

Equity Strategy



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

Equity Strategy Check point

- ✓ 원화 가치가 상승하고 있음에도 불구하고, 외국인 투자자들은 한국 주식을 그다지 매수하지 않고 있음. 외국인 보유 비중이 이미 높고, 중국 본토시장 개방으로 관심이 분산되고 있기 때문이다.
- ✓ 외국인 투자자들은 원화가 강하고, 금리가 상승할 때 한국 주식을 매수. 외국인 투자자들의 매도 압력은 이미 정점을 지난 것으로 판단됨.
- ✓ 문제는 개인 투자자들의 매수세가 약화된 점. 최근 신용융자 잔고 부담과 신용대출 규제 등이 매수세를 약화시켰음. 연말까지 개인 투자자들의 수급은 그다지 우호적이지 않을 전망이다.
- ✓ 그러나 매도 압력이 잔존하고 있는 외국인 투자자들이 매수하고 있는 전자/소재/일부 소비재 업종이 상승추세가 약해진 현 국면에서 대안이 될 것으로 예상된다.

소극적인 외국인과 작아진 개미

Equity Strategy Overview

외국인 투자자들이 좀처럼 한국 주식을 사지 않고 있다. 외국인 보유 비중이 상당히 높고, 중국 본토시장 개방으로 상대적 매력력이 떨어졌기 때문이다. 그래도 외국인 투자자들의 매도 압력은 정점을 지나고 있다. 오히려 주식시장의 난제는 개인 투자자들의 매수세가 예전 같지 않다는 점이다. 외국인 투자자들이 관심을 갖는 전기전자/소재/일부 소비재 업종에 대한 관심이 유효해 보인다.

글로벌 증시 조정 연장

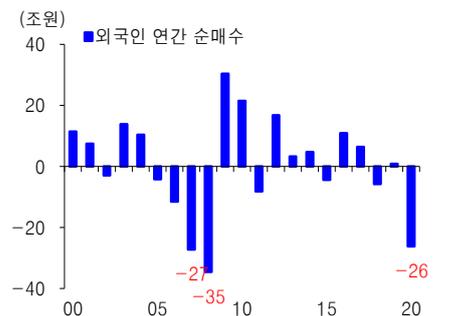
글로벌 주식시장의 조정 국면이 길어지고 있다. S&P500은 9월 초 하락의 70% 회복 후 주춤하다. KOSPI는 2,400pt 대에 안착하지 못하고 있다. 올해 8월 이후 벌써 세번째다.

약재 요인은 크게 바뀌지 않았다. 미국 민주당과 공화당이 경기부양책을 합의하지 못하고 있다. 미국과 유럽 코로나19 확산도 심상치 않다. 3Q 기업실적은 예상을 상회하고 있다. 그러나, 오히려 4Q에는 기대를 못 미칠 수 있다는 우려가 있다.

국내 주식시장 수급 우려도 높아지고 있다. 원달러가 1,140 원대까지 하락(원화 강세)했다. 그런데도 외국인 투자자들의 반응이 시원찮다. 올해 외국인 투자자들은 거래소시장에서만 26조원 넘게 순매도했다(오른쪽 도표).

다행히 외국인 투자자들의 매도 압력은 진정될 것으로 보인다. 그러나 4분기 개인 투자자들의 매수세가 약화된 점을 충분히 극복하기는 어렵다고 판단된다. 조정 국면이 더 이어질 것으로 예상된다.

올해 거래소에서 26 조원을 매도한 외국인



자료: Quantwise, 유진투자증권

Sell Korea 는 아니지만 상대적 매력 저하

중국 본토 대비 한국 주식시장에 대한 관심 하락

국내 주식시장에서 외국인 투자자들의 매도 압력은 감소했다. 그럼에도 적극적이지 않다. 두 가지로 요인으로 요약할 수 있다.

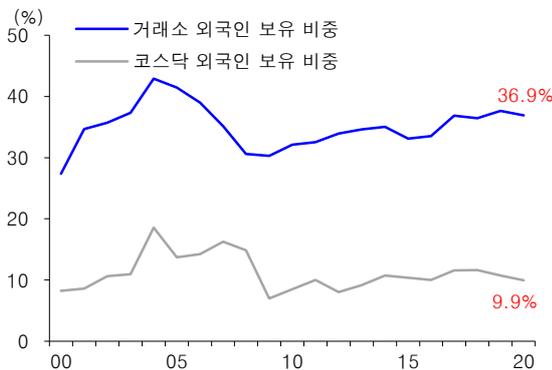
우선, 외국인 투자자들은 이미 한국 주식을 꽤 보유하고 있다. 거래소 시가총액에서 외국인 보유 비중은 36.9%(올해 평균)다(도표 1). 올해 외국인 투자자들이 26 조원을 순매도했다. 그래도 여전히 외국인 투자자들은 주요 한국기업들의 지분의 1/3 이상을 보유 중이다.

대만 증시는 Tech 비중이 높다는 점에서 한국과 유사하다. **대만 외국인 순매수 패턴은 2019 년을 제외하면 한국과 유사하다**(도표 2). 외국인 투자자들이 한국증시만 피하고 있지는 않다.

두번째는 **외국인 입장에서 중국 본토 주식이라는 대안이 생겼다.** 홍콩을 통해 중국 본토로 유입된 외국인 자금 규모는 2016년 이후 확대되고 있다. 올해 외국인 투자자들은 중국 본토주식을 매입했다. 은행/정유 비중이 큰 상해(+20 억 달러)보다 Tech/소비재 비중이 큰 심천 주식을 매입했다(+160 억 달러).

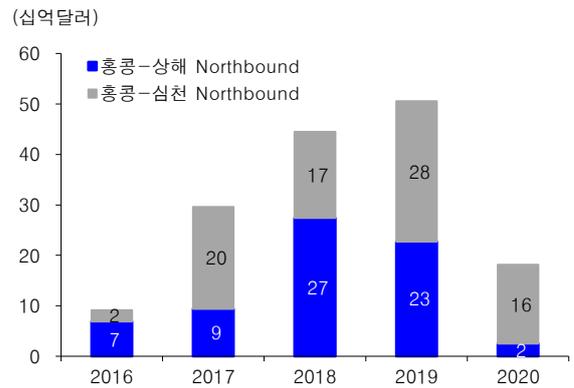
중국 본토증시는 워낙 크다. 중국 본토뿐만 아니라 미국에서 거래되고 있는 중국 기업 시가총액을 다 합치면 9.4 조 달러 정도다(도표 4). 엄청난 규모를 갖고 있는 주식시장이 외국인 투자자들에게 개방되고 있다. 외국인 입장에서는 열리고 있는 중국 비중을 늘릴 수밖에 없다. 중국 본토증시에서 외국인 비중은 3~4%에 불과하다.

도표 1 거래소 외국인 보유 비중은 이미 높아



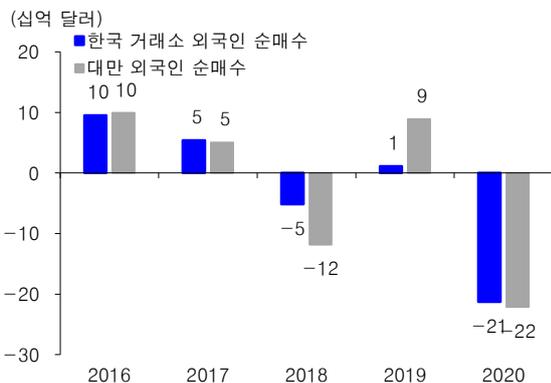
주: 보유 비중은 연간 평균, 자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 3 팬데믹에도 중국 본토로 자금 유입 지속



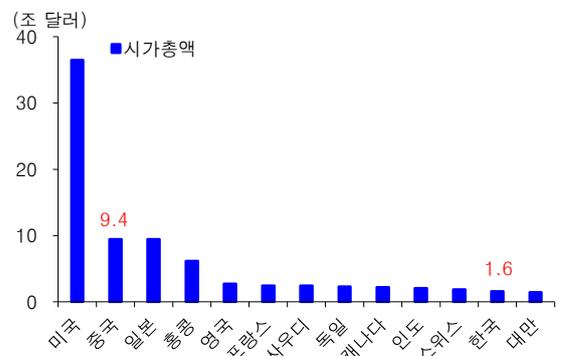
자료: CEIC, 유진투자증권

도표 2 2019년 제외 시 한국/대만 외국인 순매수 패턴 유사



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 4 9.4 조 달러 규모가 넘는 중국 주식시장



주: 기준은 9월말, 자료: Bloomberg, 유진투자증권

원화 가치 상승과 함께 금리 상승도 동반되어야

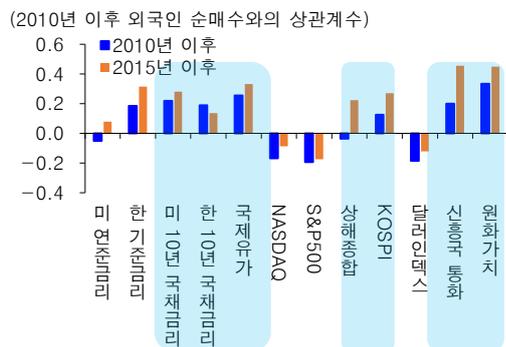
다행히 외국인 투자자들의 매도 압력은 정점 근처

그러나 외국인 투자자들의 매도 압력은 정점을 지났다고 판단된다.

역사적으로 한국 외국인 순매수와 상관관계가 높은 변수들은 원화와 중국/한국 주가, 유가 및 금리다. 외국인 투자자들은 원화/위안화가 강하고, 국채금리와 유가가 상승할 때 주식을 매입했다(도표 5).

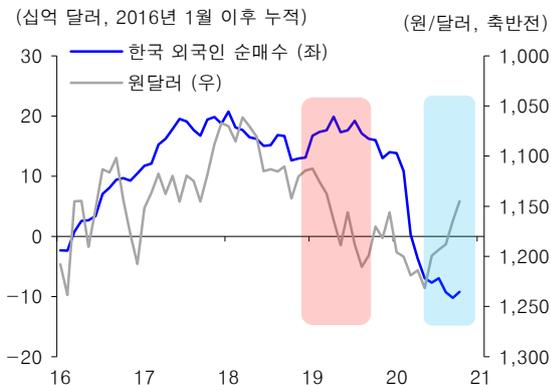
원화 가치가 상승한다고 해서 늘 외국인 투자자들이 매수하지는 않았다. 반대의 경우도 있다. 2019년 상반기에는 원달러가 올랐다(원화 가치 하락). 반면 외국인 투자자들은 매수우위 기조를 이어갔다. 올해는 반대다. 6월 이후 원화 가치는 올랐다. 그러나 외국인 투자자들의 매수세가 유입되지 않고 있다(도표 6).

도표 5 통화 가치 강세, 금리 상승 국면에서 외국인 순매수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6 2019년 원화 약세 국면에서도 외국인 매수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

하지만 원화 가치가 강하다. 미국 달러의 강세 추세도 약해졌다. 주가도 올라가고 있다. **빠진 조건이 있다면, 금리일 것이다.** 2015년 이후로는 미국 장기금리와 한국 기준금리 방향과 외국인 투자자들의 순매수가 동행성이 높았다(도표 7).

최근 미국 장기금리 하락세는 진정되고 있다. 미국과 유럽의 코로나 19 상황이 악화되고 있다. 미국 경기부양책 합의도 지연되고 있다. 금리의 하락 압력을 높인다. 그렇다고 **미국이나 한국 장기 금리가 현 시점에서 크게 하락할 여지도 많지 않다.**

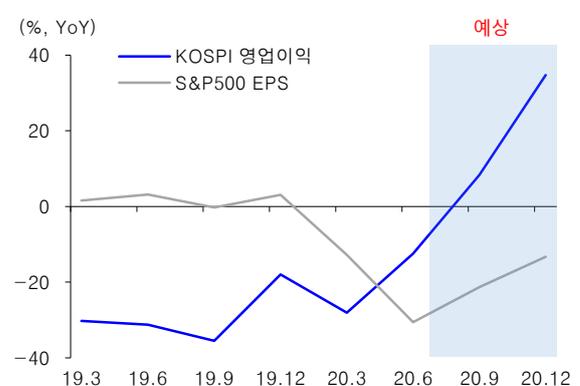
2021년까지 한국 기업들의 실적이 개선될 것이라는 기대도 유효하다. 2019년에는 미국 기업들의 실적이 한국보다 좋았다. 반면 **올해 하반기부터 한국 기업 실적 기대가 더 높아질 수 있다**(도표 8).

도표 7 미국 장기금리 하락세 진정, 외국인 순매수에 긍정적



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8 올해 하반기 한국 기업실적은 미국 기업보다 양호



자료: Quantwise, 유진투자증권

시장을 주도했던 개인 투자자들의 매수 여력 약화

10 월들어 개인 투자자들의 매수세 약화

외국인 투자자들의 매도 압력이 정점 근처다. 그렇다고 당장 주식시장이 크게 상승하기는 어렵다. 개인 투자자들의 매수세가 약해지고 있기 때문이다(도표 9).

올해 개인 투자자들은 거래소시장에서 43~44 조원을 순매수했다. 그러나 이번 10 월 들어 개인 투자자들은 1 월 이후 처음으로 매도 우위(-3 천억원)를 나타냈다.

개인 투자자들은 연말로 갈수록 매도세가 커지는 계절성을 갖고 있다. 지난 5년 동안 4 분기, 특히 12 월에 개인 투자자들의 매도세가 컸다(도표 10). 올해는 3 억 대주주 양도세 기준 완화라는 이슈가 이러한 매도 압력을 더욱 부추기고 있다.

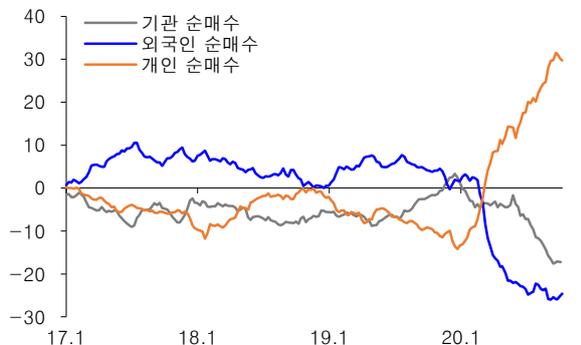
12 월까지는 시간이 있다. 하지만 최근 개인 투자자들의 매수세가 정체된 이유는 신용융자 잔고 부담과 당국의 대출 규제와도 관련이 높다.

거래소와 코스닥 신용융자 비중(시가총액 대비)은 역사적 고점이다(도표 11). 주가 상승이 지연되거나 조정이 조금만 장기화되어도 이러한 신용융자 부담이 매도 압력을 높일 수 있다.

정부의 신용대출 규제도 간접적으로 영향을 미쳤다. 정부는 연말까지 신용대출을 월 2 조원 한도로 규제한다는 방침이다. 2018 년 이후 가계 신용대출과 개인 투자자들의 순매수 규모는 꽤 유사하게 움직였다(도표 12). 대출 규제는 개인 투자자들의 주식 매수 여력을 낮추는 여러 요인 중 하나일 것이다.

도표 9 개인 투자자들의 순매수 추세 약화

(조원, 2017년 초 이후 누적)



자료: Quantwise, 유진투자증권

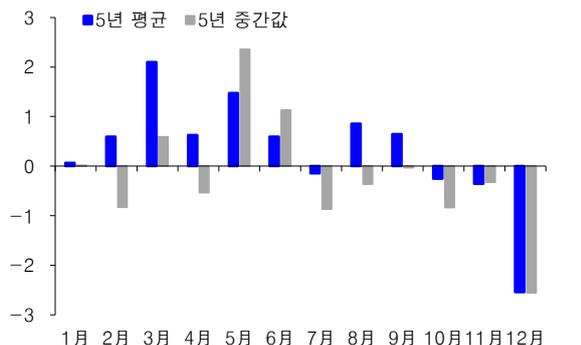
도표 11 신용융자 잔고 비중은 부담스러운 수준



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 10 개인 투자자들은 11~12월 매도 압력 상승

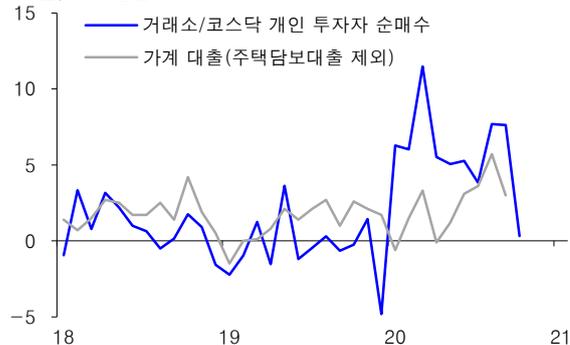
(조원, 월간 개인 순매수)



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 12 가계 신용대출이 늘어날 때 개인 순매수도 확대

(조원, 월간 증감액)



자료: Quantwise, 유진투자증권

외국인 매도세가 정점을 지난 업종에 관심

실적 개선과 PER 부담이 낮은 전기전자/화학/철강/음식료

미국/유럽 코로나 19 가 심상치 않다. 미국 경기부양책 합의 기대가 도 쉽지 않다. 3Q 기업실적은 좋지만 4Q 실적에 대한 우려가 있다.

외국인 투자자들의 매도 압력이 정점을 지나고 있지만 당장 참여가 뚜렷하지 않다. 반면 그동안 시장을 뒷받침하던 개인 투자자들의 매수 여력이 감소하고 있다. 조정 국면이 좀더 길어질 수 있다.

개인 투자자들의 적극적인 참여를 기대하기 어렵다. 대신 외국인 투자자들의 수급이 개선되고 있는 섹터가 대안이 될 가능성이 높다. 올해 1~10 월 외국인 투자자들은 전자/운수장비 업종을 매도했다(도표 13). 그러나 시가총액 대비로 보면 외국인 투자자들은 은행/전기가스/운수장비/건설업종에 대한 매도세가 강했다(도표 14).

자료: Quattriwise, 유진투자증권

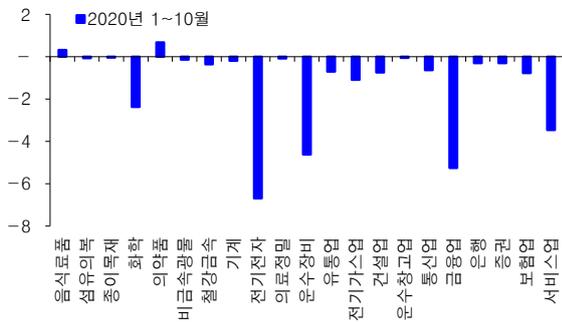
7 월 이후 외국인 투자자들은 전기전자/화학/철강/음식료/증권 업종을 매수하고 있다(도표 15). 같은 맥락에서 시가총액 대비로 업종별 외국인 투자자들의 순매수 강도를 살펴보면 외국인 투자자들은 전기전자/음식료/화학/철강/증권업종 순으로 매수하고 있다(도표 16).

반면 서비스업/전기가스/건설/운수장비/은행 업종에 대해서는 그다지 긍정적인 시각을 갖고 있지 않음을 알 수 있다.

외국인 투자자들은 Valuation 부담이 덜 하면서, 안정적인 실적이 가능한 업종들을 선호하고 있다. PER 이 비교적 낮으면서도 코로나 19 상황에서 이익 창출 능력이 안정적인 업종에 대한 관심이 유효해 보인다.

도표 13 올해 외국인은 전기전자/운수장비/금융 매도

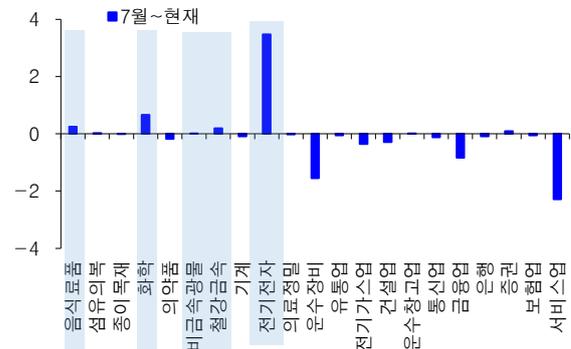
(조원, 2020년 1~10월)



자료: Quattriwise, 유진투자증권

도표 15 여름 이후 외국인들은 전기전자/화학, 음식료 매수

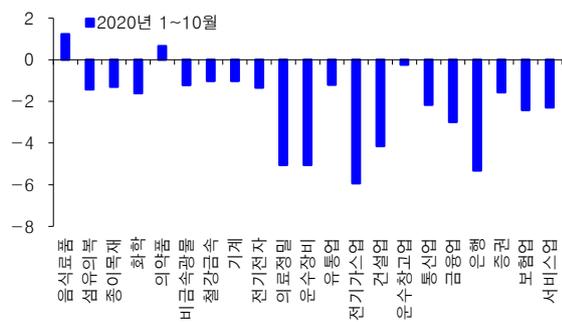
(조원, 2020년 1~10월)



자료: Quattriwise, 유진투자증권

도표 14 시가총액 기준 전기전자에 대한 매도 압력 높지 않아

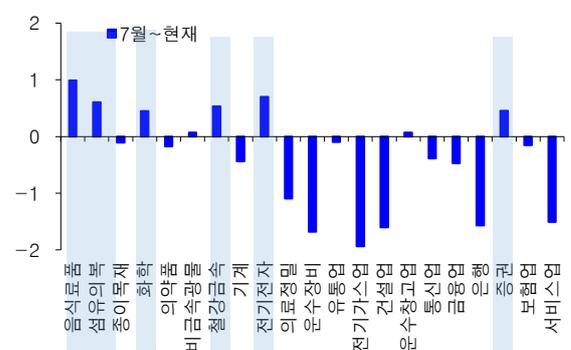
(평균 시가총액 대비 외국인 순매수, %)



자료: Quattriwise, 유진투자증권

도표 16 시가총액 기준, 전기전자, 철강/화학/음식료, 증권

(평균 시가총액 대비 외국인 순매수, %)



자료: Quattriwise, 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 제작물로서 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 책임소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자조건 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자조건 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10%미만	0%

(2019.12.31 기준)