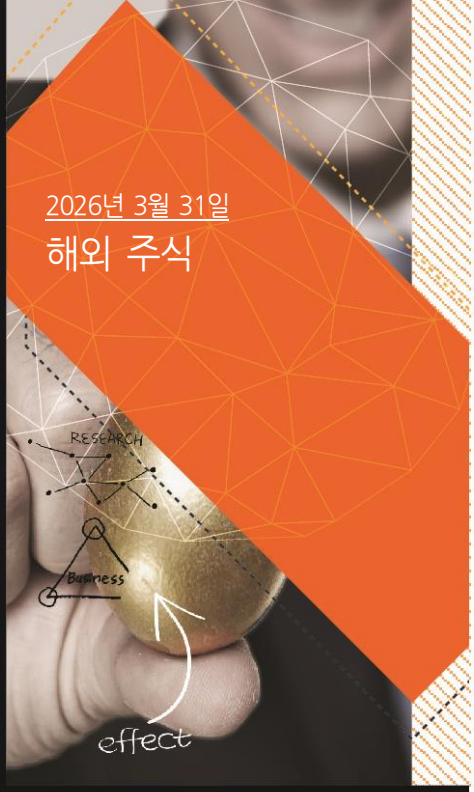


2026년 3월 31일

해외 주식

▶해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwha.com
3772-7695

한화투자증권

미국 주식

S&P 500 밴드 하향: EPS 상향됐으나, 금리 상승

2025년 11월 24일에 발간한 '버블로 가는 열차'에서 제시한 2026년 S&P 500 밴드는 6,400 ~ 8,000 이었습니다. 4월 이글스에서도 전망치를 유지했지만, 미국 기준금리에 대한 하우스뷰 및 실적 추정치 변경을 반영해 S&P 500 밴드를 6,000 ~ 7,700으로 하향합니다 (그림 1). 6,000은 견고한 하단으로 작용할 가능성이 높습니다. 6,000은 전고점 대비 15% 하락한 수준인데, 1) 미국 증시 100년 역사를 보면 15%의 MDD는 -50%를 초과했던 네 번의 폭락장을 제외하고도 11개월에 한 번 꼴로 발생하는 연례 행사에 가깝고, 2) 유가가 급등한 이후 떨어졌음에도 기준금리가 급격하게 인상됐던 2차 오일 쇼크 기간의 최대 조정폭이 15% 내외이며, 3) 2026년 PER 18.9배로 과거 15년 평균인 19.3배 아래입니다. 2027년 EPS를 기준으로 하면 16.3배로 -1 표준편차 수준까지 내려갑니다.

S&P 500 밴드 계산: Bear/Base/Bull EPS x PER

- **Bear (하단) = 6,000:** GDP 성장률 대비 0.5배의 매출액 증가율에 2026년 순이익률을 적용한 EPS는 302달러 (2026/2027년 컨센서스 대비 -5/-18%). 4% 무위험이자율에 1.1%p 일드갭으로 계산한 PER은 19.6배로 15년 평균과 유사한 수준

- **Base = 6,800:** GDP 성장률 대비 1배의 매출액 증가율에 Bear와 Bull의 평균 순이익률을 적용한 EPS는 326달러 (2026/2027년 컨센서스 대비 +3/-12%). 4% 무위험이자율에 0.85%p 일드갭 (10년 최저 평균)으로 계산한 PER은 20.6배로 10년 평균과 비슷

- **Bull (상단) = 7,700:** GDP 성장률 대비 1.5배의 매출액 증가율에 2027/2028년 평균 순이익률을 적용한 EPS는 351달러 (2026/2027년 컨센서스 대비 +11/-5%). 4% 무위험이자율에 0.6%p 일드갭으로 계산한 PER은 21.7배로 5년 평균과 유사

6,000 하단 지지력 분석

1928년 이후 S&P 500이 겪은 네 번의 폭락장을 제외하면 (1929 대공황, 1973 1차 오일쇼크, 2000 IT버블, 2008 리먼 파산), 15%의 MDD는 6 ~ 12개월의 중기적 투자 관점에서 손익비가 양호했다. 15%의 하락은 강세장 중간에도 11개월에 1번의 빈도로 나타났으며, 추가적인 조정이 나타나도 금방 회복했다 (그림 2).

1978년 12월의 이란 혁명으로 촉발된 2차 오일쇼크 기간에도 저조한 주가가 오랫동안 지속됐다는 생각은 오해다. 폴볼커가 1979년 10월에 긴급 FOMC를 통해 기준금리를 단숨에 400bps를 올리면서 주가는 떨어졌지만, -15%가 최대였다. 1981년 하반기의 추가적인 기준금리 인상으로 주가가 20% 내려가기 전까지 1979 ~ 80년에 S&P 500은 36% 상승했다 (그림 3).

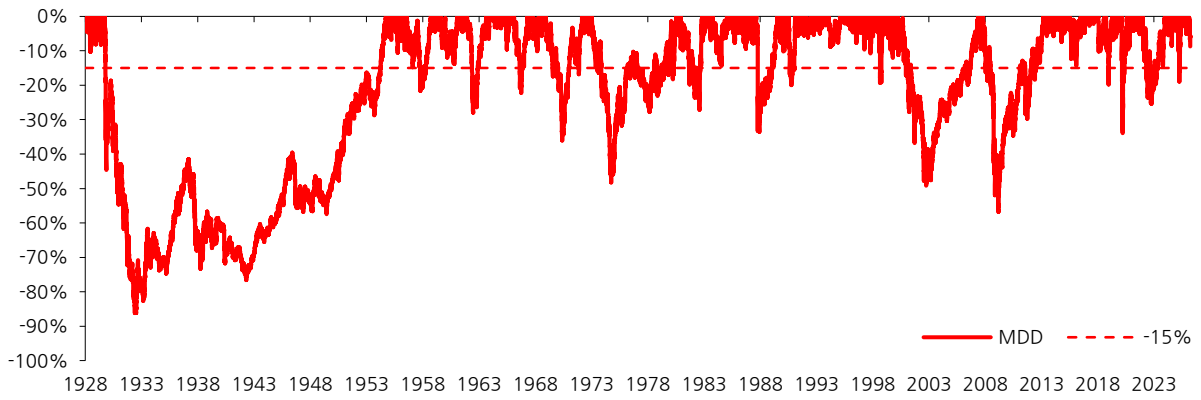
S&P 500 6,369 (3/30 종가)에서 2026/27년 PER은 20/17배이다. 6,000에서는 2027년 PER이 -1 표준편차까지 하락할 정도로 매력적인 영역에 진입한다 (그림 4).

[그림1] S&P 500 밴드: 6,000 ~ 7,700

EPS (달러)	Value	EPS (달러)	Value	EPS (달러)	Value
2025년 주당 매출, a	2,006	2025년 주당 매출, a	2,006	2025년 주당 매출, a	2,006
2025년 미국 GDP 명목성장률, b = c + d	5.2%	2025년 미국 GDP 명목성장률, b = c + d	5.2%	2025년 미국 GDP 명목성장률, b = c + d	5.2%
실질성장률, c	2.4%	실질성장률, c	2.4%	실질성장률, c	2.4%
물가상승률, d	2.8%	물가상승률, d	2.8%	물가상승률, d	2.8%
매출 성장률/GDP 성장률, e	0.5x	매출 성장률/GDP 성장률, e	1.0x	매출 성장률/GDP 성장률, e	1.5x
2026년 주당 매출, f = a x (1 + b x e)	2,058	2026년 주당 매출, f = a x (1 + b x e)	2,110	2026년 주당 매출, f = a x (1 + b x e)	2,163
하강 주기 순이익률, g	14.7%	경상 순이익률, g	15.5%	상승 주기 순이익률, g	16.2%
경상 EPS, h = f x g	302	경상 EPS, h = f x g	326	경상 EPS, h = f x g	351
2026년 컨센서스	317	2026년 컨센서스	317	2026년 컨센서스	317
2027년 컨센서스	369	2027년 컨센서스	369	2027년 컨센서스	369
PER		**PER**		**PER**	
무위험이자율, i	4.00%	무위험이자율, i	4.00%	무위험이자율, i	4.00%
일드갭, j	1.10%p	일드갭, j	0.85%p	일드갭, j	0.60%p
PER, k = 1 / [i + j]	19.6	PER, k = 1 / [i + j]	20.6	PER, k = 1 / [i + j]	21.7
5년 평균	21.3	5년 평균	21.3	5년 평균	21.3
10년 평균	20.7	10년 평균	20.7	10년 평균	20.7
15년 평균	19.2	15년 평균	19.2	15년 평균	19.2
S&P 500 Bear Case, h x k	**6,000**	**S&P 500 Base Case, h x k**	**6,800**	**S&P 500 Bull Case, h x k**	**7,700**

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

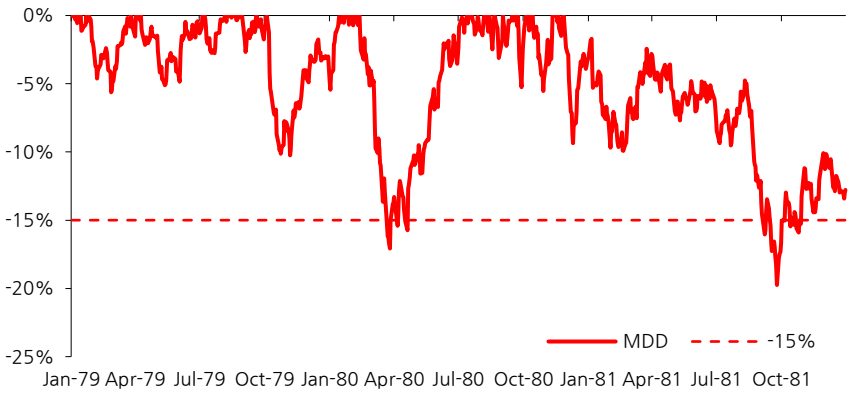
[그림2] S&P 500 MDD



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2 차 오일 쇼크 발생 이후 S&P 500 MDD

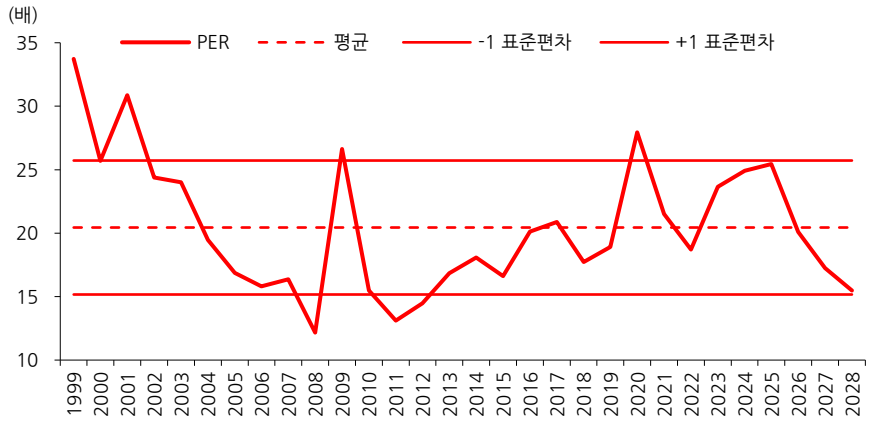
1978년 이란 혁명 이후 주가는 조정을 거쳤지만 15% 초과 하락 無



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] S&P 500 PER

S&P 500 PER 평균 이하까지 하락



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 3 월 31 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상희)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%