

2024년 주식시장 전망

주식시장 수급의 퍼즐을 맞추다

01/	2023 Review - 쏠림과 테마	05
02/	수급 분석의 의의와 최근 특징	17
03/	외국인 수급에 주목하는 이유	29
04/	긴축 사이클 종료와 금리 인하	39
05/	수급환경(1) - 유동성, 상대수익률,センチ먼트	55
06/	수급환경(2) - 경기 및 실적	65
07/	수급환경(3) - 기업과 가계	77
08/	수급환경(4) - 반도체, 수출과 환율	91
09/	2024 주요 이벤트	103
10/	Appendix	117

주식시장 수급의 퍼즐을 맞추다

2023년 주식시장을 돌아보면 ‘**쏟림과 테마**’라는 키워드로 요약할 수 있다. 미국에서는 Magnificent7을 중심으로, 국내에선 2차전지 밸류체인을 중심으로 쏟아림이 나타나며 압도적 상승을 보였다. 쏟아림이 완화되는 과정에서는 자금들이 고수익을 좇아 초전도체주 등으로 흘러들어 테마주 장세가 나타나기도 했다.

국내 증시의 방향성 파악에 중요한 외국인 수급은 지난 6월 이후 5개월 연속 순매도를 보이다 11월 들어 순매수로 전환했다. 중요한 것은 2024년 수급이다. 주식시장이라는 살아 움직이는 생태계에서 수급의 영향 요소는 무수히 많지만, 본 자료는 **몇가지 굵직한 퍼즐을 통해 전체 그림을 유추하는 것이 목적**이다.

종합적으로 외국인 수급 상황은 상반기 개선되다가 하반기 소폭 둔화 후 연말 반등할 것으로 예상한다. 과거 사례, 경기 상황 등을 고려할 때 연준 금리 사이클상 상반기는 금리동결기, 하반기는 금리인하기에 대응할 것으로 보인다. 상반기 달러 강세의 진정과 반도체 중심의 수출 개선세는 국내 수급에 우호적인 환경을 조성한다. 반면 금리 인상의 시차로 인해 가계의 소비 여력과 기업의 자금력 부담이 하반기 들어 본격화되면서 경기의 부진이 나타날 것으로 예상된다. 이에 기업 실적 둔화와 함께, 상대적으로 견조한 미국의 경제상황에 달려가 재차 강세를 보인다면 수급에 다소 부담 요인이 될 수 있다. 연말에는 미국의 대선 불확실성 해소 등 이벤트에 위험자산 선호심리가 나타나며 수급 유입 가능성이 있을 것으로 보인다.

스타일/업종별로는 **상반기 가치주, 하반기 방어적 업종에 주목. 소형주보다 대형주, 내수주보다 수출주. 고금리 환경에서 이자 부담에 둔감한(현금/이자보상배율↑, 부채부담↓) 업종/기업에 관심.**

Executive Summary

by 강진혁

01

2023 Review - 쏘림과 테마

미국과 한국의 Magnificent7 그리고 테마주

Magnificent7의 경이로운 상승

기술주 강세로 지수 특별 리밸런싱도

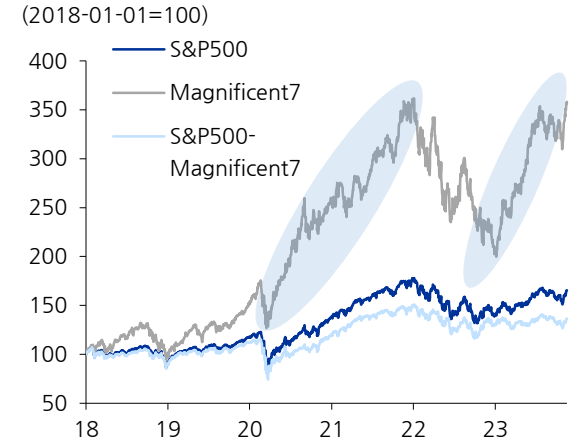
- BofA 수석전략가 마이클 하트넷(Michael Hartnett)은 애플,마이크로소프트,알파벳,아마존,엔비디아,메타,테슬라 등 7종목을 Magnificent7으로 명명.
- 올해 초부터 생성형 AI에 대한 폭발적 관심에 Magnificent7 등 기술주 랠리가 나타남. S&P500이 7월 고점까지 약 19% 상승하는 동안 Magnificent7은 약 70% 상승률을 보였고, 나머지 종목들은 7.7% 상승에 그침. 이에 Magnificent7 시총 비중도 연초 18.9%에서 전고점을 넘어 27.9%를 기록하기도 했음.
- 이처럼 Magnificent7의 비중이 너무 커지자 NASDAQ은 1998년, 2011년에 이어 세번째로 NASDAQ100지수의 특별 재조정을 실시(7/14일, 7/24일부터 적용). 시총이 가장 적은 메타를 제외한 애플,MS,알파벳,아마존,엔비디아, 테슬라 6개 기업의 비중을 줄이고 나머지 기업들의 비중을 늘리는 방식임.

Magnificent7 시총 비중 20→30%에 근접



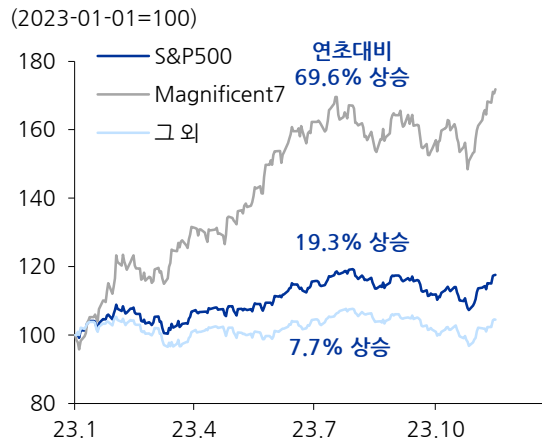
자료:Refinitiv, 유진투자증권

팬데믹 유동성 랠리 → AI 랠리로 기술주 강세



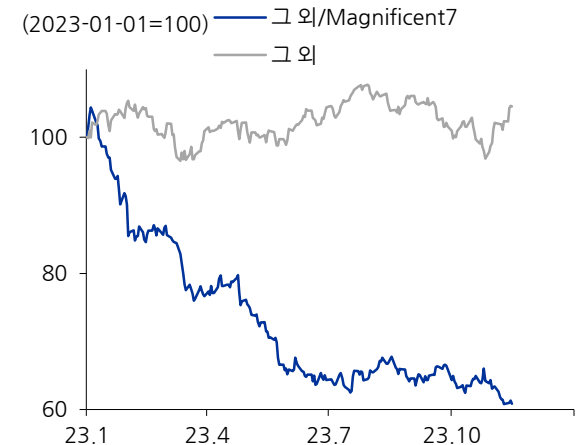
자료:Refinitiv, 유진투자증권

S&P500 19% 상승할 때 빅테크 70% 상승



자료:Refinitiv, 유진투자증권

기타 종목 상대강도는 바닥을 다지는 중



자료:Refinitiv, 유진투자증권

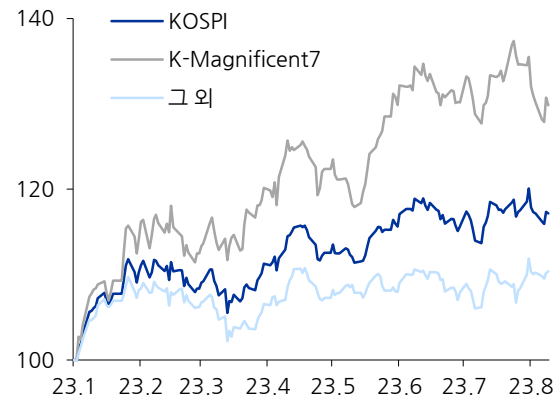
한국의 K-Magnificent7은?

2차전지 랠리에 KOSDAQ 쏠림 심화

- KOSPI도 AI 붐에 따른 턴어라운드 기대감에 반도체(삼성전자, SK하이닉스) 랠리가 나타났고, 2차전지(LG에너지솔루션, POSCO홀딩스, LG화학, 삼성SDI, 포스코퓨처엠) 시총 상위 종목들도 연초 이후 가파르게 상승.
- KOSPI가 7월 고점까지 20% 상승하는 동안 이 7 종목은 약 40% 가량 상승하며 미국 만큼은 아니더라도 쏠림이 나타났음. KOSPI 시총대비 비중도 연초 34% 부근에서 40%를 넘기도 하는 등 여타 종목들의 상승은 제약됨.
- **국내에서는 KOSDAQ의 쏠림이 KOSPI보다 더 강하게 나타났음.** KOSDAQ에서는 2차전지(에코프로비엠, 에코프로, 포스코DX)와 AI(루닛, 뷰노, 엠로), 로봇(레인보우로보틱스) 7종목이 연초 대비 최고 547.2% 상승. 시총 대비 비중도 연초 3.5%에 불과했으나 최고 약 20%를 차지하기도 하는 등 자금이 집중.

KOSPI도 반도체, 2차전지 중심 쏠림 시현

(2023-01-01=100)



자료:Refinitiv, 유진투자증권

KOSPI에서는 7종목의 비중이 40%에 달해

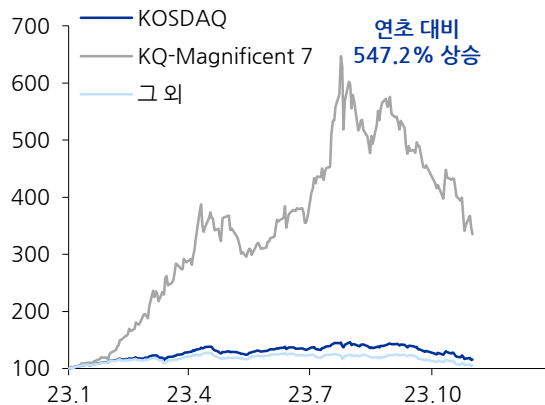
(%)



자료:Refinitiv, 유진투자증권

KOSDAQ은 KOSPI 대비 쏠림이 더욱 심화

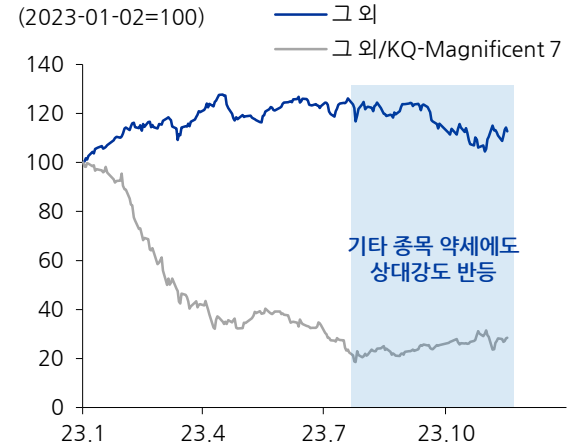
(2023.1.2=100)



자료:Refinitiv, 유진투자증권

7종목 제외 종목 상대강도는 8월 이후 반등

(2023-01-02=100)



자료:Refinitiv, 유진투자증권

종목 쏠림과 상승의 폭(Breadth)

더욱 좁게, 더욱 높게

- 범위를 넓혀 KOSPI, KOSDAQ을 보더라도 쏠림의 현상을 찾아볼 수 있음. 양시장 동일가중지수 대비 시총가중지수의 상대강도는 작년에 하락 추세를 끝내고, 올해 상승 반전. 특히 KOSDAQ100 시총 상위 종목들의 상승세가 상대적으로 더 가팔랐음.
- 소형주 대비 대형주 상대강도를 보더라도, KOSPI가 올해 큰 변동을 보이지 않았던데 비해 KOSDAQ은 대형주 중심으로 강세가 집중.
- ADR지표(상승종목수/하락종목수 기준)를 살펴보면, 지수는 가파르게 상승했지만 ADR은 오히려 감소했음.
- 종합하면, **수급이 대형주로, 대형주 중 주도 업종/주도주로 쏠렸음**을 확인. 하반기부터는 쏠림이 해소되며 상승의 폭(Breadth)이 점차 확대되고 있음을 볼 수 있음.

양시장 시총 상위 종목 상대적 강세



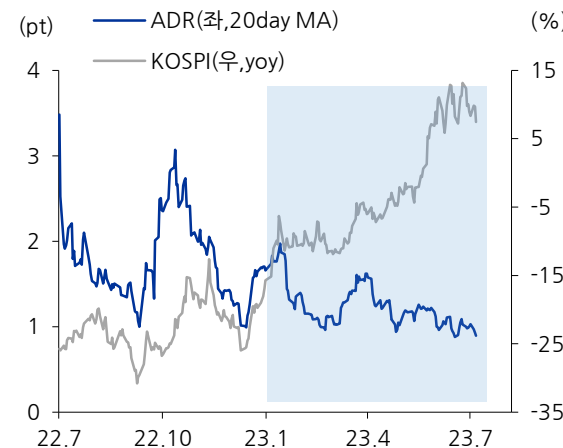
자료:Quantiwise, 유진투자증권

대형주 상대강도는 KOSDAQ에서 압도적



자료:Quantiwise, 유진투자증권

상승종목수 대비 지수상승률이 높은 현상은...



자료:Infomax, 유진투자증권

KOSPI와 KOSDAQ 공통적으로 나타난 특징



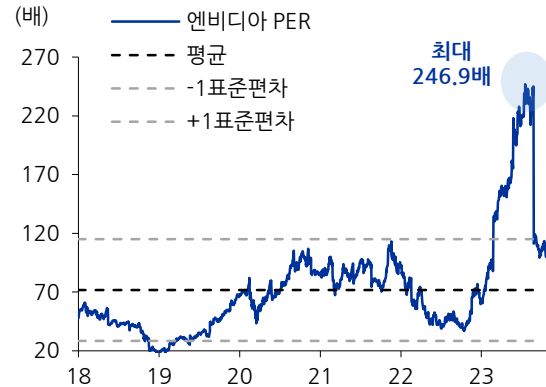
자료:Infomax, 유진투자증권

꿈을 먹고 자란 PER

高PER이 고평가를 의미하진 않지만

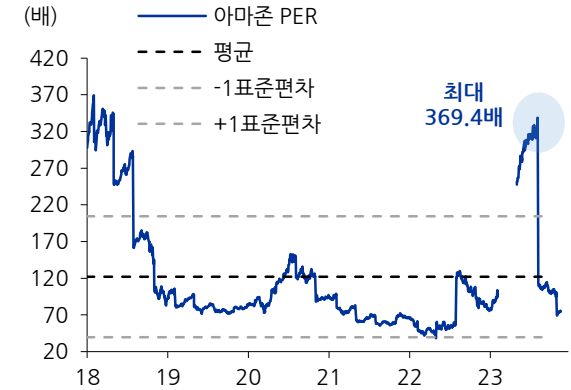
- 쓸림이 나타났던 종목들을 살펴보면 대체로 높은 수준의 PER을 보유.
- 미국에서는 AI 등 기술주 종목. 엔비디아는 최대 246.9배, 아마존은 최대 369.4배까지 상승. 엔비디아는 올해 들어 주가가 3배 이상 상승하기도 하며 시총 1조달러를 돌파.
- 국내는 2차전지 업종이 대표적. PER 기준 포스코퓨처엠은 최대 375.8배, 에코프로는 최대 557.3배까지 오르며 고평가 논란이 이슈.
- 높은 PER만 가지고는 고평가를 논할 수 없음. 이익이 빠르게 성장할 것이라는 믿음이 PER을 정당화할 수 있기 때문임. 다만 기대를 반영한 주가에 비해 실제 이익이 늘어나는 데는 시간이 필요함. 이러한 시차로 인해 펀더멘털보다 과도한 매수세가 들어올 경우 주가의 오버슈팅이 발생. **올해 주식시장은 이처럼 수급 에너지의 쓸림과 해소의 과정으로 요약.**

엔비디아의 PER, 약 250배까지 상승



자료:Refinitiv, 유진투자증권 주:평균,표준편차는 '18년 이후

아마존의 PER, 2018년 고점 수준에 근접 하기도



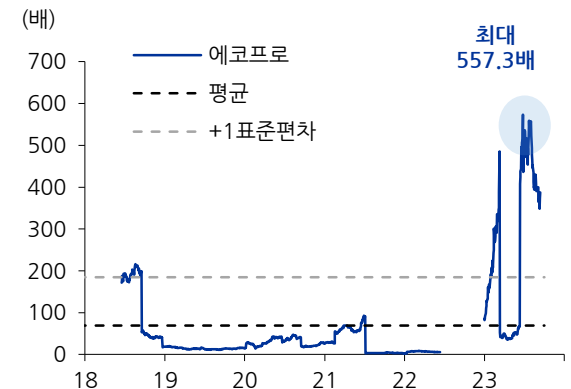
자료:Refinitiv, 유진투자증권 주:평균,표준편차는 '18년 이후

KOSPI의 포스코퓨처엠 PER, 375배 상회



자료:Refinitiv, 유진투자증권 주:평균,표준편차는 '18년 이후

논란의 중심인 에코프로의 PER, 550배 상회



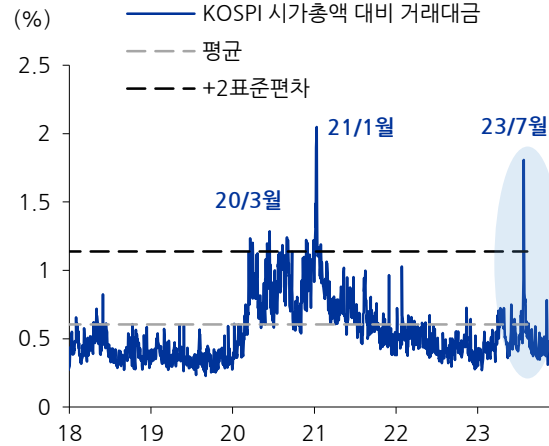
자료:Refinitiv, 유진투자증권 주:평균,표준편차는 '18년 이후

응축된 에너지의 폭발과 해소

거래대금 폭발과 지수 변곡점

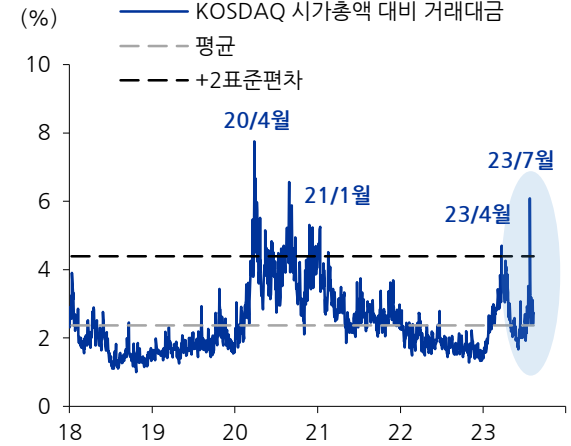
- 올해 이전 거래대금이 폭발적으로 증가했던 때는 '21년 LG에너지솔루션 상장 당시임. 1월 상장한 이후 6~8월에 KOSPI 정점 나타남.
- 올해 들어서는 7월 말 거래대금이 폭증한 7/26일로부터 4거래일이 지난 8/1일 연고점 기록 후 하락세가 시작됨.
- KOSDAQ은 올 4월 한창 고공행진 중이던 2차전지 랠리와 밸류에이션 고평가 논란에 따른 매도 압력간 줄다리기로 거래대금 증가.
- 거래량(대금)이 증가하는 지수 상승은 그만큼 시장 관심이 동반된 만큼 신뢰도가 높음. 이러한 추세의 마지막은 매수,매도세의 치열한 경합이 나타나면 거래대금이 폭발하고, 시장의 변곡점을 형성할 가능성이 있음. 다만 시장センチ먼트가 한 번에 반전되지 않는 이상 주가는 급락하기보다 서서히 에너지를 잃음.

LG엔솔 상장 당시 이후 최대 거래대금 폭발



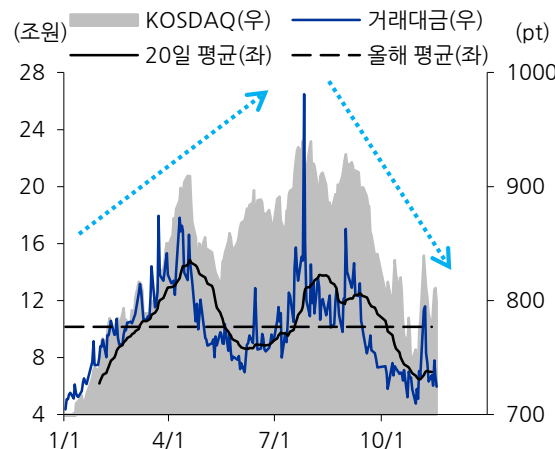
자료: Quantiwise, 유진투자증권 주:평균,표준편차 '18년 이후

올해 KOSDAQ은 2차전지 이슈에 따라 변동



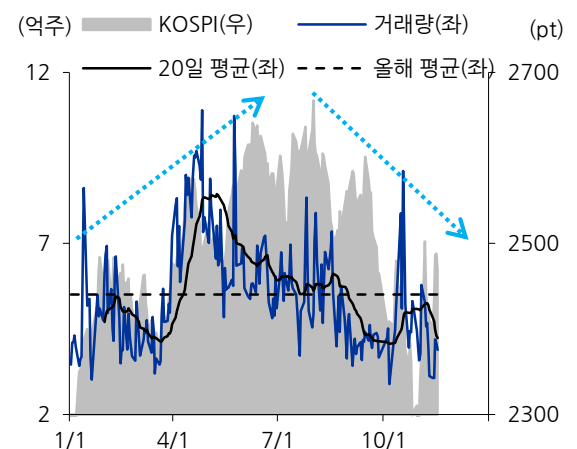
자료: Quantiwise, 유진투자증권 주:평균,표준편차 '18년 이후

거래대금 폭발이 반드시 변곡점은 아니지만...



자료: Infomax, 유진투자증권

올해 양시장 거래대금 폭발 후 하락추세 시작



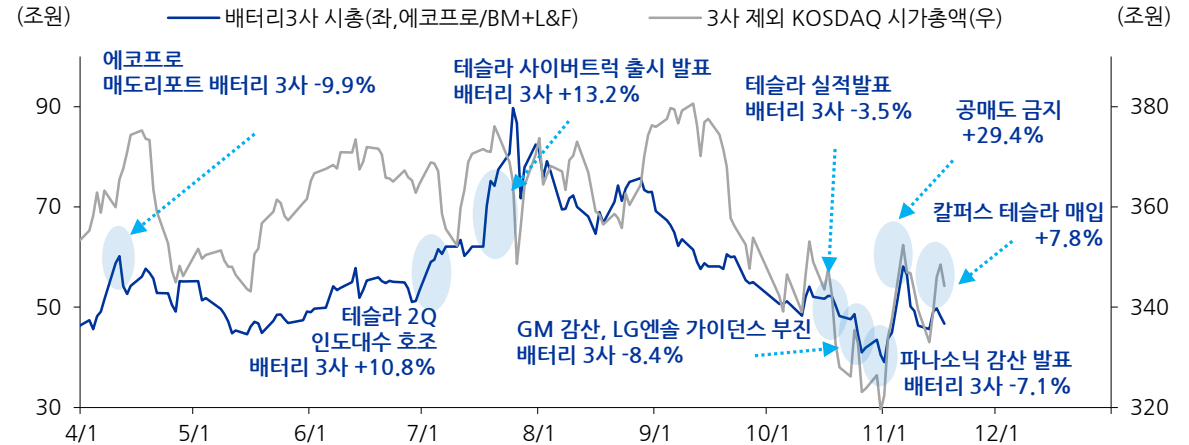
자료: Infomax, 유진투자증권

증시 변곡점의 중심에 있던 2차전지

거래대금 폭발과 함께 약세 전환

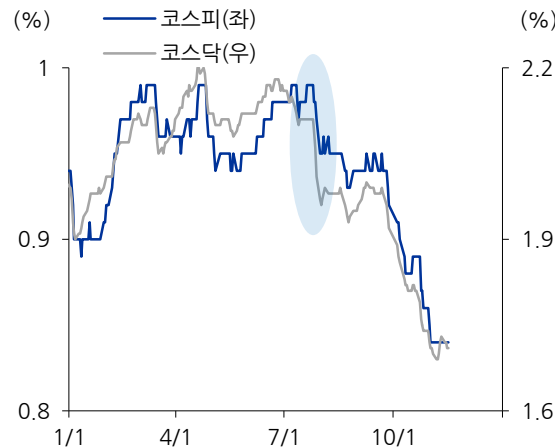
- 거래대금이 폭발했던 7월 말 전후는 견조한 경기 가운데 물가가 완만하게 둔화하는 골디락스 기대감 가운데 2차전지 랠리가 있었음.
- 연초부터 가파르게 상승하던 에코프로 주가는 4월 초 80만원 돌파 후 5월 초, 6월 중순 3천장(ceilings)을 그리며 고점 인식이 확산. 이후 테슬라의 2Q 인도대수 호조, 사이버트릭 출시 발표 등 연이은 호재로 저항선 강하게 돌파, 7/26일 약 154만원까지도 상승.
- 에코프로그룹을 비롯해 POSCO,LS그룹으로 순환 상승하던 배터리 종목들이 7/26일 오후 들어 매도 폭탄이 나오며 급락하기 시작.
- 이후 테슬라,GM,LG에너지솔루션 등은 3Q 실적발표에서 부진한 가이드언스를 제시하며 배터리 투심의 약화가 지속. 기업들은 고금리 기조나 경제성장 둔화에 따른 구매력 저하로 감산을 발표하기도 했음.

KOSDAQ 배터리 3사(에코프로,에코프로비엠,엘앤에프)는 테슬라,전기차 이슈와 연동해 등락



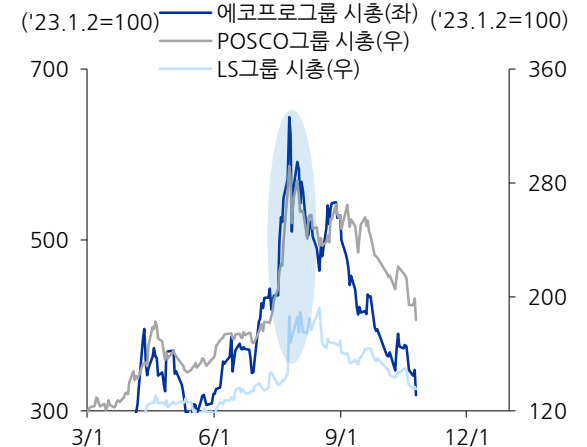
자료: Quantiwise, 유진투자증권

신용융자잔고율 급락과 함께 약세 전환



자료: Quantiwise, 유진투자증권

순차적으로 상승하던 배터리그룹사 동시 약세



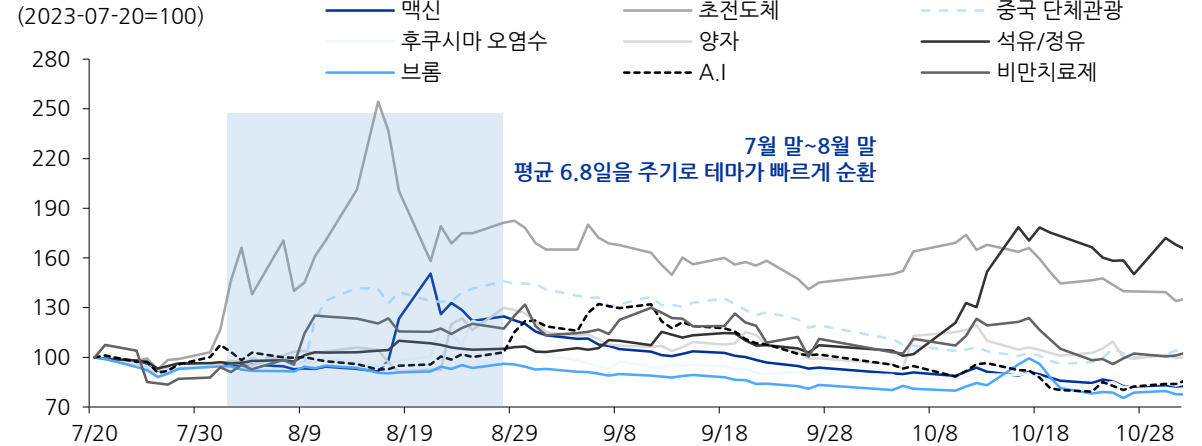
자료: Quantiwise, 유진투자증권

주도업종/주도주 상실에 테마주 장세

초전도체로 불붙은 테마주 관심

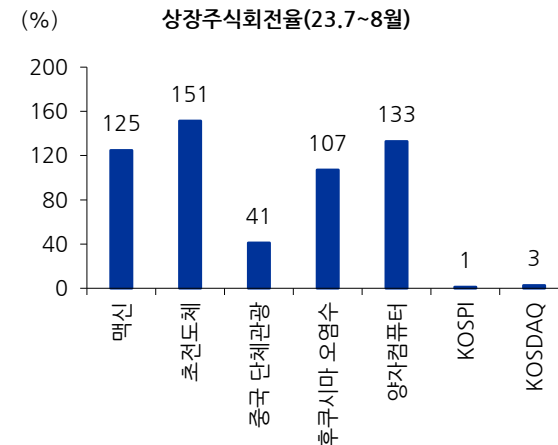
- 미국의 긴축이 고강도화, 장기화(Higher for Longer)되면서 그간 시장의 상승을 이끌었던 반도체, 2차전지 등 주도주 주가의 추가적인 상승 여력이 한계에 다다름.
- 2차전지의 급등을 겪은, 또는 곁에서 지켜본 개인투자자들의 FOMO(Fear Of Missing Out) 심리에 갈 곳을 잃은 증시 자금들은 또 다른 급등주를 찾아 테마주로 흘러들었음.
- 신성델타테크, 덕성 등 초전도체 급등(7/27일)을 시작으로 중국 단체관광(8/10일), 맥신(8/17일), 후쿠시마 오염수(8/22일), 양자컴퓨터(8/23일) 등 7월 말~ 8월 말까지 한 달간 평균 약 6.8일마다 새로운 테마가 형성.
- 9월 이후에도 AI의료, 비만치료제 등이 강세를 보였고, 이스라엘-하마스 전쟁으로 인해 브롬, 석유 등 테마가 강세를 보이기도 함.

7/27일 초전도체 테마를 시작으로 8월 말까지도 일주일여마다 새로운 테마가 형성



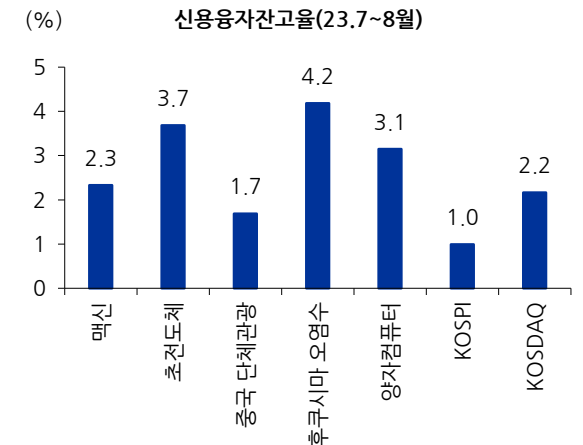
자료 : Quantwise, 유진투자증권 주 : 각 테마주 대표 종목 상승률의 평균

테마주는 단기간에 높은 회전율을 보였고...



자료 : Quantwise, 유진투자증권 주 : 기간내 최고값의 평균

일부는 신용융자를 통한 레버리지가 발생



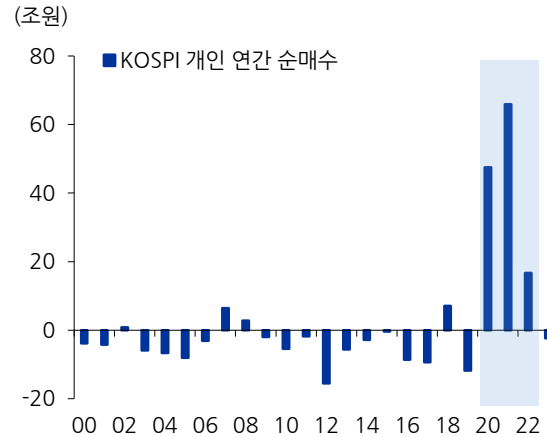
자료 : Quantwise, 유진투자증권 주 : 기간내 최고값의 평균

수급 쏠림/테마주 장세의 원인

투기적 충동(Speculative Spirit) 부활

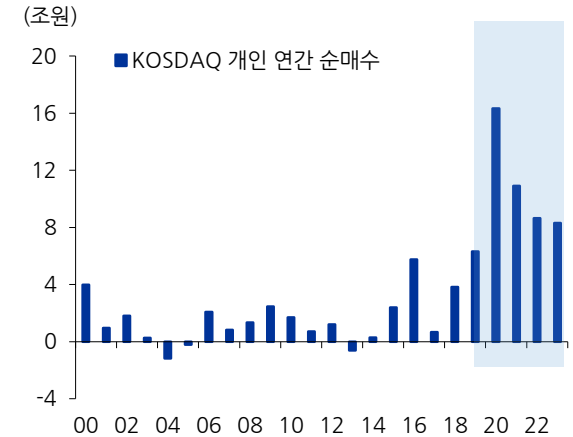
- 우리 증시에서 쏠림은 종종 나타남. '17~'18년에는 셀트리온 그룹주를 중심으로 제약바이오주 쏠림이 나타났고, 비슷한 시기에 비트코인 등 가상자산 광풍이 불었음. High Risk-High Return을 추구하는 '투기적 충동'은 잊혀질 때쯤 다시 나타나는 반복적 현상.
- 시작은 팬데믹 이후 유동성 장세 속의 동학개미운동. '00~'19년 사이 20년간 KOSPI를 누적 76.6조원 순매도한 개인은 팬데믹을 계기로 국내증시 최대 수급원으로 변모.
- 강세장에 자신감을 얻은 개인들은 지수가 정체된 구간에서 기대 수익률 충족을 위해 소형주 거래를 확대. 여기에 SNS나 유튜브, 특히 텔레그램으로 투자 정보가 신속하게 돌면서 수급의 쏠림이 이전보다 가속화. 실제로 '관련주', '수혜주' 등 내용의 텔레그램이 순식간에 채널을 돌며 여러 소형 종목이 동시다발적으로 상한가 기록하는 현상 발생.

개인은 KOSPI 순매도 → 순매수 주체로 전환



자료: Quantiwise, 유진투자증권

코로나19 이후 KOSDAQ 순매수 강도 심화



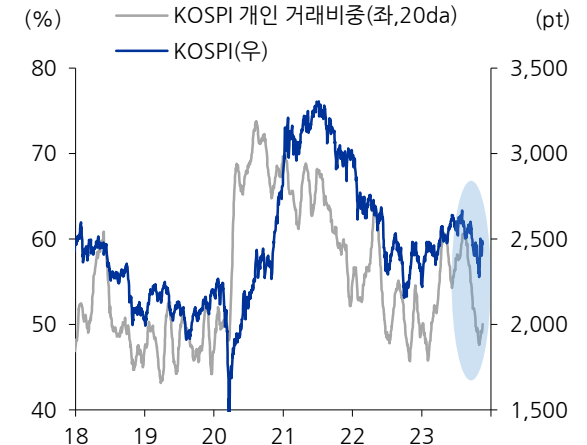
자료: Quantiwise, 유진투자증권

7월말~8월말 개인은 소형 테마주 비중 확대



자료: Quantiwise, 유진투자증권

반면 대형주 수급 이탈로 지수 방어는 실패



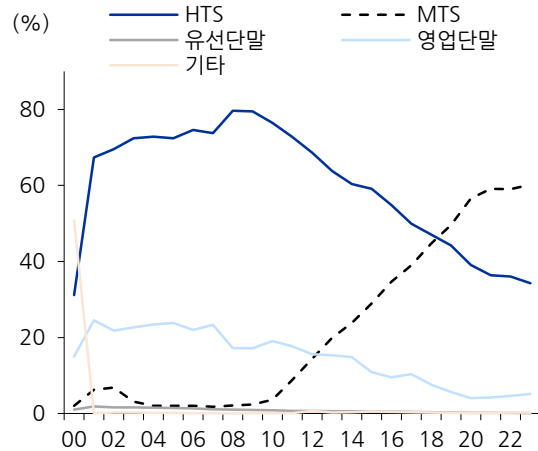
자료: Quantiwise, 유진투자증권

투자 행태로 느껴지는 개인의 조급함

빠른 거래회전율과 익절, 그리고 느린 손절

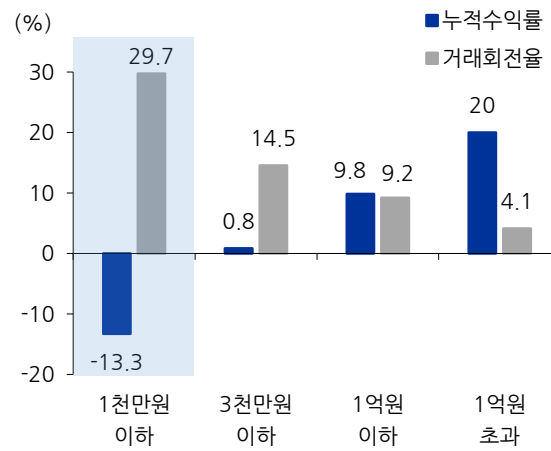
- 자본시장연구원(2022)은 개인투자자 약 20만 명의 2022년 3~10월까지 일별 거래내역을 토대로 투자 행태를 분석. 이에 따르면 개인은 △복권형 주식 선호 △소위 '핫한' 종목에 대한 군집거래 경향 △하락 주식 매도 확률<상승 주식 매도 확률 △매수 주식 수익률<매도 주식 손실률 등 성향 보유.
- 스마트폰 확산과 일부 유튜브, 텔레그램의 조회수를 위한 장밋빛 전망/이미 시장관심도 높은 종목 소개도 영향을 미침. **실제 빠르게 정보를 입수한 개인은 일부 종목에서 초과수익을 내는 성과를 거두기도 했고, 긍정적으로 언급된 종목은 누적초과수익이 지속되기도 함**(자본시장연구원,2021).
- 이에 조급해진 개인은 투자금을 빠르게 회전(단타)시키면서도 손실을 봤고, 이런 경향은 특히 신규투자자나 20대 이하에서 명확히 나타남.

스마트폰 대중화로 MTS 체결비율 60% 육박



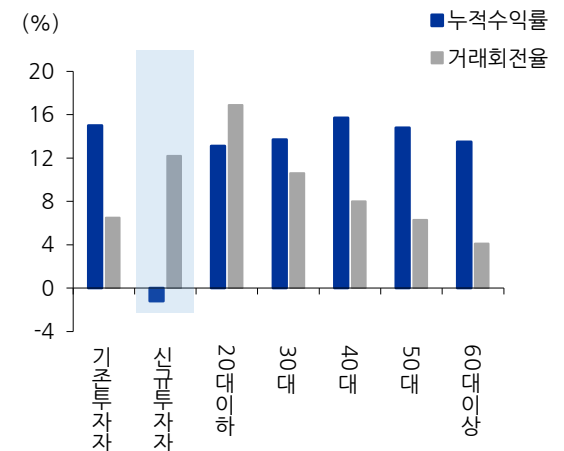
자료: 한국거래소, 유진투자증권 주: 체결금액기준

개인은 소액을 빠르게 굴리면서도 손실 발생



자료: 자본시장연구원(2022), 유진투자증권

이러한 성향은 신규투자자일수록 강해



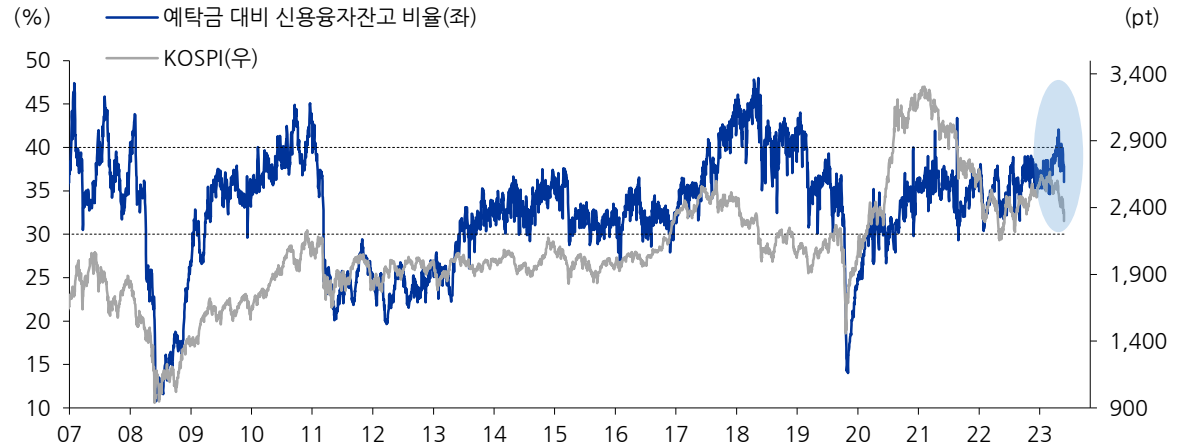
자료: 자본시장연구원(2022), 유진투자증권

조급한 개인의 무기, 레버리지

레버리지 사용이 증가한 올해

- 올해 수급 변동성이 컸던 데는 레버리지 확대의 영향도 무시할 수 없음. KOSPI+KOSDAQ 신용융자잔고는 최고 20.6조원까지 상승해 연초대비 4.8조원 증가.
- 예탁금 대비 신용융자잔고 비율을 보면, 과거에도 40%를 넘는 일은 드문 일임을 알 수 있음. **숏컨텐츠 등 SNS의 파급력이 확산되는 가운데 2차전지주 급등을 지켜본 개인들의 FOMO 현상이 레버리지의 적극적인 사용에 영향을 미친 것으로 보임.**
- 주목할 만한 특이 사항은 미수금 잔고의 급증. 올해 4월 SG증권발 대규모 하한가 사태로 CFD 계좌 규제가 강화되면서 미수를 통한 레버리지 거래가 늘 것으로 예상. **미수는 매수일 포함 3거래일 내에 갚아야하는 초단기 레버리지인 만큼 증시 단기 변동성이 더욱 확대.**

예탁금 대비 신용융자 잔고 비율은 40% 돌파하며 상승, 하락 변동성 확대되는 양상



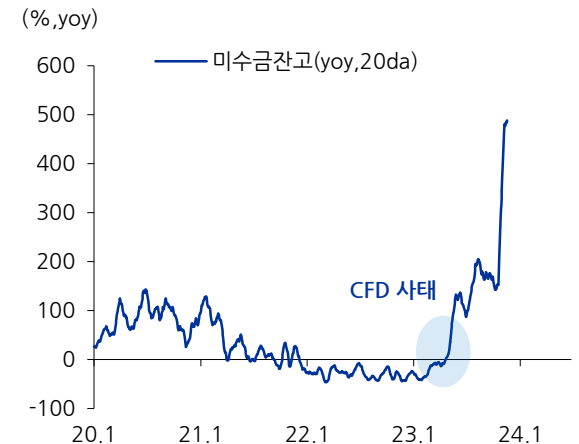
자료: Quantiwise, 유진투자증권

양시장 신용융자잔고 20조원 재돌파 후 감소



자료: Quantiwise, 유진투자증권

미수금은 CFD사태 이후 가파른 증가세



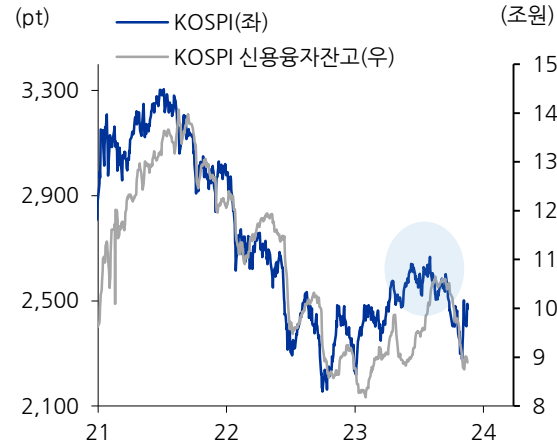
자료: 금융투자협회, 유진투자증권

레버리지 확대로 수급 변동성 확대

KOSDAQ의 레버리지 위험 노출도 ↑

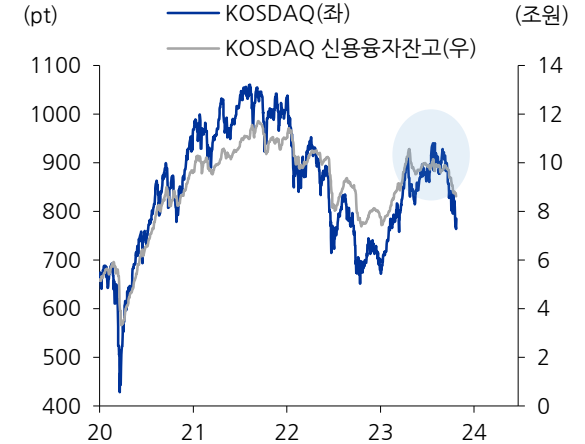
- 시가총액 대비 신용융자잔고 비율로 보면 양 시장 모두 '21~'22년도보다는 높지 않은 수준임. 올해 레버리지로 인한 변동성이 이례적인 것은 아니라는 의미임. 그럼에도 KOSPI는 8월 경, KOSDAQ은 4월경 +1표준편차 수준까지 상승하기도 함.
- 높은 신용융자잔고율, 공여율은 펀더멘털이 아닌 단순 수급에 따른 변동성을 야기해 비이성적인 주가 움직임이 나타날 수 있음. 특히 신용융자가 늘어날수록 주가 하방 충격이 발생할 경우 급매 현상이 증폭될 가능성이 큼.
- KOSPI는 올해 최고 10.6조원, KOSDAQ은 10.5조원까지 신용융자잔고가 늘면서 중소형주의 변동성이 더욱 컸을 것임을 확인할 수 있음. **개인투자자 수급 및 신용융자 비중이 높은 KOSDAQ이 상승, 하락에 있어 레버리지 위험에 더욱 노출.**

KOSPI 신용융자잔고 작년 6월 수준까지 상승



자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSDAQ 신용융자잔고 최대 10.56조원



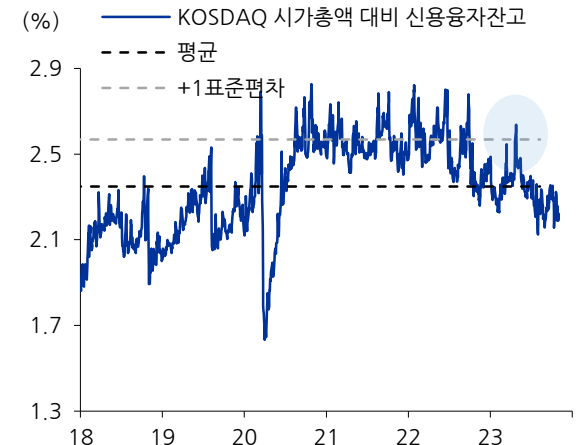
자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSPI는 8월 +1표준편차 수준까지 상승



자료: Quantiwise, 유진투자증권 주:평균,표준편차 '18년 이후

KOSDAQ은 오히려 4월 고점 후 감소



자료: Quantiwise, 유진투자증권 주:평균,표준편차 '18년 이후

02

수급 분석의 의의와 최근 특징

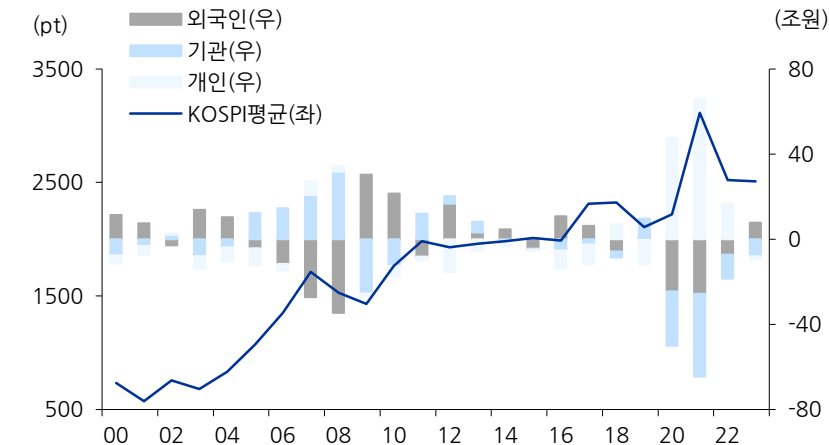
수요와 공급의 상호작용을 통해 움직이는 증시 생태계

수급 분석의 의의

시장이라는 생태계를 움직이게 하는 구성요소

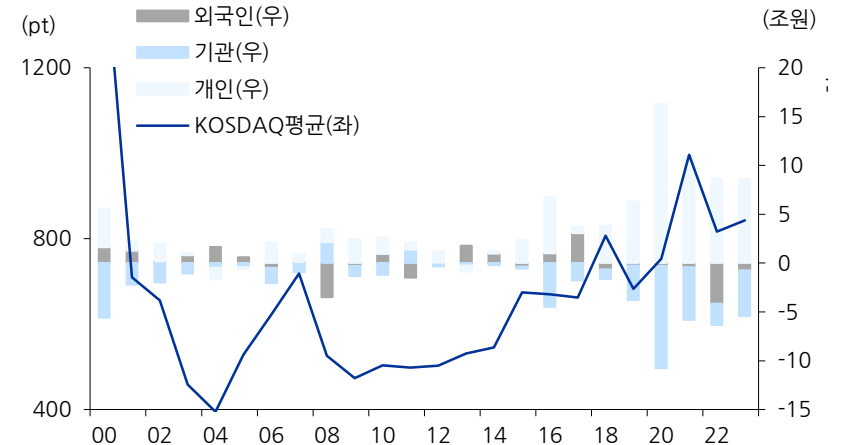
- 여타 재화와 마찬가지로 주식시장도 수요와 공급의 상호작용의 결과임.
- 개별 주체마다 특정 주식에 대해 사고자 하는 지불용의가 다양하게 분포하며, 반대로 팔고자 하는 판매용의도 다양하게 분포. 이렇듯 한 자산에 대해 다양한 생각을 가지고 있기에 거래가 이루어지며 시장이 성립. 특정 가격에서 팔려는 사람보다 사려는 사람이 많으면 자산 가격 상승, 반대는 하락.
- 주식시장에서는 크게 개인/기관/외국인이 수급 주체로 활동하는데, 이 군집 또한 각각의 생명체와 같아서 한마디로 특징을 요약할 수도 없을 뿐더러, 환경에 따라서 반응하는 양식도 상황에 따라 유동적임. 그럼에도 **특정 시점에서 환경의 변화와 수급의 패턴을 발견할 경우, 증시의 규모(Volume)나 방향성에 대한 힌트를 조금 더 일찍 파악하고 대응할 수 있다는 의의**가 존재.

얼핏 불규칙해 보이고 지수 관련성도 낮아 보이지만...



자료: Quantiwise, 유진투자증권

수급 동향을 따라가다 보면 증시 향방에 대한 힌트를 얻을 수 있음



자료: Quantiwise, 유진투자증권

수급의 결정요인

주식시장의 매력도가 높아질수록 유입되는 자금도 늘어나

수급=f(유동성 +, 상대수익률 +,センチ먼트 +,경기+/-, 실적 +, 환율 -, 지정학적 리스크 -, ...)

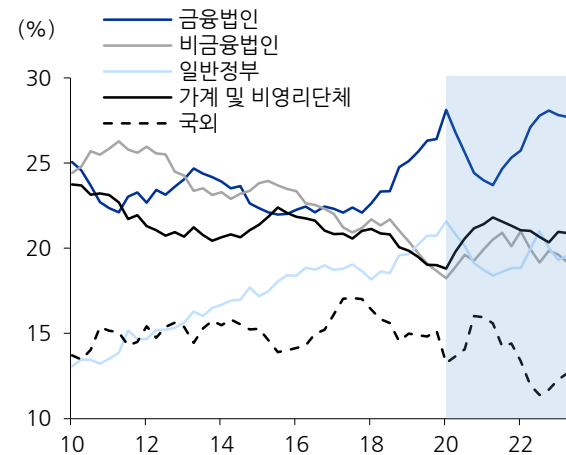
요인	영향	내용
유동성	+	<ul style="list-style-type: none"> 수급이 투자 주체의 매매동향이라고 할 때, 유동성은 이러한 수급의 총량(Volume)을 결정하는 요인임. 따라서 유동성이 풍부할수록 전체 파이의 크기는 커지게 되고, 국내 증시로 흘러 들어오는 수급은 증가할 가능성이 높음.
상대수익률	+	<ul style="list-style-type: none"> 투자자는 유한한 자원을 가지고 최적 배분을 통해 리스크 최소화, 수익률 극대화를 추구. 예금, 채권, 금, 비트코인 등 다른 자산군과 비교했을 때, 위험 대비 더 나은 수익률을 보일 경우 증시에 수급이 유입. 따라서, 채권 수익률이 높아지는 긴축 국면은 주식 수급에 불리한 환경.
センチ먼트	+	<ul style="list-style-type: none"> 같은 지표나 이벤트라고 하더라도 시대적 상황과 맥락에 따라서 다르게 해석되고, 이는 수급에도 영향을 미침. 대체로 수급 주체의 낙관적인 시각은 증시 자금 유입과 비례하며, 비관적 시각은 증시 자금 이탈과 비례. 그 외에도 공포지수나 수익률 기대 등 투심도 수급에 영향을 미침.
경기	+ or -	<ul style="list-style-type: none"> 경기는 사이클에 따라 다양한 영향을 미침. 경기 호황으로 금리 상승시 유동성 축소나 상대수익률 악화로 부정적인 측면도 있지만, 기업 실적 호조나 구매력 확대 등에 수급 유입도 기대.
실적	+	<ul style="list-style-type: none"> 실적은 주가와 직접적인 상관관계가 높음. 주식의 기대 수익률이 높아질 수록 증시 자금 유입은 확대.
환율	-	<ul style="list-style-type: none"> 환율이 상승(원화가 약세)하는 경우, 주가의 변동이 없다고 하더라도 환전에 따른 환차손이 발생. 따라서 원화 약세 기대시 외국인 수급 이탈.
지정학적 리스크	-	<ul style="list-style-type: none"> 지정학적 리스크 등 시스템 리스크가 발생하는 경우, 안전자산 선호심리가 강해짐. 우리나라 증시의 경우 상대적으로 위험자산에 속하는 만큼, Risk-off 심리가 나타난다면 우리나라의 증시에서 수급이 먼저 이탈할 가능성이 높음.

국민계정상 자금 순환 분석

주요 수급 주체의 지분증권 및 투자펀드 수급 현황

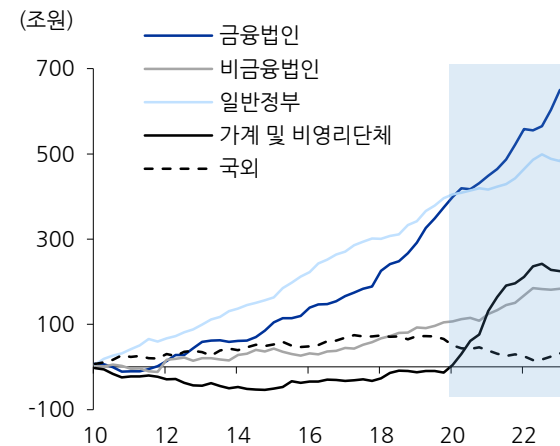
- 자금순환표상 주체는 국내(금융법인, 일반정부, 비금융법인, 가계 및 비영리단체)와 국외로 구분. 주체별 지분증권 및 투자펀드 자산 비중을 살펴보면, 국외는 15% 내외에서 등락을 반복하고, 가계의 경우 '20년까지 비중이 지속적으로 감소하다가 팬데믹 이후 비중이 증가하고 있음을 알 수 있음.
- '10년 이후 지난 13년간 경제주체들은 지분증권 및 투자펀드를 1,611조원 누적 운용. 개인은 '19년까지 음(-)의 운용을 하다가 팬데믹 기간인 1Q20 이후 순취득을 통해 운용액이 눈에 띄게 증가하는 모습을 확인할 수 있음. 그 외 금융/비금융법인과 일반정부는 큰 변화 없이 누적 운용을 이어가고 있고, 외국인의 경우 팬데믹 이후 지분증권의 순취득액을 떨어내는 모습을 보이고 있음.

지분증권 및 투자펀드의 보유비중 추이



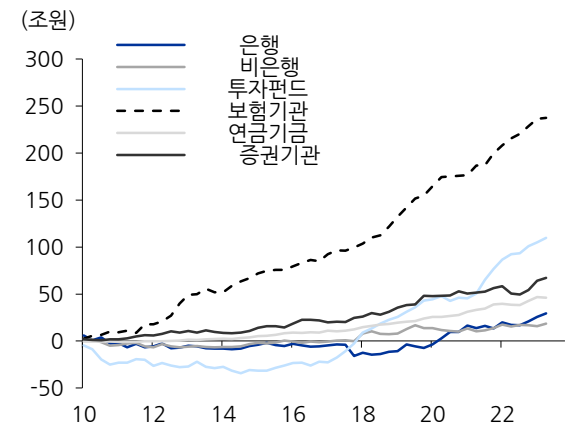
자료: 한국은행, 유진투자증권

주체별 지분증권 및 투자펀드 누적 순취득



자료: 한국은행, 유진투자증권

기관별 지분증권 및 투자펀드 누적 순취득



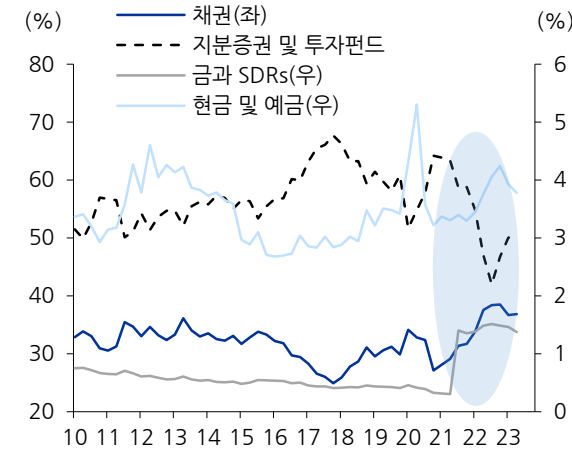
자료: 한국은행, 유진투자증권

국민계정상 자금 순환 분석

가계, 국외의 자산별 수급 현황

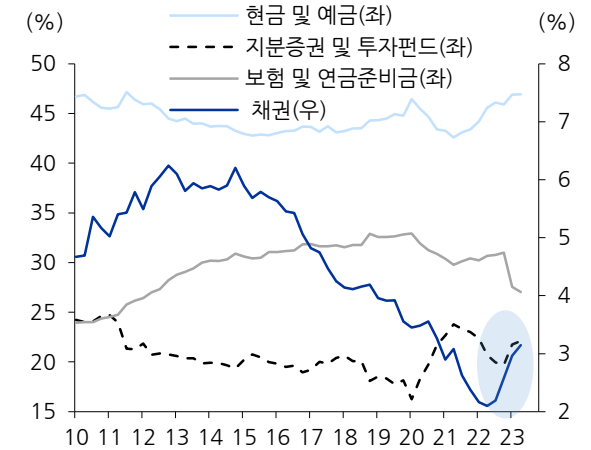
- 자금순환표를 통해 가계와 국외의 금융자산 보유 추이를 살펴보면 각 주체의 성격과 시기별 매매행태를 확인할 수 있음.
- 우리나라 가계는 현금 및 예금 보유 비중이 45% 내외로 압도적. 팬데믹 이후 동학개미운동으로 보험 및 연금 준비금 등 안전자산에 대한 보유비중을 낮추고 동시에 지분증권 및 투자펀드에 대한 비중을 23.8%까지 늘림. 한편 채권 수익률 상승이 본격화되면서 그간 하락하던 채권 보유 비중도 반등.
- **가계가 현금 및 예금에 대한 선호가 압도적인 것과는 달리 국외는 지분증권 및 투자펀드의 보유비중이 50.4%로 압도적.** 다만, 코로나 19나 러-우 전쟁 등 시스템 리스크 확산에 따라 주식 등의 보유비중을 낮췄고, 동시에 금, 현금 등 안전자산에 대한 비중을 늘려감. 가계와 마찬가지로 채권에 대한 누적운용액, 보유비중도 채권 수익률 상승에 따라 증가.

국외의 금융자산 보유비중 추이



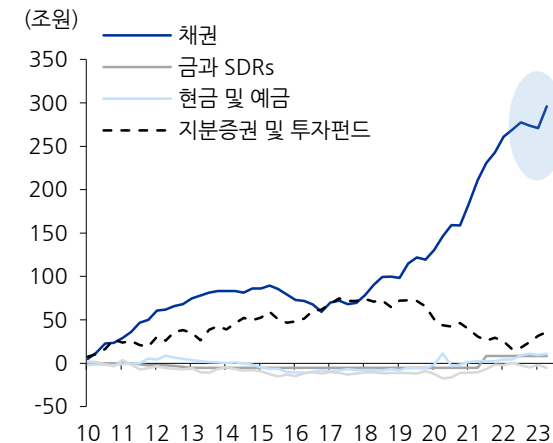
자료: 한국은행, 유진투자증권

가계의 금융자산 보유비중 추이



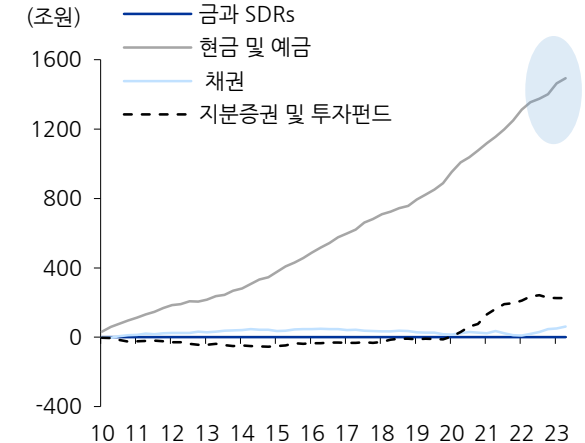
자료: 한국은행, 유진투자증권

국외의 자산별 누적 순취득액 추이



자료: 한국은행, 유진투자증권

가계의 자산별 누적 순취득액 추이



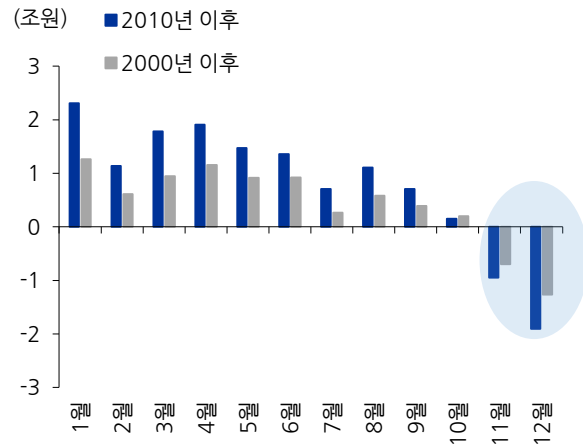
자료: 한국은행, 유진투자증권

수급의 계절성

역사적으로 연말로 갈수록 개인은 순매도, 외국인과 기관은 순매수

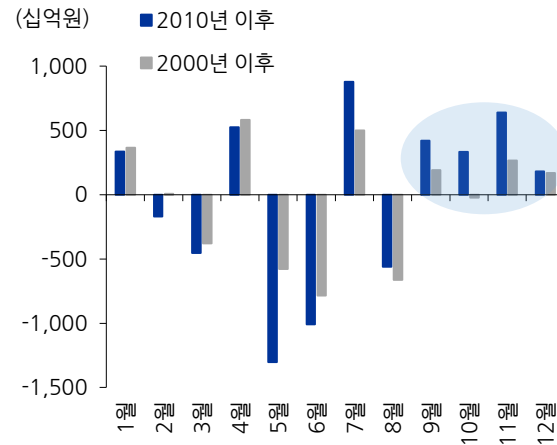
- 역사적으로 **개인**은 11~12월, 특히 12월에 집중적인 매도세 경향을 보유. 2010년 이후를 보면, 개인은 1~10월간 12.6조원을 누적 순매수하지만, 11월에 0.95조원, 12월에 1.9조원을 순매도. 여러 이유가 있겠지만 연말 대주주 양도소득세 회피 목적의 소형주 순매도를 들 수 있음. 이를 이용한 전략으로는, ①당해 개인 수급 비중 증가로 상승한 소형주 종목에 대해서는 가을 중 차익 실현하거나, ②연말 개인 수급의 이탈로 펀더멘탈 대비 낙폭이 확대된 소형주에 대해 1월 개인 매수세 유입 전 매수 등을 떠올려볼 수 있음. 지수보다는 종목단에서 차별화가 나타날 가능성이 높음.
- 외국인**은 4분기, 특히 11월을 중심으로 국내주식 순매수 경향이 존재. 3·4분기 우수한 실적이 기대되거나, 연말을 앞두고 배당 메리트가 있는 업종(통신, 금융주 등)·종목을 중심으로 외국인 매수세가 나타나는 경향이 있음. 기관은 11~12월 개인의 매도세를 받아 순매수 주체로 역할.

개인은 연말(특히 12월) 집중적 매도세 경향



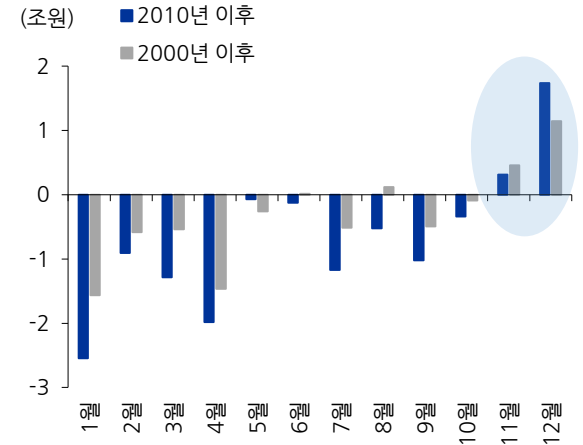
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인은 4분기(11월) 중심 국내주식 순매수



자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관은 연중 순매도 주체이나 연말 순매수



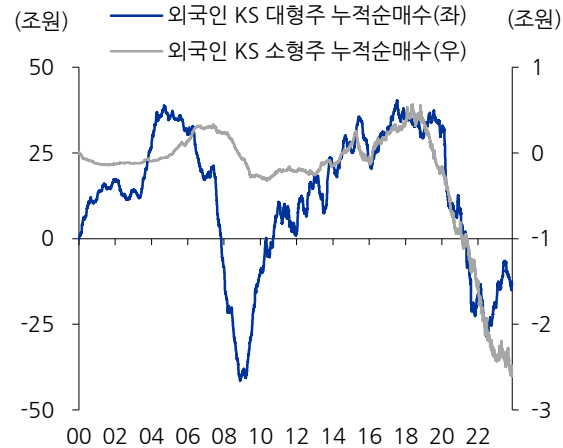
자료: Quantiwise, 유진투자증권

종목 규모별 외국인,개인 수급

외국인은 대형주, 개인은 소형주

- 과거 수급을 보면, 외국인은 양시장에서 소형주 선호도가 크지 않음. KOSDAQ에서는 내리 순매도 주체로 역할을 했고, KOSPI에서는 '18년 0.56조원까지 순매수를 보이기도 했지만 15개월 만에 순매도 포지션 전환.
- 또 다른 특징은 외국인은 글로벌 금융위기나 코로나19 팬데믹 등 시스템 충격이 있을 때 상대적으로 위험자산인 국내 주식을 팔아 순매도 포지션으로 변경. 위기가 진정된 이후에는 점차 순매수 포지션으로 복귀. 최근 -29조원까지 순매도가 확대된 이후, 현재는 점차 순매도 포지션을 줄이는 과정으로 보고, 향후 대형주 중심 순매수가 이어질 것으로 예상.
- 개인의 경우, KOSDAQ에서 소형주 순매수 규모가 대형주에 비해 훨씬 높음. 시가총액이 적은 소형주는 높은 변동성으로 단기 고수익이 가능하나 그만큼 리스크가 큰 특성을 통해 볼때 개인의 투자 성향을 파악할 수 있음.

외국인은 KOSPI에서 규모 무관 비중 축소



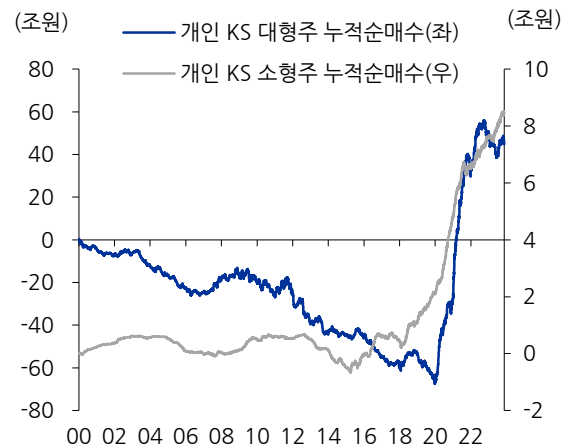
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인 KOSDAQ 대형주 매수 후 비중 축소



자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인은 KOSPI에서 규모 무관 순매수 확대



자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인은 KOSDAQ에서 대형주보다 소형주 매수



자료: Quantiwise, 유진투자증권

증시 상승 연료인 투자자예탁금

고금리가 개인 수급에 미치는 영향

- 시장의 에너지나 규모(Volume)는 개인의 영향이 크고, 이는 투자자예탁금을 통해 파악. 투자자예탁금의 증감은 KOSPI 지수의 증감과 동행하거나 소폭 선행하는 모습.
- 앞서 개인의 예금 선호에 비추어 볼 때, 금리는 투자자예탁금의 중요한 결정 요인임. 예금금리가 오르면 개인들은 예금을 늘리고, 이는 예탁금의 감소를 의미하기 때문. 즉, 예금금리는 투자자예탁금과 역의 상관관계.
- 정기예금금리는 지난 '08년 5.98%까지 상승한 이후 '21년 0.95%까지 하락. 예금의 매력도가 하락하며 예탁금은 지속적으로 증가했고, FOMO심리가 더해지며 '22년 1월 최고 수준을 기록(74.2조원). 다만 기준금리 인상에 예금금리도 상승하며 예금은 작년 3월 이후 213.4조원 증가했고, 예탁금은 고점 대비 올해 10월까지 27.7조원 감소.

증시에 대한 관심도를 의미하는 투자자예탁금은 KOSPI 지수와 동행하거나 소폭 선행하는 모습



자료: Quantiwise, 유진투자증권

금리가 상승하며 늘어난 정기예금 잔액은...



자료: Quantiwise, 유진투자증권

한편으로는 증시에 대한 관심도의 감소를 의미



자료: Quantiwise, 유진투자증권

실제 증시 에너지를 보여주는 거래대금

거래대금 증감은 증시 에너지와 관련

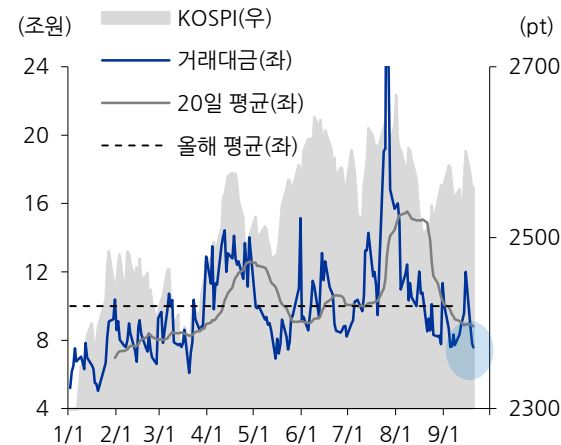
- 거래대금은 증시에서 매수주체, 매도주체간 얼마나 치열한 공방이 이루어지는지를 표현.
- **거래대금이 많다는 것은 그만큼 수급 주체들이 적극적으로 매매에 참여한다는 것을 의미하며 시장 에너지가 강함을 의미.** 거래대금이 수반된 증시의 상승/하락은 수급의 공방 끝에 나타난 상승/하락으로 신뢰도가 높음.
- 또는 앞서 살펴보았듯, 증시의 변곡점에서도 거래대금의 급증이 나타남. 상승(하락) 내러티브에서 하락(상승) 내러티브로 패러다임 전환(Paradigm Shift)되는 과정에서 매수,매도 주체간 치열한 경쟁이 나타나기 때문임.
- 한편 거래대금의 감소는 증시를 이탈하거나 관망하는 주체가 많아진다는 의미로, 지수 상승에는 제약으로 작용. 거래대금이 감소하는 증시의 상승은 신뢰도가 낮고, 거래대금이 감소하는 증시의 하락은 매수세 약화에 주로 기인하며 지수의 반등에 시간이 필요함을 의미.

실제 거래가 이루어지면 거래대금으로 기록되고, 거래대금의 증감도 지수와 유사한 움직임을 보임



자료: Quantiwise, 유진투자증권

매크로 악재에 거래대금 하락 추세 전환했고...



자료: Infomax, 유진투자증권

매수세 약화에 따른 거래 감소는 지수 하락 암시



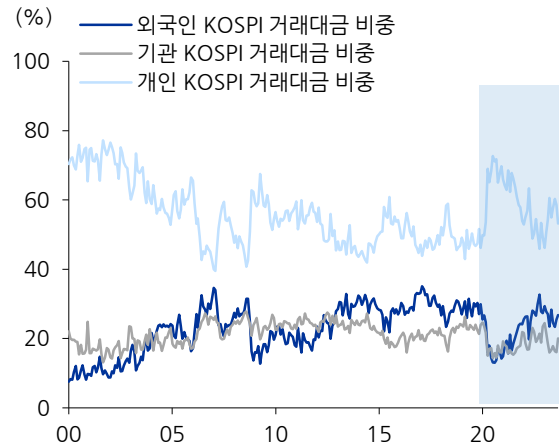
자료: Quantiwise, 유진투자증권

코로나19로 변화한 수급의 양상

팬데믹이 변화시킨 증시 생태계

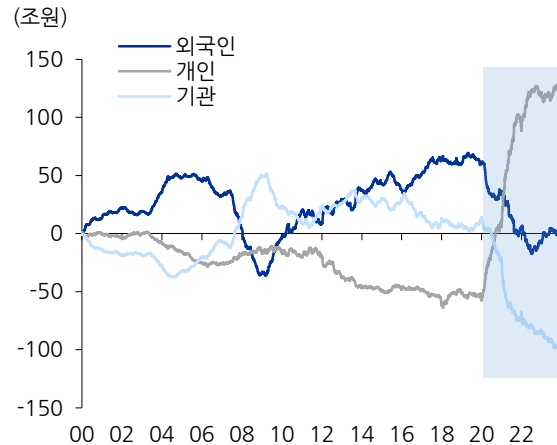
- 코로나19 전까지 개인은 주식 보유에 큰 관심이 없었음. '03년 이후 지속적으로 순매도 포지션에 있었고 점차 그 폭도 확대되고 있었음. **'19년 말 약 60조원을 누적순매도하던 개인은 코로나19 이후 동학개미운동을 통해 약 4년 만에 190조원을 사들이며 +130조원 순매수 포지션에 위치.** KOSPI 거래대금 중 개인의 비중도 50% 부근에서 70%까지 급증한 점은 개인들이 주식 거래에 대한 관심과 함께 보유액이 늘어났음을 확인시켜줌.
- 개인에 이어 두번째로 큰 거래주체인 외국인(거래대금 비중 평균 약 20%)은 앞서 살펴본 것처럼 팬데믹 시스템리스크에 안전자산 선호심리가 확대되며 국내 주식에 대한 순매도세를 보여줌. KOSPI와 높은 상관관계를 보이는 외국인 수급은 팬데믹 직후 상관성을 잃은 후 점차 0.8~0.9대로 회복.

동학개미운동으로 개인 거래대금 비중 급증



자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인 최대 순매수 주체 변모, 외인은 순매도



자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인 수급과 KOSPI의 상관관계 회복



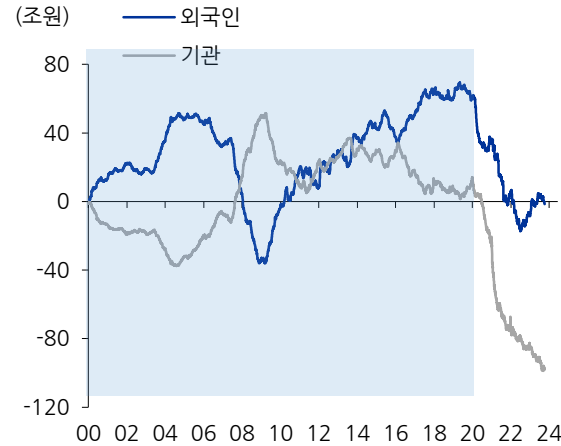
자료: Quantiwise, 유진투자증권

코로나19로 변화한 수급의 양상

주요 수급 주체였던 기관의 이탈

- 개인, 외국인, 기관의 수급 공방은 그간 데칼코마니같은 성격을 보여줌. 증시를 이끄는 주체 사이에 매수, 매도가 원활하게 이루어지면서 증시의 역동성이 유지되어온 것임.
- 팬데믹 이전 개인 수급의 영향력이 미미했을 때는 외국인과 기관의 수급이 서로 대칭을 보임. 외국인이 국내 주식을 팔 때 기관은 이를 방어해주는 역할을 해주기도 했음.

코로나19 전 외국인-기관이 수급의 짝이었다면



자료: Quantiwise, 유진투자증권

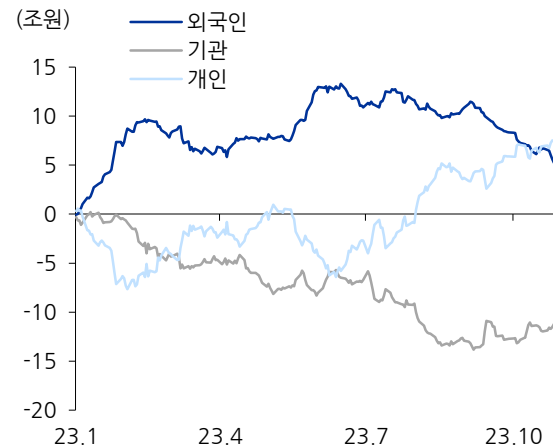
코로나19 후 개인이 외국인과 수급의 짝을 이룸



자료: Quantiwise, 유진투자증권

- **코로나19 이후 개인의 증시 참여가 활발해지면서 개인이 기존 기관의 지위를 대신해 외국인 수급과의 데칼코마니적 성격이 강화됨.**
- 기관은 오히려 팬데믹 이후 지속적으로 국내 주식의 비중을 줄이고 있음. '20년 중반 순매도 포지션으로 돌아선 이후 현재 약 -90조원 누적 순매도. 기관의 이탈로 인해 외국인의 누적 순매도 증가에도 오히려 지분율은 상승.

기관은 지속적으로 국내주식 비중 감소 추세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

최근 외국인의 매도세 확대에도 지분은 증가



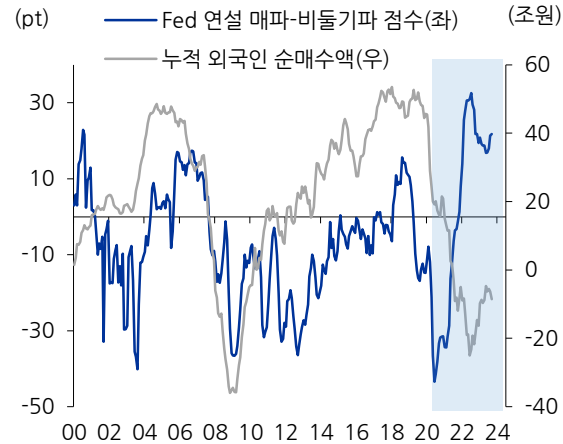
자료: Quantiwise, 유진투자증권

연준의 기조와 수급 주체의 반응

연준 기조와 높은 관련성을 갖는 수급

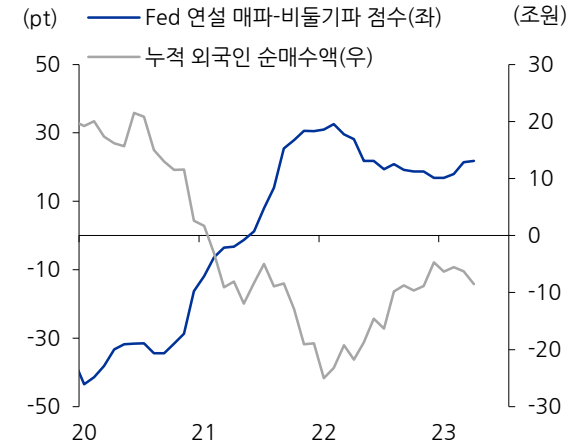
- JP Morgan Hawk-Dove Index는 JP 모건 체이스가 지난 25년간 발표된 연준의 성명과 총재의 연설 등을 ChatGPT로 분석해 매파(억제)에서 비둘기파(완화)까지 등급을 매긴 지수임. (+) 지수가 높을수록 긴축적, (-) 지수가 높을수록 완화적임을 의미.
- 역사적으로 외국인의 수급은 연준의 매파적 기조와 동행해왔음을 알 수 있음. 연준이 비둘기파적이라는 것이 당시 경제 상황 자체가 연준의 완화적 정책을 필요로 하는 시기였음을 의미하기 때문에 수급 또한 부진한 모습.
- 코로나19 이후에는 비용상승(Cost-push)과 수요견인(Demand-pull) 인플레이션의 상호 작용 속에서 高물가, 高금리 내러티브가 지배. 이에 연준의 긴축 스탠스에 외국인은 위험자산을 축소하고, 완화 스탠스에 순매수 확대. 개인은 역으로 연준의 매파적 입장과 반대로 움직여왔지만, 코로나19 이후 동행하는 모습.

코로나19 이전 외국인은 매파 점수와 비례



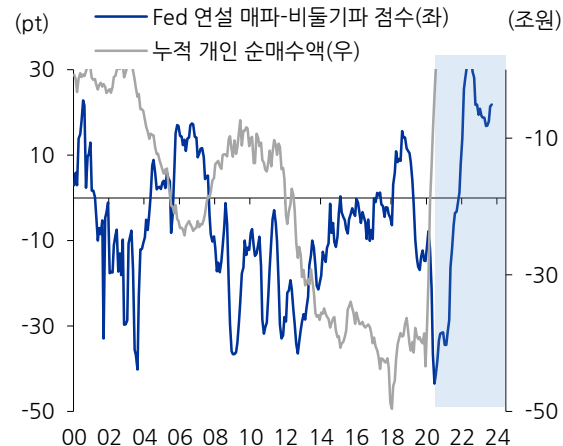
자료: Bloomberg, Quantwise, 유진투자증권

코로나19 이후는 매파적 스탠스와 반바레



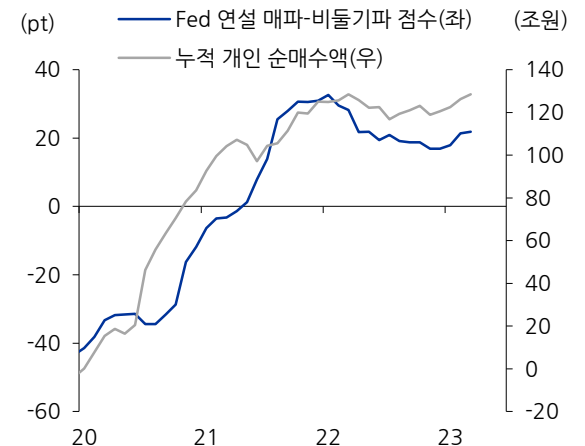
자료: Bloomberg, Quantwise, 유진투자증권

코로나19 이전 개인은 비둘기파 점수와 비례



자료: Bloomberg, Quantwise, 유진투자증권

코로나19 이후 개인은 매파 스탠스와 유사 흐름



자료: Bloomberg, Quantwise, 유진투자증권

03

외국인 수급에 주목하는 이유

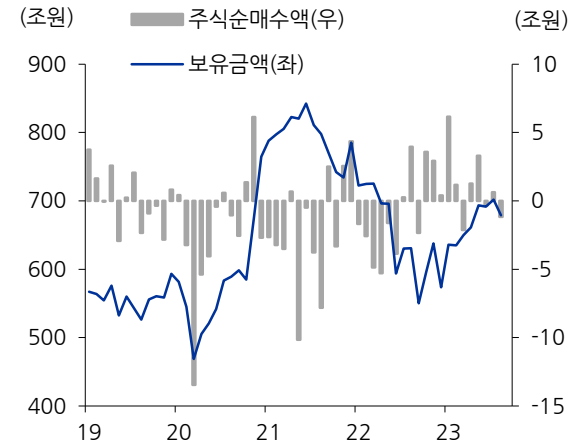
시장 방향, 종목 선정에 있어 참고할 만한 지침서

외국인 수급 현황

팬데믹 후 이탈한 수급은 회복 모색중

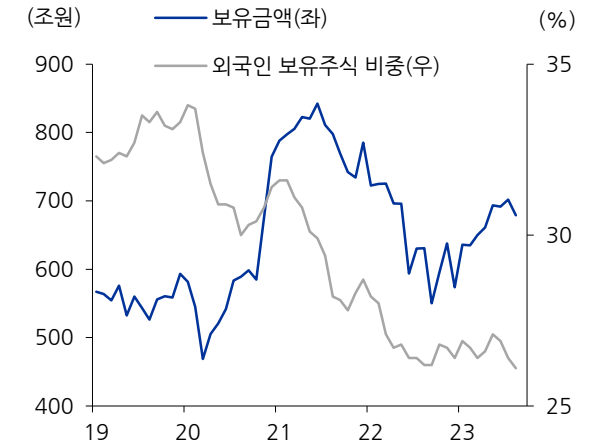
- 외국인은 팬데믹 이후 순매도 주체로 전환. 누적순매도를 줄여가던 외국인은 올해 6월 이후 5개월 연속 순매도를 보이다가 11월에 6개월 만에 순매수를 보이고 있음.
- 외국인 보유주식 비중도 지난 8월 글로벌 금융위기 당시인 '09년 4월 이래 가장 낮은 수준(26.1%)을 보였지만 그 이후로 소폭 반등해 10월에는 27.2%를 차지.
- ETF를 통한 수급을 보면, 한국 비중이 큰 해외 상장 ETF는 EWY, EEM, IEMG가 있음 (각각 한국 주식 비중 100%, 12%, 12%). EWY 매도세는 바닥을 확인하며 회복 가능성을 보여주고 있지만, 아직 신흥국에 대한 자금 이탈이 지속되고 있어 반등은 시간이 필요.
- 외국인의 수급에 주목하는 이유는 ①외국인이 종목 선정에 있어 우월한 성과를 보여왔고, ②외국인의 수급을 통해 지수의 방향성을 파악하는데 도움이 되기 때문임.

외국인 주식 보유금액은 점차 회복중



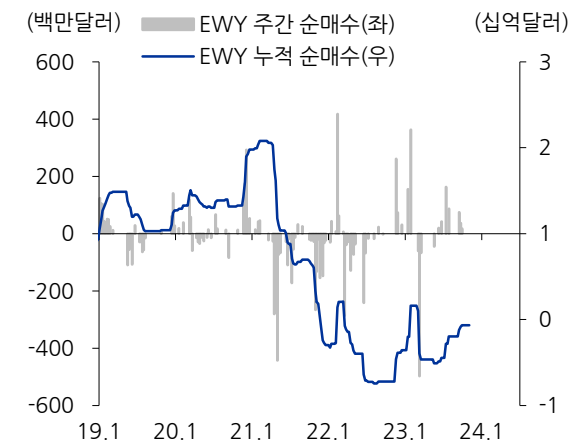
자료: 금융감독원, 유진투자증권

외국인 비중은 금융위기 이후 가장 낮은 수준



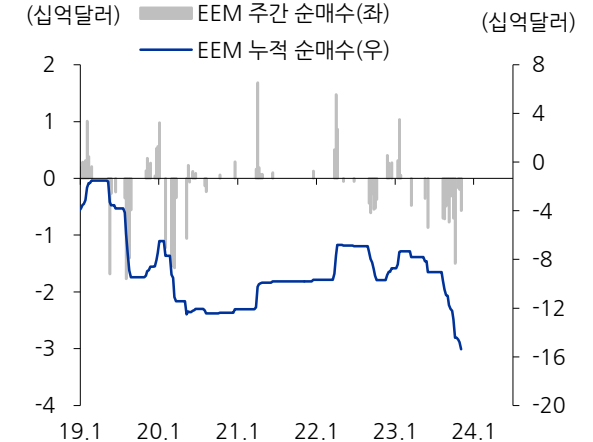
자료: 금융감독원, 유진투자증권

한국 비중 100%인 EWY 누적순매수 회복중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

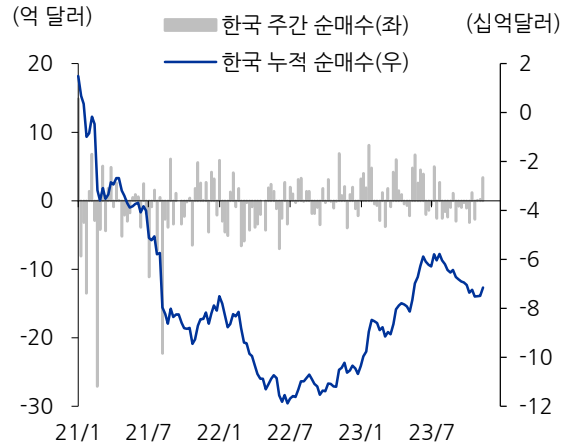
한국 비중 약 12%인 EEM은 아직 매도세



자료: Bloomberg, 유진투자증권

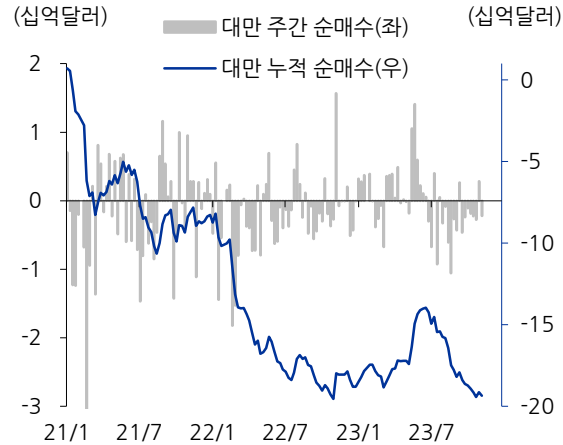
한국/대만/태국 유출, 일본/인도/베트남 유입

한국, 올해 하반기 이후 누적순매도 확대



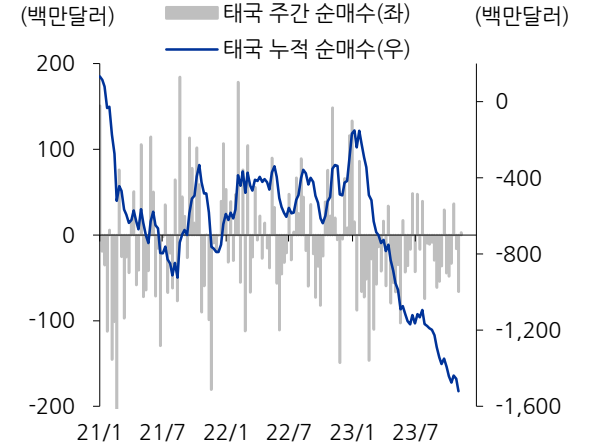
자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 누적은 '21년 이후

대만, 한국과 외국인 수급 유사한 움직임



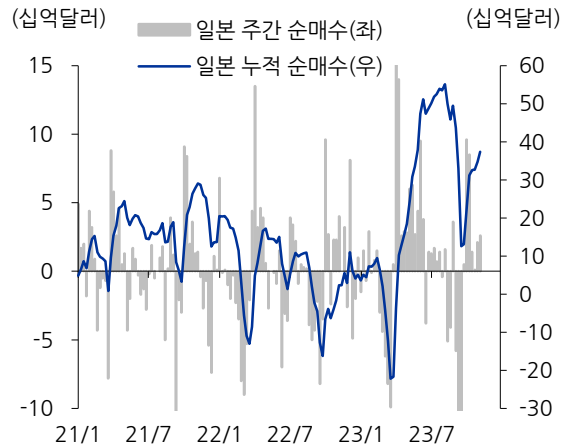
자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 누적은 '21년 이후

태국, 올해 초 이후 외국인의 가파른 매도세



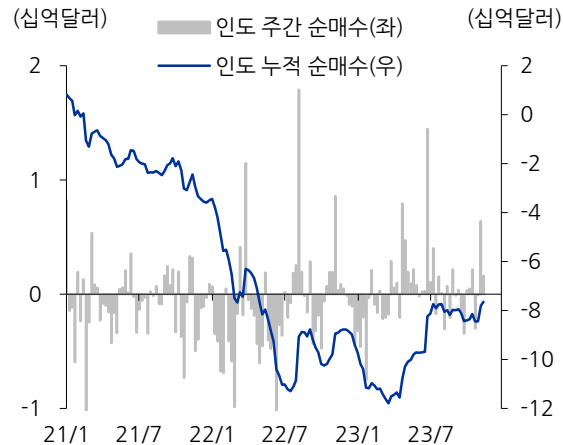
자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 누적은 '21년 이후

일본, 8월 단기 급격한 순매도 이후 재유입



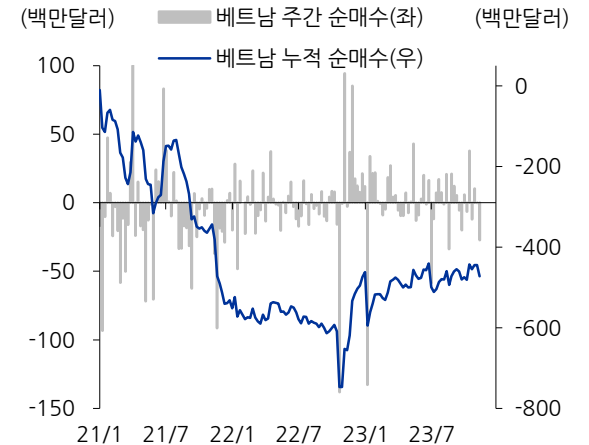
자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 누적은 '21년 이후

인도, 더디지만 누적순매도 서서히 축소중



자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 누적은 '21년 이후

베트남, 작년 10월 이후 외국인 유입 지속



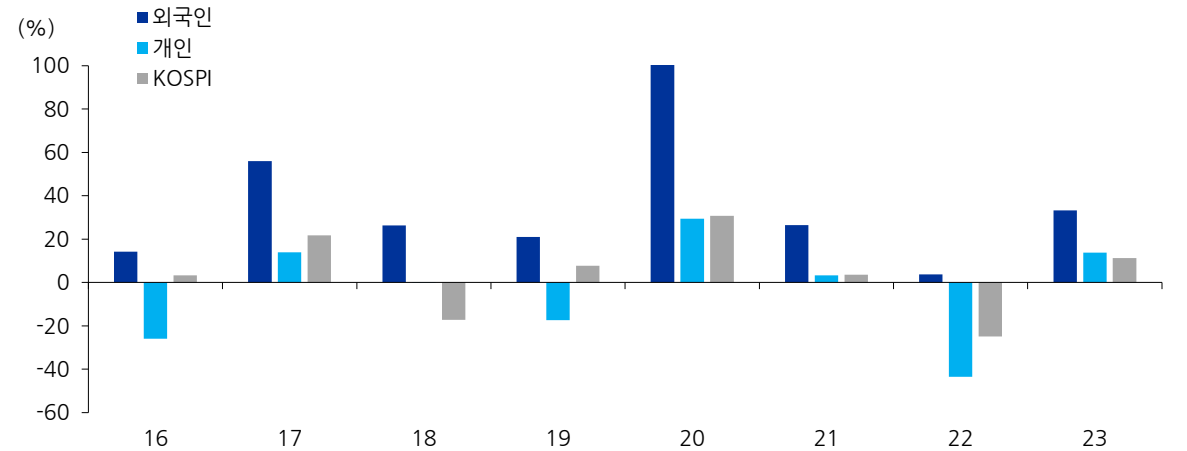
자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 누적은 '21년 이후

종목 선정에서 우위를 보인 외국인

개인 대비 종목 평균수익률 우위

- '16년도 이후 주요 주체의 순매수 상위10개 종목을 연간수익률을 비교.
- 지난 10월 분석까지만 해도 올해는 개인의 수익률이 외국인을 앞섰음.(231005, [“쌀쌀해진 증시, 외풍은 다시 불어올까?”\(링크\)](#)). 다만 그 후 2차전지 조정이 나타나며 올해도 외국인은 BM을 포함해 개인보다 아웃퍼폼.
- '16~'23년까지 8년 간 순매수 상위10개 종목을 평균 연간수익률은 KOSPI가 4.5%, 외국인이 63.7%, 그리고 개인은 -3.3%임.
- 개인들이 집중 매수한 2차전지·AI 종목들의 변동성이 커 상승이 큰 만큼 조정도 가파른 모습. 따라서 **외국인 수급을 참고하는 것은 수익률과 변동성 관리 측면에서 도움이 될 수 있음.**

올해를 포함해 지난 8년간 외국인은 종목 선정에 있어 개인의 성과를 아웃퍼폼



자료: Quantiwise, 유진투자증권

올해 개인은 2차전지 업종에 매수세 집중하며 높은 변동성을 겪는 중

순위	외국인순매수상위			기관순매수상위			개인순매수상위		
	종목명	금액	등락률	종목명	금액	등락률	종목명	금액	등락률
1	삼성전자	147,864	31.1	SK하이닉스	12,090	73.2	POSCO홀딩스	114,726	67.63
2	SK하이닉스	23,528	73.2	KB금융	5,496	12.58	LG화학	17,877	-19.33
3	현대차	16,338	22.1	NAVER	4,014	13.8	포스코퓨처엠	12,889	58.89
4	기아	8,218	43.7	삼성전자우	3,527	13.86	SK이노베이션	11,502	-11.62
5	에코프로	7,179	559.2	DB하이텍	3,396	48.86	에코프로비엠	9,048	158.41
6	삼성엔지니어링	5,507	13.5	현대엘리베이	3,158	66.25	엘앤에프	8,692	-14.64
7	LG전자	5,433	22.2	신한지주	2,912	2.56	삼성SDI	6,152	-24.87
8	현대모비스	5,202	14.5	삼성전기	2,890	6.82	LG생활건강	6,009	-53.25
9	두산밥캣	4,773	18.2	SK텔레콤	2,863	9.49	한화솔루션	5,965	-26.16
10	삼성전자우	4,675	13.9	금호석유	2,796	4.05	LG화학우	5,825	7.75

자료: Infomax, 유진투자증권 주: 억원, %, '23.11.17기준

주요 주체들의 연도별 순매수 상위 종목 추이(KOSPI+KOSDAQ)

외국인의 연도별 순매수 종목 순위

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	KB금융	삼성물산	삼성전자	LG화학	LG화학	삼성SDI	삼성전자
2	LG전자	SK하이닉스	SK하이닉스	신풍제약	SK텔레콤	우리금융지주	SK하이닉스
3	LG화학	엔씨소프트	카카오	삼성전기	KB금융	현대글로벌비스	현대차
4	삼성SDI	삼성에스디에스	삼성전기	셀트리온	하이브	KT&G	기아
5	POSCO홀딩스	LG	삼성SDI	알테오젠	카카오뱅크	SK하이닉스	에코프로
6	셀트리온	기아	우리금융지주	삼성SDI	에코프로비엠	LG화학	삼성엔지니어링
7	현대차	힐라홀딩스	LG전자	LG전자	삼성SDI	한화솔루션	LG전자
8	HD한국조선해양	GS건설	고려아연	SK케미칼	신한지주	클래시스	현대모비스
9	엔씨소프트	SK	삼성바이오로직스	두산퓨얼셀	크래프톤	KB금융	두산밥캣
10	하나금융지주	삼성엔지니어링	한국항공우주	펄어비스	카카오게임즈	한국항공우주	한화에어로스페이스

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주: 2023년은 11/17일 기준

가관의 연도별 순매수 종목 순위

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	넷마블	셀트리온	삼성전자	삼성바이오로직스	크래프톤	LG에너지솔루션	SK하이닉스
2	NAVER	삼성SDI	SK하이닉스	POSCO홀딩스	카카오페이	신한지주	KB금융
3	LG전자	두산밥캣	현대차	기아	삼성바이오로직스	셀트리온	NAVER
4	카카오	HD한국조선해양	셀트리온	미래에셋증권	고려아연	한진칼	DB하이텍
5	한미약품	LG화학	NAVER	신풍제약	LG이노텍	한화솔루션	현대엘리베이
6	롯데쇼핑	한국전력	신한지주	포스코퓨처엠	KT	LG생활건강	신한지주
7	셀트리온	카카오	SK텔레콤	HMM	한화투자증권	삼성바이오로직스	삼성전기
8	한국타이어엔테크놀로지	삼성중공업	POSCO홀딩스	DB하이텍	S-Oil	한국전력	SK텔레콤
9	삼성바이오로직스	CJ대한통운	KB금융	SK바이오팜	LG디스플레이	삼성생명	금호석유
10	HD현대	고려아연	카카오	에코프로	에스엠	씨에스윈드	CJ

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주: 2023년은 11/17일 기준

주요 주체들의 연도별 순매수 상위 종목 추이(KOSPI+KOSDAQ)

개인의 누적 순매수 종목 순위

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	삼성전자	삼성전자	KT&G	삼성전자	삼성전자	삼성전자	POSCO홀딩스
2	SK하이닉스	셀트리온헬스케어	셀트리온헬스케어	현대차	현대모비스	NAVER	LG화학
3	LG디스플레이	셀트리온	아난티	NAVER	카카오	카카오	포스코퓨처엠
4	한국항공우주	현대로템	SK텔레콤	신한지주	현대차	SK하이닉스	SK이노베이션
5	한국전력	LG전자	SK이노베이션	카카오	SK하이닉스	두산에너지빌리티	에코프로비엠
6	삼성바이오로직스	한국항공우주	이마트	SK	LG전자	카카오뱅크	엘앤에프
7	셀트리온헬스케어	현대건설	KT	셀트리온헬스케어	NAVER	에코프로비엠	삼성SDI
8	아모레퍼시픽	LG디스플레이	헬릭스미스	한국전력	SK바이오팜	LG전자	LG생활건강
9	코오롱티슈진	현대엘리베이	롯데쇼핑	SK하이닉스	금호석유	삼성전기	한화솔루션
10	효성	POSCO홀딩스	기업은행	KT&G	엔씨소프트	SK아이이테크놀로지	루닛

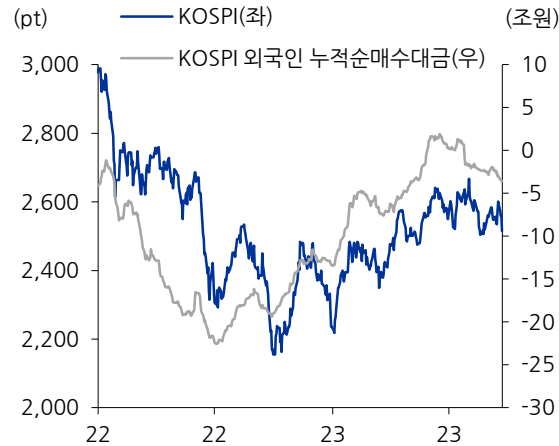
자료: Quantiwise, 유진투자증권 주: 2023년은 11/17일 기준

지수 방향성 파악에 용이

외국인의 수급 및 지수의 방향성 유사

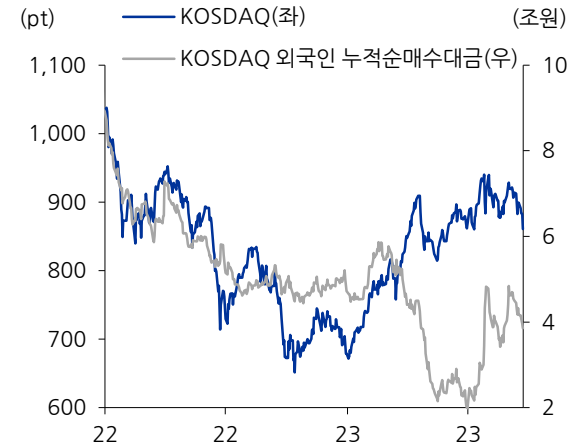
- 외국인의 양시장 거래대금 비중은 월평균 16.8%(개인은 68.0%)로 개인에 비해 작은 규모에도 지수 방향성과 주도주 선택을 주도.
- '08년 이후를 보면 팬데믹 기간 제외, KOSPI 수익률과 외국인 수급의 상관관계는 매우 높으며 올해 그 상관관계가 0.8~0.9까지 회복.
- 단순히 외국인 수급과 지수의 방향성(상승 or 하락)만을 비교했을 때 더 명확한 관계가 나타남. 역사적으로 외국인 수급과 지수의 방향성이 겹친 거래일수는 KOSPI가 63.1%, KOSDAQ이 65.7%이며, 올해, 그리고 하반기로 올수록 관련성이 높아지는 것을 확인.
- 개인은 거래대금 등 규모가 큰 대신 거래의 방향성이 산발적이기 때문에 일부 상쇄되는 반면, **외국인은 투자 판단에 따른 자금 응집력이 뛰어난 만큼 시장 영향력이 증대.**

외국인 수급은 KOSPI와 동행하거나 선행



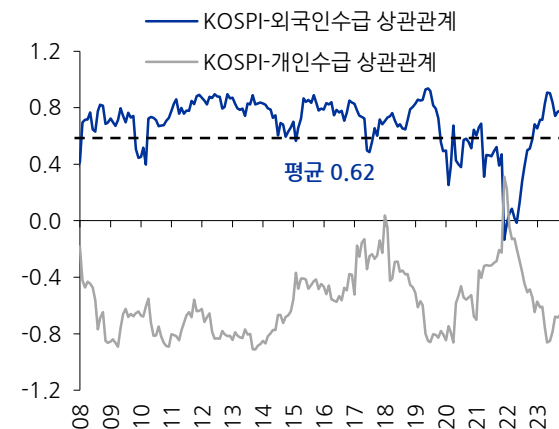
자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSDAQ도 거래 방향성은 유사한 흐름



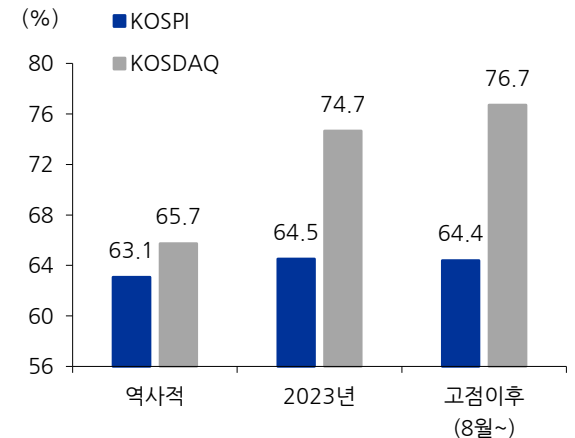
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인 수급과 KOSPI 수익률 관계는 높음



자료: Quantiwise, 유진투자증권

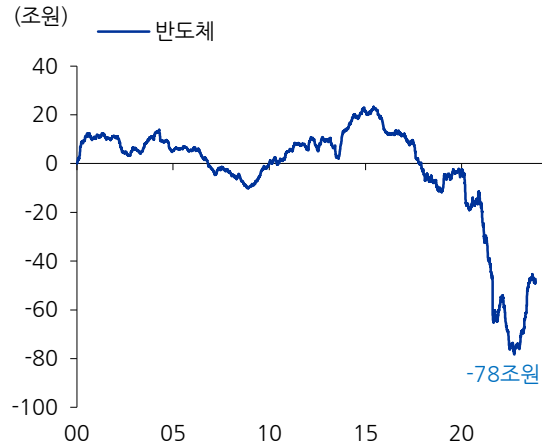
단순히 방향성만 보면 KOSDAQ 영향 증대



자료: Quantiwise, 유진투자증권

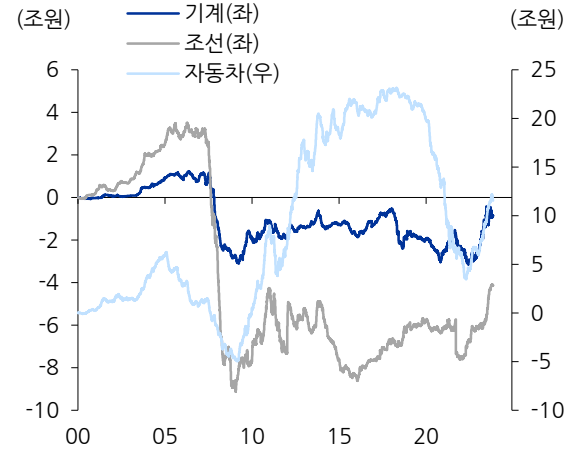
업종별 외국인 누적순매수액 추이

반도체, 작년 -78조원 순매도 확대 후 반등



자료: Quantiwise, 유진투자증권

실적개선 기대 주력산업 순매수 회복세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

철강, 올해 들어 외국인의 가파른 순매도세



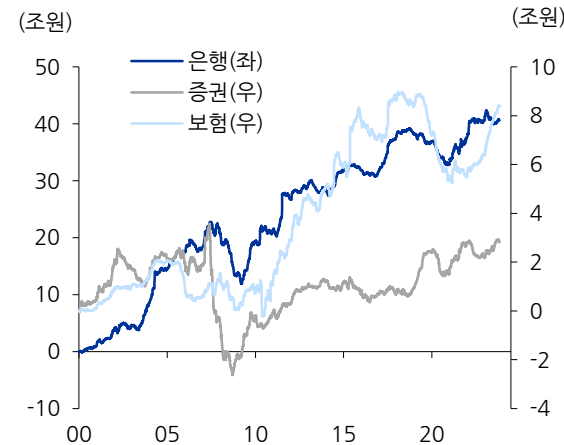
자료: Quantiwise, 유진투자증권

중국 관련 소비재 누적순매수액은 차차 감소



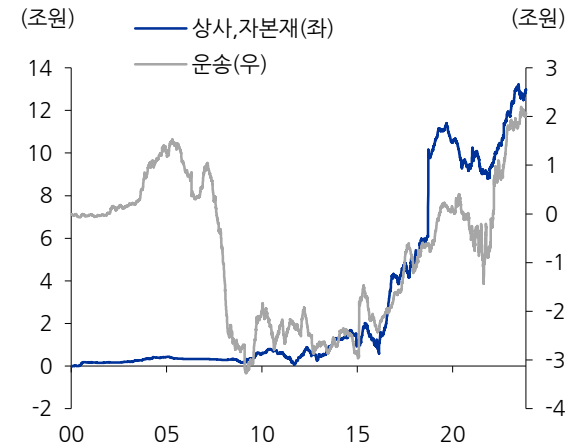
자료: Quantiwise, 유진투자증권

금융주에 대해서 외국인은 지속적 순매수



자료: Quantiwise, 유진투자증권

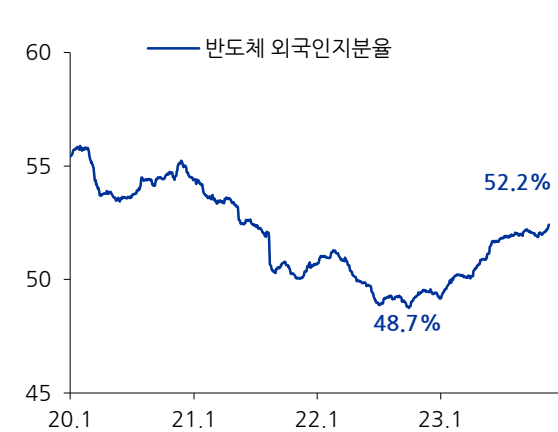
산업재(상사/자본재,운송) 가파른 매수세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

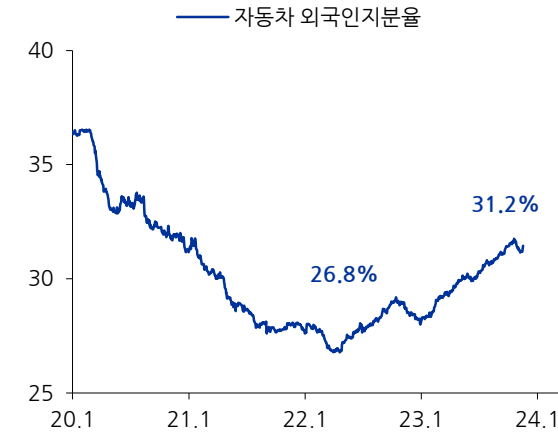
업종별 외국인 지분율 추이

반도체, 작년 하반기 이후 외국인 지분 회복중



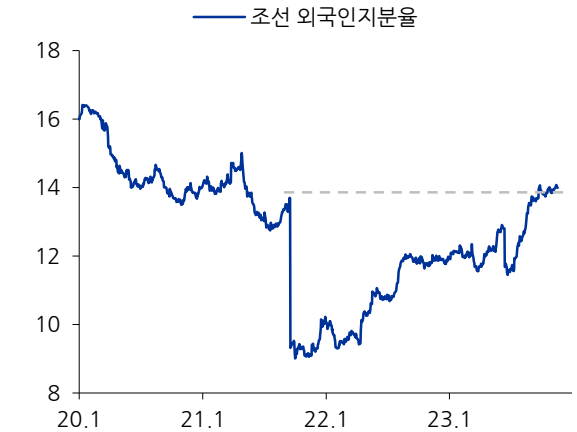
자료: Quantiwise, 유진투자증권

자동차도 작년 초 이후 외국인 지분 회복 추세



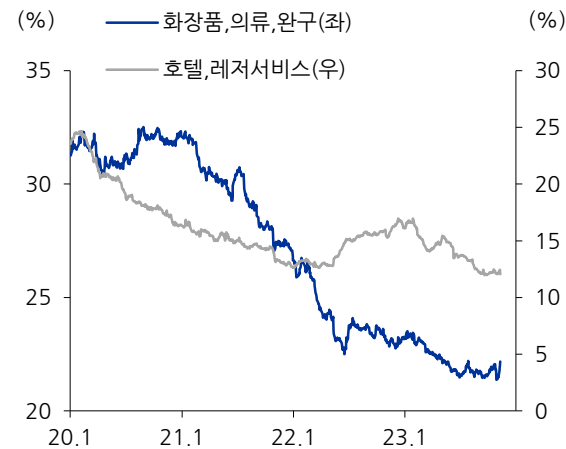
자료: Quantiwise, 유진투자증권

조선, '21년 전고점 부근까지 지분율 회복



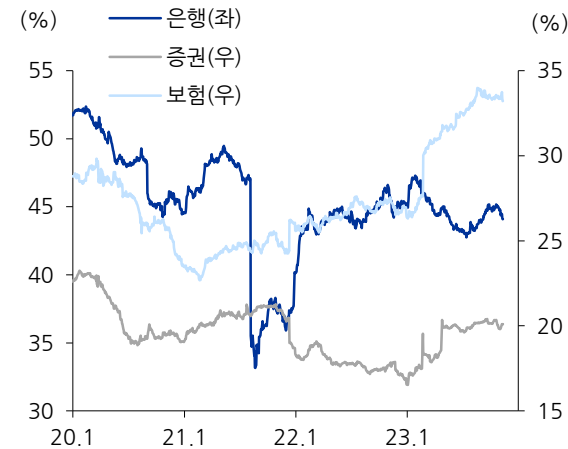
자료: Quantiwise, 유진투자증권

중국 관련 소비재의 외국인 지분율 지속 하락



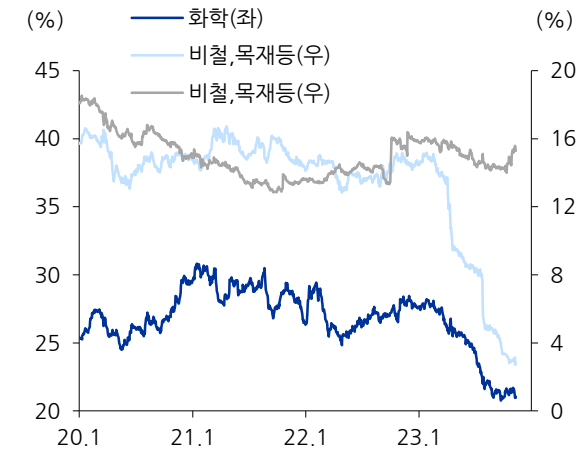
자료: Quantiwise, 유진투자증권

보험을 제외하고 은행/증권 지분율은 회복



자료: Quantiwise, 유진투자증권

소재(화학, 철강, 비철목재 등) 지분율 감소



자료: Quantiwise, 유진투자증권

04

긴축 사이클 종료와 금리 인하

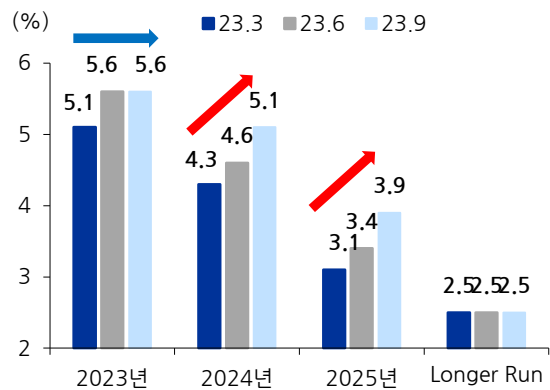
과거 사례를 통해 본 금리동결기/인하기 주가와 수급의 흐름

팬데믹 금리 인상 사이클의 종료

추가 금리 인상에 대해 연준도 신중한 입장

- 작년 3월부터 시작된 긴축 사이클이 막바지에 이름. 9월 FOMC에서 연준은 연내 1회 추가 인상 가능성과, 내년 약 50bp ‘수준’의 금리 인하를 전망, 다만 연준에서는 기대물가 자극을 고려해 금리인하 ‘시기’에 대한 언급을 자제하고 있음. 아직 ‘Higher for Longer’에 만장일치를 보이고 있는 만큼, 데이터 상으로 확신이 들 때까지 인하 시기에 대한 힌트를 주지 않을 가능성이 높음. 반면 시장에서는 올해 동결, 내년 4회 인하 베팅 기대까지 나타남.
- 연준 내에서도 최근 금리 인상 종료 가능성에 대한 이야기는 나오고 있음. 래피얼 보스틱(10/10일), 패트릭 하커(10/13일) 등 비둘기파적 인사는 추가 금리 인상이 불필요함을 언급. 여기에 더해 로리 로건(10/10일), 닐 카시카리(10/10일) 등 매파적 인사들의 발언도 다소 유해졌음. 그 근거는 **최근 가파르게 솟은 장기금리가 오래 유지된다면 연준의 역할을 대신해 금융시장의 제약적 환경을 조성한다는 것임.**

9월 FOMC에서는 연내 1회 추가 인상 전망



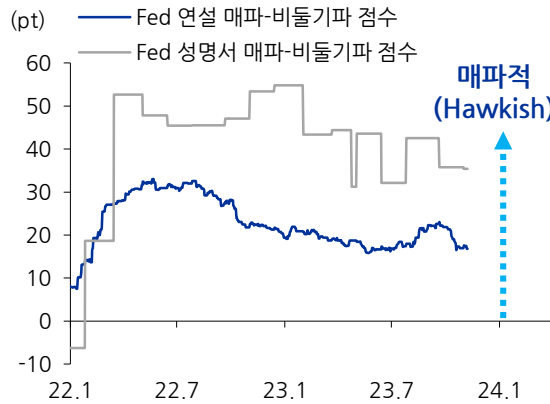
자료: Fed, 유진투자증권

반면 연방기금금리선물시장은 동결 베팅 우위

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-12-13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	47.8%	39.5%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	32.0%	43.3%	17.7%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.8%
2024-09-18	0.0%	0.0%	2.4%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%
2024-11-07	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	32.1%	23.8%	9.1%	1.4%
2024-12-18	0.9%	6.5%	19.0%	29.5%	26.3%	13.6%	3.8%	0.4%

자료: CME Fedwatch, 유진투자증권

연준의 입장도 최근 매파에서 한걸음 물러서



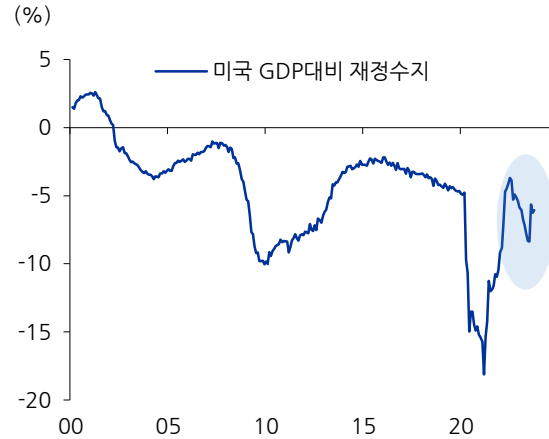
자료: Bloomberg, 유진투자증권

완만한 둔화가 예상되는 장기금리

미국의 정책조합은 금리 하방 경직적

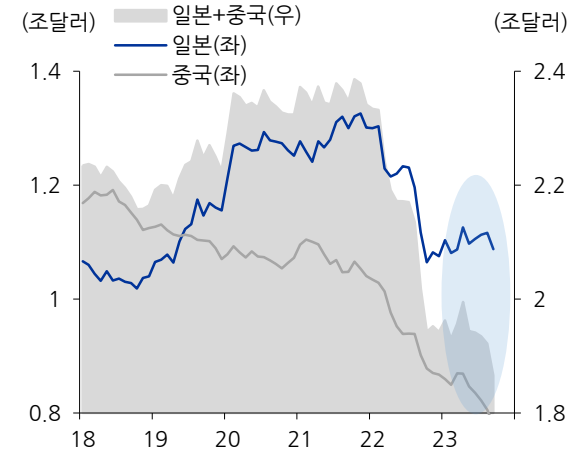
- 한때 장중 5%를 돌파하기도 했던 미국 장기금리는 최근 중동 사태로 인한 안전자산 선호 심리 및 실물경제지표의 둔화로 4.44%까지 하락. 다만 장기금리 수준은 4.5% 전후에서 박스권을 형성할 것으로 예상됨.
- 미국은 확장적 재정정책과 긴축적 통화정책의 정책조합을 사용하는데, 이는 금리를 상방으로 밀어올리는 효과를 냄. ①IRA 보조금 등 경기 부양을 위해 작년 하반기부터 재정적자가 재차 확대되고 있음. ② 통화정책에서는 QT로 미국 장기채의 기간프리미엄이 상승. 목적성과 장기금리 조절을 위한 방법 측면에서 QT는 동결기에도 지속될 것으로 전망.
- 채권의 수요 측면에서는 일본·중국 등 미국 채권 최다 보유국들이 통화가치 방어를 위해 미국채를 매도하면서 국채가격 하락(금리 상승)에 기여. 중국의 미국채 보유량은 최근 8천억 달러 이하까지 급감(9월 기준)하며 '09년 이후 최저.

미국의 재정적자 규모 확대는 금리 상승 요인



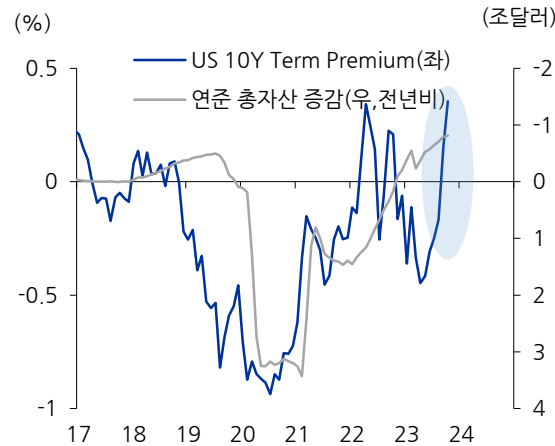
자료: Bloomberg, 유진투자증권

일본,중국 등 주요 미국채 보유국의 매도세 지속



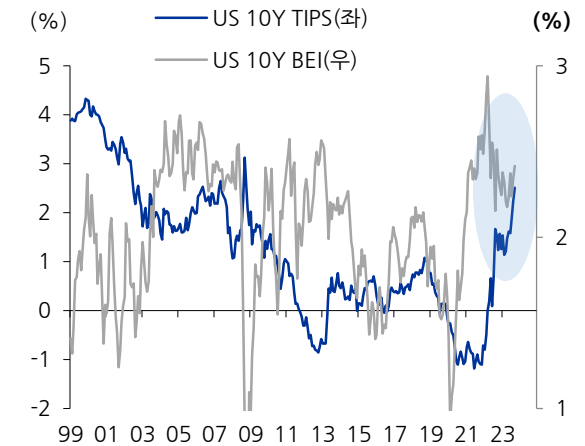
자료: US department of the treasury, 유진투자증권

QT에 따른 term premium 상승 추세



자료: Bloomberg, 유진투자증권

실질금리 가파르게 오르며 추가 급등은 한계



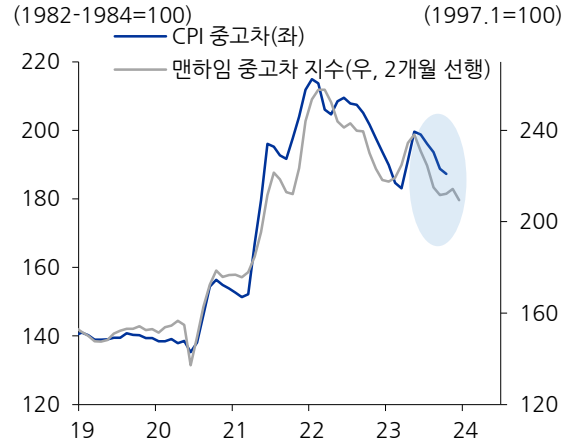
자료: Bloomberg, 유진투자증권

울퉁불퉁한 구간을 지나는 물가

천천히 안정되어가고 있지만

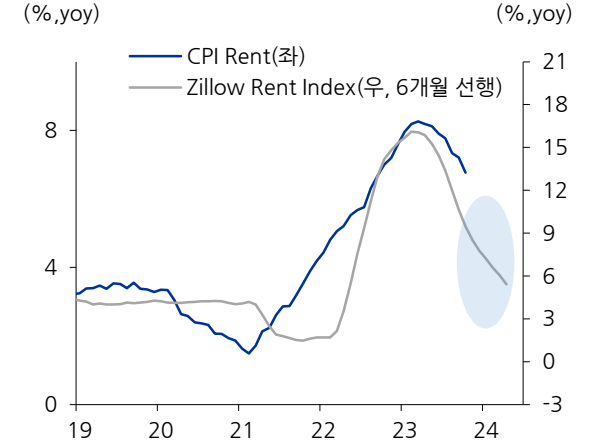
- 미국의 CPI는 Headline이 작년 6월, Core 물가는 작년 9월 피크였음. 이러한 기저효과로 상반기 중 골디락스 기대감이 나타나기도 함.
- 다만 중동 사태 악화로 인한 가파른 에너지 가격 상승과 기저효과 종료는 물가의 가파른 하락세에 제동을 걸며 반등하는 모습도 연출.
- 중동은 과거 다수 분쟁 사례가 단기·국지전에 그쳤고('05년 이후 분쟁 지속기간은 2~49일), 국제사회 중재 노력 지속되면서 확전에 따른 유가 급등이라는 Worst scenario는 피할 것으로 보임. 또한 고용지표에서도 과열 냉각의 신호들이 출현.
- **선행지표들도 엇갈린 신호를 보이면서 물가는 천천히 안정되어가지만, 등락을 보일 것으로 예상.** 특히 연준이 주목하는 근원 물가에 6개월 선행하는 미국 ISM 비제조업 물가 지수를 보면, 근원 물가의 반등 가능성도 여전.

중고차 지수의 하락세 지속



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주택 관련 지수도 시차를 두고 둔화중



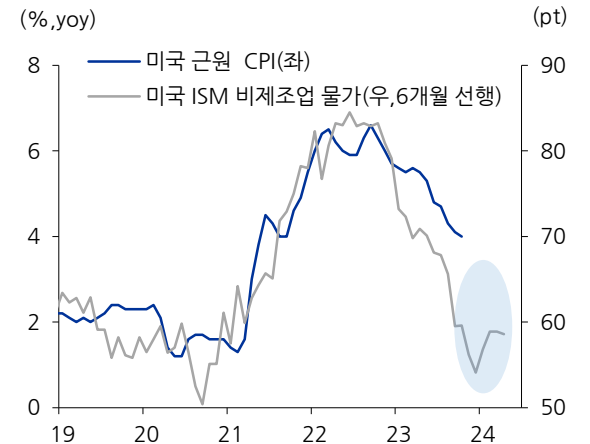
자료: Bloomberg, 유진투자증권

임금 상승세의 둔화는 좀 더 지켜볼 필요



자료: Bloomberg, 유진투자증권

근원 CPI의 반등 가능성도 여전



자료: Bloomberg, 유진투자증권

과거 금리 동결기의 모습

과거를 통해 보는 금리 동결기 특징

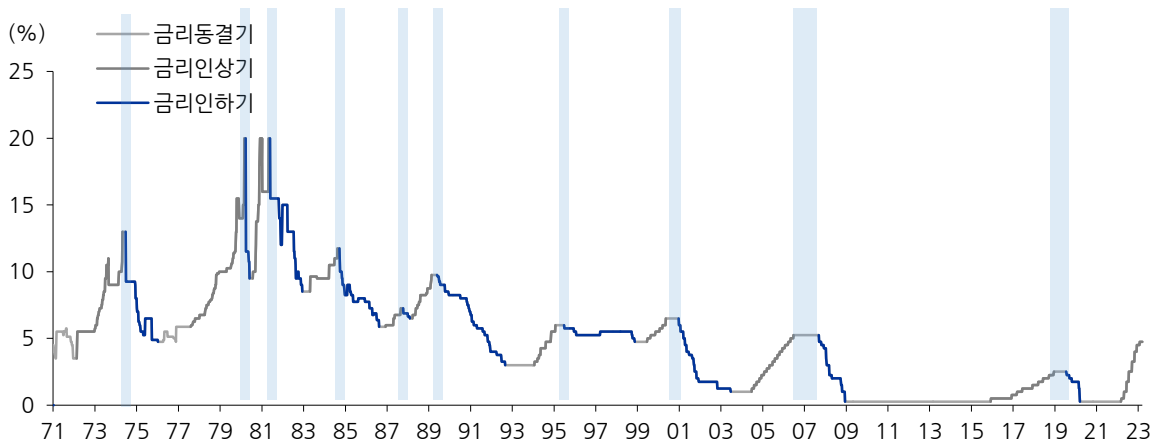
- 2024년 미국은 상반기 동안 기준금리를 동결하고 하반기 약 50bp의 금리 인하가 전망. **과거 금리동결기의 국내 증시 주가와 외국인의 수급을 살펴보는 것은 내년 상반기 증시와 수급의 향방을 찾는 데 도움이 될 것.**
- 1970년 이후 긴축기 기준금리 인상 후 동결을 한 것은 10번 가량이며, KOSPI의 영향을 살펴볼 수 있는 2000년 이후로는 00년, 06년, 18년 총 3번이 있음.
- 역사적으로는 금리 인상 후 약 4.6개월 간의 동결 기간이 있었고, 2000년 이후에는 평균 약 10개월임. 특징적인 것은 이는 현재 기준 연방기금금리선물시장에서 전망하고 있는 동결 기간인 9개월과 유사하다는 것임.
- 또 한가지 특징은 과거에 비해 최근으로 올수록 금리 인상 사이클 종료 이후 금리 동결 기간이 길어진 모습도 확인할 수 있음.

2000년대 이후 평균적인 금리동결 기간은 약 10개월

	금리 인상 종료일(A)	금리 인하 시작일(B)	금리동결기간(B-A,일)	금리동결기간(월)
1	1974-05-03	1974-07-05	63	2.1
2	1980-03-03	1980-04-04	32	1.1
3	1981-05-08	1981-06-05	28	0.9
4	1984-08-24	1984-10-05	42	1.4
5	1987-09-04	1987-10-23	49	1.6
6	1989-02-24	1989-06-09	105	3.5
7	1995-02-01	1995-07-06	155	5.2
8	2000-05-16	2001-01-03	232	7.7
9	2006-06-29	2007-09-18	446	14.9
10	2018-12-19	2019-07-31	224	7.5
		평균	137.6	4.6
		2000년대 이후 평균	300.7	10.0

자료: 유진투자증권 주 : 과거 데이터의 경우, 변동 주 마지막 거래일 기준

과거에 비해 최근으로 올수록 금리 인상 사이클 종료 후 금리 동결기간이 길어지는 모습



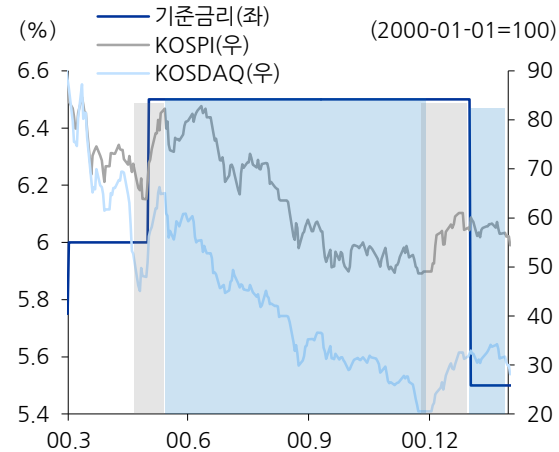
자료: Bloomberg, 유진투자증권

과거 금리동결기 주가의 향방

금리 인상 마지막 국면은 대체로 상승

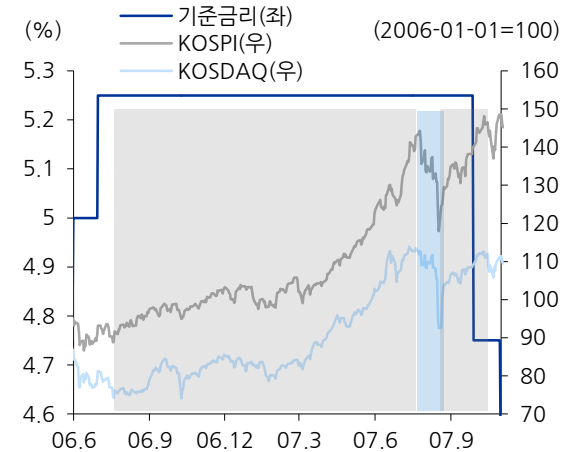
- 2000년 이후의 사례들을 살펴보면 대체로 미국의 마지막 금리인상 국면은 긍정적.
- 2000년, 2006년, 2018년 모두 마지막 금리 인상 직전 양시장이 지지부진한 모습을 보이다가, 마지막 금리인상 즈음 주가 반등. 상승 기간의 차이는 있지만, 미국 마지막 금리인상 국면에 대한 좋은 기억이 남아있음.
- 특이한 점은 이번 사이클의 경우 미국의 소매 판매나 고용·물가 등 견조한 실물경제지표가 지속되면서 금리 인상 사이클은 끝날 듯 끝나지 않고 이어졌음. 이에 안도 랠리-실망 매도가 반복되는 모습을 보이기도 함.
- 7월 인상 이전 올해 3번의 기준금리 인상 시점을 보면 비슷하게 인상 직후 주가가 반등하는 모습을 보임. 11월 FOMC 전후로는 연준 인사들의 발언이 완화적으로 물러섰고, 금리 동결 기대감에 재차 단기 랠리 연출.

마지막 금리 인상 후 반짝 반등한 2000년



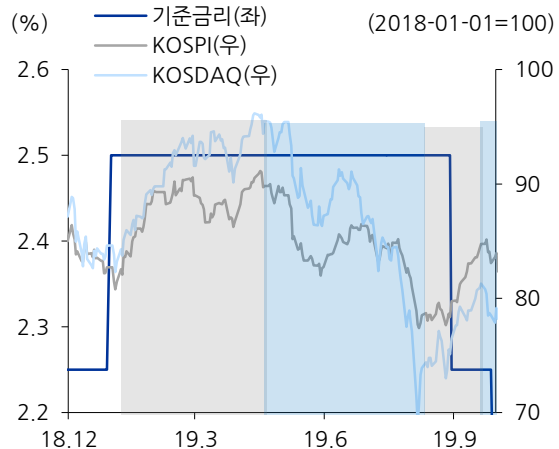
자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

증시가 강하게 반등했던 2006년 주가 흐름



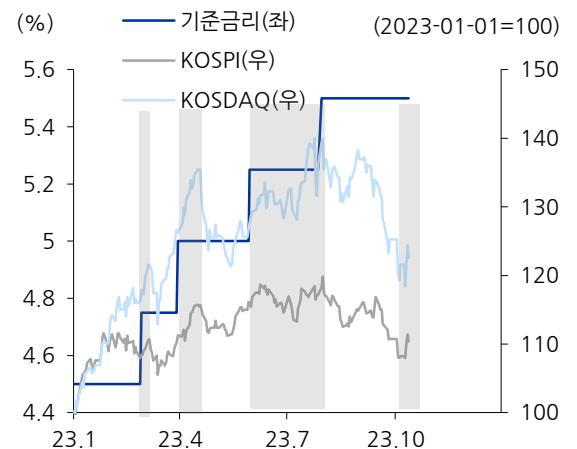
자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

2018년 금리동결기 당시 주가 흐름



자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

긴축 종료 안도 랠리-실망 매도가 반복된 올해



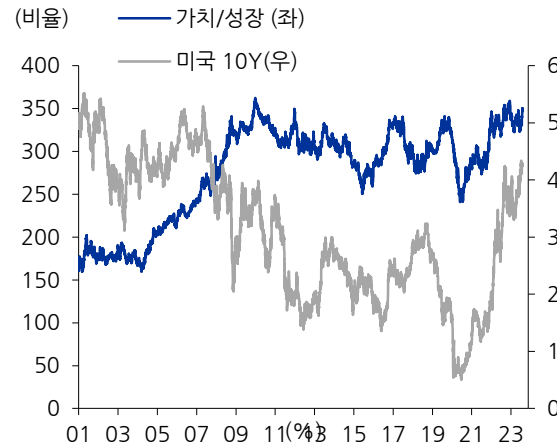
자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

금리동결기 가치주, 대형주 강세

성장주/소형주보다 가치주/대형주

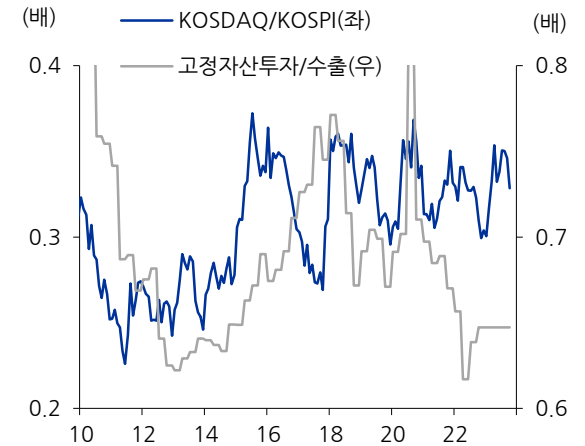
- 과거 3회 금리동결기의 공통점은 성장주 대비 가치주의, 소형주 대비 대형주의 강세임.
- 긴축기 높아진 금리는 이자비용 등으로 부담으로 작용. 미래 수익을 현재가치로 환산하기 위한 할인율도 성장주에 상대적으로 불리.
- 과거 긴축 후 동결기에도 이런 공식이 대체로 맞아떨어졌음. 올해도 가파르게 상승한 국채금리와 함께 가치주의 상대강도도 강한 모습.
- 역사적으로 대형주(KOSPI)가 중소형주(KOSDAQ)보다 좋을 때는 수출이 내수(투자)보다 좋을 때임. 상반기 내수 둔화 속도에 비해 수출이 더 부진했던 만큼 소형주가 더 강했고, 지수보다 종목별 흐름이 더 활발했음.
- 4분기부터 반도체를 중심으로 수출이 반등할 것으로 기대되는 만큼, 2024년 KOSPI의 상대적 아웃퍼폼 예상.

가치주/성장주 상대강도 역사적 추이



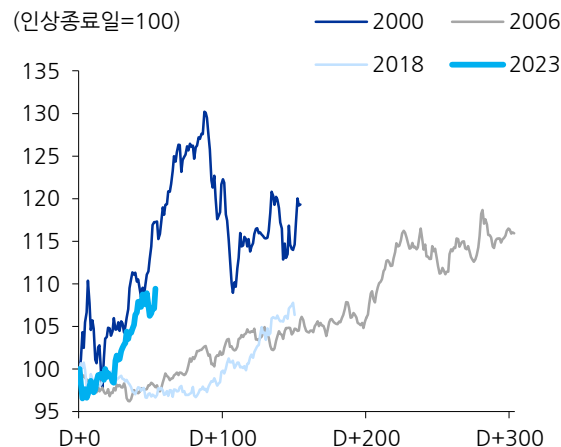
자료: Refinitiv, 유진투자증권

KOSDAQ/KOSPI 상대강도 역사적 추이



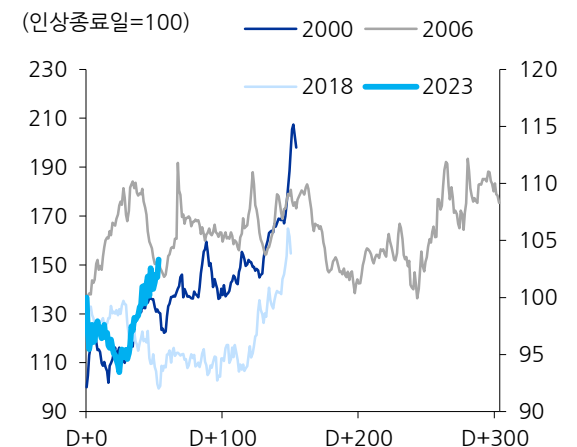
자료: Refinitiv, 유진투자증권

공통적으로 가치주가 성장주 대비 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

공통적으로 대형주가 소형주 대비 강세



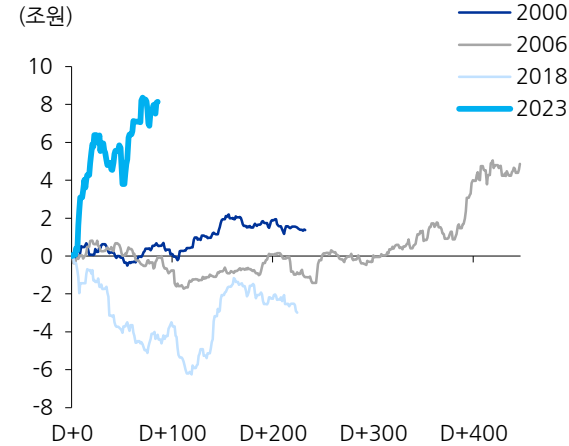
자료: Refinitiv, 유진투자증권

과거 금리동결기 수급 분석

주가에 비해 수급은 불규칙적

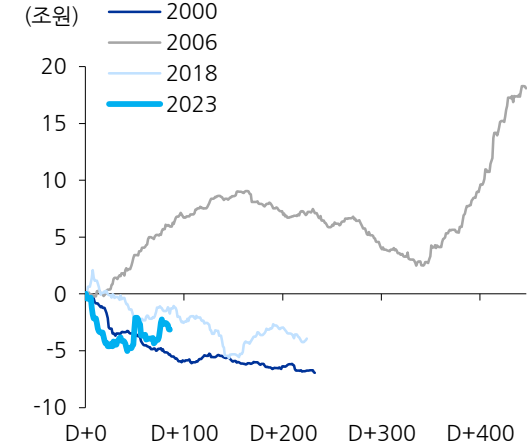
- 주가에 비해서 금리동결기 수급의 동향은 불규칙적. 이는 기준금리 외에도 유동성 상황이나, 경기/업황 사이클, 환율, 위험자산 선호 등 다양한 매크로 변수 상황과 당시의 내러티브가 투자 심리에 영향을 미치기 때문임.
- 개인은 2018년을 제외하고 금리동결기 대체로 순매수 하는 모습을 보임. 2000년이나 2006년에 비해 올해 매수세가 가파른 것이 특징적임. 동학개미운동 이후 개인의 증시 참여가 활발해진 모습을 확인할 수 있음.
- 한편 기관의 경우 2006년 상승장(금리동결기 동안 KOSPI 45.6% 상승)과 겹치며 대규모 순매수 보인 것을 제외하면 대부분 순매도.
- 외국인은 2000년과 2018년은 순매수세가 지속되었고, 2006년도와 올해(현재까지)는 순매도 포지션 지속. **올해는 고물가/고금리 내러티브 속 외국인의 수급은 연준의 긴축적 스탠스와 높은 역의 상관관계를 보여주었음.**

올해를 중심으로 대체로 순매수를 보인 개인



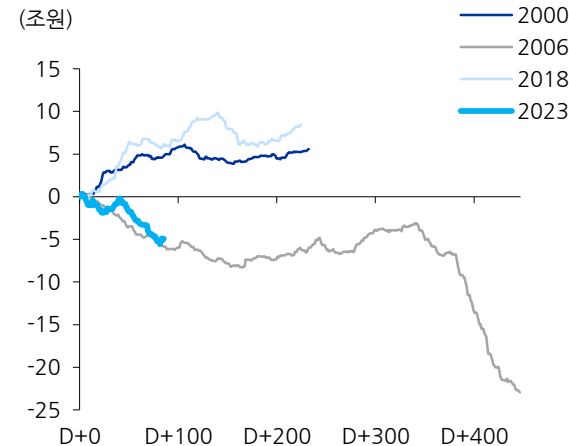
자료: Quantiwise, 유진투자증권

2006년을 제외하고 순매도를 보인 기관



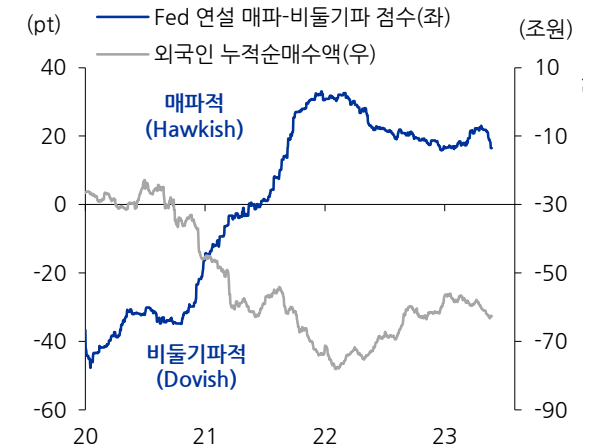
자료: Quantiwise, 유진투자증권

과거 금리동결기 외국인 수급은 불규칙적



자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인은 올해 연준의 매파 스탠스와 역행



자료: Bloomberg, 유진투자증권

금리동결기 각 수급 주체의 순매수 상위 업종과 성과

과거 금리동결기 업종별 업종지수상승률 상위 10위(Benchmark)

	2000년		2006년		2018년		2023년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	증권	64.0	조선	194.4	반도체	17.7	통신서비스	9.6
2	은행	45.5	화학	176.6	IT하드웨어	8.1	증권	9.1
3	보험	43.2	철강	143.0	자동차	7.5	필수소비재	6.4
4	조선	29.0	건설,건축관련	126.1	증권	5.2	호텔,레저서비스	5.5
5	자동차	13.9	기계	126.1	소프트웨어	4.7	화장품,의류,완구	3.8
6	디스플레이	8.0	운송	110.9	IT가전	4.2	보험	3.8
7	철강	-1.9	비철,목재등	75.6	비철,목재등	-1.5	은행	3.2
8	비철,목재등	-10.9	에너지	72.3	화장품,의류	-3.2	상사,자본재	3.0
9	화장품,의류	-14.6	증권	68.4	운송	-5.2	건강관리	1.7
10	운송	-15.3	상사,자본재	60.3	은행	-5.6	반도체	1.3

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 상승률 (+) 업종, 2023년은 11/17일 기준

과거 금리동결기 업종별 외국인순매수액 상위 10위_당기 업종지수 상승률 상위 10개 업종과 겹치는 업종(음영)

	2000년		2006년		2018년		2023년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	반도체	-40.2	은행	8.1	반도체	17.7	반도체	1.3
2	통신서비스	-22.3	건강관리	50.9	IT가전	4.2	자동차	-3.2
3	은행	45.5	소프트웨어	47.7	증권	5.2	조선	-17.0
4	유틸리티	-17.5	통신서비스	7.3	상사,자본재	-9.6	건강관리	1.7
5	소매(유통)	-16.4	IT하드웨어	41.7	운송	-5.2	통신서비스	9.6
6	IT가전	-38.5	호텔,레저서비스	34.9	건강관리	-21.3	은행	3.2
7	디스플레이	8.0	보험	53.9	건설,건축관련	-14.8	보험	3.8
8	자동차	13.9	미디어,교육	17.5	비철,목재등	-1.5	증권	9.1
9	증권	64.0	상사,자본재	60.3	소프트웨어	4.7	미디어,교육	-15.6
10	철강	-1.9	화장품,의류	37.7	디스플레이	-7.2	기계	-11.1

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 업종지수 상승률 상위 10개와 일치하는 업종, 2023년은 11/17일 기준

금리동결기 각 수급 주체의 순매수 상위 업종과 성과

과거 금리동결기 업종별 기관순매수액 상위 10위_당기 업종지수 상승률 상위 10개 업종과 겹치는 업종(음영)

	2000년		2006년		2018년		2023년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	증권	64.0	철강	143.0	자동차	7.5	소프트웨어	-1.1
2	자동차	13.9	화학	176.6	소프트웨어	4.7	화장품,의류,완구	3.8
3	조선	29.0	반도체	-5.6	은행	-5.6	소매(유통)	-5.4
4	보험	43.2	필수소비재	36.8	통신서비스	-14.7	건강관리	1.7
5	비철,목재등	-10.9	IT가전	42.4	디스플레이	-7.2	은행	3.2
6	에너지	-24.8	건설,건축관련	126.1	철강	-13.2	반도체	1.3
7	은행	45.5	증권	68.4	필수소비재	-13.2	통신서비스	9.6
8	운송	-15.3	에너지	72.3	에너지	-8.8	필수소비재	6.4
9	호텔,레저서비스	-30.6	디스플레이	13.3	IT하드웨어	8.1	화학	-22.7
10	상사,자본재	-18.7	소매(유통)	13.9	소매(유통)	-19.5	증권	9.1

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 업종지수 상승률 상위 10개와 일치하는 업종, 2023년은 11/17일 기준

과거 금리동결기 업종별 개인순매수액 상위 10위_당기 업종지수 상승률 상위 10개 업종과 겹치는 업종(음영)

	2000년		2006년		2018년		2023년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	IT하드웨어	-51.6	반도체	-5.6	기계	-15.0	IT가전	-27.6
2	반도체	-40.2	조선	194.4	조선	-25.8	철강	-18.7
3	소프트웨어	-57.3	자동차	-0.9	소매(유통)	-19.5	화학	-22.7
4	화학	-24.7	디스플레이	13.3	건강관리	-21.3	에너지	-16.3
5	IT가전	-38.5	유틸리티	30.9	미디어,교육	-12.4	기계	-11.1
6	건강관리	-39.1	기계	126.1	화학	-9.1	미디어,교육	-15.6
7	건설,건축관련	-21.2	은행	8.1	에너지	-8.8	IT하드웨어	-9.9
8	유틸리티	-17.5	미디어,교육	17.5	필수소비재	-13.2	디스플레이	-7.0
9	미디어,교육	-40.7	증권	68.4	통신서비스	-14.7	유틸리티	-6.6
10	기계	-27.5	에너지	72.3	유틸리티	-18.5	비철,목재등	-12.0

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 업종지수 상승률 상위 10개와 일치하는 업종, 2023년은 11/17일 기준

과거 금리 인하기의 모습

2024 하반기 금리 인하 전망

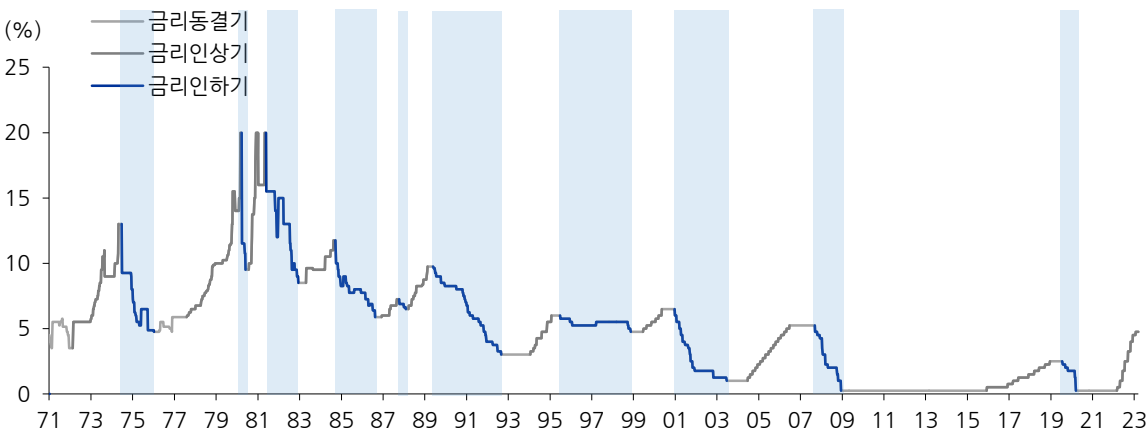
- 2024년 미국 경기는 서서히 둔화할 전망.
- 팬데믹 기간 동안 누적된 가계의 초과저축액 소진이나 학자금 대출 상환 등으로 소비가 둔화되고, 지속된 고금리는 기업의 자금조달 비용 부담으로 작용. 그럼에도 견조한 고용 시장 상황이나 기업의 저금리 기간 자금 先 조달 영향 등 열기 진정되는 데는 시간 소요.
- 이에 **기준금리 인하의 시기와 폭도 내년 하반기 중 50bp 정도가 예상됨**. 1970년 이후 금리 인하는 평균 598일, 약 20개월에 걸쳐 나타났고, '00년 이후도 비슷한 기간을 거침 (평균 529일, 약 17.6개월).
- 이 점에서 볼 때 2024년 시장 전망을 위해서 상반기는 앞서 금리 동결기 사례를, 하반기는 금리 인하기의 사례를 참고할 수 있을 것으로 생각함. 이하에서는 '00년 이후 세 번의 금리 인하기 모습을 통해 특징을 분석.

금리 인하는 1970년대 이후 평균적으로 598일(약 20개월)의 기간이 소요

인하 시작일(A)	S&P500	KOSPI	인하 종료일(B)	S&P500	KOSPI	기간 (B-A,일)	시작 금리(%)	종료 금리(%)
1974-07-05	84	0	1976-01-16	97	93	560	13.00%	4.75%
1980-04-04	102	107	1980-06-06	113	114	63	20.00%	9.50%
1981-06-05	132	128	1982-12-17	137	126	560	20.00%	8.50%
1984-10-05	163	134	1986-08-22	250	273	686	11.75%	5.88%
1987-10-23	248	516	1988-02-12	258	640	112	7.25%	6.50%
1989-06-09	327	905	1992-09-04	417	544	1183	9.75%	3.00%
1995-07-06	554	915	1998-11-17	1139	424	1230	6.00%	4.75%
2001-01-03	1348	521	2003-06-25	975	674	903	6.50%	1.00%
2007-09-18	1520	1839	2008-12-16	913	1162	455	5.25%	0.25%
2019-07-31	2980	2025	2020-03-16	2386	1715	229	2.50%	0.25%

자료: 유진투자증권 주 : 과거 데이터의 경우, 변동 주 마지막 거래일 기준

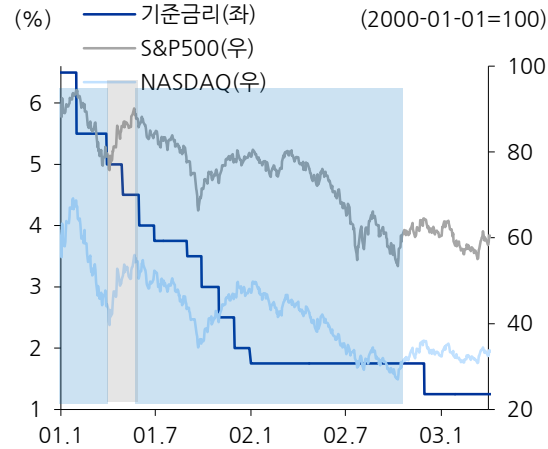
과거 사례 및 최근 경기상황 고려시 상반기-금리동결기, 하반기-금리인하기 매칭 예상



자료: Bloomberg, 유진투자증권

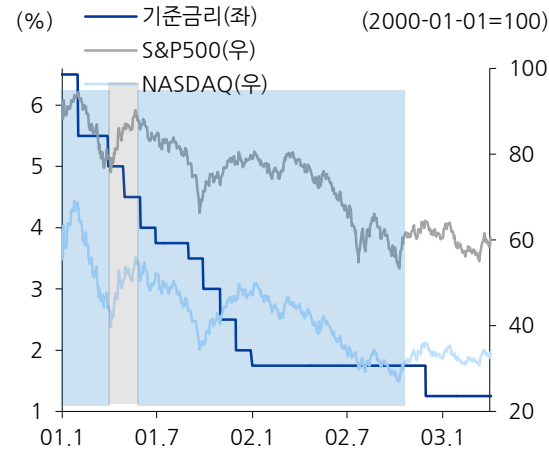
금리인하기 미국/한국 증시는 약세 흐름

'01~'03년 금리인하 당시 미국 증시



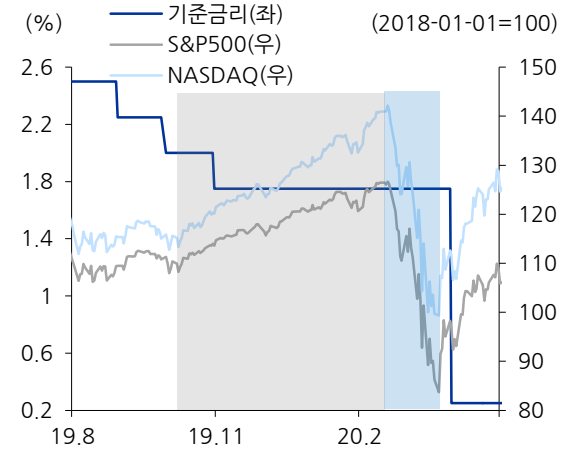
자료: Refinitiv, 유진투자증권

'07~'08년 금리인하 당시 미국 증시



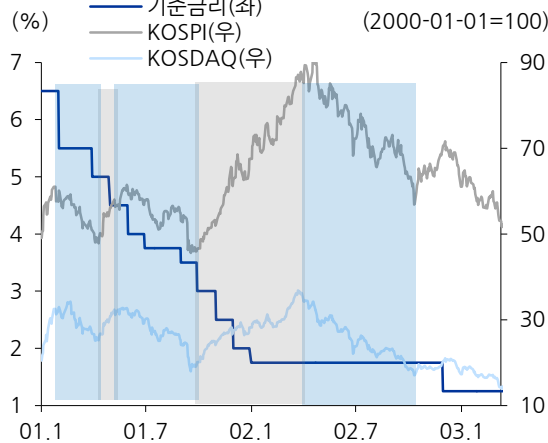
자료: Refinitiv, 유진투자증권

'19~'20년 금리인하 당시 미국 증시



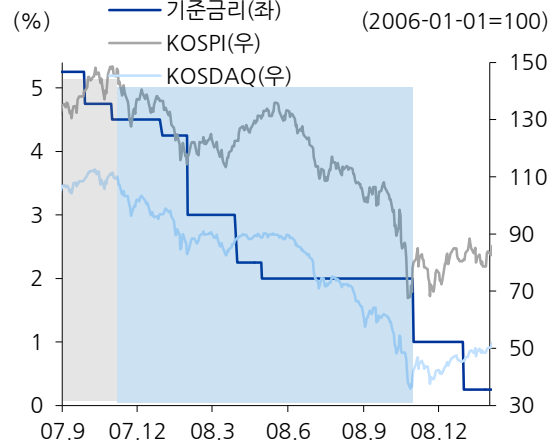
자료: Refinitiv, 유진투자증권

'01~'03년 금리인하 당시 한국 증시



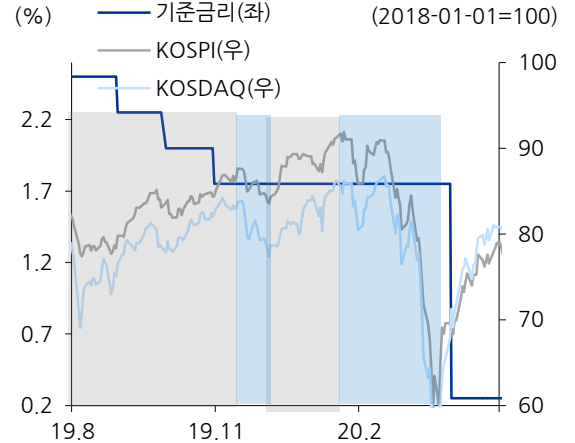
자료: Refinitiv, 유진투자증권

'07~'08년 금리인하 당시 한국 증시



자료: Refinitiv, 유진투자증권

'19~'20년 금리인하 당시 한국 증시



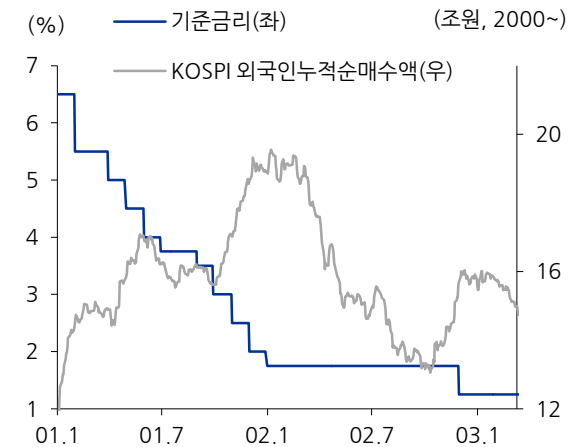
자료: Refinitiv, 유진투자증권

과거 금리 인하기 외국인 수급 동향

과거 금리 인하기 외국인의 수급은 대체로 증시에 비우호적

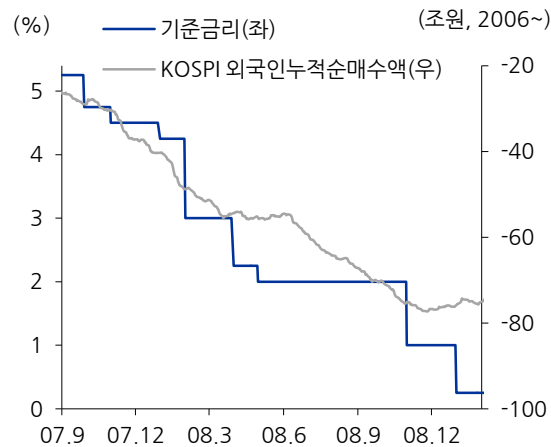
- 과거 금리 인하기 주가는 대체로 약세를 보였고, 외국인의 수급은 대체로 이탈하는 등 비우호적이었음. '01.1월~'03.6월 외국인 수급은 등락을 반복. 금리 인하가 마무리 된 이후 '04년 중순까지 외국인 누적순매수는 약 17조원 → 47조원으로 가파르게 증가.
- '04년~'09년은 기관의 가파른 매수세가 나타난 기간임. 당해 기간에 포함됐던 '07.9월~'08.12월 금리 인하 기간에 외국인의 수급은 기관의 강력한 매수세에 대응해 매도세 확대. '19.7월~'20.3월에는 외국인의 완만한 매도세가 나타났지만, 코로나19가 영향을 미친 '20년 초 이후 매도세 급증.

'00년대 초반 외국인 수급은 등락 반복



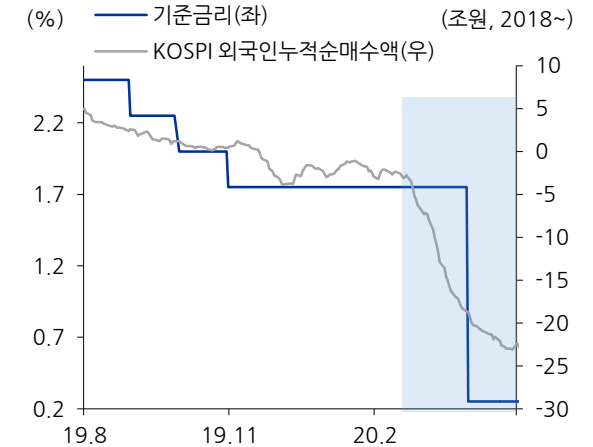
자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

'06년 외인 매도세는 강한 기관 매수와 대응



자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

완만한 매도세는 코로나19 이후 급격화



자료: Refinitiv, Quantwise, 유진투자증권

금리인하기 각 수급 주체의 순매수 상위 업종과 성과

과거 금리인하기 업종별 업종지수상승률 상위 10위(Benchmark)

	2001~2003년		2007~2008년		2019~2020년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	소매(유통)	172.6	필수소비재	-8.8	반도체	7.0
2	보험	119.2	통신서비스	-9.9	소프트웨어	-1.3
3	자동차	100.1	IT가전	-14.5	건강관리	-9.2
4	디스플레이	79.6	유틸리티	-23.8	IT가전	-9.7
5	반도체	78.9	보험	-24.1	운송	-14.4
6	화학	65.1	반도체	-27.8	IT하드웨어	-14.7
7	IT가전	62.0	자동차	-34.6	조선	-16.8
8	조선	60.4	운송	-35.8	필수소비재	-18.4
9	필수소비재	60.2	증권	-36.9	화학	-20.2
10	운송	56.3	철강	-38.5	통신서비스	-21.2

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 상승률 (+) 업종

과거 금리인하기 업종별 외국인순매수액 상위 10위_당기 업종지수 상승률 상위 10개 업종과 겹치는 업종(음영)

	2001~2003년		2007~2008년		2019~2020년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	은행	13.2	소매(유통)	-42.8	IT하드웨어	-14.7
2	철강	47.5	상사,자본재	-60.9	소프트웨어	-1.3
3	자동차	100.1	비철,목재등	-49.1	미디어,교육	-29.3
4	건설,건축관련	53.0	미디어,교육	-52.0	디스플레이	-27.3
5	호텔,레저서비스	35.1	보험	-24.1	증권	-29.4
6	보험	119.2	건강관리	-39.2	운송	-14.4
7	통신서비스	-18.3	화장품,의류,완구	-38.7	조선	-16.8
8	조선	60.4	유틸리티	-23.8	기계	-36.7
9	필수소비재	60.2	호텔,레저서비스	-48.7	호텔,레저서비스	-25.4
10	소매(유통)	172.6	IT하드웨어	-61.0	IT가전	-9.7

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 업종지수 상승률 상위 10개와 일치하는 업종

금리인하기 각 수급 주체의 순매수 상위 업종과 성과

과거 금리인하기 업종별 기관순매수액 상위 10위_당기 업종지수 상승률 상위 10개 업종과 겹치는 업종(음영)

	2001~2003년		2007~2008년		2019~2020년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	반도체	78.9	반도체	-27.8	반도체	7.0
2	자동차	100.1	은행	-47.7	보험	-40.3
3	운송	56.3	철강	-38.5	건강관리	-9.2
4	화학	65.1	조선	-50.2	소매(유통)	-26.0
5	디스플레이	79.6	통신서비스	-9.9	소프트웨어	-1.3
6	비철,목재등	23.6	자동차	-34.6	화장품,의류,완구	-22.0
7	조선	60.4	필수소비재	-8.8	비철,목재등	-25.8
8	통신서비스	-18.3	IT가전	-14.5	통신서비스	-21.2
9	호텔,레저서비스	35.1	건설,건축관련	-51.6	철강	-33.7
10	상사,자본재	21.3	디스플레이	-38.8	호텔,레저서비스	-25.4

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 업종지수 상승률 상위 10개와 일치하는 업종

과거 금리인하기 업종별 개인순매수액 상위 10위_당기 업종지수 상승률 상위 10개 업종과 겹치는 업종(음영)

	2001~2003년		2007~2008년		2019~2020년	
	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)	업종	상승률(%)
1	IT하드웨어	-22.0	건설,건축관련	-51.6	반도체	7.0
2	소프트웨어	-2.8	조선	-50.2	자동차	-34.3
3	건설,건축관련	53.0	운송	-35.8	은행	-34.2
4	반도체	78.9	철강	-38.5	에너지	-41.4
5	IT가전	62.0	디스플레이	-38.8	필수소비재	-18.4
6	기계	8.3	기계	-46.0	화장품,의류,완구	-22.0
7	화장품,의류,완구	-14.0	IT하드웨어	-61.0	건강관리	-9.2
8	유틸리티	-12.6	화학	-39.9	건설,건축관련	-34.4
9	증권	31.5	에너지	-42.3	유틸리티	-32.2
10	미디어,교육	18.1	IT가전	-14.5	IT가전	-9.7

자료: Quantiwise, 유진투자증권 주 : 음영은 업종지수 상승률 상위 10개와 일치하는 업종

수급 환경(1)

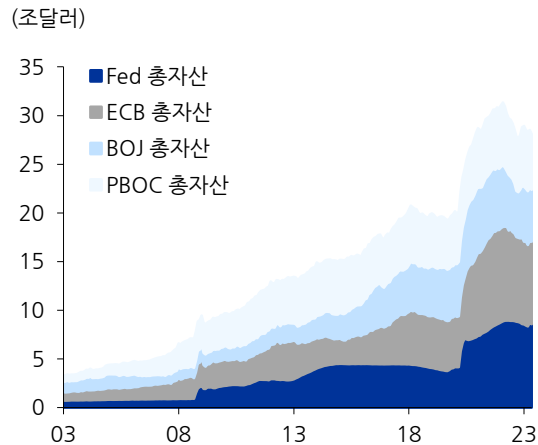
- 유동성, 상대수익률,センチメント

(유동성) 전체 파이(Pie)의 크기를 결정하는 유동성

팬데믹 유동성의 흡수는 수급에 비우호적

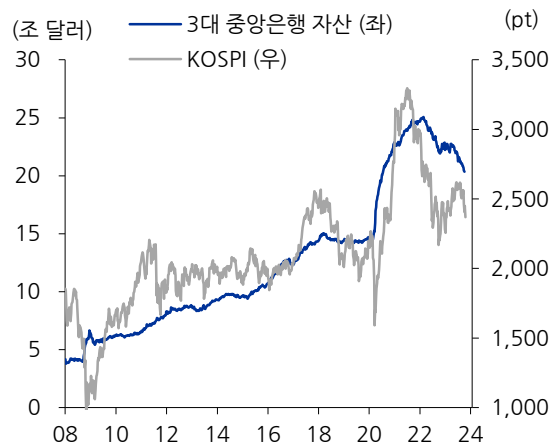
- 수급 환경과 관련해서 가장 먼저 살펴볼 만한 것은 유동성임. 유동성은 수급에 있어서 전체 파이(Pie)의 크기를 결정하며, 주요국 중앙은행의 유동성 증감은 주가를 비롯한 자산가격 상승에 직간접적인 영향을 미침.
- 팬데믹으로 주요국은 장기국채(일부 회사채까지도)를 매입하며 유동성 공급(QE)을 시행('20.3월~'22.3월)했고, KOSPI 등 글로벌 증시 반등에 성공.
- 반대로 **긴축(자산 축소) 국면에서는 지수의 상승 제약과 함께 수급 환경의 부정적인 요인이 형성**. 최근 미국 연준이 양적긴축(QT, '22.6월~) 국면에 들어서면서 외국인의 국내주식 누적순매수액도 순매도 포지션으로 돌아선 모습을 확인할 수 있음.

주요국 총자산은 코로나19 이후 급증 후 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주요국 자산과 KOSPI는 얼마간 관계를 형성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

연준 긴축 국면에서 국내 외국인 수급 부진



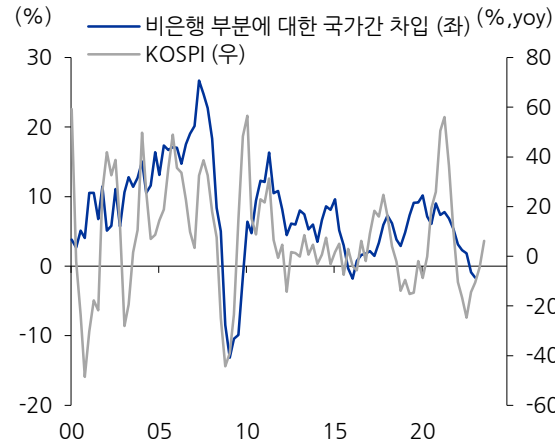
자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

(유동성) 해외 유동성에 민감한 우리 증시

해외 유동성은 긍정적이나 유입 한계

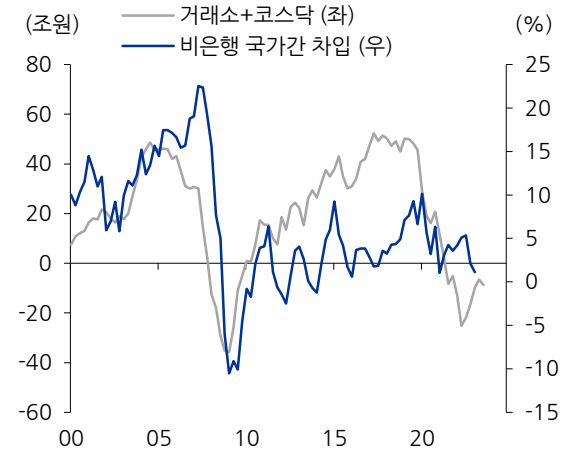
- 국내 증시는 해외 유동성(BIS 비은행 부문에 대한 국가간 차입)과 밀접한 관련을 보임.
- 해외 유동성 증감은 양시장 누적순매수액과 동행하는 모습을 보이고, 앞서 살펴본 것처럼 외국인 누적순매수액은 KOSPI와 높은 상관 관계를 보이는 것을 다시 한 번 확인.
- 이를 통해 볼 때, 주요국들의 긴축 기조로 총 자산이 감소하는 것은 우리 증시에 부정적일 뿐더러, 외국인 수급에 한계 요인으로 작용.
- 이는 긴축기조가 지속될 경우, 해외 유동성이 각국 중앙은행으로 흡수되는 과정에서 국내 주식에 대한 매도(매수 보류)가 나타낼 가능성이 높기 때문. 이러한 경우 **KOSPI PER의 하락 및 미국 대비 한국 증시 약세 흐름 예상**.

한국 증시와 해외 유동성은 높은 상관관계



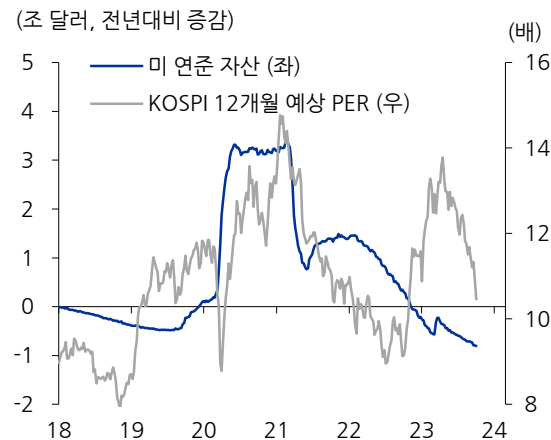
자료: BIS, Refinitiv, 유진투자증권

외국인 수급도 해외 유동성과 동행하는 모습



자료: BIS, Refinitiv, 유진투자증권

연준 자산 축소 국면에서 PER은 하락하고...



자료: Refinitiv, 유진투자증권

KOSPI의 상대성과도 부진한 모습을 보임



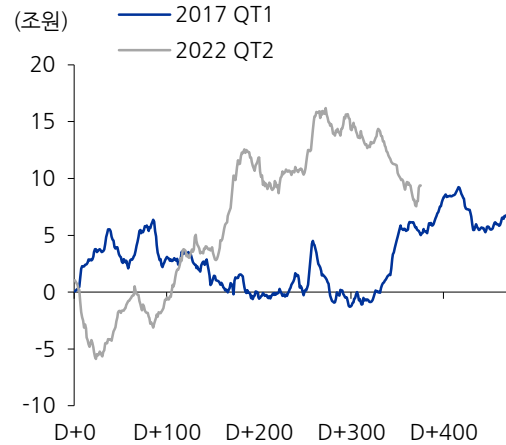
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(유동성) 미국의 양적 긴축은 계속되고

내년에도 이어질 연준의 QT

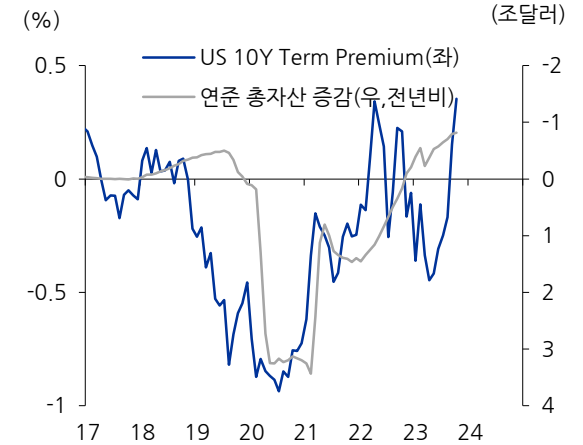
- 연준은 작년 6월부터 비대해진 대차대조표의 정상화를 목표로 QT(양적 긴축, 월간 국채 600억 달러, MBS 등 350억 달러)를 시행중.
- 다만 연준 총자산에서 TGA(재무부 일반계정)와 RRP(역레포)를 제외한 순유동성은 크게 감소하지 않은 모습. 이에 S&P500과 KOSPI도 양호한 성적을 보였음을 확인할 수 있음.
- 연준의 금리 인상 사이클 종료가 예상되지만, 연준의 QT는 지속될 것으로 예상. QT는 긴축과 더불어 향후 QE 등 통화정책의 여력 확보를 위한 목표도 있기 때문. 또한 재정적자 이슈로 금리가 급등한 8월에도 자산매입 축소 나타나는 등 금리 흐름과 낮은 관련성 시현.
- 따라서 QT의 지속에 따른 순유동성의 감소폭이나, 기간 프리미엄의 상승에 따른 장기금리 완화 속도 둔화 등 영향을 함께 살펴볼 필요.

QT 진행에도 외국인 유출은 크지 않아



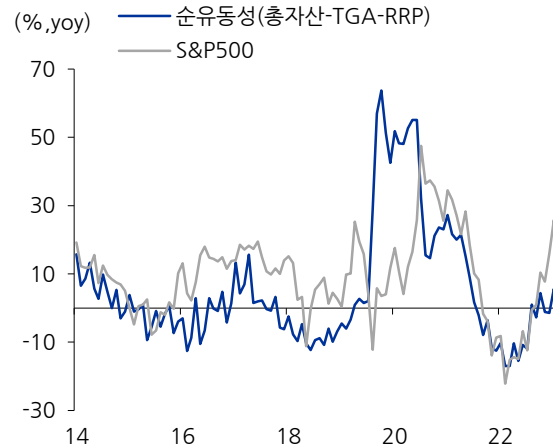
자료: Bloomberg, 유진투자증권

QT 지속은 미국 금리의 하방경직성을 유발



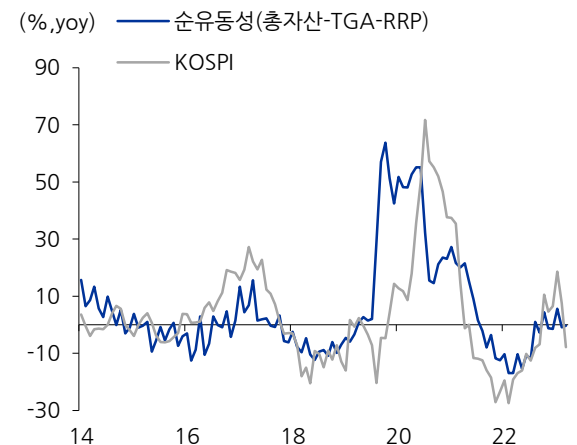
자료: Bloomberg, 유진투자증권

순유동성은 크게 감소하지 않은 모습



자료: Bloomberg, 유진투자증권

KOSPI도 연준 순유동성과 유사한 움직임



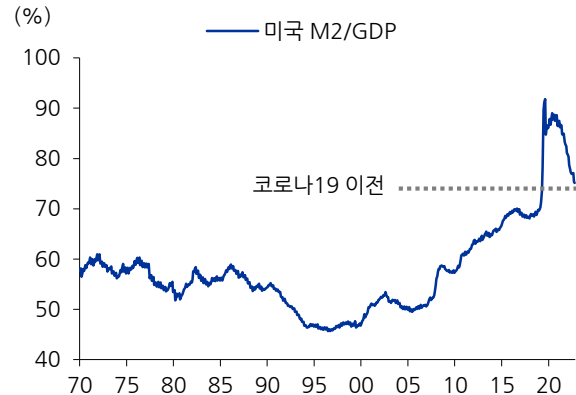
자료: Bloomberg, 유진투자증권

(유동성) 시중유동성 감소는 진행중

GDP 대비 유동성은 팬데믹 이전으로

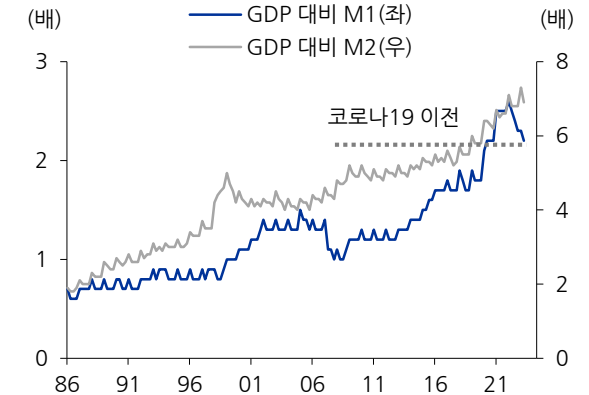
- 코로나19 팬데믹으로 급증했던 시중 유동성 (M1, M2 등)은 점차 안정화하고 있음.
- 미국의 M2/GDP 비율은 75.1%(9월 기준)로 코로나19 이전 72% 수준에 근접. 국내는 M1/GDP가 작년 2.6배까지 상승 후 2.2배까지 하락(2Q23, 1Q20은 2.1배).
- 아직 물가가 연준의 목표치(2%)와는 괴리를 보이고 있는 만큼, 미국을 비롯한 주요국의 통화정책 전환에 시간이 필요할 것으로 보임.
- 이를 감안할 때, **유동성 역시 당분간 증가로 반전되기는 쉽지 않을 것으로 보임.** 다만 미국(M2)과 한국(M1)의 전년비 시중유동성 감소세가 둔화되는 것으로 보아, **유동성 감소의 속도가 더 가속되지는 않을 것으로 예상.**

미국 M2/GDP는 팬데믹 이전 수준까지 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국의 M1/GDP도 팬데믹 이전 수준 회귀



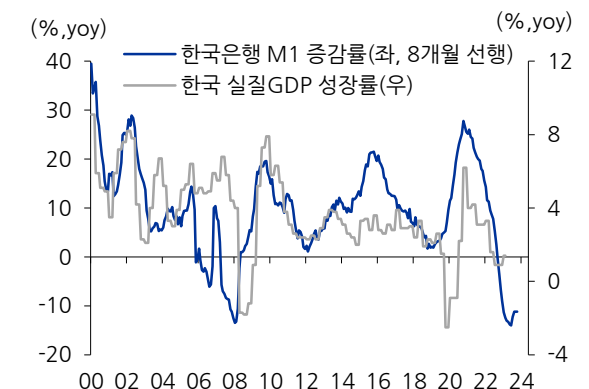
자료: 한국은행, 유진투자증권

미국 M2 감소세 둔화되나, 경제도 냉각 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국 M1 감소세와 함께 성장률 둔화 감속



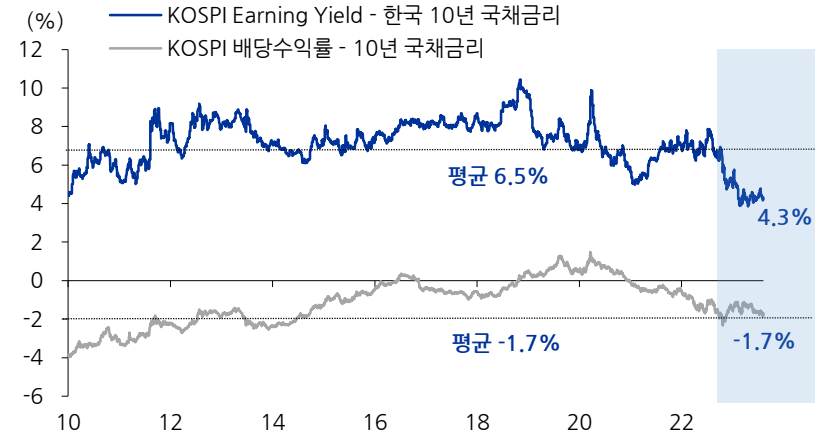
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(상대수익률) 채권 대비 주식의 투자매력 하락

고금리 장기화로 채권의 상대 매력 상승

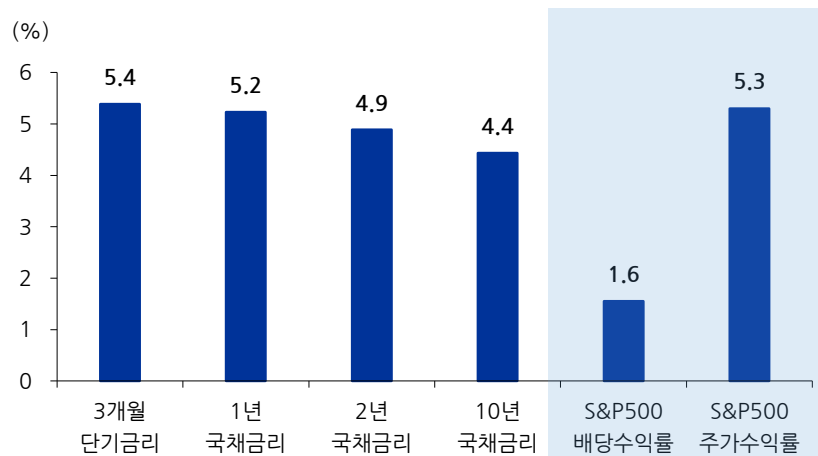
- 미국의 고금리 장기화 영향으로 채권 수익률(장기 4.4%, 단기 4.9%)과 주식시장의 기대수익률(1/PER, 5.3%)이나 배당수익률(1.6%) 간의 격차는 상당히 축소됨. **주식의 상대적인 매력이 감소.**
- **한국도 마찬가지임.** 주식 기대수익률(9.7%)과 채권 수익률 간 갭은 미국보다 크지만, 위험프리미엄 고려 필요.
- 과거 데이터를 봤을때, 주식과 채권 간 수익률 격차는 '10년대 초반 수준으로 하락했고, 배당수익률의 상대 매력도도 과거 평균 수준.

국내 주식의 채권 대비 상대 매력도는 2010년대 초반 수준으로 하락



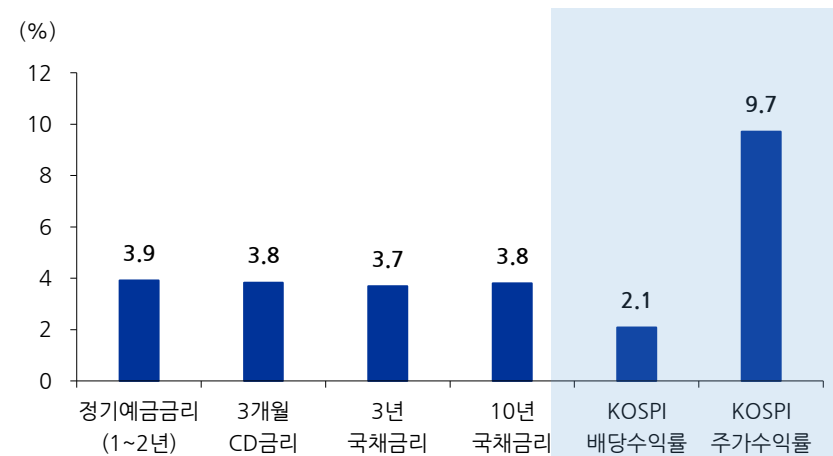
자료: Bloomberg, 유진투자증권

채권 금리가 높을 수록 수익률 경쟁에서 밀리는 주식시장



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국은 수익률 갭이 크지만, 위험프리미엄 고려 필요



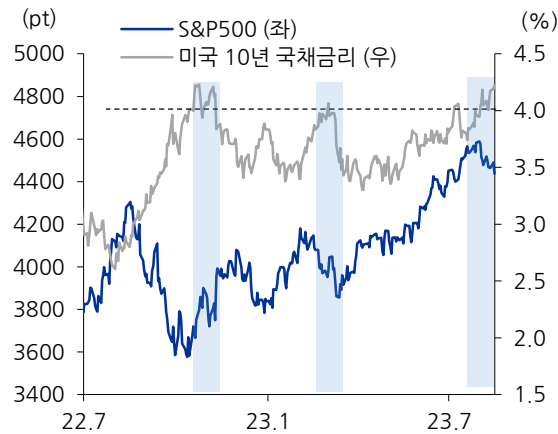
자료: Bloomberg, 유진투자증권

(상대수익률) 미국 10년 국채금리 4% 라는 장애물

장기금리 4%는 증시의 장애물로 작용

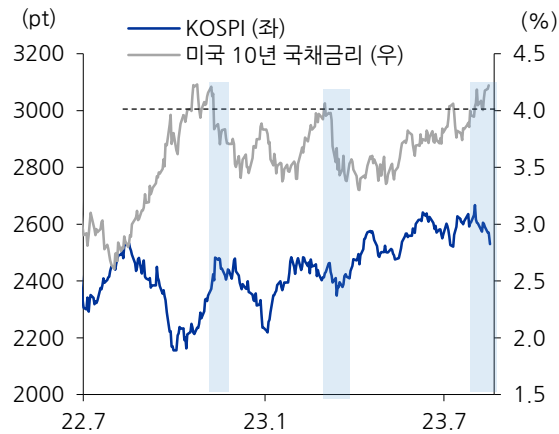
- 미국 10년 국채금리가 4%를 넘어갈 때마다 미국 등 글로벌 주식시장은 조정 국면을 나타냄.
- 올해는 건조한 실물경제지표 등에 2년물 금리가 5%대를 넘어섰고, 10년물 금리도 4% 후반 등락을 반복하고 있음. 장기금리가 10월 장중 5%를 터치하면서 S&P500, NASDAQ이 조정국면에 들어서기도 했음. 국내 증시도 마찬가지로 높은 장기금리가 지수 하방 압력으로 작용.
- 높은 금리 수준이 지속될 것이라는 기대는 직접적으로 증시 밸류에이션에 부담으로 작용. 미래 수익에 적용되는 할인율이 금리의 영향을 받는 만큼 특히 성장주를 중심으로 매력도가 감소하는 결과가 나타남. 미국과 한국 모두 하반기 들어 PER이 올해 하반기 들어서 하락하고 있음.

미국 10년물 금리 4%는 증시 장애물로 작용



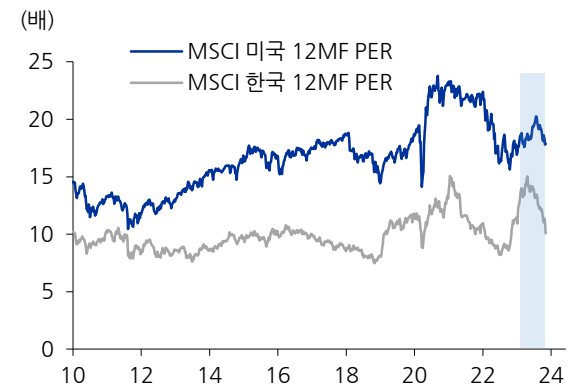
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 주식시장도 비슷한 현상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

높은 금리 수준은 증시의 PER을 제약



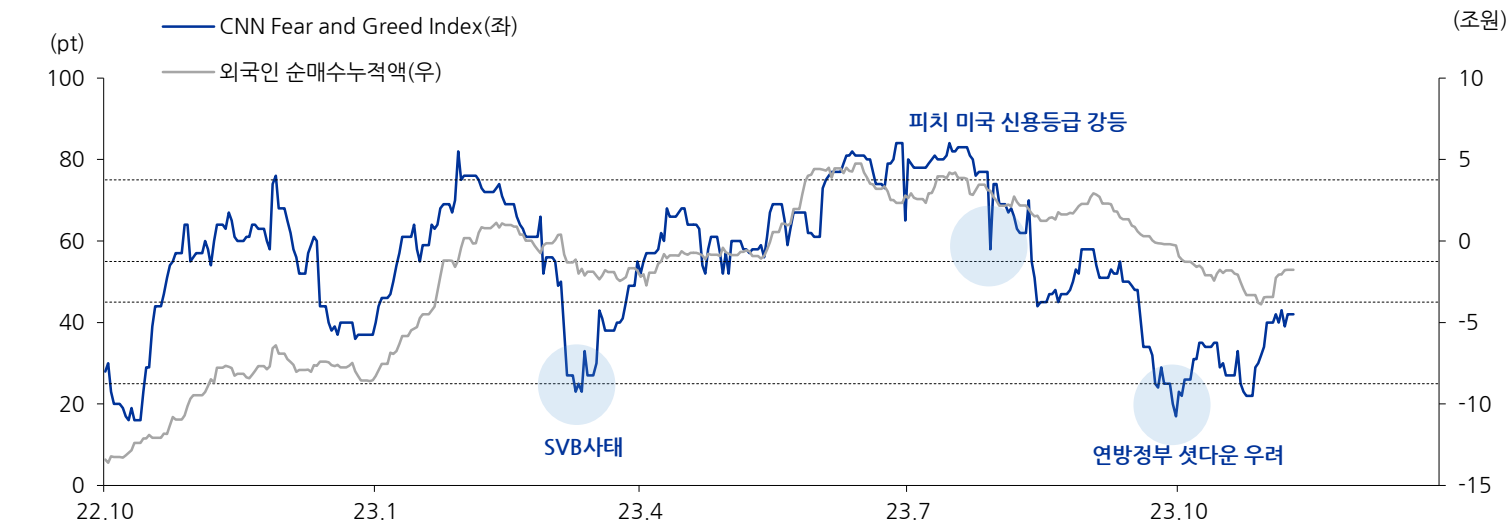
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(センチメント) 수급은 결국 사람의 일

인간(人間)적인 주식시장

- 주식시장이 숫자와 이성에 의해 돌아가는 듯 하지만, 결국 수급도 사람과 사람 간의 수요와 공급의 움직임인 만큼 심리적 요인이 주가와 지수에 반영될 수밖에 없음. **시장センチメント는 일견 비이성적인 단기 노이즈로 작용할 수도 있지만, 거시적인 측면에서 수급과 지수의 방향성을 이끌 힘을 보유.**
- 탐욕과 공포 지수(CNN Fear&Greed Index)는 7가지 세부 지표를 종합해서 만든 시장 심리지수임. 이 지수의 움직임을 살펴보면 외국인의 국내주식 순매수누적액과 동행하는 모습을 확인할 수 있음. 즉, 공포(Fear) 영역에서는 안전자산 선호가, 탐욕(Greed)의 영역에서는 위험자산 선호가 증가.
- 현재 시장은 공포의 영역에 있지만 최악은 지난 상황. 올해 SVB사태, 연방정부 섰다운 우려에 극단적 공포(Extreme Fear) 영역 지난 후 회복중.

시장センチメント 지표는 외국인의 위험자산 선호심리와 밀접하게 움직이는 만큼 국내 외국인 수급과도 긴밀한 관계를 보임



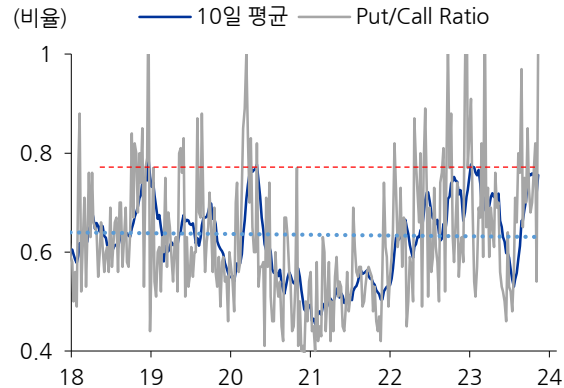
자료: CNN Greed&Fear, Quantiwise, 유진투자증권

(센티멘트) 얼어붙었던 투심의 회복

갈대와 같은 투자심리

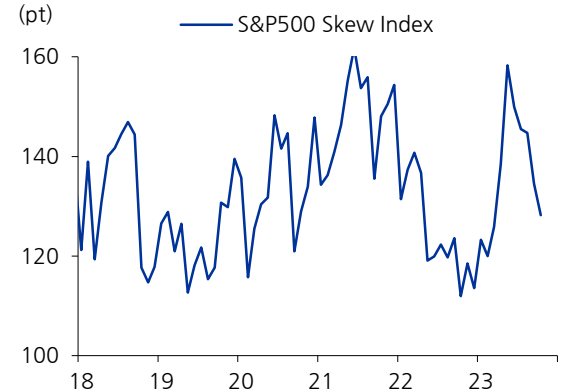
- **센티멘트는 단기적인 이벤트에 변동성이 큰 만큼 미래를 전망하는 것은 쉽지 않음.** 다만 **현재 추세로 볼 때 최악을 지나고 있고 회복 가능성이 있음**을 알 수 있음.
- Put-Call 비율(10ma)은 2018년 이후 최고점 부근(붉은 선)으로 점차 악재보다 호재에 민감하게 반응하는 영역에 있음. 왜도지수도 올해 5월 역사적 고점에 근접한 이후 하락중.
- 서베이를 통한 미국 개인투자자와 기관투자자의 심리도 파악이 가능함. 미국 개인투자자 협회(AAII) 대상 서베이의 경우, 심리가 바닥권을 지나고 있음.
- 한편 미국 액티브 펀드매니저들의 주식 노출은 증가하고 있음. S&P500과 밀접한 움직임을 보이는 NAAIM 서베이는 개인보다 조금 앞서서 회복하고 있는 모습을 확인할 수 있음.

풋-콜 비율도 현재 공포의 영역을 지나지만...



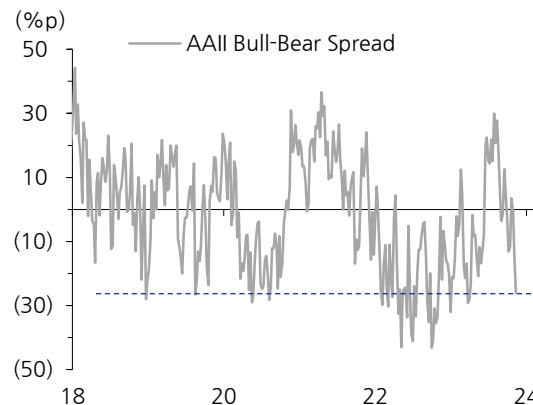
자료: Bloomberg, 유진투자증권

왜도지수(Skew Index)는 최악을 지나



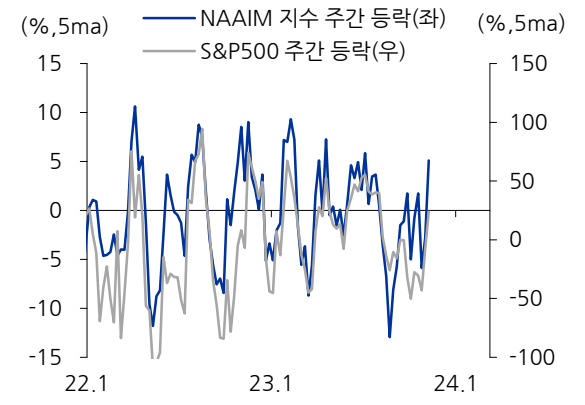
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 개인투자자 협회 심리도 아직 바닥권



자료: Bloomberg, 유진투자증권

반면 미국 액티브 펀드매니저들은 주식 확대



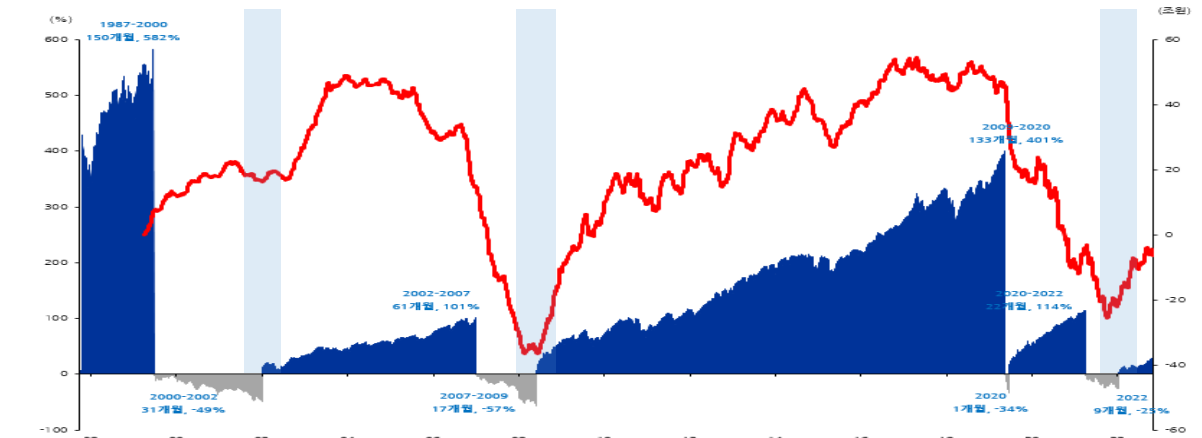
자료: NAAIM, 유진투자증권

(センチメント) 시장의 사이클에 민감

증시 사이클도 역으로 심리에 영향

- 낙관적인センチメント는 증시를 강세로 이끌어 주기도 하지만, 역으로 강세장의 진입(약세장의 탈출)도センチメント, 수급에 영향을 미침.
- S&P500의 역대 강세, 약세장과 외국인의 국내 누적순매수액을 보면, S&P500이 저점을 찍고 강세장으로 돌아설 때 외국인의 국내 수급이 반등하는 모습을 보이고 있음. 또한 강세에 맞춰 누적순매수액도 대체로 증가.

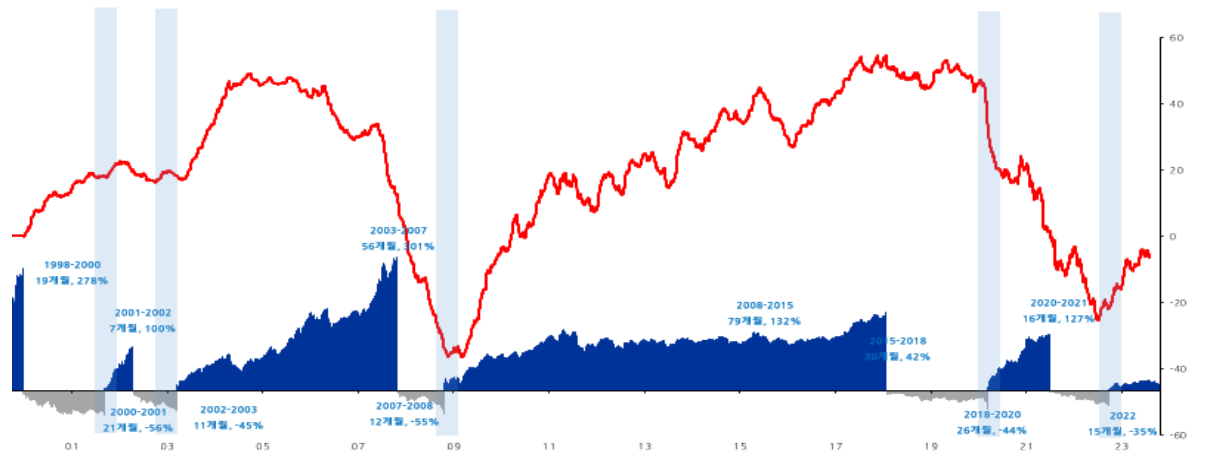
S&P500이 약세장에서 벗어날 때 외국인의 국내 수급은 반등하는 모습



자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

- 한국은 비교적 상관관계는 낮지만 유사한 모습. 다만 2010년대 한국장이 긴 횡보 기간을 거치는 동안에도 외국인 수급이 지속적으로 유입됐었는데, 이는 기업 펀더멘털 영향도 있지만 미국 등 주요국 증시 상승에 따른センチメント 영향이 있는 것으로 보임.

S&P500보다는 상관관계가 낮지만, KOSPI 사이클과 외국인 수급도 유사한 흐름



자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

- 미국이 조정국면에 돌입하기도 했지만 아직 강세장에 위치해있어 투심 개선 여지 존재. 또한 **코로나19 시스템 충격에 따른 순매도 포지션이 축소 중인 만큼 수급 개선 기대.**

수급환경(2)

- 경기 및 실적

(경기) 글로벌 매크로와 수급은 연동

특히 미국 경제와 높은 관련성

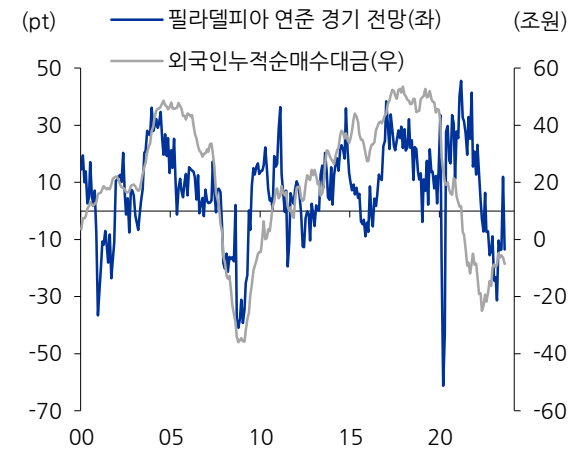
- 비교적 고위험, 하이베타 마켓인 우리나라에 대한 수급은 글로벌 투자자의 경기 자신감과 밀접하게 관련.
- 특히 미국 경기와 국내 외국인누적순매수대금은 높은 상관관계를 보여줌. 미시간대 경기 현황 서베이의 경우 국내 수급과 0.84의 높은 상관관계를 보여주고 있음.
- 그 외에도 중소기업의 경기 자신감을 의미하는 NFIB 중소기업 낙관지수(0.72)나, 글로벌 경기 모멘텀을 대표하는 미국 ISM 제조업 PMI지수도 국내 외국인수급과 밀접한 관련을 보임.
- 관련 지표들은 현재 과거 바닥권에 머물고 있음. **미국을 위시한 주요국의 투자 및 소비의 모멘텀 부활이 글로벌 경기 회복으로 이어지는 경우 한국 수급에 우호적 환경 조성 전망.**

미국 경기심리와의 상관관계는 0.84로 높음



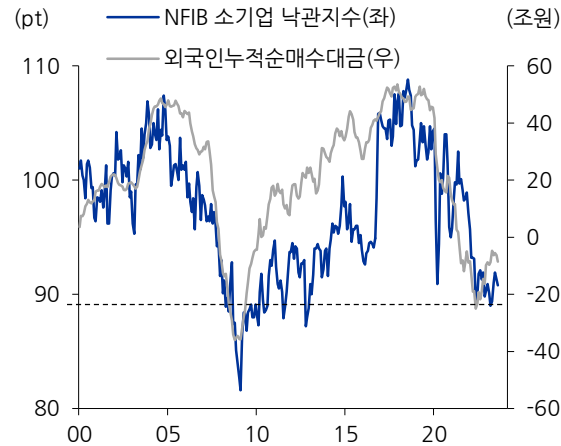
자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

필라델피아 연준 경기 전망도 수급과 밀접



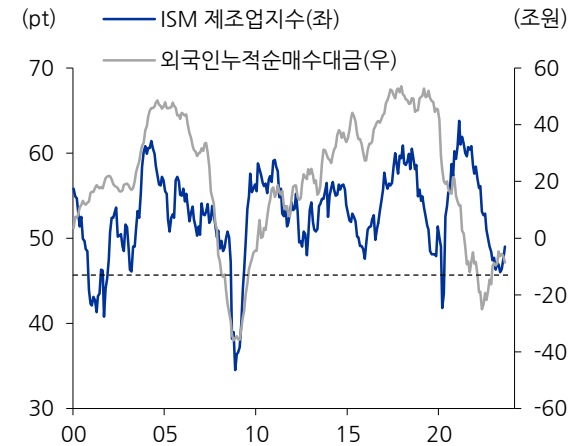
자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

소기업 낙관지수는 금융위기 제외하고 바닥권



자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

미국 ISM 제조업 지수는 회복 가능성



자료: Quantiwise, Refinitiv, 유진투자증권

(경기) 아직 건재한 연착륙 기대감

경기 급락에 대한 우려는 다소 완화

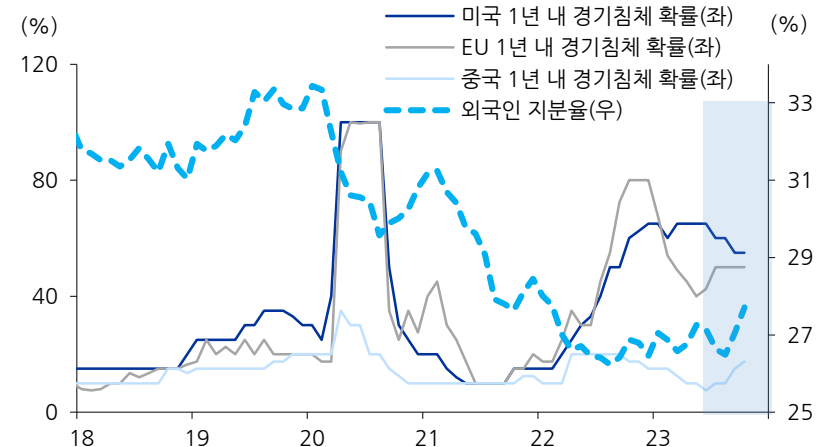
- OECD 경기선행지수를 보면 G20과 중국은 확장국면에 있고, 미국은 회복국면에서 반등을 모색하고 있음. 반면 독일을 비롯한 유럽의 경기선행지수는 반등에 실패해 수축국면이 지속되고 있고, G20과 중국의 전월차도 추가 상승의 여력이 많지 않아 글로벌 경기 상황이 여의치 않음을 보여줌.
- 다만 미국의 경기 침체 가능성은 감소중. 65%까지 상승했던 컨센서스는 하반기부터 낮아지기 시작해 현재 55% 수준을 유지. 소비, 고용지표는 완만하게 둔화하는 모습을 보이며 시장의 우려에 비해 건재한 모습을 보이고 있음.
- 경기 침체 불안은 국내 수급에 부정적. 위험선호심리의 후퇴에 더해 수출, 환율 등 펀더멘털 측면에서 불리한 환경이 조성되기 때문임. 팬데믹으로 침체 확률이 급증한 이후 외국인인 국내 지분을 꾸준히 감소. 다만 올해 하반기 연착륙 기대감이 커지며 외국인 지분율은 반등하는 모습.

외국인 수급과 긴밀한 미국의 경기선행지수는 회복가능성 모색



자료: Quantwise, Refinitiv, 유진투자증권

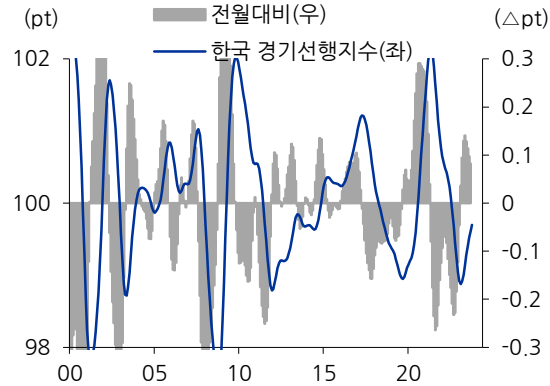
팬데믹 이후 급락한 외국인 지분율은 미국 연착륙 기대에 반등



자료: Quantwise, Refinitiv, 유진투자증권

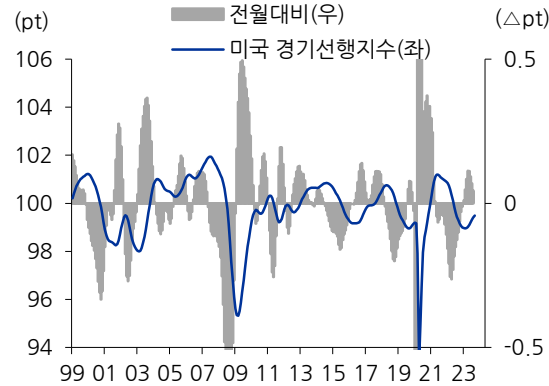
(경기) 주요국 OECD경기선행지수 및 전월차

한국, 경기선행지수 회복국면



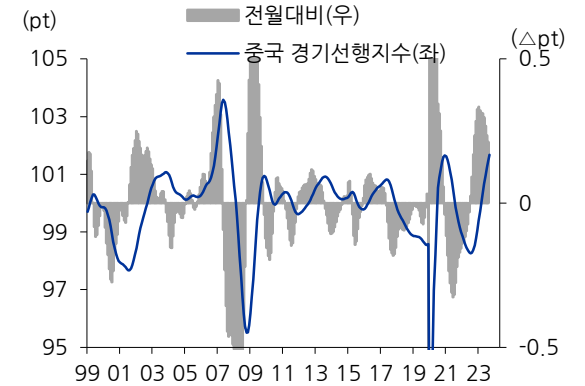
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국, 경기선행지수 회복국면



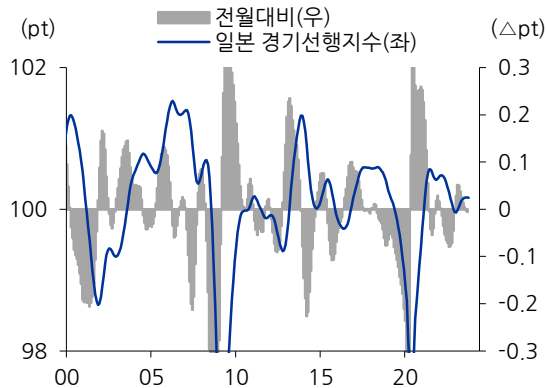
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국, 경기선행지수 확장국면 진입



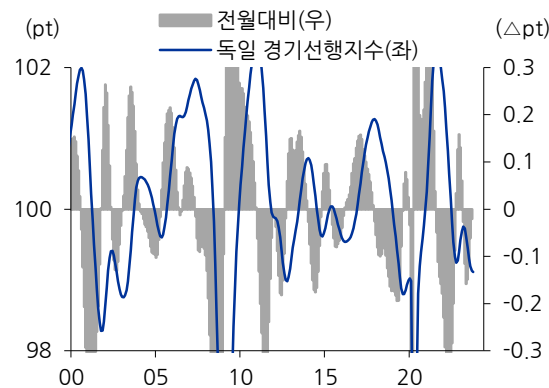
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본, 하강하는 듯했으나 재차 확장중



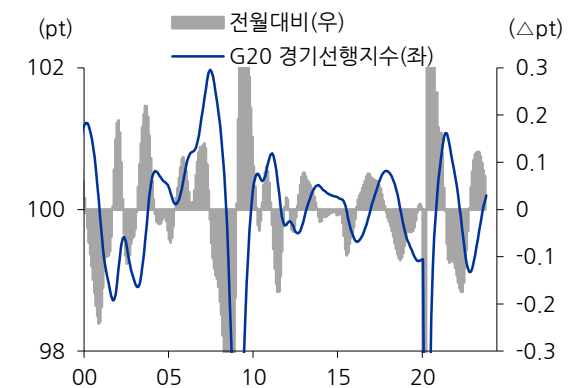
자료: Refinitiv, 유진투자증권

독일, 반등에 실패하고 수축국면 지속



자료: Refinitiv, 유진투자증권

G20, 확장국면 진입



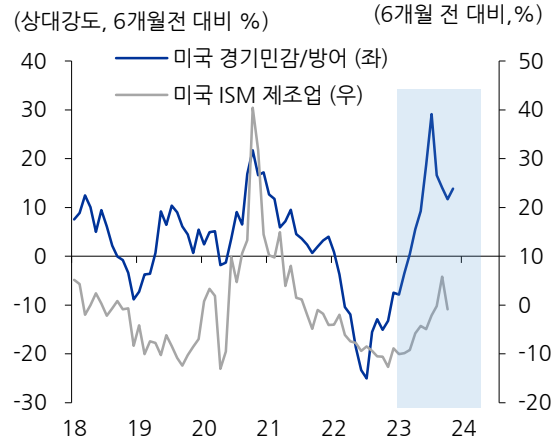
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(경기) 경기 하강 예상에 방어 섹터 강세

단, 국내 경기민감주 매력은 유효

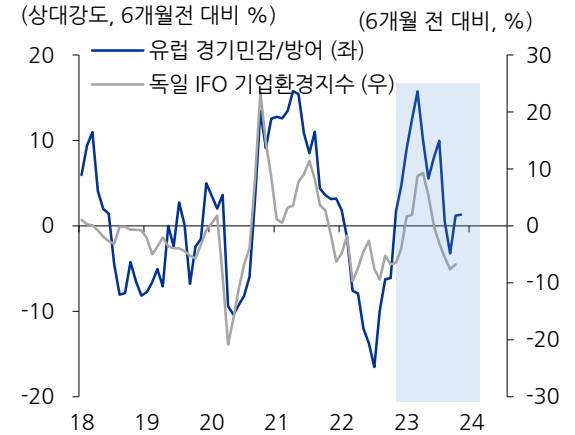
- 작년 하반기 이후 미국 등 주요국 경기민감주는 경기 지표의 회복을 반영하며 강하게 반등.
- 다만 올 하반기부터는 방어주의 상대강도가 강해지고 있음. 유럽과 한국에서는 경기민감주의 상대강도가 6개월전 대비 하락했고, 미국에서는 민감주의 상대강도가 약화.
- **소규모 개방경제인 우리나라에서 경기민감 섹터는 미국 ISM 제조업지수나 독일 IFO 기업환경지수 등 글로벌 경기 지표들과 유사한 움직임을 보임.**
- 우리나라도 올해 상반기까지 경기민감주의 상대강도가 강했지만, 그 정도는 미국 등에 비해 높지 않았음. **경기하강 우려가 지속되면 방어업종이 강세를 보이겠지만, 경기민감주의 가격 부담은 높지 않아 실적 개선 업종 중심 관심은 유효할 것으로 생각.**

비교적 가파르게 상승했던 미국 경기민감주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

경기 둔화에 약세를 보이는 유럽 경기민감주



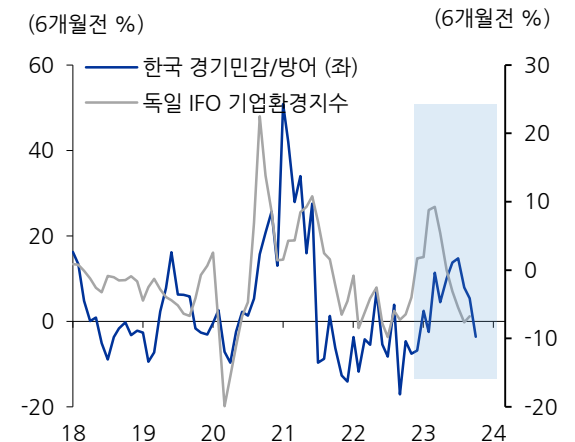
자료: Refinitiv, 유진투자증권

비교적 완만한 강세를 보인 한국 경기민감주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

경기 지표와 함께 방어주 상대강도 증가



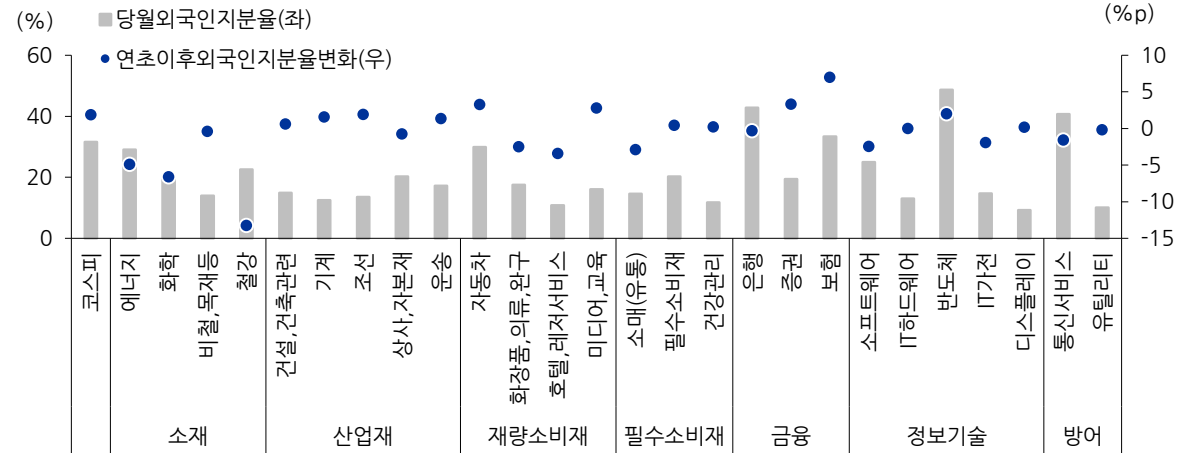
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(경기) 방어주에 대한 지분율을 늘린 외국인

방어주와 실적 개선 기대주

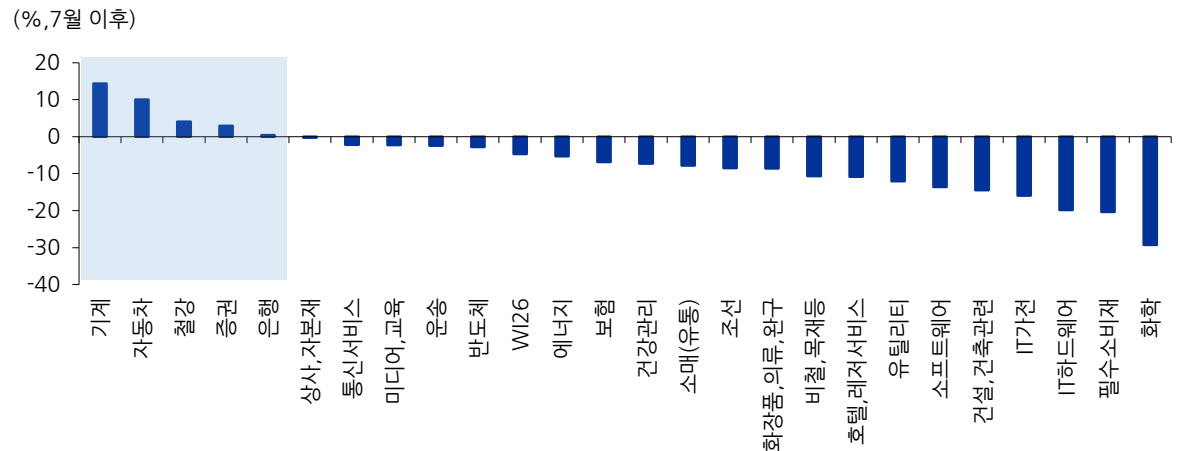
- 올해 외국인이 지분율을 늘린 업종은 보험, 증권, 자동차, 미디어/교육, 반도체 등 순이고, 전월 대비로는 반도체, 은행, 통신서비스, 보험, 자동차 등을 늘렸음.
- 보험, 증권, 은행, 통신서비스 등 업종은 경기 방어주로 앞서 살펴본 대로 해외 주요국과 맥을 같이하는 부분임. 반도체, 자동차 등은 경기민감섹터임에도 각각 턴어라운드에 대한 기대와 내년 실적 양호 기대로 유입.
- 7월 이후 2024년 영업이익 컨센서스가 상향된 업종들을 살펴보면, 기계, 자동차, 철강 등 민감섹터와 함께 증권, 은행 등 방어섹터도 포함되어 있음을 알 수 있음.
- 즉, 경기 하방 가능성에 대응해 방어업종을 늘리는 한편, 민감업종의 상대적인 부진에도 불구하고 우수한 성과를 낼 것으로 기대되는 업종/종목에 대해서는 투자를 확대하고 있음.

외국인은 전월대비(반도체/은행/통신서비스 등). 연초대비(보험/증권/자동차 등) 지분 확대



자료: Quantiwise, 유진투자증권

2024년 영업이익 컨센서스 상향 업종은 기계/자동차/철강/증권/은행



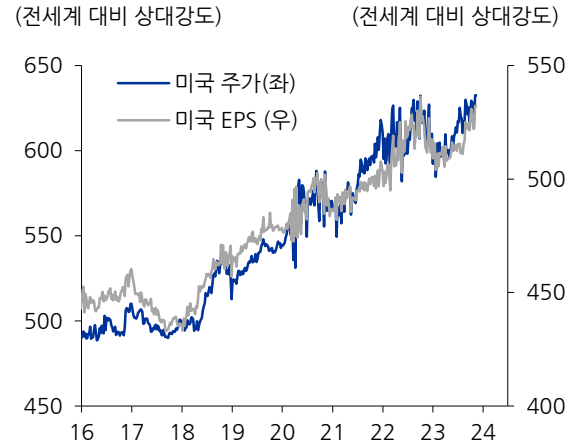
자료: Quantiwise, 유진투자증권

(실적) 이익과 주가는 국가별로 차별화가 나타나는 모습

한국은 주가 대비 EPS 회복이 빨라

- 주가는 결국 실적의 함수. 즉 EPS는 가격을 결정하는 펀더멘털 요소임. 주가는 EPS 증가 예상시 상승하고, EPS 하락 예상시 감소.
- 따라서 EPS의 흐름과 주가의 흐름은 유사한 흐름을 보일 가능성이 높음. 다만 국가별로 실적에 따라 주가의 차별화가 나타날 수 있음.
- 미국, 일본, 인도 등은 EPS와 주가의 지속적인 우상향이 나타남. 미국은 '18년, 인도는 '20년, 일본은 '22년부터 꾸준히 우상향하는 EPS와 주가를 확인할 수 있음. 반면 중국은 전세계 대비 주가, EPS 모두 약세를 시현.
- 한국의 경우, 파동을 그리며 전세계 대비 EPS 상대강도가 지속적으로 약화. 이에 주가도 사이클을 그리며 하락하고 있음. 다만 **작은 파동 속에서 EPS가 빠르게 반등하고 있음에도 주가는 아직 회복하지 못하고 있음.**

미국, 전세계 대비 주가, EPS 모두 상승 추세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국, EPS 상승에도 주가는 상대적으로 부진



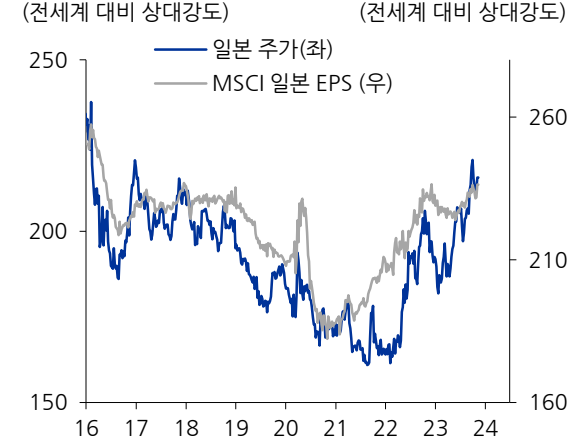
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국, 전세계 대비 주가, EPS 모두 약세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본, 전세계 대비 주가, EPS 강세 지속



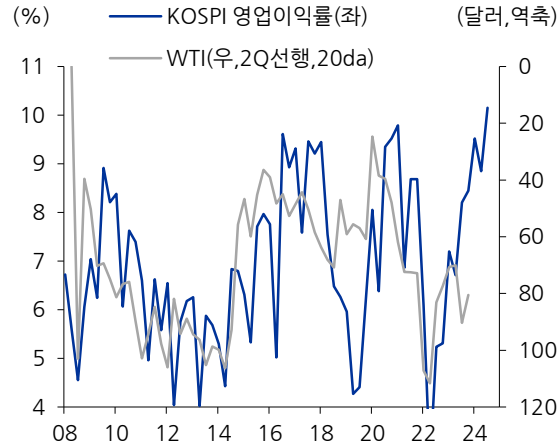
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(실적) 국내 기업이익 반등 기대는 유효

한국 EPS 악화는 바닥을 지나

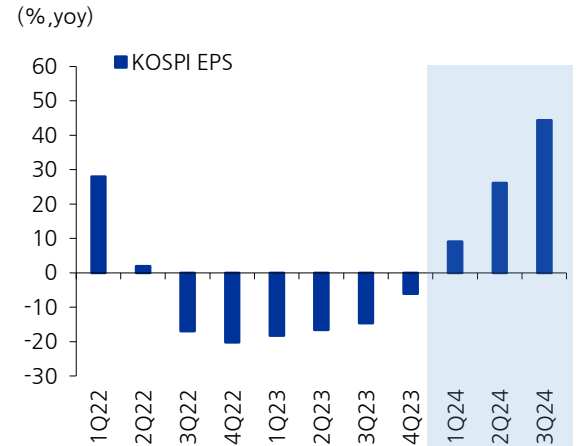
- 앞서 살펴봤듯 유럽, 중국 등 주요국 경기는 당분간 쉬어갈 가능성이 높고, 그만큼 유가는 완만한 안정을 예상. 유가의 하락은 KOSPI 이익률 개선과 밀접한 관련을 보임. KOSPI 기업들의 예상 실적 증가율도 내년 1Q 이후 (+)로 돌아설 가능성을 보여줌.
- 생산자물가지수(PPI) 상승률은 기업이익(EPS)에 대체로 동행하는 모습을 보임. 미국과 한국은 모두 작년 중반 이후로 둔화되는 PPI와 EPS를 보여주다가 올해 중반 이후 바닥을 확인하고 반등 중임.
- 미국의 경우 전년비 EPS의 감소가 얕아 이익 감소가 크지 않았음. 반면 우리나라는 미국보다 등락이 커 이익 감소가 깊었음. **EPS 감소율은 지난 2019년 저점 수준에서 바닥을 다지며 반등하는 모습. PPI도 반등하는 모습을 보이고 있음에 따라 향후 EPS의 감소세 둔화 내지 상승세 전환이 예상됨.**

유가 안정시 영업이익률 개선 기대



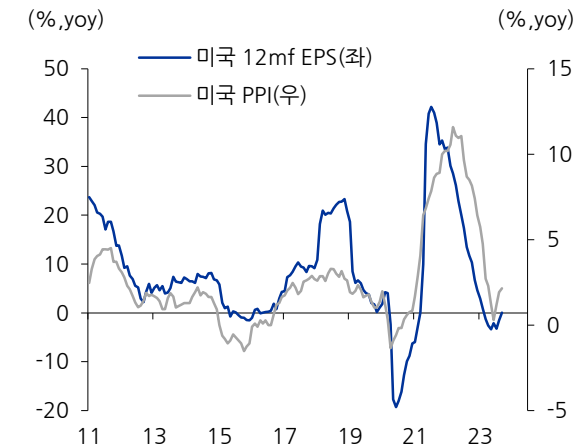
자료: Bloomberg, 유진투자증권

1Q24 이후 국내 기업 실적 (+) 반전 가능성



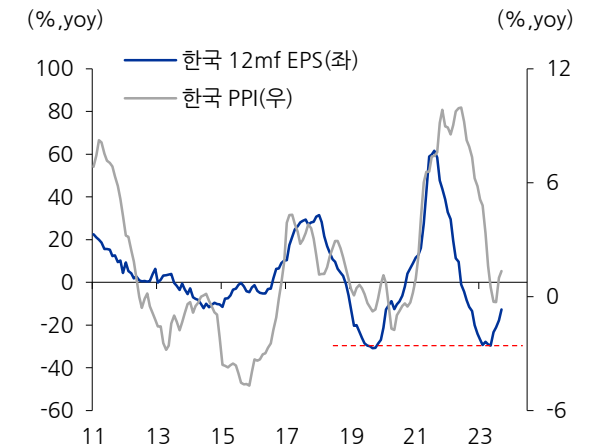
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국의 기업이익 하향은 깊지 않고 반등중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

팬데믹 당시만큼 하향된 한국 이익은 회복중



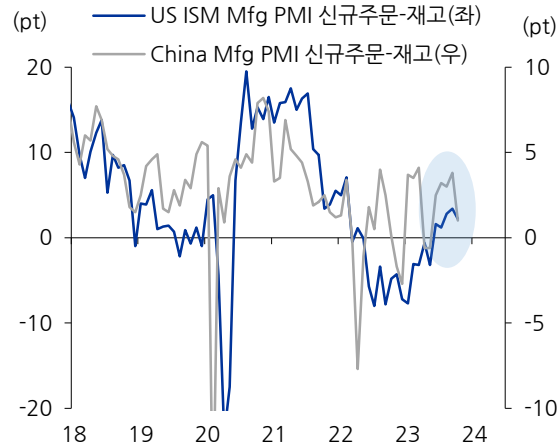
자료: Bloomberg, 유진투자증권

(실적) 주요국 재고 보충 수요는 실적 촉매제

G2 재고 보충 수요는 수출에 긍정적

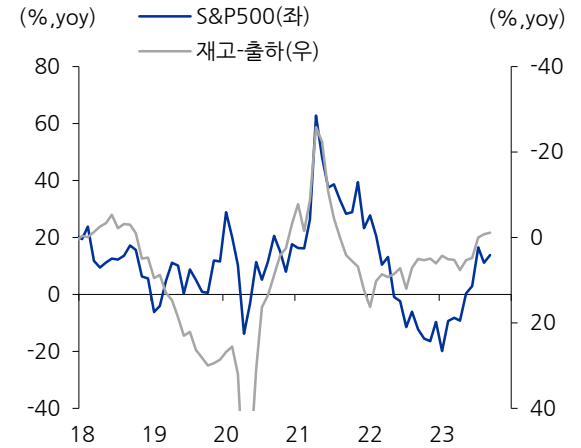
- G2의 신규주문-재고 스프레드의 확산은 한국 수출에 긍정적. 중국은 변동성이 다소 크지만, 미국의 경우 올해 중반 이후 스프레드가 (+) 전환 후 확대되는 모습 관찰.
- 미국의 출하-재고 증가율 차이는 점차 엇비슷해지고 있음. 재고 압박이 서서히 완화되고 있음을 의미함. 국내 수출과 높은 상관관계를 맺는 중국 수출 증가를 위해 미국의 재고 보충 수요(재고 증가율<출하 증가율) 확인 필요.
- 한국의 경우, 아직은 재고 증가가 출하보다 빠르게 나타나고 있음. 다만 그 격차는 줄어들고 있어 재고 압박이 완화되고 있음을 확인. 우리나라의 주력 산업인 반도체의 경우 올해 4월부터 재고가 가파르게 소진되면서 출하-재고 스프레드가 (+)의 영역으로 들어섬. **미국 등 주요국 재고 확충 수요가 나타난다면 우리나라의 수출 실적 개선 모멘텀 존재.**

G2의 신규주문-재고 스프레드는 (+) 진입



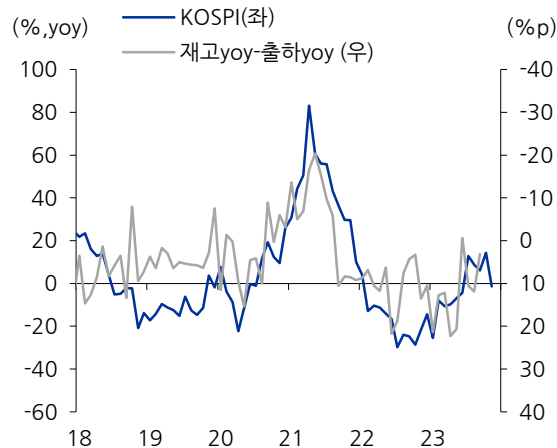
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국은 재고 및 출하 증가 속도 엇비슷



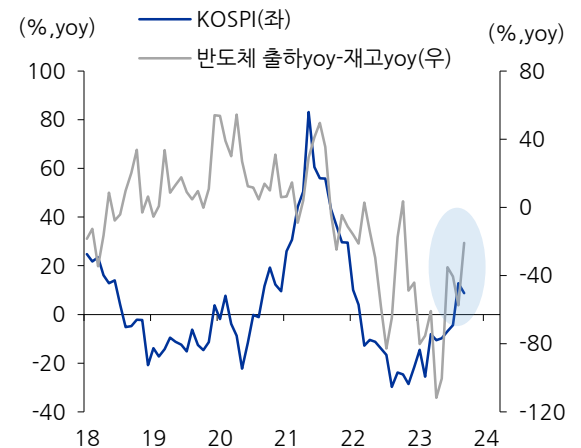
자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국의 재고 증가율은 아직 출하보다 빨라



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체는 올해 중반 이후 출하-재고 개선중



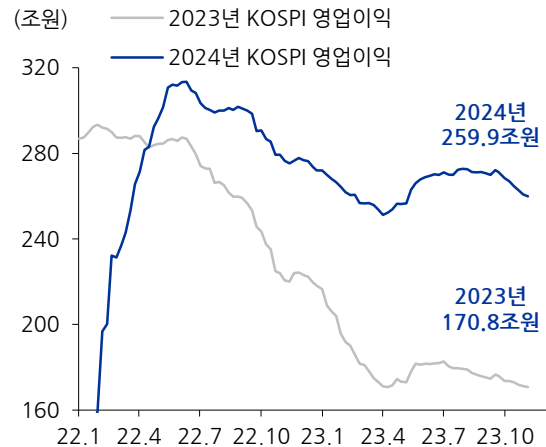
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(실적) 2024년 KOSPI 영업이익 개선 예상

KOSPI 실적 하향, 반도체가 양호

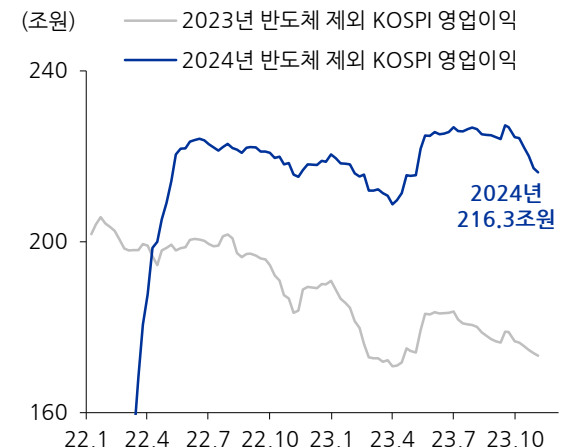
- 2024년 KOSPI의 영업이익 컨센서스는 올해 4월 약 251조까지 하락한 후 반등하는 듯 했으나 약 260조원 부근에서 소폭 하락 중임.
- 2024년 영업이익 전망이 8월 272.7조원을 정점으로 11월 259.9조원까지 약 12.8조원 하향. 이때 반도체 영업이익 추정치는 상승한 반면, 非반도체의 영업이익 추정치는 하락. 반도체 회복 사이클이 양극화를 보일 수 있음.

내년 KOSPI 영업이익 추정치는 소폭 하락중



자료: Quantiwise, 유진투자증권

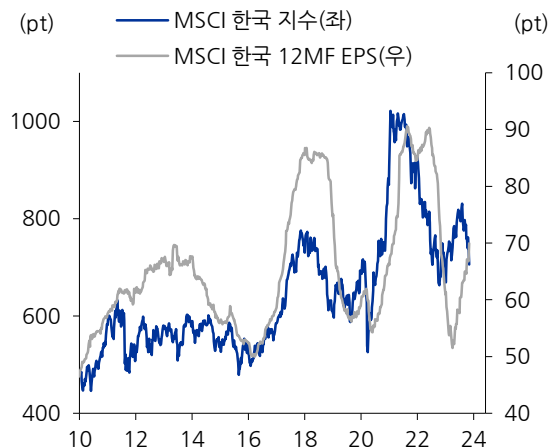
非반도체의 영업이익 하향이 더 가팔라



자료: Quantiwise, 유진투자증권

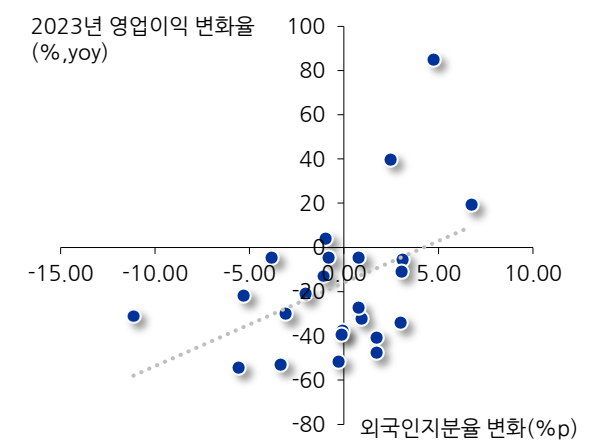
- 아직 우리나라 EPS 회복에 비해서는 지수는 제대로 반등하고 있지 못하는 상황임. 영업이익 컨센서스상 내년 52.2% 가량 증가할 것으로 보이나 이는 다소 큰 수치로 보임. 현실적으로는 이보다 낮은 수치 내에서 반도체 중심으로 실적 개선이 나타날 것으로 예상.
- 영업이익 개선은 외국인 지분율 변화와 유사한 움직임을 보이는 만큼, 향후 실적 기대가 예상되는 업종에 외국인 수급은 우호적 예상.

EPS 회복에 비해 지수는 아직 반등 여력 존재



자료: Refinitiv, 유진투자증권

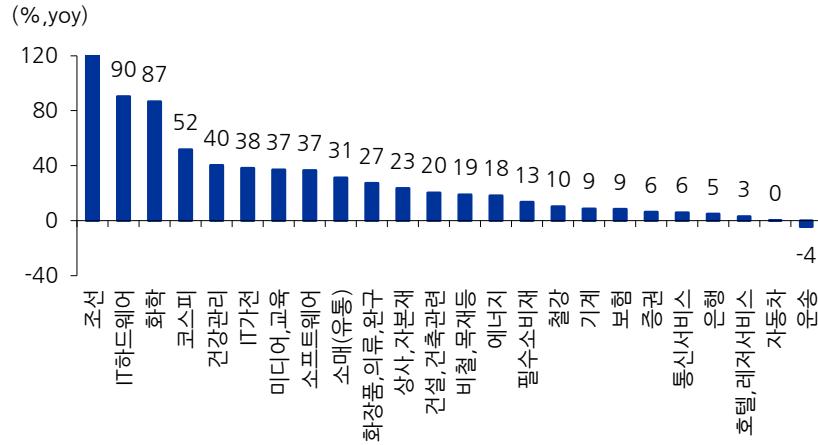
외국인 지분율 변화와 실적은 비례



자료: Quantiwise, 유진투자증권

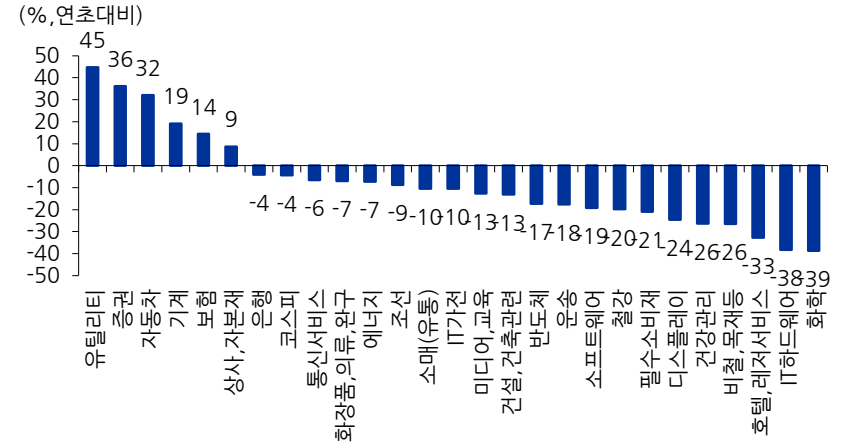
(실적) 업종별 내년도 영업이익 컨센서스 변화율

전년 대비 조건,IT하드웨어,화학,건강관리 등 상향



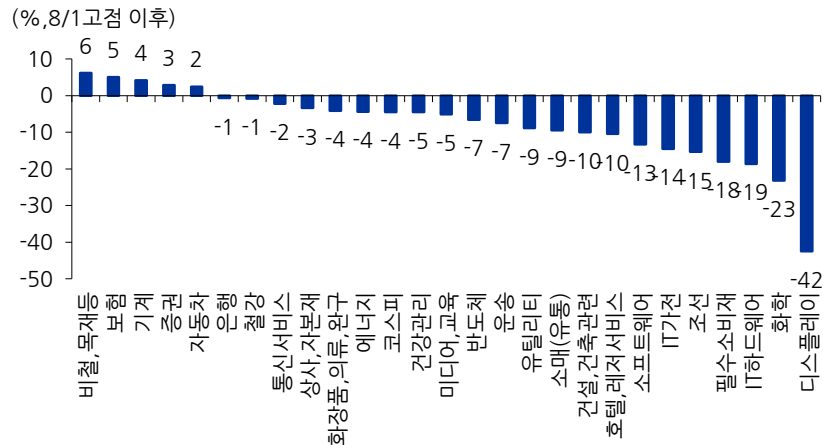
자료: Quantiwise, 유진투자증권

연초 대비 유틸리티,증권,자동차,기계,보험,상사/자본재 상향



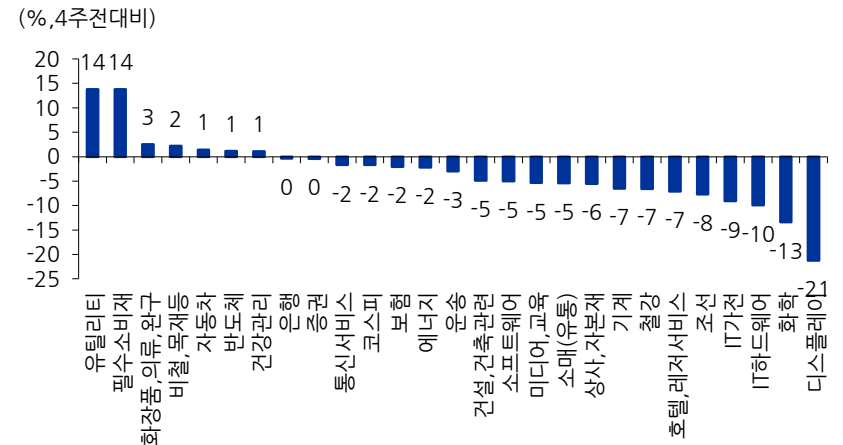
자료: Quantiwise, 유진투자증권

고점(8/1일) 이후 비철/목재등,보험,기계,증권,자동차 상향



자료: Quantiwise, 유진투자증권

4주전 대비 유틸리티, 필수소비재, 화장품/의류/완구 등 상향



자료: Quantiwise, 유진투자증권

수급 환경(3)

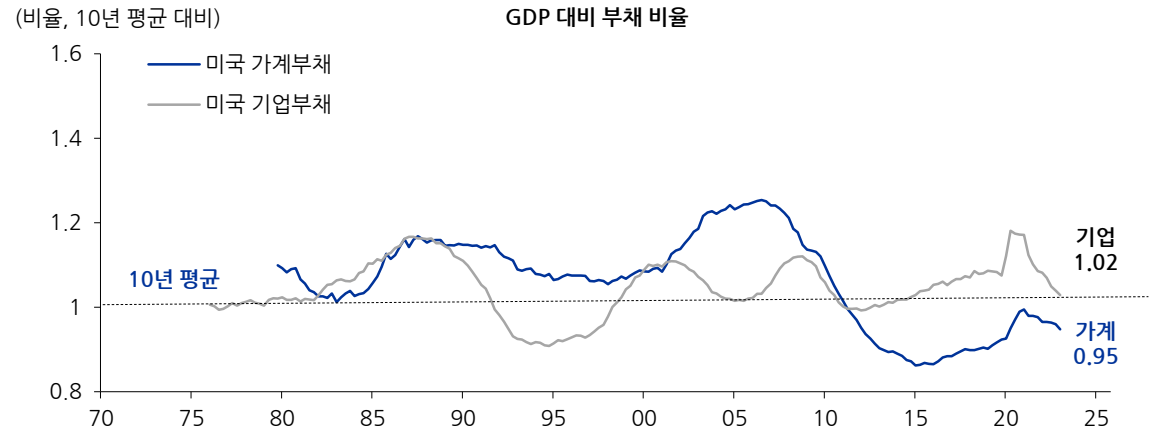
- 기업과 가계

(가계/기업) 한국의 유동성 여건은 비우호적

미국과 달리 기업 부채부담 증가중

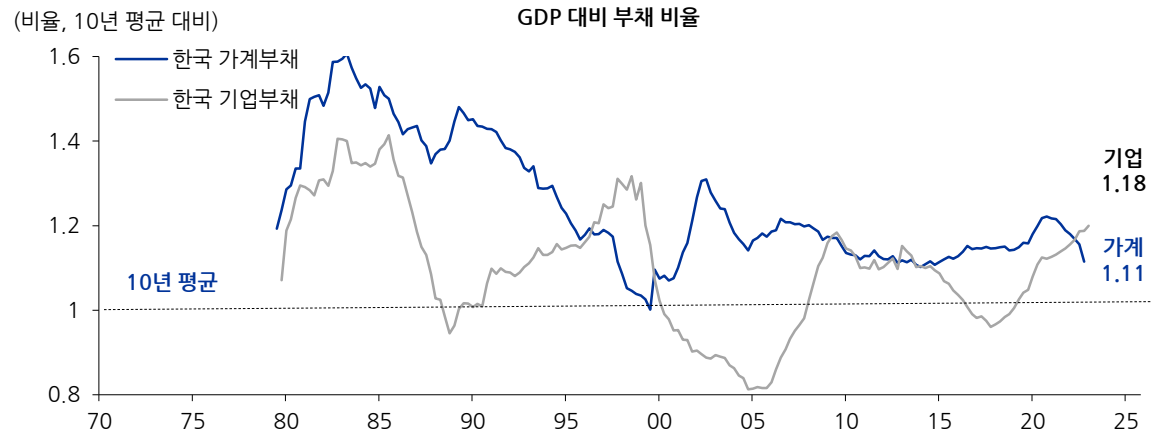
- 미국의 가계부채 비율은 2015년 이후 상승 후 코로나19를 계기로 가속. 그럼에도 여전히 지난 10년 평균 대비는 낮았음. 현재는 소폭 부담이 감소하며 0.95 수준을 보임.
- 반면 기업부채 비율은 역사적 평균을 상회. 마찬가지로 코로나19 이후 1.18까지 치솟으며 역사적 고점을 형성했으나, 이후 빠르게 디레버리지를 하며 평균 수준으로 회귀.
- 한국은 가계부채 뿐만 아니라 기업부채의 비율도 높게 나타남. 다만 가계의 경우 2021년 이후 부채부담이 감소하고 있는 점은 안도.
- 다만, 기업부채의 경우 2019년 지난 10년 평균을 돌파한 이후 지금은 평균 대비 GDP의 약 18% 가량의 부채를 더 보유하고 있는 상황. **고금리에 따른 자본조달비용 부담에 더해 추가적인 유동성 확대에 한계가 존재.**

미국 등 선진국은 코로나19 이후 늘어난 유동성 정상화 과정



자료: BIS, Refinitiv, 유진투자증권

한국의 경우 기업의 부채부담이 지속적으로 증가하며 경제 부담으로 작용



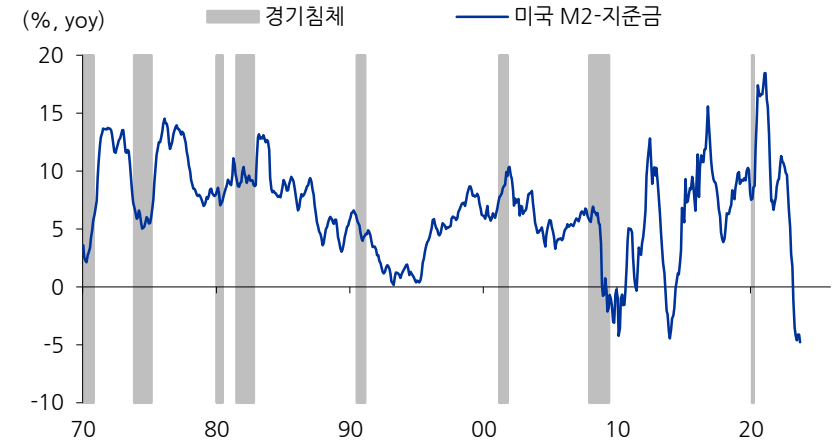
자료: BIS, Refinitiv, 유진투자증권

(가계/기업) 민간 활기 둔화의 징조

금리 인상에 소비신용, 상업대출 등 민간 유동성 위축

- 미국 소비자들의 신용 증가율은 10월 현재 +3.5%yoy를 보이고 있음. 아직 양(+)의 증가율을 보이고 있지만, 작년 5월 +9.8%yoy에 비하면 많이 둔화됨. **소비 여력이 크게 늘지는 않을 것을 의미.**
- 상업대출의 경우 +0.4%yoy를 보이며 조만간 대출 감소로 돌아설 수 있음을 보여줌. 금리 상승에 따라 기업 자금 조달 문제가 대두.
- 미국 M2 증가율이 가파르게 감소하면서, 금융기관 지급준비금을 제외한 유동성도 -4.8%yoy로 (-) 증가율을 보이고 있음.

지준금을 제외한 미국 유동성의 증가율은 (-) 영역에 진입



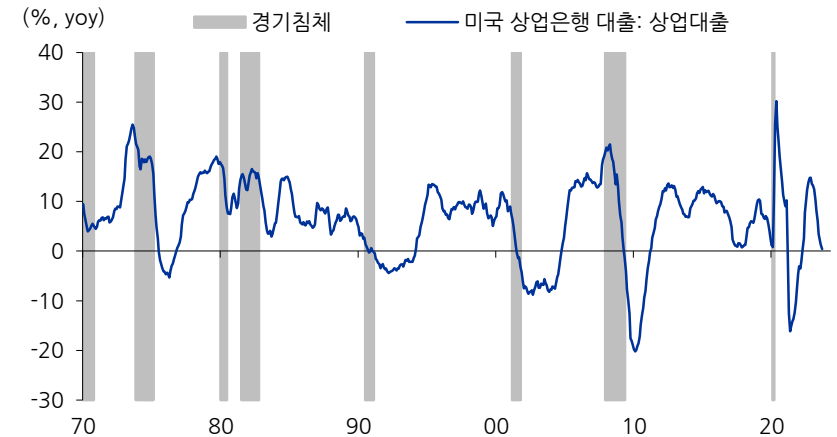
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 소비 신용은 그 증가율이 점차 둔화되고 있음



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 상업은행의 대출도 (-) 영역 진입을 앞두고 있음



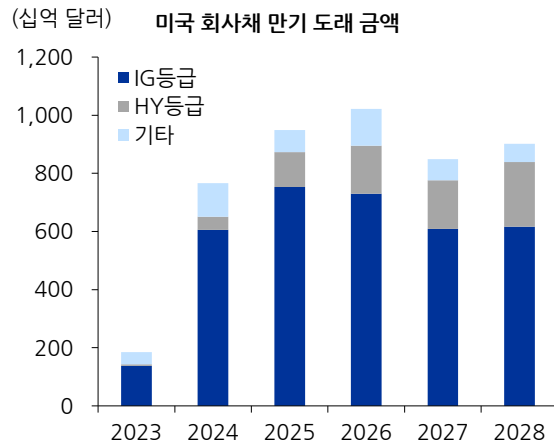
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(기업) 기업들의 자금 압박 시점이 다가오고 있어

미국 2024년 이후 회사채 만기 도래 규모 급증

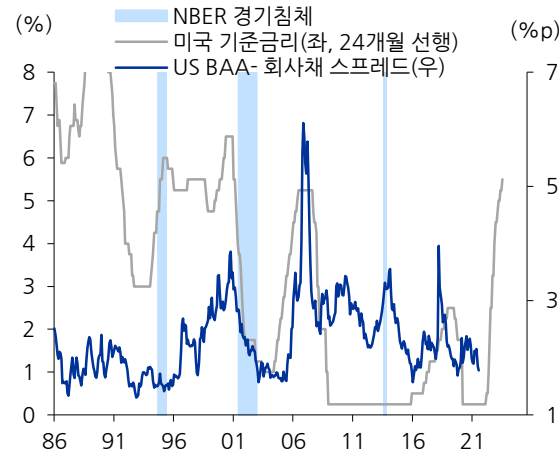
- 내년 이후 미국 회사채 만기 도래 금액이 크게 증가. 올해 만기 금액은 약 2천억 달러지만, 내년 8천억 달러, '25~'26년에는 1조 달러 수준 예상됨. 기업들의 이자비용 부담은 아직까지는 견딜 수 있는 수준. 기업들이 '20~'21년 저금리에 대거 회사채를 발행하면서 금리 부담을 낮춰 놓았기 때문.
- **본격적인 신용 위험은 2024년에 나타날 수 있음.** 과거 사례를 보면 신용 스프레드는 기준금리 인상이 시작한 후 1년 반~2년 정도의 시차를 두고 확대되는 경향이 있음. 폭과 속도의 문제일 뿐 경기 침체(둔화) 국면에서는 예외없이 신용 스프레드가 확대됨. 이러한 스프레드의 확대는 기업의 자금 조달 비용 상승으로 이어지고 궁극적으로 투자와 고용의 악화 가능성을 시사함.

2024년~25년 이후 회사채 만기 도래 금액 급증



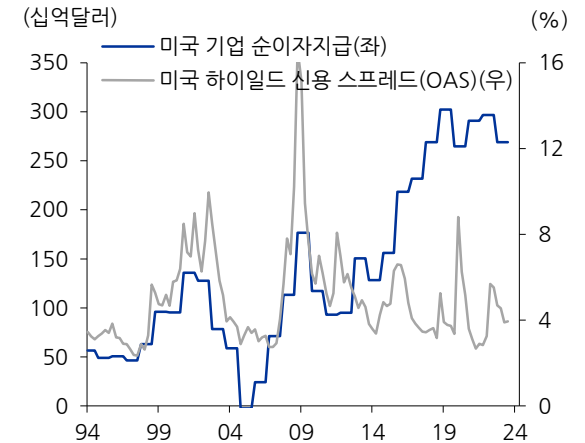
자료: Refinitiv, 유진투자증권

긴축은 약 2년 시차 두고 스프레드 확대 영향



자료: Refinitiv, 유진투자증권

스프레드 확대시 기업 순이자지급 확대 가능



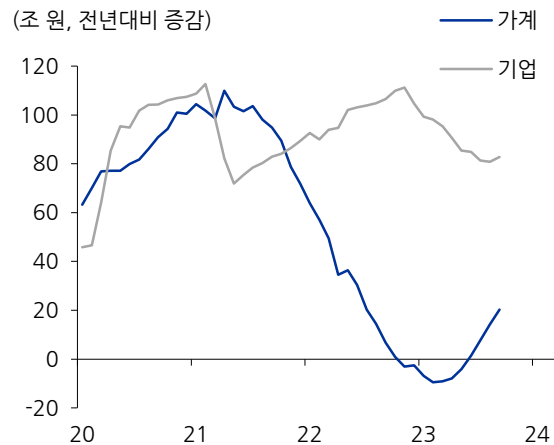
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(기업) 국내도 비용 압박에 투자 부진 가능성

기업의 부채 증가와 더 가파른 비용 상승

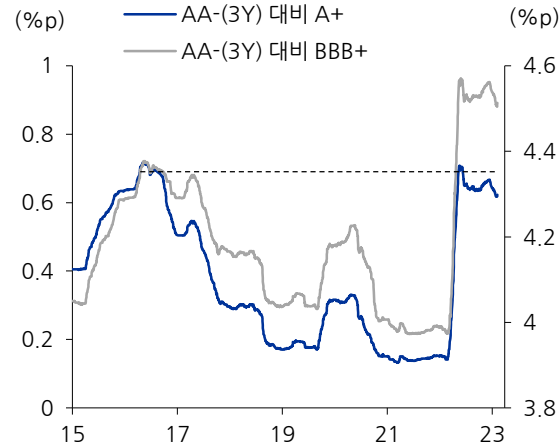
- 앞서 살펴본 것처럼, 가계는 조금이나마 디레버리징을 실시한데 반해 기업은 계속해서 대출을 증가시킴.
- 그 가운데 고금리의 장기화로 회사채 시장의 양극화가 나타나고 있음. 우량물과 비우량물의 금리차는 한진해운의 파산으로 중견기업이 줄줄이 파산 하던 2017년 당시의 고점까지 확대되고 있음. 차입이자 부담이 커지고, 내년 경기도 불확실성이 큰 만큼 크레딧 시장의 리스크는 여전. 금리가 인하 된다고 하더라도 우량등급 중심으로 수혜를 받고 비우량등급까지 금리 인하의 온기가 전파되기까지는 지연(lag)이 발생할 가능성이 높음.
- 실제로 **금리 상승에 따른 신용위험이 대규모 자본 조달이 필요한 설비투자를 둔화시키고, 기업의 투자 전망을 악화**시키는 모습을 확인할 수 있음.

올해 하반기 이후 가계/기업 대출 재차 증가



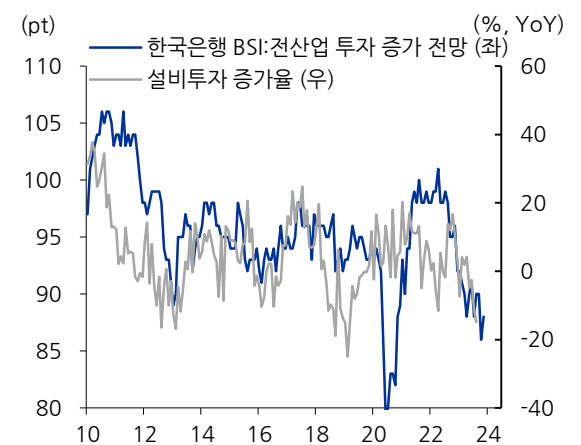
자료: Refinitiv, 유진투자증권

회사채 양극화 한진해운 파산('17) 이후 최고



자료: Infomax, 유진투자증권

기업들의 투자 전망은 어두워



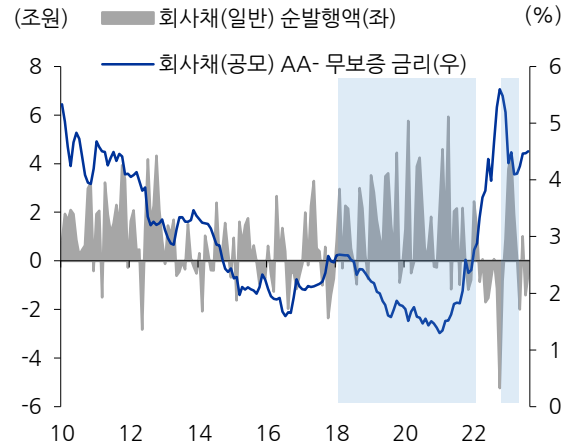
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(기업) 회사채 통한 선제적 자금 조달

조달 비용 절감을 위한 전략

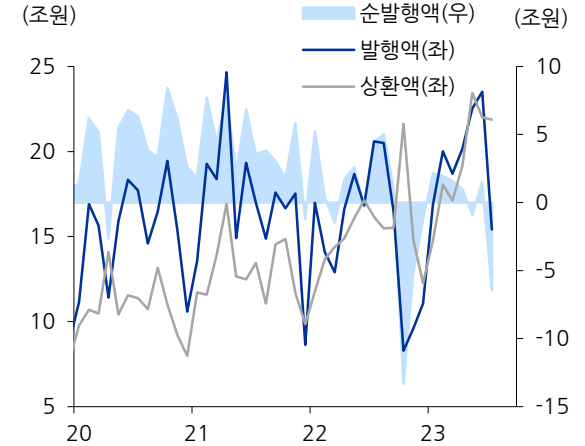
- '18년부터 지속적으로 금리가 하락하면서 회사채 순발행 기조가 이어짐. '22년 금리가 반등하며 순상환을 하던 기업들은 올해 상반기 연준의 피벗 기대감에 자금 조달 여건이 완화되자 재차 순발행으로 돌아섬.
- 그러나 금리 인하 시기의 지연으로 이자 부담이 재차 확대되면서 순상환 기조로 전환하는 모습을 보여주고 있음. 발행액도 감소.
- 기업 규모별로 살펴보면 대기업들은 회사채를 통한 자금 조달을 점차 늘리는 모습을 보이고 있음. 반면 중소기업은 편차가 있기는 하지만 대체로 금리 상승에 따라 회사채 발행이 감소.
- 이렇게 조달한 자금은 주로 운영자금에 쓰이고 있지만, 리파이낸싱을 위한 자금으로 활용되기도 하는 모습을 확인할 수 있음.

금리 상승 전 회사채 통해 선제적 자금 조달



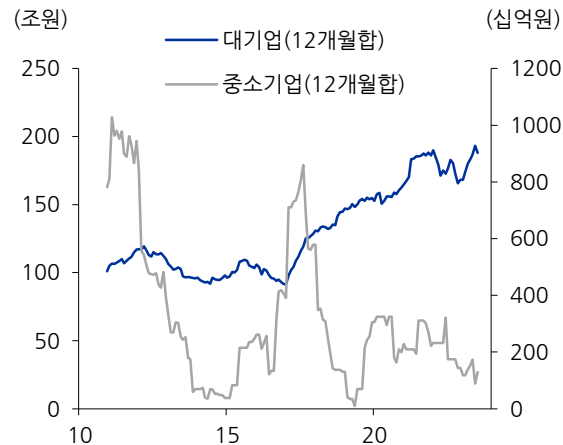
자료: 금융감독원, 유진투자증권

고금리 지속되며 회사채 발행액 감소



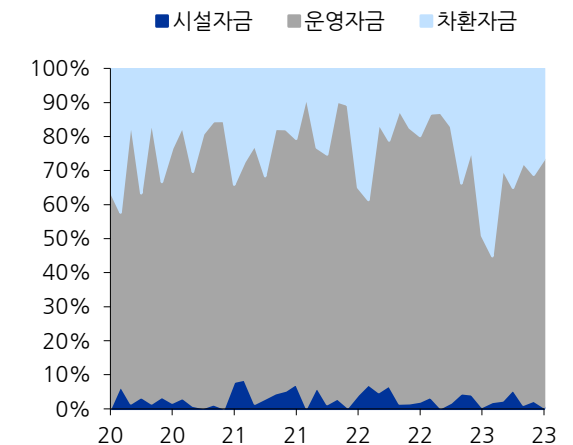
자료: 금융감독원, 유진투자증권

대기업의 회사채 발행 증가, 중소기업 감소



자료: 금융감독원, 유진투자증권

조달한 자금은 주로 운영이나 차환에 사용



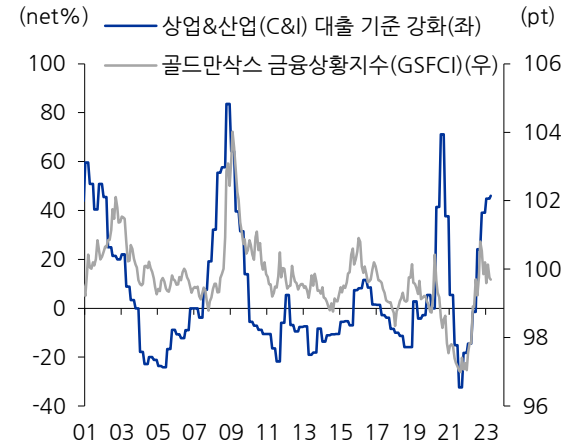
자료: 금융감독원, 유진투자증권

(기업) 은행 대출 기준은 강화되고

고금리+대출기준 강화로 대출 감소

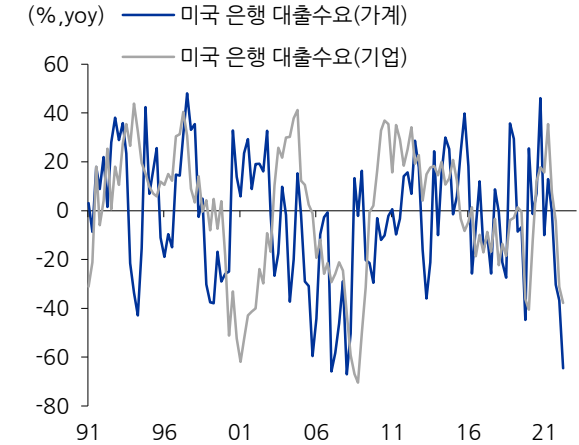
- 회사채와 더불어 기업이 자금을 조달할 수 있는 방법은 은행임.
- 연준의 대출 기준 서베이(SLOOS)에 따르면 미국 금융기관들의 대출 기준은 강화되고 있고 가계와 기업의 대출수요는 감소하고 있음. 은행 입장에서 신용 관리에 들어섰고, 가계와 기업도 고금리에 대출 수요를 줄이고 있음.
- 이처럼 대출이 줄어들 경우(덜 늘어날 경우) S&P500은 하락하거나 상승률이 낮은 모습을 확인할 수 있음. 국내 증시에 대한 외국인의 누적순매수액도 대출태도지수와 뚜렷한 역의 상관관계를 보여줌.
- 연준에 의한 유동성 상황 뿐만 아니라, 민간 은행권의 긴축 여건도 증시의 강세나 외국인의 수급 유입에는 여의치 않은 상황임.

상업&산업에 대한 대출기준은 올해 강화중



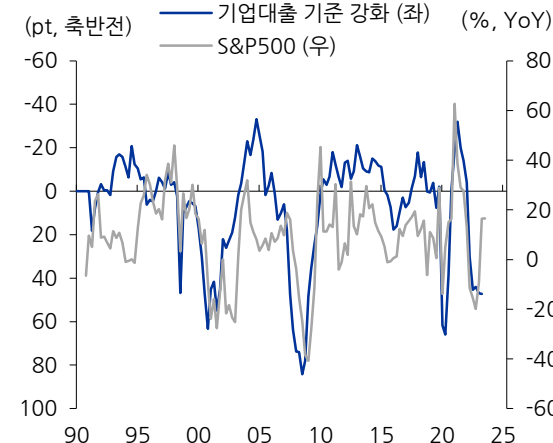
자료: Refinitiv, 유진투자증권

조달 금리가 상승하며 은행 대출수요는 감소



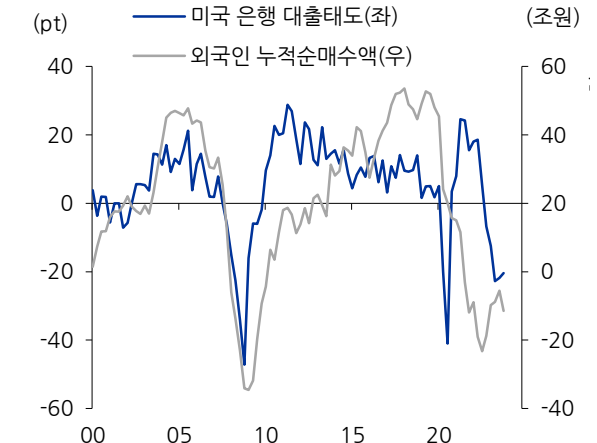
자료: Refinitiv, 유진투자증권

기업대출 기준 강화는 증시 상승을 제약



자료: Quantwise, Refinitiv, 유진투자증권

대출 기준이 엄격할 때 외국인 수급도 부진



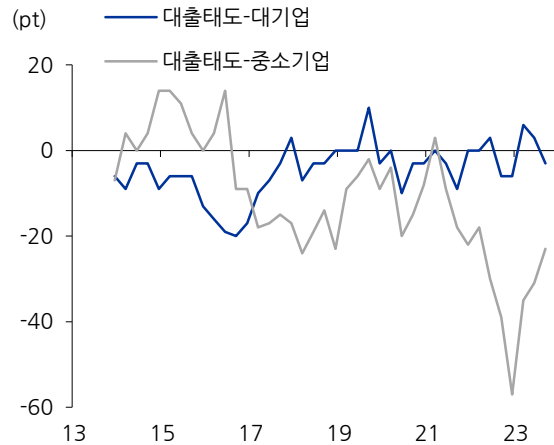
자료: Quantwise, Refinitiv, 유진투자증권

(기업) 국내는 중소기업 중심 압박 심화

중소기업은 대출 수요 증가에도 여력이 부족

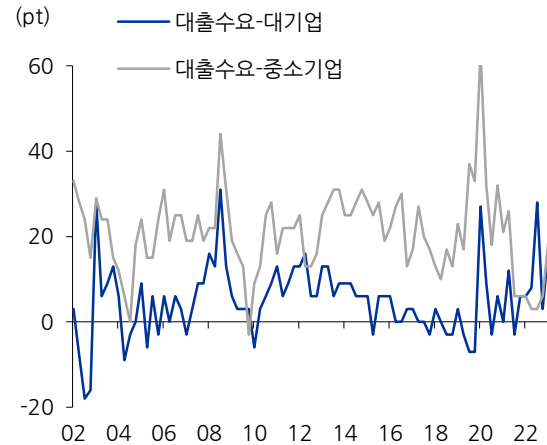
- 고금리 장기화와 지속된 긴축 여파로 국내 기업들은 규모에 관계 없이 대출 수요는 상승했고, 신용위험은 상승. 특징적인 것은 올해 들어 대기업에 대한 대출 기준은 큰 변화가 없지만 중소기업에 대한 대출기준이 급격히 강화. 기준금리 인상의 시차를 고려하면 중소기업의 신용위험은 향후 더 높아질 가능성이 높음. 앞서 크레딧 스프레드 급등에서도 살펴봤듯 대기업보다 중소기업의 차입 비용 증가가 불가피.
- 이러한 신용위험은 현금흐름이 좋은 대기업보다 중소기업들에게 더 불리하게 작용할 것으로 예상. 또한 향후 살펴보겠지만 **가계의 소비 여력이 감소함에 따라 수출주보다 내수 관련 기업들이 신용위험에 더 크게 노출 될 것으로 예상**. 부채비율이 높은 기업들은 고금리 환경에 부담이 증가하겠지만, 현금 자산 보유 비중이 높은 기업 등 고금리 충격에 완충(buffer)을 보유한 기업들은 비교적 안정적일 것으로 예상됨.

올해 급격히 강화된 중소기업 대상 대출기준



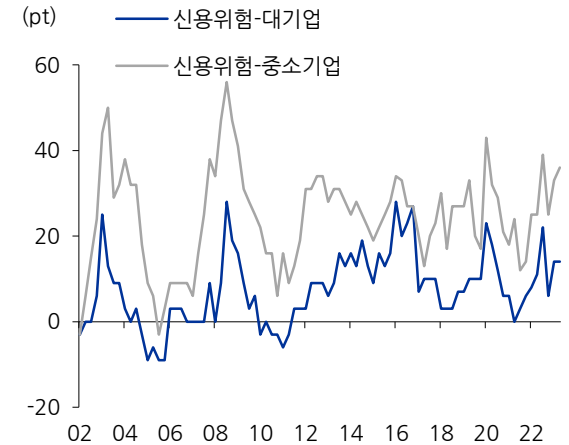
자료: 한국은행, 유진투자증권

올해 초 이후 규모 관계 없이 대출수요 상승



자료: 한국은행, 유진투자증권

규모에 관계없이 올해 들어 신용위험 상승



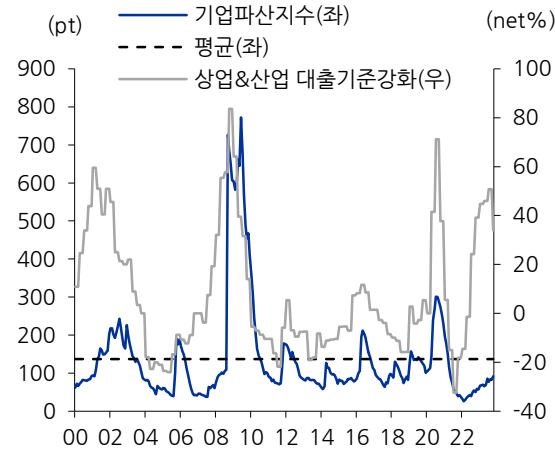
자료: 한국은행, 유진투자증권

(기업) 그래도 아직까지는 버티는 기업들

연쇄 부도 등 리스크는 아직

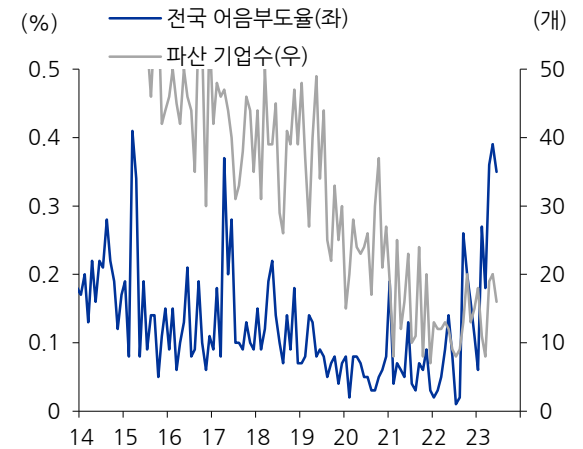
- 미국 은행들의 대출 기준이 까다로워지고 있지만, 과거 대비 파산 빈도는 낮은 수준. '00년 이후의 평균을 하회함.
- 국내 전국 어음부도율이 작년 이후 가파르게 상승하고 있긴 하지만 역사적으로 볼때 낮은 수준임. 파산 기업수도 작년까지 추세적으로 하락 후 안정적인 모습을 보이고 있음.
- 다만, 금리 상승에 따른 시차를 고려할 필요. 2024년 크레딧 스프레드 확대 등 조달 비용의 상승은 기업의 운영에 부담을 줄 수 있음.
- 순이자보상배율 1미만 기업의 비율을 살펴보면, 최근 3~4개 분기에 역사적 평균보다 비율이 높음을 알 수 있음. 즉 **벌어들이는 영업 이익으로 순이자비용(이자비용-이자수입)을 충당할 수 없는 기업들의 비율이 증가함.**

대출기준 강화에도 파산 기업은 평균 이하



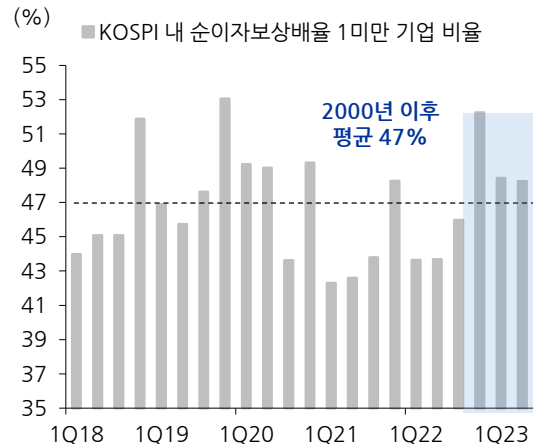
자료: Bloomberg, 유진투자증권

아직 위험한 수준은 아닌 부도율, 파산 기업수



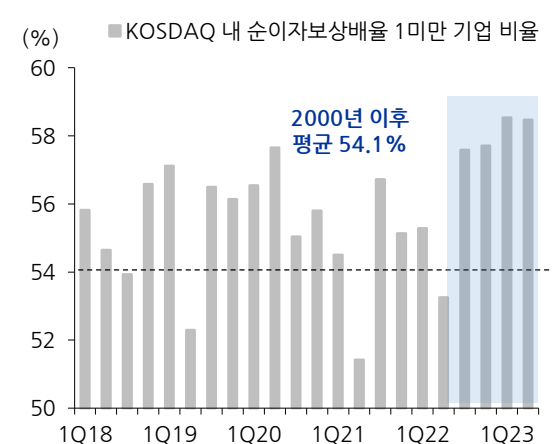
자료: 한국은행, 유진투자증권

KOSPI는 상대적으로 역사적 평균과 유사



자료: Quantwise, 유진투자증권

KOSDAQ은 최근 들어 평균보다 높은 비율



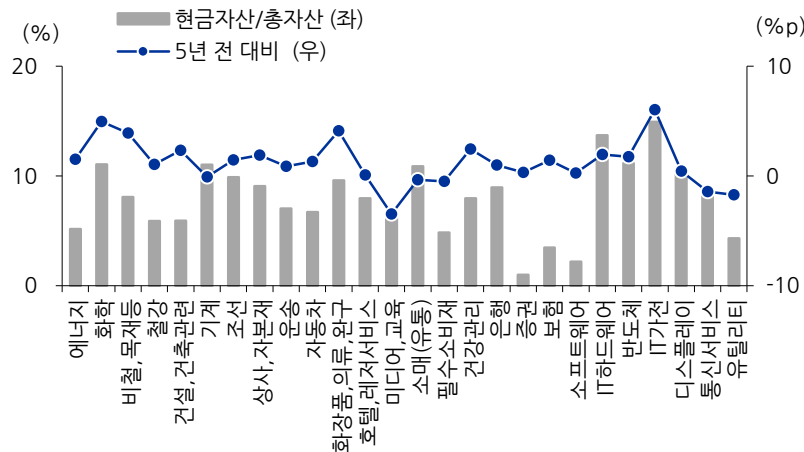
자료: Quantwise, 유진투자증권

(기업) 대안은 高금리에 대응 가능한 체질

낮은 부채비율 or 높은 현금자산 비중/이자보상배율

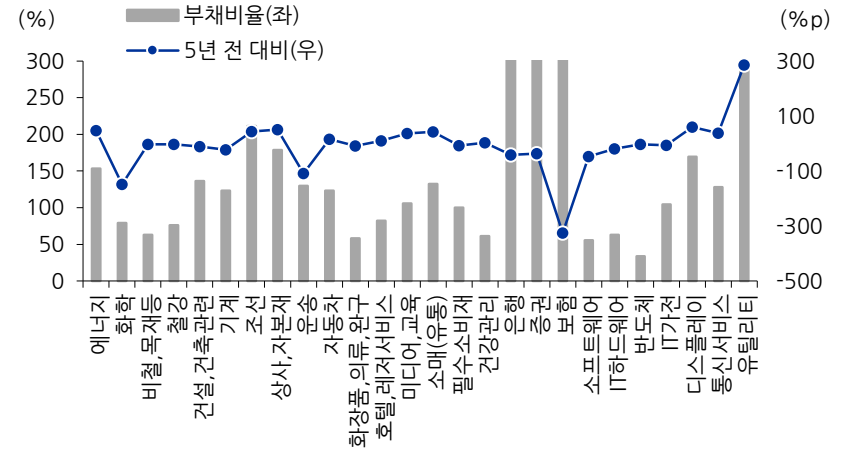
- 자금 압박이 이어진다면, 대안은 고금리에 대응이 가능한 체질을 가진 업종/종목임. 일반적으로 부채비율은 낮은 것이 유리하고, 현금자산비중이나 (순)이자보상배율은 높을수록 유리함.
- △부채비율이 낮은 업종은 반도체, 소프트웨어 등이 있음. 부채비율이 높으면 차입비용이 높아 고금리 환경에 불리(금융주 제외). △현금자산 비중이 높은 산업은 반도체, IT가전 등임. △순이자보상배율(EBITDA/순이자비용 기준)이 높은 업종은 자동차, 은행 등임. 즉, 이익을 통해 순이자비용을 내고도 여력이 있음을 의미.

현금자산 비중이 높은 업종은 IT가전,IT하드웨어,반도체 등



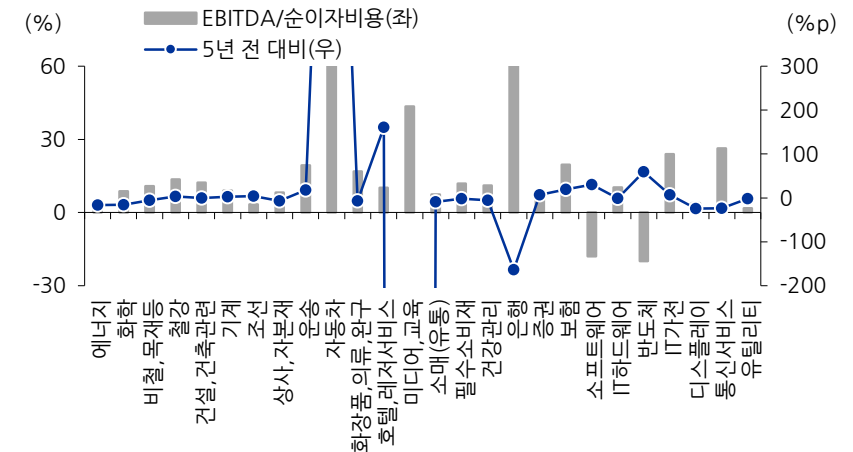
자료: Quantiwise, 유진투자증권

부채비율이 낮은 업종은 반도체,소프트웨어,화장품/의류완구 등



자료: Quantiwise, 유진투자증권

순이자보상배율이 높은 업종은 자동차,은행,미디어/교육 등



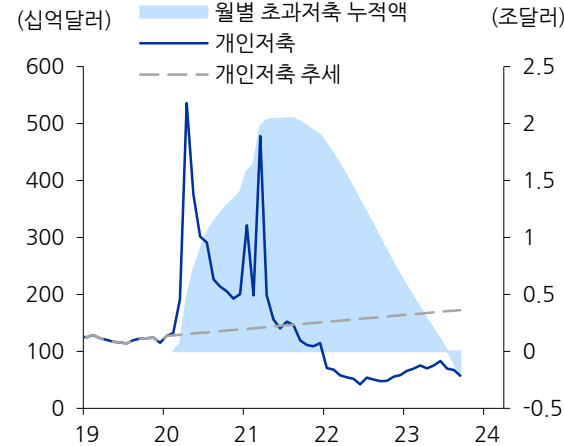
자료: Quantiwise, 유진투자증권

(가계) 초과저축도, 대출도 여의치 않아

초과저축 고갈, 학자금대출 상환 재개

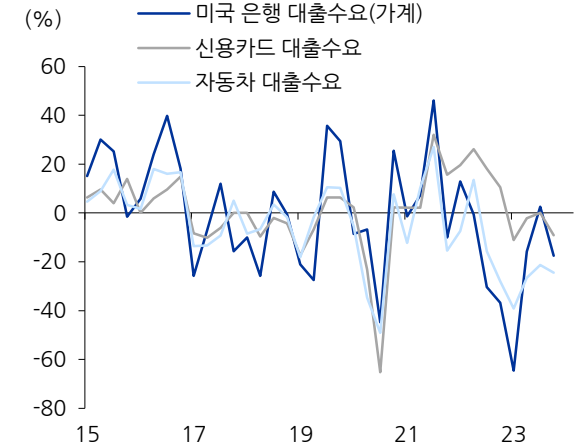
- 코로나19 이전 48개월 추세선을 통해 도출한 초과저축은 '21년 7월 약 2.1조원까지 쌓여 소비의 재원으로 사용됨.
- 이후 초과저축이 가파르게 소진되면서, 특히 올해 하반기 개인저축이 오히려 감소하면서 8월에는 초과저축이 (-)가 되고, 9월에는 대략 -2,000억달러 수준으로 추정됨.
- 10월부터 시작된 미국 학자금대출 상환 재개는 개인 소비 여력을 더욱 악화시킬 전망.
- 그렇지만, 고금리로 인해 대출 또한 여의치 않은 상황임. 연준 고위대출책임자 서베이(SLOOS)에 따르면 올 하반기 이후 대출 수요가 감소하는 모습을 보이고 있음. 즉, **하반기 초과저축이 고갈된 상황에서 대출을 받는 대신 과거 추세 대비 저축을 줄여 소비에 충당.**

올해 4Q~ 내년 미국 가계 초과저축 고갈 예상



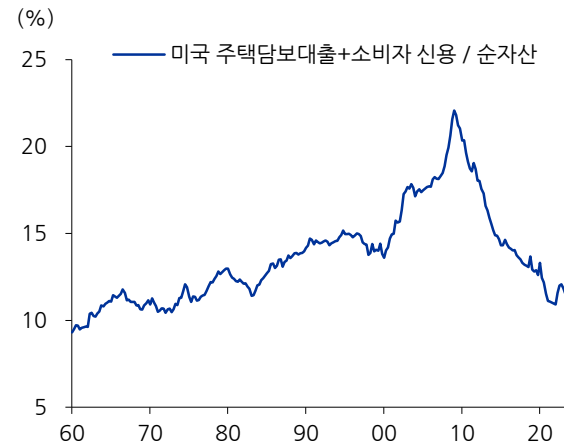
자료: Refinitiv, 유진투자증권

고금리에 하반기 이후 대출 수요는 감소중



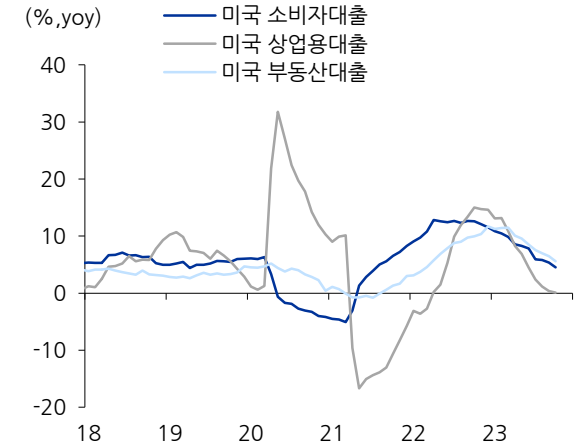
자료: Refinitiv, 유진투자증권

전체 자산 중 모기지+신용은 2Q부터 감소



자료: FRB, 유진투자증권

소비자대출을 비롯한 미국 대출 증가폭 감소



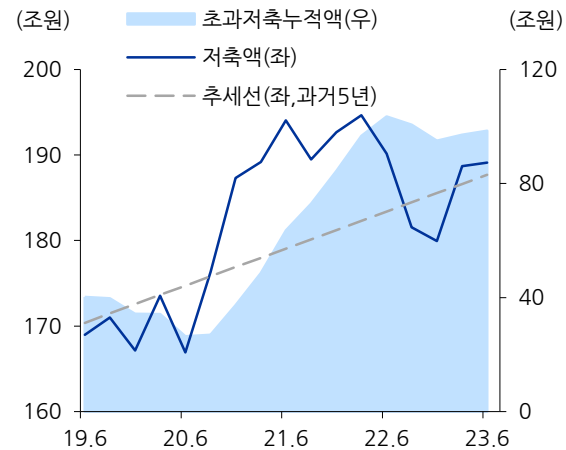
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(가계) 국내 가계는 소비↓ 저축↑

고금리에 국내는 소비 위축 전망

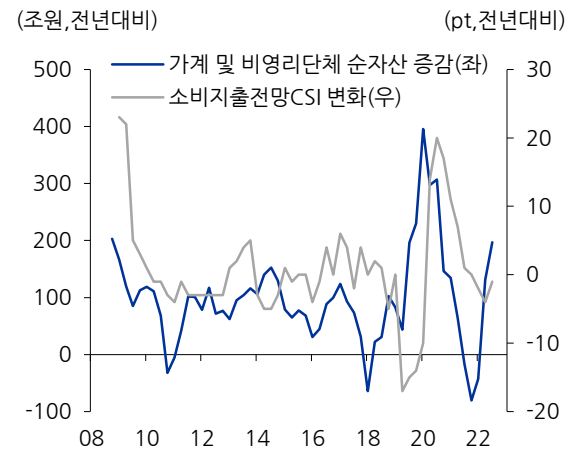
- 우리나라의 가계부채 비율은 글로벌 대비 높은 수준이고, 여전히 증가하고 있음. 여기에 더해 **우리나라는 미국과 달리 소득을 소비보다 저축에 사용하는 모습**을 볼 수 있음. 코로나19 이전 5년 추세로 도출한 한국의 초과저축은 최대 약 101조(3Q22)까지 증가 후 소폭 하락하는 듯하다가 재차 반등(98.5조원, 2Q23 기준). 자본순환표에서 보여주듯, 개인은 국외에 비해 현금 및 예금 선호도가 높아 고금리에 저축을 늘리기 때문으로 판단됨.
- 저축의 증가로 가계 순자산은 올해 들어 증가세로 돌아서면서 소비 심리에는 긍정적으로 작용할 수 있지만, 그 폭은 제한적으로 예상됨. 글로벌 금융위기 당시에도 위기시 소비 급감 이후 기저효과로 소비가 급증 후 정체되는 모습을 보이기도 했음. 이처럼 **개인의 소비 회복이 제한적일 경우 내수 산업이 수출 산업에 비해 상대적으로 부진할 것으로 예상.**

한국의 경우 초과저축액이 재차 늘고 있음



자료: Refinitiv, 유진투자증권

순자산 증가로 소비심리 개선이 예상되지만...



자료: 한국은행, 유진투자증권

민간 지출의 성장은 제한적일 것으로 전망



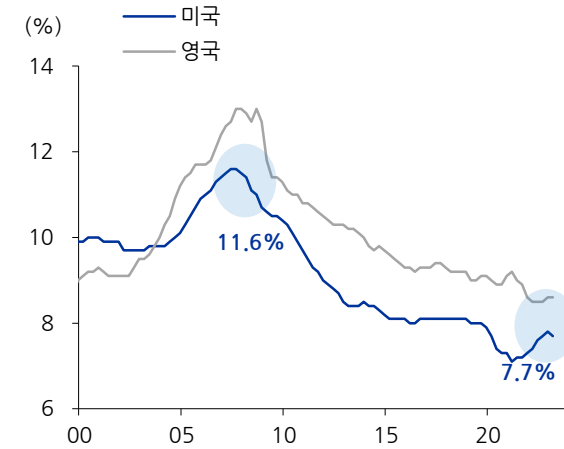
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(가계) 가계부채 상환부담, 연체율 상승

주요국 대비 가계부채 부담 상승

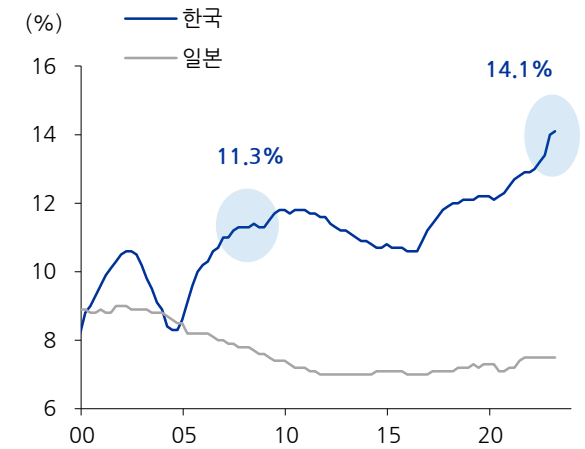
- '08년 글로벌 금융위기를 겪었던 미국 등 주요국들의 부채상환비율(DSR, Debt Service Ratio)은 금융위기 이후 빠르게 하락함.
- 반면 한국은 반대의 모습. 금융위기까지 DSR이 상승한 모습은 유사하지만, 이후 주요국들의 DSR이 하락 전환한 것과 달리 한국은 그 이후로 완만한 하락 후 가파르게 상승. 최근 DSR은 14.1%로(1Q23기준), '08년 위기 당시 11.3%보다 더 높음.
- 최근 금리 인상과 함께 가파르게 긴축이 나타나는 점도 가계에 부담으로 작용. 미국에서는 자동차(7.4%), 신용카드(8.0%) 연체율이 작년 중반 이후 상승하고 있음(3Q23 기준).
- 국내에서는 대표적으로 금융기관 연체율이 상승 중. 1Q23 기준 저축은행이 5.07%, 상호금융 2.42%, 캐피탈 1.79%, 카드사 1.53%, 은행 0.33% 순임.

미국 부채상환비율(DSR) '08년 대비 하락



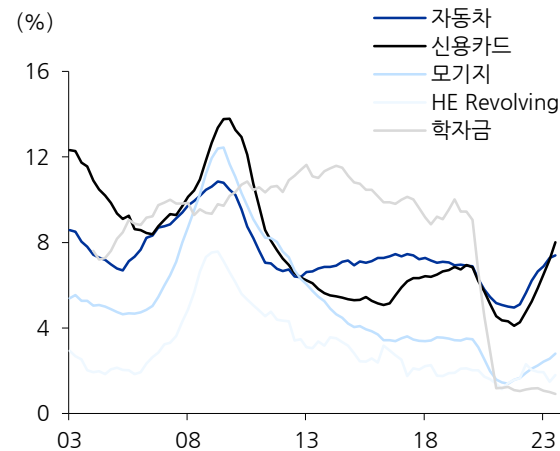
자료: BIS, 유진투자증권

한국 부채상환비율(DSR) 빠르게 상승



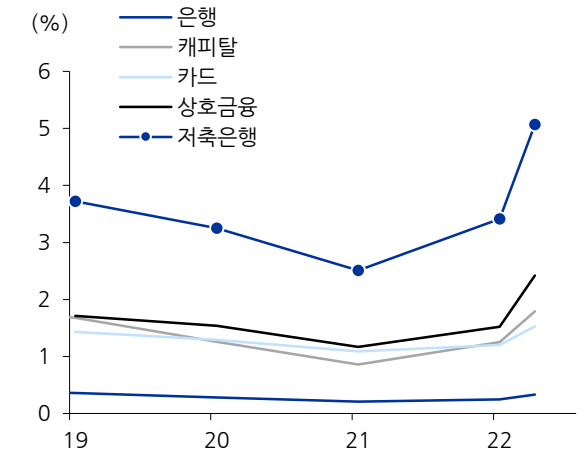
자료: BIS, 유진투자증권

미국 소비자 대출 신규 연체율은 상승중



자료: Newyork Fed, 유진투자증권

국내 주요 금융기관 연체율 동반 상승중



자료: 한국은행, 유진투자증권

08

수급 환경(4)

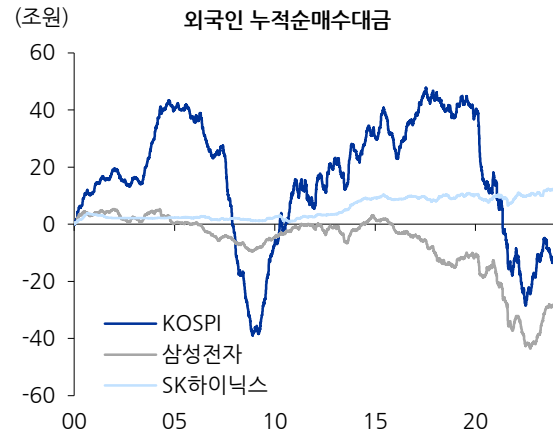
- 반도체, 수출과 환율

(반도체) 반도체 현황과 외국인 수급

팬데믹기 대량 순매도의 반작용

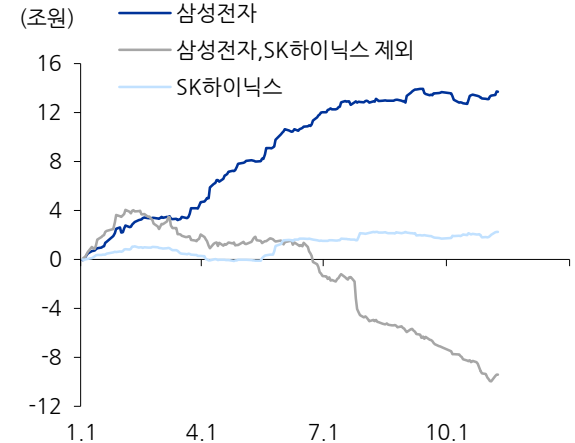
- 지난해 이후 하강 국면을 이어오던 반도체 업황이 올 하반기부터 회복 조짐을 보이는 중. D램 재고는 2분기 말부터 줄어들면서 10월부터 메모리 가격 하락폭이 둔화되고 있음. 수출도 메모리 반도체가 16개월 만에 증가 전환하면서 수출 감소폭 축소도 지속되고 있음 (-4.7%yoy, 올해 1월 -43.5%yoy).
- 내년도 점진적 수급 개선에 더해 ASP 상승 등에 힘입어 반도체 업황 회복세는 이어질 것으로 예상. 모바일, PC 등 B2C 부문의 더딘 수요 회복이 우려되나, 삼성전자, SK하이닉스 등 대형주의 영업이익 흑자 전환 기대는 투자심리에 우호적으로 작용할 것으로 전망.
- **외인 수급도 이러한 업황 회복 기대를 반영.** 코로나19 이후 작년까지 투매가 이어지며 두 종목의 누적순매도액이 33.5조원까지 늘기도 했으나, 올해는 반도체 대형주 순매수중. 최근 외인 순매수 전환 이후 KOSPI 순매수액 2.1조원 중 두 종목 순매수액이 1.7조 차지.

시스템 위기마다 KOSPI와 함께 순매도 확대



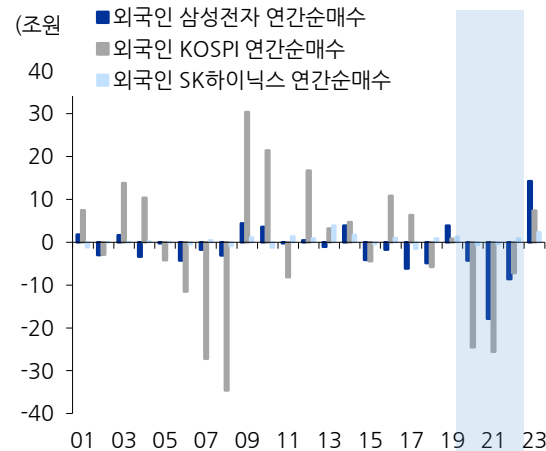
자료: Quantiwise, 유진투자증권

올해 들어 외국인은 반도체 순매수액 확대



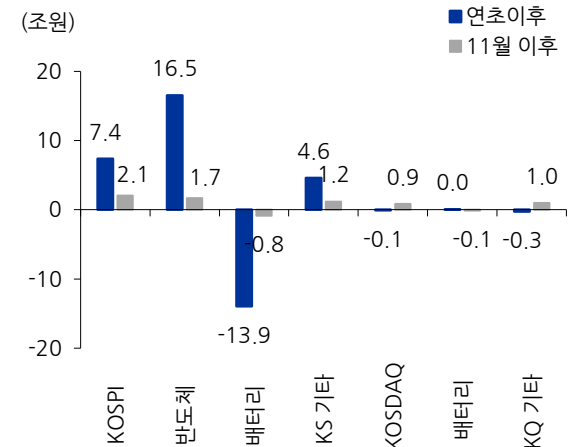
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인은 '20~'22년 반도체 대형주 투매



자료: Quantiwise, 유진투자증권

외인 순매수로 돌아선 11월 반도체 집중 매수



자료: Quantiwise, 유진투자증권

(반도체) 반도체 vs 2차전지

AI 등 반도체주 중심 순매수, 2차전지 순매도

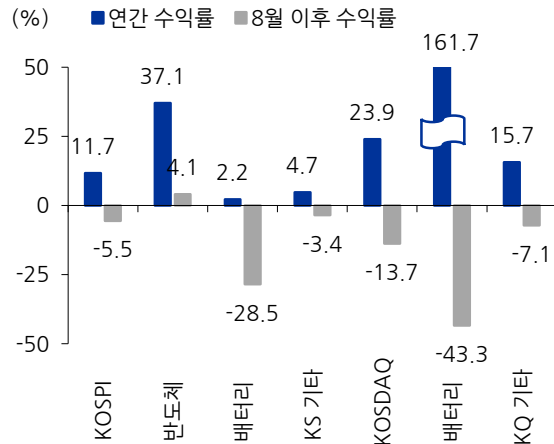
- 외국인은 **반도체 업황 회복 기대감에 AI 반도체 관련주를 중심으로 매수세를 보이고 있음**. 최근 메모리 반도체 업체들의 투자는 선단 공정(초미세공정)과 HBM(고대역폭메모리) 생산능력 확장에 집중. 이에 한미반도체, 하나마이크론 등 관련주 순매수 확대.
- 반면 2차전지 관련주에 대한 매도세를 보이고 있음. GM, 파나소닉 등 글로벌 기업들의 생산 목표 하향이나, LG에너지솔루션의 가이던스 부진 등 **전기차/배터리 매출 둔화에 대한 우려가 작용**.

8월 이후 외국인 코스피 순매수/순매도 상위 종목

	순매도			순매수		
	종목명	금액(십억)	등락률(%)	종목명	금액(십억)	등락률(%)
1	POSCO홀딩스	1,343.3	-27.8	삼성전자	1,948.7	3.87
2	삼성SDI	1,105.4	-33.23	에코프로	755.4	-43.74
3	에코프로비엠	951.7	-43.2	하이브	336.8	-27.5
4	LG화학	910.4	-25.31	SK하이닉스	231.4	5.27
5	LG에너지솔루션	811.9	-22.86	KT	213.5	12.03
6	포스코퓨처엠	760.0	-45.73	포스코인터내셔널	183.1	-35.29
7	SK이노베이션	375.3	-36.99	삼성물산	174.0	14.13
8	엘앤에프	265.3	-42.49	두산밥캣	172.4	-30.09
9	JYP Ent.	227.9	-33.8	아모레퍼시픽	161.2	20.41
10	NAVER	213.7	-11.01	HD한국조선해양	137.8	-20.36

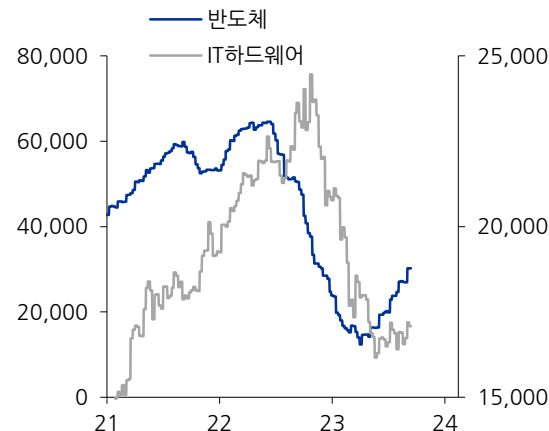
자료: Quantiwise, 유진투자증권

8/1일 고점 이후 반도체가 배터리 대비 선방



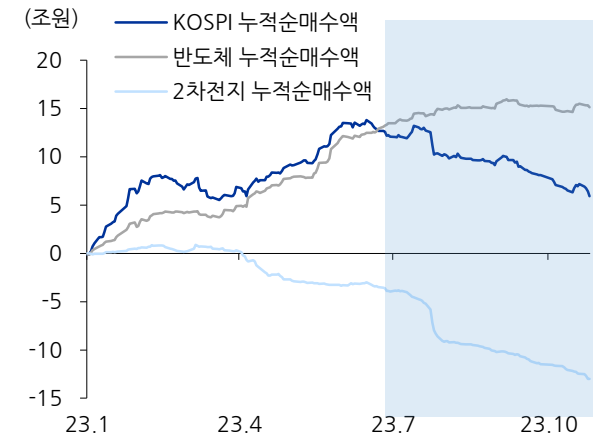
자료: Quantiwise, 유진투자증권

내년 eps 전망에서 엇갈리는 반도체&배터리



자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인은 올해 반도체 매수, 배터리 등 매도



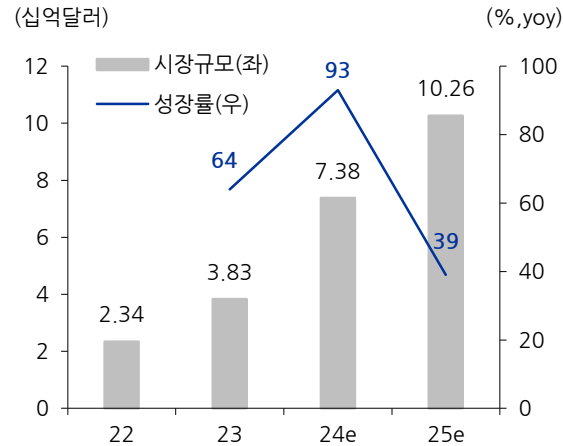
자료: Quantiwise, 유진투자증권

(반도체) 반도체 사이클 회복

HBM 성장 등에 사이클 회복 기대

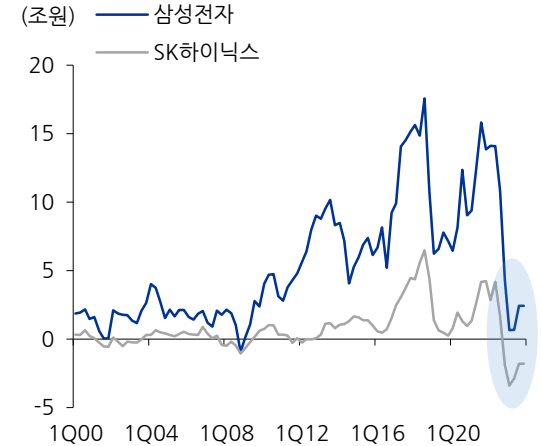
- 내년 HBM 시장 규모 약 93%yoy 성장 전망. 트렌드포스에 따르면 전체 D램 매출에서 HBM 비중도 올해 9%에서 내년 약 18%로 두배 증가 예상. 삼성전자, SK하이닉스 두 기업의 HBM 시장점유율은 95~97%를 차지할 것으로 예상되면서 시장 기대감 확대중.
- 반도체는 이익의 기저효과가 두드러지는 업종. 2024년 KOSPI 영업이익은 올해 대비 93.3조원 증가할 것으로 예상되는 반면, 반도체는 약 47조원 증가할 것으로 예상돼, KOSPI 영업이익 증가의 약 절반을 차지.
- 중국(IT 수출 비중 27.7%), 베트남(18.6%) 향 수출은 Tech 제품 수요를 간접적으로 보여줌. 한국의 대중국/베트남 수출 감소 추세가 점차 진정 중(7월 중국 수출 -25.1%yoy, 베트남 -15.9%). **반도체 중심 수출의 회복은 외국인의 수급 유입에 긍정적인 요인임.**

HBM 시장은 높은 성장 전망을 보여줌



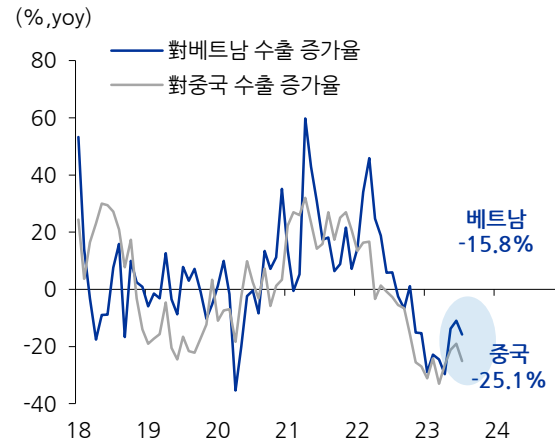
자료: Bloomberg, 유진투자증권

삼성전자, SK하이닉스의 영업이익도 회복중



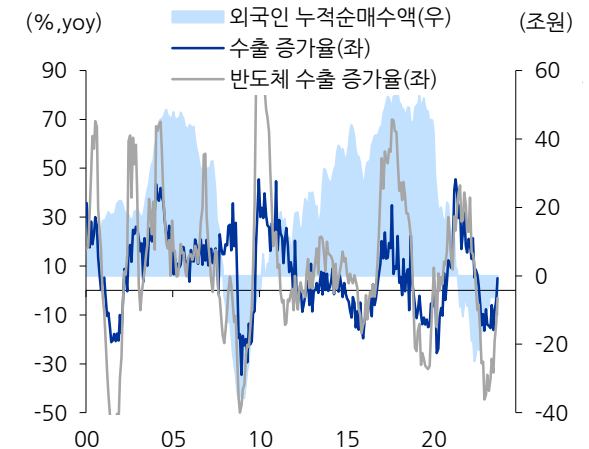
자료: Quantiwise, 유진투자증권

대중국,베트남 IT 등 수출 감소 추세 진정



자료: Bloomberg, 유진투자증권

반도체 중심 수출 회복은 외국인 수급에 긍정적



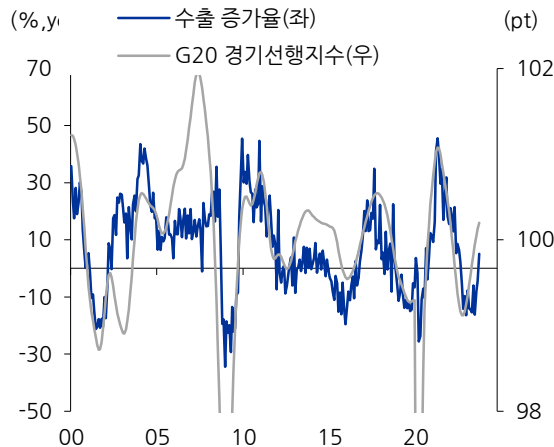
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유진투자증권

(수출) 선행지표로 보는 수출 개선 가능성

부진을 탈피 중인 한국 수출

- 반도체 수출이 3분기 이후 빠른 회복세를 보이면서 전체 수출도 13개월 만에 증가세로 전환(+5.1%yoy, 10월 수출입동향). 반도체 외에도 무선통신기기/가전 등 Tech 업종들의 수출도 회복세를 보이고 있음.
- 수출과 유사한 움직임을 보이는 G20 경기선행지수가 확장 국면에서 상승 추세를 유지하는 점도 수출 호조 기대를 뒷받침. 교역조건 개선도 우호적. 교역조건(수출물가-수입물가)의 개선은 시차를 두고 무역수지 개선에 영향을 미치고 무역수지 개선은 KOSPI 상승에 선행.
- 한국 수출에 6개월 선행하는 ISM 신규주문-재고 스프레드도 지속 상승하고 있음. 역사적으로 ISM 신규주문은 평균 36개월의 사이클을 가지고 등락을 반복. 현재는 바닥을 보이고 회복 사이클로 반등이 예상되는 만큼 향후 수출 개선에 우호적일 것으로 기대. **대형 수출주 업종에 대한 관심과 더불어, KOSPI 매력도 증가로 외국인 수급에 우호적일 것으로 예상.**

G20 경기선행지수 개선에 따라 회복중인 수출



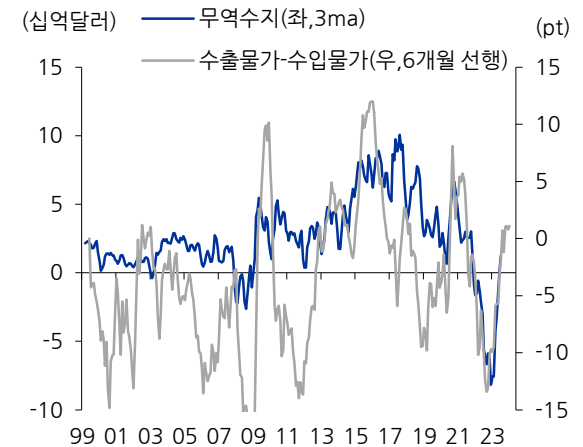
자료: Refinitiv, 유진투자증권

수출에 6개월 선행하는 ISM 스프레드는 개선중



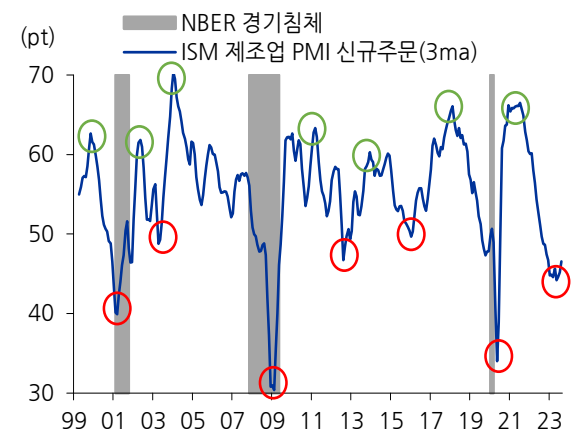
자료: Refinitiv, 유진투자증권

KOSPI 변화에 앞서 무역수지, 그 앞에 수출입물가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 제조업사이클은 약 3년 주기로 반복



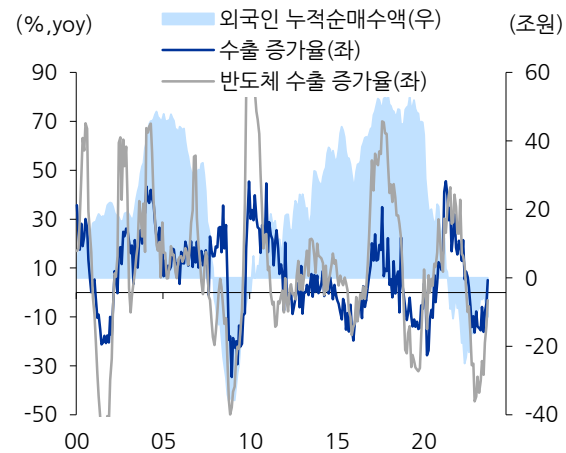
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(수출) 수출 회복과 대형주의 Outperformance

수출&대형주 상대강도&외국인 지분율은 동행

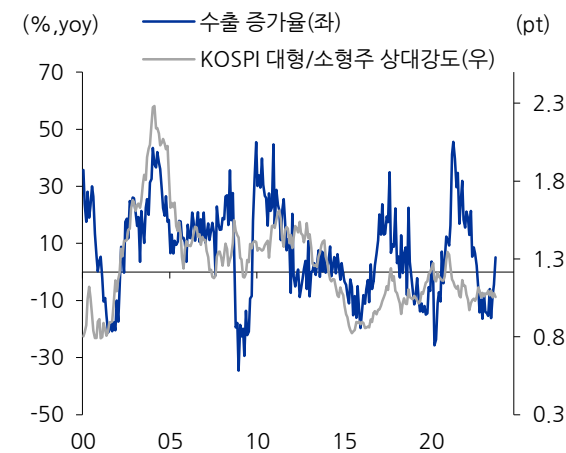
- 소규모 개방경제인 한국은 경제에서 수출이 차지하는 비중이 높음. 작년 기준 무역의존도는 84.6%였고, GDP중 수출은 40.9%를 차지. 그만큼 국내 대형주들은 내수 업종보다는 수출 산업에 포진해 있고, 수출의 개선은 대형주 실적의 개선과 밀접한 관련성을 보임.
- 즉, **한국의 대형주는 수출 증가율이 상승할 때 외국인 수급이 유입되며 강세를 보임**. 반도체 사이클의 회복이 기대되는 내년, 반도체 턴어라운드는 전체 수출 증가와 함께 외국인의 수급에 우호적인 환경을 조성함. 동시에 수출이 증가세로 전환되면서 대형주의 소형주 대비 우수한 성과가 기대됨. **수출 개선 기대에 더해 앞서 기업의 신용상황이나, 개인의 소비 성향 등을 고려했을 때도 소형주 대비 대형 수출주의 Outperform이 예상됨.**

반도체 턴어라운드는 수출 증가로 연결되고



자료: Bloomberg, Quantiwise, 유진투자증권

수출 증가는 대형주의 상대 성과에 유리



자료: Bloomberg, Quantiwise, 유진투자증권

동시에 외국인 지분율과도 밀접한 움직임 연출



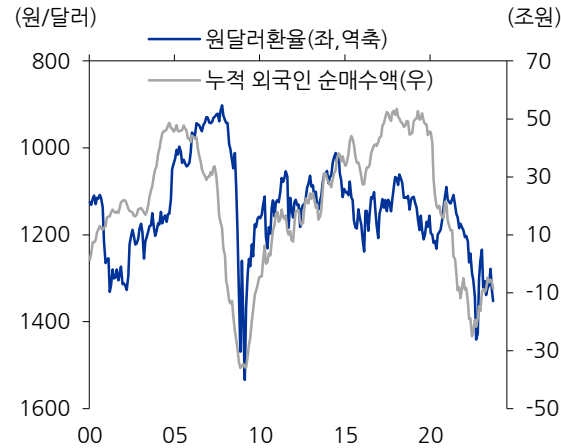
자료: Bloomberg, 유진투자증권

(환율) 환율과 외국인 수급

환율은 외국인 수급과 반대

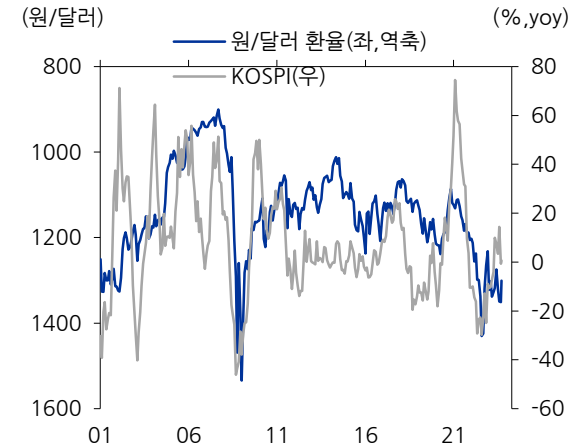
- 외국인 수급은 환차손(익), 캐리 트레이드 등 변수로 환율 레벨과 변동성에 직접적으로 관련성을 보임.
- 원화 강세(달러-원 환율 하락)는 외국인 수급을 유인하는 요소로 작용. 다만 환율의 변동성의 확대는 오히려 경계 요소로 작용.
- 팬데믹 이후 달러-원 환율은 1,400원을 돌파하는 등 급격히 상승했고, 외국인 자금의 유출과 함께 KOSPI 약세가 동반됨.
- 환율이 다소 안정되고 있긴 하지만, 중동 불안 등 대외 여건에 안전자산 선호심리로 달러 수요가 지지되면서 달러-원 환율은 1,300원대에서 등락을 보이고 있음.
- 이에 달러환산 KOSPI 상대강도는 팬데믹, 글로벌 금융위기를 제외하고 가장 낮은 수준.

달러-원 환율의 하락은 외국인 수급에 우호적



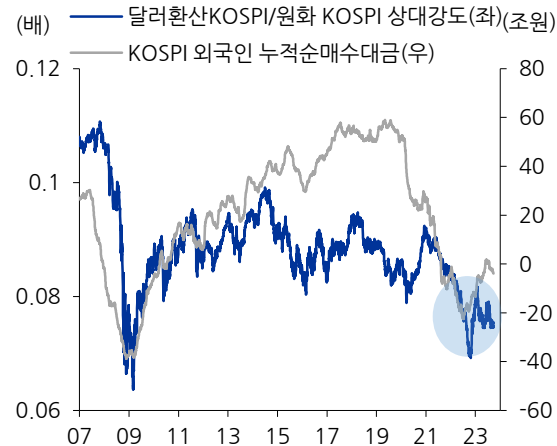
자료: Bloomberg, Quantwise, 유진투자증권

달러-원 환율의 하락은 증시 강세와도 관련



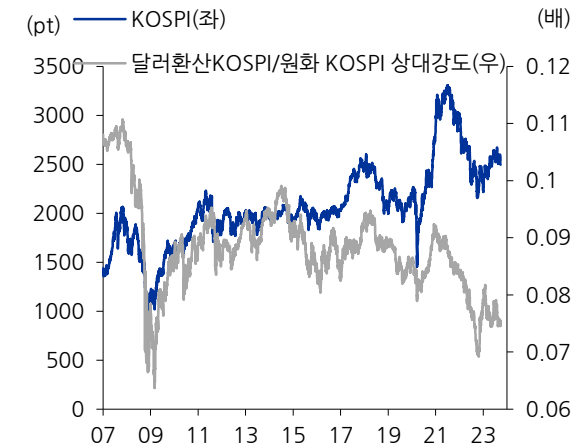
자료: Bloomberg, 유진투자증권

달러환산 KOSPI는 팬데믹 이후 최저점을 지나



자료: Bloomberg, Quantwise, 유진투자증권

달러환산 KOSPI 하락은 가격 매력 작용 가능



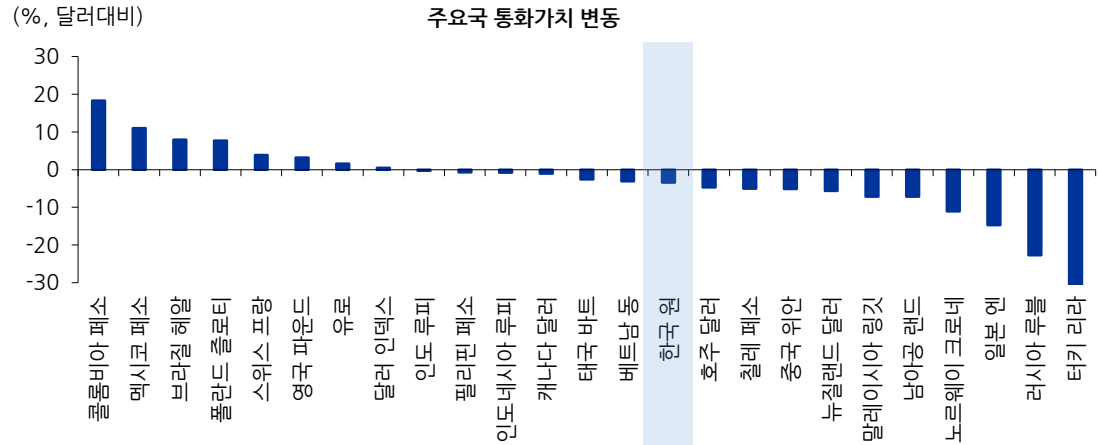
자료: Bloomberg, 유진투자증권

(환율) 달러의 피크는 지나고

달러-원 환율 급등 가능성은 제한적

- 실질실효 환율 기준(BIS 제공)으로 보면 미국 달러는 작년 9월 2017년 이후 가장 고평가된 모습을 보였음.
- 이후 진정되는 듯 했지만, 이스라엘-하마스 분쟁이나 미국의 고용, 소비 등 견조한 실물경제로 달러 강세가 이어지면서 하방경직성을 보여주고 있음.
- 그럼에도 추가 급등 가능성은 제한적임. 한국 원화도 저평가 영역대에서 회복하고 있고, 미국의 물가나 소매판매도 둔화하는 모습을 보여주고 있음.
- 당분간 1,300원대를 중심으로 박스권이 이어질 가능성이 있음. **원화(달러-원 환율)는 경기에 민감하게 반응하는 만큼 글로벌 경기나 수출 개선세가 확인되면 본격적으로 원화 약세가 해소될 수 있을 것으로 예상.**

작년 연말 대비 현재 원화는 달러대비로 소폭 약세를 보이고 있음



자료: Refinitiv, 유진투자증권

달러 약세 대비 원화 강세가 더 강한 모습



자료: Refinitiv, 유진투자증권

1,400원이 깨진 이후 1,300원 전후 박스권



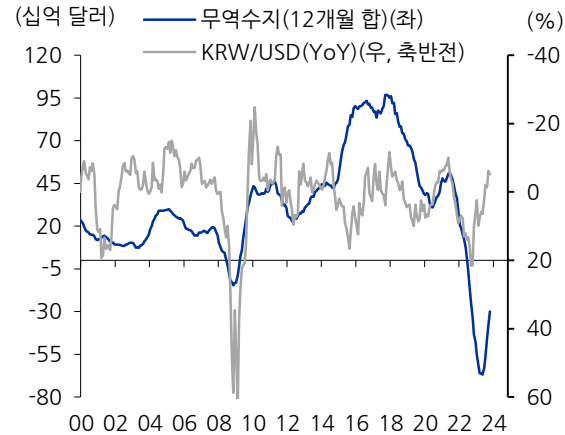
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(환율) 원화 급락 위험은 완화될 전망

실물 부문에서는 원화 강세에 우호적

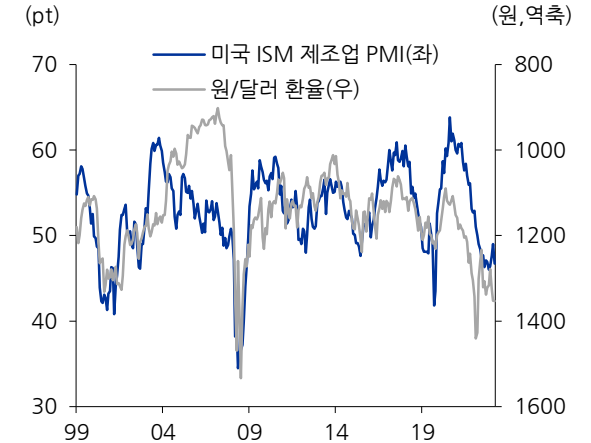
- 에너지 가격 상승 등에 무역수지 악화됐으나, 수출 개선세 나타나며 하반기부터 무역수지 개선되는 중. 교역조건이 나아지고 있는 점도 무역수지 개선 기대 요인.
- 미국 등 제조업의 회복은 우리나라의 수출 증가와 밀접하게 관련되어 있는 만큼, 환율의 안정에 기여. ISM 제조업 PMI와 환율(역축)은 동행하는 모습을 보여줌. 미국 제조업 개선은 달러-원 환율의 부담을 낮추는 방향.
- 국내 교역조건(수출물가-수입물가)과 관련이 높은 DXI(Dram Exchange Index)와 유가 상승률 간 차이는 더 나빠지지 않고 있음. 교역조건 개선시 KOSPI도 시차를 두고 개선.
- 원화 가치 흐름에 중요한 한국 소비심리지수(CCSI)도 작년 7월 저점(86.3pt) 이후 반등해 100pt 전후에서 등락 중.

한국의 무역수지는 점차 개선되는 모습



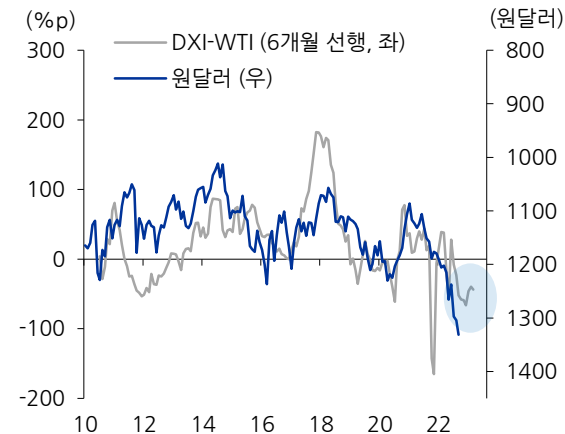
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 등 제조업 회복은 환율 안정에 기여



자료: Refinitiv, 유진투자증권

교역조건은 바닥을 확인하며 원화 급락 제한



자료: Refinitiv, 유진투자증권

소비자심리지수는 저점에서 반등 후 등락중



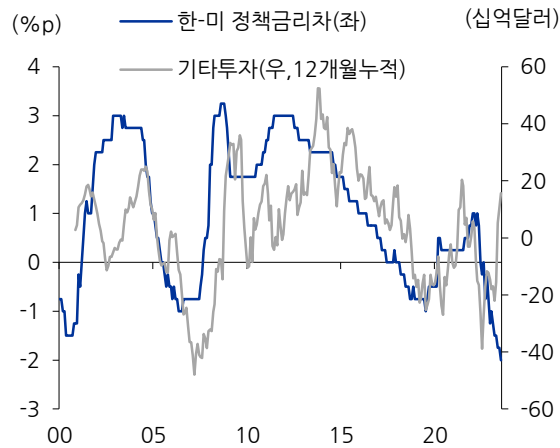
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(환율) 금리 격차에도 유출 압력은 진정중

금융 부문에서 더 악화되지 않을 원화 약세

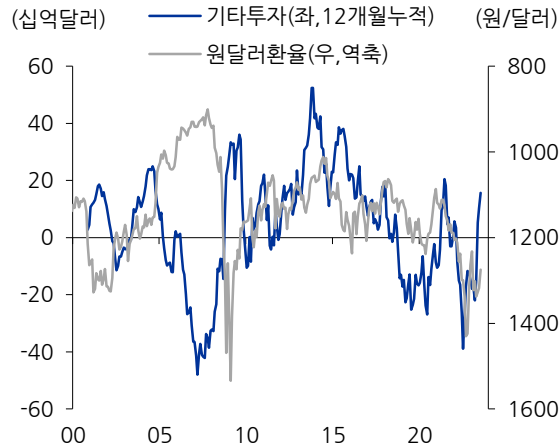
- 한국과 미국의 기준금리 차이와 달러-원 환율, 자금 유출입 중 기타투자는 서로 밀접하게 관련되어 있음. 양국 금리차(한국-미국)가 (+)일수록(한국>미국) 기타투자의 유입이 증가하며, 양국 금리차가 (-)일 경우(한국<미국) 기타투자의 유입 감소. 기타투자의 증가(감소)는 원화 강세(약세)와 연관.
- 현재 양국 기준금리차는 -2%p로 지난 7월 미국의 마지막 금리인상 이후 유지되고 있음. 금리 역전폭이 확대되며 가속화되던 기타투자 자금 이탈은 올해 하반기 반전. 내외금리차에 따른 단기자금 유출 압력은 진정중. 달러-원 환율도 닷컴버블 당시만큼 상승해, 금리차 확대 우려는 대체로 반영함.

양국 금리차 확대에 기타투자 유출 후 반전



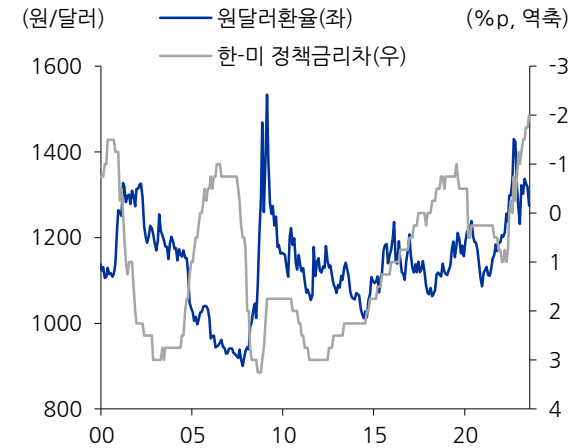
자료: Refinitiv, 유진투자증권

기타투자의 유입은 환율 안정화와 관련



자료: Refinitiv, 유진투자증권

정책금리차는 닷컴버블 당시보다 더 벌어져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

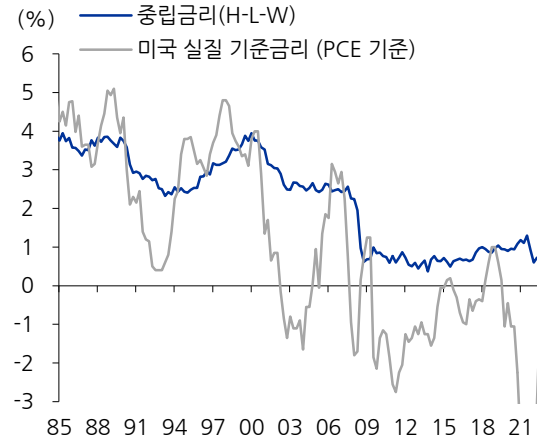
(환율) 금리차는 상반기까지 유지될 듯

상방도 하방도 막힌 국내 금리

- 미국의 실질 기준금리는 중립금리를 상회하며 긴축 영역에 들어섬. 실물경제가 견조한 모습을 보이고 있지만, 물가나 고용에서 완만하게 하강하고 있는 만큼 내년 하반기 금리의 인하가 나타날 가능성이 있음.
- 한국은 상방과 하방 모두 막혀 있음. 가계부채나 아직 해결되지 않은 PF 사태 등으로 추가 인상에는 부담이 존재. 반면 자금 이탈 가능성이나 부채 재확대 등 금리 인하에 따른 리스크도 존재.

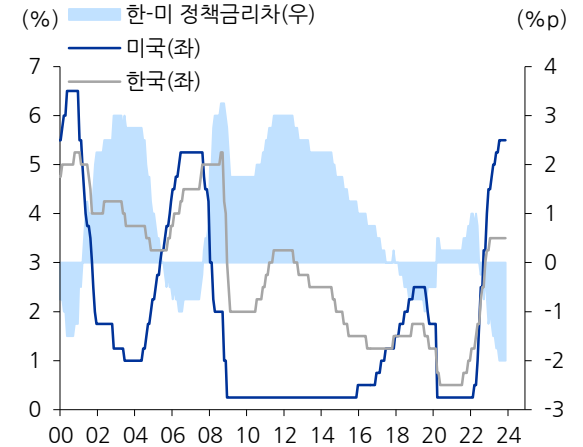
- 따라서 일단 미국의 기준금리의 인하 시그널이 나타나기까지는 양국간 금리차는 유지되고 금리차에 따른 기타투자 유출이나 원화 약세 요인 등은 악화되지는 않을 것으로 예상. 즉, **실물, 금융자산부문 모두에서 달러-원 환율 안정에 우호적인(또는 부정적이지 않은) 환경이 이어지면 외국인 수급 개선 여지 존재.**

중립금리를 상회하고 있는 실질 기준금리



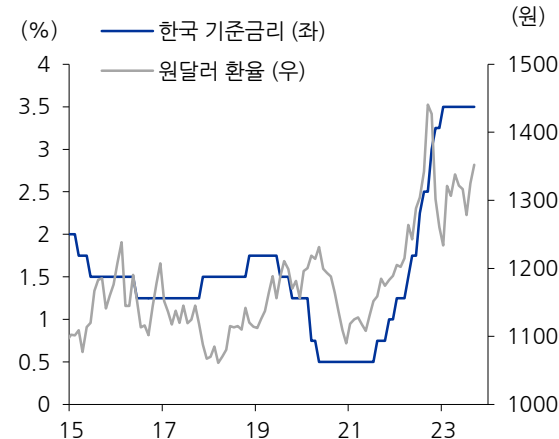
자료: Refinitiv, 유진투자증권

한-미 기준금리 역전폭 닷컴버블 이후 최대



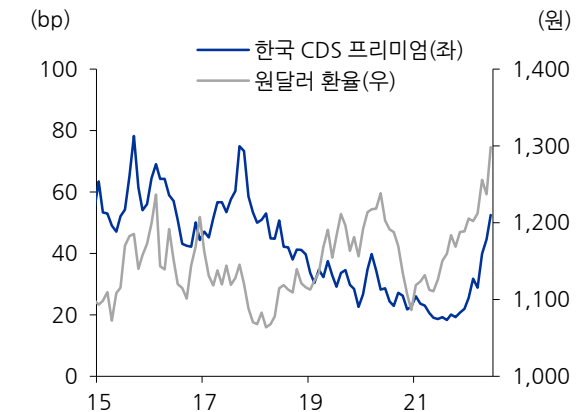
자료: Refinitiv, 유진투자증권

환율 방어를 위해 그간 기준금리 가파른 인상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

PF사태 등 CDS프리미엄 상승은 원화 약세로



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2024 주요 이벤트

주목해야 할 이벤트와 국내 증시 및 수급에 미칠 영향

2024년은 선거의 해

정치적 격동이 나타날 한 해

- 내년은 미국, EU, 대만 등 주요국 선거가 몰려있음.
- 한반도에서는 대한민국과 북한의 총선이 같은 해에 실시되는 데, 이는 1967년 이후 57년 만임. 북한의 최고인민회의의 대의원 선거는 남한의 제22대 국회의원 선거를 약 한 달 앞두고 치러짐.
- 비슷한 구도는 다른 지역에서도 나타남. 우크라이나는 계엄령으로 3월 예정됐던 대통령 선거가 무기한 연기됐지만, 러시아는 3월 대통령선거 시행. 아시아에서는 인도의 총선과, 파키스탄의 총선이 실시되는 모습.
- 우리나라와 관련해서 주요하게 봐야할 점은 당장 1월에 예정된 대만 총통 선거에서 반중-친중 성향 중 어디서 총통이 배출될지에 더해, 가장 큰 이벤트로는 연말의 미국 대선이 있음.

올해 미국/EU/대만 등 국내에 영향을 미칠 만한 주요국 선거 집중

국가	선거	일정
대만	제 16대 대만 정부총통선거(대선)	2024-01-13
일본	2024년 교토시장선거	2024-02-04
인도네시아	2024년 인도네시아 대통령선거	2024-02-14
러시아	2024년 러시아 대통령선거	2024-03-17
북한	제15기 북한 최고인민회의의 대의원 선거	2024-03-11
우크라이나	2024년 우크라이나 대통령선거	계엄령으로 무기한 연기
대한민국	제 22대 국회의원 선거	2024-04-10
몽골	2024년 몽골 후랄 선거	
유럽연합	2024년 유럽의회 선거	2024-06-09
미국	2024년 미국 대통령선거	2024-11-05
핀란드	2024년 핀란드 대통령선거	2024-01-28
벨기에	2024년 벨기에 연방하원선거	2024-06-09
영국	2024년 영국총선	2024-05-02
파키스탄	2024년 파키스탄 의회선거	2024-02-08
인도	2024년 인도 하원선거	2024-04~2024-05
우루과이	2024년 우루과이 대통령선거	2024-10-27
루마니아	2024년 루마니아 지방선거	Nov-24
남아프리카공화국	2024년 남아프리카공화국 의회 선거	2024년 05월
북마케도니아	2024년 북마케도니아 소브라니에 선거	Apr-24

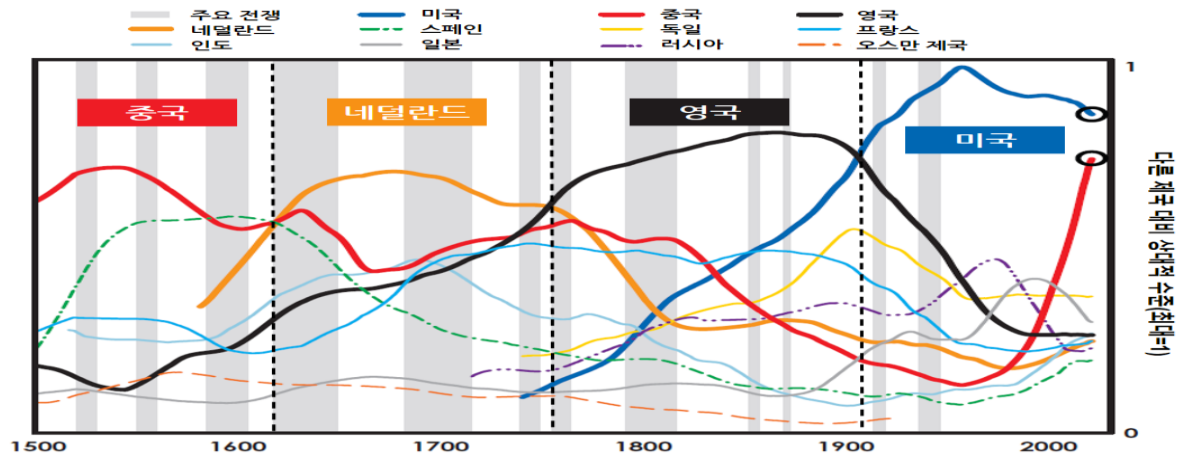
자료: 언론종합, 유진투자증권

(대만 총통 선거) 미중관계, 그리고 투키디데스의 함정

반복되는 역사의 법칙

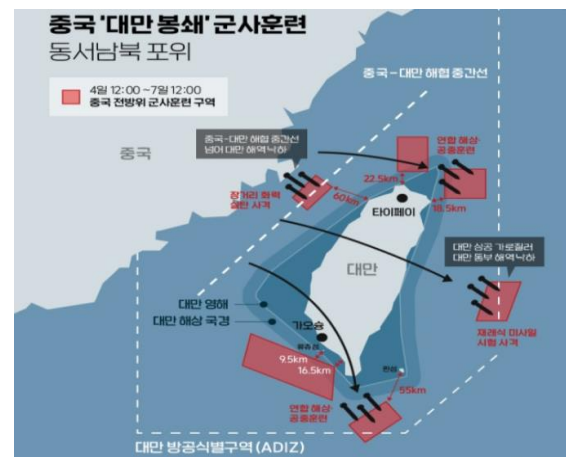
- 레이 달리오는 제국의 흥망성쇠 사이클이 반복되면서 새로운 세계 질서가 세워져 왔고, 현재 미국은 쇠락기, 중국은 부흥기에 있어 두 국가의 마찰이 필연적임을 언급.
- 이는 새로운 아이디어는 아님. 신흥국의 부상 이 기존 강대국에 위협을 주고, 그로부터 생겨난 구조적 긴장감이 필연적으로 갈등을 유발한다는 ‘투키디데스의 함정’이 그것임.
- 이 두 국가의 이해가 충돌하는 곳이 대만임. 중국은 작년 8월 난시 펄로시 하원의장의 대만 방문에 무력 시위와 함께 미 군사 당국과의 대화를 단절.
- 최근 미-중 정상회담(11/15일)에서 군사 대화가 재개에 합의하며 우발적 군사 충돌로 인한 지정학적 리스크 발생 가능성은 봉합. **1월 예정된 총통 선거는 친중-반중 정당이 경합하는 만큼 두 국가도 촉각을 곤두세우고 있음.**

레이달리오에 따르면, 부흥기에 있는 중국은 패권국인 미국을 불편한 수준까지 위협



자료: Ray Dalio, 유진투자증권

낸시 펠로시 대만 방문에 중국 무력시위 발생



자료: Google Image, 유진투자증권

미중 정상회담으로 우발적 충돌 위험은 덜어



자료: Google Image, 유진투자증권

(대만 총통 선거) 선거 결과는 안개 속으로

야당 총통 선거 후보 단일화 전격 합의

- 지난 11/15일 대만 제1,2야당이 후보 단일화에 전격 합의. 최근 여론조사에 따르면 라이칭더 30.8%, 커원저 26.0%, 허우유이 18.0%로 단일화 결과 야당(친중)이 앞서는 것으로 조사.
- 한편, 폭스콘 창업자 귀타이밍(무소속,친중) 총통 출마 후 중국은 애플의 최대 협력사인 폭스콘 세무조사 실시. 애플 견제라는 목적과 함께 친중표 분열 가능성에 일종의 경고로도 해석.
- 전략적 거점인 대만을 사이에 두고 미국-중국이 치열하게 경쟁. 미중 정상회담 이후 기자회견에 서도 바이든 대통령은 중국의 선거개입에 대해 경고.

중국, 애플 최대 협력사 폭스콘 세무조사 실시



자료: Google Image, 유진투자증권

순서대로 민주진보당 라이칭더, 중국국민당 허우유이, 대만민중당 커원저, 무소속 귀타이밍(前 폭스콘 회장)



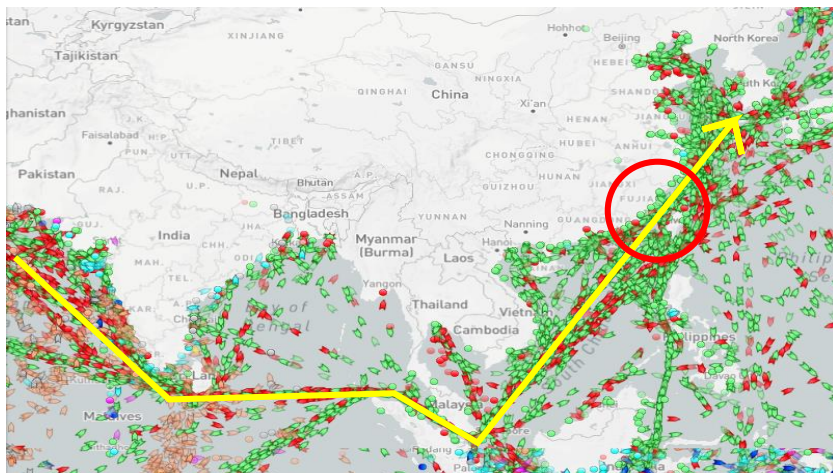
자료: Google Image, 유진투자증권

(대만 총통 선거) 한국 경제안보 영향

라이칭더 후보 당선시 양안 긴장 고조 가능성

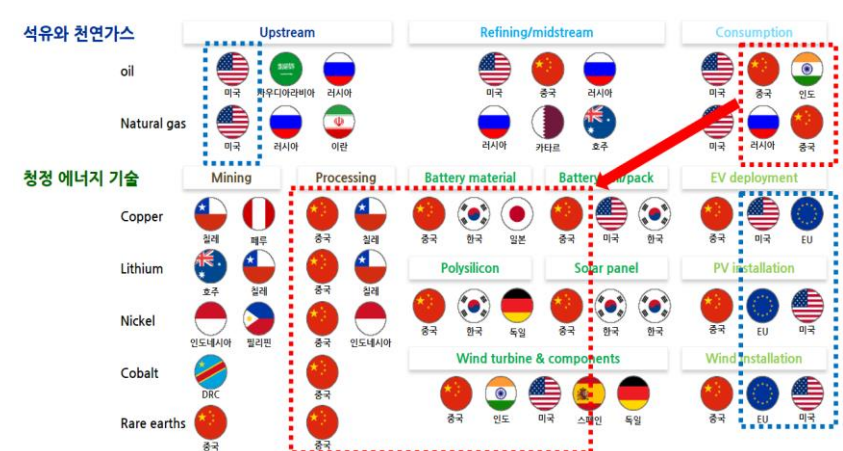
- 양안 관계는 '16년 차이잉원 총통의 민진당 정부 출범 이후 악화일로였음. 민진당의 국정 목표는 대만 독립과 민주주의 확대로, 이는 중국 공산당이 정면으로 반대하는 가치임. **라이칭더 민진당 후보는 차이잉원 총통보다 더 강경한 대만 독립파(반중)로, 당선시 양안 관계 긴장감 고조 가능성 높음.**
- 한국은 해상 운송량의 1/3 가량을 대만 해협 근처 해상교통로로 이용. 중국이 이 곳을 봉쇄하게 되면 우리나라는 하루에 약 4,452억원의 경제적 손실이 발생(KIEP, 2022). 또한 한국은 2차전지, 반도체 등 첨단 제품에 들어가는 원료를 대중 수입에 크게 의존하고 있음. 그린에너지 밸류체인에서 중국의 영향력이 절대적인 만큼, 중국의 자원 무기화 등 경제 제재는 국내 산업/기업에 실질적인 부담으로 작용할 수밖에 없음.

중국의 해상교통 봉쇄시 한국의 경제적 손실 확대



자료: MarineTraffic, 유진투자증권

그린에너지 밸류체인에서 중국의 영향력은 절대적



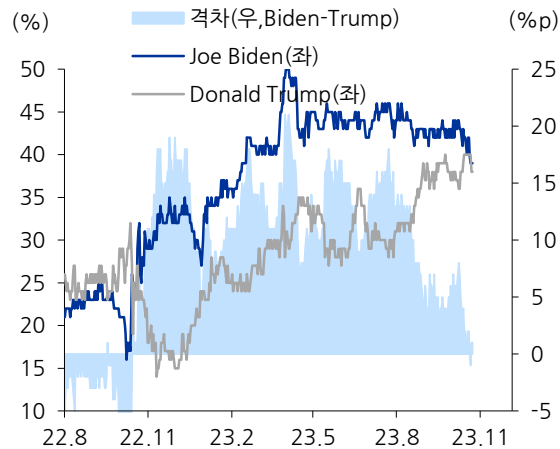
자료: IEA, 유진투자증권

(미국 대선) 대선 결과의 예측은 어렵지만...

바이든-트럼프 간 지지율 막상막하

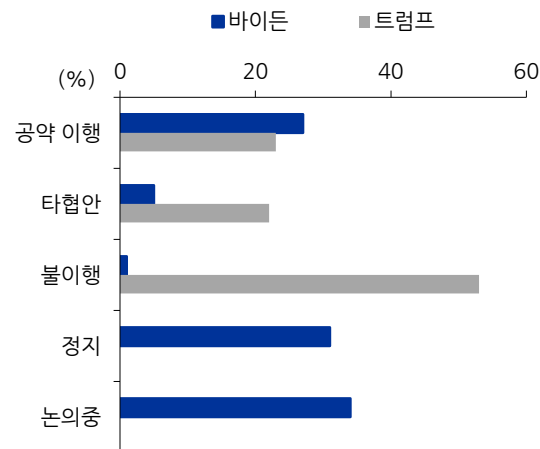
- 2016년과 2020년과 마찬가지로 이번에는 바이든 대통령과 트럼프 전 대통령 간 지지율 격차가 적음. 일부 조사에서는 트럼프가 바이든에 대해 우위를 점하기도 하는 등 정책 불확실성이 높음. 공약이행률에서 바이든이 앞서고 있지만, 단순의 약속을 얼마나 지키느냐보다는 제시하는 어젠다나 리더십 등 매력도가 미국 국민들의 니즈에 얼마나 부합하는지가 더 큰 영향을 미치고 있음.
- 다만, 바이든 대통령과 트럼프 대통령 어느 쪽이든 재정/통화정책을 적극적으로 구사하기는 쉽지 않은 환경임. 미국 GDP 대비 연방정부 부채 비율이 119.7%로, 코로나19로 인해 크게 늘어남. 그럼에도 세부적인 어젠다에 따라 산업간 희비가 갈릴 수 있음.

일부 조사 결과는 트럼프가 우위를 보이기도



자료: Bloomberg, Predictitilt, 유진투자증권

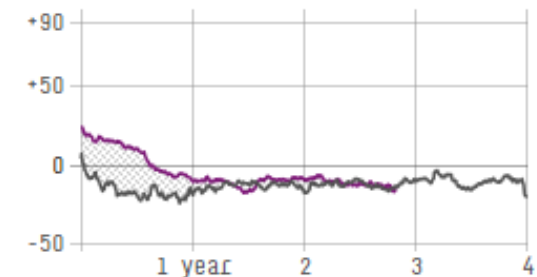
상대적으로 높은 바이든의 공약이행률에도...



자료: Politifact, 유진투자증권

순지지율에서도 트럼프가 바이든 역전

Donald Trump 2017-2021



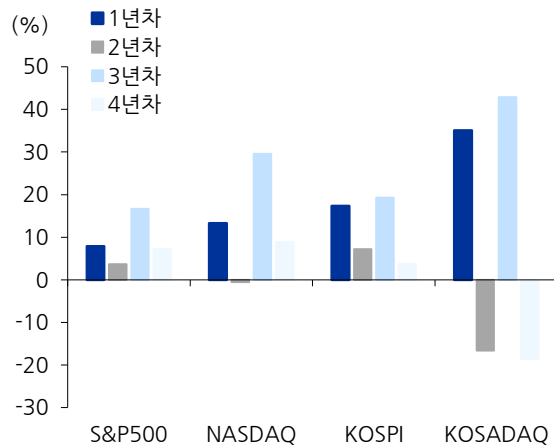
자료: FiveThirtyEight, 유진투자증권 주: 11/17일 기준
보라색은 바이든, 회색은 트럼프의 순지지율(지지-반대)

(미국 대선) 증시는 비교적 규칙성을 보임

대선 사이클에 따른 증시 성과와 변동성 분석

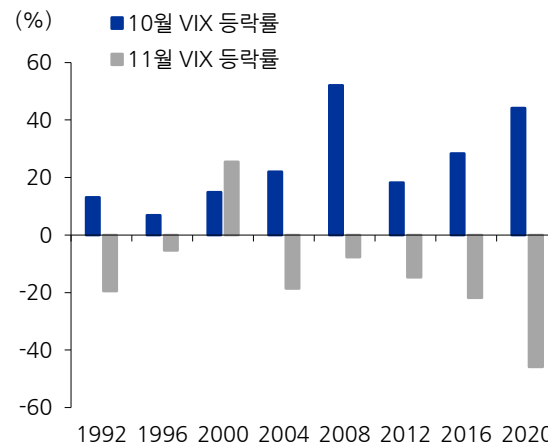
- 일반적으로 미국 선거가 예정되어 있는 해(4년차) 미국 주식시장은 긍정적이었음. 1950년 이후를 분석해보면 미국 대통령 취임 3년차(S&P500 +16.7%, NASDAQ +29.6%)보다는 낮지만, 1년차(+7.9%, +13.3%)와 유사한 성적을 기록(+7.3%, +8.9%).
- 1950년 이후 18번의 대통령 선거가 있었고, 그 중 1960년, 2000년(닷컴버블), 2008년(금융위기)를 제외한 15번이 상승(83.3%).
- 대선이 있는 10월에는 정치 불확실성으로 인해 대체로 VIX가 상승하면서 변동성이 확대되는 경향이 있고, 11월에는 대통령 당선 확정으로 변동성이 감소하는 모습을 보임. **평균적으로 10월에 변동성 확대 가운데 주가 하락, 11월에 변동성 감소 가운데 주가 강세가 나타나는 계절성이 존재함.**

대통령 선거가 있는 해(4년차) 양호한 성적



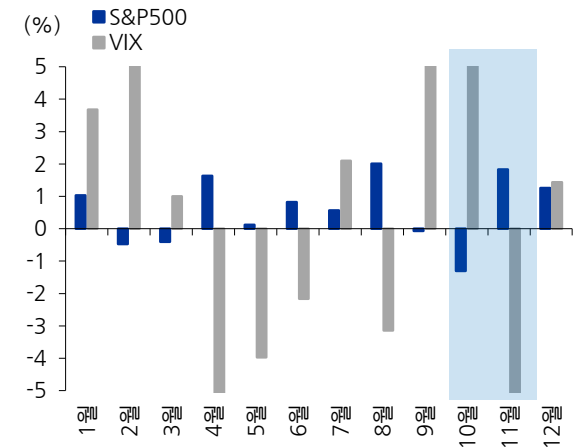
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2010년대 들어서는 VIX 등락률이 점차 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

10월 변동성 확대&주가 약세, 11월에는 반대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

(미국 대선) 미국,한국 증시는 대선 이후 강세 우위

S&P500, KOSPI는 11월이 호재

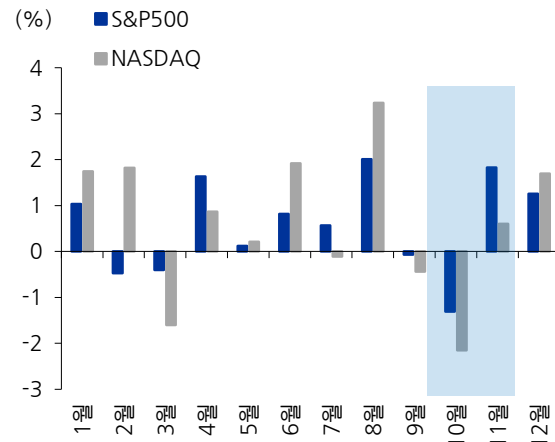
- 미국 대통령은 선거인단이 선출하는 구조임. 따라서 선거인단이 선출되는 11월 초가 실질적으로 대통령이 결정되는 때로 볼 수 있음.
- 1970년대 이후 미국 대선의 선거인단 결정 이후 주가를 살펴보면, 6개월 전부터 선거까지, 선거 이후 +6개월까지 점차 상승하는 추세를 확인할 수 있음.
- 미국 증시와 한국 증시의 월별 평균을 살펴봤을 때, **양 시장에서 10월 약세와 11월 강세가 나타남. 불확실성의 해소와 새정부의 정책 드라이브 기대감 등에 상승 추세가 나타나는 것으로 해석.**
- 다만 KOSDAQ의 경우 10월은 평균적으로 큰 폭으로 하락하면서 11월에도 오히려 소폭 약세를 보이기도 함.

과거 미국 대통령 선거일 전후로 증시는 불확실성 해소와 정책 기대감 등에 상승 추세 연출

	6개월 전	3개월 전	1개월 전	11월	1개월 후	3개월 후	6개월 후
1972	96.5	96.2	99.1	104.6	105.8	100.1	94.1
1976	98.8	100.5	102.3	99.2	104.4	97.0	93.4
1980	83.4	95.4	98.4	110.2	106.5	103.0	104.0
1984	96.4	90.7	100.0	98.5	100.7	109.1	114.1
1988	93.7	97.5	97.5	98.1	99.6	103.5	114.9
1992	99.1	101.3	99.8	103.0	104.1	105.9	107.5
1996	92.8	90.7	97.5	107.3	105.0	112.1	120.3
2000	101.6	100.1	100.5	92.0	92.4	86.7	87.9
2004	98.0	97.5	98.6	103.9	107.2	106.5	105.4
2008	143.0	130.8	120.4	92.5	93.2	75.9	94.9
2012	99.0	97.7	102.0	100.3	101.0	107.3	115.5
2016	97.1	102.2	102.0	103.4	105.3	111.2	113.4
2020	89.1	100.0	102.8	110.8	114.9	116.6	128.6
평균	99.1	100.1	101.6	101.8	103.1	102.7	107.2
중간값	97.1	97.7	100.0	103.0	104.4	105.9	107.5

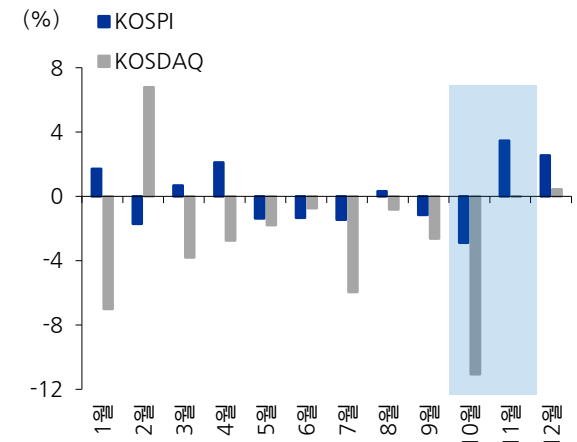
자료: Refinitiv, 유진투자증권, 주: S&P500 기준, 각 년도 10월 말일 증가=100

미국 증시는 10월 하락 이후 11~12월 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

KOSPI도 비슷한 모습을 보임



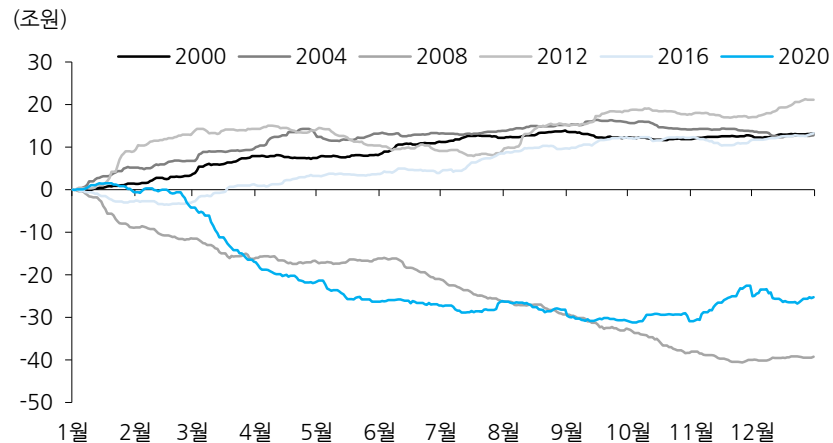
자료: Refinitiv, 유진투자증권

(미국 대선) 미국 대선이 있는 해 외국인의 유입은 증가

미국 대선 관련 외국인 수급의 패턴

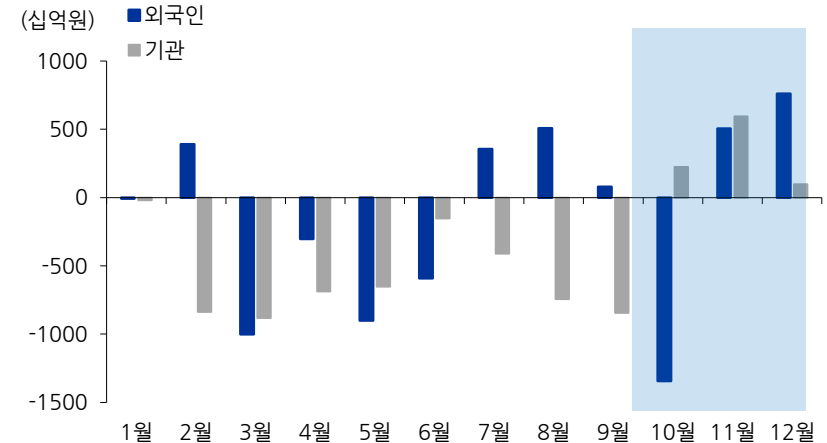
- 대선이 있는 해 외국인은 일반적으로 국내 주식을 순매수하는 경향이 있음. 2000년 이후 사례를 보면, 금융위기(2008), 코로나19(2020) 같은 시스템 리스크가 발생했던 때를 제외하면 외국인은 당해년도 연초 대비 국내 주식의 순매수를 늘려갔음.
- 대선이 있는 해 외국인의 수급을 월별로 살펴봐도 특징을 찾을 수 있음. 외국인은 10월에 순매도가 가장 강하고, 11월~2월에 걸쳐 순매수가 나타남. **통상 11월 초 대통령이 확정된다는 점에서 볼 때 외국인은 선거 직전 위험 회피로 매도한 후, 불확실성 해소 이후 재차 사들이는 것으로 보임.**

금융위기, 코로나19 제외 시 대선이 있는 해 외국인 순매수 증가



자료: Quantwise, 유진투자증권

대선이 있는 해 외국인은 10월 집중 매도 후 11월 이후 복귀



자료: Quantwise, 유진투자증권

(정책/예산) 내년 정책 수혜주는 ABCD+K

절감된 재원을 꼭 필요한 곳에 재투자

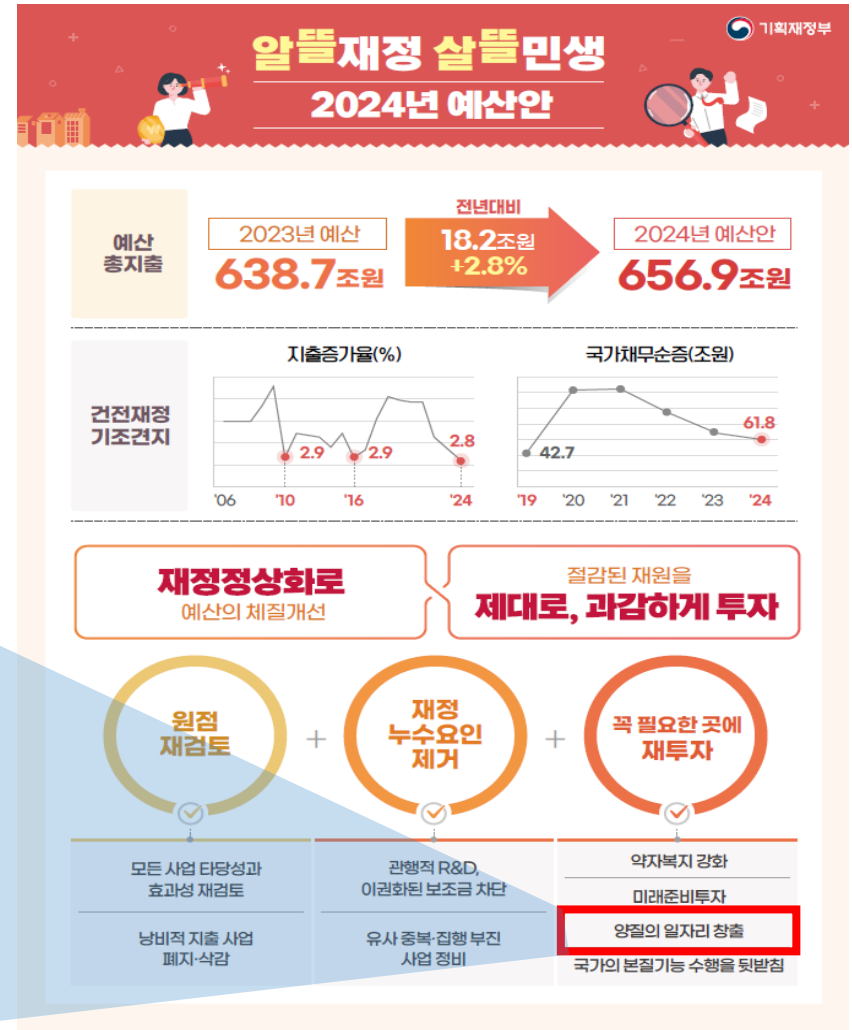
- 8/29일 공개된 2024년 예산안은 전년비 +18.2조원(+2.8%) 증가하며, 2005년 이후 가장 낮은 지출증가율을 보임.
- 예산의 무분별한 사용으로 물가를 자극하거나, 국채 발행에 따른 국채금리 추가 상승의 가능성에 대한 경계가 나타난 영향.
- 절감된 재원은 A(AI), B(Bio), C(Cyber보안), D(Digital 플랫폼정부)와 K(K-Contents)를 집중 육성할 것임을 공표.
- 고금리 상황 하에서 AI, 바이오 등 성장주가 정책 모멘텀을 통해 다시 상승세로 전환할 수 있을지 주목할 필요.

경제활력 제고를 위해 첨단서비스(4.4조), K-콘텐츠(1.8조) 지원



자료: 기획재정부, 유진투자증권

내년은 예산의 체질개선(알뜰재정) + 필요한 곳에 투자(살뜰민생)



자료: 기획재정부, 유진투자증권

(정책/예산) 뜨거운 감자, 공매도 금지

공매도 제도 개선 움직임 본격화

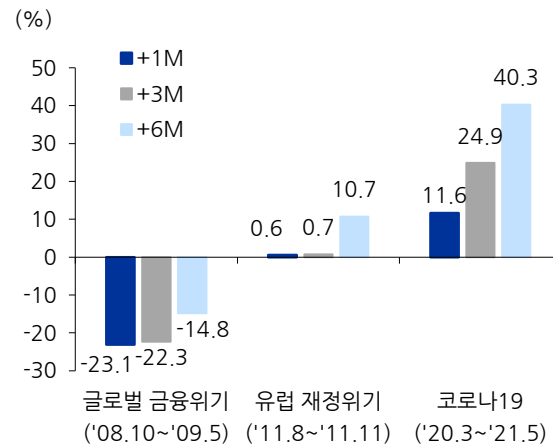
- 금융당국은 11/5일(일), 다소 갑작스럽 게 '24.6월까지 공매도 금지조치 발표.
- 과거 공매도 금지는 '08년 글로벌 금융위 기, '11년 유럽 재정위기, '20년 코로나19 등 시스템 리스크가 발생했을 때 시행. 이번 공매도 금지는 위기상황이 아닌 때 시행되 는 특수성이 있음.
- 과거 지수는 공통적으로 시간이 지날수록 상승했지만, 공매도 금지보다는 위기에 따 른 저가매수세 유입과 다양한 부양 정책에 따른 반등이었음. 외국인 수급도 공매도 금 지 기간에는 대체로 이탈했으나 코로나19 를 제외하고는 재개 이후 회복.
- 11/16일 공매도 제도개선안 초안이 공개. 개인 담보비율을 기관·외국인과 유사한 수준으로 변경하고, 기관·외국인의 상환기간도 개인(90일)과 통일. 내년 상반기까지 최종안 마련 계획.

과거 공매도 금지 시기 전후 KOSPI, KOSDAQ 지수 수익률(%)

	공매도 금지 3개월 전~ 공매도 금지		공매도 금지~1개월 뒤		공매도 금지~3개월 뒤		공매도 금지~금지 해제	
공매도 금지 시기	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ
2008.10.1 ~2009.5.31	-10%	-19%	-23%	-30%	-22%	-25%	-4%	20%
2011.8.10 ~2011.11.9	-15%	-10%	1%	9%	1%	13%	6%	18%
2020.3.17 ~2021.5.2	-18%	-19%	12%	26%	25%	46%	84%	95%
2023.11.6~	-9%	-15%						

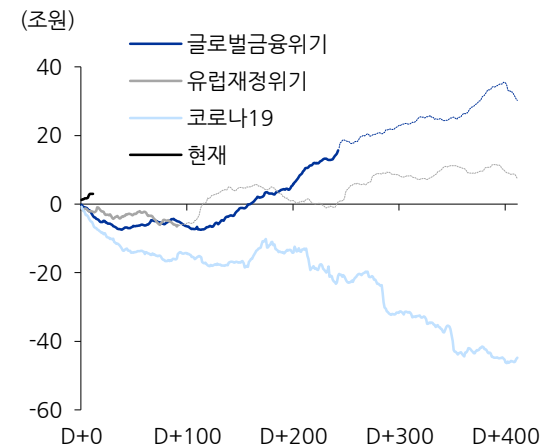
자료: Quantiwise, 유진투자증권

과거엔 저가매수세, 부양 정책 등에 주가 반등



자료: Quantiwise, 유진투자증권

과거 공매도 금지 이후 외국인 수급의 흐름



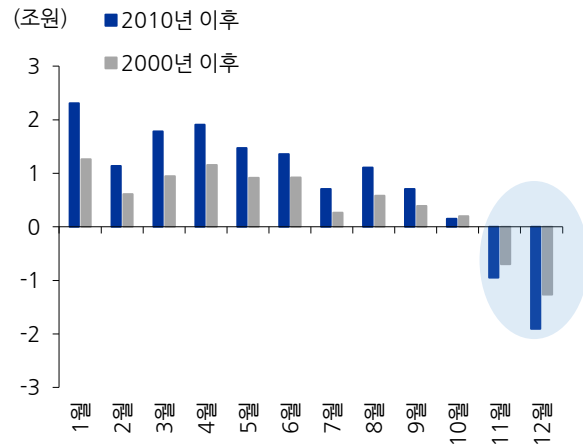
자료: Quantiwise, 유진투자증권

(정책/예산) 주식 양도세 완화 가능성

연말 개인 매도세 잦아들며 변동성 완화 기대

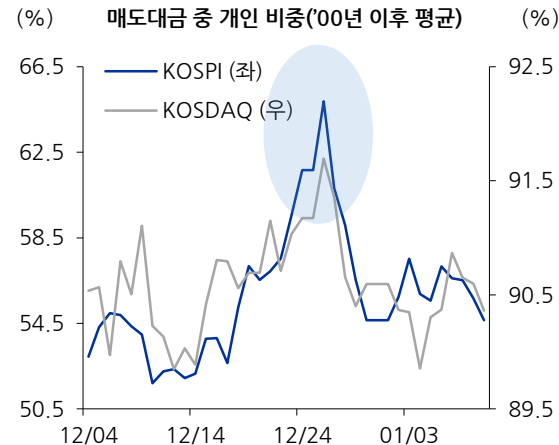
- 주식 양도세는 시행령 개정 사안으로, 소득세법 개정이 필요하지 않은 만큼 야당의 협조 없이 정부가 강행할 수 있음. 윤석열 대통령은 후보 당시 공약으로 '주식 양도세 폐지'를 제시했던 만큼, 폐지까지는 아니더라도 완화를 통해 개인투자자들의 지지를 확보할 가능성 존재.
- 현재는 △특정 종목 지분율을 1~4% 보유하거나 △상장 주식을 10억원 이상 보유할 경우 대주주로 판단하고, 양도차익에 대해 20%(3억원 초과 25%) 과세. 당정은 이 과세대상을 '10억원 이상 → 50억원 이상'으로 좁히는 것을 검토중.
- 실제로 개인은 11~12월 주식 순매도 이후 1월부터 다시 사들이는 패턴이 반복. **양도세 과세기준일 전후 개인의 매도 비중이 높아지는 등 절세를 위한 개인의 인센티브가 시장 변동성을 확대시키는 효과. 따라서 양도세 기준 완화는 시장 안정성과 수급에 우호적으로 작용할 것으로 예상.**

개인은 연말(특히 12월) 집중적 매도세 경험



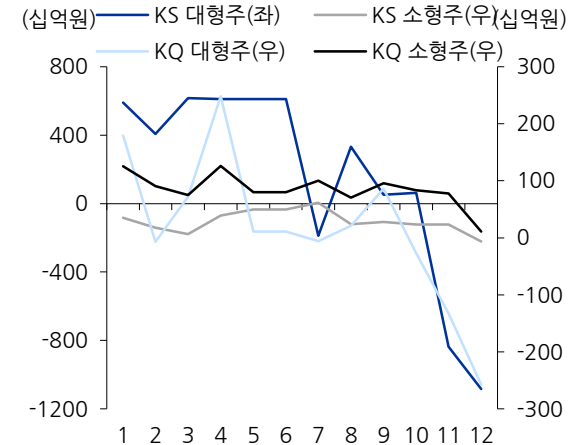
자료: Quantiwise, 유진투자증권

양도세 과세기준일 전후 개인 매도비중 확대



자료: Quantiwise, 유진투자증권

월별 순매수액('00년 이후 평균) 추이

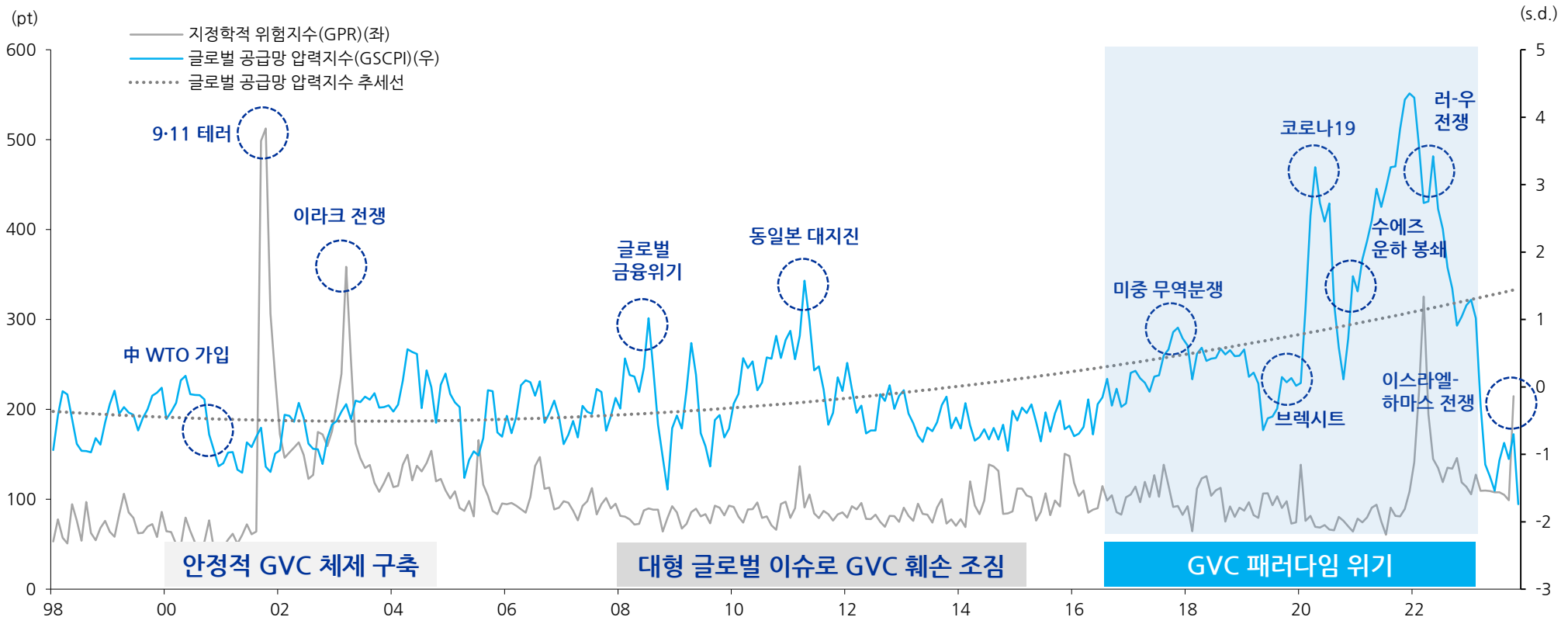


자료: Quantiwise, 유진투자증권

(국제관계) 지정학적 리스크의 영향

지정학적 리스크는 공급망 압력, 위험자산 기피와 관련

- 그간 전세계는 비교우위를 기반으로 한 분업 체계 하에서 중국 등 신흥국의 저렴한 노동력, 공산품을 통해 低물가·高성장을 누려왔음. 팬데믹 이전에도 지역화 움직임이 있었지만 팬데믹 이후 리쇼어링·니어쇼어링 등 탈세계화 흐름 가속화되며 기존 공급망 붕괴, 재편이 가속.
- 러-우 전쟁이나 이스라엘-하마스 전쟁 등 지정학적 위험을 증가시키는 이벤트들도 존재. 우리나라 등 신흥국 주식은 상대적으로 위험자산으로 분류되는 만큼 지정학적 위험이 확대되며 안전자산 선호심리가 커질 경우, 수급 주체들의 매도세가 나타날 수 있음.



(국제관계) 2024년 불확실성의 지속

국제정세의 예측은 불가능하지만

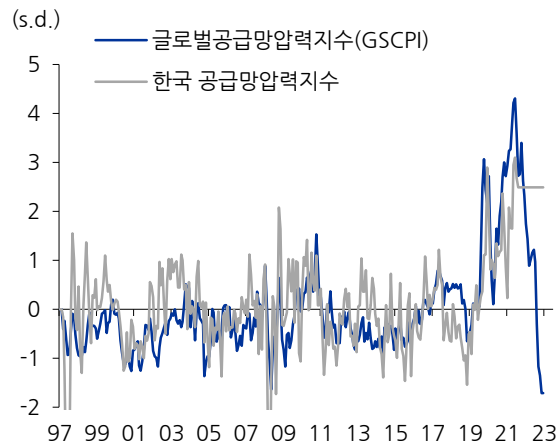
- 국제정세는 예측의 영역이 아님. 그럼에도 현재 존재하고 있는 공급망 압력이나 지정학적 리스크는 내년에 더 악화되지는 않을 것으로 기대.
- 러-우 전쟁에 따른 공급망 압력은 다변화 등을 통해 어느 정도 해소. 이스라엘-하마스 전쟁도 국제사회의 중재 노력이 지속. 과거 이스라엘-하마스간 분쟁 지속 기간은 2~49일로, 지상군 투입이 대부분 단기에 그쳤음을 고려할 때 내년 상반기에는 전쟁이 마무리 될 가능성이 있음.
- **글로벌 지정학적 리스크의 해소는 위험자산선회에 긍정적인 요소로 작용. 2024년 주요국 선거가 물려있는 만큼 다양한 변수가 있지만, 현존하는 전쟁 리스크의 완화는 수급 유입에 우호적.**

아직 완전히 가라앉지 않은 지정학 리스크



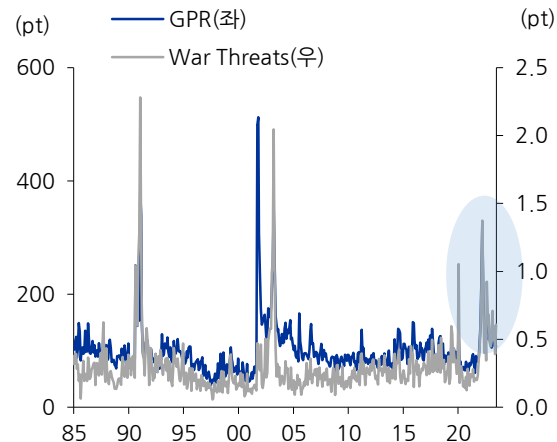
자료: Google Image, 유진투자증권

코로나19 등에 의한 공급 압력은 대부분 해소



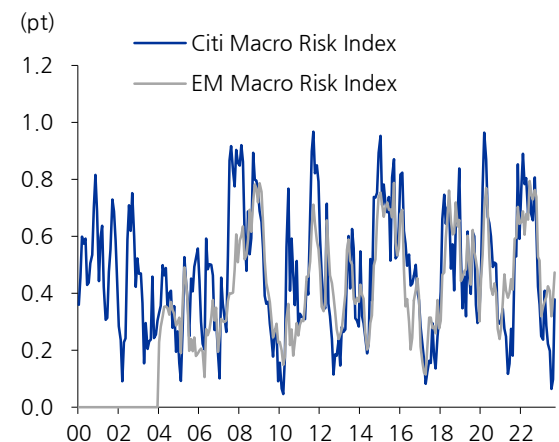
자료: Bloomberg, 유진투자증권

전쟁 위협 관련 지정학적 리스크는 재확대



자료: Dario Caldara-Matteo Iacoviello, 유진투자증권

매크로 리스크 지수도 7월 이후 반등



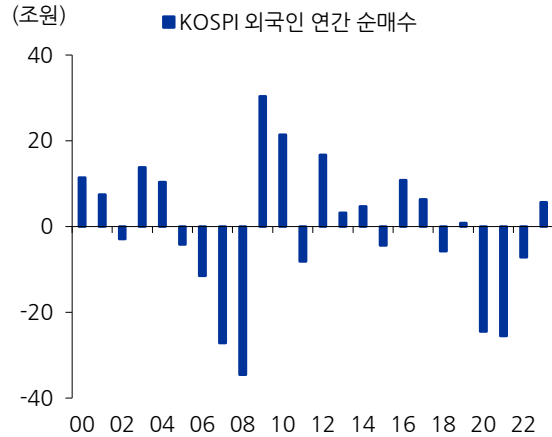
자료: Bloomberg, 유진투자증권

10

Appendix

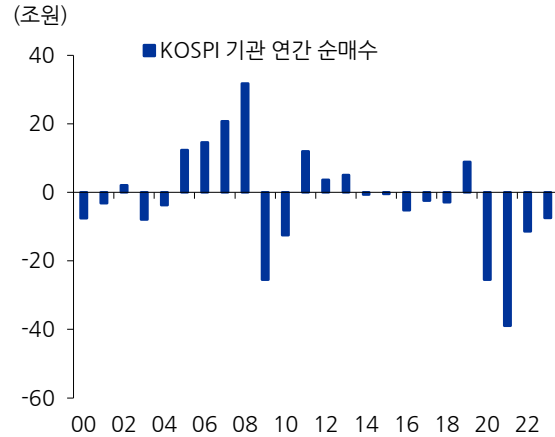
주요 주체들의 연간 순매수 차이(KOSPI,KOSDAQ)

'20~'22년 가파른 외국인 순매도세 진정



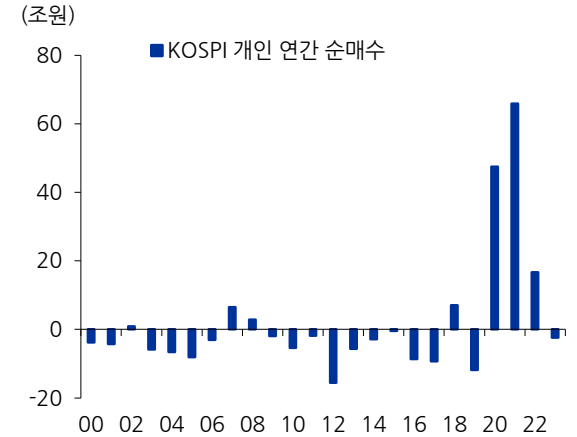
자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관은 여전히 국내 주식 비중 축소중



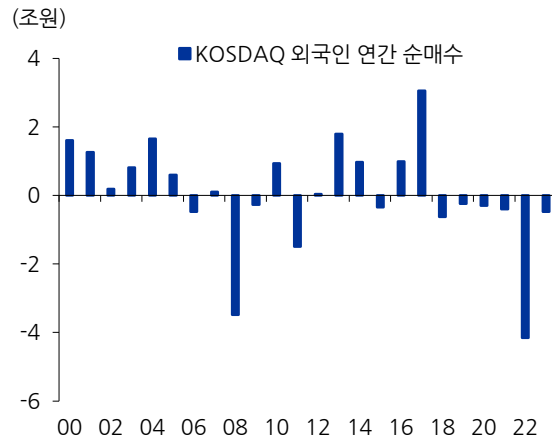
자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인 '20~'22 KOSPI 매수 확대 후 올해 매도



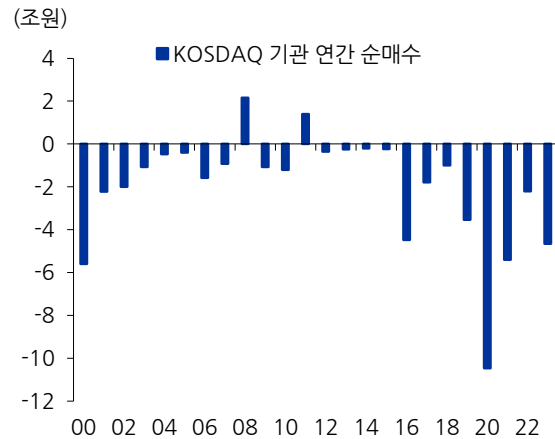
자료: Quantiwise, 유진투자증권

'22년 KOSDAQ 종목 비중 크게 줄인 외국인



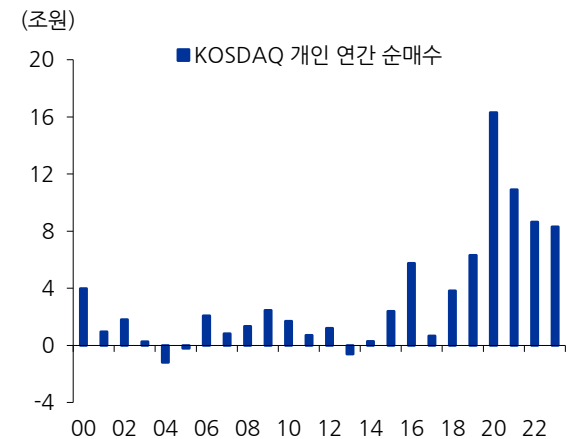
자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관의 KOSPI 순매도세 재차 강화



자료: Quantiwise, 유진투자증권

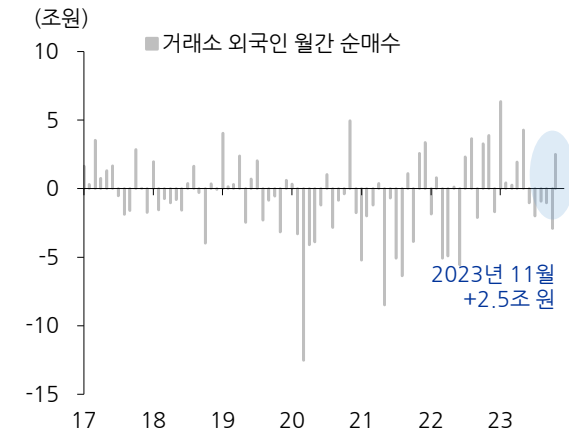
개인은 KOSDAQ에서 10년 연속 순매수



자료: Quantiwise, 유진투자증권

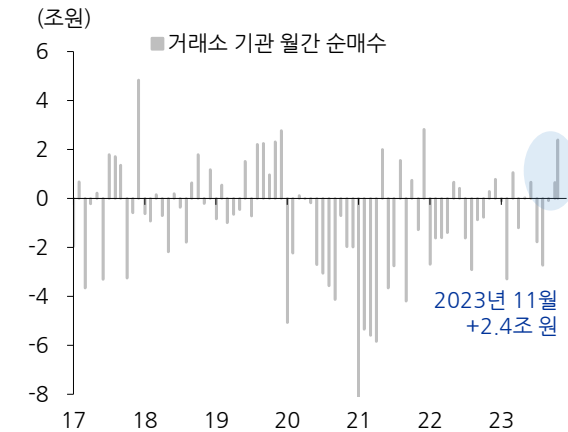
주요 주체들의 월간 순매수 차이(KOSPI,KOSDAQ)

외국인, KOSPI에서 6개월 만에 순매수 전환



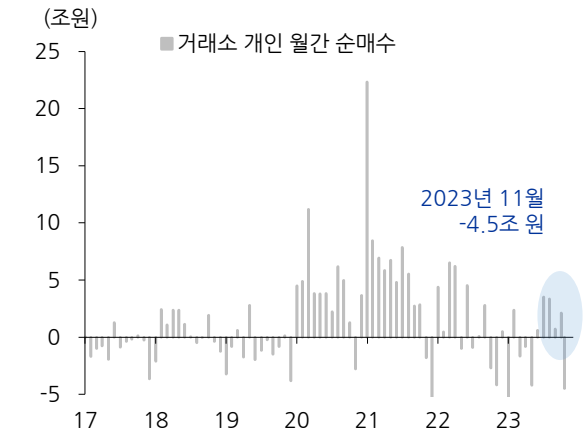
자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관, KOSPI에서 두 달 연속 순매수중



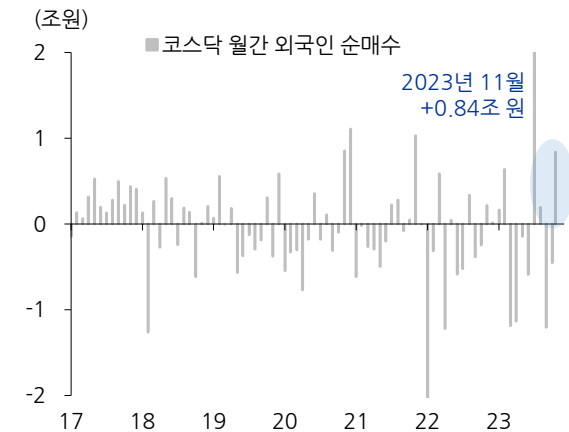
자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인, KOSPI에서 6개월 만에 순매도 전환



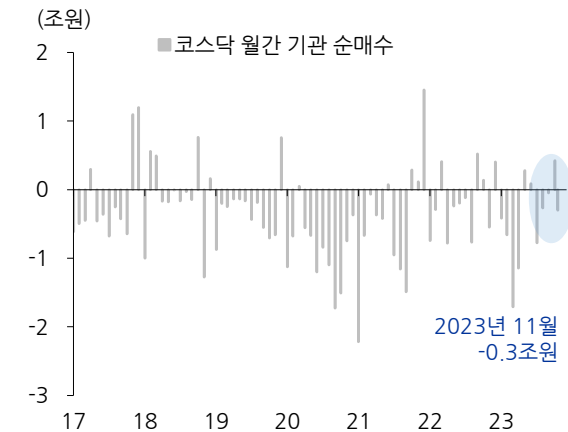
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인, KOSDAQ에서 수급 방향성 부재



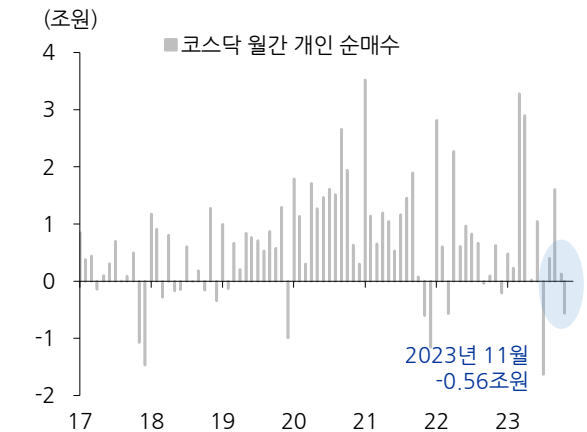
자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관, KOSDAQ에서 지속적으로 비중 축소



자료: Quantiwise, 유진투자증권

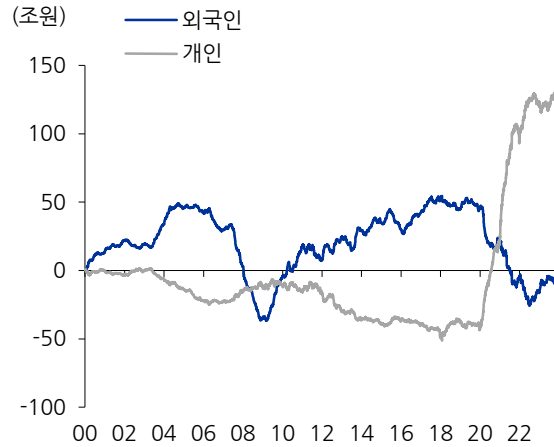
개인, KOSDAQ에서 순매수 주체로 활동



자료: Quantiwise, 유진투자증권

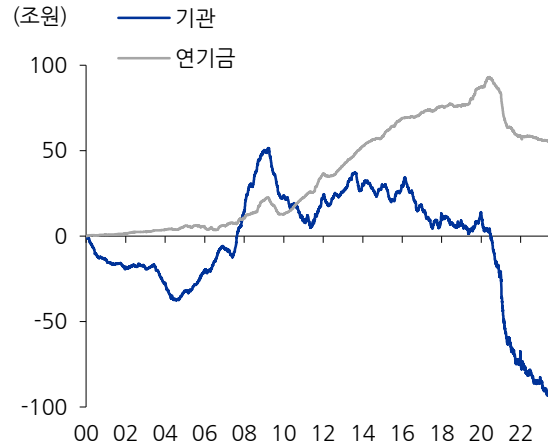
2000년 이후 주요 주체들의 수급 동향(KOSPI+KOSDAQ)

코로나19 이후 개인 매수세 급증



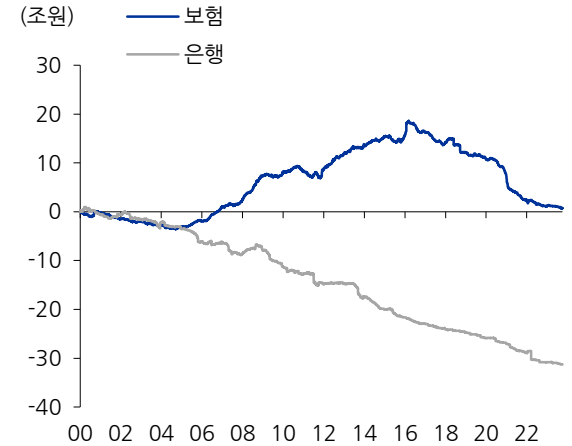
자료: Quantiwise, 유진투자증권

2020년대 이후 기관의 국내주식 비중 축소



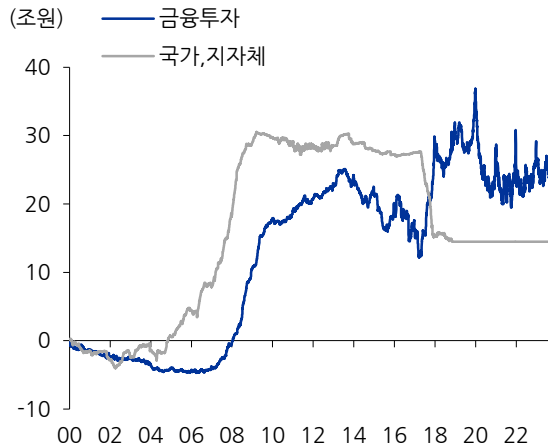
자료: Quantiwise, 유진투자증권

보험, 은행



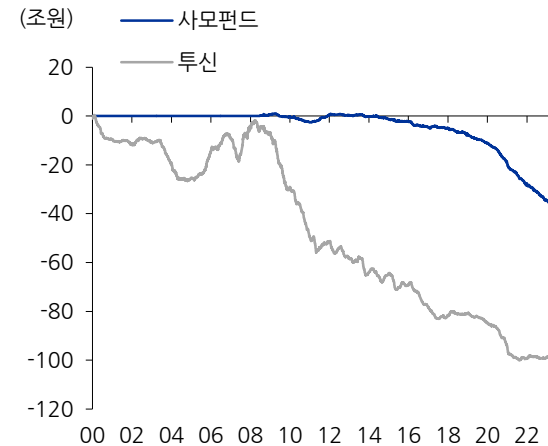
자료: Quantiwise, 유진투자증권

금융투자, 국가/자자체



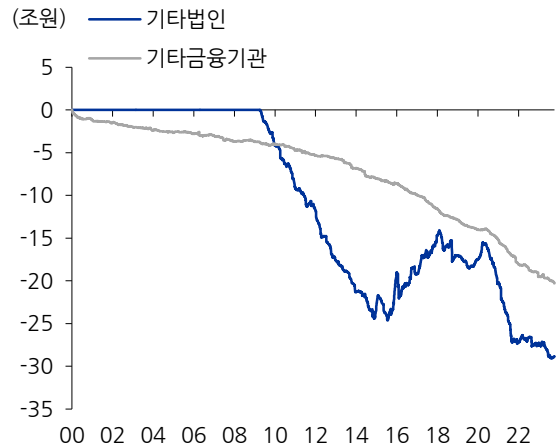
자료: Quantiwise, 유진투자증권

사모펀드, 투신



자료: Quantiwise, 유진투자증권

기타법인, 기타금융기관



자료: Quantiwise, 유진투자증권

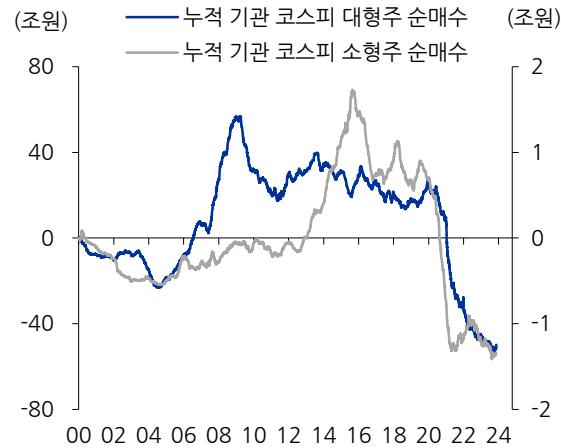
주요 주체들의 규모별 누적순매수액 차이(KOSPI,KOSDAQ)

외국인 KOSPI 대형주/소형주 누적순매수 차이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관 KOSPI 대형주/소형주 누적순매수 차이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인 KOSPI 대형주/소형주 누적순매수 차이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

외인 KOSDAQ 대형주/소형주 누적순매수 차이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

기관 KOSDAQ 대형주/소형주 누적순매수 차이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

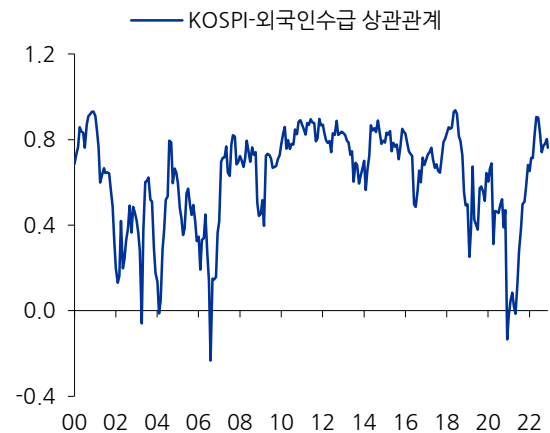
개인 KOSDAQ 대형주/소형주 누적순매수 차이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

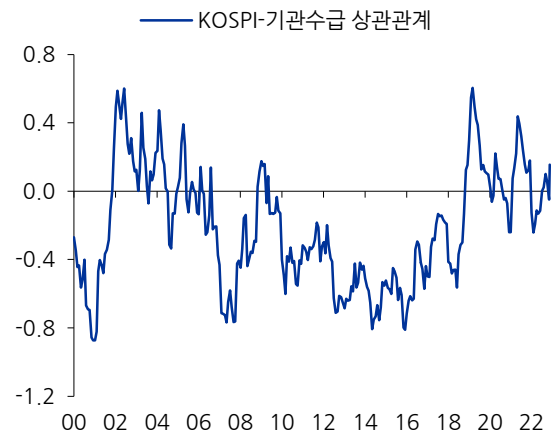
수급과 지수의 상관관계

KOSPI-외국인 수급 상관관계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSPI-기관 수급 상관관계



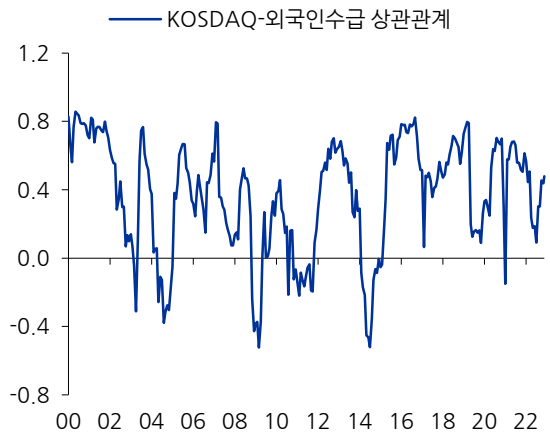
자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSPI-개인 수급 상관관계



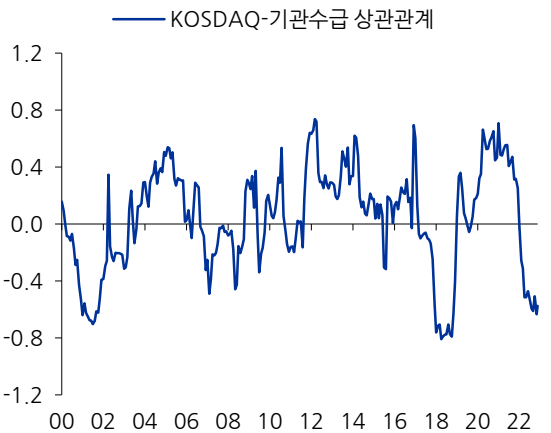
자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSDAQ-외국인 수급 상관관계



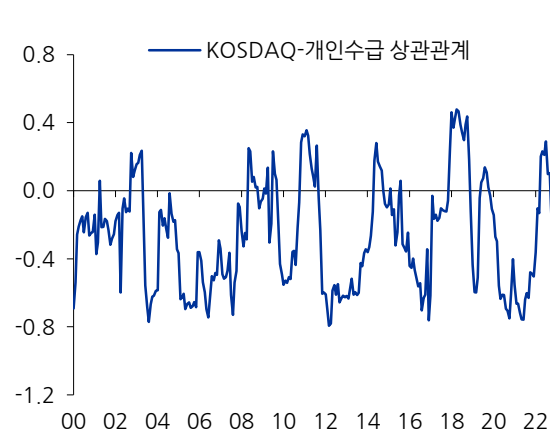
자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSDAQ-기관 수급 상관관계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

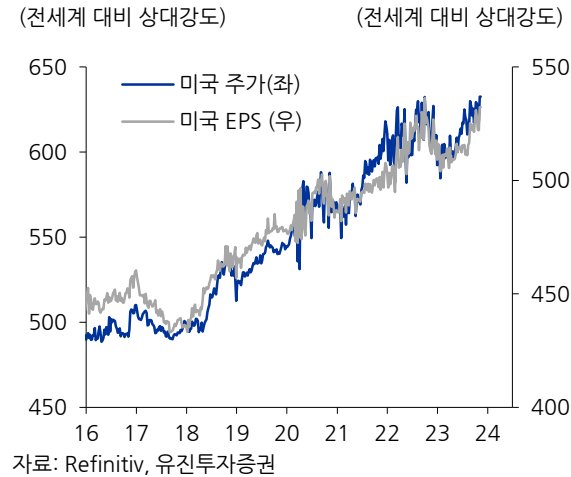
KOSDAQ-개인 수급 상관관계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

전세계 대비 주요국 주가, EPS 상대강도

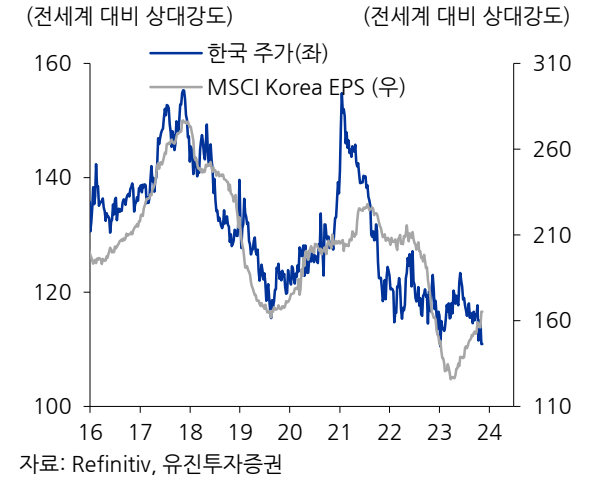
미국, 기업이익 개선과 주가 전세계 대비 우수



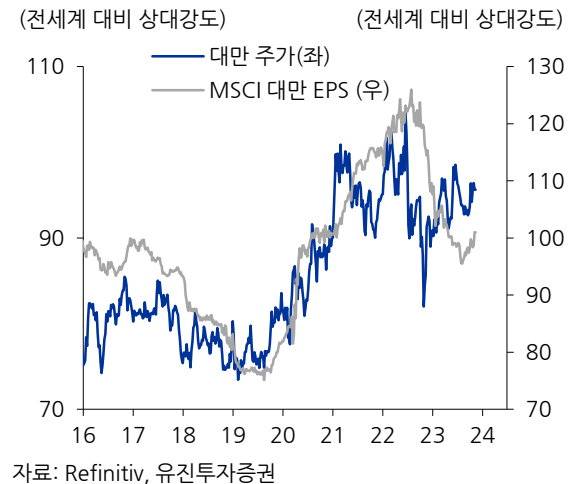
중국, 기업이익 추세 부진에 주가도 부진



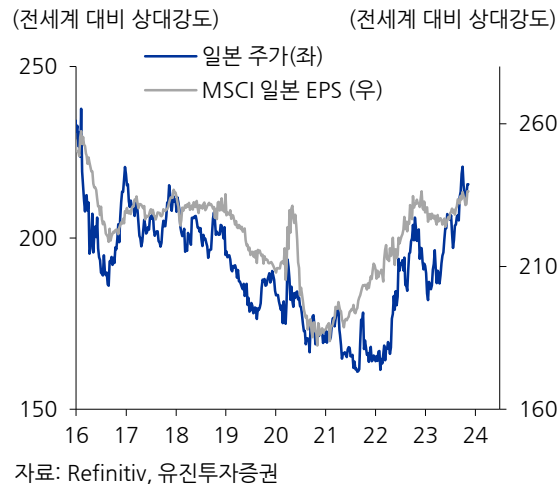
한국, 기업이익 회복세에도 아직 주가는 조정중



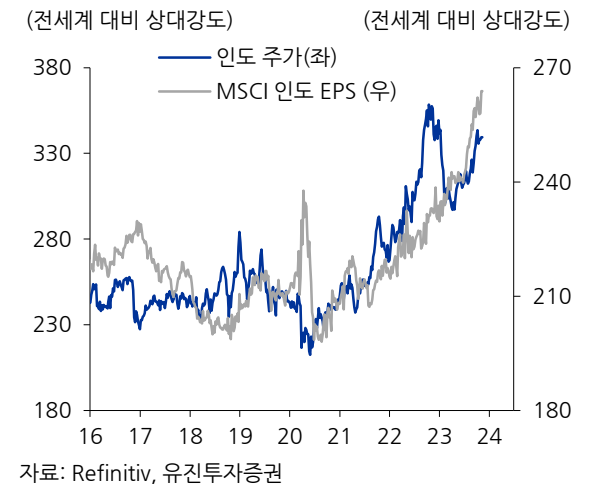
대만, 기업이익 추세 전환 가운데 주가도 강세



일본, 기업이익과 주가 모두 지속적으로 우수



인도, 기업이익, 주가 전세계 대비 가파른 상승세



주요 국가별 실질실효환율 차이

원화는 작년 말 이후 점차 가치 회복 중

(평균대비 표준편차)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

달러는 글로벌 이슈에 수요 지지되며 강세 지속

(평균대비 표준편차)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유로존, 경제 우려에도 저평가 국면 탈출

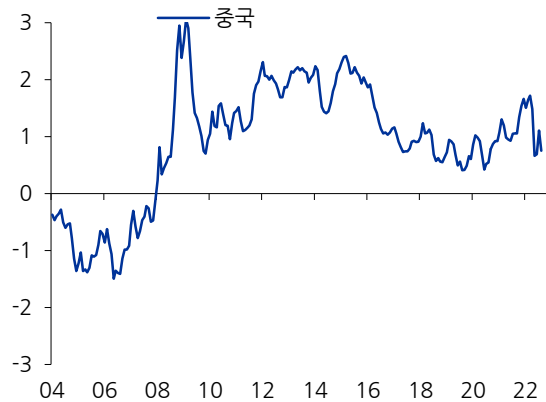
(평균대비 표준편차)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

위안화는 등락 반복하며 비슷한 수준 유지

(평균대비 표준편차)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

엔화는 금융위기때보다 더 저평가가 강화

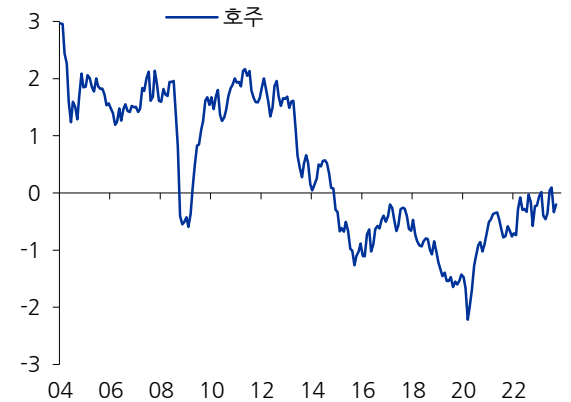
(평균대비 표준편차)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

호주 달러는 저평가 회복 중

(평균대비 표준편차)



자료: Refinitiv, 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 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 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 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%
(2023.9.30 기준)		