Strategy Weekly

외국인 코스피 순매도는 기계적 리밸런싱으로 판단

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 고유가, 고금리 등 매크로 환경 악화에 주식 시장 부담 확대
- 매크로 환경 악화에 올해 강세를 보인 반도체 업종 중심 차익실현 욕구 높아짐
- 글로벌 관점에서 외국인 투자자 한국 시장과 메모리 반도체에 대한 긍정적인 뷰 유지 중
- 외국인 순매도는 자산배분 관점의 기계적 리밸런싱으로 판단

고유가, 고금리 등 매크로 환경 악화에 주식 시장 부담 확대

코스피는 지난주 금요일 사상 첫 8,000pt를 돌파했지만, 이후 반도체 중심으로 차익실현 매물이 출회되면서 -6.12% 급락한 7,493pt로 마감했다. 고유가가 지속되는 가운데, 미국-이란 전쟁 장기화 우려에 인플레이션 압력이 높아지면서 **국내 및 글로벌 국채 금리가 급등하는 등 매크로 환경 악화가 증시에 부담으로 작용했다.**

미-중 정상회담에서 양국 정상은 호르무즈 해협 개방의 필요성에 대해선 공감했지만, 구체적인 해결 방안은 도출하지 못했다. 정상회담 이후 트럼프 미국 대통령은 이란에 대한 압박 수위를 높이며 군사 작전 가능성이 재부각되고 있다. 미국은 이란과의 협상이 지지부진한 상황에서 호르무즈 해협 봉쇄를 풀기 위한 중국의 행동을 이끌어내지 못하자 협상 교착상태 돌파를 위한 이란 공습 가능성이 높아지고 있는 것이다.

전쟁이 장기화되면서 전쟁 이전 배럴당 60달러선을 유지하던 브렌트유 가격이 최근 110달러선에 가까워진 점은 물가 상승 압력으로 작용하고 있다(**그림1**). 높아진 유가가 글로벌 인플레이션 압력을 키우면서 미국과 영국, 일본 등 주요 선진국들의 국채 금리를 높이고 있다(**그림2,3**). 미국채 10년물, 30년물 금리는 각각 4.59%, 5.12%를 기록하며 심리적 저항선인 4.5%와 5%를 돌파했다. 일본 국채 30년물 금리도 사상 처음으로 4%를 돌파했고, 영국도 정치적 불확실성이 높아지면서 국채 30년물 금리가 2000년대들어 최고치인 5.85%까지 급등했다. CME의 FedWatch에 따르면 연준은 미국의 중간선거가 끝나는 올해 12월 기준금리를 인상할 것이란 전망이 높아지고 있다(**그림4**). 이에 국내 채권시장 금리도 급등하고 있다.

글로벌 채권시장의 패닉 움직임에 안전자산 선호심리가 높아지면서 지난주 금요일 글로벌 증시는 대부분 하락했다. 미국 증시에서도 필라델피아 반도체지수가 -4% 하락하는 등 올해 강세를 보였던 반도체 업종 중심으로 하락했다. **글로벌 증시에서 반도체 쏠림에 단기 과열 우려가 높아진 상황에서 매크로 환경 악화에 따른 차익실현 욕구가 높아졌다고 판단한다.**

외국인 순매도는 자산배분 관점의 기계적 리밸런싱으로 판단

매크로 환경 악화와 함께 국내 증시에 우려 요인으로 작용하고 있는 것은 올해 2월부터 지속되고 있는 외국인 주식 순매도이다. 코스피는 작년 5월 이후 강세를 보이고 있지만 외국인의 주식 순매수 규모는 크지 않다. 오히려 올해 2월 이후 외국인의 순매도가 확대되고 있다(**그림5**). 외국인은 올해 2월 이후 코스피에서 -81.4조원 규모의 순매도를 보이고 있다. 대부분 반도체 업종을 중심으로 순매도가 출회되었다.

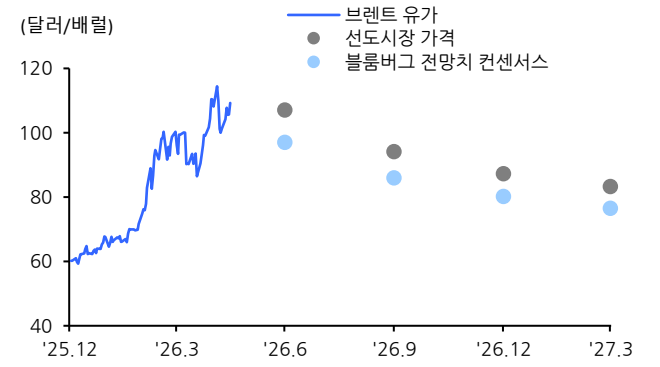
다만 외국인 코스피 순매도의 이면을 보아야 한다. **첫째, 코스피 전체에서 외국인 지분율은 상승하고 있다(그림6).** 외국인 순매도가 지속되고 있지만, 외국인의 지분 보유가 집중된 반도체 업종의 시가총액이 더 빠르게 늘어나 코스피에서 전체 외국인 지분율은 증가하고 있는 것이다. **둘째, 늘어난 코스피 시가총액을 감안하면 현재의 외국인 순매도 규모는 과거 대비 크지 않다(그림7).** 작년 11월 이후 외국인 순매도는 규모 측면에서는 사상 최고 수준이지만, 코스피 시가총액 대비 순매도는 2020년부터 2022년까지 나타난 외국인 순매도보다도 작다. **셋째, 글로벌 관점에서 보면 외국인은 한국 시장과 메모리 반도체 업종에 대한 긍정적인 뷰를 유지하고 있다고 판단한다.** 외국인은 코스피에서 작년 11월 이후 순매도를 보이고 있지만, 미국 상장 한국투자 패시브 ETF인 iShares MSCI Korea ETF(EWY US)로는 4월까지 자금이 유입되었다(**그림8**). 5월부터는 자금 유출이 나타나고 있지만, 삼성전자와 SK하이닉스가 전체 비중에 절반 수준을 차지하는 Roundhill Memory ETF(DRAM US)로 자금이 빠르게 유입된 영향으로 보인다. 추론과 에이전틱 AI 시대를 맞아 토큰 사용 확대가 나타나고 있고, 이 과정에서 메모리 반도체가 핵심적인 병목이 될 것이라는 외국인 투자자들의 긍정적인 전망은 변함없이 유지되고 있다.

코스피에서 외국인이 순매도를 보이는 것은 자산배분 관점에서 기계적인 리밸런싱이라고 판단한다. 국내에서도 지난주 국민연금의 국내주식 목표 비중 결정에 대해 관심이 높아지고 있다. 올해 국민연금의 국내주식 목표 비중은 14.9%로 2월말 기준으로도 약 10% 초과한 상황이다(**그림9**). **해외 펀드들도 한국 증시와 반도체 업종의 강세로 인해 특정 국가, 업종에 대한 리밸런싱 차원에서 코스피에 대한 기계적인 순매도가 나타나고 있다고 판단한다.** 지수를 추종하는 패시브 펀드가 아닌 아시아 기술주 액티브 펀드나 연기금들이 한국 주식과 반도체 업종에 대한 기계적인 비중 조정의 주체이다. 최근 일본 주식시장에서 외국인 주식 순매수 증가는 이러한 리밸런싱을 간접적으로 보여준다고 판단한다. 시계열을 넓게 보면 한국, 대만, 일본 증시의 외국인 주식 순매수 방향성은 유사하다(**그림10**). 3개국이 모두 제조업 및 하드웨어 중심으로 최근 강도는 다르지만 글로벌 AI 인프라 확대에 수혜를 받는다는 점이 유사하기 때문이다. 그러나 작년 10월 이후 코스피가

급등하는 상황에서 한국 증시의 외국인 순매도와 일본 증시의 외국인 순매수가 동시에 나타나고 있다. 작년 10월 이후 코스피와 토픽스의 상대 성과와 외국인의 일본 증시와 한국 증시의 순매수 규모 차이를 보면 **코스피가 토픽스를 아웃퍼폼할 때 일본 증시로 더 많은 자금 유입이 확인되었다(그림11).** 코스피의 상대적 강세에 아시아 기술주 펀드와 연기금 아시아 자금의 리밸런싱이 이런 차이를 만들고 있다고 판단한다.

결론적으로 매크로 환경이 악화에 따른 안전자산 선호심리 확대는 올해 글로벌 증시 중 가장 강세를 보인 코스피에 부정적일 것이다**(그림12)**. **당분간 글로벌 유가와 금리 방향성에 주목해야 한다.** 특히 심리적 저항선으로 작용했던 미국채 10년물 금리 4.5%, 미국채 30년물 금리 5% 레벨 상회 지속 여부가 중요하다. 다만 코스피에서 외국인 순매도는 자산배분 관점의 기계적인 리밸런싱이라는 점을 고려한다면 **코스피 과열 시그널이 완화되고, 매크로 환경이 개선될 경우 지난 4월처럼 외국인의 순매수가 재차 확대될 수 있음을 염두해야 한다.**

〈그림 1〉 글로벌 유가 높아진 레벨 유지 전망

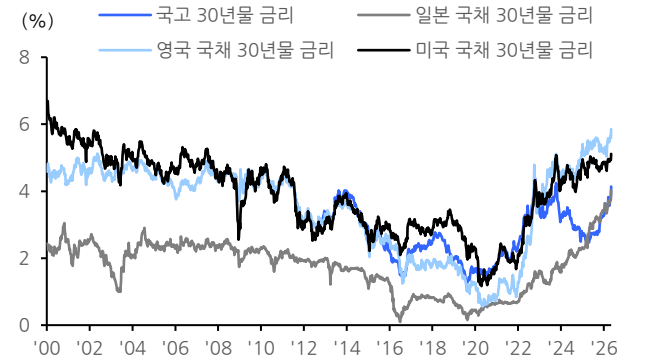


자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 2〉 미국채 10년물, 30년물 금리 저항선 돌파

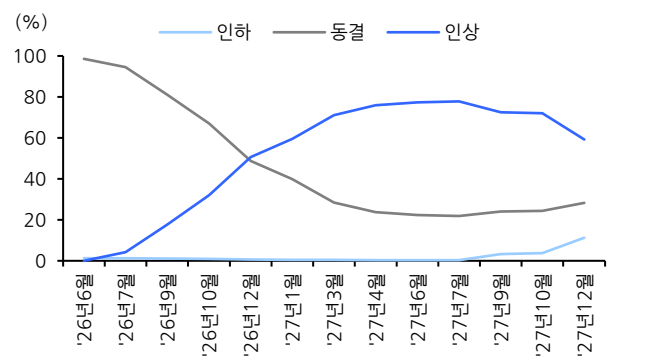
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 3〉 국내 및 글로벌 채권 시장 패닉 움직임



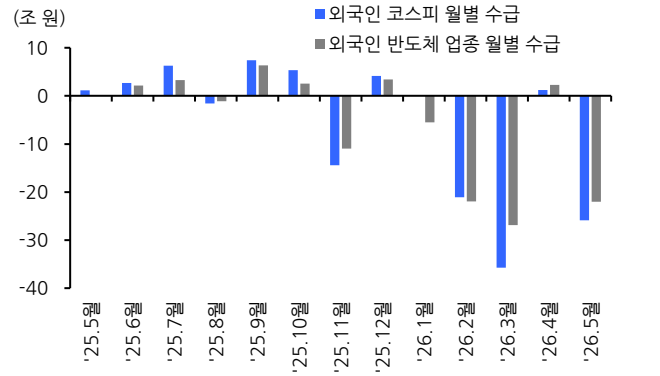
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 4〉 연준 올해 12월 기준금리 인상 전망 높아짐



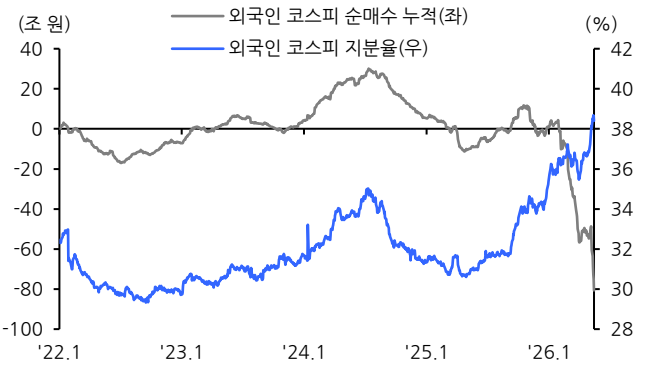
자료: CME FedWatch, 현대차증권

〈그림 5〉 외국인 올해 2월부터 반도체 중심 순매도 확대



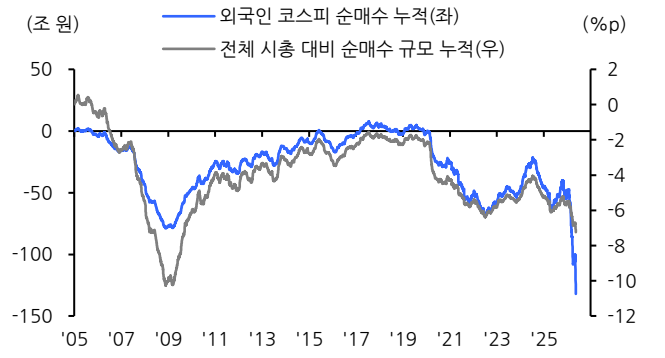
주: 외국인 반도체 업종 수급은 코스피 WICS 26개 업종 기준 반도체 업종 순매수/순매도
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

〈그림 6〉 외국인 코스피 순매도에도 외국인 지분율 상승



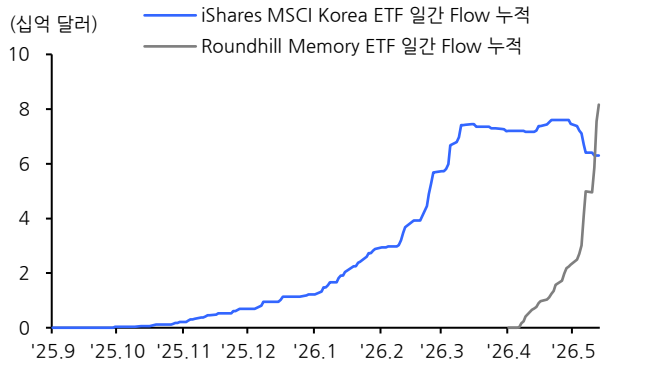
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

<그림 7> 코스피 시총 감안 시 외국인 순매도 크지 않음



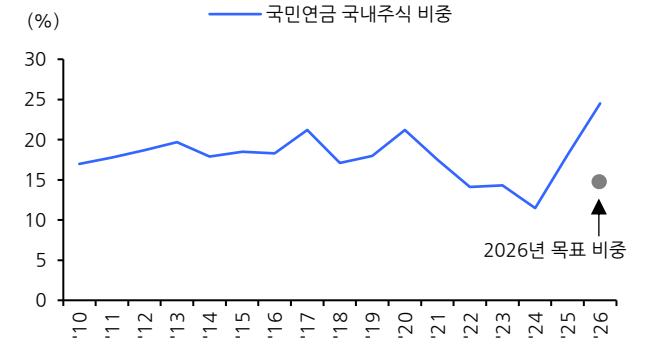
주: 전체 시총 대비 순매수 규모 누적이란 일간 외국인 순매도 규모를 시가총액으로 나눠 전체 시가총액 대비 몇%로 순매도 했는지를 2005년부터 일간 누적한 값
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

<그림 8> 미국 상장 한국 및 DRAM ETF 자금 유입 지속 중



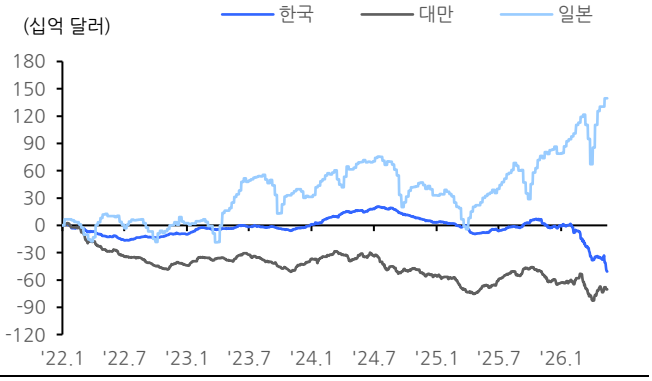
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 9> 국민연금 국내주식 비중 목표 대비 높아진 상황



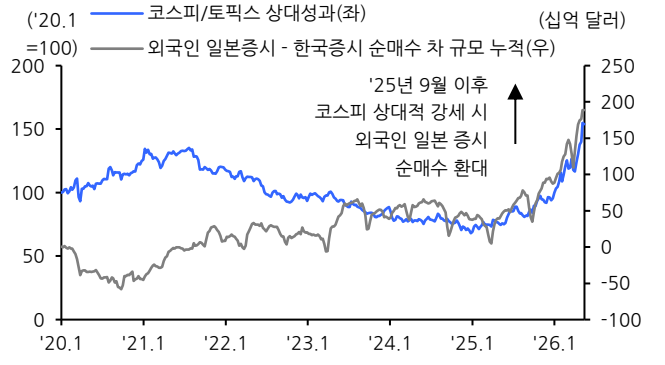
자료: 국민연금, 현대차증권

<그림 10> 아시아 3개국 외국인 순매수 추이



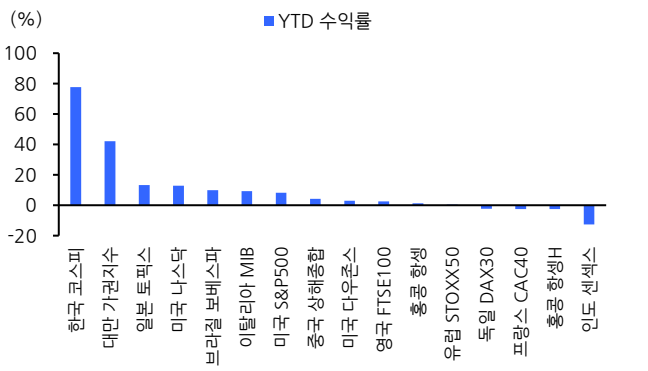
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 11> 코스피 강세 시 외국인 일본 순매수 확대 움직임



자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 12> 코스피 금요일 조정에도 올해 독보적 수익률



자료: 에프앤가이드, 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.