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

화수분전략

두 개의 성장 엔진: 미국은 투자, 중국은 소비

2025년 국내는 미국과 중국의 관계 악화(특히 무역 부문) 속에서 수출이 수혜를 입었다. 2025년 국내 대미국 수출금액은 1,229억 달러로 대중국 수출금액과 비슷한 수준까지 증가했고, 8월 이후 대중국 수출금액도 증가세로 전환했다. 2026년 미국은 투자를 중심으로, 중국은 소비를 중심으로 성장할 것으로 보인다.

S&P500 CAPEX 증가율에 3개월 선행하는 Bloomberg 미국 CAPEX지수는 3개월 연속 상승하며 확장국면(50p 이상)으로 진입했다. 2026년 S&P500 내 소프트웨어, 미디어, 유통, 운송, 자동차/부품 업종이 투자 증가(턴어라운드 포함)를 주도할 것으로 예상된다. 해당 업종 투자 증가 시 국내 증시 내 에너지, 기계, 자동차/부품, 반도체, 2차전지, IT하드웨어 업종의 매출 추정치의 상향 조정 폭이 상대적으로 큰 편이다.

중국 소비심리지수에 3개월 선행하는 PMI 제조업과 서비스업 신규주문 평균 지수는 최근 2개월 연속 상승했다. 중국 소비심리지수 상승 시 MSCI 중국 Tech, 필수소비재, 소재 섹터의 EPS 상승 폭이 큰 편이다. 해당 섹터 EPS 증가 시 국내 증시 내 반도체, 헬스케어, 증권, 에너지, IT하드웨어, 기계, 화학의 영업이익 추정치 상향 조정 폭이 상대적으로 크다.

S&P500지수의 변화 중 하나는 가치주의 반전 가능성이다. S&P500지수의 연간 주가 수익률이 15%를 상회하는 연도의 경우 성장주 연간 평균 주가 수익률은 29%로 가치주(18%) 대비 높다. 그러나 15% 미만일 경우 가치주 연간 평균 주가 수익률은 14%로 성장주(10%)대비 높다.

S&P500지수 연간 주가 수익률과 EPS 증가율과는 연관성이 높은 편이다. 연간 주가 수익률과 EPS 증가율 간의 회귀식을 통해 S&P500지수 2026년 EPS 증가율 전망치 15%를 대입하면 연간 기대 수익률은 11~12% 정도 된다.

S&P500 기업 중 이익 증가를 통해 밸류에이션 부담을 낮출 수 있는, 즉 PER 하락률이 큰 기업들에 관심을 가져야 한다. M7 중에서는 엔비디아, 마이크로소프트, 테슬라, Non M7 중에서는 일라이릴리, 보스턴사이언티픽, GE버노바, 이튼, 록히드마틴, 넷플릭스, 팔란티어, 팔로알토네트웍스, 씨티그룹, 마스터카드 등이 여기에 해당한다(도표 16).

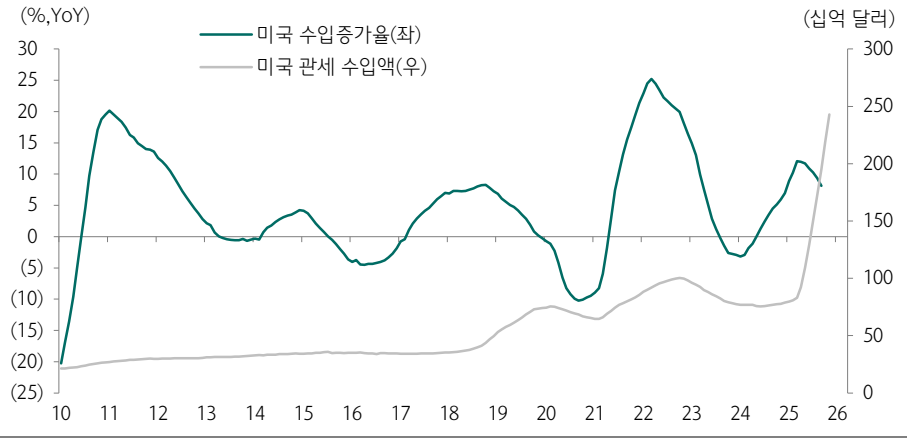
국내 기업의 영업이익 추정치는 Bloomberg 미국 CAPEX지수, 중국 신규주문 평균 지수와 연관성이 높다. 특히 원/달러환율 하락 시 (수입)원가 절감을 기반으로 영업이익률 개선이 나타나기도 한다. 헬스케어, 유틸리티, 반도체, 화학, 조선, 지주/방산, 은행 등이 환율 하락시 영업이익률 개선 폭이 큰 대표 업종들이다.

국내 기업 중 ① 미국 CAPEX와 중국 신규주문 지수 상승 시 영업이익 개선 폭이 크고, ② 원/달러환율 하락 시 매출원가 하락을 통해 영업이익률이 상승하고, ③ 높은 이익 증가율을 통해 2025년 대비 26년 PER 하락률이 클 것으로 예상되는 삼성전자, 삼성바이오로직스, HD현대중공업, 한화에어로스페이스, 한국금융지주, S-Oil, LS, 리노공업, 대한전선 등에 관심을 가질 필요가 있다(도표 21).

도표 1. 2025년 미국은 수입 품목에 대한 관세 부과를 시작. 2025년 3월을 정점으로 수입증가율(YoY) 하락세로 전환

2025년 10~11월 미국 관세 수입액은 각 300억 달러를 상회하며 미국 정부 세입에서 차지하는 비중은 8.4%까지 급증

미국 수입증가율(YoY)은 상호관세 부과 발표 직전인 2025년 3월 12.1%에서 현재 8.1%로 하락

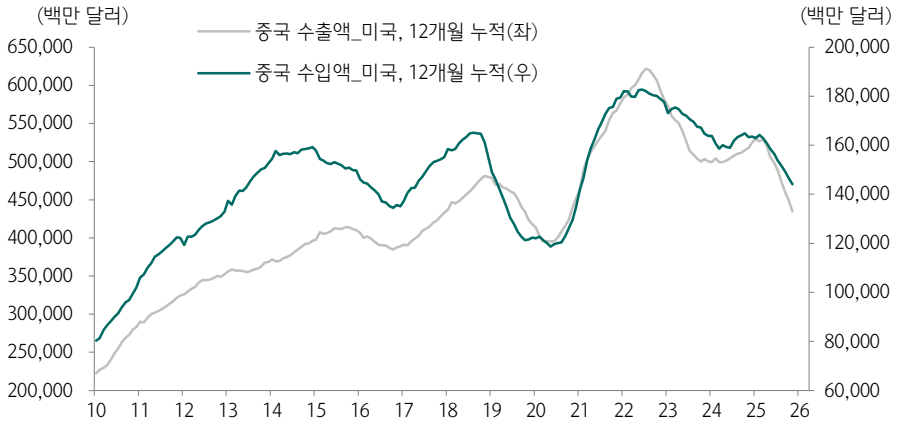


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 2025년 중국의 미국 수출과 수입 금액은 대폭 감소: 미국과 중국 간의 성장 산업 견제와 관세 부과 등으로 인해 발생한 결과

2025년 중국이 미국으로부터 수입한 금액(1~11월까지)은 전년 같은 기간 대비 -13.2% 감소

중국의 미국 수출 금액은 같은 기간 동안 -18.9% 감소

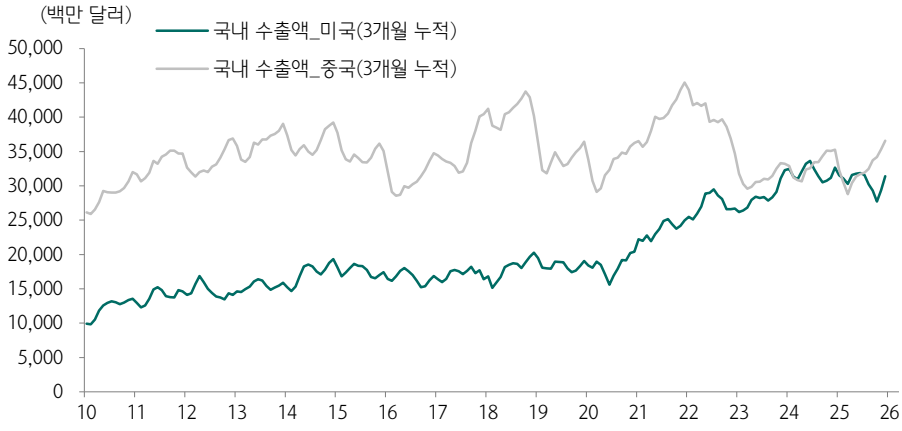


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국과 중국의 관계가 소원해지면서, 국내 수출 경기는 수혜를 봄. 대미국 수출금액은 대중국 금액과 비슷한 정도까지 증가했고, 2025년 8월 대중국 수출금액은 증가세로 전환

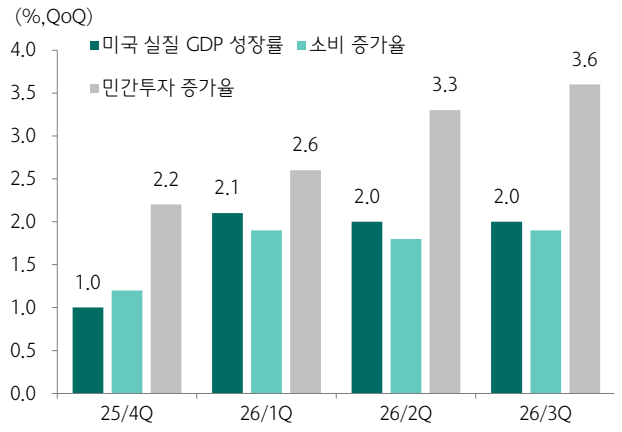
2025년 국내의 미국 수출금액은 1,229억 달러로 중국 수출금액 1,308억 달러에 근접한 수준까지 증가

한편 2025년 8월을 저점으로 국내 중국 수출금액은 증가세로 전환



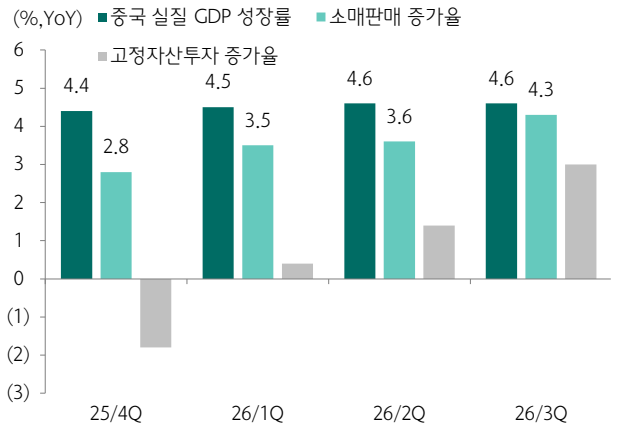
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 2026년 미국 GDP 성장을 이끄는 부문은 투자



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 2026년 중국 GDP 성장을 이끄는 부문은 소비

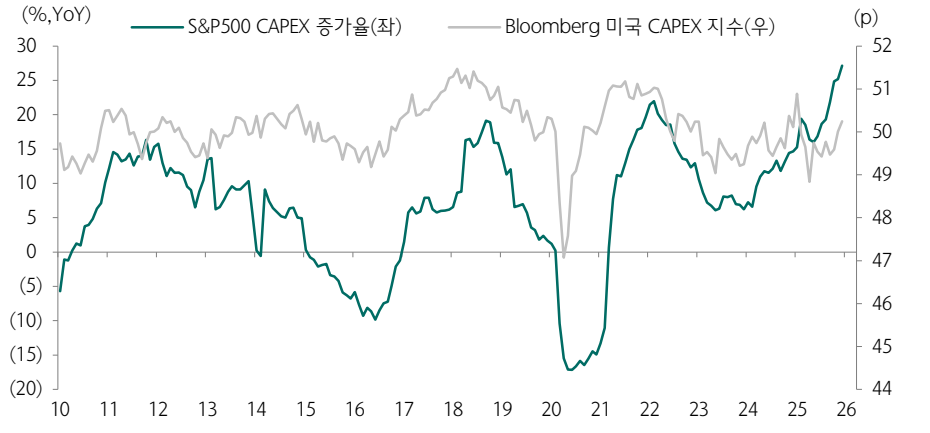


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 2025년에 이어 26년에도 미국 기업 투자 증가세 지속에 대한 기대는 높음

S&P500지수 CAPEX 증가율(YoY)과 연관성이 높고, 선행성이 있는 Bloomberg 미국 CAPEX 지수는 최근 3개월 연속 상승하며 확장 국면(50p)으로 진입

Bloomberg CAPEX지수가 3개월 선행

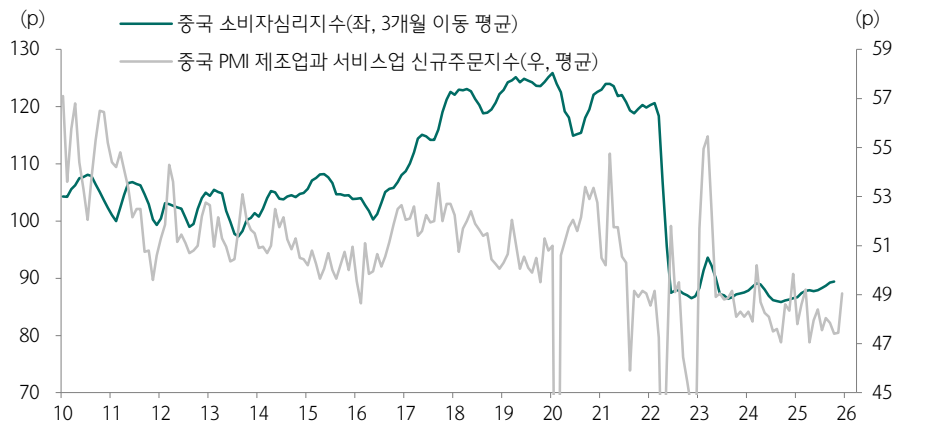


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 중국 소비경기 빠르지는 않지만, 점진적인 회복은 가능할 수 있을 것으로 예상

중국 소비심리지수와 연관성이 높은 PMI 제조업과 서비스업 신규주문지수 2025년 12월 50.8p와 47.3p로 전월 대비 동반 상승

PMI 제조업과 서비스업 신규주문 평균 지수가 3개월 선행

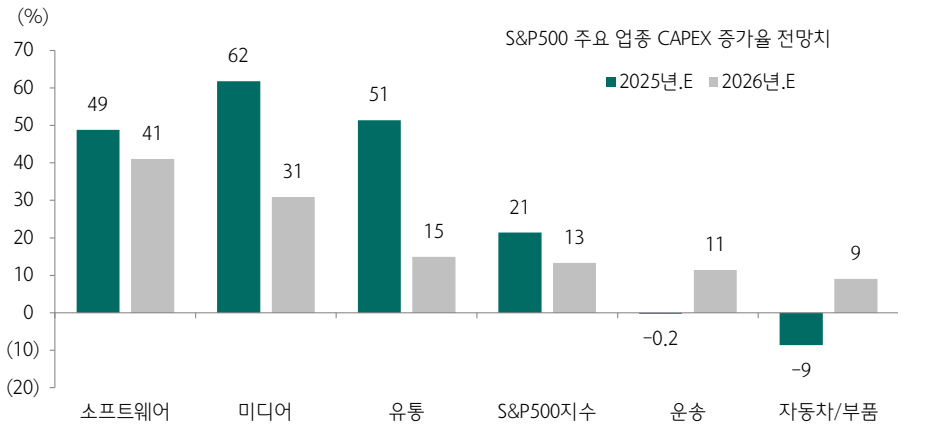


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500지수 내 2026년 투자 증가율 전망치가 높은 업종: 소프트웨어, 미디어, 유통

한편 운송과 자동차/부품 업종은 투자 증가율 턴어라운드를 기대

도표 8. S&P500지수: 2026년 투자 증가율이 높거나 턴어라운드 기대 업종



자료: Bloomberg, 하나증권

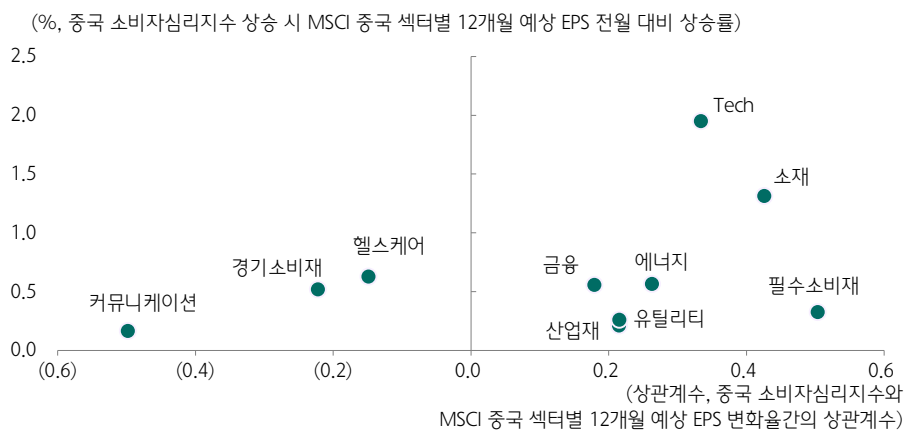
도표 9. S&P500 소프트웨어, 미디어, 유통, 운송, 자동차/부품 업종의 투자 증가율과 코스피 내 매출 증가율 연관성이 높은 업종: 에너지, 기계, 자동차/부품, 반도체, 2차전지, IT하드웨어

코스피 업종별 12개월 예상 매출액 전월대비 증가율 평균(2009년 이후, %)	S&P500 업종별 12개월 예상 CAPEX: 전월대비 증가 시					
	소프트웨어	미디어	유통	운송	자동차/부품	평균
코스피	0.56	0.61	0.62	0.75	0.61	0.63
에너지	1.81	1.84	1.03	2.05	1.51	1.65
기계	1.20	1.13	1.24	1.02	1.49	1.22
자동차/부품	1.17	1.10	1.09	1.20	1.37	1.19
반도체	1.03	1.12	1.09	0.98	1.12	1.07
IT가전(2차전지 포함)	0.78	0.72	0.95	1.27	1.42	1.03
IT하드웨어	0.63	1.13	0.87	1.02	0.99	0.93

자료: Bloomberg, 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

중국 소비자심리지수와 MSCI 중국 12개월 예상 EPS 증가율과의 연관성(상관계수와 EPS 상승률)이 높은 섹터: Tech, 소재, 필수소비재

도표 10. MSCI 중국지수: 중국 소비자심리지수와 섹터별 EPS 증가율과의 연관성



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. MSCI 중국 Tech, 필수소비재, 소재 섹터 EPS 증가율과 코스피 내 영업이익 증가율 연관성이 높은 업종: 반도체, 헬스케어, 증권, 에너지, IT하드웨어, 기계, 화학

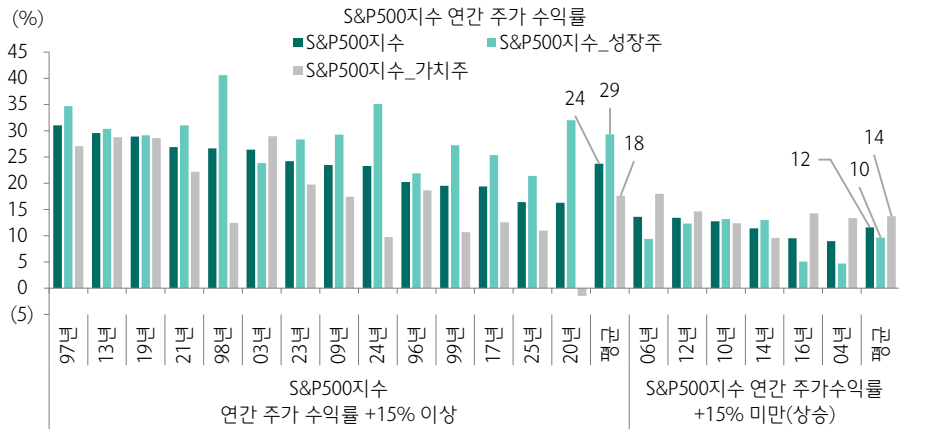
코스피 업종별 12개월 예상 영업이익 전월대비 증가율 평균(2009년 이후, %)	MSCI 중국 12개월 예상 EPS: 전월대비 증가 시			
	Tech	필수소비재	소재	평균
코스피	1.14	1.10	1.83	1.36
반도체	3.29	3.22	4.50	3.67
헬스케어	2.21	1.60	1.99	1.93
증권	1.38	2.05	1.57	1.67
에너지	1.20	1.47	2.26	1.64
IT하드웨어	1.46	1.38	1.68	1.51
기계	0.63	0.79	1.96	1.13
화학	0.84	0.59	1.31	0.91

자료: Bloomberg, 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 12. S&P500지수 연간 주가 수익률 15% 이상일 경우 성장주 중심 상승. 연간 주가 수익률 15% 미만(9~14%)일 경우는 성장주 보다 가치주 주가 수익률이 높았음

1996년 이후 S&P500지수 연간 주가 수익률 15% 이상일 경우 성장주지수 평균 주가 수익률 29%> 가치주지수 18%

연간 수익률 15% 미만일 경우 가치주지수 평균 주가 수익률 14%>성장주지수 10%

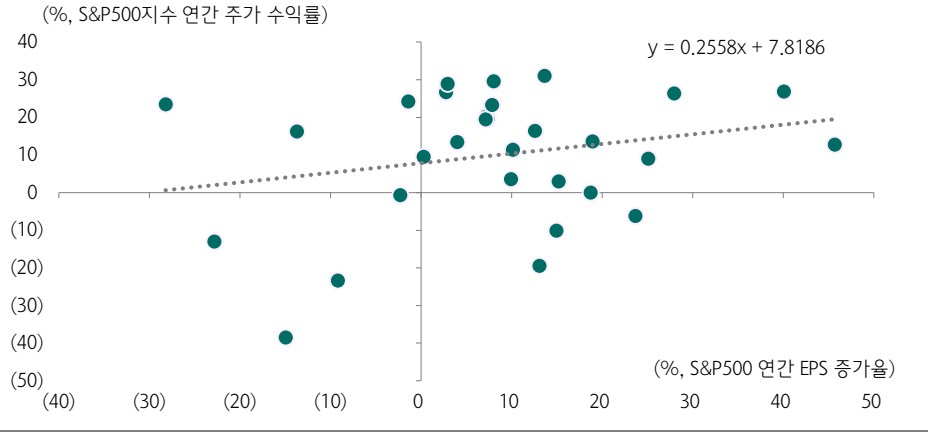


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. S&P500지수 연간 주가 수익률은 EPS 증가율을 반영: 2026년 S&P500지수 연간 주가 수익률은 11~12% 내외: 이익 대비 밸류에이션 메리트가 있는 기업 주가 강세 기대

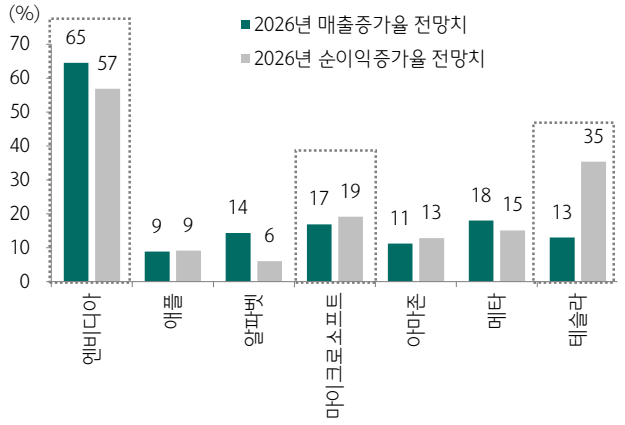
1996년 이후 S&P500지수 연간 주가 수익률과 EPS 증가율의 회귀식을 통해 간단하게 2026년 S&P500지수 연간 수익률 추정

2026년 S&P500 EPS 증가율 전망치 15.3% 대입 시 주가 수익률 11.7%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. S&P500 M7 중 높은 이익 증가율을 기반으로 PER을 크게 낮출 수 있는 기업에 관심(1)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. S&P500 M7 중 높은 이익 증가율을 기반으로 PER을 크게 낮출 수 있는 기업에 관심(2): 엔비디아, 마이크로소프트, 테슬라

S&P500 M7	2025년 PER(배)	2026년 PER(배)	PER 변화율(%)
엔비디아	61.9	39.5	-36.3
애플	36.3	33.2	-8.4
알파벳	28.5	26.9	-5.8
마이크로소프트	35.9	30.1	-16.1
아마존	26.2	23.2	-11.4
메타	23.1	20.0	-13.2
테슬라	270.8	199.9	-26.2

자료: Bloomberg, 하나증권

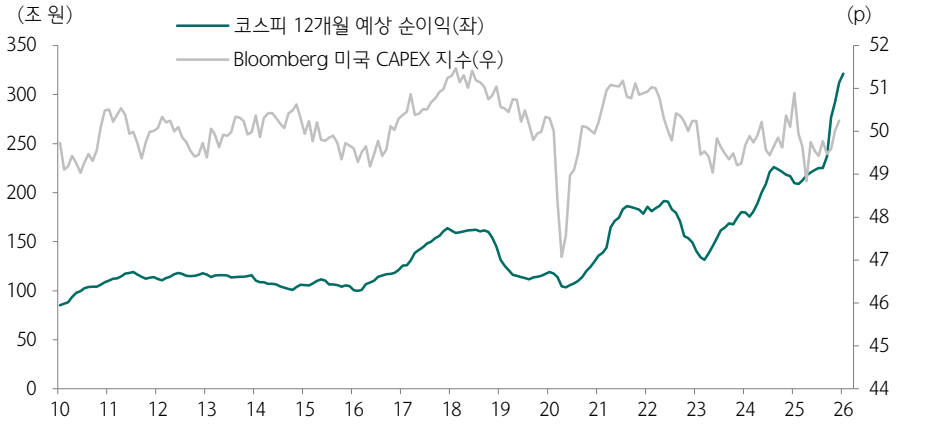
도표 16. 2026년 S&P500 기업 중 투자 증가를 기반으로 매출보다는 순이익 증가율 전망치가 높아 PER 하락이 빠르게 진행될 것으로 기대되는 Non M7 기업들

업종	S&P500 기업명	CAPEX 증가율 (%, 2026년.E)	매출 증가율 (%, 26년.E)	순이익 증가율 (%, 26년.E)	PER		
					25년.E	26년.E	변화율(%)
헬스케어	일라이 릴리	1.3	21.1	37.6	47.8	34.7	(27.3)
	보스턴 사이언티픽	6.7	11.5	14.5	31.2	27.2	(12.6)
	매케슨	12.2	12.7	14.4	24.1	21.1	(12.6)
산업재	GE 버노바	8.5	12.3	77.4	86.0	48.5	(43.6)
	이튼	8.4	9.6	12.8	26.2	23.2	(11.3)
	록히드 마틴	2.3	4.3	29.0	21.6	16.7	(22.5)
미디어	넷플릭스	4.5	13.0	24.9	38.5	30.8	(20.0)
소프트웨어/서비스	팔란티어 테크놀로지스	36.9	43.0	43.1	229.3	160.3	(30.1)
	서비스나우	17.8	18.6	18.8	43.6	36.7	(15.8)
	팔로 알토 네트웍스	1.9	14.6	19.6	55.9	46.7	(16.4)
은행	씨티그룹	-	3.4	20.9	14.6	12.1	(17.3)
다각화금융	마스터카드	17.1	12.5	13.7	34.3	30.2	(12.1)
	Robinhood Markets Inc	60.6	24.6	24.6	54.9	44.1	(19.7)

자료: Bloomberg, 하나증권

미국 기업투자의 선행지표 중 하나인 CAPEX지수와 코스피 12개월 예상 순이익 추이 유사

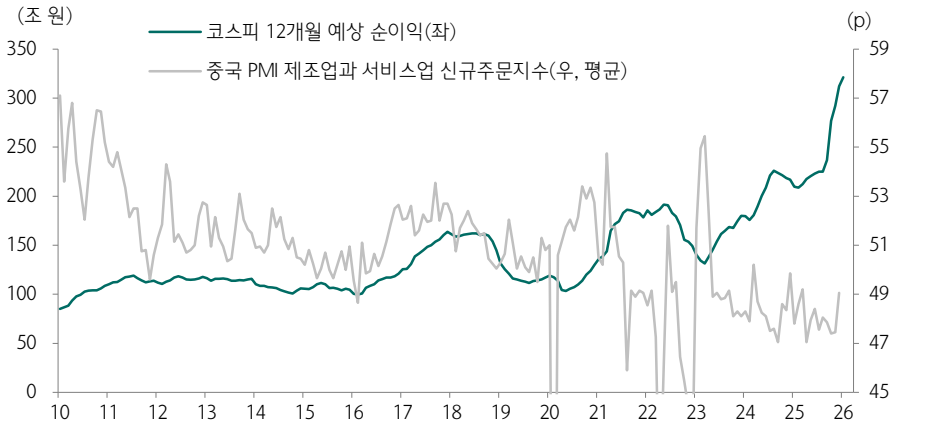
도표 17. 코스피 순이익과 미국 CAPEX지수와의 연관성 높음



자료: Bloomberg, 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

중국 소비심리의 선행지표 중 하나인 PMI 제조업과 서비스업 신규주문 평균 지수와 코스피 12개월 예상 순이익 추이 유사

도표 18. 코스피 순이익과 중국 신규주문지수와의 연관성 높음

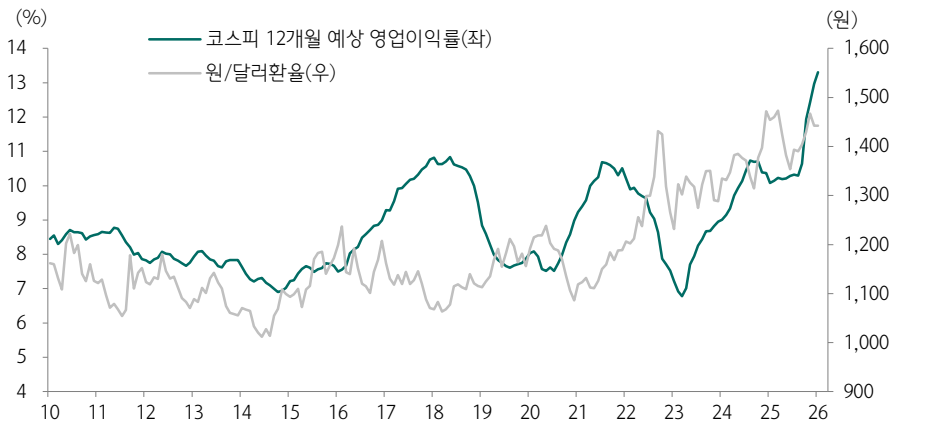


자료: Bloomberg, 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

국내 정부 개입을 통한 원/달러 환율 하락, 기업 펀더멘탈 측면에서의 기대 효과: 국내 기업 수익성 개선

현재 코스피 영업이익률 13.3%로 2010년 이후 최고

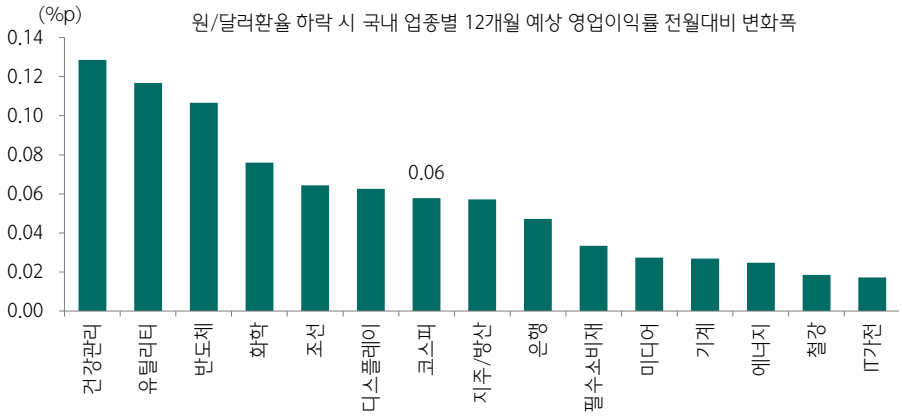
도표 19. 원/달러환율 하락시 국내 기업 이익에 미치는 영향: 국내 수입품 비용 절감 효과로 인한 생산단가 하락, 기업 수익성 개선



자료: Bloomberg, 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

원/달러환율 하락 시 국내 업종별 12개월 예상 영업이익률 전월 대비 상승폭이 큰 업종: 건강관리, 유틸리티, 반도체, 화학, 조선 순

도표 20. 원/달러환율 하락 시 국내 업종별 영업이익률 개선 폭이 큰 업종: 건강관리, 유틸리티, 반도체, 화학, 조선 등



자료: Bloomberg, 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 21. 국내 기업 중 ① 미국 CAPEX와 중국 신규주문 지수 상승 시 영업이익 개선 폭이 크고, ② 원/달러환율 하락 시 매출원가 하락을 통해 영업이익률이 상승하고, ③ 높은 이익 증가율을 통해 2025년 대비 26년 PER 하락률이 클 것으로 예상되는 기업들

업종	국내 기업명	해당 지수 상승시 12개월 예상 순이익 상승율(%)		환율 하락 시 매출원가율 변화(%p) (3개월 시차)	환율 하락시 영업이익률 변화폭(%p)	영업이익률(%)		PER		
		Bloomberg CAPEX 지수	중국 PMI 신규주문 평균 지수			25년.E	26년.E	25년.E	26년.E	변화율 (%p)
반도체	삼성전자	2.2	0.7	(0.4)	0.14	12.1	22.7	19.7	9.8	(50.1)
건강관리	삼성바이오로직스	5.1	3.4	(1.3)	0.62	46.6	46.1	49.9	42.4	(15.1)
조선	HD현대중공업	13.7	13.1	(3.5)	0.46	12.7	15.4	35.4	21.9	(38.0)
방산	한화에어로스페이스	0.4	4.9	(0.2)	0.08	13.0	14.5	31.1	20.4	(34.3)
증권	한국금융지주	2.6	1.4	(9.2)	0.56	10.6	10.6	4.6	5.1	10.6
에너지	S-Oil	55.4	52.1	(0.9)	0.07	0.5	4.1	102.3	11.5	(88.8)
기계	LS	0.4	2.4	(0.2)	0.04	3.4	4.0	19.6	14.0	(28.6)
반도체	리노공업	0.6	1.4	(1.0)	0.16	46.6	47.4	34.8	29.0	(16.7)
기계	대한전선	2.0	0.9	(0.1)	0.00	3.4	4.2	59.1	37.4	(36.7)
반도체	DB하이텍	1.5	2.8	(0.5)	0.98	20.3	24.6	13.3	9.6	(27.6)
자동차	HL만도	0.1	0.0	(0.7)	0.02	4.1	4.5	21.6	12.9	(40.3)
화학	금호석유화학	2.0	0.3	(1.1)	0.03	4.5	5.6	8.8	7.3	(17.3)
기계	HD현대인프라코어	1.5	1.0	(0.7)	0.07	7.6	8.8	13.8	9.4	(32.3)
조선	한국카본	0.5	3.5	(0.9)	0.40	13.9	15.8	14.7	13.0	(11.7)
기계	씨트렉아이	4.3	2.9	(0.2)	0.20	5.7	6.9	73.8	58.6	(20.6)

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 하나증권