



9월 주식시장 전망과 전략

무엇을 사서 4분기를 대비할까



9월 주식시장 전망과 전략



무엇을 사서 4분기를 대비할까

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.

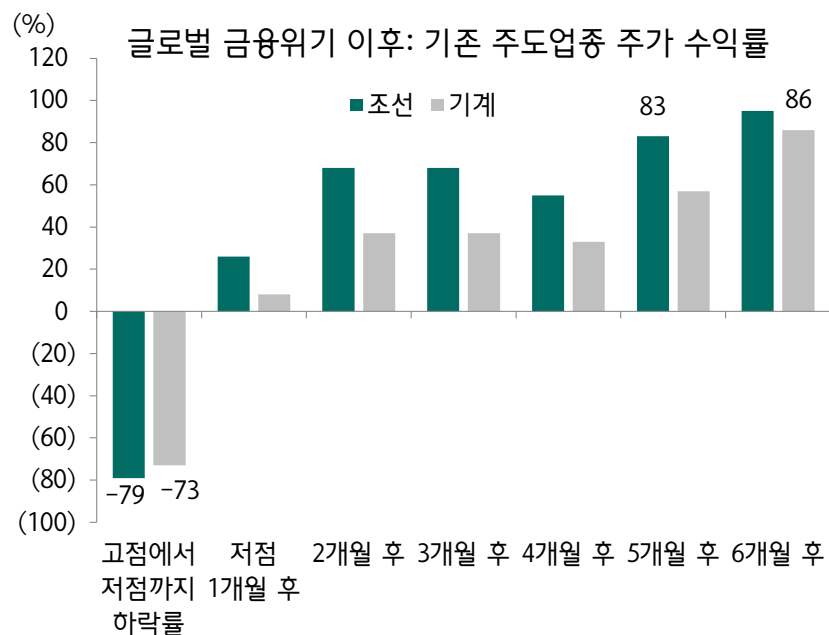
[요약] 무엇을 사서 4분기를 대비할까

- 국내 증시의 가격 조정은 끝났지만, 반등의 성과가 기대에 못 미치고 있다. 글로벌 금융위기나 코로나19 팬데믹과 같은 상황에서 나타났던 지수 반등은 각국 중앙은행의 기준금리 인하 정책 공조로 가능했지만 지금은 경기와 기업 이익 확장을 감안하면 기준금리 인상 가능성이 남아 있다.
- 9월은 금리뿐만 아니라 미국 중간선거와 같은 정치적인 이벤트에도 영향을 받는다. 1980년 이후 미국 중간선거가 있었던 연도의 9월은 S&P500지수와 코스피 월 평균 수익률은 마이너스였고, 상승확률도 45%에 불과했다. 오히려 10~11월에는 지수는 플러스, 상승확률도 높았다.
- 미국 명목성장률을 감안 시 10년물 국채금리가 5%에 근접하면 지수의 하락 압력은 높아진다. 금리 상승의 구조적인 이유는 투자를 중심으로 경제가 성장하기 때문이다. 다만 장기채 중심의 바이백과 GENIUS Act(스테이블코인 발행 준비자산에 단기 국채 포함)를 통해 금리 하락을 유도하고 있다.
- 2000년 이후 미국 10년물 국채금리 4% 이상, S&P500지수 EPS 증가율 10% 이상 연도의 이익 증가율 대비 주가 수익률 비율의 상단은 0.89배다. 2027년 S&P500 EPS 증가율 전망치 13%(26년 25%)를 감안 시 기대수익률은 11%다(현재 S&P500지수 최고점 대비 -0.9%).
- 삼성전자와 SK하이닉스의 PER은 3.9배, 삼성전자와 SK하이닉스 제외 코스피 PER은 10.3배다. 이익 감소 현상이 없기 때문에 코스피 레벨은 미국 시중금리 변화에 따른 PER 레벨이 결정할 것이다. 미국 10년물 국채금리 밴드 4.0%~4.6%를 가정 시 코스피 상단 밴드는 7,900p(4.6%)~8,350p(4.0%)다.
- PER 정상화 과정에서 국내 증시 반도체의 절대 수익률은 회복 가능하다. 다만 고성장주에서 주주환원형 기업으로의 변화는 시간이 필요하다. 그 과정에서 주가 베타 하락으로 지수 대비 초과수익 가능성이 낮아질 수 있다.
- 9월은 4분기를 대비하는 포트폴리오 구성이 필요하다. ① 기준금리 인상을 감안한 시중금리 상승이나 ② 기준금리를 동결하더라도 고금리 기조(이전 대비 저점은 높고, 고점은 낮은 국면)가 유지될 수 있다는 점을 감안 시 주가 결정에 영향력이 큰 변수는 ROE다.
- $ROE = [ROA \times \text{재무레버리지 비율}]$ 로 구성된다. 기준금리 인상으로 시중금리가 상승하거나 기준금리 동결 이후 고금리 국면에서 주가 수익률이 높았던 업종의 공통점은 재무레버리지 비율은 하락하고, ROA(수익성*총자산회전율) 상승을 통해 ROE가 상승했다는 점이다.
- S&P500 내 2026년 대비 27년 ROA 상승, 재무레버리지 비율 하락, ROE 상승 예상 업종: 하드웨어, 반도체, 소프트웨어, 제약/바이오, 자본재, 통신, 은행, 자동차다(기업은 본문 32p 참고).
- 코스피 내에서는 전력기기, 방산, IT하드웨어, 화장품, 제약/바이오 등이 여기에 해당한다. 한편 해당 업종 내 미국 제조업 경기 확장으로 이익 추정치가 상향 조정될 수 있고, ROA 상승이 ROE 개선에 대한 기여도가 높은 기업을 선별할 필요가 있다(기업은 본문 38p 참고).

과거 위기 국면 극복 사례, 기준금리 인하 정책 공조(1) 2008년 글로벌 금융위기

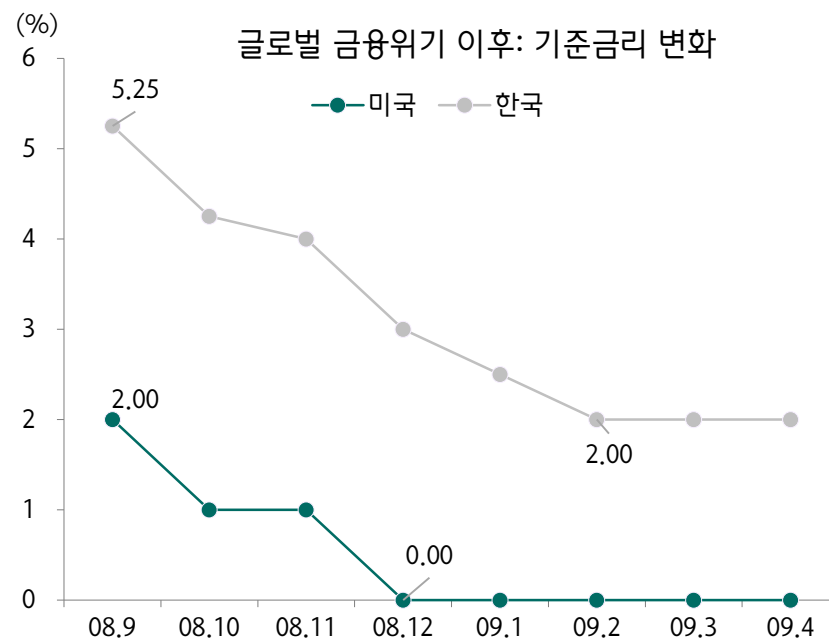
- 글로벌 금융위기와 코로나19 팬데믹 국면은 글로벌 공통 위기였고, 이를 극복하기 위해 각국 중앙은행은 기준금리 인하를 단행
- 점진적인 기준금리 인하가 진행됐던 글로벌 금융위기 이후에는 5~6개월 만에 기존 주도업종이었던 조선과 기계 주가 회복

글로벌 금융위기: 국내 증시 급락 이후 5~6개월 만에 기존 주도업종 회복



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

글로벌 금융위기: 각국 중앙은행 점진적인 기준금리 인하 정책 실행

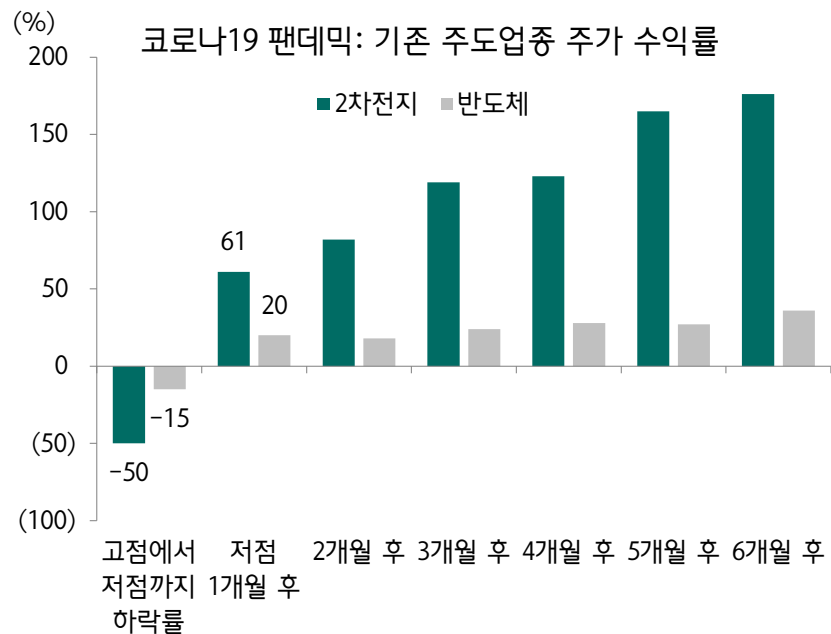


자료: Bloomberg, 하나증권

과거 위기 국면 극복 사례, 기준금리 인하 정책 공조(2) 2020년 코로나19 팬데믹

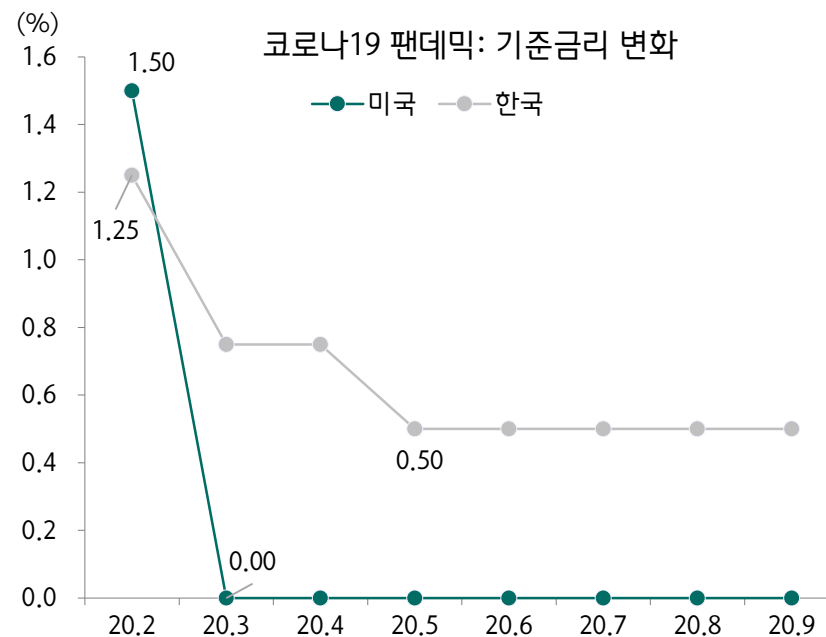
- 코로나19 팬데믹 당시에는 빠르고, 대폭적인 기준금리 인하를 통해 기존 주도업종이었던 2차전지와 반도체 1개월 만에 주가가 회복
- 2020년 3월 연준은 기준금리를 1.25%에서 0%로 인하하면서, 제로 기준금리 정책 도입

코로나19 팬데믹: 국내 증시 급락 이후 1개월 만에 기존 주도업종 회복



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

코로나19 팬데믹 이후: 각국 중앙은행, 대폭적인 기준금리 인하 정책 실행

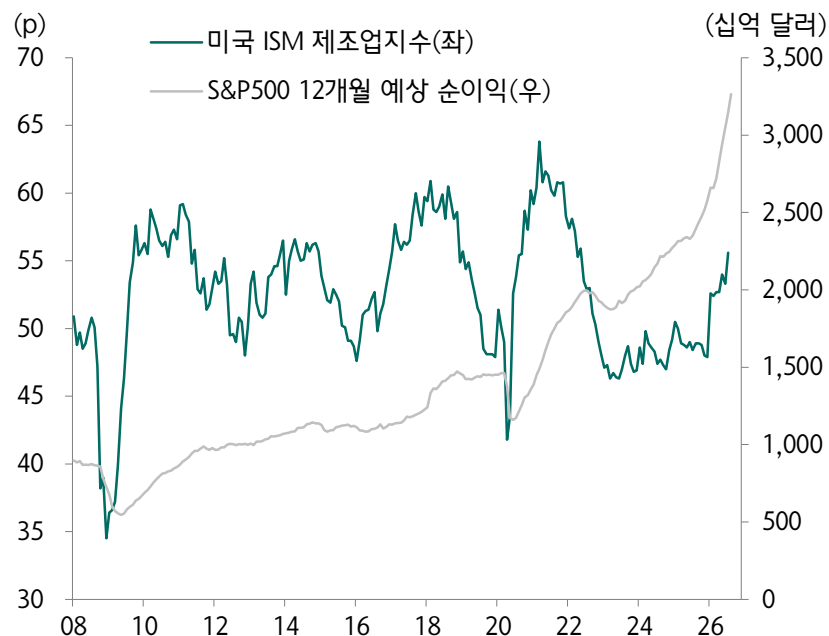


자료: Bloomberg, 하나증권

현재 [경기 확장 + 이익 증가], 기준금리 인하 정책 공조를 기대할 수 없는 상황(1) 미국

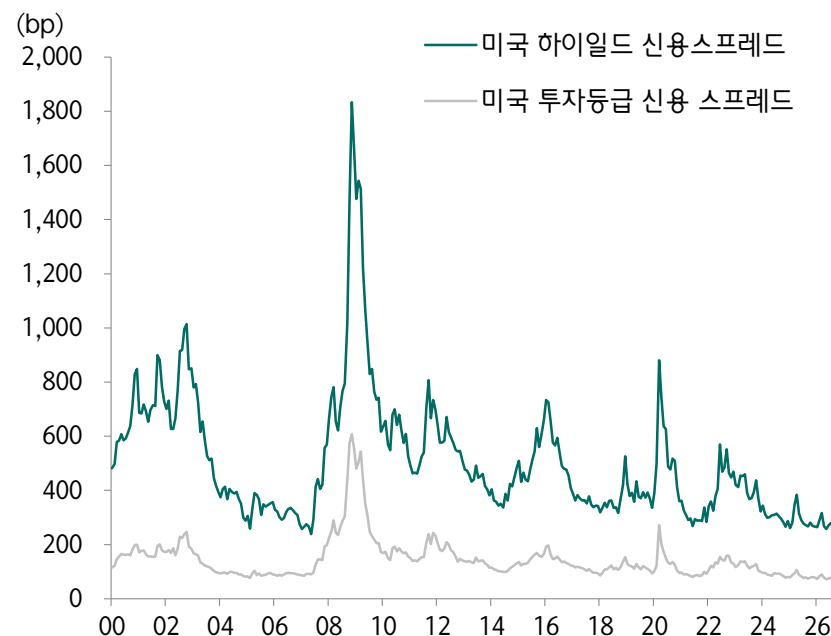
- 현재의 경기와 기업 이익 확장 그리고 낮은 신용위험을 고려하면, 기준금리 인하라는 정책 공조를 기대할 수는 없음
- 7월 미국 ISM 제조업지수 55.6p 7개월 연속 확장 국면 유지, S&P500지수의 12개월 예상 순이익 3.3조 달러로 사상 최고치 경신
- 현재 미국은 높은 시중금리에도 불구하고 투자등급과 하이일드 신용 스프레드가 각 80bp와 268bp로 2000년 이후 최저 수준 기록

미국 제조업 경기 확장, 기업 이익 사상 최고치 경신 중



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중금리는 높지만, 현재 신용 스프레드 2000년 이후 최저 수준 기록

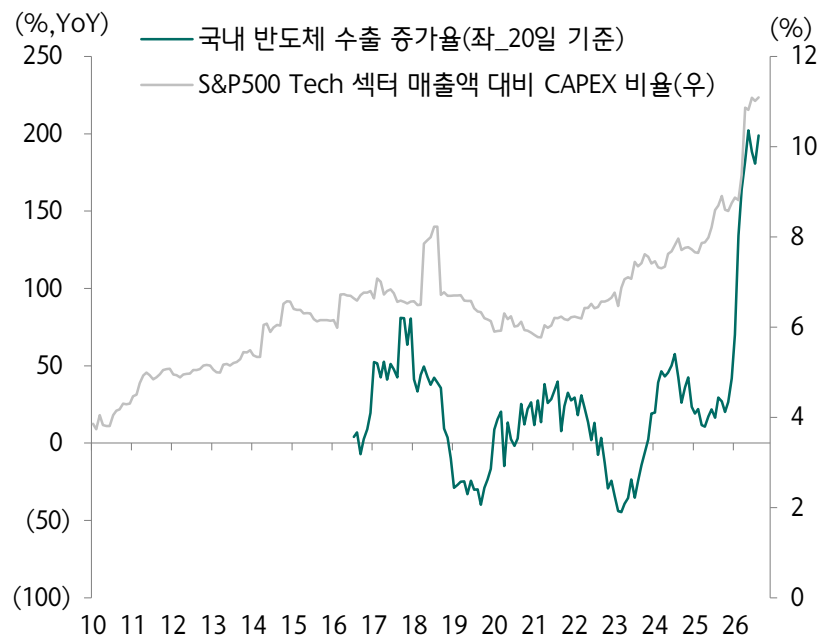


자료: Bloomberg, 하나증권

현재 [경기 확장 + 이익 증가], 기준금리 인하 정책 공조를 기대할 수 없는 상황(2) 국내

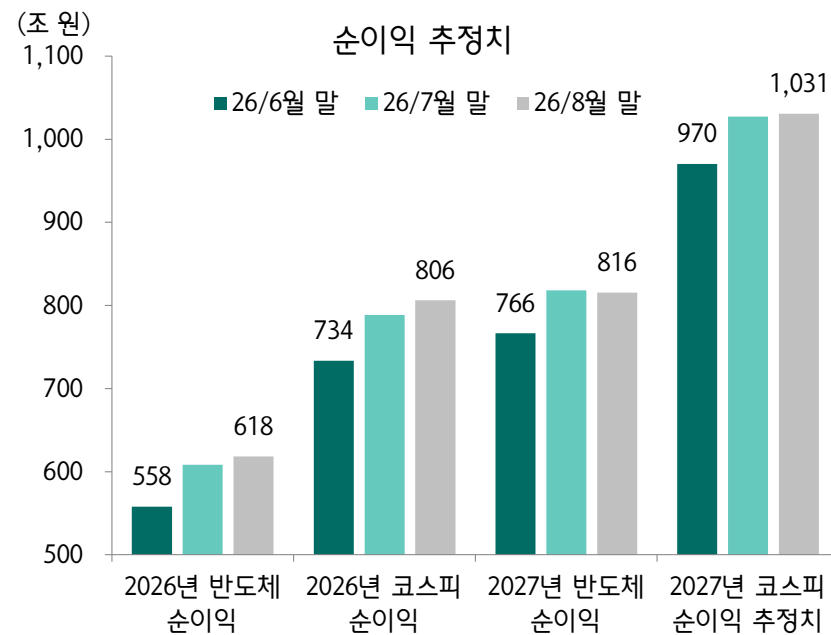
- 국내 수출 증가 기반으로 이익 확장세 지속: S&P500 Tech 섹터의 매출액 대비 CAPEX 비율은 11%로 최고치 경신 지속, 국내 20일 기준 8월 반도체 수출 증가율(YoY) 199%(전체 56%)로 재차 상승 전환
- 코스피 순이익 2026년 전망치 806조 원(6월 말: 734조 원)과 2027년 전망치 1,031조 원(6월 말: 970조 원)
- 반도체 순이익 2026년 전망치 618조 원(6월 말: 558조 원)과 2027년 전망치 816조 원(6월 말: 766조 원)

미국 반도체 수요 확장, 국내 반도체 수출 고성장 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 반도체 중심으로 2026~27년 순이익 추정치 상향 조정

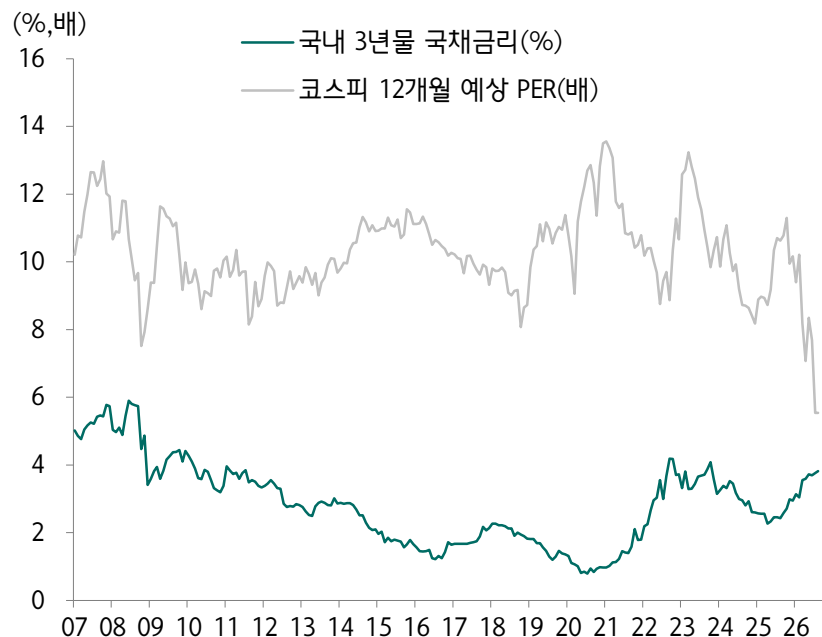


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

국내 증시 밸류에이션 회복이 더딜 수밖에 없는 상황

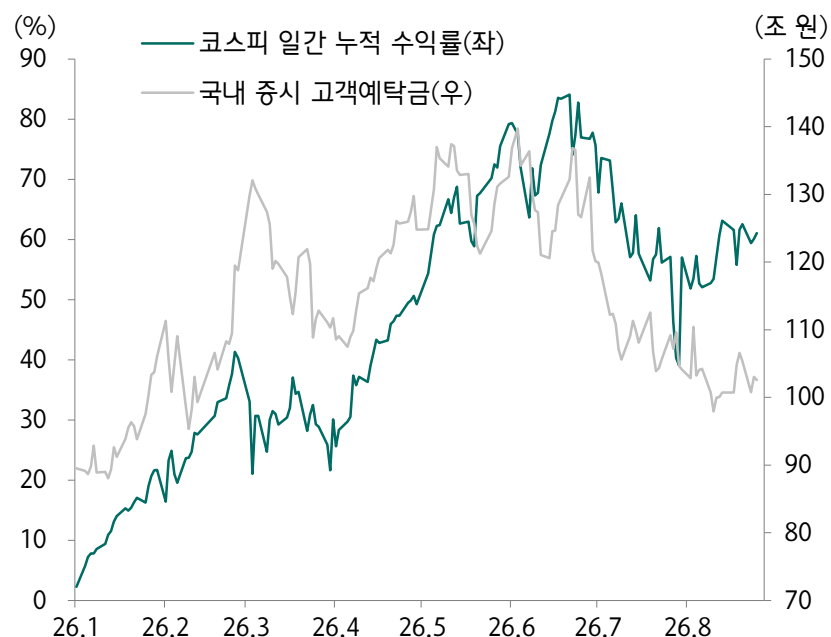
- 코스피 12개월 예상 PER 5월 말 8.4배에서 8월 현재 5.5배(최저: 5.1배)까지 급락. 같은 기간 동안 국내 3년물 국채금리 3.72%에서 3.82%로 상승
- 코스피 고점 대비 -42% 급락했음에도 불구하고, 국내 고객예탁금 140조 원에서 97조 원으로 감소 후 현재 100조 원 수준에서 정체
- 경기 확장 기반의 고금리, 유동성 장세에 대한 기대 소멸로 인해 밸류에이션 회복은 더디게 진행될 것으로 예상

코스피 12개월 예상 PER 급락, 동기간 국채 금리는 상승



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

높은 시증금리 영향: 코스피 급락에도 국내 고객예탁금 감소 후 정체

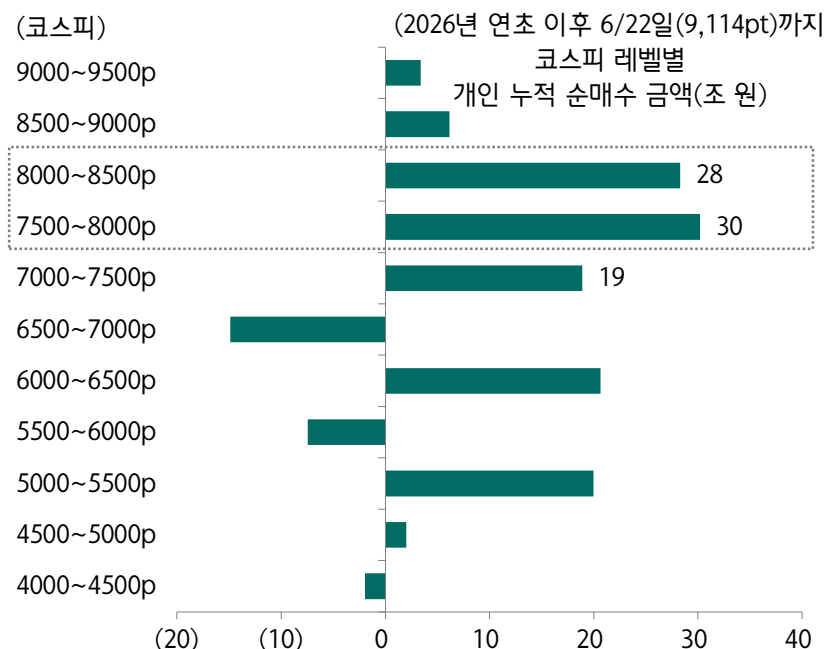


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

코스피 7,500~8,500p 매물 청산과 소화 과정 필요

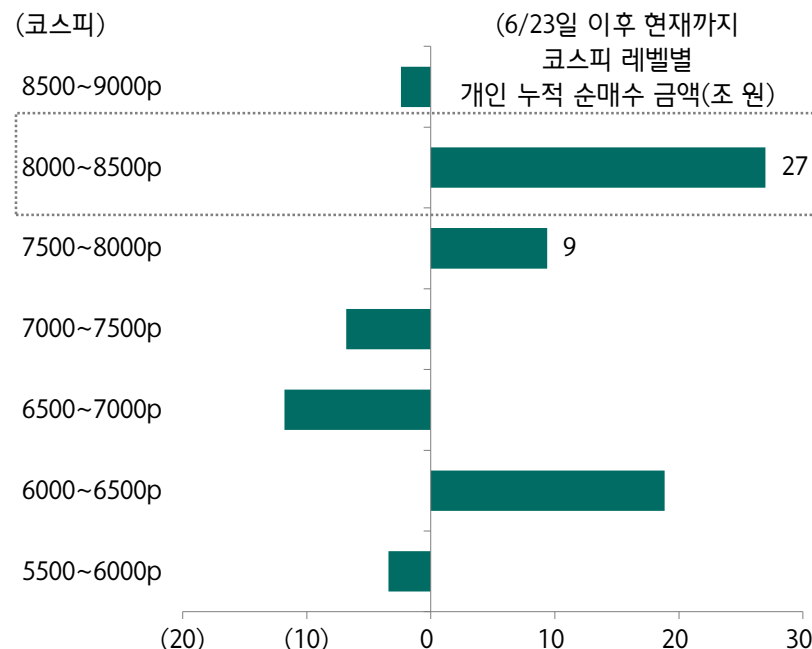
- 코스피 상승 국면, 2026년 1/2~6/22일까지: 7,500p~8,500p 레벨에서 개인 누적 순매수 금액 30조 원과 28조 원으로 가장 많음
- 코스피 하락 국면, 6/23일~8월 현재까지: 코스피 고점 대비 15% 가격 조정이 발생한 8,000p~8,500p 레벨에서 개인 누적 순매수 금액은 27조 원으로 가장 큼
- 코스피 7,500p~8,500p에서는 개인 중심으로 매물 출회 가능성이 높아 지수 반등 속도도 느려지고, 변동성도 확대될 가능성 있음

코스피 상승 국면: 7,500p~8,500p 개인 누적 순매수 금액 가장 많음



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

코스피 하락 국면: 8,000p~8,500p 개인 누적 순매수 금액 가장 많음

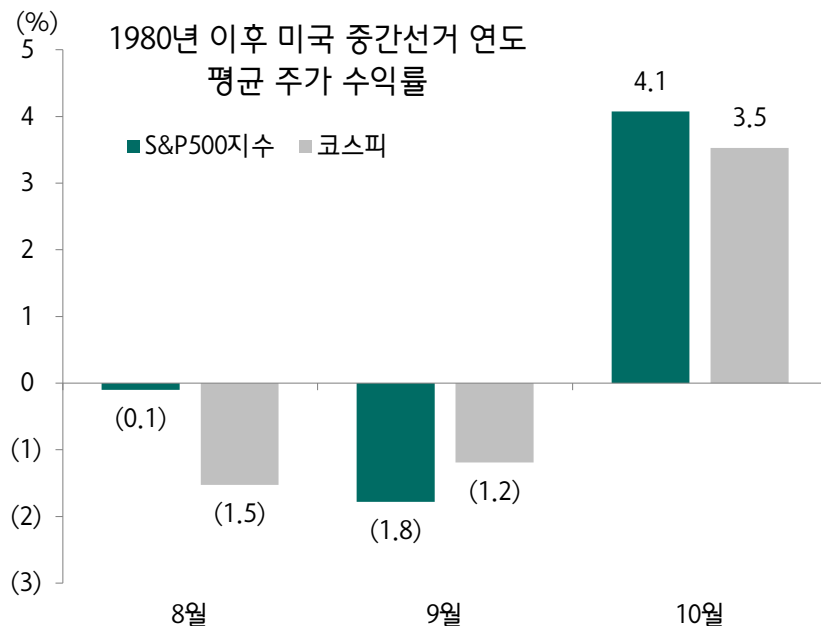


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

[선거] 미국 중간선거, 9월 하락 이후 10월 반등

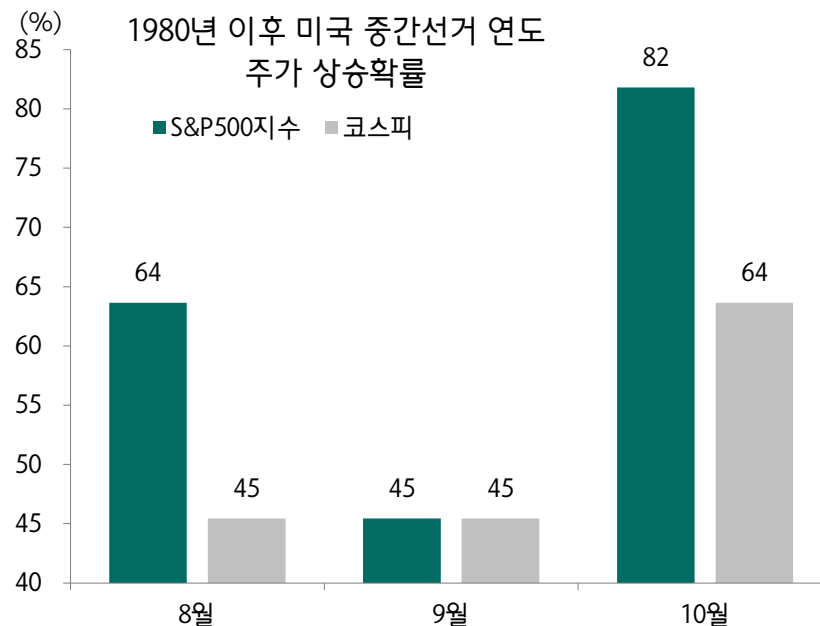
- 9월은 미국 중간선거라는 정치적 이슈가 주식시장에 영향을 줄 가능성도 있음
- 1980년 이후 미국 중간선거가 있던 연도(11회)의 S&P500지수의 9월 평균 주가 수익률은 -1.8%, 상승확률도 45%에 불과
- 코스피의 9월 평균 주가 수익률 -1.2%, 상승확률도 45%로 S&P500지수와 동일하게 부진
- 반면 10월은 S&P500지수(상승확률 82%/평균 주가 수익률 4.1%)와 코스피(64%/3.5%) 상승확률 높은 반등 진행

미국 중간선거가 있었던 연도: 9월 지수는 하락, 10월 반등



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

미국 중간선거가 있었던 연도: 9월 지수 상승확률 낮음, 10월 높음

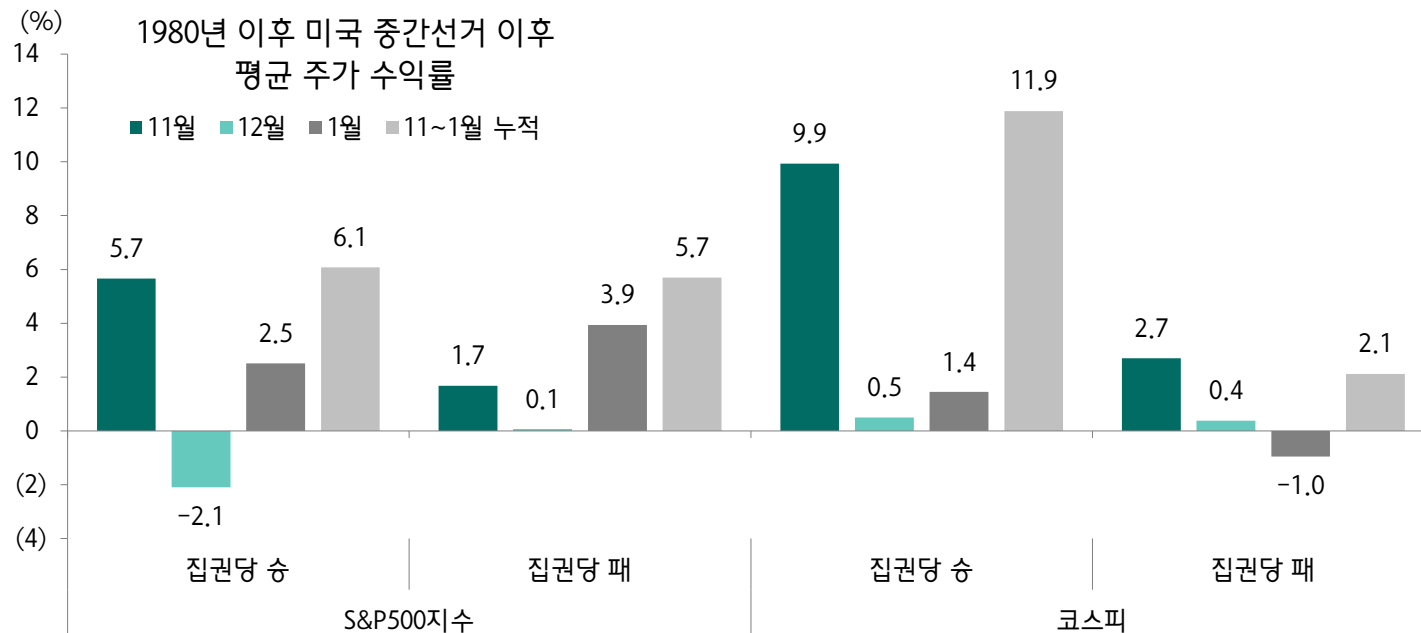


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

[선거] 미국 중간선거, 기존 집권당의 승패는 미국보다 국내 증시에 영향이 큰 편

- 미국 중간선거에서 기존 집권당 승리 시 11월 평균 주가 수익률은 S&P500지수 5.7%와 코스피 9.9%로 패배 시보다 높음
- 11회의 중간선거에서 기존 집권당이 승리했던 경우는 3회에 불과. 기존 집권당 패배 시 S&P500지수 11월 주가 수익률은 승리 시 보다 낮지만, 11~1월 누적 주가 수익률은 승리 시 6.1%와 패배 시 5.7%로 큰 차이가 없음
- 코스피의 11~1월 누적 주가 수익률은 기존 집권당 승리와 패배에 따라 차이가 큼. 기존 집권당 정책에 대한 견제가 강화되면서 대외정책 실행과 연속성에 대한 불확실성이 높아지기 때문

미국 중간선거가 있었던 연도: 기존 집권당의 승패는 미국보다 국내 증시에 영향이 큰 편

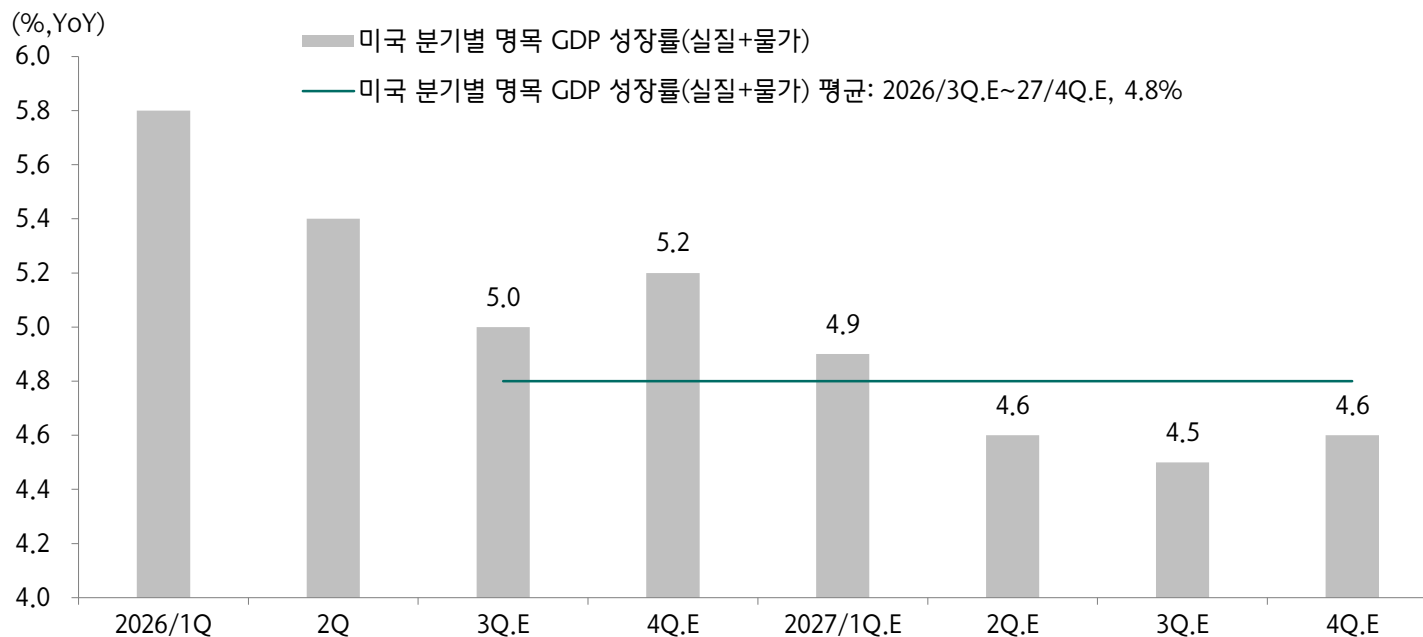


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

[금리] 미국 10년물 국채금리 5%는 중요한 분기점

- 2026년 3분기~2027년 4분기까지 미국 분기별 명목 GDP 성장률 전망치 평균 4.8%, 2027년 4.7%
- 명목 성장률을 넘어서는 자금조달비용은 기업의 투자수익률(↓)과 이자비용(↑)간의 스프레드 축소(신용 위험 확대)
- 미국 10년물 국채금리가 4.7%를 넘어 5%에 근접하는 상승을 보이면, 지수 하락 위험이 커지는 구조

명목 성장률을 넘어서는 자금조달비용은 기업의 투자수익률(↓)과 이자비용(↑)간의 스프레드 축소(신용 위험 확대)

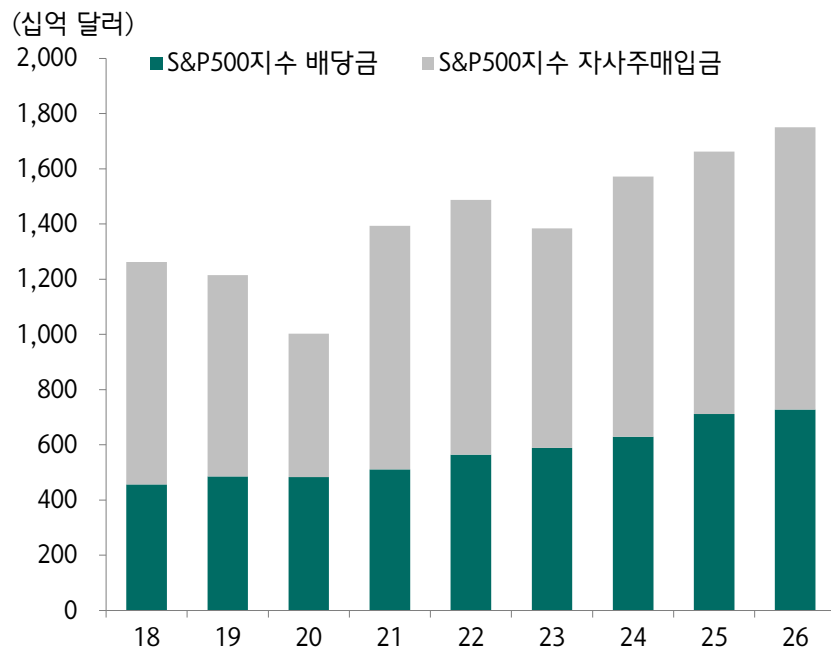


자료: Bloomberg, 하나증권

[금리] S&P500지수 배당과 자사주 매입 수익률 2.6%에 불과

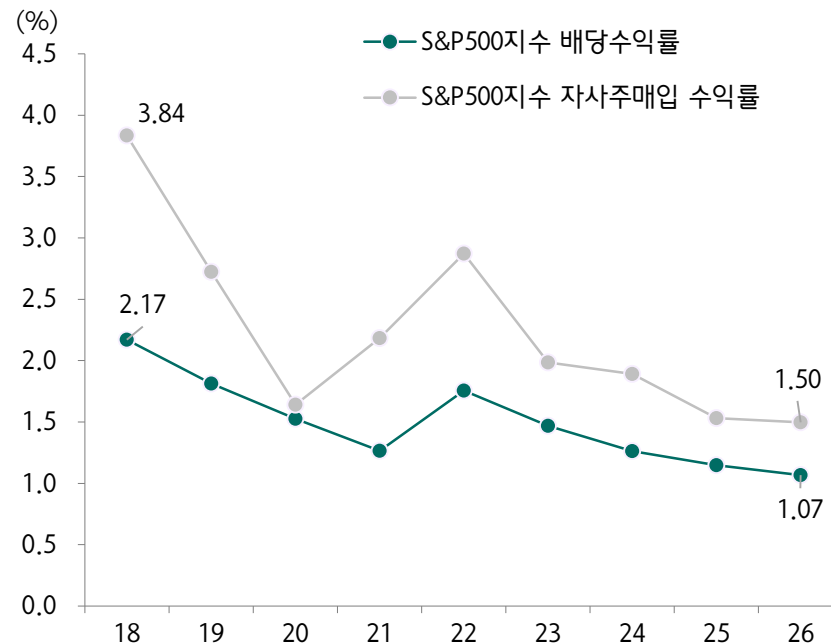
- 최근 4개 분기 합산 S&P500 배당금 7,283억 달러와 자사주매입금은 1.02조 달러로 3년 연속 증가
- S&P500 시가총액 대비 배당과 자사주매입 금액 비율은 2.6%(배당 1.07%+자사주매입 1.50%)로 현재 시종금리보다 현저히 낮음

최근 4개 분기 합산 S&P500 배당과 자사주 매입 금액: 1.75조 달러



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 시가총액 대비 배당과 자사주매입 금액 비율은 2.6%

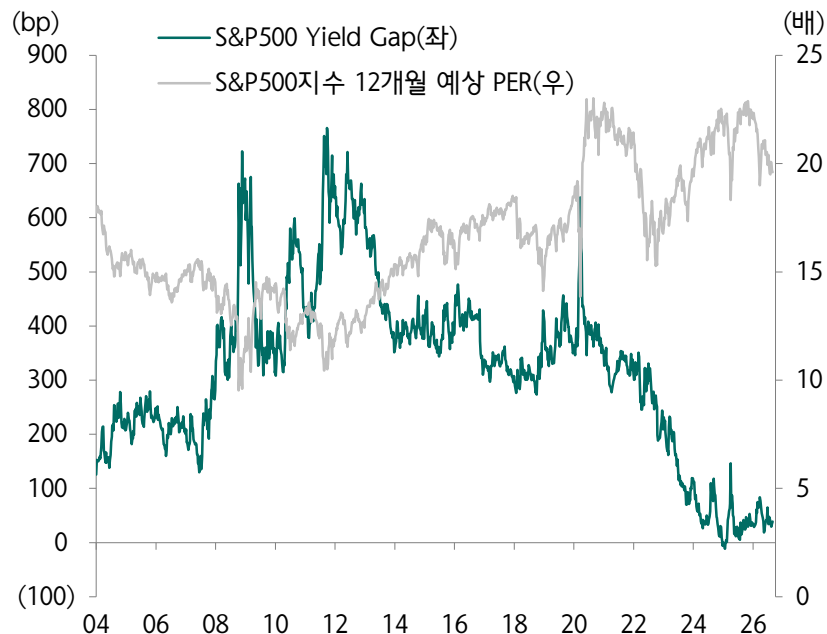


자료: Bloomberg, 하나증권

현재 미국 금리 수준과 2027년 이익 증가율 감안 시 S&P500지수 기대수익률 11%

- S&P500지수 12개월 예상 PER은 19.6배로 연중 고점인 22배 대비 낮은 수준. 그러나 시중금리가 상승하면서 일드갭(Yield Gap: 기대 수익률 5.1%-10년물 국채금리 4.7%)은 40bp로 2004년 이후 최저 수준
- S&P500지수 EPS 증가율 10% 이상, 미국 10년물 국채금리 4% 이상 유지 연도: 이익 증가율 대비 주가 수익률 비율 상단 0.89배
- 2027년 S&P500 EPS 증가율 전망치 13%(26년 25%)라는 점을 감안 시 기대수익률은 11%(현재 S&P500지수 최고점 대비 -0.9%)

S&P500지수 일드갭은 2004년 이후 최저 수준 기록 중



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 10년물 4% 이상, S&P500지수 EPS 증가율 10% 이상 유지 가정

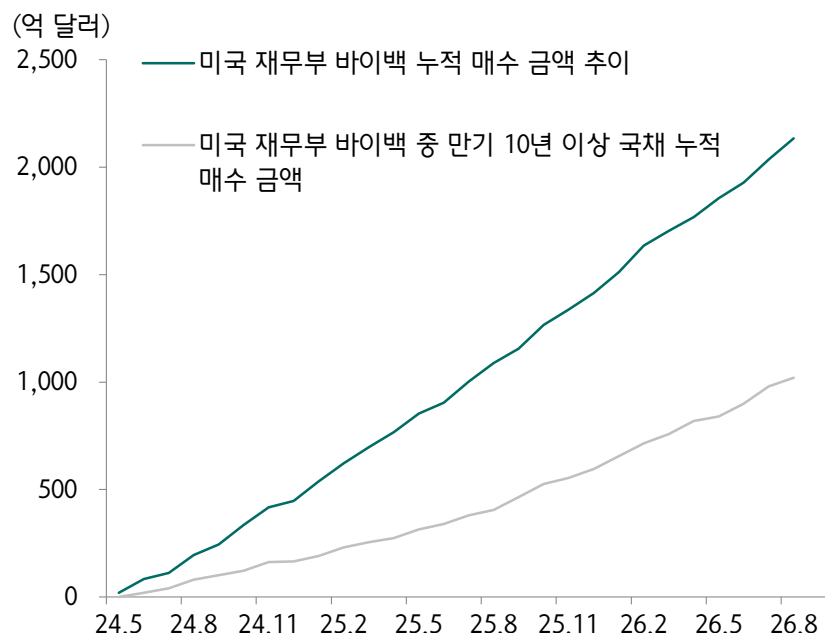
연도	10년물 국채금리 (%)	S&P500 EPS 증가율 (%)	S&P500 주가수익률 (%)	이익 대비 주가 수익 비율(배)	비고
2003년	4.2	10.4	26.4	2.53	BRIC 투자 초기
2004년	4.2	21.7	9.0	0.41	
2005년	4.4	19.4	3.0	0.16	
2006년	4.7	15.3	13.6	0.89	
2025년	4.2	13.7	16.4	1.20	AI 투자 초기
2026년 현재	4.7	25.5	11.8	0.46	
2027년 전망치	4.0 이상 유지 가정	12.9	11.4 (12.9*0.89)	0.89	비율 상단 적용

자료: Bloomberg, 하나증권

미국 정부의 시중금리 하락 유도 정책: 바이백과 스테이블코인 규제 불확실성 해소

- 미국 장기 금리 상승 이유: 투자 증가 기반의 성장
- 미국 정부의 시중금리 하락 유도 정책: ① 재무부의 바이백 실행, 만기 10년 이상 국채 중심으로 매입. 2024년 5월~26년 8월 현재 총 누적 매입 금액 2,134억 달러 중 장기채 1,020억 달러. ② GENIUS Act 실행, 스테이블코인 발행/상환에 대한 규제 불확실성 해소 목적으로 발행 준비자산에 미국 단기 국채 포함(매입 수요)

미국 재무부 장기채 중심으로 바이백 실행 중



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 GENIUS Act 실행: 단기 국채 매입 수요 확보

구분	핵심 내용
GENIUS Act	• 지급결제형 스테이블코인 규제 체계(25.7.18 제정) • 예상 시행일: 27.1.18(재무부 예상)
입법 목적	• 스테이블코인 발행/상환에 대한 규제 불확실성 해소 • 준비자산과 공시 요건을 통한 이용자 보호 등 • 달러 기반 디지털 결제 생태계 구축
주요 내용	• 허가제, 상환·공시·외부검증, AML, 보유자 우선변제
허용 준비자산	• 현금·연준 예치금 • 예금기관의 수시입출금식 예금 • 발행·잔존만기 93일 이하 미국 국채 • 단기국채 담보 익일물 RP • 미국 국채 담보 익일물 역RP • 등록 정부 MMF 지분 • 규제당국 승인 고유동성 자산 • 토큰화된 준비자산

자료: 보도 자료 참고, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 PER 회복 기준, 주가 상승 여력 30%

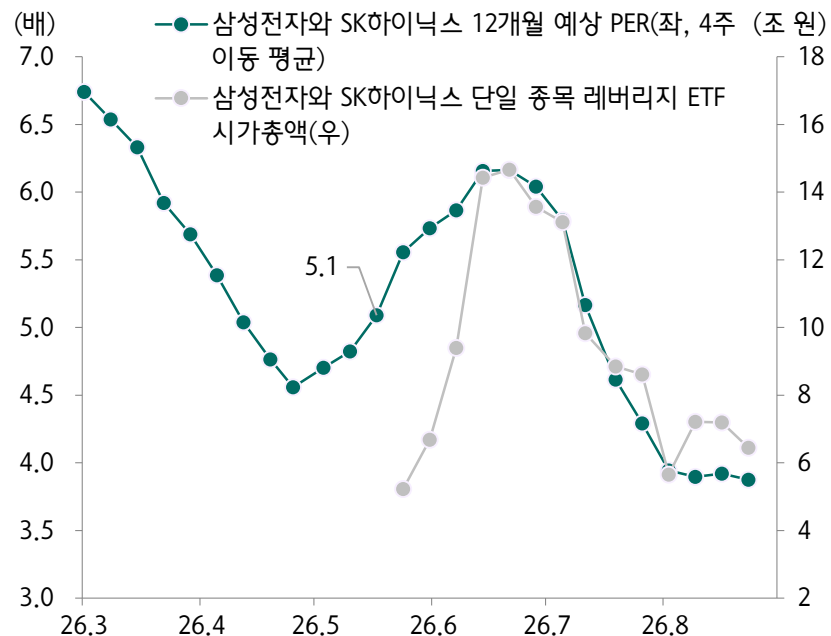
- 삼성전자와 SK하이닉스 PER은 3.9배
- 고금리 환경에서 이익추정치 상향 조정 속도가 더딜 수 있다는 점과 단일 종목 레버리지 ETF의 수급 효과가 있기 이전으로 회귀할 수 있다는 점을 감안 시 2026년 5월 평균 5.1배까지 회복은 가능할 것으로 판단(→단일 종목 레버리지 ETF 발행 이후 고점 6.71배)
- 삼성전자와 SK하이닉스 주가는 현재 대비 30%(5.1배/3.9배)의 상승 여력이 있을 것으로 추정

삼성전자와 SK하이닉스 12개월 예상 PER 3.9배



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 주가는 현재 대비 30% 상승 가능



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스 제외 시 PER 상승 여력은 미국 시중금리 변화가 결정

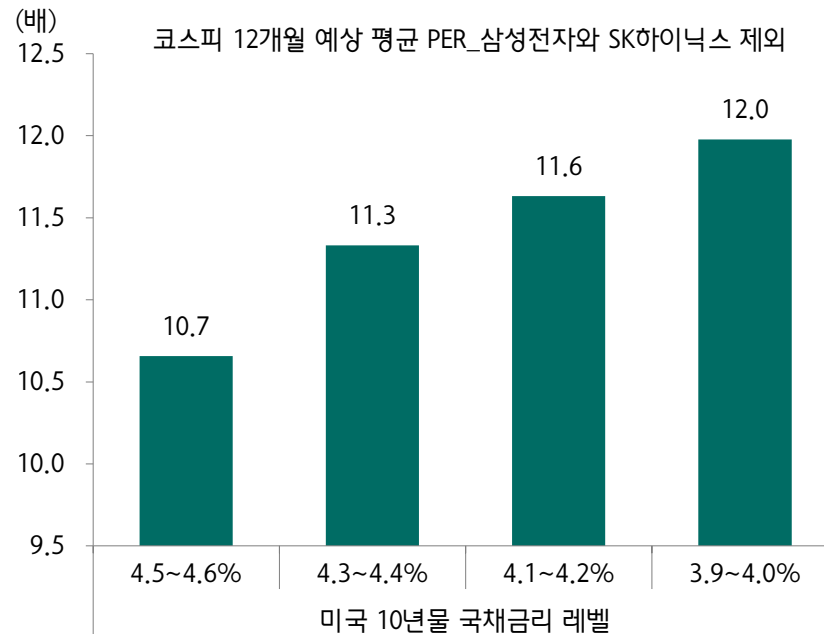
- 코스피 삼성전자와 SK하이닉스 제외 PER은 10.3배
- 연중 고점 15.1배를 정점으로 하락했지만, 삼성전자와 SK하이닉스처럼 역대 PER 저점을 논할 정도로 낮은 수준은 아님
- 미국 10년물 국채금리 레벨과 코스피 삼성전자와 SK하이닉스 제외 PER 레벨 변화 비교(10년물 국채금리 하락 시 PER 상승 구조): 4.5%에서 평균 PER 10.7배 → 4.3%에서 11.3배 → 4.1%에서 11.6배 → 3.9%에서 12.0배

코스피 삼성전자와 SK하이닉스 제외 PER 10.3배



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

미국 10년물 국채금리 레벨과 삼성전자와 SK하이닉스 제외 PER 변화



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

미국 10년물 국채금리 레벨별, 코스피 상단 추정

- 미국 10년물 국채금리 밴드 4.0%~4.6%, 코스피 상단 밴드 7,900p(4.6%)~8,350p(4.0%)

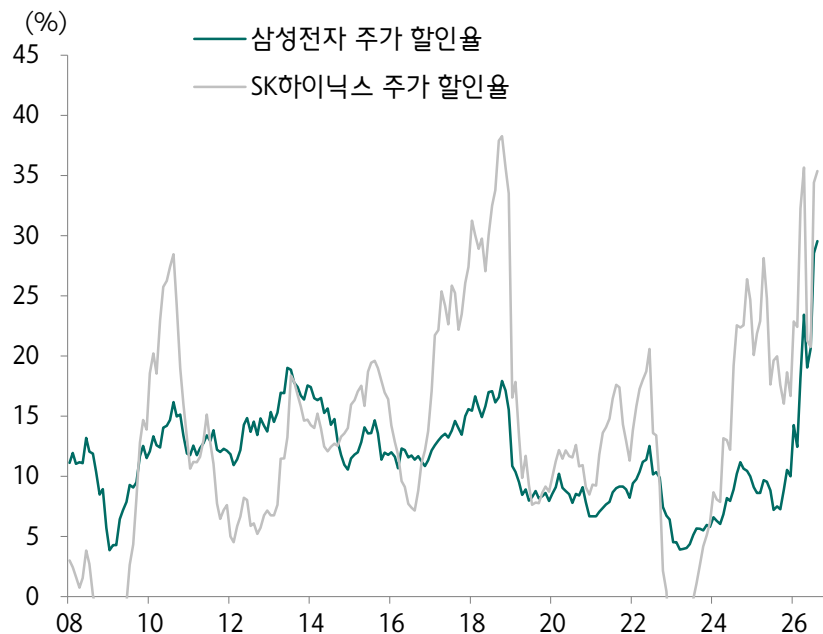
구분	현재 PER(배)	미국 10년물 국채금리(%)	Target PER(배)	① PER 변화 기반 기대 수익률 (Target/현재, %)	② 코스피 내 시총 비중(%)	코스피 기여 수익률(%) (①*②)	코스피 예상 레벨 (6,740p 기준)
삼성전자와 SK하이닉스	3.9	-	5.1	30.8	50.7	15.6	(기여 수익률 합산)
삼성전자와 SK하이닉스 제외	10.3	4.5~4.6	10.7	3.9	49.3	1.9	7,900p (17.5%)
		4.3~4.4	11.3	9.7		4.8	8,100p (20.4%)
		4.1~4.2	11.6	12.6		6.2	8,200p (21.8%)
		3.9~4.0	12.0	16.5		8.1	8,350p (23.8%)

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스: 주가 할인율 2007년 이후 최고, 주주환원정책 요구 강화

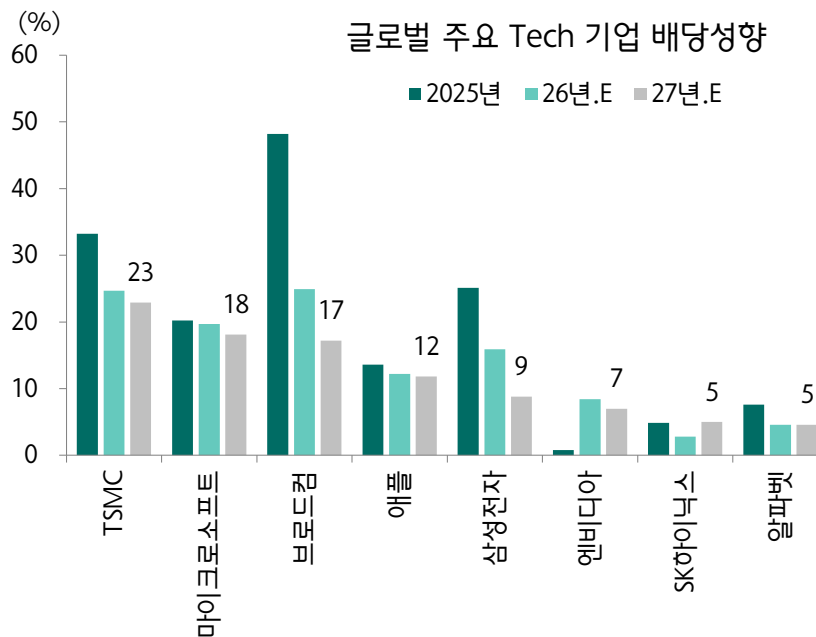
- 삼성전자와 SK하이닉스 주가 할인율($\equiv \text{ROE/PBR}$)은 30%와 35%로 2007년 이후 가장 높은 수준
- 최근 들어 삼성전자와 SK하이닉스는 고성장주에서 주주환원정책 강화로 변화 중

삼성전자와 SK하이닉스 주가 할인율, 2007년 이후 가장 높은 수준



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스는 고성장주에서 주주환원정책 강화로 변화 중

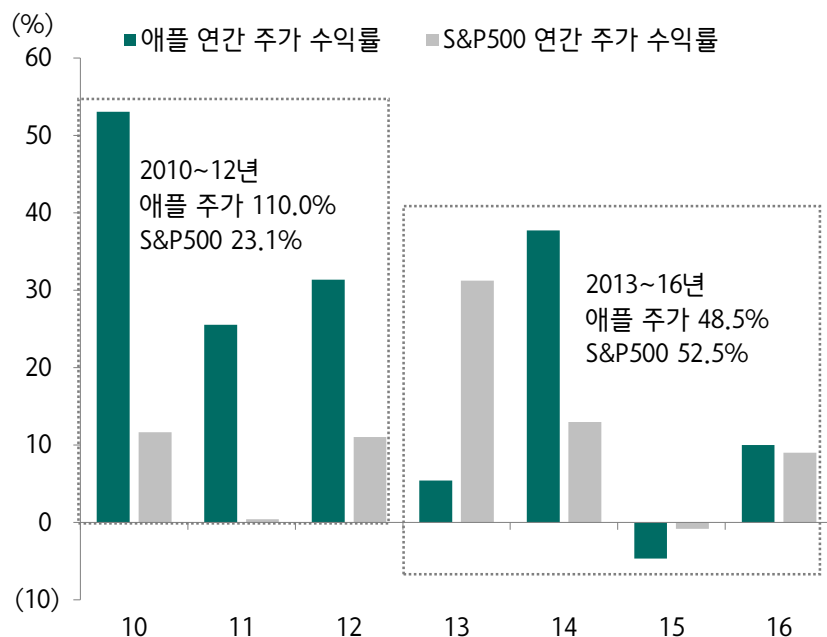


자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

애플의 변화(1) 2010~12년 고성장주에서 2013~16년 배당주로 1차 변화

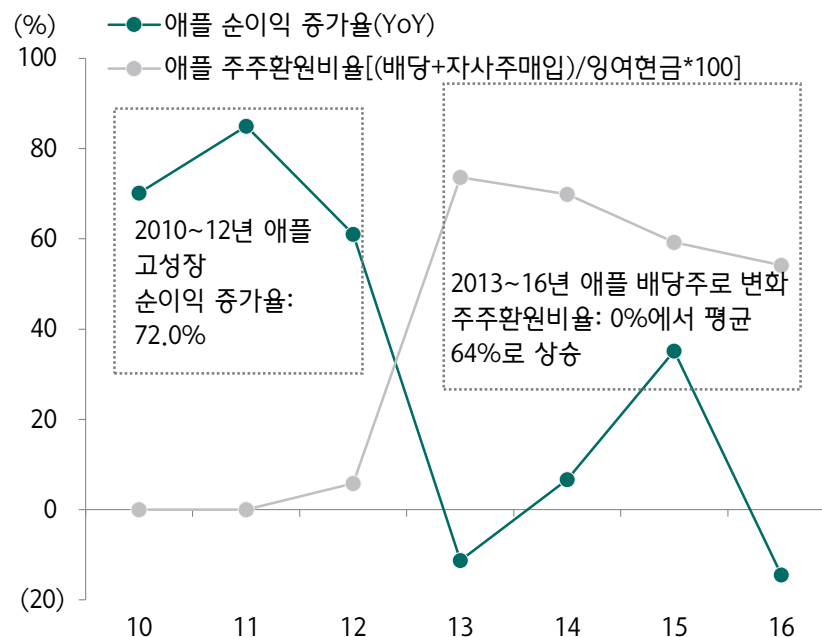
- 애플의 경우 2010~12년 3년 동안 주가가 110%나 상승(S&P500 23%)하며 시가총액 1위로 등극. 2010~12년 당시 애플은 순이익 증가율이 70%를 넘는 성장주
- 2013~16년 애플의 변화: 이전 대비 이익 증가율은 하락했고, 배당과 자사주 매입과 같은 주주환원정책을 강화하면서 잉여현금 대비 주주환원금액 비율은 평균 64%까지 높아짐. 그러나 당시 애플의 누적 주가수익률은 49%로 S&P500지수(53%)와 거의 유사

애플은 2010~12년 주도주, 2013~16년 S&P500 비슷한 주가 수익률



자료: Bloomberg, 하나증권

애플의 변화(1), 2010~12년 고성장주에서 2013~16년 배당주로

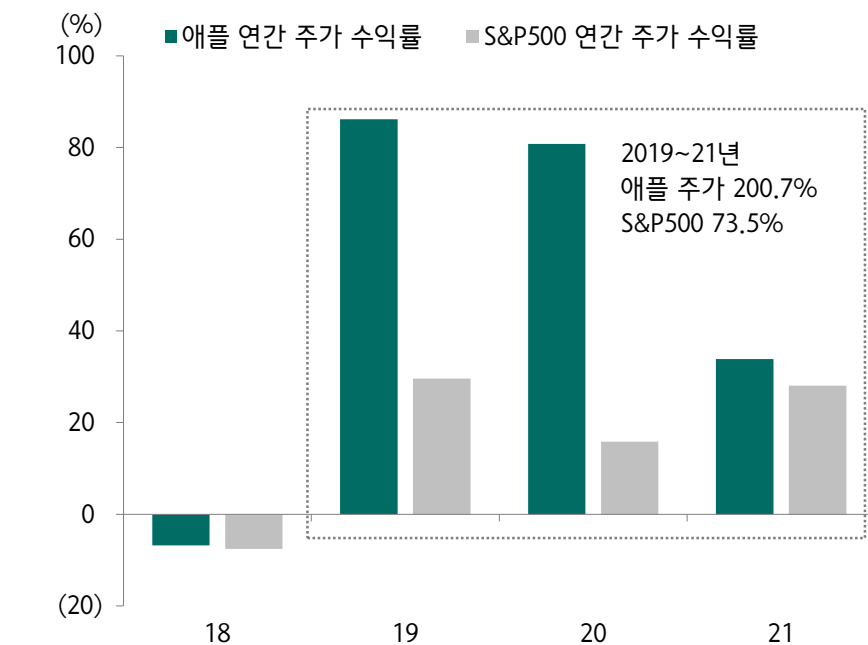


자료: Bloomberg, 하나증권

애플의 변화(2) 2019~21년 고배당주로 2차 변화

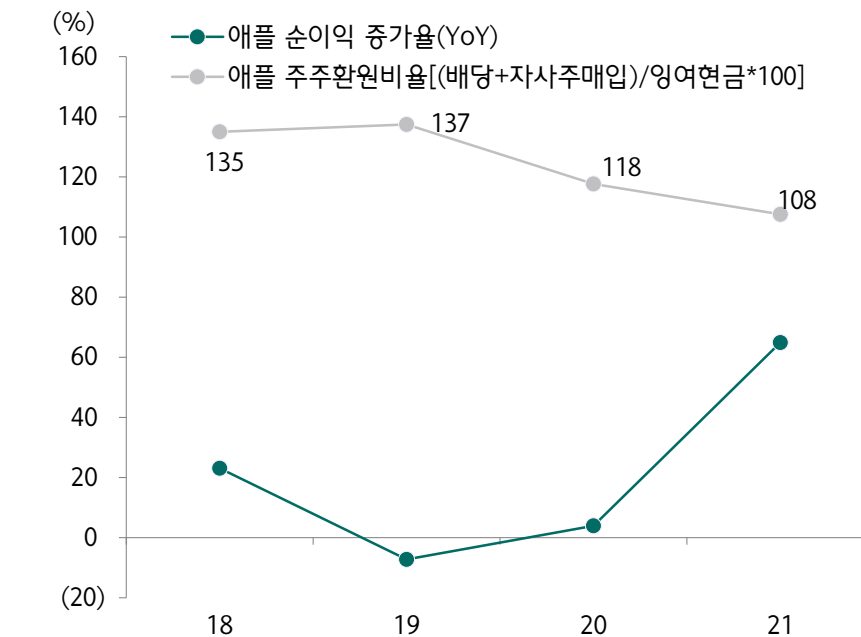
- 2019~21년 애플은 다시 한 번 주도주의 역할. 3년 동안 주가는 200% 이상 상승
- 2019~21년 애플은 고배당주로의 인식이 확실히(잉여현금 대비 주주환원금액 비율 평균 121%)해지면서 나타난 결과

애플은 2019~21년 다시 한 번 주도주 역할



자료: Bloomberg, 하나증권

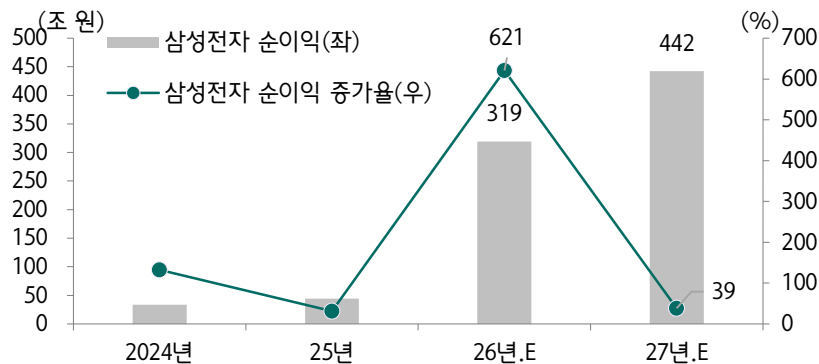
애플의 변화(2), 2019~21년 고배당주로 확실한 인식 변화



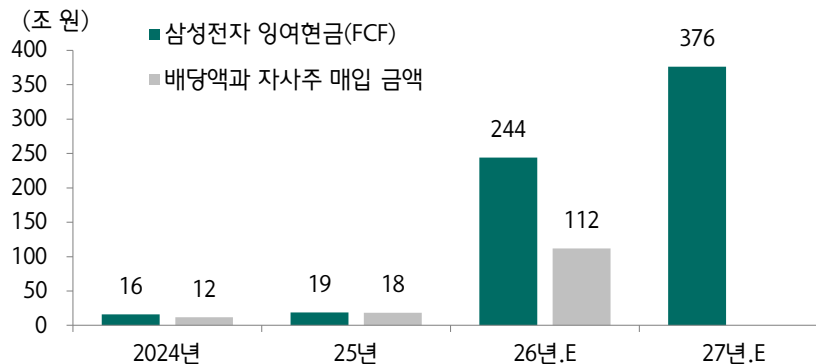
자료: Bloomberg, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스: 성장주→배당주→고배당주로의 변화에는 시간이 필요

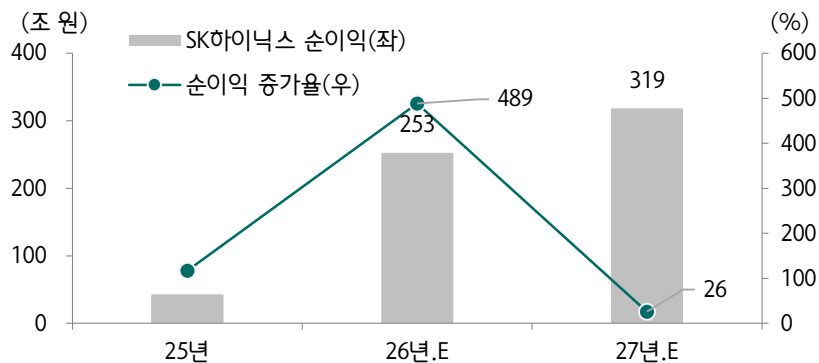
2026년 삼성전자 순이익 증가율 전망치 621%에서 27년 39%



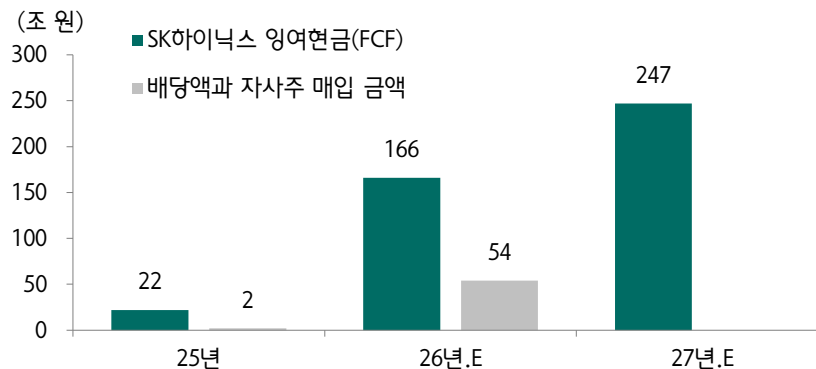
향후 삼성전자 FCF의 100%에 육박하는 주주환원정책 기대



2026년 SK하이닉스 순이익 증가율 전망치 489%에서 27년 26%



향후 SK하이닉스 FCF의 100%에 육박하는 주주환원정책 기대



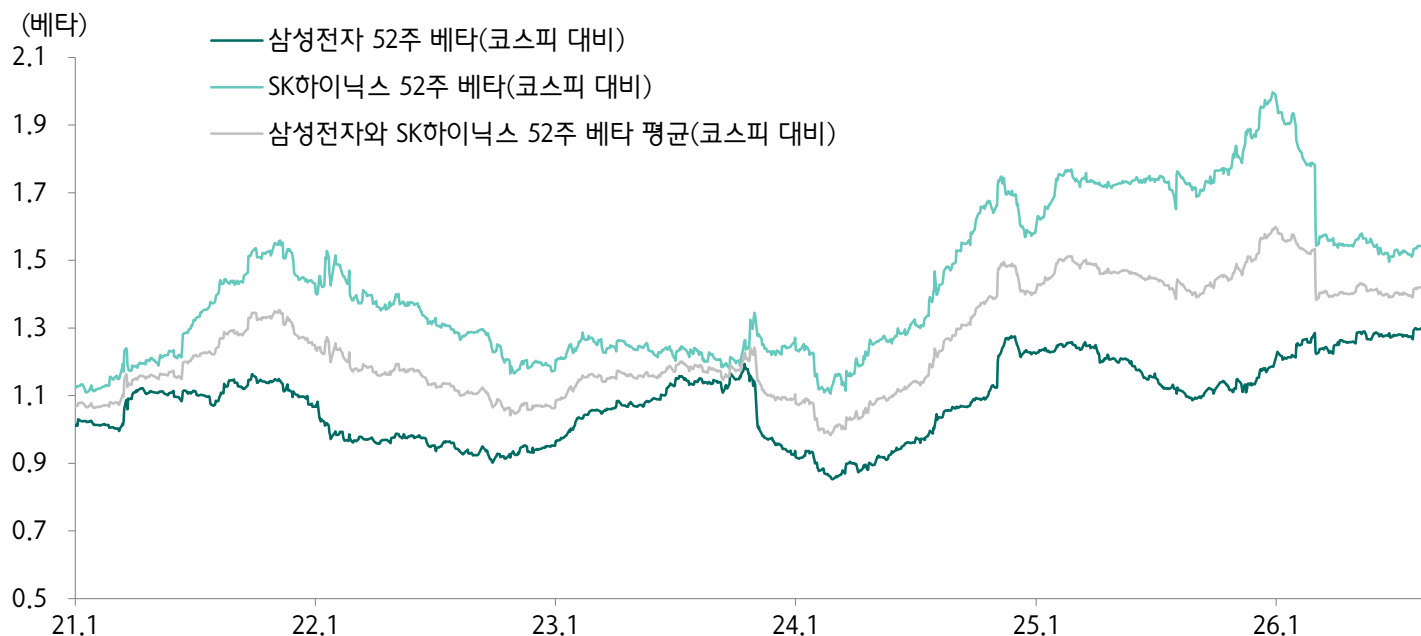
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

삼성전자와 SK하이닉스: Out Perform에서 Market Perform 주식으로

- 과거 애플의 변화를 참고하면, 삼성전자와 SK하이닉스도 고배당주로의 확실한 이미지 변화(현재 2024~26년 잉여현금 대비 주주환원금액 비율 50%)가 있기 전까지 새로운 주도주가 아닌 코스피만큼 주가 수익률을 기록할 수 있는 기업일 수 있음
- PER 정상화 과정에서 반도체의 절대 수익률은 회복 가능. 이후 베타 하락으로 지수 대비 초과수익 가능성이 낮아질 수 있음
- 삼성전자와 SK하이닉스 52주 베타는 현재 1.3과 1.5, 5년 평균이 1.1과 1.4라는 점을 감안 시 베타는 추가적으로 하락할 가능성 있음

PER 정상화 과정에서 반도체의 절대 수익률은 회복 가능. 이후 베타 하락으로 지수 대비 초과수익 가능성 낮아질 수 있음

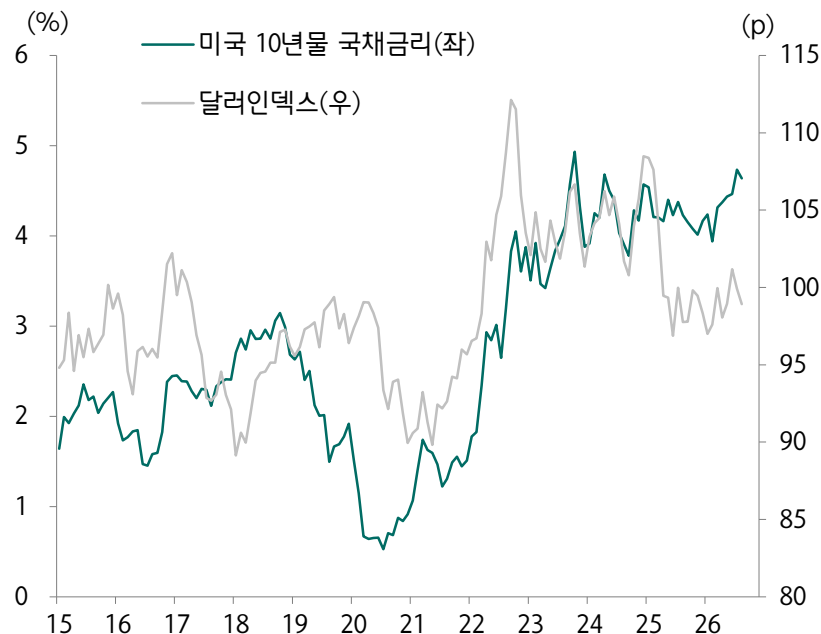


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

미국 금리와 달러인덱스: 글로벌 유동성 확장 국면 유지

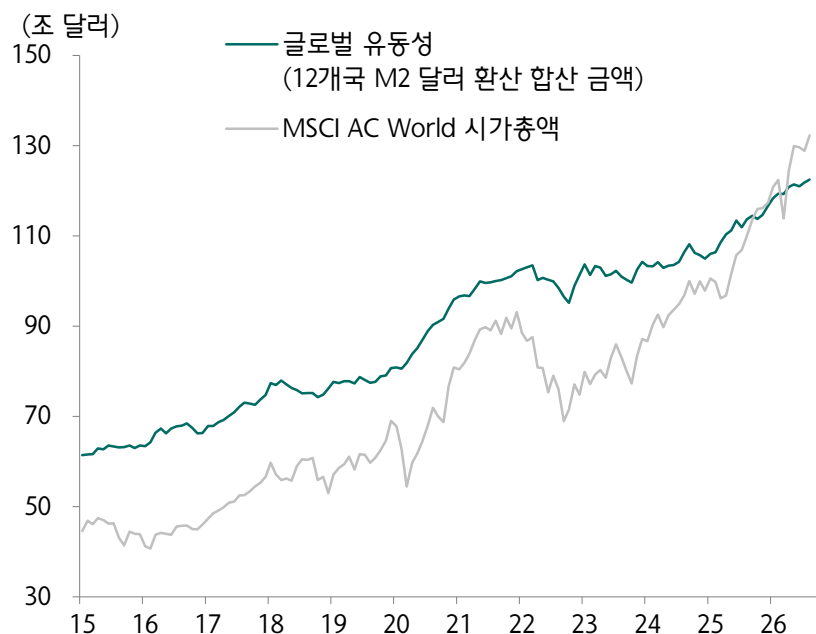
- 2022~24년 미국 10년물 국채금리와 달러인덱스 간의 상관계수는 0.7~0.8. 2025~26년 두 지표 간의 상관계수는 0.5~0.6으로 하락
- 6월 말 미국 10년물 국채금리 4.4%에서 현재 4.6%로 상승, 같은 기간 동안 달러인덱스 101p에서 99p로 하락
- 미국 국채금리는 상승하고 있지만, 달러 약세를 기반으로 글로벌 유동성 확장 국면 유지
- 글로벌 유동성(전세계 12개국 M2 달러 환산 합산 금액)은 6월 120조 달러로 일시적 감소 이후 현재 123조 달러로 사상 최고치 경신

미국 10년물 국채금리는 상승, 달러는 약세



자료: Bloomberg, 하나증권

달러 약세 기반으로 글로벌 유동성 증가 국면 유지

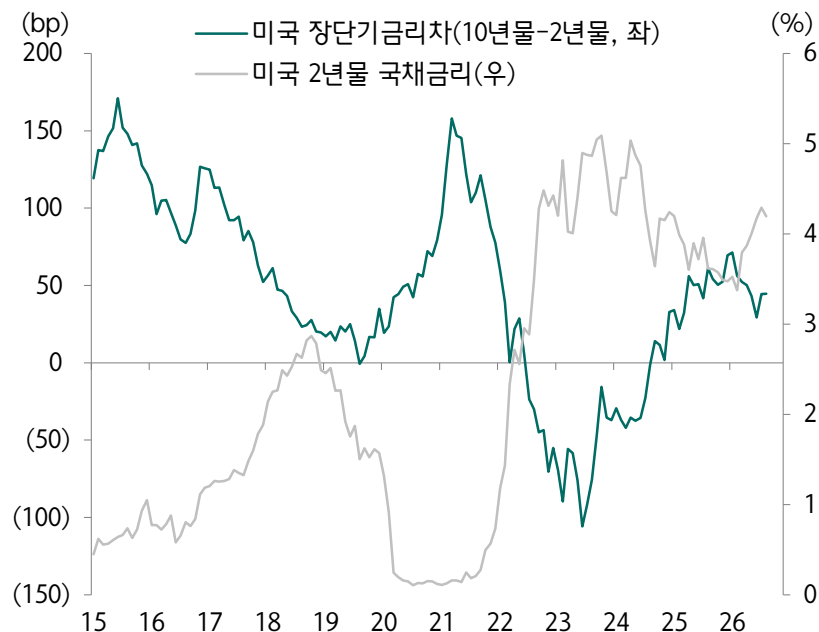


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 2년물 국채금리 하락, 장단기금리차 상승 반전: 달러 약세

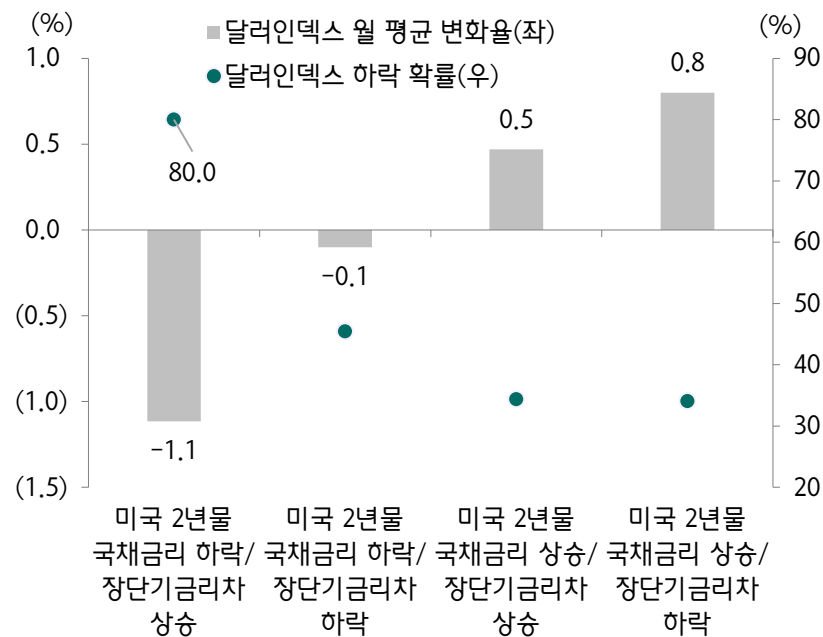
- 미국 2년물 국채금리 고점 형성 후 정체, 미국 장단기금리차(10년물-2년물 국채금리) 7월 이후 상승 중
- 2015년 이후 미국 2년물 국채금리 하락 기반으로 장단기금리차 상승 시 달러인덱스 월 평균 변화율 -1.1%로 약세 정도가 가장 큼
- 해당 국면에서 달러인덱스 하락 확률도 80%로 매우 높은 편
- 달러 약세 기반의 유동성 확장, 안전자산과 위험자산으로 동시에 자금 유입 (6월 말 대비 금 가격 15%, 비트코인 가격 34%)

미국 2년물 국채금리 하락, 장단기금리차 상승 반전



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 2년물 국채금리 하락, 장단기금리차 상승 반전: 달러 약세

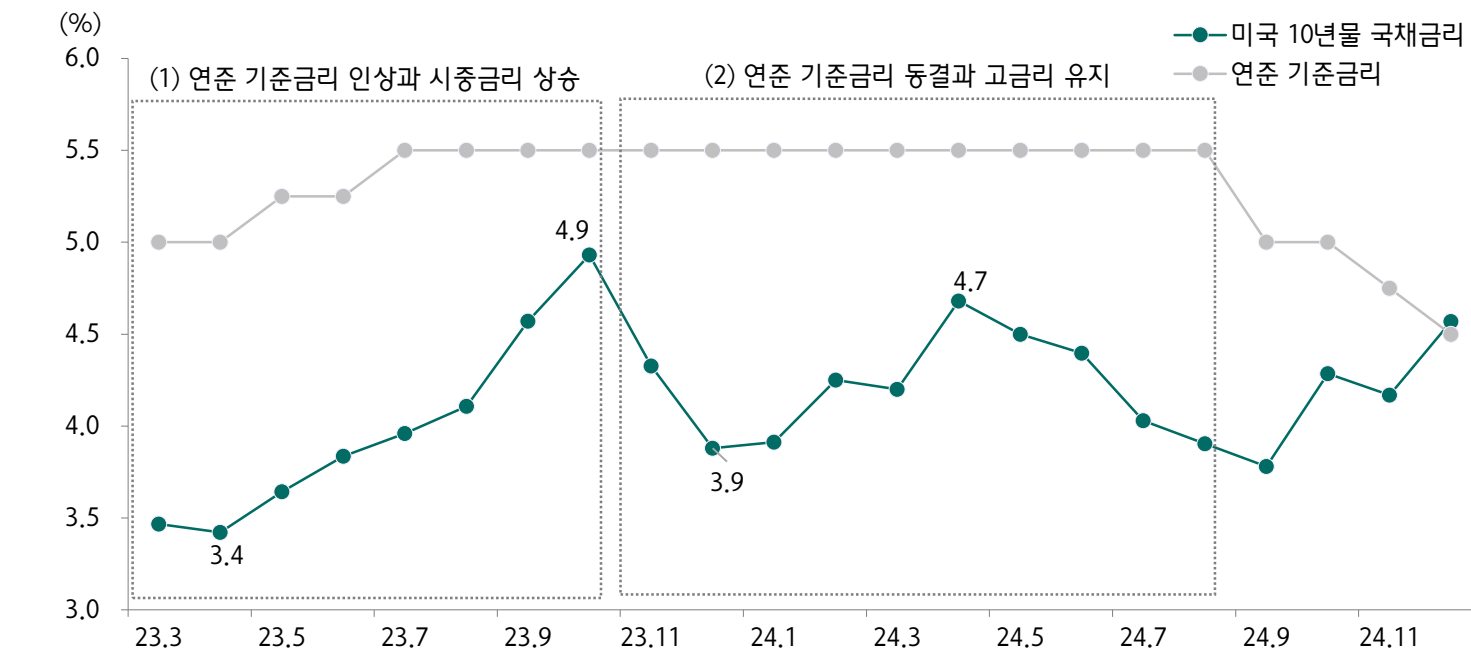


자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리 국면 구별: ① 미국 시중금리가 상승할 때와 ② 고금리일 때

- 연준(Fed) 기준금리를 1~2회 인상 가능성 여전. 기준금리 인상을 하지 않더라도 투자 중심 경기 확장으로 고금리 국면 고려
- ① 2023년 3월~10월 연준 2번의 추가적인 기준금리 인상(5.0%→ 5.5%)과 10년물 국채금리 상승(3.5%→ 4.9%) 국면
- ② 2023년 11월에서 2024년 8월 연준 기준금리 동결과 고금리 유지(이전 저점을 하회하지 않음, 이전 고점도 상회하지 않음) 국면

시중금리 국면 구별: ① 미국 시중금리가 상승할 때와 ② 고금리일 때

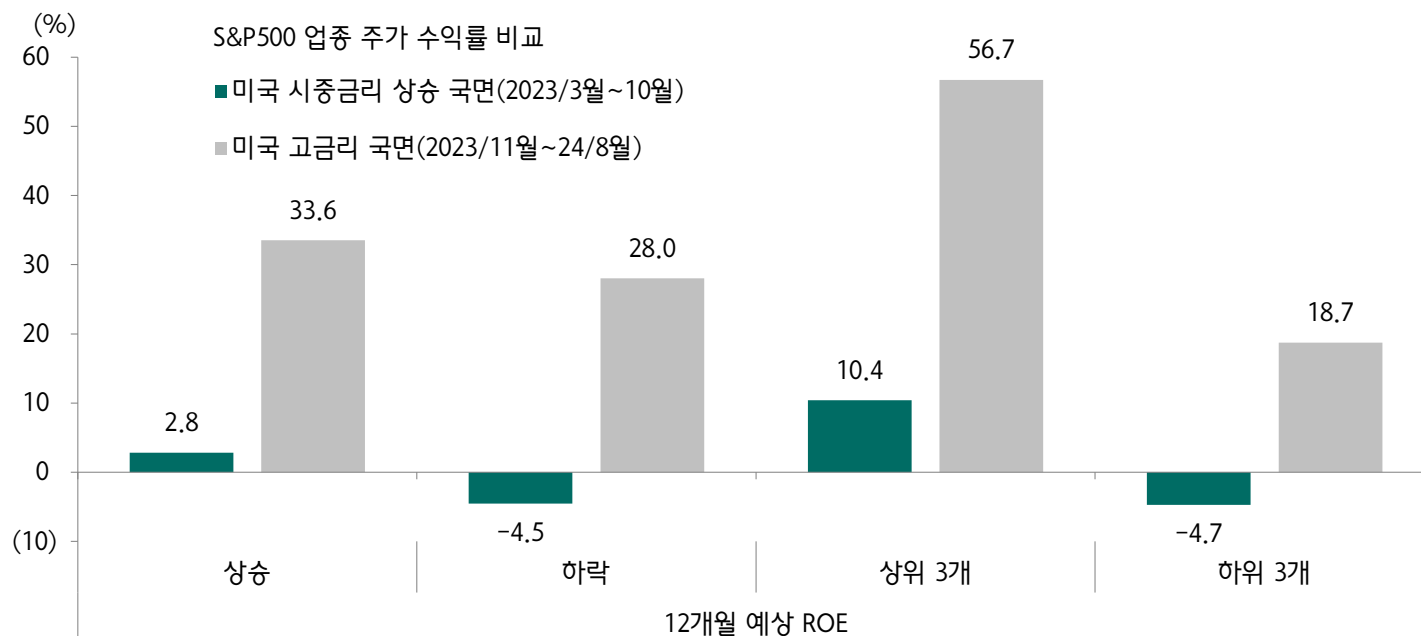


자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리 상승과 고금리 국면 공통점: ROE가 주가 수익률에 미치는 영향이 큼

- ① 2023년 3월~10월 연준 2번의 추가적인 기준금리 인상(5.0%→ 5.5%)과 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
- ② 2023년 11월에서 2024년 8월 연준 기준금리 동결과 고금리 유지(이전 저점을 하회하지 않음, 이전 고점도 상회하지 않음) 국면: 시중금리 상승 국면과 동일한 주가 수익률 결과

시중금리 상승과 고금리 국면: ROE가 주가 수익률에 미치는 영향이 큼

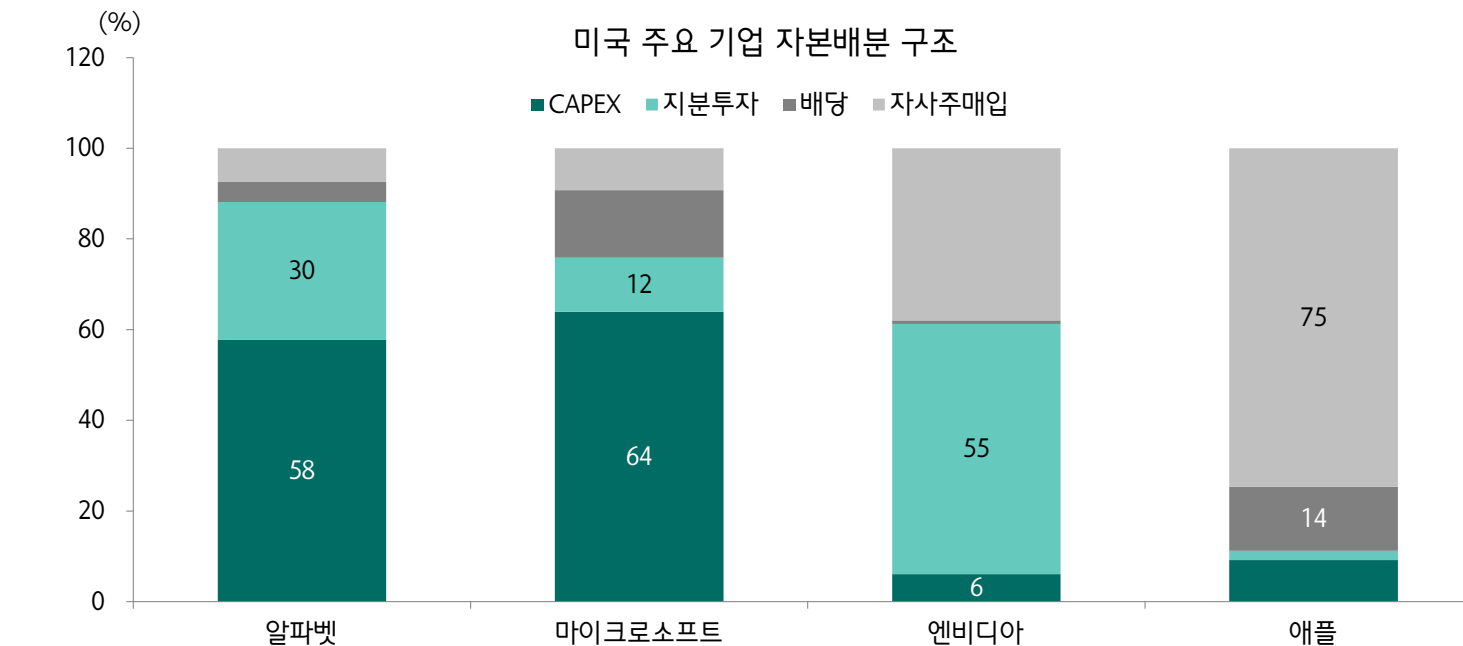


자료: Bloomberg, 하나증권

ROE= [ROA*재무레버리지 비율]: 주가에는 무엇이 중요할까

- ROE는 [ROA(순이익/총자산)*재무레버리지 비율(총자산/총자본)]로 구성
- 기업의 자본배분: 이익 성장을 위한 투자 [CAPEX와 지분투자]와 주주환원 [배당과 자사주 매입]으로 구분
- 대표적으로 알파벳, 마이크로소프트, 엔비디아는 성장을 위한 자본배분. 애플은 주주환원 중심으로 자본배분

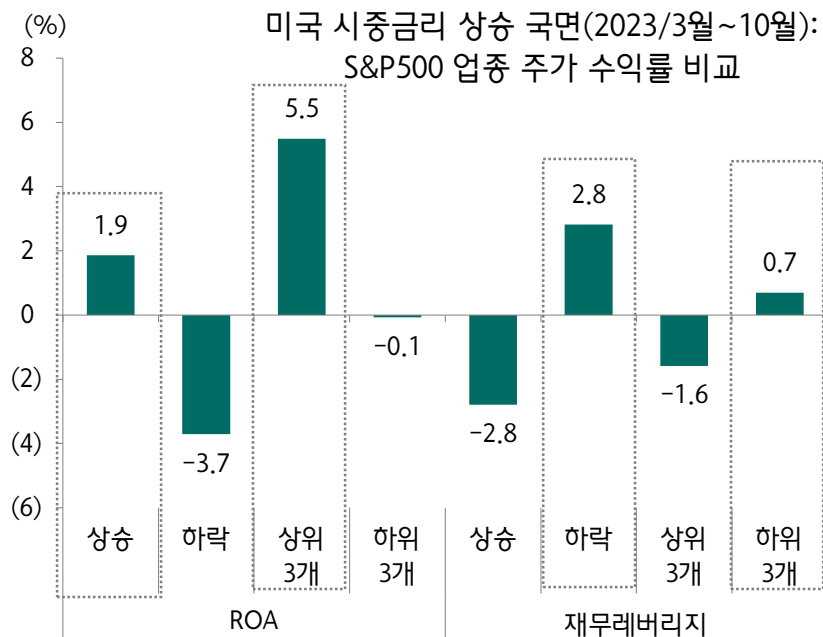
알파벳, 마이크로소프트, 엔비디아는 성장을 위한 자본배분. 애플은 주주환원 중심으로 자본배분 구조 형성



ROE= [ROA*재무레버리지 비율]: 결국 주가는 ROA가 중요

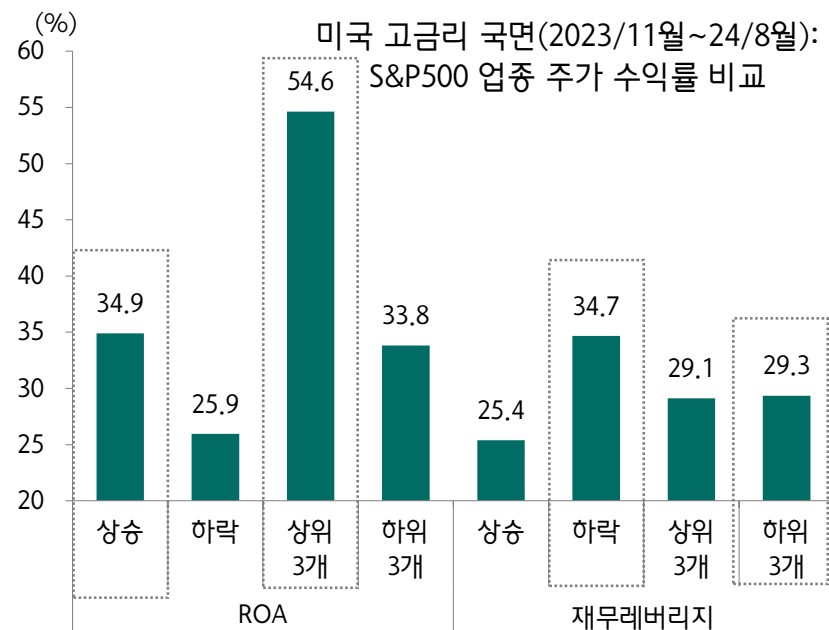
- ① 2023년 3월~10월 연준 2번의 추가적인 기준금리 인상(5.0%→ 5.5%)과 10년물 국채금리 상승(3.5%→ 4.9%) 국면: ROA 상승 및 ROA 상승 상위 3개 업종 평균 주가 수익률이 높음. 재무레버리지 비율 영향력도 약하고, 주가 수익률과 역방향
- ② 2023년 11월에서 2024년 8월 연준 기준금리 동결과 고금리 유지(이전 저점을 하회하지 않음, 이전 고점도 상회하지 않음) 국면: ROA 상승 및 ROA 상승 상위 3개 업종 평균 주가 수익률이 높음. 재무레버리지 비율 영향력은 약한 편

미국 시중금리 상승 국면: 재무레버리지보다는 ROA 상승 여부가 중요



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 고금리 국면: 재무레버리지보다는 ROA 상승 여부가 중요

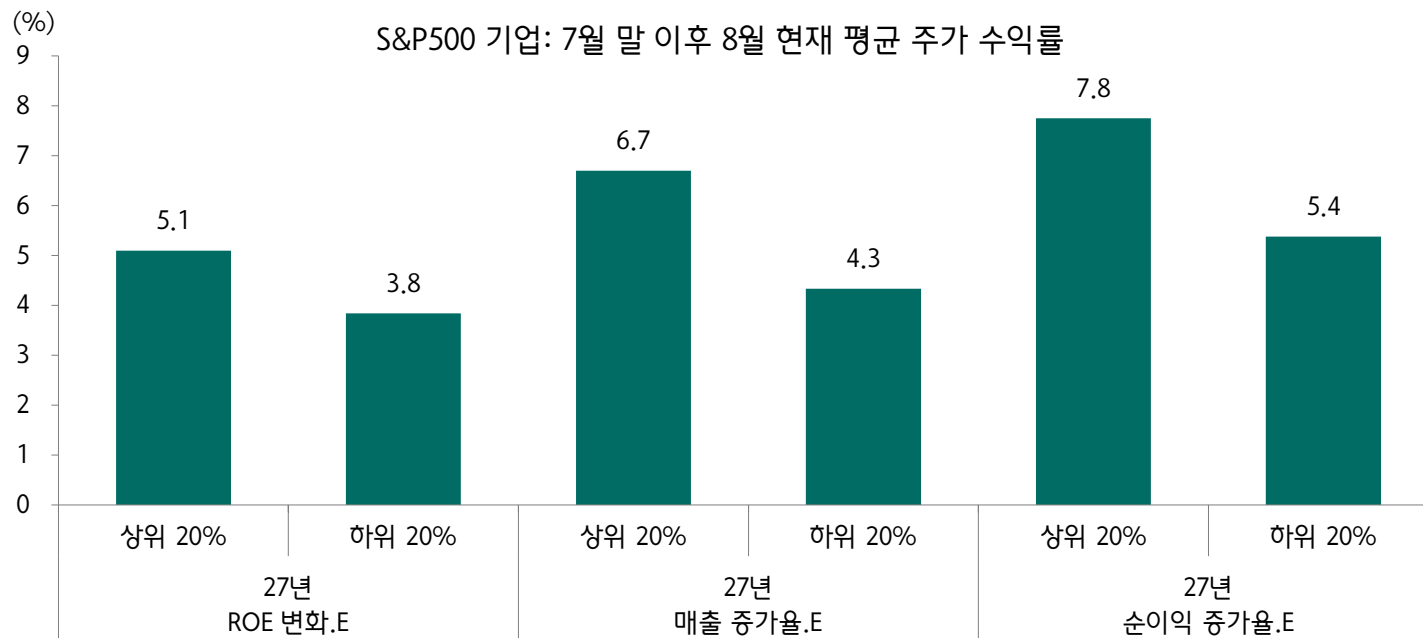


자료: Bloomberg, 하나증권

지금도 ROE는 중요. 2027년 전망치가 주가에 미치는 영향이 큼

- S&P500 기업 주가 수익률을 비교해 보면, 2026년 대비 27년 ROE 전망치 상승률 상위 20%의 7월 말 대비 8월 현재 평균 주가 수익률은 5.1%로 하위 20%의 3.8%보다 높음
- ROA는 $[\text{수익성}(\text{순이익}/\text{매출액}) * \text{총자산회전율}(\text{매출액}/\text{총자산})]$ 로 구성. 매출보다 순이익 증가율이 높은 기업의 주가 수익률이 상대적으로 우위

지금도 ROE 중요: 2026년 대비 27년 ROE 상승률 전망치 상위 기업 주가 수익률이 하위 기업 대비 높음



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 업종: ROA 상승, 재무레버리지 비율 하락한 업종 비중 확대

- S&P500 업종 중 2026년 대비 27년 ROA 상승, 재무레버리지 비율은 하락 예상 업종: 하드웨어, 반도체, 소프트웨어, 제약/바이오, 자본재, 통신, 은행, 자동차

업종	ROE(%E) =ROA*재무레버리지 비율		ROA(%E) =순이익/총자산		재무레버리지(배) =총자산/총자본	
	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E
S&P500	24.7	25.2	5.9	6.2	4.2	4.0
하드웨어	69.8	67.3	23.2	24.6	3.0	2.7
반도체	50.8	51.2	29.5	37.3	1.7	1.4
소프트웨어	27.7	27.7	12.5	12.7	2.2	2.2
제약/바이오	28.3	26.1	9.6	12.0	3.0	2.2
자본재	24.8	24.8	8.9	9.5	2.8	2.6
통신	16.0	16.2	4.5	4.9	3.6	3.3
은행	13.6	13.5	1.1	1.1	12.4	12.3
자동차	12.0	11.2	3.4	3.8	3.5	2.9

주) 음영은 ROA 상승 + 재무레버리지 하락 + ROE 상승 업종
자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500: 수익성과 총자산회전율은 동반 상승, 재무레버리지 비율은 하락 기업 관심

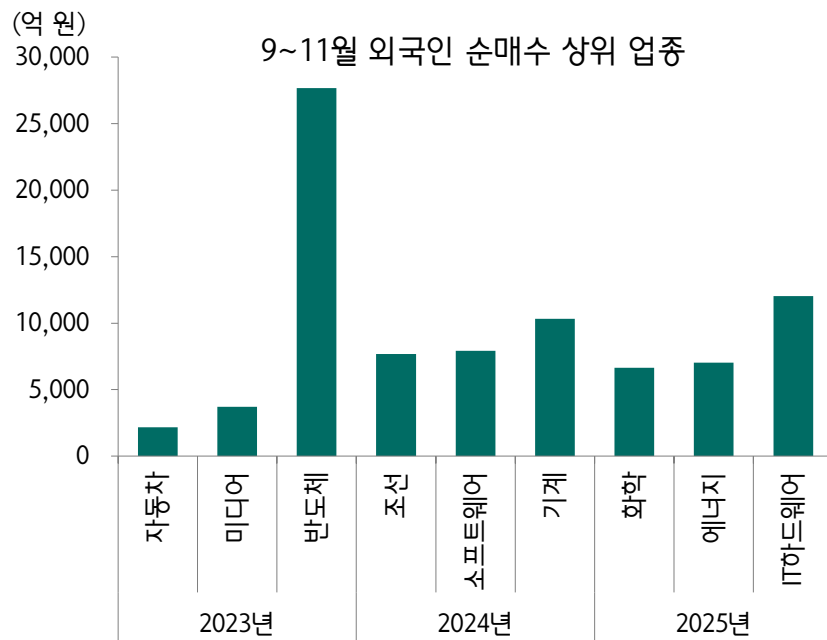
종목명	업종명	ROE(%E)		ROA(%E)		순이익률(%E)		총자산회전율(%E)		재무레버리지(배)	
		26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E
브로드컴	반도체	55.9	61.6	27.4	35.8	54.2	54.3	50.6	65.9	2.0	1.7
AMD	반도체	14.6	23.8	11.1	19.1	25.0	29.8	44.5	64.3	1.3	1.2
존슨앤드존슨	제약/바이오	32.8	33.1	13.3	14.0	27.9	28.4	47.9	49.2	2.5	2.4
머크	제약/바이오	13.5	43.1	4.5	16.1	10.1	33.3	44.4	48.3	3.0	2.7
어플라이드 머티어리얼즈	반도체	43.0	50.2	25.0	29.5	29.7	31.8	84.4	92.9	1.7	1.7
유나이티드 헬스	헬스케어	17.3	19.0	5.5	6.4	4.0	4.4	136.8	144.8	3.1	3.0
텍사스 인스트루먼트	반도체	41.1	45.8	20.1	22.8	34.6	36.9	58.2	61.9	2.0	2.0
아메리칸 엑스프레스	다각화금융	35.2	36.4	3.8	4.0	15.0	15.2	25.4	26.0	9.2	9.2
린데	원자재	20.7	21.6	9.4	10.0	22.9	23.5	40.9	42.6	2.2	2.2
마벨 테크놀로지	반도체	17.3	24.9	1.8	4.3	31.9	33.9	5.6	12.6	9.7	5.8
버라이즌 커뮤니케이션스	통신	19.0	20.0	4.8	5.3	14.7	15.0	32.7	35.2	3.9	3.8
클라우드스트라이크	소프트웨어	16.8	19.0	6.4	7.5	21.5	22.6	29.9	33.1	2.6	2.5
화이자	제약/바이오	18.1	18.2	4.9	6.6	27.4	27.5	17.9	24.0	3.7	2.8
이튼	자본재	23.5	25.0	9.8	11.0	16.0	16.4	61.6	67.0	2.4	2.3
코닝	하드웨어	21.2	25.0	6.1	9.0	15.0	16.8	40.8	53.6	3.5	2.8
인튜이트	소프트웨어	30.3	30.6	17.6	19.3	31.1	31.6	56.6	61.1	1.7	1.6
U.S.뱅크프	은행	13.4	13.6	1.2	1.2	26.4	27.1	4.5	4.6	11.3	10.9
판타 서비스	자본재	18.8	19.4	6.1	6.4	6.4	6.5	95.4	98.0	3.1	3.0
존슨 콘트롤즈	자본재	22.5	24.6	8.4	9.7	11.9	13.0	70.2	74.0	2.7	2.6
제너럴 모터스	자동차	17.8	18.1	4.1	4.6	6.3	6.4	64.8	71.7	4.4	3.9
휴렛팩커드 엔터프라이즈	하드웨어	19.0	20.2	6.0	6.9	11.0	11.7	54.2	59.1	3.2	2.9

자료: Bloomberg, 하나증권

국내 증시 내 최근 3년간 9~11월 외국인 순매수와 순매도 업종

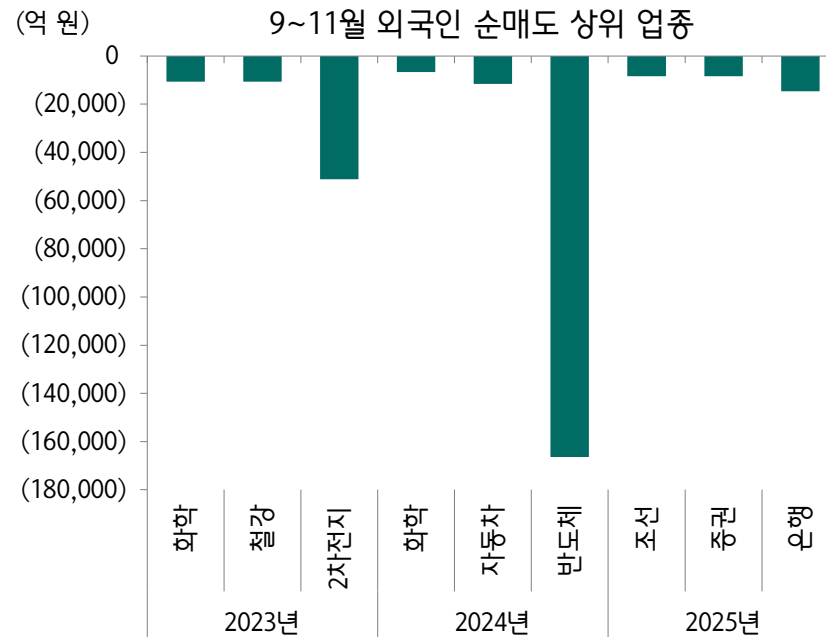
- 2023~25년 9~11월 3개월 동안 외국인 순매수 상위 3개 업종과 2023~25년 9~11월 3개월 동안 외국인 순매도 상위 3개 업종
- 9~11월까지 외국인 순매수와 순매도 업종의 차이점이 있다면, 이를 활용해 외국인 순매수 가능 업종과 기업 선별 가능

2023~25년 9~11월 3개월 동안 외국인 순매수 상위 3개 업종



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

2023~25년 9~11월 3개월 동안 외국인 순매도 상위 3개 업종

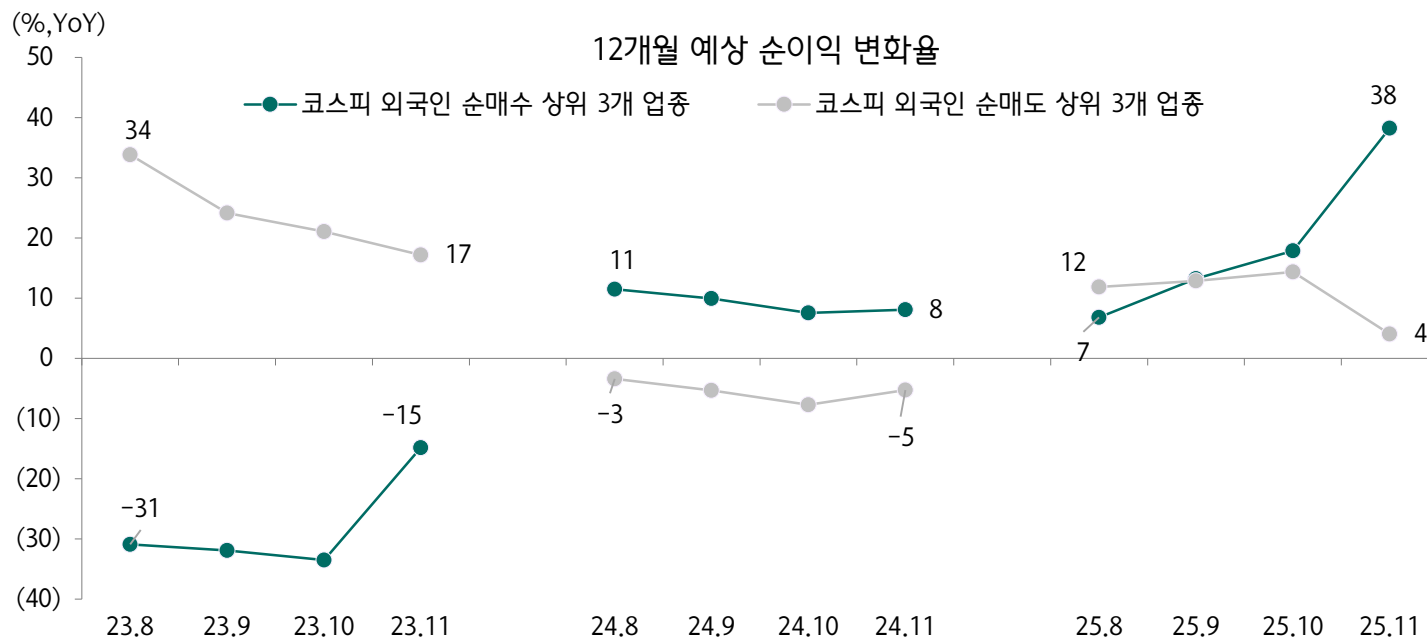


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

최근 3년간 9~11월 외국인 순매수 업종 공통점: 내년을 대비하는 포트폴리오 구성

- 최근 3년간 9~11월 3개월 동안의 외국인 순매수 상위 업종의 12개월 예상 순이익 증가율(YoY)은 상승 및 개선
- 반면 순매도 상위 업종의 경우는 하락

9~11월에는 외국인으로 내년의 이익 증가율을 반영해 포트폴리오를 구성한다는 점을 염두에 둘 필요가 있음

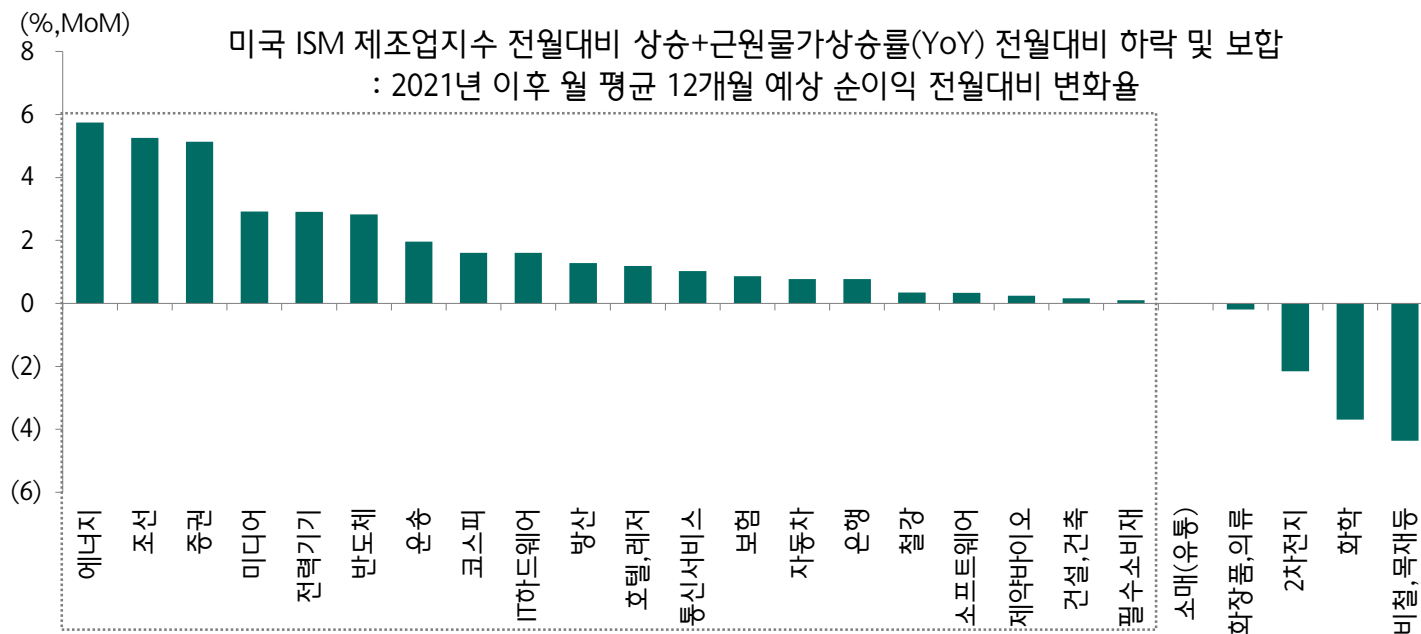


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

미국 제조업 경기 확장과 물가 하락 시 국내 증시 내 이익 개선 수혜 업종을 선별

- 지금과 같이 미국 ISM 제조업지수 전월 대비 상승과 근원 물가상승률(YoY) 하락(보합 포함) 시 국내 증시 업종별 2021년 이후 12개월 예상 순이익의 월 평균 변화율 계산
- [참고] 해당 국면에서 에너지, 조선, 증권, 전력기기, 반도체, 운송, IT하드웨어, 방산 등의 12개월 예상 순이익 월 평균 상승률 높음

미국 제조업 경기 확장과 물가 하락 시 국내 증시 내 이익 개선 수혜 업종 선별

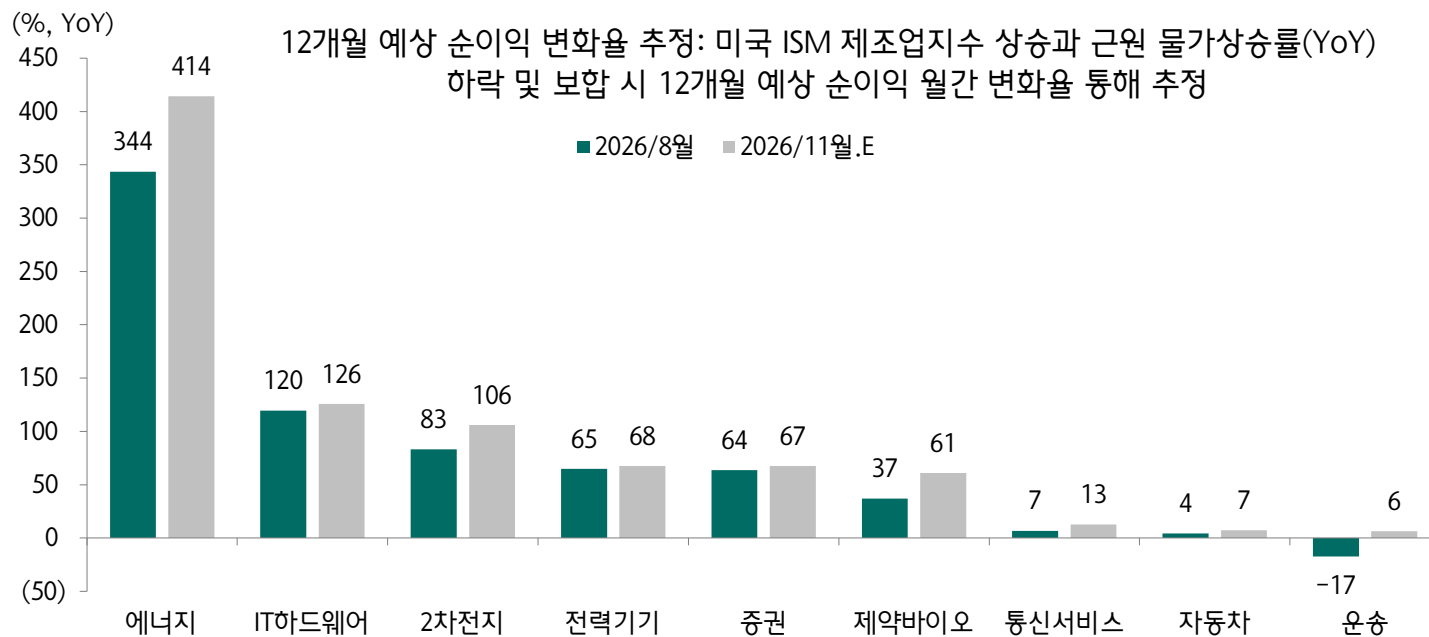


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

국내 증시 업종 선별 조건(1) 8월보다 11월 이익 증가율이 높아질 것으로 예상되는 업종

- 2026년 8월(현재)보다 앞서 제시한 월 평균 상승률을 적용해 추정한 11월의 12개월 예상 순이익 증가율(YoY)이 높아질 것으로 전망되는 업종: 에너지, IT하드웨어, 2차전지, 전력기기, 증권, 제약/바이오, 통신서비스, 자동차, 운송

국내 증시 업종 선별 조건(1) 8월보다 11월 이익 증가율이 높아질 것으로 예상되는 업종



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

국내 증시 업종 선별 조건(2) ROA 상승, 재무레버리지 비율 하락한 업종

- 국내 업종 중 2026년 대비 27년 ROA 상승, 재무레버리지 비율은 하락 예상 업종: 전력기기, 방산, IT하드웨어, 화장품, 제약/바이오, 자동차, 소프트웨어, 운송, 2차전지

업종	ROE(%E) =ROA*재무레버리지 비율		ROA(%E) =순이익/총자산		재무레버리지(배) =총자산/총자본	
	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E
코스피	28.8	28.0	7.6	8.5	3.8	3.3
전력기기	21.7	24.2	6.7	8.0	3.3	3.0
방산	16.8	18.6	4.2	5.0	4.0	3.7
IT하드웨어	14.1	18.5	7.9	10.7	1.8	1.7
화장품/의류	13.7	14.3	8.0	8.6	1.7	1.7
제약/바이오	10.8	10.9	7.4	7.6	1.5	1.4
자동차	9.7	10.1	4.2	4.4	2.3	2.3
소프트웨어	8.2	8.9	4.9	5.3	1.7	1.7
운송	7.0	8.3	3.1	3.8	2.3	2.2
보험	5.9	6.2	1.3	1.6	4.6	4.0
2차전지	2.1	5.1	0.8	1.8	2.8	2.8
화학	2.0	4.9	0.8	1.9	2.5	2.6
철강	2.8	3.7	1.5	1.9	1.9	1.9

주) 음영은 8월보다 11월 이익 증가율이 높아질 것으로 예상되는 업종
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

국내: 미국 경기 확장 수혜 그리고 ROA 상승과 재무레버리지 비율 하락 기업 관심

종목명	업종명	12개월 예상 순이익 평균 증가율 (%, MoM)	ROE(%E)		ROA(%E)		순이익률(%E)		총자산회전율(%E)		재무레버리지(배)	
			26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E	26년.E	27년.E
삼성전기	하드웨어	2.2	14.9	23.3	10.1	15.7	10.7	15.9	93.8	99.3	1.5	1.5
LG에너지솔루션	2차전지	0.1	-1.9	7.6	-0.7	3.1	-1.2	4.0	54.5	78.2	2.9	2.5
기아	자동차	2.3	13.3	13.3	8.2	8.3	6.8	7.1	120.7	116.1	1.6	1.6
NAVER	소프트웨어	0.2	6.8	7.3	4.6	4.9	14.2	14.5	32.2	33.8	1.5	1.5
LS ELECTRIC	전력기기	1.6	23.7	28.0	9.9	12.3	8.3	9.8	119.9	125.9	2.4	2.3
효성중공업	전력기기	5.2	28.9	31.8	9.9	12.2	10.9	13.3	91.5	91.7	2.9	2.6
삼성중공업	조선	5.2	20.2	25.2	5.9	8.4	7.3	10.0	80.2	83.3	3.4	3.0
LG 디펜스앤에어로스페이스	방산	1.9	22.7	26.0	4.0	5.1	7.1	8.6	56.0	59.5	5.7	5.1
현대글로벌비스	운송	0.8	15.2	15.4	8.5	8.9	5.0	5.5	169.9	162.8	1.8	1.7
현대건설	건설	1.7	5.9	7.0	2.4	3.0	1.9	2.3	125.7	130.1	2.5	2.3
한화시스템	방산	4.0	2.7	7.2	0.9	3.4	3.1	8.2	28.6	41.6	3.1	2.1
삼성E&A	건설	0.2	14.7	16.0	7.2	8.0	6.9	7.1	104.4	112.7	2.0	2.0
이수페타시스	반도체	1.6	30.6	33.3	18.5	21.3	17.0	18.6	109.1	114.3	1.7	1.6
주성엔지니어링	반도체	0.7	7.3	16.3	4.9	11.0	12.7	21.8	38.2	50.7	1.5	1.5
LG씨엔에스	소프트웨어	1.2	15.3	15.5	8.7	9.2	7.2	7.4	121.6	124.3	1.8	1.7
유한양행	제약/바이오	2.5	7.0	9.2	4.6	6.2	7.0	9.1	65.4	68.1	1.5	1.5
한온시스템	자동차	4.9	6.5	7.1	2.4	2.8	2.3	2.6	108.3	110.1	2.7	2.5
한국콜마	화장품	3.7	19.6	19.9	6.9	7.7	6.1	6.6	112.5	115.4	2.8	2.6
세트렉아이	우주	8.6	4.3	7.9	3.9	8.0	4.6	6.6	84.4	121.0	1.1	1.0
원익QnC	반도체	2.6	13.7	14.7	4.8	5.7	6.5	7.1	73.2	80.9	2.9	2.6

주) 12개월 예상 순이익 평균 증가율(% MoM): 2021년 이후 미국 ISM 제조업지수 전월대비 상승과 근원 물가상승률 전월대비 하락 및 보합 국면 평균 순이익 증가율 적용
 자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권