Quant

외국인 매도 점검, 변동성 조건에 따른 재유입 시나리오

Quant Analyst 권순호
soonho.kwon@daishin.com

- 1~9월 외국인 순매도 214조원, 영국 계정이 46%
- 레버리지 자금 유출입과 함께 커진 변동성, KOSPI 연율 60.7%
- 반도체 주가는 과거 PER 기준 이익 추정치의 4분의 1만 반영

영국 계정에 집중된 외국인 매도

2026년 1~9월 외국인은 국내 주식을 214.0조원 순매도했고 영국 계정이 97.5조원(45.6%)을 차지했다. 영국 거주자가 IMF에 보고한 한국 주식 보유는 금융감독원 영국 계정 보유의 0.53배다. 계정 자금의 절반가량이 비거주자 자금이고, 프라임브로커를 경유한 헤지펀드의 레버리지 축소가 주된 매도 경로였던 것으로 추정한다.

레버리지 자금 유출입과 함께 커진 변동성

증시 특성에 따라 헤지펀드가 어떤 전략을 쓰는지 엿볼 수 있는 인도 사례를 소개한다. 인도 증권거래위원회는 잠정 명령에서 Jane Street 그룹이 지수 구성 종목 현물 매매의 손실을 감수하고, 그보다 7.3배 큰 지수옵션 포지션에서 이익을 낸 것으로 판단했다. 국내에서는 종가에 몰리는 레버리지 ETF 리밸런싱이 7월 거래대금의 7.8%에 이르렀다. 단일종목 레버리지 ETF가 제한 없이 운용된 5~7월에 SK하이닉스는 상승일 종가 단일가에서 주가가 밀렸고, 하락일에는 장 마감 낙폭이 커졌다. 2026년 KOSPI 변동성은 연율 60.7%로 2008년의 1.5배다. 어떤 전략이 쓰였든 변동성을 키우는 방향으로 작용했을 가능성이 높고, 커진 변동성이 장기 자금의 비중 축소로 이어진 것으로 추정한다. 레버리지 ETF로 인한 변동성 확대는 일단락됐고, 최근 약세는 AI 설비투자 관련 포지션 정리 흐름과 맞물려 나타난 것으로 판단한다.

이익의 4분의 1만 반영한 반도체 주가, 변동성 정상화가 재유입 조건

KOSPI는 고점 대비 44.5% 하락했지만 2027년 이익 추정치는 같은 기간 20.9% 상향됐다. 삼성전자 · SK하이닉스의 12개월 선행 PER은 2.4배로, 2005~2025년 중위값(10.1배)을 적용하면 이익 추정치의 76%를 할인하고 있다. 실제 이익이 추정치의 절반에 그치고 PER이 2018년 저점(5.6배)에 머물러도 적정 시가총액은 현재보다 15% 높다. AI 설비투자 시나리오의 불확실성은 정점을 지나고 있으며, 이익 경로가 확인될수록 변동성은 낮아질 것으로 판단한다. 미국 나스닥100 선물의 레버리지 펀드 순포지션도 8월 2015년 이후 최저에서 11월 플러스로 돌아왔다. 기대수익률 20%와 외국인 보유의 10%가 변동성에 따라 비중을 정한다고 가정하면, 변동성이 35%로 내려올 때 외국인 자금의 재유입 여력은 이론적으로 121조원이다. 이익 추정치와 괴리된 레벨 다운은 분할 매수 기회로 판단한다.

매도 국면에 외국인이 순매수한 종목이라고 해서 이후 수익률이 높지는 않았다. 외국인 순매수 상위 종목의 60일 초과수익은 대형 +0.88%p(유의하지 않음), 중형 -0.22%p, 소형 -0.58%p였다. 오히려 점검할 지표는 이익 추정치 상향과 영업이익률이다. 과거 매도 국면에서 이익 추정치 상향 상위 종목은 하위 종목보다 60일 수익률이 2.84%p, 영업이익률 상위 종목은 2.23%p 높았다. 반면 국내 기관 순매수가 몰린 종목은 1.94%p 낮았다.

Ⅰ. 영국 계정에 집중된 외국인 매도

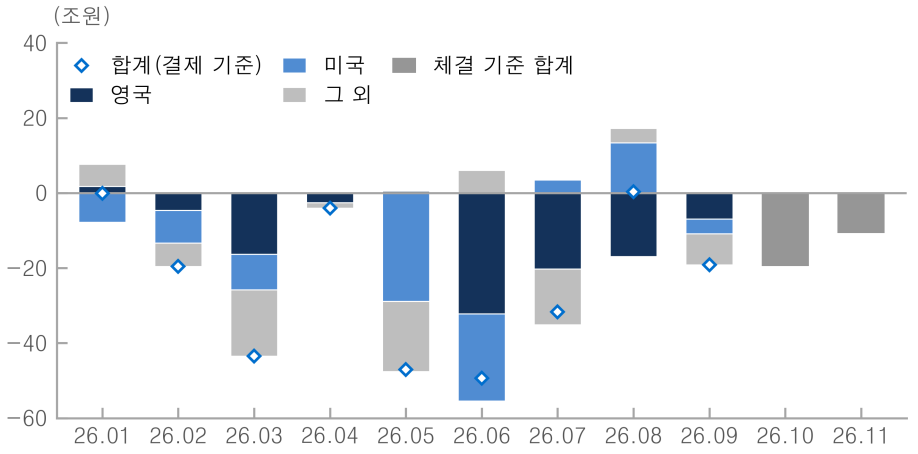
1~9월 214조원 순매도, 영국 계정이 46%

6~9월 외국인 순매도의 76%가 영국 계정

2026년 1~9월 외국인은 국내 상장주식을 214.0조원 순매도했다(금융감독원, 결제 기준). 이 가운데 영국 계정이 97.5조원으로 45.6%를 차지한다. 매도가 가장 컸던 6~9월로 좁히면 99.8조원 가운데 76.3조원(76.4%)이 영국 계정에서 나왔다. 미국 계정도 5~6월에 52.1조원을 순매도했지만 8월에는 13.4조원 순매수로 돌아섰고, 영국 계정은 6월부터 9월까지 넉 달 연속 순매도를 이어갔다.

9월에는 영국 계정의 몫이 6.9조원(36%)으로 줄었고 미국(3.9조원), 프랑스(3.4조원), 싱가포르(2.3조원), 케이맨제도(2.2조원) 계정이 함께 매도했다. 국가별 수치가 공표되지 않은 10월 이후에도 체결 기준 외국인 순매도는 10월 19.5조원, 11월 2~6일 10.7조원으로 이어지고 있다. 10월 1일~11월 6일 순매도 30.1조원의 75%가 SK하이닉스와 삼성전자(우선주 포함)에서 나왔다.

그림 1. 국가별 외국인 순매수



주: 26.01~09는 결제 기준(금융감독원), 26.10과 26.11(1~6일)은 체결 기준 외국인 합계. 미국이 공시되지 않은 달(26.04)은 그 외에 포함
자료: 금융감독원, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 결제 계좌 소재지별 외국인 순매수

계좌 소재지	6월	7월	8월	9월	1~9월 합	보유 비중 (%)
합계	-49.3	-31.7	0.3	-19.1	-214.0	100.0
영국	-32.2	-20.2	-16.9	-6.9	-97.5	7.5
미국	-23.2	3.5	13.4	-3.9	-65.1*	43.9
싱가포르	-	-3.8	-	-2.3	-14.2*	6.1
룩셈부르크	-4.3	-	2.3	1.0	-0.4*	5.8
아일랜드	2.5	-	3.2	0.8	5.9*	5.1
케이맨제도	7.3	0.8	-2.7	-2.2	2.5*	2.2

자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center
주: 단위 조원(보유 비중 제외), 결제 기준. -는 해당 월 보도자료에 공시되지 않은 값. *는 공시된 달만 합산. 보유 비중은 26년 9월 말

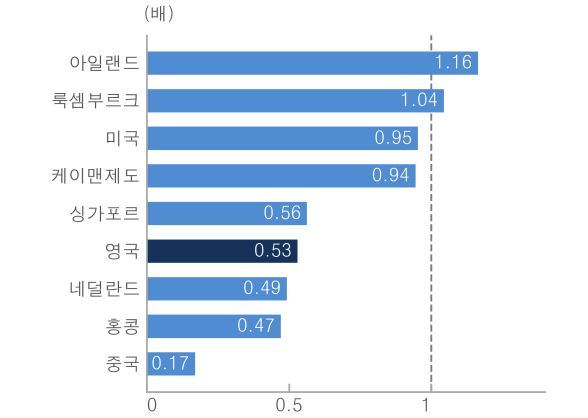
영국 거주자 보유의 두 배에 가까운 영국 계정

영국 계정 보유의 절반가량은 영국 거주자가 아닌 자금

금융감독원의 국가 구분은 투자자의 국적이 아니라 결제 계좌의 소재지다. 글로벌 투자은행과 프라임브로커의 영국 법인이 제3국 헤지펀드의 주문을 처리하면 그 매매는 영국 계정으로 집계된다. 이를 구분하기 위해 투자국이 스스로 보고하는 통계와 대조했다. IMF 포트폴리오 투자 조사(Portfolio Investment Positions)에서 영국 거주자가 보고한 한국 주식 보유는 2025년 말 529억 달러(약 76.4조원)로, 같은 시점 금융감독원 영국 계정 보유 144.1조원의 0.53배다. 미국(0.95배), 케이맨제도(0.94배), 룩셈부르크(1.04배)는 두 통계가 거의 일치한다.

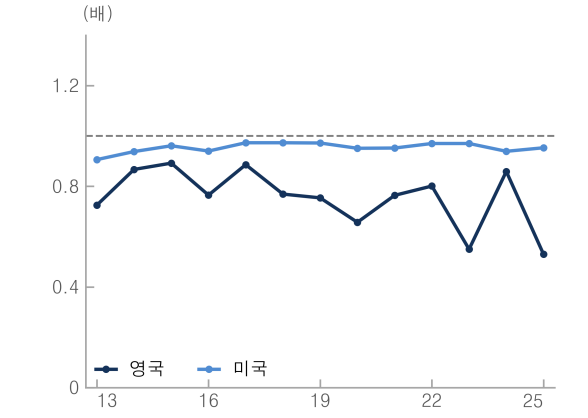
괴리는 2025년에 커졌다. 영국 계정 보유가 2024년 말 대비 74.6조원 늘어나는 동안 영국 거주자 보고 보유는 16.7조원 늘었다. 2013~2024년 연말 비율이 0.55~0.89배였던 데 비해 2025년 말은 0.53배로 관측 범위의 하단이다. 2025년 국내 증시 상승 과정에서 영국을 경유한 비거주자 자금이 크게 늘었고, 2026년 하반기 매도는 이 자금이 빠져나간 것으로 추정한다. 싱가포르(0.56배), 홍콩(0.47배), 네덜란드(0.49배)도 계좌 소재지 보유가 거주자 보유보다 크다. 케이맨제도 계정은 투자국 보고와 거의 같아 실제 케이맨 소재 펀드의 자금으로 보인다. 1~9월 공시된 달의 순매수 합은 2.5조원이지만 6월 7.3조원 순매수의 영향이 크고 8~9월에는 순매도로 돌아섰다.

그림 2. 투자국 보고 보유 / 금감원 계좌 보유



주: 2025년 말. 투자국 거주자가 IMF에 보고한 한국 주식 보유를 금융감독원 결제 계좌 소재지별 보유로 나눈 값
자료: IMF, 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 3. 영국 · 미국 보유 비율 추이



주: 연말 기준. 1배보다 낮으면 해당 국가 계좌에 비거주자 자금이 포함
자료: IMF, 금융감독원, 대신증권 Research Center

보유 대비 순매수 변동이 가장 큰 영국 계정

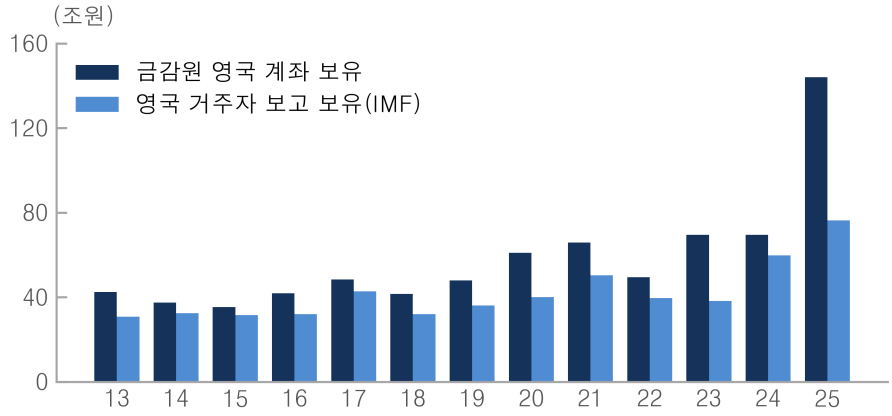
보유 규모에 비해 드나드는 자금이 큰 계정

영국 계정의 성격은 보유 대비 자금 이동의 크기에서도 드러난다. 금융감독원 월간 자료로 월간 순매수 절댓값을 평균 보유로 나눈 값을 계정별로 계산했다. 2015~2025년 평균은 영국 2.15%, 미국 0.56%로 영국 계정의 자금 이동이 보유 대비 3.8배 컸다. 2026년 1~9월에는 영국 5.38%, 미국 1.30%로 두 계정 모두 커졌고, 영국 계정의 12개월 평균은 9월 4.51%로 2016년 이후 가장 높다. 순매수는 매수와 매도의 차이이므로 실제 거래 규모는 이보다 크다. 국가별 매수·매도 대금은 금융감독원 정기 공표 통계에 포함되지 않는다.

보유 규모에 비해 드나드는 자금이 큰 계정은 장기 보유 자금보다 단기 매매 자금의 비중이 높은 것으로 추정한다. 영국 계정이 거주자 보유의 두 배에 가깝다는 점과 함께 보면, 프라임브로커가 총수익스왑(TRS)·차액결제거래(CFD) 등으로 레버리지를 제공한 헤지펀드 자금이 이 계정을 통해 들어왔다가 나간 것으로 추정한다.

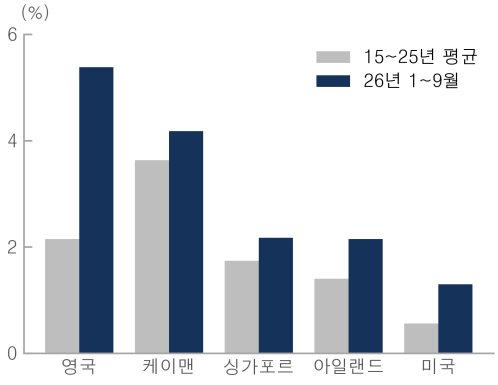
영국 거주 장기 투자자의 비중 축소로 보기에는 규모와 매도 방식이 맞지 않는다. 영국 거주자 보고 보유를 2026년 5월 주가 수준으로 환산하면 약 171조원이고, 6~9월 영국 계정 순매도는 그 45%에 해당한다. 영국 계정의 종목별 매매는 공표되지 않지만, 같은 기간 외국인 전체 순매도의 75~84%(6월 22일~10월 16일, 10월 1일~11월 6일)가 반도체 대형주 2종목에 몰려 지수 비중에 가까운 분산 매도는 확인되지 않는다. 영국 거주자 자금의 기여를 배제할 수는 없으나, 주된 매도 주체는 영국 계정을 경유한 레버리지 자금으로 본다.

그림 4. 영국 계좌 보유와 영국 거주자 보유



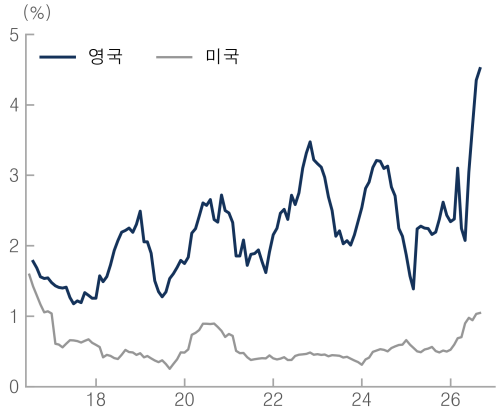
주: 연말 기준. 영국 거주자 보고 보유는 IMF 포트폴리오 투자 조사의 달러 값을 연말 원/달러 환율로 환산
자료: IMF, 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 5. 계정별 보유 대비 순매수 변동



주: 월간 순매수 절댓값 / 전월말 · 당월말 평균 보유의 기간 평균. 공시되지 않은 달은 제외
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

그림 6. 보유 대비 순매수 변동 추이



주: 같은 지표의 12개월 이동평균(12개월 중 공시된 달 평균, 6개월 이상). 전월말 · 당월말 보유 중 한쪽이 미공시면 다른 쪽으로 나눔
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

II. 반도체 집중 매도와 동반 하락

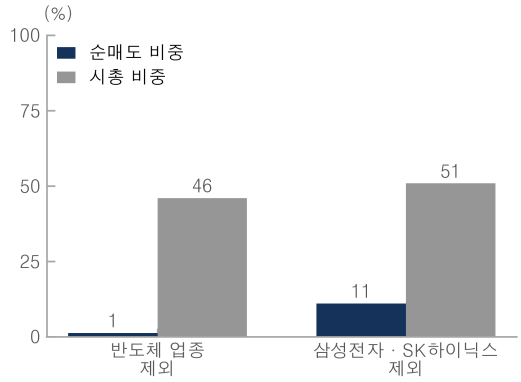
대량 매도일 외국인 순매도는 반도체에 집중

외국인 순매도는 반도체에 집중

프라임브로커는 TRS 고객의 포지션을 바스켓 단위로 관리한다. 고객의 증거금이 부족해지면 특정 종목이 아니라 포지션 전체를 줄이므로, 이 과정에서 업종과 무관한 매도가 나올 수 있다. 이 가능성을 외국인 순매수 자료로 점검했다. 6월 22일~11월 6일 94거래일 가운데 외국인 순매도가 가장 컸던 10일(하위 10%, 하루 3.64조원 이상)을 대량 매도일로 정의했다.

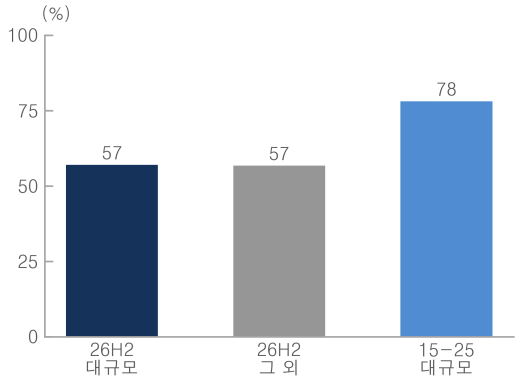
대량 매도일의 외국인 순매도는 거의 전부 반도체 업종에서 나왔다. 반도체 업종을 제외한 종목의 순매도 비중은 1.3%로 같은 시기 시가총액 비중 46%에 크게 못 미친다. 삼성전자와 SK하이닉스만 제외해도 11.1%(시가총액 비중 51%)다. 대량 매도일에 외국인이 순매도한 업종은 10개 가운데 평균 5.7개로 그 외 날과 같았고, 2015~2025년 대량 매도일(7.8개)보다 적다. 업종 간 외국인 순매수 상관(60일)도 2026년 평균 0.12로 2015~2025년 평균 0.14와 차이가 없다. 외국인 순매수 기준으로는 업종을 가리지 않는 바스켓 매도가 확인되지 않는다. 헤지펀드의 한국 포지션이 반도체 대형주에 집중돼 있었기 때문에 포지션 축소도 반도체 매도로 나타난 것으로 추정한다.

그림 7. 대량 매도일 반도체 외 순매도 비중



주: 26.06.22~11.06 대량 매도일 10일 합계. 반도체 업종은 WICS 반도체와반도체장비
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 외국인이 순매도한 업종 비율



주: WICS 대분류 10개 업종 가운데 외국인 순매도 업종 비율의 평균. 대량 매도일은 기간 내 하위 10%(15~25년은 연도별 하위 10%)
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

가격 하락은 반도체 외 업종으로 확산

급락일에는 업종 구분 없는 동반 하락

대량 매도일에 시가총액 상위 300종목 가운데 반도체 외 종목의 62%가 하락했다. 같은 기간 그 외 날(52%)보다 높고 2015~2025년 대량 매도일(63%)과 비슷하다. 반도체 외 종목의 시가총액 가중 수익률은 평균 -1.6%로 반도체(-4.9%)의 0.41배였다(2015~2025년 대량 매도일 0.39배). 업종 확산이 극단적으로 나타난 날도 있다. 7월 28일에는 반도체가 14.1% 하락하는 동안 반도체 외 종목의 98%가 내렸고 시가총액 가중 수익률은 -7.6%였다. 6월 23일(94%, -7.0%)과 6월 26일(91%, -4.2%)도 같은 양상이다.

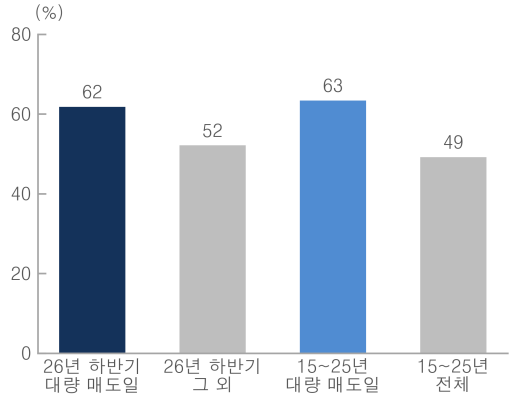
외국인 순매도는 반도체에 집중됐지만 하락은 업종 전반으로 이어졌다. 지수 급락이 다른 레버리지 투자자의 증거금 부족으로 연결되고, 이들이 보유한 반도체 외 종목이 함께 정리된 것으로 추정한다. 대량 매도일의 반도체 외 하락 비율과 수익률 배율은 2015~2025년 대량 매도일과 비슷해, 업종 전이의 강도 자체는 과거 외국인 매도기와 다르지 않았다. 이번 국면에서 달랐던 것은 반도체가 하루 10% 이상 하락한 날이 반복되면서 반도체 외 종목도 하루 4~8%씩 내린 날이 생겼다는 점이다. 레버리지 포지션 축소가 이어지는 동안에는 반도체 비중이 낮은 포트폴리오도 이런 급락일의 하락을 피하기 어렵다.

표 2. 26년 하반기 외국인 대량 매도일

일자	외국인 순매수 (조원)	반도체 비중(%)	KOSPI(%)	반도체 외 수익률 (%)	반도체 외 하락 종목(%)
06.23	-3.7	124	-10.0	-7.0	94
06.24	-4.5	101	3.3	1.0	42
06.26	-3.7	122	-5.8	-4.2	91
06.29	-7.7	100	-0.2	5.9	6
06.30	-4.0	73	1.0	-1.0	72
07.02	-4.6	75	-7.9	-2.3	63
07.28	-4.4	92	-10.8	-7.6	98
08.25	-3.7	96	0.7	1.3	32
09.10	-3.7	119	-0.3	-0.3	51
10.13	-4.4	92	-5.5	-1.6	70

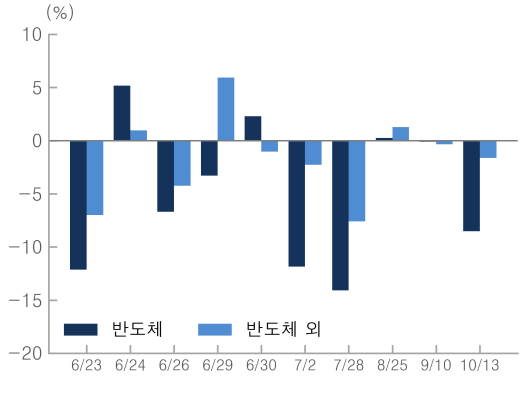
자료: FnGuide, 금융투자협회, 대신증권 Research Center
주: 반도체 비중은 외국인 순매도 가운데 WICS 반도체와반도체장비 업종 몫(100% 초과는 반도체 외 순매수). 반도체 외는 시가총액 상위 300종목 기준

그림 9. 반도체 외 종목 하락 비율



주: 시가총액 상위 300종목 가운데 반도체 외 종목의 일간 하락 비율 평균
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 10. 대량 매도일 반도체와 반도체 외 수익률



주: 시가총액 가중 일간 수익률
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 헤지펀드는 어떤 전략을 실행할까?

인도 사례에서 알아보기: 현물 손실과 옵션 이익의 결합

옵션 거래대금이 구성 종목 현물의 353배

인도 증권거래위원회(SEBI)는 2025년 7월 3일 잠정 명령에서 Jane Street 그룹이 2023년 1월~2025년 3월 인도 지수옵션 만기일에 지수를 조작한 것으로 판단하고, 위법 이득으로 산정한 484.4억 루피를 예치하도록 명령했다. 당사자 소명 전에 내린 잠정 명령이어서 위법 여부가 확정된 것은 아니다. 다만 명령문에는 거래 시각별 매매 내역과 손익이 담겨 있어, SEBI가 파악한 거래 방식을 확인할 수 있는 드문 공식 자료다.

전략의 전제는 파생상품과 현물 사이의 유동성 차이다. SEBI가 분석한 2024년 1월 17일 BANKNIFTY 지수옵션의 현물 환산 거래대금은 지수 구성 12종목 현물 거래대금의 353배, 구성 종목 현물·선물과 지수선물을 모두 합한 거래대금의 98배였다. 옵션 가격은 지수를 따라 정해지는데, 지수를 정하는 현물 시장은 옵션 시장보다 훨씬 작다. 상대적으로 작은 현물 매매로 지수를 움직이면, 그보다 훨씬 큰 옵션 포지션의 손익을 바꿀 수 있다.

명령문이 예시로 든 1월 17일 거래는 두 구간으로 나뉜다. 오전 9시 15분~11시 46분(1구간)에 그룹은 지수 구성 종목을 현물과 선물로 437억 루피어치 순매수했고, SEBI는 이 매수가 하락하던 지수를 떠받친 것으로 판단했다. 같은 시간 지수옵션에서는 콜옵션을 팔고 풋옵션을 사서 하락 방향 포지션(델타 기준)을 3,211억 루피 늘렸다. 현물·선물 매수의 7.3배다. 오전 11시 49분~장 마감(2구간)에는 오전에 산 현물과 선물을 되팔았고, SEBI는 이 매도가 지수를 끌어내린 것으로 판단했다. 현물·선물 매매에서는 6.2억 루피를 잃었지만, 이날 만기 옵션에서 66.2억 루피를 벌었다. 이날 그룹의 이익은 73.5억 루피로, 분석 기간 중 가장 컸다.

표 3. SEBI 잠정 명령에 나타난 Jane Street 그룹의 손익 구조

구분	지수옵션	현물 · 선물	합계
분석 기간 전체(23.01~25.03)	+4,328.9	-768.7	+3,650.2
지수 조작 판단 18거래일	+447.4	-20.1	+427.3
24.01.17 하루	+66.2	-6.2	+73.5

자료: SEBI(2025.07.03 잠정 명령), 대신증권 Research Center
주: 단위 억 루피(1억 루피=10크로르). 분석 기간 지수옵션은 BANKNIFTY 외 지수 포함. 현물 · 선물은 지수선물 · 종목선물 · 현물 손익 합계. 합계는 종목옵션(+90.0) 포함. 18거래일 합계는 두 항목의 차. 24.01.17 지수옵션은 당일 만기 계약 이익. 합계는 명령문의 당일 총이익

현물 손실을 감수하고 옵션에서 수익을 내는 구조

SEBI는 이 방식이 18거래일 중 15거래일에 반복됐다고 봤다. 나머지 3거래일(2023년 10월 4일, 2024년 5월 8일, 2024년 7월 10일)에는 다른 방식을 썼다고 판단했다. 장 마감 직전 구성 종목 현물과 선물을 대량으로 매매해, 만기 정산 지수를 옵션 포지션에 유리한 쪽으로 옮기는 방식(장 마감 부근 시세 형성)이다. 인도거래소(NSE)는 2025년 2월 그룹에 주의 서한을 보냈으나, 같은 방식은 2025년 5월 NIFTY 지수에서 다시 나타났다. 18거래일 합계로 그룹은 지수옵션에서 447억 루피를 벌고 현물·선물에서 20억 루피를 잃었다. 현물 매매만 떼어 보면 손실이지만, SEBI는 이 손실이 훨씬 큰 옵션 이익으로 이어지는 구조로 판단했다.

한국의 조건: 종가에 몰리는 레버리지 ETF 리밸런싱

레버리지 · 인버스 ETF 순자산 6월 41.3조원

한국에서 인도의 지수옵션처럼 현물 가격 변동에 기계적으로 따라붙는 대규모 매매는 레버리지 상장지수펀드(ETF)의 일일 리밸런싱이라고 판단한다. 2배 레버리지 ETF는 기초자산이 1% 오르면 장 마감 무렵 순자산의 2%만큼 추가로 사야 한다(순자산×2×1×수익률). 오르면 사고 내리면 파는 매매가 종가 부근에 몰리고, 그 규모는 당일 수익률만 알면 미리 계산할 수 있다. 국내 주식을 기초로 한 레버리지·인버스 ETF 55종의 순자산은 2025년 말 9.95조원에서 2026년 6월 22일 41.3조원으로 늘었다. 5월 말 상장한 SK하이닉스·삼성전자 단일종목 레버리지 ETF는 6월 25일 17.6조원(SK하이닉스 11.5조원, 삼성전자 6.1조원)까지 커졌다. 미국 상장 KORU와 SKHX도 6월 18일 4.0조원으로 정점을 찍었다.

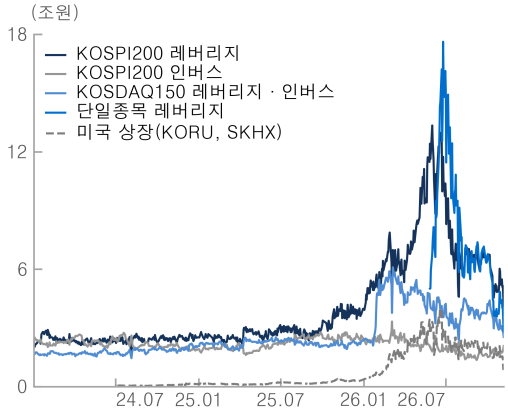
지수가 1% 움직일 때 국내 레버리지·인버스 ETF가 종가 부근에 사거나 팔아야 하는 금액은 6월 23일 0.87조원으로 가장 컸고 11월 6일에는 0.35조원으로 줄었다. 실제 리밸런싱 금액(절댓값)의 하루 평균은 6월 3.0조원, 7월 3.4조원이었다. 코스피·코스닥 거래대금의 5.1%(6월), 7.8%(7월)에 해당한다. 6월 23일 하루 리밸런싱은 9.6조원, 7월 31일은 8.4조원이었다.

포지션 정점은 6월 말, 리밸런싱 강도는 7월 말까지

레버리지 ETF 포지션은 6월 말에 정점을 지났지만 리밸런싱 강도는 7월 말까지 높게 유지됐다. 7월 15일 순자산은 정점의 72%, 1% 변동당 리밸런싱 금액은 65%로 줄었다. 그러나 7월 2일, 13일, 28일, 31일처럼 지수가 크게 움직인 날이 이어지면서 리밸런싱 금액은 7월 1~15일 하루 평균 3.5조원, 16~31일 3.3조원으로 6월보다 컸다. 리밸런싱 비중(20일 평균)은 7월 31일 7.6%로 가장 높았다. 시장이 크게 움직일수록 종가 리밸런싱 수요가 커지고, 커진 리밸런싱 수요가 다시 시장을 움직이는 구조가 7월까지 이어진 것으로 추정한다.

8월 이후에는 제도 변화로 이 구조가 약해졌다. 금융위원회는 7월 16일 단일종목 레버리지 상품의 신규 출시를 잠정 중단했고, 7월 31일부터 신규·추가 매수에 현금 3,000만원 이상의 기본예탁금을 요구했다. 리밸런싱 금액은 8~9월에 7월의 3분의 1 수준으로 줄었고, 단일종목 레버리지 ETF 순자산은 11월 6일 2.8조원으로 정점의 16%다.

그림 11. 국내 주식 기초 레버리지·인버스 ETF 순자산



주: 미국 상장 ETF는 원화 환산. 홍콩 상장 단일종목 ETF는 순자산 자료 미확보로 제외
자료: 한국거래소, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 12. ETF 리밸런싱 금액의 거래대금 대비 비중



주: |순자산×배율×(배율-1)×수익률|의 20거래일 평균. 코스피 · 코스닥 거래대금은 26.10.22까지. 단일종목은 두 종목 거래대금(종가×거래량) 대비
자료: 한국거래소, LSEG, yfinance, 대신증권 Research Center

상승일 종가 매수 물량은 매도로 소화, 하락일은 마감 낙폭 확대

시가 · 장 초반 매수 후 종가 리밸런싱 물량에 매도

레버리지 ETF의 종가 리밸런싱 수요는 장중 주가 흐름만 보면 미리 계산할 수 있다. 이를 이용하는 전략은 시가나 장 초반에 반도체 대형주를 사 두고, 주가가 오른 날 장 마감 무렵 들어오는 리밸런싱 매수 물량에 보유 물량을 넘기는 방식이 될 수 있다. 이 전략이 쓰였다면 상승일 종가 단일가에서 거래량은 늘지만 가격은 오르지 않아야 한다. 리밸런싱 매수 주문을 매도 주문이 받아 내기 때문이다. 반대로 하락일에는 리밸런싱 매도를 받아 줄 매수가 부족해 장 마감 무렵 낙폭이 커질 수 있다.

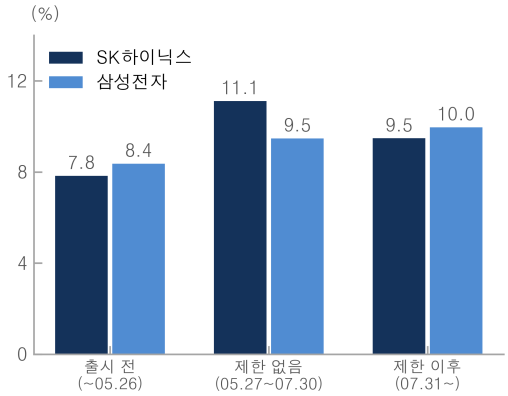
LSEG 1분봉(2025년 11월 10일~2026년 11월 6일)을 단일종목 레버리지 ETF 출시 전(5월 26일까지), 제한 없이 운용된 기간(5월 27일~7월 30일), 매수 제한 이후(7월 31일~)로 나눠 비교했다. 14시 50분 주가가 전일 종가보다 높은 날을 상승일, 낮은 날을 하락일로 구분했다. 상반기와 하반기로 나누면 제한 없는 기간이 두 구간에 걸쳐 차이가 드러나지 않는다.

SK하이닉스 상승일 종가 단일가 비중 7.8%→11.1%

제한 없는 기간의 SK하이닉스 상승일(23거래일)에는 장중에 오른 뒤 종가 단일가에서 밀리는 모습이 나타났다. 14시 50분 이후 마지막 30분에도 주가는 평균 0.18% 더 올랐지만, 종가 단일가에서는 0.23% 내렸다(t값 -2.0). 상승일의 70%에서 단일가 수익률이 마이너스였고, 단일가 거래 비중은 11.1%로 출시 전(7.8%)보다 높았다(t값 2.0). 시가 이후 14시 50분까지 2% 이상 오른 11거래일로 좁히면 단일가 수익률은 -0.29%(t값 -2.9)였고, 다음 날 시가는 평균 2.27% 높게 출발해 단일가의 하락을 되돌렸다. 종가 리밸런싱 매수에 맞춰 매도 물량이 나온 것으로 추정한다. 다만 근거는 강하지 않다. 출시 전에도 장중 2% 이상 오른 날의 단일가 수익률은 -0.14%였고, 두 기간의 차이는 유의하지 않다(t값 -1.3). 예상 리밸런싱 규모가 클수록 단일가 하락이 커지는 관계도 확인되지 않았다. 하락일에는 같은 구간 수익률이 -0.62%로 출시 전(-0.27%)보다 낙폭이 컸고, 다음 날 시가까지 1.07% 더 내렸다. 다만 출시 전과의 차이는 통계적으로 유의하지 않다(t값 -1.2).

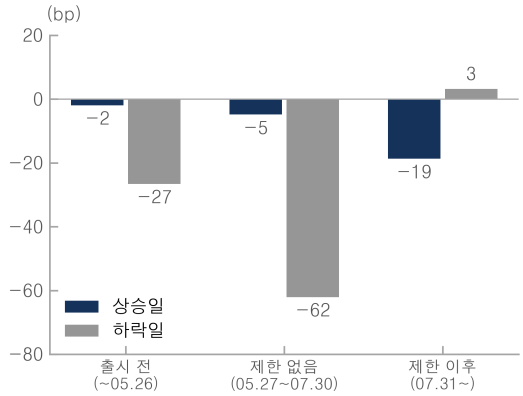
매수 제한 이후에는 하락일 마감 낙폭이 사라졌고(+0.03%), 상승일 단일가 거래 비중은 9.5%로 낮아졌다. 삼성전자는 상승일 단일가 수익률이 -0.01%로 밀리지 않았고, 단일가 비중(8.4%→9.5%)과 하락일 마감 수익률(-0.15%→-0.32%)의 변화도 유의하지 않았다. 지수형 레버리지 ETF와 KOSPI200 선물에서는 구간별 차이가 뚜렷하지 않았다. 구간별 표본이 20여 거래일로 짧고, 제한 없는 기간은 지수 고점(6월 22일) 전후의 급등락과 겹친다. 상승일 단일가에서 매도한 주체도 자료로 확인할 수 없다. 다만 상승일에는 리밸런싱 매수가 매도에 흡수돼 가격이 오르지 않고 하락일에는 마감 낙폭이 커지는 비대칭은, 하락 쪽 변동성을 키우는 방향으로 작용한다.

그림 13. 상승일 종가 단일가 거래량 비중



주: 하루 거래량(정규장+종가 단일가) 대비 종가 단일가 거래량. 상승일은 14시 50분 주가가 전일 종가보다 높은 날. 1분봉, 25.11.10~26.11.06
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 14. SK하이닉스 14시 50분 이후 수익률



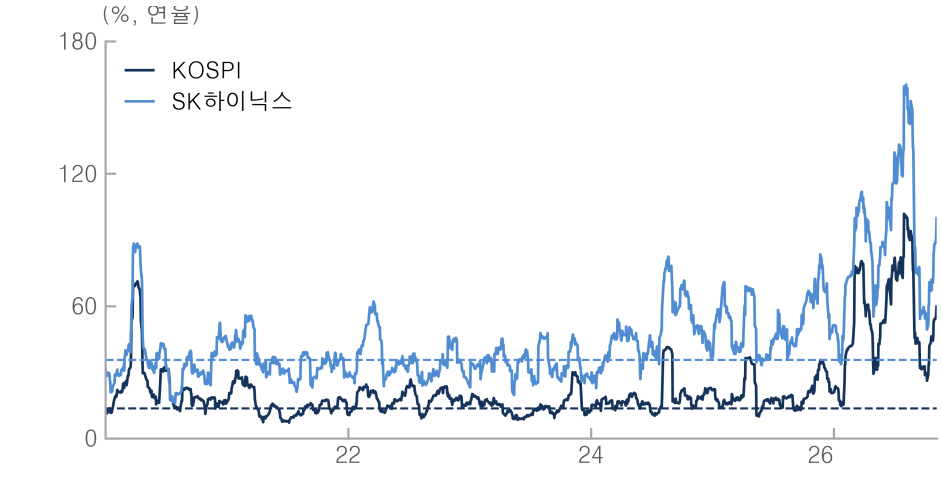
주: 14시 50분~종가 수익률의 구간 평균. 상승일 · 하락일은 14시 50분 주가의 전일 종가 대비 방향
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

증시 변동성을 키운 레버리지 자금, 유출 과정에서도 남은 타격

KOSPI 변동성 60.7%, 2008년의 1.5배

2026년 KOSPI의 일간 수익률 변동성은 연율 60.7%(11월 6일까지)로 2005~2025년 연도별 중위값 16.3%의 3.7배, 금융위기가 있던 2008년(39.2%)의 1.5배다. 삼성전자는 82.4%, SK하이닉스는 97.6%로 두 종목 모두 2010년 이후 가장 높다. 하루 5% 이상 움직인 날은 2026년에만 40거래일로, 2010~2025년 16년 합계(13거래일)의 세 배다. 변동성지수(VKOSPI)는 2026년 평균 59.3으로 2010~2025년 평균 18.0을 크게 웃돌았고, 6월 29일 96.9로 정점을 기록한 뒤 11월 6일 65.2로 내려왔다.

그림 15. KOSPI · SK하이닉스 실현 변동성



주: 20거래일 일간 수익률 표준편차 연율화. 점선은 10~25년 중위값
자료: LSEG, yfinance, 대신증권 Research Center

인도 사례와 국내 레버리지 ETF 구조에서는 현물보다 큰 파생 포지션이나 예측 가능한 기계적 매매가 수익 기회가 된다. 국내에서 특정 운용사가 이런 거래를 했는지는 공개 자료로 확인할 수 없다. 다만 앞에서 확인한 두 가지는 모두 변동성을 키우는 쪽이다. 종가 리밸런싱은 당일 방향으로 매매를 더했고, 7월에는 거래대금의 7.8%에 이르렀다. 상승일에는 종가 단일가에서 주가가 밀린 반면 하락일에는 장 마감 낙폭이 커졌다. 리밸런싱 수요를 앞서 거래하는 전략이든 파생 포지션에 유리하게 현물 가격을 움직이는 전략이든, 가격이 움직인 방향으로 매매가 더해진다. 어떤 전략이 쓰였든 변동성을 키우는 방향으로 작용했을 가능성이 높다고 판단한다.

레버리지 ETF발 변동성은 일단락, 최근 약세는 AI 포지션 정리

레버리지 ETF로 인한 변동성 확대는 일단락된 것으로 판단한다. 매수 제한 이후 단일종목 레버리지 ETF 순자산은 정점의 16%로 줄었고, 리밸런싱 금액의 거래대금 대비 비중은 7월 7.8%에서 8월 3.8%, 9월 3.1%, 10월 4.6%로 낮아졌다. 다만 레버리지 자금은 빠져나가는 과정에서도 증시에 타격을 남겼다. 9월 이후의 약세는 AI 설비투자 관련 포지션 정리 흐름과 맞물려 나타난 것으로 판단한다. 10월 1일~11월 6일 외국인 순매도 30.1조원의 75%가 SK하이닉스와 삼성전자에서 나왔다.

변동성 확대는 장기 투자 자금의 배분을 줄이는 경로로 이어진다. 위험 예산으로 주식 비중을 관리하는 연기금·자산배분 펀드는 기대수익률이 같아도 변동성이 커지면 비중을 줄여야 한다. 단기 매매 자금이 키운 변동성이 장기 자금의 이탈을 부르고, 장기 자금의 이탈이 다시 하락을 키운 것으로 추정한다. 반대로 레버리지 포지션이 줄고 변동성이 낮아지면 장기 자금의 배분 여력이 다시 생긴다.

Ⅳ. 2차 하락기 매수는 자사주 중심

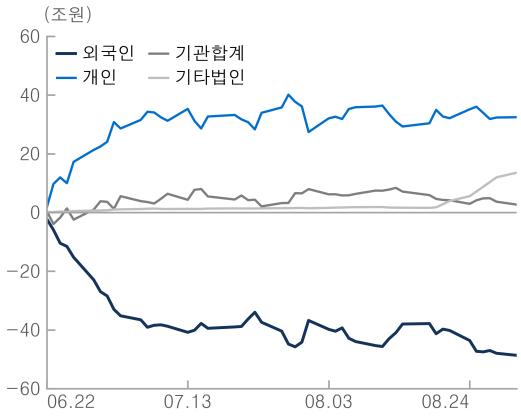
1차 하락은 개인, 2차 하락은 기타법인이 매수

매수 주체가 개인에서 기업 자사주로 이동

외국인이 매도하는 동안 순매수한 주체는 두 번의 하락에서 달랐다. KOSPI가 9,114.55(6월 22일)에서 7월 30일 5,593.56까지 내려간 1차 하락 구간(6월 22일~8월 31일)에 외국인은 48.7조원을 순매도했고, 개인이 32.4조원, 기타법인이 13.5조원, 기관이 2.7조원을 순매수했다. 개인은 6월에만 37.9조원을 순매수했다. 상반기 상승을 놓친 개인이 낙폭이 커진 구간에서 저가 매수에 나선 것으로 추정한다.

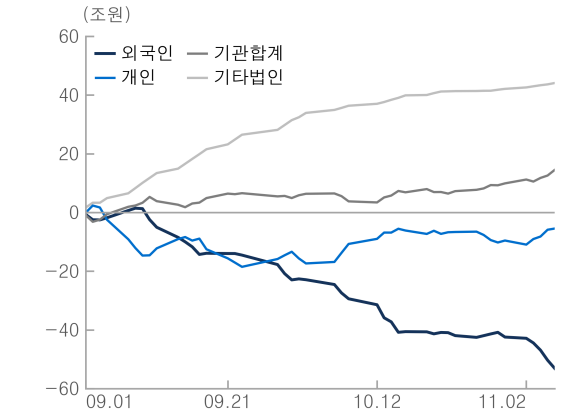
9월 1일~11월 6일 2차 하락 구간에는 외국인 순매도가 53.1조원으로 1차보다 컸지만 개인은 5.5조원 순매도로 돌아섰다. 이 구간 순매수 주체는 기타법인(44.1조원)과 기관(14.5조원)이다. KOSPI는 6,835.80에서 5,059.69로 26.0% 하락해 11월 6일 저점을 경신했다.

그림 16. 1차 하락 구간 주체별 누적 순매수



주: 26.06.22~08.31, 코스피 · 코스닥 합계
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 2차 하락 구간 주체별 누적 순매수



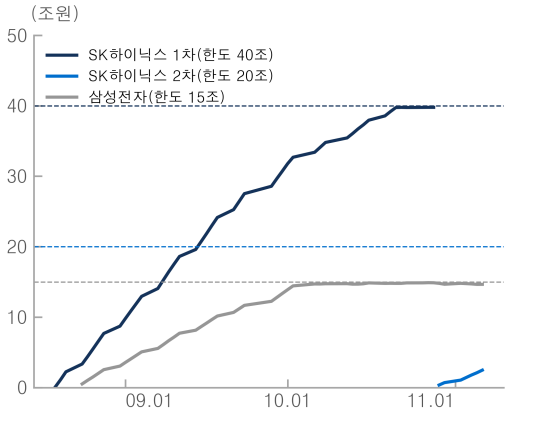
주: 26.09.01~11.06, 코스피 · 코스닥 합계
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자사주 취득 공시와 일치하는 기타법인 매수

1차 자사주 매입 종료 이후 매수 강도 약화

2차 구간 기타법인은 SK하이닉스를 33.5조원, 삼성전자를 11.6조원 순매수했고 나머지 종목은 소폭 순매도했다. 두 회사의 자기주식 취득 공시와 일치한다. SK하이닉스는 8월 19일 40.0조원 규모의 장내 매수(소각 목적, 8월 20일~11월 19일)를, 삼성전자는 8월 21일 15.0조원 규모의 장내 매수(임직원 주식보상 목적, 8월 24일~11월 21일)를 공시했다. 8월 19일 이후 기타법인의 SK하이닉스 순매수는 10월 21일 누적 39.8조원으로 한도에 도달했고, 삼성전자 순매수는 10월 초 14.7조원으로 한도에 근접한 뒤 멈췄다. 외국인이 두 종목을 팔던 구간에 두 회사가 공시 한도 안에서 시장 매수에 나선 결과로 추정한다. 1차 매입이 끝난 뒤 SK하이닉스 기타법인 순매수는 10월 22~28일 하루 0.03조원 이하로 줄었고, 10월 28일 공시한 20.0조원 규모의 2차 매입(주주가치 제고 및 임직원 주식보상, 10월 29일~2027년 1월 28일)이 시작된 뒤에는 하루 0.35조원 안팎이다. 1차 매입 기간의 하루 평균(약 1.0조원)의 3분의 1 수준이다. 외국인 순매도가 11월 3~6일 나흘간 10.3조원으로 다시 커진 시점은 자사주 매수 강도가 약해진 시점과 겹친다.

그림 18. 자사주 매입 한도 대비 기타법인 누적 순매수



주: 각 회사 자기주식 취득 공시 이후 해당 종목 기타법인 누적 순매수. 점선은 공시 취득 한도
자료: DART, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 투자자예탁금과 신용융자잔고



주: 점선은 KOSPI 고점(26.06.22)
자료: 금융투자협회, 대신증권 Research Center

예탁금 · 거래대금 감소, 약해진 개인 매수 여력

개인의 매수 여력과 매매 의지가 함께 약화

개인이 2차 하락에서 매수에 나서지 않은 배경은 자금과 거래 모두에서 확인된다. 투자자예탁금은 6월 4일 139.7조원에서 11월 6일 90.3조원으로 35.3% 줄었고, 신용융자잔고는 6월 24일 38.6조원에서 28.4조원으로 26.5% 줄었다. 코스피·코스닥 거래대금(20일 평균)은 6월 2일 하루 67.6조원에서 11월 6일 26.7조원으로 60.5% 감소했다. 거래대금 감소폭이 예탁금 감소폭보다 크다. 주가 하락에 따른 기계적 감소가 섞여 있어 매매 의지의 약화는 추정에 그치지만, 개인 거래대금도 같은 방향으로 줄었다. 1차 하락에서 저가 매수한 물량의 평가손실이 커지면서 추가 매수 여력과 의지가 함께 줄어든 것으로 추정한다.

금융투자에 편중된 기관 매수, 주 단위 업종 교체

기관 내부에서는 업종 간 순환 매수 진행

2차 구간 금융투자가 14.9조원을 순매수했고 나머지 기관은 합산 소폭 순매도했다. 연기금(1.0조원)과 보험(1.1조원)은 소폭 순매수, 투신(-1.5조원)과 사모(-1.4조원)는 순매도했다. 금융투자 매매에는 상장지수펀드(ETF) 유동성 공급과 차익거래가 섞여 있어, 기관의 방향성 매수로 보기는 어렵다.

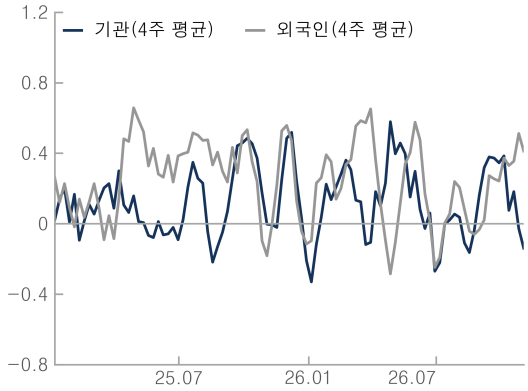
기관의 업종 선택은 주마다 바뀌었다. 기관의 주간 업종별 순매수 순위가 직전 주와 얼마나 같은지(순위 상관)를 계산하면 8월 이후 14주 평균 0.13으로, 2015~2025년 평균 0.22보다 낮다(14주 이동평균 분포의 하위 28%). IT는 순매수와 순매도가 주 단위로 엇갈렸고, 금융은 대체로 순매수를 이어갔으며, 10월 중순 이후에는 건강관리와 경기소비재로 순매수가 넓어졌다. 외국인 포지션 축소가 이어지는 동안 기관은 업종을 주 단위로 바꿔 가며 매수했다. 다만 이 순위 변동은 2025년 평균(0.10)과 비슷해 2026년 하반기에 특별히 커진 것은 아니다.

그림 20. 코스피 · 코스닥 거래대금



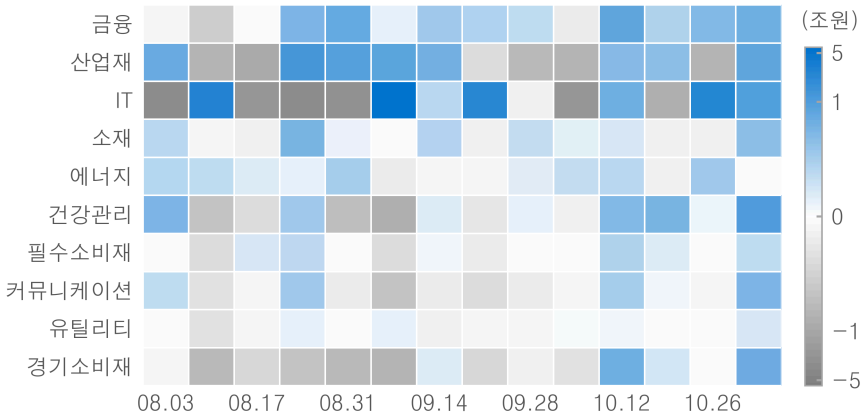
주: 20거래일 이동평균. 개인 거래대금은 26.10.22까지
자료: 금융투자협회, 한국거래소, 대신증권 Research Center

그림 21. 기관 · 외국인 업종 순매수 순위 상관



주: WICS 대분류 업종별 주간 순매수 순위의 직전 주 대비 순위 상관(스피어만)
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 22. 기관 업종별 주간 순매수



주: WICS 대분류, 주간 합계. 26.08.03~11.06
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

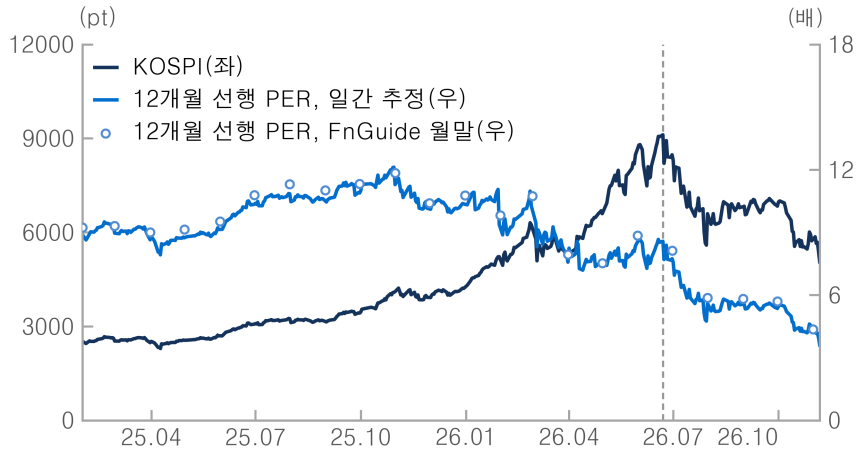
Ⅴ. 이익 상향 속 밸류에이션 하락

밸류에이션 하락과 겹친 레버리지 자금의 포지션 조정

지수 하락은 이익 하향이 아니라 밸류에이션 하락

KOSPI는 6월 22일 9,114.55에서 11월 6일 5,059.69로 44.5% 하락했다. 같은 기간 이익 추정치는 오히려 올라갔다. 2026년과 2027년 지배순이익 컨센서스가 모두 있는 코스피 284종목 기준으로, 6월 19일 대비 11월 6일 2026년 추정치는 8.8%, 2027년 추정치는 20.9% 상향됐다. 12개월 선행 PER은 6월 말 8.1배에서 10월 말 4.4배로 낮아졌다(FnGuide 월말 기준). 지수 하락은 이익 전망의 하향보다 밸류에이션 하락에서 나왔다. 밸류에이션 하락의 주된 배경은 수급 요인으로 추정한다. 영국 계정을 경유한 레버리지 자금이 반도체 대형주 포지션을 줄였고, 포지션 정리가 몰린 날에는 반도체 외 종목까지 동반 하락했다. 커진 변동성은 위험 예산으로 비중을 정하는 장기 자금의 비중 축소로 이어졌다. 국내에서는 개인의 매수 여력이 줄었고, 하락 구간 순매수의 대부분을 차지한 자사주 1차 매입은 끝났다. 지수 방향에는 이익 전망보다 영국 계정을 경유한 레버리지 자금의 포지션 조정이 크게 작용한 것으로 추정하며, 이 조정이 끝나는 시점을 미리 특정하기는 어렵다.

그림 23. KOSPI와 12개월 선행 PER



주: 일간 추정은 당해 · 차년도 순이익 컨센서스를 잔여 기간으로 가중해 계산한 값, 점은 FnGuide 종목별 12개월 선행 PER의 월말 시가총액 가중 평균, 점선은 26.06.22
자료: FnGuide, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

과거 PER 기준 이익 추정치의 4분의 1만 반영한 반도체 주가

삼성전자 · SK하이닉스 선행 PER 2.4배

반도체 대형주의 주가는 이익 추정치를 크게 할인하고 있다. 삼성전자와 SK하이닉스 두 종목의 12개월 선행 PER(시가총액 가중)은 10월 말 3.1배였고, 11월 6일 주가와 컨센서스를 반영하면 2.4배로 낮아진다. 2005~2025년 월말 중위값 10.1배를 적용하면 현재 주가에 반영된 이익은 추정치의 24%로, 추정치의 76%를 할인하고 있다. KOSPI 전체로는 10월 말 4.4배로, 중위값 10.4배 대비 할인율이 58%다.

메모리 업종은 이익 정점에서 PER이 낮아지는 경향이 있어, 과거 중위값과 비교하면 할인율이 과대평가될 수 있다. 직전 메모리 이익 정점이던 2018년의 최저 PER(10월, 5.6배)을 기준으로 해도 할인율은 56%다. 실제 이익이 현재 추정치의 절반에 그치고 PER이 2018년 저점 수준에 머물러도 두 종목의 적정 시가총액은 현재보다 15% 높고, 중위 PER을 적용하면 108% 높다. 이익이 추정치의 4분의 1에 그치면 2018년 저점 PER 기준으로 43% 낮다. 확실시되는 이익 경로가 추정치의 절반 이상이라면 현재 주가에서 상승 여력이 하락 위험보다 크다고 판단한다.

표 4. 삼성전자 · SK하이닉스 이익 실현 수준별 적정 시가총액 괴리

실현 이익(추정치 대비)	PER 5.6배(18년 저점)	PER 10.1배(05~25년 중위)
25%	-42.6	+4.1
50%	+14.8	+108.1
75%	+72.2	+212.2

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 단위 %, 현재 시가총액 대비. 26.11.06 추정 12개월 선행 PER 2.4배(10월 말 FnGuide 종목별 선행 PER에 11.06까지 주가 · 컨센서스 변화 반영) 기준

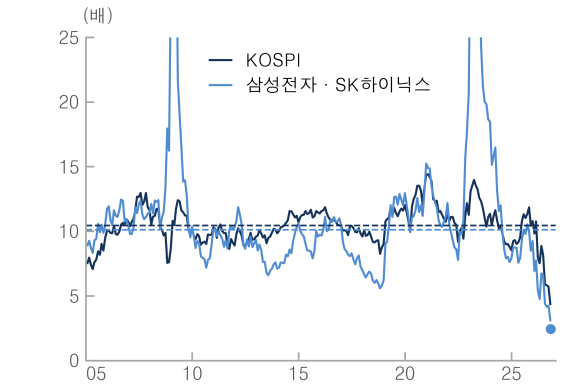
이익 경로가 확인될수록 낮아질 변동성

AI 설비투자 시나리오의 불확실성은 정점 통과

AI 설비투자 시나리오의 불확실성은 정점을 지나고 있다고 판단한다. 반도체 이익 추정치는 상반기에 매주 크게 바뀌었다. 삼성전자· SK하이닉스 2027년 순이익 컨센서스의 주간 수정률 변동성(8주, 연율)은 1~5월 평균 60%에서 8~10월 평균 9%로 낮아졌다. 7월 중순~10월 하순 주간 수정 폭은 모두 ±2% 이내였고, 10월 말 이후 두 주 연속 5% 안팎 상향됐다. 2027년 추정치 합계는 6월 19일 689조원에서 11월 6일 866조원으로 올라갔다.

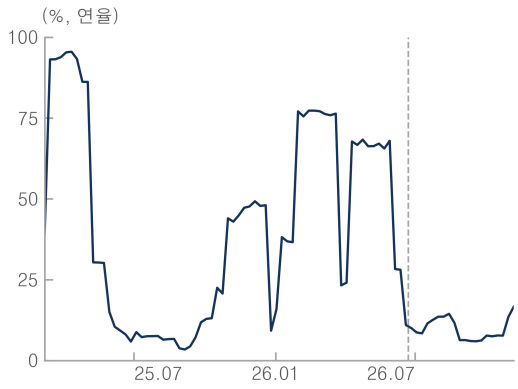
변동성에는 추정치의 방향보다 경로의 확실성이 더 크게 작용한다고 판단한다. 이익 추정치가 지금보다 낮아지더라도 분기 실적으로 경로가 확인되면 주가의 할인 폭과 변동성이 함께 줄어들 수 있다. 시장 변동성도 정점에서는 내려왔다. VKOSPI는 6월 29일 96.9에서 11월 6일 65.2로, 지수 1% 변동당 레버리지 ETF 리밸런싱 금액은 6월 23일 0.87조원에서 0.35조원으로 줄었다. 다만 VKOSPI는 아직 2010~2025년 평균(18.0)의 3.6배다.

그림 24. 12개월 선행 PER



주: 월말, 시가총액 가중. 점선은 05~25년 중위값. 점은 26.11.06 추정치. 09년 · 23년 반도체는 이익 급감으로 범위 밖
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 25. 반도체 이익 추정치 수정 변동성



주: 삼성전자 · SK하이닉스 27년 지배순이익 컨센서스 합계의 주간 로그 변화율, 8주 표준편차 연율화. 점선은 26.06.22
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

변동성이 낮아지면 늘어나는 장기 자금의 배분 여력

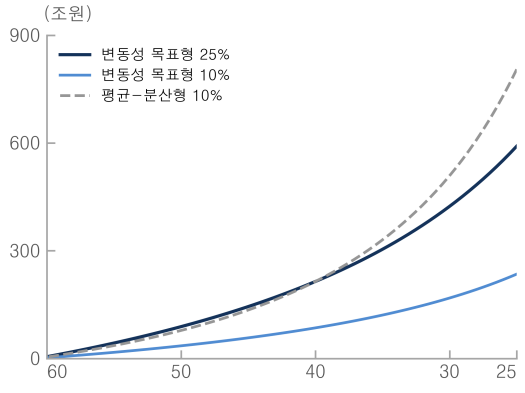
기대수익률 20% 가정 시 변동성 35%에서 샤프 비율 0.49

기대수익률이 같아도 변동성이 낮아지면 위험 대비 수익이 좋아지고, 위험 예산으로 비중을 정하는 장기 자금은 비중을 늘릴 수 있다. 이 절의 계산은 세 가지를 가정한다. 첫째, KOSPI 기대수익률이 연 20%(무위험수익률 3%)로 유지된다. 둘째, 외국인 자금의 일부가 변동성에 따라 비중을 정하는 규칙을 따른다. 셋째, 변동성이 오를 때 줄인 비중을 내릴 때 같은 규칙으로 되돌린다. 이 가정에서 현재 변동성 60.7%의 샤프 비율은 0.28이다. 변동성이 40%로 내려오면 0.42, 30%면 0.57, 2025년 수준(21.8%)이면 0.78이 된다. 비중을 변동성에 반비례해 정하는 변동성 목표형 배분은 변동성이 40%로 내려오면 주식 비중을 1.52배, 30%면 2.02배로 늘린다. 비중을 분산에 반비례해 정하는 평균-분산 배분은 각각 2.30배, 4.09배로 늘린다.

외국인 자금 중 이런 규칙으로 움직이는 몫은 직접 관측되지 않아 가정이 필요하다. 변동성이 21.8%(2025년)에서 60.7%로 오르면 변동성 목표형 자금은 주식 비중을 64% 줄여야 한다. 2026년 1~9월 외국인 순매도 214.0조원은 2025년 말 외국인 보유(금융감독원 기준 1,326.8조원)의 16.1%다. 이 순매도가 모두 변동성 목표형 자금의 비중 축소였다고 가정하면 외국인 보유의 25%가 이 규칙을 따른 것이 된다(상한 추정). 이 비율을 현재 외국인 보유 추정치 약 1,645조원에 적용한다. 변동성이 45%로 내려오면 이론적인 매수 여력은 144조원, 35%면 304조원, 25%면 591조원이다. 비율을 10%로 낮춰 가정하면 각각 57조원, 121조원, 235조원이다.

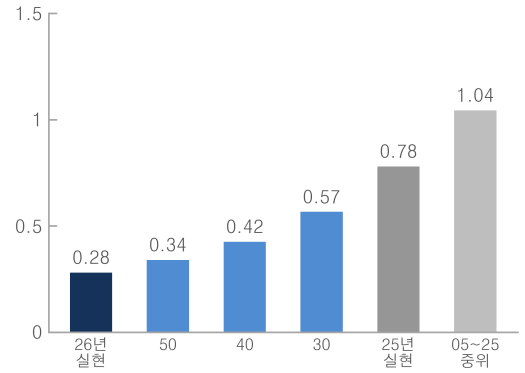
과거 자료의 뒷받침은 약하다. 2005~2025년 월별 자료에서 60일 변동성이 낮아진 뒤 외국인 순매수가 늘어나는 관계는 방향은 같지만 통계적으로 유의하지 않았다(t값 -1.7). 계산 결과는 위 가정에서 변동성 정상화가 만들 수 있는 배분 여력의 크기를 보여 주는 이론값이며, 매수 시점을 알려 주는 지표로 쓰기는 어렵다.

그림 26. 변동성 하락 시 외국인 재유입 여력(이론값)



주: x축은 KOSPI 변동성(%). 범례 비율은 외국인 보유 중 배분 규칙을 따르는 자금 비중. 외국인 보유 약 1,645조원(26.10.22 FreeSIS 보유액을 11.06 KOSPI로 환산) 기준
자료: 금융감독원, FreeSIS, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 27. 기대수익률 20% 가정 시 변동성별 샤프 비율



주: 무위험수익률 3% 가정. 변동성은 KOSPI 일간 수익률 연율화
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

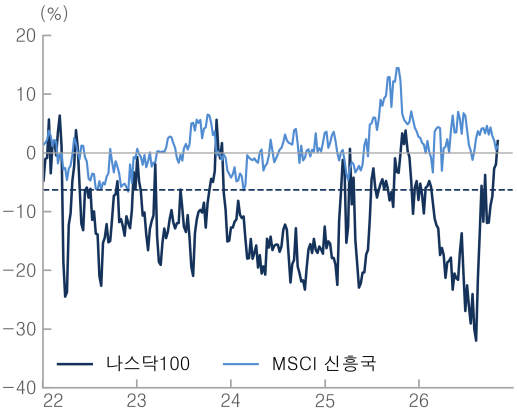
해외 기술주 선물에서 먼저 돌아온 레버리지 자금

나스닥100 레버리지 펀드 순포지션 -32.0%→+2.0%

변동성 하락에 앞서 해외에서는 레버리지 자금의 포지션이 먼저 돌아오고 있다. 미국 상품선물거래위원회(CFTC) 금융선물 보유 보고에서 레버리지 펀드(헤지펀드·CTA)의 나스닥100 선물 순포지션은 8월 11일 미결제약정의 -32.0%로 2015년 이후 가장 낮았으나, 11월 3일에는 +2.0%로 돌아섰다. 2015~2025년 중위값(-6.3%)을 웃도는 수준이다. 같은 기간 레버리지 펀드의 매도 계약은 14.1만 계약에서 5.4만 계약으로 줄었고, 매수 계약은 3.0만 계약에서 6.0만 계약으로 늘었다. 매도 포지션을 정리하고 매수를 늘렸다는 뜻이다.

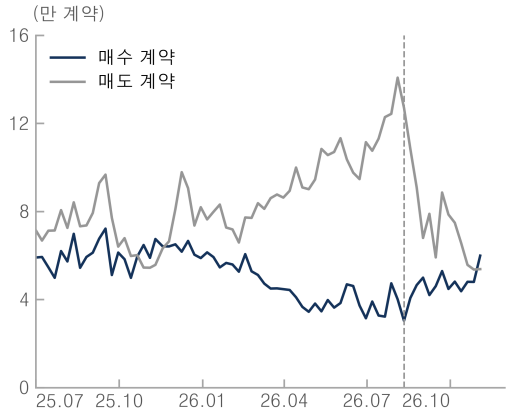
AI 기술주에 대한 레버리지 자금의 위험 선호가 미국 선물시장에서 먼저 회복되고 있는 것으로 판단한다. 국내 반도체로 레버리지 자금이 다시 들어오는지 점검할 선행 지표로 볼 수 있다. S&P500 선물은 -18.2%로 2015~2025년 하위 10% 부근이고, MSCI 신흥국 지수 선물은 +1.1%로 중위값(3.1%)을 밑돈다. 회복은 아직 기술주에 국한된다. 선물 순포지션에는 현물 보유의 헤지와 차익거래가 섞여 있고, 한국 주식 선물은 이 보고에 포함되지 않는다.

그림 28. 레버리지 펀드 순포지션



주: 미결제약정 대비 순포지션. 선물 기준, 주간(화요일). 점선은 나스닥100의 15~25년 중위값
자료: CFTC, 대신증권 Research Center

그림 29. 나스닥100 선물 레버리지 펀드 계약 수



주: E-mini와 Micro 합산. 점선은 26.08.11, 26.11.03까지
자료: CFTC, 대신증권 Research Center

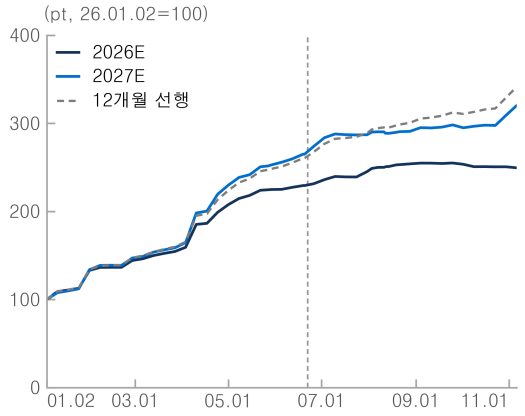
과거 매도 국면 저점 이후 지수 반등, 표본 4회

매도 국면 저점 이후 1년 수익률 평균 31.7%

2005년 이후 외국인 60일 누적 순매수가 시가총액 대비 하위 10%에 머문 장기 매도 국면은 2006년, 2007~2008년, 2008년 하반기, 2020년 네 차례였다. 2026년 3월 27일 시작된 현재 국면의 누적 순매도는 시가총액의 3.44%로, 2007~2008년 국면(3.97%)에 가깝다. 과거 네 국면에서 매도 강도가 가장 컸던 날(저점) 이후 KOSPI 평균 수익률은 60일 12.1%, 250일 31.7%로 같은 기간 무조건 평균(2.5%, 12.1%)을 크게 웃돌았다. 외국인 순매수가 다시 플러스로 돌아선 날(국면 종료일) 이후에도 250일 수익률은 22.2%였지만, 종료 직후 60일은 -2.0%였다.

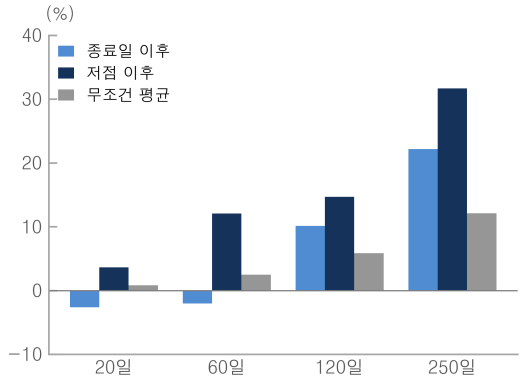
표본이 네 번에 불과하고 2008년 금융위기처럼 이익 하향이 함께 나타난 국면이 섞여 있어 평균 수익률을 그대로 기대값으로 쓰기는 어렵다. 그러나 이익 추정치가 상향되는 가운데 주로 포지션 정리에 따라 지수가 고점 대비 40% 이상 내려온 지금의 레벨 다운은 중기 매수 기회라고 판단한다. 매도 강도의 정점은 사후에만 확인되고, 외국인 순매수가 플러스로 돌아선 직후 60일 성과는 부진했다. 정점을 맞히기보다 현재 누적 순매도(시가총액의 3.44%)가 과거 최대치(3.97%)에 근접한 구간부터 분할로 매수하는 접근이 현실적이다. 반도체 이익 전망이 하향으로 돌아서면 낮은 PER은 이익 정점 우려를 반영한 것으로 해석이 바뀌므로, 2027년 추정치의 방향을 함께 확인해야 한다. 재유입 조건으로는 VKOSPI의 추가 하락, 영국 계정 순매도 축소, 해외 레버리지 펀드 포지션의 회복 지속을 점검한다.

그림 30. 코스피 이익 추정치



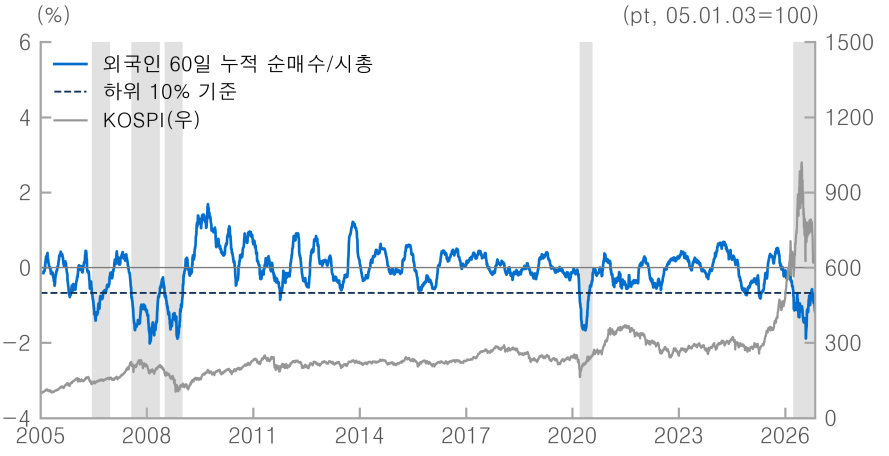
주: 26.01.02와 11.06에 모두 컨센서스가 있는 코스피 284종목 지배순이익 합계. 점선은 26.06.22
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 31. 외국인 매도 국면 이후 KOSPI 수익률



주: 05~25년 외국인 장기 매도 국면 4회 평균. 무조건 평균은 같은 기간 전체 거래일 기준
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 32. 외국인 60일 누적 순매수와 매도 국면



주: 음영은 60일 누적 순매수/시가총액이 05~25년 분포 하위 10% 이하인 장기 매도 국면
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Ⅵ. 매도 국면 외국인 매수 종목의 예측력

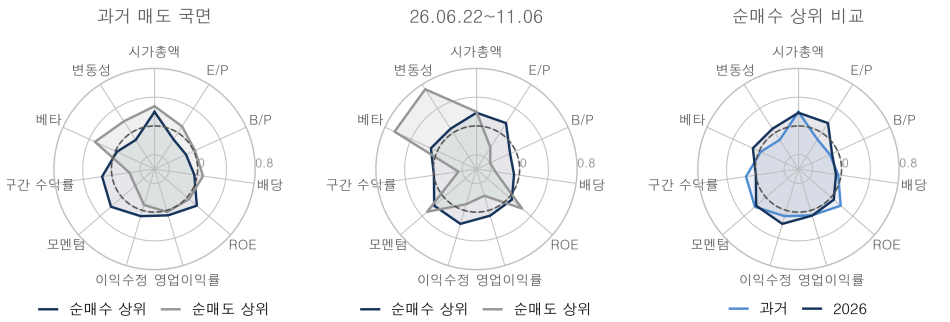
순매도는 반도체 집중, 순매수는 금융 · 산업재 · 에너지 분산

순매수 종목 합계는 순매도 종목 합계의 12%

6월 22일~11월 6일 외국인 순매도 상위는 SK하이닉스(55.9조원), 삼성전자(보통주·우선주 29.7조원), SK스퀘어(3.7조원), 삼성전기(2.9조원)로 반도체 가치사슬에 몰렸다. 순매수 상위는 LG이노텍(0.9조원), 우리금융지주(0.8조원), SK이노베이션(0.5조원), 대한항공(0.5조원), 삼성E&A(0.4조원) 순으로, 가장 많이 산 종목도 1조원에 못 미친다. 같은 기간 외국인이 순매수한 종목의 순매수 합계는 14.1조원으로 순매도한 종목의 순매도 합계(115.9조원)의 12%에 그쳐, 반도체에서 줄인 자금이 다른 업종으로 이동한 규모는 제한적이었다.

시가총액 대비로 보면 외국인이 상대적으로 더 산 종목의 특징이 보인다. 시가총액 상위 100종목(대형) 가운데 최근 60일 외국인 순매수 비율 상위 20%는 산업재(종목 수의 40%), 금융(20%), 에너지(20%)에 몰렸고 IT는 5%였다. 대형주 시가총액에서 IT가 66.5%, 산업재가 10.6%인 것과 대비된다. 이들 종목은 과거 매도 국면의 외국인 매수 종목과 같이 이익 추정치 상향과 12개월 가격 모멘텀이 높았고, 과거와 달리 이익 대비 주가(E/P)도 높아 상대적으로 저평가된 종목이 많았다. 6월 22일 이후 외국인이 많이 판 종목은 베타와 변동성이 높은 종목에 몰렸다.

그림 33. 매도 국면 외국인 순매수 · 순매도 상위 종목 특성



주: 유니버스 대비 평균 z-score(점선은 0). 과거는 05~25년 장기 매도 국면 4회 평균. 상위는 순매수/시가총액 상위 20%, 순매도 상위는 하위 20%
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

사이즈별 검증, 매도 국면 추종 효과는 불안정

대형주 조건부 우위, 구간별 부호 상이

외국인이 매도 국면에서도 사는 종목을 따라 사면 초과수익을 낼 수 있는지 당사 「수급의 정석」(2026.04.21)의 규모 구분으로 검증했다. 대형은 시가총액 1~100위, 중형은 101~300위, 소형은 301위 이하(500억원 이상)다. 2005~2026년 매월 말 시장 전체 외국인 60일 누적 순매수가 하위 20%인 시점(60개월)을 매도 국면으로 두고, 각 규모 안에서 직전 60일 외국인 순매수/시가총액 상위 20%를 매수한 뒤 60거래일 동안 같은 규모 동일가중 평균 대비 초과수익을 계산했다.

매도 국면에서 외국인 순매수 상위 종목의 60일 초과수익은 대형 +0.88%p, 중형 -0.22%p, 소형 -0.58%p였다. 대형주에서만 양(+)이지만 통계적으로 유의하지 않다(t값 0.96, 적중률 58%). 기간을 나누면 대형주 성과는 2005~2014년 -0.88%p, 2015~2025년 +4.62%p(t값 2.34), 2026년 -1.72%p로 부호가 바뀐다. 매도 국면이 아닌 시기에는 소형주에서 외국인 순매도 상위 종목의 부진(-1.48%p, t값 -3.24)이 가장 뚜렷했고, 매도 국면에서는 이 효과도 약해졌다.

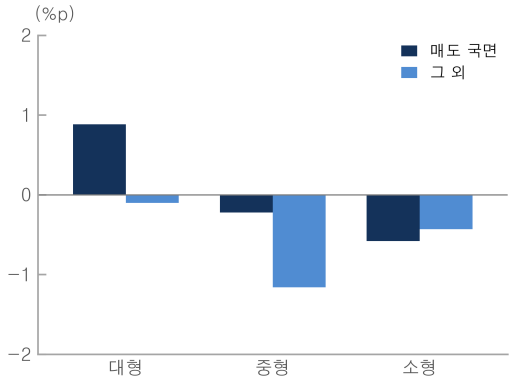
외국인 순매수 종목을 사후에 따라가면 시장 대비 초과수익을 기대하기 어렵다는 4월 분석 결과는 매도 국면에서도 유지된다. 대형주에서 2015~2025년에 나타난 우위는 한 시기에 국한된 조건부 결과로, 2026년에는 확인되지 않았다. 외국인 매수 종목 명단은 매수 신호보다 외국인이 줄이지 않는 업종과 종목 특성(이익 추정치 상향, 상대적 저평가)을 파악하는 자료로 쓰는 것이 적절하다.

표 5. 매도 국면 외국인 순매수 상위 종목의 60일 초과수익

규모	매도 국면	그 외	05~14년	15~25년	26년
대형(1~100위)	+0.88	-0.10	-0.88	+4.62	-1.72
중형(101~300위)	-0.22	-1.16	-1.67	+2.66	-1.62
소형(301위~)	-0.58	-0.43	-1.24	+0.93	-1.96

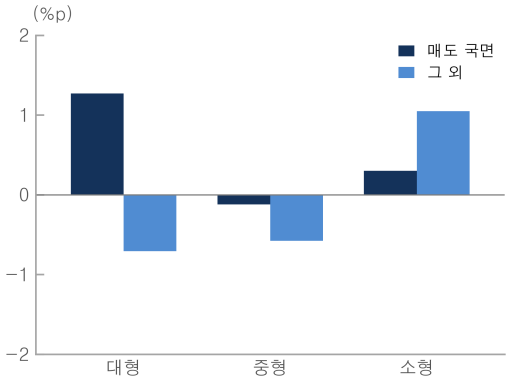
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 단위 %p. 같은 규모 동일가중 평균 대비 60거래일 초과수익. 매도 국면은 시장 외국인 60일 누적 순매수/시가총액이 05~25년 하위 20%인 월말(60개월, 26년 5개월 포함)

그림 34. 외국인 순매수 상위 20% 초과수익



주: 60거래일, 같은 규모 동일가중 평균 대비
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 35. 순매수 상위-하위 20% 수익률 차이



주: 60거래일, 상위 20% 초과수익 – 하위 20% 초과수익
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

매도 국면 이후 초과수익은 이익 추정치 상향 종목

이익 상향 · 이익률 우위, 기관 매수 종목은 부진

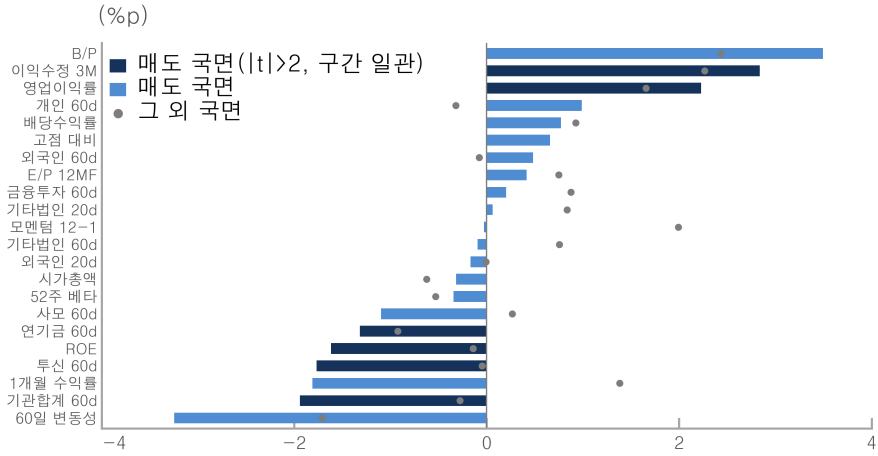
같은 60개 매도 국면 월말에서 팩터 12개와 주체별 수급 10개, 모두 22개 특성의 상위 20%와 하위 20% 종목의 이후 60일 수익률 차이를 규모별로 계산해 평균했다. 22개 가운데 6개가 t값 2를 넘었고(우연히 기대되는 수는 약 1개), 6개 모두 2005~2014년과 2015~2025년의 부호가 같았다.

수익률이 높았던 특성은 이익 추정치 상향이다. 최근 3개월 12개월 선행 순이익 컨센서스 변화율 상위 종목은 하위 종목보다 60일 동안 2.84%p 높은 수익률을 냈고(t값 3.35, 적중률 67%), 중형(3.53%p)과 소형(3.12%p)에서 효과가 컸다. 영업이익률 상위 종목도 2.23%p(t값 2.39) 높았다. 두 특성은 매도 국면이 아닌 시기에도 비슷하게 작동해, 매도 국면에 특유한 신호라기보다 국면과 무관하게 유효한 이익 신호가 매도 국면에서도 유지된 것이다.

매도 국면에 특유하게 나타난 것은 국내 기관 수급의 역효과다. 직전 60일 기관 순매수 상위 종목은 하위 종목보다 이후 60일 수익률이 1.94%p 낮았고(t값 -2.94), 투신(-1.77%p)과 연기금(-1.32%p)도 같은 방향이었다. 매도 국면이 아닌 시기에는 이 차이가 거의 없다. 외국인 매도기에 국내 기관이 순매수한 종목은 이후 기관의 추가 매수 여력이 줄면서 상대 성과가 낮았던 것으로 추정한다. 이익 추정치 상향 종목 가운데 연기금 순매도 종목을 고르는 당사 4월 분석의 결합 신호와 같은 방향이다.

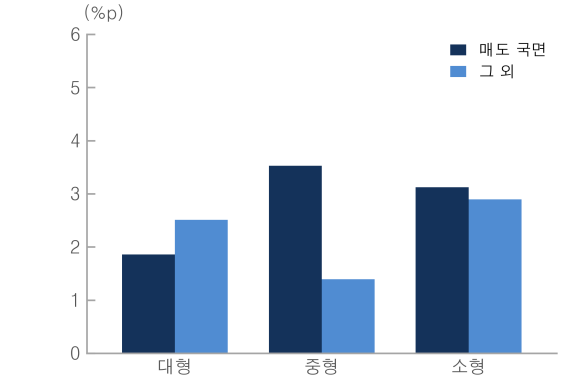
매도 국면이 끝난 직후(15회)에는 저PBR 종목의 반등이 가장 컸다(B/P 상하위 차이 5.93%p, t값 3.07). 다만 B/P는 매도 국면 전체로는 2015~2025년 부호가 바뀌어 국면 종료를 확인한 뒤에 쓰는 신호다. 현재처럼 매도 국면이 이어지는 동안에는 이익 추정치 상향 종목을 중심에 두고, 기관 매수가 몰린 종목의 비중을 줄이는 접근이 과거 자료와 부합한다.

그림 36. 매도 국면 특성별 상하위 20% 60일 수익률 차이



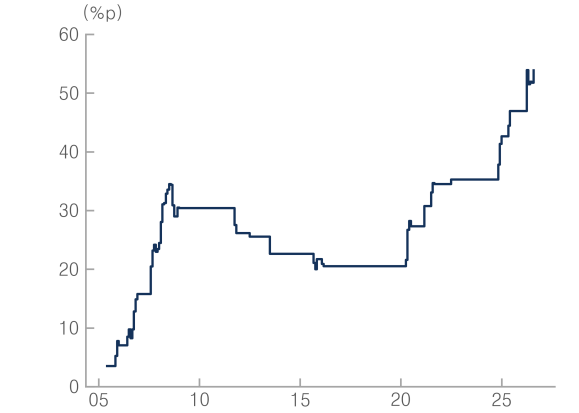
주: 05~26년 매도 국면 월말 57회. 대형 · 중형 · 소형 평균. 짙은 막대는 |t|>2이고 05~14년, 15~25년 부호가 같은 특성. 점은 그 외 국면
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 37. 이익수정 상하위 20% 수익률 차이(규모별)



주: 60거래일. 이익수정은 12개월 선행 순이익 컨센서스의 3개월 변화율
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 38. 매도 국면 이익수정 상하위 20% 누적 차이



주: 매도 국면 월말에만 편입, 60일 보유 수익률 차이를 1/3씩 가중해 누적(비용 · 복리 미반영)
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 6. 이익수정 상위 대형 · 중형주(26.11.06)

대형주	업종	이익수정(%)	중형주	업종	이익수정(%)
LG에너지솔루션	IT	111.9	대한광통신	IT	142.0
SK이노베이션	에너지	62.9	디아이	IT	98.9
삼성전기	IT	41.0	두산퓨얼셀	에너지	92.6
삼성생명	금융	40.8	HDC	산업재	90.5
S-Oil	에너지	37.3	후성	소재	88.4
두산	산업재	33.9	SFA반도체	IT	68.6
대한항공	산업재	29.7	심텍	IT	67.6
삼성E&A	산업재	27.6	코스모신소재	소재	63.0

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 26.11.06 기준 12개월 선행 순이익 컨센서스(26 · 27년 추정치를 잔여 기간으로 가중)의 3개월 변화율 상위. 대형은 시가총액 1~100위, 중형은 101~300위. 업종은 WICS 대분류

외국인 순매수 상위 대형주 다수는 주가 하락

금융 · 산업재 · 에너지에 집중된 외국인 순매수

11월 6일 기준 최근 60일 외국인 순매수/시가총액 상위 20%에 든 대형주는 20종목이다. 순매수 금액 상위 10종목은 아래 표와 같다. 10종목 가운데 7종목이 같은 기간 주가가 하락했다. 매도 국면의 외국인 매수 종목은 이후 성과가 안정적이지 않았으므로, 이 명단은 이익 추정치 상향 여부를 함께 확인해 종목을 고르는 참고 자료로 쓴다.

표 7. 대형주 외국인 순매수 상위 종목(최근 60일)

종목	업종	순매수(조원)	시가총액 대비(%)	60일 수익률(%)
우리금융지주	금융	0.77	3.39	-9.8
SK	에너지	0.53	1.46	-12.4
SK이노베이션	에너지	0.48	2.19	-9.1
대한항공	산업재	0.42	4.27	8.3
삼성E&A	산업재	0.33	2.75	25.8
한국금융지주	금융	0.25	2.90	-35.3
에이피알	경기관련소비재	0.22	2.30	-33.6
HMM	산업재	0.21	0.94	1.2
LIG디펜스앤에어로스페이스	산업재	0.18	1.98	-56.0
알테오젠	건강관리	0.18	1.21	-34.3

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 26.11.06 기준 최근 60거래일. 시가총액 순위는 26.10 말 기준 1~100위. 업종은 WICS 대분류

반증 조건과 한계

영국 계정의 거주자 구성은 2025년 말 IMF 자료 기준이며 2026년 매도 기간의 구성은 2027년 초 공표 전까지 확인할 수 없다. 국가별 매수·매도 대금은 공표되지 않아 영국 계정의 실제 회전율은 순매수 변동으로만 간접 추정했다. 프라임브로커의 TRS 포지션 규모는 공개 통계가 없어 레버리지 축소 경로는 순매수의 계정 분포, 종목 집중, 급락일 동반 하락으로 추정한 것이다. 업종 분류는 현재 기준을 과거에 적용했다. 인도 사례는 당사자 소명 전의 잠정 명령에 근거하며, 국내 종가 매매 분석은 1분봉이 2025년 11월부터만 있어 구간별 표본이 짧다. 변동성 하락에 따른 재유입 규모는 가정에 따른 이론값이다.

금융감독원 10월 국가별 통계에서 영국 외 계정의 매도 비중이 커지거나, 반도체 이익 추정치가 하향으로 돌아서면 이번 하락을 레버리지 포지션 축소로 보는 해석은 약해진다. 반대로 영국 계정 매도가 줄고 자사주 2차 매입이 이어지는 가운데 외국인 순매도 강도가 정점을 지나면, 이익 추정치와 괴리된 현재의 지수 수준은 빠르게 회복될 수 있다.

[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 하시기 바랍니다.