

달라질 시장의 색깔

- 신용용자 최대 29.1% 축소, 최근 잔액은 30.0조원
- 증시 충격 이후 쏠림 완화, 상반기 저평가 우위에서 실적 민감 장세로 전환
- 신용잔고 바닥 형성 이후 낙폭과대-중소형주-실적기대 수순 예상

증시 충격 이후 쏠림, 변동성 완화

증시 충격 이후 변동성이 정점을 통과하면서 시장의 색깔도 상반기와 달라질 가능성이 높아졌다. VKOSPI는 6월 29일 96.9에서 8월 12일 56.48로 41.7% 하락했다. 신용용자 잔고는 6월 24일 38.6조원에서 8월 4일 27.4조원까지 29.1% 줄어, 과거 주요 축소 국면의 중앙값 25.4%보다 깊게 조정됐다. 이후 잔액은 30.0조원까지 일부 회복했다.

투자자예탁금은 8월 11일 97.9조원으로 고점 139조원보다 약 40조원 줄었다. 다만 100조원에 가까운 대기자금은 여전히 역사적 상위 수준이어서 절대 매수 여력은 크다. 반면 KOSPI와 KOSDAQ 합산 거래대금은 5월 일평균 64조원에서 8월 11일 28.3조원으로 감소했고 최근 5일 평균 회전율도 예탁금의 0.30배에 그쳤다. 대기자금의 규모보다 실제 매매에 투입되는 속도가 둔화되었으며, 회전율이 높은 단기 자금의 영향력도 함께 약해진 것으로 판단된다.

과거 신용잔고 저점 형성 이후 낙폭과대-중소형주-실적기대 장세 수순

종목 특성별 상대수익률을 바탕으로 국내 증시를 다섯 국면으로 나눠 보면, 길게 이어진 반도체 쏠림과 저평가·저변동성 우위에서 이익을 개선 기대감을 민감하게 반영하는 국면으로 넘어갈 가능성이 높다. 상반기에는 반도체 쏠림 탓에 개별 종목의 이익 민감도가 낮았지만 앞으로는 실적을 확인할 수 있는 종목으로 자금이 재배분될 여지가 크다. 과거 신용잔고 저점 여섯 차례에서도 반등 초기에는 낙폭과대, 이어 중소형주, 이후에는 이익 개선 기대가 있는 종목으로 강세가 확산됐다.

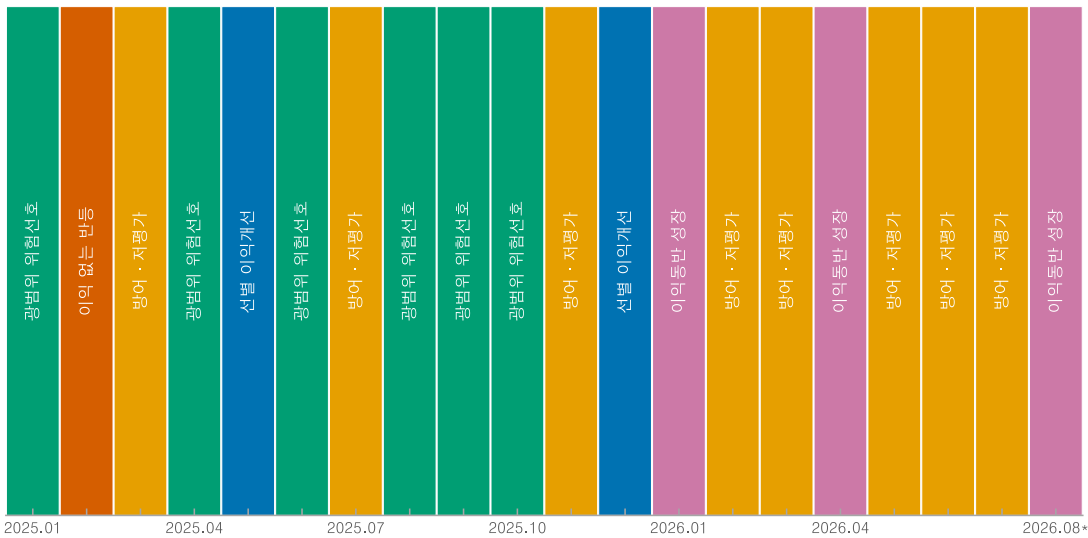
단기 급등보다 가격 조정 뒤에도 이익이 남는 종목

대형 반도체 중심의 단기 거래는 줄었지만 반등 초기에는 낙폭과대 성장주와 중소형주로 변동성이 옮겨갈 수 있다. 회전율이 높은 자금이 감소한 만큼 시장 전반의 연쇄 급등보다는 종목별 차별화와 중소형주의 높은 변동성이 나타날 가능성이 크다.

거래 회전이 낮아진 환경에서는 펀더멘털을 확인하는 중장기 자금의 상대적 영향력이 커질 수 있다. 따라서 최근 가격이 조정됐고 수익성 대비 밸류에이션이 낮으며 조정 국면에서도 이익 추정치가 높아진 종목이 변동성 대비 기대수익 측면에서 상대적으로 유리할 것으로 판단한다(표 2).

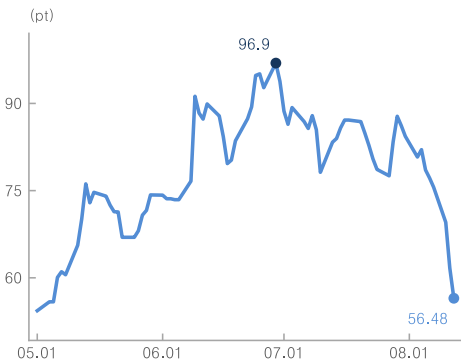
증시 충격 이후, 달라지고 있는 시장의 색깔

그림 1. 방어/저평가 팩터 우위 국면에서 이익성장 민감국면으로 이동



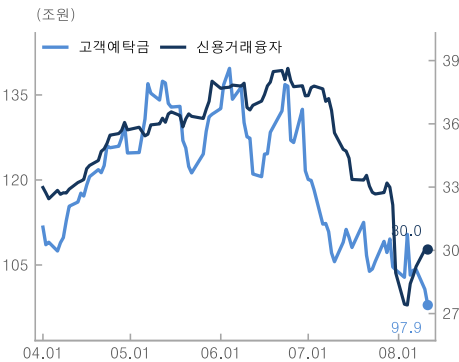
주: 월내 주간 국면화를 평균의 최댓값. 월간 GMM 아님. 8월은 8월 12일까지.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. VKOSPI: 충격 정점 이후 하락



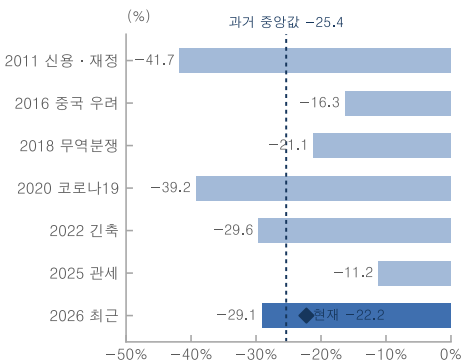
주: 고점 6월 29일 96.9, 최근 8월 12일 56.48.
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 3. 투자자예탁금과 신용융자 잔고



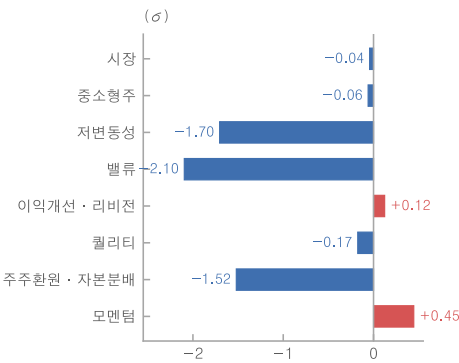
주: 최근값 8월 11일, 단위 조원.
자료: 금융투자협회, 대신증권 Research Center

그림 4. 과거 위기와 신용융자 최대 축소 폭



주: 고점-저점 최대 감소를, 현재 감소를 -22.2%.
자료: 금융투자협회, 대신증권 Research Center

그림 5. 최근 일주일 팩터 프로파일



주: 8월 5-12일, 재학습 없는 중간 점검.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

국면별 팩터 평균 수익률

솔림 · 저평가 우위에서
실적 민감 장세로

상반기에는 반도체의 이익 증가와 낮은 밸류에이션이 부각된 반면, 여타 성장주는 부진했다. 그 결과 시장 전반에서는 장부가치와 이익 대비 저평가 종목이 강세를 보였다. 최근 조정 국면에서도 은행·고배당주가 하방을 지지하면서 방어·저평가 우위가 이어졌다. 국면별 팩터 성과에서도 같은 흐름이 확인된다.

다만 급락 이후에는 이익 기대가 유지된 종목이 상대적으로 강해지면서 시장의 실적 민감도가 높아지고 있다. 거래 회전이 낮아진 자금 환경을 고려하면, 앞으로는 실적 개선과 실적 대비 저평가가 함께 나타나는 종목으로 관심이 이동할 가능성이 높다.

표 1. 다섯 시장 국면의 세부 팩터 평균 주간수익률

대분류	세부 팩터	방어적 저평가 · 현금	이익 동반 성장 · 모멘텀	광범위 성장 · 위험선호	선별적 이익 개선	이익 공백 속 시장 반등
시장	시장	-0.68%	+0.13%	+0.92%	-0.38%	+0.66%
중소형주	중소형주	+0.04%	-0.41%	-0.03%	+0.06%	+0.20%
저변동성	저변동성	+2.56%	-1.92%	-1.35%	+0.32%	+0.69%
	저하락베타	+0.75%	-0.28%	-0.60%	+0.20%	-0.16%
	저회전율	+2.18%	-1.54%	-1.33%	+0.42%	+0.54%
밸류	장부가치/시총	+3.18%	-2.64%	-1.33%	+0.03%	+1.48%
	이익/시총	+2.14%	-1.38%	-0.91%	+0.40%	+0.51%
	FCF/시총	+0.48%	+0.06%	-0.25%	+0.24%	+0.05%
이익개선 · 리비전	12F EPS 3개월 수정	-0.81%	+1.68%	+0.55%	+0.42%	-0.41%
	순이익 변화/자산	-0.48%	+1.08%	+0.26%	+0.28%	-0.51%
퀄리티	TTM ROE	+0.08%	+0.72%	-0.01%	+0.54%	-0.56%
	TTM 영업이익률	+0.12%	+0.73%	+0.03%	+0.46%	-0.60%
	매출총이익/자산	-0.61%	+1.57%	+0.41%	+0.39%	-0.97%
	저순부채	-1.63%	+1.98%	+0.76%	+0.15%	-1.01%
주주환원 · 자본분배	4분기 배당수익률	+2.52%	-1.94%	-1.06%	+0.38%	+0.73%
	저증자 · 자사주	+0.90%	-0.47%	-0.37%	+0.23%	+0.26%
	저자산성장	+0.84%	-0.75%	-0.40%	-0.09%	+0.52%
	저CAPEX 증가	+0.21%	-0.42%	-0.14%	0.00%	+0.26%
모멘텀	12-1개월 모멘텀	-1.88%	+2.16%	+0.73%	+0.31%	-0.72%
	1개월 반전	+0.61%	-1.02%	+0.03%	-0.23%	+0.51%

주: 붉은색은 양(+), 파란색은 음(-), 흰색은 0이다. 팩터 수익률은 높은 특성 포트폴리오에서 낮은 특성 포트폴리오를 뺀 상대수익률이다. 중소형주는 중소형주 매수, 대형주 매도 방향이다. 시장과 중소형주를 제외한 기본 팩터는 형성 시점의 시기총액과 104주 베타 노출을 제거했다.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

신용잔고 바닥권 이후의 팩터 우위

낙폭과대에서 중소형주, 이익
상향으로

과거 신용잔고 저점 여섯 차례를 보면, 반등의 주도 요인은 낙폭과대에서 중소형주, 이익 기대 순으로 이동했다. 초기에는 가격 반전이 강했고 시간이 지날수록 중소형주와 이익 개선 팩터의 성과가 높아졌다. 장부가치 대비 저평가 종목은 급락 당시 방어력에 비해 초기 반등 탄력이 낮았지만 중장기에는 성과가 회복됐다.

이번에도 소수 대형주에 집중됐던 자금이 이익을 확인할 수 있는 중소형주로 확산될 여지가 있다. 다만 상승 과정에서 중소형주의 변동성이 크고 장기적으로는 저평가 종목의 회복이 뒤따랐다는 점을 함께 봐야 한다. 고평가-이슈 중심 소형주는 기대수익에 비해 위험이 여전히 높다.

그림 6. 신용잔고 저점 이후 특징적 우위 소분류 팩터의 누적 상대수익률 중앙값

소분류 팩터	4주 N=6	12주 N=6	26주 N=6
1개월 반전 (낙폭과대)	+2.9%	+3.9%	-0.2%
장부가치/시총 (저PBR)	+2.3%	-1.1%	+3.0%
중소형주	+1.8%	+3.9%	+8.6%
순이익 변화/자산 (순이익 증가)	+0.2%	+3.2%	+7.2%
12MF EPS 3개월 수정	+0.2%	+1.9%	+4.6%

주: 순이익 변화/자산은 직전 12개월 순이익의 전년 대비 변화액을 자산으로 나눈 값이다.
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

가격 조정 뒤에도 이익이 남은 종목

이익대비 저평가
실적 개선 기대감
유효한 종목군

후보군은 가격 조정, 현재 수익성, 낮은 ROE 환산 밸류에이션, 이익 추정치 상향의 교집합으로 좁혔다. KOSPI·KOSDAQ 종목 중 시가총액 3,000억원 이상, TTM ROE 10% 이상, FY2 추정 참여 애널리스트 세 명 이상이며 최근 3개월 동안 12개월 선행 EPS 추정치가 상향된 종목이 출발점이다. 이어 2016년 1월부터 2026년 3월까지 각 종목의 과거 분포에서 PBR을 ROE로 나눈 값이 하위 30%인 종목을 고르고 최근 한 달 수익률이 각 시장 상위 25%인 종목은 제외했다.

단기 낙폭과대의 반등이 이미 진행됐다는 판단을 반영해 최근 1개월 수익률 하위 종목으로만 대상을 제한하지 않았다. 대신 최근 급등한 각 시장 상위 25%는 제외했다. 이미 반등이 상당 부분 진행된 종목은 떨어내면서도, 가격 부담이 낮고 실적 개선이 확인되는 후보를 20개를 제시한다.

표 2. 가격 조정 · 수익성 · 이익 상황 후보 20선

종목	시장	1개월 수익률	TTM ROE	PBR/ROE 과거 위치	12F EPS 3개월 수정
파미셀	KOSPI	-3.7%	32.8%	0.0%	+11.4%
한국금융지주	KOSPI	-17.1%	19.4%	26.8%	+21.6%
실리콘투	KOSDAQ	+6.5%	37.4%	2.3%	+11.1%
JYP Ent.	KOSDAQ	-8.2%	19.7%	0.0%	+3.8%
한국콜마	KOSPI	+1.3%	16.8%	13.9%	+12.1%
NC	KOSPI	+2.8%	13.0%	0.0%	+13.7%
GKL	KOSPI	-8.0%	10.6%	8.6%	+20.0%
대웅제약	KOSPI	-1.4%	19.5%	0.0%	+3.2%
필어비스	KOSDAQ	-0.4%	15.5%	11.9%	+8.2%
더블유게임즈	KOSPI	+0.0%	12.1%	28.1%	+25.6%
클래시스	KOSDAQ	-4.4%	26.0%	16.5%	+0.1%
인텔리안테크	KOSDAQ	+8.3%	12.5%	19.4%	+25.7%
휴메딕스	KOSDAQ	+4.5%	16.5%	0.0%	+7.2%
태광	KOSDAQ	+2.7%	12.5%	12.1%	+10.5%
제일기획	KOSPI	+1.3%	13.6%	3.3%	+0.9%
한미약품	KOSPI	+6.2%	13.3%	17.2%	+7.3%
에스티팜	KOSDAQ	-12.6%	11.3%	26.0%	+4.5%
동원산업	KOSPI	+7.4%	11.2%	19.5%	+11.8%
네오위즈	KOSDAQ	+6.1%	11.0%	0.0%	+7.2%
이노션	KOSPI	+3.9%	10.5%	0.0%	+5.1%

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 2026년 8월 11일 기준. 과거 위치가 낮을수록 해당 종목의 과거 분포에서 ROE 환산 PBR이 낮다.
최근 1개월 수익률이 각 시장 상위 25%인 종목은 제외했다. 2026년 4월 이후는 밸류에이션 비교 기준에서 제외했다.

부록. GMM을 통한 시장 팩터 국면 분류

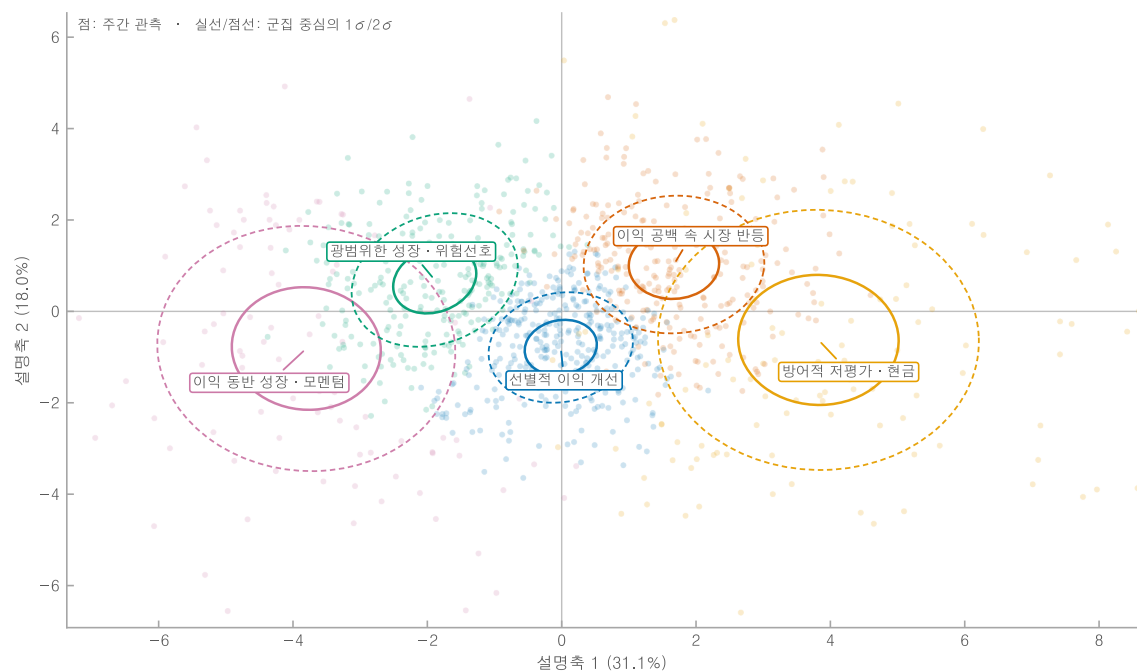
기업 특성별 수익
흐름에서
반복 국면 추출

2006년 이후 시장수익률과 표 1의 19개 주식 특성별 상대수익률을 사용해 시장 내부의 장세를 구분했다. 매크로 변수로 국면을 사전에 규정하지 않고 실제 팩터 수익률이 함께 움직인 방식을 바탕으로 반복적이고 대표적인 다섯 국면을 찾는 것이 목적이다.

Gaussian Mixture Model(GMM)은 관측치가 중심과 분산이 다른 여러 정규분포에서 나왔다고 가정한다. 여기서 각 분포는 시장 내부에서 반복된 팩터 조합을 뜻한다.

모형은 다섯 분포의 중심과 분산, 혼합 비중을 먼저 추정한다. 이후 각 주간 관측치가 어느 분포에서 나왔을 확률이 가장 높은지 계산해 하나의 국면에 배정한다. 국면명은 추정 뒤 각 분포에서 두드러진 팩터를 기준으로 붙였다.

그림 7. 팩터를 통한 국면 분류 시각화



주: 점은 1,061개 주간 관측치이며 실선과 점선은 각 군집 중심의 1σ · 2σ 범위다. 실제 GMM은 20차원에서 추정했으며 그림의 두 축은 시각화를 위한 주성분 투영이다. 두 축의 설명력 합계는 49.1%다. 도식 구성은 Astic, Heagy and Oldenburg(2021)를 참고했다.

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center