유진투자증권

Global Macro | 2025.11.24

Equity Strategy

흔들리는 Everything Rally

Equity Strategy Overview

Everything Rally 국면이 차갑게 반전되었다. AI 관련 채권 발행과 더불어 미국 단기 자금시장 불안 때문으로 보인다. 그러나, 12/1 일 미국 QT 가 종료 예정이고, 이미 코스피가 8~9% 하락했다. 추가 조정 폭은 심각하지 않을 전망이다. 반도체와 그외 업종들 간 격차가 축소될 것으로 보인다.

글로벌 전략 **허재환**_ 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

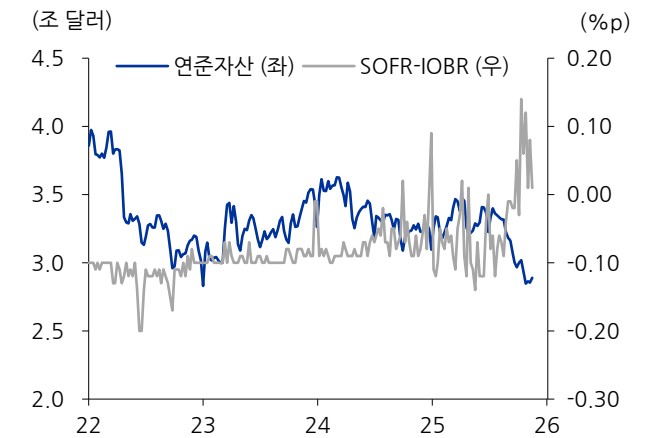
- 위험자산 가격이 지난 4월 이후 가장 큰 폭으로 하락함. AI 관련 채권 발행과 함께 미국 단기자금시장 압박 때문임.
- 그래도 12월 미국 QT 종료를 계기로 AI 우려와 가파른 주가 조정은 진정될 것으로 전망함.
- 나스닥과 코스피 모두 통상적인 주가 조정 국면에서 10~12%를 크게 하회하지 않음.
- 관건은 주도주 변화 여부임. 반도체와 그외 업종들 간 이익 격차가 축소됨. 자본재/자동차/유틸리티/에너지에 관심.

Everything Rally 라는 말이 머쓱해졌다. 10 월 중순 이후 위험자산 가격의 조정 폭은 심상치 않다. **미국 M7 주가가 고점 대비 7~8% 하락했다. 코스피는 8~9% 하락**했다. **비트코인 가격은 -30%, 밈주식 가격은 40~50% 가까이 하락**했다. AI 채권 발행도 문제지만 미국 단기자금시장 불안 조짐이 해소되지 않고 있기 때문이다.

그래도 해결의 실마리가 있다. 12 월 FOMC 회의에서 미국 기준금리가 인하되지 않더라도, 오는 **12/1 일 미국 연준은 자산 매각을 중단**한다(QT 종료). 연준 자산 감소가 멈추면, 자금시장 압박도 어느 정도 진정될 가능성이 있다. **나스닥과 국내 증시 모두 통상적인 조정 국면에서 10~12% 하락을 크게 넘지 않았다**. 코스피는 11/3 일 고점 이후 -8.3% 하락했다.

관건은 주도 업종이 변화하는 지 여부다. 미국 M7 과 그외 업종들간 이익 증가율 격차가 줄어들고 있다. 국내 반도체 영업이익 추정치 상향 속도는 주춤해진 반면 그외 업종 영업이익 추정치가 조금이지만 높아졌다. 중장기 변화로 보기는 이르다. 하지만 **최근 주가 조정을 통해 그 격차가 축소될 가능성**이 생겼다. 최근 한달 추정치 변화로 보면 상사자본재, 자동차, 유틸리티, 조선, 에너지 등이 대안이 될 수 있을 전망이다.

12 월 미국 QT 종료가 시장 안정의 1 차 계기



자료: Refinitiv, 유진투자증권

통상적인 코스피 조정은 10%를 크게 넘지 않아

자료: Refinitiv, 유진투자증권

위험 자산 가격의 시련

한달 전만해도 Everything Rally 라는 말이 흔했다. 유동성 덕분에 모든 자산가격이 오른다는 것이다. 하지만 10 월 중순 이후 자산가격 조정 폭이 심상치 않다.

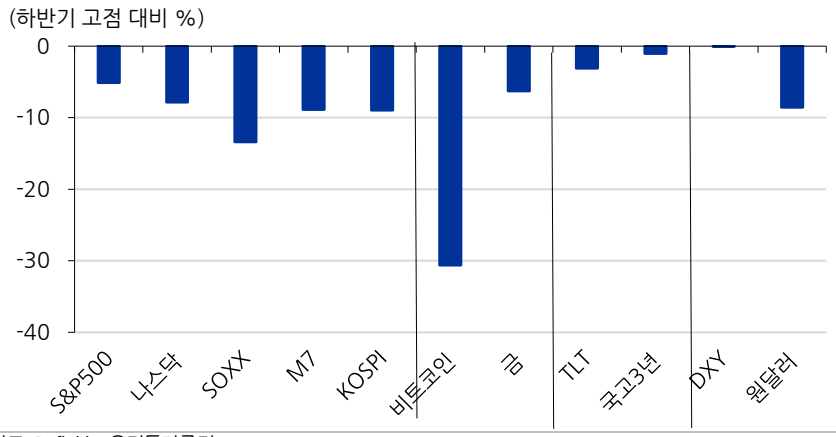
지난 4 월 이후 심상치 않은 위험자산 가격 조정

미국 반도체주식은 고점 대비 -13% 하락했다. M7 도 -8.9% 하락했다. 코스피도 11/3 일 4,221pt 에서 -8.3% 하락했다. 가상화폐 시장은 더 심각하다. **비트코인 가격은 고점 대비 -30% 하락하며, 연초 상승 폭을 반납**했다(도표 1).

투기성격이 있는 자산의 급락 단기금리 상승 영향

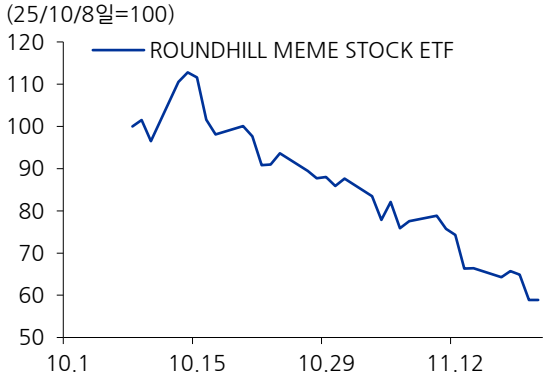
올해 주가가 많이 올라서 그저 조정을 받고 있다고 하기에는 조정 폭이 심상치 않다. 투기 성향이 강한 미국 밈주식(개인 투자자들이 온라인 커뮤니티에서 언급하는 중소형주) 가격은 절반 가량 하락했다(도표 2). AI 버블 우려도 높지만, 10 월 중순 이후 가장 크게 변한 것은 **12 월 연준 정책을 둘러싼 불확실성과 그에 따른 단기 금리 상승**이다(도표 3).

도표 1. **10 월 중순 이후 주요 위험자산 가격 조정 폭 확대**



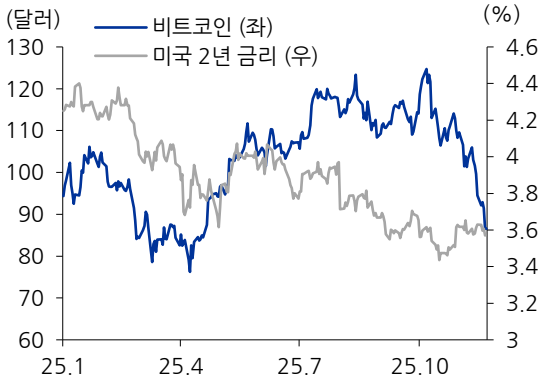
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. **미국 밈 주식 가격은 47% 하락**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. **단기금리 상승 국면에서 비트코인 급락**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

단기 자금 시장 압박

12 월 연준에 금리를 내리지 않는다는 것이 심각한 악재는 아니다. 연준은 이미 두 차례 나름 보험성으로 기준금리를 인하했다. 연준 위원들이 셧다운으로 집계되지 않는 지표를 확인하고 금리를 결정하겠다는 주장이 터무니없지 않다.

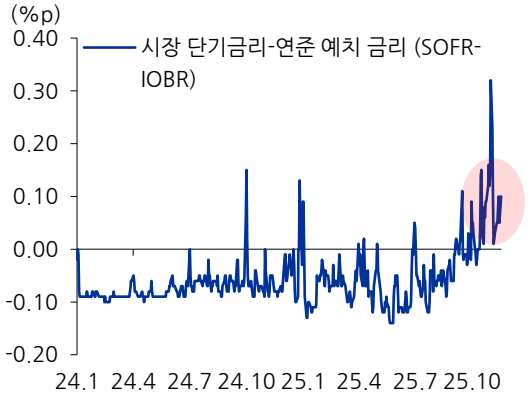
셧다운 해제 에도 단기 금리 압박

문제는 미국 셧다운 해제(11/12 일) 이후에도 단기 자금시장 압박이 해소되지 않고 있다는 점이다(도표 4). 대체로 시장 단기금리는 연준 예치 금리보다 낮았으나, 이후 높아졌다. 시장에서 단기 자금을 빌리는 비용이 높아진 것이다. 미국 재무부 일반계정 잔고도 평상 시에 비해 높다. 시중 유동성을 흡수 중이다(도표 5).

QT 종료가 단기 불안 해소의 계기

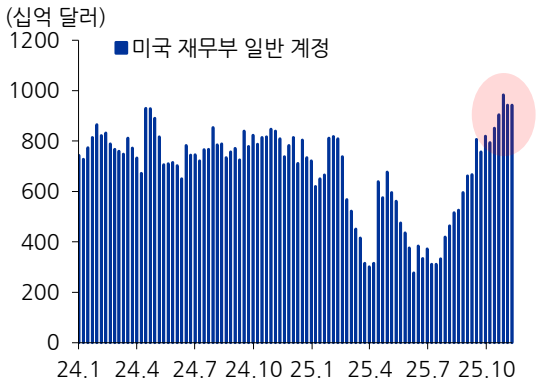
단기 자금 압박은 부담스럽다. 그래도 해결의 실마리가 있다. **12/1 일 미국 연준은 그동안 진행하던 자산매각을 중단한다(QT 종료)**. 연준 자산 감소가 멈추면 자금시장 압박도 어느 정도 진정될 가능성이 있다(도표 6).

도표 4. **미국 단기자금 시장 압박**



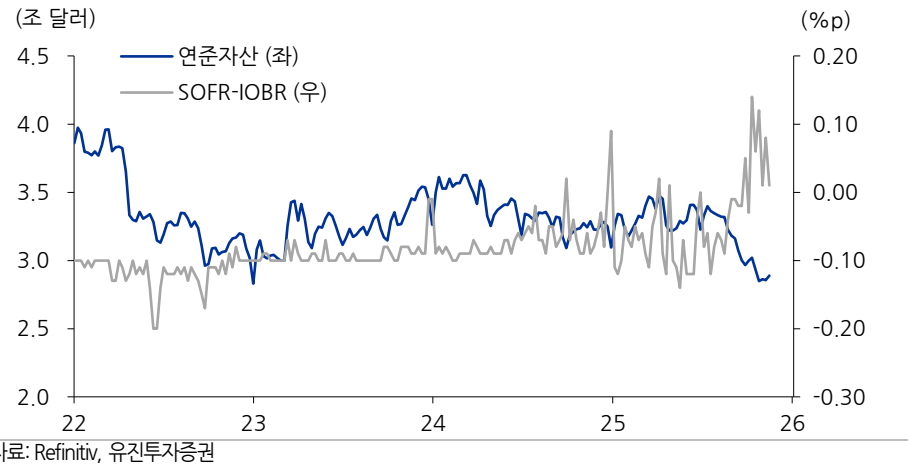
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5. **유동성을 흡수 중인 미국 재무부**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. **미국 연준이 QT 멈추는 시점을 기대**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주도 업종과의 괴리 축소 가능성

관건은 주가 조정 여부보다 주도 업종의 변화 여부다. 그동안 AI 와 반도체에 집중되었던 투자 패턴에 변화가 필요해 보인다.

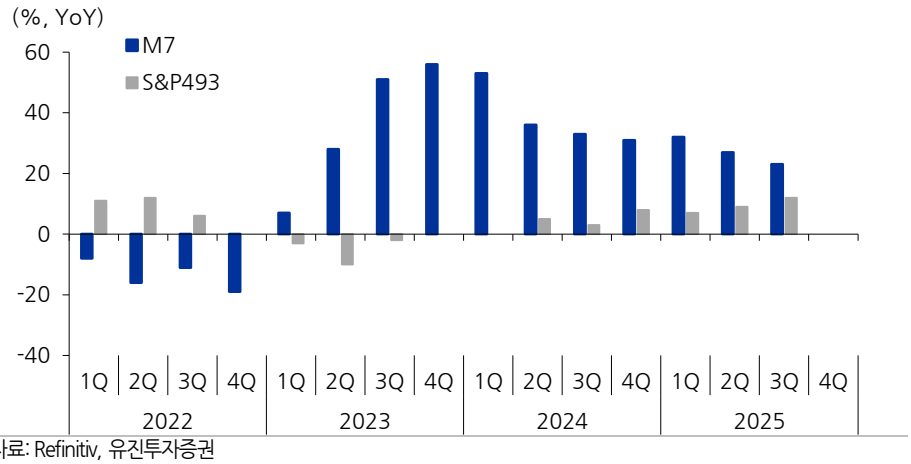
M7 과 그외 업종 간 이익 증가율 격차 축소

미국과 국내 기업들의 실적 전망은 긍정적이다. 주식시장의 상승 추세도 유효하다. 그러나 **미국 M7 순이익 증가율과 그외 업체들간 차이는 서서히 축소**되고 있다(도표 7). 올해 미국 주가가 AI 테마로 움직인 것과는 조금 다른 형태다.

국내에서도 반도체 이외 업종 실적 추정치 상향

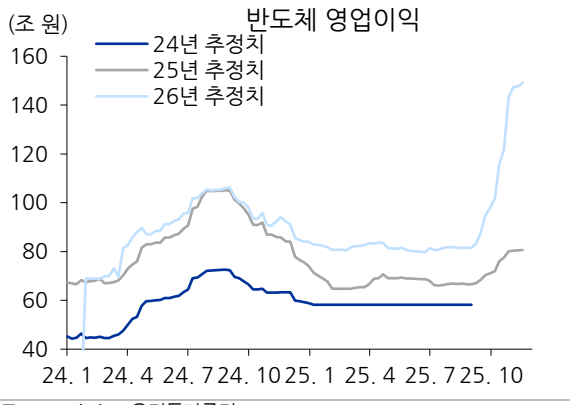
국내 기업이익도 유사하다. 국내 기업이익에서 반도체가 차지하는 영향력은 막강하다. 그러나 **반도체 이익 추정치 상향 속도가 11 월 이후 주춤**해졌다(도표 8). 반면 반도체 이외 업종의 2026 년 영업이익 추정치가 조금 개선되고 있다(도표 9). 아직 주도 업종의 전환을 논의하기는 이르다. 하지만 주도 업종과 그 외 업종들간 이익 추정치 차이는 축소될 가능성이 있다.

도표 7. **미국 M7 과 그외 기업들 이익 증가율 격차 축소**



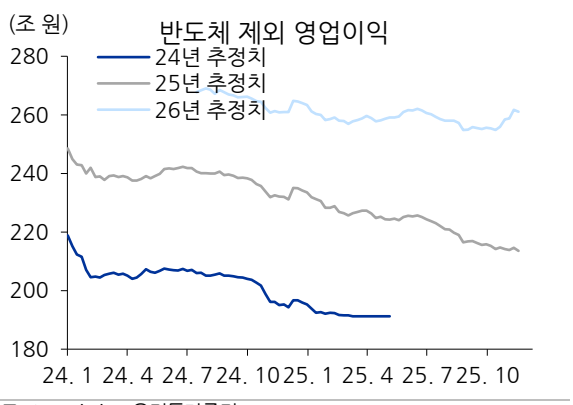
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. **반도체 이익 추정치 상향 주춤**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 9. **반도체 이외 이익 전망 상향**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

추가 조정 폭이 크지 않을 듯

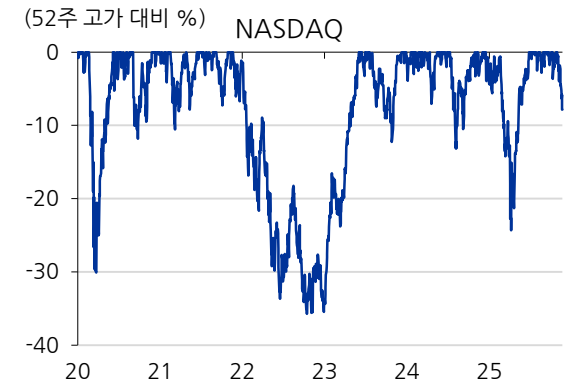
이번 위험자산 가격 조정이 시스템 위기가 아니라, 반도체/AI 등 주도 업종과 그 외 업종 간 격차 때문이라면, 주가 조정 폭이 크게 확대되지는 않을 전망이다.

나스닥은 10~12% 코스피는 10~13% 조정이 통상적

2020 년 이후 미국 나스닥지수는 코로나 당시 -30%, 2022~23 년 긴축 국면에서 -35%, 올해 4 월에는 -24% 하락했다. **이를 제외하면 나스닥지수는 10~12% 조정**에 그쳤다(도표 10). 코스피도 코로나 당시 -35.7% 하락, 22~23 년 -30.6%, 올해 4 월 -20.7% 하락 국면을 제외하면 **10~13% 조정**을 보였다(도표 11). 지난 주말까지 KOSPI 는 -8.3% 하락했다.

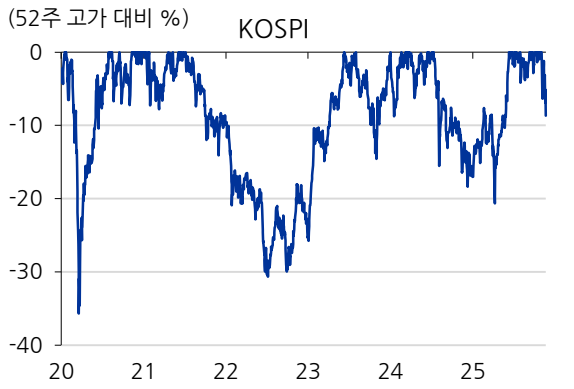
코스피 상승세가 주춤하는 동안에는 반도체 이외 업종 가운데 내년 실적 추정치가 상향되는 업종들이 나아 보인다. **최근 한달 추정치 변화로 보면 상사자본재, 자동차, 유틸리티, 조선, 에너지 등이 대안**이 될 수 있을 전망이다(도표 12).

도표 10. **2020 년 이후 나스닥지수 조정 폭**



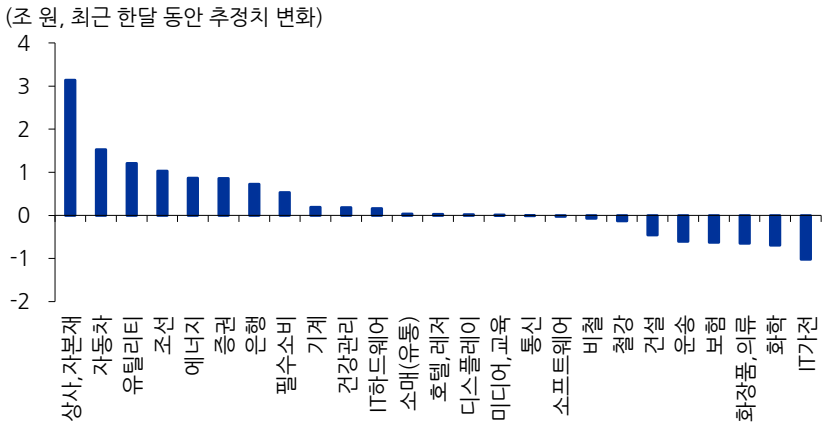
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 11. **코스피 조정은 10%를 크게 넘지 않아**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12. **반도체를 제외하면 상사자본재/자동차/유틸리티/에너지 이익 개선**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다