

2023. 11. 29

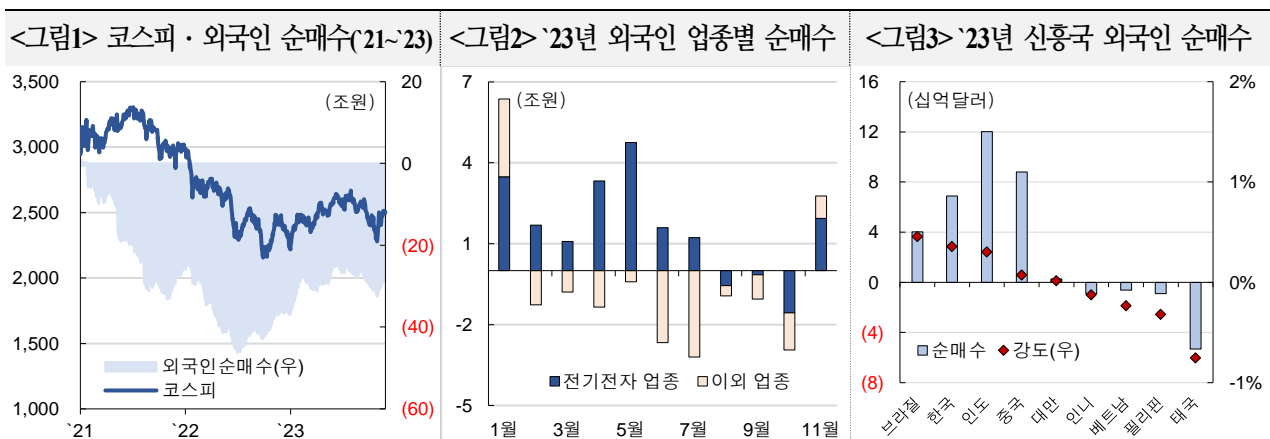
## 2024년 국내 주식시장 여건 전망 및 평가

이은재 | 부전문위원 (3705-6226)

- **[동향]** 올해 한국 코스피는 기업이익 급감(상반기 순이익 전년대비 -47%)에도 불구하고, 국내외 기술주 강세 등에 힘입어 12.8% 상승(1월~11월28일 누적)
  - 주가 : 상반기 양호한 미국 경제지표와 생성형 AI 테마 등으로 +14.7% 상승했으며 하반기 들어서는 금리 급등, 통화긴축 장기화 등으로 상승폭을 일부 반납
  - 외국인자금 : 올해 외국인은 국내 주식을 +8.2조원 순매수(코스피 +8.15조원, 코스닥 +0.1조원) 하면서 주가 상승을 주도. i) 반도체 집중 매수\* ii) 신흥국 내 한국 선호 등이 특징
    - \* 코스피 주요 반도체 종목 순매수 +18조원, 운수장비 +5조원 등 주력 수출주 선호현상 뚜렷
- **[여건]** 내년에는 ▲신흥국에 대한 투자심리가 개선되는 모습을 보이는 가운데 한국 증시는 ▲반도체사이클 상승국면 ▲대만 등에 비해 낮은 밸류에이션 ▲수급개선 여력 등이 긍정적. 하반기로 갈수록 선진국 경기둔화 폭과 코스피 이익사이클 진폭이 관건
  - ※ 주요 해외 IB들의 '24년말 코스피 목표주가 범위는 2,670~2,800
  - 신흥국 선호도 : 완만한 물가 하락, 달러화 약세 전망 등으로 신흥국 선호도는 올해보다 개선될 것이나, 전반적인 경기 둔화, 장기간 이익 횡보세\* 등을 감안하면 개선폭은 제한적
    - \* 신흥국 EPS는 높은 유상증자 비율, 현지통화 약세 등으로 10년이상 횡보세(미국과 대조적)
  - 반도체사이클 : 금년 4분기부터 반도체 업황이 반등세를 보이고 있으며 내년 본격 개선 예상. 한국 증시 EPS는 올해 -33% 감소에서 내년 +61%로 증가할 소지(컨센서스)
  - 밸류에이션 : 올해 들어 국내 증시는 주요국과 다르게 밸류에이션 하락세가 지속 중이며 글로벌 증시와의 밸류에이션 갭도 과거 대비 확대
  - 외국인 수요 : 과거 대비 현저히 낮은 외국인 보유비율과 뮤추얼 펀드내 비중 미달 (underweight) 상황 등을 감안할 때 외국인 투자자금의 추가 유입 여력은 존재
- **[평가]** '24년 국내 주식시장 여건을 종합해 보면 주가는 대체로 양호한 움직임을 보일 것으로 예상. 다만, 특정 업종 쏠림이 지속되는 가운데 시장참여자들은 이익의 지속 가능성과 더불어 주주환원 확대 등 제도 개선 노력에도 주목할 전망
  - 내년 6월 MSCI 선진국지수 관찰 대상국에 한국 증시가 포함될지 여부는 불확실하나, 투자자들은 계속해서 한국 기업들의 주주환원 정책 개선을 주시할 소지(Citi)

□ [동행] 올해 한국 코스피는 기업이익 급감(상반기 순이익 전년대비 -47%)에도 불구하고, 국내외 기술주 강세 등에 힘입어 12.8% 상승(1월~11월28일 누적)

- 주가 : 상반기 양호한 미국 경제지표와 생성형 AI 테마 등으로 +14.7% 상승했으며 하반기 들어서는 금리 급등, 통화긴축 장기화 등으로 상승폭을 일부 반납(누적 +12.8%)
  - 기술주 랠리 : 연초 이후 생성형 AI에 대한 관심 고조로 해외 빅테크와 더불어 국내 반도체 밸류체인이 강세를 보였으며 이차전지 등 IT 종목들도 동반 강세
  - 신흥국 비교 : MSCI 신흥국 지수는 중국 증시 부진으로 +3.7% 상승에 그쳤으나, 한국은 대만(+22.7%), 인도(+8.8%)와 더불어 양호한 상승률을 기록하며 차별화
    - 중화권 증시는 중국 경기둔화로 부진(상해종합 -1.6%, 항셍 -12.3%)했던 반면에 한국, 대만, 인도 등은 미국 경기 호조에 따른 수혜로 수익률이 양호
- 외국인 자금 : 올해 외국인은 국내 주식을 +8.2조원 순매수(코스피 +8.15조원, 코스닥 +0.1조원) 하면서 주가 상승을 주도. i) 반도체 집중 매수 ii) 신흥국 내 한국 선호 등이 특징
  - 반도체 집중 매수 : 연초 이후 외국인은 국내 반도체 종목들을 집중적으로 매수. 주요 반도체 종목 순매수는 +17.9조원으로 전체 코스피 순매수(+8.2조원)를 크게 상회
    - 운수장비 업종 순매수도 +4.7조원에 달하는 등 주력 수출기업에 대한 선호가 뚜렷
  - 신흥국 비교 : 올해 신흥국 투자심리가 부진했던 가운데 외국인들은 한국, 중국, 인도, 브라질 등을 순매수한 반면, 대만, 태국, 베트남 등은 순매도
    - 시총대비 순매수 비율은 한국(+0.43%)이 브라질(+0.55%)에 이어 높은 수준을 기록했으며 중국(+0.1%)과 대만(+0.02%)은 순매수 강도가 낮았음
  - 장기성향 자금 중심 : 국적별\*로는 미국계 유입(+4조원)이 컸으며 아일랜드(+3.3조원), 노르웨이(+3.2조원) 등 뮤추얼펀드, 공공자금이 큰 폭 유입 \* '23.1~10월 누적금액

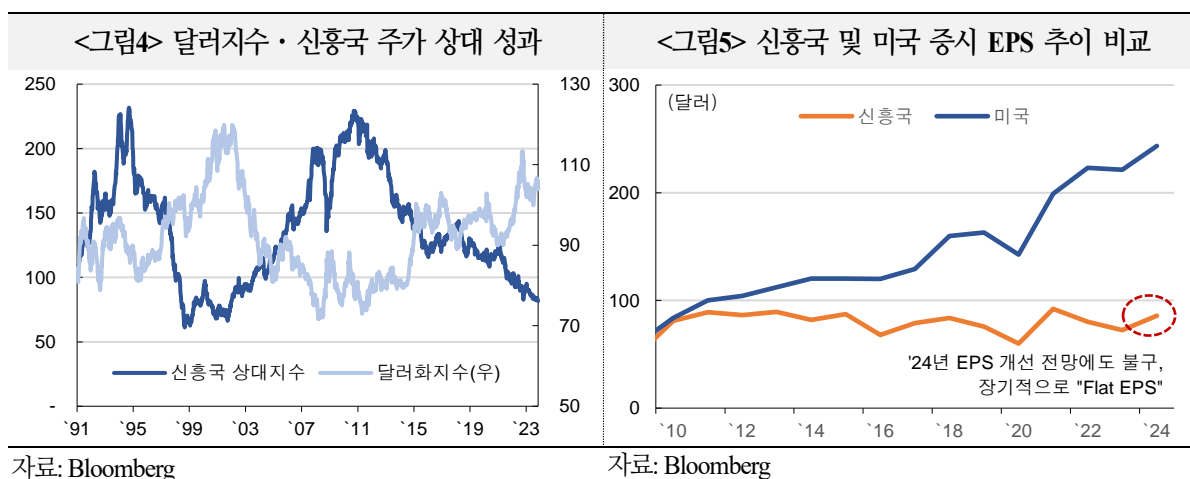


주: 순매수 강도 = 순매수 금액÷시가총액, 자료: 한국거래소, Bloomberg

- [여건] 내년에는 ▲신흥국에 대한 투자심리가 개선되는 모습을 보이는 가운데 한국 증시는 ▲반도체사이클 상승국면 ▲대만 등에 비해 낮은 밸류에이션 ▲수급개선 여력 등이 긍정적. 하반기로 갈수록 선진국 경기둔화 폭과 코스피 이익사이클 진폭이 관건

### 신흥국 선호도

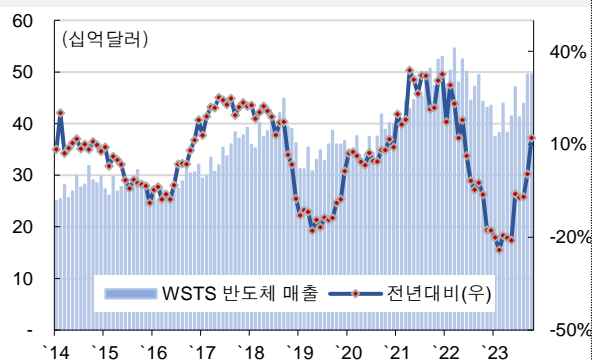
- 대외여건 개선 : 내년에는 주요국들의 통화정책 전환을 바탕으로 달러 약세, 금리 하락 등이 예상되어 신흥국 자산 투자환경은 올해보다 우호적
  - 신흥국 증시는 환율 변화에 민감하며 달러화 약세 시기 동안에는 투자자금이 유입되고 선진국 증시 대비 상대적인 강세를 기록. 달러화 강세 시기는 반대<그림4>
    - 달러화 강세는 i) 글로벌 교역 감소 ii) 차입비용 증가 iii) 중국 자본수지, 경제 성장에 부담 iv) 인플레이션 압력 증가 등으로 신흥국 경제에 부정적
  - 내년도 글로벌 교역량도 올해보다 소폭 개선될 것으로 예상\*되며 신흥국의 수출 경기 반등도 예상 \* IMF, '22년 +5.1% → '23년 +0.9% → '24년 +3.5%
- 제한적 성장 모멘텀 : 다만, i)글로벌 경기 둔화 압력 증가 ii)과거대비 여전히 낮은 신흥국 기업이익 수준 등을 감안하면 신흥국 증시 투자심리 개선폭은 제한적일 소지
  - 누적된 통화긴축·고금리 여파로 선진국 경제 성장이 둔화되는 가운데 중국 경제는 여러 부양책으로 단기 경기회복세가 예상되나, 부동산 및 지방정부 부채 리스크가 장기 성장동력을 약화시키는 상황이 지속
  - 내년도 신흥국 기업이익은 대만, 한국 등 동아시아 지역과 인도를 중심으로 증가할 것이나, 절대적인 이익 레벨은 미국 등과 달리 장기간 횡보구간 지속<그림5>
    - 신흥국 증시 EPS는 높은 유상증자 비율과 현지통화 약세 등으로 10년이상 횡보(미국과 대조적)
  - 이에 따라 신흥국 투자심리 개선폭은 제한적일 가능성이 높으며 기대 현금흐름을 높이는 성장산업 보유 여부 등에 따라 신흥국 내 주가 및 환율 차별화는 지속



## 반도체사이클 반등

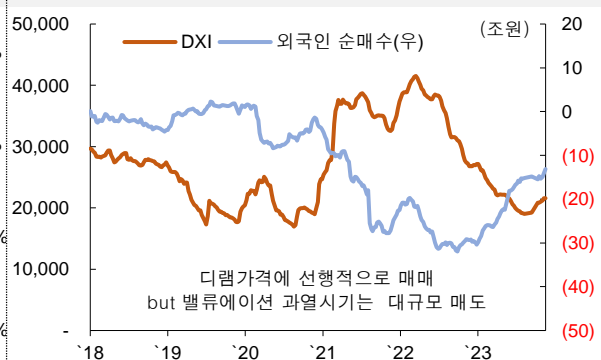
- **업황 개선** : 올해 반도체 업황은 재고고정과 반도체가격 급락 등으로 부진했으나, 최근 4분기부터 반등세\*를 보이고 있으며 내년 본격적인 개선을 예상
  - \* 한국 메모리반도체 수출, 10월들어 16개월 만에 전년대비 증가세로 전환(+1.0%)
  - 디램·낸드 고정가격, 10월들어 21개월 만에 가격 반등(디램 16GB DDR5 전월비 +10%)
- 3분기 들어 스마트폰, PC OEM(제조사) 위주로 반도체 재고축적 수요가 증가하고 있으며 AI 서버 투자 증가와 반도체 공급업체의 공급조절 전략(제한적 공급) 등도 내년도 업황 반등에 가세할 전망
- 메모리반도체 시장은 올해 전년대비 -35% 이상 역성장했으나, '24년도는 +43% 이상의 반등세가 예상\*. 업계에서는 금번 상승국면이 '24년 내내 지속될 것'이라는 시각이 중론 \* WSTS Semiconductor Market Forecast
  - 과거 메모리사이클의 상승 국면은 통상적으로 4~6분기 동안 지속. 반도체 공급부족 현상은 '24년 동안 이어지고 '25년 상반기에 정점에 이를 가능성(Morgan Stanley)
- 다만, 선진국 경기의 점진적 둔화세를 감안하면 '24년 하반기 이후 i) 중간사이클 조정(mid-cycle correction) 혹은 ii) 이중침체(double-dip) 등이 예상된다는 시각(Nomura)도 제기. 상승사이클의 지속 기간은 내년도 거시경제 상황에 따라 좌우될 전망
- 과거 외국인 투자자들은 디램 반도체 가격에 2~3분기 선행적으로 국내 관련주를 매매. 금번 사이클에서도 가격 반등에 앞서 상반기부터 반도체 종목을 집중 매집
- **기업실적 반등** : 반도체사이클 반등으로 한국 증시 EPS 증감율\*은 올해 -33%에서 내년도 +61%로 개선이 예상되며 이는 신흥국 가운데 최고 수준\* Factset Consensus
  - 코스피 상장기업 매출, 영업이익 가운데 전기전자 업종 비중은 '17~22년 평균 각각 18%, 33%으로 높은 비중을 차지

<그림6> 글로벌 반도체 시장 월별 매출 및 증감율



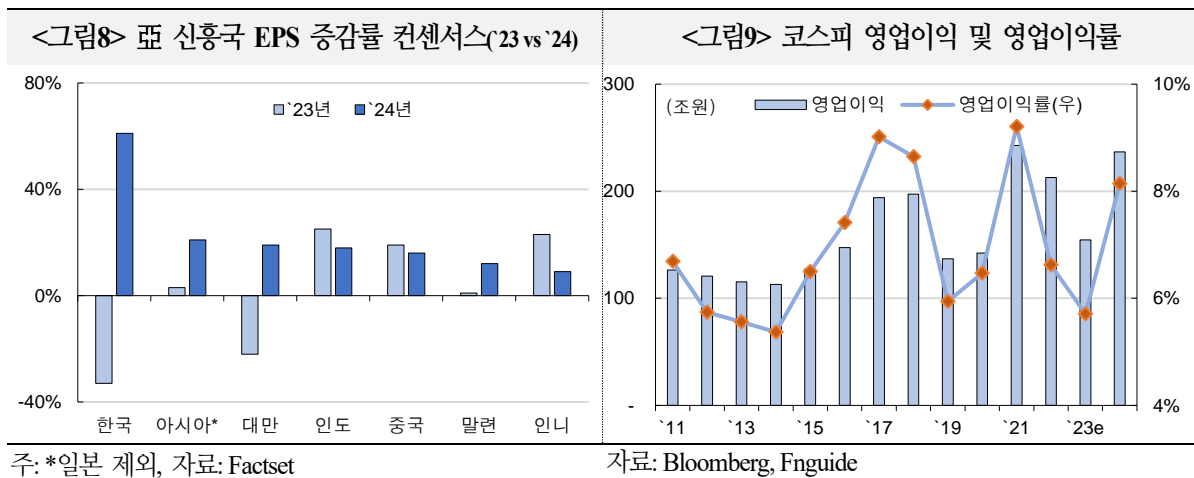
자료: WSTS

<그림7> 글로벌 메모리가격 지수 · 외국인 누적 순매수



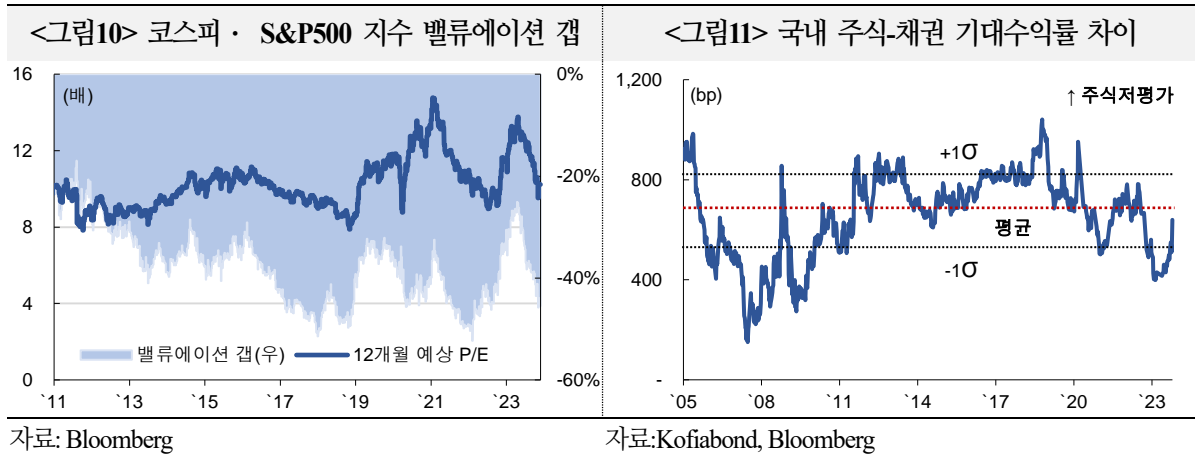
자료: DRAmEXchange, 한국거래소

- 내년도 한국 기업이익 개선폭 가운데 IT하드웨어 업종 기여율은 81% 이상으로 예상(Goldman Sachs)
- 아시아 Tech사이클(한국대만 등) 반등이 신흥국 실적 개선을 주도할 것으로 기대 <그림8>
- **실적 변동성** : 다만, 한국 상장기업 실적이 반도체사이클에 따라 크게 좌우되면서 높은 이익 변동성이 지속되는 점은 한계점<그림9>
- 내년도 한국 증시 EPS가 연간 약 +60%로 급증하더라도 '22년 대비 개선폭(+2%)은 미미한 수준. 기업실적 변동성이 높은 한국 증시에 투자 중립의견(HSBC)



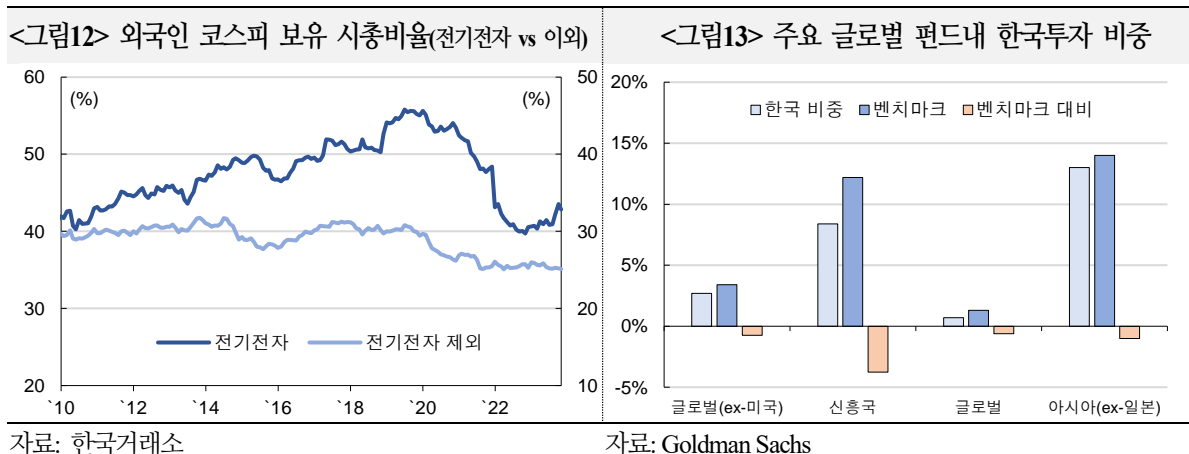
## 밸류에이션

- **주요국 증시 대비** : 올들어 국내 증시는 주요국과 다르게 밸류에이션 하락세를 지속하고 있으며 선진국 증시와의 밸류에이션 갭도 과거 대비 확대
  - 한국 증시 12개월 선행 P/E 배수는 10.2배로 미국 증시와의 갭(45% 할인거래)이 크게 확대. P/B 배수도 0.86배로 역사적 평균치를 1표준편차 가량 하회
  - Tech 업종 구성 비중이 모두 높은 한국과 대만 증시를 비교할 경우에도 한국 증시의 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮음(GS, UBS)
  - 다만, ROE(자기자본이익률)를 감안한 밸류에이션 지표는 한국이 주요국 대비 부진. 투자확대 등으로 자산 활용의 효율성을 높이는 것이 필요하다는 시각도 존재
- **채권 대비** : 현재 채권금리가 높아 주식의 상대적 투자 매력도가 낮은 상황이 지속되고 있으며 이는 최근 글로벌 증시에 공통적으로 해당
  - 다만, 내년에는 금리 하락세와 더불어 주식에 대한 투자 유인도 점차 높아질 것이라는 평가가 우세



### 외국인 수요

- '20~'22년 외국인 주식자금은 총 62조원이 순유출되었으며 올해 순유입 규모는 8조원에 불과. 과거대비 현저히 낮은 외국인 보유율과 뮤추얼 펀드내 비중 미달(underweight) 상황 등을 감안할 때 추가 유입 여력은 충분
- 현재 코스피·코스닥 외국인 보유 시가총액 비율은 각각 32%, 8.8%으로 '10년 이래 평균 수준(34.3%, 9.9%)을 하회
- 전기전자 업종은 올들어 외국인 자금의 누적 순유입으로 보유 시총비율이 소폭 반등했으나, 전기전자 업종을 제외한 코스피 종목에 대해서는 보유 시총비율이 '10년래 최저치<그림12>
- 최근 신흥국 펀드를 중심으로 글로벌 펀드 내 한국 투자 비중이 벤치마크 지수 비중을 하회하여 투자자금의 유입 여력이 있다는 평가도 존재
- '23.9월말 기준, 글로벌 뮤추얼펀드(ETF 포함) 투자 포트폴리오 내 한국 비중은 3.3%로 벤치마크 지수 내 비중(4.5%)을 약 120bp 하회. 특히 신흥국 펀드(8.4%)에서 벤치마크 지수 비중(12.2%) 하회 정도가 큰 것으로 파악(Goldman Sachs)





## 해외IB 증시 전망

- 해외 IB들은 올해 한국 증시에 대해 대체로 긍정적인 투자 의견을 제시해 왔으며 내년 시황도 낙관적으로 전망(코스피 목표주가 범위는 2,670~2,800선)
- 긍정론은 반도체사이클 반등 내러티브에 주로 기인하며 한국과 더불어 대만, 중국 등 실적 반등이 예상되는 아시아 지역 투자를 선호
- 반면, i) 높은 가계 레버리지 ii) 부동산 시장 둔화, iii) 기업이익 변동성 확대 등이 내년 증시 전망에 부정적 요인으로 거론

<표1> 주요 IB '24년 한국 증시 투자 의견

	한국 (목표주가/비중)		신중국	중국	대만	인도	미국	일본
Goldman Sachs	2,800	확대	확대	확대	중립	확대	중립	확대
HSBC	2,670	중립	확대	확대	중립	확대	확대	축소
Citi	2,800	중립	확대	확대	확대	중립	중립	확대
Morgan Stanley	2,700	중립	축소	중립	중립	확대	중립	확대
UBS	2,700	확대		중립	확대	축소	확대	확대
JP Morgan			중립				축소	확대
BofA							확대	

주: '24년말 코스피 목표주가, 자료: 각 사

□ [평가] '24년 국내 주식시장 여건을 종합해보면 주가는 대체로 양호한 움직임을 보일 것으로 예상. 다만, 특정 업종 쏠림이 지속되는 가운데 시장참여자들은 이익의 지속가능성과 더불어 주주환원 확대 등 제도 개선 노력에도 주목할 전망

- 내년 한국 수출 개선 가능성을 감안할 때 당분간 국내 주식시장에 대한 투자심리는 긍정적일 것으로 예상
- 다만, 한국 증시 내 특정 업종 쏠림은 높은 이익 변동성이 향후에도 지속될 것임을 의미하며, 이와 같은 단점을 보완하기 위해서는 주주환원 확대 등 투자 매력도 제고를 위한 구조적인 변화가 필요

국제금융센터의 사전 동의 없이 상업상 또는 다른 목적으로, 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3자에게 배포하는 것을 금합니다.  
국제금융센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다.  
문의: 02-3705-6226 혹은 ejlee@kcif.or.kr, 홈페이지: www.kcif.or.kr