



Equity

Compliance Notice

본 조사항목은 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 박성재 parksungjae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 17일 | Global Asset Research

화수분전략

강세장 속 주도업종의 조정은 얼마나 갈까

S&P500 Tech 섹터와 M7 기업들이 버블과 과잉 투자 논란에 휩싸였다. 하지만 ① Tech 섹터는 과거 대비 높은 투자자본 대비 수익률(ROIC)을 기록하고 있고, ② M7 기업들 중 메타를 제외 시 2026년 CAPEX 예상 금액은 [보유 현금+2026년 예상 잉여현금흐름] 대비 적은, 즉 적정 투자를 진행하고 있다. ③ 미국 신용스프레드는 낮은 수준, S&P500지수 할 인률은 하락세를 유지하고 있어 현재는 강세장 내 조정이라고 본다.

국내에는 원/달러환율과 3년물 국채금리가 동시에 급등하면서 코스피의 조정 압력이 높아진 상황이다. 국내 통화 공급량은 크게 증가했다. 2025년 GDP 대비 M2 비율은 174%로 24년 대비 23%p 급상승한 것도 원인 중 하나다(미국은 73%로 전년 대비 변화 없음).

다만 ① 국내 CDS프리미엄과 신용스프레드는 낮은 수준을 유지하고 있고, ② 글로벌 기업 CAPEX 확장 사이클로 인한 국내 수출 증가가 지속 가능하고, ③ 국내로 유입된 (해외) 직접 투자 금액도 최근 2개 분기 연속 증가했기 때문에 추세적인 외국인 자금 이탈은 아닐 것으로 판단된다. 오는 12/10일 FOMC회의 기준금리 인하 가능성이 기존 90%대에서 현재 50%대로 하락했다. 인하 확률 상승 여부 확인이 필요한 시점이다.

최근 S&P500지수 주도주의 변동성이 이전 대비 커졌다. 주가 조정 기간 내 일 평균 주가 하락률은 -0.6%, 상승 기간 내 주가 상승률은 1.2%로 과거(-0.3%/0.4%)대비 크다. 한편 어닝서프라이즈 기록 시 주가 상승 정도가 상대적으로 약하지만, 쇼크 발생 시 주가 하락 정도는 강한 편이다. 주가가 이익에 연동하는 상황에는 변함이 없다.

S&P500 M7 기업들의 이익 증가율(2026년 전망치 +17%)이 과거에 비해 낮아진 것은 맞지만, 여전히 Non M7(+11%) 대비 높다. M7 기업 중 영업이익률이 상승할 것으로 예상되는 기업들(엔비디아, 알파벳, 아마존, 테슬라)과 그렇지 못한 기업들 간의 주가 차별화 가능성이 높아 보인다.

코스피도 과거 강세장 속에서 발생한 주도업종의 하락 기간 평균은 29~33일, 주가 하락률은 -15~-16%였다. 2025년 주도업종인 조선, 기계, 반도체의 경우 최근 고점 대비 하락률이 -11%(반도체)~-13%(기계, 조선)를 기록하고 있어 단기 가격 조정의 막바지 단계에 진입한 것으로 판단된다.

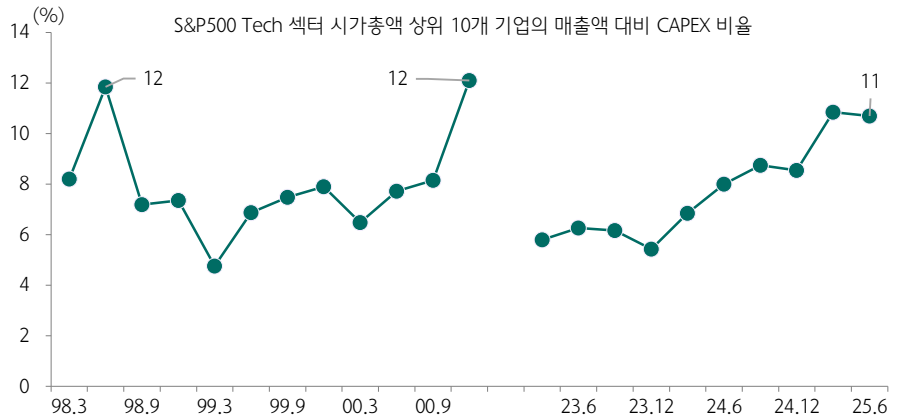
2026년 전망치 기준으로 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익률(76%), SK하이닉스의 영업이익률(54%)을 상회하는 기업은 거의 없다. 한편 국내 기계와 조선 업종과 주가 상관계수가 높은 S&P500 자본재와 유틸리티 기업들의 2026년 영업이익 증가율은 25년 대비 높아질 것으로 예상된다. 기존 주도업종들의 주가 반등 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

기업 선별 아이디어로 엔비디아와 브로드컴(미국), 삼성전자와 SK하이닉스(한국)에 버금가는 2026년 이익 증가율 전망치를 가진 기업 중, ① 매출 보다 이익 증가율이 높고, ② 영업이익률 상승 예상, ③ 순이익 비중 상승 예상, ④ (국내의 경우)최근 외국인 지분을 고점 대비 하락한 기업들에 관심을 가질 필요가 있다(도표 24, 도표37).

도표 1. S&P500 Tech 섹터 주가 조정 이유: 과잉투자 우려 부각

S&P500 Tech 섹터 과잉투자 및 버블 논란으로 최근 고점 대비 -6% 하락(S&P500지수 -2%)

S&P500지수 Tech 섹터 시가총액 상위 10개 기업 매출액 대비 CAPEX 비율 2000년대 최고점 12%, 현재 11%



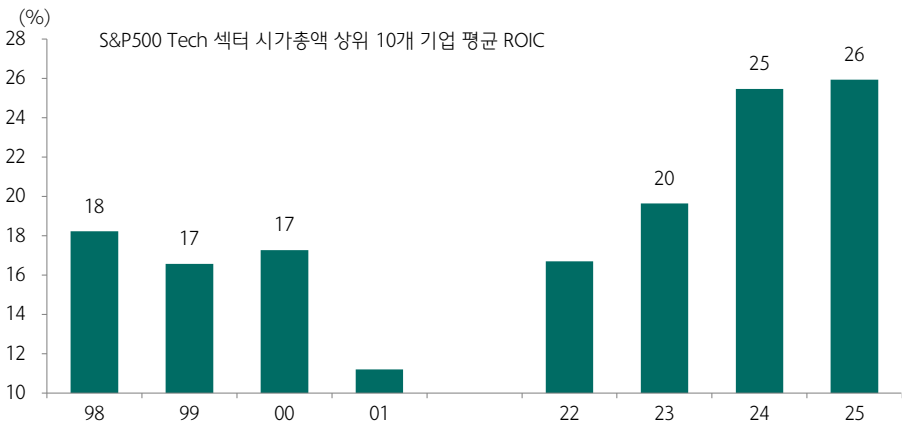
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 1990년 Tech 버블 당시와는 달리 현재 Tech 기업들은 투자 수익성(ROIC)의 절대적인 수준도 높고, 여전히 상승 중

1998~2000년 S&P500 Tech 섹터 시가총액 상위 10개 기업 ROIC 평균 17%

2023년~25년 ROIC 평균 24%, 최근 26%로 지속적으로 상승 중

현재 투자 수익성이 높기 때문에 과잉 투자라고 판단할 수는 없음

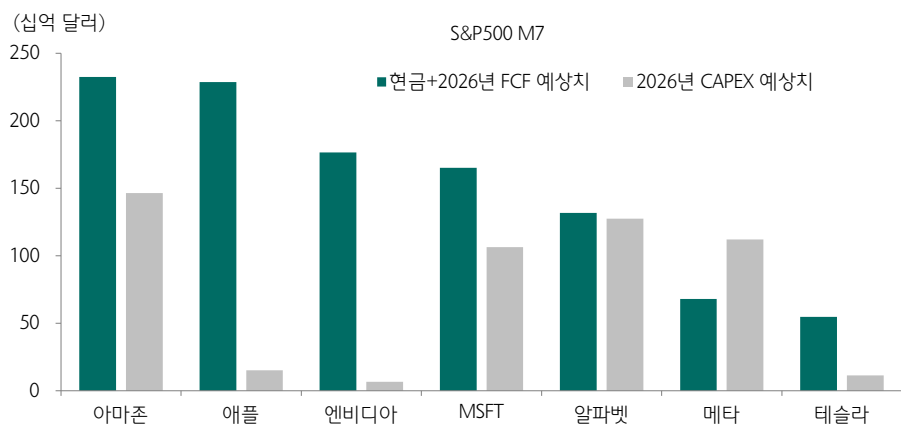


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. S&P500 M7 기업 중 메타 제외 시 보유 현금과 잉여현금흐름 내에서 투자 진행 예상

S&P500 M7 과잉투자 논란으로 인해 최근 고점 대비 -5% 하락

그러나 S&P500 M7 중 메타 제외 시 2026년 예상 CAPEX 금액은 [보유 현금+2026년 FCF 금액] 대비 낮은 수준

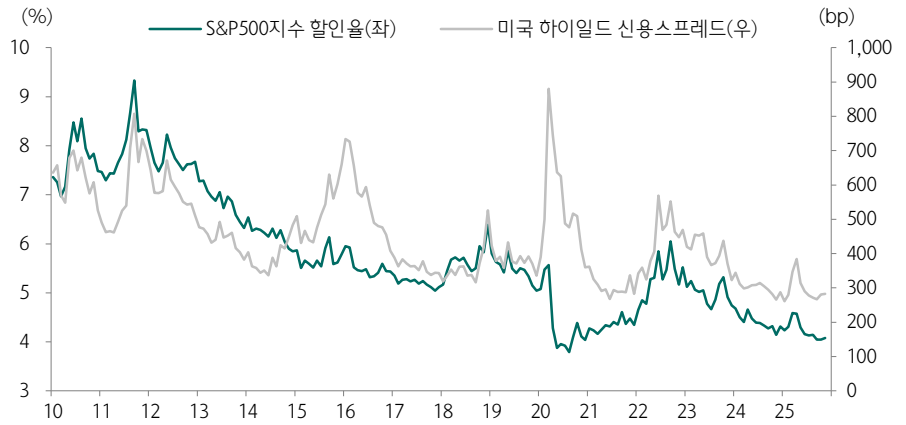


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 신용 스프레드는 최근 저점 대비 다소 상승하긴 했지만 여전히 낮은 수준. S&P500지수 할 인물은 하락 기조 유지

최근 2개월 동안 미국 신용 스프레드 다소 상승하긴 했지만, 절대 레벨이 여전히 낮은 수준을 유지

한편 S&P500지수 할인을 하락 기조 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 국내 금융시장, 시중금리와 원/달러환율 상승 부담이 커지면서 코스피 조정 동반 조정

원/달러환율 1,471원까지 상승하며 지난 4월 고점(1,481원) 근접

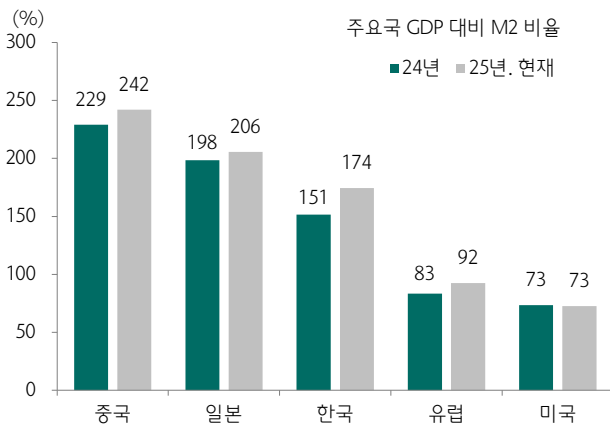
3년물 국채금리 2.95%까지 상승

코스피 최근 고점 대비 -6% 하락



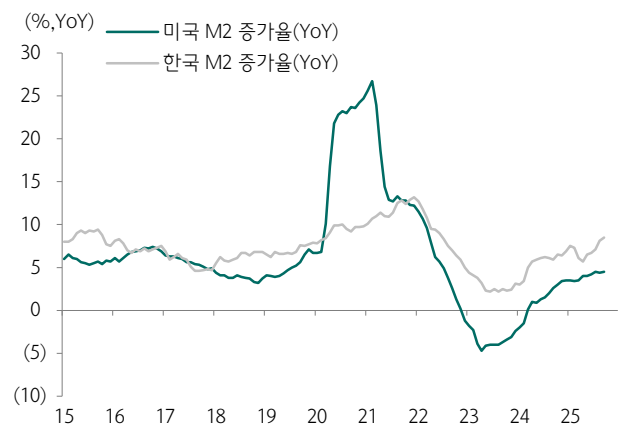
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 2025년 국내 통화 공급량이 크게 증가함. 2025년 현재 GDP 대비 M2 비율은 174%로 24년 대비 23%p 급상승



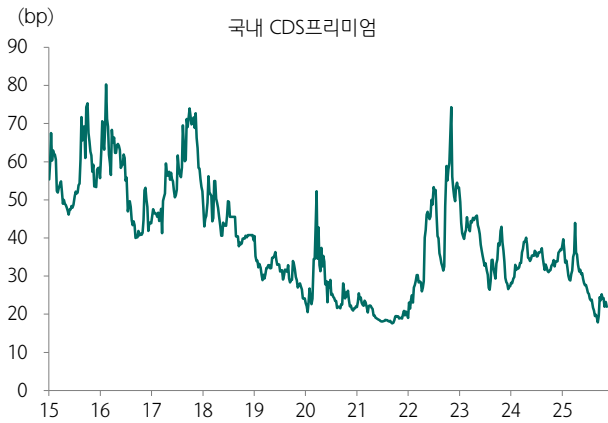
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 2025년 현재 미국 M2 증가율(YoY) 4.5%, 국내의 경우는 8.5%로 2024년 이후 미국 대비 상대적으로 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 국내 대/내외 신용 리스크가 상승한 것은 아닌 상황(1): 국내 CDS프리미엄 20bp대로 최저 수준 유지



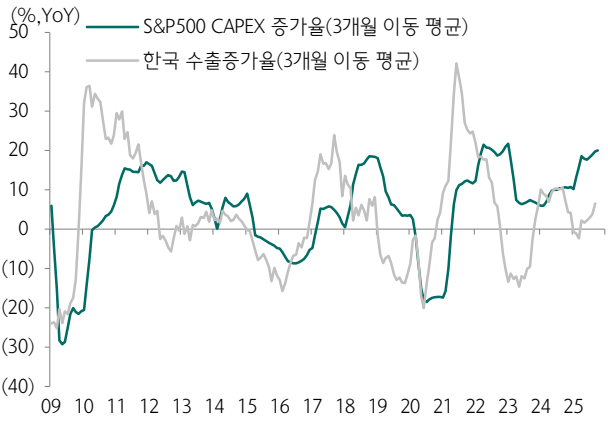
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 국내 대/내외 신용 리스크가 상승한 것은 아닌 상황(2): 국내 신용스프레드(BBB+기준)도 380bp대로 최저 수준 유지



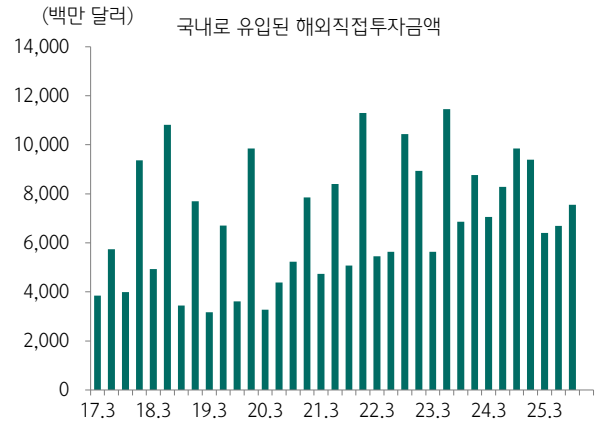
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 10. 미국 기업 투자 사이클 확장 기조 유지 예상, 국내 수출도 견조한 확장세 유지 가능할 것으로 판단



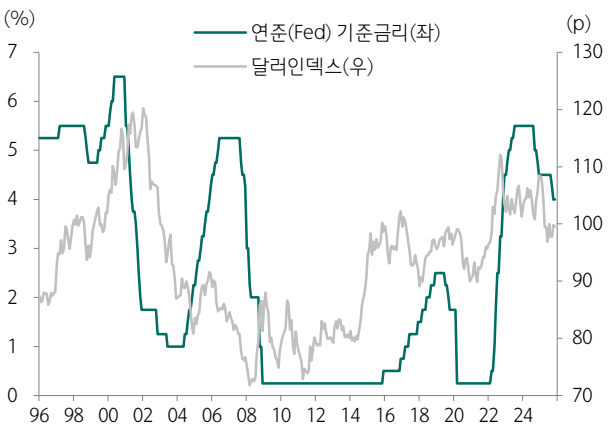
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 2025년 3분기까지 국내로 유입된 해외 직접 투자 금액은 24년 같은 기간대비 -18% 감소했지만, 최근 2분기와 3분기 연속 증가



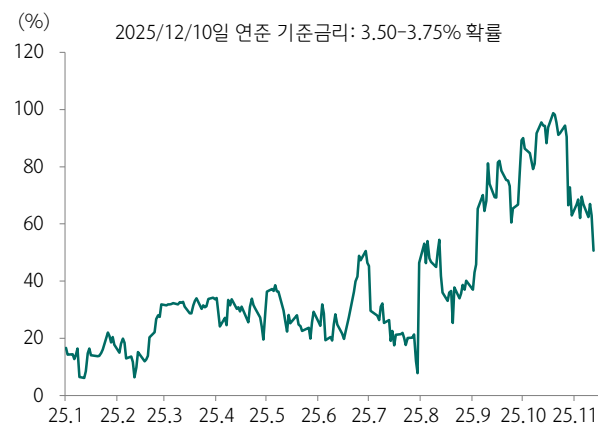
자료: 통계청, 하나증권

도표 12. 연준(Fed)의 기준금리 인하 정책 실행 여부가 달러가치 변화에 중요한 변수



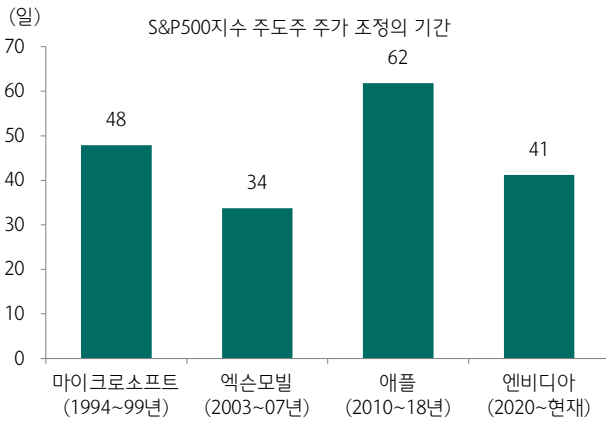
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 최근 미국 경제지표를 알지 못하고 있는 상황. 12/10일 연준(Fed) 기준금리 인하 가능성 10월달 90%에서 50%로 하락



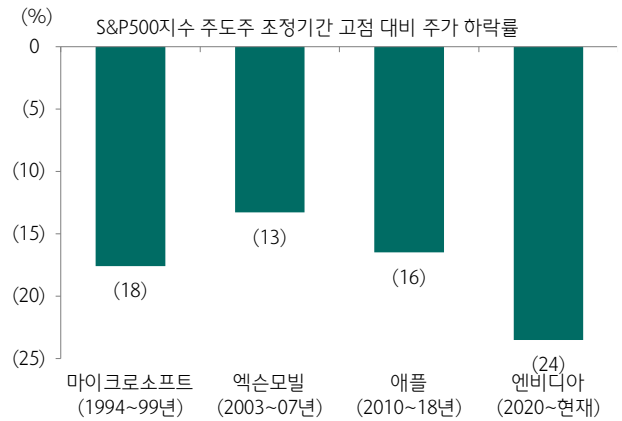
자료: Fed Watch, 하나증권

도표 14. 2020년대 S&P500지수 주도주 주가 조정 기간은 1990년대 Tech 버블 당시 주도주 보다는 짧은 편



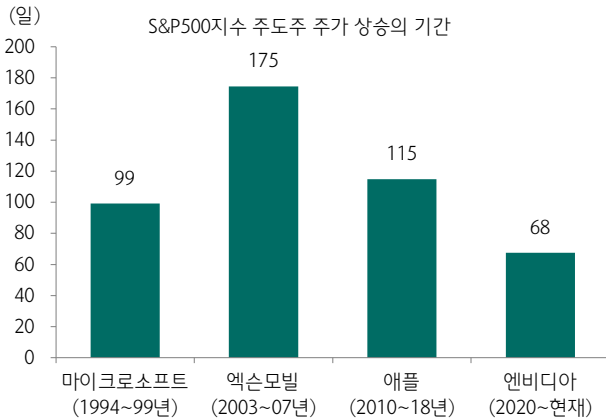
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 그러나 2020년대 S&P500지수 주도주의 주가 조정 폭은 과거 주도주들 대비 상대적으로 큰 편



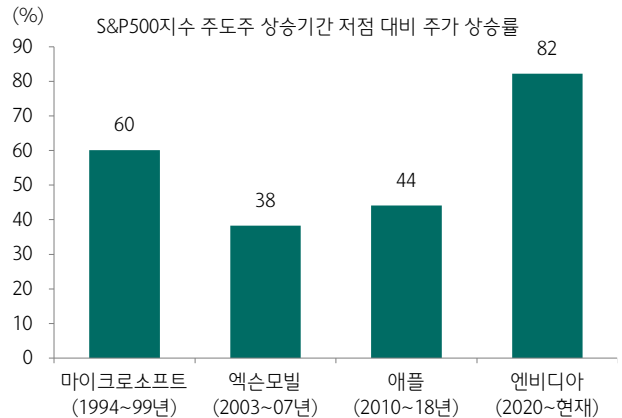
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 2020년대 S&P500지수 주도주 주가 상승 기간은 과거 주도주들 대비 상대적으로 짧은 편



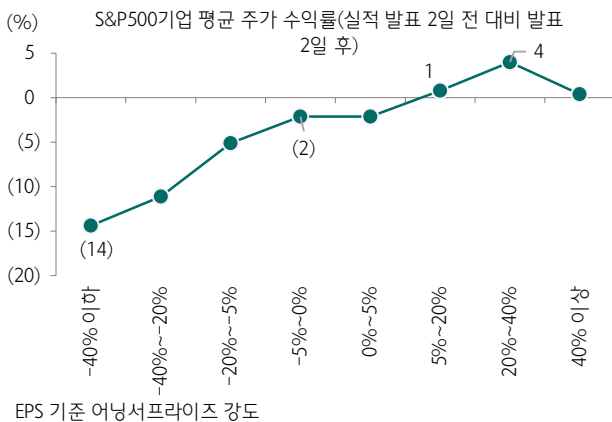
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 그러나 2020년대 S&P500지수 주도주의 주가 상승 폭은 과거 주도주들 대비 상대적으로 큰 편



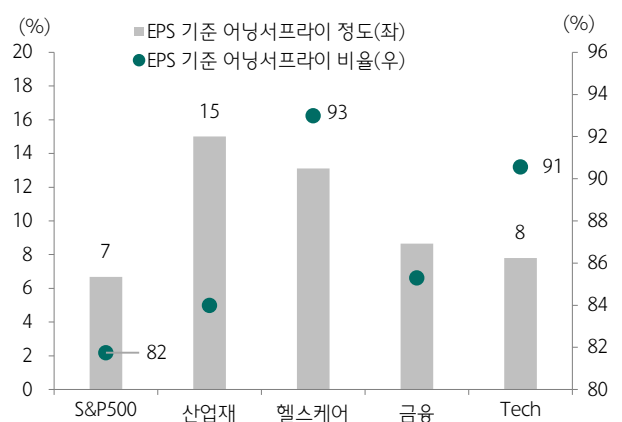
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 주가는 실적에 의존하는 경향이 여전히 강함: S&P500 기업 어닝서프라이즈와 쇼크 정도에 따라 차별화된 주가 수익률을 기록



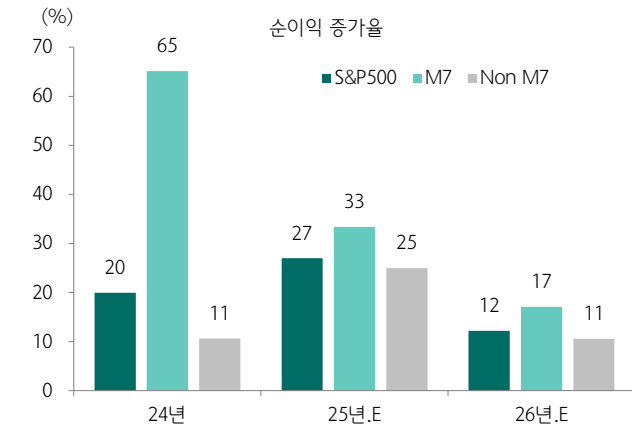
자료: factset.com, 하나증권

도표 19. 금번 분기 S&P500지수 어닝서프라이즈를 주도하고 있는 섹터: 산업재, 헬스케어, 금융, Tech



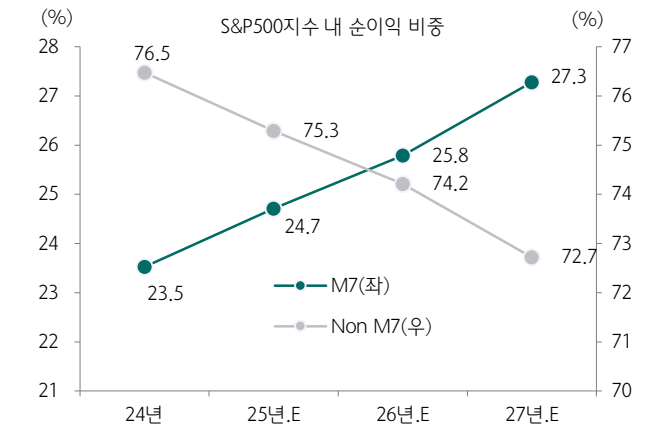
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 20. S&P500 M7 2025~26년 순이익 증가율 2024년 만큼은 아니지만, 여전히 Non M7 대비 높은 수준 유지 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. S&P500지수 내 M7 순이익 비중은 2026년까지 꾸준히 상승 전망. 2025년 24.7%에서 26년 25.8% 예상

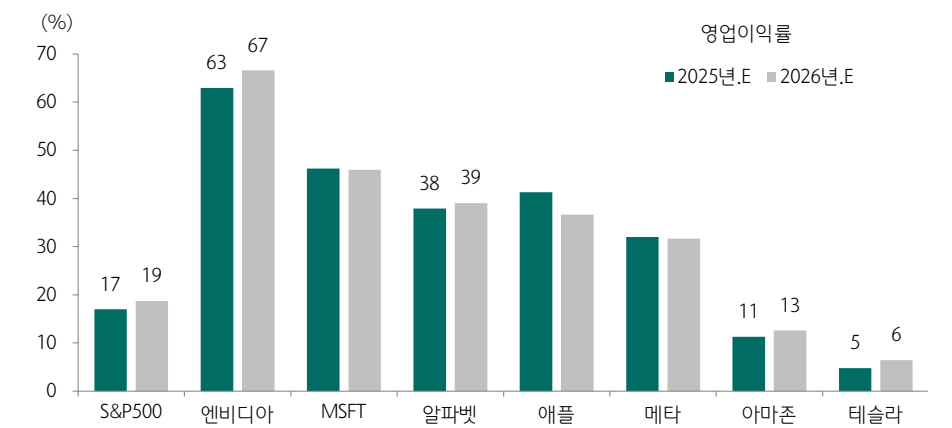


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 다만 S&P500 M7 기업들의 영업이익률 변화에는 다소 차이가 있음. 향후 주가 차별화에 영향을 줄 가능성이 있고, 영업이익률 상승 기업에 관심 필요

S&P500 M7 기업들의 영업이익률 변화에는 다소 차이가 있음

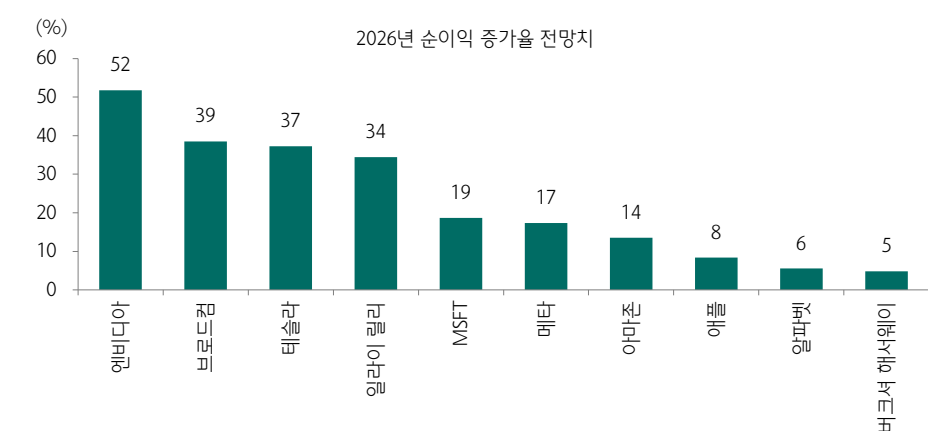
2026년 엔비디아, 알파벳, 아마존, 테슬라 영업이익률은 25년 대비 상승 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 23. S&P500 시가총액 상위 기업 중 2026년 순이익 증가율 엔비디아와 브로드컴을 상회하는 기업을 찾기 어려운 상황

S&P500 시가총액 Top10 기업 중 엔비디아(52%)와 브로드컴(39%)이 월등히 높아 두 기업을 넘어서기가 쉽지 않음



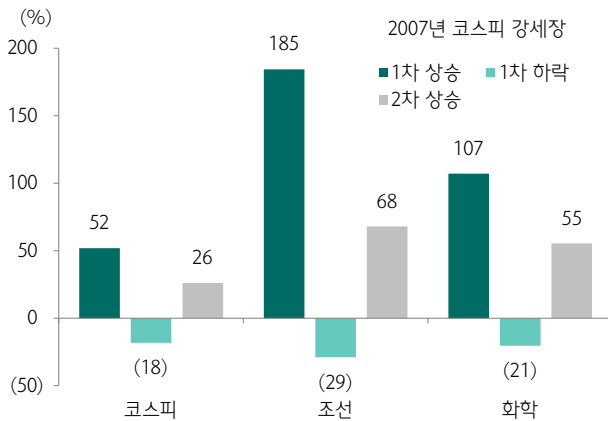
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 24. S&P500 기업 선별 아이디어: S&P500지수 내 엔비디아와 브로드컴에 버금가는 2026년 이익 증가를 전망치를 가진 기업 중, ① 매출 보다 순이익 증가율이 높고, ② 영업이익률을 상승 예상, ③ S&P500지수 내 순이익 비중 상승 예상 기업

기업명	매출 증가율(%)		순이익 증가율(%)		영업이익률(%)		순이익 비중(%)	
	2025년.E	26년.E	2025년.E	26년.E	2025년.E	26년.E	2025년.E	26년.E
엔비디아	112.7	60.0	145.9	51.8	61.4	67.1	3.08	4.16
브로드컴	22.9	36.4	464.2	38.5	46.4	65.6	1.40	1.73
테슬라	(2.4)	14.4	(21.8)	37.3	4.4	6.4	0.23	0.29
일라이 릴리	41.0	19.1	99.3	34.5	40.4	46.4	0.89	1.06
애플	8.2	9.4	301.2	43.7	29.8	48.5	0.72	0.92
AMD	32.0	31.4	294.8	62.2	12.7	26.5	0.27	0.39
마이크론 테크놀로지	48.1	47.1	1,078.6	116.4	30.8	44.9	0.39	0.74
애플린	21.1	37.7	100.1	56.1	68.2	78.7	0.13	0.18
인텔	(1.0)	2.7	흑자전환	97.7	(3.7)	8.5	0.07	0.12
GE 버노바	6.9	11.0	31.3	71.7	4.5	9.0	0.09	0.13
캐피털 원 파이낸셜	(1.0)	18.0	68.0	49.8	3.9	15.5	0.34	0.45
비스트라	16.7	14.0	(30.6)	60.0	15.8	20.5	0.08	0.11
씨게이트 테크놀로지 홀딩스	38.5	20.7	406.2	49.4	25.2	32.2	0.07	0.09
프리포트 맥모란	(1.1)	6.6	12.9	52.1	25.7	33.7	0.09	0.12
웨스턴 디지털	48.5	25.3	흑자전환	52.6	29.7	33.2	0.08	0.11

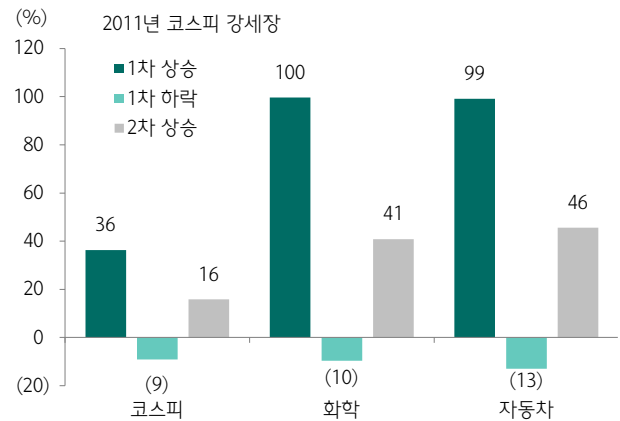
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 25. 2007년 코스피 강세장: 코스피 1차와 2차 상승 주도업종은 동일. 1차 조정 국면에서 주도 업종 주가 하락률이 상대적으로 큼



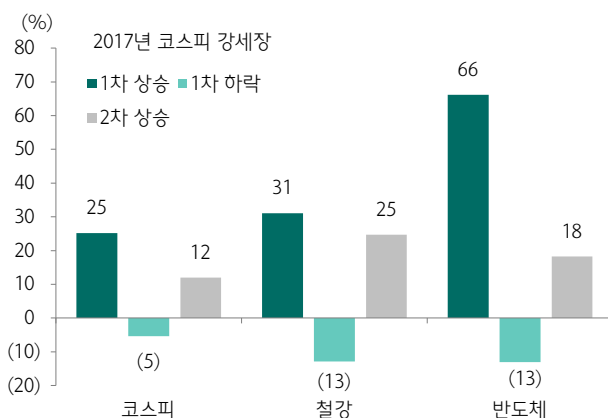
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 26. 2010년 코스피 강세장: 코스피 1차와 2차 상승 주도업종은 동일. 1차 조정 국면에서 주도 업종 주가 하락률이 상대적으로 큼



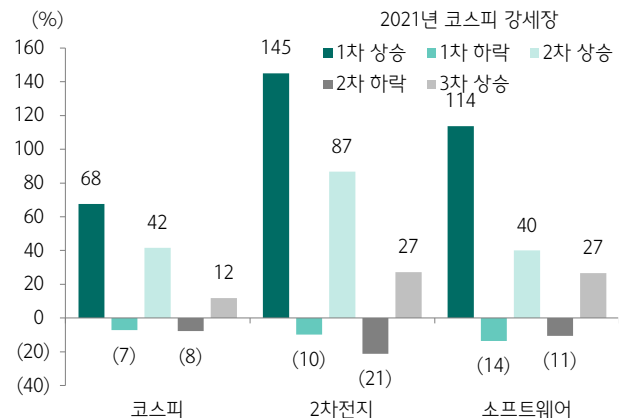
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 27. 2017년 코스피 강세장: 코스피 1차와 2차 상승 주도업종은 동일. 1차 조정 국면에서 주도 업종 주가 하락률이 상대적으로 큼



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 28. 2021년 코스피 강세장: 코스피 1차, 2차, 3차 상승 주도업종은 동일. 1차와 2차 조정 국면에서 주도 업종 주가 하락률이 상대적으로 큼

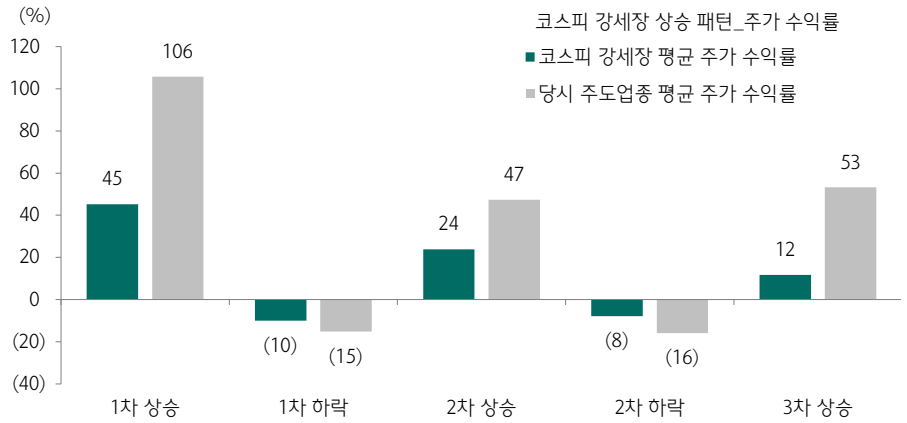


자료: Quantiwise, 하나증권

도표 29. 코스피 강세장 주도업종은 1차와 2차 조정 국면에서 평균 -15~-16% 하락

코스피 강세장 주도업종은 1차와
2차 조정 국면에서
평균 -15~-16% 하락

참고로 코스피는 -8~-10% 하락

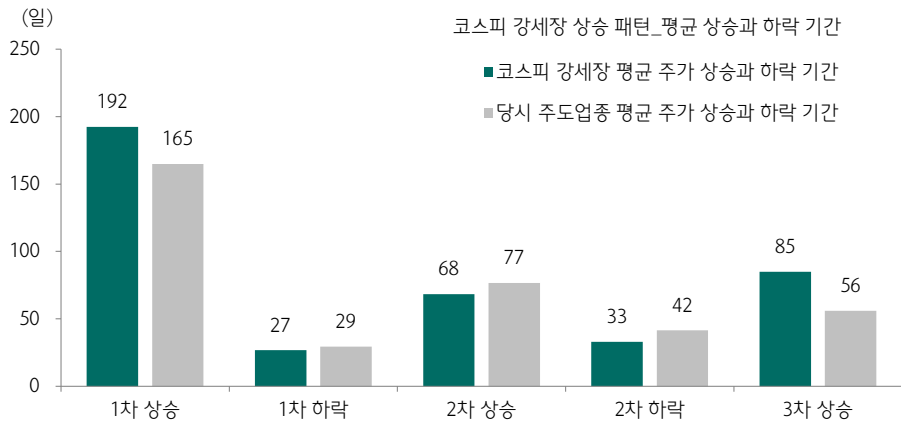


자료: Quantiwise, 하나증권

도표 30. 코스피 강세장 주도업종은 1차와 2차 조정 국면에서 평균 29~42일 정도 하락

코스피 강세장 주도업종은 1차와
2차 조정 국면에서
평균 29~42일 하락

참고로 코스피는 평균 27~33일
하락

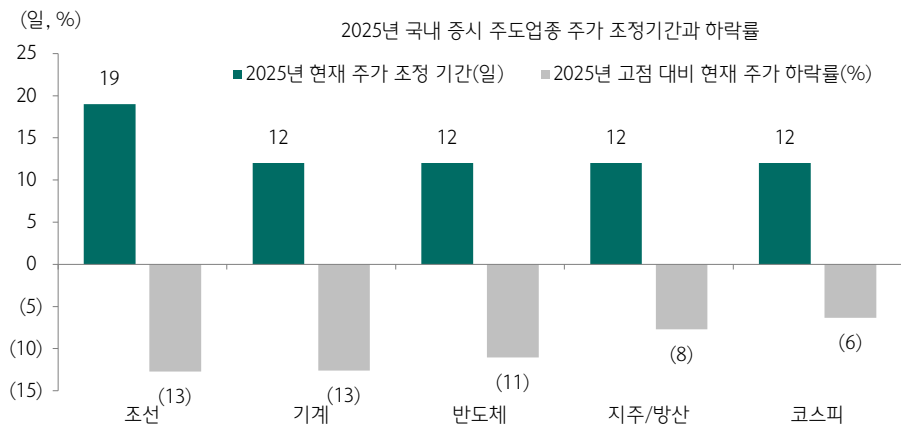


자료: Quantiwise, 하나증권

도표 31. 2025년 코스피와 주도업종들은 최근 들어 주가 조정 진행. 2025년 주도업종들의 최근 들어 주가 하락률은 과거 주도업종 조정 당시와 비슷한 수준. 조정을 마무리하고 주가 반등 가능성이 있음

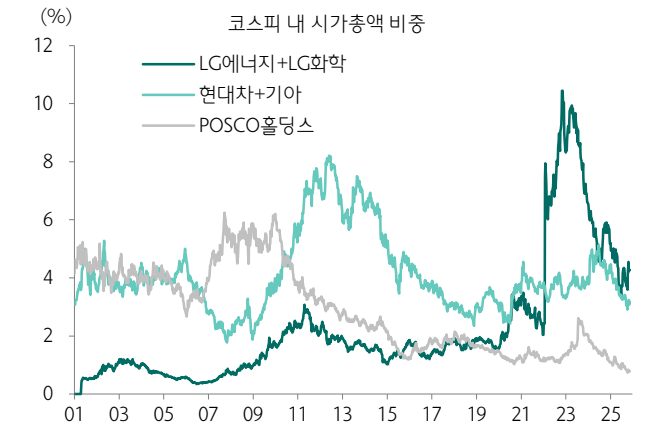
2025년 국내 증시 주도업종인
기계, 지주/방산, 반도체(이상 12
일 조정), 조선(19일 조정)의 하락
기간은 과거 주도업종 대비 짧음

그러나 조선, 기계, 반도체의
최근 주가 하락률은 이미 과거
주도업종의 1~2차 하락 기간
평균 하락률과 비슷한 수준



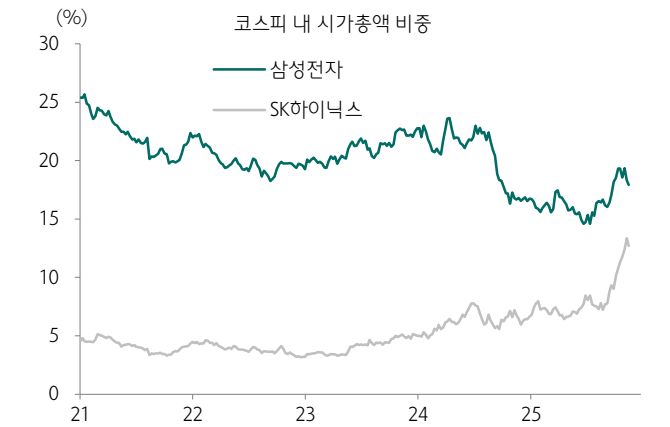
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 32. SK하이닉스 이전 주도주(시가총액 2등주): 코스피 내 시가총액 비중 고점 10.4%(LG에너지솔루션과 LG화학 합산)



자료: Quantwise, 하나증권

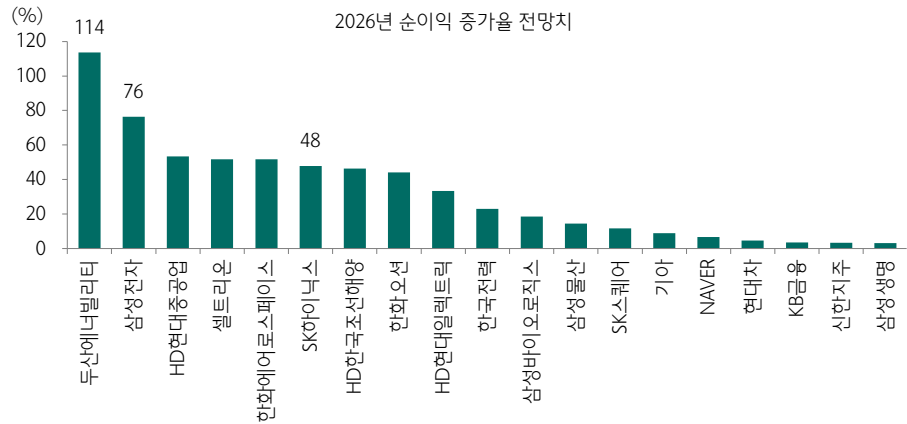
도표 33. 현재 SK하이닉스 코스피 내 시가총액 비중 13.3%(현재 12.7%)로 역대 최고치 경신. 삼성전자 시가총액 비중 18.0%



자료: Quantwise, 하나증권

도표 34. 2026년 국내 증시 대형주 중 삼성전자의 순이익 증가율 전망치 보다 높은 기업이 거의 없음

2026년 삼성전자 순이익
증가율은 76%로
대형주 중 가장 높은 편

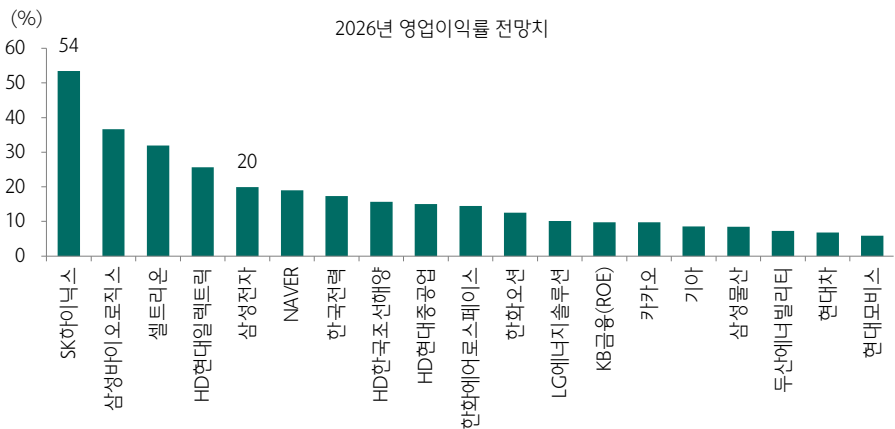


주) LG에너지솔루션은 2025년 적자 축소, 2026년 흑자 전환 예상으로 제외

자료: Quantwise, 하나증권

도표 35. 2026년 국내 증시 대형주 중 SK하이닉스의 영업이익률을 전망치 높은 기업이 없음

2026년 SK하이닉스 영업이익률은
54%로 시가총액 높음



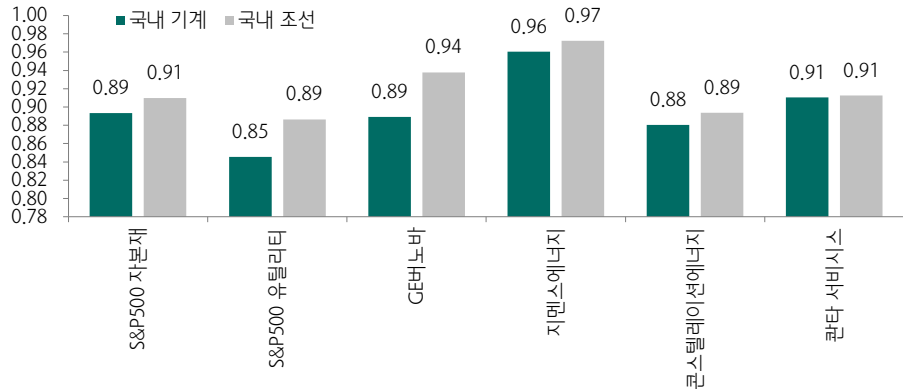
자료: Quantwise, 하나증권

도표 36. 국내 증시 기계와 조선 업종 주가와 연관성이 높은 미국 자본재 및 유틸리티 기업

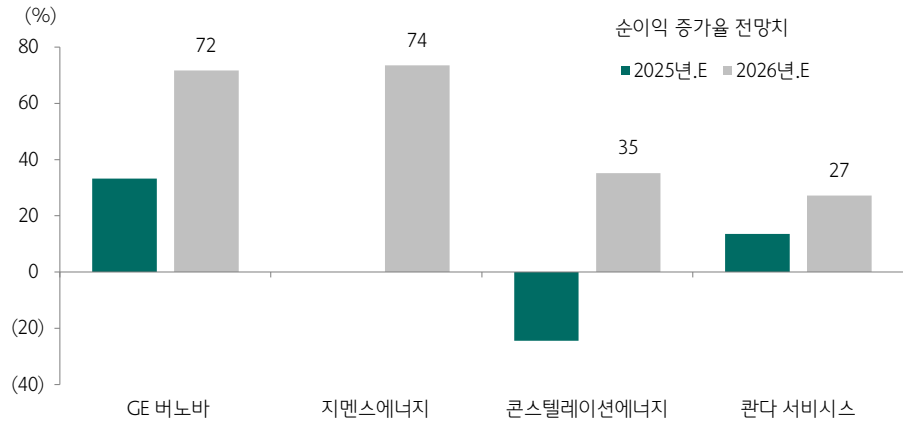
국내 기계와 조선 업종과 미국
자본재와 유틸리티 업종과의 주가
상관계수는 2023년 이후
0.9로 매우 높은 편

특히 GE버노바, 지멘스에너지,
콘스텔레이션에너지, 칸타서비스
와의 주가 상관계수가 높음

국내 기계와 조선 업종과의 주가 상관계수(2023년 이후)



GE버노바, 지멘스에너지, 콘스텔레
이션에너지, 칸타서비스의 2026년
순이익 증가율은 25년 대비 모두
높아질 것으로 전망



국내 기계와 조선업종 주가
재상승에 모멘텀을 제공할 수
있을 것으로 판단

자료: Quantwise, Bloomberg, 하나증권

도표 37. 국내 기업 선별 아이디어: 국내 증시 내 삼성전자와 SK하이닉스에 버금가는 2026년 이익 증가율 전망치를 가진 기업 중, ① 매출 보다 순이익 증가율이 높고, ② 영업이익률 상승 예상, ③ 순이익 비중 상승 예상, ④ 최근 외국인 지분을 고점 대비 하락 기업

기업명	매출 증가율(%)		순이익 증가율(%)		영업이익률(%)		삼성전자, SK하이닉스 제외 순이익 비중(%) (삼성전자와 SK하이닉스는 순이익(조 원))		외국인 지분율(%)	
	2025년.E	26년.E	2025년.E	26년.E	2025년.E	26년.E	2025년.E	26년.E	연중 고점	현재
삼성전자	8.3	16.0	8.9	76.4	11.6	19.9	36.6	64.6	55.6	55.3
SK하이닉스	39.2	40.3	93.4	47.9	45.5	53.5	38.3	56.6	56.3	54.0
LG에너지솔루션	(9.1)	15.2	적자 지속	흑자 전환	6.6	10.2	(0.08)	0.61	4.8	4.6
두산에너지빌리티	4.5	7.5	79.9	113.6	5.5	7.3	0.14	0.24	26.6	23.4
한화에어로스페이스	139.1	12.2	(31.0)	51.7	13.0	14.5	1.07	1.32	47.4	44.3
HD현대중공업	16.3	10.2	124.5	53.4	12.3	14.9	0.94	1.18	11.5	11.2
셀트리온	15.3	20.3	96.0	51.7	26.8	31.9	0.56	0.69	25.5	21.6
알테오젠	99.2	156.8	49.1	351.1	54.1	78.5	0.06	0.23	16.1	15.3
LG화학	(6.9)	7.7	적자 지속	흑자 전환	3.5	5.9	(0.37)	0.41	35.8	34.6
POSCO홀딩스	(4.0)	5.2	0.1	78.2	3.3	4.7	0.74	1.07	30.2	29.3
삼성중공업	8.5	17.6	944.9	77.3	8.1	11.6	0.45	0.65	34.2	31.1
효성중공업	21.4	16.3	119.6	45.3	11.3	14.1	0.33	0.39	26.1	25.0
두산	8.6	9.0	흑자 전환	101.9	6.5	8.9	0.17	0.27	14.3	13.1
LS ELECTRIC	6.7	18.4	20.1	42.7	8.7	10.0	0.19	0.22	24.9	21.6
한미반도체	12.7	51.2	57.2	67.5	47.7	51.6	0.16	0.22	12.7	7.6
하이브	19.2	43.3	605.9	468.8	4.3	12.7	0.04	0.21	21.0	20.1
한국항공우주	4.6	39.5	28.6	67.2	8.4	9.3	0.15	0.20	37.3	33.9
HD현대미포	8.7	14.5	202.5	59.5	9.3	12.0	0.22	0.28	23.4	21.6

자료: Quantwise, 하나증권