

글로벌 전략

낙폭이 아닌 상승 반납률로 본 한국 증시

분석의 기본 가정

- 낙폭은 상승 크기와 무관하나 상승 반납률은 상승이 클수록 절반 근처로 수렴. 크게 오른 시장일수록 상승분의 절반쯤만 되돌리고 멈춤
- 한국은 +267% 상승 후 반납률 52%(낙폭 -37.9%)로 비교군 중앙값 이상 하락. AI투자 우려, 레버리지 ETF 규제, 미국 금리 인상 경계감 등 감안시 빠른 반등 어려우나 추가 하락은 제한적

글로벌 전략 김효진 Ph.D.

T.02)2004-9419 / Kim.hyo-jin@shinyoung.com

낙폭이 아닌 상승 반납률로 본 한국 증시

지수가 고점 대비 30% 남짓 빠졌을 때 필자는 바닥권에 근접했다고 보았으나, 시장은 그 뒤로도 무섭게 흘러내렸다. 산이 높으면 골도 깊다라는 속담이 시장이 돌아다녔다. 그래서 직전에 오른 것 중 얼마를 되돌렸는가를 보는 상승 반납률로 현재 한국 시장을 들여다보았다.

1949년 이후 23개국 383개 급락을 같은 기준으로 분석해 보니, 낙폭의 크기는 직전 상승의 크기와 사실상 무관했던 반면, 상승 반납률은 상승이 클수록 절반 근처로 수렴하고 국가 간 편차도 좁아졌다. 많이 오른 시장일수록 상승분의 절반쯤만 되돌리고 멈춘 것이다.

한국 코스피는 2025년 4월 2,487에서 약 6달 반 만에 +267% 오른 뒤, 고점 9,115에서 37일 만에 5,600선 까지 밀렸다. 이때의 상승 반납률은 52%로, 큰 상승을 겪은 다른 나라 급락 34건의 중앙값 51% 수준이며 낙폭 -37.9%는 오히려 그 중앙값인 -33%보다 깊다. 상승 규모에 견주어 이례적으로 과한 하락이라 보기는 어렵지만, 폭으로만 보면 한국은 이미 통상적인 되돌림의 한복판, 혹은 그보다 조금 더 깊은 자리까지 내려왔다.

AI 투자에 대한 근본적 의구심, 단일 종목·레버리지 상품 관련 규제, 미국의 금리 인상 경계감 등을 감안시 빠른 반등을 기대하기는 어렵다. 다만 상승 반납률로 볼 때 여기서의 추가 하락 가능성은 제한적이라고 판단한다.

다른 기준이 필요해진 한국 증시

낙폭으로 저점을 잡으려던 시도는 빗나갔다

필자는 고점 대비 30% 하락한 시점, 추가 하락은 제한적이라는 자료를 발간했다. 이후, 국내 증시는 뼈아픈 급락을 이어갔다. 시장은 우리가 믿었던 선을 잠시 멈추는 듯하다가도 이내 단숨에 관통하며 그 아래로 내려갔다. 그래서 다른 자가 필요하다고 생각했다.

많이 올랐으니
많이 빠진다는 말은
정말 맞는가

시장에는 많이 오른 곳이 많이 빠진다는 이야기가 돈다. 직관적으로는 공감이가 간다. 높이 오른 만큼 떨어질 공간도 넓어 보이고, 이번 하락도 반도체처럼 많이 오른 곳이 더 아팠다. "산이 높으면 골도 깊다"는 것이다. 그러나 직관과 데이터는 자주 어긋난다. 이 말이 참인지, 참이라면 어떤 의미에서 참인지 확인하고 싶었다.

다른 나라 사례까지,
상승 반납률이라는 자료

그래서 접근을 낙폭 대신 상승 반납률로 바꿔보았다. 고점 대비 몇 % 빠졌는가가 아니라, 직전에 오른 것 중 얼마를 되돌렸는가를 보기로 했다. 한국만 보면 표본이 하나 뿐이니, 1949년 이후 23개국 주가지수에서 -20% 이상 급락한 사례를 같은 기준으로 분석했다. 신흥국만의 현상인지, 선진국도 그러한지까지 함께 보았다.

상승 반납률이란 무엇인가

상승 반납률은 직전에 오른 것 중 지금까지 얼마를 되돌렸는가를 뜻한다. 계산은 간단하다. 어떤 지수가 100에서 200까지 올랐다면(오른 폭 100), 고점 200에서 150으로 내렸을 때 되돌린 폭은 50이고, 상승 반납률은 $50 \div 100 = 50\%$ 다. 100%가 되면 오른 것을 전부 토해내고 출발선으로 돌아온 것, 100%를 넘으면 출발선 아래로 더 내려간 것이다.

왜 낙폭이 아니라
반납률인가

낙폭은 고점을 기준으로 한다. 같은 -30%라도 고점이 거품이었다면 지지선 역할을 해주지 못한다. 반면 반납률은 오른 폭을 기준으로 하므로, 그 상승이 얼마나 되돌려졌는지를 상승의 규모에 견주어 본다. 조금 오른 시장의 -30%는 거의 다 반납한 것이지만, 세 배 오른 시장의 -30%는 상승분의 일부만 되돌린 것일 수 있기 때문이다.

상승 시작점을 어디로 잡을 것인가

반납률의 분모는 고점과 상승 시작점의 차이이며, 그만큼 시작을 어디로 잡느냐가 결과 값을 좌우한다. 추세가 상승으로 돌아선 자리를 시작점으로 설정했다.

방법은 이렇다. 200일 이동평균선을 장기 추세의 기준선으로 삼고, 주가가 이 선을

아래에 두고 있다가 위로 올라서서 본격적으로 오르기 시작한 그 바닥을 상승 시작점으로 잡았다.

한국의 경우 기준선을 150일, 200일, 250일 중 무엇으로 바꾸든, 심지어 6개월 수익률이 플러스로 돌아선 자리로 잡든 결과는 똑같이 2025년 4월, 지수 약 2,490p 부근이었다.

급락의 정의와 표본

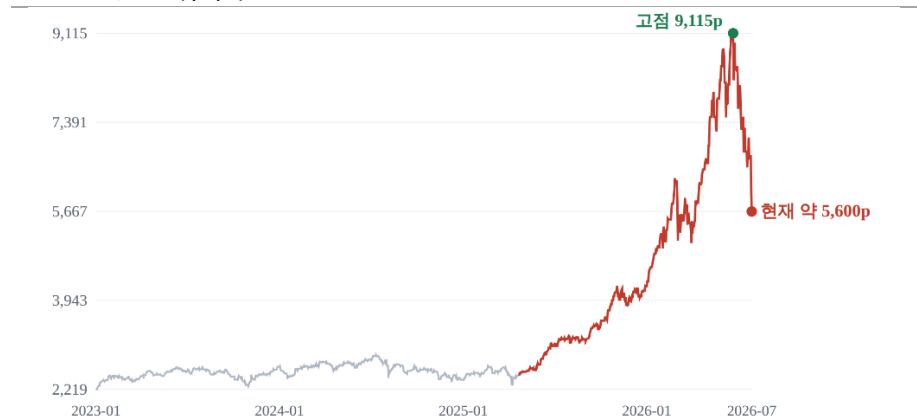
급락은 고점 대비 -20% 이상으로 정의했다. 상승과 하락 모두 같은 20%의 자리를 대어 비교가 한쪽으로 치우치지 않게 했다. 표본은 23개국 주가지수(1949~2026년)이며, 이 기준으로 추려낸 급락은 모두 383개다.

한국의 현재

열네 달의 상승, 그리고
-37.9%

코스피는 2025년 4월 2,487에서 2026년 6월 22일 9,115까지, 약 426일 만에 세 배 반 넘게 올랐다(+267%). 그리고 고점에서 단 37일 만에 5,663까지 -37.9% 밀렸다. 상승도 가팔랐지만 하락은 더 가팔랐다.

도표 1. KOSPI 지수 추이



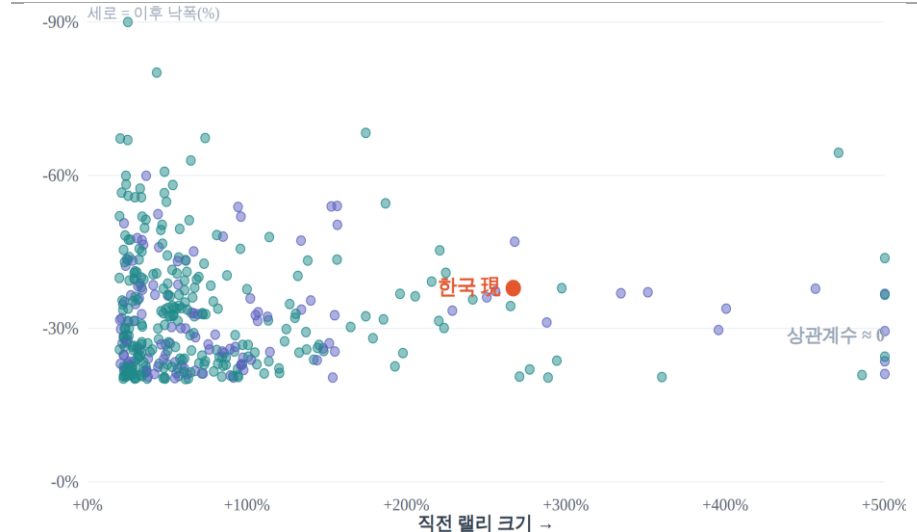
자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

많이 오르면 정말 많이 빠지나

낙폭의 크기는,
상승의 크기와
상관도가 낮았다

모든 사례를 훑어 보면, 직전 상승이 크든 작든 이후 낙폭은 대체로 25~34%에 몰려 있었다. 상승 크기와 낙폭의 상관계수는 -0.02로 사실상 0이다. 100% 오른 시장이나 300% 오른 시장이나, 빠질 때의 깊이는 비슷했다. 많이 올라서 더 깊이 빠진다는 말은, 적어도 낙폭이라는 자로는 성립하지 않는다.

도표 2. 상승 크기 vs 이후 낙폭 산점도



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

반면, 반납률은 대체로 일정하게 나타났다

같은 데이터를 반납률로 다시 보면 이야기가 달라진다. 상승이 클수록 반납률은 낮아지며 절반 안팎으로 수렴하고, 국가 간 편차까지 함께 좁아진다. 조금 오른 시장은 오른 것을 다 토하고도 더 빠져 반납률이 100%를 훌쩍 넘지만, 크게 오른 시장은 상승분의 절반 언저리만 되돌렸다.

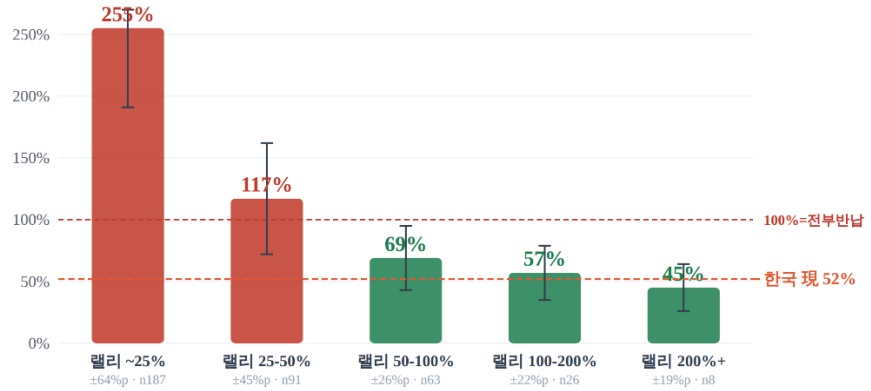
도표 3. 상승률과 반납률 비교

직전 상승	상승 반납률(중앙)	편차
~25%	255%	±64%p
25~50%	117%	±45%p
50~100%	69%	±26%p
100~200%	57%	±22%p
200%+	45%	±19%p (가장 좁음)

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

낙폭으로는 무질서해 보이던 급락들이, 반납률이라는 자료 보면 상승 크기에 따라 질서 있게 늘어선다. 그리고 한국의 반납률 52%도 그 범위 안에 있다.

도표 4. 상승률이 클수록 반납률의 편차는 작다



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

지금 한국과 닮은 과거 : 열 개의 궤적

상승 시작에서 고점까지,
그리고 무너짐

한국의 현재 상승 궤적과 가장 닮은 과거 급락 사례들을 골라, 각국의 상승 시작 → 고점 → 저점 궤적을 나란히 그려보았다. 대부분 두세 배 오른 뒤 상승분의 절반 안팎을 되돌리며 주저앉았다.

도표 5. 나라별 상승시작→고점→낙폭 궤적

국가·지수	고점	상승	낙폭	하락일	반납률	결말
한국 코스피	2026-06	+267%	-37.9%	37*	52%	진행중
러시아 RTS	1997-08	+634%	-20%	24	24%	일부
중국 황예반	2015-06	+172%	-41%	34	65%	절반↑
미국 나스닥	2000-03	+185%	-37%	74	57%	절반↑
홍콩 항셍테크	2021-02	+154%	-68%	391	113%	전부 반납
러시아 RTS	2006-05	+173%	-30%	38	47%	일부
인니 종합	1999-06	+89%	-28%	98	60%	절반↑
멕시코 IPC	1992-06	+217%	-34%	116	50%	절반
베트남 VN	2009-10	+78%	-30%	56	69%	절반↑
태국 SET	1990-07	+165%	-39%	30	63%	절반↑

자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. 급락 사례 및 상승 반납률

한국 코스피 (2026)
상승반납률 52% · 진행중



러시아 (1997)
상승반납률 24%



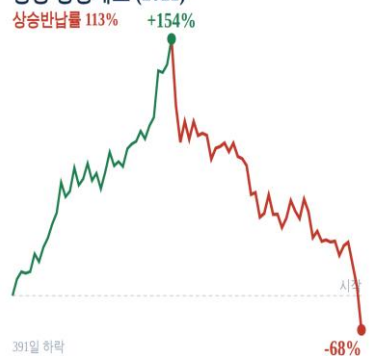
중국 황예반 (2015)
상승반납률 65%



미국 나스닥 (2000)
상승반납률 57%



홍콩恒生테크 (2021)
상승반납률 113%



러시아 (2006)
상승반납률 47%



인니 (1999)
상승반납률 60%



멕시코 (1992)
상승반납률 50%



베트남 (2009)
상승반납률 69%



태국 (1990)
상승반납률 63%



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

낮은 점, 그리고 홍콩이라는 예외

다른 나라 사례 중 다수는 상승분의 절반 안팎(대략 45~65%)을 반납하고 바닥을 잡았다. 눈에 띄는 예외는 홍콩 항셱테크(2021)다. 이 지수는 +154% 상승 후 반납률 113%로 오른 것을 전부 토해내고 출발선 아래로, 그것도 391일에 걸쳐 길게 흘러내렸다.

홍콩의 경우는 단순한 과열 되돌림이 아니었다. 2021년 중국 당국의 빅테크 규제가 본격화되며 반독점 제재, 알리바바·디디 등에 대한 조사, 사교육 사실상 금지, 게임·플랫폼 규제, 공동부유 기조가 잇따랐다. 여기에 미·중 갈등에 따른 미국 상장 폐지 우려와 헝다 파산 우려 등 부동산 부실까지 겹치면서, 기업 이익 전망 자체가 구조적으로 훼손되었다. 즉 견어낼 것이 거품만이 아니라 펀더멘털이었기에, 되돌림이 상승분 전체를 넘어섰다. 반납률이 절반에서 멈추는 것은 어디까지나 상승의 근거가 훼손되지 않았을 때의 이야기다.

급락들의 공통점

오를 때는 천천히, 빠질 때는 여러 배 빠르게

두배 이상의 큰 상승 뒤 급락에서, 상승 기간과 하락 기간의 배율은 중앙값 4.4배였다. 오르는 데는 평균 398일이 걸렸지만 무너지는 데는 74일이면 충분했다. 한국은 이 비대칭이 더 극단적이다. 426일에 걸쳐 오른 것을 37일 만에 되돌리는 중이니 배율로는 11.5배, 하락 속도는 비교군 중 상위 15%에 든다.

신흥국만의 일이 아니었다. 선진국도 같았다

흔히 신흥국이라 더 급하다고 하지만, 큰 상승 국면에 한정하면 반납률 중앙값은 신흥국 51%, 선진국 48%로 사실상 같았다. 낙폭 자체도 양쪽 모두 30% 안팎이었다. 미국 나스닥(2000)도, 독일·프랑스도 큰 상승 뒤에는 비슷한 문법으로 되돌렸다. 큰 상승의 되돌림은 시장의 성숙도보다 상승의 성격에 더 좌우된다.

그래도 출발선 아래로 무너지는 경우는 드물었다

큰 상승 뒤 급락에서 저점이 상승 출발선 아래로 뚫린 경우는 소수에 불과했다. 대부분은 상승분의 절반 안팎을 반납한 뒤, 여전히 상승분의 절반가량을 남긴 채 멈췄다. 급락은 무섭지만, 상승의 근거가 통째로 무너지지 않는 한 상승 전체를 부정하는 일은 흔치 않았다.

그래서, 한국은 얼마나 빠진 것인가

폭으로 보면, 이미 전형적 이상이다

시간의 문제는 잠시 접어두고, 되돌린 폭에 집중해 보자. 한국의 반납률 52%는 큰 상승을 겪은 34건의 다른 나라 급락의 최종 반납률 분포에서 딱 중앙값(51%) 수준에 있다. 낙폭 -37.9%는 오히려 그 비교군의 중앙값인 -33%보다 깊다. 즉 폭으로만 보면 한국은 이미 전형적인 되돌림의 한복판, 혹은 그보다 조금 더 깊은 자리까지 내려온 셈이다. 아직 덜 빠졌다고 보기는 어렵다.

요컨대 반납률로는 비교군의 한복판, 낙폭으로는 중앙값보다 깊다. 한국은 이미 상당히, 다른 나라들의 통상적 되돌림만큼 혹은 그보다 조금 더 빠졌다.

왜 하필 절반 근처에서 멈추나

행동재무 : 거품만 걷어내기, 기준점, 그리고 항복

큰 상승은 대개 두 겹으로 이뤄진다. 하나는 실적과 전망이 실제로 좋아져 값이 다시 매겨지는 부분(펀더멘털)이고, 다른 하나는 그 위에 얹힌 기대와 흥분의 거품이다. 급락은 이 중 주로 거품을 걷어낸다. 흥미로운 것은, 상승이 극단적일수록 전체에서 거품이 차지하는 비중이 대체로 일정한 편이라는 점이다. 그래서 되돌리는 비율이 절반 안팎으로 모이고, 상승이 클수록 그 편차마저 좁아진다. 학계에서 말하는 과잉반응과 평균회귀, 즉 좋은 소식에 지나치게 흥분해 값을 밀어 올렸다가 제자리를 찾아가는 과정이 여기에 해당한다.

두 번째 힘은 앵커링, 즉 기준점 효과다. 투자자들은 급등이 시작되기 직전의 가격대를 은연중 제값으로 기억한다. 가격이 그 자리로 되돌아오면 이 정도면 싸다는 심리가 되살아나 매수가 붙는다. 한때 저항이던 자리가 이제는 지지가 되는 것이다.

세 번째는 처분효과다. 상승 초기에 싸게 산 사람들은 큰 이익을 깔고 있어 웬만해선 팔지 않고 버티지만, 꼭지 부근에서 뒤늦게 추격한 사람들은 손실을 견디다 못해 항복 매물을 쏟아낸다. 이 항복 매물이 소진되고 나면 파는 힘이 약해지고, 하락은 그쯤에서 멈춘다.

기술적 요인 : 피보나치 되돌림

여기에 시장의 기술적 관성이 같은 방향으로 겹친다. 트레이더들이 공통으로 주시하는 되돌림 수준이 있다. 상승분의 50%, 61.8%(피보나치) 같은 자리다. 많은 사람이 같은 자리를 지지선으로 여기고 매수 주문을 걸어두니, 그 부근에서 실제로 반등이 나오는 일이 잦다. 어느 정도는 믿음이 현실을 만드는 자기실현적 성격이다.

추가 하락 가능성에 대한 생각

빛나간 바닥론과
시장 앞에서의 겸손

지수가 고점 대비 30% 남짓 빠졌을 때, 필자는 여러 나라 사례를 들어 바닥권에 근접했다고 적었다. 그러나 시장은 그 뒤로도 무섭게 흘러내렸다. 겸허해질 수밖에 없는 대목이다.

지금도 지켜볼 것이 많다. AI 투자에 대한 근본적 의구심, 단일 종목·레버리지 상품을 겨냥한 규제 움직임, 미국의 금리 인상 경계감까지 어느 하나 가볍지 않다. 이런 악재가 홍콩의 경우처럼 상승의 근거 자체를 훼손한다면, 반납률이 절반에서 멈춘다는 경험칙은 배신당할 수 있다.

다만 자를 바꿔 보면 그림이 조금 달라진다. 상승 반납률은 완벽한 도구가 아니지만, 적어도 얼마나 올랐던 것을 되돌리는가라는, 상승의 크기에 견준 질문을 던지게 한다. 그 자로 보면 한국의 지금은 무섭게 빠진 것이 사실이되 상승 규모에 비추어 이례적이라 할 정도는 아니며, 낙폭으로는 유사 사례의 중앙값보다 깊고 반납률로도 절반을 넘겨 비교군의 한복판에 와 있다. "산이 높으면 골이 깊다"가 아니라, 산이 높을수록 골은 상승분의 절반 언저리에서 멈추곤 했다.

빠른 반등은 어렵지만
추가 하락도 제한적

상승 반납률과 그간의 급락 폭, 그리고 이미 노출된 악재들을 함께 놓고 볼 때 빠른 반등을 기대하기는 어렵지만, 여기서의 추가 하락 가능성은 제한적이라고 판단한다.

Compliance Notice

이 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.