4월 주식시장 전망과 전략

전쟁 이후 : 달러와 이익이 시장의 방향을 결정한다

BEST

이익

주가

달러

WORST

달러

이익

주가

2026.3.30 | Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

하나증권

4월 주식시장 전망과 전략

전쟁 이후: 달러와 이익이 시장 방향을 결정한다

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

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.

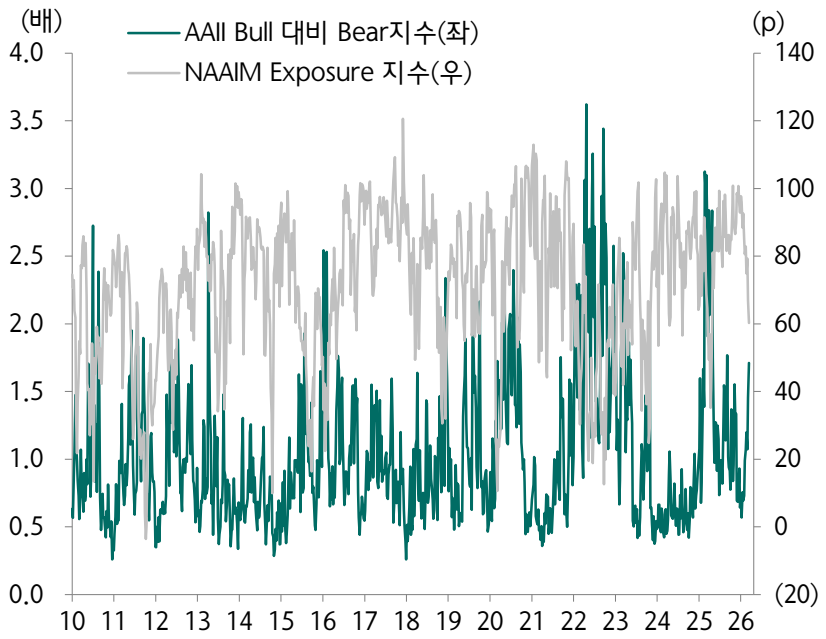
[요약] 전쟁 이후: 달러와 이익이 시장 방향을 결정한다

- 미국과 이란 전쟁으로 인해 국제 유가의 상승세가 2개월 이상 지속되면, 미국과 국내의 물가 상승 압력은 실제로 높아지게 된다. 이 경우 연준(Fed) 기준금리 인상 우려도 보다 커질 수 있다.
- 그러나 연준(Fed)은 기준금리 인상을 서두르지는 않을 것으로 보인다. ① 금리를 인상할 경우 사모 대출의 문제가 보다 심각해질 수 있다. ② 과거 전쟁 발생 당시 경기에 맞춰 금리 인하를 단행했던 경험(걸프전, 이라크전)이 있다. ③ 현재 미국 명목 중립금리는 기준금리와 동일한 수준이다.
- 현재 글로벌 경기사이클을 결정하는 중요한 변수는 미국 Tech 기업들의 투자사이클이다. S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증가율과 국내 반도체 수출 증가율은 동반 상승세를 이어가고 있다.
- 3월 구글이 TurboQuant 발표 이후 반도체 주가 하락이 나타나고 있다. 그러나 AI 관련 수요는 기업/산업/정부로 확산 중이고 메모리 효율 개선은 수요 증가를 유도(비용 하락, 수요 증가)할 것으로 판단된다.
- S&P500 반도체 업종 12개월 예상 PER 40배 수준에서 현재 19배로 급락하며 소프트웨어 대비 밸류에이션 프리미엄은 소멸됐다. 소프트웨어 업종 12개월 예상 PER 현재 21배로 2020년 3월 코로나19 펜데믹 당시 저점과 동일한 수준까지 하락했다.
- 반도체 빅사이클 하에서의 주가 고점은 영업이익률 정점과 유사한 시기에 형성된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익률 정점은 2027년 상반기로 예상하고 있다는 점을 감안 시 지금을 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있다.
- 한편 반도체 소/부/장 기업들의 이익의 증감은 S&P500 Tech 섹터의 증가율이 결정한다. 해당 업종 내 영업이익률의 레벨 업을 기대 할 수 있는 기업들의 추가적인 주가 상승은 여전히 유효하다.
- 과거 기업 이익 성장에 기반한 지수 장기 상승 추세에서 코스피는 월간 기준으로 최대 -12%(평균 -5%) 하락하는 상황이 발생하기도 한다. 해당 국면에서 일반적인 조정 기간은 1개월(최장 3개월)이었고, 상승 시 월간 수익률은 평균 +12%다.
- 비반도체 업종의 경우 [기대인플레이션과 달러인덱스] 변화를 기반으로 알파 전략 시나리오를 구축할 수 있다. 단 지수는 기대인플레이션의 상승 여부 보다는 달러인덱스의 상승 여부가 매우 중요하다.
- ① 기대인플레이션과 달러인덱스 동반 상승(미국과 이란 전쟁 지속): S&P500 에너지, 은행. 코스피 은행, 방산/지주. ② 기대인플레이션과 달러인덱스 동반 하락(종전 및 휴전) 전환 시: S&P500 유틸리티, 제약/바이오, S/W, H/W. 코스피 기계, 증권, 제약/바이오, H/W 비중 확대가 유효한 전략이다.

미국과 이란 전쟁으로 인해 주식시장 투자심리는 극단적인 공포 국면으로 진입

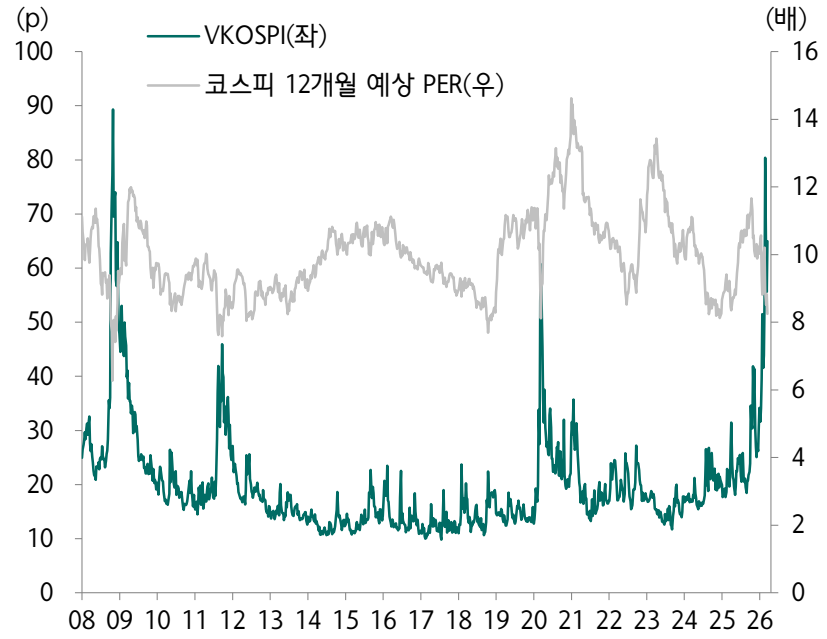
- 미국과 이란 전쟁으로 인해 현재 AAII Bull 대비 Bear지수는 1.7배까지 상승하며 공포 국면(1.6배 이상) 진입. NAAIM Exposure 지수(미국 펀드매니저 주식 보유 비중) 60p까지 하락하며 평균(70p) 하회
- VKOSPI는 3/4일 80p까지 급등, 2008년 10월 글로벌 금융위기 당시 최고점 89p에 육박
- 현재 코스피 12개월 예상 PER 8.2배. 2020년 3월 코로나 8.1배, 22년 러/우 전쟁 8.5배, 25년 4월 상호관세 발표 8.3배 저점

미국 개인 투자심리는 극단적인 공포 국면, 펀드매니저는 주식 비중 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

VKOSPI 글로벌 금융위기만큼 급등, 코스피 PER 역대 최저 수준까지 급락

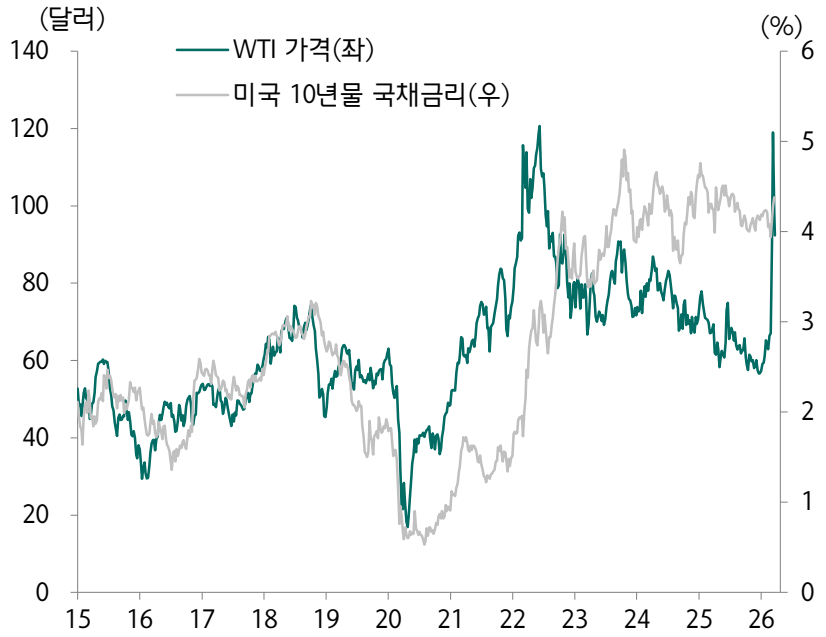


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

전쟁 후유증 지표들이 남아 있는 상황

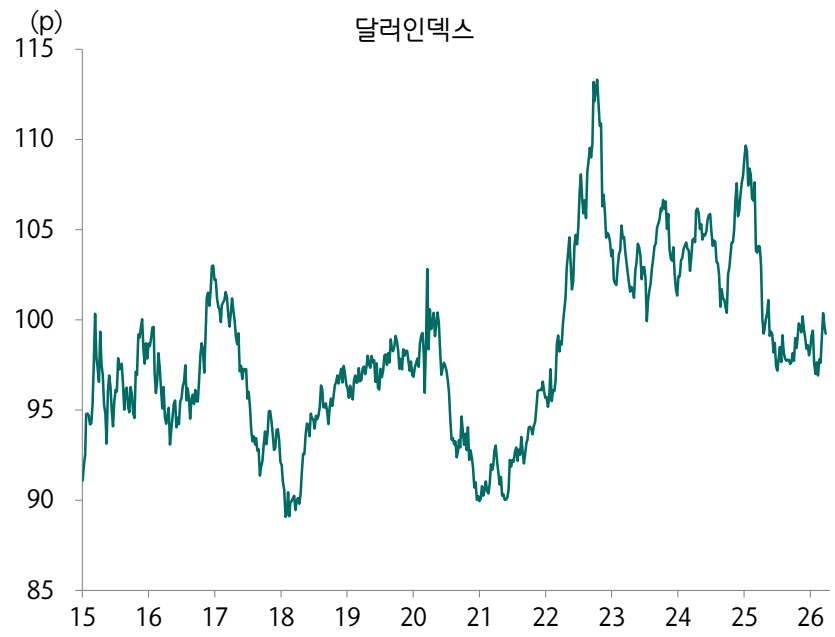
- WTI 가격은 3/9일 119 달러까지 상승하며 2022년 러/우 전쟁 당시 고점인 121달러에 육박. 현재 90~100달러 수준 유지
- 물가 상승 우려가 높아지면서 미국 10년물 국채금리 4.3~4.4% 수준으로 상승
- 연준(Fed) 기준금리 인상 우려로 인해 달러 매수 수요 확대, 달러인덱스 100p까지 상승. 2022년 러/우 전쟁 당시 고점 113p

미국과 이란 전쟁 후유증, 국제 유가와 미국 시중금리 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

미국과 이란 전쟁 후유증, 기준금리 인상 우려로 인해 달러인덱스 상승

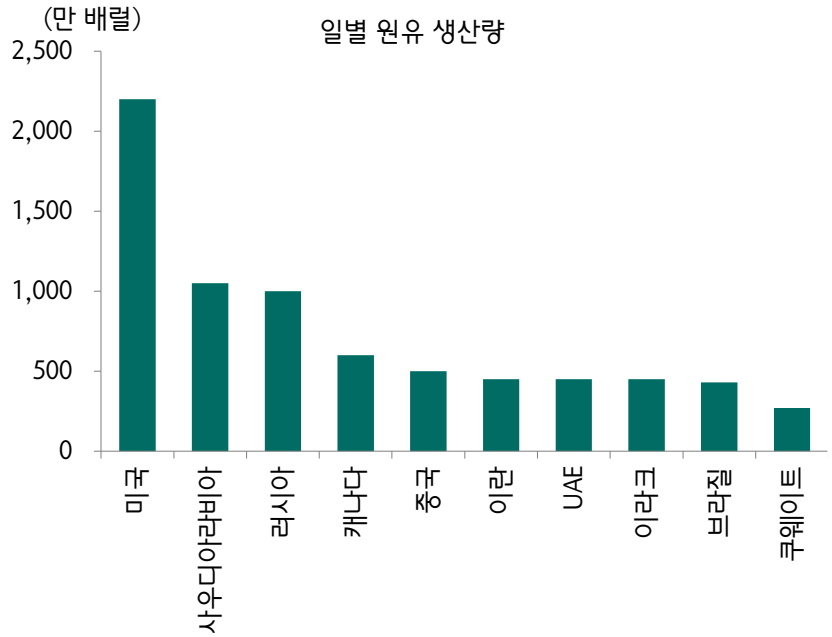


자료: Bloomberg, 하나증권

이란의 원유 관련 시설 복구 여부를 체크 할 수 있는 지표

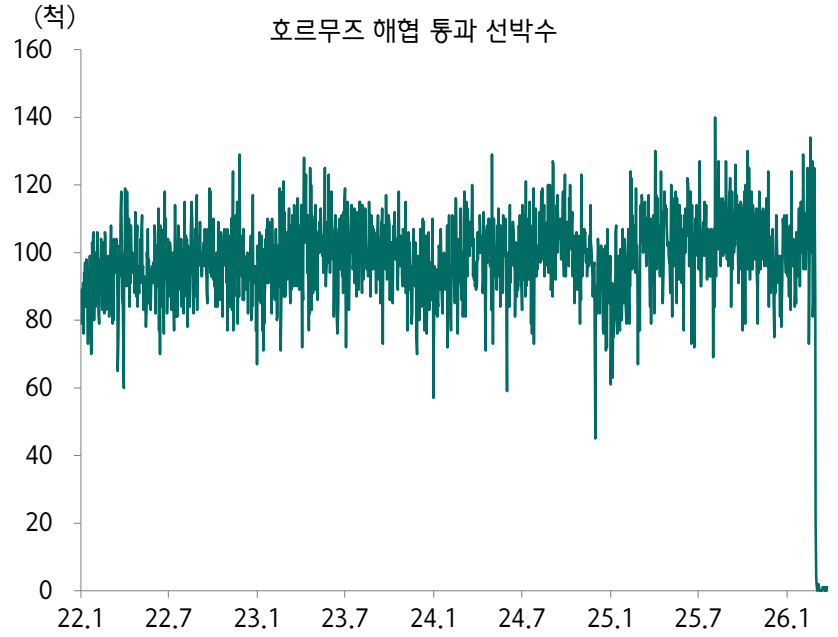
- 금번 전쟁으로 인해 이란의 원유 관련 시설 타격, 향후 복구에 시간이 소요될 수 있어 공급 차질 우려 상존
- 향후 호르무즈 해협 통과 선박 건수 등과 같은 데이터 체크 필요
- 2022년 이후 미국과 이란 전쟁 직전까지 호르무즈 해협 일 평균 통과 선박 수는 98척. 3월 이후 현재까지 0~1척

이란의 원유 관련 시설 복구에 시간이 소요될 수 있어 공급 차질 우려 상존



자료: Bloomberg, 하나증권

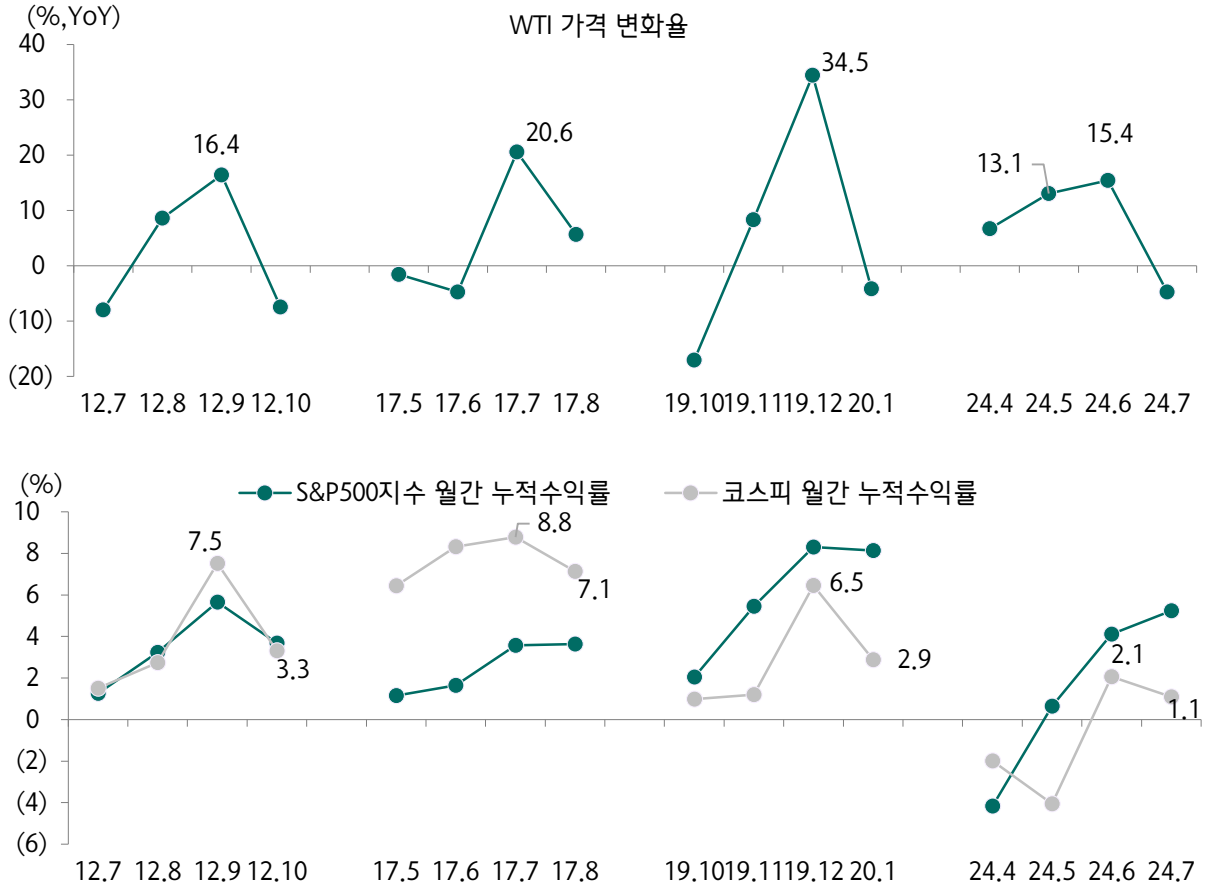
호르무즈 해협 통과 선박 건수 체크 필요: 일 평균 98척, 현재 0~1척



자료: Bloomberg, 하나증권

국제 유가 상승세 1~2개월 내 진정되면, 지수는 수익률 축소로 마무리

WTI 가격 상승이 2개월 이내로 마무리되면, 지수도 수익률 축소 정도로 마무리



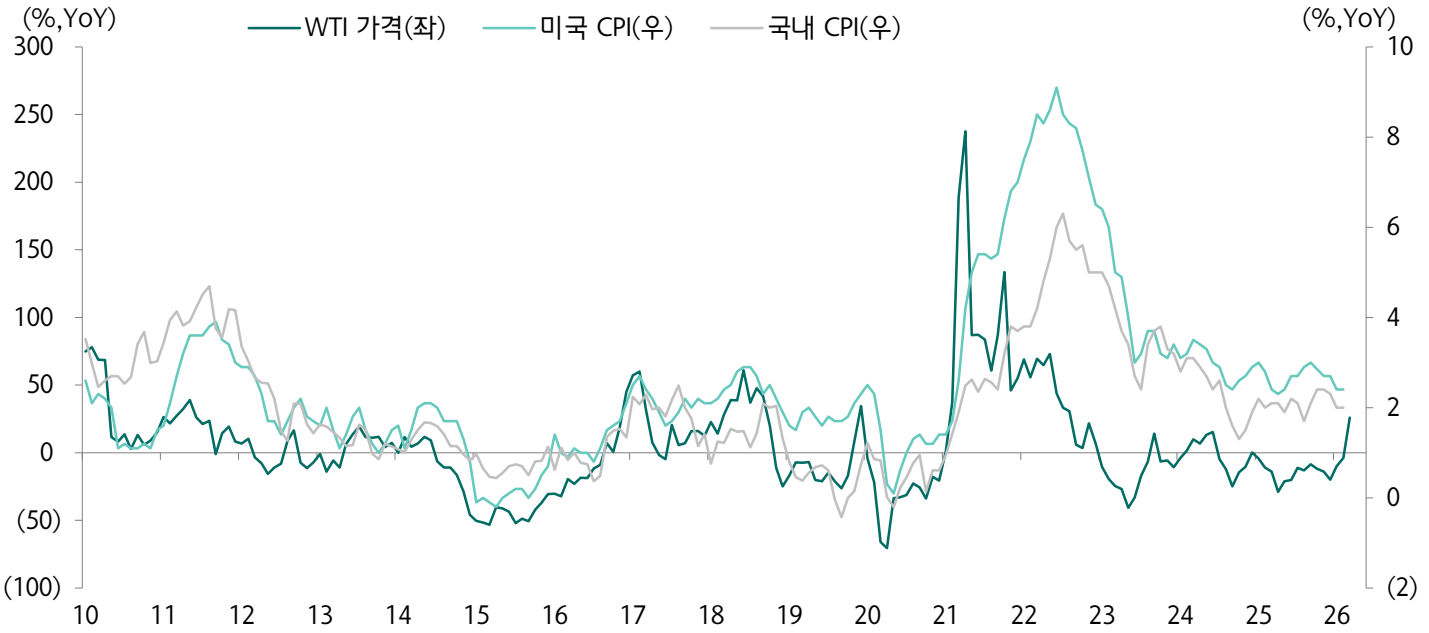
- 월간 기준 WTI 가격의 YoY 변화율 10%(현재 WTI 가격 90/100 달러 기준, YoY 27%/40%)를 상회하는 기간이 1~2개월 정도라면,
- 지수 변동성은 높아질 수는 있지만, 차익 실현(수익률 축소) 정도로 마무리될 수 있음
- S&P500지수와 코스피 연초 이후 고점까지 각 2%와 50% 상승. 현재 주가 수익률은 -4%와 32%로 축소

자료: Bloomberg, 하나증권

국제 유가 상승이 2개월 이상 지속될 경우 인플레이션 문제 부각

- WTI 가격의 YoY 변화율은 미국 CPI(YoY)에는 2개월, 국내 CPI(YoY)에는 3개월 선행
- WTI 가격이 80/90/100달러 수준을 유지할 경우 2026/3~12월 YoY 변화율 평균 31%/45%/60%
- 국제 유가 상승이 2개월 이상 지속될 경우 중앙은행의 기준금리 인상 가능성을 고려할 수 있는 상황으로 변화

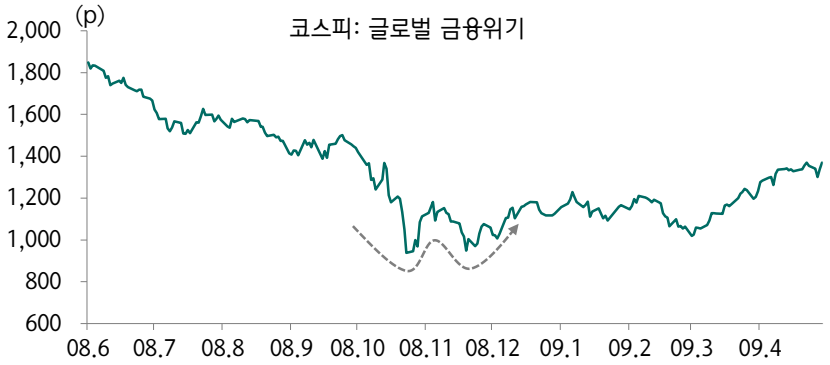
WTI 가격 변화율(YoY)은 미국과 국내 CPI YoY에 선행: 미국 2개월, 국내 3개월



자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 저점 형성 패턴, W자형. 그러나 2022년 기준금리 인상 국면 단기 2번의 W자형

2008년 글로벌 금융위기: 코스피 W형 저점 형성 이후 종료

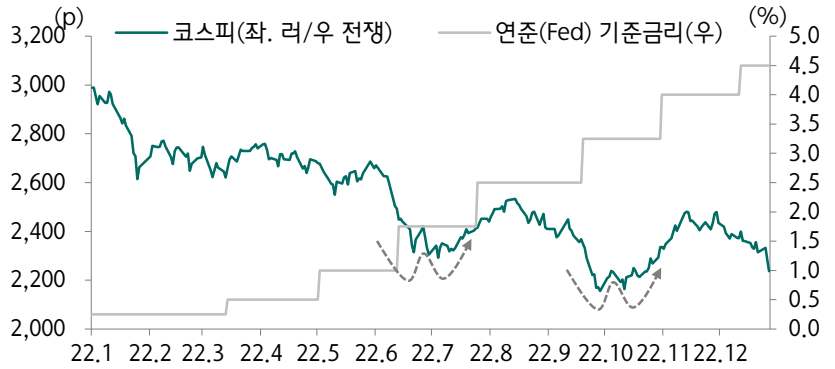


- 2008년 글로벌 금융위기: 코스피 W형 저점 형성 이후 종료
  (1차 저점: 2008년 10/24일 939p, 2차 저점 11/24일 970p)
- 2023년 코로나19 펜데믹: 코스피 W형 저점 형성 이후 종료
  (1차 저점: 2020년 3/19일 1,458p, 2차 저점 3/23일 1,482p)
- 2022년 러/우 전쟁: 코스피 저점이 시간이 지날수록 낮아짐.
  당시 한국은행 기준금리 1.00%에서 3.25%까지 인상,
  연준 0.0%에서 4.25%로 인상

2023년 코로나19 펜데믹: 코스피 W형 저점 형성 이후 종료

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

2022년 러/우 전쟁: 코스피 단기 2번의 W자형 저점 형성, 기준금리 인상

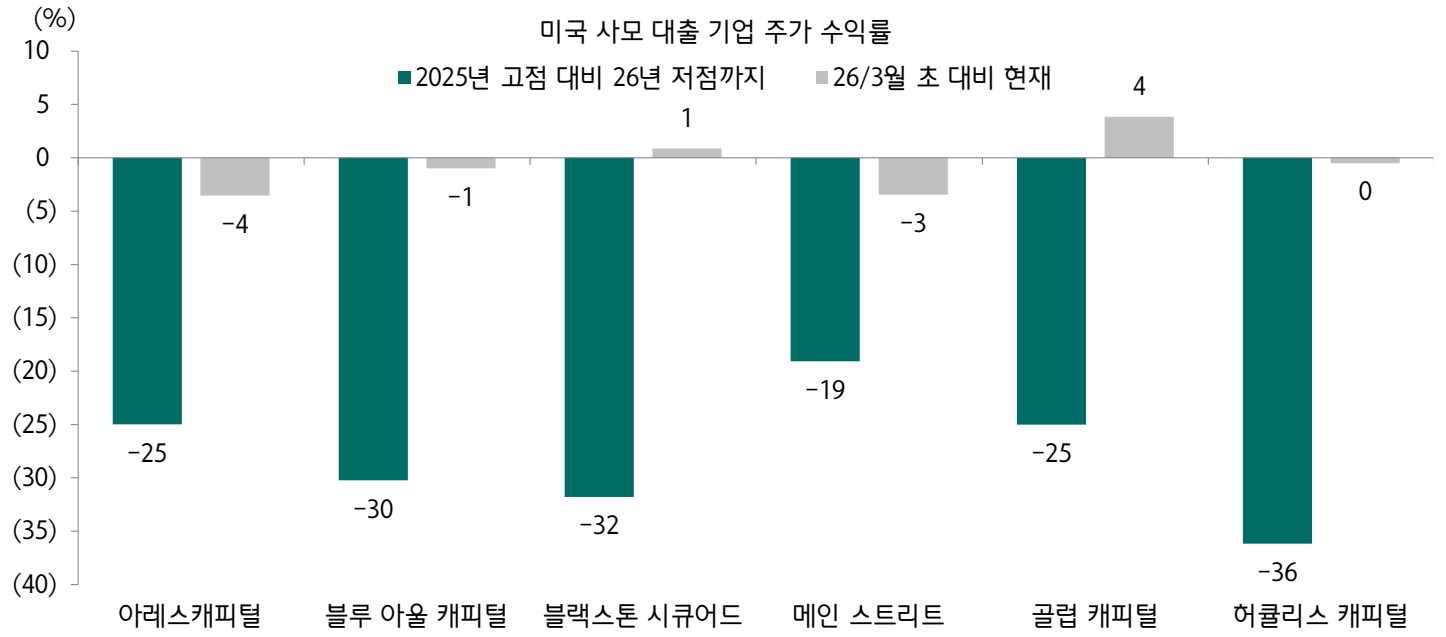


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

연준(Fed), 서둘러 금리를 인상할 필요가 있을까(1) 미국 사모 대출 시장 위기설 부각

- 연준(Fed) 기준금리 인상 우려로 인해 미국 사모 대출 시장(소프트웨어 업종 비중 20% 수준) 위기설 부각
- 미국 사모 대출 주요 기업 주가 2025년 고점 대비 26년 저점까지 -20% 이상 하락
- 3월 이후에도 시가총액 1위와 2위 기업 주가 부진 지속
- 참고로 해당 업종 내 시가총액 1위 기업은 아레스 캐피털 128억 달러, 블루아울 캐피털 55억 달러 정도

2025~26년 미국 사모 대출 기업 주가 부진 지속

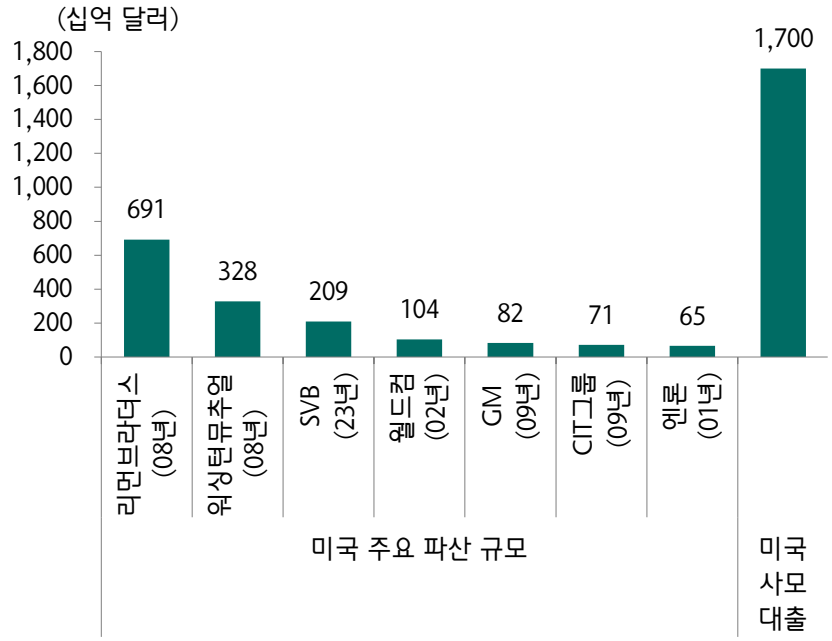


주) 기업은 시가총액 순
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 사모 대출 시장 규모는 GDP 대비 5%

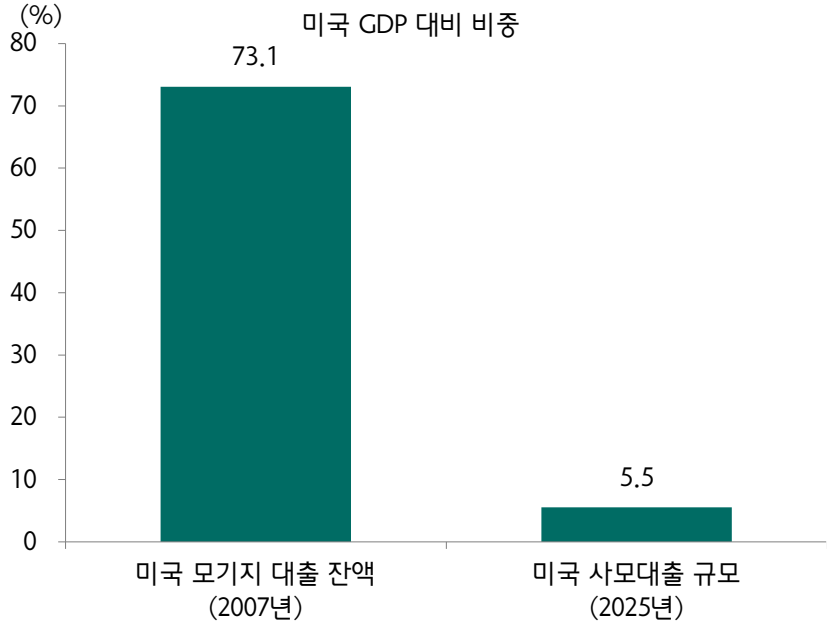
- 미국 사모 대출 시장 규모는 1.7조 달러(전세계 2.2조 달러)로 GDP 대비 5.5%
- 2007년 글로벌 금융위기 직전 모기지 담보 대출 잔액은 10.6조 달러로 당시 GDP 대비 73.1%
- 2026년 사모 대출과 2008년 모기지 위기 비교하는 것에 무리가 있다고 판단

미국 사모 대출 규모는 1.7조 달러로 GDP 대비 5.5%



자료: Bloomberg, 하나증권

2008년 모기지 잔액은 10.6조 달러로 GDP 대비 73.1%

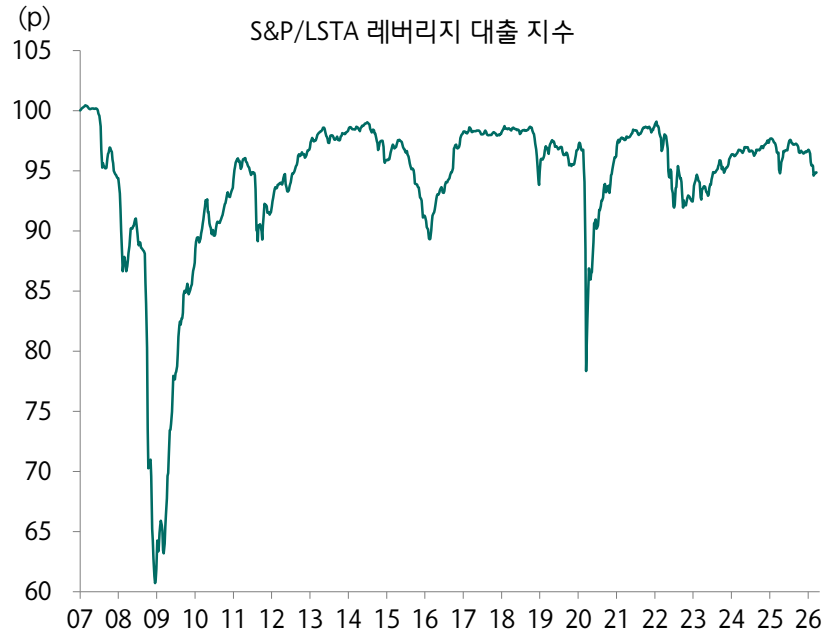


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 레버리지 론 가격과 하이일드 Tech 섹터 신용스프레드 중요

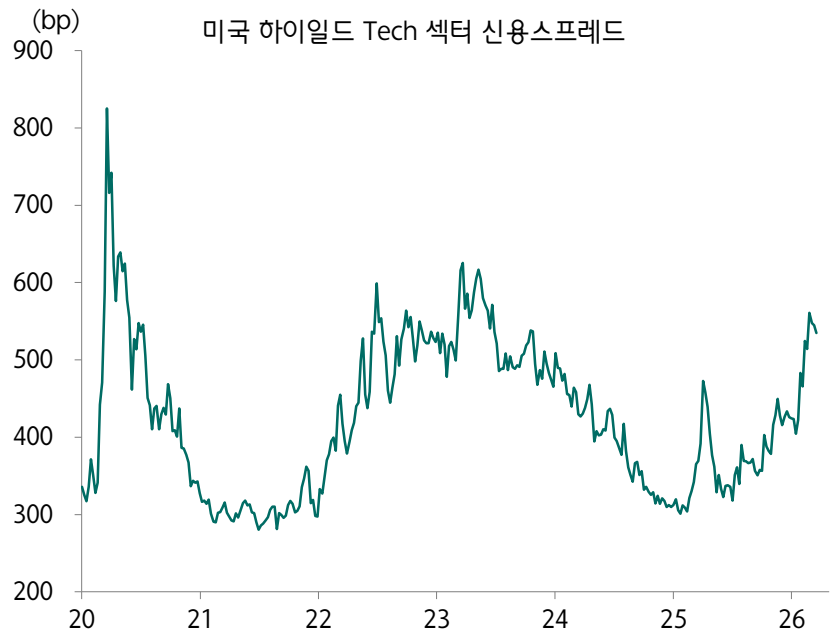
- 3월 초 미국 레버리지 론 가격 지수 94.5p까지 하락(최근 저점 2023년 SVB 파산 당시 92.6p) 이후 현재 94.9p로 소폭 반등하며 가격 하락세 진정
- 3월 초 미국 하이일드 Tech 섹터 신용스프레드 561bp까지 상승 이후 현재 3주 연속 하락하며 상승세 진정

3월 초 미국 레버리지 론 가격 하락 이후 현재 하락세 진정



자료: Bloomberg, 하나증권

연초 미국 하이일드 Tech 섹터 신용스프레드 급등 이후 현재 상승세 진정



자료: Bloomberg, 하나증권

연준(Fed), 서둘러 금리를 인상할 필요가 있을까(2) 전쟁이 기준금리 인상을 의미하지 않음

- 1990년 걸프전 연준, 기준금리 인하: 국제 유가 급등과 미국 물가 상승 압력이 높긴 했지만, 경기 둔화 방어
- 2003년 이라크전 연준, 기준금리 인하: 국제 유가 급등은 없었음. 미국 경기는 개선되고 있었지만, 디플레이션 방어
- 2022년 러/우전쟁 연준, 기준금리 인상: 국제 유가 급등, 단 미국은 전쟁 발생 이전 부터 물가상승률이 높았음. 인플레이션 방어

전쟁이 연준(Fed)의 기준금리 인상을 의미하지 않음

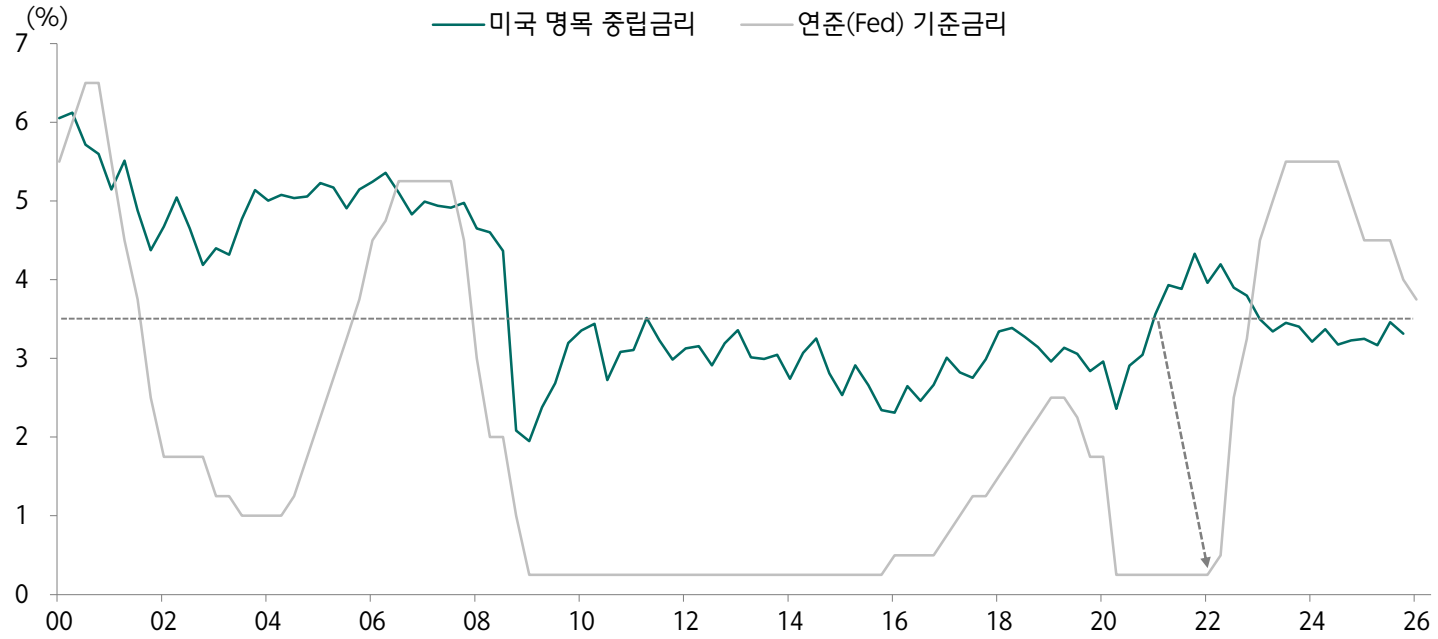
전쟁	시기	소요 기간	국제 유가 (%, 발생 직전 대비 고점)	미국 CPI (YoY %,발생 직전/발생 후 고점)	미국 선행지수 (%, 발생 직전 대비 저점까지)	연준 기준금리 정책과 수준
걸프	1990/8월 ~91/2월	7개월	93% (전쟁 발생 3개월 후 고점)	4.8% → 6.3% (전쟁 발생 4개월 후 고점)	-8% 하락 (전쟁 발생 8개월 후 저점)	인하 8.0% → 6.2%
이라크	2003/3월 ~2011/12월	8년 9개월 초기 2개월, 정규전	2003년 30달러 수준 유지	3.0% → 1.9% (2003/12월)	7% 상승	인하 1.2% → 1.0%
러시아 /우크라이나	2022/3월 ~현재	4년 (진행중)	1월 88달러 → 3월 131달러(49%) 4월 94달러 → 6월 124달러(32%)	7.9% → 9.1% (전쟁 발생 4개월 후 고점)	-6% 하락 (2022/12월까지)	인상 0.0% → 4.25%
미국/이란	2026/3월 ~현재	진행중	67달러 → 119달러(78%) 현재 90달러	2월 2.4%	선행지수 5개월 연속 하락	2026년 동결 3.50 ~ 3.75%

자료: Bloomberg, 하나증권

연준(Fed), 서둘러 금리를 인상할 필요가 있을까(2) 현재 중립금리와 기준금리는 동일한 수준

- 현재 연준(Fed)의 기준금리(3.50~3.75%)는 명목 중립금리(실질 중립금리+10년 기대인플레이션=3.3~3.4%)와 큰 차이가 없음
- 따라서 기준금리 인상을 서둘러 결정할 시점은 아닌 것으로 판단
- 2021년 연초부터 명목 중립금리가 3.5%를 넘어 상승하기 시작했지만, 연준의 기준금리 인상은 실제로 2022년 3월부터 시작

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

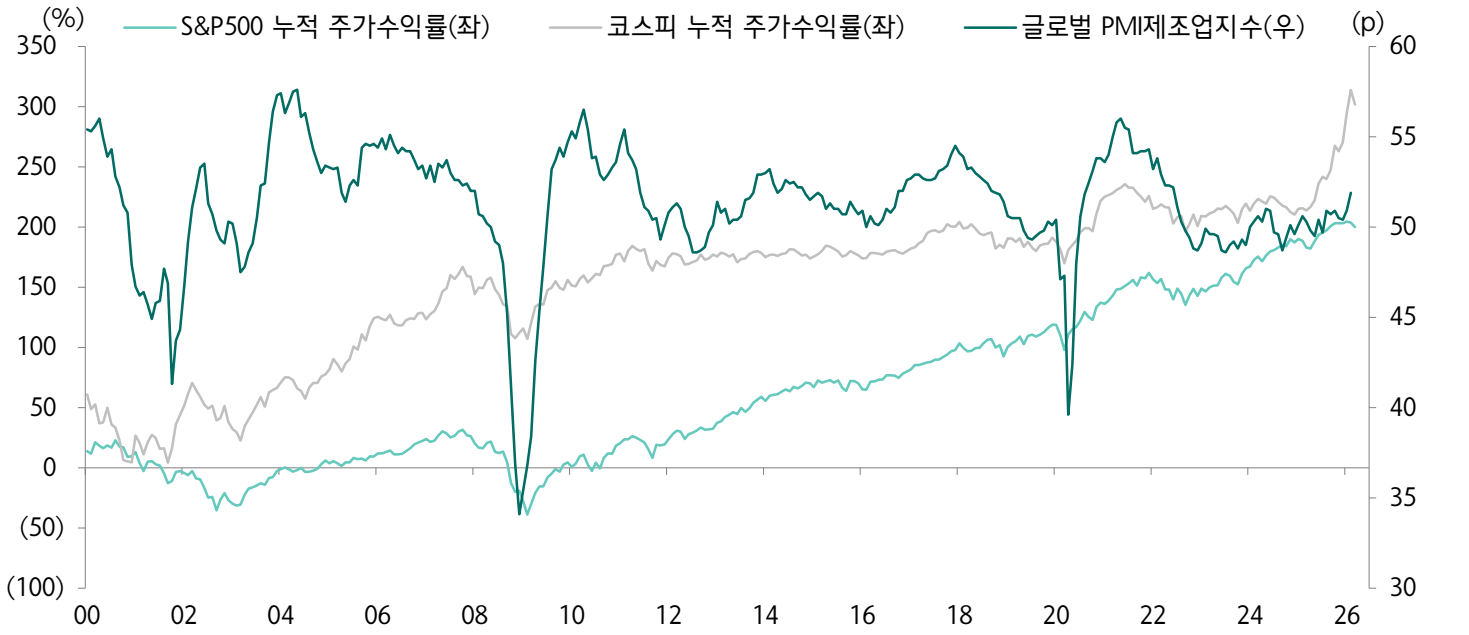


주) 미국 실질 중립금리는 뉴욕 연준이 발표한 Natural Rate (r*)을 적용
주) 미국 명목 중립금리=실질 중립금리+10년 기대인플레이션
자료: newyorkfed.org, Bloomberg, 하나증권

지수 방향성 결정: 유가나 금리 보다는 경기사이클이 중요

- 고유가와 기준금리 인상이 무조건적인 지수의 추세적인 하락 국면 진입 의미하지 않음
- 글로벌 경기사이클이 무너질 때 지수는 본격적인 하락 추세로 진입

지수 방향은 글로벌 경기사이클이 결정

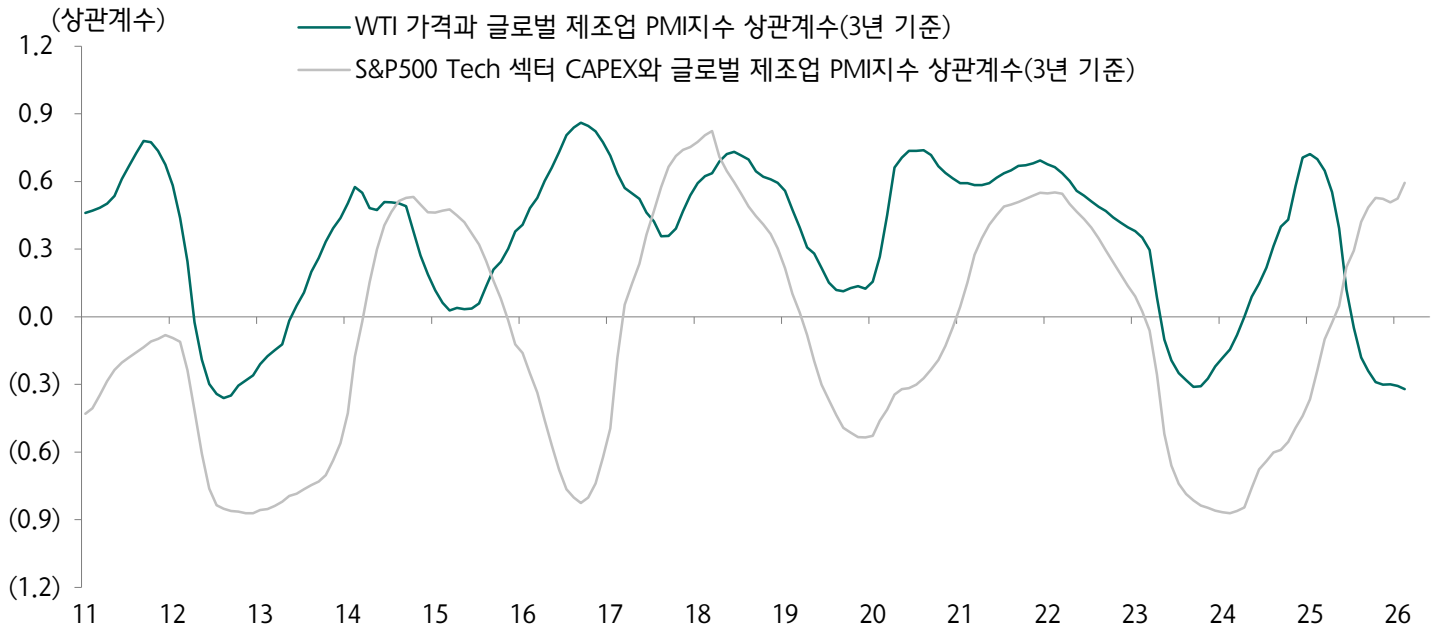


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

지금은 Tech의 투자 증감이 글로벌 경기사이클을 결정

- 장기(3년) 기준 글로벌 PMI제조업지수와 WTI 가격 간의 상관계수는 (-)마이너스
- 반면 S&P500 Tech섹터 CAPEX와의 상관계수는 0.6까지 상승
- 2017년 반도체 빅사이클 당시 상관계수는 0.8까지 상승

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

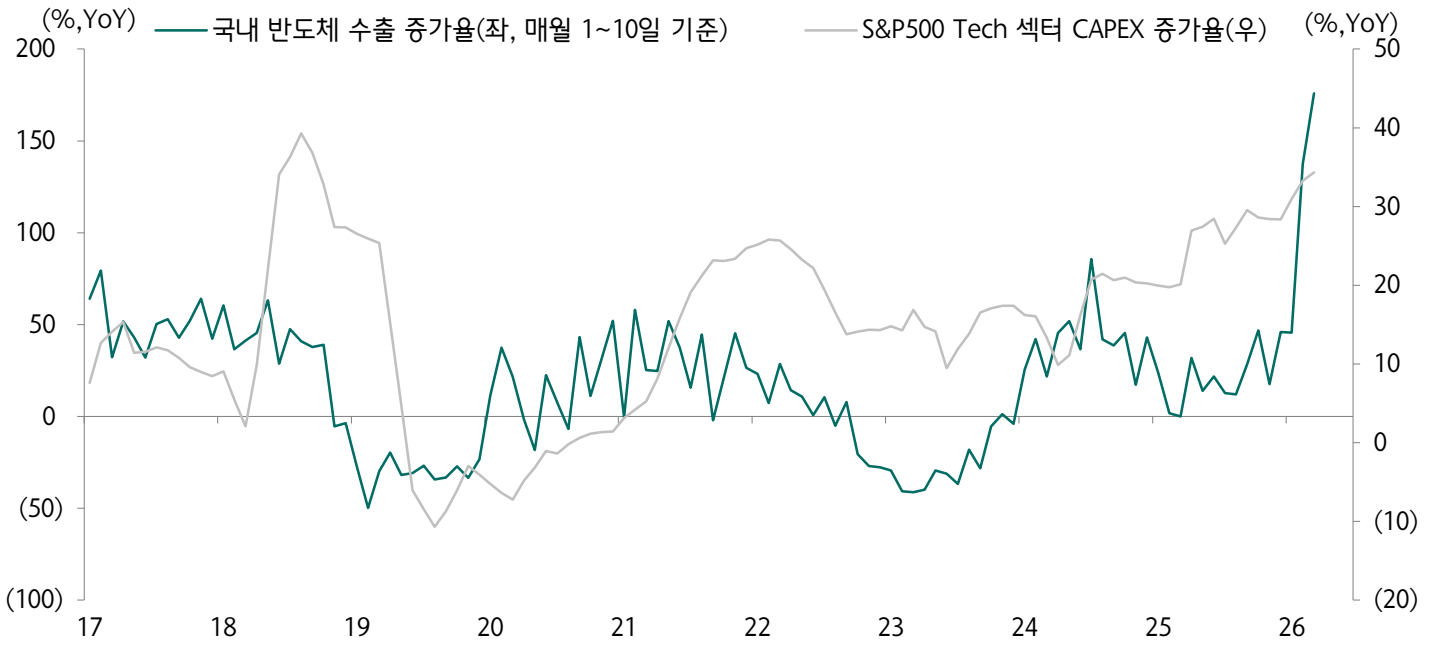


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

S&P500 Tech 섹터 투자와 국내 반도체 수출 금액과 증가율 사상 최고치 경신 중

- S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증가율(YoY) 34%로 2017년 이후 가장 높은 수준(2026/3월 기준)
- 국내 반도체 수출 증가율(YoY, 매월 1~10일 기준)도 176%로 사상 최고치 경신 중(2026/3월 기준)

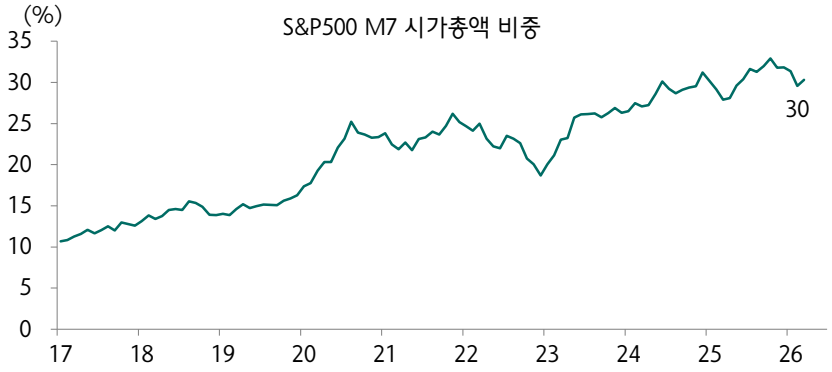
글로벌 경기사이클 판단의 주요 변수는 S&P500 Tech섹터의 CAPEX 증가율과 국내 반도체 수출 증가율



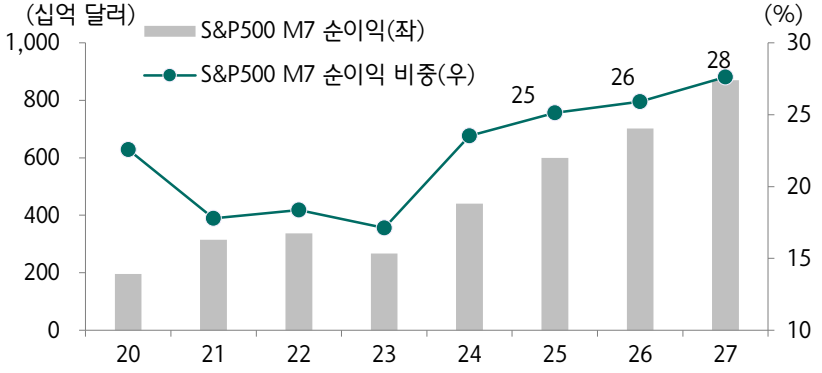
자료: Bloomberg, 하나증권

Tech 성장주의 현재: S&P500지수 내 M7과 가권지수 내 TSMC의 시가총액과 이익 비중

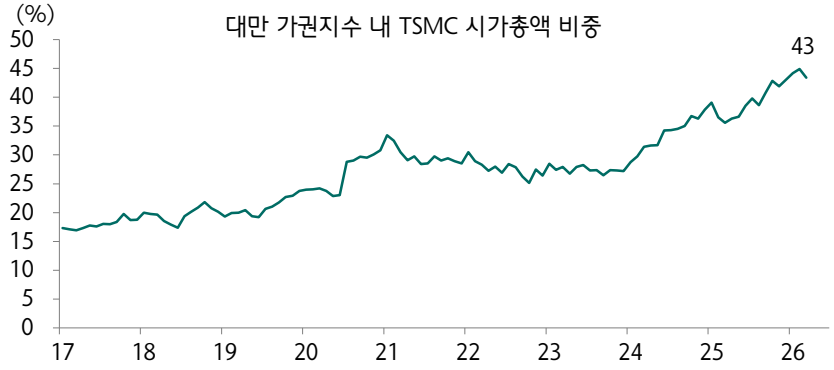
S&P500지수 내 M7 시가총액 비중 30%(고점 2025년 10월 33%)



S&P500지수 내 M7 순이익 비중 2025년 25%→ 26년 26% 예상

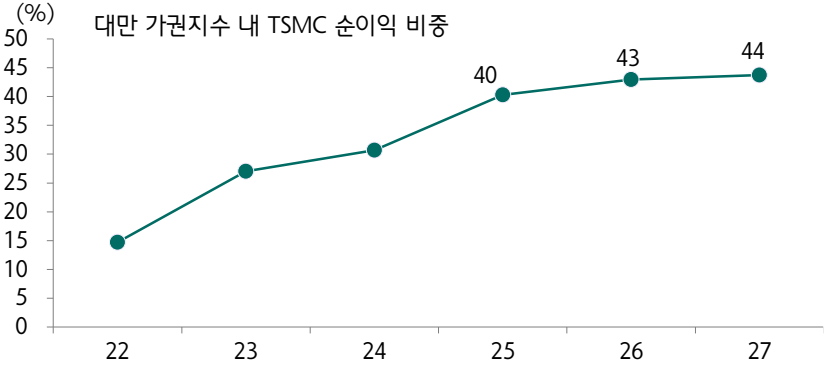


가권지수 내 TSMC 시가총액 비중 43%(고점 2026년 2월 45%)



자료: Bloomberg, 하나증권

가권지수 내 TSMC 순이익 비중 2025년 40%→ 26년 43% 예상

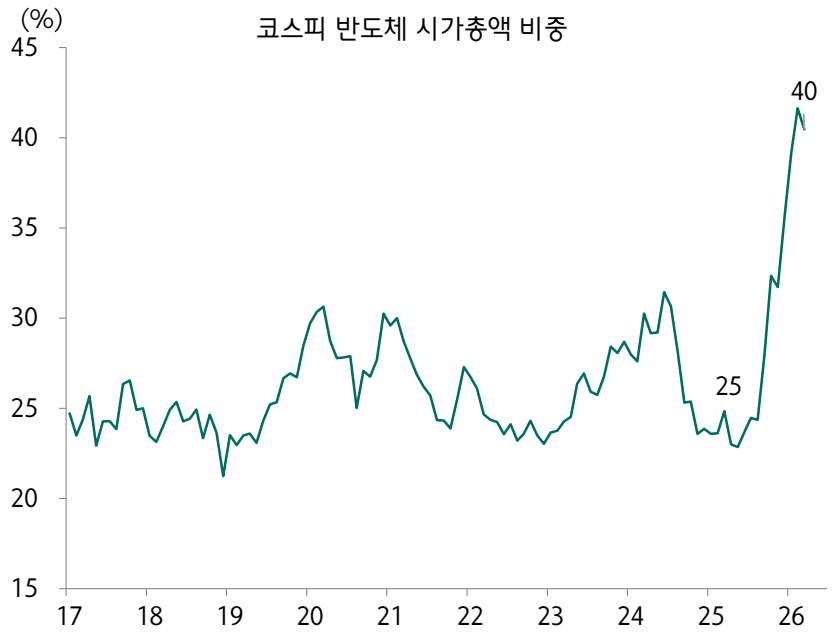


자료: Bloomberg, 하나증권

국내 반도체의 현재: 코스피 내 반도체 시가총액과 순이익 비중

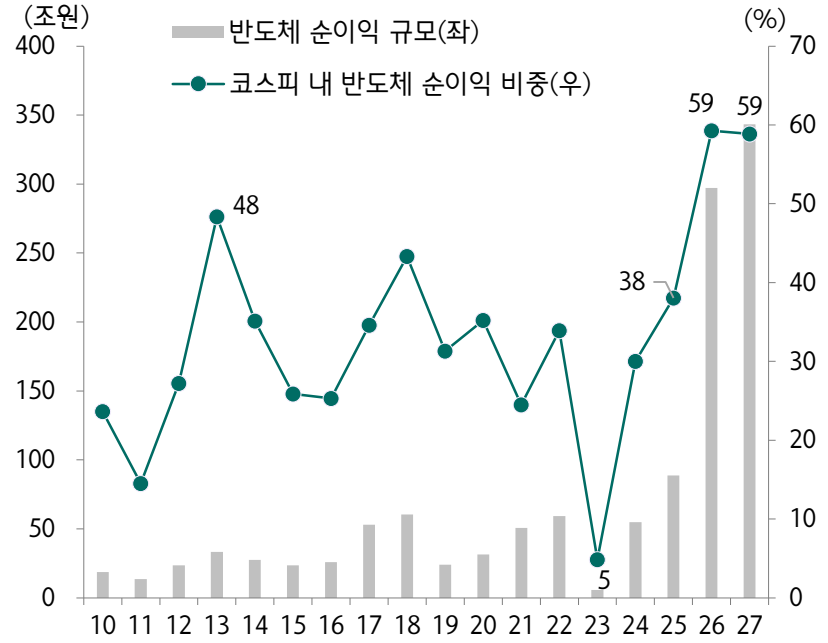
- 2026년 3월 현재 코스피 내 반도체 시가총액 비중은 40%(최근 고점 43%), 2026년 전망치 기준 반도체 순이익 비중은 59%
- 국내 반도체 업종은 S&P500의 M7, 대만의 TSMC 보다 이익 대비 시가총액 비중이 낮음
- 삼성전자와 SK하이닉스의 경우 주가가 상승해도 '버블' 의견을 제시하기 어려움

코스피 내 반도체 시총 비중 2026년 3월 현재 43%로 역대 최고치 경신 중



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

코스피 내 반도체 순이익 비중 2026년과 27년 전망치 59%

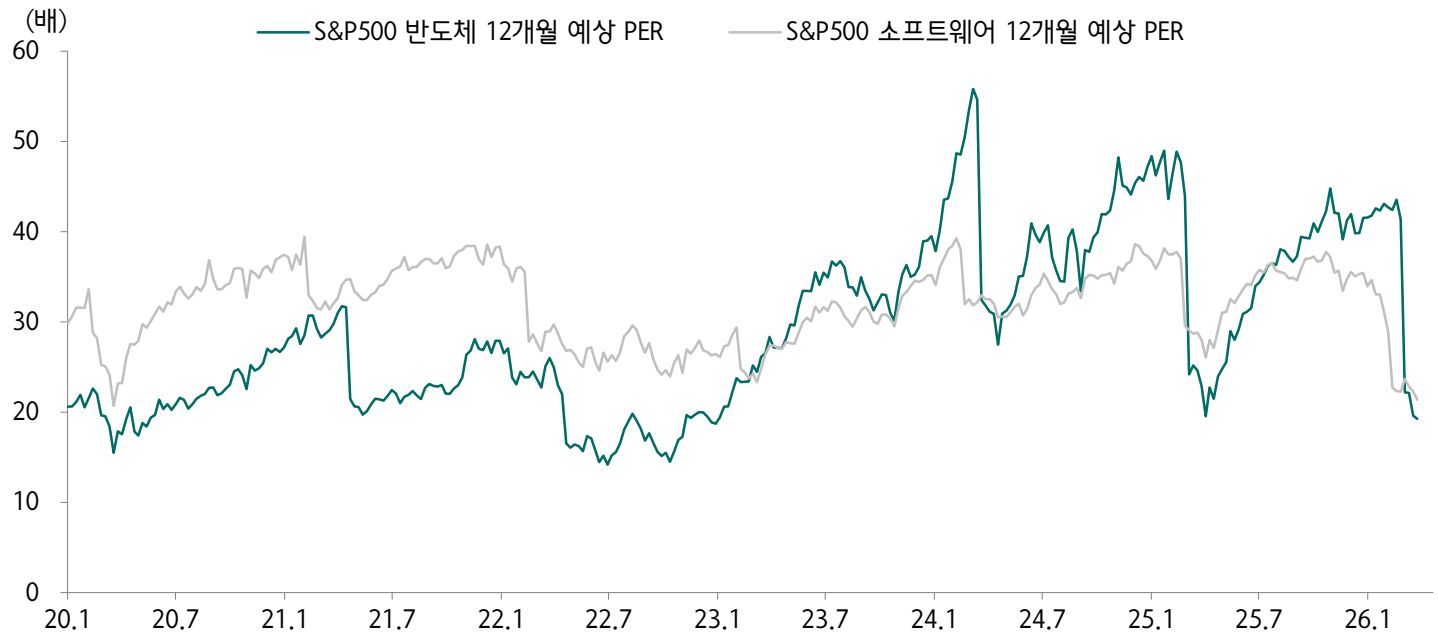


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

TurboQuant 등장으로 반도체와 소프트웨어의 밸류에이션 급락

- 3월 구글은 AI 메모리 사용량을 크게 줄이는 기술(TurboQuant) 발표
- 그러나 AI 관련 수요는 기업/산업/정부로 확산 중, 메모리 효율 개선은 수요 증가를 유도(비용 하락, 수요 증가)할 것으로 판단
- S&P500 반도체 업종 12개월 예상 PER 40배 수준에서 현재 19배로 급락. 소프트웨어 대비 밸류에이션 프리미엄 소멸
- 소프트웨어 업종 12개월 예상 PER 현재 21배로 2020년 3월 코로나19 펜데믹 당시 저점과 동일한 수준

S&P500 반도체 밸류에이션 프리미엄 소멸. 소프트웨어 PER 코로나19 펜데믹 당시 저점과 동일

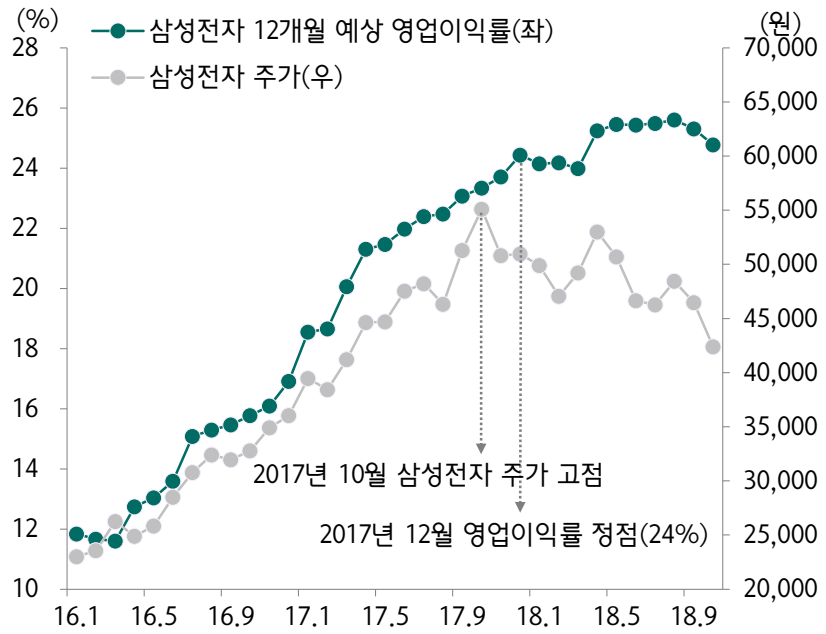


자료: Bloomberg, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 주가 고점과 영업이익률 고점 비슷한 시기에 형성

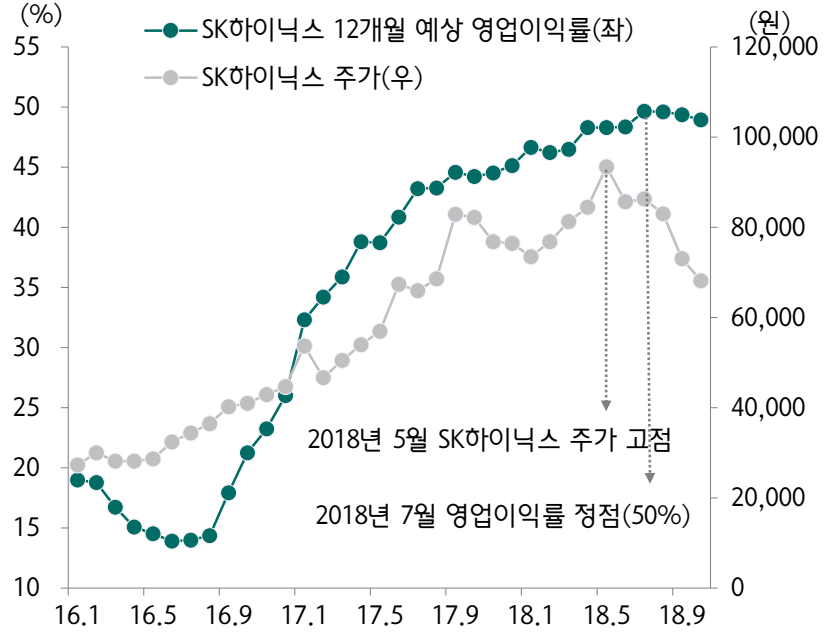
- 2017년 삼성전자 주가 고점은 10월, 12개월 예상 영업이익률 정점은 12월
- [정밀하게 보면] 당시 삼성전자 주가는 영업이익률에 2개월 선행, 영업이익률 정점 통과 시 주가는 고점 대비 이미 -9% 하락
- 2018년 SK하이닉스 주가 고점은 5월, 12개월 예상 영업이익률 정점은 7월
- [정밀하게 보면] 당시 SK하이닉스 주가는 영업이익률에 2개월 선행, 영업이익률 정점 통과 시 주가는 고점 대비 이미 -11% 하락

2017년 삼성전자 주가와 영업이익률: 비슷한 시기에 정점을 형성



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

2018년 SK하이닉스 주가와 영업이익률: 비슷한 시기에 정점

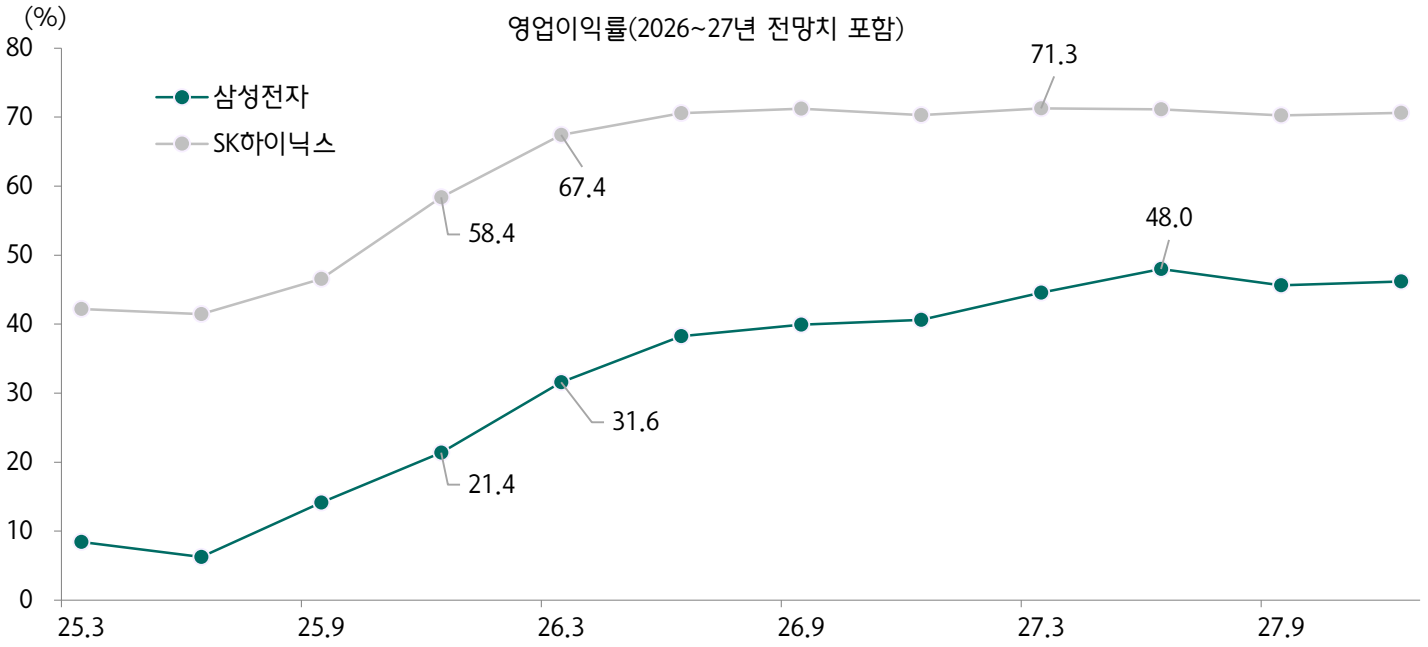


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 영업이익률 정점: 2027년 상반기

- 삼성전자 영업이익률은 2027년 2분기 48% 정점 예상. 2025년 4분기 21% 대비 27%p 상승 전망
- SK하이닉스 영업이익률은 2027년 1분기 71% 정점 예상. 영업이익률 71%는 글로벌 Tech 기업들 중 가장 높음
- (참고) 12개월 예상 영업이익률: 마이크론 테크놀로지 72%> 엔비디아 67%, 브로드컴 66%> 팔란티어 테크놀로지 58%> 마이크로소프트 46%> 알파벳 39%> 애플 32%

삼성전자 영업이익률의 정점은 2027년 2분기, SK하이닉스는 2027년 1분기

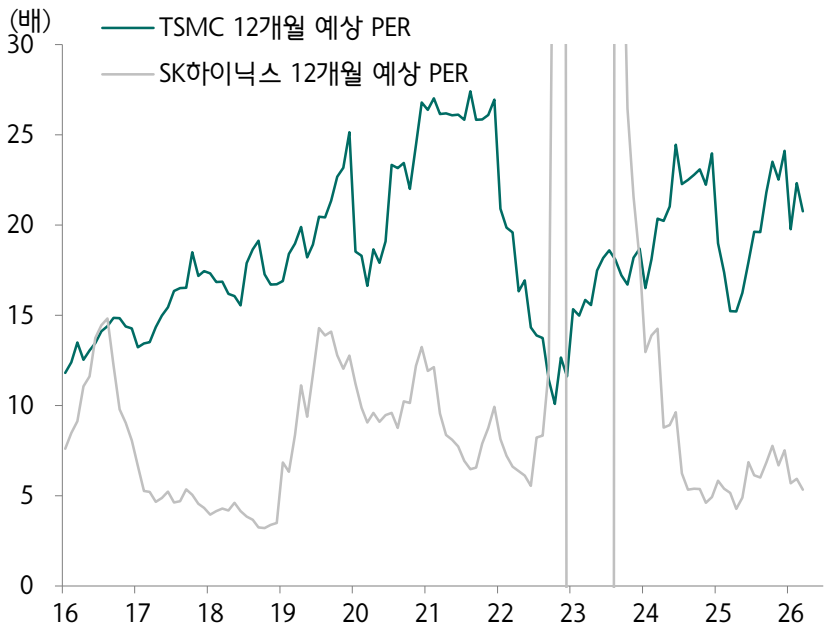


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

국내 반도체 밸류에이션 리레이팅 조건: 높은 수준의 영업이익률 유지 여부

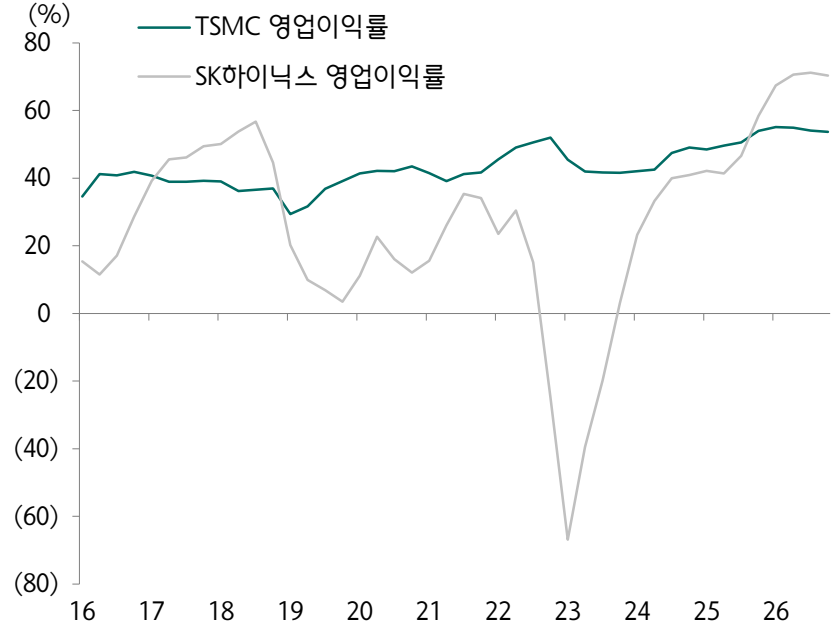
- 향후 높은 수준의 영업이익률을 유지할 수 있는가도 국내 반도체의 사이클 업종 이미지 탈피를 위해서는 중요
- TSMC(12개월 예상 PER 21배)와 SK하이닉스(12개월 예상 PER 5배)간의 PER 간극이 큰 이유는 영업이익률의 안정성의 차이 때문
- 2020년~25년 TSMC 영업이익률 밴드 최소 39%~최대 54%. SK하이닉스 최소 -67%~최대 58%

TSMC와 SK하이닉스의 PER은 큰 차이가 있음



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

TSMC와 SK하이닉스 PER차이, 영업이익률의 안정성의 차이 때문

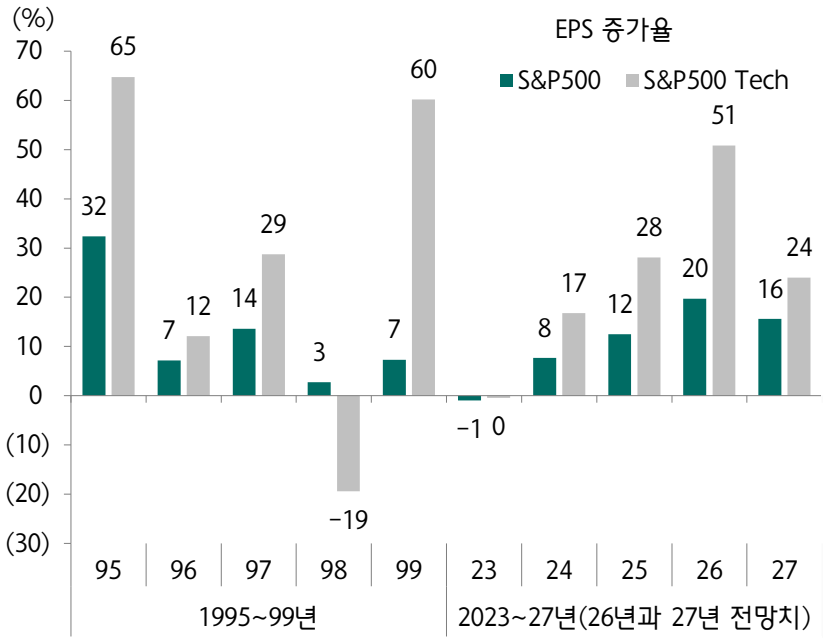


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

Tech와 반도체는 이익 증가의 핵심

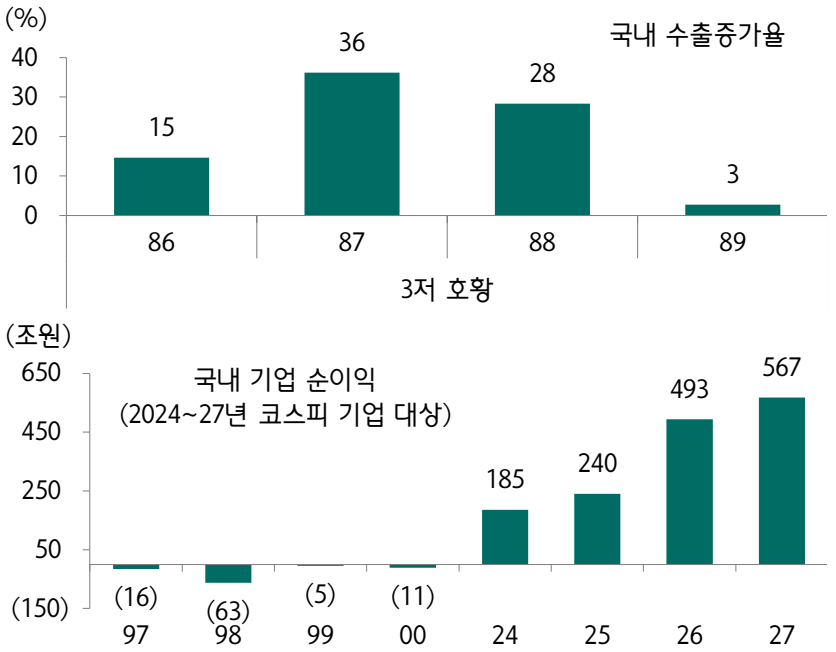
- 1995~99년 S&P500 Tech 기업들의 이익 증가를 기반으로 S&P500 이익 증가
- 2024~27년까지 S&P500 EPS 증가율 평균 14%, S&P500 Tech 섹터 EPS 증가율 평균 30%
- 1986~89년 국내 3저호황 당시 수출 증가를 기반으로 이익 증가(당시 수출 주력 품목: 섬유/의류/신발, 자동차/조선/철강)
- 1990년 중/후반 Tech 버블 당시 국내 기업은 적자 지속, 그러나 2026~27년 코스피 반도체 중심으로 순이익 급성장

S&P500 Tech 중심으로 이익 증가: 1990년대 중/후반과 현재



자료: Bloomberg, 하나증권

1980년대 중/후반 국내 수출 중심, 2026~27년 반도체 중심 성장

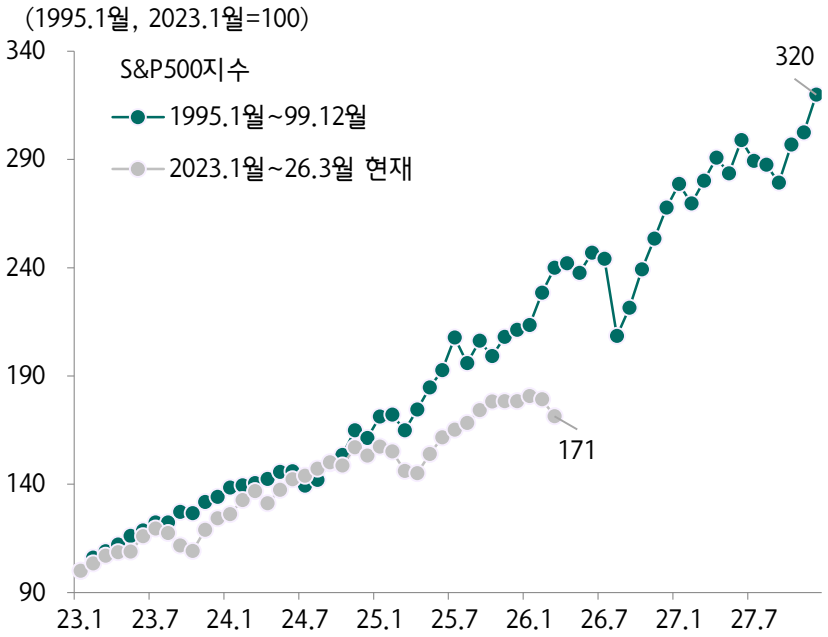


자료: 한국은행, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

Tech 중심의 경기 확장이 유지된다면, 지수는 상승 추세로 재진입 가능

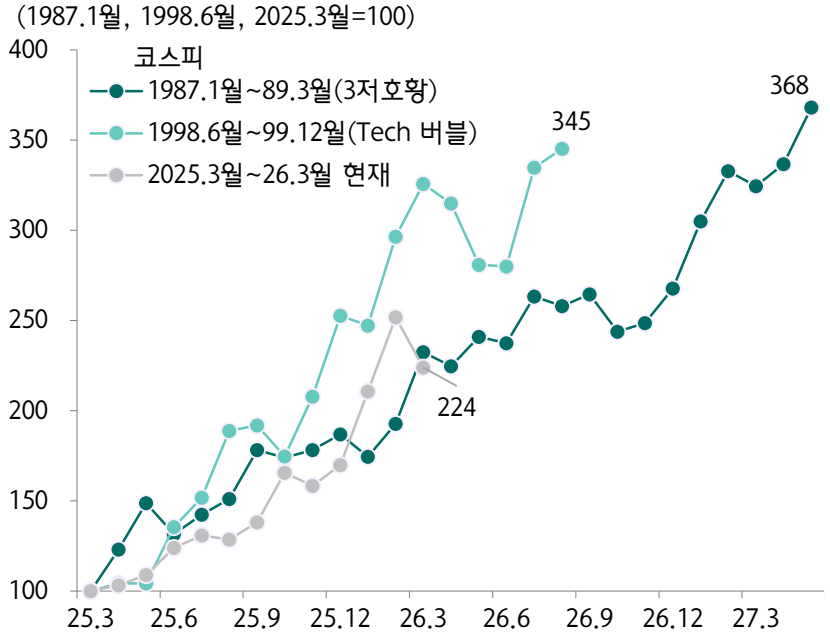
- 1995~1999년 Tech 버블 당시 S&P500지수 고점까지 220% 상승. 2023년 연초 대비 2026년 1월 고점 81% 상승, 현재 71% 상승
- 1999년 Tech 버블 당시 코스피 고점까지 245%, 1987~89년 3저호황 당시 코스피 고점까지 268% 상승. 2025년 3월 저점 대비 현재 코스피 124%(고점 152%) 상승
- 과거 경기 및 이익 사이클 확장 국면 대비 현재는 S&P500지수와 코스피 수익률은 상대적으로 낮은 편, 상승 기간도 더 남아 있음

S&P500지수 Tech 중심의 이익 확장 지속, 상승 추세로 재진입 가능



자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 반도체 중심의 이익 확장 지속, 상승 추세로 재진입 가능



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

코스피 상승 추세 수익률 분석: 1987~89년, 1998~99년, 2025~26년 현재 비교

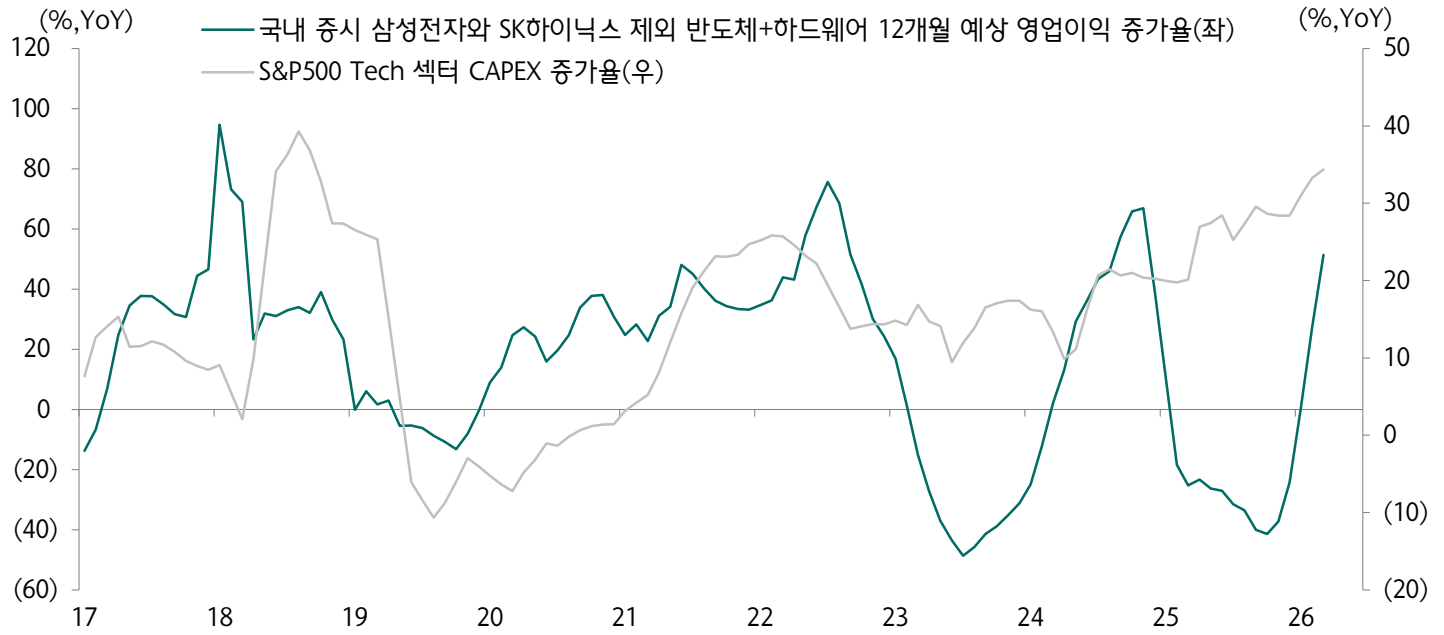
구분: 코스피 기준	1987~89년: 3저호황	1998~99년: Tech 버블	2025~26년 현재
상승 시 월 평균 주가 수익률(%)	10.0	13.8	11.8
하락 시 월 평균 주가 수익률(%)	-4.7	-5.1	-5.8
월간 기준 최고 주가 수익률(%)	22.9	30.0	24.0
월간 기준 최저 주가 수익률(%)	-11.5	-10.8	-11.1
월간 기준 최장 상승 기간	▶ 4개월 연속 상승: 누적 주가 수익률 33% ▶ 2개월 연속 상승 최고: 누적 주가 수익률 44%	▶ 5개월 연속 상승: 누적 주가 수익률 68% ▶ 2개월 연속 상승 최고: 누적 주가 수익률 42%	▶ 4개월 연속 상승: 누적 주가 수익률 28% ▶ 2개월 연속 상승 최고: 누적 주가 수익률 44%
월간 기준 최장 하락 기간	1개월 조정 이후 상승	▶ 3개월 연속 하락: 누적 주가 수익률 -14.4%	1개월 조정 이후 상승

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 Tech의 이익은 미국 Tech의 투자가 결정

- 삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 반도체와 하드웨어(코스닥 포함)의 영업이익은 S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증감과 연관성 높음
- 현재 S&P500 Tech 섹터 CAPEX 증가율(YoY) 34%. 삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 반도체와 하드웨어 영업이익 증가율(YoY) 51%: 2017년 CAPEX 증가율 고점 39%, 영업이익 증가율 고점 95%

삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 Tech의 이익 증감은 미국 Tech의 투자 증감과 연관성이 높음

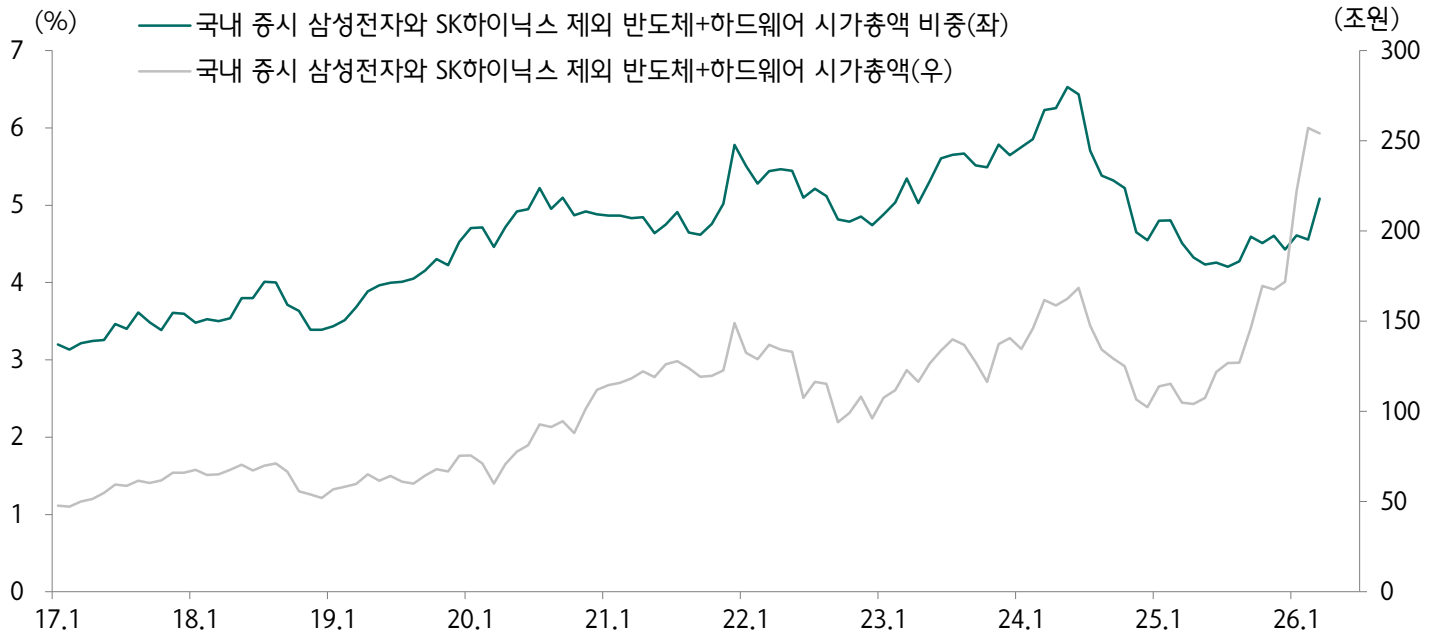


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 Tech 주가 상승 기회가 있을 것으로 기대

- 현재 코스피와 코스닥 합산 시가총액 내 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 국내 반도체와 하드웨어 업종의 시가총액 비중은 5.1%
- 이전 고점인 6.5%와 상당한 차이가 있기 때문에 추가적인 주가 상승 가능할 것으로 판단

삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 Tech, 현재 시가총액 비중을 감안 시 추가적인 주가 상승 가능할 것으로 판단

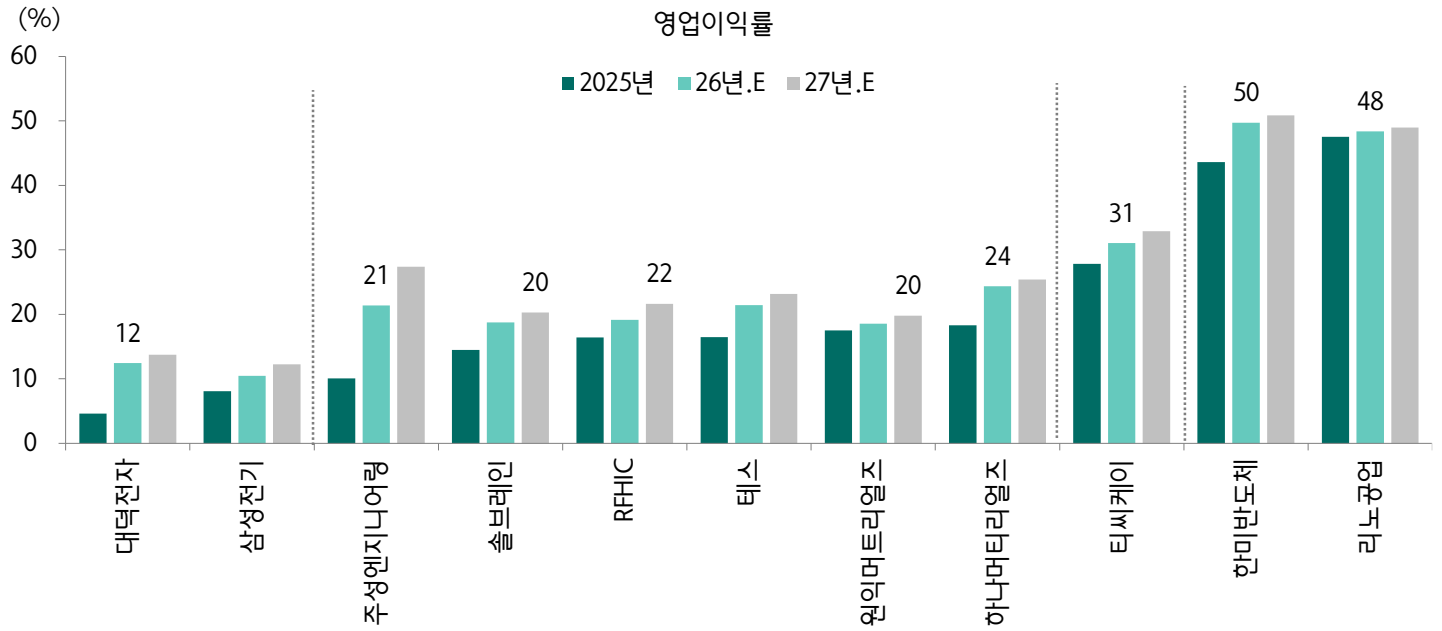


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 제외 국내 Tech: 영업이익률 레벨 변화 기업 비중 확대

- 2026~27년 이익 증가를 기반으로 영업이익률 10%대를 넘어설 것으로 보이는 대덕전자(2026년 전년 대비 8%p 상승 12% 예상)
- 영업이익률 20%대 진입을 예상하고 있는 주성엔지니어링(전년 대비 11%p 상승 21% 예상), 솔브레인(전년대비 4%p 상승 19% 예상), 하나머티리얼즈(6%p 상승 24% 예상)
- 영업이익률 50%에 육박할 것으로 예상되는 리노공업과 한미반도체

국내 Tech 중 영업이익률 레벨 변화 기업들 비중 확대 전략 유효

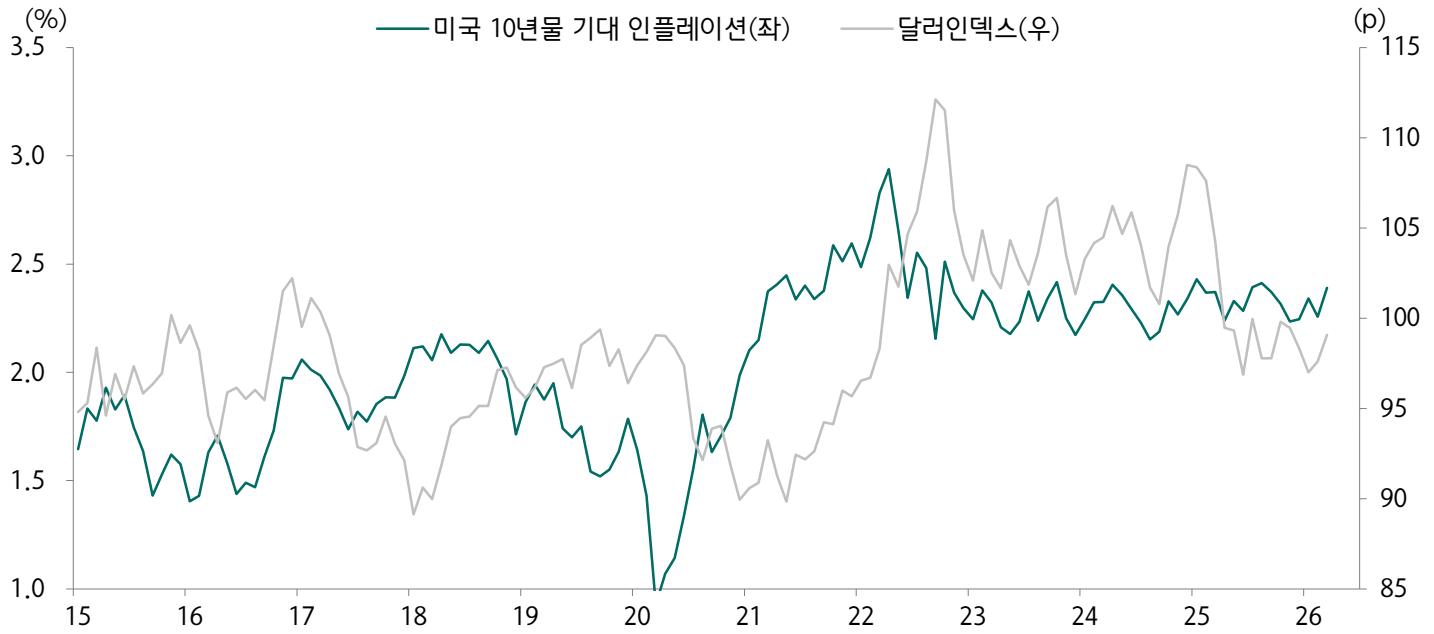


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

비반도체 업종은 매크로 환경 변화를 반영하는 전략 필요

- 비반도체 업종의 경우에는 매크로 환경 변화를 반영하는 전략이 필요
- 주식시장에서는 기대인플레이션 보다는 달러인덱스가 중요
- ① 미국과 이란 전쟁: 국제 유가 상승→ 기대 인플레이션 상승→ 달러 강세
- ② 미국과 이란 종전 및 휴전: 국제 유가 하락→ 기대 인플레이션 하락→ 달러 약세

비반도체 업종은 매크로 환경 변화를 반영하는 전략 필요: 기대인플레이션과 달러인덱스

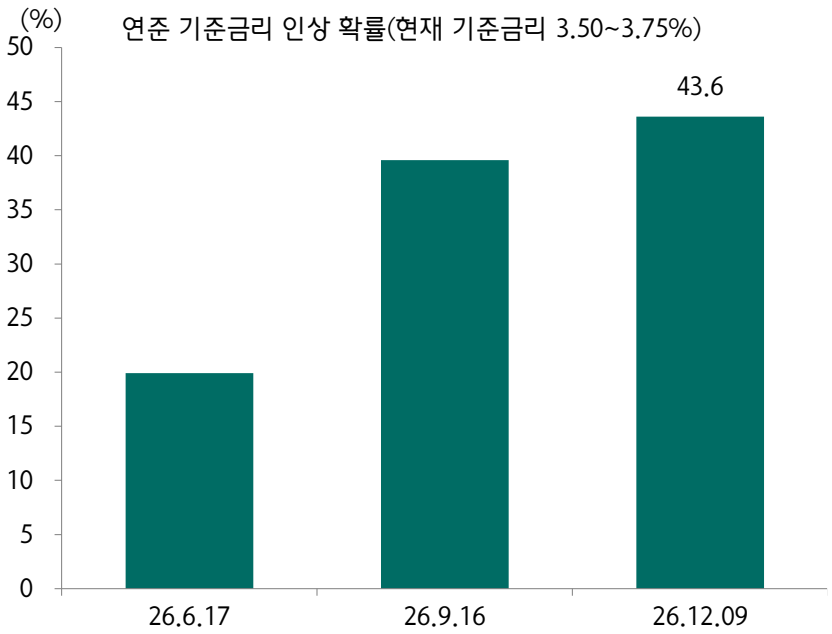


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

미국과 이란 전쟁 이후, 연준 기준금리 인상과 달러 강세 가능성에 베팅

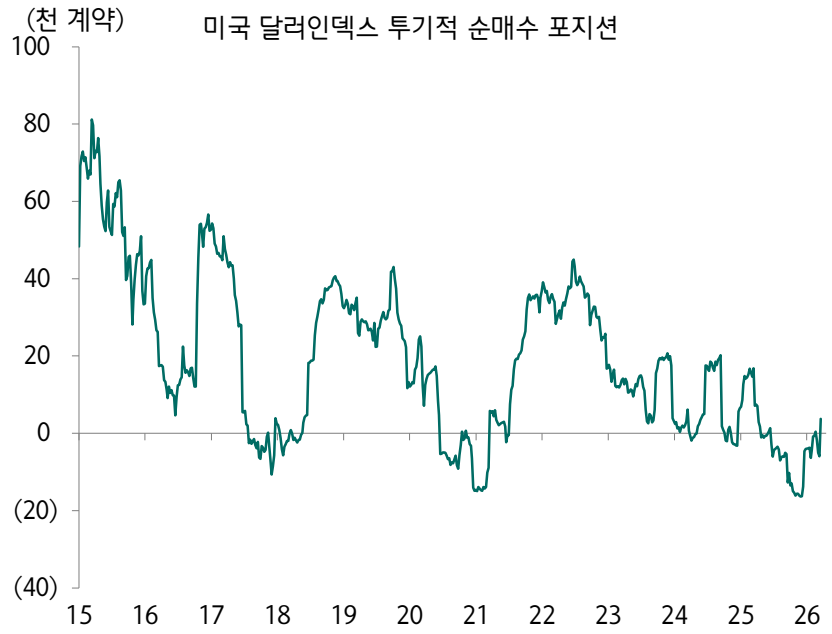
- 미국과 이란 전쟁 이후 연준 기준금리 인상 가능성이 나타나고 있음
- 12월 FOMC회의 기준, 기준금리 인상 확률은 44%까지 상승
- 달러인덱스 투기적 수요는 순매수로 전환(달러 매수 수요 확대)

연준(Fed) 연내 기준금리 인상 확률 44%



자료: Fed watch, 하나증권

기준금리 인상 가능성이 높아지면서 미국 달러 수요 확대

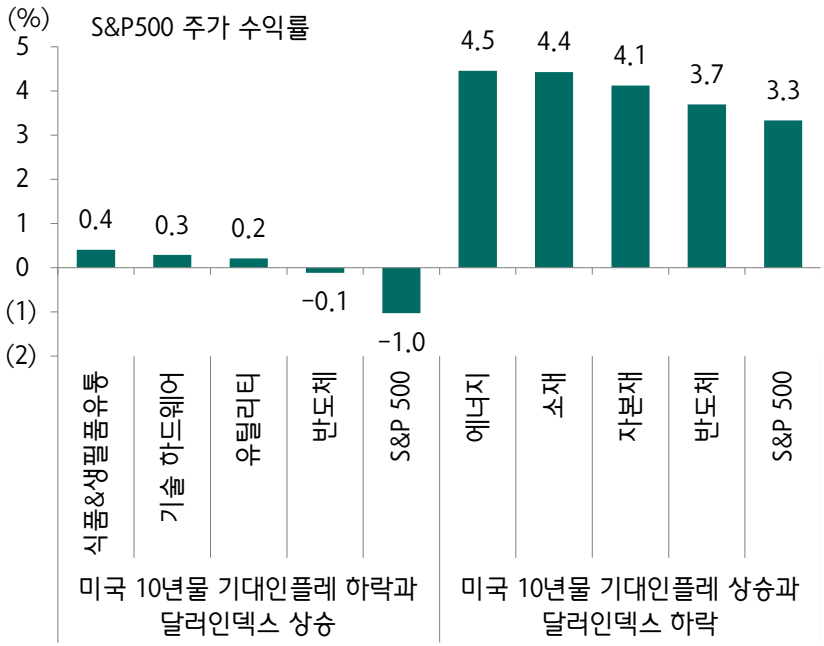


자료: Bloomberg, 하나증권

주식시장에서는 기대인플레이션 보다 달러인덱스의 방향성이 중요

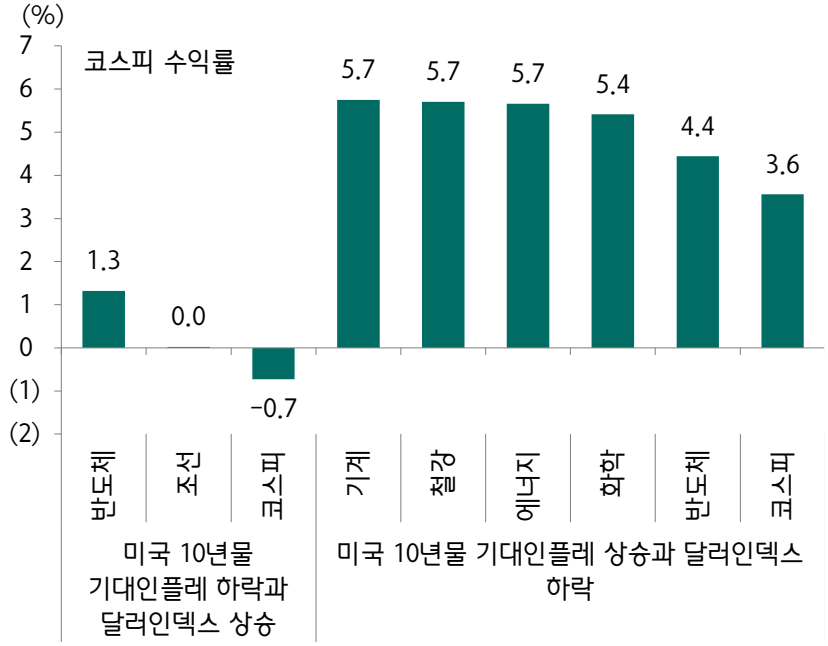
- 2015년 이후 미국 기대인플레이션 상승에도 불구하고 달러인덱스가 하락할 경우 S&P500지수 월 평균 수익률은 3.3%, 코스피는 3.6%로 높은 수준을 유지
- 반면 미국 기대인플레이션 하락에도 불구하고 달러인덱스가 상승할 경우 S&P500지수 월 평균 수익률은 -1.0%, 코스피도 -0.7%로 부진을 면치 못함

S&P500지수: 기대인플레이션 보다 달러인덱스 상승 시 부진



주) 2015년 이후 월간 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

코스피: 기대인플레이션 보다 달러인덱스 상승 시 부진



주) 2015년 이후 월간 기준
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

글로벌 매크로 환경 적용 전략: ① 기대 인플레이션 상승→ 달러 강세 국면

- 기대 인플레이션 상승과 달러 강세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 S&P500지수 내에서는 에너지와 은행
- 코스피 내에서는 은행과 방산/지주

기대인플레이션 상승과 달러 강세 국면: S&P500 에너지와 은행

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 상승과 달러인덱스 상승
: 전월 대비 월간 변화율 (%, OPM %p)

지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
S&P500	0.53	0.60	0.09	1.02	0.03
반도체	2.51	1.59	1.15	4.11	0.21
에너지	2.41	1.91	-1.15	4.11	0.21
은행	2.26	1.96	1.15	1.45	0.23

자료: Bloomberg, 하나증권

기대인플레이션 상승과 달러 강세 국면: 코스피 은행과 방산

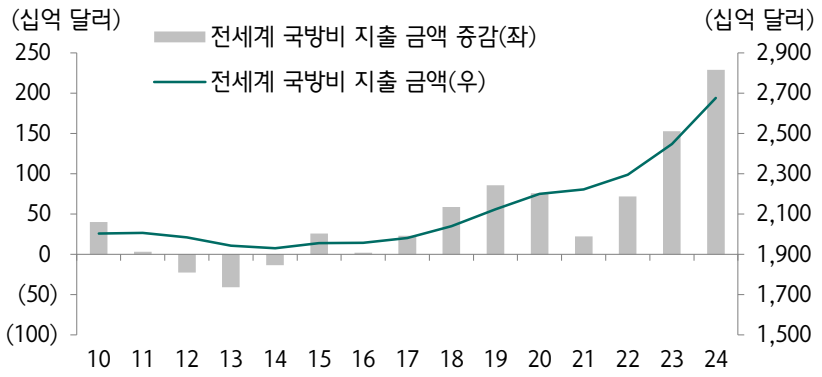
2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 상승과 달러인덱스 상승
: 전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)

지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
코스피	-0.25	-0.40	-0.54	0.46	0.04
반도체	1.05	-0.11	0.23	1.11	0.13
은행	1.01	0.45	0.06	0.75	-
방산/지주	2.26	1.96	1.15	1.45	0.23

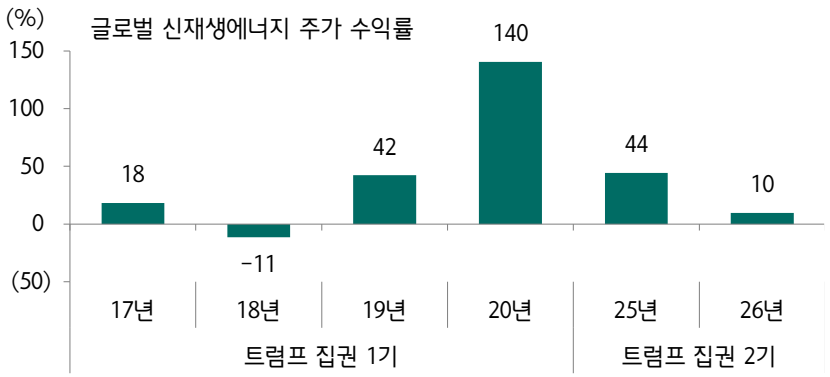
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

미국과 이란 전쟁 이후에도 에너지와 국방 패권 경쟁 지속: ITA와 ICLN

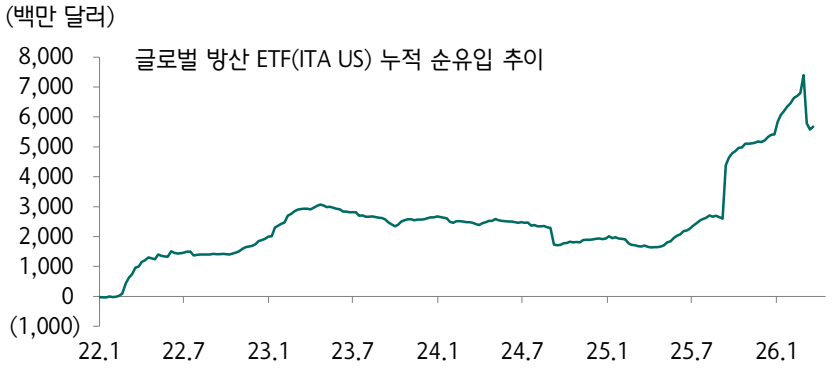
2015년 이후 전세계 국방비 지출 증가, 2022년 이후 증가 속도 빠름



트럼프 대통령 집권 1기, 신재생에너지 주가 강세(2017~20년: 189%)

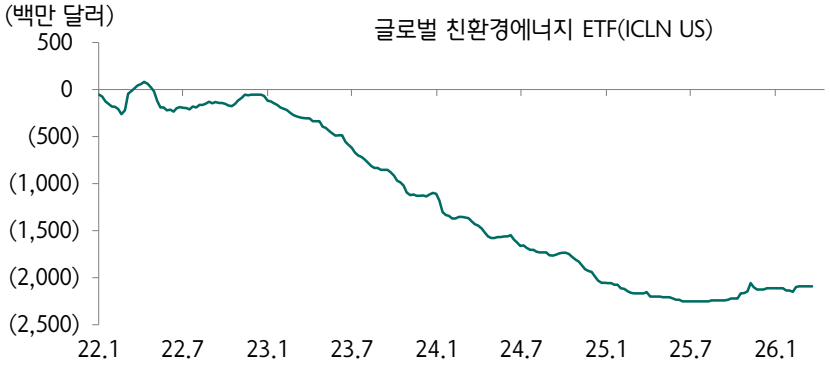


글로벌 방산 ETF에서 3월 중 자금이 유출됐지만, 최근 재유입으로 전환



자료: SIPRI, Bloomberg, 하나증권

글로벌 신재생에너지 ETF로는 2월 말 자금 유입으로 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 매크로 환경 적용 전략: ② 기대 인플레이션 하락→ 달러 약세

- Best 시나리오: 미국과 이란 전쟁 종전 또는 휴전 시 [국제 유가 하락→ 기대 인플레이션 하락→ 달러 약세]로 변할 수 있음
- 기대 인플레이션 하락과 달러 약세의 매크로 환경에서 월간 기준으로 주가 수익률, PER과 PBR 상승률, EPS와 영업이익률 추정치 상승 폭이 상대적으로 큰 업종은 S&P500지수 내에서는 유틸리티, 제약/바이오, 소프트웨어, 하드웨어
- 코스피 내에서는 기계, 증권, 제약/바이오, 하드웨어

기대인플레이션 하락과 달러 약세 국면: S&P500 유틸리티, 바이오, S/W

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 하락과 달러인덱스 하락
: 전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)

지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
S&P500	1.06	-0.54	-0.42	0.56	0.01
반도체	3.75	2.04	1.76	1.84	0.13
유틸리티	1.85	1.54	1.24	0.61	0.05
제약 /바이오	1.44	0.21	0.80	0.17	0.02
소프트웨어	1.26	-1.10	-0.91	1.12	0.01
하드웨어	1.22	0.17	-0.28	0.93	0.00

자료: Bloomberg, 하나증권

기대인플레이션 하락과 달러 약세 국면: 코스피 기계, 방산, 바이오

2015년 이후 미국 10년물 기대 인플레이션 하락과 달러인덱스 하락:
전월 대비 월간 변화율(%, OPM %p)

지수/업종	주가 수익률	PBR	PER	EPS	OPM
코스피	1.51	0.74	0.28	1.17	0.05
반도체	1.18	0.14	1.21	0.80	0.14
기계	3.32	2.12	0.32	3.11	0.01
증권	2.81	2.40	1.65	2.08	-
제약/바이오	2.79	2.95	1.83	2.00	0.00
하드웨어	2.05	1.68	1.59	2.08	-0.03

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

코스피: [기대 인플레이션 하락과 달러 약세] 전환 시 비중 확대 기업

- [기대 인플레이션 하락과 달러 약세] 코스피 내에서 기계, 증권, 제약/바이오, 하드웨어(국내 하드웨어 기업은 28 page 참고)
- 기계, 증권, 제약/바이오 업종 내 ① 2026년 EPS 증가율 전망치 높고, 최근 추정치 상향 조정. ② 2026년 영업이익률 상승 폭이 큼. ③ 최근 고점 대비 PER과 PBR 하락 폭이 큰 기업 선별

기업	업종	2026년 순이익 증가율(%,E)	4주간 순이익 전망 변화(%)	2025년 OPM(%)	2026년 OPM(E,%)	현재 PER (배)	고점 대비 PER 하락률(%)	현재 PBR (배)	고점 대비 PBR 하락률(%)
셀트리온	제약/바이오	38.2	2.2	28.1	32.4	30.6	-21.1	2.2	-18.7
미래에셋증권	증권	41.7	6.2	6.5	9.5	21.9	-13.9	2.5	-12.5
HD현대일렉트릭	기계	34.0	0.0	24.4	26.7	33.4	-14.7	11.5	-15.8
효성중공업	기계	54.9	2.7	12.5	15.5	31.2	-7.4	8.0	-4.6
알테오젠	제약/바이오	132.0	0.0	49.5	61.9	52.9	-35.5	25.1	-35.0
키움증권	증권	26.5	2.8	8.7	13.8	7.9	-18.4	1.4	-17.3
일진전기	기계	47.5	6.4	7.4	8.9	22.9	-21.1	4.7	-17.8
로보티즈	기계	74.6	6.4	8.6	13.7	346.9	-40.6	11.3	-76.0
인텔리안테크	기계	373.0	5.5	3.7	9.3	38.9	-17.5	4.2	-10.8

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

S&P500: [기대 인플레이션 하락과 달러 약세] 전환 시 비중 확대 기업

- [기대 인플레이션 하락과 달러 약세] S&P500지수 내에서 유틸리티, 제약/바이오, 소프트웨어, 하드웨어

기업	업종	2026년 EPS 증가율(%,E)	4주간 EPS 전망 변화(%)	2025년 OPM(%)	2026년 OPM(E,%)	현재 PER (배)	고점 대비 PER 하락률(%)	현재 PBR (배)	고점 대비 PBR 하락률(%)
엔비디아	반도체	81.3	3.0	60.6	66.6	20.7	(16.7)	22.1	(22.1)
마이크로소프트	소프트웨어	23.9	0.7	45.6	46.4	21.2	(24.2)	9.0	(23.9)
일라이 릴리	제약/바이오	42.8	0.3	45.6	46.9	26.1	(21.0)	30.4	(14.7)
존슨앤드존슨	제약/바이오	7.3	0.1	21.1	33.0	20.4	(5.4)	7.2	(5.5)
마이크론테크놀로지	반도체	458.5	63.3	26.4	72.4	4.1	(58.4)	4.4	(31.4)
팔란티어	소프트웨어	74.4	0.2	31.6	57.9	117.4	(33.6)	56.3	(18.7)
애브비	제약/바이오	45.6	0.1	34.9	48.5	14.1	(14.2)	-	-
시스코시스템즈	하드웨어	9.1	0.1	23.6	34.3	18.8	(7.3)	6.6	(7.5)
아리스타네트웍스	하드웨어	18.5	0.1	42.8	46.3	37.1	(17.9)	13.8	(7.9)
코닝	하드웨어	23.0	0.2	16.7	20.9	45.8	(11.7)	11.4	(11.5)
샌디스크	하드웨어	1,188.8	2.5	6.9	47.2	8.8	(57.3)	9.7	(9.0)
콘스텔레이션에너지	유틸리티	22.4	0.4	9.5	19.9	24.9	(23.4)	-	-
웨스턴 디지털	하드웨어	79.9	0.1	22.7	33.9	27.1	(10.1)	14.1	(15.9)
어도비	소프트웨어	12.5	0.3	36.6	45.0	9.9	(31.6)	11.2	(27.7)
씨게이트	하드웨어	58.5	0.1	21.9	32.8	25.6	(7.4)	273.2	(28.3)
시놉시스	소프트웨어	12.0	0.6	9.5	40.6	27.9	(22.0)	3.4	(27.5)

자료: Bloomberg, 하나증권