

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

jaeun.jo@daishin.com

KOSPI 2,500p 이탈의 세 가지 원인과 반전 포인트

- KOSPI 올해 1월 이후 2,500 선 첫 하회(8월 5일 글로벌 증시 쇼크 제외)
- 무역 분쟁, 펀더멘털, 중국 부양책 우려가 겹치며 하락폭 확대
- 위 세가지 원인의 해소는 KOSPI 반등의 발판이 될 것

KOSPI 2,500P 하회. 무역 분쟁, 펀더멘털, 중국 부양책 우려가 겹치며 하락폭 확대

11월 12일 KOSPI는 -1.9% 하락한 2,483P로 마감하며 2,500선을 하회했다. 가장 최근 2,500 선을 하회한 사례는 8월 5일이었다. 8월 초 급락은 공포심리가 극에 달하며 -8.8% 하락했던 사건으로 언더슈팅이 발생했던 경우를 제외하면 올해 1월 31일 이후 처음으로 2,500선을 하회한 것이다. 이번 하락은 트럼프 발 무역 분쟁 우려, 취약한 한국 펀더멘털, 중국 부양책 실망감이 동시 다발적으로 유입되며 KOSPI 레벨다운을 야기했다고 본다.

원인 1: 무역 분쟁에 따른 반도체 섹터 피해 우려 확산. 미국으로 자금 쏠림 현상

트럼프 당선에 따른 미중 무역갈등, 기술 패권 경쟁 심화로 반도체 섹터 피해에 대한 우려가 이어져왔고, 11월 11일(미국 시간), 한국, 대만 등 대미무역 흑자국의 무역 피해 가능성이 골드만삭스의 보고서로 인해 확산되며 11월 12일 KOSPI 하락폭 확대로 이어졌다. 반도체를 필두로 대미무역 흑자폭이 높은 대만 증시는 -2.54% 급락했다.

더불어 트럼프 당선 이후 미국기업에 대한 감세 및 규제완화 기대가 지속되고 있다. 미국에 국한된 증시 호재로 위험자산 선호현상이 글로벌 자금을 미국 쏠림으로 이어졌다. 반면, 피해국가로 평가되는 한국에서는 외국인 수급 이탈이 지속되고 있다.

원인 2: 한국 펀더멘털 악화. 버텼던 수출의 둔화 시그널

11일 발표된 1 ~ 10월 수출은 전년 대비 -17.8% 감소했다. 일평균 금액 기준으로도 전년 대비 -0.9% 감소하며 그 동안 KOSPI의 버팀목이 돼 주었던 수출에 대한 의구심이 커졌다. KDI는 2024년 연간 경제 성장률을 8월에 제시했던 2.5%에서 0.3%p 낮춘 2.2%로 하향조정했다. 2025년 전망은 2.0%로 전망했는데 국제 통상 여건이 급격히 악화됨에 따라 수출 둔화가 주요 근거이다. 3분기 실적 불안심리가 팽배한 상황에서 한국 펀더멘털 현황 및 전망이 25년 실적에 대한 기대심리마저 꺾는 상황이다.

원인 3: 중국 부양책에 대한 실망감과 의구심

중국 경제는 KOSPI 반등 핵심 요소 중 하나이다. 하지만, 최근 중국 정부의 경기 부양책에 대한 실망감이 커지고 있다. 11월 8일 중국 전국인민대표대회 상무위원회에서 지방 정부 재무 건전성 확보를 위한 10조 위안(1조 4000억 달러)에 달하는 부양책을 발표했다. 시장에서는 트럼프 정부와 무역 분쟁에 대한 선제적 대응을 기대했으나 그에 대한 내용이 부족했다. 높아진 시장 기대치를 하회한 것은 물론, 실망감으로 이어졌다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다.

게다가 여전히 부진한 경제지표는 부양정책 기대감 이후 유입되어야 할 경기회복 기대마저 약화시켰다. 7월 10월 수입 증가율이 전년대비 -2.3%(9월 0.3%, 예상 -2%)를 기록한데 이어 10월 소비자 물가는 전년대비 0.3% 증가에 그쳐 4개월만에 최저 수준을 기록했다. 10월 은행 대출은 5천억 위안으로 시장 전망치 7천억 위안을 크게 하회했다.

동시 다발적인 불안심리, 악재 유입으로 외국인 대규모 매도

KOSPI 레벨다운, 그 중심에 자리한 반도체, 그 중에서도 삼성전자

3분기 실적 불안이 지속되는 가운데 대외 불확실성, 불안심리가 동시 다발적으로 유입되면서 진정되는 듯 했던 외국인 매도가 다시 강화되었다. 11월 1일부터 8일까지 외국인 매도는 1,653억원에 불과했지만, 11일, 12일 이틀 동안의 외국인 순매도는 7,890억원에 달했다. 외국인 선물 또한 11월에만 9,498억 원 순매도하면서 KOSPI 하방압력 확대에 부정적인 영향을 주었다. 이로 인해 원/달러 환율이 1,400원 선을 넘어섰고, 외국인 매매와 원화 약세 압력 확대 간의 악순환의 고리가 형성된 것이다.

특히, 외국인 대규모 매도, KOSPI 레벨다운 중심에 반도체, 그 중에서도 삼성전자가 자리한다. 한국 대표기업, 시가총액 1위 기업이라는 의미도 있지만, 현재 A반도체 산업에서 경쟁력 약화로 대외 불확실성에 가장 민감한 종목이라고 볼 수 있다. 실적 시즌 정점 통과 과정에서 반도체, 삼성전자로 외국인 매도세가 잠잠해지는 듯 했지만, 트럼프 당선 이후 다시 외국인 매도 집중도가 강화되었다.

반도체, 삼성전자는 업황/실적 악화 선반영. 삼성전자 선행 PBR은 2016년 2월 이후 최저

KOSPI 밸류에이션은 8월 5일 저점 수준에 도달/근접

7월 11일 고점 이후 KOSPI 약세, 부진이 지속됨에 따라 주가 레벨은 물론, 밸류에이션 매력도 충분히 낮아진 상황이다. KOSPI 12개월 선행 PER은 8.37배로, 8월 5일 24년 저점(8.04배)를 제외할 경우 최저치까지 내려 앉았다. 확정실적 기준 PBR은 0.87배로 이미 8월 5일 저점 수준에 도달했고, 선행 PBR은 0.81배로 8월 5일 수준(0.8배, 2,450선)에 30p 차이 밖에 나지 않는다.

KOSPI 레벨다운 중심에 위치한 반도체, 삼성전자는 고점대비 -35.2%, -39.6% 급락세를 기록, 과거 업황/실적 악화 수준을 넘어 경기 침체 우려까지 상당부분 선반영하는 중이다. 밸류에이션 또한 23년 저점 수준에 도달했다. 특히, 삼성전자의 선행 PBR은 0.88배로 2016년 2월 이후 최저치를 기록 중이다.

불안심리 진정, 불확실성 완화만으로도 반등이 가능한 KOSPI 지수/ 삼성전자 가격대 위치

미국 물가/경기 안정 + 중국 경기회복 가시성 여부를 확인할 11월 중순

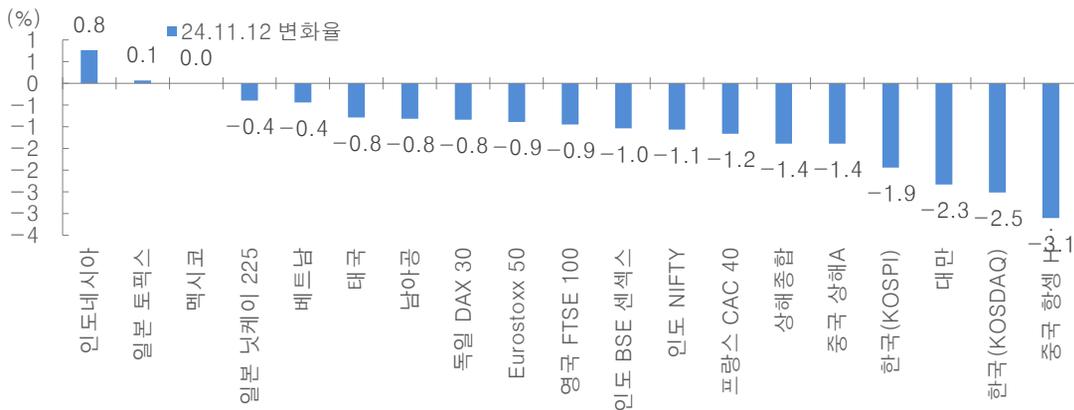
즉, KOSPI와 반도체, 삼성전자의 지수, 주가 수준은 8월 경기침체 우려, 과거 업황/실적 악화 부담을 선반영한 수준에 위치해 있는 것이다. 불안심리 진정, 불확실성 완화만으로도 언제든지 반등이 충분히 가능하다고 생각한다. 따라서 트럼프 정책에 대한 기대와 우려가 정점을 지나는 가운데 향후 주목할 부분은 매크로 환경이 투자심리를 진정시켜줄 수 있을지 여부이다.

일단, 13일, 14일에 발표되는 미국 10월 CPI와 PPI 결과가 중요하다. 현재로서는 기저효과에 의한 물가 반등이 예상된다. 예상치 하회 시 과도한 통화정책 우려가 완화되면서 채권금리/달러화 안정의 트리거가 될 수 있다.

15일에는 중국 10월 실물지표가 발표된다. 산업생산은 전년대비 5.8% 성장하며 2개월 연속 모멘텀 개선을 기대한다. 가장 중요한 소매판매는 2.1%p의 기저효과에도 불구하고 전년대비 3.8% 성장이 예상된다. 이 경우 소비개선 기대심리를 자극할 수 있다. 이와 함께 고정자산 투자는 3.5%(9월 3.4%), 부동산 투자는 -9.9%(9월 -10.1%)도 저점에서 회복세를 보일 가능성이 높다. 시장 컨센서스를 크게 하회하지 않는다면 KOSPI 저점 통과, 분위기 반전의 계기가 될 수 있다.

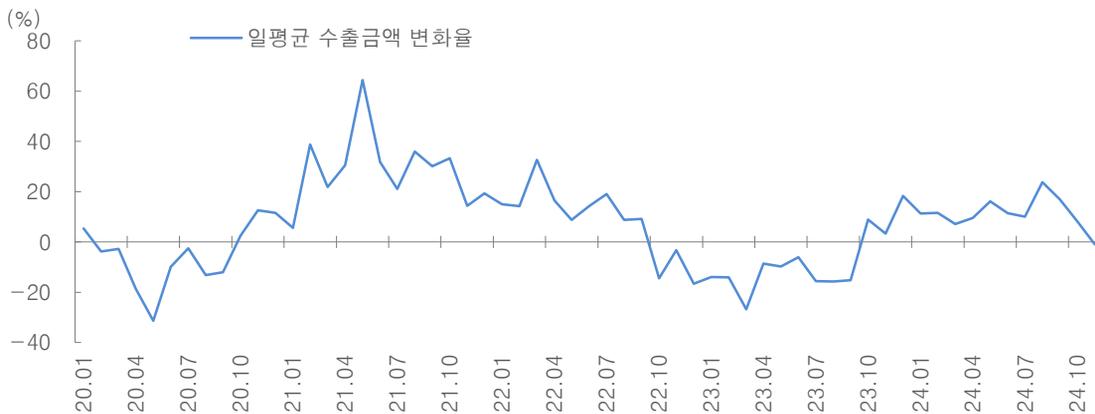
한편, 11월, 12월 KOSPI 수급 계절성인 외국인 선물 매수, 프로그램 매수 유입도 기대해 볼 수 있다. 실적시즌이 마무리되는 가운데 추가적인 실적전망 하향조정이 진정되고, 대외 불확실성 완화와 수급 계절성이 유입된다면 23년 11월, 12월과 같은 KOSPI 반전을 기대할 수 있을 것이다.

그림 1. 무역 분쟁 리스크로 낙폭이 컸던 한국, 대만, 중국



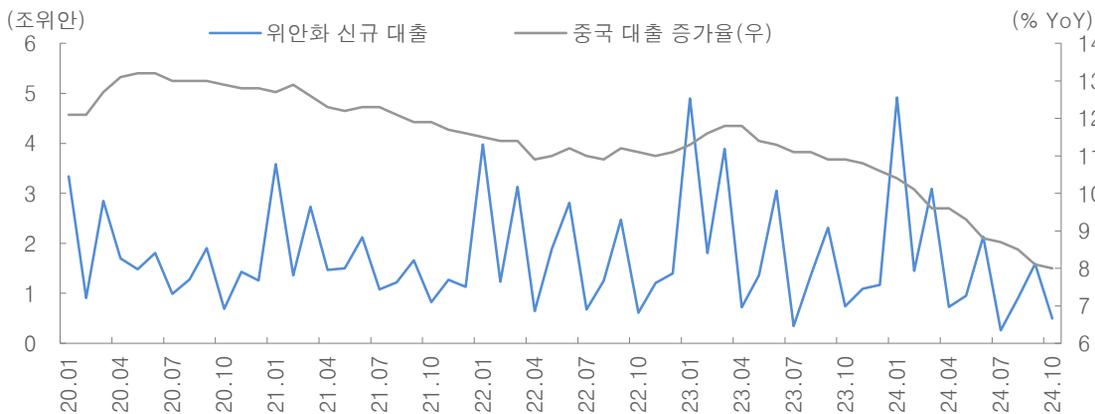
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 2. 2024년 KOSPI의 버팀목이었던 수출 모멘텀 하락. 11월 10일까지 일평균 수출 증가율 마이너스 반전



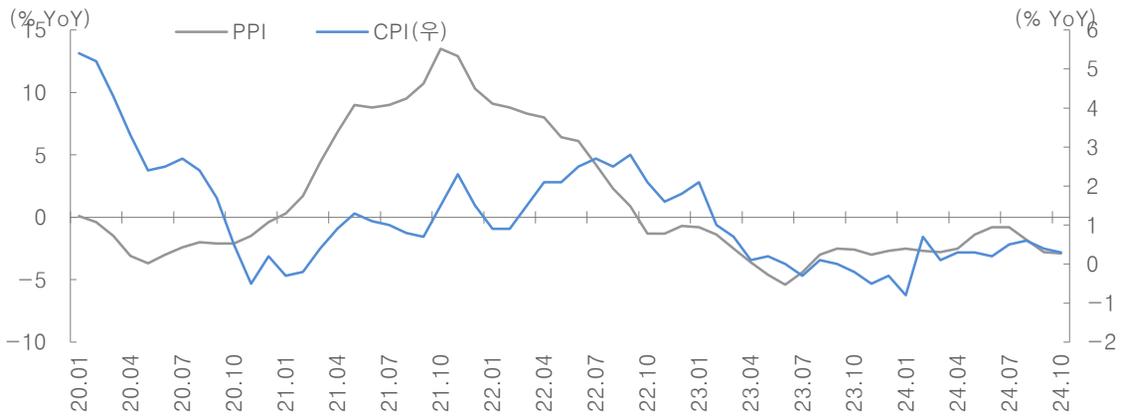
자료: 관세청, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 9월부터 시작된 대규모 부양책에도 하락세가 심화된 중국 실물지표(신규 대출)



자료: National Bureau of Statistics of China, 대신증권 Research Center

그림 4. 9월부터 시작된 대규모 부양책에도 하락세가 여전한 중국 실물지표(물가)



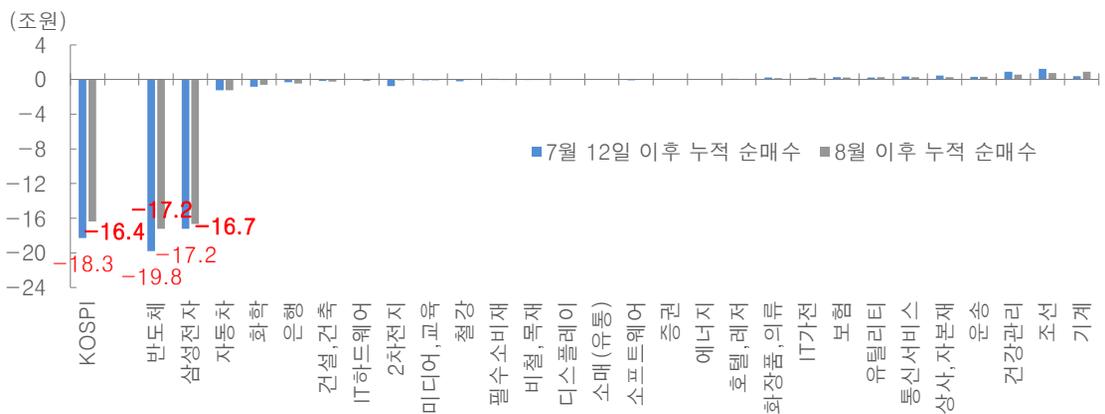
자료: National Bureau of Statistics of China, 대신증권 Research Center

그림 5. 진정되는 듯 했던 외국인 순매도 강화, 선물 시장에서도 순매도 규모 확대



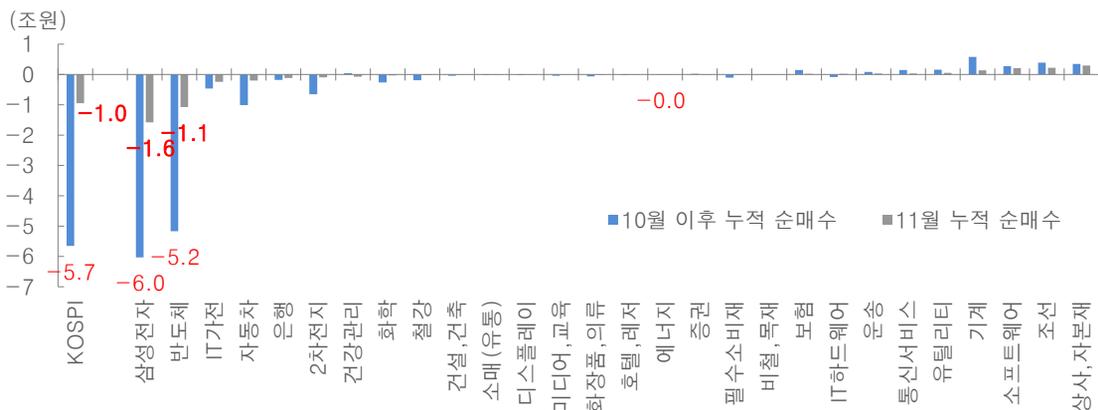
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 외국인 매도, 반도체, 그 중에서도 삼성전자에 집중되고 있어



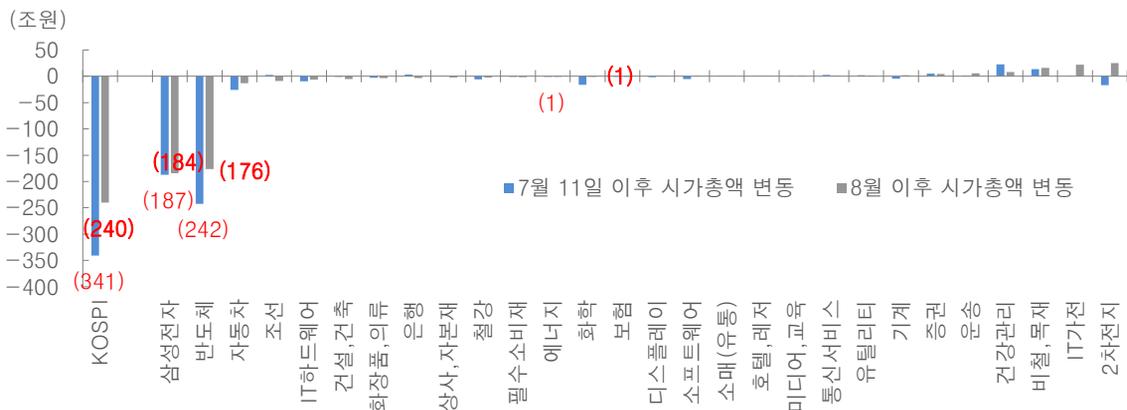
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 10월, 11월에는 삼성전자로 매도 집중화 현상은 더욱 심해져



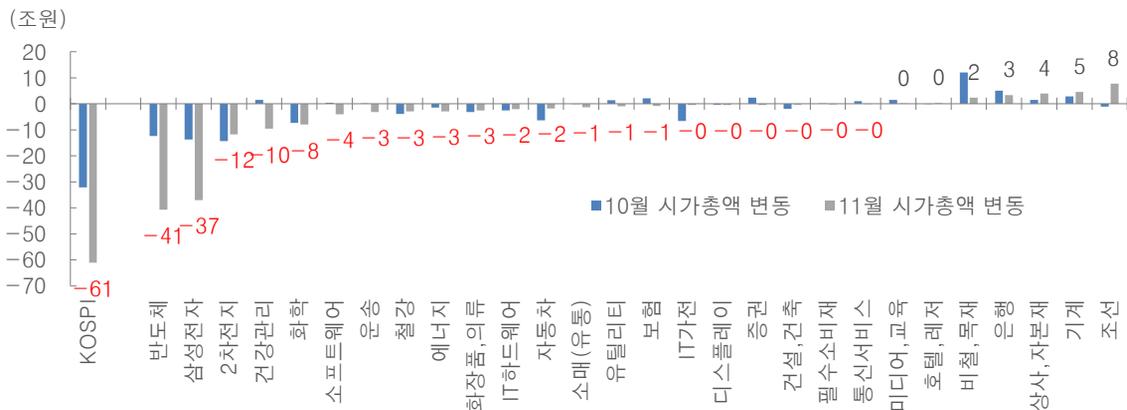
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 7월 고점, 8월 이후 KOSPI 레벨다운의 중심에 자리한 삼성전자



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 9. 10월, 11월에도 반도체, 삼성전자 하락 기여도가 가장 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 10. 반도체 업종 고점대비 -35.2%. 금융위기 이후 최저치 경신



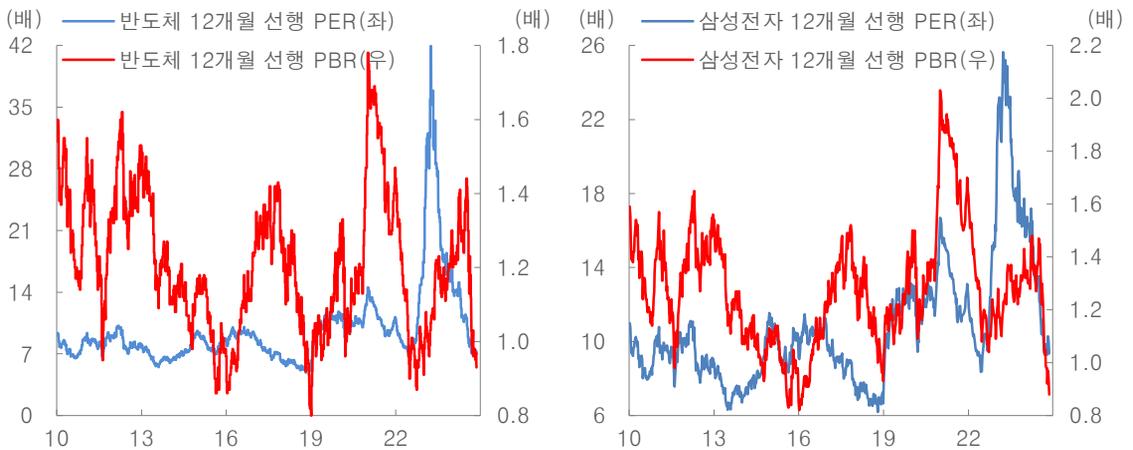
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 11. 삼성전자 고점대비 -39.6%. 금융위기 이후 최저치(-46.6%)에 근접하는 수준까지 레벨다운



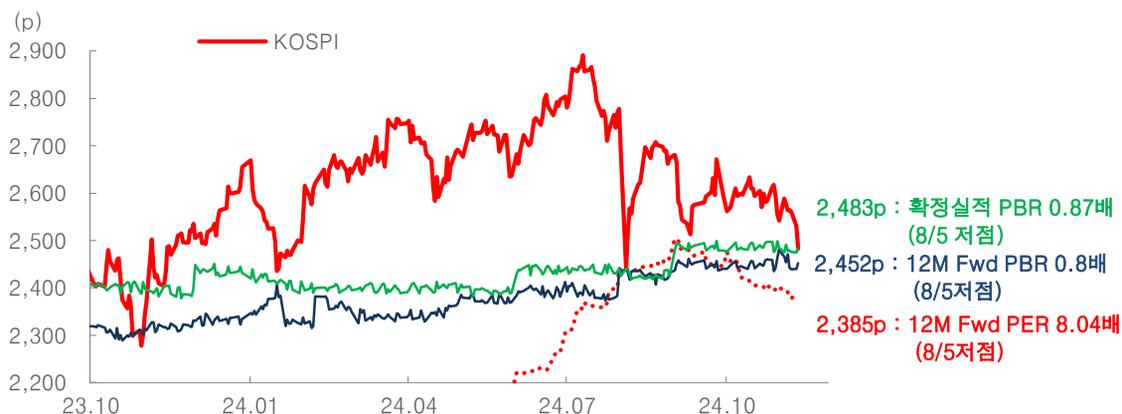
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. 반도체 선행 PER 7.1배, PBR 0.93배(23년 1월 이후 최저)
삼성전자 선행 PER 9.36배, PBR 0.88배(16년 2월 이후 최저)



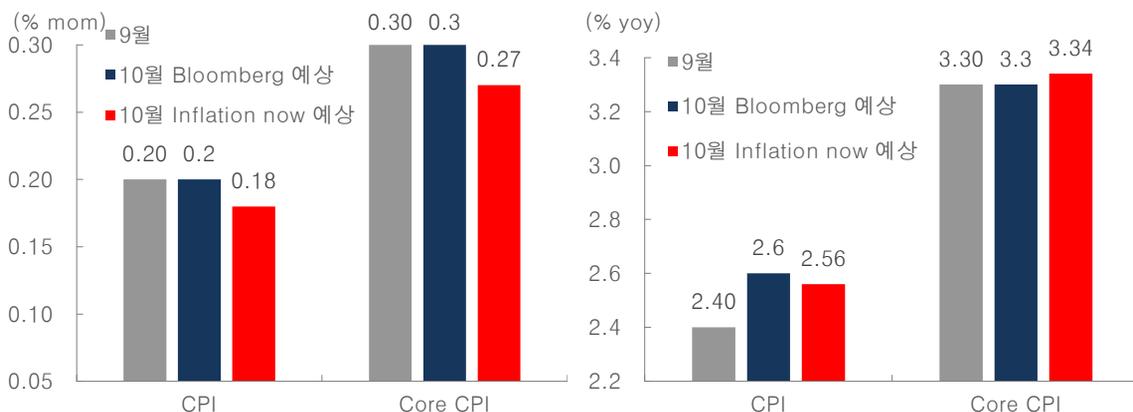
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. KOSPI 확정실적 기준 PBR 8월 5일 저점권 도달. 선행 PBR은 2,450선에 위치



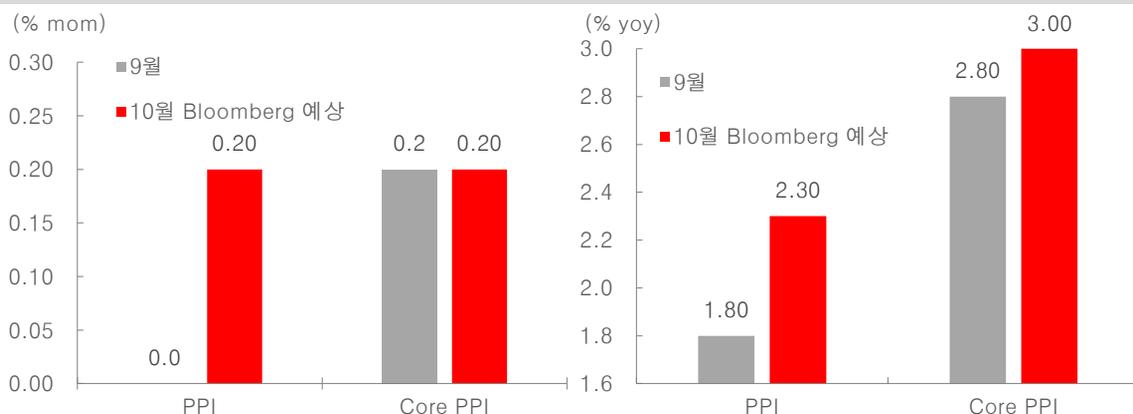
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 14. CPI. Core CPI 전월대비 상승률은 정체. 전년대비 상승률은 CPI 반등(11월 13일)



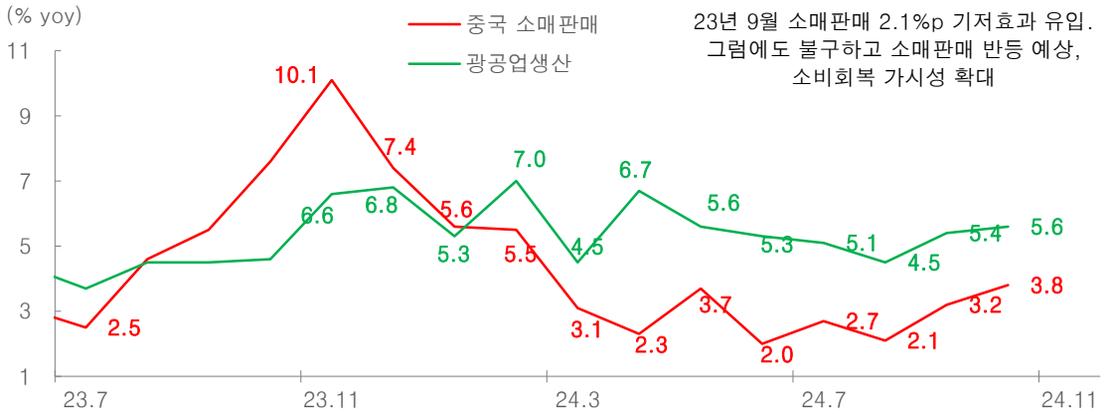
자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. PPI는 반등이 예상되는 상황(11월 14일)



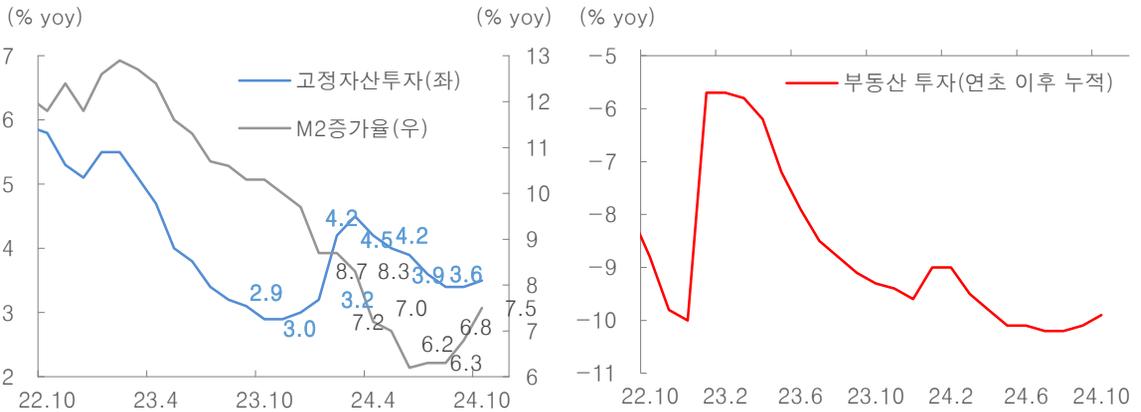
자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 16. 중국 실물지표 발표(15일) 견고한 광공업 생산 모멘텀 속에
기저효과에도 불구하고 소매판매 개선세 지속 전망**



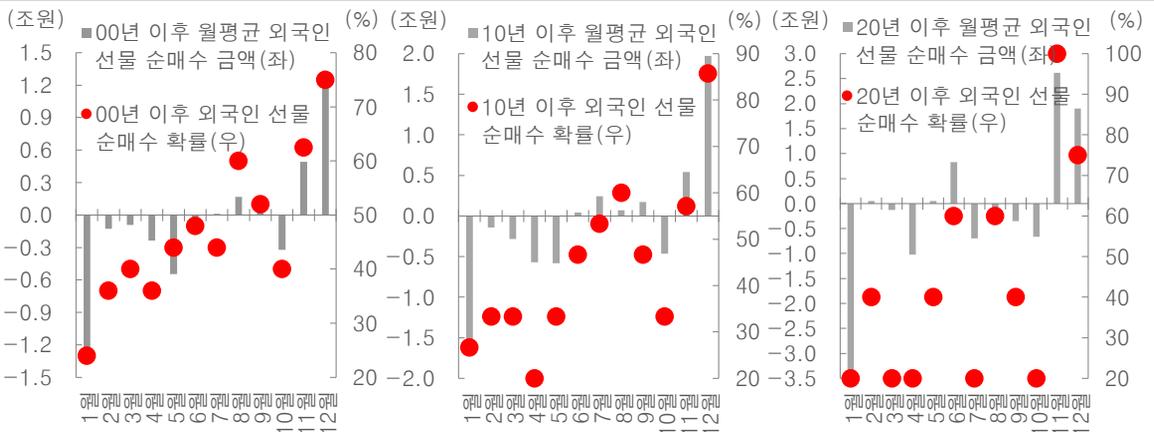
자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. 중국 M2 증가율 7.5%로 서프라이즈(예상 7%). 고정자산 투자와 부동산 투자 저점 통과 가능성



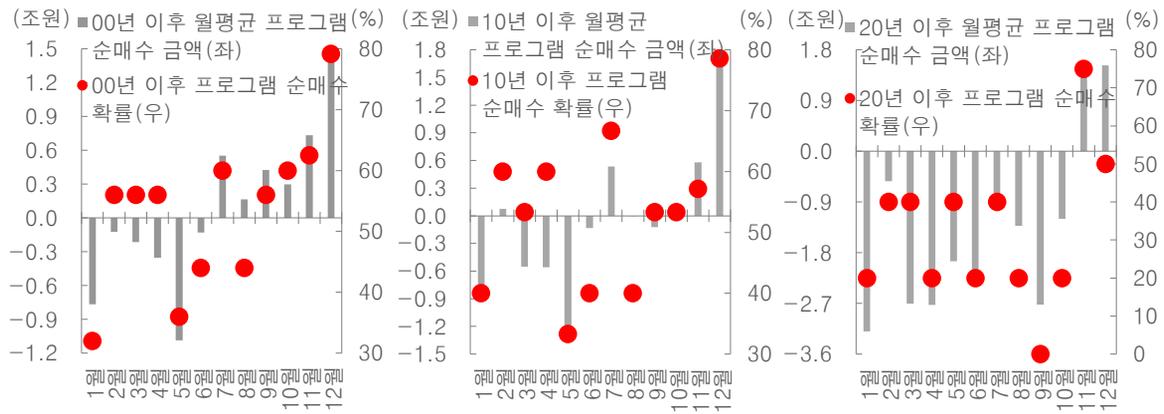
자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 18. 매년 반복되었던 KOSPI 11월, 12월 외국인 선물 매수 대규모 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 매년 반복되었던 KOSPI 11월, 12월 프로그램 순매수 대규모 유입



자료: FnGuide, 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, 조재운)

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.
