



## Equity

# 화수분전략

## 극단적인 변동성과 쏠림현상: 투자의 기준은 무엇인가

### Compliance Notice

본 조서자료는 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.

6월 들어 VKOSPI가 90p를 기록하며, 글로벌 금융위기 당시 고점(89p)을 넘어섰다. 변동성 확대 요인 중 하나는 이익 증가율 때문이다. 과거 경험하지 못했던 현재의 극단적으로 높은 이익 증가율(코스피 12개월 예상 영업이익 증가율 YoY 237%)은 기대감도 만들 수 있지만, 실제 발표 이익의 예상치 하회와 이익 증가율 정점 통과 우려도 형성될 수 있다.

국내 주식 관련 ETF는 2025년 1월 536개에서 2026년 5월 말 615개로 증가(코스피 상장 종목수 832개)했고, 지수보다는 특정 산업이나 섹터 추종형 ETF의 증가 속도가 빠른 편이다. 해당 ETF 내 종목 리밸런싱 영향이 커질 수밖에 없다. 2026년 5월 들어서는 레버리지 ETF는 전월 대비 14개나 증가한 43개로, 주가 변동성 확대에 영향을 주고 있다.

지난주 SK하이닉스의 시총이 삼성전자(우선주 제외) 대비 95%까지 상승하며, 쏠림현상이 극대화되는 모습이 나타나기도 했다. 2026년 5월 말 해당 비율이 93%를 정점으로 하락하는 과정에서 코스피 단기 조정이 나타났다는 점도 염두에 둘 필요가 있다.

현재의 글로벌 매크로 환경도 높은 변동성과 쏠림현상 심화에 영향을 주고 있다. 현재 국제 유가는 하락 전환했지만, 미국 시중금리는 연내 기준금리 인상을 반영해 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. Tech 섹터의 투자 확장 사이클과 연준의 기준금리 인상을 반영한 고금리 상황을 가정한 투자전략이 필요하다.

1999년 하반기(Tech 섹터 투자 주도, 기준금리 3번 인상, 시중금리 상승)를 참고할 필요가 있다. 1999년 상반기 연준 기준금리 인상 전에는 S&P500 성장주(+11%)와 가치주(+13%) 주가 수익률이 비슷했지만, 하반기 기준금리 인상 후에는 모멘텀 팩터로의 쏠림현상이 심해지면서 성장주는 15%나 상승했지만, 가치주는 -2% 하락했다.

1999년 상반기 S&P500 Tech, 금융, 경기소비재, 산업재, 에너지가 지수 대비 아웃퍼폼을 했지만, 하반기에는 Tech와 산업재 단 두 개 섹터만이 지수 대비 아웃퍼폼을 했다. 당시 S&P500지수 내 주가 상승 종목수도 감소했고, 하반기에는 상승보다 오히려 하락 종목수가 많아졌다. 고금리 국면에서 주가가 상승하는 업종이나 종목의 집중화 현상이 나타난다.

1999년 하반기 기준금리 인상 이후 S&P500 주도 섹터 내에서도 기업별 주가 차별화 현상은 심했다. H/W(반도체 포함), S/W, 산업재, 금융과 같이 당시 주가 수익률이 상대적으로 높았던 업종 내에서도 영업이익률(금융은 ROE)이 상반기 대비 하반기 상승하거나 상승 폭이 컸던 기업들이 하반기까지도 높은 주가 수익률을 유지했다.

고금리 환경에서 나타나는 극단적인 변동성 확대와 쏠림현상에 대응하는 전략은 ① 이익 모멘텀 강화(추정치 상향 조정)와 ② 높은 이익 증가율 전망치 유지 그리고 ③ 영업이익률 상승 기대를 바탕으로 기업을 선별하는 것이다. S&P500 중 브로드컴, 마이크론테크놀로지, 샌디스크, 버티브, 다나허 등, 코스피 중 삼성전자, SK하이닉스, 한화에어로스페이스, 효성중공업, 현대로템, 포스코퓨처엠 등이 여기에 해당한다(본문 도표 17~18 참고).

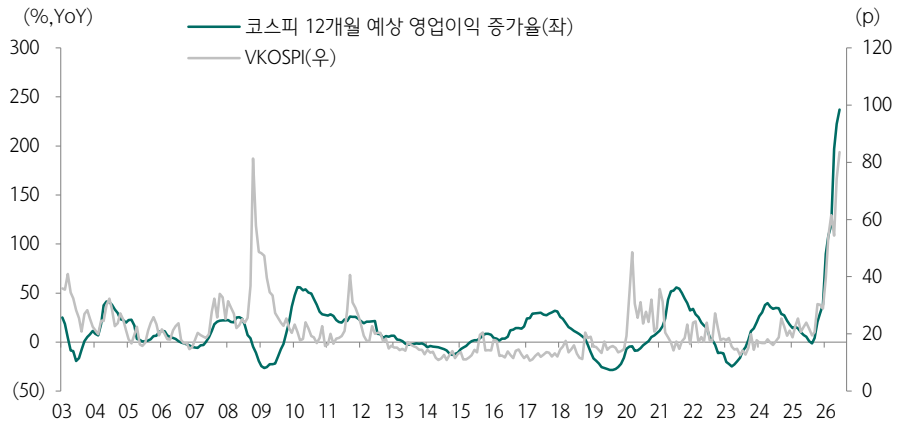


Strategist 이재만 duke7594@hanafn.com  
RA 손일수 ilsooson@hanafn.com

도표 1. 6월 들어 VKOSPI가 90p를 기록, 글로벌 금융위기 당시 고점(89p)보다 높았음: 극단적인 변동성 확대 요인 중 하나는 코스피 이익 증가를 때문

과거 경험하지 못했던 현재의 극단적으로 높은 이익 증가율: 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율 YoY 237%

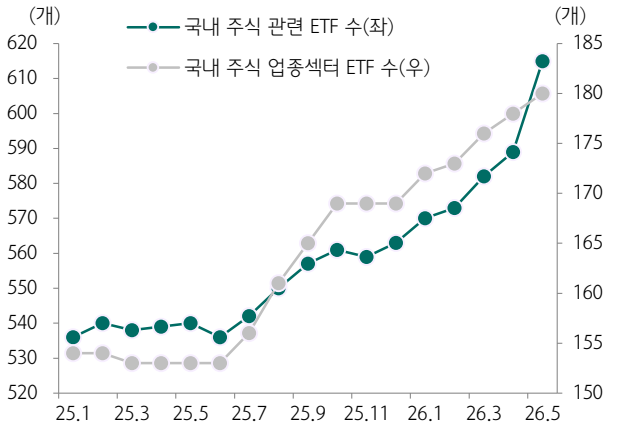
기대감도 만들 수 있지만, 이익 예상치 하회와 증가율 정점 통과 우려도 형성될 수 있음



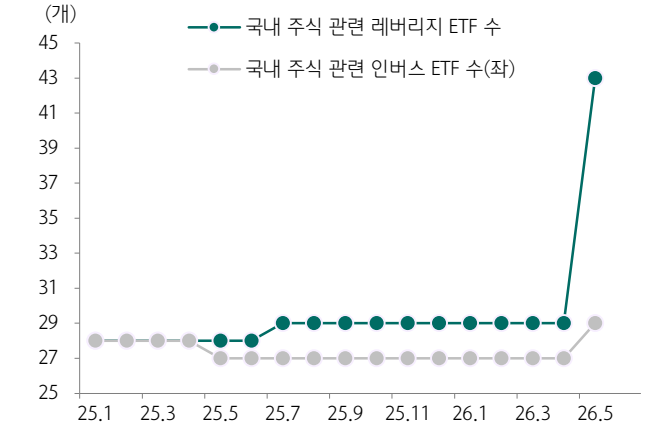
자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 2. 국내 주식 관련 ETF 2025년 1월 536개에서 2026년 5월 말 615개로 증가, 특정 산업이나 섹터 추종형 ETF의 증가 속도가 빠른 편

도표 3. 2026년 5월 들어서는 레버리지 ETF는 전월 대비 14개나 증가한 43개로, 추가 변동성 확대에 영향을 주고 있음



자료: KRX, 하나증권

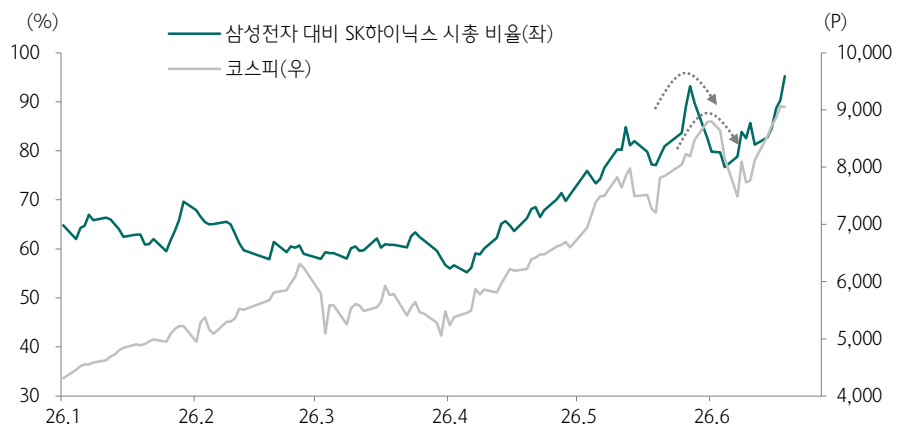


자료: KRX, 하나증권

도표 4. 지난주 SK하이닉스의 시총이 삼성전자(우선주 제외) 대비 95%까지 상승. 2026년 5월 말 해당 비율이 93%를 정점으로 하락하는 과정에서 코스피 단기 조정 경험

지난주 SK하이닉스의 시총이 삼성전자(우선주 제외) 대비 95%까지 상승

2026년 5월 말 해당 비율이 93%를 정점으로 하락하는 과정에서 코스피 단기 조정 경험 나타났었음

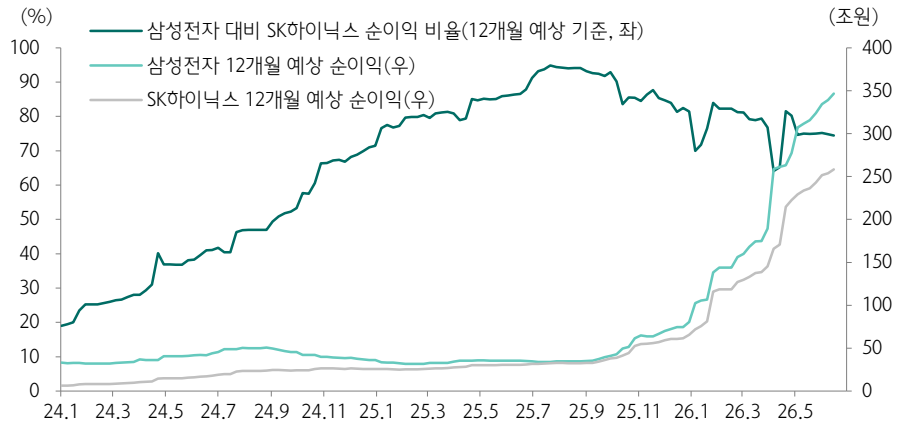


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 5. 삼성전자의 순이익은 SK하이닉스 대비 크고, 5~6월 삼성전자가 SK하이닉스 대비 이익 추정치 상향 조정 폭도 큼

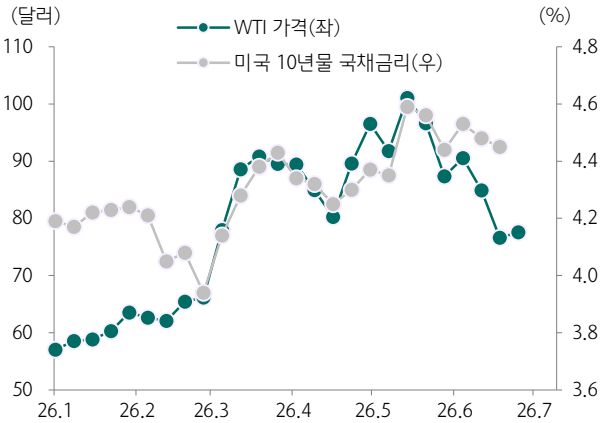
12개월 예상 순이익 기준  
삼성전자 347조원으로  
4월 말 대비 25%로 상승

SK하이닉스 12개월 예상 순이익  
258조원(삼성전자 대비 74%)  
으로 4월 말 대비 16% 상승



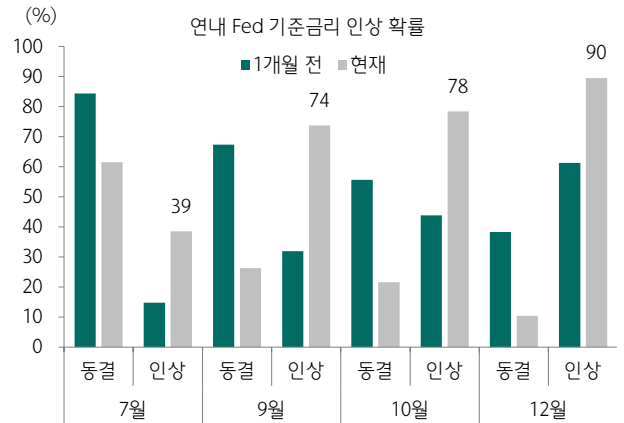
자료: 에프앤가이드 Quantivise, 하나증권

도표 6. 국제 유가는 하락했지만, 미국 시중금리는 높은 수준을 유지: WTI 가격 70달러 수준이지만, 10년물 국채금리는 4.5% 수준 유지



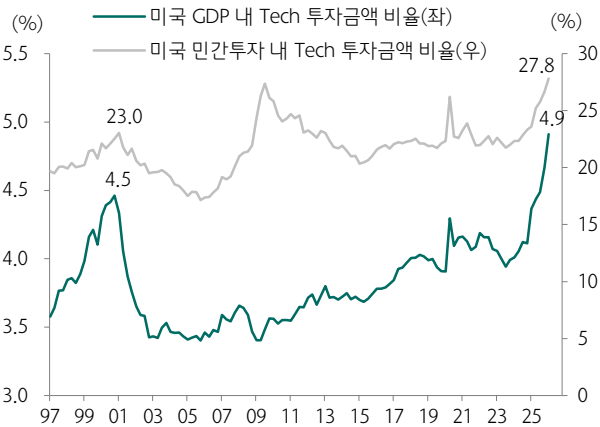
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 연준(Fed)의 연내 기준금리 인상 가능성 높아짐: 9월 기준금리 인상 확률은 70%를 넘어서고 있음



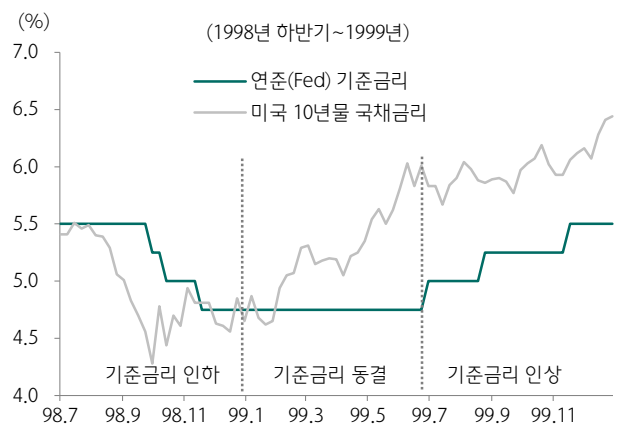
자료: Fed Watch, 하나증권

도표 8. 2026년과 비슷했던 1999년(1): Tech 산업 투자 중심으로 경제 성장



주) Tech 투자금액: 정보처리기기+소프트웨어  
자료: Bloomberg, 하나증권

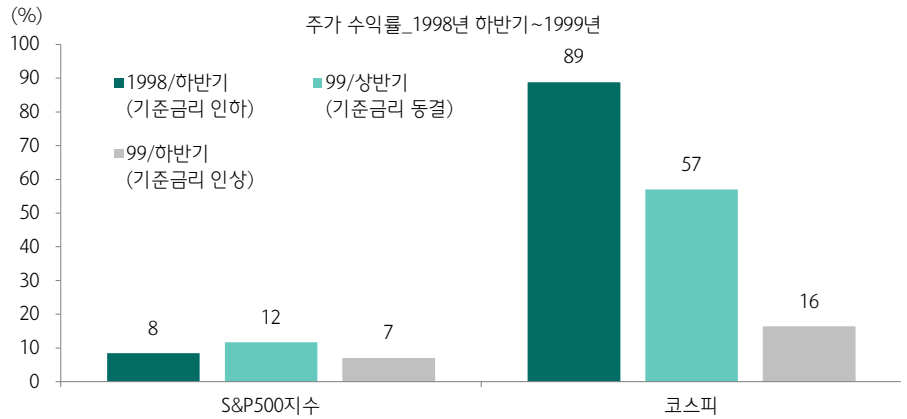
도표 9. 2026년과 비슷했던 1999년(2): 1999년 하반기 연준 총 3번의 기준금리 인상(4.75%→5.50%), 시중금리 상승(10년물 4.6%→6.4%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 1999년 연준 기준금리 인상 전과 후: S&P500지수와 코스피 반기 주가 수익률 플러스 기록

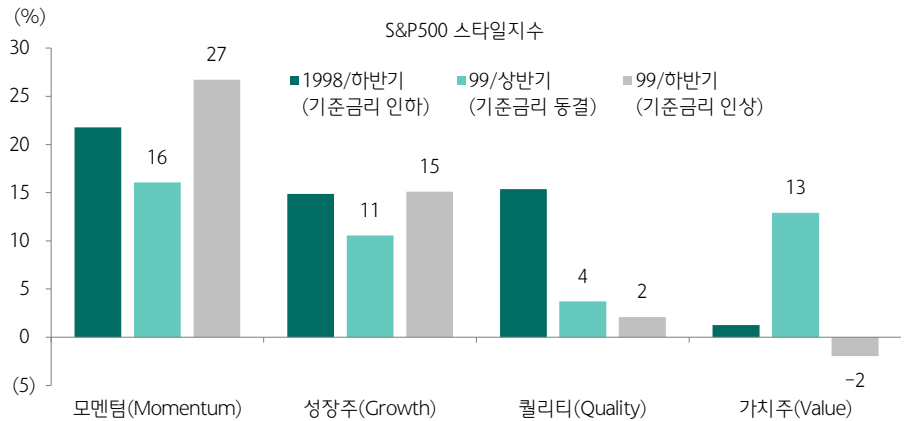
1999년 연준 기준금리 인상 전과 후: S&P500지수와 코스피 반기 주가 수익률은 플러스를 기록  
  
다만 기준금리 인상 후 주가 수익률은 낮아졌음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 1999년 상반기 연준 기준금리 인상 전에는 S&P500 성장주와 가치주 주가 수익률 비슷. 하반기 기준금리 인상 후에는 모멘텀 팩터의 실희현상 심해지면서 성장주와 가치주 주가 차별화 심화

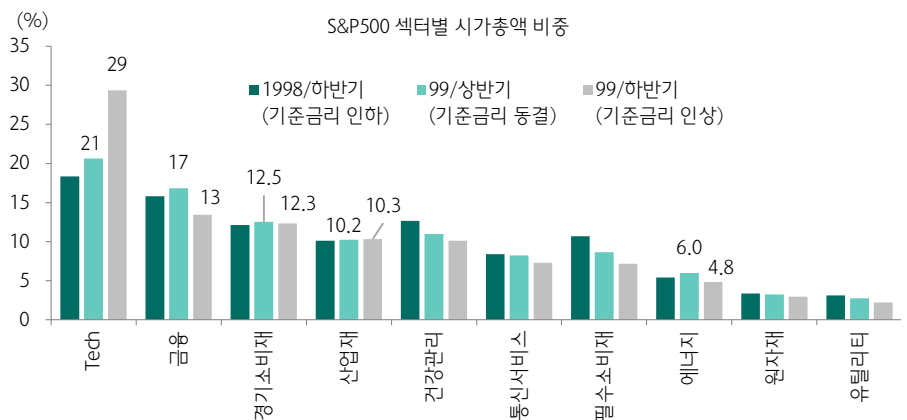
1999년 하반기 연준 기준금리 인상 이후 모멘텀 팩터의 실희 현상이 급속히 진행  
  
성장주와 가치주간의 주가 수익률 차별화 극대화



자료: Bloomberg, 하나증권

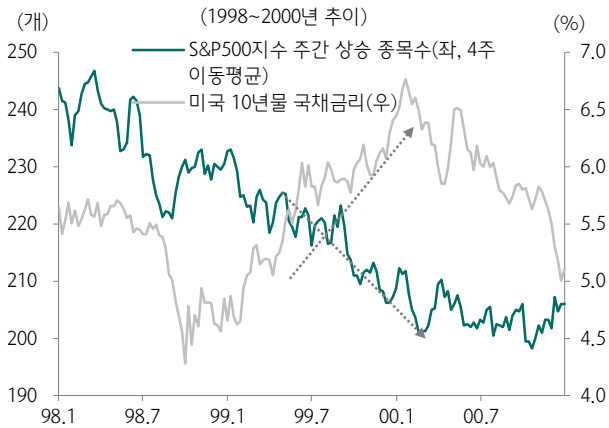
도표 12. 1999년 상반기 연준 기준금리 인상 전에는 주가가 상승하는 섹터가 많았지만, 하반기 기준금리 인상 후에는 Tech와 산업재 섹터만 지수 대비 아웃퍼폼

1999년 상반기 S&P500 Tech, 금융, 경기소비재, 산업재, 에너지가 지수 대비 아웃퍼폼  
  
하반기에는 Tech와 산업재 단 두 개 섹터만이 지수 대비 아웃퍼폼



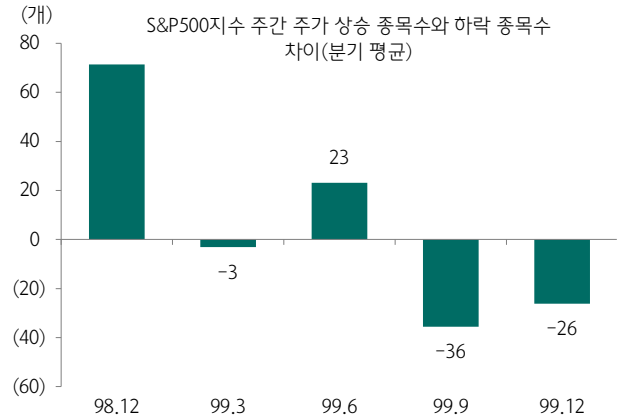
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 1999년 하반기 시중금리 상승 국면(1): S&P500지수 내 주가 상승 종목수 감소



자료: Bloomberg, 하나증권

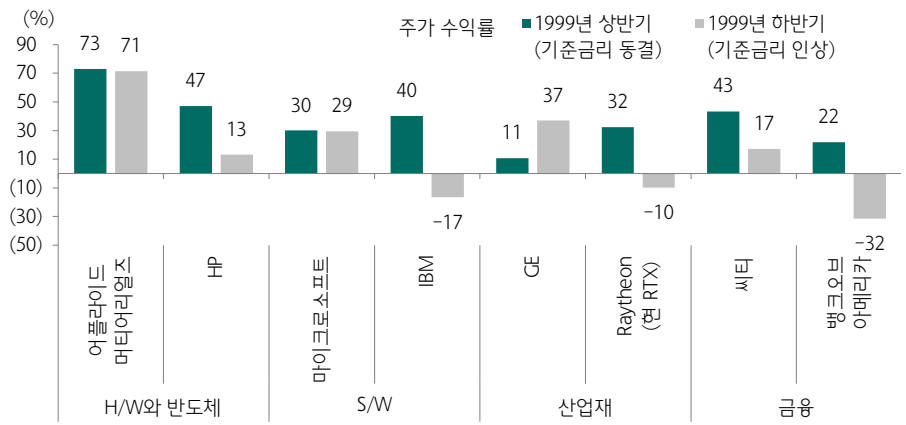
도표 14. 1999년 하반기 시중금리 상승 국면(2): S&P500지수 내 주가 상승보다 하락 종목수가 많아졌음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 1999년 상반기와 하반기 차이: 주가 수익률이 높았던 업종 내에서도 기업별 주가 차별화 심화

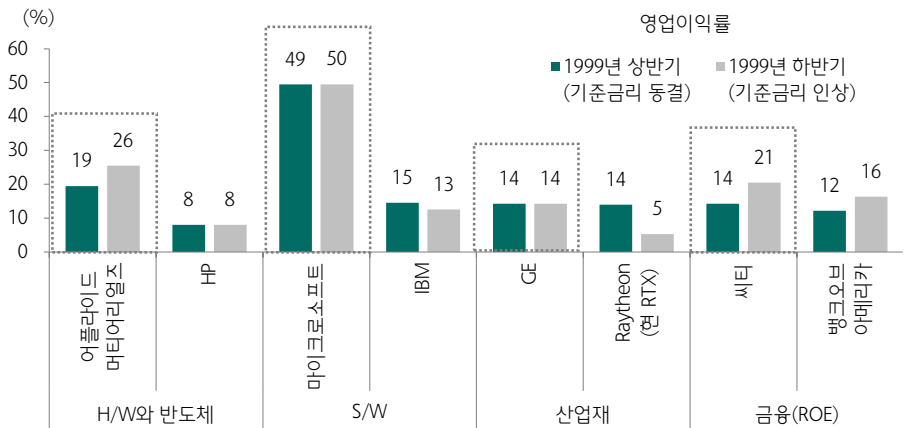
1999년 하반기 기준금리 인상 이후 S&P500지수 주도 섹터 내에서도 기업별 주가 차별화 현상이 나타남



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 1999년 상반기와 하반기 주가 차별화 심화 이유: 수익성의 차이가 기업 선택의 중요한 기준

영업이익률(금융은 ROE)이 상반기 대비 하반기 상승하거나 상승 폭이 컸던 애플라이드, 마이크로소프트, GE, 씨티가 상반기에 이어 하반기까지도 높은 주가 수익률을 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 고금리 환경에서 나타나는 극단적인 변동성 확대와 풀림현상에 대응하는 전략은 ① 이익 모멘텀 강화(이익 추정치 상향 조정)와 ② 높은 이익 증가율 전망치 유지 그리고 ③ 영업이익률 상승 기대를 바탕으로 기업 선별(1) S&P500지수 내 기업 선별

| 기업        | 업종명    | 2Q26 EPS 추정치 4W 변화율(%) | 3Q26 EPS 추정치 4W 변화율(%) | 2Q26 EPS 추정치 QoQ 증가율(%) | 3Q26 EPS 추정치 QoQ 증가율(%) | 1Q26 영업이익률(%) | 2Q26 영업이익률(E,%) | 3Q26 영업이익률(E,%) |
|-----------|--------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------|-----------------|-----------------|
| S&P500    | -      | 0.8                    | 0.6                    | 15.4                    | 9.0                     | 15.2          | 19.3            | 20.4            |
| 브로드컴      | 반도체    | 2.5                    | 3.8                    | 66.4                    | 19.3                    | 48.6          | 66.3            | 66.9            |
| 마이크론      | 반도체    | 5.0                    | 6.1                    | 68.2                    | 22.3                    | 67.6          | 72.0            | 79.6            |
| AMD       | 반도체    | 0.2                    | 0.2                    | 100.1                   | 12.1                    | 14.4          | 27.1            | 27.5            |
| 샌디스크      | IT하드웨어 | 1.3                    | 3.5                    | 47.8                    | 27.1                    | 69.1          | 59.8            | 77.9            |
| 웨스턴 디지털   | IT하드웨어 | 0.1                    | 1.9                    | 135.3                   | 12.9                    | 35.7          | 36.2            | 43.3            |
| 씨게이트      | IT하드웨어 | 0.2                    | 1.8                    | 29.4                    | 13.2                    | 32.1          | 35.2            | 43.4            |
| 버티브 홀딩스   | 자본재    | 0.0                    | 0.1                    | 49.3                    | 25.2                    | 16.6          | 23.3            | 24.6            |
| 다나어       | 제약/바이오 | 0.1                    | 0.3                    | 18.4                    | 10.5                    | 22.6          | 28.9            | 28.0            |
| 시놉시스      | 소프트웨어  | 2.2                    | 1.8                    | 453.4                   | 9.1                     | 5.3           | 40.9            | 40.7            |
| NXP 세미콘덕터 | 반도체    | 0.3                    | 0.6                    | 34.1                    | 13.1                    | 47.3          | 35.4            | 36.2            |
| 모놀리식 파워   | 반도체    | 0.1                    | 0.0                    | 49.6                    | 9.4                     | 30.0          | 36.9            | 37.2            |

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 고금리 환경에서 나타나는 극단적인 변동성 확대와 풀림현상에 대응하는 전략은 ① 이익 모멘텀 강화(이익 추정치 상향 조정)와 ② 높은 이익 증가율 전망치 유지 그리고 ③ 영업이익률 상승 기대를 바탕으로 기업 선별(2) 코스피 내 기업 선별

| 기업        | 업종명    | 2Q26 순이익 추정치 4W 변화율(%) | 3Q26 순이익 추정치 4W 변화율(%) | 2Q26 순이익 추정치 QoQ 증가율(%) | 3Q26 순이익 추정치 QoQ 증가율(%) | 1Q26 영업이익률(%) | 2Q26 영업이익률(E,%) | 3Q26 영업이익률(E,%) |
|-----------|--------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 코스피       | -      | 1.9                    | 3.3                    | 13.4                    | 17.9                    | 15.0          | 22.1            | 24.9            |
| 삼성전자      | 반도체    | 2.8                    | 5.4                    | 53.3                    | 22.6                    | 42.8          | 51.7            | 54.3            |
| SK하이닉스    | 반도체    | 1.3                    | 2.1                    | 24.6                    | 22.1                    | 71.5          | 76.4            | 77.9            |
| 삼성전기      | IT하드웨어 | 0.1                    | -0.7                   | 19.0                    | 24.5                    | 8.7           | 11.6            | 13.6            |
| 한화에어로스페이스 | 방산/지주  | -2.6                   | 4.9                    | 76.6                    | 24.4                    | 11.1          | 14.2            | 15.1            |
| 효성중공업     | 기계     | -0.9                   | 0.3                    | 138.3                   | 2.8                     | 11.2          | 15.8            | 16.2            |
| 한미반도체     | 반도체    | 변화없음                   | 변화없음                   | 391.3                   | 17.3                    | 16.6          | 48.5            | 49.0            |
| 현대로템      | 방산/지주  | 1.3                    | 0.9                    | 7.4                     | 16.3                    | 15.4          | 16.0            | 16.8            |
| 포스코퓨처엠    | 화학     | 41.4                   | 7.1                    | 83.0                    | 150.3                   | 2.3           | 2.7             | 2.8             |
| 한국항공우주    | 방산/지주  | -2.4                   | 1.6                    | 73.7                    | 19.5                    | 6.2           | 8.1             | 8.8             |
| 이수페타시스    | 반도체    | 변화없음                   | 변화없음                   | 17.6                    | 22.7                    | 19.8          | 20.7            | 21.6            |
| 대덕전자      | IT하드웨어 | 2.9                    | 3.7                    | 1.9                     | 12.0                    | 14.8          | 16.0            | 16.5            |
| 산일전기      | 기계     | 3.7                    | -0.7                   | 7.2                     | 6.5                     | 36.9          | 37.4            | 36.9            |
| CJ        | 방산/지주  | 변화없음                   | 변화없음                   | 95.1                    | 39.3                    | 4.0           | 6.2             | 6.6             |
| OCI       | 화학     | 6.9                    | 35.8                   | 0.4                     | 17.3                    | 5.5           | 7.1             | 8.1             |
| HS효성첨단소재  | 화학     | 16.4                   | 5.9                    | 124.3                   | 35.1                    | 4.2           | 6.1             | 6.8             |

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권