



2024년 하반기 주식시장 전망과 전략

# 연준 기준금리 시나리오별 대응 전략



2024. 5. 7

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

선임연구원 박지원 jiwon.park@hanafn.com

하나증권

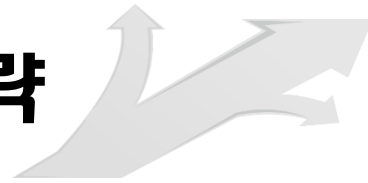


#### Compliance Notice

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.

# 하반기 주식시장 전망과 전략

연준 기준금리 시나리오별 대응 전략



하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

## [요약\_표] 연준 기준금리 시나리오별 대응 전략

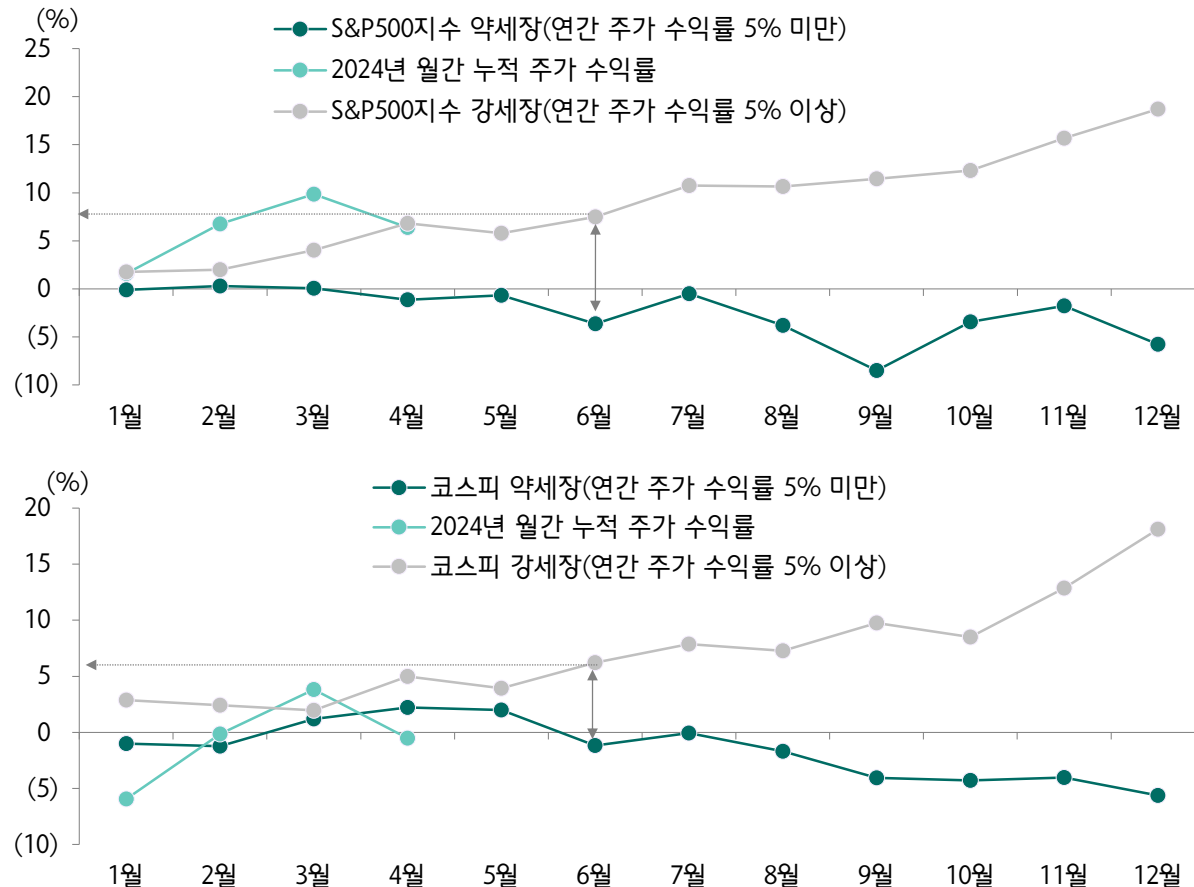
연준 기준금리 정책 시나리오	기준금리 동결	기준금리 인하	기준금리 인상
배경	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 적정금리 하락</li> <li>적정금리는 기준금리 보다 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>9월 미국 고용지표 둔화</li> <li>10월 이후 미국 목표물가(2%) 수준 진입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 GDP 성장률로 기준금리 결정</li> <li>GDP 성장률 2% 이상에서 가능</li> </ul>
중요 매크로 변수	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 10년물 국채금리</li> <li>5% 상회 시 미국 Yield Gap (-) 진입</li> <li>5% 이하에서 지수 반등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리 인하 횟수</li> <li>3회 이하 시 Protective put 인식</li> <li>3회 초과 시 경기침체 인식</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>WTI 가격과 하이일드 신용스프레드</li> <li>WTI 가격 120달러 상회 여부</li> <li>신용스프레드 500bp 상회 여부</li> </ul>
지수 Downside	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 10년물 국채금리 100bp 상승 시</li> <li>S&amp;P500과 코스피 고점 대비 10% 하락</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Protective put으로 인식 가정</li> <li>월간 기준 지수 5% 내외 하락 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>단발적: 월간 10% 하락</li> <li>연속적: 연간 20% 하락</li> </ul>
지수 Upside	<ul style="list-style-type: none"> <li>이익 증가율이 결정</li> <li>S&amp;P500 고점: 5,650p</li> <li>코스피 고점: 2,950p</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>밸류에이션과 영업이익률이 결정</li> <li>S&amp;P500 고점: 5,800p</li> <li>코스피 고점: 3,100p</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 경기 확장 여부 확인 필요</li> <li>확장 기간 평균 8개월(현재 4개월)</li> <li>미국 투자, 중국 소비 중심</li> </ul>
업종과 기업 선별 변수	<ul style="list-style-type: none"> <li>고ROE/고FCF/저부채비율</li> <li>하이퀄리티 중심</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>밸류에이션 급락, 영업이익률 개선</li> <li>소외됐던 성장주 반전(+Tech 유지)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>전통 사이클릭 강세(주도주 변화)</li> <li>가격 전가력이 중요</li> </ul>
미국 업종	<ul style="list-style-type: none"> <li>반도체, 보험, 가정/개인용품, 제약/바이오, 미디어</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>자동차, 부동산, 내구소비재/의류, 은행, 유틸리티</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>에너지&gt; 소재&gt; 산업재 (가격 전가력 순)</li> </ul>
미국 기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>엔비디아, 프로그레시브, 에스티로더, 일라이릴리, 알파벳</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GM, 아메리칸타워, 나이키, BOA, 서던컴퍼니</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>코노코필립스, 베이커 휴즈, 프리포트 맥모란, 보잉, 이튼</li> </ul>
국내 업종	<ul style="list-style-type: none"> <li>반도체, 조선, 제약/바이오, IT하드웨어, 은행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>소프트웨어, 미디어, 2차전자, 화장품, 호텔/레저</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>산업재&gt; 소재 (가격 전가력 순)</li> </ul>
국내 기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>SK하이닉스, HD현대중공업, 삼성바이오, LG이노텍, 신한지주</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NAVER, 에스엠, 삼성SDI, 아모레퍼시픽, 파라다이스</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>한화오션, 삼성중공업, HMM, 현대로템, 대한유화, 효성첨단소재</li> </ul>

## [요약\_글] 연준 기준금리 시나리오별 대응 전략

- 하반기 주식시장: 미국 증시는 Tech섹터의 이익증가율(YoY)이 하락하는 과정에서 1분기 이익증가율(YoY) 저점 형성 후 상승할 수 있는 Non Tech섹터의 부각을 기대하고 있다.
- 국내 증시는 DPS(주당배당금) 사상 최고치 경신을 기반으로 한 밸류업과 이익 증가를 이끌고 있는 반도체를 중심으로 한 Tech 섹터 내 주가 상승 기업 확산을 기대하고 있다.
- 하반기 주식시장을 지배할 수 있는 변수는 변함 없이 금리다. 연준(Fed)의 금리 정책 시나리오는 ① 기준금리를 동결을 하거나, ② 인하를 하거나, ③ 인상을 하는 것이다.
- ① 기준금리 동결 시나리오: 미국 10년물 국채금리 5% 상회 여부는 주식시장의 단기 조정을 판단할 수 있는 중요한 수치가 된다(5%를 넘어설 경우 고점 대비 10% 내외 가격 조정 발생).
- [① 시나리오] 하에서는 이익증가율과 주가수익률을 동일하게 볼 필요가 있다. S&P500과 코스피 하반기 고점은 각 5,650p과 2,950p다. 업종이나 기업의 퀄리티를 평가할 수 있는 ROE, FCF 비율, 부채비율, COE와 같은 변수가 포트폴리오 구성 전략에 필요 조건이 된다.
- ② 기준금리 인하 시나리오: 기준금리 인하 횟수가 중요하고, 3회 이내로 인하 시 보험성 금리 인하(Protective put)로 인식할 수 있다. (3회를 초과하는 금리 인하는 경기침체로 인식).
- [② 시나리오] 하에서는 PER 재상승 및 영업이익률 개선 여부가 주가수익률을 결정하게 된다. S&P500과 코스피 하반기 고점은 각 5,800p과 3,100p다. 고점 대비 PER과 주가가 크게 하락하고, 영업이익률 개선을 기대할 수 있는 업종과 기업을 중심으로 포트폴리오를 구성할 필요가 있다.
- ③ 기준금리 인상 시나리오: 기준금리 동결 이후 재인상은 단발성을 가정하더라도 월간 기준 10% 이상의 지수 하락을 초래할 가능성이 있다. 금리 인상의 부작용이 발생하지 않기 위해서는 WTI 가격은 120달러 이하, 미국 하이일드 신용스프레드는 500bp 이하 수준을 유지해야 한다.
- [③ 시나리오] 하에서는 글로벌 경기 확장 유지를 확인한 이후 에너지, 소재, 산업재와 같은 전통 사이클릭얼이 주도주로 부각될 것으로 판단된다. 특히 가격 전가력(생산 원가 상승을 판매 가격 상승으로 이전할 수 있는가의 여부)이 높은 사이클릭얼 업종이나 기업에 대한 비중 확대가 유효하다.

## 5~6월은 하반기 강세장과 약세장의 경계선

연간 강세장과 약세장 공통 5월은 부진. 6월 수익률 복구 여부에 따라 하반기 강세장과 약세장 결정



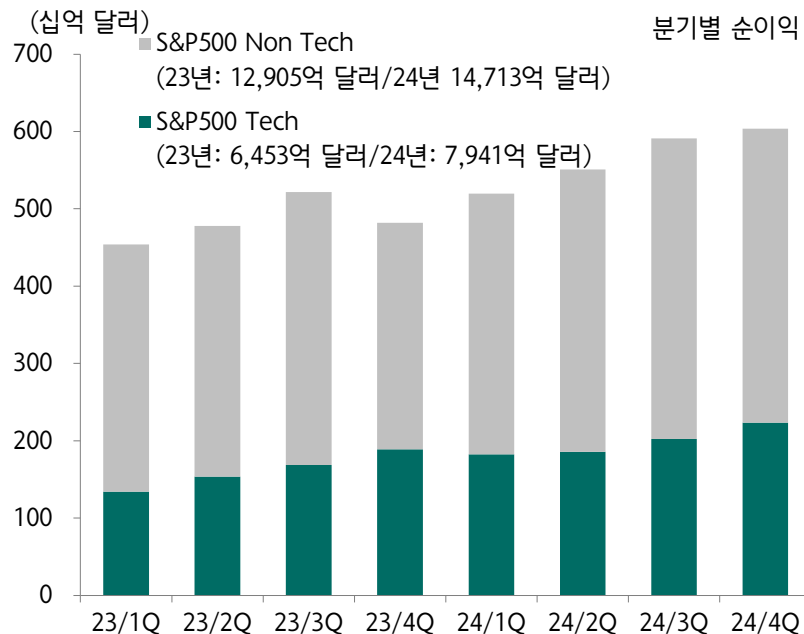
- S&P500지수와 코스피, 연간 강세장이던 약세장이던 5월 지수 조정은 일반적
- 2010년 이후 S&P500지수 5월 평균 추가 수익률 -0.5%: 약세장 +0.4%, 강세장 -1.0%
- 코스피 5월 평균 추가 수익률 -0.6%: 약세장 -0.3%, 강세장 -1.1%
- 5월의 부진을 6월에 복구할 경우 하반기 주식시장은 강세장으로 진입
- 반면 그렇지 못할 경우 하반기 부진을 면치 못했음

주) 2010년 이후 월간 평균 추가 수익률  
자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 하반기 바람, 미국 증시 Non Tech Go Go

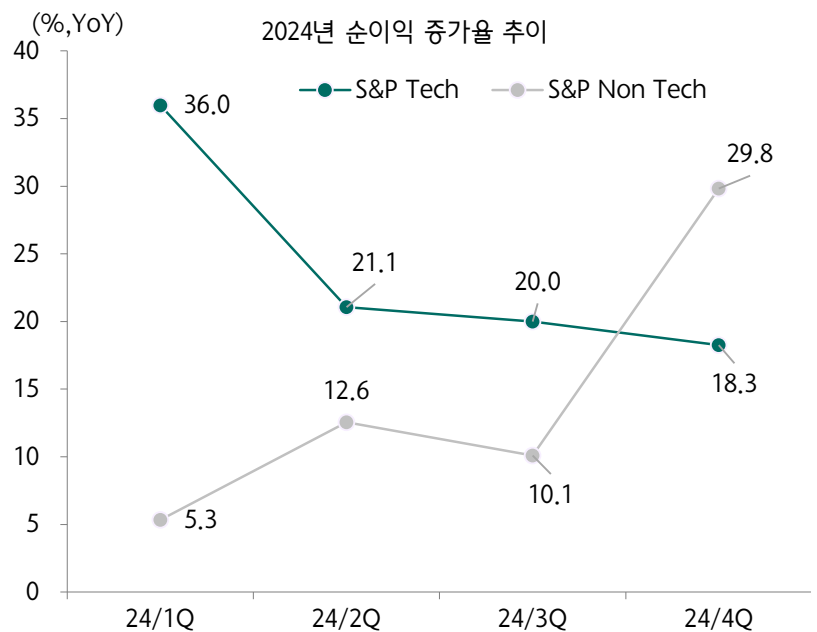
- 2024년 S&P500 Tech 섹터 순이익 증가율 전망치 23%, Non Tech 섹터 전망치 14%
- Tech 섹터 순이익 증가율(YoY) 2024년 1분기 36%를 고점으로 하락, 4분기 18%로 낮아질 것으로 전망
- 반면 Non Tech 섹터 순이익 증가율(YoY) 2024년 1분기 5%를 저점으로 상승, 4분기 30% 예상

### 2024년 연간 이익 증가율은 Tech가 Non Tech 섹터 대비 높음



자료: Bloomberg, 하나증권

### 2024년 분기별 순이익: Tech는 1분기 고점, Non Tech는 1분기 저점



자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 증시, 2024년 주가 상승에서 이익 증가를 제대로 반영하지 못한 업종 관심

업종	2024년 주가 수익률 구성(%)			2024년 EPS 증가율 전망치(%)
	2024년 주가 수익률	EPS 기여	PER 기여	
반도체/장비	29.2	13.8	13.5	38.8
에너지	15.4	0.7	14.6	-1.4
미디어	13.0	7.7	4.9	9.2
은행	12.1	3.5	8.4	-3.6
보험	11.4	6.8	4.3	15.8
식품/생필품유통	9.6	9.1	0.5	6.2
자본재	9.4	3.2	6.0	6.6
유통	9.0	8.9	0.1	28.2
가정/개인용품	8.8	6.0	2.6	15.2
상업전문서비스	6.4	2.8	3.5	8.3
다각화금융	6.3	5.2	1.0	12.3
유틸리티	5.6	2.3	3.2	14.2
원자재	3.8	0.7	3.1	-0.6
제약/바이오	3.3	-3.7	7.2	9.6
음식료/담배	2.4	0.3	2.0	4.5
소프트웨어/서비스	2.2	6.9	-4.4	9.8
정보통신서비스	1.9	-4.4	6.6	10.9
소비자서비스	1.8	3.9	-2.0	5.1
운송	1.6	4.7	-2.9	8.4
헬스케어 장비/서비스	1.6	2.1	-0.5	4.7
내구소비재/의류	-8.1	-1.8	-6.5	-1.5
기술 하드웨어/장비	-9.2	1.4	-10.4	-3.8
부동산	-9.8	3.9	-13.1	-47.9
자동차/부품	-25.3	-1.7	-24.0	0.3

자료: Bloomberg, 하나증권

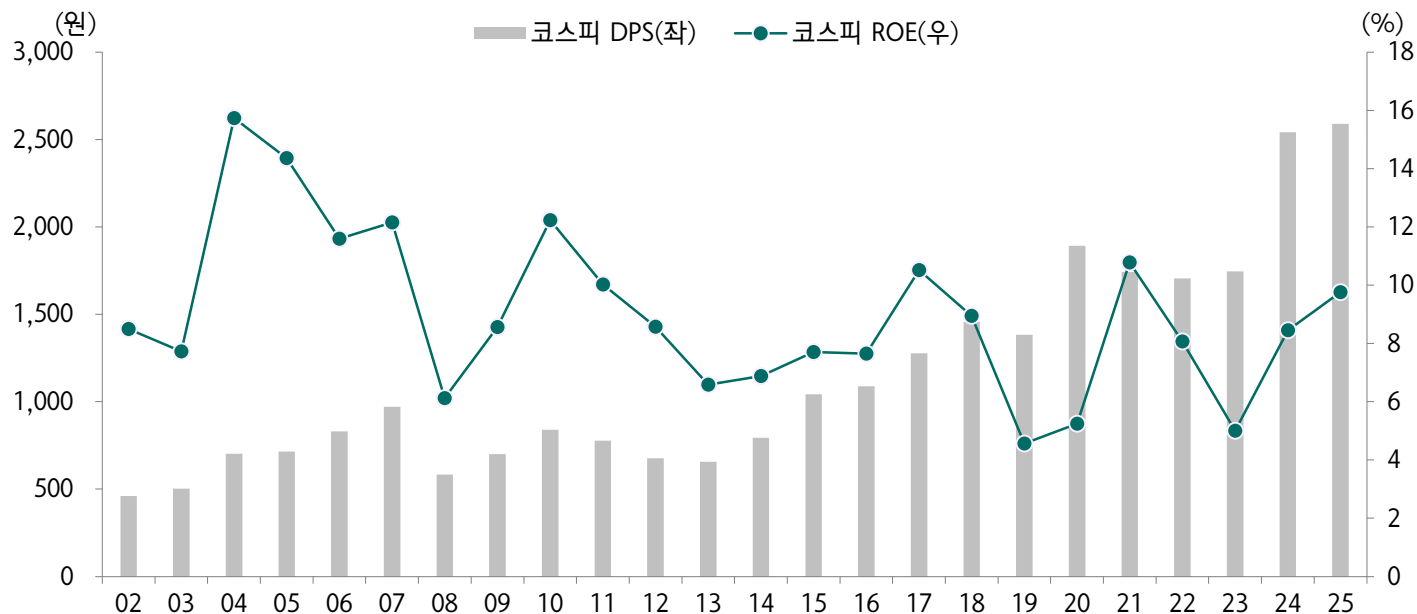
- 2024년 주가 수익률에서 EPS 기여도 측정
- EPS 기여도와 2024년 EPS 증가율 전망치 비교
- 향후 추가적으로 EPS가 주가 상승에 기여할 수 있는 업종
- 반도체/장비, 보험, 유통, 다각화 금융, 유틸리티, 제약/바이오



## 하반기 바람, 국내 증시 Value up Go Go

- 2024~25년 코스피 ROE 전망치 8.5%와 9.8%로 2년 연속 상승 기대. 참고로 2023년 ROE 5.0%로 2002년 이후 최저 수준
- 2024년 코스피 DPS 전망치 2,543원으로 전년대비 46% 증가 전망, 2025년 2,590원으로 2년 연속 사상 최고치 경신 기대
- 코스피 밸류에이션 리레이팅 바람

코스피 리레이팅 바람: 2024~25년 ROE 2년 연속 상승, DPS 2년 연속 사상 최고치 경신 기대

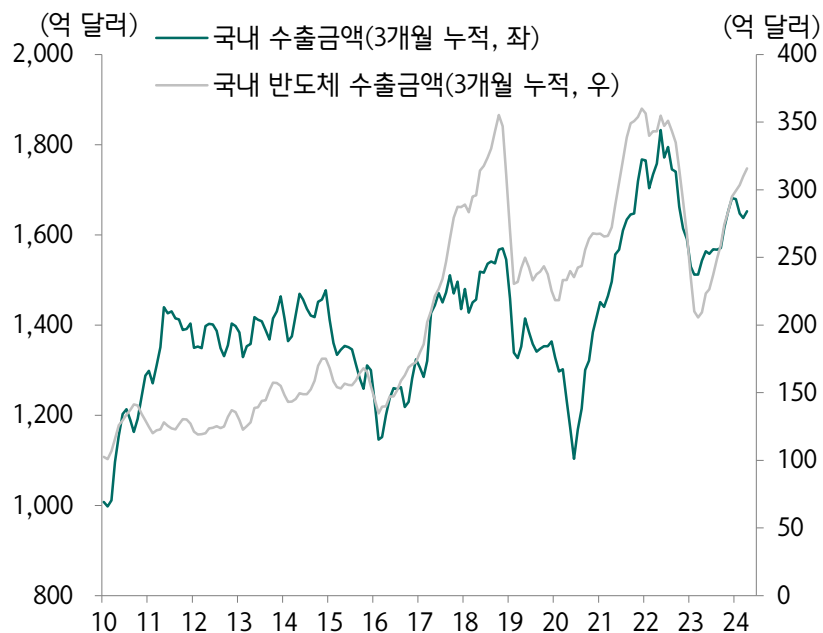


자료: Quantiwise, 하나증권

## 국내 증시 하반기 바람, Tech Go Go

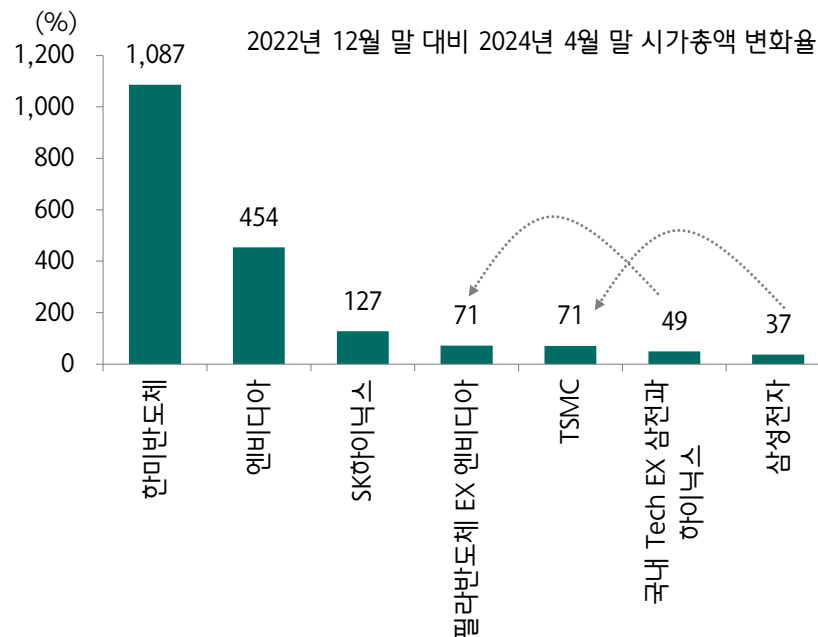
- 국내 수출 금액 2023년 1분기 이후 꾸준히 증가세 유지
- 수출 금액 증가를 주도하고 있는 반도체. 2023년 국내 총 수출금액 중 반도체 비중 15.6%에서 2024년(4월까지 누적) 18.6%로 상승
- 국내 Tech 섹터에서 한미반도체, SK하이닉스로만 집중됐던 관심이 여타 반도체와 IT H/W 기업으로 확산 기대

### 국내 반도체를 중심으로 꾸준히 수출금액 증가세 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

### 국내 Tech 섹터 내에서 주가 상승 낙수효과 기대

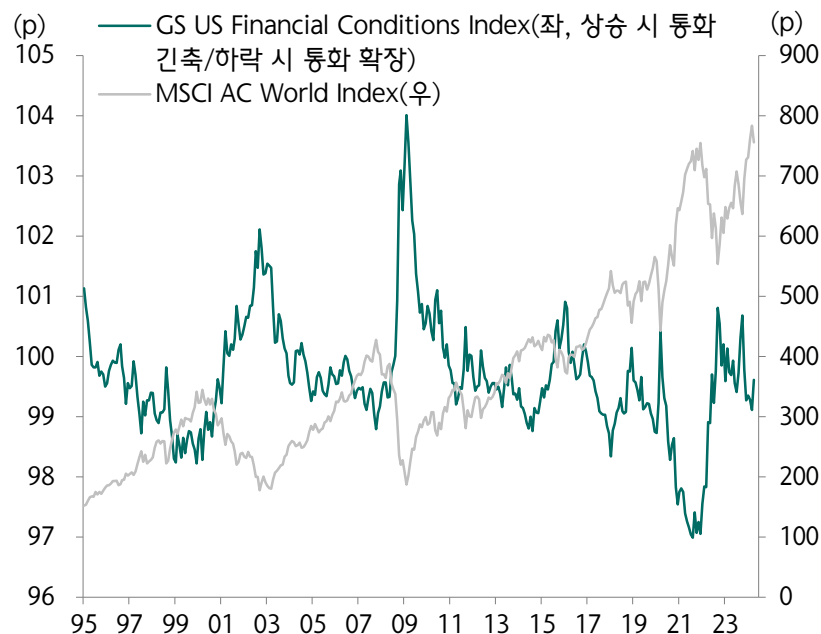


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

## 무엇보다도 우선하는 금리 정책, 주식시장을 지배하는 변수

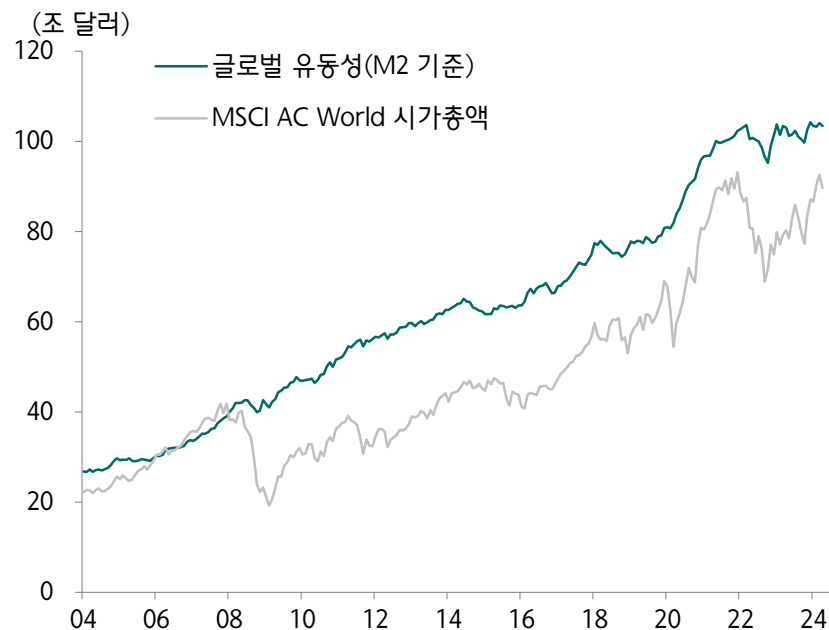
- 연준 통화정책 확장/긴축 기대와 우려가 글로벌 주식시장을 지배: 미국 금융컨디션 지수 상승(통화긴축 우려)시 MSCI AC 지수 하락, 하락(통화확장 기대)시 MSCI 지수 상승
- 글로벌 유동성 총량과 주식시장 시가총액간의 상관계수는 0.95: 글로벌 유동성 2024년 3월 104조 달러를 정점으로 다소 감소. MSCI AC World 시가총액 3월 93조 달러에서 4월 90조 달러로 감소

### 미국 통화정책의 확장과 긴축 여부는 지수의 방향성을 결정



자료: Bloomberg, 하나증권

### 유동성 총량에 따라 지수의 방향성도 결정

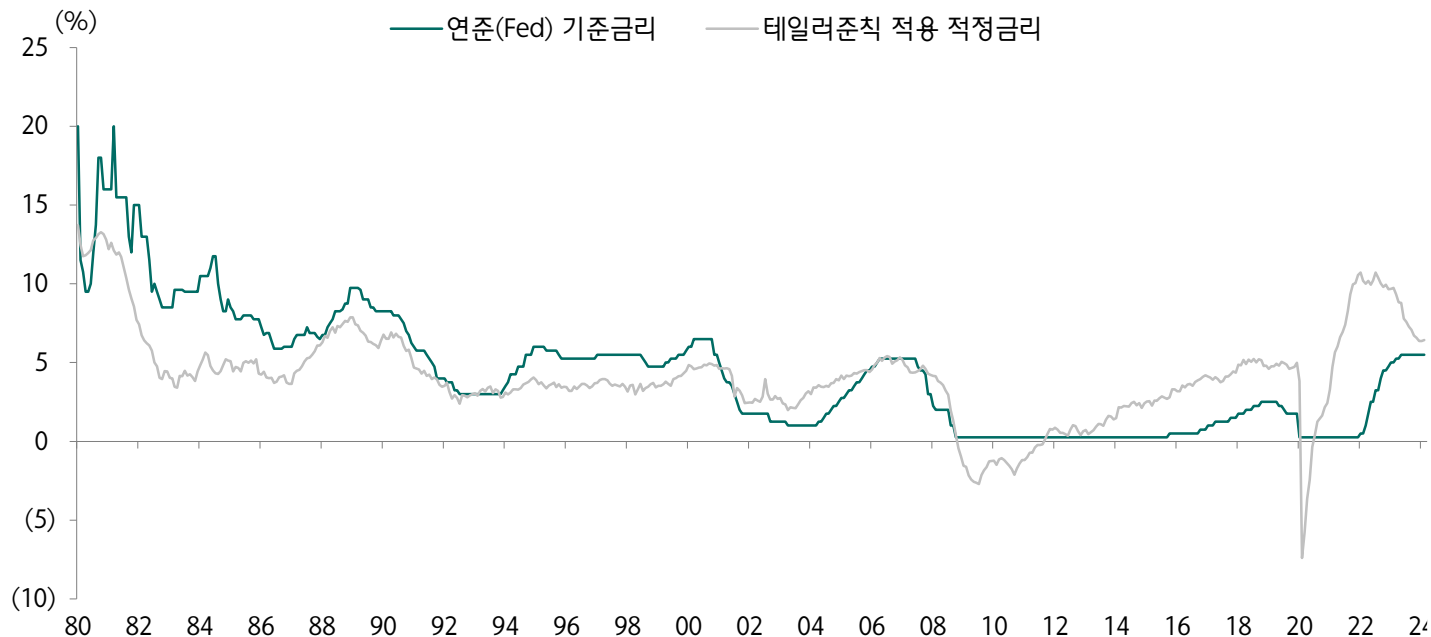


자료: Bloomberg, 하나증권

## 시나리오 1. 연준(Fed)이 기준금리를 동결한다면

- 2024년 5월 연준 기준금리는 5.5%로 2000년 이후 가장 높은 수준
- 현재 미국 테일러준칙을 적용한 적정금리는 6.4%로 기준금리 보다 높음
- 적정금리가 하락하고 있어 기준금리 인상 필요성도 크지 않지만, 서둘러 인하도 할 필요가 없음

연준(Fed) 통화정책 변화를 서두를 이유가 없음: 미국 적정금리가 하락하고 있지만, 아직은 기준금리 보다 높음

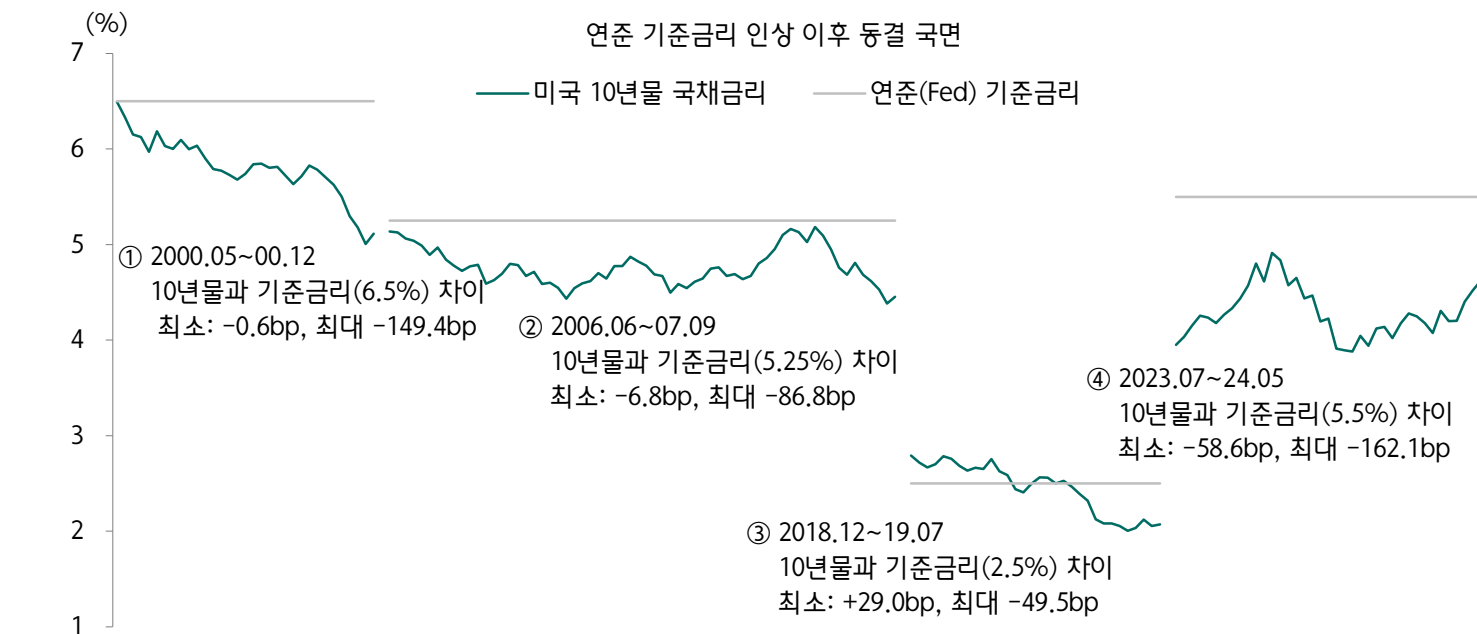


자료: Bloomberg, 하나증권

## 연준 기준금리 5% 이상에서 동결된다면, 10년물 국채금리의 레벨은 어떻게 될까

- 연준 기준금리 인상 이후 동결 국면에서 미국 10년물 국채금리 추이를 보면, 2018~19년과 같이 기준금리의 절대 레벨이 2.5%로 낮았을 당시 10년물 국채금리는 기준금리를 상회하기도 했음
- 그러나 기준금리 레벨이 5% 이상일 경우 10년물 국채금리는 기준금리 보다 낮았음. 10년물과 기준금리 스프레드 최소 평균 -22bp, 최대 평균 -133bp, 현재 기준금리 5.5%에 해당 평균치 적용 시 10년물 국채금리 밴드는 4.2%~5.3%

### 2000년 이후 연준(Fed) 기준금리 인상 이후 동결 국면에서 미국 10년물 국채금리 밴드 추이

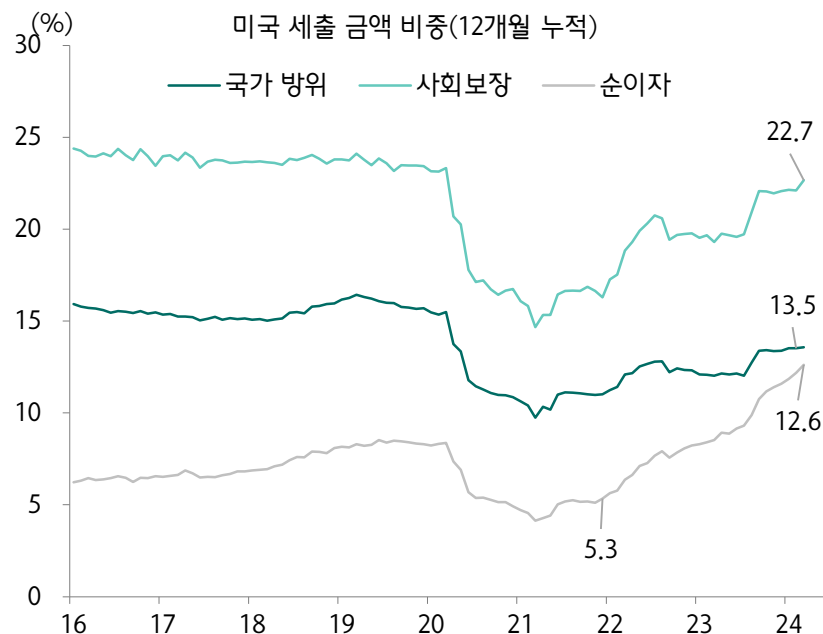


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 10년물 국채금리 5%에 민감한 주식시장

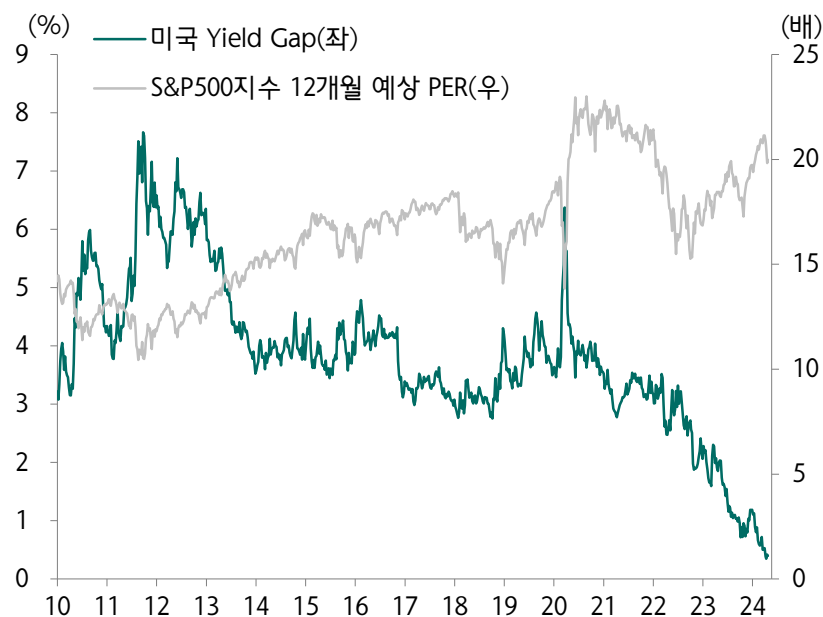
- 고금리로 인해 미국 정부 세출에서 이자 부담은 증가
- 미국 정부 세출 중 순이자 비중은 2021년 12월 5.3%에서 2024년 현재 12.6%(12개월 누적 기준)까지 상승. 국방비 비중과 유사
- S&P500지수 기대수익률( $1/PER \times 100$ )은 5%, 미국 Yield Gap(S&P500지수 기대수익률-10년물 국채금리)은 0.4%에 불과
- 미국 10년물 국채금리 5% 이상 시 Yield Gap은 마이너스

### 미국 정부 이자 비용 부담은 증가하고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

### 미국 10년물 국채금리 5% 상회 시 Yield Gap 마이너스

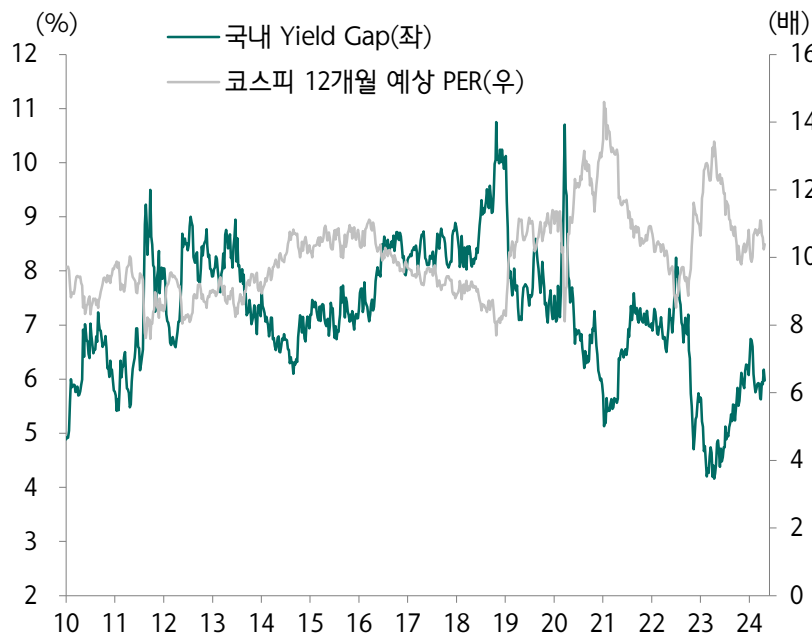


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 본드 텐트럼 현상은 국내 증시에도 부정적

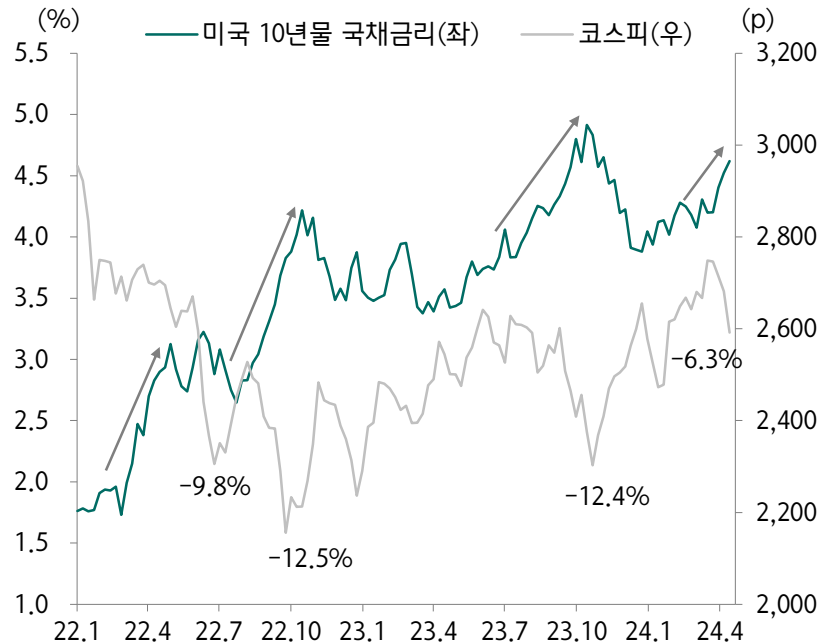
- 현재 코스피 기대수익률( $1/PER \times 100$ , PER 10.4배)은 9~10%, 국내 Yield Gap(코스피 기대수익률-10년물 국채금리)은 6.0%
- 미국 보다 절대 수준은 높지만, 국내 Yield Gap 2010년 이후 평균 7.2% 보다 낮은 수준
- 2022년 이후 미국 10년물 국채금리의 레벨 상승(100bp 이상 상승) 시 코스피 고점 대비 10% 이상의 가격 조정 발생

국내 증시 Yield Gap 6.0%로 평균(=7.2%) 하회



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

코스피, 미국 10년물 국채금리 100bp 이상 상승 시 10% 이상 가격 조정

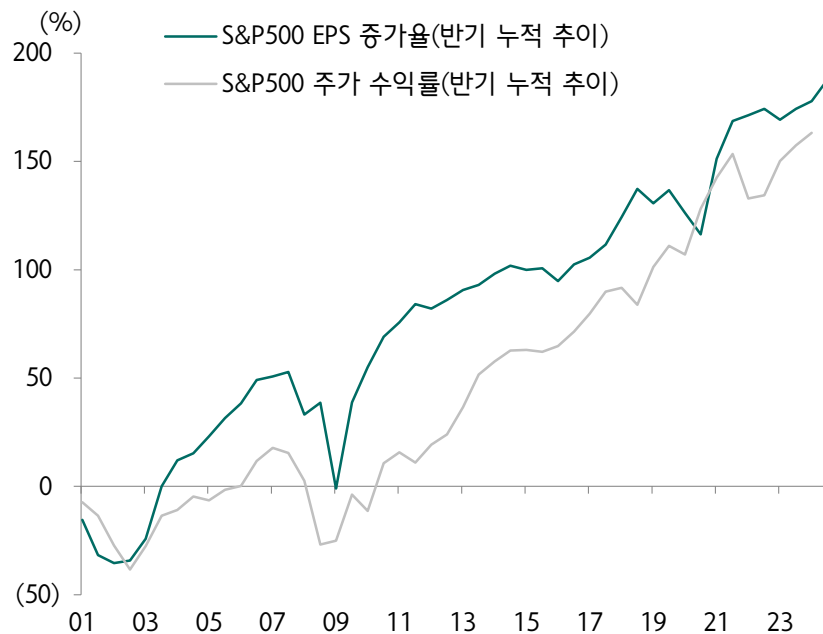


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 연준(Fed) 기준금리 동결 시 주가 수익률은 이익 증가율이 결정

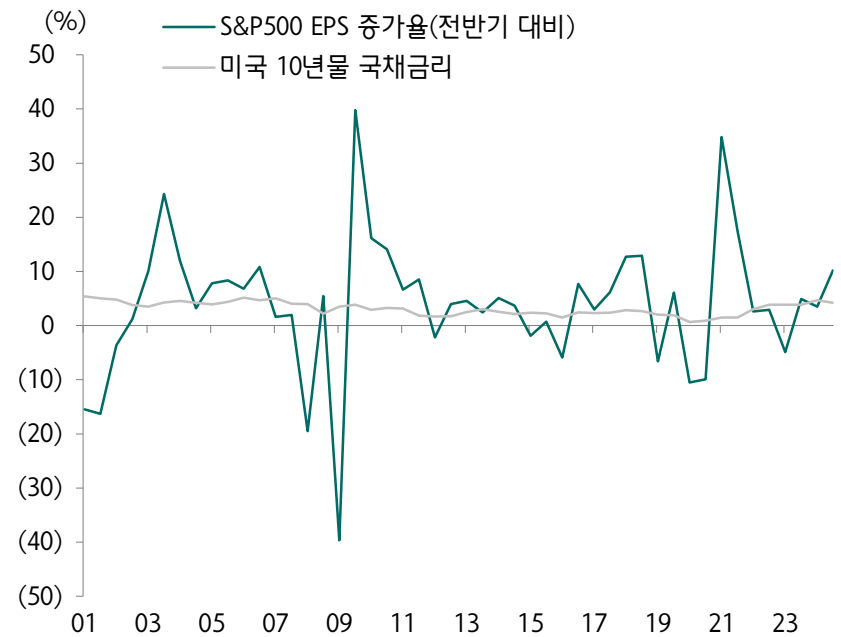
- 미국 10년물 국채금리가 4~5%의 고금리 수준을 유지할 경우 밸류에이션 보다는 이익 증가율이 주가 수익률을 결정
- 다만 해당 시나리오에서는 이익 증가율, 전반기 대비 (+)플러스와 10년물 국채금리 상회 여부가 중요
- 2024년 하반기 S&P500 EPS 증가율 10.2%(상반기 4%), 4분기 10년물 국채금리 컨센서스 4.2%(상반기 4.7%)

### 미국 증시, 이익 증가율이 주가 수익률을 결정



자료: Bloomberg, 하나증권

### 이익 증가율 (+)플러스와 10년물 국채금리 상회 여부가 중요



자료: Bloomberg, 하나증권



## 연준(Fed) 기준금리 동결 시 하반기 S&P500 고점 5,650p

- 2024년 하반기 S&P500 EPS 증가율 10.2%, 4분기 10년물 국채금리 컨센서스 4.2% 적용 시 이익 증가율과 금리 차이는 6%p 수준
- 2001년 이후 S&P500 이익 증가율과 10년물 국채금리 차이가 5~10%p 미만일 경우 반기 최고 +12%
- 2024년 4월 S&P500 종가 5,040p 적용 시 하반기 S&P500 고점 5,650p

2001년 이후 S&P500 이익 증가율과 10년물 국채금리 차이가 5~10%p 미만일 경우 반기 최고 12%, 최저 -5%

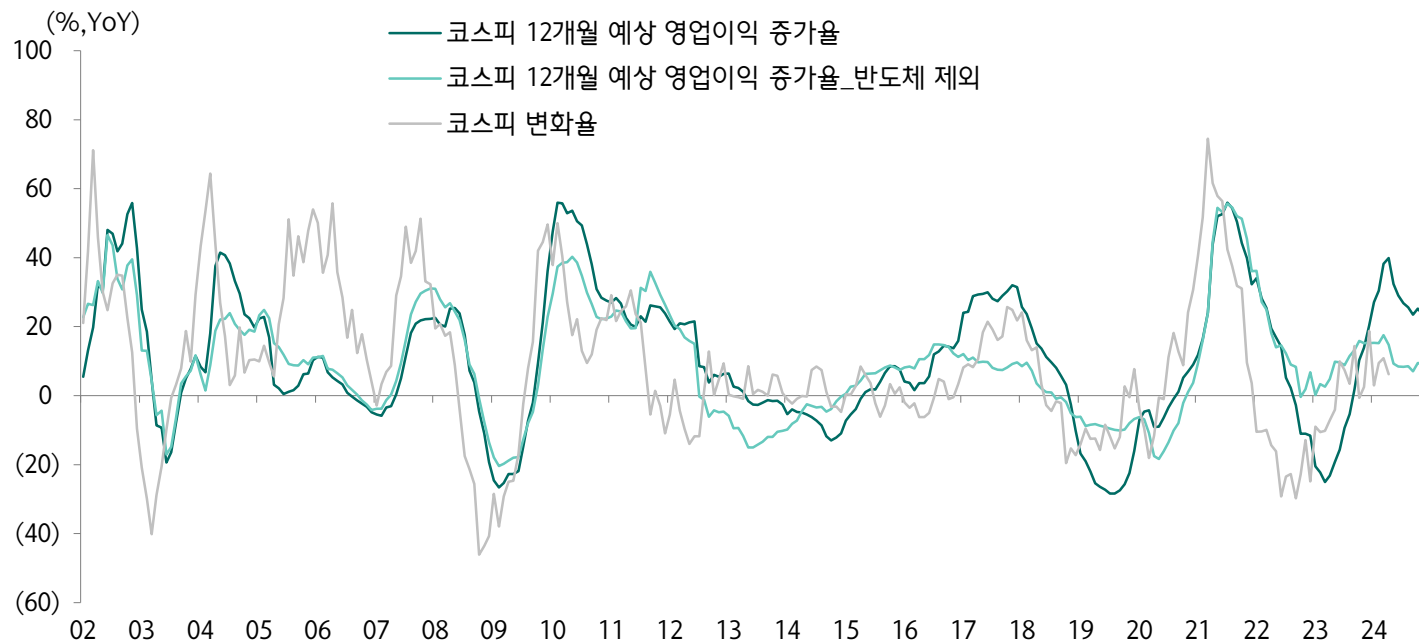
S&P500 EPS 증가율과 10년물 국채금리	S&P500 반기 주가 수익률(%)		
	최고	최저	평균
S&P500 이익 증가율 (-)	15.9	-13.8	-1.5
S&P500 이익 증가율 (+), 10년물 국채금리 하회	6.2	-20.6	-3.4
S&P500 이익 증가율 (+), 10년물 국채금리 상회	EPS 증가율과 10년물 국채금리 차이별 S&P500 반기 주가 수익률		
0~5% 미만	12.6	-29.4	4.1
5~10%p 미만	11.7	-4.8	4.8
10~20%p 미만	22.0	-7.8	4.4
20%p 이상	21.3	14.1	16.6

자료: Bloomberg, 하나증권

## 코스피 수익률을 이익 증가율이 결정한다면

- 코스피 12개월 예상 영업이익률 증가율(YoY)과 코스피 지수 변화율(YoY)은 연관성이 높음
- 다만 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율은 4월 40%(반도체 제외 15%)를 정점으로 12월 22%(9%)로 낮아질 것으로 예상
- 2024년과 25년 코스피 영업이익 전망치 263조 원(반도체 제외 205조 원)과 319조 원(237조 원) 적용

### 코스피 지수의 YoY 변화율과 12개월 예상 영업이익 YoY 변화율은 연관성이 높음

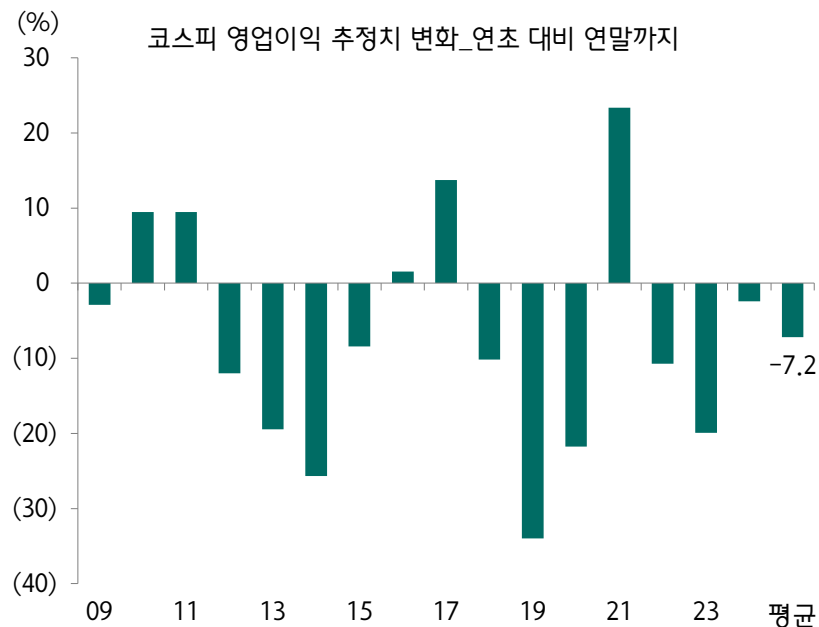


자료: Bloomberg, 하나증권

## 연준(Fed) 기준금리 동결 시 하반기 코스피 고점 2,950p

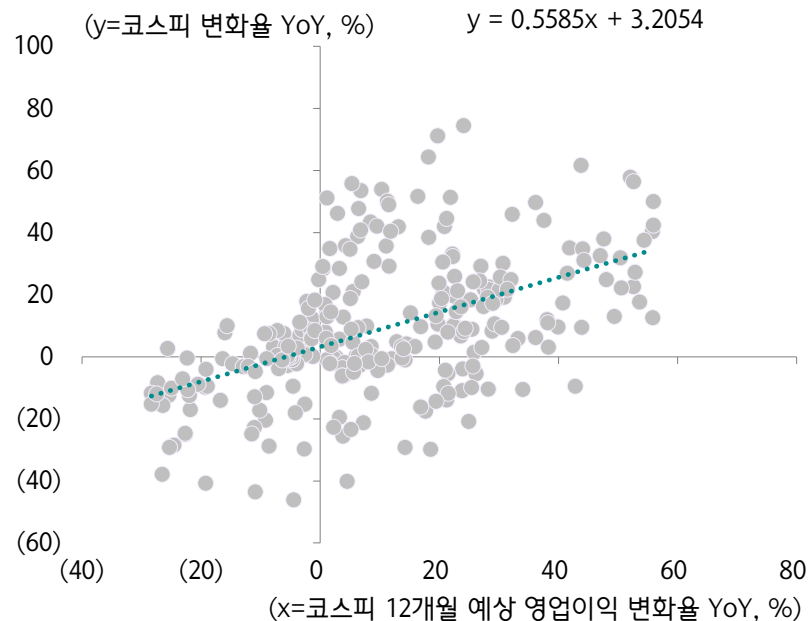
- 다만 코스피의 경우 영업이익 추정치는 연초 대비 연말까지 평균 7% 정도 하향 조정. 이를 적용해 2024년 12월 코스피 12개월 영업이익 증가율(YoY)을 계산하면 13%까지 하향 조정(2024년과 25년 코스피 영업이익 추정치 250조 원과 296조 원으로 하향)
- 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율(YoY)과 코스피 지수(YoY) 변화율 간의 회귀식을 통해, 2023년 12월 대비 24년 12월 이익 증가율 13%를 적용 시 코스피는 23년 12월(2,655p) 대비 11%의 상승 여력(2,950p)이 있음

### 코스피 영업이익 추정치 7% 정도의 하향 조정은 감안



자료: Quantiwise, 하나증권

### 코스피, 2023년 12월 대비 11% 상승 여력 있음

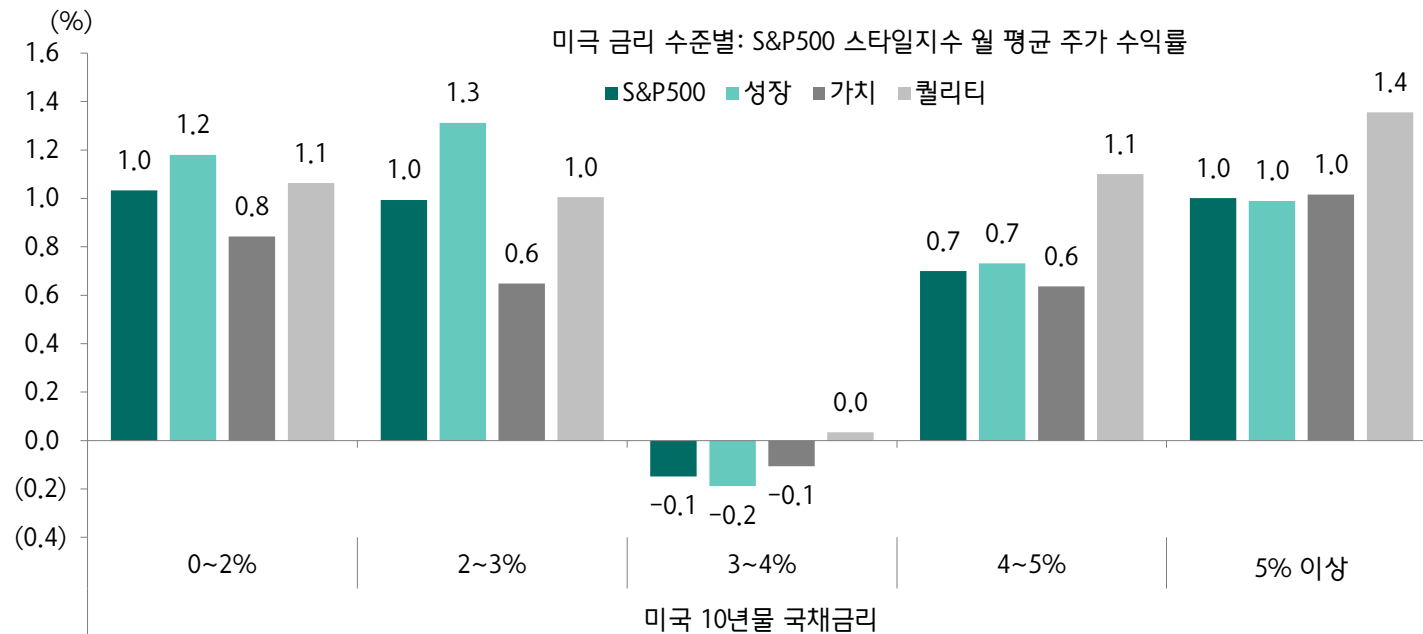


주) 2002년 이후 월간 기준  
자료: Quantiwise, 하나증권

## 미국 10년물 국채금리 4% 이상에서는 퀄리티지수

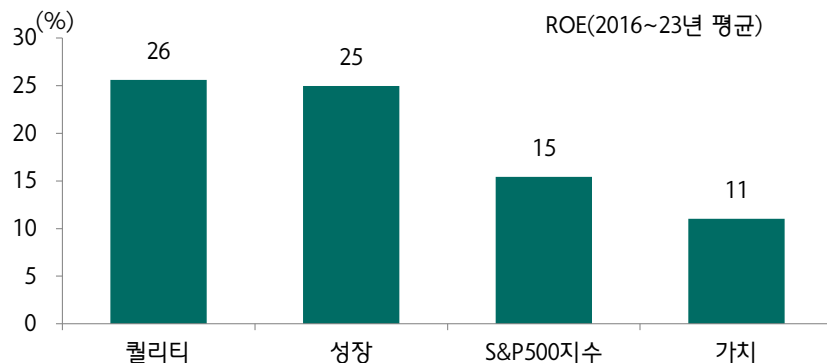
- 1996년 이후 미국 10년물 국채금리 4~5% 수준에서 퀄리티지수의 월 평균 주가 수익률은 +1.1%(성장주 +0.7%/가치주 +0.6%)
- 5% 이상에서는 월 평균 주가 수익률 +1.4%(성장주와 가치주 +1.0%)로 가장 좋은 성과를 기록

### 미국 10년물 국채금리 4% 이상에서는 퀄리티지수 수익률이 가장 높았음



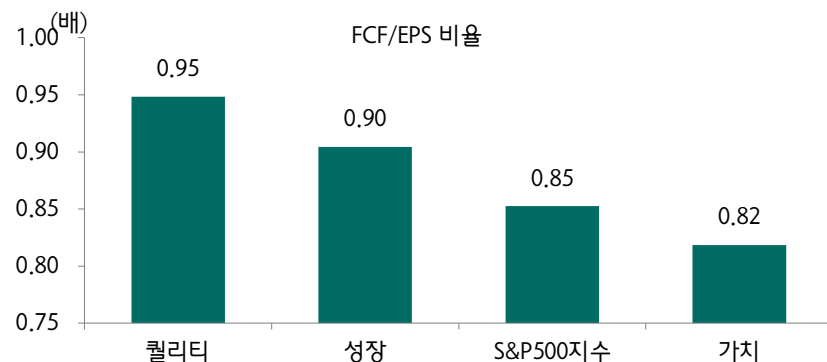
## 하이 퀄리티 기업들의 공통점: 높은 ROE와 FCF 비율 그리고 낮은 부채 비율

### 퀄리티지수 구성 기업: 상대적으로 높은 ROE



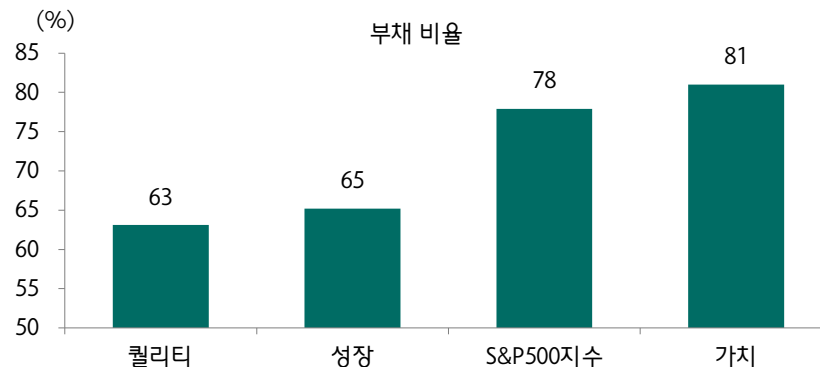
- S&P500 퀄리티지수 구성 기업 ROE 26%, EPS 대비 FCF 비율은 0.95배로 성장주와 가치주 대비 높음
- 반면 부채 비율은 63%로 성장주와 가치주 대비 낮음

### 퀄리티지수 구성 기업: 상대적으로 높은 FCF 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

### 퀄리티지수 구성 기업: 상대적으로 낮은 부채 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 증시, 하이 퀄리티 업종

S&P500 업종	EPS 증가율 (2024년, %)	ROE(%)		FCF/EPS (2024년)	부채비율(%)	
		2023년	2024년		2022년	2023년
반도체/장비	38.8	16.6	22.0	0.83	48	48
유통	28.2	36.3	31.0	1.11	216	178
보험	15.8	14.1	16.8	0.89	64	53
가정/개인용품	15.2	31.7	36.1	0.99	112	86
유틸리티	14.2	10.0	11.1	-0.41	147	156
다각화금융	12.3	14.9	12.3	0.97	142	140
정보통신서비스	10.9	13.1	15.9	1.09	148	154
소프트웨어/서비스	9.8	28.9	25.4	0.93	70	66
제약/바이오	9.6	17.2	21.3	1.00	81	90
미디어	9.2	18.3	20.1	0.96	57	53
운송	8.4	27.4	26.0	0.75	248	210
S&P500	8.3	18.1	18.5	0.87	116	118
상업전문서비스	8.3	27.6	28.3	0.93	103	99
자본재	6.6	22.7	23.5	0.93	116	109
식품/생필품유통	6.2	19.0	22.1	0.82	106	113
헬스케어 장비/서비스	4.7	15.9	15.3	1.01	77	78
음식료/담배	4.5	26.4	26.5	0.85	120	126
자동차/부품	0.3	17.3	13.1	0.68	159	149
원자재	-0.6	9.6	12.7	0.76	66	64
에너지	-1.4	19.3	17.7	0.94	43	42
내구소비재/의류	-1.5	18.8	20.6	0.91	59	53
은행	-3.6	9.7	10.3	-	-	-
기술 하드웨어/장비	-3.8	57.9	58.1	1.05	114	103
부동산	-47.9	7.6	8.0	1.1	111	110

자료: Bloomberg, 하나증권

- S&P500 지수 내에서 EPS 증가율 전망치가 높은 업종 중
- 2024년 ROE가 전년대비 상승하면서 높고, EPS 대비 FCF 비율이 상대적으로 높고, 부채 비율은 하락한 업종 선택
- 반도체/장비, 보험, 가정/개인용품, 제약/바이오, 미디어

## 국내 증시, 하이 퀄리티 업종

코스피 업종	영업이익 증가율 (2024년, %)	ROE(%)		FCF/순이익 (2024년)	부채비율(%)	
		2023년	2024년		2022년	2023년
반도체	15,486.6	1.2	9.5	0.81	33	34
조선	363.7	0.9	5.4	0.99	220	200
미디어, 교육	109.4	-2.9	8.4	1.86	104	112
건강관리	88.4	0.9	6.7	0.88	62	51
IT하드웨어	72.0	2.2	9.9	0.59	65	64
코스피	48.3	5.0	8.4	0.57	270	268
화학	30.9	3.0	4.0	-1.72	83	82
소매(유통)	29.8	1.0	4.0	1.61	128	131
IT가전	24.0	5.7	7.8	-1.07	103	105
에너지	17.5	4.1	7.2	-0.22	154	153
상사, 자본재	17.3	5.2	6.5	1.57	135	180
소프트웨어	16.1	2.1	6.4	1.35	54	59
증권	11.2	8.5	11.2	-	817	855
은행	7.8	8.3	8.6	-	-	-
통신서비스	3.3	7.5	7.9	1.59	135	134
운송	2.9	8.4	9.3	0.88	131	120
화장품, 의류	1.3	5.9	11.0	0.99	60	57
보험	-1.0	7.9	8.3	-	558	621
호텔, 레저	-6.0	7.6	9.3	1.23	121	95
기계	-9.0	8.1	10.3	0.92	124	118
자동차	-9.0	12.4	12.5	0.69	125	120
필수소비재	-12.7	6.9	9.5	0.69	106	99
건설, 건축관련	-13.0	3.0	7.4	1.04	135	141
철강	-21.9	4.2	3.8	0.48	76	72
비철, 목재등	-33.7	2.9	7.1	0.54	67	62
유틸리티	흑자전환	-7.0	11.6	0.50	411	447
디스플레이	적자지속	-13.6	-4.7	-0.58	136	171

자료: Bloomberg, 하나증권

- 코스피 내에서 전년대비 영업이익 증가 업종 중
- 2024년 ROE가 전년대비 상승하면서 높고, EPS 대비 FCF 비율이 상대적으로 높고, 부채 비율은 하락한 업종 선택
- 반도체, 조선, 헬스케어, IT하드웨어, 은행

## 시나리오 1. 연준 기준금리 동결: 하이 퀄리티 종목 구성(미국)

- 미국 중시 반도체/장비, 보험, 가정/개인용품, 제약/바이오, 미디어 업종 내
- 2023년 대비 24년 ROE 상승 전망, 상대적으로 높은 FCF 비율 유지, 부채 비율이 낮거나 하락 기업 관심
- ROE가 COE(Cost of Equity) 대비 높다면, 밸류에이션 리레이팅 여력까지 있다고 판단

업종	기업	시가총액 (십억 달러)	EPS증가율 (2024년, %)	ROE(%)		COE (2024년, %)	FCF/순이익 (2024년)	부채비율(%)	
				2023년	2024년.E			2022년	2023년
반도체/장비	엔비디아	2,160	107	91.5	83.1	12.8	0.90	54	26
미디어	알파벳	2,023	19	27.4	28.8	10.3	0.87	11	10
미디어	메타 플랫폼스	1,091	13	28.0	31.1	10.5	0.84	23	25
제약/바이오	일라이 릴리	742	39	48.9	77.5	8.1	0.45	167	203
반도체/장비	브로드컴	603	70	60.3	38.8	10.9	1.00	169	108
제약/바이오	머크	327	458	0.9	47.4	7.1	0.61	69	96
미디어	넷플릭스	237	34	26.1	35.3	10.9	0.91	78	77
제약/바이오	써모 피셔 사이언티픽	217	33	13.2	15.5	9.6	0.90	83	78
반도체/장비	퀄컴	185	35	36.5	43.4	11.2	0.97	90	67
보험	프로그레시브	122	20	22.0	29.7	7.9	0.00	38	32
가정/개인용품	에스티 로더	53	102	18.0	14.1	9.6	0.90	111	155

자료: Bloomberg, 하나증권



## 시나리오 1. 연준 기준금리 동결: 하이 퀄리티 종목 구성(국내)

- 국내 중시 반도체, 조선, 헬스케어, IT하드웨어, 은행 업종 내
- 2023년 대비 24년 ROE 상승 전망, 상대적으로 높은 FCF 비율 유지, 부채 비율이 낮거나 하락 기업 관심
- ROE가 COE(Cost of Equity) 대비 높다면, 밸류에이션 리레이팅 여력까지 있다고 판단

업종	기업	시가총액 (억원)	영업이익증가율 (2024년, %)	ROE(%)		COE (2024년, %)	FCF/순이익 (2024년)	부채비율(%)	
				2023년	2024년.E			2022년	2023년
반도체	SK하이닉스	1,268,180	흑전	(15.7)	21.5	8.5	1.05	64.1	87.5
건강관리	삼성바이오로직스	555,869	9.1	9.1	9.2	6.7	0.89	84.6	63.2
은행	하나금융지주	171,613	8.9	8.9	9.1	7.8	-	-	-
반도체	한미반도체	131,408	535.0	55.5	27.5	12.4	2.10	16.8	26.6
조선	HD현대중공업	122,241	130.9	0.5	5.4	5.2	0.09	208.1	229.0
건강관리	SK바이오팜	68,602	흑전	(11.1)	11.6	8.9	1.45	109.8	125.3
건강관리	유한양행	58,071	116.4	6.5	7.9	7.1	0.54	23.2	33.9
IT하드웨어	LG이노텍	52,541	19.6	12.6	13.9	8.3	0.83	129.6	137.7
반도체	리노공업	38,258	21.4	21.1	20.6	8.6	0.83	7.8	4.6
IT하드웨어	이수페타시스	25,330	60.1	19.5	25.6	11.9	0.12	145.6	134.8
반도체	주성엔지니어링	16,839	247.9	6.8	16.7	10.7	0.88	71.9	56.4
건강관리	덴티움	14,378	13.1	23.1	22.4	7.8	0.66	80.8	66.8
IT하드웨어	고영	11,225	70.1	7.2	12.9	9.1	0.71	28.4	20.3

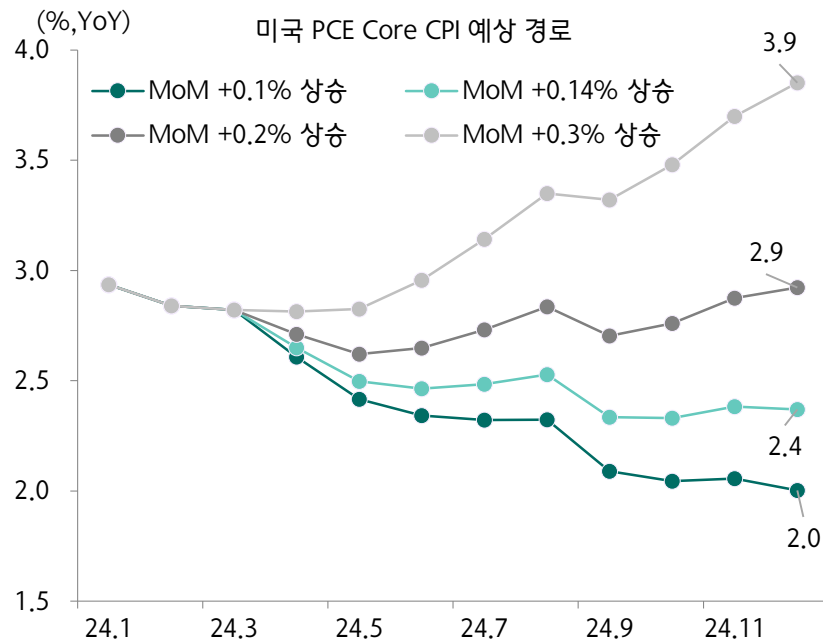
주) 개별 기업 COE: 무위험자산수익률(10년물 국채금리)+[개별 기업 60개월 베타\*(시장수익률-무위험자산수익률)]

자료: Quantwise, 하나증권

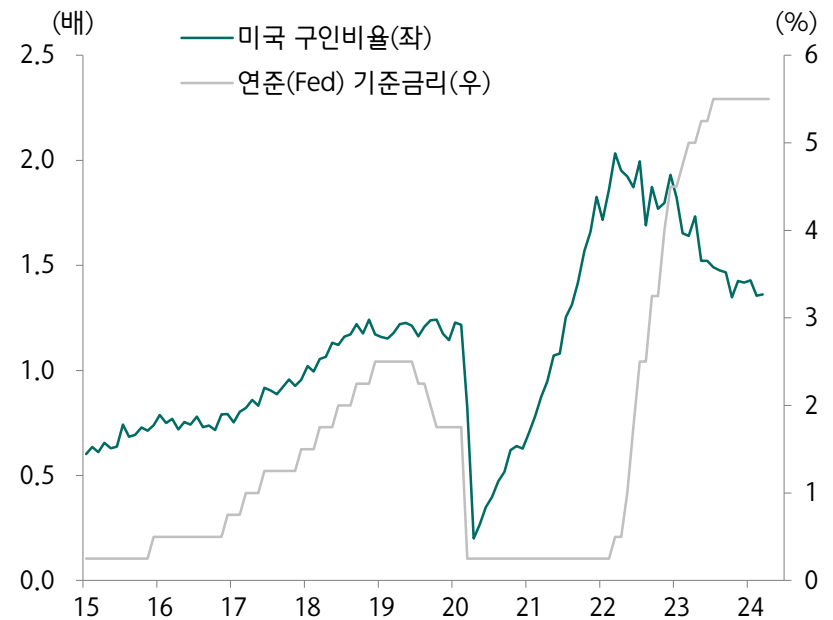
## 시나리오 2. 연준(Fed)이 기준금리를 인하한다면

- 시장 예상대로 미국 물가와 고용이 둔화될 경우 연준(Fed) 기준금리 인하 가능
- 2024년 3월 미국 PCE Core 물가상승률 YoY 2.8%, MoM 기준 0.10~0.14% 내 상승 시 4분기 YoY 2% 수준으로 안착 가능
- 미국 구인비율(구인건수/실업자수) 2022년 3월 2.03배에서 2024년 현재 1.36배로 하락
- 2018~19년 미국 구인비율 평균 1.13~1.19배 정도, 현재 하락 속도를 적용 시 2024년 9월 1.2배 이하 수준으로 진입 가능

기준금리 인하 예상 변수(1): 미국 물가 MoM 0.1% 내외 상승



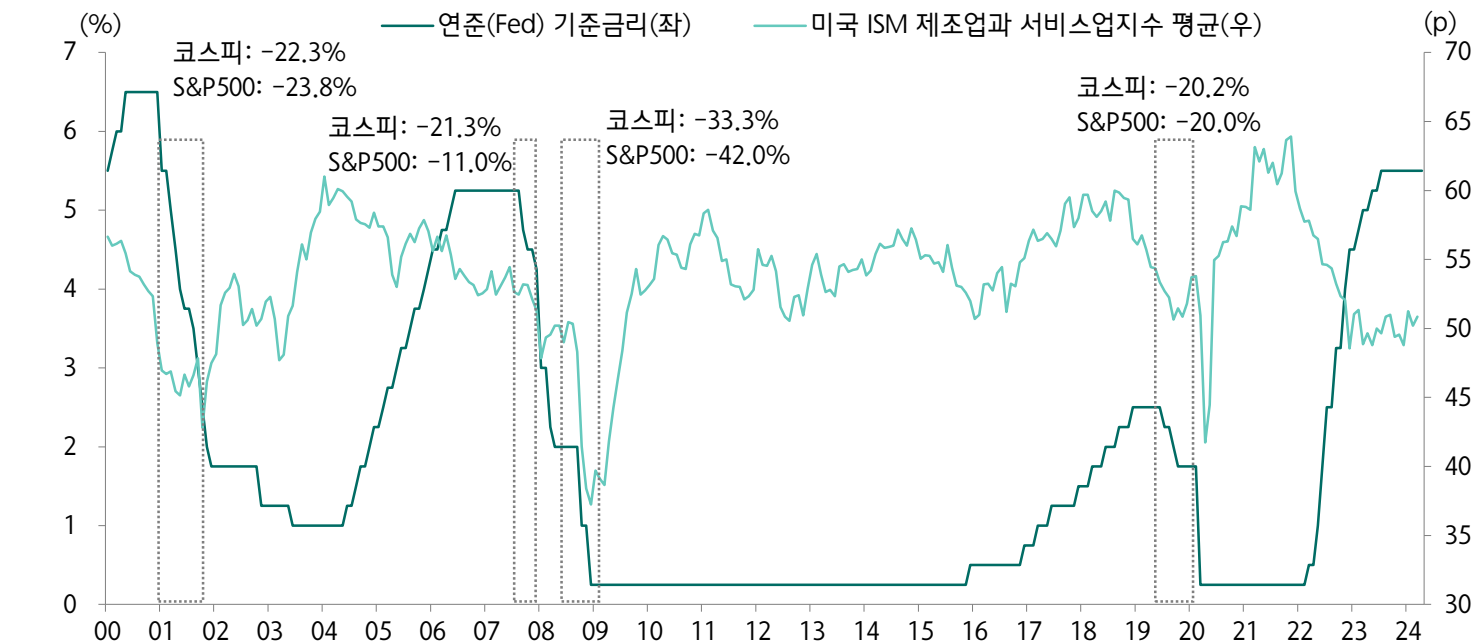
기준금리 인하 예상 변수(2): 미국 고용 확장 국면에서 점진적으로 둔화



## 연준(Fed) 기준금리 인하가 경기침체 방어용일 경우 지수 급락은 불가피

- 경기침체를 방어하기 위한 연준(Fed)의 기준금리 인하의 경우 시나리오 추정치 무의미
- 미국 경기침체 국면에서 기준금리 인하 시 S&P500과 코스피는 -20% 이상의 급락 발생
- 연준(Fed)의 기준금리 인하가 경기침체 방어용인지, 위험 대비 보험용인가를 구분할 필요가 있음

미국 경기침체 국면에서 기준금리 인하 시 S&P500과 코스피는 -20% 이상의 급락 발생



자료: Bloomberg, 하나증권

## 연준(Fed) 기준금리 인하, 경기 확장 국면 유지 시 3번 정도까지는 지수에 충격은 없었음

- 연준(Fed) 기준금리 3번 인하(한번 인하 시 25bp)까지 S&P500과 코스피, 인하 시 지수 상승
- 기준금리 3번 인하까지는 연준의 Protective put으로 인식
- 4번째 인하 부터는 경기침체로 인식하면서 본격적인 약세장(기준금리 인하 月 10% 이상 급락)으로 진입

### 연준(Fed) 기준금리 인하 3번까지는 Protective put으로 인식

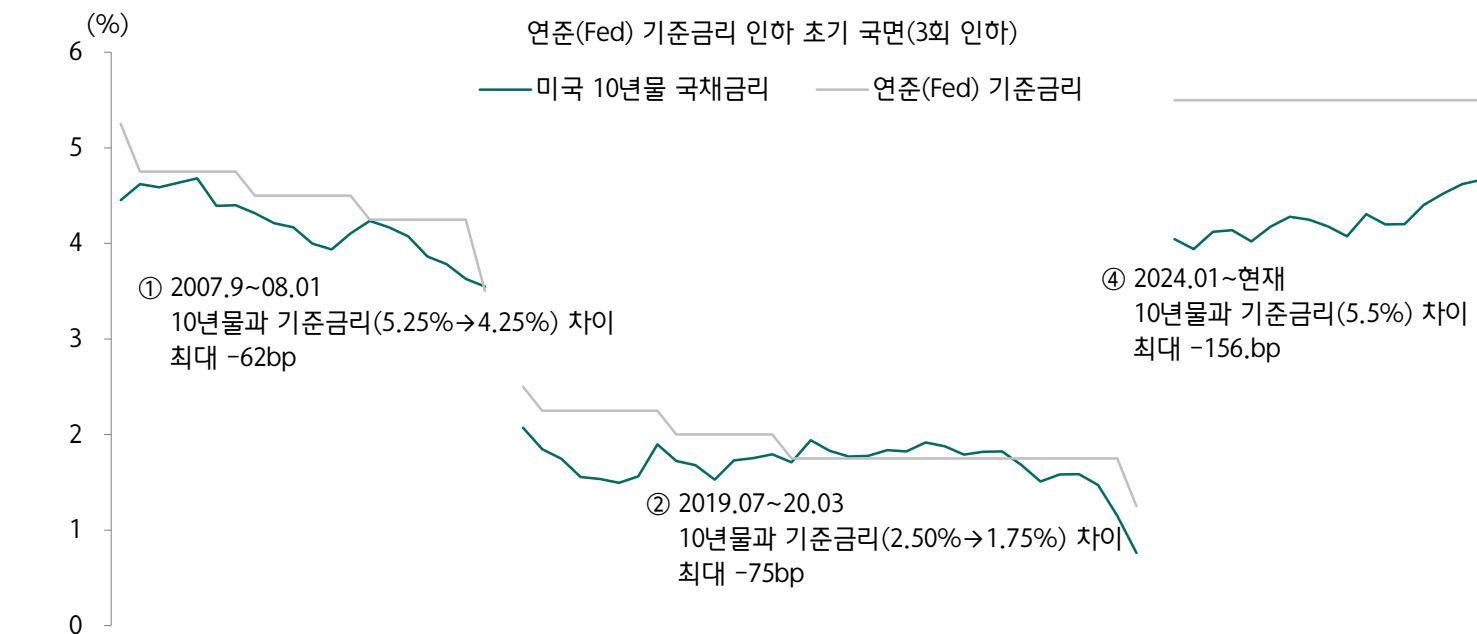
연준 기준금리 인하 횟수			연준 기준금리 (%)	주가 수익률(%)		
				미국 ISM 제조업과 서비스업지수 평균(p)	코스피	S&P500
2007년 ~08년	첫번째	9월	5.25→4.75	53.2	3.9	3.6
	두번째	10월	4.75→4.50	53.2	6.1	1.5
	세번째	12월	4.50→4.25	51.3	-0.5	-0.9
	네번째	1월	4.25→3.50	47.9	-14.4	-6.1
2019 ~20년	첫번째	7월	2.50→2.25	52.7	-5.0	1.3
	두번째	9월	2.25→2.00	50.7	4.8	1.7
	세번째	10월	2.00→1.75	51.5	1.0	2.0
	네번째	3월	1.75→Zero	51.0	-11.7	-12.5

자료: Bloomberg, 하나증권

## 해당 시나리오에서는 미국 10년물 국채금리 3%~4%

- 2007~08년, 2019~20년 연준(Fed) 기준금리 3회 인하까지 10년물 국채금리와 기준금리 차이는 최대 -60~-80bp
- 현재 5.50%인 기준금리에서 연준의 Protective put 정책 3회 인하(기준금리: 4.75%) 가능성을 반영할 경우 미국 10년물 국채금리는 3.9~4.1%으로 낮아질 수 있음

연준(Fed) 기준금리 3회 인하의 Protective put 정책 실행 시 미국 10년물 국채금리는 3~4% 수준으로 하락 가능



자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 금리와 유가 하락, 경기는 서비스업(≒소비) 중심으로 재편

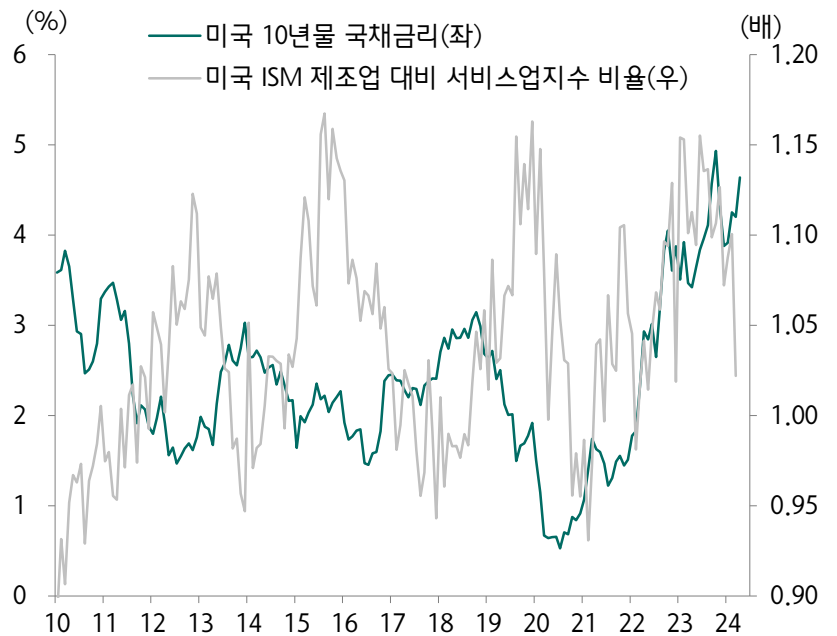
- 미국 10년물 국채금리 하락 전환 시 달러강세 현상 완화. Non US 주식시장으로 자금 이동
- 미국 10년물 국채금리 하락 전환 시 ISM 제조업 대비 서비스업 지수 강세
- 제조업 및 투자 대신 서비스업 및 소비 부각

미국 10년물 국채금리 하락 시 달러 강세 진정, Non US로 자금 유입



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 10년물 국채금리 하락 시 서비스업 및 소비 부각

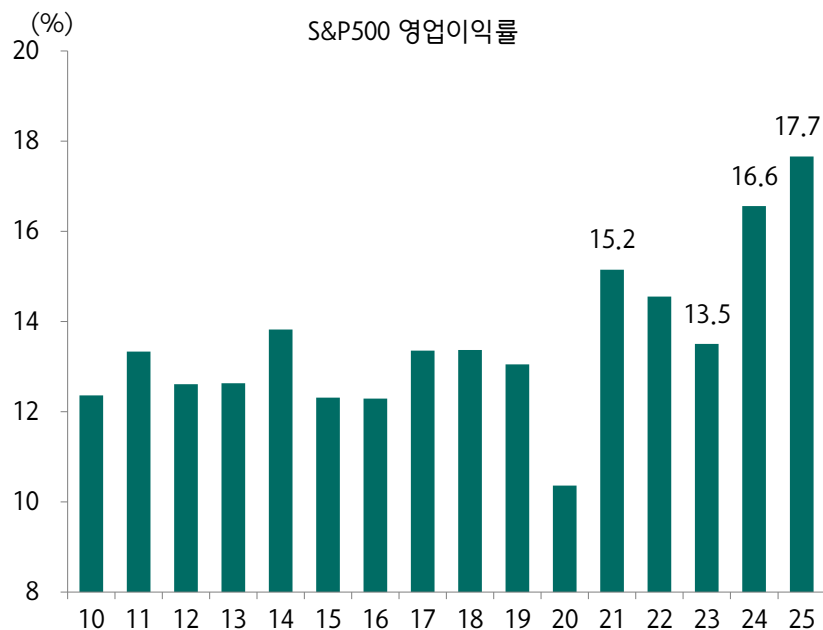


자료: Bloomberg, 하나증권

## 시중금리 하락, 영업이익률 상승 신뢰 강화

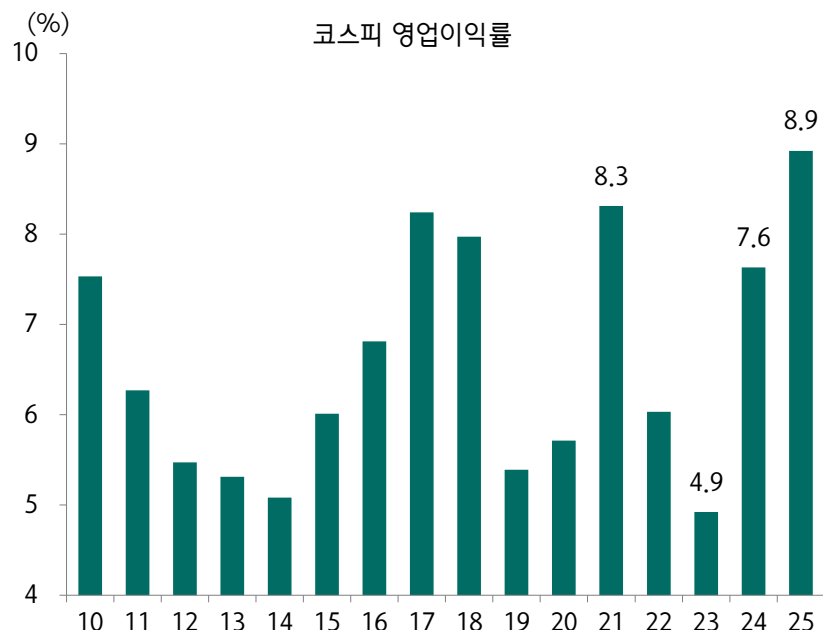
- 기업 비용 부담 하락으로 인해 영업이익률 상승에 대한 신뢰 제고
- 2024년과 25년 S&P500 영업이익률 전망치 16.6%와 17.7%(2023년 13.5%), 2년 연속 사상 최고치 경신 예상
- 2024년과 25년 코스피 영업이익률 전망치 7.6%와 8.9%(2023년 4.9%), 2년 연속 상승 예상

### 시중금리 하락, 영업이익률 상승 신뢰가 높아질 수 있을 것(1) 미국



자료: Bloomberg, 하나증권

### 시중금리 하락, 영업이익률 상승 신뢰가 높아질 수 있을 것(2) 국내

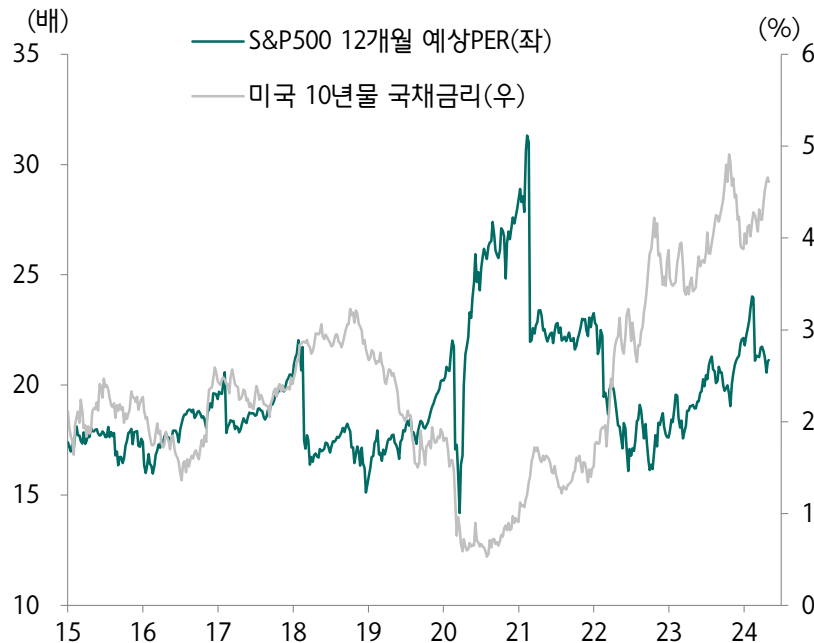


자료: Quantiwise, 하나증권

## 연준(Fed) 기준금리 인하 시 하반기 S&P500 고점 5,800p

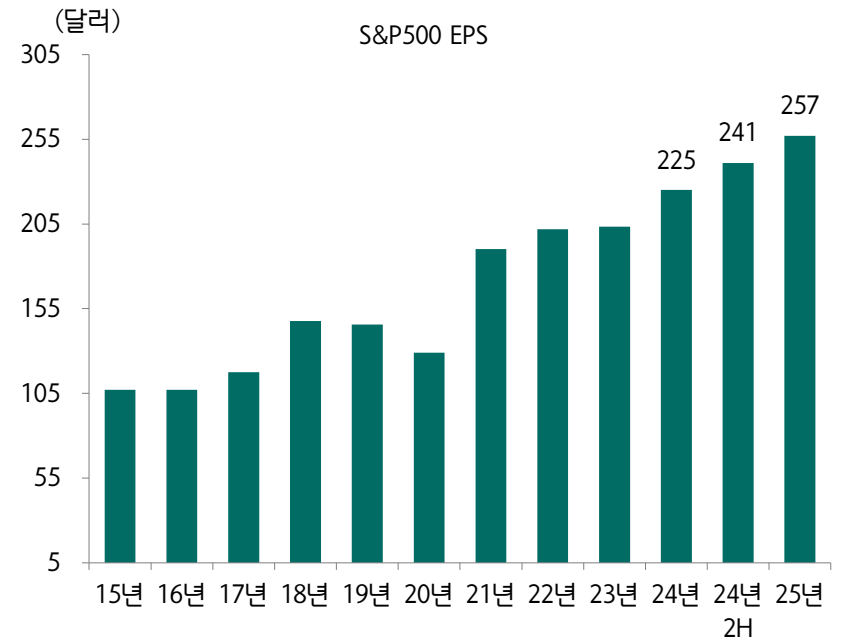
- 시중금리 하락은 영업이익률 상승에 대한 신뢰 제고 뿐만 아니라 주식시장 할인률 하락으로도 이어질 수 있음
- 최근 미국 10년물 국채금리 3% 후반~4% 초반에 형성된 PER 고점은 24배
- 하반기는 2025년 S&P500 예상 EPS를 반영할 가능성을 고려해 EPS는 241달러(24년 EPS 225달러\*0.5+25년 257달러\*0.5)
- 해당 시나리오 기준 하반기 S&P500 고점 5,800p

미국 10년물 국채금리 3% 후반~4% 초반: PER 고점 24배



자료: Bloomberg, 하나증권

2024년 하반기 S&P500 반영 EPS 241달러

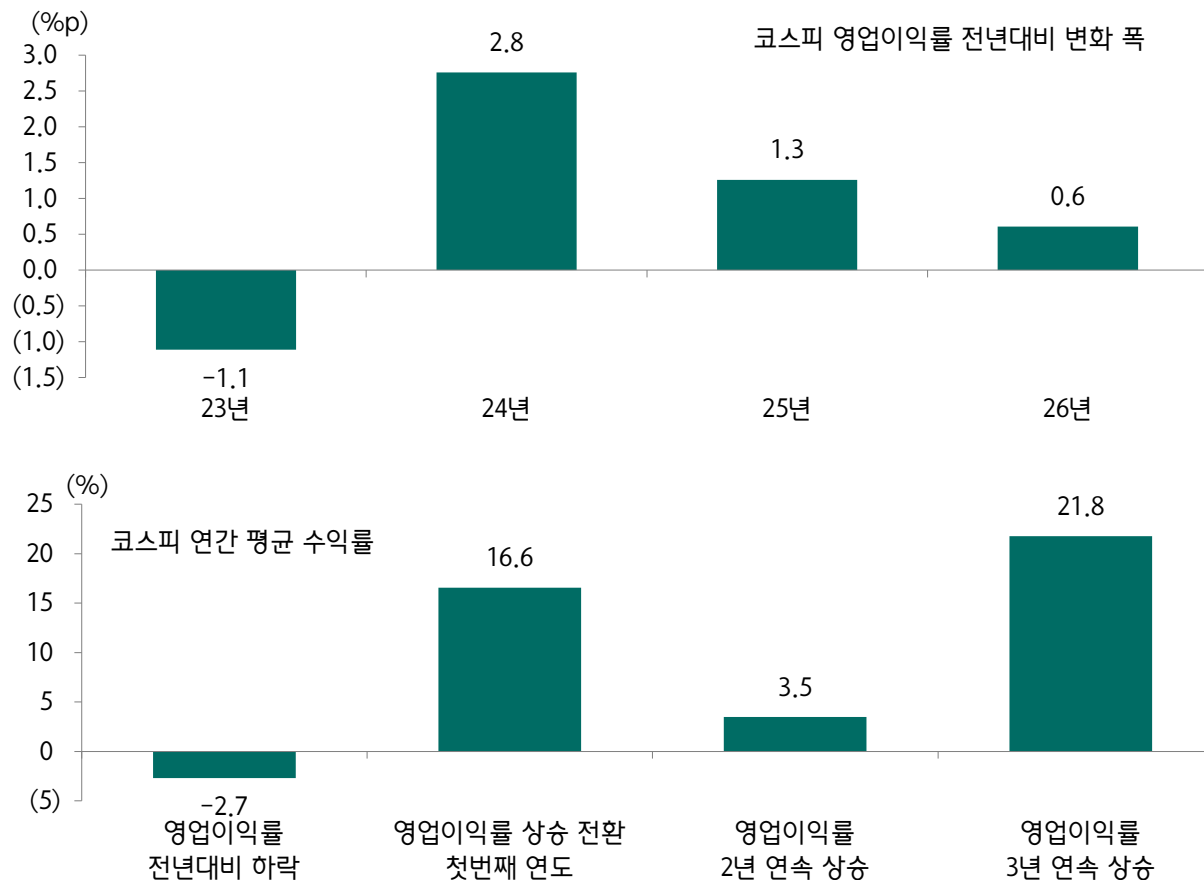


자료: Quantiwise, 하나증권



## 연준(Fed) 기준금리 인하 시 하반기 코스피 고점 3,100p

2024년 코스피 영업이익률 개선의 원년이라는 점을 감안 해 수익률 추정



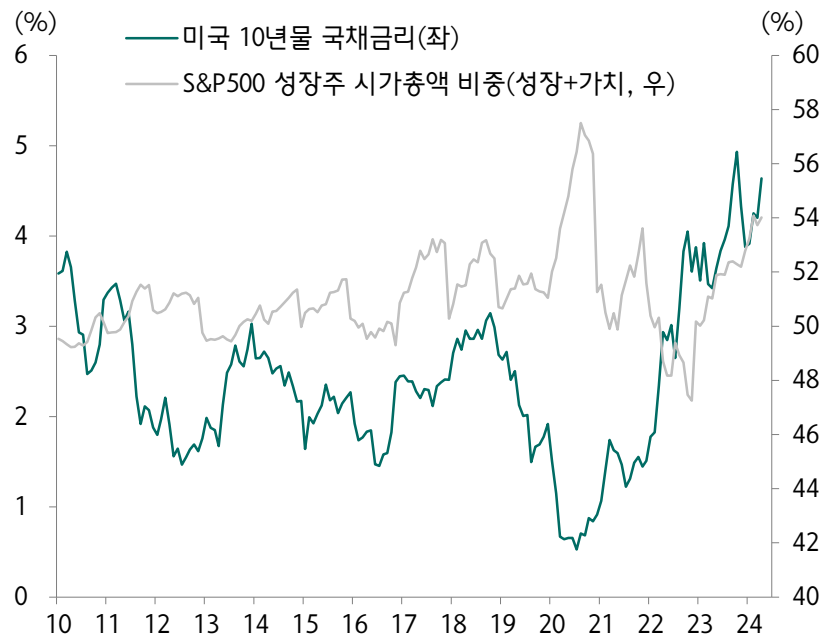
- 코스피 영업이익률 전년대비 하락 시 연간 평균 수익률 (-)마이너스
- 영업이익률 개선 첫번째 연도 코스피 연간 평균 수익률 +16%. 2024년은 영업이익률 개선의 첫번째 연도에 해당
- 과거 연간 평균 수익률 적용 시 하반기 코스피 고점은 3,100p
- 참고로 2년 연속 상승 시 2년째 되는 연도의 코스피 연간 평균 수익률 +4%, 3년 연속 상승 시 3년째 되는 연도의 코스피 연간 평균 수익률 +22%

자료: Quantiwise, 하나증권

## 성장주의 영역이 넓어질 수 있음

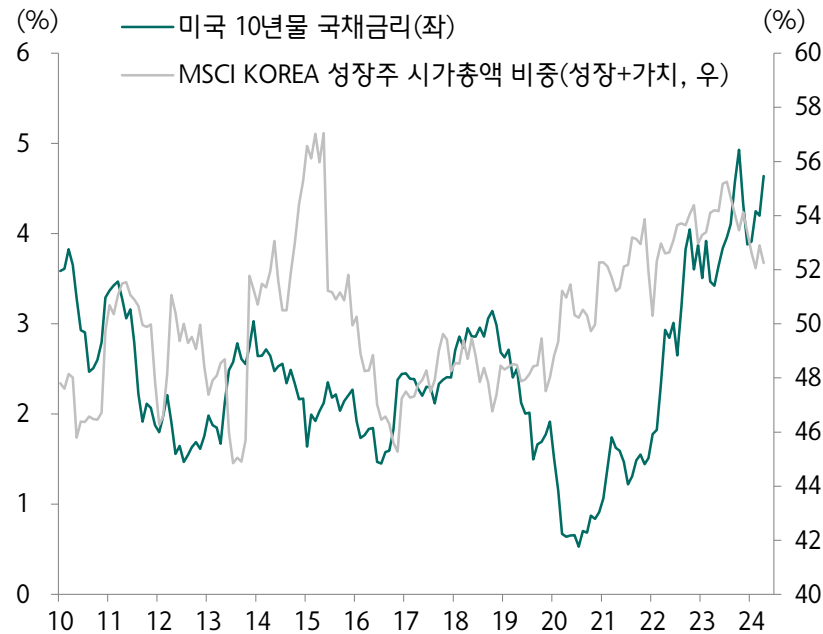
- 시중금리 하락으로 주식시장 내 성장주 시가총액 비중 확대 가능
- S&P500 성장주 시가총액 비중은 2024년 4월 54.0%, 최근 고점 57.0%
- MSCI 국내 성장주 시가총액 비중은 2024년 4월 52.2%, 최근 고점 55.3%

시중금리 하락, 성장주 시총비중 상승 가능(1) 미국



자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리 하락, 성장주 시총비중 상승 가능(2) 국내

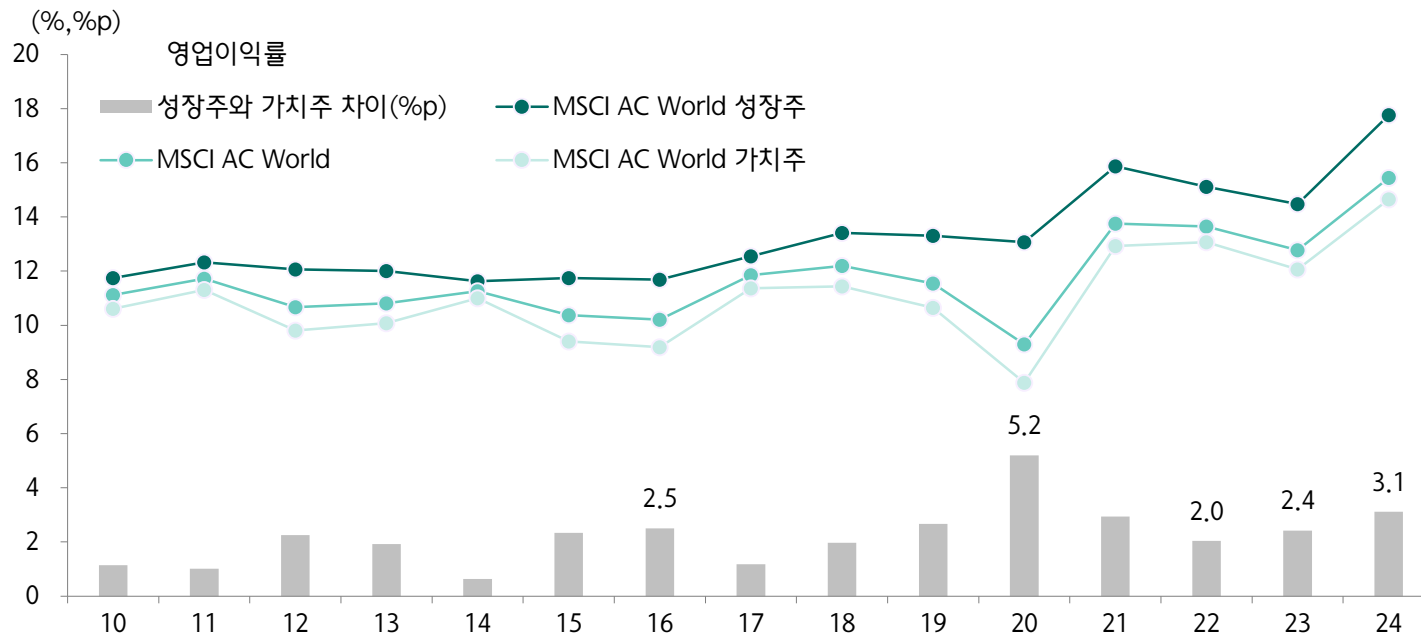


자료: Bloomberg, 하나증권

## 성장주의 핵심은 영업이익률

- MSCI AC World 성장주 영업이익률은 AC World와 AC World 가치주 보다 항상 높은 수준 유지
- 성장주와 가치주간의 영업이익률 차이도 2022년 이후 재차 확대되는 모습을 보이고 있음
- 영업이익률 차이는 2022년 2.0%p에서 2024년 3.1%p까지 커질 것으로 예상

### 성장주는 영업이익률로 결정

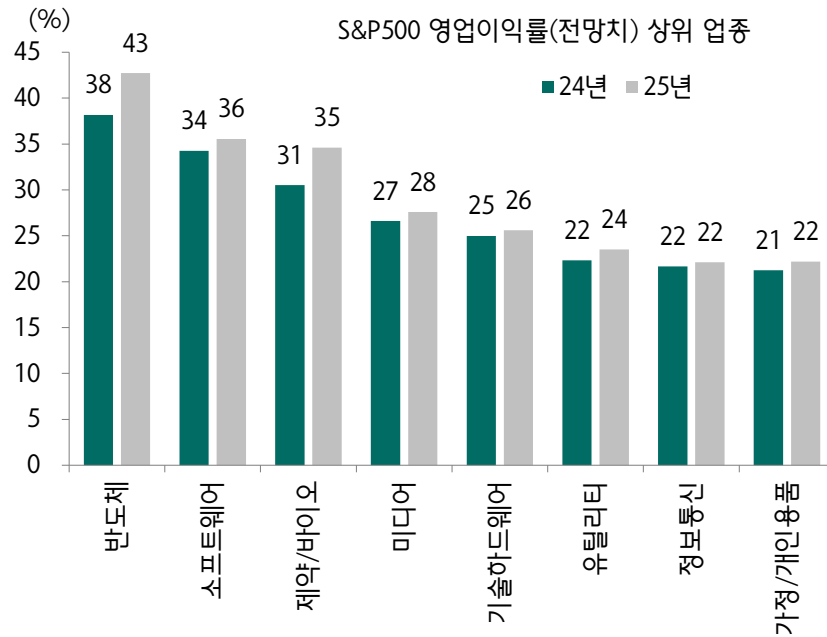


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국과 국내 증시 영업이익률 최상위 업종: 반도체

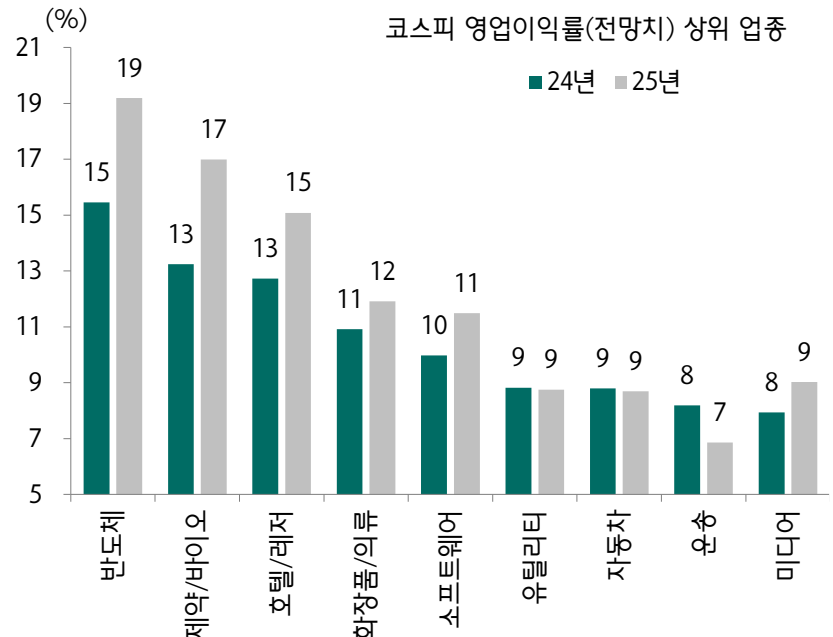
- 2024년과 25년 S&P500 영업이익률 전망치 각 17%와 18%: 반도체 38%와 43%로 가장 높음. 소프트웨어>제약/바이오>미디어 순
- 2024년과 25년 코스피 영업이익률 전망치 각 8%와 9%: 반도체 15%와 19%로 가장 높음. 제약/바이오>호텔/레저>화장품 순

S&P500 영업이익률 순: 반도체>소프트웨어>제약/바이오>미디어



자료: Bloomberg, 하나증권

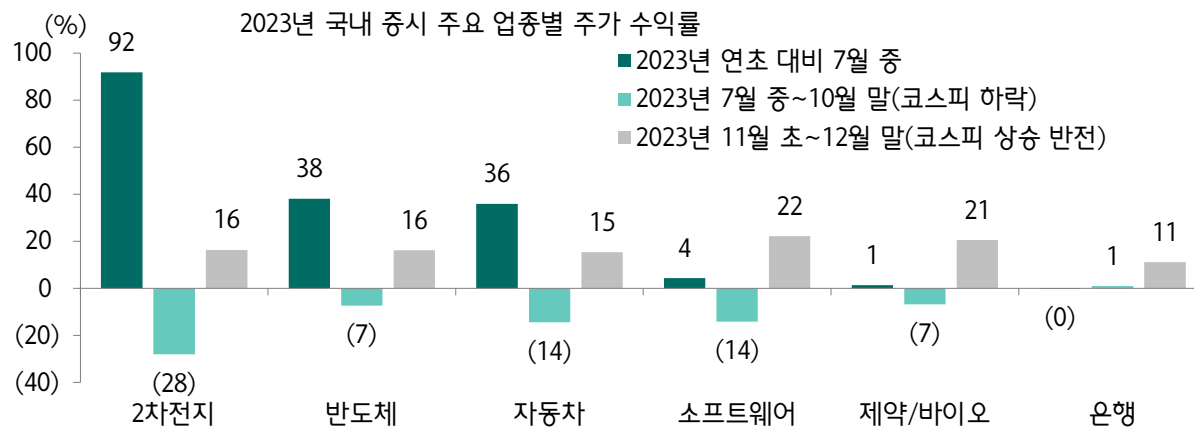
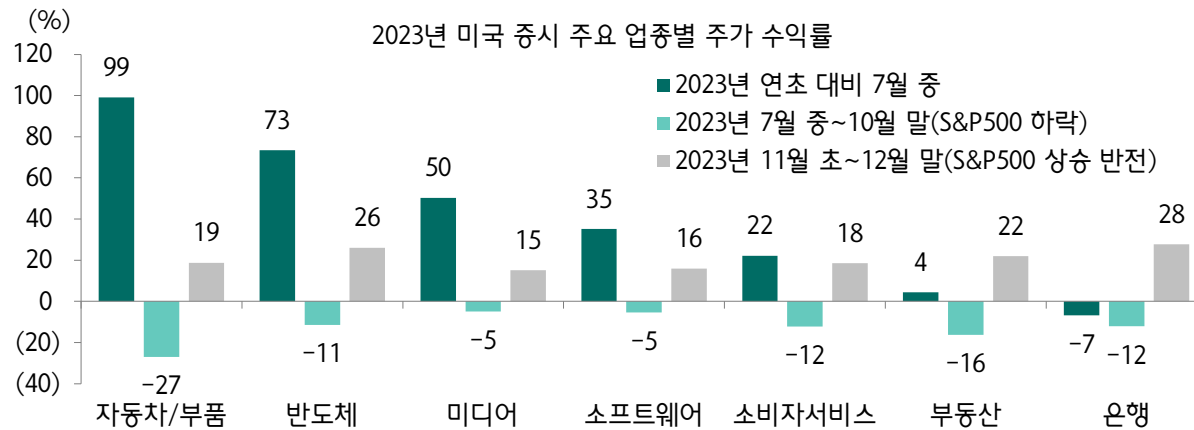
코스피 영업이익률 순: 반도체>제약/바이오>호텔/레저>화장품



자료: Quantiwise, 하나증권

## 2023년 4분기의 경험: 금리 인하 기대는 소외 성장주의 주가 반등으로 이어질 수 있음

2023년 4분기 기준금리 인하 기대를 반영하며, 금리 하락 민감 업종 주도주로 부각

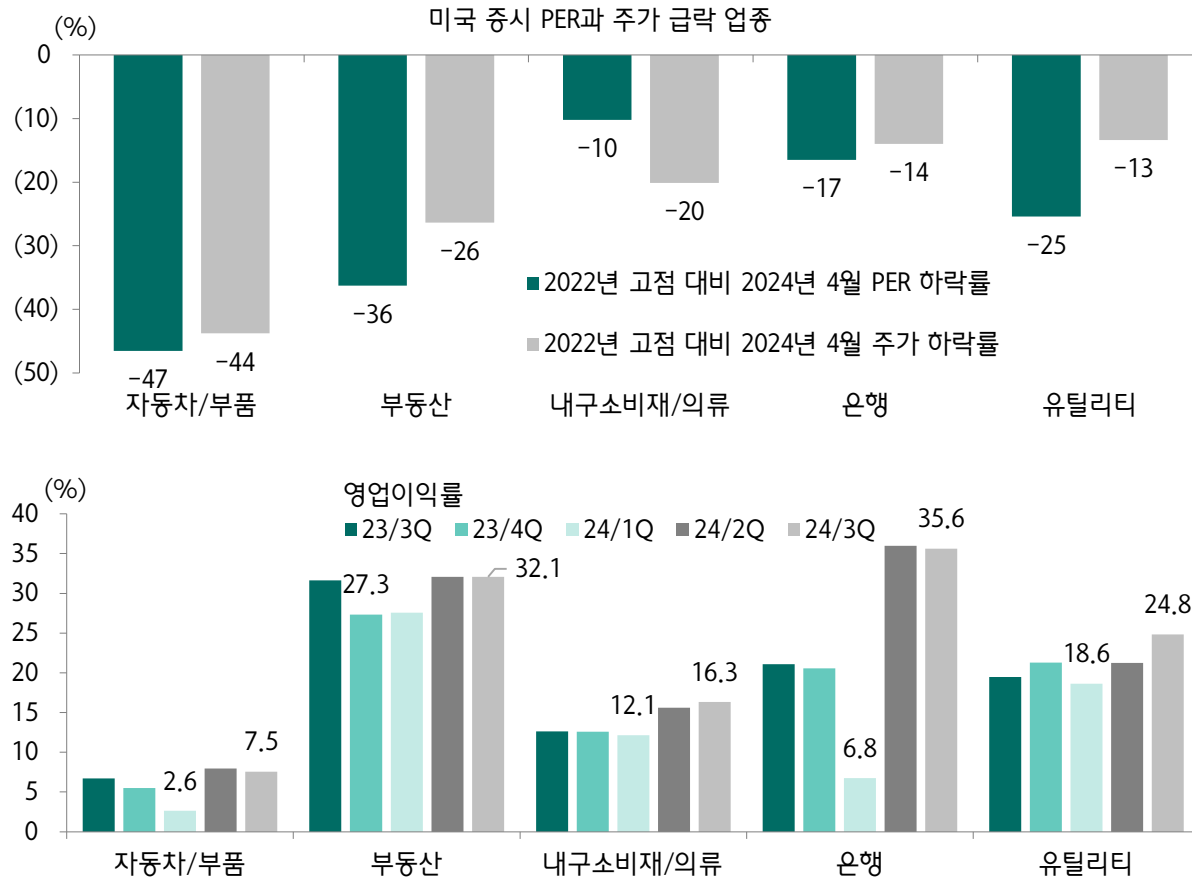


- 2023년 3분기 미국 10년물 국채금리 5%까지 급등 이후 하락, 지수 급락(-10% 이상) 이후 반등
- 2023년 3분기 미국 GDP 성장률(QoQ, 연율) 4.9% 정점 → 4분기 2.0%(발표 3.4%) 하락 전환 예상
- 2023년 3분기 말 24년 12월 연방기금 선 물금리 예상치 4.6% → 4분기 말 3.8% 하락, 금리 인하 기대 확산
- 상반기 주도주였던 전기차와 2차전지는 4분기 반등 국면에서 주가 낙폭을 만회하지 못하며 주도주 이탈
- 반면 기존 주도주인 반도체는 빠르게 주가 수익률 회복
- 한편 미국은 기존 소외주였던 소비자서비스(여행)와 부동산, 국내는 소프트웨어와 제약/바이오 부각(금리 하락 수혜주)

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 미국 증시: 주가와 PER 동반 하락, 영업이익률 개선 기대 업종

연준(Fed) 기준금리 인하 시 PER와 주가 동반 하락 업종 중 영업이익률 개선 기대 업종 관심(1) 미국

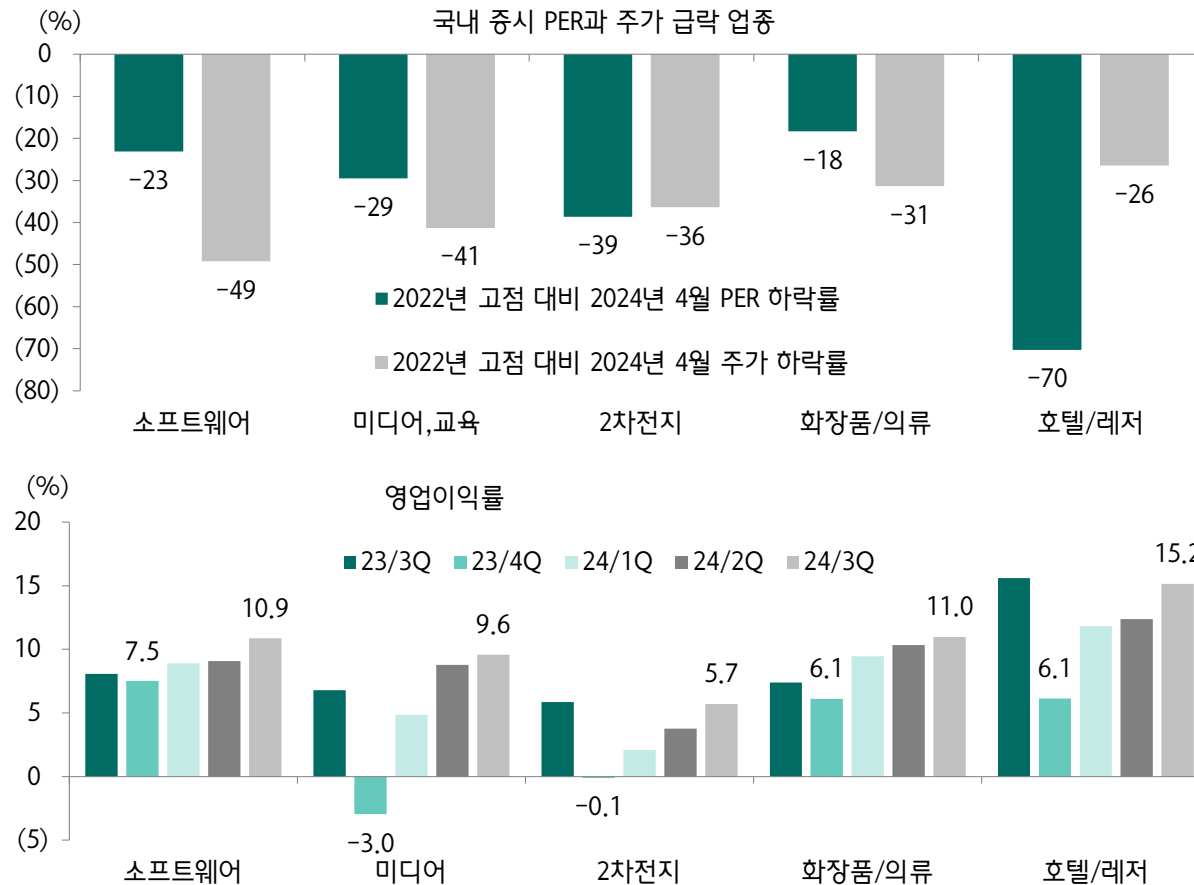


- 2022년 이후 PER과 주가 고점 대비 24년 4월 가장 크게 하락한 업종: 자동차, 부동산, 내구소비재/의류, 은행, 유틸리티
- 위에서 언급한 업종 중 부동산의 경우 2023년 4분기 영업이익률 저점으로 상승 전망
- 자동차, 내구소비재/의류, 은행, 유틸리티는 2024년 1분기 영업이익률 저점으로 상승 예상

자료: Bloomberg, 하나증권

## 국내 증시: 주가와 PER 동반 하락, 영업이익률 개선 기대 업종

연준(Fed) 기준금리 인하 시 PER와 주가 동반 하락 업종 중 영업이익률 개선 기대 업종 관심(2) 국내



- 2022년 이후 PER과 주가 고점 대비 24년 4월 가장 크게 하락한 업종: 소프트웨어, 미디어, 2차전지, 화장품, 호텔/레저
- 위에서 언급한 업종의 경우 2023년 4분기를 저점으로 2024년 3분기까지 꾸준히 영업이익률 상승을 전망하고 있는 업종

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 시나리오 2. 연준 기준금리 인하: 주가와 PER 동반 하락, 영업이익률 개선 종목 구성(미국)

- 미국 증시 2022년 이후 PER과 주가 고점 대비 24년 4월 가장 크게 하락한 자동차, 부동산, 내구소비재/의류, 은행, 유틸리티 업종 내
- 주가와 PER 고점 대비 동반 급락, 영업이익률 상승 전망 기업 관심

주가와 PER 동반 하락, 영업이익률 개선 종목(미국)

업종	기업	시가총액 (십억 달러)	영업이익률(%)			2022년 고점 대비 낙폭(%)	
			2022년	2023년	2024년.E	주가	PER
은행	뱅크오브아메리카	289	10.6	10.6	9.4	(24.9)	(27.8)
내구소비재/의류	나이키	139	14.3	11.5	12.7	(42.4)	(36.0)
유틸리티	서던 컴퍼니	80	18.3	23.1	24.9	(7.0)	(15.8)
부동산	아메리칸 타워	80	22.0	27.1	42.4	(36.3)	(55.9)
유틸리티	듀크 에너지	76	20.9	24.3	26.7	(13.5)	(21.2)
자동차/부품	제너럴 모터스	51	6.6	5.4	7.8	(28.6)	(48.1)
내구소비재/의류	롤루레몬 애슬레티카	45	16.4	22.2	23.1	(9.3)	(38.9)

주) 은행은 영업이익률 대신 ROE 표기  
자료: Bloomberg, 하나증권



## 시나리오 2. 연준 기준금리 인하: 주가와 PER 동반 하락, 영업이익률 개선 종목 구성(국내)

- 국내 증시 2022년 이후 PER과 주가 고점 대비 24년 4월 가장 크게 하락한 소프트웨어, 미디어, 2차전지, 화장품, 호텔/레저 업종 내
- 주가와 PER 고점 대비 동반 급락, 영업이익률 상승 전망 기업 관심

주가와 PER 동반 하락, 영업이익률 개선 종목(국내)

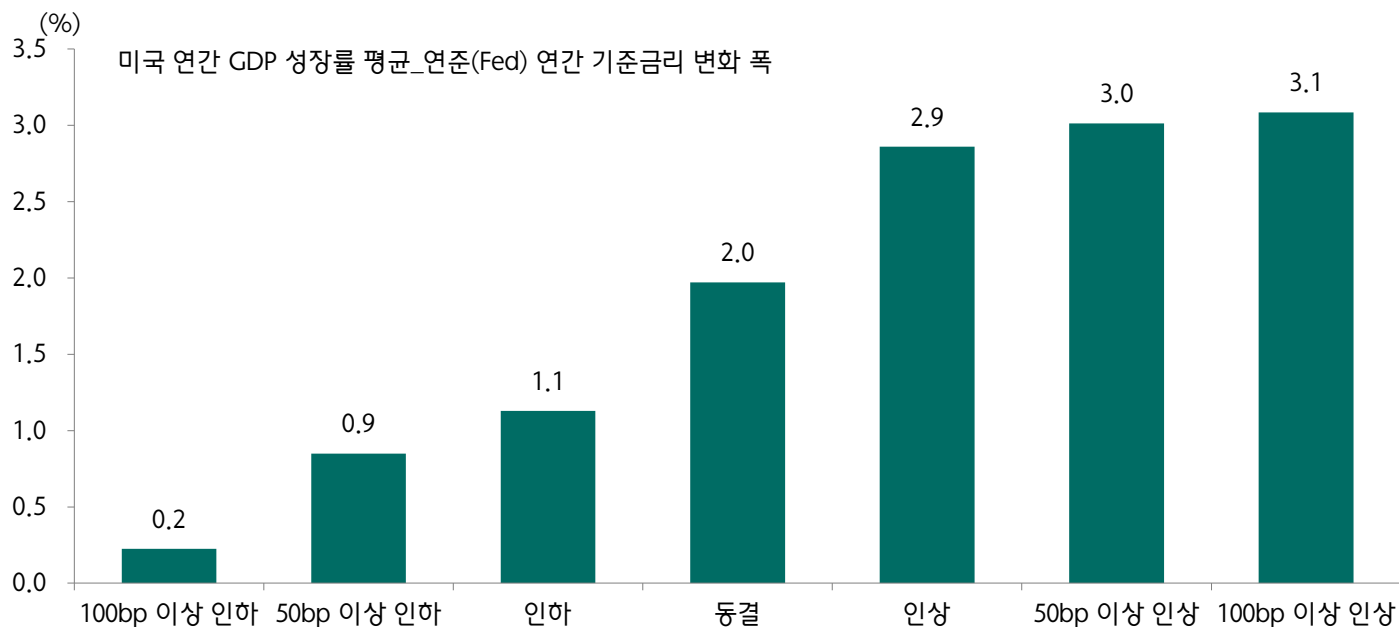
업종	기업	시가총액 (억원)	영업이익률(%)			2022년 고점 대비 낙폭(%)	
			2022년	2023년	2024년.E	주가	PER
소프트웨어	NAVER	299,481	15.87	15.40	16.06	(46.5)	(34.0)
2차전지	삼성SDI	298,438	8.98	7.19	7.31	(41.9)	(52.5)
화장품,의류	아모레퍼시픽	99,145	5.18	2.94	9.63	(10.8)	(20.4)
미디어,교육	에스엠	18,706	10.70	11.81	13.87	(7.7)	(51.5)
호텔,레저	파라다이스	13,819	1.77	14.66	15.08	(14.9)	(93.2)

자료: Quantiwise, 하나증권

## 시나리오 3. 연준(Fed)이 기준금리를 인상한다면

- 2000년 이후 연준(Fed)이 기준금리 인하 정책을 실행했던 연도의 미국 GDP 성장률은 1.0% 미만
- 미국 GDP 성장률 2% 이하에서는 기준금리 동결 가능
- 2024년 미국 GDP 성장률 추정치는 연초 1.3%에서 현재 2.4%까지 상향 조정. 기준금리 인상도 가능한 성장률

과거 연준(Fed) 기준금리 변화 폭과 미국 GDP 성장률: 2024년 미국 GDP 성장률 추정치는 2.4%까지 상향 조정

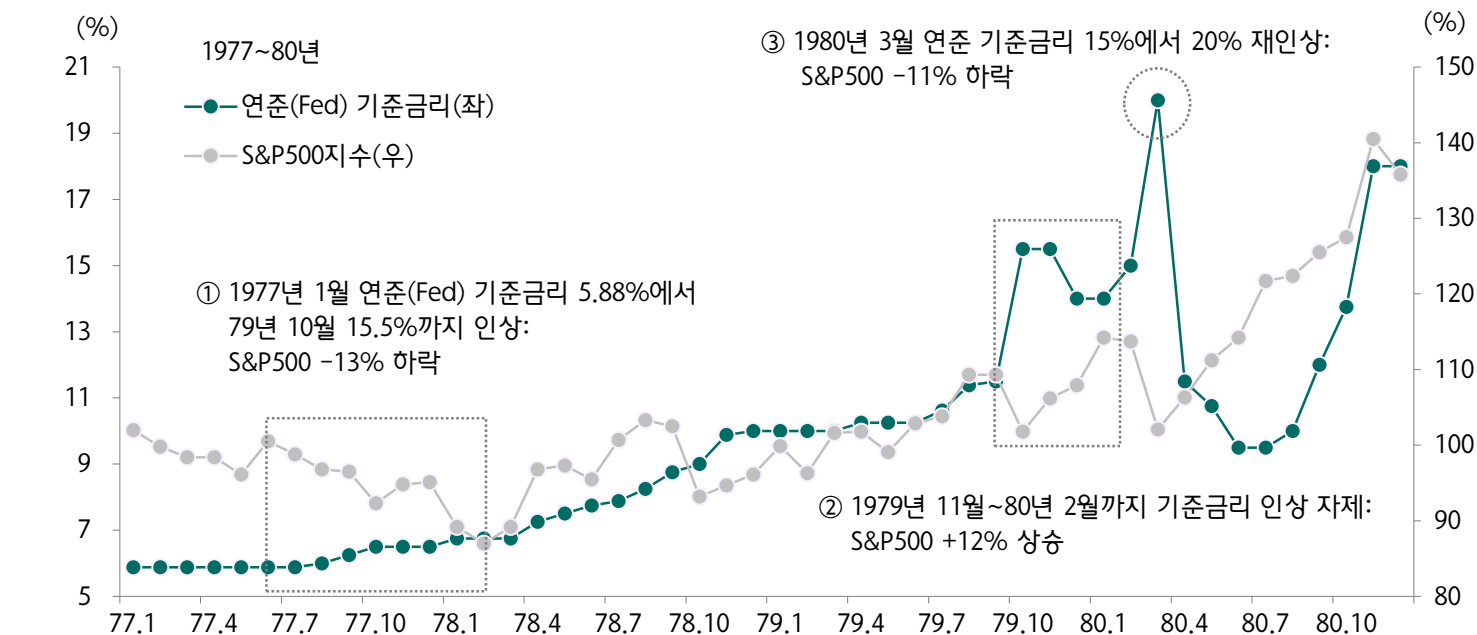


자료: Bloomberg, 하나증권

## 1975~80년, 연준(Fed) 기준금리 인상 이후 단발성 재인상

- 1976~80년 국제 유가는 배럴당 12달러에서 38달러까지 급등, 1977년 1월 미국 CPI YoY 5.2%에서 80년 3월 14.8%까지 급등
- ① 1977년 1월 연준(Fed) 기준금리 5.88%에서 79년 10월 15.5%까지 인상: 기준금리 인상 초기 국면에서 S&P500 -13% 하락
- ② 1979년 11월~80년 2월까지 기준금리 인상 자제: S&P500 +12% 상승
- ③ 1980년 3월 연준 기준금리 15%에서 20% 재인상: S&P500 -11% 하락

### 1975~80년, 연준(Fed) 기준금리 인상 이후 단발성 재인상: S&P500 한달간 10% 이상 급락



자료: Bloomberg, 하나증권

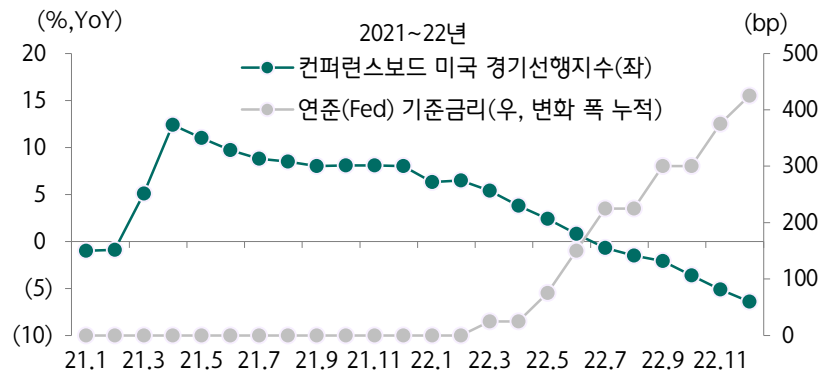
## 2022년과 같은 스태그플레이션 국면에서의 기준금리 인상은 주식시장에 최악

### 2022년 국제 유가와 미국 가솔린 가격 급등: 러/우 전쟁



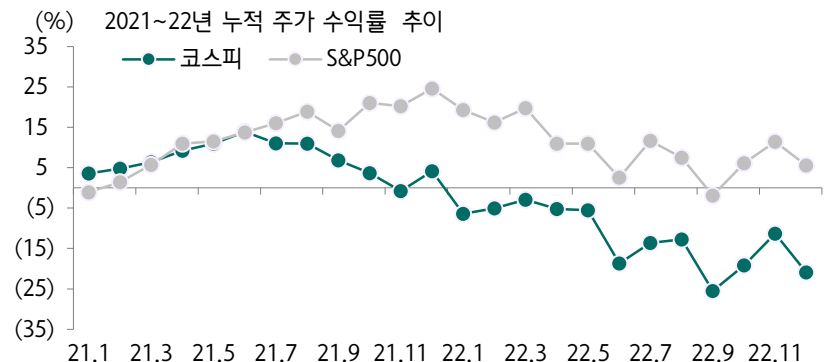
- 2022년 WTI와 미국 가솔린 가격은 상승. 당시 연초 대비 고점 까지 WTI 가격 60% 상승하며 120달러를 상회
- 미국 경기선행지수 YoY 2021년 4월을 정점으로 하락, 2022년 7월 마이너스로 진입(2023년 4월 저점 형성 후 반등 중)
- 2022년 연준(Fed)은 기준금리를 무려 425bp 인상(4.50%)
- 2022년 S&P500과 코스피 -19%와 -25% 급락

### 2022년 미국 경기선행지수 (-), 연준 기준금리 인상은 Giant step



자료: Bloomberg, 하나증권

### 2022년 S&P500과 코스피 -20% 급락

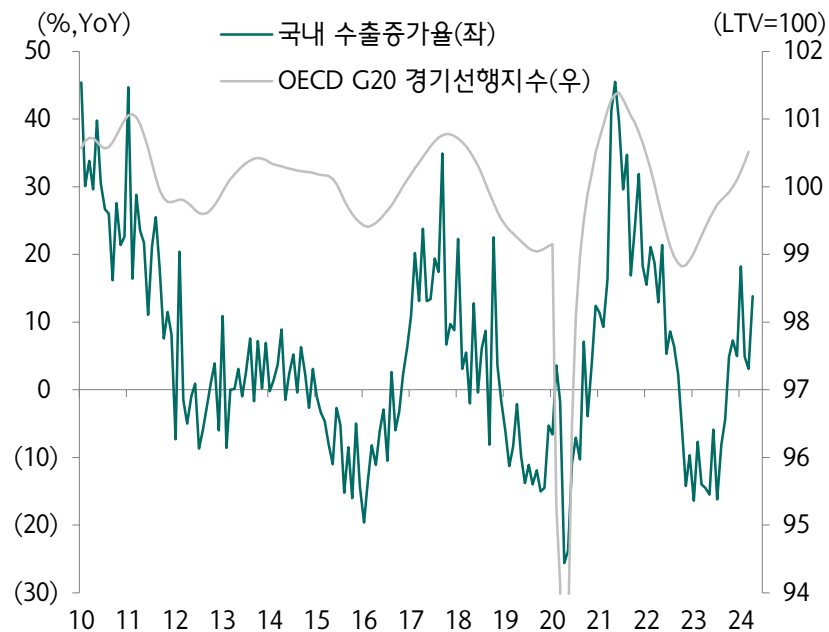


자료: Bloomberg, 하나증권

## 다만 2024년 글로벌 경기싸이클, 확장국면에서 상승하고 있다는 점은 긍정적

- 현재 OECD G20 경기선행지수 확장 국면에서 4개월 연속 상승 중
- OECD 경기선행지수 확장 국면에서 상승 개월 수는 짧게는 5개월, 길게는 12개월, 평균 8개월

글로벌 경기싸이클 확장 국면에서 4개월 연속 상승 중. 평균 확장 기간은 8개월



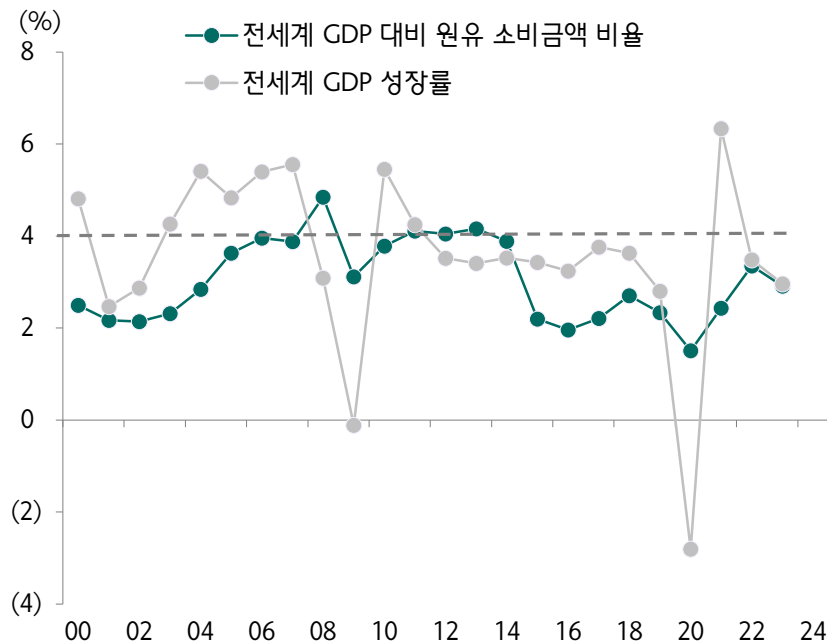
자료: Bloomberg, 하나증권

OECD G20 경기선행지수 확장 국면(100 이상) 상승 개월 수	
2009.11월~2010.03월	5개월
2010.08월~2011.02월	7개월
2013.02월~2013.10월	9개월
2016.11월~2017.10월	12개월
2020.11월~2021.6월	8개월
평균	8개월
2023.12월~2024.03월	4개월(진행)

## 경기싸이클 확장 조건이 유지되기 위해서(1) WTI 120달러 미만 유지

- 2024년 WTI 가격 80달러 적용 시 전세계 GDP 대비 원유소비금액 비중은 2.6%
- 전세계 원유소비금액 비율이 4%를 넘어설 경우 국제 유가로 인한 글로벌 경기침체 우려 부각: 2008년 4.9%, 2011~13년 4.1~4.2%
- WTI 가격 기준으로 120달러를 넘어설 경우 전세계 GDP 대비 원유소비금액 비율은 4%를 상회. 100달러 이하에서는 3% 내외

### 전세계 GDP 대비 원유소비금액 4%가 임계점



자료: BP, IMF, 하나증권

### WTI 가격 120달러 상회 시 GDP 대비 원유소비금액 4%를 상회

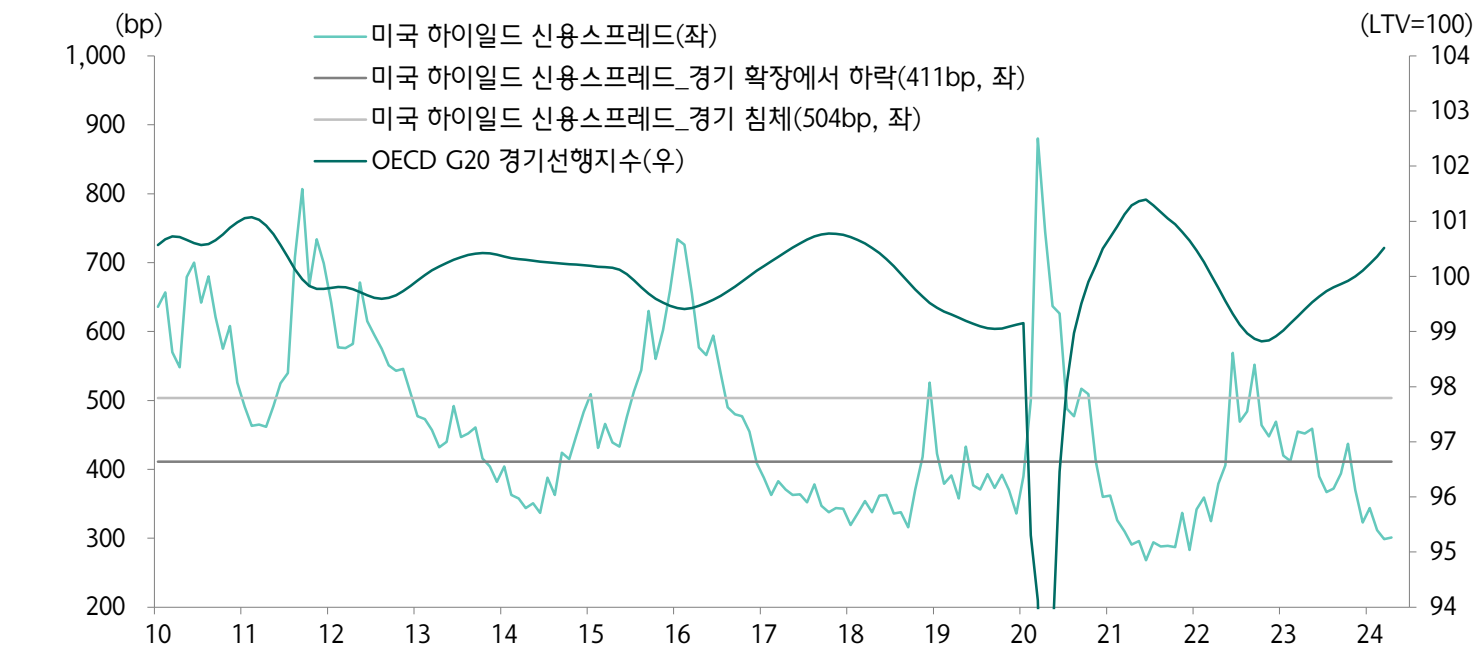
연도	전세계 원유수요 (만 bbl/일간)	연평균 WTI 가격 (배럴당)	전세계 GDP 대비 원유 소비금액(%)
2008년	8,511	100.1	4.85
2011년	8,740	95.0	4.11
2012년	8,867	94.1	4.05
2013년	8,995	98.0	4.16
2022년	9,731	94.6	3.35
2023년	9,912	77.7	2.66
2024년.E	10,070	70	2.32
		80(24년 평균 79)	2.65
		90	2.99
		100	3.32
		110	3.65
		120	3.98
		130	4.31
		140	4.68
		150	4.98

자료: BP, IMF, 하나증권

## 경기싸이클 확장 조건이 유지되기 위해서(2) 하이일드 신용스프레드 500bp 미만 유지

- 연준 기준금리 인상의 부정적인 효과는 기업 디폴트 리스크 확산
- 미국 하이일드 신용스프레드가 400bp를 넘어서면, OECD G20 경기선행지수 확장 국면에서 하락 전환. 동 지표가 500bp를 넘어서면, OECD G20 경기선행지수 위축 국면으로 진입
- 현재 미국 하이일드 신용스프레드는 300bp

글로벌 경기 확장 국면 유지를 위해서는 미국 하이일드 신용스프레드 500bp 미만 유지 필요

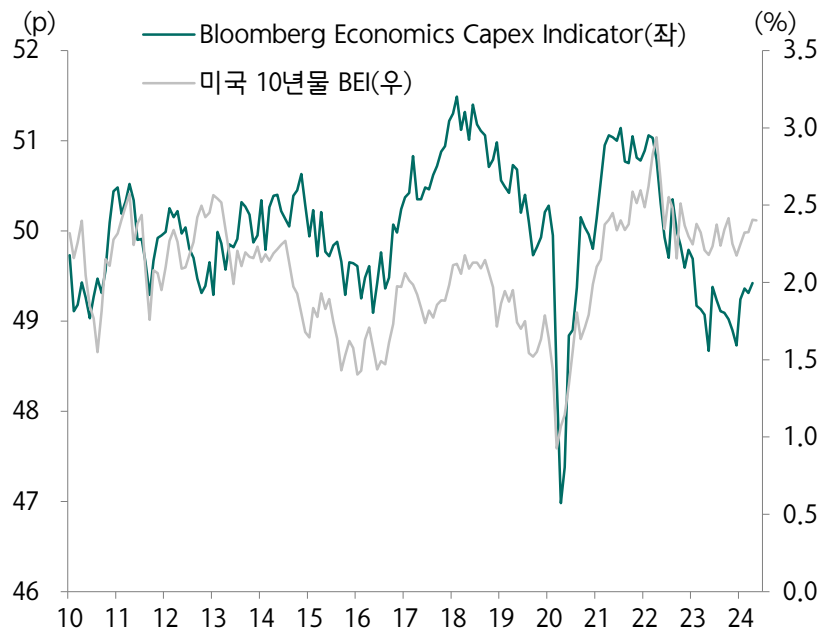


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 투자 중심, 중국 소비 중심

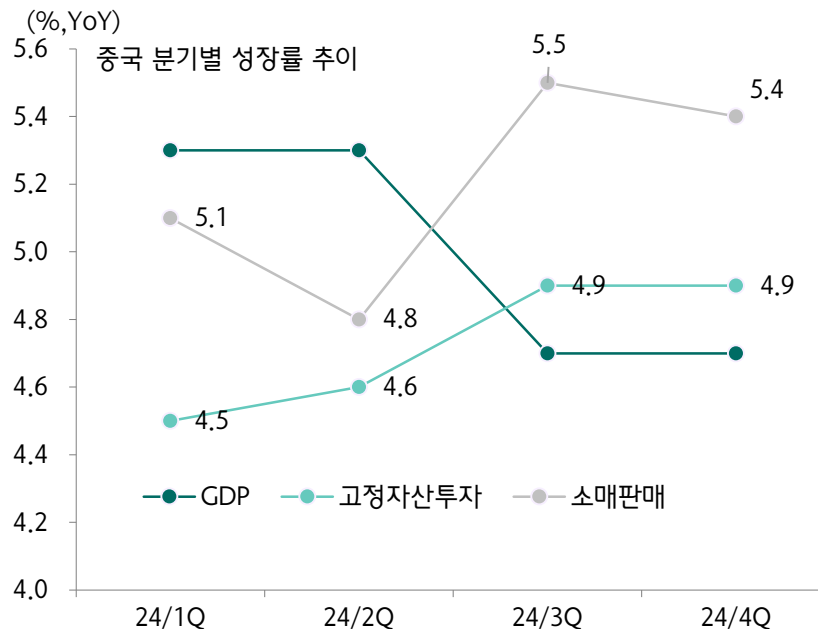
- 미국 기대인플레이션 상승을 기반으로 기업 투자 증가: 미국 10년물 BEI 2.4%까지 상승, CAPEX 지수 상승세
- 중국 낮은 금리와 정부 부양책을 기반으로 민간 소비가 성장의 중심: 2024년 하반기 소매판매 증가율(YoY) 5% 중반대 이상 전망

### 미국 기대인플레이션 상승 기반으로 기업 투자지수 상승



주) Bloomberg Economics Capex Indicator: Philadelphia Fed, Empire State, Kansas City Fed, Dallas Fed and Richmond Fed capex지수 표준화  
자료: Bloomberg, 하나증권

### 2024년 하반기 중국은 투자보다는 소비 중심으로 성장



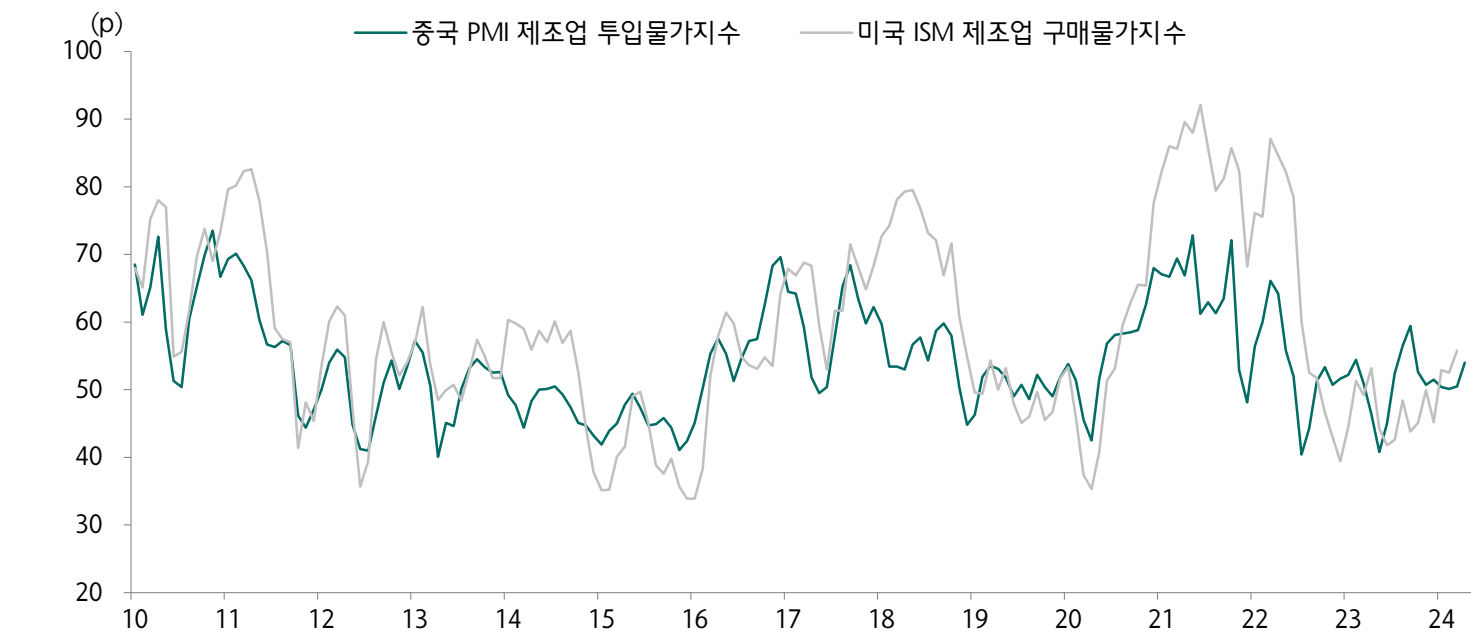
자료: Bloomberg, 하나증권



## 글로벌 경기사이클 확장세 확인 이후 반등 시나리오, 다만 인플레이션 높은 상황은 지속

- 연준 기준금리 인상 이후 지수 충격 발생(최소 10% 이상 하락)→ 글로벌 경기사이클 확장세 지속 확인 과정에서 지수 반등
- 글로벌 경기사이클 확장 과정에서 인플레이션 압력은 여전히 높은 수준 유지
- 최근 미국 ISM제조업 구매물가와 중국 PMI 투입물가지수가 높은 수준에서 상승세 유지

### 글로벌 경기사이클이 확장하는 국면에서 인플레이션 압력은 높은 수준 유지

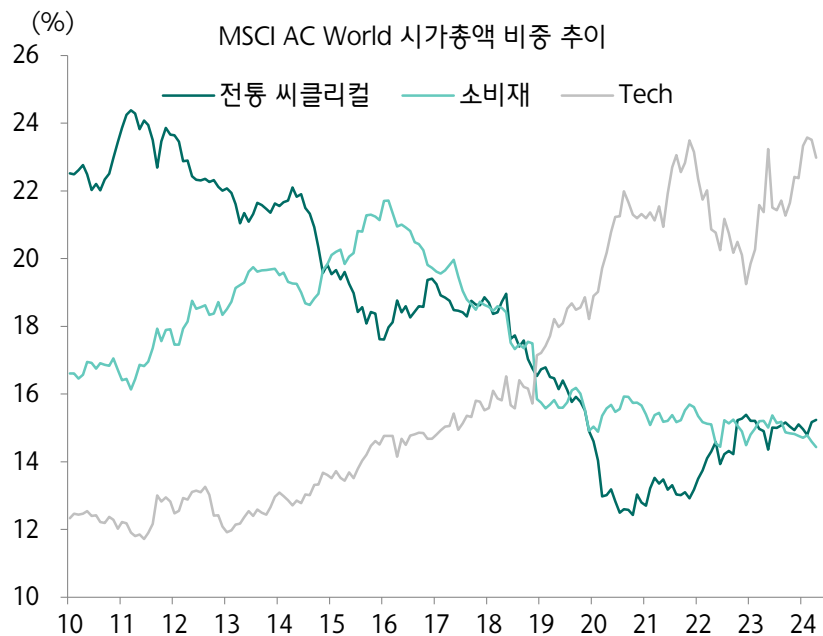


자료: Bloomberg, 하나증권

## 대폭적인 주도주 변화가 나타날 수 있는 시나리오

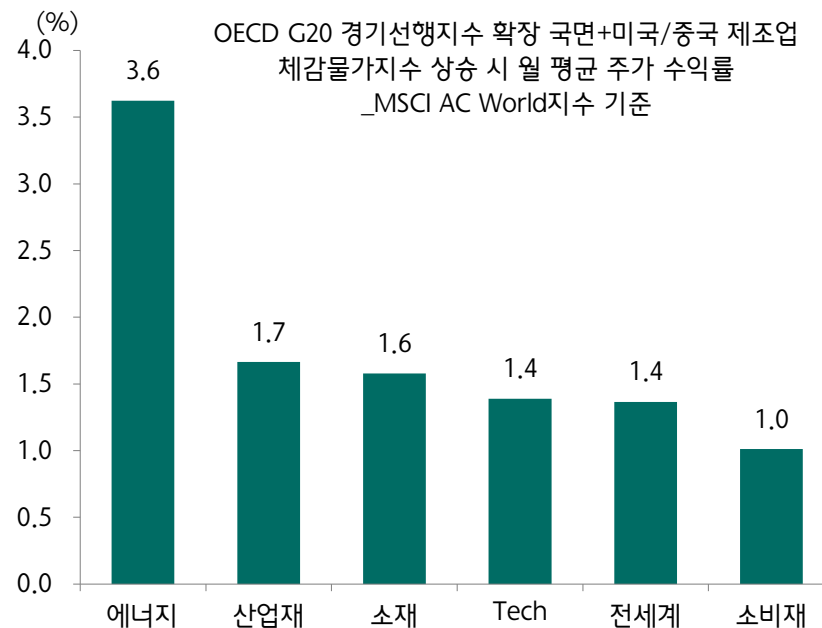
- 2010년 1월 MSCI World지수 내 전통 사이클릭 시총비중 22.5%에서 현재 15.2% 대폭 하락. 소비재 16.6%에서 14.4%로 하락
- 같은 기간 동안 Tech 섹터 시총비중은 12.3%에서 23.0%로 크게 상승
- 글로벌 경기확장과 제조업 체감 물가지수 상승 국면에서 MSCI AC World지수 기준 주요 섹터 주가 수익률을 비교해 보면,
- Tech나 소비재 섹터 보다는 에너지, 산업재, 소재섹터와 같은 전통 사이클릭의 월 평균 주가 수익률이 더 높았음

### 2010년 이후 글로벌 증시 주도권은 Tech로만 집중



자료: Bloomberg, 하나증권

### 글로벌 경기확장 국면에서 제조업 물가지수 상승하면, 전통 사이클릭 주도

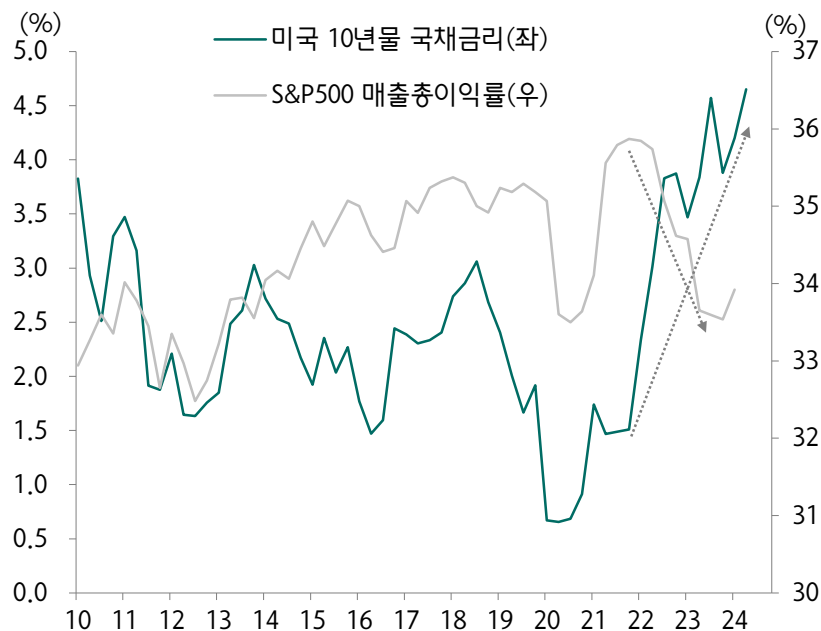


주) 2010년 이후 월간 주가 수익률 기준  
자료: Bloomberg, 하나증권

## 가격 전가력은 업종이나 기업 선택 시 중요한 변수

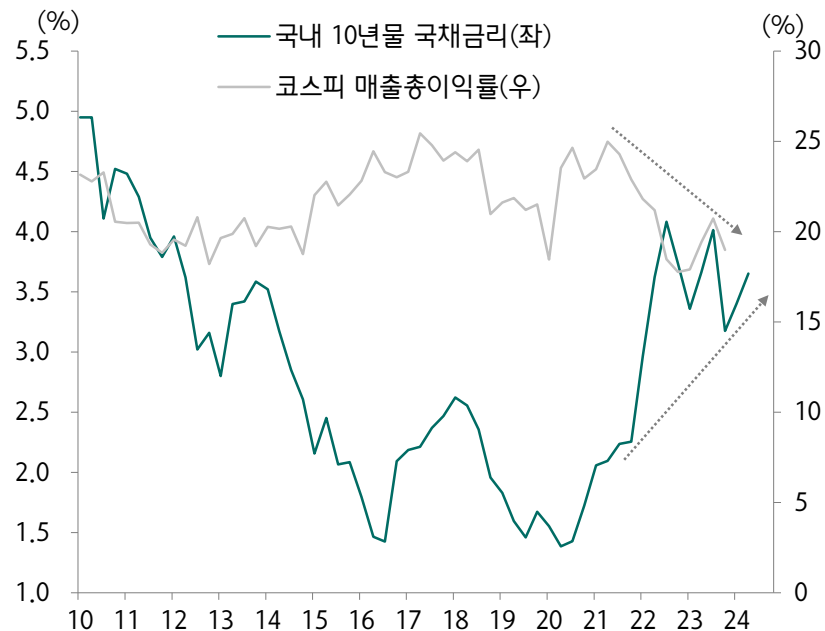
- 고금리 또는 인플레이션 하에서 기업의 가격 전가력은 약화(생산 원가가 판매 가격 상승 보다 빠르게 진행된 결과)
- S&P500 최근 분기 매출총이익률 34%로 2022년 1분기 고점(36%) 대비 하락, 코스피 최근 분기 매출총이익률 19%로 2021년 2분기 고점(25%) 대비 하락
- 고금리 또는 인플레이션 환경을 감안해 가격 전가력이 높은 업종이나 기업 비중 확대 필요

시중금리 상승으로 기업 가격 전가력 약화(1) 미국



자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리 상승으로 기업 가격 전가력 약화(2) 국내

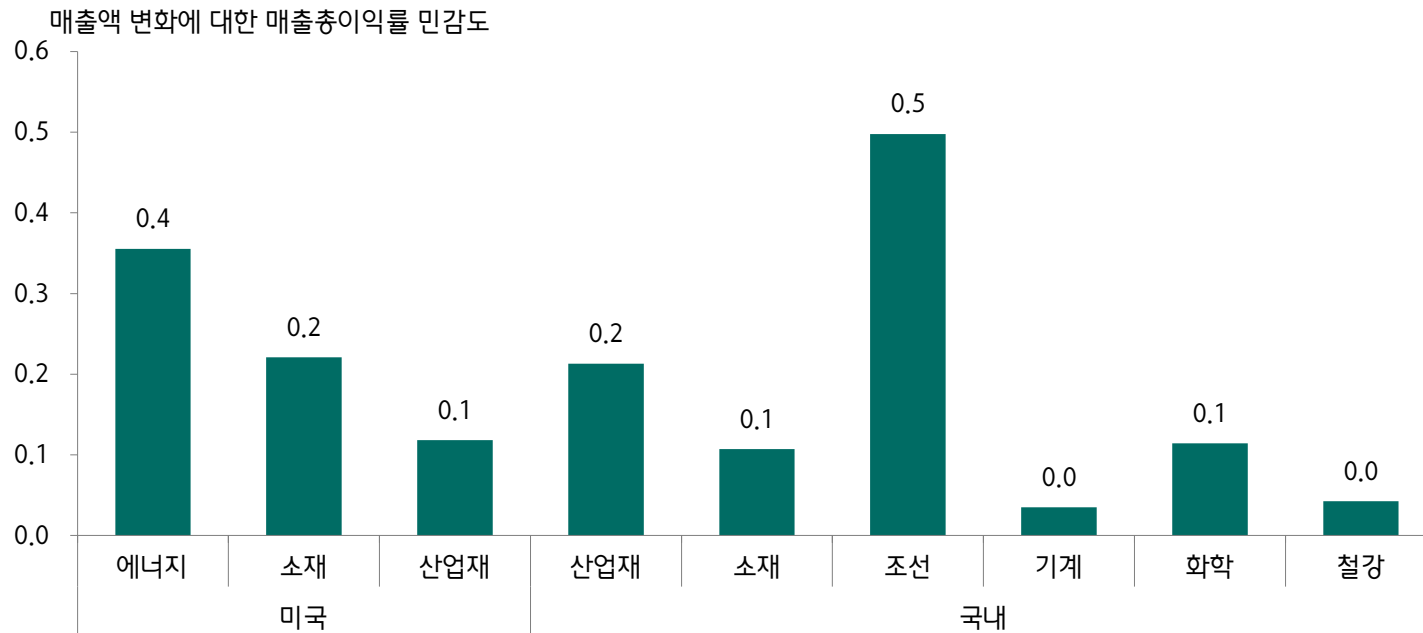


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

## 미국과 국내 전통 씨클리컬 업종의 가격 전가력 비교

- 전통 씨클리컬 업종 내 비교, 매출액 증가 시 매출총이익률 상승 폭이 상대적으로 큰 섹터 및 업종 관심
- 미국은 에너지> 소재> 산업재 순
- 국내는 산업재> 소재 순. 조선과 화학 업종이 섹터 내에서 상대적으로 가격 전가력이 높은 편

### 미국과 국내 전통 씨클리컬 업종의 가격 전가력 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

## 시나리오 3. 연준 기준금리 인상: 가격 전가력이 상대적으로 높은 전통 씨클리컬

### 가격 전가력이 상대적으로 높은 전통 씨클리컬 기업

업종	기업	시가총액 (십억 달러)	QoQ 매출증가율 변화에 따른 매출총이익률 민감도	매출증가율 (2024년, %)
에너지	코노코필립스	147	0.31	7.8
산업재	이튼	127	0.18	8.1
산업재	보잉	103	0.38	5.2
소재	프리포트 맥모란	72	0.60	8.0
에너지	베이커 휴즈	33	0.32	8.1

- 미국 증시 전통 씨클리컬 업종 내 2024년 매출증가율이 상대적으로 높고, 매출 증가 시 매출총이익률 상승 폭이 상대적으로 큰 기업에 관심

업종	기업	시가총액 (억원)	QoQ 매출증가율 변화에 따른 매출총이익률 민감도	매출증가율 (2024년, %)
운송	HMM	109,213	0.23	17.2
조선	한화오션	98,188	0.92	29.5
조선	삼성중공업	83,160	0.84	21.3
기계	현대로템	40,710	0.03	9.9
화학	효성첨단소재	16,464	0.01	8.9
화학	대한유화	8,866	0.22	13.3

- 국내 증시 전통 씨클리컬 업종 내 2024년 매출증가율이 상대적으로 높고, 매출 증가 시 매출총이익률 상승 폭이 상대적으로 큰 기업에 관심

자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권