KB증권

주식시황 Analyst 하인환
inhwan.ha@kbfg.com
연구원 김지우
kimjiu1@kbfg.com

주식전략

2024년 7월 26일

KB 주식시황

갑론을박의 업종 전략 (4): 밸류업 ① → 韓 자본시장의 생존 전략

더 많은 리포트 보기

참고자료 (자료 제목 Click 시 자료 연결)

갑론을박의 업종 전략
갑론을박의 업종 전략 (1): HD현대일렉트릭의 예고된 서프라이즈 (7/23)
갑론을박의 업종 전략 (2): 금융주의 주도주 가능성 ① (7/24)
갑론을박의 업종 전략 (2): 금융주의 주도주 가능성 ② (7/24)
갑론을박의 업종 전략 (3): 방산&우주 → 한화그룹, Next Pick (7/25)

자료: KB증권

밸류업 프로그램: 중단기적으로는 주식 전략이지만, 장기적으로는 자본시장 생존 전략

밸류업 프로그램에 대해 대부분은 주식 투자전략으로 생각하지만, 장기적으로는 한국 자본시장의 생존을 위한 전략이라 판단한다. 이유는 2가지에서 찾을 수 있다.

환율 안정의 목적: [주식: 밸류업] + [채권: WGBI 세계채권지수 편입] + [외환: 거래시간 연장]

지금의 원달러 환율은 1,380원 수준이다. 경제적인 관점에서는 단순한 문제가 아니다. 환율이 높은 수준을 유지함에 따라 수입 물가에 부담이 생길 수 있으며, 이는 서민경제에 부담으로 이어진다. 그리고 한국은행의 통화정책에도 영향을 미칠 수가 있다.

하지만 지금의 원달러 환율 상승은 구조적 달러화 강세 영향이 크다. 전통적 방식 (통화정책) 외의 추가적인 노력이 수반되어야 하는 상황이며, 그 노력이 밸류업 프로그램이다. 그리고 사실, 밸류업 프로그램이라는 이름이 언급되기 시작한 시기 (2024년 1월)보다 1년 앞서서 한국 정부는 사실상의 밸류업 프로그램을 추진하고 있었다 (배당절차 개선방안, 외환시장 선진화 방안 등).

그리고 주식투자자들은 밸류업 프로그램에만 주목하고 있지만, 지금 한국 정부는 WGBI 세계채권지수 편입을 위해 부단히 노력 중이며, 이를 위해 기재부 차원에서 도쿄, 싱가포르, 런던 등에서 설명회를 개최하고 있다. 그리고 2023년 초에 발표된 외환시장 선진화 방안의 결과물로 2024년 7월부터 외환시장 거래시간이 연장됐다. 밸류업 프로그램과 함께 채권, 외환시장에서의 노력이 가리키는 공통점은 '자본시장 개방 (외국인 자금 유입 유도)'이다. 순수하게 말 그대로 '자본시장 개방'을 위한 것일 수도 있지만, 그 이면에는 '환율 안정'이 내포되어 있을 것이다.

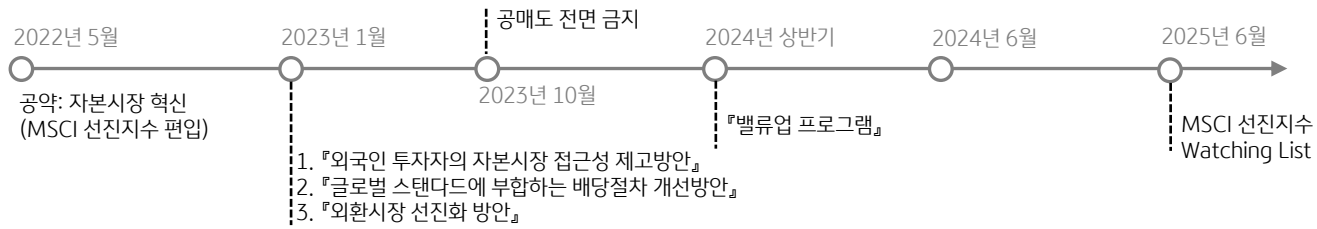
국민연금의 고갈: 고갈 시기를 늦추려는 노력 + 필연적인 결과에 대응할 전략

국민연금 기금운용본부의 국내주식 보유 잔고는 약 150조원이다. 한국 증시 전체 시가총액 (코스피+코스닥)이 약 3,000조원이라 가정해보면, 국민연금이 보유한 비중은 5%에 이른다. 게다가 주요기업들에 집중된 구조이기 때문에, 상당수 기업들의 국민연금 보유 지분은 10% 내외다. 장기적으로 그 자금이 국민연금 고갈 문제로 인해 '매도 압력'으로 이어질 수 있는 것이다.

국민연금 고갈 시기를 지연시키기 위한 노력이 본격화하고 있다. 보험료 인상이 대표적인 예다. 그리고 필연적인 결과에 대응할 전략도 이미 진행 중이다. 국민연금이 국내주식 보유 비중을 축소하고 있는 것이 그 예다. 다만, 아직까지는 절대 금액은 증액되고 있으나 언젠가 절대 금액이 감액되는 시기가 도래할 것이며, 국내 증시의 수급 충격은 그때부터 시작되는 것이다.

자본시장 관점에서 보면, 먼 훗날 발생할 수 있는 수급 충격 가능성을 지금부터 대비해야 한다. 올해 상반기에 외국인이 코스피에 22조원 순매수했는데, 역대 최대 규모다 (코스피 외국인 지분율: 연초 31.7% → 7월 중순 34.7%). 이전 기록 (연도별 상반기)은 2023년 12조원 (29.8% → 31.1%), 2017년 9조원(지분율: 34.0% → 35.7%)이었기 때문에 절대 매년 지속될 수 없는 매수세라는 점을 고려하면, 국민연금의 150조원 (지분율: 10%내외)을 대체할 자금유입을 지금부터 준비해야 한다. 그리고 외국인 자금에만 의존할 수 없기 때문에, 부동산에 치우친 가계자산도 금융시장으로 이전시킴으로써 자본시장에 발생할 수급 충격을 완화할 준비를 해야 하며, 지금도 그 준비가 빠르다고 보긴 어려울 수 있다.

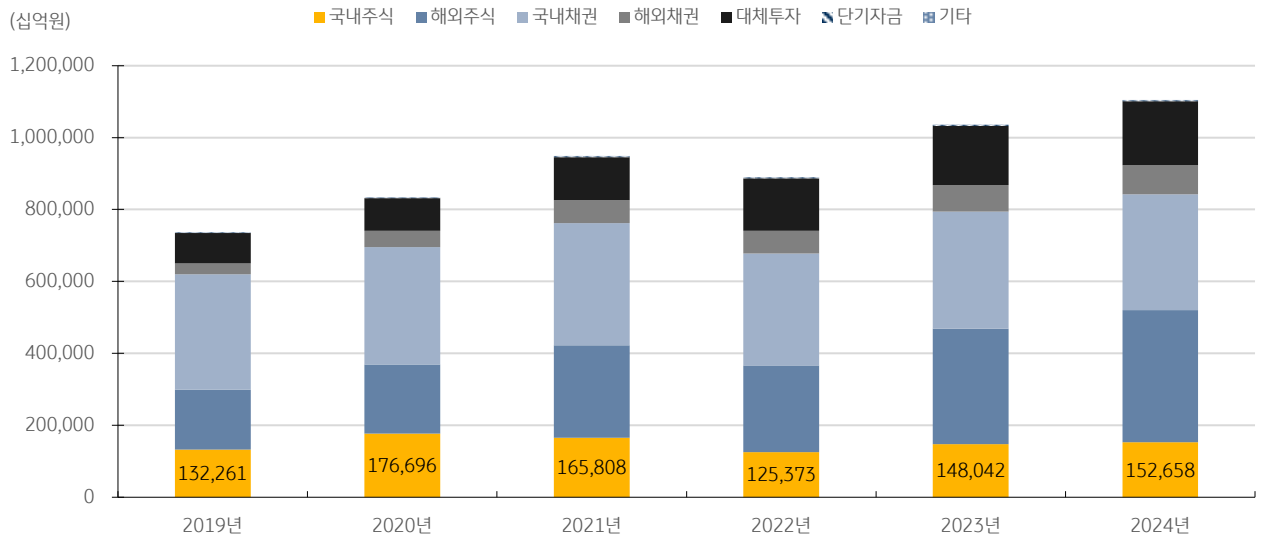
그림 1. MSCI가 한국 증시에 지적한 문제: 2023년 1월부터 개선작업 진행 중



MSCI 지적사항	MSCI의 지적사항 (세부내용)	한국 정부의 개선 정책
Equal Rights to Foreign Investors	① 영문 정보 공개, ② 기업지배구조 개선	2024년: 『밸류업 프로그램』
Investor Registration & Account Set Up	외국인 투자자 등록 제도	『외국인 투자자의 자본시장 접근성 제고방안』
Clearing and Settlement Transferability	통합계좌의 활용도 낮은 문제 지적	
Transferability	장외거래 제한되는 점 지적	
Information Flow	① 영문 정보 공개, ② 배당제도의 문제점 지적	『글로벌 스탠다드에 부합하는 배당절차 개선방안 』
Foreign Exchange Market Liberalization Level	역외 외환시장 부재 지적	『외환시장 선진화 방안 』
Short Selling	공매도 금지 지적 (향후 계획도 부재한 점 지적)	2025.03월: 공매도 재개 가능성 고려
Availability of Investment Instruments	인덱스 상품 개발 어려운 환경 지적	

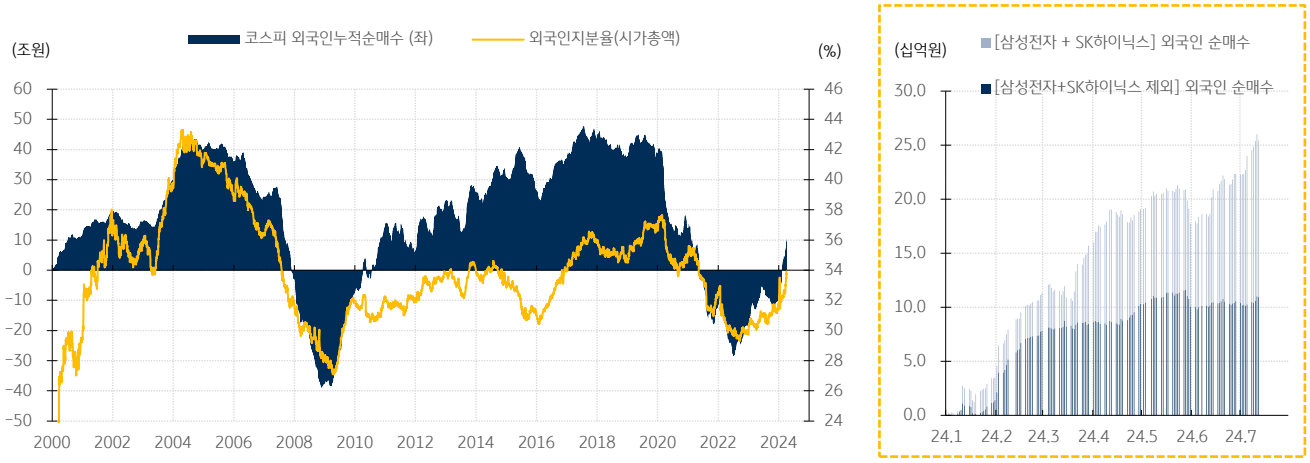
자료: KB증권

그림 2. 국민연금 기금운용본부 포트폴리오 현황: 한국주식 보유 금액 152.7조원



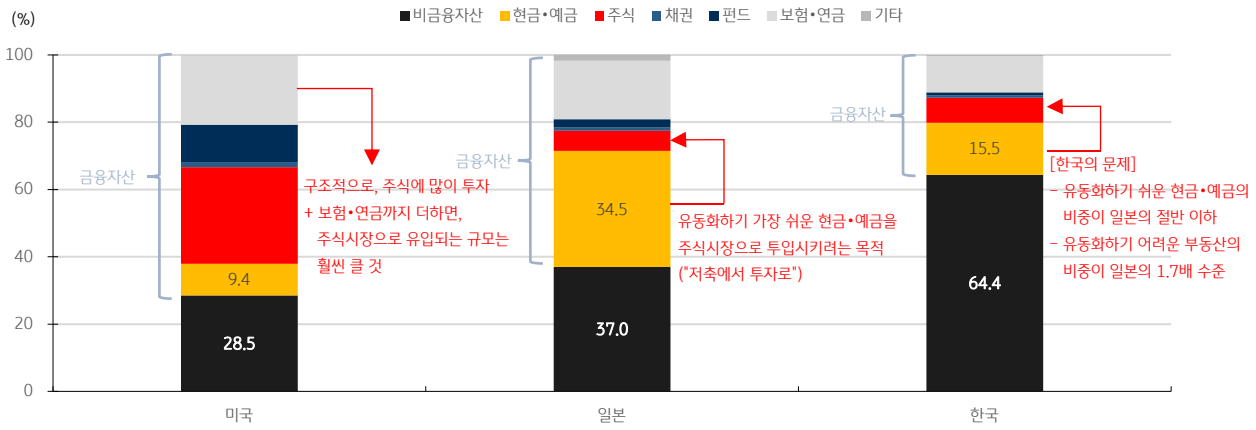
자료: 국민연금 기금운용본부, KB증권

그림 3. 2024년 상반기 – 코스피로의 외국인 자금 유입: 누적 순매수 22조원, 지분율 변화 (31.7% → 34.7%)



자료: KB증권

그림 4. 주요국 가계자산 비중: 일본은 현금•예금을 주식시장으로 유입시킬 필요성, 한국은 부동산 비중을 완화할 필요성



자료: KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.