

# 글로벌 전략

## 급등락에 대한 고민

### 분석의 기본 가정

- 급등락은 위기시 나타나는 지표, 최근 한국처럼 상승장에서 반복된 경우는 드문 경우. 과열 및 취약성을 방증
- 정점 신호라면 급락일이 급등일 보다 많아지는 현상 관찰. 아직 KOSPI에는 상승 우세하나, 매크로 관련 지표 등 시장의 온도 변화 주의할 필요

글로벌 전략 김호진 Ph.D.

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

### 급등락에 대한 고민

코스피가 연일 가파른 널뛰기 장세를 연출하고 있다. 지수는 사상 최고권에 안착했고, 표면적으로는 시장을 무너뜨릴 만한 돌발 악재가 보이지 않는다. 그럼에도 하루 5%에서 10%에 이르는 극심한 등락이 불과 며칠 간격으로 거듭되는 양상이다. 이처럼 뚜렷한 이유 없이 변동성이 반복될 때 시장에는 환호보다 불안감이 먼저 엄습한다.

이 보고서는 시장의 막연한 불안감을 계량 데이터로 검증하려는 시도다. 급락과 급등이라는 사건이 향후 시장의 방향성에 대해 어떤 시그널을 주는지, 그리고 지금까지 양방향 급등락이 반복되는 국면이 과거 역사 속에서 언제 나타났는지를 미국·한국·일본·중국 등 주요국 지수의 장기 일별 데이터를 통해 추적했다.

분석 결과는, 과거 거품의 천장 직전 신호, 즉 큰 하락일의 빈도가 큰 상승일을 앞지르기 시작하는 균형 변화는 아직 코스피에서 확인되지 않으며, 여전히 상승이 빈도를 지배한다.

다만 최근 들어 상방으로의 탄력보다는 한 번 밀릴 때의 하락 폭이 점차 깊어지는 변동성 비대칭 양상이 희미하게나마 포착되기 시작했다. 향후 리스크 관리의 가장 결정적인 분수령은 '큰 상승일(급등)'보다 '큰 하락일(급락)'의 출현 빈도가 구조적으로 잦아지는지 여부가 될 것이다.

아울러 폭등과 폭락이 교차하는 양방향 변동성은 본래 평시가 아니라 위기장이나 거품 붕괴기에 나타나는 지표다. 2026년 한국은 지수가 수직 상승하는 가운데 이 발작이 동시에 터지는 이례적 구도이며, 정황상 개인 수급과 레버리지 상품 쏠림이 맞물린 후기 과열임은 부인하기 어렵다. 따라서 기술적 변동성 지표의 이면에서 시장의 하방 압력을 높일 수 있는 환율, 금리, 공급망 등 주요 매크로 변수의 미세한 균형 변화를 어느 때보다 면밀히 주시해야 할 시점이다.

## 급등락의 반복을 어떻게 볼 것인가

코스피가 연일 가파른 널뛰기 장세를 연출하고 있다. 지수는 사상 최고권에 안착했고, 표면적으로는 시장을 무너뜨릴 만한 돌발 악재가 보이지 않는다. 그럼에도 하루 5%에서 10%에 이르는 극심한 등락이 불과 며칠 간격으로 거듭되는 양상이다. 이처럼 뚜렷한 이유 없이 변동성이 반복될 때 시장에는 환호보다 불안감이 먼저 엄습한다. '혹시 이 급등락이 거대한 폭락을 예고하는 전조 증상이 아닐까' 하는 의구심이 앞서기 때문이다.

이 보고서는 시장의 막연한 불안감을 계량 데이터로 검증하려는 시도다. 급락과 급등이라는 사건이 향후 시장의 방향성에 대해 어떤 시그널을 주는지, 그리고 지금처럼 양방향 급등락이 반복되는 국면이 과거 역사 속에서 언제 나타났는지를 미국·한국·일본·중국 등 주요국 지수의 장기 일별 데이터를 통해 정밀 추적했다. 결론부터 짚어보면, 단발성 급락이나 급등 하나만으로 향후 주가의 방향을 단정하기는 어렵다. 다만, 변동성이 반복되는 양상과 현재 지수가 서 있는 위치를 결합해 봄으로써 위기 감지 시그널을 추려보았다.

### 1. 분석 방법론

대상 데이터는 나스닥 종합, S&P 500, 코스피, 닷케이 225, 중국 CSI 300의 일별 종가다(항생·러시아 RTS·대만 가권 지수 등을 추가 활용). 표본 기간은 지수별로 상이하며, 가장 긴 닷케이 지수는 1949년부터, 코스피는 1980년부터의 전체 데이터를 사용했다.

급변일의 기준은 각 시장의 고유한 평균 변동성에 맞추어 정규화했다. 한국의 사이드카 발동 기준(코스피200 선물  $\pm 5\%$ , 1분 이상 지속)을 코스피 지수의 일간 표준편차로 환산하면 약 4.0 표준편차에 해당하며, 이 배수를 적용해 급등락의 기준을 산출했다.

닷컴 붐 붕괴, 리만 브라더스 파산, 팬데믹 발발 등 위기 국면에서의 급등락 데이터가 현재의 국면 파악을 왜곡하는 것을 피하기 위해 위기 국면과 비위기 국면을 나누어 분석하였다.

도표 1. 지수별 변동성과 급변 사건 수 (4 표준편차 기준)

지수	일간 표준편차	±기준	하락	상승
나스닥	1.25%	$\pm 5.02\%$	47	50
S&P 500	1.08%	$\pm 4.32\%$	44	38
코스피	1.25%	$\pm 5.00\%$	70	77
닛케이 225	1.17%	$\pm 4.68\%$	68	63
CSI 300	1.29%	$\pm 5.18\%$	45	23

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

### 급락의 신호력 평가

급락 이후 상승하는 경향성  
뚜렷.  
다만 주가 우상향의 통계적  
착시에 기인

급락(평균 하락률 - 4 표준편차) 직후의 선도수익률을 추적해 보면 3개월·6개월·12개월 등 중장기 시계열에서는 일관되게 양(+)의 수익률이 도출된다. 그러나 이는 시장이 수십 년간 우상향해 온 궤적에 따른 착시일 뿐이다. 주식시장은 어떤 시점에 무작위로 진입하더라도 중기 평균 수익률이 양(+)으로 수렴하기 때문이다. 실제로 1주에서 1개월에 이르는 단기 구간을 떼어놓고 보면, 급락 이후의 수익률은 아무런 일도 없었던 평시의 수익률 수준과 통계적으로 유의미한 차이를 보이지 않는다. 즉, 단발성 급락이라는 사건 자체가 시장의 다음 방향성을 가리키는 독자적인 신호 역할을 하기는 어렵다.

자세한 분석을 위해 사건 당일의 종가가 직전 1년(252영업일) 고점 대비 -20% 이하로 떨어진 상태면 '위기 국면', 그렇지 않은 상태면 '비위기 국면'으로 양분했다.

겉으로 드러나는 원시 수익률은 비위기와 위기 국면 모두 평균과 중앙값 모두 양(+)의 값을 가리킨다. 주식시장의 우상향 추세 때문이다.

도표 2. 지수 하락 이후 수익률 추이(NASDAQ)

NASDAQ						
기간	비위기 평균	비위기 중앙	비위기 승률	위기 평균	위기 중앙	위기 승률
1주	0.9%	-0.2%	50.0%	-0.5%	3.2%	53.8%
1개월	2.9%	4.0%	62.5%	-1.4%	-7.2%	46.2%
3개월	11.5%	15.7%	87.5%	1.7%	-5.4%	46.2%
6개월	20.3%	23.2%	87.5%	6.1%	1.3%	53.8%
12개월	17.9%	22.8%	75.0%	7.6%	6.7%	53.8%

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 3. 지수 하락 이후 수익률 추이(KOSPI)

KOSPI						
기간	비위기 평균	비위기 중앙	비위기 승률	위기 평균	위기 중앙	위기 승률
1주	0.2%	1.2%	56.3%	0.2%	0.4%	57.1%
1개월	4.4%	8.5%	73.3%	0.7%	2.0%	57.1%
3개월	8.3%	6.2%	78.6%	0.2%	1.9%	57.1%
6개월	17.4%	9.0%	84.6%	2.5%	2.0%	53.6%
12개월	20.3%	8.5%	75.0%	9.9%	2.9%	50.0%

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

### 급등 vs 급락 시그널 비교

동일한 충격 강도를 가진 상승일과 하락일을 대칭 구조로 비교해 보면, 단발성 시그널로서의 가치는 급락보다 급등이 훨씬 강력하다. 코스피 역사상 큰 상승일(평균 +4 표준편차)이 발생한 이후 3개월 수익률은 +15%, 6개월은 +19.3%에 달했다. 이는 동급의 급락일 이후 성과(3개월+4.2%, 6개월+5.9%)를 모든 구간에서 압도하는 수치다. 미국 증시 역시 동일한 궤적을 그리며, 역사적으로 강력한 장중 급등일이 추세를 위로 강하게 점화하는 신호탄 역할을 해왔음을 시사한다.

도표 4. 급등 후 수익률 - KOSPI

KOSPI						
기간	비위기 평균	비위기 중앙	비위기 승률	위기 평균	위기 중앙	위기 승률
1주	1.7%	1.0%	63.6%	1.4%	2.5%	69.6%
1개월	3.5%	4.2%	57.1%	3.4%	4.4%	65.2%
3개월	14.9%	12.5%	90.0%	2.6%	3.8%	52.2%
6개월	19.3%	13.9%	83.3%	5.8%	6.5%	60.9%
12개월	19.1%	8.1%	70.6%	18.0%	3.7%	52.2%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. 급등 후 수익률 - NASDAQ

NASDAQ						
기간	비위기 평균	비위기 중앙	비위기 승률	위기 평균	위기 중앙	위기 승률
1주	-3.5%	-1.6%	50.0%	-0.9%	-0.5%	50.0%
1개월	4.8%	4.4%	100.0%	1.7%	0.0%	50.0%
3개월	17.8%	17.9%	100.0%	2.0%	-3.0%	45.0%
6개월	28.7%	28.1%	100.0%	1.6%	0.7%	50.0%
12개월	35.4%	27.8%	100.0%	4.9%	5.6%	55.0%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. 급등 후 수익률 - S&P500

S&P 500						
기간	비위기 평균	비위기 중앙	비위기 승률	위기 평균	위기 중앙	위기 승률
1주	-0.1%	1.3%	58.3%	2.5%	3.2%	80.0%
1개월	-0.3%	1.6%	58.3%	1.7%	5.7%	70.0%
3개월	6.4%	6.1%	75.0%	3.3%	5.8%	60.0%
6개월	12.5%	12.2%	91.7%	4.9%	10.2%	60.0%
12개월	15.4%	16.4%	83.3%	21.1%	17.1%	80.0%

자료: 신영증권 리서치센터

### 양방향 변동성 국면 진단

폭등과 폭락이 단기 캘린더 안에서 동시다발적으로 터지는 '양방향 급변' 현상을 식별하기 위해, 6개월 내에 급등일과 급락일의 빈도를 결합 집계했다. 양 시그널의 절대 숫자가 많을수록 시장의 양방향성 강도가 극에 달했음을 뜻한다.

역사적 시계열에서 이 같은 양방향 발작이 가장 격렬했던 구간들은 대공황급 금융위기나 거품 붕괴의 한복판이었다. 1997년 아시아 외환위기, 2008년 글로벌 금융위기, 1998년 러시아 모라토리엄, 2015년 중국 증시 버블 붕괴, 2020년 코로나19 팬데믹 쇼크가 이에 해당하며, 이 공포의 구간 동안 시장의 누적 수익률은 전부 처참한 음의 값을 기록했다. 정상적인 평시 장세에서 이러한 양방향 발작이 지속된 사례는 없다.

이 관점에서 볼 때, 현재 2026년 한국 증시가 보여주는 모습은 지극히 기이하다. 현재 코스피의 양방향 급변 강도는 1997년 IMF 외환위기 직후에 비견될 만큼 1980년 이후 역대 두 번째 수준으로 치솟아 있다. 그러나 과거의 상위권 리스트가 폭락장이었던 것과 달리, 2026년의 한국은 두배 이상 오른 강력한 상승장 속에서 급변이 진행 중이다. 이처럼 전형적인 위기형 폭락장과 달리 '상승이 우세한 상태에서 터지는 양방향 발작'은 과거 역사 속에서 두 차례, 즉 개인의 과열과 레버리지 수급이 끝단까지 채워졌던 과열 국면(2000년 닷컴버블 정점, 2015년 중국 증시 랠리 후기)과 궤를 같이한다.

도표 7. 역사적 양방향 급변 상위 구간 비교

지수	구간	상승 / 하락	성격
코스피	1997.09~1998.01	11 / 11	위기형
<b>코스피</b>	<b>2026.02~2026.06</b>	<b>9 / 7</b>	<b>상승 우세형</b>
코스피	2008.09~2009.02	6 / 8	위기형
나스닥	2000.10~2001.04	11 / 12	거품 붕괴
S&P 500	2008.09~2009.03	11 / 15	위기형
닛케이 225	2008.09~2009.03	11 / 14	위기형
CSI 300	2015.05~2015.09	4 / 9	거품 붕괴
RTS(러시아)	2008.08~2008.12	6 / 8	위기형

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

### 역사적 천장의 전조 신호

현재의 격렬한 양방향 변동성이 시장의 천장을 알리는 종착역 신호인지 판단하기 위해, 과거 거품이 붕괴하기 직전의 시계열을 역산해 대칭 구조로 정렬했다. 2000년 나스닥(고점: 2000년 3월)과 2015년 중국 CSI 300(고점: 2015년 6월)을 최종 고점일 기준으로 정렬해 전후 6개월간의 등락 빈도를 추적한 결과는 아래와 같다.

두 역사적 사례 모두, 정작 고점을 찍기 직전 6개월 동안은 큰 등락일 자체가 거의 발생하지 않는 가파르지만 지극히 질서 정연한 상승장을 연출했다. 나스닥은 고점 직전 6개월간 지수가 +75% 폭등하는 동안 평균 +4 표준편차를 넘는 급등일이 단 0회였고, 중국 역시 고점 직전 동일 구간에서 급등일은 전무했다. 시장을 뒤흔드는 격렬한 양방향 변동성은 고점이라는 천장을 완전히 통과한 이후, 즉 버블이 터지기 시작한 하락세에서 비로소 폭발적으로 터져 나왔다.

다만, 고점을 찍기 직전 변동성 내부에서 발견된 유일한 공통 분모는 힘의 균형 변화였다. 두 거품 장세 모두 고점 통과 직전 6개월 구간에서 큰 하락일의 빈도가 큰 상승일의 빈도를 미세하게 앞지르기 시작하는 조짐이 포착되었다. 표준편차  $\pm 3$  표준편차로 기준을 바꾸어보았을 때, 변동성의 절대적 수치가 폭발했다기보다, 시장의 무게중심이 상승 우위에서 하락 우위로 슬그머니 기울어지기 시작했다.

이 필터를 대입해 보면, 최근 6개월간 코스피가 보인 이례적인 행보는 과거 버블의 고점 직전 양상과 다른 결을 보인다. 코스피는 최근 6개월간 4 표준편차 기준 상승 11회·하락 8회라는 무시무시한 변동성을 뿜어내고 있는데, 이는 과거 두 거품 장세가 고점을 깨고 내려간 '파국 이후'에나 보여주었던 변동성 레벨이다.

도표 8. 고점 전후 큰 등락일 ( $\pm 3\sigma$  상승/하락,  $\pm 4\sigma$  상승/하락, 누적수익)

사례	구간	$\pm 3\sigma$ 상승/하락	$\pm 4\sigma$ 상승/하락	누적수익
나스닥	고점 -12~-6개월	2 / 1	0 / 1	+19.7%
나스닥	고점 -6개월~고점	3 / 4	0 / 1	+74.9%
나스닥	고점~+6개월	8 / 15	6 / 6	-21.2%
CSI 300	고점 -12~-6개월	2 / 0	0 / 0	+52.4%
CSI 300	고점 -6개월~고점	2 / 4	0 / 2	+64.6%
CSI 300	고점~+6개월	8 / 13	4 / 9	-31.1%
코스피	현 고점 -12~-6개월	0 / 3	0 / 0	+35.9%
코스피	현 고점 -6개월~현 고점	14 / 12	11 / 8	+122.0%

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

2026년 한국 증시의  
변동성 구조

2026년 연초 이후 코스피 시장을 지배하고 있는 핵심 동력은 여전히 '상승 편향'이다. 변동성의 강도별 빈도를 보면 시장의 균형추는 약 6 대 4의 비중으로 상승 쪽이 앞서고 있다. 연초 이후 지수의 누적 수익률 역시 120%에 달한다.

도표 9. 2026년 코스피 큰 등락일 빈도

구분	상승	하락	상승 비중
±3% 이상	20	14	59%
±4% 이상	14	11	56%
±5% 이상(사이드카 등가)	11	8	58%

자료: 신영증권 리서치센터

결론 및 함의

주 장기 데이터를 기반으로 도출한 최종 결론과 시사점은 다음과 같다.

첫째, 단발성 사건으로서의 급락은 시장의 추세 반전을 예고하는 신호로서의 가치가 현저히 떨어진다. 급락 직후 관찰되는 중기 양(+)의 수익률은 대부분 시장 자체의 장기 우상향 관성에 기인한 착시이며, 낙폭과대에 따른 독자적인 매수 돌파가 검증되는 것은 오직 지수가 최고권에 위치한 비위기 국면에 한정된다. 대세 하락장에 진입한 이후의 급락은 아무런 매수 우위를 보장하지 못한다.

둘째, 동일 조건에서 단발성 급등은 급락보다 훨씬 신뢰할 만한 방향성 시그널이다. 장중 기록적인 대폭등일의 출현은 숏스퀴즈와 모멘텀을 자극하며 주가를 위로 밀어 올리는 '추세 점화'의 성격을 내포하며, 이 효과 역시 고점 부근의 강세장에서 극대화된다.

셋째, 폭등과 폭락이 주기적으로 교차하는 양방향 변동성 발작은 역사적으로 평시가 아닌 위기장이나 버블 붕괴기에 관찰되는 특이 지표다. 2026년 현재 한국 증시처럼 지수가 강하게 상승하는 가운데 양방향 발작이 동시에 터지는 구도는 대단히 이례적이다. 정황상 이는 개인 투자자의 강한 시장 참여와 레버리지 상품(곱버스 및 레버리지 ETF)의 수급 쏠림이 유동성 과열과 맞물려 필연적으로 파생된 후기 과열 국면의 징후로 판단된다.

넷째, 시장의 과국을 경고하는 진정한 천장 징후는 변동성의 크기가 아니라 '방향의 균형 변화'에서 찾아야 한다. 과거 닷컴버블과 중국 증시 붕괴의 고점 직전에는 큰 하락일의 빈도가 상승일의 빈도를 잠식해 들어가는 붕괴 징후가 선행하여 관찰되었다. 반면 현재 코스피 시장은 상승의 빈도가 하락보다 높다.

최근 들어 상방으로의 탄력보다는 한 번 밀릴 때의 하락 폭이 점차 깊어지는 변동성 비대칭 양상이 희미하게나마 포착되기 시작했다. 향후 리스크 관리의 가장 결정적인 분수령은 큰 상승일(급등)보다 큰 하락일(급락)의 출현 빈도가 구조적으로 잦아지는지 여부가 될 것이다. 이처럼 역사적 최고권에서 폭등과 폭락이 격렬하게 교차하는 현상은 시장 참여자들의 심리가 극도로 과열되어 있는 동시에, 한편으로

는 작은 충격에도 쉽게 무너질 만큼 취약해졌다는 방증이다. 따라서 기술적 변동성 지표의 이면에서 시장의 하방 압력을 높일 수 있는 환율, 금리, 공급망 등 주요 매크로 변수의 미세한 균형 변화를 어느 때보다 면밀히 주시해야 할 시점이다.

[참고]

도표 10. 나스닥 역대 상위 하락폭 및 이후 수익률

NASDAQ						
급락일	당일등락	+1주	+1개월	+3개월	+6개월	+12개월
2020-03-16	-12.3%	-0.6%	23.3%	37.5%	57.1%	88.2%
1987-10-19	-11.4%	-17.0%	-12.1%	-7.2%	6.4%	6.7%
2001-01-24	-11.1%	9.8%	-11.1%	-18.4%	-18.9%	-19.9%
2000-04-14	-9.7%	9.7%	8.6%	23.4%	1.0%	-49.6%
2020-03-12	-9.4%	-0.7%	13.2%	38.2%	57.1%	88.7%
2008-09-29	-9.1%	-6.1%	-16.9%	-23.1%	-23.6%	7.5%
1987-10-20	-9.0%	-9.6%	-2.9%	3.8%	17.0%	17.5%
1987-10-26	-9.0%	9.8%	5.9%	11.8%	26.1%	28.0%
2008-12-01	-9.0%	12.4%	10.9%	-0.5%	25.2%	56.9%
1998-08-31	-8.6%	4.5%	15.7%	32.4%	58.5%	77.3%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 11. S&P500 역대 상위 하락폭 및 이후 수익률

S&P 500						
급락일	당일등락	+1주	+1개월	+3개월	+6개월	+12개월
1987-10-19	-20.5%	1.3%	8.1%	9.4%	20.7%	20.9%
2020-03-16	-12.0%	-6.2%	19.3%	25.8%	39.6%	60.1%
2020-03-12	-9.5%	-2.9%	12.5%	29.3%	38.1%	57.3%
2008-10-15	-9.0%	-1.2%	0.4%	-4.1%	-5.6%	12.9%
2008-12-01	-8.9%	11.5%	9.1%	-7.8%	11.5%	36.0%
2008-09-29	-8.8%	-4.5%	-15.0%	-21.5%	-27.1%	-3.4%
1987-10-26	-8.3%	12.3%	8.2%	6.8%	13.3%	20.3%
2008-10-09	-7.6%	4.0%	2.3%	2.7%	-7.4%	16.8%
2020-03-09	-7.6%	-13.1%	-3.2%	13.3%	28.4%	42.9%
1998-08-31	-6.8%	1.7%	9.6%	24.0%	32.8%	39.2%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 12. KOSPI 역대 상위 하락폭 및 이후 수익률

KOSPI						
급락일	당일등락	+1주	+1개월	+3개월	+6개월	+12개월
2026-03-04	-12.1%	3.1%	10.8%	45.0%		
2001-09-12	-12.0%	-1.4%	0.9%	27.6%	49.5%	81.5%
2000-04-17	-11.6%	8.4%	8.8%	6.7%	2.1%	-29.3%
2008-10-24	-10.6%	3.2%	15.9%	19.1%	13.2%	51.3%
2008-10-16	-9.4%	-1.5%	-10.0%	-3.1%	-8.8%	14.7%
2024-08-05	-8.8%	6.0%	10.5%	6.9%	-3.3%	0.6%
2020-03-19	-8.4%	10.5%	26.0%	37.1%	52.0%	80.1%
1981-01-05	-8.4%	-0.3%	8.5%	5.5%	21.3%	48.2%
2026-06-08	-8.3%	8.5%				
1998-06-12	-8.1%	0.6%	2.1%	0.8%	23.8%	72.9%

자료: 신영증권 리서치센터

### 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 배포 할 수 없습니다.