

Issue Comment

현재의 KOSPI, 앞으로의 KOSPI

- 수급 구조의 이례적 변동: 외국인 순매도를 이겨낸 '모멘텀 추종' 개인 투자자
- 신고가 속 잠재적 취약성: 변동성 지수(VKOSPI) 급등의 의미
- 펀더멘털 미스매치 해소 필요: 반도체 이외의 섹터로의 순환매 필요

현재의 KOSPI

2025년 이후 국내 증시는 과거의 전형적인 자산 가격 흐름과는 차별화된 새로운 경로를 보이고 있다. 코스피 지수가 2,000 포인트대에서 8,000 포인트 선을 향해 가파르게 우상향하는 과정에서, 시장 내부의 수급 구조와 파생상품 생태계는 이전 강세장들과는 다른 독특한 특징들을 나타내고 있다.

가장 주목할 만한 변화는 '투자 주체별 역할의 변화'이다. 과거 장기 데이터 분석에서 지수 상승과 양(+)의 상관관계를 보이며 가격 결정력을 주도하던 외국인이 대규모 순매도를 기록했음에도 지수는 견조한 흐름을 유지했다. 오히려 전통적으로 지수 상승 시 차익을 실현하며 상단을 다지는 역할을 했던 개인 투자자들이 이번에는 지수 상승 흐름에 적극적으로 동참하는 매수 기조를 보이며 시장의 든든한 버팀목 역할을 수행했다. 미국-이란 관련 지정학적 이슈로 맞이했던 기술적 약세장을 단 한 달 만에 30%의 빠른 V자 반등으로 되돌려 세운 바탕에도 이러한 개인 중심의 풍부한 유동성이 자리 잡고 있다.

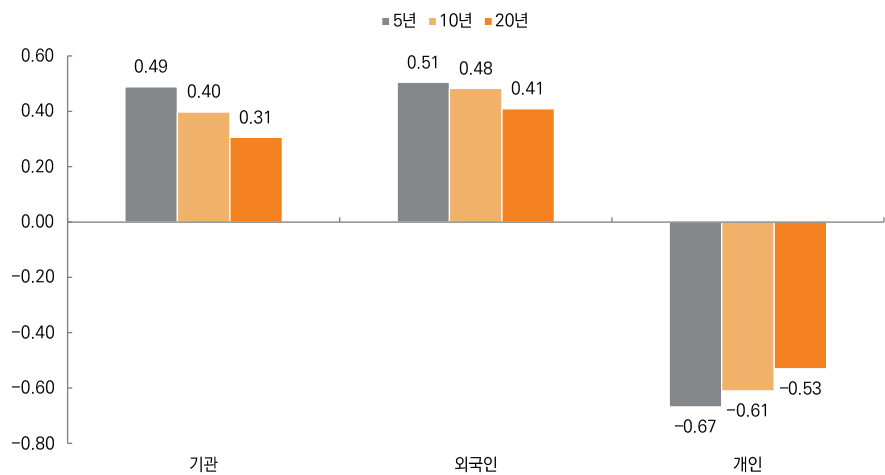
다만, 이처럼 화려한 신고가 랠리의 이면에는 향후 시장 안정성을 위해 점검해야 할 과제들도 공존한다. 일반적으로 지수 상승기에는 낮아지는 경향이 있는 변동성 지수(VKOSPI)가 이번 국면에서는 70~80 포인트 선까지 동반 상승하는 이례적인 동행 현상이 나타났다. 이는 투자자들이 향후 발생할 수 있는 시장의 변동 가능성에 대비해 위험 관리 비용(옵션 프리미엄)을 선제적으로 반영하고 있음을 시사한다. 아울러, 전체 상장사 영업이익 개선세가 반도체 섹터에 상당 부분 집중되어 있는 구조는 현재의 상승 흐름이 온전한 패러다임 시프트로 안착하기 위해서 여타 섹터로의 온기가 확산될 필요가 있다는 과제를 던져준다.

그래서 리테일 수급 강도(RBPI), 변동성 헷지 매커니즘, 그리고 약세장 이후의 역사적 회복 탄력성이라는 핵심 데이터 분석을 통해 현재 증시가 보여주는 변화의 본질을 정량적으로 살피고, 코스피가 향후 더욱 견고하고 균형 잡힌 안착을 이루기 위해 필요한 선결 과제를 짚어보고자 한다.

수급 패러다임 시프트: ‘모멘텀 추종형’ 개인의 등장

코스피 등락률과 투자 주체별 수급 간에는 명확한 상관성의 차이가 존재한다. 장기 데이터 분석 결과, 외국인과 기관은 지수 상승과 양(+)의 상관관계를 갖는 반면, 개인 투자자는 음(-)의 상관관계를 지속해왔다. 특히 5년 단기 상관관계수에서 개인은 -0.67로 강한 역의 상관관계를 보이며, 지수 하락 시 매수하고 지수 상승 시 차익실현을 하는 매매 행태가 고착화되었음을 알 수 있다. 이를 흔히 ‘역추세(Mean-reversion) 패턴’이라고 한다. 개인 투자자들의 유동성은 지수 하락기에는 강력한 지지선 역할을 하지만, 상승기에는 상단을 제약하는 매물대 역할을 하기도 한다.

그림 1. 코스피 지수와 수급 주체별 순매수와의 상관관계



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그러나 최근 1년간 시장 흐름을 살펴보면 이러한 전통적 법칙을 벗어난 이례적인 국면이 관찰되기도 했다. 코스피 지수대별 개인 순매수 강도 지표를 측정하기 위해 ‘지수 변화 대비 누적 순매수 대금의 변화량’을 측정하는 ‘개인 매수 압력 지수(Retail Buying Pressure Index, RBPI)’를 산출했다. 이 지표는 지수가 하락할 때 개인이 얼마나 강하게 저가 매수를 했는지, 혹은 지수가 상승할 때 얼마나 강하게 추격 매수했는지를 정량화 할 수 있다. RBPI를 통해 살펴본 결과, 올해 이례적으로 강력한 두 차례의 개인 추종 매수(Chase Buying)를 확인할 수 있었다.

- **제V구간(코스피 첫 5천피, 코스닥 활성화 기대):** 코스피 지수가 사상 첫 5,000 포인트라는 역사적 마디지수에 도달하자, 추가 상승에 대한 기대감과 코스닥 시장에 대한 낙수효과에 대한 기대로 개인 투자자들은 15조 4,140억 원 규모의 대규모 순매수를 기록했다. RBPI는 15.6에 달했다. 이는 피동적인 물량 받기가 아니라 매수 호가를 위로 공격적으로 잡아채며(Aggressive Buying) 시장 가격을 직접 견인하려 한 능동적 수급 유입으로 해석된다.

· **제IX구간(반도체 FOMO 트레이딩):** 지난 5 월 초 코스피 지수가 7,300 선을 돌파한 상황에서 열흘 남짓한 기간 동안 무려 32 조 7,000 억 원의 개인 순매수가 유입되었다. 상대 강도(RBPI)는 +24.9 로 역대 최고 수준을 기록했다. 비록 반도체 기업들의 강력한 펀더멘털 개선이라는 요인이 존재했으나, 이익 추정치 상향 속도를 압도하는 유동성 풀림이 단기간에 집중되었다는 점에서 AI 및 반도체 랠리에서 소외될지 모른다는 극심한 FOMO (Fear Of Missing Out) 심리가 군중 행동으로 판단된다.

이러한 개인의 이례적인 추세 추종형 상방 베팅은 두 가지 구조적 변화를 동반했다. 첫째, 정보력과 분석력을 갖춘 ‘스마트 앤 모멘텀(Smart & Momentum) 개인’이 장세를 주도하면서 특정 현물 주도주로 자금이 압축되는 현상이 심화되었다. 둘째, 개인이 공격적으로 상방 물량을 받아주는 과정은 외국인과 기관에게 출구(Exit) 창구를 제공했으며, 외국인은 현물을 매도하는 동시에 파생상품 시장에서 숏(Short) 포지션을 구축하여 헷지 수단을 다변화한 것으로 추정된다. 그 결과 지수 상승 폭에 비해 시장의 내재적 변동성 (VKOSPI)이 이례적으로 폭발하는 취약한 수급 구조 환경을 야기하게 되었다.

표 1. 각 구간별 개인 매수 압력 지수(RBPI) 추이

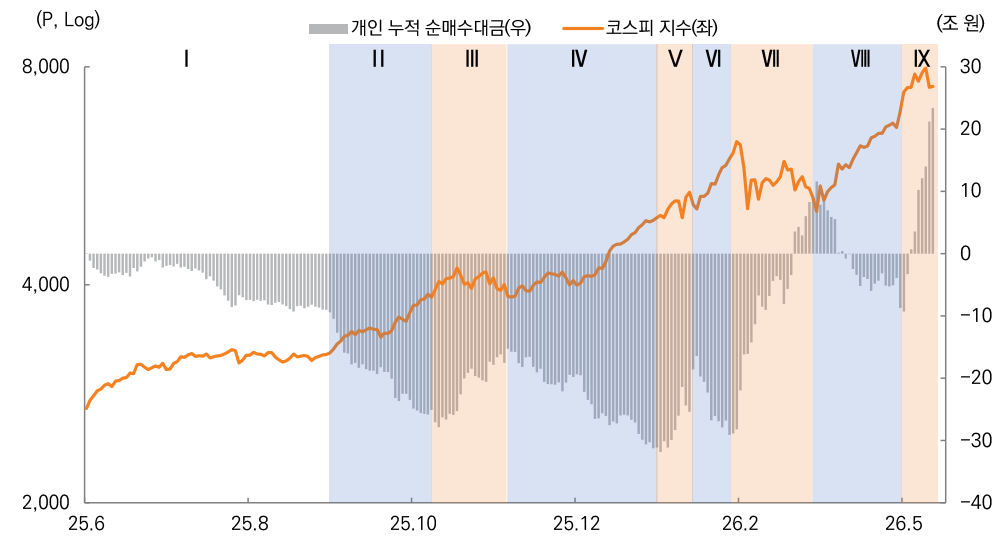
구간	시작일	종료일	변화폭		RBPI
			코스피 (pt)	수급 (조 원)	
I	2025-06-02	2025-09-08	+521	-9.5	-1.8
II	2025-09-08	2025-10-27	+823	-18.5	-2.2
III	2025-10-27	2025-11-24	-197	+12.1	-6.2
IV	2025-11-24	2026-01-23	+1,144	-16.1	-1.4
V	2026-01-23	2026-02-06	+99	+15.4	15.6
VI	2026-02-06	2026-02-24	+881	-12.7	-1.4
VII	2026-02-24	2026-03-31	-917	+40.7	-4.4
VIII	2026-03-31	2026-05-06	+2,332	-20.9	-0.9
IX	2026-05-06	2026-05-18	+131	+32.7	24.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주1) 2025년 6월 ~ 2026년 5월 현재

주2) RBPI(Retail Buying Pressure Index, 개인 매수 압력 지수): 코스피 지수 100 포인트 당, 개인 누적 순매수(조 원) 변화를 정량화

그림 2. 코스피 지수와 개인 누적 순매수 대금



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

신고가 랠리의 모순: 고(高)VKOSPI의 경고

일반적으로 주가 지수가 우상향하는 강세장에서는 시장의 불안 심리가 가라앉아 변동성 지수인 VKOSPI(코스피 200 변동성지수)가 하락하는 경향을 보인다. 그러나 2025 년 초부터 2026 년 5 월까지의 궤적을 보면, 코스피 지수가 로그 스케일 기준으로 2,000 포인트대에서 8,000 포인트 근방까지 수직 상승하는 과정에서 VKOSPI 역시 동반 급등하는 기현상이 발생했다. 과거 VKOSPI 의 장기 평균선은 21.2 포인트 부근에 위치해 있으나, 최근 신고가 랠리 구간에서는 평균 대비 3 배 이상 높은 70~80 포인트 수준까지 치솟았다. VKOSPI 는 지수의 절대값이 아닌 수익률의 변동 비율을 측정한다는 점에서 이 같은 급등은 시장이 상승하고 있음에도 내부적인 취약성과 투자자들의 불안감이 극도에 달해 있음을 방증한다.

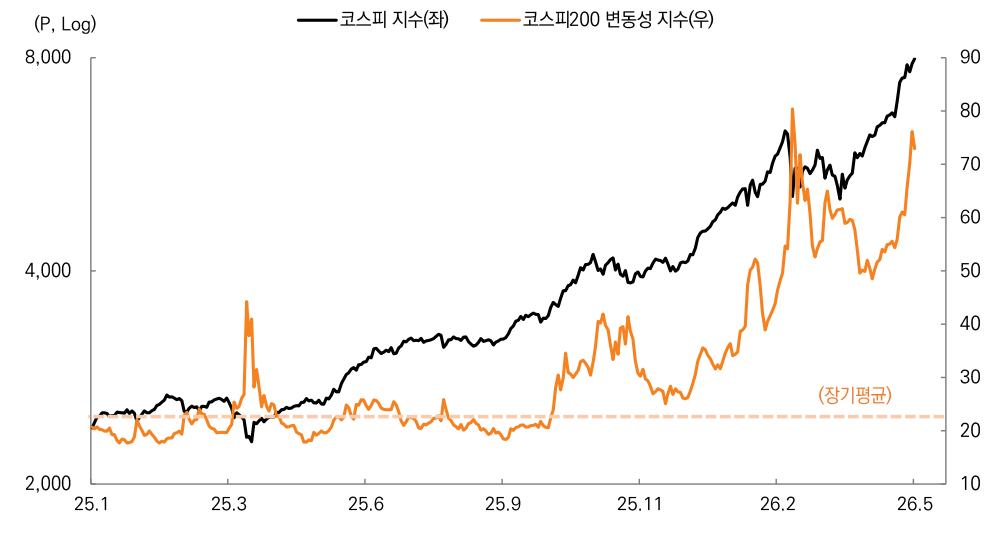
- **레버리지 및 파생상품의 과열과 감마 스퀴즈(Gamma Squeeze):** 개인의 FOMO 추종 매수가 고레버리지 신용 융자나 콜옵션 매수 등 공격적인 파생상품 거래와 결합되면서 지수의 미세한 움직임에도 변동성이 증폭되는 구조가 형성되었다. 특히 개인이 콜옵션을 대거 매수함에 따라, 매도 포지션인 기관과 외국인의 리스크 헷지(델타 · 감마 헷지)를 위해 현물 주식을 매수해야 하는 ‘감마 스퀴즈’가 발생하며 지수와 변동성을 동시에 밀어 올린 것으로 보인다.

- **상방 변동성(Upside Volatility)의 지배와 양방향 헷지 구조:** 하락에 대한 공포뿐만 아니라 ‘나만 빠고 오르는 장’에 대한 공포로 인해 매수세가 단기에 폭발적으로 몰리며 상방 변동성이 일차적으로 VKOSPI 를 자극했다. 이에 대응해 외국인은 주가 급등에 베팅하는 콜옵션의 헷지뿐만 아니라, 추후 도래할 급락에 대비해 풋옵션까지 동시에 대거 매수하는 모습을 보였다. 이처럼 상 · 하방 양 극단(Tail)의 위험을 동시에 방어하려는 헷지

수요의 충돌이 옵션 프리미엄을 비정상적으로 높여 VKOSPI 지수 상승을 견인한 것으로 보인다.

· **지정학적 충격의 상흔:** 지난 2 월 말 발생한 미국(이스라엘)-이란 전쟁 충격은 시장 참여자들에게 극단적인 꼬리 위험의 트라우마를 각인시켰다. 지수가 V 자로 강하게 반등한 이후에도 참여자들이 상시적인 방어 포지션을 해제하지 않고 비싼 ‘보험료(옵션 프리미엄)’를 기꺼이 지불함에 따라, 고(高) VKOSPI 국면이 장기화되는 수급적 하방 경직성이 만들어졌다.

그림 3. 코스피 지수와 VKOSPI 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

역사적 복원력의 재해석: 학습효과와 착시

역사적으로 코스피 지수가 정점 대비 20% 이상 하락하는 ‘기술적 약세장’에 진입한 이후의 복원력을 기간별로 분석해보면 아래 [그림 4]와 같다. 과거 8 차례의 사례 중 5 차례는 12 개월 후 양(+)의 수익률을 기록하여 궁극적으로 강한 복원력을 입증했다. 장기적(12 개월) 평균 등락률은 +9.0% 수준이다. 약세장 진입 초기 1~3 개월간은 바닥 다지기 과정으로 인해 변동성이 지속되었으나, 6 개월~1 년 시점에는 펀더멘탈 회복에 기반한 완만한 우상향 궤적을 그리는 것이 일반적이었다.

미국(이스라엘)-이란 전쟁 여파로 지난 3 월 31 일 코스피 지수는 장중 저가 5,042.99 포인트까지 하락하며, 2 월 27 일 장중 고가 6,347.41 포인트 대비 -20.5% 하락하여 기술적 약세장에 진입했다. 그러나 이후 불과 한 달 만에 30% 넘게 오르며 과거 8 번의 그 어떤 회복 주기보다도 빠른 ‘초고속 V 자 반등’을 기록했다. 이는 역사적 약세장 직후 1 개월 평균 등락률(-1.6%)을 압도적인 폭으로 상회하는 수치이다. 과거 위기 국면을

거치며 축적된 '지정학적 리스크'는 단기 매수 기회라는 학습 효과가 극대화되면서, 자금력을 갖춘 개인 중심의 거대 유동성이 하방을 강하게 받쳐준 결과로 풀이된다.

그러나 이를 온전한 펀더멘탈의 턴어라운드로 해석하기에는 구조적 한계가 뚜렷하다. 이번 반등은 경기 전반의 개선에 기반한 우상향이 아니라, 코스피 시가총액의 30~40%를 차지하는 반도체 2 사에 개인의 레버리지(신용·미수) 자금과 FOMO 수급이 극단적으로 쏠리며 압축 이동한 결과물이다. 실제로 주도 섹터를 제외한 대다수 소외 종목의 체감 주가는 지수 상승률에 미치지 못하고 있어, 패시브 ETF 의 자금 유출과 고(高) VKOSPI 국면이 공존하는 현 장세의 '착시성 상승' 및 질적 취약성을 방증하고 있다.

그림 4. 코스피 '기술적 약세장' 진입 이후 기간별 등락률

이벤트	날짜	코스피 (P)	기간 등락률(%)			
			1M	3M	6M	12M
닷컴버블	2000년 2월 21일	845.32	4.4	-18.2	-14.5	-28.0
카드사태	2004년 5월 6일	837.68	-3.4	-11.3	1.6	12.3
글로벌 금융위기	2008년 7월 2일	1,623.60	-3.1	-11.3	-30.7	-13.1
유럽 재정위기	2010년 5월 7일	1,647.50	-0.6	8.3	17.9	30.3
테이퍼 탠트럼	2018년 10월 25일	2,063.30	1.0	4.0	6.7	1.1
코로나19 팬데믹	2020년 2월 26일	2,076.77	-17.3	-2.2	14.0	44.2
금융긴축	2022년 5월 9일	2,610.81	0.6	-4.5	-9.2	-3.7
반도체 보릿고개	2024년 8월 5일	2,441.55	5.7	6.0	0.5	28.9
미국-이란 전쟁	2026년 3월 31일	5,052.46	30.6	-	-	-
중간값			0.0	-3.4	1.1	6.7
평균			-1.6	-3.7	-1.7	9.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

앞으로의 KOSPI

올해 KOSPI 지수가 80% 넘게 상승하는 동안 외국인은 현물과 비차익 프로그램을 통해 약 120 조 원의 순매도를 기록했다. 이는 국내 증시 역사상 최대 규모로, 특히 5 월 들어 연간 매도 금액의 약 30%가 집중되는 등 높은 유동성 및 변동성 장세가 지속되고 있다. 이처럼 막대한 순매도 폭탄에도 불구하고 시가총액 대비 외국인 지분율은 3 월 말 33%에서 현재 약 37% 수준까지 오히려 상승하는 기현상이 발생했다. 이는 외국인이 비주도주를 대거 처분하면서도 보유 비중이 높은 AI 및 메모리 반도체 등 핵심 주도주를 유지했고, 이들 종목의 주가 상승률이 코스피 상승률을 압도적으로 상회하면서 나타난 '포트폴리오 극단적 압축'에 따른 가치 상승 결과이다.

반면 국내 개인투자자들은 현물 및 상장지수펀드(ETF)를 통해 외국인의 거대한 순매도 물량을 온전히 흡수한 핵심 수급 주체였다. 앞서 개인 매수 압력 지수(RBPI)를 통해 살펴본 것처럼, 올해 국내 개인투자자들은 전형적인 역추세 매매 공식에서 탈피하여 강력한 추세 추종형 매수를 감행하며 국내 증시 강세를 견인했다. 그러나 코스피 등락률과 주요 수급 주체 간 장기 상관관계가 증명하듯, 개인 투자자들이 가지는 현실적 제약과 자금의 연속성을 고려할 때 이러한 매수 기조가 지속될 가능성은 지극히 제한적이다.

결국 KOSPI 지수 상승의 '구조적 취약성이 해소되고 안정적인 안착'을 이루기 위해서는 아래의 3대 과제가 선결되어야 한다고 생각한다.

- **국내 수급의 체질 개선 및 메이저 수급 복귀:** 현재와 같은 극단적인 수급 환경(외국인 Short, 개인 Long)은 지속 불가능하다. 현물 시장을 떠받친 개인 투자자의 유동성은 신용융자 등 레버리지 의존도가 높아 지수 조정 시 반대매매라는 부메랑으로 돌아올 수 있는 명확한 한계가 존재한다. 따라서 지수가 진정한 안정을 찾기 위해서는 외국인 및 기관 중심의 진성 매수세로의 수급 전환이 필수적이며, 이는 동시에 과열권에 진입한 개인 투자자들에게 안전한 '출구(Exit) 전략'을 제공하는 계기가 될 것이다.

- **이익 원천의 다변화:** KOSPI 지수가 미국-이란 전쟁 충격을 단 한 달 만에 V 자로 회복한 것은 경이적이지만, 핵심 주도 테마(AI·반도체)로의 극단적 쏠림이 만든 착시장세임을 간과할 수 없다. 2026년 국내 상장사 영업이익 추정치(5/18일 기준) 910조 원 중 반도체 섹터가 무려 607조 원을 차지할 것으로 예상된다. 지난해 8월 말 85조 원에서 폭발적으로 증가한 반도체와 달리, 비반도체 섹터의 합산 이익 성장은 미미한 수준이다. 이는 밸류에이션 미스매치로도 직결된다. 삼성전자와 SK 하이닉스의 평균 12개월 선행 PER은 6.7배로 역사적 저점 부근인 반면, 이를 제외한 코스피 지수의 PER은 17배로 역사적 고점 부담을 안고 있다. 지수의 하방 경직성이 견고해지기 위해서는 반도체 이외 섹터로의 실질적인 이익 개선세 확산(순환매 장세)이 증명되어야 할 필요가 있다.

- **VKOSPI의 장기 평균선 복귀와 파생 과열 해소:** 코스피 지수의 화려한 역사적 신고가 경신 속에서도 변동성 지수(VKOSPI)가 장기 평균의 3배 이상 수준(70~80pt)에 머물고 있다는 것은 현재 시장이 극도로 취약한 유리그릇 위를 걷고 있다는 결정적 방증이다. 개인 투자자들의 고레버리지 신용 융자와 상방 콜옵션 베팅, 그리고 이에 대응해 메이저 주체들이 위험 통제를 위해 쌓아 올린 풋옵션 헤지 수요가 맞물린 파생 시장의 과열 구조가 반드시 해소되어야 한다. 향후 지수 상승 속도가 완만해지더라도, VKOSPI 지수가 평년 수준인 20포인트 대 부근으로 하향 안정화되는 국면이야말로 시장이 리스크를 극복하고 진정한 바닥을 다졌다는 신뢰할 만한 '안착 시그널'이 될 것이다

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.