Strategy Weekly

외국인은 돌아올 것이다. 늘 그랬듯이

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 코스피 4000선에서 상승 탄력 둔화된 모습. 외국인 순매도 영향
- 코스피 방향성 외국인 수급이 결정한다는 점에서 향후 외국인 수급 관심
- 외국인 순매도 이유는 크게 2가지. AI 버블 우려와 글로벌 유동성 경색
- 12월 이후 외국인 점차 순매수 보일 전망. 반도체 중심 대형주 우호적

코스피 4000선에서 상승 탄력 둔화된 모습. 외국인 순매도 영향

지난주 코스피는 +1.9% 상승하며 회복세를 보였지만, 미국 나스닥이 +4.9% 상승하고, 대만 가권지수가 +4.5% 상승하는 등 기술주가 큰 폭 회복을 보였다는 점에서 글로벌 증시와 비교하면 다소 부진한 모습을 보였다**(그림1)**. **특히 코스피는 최근 9거래일 중 8번 음봉이 나왔다는 점에서 4000선 부근에서 상승 탄력이 둔화되었다는 우려가 높아지고 있다(그림2)**.

코스피의 상승 탄력성이 둔화된 이유 중 하나는 이번 강세장을 이끌던 외국인 순매수가 11월들어 빠르게 순매도로 전환되었기 때문이다(그림3). 외국인은 올해 5월부터 10월까지 코스피에서 약 +21조원 규모의 순매수를 보였다. 하지만 11월들어 -14조원이 넘는 순매도를 보였다. 2020년 3월 코로나 확산에 글로벌 증시가 패닉에 빠지면서 외국인이 -12조원 넘게 순매도를 보였던 시기보다 올해 11월 더 큰 순매도를 보인 것이다. 일반적으로 코스피에서 지수의 방향성은 외국인이 결정한다**(그림4)**. 11월 이후 외국인의 순매도 전환은 코스피가 4000선에서 상승 탄력성을 잃은 이유이고, 향후 코스피의 방향성을 판단하기 위해서는 외국인의 순매수 재개 여부를 고려해야 한다.

외국인 순매도 이유는 크게 2가지. AI 버블 우려와 미국 단기자금 시장 경색

외국인이 코스피에서 순매도를 보인 이유는 크게 AI 버블 우려와 미국 단기자금 시장의 유동성 경색이다. **첫째, AI 버블 우려로 SK하이닉스에 순매도가 집중되었다(그림5).** 외국인은 11월 코스피에서 -14조원 가량 순매도했는데, SK하이닉스 한 종목에 대해서만 -8.7조원의 순매도를 보였다. 최근 2달동안 SK하이닉스에 대한 순매도 규모는 -13조원에 달한다. 반면 삼성전자는 11월 -2.2조원 순매도를 보여 상대적으로 순매도 규모가 작았다.

SK하이닉스에 대한 외국인 순매도 집중 현상은 외국인 시각에서 SK하이닉스가 오픈AI 진영에 속한다고 보는 상황에서, 오픈AI 진영의 주가가 11월 이후 급락하고 있기 때문이다.

미국 증시에서 AI 버블 우려가 높아지며 AI 관련주들이 급락한 이후 기술주가 회복되고 있지만, 구글의 Gemini와 TPU 관련 생태계 위주로 강세를 보이고 있다**(그림6)**. 반면, 오픈AI 생태계에 속하는 종목들의 주가는 아직도 부진한 흐름을 보이고 있고, 이에 외국인들은 SK하이닉스에 대한 순매도에 나서고 있는 것으로 추정된다.

둘째, 미국 단기자금 시장 경색에 안전자산 수요가 확대되고 있다. 10월 말부터 연준의 단기 유동성 공급 장치인 스탠딩 레포(Standing Repo Facility, SRF) 수요가 급증하고 있다. 금융시스템 내 단기 유동성이 부족하다는 신호이다. 미국내 단기 유동성이 부족하자 시장에서는 안전자산인 달러화 수요가 높아지고, 외국인의 순매도를 야기했다**(그림7)**. 이에 더해 원/달러 환율이 상승하고, 원/달러 환율의 변동성이 높아진 점도 달러 기준 수익률을 고려하는 외국인의 원화 자산 매력도를 떨어뜨리고 있다**(그림8,9)**.

12월 이후 외국인 점차 순매수 보일 전망. 반도체 중심 대형주 우호적

12월 이후엔 외국인이 코스피 시장에서 점차 순매수에 나설 전망이다. AI 버블에 대한 우려가 완화되고, 미국의 유동성 경색이 완화되면서 원/달러 환율의 변동성도 낮아질 것이기 때문이다.

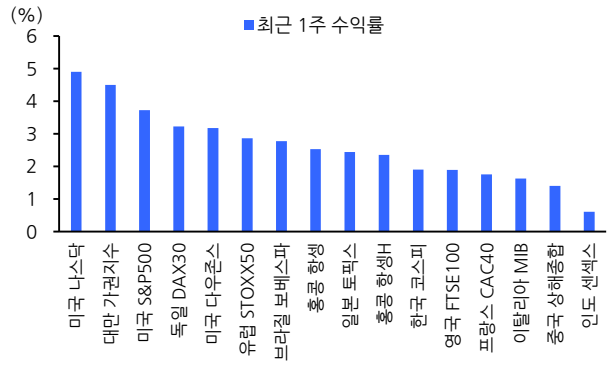
첫째, AI 버블 논란에도 AI 인프라에 대한 투자는 지속될 것으로 전망된다. 11월 AI 버블 우려가 높아졌지만 주요 하이퍼스케일러의 미래 CAPEX 전망치는 상향 수정되고 있다**(그림10)**. AI 투자의 수익성 논란은 이어지겠지만, AI 인프라에 대한 투자는 2028년까지 이어질 전망이다. 국내 반도체 업체들에게는 우호적인 환경이다. **코스피의 외국인 지분율은 반도체 슈퍼사이클 시기에 높아지는 경향이 있다(그림11)**. 2024년부터 AI 투자 경쟁으로 반도체 시장의 슈퍼사이클이 발생하고 있다. 하지만 코스피의 외국인 지분율은 현재 35%로 2001년 이후 평균 수준이다. 과거 반도체 슈퍼사이클 대비 상대적으로 낮다. **반도체 슈퍼사이클을 감안한다면 외국인의 추가적인 매수 여력이 남아있다고 판단한다.**

둘째, 연준은 미국내 금융시스템의 유동성 부족 현상을 인지하고 12월 1일부로 양적긴축(QT)를 종료할 예정이다. 또한 연준은 12월 FOMC에서 기준금리를 인하할 것으로 전망된다. 연준의 양적긴축(QT) 종료와 기준금리 인하는 유동성 측면에서 숨통을 틔워줄 것이다**(그림12)**. 케빈 해싯 백악관 국가경제위원회(NEC) 위원장이 차기 연준 의장 후보로 유력하다는 점도 연준의 완화적 통화정책 전망을 높이고 있다. 반면 한국은행은 내년까지 기준금리 인하 가능성이 낮다는 점에서 **12월 이후 한-미 금리차는 축소되고, 원/달**

러 환율의 변동성이 줄어들면 코스피 시장에서 외국인 수급은 긍정적일 것으로 전망된다.

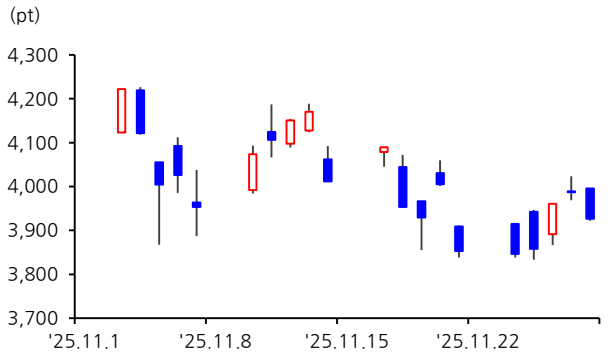
코스피에서 외국인 수급은 펀더멘털과 연관된다. 외국인은 미래 실적이 상향 조정되는 업종/종목에 대해 순매수를 보이는 경향이 있다. 현재 코스피 업종 중 실적이 상향 조정되는 업종으로 반도체가 눈에 띈다**(그림13)**. 또한, 외국인이 순매수 하는 기간에는 대형주가 강세를 보인다**(그림14)**. 12월 이후 외국인이 재차 순매수에 나설 것으로 전망되는 상황에서 **반도체를 중심으로 대형주에 대한 포지션을 유지할 필요가 있다**.

〈그림 1〉 코스피 주간 수익률, 글로벌 증시 대비 다소 부진



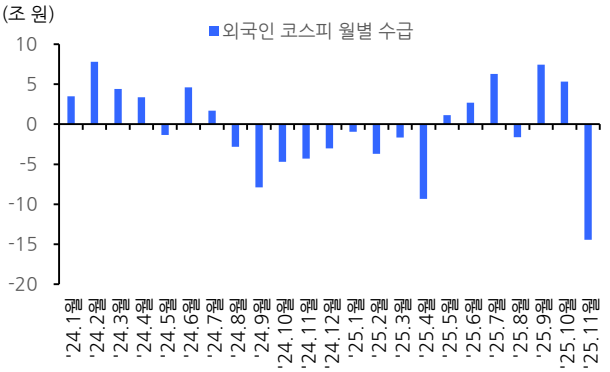
주: 11월 28일 종가 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 2〉 코스피 11월 일봉, 최근 음봉 늘어나는 모습



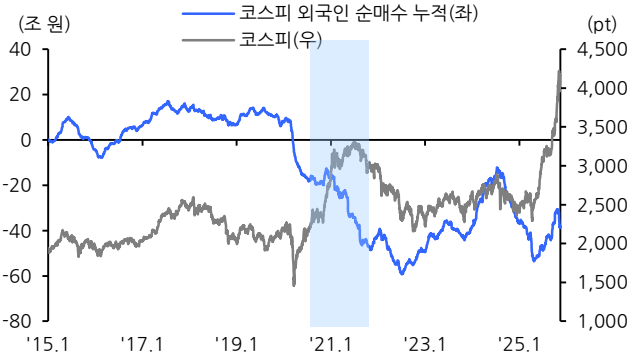
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 3〉 코스피 외국인 수급, 11월들어 강한 순매도 전환



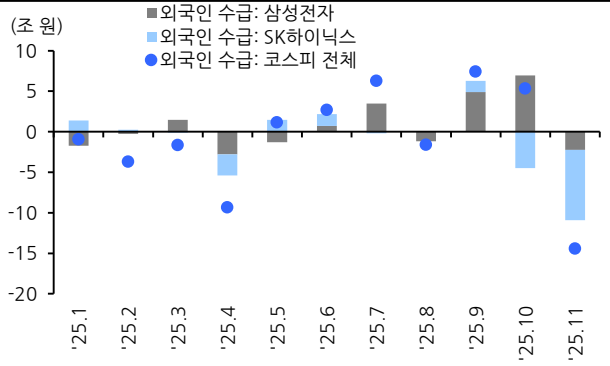
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 4〉 코스피 방향성은 주로 외국인 수급이 결정



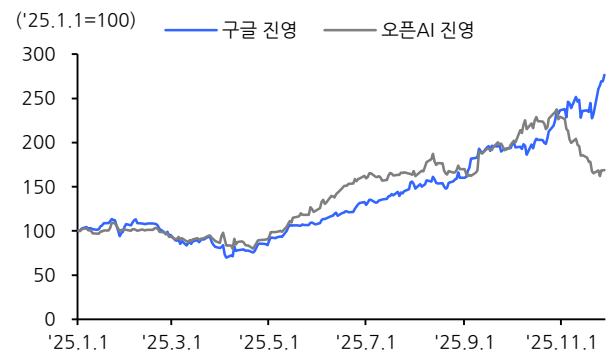
주: 음영은 개인의 순매수가 강했던 동학개미운동 시기
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 5〉 SK하이닉스로 집중된 외국인 순매도



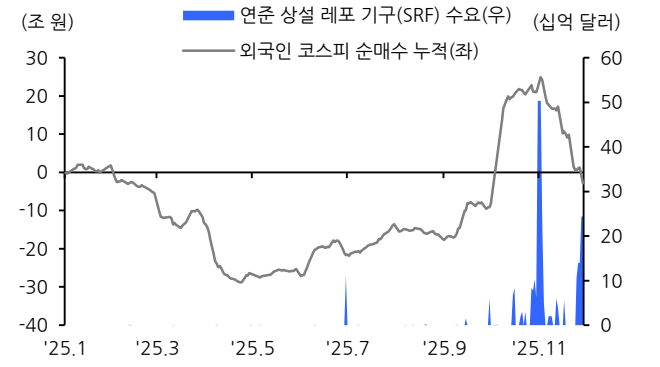
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 6〉 오픈AI 진영의 주가 약세에 영향 받고 있다고 추정



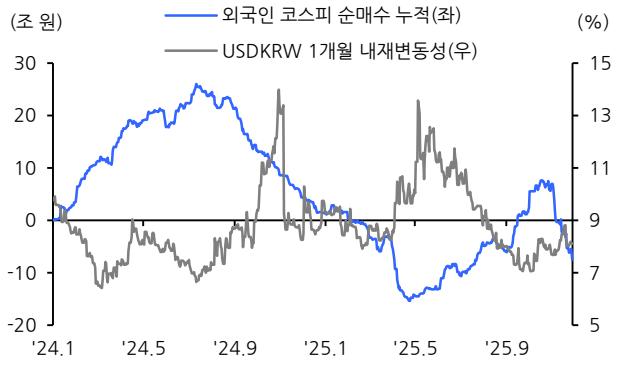
주1: 구글 진영은 구글, 브로드컴, Celestica, Lumentum, TTM Technologies 5개 종목. 오픈AI 진영은 엔비디아, AMD, 마이크로소프트, 소프트뱅크, 오라클, 코어위브 6개 종목
주2: 시가총액이 아닌 동일가중 기준 바스켓 수익률
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> 미국 유동성 우려 커지자 외국인 순매도 확대



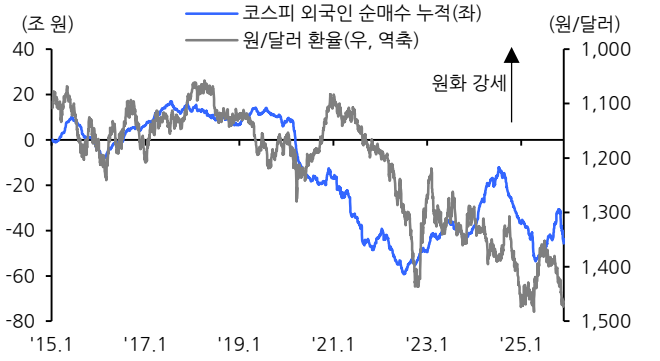
주: 연준은 상설 레포 기구(SRF)를 통해 금융시스템 내 단기 유동성 공급 가능
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 외환시장 변동성 확대는 외국인 순매도 야기



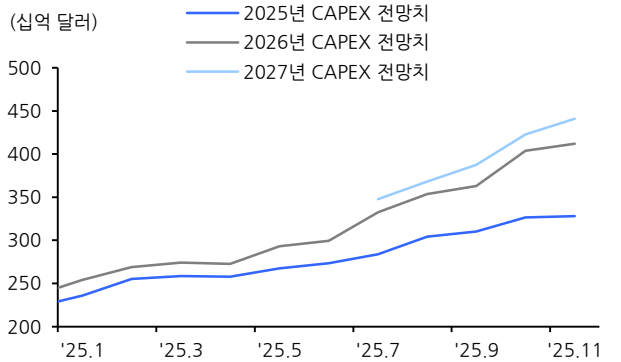
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 원화 약세는 코스피 외국인 순매도 야기



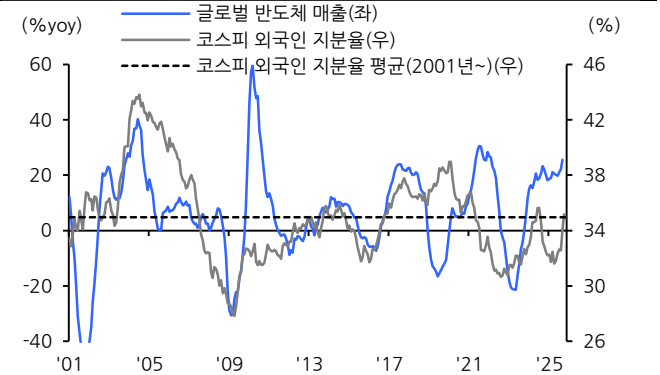
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 10> 하이퍼스케일러들의 투자 확대 지속될 전망



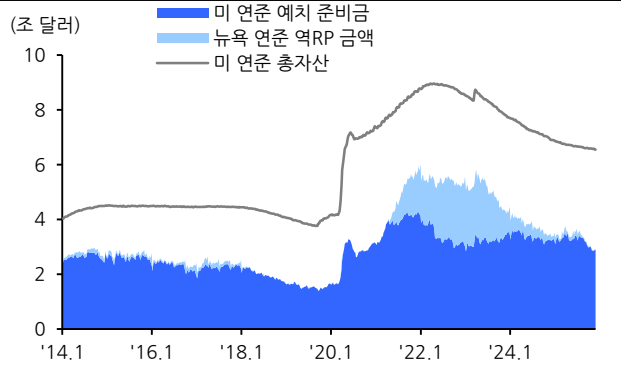
주: 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트, 오라클의 연간 CAPEX 전망치의 합
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 11> 반도체 슈퍼사이클 대비 외국인 지분율 높지 않음



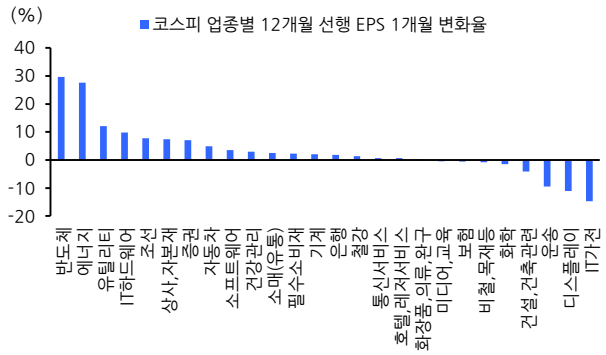
주: SIA 글로벌 반도체 매출 데이터 기준
자료: 블룸버그, 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 12> 양적긴축 종료는 금융시스템 유동성 경색 완화할 것



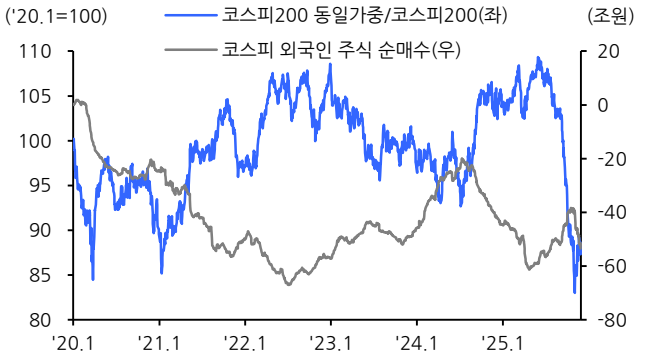
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 13〉 반도체 업종의 펀더멘털 개선 눈에 띔



주: 11월 28일 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 14〉 외국인 순매수 재개는 재차 대형주 강세장 만들 것



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.