Quant

국내 증시 양극성 등락 실적주, 낙폭과대주로 대응

Quant Analyst 권순호
soonho.kwon@daishin.com

- 증시 대기자금(예탁금, 신용, 대차) 합산 306 조원 수준(YoY, +143%)
- 역대 최고 규모 대기자금, 군집행동 강화로 인한 변동성 확대
- 과거 시장충격 공포 구간 실적주와 낙폭과대주 아웃퍼폼 하는 경향

전례 없는 수준의 증시 대기자금과 거래대금, 군집행동으로 변동성 확대

국내 증시는 늘어난 자금 유입과 함께 군집행동이 강화되며 코스피 역사상 유례없는 수준의 변동성을 기록하고 있다. 현 시점 기준 글로벌 주요 증시 대비 변동성 역시 가장 높은 수준이다. 2010 년 이후 데이터를 확인해 보면 국내 증시는 고객 예탁금 증가와 높은 수익률 구간이 동시에 나타나는 시점 전후에서 VKOSPI 최고치가 형성되는 통계적 패턴이 확인된다.

3 월 6 일 기준 주식 고객 예탁금은 131 조원, 신용잔고 33.7 조원, 대차잔고 142 조원으로 합산 약 306 조원 수준이다. 증시 대기자금 규모는 전년 동기 대비 143% 증가하였다. 코스피와 코스닥 합산 일평균 거래대금(3 개월 기준) 역시 약 38 조원으로 전년 동기 대비 약 91% 증가한 상태다.

미국-이스라엘-이란 전쟁에 따른 경제적 충격 역시 변동성 확대 요인으로 작용하고 있다. 다만 역사적 사례와 글로벌 피어 증시 대비 변동성 수준을 고려할 때 최근 확대된 증시 자금의 성격은 장기 투자보다는 단기 시황 대응 중심의 성격이 강한 것으로 판단된다. 이러한 자금 구조와 군집행동이 결합되며 변동성이 확대되고 있는 것으로 추정된다.

과거 공포구간 이후 어닝 리비전 상위 및 모멘텀 하위 종목 아웃퍼폼 경향

이란 전쟁 경과에 따라 국내 증시 변동성이 크게 확대되고 있으며 투자 센티먼트 역시 25 년 4 월 해방의 날(보편 관세 부과), 24 년 12 월(전 정부 계엄) 수준의 공포 구간에 진입한 것으로 판단된다.

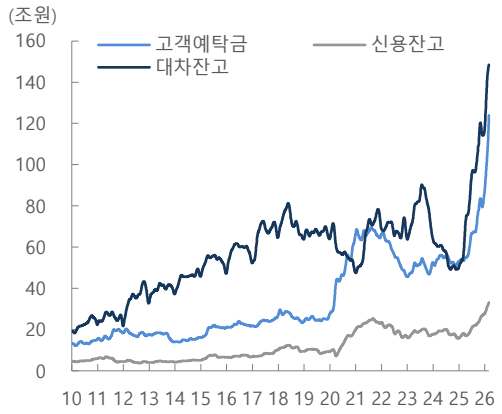
과거 공포 구간 이후 1 개월 동안 가장 높은 수익률을 기록한 종목의 특징은 크게 두 가지로 나타났다. 어닝 리비전 상위 종목과 낙폭과대 종목이다. 공포 국면에서 투매로 하락했던 실적 상향 종목의 회복과 과도한 낙폭을 기록했던 기업들의 반등이 동시에 나타나는 패턴이다.

이에 차년도 영업이익 추정치 3 개월 변화율 상위 종목을 어닝 리비전 팩터로, 최근 6 개월 낙폭 상위(수익률 하위) 종목을 낙폭과대 팩터로 선정하였다. 어닝 리비전 상위 종목으로는 증권, 조선, 전력기기 업종의 주요 주도 종목이 포함되었다. 낙폭과대 종목으로는 식품, 인터넷 업종이 선정되었으며 구체적인 종목은 표 1, 2 에 제시하였다.

한편 증시 심리지수가 공포 구간에 진입한 것과 달리 국내 크레딧 스프레드와 CDS 스프레드는 25 년 4 월, 24 년 12 월 수준에는 미치지 못하고 있다. 이는 주식 시장의 낙폭과 변동성이 펀더멘털 훼손보다는 공포 심리와 저가매수 심리가 결합된 군집행동에 따른 과잉 반응의 성격이 강하다는 점을 시사한다.

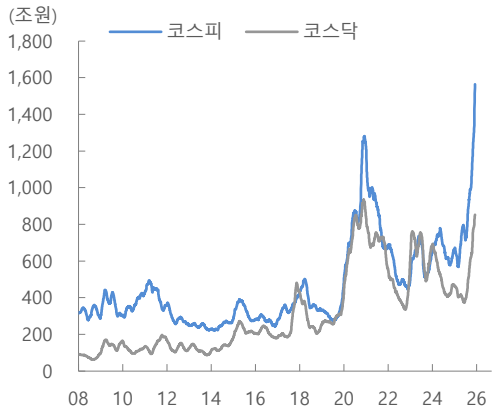
지정학 갈등이 국내 기업 실적에 직간접적 영향을 미칠 가능성은 존재한다. 다만 현재 이익 전망이 견고하게 유지되고 있는 반도체 업종과 낙폭이 확대된 필수소비재 종목은 변동성을 감내할 경우 상대적으로 양호한 수익률을 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 1. 증시 대기자금 역사상 고점 수준



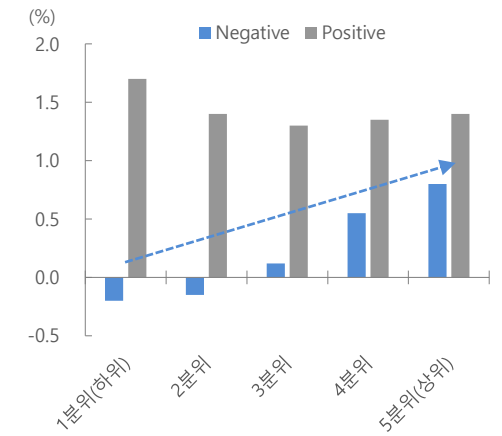
주: 2005년 이후 코스피, 코스닥 종목 대상 6개월 등락을 기준으로 분위 산출
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 코스피, 코스닥 거래대금도 역사상 최고 수준



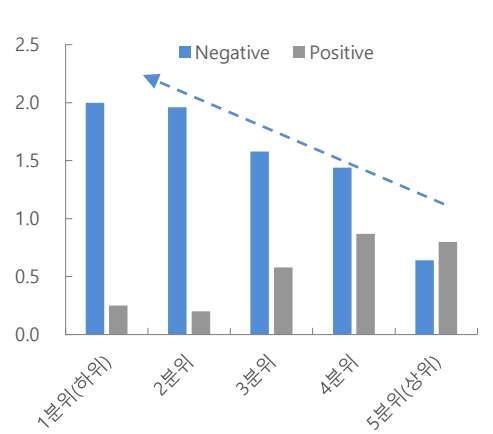
주: 차트 (서체 HY중고딕 7pt, 크기: 5.5 X 7Cm)
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 증시 심리 수준별 어닝리비전 팩터 1 개월성과



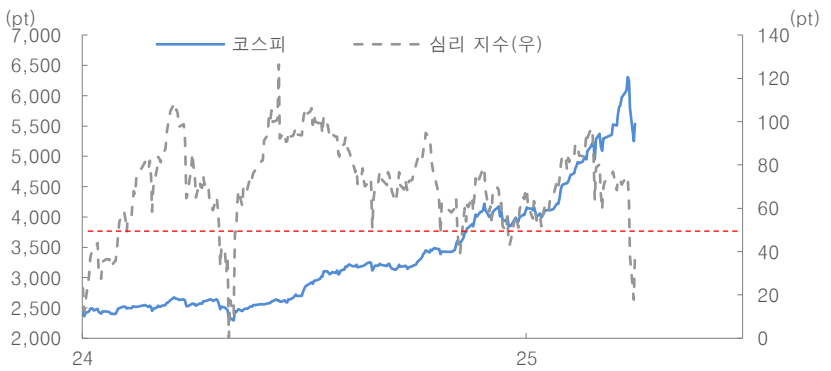
주: 6개월 등락을 기준으로 분위 산출. 월말 심리 수준에 따른 1개월 이후 수익률
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 4. 증시 심리 수준별 모멘텀 팩터 1 개월 성과



주: 차년도 영업익 3개월 변화율 기준. 월말 심리 수준에 따른 1개월 이후 수익률
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 5. 증시 심리 인덱스 추이



주: 기준선(50) 위 긍정 심리, 아래 부정 심리 구간
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 1. 코스피 200 어닝 리비전 상위 20 종목

순위	종목명	영업이익 변화율(3 개월,%)	6 개월 전 대비 수익률(%)
1	삼성전자	138.25	142.66
2	SK 하이닉스	114.4	190.28
3	SK 스퀘어	84.61	214.2
4	한전기술	37.88	59.85
5	미래에셋증권	33.85	191.82
6	고려아연	31.79	79.12
7	카카오페이	25.41	12.81
8	HD 현대중공업	20.52	14.29
9	S-Oil	18.56	115.58
10	삼성전기	18.04	111.87
11	대한유화	14.41	-2.17
12	효성중공업	13.92	90.81
13	금호타이어	12.99	20
14	에이피알	12.25	28.91
15	효성티앤씨	11.94	41.44
16	키움증권	11.89	79.65
17	이수페타시스	11.06	43.29
18	LS ELECTRIC	10.7	132.82
19	NH 투자증권	10.1	51.24
20	한화솔루션	9.78	74.44

주: 차년도 영업이익 추정치 3 개월 변화율 기준
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 리서치센터

표 2. 코스피 200 낙폭과대(6 개월 수익률 하락폭) 상위 20 종목

순위	종목명	영업이익 변화율(3 개월, %)	6 개월 전 대비 수익률(%)
1	삼양식품	-2.68	-33.72
2	크래프톤	-7.13	-32.25
3	GKL	-11.31	-30.53
4	에스디바이오센서	(추정치 없음)	-28.86
5	코웨이	-5.4	-27.8
6	파라다이스	1.28	-25.87
7	세아제강지주	(추정치 없음)	-24.54
8	코스맥스	-1.05	-24.25
9	율촌화학	(추정치 없음)	-22.42
10	동원산업	-2.08	-21.88
11	HD 현대마린솔루션	-2.34	-21.35
12	한일시멘트	-1.75	-20.44
13	동원시스템즈	(추정치 없음)	-19.8
14	유한양행	-12.6	-19.6
15	아세아	(추정치 없음)	-19.29
16	SK 아이이테크놀로지	-301.16	-19.06
17	CJ 제일제당	-8.11	-18.45
18	호텔신라	-1.27	-17.64
19	카카오	2.28	-15.44
20	SK 바이오사이언스	0	-15.24

주: 차년도 영업이익 추정치 3 개월 변화율 기준
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 리서치센터

증시 변동성을 키우는 코스피 과거 수익률 크기와 고객 예탁금 규모

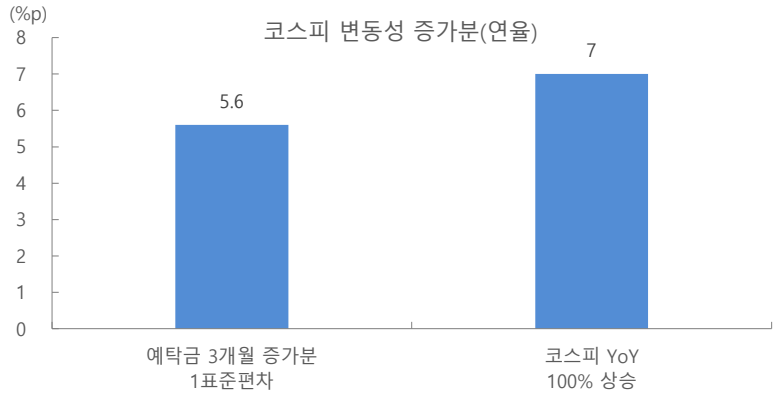
국내 단기 변동성. 코스피 1년 수익률 및 예탁금 규모에 비례하여 증가

가파르게 상승한 코스피와 늘어난 증시 대기자금으로 인해 변동성이 나타난다는 견해는 통계적으로 타당한 결과를 지닌다. 실제 2010년 이후 증시의 YoY 수익률과 고객 예탁금, 신용잔고, 대차잔고의 3개월 변화율을 해당 시점 전후 3개월간 VKOSPI 종가기준 최고치에 회귀분석을 시행 했을 때 코스피 YoY와 고객 예탁금해 유의미한 양의 결과를 나타냈다.

구체적으로는 고객 예탁금의 3개월 변화율이 1표준편차 증가할 때 시장의 해당 시점 전후 VKOSPI의 최고치 기대값은 5.6pt 상승하는 것으로 나타났다. 더불어 코스피 YoY가 1%p 증가할 때, VKOSPI의 최고치 기대값은 0.07pt증가한다. 3월 9일 기준 코스피는 YoY 104% 증가, 고객예탁금 증가 속도가 5.6 표준편차를 기록하면서, 가파른 증시 상승세와 늘어난 증시 대기자금으로 인해 늘어난 변동성에 대한 기여분은 35%p(연율)에 달한다.

증시 대기자금, 과거 코스피 수익률과 향후 KOSPI 변동성에 대한 상관관계를 연결하는 것은 시황에 민감한 군집행동 특성을 가지는 자금의 유입으로 추정할 수 있다. 코스피가 크게 오르는 과정에서 단기 시황에 대한 시장 참여자들의 합치가 굉장히 빠르면서도 과하게 이루어지고, 높아진 증시 대기자금과 함께 많은 거래량을 수반하면서 증시 변동성을 키운다는 판단이다.

그림 6. 고객 예탁금과 코스피 YoY 로 인한 향후 변동성에 대한 영향



주: 예탁금 3개월 등락률 1표준편차 수준 상승 및 52주 수익률 100% 상승 시 VKOSPI 3개월래 최대치 기댓값에 미치는 영향
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 3. 변동성에 대한 변수 영향 회귀분석 결과

변수	계수	HAC 표준오차	z-통계량	p-value	유의성
상수	27.8	1.040	26.78	0.000	***
예탁금 Z-score	5.6	1.183	4.77	0.000	***
신용잔고 Z-score	-2.0	1.388	-1.49	0.137	
대차잔고 Z-score	-0.5	0.905	-0.61	0.545	
52 주 수익률	7.0	4.046	1.72	0.085	*

주: 유의수준: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10
자료: 에프엔가이드 Qunatiwise, 대신증권 리서치센터

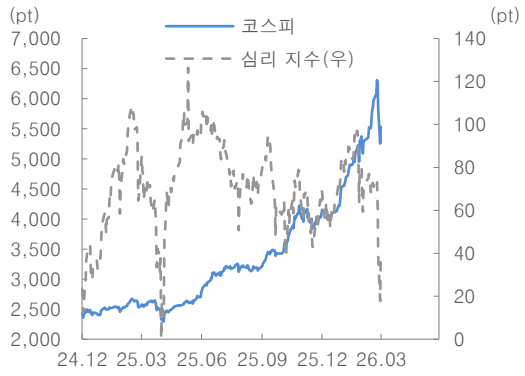
공포 구간에서도 역시 실적주, 그리고 낙폭과대주

시장 심리는 25년 4월, 24년 12월 수준으로 하락

급격한 시장의 변동성과 공포가 나타날 때, 실적 상향주와 낙폭과대주가 팩터들 중에서 높은 수익률과 비교적 낮은 변동성을 기록한다. 2010년 이후 현재와 같은 시장 충격이 나타나는 것을 정량적으로 추정할 수 있는 심리지수를 기준으로 시장의 심리가 공포 구간에 들어섰을 때 낙폭과대 팩터와 어닝 상향 팩터가 아웃퍼폼 하는 것으로 나타났다. 어닝상향 종목에는 주요 반도체 종목과 전력기기, 조선 관련 주도주가 포함된다. 낙폭과대 종목으로는 필수소비재, 인터넷, 게임 주요 종목이 포함된다.

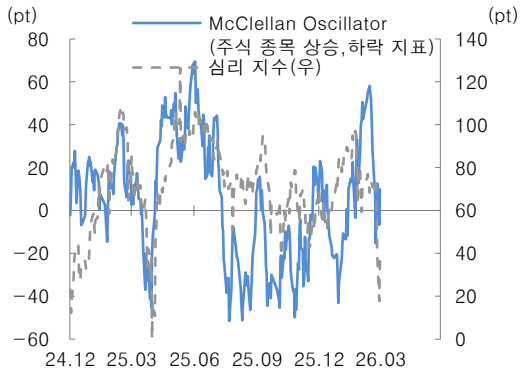
증시 심리지수가 공포 구간에 진입 하며 25년 4월(관세 부과)와 24년 12월(전 정부 계엄) 수준으로 낮아진 상황이다. 다만, 주식시장 자체의 충격이 가장 강하게 나타나며, 채권 대비 상대 수익률(20 거래일), 환율, CDS프리미엄 등은 일반적인 지정학 긴장 수준에 머물러 있다. 늘어난 증시 대기자금 및 거래량, 그리고 투자자들의 군집행동으로 인한 변동성이 큰 상황이지만 현재 지정학 충격으로 인한 큰 폭의 하락이 나타날 경우 반도체를 비롯한 실적주와 필수소비를 비롯한 방어적 낙폭과대주에 대한 매수 기회로 볼 수 있다.

그림 7. 증시 심리지수 구성 1. 코스피 변동



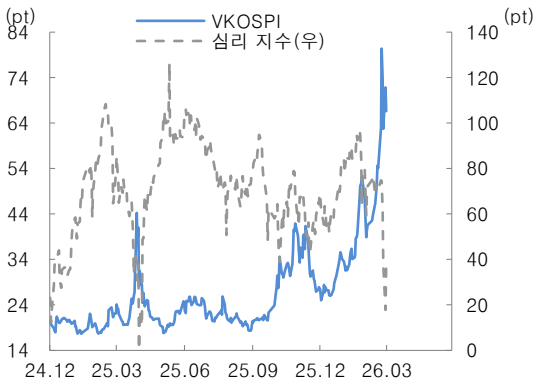
주: 심리지수 내에서는 3개월 변동을 정규화 하여 사용
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 증시 심리지수 구성 2. 주식 상승/하락 비율



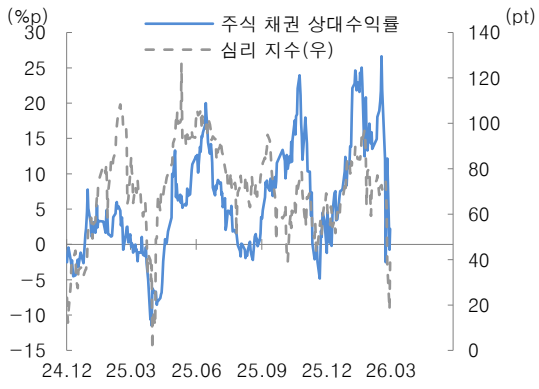
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 9. 증시 심리지수 구성 3. VKOSPI



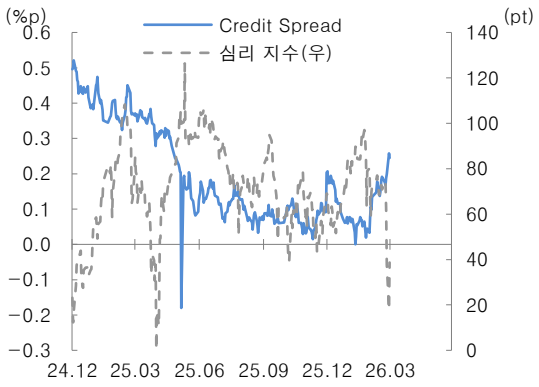
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 10.증시 심리지수 구성 4. 주식, 채권 상대수익



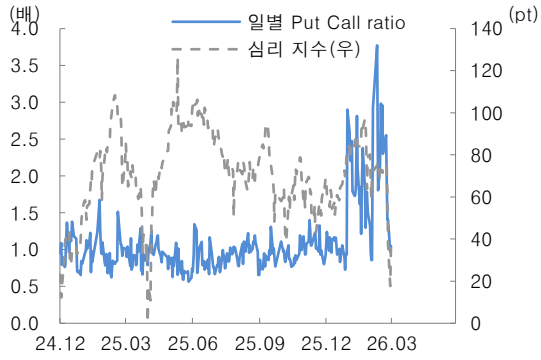
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 11.증시 심리지수 구성 5. 크레딧 스프레드



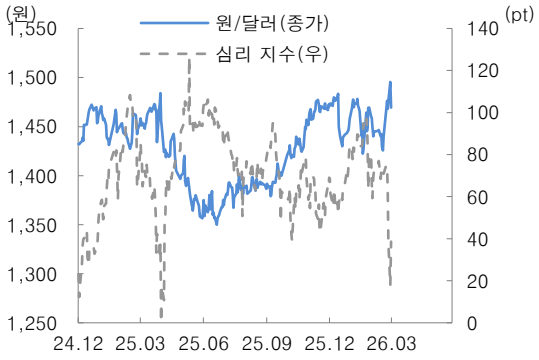
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 12.증시 심리지수 구성 6. Put/Call Ratio



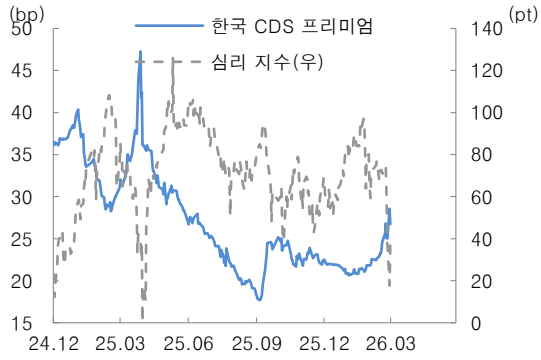
자료: KRX, 대신증권 Research Center

그림 13.증시 심리지수 구성 7. 원달러 환율



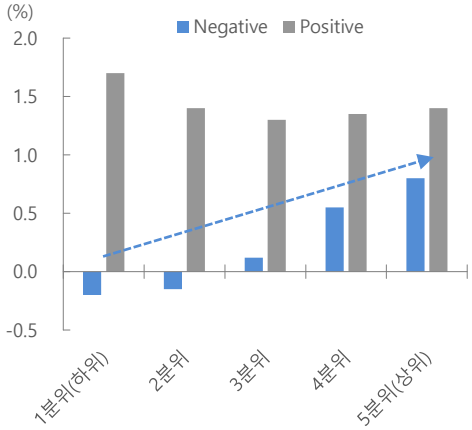
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14.증시 심리지수 구성 8. 한국 CDS 프리미엄



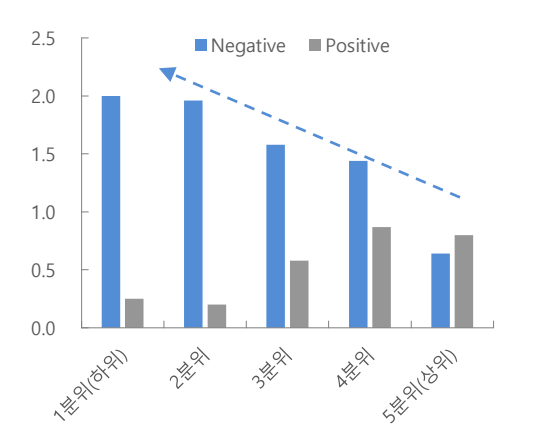
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15.증시 심리 수준별 어닝리비전 팩터 1 개월성과



주: 6개월 등락을 기준으로 분위 산출. 월말 심리 수준에 따른 1개월 이후 수익률
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 16.증시 심리 수준별 모멘텀 팩터 1 개월 성과



주: 차년도 영업익 3개월 변화율 기준. 월말 심리 수준에 따른 1개월 이후 수익률
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:000)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.