2024년 4월 24일

시황분석

주식시황

▶Market Analyst 김수연
sooyeon.k@hanwha.com 3772-7628

한화투자증권

수요 액티브 전술지

2024-10: 펀더는 수급에 우선한다

지난주 TSMC 실적 발표 후 엔비디아의 주가 하락은 수급적인 요인 때문이었다고 생각한다. 이번주와 다음주 빅테크 기업들의 실적발표에서 AI 투자 방향성이 꺾이지 않는다는 게 확인되면 주도주로서 엔비디아의 지위도 훼손되지 않을 것이다.

펀더는 수급에 우선한다

엔비디아를 기초자산으로 하는 단일종목 레버리지 ETF들이 주가 변동성을 키웠다. 옵션을 활용하기 때문에 주가가 더 이상 오르지 못하면 포지션을 돌려야 하는데 엔비디아는 콜옵션으로 왜곡이 심했고 그만큼 주가의 되돌림도 빨랐다.

중요한 건 이번주 메타, 마이크로소프트, 알파벳 등 빅테크 기업들이 실적발표에서 Capex 방향성을 바꿨는지 여부다. 엔비디아의 주요 고객사인 빅테크가 AI 투자를 늦추지 않는다면 엔비디아의 주가 조정은 단기에 그칠 것이라 생각한다. 그래서 국내 반도체 업종에 대한 관심도 여전히 유효해 보인다. 반도체는 지난 1분기 국내 수출을 이끌었지만 주가는 지난달의 상승분을 반납했다.

Featured Charts

미 Fed가 올해 금리 인하를 못할수도 있다는 우려에도 불구하고 금리를 내리는 국가가 있다. 아르헨티나는 지난달에 이어 두 달 연속 기준금리를 내렸다. 아르헨티나의 기준금리는 작년 10월 133%에서 12월 100%, 지난 3월 80%에서 이달 70%까지 내려왔다. 금리를 내렸고 물가도 쉽게 잡히지 않아 통화는 약세지만 달러 기준 아르헨티나 주가 수익률은 올해 22.5%로 G20국가들 중 1위다. 주가에도 인플레가 녹아들었다.

목 차

I. 펀더는 수급에 우선한다 2
II. Featured Charts 4

I. 펀더는 수급에 우선한다

반도체 실적 기대 약해지면서

지난주 ASML과 TSMC가 예상보다 부진한 실적을 내면서 반도체 주가가 빠졌다. ASML의 1분기 수주잔고는 36.1억유로로 예상치 46.3억유로를 밑돌았고 TSMC는 올해 메모리 제외 글로벌 반도체 시장 성장률을 낮췄다. 19일 TSMC 실적발표 후 엔비디아 주가는 10% 하락했고 국내 주식시장에서도 반도체 업종에 대한 기대는 약해졌다.

수급으로 변동성 확대

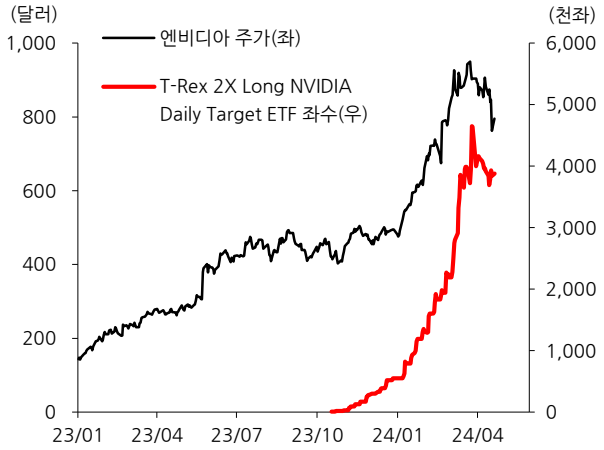
엔비디아의 주가 하락은 펀더멘털보다 수급적인 요인이 컸다고 생각한다. 옵션을 활용하는 단일종목 레버리지 ETF들이 주가 변동성을 키웠다.

미국에선 2022년 7월부터 시총 대형주 단일종목을 레버리지하는 ETF가 출시되기 시작했다. 2022년 7월 엔비디아를 기초자산으로 하는 -1.25배 인버스 레버리지 ETF가, 2022년 12월엔 1.5배 정방향 레버리지 ETF가 나왔다. 정방향 레버리지 ETF는 2023년 하반기 2개 더 상장돼 올해 초 좌수가 급격히 늘었다. 엔비디아의 주가에 레버리지 ETF의 좌수가 후행하는데, FOMO에 뒤늦게 합류하려 한 수급으로 볼 수 있다.

레버리지 ETF는 같은 자산으로 1배 이상의 수익률을 내야하기 때문에 옵션을 쓴다. 그래서 단일종목 레버리지 ETF의 좌수가 늘기 시작한 올해 초부터 옵션 거래도 함께 늘었다. 지난 3월 엔비디아 콜옵션 거래량은 작년 평균의 2배를 넘어섰다.

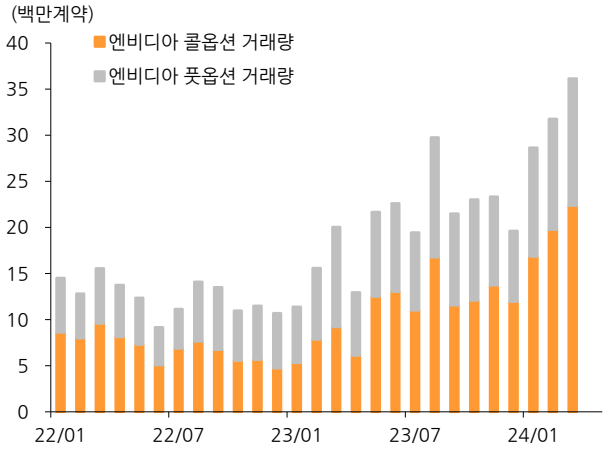
주가가 오를 땐 옵션이 모멘텀 플레이의 촉매가 된다. 그러나 주가가 더 이상 오르지 못하고 내재변동성이 줄면 옵션 가격이 빠지기 때문에 포지션을 돌려야 한다. 엔비디아처럼 풋옵션보다 콜옵션 쪽으로 왜곡이 심하면 그만큼 되돌림도 빨라 변동성이 커진다.

[그림1] 레버리지 ETF 로 FOMO



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 옵션 거래 늘면서 변동성 확대



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

빅테크 투자 가이던스 확인 필요

수급과 펀더멘털은 분리해서 봐야한다는 생각이다. 엔비디아의 펀더멘털은 이번주 빅테크의 1분기 실적발표로 가늠할 수 있을 것이다. 현지시간 24일 메타를 시작으로 25일 마이크로소프트, 알파벳, 30일 아마존, 5월 2일 애플 실적발표가 예정돼있다.

엔비디아의 주요 고객사인 빅테크 기업들이 올해 Capex를 어떻게 할 것인지가 중요하다. 빅테크가 AI 투자를 늦춘다면 엔비디아를 비롯한 AI 주식들도 쉬어가겠지만 그렇지 않다면 주도주로서 엔비디아의 지위는 훼손되지 않을 것이다.

빅테크 5개사의 올해 Capex 컨센서스는 1,920억달러로 작년보다 22% 증가할 것으로 예상되고 있다. 2022년 Capex 고점보다 18% 많다. 이들 기업의 매출대비 Capex 비율은 2010년 5.0%에서 꾸준히 늘어나 2022년 10.8%까지 높아졌다. 올해 컨센서스는 11.1%로 더 늘었다. 작년은 9.6%였다.

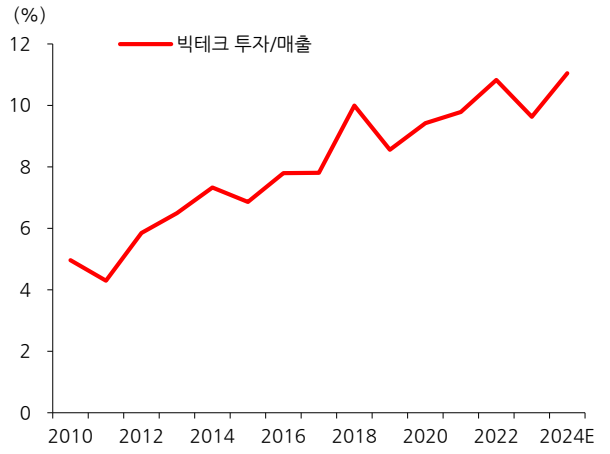
실적발표에서 Capex 가이던스를 숫자로 제시하는 기업은 메타가 있다. 메타는 지난 2월 올해 Capex 가이던스를 300억~350억달러에서 300억~370억달러로 상향했다. 마이크로소프트는 오픈AI와 AI 슈퍼컴퓨터, 데이터센터를 짓는 스타게이트 프로젝트에 초기 비용으로 1,000억달러를 투입한다. 아마존도 데이터센터에 1,500억달러를 투자하기로 했고 알파벳은 지난 두 달 동안 Capex 컨센서스가 7%로 가장 많이 올랐다.

빅테크의 투자 방향이 꺾이지 않는다면 엔비디아의 주가 조정은 단기에 그칠 것이라 생각한다.

수출은 실적을 뒷받침

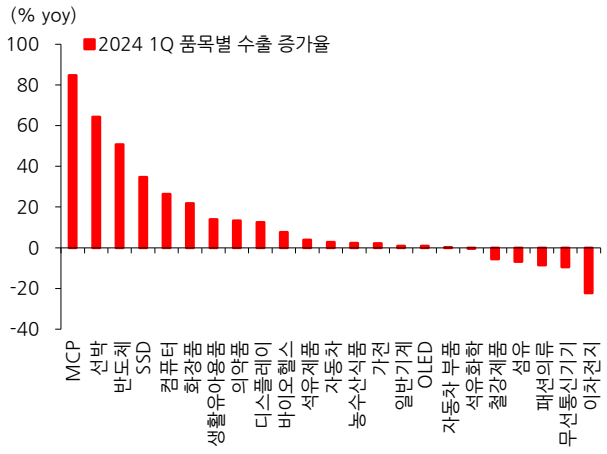
그래서 국내 반도체 업종에 대한 관심도 유효해 보인다. 1분기 수출도 이를 뒷받침한다. 올해 1분기 수출을 이끈 건 메모리 반도체, 조선, 화장품 등이었다. 조선과 화장품이 주도주의 역할을 하고 있는 것과 달리 반도체는 지난달의 상승분을 반납했다. 반도체가 쉬기엔 이르다고 생각한다.

[그림3] 빅테크 투자 방향 바뀌지 않았고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 반도체는 1 분기 수출 주도

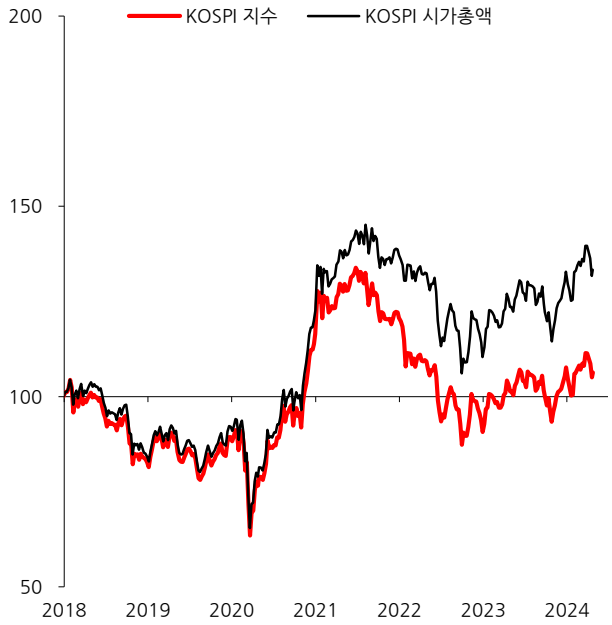


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

II. Featured Charts

[그림5] KOSPI 지수 및 시가총액

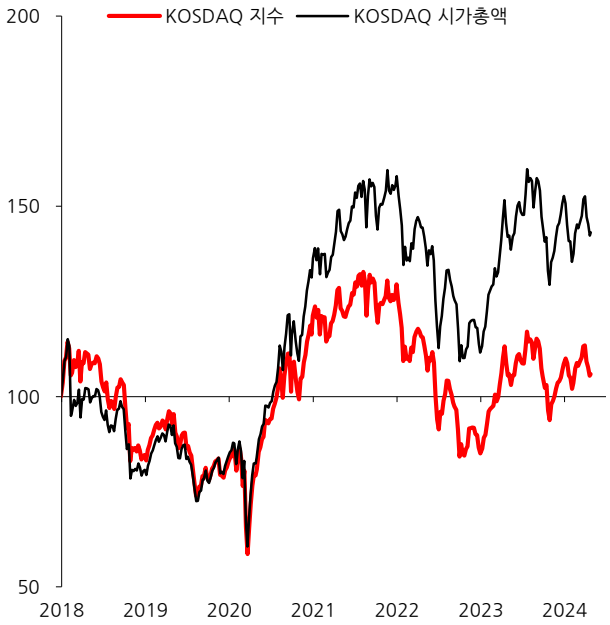
(2018/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] KOSDAQ 지수 및 시가총액

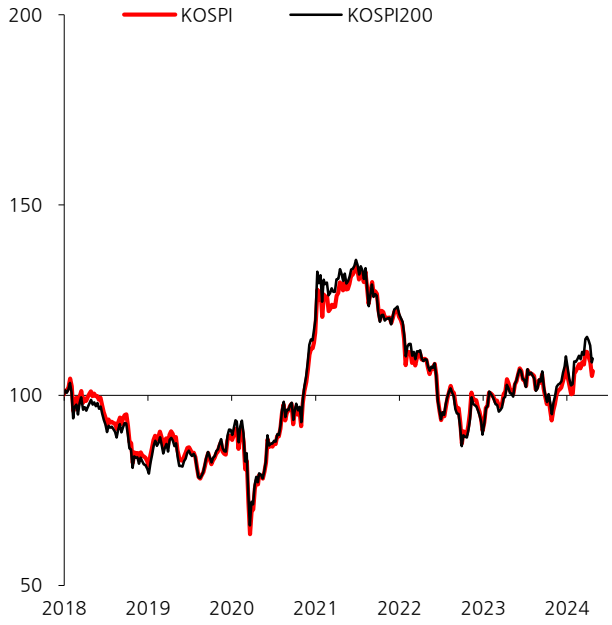
(2018/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] KOSPI vs. KOSPI200

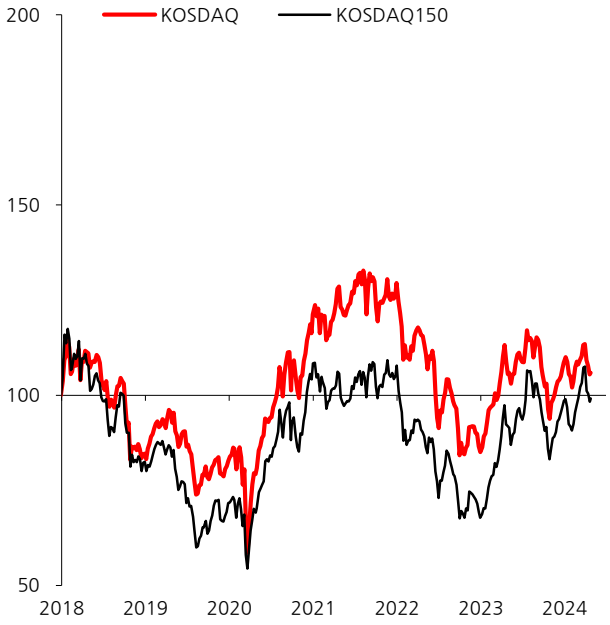
(2018/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

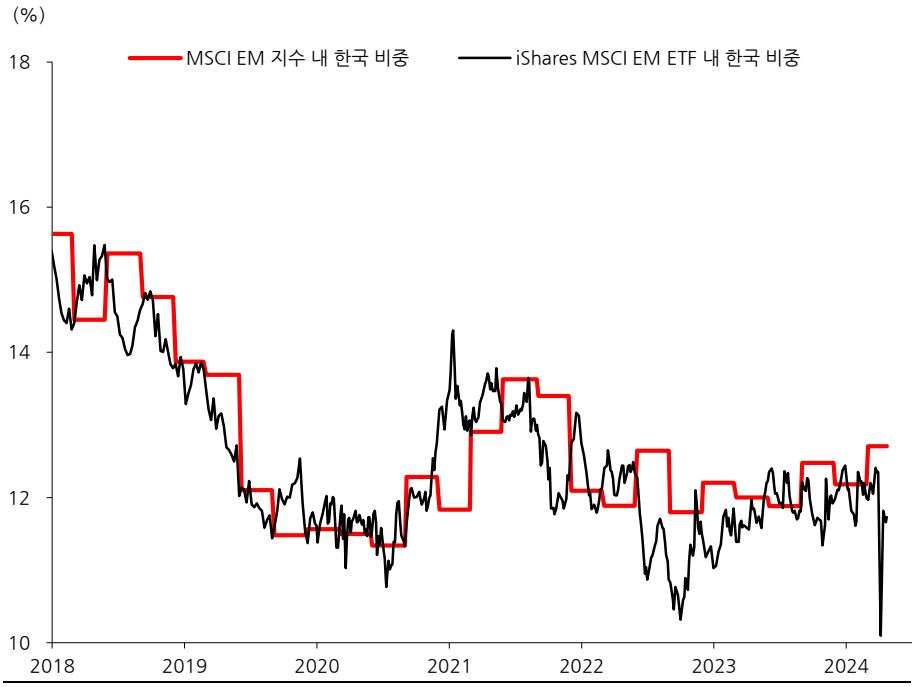
[그림8] KOSDAQ vs. KOSDAQ150

(2018/01=100)



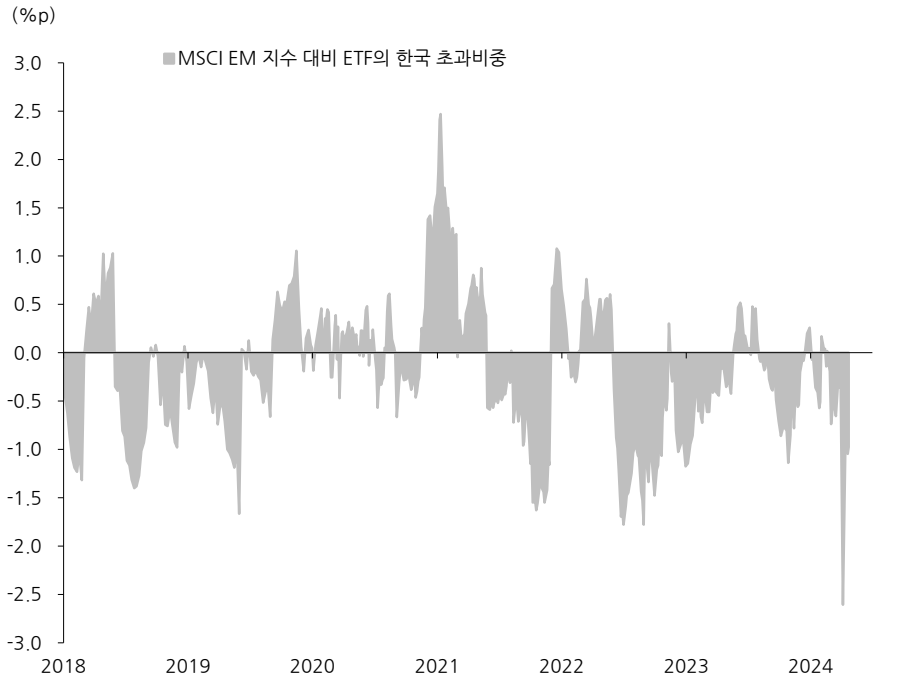
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] MSCI EM 지수와 추종 ETF 의 한국 비중



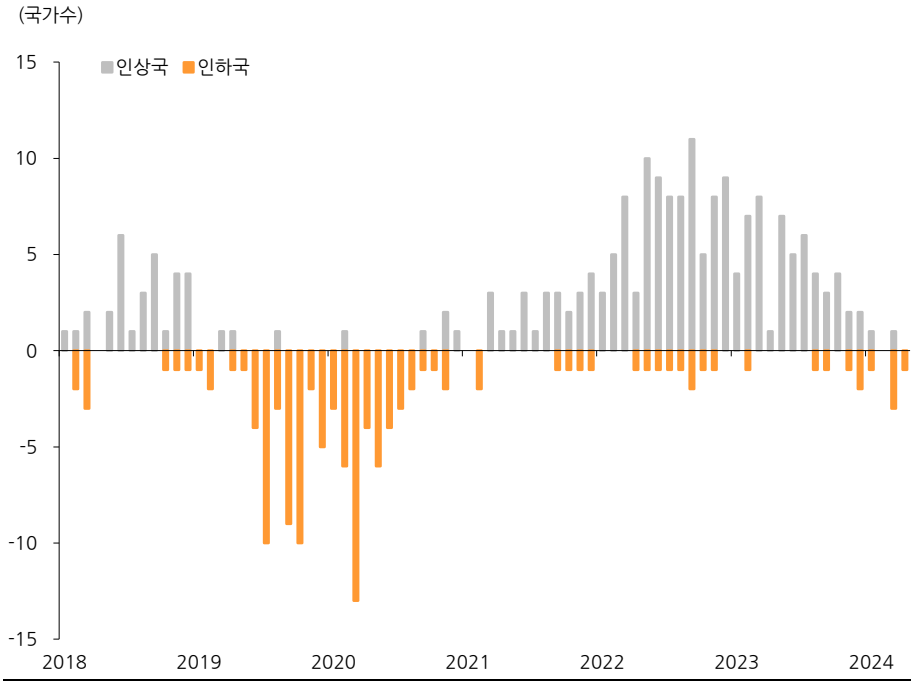
자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] MSCI EM 지수 대비 ETF 의 한국 OW/UW



자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

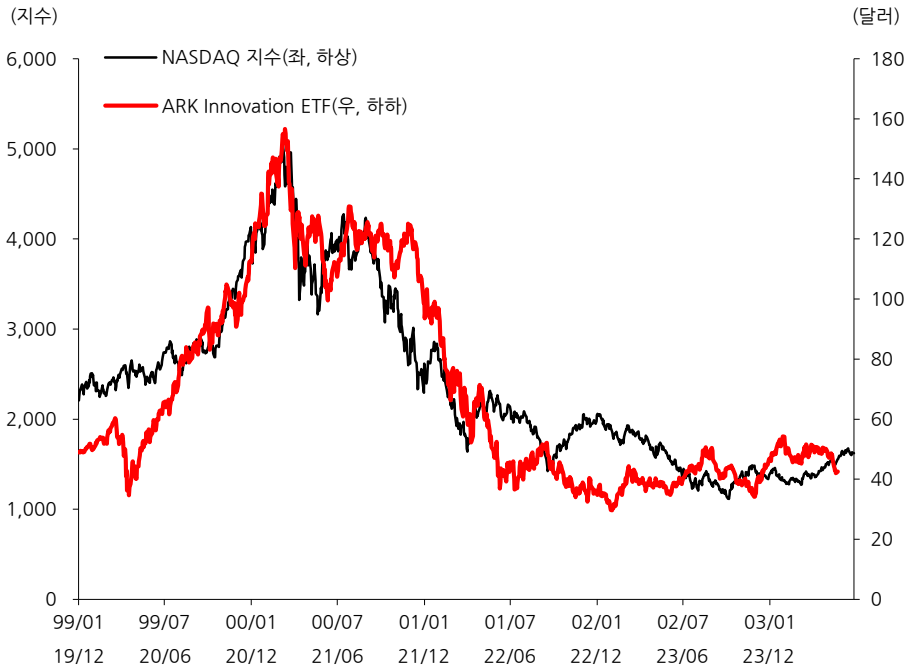
[그림11] 글로벌 정책금리 인상국/인하국 수



주: G20 국가 기준

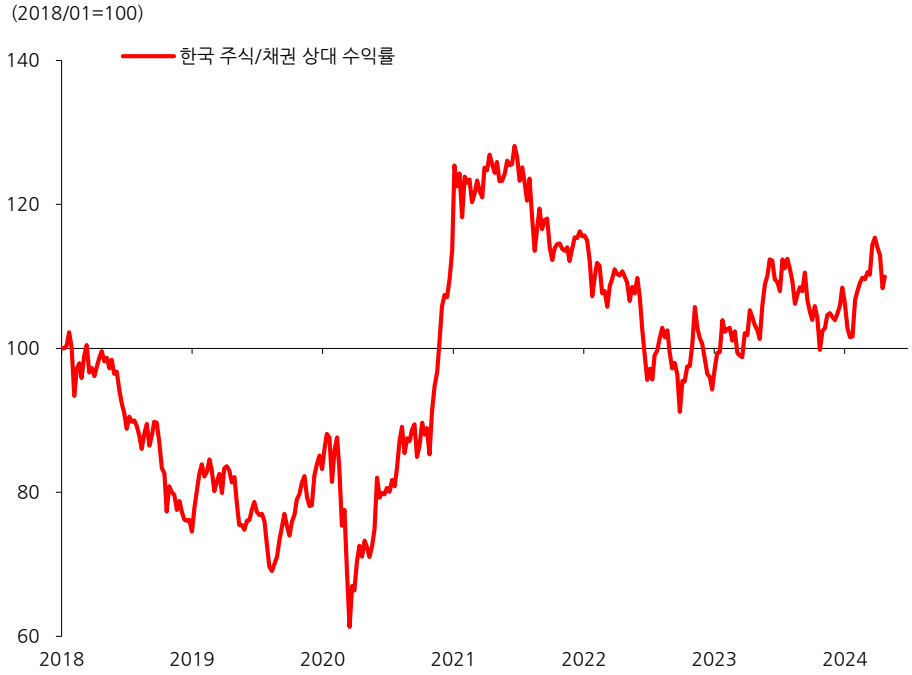
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 성장주 2000~2002 vs. 성장주 2022~2024



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 한국 채권 투자 대비 주식 투자 상대 수익률

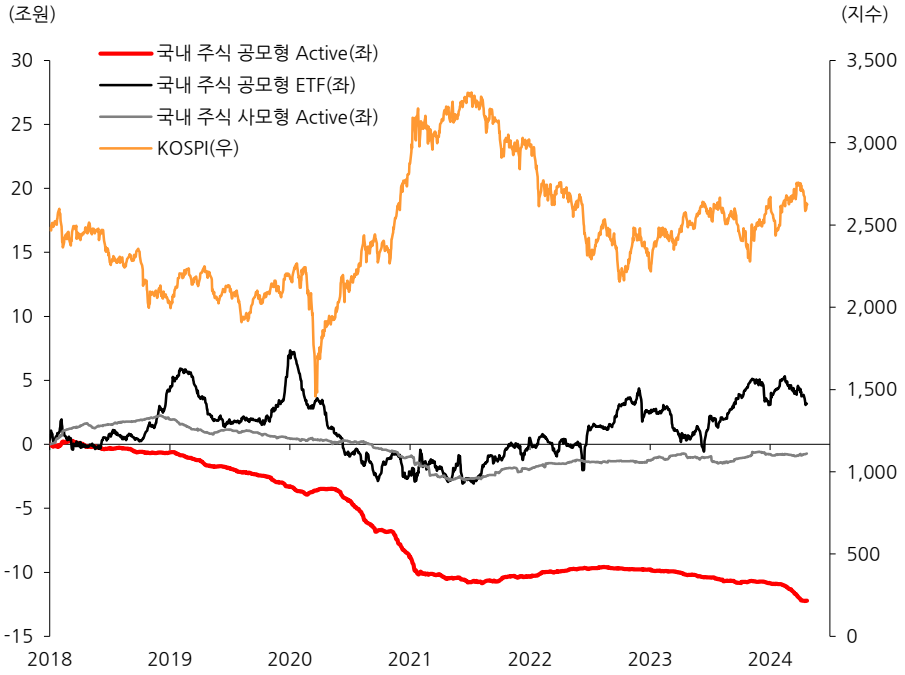


주: 주식은 MSCI Korea Total Return, 채권은 Barclays Korea Total Return
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] KOSPI 배당수익률 2.41% < 금리 3.65%

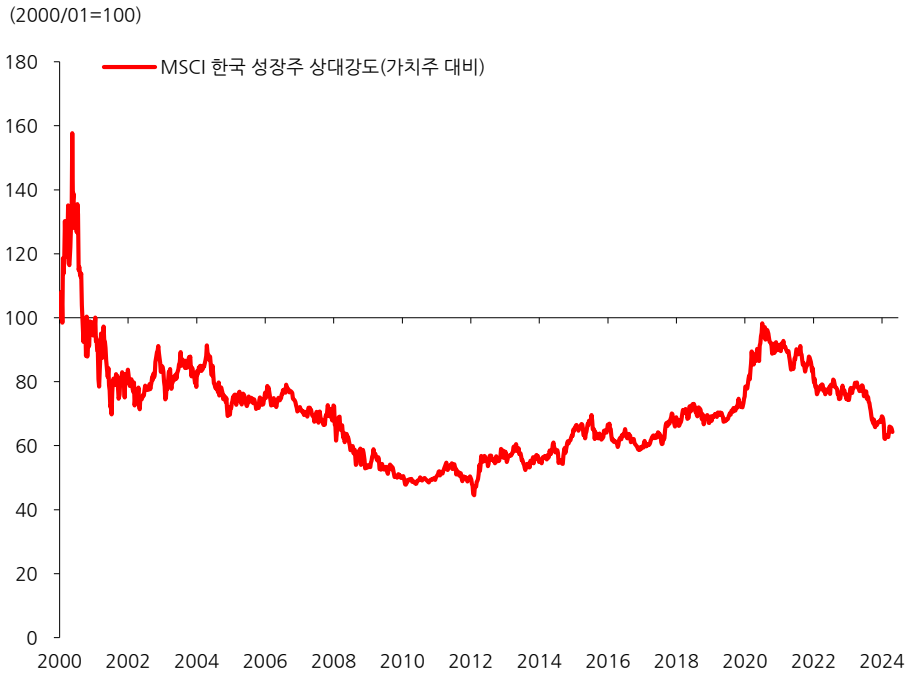
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 국내 주식 자금 흐름



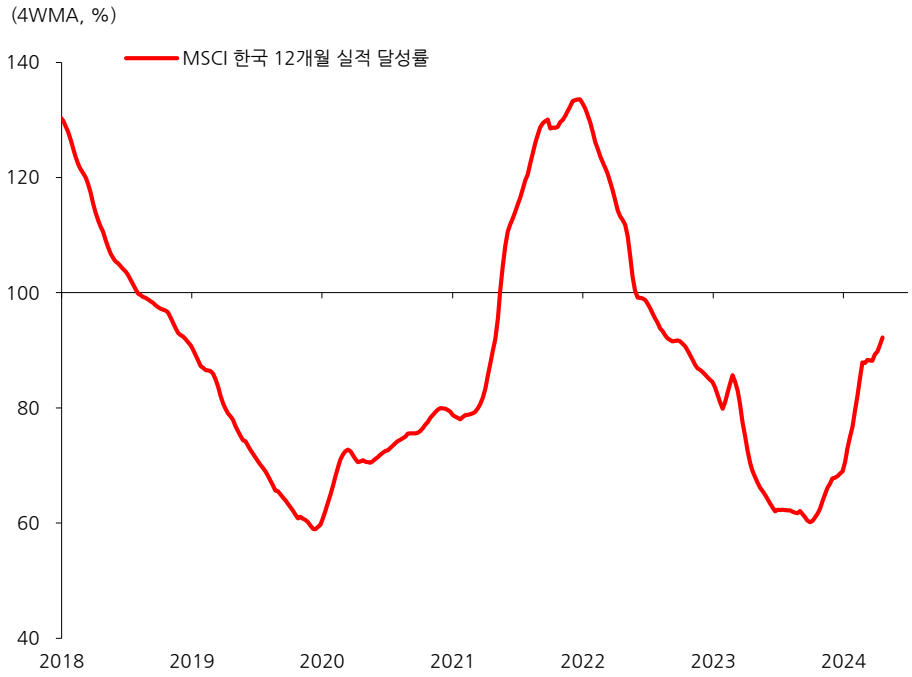
주: 2017년 이후 누적
자료: 금융투자협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 한국 가치주 대비 성장주 상대 수익률



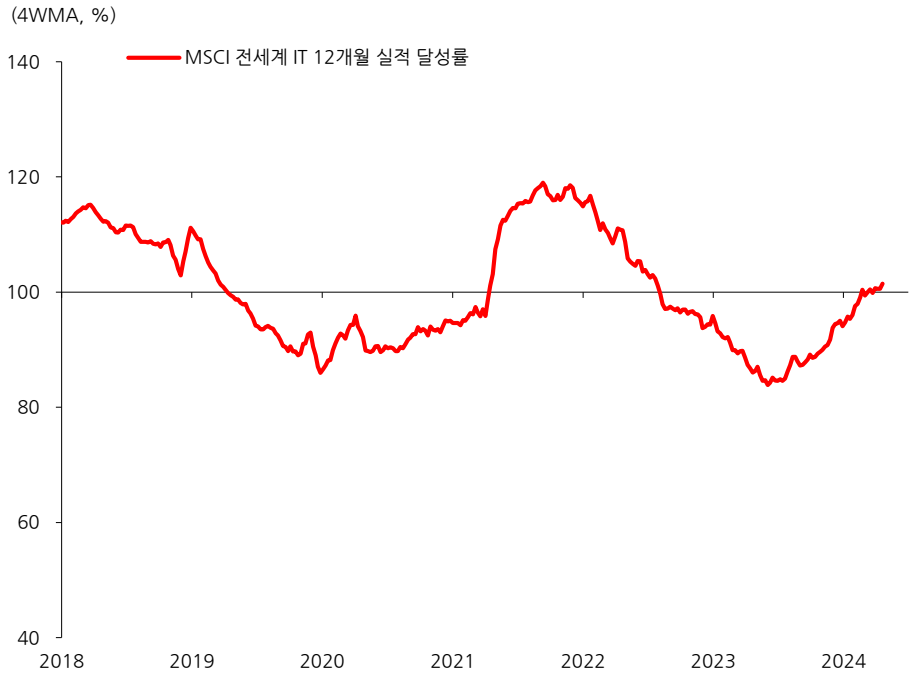
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] MSCI 한국 12 개월 실적 달성률 92.2%



주: 1년 전 12개월 선행 EPS 대비 현재 12개월 후행 EPS 비율
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] MSCI IT 12 개월 실적 달성률 101.5%

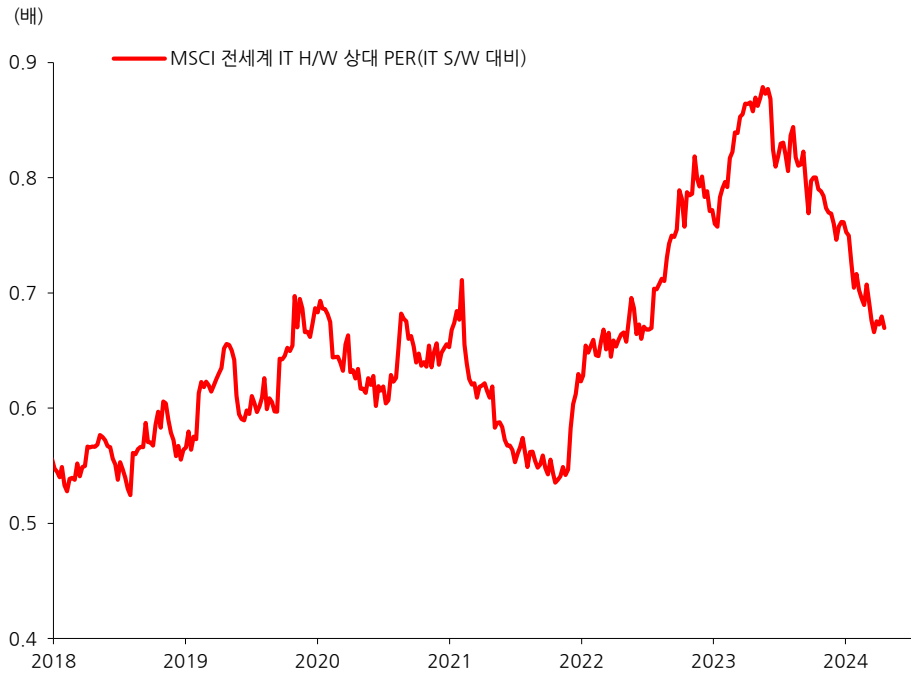


주: 1년 전 12개월 선행 EPS 대비 현재 12개월 후행 EPS 비율
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] MSCI 전세계 대비 한국 상대 PER 0.63 배

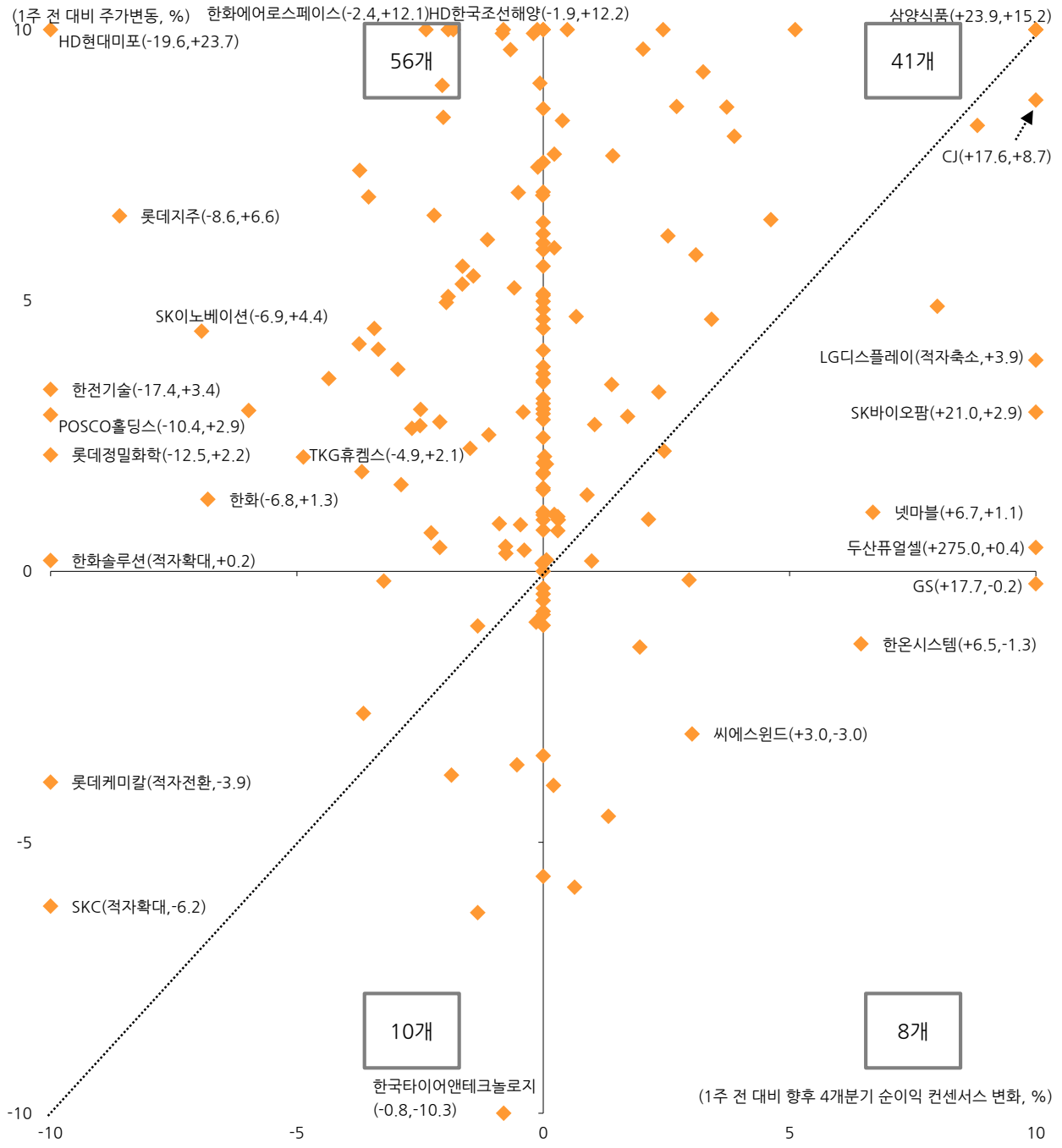
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] MSCI IT S/W 대비 IT H/W 상대 PER 0.67 배



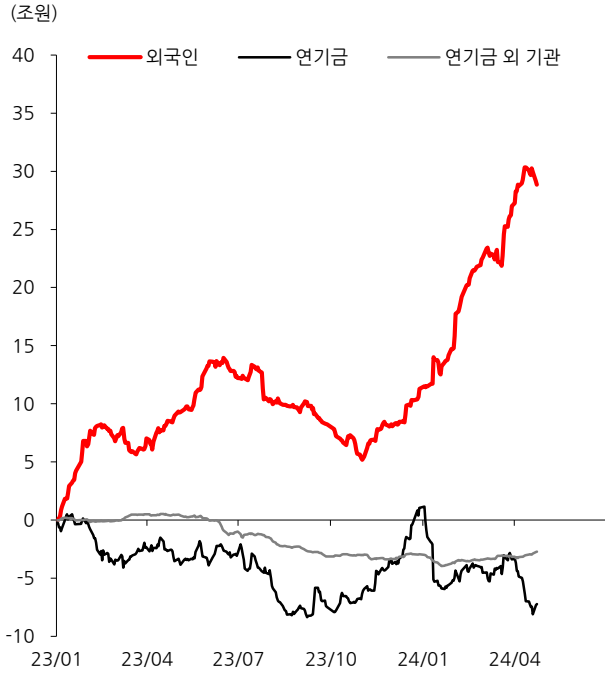
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] KOSPI200 순이익 컨센서스 vs. 주식수익률



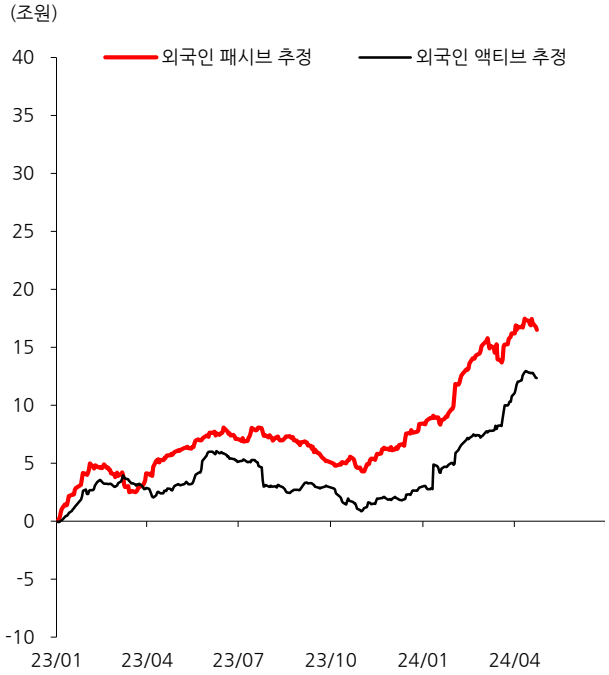
주: KOSPI200에서 향후 4개분기 컨센서스가 존재하는 162개 종목 대상
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] KOSPI 수급주체별 투자동향



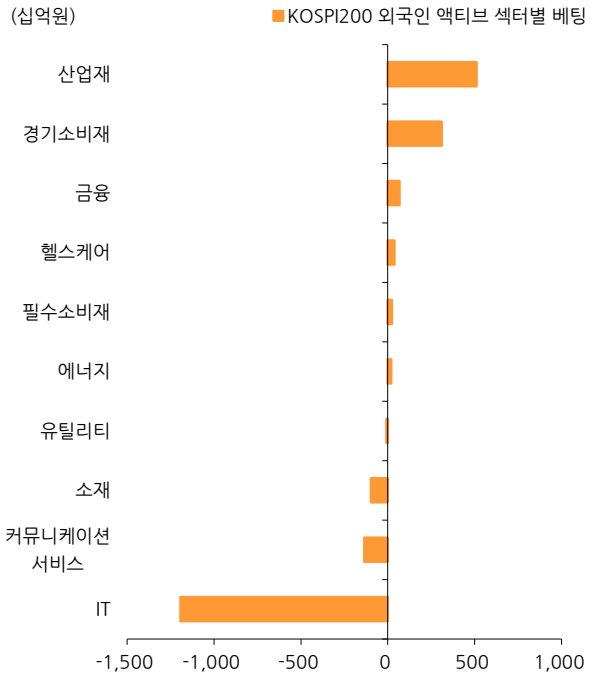
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] KOSPI 외국인 패시브/액티브 추정



자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

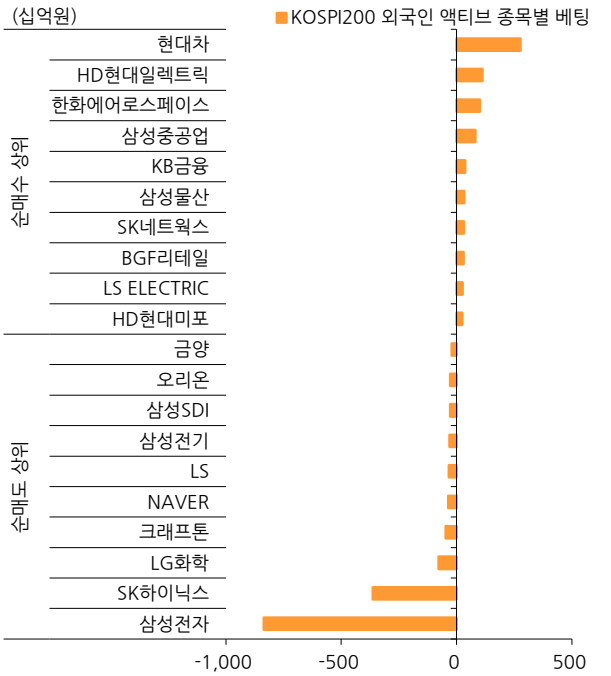
[그림24] 외국인 액티브 최근 1 주 섹터 베팅



주: 4월 17일부터 4월 23일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 외국인 액티브 최근 1 주 종목 베팅



주: 4월 17일부터 4월 23일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2024 년 4 월 24 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김수연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ **MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ **GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.