2023년 12월 4일 | Global Asset Research

화수분전략

돌아온 유동성과 돌아가는 순환매

Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Strategist 이재만 duke7594@hanafn.com
RA 박지원 jiwon.park@hanafn.com

하나증권 리서치센터

글로벌 유동성(유로존, 중국, 미국 등 12개 국가의 M2 합산) 규모는 2023년 3월 103조 달러를 정점으로 10월 99조 달러까지 축소됐지만, 11월 102조 달러로 재차 증가했다(S&P500지수와 연관성이 높음). 다만 글로벌 유동성 증가는 특정 국가의 유동성 증가 보다는 달러 약세의 영향이라고 볼 수 있다.

한편 미국 금융 컨디션지수(GS US Financial Conditions Index: FCI)는 긴축에서 2023년 11월 이후 완화로 전환됐다(참고로 동 지표는 미국 10년물 국채금리와 신용스프레드 가중치가 높음). 2021년 이후 미국 10년물 국채금리가 동 지표 변화를 좌우하고 있다.

미국 경기모멘텀이 약화되고 있어 추가적인 시중금리 하락 여지가 남아는 있지만, 최근 단기적으로 빠르게 하락한 시중금리를 고려할 경우 되돌림 현상이 나타날 가능성도 있는 수준이다(미국 10년물 국채에 대한 투기적 매도 포지션 재차 증가).

12/13일 FOMC회의 이후 첫번째 기준금리 인하 시기 변화 여부에 주목할 필요가 있다. 최근 2024년 3월 기준금리 인하 가능성이 크게 부각되고 있다. 12월 FOMC회의 이전까지 미국 10년물 국채금리는 4% 초/중반 수준에서 변동성 확대 가능성이 높아 보인다.

글로벌 유동성 재차 증가와 미국 금융시장이 긴축에서 확장으로 전환(FCI 하락)되면서 그동안 고금리 위험에 노출됐던 소외된 주식들이 순환매 형태로 반등하고 있다는 점은 참고할 필요가 있다. 미국 FCI 하락 기간 동안 미국 지역은행지수와 부동산섹터지수는 +14%씩 상승하며 S&P500지수 대비 아웃퍼폼을 하고 있다.

미국 FCI의 하락(↔상승)은 국내 증시에도 크게 영향을 주는 변수 중 하나다. 우선 FCI 하락(↔상승) 시 외국인은 국내 증시에서 순매수(↔순매도) 포지션을 유지한다. 한편 FCI 하락(↔상승) 시 소외됐던 주식들이 반등(↔하락)하는 경향이 있다.

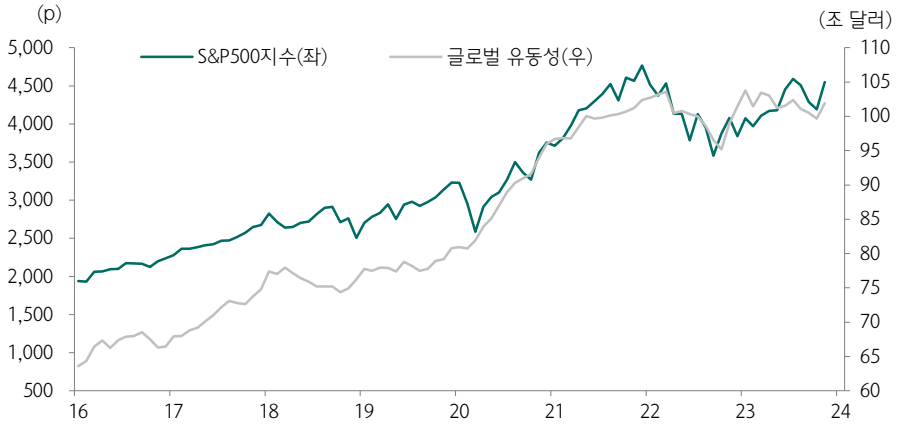
또한 FCI 하락(↔상승) 시 코스피와 코스피를 구성하고 있는 26개 모든 업종의 주가수익률이 (+)플러스(↔마이너스)를 기록한다는 점도 특징적이다. 다만 업종별로 외국인 순매수 여부는 차별화가 나타난다.

미국 FCI 하락으로 금융시장의 기대가 긴축에서 완화로 변했다는 점을 국내 증시 내 기업 선별 조건으로 활용한다면, ① FCI 하락 시 월 평균 주가수익률이 높고, 외국인 순매수 강도(=시가총액 대비 월간 외국인 순매수 금액*100)가 강하고, ② 시중금리 상승과 고금리 기간 동안(2022~23년) 주가 소외 현상이 강했던, ③ 그리고 그 과정에서 외국인 보유 비율이 상대적으로 크게 축소된 기업들에 관심을 가져 볼 필요가 있다. 대표적으로 시가총액 상위 종목 중에서는 셀트리온, 삼성전기, 고려아연, 엔씨소프트, LG이노텍, 금호석유, 펄어비스, 한솔케미칼, CJ ENM, 에스에프에이가 여기에 해당한다(본문 도표 13).

도표 1. 재차 증가세로 전환한 글로벌 유동성: S&P500지수 추이와 연관성이 높음

글로벌 유동성 규모 2023년 3월 103.4조 달러를 정점으로 10월 99.7조 달러까지 축소

10월을 저점으로 11월 101.9조 달러로 재차 증가. 11월 S&P500 지수 +8.5% 상승

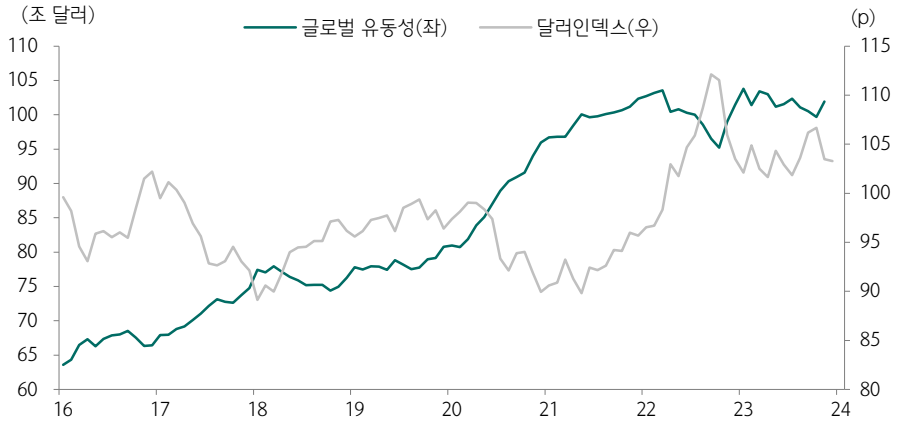


주) 글로벌 유동성: 유로존, 중국, 미국, 일본, 한국, 호주, 캐나다, 브라질, 스위스, 멕시코, 러시아, 대만 M2 규모 합산
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 재차 증가세로 전환한 글로벌 유동성: 달러 약세 효과가 반영된 결과

글로벌 유동성이 증가세로 전환된 이유는 달러 약세가 배경

달러인덱스는 2023년 10월 107p에서 현재 103p까지 하락

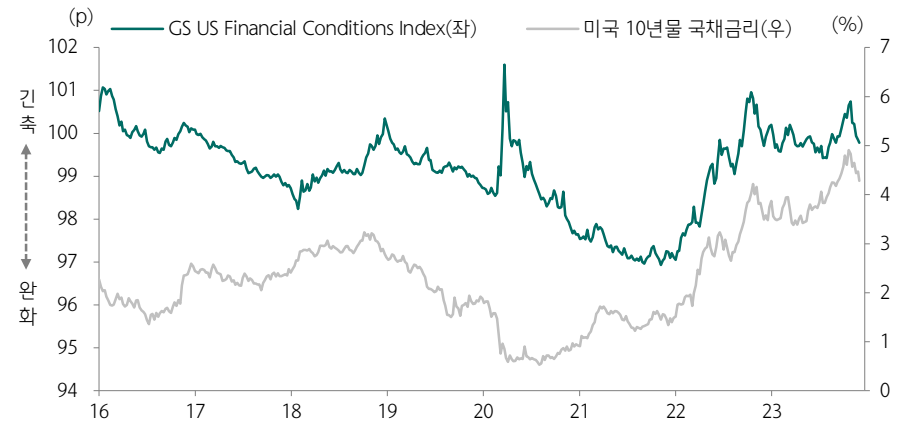


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국 금융시장 환경도 긴축에서 완화로 전환: 미국 10년물 국채금리 하락 전환이 크게 기여

미국 금융 컨디션지수(GS US Financial Conditions Index: FCI) 긴축에서 2023년 11월 이후 완화로 전환

동 지표는 미국 10년물 국채금리와 신용스프레드 비중 높음. 2021년 이후 미국 10년물 국채금리가 동 지표 변화를 좌우

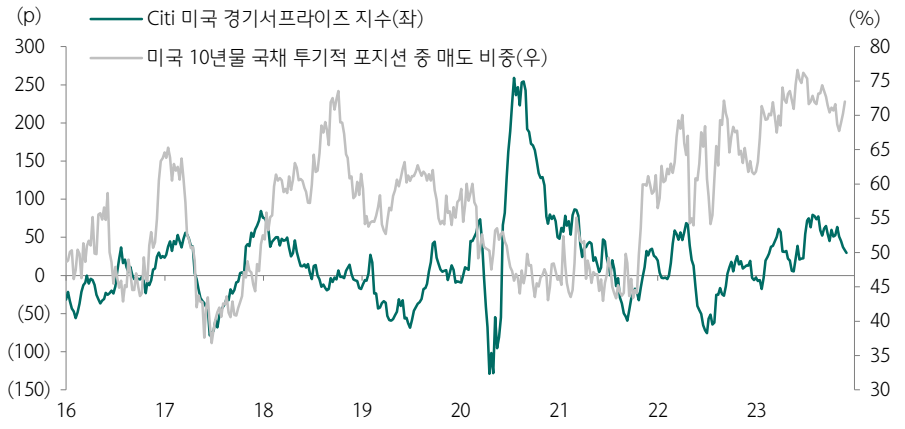


주) 미국 FCI 가중치: 미국 10년물 국채금리 45%, 신용스프레드 40%, 교역 가중 환율 6%, S&P500 기업 이익 5%, 기준금리 4%
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 경기모멘텀이 약화되고 있어 추가적인 시중금리 하락도 고려할 필요가 있지만

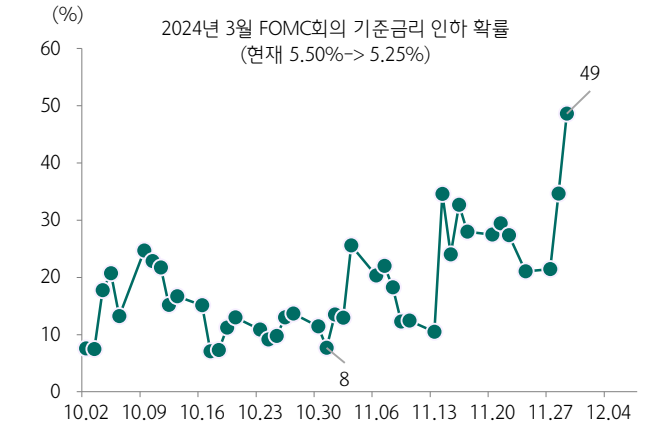
단기적으로 빠르게 하락한 시중금리로 인해 되돌림 현상이 나타날 가능성도 있음(미국 10년물 국채에 대한 투기적 매도 포지션 재차 증가)

도표 4. 미국 경기모멘텀 약화, 시중금리 추가 하락 가능성. 그러나 최근 가파른 시중금리 하락이 진행됐다는 점을 감안 시 되돌림 가능성도 상존



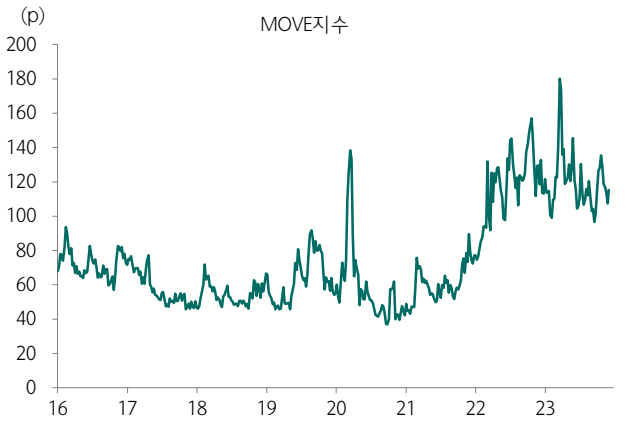
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 12/13일 FOMC회의 이후 연준의 첫번째 기준금리 인하 시기 변화 여부 주목: 최근 2024년 3월 기준금리 인하 가능성 부각



자료: CME FedWatch, 하나증권

도표 6. 12월 FOMC회의 이전까지 미국 10년물 국채금리는 4% 초/중반 수준에서 변동성 확대 예상

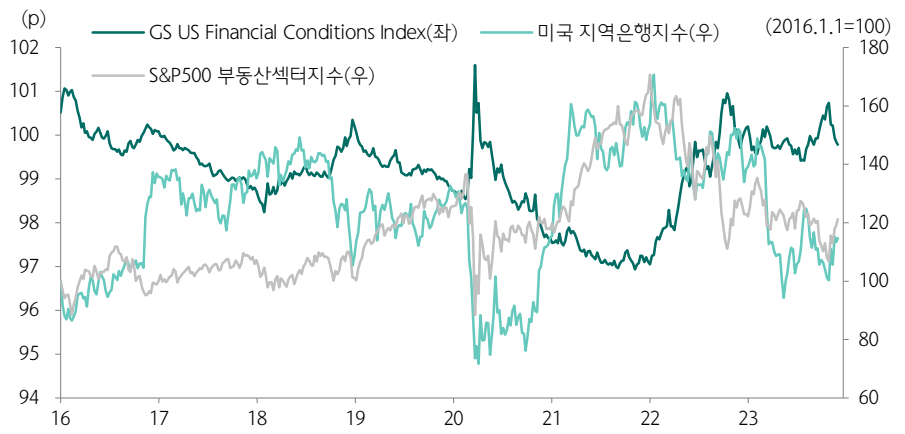


자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 유동성 재차 증가, 미국 금융시장 긴축에서 확장으로 전환. 그 동안 고금리 위험에 노출됐던 소외된 주식들이 반등

최근 미국 FCI 하락 기간 동안 미국 지역은행지수와 부동산섹터지수 +14.4%와 +13.6% 상승하며 아웃퍼폼

도표 7. 다만 미국 FCI 지수 하락으로 인해 미국에서 소외됐던 고금리 피해 주식들이 순환매 형태로 반등: 대표적으로 미국 지역은행지수와 부동산지수



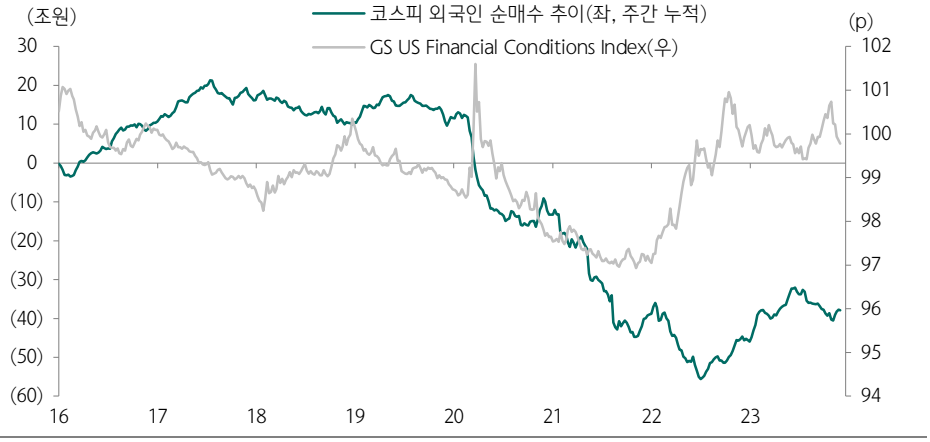
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 미국 FCI의 상승(긴축)과 하락(완화)은 국내 증시 외국인 순매수와 연관성이 높음. FCI 하락(상승) 시 외국인 순매수(순매도)

미국 FCI와 국내 증시 외국인 순매수 추이는 연관성 높음

2016년 이후 미국 FCI가 전주 대비 하락 시 주간 평균 외국인 1,880억원 순매수

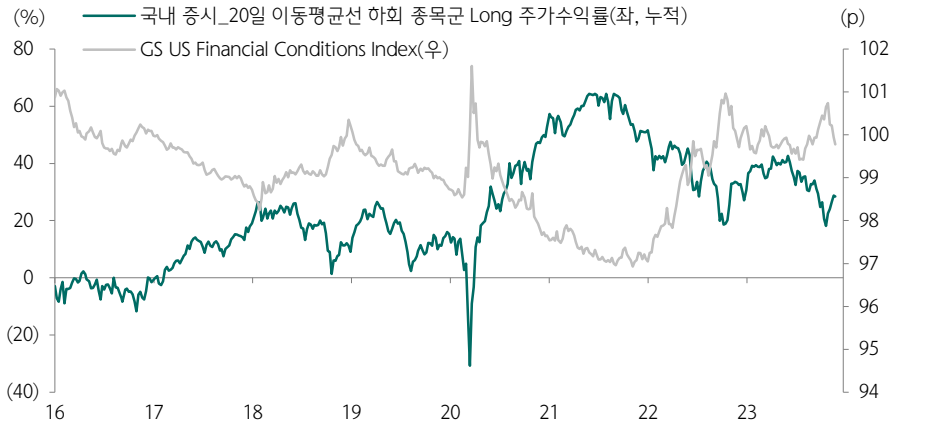
반면 FCI 상승 시 외국인 -4,300억원 순매도



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

도표 9. 미국 FCI의 상승(긴축)과 하락(완화)은 국내 증시 소외주 반등 여부와 연관성이 높음. FCI 하락(상승) 시 소외주 반등(하락)

미국 FCI 하락 시 국내 증시에서 주가가 20일 이동평균선을 하회했던 종목군들의 주가 성과가 좋아지는 경향이 있음(소외주 반전)

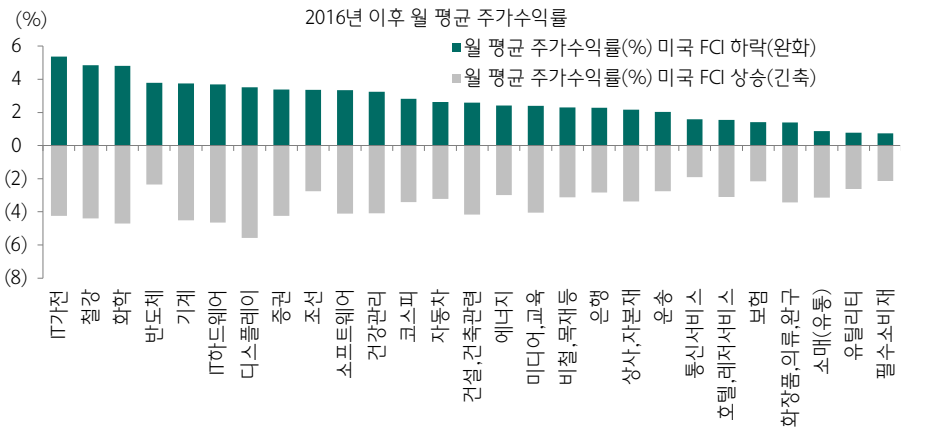


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

도표 10. 미국 FCI의 상승(긴축)과 하락(완화)은 국내 증시 업종별 주가수익률에도 명확하게 영향을 미치는 변수

미국 FCI 하락 시 코스피와 코스피를 구성하고 있는 26개 업종 주가수익률 모두 (+)플러스 기록

반면 미국 FCI 상승 시 코스피와 코스피를 구성하고 있는 26개 업종 주가수익률 모두 (-)마이너스를 기록

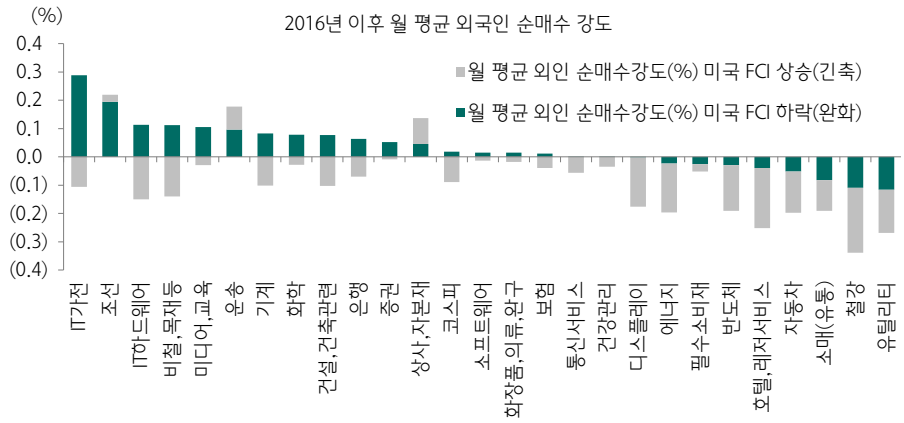


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

미국 FCI 하락 시 외국인 순매수 강도(월간 순매수 금액/시가총액 *100)가 강한 업종에 관심

IT하드웨어, 비철, 미디어, 기계, 화학, 건설, 은행, 증권, 상사, 소프트웨어, 화장품, 건강관리

도표 11. 다만 업종별로는 외국인 순매수 강도 차이가 있다는 점을 염두

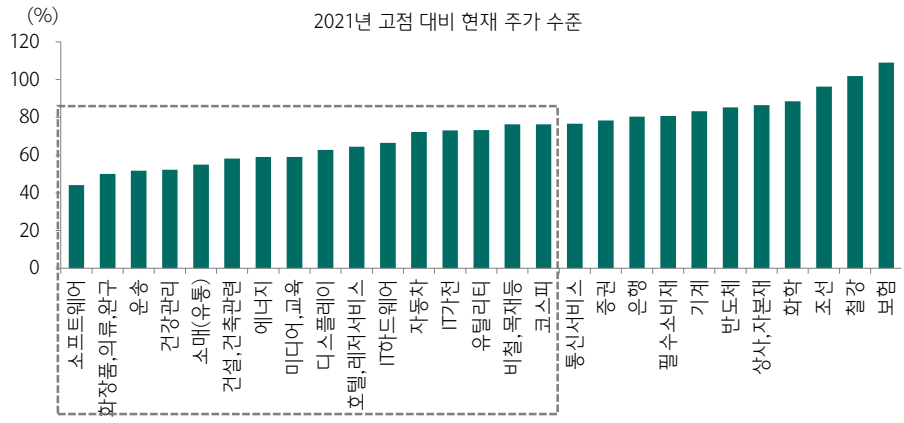


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

고금리로 인한 소외주 여부도 고려

2021년 고점 대비 현재 주가 수준이 상대적으로 낮은 업종에 관심

도표 12. 2021년 주가 고점 대비 회복 정도가 약하다면 소외주에 해당



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 13. 미국 FCI에 주가와 외국인 순매수가 민감한 기업 중 고금리로 인해 소외됐던 기업들에 관심 필요

기업명	업종	미국 금융컨디션 지수 하락(완화) 시		2021년 고점 대비 현재 주가 (%)	외국인지분율(%)			순이익증가율(%)	
		월 평균 주가수익률(%)	월 평균 외국인 순매수 강도(%)		2021년 고점	2023년 12월 현재	차이(%p)	2023년.E	2024년.E
셀트리온	건강관리	3.8	0.02	47	21.43	20.41	1.02	29.5	16.6
삼성전기	IT하드웨어	4.5	0.35	69	35.61	30.69	4.92	(51.3)	46.1
고려아연	비철,목재등	2.0	0.22	83	23.63	18.28	5.35	(37.6)	18.9
엔씨소프트	소프트웨어	2.9	0.11	26	52.43	39.91	12.52	(52.3)	42.0
LG이노텍	IT하드웨어	4.3	0.15	65	33.45	20.93	12.52	(40.1)	38.1
금호석유	화학	2.4	0.03	46	29.39	19.46	9.93	(58.3)	15.2
펄어비스	소프트웨어	4.5	0.10	27	24.74	13.79	10.95	흑전	530.6
한솔케미칼	화학	4.7	0.22	54	43.04	34.92	8.12	(33.2)	28.0
CJ ENM	미디어,교육	1.7	0.10	41	22.38	12.94	9.44	적지	흑전
에스에프에이	기계	2.4	0.21	65	20.09	15.62	4.47	(36.0)	133.0

자료: Quantiwise, 하나증권