

OPINION

선임연구위원
강소현

한국 증시 코스피 4000 달성과 향후 과제*

2025년 하반기 한국 주식시장은 이례적으로 빠른 속도로 상승하며 코스피 4,000선을 돌파했고, 이는 장기간 ‘코리아 디스카운트’에 직면했던 국내 시장이 구조적 전환 국면에 들어섰음을 시사하는 상징적이자 실질적 이정표로 평가되고 있다. 다만, 지수 상승 기여가 소수 초대형주에 과도하게 집중되고 업종·시가총액 규모별 승자 편중이 심화된 한계도 분명하다. 특히 개인투자자는 상승 구간에서 승자를 팔고 패자를 매수하는 역추세적 행태를 보여 초과성과 달성이 어려웠던 것으로 나타났다. 코스피 4,000이 일시적 고점이 아닌 뉴노멀로 자리 잡기 위해서는 AI·반도체 등 차세대 핵심 기업의 발굴과 함께 R&D 및 자금조달에 대한 체계적 지원이 필요하다. 아울러 중소형주에 대해서는 공시 체계를 현실화하고 기업의 질을 제고하며, 한계기업 정리 기준을 정교화해야 한다. 개인투자자 측면에서는 장기 보유에 대한 세제 인센티브 등을 통해 장기·분산투자를 유도하고, 시장에서의 단계별 성장과 시장 신뢰 인프라를 강화하는 정책·제도 개선을 병행하는 등 지속적 노력이 필요할 것이다.

2025년 하반기 한국 주식시장은 이례적으로 빠른 속도로 상승하여 코스피 4,000선을 돌파하였고, 11월 초에는 4,222pt까지 기록하는 등 명목 지수 기준 사상 최고 수준을 경신하였다. 2020년 3월 팬데믹 직후 1,458pt에서 불과 6개월 만에 3,153pt로 2.2배 급등했던 사례가 있으나, 이는 단기 급락에 따른 기술적 반등 성격이 강하였다. 반면 2025년의 랠리는 삼성전자와 SK하이닉스 등 반도체 핵심 기업의 실적 개선과 AI 인프라 수요 확대라는 성과 기반의 동력이 중심이 되어, 2025년 중순 2,500~2,600pt 구간에서 출발해 기록적인 속도로 4,000선을 넘어선 점에서 성격이 다르다.

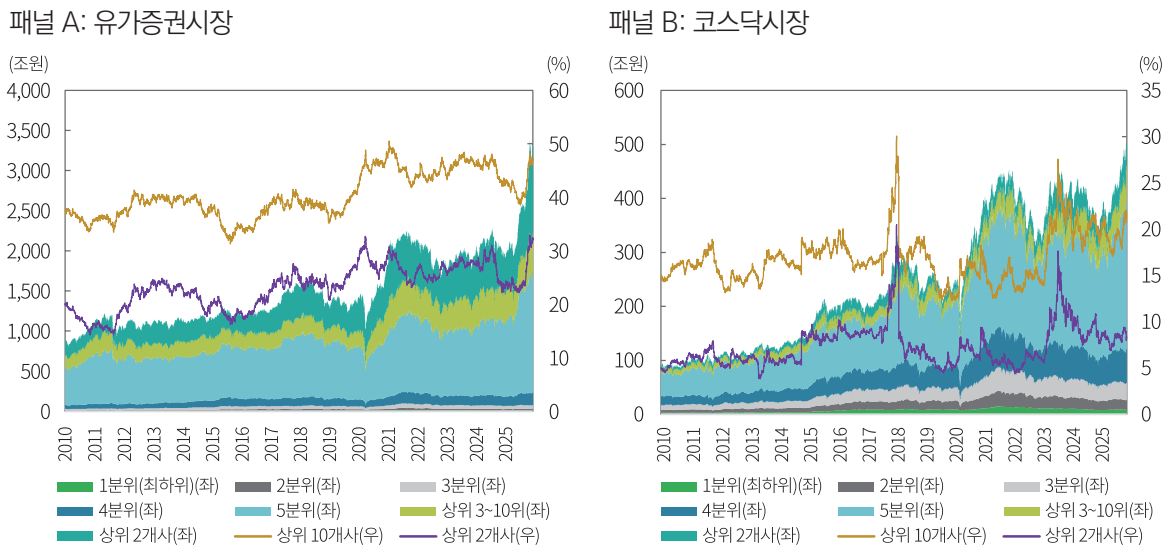
이 같은 성과는 장기간 ‘코리아 디스카운트’에 놓여있던 한국 주식시장이 구조적 전환점에 진입했음을 시사하는 상징적이면서도 실질적인 이정표라 할 수 있다. 다만 지수의 고속 레벨업이 곧바로 시장 전반의 질적 도약을 의미하는 것은 아니다. 상승 기여의 편중, 업종·규모 간 성과 격차, 투자자군별 매매 행태의 비대칭 등 구조적 이슈가 병존하고 있기 때문이다. 이에 본고는 2025년 하반기 성과의 성격을 객관적으로 진단하고, 코스피 4,000 시대가 일시적 국면이 아니라 지속 가능한 추진력으로 정착하기 위한 향후 과제를 제시하고자 한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

주식시장 상승 동력과 편중 현상

코스피 4,000 돌파는 한국 시장의 체력과 핵심 산업 경쟁력이 성과 기반으로 재평가되고 있음을 보여주는 긍정적 신호이다. 다만 상승 기여가 일부 상위 종목에 과도하게 집중되고 있다는 점은 우려 요인이다. <그림 1>의 2010년 이후 시가총액 분위별 추이를 보면, 유가증권시장에서 상위 종목 비중이 최근 들어 가파르게 상승하였다. 11월 초 기준 상위 2개사 비중은 약 1/3까지 확대되었고, 이는 불과 몇 달 사이 약 10%p 상승한 것으로 2010년 이후 최고치이다(<그림 1> 패널 A의 '상위2개사(우)'). 반면 상위 10개사 중 해당 2개사를 제외한 나머지의 비중은 약 15%로, 완만한 하락 추세가 이어졌다. 즉, 유가증권시장은 전반적으로 상위 종목 집중도가 높고, 특히 상위 2개사 편중이 최근 크게 심화되었다. 코스닥시장 역시 유가증권시장만큼은 아니지만 상위 10개사 비중이 21.7%까지 높아지는 추세가 확인된다(<그림 1> 패널 B의 '상위10개사(우)'). 이는 최근 밸리가 광범위한 업종 전반이 아니라 극소수 초대형주 중심으로 전개되었음을 시사하며, 지수의 변동성 민감도 확대와 투자자 체감 수익 격차를 키울 수 있는 편중 리스크를 내포한다.

<그림 1> 시가총액 분위별 규모 및 상위기업 규모 추이



주 : 1) 개별 시가총액을 기준으로 종목을 5분위로 분류하고, 최상위(5분위)는 다시 '상위 1·2위', '상위 3~10위', '그 외'로 세분화함

2) 각 구간의 시가총액은 해당 구간에 속한 종목들의 시가총액을 합산하여 산출함

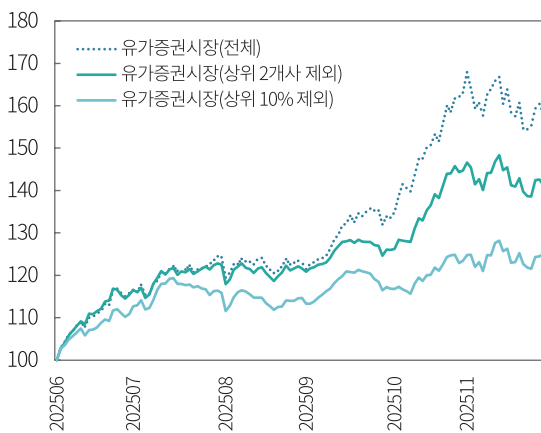
자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

상위 종목의 최근 주가 상승 기여도를 평가하기 위해 해당 종목을 제외한 지수 성과를 비교한 결과(<그림 2>), 지수 수익률이 소수 종목에 고도로 의존하고 있음을 확인하였다. 유가증권시장의 경우 6월 이후 11월 초까지 시가총액가중 수익률 기준 누적 상승률이 약 66%였으나, 상위 2개사를 제

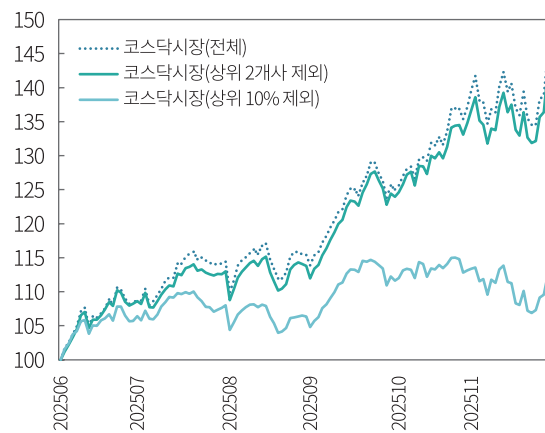
외하면 동일 기간 상승률은 40.6%로 축소된다. 이에 따라 상위 2개사의 기여도는 전체 상승폭의 약 38.5%(=25.4%p/66%)로 추정된다. 더 나아가 시가총액 상위 10%를 제외하면 하위 종목군의 누적 상승률은 약 25%에 그쳐, 이번 랠리가 광범위한 업종·종목으로 확산되지 않았음을 시사한다. 코스닥시장도 유사하며, 상위 10% 제외 시 누적 상승률이 12%에 불과해 대형주의 재평가가 지수 성과를 사실상 좌우하였다.

〈그림 2〉 상위 종목 지수 성과 기여도 분석

패널 A: 유가증권시장



패널 B: 코스닥시장

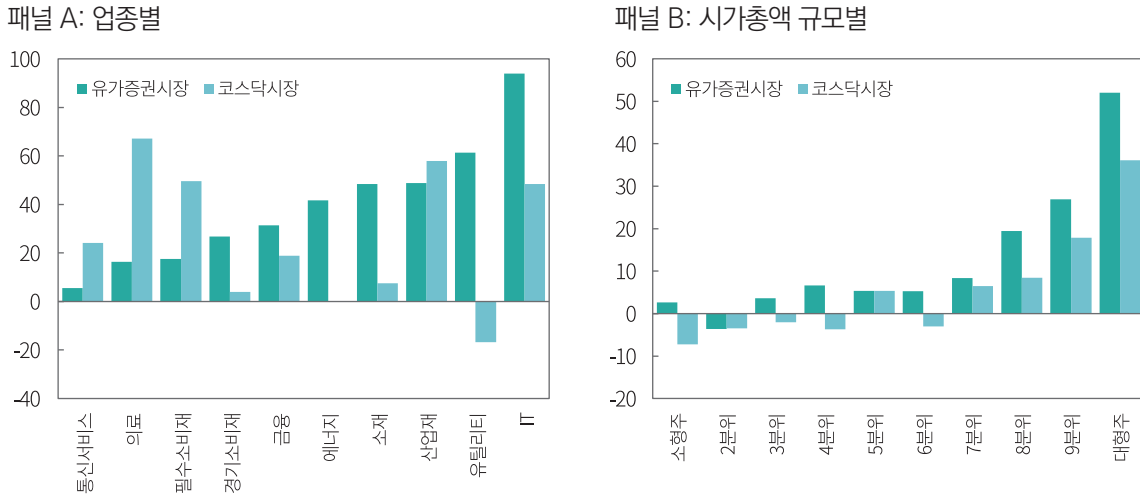


주 : 종목별 일별 수익률을 시가총액으로 가중평균하여 일별로 해당 포트폴리오의 수익률을 산출한 후, 포트폴리오 수익률을 2025년 6월 이후 누적하고, 2025년 6월 2일을 100으로 가정하여 가상의 지수를 도출함

자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

2025년 하반기 업종 성과는 소수 업종이 랠리를 견인한 구조였다. 시장별로 보면 유가증권시장은 IT가 압도적 우위를 보였고, 코스닥시장은 의료·산업재가 상대적으로 높은 수익률을 기록하였다(〈그림 3〉 패널 A). 시가총액 규모별로는 두 시장 공통으로 규모가 클수록 수익률이 높아지는 단조 증가 패턴이 확인된다(〈그림 3〉 패널 B). 최하위 버킷은 마이너스 또는 저수익에 머문 반면, 최상위 버킷은 유가증권시장에서 약 52%, 코스닥시장에서 약 36%의 높은 수익률을 시현하였다. 유가증권시장은 메가·대형주의 지수 기여가 강화되었고, 코스닥시장은 상위 대형 바이오를 중심으로 상승세가 두드러졌다. 결과적으로, 성과가 상위 시가총액 종목군에 집중되며 하위 종목군과의 확연한 격차가 관측된다.

〈그림 3〉 2025년 하반기 산업군 및 시가총액 규모별 주가 성과



주 : 1) 2025년 6월 대비 10월 증가수익률을 각 그룹별로 시가총액으로 가중평균한 값임
 2) 시가총액 10개 분위 구분은 2025년 5월말 시가총액을 기준으로 함
 자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

종합하면 하반기 시장 상승은 산업 측면에서 반도체·AI 인프라, 규모 측면에서 초대형주 편중이 나타난다. 이익·수급의 차별성이 커질수록 상위 편중과 의존도가 높아져 지수의 변동성 민감도와 투자자 체감 수익 격차가 확대될 가능성이 있다.

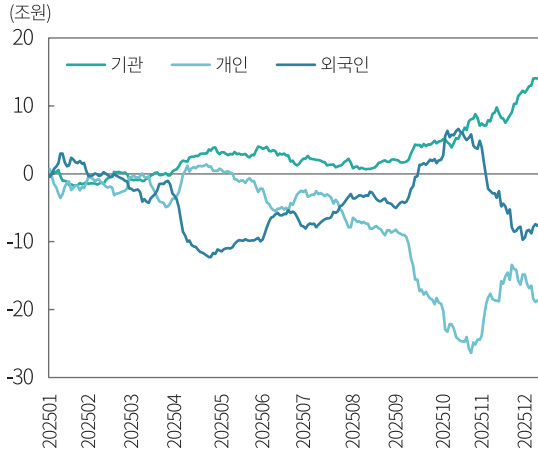
상승국면에서의 투자자 행태

최근 6~11월 상승 구간을 대상으로 투자자군별 누적 순매수 흐름을 점검한 결과, 개인투자자는 승자군을 순매도하고 패자군을 순매수하는 역추세 성향이 뚜렷하였다. 높은 성과를 보였던 유가증권시장 대형주(상위 10%)와 업종 1위(IT)에서는 외국인·기관의 순매수가 상승을 견인한 반면, 개인은 일관된 순매도를 누적하였다(〈그림 4〉 패널 A·B). 반대로 성과가 저조한 하위 업종군에서는 개인의 저가매수가 강화되었고, 6~10월에만 약 3.3조원을 순매수한 것으로 나타난다(〈그림 4〉 패널 D). 같은 구간에서 기관과 외국인은 해당 하위 업종을 지속적으로 축소하였다.

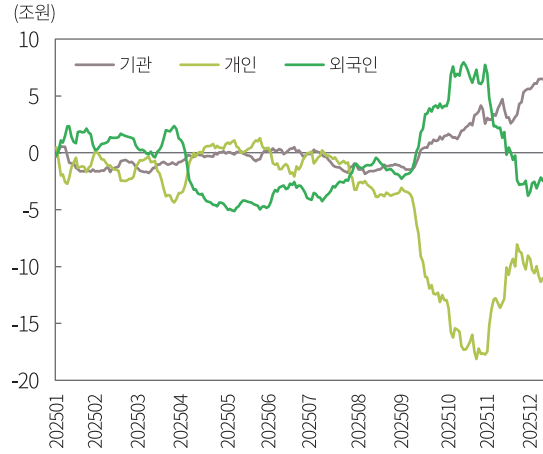
이러한 수급 구조로 개인의 실현 성과가 제약될 가능성이 크다. 첫째, 승자군 순매도는 상승 초과수익의 포기로 이어지며, 추세가 연장될수록 기회손실이 확대된다. 둘째, 부진군 순매수는 가치 회복 지연 및 유동성 취약 구간에서의 평가손 확대로 연결되기 쉽다. 셋째, 외국인과 기관의 모멘텀 편승과 대비되는 개인의 역추세 매매가 지속되면, 지수는 오르더라도 개인의 체감수익은 낮아질 가능성이 높다. 결과적으로 6월 이후 강한 랠리에도 불구하고 개인이 성과를 온전히 실현하지 못했을 가능성이 높다.

〈그림 4〉 유가증권시장 주가성과 고저에 따른 투자자별 누적순매수

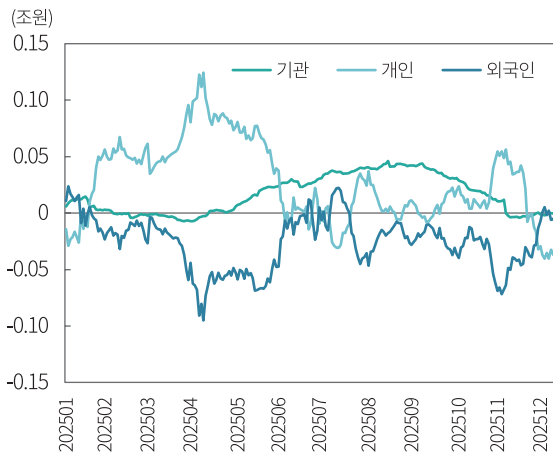
패널 A: 주가성과 고-대형주(상위 10%)



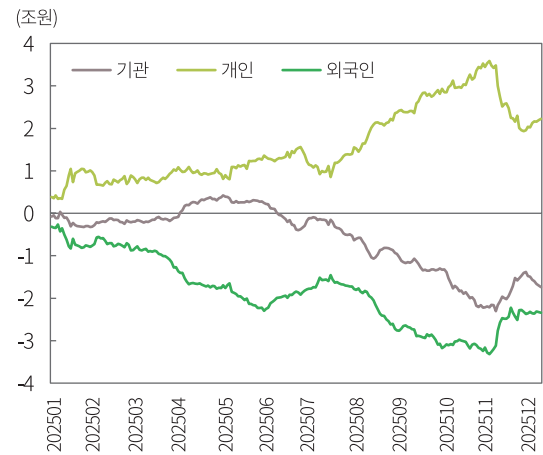
패널 B: 주가성과 고-상위 1위 업종(IT)



패널 C: 주가성과 저-소형주(하위 40%)



패널 D: 주가성과 저-하위 3개 업종

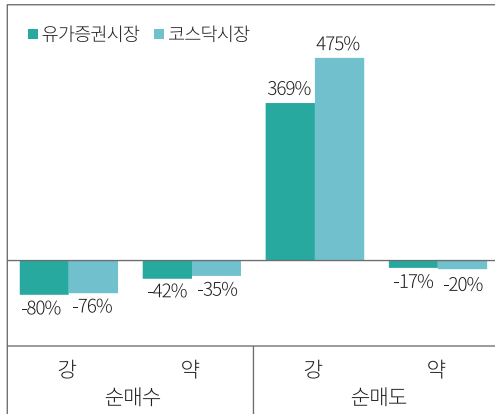


자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

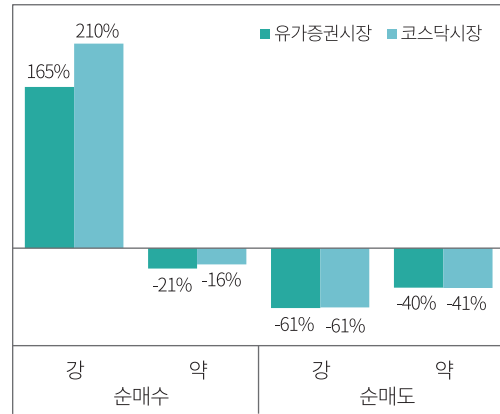
추가적으로, 개인의 순매수 또는 순매도 정도에 따라 성과를 살펴본 결과, 개인의 역추세 성향이 성과 부진으로 연결되었을 가능성이 높은 것으로 보인다. 개인의 일별 거래를 순매수와 순매도로 구분하고, 각 집단을 강(상위 구간)·약(하위 구간)으로 세분하여 누적 초과수익을 산출한 결과, 개인이 순매수한 종목군의 초과수익은 일관되게 음(-)으로 나타났다. 반대로 개인이 강하게 순매도한 종목군은 랠리 구간에서 큰 폭의 양(+)의 초과수익을 기록하였다(〈그림 5〉 패널 A). 즉 개인이 판 종목은 오르고, 산 종목은 덜 오르거나 하락하는 결과가 반복되었다고 해석된다. 같은 방법으로 외국인의 초과수익을 살펴본 결과, 강 순매수 종목에서 양의 초과수익, 순매도 종목에서 음의 초과수익이 관찰되어, 승자 편승형 매매가 성과로 연결되는 대조적 패턴이 확인된다(〈그림 5〉 패널 B). 6~11월 강세 국면에서 개인은 추세를 역행하는 행태로 인해 지수 대비 성과를 달성하기 어려웠을 가능성이 높다.

<그림 5> 투자자별 순매수 강도에 따른 누적 초과수익률

패널 A: 개인투자자



패널 B: 외국인투자자



주 : 1) 초과수익률은 개별 종목의 2020년 1월부터 2025년 11월까지의 일별 주가 자료를 이용하여 시장모형을 바탕으로 시장수익률에 대한 개별 종목의 기대수익률을 통제한 후 도출한 초과수익률로 계산함
 2) 산출한 개별 종목의 일별 초과수익률을 기준으로, 2025년 6월부터 2025년 11월 동안 투자자 유형별 순매수·순매도 강도(강·약)에 따라 각기 두 개의 그룹으로 구분함
 3) 각 그룹에 포함된 종목의 초과수익률을 시가총액으로 가중 평균하여 포트폴리오 초과수익률을 산출하고, 이를 해당 기간 전체에 대해 누적하여 누적초과수익률을 계산함

자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

개인투자자의 이러한 행태는 이례적인 것은 아니다. 제한된 정보, 주의집중의 제약, 처분효과 등 행동편향으로 인해 개인은 상승 국면에서 추세를 역행해 손실을 보는 경향이 다수의 연구에서 지적된 바 있다. 대표적으로, 개인이 빈번하게 거래할수록 시장대비 수익률이 유의하게 낮아지며 과도한 회전율이 성과 저하의 핵심 요인임이 보고되었고¹⁾, 개인 손실의 상당 부분이 공격적 주문과 비효율적 타이밍에서 발생함도 확인된다.²⁾ 더불어 개인은 뉴스나 거래급증 등 주의를 끄는 종목을 순매수하는 반면 승자는 조기에 처분하는 경향이 확인되어, 강세장에서 승자 회피, 패자 선호가 성과열위를 키울 수 있음을 시사한다.³⁾ 요컨대, 이번 국면에서 관측된 개인의 승자 순매도, 패자 순매수는 기존 연구와 일관된

1) Barber, B. M., Terrance, O., 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *The Journal of Finance* 55(2), 773-806.
 2) Barber, B. M., Lee, Y., Liu, Y., Odean, T., 2009, Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?, *The Review of Financial Studies* 22(2), 609-632.
 3) Barber, B. M., Odean, T., 2008, All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors, *The Review of Financial Studies* 21(2), 785-818.
 Barber, B. M., Lin S, Odean, T., 2024, Resolving a paradox: Retail trades positively predict returns but are not profitable, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 59(6), 2547-2581.
 Haghghi, A., Faff, R., Oliver, B., 2024, Retail traders and co-movement: Evidence from Robinhood trading activity, *International Review of Financial Analysis*, 1-20.
 Luo, C., Ravina, E., Sammon, M., Viceira, L. M., 2025, Retail investors' contrarian behavior around news, attention, and the momentum effect, NBER Working Paper 34086.

현상으로, 행동 편향이 지속될 경우 강한 상승장에도 불구하고 개인투자자의 실현 성과가 시장 수익률에 미달할 가능성이 높다.

평가 및 향후 과제

코스피 4,000은 한국 시장의 펀더멘털과 핵심 산업의 재평가가 결합해 달성된 성과이지만, 지수 기여가 소수 초대형주에 과도하게 집중되고 업종·시가총액 규모별 승자 편중이 심화되었다는 한계가 존재한다. 특히 개인투자자는 상승 국면에서 승자 순매도·패자 순매수의 역추세 행태를 보여 초과성과 실현이 어려웠던 점이 확인된다. 이러한 편중 위험을 완화하고 코스피 4,000이 일시적 고점이 아니라 뉴노멀로 정착하려면, 산업·종목 다변화를 통해 상위 종목 집중을 완화하고, AI·반도체 등 차세대 핵심 기업을 발굴하여, R&D 및 자금조달을 체계적으로 지원해야 한다. 아울러 대형 종목의 성과에만 의존하는 구조에서 벗어나, 중소형주의 공시를 특성에 맞춰 구성하고 공시의 실질적인 질을 높이고, 한계기업 정리 기준을 정교화할 필요가 있다. 또한, 개인투자자에 대해서는 장기보유 세제 인센티브 등으로 장기·분산투자를 유도하고, 시장에서의 단계별 성장과 시장 신뢰 인프라를 강화하는 정책·제도 개선이 병행되어야 할 것이다.

Odean, T., 1998, Are investors reluctant to realize their losses?, *The Journal of Finance* 53(5), 1775-1798.