

반복되는 한국증시 디커플링에 대한 시각

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

*외국인 매도공세는 18일 기점으로 진정될 것

3월 18일 FTSE지수 정기 변경이 완료된다. 뱅가드펀드의 한국물 청산을 위해 설정된 FTSE Emerging Transition Index의 유동비율 변경도 18일자로 조정된다. 외국인의 매도 공세가 진정되면서 주가 반등이 나타날 것으로 예상된다. 이번 FTSE 지수 변경의 핵심은 유동비율 적용 방식의 변화였다. 유동비율 변화가 크고 외국인 매도규모가 컸던 대형주의 반등을 기대해 볼 수 있다. 이에 해당하는 종목은 삼성전자, 한국전력, 금융주(삼성생명, 삼성화재, 외환은행)이다.

*반복되는 한국증시 디커플링에 대한 시각

반복되는 한국증시의 디커플링은 상대적 저평가 논리에 근거한 한국증시 접근에 근본적인 의문을 던져주고 있다. 한국증시 디커플링이 구조적인 변화를 품고 있다면 일시적인 회복이 가능하지만 상대적인 매력력이 떨어지는 현상은 지속될 수 밖에 없다. 한국증시 디커플링은 공격적인 일본의 행보, 중립적인 한국의 정책대응, 중국의 완충역할 약화의 세가지 요인이 결합되며 구조화되고 있다.

일본의 경기부양 행보는 더욱 강화되고 있다. 20일 구로다 신임 일본은행 총재의 취임이 예정되어 있다. 21일 취임 기자회견을 통해 공격적인 조치를 취할 가능성이 높다. 일본의 공격적인 행보는 통화정책 이어 통상정책으로도 확대되고 있다. 3월 15일 논란이 되었던 TPPA(환태평양 경제동반자협정)교섭 참가를 공식 선언해 한국의 뒤쳐져있던 자유무역협정에서도 본격적인 경쟁국면에 진입했다.

이러한 일본의 공격적 움직임에 한국은 마땅한 대응카드를 찾지 못하고 있다. 중국의 경기 확장이 완충 역할을 해 줄 수 있지만 전인대를 통해 나타난 정책방향은 기대를 높이기엔 역부족이었다. 확장적 재정지출 카드를 꺼냈지만 초점은 지출 확대보다는 감세에 맞추어져 있다. 선진국의 확장적 통화정책과 중국내 부동산 버블에 대한 우려로 통화정책은 여전히 신중한 기조를 유지했다.

일본의 공격적인 행보는 경기부양이라는 긍정적 효과와 더불어 재정위험성이 부각될 수 있는 양면을 가지고 있다. 그러나 지금 시장은 부정적 영향보다는 공격적인 경기부양조치에 대한 기대를 더 높게 사고 있다. 이번주 대형주의 반등이 예상되지만 반등을 넘어서 추세적 흐름을 기대하기는 어려워 보인다. 성장이 제한된 대형주 보다는 대안으로서의 내수, 서비스, 코스닥의 강세 현상이 지속될 가능성이 높다.

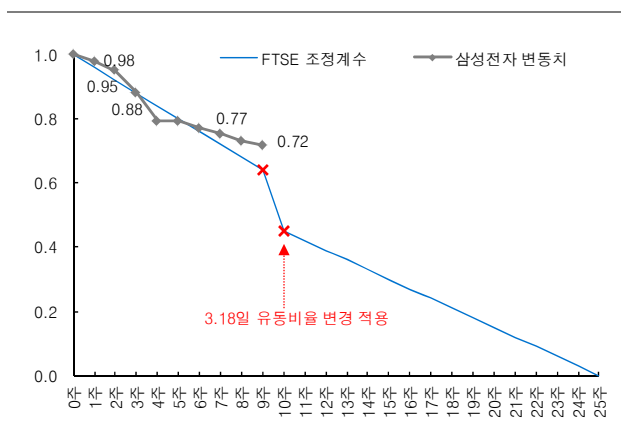
FTSE 정기변경에 따른 부정적 영향 마무리

3월 18일을 기준으로 FTSE 지수 정기변경이 이루어진다. 이번 변경의 핵심은 유동비율 방식의 변화이다. 뱅가드펀드의 한국물 청산을 위해 설정된 FTSE Emerging Transition Index의 유동비율 변경도 18일까지 조정될 예정이다.

삼성전자를 기준으로 보면 기존 간접 유동비율 방식으로는 시가총액 산정에 상장 주식수의 100%가 반영되었으나 실제 유동비율 방식으로 변경되면서 75%가 반영 되게 된다. 이에 따른 영향은 [그림1]에서 보는 바와 같이 주간 단위 4%씩 줄이는 과정은 지속되지만 유동비율 기준 변경 효과가 일시에 반영되면서 충격을 주게 된다. 종목별 차이는 있지만 많게는 24%를 한꺼번에 줄여야 하는 이슈가 발생한다. 지난주 외국인의 대규모 매도는 이와 연관된 매도일 가능성이 높다. 유동비율 변경은 단기적으로 충격을 주지만 이후 출회된 물량 부담을 줄이는 효과도 있다.

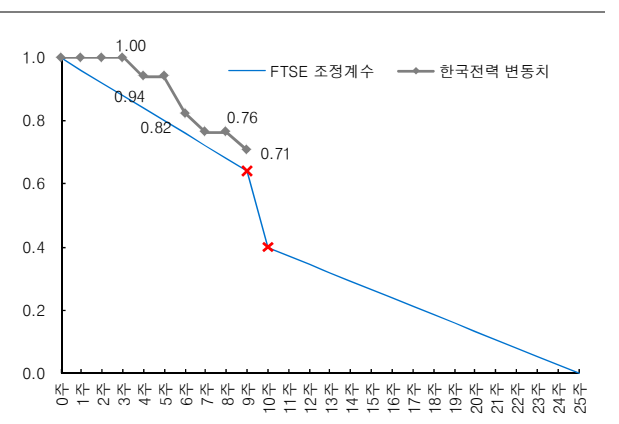
3월 18일 정기변경이 마무리되면 유동비율 변화가 크고 외국인 매도규모가 컸던 대형주의 반등을 기대해 볼 수 있다. 이에 해당하는 종목은 삼성전자, 한국전력, 금융주(삼성생명, 삼성화재, 외환은행)이다.

그림 1. 삼성전자 유동비율 영향 커 : 외국인 매도세 집중



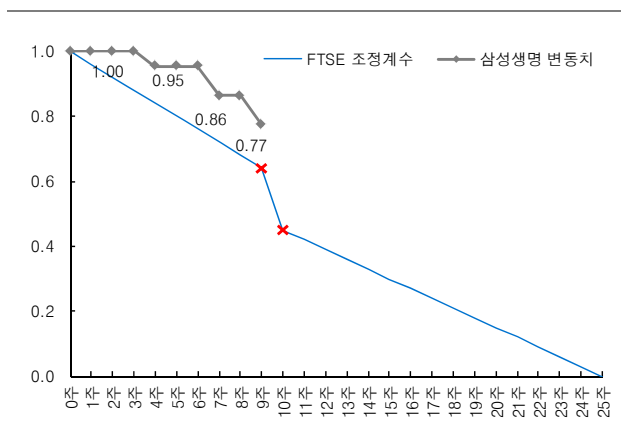
자료: FTSE, 대신증권 리서치센터

그림 2. 한국전력 유동비율 영향 커 : 외국인 매도세 집중



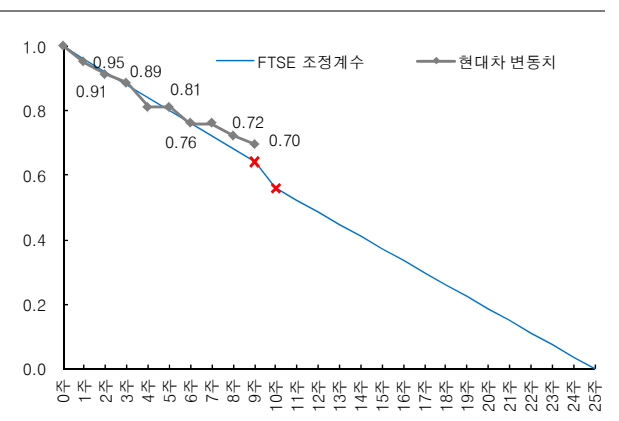
자료: FTSE, 대신증권 리서치센터

그림 3. 삼성생명 유동비율 영향 커



자료: FTSE, 대신증권 리서치센터

그림 4. 현대차 유동비율 영향 제한적 : 외국인 매수



자료: FTSE, 대신증권 리서치센터

그림 5. 낙폭과대 대형주 (유동비율 변화 + 외국인 매도)

코드	종목명	주간수익률	주간 외국인 순매수	FTSE 유동 비율(기존)	FTSE 유동 비율(변경)
A032830	삼성생명	-3.8	-193	75	50
A015760	한국전력	-3.7	-456	75	50
A004940	외환은행	-4.3	-45	75	50
A088350	한화생명	-2.4	-63	75	50
A006800	대우증권	-2.1	-17	75	55
A004370	농심	-2.4	-13	75	55
A005930	삼성전자	-1.3	-6033	100	75
A096770	SK이노베이션	-2.4	-114	100	75
A000810	삼성화재	-3.1	-168	100	75
A071050	한국금융지주	-2.6	-36	100	75
A005830	동부화재	-4.0	-131	75	60
A105560	KB금융	-2.6	-291	100	95
A086790	하나금융지주	-5.3	-132	100	95

반복되는 디커플링에 대한 시각

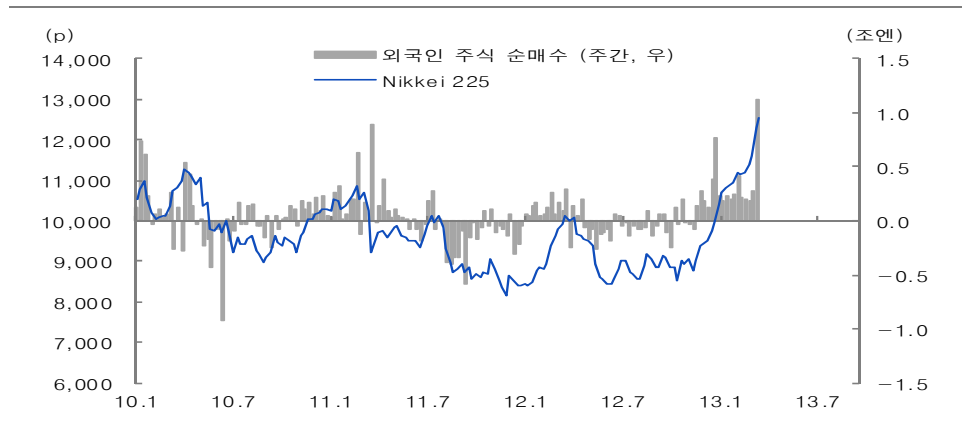
반복되는 한국증시의 디커플링은 낙폭과대 혹은 상대적 저평가 논리에 근거한 한 한국증시 접근에 근본적인 의문을 던져주고 있다. 한국증시 디커플링이 구조적인 변화를 품고 있다면 일시적인 회복이 가능하지만 상대적인 매력력이 떨어지는 현상은 지속될 수 밖에 없다.

한국증시 디커플링은 공격적인 일본의 행보, 중립적인 한국의 정책대응, 중국의 완충역할 약화라는 세가지 요인이 결합되면서 구조화되고 있다.

일본의 경기부양 행보는 더욱 강화되고 있다. 20일 구로다 신임 일본은행 총재의 취임이 예정되어 있다. 21일 취임 기자회견을 통해 더 공격적인 조치를 취할 가능성도 있다. 통화량 목표제, 물가목표제 달성을 위한 시한 설정, 무기한 금융완화 조기시행, 자산매입 대상 확대등이 거론되고 있다. 일본의 공격적인 행보는 통화정책 이어 통상정책으로도 확대되고있다. 3월 15일 논란이 되었던 TPPA(환태평양 경제동반자협정) 교섭 참가를 공식 선언했다. TPPA 참여를 통한 실질 GDP는 0.66%(3.2조엔) 증가할 것으로 일본정부는 전망하고 있다.

일본주식에 대한 외국인의 순매수 확대는 이러한 공격적인 행보에 대한 기대를 담고 있다. 일본의 공격적인 행보는 경기부양이라는 긍정적 효과와 더불어 재정위험성이 부각될 수 있는 양면을 가지고 있다. 그러나 지금 시장은 부정적 영향보다는 공격적인 경기부양조치에 대한 기대를 더 높게 사고 있다.

그림 6. 외국인의 일본 주식 매수는 더 강화되고 있어 : 4개월간 5.5조엔 순매수



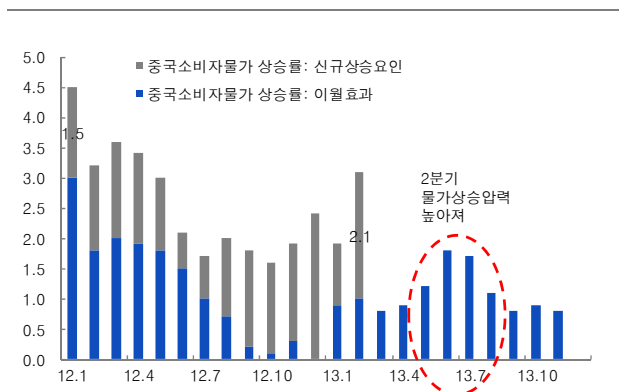
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

중국의 완충 역할 약화

전국민대표대회가 마무리되고 시리주허(시진핑과 리커창 조합)가 공식적으로 출범했다. 중국 경기모멘텀의 확장은 한국증시가 정상화되는데 핵심적인 요인이다. 한국입장에서 중국의 회복은 일본의 부활을 견제함과 동시에 IT/자동차 중심의 성장을 자본재로 확산시키는 계기가 될 수 있다. 그러나 전인대에서 발표된 정책방향은 기대에 미치지 못했다.

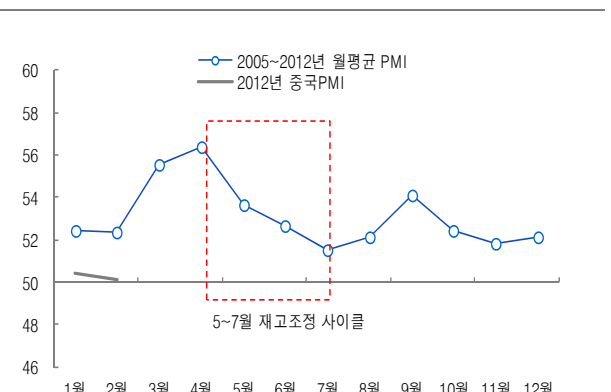
적자재정을 확대하면서 확장적 재정지출 카드를 꺼냈지만 그 초점은 지출 확대보다는 감세에 맞추어져 있다. 선진국의 확장적 통화정책과 중국내 부동산 버블에 대한 우려로 통화정책은 여전히 신중한 기조를 유지했다. [그림7]에서 보는 바와 같이 1월 중국의 소비자물가 상승률이 3.2%까지 높아졌다. 문제는 2월 높아진 물가상승률이 이월효과를 감안하면 상반기까지 지속될 가능성이 높다는 점이다. 내부의 물가 압력, 외부의 통화정책 확장을 감안하면 상반기 중 경기확장을 위해 선택할 중국의 카드는 제한적일 수 밖에 없다.

그림 7. 중국이 유동성확대에 신중한 이유 : 예고된 인플레이션 압력



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

그림 8. 미국 가계 자산 - 부동산과 주식 가치의 변화



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

*주간 전략

외국인 매도공세가 진정되면서 대형주의 반등을 예상한다. 특히 유동비율 변화가 크고 외국인 매도가 집중된 삼성전자, 한국전력, 금융주가 반등을 주도할 것으로 판단한다. 그러나 수급의 반작용이 나타나겠지만 일본의 공격적인 행보, 중국의 완충 역할 약화라는 구조적 디커플링 요인은 쉽게 해소되기 어려워 보인다. 성장이 제한된 대형주 보다는 대안으로서의 내수, 서비스, 코스닥의 강세 현상이 지속될 가능성이 높다.

[표1] 연초 이후 주가 흐름

기간	KOSPI 수익률	Catalyst	KRX 업종(17개)				S&P500 수익률	GICS2 업종(33개)			
			상위업종	수익률	하위업종	수익률		상위업종	수익률	하위업종	수익률
1. 3 ~ 1. 28	-4.5	엔약세	미디어통신	7.0	자동차	-9.2	2.6	에너지 장비	9.0	IT 하드웨어/장비	-7.7
		외국인매도	은행	6.5	정보통신	-7.0		운송	7.3	금속/광업	-3.1
		어닝시즌	보험	6.2	조선	-6.9		소매	6.5	무선통신서비스	-2.8
		유로강세	레저엔터	5.9	에너지화학	-6.8		건설장비	5.5	다각화통신서비스	-2.4
		달러약세	비은행금융	5.1	반도체	-6.3		유틸리티	5.4	반도체/장비	0.8
2. 8 ~ 2. 28	4.9	엔약세 되돌림	자동차	8.3	보험	-1.3	0.4	종이목재	6.5	금속/광업	-9.6
		외국인매수	반도체	8.2	운송	-1.1		컨테이너/포장	3.5	건설장비	-8.1
		달러강세	정보통신	7.4	미디어통신	0.1		멀티 유틸리티	2.8	가스 유틸리티	-4.0
		유로약세	은행	7.3	비은행금융	1.2		의약/바이오	2.2	IT 하드웨어/장비	-2.8
		호주달러약세	증권	6.3	철강	1.6		음식료 담배	2.0	의료장비/서비스	-2.1
3. 4 ~ 3. 15	-2.0	엔약세 재개	레저엔터	4.8	에너지화학	-5.8	3.0	에너지 생산	8.2	가정용품	-0.3
		외국인매도	건강	4.4	운송	-5.2		건설장비	7.1	무선통신서비스	0.7
		북한리스크	반도체	3.7	건설	-4.7		자동차/부품	7.0	부동산	0.9
		유로약세	미디어통신	3.5	은행	-3.5		다각화 금융	7.0	가스 유틸리티	1.0
		달러강세	소비자유동	1.3	증권	-3.2		은행	6.2	음식료 담배	1.1

▶ 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.