

# 간판과 본질

2021-11-09

[시황] 이웅찬(2122-9188) [wlee@hi-ib.com](mailto:wlee@hi-ib.com)

## 코스피 지수 하락요인 점검

무역수지 문제는 해소 어렵지만 리오프닝 수혜는 가능하다. 지수 2,900pt와 환율 1,200원을 저점으로 저가 매수세를 기대한다.

- 코스피 지수 하락, 일부는 개별 요인, 일부는 외인 투자자의 셀 코리아 때문
- 외인 이탈과 원화 약세의 원인은 무역수지 악화, 중국 크레딧 우려 때문이라고 판단
- 2,900pt는 지켜낼 것, 리오프닝과 달러/원 환율 1,200원 이상에서 들어오는 외인 저가매수세 기대

### 1. 절대적으로도, 상대적으로도 약한 코스피 지수

코스피 지수가 최근 절대적으로도, 상대적으로도 약세를 보이고 있다. 메타버스 등 일부 테마 종목은 강세를 보인 반면 지수 전반 약세를 보여 지수와 일부 섹터의 괴리가 커졌다. 코스피 지수 약세는 미국 주식시장은 연일 신고가를 갱신하는 등 글로벌 증시가 강세를 보이는 상황에서 나타나고 있어 더욱 답답한 상황이다.

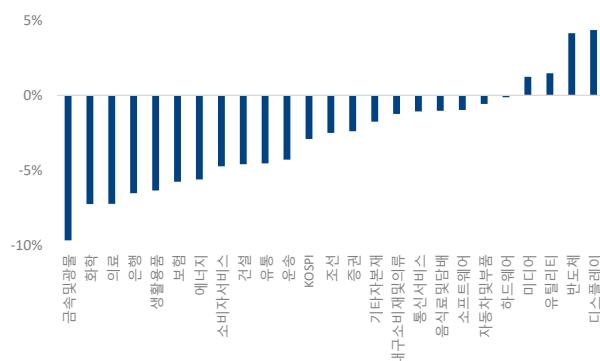
11월 8일 코스피 지수는 2,930pt까지 하락했다가 다행히 오후 들어 반등세를 보였다. 헬스케어 관련 종목들이 급락세를 보였다. 머크, 화이자 사의 경구용 코로나 치료제의 가능성이 부각받으며, 백신 관련주인 모더나가 지난 주 무려 -31% 하락하는 등 미국 시장은 헬스케어 섹터에서 큰 움직임이 있었다. 반면 지난 주 코스닥, 헬스케어는 많이 올랐으므로 조정이 나올 상황이었다. 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오사이언스 등 주요 코로나 백신, 치료제 관련 종목 하락했고, 대신 면세, 항공, 여행 등 리오프닝 섹터가 상승했다.

최근 대형 IPO 종목도 지수에 부정적 영향을 미쳤다. 상장 이후 3개월 락업 물량이 주가에 가장 영향이 큰 편인데, 크래프톤, 카카오뱅크의 보호예수 3개월 물량 출회 일정이 이번 주에 예정되어 있었다. 또한 카카오페이는 공모가대비 높은 가격으로 거래가 시작된 이후 지속 하락하며 코스피 지수에 부정적 영향을 주었다.

### 2. 최근 2주간 코스피 하락 상황 분석

코스피 지수는 지난 10월 26일 단기 고점 기록한 이후 하락세를 보이고 있다. 코스피 지수는 11/8까지 9영업일만에 -2.9% 하락했다.

그림1. 최근 코스피 지수는 섹터 전반 약세를 보인 가운데, 소재 및 의료 업종의 약세가 두드러졌다



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림2. 최근 코스피 지수 하락에는 일부 종목 및 섹터의 영향이 컸음

부문	종목	지수기여도
IPO 관련	카카오페이, 카카오뱅크, 크래프톤, SK아이티테크놀로지	-0.58%
소재	LG화학, POSCO, SK이노베이션, 고려아연	-0.48%
헬스케어	삼성바이오로직스, 셀트리온, 신풍제약, SK바이오사이언스	-0.39%
금융	신한지주, KB금융, 하나금융지주, 삼성화재	-0.25%
소계	상기 16종목	-1.70%
지수	약 800종목	-2.91%

자료: Dataguide, 하이투자증권

기간 중 지수 하락에 영향을 준 업종을 보면, 앞서 언급한 헬스케어와 대형 IPO 종목 외에 소재, 금융 섹터의 약세가 두드러졌다. 치솟던 중국 커머디티 가격의 정상화가 유가 하락으로 이어지면서 소재 섹터가 약세를 보인 것으로 판단한다. 11월 초 미 연준이 Taper를 시작하였으나 금리 인상은 여전히 멀리 있다며 완화적 입장을 유지한 가운데, 인플레이션 대응을 주장하던 영국중앙은행(BOE)의 예상치 못한 금리 동결이 채권금리 하락세를 이끌었고 이에 금융섹터가 약세를 보였다.

기간 중 주요 종목의 지수 하락 기여도를 계산해보면, 카카오페이지, 카카오뱅크, 크래프톤, SK아이티크의 대형 IPO 종목이 약 -58bp, LG화학, POSCO, SK이노베이션, 고려아연의 경기민감 소재 종목이 약 -48bp, 삼성바이오로직스, 셀트리온, 신풍제약, SK바이오사이언스의 리오프닝 피해 바이오 종목이 약 -39bp, 신한지주, KB금융, 하나금융지주, 삼성화재의 금융 섹터가 -25bp만큼 지수 하락에 기여했다. 언급한 16종목이 지수 하락의 약 60%를 설명하는, 일부 초대형주의 약세장세가 나타난 것이다. 기간 중 코스피 지수에서는 바닥을 잡은 SK하이닉스, 메타버스 관련 수혜주 하이브 외에는 강세 종목 두드러지지 않았고, 다른 대형주는 전반적으로 부진한 모습을 보였다. 대형주 약세 국면에서 코스닥 지수 및 메타버스 등 일부 테마 종목은 강세를 보였다.

정리하자면, 1) 리오프닝으로 인한 코로나 관련 헬스케어 주식 약세, 2) 커머디티 가격 하락과 금리 하락으로 인한 소재, 금융주 약세, 3) 대형 IPO 종목의 부정적 영향, 4) 일부 IT 종목 및 메타버스 테마 관련 스몰캡을 제외한 다른 대형주들 역시 전반적으로 부진한 모습을 보이며 지수 하락했다.

### 3. 지수 하락의 원인을 찾아보자면...

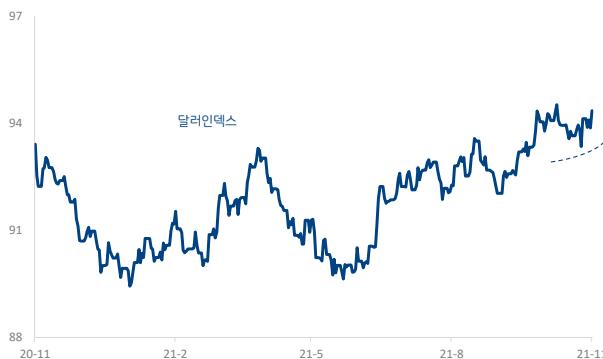
지수 하락의 일부는 앞서 짚었던 것처럼 IPO, 헬스케어 등 특정 이슈로 설명이 된다. 그러나 소재, 금융의 경기민감 섹터 위주로 지수 전반이 약세, 특히 글로벌 지수 대비 약세를 보인 데에는 이유가 있을 것이다. 최근 9영업일간 외국인 매도가 이어졌다. 외국인 투자자는 코스피 시장을 -1.5조 매도했고, 선물 매수를 감안해도 약 -7000억원 정도의 매도가 있었다. 외인이 코스피를 던진 이유는 무엇일까. 본질을 찾아 좀 더 들어가보자.

**1) 달러/원 환율 상승:** <그림 3>에서 확인할 수 있듯이, 달러인덱스는 94.3을 돌파하여 다시 최근 1년간의 고점 갱신을 시도하고 있다. 이번의 달러 강세는 달러화에서 촉발된 것이라기보다는 영국중앙은행(BOE), 호주중앙은행(RBA)가 시장 예상과 달리 금리를 동결한 것에 영향받았다. 미 연준의 Taper는 진행하면서도 완화적인 입장을 유지하였으나, 영국중앙은행 등 타 중앙은행들이 상대적으로 매파적이었던 입장에서 완화적 입장으로 급변하며, 영국 파운드화 약세, 달러화 강세가 나타났다.

달러화 강세 영향으로 10월 말 1160원대 후반까지 하락했던 달러/원 환율은 1184원까지 상승했다. 달러화 강세, 원화 약세가 나타나는 상황에서 유가 등 커머디티 가격 하락, 금리 하락이 진행되어 소재, 금융 위주의 하락세가 나타난 것이다.

**2) 교역조건 악화:** 달러화 강세만으로는 원화 약세가 전부 설명되지는 않는다. 필자는 한국 수출입지표 부진도 원화 약세를 촉발했다고 생각한다.

그림3. 최근 들어 다시 고점 갱신을 시도하는 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림4.파운드, 호주달러와 함께 큰 폭 약세를 보인 원화



자료: Bloomberg, 하이투자증권

10월 수출지표는 전년대비로는 급등세를 보였으나, 수출 금액 자체가 전월(9월) 대비 증가하지 않았다. 또한 <그림 5>에서 확인할 수 있듯이 수출금액 증가분은 주요 20대 품목 중에서 정유화학, 석유제품 등 일부 항목에 편중되어 있는데, 이 2개 항목은 유가 상승 영향을 크게 받은 것으로 판단된다.

수입이 크게 늘면서 무역 흑자규모가 축소된 것도 주요 요인으로 판단된다. 수입원재료가격 상승으로 교역조건이 악화되고, 수출금액은 전월대비 비슷한 수준을 유지하며 무역수지가 악화되었다. 이에 따라 수출입지표가 발표된 11월 1일 당일, 달러/원 환율은 8원 상승했다.

**3) 중국 크레딧 우려:** 최근 다시 중국 크레딧 우려가 불거지고 있다. <그림 7>에서 확인 가능하듯이 중국 역외 하이일드 스프레드가 다시 확대되고 있는 가운데, 지난 금요일 (11/5)에는 자자오예(佳兆業, Kaisa Holdings)라는 중국의 중견 부동산 개발업체가 홍콩 증시에서 거래정지를 당했다. 자회사가 발행한 금융투자상품 상환에 실패하였기 때문이다. 자자오예는 험다에 이어 업계에서 두 번째로 큰 달러채 발행사라고 알려져 있다. 사실 어떤 일이 진행되고 있는지 파악하기 어려운 가운데 예고없이 발생하는 사건들은 하이일드 시장에 우려를 던지고 있다. 최근 전 세계에서 한국과 함께 주식 안되는 곳이 중국, 홍콩이다.

#### 4. 지수 저점과 반등 가능성

코스피 지수가 10월 초 지지한 전저점 2,900pt가 깨질 확률은 높지 않다고 본다. 10월 초보다 현 상황이 더 악화되지는 않았기 때문이다. 당시 인플레이션 우려와 중국발 공급 차질 문제가 커있으나, 최근 커머디티 가격은 안정되어가고 있다. 경기악화 우려가 있었으나 미국 서비스업부터 해소 가능성을 보이고 있다. 중국발 크레딧 문제 발생 가능성은 판단내리기 어려우나, 당시에도 험다 이슈는 이미 시장에서 인식하고 있던 차였다.

지수가 2,900pt 정도 빠진다면 달러/원 환율은 1,200까지 상승할 것이다. 과거 패턴을 살펴보면, 큰 위기 국면이 아니라면 보통 달러/원 환율 1,200 이상에서 외인의 저점 매수가 나타나곤 했다. 위기로 이어지지 않는다면 이번에도 같은 패턴을 기대해본다. 위기 가능성이라면 역시 중국 크레딧 문제일텐데 설불리 판단하기는 어렵다. 다만 험다 사태로 이미 부동산 문제가 부각된 이상 가격에 미치는 영향은 점차 작아질 것으로 전망한다.

코스피 지수의 추가 하락 가능성이 제한적이라면, 반등 가능성은 어느 정도이고, 언제쯤 강세를 보일까? 일단 한국의 교역조건, 무역수지 문제가 해소되면 고민이 해결되겠지만 단기적으로 가능성은 낮아보인다.

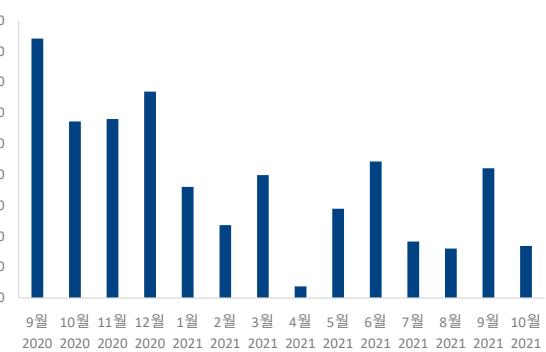
달러화 하락 반전 계기가 있다면 좋을 것이다. 달러가 계속 강세로 가면 코스피에는 부담이다. 연준도 완화적인 모습을 보이려 노력하는 만큼, 당분간은 현 수준에서 가격이 공방을 벌일 것으로 전망한다. 미국 인프라 투자안이 달러화 가치에 어떤 영향을 미칠지 주목된다.

당사 2022년 전망처럼 중국이 규제 및 통화정책을 완화하는 방향으로 정책을 변경한다면 코스피에도 별들 날은 있을 것이다. 환율 1,200원 이상에서 외인은 저가 매수세를 보여왔고, 화이자, 머크의 먹는 코로나 치료제는 게임 체인저가 될 가능성이 있어 코로나 영향으로부터 회복은 가시화되고 있다. 리오프닝 수혜를 기다리며, 지수 추가 하락 시 수혜 업종 위주로 매수 대응하자.

그림5. 10월 명목수출 금액은 유가상승 영향을 받은 석유화학과 석유제품 항목 위주로 증가했음



그림6. 교역조건의 악화로 무역수지 흑자 규모 감소



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림7. 중국 CDS는 안정되고 있으나 역외 달러채 하이일드  
스프레드는 큰 폭 급등하고 있음



자료: Bloomberg, 하이투자증권

#### Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이웅찬)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.