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
RA 손일수 ilsooson@hanafn.com

하나증권 리서치센터

화수분전략

금리가 높을 때, 어떤 기업을 사야 할까

현재 S&P500지수의 할인율은 4.7%로 미국 10년물 국채금리(4.7%)와 차이가 없고, 주식시장 할인율과 시중금리 격차는 2007년 이후 최저 수준을 기록하고 있다. 글로벌 유동성 위축이 아닌 선호도 변화고, 미국 정부보다 기업에 대한 신뢰도가 높아지고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

미국 정부의 GDP 대비 재정적자 비율은 2026년 1월 5.2%에서 7월 6.0%로 다시 커진 반면 S&P500지수 ROE는 같은 기간 동안 20%에서 23%로 높아졌다. 기업들의 효율성 개선이 부각되면서 나타난 결과다. 고금리 국면에서 기업의 효율성(ROE) 개선 여부는 주가 수익률에도 영향을 준다.

우선 2023년 3월~10월까지 연준의 추가적인 2회 기준금리 인상과 10년물 국채금리 상승(3.5%→ 4.9%) 국면에서 S&P500 내 ROE 상승 폭 상위 3개 업종의 평균 주가 수익률은 10%와 하위 3개 업종(-5%) 대비 월등히 높다.

ROE는 [ROA(순이익/총자산)*재무레버리지 비율(총자산/총자본)]로 구성되어 있다. 시중금리가 상승하는 국면에서는 이익 증가에 대한 신뢰가 높지 않기 때문에 재무레버리지 비율을 높여 ROE 상승에 대한 기대가 높은 기업의 주가 성과가 좋을 수 있다.

최근 4개 분기 합산 알파벳의 자본지출 금액은 2,292억 달러였고, CAPEX와 지분투자가 차지하는 비율이 88%에 육박한다. 반면 애플은 1,097억 달러의 자본지출 중 89%가 배당과 자사주 매입이다. 6월 말 이후 알파벳 주가는 -4% 하락한 반면 애플 주가는 7% 상승했다.

금리 상승 국면에서는 성장을 위한 투자보다는 주주환원을 통한 재무레버리지 비율 상승을 선호한다. 국내 증시에서도 삼성전자나 SK하이닉스처럼 막대한 잉여현금을 활용해 배당이나 자사주 매입을 통해 재무레버리지 비율을 높여 2026년 ROE 상승을 기대할 수 있는 기아, LG, 현대글로비스, GS 등에 관심을 가질 필요가 있다.

한편 2023년 11월~24년 8월과 같이 연준 기준금리 동결 이후 고금리 국면에서도 ROE의 중요성이 높은 건 같지만, ROA 상승을 기반으로 그 비율이 높아져야 주가 수익률이 높았다. 해당 국면에서 S&P500 내 ROA가 상승한 업종의 평균 주가 수익률은 35%로 하락한 업종 평균 26% 대비 높았다. 금리 상승기에는 재무레버리지로 ROE를 높이는 기업을, 금리 고점 이후에는 ROA 개선으로 ROE를 높이는 기업을 선택한다.

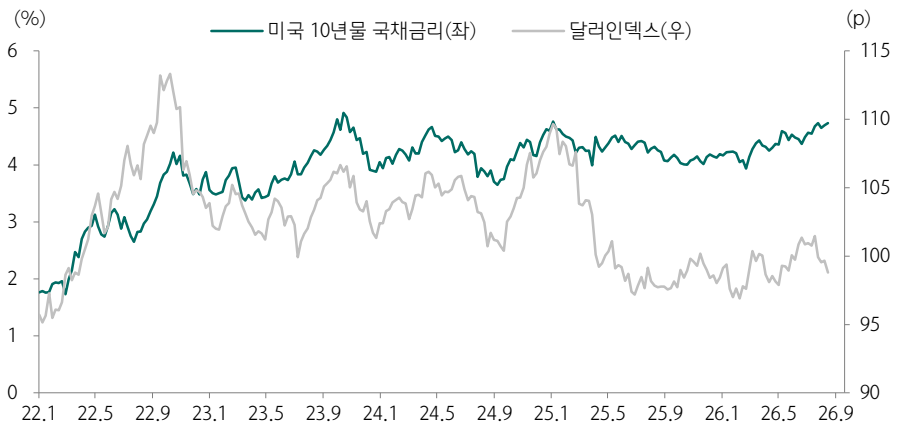
엔비디아는 AI 밸류체인 및 인프라 관련 기업에 지분투자를 늘리고 있다. 최근 4개 분기 합산 엔비디아의 지분투자 금액은 669억 달러로 배당과 자사주 매입(470억 달러) 금액보다 크다. 투자를 통해 향후 이익 증가와 높은 효율성(ROA와 ROE) 유지가 예상된다.

8/26일 엔비디아 실적 발표를 통해 이를 확인하고, 8/27일 잭슨홀 미팅 이후 미국 10년물 국채금리가 최근 고점을 넘지 않는다면 4분기를 대비하는 방법은 2026년 대비 2027년 ROA 개선을 기반으로 ROE 상승 기대가 높은 AI 밸류체인 및 인프라 관련 기업들 중심으로 비중을 확대하는 전략이 유효하다(도표 13 참고).

도표 1. 2022~24년 미국 국채금리와 달러인덱스의 연관성은 높았음. 그러나 2025~26년 두 지표 간의 연관성은 낮아짐

2022~24년 미국 10년물 국채금리와 달러인덱스 간의 상관계수는 0.7~0.8 2025~26년 두 지표 간의 상관계수는 0.5~0.6으로 낮아짐

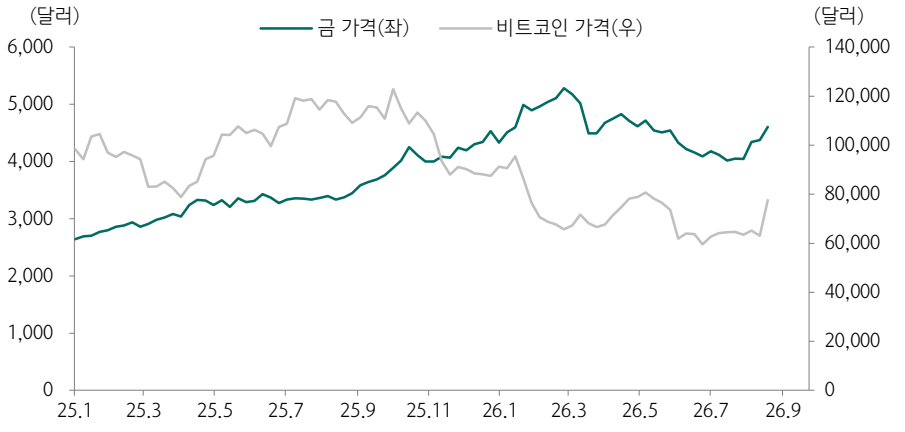
6월 말 대비 미국 10년물 국채금리 37bp 상승, 달러인덱스 -3% 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 미국 국채금리는 상승하고 있지만, 달러 약세를 기반으로 안전자산인 금 가격과 위험자산인 비트코인 가격 동반 상승

글로벌 유동성의 위축이 아닌 선호도 변화가 나타나고 있음

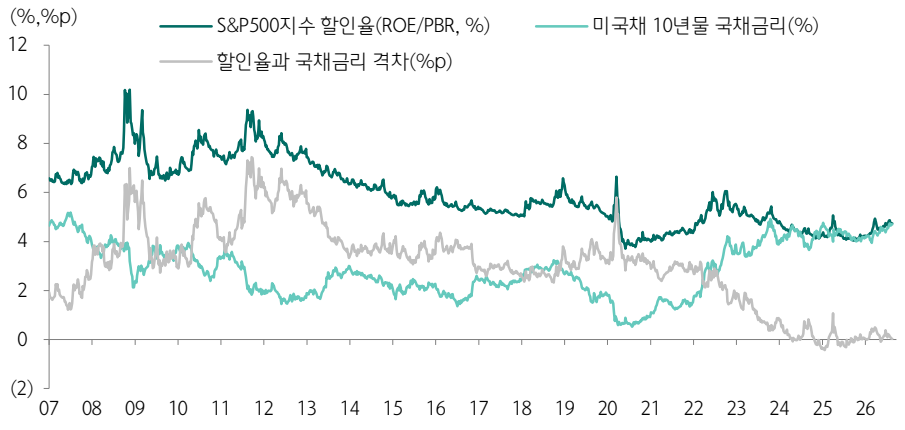


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 현재 S&P500지수의 할인율은 4.7%로 미국 10년물 국채금리(4.7%)와 차이가 없음

현재 S&P500지수의 할인율과 미국 10년물 국채금리 격차는 2007년 이후 최저 수준

미국 정부보다 기업에 대한 신뢰도가 높아지고 있다는 의미로 해석할 수 있음

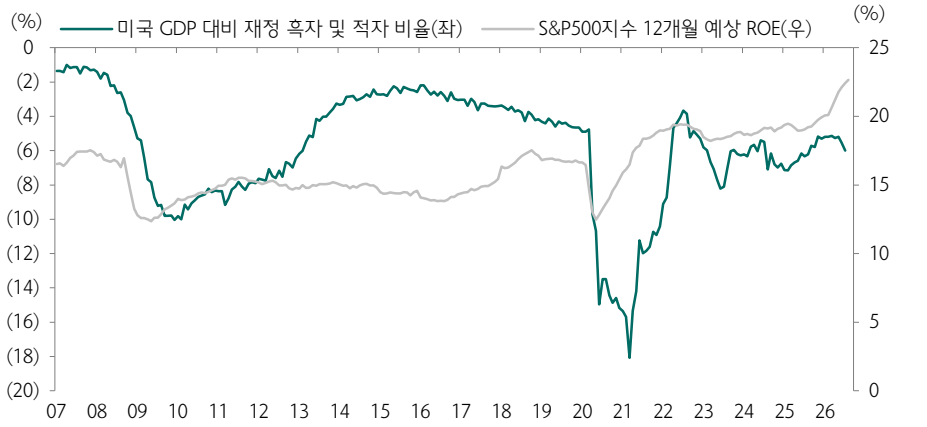


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 정부보다는 상대적으로 기업들의 효율성 개선이 부각되면서 나타난 결과

미국 정부의 GDP 대비 재정적자 비율은 2026년 1월 5.2%에서 7월 6.0%로 다시 커짐

반면 S&P500지수 ROE는 같은 기간 동안 20%에서 23%로 높아졌음

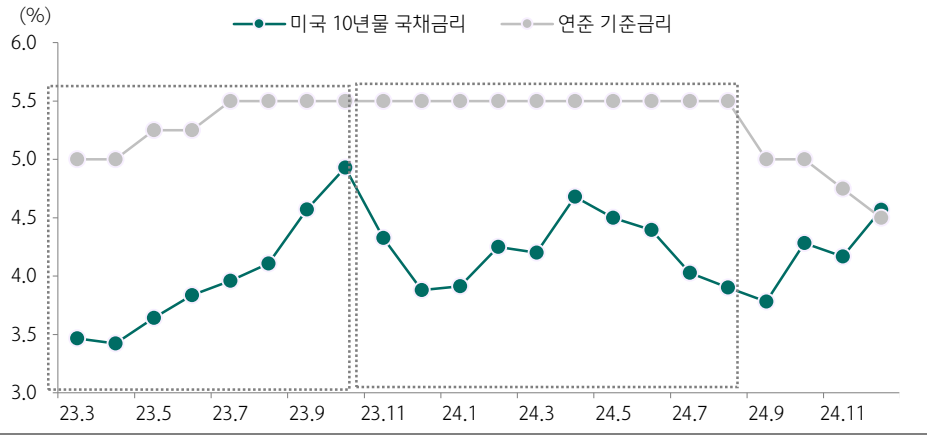


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 2023년~24년 미국 고금리 시대로 변화: 기준금리 인상으로 인한 시중금리 상승 국면과 기준금리 동결 이후 고금리 국면으로 구분 가능

2023년 3월~10월 연준 2번의 추가적인 기준금리 인상과 10년물 국채금리 상승 (3.5%에서 4.9%) 국면

2023년 11월에서 2024년 8월 연준 기준금리 동결과 고금리 유지 국면으로 구분

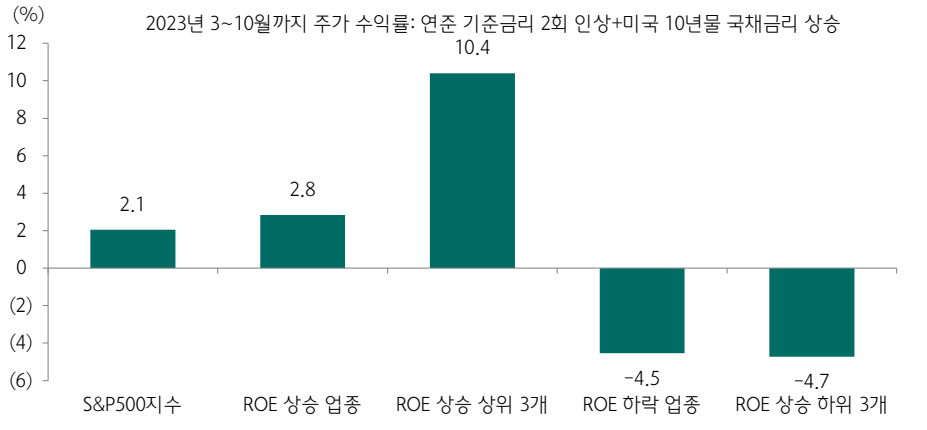


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 2023년 3월~10월 연준 2번의 추가적인 기준금리 인상과 10년물 국채금리 상승(3.5%에서 4.9%) 국면: ROE 상승 상위 3개 업종과 하위 3개 업종의 주가 수익률 차이가 큼

2023년 3월~10월까지 연준의 추가적인 2회 기준금리 인상과 10년물 국채금리 상승 (3.5%→ 4.9%) 국면

S&P500 내 ROE 상승 폭 상위 3개 업종의 평균 주가 수익률은 10%와 하위 3개 업종(-5%) 대비 월등히 높음

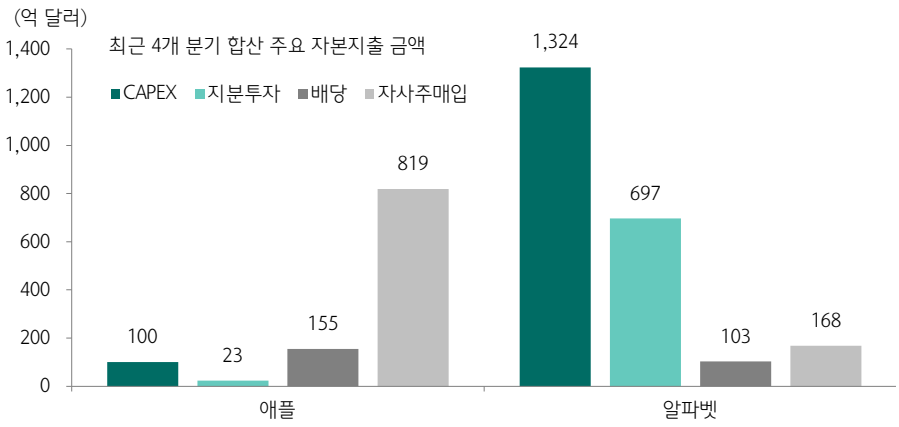


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. ROE는 [ROA(순이익/총자산)*재무레버리지 비율(총자산/총자본)]로 구성. 시중금리가 상승하는 국면에서는 이익 증가에 대한 신뢰가 높지 않기 때문에 재무레버리지 비율을 높여 ROE 상승에 대한 기대가 높은 기업의 주가 성과가 좋을 수 있음

최근 4개 분기 합산 알파벳의 자본 지출 금액은 2,292억 달러였고, CAPEX와 지분투자가 차지하는 비율이 88%에 육박

반면 애플은 1,097억 달러의 자본지출 중 89%가 배당과 자사주 매입

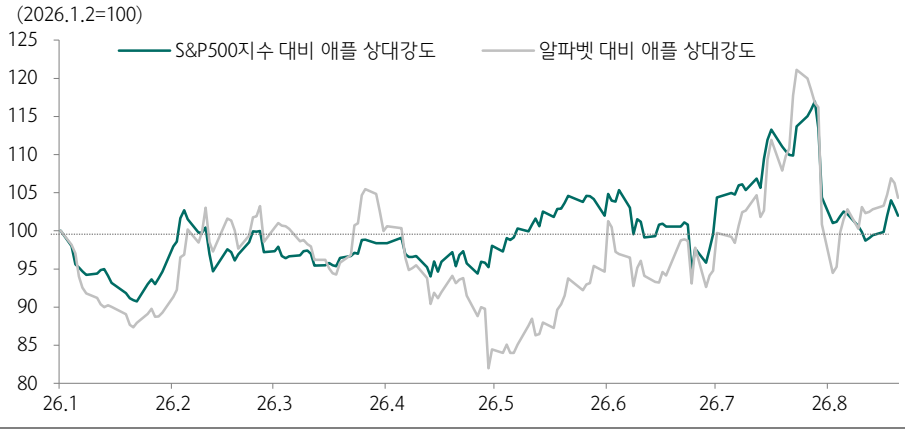


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 자본지출을 통해 재무레버리지 비율을 높이는 것은 중요. 다만 금리 상승 국면에서는 성장을 위한 투자보다는 주주환원을 통한 재무레버리지 비율 상승을 선호

투자를 위한 자본지출을 많이 한 알파벳 주가는 6월 말 대비 현재 -4% 하락

반면 배당과 자사주 매입을 많이 한 애플 주가는 7% 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 국내 증시에서도 삼성전자나 SK하이닉스처럼 막대한 잉여현금을 활용해 배당이나 자사주 매입을 통해 재무레버리지 비율을 높여 2026년 ROE 상승을 기대할 수 있는 기아, LG, 현대글로비스, GS 등에 관심

기업명	현재 시가총액 대비 2026년 FCF 비율(%. E) (삼성전자, SK하이닉스 제외 중간값 7.2)	2026년 ROE(%.E)	2026년 ROA(%.E)	2026년 재무레버리지(배.E) (삼성전자, SK하이닉스 제외 중간값 2.0)	3년 평균 배당성향(%)
삼성전자	13.5	55.7	43.6	1.3	40.7
SK하이닉스	13.2	101.8	80.0	1.3	1.2
기아	13.7	13.3	8.2	1.6	28.7
LG	9.8	4.7	4.2	1.1	62.1
현대글로비스	9.3	15.2	8.5	1.8	24.2
GS	8.2	14.6	8.0	1.8	33.0
한국타이어앤테크놀로지	10.3	9.1	4.9	1.9	23.2
코웨이	12.8	18.2	9.3	2.0	25.5
두산밥캣	10.4	7.5	4.4	1.7	28.7

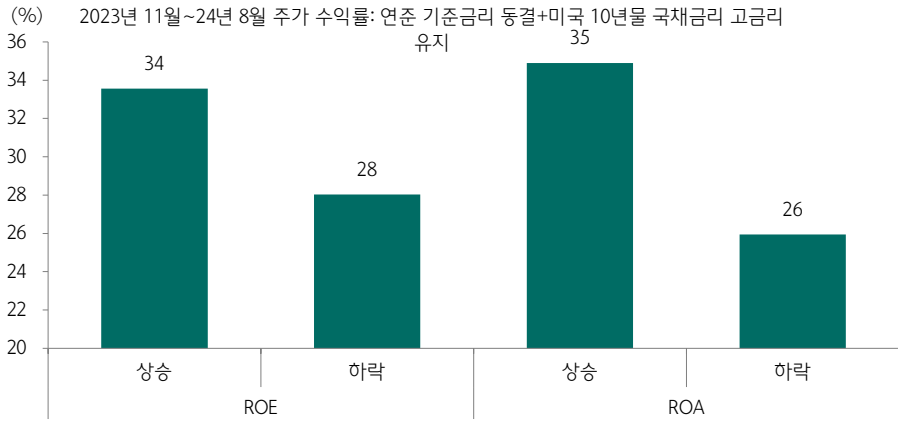
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 10. 한편 2023년 11월~24년 8월과 같이 연준 기준금리 동결 이후 고금리 국면에서는 ROE의 중요성이 높은 건 같지만, ROA 상승을 기반으로 그 비율이 높아져야 주가 수익률이 높았음

2023년 11월~2024년 8월 연준 기준금리 동결 이후 고금리 국면

ROE 상승 업종 평균 주가수익률 34%로 하락 업종(28%) 상회

ROA 상승 업종 평균 주가수익률 35%로 하락 업종(28%) 상회

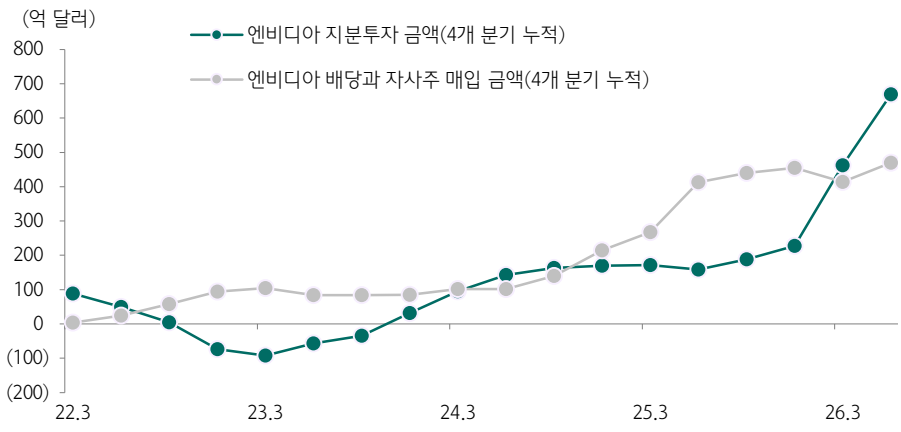


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 엔비디아는 AI 밸류체인 및 인프라 관련 기업에 지분투자를 늘리고 있음

최근 4개 분기 합산 엔비디아의 지분투자 금액은 669억 달러로 배당과 자사주 매입(470억 달러) 금액보다 큼

투자를 통해 향후 이익 증가와 높은 수익성 유지 기대



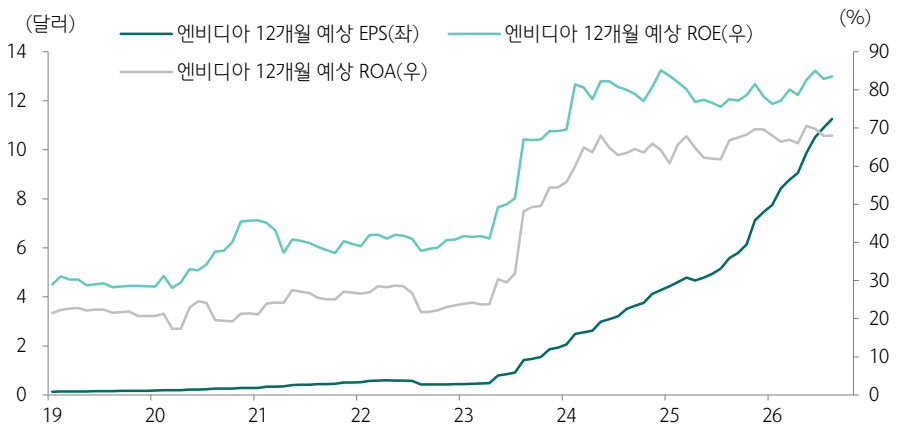
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 엔비디아 투자를 통해 향후 이익 증가와 높은 수익성 유지 기대

엔비디아 12개월 예상 EPS 11 달러로 사상 최고치 경신 지속

12개월 예상 ROE와 ROA 각 83.5%와 68.0%로 전월 대비 상승 반전

8/26일 실적 발표를 통해 확인



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 8/26일 엔비디아 실적 발표, 8/27일 잭슨홀 미팅 이후 미국 10년물 국채금리가 최근 고점을 넘지 않는다면 4분기를 대비하는 방법은 2026년 대비 2027년 ROA 개선을 기반으로 ROE 상승 기대가 높은 AI 밸류체인 및 인프라 관련 기업들 중심으로 비중 확대 전략 유효

기업명	26년 ROE(%.E)	27년 ROE(%.E)	26년 ROA(%.E)	27년 ROA(%.E)	ROE 개선폭(%p)	ROA 개선폭(%p)	업종명
삼성전기	14.9	23.3	10.0	15.7	8.4	5.7	하드웨어
NAVER	6.8	7.3	4.6	4.9	0.5	0.3	소프트웨어
LG전자	9.1	9.4	4.0	4.4	0.3	0.3	IT가전
LS ELECTRIC	23.7	27.9	9.9	12.3	4.2	2.4	전력기기
효성중공업	28.8	31.9	9.9	12.2	3.2	2.3	전력기기
한미반도체	42.5	44.3	36.9	39.7	1.7	2.9	반도체
LG이노텍	14.8	15.4	7.3	8.1	0.6	0.8	하드웨어
현대오토에버	11.0	12.6	5.8	6.5	1.5	0.8	소프트웨어
삼성E&A	14.7	16.0	7.2	8.0	1.3	0.8	건설
이수페타시스	30.8	33.4	18.7	21.4	2.5	2.7	반도체
LG씨엔에스	15.3	15.5	8.7	9.2	0.3	0.5	소프트웨어
대덕전자	23.0	26.3	17.2	19.4	3.2	2.2	하드웨어
씨에스윈드	15.2	15.8	5.8	6.5	0.6	0.7	에너지
OCI	9.7	10.2	5.1	5.6	0.4	0.5	에너지

주) 음영은 2026년 대비 2027년 ROA 상승폭이 ROE 상승폭을 상회하는 종목
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권