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

하나증권 리서치센터

2026년 3월 16일 | Global Asset Research

화수분전략

유가 상승 이후, 경기사이클이 주도 업종을 결정한다

S&P500지수와 WTI 가격, 코스피와 WTI 가격 간의 단기(4주) 상관계수는 -1에 가깝다. 지금은 국제 유가가 하락해야 지수가 상승하는 구조다. 국제 유가 상승 이후 어떤 변수들이 주식시장에 영향을 줄 수 있는가에 대한 고민이 필요한 시기다.

우선 WTI 가격 변화율(YoY)은 미국 CPI YoY에는 2개월, 국내 CPI YoY에는 3개월 선행한다. 인플레이션 압력이 높아지면, 중앙은행의 기준금리 인상 가능성도 높아진다. 최근 미국에서 사모대출 부실 우려가 커지고 있다. 미국 사모대출의 경우 소프트웨어 업종에 대한 대출 비중(20% 수준)이 높기 때문에 최근 하이일드 Tech 섹터의 신용스프레드가 상승하면서(단 최근 고점은 2월 말, 최근 2주 연속 하락), 현재 사모대출 기업들의 주가도 부실 우려로 인해 연중 고점 대비 -15% 하락했다. 실제 기준금리가 인상될 경우 문제는 지금보다 심각해질 수 있다.

현재 연준(Fed)의 기준금리(3.50~3.75%)는 명목 중립금리(실질 중립금리+10년 기대인플레이션=3.50%)와 큰 차이가 없다. 기준금리 인상을 서둘러 결정할 시점은 아닌 것으로 보인다. 참고로 2021년 연초부터 명목 중립금리가 3.5%를 넘어 상승하기 시작했지만, 연준의 기준금리 인상은 실제로 2022년 3월부터 시작됐다.

2022년 3~8월 러/우 전쟁 장기화, WTI 가격 YoY 변화율 평균 50% 이상 유지, 기준금리 인상 시기에 S&P500지수 내 당시 이전 주도 업종이었던 반도체 주가는 추세 없는 상승과 하락 반복, 하드웨어는 -20% 하락 이후 반등했다. 에너지 업종 주가만 강세였다.

같은 기간 코스피에서도 이전 주도 업종이었던 하드웨어와 반도체는 주가가 -20% 정도 급락 이후 반등했다. 조선, 방산, 기계 업종 주가가 꾸준히 강세 기조를 유지했다.

단, 2022년 9월은 기준금리 인상과 영국의 소극적인 재정 정책으로 인한 파운드화 가치 급락 등으로 인해 달러인덱스가 8월 105p에서 9월 114p까지 급등하면서 단기 2번의 W자형 저점 패턴을 형성했다(일반적 급락 이후 단기 1번의 W자형 저점 형성 이후 반등).

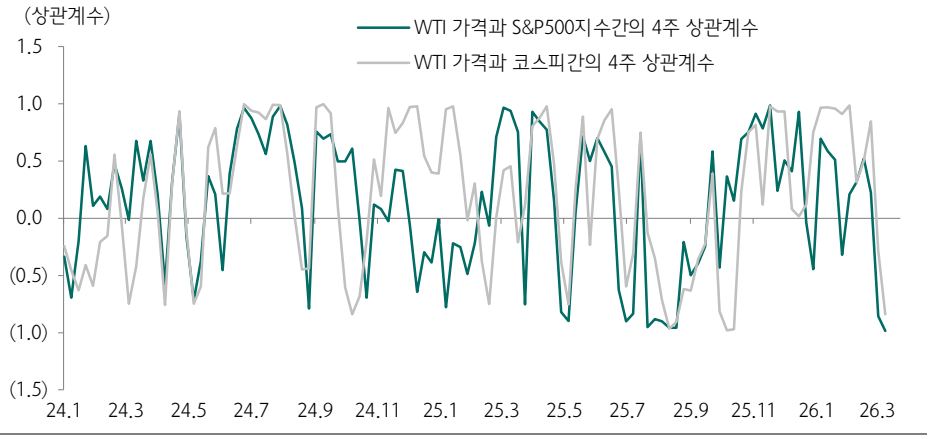
한편, 고유가와 기준금리 인상이 무조건적인 지수의 추세적인 하락 국면 진입을 의미하지 않는다. 글로벌 경기사이클이 무너질 때 지수는 본격적인 하락 추세로 진입한다. 장기(3년) 기준 글로벌 PMI제조업지수와 WTI 가격 간의 상관계수는 (-)마이너스를 기록하고 있지만, S&P500 Tech섹터 CAPEX와의 상관계수는 0.6까지 높아졌다.

글로벌 경기사이클 판단의 주요 변수는 ① S&P500 Tech섹터의 CAPEX 증가율과 ② 국내 반도체 수출 증가율 그리고 ③ 글로벌 반도체 기업의 영업이익률이다. 현재 증가율 지표들은 상승하고 있고, 수익성은 2026년 3~4분기까지 꾸준히 높아질 것으로 예상된다.

오는 4월 반도체를 중심으로 한 Tech 기업들의 실적 발표가 예상치에 부합할 경우 글로벌 경기사이클 확장 유지를 기반으로 지수는 상승 추세로 복귀할 가능성이 높다. 2026년 영업이익률 상승 폭은 크지만 최근 PER이 급락한 S&P500 반도체와 소프트웨어 그리고 투자은행, 코스피는 반도체, 방산, 자동차가 추세 복귀를 주도할 것으로 판단된다.

도표 1. 지금은 국제 유가가 하락해야 지수가 상승하는 구조: 국제 유가 상승 이후 어떤 변수들이 주식시장에 영향을 줄 수 있는가에 대한 고민이 필요한 시기

S&P500지수와 WTI 가격, 코스피와 WTI 가격 간의 단기(4주) 상관계수는 -1에 가까움

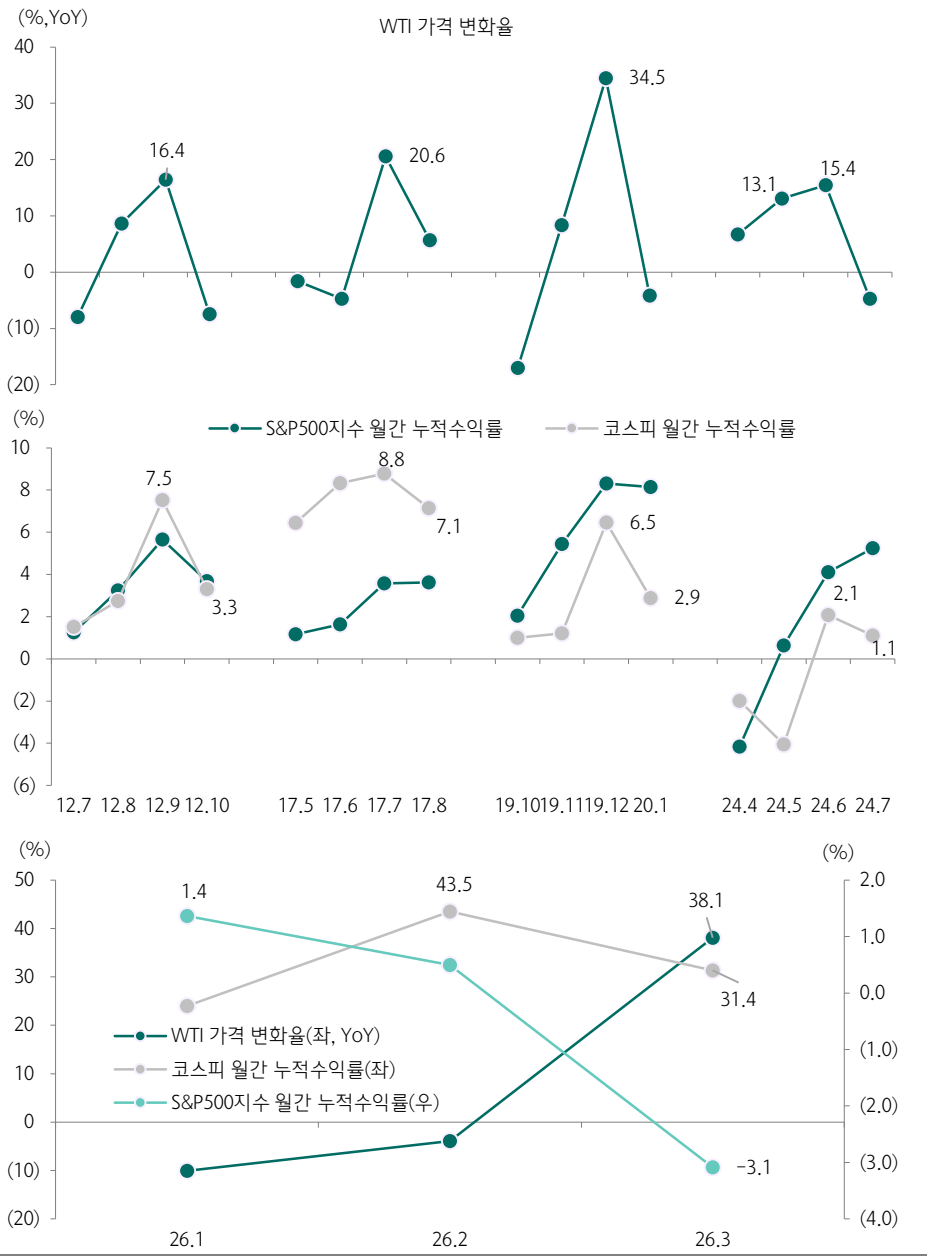


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 월간 기준 WTI 가격의 YoY 변화율 +10%(현재 +38%)를 상회하는 기간이 1~2개월 정도라면, 지수는 차익 실현(수익률 축소) 정도로 마무리 가능

월간 기준 WTI 가격의 YoY 변화율 +10%(현재 +38%)를 상회하는 기간이 1~2개월 정도라면,

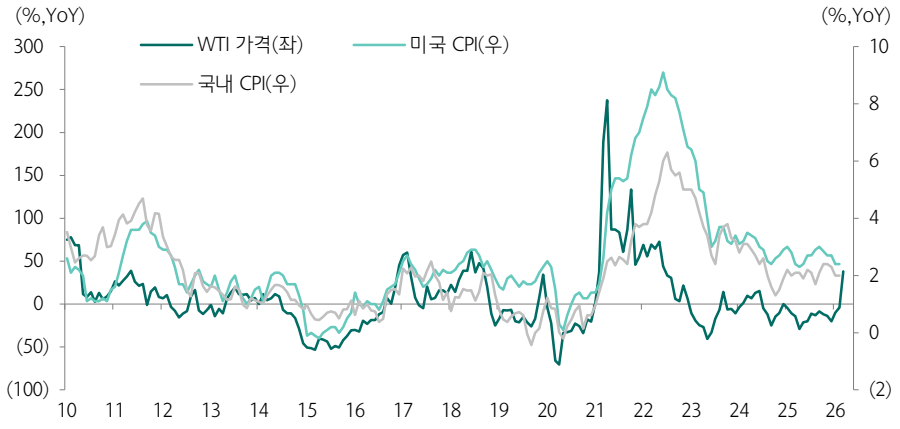
지수 변동성은 높아질 수는 있지만, 차익 실현(수익률 축소) 정도로 마무리될 수 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. WTI 가격 변화율(YoY)은 미국과 국내 CPI YoY에 선행: 기준금리 인상 가능성을 고려할 수 있는 상황으로 변화

WTI 가격의 YoY 변화율은 미국 CPI(YoY)에는 2개월, 국내 CPI(YoY)에는 3개월 선행

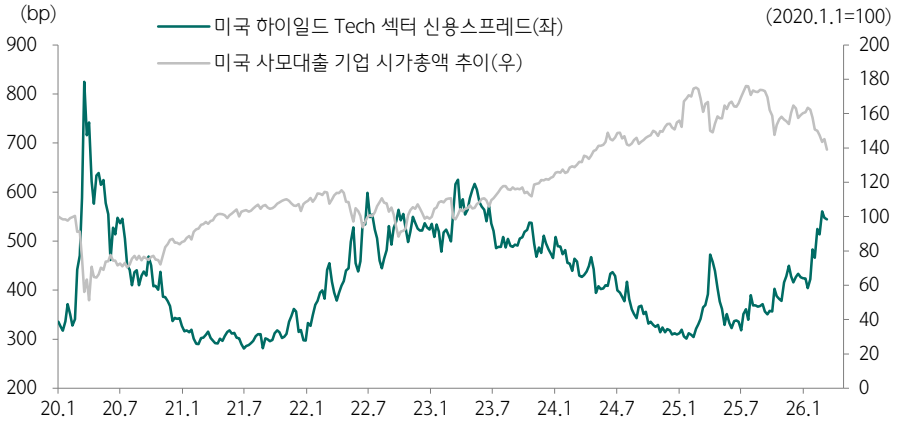


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 사모대출 부실 우려가 부각되고 있는 상황. 연준(Fed)이 실제로 기준금리를 인상할 경우는 문제는 지금보다 더 심각해 질 수 있음

미국 사모대출의 경우 소프트웨어 업종에 대한 대출 비중(20% 수준)이 높음

최근 하이일드 Tech 섹터 신용스프레드 상승(단 최근 고점은 2월 말, 최근 2주 연속 하락) 사모대출 기업 주가도 연 중 고점 대비 현재 -15% 하락

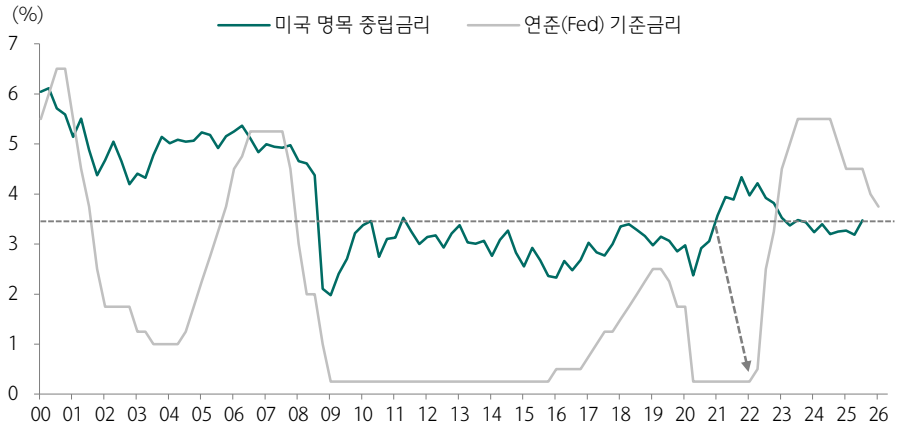


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 연준 기준금리 인상을 서둘러 결정할 시점이 아니기 때문에 (인상의)현실화 가능성은 높지 않음

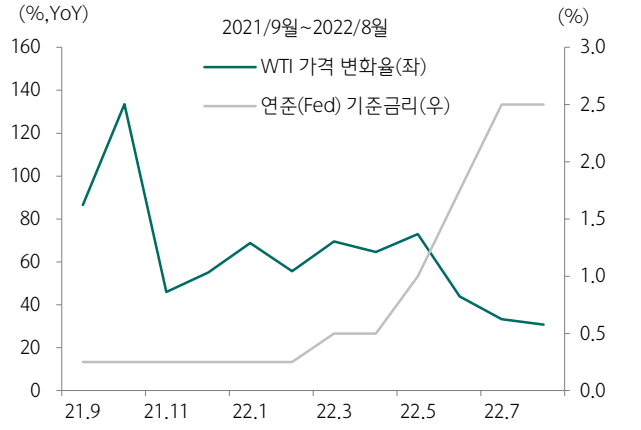
현재 연준(Fed)의 기준금리 (3.50~3.75%)는 명목 중립금리 (실질 중립금리+10년 기대인플레이션=3.50%)와 큰 차이가 없음

2021년 연초부터 명목 중립금리는 3.5%를 넘어서 상승하기 시작했지만, 연준의 기준금리 인상은 실제로 2022년 3월부터 시작



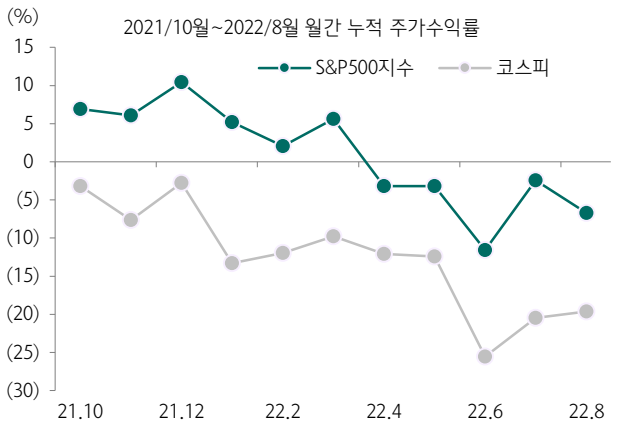
주) 미국의 실질 중립금리는 뉴욕 연준이 발표한 Natural Rate (r*)을 적용
주) 미국의 명목 중립금리=실질 중립금리+10년 기대인플레이션=3.50%
자료: newyorkfed.org, Bloomberg, 하나증권

도표 6. 2022년 3~8월 러/우 전쟁 장기화, WTI 가격 YoY 변화율 평균 50% 이상 유지, 기준금리 인상



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 2022년 3~8월: S&P500지수와 코스피 모두 부진한 상황을 면치 못했음

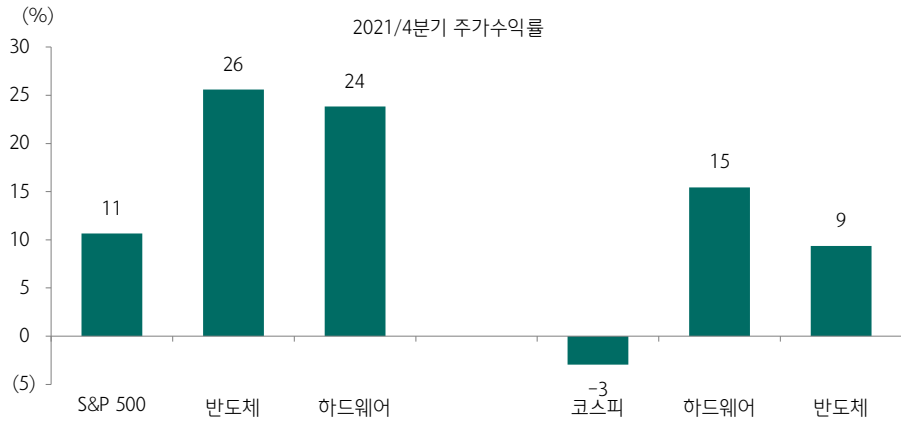


자료: Bloomberg, 하나증권

2022년 러/우 전쟁 발생과 기준금리 인상 이전

2021년 4분기 S&P지수500와 코스피 주도 업종: 반도체와 하드웨어

도표 8. 2022년 러/우 전쟁 발생과 기준금리 인상 이전이었던 2021년 4분기 S&P500지수와 코스피 주도 업종은 반도체와 하드웨어



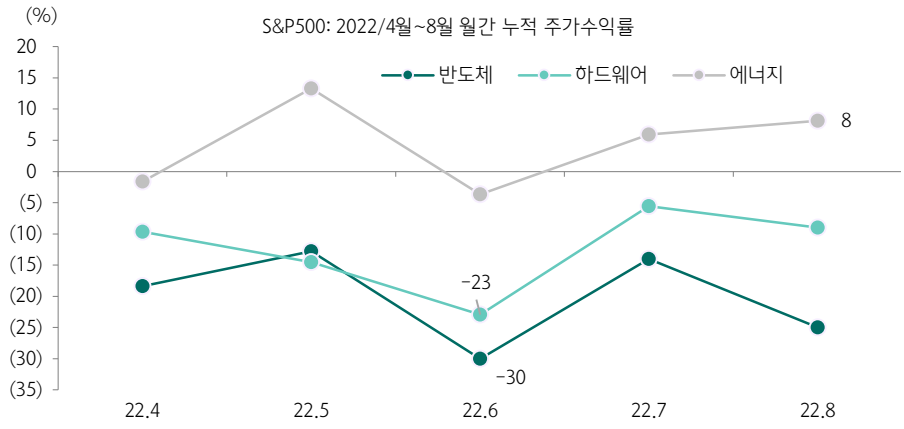
자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

2022년 3~8월 S&P500지수 내 당시 이전 주도 업종이었던 반도체 주가는 추세 없는 상승과 하락 반복

하드웨어는 -20% 하락 이후 반등

에너지 업종 주가만 강세

도표 9. 2022년 3~8월 러/우 전쟁 장기화, WTI 가격 YoY 변화율 평균 50% 이상 유지, 기준금리 인상 국면: S&P500 반도체는 상승과 하락 반복, 하드웨어 -20% 이상 급락 이후 반등. 에너지 강세

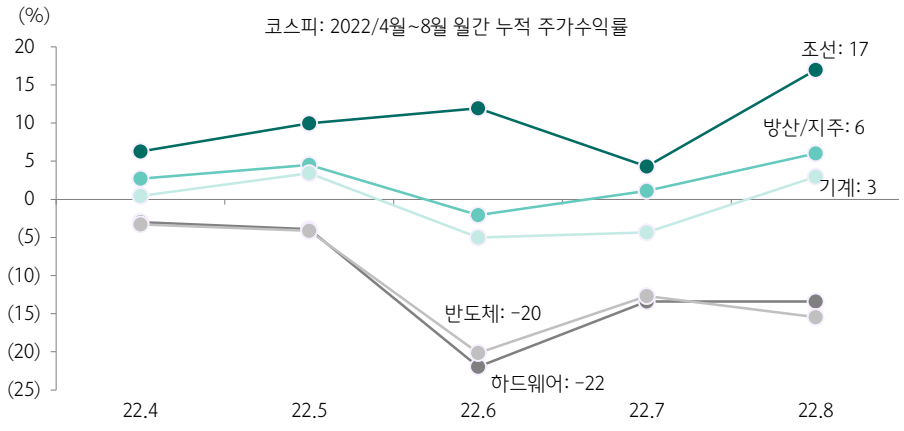


자료: Bloomberg, 하나증권

2022년 3~8월 코스피에서도 이전 주도 업종이었던 하드웨어와 반도체는 주가 -20% 정도 급락 이후 반등

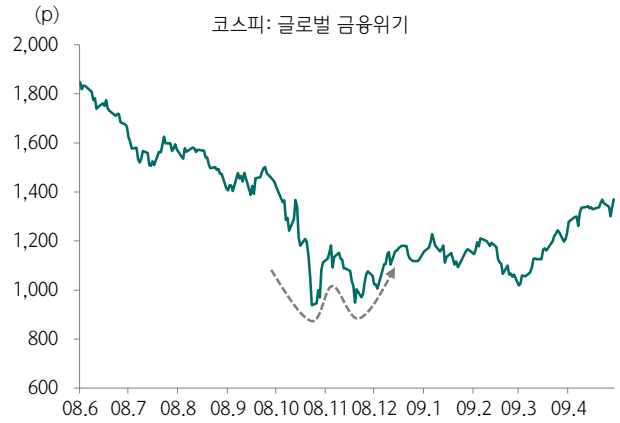
조선, 방산, 기계 업종 주가 꾸준히 강세 기조 유지

도표 10. 2022년 3~8월: 코스피 이전 주도 업종이었던 하드웨어와 반도체 주가 -20% 정도 급락 이후 반등. 조선, 방산, 기계 업종 주가 꾸준히 강세 기조 유지



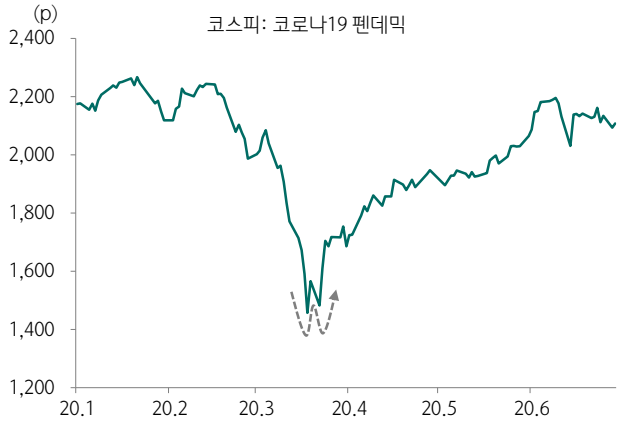
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 11. 2008년 글로벌 금융위기: 코스피 W형 저점 형성 이후 종료(1차 저점: 2008년 10/27일, 2차 저점 11/24일)



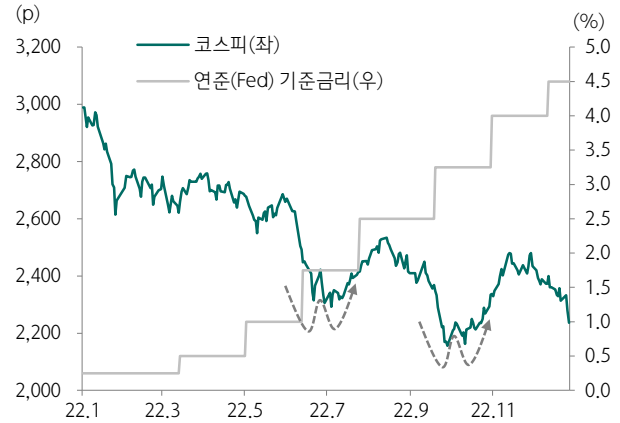
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 12. 2020년 코로나19 펜데믹: 코스피 W형 저점 형성 이후 종료(1차 저점: 2020년 3/19일, 2차 저점 3/23일)



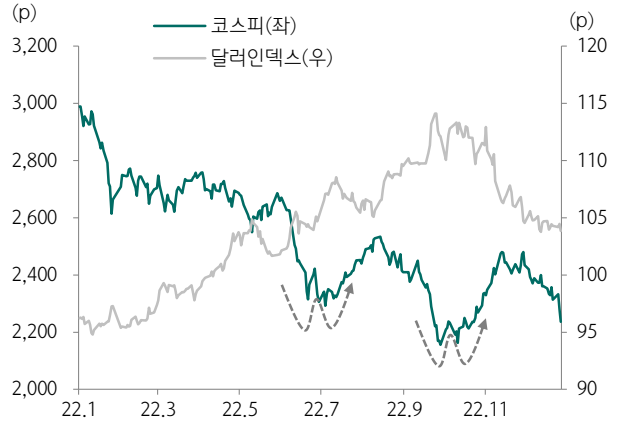
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 13. 2022년 러/우 전쟁: 코스피 저점 지속적으로 낮아지면서 2번의 W자형 형성, 기준금리 인상 영향도 있었음



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 14. 2022년 러/우 전쟁: 코스피 저점 지속적으로 낮아짐, 9월 파운드화 가치 급락으로 인한 달러인덱스 급등(105p→114p까지 급등)

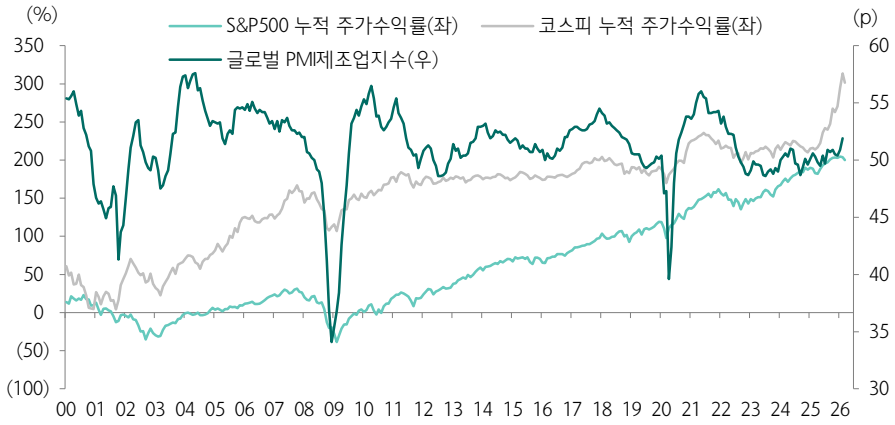


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 15. 글로벌 경기사이클이 무너질 때 지수는 본격적인 하락 추세로 진입

고유가와 기준금리 인상이 무조건적인 지수의 추세적인 하락 국면 진입 의미하지 않음

글로벌 경기사이클이 무너질 때 지수는 본격적인 하락 추세로 진입

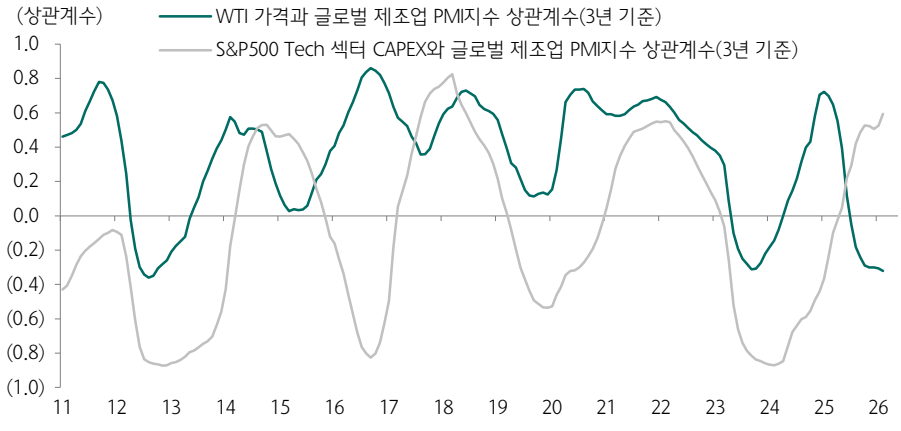


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 16. 현재 글로벌 경기사이클의 중요한 변수는 국제 유가가 아닌 Tech 섹터의 투자 증감 여부

장기(3년) 기준 글로벌 PMI제조업 지수와 WTI 가격 간의 상관계수는 (-)마이너스

S&P500 Tech섹터 CAPEX와의 상관계수는 0.6까지 상승

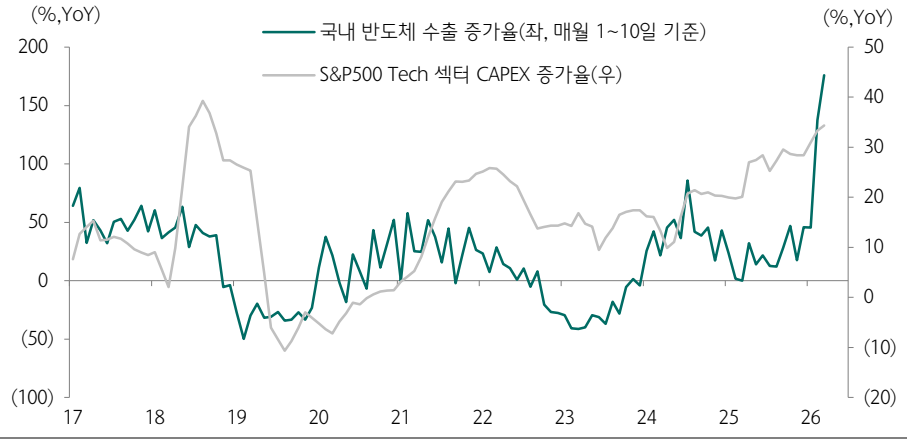


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 글로벌 경기사이클 판단의 주요 변수는 S&P500 Tech섹터의 CAPEX 증가율과 국내 반도체 수출 증가율

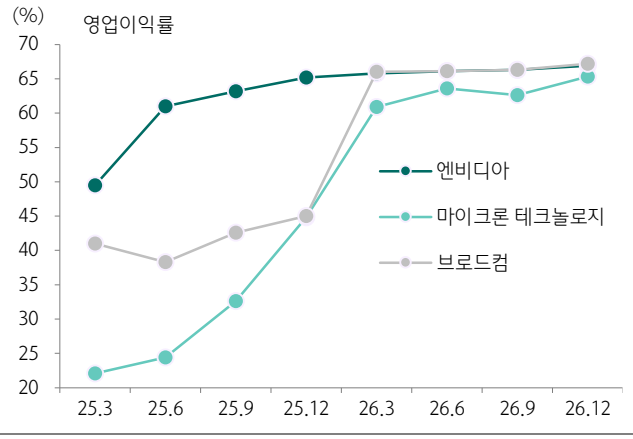
S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증가율(YoY) 34%로 2017년 이후 가장 높은 수준

국내 반도체 수출 증가율 (YoY, 매월 1~10일 기준)도 176%로 사상 최고치 경신 중



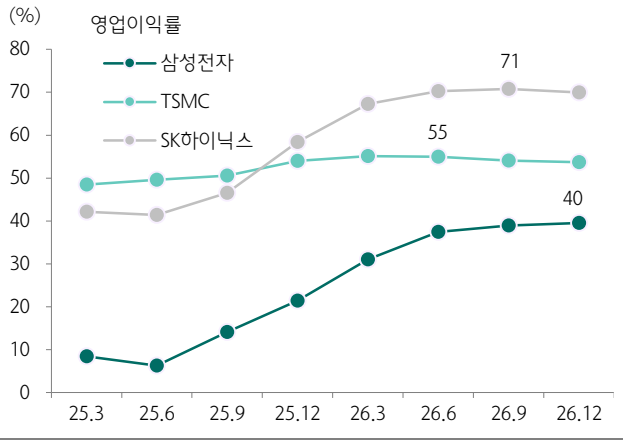
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 미국 주요 반도체 기업 2026년 영업이익률 분기별 지속 상승 예상: 브로드컴과 마이크론 테크놀로지의 상승 폭이 큼



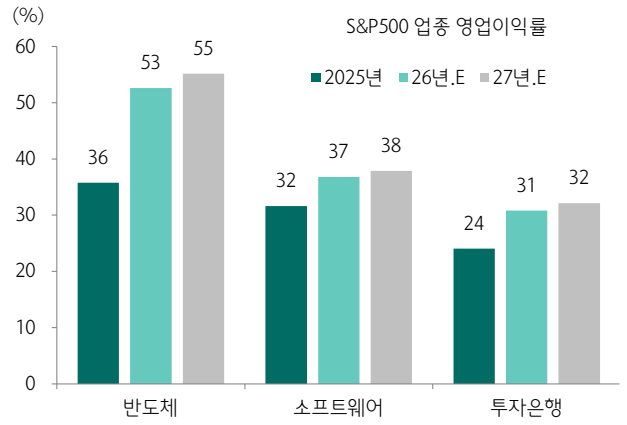
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 국내와 대만 반도체 기업 2026년 영업이익률 2026년 3~4분기까지 상승 전망: 삼성전자와 SK하이닉스 상승 폭이 큼



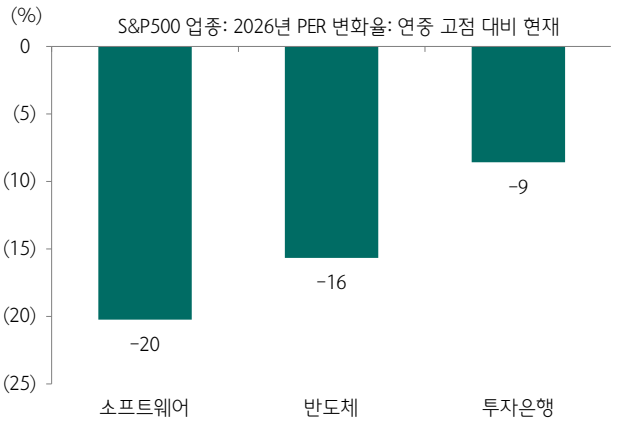
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 20. 4월 중 반도체를 중심으로 한 Tech 기업들의 실적 발표가 예상치에 부합할 경우 글로벌 경기사이클 확장 유지 기반 지수 반등



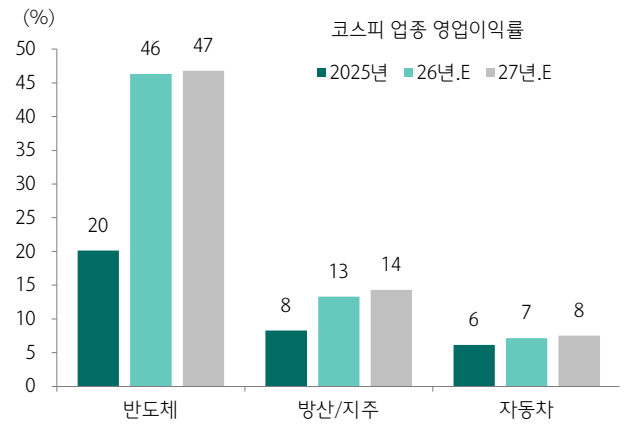
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. S&P500지수 내 영업이익률이 높은 수준에서 상승, 최근 PER은 급락한 업종이 주도 반도체, 소프트웨어, 투자은행



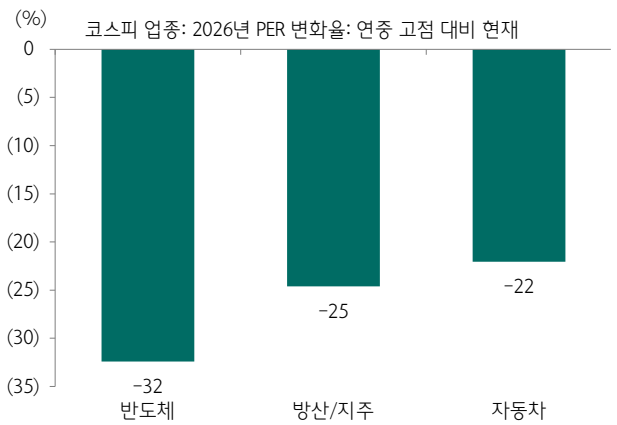
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 4월 중 반도체를 중심으로 한 Tech 기업들의 실적 발표가 예상치에 부합할 경우 글로벌 경기사이클 확장 유지 기반 지수 반등



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 23. 코스피 내 영업이익률 지속 상승 전망, 최근 PER은 급락한 업종이 주도 반도체, 방산, 자동차



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권