

수급의 정석, 구조와 알파

Quant Analyst 권순호
soonho.kwon@daishin.com



Contents

I. 수급은 시장 참여자의 구조를 담는다	4
II. 기타법인, 유일한 알파 수급 정보 주체	16
III. 모멘텀과 역행: 외국인과 개인의 대칭적 수급	28
IV. 기관은 연기금과 금융투자예 주목할 필요	40
V. 수급 시그널 활용 투자 전략	59

SUMMARY

수급의 구조적인 이해를 통한 알파 창출 기회 탐색

수급은 시장구조를
담는다

기업이익이 기업 자체에 대한 정보를 담고 있다면, 수급은 시장에 참여하는 각 주체의 목적과 제약, 그리고 매매 방식에 대한 정보를 담고 있습니다. 따라서 수급은 단순한 매매 동향이 아니라, 시장 구조가 가격에 어떻게 반영되는지를 보여주는 데이터입니다. 한국 시장은 외국인·연기금·금융투자·기타법인 등 세부 주체의 매매를 빠르게 확인할 수 있다는 점에서, 수급을 구조적으로 해석할 경우 실제 투자에 활용할 여지가 큼니다. 다만 수급은 공개 시점에서 이미 지나간 거래라는 한계를 가지므로, 중요한 것은 누가 샀는가 자체보다 어떤 목적과 제약 아래 그 종목을 샀는가를 구분해 해석하는 일입니다.

외국인기관 수급을
따라 사는 것은
후행적

이러한 관점에서 외국인과 기관 합산 수급은 후행적인 성격이 강합니다. 외국인과 연기금이 사는 시점에 주가가 오르는 경향은 존재하지만, 그 종목들을 사후적으로 따라갔을 때 이후 수익률이 평균적으로 좋다고 보기는 어렵습니다. 외국인 수급은 최근 자산배분과 패시브 비중 조정의 성격이 강해졌고, 기관 합계 역시 연기금·금융투자·투신 등 이질적인 흐름이 섞이며 정보성이 희석됩니다. 따라서 기관은 총합보다 연기금과 금융투자처럼 역할이 뚜렷한 주체를 중심으로 분해해 해석할 필요가 있습니다.

기타법인
단독 시그널로
핵심 알파

반면 기타법인은 사후적으로 추종 가능한 수급 가운데 가장 뚜렷한 알파 신호를 제공했습니다. 최근 기타법인 수급은 자사주 취득과 내부자의 밸류에이션 판단을 강하게 반영하며, 대형·중형에서는 퀄리티 주식을 사고 급등·고평가 종목을 파는 성격이 확인되었습니다. 실제로 기타법인 수급 시그널은 특히 5일 집계·5일 보유 구간에서 가장 강하게 작동했고, 중형주에서는 더 안정적인 성과가 나타났습니다. 수급 단독 시그널로서 실전 활용도가 가장 높은 주체가 기타법인이라는 점이 본 보고서의 핵심 결론 중 하나입니다.

팩터 정보를
수급 필터링으로
강화

본 보고서는 수급 시그널 활용 전략으로 세 가지 접근을 제시합니다. 첫째는 기업 특성인 팩터와의 결합입니다. 수급은 단독 알파 팩터라기보다 기존 팩터 신호를 정제하고 강화하는 구조 변수에 가깝습니다. 실제로 이익 리비전과 결합했을 때는 연기금 순매도가 가장 강한 필터로 작동했고, 외국인 순매수도 상위권 조합을 형성했습니다. 반면 금융투자 순매수는 이익 리비전보다는 퀄리티에서, 기타법인 순매수는 밸류와 퀄리티에서 개선 효과가 뚜렷했습니다.

수급 주체가
동시매수가 효과적인
기타법인, 사모펀드,
외국인, 연기금은
수급 포화를 일으킨다

둘째는 수급의 교집합입니다. 복수 주체가 동시에 같은 방향으로 거래하는 종목은 단순히 수급 강도가 높은 것을 넘어, 서로 다른 판단이 동일 종목에 수렴했다는 점에서 추가적인 정보성을 가질 수 있습니다. 다만 모든 교집합이 유효한 것은 아니었습니다. 전수 검증 결과 실질적으로 의미 있게 남은 핵심 조합은 기타법인과 사모펀드의 동시 순매수가 나타난 중형주 구간이었습니다. 이는 본 장의 최상위 전략군을 구성하는 조합으로, 판단적 성격이 남아 있는 주체의 거래가 만날 때 예측력이 강화될 수 있습니다.

수급 지속성이
추가수익을 보이는
금융투자

셋째는 수급의 지속성입니다. 시간축에서 보면 연기금·외국인·투신의 순매수가 여러 기간에 걸쳐 지속될 때는 기대수익률이 오히려 낮아지는 경향이 나타납니다. 이는 해당 수급이 정보 우위보다는 자산배분, 환매 대응, 패시브 비중 조정처럼 이미 알려진 흐름일 가능성이 높기 때문입니다. 반면 금융투자의 순매수가 지속되는 종목은 시장의 관심과 자금 유입이 이어지는 구간을 반영하며 상대적으로 높은 기대수익률을 보였습니다. 종합하면, 본 보고서는 외국인과 기관이 샀던 종목들을 후행적으로 따라가는 것이 아니라, 각 주체에 대한 구조적 이해와 반복적으로 나타나는 패턴을 통해 추가 수익을 창출할 수 있는 기회를 탐색하고자 했습니다.

수급전략 포트폴리오(26.4.21 기준)

종목명	수급전략 타입	업종명	기타법인 (십억원)	금융투자 (십억원)	사모펀드 (십억원)	연기금 (십억원)	1M 수익률	12M 수익률	P/B (TTM)	P/E (12MF)
삼성전자	①③	반도체	7,299.5	4,207.7	306.8	-489.5	7.6	287.9	3.4	5.5
SK 하이닉스	①③	반도체	78.8	3,869.3	-139.5	-263.4	15.8	566.3	6.7	4.7
삼성전기	①	IT 하드웨어	1.8	151.6	-0.5	-67.0	46.4	462.0	5.4	41.3
신한지주	③	은행	-0.6	318.4	-6.0	-22.8	2.2	109.9	0.8	8.6
셀트리온	①	건강관리	0.9	156.9	42.5	-64.6	1.7	35.6	2.6	30.2
LG 전자	①	IT 가전	-3.0	45.6	-10.2	-57.7	5.6	77.6	0.9	12.3
키움증권	①	증권	3.5	49.5	-3.3	-25.3	-3.8	274.5	1.7	8.1
대한항공	①	운송	-0.9	-1.0	-5.5	-31.2	-4.9	21.9	0.8	17.9
한미약품	②	건강관리	2.1	10.7	7.2	-6.1	-5.5	120.9	5.4	33.0
NC	②	소프트웨어	0.8	20.5	17.6	64.4	17.3	93.1	1.5	14.9
DB 하이텍	②	반도체	1.7	15.1	10.2	2.6	43.8	209.8	2.4	15.3
에코프로머티	②	IT 가전	1.2	17.2	1.7	9.5	23.4	49.1	5.1	69.7
ISC	①	반도체	-160.4	22.4	36.4	-56.0	-6.9	371.3	8.8	52.0
주성엔지니어링	②	반도체	4.3	-14.2	4.6	-3.9	25.7	161.4	7.1	41.2
디앤디파마텍	②	건강관리	1.3	-11.9	6.1	-11.9	5.0	451.6	44.9	
HD 현대마린엔진	②	조선	1.1	14.6	4.9	9.0	12.4	166.3	6.3	20.4
팬오션	②	운송	2.6	8.3	1.8	-6.3	6.6	69.8	0.5	8.0
유진테크	②	반도체	0.9	-17.5	2.8	-1.0	-0.1	286.0	6.4	
실리콘투	②	소매(유통)	1.7	-11.8	24.8	-1.0	22.5	39.3	6.8	13.0
비츠로셀	②	IT 가전	3.0	-0.7	42.2	-8.4	90.7	362.2	7.8	32.6
SK 이터닉스	①	에너지	-0.1	6.7	-8.7	-25.2	-9.4	276.0	6.7	39.2
테스	②	반도체	1.5	-0.6	12.9	0.1	37.2	344.8	4.1	20.6

주1: ① 차년도 영업이익 상황 × 연기금 순매도 20일 순매도 상위 교집합 ② 기타법인, 사모 중형 순매수 교집합 ③ 금융투자 4주 연속 순매수 대형주
 주2: 기타법인, 금융투자, 사모펀드, 연기금 등은 20일 누적 순매수 금액
 자료: 대신증권 Research Center

수급 전략 개별 성과

전략	CAGR(%)	Sharpe	Sortino	MDD(%)	변동성(%, 연율)
① 차년도 영업이익 상황 × 연기금 순매도	29.6	1.1	1.6	-50.0	25.1
② 기타법인 ∩ 사모 중형	17.3	0.7	1.0	-38.8	23.2
③ 금융투자 4주 연속 대형	11.1	0.5	0.7	-50.0	25.1
3전략 동일가중 통합	19.9	0.9	1.2	-41.2	21.0
유니버스 EW	6.8	0.3	0.4	-53.7	18.8

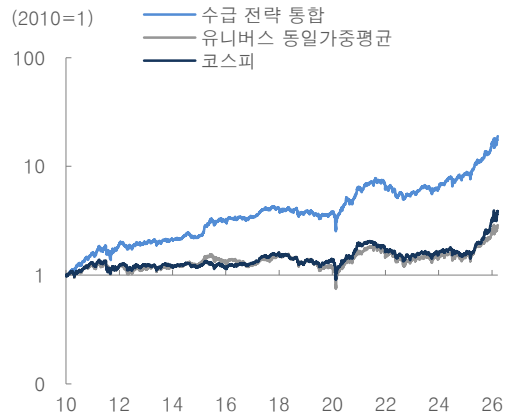
자료: 대신증권 Research Center

수급전략 백테스팅 결과



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

수급전략 백테스팅결과(로그축)



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

I. 수급은 시장 참여자의 구조를 담는다

I. 수급은 시장 참여자의 구조를 담는다

수급 지표를 통해 더 나은 수익을 얻을 수 있을까

수급은 시장구조를 보여주는 데이터

주식 시장을 접할 때 빠지지 않는 데이터가 있다. 바로 기관과 외국인의 순매수·순매도 상위 종목이다. 그렇다면 기관과 외국인이 많이 샀다는 것은 무엇을 의미할까. 실제로 이들의 순매수 상위 종목은 ‘좋은 종목’이어서 이후 더 높은 수익률을 기록할 가능성이 있는 것일까. 실제로 이미 실행된 거래 정보를 바탕으로 향후 더 나은 수익률에 대한 정보를 얻을 수 있을까. 수급 데이터를 분석한 결과, 필자의 대답은 “구조적 이해를 전제로 하다면 가능하다”이다. 종목의 이익 정보가 기업 자체에 대한 내용을 반영한다면, 수급 데이터는 시장에 참여하는 각 주체의 성격과 행동 방식에 대한 정보를 담고 있다. 따라서 수급은 단순 매매 동향을 넘어, 각 투자 주체가 어떤 제약과 목적 아래 거래하는지, 그리고 시장 구조가 어떻게 작동하는지를 이해하는 데 중요한 힌트를 제공한다.

한국은 수급 데이터가 빠르게 보인다

국내 증시는 수급 데이터가 매우 빠르게 공급되는 시장임에도, 이에 대한 구조적 이해와 활용은 아직 제한적인 편이다. 한국 시장에서는 외국인, 연기금, 금융투자, 기타법인 등 세부 투자 주체의 매매 데이터를 장중에 거의 실시간으로 확인할 수 있다. 이는 매우 이례적인 환경이다. 미국, 영국, 유럽 등 주요 선진국 시장에서는 대체로 공시를 통해 지연된 정보만 확보할 수 있으며, 이러한 데이터는 학술적으로 각 주체의 특성이나 가격 파급효과를 분석하는 데는 유용하지만, 실제 투자 전략에 곧바로 활용하기에는 제약이 크다. 반면 한국은 수급 데이터에 충분한 정보 가치가 존재한다면, 투자자는 매일 HTS, 거래소 홈페이지를 통해 제공되는 정보를 활용해 추가적인 수익 기회를 탐색할 수 있다.

수급 해석은 전략으로 이어질 수 있다

학술적으로 수급은 시장미시구조론이나 행동경제학의 관점에서 꾸준히 연구되어 왔다. 그러나 실제 일반 투자 전략을 수립하는 과정에서는 이익, 재무구조, 정책 변수만큼이나 수급에 대한 구조화된 이해가 중요할 수 있다. 수급을 단순한 매매 집계가 아니라 시장 참여자 구조의 반영으로 바라본다면, 이는 개별 기업에 대한 이해를 넘어 시장 전체에 대한 이해를 높이는 데 기여한다. 결국 수급을 거시적이고 구조적인 시각에서 해석할 때, 투자 전략 수립에 보다 실질적이고 효과적으로 활용할 수 있다는 것이 필자의 판단이다.

이번 장에서는 시장을 구성하는 수급의 흐름이 시간에 따라 어떻게 변화하고 있는지, 주요 주체들이 시장에서 어떤 역할을 맡고 있는지 살펴본다. 2장에서는 단독 수급으로 유일하게 알파 주체인 기타법인이 사는 종목과 수급을 후행적으로 따라 샀을 때 보이는 기대 수익률을 보인다. 3~5장에서는 외국인, 개인 그리고 기관 내 연기금과 금융투자를 중심으로 수급의 구조 형성과 각 주체별 순매수 시그널을 통한 수익률을 검증한다. 마지막으로 수급 시그널 활용전략을 세가지 축에서 제시하여 구조적 이해를 통한 수급 전략을 보이고자 한다.

수급을 파악하는 것이 기업이익에 대한 정보 보다 가격정보가 크다

수급은 강한 가격 정보 채널

주식의 미래 수익률과 가장 강하게 연결된 변수는 무엇인가? 이를 확인하기 위해 “한 달 뒤의 정보를 미리 알 수 있다면 어떤 수익률을 낼 수 있는가”를 역산해 보았다. 시가총액 상위 300종목 중 매월 상위 60종목을 선별해 한 달 보유하는 단순 전략이다. 비교의 기준으로는 한 달 뒤 주가수익률 자체를 미리 아는 경우를 두었고, 이는 연환산 603%의 수익률에 해당하는 이론적 상한선이다. 결국 각 변수의 설명력은 이 상한선에 얼마나 가까이 접근하는가, 즉 가격과의 연결 강도로 해석할 수 있다.

결과는 직관과 다르다. 12개월 Forward 영업이익 리버전을 한 달 미리 안다고 가정한 전략의 연환산 수익률은 56.8%였다. 반면 기관 순매수를 미리 아는 경우는 145.2%, 외국인 순매수는 70.0%로 더 높게 나타났다. 이는 기업 이익 정보보다 수급 정보가 주가 흐름과 더 밀접하게 연결될 수 있음을 시사한다.

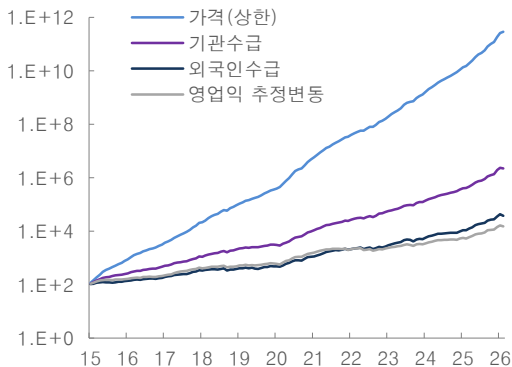
단순 추종보다 중요한 것은 구조

물론 현실에서는 미래의 수급을 미리 알 수 없다. 수급 데이터 역시 공개되는 시점에서는 이미 후행 정보다. 그럼에도 이 실험이 시사하는 바는 분명하다. 수급과 가격 사이의 연결이 기업 이익과 가격 사이의 연결보다 상대적으로 더 강하게 나타날 수 있다는 점이다. 수급이라는 채널에는 가격 형성과 직접적으로 맞물리는 흐름이 내재되어 있으며, 이를 어떻게 해석하느냐에 따라 확보할 수 있는 예측력의 크기가 달라진다. 단순히 순매수 상위 종목을 기계적으로 추종하는 방식만으로는 이 연결의 일부만 활용하는 데 그칠 가능성이 높다. 주체별 매매 목적이 다르고, 시가총액 구간별 특성이 다르며, 시장 국면에 따라 동일한 수급의 의미도 달라지기 때문이다.

따라서 수급을 투자 시그널로 활용하기 위해서는 구조적 이해가 필요하다. 어떤 주체의 거래가 정보 기반인지, 어떤 거래가 제약이나 제도적 요인에서 발생하는지, 어떤 시가총액 구간에서 신호가 유효하고 어디서 노이즈가 확대되는지, 그리고 동일한 주체라도 어떤 국면에서는 추세를 강화하고 어떤 국면에서는 반대로 작동하는지를 구분할 필요가 있다. 이러한 구조를 해석할 수 있을 때, 이미 관측된 수급 데이터에서도 향후와 연결되는 시그널을 추출할 여지가 생긴다. 본 보고서는 그 구조를 해독하는 데 목적이 있다. 각 주체의 매매 메커니즘과 종목 선택의 배경, 그리고 그 결과가 수익률로 이어지는 경로를 체계적으로 분석해, 수급과 가격 사이의 연결을 실제 투자 전략으로 확장하고자 한다.

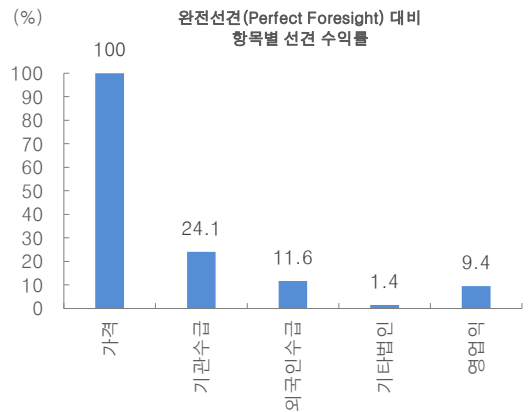
그림 1. 정보를 미리 알았을 때 수익률

(15.01=1, 로그축)



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 2. 이익정보 대비 수급정보가 직접적 가격반영



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

가격 흐름 결정은 기관과 외국인, 가장 큰 유동성 공급자는 개인

거래 규모는 개인이 가장 크지만 가격을 결정하는 것은 외국인과 기관

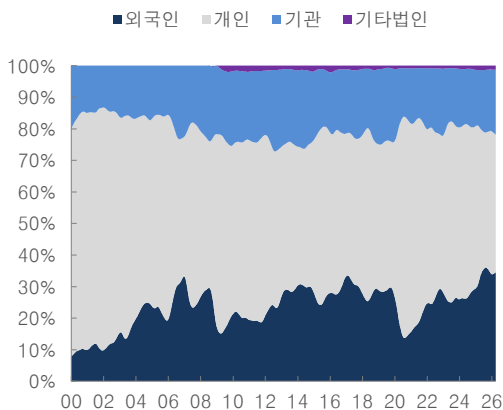
코스피 수급 환경에서 가장 큰 거래 비중을 차지하는 주체는 개인이다. 2026년 4월 초 기준 개인의 거래대금 비중은 43% 수준으로 가장 높다(그림 3, 4). 다만 거래 비중과 가격 영향력이 반드시 일치하는 것은 아니다. 실제로 종목과 지수의 방향성을 보다 일관되게 설명하는 주체는 외국인과 기관으로 판단된다. 개인은 가장 큰 유동성 공급자이지만, 추세를 형성하기보다는 형성된 추세를 수용하는 성격이 상대적으로 강하게 나타난다.

특히 2025년 이전에는 기관과 외국인의 수급이 모두 지수 추세에 유의미한 영향을 미치며 교차하는 흐름이 관찰되었다. 반면 2025년 중순 이후에는 외국인의 순매수/순매도와 지수 추세 간 연결성이 이전보다 약화된 것으로 해석된다(그림 6). 실제로 2026년 2월 초 이후 외국인 순매도가 약 50조원 규모로 확대되었음에도, 해당 매도가 지수 추세를 강하게 훼손하는 성격으로 이어지지는 않았다. 오히려 같은 시기 기관 순매수 자금이 시장을 지지하며 방향성을 형성한 것으로 판단된다.

시장 미시구조 측면에서도 이러한 차이는 설명 가능하다. 오승현(2005)에 따르면 개인 투자자는 기관 및 외국인 대비 상대적으로 유리한 체결 가격을 확보하는 경향이 있으나, 일중 가격 흐름과는 반대 방향의 포지션을 취하는 특성이 나타난다. 이를 현재 관찰되는 개인 순매수와 지수 방향의 역행 패턴과 함께 고려하면, 개인 투자자는 현 체결가를 추종하기보다 일정한 가격 괴리를 두고 호가를 제출하는 경향이 강한 것으로 추정된다. 이 경우 가격 변동성이 확대되는 구간에서 체결 우선순위를 확보하며 거래가 성사될 가능성이 높다. 종합하면 개인 수급은 추세 추종보다 역추세 매매의 성격이 구조적으로 반영된 결과일 가능성이 있다.

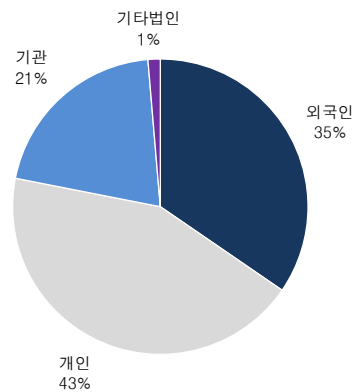
코스닥 시장에서는 개인 수급의 비중이 코스피보다 훨씬 높다. 2026년 4월 초 기준 코스닥에서 개인 거래 비중은 64% 수준으로, 코스피 대비 21%p 높게 나타난다. 코스닥 시장의 특징은 개인이 단순한 유동성 공급자를 넘어, 일정 구간에서는 시장 방향성을 직접 좌우하는 주체로 등장한다는 점이다. 실제로 2024년 말부터 2025년 중순까지는 개인 순매수가 코스닥 지수 흐름을 주도하는 양상이 나타났다(그림 10). 다만 2026년 2월 이후 정부의 코스닥 활성화 의지가 부각되면서 기관 자금 유입이 확대되었고, 26년 4월 현재 기관이 코스닥 시장의 방향성을 좌우하는 핵심 순매수 주체로 해석된다.

그림 3. KOSPI, 주체별 거래대금 비중 추이



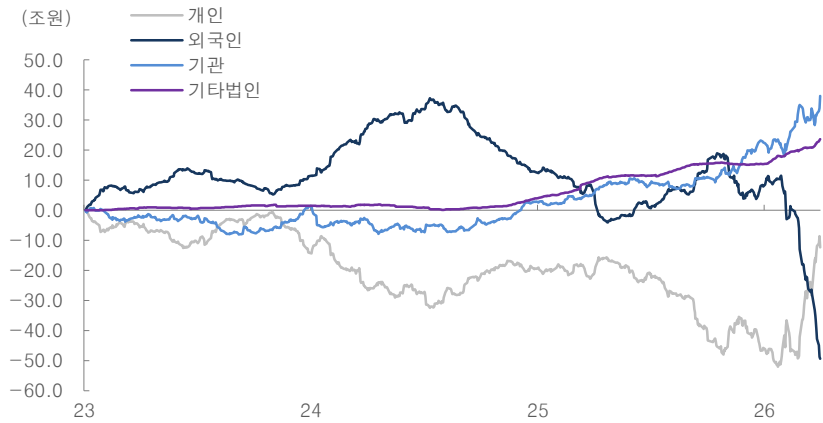
주: 각 주체별 매수, 매도 금액의 상장주식 총 합으로 거래대금 비중 산정
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 4. KOSPI, 4월 초 기준 거래대금 비중



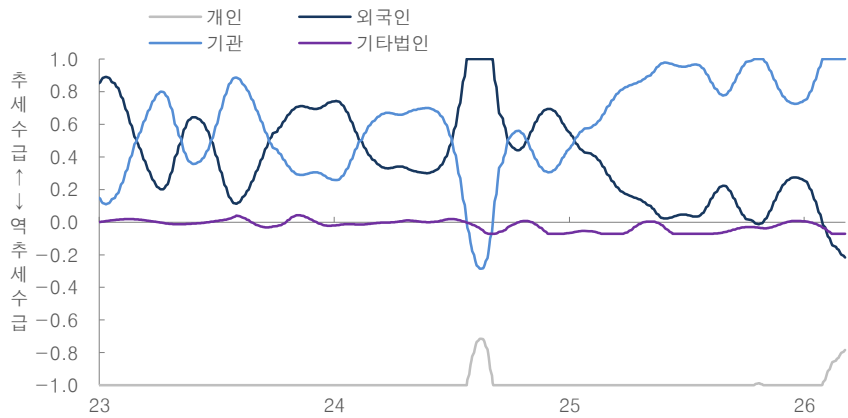
주: 각 주체별 매수, 매도 금액의 상장주식 총 합으로 거래대금 비중 산정
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 5. '23년 이후 코스피 주체별 누적 순매수 금액



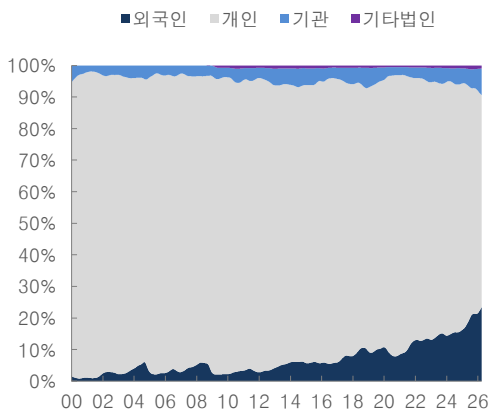
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 6. KOSPI 시장 내 각 주체별 시간에 따른 역추세, 추세추종 성향



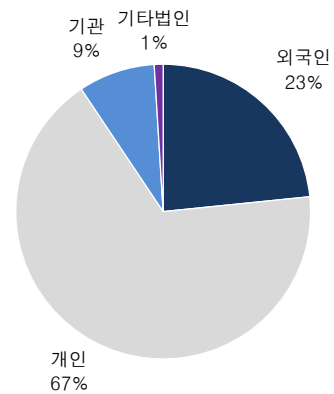
주: 0 초과: 순매수가 지수 추세 수급으로 작용, 0 미만: 순매수가 지수 역추세 수급으로 작용
 자료: 대신증권 Research Center

그림 7. KOSDAQ, 주체별 거래대금 비중 추이



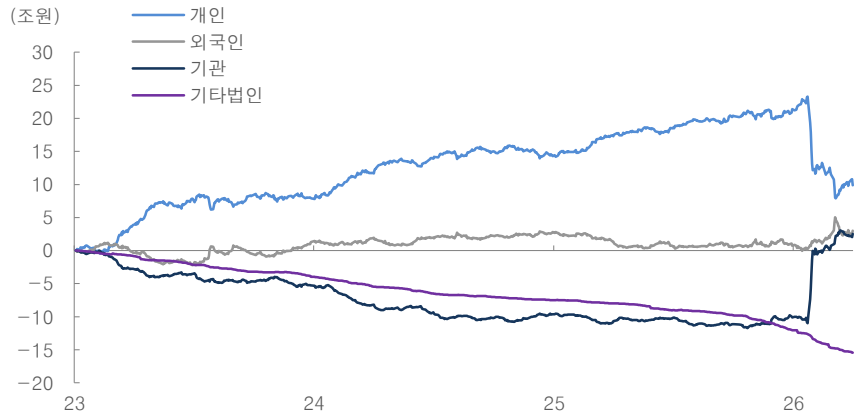
주: 각 주체별 매수, 매도 금액의 총 합으로 거래대금 비중 산정
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 8. KOSDAQ, 4월 초 기준 거래대금 비중



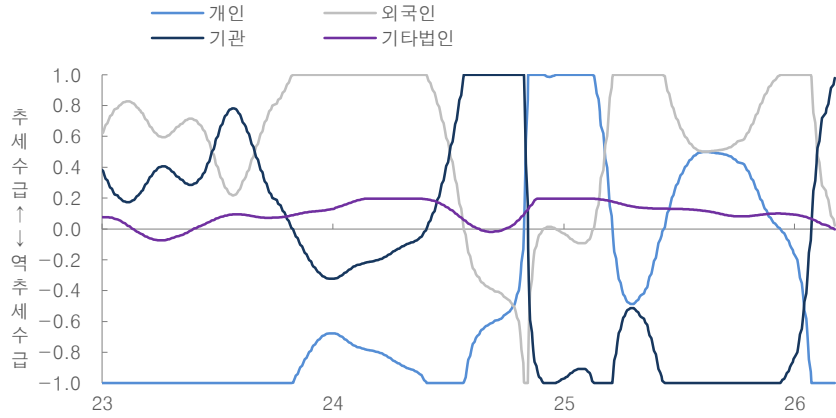
주: 각 주체별 매수, 매도 금액의 총 합으로 거래대금 비중 산정
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 9. '23년 이후 코스닥 주체별 누적 순매수 금액



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 10. 코스닥 시장 각 주체의 시간에 따른 역추세, 추세추종 성향



주: 0 초과: 순매수가 지수 추세 수급으로 작용, 0 미만: 순매수가 지수 역추세 수급으로 작용
 자료: 대신증권 Research Center

외국인 수급: 지수 순매수금액은 자산배분/패시브 성격

코스피 지수의 외국인 순매수 금액을 설명하는 요인

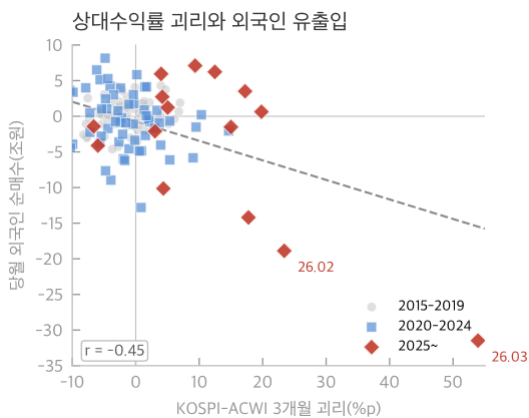
- a. 한국의 상대수익률
- b. 리스크선호도(VIX)

외국인 수급이 지수에 미치는 영향력이 약화된 배경에는 거시적 매매 구조의 변화가 있다. 외국인 자금의 유출입을 설명하는 변수는 결국 두 가지로 압축된다. 한국 증시가 글로벌 대비 얼마나 올랐는지, 그리고 VIX가 얼마나 튀었는지. 직전 3개월간 한국이 글로벌 대비 많이 올랐으면 다음 달 외국인은 순매도 추세이다(그림 12). 같은 달에 VIX가 급등해도 빠진다. 하나는 포트폴리오 비중 조정이고, 하나는 리스크 회피다. 환율이나 미국 금리는 유의미한 설명력이 없으며, 글로벌 증시 자체의 방향도 마찬가지다. 외국인이 한국에서 빠지는 것은 다른 시장이 좋아서가 아니라, 한국의 비중이 올라갔기 때문이다.

이 두 축의 주도권이 바뀌고 있다는 점이 핵심이다. 2019년까지는 VIX만 유의미했다. 시장이 흔들리면 빠지고, 안정되면 돌아왔다. 한국이 글로벌 대비 얼마를 올리든 내리든, 외국인 유출입과는 무관했다. 그런데 2025년부터 구조가 달라졌다. 한국 증시가 글로벌 대비 3분기 연속 아웃퍼폼하면서, 외국인 매매의 핵심 변수가 VIX에서 상대수익률로 교체되었다. 25년 10월 이후 ACWI 대비 3개월 초과수익률이 +17~59%에 달하는 동안, 외국인은 월 1~3조원씩 꾸준히 빠져나갔다(그림 11). 같은 기간 VIX가 특별히 높았던 것은 아니다. 한국이 잘 갔기 때문에 빠지는 것이지, 무서워서 빠지는 것이 아니다.

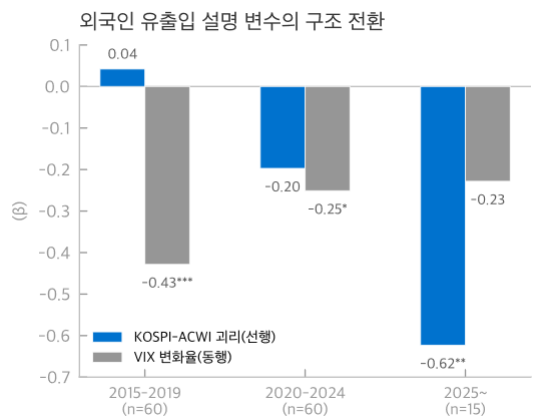
이것이 외국인 수급과 지수 추세의 연결이 끊어진 이유를 설명한다. 과거 VIX 주도 시기에는 외국인의 매도와 시장 하락이 동시에 발생했다. 수급과 가격이 같은 방향으로 움직였기 때문에, 외국인 순매수는 지수 방향의 유효한 힌트였다. 그러나 비중 조정 매도는 다르다. 한국 증시가 올라서 발생하는 매도이기 때문에, 시장이 오르는 동안 외국인은 빠진다. 26년 2월 이후 외국인이 50조원 가까이 순매도했음에도 지수가 크게 훼손되지 않은 것은, 이 매도가 리스크 회피가 아니라 비중 조정의 성격이었기 때문이다. 시가총액이 두 배 가까이 불어난 상황에서, 같은 비율의 비중 조정이라도 금액은 비례해서 커진다. 50조원이라는 절대 금액의 과거 대비 단순 비교는 의미가 제한적이다.

그림 11. 국내증시 상대수익률과 외국인 수급 관계



자료: LSEG, 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 12. 상대수익률과 리스크가 외국인 수급 설명



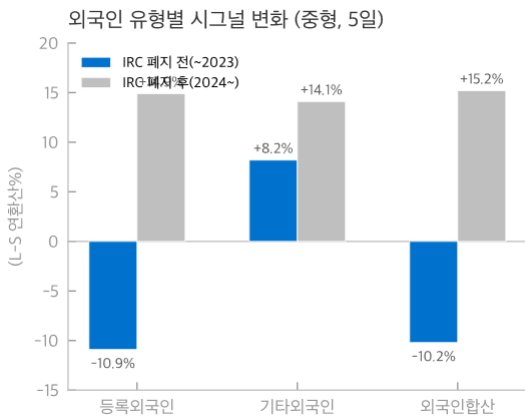
주: 기간별 코스피 상대수익률(ACWI 대비), VIX와 외국인 수급 다중회귀
자료: LSEG, 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

**2023년 IRC 폐지이후
등록외국인과
기타외국인 수급
성격 경계 희미해져**

여기에 제도적 변화도 겹쳤다. 2023년 12월 외국인 투자자 등록제(IRC)가 30년 만에 전면 폐지되면서, 외국인 수급 데이터의 세부구분의 의미가 흐려졌다. 폐지 이전에는 등록외국인과 기타외국인의 시그널이 명확히 구분되었다. 기타외국인의 순매수 상위 종목은 유의미한 알파 시그널이었다. 중형주 5일 보유 기준 L-S 연환산 +8.2%(t=3.78)로 강한 양의 시그널을 보인 반면, 등록외국인은 같은 조건에서 -10.9%(t=-4.55)의 역시그널을 기록해 방향이 정반대였다(그림 11). 그런데 IRC 폐지 이후 이 구분이 흐려졌다. 기존에 기타외국인으로 분류되던 액티브 자금이 등록외국인 쪽으로 쏠리면서, 기타외국인 고유의 알파 시그널은 약화되고, 합산 외국인 데이터에서는 액티브 관점이 희석되었다.

결과적으로 자금의 외국인 수급은 두 가지 층위에서 읽어야 한다. 지수 단에서 관찰되는 전체 외국인의 순매수 흐름은 자산배분과 페시브 비중 조정의 관점으로 접근해야 하며, 외국인 순매도 확대를 곧바로 시장의 부정적 시그널로 해석하기 어렵다. 외국인의 코스피 지분율은 현재 37% 수준으로 역사적 평균 34%를 상회하고 있어, 비중을 줄이고 있을 뿐 한국 시장을 떠나는 것은 아니다(그림 14). 종목 단위에서 외국인 수급이 여전히 정보력을 가지는지는 이후 챕터들에서 별도로 검증한다.

그림 13. 외국인 내 등록/기타 경계 희미해져



주: 주체별 순매수 상, 하위 100개의 룬숫 포지션 수익률. 2장 상세 설명
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 14. 외국인 지분율은 역사적 평균을 상회



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

기관: 연기금과 금융투자, 두 축으로 구분할 필요

기관 순매수
합산 값은 의미 희석
주체별 구분할 필요

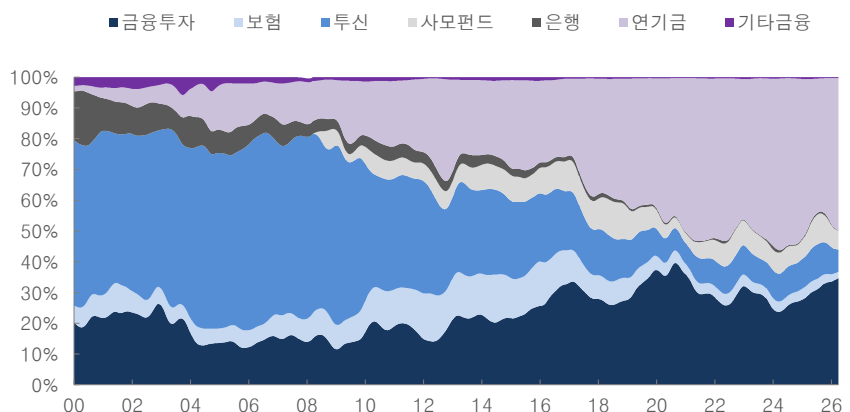
기관 순매수 데이터는 종합적으로 보면 시그널로서의 가치는 제한적이다. 세부주체로 나누어 보았을 때 기관 자금 흐름이 더욱 명확해 진다. 세부 주체중 하나인 금융투자자는 1)LP(유동성 공급)와 2)자기자본 기반의 방향성 거래와 헤지·차익 거래, 3)자사주 신탁 거래 성격 등이 혼재되어 있으며, 다음 연기금은 장기 자산배분과 리밸런싱을 중심으로 움직인다. 즉 기관 총합 순매수는 서로 다른 목적함수와 제약을 가진 주체들의 거래가 합산된 결과로, 개별 주체의 정보가 상쇄되며 방향성이 희석된다. 따라서 기관 합계 데이터만으로는 초과수익을 기대할 수 있는 명확한 신호를 추출하기 어렵다. 코스피 시장에서 거래대금 구조의 변화를 살펴보면 이러한 해석이 구조적으로 정당화된다.

기관은 전체 거래대금의 약 20% 내외를 지속적으로 차지해 왔지만, 내부 구성은 금융시장 구조 변화에 따라 크게 재편되어 왔다. 2000년대 초반에는 투신이 기관 거래의 핵심이었으나, 이후 금융위기와 제도 변화, 투자 방식의 변화 등을 거치며 그 역할이 축소되었다. 반면 현재는 연기금과 금융투자가 기관 내 주요 축으로 자리 잡았다. 이는 단순한 비중 변화가 아니라, 시장에서 '가격을 형성하는 방식' 자체가 변화했음을 의미한다.

금융투자:LP와 헤지
투신: 축소된 액티브

세부적으로 보면, 과거 기관 거래대금의 약 50%를 차지하던 투신의 비중은 현재 5% 수준까지 하락하였다. 액티브 펀드 중심에서 ETF·패시브 상품 중심으로 시장 구조가 이동한 결과이며, HTS/MTS 확산에 따른 개인 직접 거래 증가와 맞물린 현상이다. 과거 투신을 통해 이루어지던 거래는 개인 직접 매매와 금융투자자로 분산되었다. 금융투자의 역할도 이에 따라 달라졌다. 과거에는 자기자본 기반의 방향성 거래와 ELS/ETN 헤지가 중심이었다면, 현재는 ETF 시장 확대와 함께 LP로서의 거래 비중이 구조적으로 커졌다. 여기에 자사주 신탁 취득·처분도 전체 순매수 거래의 약 4~9%를 차지하며 무시할 수 없는 축을 형성하고 있다. 결국 금융투자의 순매수는 종목에 대한 정보 기반 판단이라기보다, 시장 구조를 유지하고 유동성을 공급하는 과정에서 발생하는 흐름에 가깝다.

그림 15. 기관 세부 주체 거래대금 비중 추이



주: 국가/지자체는 2018.12 이후 연기금 외로 포함되어 연기금에 포함하여 산정
자료: 대신증권 Research Center

**연기금:장기리밸런싱
내에서 종목 선택**

연기금은 정반대의 성격을 지닌다. 2026년 기준 기관 내 거래 비중의 약 50%를 차지하고 있으며, 2000년대 초반 2% 미만이었던 것과 비교하면 구조적인 확대가 확인된다. 이는 국민연금을 중심으로 한 장기 적립식 자금의 성장과 높은 운용 규모 확대에 기인한다. 연기금은 운용 목적상 장기적인 수익률 안정성과 자산배분 균형을 중시하며, 특정 종목에 대한 정보 우위보다는 포트폴리오 차원의 리밸런싱이 거래의 주요 동인이다. 또한 포함 기관의 성격이 비교적 안정적으로 유지되기 때문에, 거래 패턴 역시 일관된 구조를 가진다.

한편 과거 국가/지자체로 집계되던 자금은 2018년 이후 연기금 등으로 통합되며 별도 시계열 해석이 어려워졌다. 과거에는 해당 주체 역시 순매수 상·하위 종목을 통해 일정 부분 알파 시그널을 제공하는 경우가 있었으나, 현재는 데이터의 연속성과 해석 가능성이 훼손되어 독립적인 분석 대상으로 활용하기 어렵다.

**은행: 규제 이후 이탈
보험: 채권 중심 전환
사모펀드:전술적매매**

은행과 보험의 역할 축소도 중요한 구조 변화다. 은행의 주식 거래 비중은 2008년 이후 사실상 소멸에 가까운 수준까지 감소했는데, 이는 금융위기 이후 강화된 바젤 규제 체계 하에서 위험자산 축소가 불가피했기 때문이다. 동시에 사모펀드 및 기타 대체 투자 주체가 등장하며 은행의 역할을 일부 대체하는 흐름이 나타났다. 보험 역시 IFRS 17과 K-ICS 도입 이후 자산·부채 관리(ALM)가 핵심 운용 원칙으로 자리 잡으면서, 주식 투자 비중이 구조적으로 축소되었다. 과거에는 수익률 제고를 위한 주식 투자 비중이 일정 수준 유지되었다면, 현재는 부채 듀레이션에 맞춘 채권 중심 운용이 우선되며 주식 거래 자체가 감소하였다. 이로 인해 보험 역시 시장 내에서 유의미한 시그널을 제공하는 주체로 보기 어려워졌다.

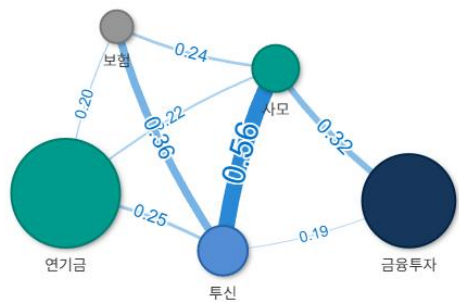
종합하면, 기관 수급은 ‘정보 기반 투자 주체의 집합’이라기보다 ‘서로 다른 목적과 제약을 가진 자금 흐름의 합성 결과’에 가깝다. 금융투자는 유동성 공급과 구조적 거래, 연기금은 자산배분과 리밸런싱, 기타 주체들은 규제 및 제도 변화에 따라 축소되거나 기능이 변형되었다. 이러한 구조에서는 기관 합계 순매수를 하나의 투자 시그널로 해석하는 것은 통계적으로도, 경제적으로도 설득력이 낮다. 따라서 이후 분석에서는 기관 전체가 아닌, 개별 주체의 목적과 시장 내 역할을 분리하여 해석하는 접근이 필요하다.

그림 16. 기관 주체별 순매수 종목 순위 상관계수

(상관관계)	연기금	금융투자	투신	사모	보험
연기금	1.00	-0.28	0.61	0.16	0.62
금융투자	-0.28	1.00	0.15	0.63	0.05
투신	0.61	0.15	1.00	0.74	0.95
사모	0.16	0.63	0.74	1.00	0.64
보험	0.62	0.05	0.95	0.64	1.00

주: 순매수 종목 순위간 스피어만 상관계수 기준, 최근 5년 기준
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 17. 연기금과 금융투자는 뚜렷히 구분되는 기관



주: 연결선(Node)는 순매수 종목 순위간 스피어만 상관계수 기준
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

기타법인: 자사주 직접 매입, 매도와 경영판단

기타법인: 세 갈래 거래 구조

기타법인의 거래는 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째는 기업이 자기 주식을 직접 매입하거나 처분하는 자사주 거래, 둘째는 계열사·지주사 간 내부 거래, 셋째는 일반 법인의 투자 및 재무 목적 거래다. 따라서 기타법인 순매수는 하나의 일관된 투자 주체가 만든 신호라기보다, 서로 다른 목적을 가진 법인 거래가 혼합된 결과로 이해할 필요가 있다. 다만 최근에는 이 가운데 자사주 직접취득·처분의 영향력이 빠르게 확대되면서, 기타법인 수급의 방향 자체를 자사주가 좌우하는 구조가 점점 더 뚜렷해지고 있다.

최근 수급은 자사주 거래가 주도

실제로 연도별 데이터를 보면 이러한 변화가 분명하게 드러난다. 자사주 순취득(취득-처분)이 기타법인 전체 순매수에서 차지하는 비중은 2020~2023년에는 1~19% 수준에 머물렀다. 이 시기까지는 자사주보다 계열사 간 내부 거래나 일반 법인의 경영·투자 판단에 따른 매매가 기타법인 수급의 주를 이루었다고 볼 수 있다. 반면 2024년 이후에는 자사주 순취득 비중이 50~63% 수준으로 급등하였다(그림 19). 밸류업 프로그램 확산과 맞물리며 자사주 매입이 기타법인 수급의 핵심 요인으로 부상한 것이다.

2024년 이후 자사주 거래비중 급등 2025년, 자사주가 방향성 결정

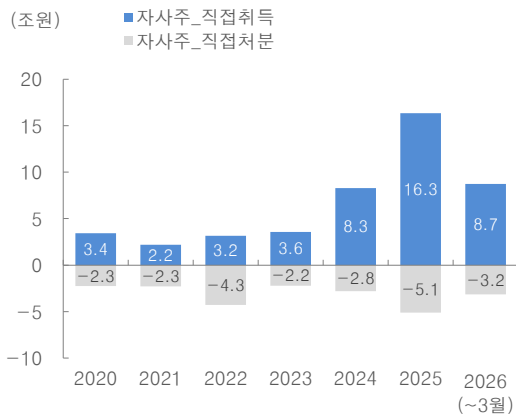
2025년 수치는 이러한 변화를 가장 선명하게 보여준다. 해당 연도 기타법인 순매수 절대값 합계는 17.7조원이었고, 자사주 직접취득은 16.3조원, 처분을 차감한 순취득은 11.2조에 달했다. 이는 기타법인 순매수의 방향과 규모 자체를 자사주가 결정하는 구조에 근접해 있음을 의미한다. 과거에는 기타법인 수급을 ‘여러 법인의 매매’로 넓게 해석할 수 있었다면, 최근에는 사실상 자사주 정책의 반영으로 보는 편이 현실에 더 가깝다.

기타법인 알파의 원천은 내부 판단

이 점이 중요한 이유는 기타법인의 이른바 ‘퀄리티 매수’ 시그널이 두 가지 원천의 혼합이기 때문이다. 하나는 기업이 자기 주식의 저평가를 판단하여 실행하는 자사주 매입이고, 다른 하나는 대주주·계열사가 경영 또는 투자 목적으로 내리는 매매 결정이다. 둘 다 기업 내부 정보에 기반한 의사결정이라는 점에서 공통적이다.

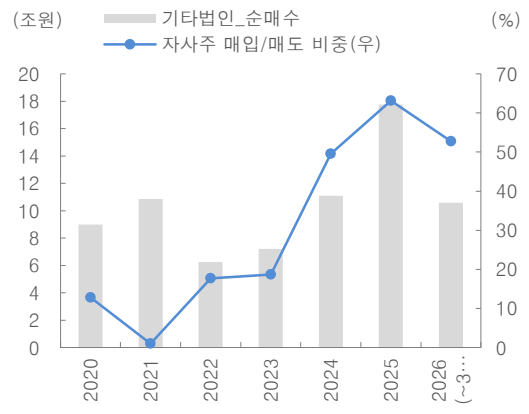
따라서 기타법인 수급에서 관찰되는 초과수익의 원천은 일반 법인의 시장 판단이라기보다, 내부자의 밸류에이션 판단과 자본정책에서 비롯되었을 가능성이 높다. 즉 기타법인 알파의 해석은 ‘내부자의 주가 판단이 시장에 반영되는 경로’에 더 가깝다.

그림 18. 자사주 직접취득/처분 금액 추이



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 19. 기타법인 수급 내 자사주 직접취득/처분 비중



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

참고. 이후 주체별 수급 분석 방법론

실제 자주 접하는 순매수 상, 하위 선별 방식으로 구조적 파악

2장부터 사용되는
분석 방법론

1. 종목 선별: 누가 무엇을 샀는가

- 데이터: 투자 주체별 일별, 종목별 순매수 금액
- 1) 매월 말 기준, 직전 20거래일 누적 순매수 합산
- 2) 매주 금요일, 5거래일 누적 순매수 합산
- 시총그룹: 코스피, 코스닥 기업 대상 시가총액 500억원 이상을 대형(1~100위), 중형(101~300위), 소형(301위~)로 분류
- ✓ 같은 주체라도 대형/중형/소형에서 매매 행태가 다른 경우 빈번
- 포트폴리오 구성: 각 그룹 내에서 순매수 상위 → Long, 순매도 상위 → Short
- ✓ 대형 20종목/ 중형 50종목/ 소형 100종목

2. 팩터 프로파일: 선별된 종목의 특성 측정

- 팩터: 이익 리비전, 수익성, 모멘텀, 밸류에이션, 변동성, 배당 등 15개
- 정규화: Rank Z-Score(Blom 변환) - 유니버스 내 상대위치
- 시점: 두 시점에서 측정하여 매매 전후 변화를 추적
- 측정 기간: 2020년~2026년 3월
- ✓ T-1(전월): 매수 전 종목상태 - 어떤 종목을 골랐는가
- ✓ T(당월): 매수 시점 - 매수한 시점 무슨 변화가 생기는가

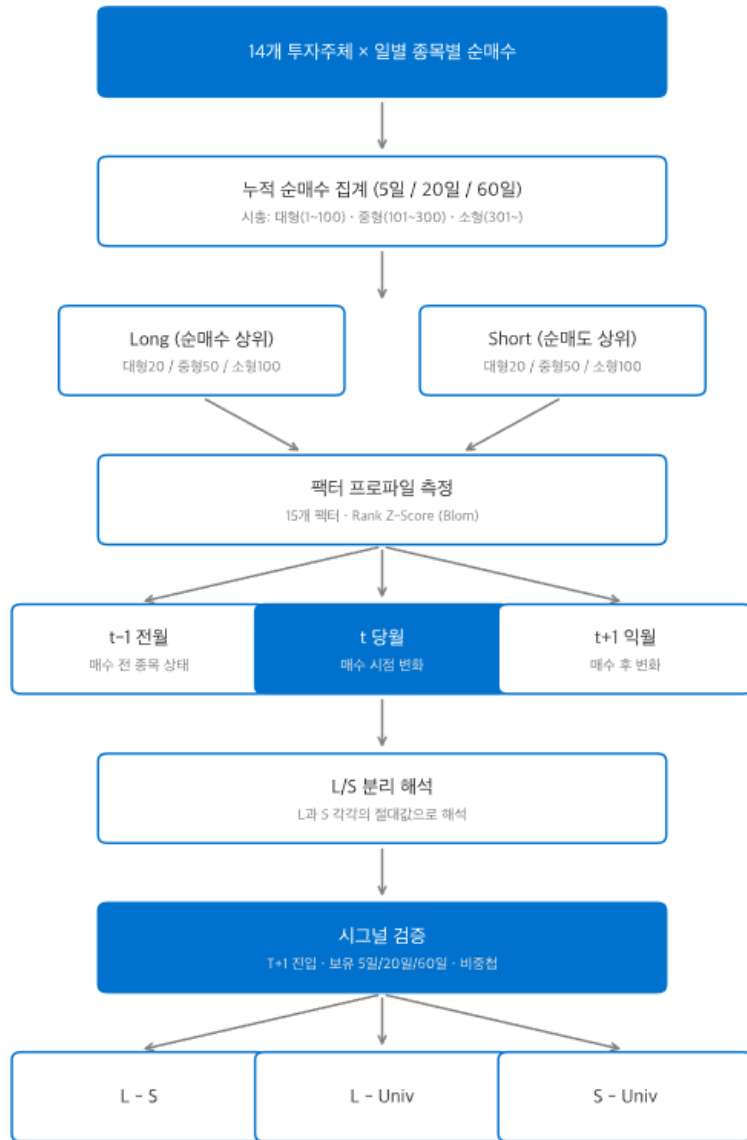
3. 시그널 검증: 사면 실제로 오르는가

- 진입: 신호 관측(T) 다음 날(T+1) 종가 매수 - 미래 정보 사용 방지
- 순매수 집계-보유: 5일-5일, 20일-20일, 60일-60일
- 측정: 세가지 기준으로 분리
- ✓ L-S: 롱숏(전체 시그널 강도)
- ✓ L-U: Long-유니버스 평균 - 순매수 상위가 실제로 잘 따라가는가
- ✓ S-U: Short-유니버스 평균 - 순매도 상위가 실제로 못하는가

4. 팩터 프로파일 상세

- 변동성: 52주 베타, 변동성(60일 주가 변동 표준편차)
- 모멘텀: 1M 수익률, 12M 수익률
- 어닝 리비전: FY1 EPS 조정비율, FY1 영업이익의 변동
- 가치: PBR(TTM), 배당수익률(최근 4분기 DPS 합/수정주가)
- 퀄리티: 부채비율, 유동자산비율, ROE, 영업이익이익률 ← TTM
- 거래회전율: 1M 거래대금/시가총액

그림 20. 수급분석 프레임워크



자료: 대신증권 Research Center

II. 기타법인:

단일 시그널로써
유일한 알파주체

II. 기타법인: 단일 시그널로써 유일한 알파주체

지나간 수급정보로 얻을 수 있는 유일한 알파 시그널 주체

사후 수급데이터의
유효성은
동행과 다르다

1장 첫 부분에서 제시한 높은 성과는 수급을 사전에 알 수 있다는 비현실적 가정에 기반한다. 기관과 외국인의 순매수 정보를 미리 확인할 수 있다면 연 수백% 수준의 성과도 가능하겠지만, 실제 투자자가 접하는 정보는 거래 종료 이후에 집계된 사후 데이터다. 따라서 현실적인 질문은 달라진다. 이미 지나간 매매를 확인한 뒤 추종하더라도 초과수익을 얻을 수 있는가의 문제다.

기타법인의
예외성

결론적으로 외국인과 기관 수급을 사후적으로 추종하는 전략은 대체로 벤치마크를 하회한다. 반면 기타법인 수급은 예외적이다. 기타법인 순매수 종목을 사후적으로 따라 매수했을 때에만 벤치마크를 상회하는 성과가 확인된다. 다만 이 효과는 매우 짧은 시계에서만 유효하다. 기타법인 순매수를 5일 단위로 집계해 추종할 때 성과가 가장 높았으며, 집계 기간과 보유 기간이 1개월, 3개월로 길어질수록 성과는 약화되고 결국 시장수익률을 하회하는 모습이 나타난다.

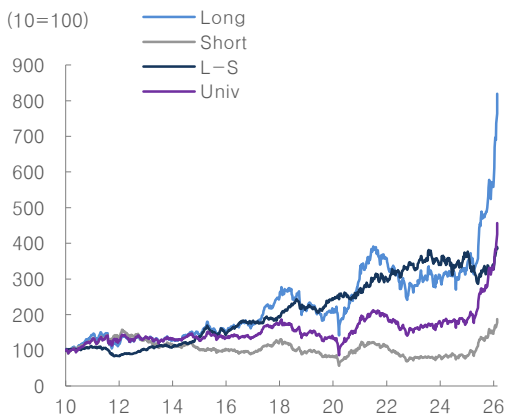
내부판단 기반
수급

이러한 결과는 앞선 장에서 확인한 기타법인 수급의 성격과도 연결된다. 기타법인 매수의 상당 부분은 자사주 취득이 차지하며, 이는 단기 수급 대응보다는 경영 판단에 기반한 전략적 매매의 성격이 강하다. 즉 거래 주체가 기업 내부자에 가깝고, 매매 역시 시장의 단기 변동보다 기업 내부의 밸류에이션 판단이나 자본정책에 의해 이루어질 가능성이 높다. 실제로 기타법인 매수 종목은 다른 투자주체의 매수 종목과 달리 매수 전후 주가 흐름이나 이익추정치 변화가 크지 않다는 점에서도 이러한 해석이 뒷받침된다.

유효구간 점검

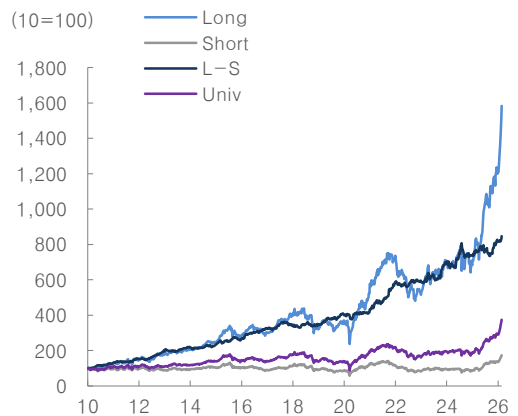
이번 장에서는 기타법인 순매수 종목의 특성을 보다 구체적으로 살펴보고자 한다. 또한 시황에서 자주 접하는 순매수 상위 N개 방식으로 포트폴리오를 구성했을 때, 사후적으로 확인 가능한 수급 정보가 실제 투자전략으로 얼마나 유효한지를 점검한다. 이를 위해 시가총액 구간, 수급 집계 기간, 보유 기간을 나누어 비교함으로써, 기타법인 수급 시그널이 어떤 층위에서 가장 효과적으로 작동하는지를 검증하고자 한다.

그림 21. 기타법인 순매수 시그널 성과(대형주, 1주)



주: 대형주 기타법인 5일 순매수 집계 후 기타법인 순매수 상위 L, 순매도 상위 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 22. 기타법인 순매수 시그널 성과(중형주, 1주)



주: 중형주 기타법인 5일 순매수 집계 후 기타법인 순매수 상위 L, 순매도 상위 S
자료: 대신증권 Research Center

기타법인 대형주 수급 프로파일: 퀄리티 주식을 사고 급등한 종목들을 판다

매수 · 매도 종목 특성 측정

각 주체들이 어떠한 주식을 매수하고 매도하는지 파악하기 위해서 다음과 같은 방법을 따른다. 대형주(시가총액 상위 100개) 기업들에 대해 순매수 상위 20개 종목과 순매도 상위 20개 종목의 퀄리티, 이익 리비전, 모멘텀, 거래량, 가치, 유동성에 대한 팩터를 선정하여 순매수 상위의 종목들이 실제 유니버스(시가총액 상위 100위)안에서 평균적으로 몇등 안에 드는지를 수치화 한다.

수급 전후 변화까지 점검

이를 통해 평균적인 종목들 대비 순매수 종목들의 특징들을 추리고 이것이 시간에 따라 안정적으로 유지되는지 검증하는 방식으로 각 주체들이 어떠한 종목들을 사고 파는지 측정한다. 그리고 모멘텀, 이익추정치 변동, 거래량, 밸류에이션 등은 수급이 발생한 전후로 차이가 생길 수 있기 때문에 수급의 영향 혹은 평균적으로 등락을 살펴보기 위해 수급이 실제로 발생하기 전 달의 팩터 프로파일과 수급 발생 달의 팩터 프로파일을 통해 수급이 종목에 끼치는 영향과 분석 주체의 행태를 분석하고자 하였다.

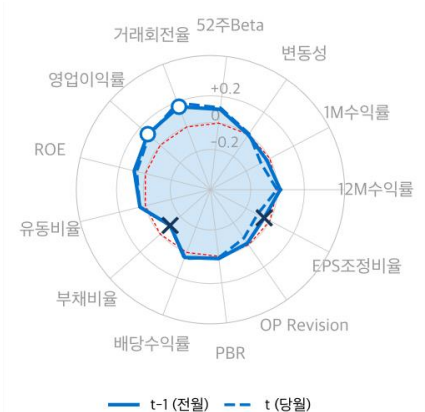
퀄리티 매수 과열 매도

기타법인은 영업이익률(TTM), 유동비율이 높고 부채비율이 낮은 퀄리티 주식을 매수하는 경향이 있다. 1개월 수익률과 12개월 수익률은 낮은 주식을 매수한다. 즉, 좋은 주식을 팔 때 매수한다고 볼 수 있다. 자사주 매입이 차지하는 전략에 있어서 시장에 반영된 기대감이 낮아졌을 때 매수하는 전략 및 시장의 눈높이가 낮아졌을 때 낮은 밸류에이션에 주식을 매수하는 것이다. 반면, 순매도 하는 주식은 보통 1개월, 12개월 사이 모멘텀을 통해 급등한 주식들을 순매도 하는 것으로 보인다. 유사한 퀄리티, 유동성 프로파일 하에서 밸류에이션 상 썩 주식을 사고, 비싸진 주식을 매도 한다고 볼 수 있다.

가격영향보다 선택 효과

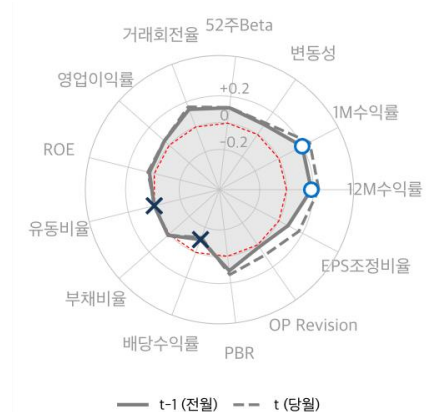
순매수 전후로 팩터의 성격은 크게 바뀌지 않는다. 기타법인의 가격 결정 능력이 기관, 외국인 대비 약하기 때문이다. 다만 한가지 눈여겨 볼 것은 매수 주식은 가격이 더 떨어졌을 때, 매도 주식은 가격이 더욱 상승하고 이익추정치도 올라갈 때, 즉 시장의 기대치가 높아 가격에 반영 된 주식을 매도 하게 된다.

그림 23. 기타법인이 사는 대형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 24. 기타법인이 파는 대형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 25. 기타법인이 사고 파는 대형주의 성격 차이



주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

기타법인 대형주 수급 시그널: Long 종목에서 확실한 우위

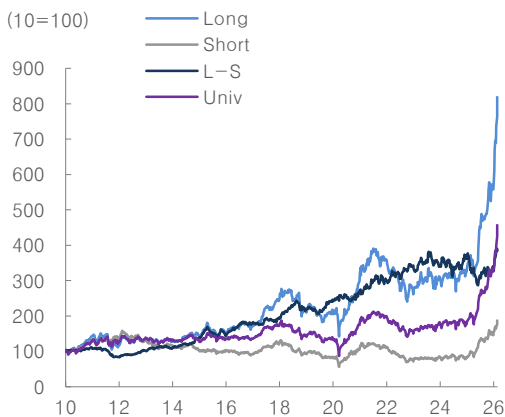
퀄리티 주식을 사고
과도하게 상승한
주식을 판다

기타법인이 사는 주식들은 단기적으로 저평가된 퀄리티 주식, 파는 주식들은 모멘텀을 크게 받은 주식들이 포함되는 경향을 확인 했다. 최근 1개월(26년 4월5일) 기준으로도 대형주 기타법인 순매수 상위 종목은 삼성전자, SK하이닉스, 크래프톤, 현대차, 두산에너지 빌리티, 미래에셋증권, 현대건설, 삼성전기, 아모레퍼시픽과 같은 종목들이 포함 되었으며 순매도 상위 종목은 SK바이오팜, LG에너지솔루션, 리가켄바이오, 삼천당제약, 한화에어로스페이스, 하이브, 에코프로비엠이 선정 되었다. 앞서 5년간 순매수도 데이터로 확인한 것과 유사한 특징을 지닌다는 것을 확인 할 수 있다.

단기 구간에서 성과
극대화

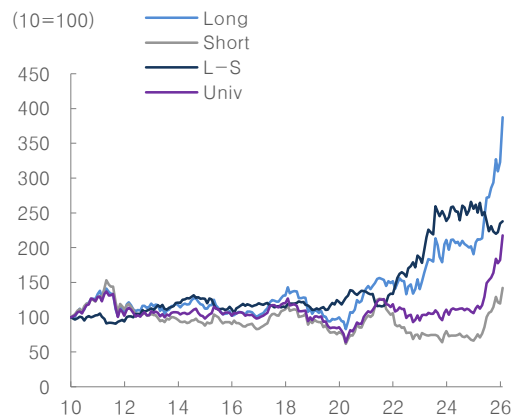
기타법인이 순매수도 한 종목들을 기계적으로 매수, 매도 할 때 역사적으로 큰 기대수익을 지니는 것으로 나타났다. 반복적으로 나타나는 사실이지만 수급 데이터(순매수 상,하위)를 활용한 기계적 매수, 매도 거래 방식의 수익은 단기(주간)에 극대화 되며 20일, 60일로 수급 시그널의 효과는 디케이 되는 것으로 나타났다. 기타법인 대형주 순매수 상위 20종목은 역사적으로 4% 내외의 대형주 대비 초과수익을 나타내는 것으로 나타났으며 최근 1년간 1주에서 그 효과는 극대화 되었던 것으로 나타났다. 순매도 상위 역시 시그널을 포착한 이후 거래에서 주간 단위에서 연평균 5% 유니버스를 하회, 1개월(20거래일) 수준에서 2.3%p 유니버스 대비 하회하면서 기타법인 수급을 통한 거래가 꾸준히 효과가 있는 것으로 나타났다. 1개월 시계에서 최근 순매수 상위 종목과 순매도 상위 종목간의 스프레드가 역전되었지만 1주 시계에서는 여전히 종목 선정 효과가 나타날 수 있다.

그림 26. 기타법인 수급 시그널(단기, 주) 거래성과



주: 대형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 27. 기타법인 수급 시그널(중기, 월) 거래성과



주: 대형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 28. 증시구간, 투자기간별 기타법인 순매수 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+2.4%	+8.3% **	+1.4%	+4.4% ***	+7.3%
	20일 (중기)	-0.3%	+4.9%	+8.7%	+3.9% **	-7.1%
	60일 (장기)	-2.5%	+6.2%	-4.1%	+0.4%	-15.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 29. 증시구간, 투자기간별 기타법인 순매도 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-4.3%	-4.2% **	-7.8%	-5.3% ***	-20.0%
	20일 (중기)	-1.7%	-0.8%	-5.3%	-2.3% **	+4.8%
	60일 (장기)	+0.1%	+5.1%	+3.9%	+2.9%	+12.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 30. 증시구간, 투자기간별 기타법인 L-S 평균 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+6.8%	+12.5% **	+9.2%	+9.6% ***	+27.4%
	20일 (중기)	+1.5%	+5.7%	+14.0%	+6.2% **	-11.9%
	60일 (장기)	-2.6%	+1.0%	-8.0%	-2.5%	-27.9%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), L-S 평균 성과
자료: 대신증권 Research Center

기타법인 중형주 수급 프로파일: 퀄리티 매수, 급등 및 고평가주 매도

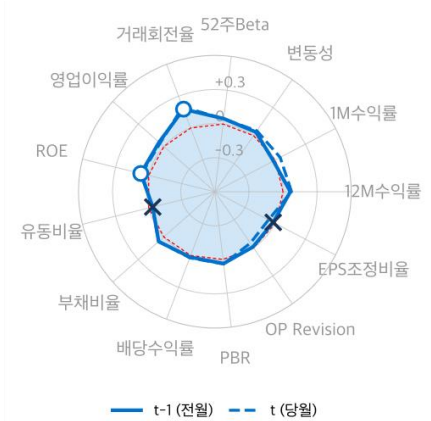
**중형도
퀄리티 매수 유지**

기타법인이 중형주(시총 101위~300위)에서 순매수 하는 종목들의 성격은 대형주와 유사하다. ROE, 영업이익이익률이 높은 퀄리티 주식을 매수하는 경향이 있으며 이외의 특성들은 평균적인 수준의 종목들을 매수한다. 반면 매도 종목들은 거래회전율이 높고 1개월, 12개월 시계에서 급등하였으며 변동성이 큰 종목들을 매도하는 경향이 있다. 중형주에서도 대형주에서 보였던 퀄리티 매수, 고평가&급등 종목 매도의 경향이 유지된다.

**과열 종목 매도
성향 강화**

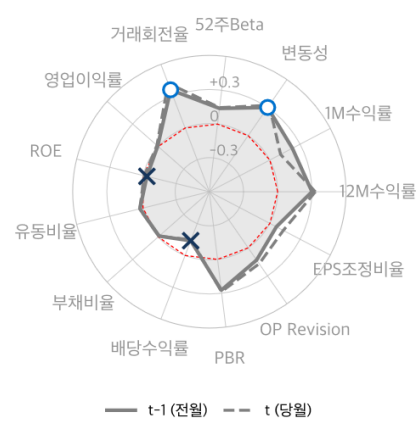
L-S 스프레드를 통해 매수-매도 종목의 성격 차이를 보면 매수 종목들의 퀄리티 성격은 소폭 약화되는 것을 알수 있지만 고평가, 급등 종목들을 파는 성격이 대형주 대비 강화된 것을 확인 할 수 있다.

그림 31. 기타법인이 사는 중형주의 성격



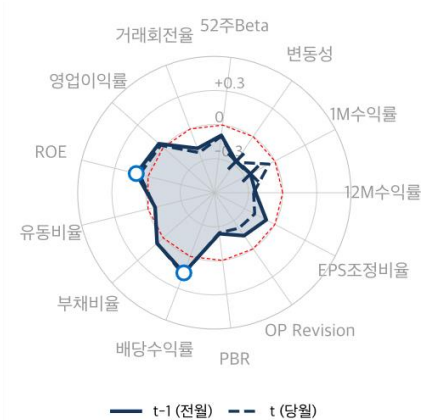
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 32. 기타법인이 파는 중형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 33. 기타법인이 사고 파는 중형주의 성격 차이



주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

기타법인 중형주 수급 시그널: 더욱 안정적인 L-S 수익률

중형주 단기 성과 극대화

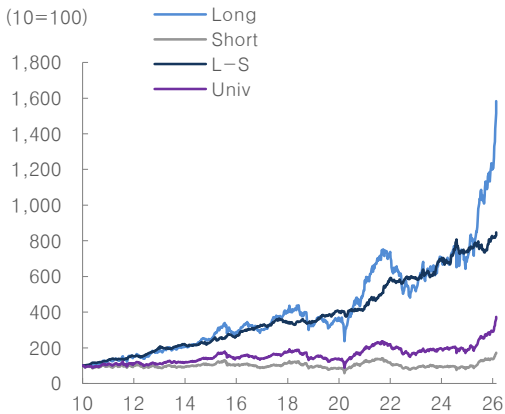
중형주에서 주간 수급정보를 이용한 매매의 성과는 단기에서 극적인 성과를 보인다. 주간 기타법인 중형주 매수 상위 종목 50종목을 매수하고 순매도 상위 종목 50종목을 매도하여 일주일간 포지션을 유지했을 때 대형주 대비 더욱 안정적인 성과를 보인다. 주간 단위의 단기적인 시그널에 있어서 기타법인의 순매수 상위 종목은 퀄리티 주식의 매수 타이밍을, 단기적으로는 과열된 주식들의 매도 타이밍을 알려 주는 것이라 볼 수 있다.

가장 안정적인 주간 시그널

중형주에서도 주간단위의 단기 수급정보를 취합하여 그 다음 한주 투자하는 것에 대한 성과가 가장 높은 것으로 나타났다. 대형주, 소형주 대비해서 전 구간에서 안정적인 성과를 나타내는 시그널로 작용하고 있으며 20일도 최근 5년내 유의미한 성과를 기록했으나 단기 대비 성과 폭은 크지 않았다. 더불어 3개월 단위의 비교적 단기 시계로 넘어갔을 때 수급 정보가 줄 수 있는 향후 기대수익률의 정보는 명확하지 않은것으로 나타났다.

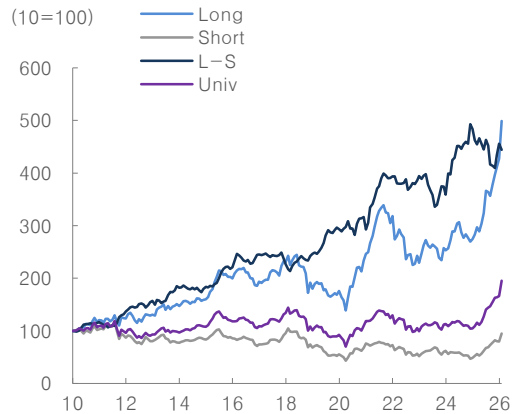
2026.03.09~04.03 기간 기타법인 중형 순매수 상위는 현대지에프홀딩스·세아베스틸지주·현대백화점·녹십자·필어비스·보로노이·팹트론·BNK금융지주·한솔케미칼·한미사이언스 로 지주사·금융·경기소비재·제약이 고루 섞여 있다. 팩터 스타일이 한 방향으로 치우치지 않는 것이 방사형 Long 다각형이 원에 가까운 이유다. 반면 같은 기간 순매도 상위는 알지노믹스(바이오)·휴림로봇(로봇)·대우건설·OCI홀딩스·큐리옥스바이오시스템즈(바이오 장비)·서진시스템·씨어스테크놀로지 로 바이오·로봇 테마가 집중적으로 잡힌다

그림 34. 기타법인 수급 시그널(단기, 주) 거래성과



주: 중형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
 자료: 대신증권 Research Center

그림 35. 기타법인 수급 시그널(중기, 월) 거래성과



주: 중형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
 자료: 대신증권 Research Center

그림 36. 증시구간, 투자기간별 기타법인 중형주 순매수 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+11.7% ***	+8.8% ***	+6.6% *	+9.3% ***	+9.7% ***
	20일 (중기)	+9.4% ***	+5.2% **	+1.6%	+5.9% ***	-1.5%
	60일 (장기)	+0.6%	+4.6%	+0.8%	+2.2% *	-13.9%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 37. 증시구간, 투자기간별 기타법인 중형주 순매도 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-5.2% ***	-4.8% ***	-2.9% *	-4.4% ***	-3.4%
	20일 (중기)	-5.3% ***	-4.0% **	-2.2%	-4.0% ***	+3.3%
	60일 (장기)	-3.4%	-0.4%	-4.1%	-2.4% *	+5.1%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 38. 증시구간, 투자기간별 기타법인 중형주 L-S 평균 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+16.9% ***	+13.6% ***	+9.6% *	+13.8% ***	+13.1% ***
	20일 (중기)	+14.7% ***	+9.2% **	+3.9%	+9.9% ***	-4.8%
	60일 (장기)	+4.0%	+5.0%	+5.0%	+4.6% *	-19.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), L-S 평균 성과
자료: 대신증권 Research Center

기타법인 소형주 수급 프로파일: 모멘텀 종목 매수가 차이점

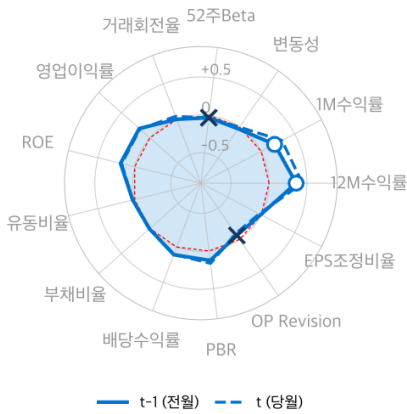
소형주는 모멘텀 매수

소형주에서도 대부분의 매수, 매도 종목의 성격이 유지되지만 가장 큰 차이점은 소형주에서 기타법인은 모멘텀이 발생한 주식을 매수한다는 점이 가장 큰 차이점이다. 대형주, 중형주는 저평가된 퀄리티 주식을 매수 한다면, 소형주는 모멘텀이 발생한 주식들을 기타법인 주체가 더욱 매수한다는 점이다. 매도 성격은 상승폭이 컸던 주식들 중에서 변동성이 크고 밸류에이션 상 고평가가 이루어진 주식들을 판다는 특징이 있다.

매도는 급등주 회피 신호

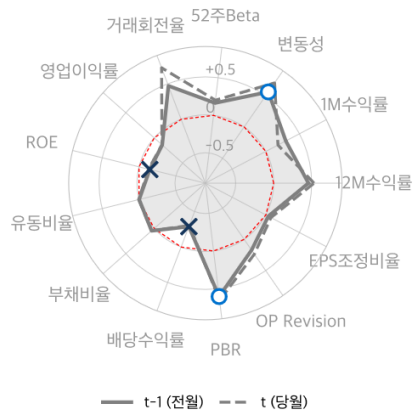
1장에서 살살 보았던 것 처럼 기타법인이 코스닥 시장에서 종합적으로 순매도가 이루어진다는 특징으로 미루어 보았을 때 소형주에서 모멘텀이 똑같이 발생했다 하더라도 순매수에서는 모멘텀이 단기적으로 이어질 수 있는 주식, 순매도 상위종목에서는 피해야할 급등주를 알 수 있다는 특징이 있다.

그림 39. 기타법인이 사는 소형주의 성격



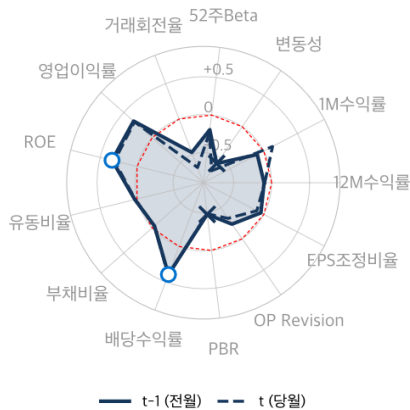
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 40. 기타법인이 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 41. 기타법인이 사고 파는 대형주의 성격 차이



주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

기타법인 소형주 시그널: 피해야할 종목들을 알려준다

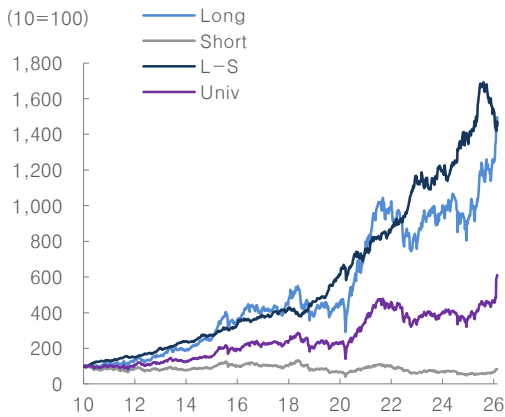
소형주도 유효한 단순 신호

소형주 에서도 기타법인의 순매수, 순매도 정보는 꾸준한 초과 수익을 가져다 줄 수 있는 단순한 시그널 인것으로 나타났다. 순매수 종목과 순매도 종목을 사후적으로 시그널 삼아 투자했을 때에도 안정적인 수익이 나타났다.

다만 단기에서 최근 1년간 순매수 종목 대비 순매도 종목이 우위에 나타나는 흐름을 보이는데 과거 소형주 테마가 2~3개월 폭등 후 급락 패턴을 반복 했지만 25년 이후의 테마는 방산, 원전, 조선, AI, 로봇, 벨류업과 같은 정부정책, 지정학 동력 STX엔진·우진엔텍(방산·원전), 휴림로봇·클로봇·에스오에스랩(로봇), LS머트리얼즈(이차전지), 오름테라퓨틱·에이프릴바이오(바이오) 같은 종목이 분기·연도를 넘겨 Short 상위에 반복 등장한다. 기타법인이 “피크에서 파는” 반복적인 패턴은 일관되게 나타났지만 해당 이슈의 단기적인 상승 기간 확대 및 재부각된 사례가 많아져 최근 순매도 종목들이 순매수 종목대비 가파른 상승폭을 이어 갔기 때문이라 판단된다.

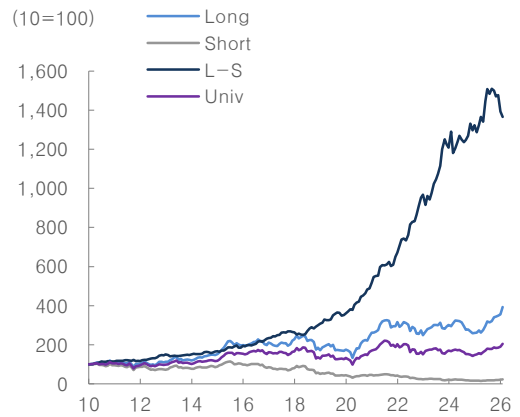
코스피, 코스닥 합계 시총 300위 아래 종목들의 기준이 높은 것이었는지 검증하기 위해 500위 아래 종목으로 재검증 해 보았을 때에도 최근 기타법인 순매수도 시그널이 약화되는 모습을 보였다. 기타법인이 사고, 파는 행태는 일관되고 있으나 최근 소형주에 형성되는 테마의 모멘텀이 길어졌기 때문으로 추정된다.

그림 42. 기타법인 수급 시그널(단기, 주) 거래성과



주: 소형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 43. 기타법인 수급 시그널(중기, 월) 거래성과



주: 소형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 44. 증시구간, 투자기간별 기타법인 소형주 순매수 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+10.9% ***	+2.7% ***	+2.6% **	+5.6% ***	-4.7%
	20일 (중기)	+4.5% ***	+3.0% ***	+5.1% ***	+4.1% ***	+14.4%
	60일 (장기)	+0.9% **	+3.8% ***	+5.2% ***	+3.0% ***	+3.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 소형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 45. 증시구간, 투자기간별 기타법인 소형주 순매도 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-10.4% ***	-13.5% ***	-10.2% **	-11.4% ***	-6.4%
	20일 (중기)	-6.8% ***	-19.4% ***	-12.2% ***	-12.9% ***	+13.7%
	60일 (장기)	-7.9% **	-17.7% ***	-7.6% ***	-11.6% ***	+17.1%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 소형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 46. 증시구간, 투자기간별 기타법인 소형주 L-S 평균 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+21.3% ***	+16.3% ***	+12.8% **	+17.0% ***	+1.7%
	20일 (중기)	+11.2% ***	+22.4% ***	+17.3% ***	+16.9% ***	+0.8%
	60일 (장기)	+8.9% **	+21.5% ***	+12.8% ***	+14.6% ***	-13.2%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), L-S 평균 성과
자료: 대신증권 Research Center

기타법인 순매수: 검증된 퀄리티 매수, 고평가 매도 시그널

저평가 매수
고평가 회피

기타법인의 순매수를 따라 산다는 것은 시장의 내러티브로 인한 급등락에서 한걸음 떨어져, 기업들이 판단하는 낮은 밸류에이션 구간에서 매수하고 높아진 밸류에이션이나 급등 구간에서 매도하는 흐름에 올라타는 것에 가깝다. 기타법인이 개인, 외국인, 기관 대비 전체 거래대금에서 차지하는 비중은 작다. 다만 시간에 따라 매매 방식이 비교적 안정적으로 유지되며, 성과 역시 시장 대비 안정적으로 상회하는 성격을 지닌다.

유효기간은
짧고 명확

다만 이 시그널에는 분명한 유효기간이 존재한다. 아래 표는 시가총액 구간과 수급 집계·투자기간별로 기타법인 순매수 시그널의 성과를 정리한 것이다. 5일 단기 구간에서는 대형주, 중형주, 소형주 모두 최근 5년은 물론 최근 1년에도 양(+)의 Long-Short 스프레드를 유지하며 비교적 안정적인 시그널로 작동하고 있다. 반면 20일 이상의 중·장기 시계로 넘어가면, 과거에는 유의미했던 성과가 최근 들어 약화되거나 역전되는 양상이 뚜렷하게 나타난다.

대형은 순매수
시그널 중심
중소형은 순매도
시그널 중심

대형주에서는 순매수 종목이 유니버스를 상회하는 Long 주도 구조가 특징적이다. 이는 자사주 매입을 통한 전략적 매수가 반영된 결과로 해석할 수 있다. 반면 중형주와 소형주에서는 순매도 종목이 유니버스를 크게 하회하는 Short 주도 구조가 두드러진다. 즉, 기타법인이 매도하는 종목, 다시 말해 테마 급등주나 고밸류에이션 종목을 피하는 것 자체가 시그널의 핵심이라고 볼 수 있다.

종합하면, 기타법인 수급은 사후적으로 확인 가능한 수급 데이터 가운데 드물게 초과수익이 확인되는 시그널이다. 다만 그 유효성은 단기 시계에 집중되어 있으며, 최근으로 올수록 유효한 시간창은 더 짧아지고 있다. 따라서 수급 시그널을 활용한 투자전략은 짧은 주기의 리밸런싱을 전제로 설계할 필요가 있다. 중장기 보유를 전제로 한 단순 추종 전략은 오히려 벤치마크를 하회할 수 있다는 점에 유의해야 한다.

표 1. 사이즈/수급집계기간/투자기간 별 기타법인 수급 시그널 전략의 시장 대비 수익률

시총	수급집계 → 투자기간	Long 초과수익 (%)	Short 초과수익 (%)	L-S 스프레드 (%)	성과 주도 포지션	최근 1년 L-S (%)	비고
대형	5일	+1.4	-7.8	+9.2	Short(85%)	+27.4	단기 급등 회피 유효
	20일	+8.7	-5.3	+14.0	Long(62%)	-11.9	중기 모멘텀 유효
	60일	-4.1	+3.9	-8.0	-	-27.9	-
중형	5일	+6.6	-2.9	+9.6	Long(69%)	+13.1	균형 성과
	20일	+1.6	-2.2	+3.9	Short(58%)	-4.8	-
	60일	+0.8	-4.1	+5.0	Short(84%)	-19.0	-
소형	5일	+2.6	-10.2	+12.8	Short(80%)	+1.7	단기 급등 회피 유효
	20일	+5.1	-12.2	+17.3	Short(71%)	+0.8	-
	60일	+5.2	-7.6	+12.8	Short(59%)	-13.2	-

주: 2022년~2026년 3월까지의 성과 기준. Long은 순매수 상위, Short은 순매도 상위 종목의 사이즈, 기간별 수익률.
자료: 대신증권 Research Center

III. 모멘텀과 역행

외국인과 개인의 대칭적 수급

III. 모멘텀과 역행: 외국인과 개인의 대칭적 수급

외국인 순매수, 따라 사면 되는가

외국인 후행추종의 한계

외국인 순매수 상위 종목은 시장의 주목을 받기 쉽다. 해외 자금이 유입되는 종목이라는 점에서 긍정적 신호로 해석되기 쉽고, 향후 실적이나 주가 흐름에 대한 기대도 자연스럽게 덧붙는다. 그러나 실제로 외국인 수급을 따라 후행적으로 포트폴리오를 구성해 보면, 단기 성과는 대체로 시장수익률을 하회하는 경우가 많았다. 보유 기간을 늘릴수록 성과는 일부 개선되지만, 초과수익의 일관성은 높지 않았고 시기별 변동성도 크게 나타났다.

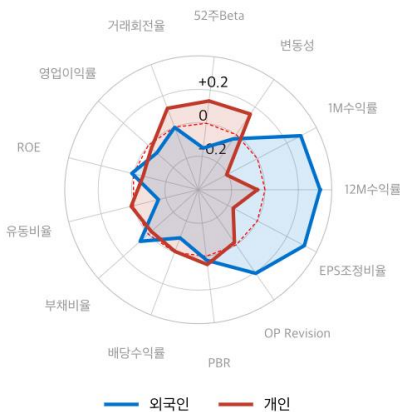
개인은 급락시 반등에 유효

반면 개인 수급을 따라가는 단기 전략은 외국인 수급보다 상대적으로 양호한 성과를 보이는 경우가 많았다. 이는 개인이 급락 구간에서 순매수하는 특성과 맞닿아 있다. 기관과 외국인은 리스크 한도, 환매 대응, 자산배분 규율 등으로 인해 급락 국면에서 매도가 불가피한 경우가 많지만, 개인은 이러한 제약이 상대적으로 작아 단기적으로 과도하게 하락한 종목을 받아내는 역할을 한다. 이후 시장이 빠르게 반등할 경우 이 과정이 초과수익으로 이어질 수 있다. 다만 이러한 성과는 급락 이후 반등이 전제될 때만 유효하다. 2008년과 같이 급락 뒤 약세가 장기간 지속되는 국면에서는 개인 수급의 알파도 쉽게 소멸하며, 결국 높은 위험 감내가 항상 보상으로 이어지는 것은 아니라는 한계를 드러낸다.

외국인 중심 구조 해석

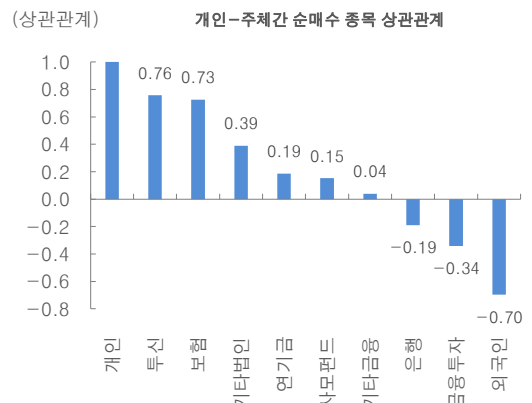
본 장에서는 외국인 수급을 중심으로 순매수·순매도 상위 종목의 특성과 성과를 점검한다. 외국인은 실적 모멘텀, 가격 추세, 글로벌 위험선호 변화에 상대적으로 민감하게 반응하는 주체라는 점에서, 국내 증시의 구조적 자금 흐름을 해석하는 데 중요한 기준이 된다. 반면 개인 수급이 나타내는 종목 특성은 대체로 외국인 수급의 반대편에 위치하는 것으로 이해할 수 있다. 따라서 이하에서는 외국인 수급의 성격을 우선적으로 정리하고, 개인 수급은 이에 대응되는 비교군으로 해석하며 시그널의 유효성과 한계를 함께 점검하고자 한다.

그림 47. 개인, 외국인 순매수·순매도 종목 특징



주: 순매수·순매도 종목 특성 백분위 환산점수 값의 차이(수급 유입 동행 시점)
 자료: 대신증권 Research Center

그림 48. 개인과 수급성격이 반대에 위치한 외국인



주: 대형주 순매수·순매도 종목 팩터 특성간 상관관계
 자료: 대신증권 Research Center

외국인 대형주 수급 프로파일: 가격 어닝 모멘텀 종목 매수. 수급과 함께 강화

외국인은 모멘텀을 매수

외국인은 가격이 상승하고 있거나 어닝 모멘텀이 지속되는 종목을 매수하는 경향이 강하다. 순매수 상위 종목은 12개월 수익률과 EPS조정비율이 높고, 배당수익률과 유동비율은 낮다. 즉 배당이 높거나 재무가 안정적인 방어주가 아니라, 가격과 이익 전망이 동시에 가속되고 있는 종목을 사는 것이다. 반면 순매도 상위 종목은 이익 추정치가 하향되고 최근 수익률이 부진한 종목들이 포함된다. 매수와 매도를 합친 L-S 스프레드는 Ⅲ장에서 다른 기타법인과 정반대 방향이다. 기타법인이 싸진 퀄리티를 사고 비싸진 테마를 팔았다면, 외국인은 오르는 종목을 사고 빠지는 종목을 판다.

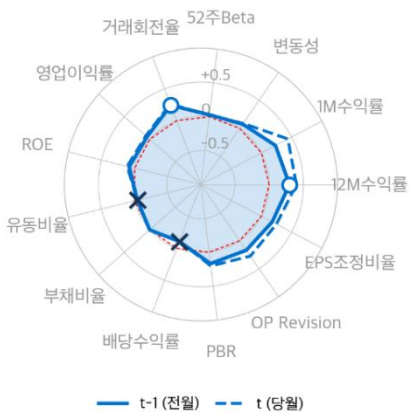
수급 유입과 함께 강화

한 가지 눈여겨볼 것은 이러한 경향이 기타법인과 달리 수급이 유입되는 시점에 더욱 강화된다는 사실이다. 기타법인은 매수 전월(t-1)과 매수 당월(t)의 프로파일이 거의 유사했다. 시장 가격의 움직임과 분리된 내부자 판단이기 때문이다. 외국인은 다르다. 매수 전월에도 이미 모멘텀이 발생해 있는 종목을 사는데, 매수 당월에 그 모멘텀이 한 단계 더 강화된다. 1M수익률 L-S가 t-1 시점 +0.29에서 t 시점 +0.79로, OP Revision이 +0.21에서 +0.44로 확대된다. 외국인 수급이 유입되면서 가격과 이익 전망이 함께 상승하는 것이다.

연기금과 다른 매수 구조

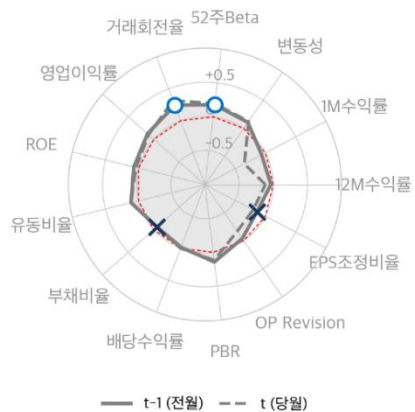
이 특성은 추후 서술할 연기금과도 차별화되는 점이다. 연기금은 매수 당월(t) 시점의 프로파일이 외국인과 유사하게 모멘텀과 이익 리비전이 양(+)으로 나타나지만, 매수 전월(t-1)에서는 12M수익률과 EPS조정비율이 오히려 음(-)이다. 즉 연기금은 원래 모멘텀이 없던 종목을 사는데 매수 시점에 모멘텀이 발생하는 반면, 외국인은 원래부터 모멘텀이 있던 종목에 올라타서 더 밀어올리는 구조다. 매수 당월의 프로파일만 보면 유사해 보여도 출발점이 완전히 다르다.

그림 49. 외국인이 사는 대형주의 성격



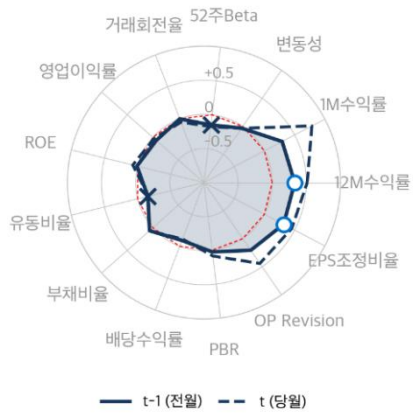
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 50. 외국인이 파는 대형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 51. 외국인이 사고 파는 대형주의 성격 차이



주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

외국인 대형주 수급 시그널: 최근 1년 제외 시장을 지속적으로 하회

과거엔 후행추종 성과 부진

외국인 수급을 사후적으로 따라 매수하는 전략의 성과는 시간에 따라 안정적이지 않다. 외국인 대형주 L-S를 기간별로 분해하면, 5일 기준 2010~2015년 -18.5%, 2016~2021년 -7.7%로 과거에는 오히려 시장수익률을 하회했다. 20일도 같은 기간 -3.5%, -3.8%로 마이너스였고, 60일의 경우에도 2016~2021년에 -11.1%를 기록한 구간이 있다. 기타법인 대형 5일 L-S가 2010~2015년 +6.8%, 2016~2021년 +12.5%, 2022~2026년 +9.2%로 16년간 일관되게 양수를 유지한 것과 대비된다.

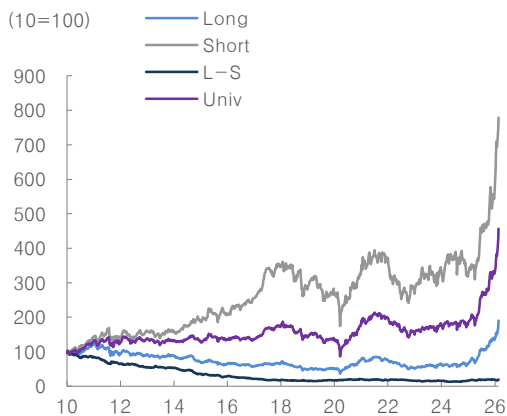
최근 순매수 상위 성과 집중

그러나 최근 성과는 뚜렷하게 개선되었다. 최근 5년 기준 외국인 순매수 상위 20종목의 유니버스 대비 초과수익은 5일 +3.4%, 20일 +4.1%, 60일 +15.3%로, 보유기간이 길어질수록 초과수익이 확대된다. 순매도 상위 종목은 유니버스와 큰 차이가 없어, 알파의 원천은 순매수 종목에 집중되어 있다. 60일 기준 Long 기여도는 92%에 달하며, 기타법인 대형주도 20일 기준 Long 기여 60%로 Long 주도였으나 외국인의 Long 집중도가 훨씬 높다. 최근 1년으로 좁히면 대형 60일 L-S가 +49.9%로 크게 확대되었다.

추세장 효과 가능성

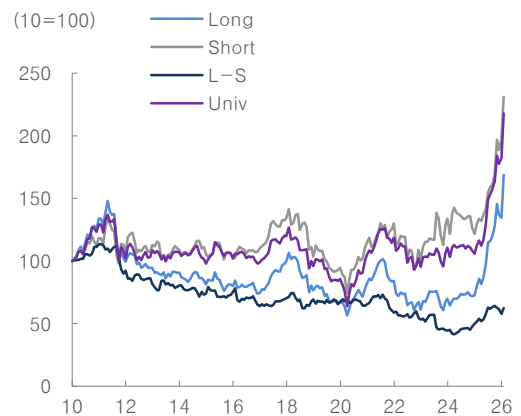
다만 이러한 최근의 강한 성과는 외국인 매수 종목의 성격이 변했기 때문이라기보다는, 2024~2025년 반도체·AI·방산 등 글로벌 테마가 한국 대형주를 견인한 강한 추세장 환경을 반영하는 것으로 보인다. 모멘텀 추종형인 외국인의 매매 스타일이 추세장에서 유리하게 작용한 결과이며, 시장 환경이 달라지면 성과도 다시 악화될 수 있다. 참고로 개인 대형주 수급은 외국인과 반대되는 성과 패턴을 보이는데, 5일 L-S +8.1%로 단기에서는 양수이지만 60일에서는 -0.6%로 소멸하며, 최근 1년 5일은 -32.4%로 추세장에서 전면 붕괴했다.

그림 52. 외국인 수급 시그널(단기, 주) 거래성과



주: 대형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
 자료: 대신증권 Research Center

그림 53. 외국인 수급 시그널(중기, 월) 거래성과



주: 대형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
 자료: 대신증권 Research Center

그림 54. 증시구간, 투자기간별 외국인 대형주 순매수 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-11.1% ***	-4.4%	+3.4%	-5.1% **	+10.2%
	20일 (중기)	-3.7%	-2.5%	+4.1%	-1.3%	+10.1%
	60일 (장기)	-0.7%	-2.1% *	+15.3%	+2.6%	+25.3%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 55. 증시구간, 투자기간별 외국인 대형주 순매도 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+7.4% ***	+3.3%	-1.1%	+3.7% **	-3.3%
	20일 (중기)	-0.3%	+1.3%	+1.5%	+0.8%	-13.5%
	60일 (장기)	-6.7%	+9.0% *	-1.4%	+0.5%	-24.6%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 56. 증시구간, 투자기간별 외국인 대형주 L-S 평균 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-18.5% ***	-7.7%	+4.4%	-8.8% **	+13.6%
	20일 (중기)	-3.5%	-3.8%	+2.6%	-2.1%	+23.7%
	60일 (장기)	+6.1%	-11.1% *	+16.8%	+2.1%	+49.9%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

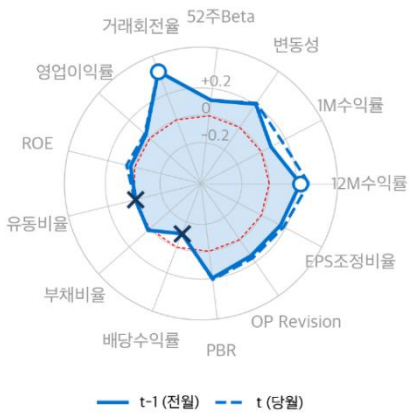
주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), L-S 평균 성과
자료: 대신증권 Research Center

외국인 중형주 수급 프로파일: 가격 어닝 모멘텀 특성 유지

중형도 모멘텀 매수 유지

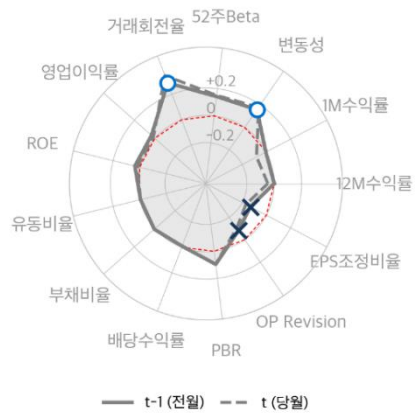
외국인이 중형주(시총 101위~300위)에서 순매수하는 종목들의 핵심 축은 대형과 동일하다. EPS조정비율(+0.29), 12M수익률(+0.23), OP Revision(+0.22)이 가장 강한 양(+) 축으로, 이익 추정치가 상향되며 가격 모멘텀이 있는 종목을 매수한다는 기본 성격은 변하지 않는다. 다만 부수적 축에서 차이가 나타난다. 대형에서 뚜렷했던 유동비율(-), 52주Beta(-) 축이 사라지고, PBR(+0.10)과 거래회전율(+0.09)이 양전환한다. 대형에서는 방어주를 매수하는 행위가 있었지만, 중형에서는 밸류에이션이 높고 거래가 활발한 종목까지 매수 대상에 포함되면서 매수 유니버스의 폭이 넓어진다.

그림 57. 외국인이 사는 중형주의 성격



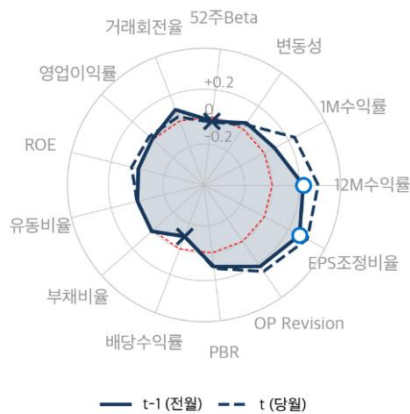
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 58. 외국인이 파는 중형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 59. 외국인이 사고 파는 중형주의 성격 차이



주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

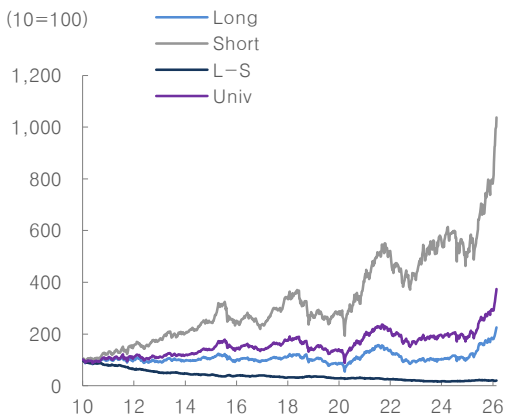
외국인 중형주 수급 시그널: 대형주 보다 못한 중형주 외국인 따라 사기

중형 외국인 성과는
약함 개인이 중형에서
상대적 우위

중형에서 외국인 수급 시그널의 성과는 대형과 크게 다르다. 5일 L-S는 -4.8%로, 외국인 순매수 상위 종목이 단기적으로 유니버스보다 못한 성과를 낸 유일한 구간이다. 16년 전제로 봐도 5일 -9.4%, 20일 -0.9%로 마이너스이며, 60일 역시 -1.7%에 그친다. 대형에서 보유기간이 길수록 알파가 커지던 구조가 중형에서는 나타나지 않는다. 최근 5년에 한정하면 20일 +2.2%, 60일 +0.4%로 소폭 양수이지만, 대형 60일 +16.8%와는 비교하기 어려운 수준이다.

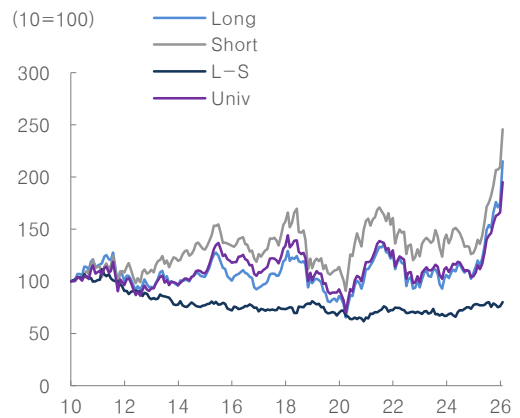
최근 1년으로 좁히면 중형 60일 +22.8%로 양호한 수치가 나타나지만, 이는 대형과 마찬가지로 최근 추세장 환경이 반영된 결과다. 과거 구간에서의 부진을 감안하면 중형에서 외국인 수급을 기계적으로 따라가는 전략은 권장하기 어렵다. 개인 중형은 외국인과 다른 양상을 보이는데, 20일 L-S +10.0%(Long 주도 64%)로 이 장에서 유일하게 안정적인 양수를 기록하며, 최근 1년에도 20일 +8.3%, 60일 +9.9%로 견조하다.

그림 60. 외국인 수급 시그널(단기, 주) 거래성과



주: 중형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 61. 외국인 수급 시그널(중기, 월) 거래성과



주: 중형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
자료: 대신증권 Research Center

그림 62. 증시구간, 투자기간별 중형주 외국인 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-5.4% ***	-1.5%	+0.0%	-2.6% ***	+3.2%
	20일 (중기)	-2.1%	+1.8%	+3.9%	+0.9%	+9.6%
	60일 (장기)	-1.4%	-2.5%	+2.5%	-0.9%	+16.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p(10%), ** p(5%), *** p(1%) (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 63. 증시구간, 투자기간별 중형주 외국인 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+8.7% ***	+5.8%	+4.9%	+6.8% ***	+2.6%
	20일 (중기)	+2.1%	+1.4%	+1.7%	+1.7%	+4.2%
	60일 (장기)	-1.5%	+2.3%	+2.1%	+0.8%	-6.2%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p(10%), ** p(5%), *** p(1%) (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 64. 증시구간, 투자기간별 중형주 외국인 L-S 평균 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-14.1% ***	-7.3%	-4.8%	-9.4% ***	+0.6%
	20일 (중기)	-4.2%	+0.3%	+2.2%	-0.9%	+5.4%
	60일 (장기)	+0.1%	-4.8%	+0.4%	-1.7%	+22.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p(10%), ** p(5%), *** p(1%) (양측 t-검정, H0: L-S = 0), L-S 평균 성과
자료: 대신증권 Research Center

외국인 소형주 수급 프로파일 및 시그널: 소형주 영향 제한적

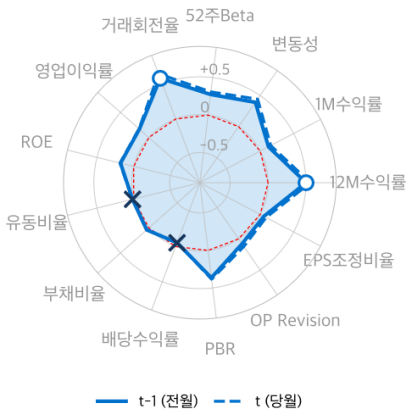
소형주에서는
모멘텀리비전 축 약화

소형주(시총 301위 이하)에서 외국인 수급을 따라 매수하는 전략은 평균적으로 의미 있는 초과수익을 기대하기 어렵다. 16년 전체 기준 외국인 소형 L-S는 5일 -4.4%, 20일 -4.5%로 마이너스이며, 60일도 +1.2%에 불과하다. 최근 5년에 한정하면 5일 +5.4%, 20일 +3.8%, 60일 +5.5%로 양수로 전환되지만, 5일의 경우 순매수 종목의 초과수익은 -0.4%로 사실상 제로이고 순매도 종목의 초과수익이 -5.8%로 시그널의 대부분을 차지한다. 외국인이 사는 소형주는 유니버스와 차이가 없고, 외국인이 파는 소형주가 유니버스를 크게 하회하는 구조다.

외국인의 소형주 프로파일을 보면, 대형이나 중형과 달리 모멘텀·리비전 축의 힘이 약하다. 12M수익률(+0.12), OP Revision(+0.09), ROE(+0.08) 등이 양(+) 축이지만 대형(12M +0.33, EPS +0.32)에 비해 뚜렷하지 않다. 소형에서는 외국인 거래 비중 자체가 작아 수급의 가격 영향력이 제한되고, 매수 종목의 성격도 대형만큼 선명하지 않다.

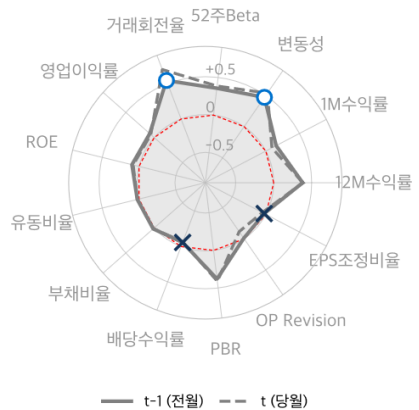
다만 한 가지 주목할 점은 순매도 쪽이다. 소형주에서 외국인이 매도하는 종목은 주로 급등 이후 자금이 빠지는 구간의 테마주이며, 유니버스 대비 뚜렷한 하회를 보인다. 소형주에서는 외국인 매수를 따라가는 것보다 외국인 매도 종목을 피하는 것이 더 실용적인 시그널이 될 수 있다. 개인 소형은 20일 L-S -10.0%로 역행 매수가 오히려 역효과를 내는 전형적인 구간이다.

그림 65. 외국인이 사는 소형주의 성격



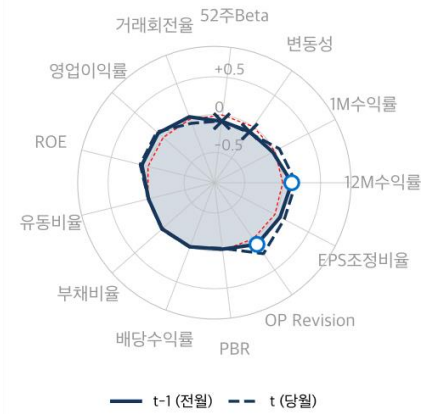
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 66. 외국인이 파는 소형주의 성격



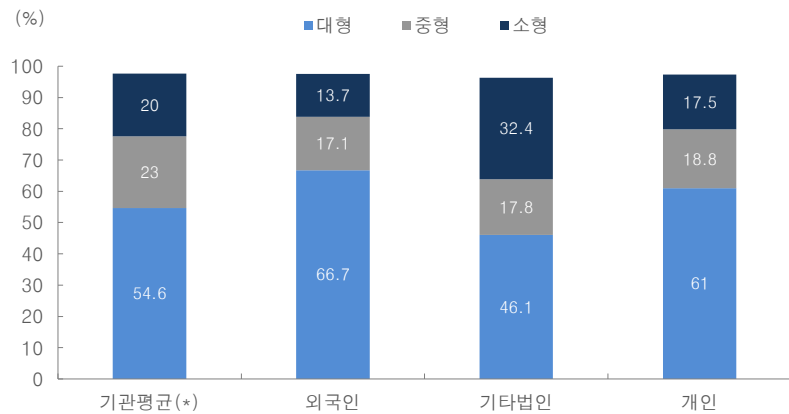
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 67. 외국인이 사고 파는 소형주의 성격 차이



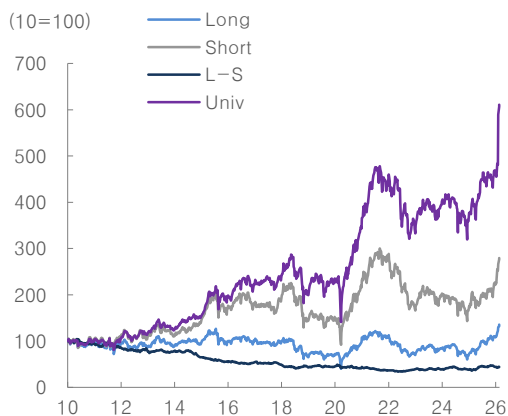
주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 68. 외국인의 소형주 거래 비중은 다른 주체에 비해 낮은 편



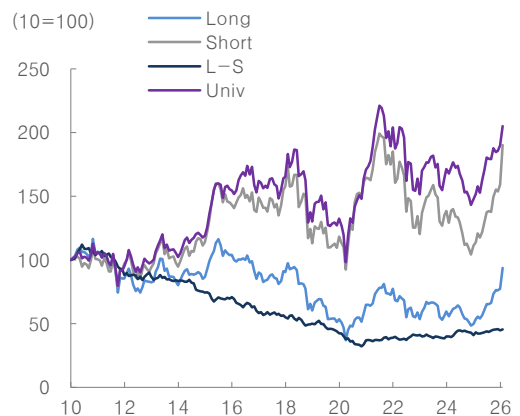
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 69. 소형주 외국인 수급 시그널(단기, 주) 거래성과



주: 중형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
 자료: 대신증권 Research Center

그림 70. 소형주 외국인 수급 시그널(중기, 월) 거래성과



주: 중형주 유니버스 기타법인 순매수 상위 20종목 L, 순매도 상위 20종목 S
 자료: 대신증권 Research Center

개인 수급의 단기 알파는 급락 이후 리스크를 감수하는 데서 나온다

개인 알파는
급락 구간 이후에
집중

앞서 살펴본 외국인 수급을 후행적으로 따라가는 것은 오히려 손실을 입을 가능성이 높다는 것이 보여진 가운데 5일~20일 시계에서 개인의 수급을 오히려 따라 사는 것이 역사적으로 수익이 시장 대비 높은 것을 확인 할 수 있었다. 그러나, 개인의 역행 매수가 가장 극적인 성과를 내는 것은 시장이 급락한 직후이고, 나머지 구간에서는 시장수익률과 큰 차이가 없다. 이를 검증하기 위해 KOSPI 주간 수익률 하위 5%에 해당하는 급락 주를 포함하는 월 전체를 급락 구간으로 태깅하고, 급락 구간과 비급락 구간의 성과를 분리했다. 급락 월을 빼면 5일 알파는 +2.0%(p=0.65), 20일은 +1.0%(p=0.82)로 통계적으로 무의미해진다. 반면 급락 구간에서만 보면 5일 +16.7%, 20일 +12.8%로 개인 알파의 거의 전부가 급락 구간에 집중되어 있다.

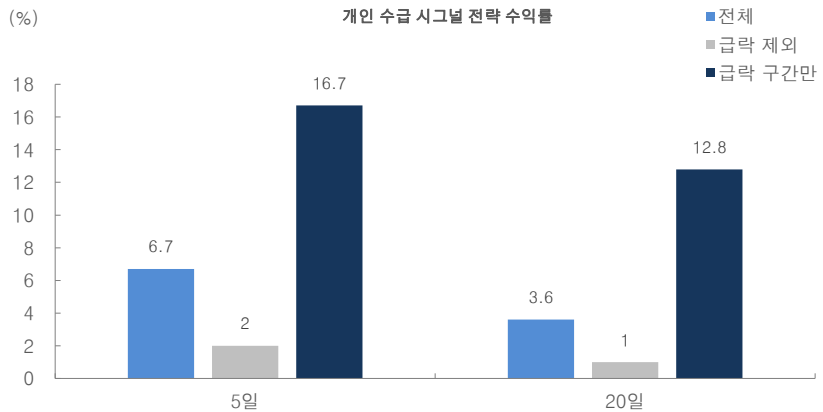
반등 전제의
역행 매수

개인이 급락 구간에서 초과수익을 내는 배경은 간단하다. 기관과 외국인은 리스크 한도나 글로벌 비중 조정으로 급락 시 강제 매도가 발생하는 반면, 개인은 이러한 제약이 상대적으로 적어 투매 종목을 받아낼 수 있다. 반등이 오면 초과수익으로 이어진다. 다만 이것은 반등이 온다는 전제하에 성립하는 것이며, 2008년과 같이 급락이 장기간 지속되는 국면에서는 이 알파마저 사라진다. 리스크를 감수하는 만큼 기대수익률은 높지만, 역사적으로 드문 약세 지속 국면에서는 손실을 감내할 수밖에 없다는 한계가 있다.

평상시 활용도는
제한적

이 조건을 제외하면 개인 순매수 시그널은 투자에 활용하기 어렵다. 평상시에는 단순한 모멘텀 역행에 불과하며, 추세가 이어지면 손실이 누적된다. 최근 1년 대형 5일 -32.4%가 이를 보여준다. 2024~2026년 3월 추세장에서 외국인의 모멘텀 추종이 +49.9%(60일)를 기록했으나 저가 매수 전략의 수익률은 비교적 낮았다.

그림 71. 급락 기간을 제외하면 개인 수급 시그널의 알파 창출은 제한적



주: 급락구간만: 코스피 주간 수익률 하위 5% 시점 개인 순매수, 순매도 종목 룡샷 전략의 N일 이후 수익률
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

외국인 · 개인 수급 정리: 시그널은 있으나, 단독 활용은 제한적

외국인개인은 대칭 구조

외국인과 개인은 한국 주식시장에서 가장 대칭적인 수급 구조를 가진 두 주체다. 외국인 은 가격과 이익 모멘텀이 살아 있는 종목을 매수하고, 개인은 낙폭이 크고 이익 전망이 하향된 종목을 매수한다. 이 대칭은 대형주에서 가장 깨끗하며 중형에서도 핵심 축이 유지된다.

외국인 성과는 환경 의존적

그러나 두 주체의 수급을 단독 시그널로 활용할 때에는 뚜렷한 한계가 있다. 외국인 수급은 최근 5년, 특히 2024~2025년 추세장에서 대형주 60일 L-S +16.8%, 최근 1년 +49.9%로 강한 성과를 보였다. 하지만 과거 2010~2021년에는 대형주 5일 L-S가 -18.5%~-7.7%로 마이너스였으며, 중형·소형에서는 16년 전체 기준으로도 시장수익률을 하회하는 구간이 대부분이었다. 최근의 강한 성과는 외국인 매수 종목의 성격이 변했기 때문이라기보다는 모멘텀이 보상받는 증시 환경이 반영된 결과이며, 시장 환경이 달라지면 성과도 다시 약화될 수 있다.

개인 알파는 급락장 집중

개인 수급은 표면적으로 단기 양수(대형 5일 +8.1%)이지만, 이 알파의 대부분은 시장 급락 구간에 집중되어 있다. 급락 월을 제외하면 5일·20일 모두 통계적으로 무의미한 수준으로 떨어진다. 개인의 단기 초과수익은 급락 이후 리스크를 감수하는 데서 발생하는 것이며, 평상시에는 시그널로서의 가치가 제한적이다. 최근 1년 추세장에서는 대형 5일 -32.4%로 전면 붕괴했다.

단독 추종보다 필터 결합

결론적으로 외국인 수급이든 개인 수급이든, 단독으로 추종하는 전략은 시간에 따른 성과 안정성이 부족하다. 수급 정보는 종목의 현재 수급 환경을 파악하는 참고 자료로서 가치가 있지만, 이를 투자전략의 단독 기준으로 삼기보다는 후술할 팩터를 통한 종목 선정에 수급 정보를 필터링으로 결합하는 방식이 시간에 따라 더 안정적인 결과를 가져다 준다. VI장 이후에서 다룰 팩터 결합 전략이 수급 단독 추종보다 실용적인 접근이 될 것으로 보인다.

표 2. 사이즈/수급집계기간/투자기간 별 외국인 수급 시그널 전략의 시장 대비 수익률

시총	수급집계 → 투자기간	Long 초과수익 (%)	Short 초과수익 (%)	L-S 스프레드 (%)	성과 주도 포지션	최근 1년 L-S (%)	비고
대형	5일	3.4	-1.1	4.4	Long(76%)	13.6	—
	20일	4.1	1.5	2.6	Long(73%)	23.7	—
	60일	15.3	-1.4	16.8	Long(92%)	49.9	장기 보유시 유효
중형	5일	0	4.9	-4.8	Short(100%)	0.6	—
	20일	3.9	1.7	2.2	Long(70%)	5.4	—
	60일	2.5	2.1	0.4	Long(54%)	22.8	—
소형	5일	-0.4	-5.8	5.4	Short(94%)	17.3	—
	20일	6.9	3.1	3.8	Long(69%)	9.1	—
	60일	7.1	1.5	5.5	Long(83%)	14.6	—

주: 2022년~2026년 3월까지의 성과 기준. Long은 순매수 상위, Short은 순매도 상위 종목의 사이즈, 기간별 수익률.
자료: 대신증권 Research Center

IV. 기관은 연기금과 금융투자자에 주목할 필요

IV. 기관은 연기금과 금융투자주에 주목할 필요

기관내 연기금과 금융투자 거래대금 확대 및 영향력 강화

기관 수급의 두 축 부상 연기금, 금융투자

최근 한국 주식시장에서 ETF 시장 확대와 함께 금융투자가 차지하는 수급 영향력이 빠르게 커지고 있다(그림 73) ETF의 설정과 환매 과정에서 발생하는 기계적 매수-매도가 금융투자의 거래로 집계되면서, 이 주체의 순매수 흐름은 시장 전체의 패시브 자금 유입을 대리하는 지표로 자리 잡았다. 한편 연기금은 오랜 기간 누적된 적립금과 최근 증시 강세 국면에서의 자산배분 확대로, 기관 전체 거래대금의 약 50%를 차지하는 가장 큰 단일 기관 주체로 자리 잡았다. 두 주체는 거래 규모와 시장 영향력 측면에서 기관 수급의 양대 축을 이룬다.

단독 추정 성과는 부진

그럼에도 불구하고, 연기금 순매수 상위 또는 금융투자 순매수 상위 종목을 기계적으로 따라 매수하는 전략은 일관된 초과수익으로 이어지지 않았다. 최근 5년(2022~2026) 기준 연기금 대형주 L-S는 5일 -9.9%, 20일 -11.0%, 60일 -14.1%로 전 보유기간에서 시장수익률을 하회하며, 금융투자 역시 5일 -16.7%, 20일 -6.8%로 단기에서는 오히려 역수익을 기록한다. 거래 규모가 큰 주체의 순매수 방향이 종목 선정에 대한 유효한 정보를 담고 있을 것이라는 통념과 실제 사후 수익률 사이에는 적지 않은 괴리가 있다.

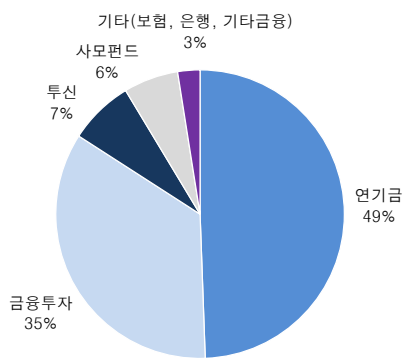
구조 이해가 신호의 전제

그러나 이 괴리는 "기관 수급이 신호로서 가치가 없다"는 결론으로 이어지지 않는다. 두 주체는 각자 뚜렷한 성격을 가지고 있으며, 그 성격을 이해하고 적절한 필터를 함께 사용했을 때 비로소 실질적인 신호가 된다.

금융투자는 성격이 가변적

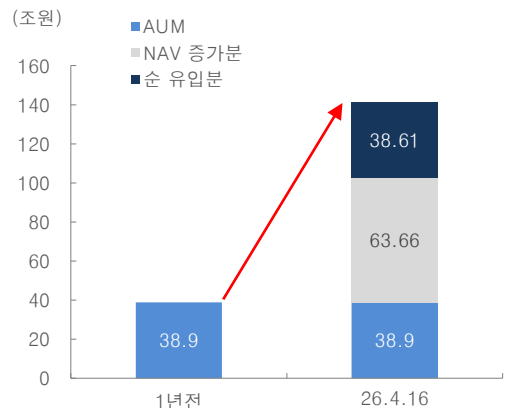
금융투자는 다른 투자주체들과 구분되는 뚜렷한 특징을 가진다. 매수 종목의 성격이 시간에 따라 크게 바뀐다는 점이다. 이는 금융투자 수급의 주요 발생 원인이 시기별로 달라지고, ETF 시장에서 자금이 집중되는 종목군 역시 국면마다 크게 달라지기 때문으로 판단된다. 그 결과 금융투자는 다른 주체들처럼 비교적 안정적인 매수 성향을 유지하기보다, 당시 자금이 유입되는 테마와 상품 구조에 맞추어 매수 종목 구성이 재편되는 성격을 보인다.(그림 74)

그림 72. 기관 세부주체 거래대금 비중



주: 2025년 3월 말 기준
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 73. 국내 주식형 ETF AUM 급증



주: 국내상장 ETF 중 국내주식을 기초자산으로 하는 ETF AUM 합(26.4.17 기준)
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

금융투자자 시기별 성격 변화

실제로 주요 투자주체들의 매수 종목 팩터 특성을 시기별로 비교해 보면, 연기금·투신·사모펀드·개인·외국인 등 대부분의 주체는 2010~2015년과 2016~2021년 사이에도 매수 종목의 특성 구성이 대체로 유사하게 유지된다. 반면 금융투자자는 같은 비교에서 두 시기의 매수 종목 성격이 거의 무관해질 정도로 큰 변화를 보인다. 2022~2026년 내부에서도 이러한 특징은 반복된다. 2024년 저PBR·고배당 ETF로 자금이 집중되던 시기의 매수 성격과, 2026년 반도체·AI ETF로 자금이 쏠리는 시기의 매수 성격은 상당 부분 반대 방향으로 나타난다.

장기 평균보다 국면 해석 중요

따라서 금융투자 수급은 장기 평균 프로파일만으로 해석하기 어렵다. 해당 시점에 개인 자금이 어떤 테마 ETF로 유입되고 있는지, 그리고 그에 따라 금융투자자의 바스켓 매수 구조가 어떻게 형성되고 있는지를 함께 살펴볼 필요가 있다.

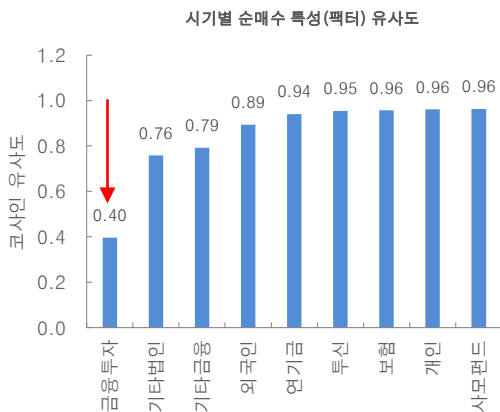
연기금은 매수와 함께 모멘텀

연기금은 4장에서 다룬 외국인과 중요한 차이를 보인다. 외국인이 이미 오르고 있고 이익 전망이 상향된 종목을 따라 사는 모멘텀 추종형인 반면, 연기금은 매수 전일까지 모멘텀이 뚜렷하지 않았던 종목을 매수하고, 수급이 유입되는 시점에 비로소 단기 모멘텀이 형성되는 양상을 보인다. 연기금 매수와 함께 종목의 1개월 수익률이 급등한다는 사실은, 연기금의 매수 자체가 단기 가격 흐름에 영향을 주는 주체로 작용하고 있음을 시사한다.(그림 75) 평균적 수준의 대형 종목을 대규모로 매수하는 과정에서 단기 모멘텀이 동반되는 구조다. 3장에서 다룬 기타법인이 "내부자 밸류에이션 판단으로 싸진 퀄리티를 매수"하는 것과 매수 전월의 종목 성격은 유사한 면이 있으나, 기타법인은 매수 전후 종목 성격이 거의 변하지 않는 데 반해 연기금은 매수 시점에 모멘텀이 함께 발생한다는 점이 두 주체의 매매 성격을 구분하는 지점이다.

투신·사모도 별도 주목 필요

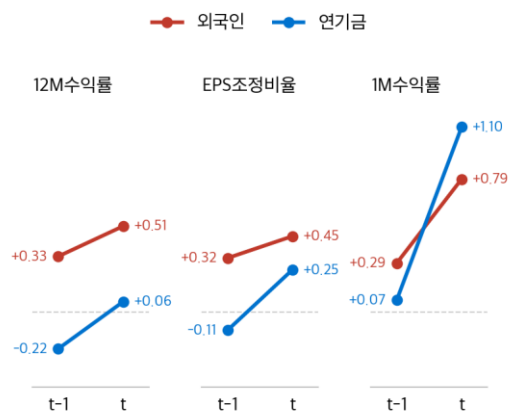
은행, 보험, 기타금융은 규제 강화와 위험자산 관리의 보수성 때문에 시장 영향력이 지속적으로 축소되어 왔으며, 수급 시그널로서의 가치도 대체로 약한 편이다. 과거 기관 거래 대금에서 상당한 비중을 차지했던 투신은 공모펀드 환매 지속으로 시장 영향력이 크게 줄어들었으나 모멘텀·이익리비전 방향의 매수 성격이 꾸준히 관찰된다. 사모펀드는 은행이 차지하던 거래대금 비중을 점차 흡수하고 있으며, 순매수 종목이 순매도 종목 대비 덜 과열된 이익 개선 종목 쪽으로 선별되는 성격을 보인다. 연기금과 금융투자 외에 투신과 사모펀드도 각자의 관점에서 주목할 필요가 있는 주체다.

그림 74. 시간에 따라 바뀌는 금융투자자의 수급 성격



주: 기간별 순매수 종목 팩터 프로파일 벡터에 대한 코사인 유사도 평균값
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 75. 연기금 매수와 함께 가격, 어닝 모멘텀 발생



주: 순매수 시점(T)의 대상 종목들의 전월 대비 순매수 시점 당월 팩터 변화
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

연기금 — 자산배분과 종목선택이 만드는 모멘텀과 되돌림

대형주 - 매수 전까지 모멘텀이 없던 종목을 매수하고, 매수와 함께 모멘텀 발생

매수 전에는
두드러진 특징이 없는
평균적 종목

Long 패널의 실선은 연기금이 매수한 종목의 매수 한 달 전(t-1) 시점 팩터 상태를 보여준다. 대부분의 축이 시장 중앙값 근처의 평균적 수준에 놓여 있고, 세부적으로는 12M수익률이 -0.10으로 약간 아래에 위치한 점이 눈에 띈다. 연기금이 매수하는 대형 종목은 매수 한 달 전 시점으로 돌아봐도 특정 스타일에 치우친 종목이 아니었고, 평균적 수준에 있으면서 지난 1년간 크게 오르지 않았던 상태였다는 의미다. 같은 시점 외국인 매수한 종목의 한 달 전 상태는 이익리비전·모멘텀 축에서 모두 +0.3 이상으로, 외국인은 "이미 이익전망 상향과 모멘텀이 진행되고 있던 종목을 매수"하는 주체임이 드러난다. 연기금은 전달까지 그런 신호가 약했던 종목을 매수한다는 점에서 출발 상태가 다르다.

매수와 함께
모멘텀 형성

매수 당월(t)의 점선으로 넘어가면 1M수익률이 +0.58로 크게 뛰어오른다. 한 달 전까지 모멘텀이 뚜렷하지 않던 종목이 매수 당월에 단기 모멘텀을 얻는 구조다. 실선과 점선이 포개지지 않고 점선이 바깥으로 뻗어나가는 모양은, 연기금의 매수 행위 자체가 해당 종목의 단기 가격 흐름에 영향을 주고 있음을 시사한다.

매도 종목은
중립에 가깝다

Short 패널은 대형에서 절대 수준으로 보면 대부분의 축이 Long과 유사하게 중립 영역에 머무른다. 매도 당월에 1M수익률(-0.52)과 EPS조정비율(-0.13)이 (-) 쪽으로 꺾이는 정도의 방향성이 드러날 뿐이다.

연기금은
매수 시점이 핵심

매수 종목 대비 매도 종목의 성격 차이, 즉 L-S 스프레드로 보면 당월 모멘텀·이익리비전 축에서 매수 종목이 뚜렷한 (+) 방향에 놓인다. 다만 이 차이의 상당 부분은 Long이 크게 튀었다기보다 Short이 1M수익률이나 EPS조정비율에서 (-) 쪽으로 밀려나며 벌어진 것이다. L과 S 모두 절대 수준은 중립 근처에 있고, 매수 당월과 매도 당월의 방향성이 반대 부호로 찍히면서 L-S 스프레드가 만들어지는 구조다. 연기금의 고유성은 매수한 종목이 매수 한 달 전 시점에도 평균적 수준에 머물러 있었다는 점, 그리고 매수 당월에 단기 모멘텀이 동반된다는 점 두 가지에 있다. 외국인이 이미 달리고 있던 종목을 따라 매수한다면, 연기금은 달리지 않던 종목을 매수하고 매수와 함께 가격이 움직이기 시작한다는 대조가 핵심이다.

그림 76. 연기금이 사는 대형주의 성격

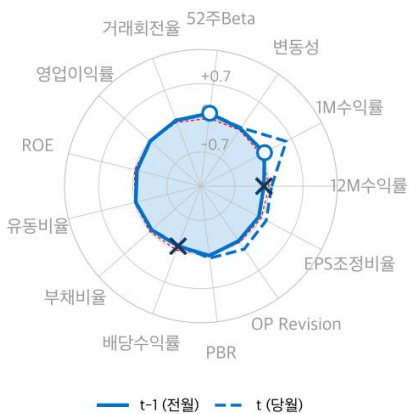
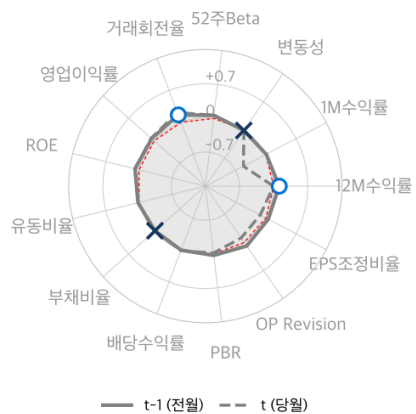


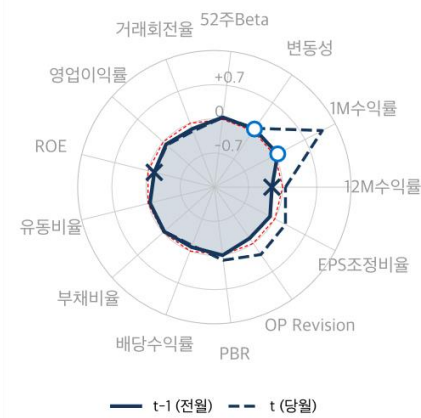
그림 77. 연기금이 파는 대형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 78. 연기금이 사고 파는 대형주의 성격 차이



주: 매수종목 평균 팩터 백분위 - 매도종목 평균 팩터 백분위 표기. 매도 종목 대비 매수종목의 성격을 나타냄
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

**순매수 종목
추종은 일관되게
부진**

연기금 수급을 후행적으로 따라 사는 것은 초과수익을 기대할 수 없는 것으로 나타났다. 최근 5년(22~26) 대형 Long은 5일 -7.5%, 20일 -11.0%, 60일 -4.3%로 전 보유기간에서 유니버스를 하회한다. 16년 전체로 가도 20일 -5.1%로 유의한 마이너스가 유지된다. 연기금이 매수한 종목은 사후적으로 유니버스 평균보다 못한 성과를 낸다는 결론이 장기에 걸쳐 일관된다.

**순매도 종목이
오히려 초과수익**

Short 초과수익은 조금 다른 모습이다. 16년 전체 기준 20일 Short 초과수익이 +2.3%, 60일 +2.7%로 유의한 (+) 영역에 있다. 연기금이 매도한 종목은 유니버스보다 더 오른다는 뜻이다. 프로파일에서 보았듯이 연기금 매도 Short 바스켓에는 과열 뒤 꺾인 종목도 포함되지만, 자산배분 리밸런싱 과정의 기계적 매도에 걸려 오히려 후행적으로 상승하는 종목 비중이 더 크다는 것이 숫자로 확인된다.

**순매수 - 순매도
구조적으로 음수**

두 방향을 합친 L-S 스프레드는 따라서 강하게 마이너스다. 22~26 기준 5일 -9.9%, 20일 -11.0%, 60일 -14.1%이며 16년 전체도 20일 -7.4%로 유의하게 음수다. 매수 당월에 연기금이 끌어올린 단기 모멘텀이 다음 5일 안에 되돌리기 시작하고 60일이 지날수록 되돌림 폭이 깊어지는 구조, 그리고 매도 종목이 오히려 유니버스를 상회하는 구조가 겹친 결과다.

**최근 1년은
예외적 반전**

예외는 최근 1년이다. 대형 L-S가 5일 +12.4%, 20일 +12.7%, 60일 +3.3%로 전 보유기간 양의 방향으로 전환된다. 2025년 이후 추세장에서 대형 종목이 전반적으로 강해지고 연기금이 자산배분 확대로 대형주를 누적 매수하면서, 예전의 "밀어올리고 되돌린다"는 패턴이 "밀어올리고 추세가 받친다"로 바뀐 구간이다. 다만 22~26 평균과 16년 전체 평균이 모두 뚜렷한 마이너스인 점을 함께 놓고 보면, 이 1년 구간을 반복 가능한 signal로 읽기는 이르다.

그림 79. 증시구간, 투자기간별 대형주 연기금 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-1.8%	+0.9%	-7.5%	-2.3%	+12.8%
	20일 (중기)	-5.6%	-0.6%	-11.0%	-5.1%	+0.7%
	60일 (장기)	-4.6% *	+4.6%	-4.3%	-1.0%	+8.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 80. 증시구간, 투자기간별 대형주 연기금 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-6.1%	+0.7%	+2.4%	-1.3%	+0.4%
	20일 (중기)	+3.2%	+3.0%	+0.0%	+2.3%	-12.0%
	60일 (장기)	+3.0% *	-2.0%	+9.8%	+2.7%	+4.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 81. 증시구간, 투자기간별 대형주 연기금 L-S 평균 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+4.3%	+0.3%	-9.9%	-1.0%	+12.4%
	20일 (중기)	-8.8%	-3.6%	-11.0%	-7.4%	+12.7%
	60일 (장기)	-7.6% *	+6.6%	-14.1%	-3.8%	+3.3%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), L-S 평균 성과
 자료: 대신증권 Research Center

중, 소형 - 모멘텀 동조 강화, 소형에서는 퀄리티 종목 매수, 매도

중형은 모멘텀 성격 강화

중형 구간에서는 매수 종목의 성격이 대형과 뚜렷하게 달라진다. 매수 전월 기준 12M 수익률(+0.11), 1M 수익률(+0.34), OP Revision(+0.11) 등이 모두 약한 (+)로 전환되며, 이미 일정 수준의 모멘텀이 형성된 종목을 매수하는 구조로 바뀐다. 당월에는 1M 수익률이 +1.01까지 확대되며 기존 모멘텀 위에 수급이 추가로 유입되는 형태를 보인다. 즉 대형에서 관찰된 ‘매수와 함께 모멘텀 발생’과, 외국인·기타법인에서 나타나는 ‘기존 모멘텀 추종’이 혼재된 중간적 성격이다. 반면 매도는 수익성·고밸류·고회전 종목에 집중되며, 가격 하락은 나타나지만 급락보다는 완만한 꺾임에 가깝다. 전월과 당월 패턴이 크게 변하지 않는 점을 감안하면, 중형에서의 매도는 명확한 트리거라기보다 리밸런싱 조건 충족에 따른 집행 성격이 강하다.

중형 추종 성과는 열위

성과 측면에서는 이러한 구조가 뚜렷한 열위로 이어진다. 순매수 종목 후행 전략은 전 구간에서 일관되게 음의 초과수익을 기록하며, 최근으로 올수록 낙폭이 확대된다. 반대로 순매도 종목 후행 매수 전략은 전 구간에서 (+)를 유지하며 특히 중기 구간에서 성과가 크게 확대된다. 결과적으로 L-S는 구조적으로 깊은 마이너스를 형성하며, 중형에서 연기금 수급을 단순 추종하는 전략은 어느 시제에서도 유의미한 기대수익을 만들지 못한다. 이는 대형 대비 리밸런싱의 기계적 성격은 약하지만, 매수·매도에서 리밸런싱 매매가 누적되는 구간이 중형임을 시사한다.

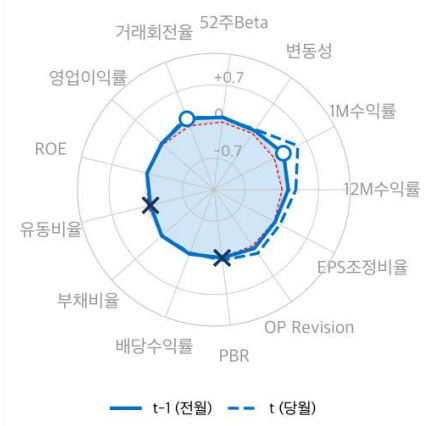
소형은 기존 트렌드 편승

소형으로 내려가면 이러한 경향은 한 단계 더 강화된다. 매수 종목은 전월부턴 이미 높은 모멘텀(12M +0.32, 1M +0.33), 고밸류(PBR +0.28), 고회전 특성을 동시에 보이며, 당월에도 동일한 방향이 유지된다. 다만 모멘텀의 추가 확대 폭은 제한적이며, 매수 행위 자체가 새로운 가격 상승을 유발하기보다는 기존 트렌드에 편승하는 성격이 지배적이다. 이는 액티브 리서치 기반의 성장·모멘텀 종목 선별 비중이 높아지는 구간으로 해석할 수 있다. 매도 역시 수익성·고밸류 종목 중심이지만, 가격 반응은 제한적이며 전월과 당월 패턴이 거의 동일하게 유지된다. 즉 소형에서는 매수·매도 모두 ‘이미 주목받던 종목의 편입·편출’ 성격이 강하다.

소형은 Short 우위 뚜렷

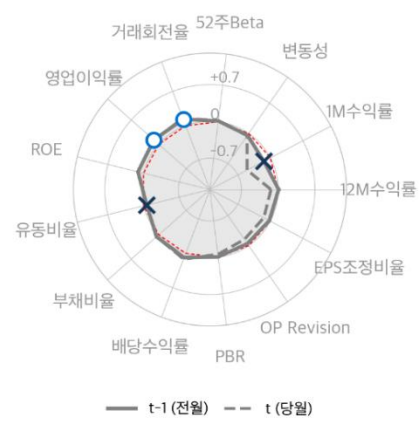
성과는 단기적으로는 일부 개선된 모습이 나타난다. 순매수 종목 후행 전략은 최근 구간에서 20일 이후 뚜렷한 초과수익을 기록하며, 특히 최근 1년 기준 성과가 크게 확대된다. 그러나 장기 평균으로 보면 5일은 유의한 음수, 중기 구간도 제한적인 양수에 그쳐, 최근 성과는 특정 구간의 반등이 평균을 끌어올린 결과에 가깝다. Short는 전 구간에서 일관되게 (+)를 유지하며, 매도 종목이 유니버스 대비 지속적으로 아웃퍼폼하는 구조가 대형·중형보다 더 뚜렷하게 나타난다.

그림 82. 연기금이 사는 중형주의 성격



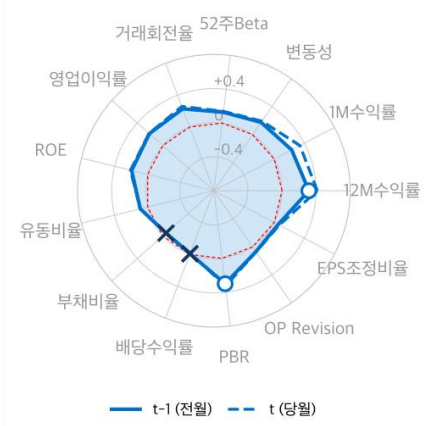
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 83. 연기금이 파는 중형주의 성격



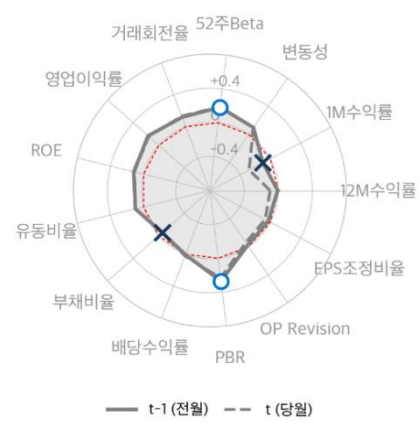
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 84. 연기금이 사는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 85. 연기금이 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 86. 증시구간, 투자기간별 중형주 연기금 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)
5일 (단기)	+6.7%	+0.7%	-2.0%	+2.2%	-6.1%
20일 (중기)	+1.9%	+0.2%	-3.6%	-0.1%	-2.7%
60일 (장기)	+1.0%	-0.9%	-5.9%	-1.3%	-3.1%
		*	***	***	**

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 87. 증시구간, 투자기간별 중형주 연기금 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+3.7%	+7.2%	+3.8%	+5.1%	+2.0%
	20일 (중기)	+1.4%	+8.6% **	+6.4%	+5.3% **	+0.7%
	60일 (장기)	+2.3%	+7.2% *	+8.6% ***	+5.7% ***	+18.6% **
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 88. 증시구간, 투자기간별 소형주 연기금 순매수 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-3.4%	-7.8% ***	+5.6%	-2.6% ***	+15.1%
	20일 (중기)	-2.2% *	-3.9% **	+12.0%	+0.7% *	+37.9%
	60일 (장기)	-2.1%	+0.2%	+10.5%	+1.8%	+24.3%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 소형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 89. 증시구간, 투자기간별 소형주 연기금 순매도 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+2.1%	+5.6% ***	+8.4%	+5.6% ***	+9.2%
	20일 (중기)	+3.5% *	+4.5% **	+8.9%	+5.2% *	+31.6%
	60일 (장기)	-0.4%	+1.1%	+4.5%	+1.3%	+20.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S=0), 소형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

금융투자 — 시기별 성격 변화, 최근 ETF LP, 설정, 환매 성격 강화

대형주 - 기간별 성격 차별화 심화. ETF 자금 유출입에 주목할 필요

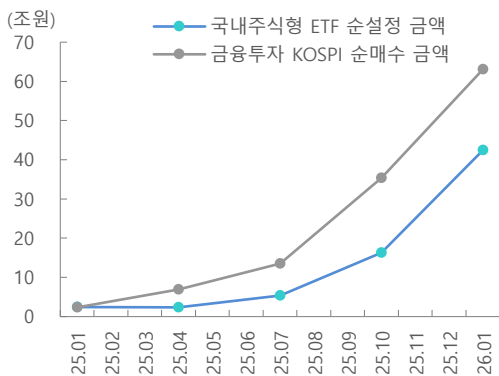
ETF 대응이 대부분 설명

금융투자 주체의 현물 순매수를 구성 요소별로 뜯어보면 실제로는 매우 단순한 그림이 나온다. 2025년 1월부터 2026년 3월까지 금융투자의 국내주식 순매수 61조원 중 70% 이상이 국내 주식형 ETF 설정 대응 바스켓 매수로 추정된다. 같은 기간 국내 주식형 ETF 순설정은 38.6조원, 금융투자의 국내 ETF 순매도는 53조원에 이른다 — 개인이 ETF를 매수하면 유동성공급자(LP) 역할을 맡은 금융투자가 그에 대응해 기초자산 바스켓을 매수하는 구조가 금융투자 현물 순매수의 대부분을 설명한다. 2025년 한 해 ETF 시장의 일평균 거래대금은 5.5조원으로 유가증권시장 전체 거래대금의 44%에 이르렀는데, 이 규모 자체가 금융투자 계정이 ETF 자금 흐름을 현물 단위에서 대응 집행하는 구조로 수렴한 이유를 설명한다.

기타 구성요소는 주변적

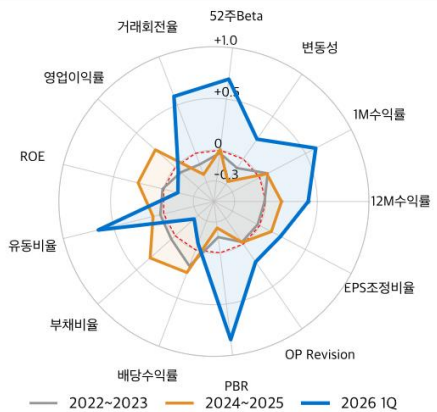
나머지 구성요소는 시장 전체 비중으로 보면 모두 주변적이다. 자사주 신탁 매입은 2025년 연간 20조원 규모로 연간 국내 주식 거래대금 대비 0.2~0.3% 수준의 시장 비중에 불과하다. 개별 종목 레벨에서는 특정 대형주 수급에 의미 있는 영향을 주지만, 금융투자 계정 거래의 전체 방향성을 움직이는 축은 아니다. ETN은 2025년 일평균 거래대금이 1,500억원 미만으로 전체 시장의 0.5%를 넘지 않는다. ELS·ELB 등 구조화상품 헤지는 잔액 기준(2025년 6월 87조원, 자체헤지 58조원)으로는 작지 않지만, 실제 헤지 포지션이 주식 현물보다 KOSPI200 선물·옵션·장외파생·백투백으로 분산돼 있어 현물주식 거래 비중 측면에서는 주변적이다. 자기자본 거래(prop)는 분명히 존재하지만 공개 통계상 분리가 어렵고, ETF LP 거래를 뺀 잔차로 역산하는 것은 위험하다.

그림 90. 국내 주식형 ETF 설정 및 금융투자 순매수



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 91. 시기별 순매수도 종목 성격이 다른 금융투자



주: 대형주 기준, 기간별 순매수 상위 종목과 순매도 상위 종목 간 성격 차이
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

금융투자 수급의 본체는 ETF

요약하면 최근 금융투자 현물 수급의 1순위 설명변수는 ETF 설정·환매 대응 LP 거래이고, 나머지는 모두 뒤에 따라온다. 이 구조는 한 가지 중요한 의미를 갖는다. 2025년 국내 ETF 시장 거래대금 비중에서 개인이 31%, 외국인이 22%로 개인이 최대 주체이며, 기관은 금융투자 제외하면 18.0%에 그친다. 개인과 외국인이 밸류업·저PBR ETF를 사면 금융투자가 저PBR 대형주를 사고, 개인, 외국인이 반도체·AI ETF를 사면 금융투자가 SK 하이닉스·삼성전자를 산다. 이 장에서 관찰되는 프로파일과 사후 수익률의 특성은 이 복제 관계로 대부분 해석된다.

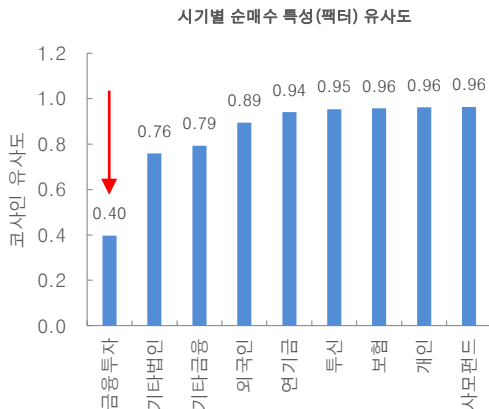
개인, 외국인 ETF 매수가 현물로 복제

대형주는 성격이 크게 변동

금융투자는 다른 기관 투자자 주체 및 기타법인과 구분되는 중요한 특징을 가진다. 그것은 특히 대형주에서 매수 종목의 성격이 시간에 따라 크게 바뀌고 있다는 점이다. 이는 금융투자 주체의 주요 거래 요인이 ETF LP 거래 중심으로 재편된 점, 국내 ETF 시장이 코스피200·섹터 ETF 등 대형주 중심으로 형성되어 있어 시기별 자금 유입 테마에 따라 기초 바스켓 종목이 크게 달라지는 점에서 기인하는 것으로 추정된다. 주요 주체들의 매수 종목 팩터 특성을 시기별로 비교해 보면, 연기금·투신·사모펀드·개인·외국인 등 대부분의 주체에서 2010~2015년과 2016~2021년 사이 매수 종목 성격이 거의 동일하게 유지된다. 금융투자도 중·소형에서는 이와 유사하게 안정적으로 유지되지만, 대형주에 한해서는 같은 두 시기 비교에서 매수 종목 성격이 거의 무관해질 정도로 크게 달라진다. 2022~2026년 내부에서도 2024년 저PBR·고배당 ETF 쏠림 시기의 매수 성격과 2026년 반도체·AI ETF 쏠림 시기의 매수 성격이 거의 정반대 방향으로 뒤집힌다. 따라서 금융투자 대형주 수급을 해석할 때는 장기 평균 프로파일을 단독으로 쓰기보다, 해당 시점에 개인 자금이 어느 테마 ETF로 유입되고 있는지를 함께 살피는 접근이 필요하다.

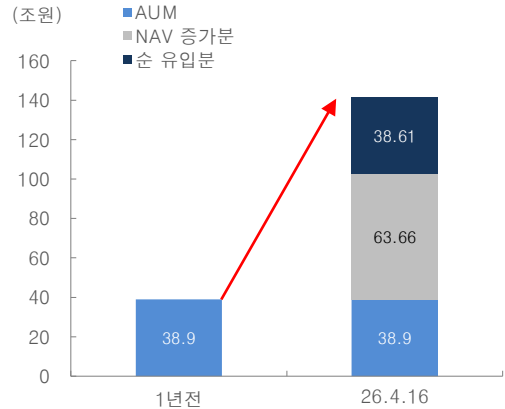
장기평균보다 유입 테마가 중요

그림 92. 시간에 따라 바뀌는 금융투자의 수급 성격



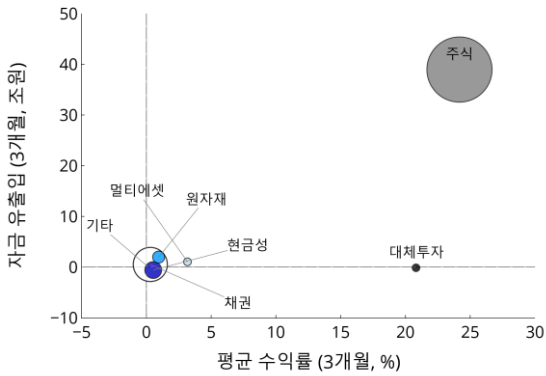
주: 대형주 기준 각 주체의 팩터 프로파일의 시기별 유사도
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 93. 국내 주식형 ETF AUM 도 급증



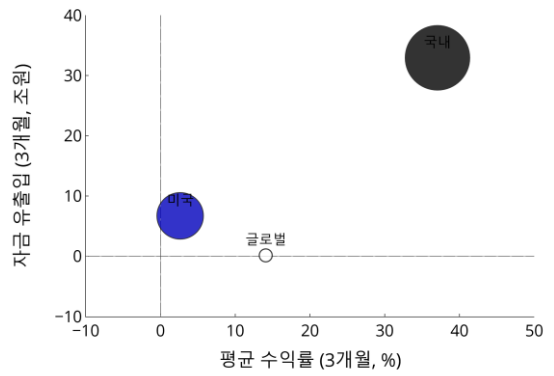
주: 국내상장 ETF 중 국내주식을 기초자산으로 하는 ETF AUM 합(26.4.17 기준)
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 94. 국내 ETF 자산군별 성과 및 순설정금액



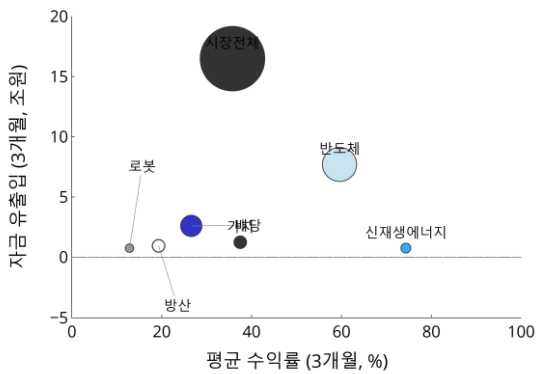
주: 2026.01~2026.04.13 국내증시 상장 ETF 성과 및 순설정금액 기준
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 95. 주식형 ETF 미국/국내 성과 및 유입금액



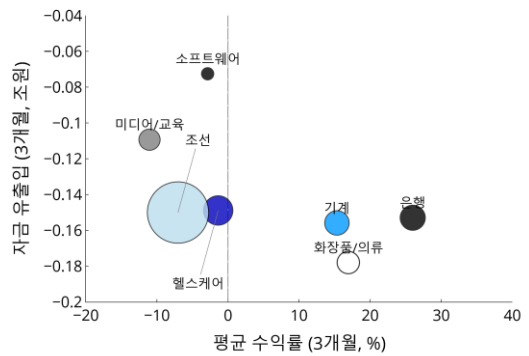
주: 2026.01~2026.04.13 국내증시 상장 ETF 성과 및 순설정금액 기준
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 96. 국내 주식형 ETF 순유입액 상위 테마



주: 2026.01~2026.04.13 ETF 성과 및 순설정금액 기준
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 97. 국내 주식형 ETF 순유입액 하위 테마



주: 2026.01~2026.04.13 ETF 성과 및 순설정금액 기준
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

**반도체 ETF
 유입이 사례**

ETF 영향력이 확대되면서 최근 금융투자 대형주 수급이 향하는 종목의 성격은 시기별로 크게 달라지고 있다. 이에 따라 대형주 내 순매수·순매도 상위 종목을 후행적으로 추종하는 전략의 성과도 일반적으로 안정적이지 않았다. 연기금처럼 비교적 고정된 자산배분 규율 아래 움직이는 주체와 달리, 금융투자 수급은 시장 환경 변화에 따라 유입되는 자금의 성격을 더 직접적으로 반영하는 흐름에 가깝다.

**지속 관심
 종목이 핵심**

실제로 2026년 이후 반도체 업종 ETF 수급을 보면, 시장에서 반도체 종목의 모멘텀이 먼저 형성된 뒤 관련 ETF로의 자금 유입이 한층 가속화되는 경향이 확인된다. 중간중간 부침은 있었지만 반도체 업종에 대한 시장 관심이 장기간 이어졌다는 점이 금융투자 순매수 종목의 사후 성과를 지지한 요인으로 판단된다. 6장에서 다시 살펴보겠지만, 시장의 관심이 지속되는 종목군을 선별하는 필터를 함께 사용할 경우 금융투자를 통한 자금의 지속적 유입은 사후 수익률을 높이는 요인으로 작용할 가능성이 있다.

그림 98. 증시구간, 투자기간별 대형주 금융투자 순매수 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-0.4%	+8.4% *	-11.2% **	+0.0%	-24.5%
	20일 (중기)	+4.2% *	+2.3%	-0.8%	+2.2%	-4.7%
	60일 (장기)	-2.5%	+2.3%	-0.7%	-0.2%	-2.9% **
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 99. 증시구간, 투자기간별 대형주 금융투자 순매도 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-2.5% **	+2.1%	+4.3%	+1.0%	+12.6%
	20일 (중기)	+0.5%	+1.3%	-1.2%	+0.4%	+4.3%
	60일 (장기)	-5.2% *	-0.6%	+3.1%	-1.5%	-8.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. 증시구간, 투자기간별 대형주 금융투자 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+7.8% **	-1.4%	-8.0%	+0.3%	-9.0%
	20일 (중기)	+1.2%	-1.6%	+5.8%	+1.3%	-3.6%
	60일 (장기)	+10.4% *	+0.4%	-1.9%	+3.6%	+9.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

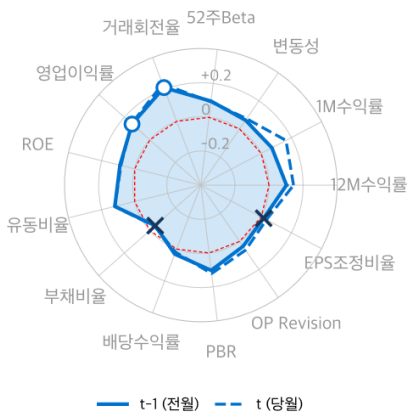
중소형주 - 기간별 특성은 유사, ETF 수급 영향 확대 추정

중소형은 프로파일
안정적
퀄리티, 모멘텀
매수성향

금융투자 주체가 중소형주에서 사고 파는 주체에 대한 프로파일은 비교적 기간별로 큰 폭으로 변화하지 않고 안정적인 특징을 가진다. 중, 소형주는 대부분 거래량이 높은 퀄리티, 모멘텀 주식을 매수하고 비교적 재무수익성에 퀄리티가 낮으면서 변동성, 연간 상승률이 높았던 주식들을 파는 특징이 있다.

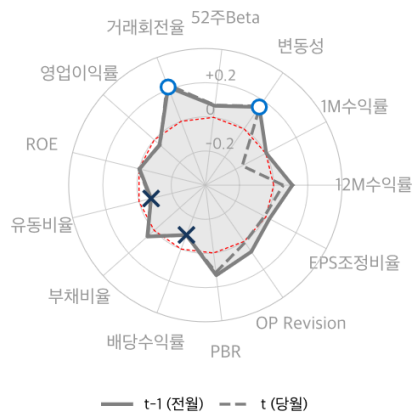
그러나 최근 3개월(2026.01.16~2026.04.16) 상, 하위 종목들을 살펴 보았을때, 상위에 성호전자, 원익IPS, DB하이텍 등 주요 반도체 기업들이 위치하고 있으며 하위에 휴젤, 파마리서치, 에스엠, JYP Ent등이 위치 하면서 중소형주 수급 역시 ETF 설정, 환매 흐름과 종목 간의 흐름이 일치하는 것을 확인 할 수 있었다. 금융투자의 수급이 사이즈에 관계 없이 ETF 설정, 환매에 영향을 받고 있는 것으로 추정된다.

그림 101. 금융투자가 사는 중형주의 성격



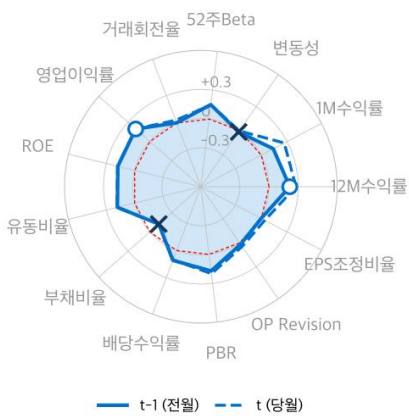
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 102. 금융투자가 파는 중형주의 성격



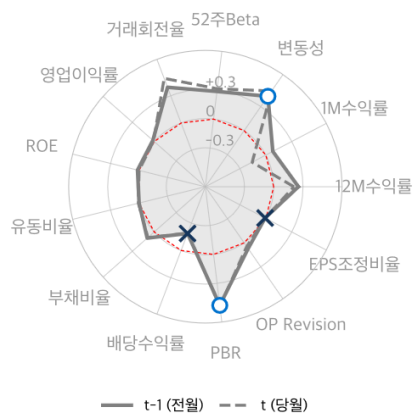
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 103. 금융투자가 사는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 104. 금융투자가 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 105. 증시구간, 투자기간별 중형주 금융투자 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+5.3% **	+0.7%	-3.7%	+1.3%	+3.5%
	20일 (중기)	+1.7%	-0.3%	+4.6%	+1.7%	+0.6%
	60일 (장기)	+5.2% *	-0.2%	+1.2%	+2.2%	+1.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 106. 증시구간, 투자기간별 중형주 금융투자 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-2.5% **	+2.1%	+4.3%	+1.0%	+12.6%
	20일 (중기)	+0.5%	+1.3%	-1.2%	+0.4%	+4.3%
	60일 (장기)	-5.2% *	-0.6%	+3.1%	-1.5%	-8.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 107. 증시구간, 투자기간별 중형주 금융투자 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+7.8% **	-1.4%	-8.0%	+0.3%	-9.0%
	20일 (중기)	+1.2%	-1.6%	+5.8%	+1.3%	-3.6%
	60일 (장기)	+10.4% *	+0.4%	-1.9%	+3.6%	+9.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 108. 증시구간, 투자기간별 소형주 금융투자 순매수 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+4.2%	-4.4%	-3.7% ***	-1.0% ***	-4.5% **
	20일 (중기)	+4.2%	-5.7%	+10.6%	+2.1%	+39.0%
	60일 (장기)	+0.7%	-0.8%	+1.0%	+0.2%	+9.6%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 109. 증시구간, 투자기간별 소형주 금융투자 순매도 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+5.1%	+2.3%	+11.6% ***	+5.7% ***	+22.6% **
	20일 (중기)	+3.7%	-1.4%	+7.1%	+2.6%	+23.6%
	60일 (장기)	-3.5%	-2.1%	+6.8%	-0.5%	+16.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 110. 증시구간, 투자기간별 소형주 금융투자 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-0.9%	-6.7%	-15.3% ***	-6.6% ***	-27.2% **
	20일 (중기)	+0.5%	-4.3%	+3.5%	-0.6%	+15.4%
	60일 (장기)	+4.1%	+1.3%	-5.8%	+0.7%	-6.9%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

투자신탁, 사모펀드 – 장기 순매도 주체, 갈라지는 두 성격

투신·사모는
순매도 주체

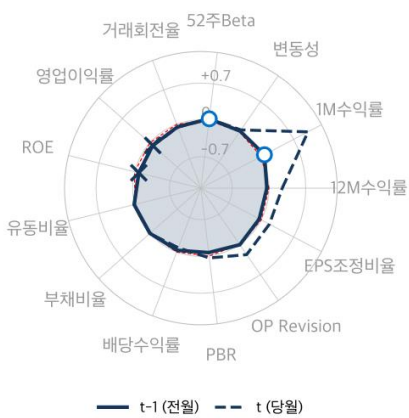
투자신탁과 사모펀드는 2010년 이후 꾸준한 순매도 주체다. 다만 두 주체의 순매도가 만 들어지는 동인은 시장 상황에 비추어 보면 뚜렷하게 다르다. 투자신탁은 액티브 공모펀 드 시장의 구조적 축소에 따른 환매가 매도 방향으로 누적되는 성격이 강하고, 사모펀드 는 대차를 활용한 공모도 포지션 운용이 일정 비중을 차지하면서 순매도가 쌓이는 쪽에 가깝다. 사모펀드가 연 5~7조 원대의 순매도를 기록하면서도 거래대금 비중은 5% 내외 로 꾸준히 유지한다는 점은 단순한 시장 이탈이 아닌 활발한 룡숯 운용을 시사한다.

투신은
모멘텀리비전
매수

투자신탁의 매수 쪽 성격은 여전히 뚜렷하다. 매수 종목의 매수 당월 1개월 수익률 L-S 가 대형 +1.07, 중형 +1.01, 소형 +0.72로 일관되게 크게 나타나며, 중형부터는 영업이익 의 추정치 변동 +0.24, EPS 조정비율 +0.18 등 이익 전망 상황이 더해진다. 단기 모멘텀 과 이익 추정치 상황이 함께 진행되는 종목을 매수하는 패턴이 유지되고 있다. 그러나 매도 쪽은 펀드 환매에 따른 기계적 축소의 성격이 강해, 매도 종목의 영업이익률·ROE· 거래회전율·변동성이 모두 (+) 쪽에 나타나며 ‘과거 편입된 수익성 높고 인기 있던 종목 이 환매 대응으로 축소되는’ 구조가 드러난다. 두 방향의 동력이 비대칭이라는 점은 사후 수익률에도 반영된다. 대형·중형 L-S가 최근 5년과 16년 평균 모두 음의 영역에 머무르 고, 매도 바스켓이 유니버스를 상회하는 패턴이 장기에 걸쳐 일관되게 나타난다.

환매 매도가
성과를 훼손

그림 111. 투자신탁이 사고파는 종목 성격 차이



주: 중형주 L(순매수 상위)-S(순매도 상위) 종목들 성격 차이 기준. 부록 참조
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 112. 사모펀드가 사고파는 종목 성격 차이



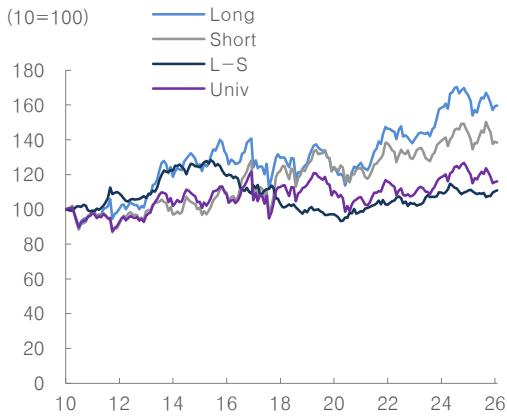
주: 중형주 L(순매수 상위)-S(순매도 상위) 종목들 성격 차이 기준. 부록 참조
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

사모펀드는 과열
성장주 매도
매수는 덜 극단적
성장주

롱숏 혼합
성격이 뚜렷
중소형에서
시그널

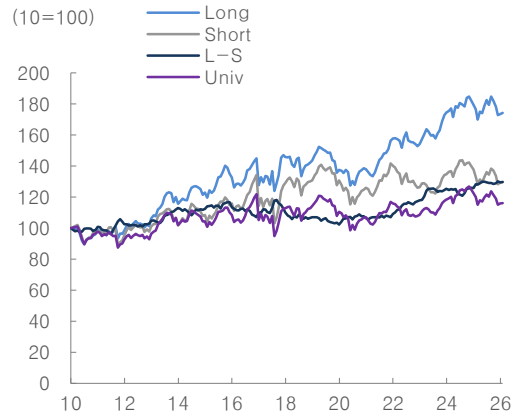
사모펀드는 투자신탁과는 구조가 다르다. 순매도 상위 종목의 절대 프로파일이 고평가·고변동성·고거래회전·고베타 쪽으로 쏠려 있어, 매도가 과열된 성장 테마 종목에 집중되는 성격이 강하다. 반면 순매수 상위는 성장·모멘텀 범주 안에서 상대적으로 덜 극단적인 종목에 분포하며, 특히 소형에서는 ROE +0.24, 영업이익률 +0.25, 12M 수익률 +0.50으로 수익성과 중기 모멘텀이 동시에 높은 우량 성장 소형주에 수렴한다. 순매수·순매도 양쪽 모두 타 주체 대비 절대 밸류에이션과 거래회전율이 높은 편이라는 점에서, 대차 기반 롱숏 양방향 운용 속에서 ‘신규 가치 선별 매수 + 공매도 숏커버링’의 혼합 성격이 드러난다. 사후 성과 면에서도 사모펀드는 다른 축소 주체들과 구분된다. 최근 5년 기준 중형 L-S는 5일 +2.9%, 소형 L-S는 20일 +9.7%, 60일 +1.9%로 중·소형의 중·장기 보유에서 양의 초과수익이 유지되고, 16년 장기 평균에서도 중형 5일 +5.1%, 20일 +3.1%로 유의한 플러스가 남는다. 단순한 축소 주체로 분류하기에는 중·소형에서의 판단적 선별 성격이 시그널로서의 가치를 유지하고 있다.

그림 113. 투자신탁 순매수, 순매도 시그널 거래 성과



주: 중형주 L(순매수 상위 50종목), S(순매도 상위 50종목), 기간별 성과 부록 참조
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 114. 사모펀드 순매수, 순매도 시그널 거래 성과



주: 중형주 L(순매수 상위 50종목), S(순매도 상위 50종목), 기간별 성과 부록 참조
자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

은행, 보험, 기타금융 – 구조적 주식거래 비중 축소 추세

비중도 축소, 뚜렷한 시그널도 부재

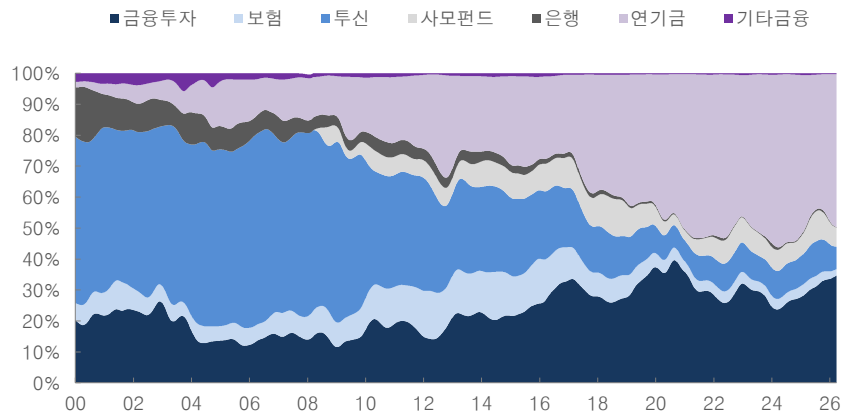
세 주체 모두
구조적 순매도

보험·은행·기타금융 세 주체를 함께 놓고 보면 다음과 같은 공통점이 있다. 첫째, 모두 최근 수년간 구조적 순매도 주체이며 매도의 상당 부분이 규제·건전성 조정에 따른 기계적 집행이다. 둘째, 매수 쪽에서도 뚜렷한 독립 신호를 제공하지 않는다 — 보험은 투신과 유사한 1M 모멘텀 추종이고, 은행은 거의 중립, 기타금융만 소형에서 약한 가치 매수 성격을 보인다. 셋째, 거래대금 규모가 연기금·금융투자자에 비해 매우 작고 기타법인과 같이 유의미한 시그널이 도출되지 않는다.

독립 시그널은
대체로 약함

이 세 주체의 순매수 정보는 별도 신호로 쓰기보다, "전체 기관 순매수"를 분해할 때 변동성을 더하는 노이즈로 처리하거나 참조로 남겨두는 편이 낫다는 판단이다. 연기금·금융투자자·사모펀드·투신 네 주체가 기관 수급의 실질적 신호를 만든다는 이 장의 결론은 이 세 주체를 제외하고 정리된다.

그림 115. 기관 세부 주체 거래대금 비중 추이



주: 국가/지자체는 2018.12 이후 연기금 외로 포함되어 연기금에 포함하여 산정
자료: 대신증권 Research Center

기관 종합 – 일급 주체의 대표적 특징과 시사점

기관 신호는 두 층으로 구분
 일급 기관 주체를 신호 가치에 따라 두 층으로 나눠 정리하면 다음과 같다. 핵심 네 주체(연기금·금융투자·사모펀드·투신)는 기관 거래대금의 대부분을 차지하면서 성격적으로도 서로 분리 가능한 신호를 만들고, 나머지 세 주체(보험·은행·기타금융)는 규제·건전성 축소로 거래 활용에서의 가치가 제한적이다.

연기금·금융투자는 구조적 한계
 이 장을 시작하면서 던진 질문 – "연기금·금융투자는 기관 거래의 60% 이상을 차지하는데, 그들의 순매수 상위 종목을 따라 사는 전략은 왜 유효하지 않은가" – 에 대한 답이 이 매트릭스에서 드러난다. 두 주체가 만드는 수급은 규모는 크지만 각각 다른 기계적 구조(연기금의 자산배분 리밸런싱, 금융투자의 ETF LP 대응)에 따라 움직이며, 매수 시점에 이미 가격이 밀어 올려져 있거나 개인 ETF 자금의 타이밍 후행 성격을 그대로 반영한다. 따라서 단독으로는 구조적 언더퍼폼을 내포하는 수급이다.

사모·투신은 보조적 가치
 사모펀드는 규모는 작지만 가치 기반 종목 선택의 판단적 성격이 남아 있고, 투신은 모멘텀 쪽에서 제한적이지만 일정한 성격을 유지한다. 그러나 사모·투신 단독 역시 충분하지 않다. 주변 세 주체는 규모 축소와 약한 편향으로 별도 거래 전략으로 다루기 어렵다.

활용 전략은 다음 장에서
 이 장에서 확인된 주체별 성격 매트릭스는 실전 활용의 출발점이 된다. 단독으로는 부족한 기관 수급이 팩터 필터·수급 지속성·수급 일치도의 세 가지 관점을 거치면서 어떻게 유효한 신호로 재구성되는지, 어떤 주체·시총·보유기간의 조합이 안정적 초과수익을 만드는지가 다음 장의 주제다. VI장에서는 이 장의 매트릭스를 바탕으로 구체적 활용 전략을 제시한다.

표 3. 기관 주요 4가지 주체의 성격

주체	거래 성격	시간 안정성	매수 프로파일	사후 Long-Univ
연기금	자산배분/종목선택	매우 안정	평균적 종목 매수 → 매수 당월 1M+1.0	대형·중형(-)/소형(+)
금융투자	ETF 설정이 주요 요인	연도별 급격한 전환	ETF 테마의 기초자산 바스켓	전 시총(-)
사모펀드	과열 종목 숏 두드러짐	일관	수익성 매수 + 과열종목 매도	중·소형(+)
투신	환매 + 모멘텀 매수	일관 (가격, 어닝 모멘텀)	1M 모멘텀 + 이익리비전	대형·중형(-), 소형 장기(+)

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 4. 기관 내 축소 및 뚜렷한 영향 없는 3가지 주체

주체	거래 성격	특징
보험	건전성 조정 + 투신 유사 매수	1M 모멘텀 중심, 5일 약한 (+) / 장기 (-)
은행	규제 기반 축소	뚜렷한 편향 없음, signal 사실상 없음
기타금융	축소	소형에서만 약한 가치 매수 성격

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

V. 수급시그널 활용 투자전략

V. 수급시그널 활용 투자전략

팩터 필터, 수급 교집합, 수급 지속성 세가지 축에서의 활용법 제시

단독 추종의
구조적 한계

앞선 분석에서 확인한 바와 같이, 투자주체별 순매수 시그널을 후행적으로 추종하는 방식만으로는 기타법인을 제외하면 안정적인 초과수익을 기대하기 어려웠다. 외국인인 추세가 강한 구간에서만 제한적으로 유효했고, 개인은 급락 이후의 단기 반등 국면에서만 일부 작동했으며, 연기금·금융투자·투신 등 기관 주체의 단독 순매수 역시 장기 평균에서는 뚜렷한 우위를 보여주지 못했다. 이는 수급 데이터가 본질적으로 하나의 일관된 투자 판단이 아니라, 자산배분 리밸런싱, ETF LP 대응, 공모펀드 환매, 대차를 활용한 롱숏 운용 등 서로 다른 목적과 전략을 가진 거래를 하나의 주체 라벨 아래 합산한 결과이기 때문이다. 따라서 각 주체가 매수·매도하는 종목의 평균적 성격과 거시적 거래 동인은 분명히 드러나지만, 이를 따라가는 것만으로 유효한 종목 선별 신호를 얻기는 쉽지 않았다.

재구성이
더 유효한 접근

다만 수급이 전혀 무의미한 것은 아니다. 오히려 각 주체의 매수·매도 종목 특성과 거래 동인을 식별한 이후에는, 섞여 있는 수급을 그대로 추종하기보다 특정 조건 아래에서 재구성하는 방식이 더 유효한 접근이 된다. 본문에서는 이러한 관점에서 실전 종목 선별에 활용할 수 있는 세 가지 접근을 제시한다.

팩터 결합이
첫 번째 축

첫째는 팩터 필터와의 결합이다. 수급 방향에 어닝 모멘텀, 퀄리티, 밸류와 같은 팩터 필터를 함께 적용하면, 혼재된 거래 가운데 상대적으로 정보성이 높은 구간만 선별할 수 있다. 실제로 전수 점검 결과 이익 추정치 상향과 리비전은 가장 보편적으로 유효했고, 퀄리티와 밸류는 주체별 거래 성격에 따라 선택적으로 작동했다. 즉 수급 자체보다 '어떤 팩터를 동반한 수급인가'가 성과를 가르는 핵심 변수에 가깝다.

교집합은 주체 조합이
핵심

두번째는 수급 교집합이다. 복수의 투자주체가 동시에 매수하는 종목은 단순히 수급 강도가 높다는 의미를 넘어, 서로 다른 판단 체계가 같은 종목에 수렴했다는 점에서 추가적인 정보성을 가질 수 있다. 다만 모든 교집합이 유효한 것은 아니다. 기타법인이나 사모펀드처럼 판단적 선별 성격이 남아 있는 주체들 사이의 교집합은 신호를 강화하는 경우가 많았지만, 외국인이나 연기금처럼 규모 주도 성격이 강한 주체들 사이의 교집합은 추가 수급 여력의 공백을 만들면서 오히려 성과가 약화되는 경우도 적지 않았다. 결국 교집합의 유효성은 '누가 함께 사고 있는가'에 의해 결정된다.

지속성은
시간축의 필터

세번째는 수급 지속성이다. 일회성 순매수와 구조적인 자금 유입을 구분하기 위해 시간 축을 함께 고려하는 접근이다. 이 방식은 특히 금융투자에서 가장 뚜렷하게 작동한다. 여러 주에 걸쳐 누적 순매수가 이어지는 종목은 ETF 자금 유입이나 시장 내 테마 집중이 지속되고 있음을 시사하며, 이는 후행적이더라도 시장의 관심이 장기간 유지되는 우량주를 선별하는 데 유효한 단서가 될 수 있다. 반면 다른 주체들에서는 지속적으로 순매수 유입되는 종목의 사후 수익률이 낮아지는 모습을 보였다. 이러한 현상은 주체별 자금흐름의 성격을 통해 추정해볼 수 있는데 금융투자의 경우 외부적으로 유입되는 자금을 통한 설정이 지속적으로 이루어 질 수 있는 환경이지만 외국인, 연기금 등은 주어진 한도 내에서 추가적인 매수 동력이 상실되는 과정으로 이해할 수 있다.

팩터 필터 – 이익 리비전과 연기금 수급 궁합 최상

이익 추정치 상향
종목 중
연기금 순매도 종목
결합시
성과 상승

국내 증시에서 기계적으로 추적했을 때 가장 일관된 성과를 보여주는 팩터는 애널리스트의 이익 추정치 변화를 반영하는 이익 리비전 팩터다. 이 팩터에 수급 정보를 결합하면 직관과는 다소 다른 결과가 나타난다. 연기금 순매도 상위 종목 가운데 이익 추정치가 상향되는 종목군이 가장 높은 수익률을 기록한 것이다. 이는 자산배분 리밸런싱 말미의 기계적 매도가 펀더멘털이 개선되는 종목을 일시적으로 눌러놓는 구간을 이익 리비전 필터가 효과적으로 포착한 결과로 추정한다. 전반적으로 팩터와의 결합에서 유효하게 작동한 수급 방향은 연기금 순매도, 금융투자 순매수, 기타법인 순매수, 외국인 순매수의 네 가지로 압축된다. 이익 리비전 외에 모멘텀, 벨류, 퀄리티, 배당 범주와의 결합 결과는 부록에 별도로 정리하였다.

분석은 매수(Long) 관점을 중심으로 수행하였다. 수급과 팩터를 결합해 선별한 종목을 동일비중으로 매수한 뒤 다음 리밸런스 시점까지 보유하는 단일 방향 포트폴리오를 구성하고, 동일 유니버스의 동일비중 벤치마크와 팩터 단독 포트폴리오를 기준으로 설정해 결합이 만들어내는 증분 효과를 측정하였다.

팩터 필터 계산 방법론 (Factor Top 50 \cap Flow Top 50)

- 기간: 2010-01 ~ 2026-03
- 기본 유니버스: 시총 Top 300 (대형 1~100 + 중형 상위 101~300)
- 리밸런스: 월간 (월말 signal, 다음 거래일 entry, 다음 signal까지 보유)
- Step 1 — 팩터 Top 50: 유니버스 300 전체에서 Z-score 상위 50종목 집합
- Step 2 — Flow Top 50: 리밸런스 직전 20거래일 누적 순매수 금액 기준, 해당 주체의 방향 상위 50종목 집합
- Step 3 — 교집합 EW: 두 Top 50 집합의 교집합을 동일비중(EW)으로 매수. 평균 종목 수 $n \approx 8 \sim 13$
- 수익률: 일간 포트폴리오 수익률

팩터 패널: 월말 기준 스냅샷 저장. 월간 리밸런싱이므로 매월 말 팩터 값을 사용.
수급 주체의 방향: 순매수 상위(Positive), 순매도 상위(Contrarian)

**연기금 순매도는
핵심 축**

연기금 순매도가 이익 리비전의 지배적 축이다. 6팩터 전부에서 단독보다 Sharpe가 올라가며, 개선 폭이 +0.08 (FY1 EPS 1M) ~ +0.31 (12MF OP 1M) 범위. 6팩터 중 5개에서 결합 Sharpe가 가장 높고, 특히 차년도 영업이익 추정치 1M 변화율 × 연기금 순매도 조합은 샤프비율 1.12·CAGR 29.2%로 본 장 전체 최고값이다.

**연기금 순매수는
구조적으로 약함**

반대로 연기금 순매수 방향은 모든 팩터에서 약하다. 동일 방식으로 연기금이 매수 중인 종목에 이익 리비전 팩터를 얹으면 Sharpe 0.34~0.56에 그치며, 순매도 방향 대비 -0.42~-0.62 열세. 원인은 두 겹이다.

- ① 연기금 단독 순매수 상위 바스켓은 대형주 20일 기준 초과수익률 -5.1%·Sharpe -0.52로 구조적으로 약하다 (V장 참고). 자산배분 리밸런싱으로 연기금이 매수하는 종목은 매수 당월 이미 +1.0% 모멘텀이 선반영된 상태라 추가 상승 여력이 제한된다.
- ② 이익 리비전과 결합해도 "이익도 상향되고 연기금도 매수" 교집합은 이미 시장이 먼저 반영한 고평가 구간에 가깝다. 반대로 "이익 리비전 상향 × 연기금 매도"는 리밸런싱 매도 잔여로 일시 저평가된 종목의 반등을 포착하는 구조여서, 같은 팩터에서 방향만 뒤집으면 Sharpe 격차가 최대 0.62까지 벌어진다. 본 장 전체에서 연기금은 순매도 방향 전용 축으로 고정한다.

외국인 순매수는 6팩터 중 5개에서 팩터 단독을 상회한다. 특히 12MF OP 변화율 × 외국인 순매수 조합 Sharpe 1.10은 연기금 순매도 조합과 대등한 최상위. 기타법인 순매수는 12MF EPS 1M 등에서 +0.05~+0.07 개선을 만들며 Sharpe 0.80~0.99 대역에 고르게 분포한다.

**금융투자
리비전 결합 약함**

금융투자 순매수는 이익 리비전 결합에서는 상대적으로 약하다. 6팩터 중 1개만 단독을 상회하고 나머지는 -0.05~-0.30 하락. 금융투자 순매수는 ETF LP 대응으로 종목군이 분산되어 팩터 상위와 교집합이 작거나 희석되기 때문이다.

표 5. 이익 리비전 팩터와 수급 데이터 결합시 성과

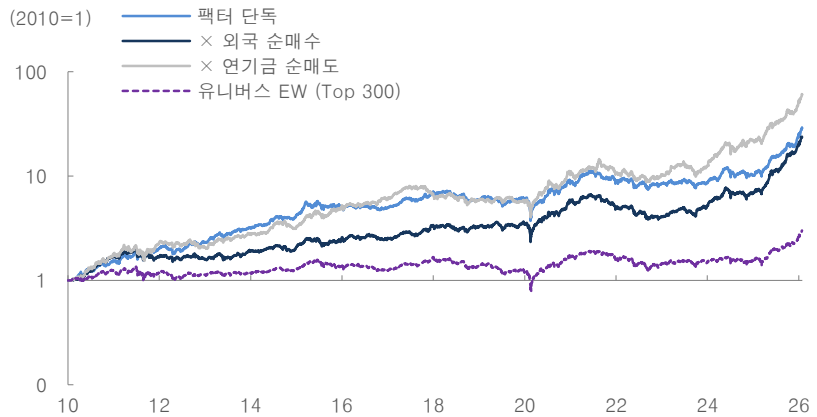
(샤프비율/CAGR)

팩터	팩터 단독	× 금융투자 순매수	× 외국인 순매수	× 연기금 순매도	× 기타법인 순매수
FY1 EPS 변화율 1M	0.92 / 20.7%	0.62 / 14.6%	0.81 / 18.2%	1.00 / 24.9%	0.81 / 19.4%
12MF EPS 변화율 1M	0.86 / 20.1%	0.73 / 18.2%	0.96 / 23.7%	0.92 / 24.2%	0.99 / 25.9%
FY1 EPS 변화율 3M	0.66 / 15.0%	0.68 / 16.8%	0.79 / 18.4%	0.83 / 20.4%	0.75 / 18.2%
FY1 OP 변화율 1M	0.82 / 18.2%	0.65 / 15.3%	0.97 / 22.2%	1.02 / 26.2%	0.80 / 19.4%
12MF OP 변화율 1M	0.74 / 17.1%	0.72 / 18.0%	1.10 / 27.4%	1.05 / 29.2%	0.79 / 20.3%
FY2 OP 변화율 1M	1.02 / 23.4%	0.97 / 24.0%	0.96 / 21.9%	1.12 / 29.2%	0.94 / 23.5%

주: 가장 높은 샤프비율을 기록한 수급 결합 주체에 음영 처리. 열 주체 앞 x 표시는 팩터와의 결합표시

자료: 대신증권 Research Center

그림 116. 차년도 영업이익 1개월 변동(FY2 OP 변화율 1M) 팩터의 수급 결합 성과



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

**연기금 순매도는
범용 필터**

이익 리비전뿐 아니라 다른 팩터 범주에서도 수급 필터의 효과는 분명하게 나타난다. 전반적으로 연기금 순매도 필터는 배당 관련 팩터를 제외한 대부분의 영역에서 팩터 단독 대비 우수한 결합 성과를 보였다. 특히 변동성($\Delta+0.34$), 퀄리티($\Delta+0.40$), 밸류($\Delta+0.11$)에서 개선 폭이 뚜렷해, 연기금의 매도는 단순 부정적 신호라기보다 리밸런싱 과정에서 발생한 비가격적 매도 압력을 반영할 가능성을 시사한다. 반면 배당 팩터에서는 연기금 순매도 결합 성과가 오히려 저하되어, 동일한 수급 방향이라도 팩터 성격에 따라 해석이 달라질 필요가 있음을 보여준다.

**금융투자
퀄리티 결합 주목**

주목할 부분은 금융투자 순매수와 퀄리티 팩터의 결합이다. 금융투자 순매수 필터는 퀄리티에서 가장 큰 개선 폭($\Delta+0.42$)을 기록했는데, 이는 수익성과 재무건전성이 우수한 종목으로 수급 유입이 시작될 경우 해당 흐름이 중기적인 모멘텀으로 이어질 가능성을 시사한다. 기타법인 순매수 역시 밸류($\Delta+0.37$), 퀄리티($\Delta+0.27$), 배당($\Delta+0.08$)에서 개선 효과가 확인되었는데, 이는 기타법인의 매수 동인이 자사주 취득이나 저평가 판단과 연결된다는 앞선 해석과도 부합한다. 투자신탁은 단독 시그널로서의 활용도는 제한적이었지만, 모멘텀($\Delta+0.10$), 배당($\Delta+0.16$), 밸류($\Delta+0.30$)와 결합할 때는 팩터 강화 효과가 상대적으로 뚜렷하게 나타났다. 팩터별 수급 필터의 세부 결과는 부록 B에 첨부하였다.

기타법인투신도 유효

표 6. 팩터 범주별 수급 필터 효과

(단위: 샤프비율/팩터 단독 대비 변화분)

범주	팩터 단독	외국인 순매수	연기금 순매도	금융투자 순매수	투신 순매수	기타법인 순매수
이익리비전	0.99	0.99 ($\Delta 0.00$)	1.05 ($\Delta +0.06$)	0.83 ($\Delta -0.16$)	0.87 ($\Delta -0.12$)	0.90 ($\Delta -0.09$)
변동성	0.45	0.57 ($\Delta +0.12$)	0.79 ($\Delta +0.34$)	0.47 ($\Delta +0.02$)	0.53 ($\Delta +0.08$)	0.52 ($\Delta +0.07$)
모멘텀	0.67	0.69 ($\Delta +0.02$)	0.72 ($\Delta +0.05$)	0.59 ($\Delta -0.08$)	0.77 ($\Delta +0.10$)	0.73 ($\Delta +0.06$)
배당	0.61	0.28 ($\Delta -0.33$)	0.40 ($\Delta -0.21$)	0.61 ($\Delta 0.00$)	0.77 ($\Delta +0.16$)	0.69 ($\Delta +0.08$)
퀄리티	0.24	0.47 ($\Delta +0.23$)	0.64 ($\Delta +0.40$)	0.66 ($\Delta +0.42$)	0.34 ($\Delta +0.10$)	0.51 ($\Delta +0.27$)
밸류	0.41	0.56 ($\Delta +0.15$)	0.52 ($\Delta +0.11$)	0.58 ($\Delta +0.17$)	0.71 ($\Delta +0.30$)	0.78 ($\Delta +0.37$)

주: 범주별 팩터x수급 결합 전략의 상위 5개 전략의 샤프비율 평균
자료: 대신증권 Research Center

수급 교집합 - 기타법인과 사모펀드 동시 순매수 종목에 주목

여러주체가 같은 종목
일치된 수급 보일 때
강화될 가능성

팩터 필터가 "수급 방향에 팩터 축을 엮는" 접근이라면, 본 절의 교집합은 "수급 방향에 또 다른 주체의 수급 방향을 엮는" 접근이다. 복수의 투자주체가 동시에 매수하는 종목은 단순히 수급 강도가 높다는 의미를 넘어, 서로 다른 판단 체계가 같은 종목에 수렴했다는 점에서 추가적인 정보성을 가질 수 있다. 다만 모든 교집합이 유효한 것은 아니며, "누가 함께 사고 있는가"가 유효성을 가른다.

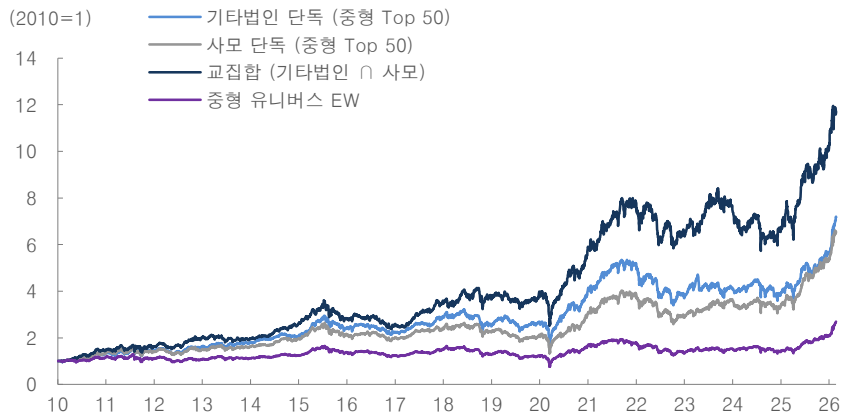
기타법인-사모펀드, 외국인-연기금, 외국인-투신, 외국인-기타법인, 연기금-금융투자 - 을 시총(대·중·소형) × 보유기간(5·20·60일) 9개 구간에서 전수 검증한 결과, 본 절의 핵심 발견은 단 한 조합 - 기타법인 × 사모펀드 × 중형 × 5일로 좁혀진다. 이 조합은 §2의 이익 리비전 × 연기금 순매도 계열과 나란히 본 장 포트폴리오의 최상위 조합을 구성한다. 나머지 교집합 유형은 약화·희석 패턴을 보이며 실전에서 오히려 피해야 할 조합으로 정리된다.

계산 방식 - 두 주체 순매수 바스켓의 교집합

- 유니버스: 시총 상위 800종목, 시총 버킷으로 분할 (대형 상위 100 / 중형 101~300 / 소형 301~800)
- 리밸런스 주기: 5일·20일·60일
- Step 1: 각 주체의 리밸런스 기간 누적 순매수 금액 상위 Top N 바스켓 (대형 N=20, 중형 N=50, 소형 N=100)
- Step 2: 두 주체 바스켓에 동시에 포함된 종목만 남김 (평균 종목 수 3~15개)
- Step 3: 교집합 종목 동일비중(EW) 매수, 다음 리밸런스까지 보유. 팩터 필터는 없지 않음

앞선 "팩터 상위 50 ∩ 수급 상위 50"과 다른 스킴이다. 여기서 "Top N"은 팩터 점수가 아니라 순매수 금액 기준 단일 축이며, 팩터는 사용하지 않고 두 주체의 수급 방향만 교차시킨다.

그림 117. 중형주 사모펀드와 기타법인 교집합에서 시너지



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

수급의 교집합
효과는 기타법인과
사모펀드 동시 순매수
에서 극대화

사모펀드와 기타법인이 동시 순매수한 종목의 사후 수익률이 좋다

기타법인과 사모펀드는 규모 자체는 크지 않지만, 앞선 분석에서 확인했듯 여전히 판단 적 종목 선별의 성격이 남아 있는 주체들이다. 따라서 두 주체가 동일 종목을 동시에 순매수하는 구간은 서로 다른 판단 체계가 같은 종목에 수렴하는, 일종의 이중 검증 신호로 해석할 수 있다. 이러한 해석이 성과 측면에서 가장 뚜렷하게 확인되는 구간이 중형 주 5일 보유 전략이다.

수치 간 차이는 계산 방식의 차이에서 비롯된다. 하나는 전 기간을 통합한 단일 Sharpe이며, 다른 하나는 네 개 하위 구간별 Sharpe의 평균으로, 최근 구간에서의 성과 가속이 상대적으로 더 반영된다. 다만 어떤 기준으로 보더라도 기타법인·사모펀드 교집합 전략은 각 주체의 단독 신호 대비 성과가 강화된 것으로 나타난다.

표 7. 수급 교집합 성과 표

전략	CAGR(%)	Sharpe	Sortino	MDD	연간변동성(%)
기타법인 단독 (중형 Top 50)	13.04	0.63	0.79	-0.49	20
사모 단독 (중형 Top 50)	12.41	0.60	0.77	-0.49	20
교집합 (기타법인 ∩ 사모)	16.56	0.72	0.98	-0.39	22
중형 유니버스 EW	6.37	0.33	0.40	-0.54	19

자료: 대신증권 Research Center

외국인과 연기금이
동시 매수한 종목은
상승 모멘텀 약화
되는 것으로 추정

대조군: 거래대금을 주도하는 주체간 합의는 상승 동력을 떨어 뜨린다

핵심 발견의 반대편에 놓이는 유형이 규모 주도 주체끼리의 교집합이다. 외국인·연기금은 둘 다 거래대금 규모가 크고 자산배분 리밸런싱 중심의 기계적 성격이 강하다. 두 주체가 동시에 순매수하는 구간은 "모두가 동의한 종목 = 이미 가격에 반영된 종목"에 가깝고, 성과 역시 그렇게 나타난다. 9개 구간 중 어느 하나도 교집합 Sharpe가 양수에 안정적으로 안착하지 못한다. 대형 5일 교집합 Sharpe -0.60은 오히려 두 주체 단독 (-0.52·-0.53)보다도 더 나쁜 값으로, 이중 검증이 아니라 이중 후행성이 겹친 결과로 해석된다. 전략 구성에서 외국인 × 연기금 둘 다 매수 방향 교집합은 명시적 배제 대상이다. 수급에서 찬집/빈집 등에 대한 현상이 이를 바탕으로 나타나는 것으로 추정되며 다음 수급 지속성 파트에서 해당 논의를 지속한다.

표 8. 외국인 순매수와 연기금 순매수가 겹치는 종목은 이후 성과도 좋지 않다

(단위: 샤프비율)

구간	외국인 단독	연기금 단독	교집합
대형 5D	-0.52	-0.53	-0.60
대형 20D	-0.03	-0.81	-0.40
중형 5D	-0.43	-0.21	-0.19
소형 5D	-0.35	0.13	-0.04

자료: 대신증권 Research Center

수급 지속성 - 금융투자에만 선택적으로 작동하는 렌즈

금융투자를 제외한
주체들의 순매수가
지속되는 경우
수급 포화 가능성

지속성 렌즈는 "주간 순매수 상위에 몇 주 연속 머무는가"를 기준으로 일회성 매수와 구조적 자금 유입을 시간 축에서 분리한다. 주체별로 1주·2주·4주 연속 상위 바스켓을 구성해 5일 보유 L 바스켓의 초과수익과 Sharpe를 계산했다. 분석 대상은 대형주 구간 5개 주체(기타법인·외국인·연기금·금융투자·투신)로 제한되며, 결과는 단일 주체에 집중된다. 금융투자만이 지속 주수가 늘어날수록 초과수익이 강화되는 유일한 주체다. 나머지 주체들은 지속성이 역효과를 내거나 무의미하다.

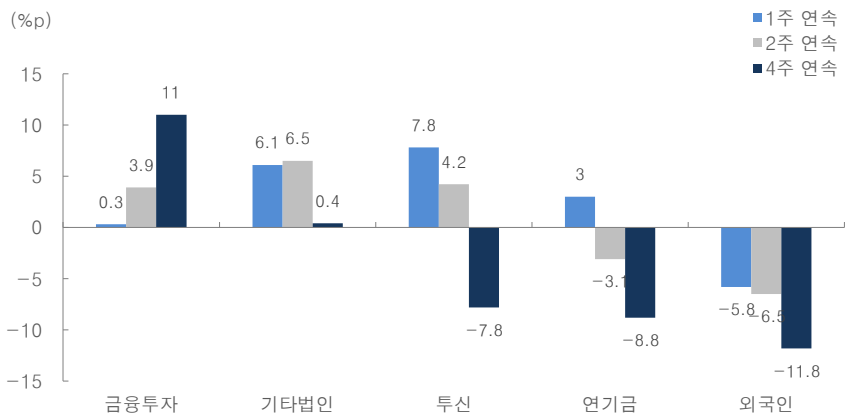
지속성 계산

- 유니버스: 대형 (시총 rank 1~100)
- 리밸런싱: 주간(5일 보유), 집계(지난 20일 순매수 상위 종목)
- Step 1 — 매주 순매수 상위 Top 20: 매 주간 리밸런스마다 해당 주체의 순매수 금액 Top 20 바스켓을 갱신
- Step 2 — N주 연속 유지 필터: 최근 N주(1/2/4)의 Top 20 바스켓에 모두 포함된 종목만 남김. 즉 Top 20 바스켓의 시간 축 누적 교집합
- Step 3 — 포지션: 남은 종목 EW, 다음 주까지 보유. 팩터 필터 없음

N=1이면 단순히 해당 주 Top 20과 동일하고, N=4면 4주 모두 Top 20에 남아 있던 종목만 남는다. 자연스럽게 종목 수가 줄어들어 N=4에서는 5~10개 수준.

수급이 지속되는지 여부에 대해 사후 시장대비 초과수익률 패턴이 주체별로 크게 갈린다. 금융투자는 1주 단발성 매수에서 성과가 좋지 않지만, 4주까지 연속 누적되면 +11.0%p 초과수익으로 반전된다. 금융투자의 장기간 순매수가 지속된 종목이 그 이후 성과가 시장대비 좋다는 뜻이다. 기타법인과 투신은 정반대 방향으로, 1주 단발성이 가장 강하고 4주로 가면서 약화 또는 역전(기타법인 +0.4%p, 투신 -7.8%p)된다. 연기금·외국인은 모든 지속 주수에서 음수 영역에 머물며, 특히 외국인은 4주 연속 순매수 상위가 대형주에서 -11.8%p로 가장 큰 음수를 기록한다.

그림 118. 주체별 순매수 상위 유지 종목의 사후 시장대비 초과 수익률



자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

**금융투자의
수급 이후 상승의
동력은 ETF로의
자금 유입으로 추정**

V장에서 확인된 것처럼 금융투자 거래의 대부분이 ETF LP 대응이며, 주된 동력은 ETF 설정·환매에 따른 기초자산 단위 수급이다. 1주 단발성 순매수 상위는 일시적 ETF 자금 유출입의 노이즈가 섞여 있어 성과가 낮다. 그러나 같은 종목이 4주 연속 순매수 상위에 남아 있다는 것은 ETF 자금이 특정 테마·섹터로 지속적으로 유입되고 있음을 의미한다. 이 구간은 시장의 관심이 지속되는 종목에 대한 대응치로 기능한다.

후행적이라는 점은 이 렌즈의 본질적 한계다. 자금이 이미 4주 누적된 뒤에야 신호가 확인되므로, 테마의 초기 진입이 아닌 지속 확인 이후의 추격 진입에 한정된다. 다만 V장에서 관찰한 대로 금융투자 중소형은 수익성·성장 우량주 매수 성격이 일관적으로 유지된다는 점, 그리고 ETF 시장이 대형주 중심(KOSPI200·섹터 ETF)이라 테마 로테이션이 일정 기간 지속된다는 점에서 4주 누적 바스켓이 "시장 관심 지속 구간의 우량주"에 접근하는 도구로 유효하다.

마치며 – 통념과 다른 부분은 구조와 시점 선후 관계로부터

이번 보고서에서 제시한 수급 시그널에 대한 결론들은 시장에서 일반적으로 받아들여지는 인식과는 다소 거리가 있다. 기타법인의 순매수·순매도 종목이 향후 수익률에 대한 단서를 제공한다는 점, 외국인과 기관의 순매수 종목을 후행적으로 추종하는 전략이 기대만큼 유효하지 않다는 점, 개인 순매수 종목의 단기 성과가 상대적으로 높게 나타난다는 점, 그리고 연기금 순매도 종목과 이익 추정치 상향 팩터의 결합이 오히려 우수한 성과로 이어진다는 점은 모두 직관과는 다른 결과에 속한다. 그러나 이러한 결과는 예외적 현상이라기보다, 각 주체의 거래 목적과 제약, 그리고 수급 정보가 관찰되는 시점과 실제 투자 판단 시점 사이의 차이를 반영한 자연스러운 산물에 가깝다.

시장에서는 외국인·기관·연기금 수급과 주가 흐름이 동시에 관찰되기 때문에, 외국인과 기관이 많이 산 종목은 이후에도 오를 것이라는 인식이 형성되기 쉽다. 다만 실제 투자자가 활용할 수 있는 정보는 대부분 거래 이후에 집계된 사후 정보이며, 이 시점 차이를 고려하면 수급의 의미는 달라진다. 이미 강한 수급이 유입된 우량주는 사후적으로는 ‘지나간 신호’에 가까운 경우가 많았고, 반대로 기타법인처럼 규모는 작지만 판단적 선별 성격이 남아 있는 주체의 거래에서는 보다 유의미한 단서가 확인되었다. 개인 수급 역시 단기 반등 구간에서는 높은 성과를 보였지만, 이를 구조적인 장기 시그널로 일반화하기는 어려웠다.

물론 본 보고서가 수급 데이터의 모든 가능성을 포착했다고 보기는 어렵다. 일부 조합에서는 추가적으로 점검할 만한 신호가 남아 있을 수 있으며, 매크로 환경과의 결합 전략 역시 본문에 포함하지 않은 채 후속 과제로 남겨두었다. 그럼에도 이번 분석은 외국인 패시브 자금의 유출입 구조, ETF를 통한 국내 증시 거래 확대, 주체별 거래 동인의 이질성 등 현재 시장 구조를 이해하는 데 일정한 시사점을 제공한다. 나아가 본 보고서의 결과는 향후 AI Agent 기반 투자 판단 과정에서 수급을 해석하는 하나의 축으로 활용될 수 있을 것으로 판단한다. 수급은 그 자체로 단순한 매매 방향의 기록이 아니라, 구조와 시점을 함께 해석할 때 비로소 투자 전략으로 연결될 수 있는 정보라는 점을 이번 분석의 결론으로 제시하고자 한다.

VI. 부록

VI. 부록

A. 본문 미기재 주체 수급 종목 프로파일 및 기간별 성과

개인

그림 119. 개인이 사는 대형주의 성격

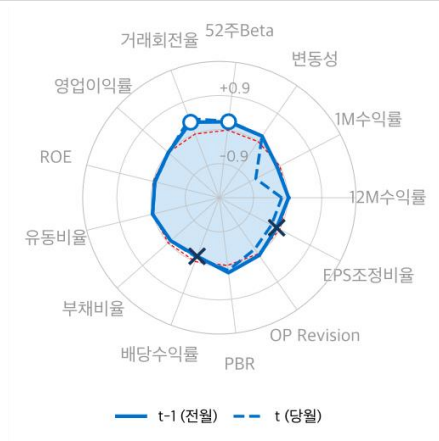


그림 120. 개인이 파는 대형주의 성격

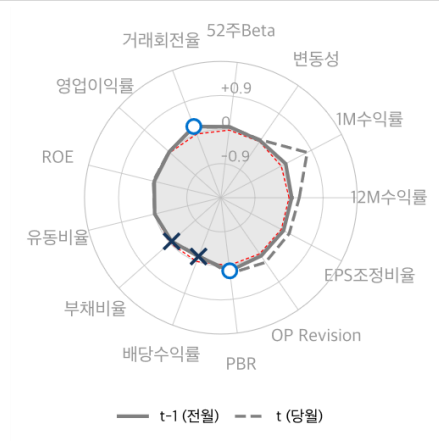


그림 121. 개인이 사는 중형주의 성격



그림 122. 개인이 파는 중형주의 성격

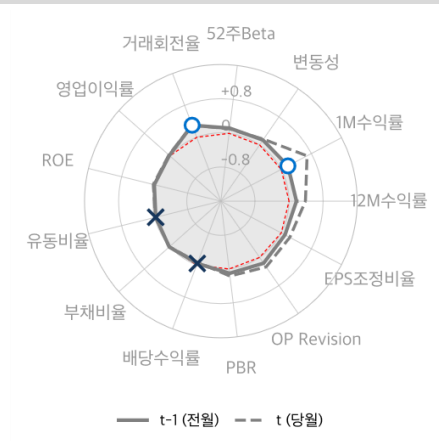


그림 123. 개인이 사는 소형주의 성격

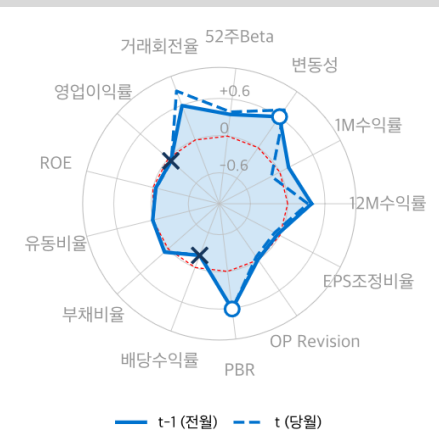
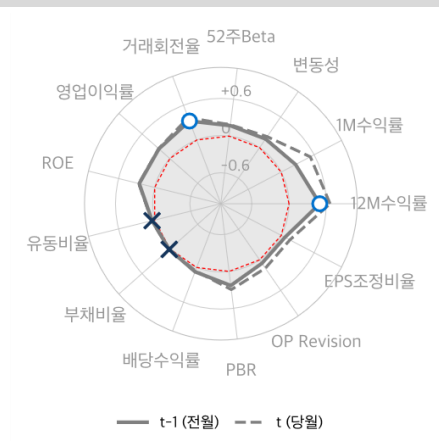


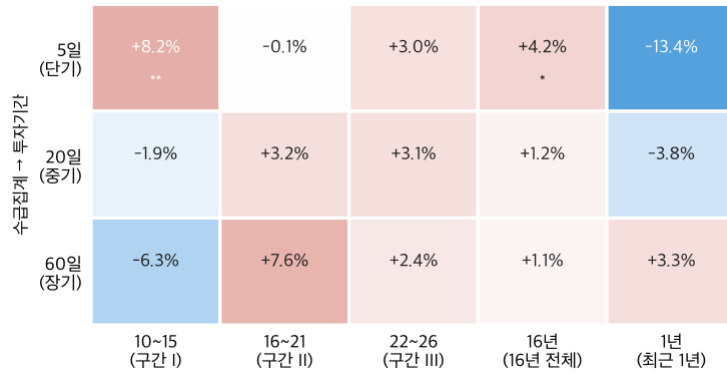
그림 124. 개인이 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 125. 증시구간, 투자기간별 대형주 개인 순매수 Top20 종목 평균 초과성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 126. 증시구간, 투자기간별 대형주 개인 순매도 Top20 종목 평균 초과성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 127. 증시구간, 투자기간별 대형주 개인 L-S 성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 대형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 128. 증시구간, 투자기간별 중형주 개인 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+10.2% ***	+7.7% ***	+4.5%	+8.0% ***	+1.5%
	20일 (중기)	-2.4%	+5.1%	+6.4%	+2.6%	+10.0%
	60일 (장기)	-1.7%	+5.4% *	+3.4%	+2.2%	+2.6%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 129. 증시구간, 투자기간별 중형주 개인 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-7.3% ***	-6.4% ***	-3.1%	-5.9% ***	+2.4%
	20일 (중기)	-2.3%	+0.3%	-3.6%	-1.6%	+1.7%
	60일 (장기)	+1.7%	-2.7% *	-3.9%	-1.3%	-7.3%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 130. 증시구간, 투자기간별 중형주 개인 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+17.5% ***	+14.1% ***	+7.6%	+13.9% ***	-1.0%
	20일 (중기)	-0.1%	+4.8%	+10.0%	+4.3%	+8.3%
	60일 (장기)	-3.4%	+8.1% *	+7.3%	+3.5%	+9.9%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 131. 증시구간, 투자기간별 소형주 개인 순매수 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+7.8% ***	+0.4% ***	-2.8%	+2.4% ***	+1.4%
	20일 (중기)	+0.4% .	-3.8%	-2.0%	-1.8%	+31.4%
	60일 (장기)	-2.8%	-8.8%	+4.8%	-3.3%	+15.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 132. 증시구간, 투자기간별 소형주 개인 순매도 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-8.4% ***	-18.0% ***	-6.7%	-11.7% ***	+9.6%
	20일 (중기)	-6.9% .	-10.2%	+8.0%	-4.4%	+44.7%
	60일 (장기)	-5.7%	-1.7%	+7.9%	-0.9%	+19.2%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 133. 증시구간, 투자기간별 소형주 개인 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+16.3% ***	+18.4% ***	+3.9%	+14.1% ***	-8.2%
	20일 (중기)	+7.3% .	+6.3%	-10.0%	+2.6%	-13.3%
	60일 (장기)	+2.9%	-7.1%	-3.1%	-2.4%	-3.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 134. 기관이 사는 대형주의 성격

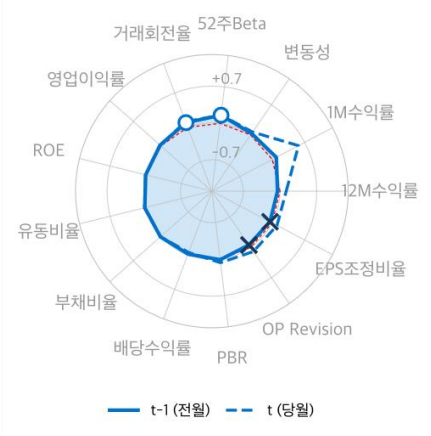


그림 135. 기관이 파는 대형주의 성격

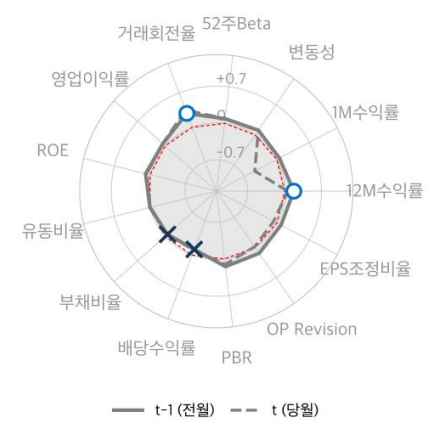


그림 136. 기관이 사는 중형주의 성격

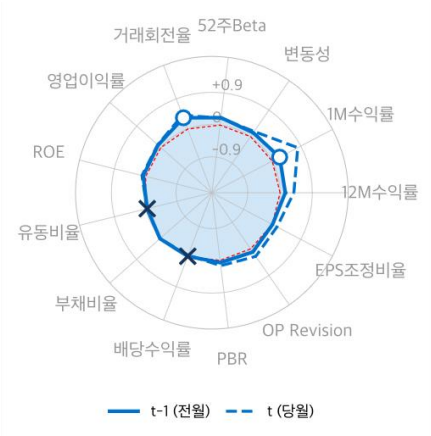


그림 137. 기관이 파는 중형주의 성격



그림 138. 기관이 사는 소형주의 성격

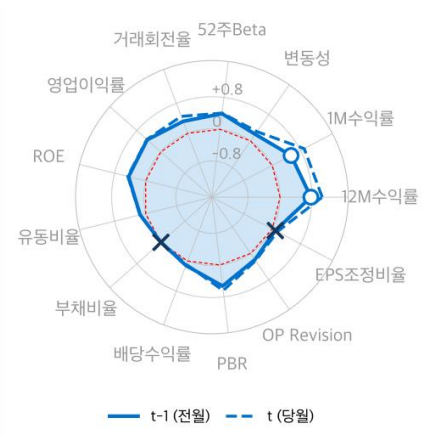
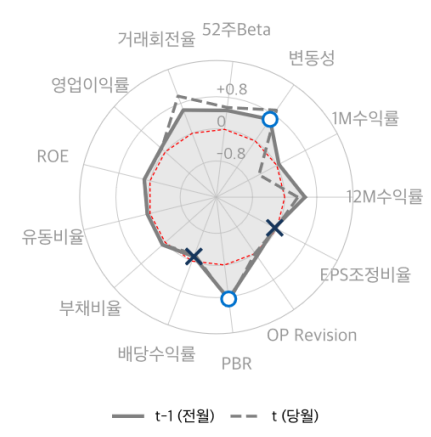


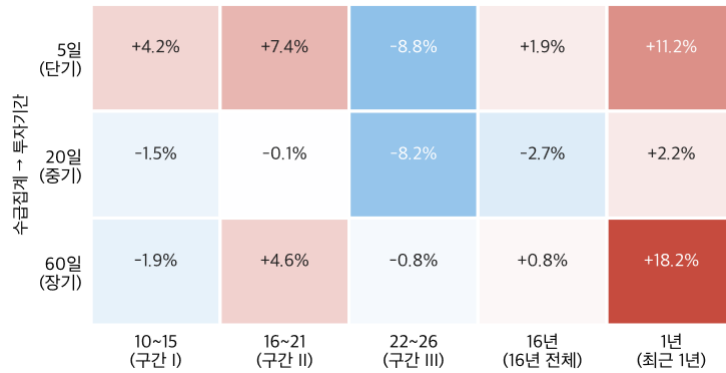
그림 139. 기관이 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

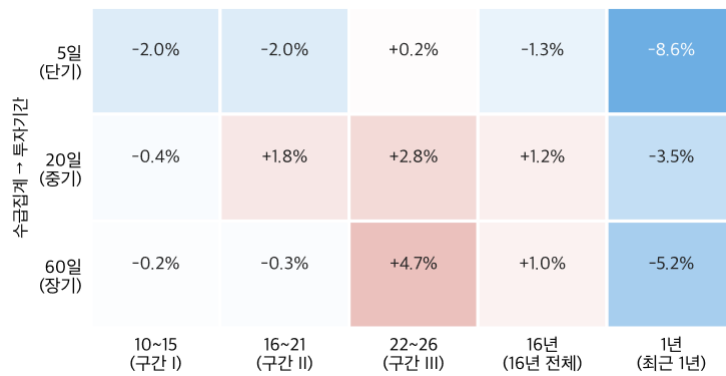
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 140. 증시구간, 투자기간별 대형주 기관 순매수 Top20 종목 평균 초과성과



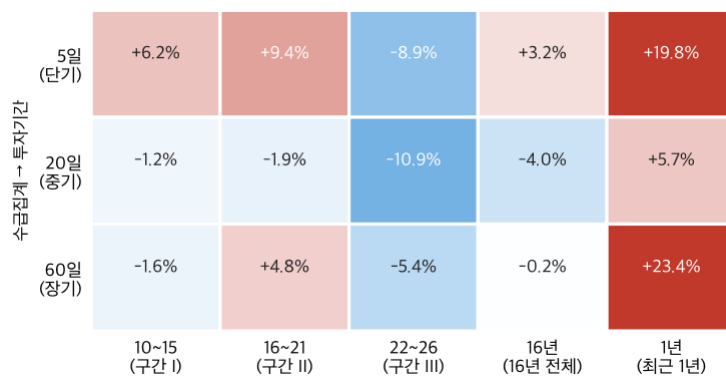
주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 141. 증시구간, 투자기간별 대형주 기관 순매도 Top20 종목 평균 초과성과



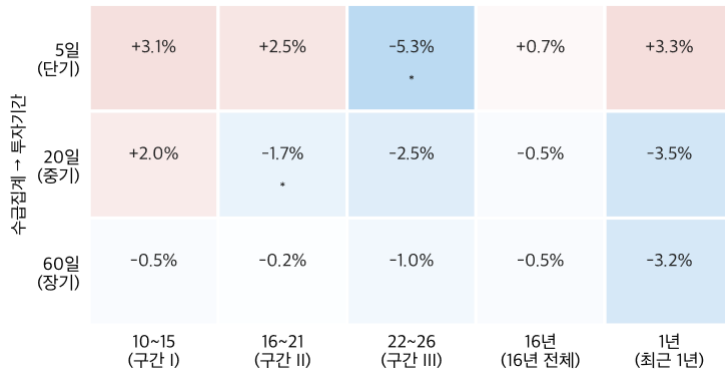
주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 142. 증시구간, 투자기간별 대형주 기관 L-S 성과



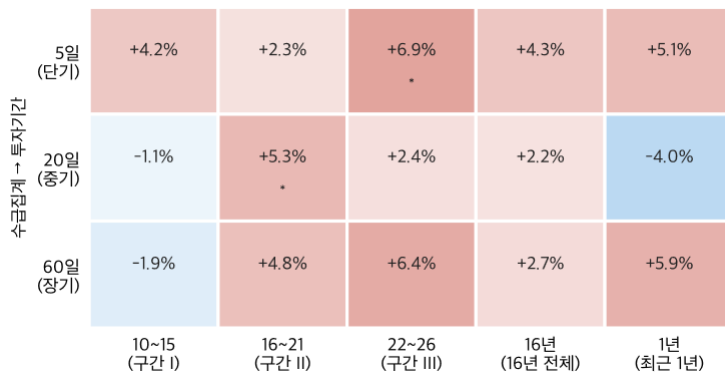
주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 143. 증시구간, 투자기간별 중형주 기관 순매수 Top50 종목 평균 초과성과



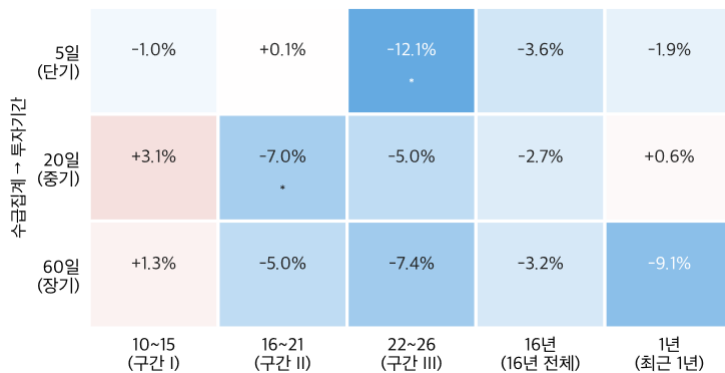
주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 144. 증시구간, 투자기간별 중형주 기관 순매도 Top50 종목 평균 초과성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 145. 증시구간, 투자기간별 중형주 기관 L-S 성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 146. 증시구간, 투자기간별 소형주 기관 순매수 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-2.2% ***	-16.1% ***	-1.0% ***	-7.2% ***	+11.4%
	20일 (중기)	-2.9% **	-9.8% ***	+11.7% *	-1.7% *	+34.8%
	60일 (장기)	-2.9%	-1.8%	+12.5%	+1.4%	+39.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 147. 증시구간, 투자기간별 소형주 기관 순매도 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+10.8% ***	+11.2% ***	+13.3% ***	+11.5% ***	+11.9%
	20일 (중기)	+5.4% **	+1.7% ***	+1.8% *	+3.1% *	+20.5%
	60일 (장기)	-0.9%	+0.4%	+9.6%	+2.2%	+25.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 148. 증시구간, 투자기간별 소형주 기관 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-13.0% ***	-27.3% ***	-14.3% ***	-18.6% ***	-0.5%
	20일 (중기)	-8.2% **	-11.4% ***	+9.9% *	-4.8% *	+14.3%
	60일 (장기)	-2.0%	-2.2%	+3.0%	-0.8%	+13.6%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 149. 투신이 사는 대형주의 성격

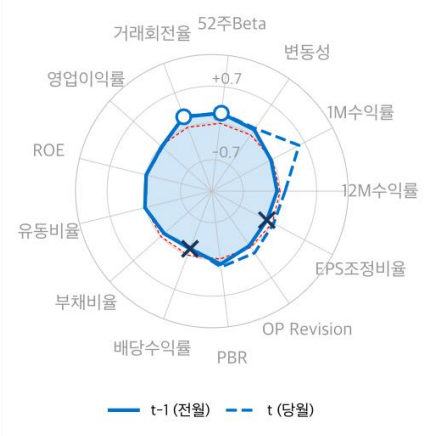


그림 150. 투신이 파는 대형주의 성격

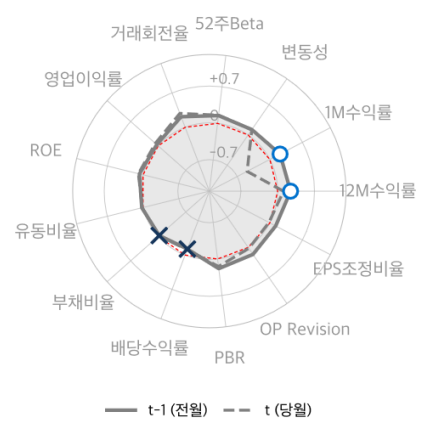


그림 151. 투신이 사는 중형주의 성격

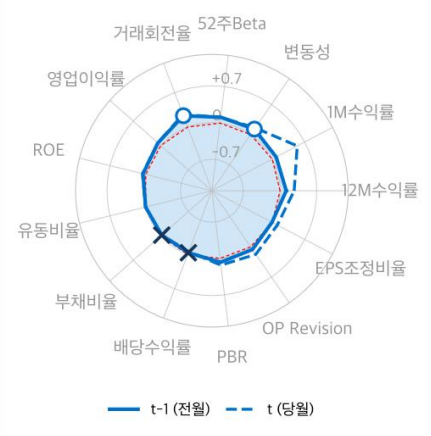


그림 152. 투신이 파는 중형주의 성격

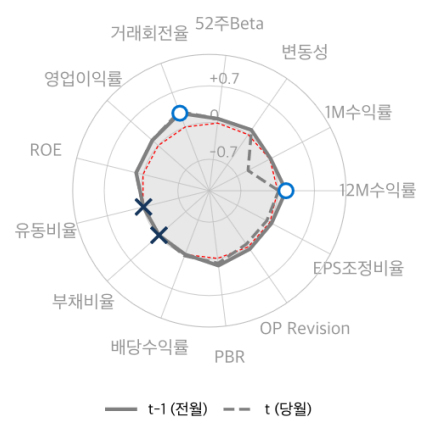


그림 153. 투신이 사는 소형주의 성격

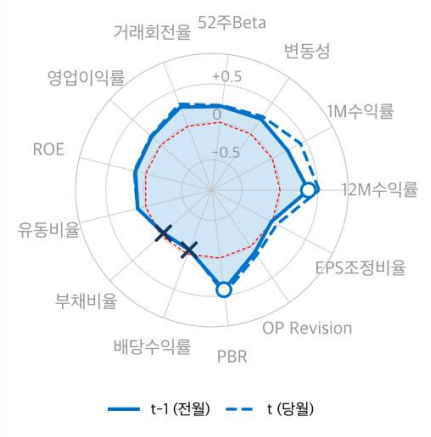
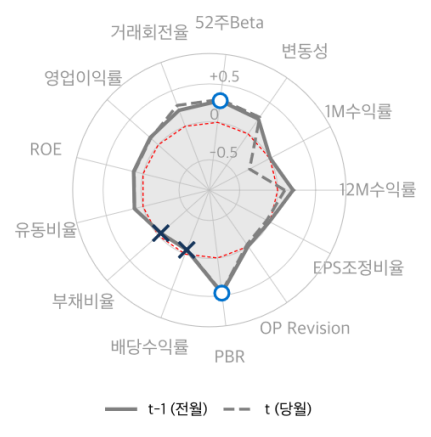


그림 154. 투신이 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 155. 증시구간, 투자기간별 대형주 투신 순매수 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+2.1%	+4.4%	-1.5%	+1.9%	+29.3% **
	20일 (중기)	+2.2%	+0.7%	-7.4%	-0.8%	-1.7%
	60일 (장기)	+0.2%	+5.7%	+1.6%	+2.6%	+17.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 156. 증시구간, 투자기간별 대형주 투신 순매도 Top20 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-2.2%	+1.7%	-0.6%	-0.1%	-6.9% **
	20일 (중기)	-4.3%	+4.0%	+4.5%	+1.0%	+21.8%
	60일 (장기)	-1.9%	-0.1%	+10.7%	+1.8%	+8.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 157. 증시구간, 투자기간별 대형주 투신 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+4.3%	+2.7%	-0.9%	+2.0%	+36.2% **
	20일 (중기)	+6.5%	-3.3%	-11.9%	-1.8%	-23.5%
	60일 (장기)	+2.1%	+5.7%	-9.1%	+0.8%	+8.2%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 158. 증시구간, 투자기간별 중형주 투신 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+9.5%	+5.9%	-2.1%	+5.1%	-0.5%
	20일 (중기)	+4.7%	-1.8%	-4.9%	-0.1%	-2.0%
	60일 (장기)	+0.4%	-1.7%	-1.5%	-0.9%	-0.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 159. 증시구간, 투자기간별 중형주 투신 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+3.3%	+4.3%	+9.1%	+5.2%	+4.4%
	20일 (중기)	+0.5%	+3.5%	+6.9%	+3.2%	+5.0%
	60일 (장기)	+0.5%	+2.9%	+3.7%	+2.2%	+4.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 160. 증시구간, 투자기간별 중형주 투신 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+6.2%	+1.6%	-11.2%	+0.0%	-4.8%
	20일 (중기)	+4.2%	-5.3%	-11.9%	-3.4%	-7.0%
	60일 (장기)	-0.1%	-4.5%	-5.2%	-3.0%	-5.6%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 161. 증시구간, 투자기간별 소형주 투신 순매수 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+5.1%	-6.3% ***	+0.1% **	-0.5% ***	+19.1%
	20일 (중기)	+1.5%	-5.4% *	+11.0%	+1.3%	+48.3%
	60일 (장기)	+0.2%	-4.0% **	+10.0%	+0.9%	+26.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 162. 증시구간, 투자기간별 소형주 투신 순매도 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+7.6%	+4.8% ***	+12.1% **	+7.6% ***	+16.7%
	20일 (중기)	+4.6%	+0.3% *	+10.4%	+4.4%	+31.1%
	60일 (장기)	+1.9%	+3.0% **	+4.0%	+2.8%	+30.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 163. 증시구간, 투자기간별 소형주 투신 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	-2.5%	-11.1% ***	-12.0% **	-8.1% ***	+2.4%
	20일 (중기)	-3.1%	-5.6% *	+0.6%	-3.1%	+17.2%
	60일 (장기)	-1.7%	-7.0% **	+5.9%	-1.9%	-4.0%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 164. 사모가 사는 대형주의 성격

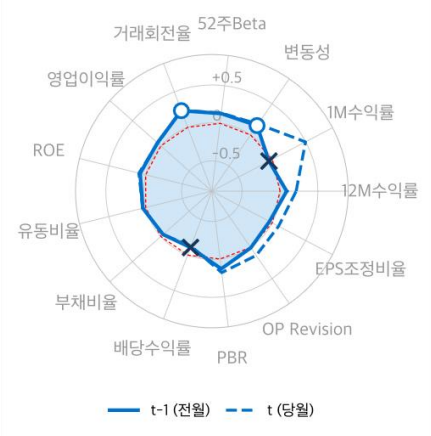


그림 165. 사모가 파는 대형주의 성격

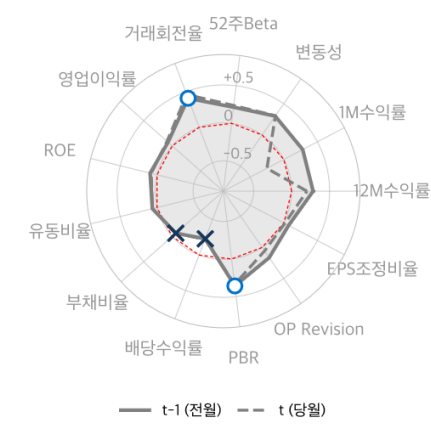


그림 166. 사모가 사는 중형주의 성격

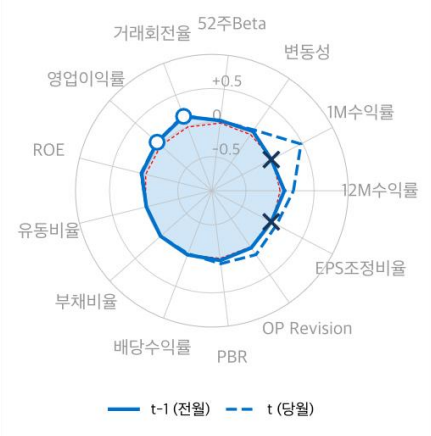


그림 167. 사모가 파는 중형주의 성격

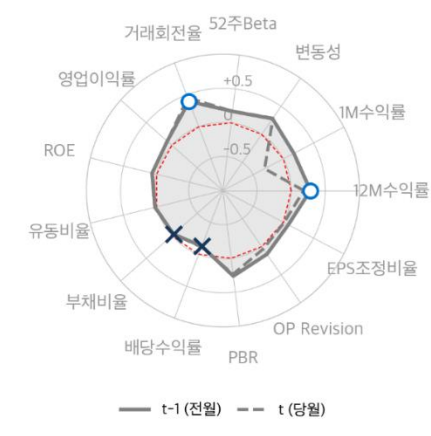


그림 168. 사모가 사는 소형주의 성격

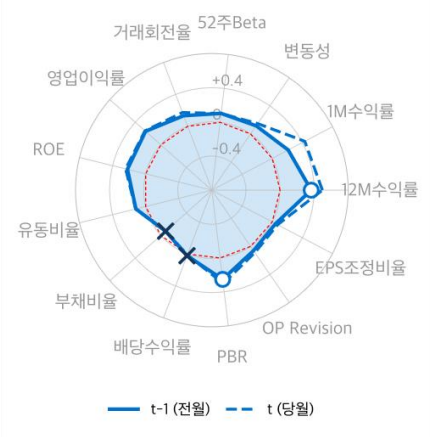
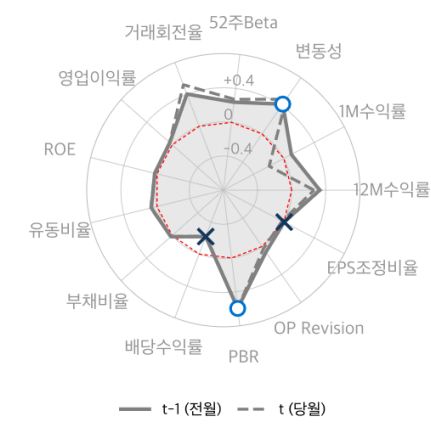


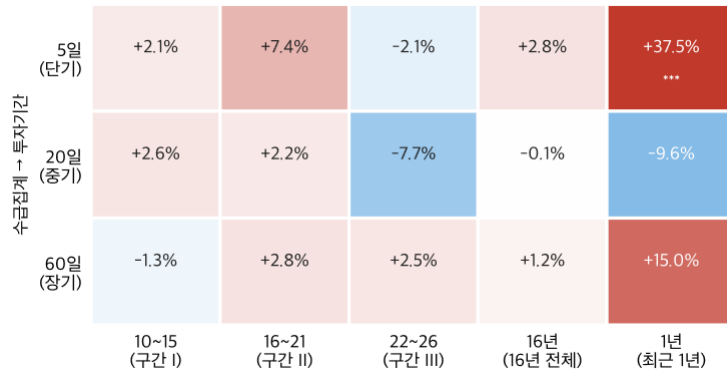
그림 169. 사모가 파는 소형주의 성격



주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

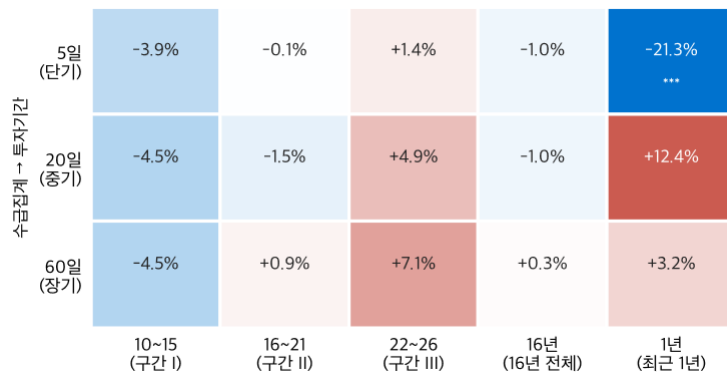
주: 유니버스 중앙값은 0(빨간선)으로 표기, o는 가장 강한성격, x는 가장 약한성격
 자료: 에프앤가이드, 대신증권 Research Center

그림 170. 증시구간, 투자기간별 대형주 사모 순매수 Top20 종목 평균 초과성과



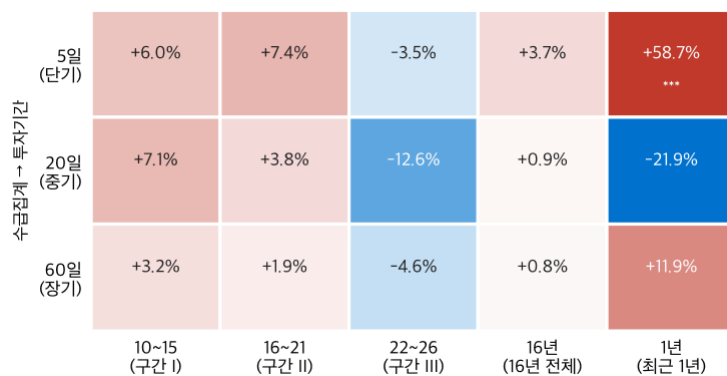
주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 171. 증시구간, 투자기간별 대형주 사모 순매도 Top20 종목 평균 초과성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 172. 증시구간, 투자기간별 대형주 사모 L-S 성과



주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 173. 증시구간, 투자기간별 중형주 사모 순매수 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+7.4%	+7.5% *	+6.7%	+7.2% *	+4.2%
	20일 (중기)	+1.6%	+2.7%	+2.2%	+2.2%	+0.4%
	60일 (장기)	-0.8%	+2.3%	+2.5%	+1.2%	-10.3%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 174. 증시구간, 투자기간별 중형주 사모 순매도 Top50 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+3.1%	-0.2% *	+3.9%	+2.1% *	-1.5%
	20일 (중기)	-1.6%	-1.4%	+0.8%	-0.9%	-4.5%
	60일 (장기)	-1.7%	-1.4%	+5.5%	+0.1%	+16.1%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 175. 증시구간, 투자기간별 중형주 사모 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+4.4%	+7.7% *	+2.9%	+5.1% *	+5.6%
	20일 (중기)	+3.2%	+4.1%	+1.5%	+3.1%	+5.0%
	60일 (장기)	+0.9%	+3.7%	-3.0%	+1.0%	-26.5%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
 자료: 대신증권 Research Center

그림 176. 증시구간, 투자기간별 소형주 사모 순매수 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+4.3%	-4.8% ***	+10.4%	+2.1%	+11.1%
	20일 (중기)	+4.2%	-0.2%	+15.0% **	+5.2% **	+35.4%
	60일 (장기)	+1.2%	+3.1%	+8.3%	+3.6%	+14.8%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 177. 증시구간, 투자기간별 소형주 사모 순매도 Top100 종목 평균 초과성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+2.6%	+7.2% ***	+5.9%	+5.6%	+0.8%
	20일 (중기)	+1.6%	-4.2%	+5.4% **	+0.4% **	+25.4%
	60일 (장기)	-1.6%	-3.1%	+6.4%	-0.3%	+22.7%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

그림 178. 증시구간, 투자기간별 소형주 사모 L-S 성과

수급집계 → 투자기간	5일 (단기)	+1.7%	-12.1% ***	+4.4%	-3.5%	+10.3%
	20일 (중기)	+2.6%	+4.0%	+9.7% **	+4.9% **	+10.0%
	60일 (장기)	+2.8%	+6.3%	+1.9%	+3.9%	-7.9%
		10~15 (구간 I)	16~21 (구간 II)	22~26 (구간 III)	16년 (16년 전체)	1년 (최근 1년)

주: 유의성: * p<10%, ** p<5%, *** p<1% (양측 t-검정, H0: L-S = 0), 중형주 유니버스 대비 초과수익률의 기간별 평균
자료: 대신증권 Research Center

B. 팩터 성격 별 수급 필터링 효과 분석

퀄리티 Top5(6장 팩터 필터 방법론 기준)

수익성 비율 팩터(ROE·ROA·GPA)는 단독 Sharpe 0.12~0.39로 실전 운용에 거의 사용하지 어려운 수준이다. 단일 팩터로는 "수익성이 높은 기업이 반드시 초과수익을 낸다"는 명제가 국내 시장에서 충분히 성립하지 않으며, 재무 지표의 평균 회귀 성향과 대형주 편중 효과가 초과수익을 희석시키는 것으로 해석된다. 그러나 교집합 결합을 통해 수급 방향과 일치하는 종목군에 한정할 경우 Sharpe가 0.69~0.78 구간으로 계단식 상승한다.

가장 큰 개선 폭은 GPA × 금융투자 순매수에서 Δ +0.63p (단독 0.12 → 결합 0.75)로, 본 장 전체 24개 결합 중 최대치다. 금융투자의 분산적 매수 흐름에서 매출총이익/자산 비율이 상위인 종목만 걸러내면 ETF 자금이 우량 기업 쪽으로 쏠리는 구간을 포착하게 된다.

표 9. 퀄리티 x 수급 결합 상위

순위	팩터	수급 방향	Sharpe / CAGR	단독	Δ
1	ROE (지배주주)	금융투자 순매수	0.78 / 19.4%	0.28	0.5
2	GPA (매출총이익 / 자산)	금융투자 순매수	0.75 / 17.2%	0.12	+0.63 ★
3	ROE (지배주주)	연기금 순매도	0.74 / 18.3%	0.28	0.46
4	ROE (지배주주)	기타법인 순매수	0.70 / 17.8%	0.28	0.43
5	ROA (지배주주)	금융투자 순매수	0.69 / 17.3%	0.39	0.31

자료: 대신증권 Research Center

밸류 Top5(6장 팩터 필터 방법론 기준)

밸류 범주에서 가장 명확한 단독 팩터는 PBR(컨센서스 기반) Sharpe 0.62와 PER(컨센서스) 0.43이다. 다만 두 팩터 모두 단독으로는 "저평가 종목을 사라"는 원칙이 시기에 따라 크게 흔들렸고, 2015~2021 저성장·고밸류 프리미엄 구간에서 성과가 특히 부진했다. 교집합 결합은 이 주기 변동성을 상당 부분 중화시킨다.

PBR × 기타법인 순매수 Sharpe 0.84(+0.22p)가 본 범주 최상으로, 밸류 단일 축에서도 Sharpe 1.0 대역에 근접한다. 기타법인의 매수 동인이 자사주 취득·관계사 지분 매입·저평가 판단과 연결된다는 III장 해석이 PBR 필터와 결합할 때 가장 선명하게 작동한다 — 즉 "저PBR 종목 중 기타법인이 실제로 매집 중인 집합"이 판단적 선별의 기반이 된다. PBR × 투신 순매수(0.78) 도 비슷한 논리로 배당·저PBR 가치주에 대한 공모펀드 매수가 추가 신호를 제공한다. PER 쪽은 × 외국인 순매수(0.73, +0.31p)와 × 기타법인 순매수(0.72, +0.29p) 에서 큰 개선이 나타나는데, 외국인이 PER 저평가 종목을 매수 중인 구간은 글로벌 가치 로테이션 국면과 겹치는 경우가 많다.

표 10. 밸류 x 수급 결합 상위

(단위: 단위)

순위	팩터	수급 방향	Sharpe / CAGR	단독	Δ
1	PBR (컨센서스 기반)	기타법인 순매수	0.84 / 18.8%	0.62	0.22
2	PBR (컨센서스 기반)	투신 순매수	0.78 / 18.7%	0.62	0.16
3	PER (컨센서스 기반)	외국인 순매수	0.73 / 18.0%	0.43	0.31
4	PER (컨센서스 기반)	기타법인 순매수	0.72 / 16.2%	0.43	0.29
5	PBR (컨센서스 기반)	금융투자 순매수	0.70 / 15.8%	0.62	0.08

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

모멘텀 Top5(수급 부호 방법론 기준)

* 수급부호 방법론: 상위 교집합이 아닌 월간 순매수/순매도만 판별하여 선정

유일하게 "수급 부호 필터 방식"이 교집합 방식보다 우세한 범주. 주가/52주 최고가는 국내 주식시장에서 가장 안정적으로 작동하는 모멘텀 팩터로, 단독 Sharpe 0.67로 이미 중간 강도의 알파를 만든다. 그러나 교집합 방식으로 돌리면 평균 Sharpe가 부호 필터 방식 대비 -0.10p 낮아지는 역전 현상이 나타난다. 이유는 모멘텀 신호의 집중도 특성에 있다 - 이미 주가가 52주 최고가에 근접한 소수 종목이 강한 상승 추세를 공유하고 있기 때문에, 팩터 상위 50과 수급 상위 50의 교집합(평균 8~13개)으로 좁히면 추세 종목군이 과도하게 흩어져 분산 효과가 사라진다. 반면 부호 필터 방식은 수급 방향 통과 후 팩터 상위 20을 유지하므로 추세 종목 집중도가 보존된다.

수급 부호 필터 방식 기준 투신 순매수 × FM5201 Sharpe 0.88(+0.21p) 이 모멘텀 범주 최상이며, 기타법인 순매수(0.86)와 연기금 순매도(0.82) 가 그 뒤를 잇는다. 투신은 공모펀드 환매 대응 과정에서 상승 추세 종목을 선별적으로 재편입하는 경향이 있어 모멘텀 필터와 자연스럽게 겹치고, 기타법인은 자사주·관계사 지분 매입이 상승 중 종목에 집중되는 특성 때문에 모멘텀 강화 효과가 나타난다. 연기금 순매도 × 모멘텀 0.82 는 예상과 반대로 강한데, 이는 연기금이 이미 가격이 많이 오른 종목을 기계적으로 매도하는 과정에서 추세가 여전히 살아있는데도 리밸런싱 매도로 눌린 종목을 교집합으로 포착하는 구조로 해석된다. 외국인 순매수(0.66) 및 금융투자 순매수(0.65)는 단독과 거의 동등하거나 소폭 낮아, 분산형 매수 주체의 모멘텀 결합은 추가 정보성이 없음을 확인한다.

표 11. 모멘텀 x 수급 결합 상위

순위	팩터	수급 방향	Sharpe / CAGR	단독	Δ
1	주가 / 52주 최고가	투신 순매수	0.88 / 19.4%	0.67	0.21
2	주가 / 52주 최고가	기타법인 순매수	0.86 / 18.5%	0.67	0.19
3	주가 / 52주 최고가	연기금 순매도	0.82 / 17.4%	0.67	0.15
4	주가 / 52주 최고가	외국인 순매수	0.66 / 14.2%	0.67	-0.01
5	주가 / 52주 최고가	금융투자 순매수	0.65 / 13.8%	0.67	-0.02

자료: 대신증권 Research Center

배당 Top5(수급 부호 방법론 기준)

결합 증분이 본 장에서 가장 작은 범주. 배당 범주는 단독 Sharpe 0.59~0.63으로 이미 범주 자체가 안정적인 알파를 제공한다. 4Q 주가 배당수익률·DPS/주가 같은 단일 비율 팩터는 배당 지급 기업의 현금흐름 안정성과 저평가 속성을 동시에 포착해 주기 변동에 상대적으로 둔감하다. 이 탓에 수급 방향 필터를 얹어도 추가로 정제할 여지가 좁다.

실제 Top 5 개선 폭은 +0.02~+0.08p로 본 장의 어느 범주보다도 작고, 범주 평균 Δ 는 부호 필터 방식 -0.02p·교집합 방식 -0.06p로 음의 방향으로 수렴한다. Top 5 내부에서도 DPS/주가 × 투신 순매수 0.70(+0.07p), 4Q 배당수익률 × 금융투자·기타법인 순매수 0.67(+0.08p) 정도가 최대 개선이며, 이 세 조합이 모두 "판단적·선별적 매수 주체"(투신·기타법인) 또는 ETF LP 대응 매수(금융투자)와 결합했다는 공통점을 보인다. 반대로 배당 × 외국인 순매수는 0.28로 단독 대비 -0.33p 하락해 본 표 전체에서 가장 큰 음의 증분을 기록했고, 배당 × 연기금 순매도 0.40(-0.21p) 도 큰 폭 악화됐다. 외국인과 연기금이 고배당 종목을 수동적으로 편입하지 않는 구조적 성향이 반영된 결과로, 이들이 "고배당주를 사고 있다"는 신호는 오히려 역방향 해석이 필요한 희귀 구간에 해당한다.

표 12. 배당 x 수급 결합 상위

순위	팩터	수급 방향	Sharpe / CAGR	단독	Δ
1	DPS / 주가	투신 순매수	0.70 / 13.5%	0.63	0.07
2	4Q 주가 배당수익률	금융투자 순매수	0.67 / 12.5%	0.59	0.08
3	4Q 주가 배당수익률	기타법인 순매수	0.67 / 12.3%	0.59	0.08
4	DPS / 주가	금융투자 순매수	0.65 / 12.5%	0.63	0.02
5	4Q 주가 배당수익률	투신 순매수	0.63 / 11.9%	0.59	0.04

자료: 대신증권 Research Center

참고문헌

- 오승현·한상범. 2005. 한국 주식시장의 투자자 유형별 거래행태 분석
- 황성수·유영중. 2015. 연기금 투자자의 투자행태에 관한 실증연구
- 박진우·조장은. 2014. 기관투자자 유형별 거래행태와 투자성과에 관한 연구
- 김민기·김준석. 2022. 국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태. 연구보고서 22-02, 자본시장연구원.
- 김민기·김준석. 2023. ETF가 주식시장에 미치는 영향. 연구보고서 23-03, 자본시장연구원
- 김세완, 김민주, 김영민. 2024. ETF 지분이 기초자산 주식변동성에 미치는 영향 분석. 『금융공학연구』, 23(2), 61-79.
- 신양규. 2006. An Empirical Study on Stock Trading Value of Each Investor Type in the Korean Stock Market. 한국데이터정보과학회지, 제17권 제4호, 1099-1106.
- Lou, Dong. 2012. “A Flow-Based Explanation for Return Predictability.” *Review of Financial Studies*, 25(12), 3457-3489.
- Frazzini, Andrea, and Owen A. Lamont. 2008. “Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns.” *Journal of Financial Economics*, 88(2), 299-322.
- Sias, Richard W. 2004. “Institutional Herding.” *Review of Financial Studies*, 17(1), 165-206.
- Boehmer, Ekkehart, and Eric K. Kelley. 2009. “Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices.” *Review of Financial Studies*, 22(9), 3563-3594.
- Jiang, Hao. 2010. “Institutional Investors, Intangible Information, and the Book-to-Market Effect.” *Journal of Financial Economics*, 96(1), 98-126.
- Nofsinger, John R., and Richard W. Sias. 1999. “Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors.” *The Journal of Finance*, 54(6), 2263-2295.
- Edelen, Roger M., Ozgur S. Ince, and Gregory B. Kadlec. 2016. “Institutional Investors and Stock Return Anomalies.” *Journal of Financial Economics*.
- Dasgupta, Amil, Andrea Prat, and Michela Verardo. 2011. “The Price Impact of Institutional Herding.” *Review of Financial Studies*.

[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.
