

# 다시 만난 고유가, 포트폴리오를 보호하는 법



Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

## 중국을 비껴가는 글로벌 자금 흐름, 한국에 미칠 영향력은 우호적

글로벌 자금 흐름은 추세적으로 중국 노출도를 줄이고 있다. 과거와 다른 점은 중국과 중국 외 지역 간 펀더멘털 디커플링, 중국 제외 신흥국 투자 상품 확대에 따라 수급 상관성을 줄일 수 있다는 사실이다. 그럼에도 고민은 있다. 중국 경기 반응 위험이다(Upside Risk). 외국인 투자자들은 한국을 중국 Proxy로 보고 지난 주 대응에 나섰던 바 있다. 외국인이 중국 Upside Risk 경감 목적으로 한국에 접근한다면 KOSPI200 등 바스켓 기반 현물 비중을 중립 이상으로 유지해야 한다. 시가총액 상위 종목과 반도체 수급 환경에 유리할 수 있는 구간이다.

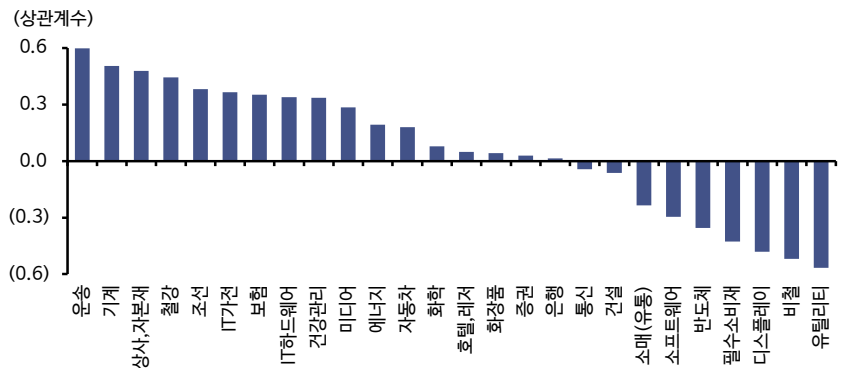
## 공급측 요인 유가 상승은 마진에 부담. 영향력은 업종에 따라 엇갈릴 전망

관건은 높아진 유가 영향력으로부터 이익 컨센서스가 얼마나 영향을 받을지 여부다. 공급측 요인 유가 상승은 KOSPI 마진에 불리할 수 있다. 이익에 미칠 영향력은 국제유가 90달러대 상향 돌파로 본격화할 전망이다. 공급측 유가 상승과 마진 간 상관계수가 마이너스인 업종은 유틸리티, 비철, 디스플레이, 필수소비재, 반도체다. 반면 운송, 기계, 상사, 철강, 조선 등 산업재 및 소재 내 업종들은 마진을 잘 보호할 수 있었다. 원재료 부담 완화 판가 전이가 용이할수록 우호적이었다.

## 원재료 부담 완화 판가 전이 용이한 산업재, 소재 등 가치주 마진 보호 우호적

공급측 요인 유가 상승은 KOSPI 전체 마진 전망을 악화시킬 수 있다. 가치주 위주 포트폴리오 구성 전략은 포트폴리오를 보호하며 상대수익률을 개선시킬 전망이다. 유가 공급측 요인이 정점을 지날 때 전략은 바뀌어야 한다. 공급측 유가 상승 요인 정점 통과 후 상대수익률은 IT와 성장주 중심으로 개선됐다. 9월 및 4분기 가치주 중심 대응, 유가 하락 국면에서 IT 및 성장주 대응 전략이 유효하다.

### 공급측 국제유가 변동 요인과 업종별 마진 상관계수 비교



자료: Refinitiv, FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2015년 이후 시계열 기준

## 다시 만난 고유가, 포트폴리오를 보호하는 법

### 중국을 비껴가는 글로벌 자금 흐름, 한국에 미칠 영향력은 우호적

#### 중국과 중국 외 신흥국 주식시장 간 직접적 수급 연관성은 과거에 비해 축소

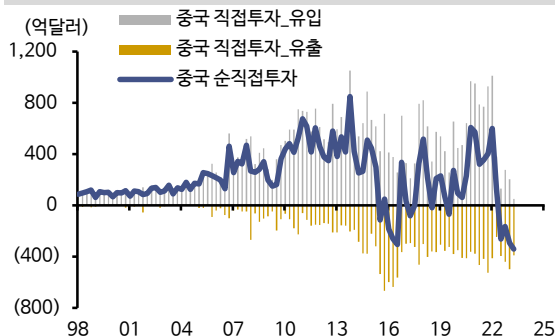
중국 경기 부진을 이유로  
외국인 직접투자와  
포트폴리오 투자는 동반  
감소 중  
: 과거와 다른 점은  
연관성 축소로 한국 주식  
시장 기계적 외국인  
순매도 규모 줄어 들 수  
있다는 사실

미중 간 파열음이 금융시장에 미치는 영향력은 지속 중이다. 특히 중국을 중심으로 외국인 자금 이탈 압력이 나타나고 있다. 대규모 자금이 중국 주식시장과 채권시장에서 이탈했다. 중국과 중국 외 지역 간 디커플링 양상이 이어지고 있는 이유다. 대표적으로 외국인 직접투자(FDI)다. 올해 2분기 중국향 외국인 직접투자는 341억달러 순유출이었다. 외국인 직접투자 순유출은 2015년 위안화 평가절하, 2016년 경착륙 위기 이후 처음이었다. 직접투자 유입 규모는 올해 2분기 49억달러로 전분기 대비 76% 감소했다. 미국은 중국 첨단산업 직접투자를 금지했다. 중국 직접투자 자금 흐름 전망은 향후에도 녹록지 않다.

매매 차이 목적인 포트폴리오 투자도 정점을 지난 모양새다. 1분기 중국 포트폴리오 투자 부채 잔액은 1.8조달러였다. 2021년 고점 대비 14.4% 감소했다. 주식과 채권 형태 중국 포트폴리오 투자 부채 잔액은 고점 대비 각각 11.34%, 21.8% 감소했다. 주식 포트폴리오 투자 잔액은 2~3분기 중국 주식시장 외국인 자금 이탈 추이를 함께 고려했을 때 1분기보다 더 감소했을 전망이다. 채권도 마찬가지다. 외국인 투자자들은 중장기 관점에서 중국 금융시장 노출 비중을 줄이고 있다.

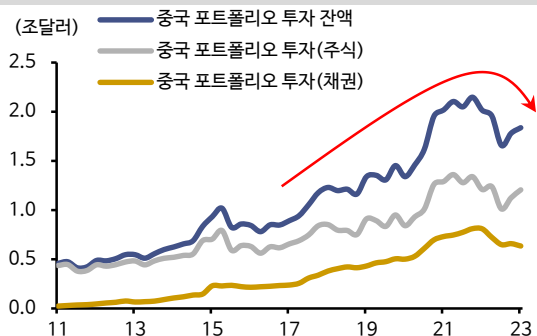
중국 내 외국인 자금 이탈이 과거와 다른 점은 신흥국 내 다른 국가 자금 이탈을 점차 동반하지 않을 수 있다는 사실이다. 중국은 신흥국 주가 지수 내 1위 비중을 차지하고 있다. 과거 중국 주식시장 자금 이탈은 MSCI(모건스탠리캐피탈인터내셔널) 추종 신흥국 패시브 펀드 자금 이탈을 동반할 수밖에 없었다. 유탄은 대만, 인도, 한국과 같은 신흥국 지수 내 다른 상위국으로 튀었다. 과거 중국 자금 이탈이 한국 주식시장 내 기계적 외국인 순매도를 만들었던 원인이다. 지금은 다르다. 신흥국 지수 내 상위 국가들은 펀더멘털 측면에서 중국 제조업 위상을 대체하고 있다. 자금 흐름 관점에서도 중국 주식시장 제외 신흥국 투자 목적 금융상품 출시로 연관성을 점차 줄여가고 있다.

중국 외국인 직접투자(FDI) 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

중국 포트폴리오 투자 부채 잔액



자료: Refinitiv, 신한투자증권

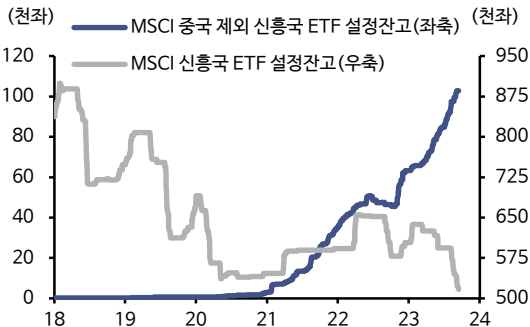
### 중국 제외 패시브 펀드 출시 증가로 과거와 다른 수급 연관성을 중국과 중국 외 신흥국들이 보여

올해 중국을 제외한 신흥국 투자 신규 패시브 펀드(인덱스 펀드 및 ETF 포함)는 작년 13개 상품에서 더 늘어난 14개 상품이였다. 2020년 이전까지 중국 금융시장을 제외한 신흥국 투자 신규 패시브 펀드 숫자가 매년 3개 이하였음을 고려하면 괄목할 만한 성장세다. 설정잔고 추이는 중국에 불리하다. MSCI 중국 제외 신흥국 ETF(상장지수펀드) 설정잔고가 2021년 초 대비 35배 증가한 반면 MSCI 신흥국 ETF 설정잔고는 5.5% 감소했다. 이전 추세를 회복하지 못했다. MSCI 중국 ETF 설정잔고도 고점에서 둔화하는 추세다. 설정잔고 격차는 수익률과 밀접한 상관관계를 갖고 있다. MSCI 중국과 중국 제외 세계 주가 지수(MSCI ACWI ex China)는 과거 동행했으나 2021년 이후 디커플링을 본격화하는 국면이다.

### 자산 배분 관점에서 중국 경기 낙관론 작년 9월 수준 이하로 위축 → Upside Risk 역설적으로 존재

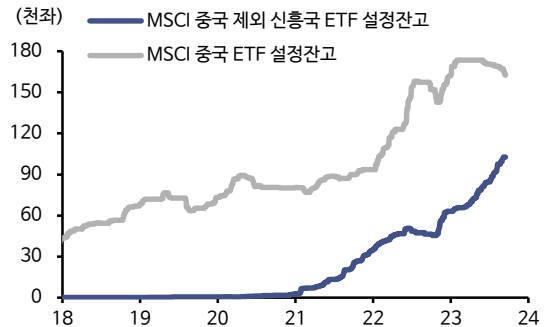
외국인 입장에서 고민은 있을 듯하다. 중국 금융시장 반등 가능성이다(Upside Risk). 중국 주식시장은 주요국 중 가장 낮은 수준 밸류에이션에서 등락 중이다(PE, 주가수익비율 10.2배). 세계 경기는 재고순환 관점에서 반등 가능성을 갖고 있다. 중국은 줄어든 영향력에도 여전히 세계에서 가장 중요한 중심 제조업 국가다. 특히 글로벌 펀드매니저들은 자금 배분 관점에서 중국 경기 낙관론을 극단적으로 줄여왔다. 자산 내 중국 비중을 줄였을 정황이다. 중국 경기 전망 서베이는 작년 9월 수준으로 낮다. 주가 지수는 작년 9월을 저점으로 강한 반등세를 보였다. 역발상 투자자라면 중국을 다시 볼 만한 이유도 있는 셈이다.

#### 신흥국, 중국 제외 신흥국 ETF 설정잔고



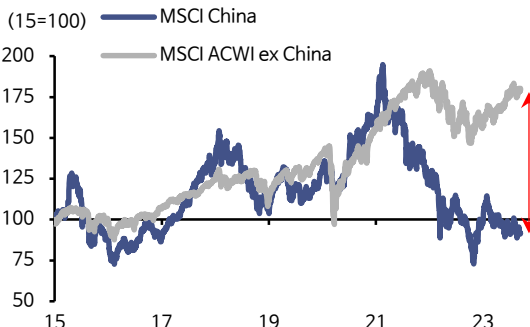
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: iShares ETF 기준

#### 중국, 중국 제외 신흥국 ETF 설정 잔고



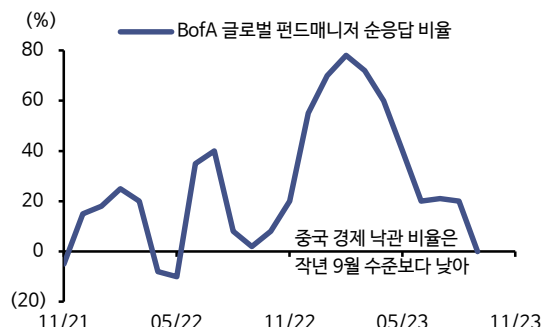
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: iShares ETF 기준

#### 중국과 중국 외 글로벌 주가 지수 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

#### 중국 12개월 후 경제 성장 전망 서베이



자료: BofA Global Fund Manager Survey, 신한투자증권

외국인이 중국 패시브  
비중 줄여놓은 상황에서  
Upside Risk 대응할 수  
있는 시장은 한국 →  
한국 선물 매수 포지션  
확대로 한 차례 대응  
: 이 경우 KOSPI200 내  
시가총액 상위주에 수급  
환경 우호적으로 작용

연말 배당향 차익거래  
자금 유입에 더불어  
시가총액 상위 대형주에  
유리한 구간

## 중국 Proxy로서의 한국? KOSPI200과 반도체 수급에 우호적일 것들

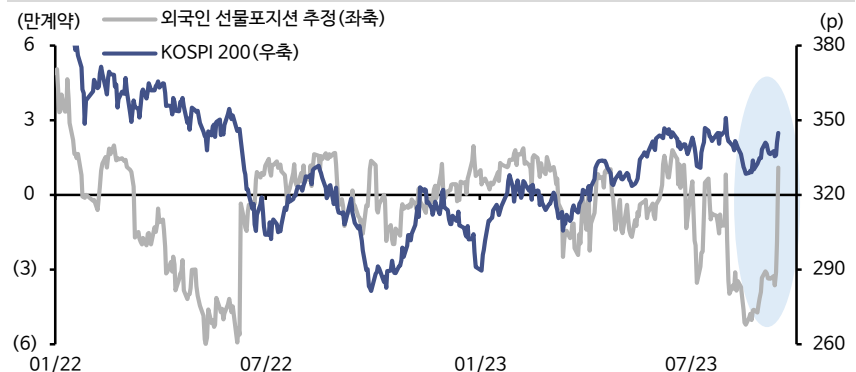
외국인 입장에서 대비할 수 전략은 무엇일까. 크게 두 가지로 추정해볼 수 있다. 첫째, 중국 주식시장을 패시브나 베타 관점에서 접근하기보다 개별 종목 및 업종 관점에서 바라보는 전략이다. 지수 전망은 불투명하지만 개별 업종 관점에서는 우호적 전망을 가질 만한 지점도 존재한다. 중국은 세계 재화 수요 부진 시점에서도 전기차 밸류체인을 통한 유럽 시장 진출을 본격화하고 있는 단계다. 중국은 미국을 제외한 나머지 시장에서 전기차 및 배터리 점유율을 올릴 만한 가격 경쟁력과 생산 설비를 갖췄다고 알려졌다. 중국은 여전히 중요한 투자처다.

둘째, 중국 경기와 연관성 높은 국가나 시장 비중을 확대하는 전략이다. 한국 주식시장 투자자 입장에서 두 번째 전략에 특히 더 주목할 만하다. 외국인 투자자들이 한국 주식시장을 중국 경기 Proxy(대리)로 활용할 수 있다는 생각이다. 해당 흐름은 이미 지난주(9/11~15) 국내 주식시장에서 관찰할 수 있었다. 외국인 투자자는 한국 9월물 파생상품 만기일을 전후로 KOSPI200 선물 매수 포지션을 확대했던 바 있다. 자체 추정한 외국인 KOSPI200 선물 포지션(스프레드 거래 고려)은 5.2만계약 매도까지 확대됐었으나 지난주 +1만계약으로 전환했다.

외국인 KOSPI200 선물 매수 주요 동인 중 하나는 중국 실물지표 발표였다. 제조업 경기 바닥 통과 기대 및 실물지표(고정자산투자, 산업생산, 소매판매, 실업률) 발표를 앞둔 Upside Risk를 한국을 통해 위험 축소에 나섰을 만한 상황이다. 한국을 중국 경기 Proxy로 볼 수 있는 이유는 높은 경기 상관성 때문이다. 2004년 이후 중국 부동산 투자와 한국의 중국 대상 수출 간 상관계수는 0.7로 높았다. 태국(0.7), 일본(0.7), 인도(0.6)에 비해 더 높은 상관성이다. 중국 대상 한국 수출과 설비투자 간 상관계수도 0.5로 타국에 비해 높았다.

외국인이 중국 Upside Risk 경감 목적으로 한국에 접근한다면 KOSPI200 등 바스켓 기반 현물 비중을 중립 이상으로 유지해야 한다. KOSPI 내 시가총액 상위주, 특히 반도체 수급에 유리하게 작용할 만한 상황이다. 연말 배당향 차익거래 자금 유입에 더불어 시가총액 상위 대형주는 계절적으로도 유리한 구간이다. 외국인 KOSPI200 선물 포지션은 재차 축소됐으나 4분기 반복될 수 있는 패턴이다.

### 외국인 KOSPI200 선물 포지션 추정과 KOSPI200 지수 추이



자료: KRX, 신한투자증권

## 공급측 유가 상승 상황에서 포트폴리오를 보호하는 법

### 공급측 요인 유가 상승은 KOSPI 마진에 부담. 업종별 영향력 엇갈릴 전망

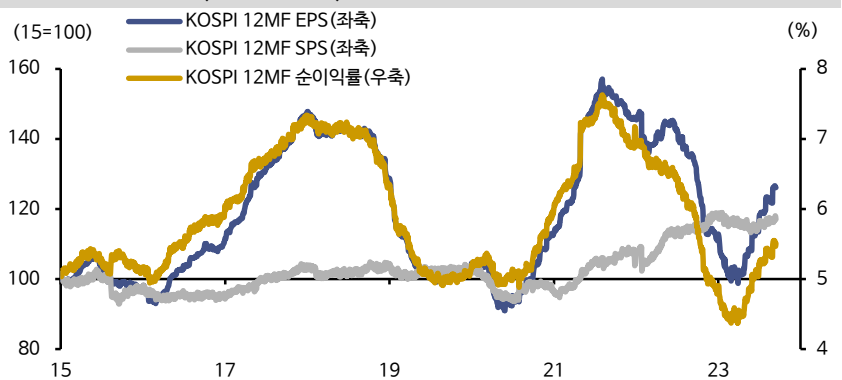
KOSPI 12MF EPS는  
내년 추정치 고려 시  
연말까지 10% 내외 상승  
여력. 관건은 유가  
영향력 본격화 국면에서  
마진 영향력. 업종에  
따라 다르게 작용 전망

KOSPI 12개월 선행 EPS는 226p로 상승했다(Refinitiv 기준). 연초 이후 저점 대비 22.8% 반등했다. 올해 EPS는 고점 대비 3.8% 하락했으나 내년(FY2) 추정치가 견조하게 버틴 덕이다. KOSPI 상승을 정당화시킨 주요 변수였다. KOSPI 12개월 선행 EPS는 내년 이익 추정치와 괴리를 고려할 경우 연말까지 10% 내외 추가 상승 여력을 갖고 있다(연말 12MF EPS 245~250p 사이로 추정). 3분기 중 시장금리 상승으로 나타난 부침에도 불구하고 시장 방향성을 우상향으로 생각하는 이유다. 변수는 있다. 다시 만난 고유가다.

KOSPI 이익을 매출액과 마진으로 분해해보면 둘 다 회복 국면이었다. KOSPI 주당매출액 전망치는 5월을 저점으로 바닥을 지나고 있는 모습이다. KOSPI 순이익률 전망은 4%대를 저점으로 현재 5.5%까지 상승했다. 매출과 마진이 동시 회복되는 국면에서 이익 추세는 우호적이었다. 마진 저점 대비 변화폭을 업종별로 구분해보면 반도체(5.4%p), 호텔/레저(4.1%p), 유틸리티(3.4%p), 보험(2.3%p), 디스플레이(1.8%p), 자동차(1.2%p), 기계(1.0%p)를 중심으로 상승했다. 반면 은행(-2.7%p), 헬스케어(-1.1%p), 미디어(-0.9%p), 운송(-0.8%p), IT하드웨어(-0.4%p), 상사(-0.3%p), 비철(-0.2%p) 위주로 마진 하락을 겪었다. 현재까지 업종 마진 변화를 고려하면 크게 두 가지 함의를 얻을 수 있다. 첫째, 현재 이익 개선은 마진 관점에서도 반도체 위주였다. 둘째, 유가 영향력이 본격화하지 않았다.

관건은 높아진 유가 영향력으로부터 이익 컨센서스가 얼마나 영향을 받을지에 달렸다. 국제유가는 WTI(텍사스산원유)와 브렌트유 기준으로 90달러대를 넘어선 상황이다. 과거 유가 상승은 KOSPI 마진에 우호적이었다. 수출 판매가격 상승으로 직결되기 때문이다. 지금처럼 공급측 상승 요인을 원인으로 뒀을 때는 다르다. 공급측 유가 상승은 비용 부담을 키워 KOSPI 전체 마진에 불리하게 작용할 수 있다. 따라서 유가 영향력이 이익에 본격화될 시점인 현재 국면에서 판단해야할 점은 업종 간 달리 작용할 구도다. 업종 측면 접근 중요성이 더 높아졌다.

KOSPI 주당순이익, 주당매출액, 순이익률 추이

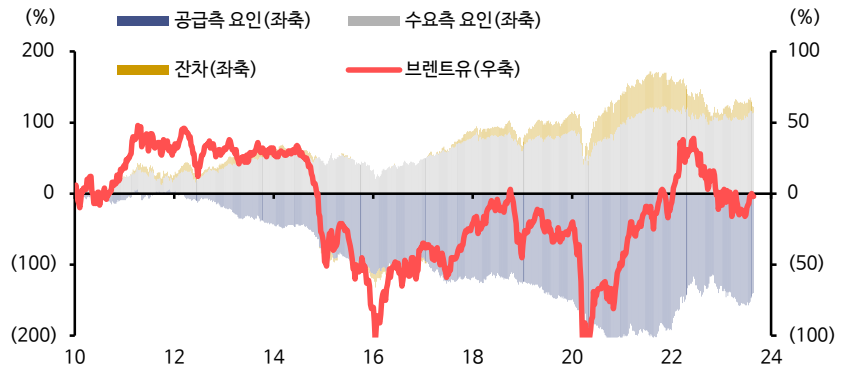


자료: FnGuide, 신한투자증권





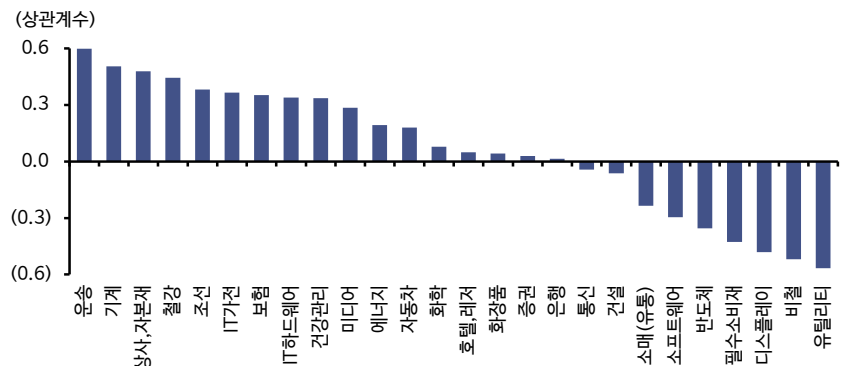
### 뉴욕 연준 국제유가 변동 요인 분해(Crude Oil Dynamics)



자료: Refinitiv, 신한투자증권

주: 잔차는 공급과 수요 요인으로 설명되지 않는 변수. 실질 구매력과 비슷한 방향성

### 공급측 국제유가 변동 요인과 업종별 마진 상관관계 비교



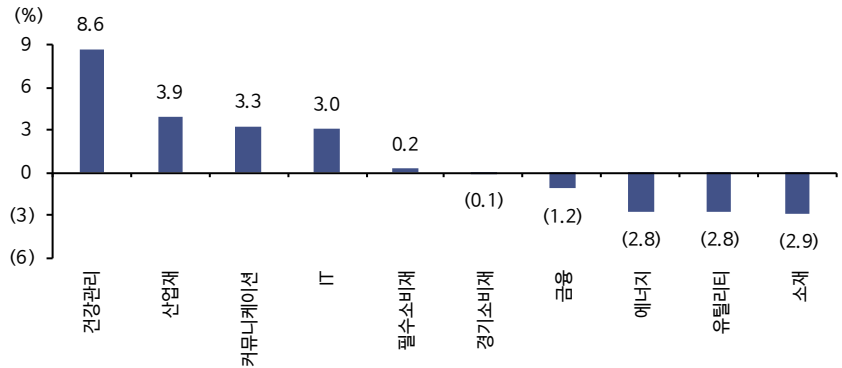
자료: Refinitiv, FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2015년 이후 시계열 기준

유가 영향력 커진 상황에서  
가치주 포트폴리오  
보호 가능. 공급측 유가  
영향력 정점 통과 시 IT,  
성장주 상대수익률 개선  
: 반도체는 마진보다  
업황 전망에 주가 민감.  
수급 관점에서는  
초대형주라는 점에서  
중립 이상 비중 필요

뉴욕 연준 국제유가 변동 요인 분해에서 알 수 있는 사실은 현재 유가 상승 원인을 주로 공급측에서 찾을 수 있다는 점이다. 하반기 중국 경기 반등 가능성에도 동시에 전개될 수 있는 선진국 소비 경기 둔화 우려감이 이를 일부 상쇄할 전망이다. 당분간 공급측 요인이 유가 방향성을 결정할 상황에서 KOSPI 마진 전망을 약화시킬 수 있다. 공급측 유가 상승 요인이 지속되는 국면에서 가치주 위주 포트폴리오 구성 전략은 포트폴리오를 보호하며 상대수익률을 개선시킬 수 있다.

유가 공급측 요인이 정점을 지날 때 전략은 바뀌어야 한다. 공급측 유가 상승 요인이 정점을 통과한 이후 3개월 기준 섹터별 상대수익률은 IT와 성장주 중심이었다. 이를 고려하면 9월 및 4분기 가치주 중심 대응, 공급측 유가 상승 요인 및 긴축 경제감 악화할 내년 상반기 성장주 위주 대응 전략이 유효할 전망이다. 반도체는 유가나 마진 전망보다 업황 전망에 민감하게 반응하고 시가총액 내 상위 비중을 차지하는 초대형주라는 점에서 점에서 중립 이상 비중 전략이 유효하다.

### 공급측 유가 상승 요인 정점 통과 후 섹터별 상대수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 정점 통과 후 3개월 수익률 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 노동길).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.