

# 외국인 매도 지속, 높아진 증시 변동성과 자산배분

- 5월 7일 이후 한 달, 외국인 순매도 69조원 — 추정 상한(35조원)의 두 배
- 초과 매도를 설명하는 한국 고유 변동성, VKOSPI-VIX 스프레드 58pt
- 배경은 반도체 대형주 동조화 — 스프레드 수렴이 수급 복원의 선행 조건

## 추정 상단을 벗어난 외국인 순매도

5월 7일 자 분석에서 코스피의 글로벌 대비 3개월 상대수익률이 1%p 확대될 때마다 다음 한 달간 약 5,000억원의 외국인 순매도 압력이 발생함을 보였고, 이를 토대로 향후 1개월 순매도를 21.5조원, 95% 신뢰구간 상한을 35조원으로 추정했다. 5월 7일 이후 외국인은 한 달간 69.1조원을 순매도하면서 추정치 상단을 벗어난 순매도 흐름을 보이고 있다.

## 차익실현 관점에서 글로벌 자산배분 관점으로

본고는 이 추가 매도 압력을 국내 증시의 고유한 변동성 확대 변수, 곧 VKOSPI-VIX 스프레드로 설명하고자 한다. 글로벌 증시가 일반적인 수준의 변동성을 기록하고 있는 반면 한국 고유 변동성은 전례 없는 수준까지 확대됐고, 이 변수를 더하면 외국인 순매도에 대한 설명력이 개선된다. 외국인 수급이 글로벌 자산배분의 산물이라는 점에서, 이번 매도는 차익실현뿐만 아니라 글로벌 자산배분의 위험수준 관리라는 측면에서 이해할 수 있다. 실제 반도체 대형주 민감도를 중심으로 5분위 포트폴리오 분석을 실행하면 민감도가 낮은 그룹에서만 시가총액 대비 순유입이 나타나, 차익실현과 과도한 쏠림에 대한 회피가 자산배분 차원에서 작동하고 있는 것으로 판단한다.

## 반도체 쏠림과 증시 변동성 동조화

구조적 배경은 반도체 대형주 쏠림이다. 두 종목이 코스피 시총의 48%를 차지하고 지수 변동성의 77%(반도체 대형주 고유 변동성+공분산)를 설명하게 되면서, 반도체 고유 이슈가 곧바로 지수 변동성으로 전이된다. 긍정적인 이익 전망이 지속되고 그 크기가 전례 없는 규모인 만큼, 쏠림이 증시 변동성으로 나타나는 부작용도 함께 커졌다. 반도체 이외 업종의 증익 캐치업과 반도체 업종의 변동성 안정화가 나타날 때, 차익실현과 자산배분에 따른 큰 폭의 순매도가 마무리되고 수급이 순유입으로 돌아설 수 있을 것으로 전망한다.

# I. 상한을 넘어선 매도

## 차익실현만으로 설명되지 않는 규모

한 달 실측 69조  
추정 21.5조  
95% 상한 35조

5월 7일 자 분석에서, 코스피 3개월 수익률이 글로벌 증시(MSCI ACWI) 대비 1%p 앞설 때마다 다음 1개월간 약 5,000억원의 외국인 순매도 압력이 발생함을 보인 바 있다. 당시 39%p의 상대강세를 반영한 향후 1개월 순매도 추정치는 21.5조원, 95% 신뢰구간 상한은 35조원이었다. 5월 1~6일 6.0조원 순매수였던 외국인은 5월 7일 이후 한 달간 69.1조원을 순매도하면서 추정치 상단을 벗어난 순매도 흐름을 보이고 있다. 신뢰구간 상한의 두 배에 이르는 규모로, 6월 9일까지 넓히면 71.3조원, 지난해 11월 이후 누적으로는 131조원이다. 매도의 강도도 이례적이다. 5월 7~12일 나흘 동안에만 20.4조원이 집중됐고, 6월 들어서도 9일까지 6거래일 만에 20.8조원이 더해졌다.

앞선 분석들에서 지적했듯, 누적 순매도에도 외국인의 시가총액 기준 코스피 지분율은 오히려 상승해 왔다. 매도가 보유 종목의 평가가치 증가 속에서 이뤄지는 차익실현·리밸런싱의 성격을 갖기 때문이다. 문제는 그 성격만으로는 5월 이후의 규모를 설명할 수 없다는 데 있다. 이 매도는 아웃퍼폼의 되돌림 속에서 나온 것도 아니다 — 5월에도 코스피의 상대강세는 유지됐다. 본고는 이를 국내 증시의 고유한 변동성 확대 변수를 통해 추가 매도 압력으로 설명하고자 한다.

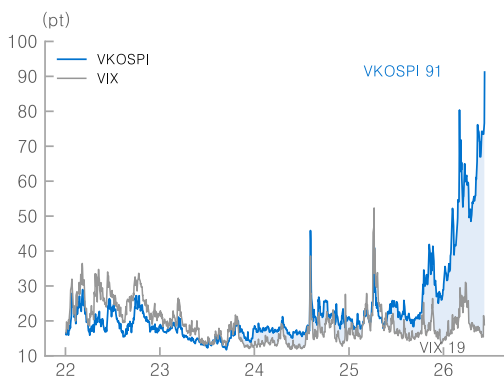
스프레드 58pt

2026년 이전  
최대 22.8pt

본고가 주목하는 변수는 VKOSPI와 VIX의 차이, 곧 글로벌 공통 변동성을 빼고 남은 한국 고유 변동성이다. 이 스프레드는 2009년 VKOSPI 산출 이래 평균 0pt 안팎에서 움직였고, 2025년 10월까지 한 번도 20pt를 넘지 않았다. 글로벌 위기 국면에서는 오히려 음(-)으로 내려가는 변수다 — 2020년 3월에는 VIX가 더 크게 뛰며 -32.4pt까지 갔다. 즉 과거의 변동성 확대는 글로벌발(發)이었고, 한국만 단독으로 발산한 적은 없었다.

이번 국면은 정반대다. 외국인 매도가 본격화된 지난해 11월 22.8pt로 처음 20pt 선을 넘었고, 올해 5월 평균 50.2pt, 6월 8일 57.7pt까지 벌어졌다. 6월 5~9일 코스피가 일간 -5.5%, -8.3%, +8.2%로 등락하고 9일 VKOSPI가 91.2를 기록하는 동안 VIX는 19pt 안팎에 그쳤다. 글로벌 증시가 일반적인 수준의 변동성을 기록하고 있는 반면, 한국 고유 변동성은 전례 없는 수준까지 확대된 것이다. 코스피의 실현변동성(63일, 연환산) 역시 VKOSPI와 같은 궤적으로 올라, 내재변동성의 상승이 위험의 실재를 반영하고 있음을 보여준다.

그림 1. VKOSPI와 VIX — 간격의 확대



자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 코스피 실현변동성과 VKOSPI



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## II. 변동성 스프레드가 설명하는 외국인 순매도

### 회귀분석에 변동성 스프레드를 더하면

스프레드 1pt당  
월 0.37조원  
매도 압력

기존 두 변수에 스프레드를 더해 회귀를 다시 추정했다. 전기간(2015~2026년 4월, 월간) 기준 스프레드 계수는 -0.365로 통계적으로 유의하며(p=0.005), 모델의 수정 설명력은 0.24에서 0.34로 높아진다. 최근 3개월 표본에서는 계수가 -0.598(p=0.006)로 더 크고 설명력은 0.34에서 0.47로 오르며, 월간 기준 5월 순매도(44.5조원)에 대한 잔차는 -33.5조원에서 -21.2조원으로 줄어든다.

계수의 경제적 크기로 보면, 5월 평균 스프레드 50pt는 평시(0pt 안팎) 대비 월 18조원(전기간 계수), 최근 3년 계수로는 30조원 규모의 추가 매도 압력에 해당한다. 아웃퍼폼과 VIX만으로는 잡히지 않던 부분이 대체로 이 크기다. 외국인 수급이 글로벌 자산배분의 산물이라는 관점에서 보면 자연스러운 결과다. 아웃퍼폼이 차익실현을 부르는 것과 별개로, 글로벌 대비 한국만 커진 변동성은 그 자체로 위험 예상을 압박해 한국 비중을 줄일 이유가 된다.

추정의 세부도 이 해석과 일관적이다. 같은 스프레드를 3개월 변동이나 표준화 점수로 바꿔 넣으면 유의성이 약해진다. 외국인 매도와 연결되는 것은 스프레드의 단기 변화가 아니라 수준 그 자체라는 의미로, 위험 한도를 변동성 수준에 연동하는 자산배분형 자금의 행동과 부합한다. 한편 스프레드를 더하면 아웃퍼폼 계수는 -0.375에서 -0.186으로 작아지는데, 올해 들어 아웃퍼폼과 스프레드가 함께 커진 만큼 두 변수가 설명을 나눠 갖는 영향은 감안할 필요가 있다.

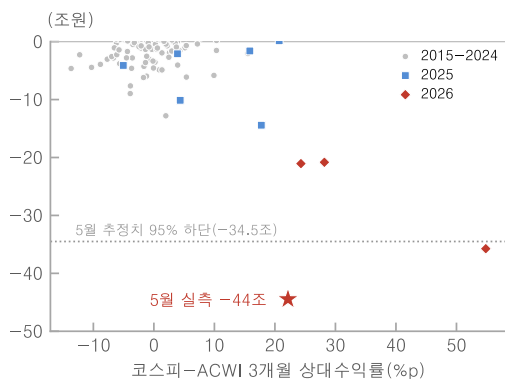
표 1. 외국인 순매수 회귀 — 스프레드 추가 전후 (전기간)

| 설명변수                   | 기존 모델          | 스프레드 추가        |
|------------------------|----------------|----------------|
| 코스피-ACWI 3개월 상대수익률(%p) | -0.375 (0.010) | -0.186 (0.042) |
| VIX 3개월 변동(pt)         | -0.067 (0.314) | -0.109 (0.139) |
| VKOSPI-VIX 스프레드(pt)    | —              | -0.365 (0.005) |
| 수정 결정계수                | 0.240          | 0.336          |

자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

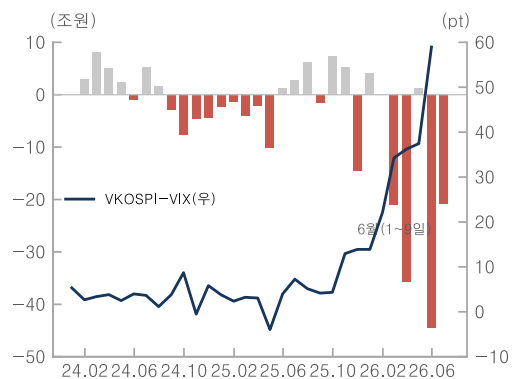
주: 종속변수=익월 외국인 순매수(조원). 월간 N=134(2015.3~2026.4), Newey-West HAC(3), 괄호 안 p-value

그림 3. 아웃퍼폼과 익월 외국인 순매수



자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 4. 월간 외국인 순매수와 스프레드



자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

### Ⅲ. 구조적 배경 — 변동성 기여의 분해

#### 반도체 대형주와 지수의 동조화

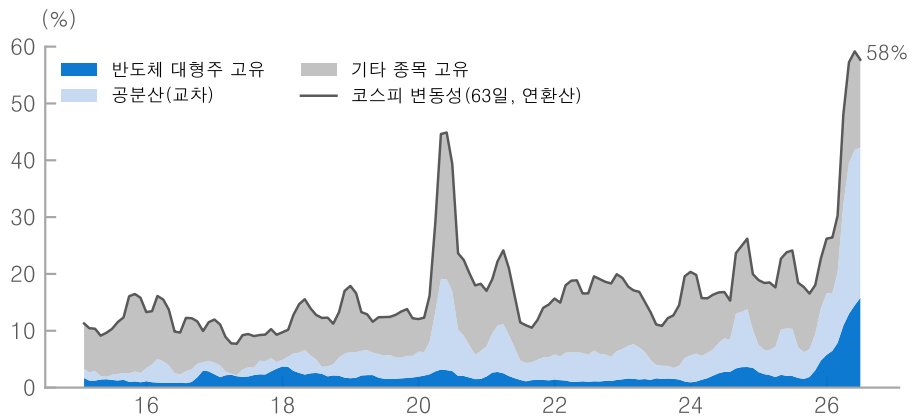
반도체 대형주 비중 48%

고유+공분산 = 변동성의 77%

스프레드가 벌어지는 구조적 배경은 지수 구성의 쏠림이다. 반도체 대형주 2종목(삼성전자, SK하이닉스)의 코스피 시총 비중은 2015~2019년 평균 18.8%에서 현재 48.1%로 확대됐고, 특히 지난해 10월 28%에서 반년 만에 20%p가 더해졌다. 두 종목 묶음과 지수의 상관은 0.66에서 0.97로 올라섰고, 두 종목의 연환산 변동성은 82%로 지수(57%)를 끌고 다닌다.

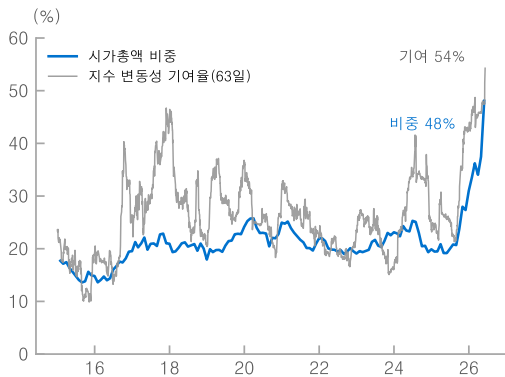
지수 변동성(분산 기준)을 반도체 대형주 고유, 대형주-기타 공분산(교차), 기타 종목 고유의 셋으로 나누면 구조 변화가 분명해진다. 2015~2019년 64%였던 기타 종목 고유는 6월 현재 23%로 줄었고, 대형주 고유 32%와 교차항 46%의 합이 77%에 이른다. 특히 가장 크게 불어난 것이 교차항, 곧 반도체 대형주와 나머지 종목군이 같이 움직이는 부분이라는 점이 동조화의 정량적 표현이다. 이 구조에서는 글로벌 매크로(VIX)와 무관한 반도체 고유 이슈가 곧바로 VKOSPI를 끌어올려 스프레드를 벌린다. 가격과 변동성이 동반 상승하는 역레버리지, 분산효과 훼손이라는 기존 진단은 이 구조의 다른 단면이며, 스프레드는 그것을 하나의 가격 신호로 압축한 것이다.

그림 5. 코스피 변동성과 기여 분해 — 반도체 대형주 · 공분산 · 기타



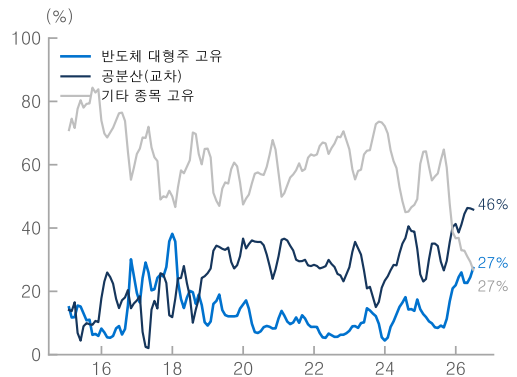
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 반도체 대형주 비중과 변동성 기여



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 지수 변동성 3분해(63일, 월평균)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## Ⅳ. 수급의 단면과 시사점

### 유입은 반도체 민감도가 낮은 곳으로

반도체 대형주  
매도 96조 = 9할  
  
저베타 분위만  
순유입(+)

자산배분 관점의 매도라면, 같은 기간 외국인이 사는 종목은 반도체 민감도가 낮은 그룹이어야 한다. 실제 종목 단위 수급(월간)에서 매도는 반도체 대형주에 집중돼, 지난해 11월 이후 두 종목 순매도 96조원이 종목 단위 합산(104조원)의 9할을 웃돈다. 반도체 대형주를 뺀 코스피를 반도체 민감도(매도 국면 이전 1년 일간수익률을 대형주·기타 수익률에 회귀한 대형주 계수)로 5분위하면, 시총 대비 순매수는 고베타 분위 -141bp인 반면 저베타 분위는 +5bp로 유일한 순유입이다. 주요 유입종목의 개별적인 업종도 조선·방산·전력기기·음식료· 제약 등 반도체 사이클과 독립적인 그룹이다.

다만 관계가 단조적이지는 않다. 고베타 안에서도 인공지능 수혜 종목(삼성SDI, 두산, 삼성물산 등)은 선별적으로 유입됐고, 저베타인 금융 대형주는 유출됐다. 외국인의 행동은 베타에 대한 기계적 회피가 아니라, 지수를 지배하는 반도체 대형주 집중 익스포저의 축소와 개별 종목 선별 매수의 결합으로 읽는 것이 정확하다.

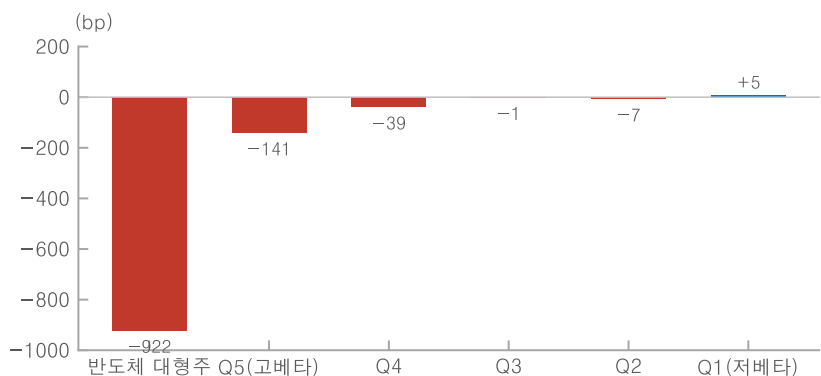
### 수급 복원의 선행 조건, 그리고 한계

복원 조건은  
가격이 아니라  
스프레드 수렴

함의는 분명하다. 저베타 그룹의 순유입(+0.5조원)은 반도체 대형주 유출(96조원)의 1%에도 못 미쳐, 반도체 민감도가 낮은 그룹으로의 이동만으로는 외국인 수급이 복원될 수 없다. 결국 반도체 대형주의 변동성 진정, 곧 스프레드의 수렴이 선행돼야 한다. 반도체 이외 업종의 증익 캐치업과 반도체 업종의 변동성 안정화가 나타날 때, 차익실현과 자산배분에 따른 큰 폭의 순매도가 마무리되고 수급이 순유입으로 돌아설 수 있을 것으로 전망한다. 다만 매도의 규모와 가격 충격은 구분할 필요가 있다 — 외국인 매도가 가격에 미치는 영향력은 과거 대비 둔화돼 있고, 본고도 매도 규모의 설명이지 지수 하락의 예측이 아니다.

한계도 분명히 한다. 회귀는 동행적 관계로 인과를 확정하지 않으며(매도가 변동성을 키우는 역방향도 공존), 스프레드 계수는 2026년 국면의 영향이 커 표본 외 일반화에 주의가 필요하다. 베타-수급의 종목 단위 상관은 약해 분위 합산 수준의 진술로 한정하고, 글로벌 지수는 ETF 증가로 근사했으며, 외국인을 단일 주체로 묶은 단순화가 깔려 있다. 같은 논리로, 국내 증시 고유의 변동성이 낮아질 경우 외국인 순매수로의 되돌림이 나타날 가능성이 있다.

그림 8. 반도체 베타 5분위별 외국인 순매수 — 시총 대비(2025.11~2026.5)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## [Compliance Notice]

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 권순호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

---