

외국인 수급 여건 개선 중

(A)와 (B)라는 우동 가게가 있다고 하자. 맛의 차이는 약간 있지만 (A)가게에서는 7천원에 (B)가게에서는 5천원에 우동을 팔고 있다. 만약 (A)가게 앞에는 50명이 줄을 서 있고 (B)가게에는 두 테이블의 손님만 있다면 어느 가게를 선택할 것인가? 대부분의 사람들이 (A)가게를 선택할 것이다. 하지만 (A)가게 앞에 줄 서 있던 몇몇 사람들이 (B)가게로 이동한다면 어떤 일이 벌어질까?

현재 KOSPI는 우동 가게 (B)와 비슷한 상황인 듯하다.

밸류에이션 지표가 금융 위기 수준을 기록하며 저평가 상태가 지속되고 있음에도 KOSPI는 여전히 홀대를 받고 있다. 밸류에이션이 싸서 주가가 올라갈 것이라는 논리는 시장의 신뢰를 잃은지 오래다.

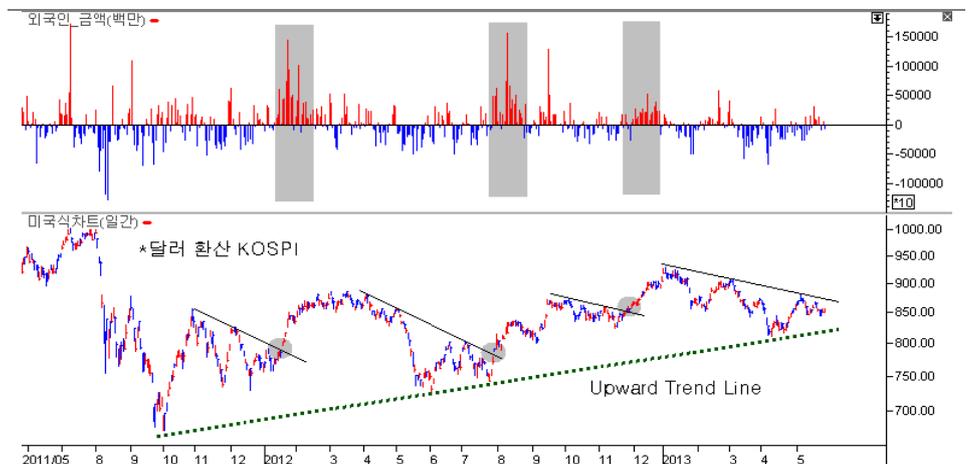
KOSPI 저평가가 지속되는 가장 큰 이유는 수급 때문인 듯하다(B가게처럼). 하지만 손님 움직임이 시작하면(수급 개선) 저평가는 빠르게 해소될지도 모른다.

외국인 수급은 6월을 기점으로 개선되어 6월말~7월초에 전환점을 맞이할 것으로 예상된다.

2011년 이후 외국인 순매수는 KOSPI(달러 환산)가 기술적 저항선을 돌파한 이후 강하게 유입되는 패턴을 보였다(그림 1). 5월말 채권 시장, 외환 시장, 뱅가드 이슈, 펀드 플로우등 증시 주변 여건이 외국인 순매수에 우호적으로 변하고 있다.

기술적으로는 KOSPI(달러 환산)가 2013년 이후 형성된 하락 추세선을 돌파하는 시점이 외국인 자금 유입 속도가 빨라지는 시점이 될 것으로 예상된다.

그림 1. KOSPI(달러 환산) 방향성과 외국인 수급



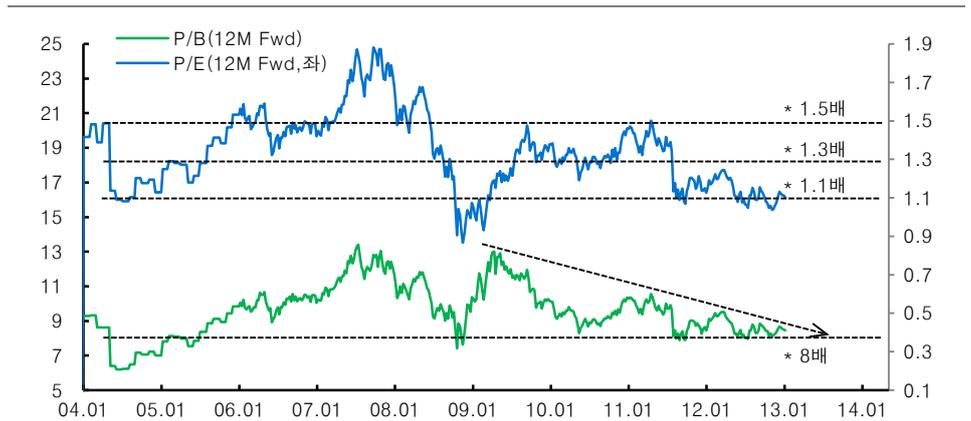
자료: 대신증권, 대신증권 리서치센터

KOSPI의 저평가 함정?

밸류에이션으로 KOSPI는 분명 싼 구간에 있다. MSCI KOREA P/E(12M Fwd)와 P/B는 각각 8배와 1.1배 수준으로 장기 저점에 위치해 있기 때문이다.(그림 2)

2011년 하반기 이후(유럽 위기) 밸류에이션 하단은 KOSPI 저점과 일치했다. 외부 쇼크가 발생하지 않는다면 KOSPI가 1900p를 이탈해 추세적으로 약세를 나타낼 가능성은 높지 않다.

그림 2. KOSPI는 저평가 영역에 머물고 있어



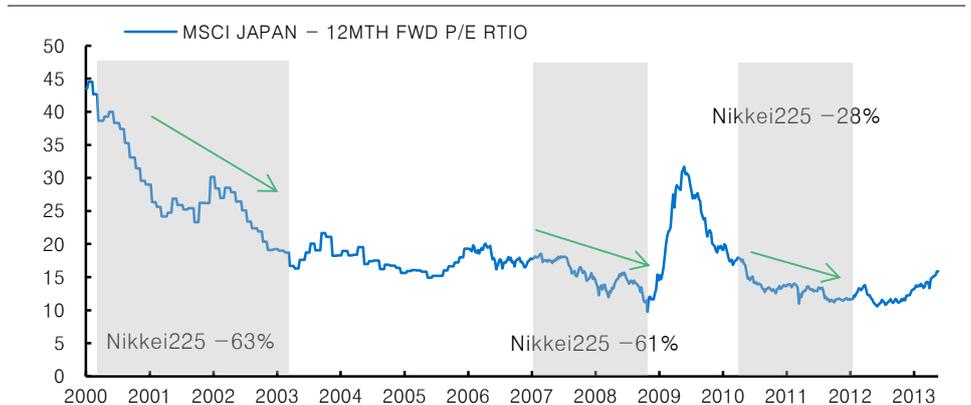
자료: Bloomberg, 대산증권 리서치센터

문제는 밸류에이션이 싸다는 것이 ‘추가 하락 가능성이 낮다’는 위안은 될 수 있을 지만 ‘상승 논리’는 될 수는 없다는데 있다.(기술적 측면)

(그림 3)은 MSCI Japan P/E를 나타내는데 과거 Nikkei225는 밸류에이션 저평가 구간에서 상당 기간 머물러 있었다. 투자자들이 저평가를 공감하더라도 실제 수급으로 이어지지 않는다면 저평가는 상당 기간 지속될 수도 있다.

KOSPI가 밸류에이션 저평가를 탈출하기 위해서는 P(주가)가 빠르게 상승해야 한다(EPS와 BPS가 안정화 단계이기 때문). 현재 P(주가)에 영향을 미칠수 있는 결정적 요인은 수급(특히 외국인)인데 5월 중순 이후 긍정적 변화가 포착되고 있다.

그림 3. 저평가의 함정(Nikkei 사례)



자료: Bloomberg, 대산증권 리서치센터

수급 초점의 이동 : ‘뱅크드’에서 ‘채권과 비차익’으로

외국인은 지난 4년간(2009~2012년) KOSPI 시장에서 연평균 8조원을 순매수했는데 이들의 매수 강도에 따라 KOSPI 상승률이 결정되었다.

2011년의 경우 유럽 리스크가 부각되며 외국인이 순매도(8조원)로 전환하기도 했지만 매수 기조는 변함없었다. 올해 외국인은 유가증권 시장에서 6조원을 순매도 중이다. 하지만 뱅가드 물량(7조원)을 제외하면 1조원을 순매수하고 있는 셈이다.

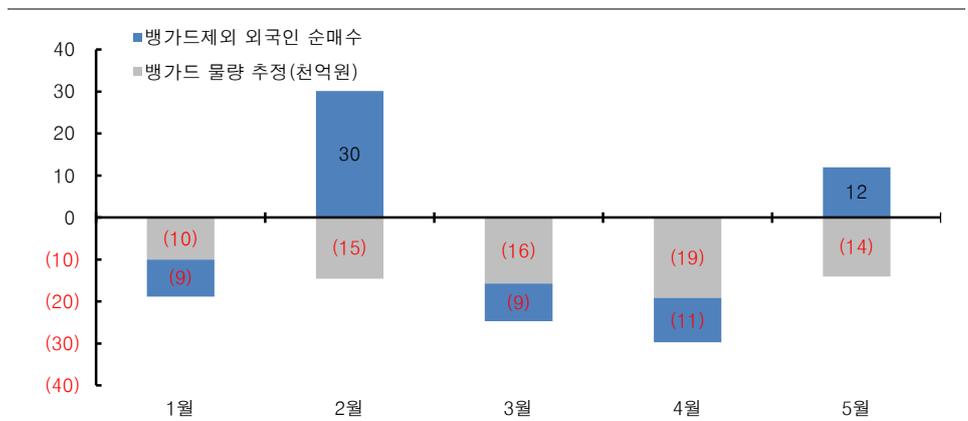
2013년 상반기 KOSPI 수급 부담으로 작용하고 있는 뱅가드 관련 외국인 매도는 8부 능선을 넘어서고 있다(80% 진행). 5월 29일 기준 뱅가드 펀드 인덱스 조정 종료일까지(5주) 예상되는 총물량 부담은 2조원 수준으로 추정된다.

6월 이후 외국인 매매는 KOSPI에 긍정적일 가능성이 높다.

5월 중순 이후 뱅가드 물량을 넘어서는 또 다른 외국인 매수세가 유입되고 있기 때문이다. 외국인 순매수를 ‘뱅크드 물량’과 ‘뱅크드제외 물량’으로 구분해보면 5월 이후 ‘뱅크드를 제외한 물량’은 순매수로 전환한 상태이다.(그림 4)

5월까지 외국인 매매에 대한 초점이 뱅가드 이슈라는 부정적 요인에 맞춰졌었다면 6월 이후에는 1) 채권과 주식간의 자산 배분 2) 밸류에이션 매력 부각 3) 비차익 매매 유입라는 세가지 긍정적 키워드로 이동할 것이다.

그림 4. ‘뱅크드 물량’과 ‘뱅크드 제외 외국인 순매수’



자료: FTSE, 대신증권 리서치센터

외국인 변수(1) : 채권 시장 변화

전일 국채 선물 시장이 요동쳤다. 3년 국채선물은 36틱이나 하락했다. 외국인은 4만 2천계약을 순매도했는데 4월11일(-48틱, 2만2천계약)이후 최대 매도 수량이다.

전일 하락으로 3년 국채선물은 3개월래 최저치를 기록했을 뿐 아니라 기술적 지지선마저 이탈하며 단기 방향성이 아래쪽(하락 추세)으로 바뀌었다.(그림 5)

이 과정에서 외국인은 KOSPI를 3900억원 순매수했는데 이를 외국인이 국내 채권에서 국내 주식으로 이동하기 시작했다고 해석하기에는 무리가 있다. 두 시장의 주체가 동일할 가능성이 낮기 때문이다. 다만, 채권 가격의 하락 압력이 커지고 있어 KOSPI의 상대적인 매력이 커질 가능성이 높아진 건 분명한 사실이다.

그림 5. 3년 국채선물 지지선 이탈(금리 저항선 돌파)



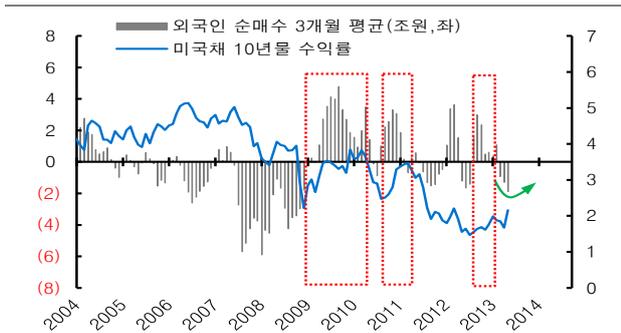
자료: 대신증권, 대신증권 리서치센터

국내 채권 시장보다는 오히려 미국 채권 시장에 주목할 필요가 있다.

2004년 이후 외국인은 미국채 10년물 수익률이 상승하는 기간 동안 KOSPI 순매수를 강화했었다. 채권 가격 하락에 따라 주식 시장(특히 이머징 시장)으로 채권 자금이 이동했는데 일정 부분 KOSPI에 유입되었을 가능성이 높다.(그림 6)

전일(5/28) 미국채 10년물 수익률은 1) 52주 신고가를 갱신했고 2) 저항선인 2.1%를 돌파했다. 기술적으로 추가 상승 기대감이 형성될 가능성이 높다.(그림 7)

그림 6. 미국채 10년물 수익률과 KOSPI 외국인 순매수(3M 평균)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. 커지고 있는 미국채 리스크

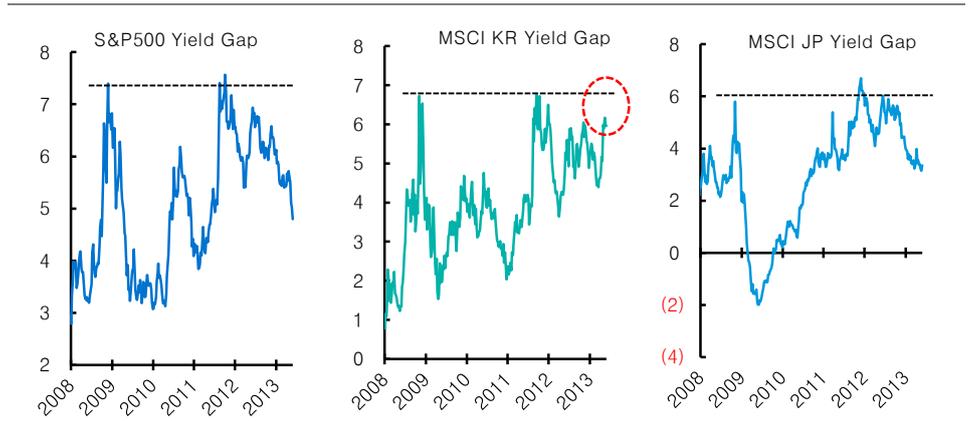


자료: 대신증권, 대신증권 리서치센터

미국채 수익률 상승은 ‘달러 강세, 엔화 약세, 신흥시장 상대적 약세’라는 불편한 상상력을 자극할 수도 있다. 하지만 1990년 이후 미국채 수익률이 상승한 네 번의 사이클에서 ‘달러 약세, 엔화 강세, 신흥시장 상대적 강세’ 현상이 발생했었다. (5/16 일자 엔화 약세! 금 약세! 다음은 미국채인가? 참조)

다만, 이번의 경우에는 달러화가 유로화에 연동된다는 측면에서 과거와 같은 ‘달러 약세’가 아닌 ‘유로존을 제외한 통화 강세’로 전개될 가능성이 높다고 생각한다. (유로존 경기 모멘텀이 크지 않기 때문에)

그림 8. 미국채 대비 KOSPI 매력도 커



자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

실제로 과거와 같이 미국 채권 시장의 리스크(금리 상승)가 커져 주식 시장으로 자금이 이동한다면 글로벌 마켓내에서 KOSPI가 주목받을 가능성이 높다.

위쪽의 (그림 8)은 미국채 10년물 수익률과 주요국 증시의 Yield Gap(주식 기대수익률과 미국채 10년 수익률 차이)을 나타낸다.

미국 금융위기 이전 수준을 기준으로 보면 외국인에게 KOSPI는 미국 채권이나 선진 증시보다 매력적인 투자처일 수 있다.

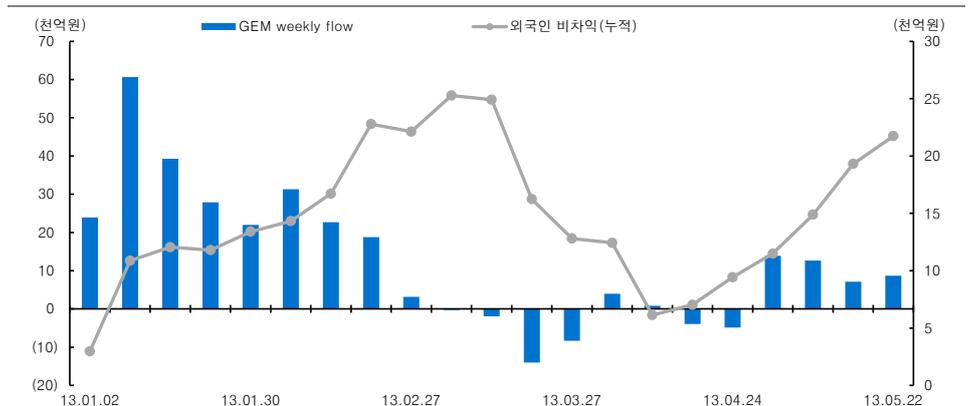
외국인 변수(2) : 글로벌 자금 동향과 비차익 매매 계절성

최근 글로벌 자금 동향은 ‘미국채발 KOSPI 상승 스토리’를 뒷받침하고 있다.

미국채 10년물 수익률은 5월 3일 1.62%를 저점으로 상승해 5월말 2.16%에 도달했다. 흥미로운 점은 미국채 수익률이 상승을 시작한 5월초 이후 이머징마켓으로 자금 유입이 시작되었다는 것이다.

비슷한 시기 KOSPI로 외국인 비차익 매매가 유입되기 시작했는데 이를 통해 신흥 시장으로의 자금 이동과 KOSPI 외국인 유동성 보강을 엿볼 수 있다.(그림 9)

그림 9. 3년 국채선물 지지선 이탈(금리 저항선 돌파)



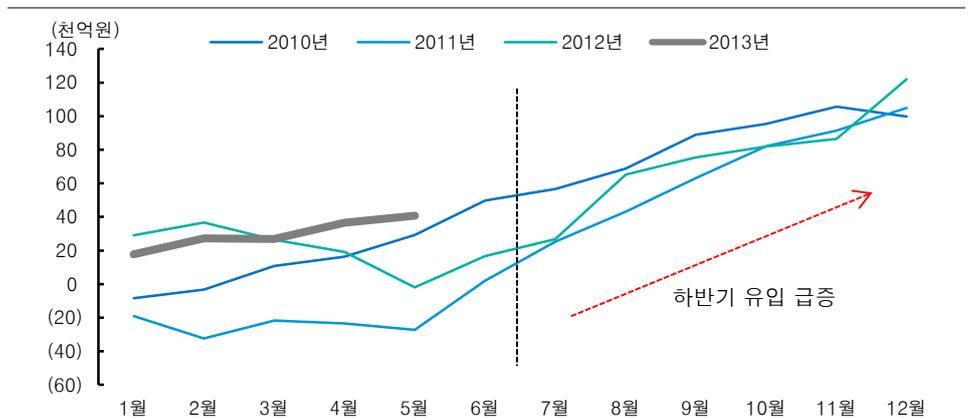
자료: EFR, 대신증권 리서치센터

미국채와 더불어 비차익 매매의 계절성도 외국인 수급의 긍정적 요인이다. 외국인의 경우 순매수의 상당 부분이 비차익 매매(바스켓)을 통해 이루어지기 때문이다.

올해 비차익 매매를 통해 유입된 프로그램 매매는 4조원인데 이 중 외국인이 2조원을 순매수했다(뱅크드 고려시 더 클 것). 외국인 순매수 기초가 유지된 지난 3년간 비차익 매매는 상반기보다 하반기에 더 유입되는 계절성을 나타냈다.

월별로는 3~5월 유입 강도 둔화, 6~8월 유입 강도 강화의 패턴이었다.(그림 10)

그림 10. 비차익 매매 연간 추이(2010년~현재)

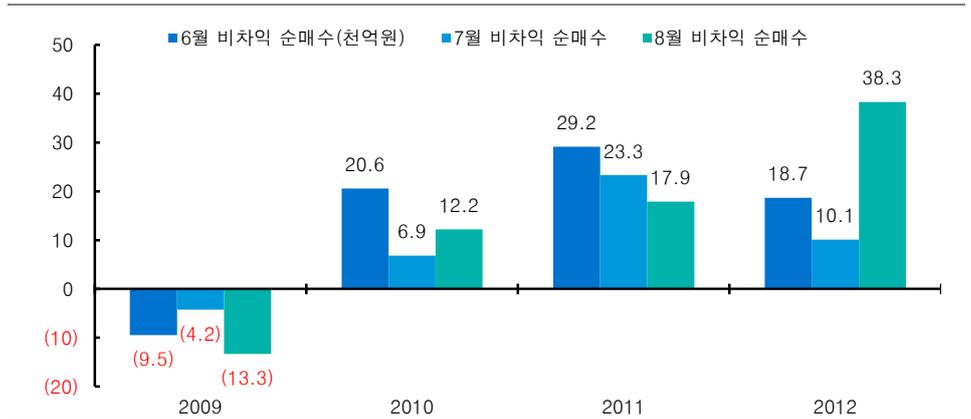


자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

2010~2012년의 경우 6~8월 중 6월의 유입 강도가 강했다.(그림 11)

지난 3년간 6월에는 평균적으로 2조 2천억원, 7월에는 1조 3천억원, 8월에는 2조 2천억원이 비차익 매수를 통해 유입되었다. 통계적으로 지난 3년 평균 정도의 비차익 매수가 유입된다면 벵가드 물량 부담(2조 4천억)을 상쇄할 것으로 기대된다.

그림 11. 비차익 매매 월간 추이(2010년~현재)



자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

미국채 수익률과 비차익 매매로 판단한 외국인 수급에 대한 결론은 다음과 같다.

- 1) 6월까지의 벵가드 물량 부담이 상존하나 통계적으로 비차익 매매가 완충 역할을 해줄 것으로 기대되는 가운데
- 2) 미국채 수익률이 상승하고 있어 KOSPI에 대한 외국인 선호는 수급에 플러스 알파 효과를 낼 것으로 예상된다.
- 3) 만약, 앞서 제시한 KOSPI(달러 환산)가 기술적 저항선을 돌파한다면 외국인 순매수가 빨라질 것이다.

외국인 수급이 유리한 환경으로 바뀌고 있다. 외국인과 상관 관계가 높은 대형주에 대한 관심이 필요한 시점이다.(그림 12).(그림 13)

그림 12. 최근 52주 외국인 매매 상관관계 상위 20종목(1)

종목명	상관관계		순매수(연간, 억원)		Valuation(12F)	
	외국인	기관	외국인	기관	P/E	P/B
1 GS건설	0.95	0.94	-1739	-831	-6.6	0.5
2 SK하이닉스	0.94	0.77	9294	1460	9.2	1.7
3 롯데쇼핑	0.94	-0.83	509	-138	10.2	0.7
4 동국제강	0.90	0.79	-185	-44	-19.9	0.3
5 BS금융지주	0.90	-0.31	108	512	8.3	0.9
6 삼성엔지니어링	0.88	0.94	-3323	-651	11.7	1.8
7 현대하이스코	0.87	0.71	-693	-857	9.3	1.2
8 롯데제과	0.85	-0.65	-2	21	24.2	0.9
9 대우건설	0.83	0.31	-341	-236	12.0	0.9
10 삼성정밀화학	0.82	0.29	-312	-626	17.6	1.1

자료: Quantwise, 대신증권 리서치센터

그림 13. 최근 52주 외국인 매매 상관관계 상위 20종목(2)

종목명	상관관계		순매수(연간, 억원)		Valuation(12F)	
	외국인	기관	외국인	기관	P/E	P/B
11 엔씨소프트	0.82	0.81	-1373	1449	15.9	2.6
12 하나금융지주	0.75	-0.28	453	996	7.7	0.6
13 SK이노베이션	0.75	0.19	-2288	935	8.2	0.8
14 강원랜드	0.74	0.48	-508	932	17.9	2.7
15 CJ제일제당	0.74	0.27	-1155	-704	12.4	1.2
16 현대증권	0.73	0.58	-90	-237	14.2	0.5
17 현대중공업	0.72	0.84	-2422	-2298	14.4	0.7
18 삼성생명	0.68	0.88	336	4620	20.0	0.9
19 SK	0.67	0.60	-689	1238	6.1	0.5
20 한화	0.66	0.68	217	136	6.4	0.4

자료: Quantwise, 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.