

Strategist 이경민

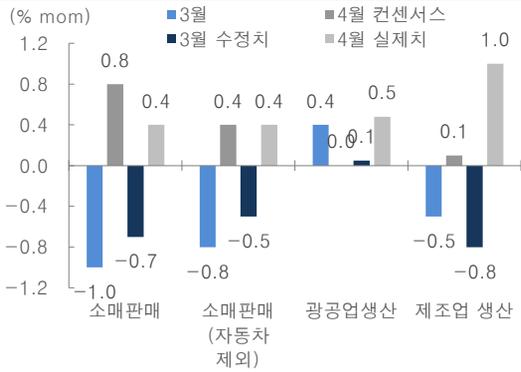
kyoungmin.lee@daishin.com

# 외국인이 KOSPI를 매수하는 이유. 주목할 업종은?

- 지난주 16일 미국과 중국 4월 실물지표가 공개되었다. 미국은 완만한 경기(소비, 서비스업 중심)둔화 속에 제조업 경기는 저점권에 근접 가능성을 시사했다고 본다. 중국은 경기 모멘텀 회복세는 유효하지만, 기대에 못 미쳤고 투자는 3월대비 둔화되면서 경기회복 지속 여부에 의구심이 커진 상황이라 하겠다.
- 미국은 소매판매는 예상치를 하회한데 반해, 광공업생산, 제조업 생산은 예상치를 상회했다. 미국 4월 소매판매는 전월보다 0.4% 증가했다. 3개월 만에 반등이었다. 하지만, 3월 -1%(-0.7%로 수정) 대비 예상(0.8%)보다 부진했다. 휘발유와 자동차 등을 제외한 근원 소매 판매는 3월 0.4% 감소(수정치)했던 데에서 4월 들어 0.7% 반등했다. 미국 소매 판매가 증가한 것은 신차에 대한 강한 수요와 온라인 소비 지출 증가에 따른 것으로 분석된다.
- 반면, 4월 광공업 생산은 전월대비 0.5% 증가했다. 3월 수치가 0.4%에서 0.1%로 하향조정 되었음을 감안하더라도 예상치 0%에 부합한 것이다. 제조업 생산도 전월대비 1% 개선되었다. 공장 가동률도 3월 79.43%에서 79.7%로 반등했다. 미국은 소비와 서비스업 둔화가 완만하게 지속되는 가운데 제조업 경기는 저점권에서 등락 중이다. 먼저 고점 통과, 수축국면으로 진입한 제조업 경기가 저점권에 근접하고 있다고 생각한다.
- 중국은 기저효과로 모멘텀 회복, 강화는 유효하다고 볼 수 있다. 하지만, 모든 경제지표들이 기대에 크게 못 미쳤다. 중국 4월 소매판매는 전년대비 19% 개선세(3월 10.6%)를 이어갔고, 광공업생산도 8.5%로 3월 3.9%대비 레벨업되었다. 하지만, 두 지표 모두 예상치(22%, 10.8%)를 크게 하회했다.
- 문제는 투자였다. 고정자산투자는 4.7% 성장에 그치며 쇼크(예상 5.7%)를 기록한 것은 물론, 3월 5.1%보다 둔화된 것이다. 중국의 경기 방향성에 대한 신뢰는 일정 부분 회복할 수 있었지만, 2개월 연속 투자모멘텀이 둔화됨에 따라 금융시장의 단기 변동성 확대는 불가피하다고 본다. 소비 - 생산 - 투자의 선순환 사이클 약화가 당분간 부담이 될 수 있기 때문이다.
- 하지만, 이는 비중확대 기회라고 본다. 경기회복 속도와 강도에 대한 불안감보다 경기 방향성에 대한 신뢰도 회복/강화가 더 중요하기 때문이다. 특히, 4월 중순 이후 경기회복 속도, 강도에 대한 우려는 중화권, 신흥아시아권 금융시장에 일정부분 선반영 되었다고 생각한다. 물론, 소비 - 생산 - 투자의 선순환 사이클 회복이 중국 정부차원에서 풀어야 할 숙제라는 점은 명확하다. 이는 오히려 정부 정책 드라이브 강화로 이어질 수 있다고 본다. 투자확대는 물론, 제조업 경기 활성화를 위해 지준을 인하도 기대할 수 있을 것이다.

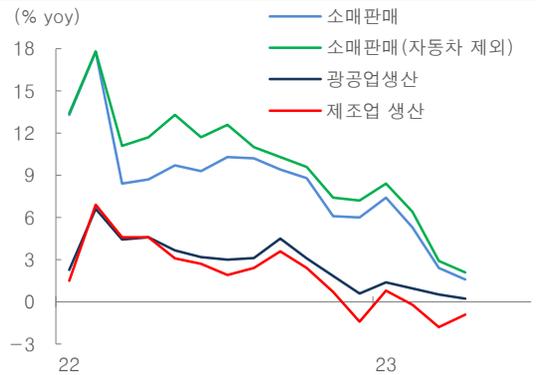
\* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 1. 미국 소매판매 3개월만에 반등. 예상 하회. 제조업 생산은 예상치를 크게 상회**



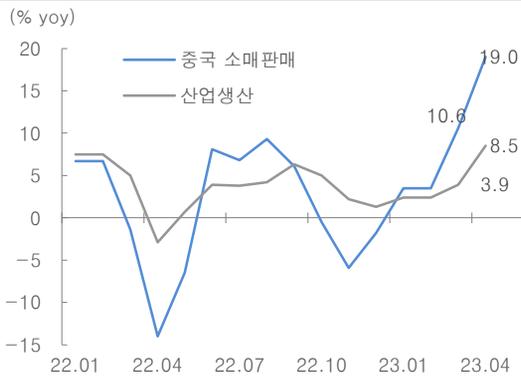
자료: 미국 상무부, CEIC, 대신증권 Research Center

**그림 2. 미국 소매판매 전년대비 모멘텀 둔화 지속. 제조업 생산은 (-)권에서 등락 중**



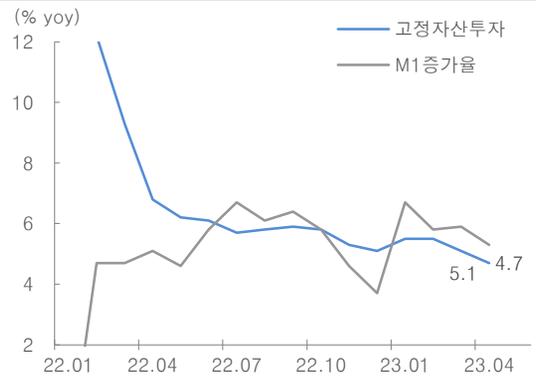
자료: 미국 상무부, CEIC, 대신증권 Research Center

**그림 3. 중국 소매판매, 산업생산 모멘텀 레벨업. 하지만 예상치는 크게 하회**



자료: 중국 국가 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 4. 투자증가율은 예상치(5.7%) 크게 하회하는 쇼크 기록. 2개월 연속 둔화 지속**



자료: 중국 국가 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

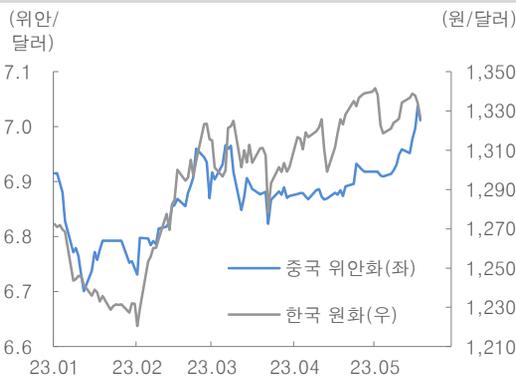
**그림 5. 중국 경기에 대한 기대감 조정 중. 경제지표 서프라이즈 인덱스 150%대에서 20%대로 레벨다운**



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

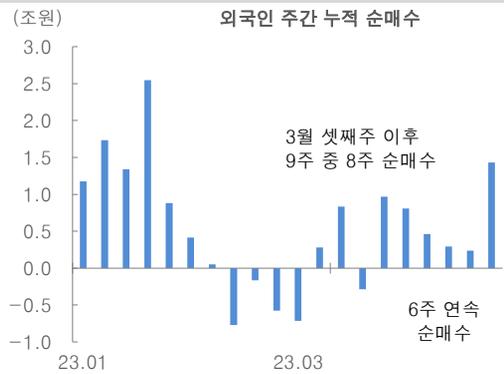
- 중국 경기회복에 대한 기대가 약해지고, 회복 속도와 강도에 대한 의구심이 커지면서 달러/위안화는 다시 7위안을 넘어서었다. 이와 연동해 원/달러 환율도 다시 1,340원선 돌파시도에 나서기도 했다. 올해 들어 위안화, 원화 약세 현상이 뚜렷하다. 이러한 중화권, 신흥아시아, 한국 금융시장 여건 속에서도 외국인은 KOSPI 시장에서 순매수를 이어가고 있다.
- 사실 외국인은 22년 7월 이후 KOSPI를 매집 중이다. 그 규모는 20.4조원에 달한다. 23년 3월 중순까지는 KOSPI 실적, 밸류에이션 추이와 지수 레벨, 환율 변화에 따라 대량 매수 이후 일부 차익실현 패턴을 이어왔다. 그런데 3월 22일 이후 원/달러 환율이 1,300원선을 회복하고, 1,340원선까지 레벨업되는 동안 외국인은 5.33조원을 순매수 했다. 이처럼 일방적인 원화 약세에도 불구하고 외국인 순매수가 지속된 이유는 무엇일까? 펀더멘털 변화에 근거한 매매 패턴 변화라면 긍정적이라 볼 수 있겠지만, 심리적인 변화에 근거한 것이라면 오히려 경계심을 더 강화해야 할 것이다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 6. 중국 위안화, 달러대비 7 위안 넘어서 원/달러 환율도 1,300 원대에서 등락 중**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 7. 원화 약세(1,340 원대 레벨업)에도 불구하고 외국인 3월 셋째주 이후 순매수 지속**



자료: 중국 국가 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 8. 22년 7월 이후 외국인은 KOSPI 매집 중(20.4 조원). 3월 22일 이후 순매수 강화 이유는?**

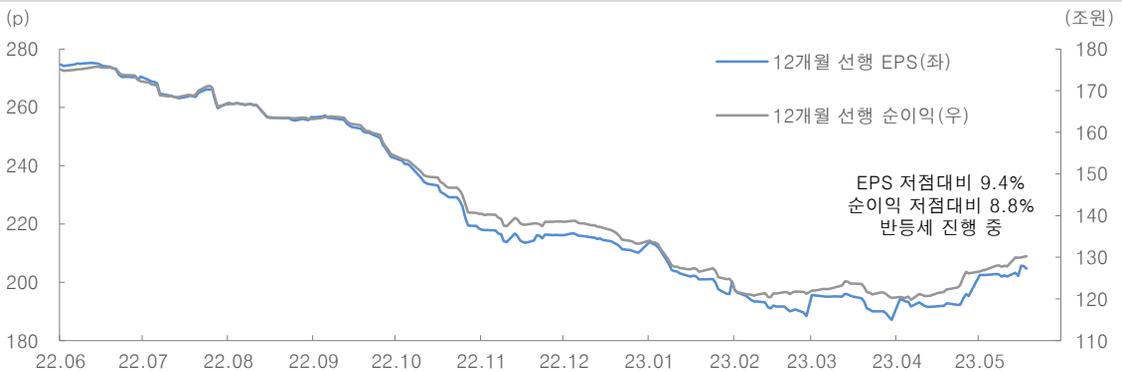


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 결론부터 말하면 펀더멘털 변화에 근거한 외국인 매매패턴 변화라고 생각한다. 그 시작은 12개월 선행 순이익, EPS의 변화였다. KOSPI의 12개월 선행 순이익, EPS는 21년 8월 고점 이후 하락세를 이어왔다. 그러나 23년 3월말 ~ 4월초를 기점으로 저점에서 벗어나 반등세를 보이고 있다. 12개월 선행 순이익은 저점대비 8.8%, 선행 EPS는 9.4% 레벨업되었다. 2분기 이후 24년 분기별 영업이익, 순이익 컨센서스와 수출 변화를 감안할 때 당분간 12개월 선행 순이익과 EPS 상승세는 지속될 전망이다.
- 이러한 변화는 선진국 증시대비 밸류에이션, EPS 상대강도에 영향을 주었다. 21년 6월 이후 하락세를 이어오던 선진국대비 12개월 선행 EPS 상대강도는 3월말 저점 이후 반등시도에 나서고 있다. 22년 이후 급격한 상승세를 보여왔던 선진국대비 12개월 선행 PER 상대강도 또한 4월 셋째 주를 정점으로 하락반전했다. 외국인 투자자 입장에서 2년 동안 급격하게 약해졌던 한국증시 매력도가 분기점을 통과하고 있다고 볼 수 있다.

\* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 9. 변화의 시작은 3월말 KOSPI 12개월 선행 순이익, EPS 상승반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 10. 선진국대비 12개월 선행 EPS 상대강도는 3월말 저점 이후 반등. PER 상대강도는 4월 셋째주 정점으로 하락반전



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

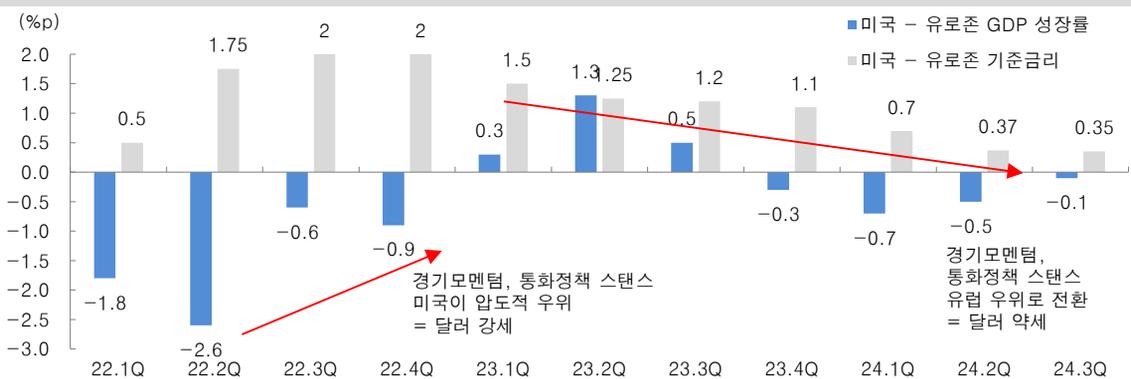
- 한편, 원/달러 환율 측면에서도 추가적인 원화 약세 압력을 걱정하기보다는 오히려 외국인 투자자 입장에서는 환차익을 노릴 수 있는 구간으로 진입했다고 생각한다. 올해 2월초 이후 원화는 달러대비 일방적인 약세를 보여왔다. 그 결과 달러대비 원화 약세 강도는 2020년 이후 최고치를 경신했다. 아이러니하게도 외국인 순매수가 재개된 3월 중순에는 달러대비 원화 약세 강도가 2020년 이후 고점권에 근접한 시점이다.
  - 즉, 추가적인 원화 약세가 전개되더라도 달러대비 원화 약세압력이 정점권에 근접함에 따라 향후 원화 강세 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급변화라고 볼 수 있다. 실제로 달러대비 원화 약세 강도는 5월초까지 이어졌지만, 이후 상대적 강세로 반전했다. 유럽과 미국 간의 경기모멘텀 & 통화정책 격차를 감안할 때 23년 2분기 이후 달러 약세 압력이 커질 것으로 예상된다. 점도 외국인 투자자들은 원화 약세의 정점에서 매수를 강화해 나간 것으로 생각한다.
- \* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 11. 1월 10일 이후 원화는 달러대비 일방적인 약세국면 전개. 3월 중순 이후 20년 이후 고점권 근접. 달러대비 원화 약세 정점통과와 기대에 환차익을 기대하는 외국인 순매수 유입 가능**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

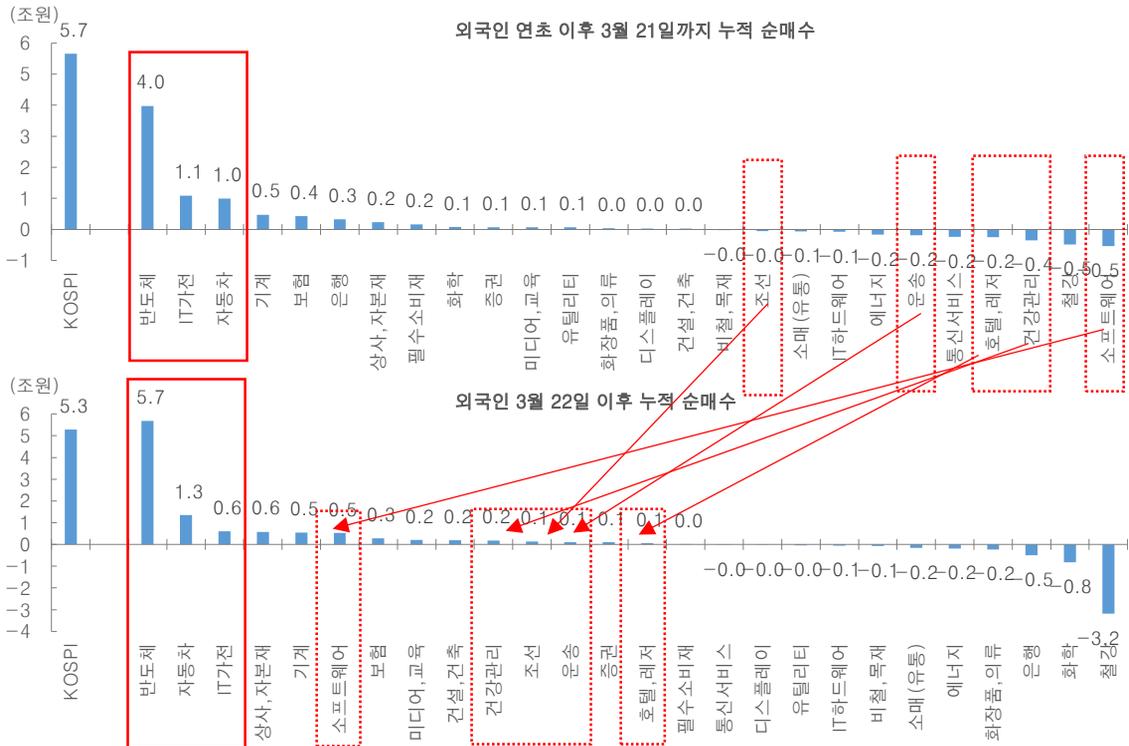
**그림 12. 22년 4분기 달러 강세 정점통과, 23년 2분기 이후 달러 약세압력 확대 예상**



자료: FRB, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 결국, 실적 전망치 안정, 개선이 밸류에이션 부담 완화와 실적 개선강도 회복으로 이어졌고, 원화의 달러대비 일방적인 약세가 진정되고 강세압력이 높아지면서 외국인 순매수가 이어졌던 것으로 보인다. 향후 실적 개선세가 지속될 것으로 예상되고, 원화 약세압력도 진정될 가능성이 높다는 점에서 향후 KOSPI 흐름의 주도권은 다시 외국인 수급이 가져갈 전망이다.
- 연초 이후 외국인 투자자들은 반도체, IT가전, 자동차 업종에 대한 순매수 기조를 이어가고 있다. 반도체 업황 개선, 2차전지 성장성, 자동차 업황/실적 호조 등을 반영한 결과라고 생각한다. 이보다 눈에 띄는 변화는 3월 22일 기점으로 매수기조로 전환된 업종들이다. 대표적인 업종으로는 소프트웨어, 건강관리, 호텔/레저, 운송, 조선 업종이 있다.
- 향후 증시 흐름은 물론, 순환매 대응측면에서 이들 업종에 대한 관심이 필요하다는 판단이다. 수급 주도권을 외국인이 가져갈수록 주가 영향력도 커질 것으로 예상되기 때문이다. 단적인 예로 3월 중순부터 최근까지 순매수를 보여온 미디어/교육은 3월 중순 이후 5월 19일까지 KOSPI를 11.68%p Outperform했다. 상대적인 가격메리트와 최근까지 외국인 매매패턴을 고려해 단기 트레이딩에 활용할 수 있다고 본다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 13. 23년 이후 외국인은 반도체, 자동차, IT가전 매수를 이어가는 중. 3월 22일 이후 순매수 전환된 소프트웨어, 건강관리, 조선, 운송, 호텔/레저 업종이 눈에 띄고 있어**

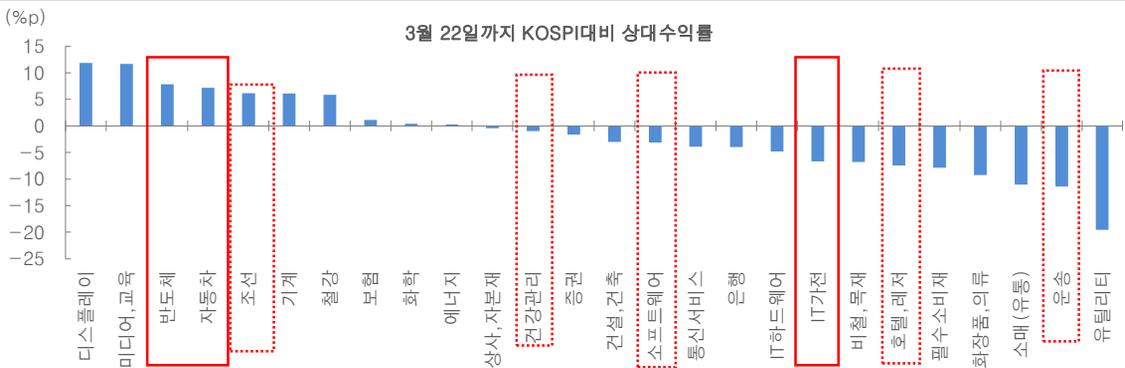


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실제로 외국인이 연초 이후 순매수를 이어온 반도체, 자동차는 연초 이후 꾸준히 KOSPI를 Outperform하고 있다. IT가전은 1분기 급등세를 보인데 따른 숨고르기, 과열해소 국면을 거치고 있는 상황이다. 한편, 소프트웨어, 건강관리, 호텔/레저, 운송, 조선 업종 중 조선 업종이 먼저 강한 상승세를 보여주었다. 외국인 수급 개선 업종의 길목지키기 전략이 유효함을 다시 한번 보여주는 부분이다.
- 이에 반해 소프트웨어, 건강관리, 호텔/레저, 운송 업종은 3월 22일 이후에도 KOSPI대비 상대적으로 부진한 흐름이다. 이들 업종 중 건강관리, 소프트웨어 업종에서 최근까지 외국인 순매수가 지속되고 있다. 아직 강한 상승세를 보여주지는 못하고 있지만, 순환매 측면에서 길목지키기 전략을 해볼만하다고 본다. 특히, 건강관리, 소프트웨어 업종은 KOSPI 12개월 선행 순이익, EPS 상승의 주요 업종으로 부각되고 있어 실적 턴어라운드에 대한 기대도 유입 중이다.

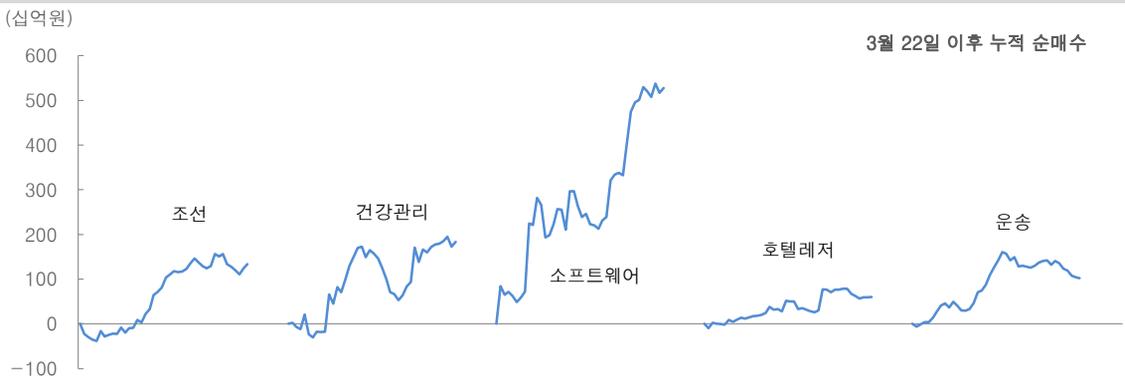
\* 다음 페이지에서 계속됩니다

**그림 14. 연초 이후 반도체, 자동차 수익률은 꾸준히 KOSPI를 Outperform, IT 가전은 1분기 급등 이후 숨고르기, 순매수 전환한 업종 중 건강관리, 소프트웨어, 호텔/레저, 운송은 여전히 저평가 영역에 위치**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 15. 단기 가격메리트 + 외국인 순매수 지속 업종은 건강관리, 소프트웨어 호텔/레저, 운송 업종은 외국인 순매수 재차 강화되는지 여부 체크**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

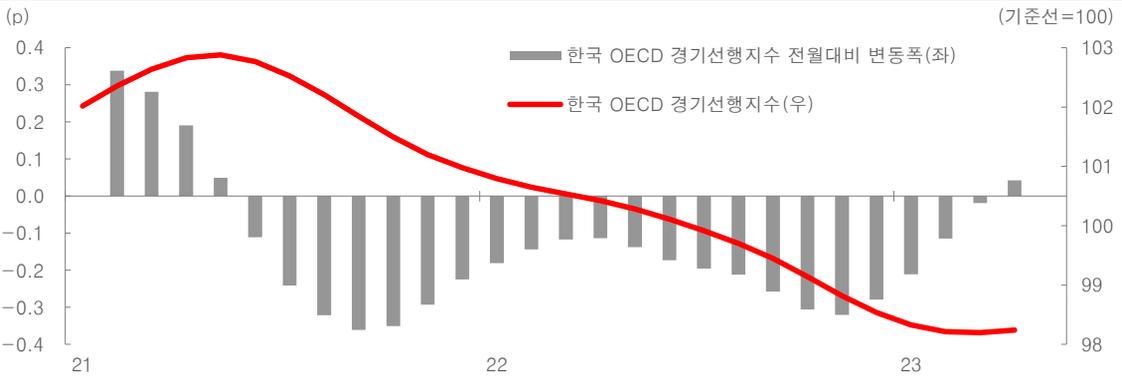
- 지난주 미국 부채한도 협상 타결 기대, 유동성 확대 영향 등으로 강한 반등세를 보인 글로벌 증시, KOSPI가 한 템포 쉬어 갈 수 있다. 리스크 지표, 변동성 지표들이 다시 저점권에 근접했다는 점도 단기 변동성 확대 가능성은 경계해야 함을 시사한다. 하지만, 단기 변동성 확대는 3분기 섬머랠리에 대비한 비중확대 기회이자 순환매 대응을 준비하는 과정이라고 생각한다. 심리적 불안보다 펀더멘털 변화에 집중해야 할 시점이다.
- 한국 OECD 경기선행지수의 23개월 만에 상승반전에 이어 선행 EPS, 순이익의 상승세, 이로 인한 밸류에이션 부담 완화가 가시화되고 있다. 이는 한국 증시의 매력도를 높이면서 외국인 투자자들의 순매수 유입으로 이어지고 있다. KOSPI 단기 등락을 활용해 펀더멘털 변화를 주도하고, 외국인 순매수가 지속되고 있는 반도체, 자동차, 2차전지 중심으로 비중을 늘려나갈 것을 권고한다. 7 ~ 8월까지 섬머랠리에 대비하는 전략이다. 한편, 단기 순환매 대응측면에서는 건강관리, 소프트웨어 업종의 길목지키기가 유효할 것이다. 플러스 알파 수익률을 기대한다.

**그림 16. VIX 다시 21년 이후 저점권에 도달. 단기 등락과정은 감안해야겠지만, 비중확대 기회**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 17. 한국 경기선행지수 23개월 만에 상승반전. 2년만에 경기저점통과, 회복국면 진입 가능성 시사  
반도체, 자동차, 2차전지 등으로 방향성 투자 & 건강관리, 소프트웨어 순환매 대응 권고**



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

### Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---