Equity

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.

Strategist 이재만 duke7594@hanafn.com
RA 박성제 parksungjae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 7월 7일 | Global Asset Research

화수분전략

주도주는 아직 살아 있을까

6월 미국 비농업부문 신규 고용은 민간보다는 정부 부문 주도로 증가하면서 예상치를 상회했다. 결과적으로 7월 FOMC 회의에서의 기준금리 인하 가능성은 낮아졌다.

S&P500지수 PER은 22.3배로 10년물 국채금리 기준 Yield Gap은 0.15%p에 불과하다. 금리가 하락해야 지수가 상승하는 구조라 기준금리 인하 기대가 낮아졌다는 점은 사상 최고치를 경신하고 있는 S&P500지수의 추가 상승을 제어할 가능성이 높다.

미국은 시중금리도 높지만, 시간당 임금 상승률(YoY)도 3.7%로 코로나19 펜데믹 이전(3% 이하) 대비 높다. 기업은 이익 증가율 둔화와 수익성 악화가 고민될 수밖에 없다. S&P500지수의 12개월 예상 순이익 증가율(YoY)은 1월 13.2%에서 현재 8.3%로 낮아졌다. 다만 순이익 규모는 2.35조 달러로 사상 최고치를 경신 중이다.

개별 기업의 주가도 이를 반영하고 있는 듯하다. S&P500지수 내에서 2024년에 이어 25년에도 높은 주가 수익률을 기록하고 있는 엔비디아, 메타, 오라클, 넷플릭스는 2025~26년까지 순이익 사상 최고치를 경신할 것으로 예상되는 기업들이다.

S&P500지수 내에서 2025~26년까지 순이익 사상 최고치를 경신할 것으로 예상되는 기업 중 25년 주가 수익률이 상대적으로 낮은 기업들에 관심을 가질 필요가 있다(기업 리스트는 도표 5 참고).

코스피는 2025년 2분기(24%)에 06년 이후 분기 기준으로 가장 높은 상승률을 기록한 이후 7월 조정 국면에 진입해 있다. 과거 코스피 사상 최고치 경신 국면에서 최소 2차, 최대 3차의 상승 싸이클을 형성했다.

코스피의 1차 상승 이후 조정 국면에서의 되돌림(1차 고점 대비 하락률/1차 상승률)은 최소 11%에서 평균 23%였다. 현재 되돌림은 6%(고점 대비 하락률 2%/36%)다. 최소 되돌림 11%를 적용 시 코스피 1차 조정 하단은 2,990p다(평균 23% 적용 시 2,860p).

1차 코스피 상승을 주도했던 업종들은 조정 국면에서 코스피 대비 언더퍼폼 했다. 주가 상승률이 컸던 만큼 코스피 하락률도 크다. 7월 들어 조선, 기계, 지주/방산, 증권, 삼성전자 제외 반도체, 유틸리티와 같은 1차 상승 주도 업종이 고전을 면치 못하고 있다는 점은 과거와 유사한 패턴의 반복이라고 볼 수 있다.

그러나 1차 상승 주도 업종들은 코스피 2차 상승 국면에서 다시 그 역할을 했다(3차 상승도 반복되는 패턴). 주도 업종은 해당 업종의 이익 증가가 끝날 때 주가도 끝이 난다(7월 주식시장 전망과 전략 자료 참고).

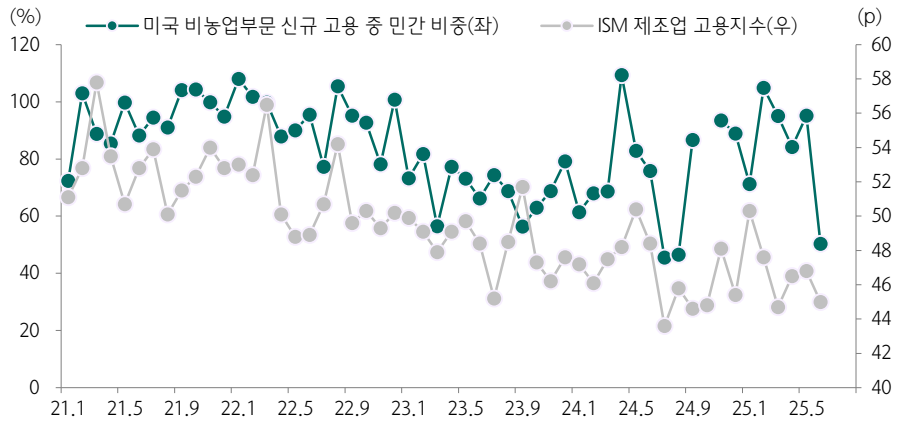
지금과 같은 조정 국면에서는 ① 코스피 1차 상승을 주도했고, ② 이익 확장이 지속되는 업종 내에서 ③ 2025~26년까지 순이익 사상 최고치 경신 지속 기대 유효하지만, ④ 외국인 또는 기관의 차익실현 물량 출회로 7월 주가가 고전하고 있는 기업들에 관심을 가질 필요가 있다(기업 리스트는 도표 15 참고).

도표 1. 6월 미국 고용의 질적인 측면에서는 경기에 대한 부정적인 영향을 짚어낼 수도 있지만, 결과적으로 7월 FOMC 회의에서의 기준금리 인하 가능성은 낮아짐

6월 미국 비농업부문 신규 고용은 전월 대비 14.7만 명 증가(예상치 10.6만 명 상회)

민간(7.4만 명) 보다는 정부(7.3만 명) 부문 중심으로 증가

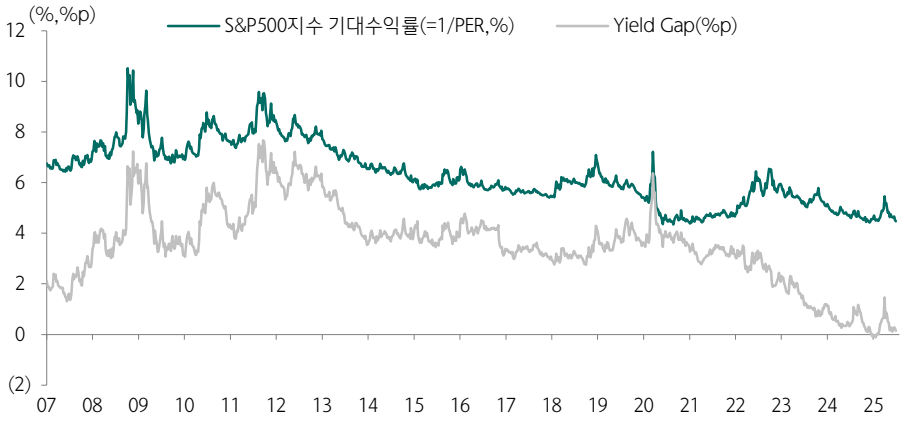
Fed Watch 기준 7월 기준금리 인하 가능성은 4.7%에 불과



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. S&P500지수, 금리가 하락해야 지수가 상승하는 구조라 기준금리 인하 기대가 낮아졌다는 점은 사상 최고치를 경신하고 있는 S&P500지수의 추가 상승을 제어할 가능성 높음

S&P500지수 PER은 22.3배로 10년물 국채금리 기준 Yield Gap은 0.15%p에 불과

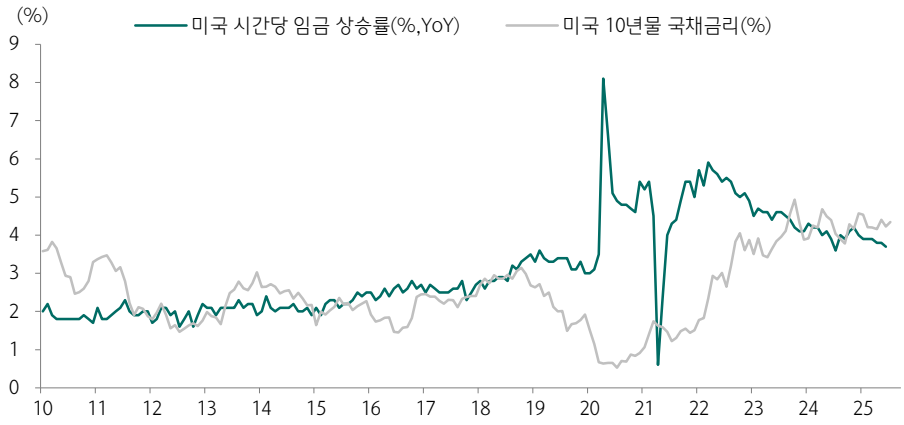


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국 기업들의 고민, 과거 대비 시중금리도 높고 임금 상승률도 높아 이익 증가율 또는 수익성 부진 우려

6월 미국 시간당 임금 상승률(YoY)은 3.7%

참고로 코로나19 펜데믹 위기 이전에는 3.0% 이하 수준을 장기간 유지하고 있었음

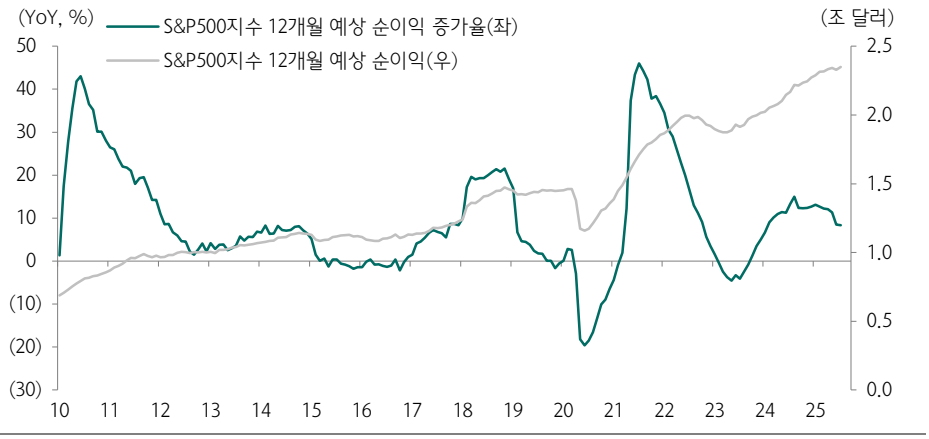


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500지수 12개월 예상 순이익 증가율(YoY)은 1월 13.2%에서 현재 8.3%로 낮아짐

다만 아직 순이익 규모는 2.3조 달러로 사상 최고치 경신 지속 중

도표 4. S&P500지수 2025년 이후 순이익 증가율은 지속적으로 하락. 다만 순이익 규모는 사상 최고치 경신 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 미국 개별 기업의 주가도 이를 반영. S&P500지수 내에서 2024년에 이어 25년에도 높은 주가 수익률을 기록하고 있는 엔비디아, 메타, 오라클, 넷플릭스는 2025~26년까지 순이익 사상 최고치를 경신할 것으로 예상되는 기업들. 2025~26년까지 순이익 사상 최고치를 경신할 것으로 예상되는 기업 중 25년 주가 수익률이 상대적으로 낮은 기업 관심(음영이 없는 기업들)

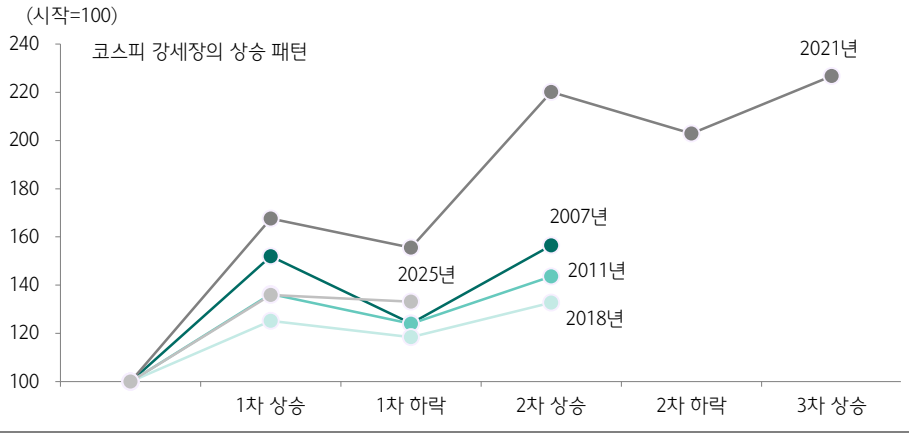
S&P500 기업	업종명	시가총액 (억 달러)	지수 수익률(%)		당기순이익(백만 달러)					
			2024년	2025년	2021년	22년	23년	24년	25년.E	26년.E
엔비디아	반도체/장비	38,879	171.2	18.7	9,753	4,368	29,759	62,880	100,486	135,631
메타 플랫폼스	미디어	18,078	65.4	22.8	39,370	23,199	39,097	62,360	65,928	71,965
오라클	소프트웨어/서비스	6,666	58.1	42.4	10,264	8,797	10,138	11,624	12,829	16,361
넷플릭스	미디어	5,520	83.1	45.5	5,116	4,492	5,408	8,712	11,134	13,217
하우멧 에어로스페이스	자본재	731	102.1	65.5	258	469	765	1,155	1,418	1,693
아마존 닷컴	식품/생필품 유통	23,718	44.4	1.8	33,364	-2,722	30,425	49,248	67,023	79,743
일라이 릴리	제약/바이오	7,399	32.4	1.1	5,582	6,245	5,240	10,590	19,031	26,936
T-모바일 US	정보통신서비스	2,734	37.7	9.1	3,024	2,590	8,317	11,339	12,095	13,523
인튜이티브 서지컬	헬스케어 장비/서비스	1,951	54.7	4.3	1,705	1,322	1,798	2,323	2,610	2,853
부킹 홀딩스	소비자서비스	1,860	40.1	15.1	1,165	3,058	4,289	5,882	6,408	7,755
이튼	자본재	1,417	37.8	9.1	2,144	2,234	3,219	3,794	4,297	4,928
TJX 컴퍼니스	식품/생필품 유통	1,404	28.8	4.2	2,668	3,400	4,109	4,869	4,954	5,433
오토매틱 데이터 프로세싱	상업전문서비스	1,255	25.7	5.6	2,744	3,146	3,558	3,934	4,229	4,594
트레인 테크놀로지스	자본재	975	51.4	18.4	1,023	1,757	2,024	2,719	2,930	3,188
파커-하니핀	자본재	919	38.1	13.1	1,817	1,260	2,633	3,158	3,289	3,368

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 코스피는 2025년 2분기 역대급 상승 이후 7월 조정 국면 진입: 과거 코스피 사상 최고치 경신 국면에서 최소 2차, 최대 3차의 상승 싸이클 형성

코스피는 2025년 2분기(24%)에 06년 이후 분기 기준으로 가장 높은 상승률을 기록한 이후 7월 조정 국면에 진입

과거 코스피 사상 최고치 경신 국면에서 최소 2차, 최대 3차의 상승 싸이클 형성

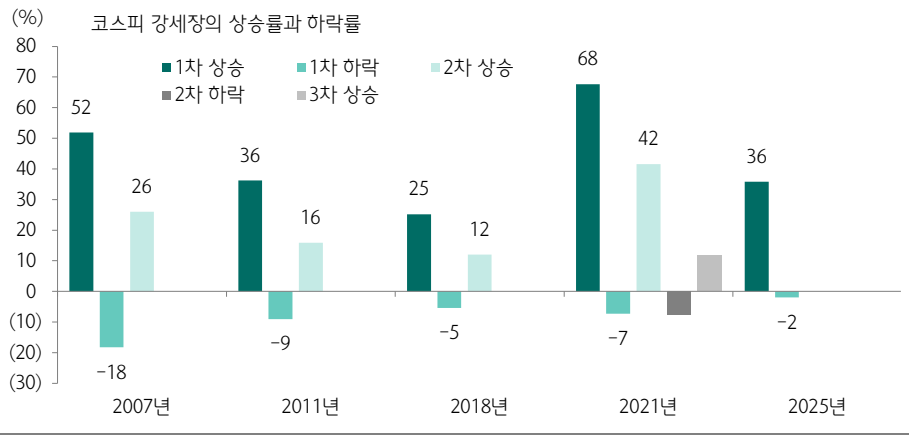


자료: Quantiwise, 하나증권

도표 7. 코스피는 1차 상승 이후 조정 국면에서의 되돌림(1차 고점 대비 하락률/1차 상승률)은 최소 11%에서 평균 23%. 최소 되돌림 11%를 적용 시 코스피 1차 조정 하단은 2,990p, 평균 23% 적용 시 2,860p

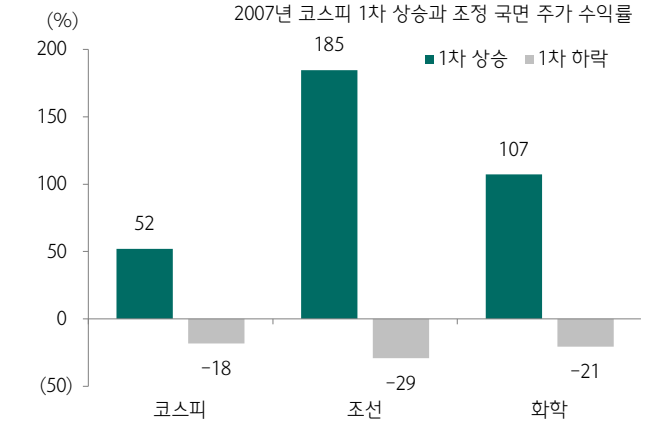
코스피 1차 상승 이후 조정 국면에서의 되돌림(1차 고점 대비 하락률/1차 상승률)은 최소 11%에서 평균 23%

현재 되돌림은 6%. 최소 되돌림 11%를 적용 시 코스피 1차 조정 하단 2,990p. 평균 23% 적용 시 2,860p



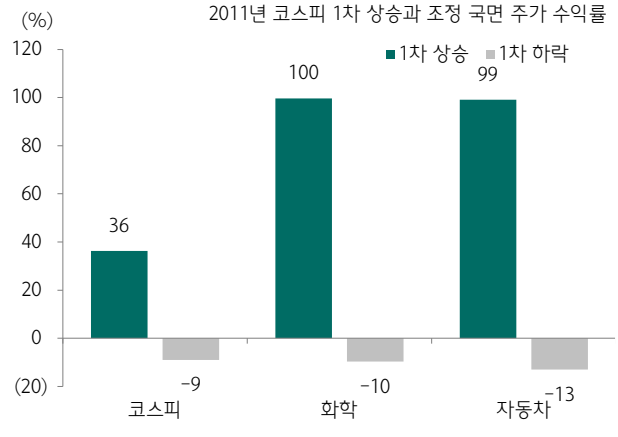
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 8. 2007년 코스피 강세장의 조정: 1차 코스피 상승을 주도했던 조선과 화학은 조정 국면에서 코스피 대비 언더퍼폼



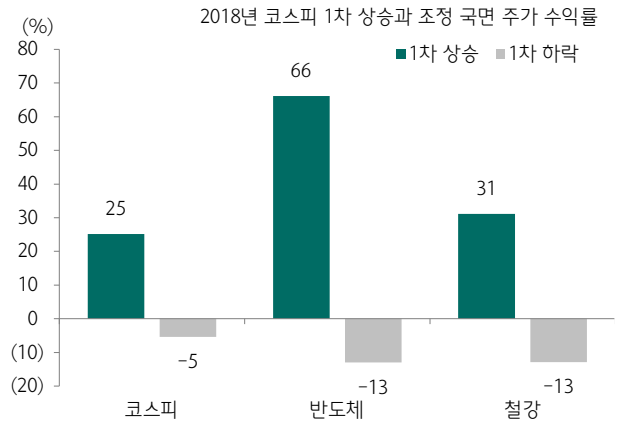
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 9. 2011년 코스피 강세장의 조정: 1차 코스피 상승을 주도했던 화학과 자동차는 조정 국면에서 코스피 대비 언더퍼폼



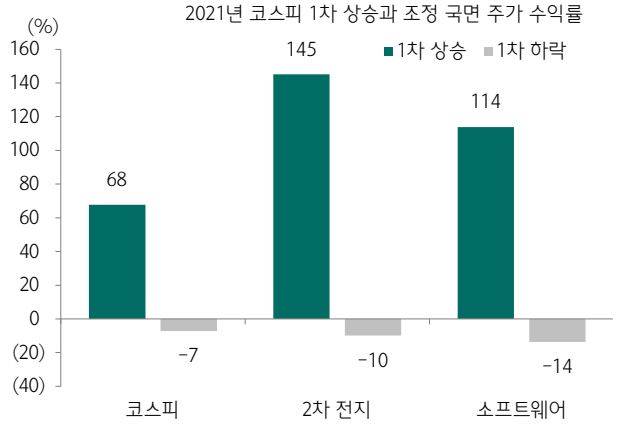
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 10. 2018년 코스피 강세장의 조정: 1차 코스피 상승을 주도했던 철강과 반도체는 조정 국면에서 코스피 대비 언더퍼폼



자료: Quantiwise, 하나증권

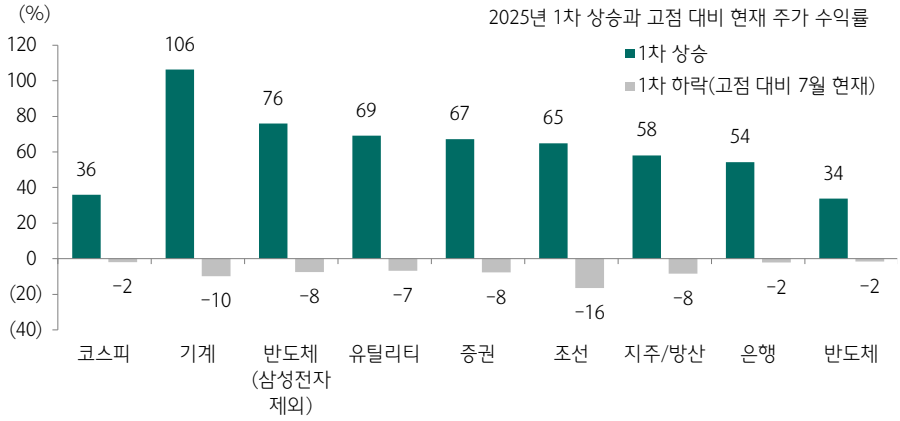
도표 11. 2021년 코스피 강세장의 조정: 1차 코스피 상승을 주도했던 2차전지와 소프트웨어는 조정 국면에서 코스피 대비 언더퍼폼



자료: Quantiwise, 하나증권

7월 들어 조선, 기계, 지주/방산, 증권, 삼성전자 제외 반도체, 유틸리티와 같은 1차 상승 주도 업종의 주가 고전

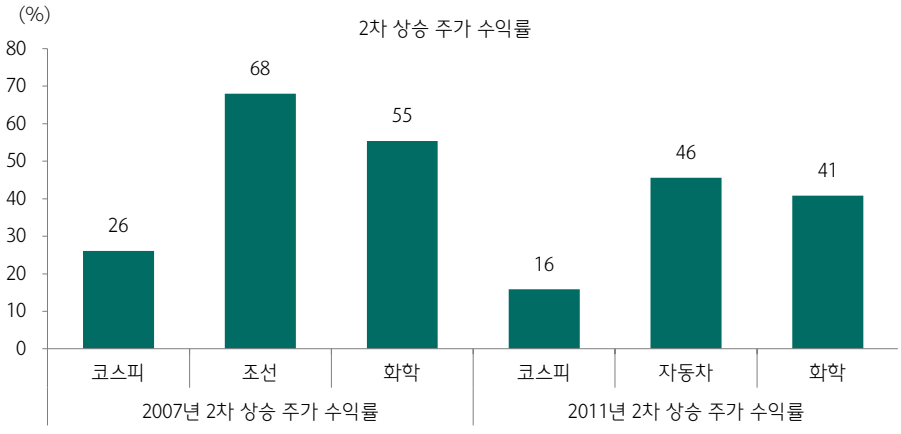
도표 12. 7월 들어 조선, 기계, 지주/방산, 증권, 삼성전자 제외 반도체, 유틸리티와 같은 1차 상승 주도 업종의 주가가 고전을 면치 못하고 있다는 점은 과거와 유사한 패턴의 반복이라고 볼 수도 있음



자료: Quantiwise, 하나증권

2007년과 2011년 1차 상승 주도 업종들은 코스피 2차 상승 국면에서 다시 주도 업종의 역할을 했음

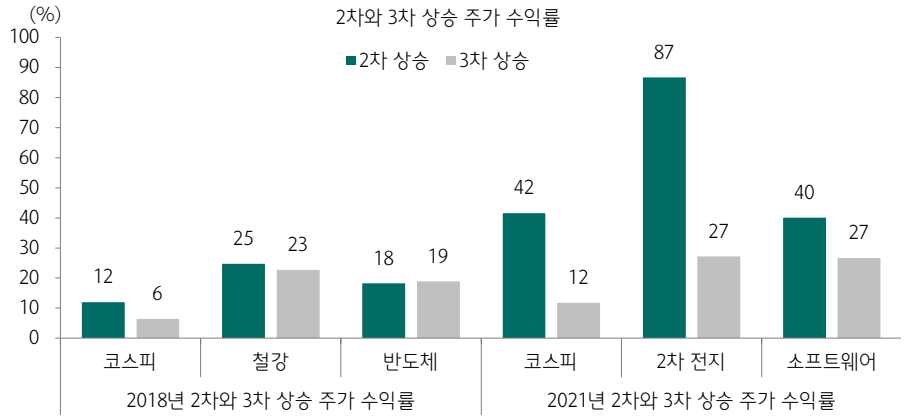
도표 13. 2007년과 2011년 1차 상승 주도 업종들은 코스피 2차 상승 국면에서 다시 주도 업종의 역할을 했음. 주도 업종은 해당 업종의 이익 증가가 끝날 때 주가도 끝이 남



자료: Quantiwise, 하나증권

2018년과 2021년 1차 상승 주도 업종들은 코스피 2차와 3차 상승 국면에서 다시 주도 업종의 역할을 했음

도표 14. 2018년과 2021년 1차 상승 주도 업종들은 코스피 2차와 3차 상승 국면에서 다시 주도 업종의 역할을 했음. 주도 업종은 해당 업종의 이익 증가가 끝날 때 주가도 끝이 남



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 15. 지금과 같은 조정 국면에서는 ① 코스피 1차 상승을 주도했고, ② 이익 확장이 지속되는 업종 내에서 ③ 2025~26년까지 순이익 사상 최고치 경신 지속 기대 유효하지만, ④ 외국인 또는 기관의 차익실현 물량 출회로 7월 주가가 고전하고 있는 기업들에 관심

차익실현 주체	기업명	시가총액 (억 원)	외국인 순매수(억 원)		기관 순매수(억 원)		주가 수익률(%)		당기순이익(억 원)					
			4~6월	7월	4~6월	7월	4~6월	7월	2021년	22년	23년	24년	25년.E	26년.E
기관 차익실현	HD현대중공업	330,236	3,204	164	918	(406)	46.0	(13.2)	(8,142)	(3,521)	247	6,215	13,346	17,379
	한국전력	236,885	4,274	599	4,603	(379)	74.7	(6.1)	(53,045)	(244,669)	(48,225)	34,917	78,982	89,725
	HD한국조선해양	217,273	3,186	120	827	(330)	87.2	(16.1)	(9,293)	(2,169)	2,217	11,723	22,230	28,298
	HD현대일렉트릭	155,724	3,565	48	239	(1,042)	88.5	(14.8)	(337)	1,625	2,592	5,016	6,764	8,102
	HD현대마린솔루션	84,458	906	171	133	(87)	51.2	(8.3)	896	1,049	1,511	2,279	2,923	3,719
	HD현대미포	68,700	4,353	101	70	(463)	82.1	(18.5)	(1,597)	(446)	(1,429)	1,055	2,468	3,825
	한화엔진	21,070	825	60	358	(174)	32.9	(11.2)	(397)	(403)	(4)	792	821	1,162
	디어유	12,937	421	153	338	(141)	72.5	(11.4)	(252)	164	262	244	392	571
	한국카본	11,939	420	82	1,040	(23)	49.1	(11.5)	143	203	(134)	203	826	971
	원텍	9,654	432	18	56	(38)	65.5	(6.3)	170	134	388	291	440	498
동반 차익실현	SK하이닉스	1,969,246	3,266	(1,026)	3,933	(1,769)	77.0	(7.4)	96,023	22,296	(91,124)	197,887	307,444	327,214
	LS ELECTRIC	78,600	645	(135)	1,368	(221)	100.5	(12.4)	847	903	2,060	2,387	3,349	4,255
	일진전기	17,262	336	(53)	173	(81)	104.0	(12.1)	149	242	345	462	847	1,094
외국인 차익실현	삼성중공업	138,336	1,868	(583)	74	151	28.5	(6.2)	(14,451)	(6,194)	(1,483)	639	4,918	8,523
	가온전선	10,042	91	(76)	92	33	87.8	(8.3)	59	105	179	254	535	710
	전진건설로봇	7,515	31	(14)	264	27	53.5	(9.8)	188	233	289	313	334	362

자료: Quantiwise, 하나증권