유진투자증권

Global Macro | 2026.1.26

Equity Strategy

코스피 5천, 그 이후

Equity Strategy Overview

코스피 5천 시대가 임박했다. 예전과는 달리 실적 상향과 주식형 펀드 중심의 자금 유입을 감안할 때 증시 상승세는 유효하다. 그러나 코리아 디스카운트는 아직 충분히 해소되지 않았다. 반도체 의존도와 고질적인 경기 변동성을 극복할 필요가 있다. 확산과 분산에 주력할 필요가 있다.

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

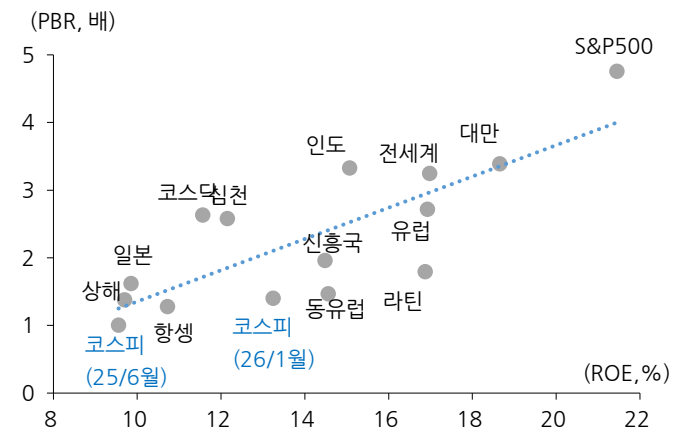
- 코스피 5천 시대가 임박함. 월간 코스피 18% 상승은 버거우나, 밸류에이션 부담은 낮음.
- 무엇보다 증권, 주식형 자금으로의 이동이 뚜렷함. 2020~21년에 비해 퇴직연금, ETF 자금 유입 규모가 커짐.
- 그렇다고 국내 증시의 고질적 저평가가 해소되었다고 보기는 어려움. 반도체 의존도와 경기 변동성을 극복해야 함.
- 반도체와 함께 최근 이익 기대가 높아지고 있는 상사자본재, 조선, 증권, 유틸리티에 대한 관심도 필요함.

올해 1월에만 코스피가 18% 넘게 오르면서 코스피 5천 시대가 도래했다. 단기 상승 속도로 보면 버거워 보인다. 그래도 주가가 이례적인 속도로 올랐는데도, 예상 실적 기준 코스피 PER은 10.6배다. 실적 추정치가 더 빠르게 상향되었기 때문이다. 이전 주가 급등 국면과는 다르다. 물론 **과거 코스피가 천 포인트를 넘었다는 것은 시대 변화를 의미할 뿐, 이후 상승세가 지속되는 것으로 보장해주지는 않았다**.

이번 상승 국면의 특징은 자금 이동 조짐이다. 증권, 주식형으로 자금이 이동하고 있다. 2020~21년 동학개미 운동 당시 예탁금이 급증하면서 개별 주식에 대한 관심이 높았다. 반면 지금은 주식형 펀드, 즉 퇴직연금 및 ETF 중심이다. 이달 들어 **20조원 이상 주식형 펀드 자금이 증가했다. 지난해 월 평균 자금 유입 속도의 3배 정도다**.

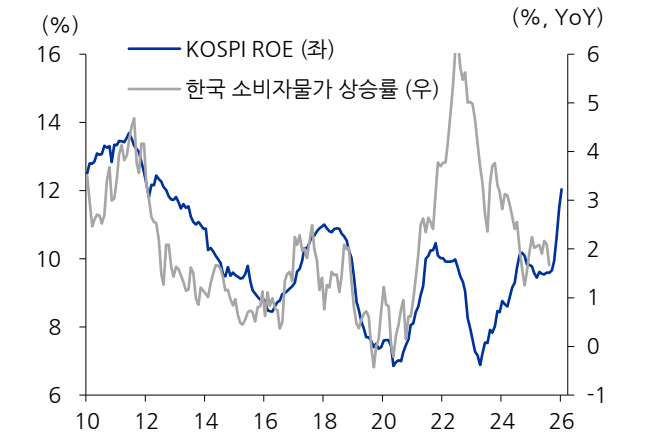
국내 주식시장이 도약하고 있다. 급변하는 국제질서 속에 강점이 확인되고 있다. 그러나 구조적인 성장 단계로 진입했다고 보기는 이르다. **코스피 상승과 기업이익 개선에도, 주변 국가들 대비로는 저평가되어 있다**. 하지만, 반도체 가격 의존도와 이익 변동성을 극복할 필요가 있다. 코스피가 더 오를수록 반도체 이외 산업에 대한 관심으로 확산될 가능성이 높다. **상사자본재, 조선, 유틸리티, 증권업종**에 대한 관심이 유효해 보인다.

코스피 급등 불구, 여전히 저평가



자료: Refnitiv, 유진투자증권

기업이익의 경기 민감성 극복 여부가 관건



자료: Refinitiv, 유진투자증권

어느덧 코스피 5 천 시대 임박

코스피가 5 천 문턱에서 주춤하다. 지난 1 년 저점 대비 코스피는 117% 넘게 올랐다. 이러한 코스피 상승은 80 년대 후반, 98~99 년, 20~21 년 이후 처음이다. 그야말로 역대급이다(도표 1).

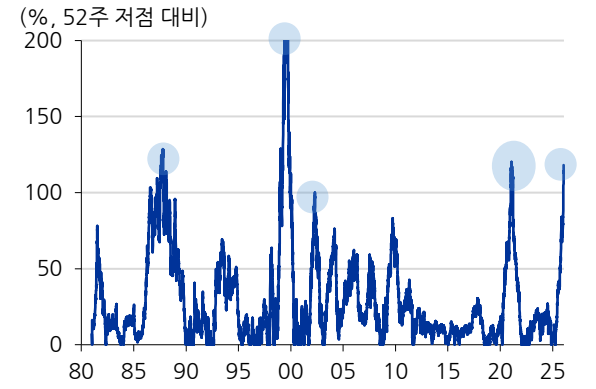
코스피 5 천 임박에도 과열스럽지 않아

주가 상승세가 가팔랐다는 점은 부담이 있다. 그런데도 이번 주가 상승세가 주로 이익 상향에 기인한 만큼 밸류에이션 부담은 낮다. **코스피가 5 천인데도, 12 개월 예상 PER 은 10.6 배에 불과하다**. 동학개미 운동이 거셌던 2020~21 년 코스피의 12 개월 예상 PER 은 14.8 배였다(도표 2).

월간 코스피 18% 상승은 부담

물론 지금 코스피 상승 속도가 이어지기는 어려워 보인다. 한 달 만에 코스피는 18% 넘게 올랐다. 과거 코스피가 천 포인트를 넘었던 국면은 호황 국면이었으나, 그 전후로 조정 또는 위기가 나타나기도 했다(도표 3). 경계감은 자연스럽다.

도표 1. **역대급 코스피 상승**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. **코스피 상승에도 PER 은 10.6 배**

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. **과거 천 포인트를 넘을 때 마다 호황, 그러나 이후 위기도 발생**

자료: Refinitiv, 유진투자증권

동학개미 운동 당시와는 다르다

늘 연초 은행 예금 감소

이번 국면에서 가장 큰 특징은 주식 수요가 이전과 다르다는 점이다. 은행 예금에서 올해 1 월 -27 조원 감소했다. 이 사실만 가지고 자금 이동을 논하기는 어렵다. 1 월은 부가가치세 납부와 연말 상여금을 통한 부채 상환 수요가 늘어난다. 전통적으로 1 월에는 예금이 30 조원 이상 감소했다(도표 4).

예탁금 증가 속도는 20~21 년과 유사

주목할 점은 증시 자금이다. 2022 년 고객예탁금은 1 년 동안 +38 조원 유입되었다. 지난해 예탁금은 +33.6 조원 유입되었다(도표 5). 그러나 지난해 개인 투자자들의 순매도(-26.3 조원)를 감안하면 자금 유입 속도가 빠르다고 볼 수는 없다.

주식형 자금 유입 속도가 가팔라

반면 현재 자금은 주식형 펀드에 집중되고 있다. **2025 년 한 해 동안 주식형 펀드로 82.8 조원이 유입되었다(월 평균 6.9 조원). 올해 1 월 들어 +20.6 조원이 추가로 유입**되었다(도표 6). 현재 증시 유동성 동력은 퇴직연금 또는 ETF 다. 자금 성격이 중장기적이다. 자금 유입에 연속성을 기대해 볼 수 있다.

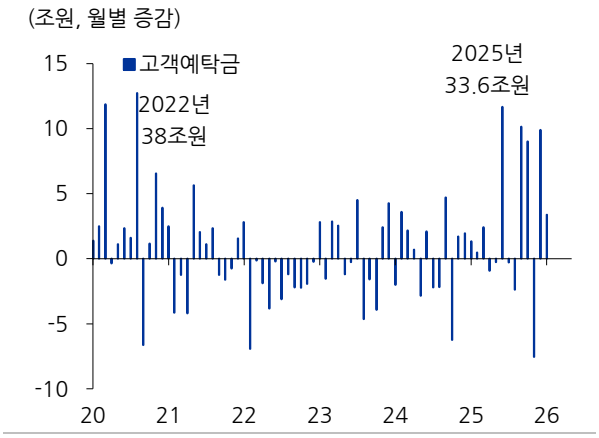
도표 4. **은행보다 주식형, 증권으로 늘어나고 있는 자금 유입**

(조원)

	은행				투신			증권
	실세예금	요구불	저축성	민간신용	채권형	혼합형	주식형	예탁금
20 년	173.7	72.5	101.2	229.2	-0.4	-1.9	-10.0	38.2
21 년	164.5	55.4	109.2	199.5	13.0	7.9	18.2	2.0
22 년	93.8	-18.7	112.4	150.6	-11.1	-3.9	-4.6	-21.1
23 년	36.1	-12.1	48.2	106.4	17.5	-3.7	12.1	6.3
24 년	102.9	6.2	96.7	128.3	32.7	4.9	22.3	1.5
25 년	75.2	19.6	55.6	136.6	44.6	5.4	82.8	33.6
26 년	-27.1	4.1	-31.2	-10.6	5.5	1.0	20.6	6

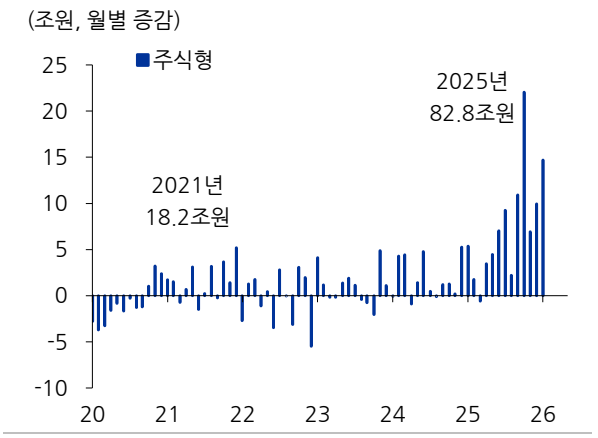
주: 26 년은 1/19 일까지 기준, 자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 5. **예탁금 증가 속도는 2021~22 년과 유사**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 6. **21~22 년을 넘어서는 주식형 자금 유입**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

아직 2% 부족하다

그렇다면 국내 주식시장은 구조적 성장 단계로 진입한 것인가? 국내 주식시장이 폭발적인 성장과 질적인 개선을 보였다. 그러나 갈 길이 멀다.

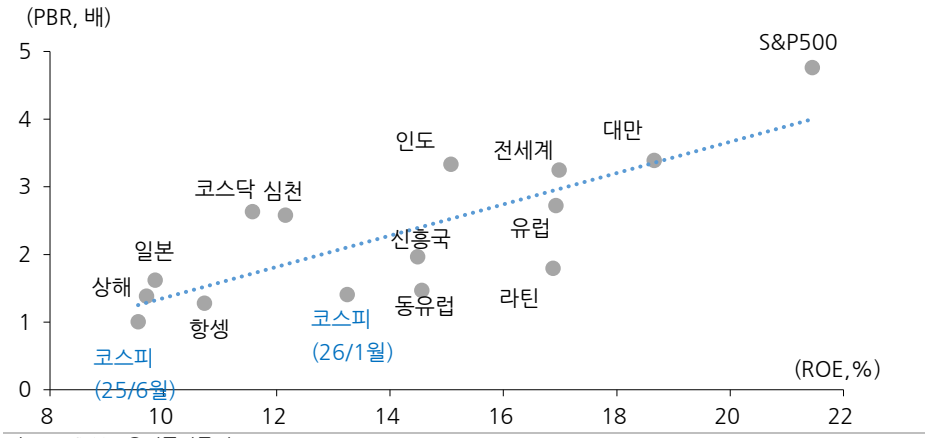
주가 급등에도 주변국 대비 저평가는 지속

우선, 코스피 저평가가 전부 해소되었다고 보기는 어렵다. 주요 지역과 국가들의 예상 ROE 와 주식시장 밸류에이션 PBR 을 비교해 볼 필요가 있다. 코스피가 지난해 6 월에 비해 많이 올랐지만, 국내 증시에 대한 할인요인이 사라졌다고 보기는 어렵다(도표 7).

반도체를 넘어선 이익 변동성 극복 여부

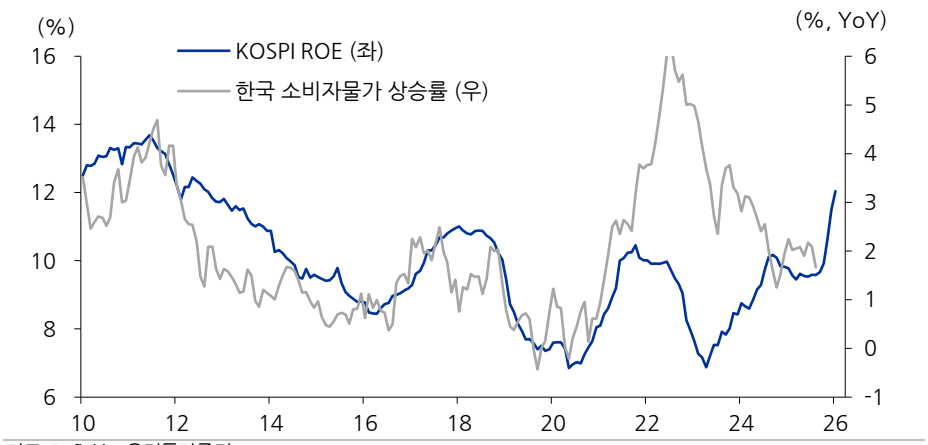
다음으로는 이익 변동성을 극복할 필요가 있다. 국내기업 ROE 는 물가 등 경기에 연동되었다. 지난 중반 이후 물가 둔화 국면에도 기업 수익성이 좋아지고 있다. 반도체 가격 상승 덕분이다. 이를 넘어 지속성을 확인할 필요가 있다(도표 8).

도표 7. **이익률 상승, 그러나 주변국 대비로는 아직 저평가**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. **물가, 즉 반도체 가격에 의존성과 경기민감성을 극복해야**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

확산과 분산에 대비

코스피의 추가 상승 여력은 남아 있다. 그러나 최근 주가 상승이 D 램, 즉 반도체 가격에 의존한 측면이 크다는 점도 부인할 수 없다. 현재 Dram Exchange 지수는 전년 대비 1,200% 올랐다(도표 9). **반도체 가격 상승과 기업이익 상향은 긍정적이나, 이러한 반도체 가격 상승세가 2~3 년 이상 더 유지되기는 어렵다.**

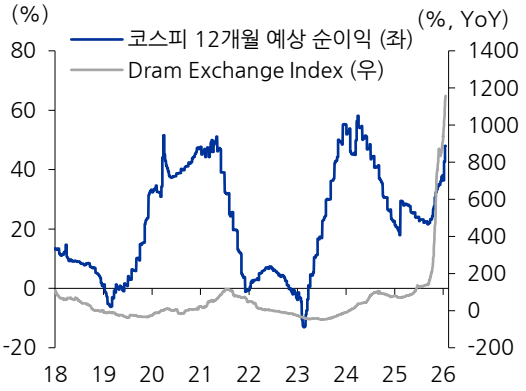
반도체 제외 시 코스피 3,620 선

반도체 가격 상승세가 둔화되었을 때 대응전략이 필요하다. 필자 계산으로 반도체를 제외한 코스피는 3,620 선이다(도표 10). 코스피 5 천에 다가갈수록 반도체 이외 업종과 코스닥시장에 대한 관심이 높아질 가능성이 높다.

반도체 이외 자본재/유틸리티 /증권 관심

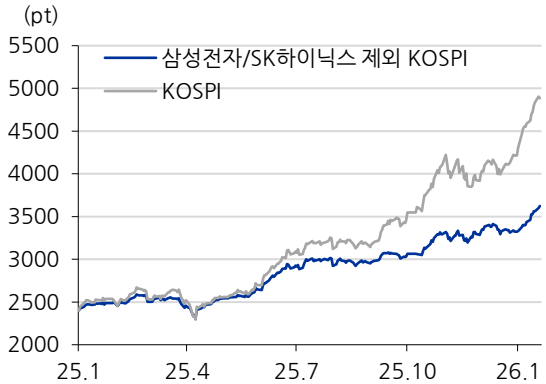
다행히 반도체 이외 업종에서도 이익 개선 징후가 나타나고 있다. 최근 한달 동 반도체 이외에도 **상사자본재, 조선, 증권, 유틸리티 업종의 올해 영업이익이 상향**되었다는 점에 주목할 필요가 있다(도표 11).

도표 9. **D 램 가격 상승이 지속될지 여부**



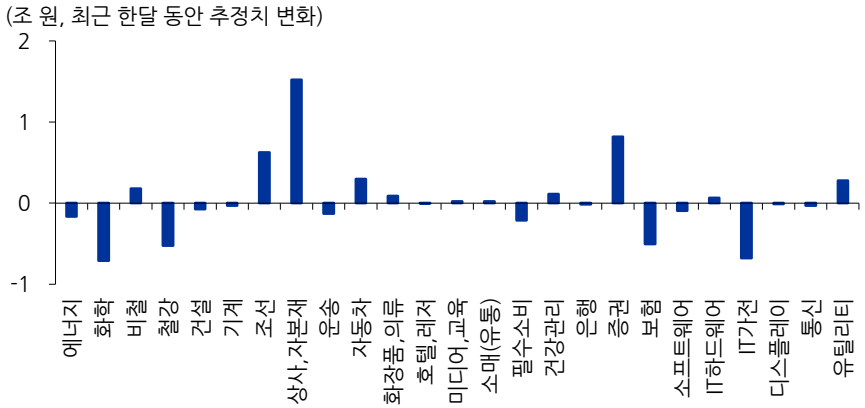
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 10. **반도체를 제외한 코스피는 3,620 선**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 11. **최근 한달 동안 상사자본재/조선/증권/유틸리티 이익 상향**



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