Analyst 고경범
02-3770-3625 / gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

수급이 좋으나, 좋지 않으나 - 대형주, 가치주

1. 외국인 수급 둔화가 걱정되는 시점

- 최근 2주간이지만, 외국인의 수급이 현저하게 둔화. 외국인이 체감하는 원/달러 환율대비 KOSPI 지수 비중이 역사적으로 2.0%대가 고점 구간

2. Passive 자금이 높은 비중을 차지하고 있다

- 국내 Passive 자금의 지분율이 높은 수준. 시총 상위주에서 BlackRock이 가장 높은 지분 보유. 2위인 뱅가드도 전분기 매수 규모에서는 BlackRock에 우위
- 뱅가드는 16.4Q에 LG전자, 현대차, 삼성바이오로직스, SK하이닉스 등의 대형주를 매수함

3. 대형주, 가치주 – 자금 유입의 기대

- 뱅가드가 규정한 글로벌 대형주에서 우리나라는 삼성전자만 해당. 중/대형주는 SK하이닉스와 현대차, 중형주는 시총 4위부터 19개 종목만이 해당
- 뱅가드는 13년부터 우리나라를 선진국으로 편입해 운용, Size와 저PER/PBR의 이슈는 국내 종목들의 펀드 편입에 고려요소
- BlackRock을 비롯한 대부분의 펀드에서는 이머징 국가에 해당하기 때문에 동 계열의 수급을 기대하기 위해서는 이익성장 또한 동반되어야 함.
- 국내 시장에서는 Passive 자금이 큰 비중을 차지하고 있고, 저평가일 경우 액티브 유입도 기대할 수 있으므로, 이익성장이 동반된 대형주, 가치주에 대한 시각의 견지 필요
- 국내 시총상위 22종목 중, FY17 이익증감률(y-y) 상위, 저PER, 저PBR 종목으로 SK하이닉스, 삼성전자, POSCO, LG화학, 롯데케미칼, SK, KB금융, 현대차, 현대모비스, SK텔레콤 등이 스크린됨.

1. 외국인 수급 둔화가 걱정되는 시점

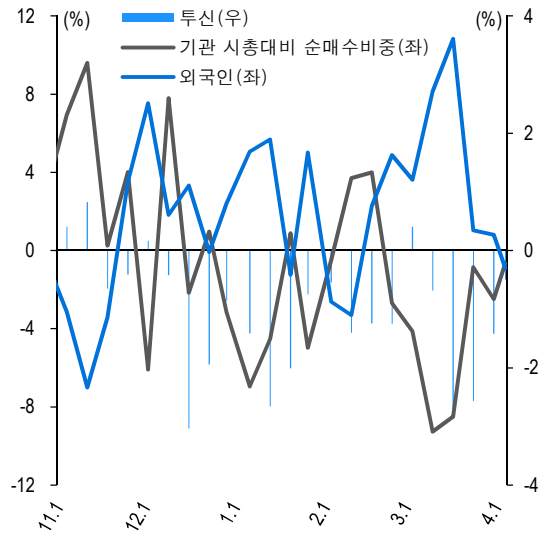
기관의 수급 부진은 계속 진행되었던 부분이었다. 12월 중순부터 투신권 매도가 본격적으로 전개되었고, 삼성전자 등 일반법인의 자사주 매입이 작용하여 외형적인 수급이 올라올 뿐, 투신권의 매도세는 여전히 진정되지 않고 있다.

염려가 되는 부분은 최근 2주간이지만, 외국인의 수급이 현저하게 둔화된 것에 있다. 외국인이 체감하는 원/달러 환율대비 KOSPI 지수 비중이 역사적으로 2.0%대의 구간이 고점에 걸쳐 있다. 최근의 환율 레벨이 단기적으로는 수급의 위축으로 이어질 개연성이 존재하는 구간이기는 하다.

기관의 수급공백에서 외국인 순매수 트렌드에 편승했던 전략이 한 동안 유효했던 부분이라면, 양자의 수급 공백인 현 상황에서는 어느 한 쪽의 수급 드라이브로 기존보다 높은 수익률을 편취할 가능성이 확대되었다. 최근 인터넷, 항공, 반도체/장비 소형주, 호텔/레저에 수급이 상대적으로 높은 주간수익률로 이어지고 있음이 발견되고 있다.

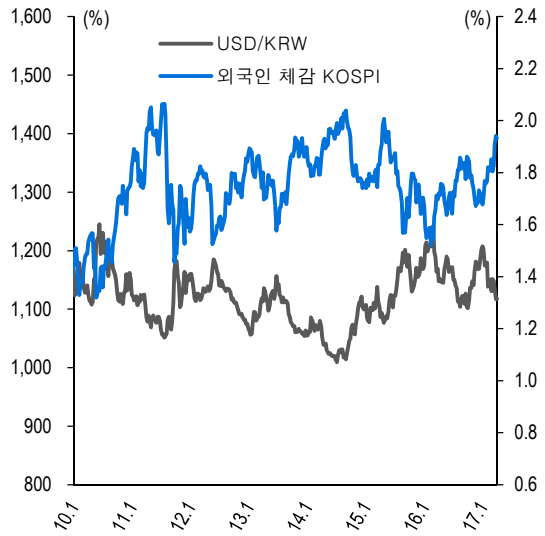
하지만, 섣불리 이런 수급을 추종하는 전략은 다소 위험해 보인다. 기관, 외국인 각각의 순매수 상위종목은 반대편의 매도 상위종목에 리스팅되어 있다. 맹목적인 수급 추종전략은 리스크에 노출되기 쉽기에 주의를 요한다.

[챠트1] 투신권의 매도가 계속 진행되는 가운데, 최근 외국인 수급도 둔화



자료: wiseFN, 유안타증권 리서치센터

[챠트2] 원/달러 환율대비 KOSPI 지수비중이 2.0%대 구간에서 외국인 수급이 위축될 개연성은 존재



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. Passive 자금이 높은 비중을 차지하고 있다

수급이 민감한 시점에서 현재의 외국인 자금을 면밀히 파악하고 접근할 것을 권고한다. 미국 증권거래위원회(SEC)에 보고된, 주식투자 재량금액이 1억 달러 이상인 기관 투자 운용사의 국내주식 지분현황을 Bottom-Up으로 확인하였다.

시총 상위주에서는 BlackRock이 자회사인 iShares 펀드를 통해 가장 높은 지분을 보유하고 있음이 관찰되었다. 뱅가드는 지분율로는 낮지만, 전분기 매수 규모에서는 BlackRock을 대폭 앞선다. 시총상위종목의 지분율 1~5위권에 양사가 모두 포진해 있음을 볼 때, 국내 Passive 자금이 실제 주식시장에서 높은 수준임을 확인할 수 있다. 액티브 운용사들은 일부 종목들에서 양사에 간혹 앞선 종목이 있더라도 커버리지나 규모면에서 미치지 못하고 있음이 발견된다.

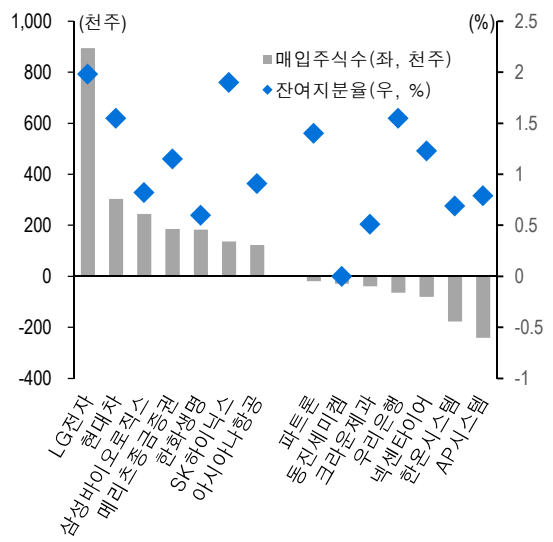
최근 데이터가 일부 업데이트되어 있기는 하지만, 대부분은 보고기준일이 분기말일 경과 후 45일인 관계로, 매매데이터는 16.4Q분이 주를 이루고 있다. 동 기간 뱅가드는 LG전자, 현대차, 삼성바이오로직스, SK하이닉스 등의 대형주를 매수했다. 매도 상위종목으로는 AP시스템, 한온시스템, 파트론, 크라운제과 등의 중소형주가 관찰된다. 동진세미켐의 경우 전량 매도해 현재 지분율은 0%이다.

[표1] 시총 상위주 전 종목에 걸쳐, Passive 자금인 BlackRock 과 뱅가드가 기관 중 가장 높은 지분율을 기록

종목	블랙락	뱅가드	노르웨이	캐피탈그룹	JP모건	프랭클린	피델리티
삼성전자	2.0	1.6	1.0	2.1	.	1.2	.
SK하이닉스	2.4	1.9	0.9	0.9	1.2	.	1.4
현대차	2.1	1.6	0.9	5.0	0.5	2.3	.
한국전력	1.1	0.7	.	.	0.9	.	0.3
NAVER	5.9	3.2	0.9	3.7	.	.	.
삼성물산	1.0	1.0	0.5	.	.	.	.
POSCO	5.6	1.5	.	.	.	.	.
현대모비스	1.8	1.4	0.9	4.9	.	1.0	.
신한지주	6.1	1.9	0.9	.	.	.	0.7
삼성생명	1.1	0.8	0.6	.	.	.	.

주: 대주주, 계열사/우호법인, 국민연금 제외 기준. 자료: Bloomberg, 유안타증권

[차트3] 4Q 뱅가드 계열 펀드의 매매 주식수 합산 - 대형주 매수와 중소형주 매도가 관찰됨.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 대형주, 가치주 – 자금 유입의 기대

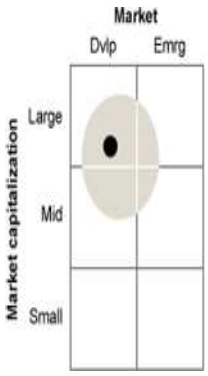
앞서, 뱅가드의 LG전자 순매수수량 중 86.4만주는 International Value Fund에 신규 편입된 물량이다. 홈페이지에서 공시된 이 펀드의 스킴을 살펴보면, 선진국 대형주 지향의 자금임을 확인할 수 있다.

글로벌 대형주란 시총규모 $72.5억으로 우리나라에서는 삼성전자만이 해당하며, 중/대형주의 카테고리에는 SK하이닉스와 현대차만이 이름을 올릴 수 있다. 시총 4위부터 19개 종목만이 뱅가드 자금에서 중형주로 규정될 수 있다. 동 펀드가 중형주 이상에 weight를 주는 것은 우리나라의 대형주만이 초과편입될 확률이 높음을 의미한다.

중소형주를 배제하는 것은 아니나, 뱅가드는 13년부터 우리나라를 선진국으로 편입해 운용해 왔으므로, Size와 저PER/PBR의 이슈는 국내 종목들의 펀드 편입에 고려요소가 될 수 밖에 없다. 한편, BlackRock을 비롯한 대부분의 펀드에서는 이머징 국가에 해당하기 때문에 동 계열의 수급을 기대하기 위해서는 이익성장 또한 동반되어야 한다.

이를 토대로, 시총상위 22종목 중, FY17 이익증감률(y-y) 상위, 저PER, 저PBR 종목을 선정하였다. 국내 시장에서는 Passive 자금이 큰 비중을 차지하고 있고, 저평가일 경우 액티브 유입도 기대할 수 있으므로, 이익성장이 동반된 대형주, 가치주에 대한 시각의 견지 필요성을 다시 언급한다.

[차트4] 뱅가드 펀드의 Schem – 선진국 대형주에 가중. 우리나라 대형주가 글로벌 중형주에 해당. 이익증감, 저 PER/PBR 선호



Size	시총	비중	BM	가중
대형	> $72.48 bil	25.1	22.8	2.3
중/대형	$27.18 ~ $72.48 bil.	29.8	28.5	1.3
중형	$10.92 ~ $27.18 bil.	25.1	23.7	1.4
중/소형	$4.10 ~ $10.92 bil.	15.8	20.0	-4.2
소형	< $4.10 bil.	4.2	5.0	-0.8

Earnings / Value	비중	BM
이익증감	7.5%	6.7%
PER	19.9x	20.2x
PBR	1.6x	1.7x
ROE	13.9%	14.4%

주:. BM 은 MSCI World Index Ex. US 자료: 뱅가드 홈페이지

[표2] 선진국/신흥국 자금의 동시유입 기대종목 - 대형주 22종목 중 이익증감률 상위, 저 PER/PBR 종목

종목	업종	2017E	y-y	PER	PBR
SK하이닉스	반도체/장비	91,006	177.7	5.2	1.2
삼성전자	반도체/장비	451,284	54.3	10.0	1.3
POSCO	철강	40,505	42.4	9.5	0.5
LG화학	화학	25,360	27.3	12.5	1.4
롯데케미칼	화학	30,846	21.2	5.6	1.1
SK	지주회사	58,044	9.6	12.4	0.3
KB금융	은행	23,459	9.4	8.7	0.6
현대차	자동차	56,667	9.1	7.6	0.5
현대모비스	자동차부품	31,674	9.0	6.9	0.7
SK텔레콤	통신서비스	16,691	8.7	11.1	1.0

자료: 유안타증권 리서치센터, wiseFN, FnGuide

주식시장 투자전략