CONDERI

FOCUS COLUMN 12 | 콘데리 포커스 칼럼 | 대외 공개판

성장의 청구서는 아래로 온다

The Bill for Growth Arrives at the Bottom — What the 5,000 Collapse Reveals About Distribution

이 칼럼이 다루는 것

코스피는 6월 22일 9,114.55로 정점을 찍고 11월 17일 4,968.48로 내려왔습니다. 다섯 달에 45퍼센트가 사라졌고, 같은 기간 상장사 시가총액 3,400조 원이 증발했습니다. 그런데 같은 해 3분기 실질 국내총소득은 전년 대비 18.8퍼센트 늘었습니다. 성장은 멈추지 않았습니다. 멈춘 것은 그 성장이 가계로 내려오는 통로였습니다. 이 칼럼은 5,000선 붕괴를 증시의 사건이 아니라 **분배의 사건**으로 읽고, 손실이 개인·연금·퇴직연금의 장부에 어떻게 도착했는지를 숫자로 추적합니다.

9,114 → 4,968
코스피 종가
6월 22일 → 11월 17일

3,400조
고점 대비
증발한 시가총액

+18.8%
3분기 실질 국내총소득
전년 동기 대비

−29.3%
개인 누적 순매수
평균단가 대비 평가손익률

이 칼럼의 한 문장

성장의 수익은 위로 올라갔고, 가격의 위험은 아래로 내려왔다.
지수가 두 개의 회사가 된 시장에서, 국민의 노후자금은 한 산업의 사이클에 담보로 잡혀 있었다.

I. 사건 — 다섯 달에 45퍼센트, 성장은 멈추지 않았다

6월 22일 9,114.55 → 11월 17일 4,968.48 · 외국인 220조 · 개인 평균단가 7,103.2

여섯 달의 기록 — 무엇이 얼마나 사라졌나

코스피는 6월 22일 9,114.55로 정점을 찍고 11월 17일 4,968.48로 내려왔습니다. 다섯 달에 45.5퍼센트가 빠졌고, 종가가 5,000선 아래로 내려온 것은 2월 2일 이후 9개월 만입니다. 시가총액은 9월 30일 5,638조 원에서 4,076조 원으로 줄었고, 고점 대비 3,400조 원이 사라졌습니다.

판 쪽 — 외국인 220조, 그 90퍼센트가 두 종목이었다

외국인은 올해 1월 2일부터 11월 16일까지 220조 원을 순매도했습니다. 2008년 33조 원, 코로나 25조 원을 크게 웃도는 역대 최대입니다. 그중 삼성전자 95조 원, SK하이닉스 90조 원으로 두 종목이 90퍼센트에 육박합니다. 방향은 달랐습니다. 외국인 지분율은 연초 35퍼센트에서 9월 말 39퍼센트로 오히려 올라갔고 11월 현재 36퍼센트입니다. 자금이 한국을 떠난 것이 아니라, **가격이 오른 두 종목에서 다른 종목과 상장지수펀드로 옮겨 간 것**입니다. 11월 17일 하루에도 외국인은 전기·전자에서만 1조 726억 원을 팔았습니다. 전체 순매도의 74퍼센트입니다.

받은 쪽 — 개인 100조, 평균단가 7,103

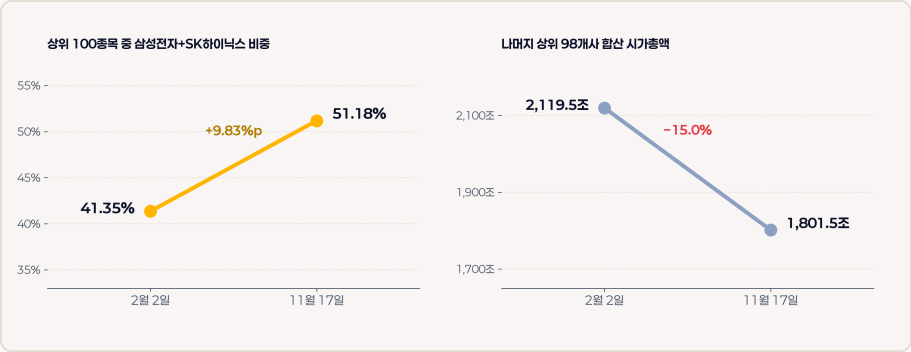
올해 개인은 코스피에서 100조 4,000억 원을 순매수했습니다. 그 자금의 평균 매수지수는 7,103.2입니다. 11월 9일 종가 5,018.85를 기준으로 계산하면 평가손실률 29.3퍼센트, 금액으로 29조 5,000억 원입니다. 특히 5~6월에 산 77조 5,000억 원의 평균 매수지수는 7,994.9로, 손실률이 37.2퍼센트에 이릅니다. 11월 들어 개인 2조 9,900억 원, 기관 4조 4,000억 원, 기타법인 5조 4,500억 원이 순매수로 외국인 물량을 받았습니다. 문제는 이 매수의 성격입니다. **가격이 높을 때 들어온 자금이 가격이 낮아진 뒤에도 같은 자리에 남아 있다는 것**입니다.

지표	기준 시점	현재	변화
코스피 종가	6월 22일 9,114.55	11월 17일 4,968.48	−45.5%
코스피 시가총액	9월 30일 5,638조 원	11월 17일 4,076조 원	−27.7%
외국인 누적 순매도	2026년 1월 2일부터	11월 16일까지 220조 원	역대 최대
개인 누적 순매수	평균 매수지수 7,103.2	11월 9일 종가 5,018.85	평가손실 −29.3%
국민연금 국내주식	6월 말 543.2조 원	8월 말 433.8조 원	−109.4조 원

요약 지수가 빠진 것은 사실이지만, 같은 기간 반도체 수출과 국민소득은 늘었다. 두 숫자가 반대로 움직인 이유는 따로 있다.

II. 구조 — 지수의 절반이 두 회사가 되었다

상위 100종목 중 두 종목 41.35% → 51.18% · 수출 증가분의 89%도 10개사 · 같은 구조의 두 얼굴



자료: 한국거래소 2026-02-02·2026-11-17 유가증권시장 시가총액 상위 100종목(우선주 포함) 집계

지수는 두 개의 회사가 되었다

상위 100종목에서 삼성전자와 SK하이닉스가 차지하는 비중은 2월 2일 41.35퍼센트에서 11월 17일 51.18퍼센트로 9.83퍼센트포인트 높아졌습니다. 두 종목의 합산 시가총액은 394조 1,000억 원 늘고, 나머지 98개사는 318조 원 줄었습니다. 한 지수의 절반이 두 회사의 가격이라는 뜻입니다.

그래서 코스피는 대만보다 더 떨어졌다

11월 17일 하루에 필라델피아 반도체지수가 5.28퍼센트 빠졌을 때, 코스피는 2.59퍼센트, 대만 자취안은 2.31퍼센트, 닛케이는 1.34퍼센트, 항셍은 1.03퍼센트, 상해종합은 0.50퍼센트 하락했습니다. 같은 뉴스에 한국이 가장 크게 반응한 이유는 뉴스의 크기가 아니라 지수의 구성입니다.

실물은 다른 방향을 가리킨다

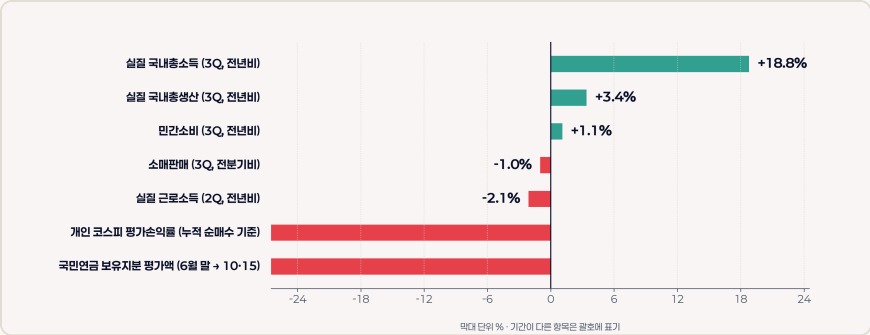
3분기 실질 국내총소득은 전년 대비 18.8퍼센트 늘었습니다. 반도체 가격 상승으로 교역조건이 좋아진 결과입니다. 실질 국내총생산은 3.4퍼센트, 민간소비는 1.1퍼센트였습니다. 성장은 있었지만 그 성장의 통로가 가계가 아니었습니다.

집중도는 지수의 문제가 아니라 경제의 문제다

수출도 같은 모양입니다. 3분기 수출 3,186억 달러 가운데 상위 10개사가 60.9퍼센트였고, 증가분 1,337억 달러의 89퍼센트가 이 10곳에서 나왔습니다. 중소기업 수출 증가율은 10.7퍼센트였습니다. 수출의 집중도와 지수의 집중도는 **같은 구조의 두 얼굴**입니다. 그래서 5,000선은 지지선이 아니라 집중도의 가격입니다.

III. 분배 — 소득은 늘었는데 지갑은 줄었다

실질 GDI +18.8% vs 민간소비 +1.1% · 국민연금 국내주식 −35.3% · 퇴직연금 −11.8조



자료: 한국은행 3분기 국민소득(2026-10-27), 국가데이터처 가계동향조사, 여신금융협회 카드승인액, 한국거래소·에프앤가이드(개인 평균단가·국민연금 보유지분). 기간이 다른 항목은 괄호에 표기

소득은 늘고 소비는 줄었다

3분기 소매판매는 전 분기 대비 1.0퍼센트 줄어 두 분기 연속 감소했습니다. 실질 근로소득은 2분기 연속 줄었고, 3분기 개인카드 승인액 증가율은 3.7퍼센트로 2분기 7.4퍼센트의 절반이 됐습니다. 9월 일반신용대출 금리는 6.49퍼센트로 2년 9개월 만에 가장 높습니다.

손실은 연금 장부에 도착했다

국민연금의 국내주식 평가액은 6월 말 543조 2,000억 원에서 8월 말 433조 8,000억 원으로 109조 4,000억 원 줄었습니다. 5퍼센트 이상 보유한 287개사 기준으로는 515조 9,000억 원에서 10월 15일 333조 5,000억 원으로 35.3퍼센트 감소했고, 그중 두 종목이 131조 원, 71.8퍼센트를 차지했습니다.

노후자금의 수익률이 바뀌었다

3분기 퇴직연금 적립금은 11조 7,565억 원 줄었습니다. 개인형 퇴직연금의 수익률은 40~50퍼센트대에서 10퍼센트대로 내려왔습니다. 상반기에 국내주식 비중을 높인 자산배분이 하반기의 완충 장치를 지워버린 결과입니다.

역자산효과는 심리가 아니라 회계다

한국은행은 6월 이후 증시 급락이 민간소비 개선에 부정적이라고 밝혔습니다. 자산효과보다 역자산효과가 크다는 것이 기존 연구의 결론입니다. **성장의 수익은 기업이익과 법인세, 자산가격으로 갔고, 가격이 꺾이자 손실은 개인과 연금의 장부로 돌아왔습니다.** 개인이 산 100조 원의 평균단가와 국민연금이 상반기에 올린 목표 비중이 같은 방향을 가리켰습니다.

분배 성장의 수익은 위로, 가격의 위험은 아래로 — 이 비대칭이 5,000선 붕괴의 실제 내용이다

IV. 처방 — 세 개의 분리를 시작할 때

기업의 회계, 정책의 기준선, 창업가의 회수 경로 — 같은 사건을 세 번 다르게 읽는다

기업 — 실물과 가격을 분리해 보고한다

매출의 AI 의존도, 장기공급계약 비중, 환율과 차환 가정을 한 장에 놓고 봐야 합니다. 두 메모리 회사의 2027년은 계약서가 정하고, 2028년은 설비투자 전망이 정합니다. 11월 17일 한 조사기관은 2028년 AI 가속기 설비투자 전망을 1조 540억 달러에서 7,580억 달러로 28퍼센트 낮췄고, 2028년 HBM 출하 전망은 30퍼센트 낮췄습니다.

정책 — 5,000은 지지선이 아니라 기준선이다

국민연금의 국내주식 목표 비중은 올해 14.9퍼센트에서 20.8퍼센트로 올라갔고, 허용 상단은 28.8퍼센트입니다. 6월 말 실제 비중은 29.1퍼센트까지 치솟았습니다. 지수를 참조하는 순간 지수는 정책 변수가 됩니다. 집중도 완화는 지수 방어가 아니라 상장 파이프라인과 배당, 리밸런싱 규칙의 문제입니다.

창업가 — 유동성 사이클이 아니라 회수 경로

지수가 반으로 줄어도 매출이 늘어난 회사는 남습니다. 반대로 지수가 오를 때 가치가 오른 회사는 지수가 내릴 때 함께 사라집니다. 지금 예산 심사에 필요한 질문은 도입률이 아니라 회수 기간이고, 투자 심사에 필요한 질문은 성장률이 아니라 그 성장이 누구의 비용으로 만들어졌는가입니다.

콘데리의 관점 — 성장률 하나로 보고하지 않는다

배울 것은 "지수가 위험하다"가 아닙니다. **하나의 숫자로 경제를 설명하는 방식이 얼마나 많은 것을 지우는지**입니다. 코스피 5,000은 경제의 성적표가 아니라 두 회사의 가격표였고, 그 가격표를 담보로 노후자금과 가계 자산이 배치돼 있었습니다. 콘데리는 앞으로 성장률과 함께 **성장의 배분**과 **가격의 위치**를 같이 적으려 합니다.

확인할 지표	현재 값	시점	구조가 달라지는 조건
엔비디아 3분기 실적	매출 1,158억 달러 · 4분기 가이던스 1,300억 달러	11·18 발표	가이던스 상회 · 메모리 발주 확인
앤트로픽 상장	기업가치 1조 4,050억 달러	11·18 가격 · 11·19 상장	AI 자금 조달의 공개 가격
국민연금 국내주식 비중	약 20.5% (허용 상단 28.8%)	11월 말	지수 하단에서의 매수 여력
11월 1~10일 수출	335억 달러 (+111.9%)	11·21	실물과 가격의 괴리 지속 여부
소매판매 (3분기)	전 분기 대비 −1.0%	11·27	역자산효과의 실제 크기

결론 성장이 멈추지 않았다면, 다음 질문은 왜 그 성장이 우리에게 오지 않았는가이다

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문의 contact@conderi.com

English Summary / 영문 요약

Growth continued while the price collapsed - the bill arrived at households and pensions

English Summary

The KOSPI peaked at 9,114.55 on June 22 and closed at 4,968.48 on November 17, a 45.5 percent fall that erased some 3,400 trillion won from the high. Foreign investors sold 220 trillion won of Korean equities this year, the largest on record, but 90 percent of that selling was concentrated in two chipmakers. Their foreign ownership ratio rose from 35 percent in January to 36 percent now, so capital rotated rather than left.

A distribution event, not a market event

The economy kept growing. Third-quarter real gross domestic income rose 18.8 percent from a year earlier on improved terms of trade, while real GDP rose 3.4 percent and private consumption 1.1 percent; retail sales fell 1.0 percent quarter on quarter. Individuals bought 100.4 trillion won of KOSPI shares at an average index level of 7,103, a 29.3 percent loss at the November 9 close. The National Pension Service lost 35.3 percent on disclosed domestic holdings, with two stocks accounting for 71.8 percent of the decline, and retirement pension assets fell 11.8 trillion won in the quarter.

Concentration is the price of the index

Two companies now make up 51.18 percent of the top 100 stocks by market value, up from 41.35 percent in February, while the other 98 lost 15 percent; Korean exports show the same shape, with ten companies generating 89 percent of this year's export increase. The 5,000 line is therefore not a support level but the price of concentration. The prescription is separation: report real growth and price assumptions apart, treat the index as a reference rather than a target, and plan a recovery path instead of relying on a liquidity cycle.

One line **Growth did not stop. The next question is why that growth did not arrive at households**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-FC-2026-11-18 | 문의 contact@conderi.com