Strategy Weekly

코스피 강세장에서의 조정 고찰

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- AI 버블 우려, 미국의 단기 유동성 경색, 달러화 강세 등이 코스피 조정 야기
- 12월 이후로는 코스피 약세 요인 일부 되돌림 가능성, 산타 랠리 기대
- 과거 코스피 강세장에서 조정 고찰, 낙폭 과대 업종이 더 크게 반등
- 강세장 유지 시 주도 업종은 강세장이 끝날 때까지 주도 업종. 계속 보유할 필요

AI 버블 우려, 미국의 단기 유동성 경색, 달러화 강세 등이 코스피 조정 야기

코스피는 11월들어 큰 폭의 약세를 보이고 있다. 코스피는 11월 -6.2% 하락하며 대만 가권지수(-6.4%), 미국 나스닥(-6.1%)와 함께 글로벌 증시에서 약세를 주도했다. **5월부터 강세장을 이끌었던 반도체, 기계 업종의 중심으로 약세가 두드러졌다(그림1).** AI 인프라와 관련된 업종들이다. 글로벌 AI 버블 우려가 높아진 영향이다. 최근 미국 증시에서 AI 투자가 과도하다는 우려가 높아지고 있다. 기업들이 대규모 대출을 기반으로 AI 투자에 나서고 있지만, 향후 수익성을 확보하기 어려울 것이란 주장이다. 이러한 위험의 중심에 오라클이 떠오르고 있다. 오라클의 5년 만기 CDS 프리미엄은 9월 중순 대비 2배 이상 상승했다**(그림2)**.

여기에 미국 단기 자금시장의 유동성 경색은 시장에 부담을 주고 있다(그림3). 미국 금융시스템의 초과 유동성 지표로 여겨지는 연준의 역레포 잔액은 2023년 2조 달러 수준에서 현재 25억 달러 수준으로 감소했다. 2022년부터 이어진 연준의 양적긴축(QT) 영향이다. 또한, 은행 등 수신 기관이 연준에 보유하는 예금 잔금인 예치 준비금도 감소 중에 있다. 반면 미국 연방정부 셧다운에 미국 재무부 지출이 중단되어 재무부 TGA 잔고가 증가하면서 시중 유동성을 흡수했다. 나아가 10월 말부터 연준의 단기 유동성 공급 장치인 스탠딩 레포(Standing Repo Facility, SRF) 수요가 급증하고 있다**(그림4)**. 금융시스템 내 단기 유동성이 부족하다는 신호이다. 시장 유동성에 가장 민감한 자산 중 하나인 비트코인의 가격은 11월 이후 급락하고 있다. **금융시스템 내 유동성이 부족한 상황에서 연준의 12월 기준금리 인하 가능성이 낮아지자 위험자산이 더 크게 조정 받은 것이다.**

안전자산 선호 심리 증가와 미국 유동성 경색에 **달러화는 강세를 보이며 코스피에 부담으로 작용하고 있다(그림5). 최근에는 엔화 급락이 달러화 강세를 이끌고 있다(그림6).** 다카이치 사나에 일본 총리가 21조3000억엔(약 200조원)에 달하는 대규모 재정 정책을 발표하자 일본 국채 10년물 금리는 1.8%를 상회하며 17년만에 최고치를 기록했다. 엔/달러 환율도 달러당 155엔을 넘어섰다. 일반적으로 금리와 통화는 반대로 움직이는데, 금리가 상승하고

환율이 약세를 보이는 것은 그 나라의 재정과 통화 가치에 대한 투자자들의 불안감이 높아진 것이다. 일본의 정부 부채 증가와 엔화 약세는 달러화 수요를 높이고, 같은 아시아 국가인 한국의 원화와 코스피에 약세 압력으로 작용하고 있다.

12월 이후로는 코스피 약세 요인 일부 되돌림 가능성, 산타 랠리 기대

12월부터 미국의 유동성 경색을 중심으로 코스피에 약세를 미친 요인들이 일부 되돌림 될 것으로 전망한다. 연준은 미국내 금융시스템의 유동성 부족 현상을 인지하고 12월 1일부로 양적긴축(QT)를 종료할 예정이다. 존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 21일(현지시간) 연설에서 미국의 노동시장 하방 위험은 커졌고, 인플레이션 상방 위험은 줄었다고 설명하며 단기적으로 기준금리 목표 범위를 추가 조정할 여지가 있다고 밝혔다. 이에 낮아졌던 연준의 12월 기준금리 인하 확률은 재차 높아졌다**(그림7)**.

미국 연방정부 셧다운 이후 경제지표 발표 공백에 연준의 12월 기준금리 동결 가능성이 제기되고 있지만, 대체 지표들은 미국 고용시장의 둔화를 보여주고 있다**(그림8)**. 연준의 12월 1일 양적긴축 종료와 12월 FOMC 기준금리 인하 가능성 상승은 유동성 측면에서 증시의 불안 요인을 일부 되돌릴 것이다. **과거 증시는 연말이 다가올수록 랠리를 보이는 경향이 있기 때문에 불안 요인의 완화는 산타 랠리에 대한 기대감을 높일 수 있다(그림9).**

과거 코스피 강세장에서 조정 분석, 주도 업종 계속해서 보유할 필요

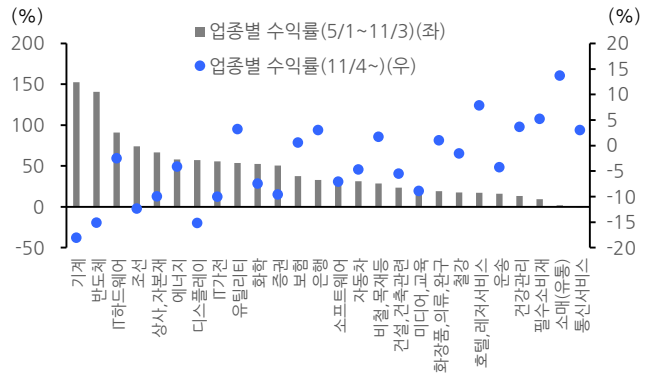
현재 코스피는 11월 3일 4,226.75pt에서 약 -8.7% 하락했다. **2000년대 이후 강세장을 분석하면 -10% 내외의 조정은 항상 있어왔다(그림10)**. 강세장이 모멘텀을 잃지 않는다면 바닥에서 41~61일 이내로 전고점 회복했다. 조정 후 전고점 회복까지 최대 2달이 소요되는 것이다. 지금 시점에 코스피가 바닥을 형성한다면 12월말~1월 중 재차 고점 돌파를 시도할 수 있을 것이다.

과거 강세장에서 조정 후 회복기엔 낙폭 과대 업종을 중심으로 반등이 크게 나타난다. 코스피 저점일 기준으로 30일 전/후 업종별 수익률을 보면 낙폭 과대 업종일수록 반등이 강했음을 확인 가능하다**(그림 11~14)**. 불확실성이 완화될 경우 조정이 강했던 반도체와 기계 업종을 중심으로 반등이 더 크게 나올 수 있다.

코스피에서 강세장과 주도 업종은 모두 수출과 연관된다. 글로벌 수요 증가에 특정 제품의 수출이 호조를 보이면서 코스피에서 주도 업종으로 자리잡고 강세장을 이끈다. 2004~2007년에는 조선/기계 업종이 중국향 수요 증가에 급등했고, 2008~2011년에는 차화정(자동차, 화학, 정유)이 강세를 이끌었으며, 2016~2018년에는 반도체와 IT가전, 2020~2021년에는 IT가전과 기계가 주도 업종으로 코스피를 이끌었다. 현재 코스피는 글로벌 AI 인프라 투자 증가 수혜주인 반도체와 전력기기가 이끌고 있다. 11월에도 반도체 수출은 호조를 보이고 있다. AI 관련주 중심 강세장은 이어질 전망이다.

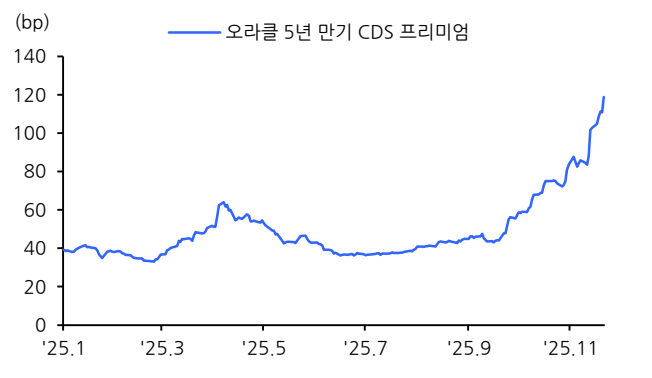
강세장에서 주도 업종은 강세장 마지막 1년 동안에도 강세를 보인다(그림15). 주도 업종의 강세장 마지막 1년 수익률은 26개 업종 중 상위 5위 이내로 들어간다. 주도 업종의 수출과 영업이익 모멘텀이 약화되면서 주가가 약세 전환하면 일반적으로 강세장 사이클의 종료를 의미한다. **강세장이 끝날 때까지는 주도 업종을 가져 가야 한다.** 이번 강세장의 주도 업종은 반도체와 기계(전력기기)이다. 글로벌 AI 테마에 연동되는 업종으로 포트폴리오에서 유지할 필요가 있다.

〈그림 1〉 코스피 업종별 수익률, 반도체와 기계 중심 하락



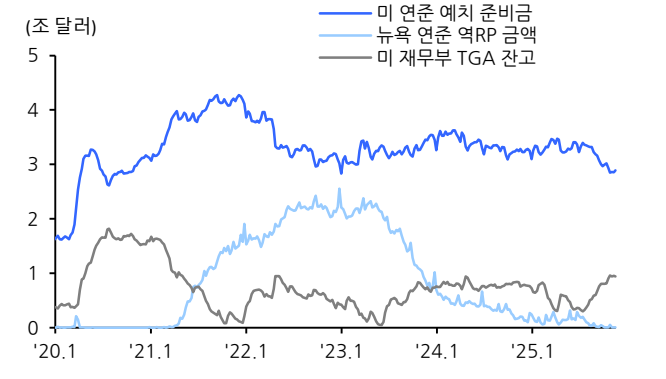
주: 코스피 WICS26개 업종별 수익률 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 2〉 오라클 CDS 프리미엄 10월부터 급등



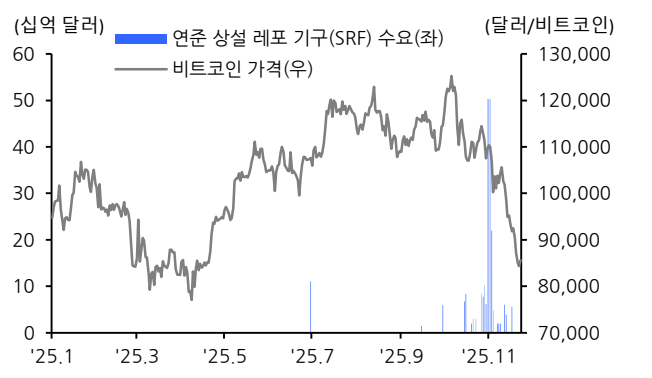
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 3〉 줄어든 연준 역레포와 준비금, 늘어난 TGA 계좌



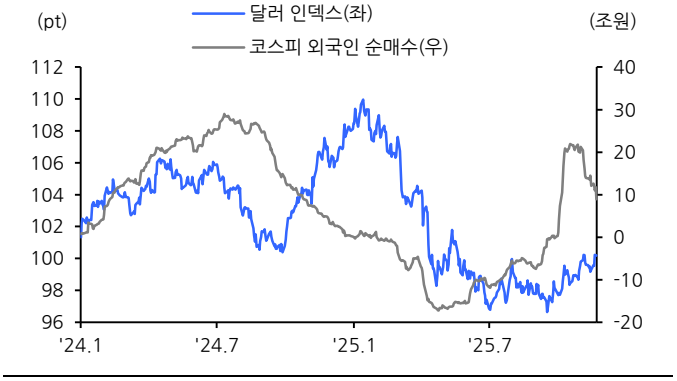
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 4〉 10월 이후 초단기 유동성 수요와 비트코인 가격 하락



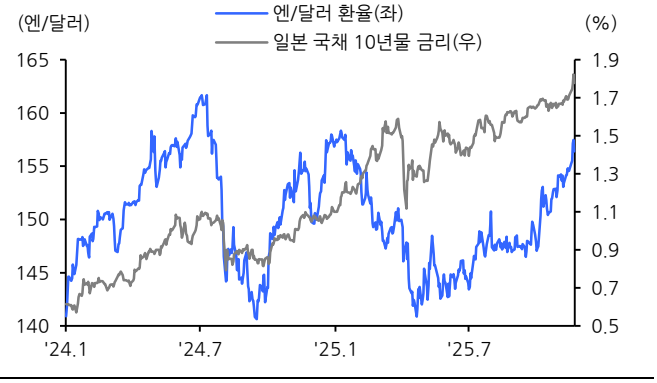
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 5〉 달러화 강세는 코스피의 외국인 순매도 야기



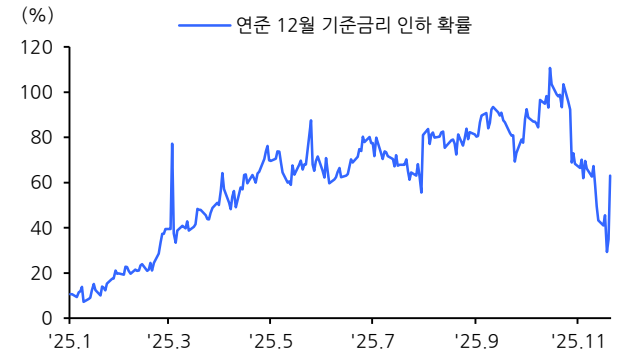
자료: 블룸버그, 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 6〉 일본 국채 금리 상승과 엔화 약세 동시 진행



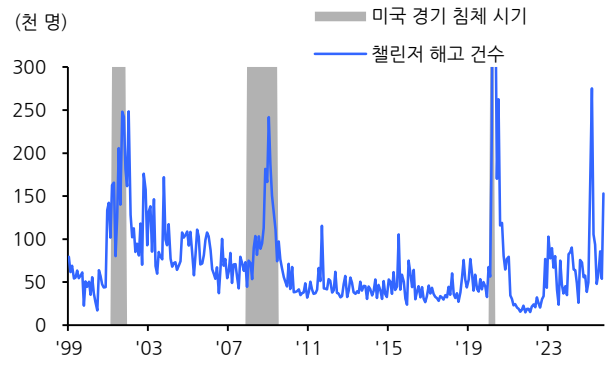
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 7〉 다시 높아진 연준 12월 인하 확률



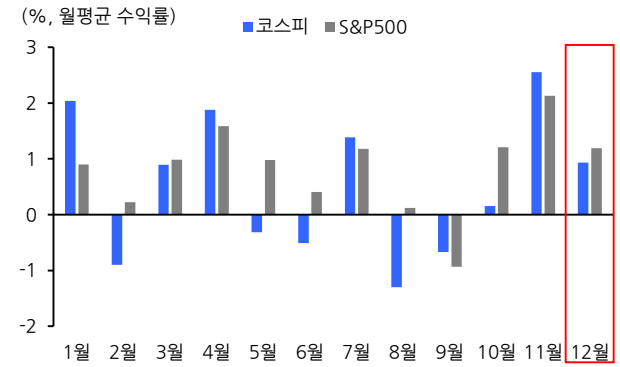
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 8〉 악화된 미국의 고용시장



자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 9〉 사라진 연말 랠리, 불확실성 낮아지면 12월엔 가능



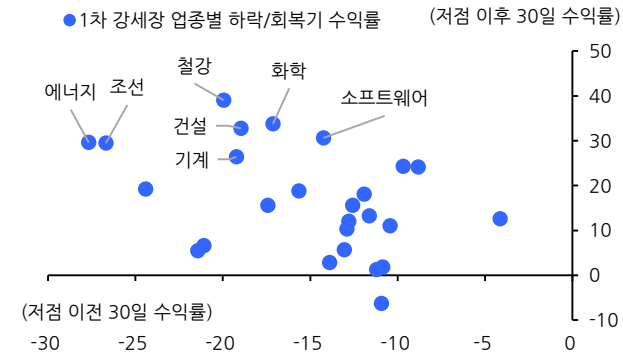
주: S&P500은 1980년 이후, 코스피는 1990년 이후 2024년까지 월간 평균 수익률
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 10〉 강세장에서 -10% 내외의 조정은 항상 존재

강세장 구분	강세장 기간	총 상승률	최대 하락률	회복 기간
1차	'04.8-'07.10	187%	-18.3%	46일
2차	'08.10-'11.5	137%	-19.7%	47일
3차	'16.2-'18.1	42%	-5.4%	61일
4차	'20.3-'21.7	127%	-7.8%	41일
5차(현재)	'25.4-	68%	-8.7%	-

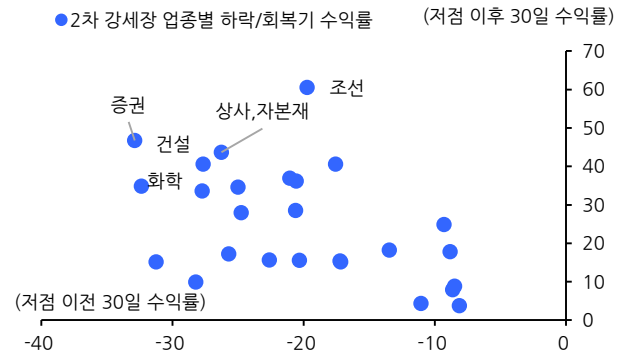
주1: 2000년대 이후 전고점을 돌파한 시기를 강세장으로 명명
주2: 5차 강세장의 총 상승률/최대 하락률은 11월 21일 기준 총 상승률/최대 하락률
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 11〉 1차 강세장 저점 기준 업종별 하락/회복 정도



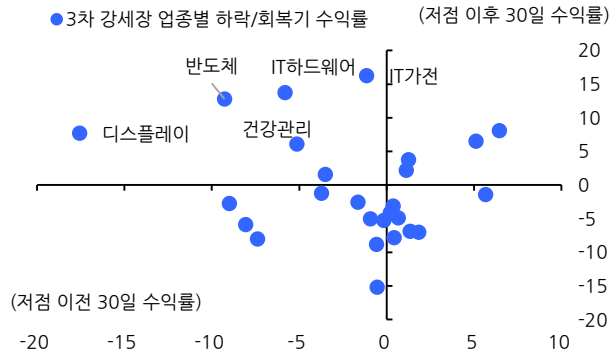
주: 강세장에서 코스피 저점일 기준 +/- 30일 수익률 비교
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 12〉 2차 강세장 저점 기준 업종별 하락/회복 정도



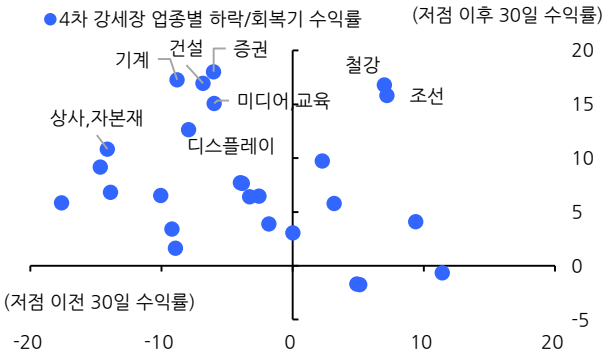
주: 강세장에서 코스피 저점일 기준 +/- 30일 수익률 비교
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 13〉 3차 강세장 저점 기준 업종별 하락/회복 정도



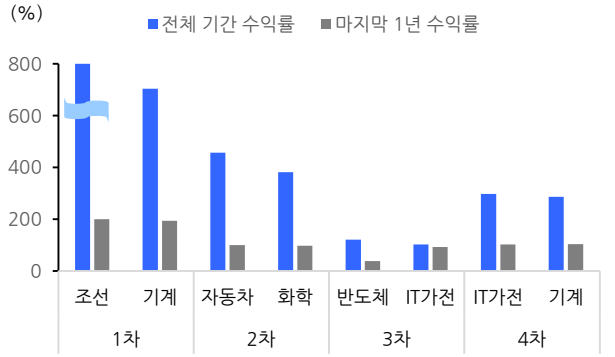
주: 강세장에서 코스피 저점일 기준 +/- 30일 수익률 비교
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 14〉 4차 강세장 저점 기준 업종별 하락/회복 정도



주: 강세장에서 코스피 저점일 기준 +/- 30일 수익률 비교
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 15〉 주도 업종은 강세장 마지막 해에도 주도 업종



주: 강세장 수익률 1,2위 업종의 강세장 마지막 1년 수익률
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.