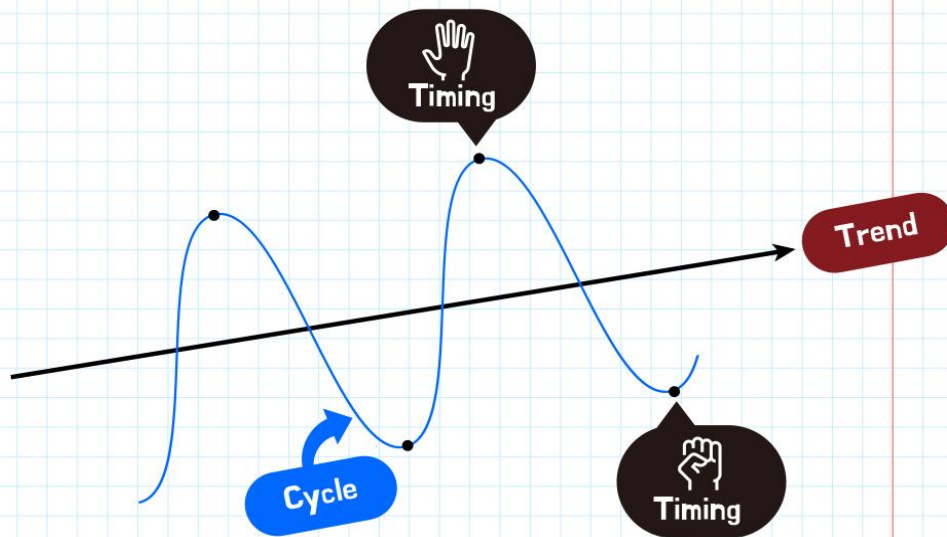




2025년 주식시장 전망과 전략

트렌드와 사이클 그리고 타이밍



2024. 10. 25

• Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

• RA 박성제 parksungjae@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.

2025년 주식시장 전망과 전략

트렌드와 싸이클 그리고 타이밍

Trend



Timing

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

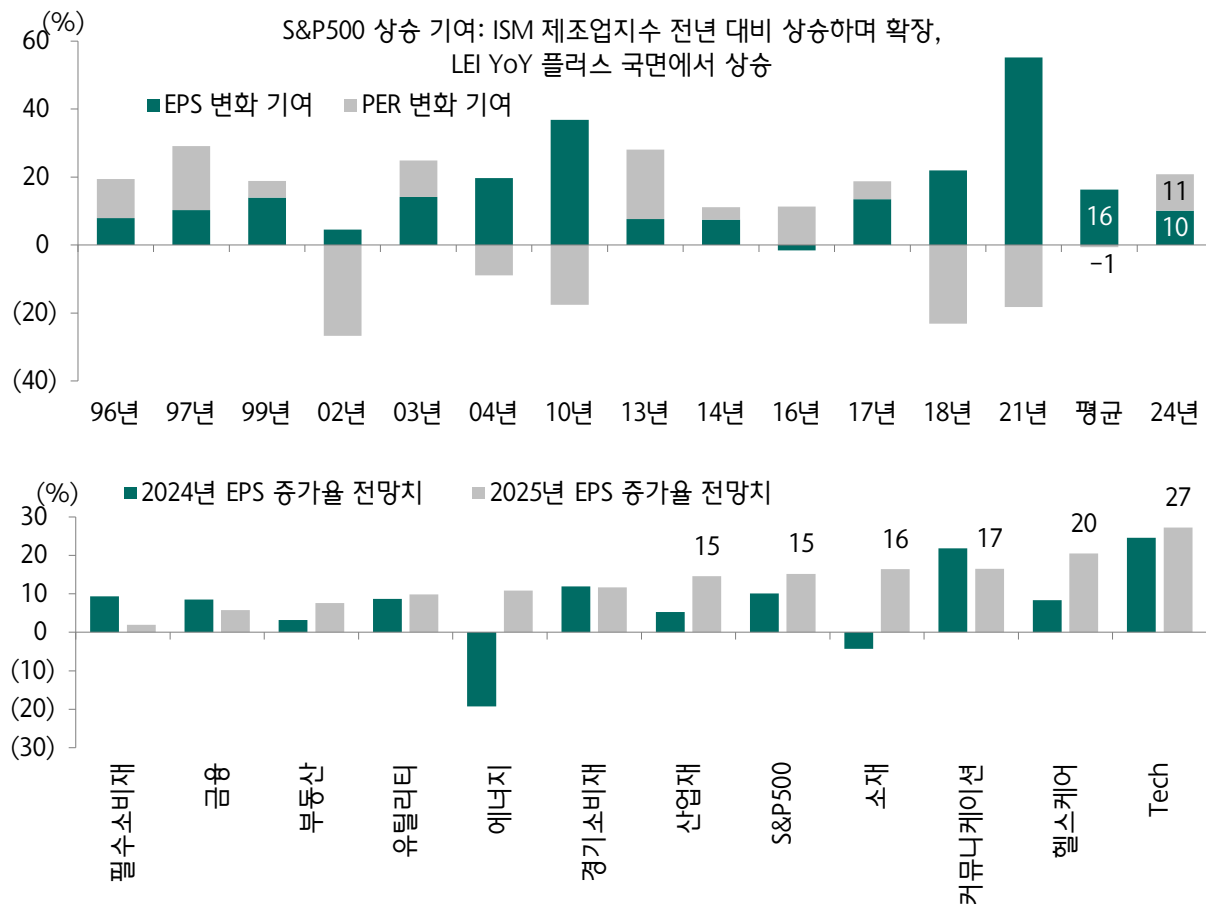
Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

[요약] 트렌드와 사이클 그리고 타이밍

- 2024년은 유동성 확장(주요 중앙은행 기준금리 인하) 정책을 기대(상반기)했고, 실행(하반기)했다. 2025년은 확장된 유동성이 경제지표 개선으로 이어질 수 있는지 여부가 중요하다.
- 2025년 상반기 미국은 경기선행지표들의 반등을, 하반기에는 경기동행지표들의 반등을 기대해 볼 수 있다. 상반기 중국은 CPI(소비자물가)를 중심으로 한 소비경기 개선을, 하반기에는 PPI(생산자물가)를 중심으로 한 투자경기 개선이 예상된다.
- 경제지표 정상화 과정에서 S&P500지수의 기대수익률은 이익 증가율에 수렴하고, 2025년 S&P500지수 이익 증가율 전망치는 15%(=지수 기대수익률)다. 코스피는 Tech 섹터가 주도할 경우 기대수익률은 10%, Non Tech 섹터가 주도할 경우 기대수익률은 7%다.
- 이익 증가율도 중요하지만, 이익 증가 시 PER의 상승 속도를 감안할 필요가 있다. 업종별 이론적 기대수익률은 [이익 증가율*PER 민감도]로 추정 가능하다.
- 2025년 S&P500지수 내에서 이론적 기대수익률 높은 업종은 반도체, 제약/바이오, 소프트웨어, 보험, 하드웨어다. 코스피 내에서 이론적 기대수익률 높은 업종은 IT가전(2차전지), 화학, 제약/바이오, IT하드웨어, 소프트웨어, 기계다.
- 2025년 1분기 예상 주도 업종은 [S&P500] 반도체, 자동차, S/W, 보험. [코스피] 화학, 에너지, 반도체, 하드웨어다. 2분기 예상 주도 업종은 [S&P500] 하드웨어, 미디어, 운송, 헬스케어장비. [코스피] 2차전지, 제약/바이오, 화학, S/W다.
- 2025년 3분기 예상 주도 업종은 [S&P500] 반도체, 미디어, 자본재, 원자재. [코스피] 반도체, 기계, 조선, 철강이다. 4분기 예상 주도 업종은 [S&P500] 반도체, 하드웨어, 은행, 제약/바이오. [코스피] 증권, 은행, 제약/바이오, 건설이다.
- S&P500 기업들 중 이익이 꾸준히 증가하면서, 2025~26년 순이익 순위가 높아질 수 있는 기업에 주목할 필요가 있다. 알파벳, 브로드컴, 오라클, 넷플릭스, AMD, 우버 테크놀로지, 마이크론 테크놀로지와 같은 기업들이 여기에 해당한다.
- 코스피 내에서 반도체의 주도 업종으로의 영향력이 약해지면, 새로운 주도 업종을 찾으려는 시도가 나타난다. 제약/바이오, 2차전지, S/W가 그 역할을 해줄 수 있을 것으로 판단된다.

[요약-1] 2025년 S&P500지수 기대수익률 15%

2025년 S&P500지수 기대수익률은 이익 증가율과 동일한 수준 예상: 기대수익률 15%

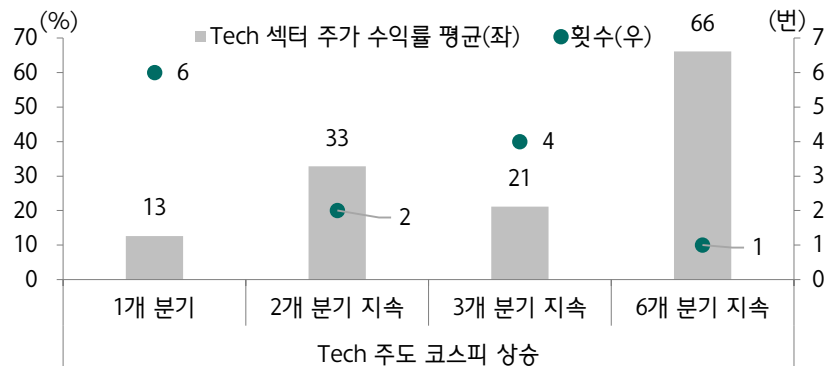


- 연준(Fed)의 기준금리 인하 이후 2025년 주요 경제지표 확장 국면 진입 예상
- 1995년 이후 미국 ISM 제조업지수 전년 대비 상승하며 확장 국면, LEI YoY (+)플러스 국면에서 상승
- 해당 년도 S&P500지수 이익 변화율 기여도는 연간 평균 +16%, PER 변화율 기여도는 연간 평균 -1%
- 경기 확장 국면에서는 S&P500지수 이익 증가율이 기대수익률이 될 것으로 판단
- 참고로 2024년 S&P500지수 수익률= 이익 증가율 11%+PER 변화율 11%
- 2025년 S&P500지수 기대수익률은 EPS 증가율과 동일한 수준 예상. S&P500지수 EPS 증가율 전망치 15%

자료: Bloomberg, 하나증권

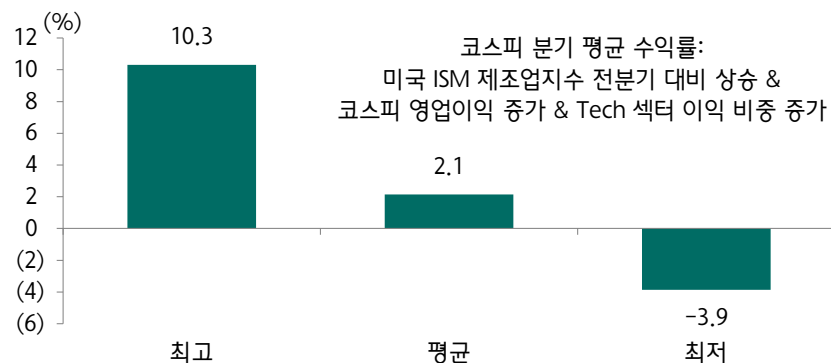
[요약-2] 2025년 코스피 기대수익률 7~10%

국내 증시, 반도체를 중심으로 한 Tech 섹터의 주도 시간은 길지 않을 것



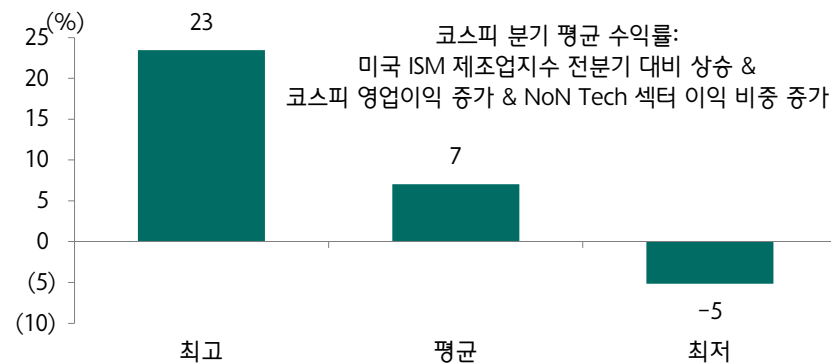
- 2010년 이후 코스피가 Tech 중심으로 상승했던 경험: 1개 분기의 지수 상승을 주도할 경우가 가장 많았음, 6번
- 국내 반도체를 중심으로 한 Tech 섹터는 1개 분기 정도 지수 상승을 주도할 것으로 판단
- 코스피 이익 증가를 Tech 섹터가 주도할 경우 코스피 분기 평균 수익률은 2%, 최고 수익률은 10%
- 코스피 이익 증가를 Non Tech 섹터가 주도할 경우 코스피 분기 평균 수익률은 7%

국내 증시, 반도체를 중심으로 한 Tech 섹터 주도 시 기대수익률 10%



자료: Quantiverse, 하나증권

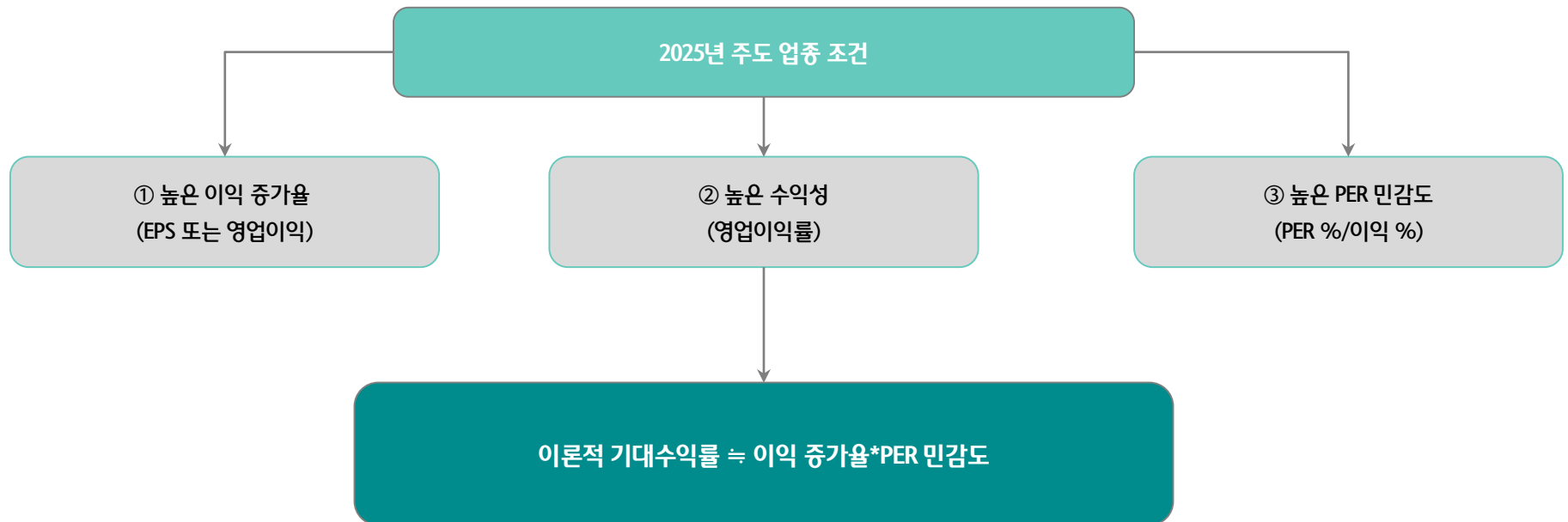
국내 증시, Non Tech 섹터 주도 시 기대수익률 7%



자료: Quantiverse, 하나증권

[요약-3] 업종별 이론적 기대수익률 추정 방법

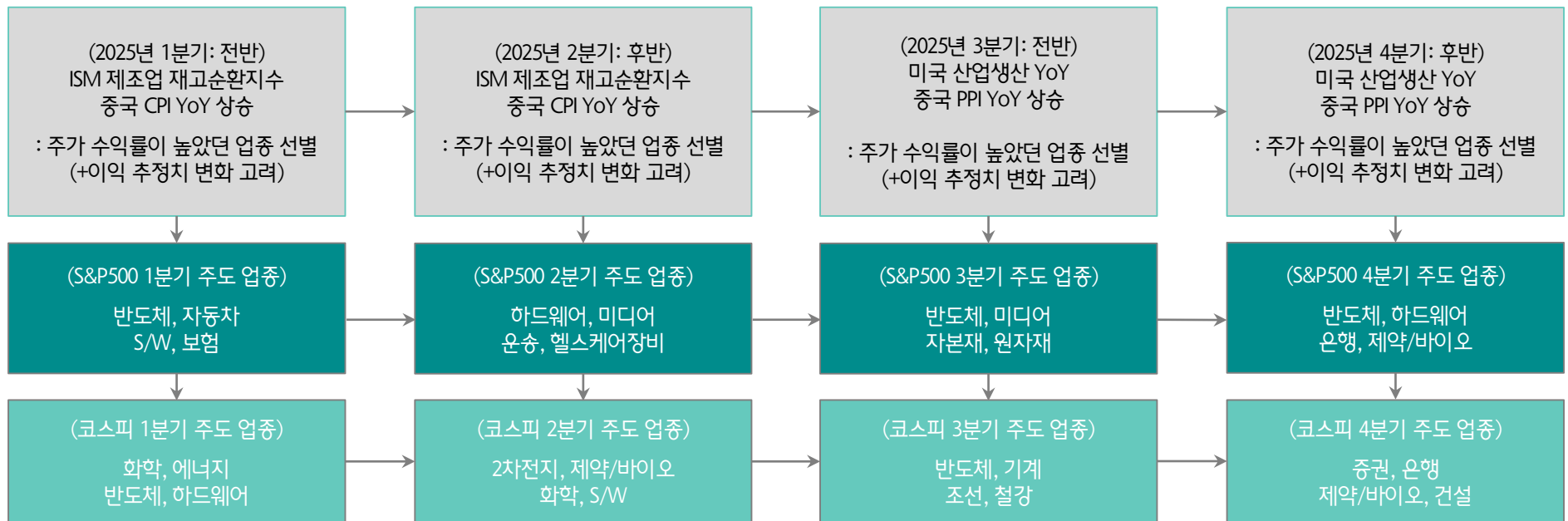
- 주도 업종 조건: ①높은 이익 증가율, ②높은 수익성, ③높은 PER 민감도
- 업종별 이론적 기대수익률 \approx [이익 증가율*PER 민감도]
- S&P500지수 이론적 기대수익률 높은 업종: 반도체, 제약/바이오, 소프트웨어, 보험, 하드웨어
- 코스피 이론적 기대수익률 높은 업종: IT가전(2차전지 포함), 화학, 제약/바이오, IT하드웨어, 소프트웨어, 기계



자료: 하나증권

[요약-4] 2025년 분기별 예상 주도 업종 흐름

- 2025년 1분기 예상 주도 업종: [S&P500] 반도체, 자동차, S/W, 보험. [코스피] 화학, 에너지, 반도체, 하드웨어
- 2025년 2분기 예상 주도 업종: [S&P500] 하드웨어, 미디어, 운송, 헬스케어장비. [코스피] 2차전지, 제약/바이오, 화학, S/W
- 2025년 3분기 예상 주도 업종: [S&P500] 반도체, 미디어, 자본재, 원자재. [코스피] 반도체, 기계, 조선, 철강
- 2025년 4분기 예상 주도 업종: [S&P500] 반도체, 하드웨어, 은행, 제약/바이오. [코스피] 증권, 은행, 제약/바이오, 건설



자료: 하나증권

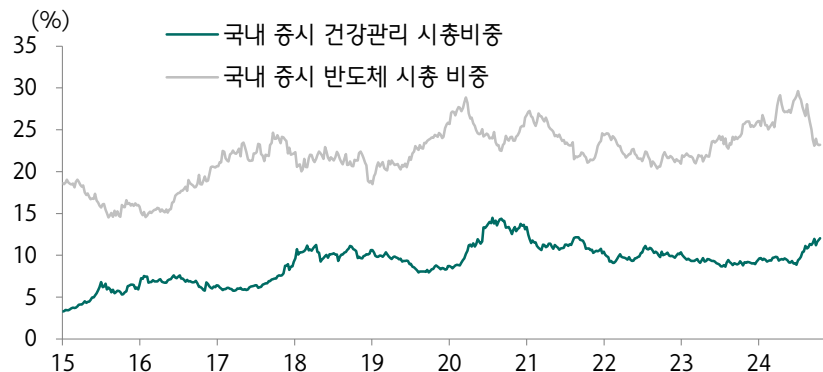
[요약-5] S&P500 기업, 순이익 순위가 높아질 수 있는 기업

S&P500 기업	시가총액 순위			순이익 규모(억 달러)와 증가율(%)			순이익 순위		
	2022년	23년	24년. 현재	2024년.E	25년.E	26년.E	2024년.E	25년.E	26년.E
엔비디아	13	5	2	309(607%)	703(128%)	1,006(43%)	9	5	4
알파벳	3	3	4	994(66%)	1,121(13%)	1,265(13%)	2	1	1
브로드컴	26	11	9	236(68%)	303(28%)	350(16%)	13	10	10
오라클	27	21	16	157(85%)	178(13%)	204(15%)	24	22	20
넷플릭스	55	33	25	84(87%)	100(19%)	118(18%)	47	44	40
AMD	75	29	30	56(323%)	88(57%)	116(32%)	73	56	42
우버 테크놀로지	151	68	58	28(흑전)	54(92%)	74(37%)	94	83	71
마이크론 테크놀로지	139	96	79	13(흑전)	101(659%)	145(43%)	99	43	33

자료: Bloomberg, 하나증권

[요약-6] 국내 증시, 반도체가 모호해지면 누군가 그 자리를 대신하려고 함

반도체가 아니면, 제약/바이오(현재 시총비중 12.1%/고점 14.5%)



- 국내 증시에서 반도체가 주도 업종을 못할 경우 새로운 주도 업종 나타남
- 2025년 제약/바이오 이익 증가율 전망치 50%. 현재 시총 비중 12.1%(고점 14.5%)
- 2025년 2차전지 이익 증가율 전망치 101%. 현재 시총 비중 10.7%(고점 18.3%)
- 2025년 소프트웨어 이익 증가율 전망치 25%, 현재 시총 비중 5.3%(고점 11.5%)

반도체가 아니면, 2차전지(현재 시총비중 10.7%/고점 18.3%)



자료: Quantiverse, 하나증권

반도체가 아니면, 소프트웨어(현재 시총비중 5.3%/고점 11.5%)

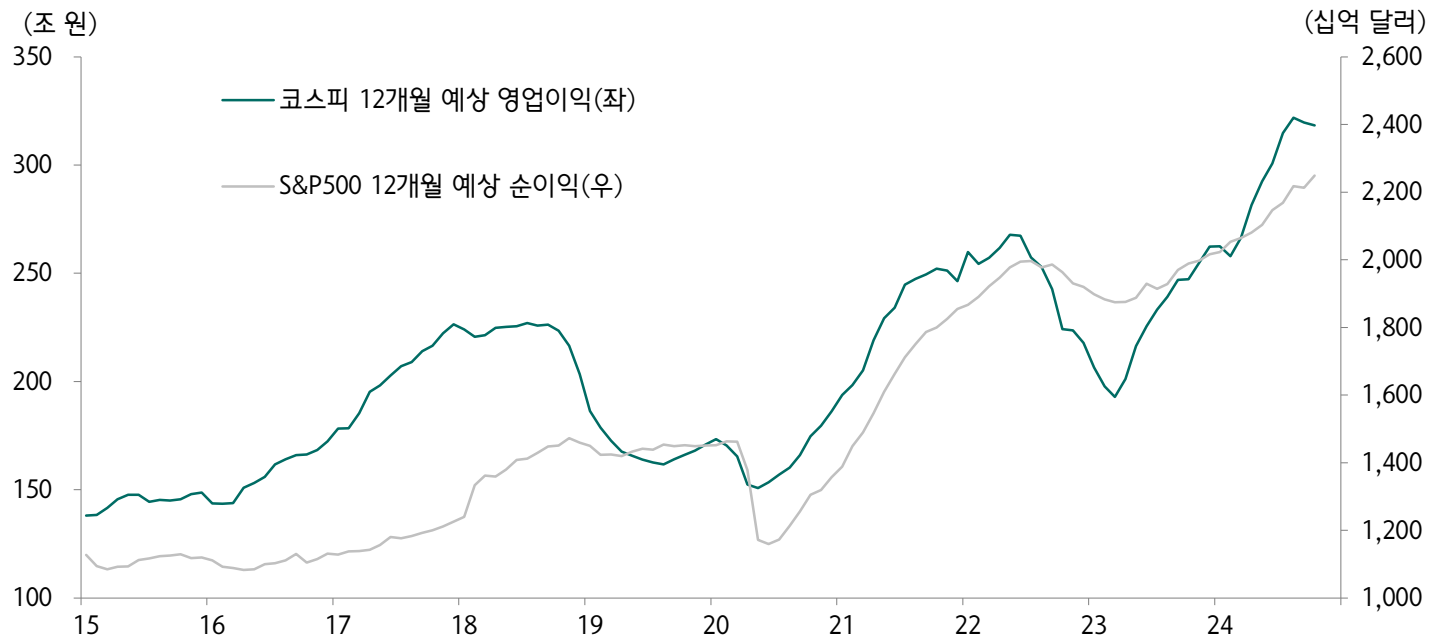


자료: Quantiverse, 하나증권

미국과 국내 기업의 엇갈리는 실적

- S&P500 12개월 예상 순이익은 2.25조 달러로 9월 일시적인 감소 이후 10월 들어 재차 증가세로 전환
- 반면 코스피 12개월 예상 영업이익은 8월을 정점(321.8조 원)으로 2개월 연속 감소하며 316.7조 원 기록

S&P500지수 12개월 예상 순이익 사상 최고치 경신 중, 반면 코스피는 감소로 전환

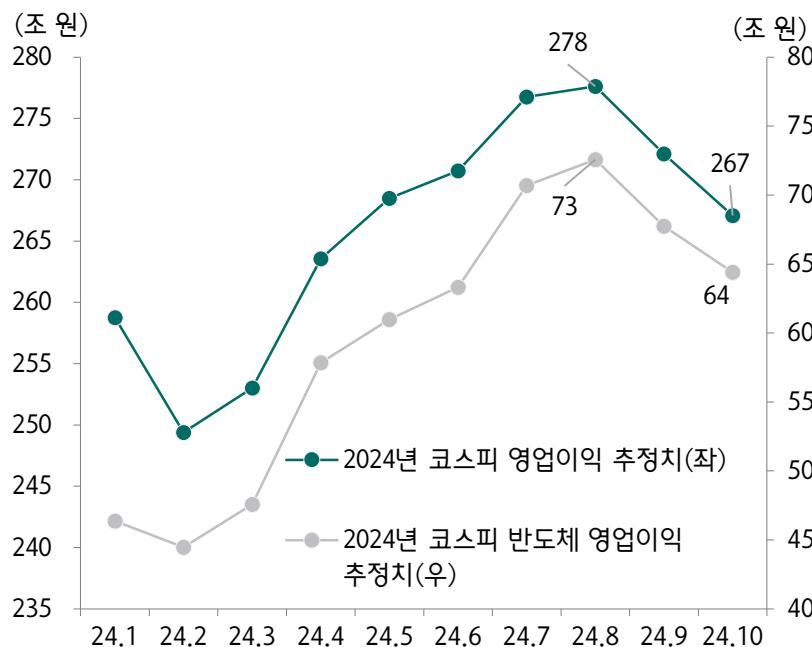


자료: Refintiv, Quantiwise, 하나증권

국내 기업 이익 하향 조정은 반도체가 주도

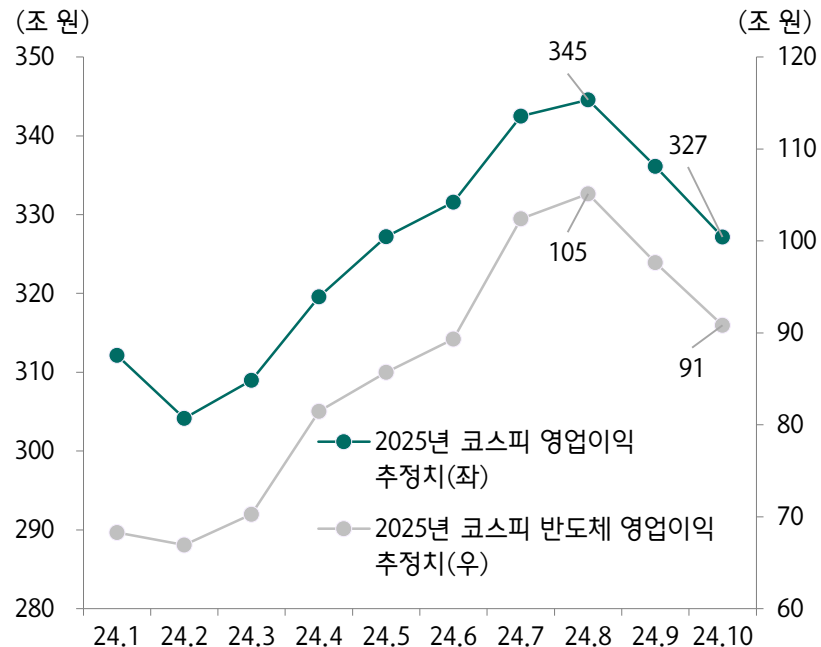
- 2024년 코스피 영업이익 추정치 8월 278조 원 정점 현재 267조 원으로 하향: 반도체 73조 원에서 64조 원으로 하향 조정 주도
- 2025년 코스피 영업이익 추정치 8월 345조 원 정점 현재 327조 원으로 하향: 반도체 105조 원에서 91조 원으로 하향 조정 주도

2024년 코스피 영업이익 11조 원 하향 조정: 반도체 8조 원 하향 조정



자료: Quantiwise, 하나증권

2025년 코스피 영업이익 17조 원 하향 조정: 반도체 14조 원 하향 조정

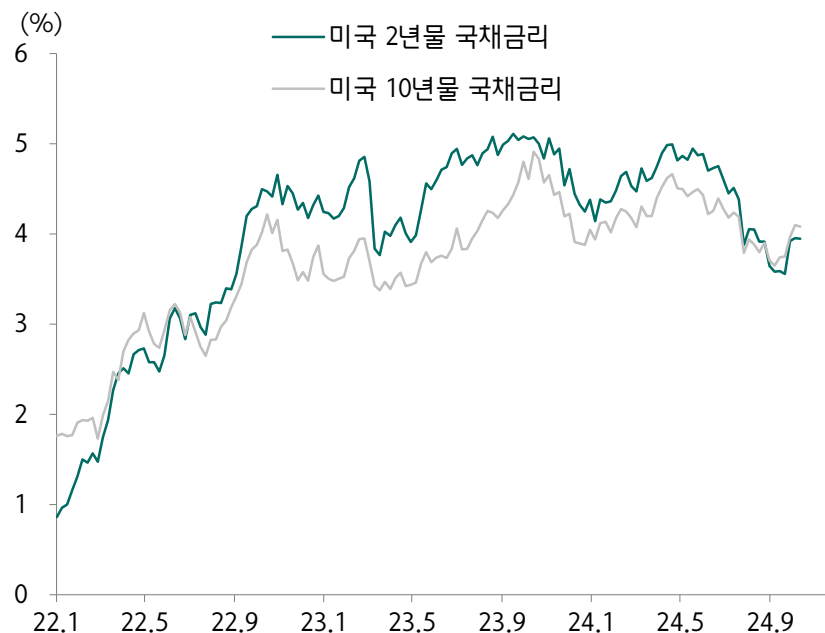


자료: Quantiwise, 하나증권

벌써 금리 인하 정책 무용론(?): 연준(Fed) 기준금리는 인하, 시중금리는 상승

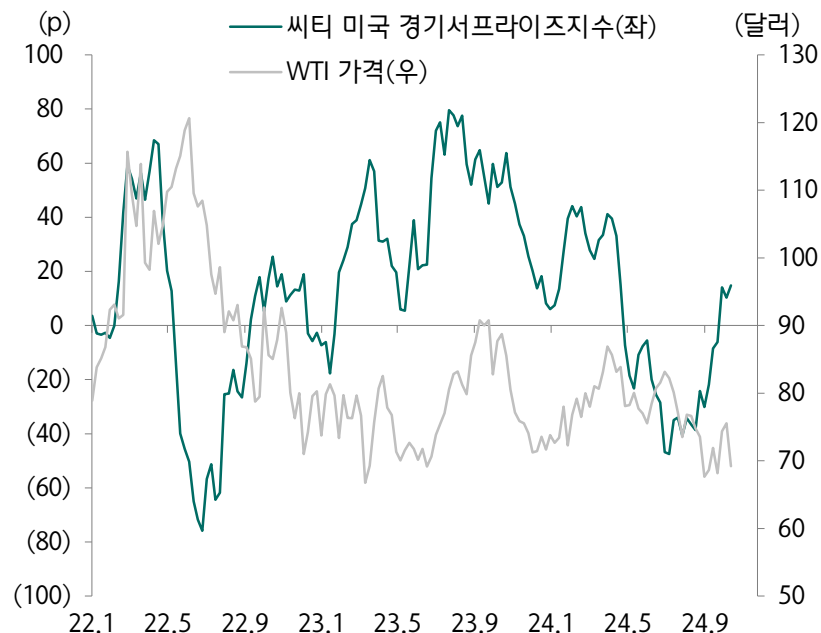
- 2024/9월 FOMC회의 기준금리 50bp 인하(현재 5.0%): 2년물 국채금리 3.5%까지 하락 이후 현재 3.9%, 10년물 국채금리 3.6%까지 하락 이후 현재 4.1%로 상승
- 시중금리 상승 이유: ① 이스라엘과 이란 전쟁 우려로 인해서 국제 상승→ 미국 물가 하락 제동→ 시중금리 상승. ② 미국 경기모멘텀 개선 및 강화, 씨티 미국 경기서프라이즈지수

2024/9월 연준 기준금리 인하 이후 시중금리 상승으로 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중금리 상승 이유: 국제 유가 상승, 경기모멘텀 개선

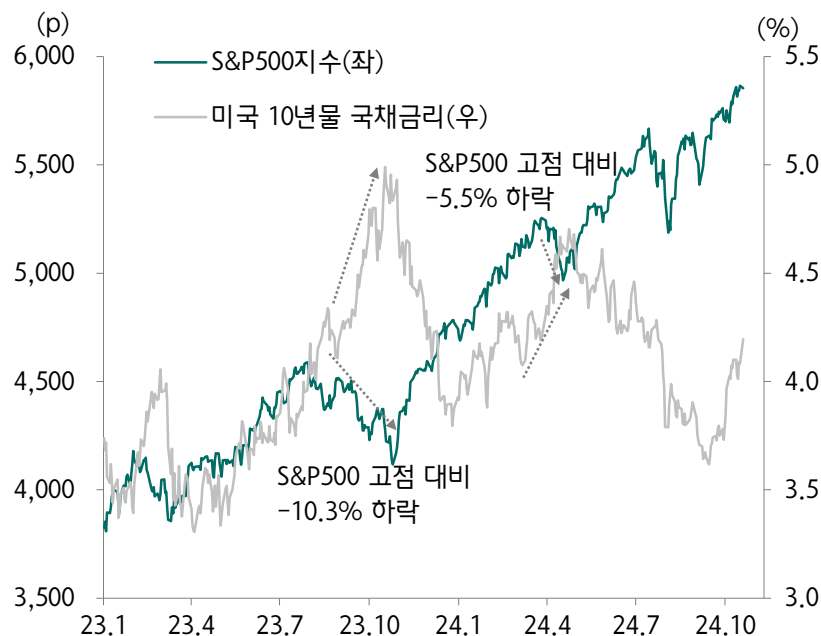


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중금리 변화는 지수 방향성 판단에 중요한 지표

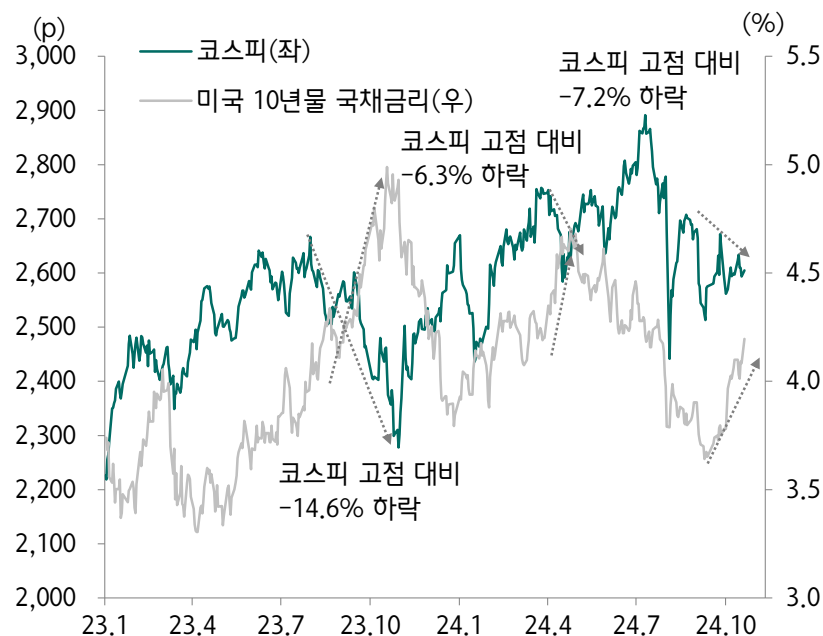
- 경제성장률이 낮기 때문에 금리에 대한 민감도 높음. 2024년과 25년 미국 GDP 성장률 전망치 2.8%와 2.2%, 국내 2.5%와 2.2%
- 미국 10년물 국채금리 4.0%에서 5.0%로 상승, S&P500지수 고점 대비 -10%. 4.0%에서 4.5%로 상승, S&P500지수 -5% 하락
- 코스피는 같은 금리 상승에도 고점 대비 -15%와 -7% 하락. S&P500지수보다 하락 폭이 상대적으로 큼(달러 강세 동반 영향)

미국 10년물 국채금리 상승에 민감한 S&P500지수



자료: Bloomberg, 하나증권

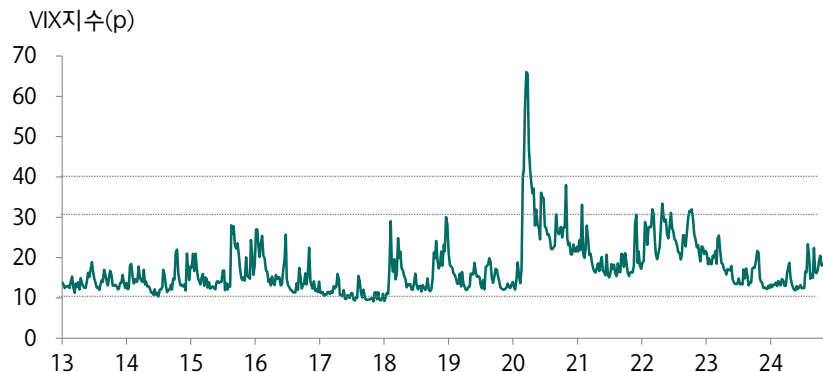
미국 10년물 국채금리 상승에 S&P500지수보다 더 민감한 코스피



자료: Bloomberg, 하나증권

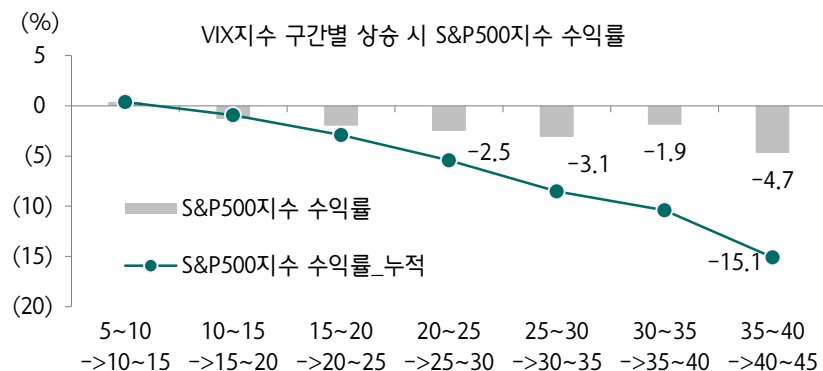
변동성 확대를 이길 수 있는 주식시장은 없음

VIX지수 경험적 하단은 10p, 참고로 상단은 30~40p



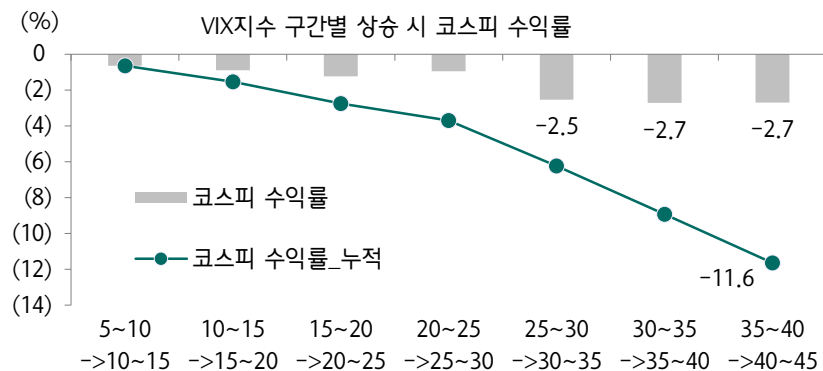
- VIX지수의 경험적 하단 중요. VIX지수가 경험적 하단(10p)까지 하락해 있다면, 상승 반전(위험) 가능성 고려
- VIX지수 20p에서 45p까지 상승 국면에서 S&P500지수는 하락 폭이 가장 큼, 평균 -12% 하락. 상승 국면 전체 누적 -15%
- VIX지수 25p에서 45p까지 상승 국면에서 코스피는 하락 폭이 가장 큼, 평균 -8% 하락. 상승 국면 전체 누적 -12%

VIX지수 하단에서 상단까지 상승 시 S&P500지수 -15% 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

VIX지수 하단에서 상단까지 상승 시 코스피 -12% 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 대선 결과, 이미 주식시장은 경험을 했음

미국 대선 후보 주요 공약 비교

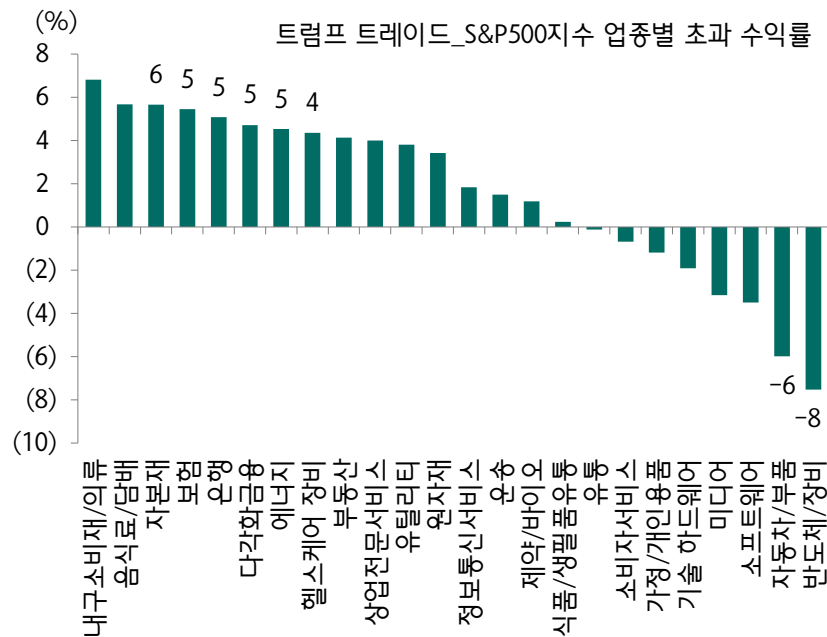
주요 공약 비교	트럼프 후보	해리스 후보
법인세	<ul style="list-style-type: none"> 현재 21% → 20%로 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 현재 21% → 28%로 인상
무역	<ul style="list-style-type: none"> 보편적 관세(모든 수입 물품에 10~20%) 도입 미국에 관세를 부과하는 국가에 똑같은 관세 부여 	<ul style="list-style-type: none"> 자국 투자 유인 및 동맹국 협력을 통한 핵심 산업 강화 철강, 알루미늄 등 일부 품목에 대한 관세 강화 예상
투자	<ul style="list-style-type: none"> 전통 산업 중심 투자 	<ul style="list-style-type: none"> 친환경 에너지 산업 중심의 투자
환경/에너지	<ul style="list-style-type: none"> 친환경 정책 축소(IRA 폐지) 석유/가스 생산 및 원전 활성화 전기차 의무화 철폐 	<ul style="list-style-type: none"> 친환경 정책 강화 청정에너지 확대
가상화폐	<ul style="list-style-type: none"> 가상화폐에 우호적 	<ul style="list-style-type: none"> 가상화폐 규제 집중
중국 정책	<ul style="list-style-type: none"> 디커플링을 통한 전략적 독립 중국에 60% 이상의 관세율 적용 	<ul style="list-style-type: none"> 디리스킹을 통한 안정성 유지
물가	<ul style="list-style-type: none"> 에너지 비용 낮춰 물가 하향 조정 	<ul style="list-style-type: none"> 식료품 가격과 임대료 상승 제한
의료	<ul style="list-style-type: none"> 약가 인하 제네릭/바이오시밀러 사용 촉진 	<ul style="list-style-type: none"> 바이든 정부의 헬스케어 정책 기조 유지, 강화 공중보건 및 생의학 투자 확대

자료: 보도자료 취합, 하나증권

트럼프 트레이드

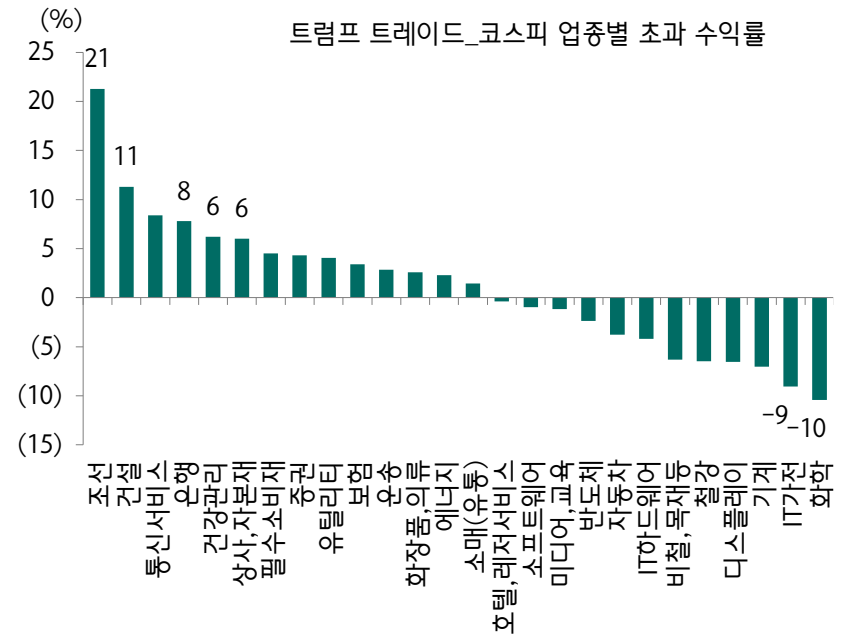
- 트럼프 후보의 대통령 당선 가능성이 높아졌던 시기(2024/7월), S&P500지수와 코스피 대비 아웃퍼폼 업종
- S&P500지수 초과 수익률 업종: 자본재, 보험, 은행, 다각화금융, 에너지. 반면 부진 업종은 자동차와 반도체
- 코스피 대비 초과 수익률 업종: 조선, 건설, 은행, 제약/바이오, 방산. 반면 부진 업종은 2차전지와 화학

트럼프 트레이드: S&P500지수 업종별 초과 수익률 정도



자료: Bloomberg, 하나증권

트럼프 트레이드: 코스피 업종별 초과 수익률 정도

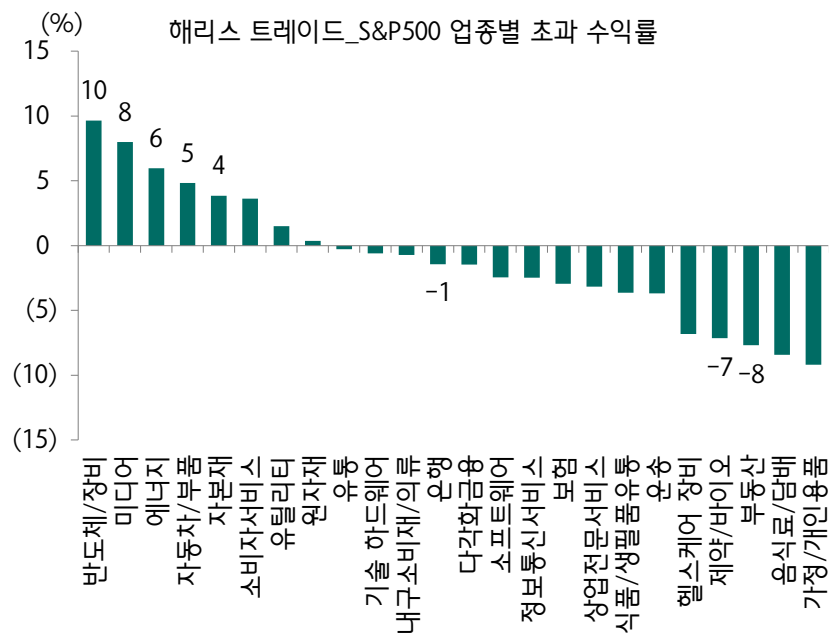


자료: Quantiwise, 하나증권

해리스 트레이드

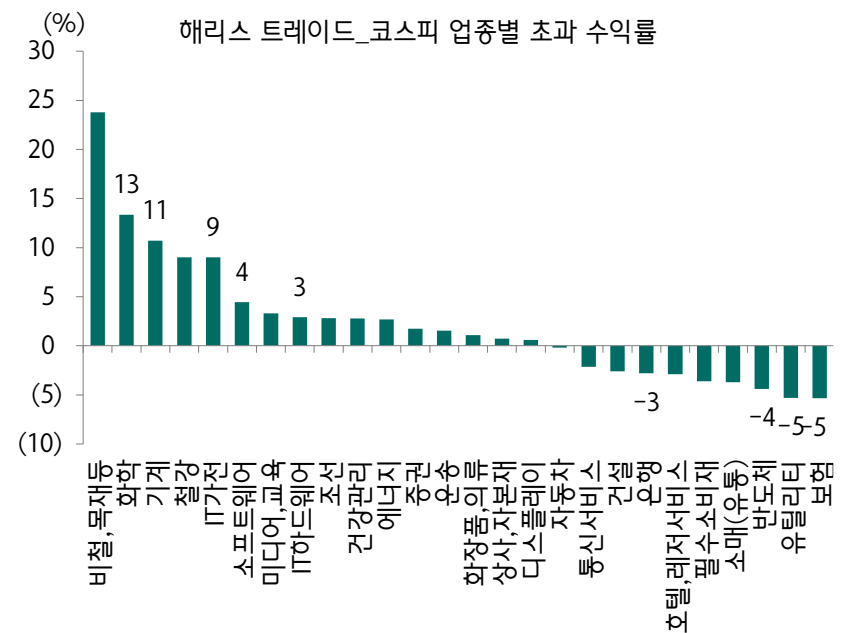
- 해리스 후보의 대통령 당선 가능성이 높아졌던 시기(2024/9월), S&P500지수와 코스피 대비 아웃퍼폼 업종
- S&P500지수 초과 수익률 업종: 반도체, 미디어, 에너지, 자동차, 자본재. 반면 부진 업종은 금융, 제약/바이오, 부동산
- 코스피 대비 초과 수익률 업종: 화학, 기계, 2차전지, S/W, IT하드웨어. 반면 부진 업종은 금융, 반도체, 유틸리티

해리스 트레이드: S&P500지수 업종별 초과 수익률 정도



자료: Bloomberg, 하나증권

해리스 트레이드: 코스피 업종별 초과 수익률 정도

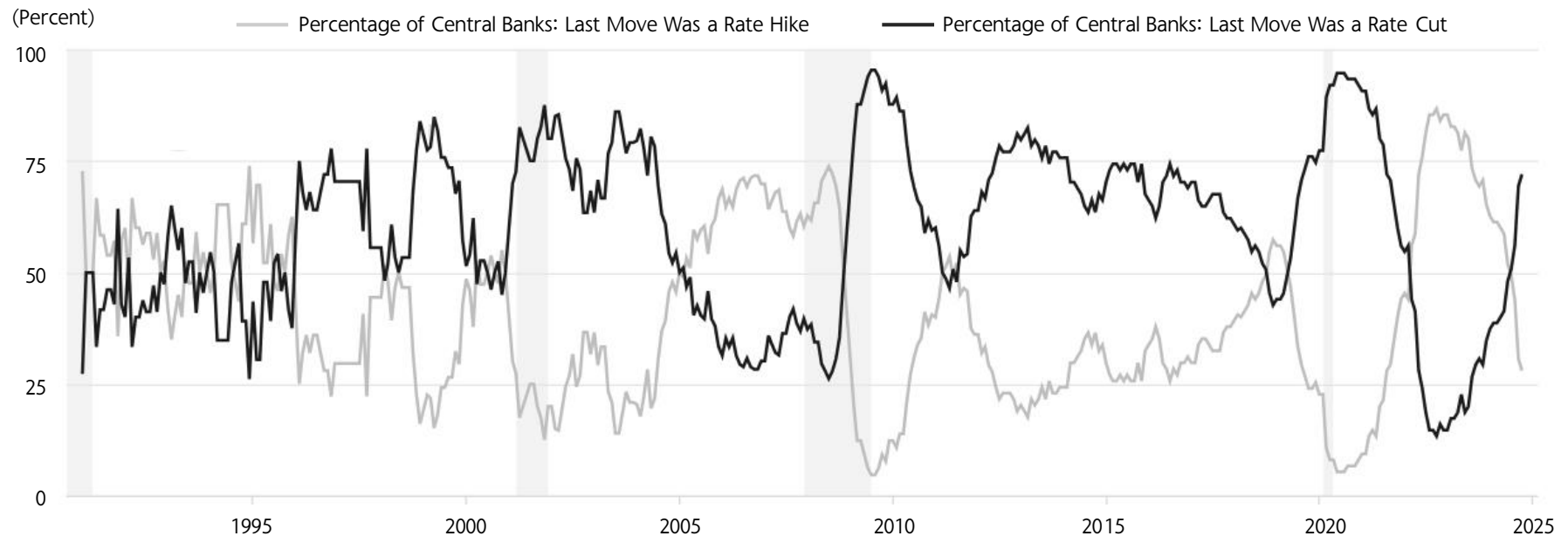


자료: Quantiwise, 하나증권

2024년은 글로벌 유동성 확장 국면

- 전세계 중앙은행 중 기준금리를 인하한 국가 비율이 72%(2024/10월 기준)까지 늘어나며 2022년 이후 최고 수준 기록
- 2024년 글로벌 유동성 확장 국면 진행

2024년 글로벌 중앙은행들의 기준금리 인하 정책 빠르게 확산

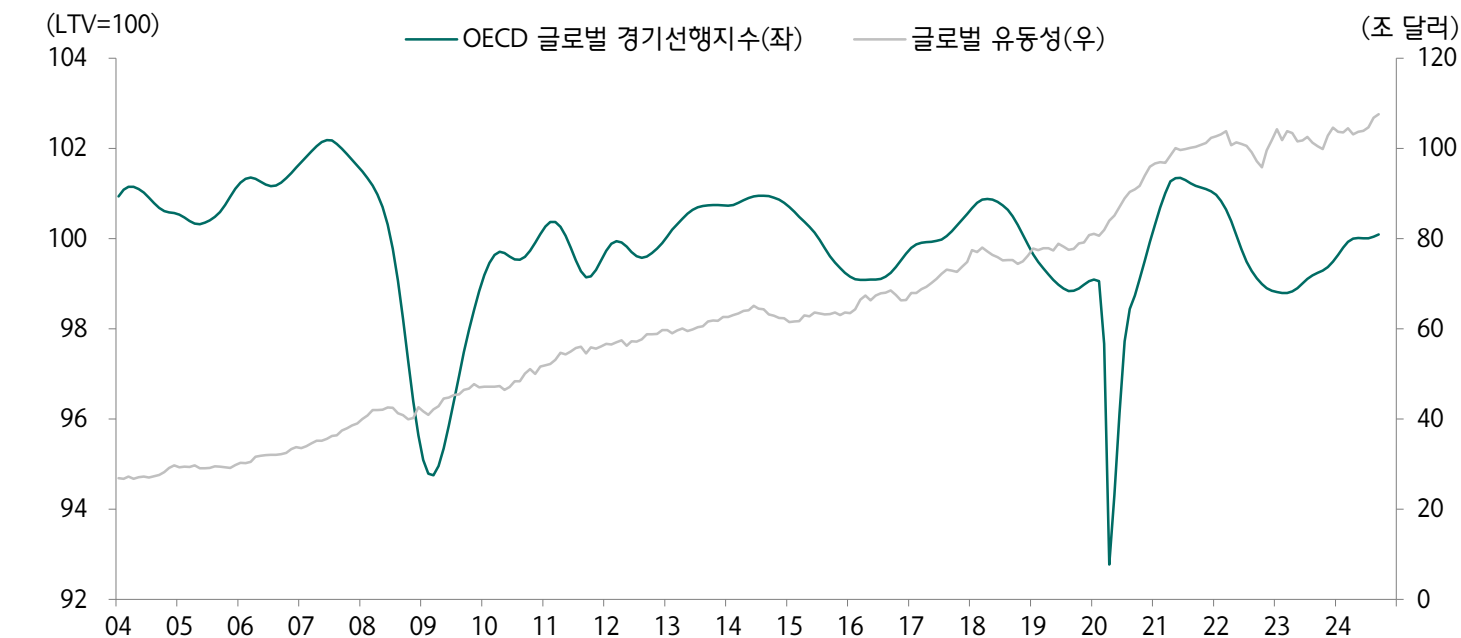


자료: <https://en.macromicro.me>, 하나증권

글로벌 유동성 확장을 기반으로 OECD 글로벌 경기선행지수 확장 국면에서 상승 중

- 글로벌 유동성은 108조 달러로 사상 최고치 경신 중(2024/7월 이후 증가세로 전환)
- 유동성 증가를 기반으로 OECD 글로벌 경기선행지수 확장 국면에서 6개월 연속 상승 중

글로벌 유동성 확장을 기반으로 OECD 글로벌 경기선행지수 확장 국면에서 상승 중

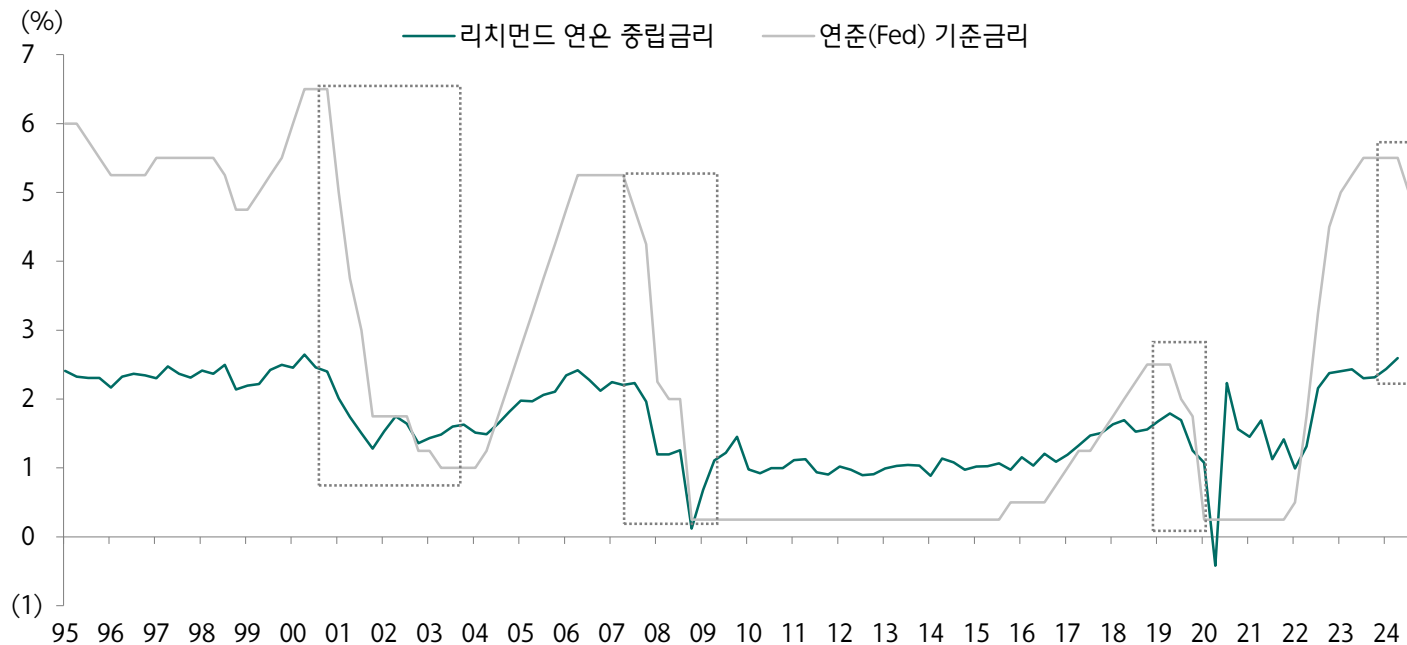


주) 글로벌 유동성: 미국, 유로존, 중국, 일본, 한국, 호주, 캐나다, 브라질, 스위스, 멕시코, 러시아, 대만 M2 합산
자료: Bloomberg, 하나증권

연준(Fed)이 기준금리 인하를 시작하면, 중립금리 수준까지는 인하

- 미국 중립금리 이전보다 높아짐. 리치먼드 연은 중립금리(모델)는 2023년 말 2.3%→ 2024/2분기 2.6%로 상승
- 다만 연준(Fed)이 기준금리를 인하하기 시작하면 중립금리 수준까지는 인하는 경우가 일반적

미국 중립금리 수준이 이전보다 높아짐. 다만 연준(Fed)이 기준금리 인하를 시작하면 중립금리 수준 정도까지는 인하

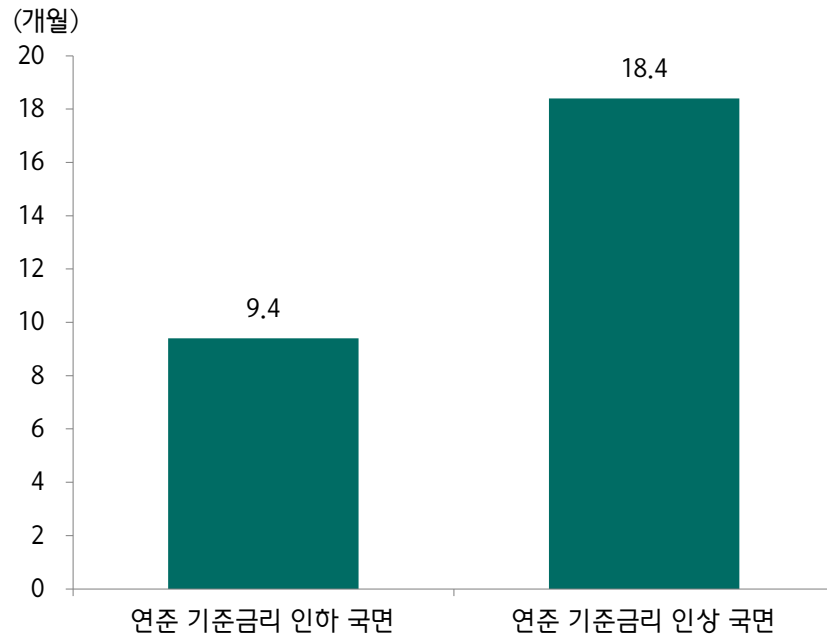


자료: Bloomberg, 하나증권

2025년에도 연준의 금리 인하 기조에는 큰 변화가 없을 것으로 예상

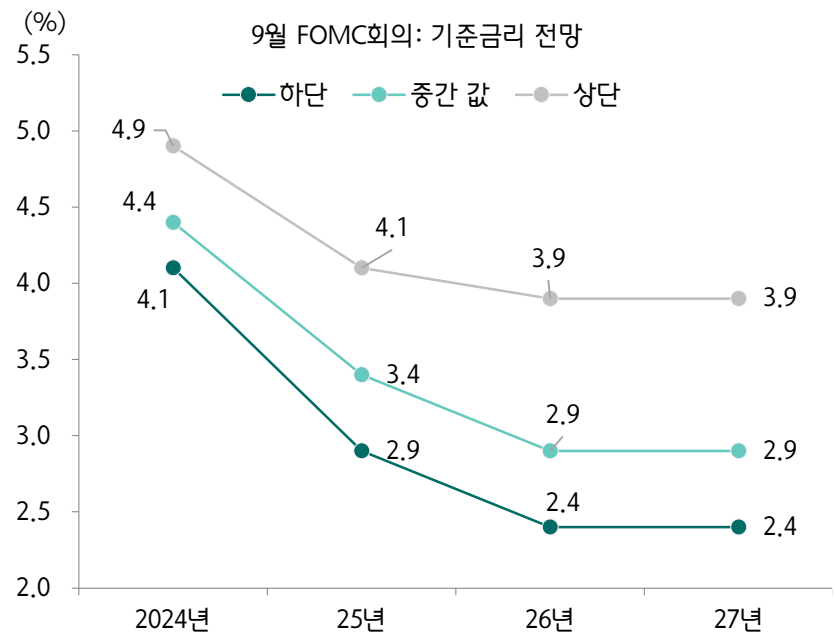
- 연준(Fed)의 기준금리 인하 사이클: 평균 9개월~10개월, 2025년에도 기준금리 인하 기조 유지 예상
- 9월 FOMC회의에서 제시한 기준금리 중간값(중립금리 추측 가능)도 2026~27년 3% 수준이라는 점을 감안 시 추가적인 기준금리 인하 여력도 남아 있는 것으로 판단

연준(Fed)의 기준금리 인하 사이클: 평균 9개월~10개월



주 : 1995년 이후
자료: Bloomberg, 하나증권

2025년에도 연준(Fed)이 기준금리를 인하할 여력이 남아 있음

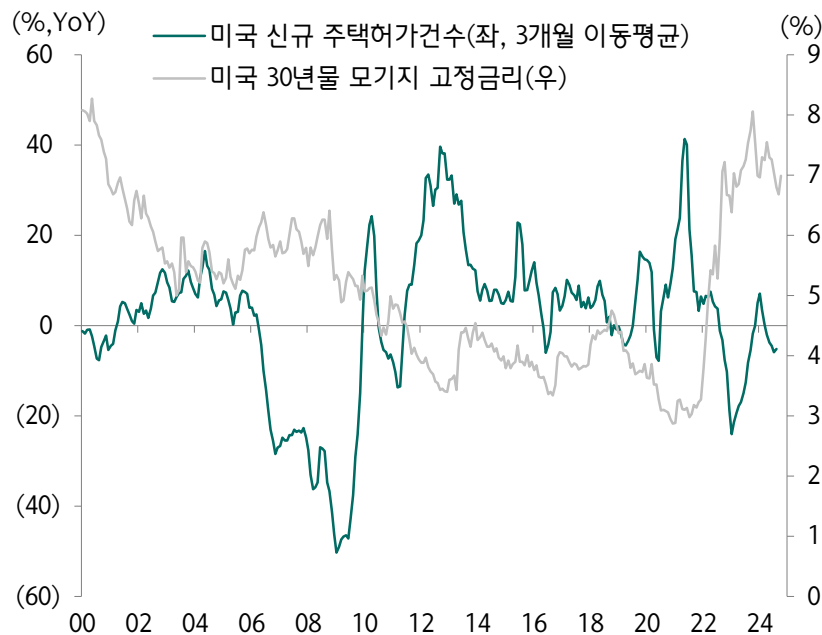


자료: Fed, 하나증권

미국 기준금리 인하 이후 반전을 기대할 수 있는 경제지표(1)

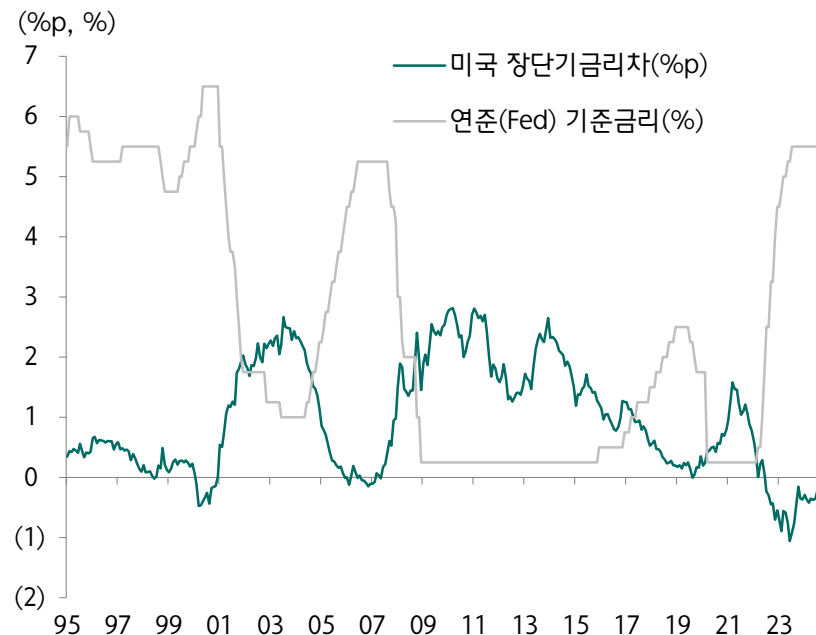
- 2025년, 미국 주택건설 증가 기대: 기준금리 인하 기조 유지 시 모기지 금리 하락세 유지
- 미국 장단기금리차의 (+)플러스 안착 기대. 2024년 9월 연준의 기준금리 인하 직후로 (+)플러스로 반전

2025년, 미국 주택 건설 경기 개선 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년, 미국 장단기금리차 (+)플러스 국면 안착 기대

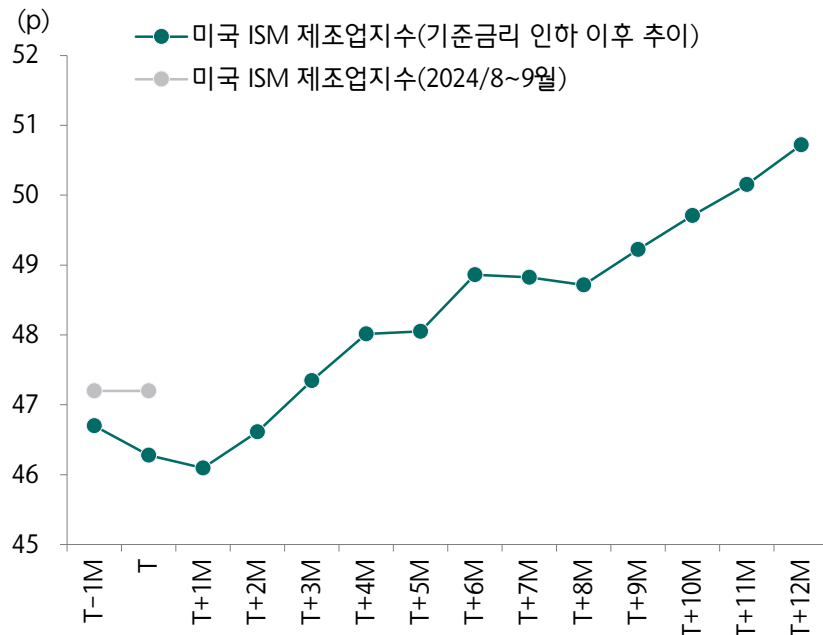


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 기준금리 인하 이후 반전을 기대할 수 있는 경제지표(2)

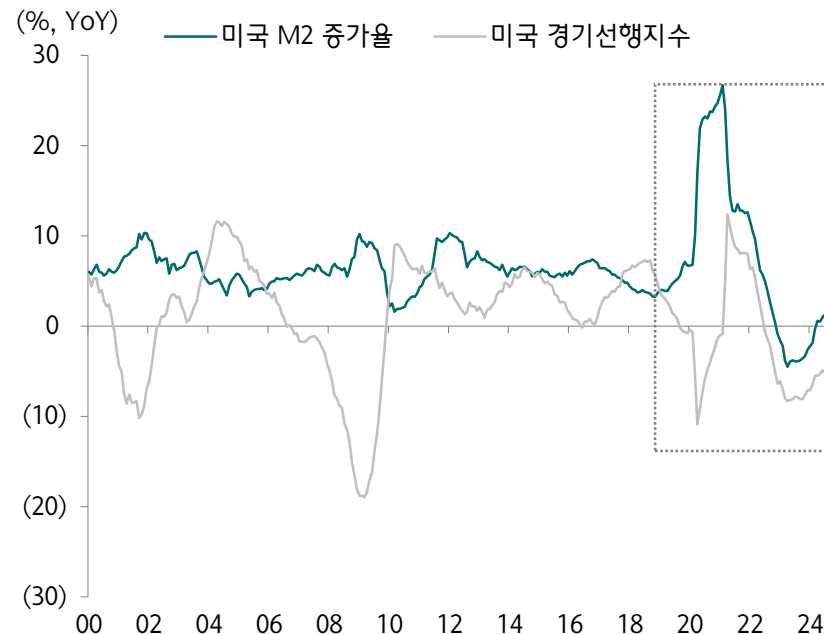
- 2024년 연말, 미국 ISM 제조업지수 반등 기대(기준금리 인하 이후 2개월 뒤). 2025년 확장 국면 진입 기대
- 2024년 연말, 미국 경기선행지수 (+)플러스 반전(M2 증가율 YoY 반등 이후 14개월 뒤). 2025년 (+)플러스 국면 유지 예상

2024/4분기 말 미국 제조업 체감경기 반등, 25년 확장 국면 진입 기대



주) 1995년 이후, T= 연준 기준금리 인하 월(月)
자료: Bloomberg, 하나증권

2024/4분기 말 미국 경기선행지수 반등, 25년 (+)플러스 국면 진입 기대

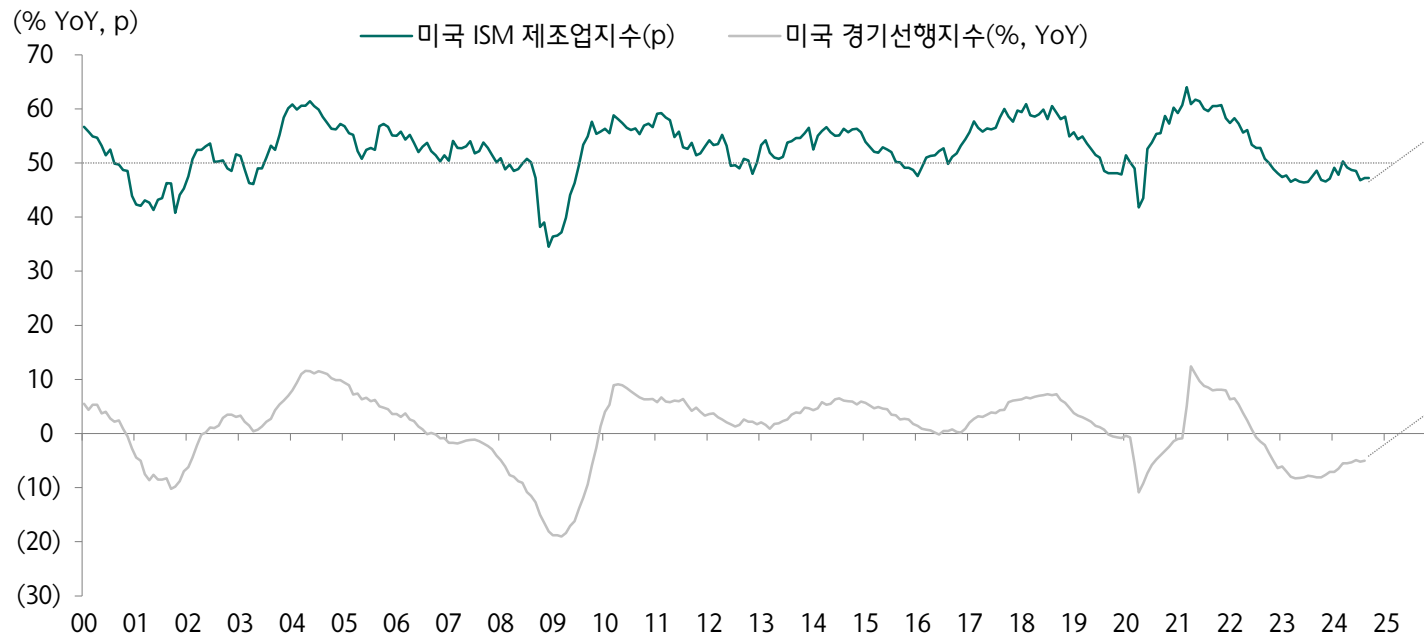


자료: Bloomberg, 하나증권

2025년, 미국 경제지표의 확장 국면 진입 예상

- 미국 신규주택허가건수, 장단기금리차, ISM 제조업지수는 미국 경기선행지수를 구성하고 있는 경제 지표
- 2025년 미국 ISM제조업지수(=신규주문-재고지수)는 확장 국면(50p 이상) 진입, 경기선행지수 YoY (+)플러스 국면으로 진입 이후 상승세 유지 전망

2025년 미국은 경제지표의 확장 국면 진입 이후 상승세 유지 예상

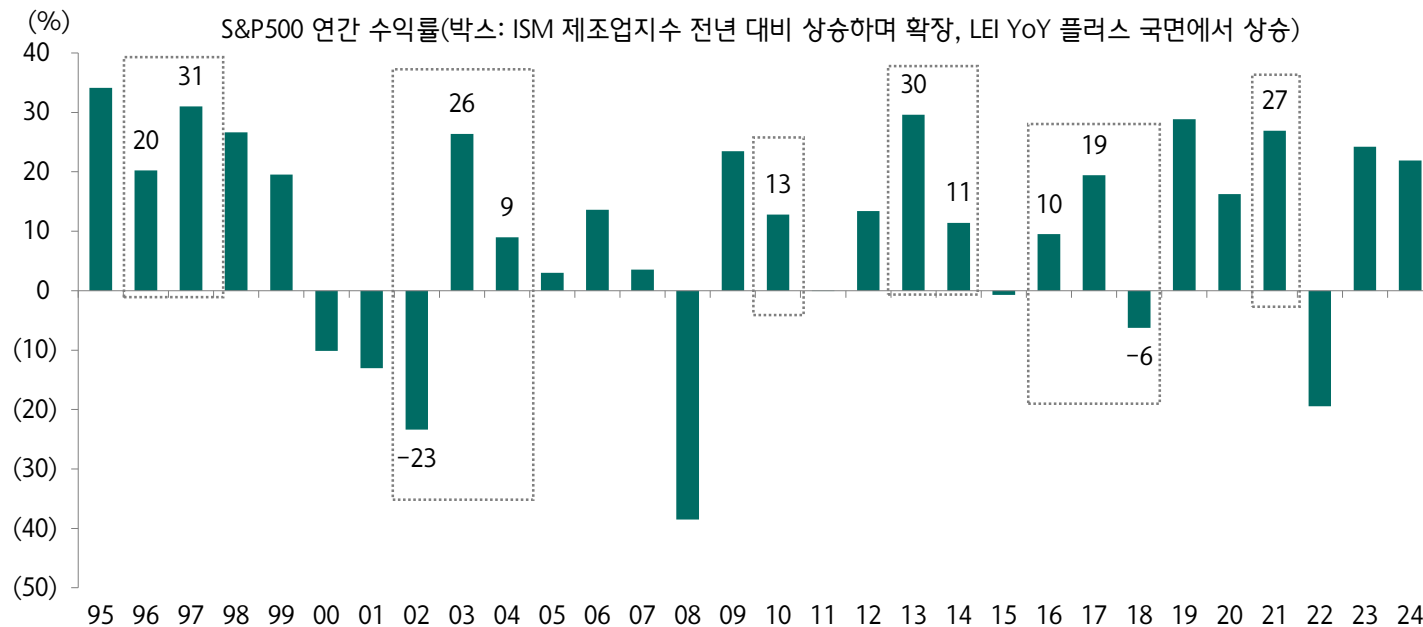


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경제지표의 확장 국면: S&P500 연간 평균 수익률 14%

- 1995년 이후 미국 ISM 제조업지수 전년 대비 상승하며 확장 국면, 경기선행지수(LEI) YoY (+)플러스 국면에서 상승
- 해당 연도의 S&P500지수: 연간 평균 수익률은 14%, 상승 확률은 83%(총 12개 년도 중 10개 년도)

미국 ISM 제조업지수 전년 대비 상승하며 확장, 경기선행지수 (+)플러스 국면 상승: S&P500지수 연간 수익률 평균 14%

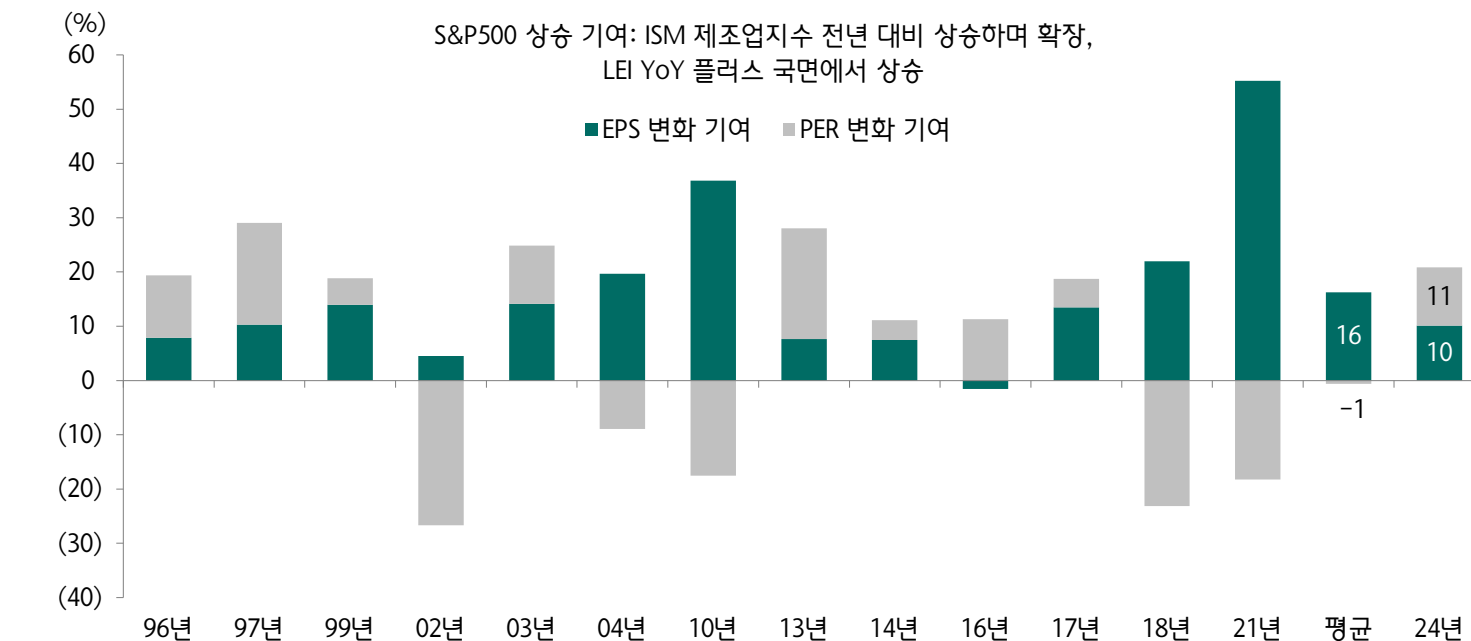


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경기 확장 국면에서 지수 기대수익률은 이익 증가율

- 1995년 이후 미국 ISM 제조업지수 전년 대비 상승하며 확장 국면, LEI YoY (+)플러스 국면에서 상승: 해당 년도 S&P500지수 이익 변화율 기여도는 연간 평균 +16%, PER 변화율 기여도는 연간 평균 -1%
- 경기 확장 국면에서는 S&P500지수 이익 증가율이 기대수익률이 될 것으로 판단
- 참고로 2024년 S&P500지수 수익률= 이익 증가율 11%+PER 변화율 11%

미국 경기 확장 국면에서는 S&P500지수 이익 증가율이 기대수익률을 결정

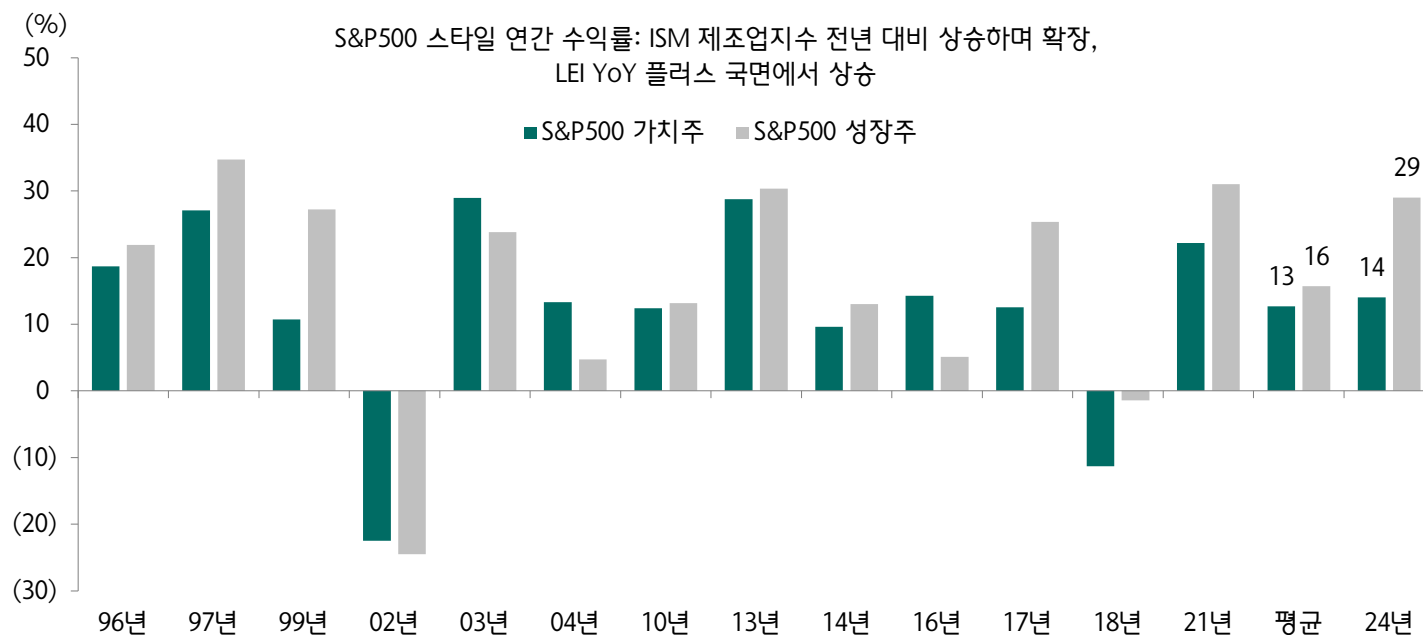


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경기 확장 국면에서 가치주보다는 성장주

- 1995년 이후 미국 ISM 제조업지수 전년 대비 상승하며 확장 국면, LEI YoY (+)플러스 국면에서 상승: 해당 년도 S&P500 성장주 연간 평균 수익률 16%로 가치주(13%) 대비 상대적으로 높은 편
- 2025년에도 미국 증시는 가치주 대비 성장주의 상대적 우위 흐름 지속 전망
- 참고로 2024년 S&P500 성장주 주가 수익률은 29%, 가치주는 14%(2024/10월 현재까지)

미국 경기 확장 국면에서 가치주 대비 성장주 주가 수익률이 높음: 2025년에도

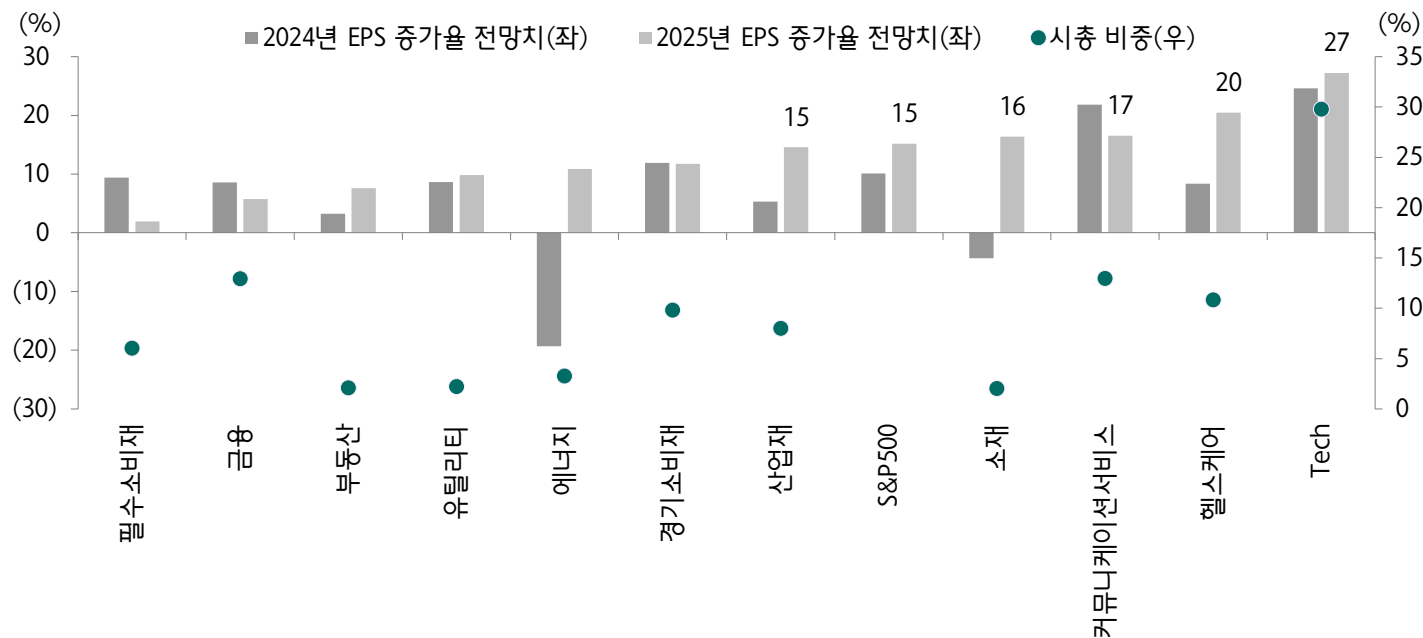


자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 S&P500지수 기대수익률 15%

- 2025년 S&P500지수 기대수익률은 EPS 증가율과 동일한 수준 예상
- 2025년 S&P500지수 EPS 증가율 전망치 15%
- 2025년 EPS 증가율 전망치 높은 순: Tech 27%(시총비중 30%)> 헬스케어 20%(11%)> 커뮤니케이션 17%(13%)>소재 16%(2%)> 산업재 15%(8%)

2025년 S&P500지수 기대수익률은 이익 증가율과 동일한 수준 예상: 기대수익률 15%

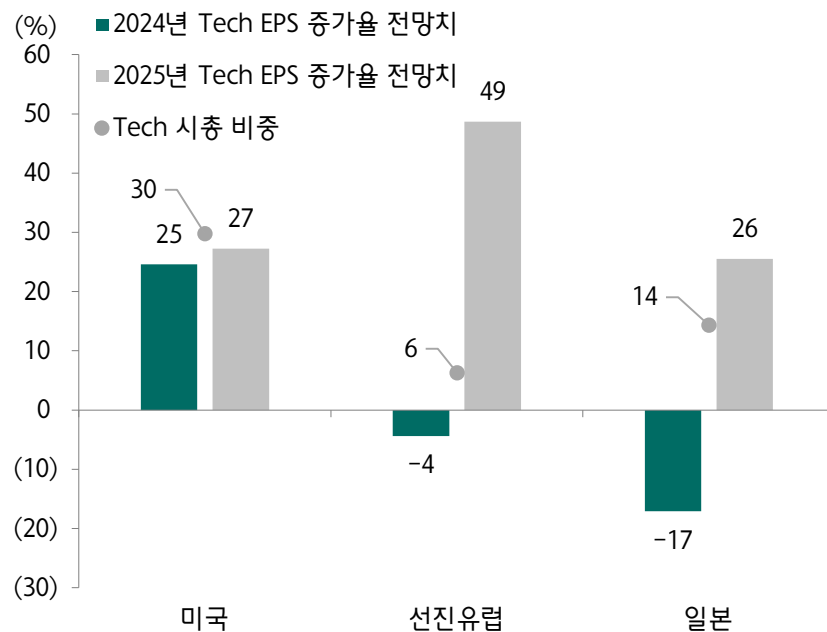


자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 미국 Tech가 글로벌 대비 여전히 우위를 유지할 것으로 전망

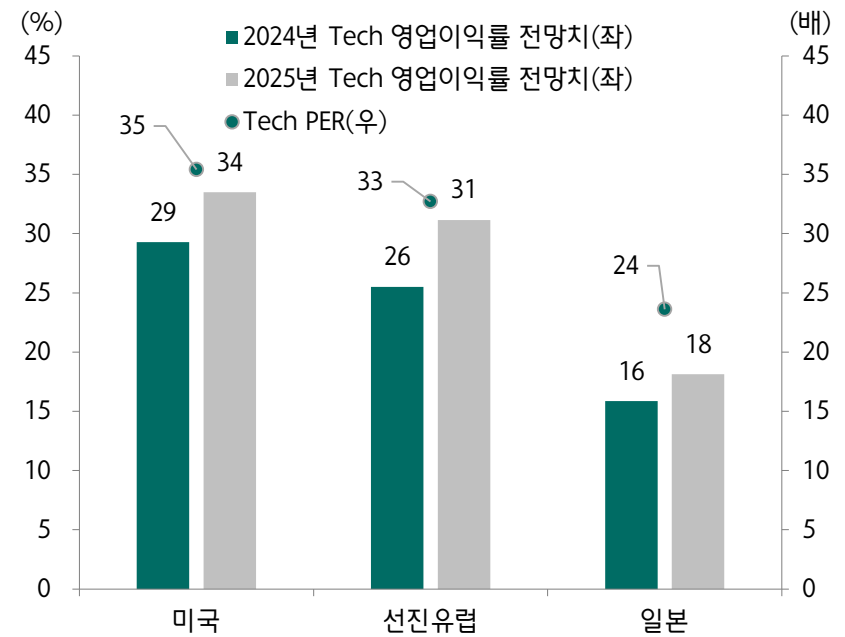
- 2025년 선진유럽과 일본 증시 내 Tech 섹터 기저효과를 기반으로 이익 증가율 턴어라운드 기대
- 특히 선진유럽 Tech 섹터의 경우 2025년 이익 증가율은 미국보다 월등히 높은 49% 전망
- 그러나 미국 Tech 섹터의 진정한 강점은 높은 수익성(+2년 연속 높은 이익 증가율 유지). 높은 밸류에이션 유지가 가능

2025년 선진유럽과 일본 증시 Tech 섹터 이익 증가율 미국보다 높음



주) 선진유럽과 일본은 MSCI 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

그러나 미국 Tech 섹터의 영업이익률이 가장 높음, 높은 프리미엄 유지

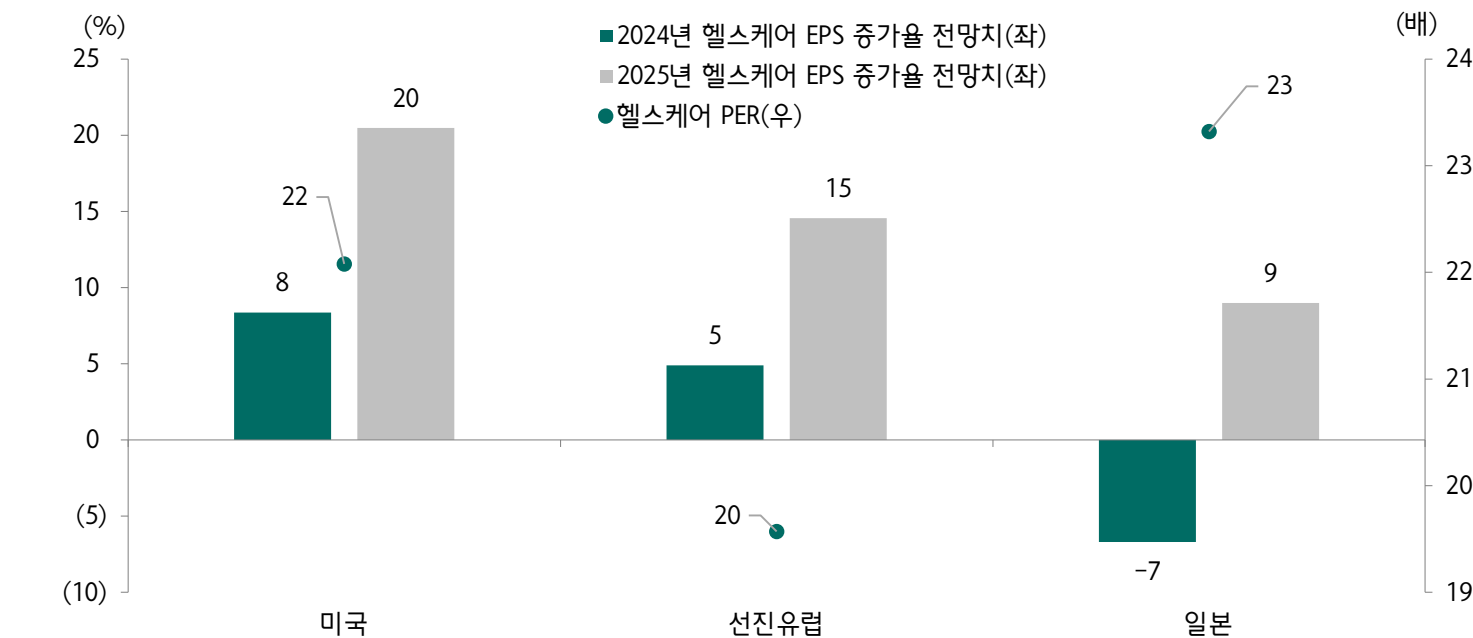


주) 선진유럽과 일본은 MSCI 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 미국 헬스케어 글로벌 대비 높은 이익 증가율 기록 예상

- 2025년 미국 헬스케어 섹터의 EPS 증가율 전망치는 20%로 선진유럽과 일본 대비 상대적으로 높음
- 미국 헬스케어 섹터 PER은 22배로 선진유럽(20배)과 일본(23배)와 큰 차이는 없음
- 참고로 MSCI 선진유럽지수 내 헬스케어 시총 비중은 17%, S&P500지수는 11%, MSCI 일본지수는 8%

2025년 미국 헬스케어 섹터의 이익 증가율은 선진유럽과 일본 대비 높음

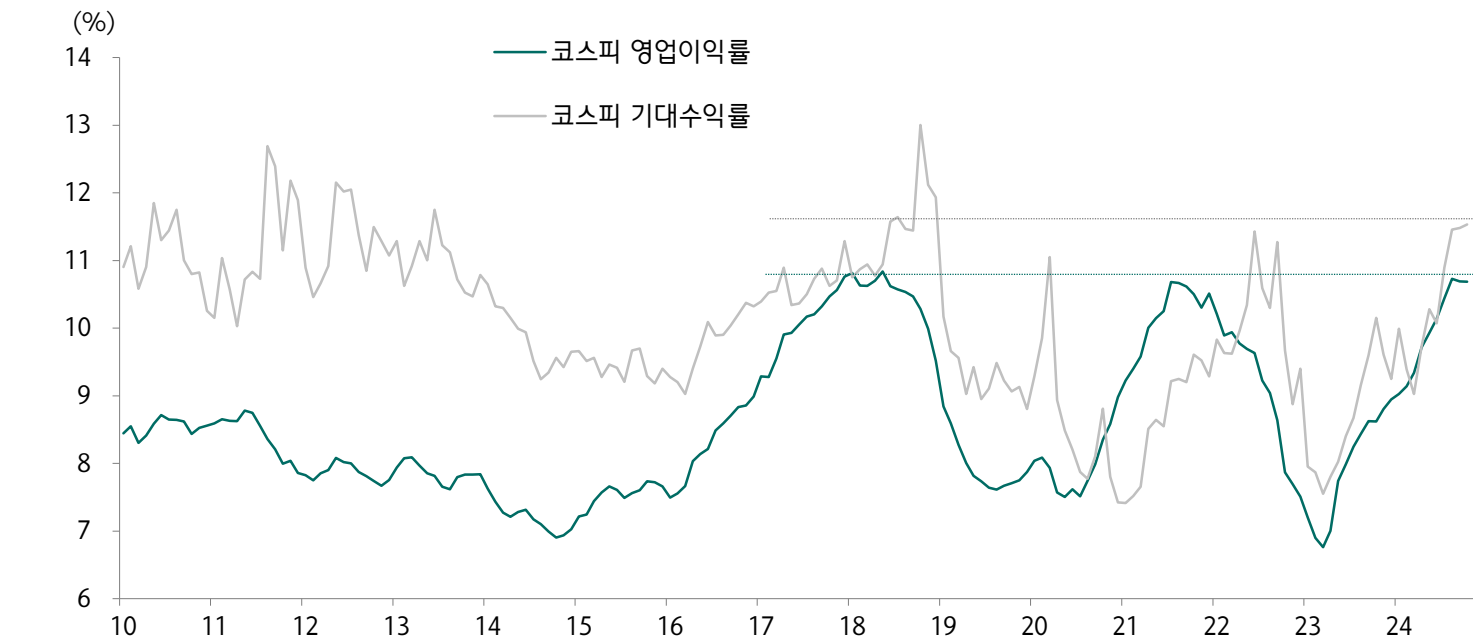


주) 선진유럽과 일본은 MSCI 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 영업이익률 상승의 한계 vs 기대수익률도 한계

- 2010년 이후 코스피 영업이익률 상단은 11%, 현재 10.7%
- 현재 영업이익률이 상단에 근접해 있어 추가적인 상승이 어렵다는 인식 때문에 기대수익률도 상단인 13%(현재 12%)를 넘기 쉽지 않음

코스피는 영업이익률 상승 한계로 인해 기대수익률 상승도 제한적

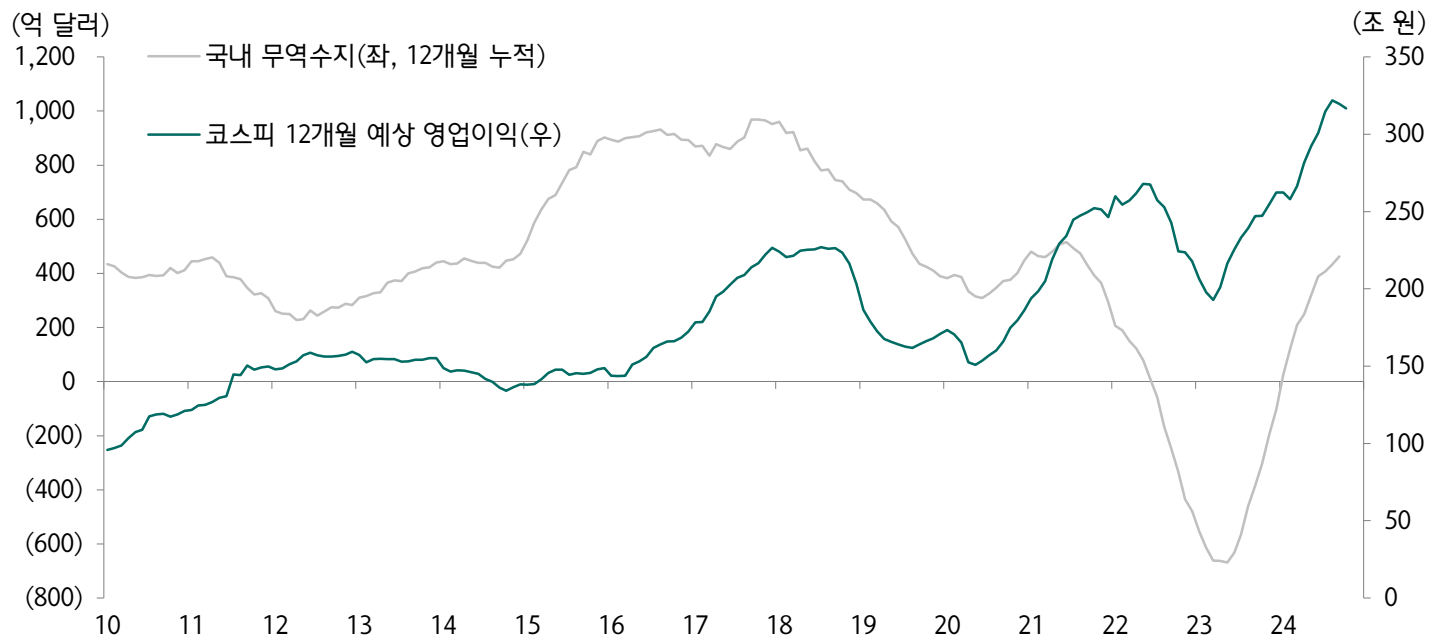


자료: Quantiwise, 하나증권

코스피 기업 이익은 수출이 결정

- 국내 무역수지 규모와 코스피 영업이익 추이는 유사
- 최근 12개월 누적 국내 무역수지 흑자 규모는 463억 달러, 2017년 9월 968억 달러 최고치
- 그러나 코스피 12개월 예상 영업이익은 이미 사상 최고치를 경신

코스피는 이익의 증감은 수출이 결정, 무역수지 규모 대비 너무 기대치가 높은 이익

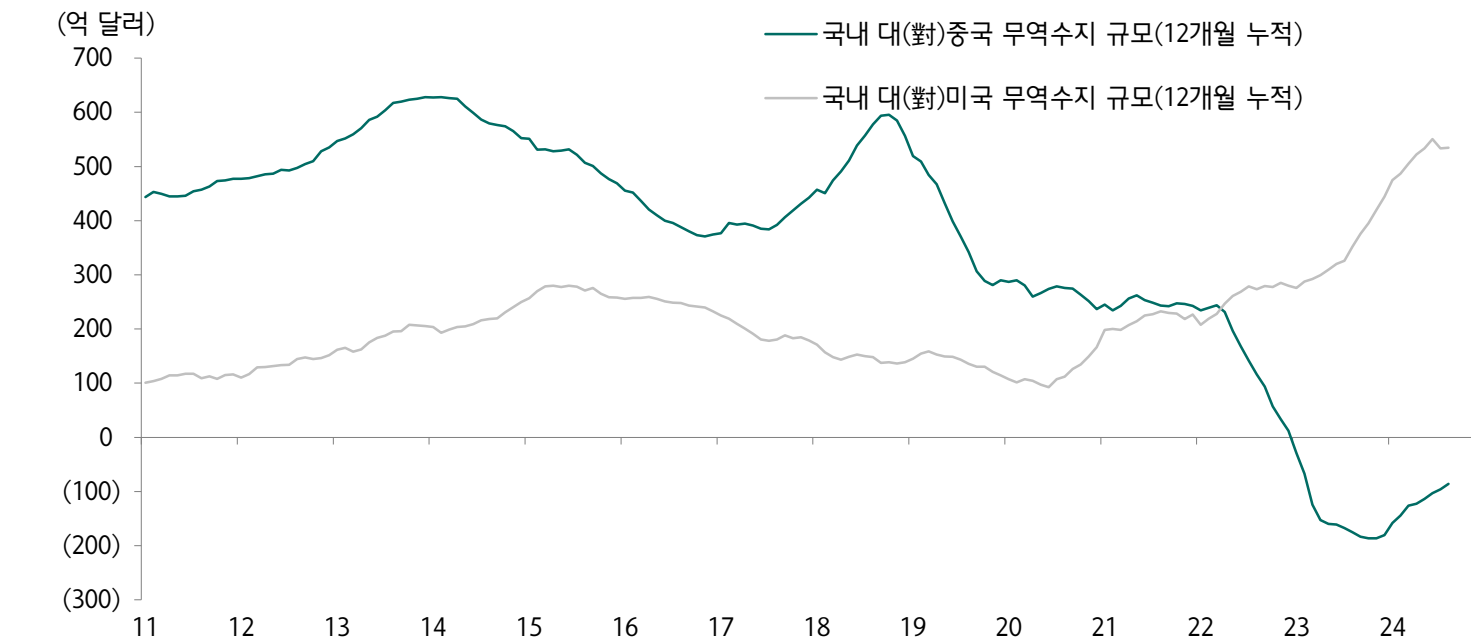


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

국내 수출은 중국이 아닌 미국이 결정

- 2022년 이후 국내 무역수지 흑자 규모를 결정하는 국가는 미국
- 국내 대(對)중국 무역수지 규모는 개선되고는 있지만, 2022년 이후 무역수지 적자 지속 중

국내 무역수지 결정에 가장 큰 영향을 주고 있는 국가는 미국

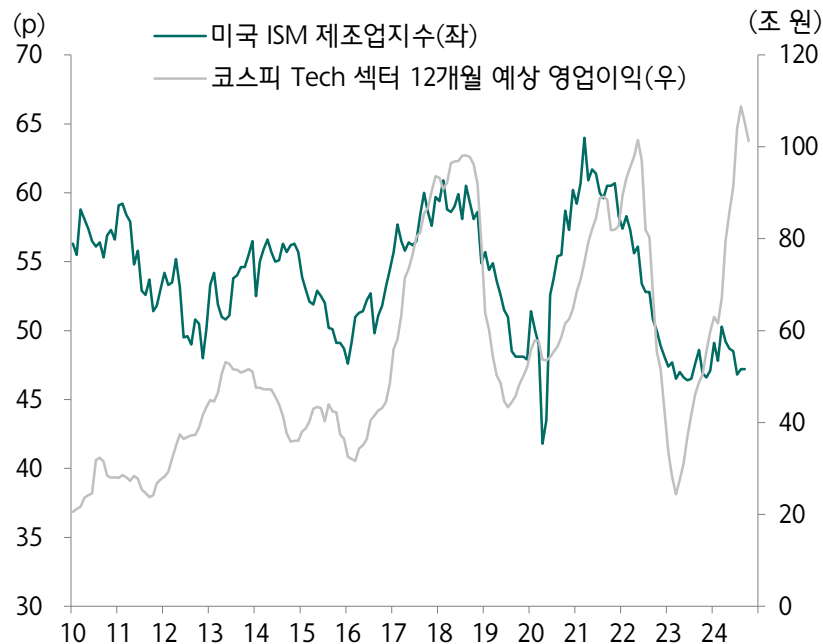


자료: Bloomberg, 하나증권

국내 반도체는 미국이 결정, 반도체 업종 주가 반등 시기는 4분기 말

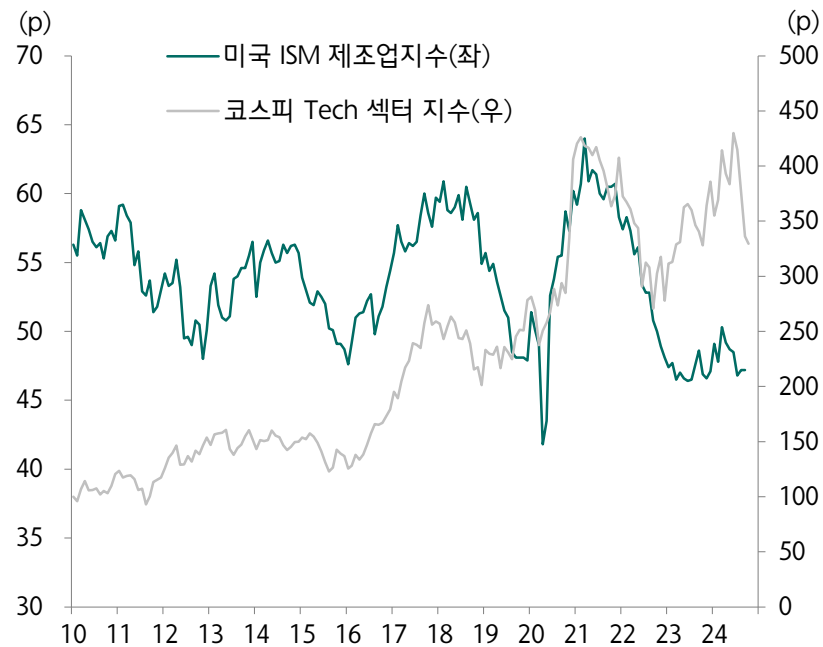
- 국내 반도체 업종 지수 연중 고점 대비 2024/10월 현재 -30% 하락. 삼성전자 -33%, SK하이닉스 -22% 하락
- 미국 ISM 제조업지수와 연관성이 높은 국내 Tech 섹터의 이익과 주가 추이
- 2024년 4분기 말 미국 ISM 제조업지수 반등 예상→ 동 시기에 국내 반도체 업종 주가도 반등할 것으로 전망

미국 ISM 제조업지수가 국내 반도체 업종의 이익 추정치 변화를 좌우



자료: Bloomberg, Quantilise, 하나증권

미국 ISM 제조업지수가 국내 반도체 업종의 주가 변화를 좌우

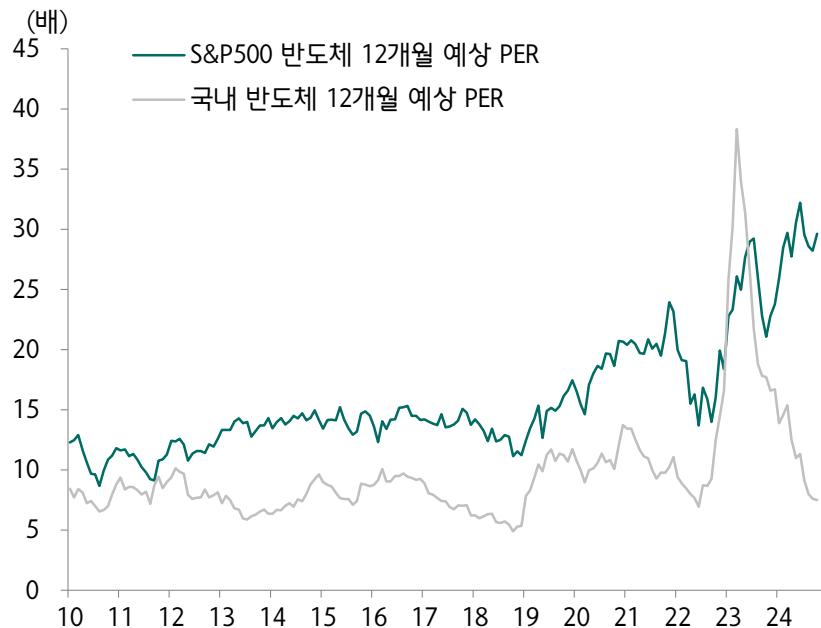


자료: Bloomberg, Quantilise, 하나증권

다만 국내 반도체, 성장주가 아닌 씨클리컬

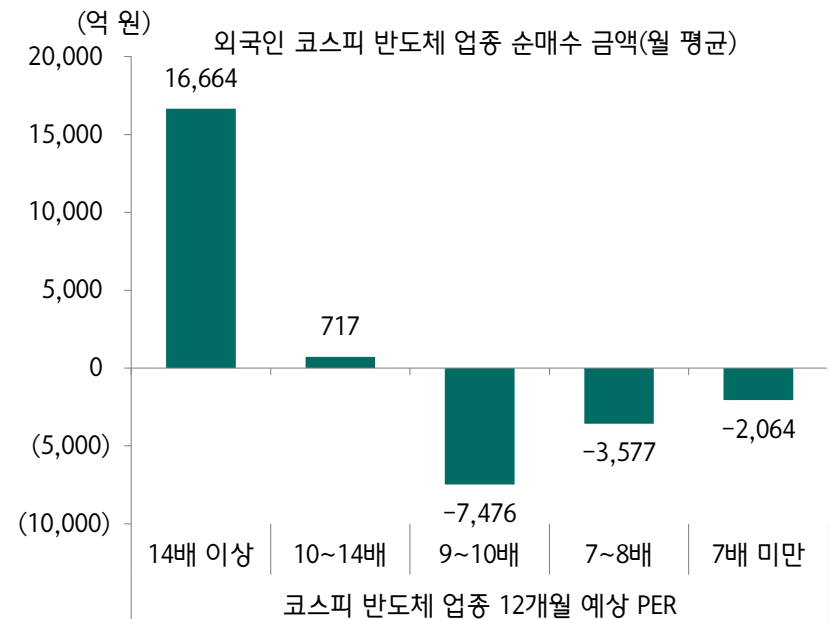
- 2024년 미국과 국내 반도체 이익 증가는 동일. 2024년 연초 S&P500 반도체 PER은 24배에서 30배로 리레이팅, 국내 반도체 17배에서 8배로 디레이팅
- 국내 반도체 외국인 순매수는 PER 10배 이상에서, 10배 미만에서는 외국인 순매도. 고PER에서 사고, 저PER에 파는 씨클리컬
- 코스피 내 외국인 최근 8주 연속 -12.1조 원 순매도 기록, 같은 기간 동안 반도체 -13.5조 원 순매도

미국 반도체 리레이팅, 국내 반도체 디레이팅(?)



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

씨클리컬: 외국인 국내 반도체 고PER 매수, 저PER 매도

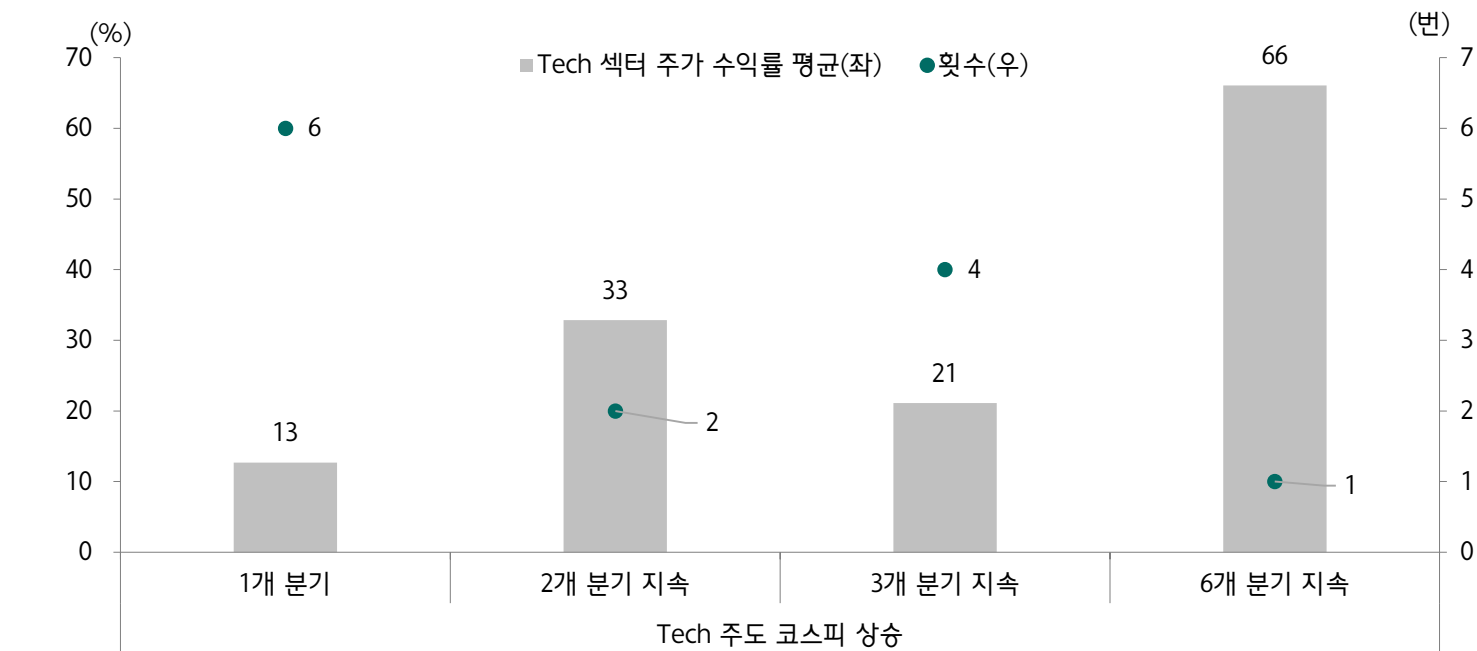


자료: Quantiwise, 하나증권

국내 반도체가 지수 상승을 이끄는 시간도 짧을 것

- 2010년 이후 코스피가 Tech 중심으로 상승했던 경험: 1개 분기의 지수 상승을 주도할 경우가 가장 많았음, 6번
- 2개 분기 연속 상승을 주도할 경우 평균 주가 수익률이 높았음
- 국내 반도체를 중심으로 한 Tech 섹터는 1개 분기 정도 지수 상승을 주도할 것으로 판단

국내 반도체를 중심으로 Tech 섹터는 사이클릭 성격이 강함. 코스피 상승을 이끌 수 있는 시간은 1개 분기 정도로 판단

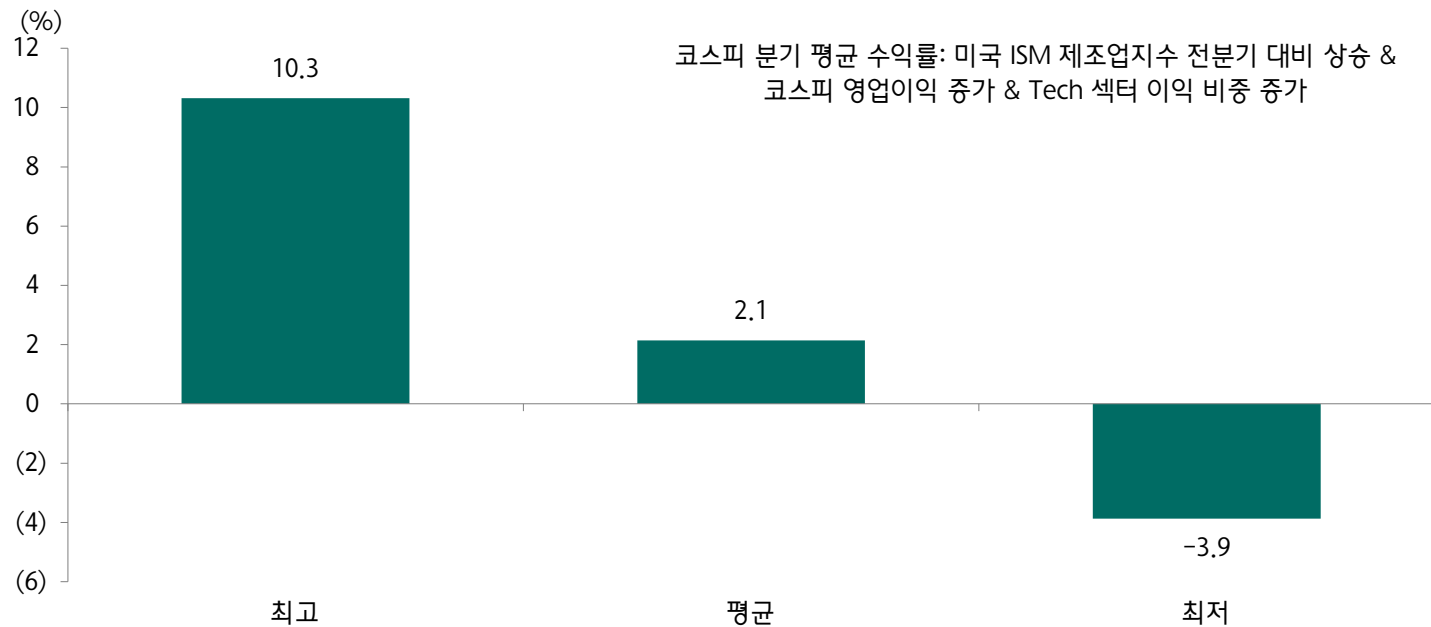


자료: Quantiwise, 하나증권

국내 Tech가 지수 상승을 이끄는 기간: 코스피 기대수익률 10%

- 미국 ISM 제조업지수 전분기 대비 상승 국면: 코스피 이익 증가를 Tech 섹터가 주도할 경우 코스피 분기 평균 수익률은 2%, 최고 수익률은 10%

코스피 이익 증가를 Tech 섹터가 주도할 경우 코스피 분기 최고 수익률은 10%

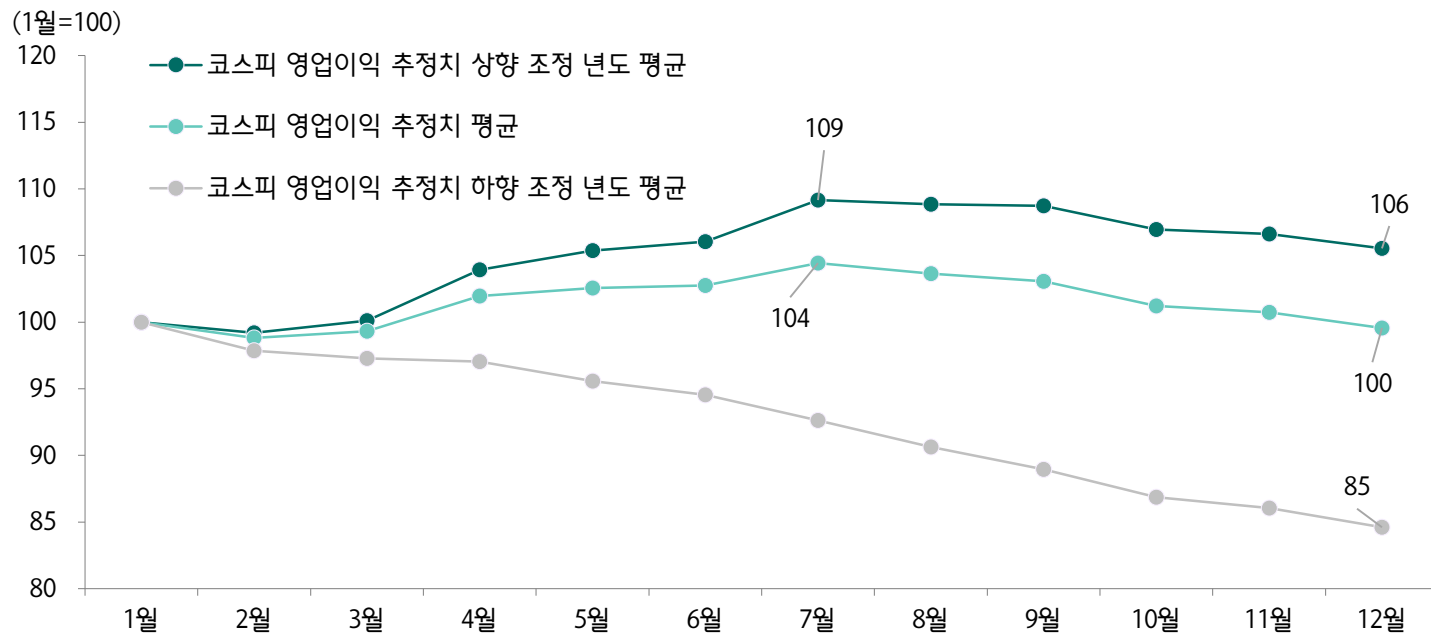


자료: Quantiwise, 하나증권

미국 경기가 좋아도 코스피 이익 추정치 정점은 일반적으로 7월

- 2010년 이후 미국 경기가 좋았던 년도(2010년, 13~14년, 16~18년, 21년): 코스피 연간 영업이익 추정치 상향 조정, 7월 정점
- 하향 조정되는 경우도 발생. 연초 추정치 대비 연말 까지 15% 하향 조정

미국 경기가 좋은 년도에도 코스피 연간 영업이익 추정치는 하향 조정되는 경우가 있음. 상향 조정 년도의 경우도 7월 정점

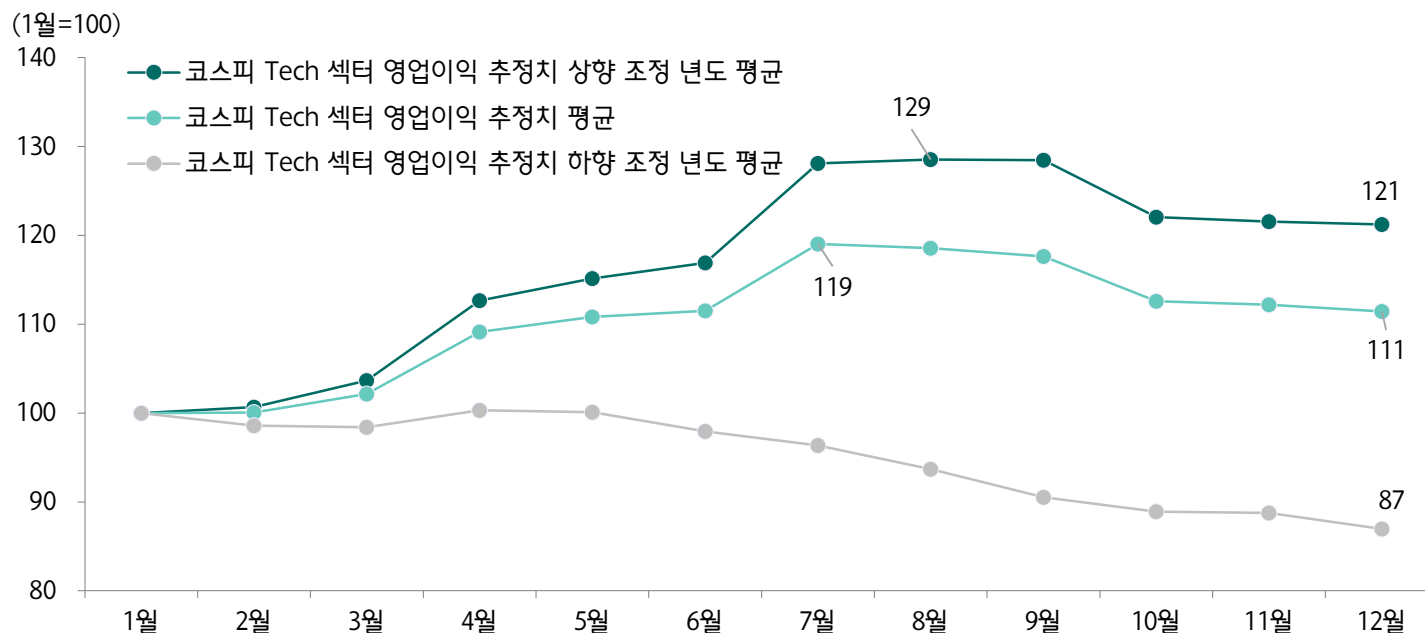


자료: Quantiwise, 하나증권

코스피 이익 추정치 정점 일반적으로 7월인 이유: 반도체의 상고하저

- 2010년 이후 미국 경기가 좋았던 년도(2010년, 13~14년, 16~18년, 21년): 코스피 Tech 섹터 연간 영업이익 추정치 상향 조정, 다만 일반적으로 7~8월 정점
- 하향 조정되는 경우도 발생. 연초 추정치 대비 연말 까지 13% 하향 조정

미국 경기가 좋은 년도에도 코스피 Tech 섹터의 연간 영업이익 추정치는 하향 조정되는 경우가 있음

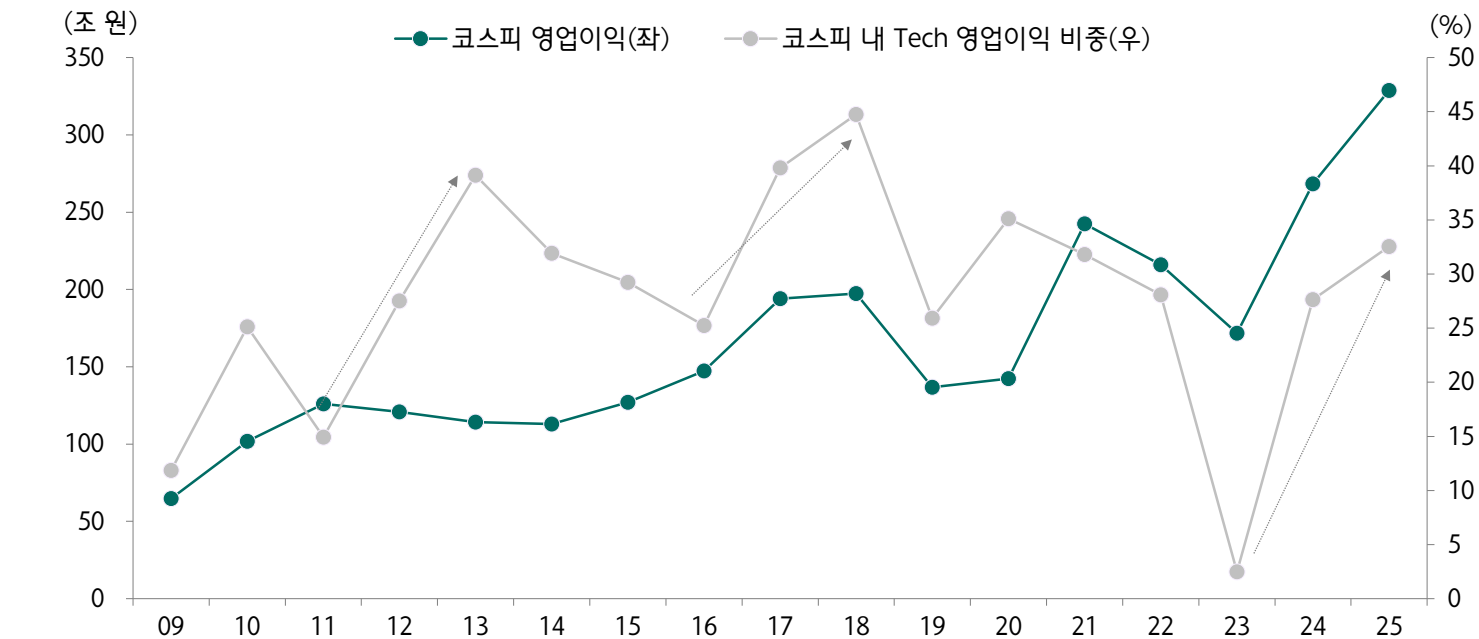


자료: Quantiwise, 하나증권

국내 Tech 섹터 이익 비중 상승은 최장 2년

- 코스피 내 Tech 섹터의 영업이익 비중은 최장 2년
- 2025년, Tech 섹터 이익 비중 정점 형성 후 하락 전환 우려를 반영할 수 있음
- 2023년 코스피 내 Tech 섹터 영업이익 비중 3% → 24년 전망치 28% → 25년 전망치 33%

2025년, Tech 섹터 이익 비중 정점 형성 후 하락 전환 우려를 반영할 수 있음

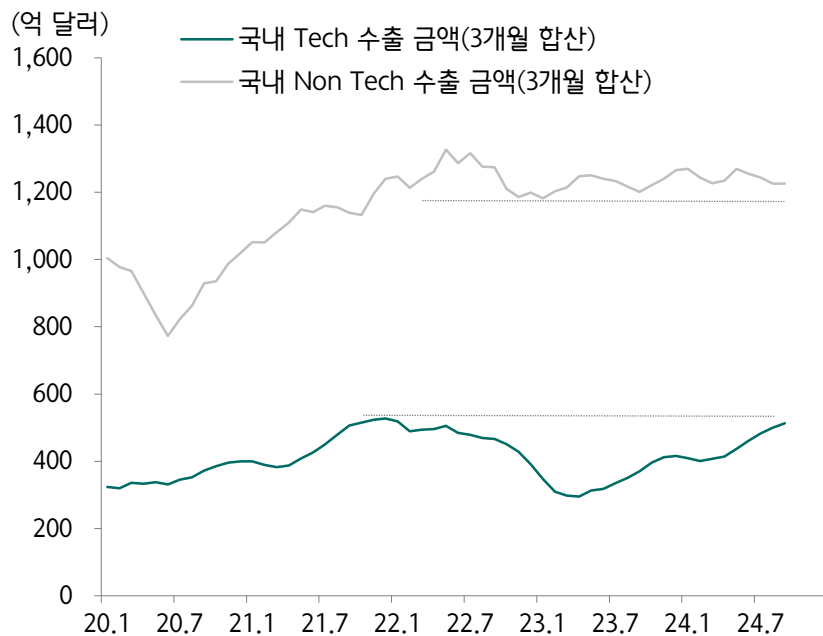


자료: Quantwise, 하나증권

국내 증시, Non Tech 섹터가 이끌고 갈 가능성도 있음

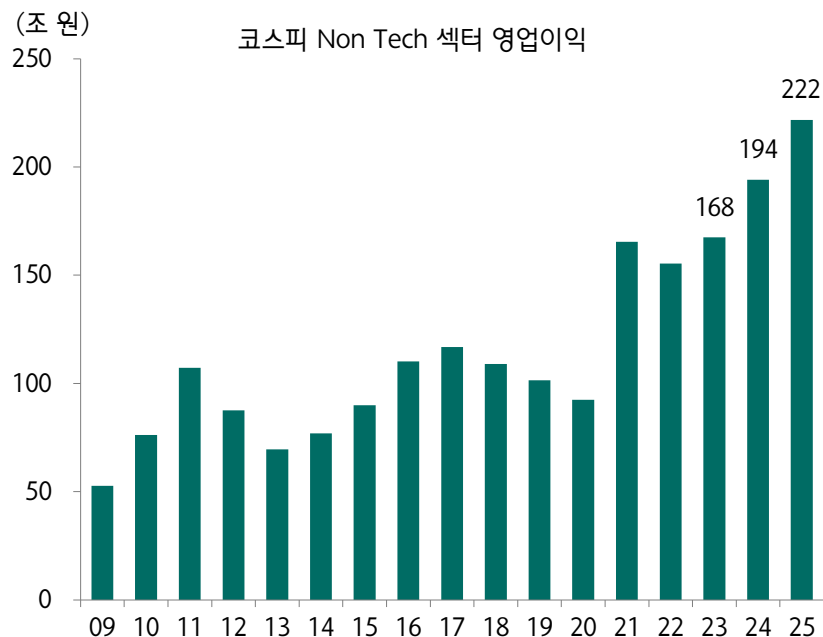
- 국내 반도체 3개월 합산 수출 금액 2020년 이후 최고치
- 국내 수출 Non 반도체 중심으로 증가할 가능성도 있음
- 코스피 반도체를 제외하고도 2025년 영업이익 추정치는 222조원으로 사상 최고치 경신 전망

국내 수출을 Non Tech 섹터가 이끌어 갈 수도 있음



자료: 산업통상자원부, 하나증권

코스피 Non Tech 섹터도 2025년 영업이익 사상 최고치 전망

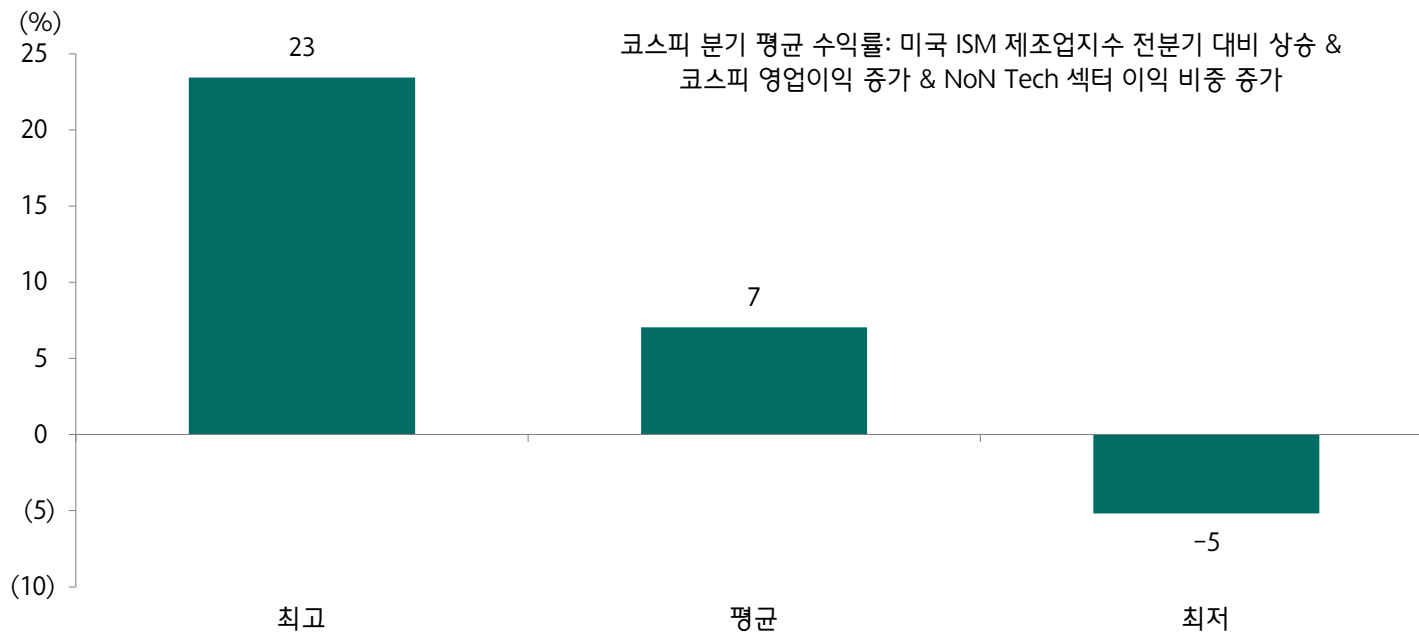


자료: Quantiwise, 하나증권

국내 Non Tech가 지수 상승을 이끄는 기간: 코스피 기대수익률 7%

- 미국 ISM 제조업지수 전분기 대비 상승 국면: 코스피 이익 증가를 Non Tech 섹터가 주도할 경우 코스피 분기 평균 수익률은 7%

미국 ISM 제조업지수 상승 시 코스피 이익 증가를 Non Tech 섹터가 주도할 경우 코스피 분기 평균 수익률은 7%

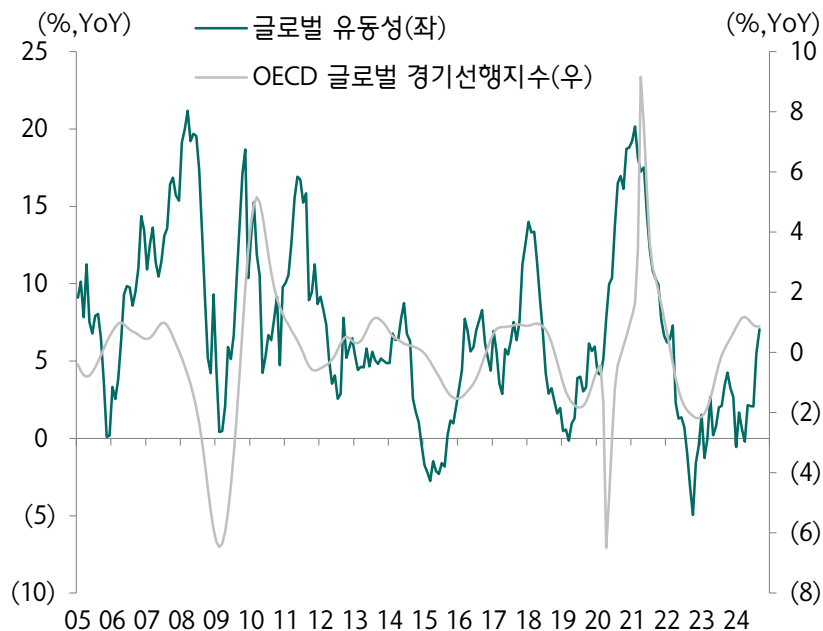


자료: Quantiwise, 하나증권

2024년 유동성 확장, 2025년은 경기와 이익사이클 개선이 보다 빠르게 진행될 것으로 예상

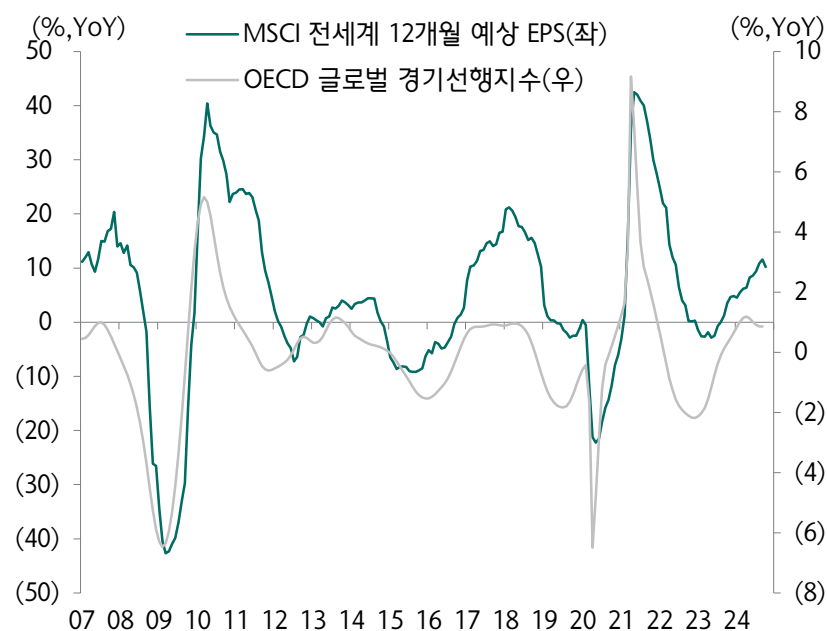
- 현재 글로벌 유동성 증가율(YoY) 2022년 3월 이후 가장 높은 수준 기록
- OECD 글로벌 경기선행지수 확장 국면에서 상승세를 유지하고 있지만 상승 속도는 둔화, 현재 MSCI 전세계 12개월 예상 EPS YoY 10%, 2024/9월 정점(12%)으로 다소 정체된 모습을 보이고 있음
- 2024년에 확장된 글로벌 유동성은 2025년 글로벌 경기와 이익사이클 개선을 보다 빠르게 할 것으로 예상

글로벌 유동성 확장 빠르게 진행 중. 2025년 경기사이클 개선 빨라질 것



자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 경기사이클 개선이 빨라지면, 이익사이클 상승 속도 빨라질 수 있음

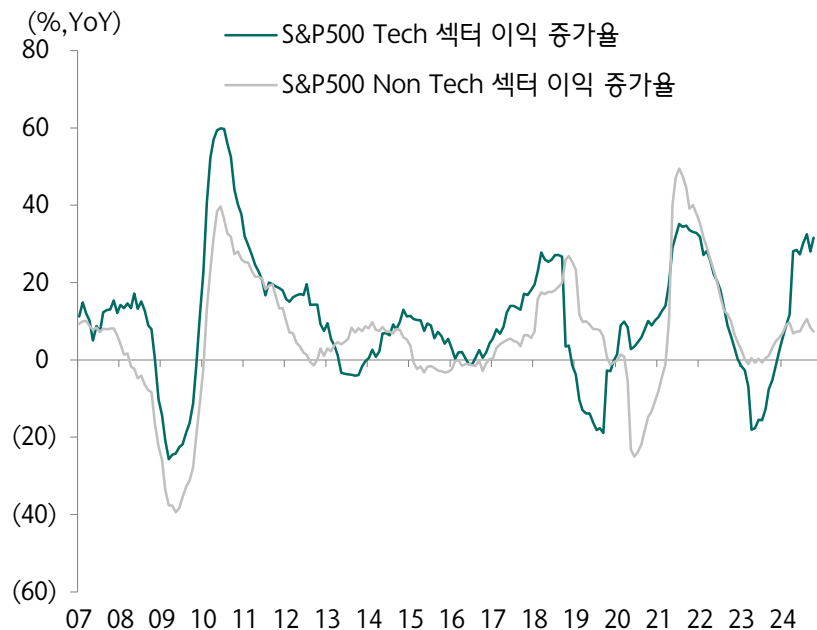


자료: Bloomberg, 하나증권

2024년 기업 이익 증가는 Tech 섹터에 의존, 2025년 변화를 기대(1) 미국

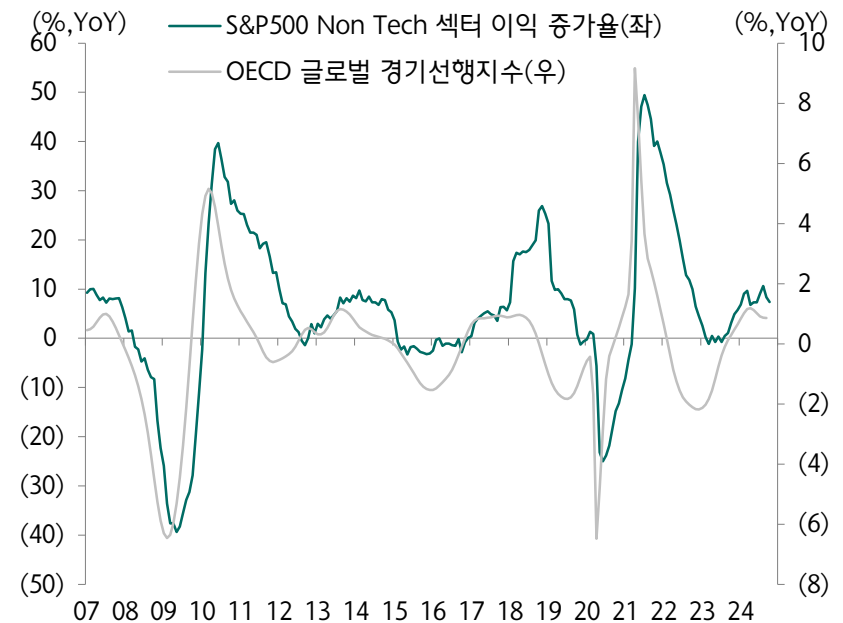
- 미국 Tech 섹터의 이익을 제외할 경우 이익이 크게 개선되지 못한 상황
- S&P500 Tech 섹터 제외 시 이익 증가율 YoY 7.4%(Tech 섹터는 YoY 32%)에 불과
- 글로벌 경기사이클 개선은 Non Tech 섹터 이익 증가에 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 기대

S&P500지수 이익 증가: Tech 섹터에만 집중



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 글로벌 경기사이클 빠르게 상승하면, Non Tech 섹터도 기대

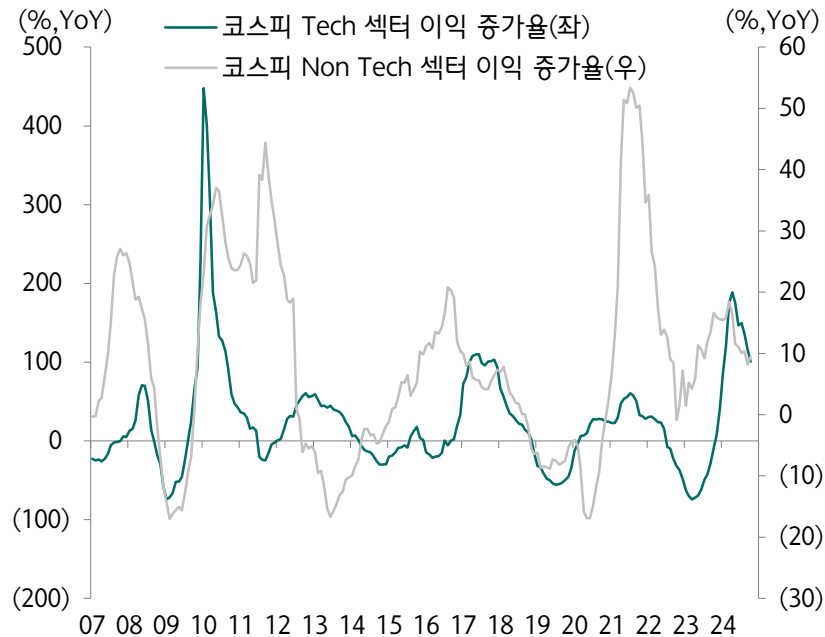


자료: Bloomberg, 하나증권

2024년 기업 이익 증가는 Tech 섹터에 의존, 2025년 변화를 기대(2) 국내

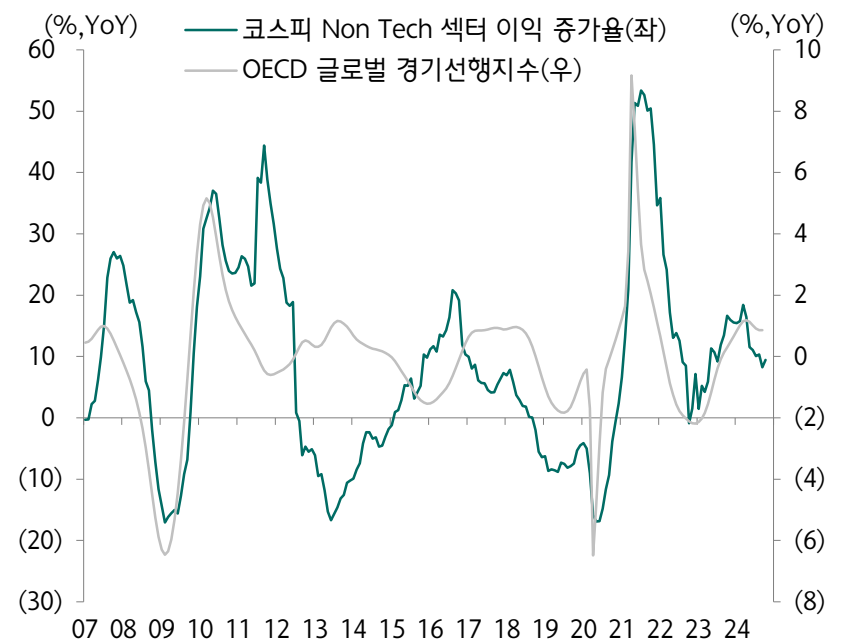
- 국내도 Tech 섹터의 이익을 제외할 경우 이익이 크게 개선되지 못한 상황은 마찬가지
- 코스피 Tech 섹터 제외 시 이익 증가율 YoY 9.4%(Tech 섹터는 YoY 101%)
- 글로벌 경기사이클 개선은 Non Tech 섹터 이익 증가에 긍정적인 영향을 줄 수 있을 것으로 기대

코스피 이익 증가: Tech 섹터에만 집중



자료: Quantwise, 하나증권

2025년 글로벌 경기사이클 빠르게 상승하면, Non Tech 섹터도 기대

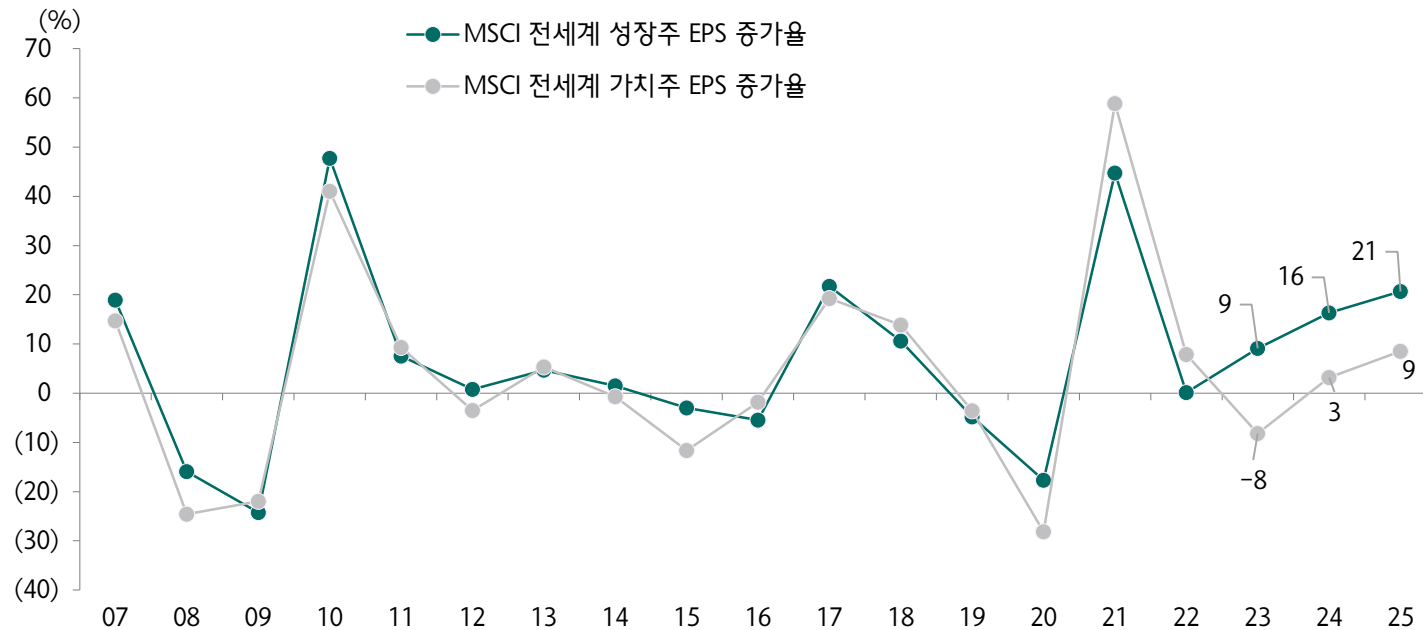


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

증시 주도 업종(1) 높은 이익 증가율

- 2023년부터는 MSCI 전세계 성장주가 가치주 대비 이익 증가율이 높은 수준 유지
- 2025년 이익 증가율 전망치도 가치주(9%)보다는 성장주(21%)가 높음

2025년, 이익 증가율이 높은 주식을 선호

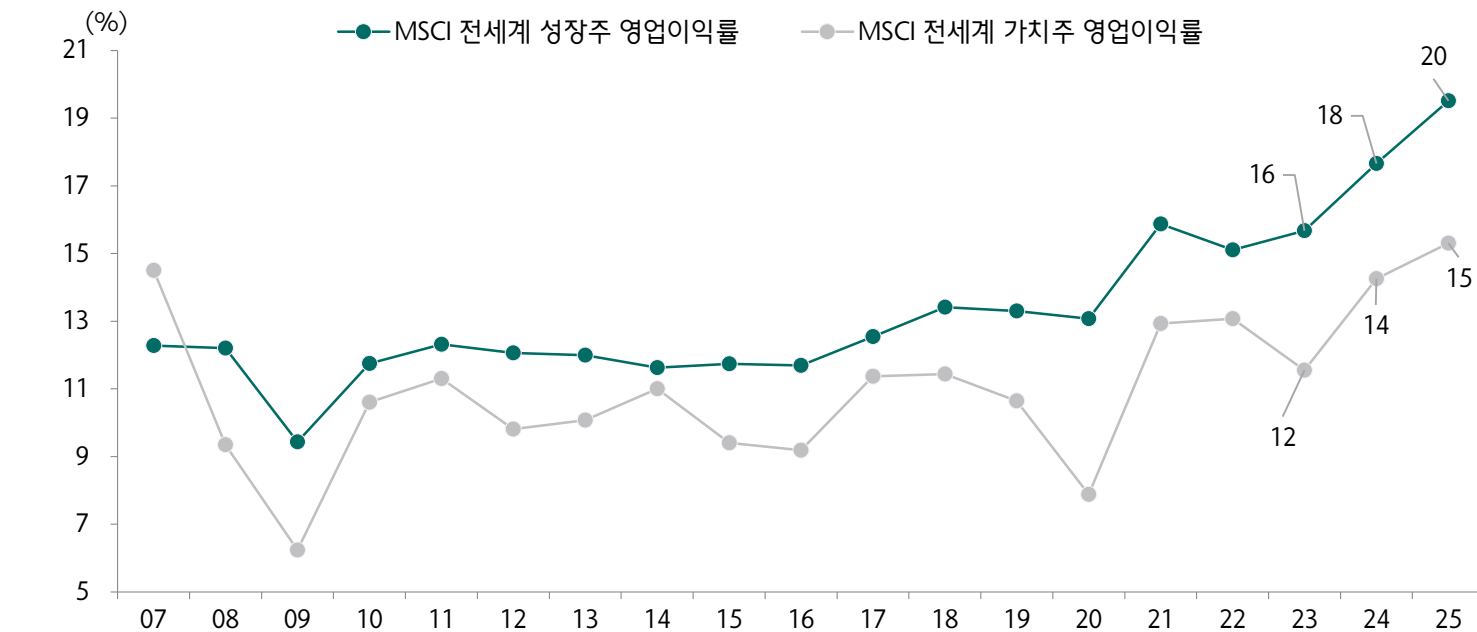


자료: Bloomberg, 하나증권

증시 주도 업종(2) 높은 수익성

- 성장주와 가치주의 본질적인 차이점: 2008년 이후 성장주는 가치주보다 영업이익률이 항상 높음
- 2024~25년 성장주가 여전히 높은 수준을 유지할 것으로 예상

2025년, 수익성(영업이익률)이 높은 주식을 선호

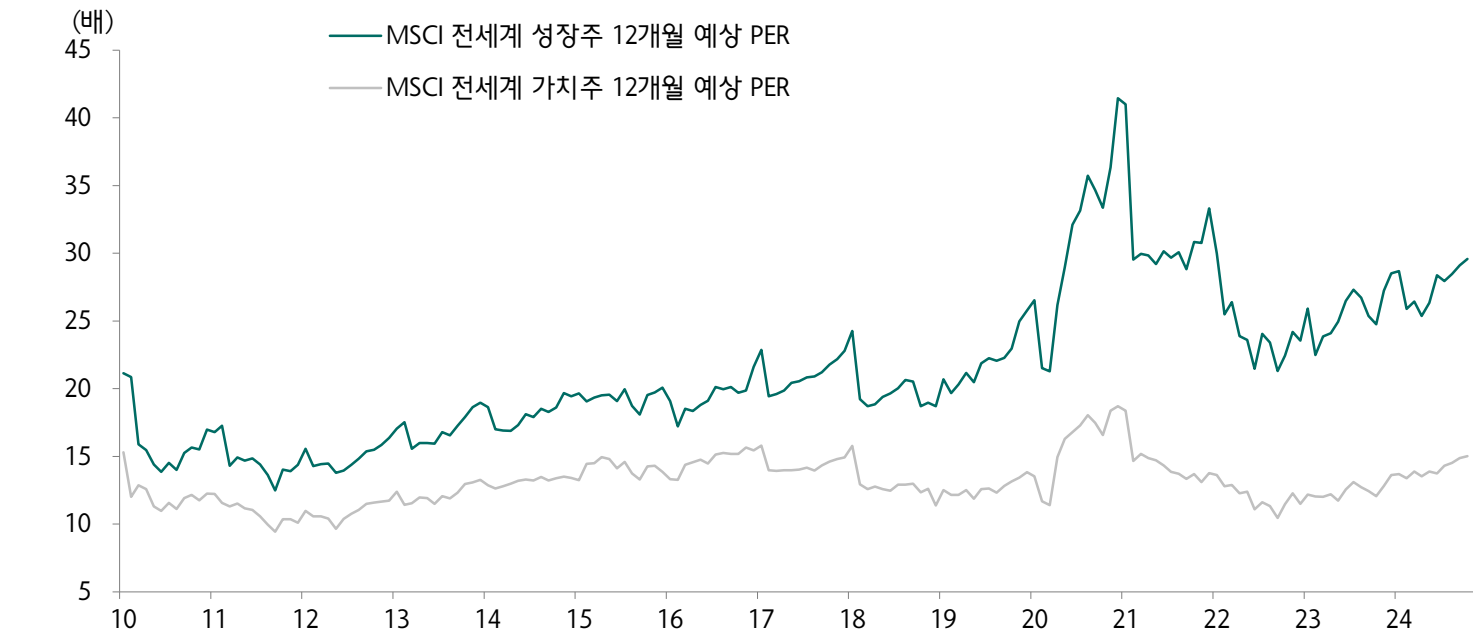


자료: Bloomberg, 하나증권

높은 이익 증가율과 영업이익률은 높은 주가 프리미엄의 기본

- MSCI 전세계 성장주 12개월 예상 PER 30배, 가치주는 15배
- 가치주 대비 성장주가 2배 정도 높은 주가 프리미엄 형성
- 높은 이익 증가율과 영업이익률을 기반으로 프리미엄

성장주는 가치주보다 주가 프리미엄(PER)이 높음

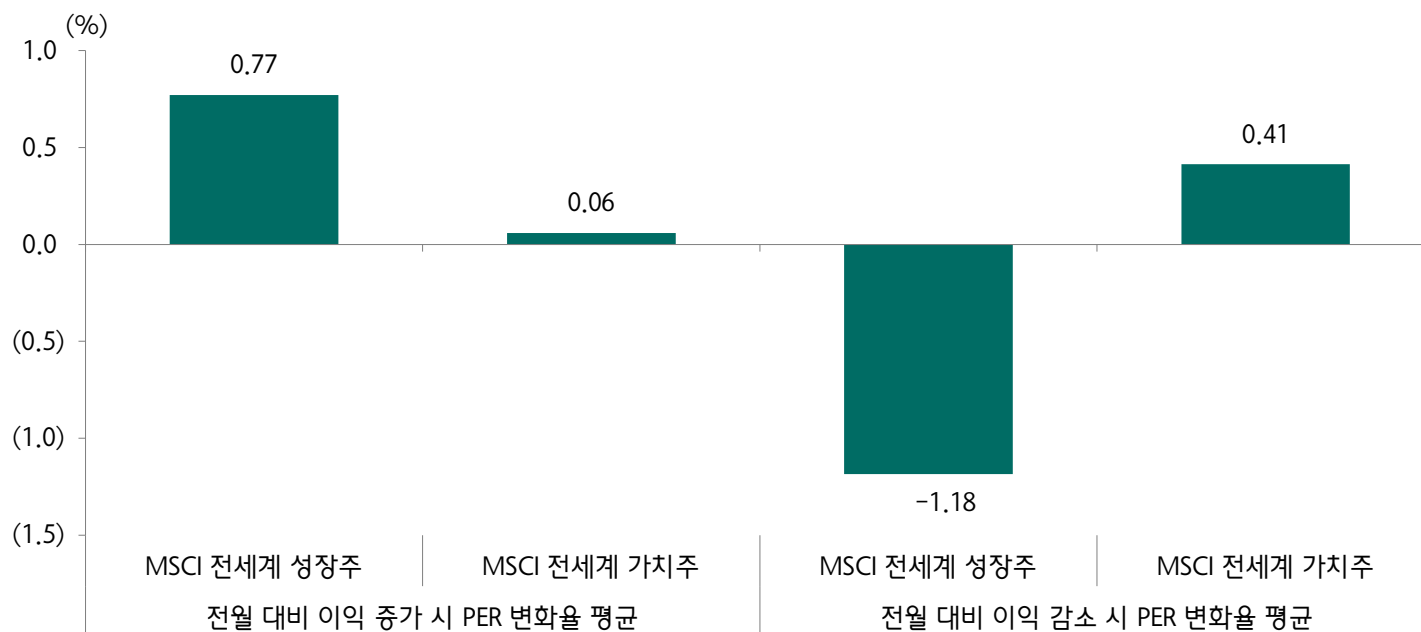


자료: Bloomberg, 하나증권

증시 주도 업종(3) 높은 PER 민감도

- 성장주와 가치주의 본질적인 차이점 : 성장주는 이익이 증가할 때 PER이 가치주 대비 상대적으로 빠르게 상승

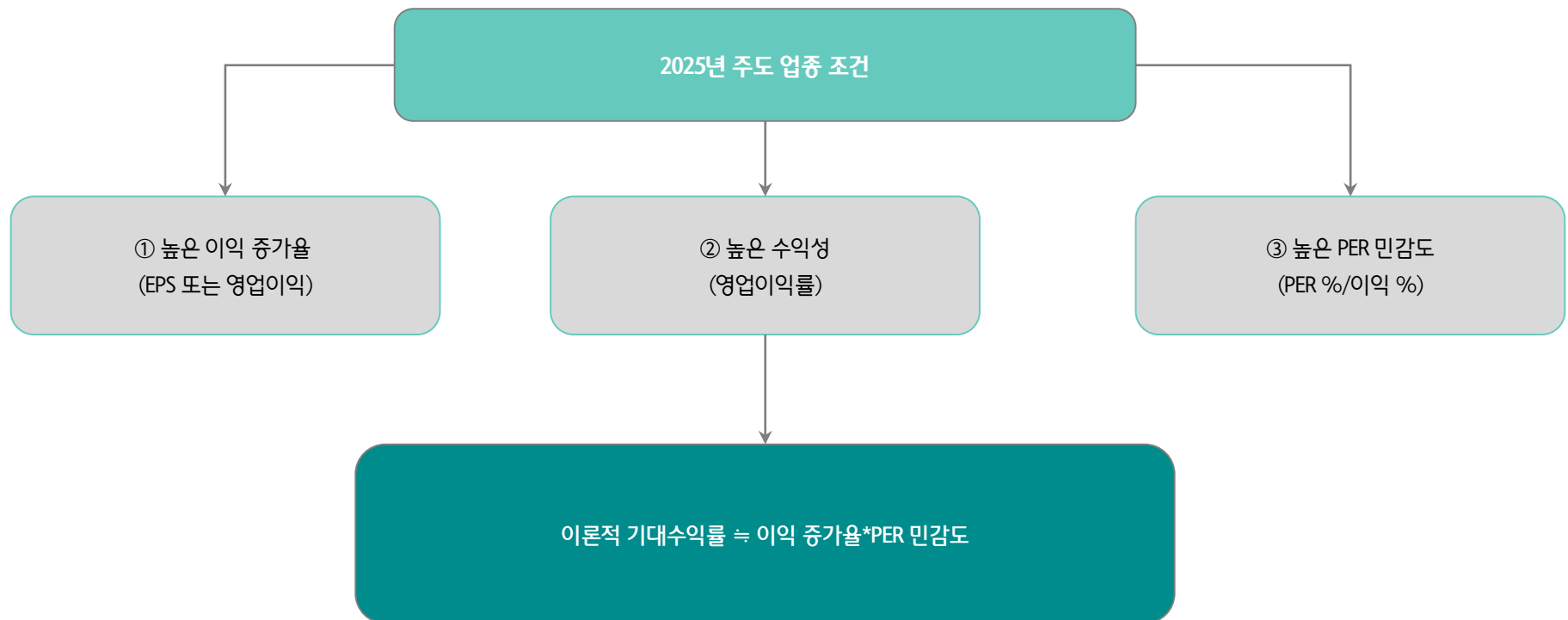
2025년, 이익이 증가할 때 주가 프리미엄(PER)이 빠르게 상승하는 주식을 선호



자료: Bloomberg, 하나증권

업종별 이론적 기대수익률 추정 방법

- 주도 업종 조건: ①높은 이익 증가율, ②높은 수익성, ③높은 PER 민감도
- 업종의 이론적 기대 수익률 \approx [이익 증가율*PER 민감도]



자료: 하나증권

S&P500 업종 이론적 기대수익률: 반도체, S/W, 제약/바이오, 보험, 하드웨어

S&P500 업종	EPS 증가율(%)		영업이익률(%)		PER 민감도	이론적 기대수익률(%)
	2024년.E	25년.E	2024년.E	25년.E	(PER %/EPS %)	25년 EPS 증가율*PER 민감도
반도체/장비	66.4	52.6	34.9	44.7	1.15	60.3
제약/바이오	8.7	30.9	29.4	35.2	1.09	33.8
운송	-0.8	21.5	11.4	13.0	0.15	3.3
미디어	28.8	19.5	24.8	28.0	0.71	13.8
소프트웨어/서비스	12.2	18.9	32.6	35.3	2.49	47.1
원자재	-4.4	16.4	15.1	17.0	0.47	7.6
유통	23.0	15.4	10.8	11.6	0.67	10.4
보험	23.0	15.4	10.8	11.6	1.91	29.5
자본재	4.3	14.8	14.4	15.6	1.45	21.5
기술 하드웨어/장비	10.1	12.7	23.5	24.5	2.11	26.8
소비자서비스	6.2	11.6	21.8	22.7	0.48	5.6
상업전문서비스	13.7	10.6	20.3	21.4	1.38	14.7
에너지	-19.8	10.3	13.8	14.6	-0.19	-1.9
유틸리티	8.7	9.9	22.4	23.8	4.28	42.2
헬스케어 장비/서비스	6.5	9.4	5.8	6.0	1.94	18.2
다각화금융	12.0	7.7	24.9	25.6	1.51	11.7
부동산	3.1	6.3	33.5	33.9	0.64	4.0
자동차/부품	-2.5	6.2	7.4	7.5	-0.01	0.0
음식료/담배	4.5	4.2	16.1	17.2	3.39	14.4
정보통신서비스	-2.2	4.0	21.5	22.0	5.96	24.1
내구소비재/의류	0.4	2.9	15.6	16.0	0.34	1.0
가정/개인용품	14.0	2.9	20.7	22.1	2.04	5.9
은행	0.7	0.9	35.5	34.0	1.30	1.2
식품/생필품유통	15.3	-1.8	3.1	4.1	1.58	-2.8

자료: Bloomberg, 하나증권

MSCI 선진유럽 업종 이론적 기대수익률: 반도체, S/W, 자본재, 제약/바이오, 내구소비재

MSCI 선진유럽 업종	EPS 증가율(%)		영업이익률(%)		PER 민감도	이론적 기대수익률(%)
	2024년.E	25년.E	2024년.E	25년.E	(PER %/EPS %)	25년 EPS 증가율*PER 민감도
반도체	-17.8	47.8	23.8	29.7	0.89	42.6
소프트웨어	-4.3	21.1	19.0	21.6	1.15	24.3
소비자서비스	26.6	18.8	11.4	12.3	0.20	3.8
소재	-5.0	18.7	10.1	11.5	-0.39	-7.3
자본재	10.6	16.5	11.2	12.2	1.21	20.0
다각화금융	4.0	14.8	26.7	28.7	0.80	11.8
의료장비	10.0	14.2	13.9	15.5	0.26	3.7
제약/바이오	6.5	13.4	27.8	29.2	1.34	17.9
내구소비재	3.7	13.3	18.1	19.2	1.26	16.7
하드웨어	8.1	11.5	11.9	13.4	1.46	16.8
상업서비스	8.8	10.8	12.9	13.6	1.90	20.6
자동차	-21.4	9.6	7.6	8.3	0.30	2.9
보험	11.9	9.0	11.7	11.8	2.43	21.8
유통	34.7	8.8	9.6	10.3	0.02	0.2
미디어	16.0	7.6	14.4	14.9	0.36	2.8
화장품	8.7	7.4	18.5	18.8	2.41	17.9
음식료담배	1.4	7.1	20.3	20.5	1.70	12.1
식품리테일	16.4	4.4	3.7	3.8	0.88	3.9
텔레콤	13.6	4.4	16.8	17.4	1.05	4.6
유틸리티	6.9	-0.5	13.7	13.9	2.09	-1.1
상업은행	9.6	-2.1	45.9	45.0	0.96	-2.0
운송	8.2	-5.7	8.4	8.1	-0.34	1.9
에너지	-5.5	-6.4	13.2	12.8	-0.10	0.6

주) MSCI 선진유럽지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

MSCI 일본 업종 이론적 기대수익률: 의료장비, 화장품, 음식료, 미디어

MSCI 일본 업종	EPS 증가율(%)		영업이익률(%)		PER 민감도	이론적 기대수익률(%)
	2024년.E	25년.E	2024년.E	25년.E	(PER %/EPS %)	25년 EPS 증가율*PER 민감도
의료장비	42.4	104.4	18.7	22.0	0.66	68.4
식품리테일	-17.3	34.7	3.8	4.1	0.17	5.8
화장품	48.4	31.7	8.5	10.3	0.66	21.0
텔레콤	260.6	18.6	15.6	14.4	-0.47	-8.7
유통	87.8	17.6	8.7	9.8	0.05	0.8
반도체	18.2	17.3	25.0	26.9	1.20	20.9
소비자서비스	9.4	15.7	13.1	14.1	-0.19	-3.0
미디어	-15.3	13.4	19.0	20.3	0.56	7.4
소재	0.3	12.6	8.0	9.6	-0.20	-2.5
내구소비재	-3.6	11.2	8.0	9.2	0.61	6.9
상업서비스	14.8	11.1	9.7	11.0	0.69	7.7
음식료담배	6.6	10.4	11.7	12.2	0.96	10.1
하드웨어	17.2	8.4	10.5	12.3	0.95	8.0
제약바이오	26.3	8.4	14.9	20.2	0.34	2.8
다각화금융	41.6	7.0	16.6	18.2	1.40	9.7
자본재	6.4	4.8	6.3	7.2	0.15	0.7
상업은행	29.2	2.0	13.3	22.2	0.94	1.9
자동차	9.7	-6.4	8.3	7.9	0.27	-1.7
소프트웨어	55.3	-9.0	8.6	10.4	0.71	-6.4
에너지	-4.6	-9.3	6.8	6.8	-0.30	2.8
보험	78.1	-9.9	8.4	8.8	0.58	-5.7
운송	19.5	-17.5	12.5	12.4	-0.54	9.5
유틸리티	-15.9	-23.2	5.8	5.4	-0.48	11.0

주) MSCI 일본지수 기준
자료: Quantivise, 하나증권

코스피 업종 이론적 기대수익률: 2차전지, 화학, 하드웨어, 제약/바이오, 미디어, S/W, 기계

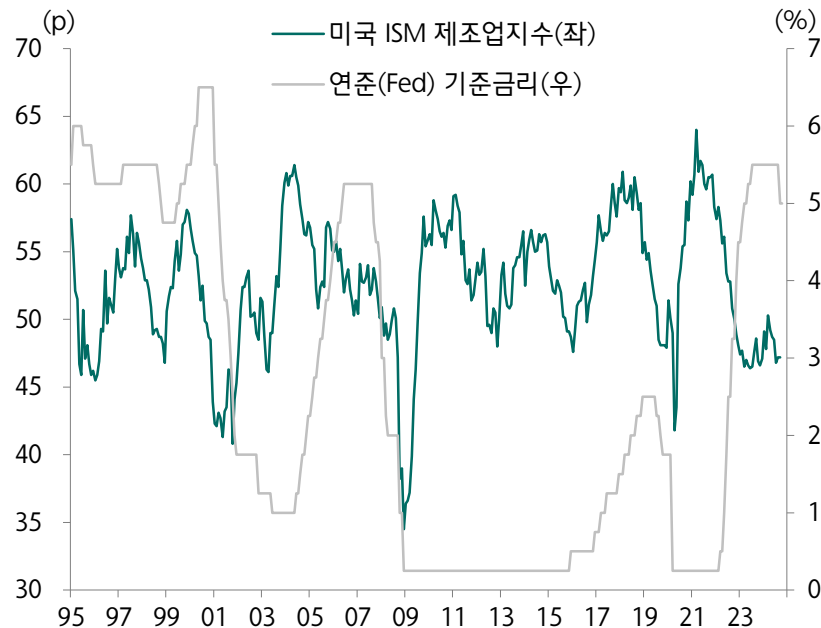
코스피 업종	영업이익 증가율(%)		영업이익률(%)		PER 민감도	이론적 기대수익률(%)
	2024년.E	25년.E	2024년.E	25년.E	(PER %/EPS %)	25년 EPS 증가율*PER 민감도
화학	-8.0	101.2	3.4	6.1	0.70	70.3
IT가전	-13.8	82.4	4.3	6.9	1.29	106.6
조선	563.5	81.5	4.7	7.7	-0.48	-38.8
에너지	-5.0	50.9	4.1	5.9	-0.51	-26.0
건강관리	81.2	49.8	13.5	18.0	0.80	39.8
IT하드웨어	49.2	43.4	5.5	7.2	0.93	40.5
반도체	흑자 전환	41.6	16.9	21.0	0.11	4.4
미디어,교육	52.7	41.1	5.9	7.7	0.83	34.1
철강	-41.0	28.8	3.8	4.9	0.30	8.6
화장품,의류,완구	-5.0	25.7	10.1	11.7	0.63	16.3
소프트웨어	26.4	24.8	11.0	12.5	1.29	32.0
소매(유통)	19.8	21.2	3.1	3.6	1.13	24.0
상사,자본재	10.7	20.2	5.1	5.9	0.23	4.5
건설,건축관련	-21.7	19.2	4.2	5.0	0.71	13.6
호텔,레저서비스	-11.5	19.1	12.0	13.3	-0.92	-17.6
유틸리티	흑자 전환	18.8	7.0	8.1	-0.85	-15.9
기계	-0.9	18.5	7.5	8.3	1.55	28.6
필수소비재	-3.6	10.5	7.0	7.4	-0.03	-0.3
통신서비스	4.9	7.2	7.8	8.2	1.48	10.7
비철,목재등	-21.1	5.8	7.6	7.4	0.71	4.1
보험	15.6	4.0	8.6	9.2	0.44	1.8
은행	11.8	2.7	20.7	19.9	3.74	10.2
증권	6.4	2.1	11.9	11.5	0.19	0.4
자동차	0.0	1.2	9.2	8.9	0.84	1.0
운송	29.7	-14.5	10.2	8.6	-0.89	12.9

자료: Quantiwise, 하나증권

미국 경제지표 개선 시차를 고려(1) ISM 제조업지수 반등 시기, 2024년 4분기 말

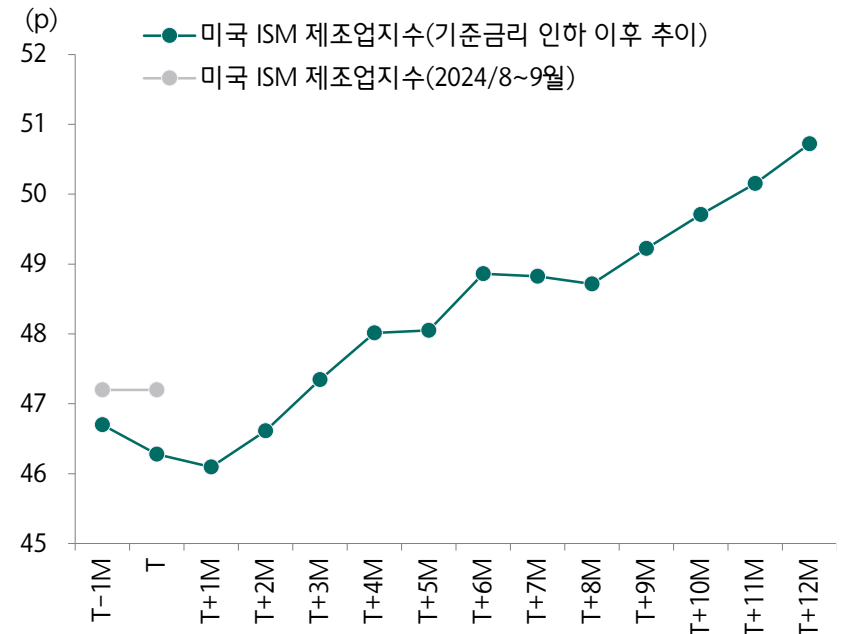
- 연준(Fed)의 기준금리 인하 2개월 후 미국 ISM 제조업지수 반등
- 2024년 9월 연준(Fed)이 기준금리 인하 실행, 11월 미국 ISM 제조업지수 반등 예상

연준(Fed)의 기준금리 인하 이후 제조업 체감경기 반등 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

2024/4분기 말 미국 ISM 제조업지수 반등, 25년 확장 국면 진입 기대

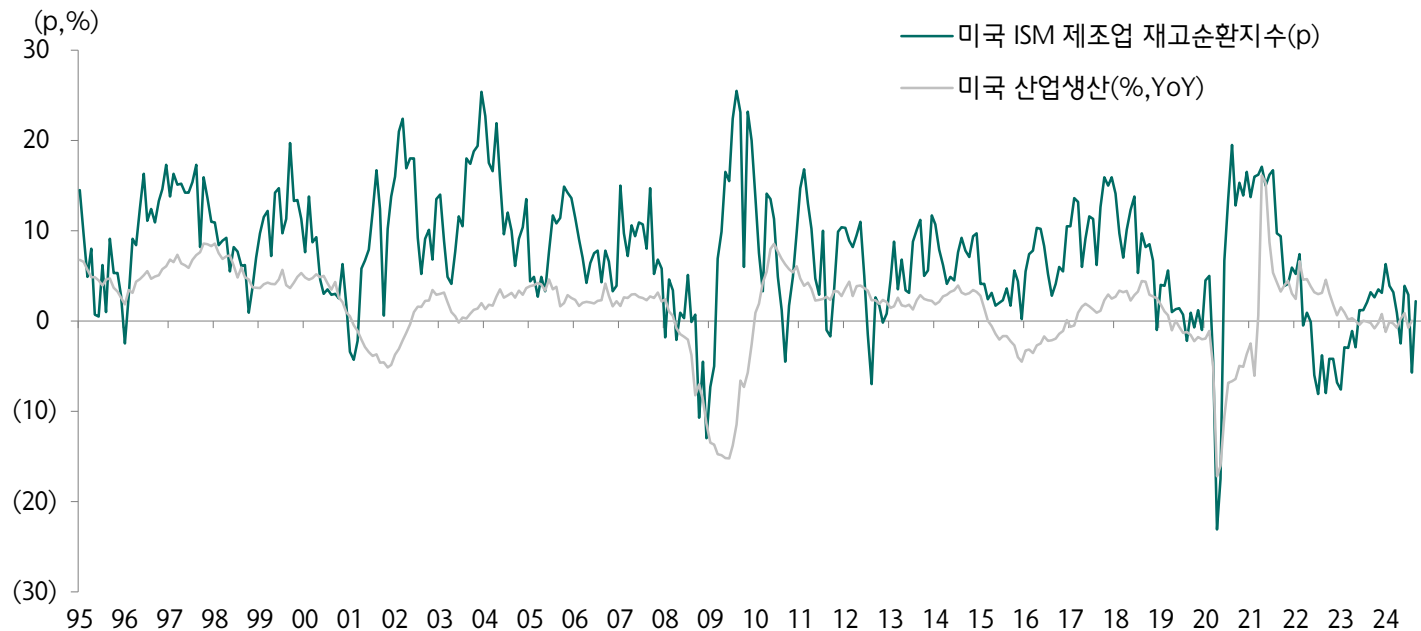


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경기 선행지수 다음으로 동행지수 반등 기대

- 미국 ISM 제조업 재고순환지수(=신규주문-재고지수)는 경기선행지수 구성 변수 중 하나
- 따라서 산업생산(YoY)과 같은 동행지수에 선행

미국 ISM 제조업 재고순환지수 반등 이후 산업생산(YoY) 본격적인 상승 전망

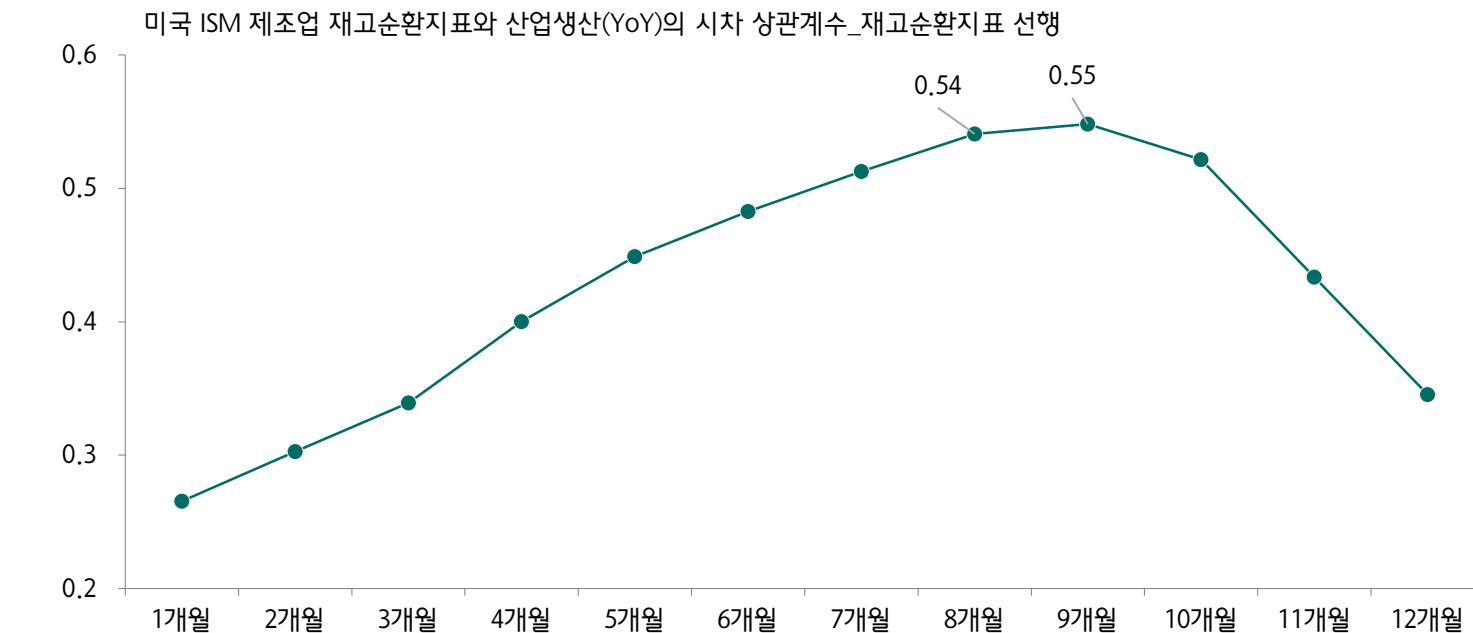


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경제지표 개선 시차를 고려(2) 산업생산 반등 시기, 2024년 하반기 초

- 미국 ISM 제조업 재고순환지수와 산업생산(YoY)과의 시차 상관계수로 보면, 8~9개월 후 가장 높음
- 산업생산과 같은 동행지수 2025년 하반기 초(7~8월) 본격적인 상승 전망

미국 ISM 제조업 재고순환지수와 산업생산(YoY)과의 시차 상관계수 고려: 산업생산(YoY) 2025년 하반기 초 본격 상승

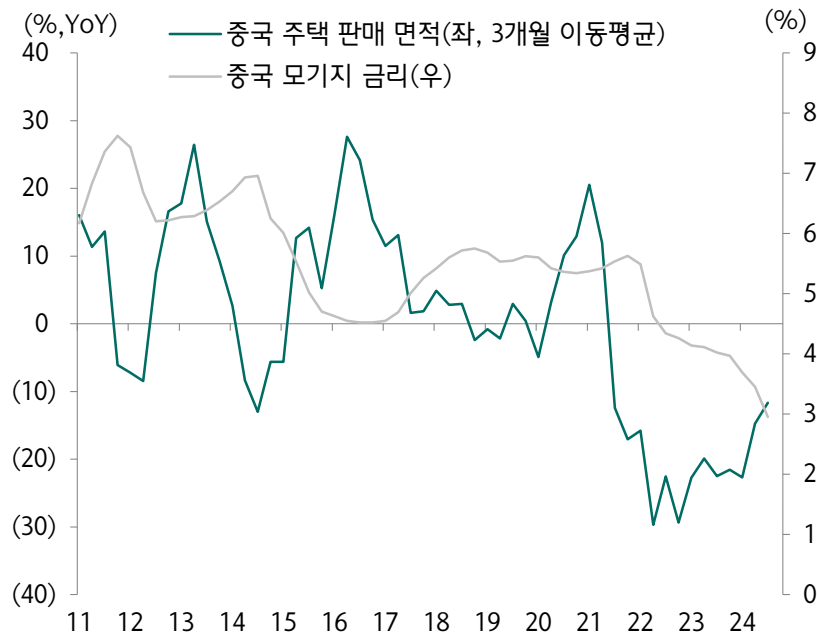


자료: Bloomberg, 하나증권

중국도 소비와 투자 간의 선후행 고려

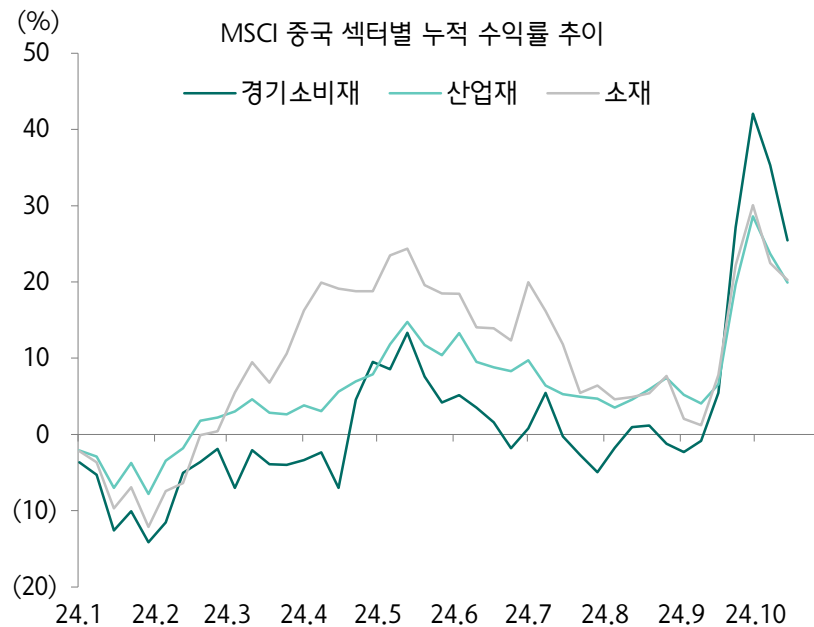
- 중국 인민은행 전면적인 금리 인하, 재정지출 확대 기대(매년 3월 전인대)도 유효
- 중국 부동산 선행지표인 주택 판매 면적(YoY) 반등 중. 부동산 가격 및 거래 회복에 대한 기대
- 중국 투자보다는 소비 경기가 보다 안 좋았던 상황. 정책 기대와 효과는 소비가 먼저 반영할 것으로 예상

2024년 9월 중국 인민은행의 대대적인 금리 인하 정책 발표



자료: Wind, 하나증권

중국 재정지출 확대 기대도 유효. 가장 부진했던 소비가 강하게 반응

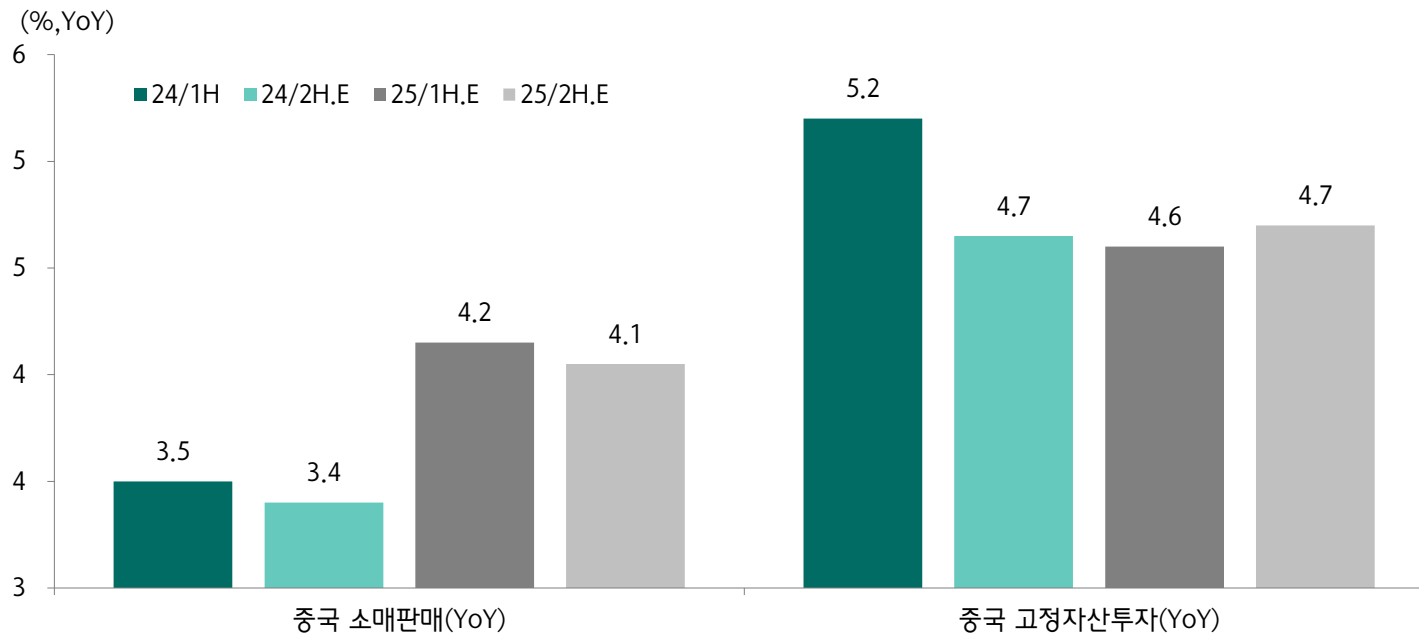


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

금번은 중국 확장 정책 효과는 투자보다는 소비가 먼저 긍정적으로 반영

- 중국 부양책이 소비 경기 개선에 선제적으로 영향을 줄 수 있음
- 2025년 상반기 상대적으로 소비 개선 폭이 크고, 하반기는 투자 개선 폭이 클 것으로 전망

2025년 상반기는 중국 소비 경기 개선 폭이 큼, 하반기는 투자 경기 개선 폭이 클 것으로 예상

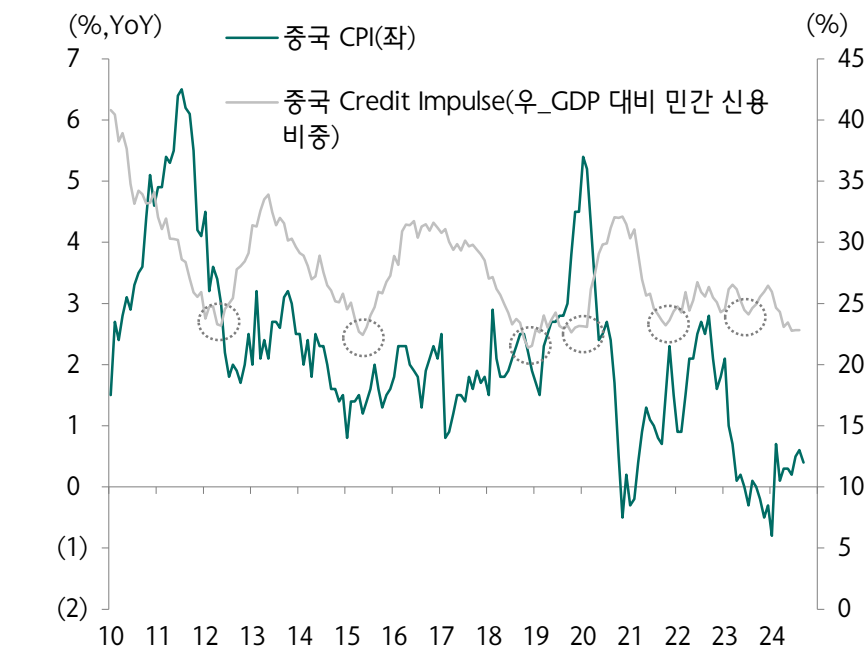


자료: Bloomberg, 하나증권

중국, 2025년 상반기는 CPI, 하반기는 PPI 반등 예상

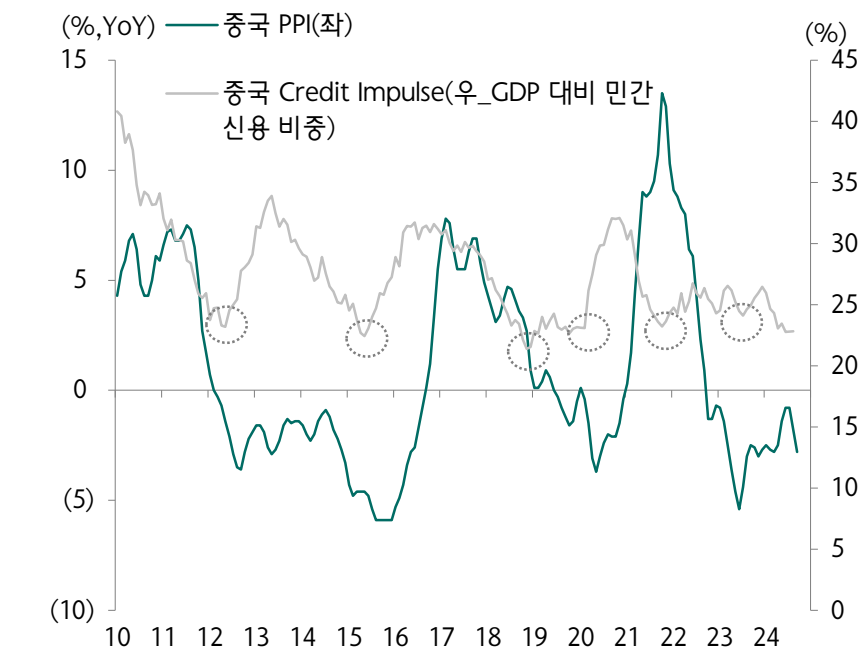
- 중국 유동성 확장 5개월(최소 3개월, 최장 9개월) 후 CPI YoY 상승 반전: 2025년 1분기 중순 이후 디플레이션 탈피 기대
- 중국 유동성 확장 5개월(최소 3개월, 최장 10개월) 후 PPI YoY 상승 반전: 다만 금번에는 CPI 반등 이후 PPI 반등 예상

2025년 상반기 중국 CPI YoY 반전 기대



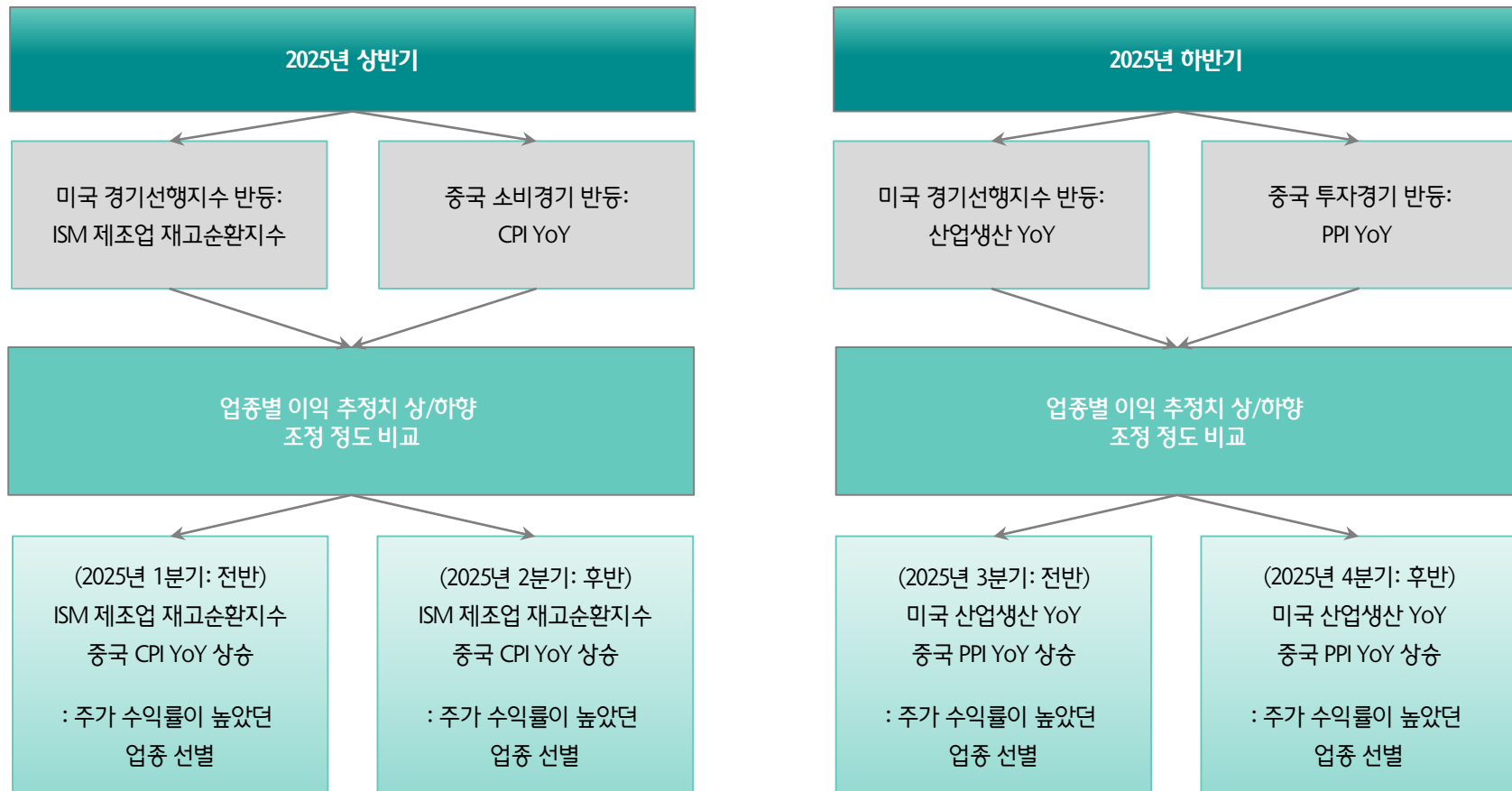
자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 하반기 중국 PPI YoY 반전 기대



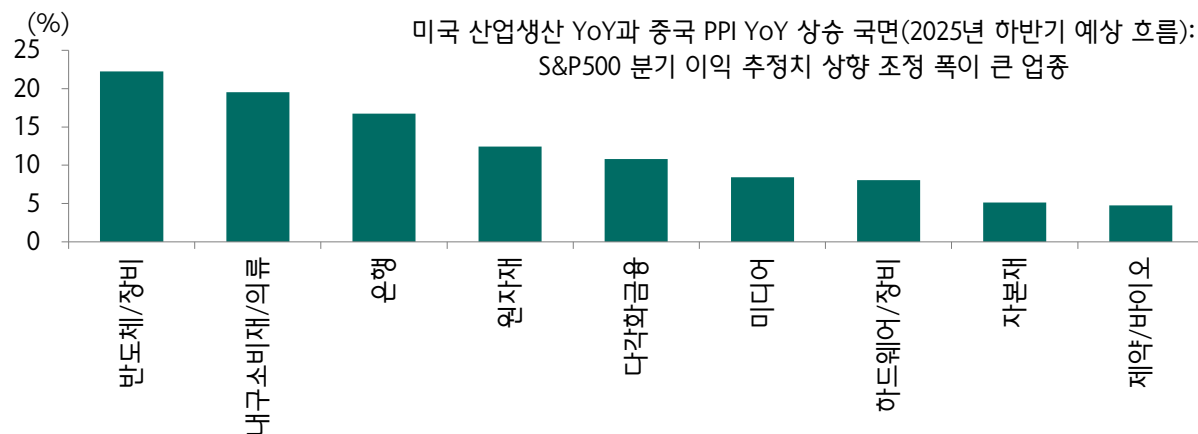
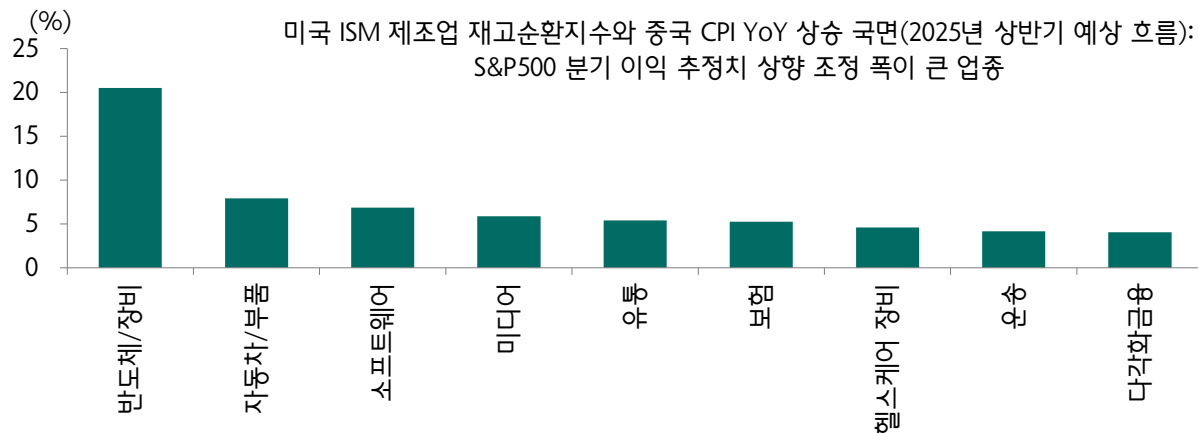
자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 분기별 주도 업종의 변화를 볼 수 있는 방법: 경제지표의 선행행 감안



[S&P500지수] 2025년 상반기와 하반기 이익 추정치 상향 조정 주도 예상 업종

S&P500, 2025년 상반기와 하반기 이익 추정치 상향 조정을 주도할 수 있는 업종



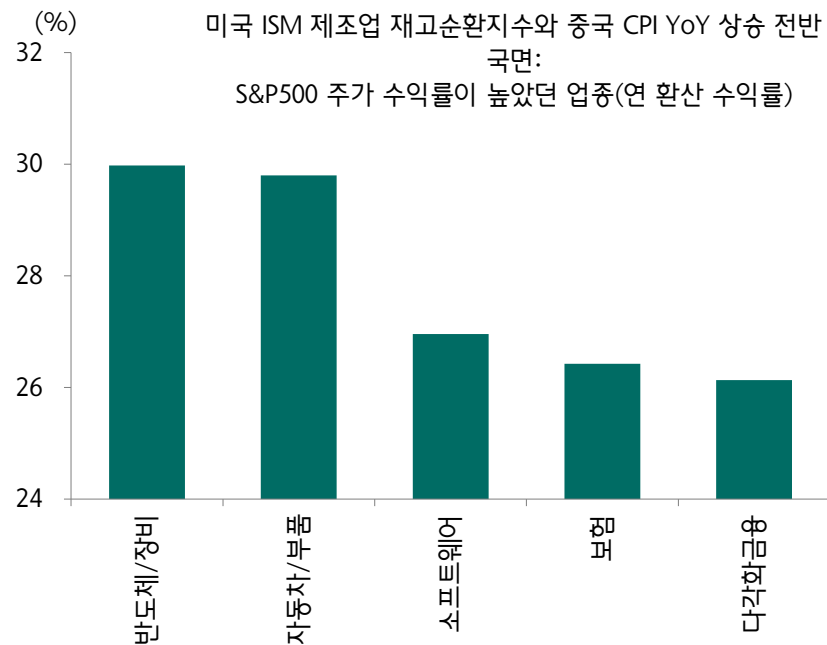
- 2025년 상반기 미국 ISM 제조업 재고순환지수와 중국 CPI(YoY) 상승 국면, S&P500 이익 추정치 상향 조정이 폭이 클 것으로 예상되는 업종
- 반도체/장비, 자동차, 소프트웨어, 미디어, 유통, 보험, 헬스케어 장비, 운송, 다각화금융
- 2025년 하반기 미국 산업생산(YoY)과 중국 PPI(YoY) 상승 국면, S&P500 이익 추정치 상향 조정이 폭이 클 것으로 예상되는 업종
- 반도체/장비, 내구소비재, 은행, 원자재, 다각화금융, 미디어, 기술 하드웨어/장비, 자본재, 제약/바이오

주) 2010년 이후 분기 평균
자료: Bloomberg, 하나증권

[S&P500] 2025년 1분기와 2분기 예상 주도 업종

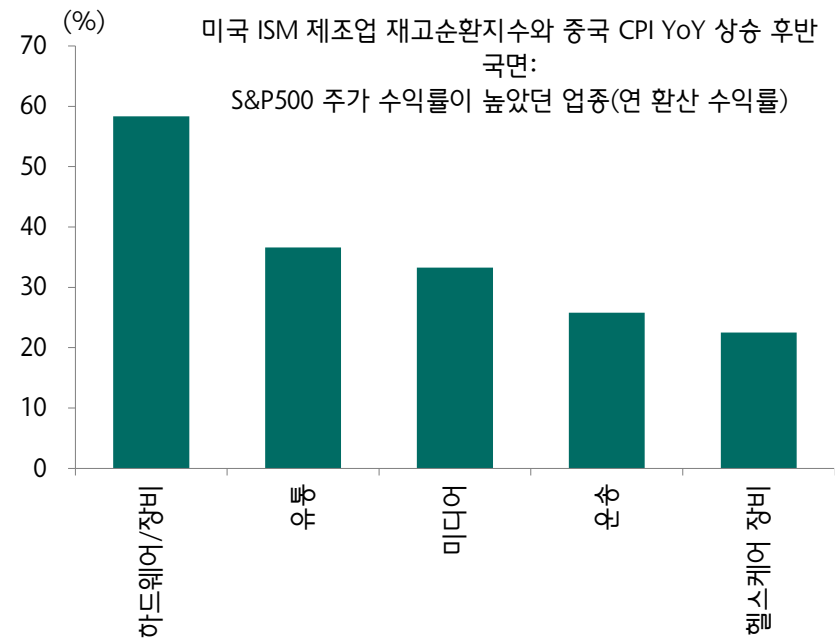
- 2025년 상반기 미국 ISM 제조업 재고순환지수와 중국 CPI YoY 상승 시 S&P500 업종별 과거 이익 추정치 상향 조정과 주가 수익률을 고려해 분기별 주도 업종 흐름 예상
- 2025년 1분기 예상 주도 업종: 반도체, 자동차, 소프트웨어, 보험, 다각화금융
- 2025년 2분기 예상 주도 업종: 하드웨어, 유통, 미디어, 운송, 헬스케어장비

2025년 1분기 예상 주도 업종: 반도체, 자동차, 소프트웨어, 보험 등



주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 2분기 예상 주도 업종: 기술하드웨어, 유통, 미디어, 운송 등

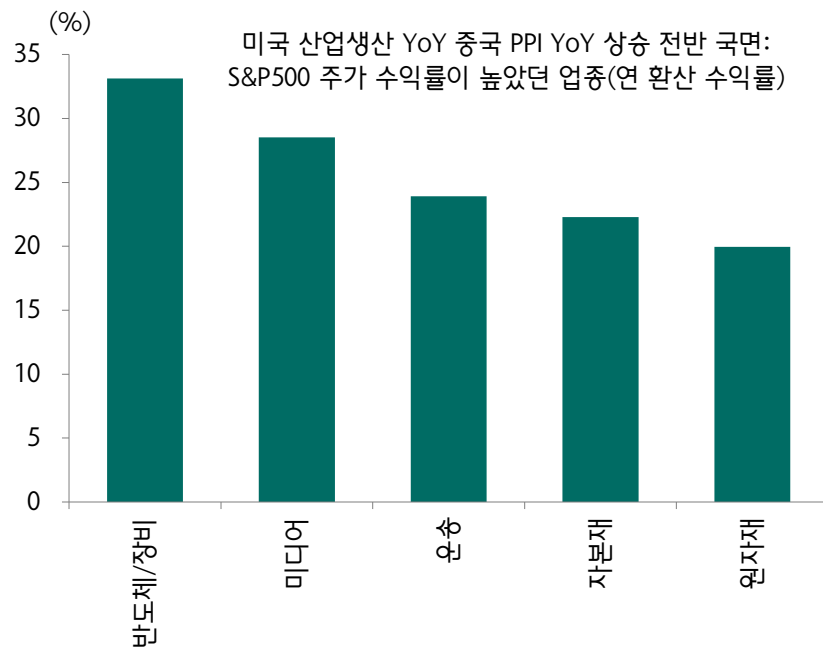


주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Bloomberg, 하나증권

[S&P500] 2025년 3분기와 4분기 예상 주도 업종

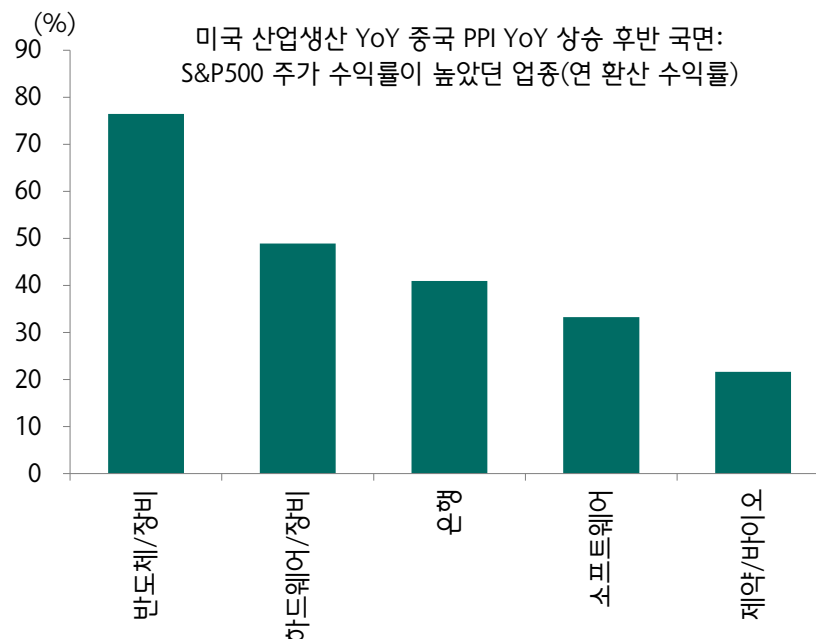
- 2025년 하반기 미국 산업생산 YoY과 중국 PPI YoY 상승 시 S&P500 업종별 과거 이익 추정치 상향 조정과 주가 수익률을 고려해 분기별 주도 업종 흐름 예상
- 2025년 3분기 예상 주도 업종: 반도체, 미디어, 운송, 자본재, 원자재
- 2025년 4분기 예상 주도 업종: 반도체, 하드웨어, 은행, S/W, 제약/바이오

2025년 3분기 예상 주도 업종: 반도체, 미디어, 운송, 자본재 등



주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Bloomberg, 하나증권

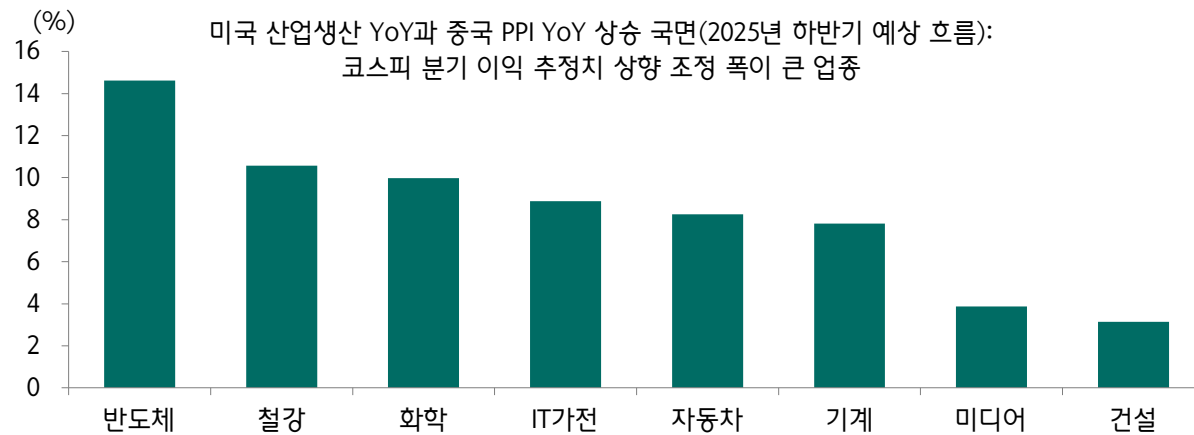
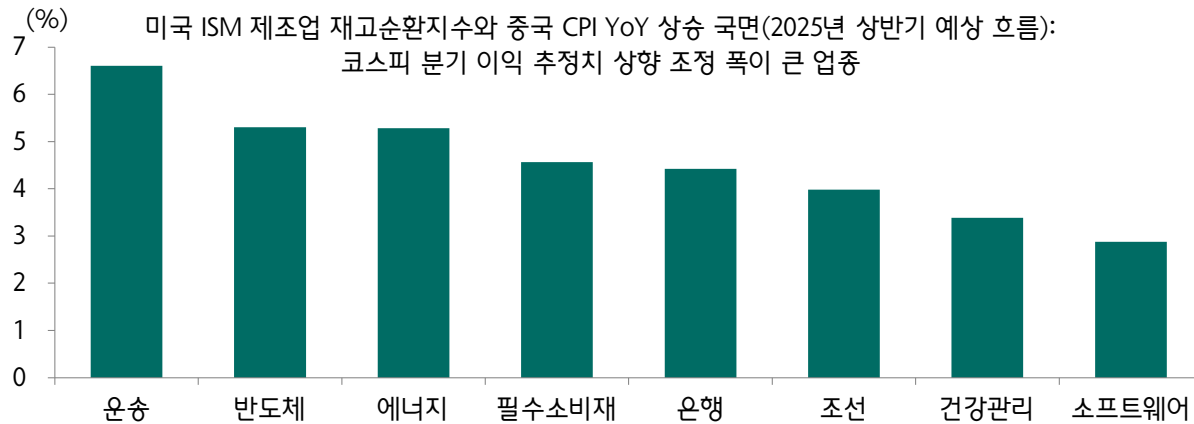
2025년 4분기 예상 주도 업종: 반도체, 하드웨어, 은행, S/W



주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Bloomberg, 하나증권

[코스피] 2025년 상반기와 하반기 이익 추정치 상향 조정 주도 예상 업종

코스피, 2025년 상반기와 하반기 이익 추정치 상향 조정을 주도할 수 있는 업종



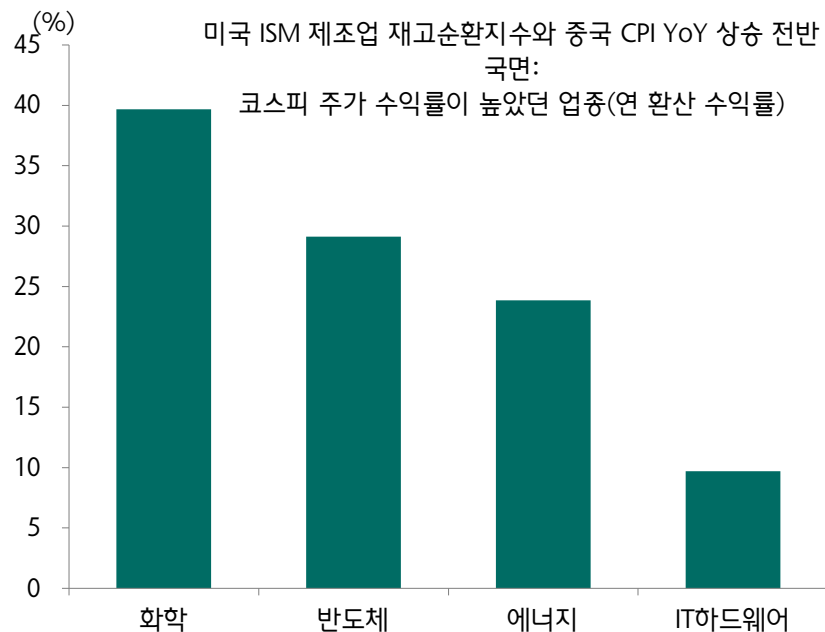
- 2025년 상반기 미국 ISM 제조업 재고순환지수와 중국 CPI(YoY) 상승 국면, 코스피 이익 추정치 상향 조정이 폭이 클 것으로 예상되는 업종
- 운송, 반도체, 에너지, 필수소비재, 은행, 조선, 제약/바이오, S/W
- 2025년 하반기 미국 산업생산(YoY)과 중국 PPI(YoY) 상승 국면, 코스피 이익 추정치 상향 조정이 폭이 클 것으로 예상되는 업종
- 반도체, 철강, 화학, 2차전지, 자동차, 기계, 미디어, 건설

주) 2010년 이후 분기 평균
자료: Quantiwise, 하나증권

[코스피] 2025년 1분기와 2분기 예상 주도 업종

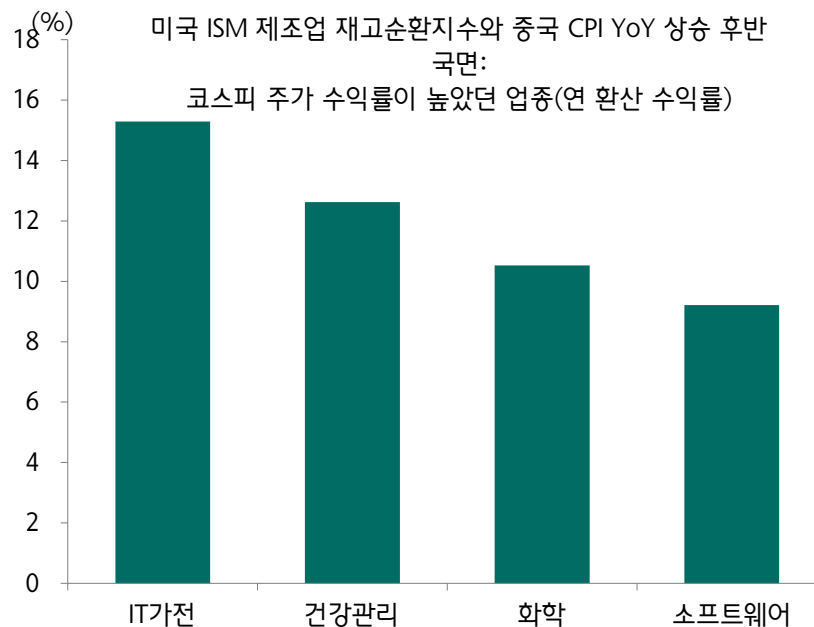
- 2025년 상반기 미국 ISM 제조업 재고순환지수와 중국 CPI YoY 상승 시 S&P500 업종별 과거 이익 추정치 상향 조정과 주가 수익률을 고려해 분기별 주도 업종 흐름 예상
- 2025년 1분기 예상 주도 업종: 화학, 반도체, 에너지, 하드웨어
- 2025년 2분기 예상 주도 업종: 2차전지, 제약/바이오, 화학, S/W

2025년 1분기 예상 주도 업종: 화학, 반도체, 에너지, 하드웨어



주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Quantiwise, 하나증권

2025년 2분기 예상 주도 업종: 2차전지, 제약/바이오, 화학, S/W

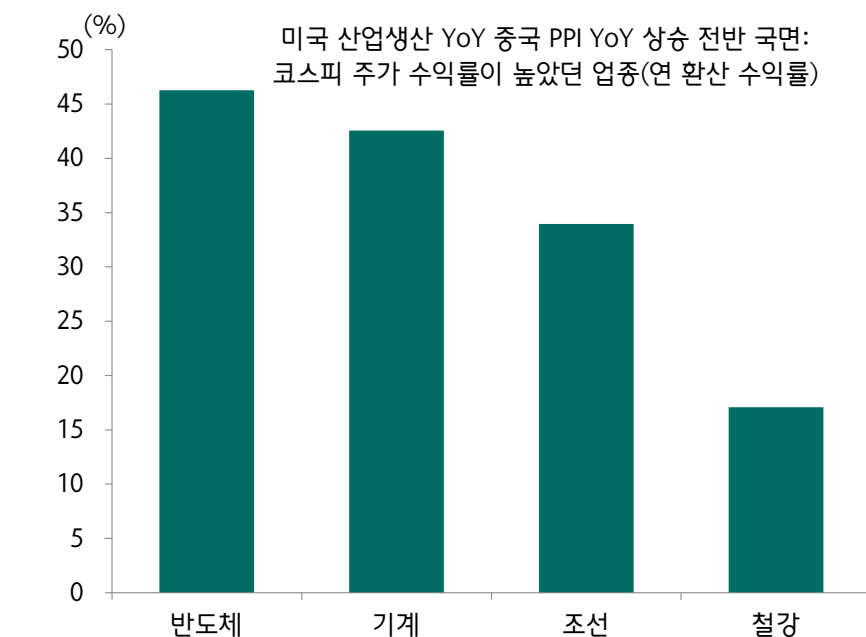


주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Quantiwise, 하나증권

[코스피] 2025년 3분기와 4분기 예상 주도 업종

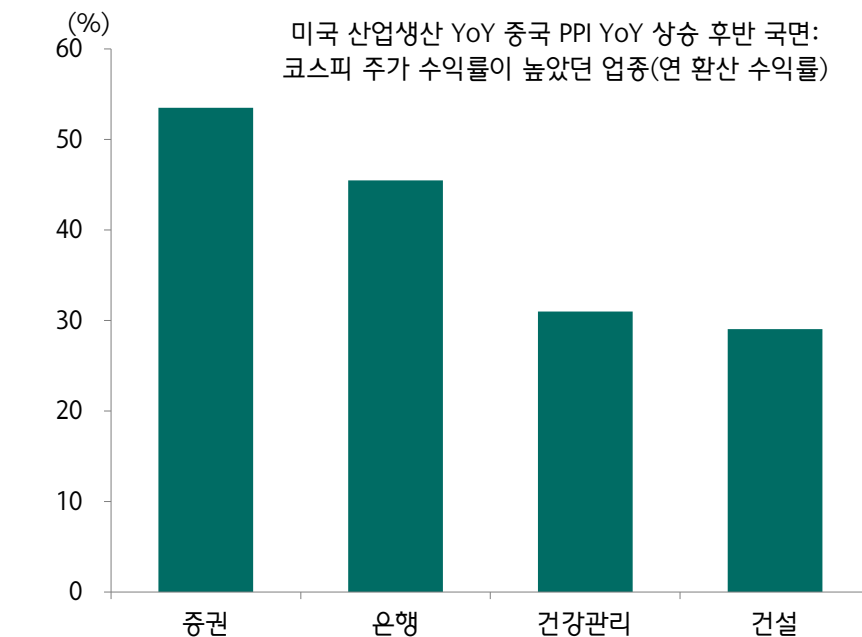
- 2025년 하반기 미국 산업생산 YoY과 중국 PPI YoY 상승 시 S&P500 업종별 과거 이익 추정치 상향 조정과 주가 수익률을 고려해 분기별 주도 업종 흐름 예상
- 2025년 3분기 예상 주도 업종: 반도체, 기계, 조선, 철강
- 2025년 4분기 예상 주도 업종: 증권, 은행, 제약/바이오, 건설

2025년 3분기 예상 주도 업종: 반도체, 기계, 조선, 철강



주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Quantiwise, 하나증권

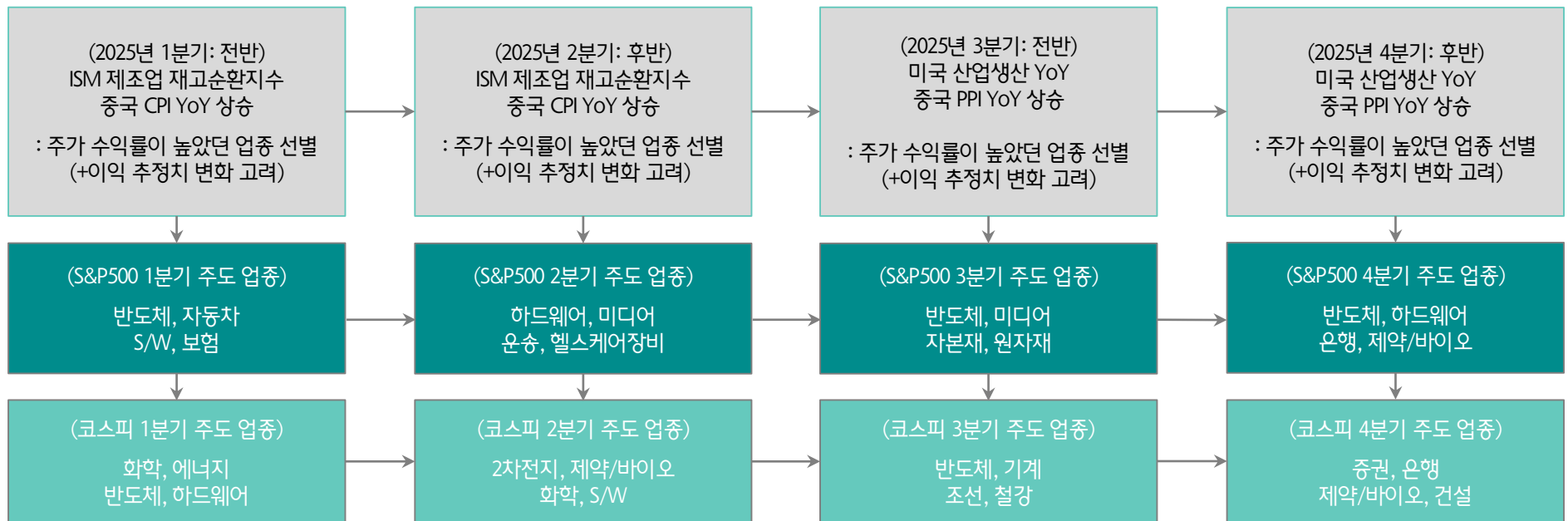
2025년 4분기 예상 주도 업종: 증권, 은행, 제약/바이오, 건설



주) 2010년 이후 해당 국면 연 환산 주가 수익률
자료: Quantiwise, 하나증권

2025년 분기별 예상 주도 업종 흐름

- 2025년 1분기 예상 주도 업종: [S&P500] 반도체, 자동차, S/W, 보험. [코스피] 화학, 에너지, 반도체, 하드웨어
- 2025년 2분기 예상 주도 업종: [S&P500] 하드웨어, 미디어, 운송, 헬스케어장비. [코스피] 2차전지, 제약/바이오, 화학, S/W
- 2025년 3분기 예상 주도 업종: [S&P500] 반도체, 미디어, 자본재, 원자재. [코스피] 반도체, 기계, 조선, 철강
- 2025년 4분기 예상 주도 업종: [S&P500] 반도체, 하드웨어, 은행, 제약/바이오. [코스피] 증권, 은행, 제약/바이오, 건설



자료: 하나증권

치열한 자리 싸움(1): S&P500 기업, 순이익 순위가 높아질 수 있는 기업

S&P500 기업	시가총액 순위			순이익 규모(억 달러)와 증가율(%)			순이익 순위		
	2022년	23년	24년. 현재	2024년.E	25년.E	26년.E	2024년.E	25년.E	26년.E
엔비디아	13	5	2	309(607%)	703(128%)	1,006(43%)	9	5	4
알파벳	3	3	4	994(66%)	1,121(13%)	1,265(13%)	2	1	1
브로드컴	26	11	9	236(68%)	303(28%)	350(16%)	13	10	10
오라클	27	21	16	157(85%)	178(13%)	204(15%)	24	22	20
넷플릭스	55	33	25	84(87%)	100(19%)	118(18%)	47	44	40
AMD	75	29	30	56(323%)	88(57%)	116(32%)	73	56	42
우버 테크놀로지	151	68	58	28(흑전)	54(92%)	74(37%)	94	83	71
마이크론 테크놀로지	139	96	79	13(흑전)	101(659%)	145(43%)	99	43	33

자료: Bloomberg, 하나증권

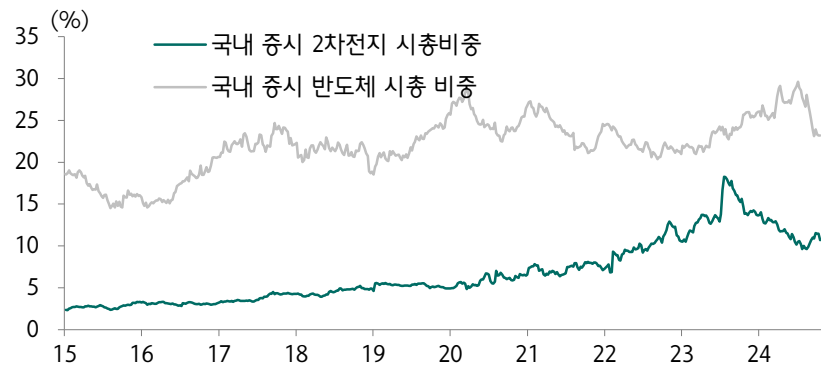
치열한 자리 싸움(2): 국내 증시, 반도체가 모호해지면 누군가 그 자리를 대신하려고 함

반도체가 아니면, 제약/바이오(현재 시총비중 12.1%/고점 14.5%)



- 국내 증시에서 반도체가 주도 업종을 못할 경우 새로운 주도 업종 나타남
- 2025년 제약/바이오 이익 증가율 전망치 50%. 현재 시총 비중 12.1%(고점 14.5%)
- 2025년 2차전지 이익 증가율 전망치 101%. 현재 시총 비중 10.7%(고점 18.3%)
- 2025년 소프트웨어 이익 증가율 전망치 25%, 현재 시총 비중 5.3%(고점 11.5%)

반도체가 아니면, 2차전지(현재 시총비중 10.7%/고점 18.3%)



자료: Quantiverse, 하나증권

반도체가 아니면, 소프트웨어(현재 시총비중 5.3%/고점 11.5%)



자료: Quantiverse, 하나증권