

# 주식시황

## 이것저것 감안해도 과도한 하락

주식시황/글로벌전략. 조준기 / junkee.cho@sks.co.kr / 3773-9996

**Signal:** 국내 증시의 역대급 상승 이후에 나타난 역대급 급락

**Key:** 펀더멘털보다는 최근 증시 독주와 수급 요인이 더 큰 사유로 판단

**Step:** 지정학과 수급은 대응의 영역이지만 하락 폭은 과도함

### 역대급 상승 이후에 나타난 역대급 급락

주말 중 증동 지정학적 리스크 극대화 진행 후 화요일 재개장한 국내 증시는 연이틀 급락세 기록(화~수 2 거래일간 코스피 -18.4%, 코스닥 -18%). 위험자산 회피 심리 확대, 원달러환율 상승, 유가 상승 및 국내 경제의 높은 에너지 의존도 등이 종합적으로 작용했겠으나 유독 국내 증시만 큰 폭의 악세를 보인 이유는 “최근 가장 많이 올랐기 때문”이 아닐까 생각. 미국 등 글로벌 증시가 보합권에 머물고 있었던 반면 한국 증시는 지난 주까지도 코스피종합지수 기준 YTD 최고 +50%에 육박하는 상승세를 보여 왔는데, 상승장 속에서의 조정 국면에서는 보통 가장 많이 오른 증시와 업종에 대한 매도 압력이 강하게 나타나는 것이 일반적임

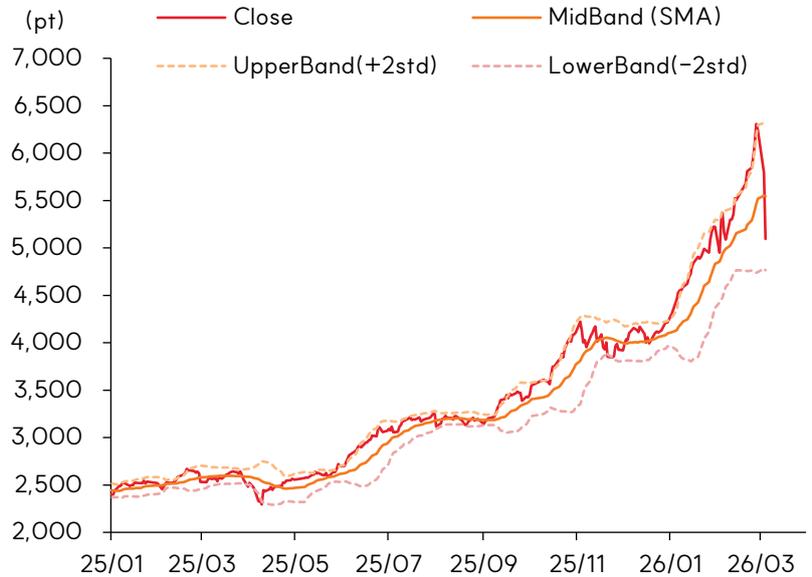
### 수급 요인도 컸을 것

올해 국내 증시의 상승에는 개인 투자자들의 역할이 컸음. 수급상으로 외국인도 꾸준히 순매도했음에도 ETF 중심의 개인 매수세가 시장을 견인했음. 이 과정에서 고객예탁금과 신용잔고가 동반 상승하는 모습을 보였는데, 고객예탁금 또는 시가 총액 대비 신용잔고의 상대적인 비율은 부담스러운 수준이 아니었으나 신용잔고와 미수금 등의 높아진 절대 레벨이 문제가 되었을 가능성이 높음. 1 거래일 늦게 공개되는 증시 관련 자금 동향 데이터를 후행적으로 확인해 보아야겠지만, 시장 투자심리 급락으로 매수세가 실종된 상황에서 반대매매 등으로 나타난 기계적인 매도세가 또다른 매도를 촉발하는 상황이 나타나며 과격한 가격 반응이 일어난 것으로 생각. 또한 패시브 자금이 유입되는 동안에는 지수에 강한 상방 압력으로 작용하지만, 자금 유출로 방향성이 바뀌게 되면 반대로 지수에 강한 하방 압력으로 작용하게 됨. 최근 개인들의 ETF 순매수 경로로 인식되는 금융투자의 2 거래일간 코스피 현물 순매도 대금은 화요일 -7283 억원, 수요일 -5830 억원이었음 (1~2월 금융투자의 코스피 순매수 대금은 20.5 조원)

### 지정학과 수급은 예측보다는 대응이지만, 이것저것 감안해도 과도한 하락

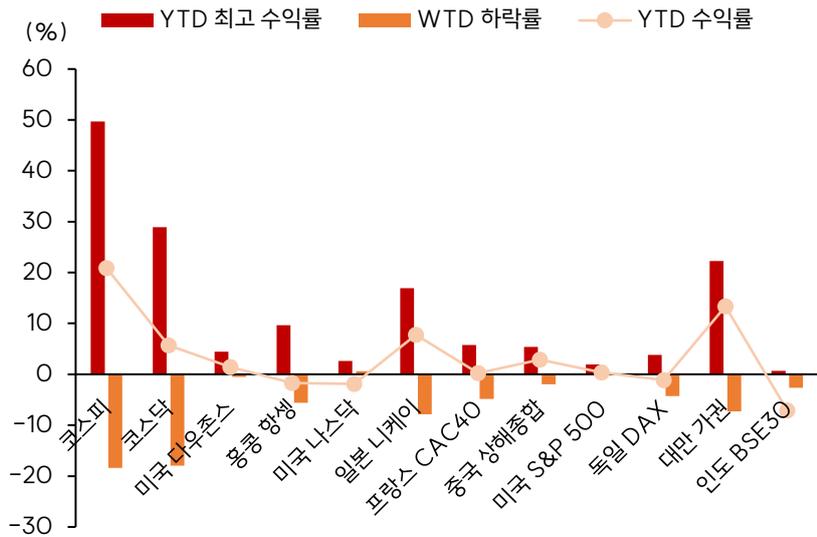
지정학적 리스크와 수급에 대해서는 예측보다는 대응의 영역이기에, 선부른 예측은 금물이라는 생각. 향후 내러티브가 추가 악화되며 위험 회피 심리와 매도세가 이어질 경우에 추가 하락 가능성도 당연히 배제할 수 없음. 그럼에도 최근 발생한 하락의 폭과 속도는 과도하다는 판단. 그동안의 증시 상승이 이익 추정치의 가파른 상향 조정과 동반되어 나타났기에 PER 기준으로는 밸류에이션 부담이 없고, PBR 또한 상승한 ROE 수준과 비교해 보면 오히려 저평가 구간에 놓여 있음. 최근 국내 증시 이익 추정치의 상향 조정세 또한 멈추지 않은 상황이기에 매도보다는 매수로 대응하는 것이 확률상 유리하다는 판단

[1] 코스피 연이틀 과격한 조정 발생



자료: Quantwise, SK 증권

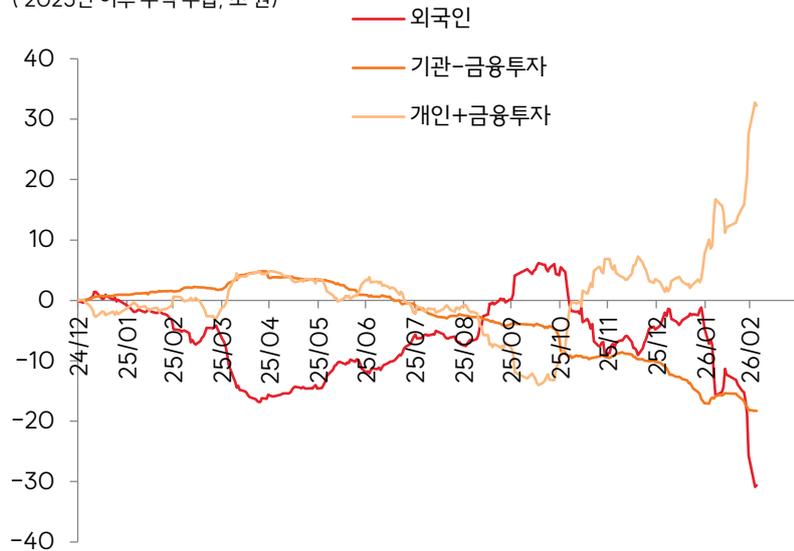
[2] 큰 하락에 여러 가지 이유를 댈 수 있겠으나 "가장 많이 오른 것" 이 가장 큰 이유로 생각



자료: Quantwise, SK 증권

[3] 올해 상승분은 외국인보다는 개인 투자자의 힘에 의존한 성향이 컸음

(2025년 이후 누적 수급, 조 원)



자료: Quantiwise, SK 증권

[4] 고객예탁금의 폭증과 개인들의 ETF 폭풍 매수가 동시에 발생하며 지수를 끌어올림

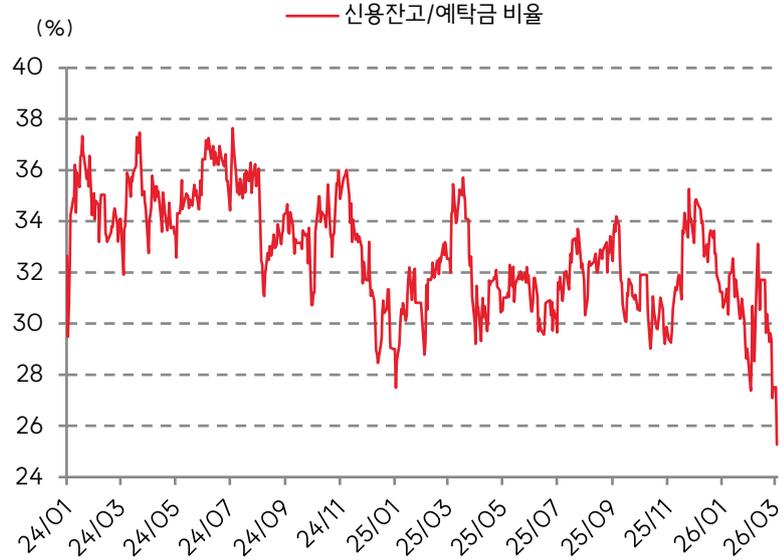
(조 원)

(2020년 이후 누적 수급, 조 원)



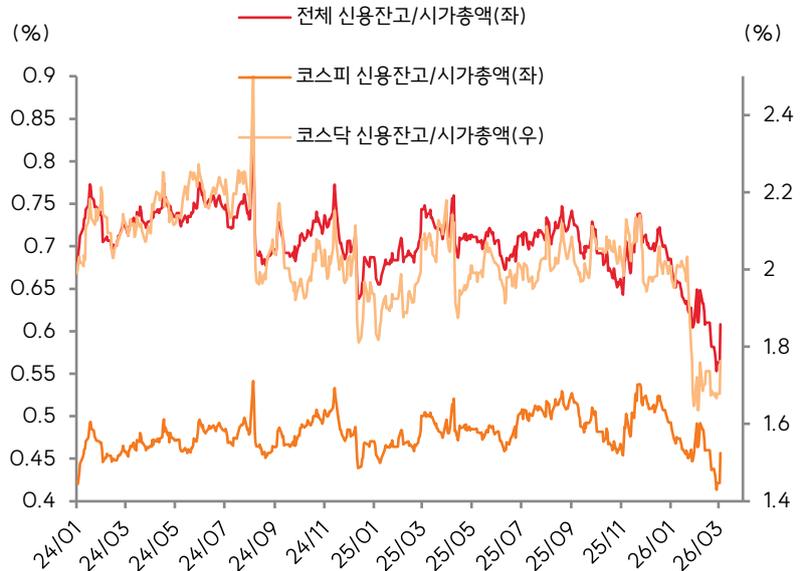
자료: Quantiwise, SK 증권

[5] 고객예탁금 규모 대비 신용잔고의 비율은 낮았음



자료: Quantwise, SK 증권 / 주: 2026년 3월 3일 종가 기준(1거래일 후행)

[6] 시가총액 대비 신용잔고 비율도 낮았지만 급격한 증시 조정이 비율 상승을 유발



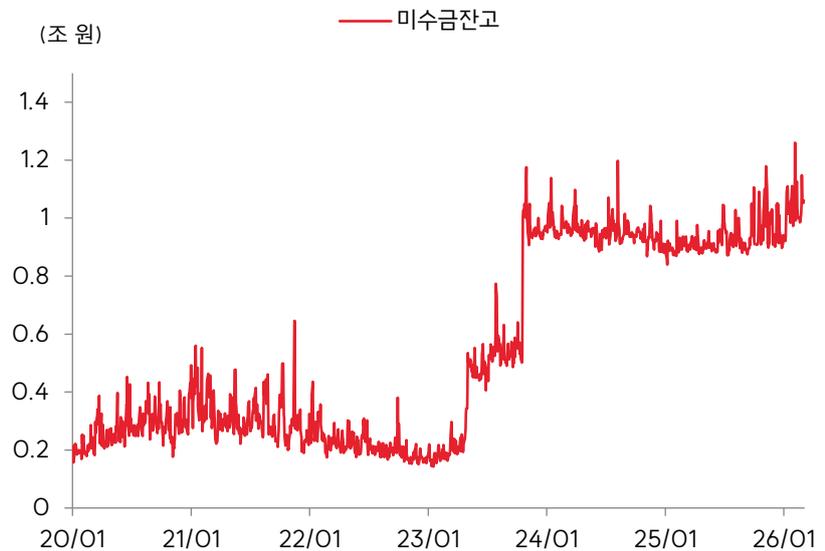
자료: Quantwise, SK 증권 / 주: 2026년 3월 3일 종가 기준(1거래일 후행)

## [7] 매수세 실종된 상태에서 높은 신용잔고 절대 레벨에서 매도가 매도를 부르는 상황 촉발



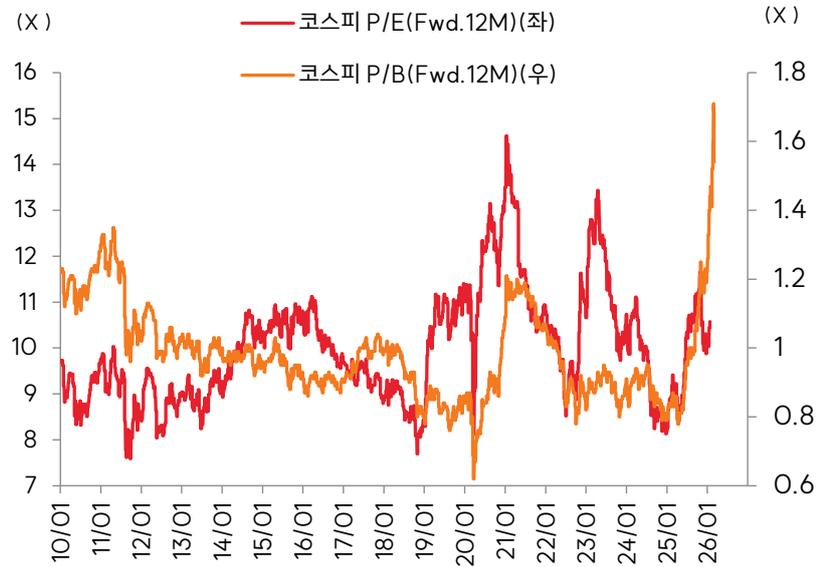
자료: Quantwise, SK 증권 / 주: 2026년 3월 3일 종가 기준(1거래일 후행)

## [8] 과거 대비 높은 미수금 레벨도 마진콜을 유발했을 가능성



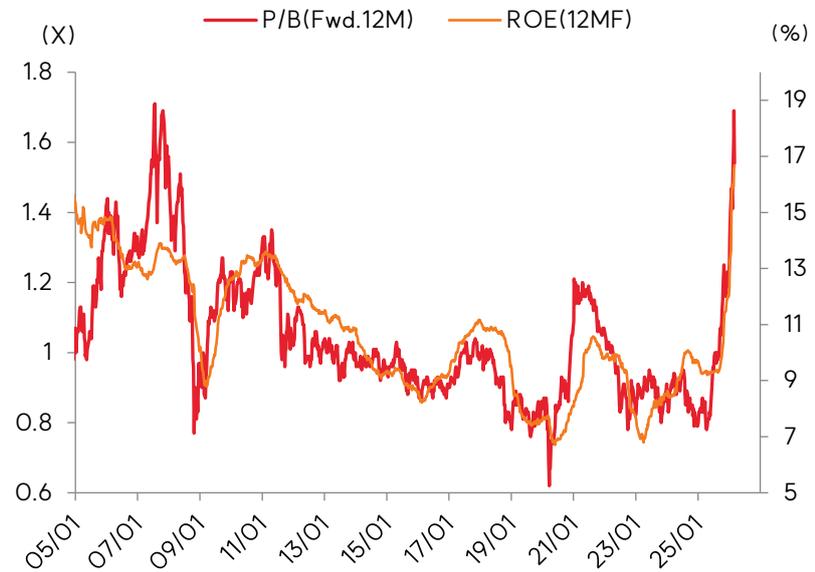
자료: Quantwise, SK 증권 / 주: 2026년 3월 3일 종가 기준(1거래일 후행)

[9] PER로 보면 부담 전혀 없는 수준



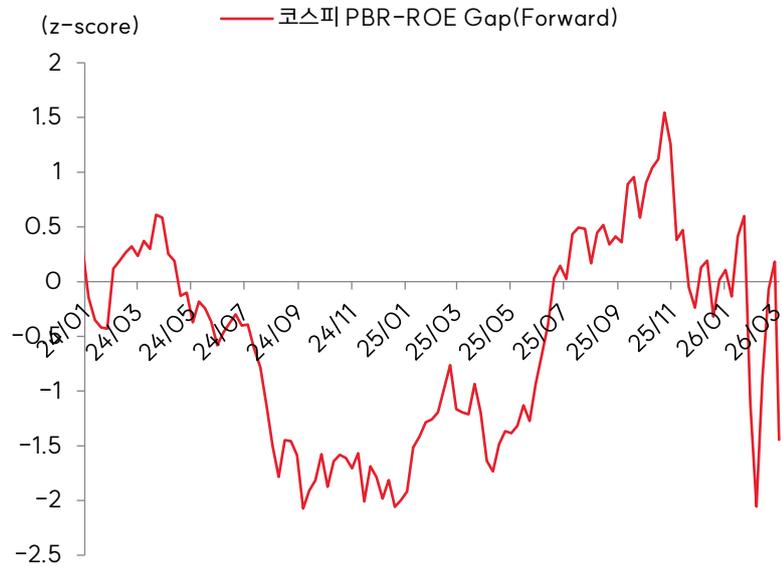
자료: Quantwise, SK 증권

[10] PBR 기준 밸류에이션 높은 수준이나 ROE 수준과 함께 올라온 것



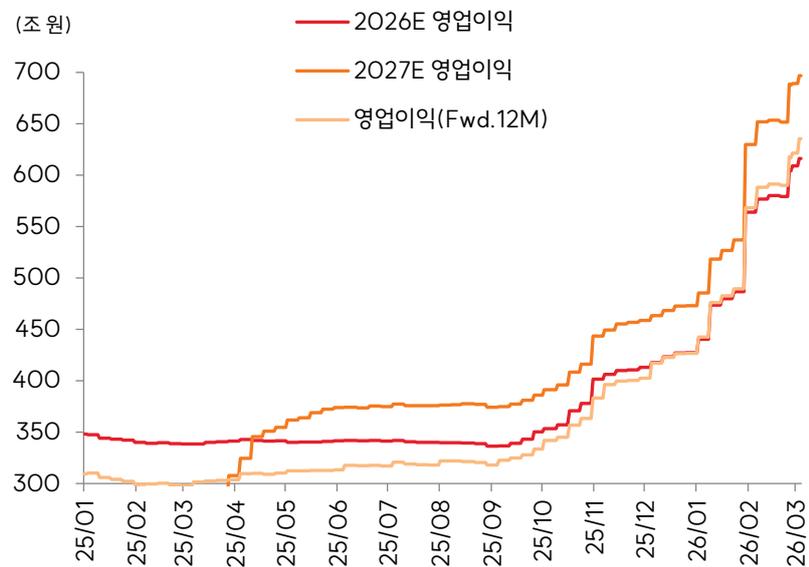
자료: Quantwise, SK 증권

## [11] 스프레드 감안할 경우 5000pt 는 언더밸류 구간



자료: Quantwise, SK 증권

## [12] 코스피 영업이익 추정치는 여전히 상향 조정 지속



자료: Quantwise, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도