

# Strategy Idea



▲ 주식시황  
Analyst **정다이**  
02. 6098-6692  
daijeong@meritz.co.kr

## 외국인 투자자 성격 변화에 주목

- ✓ 신흥국 향 자금유입 지속되는 가운데, 최근 액티브 펀드향 수급 개선세 관찰되는 점 주목
- ✓ FY17 국내 증시도 패시브 외국인 자금 보다는 액티브 자금의 영향을 많이 받고 있는 상황
- ✓ 외국인 투자자 관점 한국 시장 매력적. 다만, 최근 달러/원 환율 변동성 확대는 경계 필요

글로벌 경기개선세 선진국에서  
신흥국 향 자금유입 지속 전망

2016년 말 글로벌 경기 개선세가 선진국에서 신흥국으로 확대되었고, 이후 신흥국 주식형 펀드로 자금 유입이 지속되고 있다. 신흥국 경기 모멘텀 강화와 달러 약세는 신흥국 주식 투자 매력도를 부각시켰고 신흥국 주식형 펀드향 자금 유입이 크게 확대되었다. 신흥국 경기가 추가적으로 개선될 것으로 전망되는 가운데 신흥국 투자심리가 회복되고 있는 점을 감안했을 때 이런 추세는 유지될 수 있다.

다만, 신흥국 향 자금유입  
성격 변화에 주목  
: 액티브 펀드향 자금 유입 증가

2017년 신흥국 주식형 펀드플로우에서 관찰된 특징점은 선진국 펀드와 달리 액티브 펀드로의 자금 유입이 관찰된다는 점이다. 신흥국 경제 발전으로 전체의 수익/위험 구조가 선진국의 수익/위험 구조와 비슷해졌기 때문에 신흥국 전체 투자로는 분산투자 효과를 누릴 수 없고 개별 신흥국별 환율 변동성이 크기 때문에 신흥국 투자에 있어 액티브 전략의 필요성이 날로 높아지고 있기 때문이다.

외국인 투자자 시각에서  
한국 증시 투자매력도 점점  
: 중기적 원화강세,  
높은 밸류에이션 매력도 보유  
한국향 추세적 외국인 매수세  
유지 전망

외국인 투자자 입장에서 생각해보면 한국 시장은 괜찮은 투자처다. 경상수지 흑자국으로 원화 강세압력이 지속되고 있는 한편, 실적 성장 대비해서 밸류에이션 매력도가 높기 때문이다. 한국 증시는 밸류에이션 측면에서도 매력적이다. MSCI Korea Index의 12개월 선행 PER은 9.7배로 신흥국 12.2배, 선진국 16.5배 보다 확연히 낮다. FY 17년 이익성장률 전망치는 28%로 선진국 12.3%, 신흥국 18.5% 보다 높다.

다만 최근 북한 리스크 부각,  
4월 환율보고서 발표 앞두고  
원달러환율 변동성 단기적으로  
확대될 수 있다는 점 경계

다만, 최근 북한리스크 부각과 4월 미 재무부 환율보고서 발표를 앞두고 원달러환율 변동성이 확대되는 점은 분명 경계할 요인이다. 최근 프로그램 매도 물량이 출회 관찰되는 종목의 경우 불확실성이 해소되는 4월 중순~말까지 이런 추세가 이어질 수 있기 때문에 개별 종목별 접근을 달리할 필요가 있다. 한편, 프로그램 관련 매도 물량 보다 액티브 자금의 매수 강도가 큰 종목의 경우 신흥국 액티브펀드 자금 유입의 수혜를 입을 수 있기 때문에 관심이 필요하다. 관련 종목 리스트는 8페이지에 정리해 두었다.

**수급 분석**

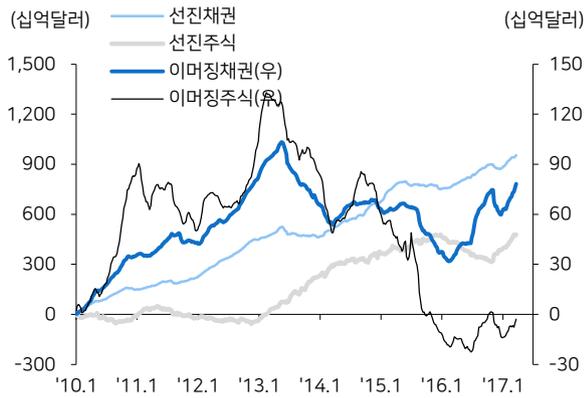
글로벌 펀드플로우  
ETF(패시브) 향 자금 쏠림 발생

2010년 이후 글로벌 주식형 펀드플로우의 가장 큰 특징은 패시브 펀드로의 자금 쏠림 현상이 발생했다는 점이었다. 글로벌 주식형 펀드플로우를 유형별로 살펴보면 액티브 운용 펀드향 자금 유출이 발생한 반면 패시브 운용 펀드 중심으로 자금이 유입되었다.

국내 KOSPI 외국인 투자도  
글로벌 패시브 자금이 주도

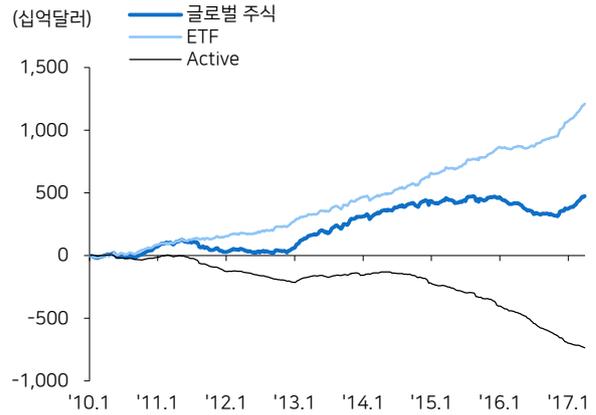
국내 증시 외국인 수급도 비슷한 양상을 보여왔다. 2010년 이후 국내 시장의 외국이 매수세 추세를 설명하는 자금은 '프로그램 비차익' 외국인 투자자 자금이었다. 97%의 설명력을 보일만큼 영향력이 상당했다. 프로그램 비차익은 15개 이상의 종목에 프로그램을 통해 대량 매수하는 성격의 자금을 의미하는데 글로벌 ETF향 펀드플로우와 관련있다.

**그림1 글로벌 펀드플로우 : 유형별**



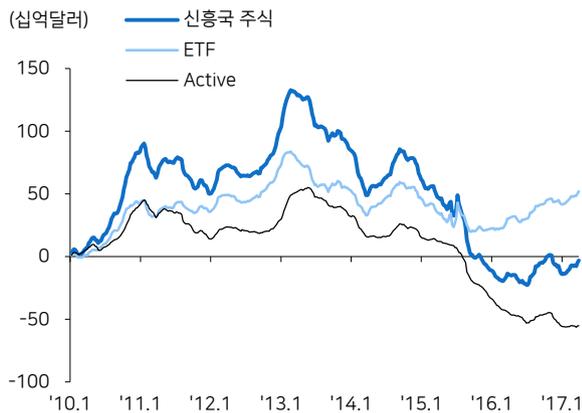
자료: EPFR, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 글로벌 주식형 펀드플로우: 운용 형태별**



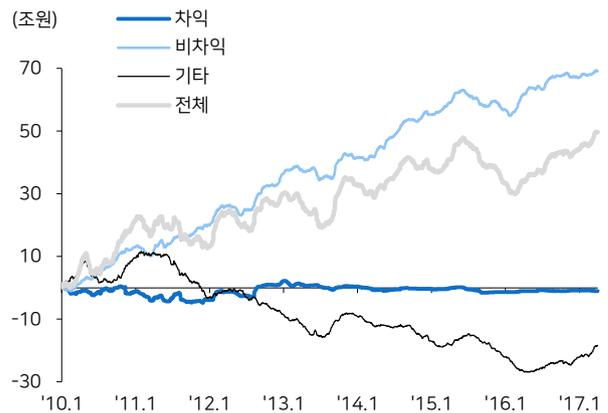
자료: EPFR, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 글로벌 신흥국 펀드플로우: 운용 형태별**



자료: EPFR, 메리츠증권 리서치센터

**그림4 국내 외국인 KOSPI 순매수 추이: 성격별**



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

2017년 이후  
 외국인 펀드플로우 성격 변화  
 : 액티브 자금의 영향력 강화

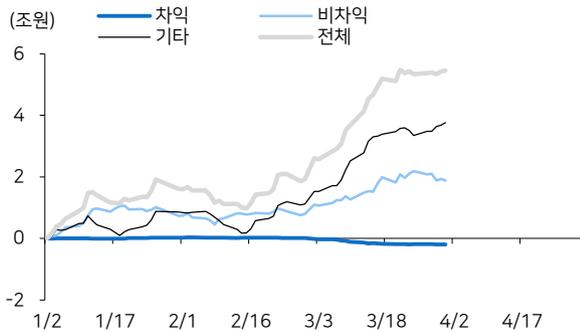
그러나 시계열을 2017년 이후로 한정해 분석해 보면 기존의 추세와 다른 결과가 나온다. 액티브 성격의 자금(기타)이 패시브 자금 보다 외국인 수급 추세에 미치는 영향이 컸다. 2017년 이후 외국인 투자자는 KOSPI 시장을 5.4조원 순매수 했는데 이중 3.8조원이 액티브 성격 자금으로 추정된다. 이유 중 하나로 최근 원화 강세 추세가 둔화되었기 때문도 있겠지만 그보다 신흥국 펀드플로우 차원에서의 접근이 필요하다.

신흥국 펀드플로우 관점에서  
 이유 찾기  
 : 최근 액티브 성격의 자금이  
 확대되는 배경

최근 신흥국 주식형 펀드플로우에서 특징점은 GEM(글로벌 분산투자) 펀드로 대부분의 자금이 쏠렸고, GEM 펀드 내에서 패시브 펀드 뿐만 아니라 액티브 펀드도 자금 유입이 지속되고 있다는 점이다.

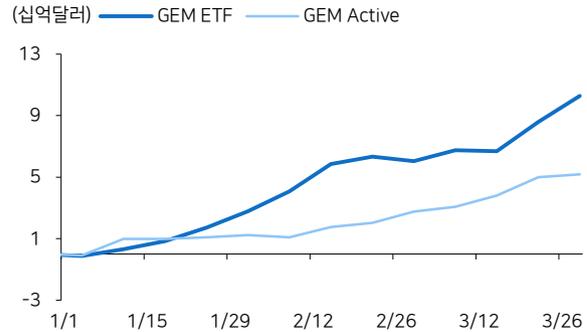
그 배경에는 신흥국 경제 발전에 따라 신흥국 증시의 수익/위험 구조가 선진국의 수익/위험 구조를 닮아간다는 점에 있다. 즉, 신흥국 전체에 투자하는 전략 보다 특정 국가를 선별한 투자 등 액티브 운용 전략에 대한 선호가 높아지고 있다. 특히, 최근 개별 신흥국 증시의 변동성 중 40%를 환율 변동성으로 설명이 가능한 만큼 국가별로 차별화된 투자가 요구되는 현실이다.

그림5 국내 외국인 KOSPI 순매수 추이: 성격별



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 신흥국 주식형 펀드플로우 추이



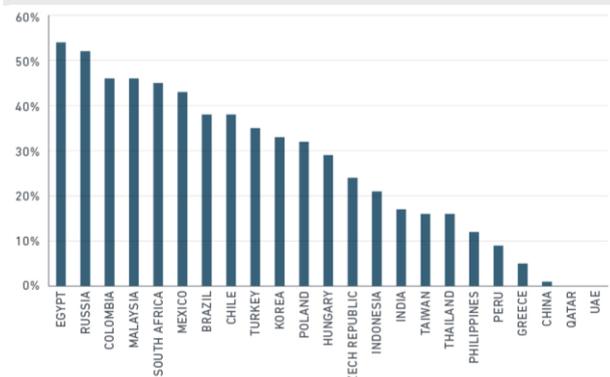
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 선진시장을 닮아가는 신흥시장의 위험/수익 구조



자료: MSCI, Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 개별국 증시 변동성 중 환율 변동이 차지하는 비중



주: 2017년 1월 31일, EMM1 기준  
 자료: MSCI, 메리츠증권증권 리서치센터

**투자에 대한 고민**

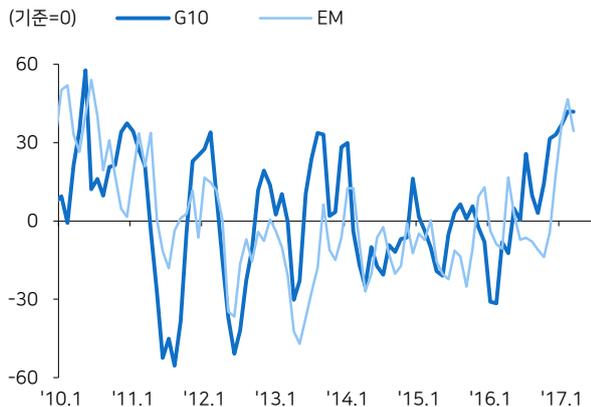
**1. 글로벌 경기 개선세 기반할 때  
신흥국향 자금유입 지속가능**

최근의 신흥국 경기지표 개선세와 신흥국 주식에 대한 투자 심리가 개선되고 있다는 점을 감안할 때 신흥국 향 자금 유입은 지속될 것으로 전망된다.

글로벌 경기 개선세가 선진국에서 신흥국으로 확대되고 있는 추세다. 2017년 이후 신흥국 경기 모멘텀 강화와 달러 약세는 신흥국 주식의 매력도를 부각시켰고 신흥국 주식형 펀드향 자금 유입이 크게 확대되었다.

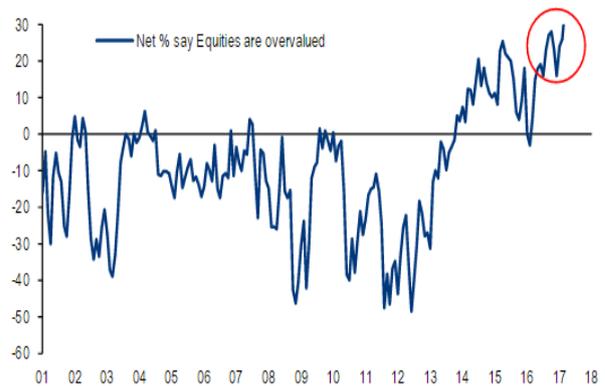
3월 글로벌 펀드매니저 서베이 결과에 따르면 응답자의 34%가 현재 미국 주식시장이 고평가 되었다고 응답했다. 이는 17년만에 최고치였다. 한편 신흥국 주식시장에 대한 고평가 의견은 44%, 유로존 주식 고평가 의견은 23%로 응답자 비중이 전월 대비 하락했다. 북미 지역 대비 유로존, 신흥국 지역의 투자 매력도가 높아졌음을 의미한다.

**그림9 경제서프라이즈지수: 선진국 VS. 신흥국**



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림10 미국 주식 고평가 의견 '00년 이후 최대치 기록**



자료: BofA, Merrill Lynch, 메리츠증권증권 리서치센터

**2. 그렇다면 한국은?**

외국인 투자자 입장에서 생각해보면 한국 시장은 괜찮은 투자처다. 경상수지 흑자국으로 원화 강세압력이 지속되고 있는 한편, 실적 성장 대비해서 밸류에이션 매력도가 높기 때문이다.

미국 보호무역기조 강화로 대미무역흑자국에 대한 통화 절상 압력이 지속되는 한편, 정치 불확실성 완화와 내수 부양책 도입에 대한 기대가 반영되며 원화는 추세적 강세를 보이고 있다.

한국 증시는 밸류에이션 측면에서도 매력적이다. MSCI Korea Index의 12개월 선행 PER은 9.7배로 신흥국 12.2배, 선진국 16.5배 보다 확연히 낮다. FY 17년 이익성장률 전망치는 28%로 선진국 12.3%, 신흥국 18.5% 보다 높다.

	EPS Growth(%)		PE(배)		PB(배)		ROE(%)		EPS Change(%)		Price Change(%)		배당수익률 (%)
	FY1	FY2	12MF	Z-Score	12MF	Z-Score	12MF	Z-Score	4W	26W	4W	26W	
	MSCI AC WORLD	13.1	11.1	16.0	0.5	2.0	0.2	7.8	0.6	1.1	4.1	0.8	
MSCI WORLD	12.3	11.0	16.6	0.6	2.1	0.2	7.7	0.6	1.0	3.5	0.4	7.4	2.8
MSCI PACIFIC	14.0	7.2	14.7	0.4	1.3	(0.8)	11.0	1.2	0.8	9.7	1.7	4.4	2.5
MSCI EUROPE	14.5	9.8	15.1	0.4	1.8	(0.1)	8.6	0.6	1.1	5.3	3.3	6.9	3.7
MSCI 북미	10.9	12.5	17.8	0.7	2.7	0.4	6.5	0.4	0.9	1.3	(0.9)	8.2	2.4
MSCI EMG	18.5	11.7	12.2	0.1	1.5	0.1	8.3	0.6	1.2	7.5	3.9	6.8	2.5
MSCI EM ASIA	18.2	10.7	12.6	0.2	1.5	(0.0)	8.4	0.6	1.3	8.3	4.5	6.1	2.4
MSCI EM EUROPE	12.7	14.7	7.2	(1.3)	0.8	(1.1)	8.8	0.6	0.5	4.1	3.1	12.0	3.5
MSCI EM LA	22.3	12.3	12.8	0.2	1.6	0.0	8.1	0.5	1.7	8.6	(0.2)	8.8	2.5
미국	10.2	12.5	17.9	0.7	2.8	0.5	6.4	0.4	0.9	1.2	(0.8)	8.4	2.4
캐나다	23.2	12.1	15.6	0.5	1.8	0.0	8.8	0.7	0.9	1.5	(0.6)	6.0	2.9
호주	17.2	6.0	15.7	0.4	1.9	0.0	8.3	0.6	1.1	3.4	1.2	8.6	4.2
영국	21.6	8.1	14.5	0.3	1.8	(0.2)	8.0	0.5	0.1	1.9	1.6	8.4	4.2
독일	10.5	9.1	13.8	0.3	1.7	0.1	8.2	0.6	(0.3)	2.1	1.0	13.8	2.7
프랑스	5.4	10.2	14.6	0.2	1.5	(0.4)	9.8	0.8	(0.2)	2.8	2.8	13.9	4.8
이탈리아	70.6	17.1	13.0	0.1	1.0	(1.2)	12.9	1.3	(0.6)	1.9	5.6	21.6	3.9
일본	14.0	12.7	14.3	0.4	1.3	(2.1)	11.4	1.4	0.6	4.8	1.7	15.1	1.9
브라질	25.0	11.4	11.1	(0.1)	1.4	(0.1)	7.9	0.5	1.0	5.0	(5.6)	4.9	2.8
아르헨티나	NA	29.5	12.7	0.4	2.0	(1.3)	6.5	0.3	(0.6)	17.3	8.6	18.3	1.1
멕시코	18.8	13.4	16.8	0.6	2.4	(0.1)	7.1	0.4	(0.7)	1.4	3.6	2.2	1.9
러시아	15.2	16.3	5.6	(2.6)	0.6	(2.0)	8.8	0.6	0.6	4.0	2.8	14.2	4.1
터키	16.7	16.1	8.4	(0.7)	1.1	(0.2)	7.6	0.5	1.0	6.0	3.5	16.6	2.8
남아프리카	29.1	16.8	15.3	0.5	2.1	(0.0)	7.5	0.4	(1.7)	(3.5)	4.8	0.8	2.8
인도	17.8	17.2	17.7	0.7	2.7	0.1	6.5	0.4	0.3	(0.1)	2.2	2.9	1.3
인도네시아	16.4	13.5	15.7	0.6	2.5	0.2	6.2	0.3	0.2	2.1	3.8	(1.8)	2.0
한국	28.8	7.1	9.7	(0.2)	1.0	(0.2)	9.6	0.8	1.9	9.6	5.6	11.3	1.7
중국	16.5	13.4	12.5	0.2	1.5	(0.9)	8.3	0.5	0.3	4.2	4.2	5.3	2.6
대만	12.9	6.9	13.4	0.2	1.7	(0.0)	8.0	0.6	(0.2)	2.7	2.5	7.7	3.6

자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

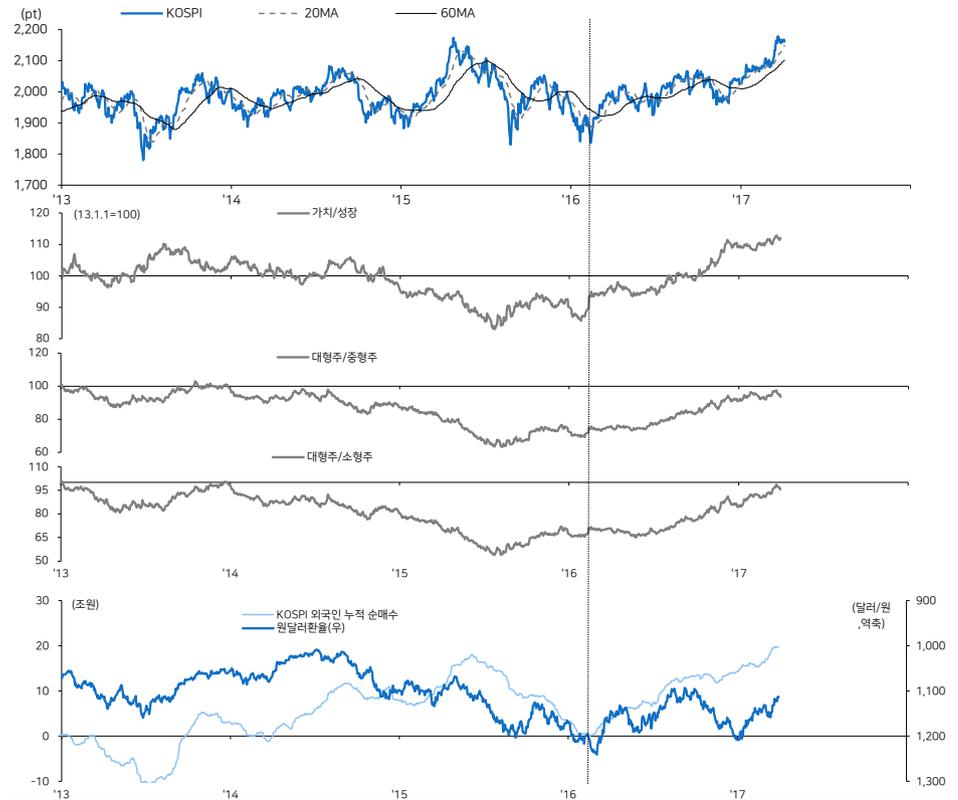
다만, 트럼프 정책 불확실성 및 북한 리스크 부각은 달러/원 환율 변동성 확대로 이어질 수 있어  
→ 단기 차익실현 매물 추의

원달러환율 변동성 확대는 외국인 투자자의 차익실현 기회가 되기도 한다. 특히, 단기 투자 성격이 강한 패시브 자금의 영향을 많이 받는 기업에 투자할 때 주가 하락 압력에 대응할 필요가 있다. 최근 북한 리스크가 다시 부각되었고, 트럼프 정책 불확실성으로 미국 보호무역주의가 이전 보다 합리적인 대응으로 변할 수 있다는 점이 원화 강세 둔화로 이어지고 있다.

외국인 투자자 성격 변화는 스타일 변화로 이어질 수 있어

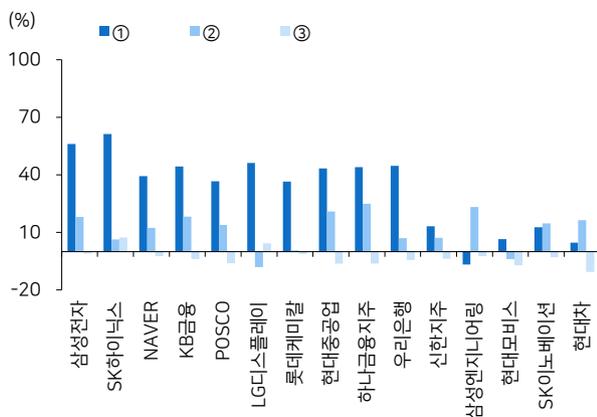
2016년 2월 이후 KOSPI 상승세를 주도해왔던 것은 외국인 패시브 성격의 자금이었다. 외국인 순매수가 본격적으로 유입된 구간, 가치주와 대형주의 상대 강도가 크게 개선되었다. 리플레이션 환경 속 산업재, 소재, 금융주와 같은 가치주가 상대적으로 강세를 보였고, ETF가 추종하는 벤치마크 구성 종목과 대형주 중심으로 외국인 수급이 풀렸다. 최근 패시브 자금의 영향력 약화는 이런 흐름을 변화시킬 수 있는 요인이다.

그림11 KOSPI 외국인 순매수 추이와 스타일 변화



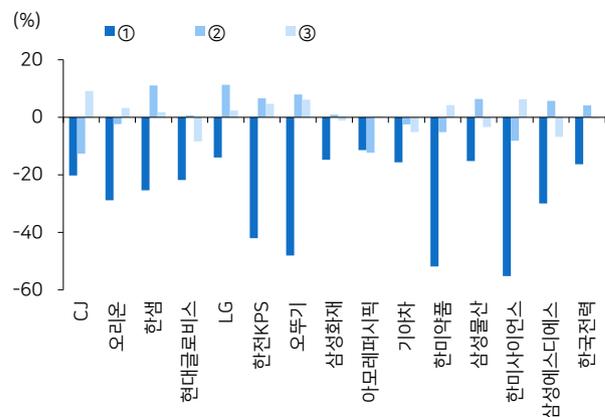
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림1 상승구간 상승기여도 상위 종목 구간별 수익률



주: ①'16.2.15-12.30②'16.12.30-'17.3.21③'17.3.21-'17.4.4  
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림2 상승구간 상승기여도 하위 종목 구간별 수익률



주: ①'16.2.15-12.30②'16.12.30-'17.3.21③'17.3.21-'17.4.4  
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

### 투자 아이디어 제안

하방압력 방지하기  
: 최근 프로그램 비차익 순매도  
규모 상대적으로 큰 종목 경계

신흥국 경기 개선세가 확인되고 글로벌 위험자산 선호가 급격히 개선된 2016년 11월 이후 시가총액 상위 종목을 중심으로 유형별 외국인 투자 동향을 살펴보았다.

액티브 펀드가 선호하는 종목  
중 최근 이익전망치 개선되는  
종목에 관심 필요

외국인 프로그램 매물 보다 액티브 성격의 외국인 자금의 영향을 더 받는 기업이 유리하며, 최근 실적 전망치 상향률 고려시 투자매력도 높은 기업과 낮은 기업을 체크해 보았고 결과는 다음과 같다.

표2 스크리닝 결과

종목코드	종목명	시가총액(4/4) (십억원)	당기순이익 전망치 상향 (%YTD)	2016.11월 이후 누적 외국인 순매수			
				전체	프로그램	기타	기타/ 시가총액(%)
<b>통아이디어</b>							
A023530	롯데쇼핑	6,928	-3.8	194.6	-38.9	233.5	3.4
A139480	이마트	5,868	11.0	160.9	-33.8	194.7	3.3
A090430	아모레퍼시픽	16,544	-9.6	255.7	-247.9	503.6	3.0
A003550	LG	11,803	-3.9	132.4	-161.3	293.7	2.5
A035250	강원랜드	7,980	-5.1	61.9	-126.4	188.3	2.4
A066570	LG전자	11,177	43.4	710.9	453.1	257.8	2.3
<b>쫓아이디어</b>							
A088350	한화생명	5,220	-1.6	-20.6	20.3	-40.8	-0.8
A000270	기아차	14,735	-6.8	10.1	131.7	-121.7	-0.8
A010130	고려아연	7,888	-8.2	-203.8	-116.4	-87.4	-1.1
A161390	한국타이어	6,603	-1.3	-159.8	-49.3	-110.5	-1.7

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정다익) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.