

# 디커플링은 지속되지 않는다 [2월 주식시장 전망]

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

## 2월 주식시장 전망 요약

### 2월 코스피 밴드 : 1,920 ~ 2,030

1월 나타난 글로벌 증시와 코스피의 디커플링은 2월 긍정적인 방향으로 점차 해소되어 갈 것으로 전망한다. 외국인 매도 공세가 진정될 것으로 생각하기 때문이다.

1월 외국인 매도는 벵가드 물량, 외국인 차익잔고, 주도주(삼성전자, 현대차) 성장에 대한 비관이 맞물리면서 가속된 바 있다. 벵가드 펀드의 한국물 축소는 6월말까지 지속될 예정이다. 기대했던 대체 펀드의 매수세가 부족하지만 벵가드 물량 자체가 시장을 흔들 대형 악재는 아니라고 생각한다. 실제 1월 외국인의 채널별 순매도를 보더라도 벵가드 청산(프로그램 비차익 형태로 추정)의 영향력 보다는 차익순매도 및 비프로그램 매도의 영향력이 압도적으로 높음을 알 수 있다.

1월 외국인 매도압력을 높였던 변수 중 차익잔고 청산 부담은 크게 감소할 것으로 판단한다. 12월 이후 1.2조 차익잔고 중 남아있는 물량은 2천억 내외로 추정되기 때문이다.

남아있는 이슈는 주도주에 대한 외국인의 시각 변화 여부이다. 부정적 시각의 밑바탕에는 IT성장 둔화, 엔약세 가속에 따른 한국 수출주의 펀더멘탈 우려가 깔려 있다. 애플과 현대차의 실적 발표 후 가속된 현대차, 삼성전자에 대한 비프로그램 형태의 외국인 매도는 이러한 우려를 반영한 것으로 볼 수 있다. 비관적 시각이 변화되기 위해서는 삼성전자의 경우 애플의 반등, 현대차의 경우 엔약세의 진정이 필요하다. 애플의 경우 주가 급락으로 밸류에이션 매력에 부각될 수 있는 위치에 근접한 것으로 판단한다. 엔약세도 가속되기 보다 현수준에서 정체될 가능성이 높다고 판단한다. 추가 상승시 내부의 우려와 외부의 압력이 커질 수 밖에 없는 수준에 진입해 있기 때문이다.

### 2월 업종 전략

세가지 업종 컨셉을 제시한다. 첫째, 고베타, 저PER조합이다. 과거 반등국면에서 수익률 우수했던 업종은 고베타 성격이었다. 4Q 실적에서 확인했듯이 아직 이익의 추세적 개선을 기대하기 어렵다는 점에서 밸류부담이 낮은 고베타를 선택하는 것이 유효해 보인다. 이에 해당하는 업종은 건설, 금융, 에너지 업종이다.

둘째, 삼성전자, 현대차의 대안으로 IT내 2<sup>nd</sup> Tier에 대한 관심이 높아질 수 있다. 2월 삼성전자와 현대차의 역할은 코스피 바닥에 대한 안정성을 높여주는데 국한될 것이다. LG전자와 LG디스플레이등 2<sup>nd</sup> Tier가 대안으로 부상할 수 있다.

셋째, 1월 전망에서 제시한 새정부 출범과 관련된 수혜업종인 건설, 미디어, 유틸리티의 양호한 흐름이 2월에도 이어질 수 있다.

## 2월 이슈 : 외국인 매도가 완화될 수 있는 이유

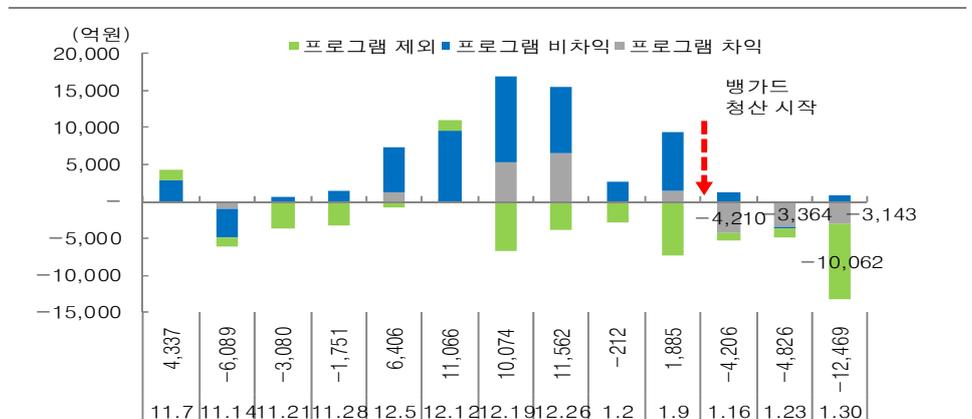
외국인의 매도세가 본격화 될 것인지, 아니면 일시적 현상으로 그칠지에 대한 판단에 따라 2월 지수의 저점과 방향성이 달라질 수 있다. 우리는 2월 외국인 매도세가 진정될 것으로 전망한다. 먼저, 1월 외국인 매매패턴을 분석해 보자.

1월 외국인의 매매패턴의 특징은 세가지로 나누어 볼 수 있다. 외국인 매매을 유입형태로 보면 프로그램 차익, 프로그램 비차익, 프로그램제외 매매로 구분할 수 있다. 먼저, 1월 10일부터 시작된 벵가드 벤치마크 변경에 따른 청산 물량은 프로그램 비차익 형태인 것으로 추정한다. 두번째, 1월 10일부터 1월 28일까지 약 1조 원에 달하는 매수차익 잔고가 차익매매 형태로 청산되었다. 마지막으로 애플과 현대차 실적이 발표된 1월 24일 이후 프로그램 제외 매도가 급증하고 있다.

[그림1]은 외국인의 채널별 매매패턴을 정리한 것이다. 벵가드 펀드의 한국물 비중 축소가 시작된 1월 10일 이후 매매패턴을 보면 실제 벵가드 청산 물량(프로그램 비차익 매도)보다 차익과 비프로그램 매도 금액이 압도적으로 많다. 1월 수급 공백은 세가지 패턴이 겹치면서 발생했지만 결정적인 원인은 벵가드이슈가 아닌 외국인의 차익 순매도와 비프로그램 형태의 매도에 있다는 것을 알 수 있다.

벵가드 물량은 6월말까지 청산이 지속될 예정이다. 1월 사례에서 확인되었듯이 시장을 흔들 대형 악재는 아니라고 생각한다. 1월 외국인 매도압력을 높였던 프로그램 차익 매도와 비프로그램 매도 중 차익순매도 부담은 2월에 크게 완화될 것으로 판단한다. 12월 만기 이후 누적된 차익잔고는 1.2조원중 1조원 가량이 이미 출회되었기 때문이다. 가장 우려되는 것은 비프로그램(15종목 미만의 주문)형태로 유입되는 외국인 매도이다. 이러한 매도는 바스켓 형태가 아닌 특정종목에 대한 매도일 가능성이 높기 때문이다. 시기와 정황상 삼성전자와 현대차 등 주도주에 매도가 집중된 것으로 추정된다. 매도의 원인이 된것은 성장성과 환율에 대한 우려 때문이다. 엔약세가 진정되거나, 애플 주가가 하락을 멈추다면 부정적인 영향은 줄어들 수 있다. 더불어 추가 조정시 밸류에이션 매력이 생긴다는 점도 1월과 다른 점이라고 생각한다.

그림 1. 외국인 채널별 매매패턴



자료: KFX, 대신증권 리서치센터

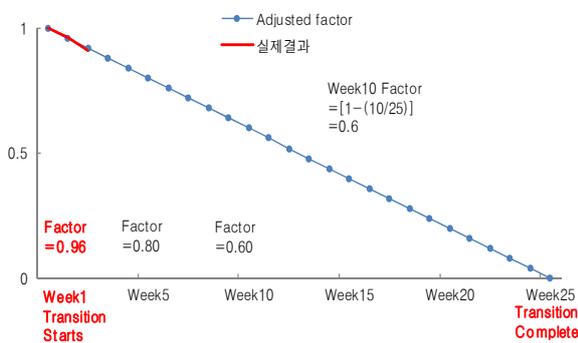
### 1. 예고된 약재 - 뱅가드 펀드 청산 : 대체매수세의 부족

1월 10일부터 뱅가드 펀드가 벤치마크 변경에 따른 매도세가 시작되었다. 충격을 분산시키기 위해 FTSE는 FTSE Emerging Transition Index를 만들었고 동 index에서 14.6%의 비중을 차지하는 111개 한국종목을 25주동안 줄여나가는 과정이 실행되고 있다. 매주 4%를 줄일 예정이나 주간 실제 줄이는 규모는 오차가 존재한다. 2주가 시행된 현재(11.29일) 기준 9%를 줄였다[그림2].

뱅가드 펀드 청산이 시작되기전 뱅가드에 대한 우려는 크지 않았다. 1월초 신흥국 펀드로 공격적인 자금유입이 나타나다면서 뱅가드발 충격을 충분히 소화낼 것이라는 낙관에 근거한 것이었다. 실제 뱅가드 펀드 청산이 시작되기 직전인 1월3일부터 1월9일까지 펀드플로우를 보면 GEM펀드로 57억달러가 유입되었고, ASIA ex Japan펀드로도 15억달러가 유입되었다. 특히 GEM펀드내 2위 규모(520억달러)로 블랙락이 운영하는 iShares MSCI EM Index 펀드에 대한 기대가 높았다. [그림3]에서 보는 바와 같이 1월 9일까지 동 펀드로 대규모 자금유입이 이어진바 있다. 11월 21일 이후 GEM으로 200억달러의 자금유입이 있었고, 이 가운데 블랙락이 운영하는 iShares MSCI EM Index 펀드로 유입된 자금은 96.4억달러로 47%를 차지했다.

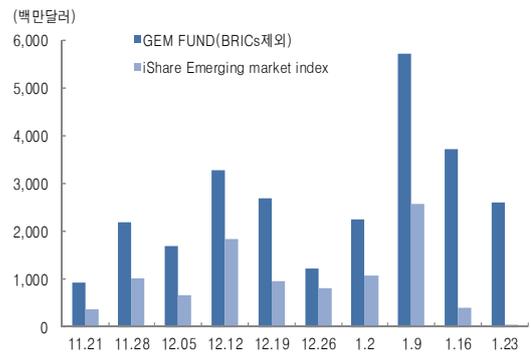
그러나 뱅가드 펀드의 한국물 비중 축소가 시작된 1월 10일 이후 대체 매수세력으로 기대했던 iShares MSCI EM Index 펀드로의 자금유입은 급격히 줄었다. 전체 GEM펀드 유입이 완만하게 감소한 것에 비하면 이례적인 경우이다. 이러한 대체 매수자금의 유입이 약했던 점도 1월 외국인 수급공백의 원인이 되었다.

그림 2. 뱅가드 청산 과정 - 2주차 진행 전체 물량 중 9% 청산



자료: FTSE, 대신증권 리서치센터

그림 3. 대체 매수세(블랙락 iShares EM펀드) 기대 미달



자료: EPFR, 대신증권 리서치센터

## 2. 수급 교란 요인 - 외국인의 차익잔고 청산 : 마무리 국면 진입

1월 10일 이후 외국인 매도를 확대시킨 주범은 벵가드 물량이 아닌 외국인의 차익 잔고 청산이었다. [그림4]는 외국인의 채널별 매매패턴을 나타낸 것이다. 1월 10일부터 1월 29일까지 외국인 순매도를 주도한 것은 1조원이 넘는 차익 순매도 였다. 벵가드 물량이 나오는 것으로 추정되는 외국인 프로그램 비차익 매도는 벵가드 1주차, 2주차에 소폭이나마 순매수를 기록했다. 따라서 벵가드 펀드 청산 초기 변동성을 높인 것은 외국인 차익잔고의 청산이라고 볼 수 있다.

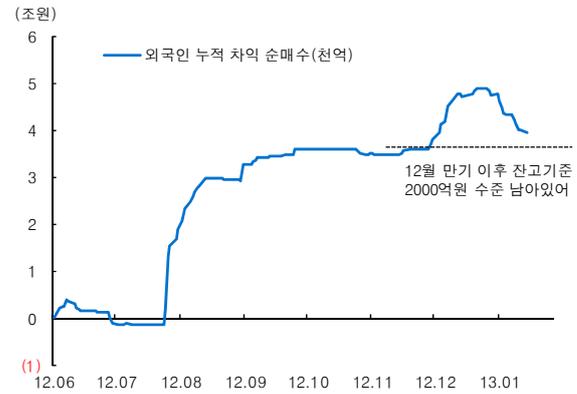
수급교란 요인으로 작용했던 외국인 차익 잔고 청산은 마무리 국면에 진입한 것으로 추정한다. [그림5]는 2012년 6월이후 외국인의 차익잔고를 나타낸 것이다. 1월 10일 이후 외국인의 차익순매도가 9400억원에 달해 12월 만기 이후 누적 잔고 기준으로는 2,000억 가량의 잔고만 남은 것으로 추정된다.

그림 4. 채널별 외국인 매매 패턴 : 차익매도 가속



자료: KRX, 대신증권 리서치센터

그림 5. 외국인 차익잔고 부담 감소

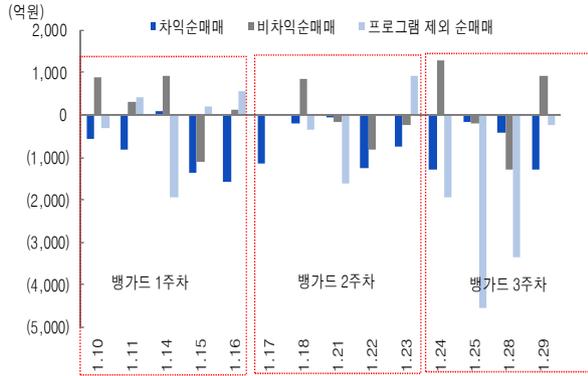


자료: KRX, 대신증권 리서치센터

## 3. 수급 악화 요인 - 외국인의 비프로그램 순매도 : 주도주 매도

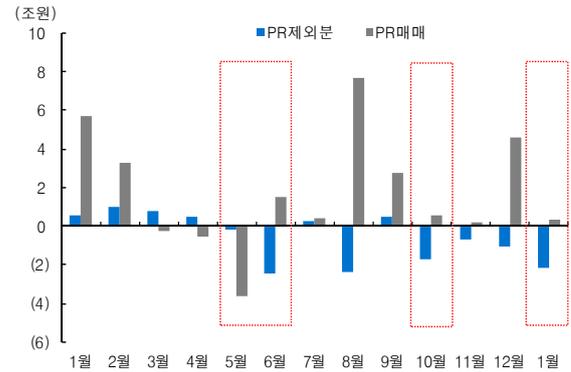
1월 24일 현대차의 실적 발표를 기점으로 외국인의 채널별 매매패턴에 변화가 나타났다. [그림6]은 채널별 외국인 순매매를 나타낸 것이다. 벵가드 펀드 3주차 이자 애플과 현대차 실적발표를 기점으로 비프로그램 순매도 규모가 급증했음을 알 수 있다. 1월 10일~1월23일까지 외국인 수급 악화의 주범이 차익매도 였다면 24일 이후 외국인 매도 충격은 특정 종목에 집중된 비프로그램 매도였고, 대표종목에 매도가 집중되었던 만큼 이전보다 지수영향력은 더 커지게 되었다. 종목별 매매동향과 연결시켜보면 삼성전자와 현대차에 대한 매도가 많았던 것으로 보인다. 애플의 부진한 실적 발표 이후 IT산업에 대한 불확실성이 커졌고, 현대차의 영업이익을 크게 악화되면서 자동차 업종에 대한 비관적 시각이 늘어난데 따른 것으로 해석할 수 있다.

그림 6. 1월 후반 외국인 매도 : 비프로그램 매도 형태



자료: KRX, 대신증권 리서치센터

그림 7. 수급공백 : 비프로그램 매도가 프로그램 매수 압도



자료: KRX, 대신증권 리서치센터

## 2월 이슈 – 주도주(삼성전자, 현대차)의 향방 : 애플과 엔달러

2월 코스피의 디커플링 해소는 악화된 주도주(전차)에 대한 환경변화를 전제로 한다.

삼성전자와 자동차에 대한 부정적 시각의 기저에는 IT성장 둔화, 엔약세 가속에 따른 한국 수출주에 대한 펀더멘탈 우려가 깔려있다. 성장성에 대한 비관이 교정된다면 삼성전자와 현대차에 대한 외국인 매도는 진정될 수 있다. 성장성에 대한 비관을 바꿀 수 있는 트리거는 삼성전자의 경우 애플의 반등, 현대차의 경우 엔약세의 진정이라고 생각한다.

삼성전자와 애플 주가가 2012년 9월~12월까지 디커플링 되었지만 장기 추세를 보면 동조화 현상이 뚜렷하다[그림8]. 애플과 삼성전자는 IT의 혁신과 성장성을 대변하기 때문이다. 2월 삼성전자의 주가는 애플 주가와 동조화가 강화될 것이다. 애플의 경우 주가 급락으로 밸류에이션 매력이 부각될 수 있는 위치해 있다고 판단한다.

현대차의 경우도 1분기 실적 우려에도 불구하고 엔약세가 진정된다면 2월 추가 하락보다는 바닥 확인 및 반등시도가 나타날 수 있다[그림9]. 현대차의 경우 이미 12M Fwd PBR1배 수준까지 주가가 하락해 있어 밸류에이션 매력은 충분하다. 2011년 이후 삼성전자와 현대차 12M Fwd PE 저점(2011.8월)을 기준으로 바닥을 잡아보면 삼성전자는 1,320,000원, 현대차의 경우 185,000원 수준이 의미있는 저점 수준이 될 것으로 판단한다[그림10,11].

그림 8. 삼성전자와 애플의 동조화(애플실적 발표후 동조화 강화)



자료: 대신증권 리서치센터

그림 9. 원엔환율과 현대차



자료: Wisein, 대신증권 리서치센터

그림 10. 삼성전자의 bottom 라인



자료: Wisein, 대신증권 리서치센터

그림 11. 현대차의 bottom 라인



자료: Wisein, 대신증권 리서치센터

## 2월 업종전략

2월 삼성전자와 현대차 주가 하락이 멈추면서 코스피도 1,900선 초반에서 지지력을 확보하게 될 것이다. 그러나 2월 반등국면에서 삼성전자와 현대차가 주도적 역할을 하기는 어려워 보인다. 삼성전자, 현대차의 역할은 시장의 안정성을 높이는 데 국한될 것으로 보인다.

2월 반등 국면에서의 업종 컨셉은 세가지이다.

첫째, 고베타, 저PER컨셉이 유망할 것으로 판단한다. 2011년 이후 반등국면에서 고베타주는 반등의 주도주였다. 이번 반등구간에서도 상대적으로 우수한 성과를 낼 수 있다고 판단한다. 다만 아직은 이익개선 가시성이 낮기 때문에 PER 부담이 낮은 업종을 선택하는 것이 필요해 보인다. 건설, 금융, 기계, 에너지업종이 이에 해당한다.

둘째, 삼성전자의 대체 수단으로서 IT내 2<sup>nd</sup>에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다. LG전자와 LG디스플레이, 애플의 저점이 확인된다면 하이닉스가 그 대상이 될 것으로 판단한다.

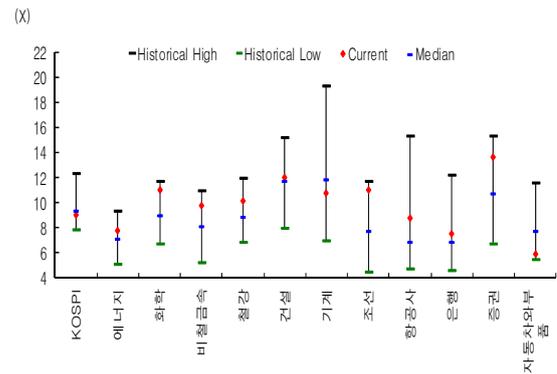
셋째, 새정부 출범과 관련된 업종에 대한 관심이 유효하다. 1월 전략에서 제시한 새정부 수혜주인 건설, 미디어, 유틸리티업종은 여전히 유효한 투자 대상이 될 것으로 판단한다. 2월 중순이면 인수위 토론을 거쳐 박근혜 정부의 정책비전 및 과제가 선정될 것으로 보인다. 주택시장 활성화 대책, 미디어 산업 규제 완화, 전력요금 개편 이슈는 공약대로 추진될 것으로 보인다.

그림 12. 고베타 업종



자료: Wiseln, 대신증권 리서치센터

그림 13. 저PER - 건설, 금융, 에너지, 기계



자료: Wiseln, 대신증권 리서치센터

## [참고사항] 뱅가드 청산이 빠르게 진행되는 종목

1월 10일부터 뱅가드 펀드의 한국물 비중 축소가 시작되었다. 총 25주간 4% 비중을 줄여나갈 예정이다. 2주차에 진행된 현재 한국물 비중이 9% 줄었다. 종목별로는 편차가 존재한다. 50개 종목은 비중 축소를 하지 않았고 비중을 줄인 종목도 종목별 편차가 존재한다. 아래 종목은 평균(2주간 9% 축소)보다 높게 비중축소가 이루어지고 있는 종목리스트이다.

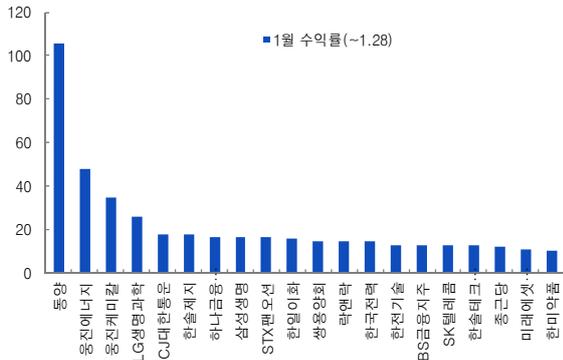
표 1. FTSE Emerging Transition Index내 한국 종목 중 매도 비율이 높았던 종목 (2주차 집계)

종목명	2013.1.9	2013.1.23	한국물 비중변화 (%p)	매도비율 (비중변화/1.9일 Weight)	수익률 (1.10~23일)
	FTSE Emerging Transition Index Weight(%)	FTSE Emerging Transition Index Weight(%)			
<b>한국종목(111개)</b>	<b>14.60</b>	<b>13.28</b>	<b>1.32</b>	<b>0.09</b>	<b>-0.57%</b>
두산	0.03	0.02	0.01	0.33	-2.27%
KCC	0.04	0.03	0.01	0.25	-4.14%
효성	0.04	0.03	0.01	0.25	-7.59%
LS	0.04	0.03	0.01	0.25	-4.71%
두산인프라코어	0.04	0.03	0.01	0.25	-2.94%
만도	0.04	0.03	0.01	0.25	0.00%
신세계	0.04	0.03	0.01	0.25	-4.98%
대한항공	0.04	0.03	0.01	0.25	-4.65%
삼성카드	0.04	0.03	0.01	0.25	-3.07%
아모레퍼시픽	0.09	0.07	0.02	0.22	-5.64%
두산중공업	0.05	0.04	0.01	0.20	-1.92%
금호석유	0.05	0.04	0.01	0.20	-5.93%
오리온	0.1	0.08	0.02	0.20	-7.03%
기업은행	0.05	0.04	0.01	0.20	0.00%
현대해상	0.05	0.04	0.01	0.20	5.18%
LG생활건강	0.15	0.12	0.03	0.20	-9.64%
제일모직	0.11	0.09	0.02	0.18	-7.31%
현대건설	0.12	0.1	0.02	0.17	-8.13%
현대위아	0.06	0.05	0.01	0.17	-6.65%
코웨이	0.06	0.05	0.01	0.17	1.88%
E-Mart	0.12	0.1	0.02	0.17	-2.93%
현대백화점	0.06	0.05	0.01	0.17	0.94%
SK하이닉스	0.32	0.27	0.05	0.16	-5.37%
삼성전자	3.68	3.3	0.38	0.10	-1.80%

자료 : FTSE, 대신증권 리서치센터

## [참고사항] 주요국가 1월 수익률 상위 종목

그림 14. 한국 KOSPI 1월 수익률 상위 20위 종목 (KOSPI 200)



자료: ECB, 대신증권 리서치센터

그림 15 한국 1월 업종별 수익률

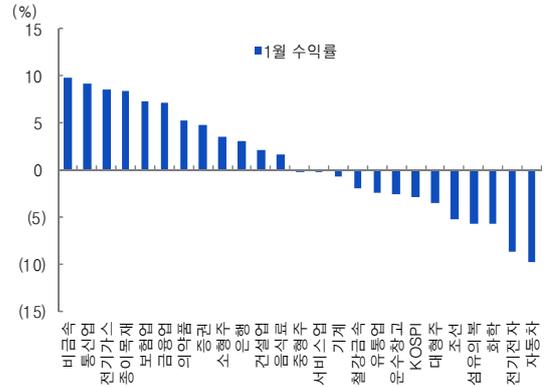


표 2. 1월 주요국 수익률 상위 종목 (미국과 유럽)

순위	미국(S&P 500)			유럽(S&P유럽 350)		
	종목	업종	수익률(%)	종목	업종	수익률(%)
1	넷플릭스	유통	74.7	알카텔-루슨트	통신장비	32.00
2	베스트 바이	유통	35.5	우니크레디트	은행	28.39
3	델	IT	28.7	크레디아그리콜	은행	27.58
4	라이프 테크놀로지	생명공학	27.5	미디어세트	미디어	26.80
5	셀진	바이오	25.7	노벨 바이오케어 홀딩	헬스케어장비	24.87
6	젠위스파이낸셜	보험	23.2	피아트	자동차	24.54
7	마이크론 테크놀로지	반도체	23.1	방코 포플라레 소시에타 코페	은행	24.24
8	씨게이트 테크놀로지	IT	22.7	GAM 홀딩	금융	23.89
9	H&R 블록	소비자서비스	22.0	크레디트 스위스	은행	23.27
10	제록스	IT	20.7	방쿠 에스피리투 산투	은행	23.24
11	스테이트 스트리트	금융	20.0	방코 포플라르 에스파놀	은행	21.33
12	보스턴 사이언티픽	헬스케어장비	19.7	EADS	항공우주	21.14
13	휴렛 팩커드	IT	19.4	베스타스 윈드 시스템	기계(풍력)	20.28
14	테넷 헬스케어	헬스케어	19.2	소시에테 제네랄	은행	20.18
15	이트레이드 파이낸셜	금융	18.4	메디오방카	금융	20.01
16	에이본 프로덕츠	개인용품	18.3	OPAP	호텔레저	19.44
17	헤스	에너지	18.0	쓰리아이	금융	19.20
18	인튜이티브 서지컬	헬스케어	17.9	인터내셔널 컨슬리데이티드 에	항공	19.05
19	AMD	반도체	17.5	들레즈그룹	음식료	19.02
20	KLA-텐코	반도체	17.5	에스테 마이크로 엘렉트로닉스	반도체	18.43

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 1월 주요국 수익률 상위 종목 (일본과 중국)

순위	일본(Nikkei 225)			중국(CSI 300)		
	종목	업종	수익률(%)	종목	업종	수익률(%)
1	소니	IT	44.1	에이빅 항공기	우주항공	43.6
2	마즈다자동차	자동차	35.6	China Avic Avionics Equipmen	우주항공	36.8
3	NEC	IT	24.9	원타임 에너지	에너지	34.8
4	다이니폰스미토모제약	제약	24.3	중국 민생은행	은행	31.4
5	가와사키기선 (K-Line)	해운	21.4	Founder Securities Co Ltd	증권	29.0
6	타케다약품공업	제약	20.1	엔타이 저루이 유전 서비스 그	에너지	28.3
7	도시바	IT	19.3	선전 라이바오 하이테크	IT	27.9
8	히노자동차	기계	18.9	중국 위성	우주항공	26.7
9	아스텔라스제약	제약	18.3	베이징SL제약	제약	26.4
10	코니카 미놀타 홀딩스	IT	17.9	저장 비잉메이트 과학무역	음식료	23.9
11	올림푸스	IT	17.6	쓰촨 커룬 제약	제약	22.5
12	도요보	섬유의복	17.1	중국국제해운컨테이너	기계	22.3
13	파나소닉	IT	16.3	광시 우저우 중형 그룹	제약	19.9
14	JTETK	기계	16.2	중국 CITIC 은행	은행	18.9
15	미쓰비시중공업	기계	15.9	장성 자동차	자동차	18.5
16	미쓰비시상사	상사	15.7	TBEA	IT	18.4
17	JT	담배	15.6	산둥 동어아교	제약	18.2
18	닛산자동차	자동차	15.0	네이멍구 이리산업	음식료	17.9
19	히타치조선	기계	14.9	Tongkun Group Co Ltd	화학	17.8
20	INPEX 홀딩스	에너지	14.8	China Hainan Rubber Industry	화학	17.6

자료: 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 주식투자의 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.