증권

Analyst 김현수 | 금융
02-3779-3969, hyunsoo.kim@sangsanginib.com

단기 조정 국면에도 거래대금은 견조

Overweight 유지

QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

증시 거래대금 확대로 증권업 이익 전망이 빠르게 재평가

12월말 이후 2월말까지 증권업종의 주가 흐름은 지수 상승만으로 설명하기 어렵다. 1월까지는 반도체가 상승률 1위로 방향성을 주도했고 증권은 이를 추격했지만, **2월말 기준 KRX증권지수는 전년말 대비 86.03% 상승해 상승률 1위로 올라섰고 같은 기간 반도체도 강세였으나 속도는 증권업이 더 빨랐다. 이는 거래대금 확대가 가속화되며 증권업의 브로커리지 중심의 이익 전망이 빠르게 상향되었기 때문이다.** 실제로 지난해 말부터 2월말까지 투자자예탁금은 106조원에서 118.7조원으로 계속 증가했고, 신용거래융자도 27.3조원에서 32.7조원으로 확대되면서 거래 참여 여력이 동시에 개선됐다.

가계자금 유입은 ETF 중심으로 확산, 대형주 쏠림이 강화

거래 구조 변화를 가장 직접적으로 보여주는 변수는 ETF 거래대금이다. 12월 ETF 일평균 거래대금 6.6조원이 1월말 14.4조원, 2월말 19.1조원으로 확대됐고 3월 초에는 단기적으로 더 큰 수준까지 올라섰다. 이는 신규 자금과 재진입 자금이 종목을 먼저 고르는 방식보다 지수 및 섹터 바스켓을 우선 매수하는 방식으로 시장에 들어오고 있음을 시사한다. **ETF 중심 매매가 커질수록 개별 종목은 펀더멘털보다 자금 배분 구조의 영향을 더 크게 받을 수밖에 없고, ETF 내 편입 비중이 큰 대형주가 추가 유입의 직접 수혜를 받을 가능성이 높다.** 반대로 ETF 내 비중이 낮은 종목은 시장 전체 유동성이 확대돼도 수급 개선이 제한될 수 있어, 단순한 키맞추기 순환매보다 대형주 중심의 강세가 더 자연스러운 전개가 될 가능성이 높다.

지정학 리스크로 단기 조정, 거래대금 기반 유지 시 리레이팅 지속될 전망

3월 초 이란 관련 군사충돌 소식 이후 위험회피가 확산되며 국내 증시는 급락했고, 변동성 확대 과정에서 고베타 업종인 증권업종의 낙폭도 커졌다. 전쟁 확전 우려로 국제유가가 급등하면서 인플레이션 압력과 위험자산 할인율 상승이 동시에 나타났고, 에너지 수입 의존도가 높은 한국 시장에서는 환율 변동성까지 겹치며 수급 불확실성이 확대됐다. 다만 이번 조정은 단기 이벤트가 가격에 빠르게 반영되며 프리미엄이 압축된 성격이 강하고, 12월말 이후 확인된 예탁금 증가와 신용융자 확대, ETF 거래대금 급증이라는 구조적 변화가 단기간에 사라질 가능성은 높지 않다. **지수 레벨이 낮아지더라도 거래대금이 견조하게 유지된다면 증권사 실적은 브로커리지와 중심으로 정상화될 가능성이 높고, 업종 재평가는 지정학 이벤트보다 대기성 자금이 거래대금으로 전환되는 흐름이 유지되는지에 의해 좌우될 전망이다.**

업종 주도권이 거래대금 민감 업종으로 이동

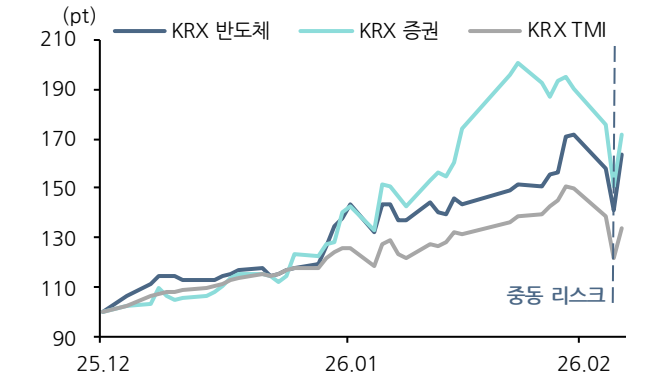
12월말 이후 2월말까지의 증권업종의 주가흐름은 단순히 지수 상승만으로는 설명하기 어렵다. 같은 상승 국면에서도 업종별 성과 차이가 크게 벌어졌고, 이는 거래대금 확대가 업종 이익 전망에 미치는 영향이 서로 달랐기 때문이다. 1월말까지는 KRX반도체지수가 2025년말 대비 44.32% 상승하며 상승률 1위를 기록했고, KRX증권지수는 40.06% 상승해 2위를 기록했다. 지난해에 이어 연초 또한 반도체가 방향성을 주도하고, 증권은 그 흐름을 따라가는 모습이었다. 그러나 2월 들어 상대강도는 바뀌었다. **2월말 KRX증권지수는 전년말 대비 86.03% 상승하며 상승률 1위로 올라섰고, 반도체 역시 강세였지만(2월말 기준 전년말 대비 72.50%), 2월에는 증권업이 더 빠르게 상승했다. 2월 한 달 동안 증권업이 추가로 강해진 것은 거래대금 확대가 가속화되며 증권업 이익 전망이 크게 확대되었기 때문이다.**

12월말에서 2월말로 가는 과정에서 거래 참여 여력은 예탁금과 신용에서 동시에 확인된다. 1월 투자자예탁금 잔고는 106조원, 2월은 118.7조원으로 계속해서 큰 폭으로 증가했다. 우리 추정에 따르면 **증시 상승과 더불어 주식시장으로 유입되거나 시장에 체류하는 대기성 자금이 늘어났다고 볼 수 있다.**

신용거래융자도 같은 방향으로 움직였다. 2025년 9월말 23.5조원에서 12월말 27.3조원으로 증가한 뒤, 1월 30.3조원, 2월 32.7조원으로 확대됐다. 12월말→2월말 2개월 구간은 예탁금 증가가 먼저 나타나고, 이후 신용융자가 뒤따라 증가하는 흐름이 확인됐다. 신용거래대주는 규모가 작고 변동도 제한적이어서, 이번 구간에서 레버리지 논의의 중심은 대주가 아니라 매수 레버리지를 제공하는 신용융자라고 정리하는 편이 정확하다.

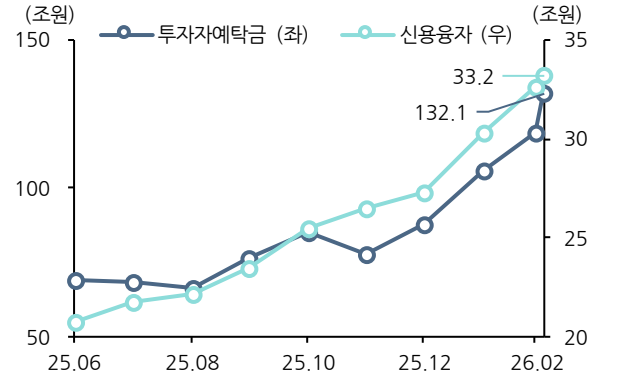
이러한 레버리지 확대가 곧바로 과열을 의미하진 않는다. 예탁금 증가 속도가 더 빨랐기 때문에 신용이 거래대금 확대의 출발점이라기보다는 확대 국면의 속도를 보조하고 증폭시키는 역할로 해석되기 때문이다. 거래대금이 단순히 지수 상승의 결과가 아니라 시장 참여와 회전율 변화를 반영한다는 관점은 최근 흐름을 설명하는 논리로 유효하다.

그림 1. KRX, 반도체, 증권업종 주가지수 추이



주: 2025년 12월 30일 종가를 100으로 한 지수
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 2. 투자자예탁금 및 신용융자잔고 추이



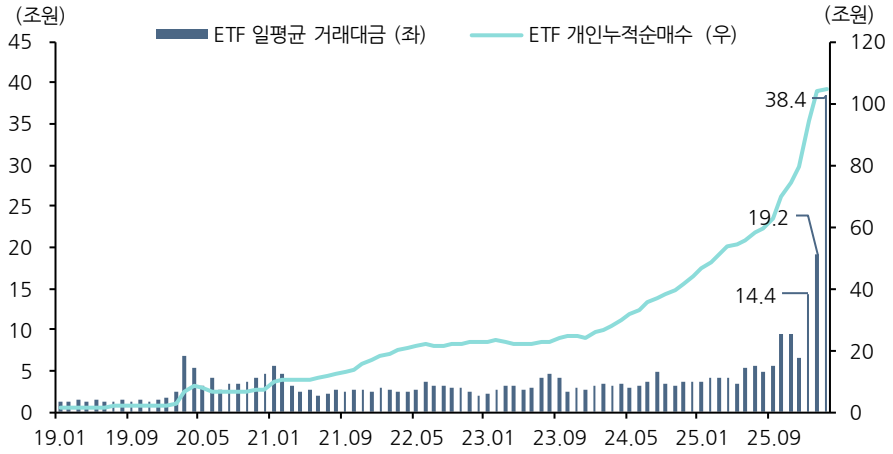
자료: 금융투자협회, 상상인증권

가계자금의 유입은 ETF 상품 중심으로 확산

12월말 이후 거래 구조 변화를 가장 명확히 보여주는 변수는 ETF 거래대금이다. 지난해 12월 ETF 일평균 거래대금은 6.6조원이었는데, 1월말 14.4조원으로 2배 이상 늘었고 2월말에는 19.1조원까지 확대됐다. 3월 5일 기준 최근 3일간 ETF 일평균 거래대금은 38.4조원에 달한다. 거래대금이 이 정도로 빠르게 커졌다는 사실은, **거래의 중심이 개별 종목 선택에서 상품 단위 매매로 이동하고 있음을 의미한다.**

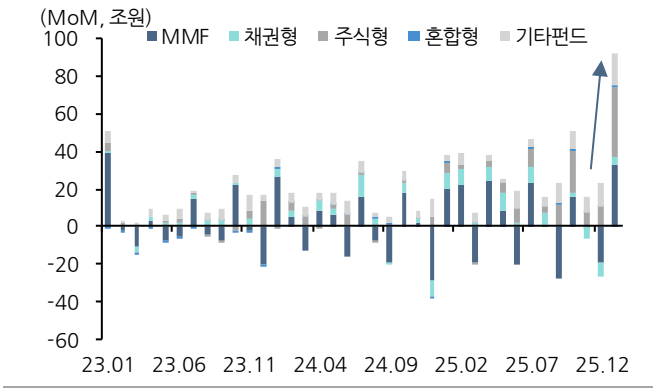
ETF 거래대금 증가는 가계자금의 시장 참여 방식이 바뀌고 있음을 시사한다. 과거에는 직접매매 비중이 절대적이었다면, 최근에는 ETF가 신규 자금의 유입 통로이자 재진입 자금의 실행 수단으로 기능하면서 시장으로 들어오는 자금이 처음부터 종목 선택을 하기보다 지수 및 섹터 바스켓을 먼저 매수하는 형태가 강화되고 있다. 이 과정에서 동일한 자금 규모라도 매매 빈도가 높아져 거래대금이 더 크게 만들어질 수 있고, 개인 거래대금 확대가 운용사 수신을 자극하며 ETF 유동성이 커져 다시 거래대금이 늘어나는 선순환 경로도 형성되기 쉽다. 12월말→2월말에 관측된 ETF 거래대금 급증은 이러한 연결고리가 실제로 작동하고 있음을 보여주는 신호로 해석할 수 있다.

그림 3. ETF 일평균 거래대금 및 개인누적순매수 추이



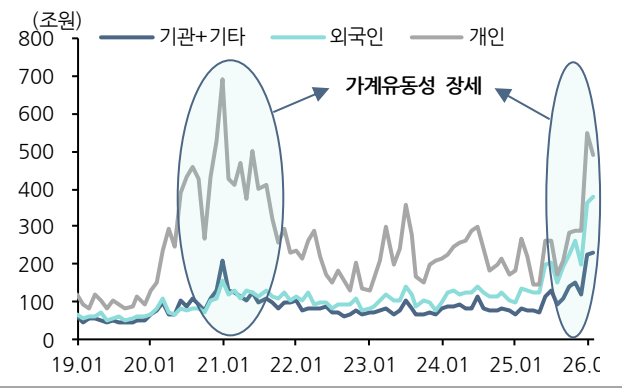
자료: KRX, 상상인증권

그림 4. 자산운용사 수신증감액 추이



자료: 한국은행, 상상인증권

그림 5. KOSPI 거래주체별 월별 누적거래대금 규모 추이



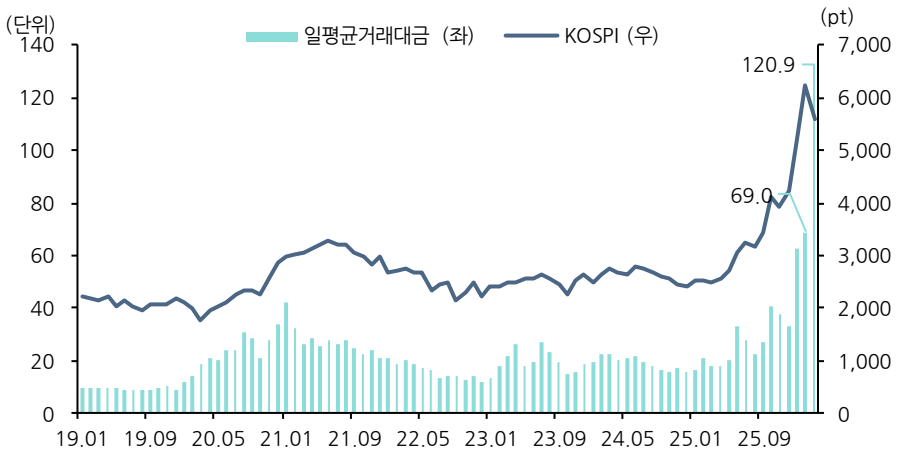
자료: Quantiwise, 상상인증권

중요한 점은 시장의 주가가 펀더멘털을 반영하는 방식 자체가 달라질 수 있다는 점이다. 직접투자 비중이 높을 때는 종목별 실적 및 개별 이벤트가 가격에 상대적으로 강하게 반영되지만, ETF 비중이 커질수록 매수·매도의 단위가 종목이 아니라 바스켓이 된다. 바스켓 매매가 늘면 개별 기업의 펀더멘털 변화가 단기 가격에 미치는 영향은 상대적으로 약해지고, 대신 자금 유입이 어디로 배분되는지가 가격을 더 강하게 결정하게 된다. 즉 개별 종목의 펀더멘털과 주가와의 상관관계가 약해지고 수급 구조가 만드는 상관관계가 커지는 방향으로 시장이 움직일 가능성이 높다.

ETF 중심의 자금 유입이 강화될수록 수익률의 무게중심은 ETF 내 비중이 큰 종목으로 쏠릴 수밖에 없다. ETF는 편입 비중대로 기계적인 매수가 발생하고, 규모가 커질수록 이 기계적 수요가 반복적으로 누적된다. **그 결과 ETF 편입 비중이 큰 대형주, 특히 지수 및 섹터 ETF에서 비중이 높은 종목은 추가 자금 유입의 직접 수혜를 받기 쉽고, 이미 강한 종목이 더 강해지는 현상이 나타날 수 있다.** 반대로 ETF 내 비중이 낮거나 편입 자체가 제한적인 종목은 시장 전체 유동성이 확대되더라도 동일한 강도의 수급 수혜를 받기 어렵다. 흔히 기대하는 중소형주 키맞추기나 순환매가 나타나려면 개별 종목을 겨냥한 직접자금이 폭넓게 유입되어야 하는데, 지금처럼 간접투자 비중이 빠르게 커지는 국면에서는 자금 배분이 지수·섹터 상위 비중 종목에 먼저 집중되는 구조적 제약이 존재한다. 따라서 상승 구간에서 단순한 저평가 키맞추기보다, ETF 비중이 높은 대형주 중심의 강세가 더 자연스러운 전개가 될 가능성이 높다.

이 구간에서 증권업종의 상대강도 또한 구조적으로 설명이 단순해진다. 거래대금이 높은 수준에서 유지되면 브로커리지 수익이 즉각적으로 개선되고, 신용융자 잔고가 늘면 이자수익이 추가로 개선된다. ETF 거래대금 확대는 수수료율만 보면 불리해 보일 수 있으나, 실제로는 리테일 경쟁력 강화, 고객 활동성 확대, WM 비즈니스와의 결합 가능성, ETF·파생·해외주식 등으로의 교차판매 확률 상승을 통해 업종 프리미엄을 정당화하기 쉬운 환경을 만든다. 특히 ETF 거래가 늘어날수록 투자자 접점은 더 플랫폼 중심으로 재편되고, 거래대금의 증가가 단순 수수료 수익을 넘어 고객 기반과 잔고 비즈니스 확대의 신호로 해석될 여지가 커진다.

그림 6. KOSPI 지수 및 일평균거래대금 추이



자료: KRX, Quantiwise, 상상인증권

지정학 리스크가 만든 조정 국면, 다만 증시 체력은 여전히 견조

12월말→2월말의 상승 속도가 빨랐던 만큼 3월 초에는 조정이 크게 나타났다. 이란 관련 군사충돌 소식 이후 국내 증시는 단기간 급락했고, 코스피는 3월 3일 하루 7%대 하락을 기록하며 위험회피가 급격히 확산됐다. 3월 4일에도 장중 급락과 변동성 확대가 이어지며 서킷브레이커 발동 가능성까지 거론됐고, 직전 상승을 주도했던 고베타 업종 중심으로 매물이 집중됐다는 평가가 나왔다.

거시 환경도 동시에 악화됐다. 전쟁 확전 우려로 중동 공급 차질 가능성이 부각되며 국제유가가 급등했고, 이는 인플레이션 재자극과 위험자산 할인율 상승을 통해 주식시장 전반에 부담으로 작용했다. 에너지 수입 의존도가 높은 한국 시장에서는 유가 급등이 기업 마진과 실질소득에 부담을 주고, 환율 변동성까지 겹치면 외국인 수급이 더 민감해질 수 있다. 이러한 환경에서 증권업종은 거래대금과 시장 변동성에 대한 민감도가 크기 때문에 하락 국면에서도 낙폭이 커지기 쉬웠다. 특히 위험회피 국면에서는 거래대금이 단기적으로 늘 수 있어도, 그 성격이 신규 참여 확대가 아니라 리스크 축소와 포지션 청산 중심으로 바뀌면서 밸류에이션에는 불리하게 작용할 수 있다.

그럼에도 증권업종의 중기 체력까지 훼손됐다고 보기는 어렵다. 이번 조정은 지정학 리스크에 따른 위험회피가 단기간에 가격에 반영되면서, 고베타 업종 프리미엄이 빠르게 축소된 성격이 강하다. 반면 12월말 이후 확인된 핵심 흐름은 비교적 구조적이다. 예탁금이 늘었고, ETF 거래대금이 급증했으며, 신용융자가 확대되면서 거래 활동이 강화됐다. 이 조합은 단기간에 사라지기 어려운 조건을 만든다.

지수 수준이 단기적으로 낮아지더라도 거래대금이 견조할 가능성은 남아 있다. 최근처럼 ETF 중심 거래가 커진 환경에서는 변동성이 높아질 때 매매 활동이 오히려 늘어날 여지도 있다. **증권사 실적은 지수 레벨 자체보다 거래대금과 고객 활동성에 더 직접적으로 연동되며, 브로커리지, 신용이자 등 핵심 수익은 단기 매크로 충격에 즉각적으로 훼손되기보다는 거래대금 기조가 유지되는 한 시차를 두고 정상화될 가능성이 높다.** 따라서 현 시점의 낙폭은 펀더멘털 변화 대비 과도하다는 판단이며, 향후 거래대금의 레벨이 재확인되는 구간에서는 업종 이익 가시성이 다시 부각될 가능성이 높다. 결론적으로 증권업종의 주가 재평가는 단기 지정학 이벤트보다, 대기성 자금이 실제 거래대금으로 전환되는 흐름이 유지되는지에 의해 결정될 가능성이 높고, 현재까지는 그 흐름이 완전히 꺾였다고 판단하기 이르다.

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현수)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	92.5%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	84.6%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	7.5%	시가총액 수준 유지			HOLD	15.4%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	