

주식시장 선망과 전략

연준 기준금리 시나리오별 대응 전략

Strategist/선진국전략

이재만



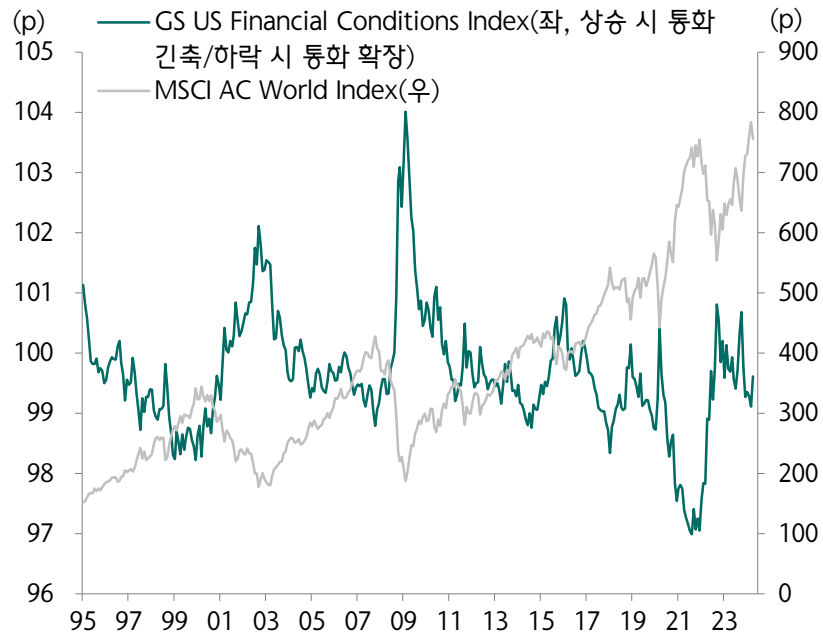
연준 기준금리 시나리오별 대응 전략

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

무엇보다도 우선하는 금리 정책, 주식시장을 지배하는 변수

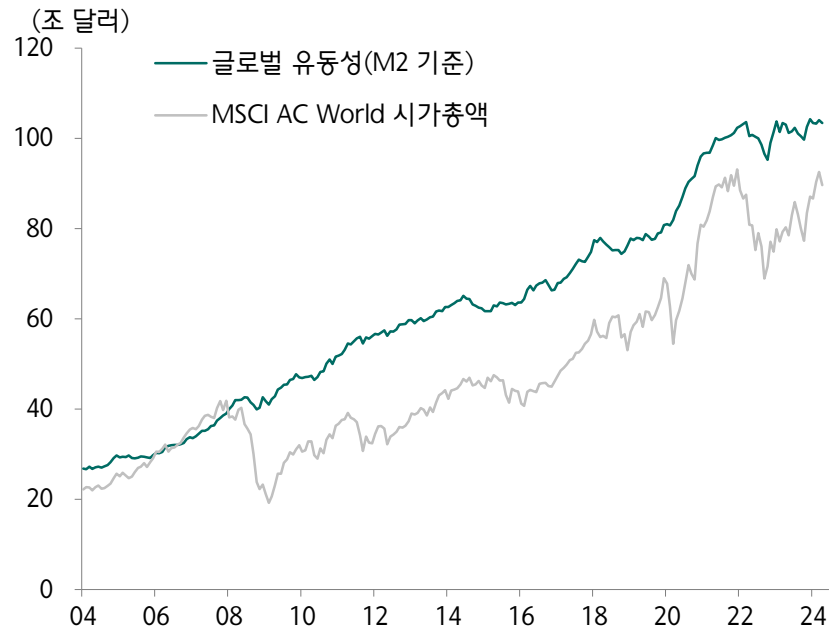
- 연준 통화정책 확장/긴축 기대와 우려가 글로벌 주식시장을 지배: 미국 금융조건지수 상승(통화긴축 우려)시 MSCI AC 지수 하락, 하락(통화확장 기대)시 MSCI 지수 상승
- 글로벌 유동성 총량과 주식시장 시가총액간의 상관계수는 0.95: 글로벌 유동성 2024년 3월 104조 달러를 정점으로 다소 감소

미국 통화정책의 확장과 긴축 여부는 지수의 방향성을 결정



자료: Bloomberg, 하나증권

유동성 총량에 따라 지수의 방향성도 결정

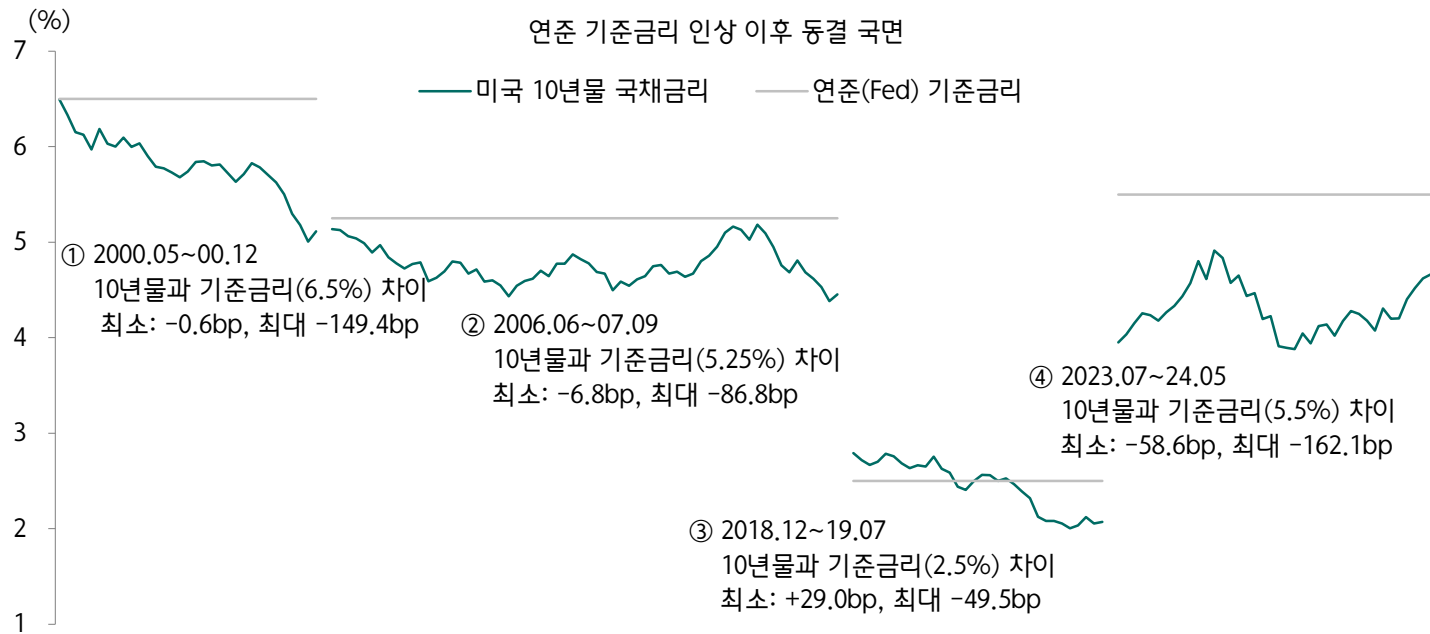


자료: Bloomberg, 하나증권

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

- 연준 기준금리 인상 이후 동결 국면에서 미국 10년물 국채금리, 기준금리 절대 레벨이 2.5%로 낮았을 때 기준금리 상회하기도
- 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

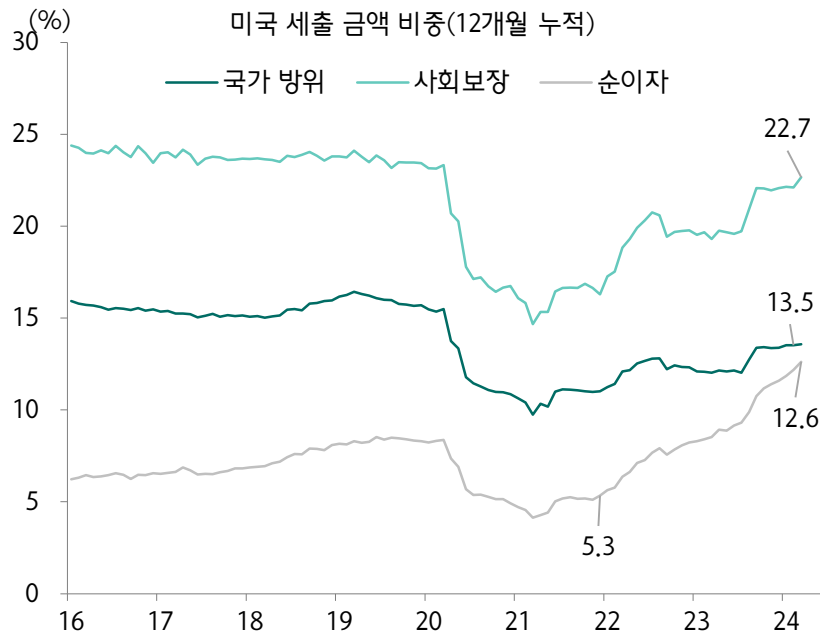


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 10년물 국채금리 5%에 민감한 주식시장

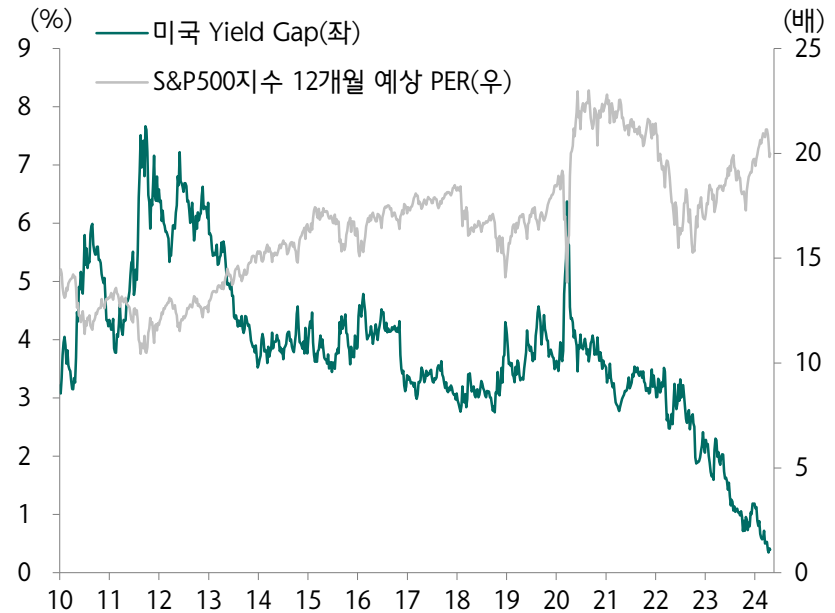
- 고금리로 미국 정부 세출 이자 부담 증가. 미 정부 세출 중 순이자 비중 2021년 12월 5.3%→2024년 12.6%(12개월 누적 기준)
- S&P500지수 기대수익률(1/PER*100)은 5%, 미국 Yield Gap(S&P500지수 기대수익률-10년물 국채금리)은 0.4%에 불과
- 미국 10년물 국채금리 5% 이상 시 Yield Gap은 마이너스

미국 정부 이자 비용 부담은 증가하고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 10년물 국채금리 5% 상회 시 Yield Gap 마이너스

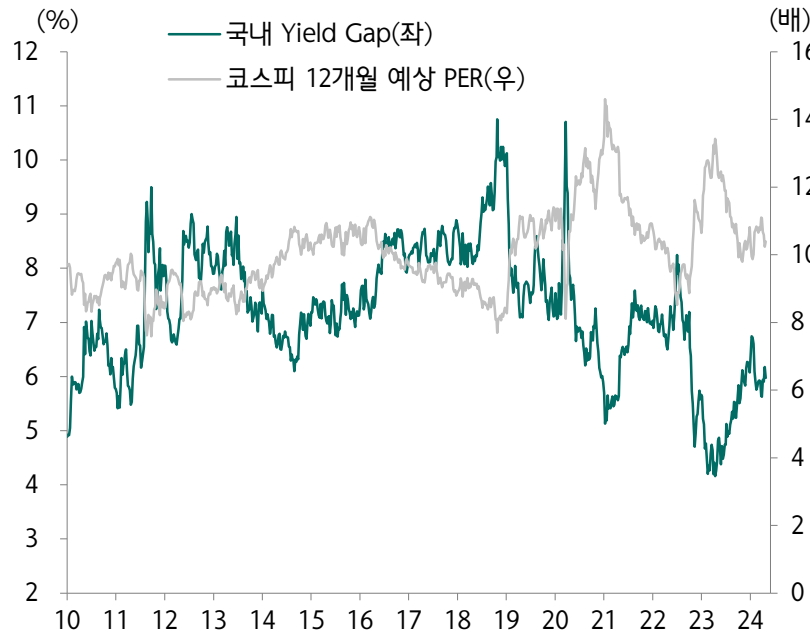


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 본드 텐트럼 현상은 국내 증시에도 부정적

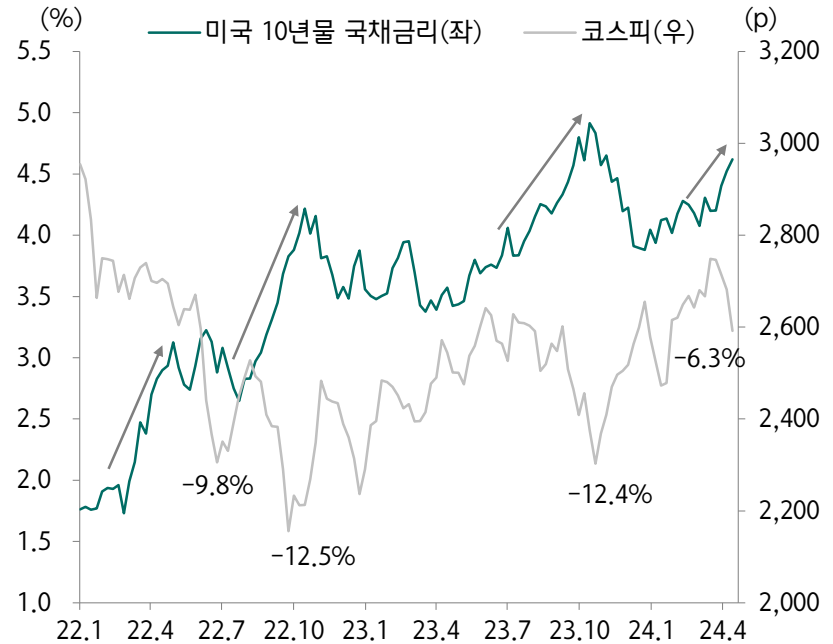
- 현재 코스피 기대수익률(1/PER*100, PER 10.4배)은 9~10%, 국내 Yield Gap(코스피 기대수익률-10년물 국채금리)은 6.0%
- 미국 보다 절대 수준은 높지만, 국내 Yield Gap 2010년 이후 평균 7.2% 보다 낮은 수준
- 2022년 이후 미국 10년물 국채금리의 레벨 상승(100bp 이상 상승) 시 코스피 고점 대비 10% 이상의 가격 조정 발생

국내 증시 Yield Gap 6.0%로 평균(=7.2%) 하회



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

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



자료: Bloomberg, Quantwise, 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 약 6%p
- 2001년 이후 S&P500 이익 증가율과 10년물 국채금리 차이가 5~10%p 미만일 경우 반기 최고 +12%
- 2024년 4월 S&P500 증가 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%

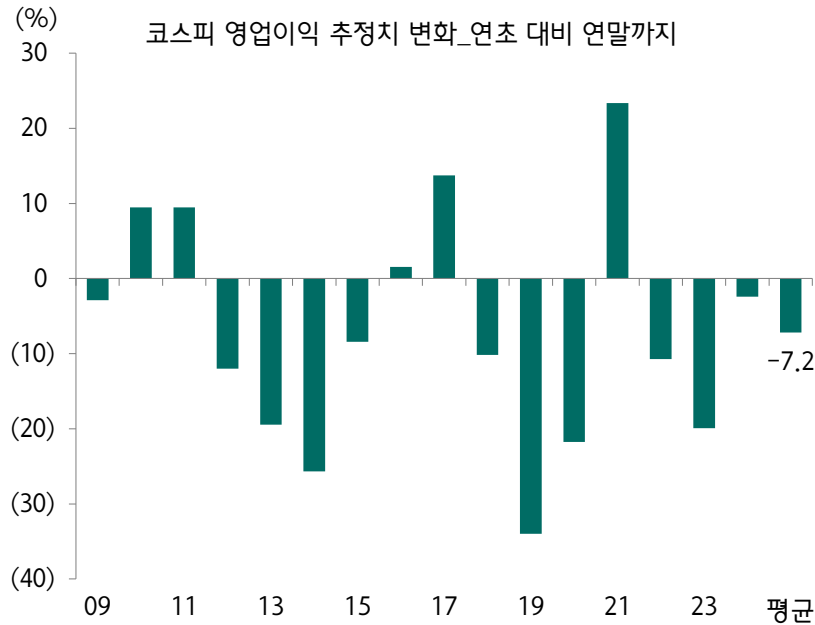
S&P500 EPS 증가율과 10년물 국채금리	S&P500 반기 주가 수익률(%)		
	최고	최저	평균
S&P500 이익 증가율 (-)	15.9	-13.8	-1.5
S&P500 이익 증가율 (+), 10년물 국채금리 하회	6.2	-20.6	-3.4
S&P500 이익 증가율 (+), 10년물 국채금리 상회	EPS 증가율과 10년물 국채금리 차이별 S&P500 반기 주가 수익률		
0~5% 미만	12.6	-29.4	4.1
5~10%p 미만	11.7	-4.8	4.8
10~20%p 미만	22.0	-7.8	4.4
20%p 이상	21.3	14.1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

자료: Bloomberg, 하나증권

연준(Fed) 기준금리 동결 시 하반기 코스피 고점 2,950p

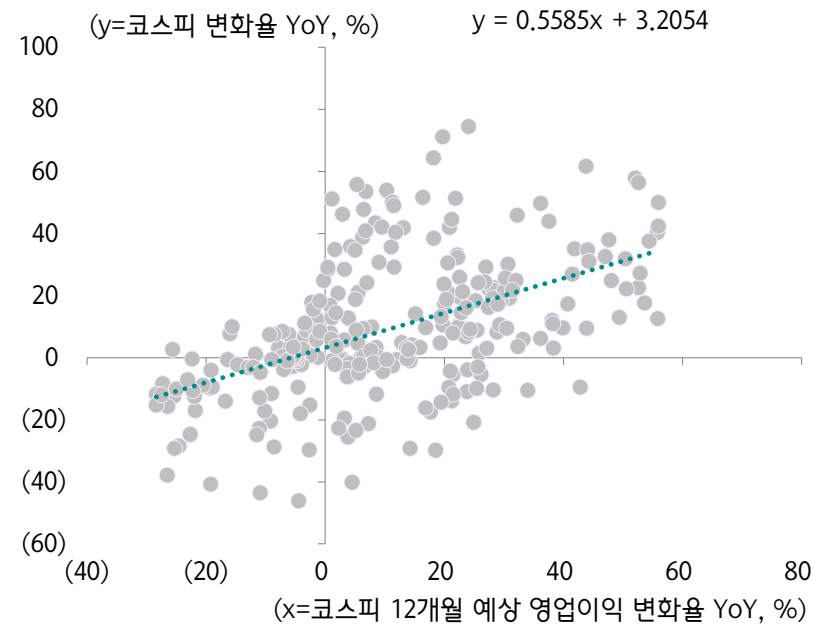
- 다만 코스피의 경우 영업이익 추정치는 연초 대비 연말까지 평균 7% 정도 하향 조정. 이를 적용해 2024년 12월 코스피 12개월 영업이익 증가율(YoY)을 계산하면 13%까지 하향 조정(2024년과 25년 코스피 영업이익 추정치 250조 원과 296조 원으로 하향)
- 2023년 12월 대비 24년 12월 이익 증가율 13% 적용 시 코스피는 23년 12월(2,655p) 대비 11%의 상승 여력(2,950p)

코스피 영업이익 추정치 7% 정도의 하향 조정은 감안



자료: Quantwise, 하나증권

코스피, 2023년 12월 대비 11% 상승 여력 있음

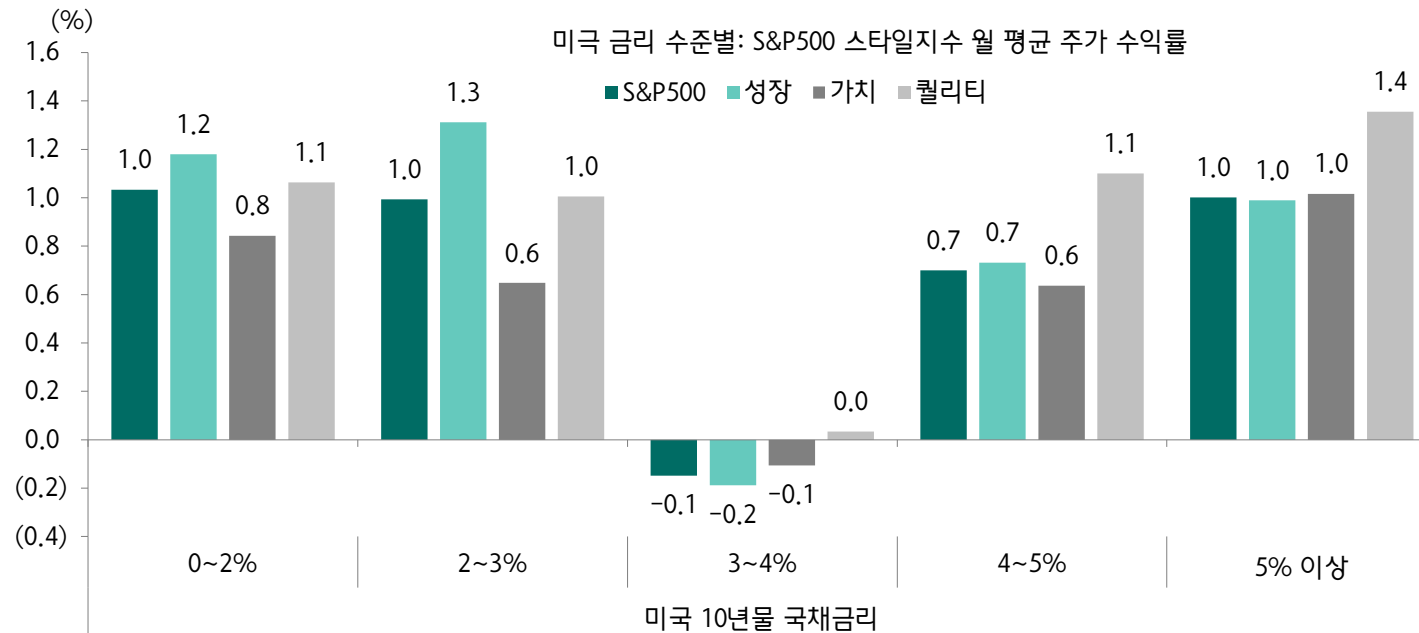


주) 2002년 이후 월간 기준
자료: Quantwise, 하나증권

미국 10년물 국채금리 4% 이상에서는 쉐러티지수

- 1996년 이후 미국 10년물 국채금리 4~5% 수준에서 쉐러티지수의 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

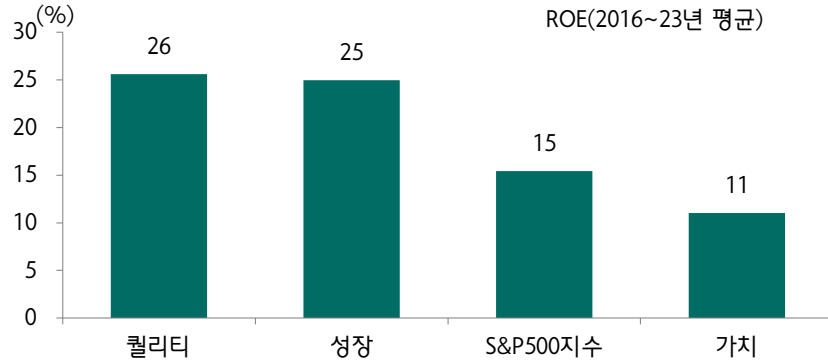
미국 10년물 국채금리 4% 이상에서는 쉐러티지수 수익률이 가장 높았음



주) 1996년 이후 월간 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

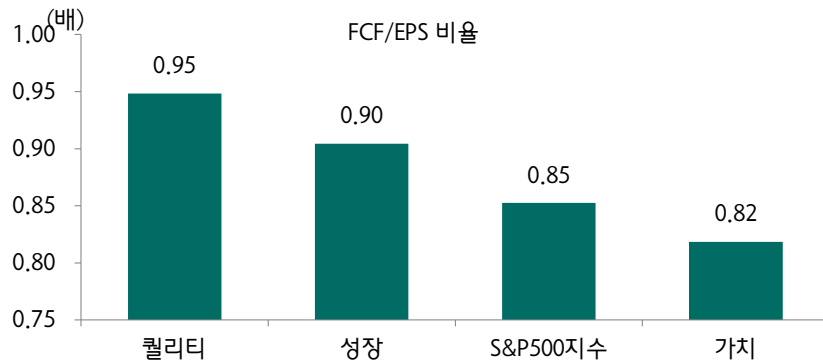
하이 퀄리티 기업들의 공통점: 높은 ROE와 FCF 비율 그리고 낮은 부채 비율

퀄리티지수 구성 기업: 상대적으로 높은 ROE

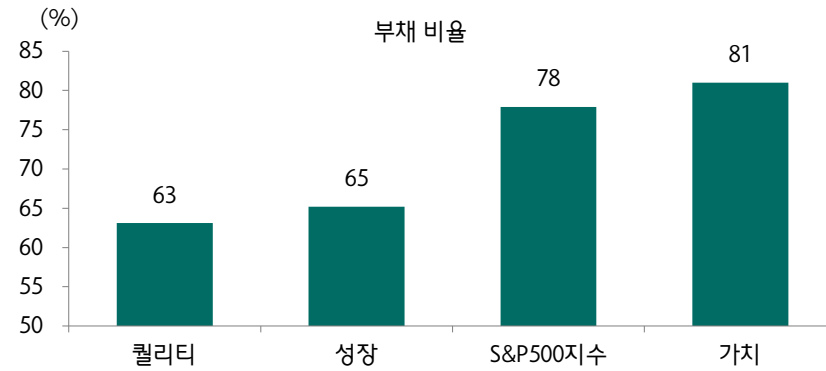


- S&P500 퀄리티지수 구성 기업 ROE 26%, EPS 대비 FCF 비율은 0.95배로 성장주와 가치주 대비 높음
- 반면 부채 비율은 63%로 성장주와 가치주 대비 낮음

퀄리티지수 구성 기업: 상대적으로 높은 FCF 비율



퀄리티지수 구성 기업: 상대적으로 낮은 부채 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

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

- 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

자료: Bloomberg, 하나증권

국내 증시, 하이 퀄리티 업종

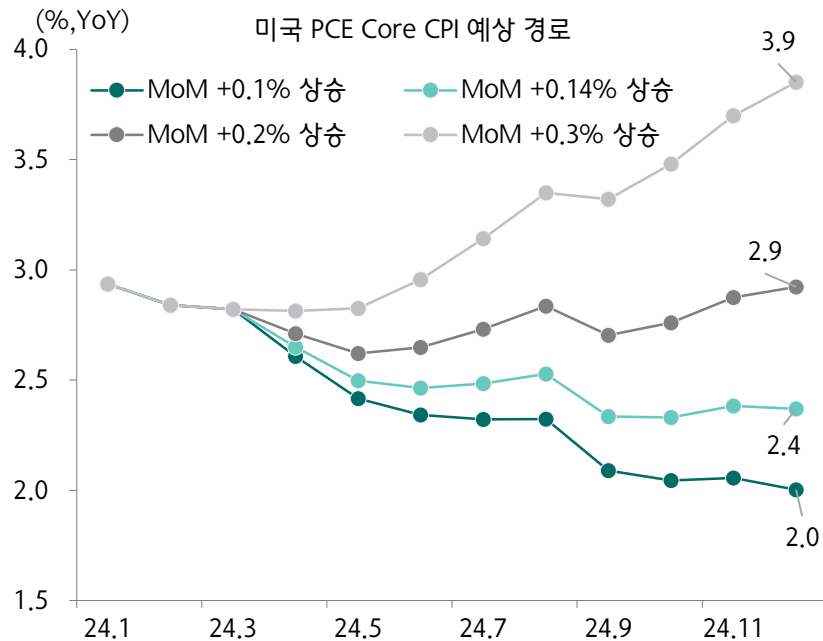
코스피 업종	영업이익 증가율 (2024년, %)	ROE(%)		FCF/순이익 (2024년)	부채비율(%)	
		2023년	2024년		2022년	2023년
반도체	15,486.6	1.2	9.5	0.81	33	34
조선	363.7	0.9	5.4	0.99	220	200
미디어,교육	109.4	-2.9	8.4	1.86	104	112
건강관리	88.4	0.9	6.7	0.88	62	51
IT하드웨어	72.0	2.2	9.9	0.59	65	64
코스피	48.3	5.0	8.4	0.57	270	268
화학	30.9	3.0	4.0	-1.72	83	82
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

- 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

연준(Fed)이 기준금리를 인하한다면

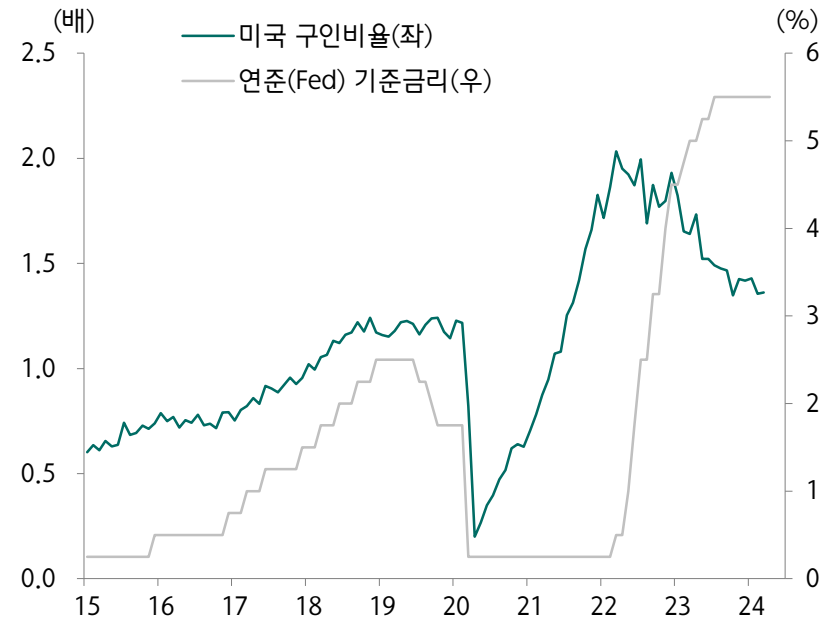
- 시장 예상대로 미국 물가와 고용이 둔화될 경우 연준(Fed) 기준금리 인하 가능
- 2024년 3월 미국 PCE Core 물가상승률 YoY 2.8%, MoM 기준 0.10~0.14% 내 상승 시 4분기 YoY 2% 수준으로 안착 가능
- 미국 구인비율 2022년 3월 2.03배에서 현재 1.36배로 하락. 현재 하락 속도 적용 시 2024년 9월 1.2배 이하 수준으로 진입 가능

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



자료: Bloomberg, 하나증권

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

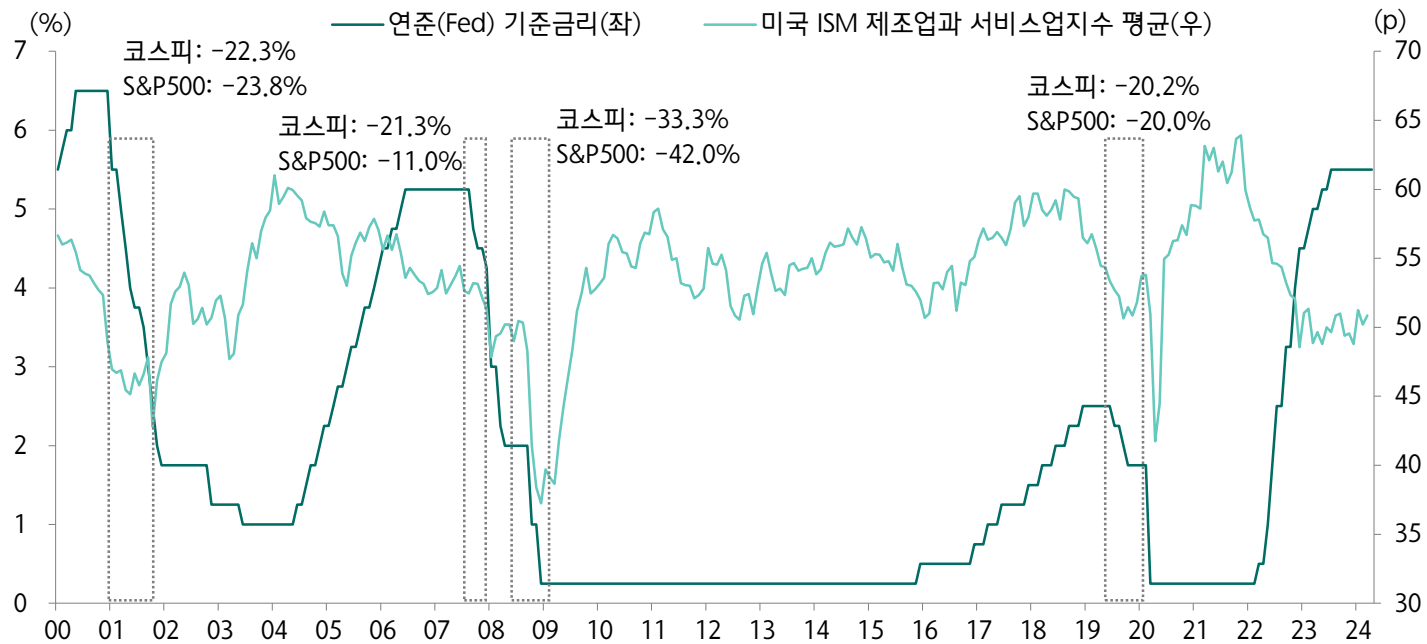


자료: Bloomberg, 하나증권

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 인하 까지는 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

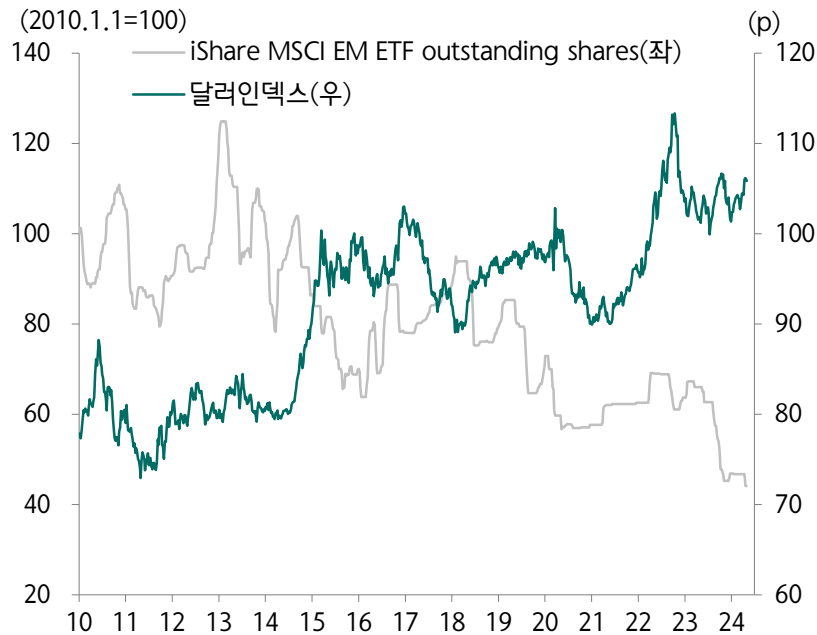
연준 기준금리 인하 횟수			연준 기준금리 (%)	주가 수익률(%)		
				미국 ISM 제조업과 서비스업지수 평균(p)	코스피	S&P500
2007년 ~08년	첫번째	9월	5.25→4.75	53.2	3.9	3.6
	두번째	10월	4.75→4.50	53.2	6.1	1.5
	세번째	12월	4.50→4.25	51.3	-0.5	-0.9
	네번째	1월	4.25→3.50	47.9	-14.4	-6.1
2019 ~20년	첫번째	7월	2.50→2.25	52.7	-5.0	1.3
	두번째	9월	2.25→2.00	50.7	4.8	1.7
	세번째	10월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

자료: Bloomberg, 하나증권

미국 금리와 유가 하락, 경기는 서비스업(≒소비) 중심으로 재편

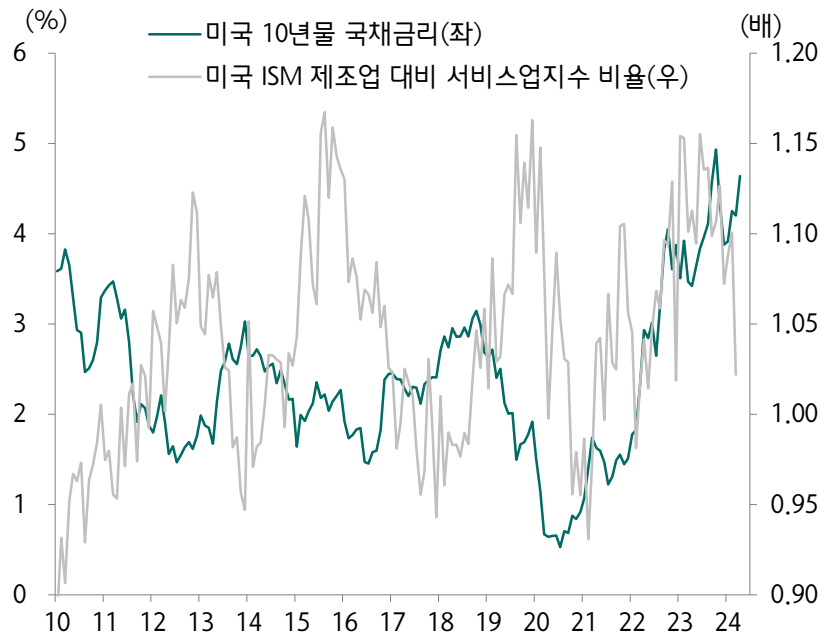
- 미국 10년물 국채금리 하락 전환 시 달러강세 현상 완화. Non US 주식시장으로 자금 이동
- 미국 10년물 국채금리 하락 전환 시 ISM 제조업 대비 서비스업 지수 강세
- 제조업 및 투자 대신 서비스업 및 소비 부각

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



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 10년물 국채금리 하락 시 서비스업 및 소비 부각

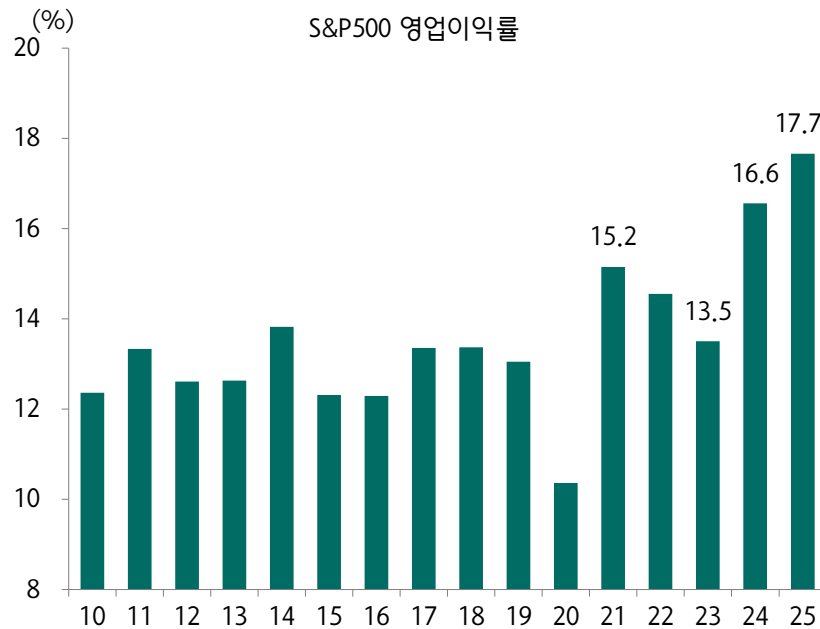


자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리 하락, 영업이익률 상승 신뢰 강화

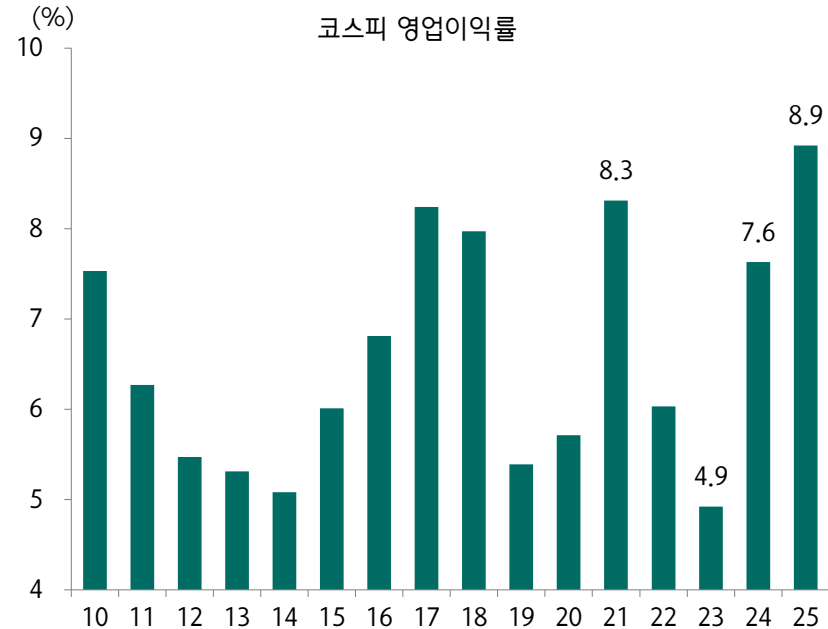
- 기업 비용 부담 하락으로 인해 영업이익률 상승에 대한 신뢰 제고
- 2024년과 25년 S&P500 영업이익률 전망치 16.6%와 17.7%(2023년 13.5%), 2년 연속 사상 최고치 경신 예상
- 2024년과 25년 코스피 영업이익률 전망치 7.6%와 8.9%(2023년 4.9%), 2년 연속 상승 예상

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

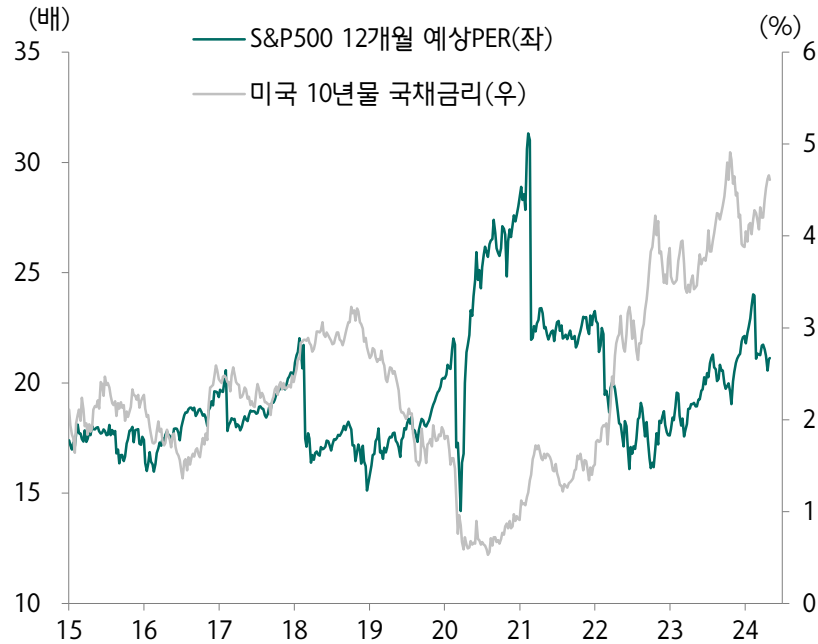


자료: Quantwise, 하나증권

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

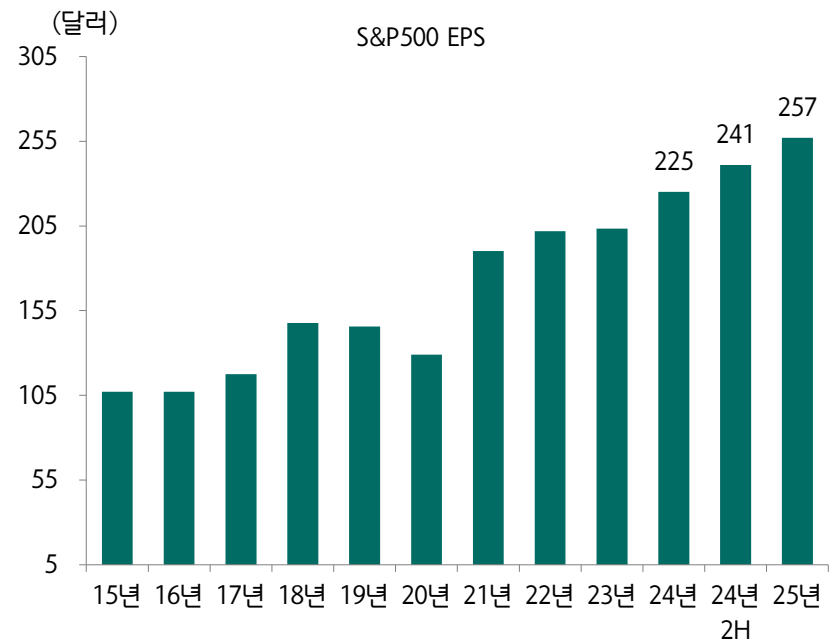
- 시중금리 하락은 영업이익률 상승에 대한 신뢰 제고 뿐만 아니라 주식시장 할인률 하락으로도 이어질 수 있음
- 최근 미국 10년물 국채금리 3% 후반~4% 초반에 형성된 PER 고점은 24배
- 하반기는 2025년 S&P500 예상 EPS를 반영할 가능성을 고려해 EPS는 241달러. 해당 시나리오 기준 하반기 S&P500 고점 5,800p

미국 10년물 국채금리 3% 후반~4% 초반: PER 고점 24배



자료: Bloomberg, 하나증권

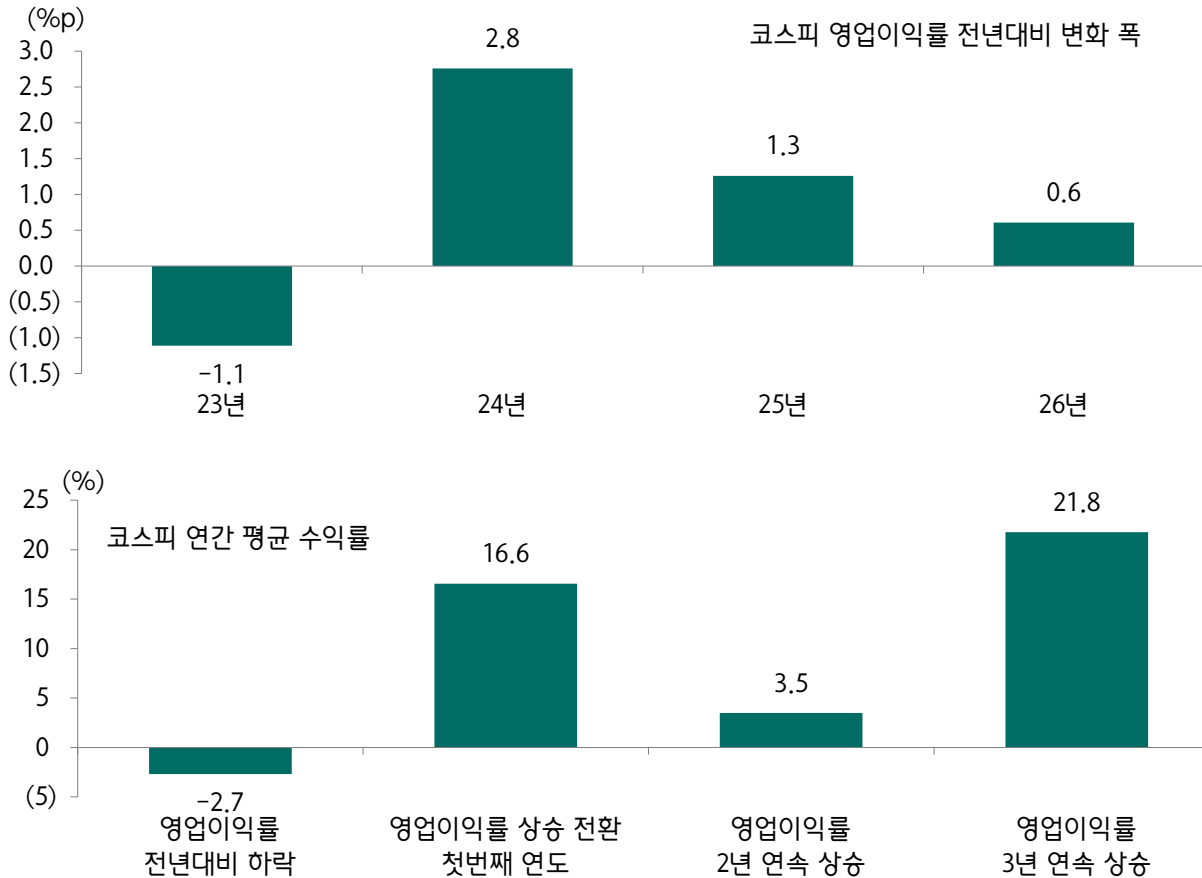
2024년 하반기 S&P500 반영 EPS 241달러



자료: Quantwise, 하나증권

연준(Fed) 기준금리 인하 시 하반기 코스피 고점 3,100p

2024년 코스피 영업이익률 개선의 원년이라는 점을 감안 해 수익률 추정



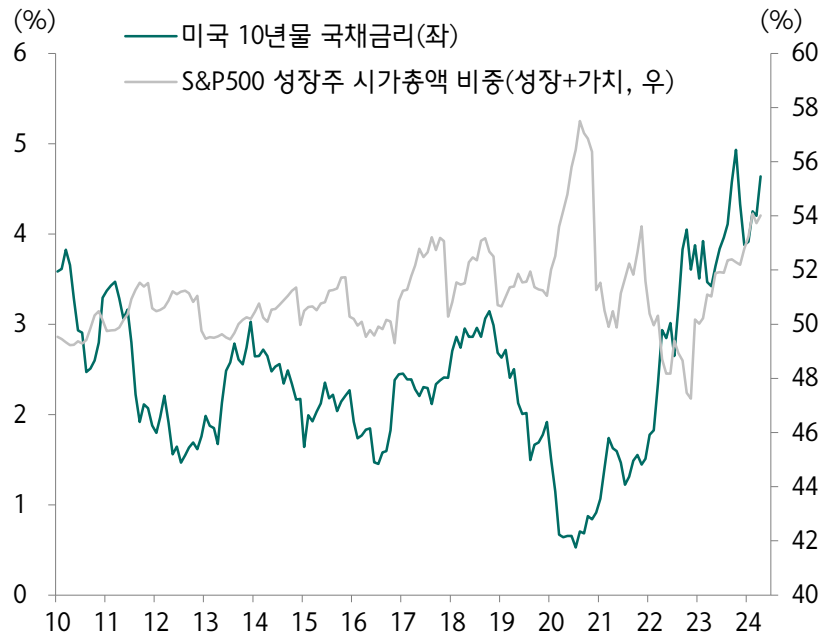
- 코스피 영업이익률 전년대비 하락 시 연간 평균 수익률 (-)마이너스
- 영업이익률 개선 첫번째 연도 코스피 연간 평균 수익률 +16%. 2024년은 영업이익률 개선의 첫번째 연도에 해당
- 과거 연간 평균 수익률 적용 시 하반기 코스피 고점은 3,100p
- 참고로 2년 연속 상승 시 2년째 되는 연도의 코스피 연간 평균 수익률 +4%, 3년 연속 상승 시 3년째 되는 연도의 코스피 연간 평균 수익률 +22%

자료: Quantwise, 하나증권

성장주의 영역이 넓어질 수 있음

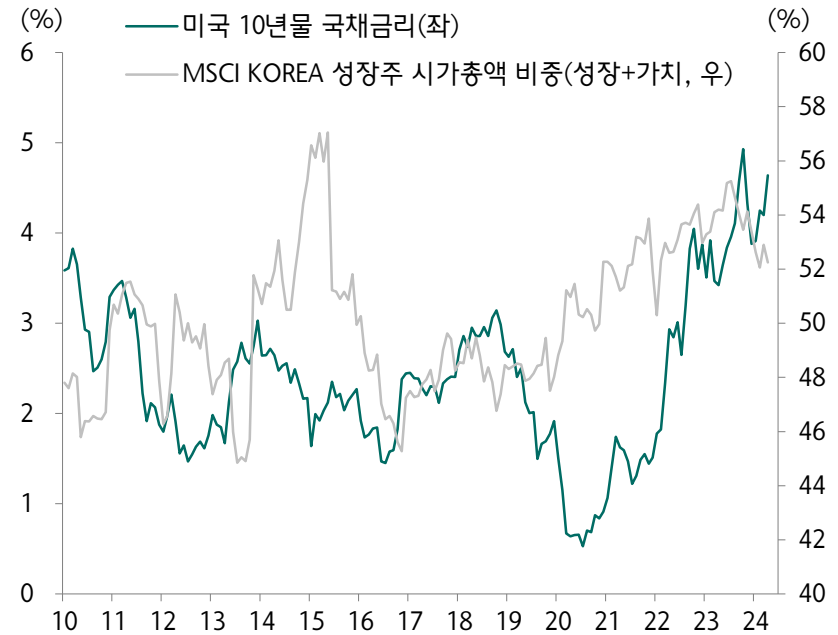
- 시중금리 하락으로 주식시장 내 성장주 시가총액 비중 확대 가능
- S&P500 성장주 시가총액 비중은 2024년 4월 54.0%, 최근 고점 57.0%
- MSCI 국내 성장주 시가총액 비중은 2024년 4월 52.2%, 최근 고점 55.3%

시중금리 하락, 성장주 시총비중 상승 가능(1) 미국



자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리 하락, 성장주 시총비중 상승 가능(2) 국내

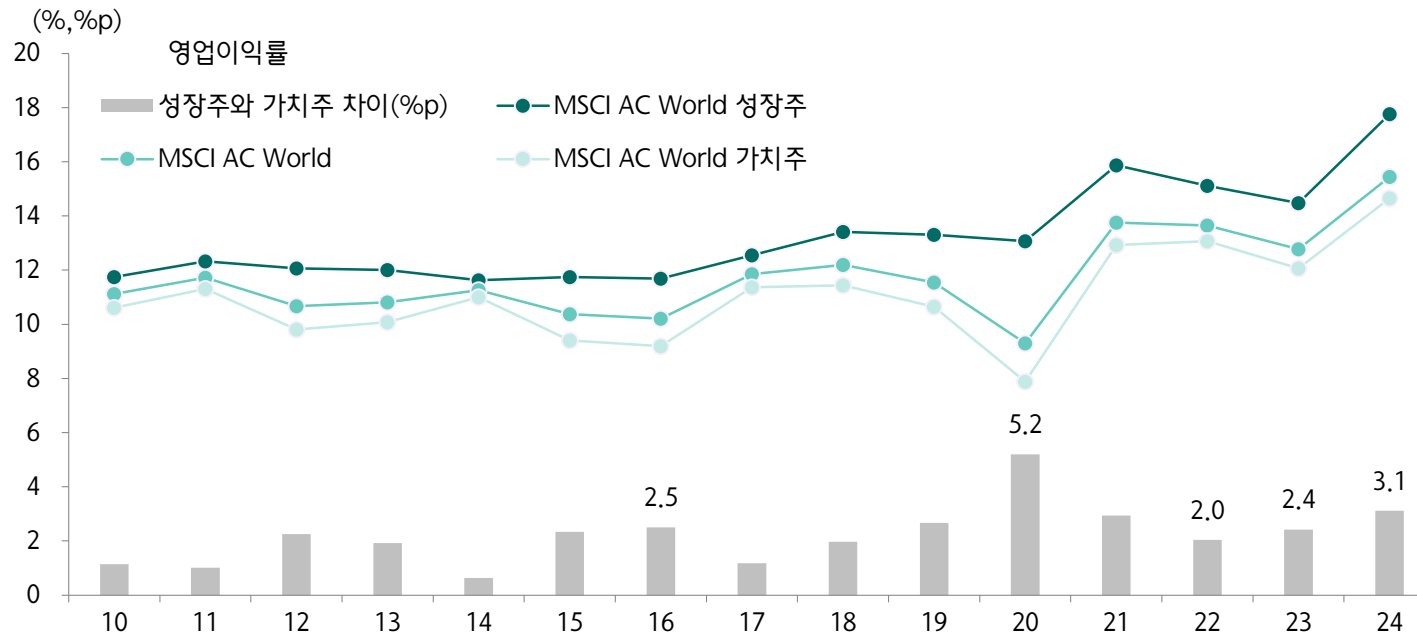


자료: Bloomberg, 하나증권

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

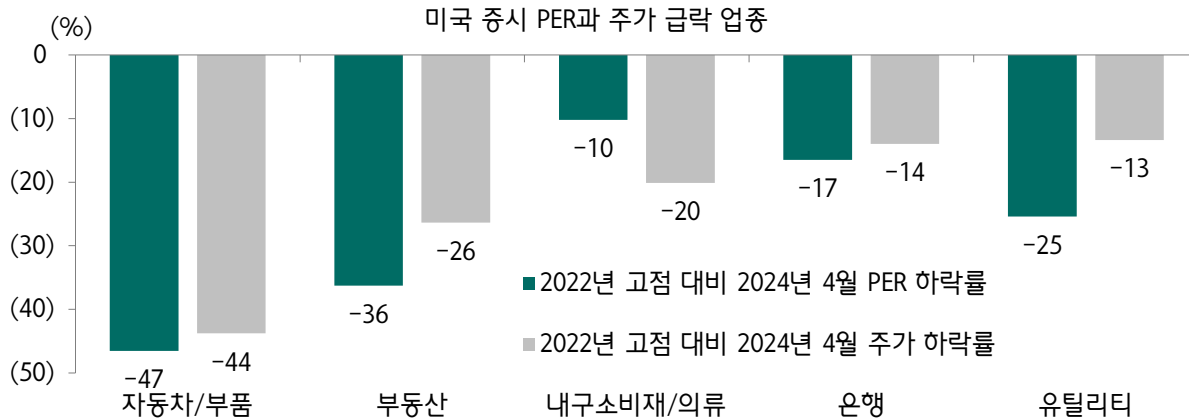
성장주는 영업이익률로 결정



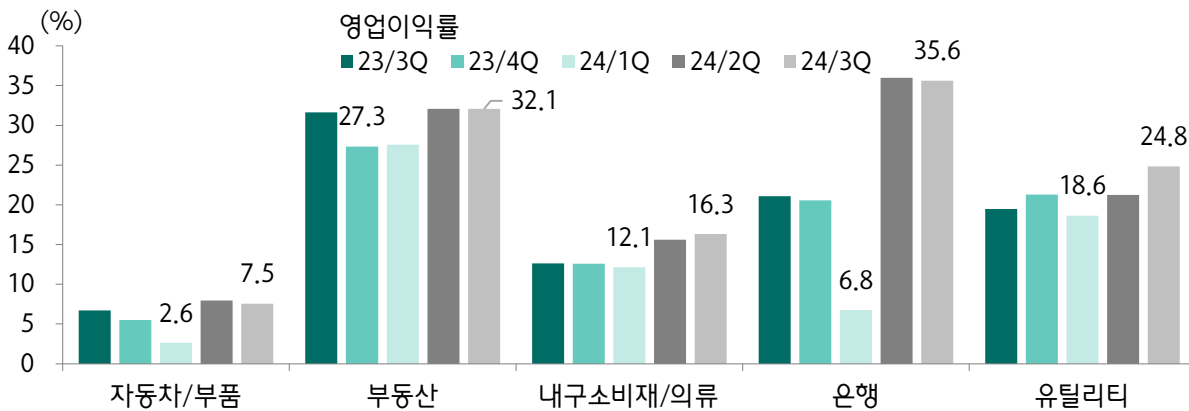
자료: Bloomberg, 하나증권

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



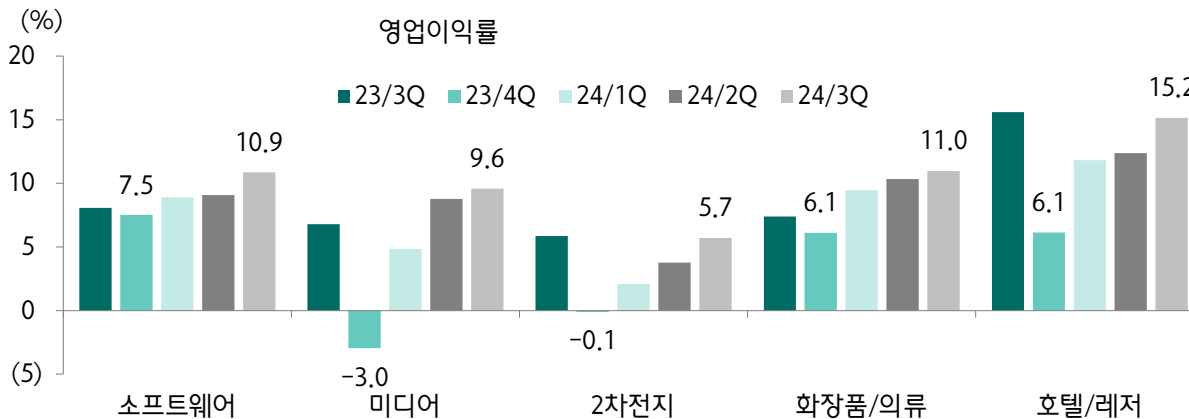
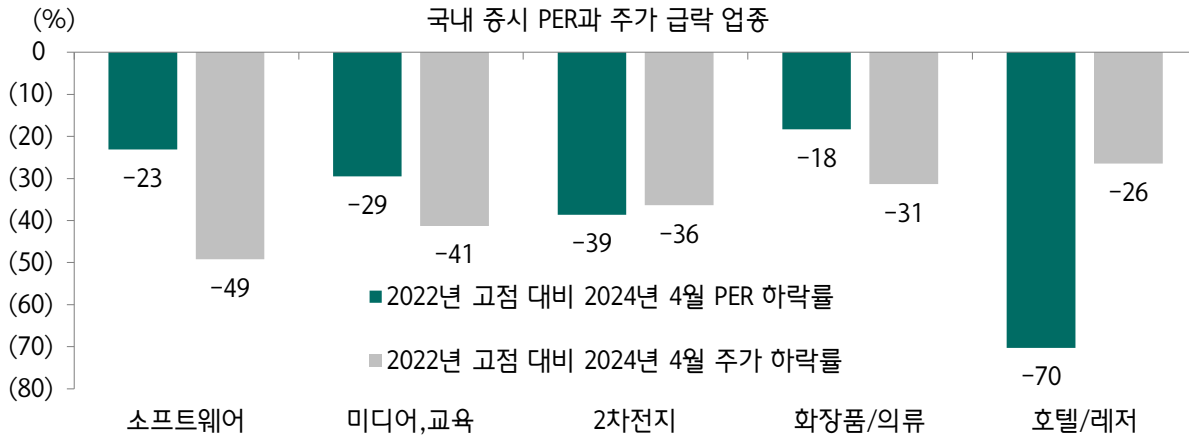
- 2022년 이후 PER과 주가 고점 대비 24년 4월 가장 크게 하락한 업종: 자동차, 부동산, 내구소비재/의류, 은행, 유틸리티
- 위에서 언급한 업종 중 부동산의 경우 2023년 4분기 영업이익률 저점으로 상승 전망
- 자동차, 내구소비재/의류, 은행, 유틸리티는 2024년 1분기 영업이익률 저점으로 상승 예상



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, 2차전자지, 화장품, 호텔/레저
- 위에서 언급한 업종의 경우 2023년 4분기를 저점으로 2024년 3분기까지 꾸준히 영업이익률 상승을 전망하고 있는 업종

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권