

Equity Strategy



글로벌매크로팀 Strategist 허재환
02)368-6176
jaehwan.huh@eugenefn.com

Equity Strategy Check point

- ✓ KOSPI가 사상 최고치를 경신. 주역은 외국인 투자자들임(11월 +7.4조원 순매수). 이는 월간 단위로 2013년 9월 7.5조원에 육박함.
- ✓ 최근 외국인 투자자들의 순매수는 신흥국으로의 자산배분 변화를 시사. 신흥국 주식시장의 선진국 대비 Valuation 과리가 심해 추가 자금 유입이 이어질 가능성이 높음.
- ✓ 한국 주식시장에서 외국인 투자자들의 순매수는 평균 8개월 동안 월 평균 2조원 규모의 순매수를 보여왔음. KOSPI 영업이익이 30% 이상 급증할 때 외국인 순매수는 1년 이상 지속.
- ✓ 외국인 투자자들은 11월 들어 전기전자/화학/금융업종 순으로 순매수. 시가총액을 감안하면, 화학/기계/전기전자업종에 대한 매수 강도가 높아 관심이 필요함.

KOSPI, 사상 최고치에서 Reset

Equity Strategy Overview

KOSPI가 사상 최고치를 경신했다. 주역은 외국인 투자자들이다. 외국인 투자자들의 강력한 순매수는 신흥국으로의 자산 배분 변화로 추정된다. 이제 초기 국면이다. KOSPI는 11월에만 16.2% 올랐다. 속도에 대한 부담은 있다. 그러나 여기서도 다시 시작할 수 있다. 한국 증시에서 외국인 순매수는 1~2분기 이상 연속성을 보여왔다. 최근 순매수 강도가 높은 화학/전기전자/기계 업종에 대한 관심이 필요하다.

KOSPI 사상 최고치 경신, 외국인의 강력한 순매수

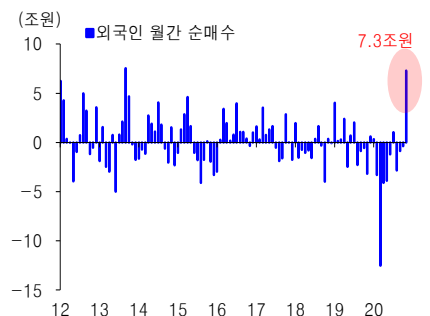
지난주 KOSPI는 2630pt라는, 사상최고치를 경신했다(이전 사상 최고치 2018년 1월 2,607pt). 2018년 이후 미국 주식시장만의 최고치 경신 행진을 지켜보았다. 더 이상 부럽지만 않게 되었다. 감개무량하다.

KOSPI의 최고치 경신이라는 역사적 사건이 발생한 것에 비해, 그 배경 설명은 부족하지 않았다. 그저 외국인 투자자들이 샀다는 보도와 내용들이 주를 이루었다.

실제로 외국인 투자자들은 11월 들어 7.3조원 이상 순매수했다. 월간 기준으로는 2013년 9월 7.5조원 순매수 이후 10년 2개월 만에 최대다. 뭔가 큰 변화가 있는 것이다.

큰 그림에서 신흥국으로의 자산배분이 변했음을 시사한다. 연속성을 보일 가능성이 높다. 주가의 추가 상승탄력은 조금 둔화될 가능성이 있다. 그러나 한국 증시의 최고치 경신 시도는 유효하다.

월간 기준 10년 만에 최대 규모의 외국인 순매수



자료: Quantilise, 유진투자증권

외국인 투자자들의 강력한 순매수 전환

신흥국으로의 자산배분 전략 변화를 시사

외국인 투자자들은 11 월 들어 한국 주식을 7.4 조원 순매수했다. 핵심은 연초 이후 멈추거나 빠져나갔던 자금이 신흥국으로 재차 유입되고 있다는 사실이다.

세계 2 위 신흥국 ETF 인 iShare Core 신흥국 ETF 로 자금 유입 규모를 보면, 11 월 중순 이후 자금 유입 규모가 큰 폭으로 증가했다(도표 1). 주간 단위로 보면, 2019 년과 2020 년초 이후 최대다.

한국 ETF 로 유입되는 자금 규모는 더 빠르게 증가하고 있다. 지난 2 주 동안 자금 유입 규모는 2018 년 이후 2 년 만에 최대다(도표 2). 외국인 투자자들의 한국 주식 순매수는 신흥국으로의 자산배분 차원에서의 변화를 의미할 가능성이 높다.

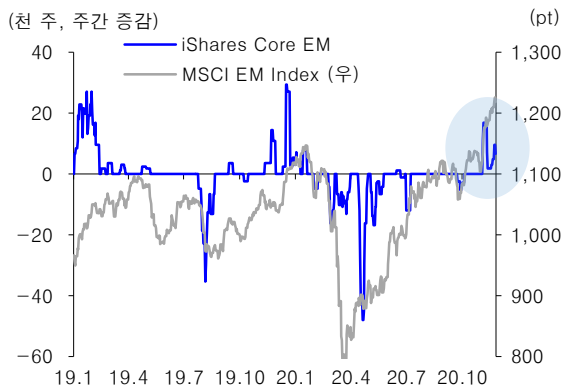
외국인 또는 해외 자금은 1) 글로벌 성장률이 높아지고, 2) 주식 위험 프리미엄이 낮아지고, 3) 달러가 약할 때 미국이 아닌 지역, 그 가운데 상대적으로 위험이 높은 신흥국으로 향하게 된다.

2021 년은 올해보다 글로벌 성장률은 높아질 가능성이 높다. 백신이 배포될 가능성은 높다. 바이든 시대에 미중 무역갈등이 더 악화될 가능성은 낮다. 주식 위험 프리미엄이 낮아질 가능성이 높다.

실제로 JP 모건 EMBI 스프레드는 축소되고 있다. 올해 초 코로나 19 이전만큼은 아니지만 지난 2 년래 정상 범위 내에 진입했다(도표 3). 신흥국 자산에 대한 위험 프리미엄이 낮아졌음을 시사한다.

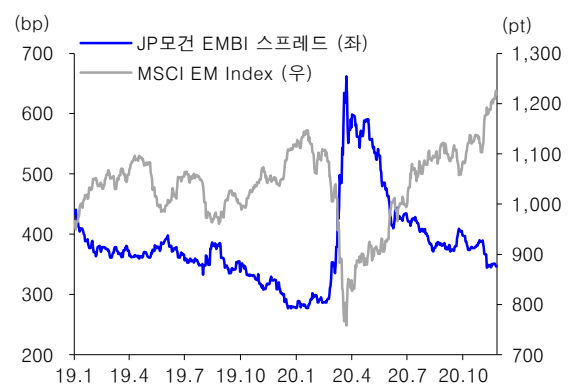
정책 불확실성도 완화되고 있다(도표 4). 엘런 전 연준의장의 차기 재무장관내정 소식도 긍정적이다. 청문회 통과도 무난할 것이다. 미국 재정정책과 통화정책이 조화롭게 진행될 가능성이 높다.

도표 1 11 월 이후 신흥국 ETF 로 자금 유입



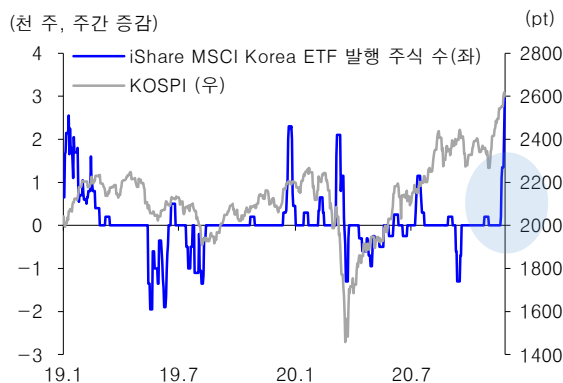
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3 신흥국 자산에 대한 신용 위험 완화



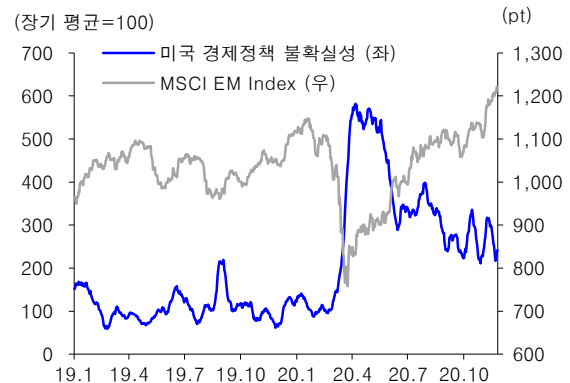
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2 최근 MSCI Korea ETF 로 자금 유입 급증



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 정책 불확실성 꾸준히 하락



자료: Bloomberg, 유진투자증권

신흥국 자산 Valuation 과리는 남아 있어

신흥국에 대한 자금 유입은 이제 초기 국면

이러한 신흥국 시장으로의 자금 유입은 더 이어질 가능성이 높다. 미국을 비롯한 전세계 시장 대비 신흥국 주식시장의 Valuation 부담이 상대적으로 낮기 때문이다.

예컨대, MSCI 전세계 증시 대비 신흥국 및 한국 주식시장의 PER은 2010년 이후 지난 10년 평균보다 0.7 배 가량 낮다(도표5). 미국 등 선진국 증시를 따라잡을 수 있는 여력이 남아 있다.

한국 주식시장의 PBR은 현재 전세계 시장 대비 0.4 배에 불과하다. 지난 10년간 평균이 0.56 배다(도표6). 구조적인 요인이 있었겠지만 순자산가치에 대한 한국 증시에 대한 평가가 야박하긴 했다.

도표 5 전세계 시장 대비 한국 증시 PER 여전히 낮아



도표 6 전세계 시장 대비 한국 증시 PBR 상대적 저평가



주식시장의 상대강도도 마찬가지다. MSCI 전세계 증시 대비 한국 주식시장의 상대강도는 5년 역사적 평균 수준에 도달했다(도표7). 상대적으로 한국 주식시장이 강해도 크게 이상할 게 없다.

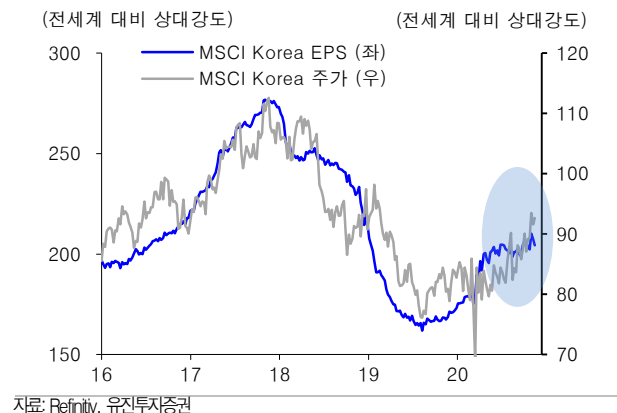
이러한 한국 주식시장에 대한 관심은 유효하다. 이미 2020년 들어 한국 기업들에 대한 이익 기대가 다른 시장보다 앞서고 있다. EPS에 대한 상대강도가 높아질 때, 즉 이익이 더 빠르게 개선될 때 주가도 다른 시장 대비 강해진다(도표8).

아직 신흥국 자산 가격이 선진국 대비 비싸지 않다는 점과 Valuation 매력 남아 있다는 점에서 신흥국으로의 자금 유입은 이제 초기 국면일 가능성이 있다.

도표 7 한국 증시 강세, 이제 역사적 평균 정도



도표 8 한국 기업들의 이익 개선과 함께 주가 강세



외국인 순매수는 짧게 끝나지 않는다

외국인 투자자들은 한번 사면 한두 분기 이상 지속

외국인 투자자들의 매수우위 국면도 이어질 가능성이 높다.

2008 년 이후 월간 단위로 외국인 순매수가 지속되었던 사례들을 살펴볼 수 있다. 한 달 가량 매도우위가 나타났던 국면들을 제외하고 보면, 평균적으로 **외국인 투자자들은 8 개월 동안, 중간값으로는 4 개월 동안 월 평균 2조원 규모의 순매수**를 나타냈다(도표 9).

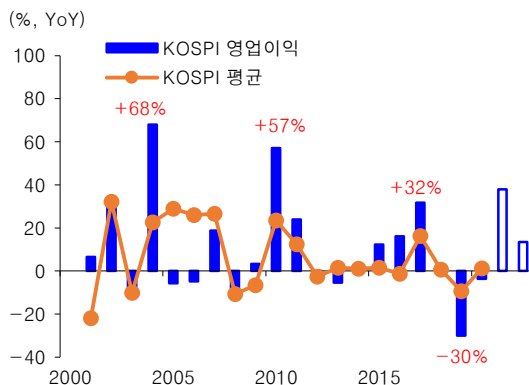
주목할 점은 외국인 투자자들이 1 년 이상 지속적으로 순매수를 했던 경우들이 있다. **한국 KOSPI 영업이익이 큰 폭으로 증가했던 국면들**이다. 2009~2011 년 KOSPI 영업이익이 +68% 증가했다. 2016/17 년 KOSPI 영업이익은 +32% 증가했다(도표 10).

도표 9 2008 년 이후 외국인 투자자들의 순매수 행진

시작	끝	개월	순매수 금액 (조원)	시총 대비 순매수 (%)
Dec-08	Apr-11	29	53.7	6.2
Jan-12	Mar-12	3	10.9	1.0
Jul-12	Sep-12	3	8.9	0.8
Jul-13	Oct-13	4	15.2	1.4
Apr-14	Aug-14	5	11.6	1.0
Feb-15	May-15	4	10.5	0.8
Feb-16	Jun-17	17	23.0	1.8
Oct-17	Jan-18	4	3.1	0.2
Nov-18	Jul-19	9	7.4	0.5
Dec-19	Jan-20	2	0.9	0.1
Nov-20		1	7.1	0.4
평균		8	14.5	1.4
중간값		4	10.7	0.9

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10 2004 년과 2010 년, 2017 년 한국 기업 이익 급증



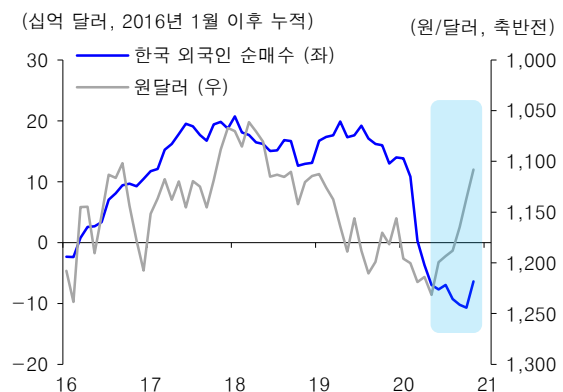
자료: Refinitiv, 유진투자증권

즉, 한국 기업이익이 30% 이상 늘어나는 국면에서 외국인 투자자들은 1 년 이상 꾸준히 매수우위를 나타낸 것이다.

더군다나 외국인 투자자들이 순매수를 보이는 여러 조건들이 맞추어지고 있다. 원달러 하락(원화 강세, 달러 약세), 미국 및 한국 장기 금리 상승, 유가 상승 등이 그렇다.

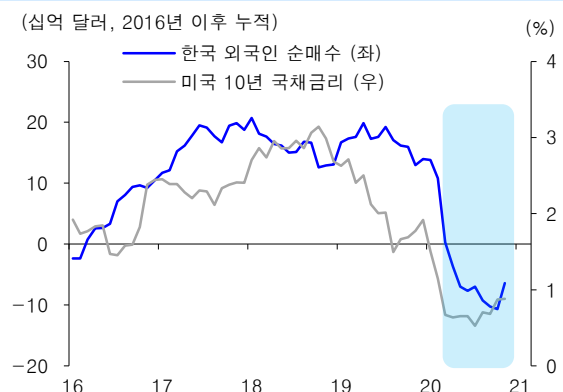
100% 일치하지 않는다. 그러나 한국시장에서 외국인 투자자들은 **원달러 환율이 하락할 때**(원화 강세) 매수우위를 보이는 경우가 많았다(도표 11). **미국이나 한국 장기 국채금리가 상승할 때**도 외국인 투자자들은 순매수를 보이곤 했다(도표 12). 장기 금리 상승 폭이 아주 가파르지는 않다. 그래도 2021 년에 다가서면서 금리 하락 압력은 완화될 가능성이 높아지고 있다.

도표 11 원달러 하락(원화 강세) 국면에서 외국인 순매수



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12 미국 국채금리 상승 국면에서 외국인 순매수



자료: Refinitiv, 유진투자증권

매수 강도가 남다른 화학/전자/기계

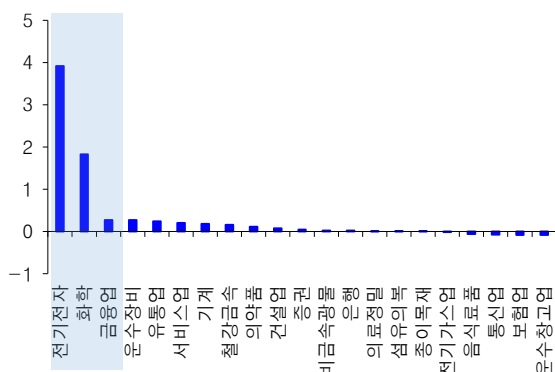
금액이 아닌 시가총액 비중 기준으로 순매수 강도 점검

외국인 투자자들은 11 월 들어 한국 거래소 시장에서 **전기전자, 화학, 금융업종** 순으로 매수우위를 나타냈다. 반면 **운수창고/보험/통신/음식료** 업종에 대해서는 매도우위를 보였다(도표 13). 전형적으로 성장주보다는 가치 및 경기민감 업종을 매수한 것으로 보인다.

흥미로운 점은 시가총액을 감안해 업종별 순매수 강도를 보면 **화학, 전기전자, 기계** 업종에 대한 매수 강도가 상당히 강했다는 점을 알 수 있다(도표 14).

도표 13 11월 외국인 순매수는 전기전자/화학/금융주 중심

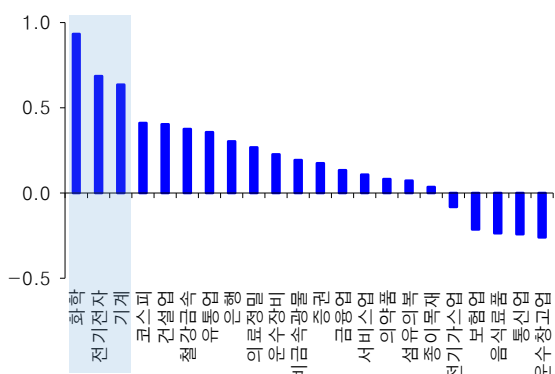
(11월 순매수 금액, 조원)



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 14 시가총액을 감안하면, 화학/전기전자/기계 업종 매수

(11월 순매수/시가총액, %)



자료: Quantwise, 유진투자증권

2017 년 이후 누적 기준으로 보면 외국인 투자자들은 전기전자 업종에 대해 대체로 매도우위를 보였다. 2019 년 들어 매수를 보였으나, 2020 년 들어 재차 매도를 했고, 지난 11 월 들어 올해 매도 규모의 상당부분을 재차 매수한 것으로 나타난다(도표 15).

화학 업종에 대한 외국인 순매수는 극적이다. 2020 년 들어 순매도로 돌아섰다가, 이번 11 월 들어 올해 매도 규모를 거의 되돌렸다(도표 16). 올해 들어 거의 순매수로 돌아설 조짐을 나타내고 있다.

외국인 투자자들의 신흥국과 한국 주식에 대한 시각이 급변했다. 그 중에는 대형주 및 경기 민감 산업이 있다. 반면 음식료/통신/보험 등 내수/규제 위험이 있는 업종들에 대해서는 소극적이다. KOSPI 가 사상 최고치이긴 하나, 이제 시작일지도 모른다. 외국인 투자자들이 매입하는 화학/전자/기계 업종에 대한 관심이 유효하다.

도표 15 전기전자, 아직 올해 매도

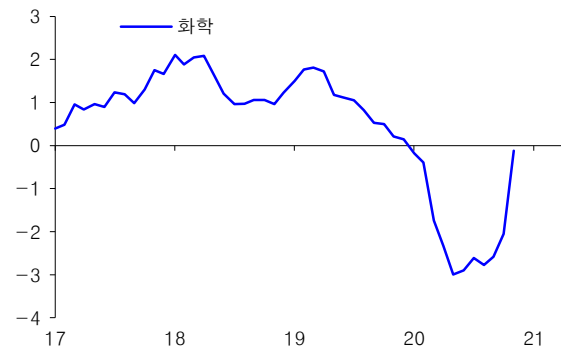
(조원, 2017년 1월 이후 누적)



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 16 올해 매도 규모만큼 순매수를 기록 중인 화학업종

(조원, 2017년 1월 이후 누적)



자료: Quantwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조식분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조식분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10%미만	0%

(2020.09.30 기준)