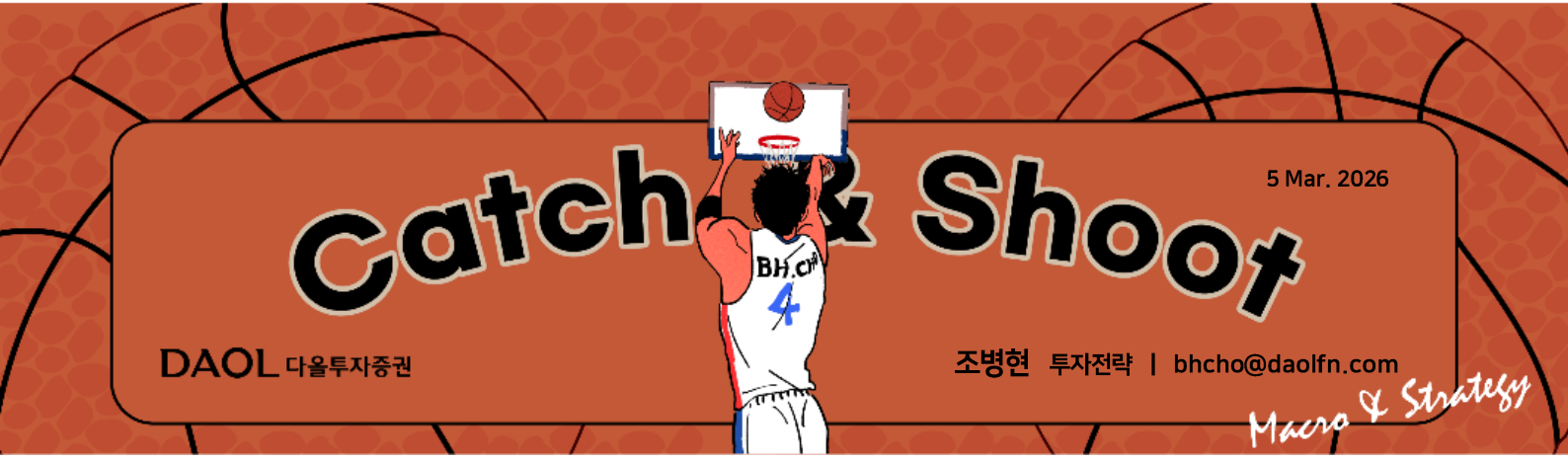


기록적인 급락 그 이후

핵심 내용 요약

- 상승 국면에서 맞이했던 급락은 일반적인 케이스에 비해 회복 속도가 빠르고 강하게 나타나는 경향
- 미-이란 전쟁 국면의 전환점은 중재자의 등장 시점으로 예상되며, 3월 하반월 중 관련 뉴스 등장을 기대
- 단기 낙폭 고려 시 반등 기대는 유효해 보이며, 1차 반등 목표는 5,600pt 내외로 상정

I. 급락과 관련된 기록들을 갈아치운 KOSPI, 과거 사례 복기

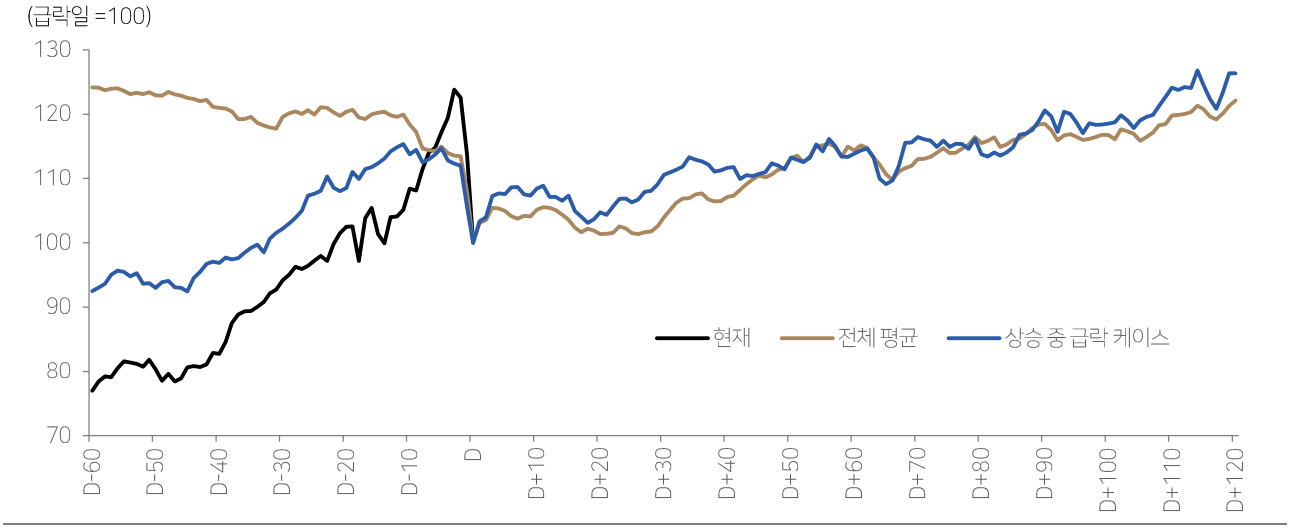
전일 코스피는 -12.1%의 낙폭을 기록하며 개장이래 1일 최대 낙폭 기록을 갱신했다. 코스피와 코스닥 모두 서킷브레이커가 발동됐다. 이틀간의 낙폭 기준으로도 -18.4% 하락해 최대치를 기록했다. 지난달 25일 사상 첫 6,000pt 돌파 후 3거래일 만에 5,000선까지 내려 앉았다. 기존 자료에서 기술적 부담이 누적되어 있다는 점, 상승을 주도하던 모멘텀이 소강상태에 들어갈 수 있다는 점, 그리고 이란-미국 전쟁 상황이 하루짜리 이슈는 아닐 수 있다는 점 등을 근거로 변동성을 신경 쓸 시점이라고 제언하긴 했지만 이번 주 나타난 급락은 예상의 범위를 벗어나는 수준이다. 일단 이례적인 급락 상황이 발생한 만큼 우선 과거 급락 사례에 대한 복기를 해볼 필요가 있을 듯 하다.

2거래일 간 -10% 이상 급락을 경험한 사례들과 향후 1년 간 수익률 분포

일시	97년 11월 8일	98년 5월 26일	99년 1월 22일	99년 7월 26일	00년 4월 17일	00년 9월 18일	01년 9월 12일	07년 8월 17일	08년 10월 16일	20년 3월 19일	24년 8월 5일	평균
사건	IMF 구제금융	IMF 2차 충격	브라질 헤알 사태	대우그룹 해체위기	나스닥 1일 최대 낙폭	인텔 실적 +유가 급등 충격	911테러	BNP파리바 펀드 환매 중단	리만파산 여진	코로나 확산	엔캐리 청산	
2일 낙폭	-10.5	-12.4	-10.2	-10.6	-15.4	-11.2	-13.6	-9.9	-11.3	-12.8	-12.1	-11.8
1D	6.0	0.5	-2.0	6.4	5.6	-1.1	5.0	5.7	-2.7	7.4	3.3	3.1
1W	4.9	7.9	3.8	10.0	5.6	1.2	2.3	9.4	-13.5	15.7	7.2	5.0
2W	-1.5	8.7	0.1	8.7	6.3	2.0	-0.6	14.4	-10.6	18.3	10.4	5.1
3W	-11.5	-7.6	0.2	3.9	7.3	1.9	4.3	15.1	-10.0	26.0	10.1	3.6
1M	-24.0	1.2	-9.5	5.1	0.7	-11.2	8.1	14.2	-10.3	31.3	9.1	1.3
2M	-24.1	-1.7	11.0	7.0	7.3	-4.3	22.9	22.4	-4.9	36.5	6.3	7.1
3M	4.6	3.1	36.4	-4.8	17.0	-6.0	40.6	18.9	-3.8	46.9	5.0	14.4
6M	-5.6	22.1	86.1	12.4	-22.3	-7.5	78.5	3.6	8.5	64.4	3.3	22.1
1Y	-37.4	148.8	61.9	-19.1	-18.4	-16.5	42.9	-9.0	34.2	106.4	29.1	29.3

Source: Bloomberg, 다올투자증권

2거래일 간 -10% 이상 급락을 경험한 사례 전/후 평균 주가 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

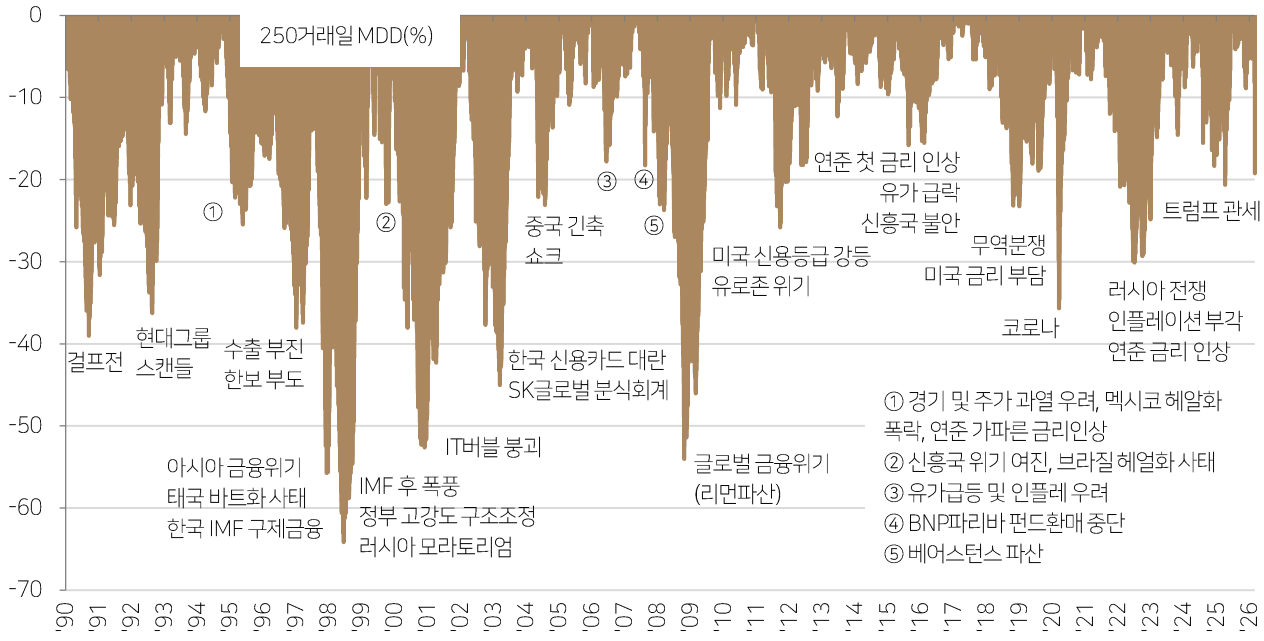
위 표와 그림은 2거래일 동한 -10% 이상 급락을 경험한 사례들을 정리해 본 것이다. 금융위기나 IT 버블 당시에는 폭락이 빈번했기에 조사 기간이 중복되는 점을 피하고자 2거래일 간 -10% 폭락이 1 개월 이내에 재발했던 케이스는 최초 발생일만 포함시켰고, 2007년 8월 17일의 경우 -9.9%의 낙폭이었으나 글로벌 금융위기 시작점이라는 의미가 있어 포함시켰다.

결론적으로 이 정도 폭락이 발생한 경우 1주일 이내에 +5% 내외의 반등은 시도될 확률이 높게 나타난다. 그러나 1차 반등 이후 불확실성 및 여진을 소화하는 과정이 뒤따르게 되고 평균적인 관점에서 낙폭을 만회 하는 것은 2~3개월 정도가 되는 것으로 나타난다. 다만 케이스를 선별해서 보면 기대치는 다소 높아질 수 있다. 두 번째 그림에서 볼 수 있는 바와 같이 급락이 발생했던 케이스들 중 다수는 경기 둔화나 위기에 대한 불확실성이 점증하면서 사전적으로 2~3개월 이상 하락 국면이 진행되다가 응축된 부담이 급락 형태로 발현된 경우로 볼 수 있다. 강한 수출과 가파른 이익 전망치의 상향, 즉, 우호적인 펀더멘털 여건을 근거로 가파른 상승장을 구가하고 있던 현재와는 사뭇 다른 상황들이었다.

이 같은 관점에서 상승 구간을 진행하다가 갑작스런 급락을 경험했던 사례들을 따로 구분해 보았다. 1999년 1월과 7월, 2007년 8월과 2024년 8월 케이스이다. 이 경우에는 급락 1주일 이내에 +7.6% 반등, 2주일 이내에 +8.9% 반등으로 초기 반등이 상대적으로 탄력적인 모습이 확인된다. 그리고 폭락 이전 수준을 회복하는 시점도 1~2개월 사이로 짧아진다는 점도 확인할 수 있다. 해당 케이스들을 제외하고 보면 최초 1~2주 반등 폭은 3% 내외로 제한되는 경향이 있다.

평균치를 맹신하기는 어렵지만 이상의 내용만 정리하자면, 급락 이후의 단기 반등은 경험적인 관점에서 충분히 기대할 수 있지만, 즉각적인 V-turn을 기대하는 것 보다는 급락을 유발한 이슈들과 연관된 여진을 고려할 필요는 있다는 일반론 정도를 도출해 낼 수 있다. 더불어 상승 국면에서 마주하게 된 급락인 만큼 초기에 상대적으로 탄력적인 반등이 시도될 가능성도 타진해 볼 수 있다. 전일 종가를 기준으로 상승 중 급락의 평균치 반등 폭을 대입해 보면 약 5,550pt 대 진입이 가능할 것으로 계산된다.

250 거래일 기준 코스피 MDD(maximum drawdown) 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

다음 계산해 본 것은 1년 이내로 비교 시점을 제한한 코스피 고점 대비 최대 하락률(MDD) 추이이다. 전일 종가 기준 -19.2% 수준인데, 과거 경험을 보면 지금보다 깊은 낙폭을 기록했던 경험이 상당히 많이 있다. 그러나 -30% 이상 케이스들의 발생 원인들을 조사해 보면, 다수의 경우에 글로벌 범위의 경기침체가 수반된 경험이 많았고, 대내외적인 신용리스크 부각이나 연준의 급속한 금리 인상, 코로나 등의 원인을 찾아볼 수 있다. 반대로 현재 MDD 내외의 낙폭을 정점으로 통과했던 사례들을 보면, 경기둔화 우려나 인플레 우려, 무역분쟁과 관련된 불확실성 등이 주된 원인으로 자리잡고 있다.

결국 현재 국면이 글로벌 경기 침체 우려를 자극하는 상황으로 흘러간다거나, 신용 리스크의 전역적인 확산 우려로 연결되는 케이스가 아니라고 한다면 현시점의 MDD는 의미를 부여할 수 있는 수준까지 진행된 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

2. 시나리오 점검 및 결론

이상 경험적인 급락 케이스들을 살펴 봤지만, 참고자료일 뿐 경험칙이 모든 것을 설명해 줄 순 없다. 항상 그렇듯 상황 판단에 있어 보다 중요한 것은 현 시점에서 변동성을 유발한 문제의 전개 방향과 그 해결 여부이다. 여기에 현재의 펀더멘털 여건 조합이 결과적으로 시장의 반등 강도와 시점을 결정할 것이다.

펀더멘털 측면에서 당장 큰 변화가 나타났다고 보긴 어렵다. 한국 증시의 이익 전망치는 지난 주말까지도 가파른 상승세를 이어가고 있었고, 구정 연휴가 있던 2월 수출마저 반도체 및 H/W를 중심으로 가파른 증가세를 이어가면서 도래하는 1분기 실적시즌 중 전망치의 추가 상승 가능성을 높이고 있는 상황이다. 현재로서는 이와 관련해 딱히 흠잡을만한 요소는 찾아보기 어려워 보인다.

이란-미국 전쟁 관련 시나리오 상정

시나리오	시나리오 부연 설명	리스크 피크 소요시간	시나리오 상정 및 가능성 판단 근거	발생 가능성
A. 조기 휴전 + 호르무즈 재개통	현 임시 지도부가 실리 판단 → 미국과 협상 채널 형성 → 협상 과정에서 군사 활동 중단 → 호르무즈 해협 항행 정상화	1~2주 이내	트럼프 4주 정도 소요 및 이란 지도부의 합의 요청 발언 이란 경제난, 체제 혼란 등 지도부 실리 모색 필요성 대두 가능성	30%
B. 제한적 장기화 + 호르무즈 부분 개방	미-이스라엘의 군사목표 타격 지속 → IRGC는 참전 선언한 헤즈볼라와 보복 공격 → 군사 행동 2~3주 전개 후 오만 등 중재자 등장 → 단계적 군사활동 축소 논의 → 미 해군 호르무즈 호위 작전 → 저강도 긴장 장기화	3~4주	이란 경제난과 함께 민심 동요. 지도부 체제 혼란 수습 난항 가능성 현재까지 미국 지상군 투입 의사 미온적	40%
C. 확전 + 호르무즈 장기 봉쇄	헤즈볼라 이후 이슬람 무력단체 전면 참전 확대 → 이스라엘-레바논 전선 확대 → 협상 테이블 구성 난항 → 이란, 호르무즈 해협 물리적 봉쇄 강화 → 걸프 전역 교전 지대화 → 주변 산유국 석유 인프라 피격 사례 증가	2~3개월	헤즈볼라 참전 선언, IRGC 타격 대상 확대 중. 이스라엘도 공세적 작전 진행 중 경제적 관점에서 이란의 전쟁 지속 능력에 대한 의구심 존재 정치적 관점에서 트럼프도 장기화 가능성 차단 필요	25%
D. 전면 지역전쟁 + 글로벌 에너지 위기	C 시나리오에서 이란 및 무장 단체들의 기타 산유국 공격 범위 확산 → 생산차질 + 호르무즈 해협 고강도 봉쇄 동시 진행 → 스테그플레이션 우려 제기	4~6개월 이상	이란 내부적으로 존재하는 반 체제 기류로 이란 지도부 전쟁 지속 여력 제한. 경제적 여력도 고려 사항 미국 내 반전 여론 강화. 트럼프 11월 중간선거 감안 시 장기화 용인 어려움	5%

Source: 다올투자증권

각 시나리오 별 주요 지표 변화 추정치

변수/시나리오	기준점 (2.27)	A: 조기 휴전 (30%)	B: 제한적 장기화 (40%)	C: 확전 (25%)	D: 전면전 (5%)
리스크 피크	-	1~2주	3~4주	2~3개월	4~6개월
국제유가 상단	67$	70~80$	80~90$	100~120$	120 이상
미 CPI 영향	-	+0.2%p	+0.6%p	+1.3%p	+1.9%p
미 국채 10년	3.97%	4.13%	4.27%	4.92%	5.87%
원/달러(원)	1,440	1,475	1,486	1,535	1,607
KOSPI 하단	6,244	6,090	5,820	5,350	4,910

Source: 다올투자증권

그렇다면 결국 이란-미국 사태의 전개 방향과 그 해결 여부가 시장 방향성에 대한 핵심요소가 되므로 이 부분을 다시 한 번 점검해 보자.

위 표에 나와 있는 내용은 당사의 3월 월간 전략 자료에서 제시한 시나리오인데, B 시나리오를 베이스라인으로 생각하고 있다. 직전 2일간의 하락은 C와 D 시나리오의 가능성을 상당부분 반영한 것이 아닐까 생각된다. 실제로 헤즈볼라는 참전을 선언했고, 이스라엘은 이를 빌미로 레바논에 지상군을 투입하면서 공세를 강화(확전 양상)했다. 그리고 이란 측에서는 충분한 전쟁 수행 능력을 보유하고 있고 강행할 것이라는 의지를 거듭 피력하고 있는 상황(장기화)이라는 점에서 C와 D 시나리오에 대한 우려를 배제하기 어렵게 만들고 있다.

C와 D 시나리오에 대한 우려가 배제되기 위해서는 결국 미국-이란 간 협상 테이블이 만들어 질 수 있다는 기대감이 형성되는 것이 트리거가 될 수 있는데 즉각적으로 그 기대감이 형성되기는 어려워 보이는 것이 사실이다.

미국과 트럼프는 선제 공습을 감행한 상황이다. "협상하자"고 먼저 나서게 된다면 공습의 정당성과 명분 자체가 흔들릴 수 있다. 안 그래도 미국 내 여론이 이번 전쟁에 대해 호의적이지 만은 않은 상황이고, 미군의 화력을 과시한 것 외에 지금까지 특별히 얻어낸 것도 없는 상황이다. 미군 측도 사상자가 발생한 상황에서 먼저 전향적으로 나서기가 쉽지 않아 보인다. 반면, 이란은 최고지도자를 잃은 상황이다. 종교의 의미가 여타 현대 국가들에 비해 큰 이란의 상황에서, 종교계 및 일부 국민들이 납득할 만한 보복도 못한 상태에서 협상을 먼저 제안하게 되면, 내부 정치적으로 체제 정당성이 무너지는 결과를 초래할 수 있다. 결국 양측 모두 구조적으로 먼저 손 내밀기 어려운 국면인 것으로 볼 수 있다.

그래서 적어도 1~2주 간 양측이 현실적인 문제를 위해 일단 대화의 필요성이 있다는 주장을 제시할 수 있을 만큼, 혹은 각자가 협상에 있어서 레버리지를 점할 수 있을 만큼으로 생각되는 충돌 격화가 전개될 가능성이 높아 보인다. 결국 일정 수준의 무력활동이 진행된 후 중재자의 등장이 필요하다고 판단된다.

그리고 지금까지의 상황으로 볼 때 아마도 오만 같은 국가가 그 역할을 하지 않을까 생각된다. 오만은 2015년 JCPOA 협상 때도 중재 역할(2013~14년 오만에서 상기 협상의 토대가 된 미-이란 비밀 협상 진행)을 했고, 이란과 외교 관계가 유지되면서도 미국과 적대적이지 않은 거의 유일한 걸프 국가라고 볼 수 있다. 넓게 본다면 카타르도 후보가 될 수 있지만, 전문가들의 의견에 따르면 오만이 중립성 면에서 더 적합하다는 의견이 많다. (상기 추론은 중동문제 전문가가 아닌 필자의 자의적인 추론이라는 점은 인지해 주길 바란다.)

정리하자면, 현재는 미국-이란 사태와 관련해 전선이 확장되고 호르무즈 해협 봉쇄 등을 통해 피해가 장기화되는 시나리오에 대한 우려가 유입되는 상황이다. 이런 우려가 완화되고 B 시나리오와 같은 제한적 충격에 대한 기대가 회복되기 위한 현상적인 조건은 중재자의 등장일 것이라고 생각된다. 유력한 후보자로 볼 수 있는 오만 등에서 협상 중재 준비 등의 뉴스 플로우가 확인되기 시작한다면, 시장은 C와 D 시나리오의 가능성을 낮추기 시작할 것으로 기대해 볼 수 있다. 트럼프가 공격 이후 인터뷰 등을 통해 4주 가량의 공격 기간을 언급했음을 감안하면, 3월 중순 이후에는 협상 테이블에 대한 기대감이 점차 강화될 수 있을 것으로 기대해 본다.

기본적으로 현재 시장에서 펀더멘털 측면의 부담은 크지 않다. 1분기 실적시즌을 전후로 시장 이익 전망치의 탄력적인 추가 상향 가능성은 여전히 높은 상황이다. 지정학적 리스크에 대한 부담이 완화될 경우 시장은 과거 급락 이후 평균적인 반등 속도에 비해 보다 빠른 흐름을 시현할 배경 조건이 갖추어져 있다고 생각한다.

그리고 한국 증시는 미국-이란 전쟁과 관련해 현재 수준 이상으로 전쟁이 격화되는 부정적인 시나리오 레벨까지 단시일 내에 충격을 반영해 둔 상황이다. 충분히 가격 메리트를 논할 수 있는 수준이라고 판단된다. 특히 전일 80pt를 넘어선 V-KOSPI나 장 후반 급격히 유입된 외국인 현/선물 동반 순매수 등은 급락에 대한 반작용을 기대하게 만드는 소재로 볼만하다. 첫 번째 파트에서 제시된 과거 사례들을 감안해 볼 때에도, 기존 고점대비 하락폭 관점에서나 단시일 (2거래일)에 형성된 낙폭 관점으로 보나 적어도 기술적 반등을 기대해 볼 수 있을 만한 위치에 도달한 것으로 보인다.

유의할 점은 반등의 패턴이다. 급락 이후 반등이 등장했을 때, 급격한 V-turn을 통해 낙폭 이전 수준을 한번에 회복하는 사례들을 찾아보긴 쉽지 않다는 점이다. 낙폭 이전을 회복하는 데는 적어도 1개월 이상의 시간이 소요되는 것이 일반적이다. 낙폭 과대에 따른 기술적 반등이 나타난다면 평균 관점에서, 최근 형성된 변동성 관점에서 약 5,550~5,650pt 부근을 1차 목표로 삼을 수 있고, 이후 이란-미국 사태의 전개 방향에 따라 대응 전략을 수립해 갈 필요가 있다는 판단이다.

현재 중동 이슈와 관련해 터닝 포인트가 될 수 있는 소재는 결국 중재자의 등장이라는 판단이다. 미국과 이란 양측 모두 단시일 내에 먼저 협상을 제의하기 어려운 상황이라고 한다면, 양측 모두 명분을 형성할 수 있을 만큼의 공방을 진행한 이후 중재자의 등장 시점이 터닝포인트가 될 수 있을 것으로 예상된다. 종합해 볼 때, 충분한 가격 메리트가 생긴 만큼 현 지수 레벨에서는 매수 접근의 유효성이 높을 것으로 판단된다. 단, 아직까지 교전 및 호르무즈 해협 봉쇄가 현재 진행형인 만큼 뉴스에 대한 민감도가 높을 수 있고, 경험적으로나 정황 상 향후 2주 내외는 여진에 대한 부분을 염두에 둘 필요가 있어 대응 여력을 확보해 둔 상태에서의 접근이 필요해 보인다.

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.