

## 외국인 대규모 순매도 가능성 점검

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

Strategist 박중섭 769-3810 parkjs@daishin.com

### 대규모 프로그램 순매도 가능성은 낮아

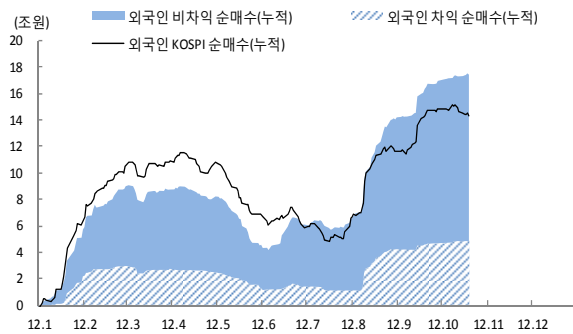
7월이후 순매수를 지속하던 외국인 투자자들이 이달만에 다시 순매도로 전환하였다. 아직 외국인 매도의 규모가 큰 편은 아니지만, 외국인을 제외하면 특별히 지수의 상승을 견인할만한 투자주체가 없다는 점에서 외국인의 순매도 전환은 우려스러운 부분이다. 연기금이 순매수를 지속하고 있지만 하단을 지지하는 역할을 이상을 기대하기 어렵고, 투신권 역시 KOSPI 1950 이상에서는 펀드 환매로 인해 매수 여력이 약화될 수 밖에 없다.

외국인 매매동향에서 시장의 관심이 가장 큰 부분은 프로그램 잔고의 출회가능성이라고 판단한다. 7월부터 유입되기 시작한 외국인 순매수 자금의 상당부분이 차익/비차익 프로그램 매매를 통해 유입되었기 때문이다. 연초이후 누적된 프로그램 잔고만 17조 4천억원에 달한다(비차익 12조5천억원, 차익 4조8천억원). 연초 이후 외국인 전체 순매수 규모 15조원을 넘어서는 수준이다. 외국인이 순매도를 기록하고 있는 10월에도 프로그램 잔고는 오히려 증가세를 지속하고 있어 프로그램 물량이 출회된다면 시장의 충격이 적지 않을 것으로 판단한다. 지난 4월 이후에도 연초이후 유입되었던 비차익 프로그램 물량이 매도로 전환하면서 외국인 순매도의 대부분을 차지했다.

그러나 세 가지 이유로 아직 프로그램 물량이 출회될 가능성은 크지 않다고 판단한다.

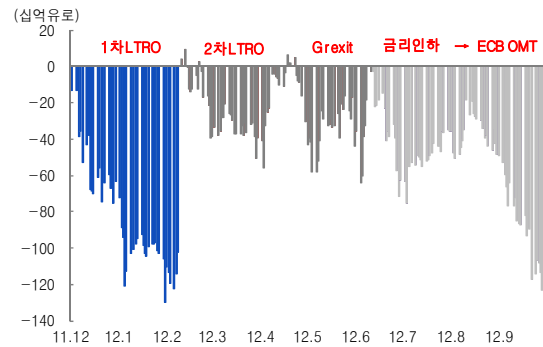
첫째, 프로그램에서 유럽계 자금의 비중이 높다는 점이다. 프로그램 잔고가 급증한 시기와 유럽계 자금의 KOSPI 순매수 시기가 일치한다는 점에서 프로그램 잔고의 대부분을 차지하는 것은 유럽계(특히 영국계)일 가능성이 높다. 그런데 아직 유럽계 자금의 이탈 가능성이 높지 않다고 판단한다. 유럽계 자금은 유럽 상황의 호전과 악화에 따라 큰 폭의 변동성을 보이는 특성이 있다. 지난 1월과 2월 대규모로 유입되었던 유럽계 자금은 5월 그리스의 유로존 탈퇴와 스페인 위기에 대한 우려가 부각되면서 KOSPI에서 이탈하는 모습을 보였다. 그러나 지금은 유럽에 대한 불안감이 확대되었던 지난 5월과 달리 스페인의 국채 수익률이 지속적으로 하락하고 있고 유로화가 유로당 1.3달러를 넘어서는 등 안정에 대한 기대감이 높아지고 있다. ECB의 예금 계정에 묶여 있던 자금들도 지난 1차 LTRO 당시(1월과 2월)와 유사한 규모로 투자처를 찾아 유출되고 있다는 점도 유럽계 자금의 KOSPI 이탈 가능성을 낮추는 부분이다(그림 2).

그림 1. 외국인 매매패턴 변화, 프로그램 잔고의 출회에 달려



자료: Koscom, 대신증권 리서치센터

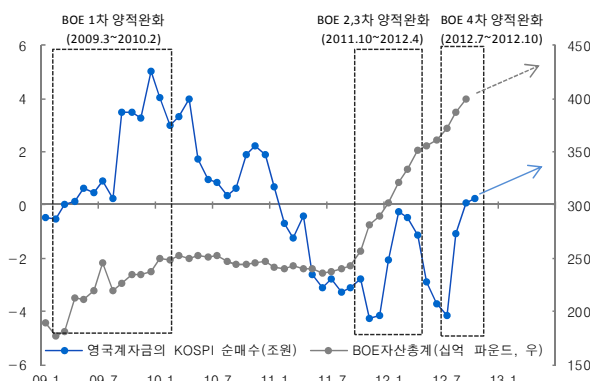
그림 2. ECB 예금에서의 자금유출 1~2월 규모와 유사



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

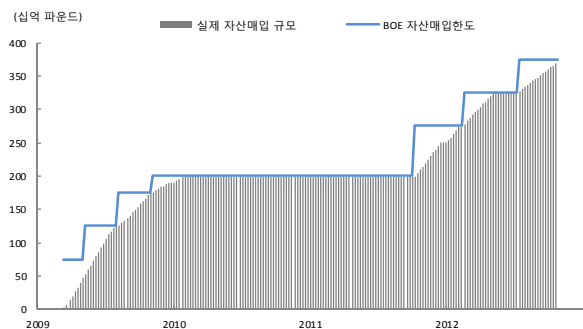
둘째, 유럽계 자금 중 가장 큰 비중을 차지하는 영국계 자금의 이탈 가능성이 낮다는 부분도 긍정적인 요소이다. 11월 BOE 통화정책회의에서 자산매입 프로그램을 확대할 가능성이 있기 때문이다. KOSPI로의 영국계 자금 유입과 BOE의 자산매입 프로그램 확대는 높은 상관관계를 보여왔다(그림 3). 7월 확대한 자산매입 프로그램 한도에 98.35%까지 도달한 상황이라 추가적인 자산매입을 위해서는 프로그램 확대가 필요한 상황이다. 비록 10월 BOE 통화정책회의에서는 자산매입규모가 현 수준(3750억 파운드)에서 동결되었지만, 10월 성명서에서 자산매입 프로그램 규모를 계속 검토하겠다고 밝힌 점과 9월 미국 연준의 QE3 발표, 파운드화 강세 흐름 등을 감안할 때 11월 회의에서 자산매입 규모가 확대될 가능성이 높은 상황이라고 판단한다.

그림 3. 11월 BOE 양적완화 확대 시 영국계 자금 지속 유입 예상



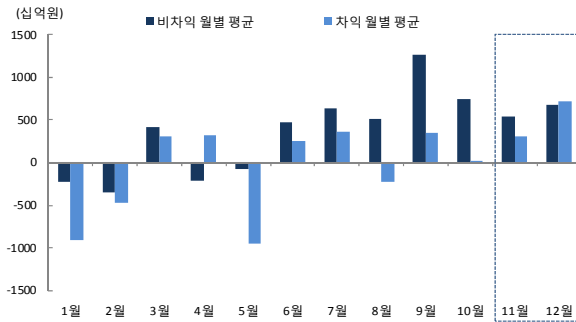
자료: 금감원, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 7월 확대한 자산매입 한도의 98.35%까지 매입 완료



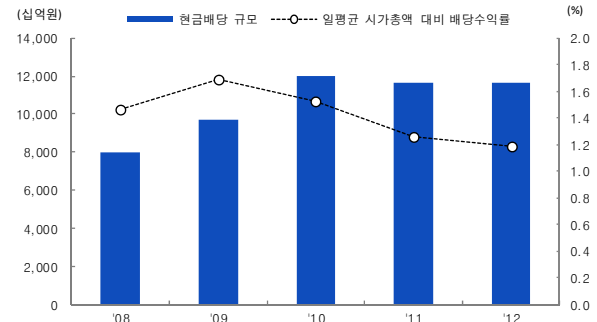
자료: 영란은행, 대신증권 리서치센터

그림 5. 11월, 12월 프로그램 차익/비차익 물량의 월별 패턴



주: 2001년 ~ 2011년 프로그램 매매동향의 월별 평균 값  
자료: Koscom, 대신증권 리서치센터

그림 6. '12년 배당 매력은 이전 수준 유지될 전망



주: KOSPI 및 KOSDAQ 종목 중 배당('08~'11) 및 배당추정액('12)의 총합  
자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

셋째, 프로그램에서 대규모 매도물량이 출회될 가능성을 낮추는 또 다른 요소는 프로그램 매매동향에서 나타나는 계절성이다. 2001년 이후 프로그램 차익/비차익의 월별 패턴을 살펴보면 11월과 12월에는 순매수를 기록하는 경향이 뚜렷하다. 배당을 받기 위한 목적으로 유입되는 자금들로 인해 프로그램 매매는 11월~12월에 순매수를 기록하게 되고, 배당이 결정된 1월부터는 일부 자금이 유출되는 패턴이 반복된다(그림 5). 올해 기업들의 현금배당규모는 2011년과 유사한 수준이 될 것으로 예상된다. 주가상승으로 배당수익률은 2011년보다 소폭 낮아질 것으로 예상되지만, 순이익증가에 따라 현금배당규모 자체는 소폭 상승이 기대되는 상황이다.

## 외국인 순매수 둔화는 미국계 자금의 영향 커

9월, 7개월만에 순매수를 보였던 미국계 자금이 10월 다시 순매도로 돌아선 것으로 나타나고 있다(10월 22일자 언론보도, 19일까지 미국계 순매도 4600억원).

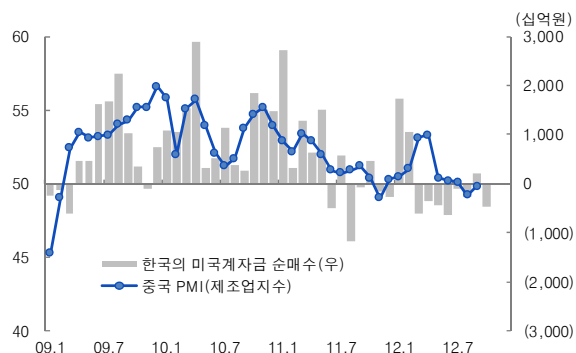
미국계 자금 유입이 지연되는 이유를 두가지로 추정해 볼 수 있다.

첫째, 벤가드의 벤치마크 변경에 대한 예고가 미국계 자금의 투자심리에 부정적으로 작용했을 수 있다. 10월 2일, 미국계 글로벌 펀드 운용사인 Vanguard는 22개 인덱스 펀드의 벤치마크를 변경했다. 이 가운데 6개 International Fund는 벤치마크를 MSCI에서 FTSE로 변경할 예정이다. FTSE지수는 한국을 선진국으로 분류하고 있어 시장지위 변경에 따라 약 9조원이 단계적으로 유출될 것으로 추정되고 있다.

둘째, 경기측면에서는 중국 경기의 회복 지연이 자금유입에 부정적 영향을 주고 있는 것으로 판단한다. 중국 경기는 신흥국 경기를 대표함은 물론 한국경기와 연관성이 높다. 중국경기 모멘텀의 지연은 경기모멘텀에 근거한 미국계 자금유입에 부정적 영향을 주고 있다. [그림 7]는 중국 PMI(제조업지수)와 한국의 유입된 미국계 자금을 나타낸 것이다. 과거 패턴과 달리 중국 PMI지수가 50이하에서 빠른 반등이 지연되고 있고 이에 따라 한국에서 미국계 자금의 순매도도 지속되고 있다고 판단한다.

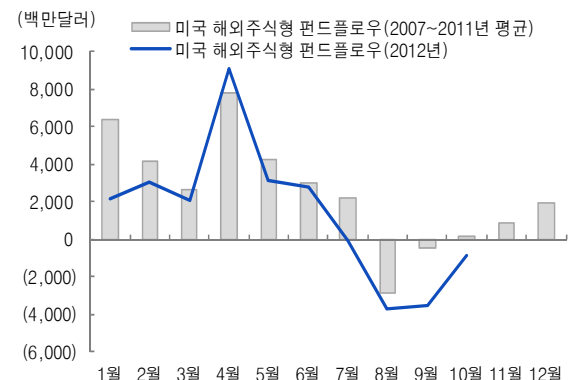
중국을 중심으로한 아시아 지역의 경기모멘텀 부진이 미국계 자금의 유입을 방해하는 요소라고 할 때, 미국계 자금이 KOSPI로 유입되는데는 시간이 더 필요해 보인다. 그러나 미국계 자금의 동향에서 긍정적인 부분은 미국계 자금의 순매도가 클라이막스를 지나고 있을 가능성이 높다는 점이다. [그림 8]은 과거 미국 해외주식형 펀드플로우의 월간 흐름과 2012년 펀드플로우를 나타낸 것이다. 2012년 펀드플로우의 방향성은 과거 평균적인 펀드플로우와 유사하게 진행되고 있다고 판단한다. 4분기 후반 그리고 연초로 갈수록 미국계 자금의 유입이 보다 강해질 수 있을 것으로 기대한다.

그림 7. 미국계 자금과 중국 경기(중국 PMI)



자료: Bloomberg, 금감원, 대신증권 리서치센터

그림 8. 미국내 펀드플로우(해외주식형)와 한국의 미국계 자금



자료: IC, 대신증권 리서치센터

#### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.  
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.