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

관세 리스크에도 우호적인 경기 여건에 시클리컬 업종 선호

미국 증시는 로테이션 국면 내 변동성 상승 및 하방 헷지 수요 증가

미국 증시의 로테이션 장세 속 업종간 명확한 성과 차별화가 지속되고 있다. 최근 금융과 IT 업종이 부진한데, 이들은 AI 발 비즈니스 모델 위협의 직접적인 영향권에 있다. 경기민감 업종인 에너지, 산업재, 소재, 업종은 고점 부근을 유지 중이다. 다만, 경기소비재 업종은 테슬라와 아마존이 부진한 영향이 크고, 이를 제외하면 성과는 양호하다. 그럼에도 AI 관련 기술주 조정 영향과 더불어 이란 갈등으로 인한 유가 급등이 초래한 변동성 상승으로 VIX는 높은 수준이다. 하방 헷지에 대한 수요가 상승하며 증시 센티먼트도 지속적으로 악화되고 있다. S&P 500의 0.25델타 옵션의 내재변동성으로 계산된 Normalized Skew는 지속적으로 상승해 2년 내 상단을 테스트하고 있다.

IEEPA 위헌 판결은 미국 정치의 균형과 견제 시스템 확인

관세 불확실성도 변동성을 키우고 있다, 미국 대법원은 국제비상경제권한법(IEEPA)을 근거로 부과한 상호 관세를 위헌으로 판결했다. 곧바로 트럼프 대통령은 무역법 122조에 따라 보편 관세를 15%로 상향한다고 했으나, 이는 최대 150일(7월 24일) 간 유효하며 이후 의회의 승인도 필요해 관세 불확실성은 여전하다. 품목별 관세와 중국산 수입품에 부과된 관세는 판결에 영향이 없고 관세 환급 문제도 지리한 행정소송 때문에 즉각 긍정적인 Catalyst로 작용하기에는 부족하다. 따라서, 이번 판결은 미국 증시에 직접적인 영향은 제한적이며 단기적인 변동성만 키울 것으로 보인다. 그러나, 이를 통해 미국 정치의 균형과 견제를 재확인했기에 장기적으로 미국 정책의 예측가능성 측면에서 긍정적일 것이다.

우호적인 경기 상황을 기반으로 소재, 에너지, 금융 업종 선호

견조한 미국경기 확장의 신호가 지속되고 있다. 컨센서스를 상회하는 고용지표, 안정된 CPI, 견조한 소비 지출을 확인했다. 기대에 못미치는 4분기 GDP 성장은 대체로 정부 셧다운 영향에 따른 지출 감소 영향이 크다. 1월 ISM 제조업 PMI도 3년 간의 경기위축을 딛고 52.6으로 1년만에 50선을 상회했다. 이에 따라 2000년 이후 ISM 제조업 PMI가 50을 돌파한 뒤 1개월 및 3개월 성과를 살펴본 결과 소재, 에너지, 금융과 같은 경기민감 업종이 S&P 500을 상회했다. 다만, 산업재도 연초 이후 높은 성과를 올린 업종이지만, 높은 밸류에이션이 압박을 받는 현 증시에서 높은 기대수익률에는 부담이라는 판단이다.

증시 로테이션 국면에서 Risk-on의 선호도가 바뀌었다. 테크 및 AI 관련주가 조정을 받고 있고, 성장주와 가치주의 성과가 뒤바뀌며 높은 밸류에이션의 압박이 심화되고 있다. 건설 & 엔지니어링, 금속 & 광업, 에너지, 기계, 전기장비, 화학제품, 건축제품 등의 경기민감 업종 세부 산업이 향후 지수를 아웃퍼폼할 것으로 예상한다.

관세 리스크에도 우호적인 경기 여건에 경기민감 업종 선호

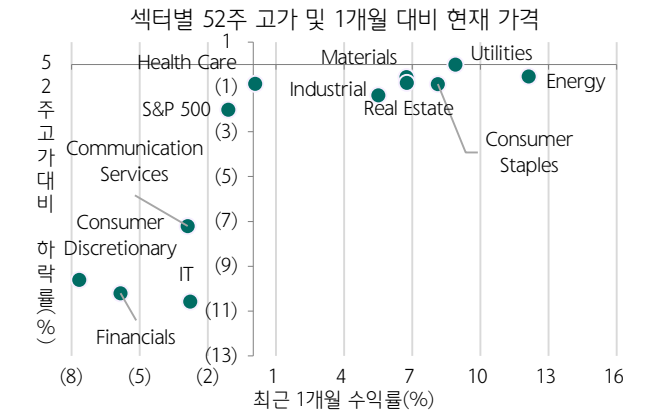
1) 미국 증시는 로테이션 국면 내 변동성 상승 및 하방 헷지 수요 증가

업종간의 차별화 지속중
증시 변동성은 높고
하방 헷지 수요는 증가하며
센티먼트 점차 악화

미국 증시의 로테이션 장세 속 업종간 명확한 성과 차별화가 지속되고 있다. IT, 금융, 경기소비재 업종은 여전히 부진하고 에너지, 산업재, 소재, 필수소비재, 부동산, 업종은 고점 부근을 유지 중이다. 다만, 경기소비재 업종은 테슬라와 아마존이 부진한 영향이 크기 때문에, 이를 제외하면 1개월 수익률은 약 +2.1%이다. 최근 S&P 500 내에서 부진한 업종은 금융과 IT 뿐이고, 이들은 AI 발 비즈니스 모델 위협의 직접적인 영향권에 있다.

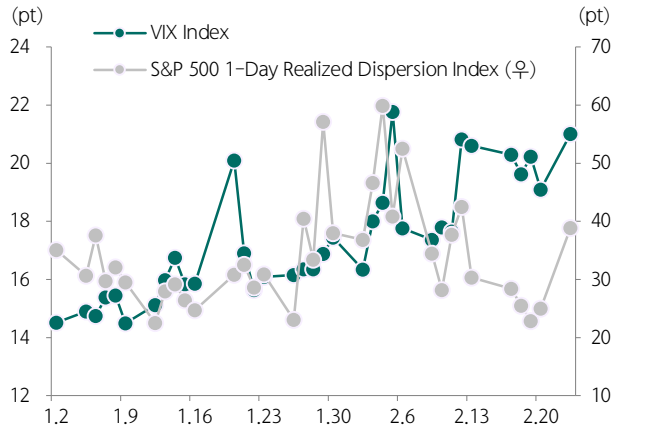
실적 시즌이 마무리되어감에 따라 S&P 500 구성 종목 간의 성과 차별화도 점차 옅어지고 있다. 일부 AI 관련주는 긍정적인 실적 발표와 함께 시장의 우려를 이겨내며 좋은 주가 반응을 보이기도 했으나, AI 관련 기술주 조정 영향과 더불어 이란 갈등으로 인한 유가 급등이 초래한 변동성 상승으로 VIX는 높은 수준이다. 또한, 급락 없는 지수 레벨 속에서도 증시 센티먼트는 지속적으로 악화되어 가고 있는데, 이는 지수의 하방 헷지에 대한 수요가 상승하고 있기 때문이다. S&P 500의 0.25델타 옵션의 내재변동성으로 계산된 Normalized Skew는 지속적으로 상승해 2년 내 상단을 테스트하고 있다.

도표 1. AI의 위협에 부진한 금융 및 IT 업종



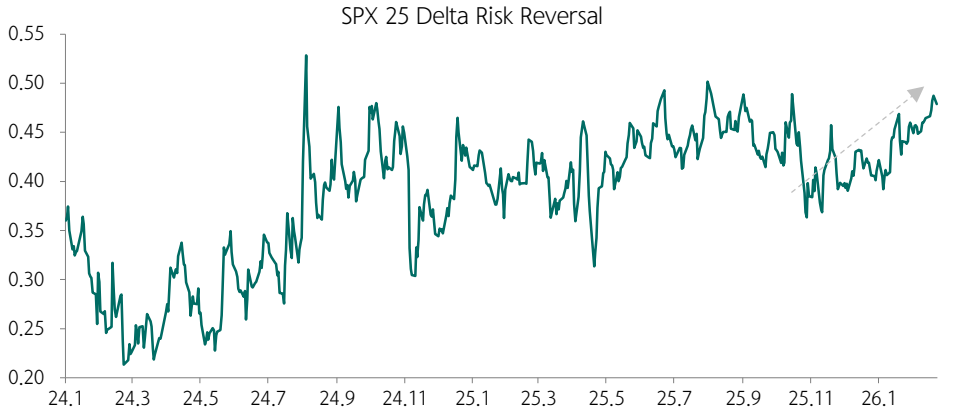
자료: LSEG Datastream, 하나증권

도표 2. 증시 변동성 높은 수준에 형성



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 꾸준히 상승하는 증시 하방 헷지 수요



주: ITM(delta 0.5) Implied Vol. 정규화
자료: Bloomberg, 하나증권

2) IEEPA 위헌 판결은 미국 정치의 균형과 견제 시스템 확인

상호 관세 위헌 판결 후 트럼프의 보편 관세 15% 발언은 Risk-off 유발

관세 부과 의지는 여전하고 환급 절차도 지리할 것 따라서, 단기적으로는 변동성 유발 요인

그러나 미국 정치의 균형과 견제 시스템 재확인

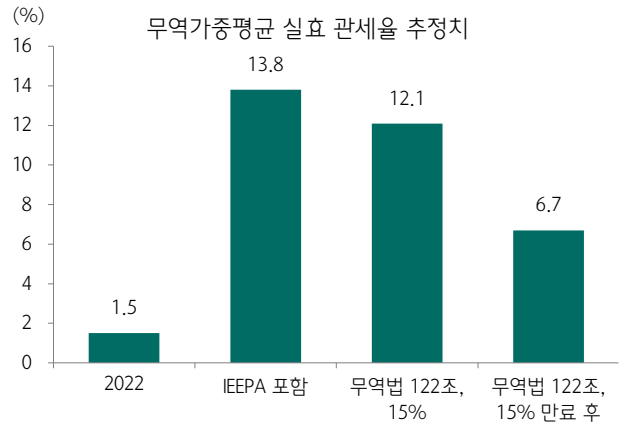
미국 대법원은 국제비상경제권한법(IEEPA)을 근거로 부과한 상호 관세를 위헌으로 판결하며 조세의 권한은 의회의 승인이 필요하다고 규정했다. 판결 직후 즉시 트럼프 대통령은 무역법 122조를 적용해 기존 10% 보편 관세를 15%로 상향하겠다고 언급했다. 물론, 1970년대 닉슨 대통령 시절 도입된 무역법 122조에 따른 관세부과는 최대 150일(7월 24일) 간 유효하며, 그 이후는 의회의 승인이 필요하기 때문에 완비성이 부족한 임시 조치이다. 이로 인해 월요일 시장은 하락, 변동성은 상승했고 경기민감주 및 기술주 하락, 그리고 경기방어주가 상승하는 등의 Risk-off가 뚜렷했다.

그러나, IEEPA를 차치하더라도 무역확장법 232조에 따른 품목별 관세와 무역법 301조에 따라 중국산 수입품에 부과된 관세는 여전히 존재한다. 그리고 관세 합의와 엮인 미국 내 투자 약속을 철회하는 등 기존의 무역 협정을 악용하는("play games") 국가들에 더 높은 관세를 부여할 것이라는 트럼프의 경고를 고려하면, 이는 단순히 관세 이슈의 소멸은 아닐 것이다.

그리고 관세 위헌 판결은 미국 정부가 걷어간 $150~$200bn 규모의 관세 환급 문제를 남겼는데, 수입 업체들은 이를 돌려받기 위해서 행정소송을 진행해야 한다. 그런데 수 많은 소송을 처리하고 환급받는 과정에서 수년이 소요될 것으로 예상되고 있고, 법률/행정 여력이 부족한 중소기업은 환급절차를 진행하지 않을 가능성이 높아 증시의 긍정적인 Catalyst로 작용하기에는 부족하다고 판단한다.

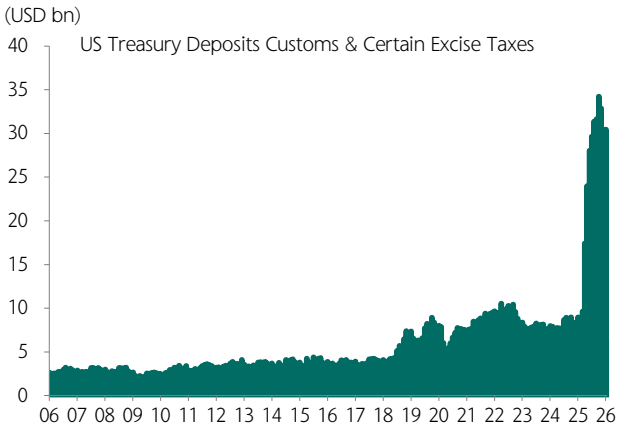
향후 관세 정책은 의회와의 합의가 중요한 과정으로 부각될 것이다. 그럼에도 관세 카드를 포기할 것으로 보이지 않는 트럼프 대통령의 행동은 명확하다. 따라서, 이번 미국 대법원의 판결은 미국 증시에 호재 또는 악재로의 영향은 제한적인 동시에 단기적인 변동성을 키우는 요인으로 작용할 것이다. 그러나, 이를 통해 미국 정치의 균형과 견제 시스템을 재확인했기에 장기적으로는 미국 정책의 예측가능성 측면에서 긍정적일 것으로 보인다.

도표 4. 무역법 122 도입에도 실효관세율은 하락할 것으로 예상



자료: Tax Foundation, 하나증권

도표 5. 환급 규모가 크지만 증시의 긍정적인 Catalyst로는 미진할 것



자료: Bloomberg, 하나증권

3) 우호적인 경기 상황을 기반으로 소재, 에너지, 금융 업종 선호

경기 여건이 우호적임을 확인
이에 기반한 경기민감주의
아웃퍼폼 기대

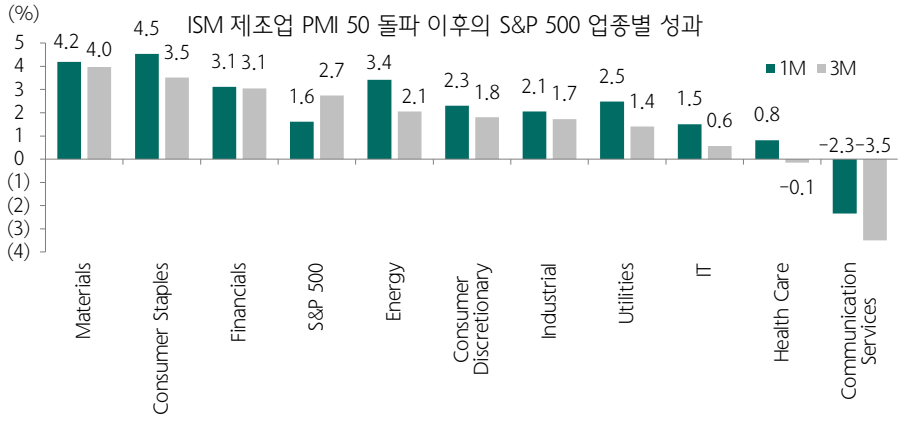
최근 발표된 경제 지표를 살펴보면 견조한 미국경기 확장의 신호가 지속되고 있다. 컨센서스를 상회하는 고용지표와 함께 CPI는 안정되어 관세의 인플레이션 영향 우려를 잠재우고 있고, 낮은 물가에도 소비 지출은 견조하다. 4분기 GDP 성장은 +1.4%로 기대에 못 미쳤으나, 이는 대체로 미국 정부 셧다운 영향에 따른 정부 지출 감소 영향이 크다. 2026년 GDP 성장률 기대(Bloomberg 기준) 또한 +2.4%로 거시 환경에 우호적이다. 이렇듯 거시경제 호조를 기반으로 경기민감주의 아웃퍼폼을 기대한다.

ISM 제조업 PMI 50 돌파 후
경기민감 업종이 지수 성과 상회

1월 ISM 제조업 PMI가 52.6으로 1년만에 50선을 상회한 것 또한 경기민감주에 우호적인 환경이라는 판단이다. 2022년 8월 이후 최고치의 급등이며 3년 간의 경기위축 이후 확장을 예고하고 있다. 2000년 이후 ISM 제조업 PMI가 50을 돌파한 뒤 1개월 및 3개월 성과를 살펴보면 소재, 에너지, 금융과 같은 경기민감 업종이 S&P 500을 상회하는 경향을 보인다. 다만, 산업재도 연초 이후 높은 성과를 올린 업종이지만, 높은 밸류에이션이 압박을 받는 현 증시에서 기대수익률에 부담이라는 판단이다.

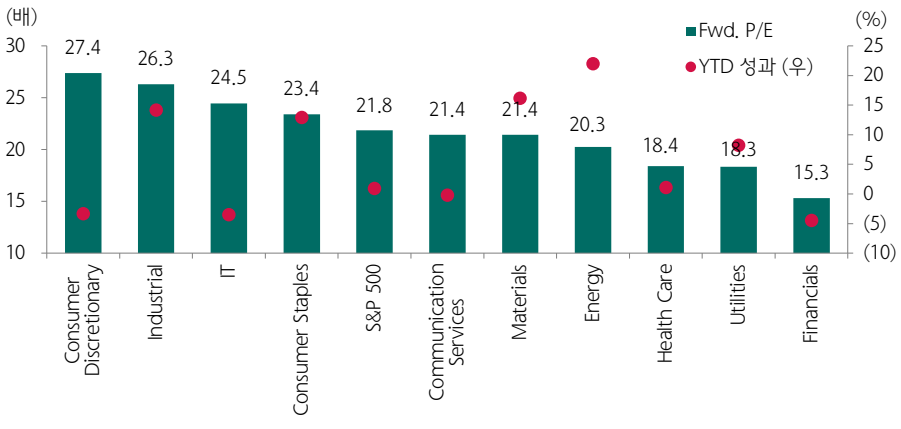
또한, 필수소비재는 경기방어 업종 중 성과가 가장 높은데, 지난 자료에서 미국 소비자가 느끼는 생활 부담 및 이에 따른 정책 기대감을 근거로 필수소비재 업종 선호를 제시했다.

도표 6. ISM 제조업 PMI 호조는 경기민감 업종 강세를 유발하는 경향



자료: LSEG Datastream, 하나증권

도표 7. 연초 이후 높은 성과를 보인 산업재는 IT보다 밸류에이션이 높은 점이 부담



자료: LSEG Datastream, 하나증권

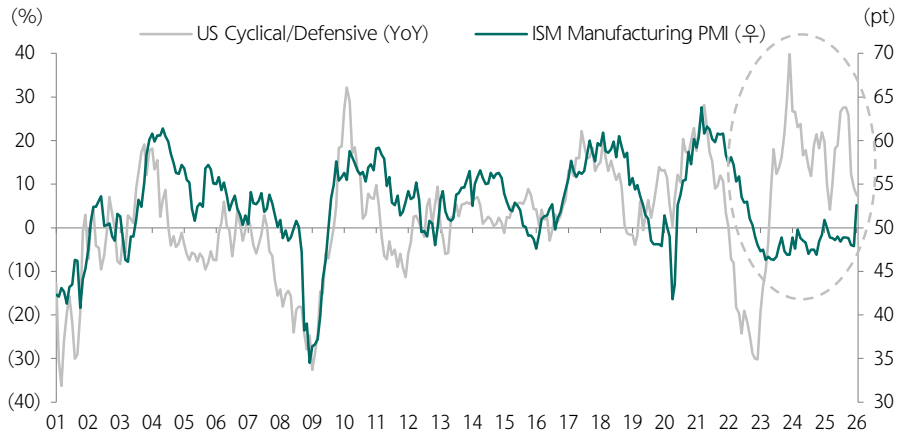
ISM 제조업 PMI와 경기민감주는 동행하는 흐름

ISM 제조업 PMI와 경기민감 업종의 상대 강세 또한 역사적 데이터에서 확인할 수 있다. 그러나 두 값은 오랜 기간 동행하는 흐름이었지만, 최근 몇 년간은 탈동조화 경향이 확인된다. 마찬가지로 경기민감 업종지수와 경기방어 업종지수를 절대값 기준으로 확인해봐도 경기민감 업종이 상대적으로 부진한 모습이다.

최근의 탈동조화 경향은 빅테크의 성과 왜곡 영향

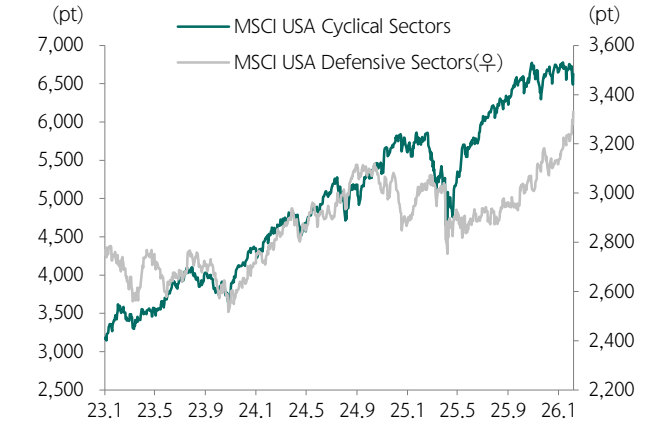
그러나 이는 세부 산업에서의 성과 왜곡이 가져온 결과로 테슬라 및 아마존이 포함된 경기소비재 업종이 부진한 모습을 보이기 때문이다. 두 기업은 시가총액 합계가 3.7조 달러이며 업종 내 비중은 40%를 넘고, 둘 다 현재 YTD -11%의 부진한 성과를 보이고 있다. 실제로 시클리컬 업종 GICS Level 2, 3 세부 산업의 YTD 성과를 살펴보면 대체로 S&P 500을 상회하는 성과를 올리고 있으나, 아마존과 테슬라가 포함된 경기소비재 유통과 자동차 & 부품 산업은 지수를 언더퍼폼하고 있다.

도표 8. 최근 엇나가고 있는 경기민감 업종의 상대 강세와 ISM 제조업 PMI의 동행 흐름



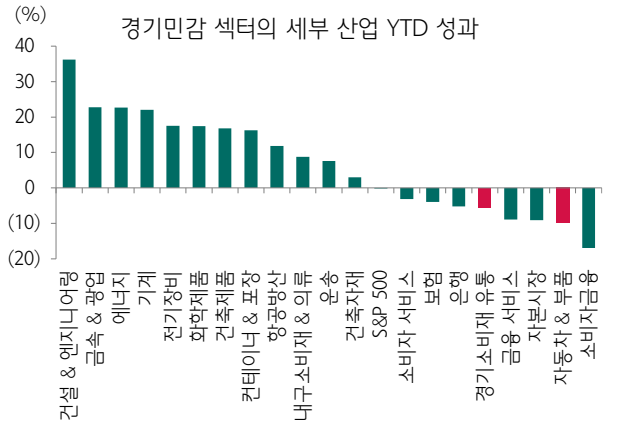
자료: LSEG Datastream, Bloomberg, MSCI, 하나증권

도표 9. 업종지수 절대값으로도 부진한 경기민감 업종



자료: LSEG Datastream, 하나증권

도표 10. 경기민감 섹터 전반을 왜곡시키는 경기소비재의 2개 산업



자료: LSEG Datastream, 하나증권

Risk-on의 선호도 또한 기술주에서 경기민감 업종으로 변화할 필요

증시 로테이션 국면에서 Risk-on의 선호도가 바뀌었다. 테크 및 AI 관련주가 조정받고 있고, 성장주와 가치주의 성과가 뒤바뀌며 높은 밸류에이션의 압박이 심화되고 있다. 우호적인 경기 여건에 따라 건설 & 엔지니어링, 금속 & 광업, 에너지, 기계, 전기장비, 화학제품, 건축제품 등의 업종 세부 산업이 향후 지수를 아웃퍼폼할 것으로 예상한다.