KYOBO 교보증권

발간일자
2025.11.24

[자산배분]
**김준우** 책임연구원
jwkim07@iprovest.com
02-3771-9357

# M&M
Man and Machine

## # 05
# 아직 한 발 남았다

# Summary

11월 들어, 외국인 수급은 순매도 흐름으로 전환되었다. 11/3일부터 11/21일까지 15영업일 간 코스피에 대한 외국인 자금은 약 -12조 2,647억원 유출되었다. 동 기간, 국내 증시(코스피+코스닥)에 대한 외국인 자금 흐름을 보면, 패시브 자금은 약 +1조 1,475억원 유입되었으나, 액티브 자금은 약 -12조 6,676억원 누적순매도를 기록했다. 업종 별로 보면, 외국인+기관 누적순매수 TOP3 업종은 건강관리, 필수소비재, 은행 업종으로 나타났다. 이는 외국인, 기관 모두 방어적 업종에 대한 비중을 확대하고 있음을 시사한다.

당사는 여전히 12월 미국 기준금리 인하를 예상하며, 25bp 추가 인하를 전망한다. 미국 경기서프라이즈 지수는 11/21일 기준 0.314pt를 기록했으나, 미국 경기선행지수의 전년 대비%는 둔화 추세가 지속되는 등 미국 경기가 여전히 불안정한 모습을 보이고 있기 때문이다. 당사 국면 예측 모델에 따르면, 12월 미국 경기국면은 Slow Growth 국면에 위치할 전망이다. 향후 Goldilocks 국면으로의 재 진입 가능성은 유효하나, 여전히 Slow Growth 국면에 대한 둔화 압력 시그널은 유의할 필요가 있다. 따라서, 자산배분 관점에서 최근 채권 시장의 불확실성이 확대되기는 했으나, 증시 변동성 및 하방 리스크를 방어하기 위해 채권 비중을 소폭 확대할 필요가 있다고 판단한다.

국내 증시가 수출에 대한 민감도가 높은 만큼, 불안정한 미국 경기 흐름은 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 물론, 전체 수출에서 반도체 수출이 차지하는 비중은 여전히 확대되고 있으며, 반도체 수출 모멘텀도 여전히 유효한 것으로 판단한다. 그러나, 반도체를 포함한 전체 수출 모멘텀은 불안정한 모습을 보이고 있다. 또한, 여전히 유효한 반도체 수출 모멘텀으로 반도체 영업이익 컨센서스가 지속 확대되고 있으나, 코스피 실적 모멘텀(전년 대비%)은 여전히 25Q4 이후 둔화 흐름이 예상된다.

그러나, 코스피는 추가 상승 가능성이 존재하는 것으로 판단된다. 다만, 필자는 4,300pt 수준을 최대 상단으로 판단하며, 여전히 4,150pt 부근에서 순환매 혹은 보수적 관점으로 대응할 필요가 있을 것으로 생각한다. 따라서 이후 상승 구간에서는 추격 매수, 조정 시 저가매수 전략 보다 외국인 수급이 우상향을 지속하거나, 순매도 추세가 종료된 업종에 대한 관심이 필요할 것으로 생각된다. 해당 업종은 에너지, 유틸리티, 디스플레이, 소매(유통), IT가전, 필수소비재, 통신서비스 업종으로 외국인은 방어적 업종에 대한 비중을 지속 확대하고 있는 것으로 나타났다. (12월 코스피 상단 4,300pt, 하단 3,850pt 전망).

# Contents


Ⅰ 11월 증시 리뷰
외국인+기관 누적순매수 TOP3 업종은 방어적 업종 ··· 5pg

Ⅱ 11월 MP 성과 리뷰
11월 MP, 벤치마크 대비 언더퍼폼 ··· 14pg

Ⅲ 불안정한 미국 경기
12월 금리인하는 여전히 유효 ··· 20pg

Ⅳ 아직 한 발 남았다
외국인, 방어적 업종에 대한 비중 확대 지속 ··· 25pg

이 페이지는 편집상 공백입니다.

# Part 01

## 11월 증시 리뷰

# TOP5 주요 자산: FX 자산, 금, 일본 주식(TOPIX)

## 1M 대비 주요 자산 Rank

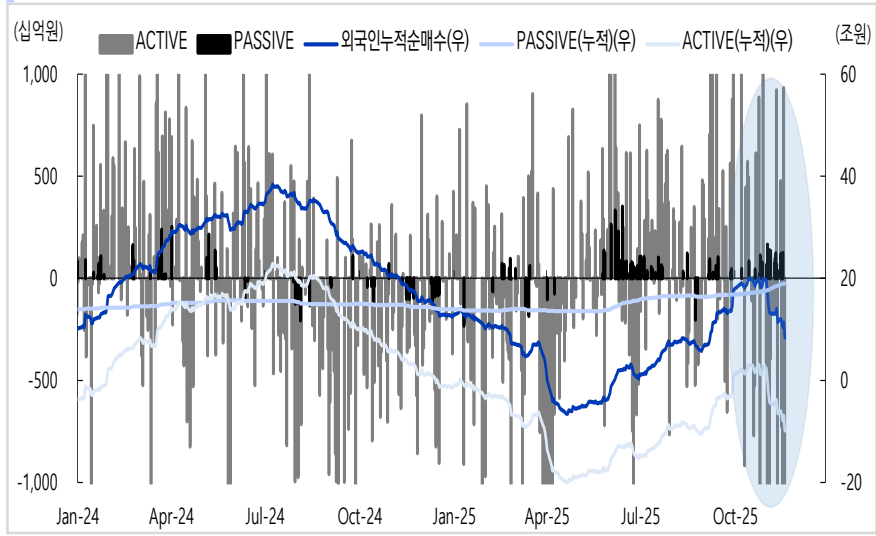
| Rank | 자산 | 종가 | 1W | 1M | 3M | 6M | 1Y | YTD | 월간 가격추이 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 엔/달러 | 156.4 | 1.2 | 2.9 | 6.4 | 9.7 | 1.2 | -0.5 | |
| 2 | 원/달러 | 1,471.0 | 1.2 | 2.8 | 6.3 | 7.7 | 4.9 | -0.5 | |
| 3 | Dollar Index | 100.2 | 0.9 | 1.3 | 2.5 | 1.1 | -6.3 | -7.7 | |
| 4 | 금 | 2,396.4 | -0.3 | 1.2 | 20.4 | 21.3 | 52.5 | 55.9 | |
| 5 | TOPIX | 3,297.7 | -1.8 | 1.0 | 6.3 | 20.6 | 22.9 | 18.4 | |
| 6 | MSCI 일본 | 2,024.3 | -2.3 | 0.9 | 7.3 | 21.1 | 22.8 | 18.0 | |
| 7 | Nifty50 | 26,068.2 | 0.6 | 0.8 | 4.8 | 4.9 | 11.6 | 10.2 | |
| 8 | MSCI 인도 | 3,056.5 | 0.1 | 0.6 | 4.0 | 4.5 | 9.6 | 7.5 | |
| 9 | HG 회사채 | 2,875.1 | 0.0 | -0.1 | 1.2 | 5.1 | 7.1 | 7.2 | |
| 10 | 위안/달러 | 7.1 | 0.1 | -0.3 | -0.9 | -1.1 | -1.9 | -2.7 | |
| 11 | IG 회사채 | 2,343.4 | 0.5 | -0.5 | 2.1 | 5.4 | 6.8 | 7.1 | |
| 12 | WTI | 58.1 | -3.4 | -0.8 | -8.8 | -5.6 | -17.2 | -19.0 | |
| 13 | KOSPI | 3,853.3 | -3.9 | -0.8 | 21.6 | 48.7 | 55.3 | 60.6 | |
| 14 | NIKKEI225 | 48,625.9 | -3.5 | -1.4 | 14.1 | 30.9 | 27.9 | 21.9 | |
| 15 | S&P500 | 6,603.0 | -1.9 | -1.4 | 2.1 | 13.8 | 11.0 | 12.3 | |
| 16 | KOSDAQ | 864.0 | -3.8 | -1.7 | 10.4 | 20.7 | 26.9 | 27.4 | |
| 17 | MSCI 유럽 | 188.0 | -2.2 | -1.8 | 0.3 | 3.1 | 11.7 | 10.7 | |
| 18 | 상해지수 | 3,834.9 | -3.9 | -2.0 | 0.2 | 14.5 | 13.8 | 14.4 | |
| 19 | MSCI 글로벌 | 970.8 | -2.5 | -2.0 | 1.6 | 11.8 | 14.0 | 15.4 | |
| 20 | 항셍지수 | 25,220.0 | -5.1 | -2.2 | -0.5 | 6.9 | 28.7 | 25.7 | |

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

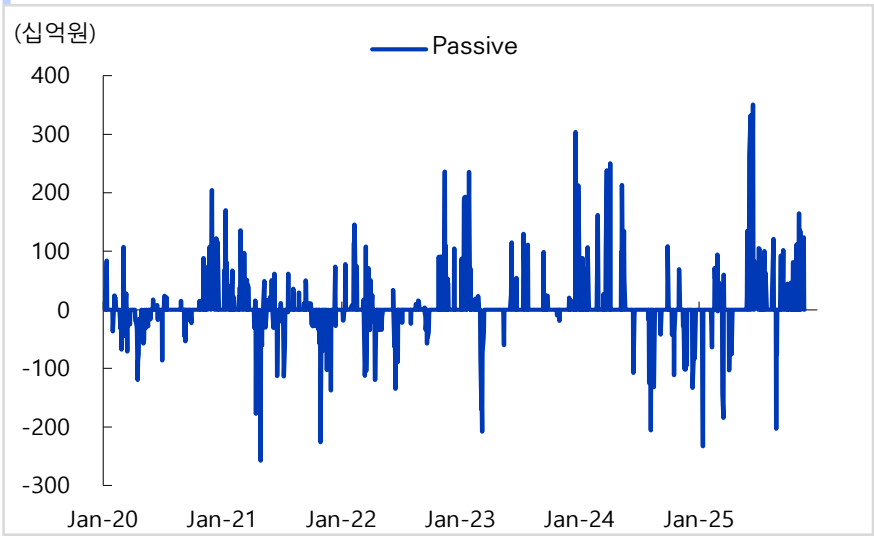
# 가파른 외국인 매도세

- 11월 들어, 외국인은 순매도 흐름으로 전환
- 11/3일부터 11/21일까지 15영업일 간, 국내 증시에 대해 외국인 액티브 자금은 약 -12조 6,676억원 누적순매도를 기록
- 반면, 패시브 자금은 약 +1조 1,475억원 유입되며, 11/21일 마감 기준으로 총 -11조 5,202억원(액티브+패시브)이 누적 유출됨

## 가파른 외국인 매도세




## 11월 패시브 자금 순유입 지속



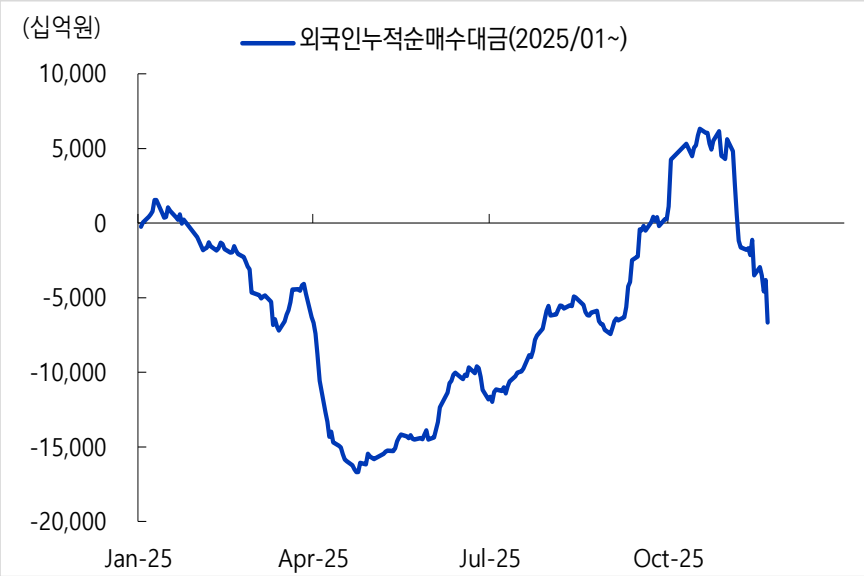

## 외국인 패시브 누적순매수 추이 우상향 지속

자료: Bloomberg, Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

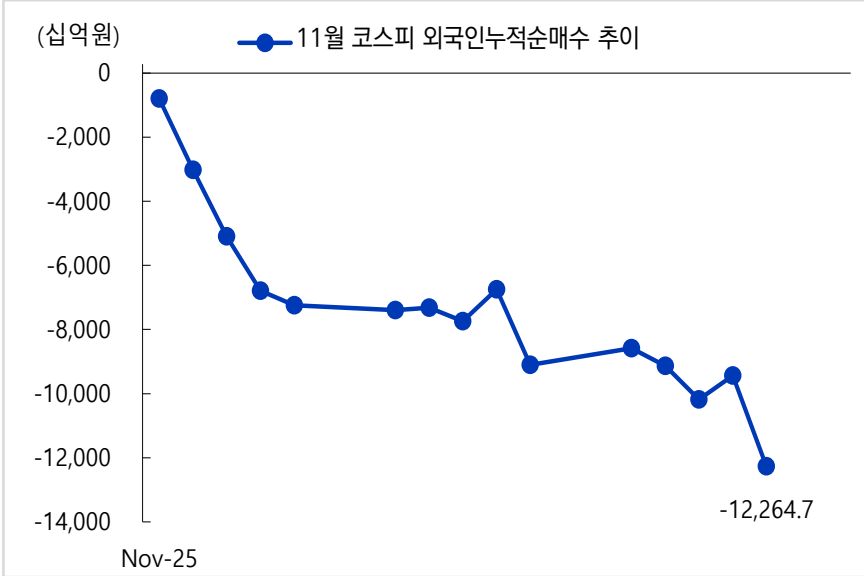
# 11월, 코스피에 대한 외국인 누적 수급은 -12조 2,647억원을 기록

- 올해 4월부터 코스피에 대한 외국인 수급은 가파른 상승세를 보였으나, 최근 들어 더 가파른 매도세가 나타남
- 4/9일부터 10/27일까지 코스피에 대한 외국인 누적 수급은 약 +19조 4,713억원을 기록
- 그러나, 이후 강한 매도세가 나타나며 11/3일부터 11/21일까지 약 -12조 2,647억원이 누적 유출됨

**2025년 1월~ 현재, 코스피 외국인 누적순매수 추이**




**11월, 코스피 외국인 누적순매수 추이**

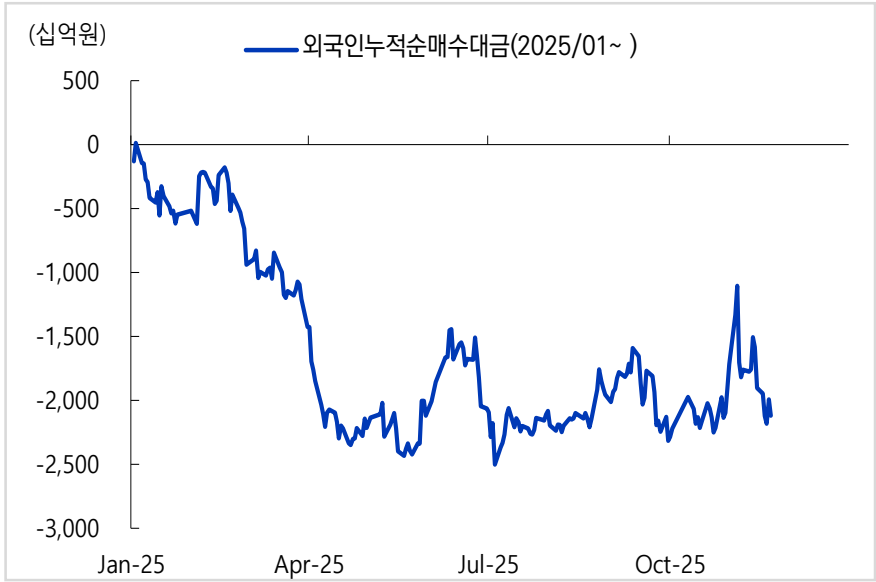



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

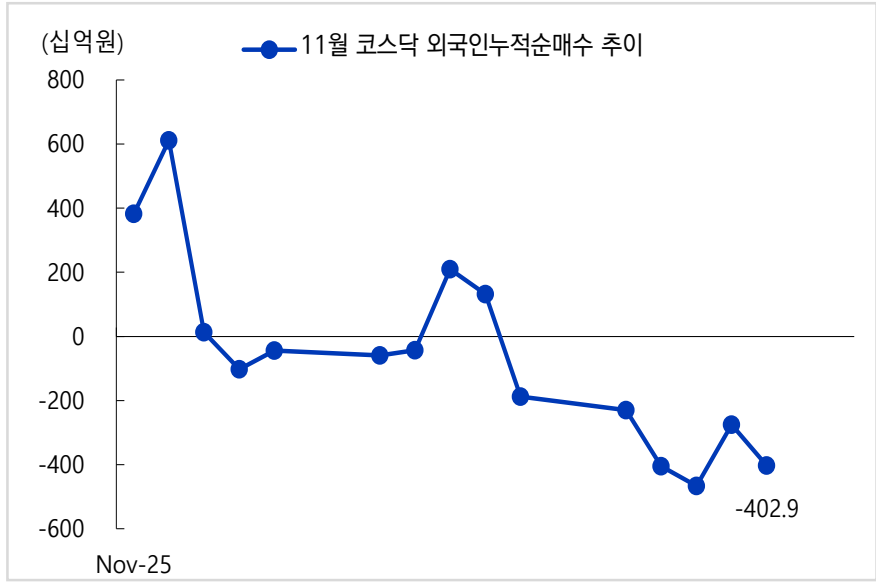
# 11월, 코스닥에 대한 외국인 누적 수급은 -4,029억원을 기록

- 올해 4월부터 시작된 상승 랠리가 코스피에 집중된 만큼, 코스닥에 대한 외국인 수급은 박스권 흐름 지속
- 11월 들어, 순환매에 의한 외국인 수급 로테이션으로 코스닥 역시 외국인 수급이 유입됐으나, 다시 순매도 흐름으로 전환됨
- 11/3일부터 11/21일까지 15영업일 간, 코스닥에 대한 외국인 누적 수급은 약 -4,029억원을 기록

**2025년 1월~ 현재, 코스닥 외국인 누적순매수 추이**




**11월, 코스닥 외국인 누적순매수 추이**

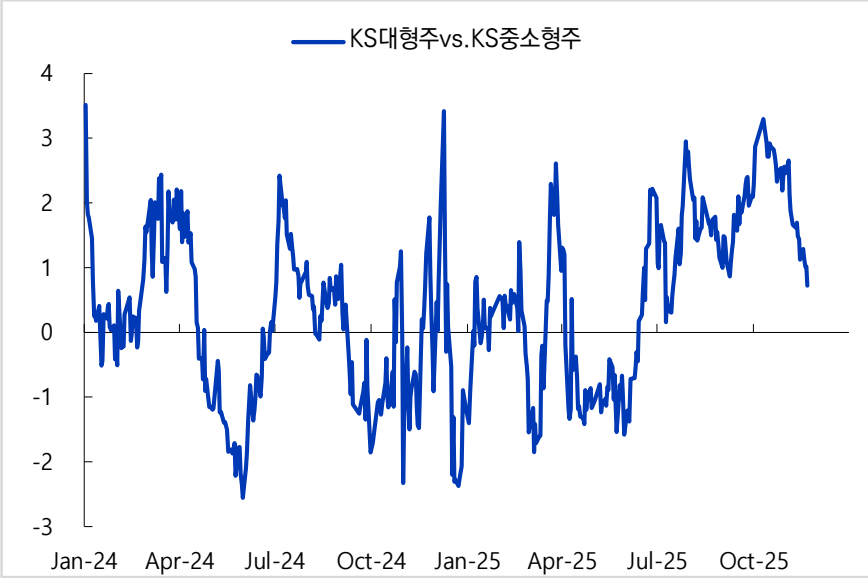



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

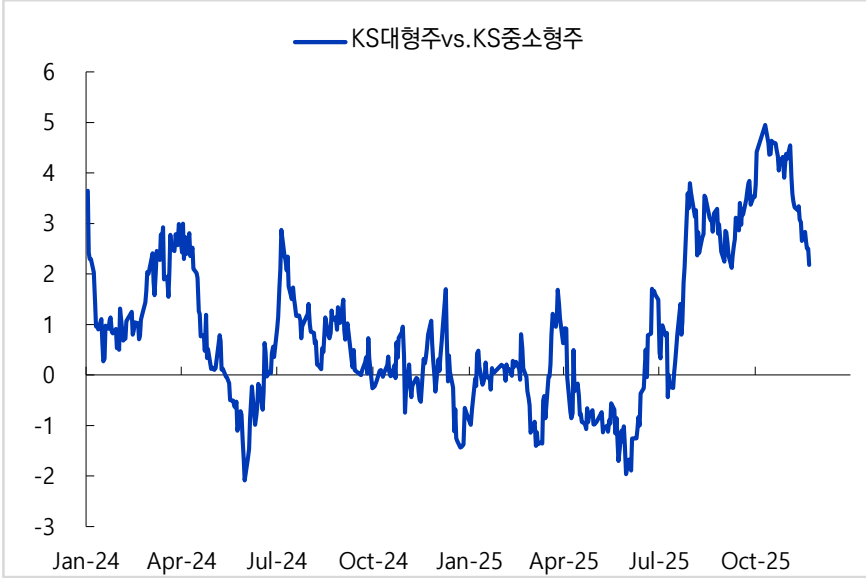
# 코스피, 순환매 흐름 지속

- 코스피 3M, 12M 상대강도 모두 10월 중순 이후 중소형주 강세 흐름으로 전환
- 이는 숨 고르기 국면, 변동성 장세에서 흔히 나타나는 모습
- 즉, 순환매(+변동성) 흐름이 단기간 지속될 가능성이 존재하는 것으로 판단

**3M 기준 상대강도: 중소형주 강세**




**12M 기준 상대강도: 중소형주 강세**

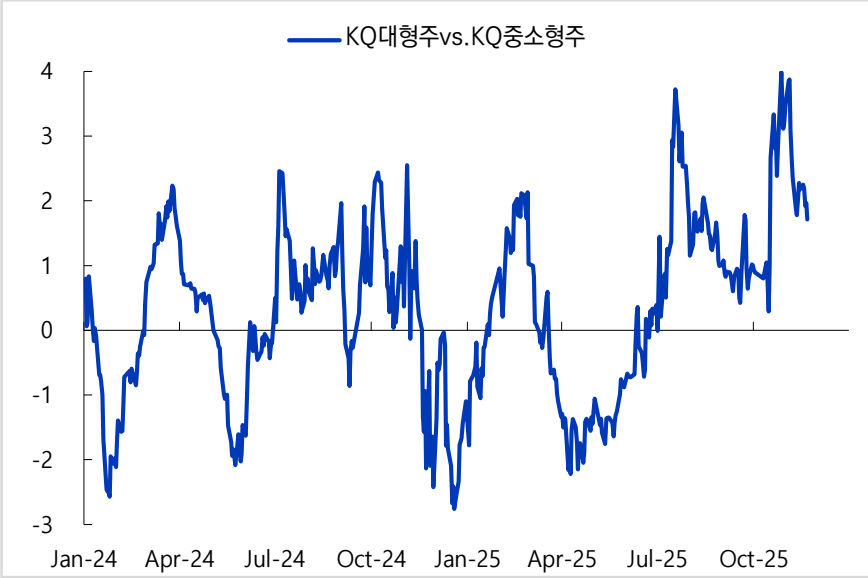



주: 3M은 모멘텀 전환을 민감하게 포착하는 반면, 장기 노이즈에 민감하여 신호가 불안정 할 수 있음. 12M은 구조적 추세 변화를 확인하는 데 유리하나, 모멘텀 전환 탐지에 다소 둔감
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

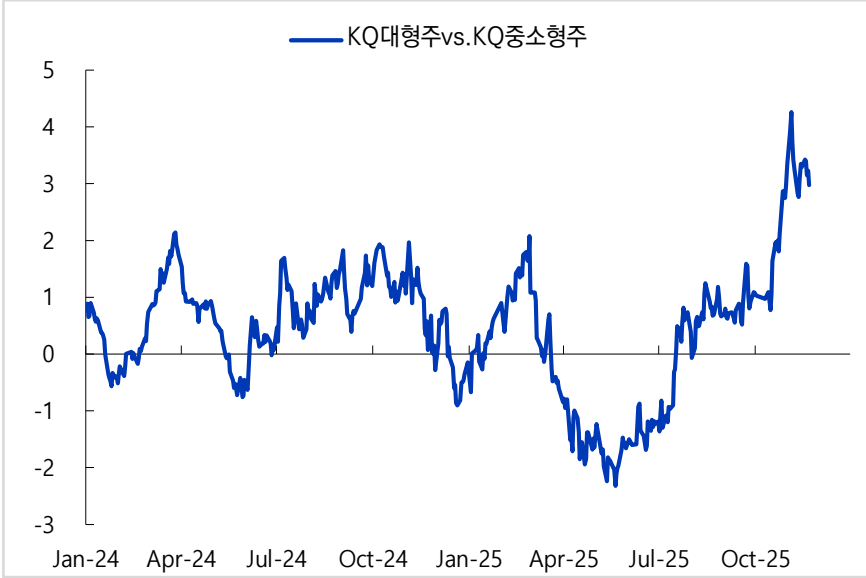
# 코스닥도 마찬가지

- 코스닥의 경우, 코스피가 중소형주 강세 흐름으로 전환된 10월 중순부터 10월 말 까지 대형주 강세 흐름을 보였으나,
- 11월 들어 중소형주 강세 흐름으로 전환
- 즉, 코스닥 역시 순환매(+변동성) 흐름이 단기간 지속될 가능성이 존재하는 것으로 판단

**3M 기준 상대강도: 중소형주 강세**




**12M 기준 상대강도: 중소형주 강세**




주: 3M은 모멘텀 전환을 민감하게 포착하는 반면, 장기 노이즈에 민감하여 신호가 불안정 할 수 있음. 12M은 구조적 추세 변화를 확인하는 데 유리하나, 모멘텀 전환 탐지에 다소 둔감
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 11월, 외국인+기관 누적순매수 TOP3는 방어적 업종

- 11월 들어, 외국인+기관 자금이 가장 많이 유입된 TOP3 업종은 방어적 업종(건강관리, 필수소비재, 은행)으로 나타남
- 반도체 업종의 경우, 외국인은 약 -9조 9,827억원 누적순매도를 기록한 반면, 기관은 +1조 4,574억원 누적순매수를 기록
- 외국인 누적순매수 TOP10 업종 중, 기관 누적순매수 TOP10에 포함된 업종은 건강관리, 필수소비재, 에너지, 소매(유통) 4개 업종

**11월 외국인+기관 누적순매수 TOP10 업종**

| Rank | 업종 | 11월 수급(십억원) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 건강관리 | 1486.1 | 7.3 |
| 2 | 필수소비재 | 440.5 | 4.9 |
| 3 | 은행 | 314.4 | 3.6 |
| 4 | 소매(유통) | 294.8 | 9.6 |
| 5 | 에너지 | 243.0 | -2.3 |
| 6 | 자동차 | 184.1 | -6.1 |
| 7 | 화장품,의류,완구 | 150.7 | 1.0 |
| 8 | 호텔,레저서비스 | 126.3 | 6.6 |
| 9 | 통신서비스 | 89.9 | 2.0 |
| 10 | 유틸리티 | 81.3 | 7.3 |

**외국인 누적순매수 TOP10 업종**

| Rank | 업종 | 11월 수급(십억원) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 건강관리 | 563.4 | 7.3 |
| 2 | 필수소비재 | 233.0 | 4.9 |
| 3 | 자동차 | 210.5 | -6.1 |
| 4 | IT하드웨어 | 118.1 | -4.7 |
| 5 | 화장품,의류,완구 | 116.5 | 1.0 |
| 6 | 에너지 | 78.3 | -2.3 |
| 7 | 소매(유통) | 76.4 | 9.6 |
| 8 | 통신서비스 | 59.9 | 2.0 |
| 9 | 유틸리티 | 54.1 | 7.3 |
| 10 | 철강 | 41.6 | -2.0 |

**기관 누적순매수 TOP10 업종**

| Rank | 업종 | 11월 수급(십억원) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 반도체 | 1457.4 | -10.2 |
| 2 | 건강관리 | 922.8 | 7.3 |
| 3 | 은행 | 865.7 | 3.6 |
| 4 | 소매(유통) | 218.4 | 9.6 |
| 5 | 필수소비재 | 207.5 | 4.9 |
| 6 | 상사,자본재 | 176.7 | -6.0 |
| 7 | 에너지 | 164.7 | -2.3 |
| 8 | 보험 | 103.3 | -0.1 |
| 9 | 호텔,레저서비스 | 101.7 | 6.6 |
| 10 | 증권 | 34.9 | -8.6 |

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 전월 말 대비 K200 시가총액은 -6.44%, K150은 -3.35% 감소

## K200 시가총액 비중 증가 TOP10 종목

| Rank | 종목 | 전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 삼성바이오로직스 | 0.2 | 0.0 |
| 2 | 한국전력 | 0.2 | 13.2 |
| 3 | 셀트리온 | 0.2 | 6.7 |
| 4 | KB금융 | 0.2 | 3.3 |
| 5 | 신한지주 | 0.1 | 5.0 |
| 6 | 고려아연 | 0.1 | 9.2 |
| 7 | 하나금융지주 | 0.1 | 6.4 |
| 8 | SK스퀘어 | 0.1 | 2.3 |
| 9 | 삼성화재 | 0.1 | 6.5 |
| 10 | S-Oil | 0.1 | 24.9 |

## K200 시가총액 비중 감소 TOP10 종목

| Rank | 종목 | 전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 삼성전자 | -1.2 | -11.8 |
| 2 | 두산에너빌리티 | -0.2 | -17.6 |
| 3 | LG에너지솔루션 | -0.1 | -10.0 |
| 4 | 현대로템 | -0.1 | -20.7 |
| 5 | 한화오션 | -0.1 | -12.9 |
| 6 | 한화에어로스페이스 | -0.1 | -11.2 |
| 7 | 현대차 | -0.1 | -10.5 |
| 8 | HD현대일렉트릭 | -0.1 | -13.7 |
| 9 | 삼성중공업 | -0.1 | -14.2 |
| 10 | 미래에셋증권 | -0.1 | -19.6 |

## K150 시가총액 비중 증가 TOP10 종목

| Rank | 종목 | 전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 에이비엘바이오 | 1.9 | 79.3 |
| 2 | 알테오젠 | 1.5 | 10.7 |
| 3 | 펩트론 | 1.0 | 36.4 |
| 4 | 리가켐바이오 | 0.6 | 21.7 |
| 5 | 보로노이 | 0.3 | 19.9 |
| 6 | 케어젠 | 0.3 | 20.5 |
| 7 | 오스코텍 | 0.2 | 33.4 |
| 8 | 클래시스 | 0.2 | 12.2 |
| 9 | 태성 | 0.2 | 62.1 |
| 10 | 메지온 | 0.1 | 13.7 |

## K150 시가총액 비중 감소 TOP10 종목

| Rank | 종목 | 전월 말 대비 시가총액 비중 증감(%p) | 월간수익률(%) |
|---|---|---|---|
| 1 | 에코프로비엠 | -0.7 | -13.6 |
| 2 | 레인보우로보틱스 | -0.5 | -16.3 |
| 3 | 에코프로 | -0.3 | -10.5 |
| 4 | 테크윙 | -0.3 | -32.9 |
| 5 | 파마리서치 | -0.3 | -14.8 |
| 6 | 와이지엔터테인먼트 | -0.2 | -33.7 |
| 7 | 동진쎄미켐 | -0.2 | -26.2 |
| 8 | 엔켐 | -0.2 | -28.1 |
| 9 | 제이앤티씨 | -0.2 | -31.4 |
| 10 | HPSP | -0.2 | -18.1 |

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

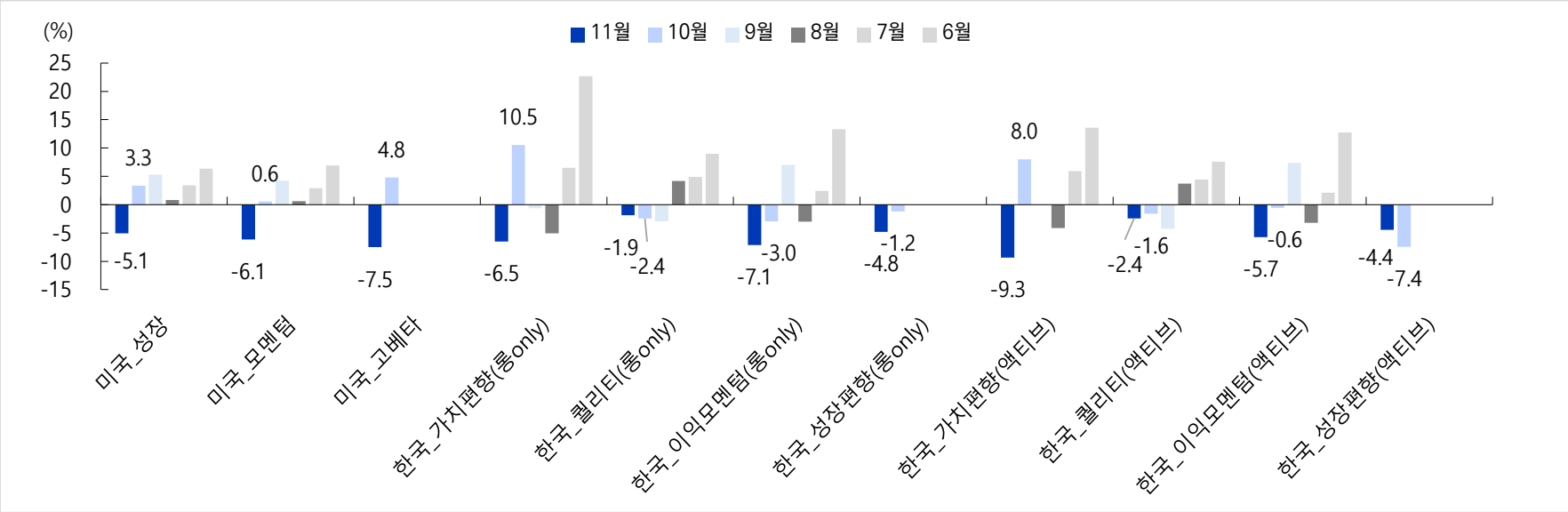
# Part 02

## 11월 MP 성과 리뷰

# 가장 성과가 우수했던 스타일은 한국 퀄리티(롱only)

- 11/21일 종가 기준,
- 한국 스타일 포트폴리오에서 가장 우수했던 스타일은 퀄리티 (롱only -1.9%, 액티브 -2.4%)
- 미국은 성장 스타일이 가장 우수한 결과를 기록 (-5.1%)

**韓·美 스타일별 성과**

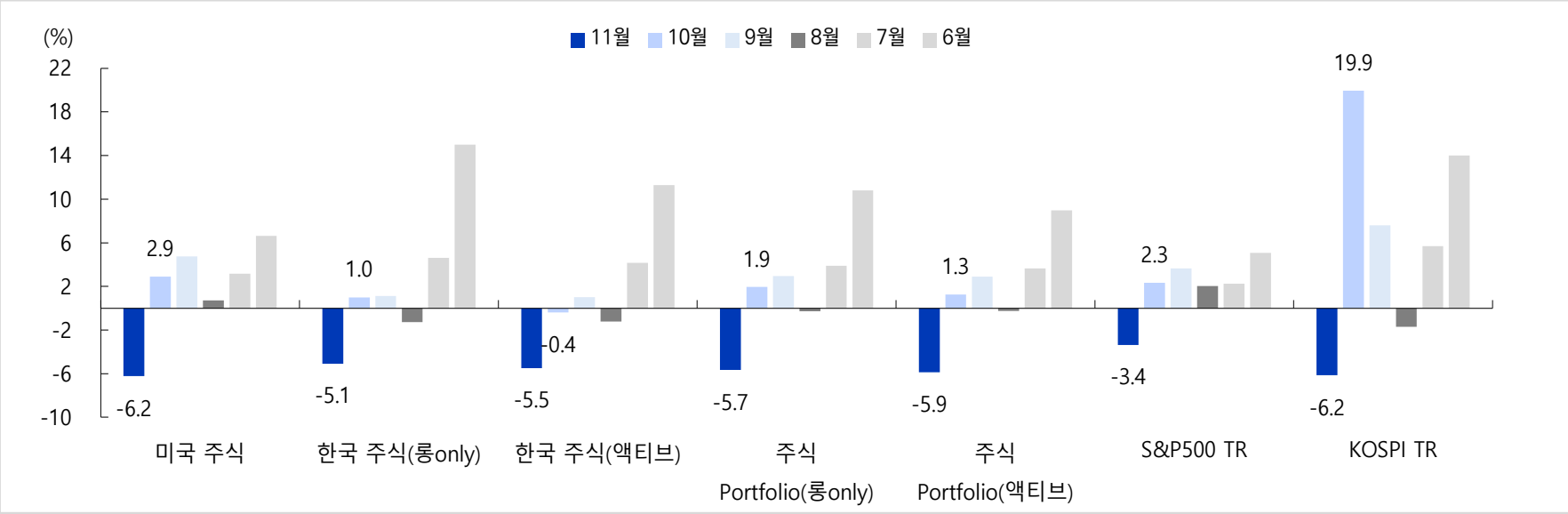



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 전반적으로 미흡했던 11월 성과

- 동 기간 S&P500 TR은 -3.4%, KOSPI TR은 -6.2% 수익률을 기록
- 미국 주식 포트폴리오는 -6.2%, 한국 주식 롱only는 -5.1%, 한국 주식 액티브는 -5.5%를 기록

**韓·美 스타일 포트폴리오 성과**




자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 11월 한국 주식 포트폴리오 개별 성과

**가치편향, 퀄리티, 성장편향, 이익모멘텀 종목**

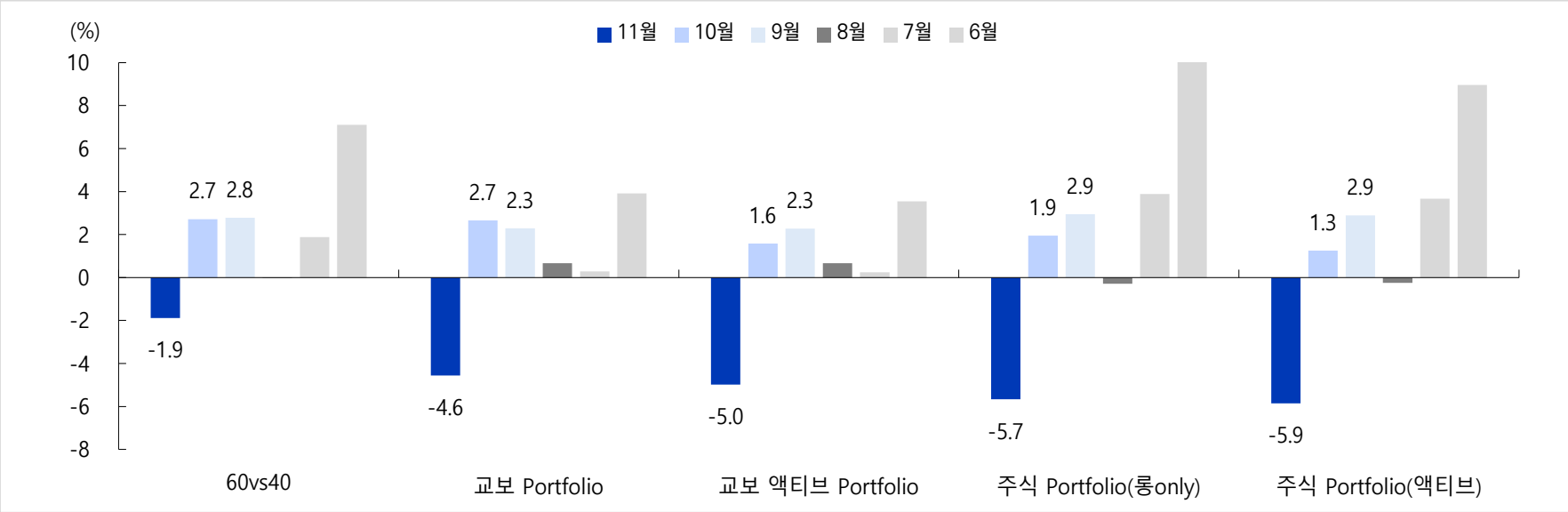
| | 종목명 | 업종명 | 스타일 | 월간수익률 | | 종목명 | 업종명 | 스타일 | 월간수익률 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | HD현대마린엔진 | 조선 | 퀄리티 | -22.0 | 1 | 기업은행 | 은행 | 퀄리티 | 4.8 |
| 2 | 한전KPS | 유틸리티 | 퀄리티 | 3.0 | 2 | HD현대마린엔진 | 조선 | 퀄리티 | -22.0 |
| 3 | CJ CGV | 미디어,교육 | 퀄리티 | 12.5 | 3 | CJ CGV | 미디어,교육 | 퀄리티 | 12.5 |
| 4 | 한일홀딩스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 1.4 | 4 | SNT홀딩스 | 자동차 | 퀄리티 | -14.2 |
| 5 | 인화정공 | 조선 | 퀄리티 | -20.0 | 5 | 현대홈쇼핑 | 소매(유통) | 퀄리티 | 6.1 |
| 6 | INVENI | 유틸리티 | 퀄리티 | -1.1 | 6 | 비츠로셀 | IT가전 | 퀄리티 | -4.2 |
| 7 | 삼영무역 | 화학 | 퀄리티 | 0.6 | 7 | 한일홀딩스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 1.4 |
| 8 | LX하우시스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 8.3 | 8 | 인화정공 | 조선 | 퀄리티 | -20.0 |
| 9 | JW홀딩스 | 건강관리 | 퀄리티 | 7.2 | 9 | 노루홀딩스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | -5.2 |
| 10 | 성신양회 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 1.7 | 10 | 삼영무역 | 화학 | 퀄리티 | 0.6 |
| 11 | 삼성전자 | 반도체 | 이익모멘텀 | -11.8 | 11 | 삼성전자 | 반도체 | 이익모멘텀 | -11.8 |
| 12 | 한샘 | 건설,건축관련 | 이익모멘텀 | -3.5 | 12 | NAVER | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | -1.9 |
| 13 | DB증권 | 증권 | 이익모멘텀 | 0.2 | 13 | SNT다이내믹스 | 자동차 | 이익모멘텀 | -22.9 |
| 14 | 제우스 | 반도체 | 이익모멘텀 | -17.3 | 14 | NICE | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 2.4 |
| 15 | 서울가스 | 유틸리티 | 이익모멘텀 | 3.5 | 15 | DB증권 | 증권 | 이익모멘텀 | 0.2 |
| 16 | 모토닉 | 자동차 | 이익모멘텀 | -1.0 | 16 | 우주일렉트로 | IT하드웨어 | 이익모멘텀 | -7.6 |
| 17 | 삼진제약 | 건강관리 | 이익모멘텀 | 1.4 | 17 | 모토닉 | 자동차 | 이익모멘텀 | -1.0 |
| 18 | 대아티아이 | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | -5.1 | 18 | 삼진제약 | 건강관리 | 이익모멘텀 | 1.4 |
| 19 | HLB이노베이션 | 반도체 | 이익모멘텀 | -13.8 | 19 | 대아티아이 | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | -5.1 |
| 20 | 비츠로테크 | IT가전 | 이익모멘텀 | -10.3 | 20 | 비츠로테크 | IT가전 | 이익모멘텀 | -10.3 |
| 21 | KCC | 건설,건축관련 | 성장편향 | -8.9 | 21 | HMM | 운송 | 성장편향 | -6.8 |
| 22 | 미원상사 | 화학 | 성장편향 | -3.3 | 22 | KCC | 건설,건축관련 | 성장편향 | -8.9 |
| 23 | 삼영무역 | 화학 | 성장편향 | 0.6 | 23 | 삼영무역 | 화학 | 성장편향 | 0.6 |
| 24 | 삼성중공업 | 조선 | 가치편향 | -14.2 | 24 | 삼성중공업 | 조선 | 가치편향 | -14.2 |
| 25 | HD현대미포 | 조선 | 가치편향 | -7.7 | 25 | HD현대미포 | 조선 | 가치편향 | -7.7 |
| 26 | 한올바이오파마 | 건강관리 | 가치편향 | 6.2 | 26 | 풍산 | 비철,목재등 | 가치편향 | -14.1 |
| 27 | 솔브레인홀딩스 | IT가전 | 가치편향 | -13.9 | 27 | 솔브레인홀딩스 | IT가전 | 가치편향 | -13.9 |
| 28 | 케이엠더블유 | IT하드웨어 | 가치편향 | -15.1 | 28 | F&F홀딩스 | 화장품,의류,완구 | 가치편향 | 11.4 |
| 29 | 제룡전기 | 기계 | 가치편향 | -13.9 | 29 | 케이엠더블유 | IT하드웨어 | 가치편향 | -15.1 |

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 벤치마크 대비 언더퍼폼

- 미국 주식 3, 한국 주식 3, 미국채 2, 국고채 2 비중을 적용한 60vs40 벤치마크 포트폴리오 성과는 -1.9%를 기록
- 한국 주식 롱only를 적용한 교보 Portfolio는 -4.6%를,
- 한국 주식 액티브를 적용한 교보 액티브 Portfolio는 -5.0%를 기록하며, 벤치마크 대비 언더퍼폼

**자산배분 MP 성과**




자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 포트폴리오 장기성과

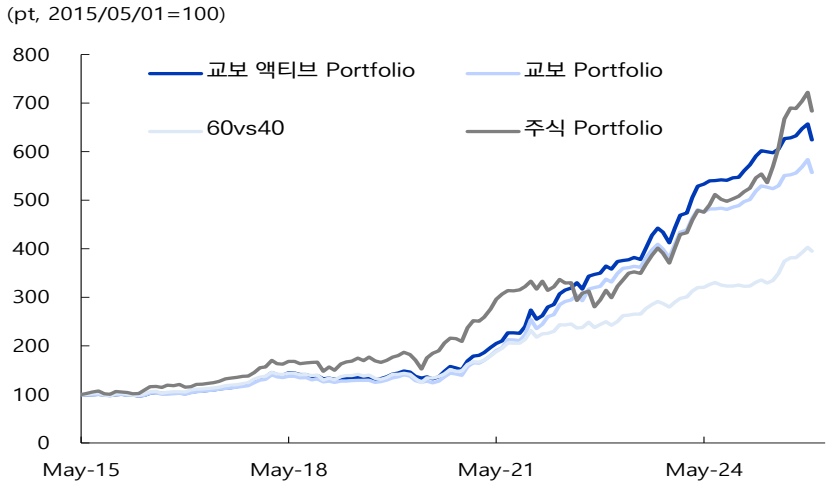
## 예측 국면 적용: 2015/05/01~현재 결과

| | 60vs40 | 교보 Portfolio | 교보 액티브 Portfolio | 주식 Portfolio |
|---|---|---|---|---|
| 누적수익률 | 295.0% | 457.0% | 524.3% | 583.6% |
| 연환산수익률 | 13.9% | 17.6% | 18.9% | 19.9% |
| 연환산변동성 | 10.4% | 11.5% | 11.6% | 15.4% |
| 샤프 (RF=0%가정) | 1.34 | 1.53 | 1.63 | 1.29 |
| MDD (최대낙폭) | -14.6% | -11.9% | -10.7% | -18.4% |

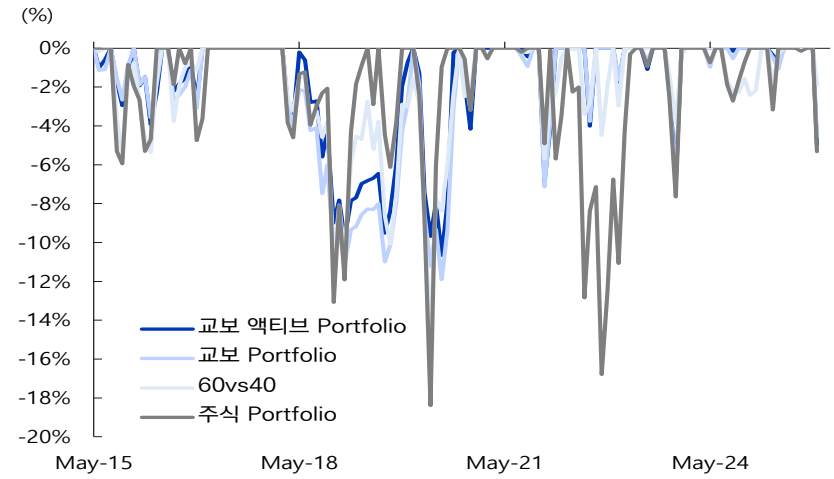
## 연도별 성과

| | 60vs40 | 교보 Portfolio | 교보 액티브 Portfolio | 주식 Portfolio |
|---|---|---|---|---|
| 2015 | 5.4% | 2.3% | 2.7% | 16.1% |
| 2016 | 9.1% | 8.2% | 8.2% | 9.4% |
| 2017 | 24.6% | 24.1% | 30.1% | 32.1% |
| 2018 | -1.3% | -6.3% | -6.6% | 4.0% |
| 2019 | -5.1% | -1.0% | 0.8% | 0.4% |
| 2020 | 40.1% | 49.2% | 50.5% | 68.9% |
| 2021 | 29.1% | 53.0% | 53.4% | 11.1% |
| 2022 | 9.1% | 25.0% | 21.5% | 7.1% |
| 2023 | 20.8% | 30.7% | 39.4% | 34.8% |
| 2024 | 4.3% | 10.1% | 12.0% | 19.7% |
| YTD | 18.1% | 6.3% | 4.5% | 20.1% |

## 포트폴리오 장기성과 추이




## 최대낙폭 추이




자료: 교보증권 리서치센터. 주: 연도별 성과는 매년 4월 말 ~ 다음해 4월 말까지. YTD는 11월 21일 종가 기준

# Part 03

## 불안정한 미국 경기

# 12월 금리인하, 여전히 유효

- 11월 들어, 12월 미국 기준금리 인하에 대한 시장 전망은 20%대까지 하락하며 불확실성이 지속됨
- 그러나 11/23일 기준, 12월 금리인하 확률은 약 71% 수준으로 다시 상승
- 12월 FOMC 이전까지 불확실성에 의한 변동성은 지속될 전망
- 그러나, 당사는 여전히 12월 25bp 추가 인하 전망

**12월 금리인하, 여전히 유효**

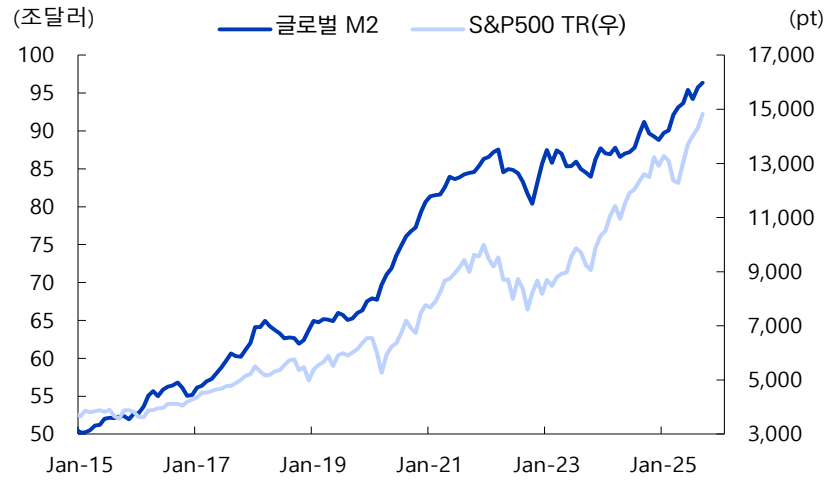
| Meeting Date | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2025-12-10 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 71.00% | 29.00% |
| 2026-01-28 | 0.00% | 0.00% | 2.00% | 98.00% | 0.00% |
| 2026-03-18 | 0.00% | 0.00% | 44.97% | 55.03% | 0.00% |
| 2026-04-29 | 0.00% | 0.00% | 76.00% | 24.00% | 0.00% |
| 2026-06-17 | 0.00% | 41.52% | 58.48% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-07-29 | 0.00% | 80.00% | 20.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-09-16 | 21.64% | 78.36% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-10-28 | 46.00% | 54.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2026-12-09 | 69.11% | 30.89% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2027-01-27 | 76.00% | 24.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2027-03-17 | 82.29% | 17.71% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

자료: CME FedWatch, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 23일 기준

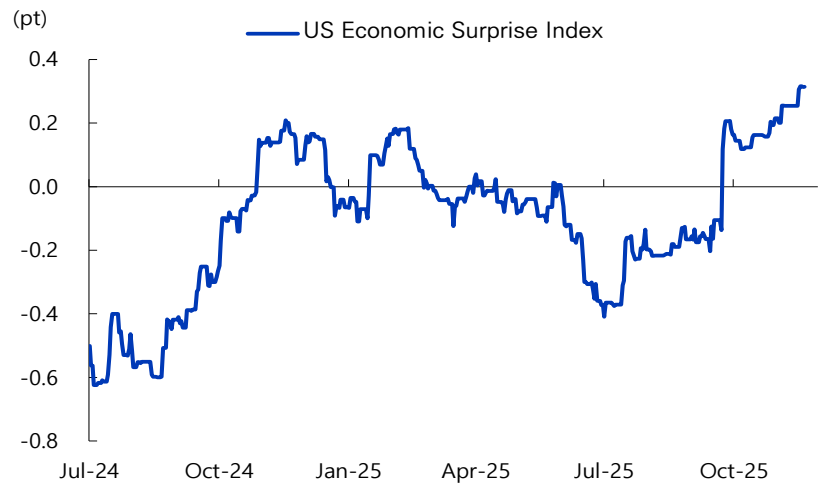
# 불안정한 미국 경기

- 글로벌 유동성은 우상향을 지속하고 있으나, 10월 글로벌 M2는 전월 대비 -0.3%를 기록
- 미국 경기서프라이즈 지수는 11/21일 기준 0.314pt를 기록(10월말 기준, 0.215pt). 이는 경기 모멘텀이 시장 예상보다 견조하며, 경기에 대한 낙관적 기대가 유효하다는 의미
- 그러나, 미국 경기선행지수의 전년 대비%를 보면, 둔화 추세가 지속되고 있음. 즉, 현재 미국 경기는 불안정한 모습

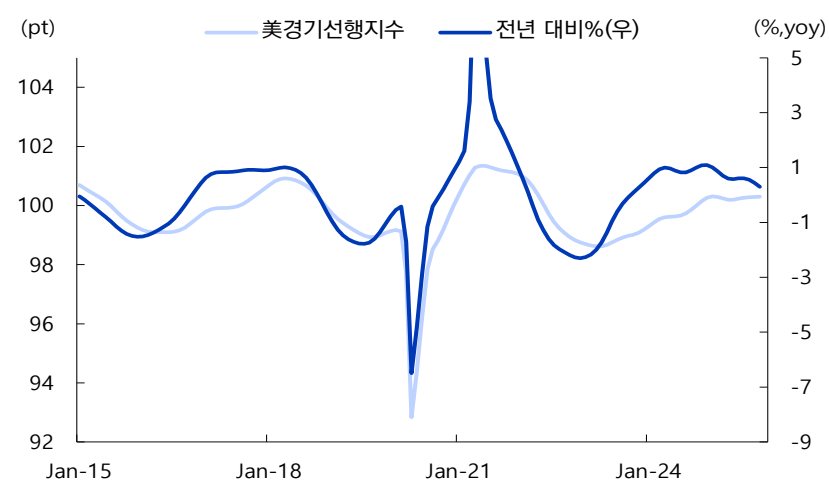
**글로벌 유동성 전월 대비 -0.3% 감소**




**11/21일 기준, 미국 경기서프라이즈 지수는 0.314pt를 기록**




**미국 경기선행지수, 전년 대비% 둔화 추세 지속**




자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 마감 기준

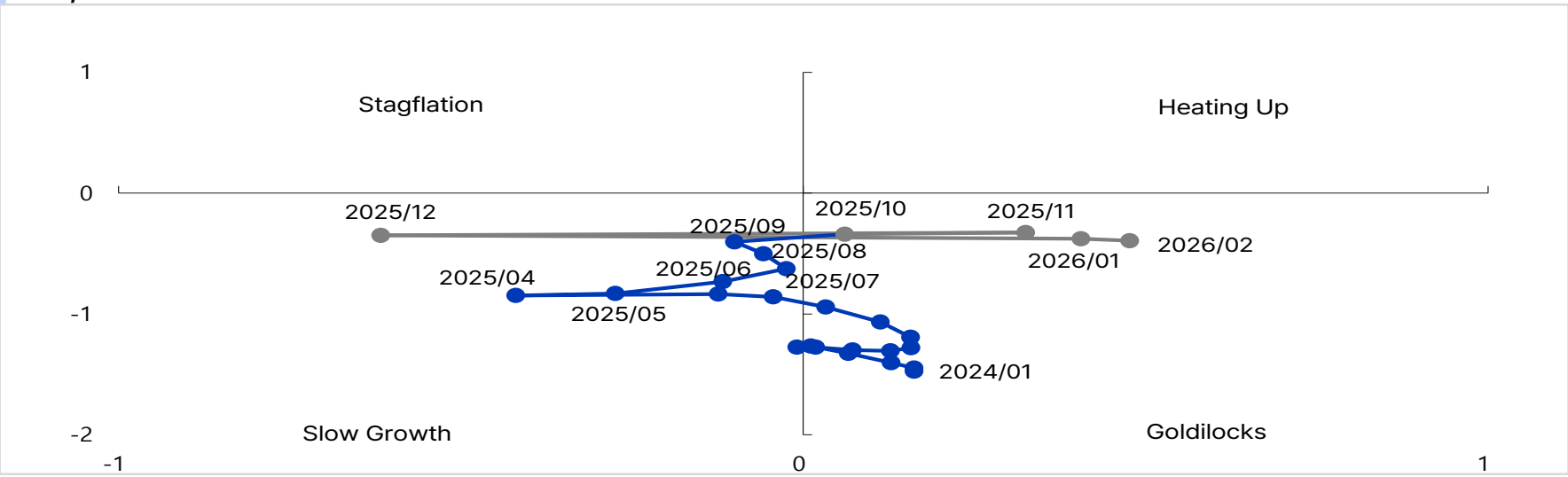
# 12월은 Slow Growth 국면 예상

- 12월 국면은 여전히 Slow Growth 국면으로 예상
- 다만, 향후 Slow Growth 국면에 대한 둔화 압력은 점차 증가할 수 있음에 유의
- 이는 미국 경기선행지수 수정치로 인해 7월~9월 국면이 Slow Growth 국면으로 전환되었기 때문(이전 7월~9월 국면은 Goldilocks에 위치한 것으로 나타남)
- 그러나, 현재 z-score 값이 (-1, 1) interval 사이에 위치한 것을 고려하면, 불안정한 국면이 지속될 것으로 판단
- 즉, 향후 둔화 압력 시그널을 유의할 필요

**각 국면별 최적 자산 비중 기준**

| 국면 | 미국 주식 | 한국 주식 | 미국 채권 | 한국 채권 |
|---|---|---|---|---|
| Goldilocks | 50% | 40% | 5% | 5% |
| Slow Growth | 10% | 10% | 60% | 20% |
| Stagflation | 15% | 15% | 30% | 40% |
| Heating Up | 50% | 30% | 10% | 10% |

**12월, Slow Growth 국면 예상**




자료: 교보증권 리서치센터. 주: 파란색은 실제 데이터 기반 국면, 회색은 예측 국면

# 자산배분을 위한 국면별 韓·美 TOP3 스타일

- 과거 10년간 실제 Slow Growth 국면에서 아웃퍼폼 했던 미국 TOP3 스타일은 성장, 모멘텀, 로우볼
- 한국은 동일 국면에서 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일 성과가 우수했음 (한국 스타일의 경우 필자가 자체 구성)
- 자산배분 관점에서는 최근 채권 시장의 불확실성이 확대되기는 했으나,
- 증시 변동성 및 하방 리스크를 방어하기 위해 채권 비중을 소폭 확대할 필요
- 즉, 중립형 포트폴리오가 유효한 구간으로 판단(미국 주식 30%, 한국 주식 30%, 미국채 20%, 국고채 20%)

**미국: 성장, 모멘텀, 로우볼 스타일을 주목**

| 국면 | TOP3 스타일 |
|---|---|
| Goldilocks | 성장, 모멘텀, 고베타 |
| Slow Growth | 성장, 모멘텀, 로우볼 |
| Stagflation | 로우볼, 고배당, 배당성장 |
| Heating Up | 성장, 모멘텀, 고베타 |

**한국: 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일이 유효**

| 국면 | TOP3 스타일 |
|---|---|
| Goldilocks | 가치편향, 성장편향, 퀄리티 |
| Slow Growth | 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 |
| Stagflation | 가치, 로우볼, 고베타 |
| Heating Up | 가치, 로우볼, 고베타 |

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 한국 스타일은 자체 구성

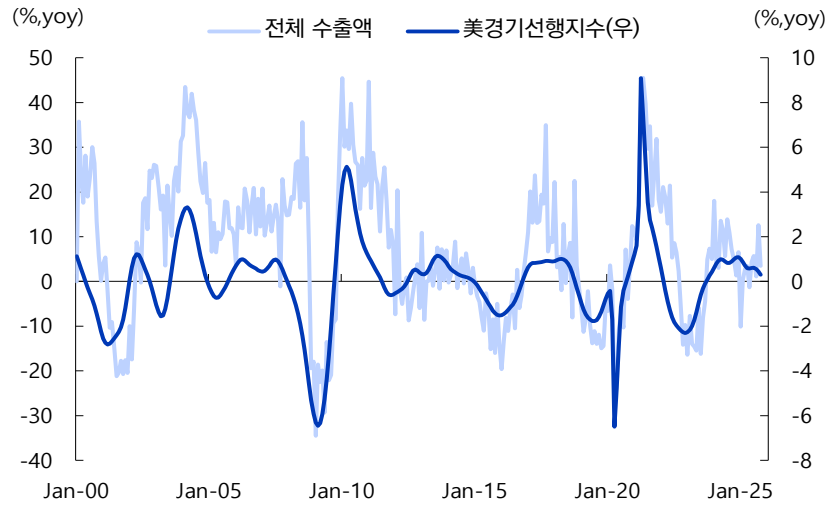
# Part 04

## 아직 한 발 남았다

# 반도체를 제외하면..

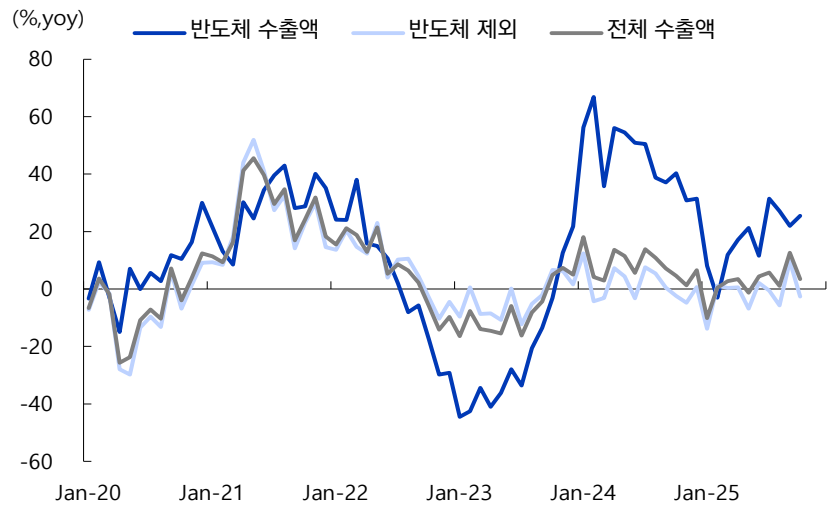
- 국내 증시가 수출에 대한 민감도가 높은 만큼, 미국 경기 둔화는 리스크 요인
- 전체 수출에서 반도체 수출이 차지하는 비중은 여전히 확대되고 있으며, 반도체 수출 모멘텀은 여전히 유효한 것으로 판단
- 그러나, 반도체를 제외한 수출 모멘텀이 회복하지 못함에 따라, 전체 수출 모멘텀도 불안정한 모습을 보이고 있음

**국내 수출에 부정적인 미국 경기선행지수의 둔화 추세**




**반도체 수출 비중 확대 지속**

**전체 수출 모멘텀은 불안정한 모습**

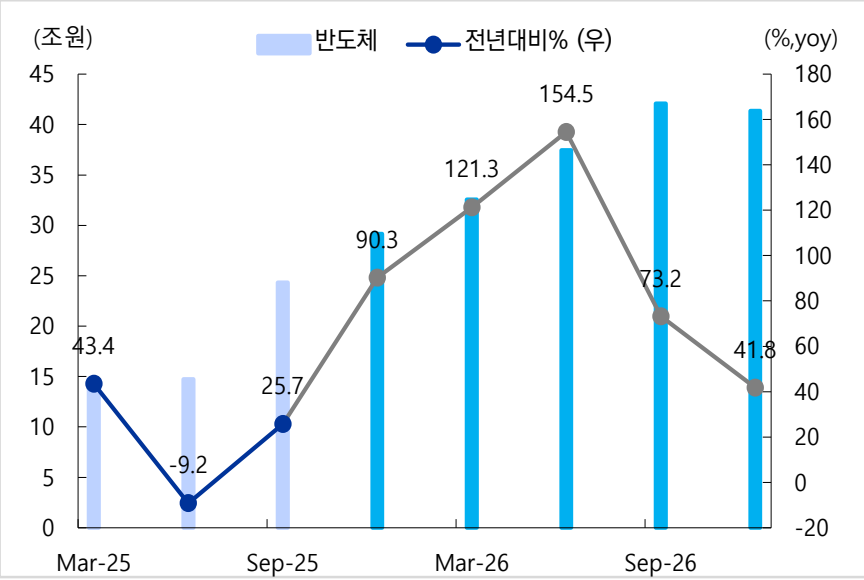



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

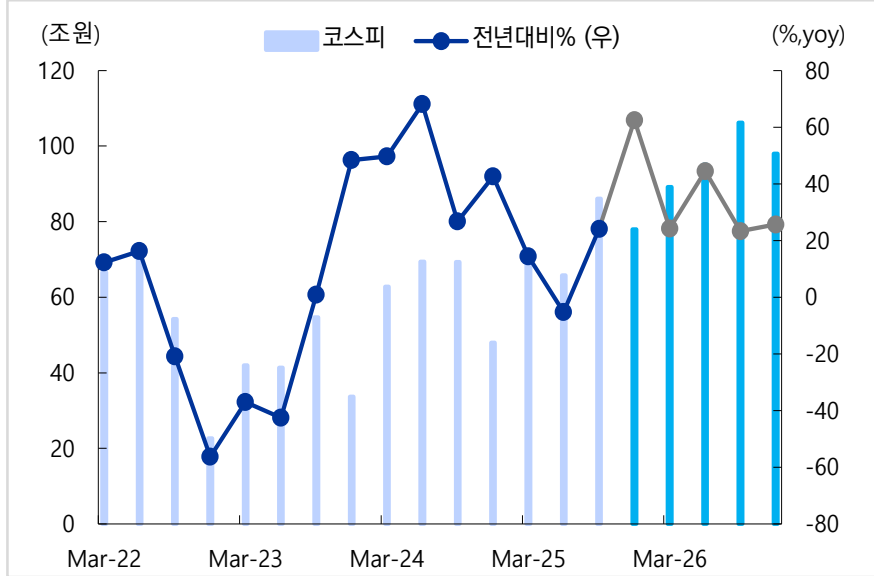
# 코스피는 여전히 25Q4 이후 모멘텀 둔화 전망

- 반도체 수출 모멘텀이 유효한 만큼, 향후 반도체 영업이익 컨센서스도 지속 확대되고 있음
- 이러한 영향으로 향후 코스피 영업이익 전망치 역시 확대되고 있으나,
- 코스피 실적 모멘텀(전년 대비%)은 여전히 25Q4 이후 둔화 흐름으로 전환될 전망

**지속 확대되고 있는 반도체 영업이익 컨센서스**




**그러나 코스피는 여전히 25Q4 이후 모멘텀 둔화 전망**

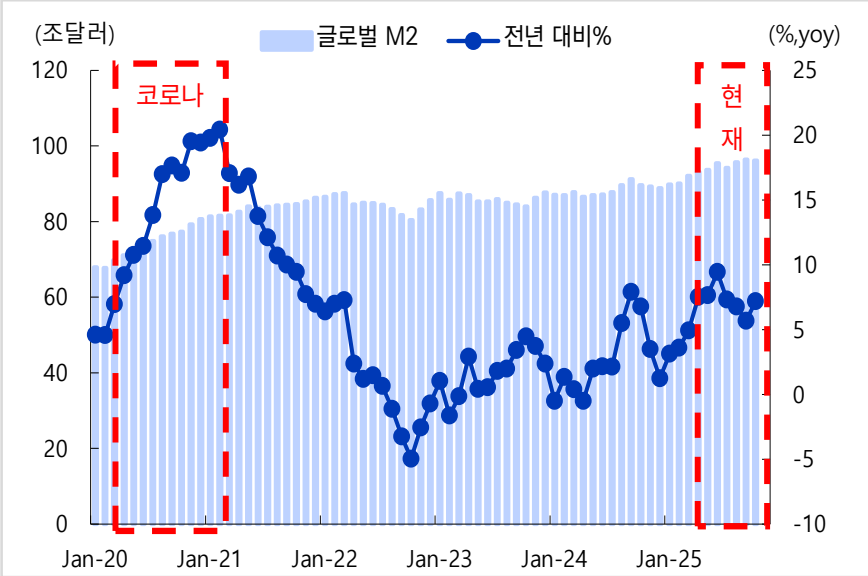



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 하늘색 구간은 향후 컨센서스(25Q4~26Q4). 11월 21일 종가 기준

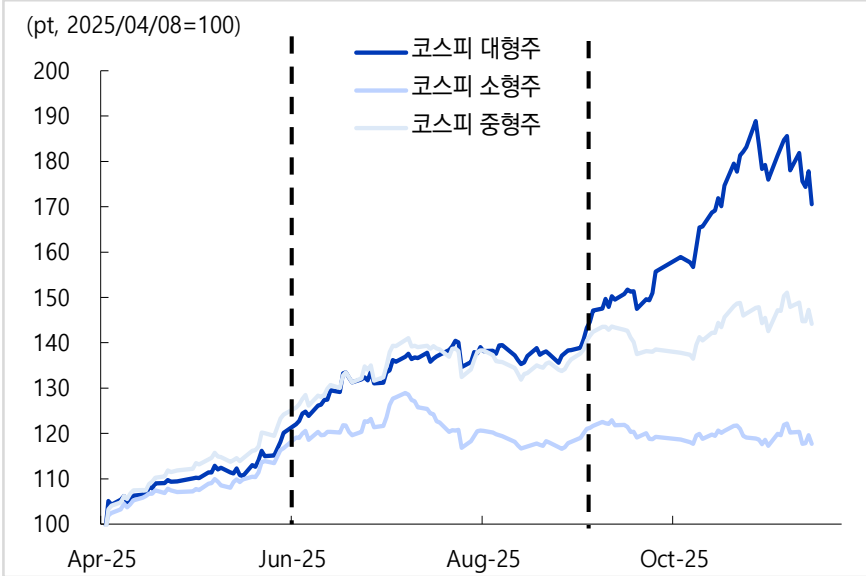
# 건강한 상승 랠리인지 생각해 볼 필요

- 글로벌 M2는 3개월 간 지속된 하락 추세 종료
- 그러나, 국내 증시는 유동성 장세, AI 모멘텀 등에 의한 기대감이 타 주요국 대비 주가에 선반영된 것으로 판단
- 코로나 이후 유동성 장세 시점과 비교하면, 당시 주가는 사이즈 차별화 없이 건강한 상승 랠리가 지속됨
- 반면, 올해 4월 이후 시작된 코스피 상승 랠리는 사이즈별 심한 차별화가 나타남(6월 들어 소형주 제외, 9월부터 중형주 제외)
- 이는 AI 모멘텀, MASGA 프로젝트 수혜 기대감 등에 의한 자금이 대형주 위주로 집중되었기 때문

**글로벌 유동성**




**그러나 코스피는 여전히 25Q4 이후 모멘텀 둔화 전망**

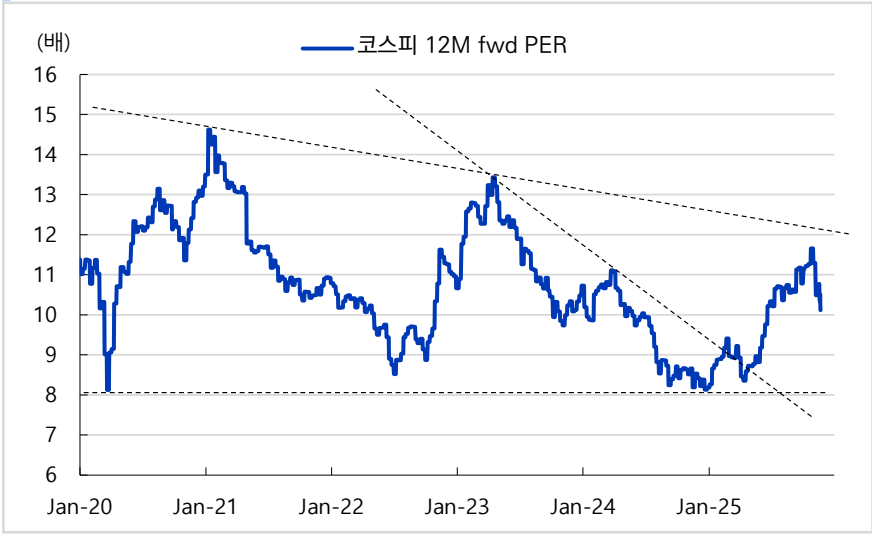



자료: Bloomberg, Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

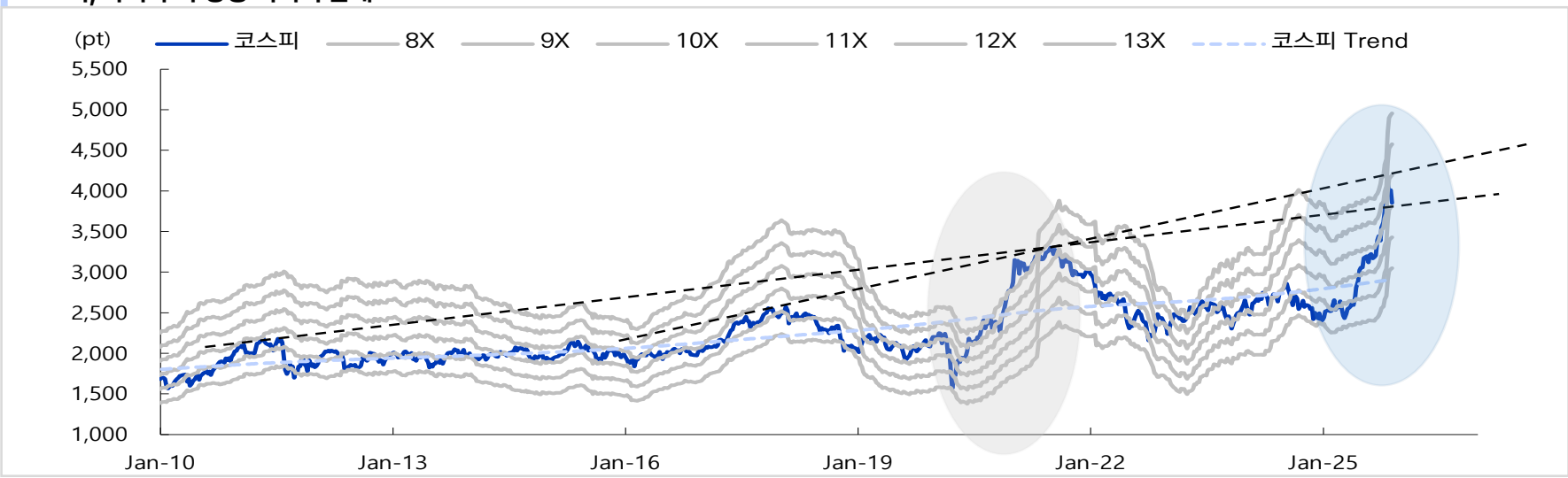
# 그러나, 코스피 아직 한 발 남았다

- 11/21일 기준, 코스피 12MF PER은 10.11배를 기록. 이는 역사적 상단 저항선을 터치하지 못하고 하락 전환한 모습
- 주가 흐름 상에서는, 10월 코스피가 돌파한 역사적인 보수적 1차 저항선이 현재 구간에서는 지지선 역할을 할 것으로 생각
- 필자는 여전히 4월부터 시작된 상승 랠리의 패턴이 코로나 이후 유동성 장세 흐름과 매우 유사한 것으로 판단
- 따라서, 앞서 언급했던 12월 금리인하 가능성, 글로벌 유동성 하락 추세 종료 등 긍정적인 요인에 의해 2차 저항선(4,300pt 부근)까지 추가 상승 여력이 존재하는 것으로 판단

**아직 터치하지 못한 역사적 상단 저항선**




**코스피, 아직 추가 상승 여력이 존재**

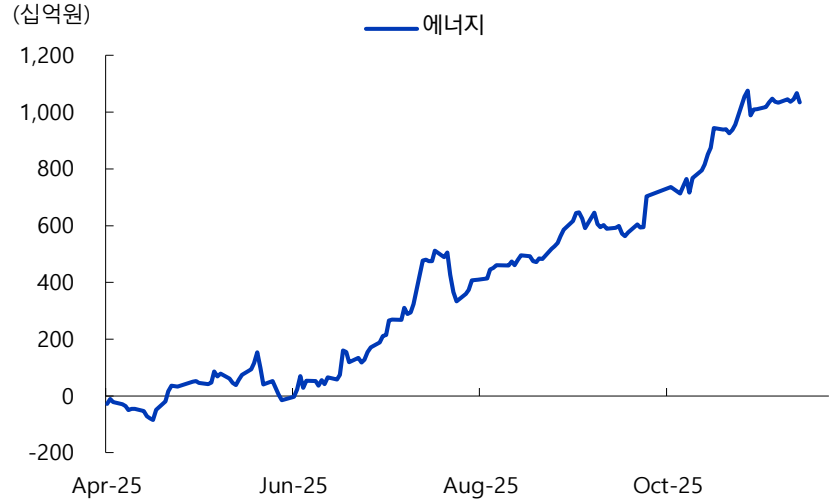



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

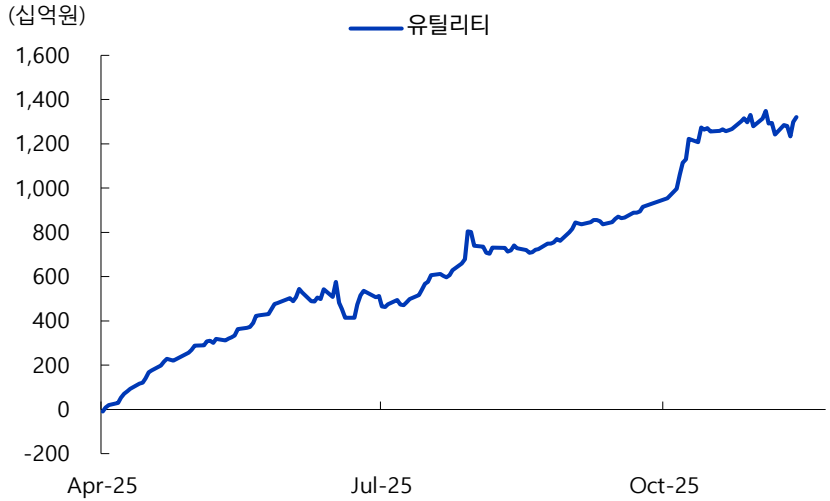
# 외국인 수급 우상향 지속, 순매도 추세가 종료된 업종에 대한 관심 필요

- 다만, 이후 상승 구간에서는 추격 매수, 조정 시 저가매수 전략이 상당히 위험할 수 있을 것으로 생각
- 따라서, 4월부터 외국인 수급이 우상향을 지속하거나, 순매도 추세 종료 후 순매수로 전환된 업종에 대한 관심이 필요할 것으로 판단
- 해당 업종은 에너지, 유틸리티, 디스플레이, 소매(유통), IT가전, 필수소비재, 통신서비스 등 7개 업종으로 외국인은 방어적 업종에 대한 비중을 지속 확대하고 있음

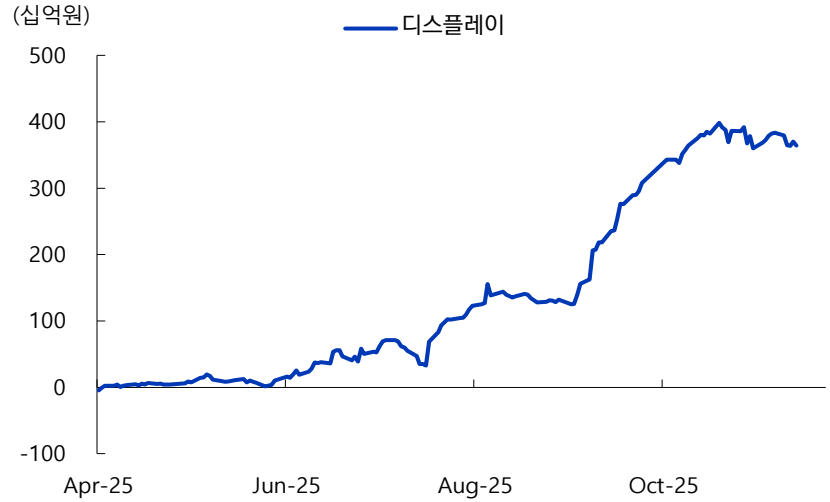
**에너지, 외국인 누적순매수 추이**




**유틸리티, 외국인 누적순매수 추이**



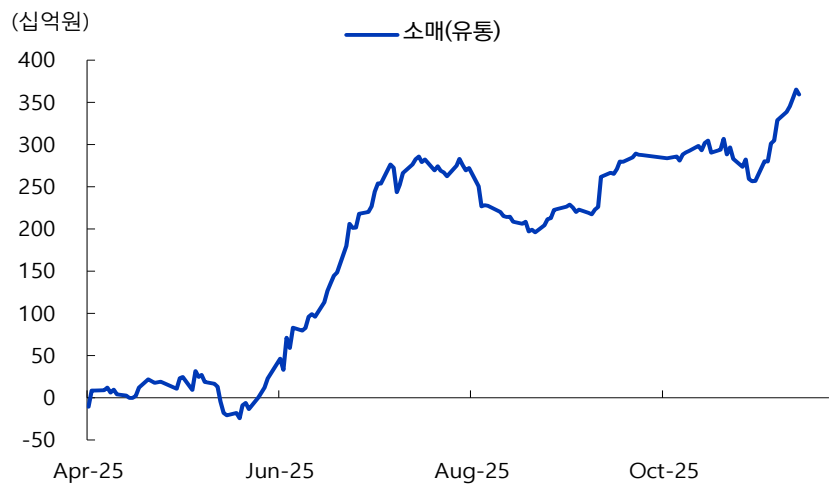

**디스플레이, 외국인 누적순매수 추이**



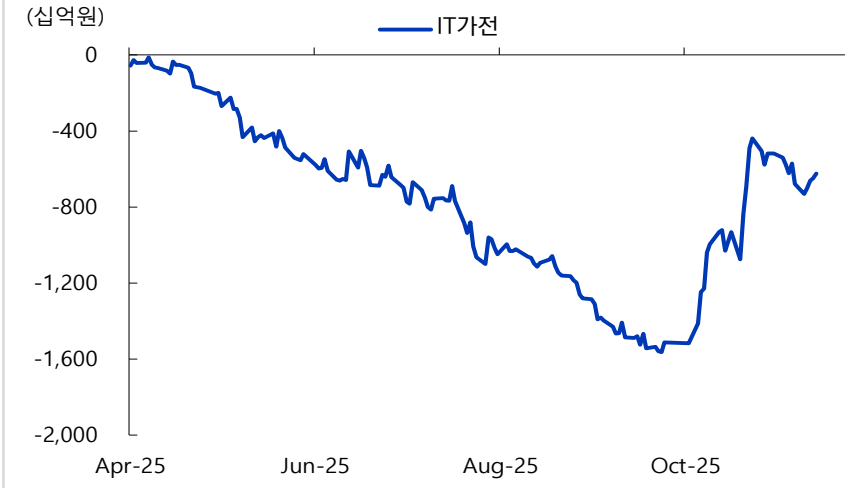

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 외국인 수급 우상향 지속, 순매도 추세가 종료된 업종에 대한 관심 필요(2)

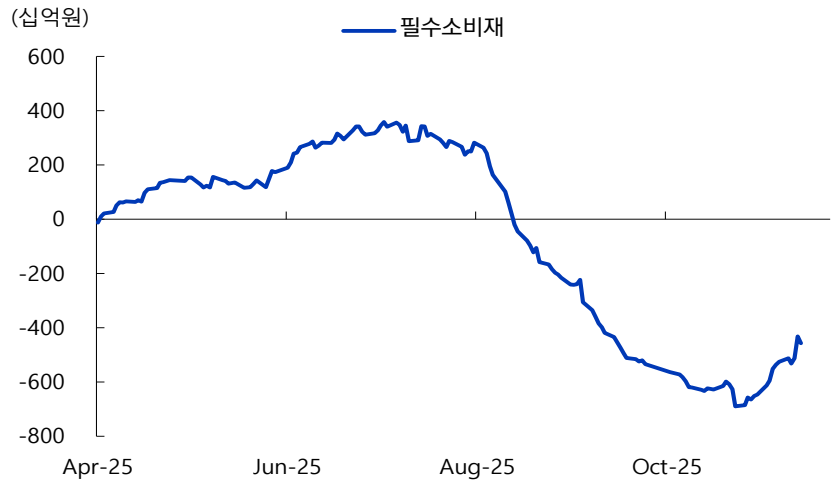
## 소매(유통), 외국인 누적순매수 추이



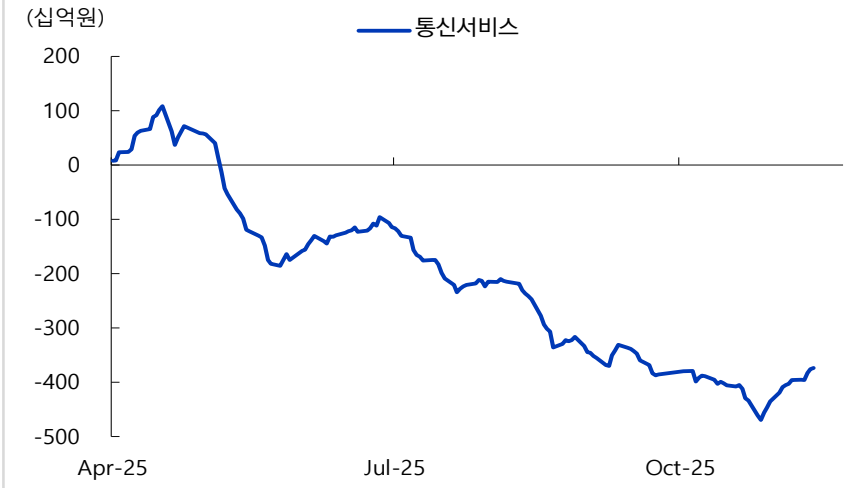

## IT가전, 외국인 누적순매수 추이




## 필수소비재, 외국인 누적순매수 추이




## 통신서비스, 외국인 누적순매수 추이

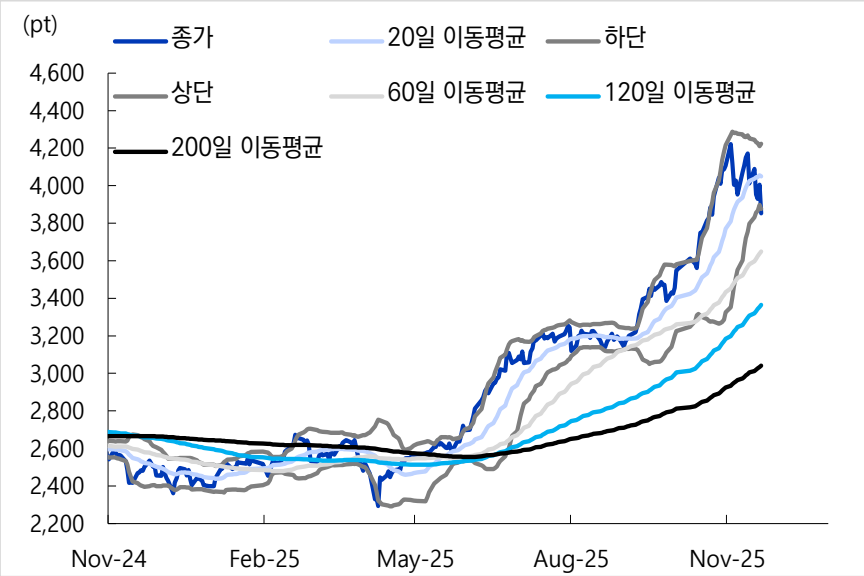



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

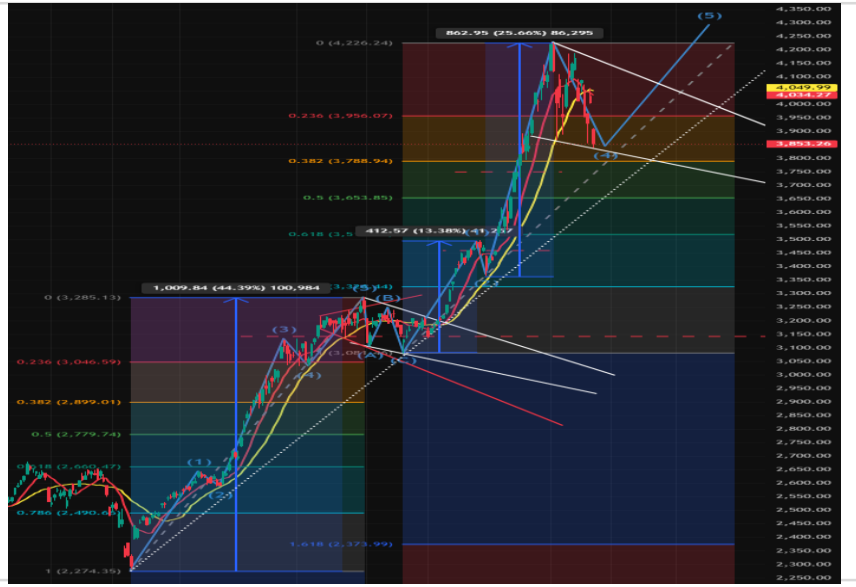
# 12월 KOSPI 상단은 4,300pt, 하단은 3,850pt 전망

- 당사는 12월 코스피 하단~상단 레벨을 3,850pt ~ 4,300pt 수준으로 예상
- 지난 월보 "#M&M 04: 코스피, 거의 다 왔다" 자료에서 언급했던,
- 마지막 5번째 상승 파동을 위한 4번째 조정 파동은 수일 내 종료될 것으로 생각
- 그러나, 필자는 여전히 4,150pt 부근에서는 순환매, 혹은 보수적 관점으로 대응할 필요가 있을 것으로 판단

### 수일 내 반등 흐름을 보일 것으로 판단




### 아직 한 발 남았다



자료: Quantiwise, TradingView, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준

# 12월 추천 비중: 미국 주식 30%, 한국 주식 30%, 미국채 20%, 국고채 20%

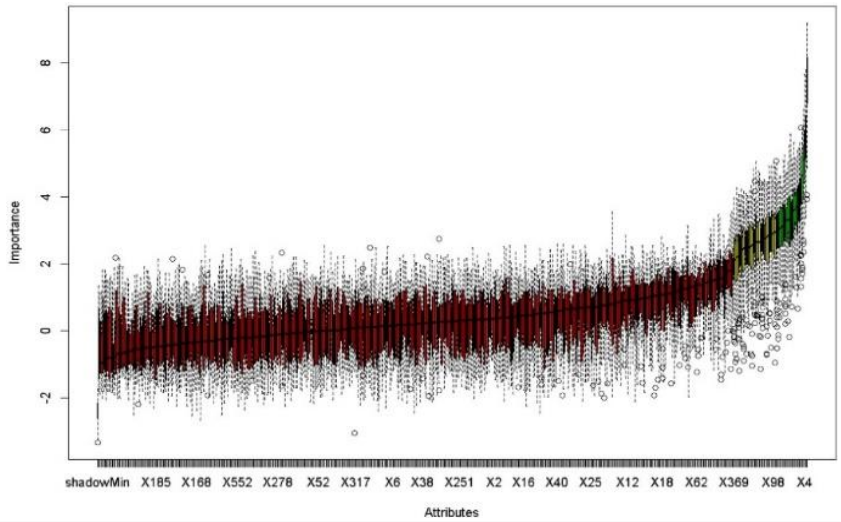
## 12월 주식 포트폴리오 종목 List

| | 종목명 | 업종명 | 스타일 | 시가총액 | 1M(%) | | 종목명 | 업종명 | 스타일 | 시가총액 | 12M(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 기업은행 | 은행 | 퀄리티 | 16,148 | 4.2 | 1 | 기업은행 | 은행 | 퀄리티 | 16,148 | 37.2 |
| 2 | 한전KPS | 유틸리티 | 퀄리티 | 2,349 | 1.4 | 2 | HD현대마린엔진 | 조선 | 퀄리티 | 2,629 | 297.6 |
| 3 | 오리온홀딩스 | 필수소비재 | 퀄리티 | 1,242 | 2.3 | 3 | 오리온홀딩스 | 필수소비재 | 퀄리티 | 1,242 | 20.8 |
| 4 | CJ CGV | 미디어,교육 | 퀄리티 | 931 | 10.9 | 4 | CJ CGV | 미디어,교육 | 퀄리티 | 931 | 9.1 |
| 5 | 현대홈쇼핑 | 소매(유통) | 퀄리티 | 670 | 5.7 | 5 | SNT홀딩스 | 자동차 | 퀄리티 | 887 | 142.3 |
| 6 | 한일홀딩스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 506 | -4.9 | 6 | 현대홈쇼핑 | 소매(유통) | 퀄리티 | 670 | 25.1 |
| 7 | 삼표시멘트 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 326 | -4.1 | 7 | 노루홀딩스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 290 | 69.1 |
| 8 | LX하우시스 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 274 | 8.5 | 8 | 삼영무역 | 화학 | 퀄리티 | 282 | 19.1 |
| 9 | JW홀딩스 | 건강관리 | 퀄리티 | 258 | 7.4 | 9 | JW홀딩스 | 건강관리 | 퀄리티 | 258 | 19.3 |
| 10 | 성신양회 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 234 | -2.1 | 10 | 성신양회 | 건설,건축관련 | 퀄리티 | 234 | 22.0 |
| 11 | NAVER | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 41,174 | 3.1 | 11 | 삼성전자 | 반도체 | 이익모멘텀 | 561,182 | 68.1 |
| 12 | 한샘 | 건설,건축관련 | 이익모멘텀 | 1,056 | 2.2 | 12 | 한화에어로스페이스 | 상사,자본재 | 이익모멘텀 | 44,809 | 147.5 |
| 13 | NICE | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 527 | 7.0 | 13 | NAVER | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 41,174 | 38.4 |
| 14 | 제주은행 | 은행 | 이익모멘텀 | 461 | -13.4 | 14 | SNT다이내믹스 | 자동차 | 이익모멘텀 | 1,382 | 81.4 |
| 15 | 갤럭시아머니트리 | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 395 | 1.4 | 15 | NICE | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 527 | 33.2 |
| 16 | 서울가스 | 유틸리티 | 이익모멘텀 | 327 | 3.2 | 16 | DB증권 | 증권 | 이익모멘텀 | 430 | 96.7 |
| 17 | 삼진제약 | 건강관리 | 이익모멘텀 | 278 | 2.2 | 17 | 우주일렉트로 | IT하드웨어 | 이익모멘텀 | 328 | 176.5 |
| 18 | 대아티아이 | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 271 | -22.5 | 18 | 모토닉 | 자동차 | 이익모멘텀 | 294 | 20.7 |
| 19 | 아나패스 | 디스플레이 | 이익모멘텀 | 209 | -2.5 | 19 | 삼진제약 | 건강관리 | 이익모멘텀 | 278 | 5.8 |
| 20 | 인크레더블버즈 | 소매(유통) | 이익모멘텀 | 58 | -27.3 | 20 | 대아티아이 | 소프트웨어 | 이익모멘텀 | 271 | 42.1 |
| 21 | 풍산 | 비철,목재등 | 가치편향 | 2,648 | -20.7 | 21 | 삼성중공업 | 조선 | 가치편향 | 22,308 | 114.7 |
| 22 | 한올바이오파마 | 건강관리 | 가치편향 | 2,296 | 25.6 | 22 | HD현대미포 | 조선 | 가치편향 | 8,907 | 82.8 |
| 23 | DN오토모티브 | 자동차 | 가치편향 | 1,355 | -2.5 | 23 | 풍산 | 비철,목재등 | 가치편향 | 2,648 | 69.4 |
| 24 | F&F홀딩스 | 화장품,의류,완구 | 가치편향 | 769 | 9.6 | 24 | 한올바이오파마 | 건강관리 | 가치편향 | 2,296 | 21.1 |
| 25 | 백산 | 화장품,의류,완구 | 가치편향 | 273 | -4.8 | 25 | F&F홀딩스 | 화장품,의류,완구 | 가치편향 | 769 | 55.6 |
| 26 | 폴라리스오피스 | 자동차 | 가치편향 | 233 | -11.5 | 26 | 케이엠더블유 | IT하드웨어 | 가치편향 | 591 | 72.9 |

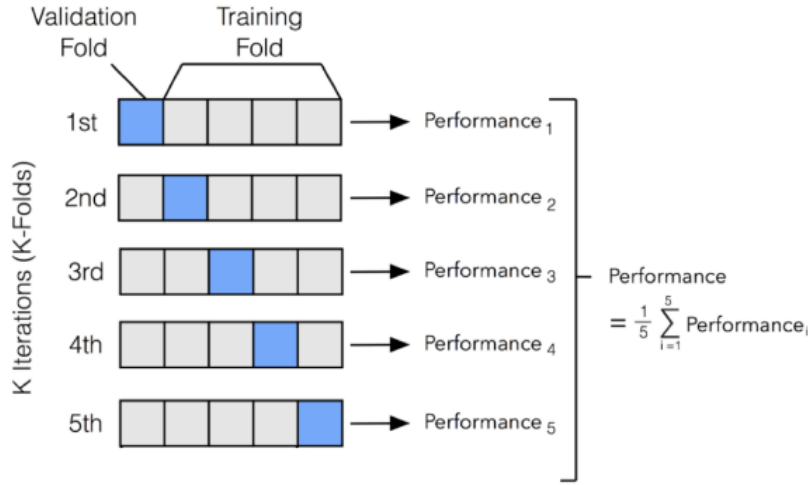
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 11월 21일 종가 기준. 시가총액 단위는 십억원

# Appendix. 국면 예측을 위한 머신러닝 구조도

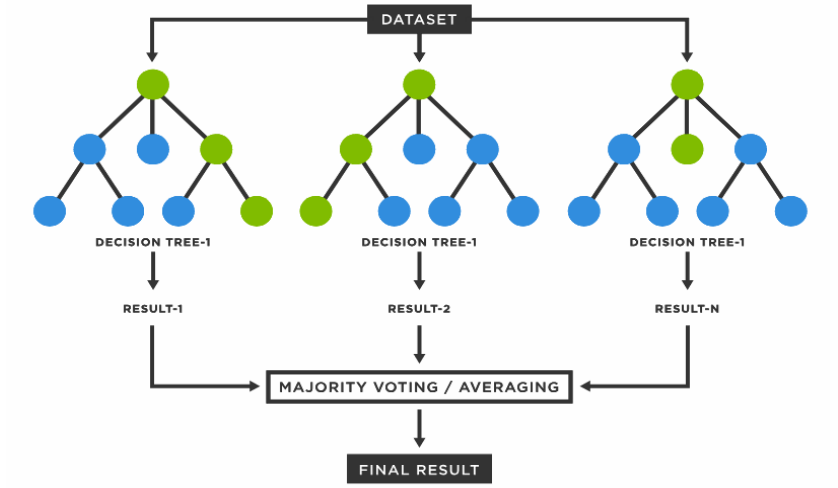
## Boruta 알고리즘 기반, 변수 예측을 위한 중요도 상위 지표 선별



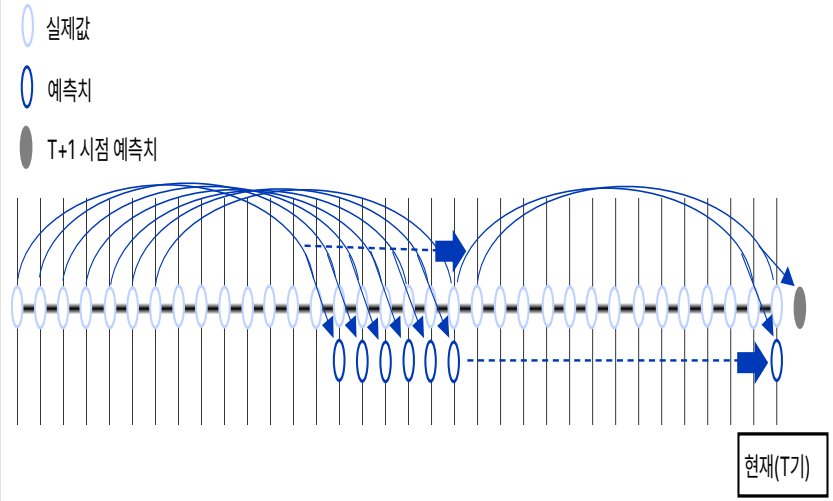

## 교차검증을 통해 예측오차가 가장 낮은 최적 지표 조합 선별




## 랜덤포레스트 모형을 활용한 회귀분석




## 예측을 위한 Training 기법




자료: incodom, TIBC, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

# 감사합니다.

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.09.30

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|---|---|---|---|---|
| 비율 | 94.7% | 3.8% | 1.5% | 0.0% |

**[업종 투자의견]**

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

**[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)**

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하