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 12월 8일 | Global Asset Research

화수분전략

미국 장단기금리차 상승기, 어떤 주도주를 선택할까

오는 12/10일 연준(Fed) 기준금리 인하에 대한 기대가 높아지고 있다. 금리 인하에 대한 기대로 경제 성장에 대한 기대 역시 높은 편이다.

2026년 상반기까지 투자 주도형(2025년 3분기~26년 2분기까지 분기 QoQ 증가율: 민간투자증가율 평균 2.4%) 성장 기대로 인해 GDP 성장률(QoQ)은 2%대를 유지할 것으로 예상하고 있다. 그래서 미국 10년물 국채금리는 기준금리 인하 기대에도 불구하고 4%대(실질금리 상승 효과)를 유지하고 있다.

그러나 미국 주식시장은 고물가와 저성장 우려를 반영하고 있다. 소용량과 저가 유통기업인 달러제너럴과 달러트리의 주가는 연초 이후 74%와 63%나 급등하며 알파벳(70%)과 브로드컴(68%)에 버금가는 주가 수익률을 기록하고 있다는 점이 이를 증명하고 있다.

미국 장단기금리차(10년물-2년물 국채금리 차이)는 최근 2개월 연속 상승하고 있다. 일반적으로는 경기 확장의 시그널이 될 수 있지만, 이를 뒷받침할 수 있는 ISM 제조업지수는 2개월 연속 위축 국면(50p 이하)에서 하락했다(9개월 연속 위축 국면 유지 중).

미국 장단기금리차와 체감 경기의 괴리가 주는 전략적인 시사점을 정리해 보면, 우선 장단기금리차 상승기에 S&P500지수 내 주가 수익률이 가장 높은 스타일지수는 하이퀄리티다. 2015년 이후 해당 국면에서의 연 환산 주가 수익률은 10.5%로 성장주(8.5%)와 S&P500지수(8.2%) 대비 높다.

특히 지금과 같이 장단기금리차는 상승하지만, ISM제조업지수가 하락하는 시기에 하이퀄리티지수의 연 환산 주가 수익률은 6.4%로 S&P500지수와 성장주(각 1.8%)대비 월등히 높다는 특징이 있다.

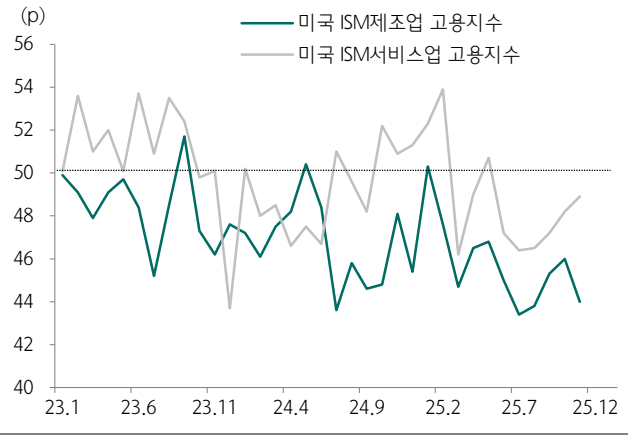
한편 성장주의 성과가 가장 좋은 시기는 장단기금리차와 ISM제조업지수가 동반 상승할 때로 해당 시기에 연 환산 주가 수익률은 16.7%로 S&P500지수(15.8%)와 하이퀄리티(15.5%) 보다 높다.

따라서 미국 ISM제조업지수 반전 확인 이전(↔반전 확인 이후에는 2026년 이익증가율이 높고, 추정치 상향 기업 중심으로 구성)까지는 하이퀄리티지수 또는 여기에 해당하는 기업들에 대한 관심이 필요하다.

하이퀄리티지수 구성 기업들의 특징은 ① 효율성 높은 기업들로, 운전자본(Working capital: 유동자산-유동부채) 보다 매출증가율이 높다. ② 수익성 높은 기업들로, 가격 전가력이 높아 매출보다는 영업이익증가율이 높고 영업이익률 상승한다. ③ 현금 창출 능력이 뛰어난 기업들로, 매출액 대비 잉여현금흐름(FCF) 비율이 높다는 점이다.

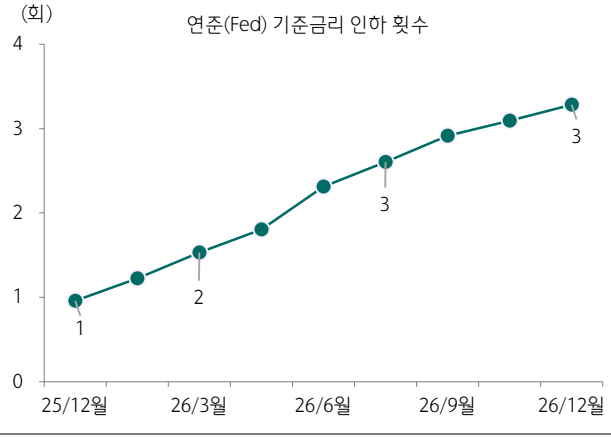
하이퀄리티 변수를 충족하는 미국 기업은 알파벳, 마이크로소프트, 아마존, 비자, 존슨앤드존슨, AMD, GE, 마이크론테크놀로지 등이며 국내 기업은 삼성전자, 한화오션, 현대모비스, LG, 한국타이어앤테크놀로지, 카카오페이, 리노공업, 로보티즈 등이 여기에 해당한다.

도표 1. 미국 ISM제조업 고용지수 10개월 연속, 서비스업 고용지수 6개월 연속 위축 국면(50p 이하) 유지 중



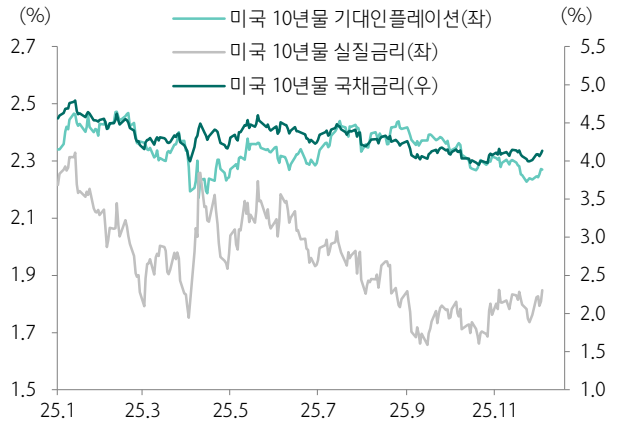
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 오는 12/10일 연준(Fed) 기준금리 인하, 25/12월 포함 26년까지 총 3번(75bp) 기준금리 인하 예상



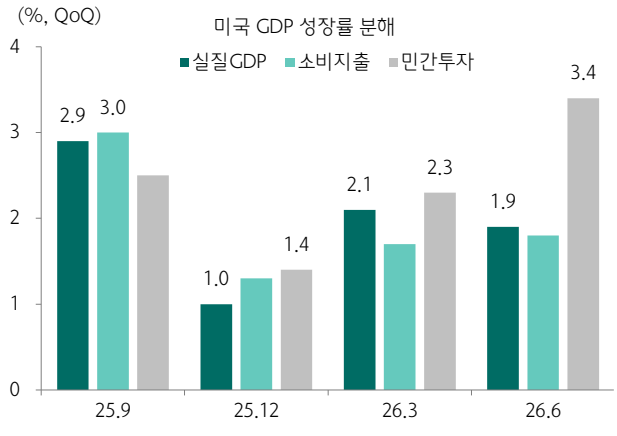
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국 장기 국채인 10년물 국채금리는 4.1%로 기준금리 인하 기대에도 큰 변화가 없음. 물가 상승이 아닌 성장률 상승 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 투자 중심으로 2025년 3분기~26년 2분기까지 GDP 성장률 2%대 유지 기대. 민간투자 분기 평균 2.4%, 소비지출 1.9%

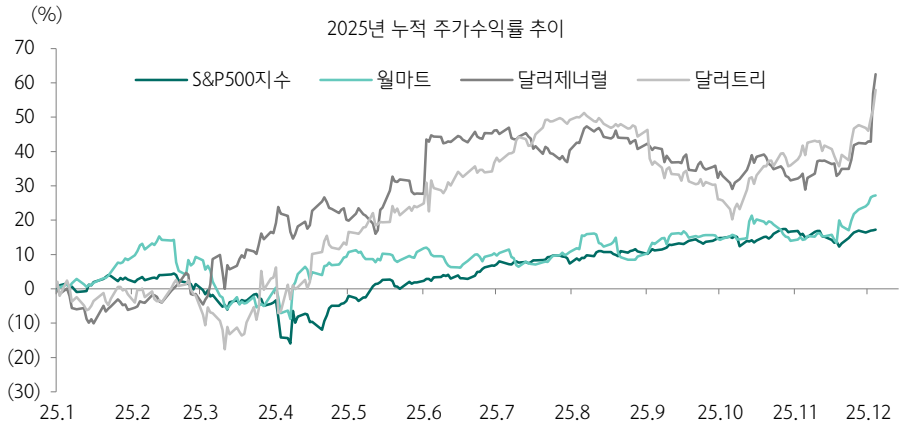


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 그러나 현실은 미국에서 소용량과 저가 제품을 판매하는 달러제너럴과 달러트리 주가 수익률이 높음. 주식시장은 미국의 고물가와 저성장을 반영

2025년 소용량과 저가 제품을 판매하는 미국 달러제너럴과 달러트리 주가 수익률 74%와 63%. 알파벳(70%)와 브로드컴(68%)에 버금가는 주가 수익률 기록

월마트도 27% 상승, 2025년 S&P500지수 주가 수익률 17%

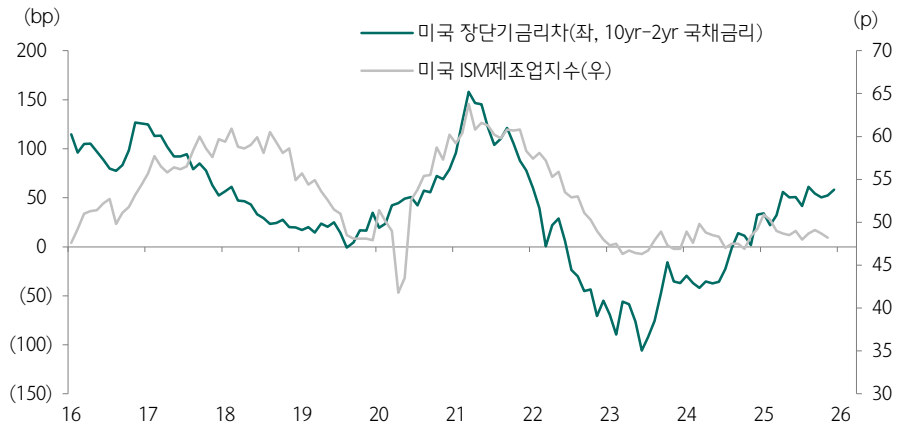


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미국 경기 확장에 대한 기대가 뚜렷하지 않은 상황에서 장단기금리차는 상승

미국 11월 ISM제조업지수는 48.2p로 위축 국면(50p 이하)에서 2개월 연속 하락(9개월 연속 위축 국면 유지 중)

장단기금리차(10년물-2년물 국채금리)는 최근 2개월 연속 상승하며 58bp 기록

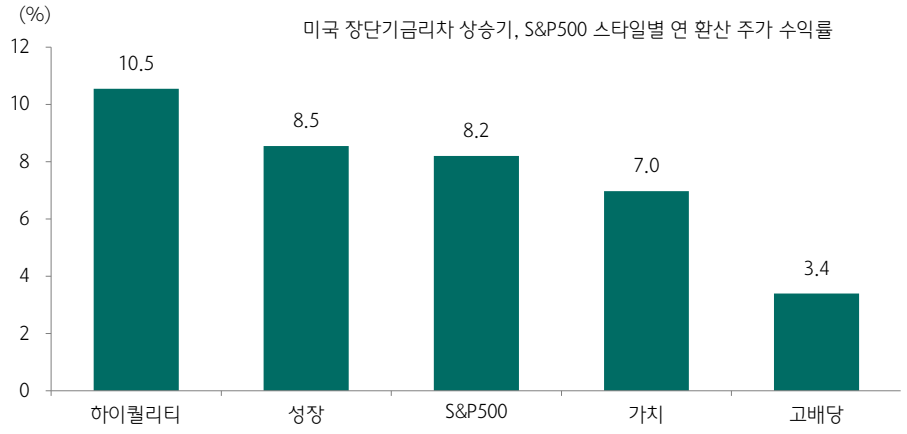


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 미국 장단기금리차 상승기: S&P500 스타일지수 중 하이퀄리티지수 주가 수익률이 상대적으로 가장 높음

2016년 이후 미국 장단기금리차 상승 시 S&P500 스타일별 지수 중 하이퀄리티지수의 연 환산 주가 수익률이 10.5%로 상대적으로 가장 높았음

S&P500지수 8.2%

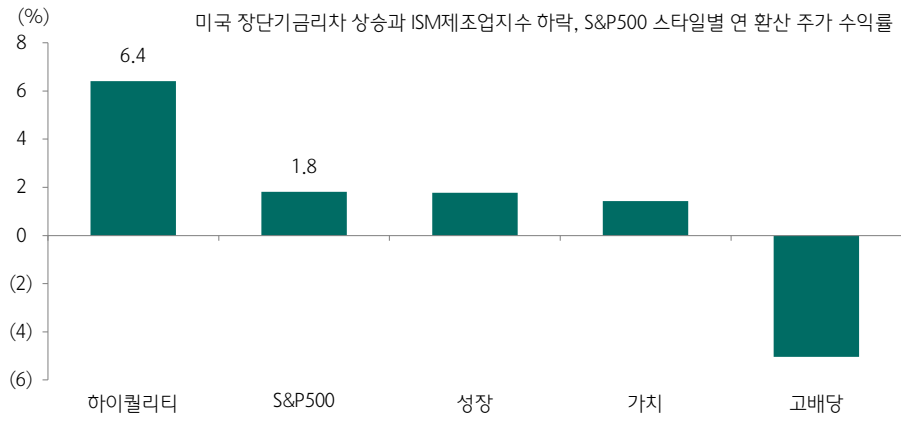


주) 2016년 이후 월 평균 수익률을 연 환산 수익률로 표기
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 미국 장단기금리차 상승기 경기 위축 국면이라면, S&P500 스타일지수 중 하이퀄리티지수 주가 수익률이 가장 높았음

2016년 이후 미국 장단기금리차상승, 그러나 ISM제조업지수 하락 시 S&P500 스타일별 지수 중 하이퀄리티지수의 연 환산 주가 수익률이 6.4%로 가장 높았음

S&P500지수 1.8%

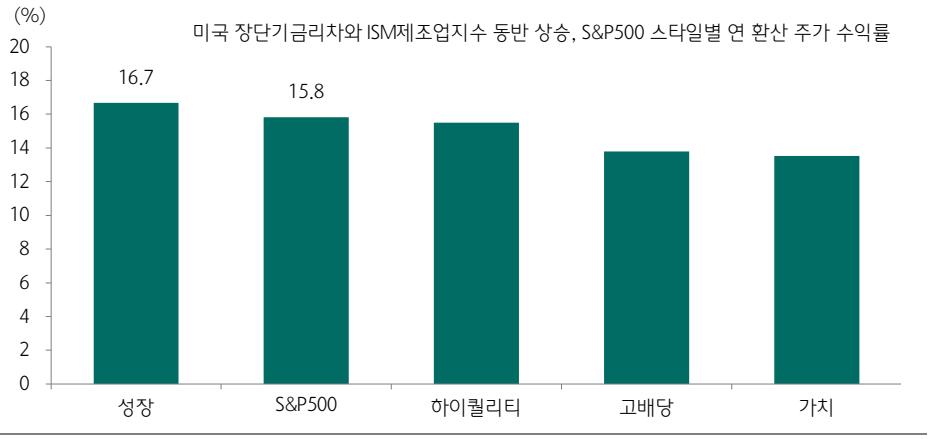


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 미국 장단기금리차 상승기 경기 확장 국면이라면, S&P500 스타일지수 중 성장주지수 주가 수익률이 가장 높았음

2016년 이후 미국 장단기금리차와 ISM제조업지수 동반 상승 시 S&P500 스타일별 지수 중 성장주지수의 연 환산 주가 수익률이 16.7%로 가장 높았음

S&P500지수 15.8%

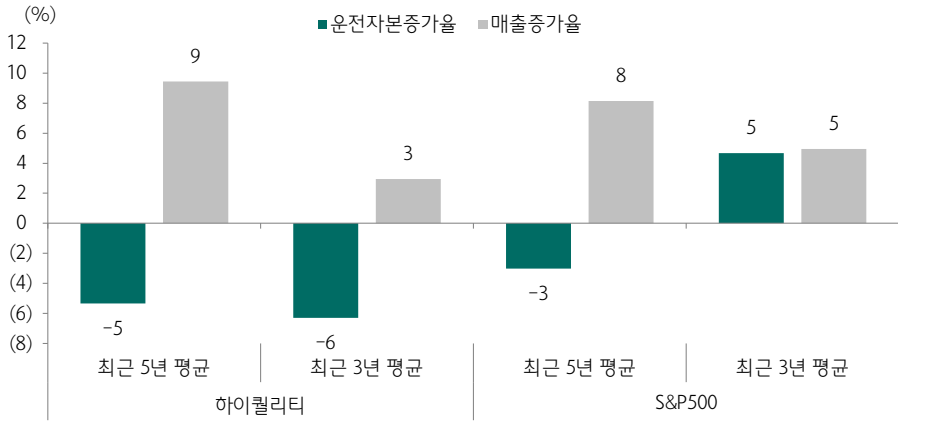


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 하이퀄리티 기업의 특징(1) 효율성 높은 기업, 운전자본 보다 매출 증가율이 높음

S&P500 하이퀄리티 기업들의 경우 운전자본(Working Capital=유동자산-유동부채) 보다 매출 증가율이 높음.
최근 3년동안 하이퀄리티 기업들의 매출과 운전자본 증가율 평균 스프레드는 9%p

S&P500지수 0.3%p대비 높음

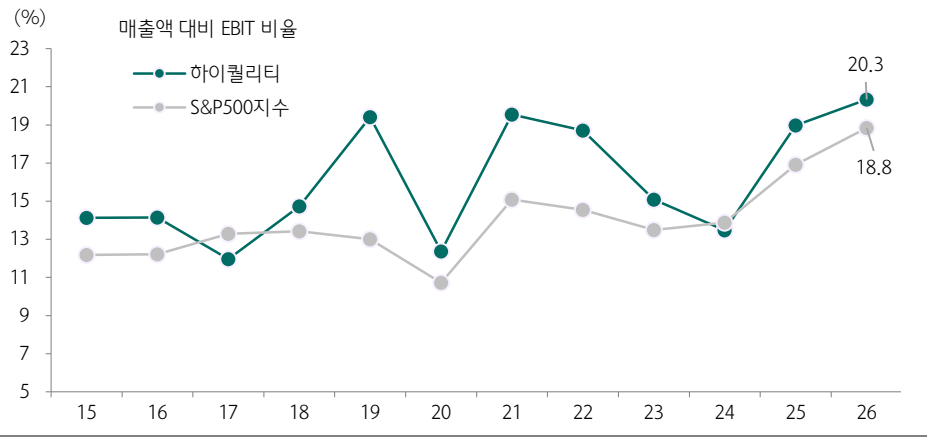


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 하이퀄리티 기업의 특징(2) 수익성 높은 기업, 영업이익률이 상승

S&P500 하이퀄리티 기업들의 2026년 매출액 대비 EBIT 비율 전망치는 20.3%로 전년대비 1.4%p 상승 예상

S&P500지수 18.8%대비 높음

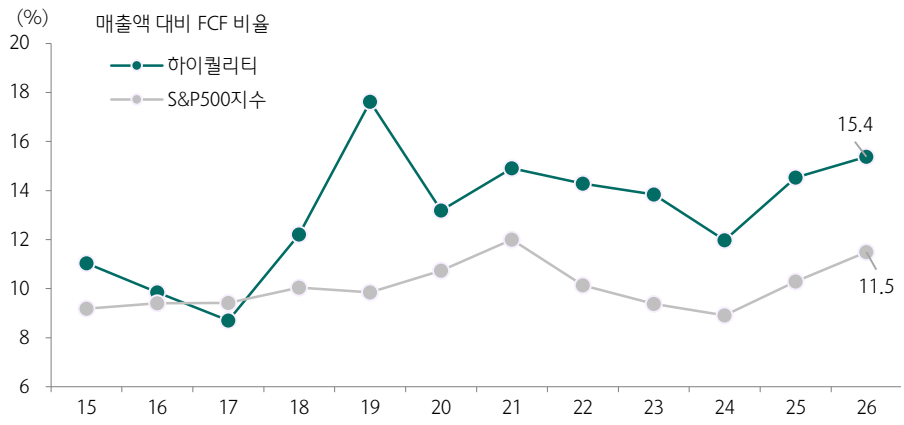


자료: Bloomberg, 하나증권

하이퀄리티 기업들의 2026년 매출액 대비 FCF(잉여현금흐름) 비율 전망치는 15.4%로 전년대비 0.9%p 상승 예상

S&P500지수 11.5%대비 높음

도표 12. 하이퀄리티 기업의 특징(3) 현금 창출 능력이 뛰어난 기업, FCF 마진이 높음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. S&P500 하이퀄리티 선별: ① 운전자본 보다 매출증가율이 높고, ② 2026년 매출 보다 영업이익증가율이 높고 영업이익률 상승 예상, ③ 매출액 대비 FCF 비율이 높은 수준을 유지할 수 있는 기업

S&P500 기업명	최근 2년 평균		2026년 전망치(E.)		영업이익률(%)		FCF/매출액	
	운전자본증가율(%)	매출증가율(%)	매출증가율(%)	영업이익증가율(%)	2025년.E	2026년.E	2025년.E	2026년.E
알파벳	-11.1	10.6	14.9	17.8	38.7	39.7	21.3	16.0
마이크로소프트	0.0	14.7	17.0	19.7	45.1	46.1	25.7	23.8
아마존 닷컴	-85.4	18.1	11.3	25.8	11.2	12.6	4.6	4.3
비자	-57.6	10.5	11.4	11.6	67.7	67.8	54.1	60.8
존슨앤드존슨	-32.8	8.3	5.3	6.5	32.9	33.3	21.2	24.7
AMD	30.0	32.0	31.6	60.1	21.6	26.3	7.1	14.6
GE	-11.5	8.8	11.5	14.5	21.2	21.8	8.7	17.4
마이크론 테크놀로지	3.4	54.8	48.6	122.8	28.3	42.4	4.5	21.2
써모 피셔 사이언티픽	-15.9	3.3	5.1	7.4	22.8	23.3	16.4	18.1
램리서치	-5.4	4.0	15.9	21.2	32.1	33.6	29.6	29.7
서비스나우	-6.2	36.1	18.5	20.2	31.1	31.5	25.8	27.5
암페놀	30.8	35.3	19.5	26.3	26.0	27.4	9.4	18.1
TJX 컴퍼니스	-18.9	6.2	6.6	10.7	11.0	11.5	7.5	8.7
GE 버노바	-59.2	12.3	11.2	110.1	5.1	9.6	4.6	7.4
부킹 홀딩스	-10.8	25.7	9.1	15.7	33.6	35.7	29.6	34.8
길리어드 사이언스	-22.2	1.4	2.8	6.0	45.6	47.0	35.4	43.5
이튼	-32.6	10.6	9.7	17.6	19.9	21.3	12.8	15.9
버텍스 파마수티컬스	-20.7	16.1	8.9	12.4	44.3	45.8	-6.6	82.1

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 국내 증시 하이퀄리티 선별: ① 운전자본 보다 매출증가율이 높고, ② 2026년 매출 보다 영업이익증가율이 높고 영업이익률 상승 예상, ③ 매출액 대비 FCF 비율이 높은 수준을 유지할 수 있는 기업

국내 증시 기업명	최근 2년 평균		2026년 전망치(E.)		영업이익률(%)		FCF/매출액	
	운전자본증가율(%)	매출증가율(%)	매출증가율(%)	영업이익증가율(%)	2025년.E	2026년.E	2025년.E	2026년.E
삼성전자	11.6	11.8	18.2	109.9	11.7	20.8	7.3	12.2
한화오션	10.5	32.7	9.8	34.2	10.3	12.5	5.9	7.8
현대모비스	4.9	7.6	7.0	14.6	5.5	5.9	2.4	3.1
LG	-3.9	2.4	9.3	24.2	18.6	21.2	15.4	18.3
한국타이어앤테크놀로지	2.1	64.6	4.6	13.8	8.4	9.2	-8.0	5.1
카카오페이	-0.5	23.9	20.1	80.0	4.6	6.9	-30.0	8.3
리노공업	16.8	20.1	18.0	20.0	46.6	47.4	31.4	29.3
로보티즈	-9.8	20.6	60.7	241.7	8.9	18.9	-2.5	3.1
강원랜드	-19.9	3.6	3.4	10.7	17.8	19.0	29.2	16.9
이오테크닉스	6.3	9.9	25.9	49.2	22.2	26.3	15.1	5.1
원익IPS	15.5	15.6	28.4	79.6	9.2	12.9	4.4	8.9
한올바이오파마	-21.6	6.6	8.4	280.6	2.3	8.0	4.2	6.5
에스티팜	-7.5	9.1	22.0	30.3	16.3	17.4	7.2	12.7
대덕전자	17.2	7.3	24.5	205.4	4.7	11.5	6.1	8.3
ISC	10.2	18.8	29.4	38.3	25.9	27.7	12.1	11.5
오스코텍	26.7	51.4	140.8	627.3	21.4	64.5	56.3	18.5

자료: Quantiwise, 하나증권