2025년 11월 21일

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

높은 변동성 우려 vs 산타 랠리 기대

1. KOSPI, 11월 이후 높은 변동성으로 기술적 과열 해소 양상

KOSPI는 10월까지의 단기 폭등으로 인한 기술적 과열로 인해 11월 이후 높은 변동성을 보이고 있다. 다만 4,000pt 전후의 넓은 박스권에서 급등락이 반복되면서 기술적 과열 부담이 점차 해소되고 있는 것으로 보인다. 가격 측면에서 경험적인 과열 이후의 5~10% 조정 양상이 2~3주에 걸쳐 반영이 되었고, 뉴스심리지수와 밸류에이션 지표가 하락하면서 다시 회복되어질 룸이 생기고 있다. KOSPI 12M F. P/E는 19일 기준 10.2배까지 하락하면서 최근 10년 평균 수준인 10.5배를 하회하게 됐다. EPS가 상향되는 상황에서 지수가 하락했기 때문에 P/E 하락 폭은 더욱 컸던 것으로 추정된다.

시장의 중요한 투자센티멘트 지표인 CNN의 공포와 탐욕지수도 11까지 급락하며 '극단적 공포(EXTREME FEAR)'를 반영하고 있는 상황에서 미국 증시가 급등했기 때문에 단기 저점을 통과할 것으로 예상된다. 현재의 11 수치는 지난 4월 상호 관세로 급락했던 8 수준에 버금가는 극단적 하단 수준인데 현 상황에서 엔비디아의 어닝 서프라이즈 재료가 출현했기 때문에 단기 바닥 부근에 근접했을 것으로 예상된다.

2. 엔비디아 어닝 서프라이즈, AI 버블 우려 완화

미국 시간 기준으로 19일 발표된 엔비디아 26년 3분기 실적은 매출, EPS 모두 어닝 서프라이즈를 기록했다. AI 수요가 지속되고 있는 상황에서 블랙웰 수요 확대가 호 실적을 견인한 것으로 추정된다. 4분기 가이던스도 시장의 예상치를 상회함에 따라 AI 버블론에 대한 우려도 단기적으로 완화될 것으로 기대된다.

또한, 엔비디아의 실적 모멘텀 둔화가 지속되면서 주가 상승 탄력이 약화되는 모습을 보였는데 이번 실적 발표로 인해 실적 증가율이 재차 반등하면서 성장 둔화 우려가 완화될 전망이다. 현재 컨센서스 기준으로 보면, 매출과 EPS 모두 내년 상반기까지는 모멘텀 둔화 우려가 제한될 전망이다.

3. 외국인 차익실현, 단기 일단락 가능성 주목

11월 이후 시장 변동성 확대 요인이었던 외국인의 차익실현 상황은 다음의 3가지 이유로 단기 일단락될 가능성이 높다고 판단된다. 그 이유는 (1) 엔비디아 호 실적에 따라 AI 업황 및 버블 우려가 완화될 것으로 예상되고 (2) 12월 FOMC 금리 동결 우려가 이미 시장에 상당 부분 선 반영됐다고 판단되기 때문이며, (3) 원/달러 환율이 지난 비상계엄과 상호관세 우려 국면 수준인 1,470원까지 하락하며 저항을 받을 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

미국의 셧다운으로 인한 경제 DATA 부재로 12월 통화 정책 판단에 중요한 결함이 발생했고 12월 FOMC 인하 명분이 약화되면서 금리 동결 확률은 67%까지 상승했다. 이는 시장이 이미 동결을 상당 부분 가정하고 있음을 시사한다. 이제 연준의 금리 동결 우려로 인한 추가적인 매물 출회는 제한될 전망이며 실제 동결이 되어도 시장의 하락 위험은 크지 않을 전망이다.

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

최근 외국인의 차익실현 압력 요인 중 하나는 지속적으로 상승하는 원/달러 환율의 영향이 있었다고 보여진다. 다만, 전일 환율이 1,470원에 근접함에 따라 지난 비상 계엄 및 상호 관세 공포 국면의 고점에 다다르고 있어 정부의 구두 개입 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 환율이 1,470원대를 의미 있게 상향 돌파할 경우 외환 시장 투자 심리가 급격히 악화되면서 투매 현상이 발생할 가능성이 높아지기 때문이다.

또한, 12월은 계절적으로 원/달러 환율이 하락하는 경향을 보인다. 2010년 이후 12월에 원/달러 환율이 1% 이상 상승한 해는 15번 중 3번에 불과하다. 12월은 평균적으로 약 1% 가량하는 환율이 하락했다. 작년 12월은 비상 계엄으로 이례적인 폭등을 경험했다. 이는 연말에 발생하는 다음 해에 대한 낙관과 위험 자산 선호 심리 강화, 국내 수출 기업들의 연말 결제 및 네고 수요 증가 등이 맞물리는 결과로 추정된다.

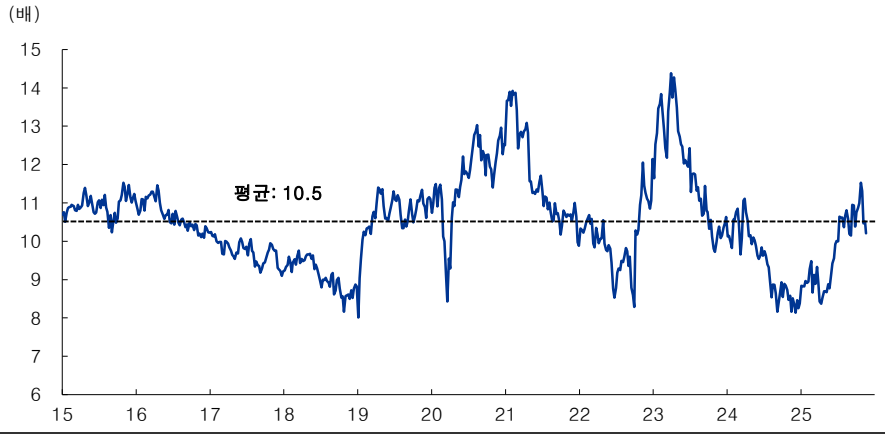
4. 강세장 해 12월은 대부분 강한 산타랠리 경험, 다음 해를 낙관하는 경향성의 반영

올해 주식시장이 역대급 강세장의 해라는 점을 감안해 보면, 12월 산타랠리 가능성은 높다고 판단된다. 일반적으로 12월 증시는 상승하는 경향이 강하지만 강세장의 해인 경우는 더욱 그러하다. IMF 이후로 연 기준 20% 이상 상승했던 해가 총 10번이 있었는데 그 중 8번의 사례에서 12월 증시가 상승했다. 평균 상승률도 6.9%로 매우 높다. 이는 강세장 해의 증시 상승세가 연말까지 크게 흔들리지 않고 대부분 지속 됐음을 시사해준다.

강세장 해 12월에 대부분 강한 산타랠리가 나타난 것은 다음 해를 낙관하는 경향성이 반영됐기 때문으로 추정된다. 강세장 해 4분기에 쏟아지는 다음 해에 대한 주식 시장 전망은 대부분 낙관적 전망이 제기된다. 강세장은 다음 해 경기와 실적 개선을 보통 선 반영하게 되고, 실질적으로 주가에 후행하여 경기와 실적이 개선되는 모습을 보이는 경우가 많기 때문이다. 현재의 경우도, 26년 우리나라 경기(성장률 1% -> 1.9%)와 실적(KOSPI 영업이익 약300조 -> 약400조)이 모두 뚜렷하게 개선될 것으로 전망되고 있기 때문에 주식 비중을 급하게 축소할 명분이 적은 상황이다. 일반적으로 내년에 대한 기대감이 현실화되는지의 여부를 판단하기 전까지 시간이 필요하기 때문에 그 기대감은 연말 혹은 연초까지 지속되는 경향을 보인다.

흥미로운 점은 강세장 해 12월에 KOSPI가 하락한 2번의 사례(2007년, 2017년)에서 공통점이 발견되는데 모두 다음 해에 금융위기, 미중무역분쟁 등 위기가 발생했다는 점이다. 이는 강세장 해 12월의 이례적 KOSPI 약세가 다음 해 위기의 전조 현상이 될 수 있다는 점을 일정 부분 암시해 준다고 볼 수 있다.

그림 1. 2015년 이후 KOSPI 12M F. P/E 추이

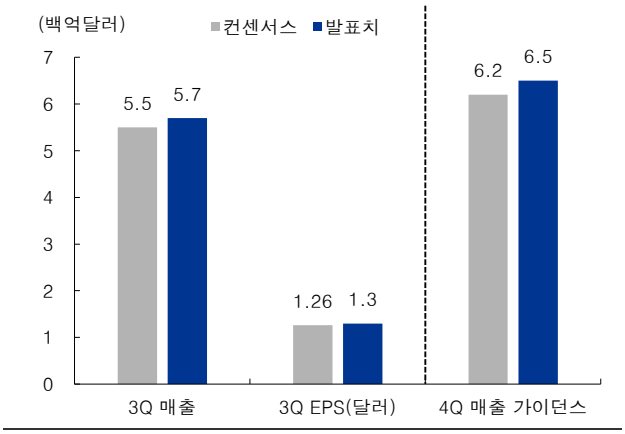


자료: Quantiwise, IBK투자증권. 주: 11월 19일 종가 기준

그림 2. 공포와 탐욕 지수 최근 1년 추이: 현재는 '극단적 공포' 국면

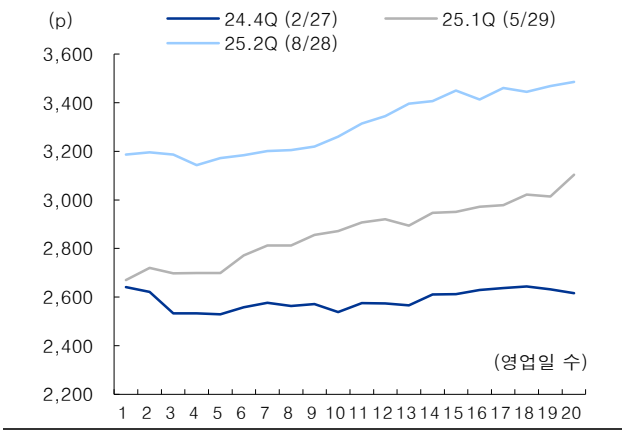
자료: CNN, IBK투자증권

그림 3. 엔비디아 실적 발표 결과



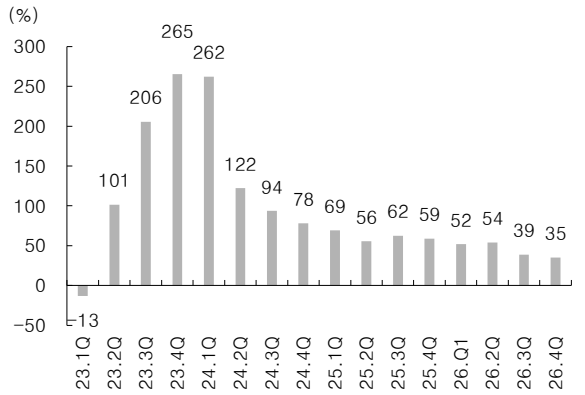
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 올해 엔비디아 실적발표 이후, 코스피 1M 추이



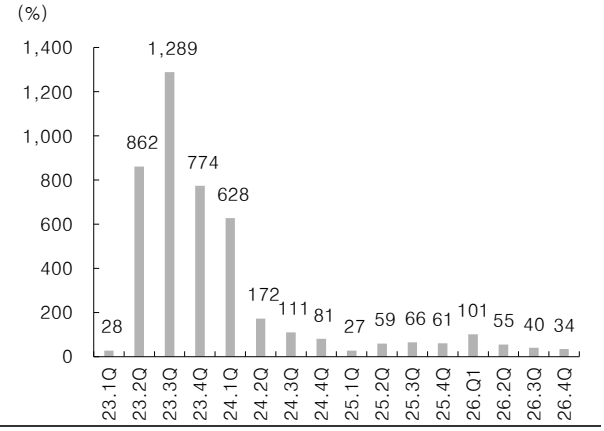
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 엔비디아 분기별 매출 YoY 추이 및 전망



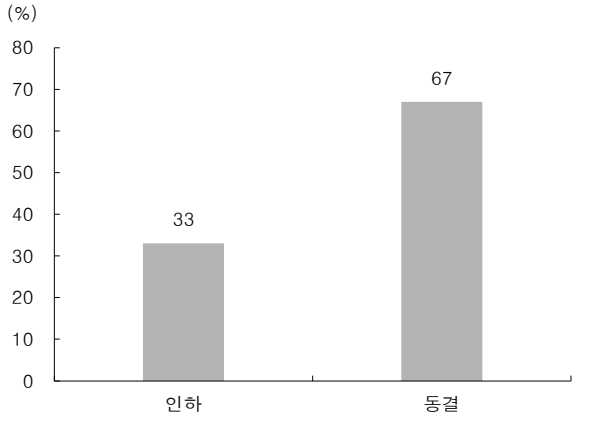
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 엔비디아 분기별 EPS YoY 추이 및 전망



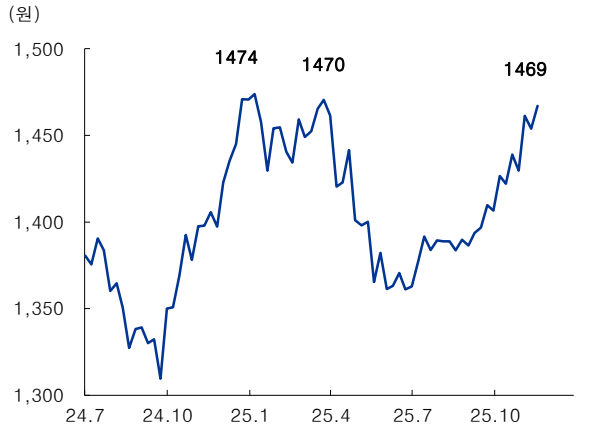
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. 12월 FOMC 금리 인하 확률



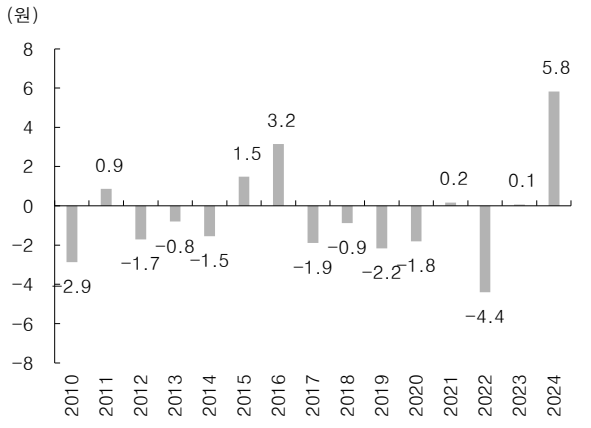
자료: FedWatch, IBK투자증권

그림 8. 작년 하반기 이후, 원/달러 환율 추이



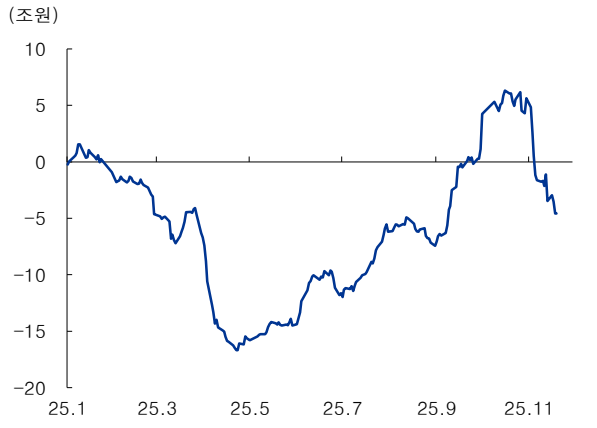
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 주간 DATA 기준

그림 9. 2010년 이후, 연도별 12월 원/달러 환율 등락률



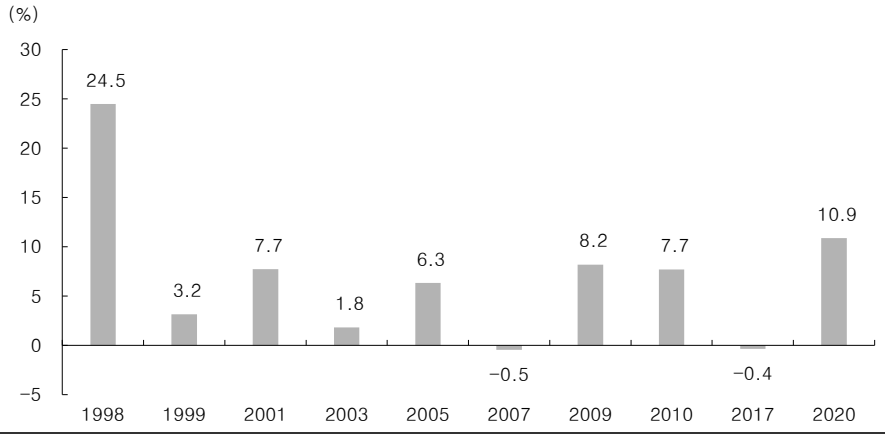
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 10. 연초 이후, 외국인 KOSPI 순매수 추이



자료: Quantiwse, IBK투자증권

그림 11. 1995년 이후, KOSPI 20% 이상 상승 해의 12월 KOSPI 등락률



자료: Quantiwise, IBK투자증권