

2020년 11월 26일
투자전략

투자전략

단순하게 생각해

외국인이 국내 주식을 순매수하는 이유는 한국의 3분기 실적 모멘텀이 다른 나라보다 좋기 때문일 수도 있다.

외국인이 한국 주식을 사는 이유

한국과 미국 주식시장의 주요 주가지수가 사상 최고치를 경신했다. 한국과 미국의 3분기 기업실적이 양호했기 때문이다. 하지만 올해 3분기 실적을 숫자 그대로 받아들이기는 어려운데, 1~2분기에서 이연된 수요와 COVID-19 2차 확산에 대비한 초과 수요가 녹아있기 때문이다.

기업들의 자본배분 결정은 실적에 묻어있는 불확실성을 조정해준다. 매크로의 불확실성이 감소하면 기업은 자본을 덜 쌓고 이를 투자, 배당, 자사주 매입으로 돌릴 수 있게 된다. 3분기에 미 기업들은 배당을 후행적으로 줄였지만 배당 축소 폭이 크지 않았다. 업황에 대한 긍정적인 태도를 반영한다.

KOSPI는 외국인 순매수에 힘입어 역사적 고점을 돌파했다. 외국인의 매수 이유는 실적에 국한해서도 설명할 수 있다. 주요국의 3분기 순익 증가율을 살펴보면 한국이 46.9%로 가장 높다. 인도 43.3%, 대만 24.6%, 중국 7.9%, 미국 -0.7%, 일본 -12.6%, 유럽 -25.9%로 이머징이 선진국보다 나왔고 이머징 안에서는 한국이 돋보였다.

11월 들어 외국인은 6.8조원 순매수를 기록했는데, 4.3조원이 패시브로, 2.5조원이 액티브로 추정된다. 패시브는 11월에, 액티브는 7월에 각각 순매수로 전환했다.

추측해 보면 패시브는 연말 리밸런싱일 가능성이 높고 액티브는 실적 모멘텀에 후행적으로 반응했을 가능성이 높다. 연말로 갈수록 국내 주식을 순매수해야 하는 이유는 약해질 것이다.

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 경보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

버는 것과 쓰는 것

3분기 실적에 대한 해석

한국과 미국 주식시장의 주요 주가지수가 사상 최고치를 경신했다. 강세의 근거로 백신 출시 기대감, 미국 대선 불확실성 해소, 로테이션 등이 거론된다.

이 모든 요인들이 한데 녹아있는 것이 기업의 이익과 자본 배분 결정이다. 이익은 경기 상황을 반영하기 때문에 기업의 결정도 중요하지만 업황이 따라줘야 한다. 자본 배분 결정은 오롯이 기업의 몫이다. 얼마나 업황을 자신하는지를 간접적으로 알려준다.

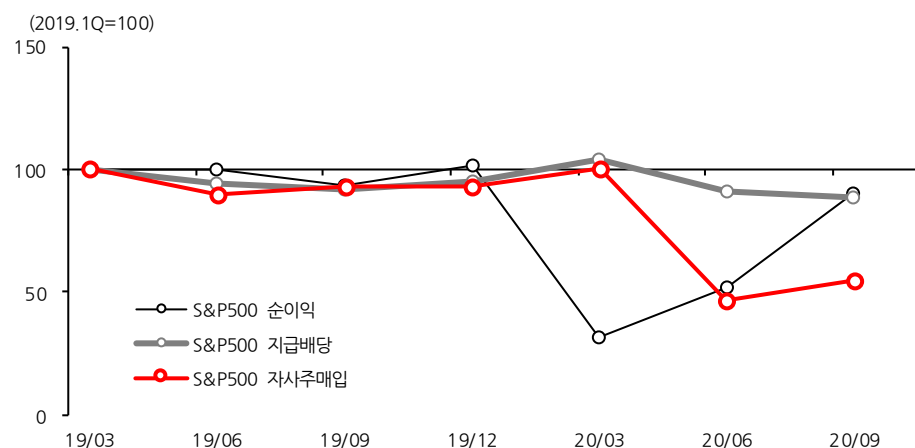
미국의 3분기 기업실적은 양호했다. S&P500 기업들의 3분기 순이익은 2,995억달러로 일 년전의 3,077억달러보다 2.6% 적었다. KOSPI 780개 기업들의 3분기 순이익은 31.6조원으로 일년전의 21.5조원보다 46.9%나 늘었다. 하지만 올해 3분기 실적을 숫자 그대로 받아들이기는 어렵다. 1~2분기 글로벌 경기가 급격히 냉각되면서 미뤄진 수요가 3분기 실적에 녹아있고 4분기 COVID-19 2차 확산을 대비하기 위해 선제적으로 재고를 쌓았기 때문이다. 3분기 실적에는 이연 수요와 초과 수요가 녹아있다.

기업들의 자본배분 결정은 실적에 묻어있는 불확실성을 조정해준다. 기업들은 업황이 불확실하면 자본을 쌓는다. 미 연방준비제도이사회(FRB)는 은행에 자본을 쌓으라고 명령하기도 한다. 매크로의 불확실성이 감소하면 기업은 자본을 덜 쌓고 이를 투자, 배당, 자사주 매입으로 돌릴 수 있게 된다.

3분기에 S&P500 기업들은 배당을 후행적으로 줄였지만 배당 축소 폭이 크지 않았다. 2분기에 COVID-19 바이러스 불확실성으로 경기소비재, 산업재, IT 기업들이 배당을 줄였지만 전체 감소폭은 직전분기대비 12%에 지나지 않았다. 2분기 순이익이 47.9%나 줄어든 것을 감안하면 배당은 견고하게 유지됐다.

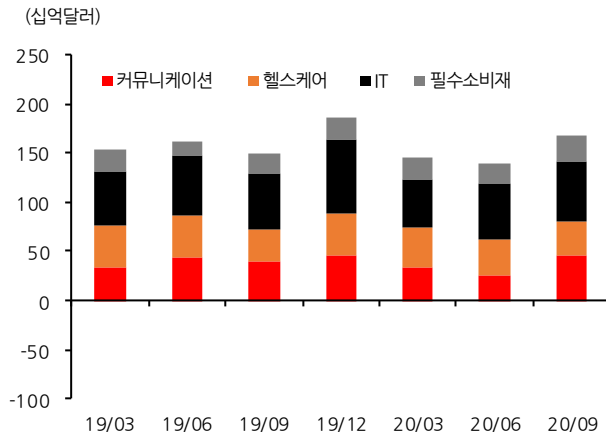
경기 정상화가 더 진행되면 자사주 매입도 재개될 것이다. 금융 업종의 자사주 매입이 지난 2분기부터 급감했는데, Fed가 금지한 영향이다. 자사주 매입의 재개는 미국 경제가 완전히 정상화됐다는 신호로 해석할 수 있다.

[그림1] S&P500 기업 순이익, 배당, 자사주매입 현황



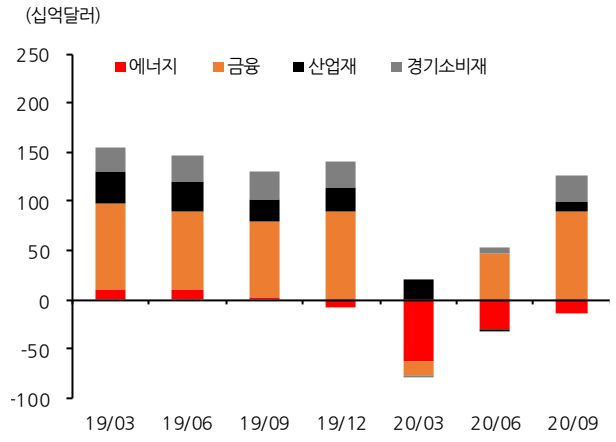
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 경기에 덜 민감한 업종 3분기 순이익 yoy 12% 증가



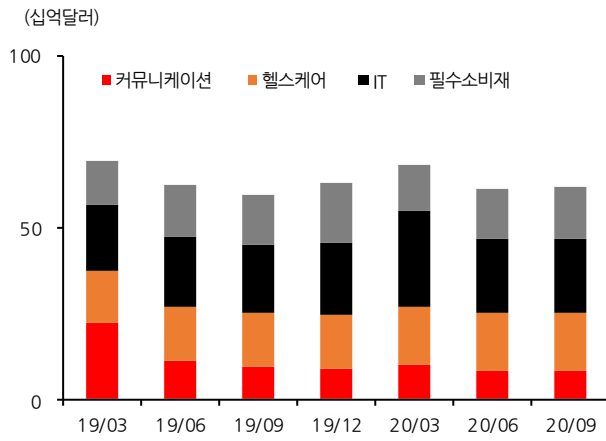
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 경기 민감 업종 3분기 순이익 yoy 13% 감소



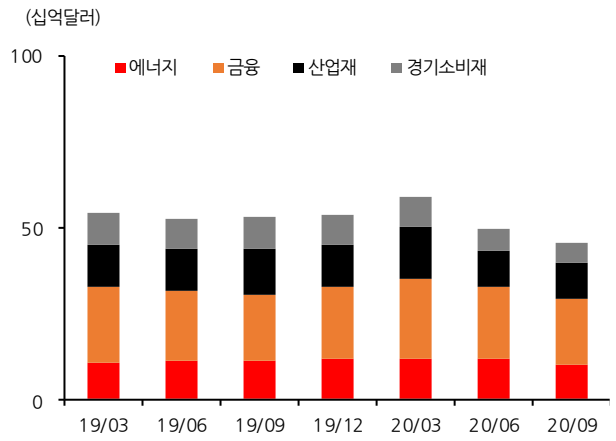
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 경기에 덜 민감한 업종 3분기 배당 yoy 5% 증가



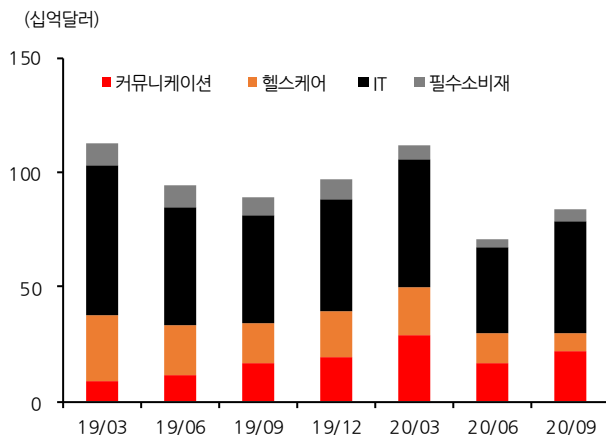
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 경기 민감 업종 3분기 배당 yoy 14% 감소



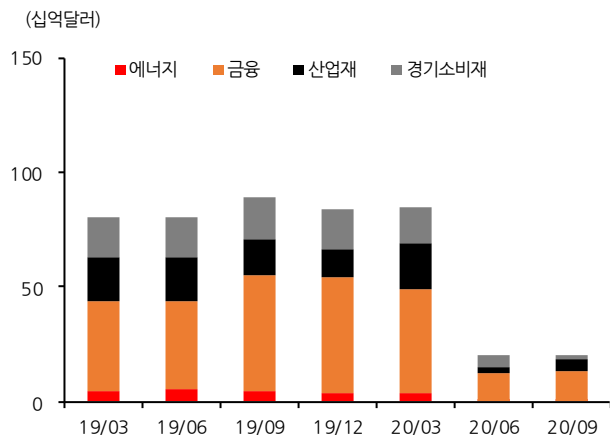
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 경기에 덜 민감한 업종 3분기 자사주매입 yoy 5% 감소



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 경기 민감 업종 3분기 자사주매입 yoy 76% 감소



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

단순하게 생각하면 보인다

외국인이 한국주식을
사는 이유

KOSPI가 2,600p의 역사적 고점을 돌파할 수 있었던 가장 큰 이유는 11월 들어 갑작스레 들이닥친 외국인이다. 외국인이 왜 한국 주식을 사는지 여러 이유를 딸 수 있지만 실적에 국해서 설명할 수 있다.

[그림8]은 주요국의 3분기 순익의 전년동기대비 증가율을 표시한 것이다. 한국 주식시장이 46.9%로 가장 높고 인도 43.3%, 대만 24.6%, 중국 7.9% 등 이머징 국가들이 상대적으로 양호하다. 브라질만 -18.0%로 역성장했다.

미국은 -0.7%, 일본은 -12.6%, 유럽은 -25.9%로 선진국 시장이 이머징 시장에 비해 부진했다. 은행, 에너지, 산업재 비중이 높기 때문일 것이다. 3분기 이익 모멘텀은 이머징이 선진국보다 나았고 이머징 안에서는 한국이 돋보였다고 요약할 수 있다.

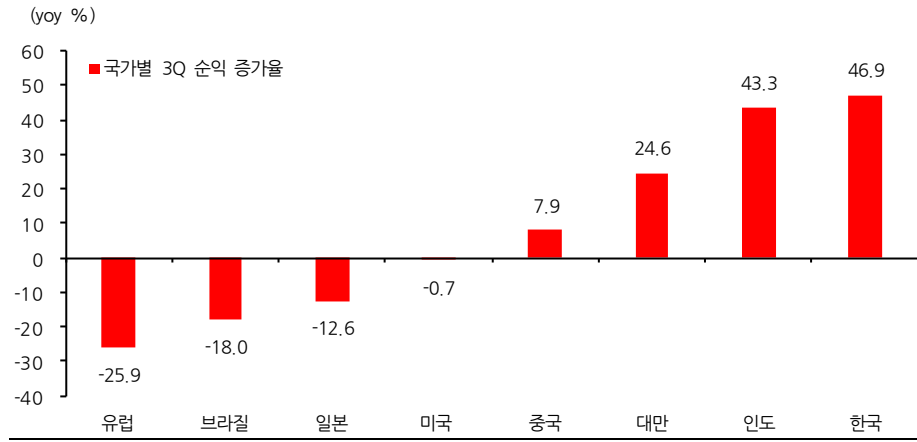
11월 들어 외국인은 국내 주식시장에서 6.8조원 순매수를 기록했는데, 이중 4.3조원이 패시브로 추정되고 2.5조원은 액티브로 추정된다. 패시브는 11월에 갑자기 순매수로 전환했고 액티브는 7월 들어 순매수로 바뀌었다.

추측해 보면 패시브는 연말 리밸런싱일 가능성이 높고 액티브는 실적 모멘텀에 후행적으로 반응했을 가능성이 높다. 연말로 갈수록 국내 주식을 순매수해야 하는 이유는 약해질 것이다.

게다가 국내 주식시장은 4분기 실적 모멘텀이 잘 작동하지 않는다. 연말이면 패시브 자금으로 추정되는 외국인 비차익 프로그램 순매수 강도도 약해질 가능성이 높다.

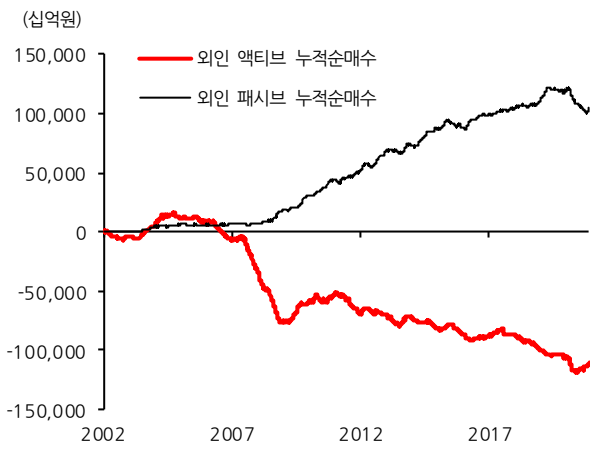
물론 내년 KOSPI의 이익 컨센서스가 상향될 가능성이 높다. 삼성전자는 새로운 주주환원 계획을 발표한다. 이런 기대감이 긍정적인 센터먼트를 조성하는 것은 맞지만 11월 한달의 상승은 과도한 측면이 있다고 생각한다. 여기서 주식을 패닉바잉할 필요는 없다.

[그림8] 주요국 주식시장 3분기 순익 증가율



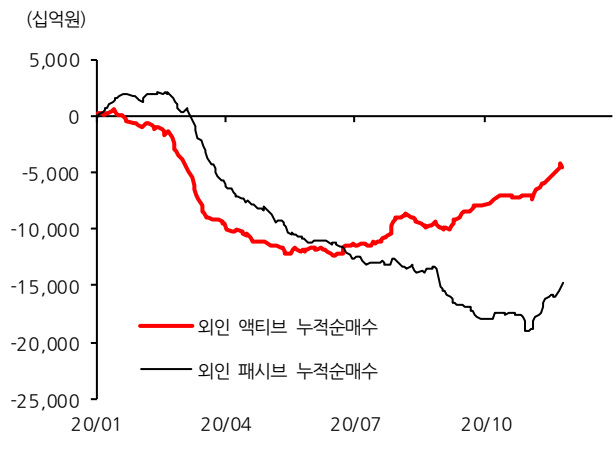
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 장기적으로 외국인 패시브 유입 액티브 유출



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 액티브 하반기 순매수 전환, 패시브 11월 순매수 전환



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터