53.1 | 52.2 | 54.5 | 52.9 | 60.9 |
| 화학 | 52.9 | 60.7 | 58.6 | 60.0 | 65.5 |
| 반도체 | 51.2 | 62.5 | 60.0 | 61.9 | 65.5 |
| 에너지 | 36.7 | 52.4 | 55.0 | 56.3 | 68.2 |

자료: Quantiwise, 하나증권

Strategist/선진국전략 이재만

# [국내 증시] 외국인 순매수 확률이 높은 팩터로 선별한 기업들로 구성

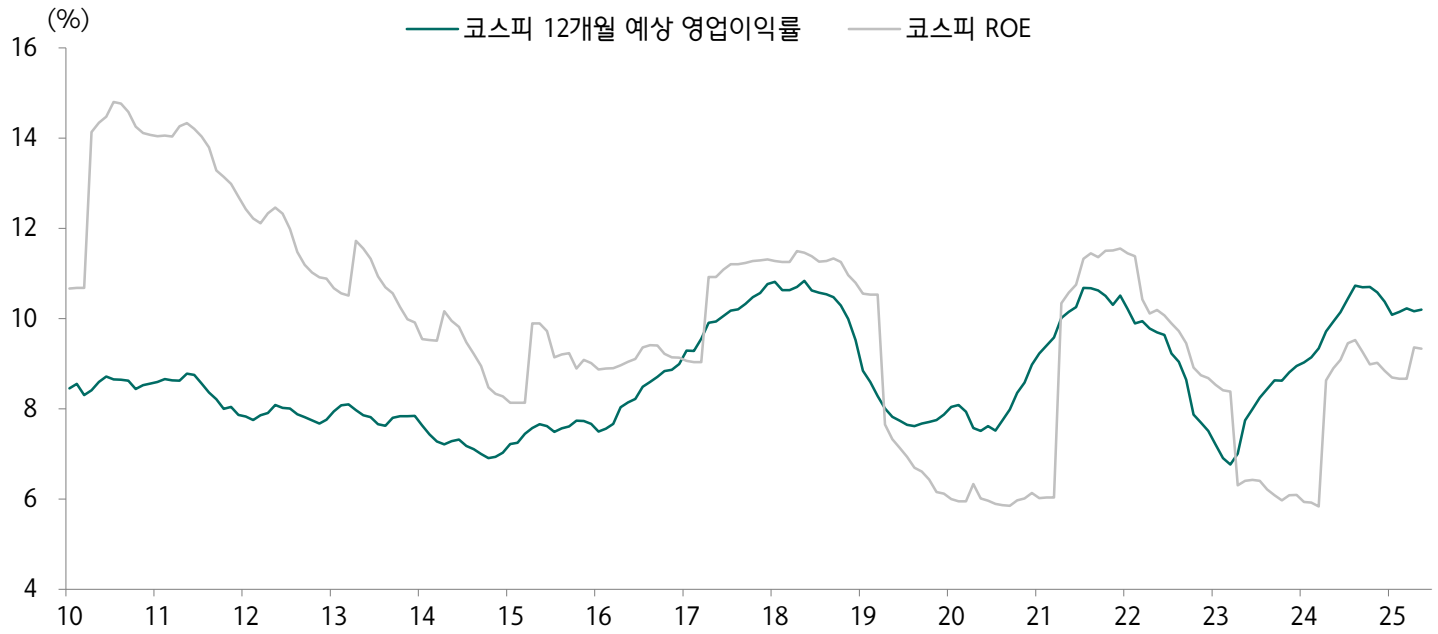
| 달러인덱스 하락 | 업종 | 중요 지표 | 기업명 | 2024년 | 2025년.E | 변화율(%,%p) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 첫번째 분기 외국인 순매수 업종 | 철강 | 영업이익(억 원) | POSCO홀딩스 | 21,736 | 26,995 | 24.2 |
| | 자동차 | ROE(%) | 현대모비스 | 8.9 | 9.0 | 0.1 |
| | | | HL만도 | 6.6 | 9.2 | 2.6 |
| | 소프트웨어 | 영업이익률(%) | NAVER | 18.4 | 19.3 | 0.7 |
| | | | 크래프톤 | 43.6 | 44.6 | 1.0 |
| | 건설,건축관련 | 영업이익률(%) | DL이앤씨 | 3.3 | 5.9 | 2.6 |
| | | | HDC현대산업개발 | 4.3 | 7.3 | 3.0 |
| | 화학 | 현금흐름(억 원) | LG화학 | 60,970 | 63,691 | 4.5 |
| | | | 포스코퓨처엠 | 1,990 | 3,666 | 84.2 |
| | 반도체 | 현금흐름(억 원) | SK하이닉스 | 300,665 | 438,868 | 46.0 |
| | | | 한미반도체 | 2,700 | 3,685 | 36.5 |
| 두 개 분기 연속 시 외국인 순매수 업종 | IT가전 | ROE(%) | LG에너지솔루션 | 2.4 | 4.1 | 1.7 |
| | | | 삼화콘덴서 | 7.1 | 9.3 | 2.2 |
| | 지주,상사 | 영업이익률(%) | LG | 13.5 | 20.4 | 6.9 |
| | 운송 | 현금흐름(억 원) | 대한항공 | 31,117 | 37,790 | 21.4 |
| | | | CJ대한통운 | 8,179 | 10,345 | 26.5 |
| | 증권 | 영업이익(억 원) | NH투자증권 | 9,011 | 9,944 | 10.4 |
| | | | 한국금융지주 | 11,997 | 13,158 | 9.7 |
| | 조선 | 영업이익률(%) | HD현대중공업 | 4.9 | 11.3 | 6.4 |
| | | | HD한국조선해양 | 5.6 | 12.0 | 6.4 |
| 세 개 분기 연속 시 외국인 순매수 업종 | 건강관리 | 영업이익률(%) | 삼성바이오로직스 | 29.0 | 30.5 | 1.5 |
| | | | 셀트리온 | 13.8 | 28.7 | 14.9 |
| | 미디어,교육 | ROE(%) | 하이브 | 2.7 | 6.4 | 3.7 |
| | 기계 | 영업이익률(%) | 현대로템 | 10.4 | 15.0 | 4.6 |
| | IT하드웨어 | ROE(%) | 삼성전기 | 7.2 | 7.7 | 0.5 |
| | | | 이수페타시스 | 26.2 | 28.5 | 2.3 |
| | 화장품,의류 | 현금흐름(억 원) | 에이피알 | 1,142 | 1,601 | 40.1 |

자료: Quantiwise, 하나증권

# 국내 영업이익률 상승이 쉽지 않은 상황. ROE 개선이 필요

- 코스피 12개월 예상 영업이익률 10%에서 정체된 상황(2010년 이후 최고점 10.8%)
- 향후 미국의 관세 부과를 고려할 경우 영업이익률 상승이 쉽지 않을 것으로 판단
- ROE(9%, 2010년 이후 최고치 14.8%) 개선을 통한 리레이팅 중요

**미국의 관세 부과가 현실화 될 경우 코스피 영업이익률이 높아지기는 쉽지 않을 것으로 판단. ROE 개선을 기반으로 PBR 상승**

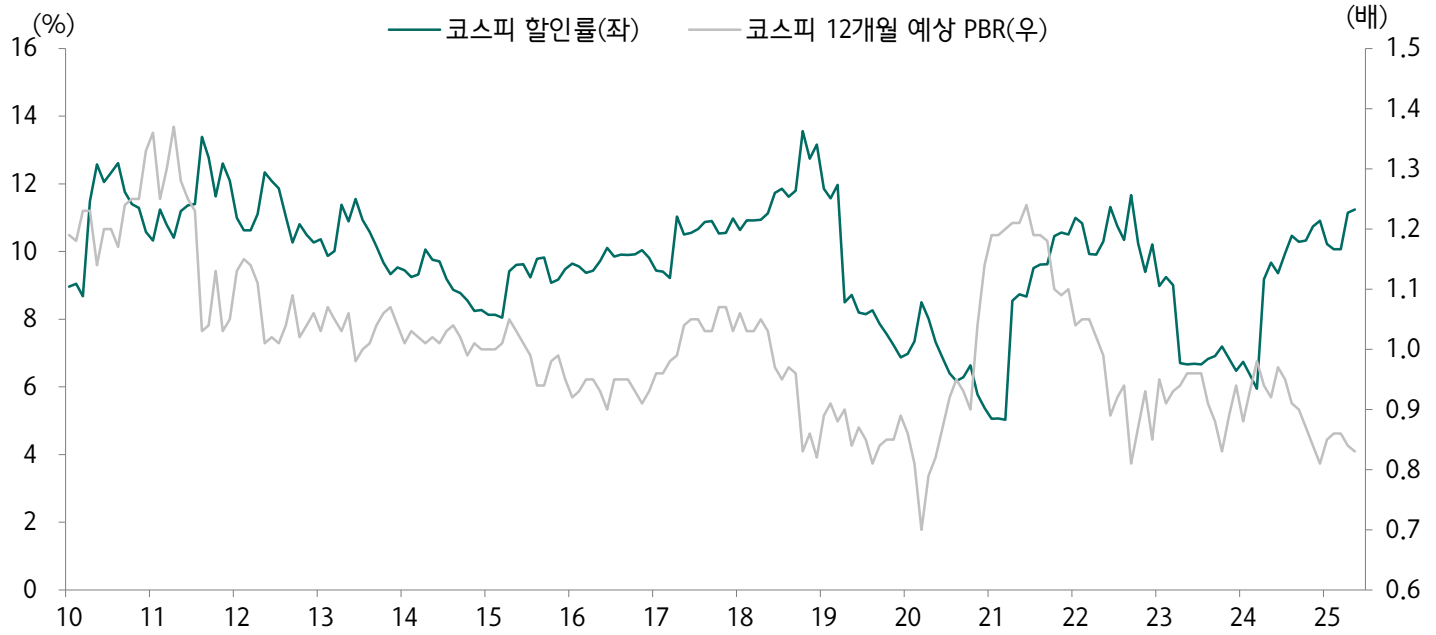



자료: Quantiwise, 하나증권

# 국내 증시 할인률도 높은 편, 낮출 필요가 있음

- 코스피 PBR은 0.83배로 2020년 코로나19 펜데믹 제외 시 최저 수준
- 코스피 할인율은 11%를 상회하며 2010년 이후 최고 수준에 근접
- 코스피의 할인률을 낮출 필요도 있음

**코스피 PBR 리레이팅을 위해서는 높아진 할인률도 낮출 필요가 있음**

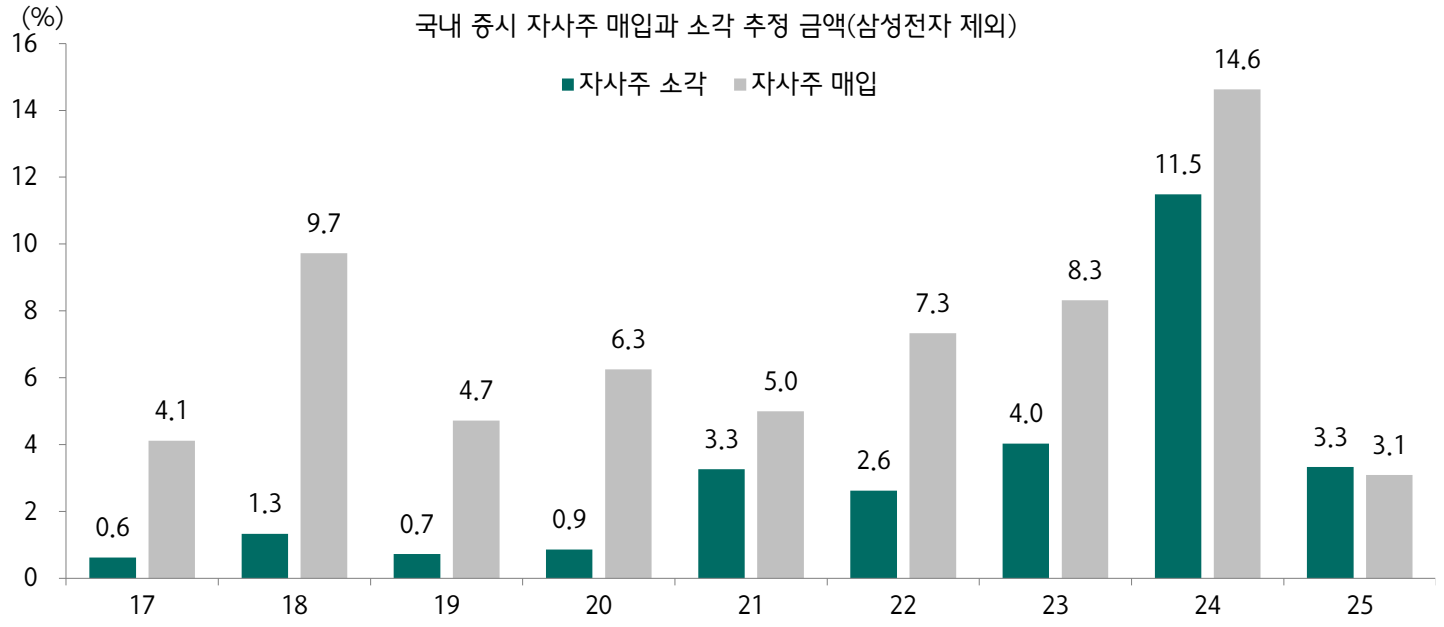



자료: Quantiwise, 하나증권

# 국내 기업들의 자사주에 대한 인식 변화는 긍정적

- 국내 증시 2021년 이후 자사주 매입 금액은 꾸준히 증가
- 자사주 소각 금액이 보다 빠르게 증가하고 있다는 점도 특징적

**국내 증시 ROE와 할인율 개선을 위해 자사주 매입과 소각 증가는 긍정적 변화**




자료: Quantiwise, 하나증권

# [국내 플러스 알파 전략] ROE 개선과 할인률 하락을 통한 PBR 상승을 기대할 수 있는 기업들

- 국내 기업 중 보유한 현금을 기반으로 자사주 매입과 소각이 가능하고, 이를 바탕으로 ROE 개선과 할인률 하락을 통한 PBR 상승을 기대할 수 있는 기업들: ① 현금보유비율이 높고, ② 구조적으로 ROE가 하락하고 있고(성장 정체), ③ PBR은 낮고, ④ 자사주는 보유

| 기업명 | 시가총액(억 원) | 시가총액 대비 현금 비율(%) | 3년 평균 ROE(%) | | | PBR(배) | 자사주 보유 비율(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2022년 | 2023년 | 2024년 | | |
| 셀트리온 | 362,136 | 2.8 | 15.5 | 11.5 | 7.0 | 1.91 | 4.4 |
| NAVER | 312,755 | 13.4 | 41.7 | 38.1 | 5.2 | 1.15 | 5.8 |
| POSCO홀딩스 | 206,784 | 32.7 | 7.9 | 7.8 | 3.8 | 0.35 | 6.6 |
| SK | 95,486 | 258.1 | 5.5 | 3.9 | (1.4) | 0.29 | 24.8 |
| 삼성전기 | 87,840 | 22.9 | 13.0 | 11.2 | 9.1 | 1.01 | 2.7 |
| LG생활건강 | 52,711 | 23.8 | 13.0 | 7.9 | 3.5 | 1.02 | 6.1 |
| 한국금융지주 | 46,197 | 68.2 | 17.3 | 14.8 | 9.6 | 0.50 | 5.4 |
| 금호석유화학 | 30,746 | 14.0 | 29.0 | 24.8 | 10.9 | 0.50 | 13.8 |
| 이마트 | 24,836 | 71.5 | 10.0 | 8.4 | 1.1 | 0.23 | 2.9 |
| HDC현대산업개발 | 16,740 | 49.3 | 5.6 | 4.6 | 4.2 | 0.52 | 3.0 |

자료: Quantiwise, 하나증권