2024년 4월 23일

KIWOOM 이슈 분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀 I Strategist 한지영 hedge0301@kiwoom.com

# 지수 하단에 대한 고민


SUMMARY

- ✓ 4 월 초만해도 증시 상단이 얼마까지 열릴지를 고민하는 분위기였다면, 이제는 하단을 얼마까지 내주어야 하는지를 고민하는 분위기로 급변
- ✓ 3 고 장세 및 미국 M7 주가 향방을 둘러싼 불확실성은 잔존하겠지만, 외국인 순매수 기조 및 기업 밸류업 프로그램의 연속성도 유효하고, 반도체, 자동차 중심의 이익 모멘텀)도 훼손되지 않는 등 코스피의 하방 경직성은 여타 증시에 비해 상대적으로 견조할 것으로 전망
- ✓ 코스피의 하단을 12 개월 선행 PER 10 배 및 기술적인 장기 추세선인 200 일선에 해당하는 2,530~2,550pt 레벨까지만 열어놓고서 향후 다가오는 변동성 장세를 대비하는 것이 적절


전일(21일) 코스피와 나스닥이 1%대 반등에 성공하긴 했지만, 최근 들어 주식시장의 위험선호심리가 후퇴하고 있다는 느낌을 지울 수가 없는 분위기이다. 아직까지 고점대비 10% 이상 하락한 상태는 아닌 만큼 기술적인 조정장에 들어선 것은 아니다. 그렇지만 4월 초만해도 증시 상단이 얼마까지 열릴지를 고민하는 분위기였다면, 이제는 하단을 얼마까지 내주어야 하는지를 고민하는 쪽으로 변해가고 있는 모양새다.

아무래도 지난 3월 CPI 쇼크와 이스라엘-이란 간 지정학적 긴장을 겪으면서 3고 장세(고금리, 고물가, 고환율)가 다시 출현할지 모른다는 불안감이 단초를 제공한 듯하다. 더 나아가, 미국 증시에서도 불안 요인이 출몰했다는 것이 국내 증시에도 또 다른 부담이 되고 있다. 지난 금요일 엔비디아가 하루만에 10% 폭락하는 이례적인 현상이 일어났으며, 최근 한주 동안 엔비디아 포함 M7의 시가총액이 일주일새 7% 넘게 줄어드는 등 미국 AI주들의 주가 조정에 대한 두려움이 수면 위로 부상하고 있다.

미국 액티브 펀드들도 미국 증시의 비중을 줄이고 있는 실정이다. 미국 액티브 펀드 협회(NAAIM, National Association of Active Investment Managers)의 주식 익스포져를 보면, 4월 19일 기준으로 주식 비중이 62.9%를 기록했다. 직전주 81.9%에서 급감한 것이며 지난 10년 장기평균인 72.4%도 하회하는 수치다. 1분기 랠리 이후 차익실현 욕구 및 2분기 초 현재 대내외 불확실성이 이들로 하여금 미국 증시에 대한 비중 축소 유인을 제공하고 있는 것으로 보인다.

한국 증시가 선진국 증시의 의존도가 높은 주식시장인 만큼, 향후 미국 증시의 향방은 국내 시장 참여자들의 주된 관심사이다. 일단 3고장세를 둘러싼 불안은 아직까지 완전히 가시지 않았다. 유가는 80불대 초반으로 내려오긴 했으나, 지정학적 긴장은 지속되고 있는 상태이고 3월 PCE 물가, 5월 FOMC, 4월 CPI로 이어지는 일련의 연준 관련 이벤트를 관망하려는 심리가 우위에 있다.

하지만 3고장세는 이미 알려진 불확실성의 범주에 있는 재료들에서 출현했으며, 미국 M7의 1분기 실적시즌도 중립 수준으로 소화할 가능성이 높다는 점을 고려 시, 현시점에서 미국이나 한국 증시의 하방 압력은 크지 않아 보인다. 우선 현재 미국 S&P500의 1분기 EPS 증가율 전망치를 보면, 38%(YoY)로 고성장이 예상되나 M7을 제외 시 그 수치는 -4%로 급감한다. S&P500의 실적은 M7의 실적 의존도가 그만큼 높다는 이야기이며, 이들의 1분기 실적 및 주가 방향성이 전반적인 미국 증시와 국내 증시에 걸쳐 영향력을 행사할 것으로 보인다.

이전에도 그래왔듯이, M7 실적 발표 전후로 전반적인 증시 변동성 확대는 있을 것이다. 하지만 이들의 12개월 선행 PER 밸류에이션을 보면, 엔비디아 31배(vs 5년 평균 40배), 애플 24배(vs 5년 평균 25배), MS 31배(vs 5년 평균 29배) 등 최근 주가 조정 겪으면서 밸류에이션 부담이 어느정도 완화됐다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 이번주 예정된 테슬라(24일), 메타(25일), 알파벳(26일), MS(26일) 등 주요 M7의 실적 발표에서 부진한 가이던스를 제시하지 않는 이상, 미국, 한국 등 주요국 증시의 추가적인 주가 조정 여력은 크지 않다는 점을 시사한다.

한국 증시만 놓고 봐도 하단을 굳이 크게 열고 갈 필요는 없어 보인다. 한국 증시가 미국 증시 등 다른 증시들이 잘 나갈 때 소외된다는 자조 섞인 푸념이 나오는 국가이긴 하다. 그렇지만 1분기 나스닥(+9%), S&P500(+10%), 닛케이225(+21%), 대만 가권(+13%) 등 여타 증시가 역대급 상승률을 기록했던 것에 비해, 코스피(+3%)나 코스닥(+4%)는 사실상 강보합 수준에 그친 데다가 이번 조정장에서 다른 나라 증시와 비슷하게 한국 증시가 고점대비 6~7% 조정을 받은 것은 과도한 감이 있다.

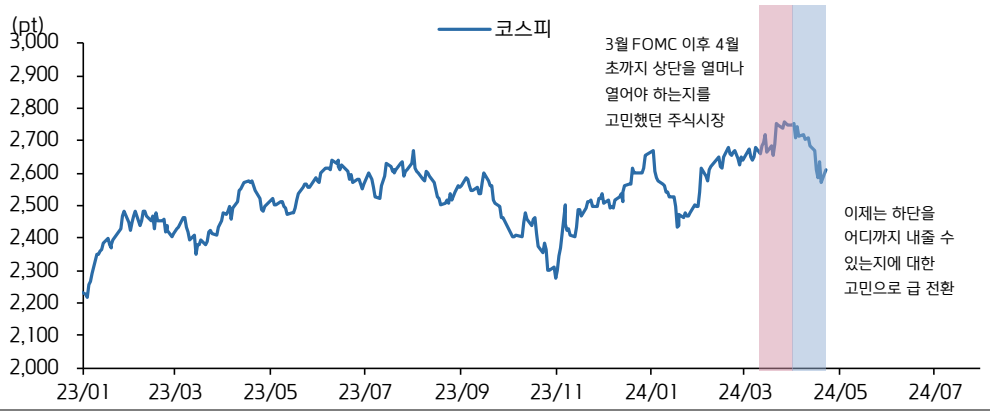
일각에서는 외국인의 수급 불안에 대해 지적할 수 있다. 지난주 이후 현재까지 외국인은 코스피를 약 1.1조원 순매도에 나섰으며, 대외 불확실성이 민감하게 반응하는 이들 입장에서는 순매도 작업을 지속할지 모른다는 우려를 할 수 있을 것이다. 하지만 실제 수급 데이터를 보면 우려와 현실은 다르다는 것을 알 수 있다. 21일 기준으로 외국인 코스피 순매수 금액은 약 18조원으로 역대 3번째 순위이다(2009년 +30조원, 2010년 +21조원). 불과 4개월 만에 지난해 연간 전체 순매수 금액(11조원) 이상으로 순매수를 한데에 따른 템포 조절의 성격이지 셀 코리아로 보기에는 무리가 있다고 판단한다.

당사가 자주 체크하는 글로벌 주식형 펀드의 수급을 업데이트해 봐도 별반 다르지 않다. 4월 이후 3주간에 걸쳐 북미(-135억달러), 유럽(-40억달러), 신흥국(-1억달러) 등 주요 대륙 전반에 걸쳐 자금 유출입이 일어났다. 하지만 아시아(+27억) 지역에 한정해서는 자금 유입세가 이어진 가운데, 아시아 내에서 중 한국(+21억달러)을 제외한 중국(-11억달러), 인도(-5억달러), 대만(-45억달러) 등 거의 대부분 모든 지역에서 자금 유출입이 일어났다는 점에 주목해야 한다.

결론적으로 3고 장세 및 미국 M7 주가 향방을 둘러싼 불확실성은 잔존하나, 이들 M7을 중심으로 한 미국 증시의 추가 조정 압력은 크지 않을 것이다. 또 한국 증시의 경우, 외국인 순매수 기조 및 기업 밸류업 프로그램의 연속성도 유효하고, 반도체, 자동차 중심의 이익 모멘텀(4월 20일 수출 +11%, 반도체 +43%, 자동차 +13%)도 훼손되지 않는 등 코스피의 하방 경직성은 여타 증시에 비해 상대적으로 견조할 것으로 전망한다.

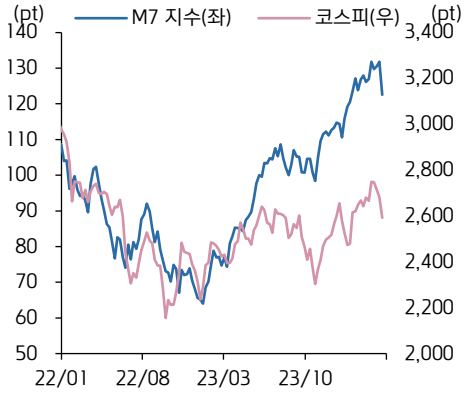
이번주 M7 실적, 차주 5월 FOMC까지 증시 변동성을 자극할 만한 이벤트를 치르는 과정에서 추가 조정 압력이 출현할 소지는 있다. 하지만 상기 내용을 고려 시 코스피의 하단을 12개월 선행 PER 10배(작년 10월 조정장, 올해 1월 조정 당시 10배를 이탈했으나, 평균적으로 8거래일 만에 복귀) 및 기술적인 장기 추세선인 200일선에 해당하는 2,530~2,550pt 레벨까지만 열어놓고서 향후 다가오는 변동성 장세를 대비하는 것이 적절하다.

4월에 출현한 3고 장세(고물가, 고금리, 고유가)를 겪으면서, 시장이 하는 고민의 주체가 "상단"에서 "하단"으로 변화



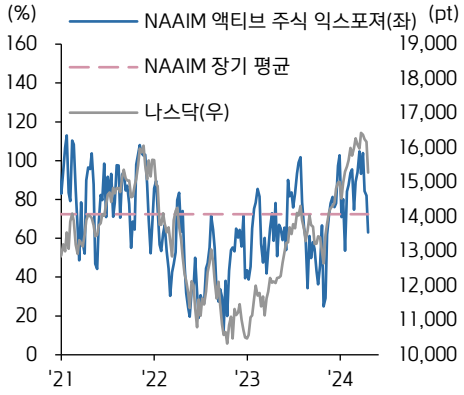

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지난 금요일 엔비디아 주가 폭락 등으로 미국 대장주 주가가 꺾이는 것에 대한 불안감도 가세



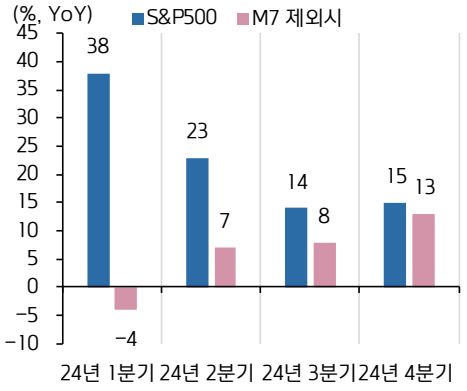

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

현재 미국 액티브펀드 매니저들은 미국 주식 비중 줄이기에 나서는 중이며, 그 비중은 62.9%로 장기평균(72.4%)을 하회



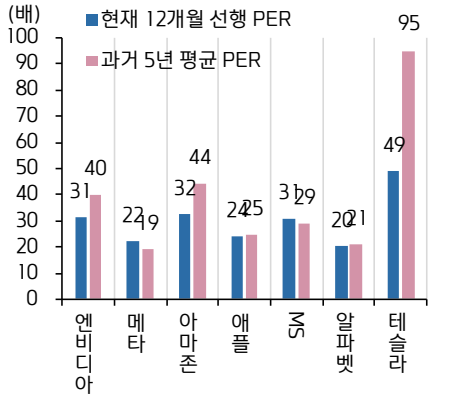

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 증시의 실적은 M7에 대한 의존도가 높은 만큼, 이번주부터 시작되는 이들 업체 실적에 대한 민감도가 커질 전망



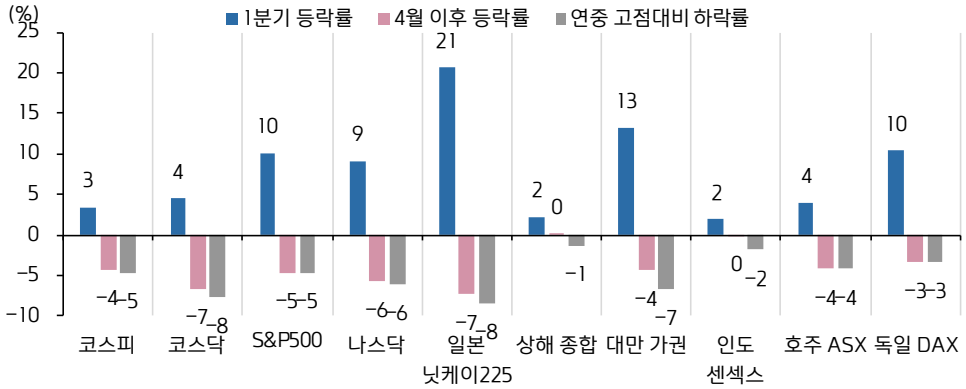

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 4월 19일 기준

다만, 여전히 성장 자체는 유효한 가운데, 최근 주가 조정을 겪으면서 이들 대부분 밸류에이션 부담은 이전보다 덜해졌다는 점에 주목



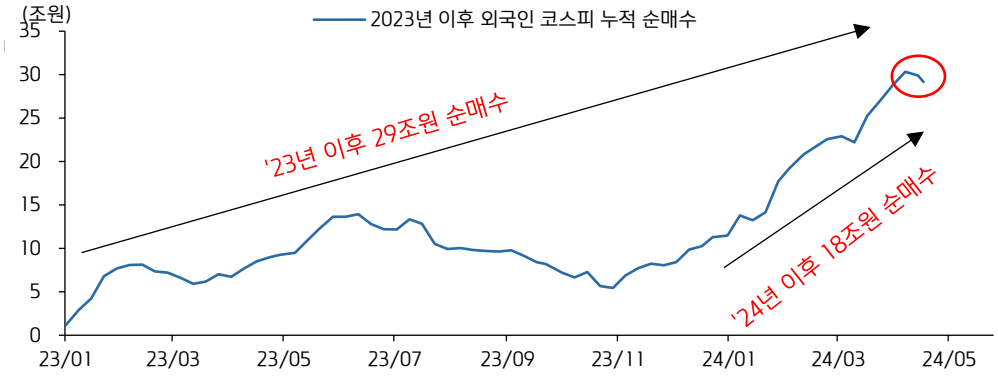

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 4월 19일 기준

단순 주가 수익률 관점에서도 한국 증시가 상대적으로 버틸 수 있는 이유: 그동안 오른 게 없다…



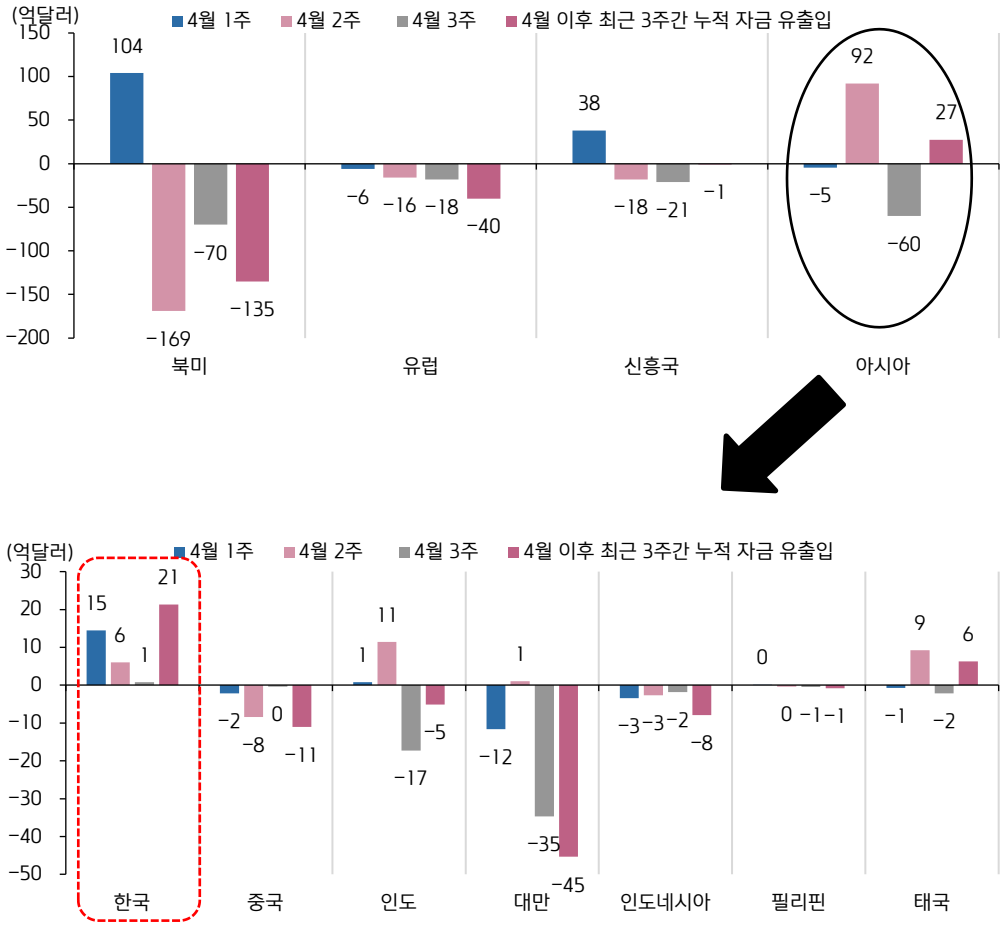

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 4월 22일 종가 기준

전일(21일) 포함 외국인은 지난 2주동안 코스피 1.1조원 순매도, 그러나 연초 이후 약 18조원 순매수한 것에 따른 템포조절 성격이 강한 것이지, 본격적인 매도세 전환으로 보기엔 어려워



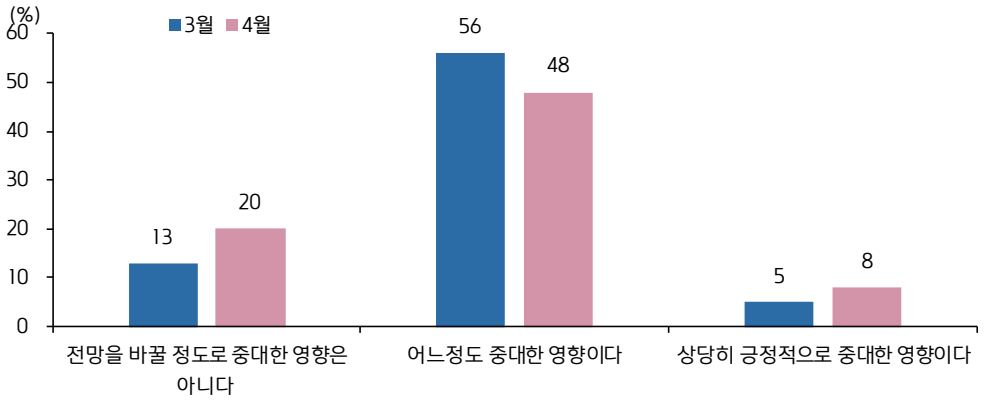

출처: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

글로벌 주식형펀드 자금 유출입 현황: 4월 이후 주요 대륙 및 국가에서 걸쳐 자금 유출이 발생했으나, 순유입세를 기록한 국가가 한국이라는 점도 여전히 외국계 펀드 사이에서는 한국 선호 현상이 남아있음을 시사



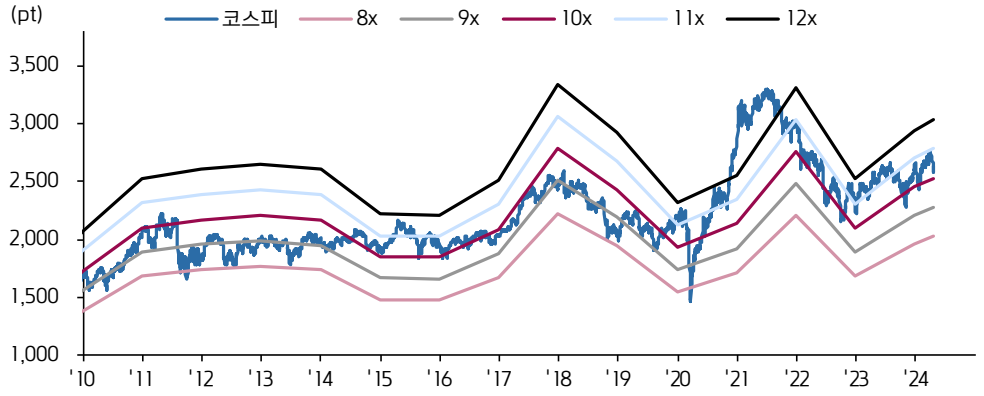

출처: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

외국인은 기업 밸류업 프로그램에 대해 대체로 긍정적인 시각을 유지하고 있는 중




출처: BofA Asia Fund Manager survey(4월), 키움증권 리서치센터

현재 코스피 12개월 선행 PER 밸류에이션은 10.3배 수준, 이는 과거 5년 평균(11.1배), 혹은 11배를 상회했던 3월 중순~4월 초에 비해 밸류에이션 매력이 높아진 상황. 반면, S&P500의 12개월 선행 PER은 19.9배로 과거 5년평균(19.1배)를 상회




출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice
-당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
-동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
고지사항
-본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
-본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
-본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.