주식전략

주식전략 담당 이상연
lee.sang-yeon@shinyoung.com

조정의 깊이와 주가의 전제

분석의 기본가정

- KOSPI는 6월 고점 대비 41% 내려 올해 글로벌 반도체 대비 초과수익을 모두 반납
- 현 주가(12개월 선행 PER 3.7배)는 순이익 추정치의 절반 이상 하향을 전제하나 실제 추정치는 상향 중이며, 반도체를 제외한 KOSPI는 과거 급락 저점의 PER 수준
- 200일선 이격도가 -20% 이하였던 과거 네 번 중 세 번은 1년 뒤 올랐으나 평균 5개월의 추가 조정을 거침. 현재까지 설비투자 축소, 전방위적 신용 경색 확산 등 이익 하향을 현실로 만들 변화는 아직 미확인

최근 시황: 급락과 반등 시도, 조정의 깊이를 점검할 시점

11월 들어 국내 증시는 숨 가쁜 2주를 보냈다. 첫 주 KOSPI는 미국 중간선거 이후 불거진 AI 데이터센터 규제 우려에 11.7% 급락했고, 6일에는 장중 5,000pt를 내주며 서킷브레이커까지 발동됐다. 이후 유가 급락을 계기로 저점 대비 6% 반등했지만 6월 고점보다는 여전히 41% 낮다. 지금이라도 주식 비중을 줄여야 할지 고민하는 투자자가 많을 것이다. 다만 낙폭에 비해 이익 전망은 아직 꺾이지 않은 만큼, 조정이 어디까지 진행됐는지를 먼저 점검해보고자 한다.

조정의 깊이: 초과수익을 모두 반납, 이격도는 위기 국면 수준

지난해 초를 100으로 놓으면 KOSPI는 6월 380까지 올라 필라델피아 반도체지수(294)를 크게 앞섰으나, 지금은 223으로 내려와 반도체지수(211)와 다시 비슷한 자리에 섰다. 한국 증시에만 붙어 있던 프리미엄은 걷히고 업황에 해당하는 몫만 남은 셈이다. 200일선 이격도도 -23%까지 벌어졌다. 2000년 이후 이격도가 -20% 아래로 내려갔던 네 번 가운데 세 번은 1년 뒤 지수가 올라 있었다. 다만 그 사이 평균 16% 더 밀렸고 200일선 회복까지 5개월가량 걸렸다는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

현 주가가 전제하는 시나리오: 이익 추정치의 절반 이상 하향

KOSPI 12개월 선행 PER은 3.7배다. 10년 평균(10.2배)이나 과거 급락 저점일 평균(7.7배)으로 돌아가려면 순이익 추정치가 각각 63%, 51% 줄어야 하는데, 실제 추정치는 최근 60거래일 동안 오히려 16% 늘었다. 불신이 가장 깊은 곳은 반도체로 PER이 2.5배에 불과하다. 반도체 이익이 정점 이후 급감했던 전례가 있어 걱정에 근거가 없지는 않다. 그러나 구속력 있는 장기공급계약이 늘어 과거만큼 급감할 가능성은 낮아졌고, 주가는 이미 그에 준하는 하향을 반영하고 있다. 반도체를 제외한 KOSPI도 8.2배로 과거 급락 저점일 평균(7.9배) 수준이어서, 저평가가 반도체에만 국한된 것도 아니다.

추가 하락이 제한적인 이유: 이익 하향의 근거는 미확인, 남은 것은 확인까지의 기간

지수가 여기서 더 내려갈 여지는 크지 않다고 판단한다. 현 주가는 이익 추정치의 절반 이상 하향을 반영하고 있지만, 이를 현실로 만들 변화는 아직 확인되지 않았기 때문이다. 1)빅테크는 설비투자 계획을 줄이지 않았고, 2)신용 불안은 투기등급 일부 기업에 머물러 있으며, 3)12월 금리 인상도 시장 예상 범위 안에 있다. 남은 우려는 앤트로픽의 상장과 12월 FOMC에서 가늠할 수 있다. 가격 조정이 상당 부분 진행된 만큼 추가 비중 축소보다는 두 일정을 확인하며 기간 조정을 견디는 대응이 유효하다.

조정의 깊이: 한국에 집중된 낙폭

1) 주요국 대비 상대 성과: 상반기의 초과수익을 모두 반납한 KOSPI

11월 첫 주 11.7% 급락, 이후 이틀간 7.1% 반등

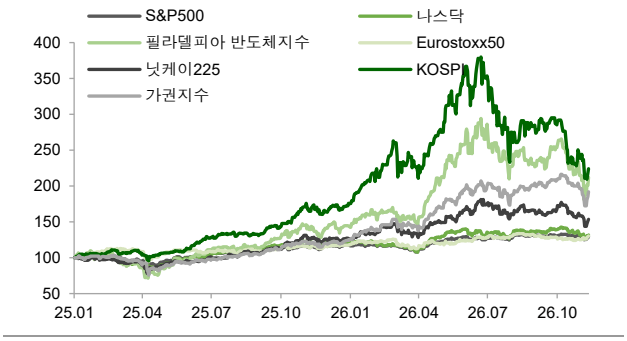
11월 들어 국내 증시는 숨 가쁜 2주를 보냈다. 첫 주에만 KOSPI가 11.7% 급락했고, 6일에는 장중 5,000pt를 내주며 서킷브레이커가 발동됐다. 이후 유가 급락을 계기로 10일과 11일 이틀간 7.1% 반등했고 12일에는 5,343pt로 마감했다. 9일 저점(5,019pt)에서는 6% 남짓 올라섰지만 6월 22일 고점(9,115pt)과 비교하면 여전히 41% 낮다. 불과 다섯 달 전 9,000pt를 넘어섰던 지수가 5,000pt 초반까지 내려온 만큼, 지금이라도 주식 비중을 줄여야 하는지 고민하는 투자자가 많을 것이다. 이 질문에 답하려면 조정이 어디까지 진행됐는지부터 짚어볼 필요가 있다. 먼저 주요국 지수와 비교해 KOSPI의 위치를 확인해봤다.

2025년 초=100, KOSPI 380에서 223, 반도체지수와 다시 수렴

지난해 초를 100으로 놓고 주요국 지수를 나란히 세워 보면 올해 KOSPI가 얼마나 가파르게 올랐다가 내려왔는지가 한눈에 들어온다. KOSPI는 6월 22일 380까지 올랐는데, 같은 날 필라델피아 반도체지수는 294, 대만 가권지수는 207, S&P500은 127이었다. 같은 반도체 업황을 공유하는 지수들보다 90포인트 가까이 더 오른 셈이고, 이 격차가 당시 한국 증시에 붙어 있던 프리미엄이었다. 그 프리미엄이 지금은 거의 남아 있지 않다. 11월 12일 KOSPI는 223까지 내려와 필라델피아 반도체지수(211), 가권지수(187)와 다시 비슷한 자리에 섰다. 고점 이후 KOSPI가 41% 내리는 동안 필라델피아 반도체지수는 28%, 가권지수는 10% 하락에 그쳤고 S&P500은 오히려 1.6% 올랐다. 글로벌 증시 전반이 무너졌다기보다 AI 설비투자가 계속될 수 있느냐는 의구심이 반도체 밸류체인에 집중됐고, 그 안에서도 가장 많이 올랐던 KOSPI가 가장 크게 되돌려진 것으로 이해할 필요가 있다.

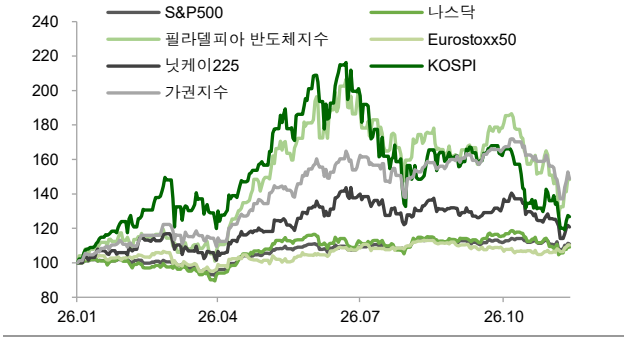
연초 이후 수익률로 좁혀 보면 반납의 정도가 더 분명해진다. 올해 상반기 KOSPI는 101% 올라 필라델피아 반도체지수와 어깨를 나란히 했고, 6월 22일 고점에서는 116%로 반도체지수(107%)와 가권지수(65%)를 모두 앞섰다. 그러나 지금은 연초 대비 27% 상승에 머물러 반도체지수(48%)와 가권지수(49%)에 오히려 뒤처져 있다. 상반기에 글로벌 반도체 대비 쌓아 올린 초과수익을 모두 내준 것이고, 지수 레벨로는 2월 초 수준까지 되돌아온 셈이다. 물론 전 세계 지수(11%)와 비교하면 여전히 16%p 앞서 있다. 다만 이는 반도체 업종 자체가 그만큼 올랐기 때문으로, 한국만의 프리미엄이라고 보기는 어렵다. 프리미엄은 걷히고 업황에 해당하는 몫만 남았다는 점에서 가격 조정은 상당 부분 진행됐다고 판단한다.

도표 1. 2025년 이후 주요국 지수 상대 추이



주) 2025.01.01=100, 2026.11.12 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 2026년 이후 주요국 지수 상대 추이



주) 2026.01.01=100, 2026.11.12 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2) 급락의 원인: 한 가지 악재가 아니라 여러 요인의 중첩

11월 첫 주 KOSPI -11.7%, 외국인 10.4조원 순매도

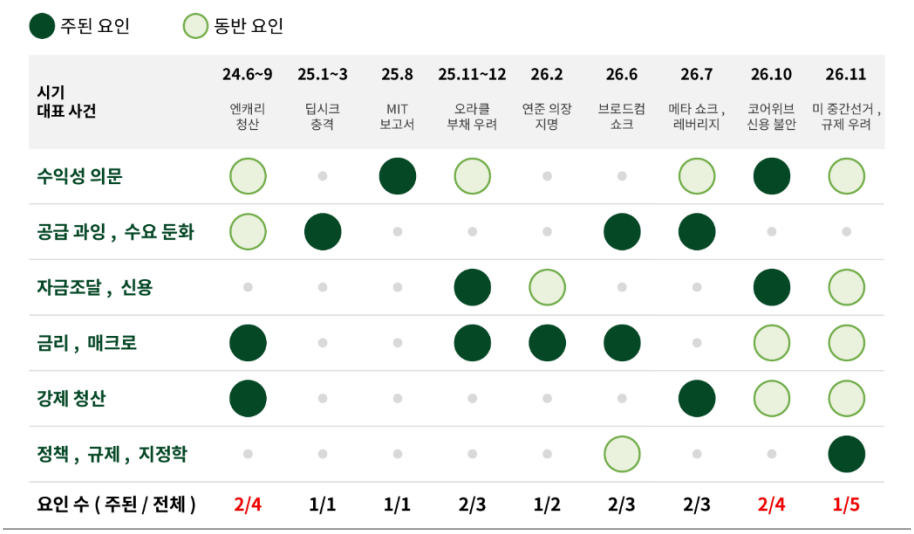
11월 첫 주(2~6일) KOSPI는 5,730pt에서 5,060pt로 한 주 만에 11.7% 급락했다. 6일에는 장중 4,911pt까지 밀리며 서킷브레이커가 발동됐고, 외국인은 한 주 동안 10.4조원을 순매도했는데 이 가운데 73%가 삼성전자와 SK하이닉스에 집중됐다. 직접적인 계기는 11월 3일 미국 중간선거였다. 민주당이 상하원을 모두 장악한 데다 텍사스 등 데이터센터가 몰려 있는 지역의 주지사 선거에서도 승리하면서, AI 데이터센터에 대한 규제가 강화될 수 있다는 우려가 빠르게 번졌다.

규제 우려 이전에 신용, 금리, 현금흐름 악재가 누적

그러나 선거 결과 하나만으로 이 정도 낙폭을 설명하기는 어렵다. 악재는 그 이전부터 차곡차곡 쌓이고 있었기 때문이다. 9월에는 연준이 3년 2개월 만에 금리를 올렸고, 10월 중순에는 코어위브의 CDS 프리미엄이 1,100bp를 넘어섰다. 10월 말에는 알파벳과 아마존이 분기 잉여현금흐름 적자를 발표했고, 오픈AI는 투자 유치 목표를 300억달러에서 200억달러로 낮췄다. 금리와 신용, 수익성에 대한 걱정이 누적된 상태에서 정책 변수까지 얹힌 셈이다.

2024년 이후 AI 논란이 증시 조정의 원인으로 지목된 것은 모두 아홉 차례인데, 이 가운데 네 가지 이상의 요인이 한꺼번에 겹친 경우는 엔캐리 청산이 있었던 2024년 여름과 올해 10월 이후뿐이다. 이번 조정이 유독 깊었던 이유다.

도표 3. AI 논란 국면별 급락 요인의 중첩



시기 / 대표 사건	24.6~9 엔캐리 청산	25.1~3 딥시크 충격	25.8 MIT 보고서	25.11~12 오라클 부채 우려	26.2 연준 의장 지명	26.6 브로드컴 쇼크	26.7 메타 쇼크, 레버리지	26.10 코어위브 신용 불안	26.11 미 중간선거, 규제 우려
수익성 의문	○	·	●	○	·	·	○	●	○
공급 과잉, 수요 둔화	○	●	·	·	·	●	●	·	·
자금조달, 신용	·	·	·	●	○	·	·	●	○
금리, 매크로	●	·	·	●	●	●	·	○	○
강제 청산	●	·	·	·	·	·	●	○	○
정책, 규제, 지정학	·	·	·	·	·	○	·	·	●
요인 수 (주된 / 전체)	2/4	1/1	1/1	2/3	1/2	2/3	2/3	2/4	1/5

주) 국면별 급락 보도가 직접 계기로 지목한 요인을 주된 요인, 함께 거론한 요인을 동반 요인으로 분류
자료: 언론 보도 종합, 신영증권 리서치센터 정리

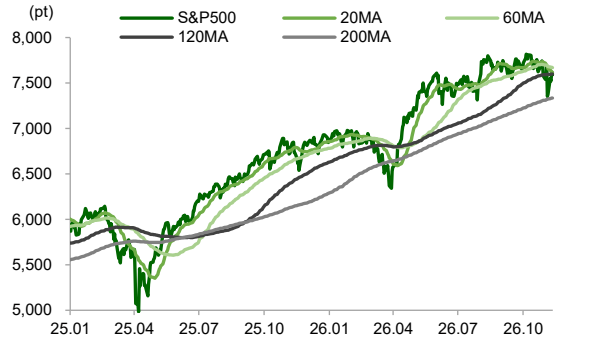
200일선 이격도 -23%,
2020년 3월 이후 최저

3) 이동평균선: 미국은 200일선 부근, 한국은 위기 국면 수준의 이격

이동평균선으로 보면 한국과 미국의 온도 차가 뚜렷하다. S&P500은 200일 이동평균선을 3.5% 웃돌고 있고 나스닥도 200일선 바로 위에 있다(+0.9%). 필라델피아 반도체지수가 200일선을 3.4% 밑도는 정도다. 반면 KOSPI는 7월 29일 200일선을 내준 뒤 이격도가 11월 9일 -22.9%까지 벌어졌고, 반등을 거친 12일 기준으로도 -18.1%다.

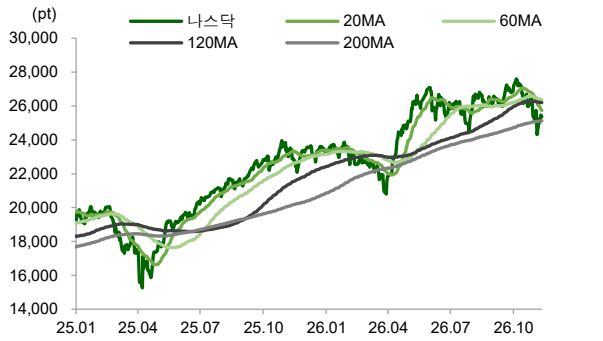
2000년 이후 이격도가 이보다 더 벌어졌던 것은 IT 버블 붕괴(2000년, -34.6%), 2003년 3월(-24.7%), 금융위기(2008년, -42.3%), 코로나19(2020년 3월, -29.9%) 네 번 뿐이며 2022년 긴축 국면의 저점(-18.3%)보다도 깊다. 9일 저점 기준 고점 대비 낙폭 45% 역시 2020년 3월 저점이 직전 사상 최고치에서 밀린 폭(-44%)과 비슷하다. 미국 지수는 장기 추세선 부근에 머물러 있는데 한국만 위기 국면에 준하는 수준까지 벌어졌다는 것은 이번 조정이 글로벌 경기나 유동성의 문제보다는 반도체 이익이 지속될 수 있느냐는 의구심에서 비롯됐음을 보여준다.

도표 4. S&P500 이동평균선 추이



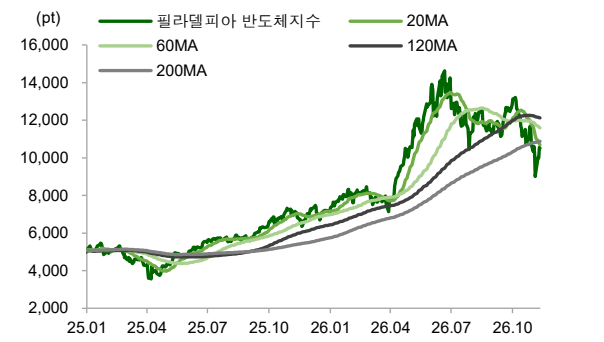
주) 2026.11.12 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 나스닥 이동평균선 추이



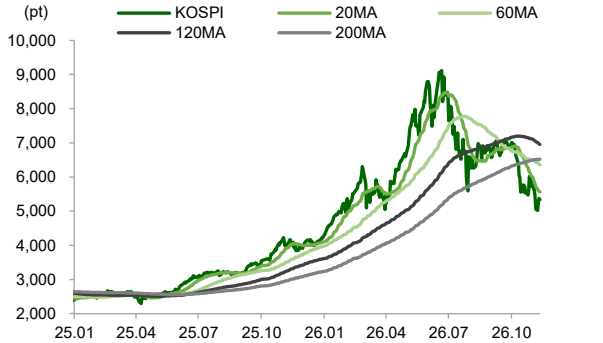
주) 2026.11.12 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 필라델피아 반도체지수 이동평균선 추이



주) 2026.11.12 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. KOSPI 이동평균선 추이



주) 2026.11.12 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

과거 네 번 중 세 번은
1년 뒤 상승,
그 전에 평균 5개월 조정

그렇다면 이격도가 이만큼 벌어진 뒤 지수는 어떻게 움직였을까. KOSPI의 200일선 이격도가 -20% 아래로 내려간 것은 2000년 이후 이번이 다섯 번째다. 앞선 네 번 가운데 2002년 10월, 2008년 10월, 2020년 3월 세 번은 1년 뒤 지수가 각각 33%, 25%, 88% 올라 있었다. 반면 IT 버블이 꺼지기 시작한 2000년 4월에는 1년 뒤에도 지수가 18% 낮았다. 이격이 벌어진 뒤 기업이익이 실제로 무너졌는지가 결과를 가른 것이다.

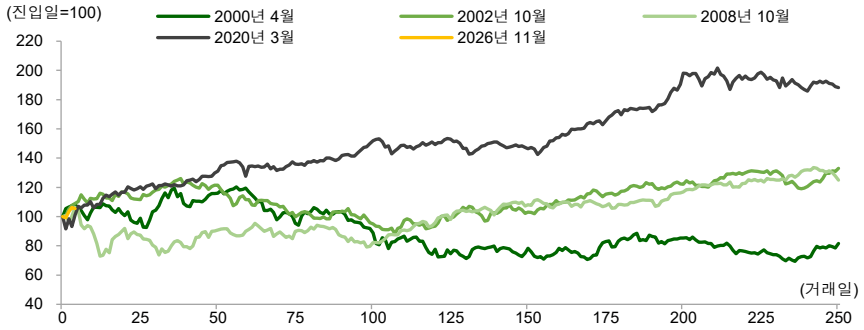
다만, 1년 뒤 지수가 오른 세 번도 곧바로 반등한 것은 아니다. 진입 이후 지수는 평균 16% 더 밀렸고 200일선을 회복하기까지 평균 109거래일이 걸렸다. 긍정적인 점은 낙폭이 27%에 달했던 금융위기를 제외하면 추가 하락이 10% 안팎에 그쳤다는 것이다. 정리하면 극단적인 이격은 대체로 1년 안에 회복됐지만 이익이 꺾이는 국면에서는 예외였고, 회복된 경우에도 5개월가량의 추가 조정을 거쳤다.

도표 8. KOSPI 200일선 이격도 추이



주) 이격도 = 종가 / 200일 이동평균 - 1, 거래일 기준, 2026.11.12 기준
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 9. 200일선 이격도 -20% 진입 이후 KOSPI 경로



주) 진입일은 200일선을 회복한 뒤 이격도가 다시 -20% 이하로 내려간 첫날(2000년 4월, 2002년 10월, 2008년 10월, 2020년 3월, 2026년 11월), 진입일 = 100
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

4) ADR: 종목 전반의 매도 압력은 지수보다 먼저 정점을 지났다

20일 ADR 66%에서 81%로 반등, 저점은 6월 46%

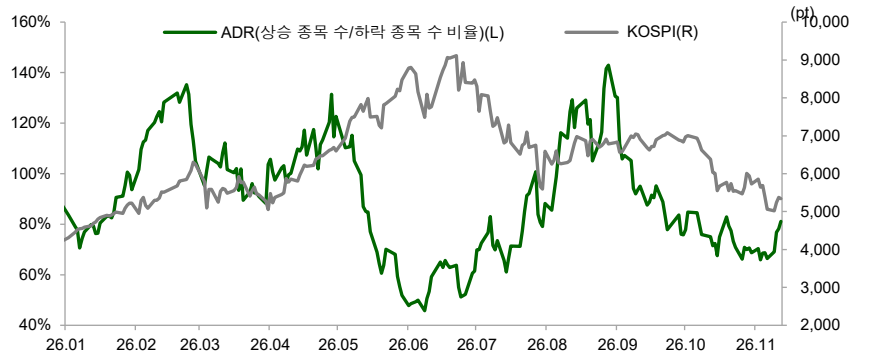
시장 내부의 체력을 보여주는 ADR(20일 기준, 상승 종목 수를 하락 종목 수로 나눈 비율, %)도 함께 살펴봤다. KOSPI의 ADR은 11월 3일 66%까지 내려간 뒤 12일 81%로 올라섰다. 눈에 띄는 것은 ADR의 저점이 지수의 저점보다 한참 먼저 나왔다는 점이다. 지수가 고점을 향해 오르던 6월 8일 ADR은 46%로 2020년 3월(41%) 이후 가장 낮았다. 지수는 오르는데 내리는 종목이 더 많았던, 쏠림이 극심했던 시기다.

이후 지수가 45% 빠지는 동안에도 ADR은 50% 아래로 다시 내려가지 않았다. 지수 하락을 이끈 것은 반도체 대형주였고, 종목 전반의 매도 압력은 지수만큼 커지지 않았다는 의미다. 물론 11월 저점 66%는 2022년 9월(55%)이나 2020년 3월(41%)의 저점보다 높아 ADR만으로 투매가 마무리됐다고 단정하기는 이르다. 이격도와 낙폭은 위기 국면 수준에 도달했지만, 매도 압력이 소진됐는지는 조금 더 확인이 필요해 보인다.

S&P500 ADR 124%, 나스닥 98%, KOSPI는 81%

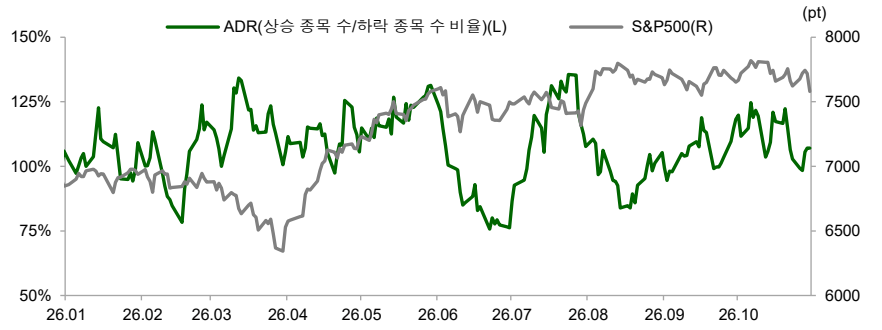
같은 지표를 미국 시장에 적용해 보면 한국과의 차이가 분명해진다. 11월 11일 기준 S&P500의 20일 ADR은 124%로 2020년 이후 평균(109%)을 웃돌고, 나스닥도 98%로 평균(95%) 수준이다. 두 지수의 ADR 저점은 각각 9월 24일(72%)과 10월 19일(72%)에 나왔고 이후 꾸준히 회복됐다. 지수도 10월 초 고점에서 S&P500이 3%, 나스닥이 8% 내려온 정도다. 미국에서는 오르는 종목이 내리는 종목보다 많은 상태가 유지되고 있는 반면, KOSPI의 ADR은 반등했다고는 해도 81%로 여전히 100%를 밑돈다. 매도 압력이 글로벌 증시 전반으로 번진 것이 아니라 한국, 그 안에서도 반도체에 집중됐다는 점이 종목 수 기준으로도 확인된다.

도표 10. KOSPI 20일 ADR과 KOSPI 추이



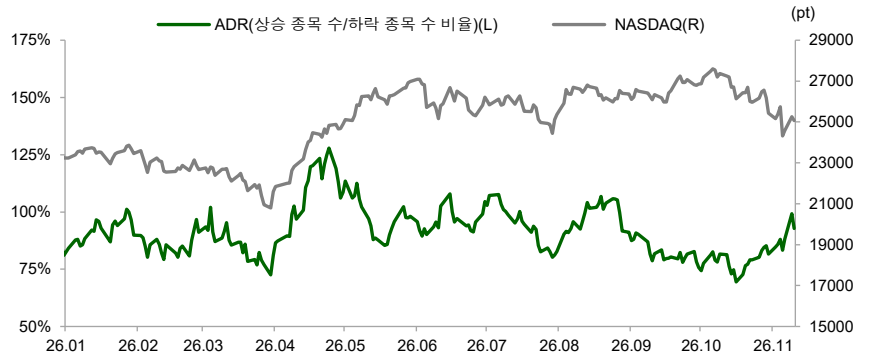
주) ADR = 최근 20거래일 상승 종목 수 합계 / 하락 종목 수 합계 × 100
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. S&P500 20일 ADR과 S&P500 추이



주) ADR = 최근 20거래일 상승 종목 수 합계 / 하락 종목 수 합계 × 100
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 12. 나스닥 20일 ADR과 나스닥 추이



주) ADR = 최근 20거래일 상승 종목 수 합계 / 하락 종목 수 합계 × 100
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

현 주가가 전제하는 시나리오: 이익 추정치의 절반 이상 하향

1) PER 역산: 순이익 추정치 51~63% 감소를 전제

12개월 선행 PER 3.7배, 10년 평균은 10.2배

지수가 이만큼 내려왔다면 현 주가에 무엇이 반영돼 있는지를 따져볼 차례다. KOSPI의 12개월 선행 PER은 11월 11일 기준 3.7배다. 시가총액 4,285조원을 12개월 선행 순이익 추정치 1,147조원으로 나눈 값이다. 최근 10년 평균이 10.2배였으니 평소의 3분의 1 수준이다. PER이 이렇게 낮다는 것은 주가가 지나치게 싸거나, 시장이 분모인 이익 추정치를 믿지 않는다는 뜻이다.

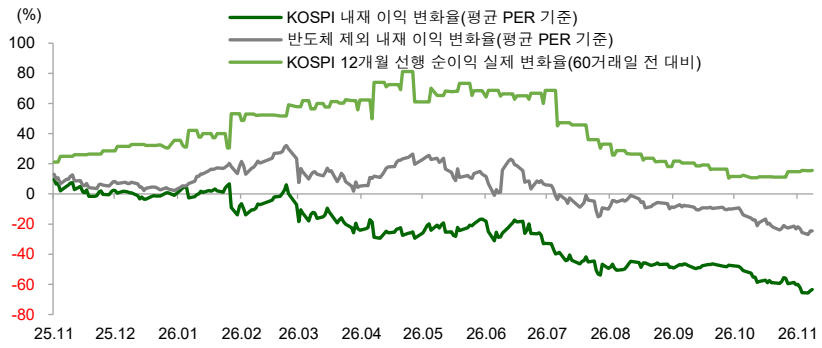
10년 평균 PER 기준 -63%, 저점일 평균 기준 -51%

그렇다면 시장은 이익을 얼마로 보고 있을까. 시가총액은 그대로 두고 PER만 평소 수준이라고 가정해 거꾸로 계산해봤다. 먼저 10년 평균인 10.2배를 적용하면 시가총액 4,285조원에 맞는 순이익은 421조원이다. 지금 추정치 1,147조원보다 63% 적다. 기준을 더 보수적으로 잡아 2008년 이후 여섯 차례 급락 국면의 저점일 평균인 7.7배를 적용해도 559조원으로, 추정치보다 51% 적다. 어느 기준으로 보더라도 현 주가는 이익 추정치가 절반 이상 깎이는 상황을 이미 가정하고 있는 셈이다.

추정치는 60거래일간 16% 상향

그런데 실제 추정치는 정반대로 움직이고 있다. KOSPI 12개월 선행 순이익은 1,147조원으로 60거래일 전보다 16% 늘었고, 최근 1년 사이 가장 높은 수준이다. 주가가 가정하는 이익과 애널리스트 추정치 사이의 간극이 이만큼 벌어진 것은 결국 시장이 지금의 추정치를 믿지 못하고 있다는 뜻이다. 그렇기 때문에 지금 필요한 질문은 '주가가 싼가'보다 '추정치가 정말 절반 넘게 깎일 수 있는가'라는 생각이다.

도표 13. 현 주가가 전제하는 12개월 선행 순이익 변화율과 실제 추정치 변화율



주1) 내재 이익 변화율 = 현재 12개월 선행 PER / 기준 PER – 1, 시가총액은 그대로이고 PER이 기준 수준으로 돌아간다고 볼 때 필요한 12개월 선행 순이익 변화율
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

2) 반도체와 반도체 제외: 반도체를 빼고 봐도 과거 저점 수준의 가격

반도체 PER 2.5배, ROE 48%

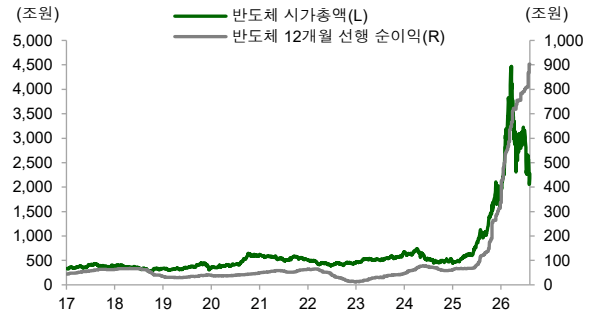
시장의 불신이 가장 깊은 곳은 반도체다. 반도체 업종의 12개월 선행 순이익은 903조원으로 KOSPI 전체의 79%를 차지하고, 자본총계 1,888조원 대비 12개월 선행 ROE는 48%에 달한다. 그런데도 시가총액은 2,274조원으로 PER이 2.5배에 불과하다. 반도체는 원래 이익이 정점일 때 PER이 낮아지는 업종이다. 이익이 곧 줄어들 것이라는 예상이 주가에 먼저 반영되기 때문이다. 그래서 10년 평균(10.3배)보다는 반도체 이익이 정점을 지났다는 우려가 컸던 2018년 10월 저점(4.9배)과 비교하는 편이 공정하다. 지금의 PER은 그때의 절반 수준이다.

2018년 저점 PER 기준 -48%, 장기공급계약은 과거와 다른 점

같은 방식으로 거꾸로 계산해보면, 시가총액 2,274조원에 2018년 저점의 PER 4.9배를 적용했을 때 순이익은 467조원이다. 지금 추정치 903조원보다 48% 적다. 과거 반도체 이익이 가장 비관적으로 평가받던 시기의 잣대를 들이대도 이익이 절반 가까이 줄어야 지금 주가가 설명된다는 뜻이다.

물론 시장의 걱정에 근거가 없는 것은 아니다. 반도체 12개월 선행 순이익은 2018년 7월 이후 1년간 56%, 2022년 6월 이후 9개월간 83% 줄어든 전례가 있다. 다만 과거 하강기와 다른 점도 있다. 삼성전자는 대형 고객 10곳, SK하이닉스는 14곳과 다년 장기 공급계약을 체결했는데, 최소 구매 물량과 선수금이 명시돼 있어 구두 약속에 가까웠던 과거의 계약과는 구속력이 다르다. 그럼에도 현 주가는 과거 하강기에 준하는 이익 감소를 이미 반영한 수준인 것이다. 더구나 이번에는 반도체 시가총액이 6월 고점 대비 49% 줄어드는 동안 12개월 선행 순이익은 오히려 40% 늘어, 주가와 추정치가 정반대 방향으로 움직였다.

도표 14. 반도체 시가총액과 12개월 선행 순이익



주) KSE 반도체 업종 기준
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 15. 반도체 12개월 선행 PER



주) 기준선은 2018년 10월 저점(4.9배)과 10년 평균(10.3배)을 의미
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

반도체를 빼고 봐도 PER 8.2배, 과거 저점일 평균 수준

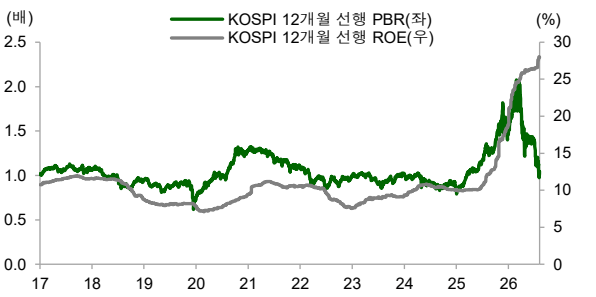
그렇다면 저평가는 반도체만의 이야기일까. 반도체를 덜어내고 봐도 결론은 크게 달라지지 않는다. 반도체를 제외한 KOSPI의 12개월 선행 PER은 8.2배로 과거 급락 저점일의 평균(7.9배)과 비슷하다. 10년 평균(10.9배)을 기준으로 하면 이익이 25% 줄어드는 것을 가정한 가격인데, 실제 추정치는 60거래일 동안 3% 늘었다. 반도체는 과거 하강기의 저점보다도 낮은 가격에, 그 밖의 업종은 과거 위기 국면의 저점 수준에서 거래되고 있는 셈이다. 지수 전체를 PBR로 접근해도 결론은 다르지 않다. KOSPI의 12개월 선행 PBR은 1.05배, ROE는 28%다. 자기자본비용 9%, 성장률 0%를 가정하면 PBR 1.05배에 부합하는 ROE는 9.4%로, 이익이 66% 줄어야 설명되는 수준이다.

도표 16. 반도체 제외 KOSPI 12개월 선행 PER



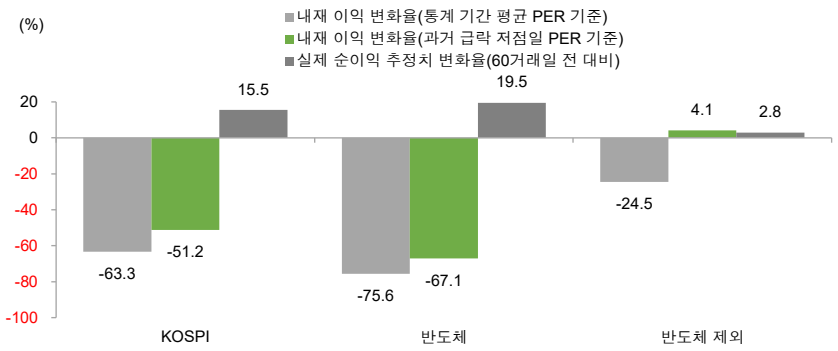
주) 기준선은 과거 급락 저점일 평균(7.9배)과 10년 평균(10.9배)을 의미
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 17. KOSPI 12개월 선행 PBR과 ROE



주) ROE = 12개월 선행 순이익 / 12개월 선행 자본총계(지배)
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 18. KOSPI, 반도체, 반도체 제외의 내재 이익 변화율과 실제 추정치 변화율

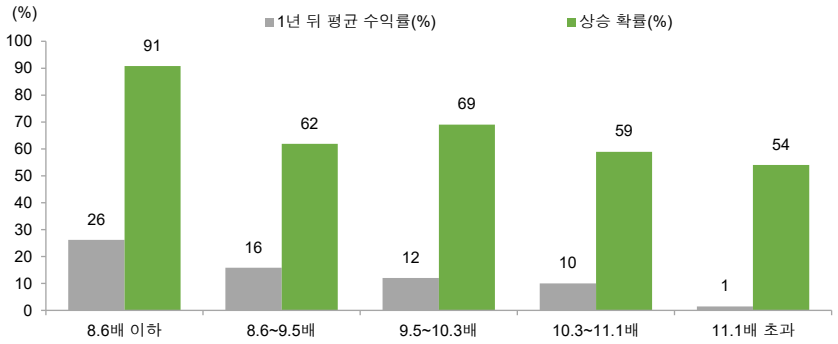


주) 과거 급락 저점일은 2008년 10월, 2011년 9월, 2018년 10월, 2020년 3월, 2022년 9월, 2025년 4월
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

PER 하위 20% 구간의 1년 뒤 수익률 +26%

밸류에이션과 이후 수익률의 관계를 봐도 방향은 같다. 2000년 이후 KOSPI 12개월 선행 PER이 하위 20%(8.6배 이하)에 머물렀던 날을 모아 보면 1년 뒤 수익률은 평균 26%였고, 91%의 경우 지수가 올라 있었다. 반대로 상위 20%(11.1배 초과)에서는 평균 수익률이 1%, 상승 확률이 54%에 그쳤다. 지금의 3.7배는 과거 분포를 아예 벗어난 수준이라 이 숫자를 그대로 대입하기는 어렵다. 그럼에도 낮은 PER에서 출발할수록 이후 수익률이 높았다는 관계 자체는 일관되게 확인된다.

도표 19. KOSPI 12개월 선행 PER 구간별 1년 뒤 수익률



주) 2000년 이후 일별 12개월 선행 PER을 5분위로 나눈 뒤 250거래일 뒤 KOSPI 수익률을 평균
자료: 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

추가 하락이 제한적인 이유: 확인되지 않은 이익 하향

1) 유지되는 설비투자, 일부에 머문 신용 불안, 예상 범위 안의 통화정책

추가 하락 여지는 제한적, 이익 하향의 근거가 미확인

그렇다면 지수는 여기서 더 내려갈 수 있을까. 가능성을 배제할 수는 없지만 그 여지는 크지 않다고 판단한다. 현 주가는 이미 이익 추정치의 절반 이상 하향을 반영하고 있는데, 정작 그 하향을 현실로 만들 변화는 아직 어디에서도 확인되지 않았기 때문이다. 이유는 세 가지다. 첫째, 빅테크는 설비투자 계획을 줄이지 않았다. 반도체 이익 추정치는 결국 빅테크의 주문에서 나오는데, 지금까지 확인된 것은 알파벳과 아마존의 분기 잉여현금흐름 적자, 오픈AI의 투자 유치 목표 축소 정도이고 설비투자 계획 자체를 낮춘 곳은 없다. 둘째, 신용 불안은 일부 기업에 머물러 있다. 코어위브의 CDS가 1,100bp를 넘어섰지만 3분기 매출은 예상을 웃돌았고 수주잔고도 전분기보다 27% 늘었다. 문제는 수요가 아니라 조달 비용에 있다는 뜻이고, 설비투자가 실제로 줄어들려면 이 불안이 투자등급 회사채와 빅테크의 조달로까지 번져야 하는데 그런 신호는 아직 없다. 셋째, 통화정책도 시장이 예상하는 범위 안에 있다. 금리선물시장은 12월 0.25%p 인상을 이미 기정사실로 받아들이고 있고, 0.5%p 인상 확률은 15% 안팎에 그친다. 이 세 가지가 달라지지 않는 한, 여기서의 추가 하락은 이익이 아니라 심리가 만든 것으로 봐야 한다.

우려는 남아 있으나 주가는 이미 최악을 가정

물론 우려가 모두 걷힌 것은 아니다. 빅테크의 현금흐름은 빠듯해졌고 조달 금리는 여전히 높으며, 연준의 스탠스도 12월 회의 전까지는 알 수 없다. 다만 현 주가는 세 가지가 모두 나쁜 쪽으로 결론 나는 경우에 가까운 이익 하향을 반영하고 있어, 추후 하나라도 지금의 우려보다 낫다는 것이 확인된다면 지금의 하향 폭이 지나쳤다는 평가가 가능해질 것이다.

2) 논란의 질문: 수요에서 조달과 현금흐름으로

초기 질문은 수익 창출과 수요, 실적으로 진정

세 가지가 모두 조달과 금리에 닿아 있는 것은 AI 논란의 성격이 달라졌기 때문이다. 초기의 질문은 'AI로 돈을 벌 수 있는가'였다. 2024년 6월 골드만삭스가 1조달러 규모의 AI 투자가 그만한 효익을 낼 수 있는지 의문을 제기했고, 2025년 8월에는 기업 AI 시범사업의 95%가 재무 성과를 내지 못했다는 MIT 보고서가 나왔다. 2025년 1월 딥시크 공개와 올해 7월 메타의 잉여 컴퓨팅 판매 검토는 '수요가 과대평가된 것은 아닌가'라는 질문으로 이어졌다. 다만 이 두 질문은 마이크론, 삼성전자 등 반도체 기업의 실적과 빅테크의 설비투자 계획 재확인을 거치며 매번 가라앉았다.

최근 질문은 부채 조달과 현금흐름, 아직 미해소

분위기가 달라진 것은 2025년 11월 오라클의 CDS가 오르면서부터다. 질문이 '빚을 내서 계속 지을 수 있는가'로 옮겨갔고, 올해 10월부터는 '현금흐름이 투자를 감당할 수 있는가'가 더해졌다. 앞선 두 질문과 달리 이 질문들은 반도체 기업의 실적만으로는 답하기 어렵다. 확인이 필요한 것이 공급자의 이익이 아니라 수요자의 재무 여력, 그리고 자본시장이 자금을 계속 대줄 의사가 있는지이기 때문이다.

도표 20. AI 수익성 논란의 질문 변화



자료: 언론 보도 종합, 신영증권 리서치센터

BIS도 10월 27일 보고서(Building AI on credit)를 통해 AI 인프라 투자에서 장기 부채와 부외 조달의 비중이 커지고 있다고 지적했다. 5대 하이퍼스케일러의 회사채 발행액은 9월까지 2,220억달러에 달했고, 부외 구조를 통한 발행도 750억~1,000억달러로 추정된다. 다만 같은 보고서는 올해 AI 조달 관련 뉴스가 나온 날에도 투자등급 회사채 스프레드에는 유의미한 변화가 없었다고 분석했다. 신용 불안이 아직 일부 기업에 머물러 있다는 뜻으로, 이것이 설비투자 축소로 곧장 이어진다고 보기는 이르다.

3) 금리: 유가 안정 여부와 12월 FOMC

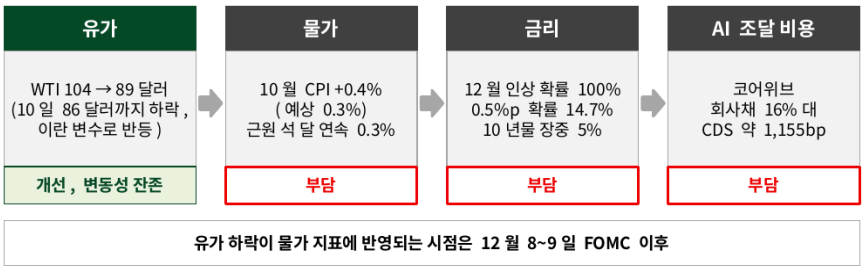
WTI 10월 말 대비 15% 하락했으나 추세 예단은 어려움

한편 유가는 10월 말 고점에서 내려왔지만 아직 안정됐다고 보기는 어렵다. WTI는 10월 말 104달러에서 11월 10일 86달러까지 내려 8월 31일 이후 가장 낮은 수준을 기록했다. 트럼프 대통령이 이란에 대한 추가 공습 가능성을 낮게 본 데다 종전 협상에 대한 기대가 더해진 결과다. 그러나 12일 트럼프 대통령이 이란과의 합의는 필요하지 않다고 밝히면서 WTI는 하루 만에 2.6% 올라 88.7달러, 브렌트유는 3.3% 오른 95.8달러로 마감했다. 같은 날 호르무즈 해협에서는 유조선이 폭발로 운항을 멈췄고, 후티 반군은 사우디아라비아의 석유 시설을 공격했다고 밝혔다. 10월 말과 비교하면 WTI는 15%, 브렌트유는 19% 낮은 수준이지만, 미국과 이란의 협상이 정리되지 않은 만큼 유가 하락을 추세로 단정하기는 이르다.

9월 금리 인상의 배경이 유가 급등

유가와 AI 논란을 잇는 고리는 금리다. 9월 연준이 금리를 올린 배경에는 미국과 이란의 전쟁 장기화에 따른 유가 급등과 기대 인플레이션 상승이 있었다. 금리 상승은 차입에 기대어 데이터센터를 지어 온 기업들의 조달 비용을 끌어올렸고, 이는 코어위브 회사채 금리가 16%를 넘고 CDS가 1,100bp를 웃도는 신용 불안으로 번졌다. 유가 안정이 물가와 금리 안정으로 이어진다면 이 경로는 반대 방향으로 작동할 수 있다. 실제로 11월 10일 KOSPI가 4.4% 반등하고 외국인이 8거래일 만에 순매수로 돌아선 배경에도 유가 급락이 있었다.

도표 21. 유가에서 AI 조달 비용으로 이어지는 경로와 현재 상태



자료: 언론 보도 종합, 신영증권 리서치센터

4) 이벤트 확인: 앤트로픽 상장과 12월 FOMC

앤트로픽 상장 11월 19일, 최대 904억달러 조달

세 가지의 향방을 확인할 수 있는 일정은 크게 두 번이다. 먼저 조달 여건은 앤트로픽 상장에서 드러난다. 앤트로픽은 주당 70~78달러에 8억 2,500만주를 공모해 최대 644억달러를 조달하고, 이와 별도로 구글과 엔비디아 등 코너스톤 투자자에게서 사모로 260억달러를 받는다. 둘을 합치면 최대 904억달러로 6월 스페이스X를 넘어서는 역대 최대 규모다. 공모가는 11월 18일에 확정되고, 19일(현지시간) 나스닥에서 거래가 시작될 예정이다.

수요예측에 6배 주문, 낮춘 눈높이와 적은 유통 물량도 감안

분위기는 나쁘지 않다. 블룸버그에 따르면 수요예측에는 공모 물량의 약 6배에 달하는 매수 의향이 접수됐고, 주관사들이 공모가를 밴드 위로 올릴 수 있다는 보도도 나왔다. AI 투자 심리가 가라앉은 상황에서도 이 정도 수요가 몰렸다는 것은 적어도 선두 기업에 대한 자금 조달 창구는 열려 있음을 보여준다. 다만 흥행의 배경도 함께 볼 필요가 있다.

밴드 기준 기업가치(1.26조~1.41조달러)는 여름에 거론되던 2조달러보다 30% 안팎 낮고, 상장 직후 유통되는 물량은 전체 주식의 6% 수준에 불과하다. 눈높이를 낮추고 물량을 줄여 만든 흥행이라는 해석도 가능한 셈이다. 따라서 공모가 자체보다 거래 첫 주에 그 가격이 유지되는지, 그리고 조달한 자금이 컴퓨팅 투자로 집행되면서 반도체 주문에 대한 의구심을 덜어주는지를 확인할 필요가 있다.

12월 인상은 기정사실, 관건은 폭과 이후 경로

금리는 12월 8~9일 FOMC에서 확인하게 된다. 인상 자체는 이미 기정사실에 가깝다. 10월 소비자물가가 전월 대비 0.4% 올라 예상을 웃돌았고 비농업 고용도 16만 5,000명 늘어난 가운데, 금리선물시장은 12월 인상 확률을 100%로 반영하고 있다. 관건은 인상 폭과 이후의 경로다. 월러 이사가 0.5%p 인상 가능성을 처음 거론한 뒤 0.5%p 인상 확률은 사실상 0%에서 15% 안팎으로 올라왔고, 로건 댈러스 연은 총재는 최소 두 차례의 0.25%p 인상이 필요하다고 밝혔다. 반면 해맥 클리블랜드 연은 총재는 작은 폭으로 꾸준히 올리는 방식을 선호한다는 입장이다. 미국 10년물 국채금리는 이미 5.1%까지 올라 있다.

예상을 벗어나는 인상 여부가 분기점

시장이 받아들이기 어려운 것은 인상 자체보다 예상을 벗어나는 인상이다. 0.25%p를 올리면서 유가 안정을 근거로 이후 속도 조절을 시사한다면 금리 부담은 정점을 지났다는 해석이 가능해진다. 반대로 내년 인상 횟수 확대가 나온다면 조달 비용 부담이 다시 커지면서 추가 하락을 막아 온 근거 가운데 하나가 흔들리게 된다. 과거 이력도 극단 구간에서 반등에 앞서 평균 5개월가량의 추가 조정이 있었다는 점을 감안하면, 가격 조정은 상당 부분 진행됐고 두 일정은 남은 기간 조정의 길이를 좌우할 변수로 판단한다.

한국 증시 동향

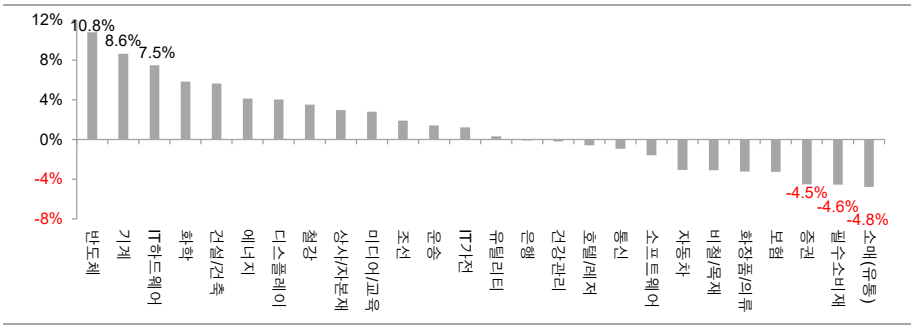
11/12 KOSPI 종가 5,342pt, 주간 수익률 5.6%

이번 주 KOSPI는 12일 기준 5,343pt로 마감하며 전주말 대비 +5.6% 상승했다. 전주 급락 이후 반도체를 중심으로 반등했으며, 외국인도 3거래일 연속 순매수하며 지수 회복을 뒷받침했다. 다만 12일에는 옵션만기에 따른 수급 부담 등이 겹치며 전일 대비 -0.6% 하락했다. 업종별로는 반도체(+10.8%), 기계(+8.6%), IT하드웨어(+7.5%)가 강세를 보였으며 화학(+5.8%), 건설/건축(+5.6%)도 상승했다. 반면 소매(-4.8%), 필수소비재(-4.6%), 증권(-4.5%) 등은 하락했다. 전주 낙폭이 컸던 업종을 중심으로 반등이 나타났으나 업종 순환매보다는 기존 주도주의 낙폭 회복이 지수 상승을 이끄는 모습이었다.

이익 추정치 상향 유지, 업종별 차별화 지속

한편 KOSPI의 전월대비 12개월 선행 EPS 추정치 변동률은 전주 보다 낮아졌으나 상향 흐름은 유지됐다. 반도체와 IT하드웨어는 이익 추정치 상향이 지속됨에도 그 폭은 축소된 반면 에너지와 운송은 유가 하락에 힘입어 상향폭이 확대됐다. 건설/건축과 상사/자본재도 개선됐으나 화학, 비철금속, 증권, 유틸리티 등은 하향 조정폭이 확대됐다. KOSDAQ의 이익 추정치 변동률도 -0.4%로 하향 전환해 시장 전반의 이익 개선보다는 일부 업종에 상향이 집중되는 모습이다. 반도체의 이익 전망이 지수 반등을 뒷받침하고 있는 만큼, 당분간 이익 개선이 확인되는 기존 주도주를 중심으로 회복세가 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

도표 22. 한국 증시 업종별 주간 수익률(~2026.11.12)



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

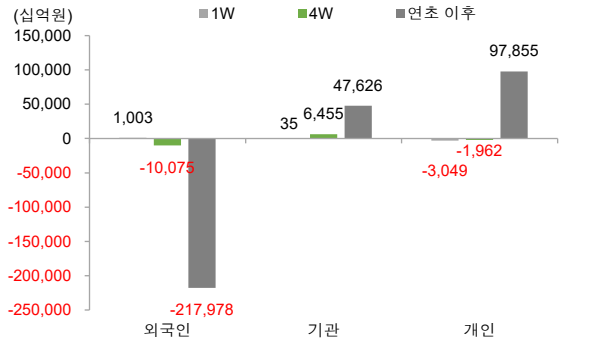
도표 23. 한국 주간 업종별 수익률 및 12MF EPS 추정치 변동 테이블(~2026.11.12)

	주간 수익률 (%)					12M fwd EPS 추정치 변동 (%MoM)				
	10.16	10.23	10.30	11.06	11.12	10.16	10.23	10.30	11.06	11.12
KOSPI	-14.5	-2.1	3.3	-11.7	5.6	2.2	1.8	8.4	10.0	8.5
KOSDAQ	-10.9	-5.4	-3.6	-11.1	8.1	0.9	1.2	0.7	0.1	-0.4
에너지	-12.3	-6.1	-3.3	-8.1	4.1	4.3	4.2	3.4	6.7	9.6
화학	-9.9	-8.7	-1.4	-3.9	5.8	11.1	2.8	1.0	-8.0	-12.0
비철목재	-7.1	-7.5	-0.2	3.2	-3.1	-1.0	-5.5	-5.7	-15.2	-17.9
철강	-3.1	-6.9	-1.7	-1.8	3.5	0.9	1.8	0.5	-5.0	-5.9
건설/건축	-9.1	6.7	-5.3	-2.4	5.6	-0.3	1.3	1.7	1.3	1.7
기계	-16.3	-5.4	-5.8	-13.9	8.6	1.2	1.2	-1.3	-2.6	-1.2
조선	-7.8	-10.5	-7.2	-2.7	1.9	0.0	-0.3	-5.3	-5.6	-5.6
상사/자본재	-6.5	-7.1	-3.8	-9.0	3.0	4.1	3.8	2.7	0.6	1.1
운송	0.5	-3.1	2.6	9.3	1.4	5.8	4.7	6.3	6.4	8.8
자동차	-2.0	-4.6	-4.7	1.3	-3.1	-5.1	-5.3	-8.2	-11.9	-8.6
화장품/의류	-2.8	-6.7	-3.9	0.5	-3.2	-1.3	-1.6	-2.3	-2.6	-3.4
호텔/레저	-1.4	-2.4	-2.2	-0.2	-0.6	-5.2	-4.2	-3.6	-3.7	-5.3
미디어/교육	3.0	-1.6	-5.4	-0.5	2.8	0.1	-0.3	0.3	-2.8	-1.5
유통	-3.8	-5.0	-2.1	3.7	-4.8	0.9	0.6	-0.0	-0.3	-2.3
필수소비재	3.8	-1.4	0.2	1.2	-4.6	-1.3	-2.1	-2.2	-2.6	-2.6
헬스케어	-1.4	-0.0	-3.5	0.7	-0.2	0.9	1.1	-0.3	-1.4	-2.3
은행	-2.7	-4.7	1.8	-1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.9	-1.0	-0.8
증권	-6.3	-3.4	3.5	-9.1	-4.5	-5.7	-6.0	-6.0	-8.5	-9.6
보험	-7.2	1.5	7.5	-9.6	-3.3	4.0	3.3	2.0	1.8	0.5
소프트웨어	-2.3	-1.5	-1.8	5.9	-1.6	-0.8	-1.7	-1.9	-3.0	-3.6
IT하드웨어	-21.1	-5.3	2.6	-24.1	7.5	4.8	6.6	7.9	9.0	8.1
반도체	-20.7	-0.4	7.1	-18.1	10.8	2.7	2.3	10.9	13.3	11.2
IT가전	-9.4	-7.2	1.0	-10.6	1.2	5.4	5.5	3.0	-5.3	-3.6
디스플레이	-8.1	-4.0	-0.3	-9.5	4.0	-23.3	-17.7	-17.2	-14.4	-8.6
통신	-3.2	-6.4	0.3	9.6	-0.9	0.1	0.1	0.1	1.9	1.1
유틸리티	-4.1	-1.4	-1.0	1.5	0.3	-3.0	-4.5	-5.7	-6.2	-10.1

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

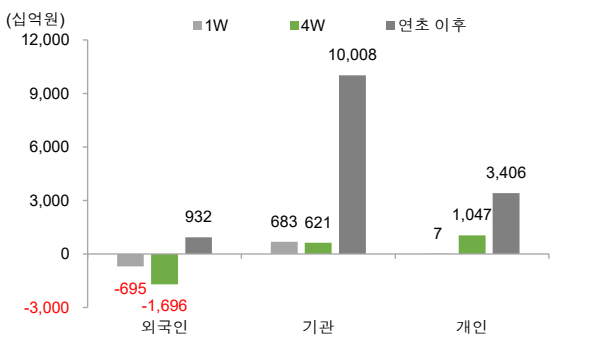
12일 기준 외국인은 주간으로 KOSPI를 약 1.0조원 순매수한 반면 KOSDAQ은 순매도했다. 업종별로는 반도체에서 약 2,077억원의 매수세가 유입됐으며, 은행, 조선, 기계, 운송에서도 매수 우위가 나타났다. 반면 IT하드웨어, 필수소비재, 건설/건축, 화학, IT가전 등은 순매도했다. 기관은 KOSPI와 KOSDAQ을 모두 순매수했다. 업종별로는 반도체, IT하드웨어, 화학, IT가전, 건설/건축을 순매수한 반면 은행, 상사/자본재, 자동차, 조선, 화장품/의류는 순매도했다. 특히 기관이 반도체를 약 6,251억원 순매수하며 외국인과 함께 기존 주도주의 반등을 뒷받침했다. 다만 외국인의 최근 4주간 KOSPI 순매도액이 약 10.1조원, 연초 이후 누적 순매도액이 약 218.0조원에 달하는 만큼 이번 매수세가 지속적인 수급 회복으로 이어질 것으로 판단할 수준은 아니라고 생각한다.

도표 24. KOSPI 투자주체별 누적 순매수 현황



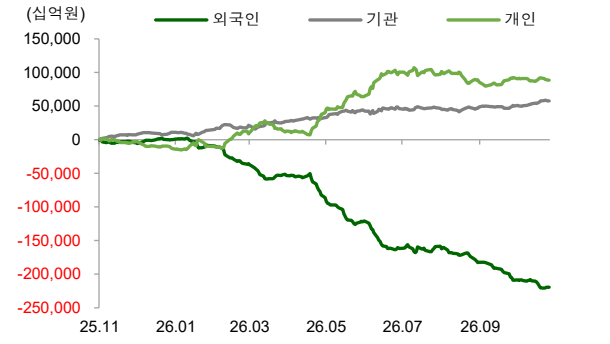
주) 2026.11.12 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 25. KOSDAQ 투자주체별 누적 순매수 현황



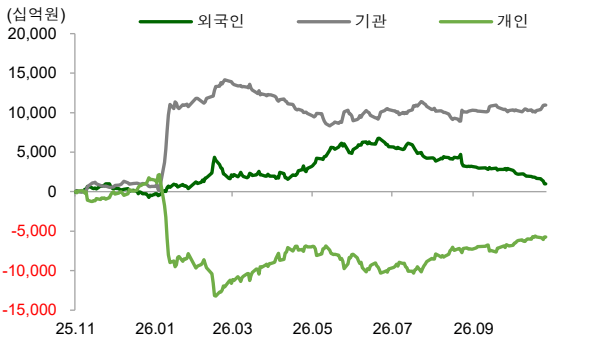
주) 2026.11.12 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 26. KOSPI 투자주체별 누적 순매수 추이



주) 2026.11.12 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 27. KOSDAQ 투자주체별 누적 순매수 추이



주) 2026.11.12 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 28. 주간 외국인 순매수/순매도 상위 업종

	업종	순매수/매도 대금(십억원)
순매수 TOP5	반도체	207.7
	은행	116.2
	조선	103.2
	기계	101.6
	운송	88.5
순매도 TOP5	IT하드웨어	-97.7
	필수소비재	-95.3
	건설/건축	-64.3
	화학	-51.6
	IT가전	-47.6

주) 2026.11.12 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

도표 29. 주간 기관 순매수/순매도 상위 업종

	업종	순매수/매도 대금(십억원)
순매수 TOP5	반도체	623.1
	IT하드웨어	186.1
	화학	135.5
	IT가전	79.8
	건설/건축	69.1
순매도 TOP5	은행	-122.7
	상사/자본재	-97.1
	자동차	-91.2
	조선	-90.5
	화장품/의류	-65.8

주) 2026.11.12 기준
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

이벤트 캘린더

월	화	수	목	금
11/2	11/3 미 중간선거	11/4 미 10월 ADP 고용 미 9월 JOLTS	11/5 미 10월 ISM 서비스업 PMI	11/6 미10월 고용보고서
AAPL, PLTR, EL, ON POSCO홀딩스, S-Oil, 포스코퓨처엠, 팬오션	AMD, ANET, AMGN, PFE, SHOP, ETN, BRKG 하이브, 심텍, GKL, 파라다이스	ARM, QCOM, MCD, UBER, APP, CVS SK텔레콤, LG유플러스, GS리테일, 현대백화점 롯데하이마트	COP, DUK, SPG, ABNB LG화학, GS, 한국금융지주, 카카오, 케이티앤지, BGF리테일, HDC	MRNA, VST 롯데쇼핑, 롯데케미칼, 금호석유화학, 한국콜마, 삼양식품, 한화엔진
11/9	11/10 미 10월 CPI	11/11	11/12 한 옵션 만기일 미 10월 PPI	11/13
CEG, OCY, NRG, RKLB 롯데칠성, 한샘, 와이지엔터테인먼트	CRWV 신세계, CJ제일제당, CJ대한통운	CTVA 이마트, 오리온, 코스맥스, 실리콘투, 메리츠금융지주, JPY Ent, NC, KB금융	AMAT, NBIS, CSCO 삼성생명, DB손해보험, 미래에셋증권, 삼성증권, NAVER, LG, DB하이텍 클래시스, 에스피지	현대해상, 미래에셋생명, 코리안리
11/16	**11/17**	**11/18** **APEC 정상회의(~11/19)** **10 월 FOMC 의사록 공개**	**11/19**	**11/20**
TSN	**NVDA, HD, DIS**	**PANW, TJX, TGT, LOW**	**WMT, PDD, INTU**	**HPE**
11/23	11/24	11/25 미 10월 PCE	11/26 한은 금통위	11/27 블랙프라이데이
	DELL, DLTTR, HPQ	DE	MRVL	
11/30	12/1 사이버먼데이 한 11월 수출입동향	12/2	12/3	12/4
	CRWD	CRM	DG, ULTA, LULU	

주) 기업 실적 발표일은 추후 변동 가능, 각국 일정은 현지시간 기준
자료 : 신영증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 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 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.