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.

Analyst 이철현 lch2678@hanafn.com

하나증권 리서치센터

Global Quant

미국 증시의 로테이션 국면, 필수소비재 업종 선호

지수는 급락 없는 'Zero Sum', 증시 수면 아래 로테이션 진행 중

미국 증시는 섹터/팩터의 로테이션이 진행 중이나 지수 레벨에서는 큰 움직임이 없는 국면이 이어지고 있다. 게다가 실적 시즌이 겹친 높은 증시 변동성은 종목 간 차별화를 키우고 증시의 수면 아래 업종과 종목간의 끊임없는 리레이팅과 디레이팅을 야기하고 있다. AI 관련주 및 IT 조정을 동반하는 로테이션은 ChatGPT 등장 이후 강세를 보이며 증시를 뒤덮었던 M7, 대형주, AI, IT, 성장주, 모멘텀에서 비기술주, 소형주(동일가중), 가치주로 위험 선호의 방향을 재조정한다. 이는 밸류에이션 부담과 함께 달러 약세를 수반하는 정치적/지정학적 불확실성 속에서 상대적으로 저평가된 자산을 선호하는 심리로 해석한다. S&P 500 내의 업종에서는 에너지, 소재, 필수소비재, 산업재의 종목들이 이동평균선을 상회하는 기술적 센티먼트 호조를 시현하며 로테이션이 진행 중이다.

AI의 승자와 패자를 가르는 와중에도 여전히 강한 AI 인프라 투자 의지

또 다른 로테이션이 이번 실적 시즌에서 더욱 구체화되고 있다. 생성형 AI가 소프트웨어 산업의 비즈니스 모델을 위협할 것이라는 내러티브가 그것인데, 소프트웨어 제품 개발에 진입장벽이 낮아지고, 경쟁과 가격 양측에서 압박이 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 이로 인해 S&P 500 소프트웨어서비스 산업의 Fwd. P/E는 고점 대비 -16% 가량 하락한 상황이다. 또한, 최근 프로그래밍 없이도 마케팅, 데이터 리서치, 법률 등의 업무를 자동화할 수 있는 Claude Cowork의 출시를 통해 직접적인 위협을 마주하며 관련 주식은 하루만에 큰 폭으로 하락했다.

하이퍼스케일러의 주가 흐름이 엇갈리는 모습도 확인된다. 메타는 AI가 광고 비즈니스 호조에 도움이 된다는 경영진 발표에 +10% 상승했으나, AI 수익화에 명확한 진전을 제시하지 못한 마이크로소프트는 -10% 하락했다. 막대한 CAPEX 가이던스 상향도 직접적인 우려 원인으로 작용했고, 작년까지만 해도 하이퍼스케일러의 CAPEX 상향 조정이 위험 선호의 시그널로 읽히던 경향과는 사뭇 달라진 상황이다.

우호적인 업황과 스타일 로테이션에서 수혜를 볼 수 있는 필수소비재 업종 선호

증시의 레벨은 유지하되 변동성을 높이는 현 로테이션 국면의 대응책으로 필수소비재 업종을 제시한다. 미국의 소비심리는 우호적인 경기여건에도 누적된 물가와 높은 모기지 금리로 인해 매우 낮게 형성되어 있다. 주거 부담 능력도 매우 떨어진 상황으로, 미국 정치권에서는 중간선거를 앞두고 소비자의 '감당 가능한 여력(affordability)'이 선거 화두로 등장하고 있는 상황이다. 또한, 필수소비재 업종은 성장에서 가치로의 로테이션 전환에서도 우호적인 포지셔닝이며, 가치 스타일의 업종 구성에서 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

미국 증시의 로테이션 국면, 필수소비재 업종 선호

1) 지수는 급락 없는 'Zero Sum', 증시 수면 아래 로테이션 진행 중

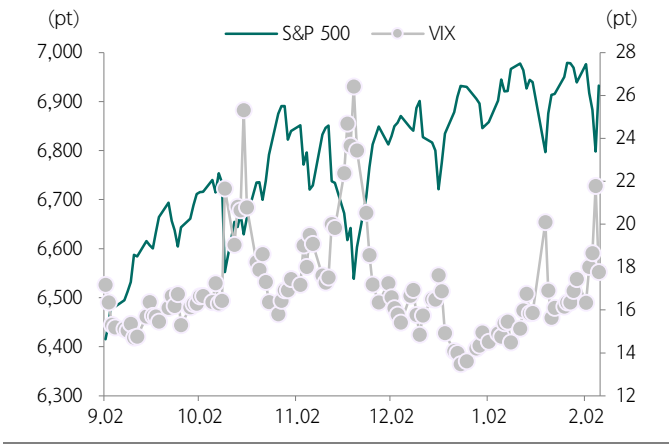
증시의 급락을 수반하지 않는 로테이션 진행 중 이는 그간 강세를 시현했던 AI 및 IT 업종이 밸류에이션 축소를 동반

미국 증시는 현재 섹터 및 팩터의 대규모 로테이션이 진행 중이다. 하지만, 지수 레벨에서는 큰 움직임이 없는 'Zero Sum' 형국을 이어가고 있고, 실적 시즌은 변동성 레벨을 높이는 로테이션을 더욱 강화시키는 이벤트가 되고 있다. 실적 시즌의 주요 특성인 종목 간 차별화가 증시의 변동성을 키우고 있는데, 이는 Dispersion Index의 급등으로 설명된다. 급락이 동반되지 않은 증시의 수면 아래에서는 업종과 종목간의 리레이팅과 디레이팅이 끊임없이 진행 중이다. 그리고 이는 AI 버블 및 수익화 우려가 촉발시킨 AI 주식과 IT 업종 밸류에이션의 축소를 동반하고 있다.

ChatGPT 모먼트 이후의 지난 3년은 대형주 M7을 위시한 IT 및 AI 관련주의 초강세가 증시를 뒤덮었던 시기였다. 지속적으로 제기되는 경기침체 우려에도 불구하고 이에 대한 쏠림으로 S&P 500은 매우 강한 이익 성장과 주가 상승을 누릴 수 있었다. 이 과정에서 높은 금리 레벨에도 불구하고 강력한 성장을 기대하는 투자 심리가 우세해 성장 스타일이 아웃퍼폼했고, AI 종목으로의 쏠림은 자연스럽게 모멘텀 스타일의 강세를 야기했다.

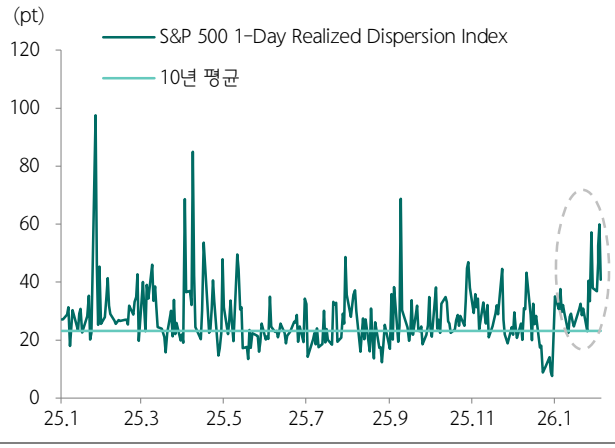
그러나 점증하는 막대한 CAPEX와 서로 간의 순환 거래가 초래한 버블 및 수익화 우려는 투자자들을 성장성보다 수익성에 집중하게 했다. 결국, M7, 대형주, AI, IT, 성장주, 모멘텀은 하락하거나 횡보 구간에 들어섰고, 그간 소외되어 왔던 반대 포지션인 비기술주, 소형주(동일가중), 가치주로 위험 선호의 방향이 재조정되기 시작했다. 이렇듯 S&P 500의 메가캡이 증시 상승의 주도력을 잃어가며, 주가 상승이 나머지 종목으로 확산되어 가는 모습이다. 이는 밸류에이션 부담 및 달러 약세를 수반하는 정치적/지정학적 불확실성 속에서 상대적으로 저평가된 자산을 선호하는 심리로 해석한다.

도표 1. 횡보 중인 S&P 500과 상승한 VIX



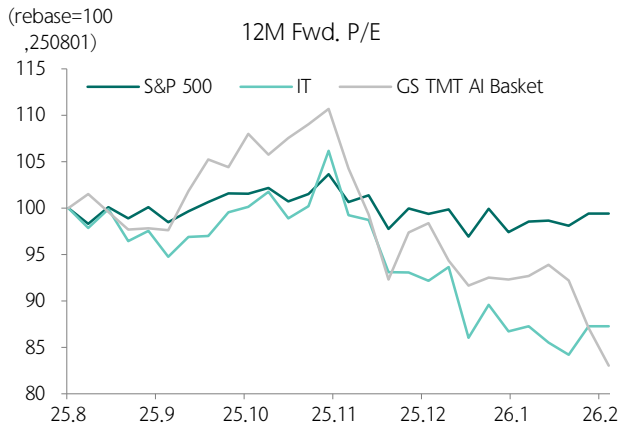
자료: LSEG Workspace, 하나증권

도표 2. 실적 시즌 돌입 후, 주가 차별화가 심화되는 모습



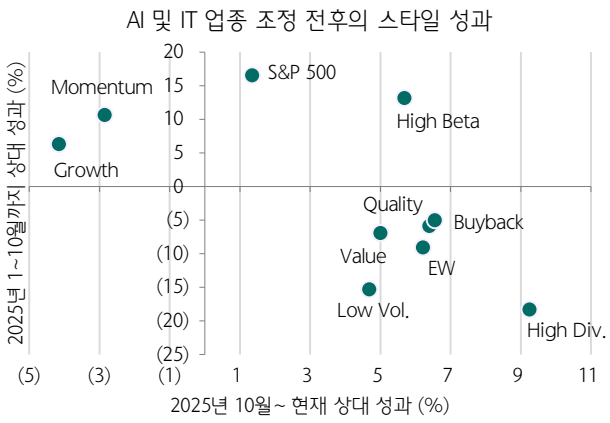
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. IT 및 AI 주식 밸류에이션 조정 진행 중



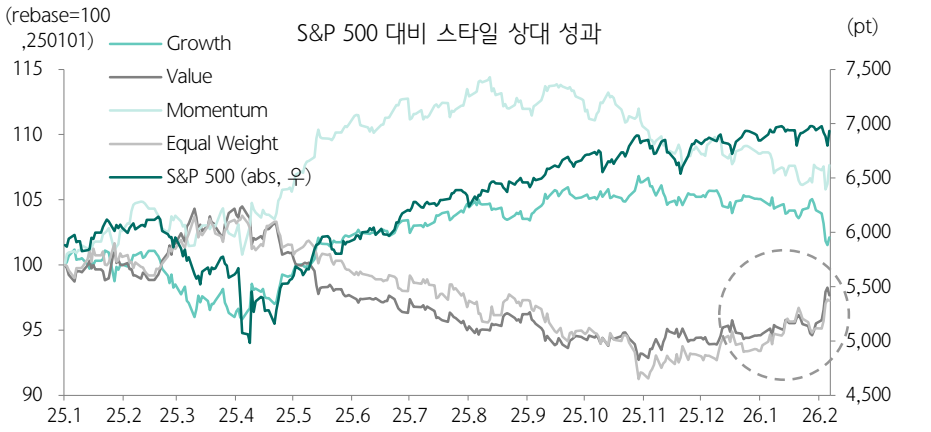
자료: LSEG Datastream, Bloomberg, 하나증권

도표 4. 동시에 스타일 로테이션 또한 야기



자료: LSEG Datastream, 하나증권

도표 5. 성장 및 모멘텀 스타일의 약세는 가치 및 동일가중의 강세를 동반



자료: LSEG Datastream, 하나증권

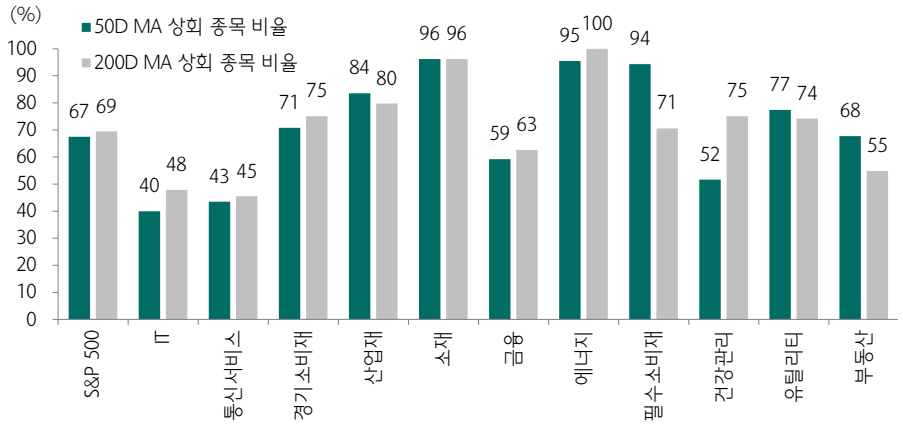
업종 내 이동평균선을 상회하고 있는 종목 비율로 업종 로테이션 확인

IT 및 통신서비스에서 낮고 에너지, 소재, 필수소비재, 산업재는 높음

각각 업종 내 이동평균선을 상회하고 있는 종목 비율로 기술적인 센티먼트를 살펴보면, 이러한 로테이션을 더 구체적으로 파악할 수 있다. AI 테마에 노출도가 높은 IT와 통신서비스 업종에 속한 종목들은 절반 이상이 50일 및 200일선을 하회하고 있으며, 이는 S&P 500 전체 대비 상당히 낮은 수준이다. 그러나 IT와 통신서비스의 부진에도 불구하고 에너지, 소재, 필수소비재, 산업재에 속한 대부분의 종목들은 50일 및 200일 이동평균선은 상회하고 있다. 이들 업종의 호조가 AI 부진을 상쇄하며 지수를 보합수준으로 이끌고 있는 것이다.

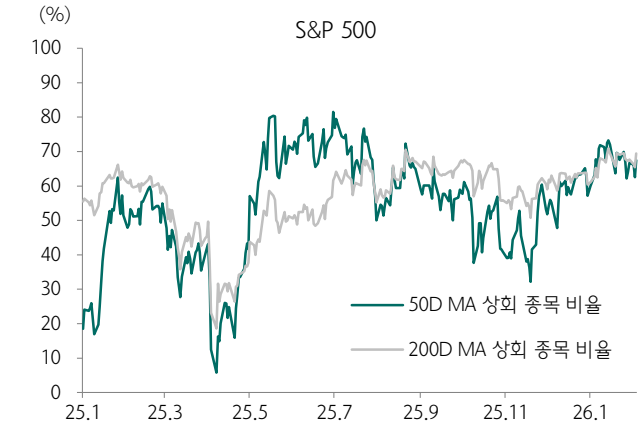
이를 시계열을 통해 다른 각도에서 살펴보면, S&P 500 전반에서 이동평균선을 상회하는 종목의 비율은 상승 추세에 있는 반면, IT는 작년 하반기 내내 하락 추세를 이어나가고 있다. 그러나, 위에서 언급한 센티먼트 호조 업종인 에너지, 소재, 필수소비재, 산업재는 높은 상회 비율과 더불어 상승 추세에 있는 것을 확인할 수 있다.

도표 6. AI 노출도가 높은 IT 및 통신서비스 업종은 전체 섹터 중에서도 센티먼트가 가장 낮음



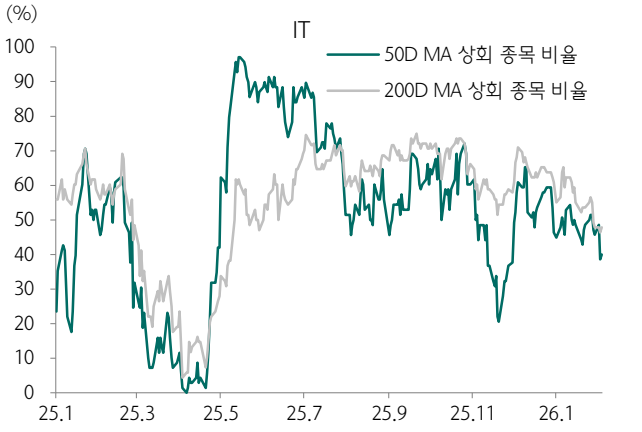
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 전체 종목단의 센티먼트는 여전히 개선되는 방향이 유지 중



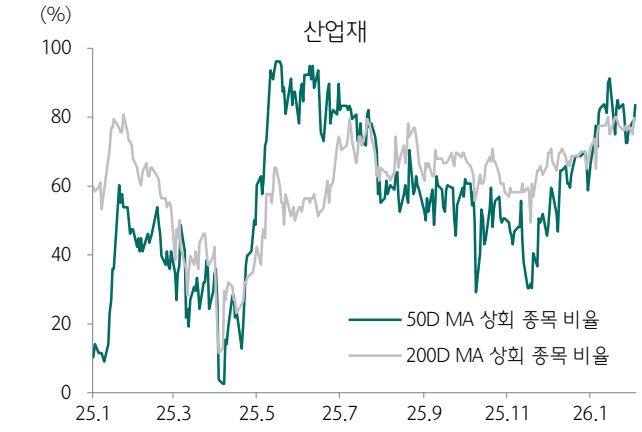
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. IT 업종 주가 약세는 현재 개별 종목 전반에서도 약세



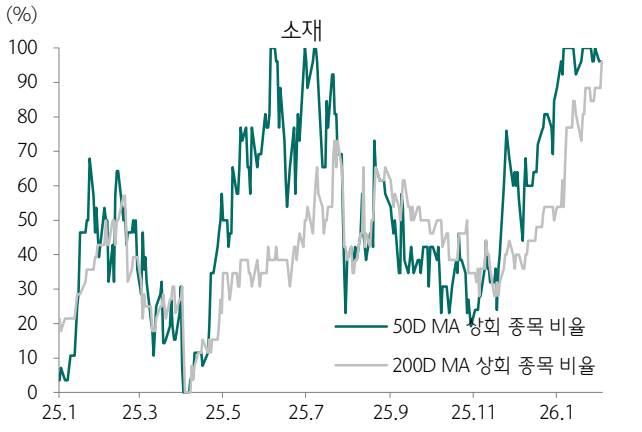
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 섹터 전반의 센티먼트가 좋은 업종: 1) 산업재



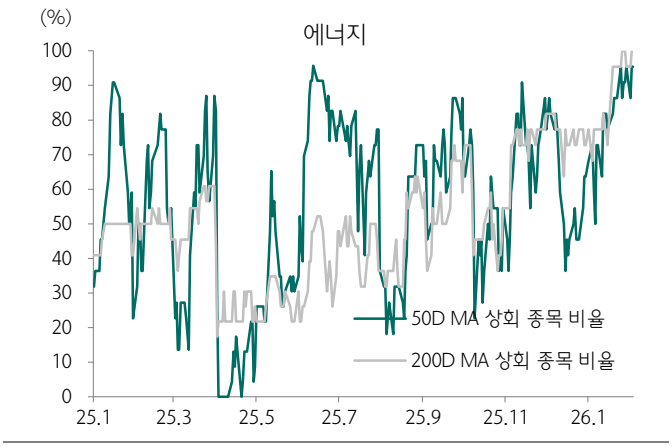
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 섹터 전반의 센티먼트가 좋은 업종: 2) 소재



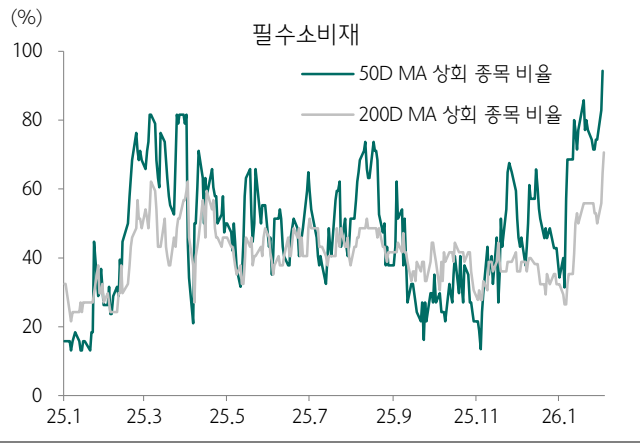
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 섹터 전반의 센티먼트가 좋은 업종: 3) 에너지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 섹터 전반의 센티먼트가 좋은 업종: 4) 필수소비재



자료: Bloomberg, 하나증권

2) AI의 승자와 패자를 가르는 와중에도 여전히 강한 AI 인프라 투자 의지

AI 및 IT 업종의 조정 국면에서 AI 비즈니스의 승자와 패자 구별

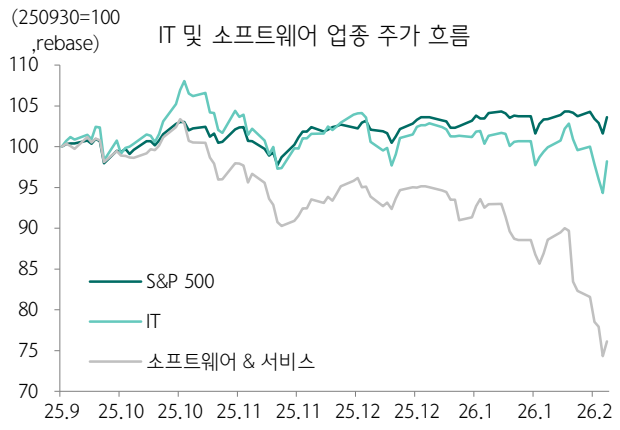
Claude Cowork 출시는 소프트웨어 기업의 급격한 하락 유발

AI가 전세계를 강타하며 당장의 수익성보다는 미래의 꿈을 반영해 AI 및 IT 주식의 주가가 크게 상승했으나, 지금은 승자와 패자를 구분하려는 시장의 반응이 매우 강하게 일어나고 있다. 특히, 생성형 AI가 소프트웨어의 비즈니스 모델을 파괴할 것이라는 내러티브가 확산되었고, 현재 S&P 500의 소프트웨어 서비스 산업 Fwd. P/E는 직전 고점인 32.6배에서 -16.4% 하락한 26.6배를 기록 중이다. 프로그래밍을 비롯한 소프트웨어 제품 개발에 진입 장벽이 낮아지고, 경쟁과 가격 양측에서 압박이 발생한 결과로 해석된다.

최근 이러한 우려에 대한 충격이 앤쓰로픽의 Claude Cowork 출시로 더욱 가시화되었다. Claude Cowork는 프로그래밍을 하지 않고도 마케팅, 데이터 리서치, 법률 등의 업무를 자동화할 수 있는 파괴적인 AI 툴로 무궁무진한 활용 사례가 등장하고 있다. AI가 이러한 업무를 대체하고 비즈니스 모델의 수익성 잠식 우려를 정면에서 마주한 소프트웨어 및 리서치/데이터 서비스의 종목들은 하루만에 주가가 폭락했다(2/3 수익률 기준, 톰슨로이터(-15.7%), 가트너(-20.9%), 액센츄어(-9.6%), 인튜이트(-10.9%), 세일즈포스(-6.9%) 등)

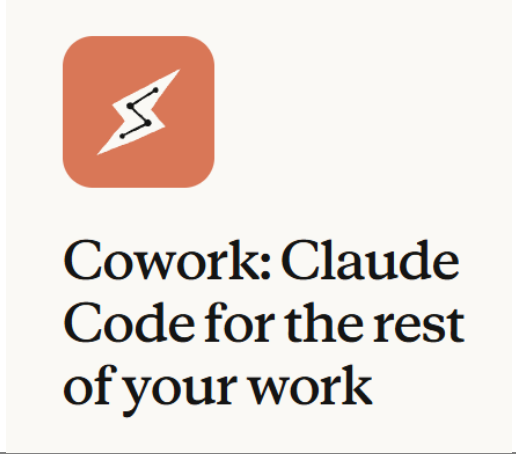
그러나 모든 소프트웨어 기업이 AI 리스크에 동일하게 위협받는 것은 아니다. 높은 전문성과 잘 구성된 시스템 통합은 복제하기 어려운 제품이다. 특히. 독자적인 고객의 데이터를 보유하고 이를 활용해 생성형 AI 내재화하여 차별화된 서비스를 제공할 수 있는 기업들은 AI 리스크에 대한 취약성이 낮다. 또한, 이는 LLM이 접근하기 매우 어려운 영역으로 고객의 생산성을 극대화할 AI 에이전트를 구축하는 데 가장 유리한 포지션이다. 기술주 조정과 함께 AI 리스크 내러티브가 강한 현재는 단기적으로 주가의 하방 리스크가 클 수밖에 없지만, 장기적으로 SaaS 기업들이 AI를 내재화하며 AI 에이전트 및 신규 제품과 서비스로 이익의 업사이드가 확대될 것으로 예상한다.

도표 13. AI의 패자로 인식되어가는 소프트웨어 업종



자료: LSEG Datastream, 하나증권

도표 14. 소프트웨어 서비스 업종의 급락을 야기한 Claude Cowork



자료: Anthropic PBC, 하나증권

실적 시즌 하이퍼스케일러들의 주가 흐름도 엇갈리는 모습

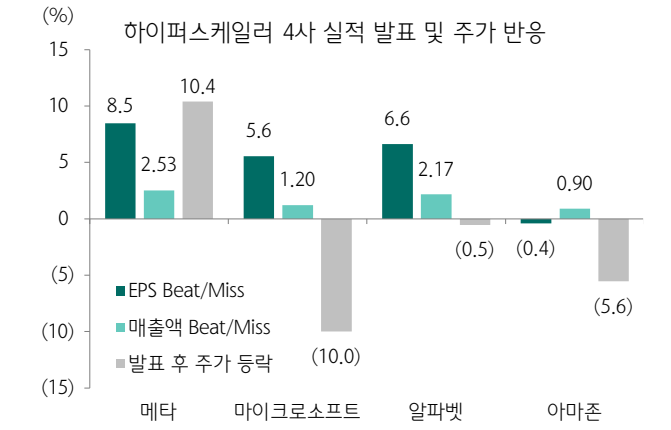
CAPEX 가이던스 상향 조정도 부담으로 작용

실적 발표 직후 하이퍼스케일러들의 주가 흐름이 엇갈리는 모습도 확인된다. 메타는 AI가 광고 수익성 호조에 도움이 된다는 경영진 언급에 다음날 +10% 상승했으나, 마이크로소프트는 실적이 나쁘지 않았음에도 미진한 다음 분기 Azure 성장 가이던스와 더불어 AI 수익화에서 명확한 진전이 확인되지 못해 시장은 -10% 하락으로 답했다. 마이크로소프트와 달리 메타는 컨센서스를 뛰어넘는 실적 가이던스와 함께 AI 사용에 대한 명확한 효용성을 보여주었기 때문에 투자자들은 CAPEX 상향을 수용할 수 있었다. 현재 시장은 단순히 CAPEX 전망치 상향이 유일한 주가 상승 촉매였던 과거와 달리, 투자에 대한 수익화를 냉정하게 평가하고 있다.

이제는 부담으로 작용하며 마진과 현금흐름에 압박을 주는 요인인 CAPEX도 하이퍼스케일러들이 넘어야할 큰 장애물이 되었다. 이번 실적 발표에서 이들의 2026년 CAPEX 가이던스도 컨센서스 대비 높은 수준으로 상향되었는데, 중간값 기준으로 알파벳은 컨센서스 $127B 대비 $180B, 아마존은 $154B 대비 $200B, 메타는 $110B 대비 $125B로 상향되었다(마이크로소프트는 가이던스 미제시).

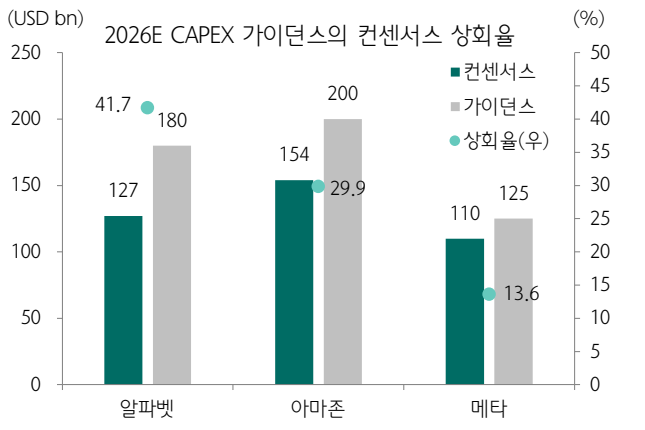
다만, 하이퍼스케일러들의 CAPEX 규모 확대는 수익성 우려의 원인인 동시에 AI 인프라 확장의 방향성과 막대한 수요를 재확인하는 촉매로 생각해야 한다. 하이퍼스케일러의 경영진들은 컨퍼런스 콜에서 현재 수요를 예측하는 능력에 자신감을 보임과 동시에, 증가한 capacity는 즉각 수익화(monetization) 및 이에 따른 탑라인 성장이 가능하다고 확언했다. 그리고 AI 인프라의 공급 제약이 여전히 AI 클라우드 성장률의 상방을 제한하고 있어, 앞으로도 대규모 투자가 필요할 것이다.

도표 15. AI 효용성 입증에 따른 하이퍼스케일러들의 주가 반응 차별화



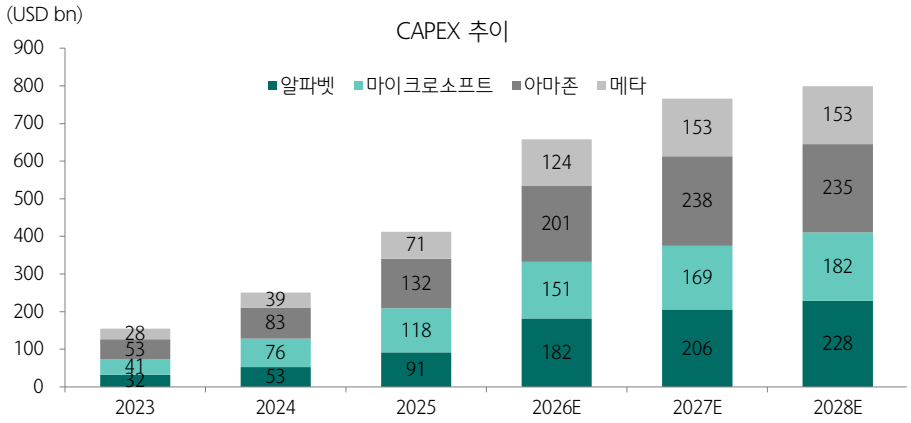
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 하이퍼스케일러의 CAPEX 가이던스는 모두 컨센서스 상회



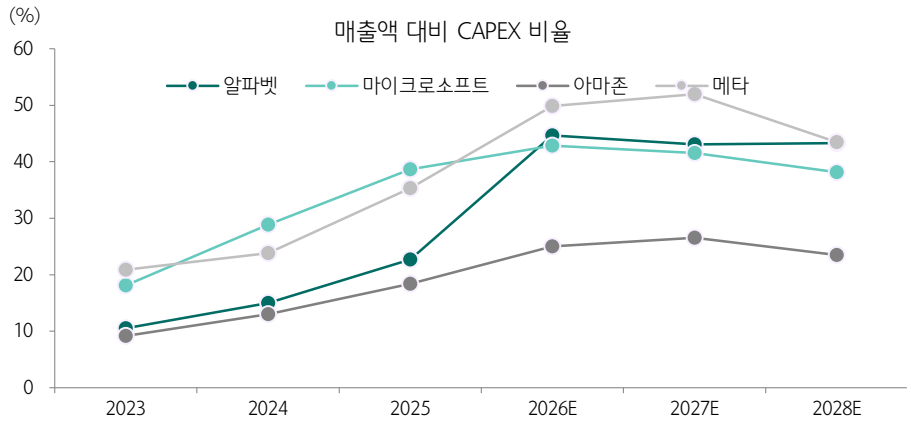
자료: 각 사, Bloomberg, 하나증권

도표 17. 2026년 CAPEX 합계는 $658B로 예상



자료: 각 사, Bloomberg, 하나증권

도표 18. 매출액 대비 CAPEX 비율은 2027년까지 대체로 상승할 전망



자료: 각 사, Bloomberg, 하나증권

3) 우호적인 업황과 스타일 로테이션에서 수혜를 볼 수 있는 필수소비재 업종 선호

로테이션과 우호적인 업황을 고려한 필수소비재 업종 선호

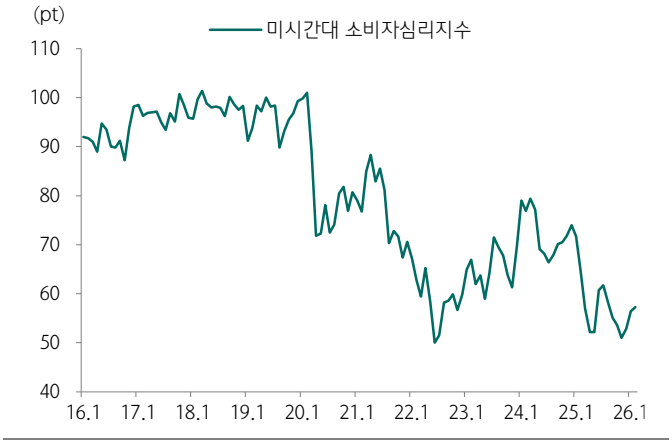
변동성이 높은 현재 로테이션을 이용하면서도 우호적인 업황이 기대되는 필수소비재 업종을 선호한다. 현재 미국 경기는 낮은 물가와 실업률 그리고 건전한 수준의 PCE와 더불어 경제 성장 기대도 높아 전반적인 경제 여건은 좋은 편이다. 그러나, 코로나 이후 누적된 물가 상승으로 10년 내 매우 낮은 수준의 소비심리를 보이고 있으며, 장기 금리의 하방 제한에 따른 높은 수준의 모기지 금리가 소비자의 소비를 제약하고 있다.

또한, 애틀랜타 연은에서 제공하는 주택소유부담능력지수(HOAM Index)는 GFC 직전인 2007년과 비슷한 수준에 형성되어있다. HOAM Index는 매월 미국 중간 소득 가구의 중간 가격 주택 구매 능력을 측정하여 주거비용이 소득의 30%를 초과하면 감당하기 어려운 수준으로 평가한다. 코로나 이후 상승한 부동산 가격은 주거부담능력을 크게 하락시켰다.

올해 미국 중간선거를 앞두고 가장 큰 정치적 화두는 '감당 가능한 여력(affordability)'으로 치솟은 물가와 집세가 미국 유권자에게 큰 아젠다로 작동하고 있음을 알 수 있다. 또한, 최근 하락한 트럼프 대통령이 지지율과 더불어 생활비 부담을 해결하려는 의지를 보이는 민주당 후보들이 선거에서 강세를 보이고 있는데, 작년 뉴욕 시장 선거에 당선된 조란 맘다니가 대표적인 예라고 할 수 있다.

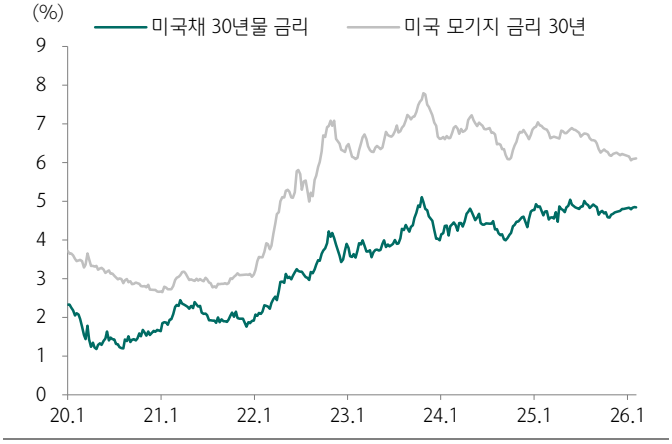
이렇듯 미국 소비자들에게 생활 물가는 주요 현안으로 에너지, 산업재, 소재를 비롯한 시클리컬 강세장 속에서도 경기방어주인 필수소비재 업종의 종목들은 이에 뒤지지 않는 성과를 시현하고 있다.

도표 19. 10년내 최저 수준으로 낮아진 미국 소비 심리



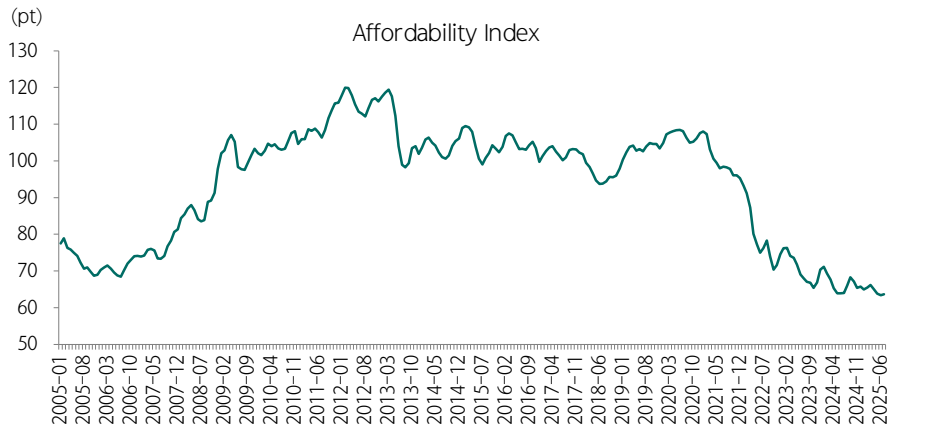
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 20. 높은 모기지 금리는 소비를 제약적으로 이끄는 요인



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. 주거부담능력의 하락은 소비 여건에 부정적으로 작용



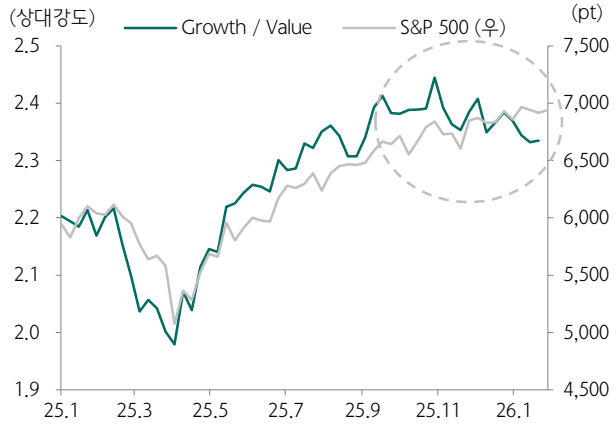
자료: Federal Reserve Bank of Atlanta, 하나증권

성장에서 가치로의 스타일 로테이션 또한 필수소비재에 우호적

성장에서 가치로의 스타일 로테이션 또한 필수소비재에 우호적이다. AI 주식 및 IT 업종은 주로 미래의 높은 성장을 담보로 하여 밸류에이션을 비싸게 책정한 성장 스타일에 포진되어 있다. 현재 가치주 대비 성장주의 약세는 이들의 부진과 더불어 고밸류에서 저밸류로의 로테이션이 원인이라고 판단한다.

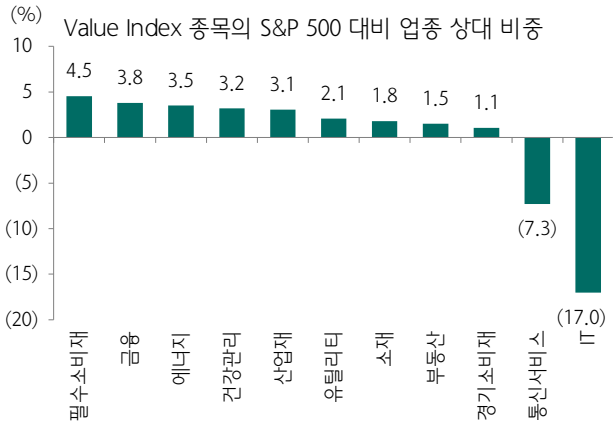
가치주 강세와 함께 가치주 인덱스의 S&P 500 대비 상대적인 업종 구성의 비중을 살펴보면, 필수소비재가 가장 높고 IT가 가장 낮은 비중을 차지하고 있다. 이러한 업종 구성이 가치 스타일 성과의 동인으로 작용해 강세를 시현했다. 따라서, 스타일 로테이션 측면에서 가치주는 현 국면에서 가장 높은 성과를 낼 수 있는 스타일로 판단한다.

도표 22. 성장에서 가치로 스타일 로테이션 진행 중



자료: LSEG Datastream, 하나증권

도표 23. 가치 스타일의 업종 구성은 높은 성과의 원인 중 하나



자료: Bloomberg, 하나증권

이익추정치가 상승하는 필수소비재 종목 제시

현 로테이션 국면에 대응할 포지션으로 S&P 500 필수소비재 섹터를 최선호로 제시하고 섹터 내에서 연초 이후 2026년 1분기 EPS 추정치 및 12M Fwd. EPS가 상향된 종목군을 소팅하여 제시한다.

도표 24. S&P 500 필수소비재 섹터 내에서 연초 이후 실적 상향된 종목군

종목	세부 산업	티커	시가총액 (USD mn)	P/E (12M Fwd., 배)	YTD FQ1 EPS 변화율(%)	YTD 12MF EPS 변화율(%)
허쉬	음식료 및 담배	HSY	46,951	28.1	10.26	19.36
몬스터 베버리지	음식료 및 담배	MNST	80,643	35.9	0.95	2.82
달러 제너럴	필수소비재 유통	DG	32,280	20.6	0.21	1.55
월마트	필수소비재 유통	WMT	1,045,527	43.9	0.15	1.32
달러 트리	필수소비재 유통	DLTR	24,624	18.4	-0.38	1.70
코스트코 홀세일	필수소비재 유통	COST	444,384	47.3	0.08	1.18
브라운-포맨	음식료 및 담배	BF.B	13,706	17.2	0.59	0.47
코카콜라	음식료 및 담배	KO	339,956	24.4	0.24	0.74
시스코	필수소비재 유통	SYY	41,442	17.7	-0.21	1.53
크로락스	가정 및 개인용품	CLX	14,432	18.5	-1.08	1.85
콜게이트-팜올리브	가정 및 개인용품	CL	76,101	24.2	-0.63	1.53
큐리그 닥터 페퍼	음식료 및 담배	KDP	38,597	13.2	0.00	0.94
크래프트 하인즈	음식료 및 담배	KHC	29,165	9.8	23.15	-0.36
콘아그라 브랜즈	음식료 및 담배	CAG	9,256	10.9	0.25	0.11
호멜 푸즈	음식료 및 담배	HRL	13,714	16.9	0.00	0.82
J.M. 스머커	음식료 및 담배	SJM	11,684	11.3	-0.04	0.85
에스티 로더	가정 및 개인용품	EL	37,079	37.0	-11.66	4.10
필립 모리스 인터내셔널	음식료 및 담배	PM	284,577	21.6	-2.19	1.57
타이슨 푸드	음식료 및 담배	TSN	22,977	16.0	-8.25	2.64
캠벨 수프	음식료 및 담배	CPB	8,595	11.5	0.17	0.00

자료: Bloomberg, 하나증권