meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

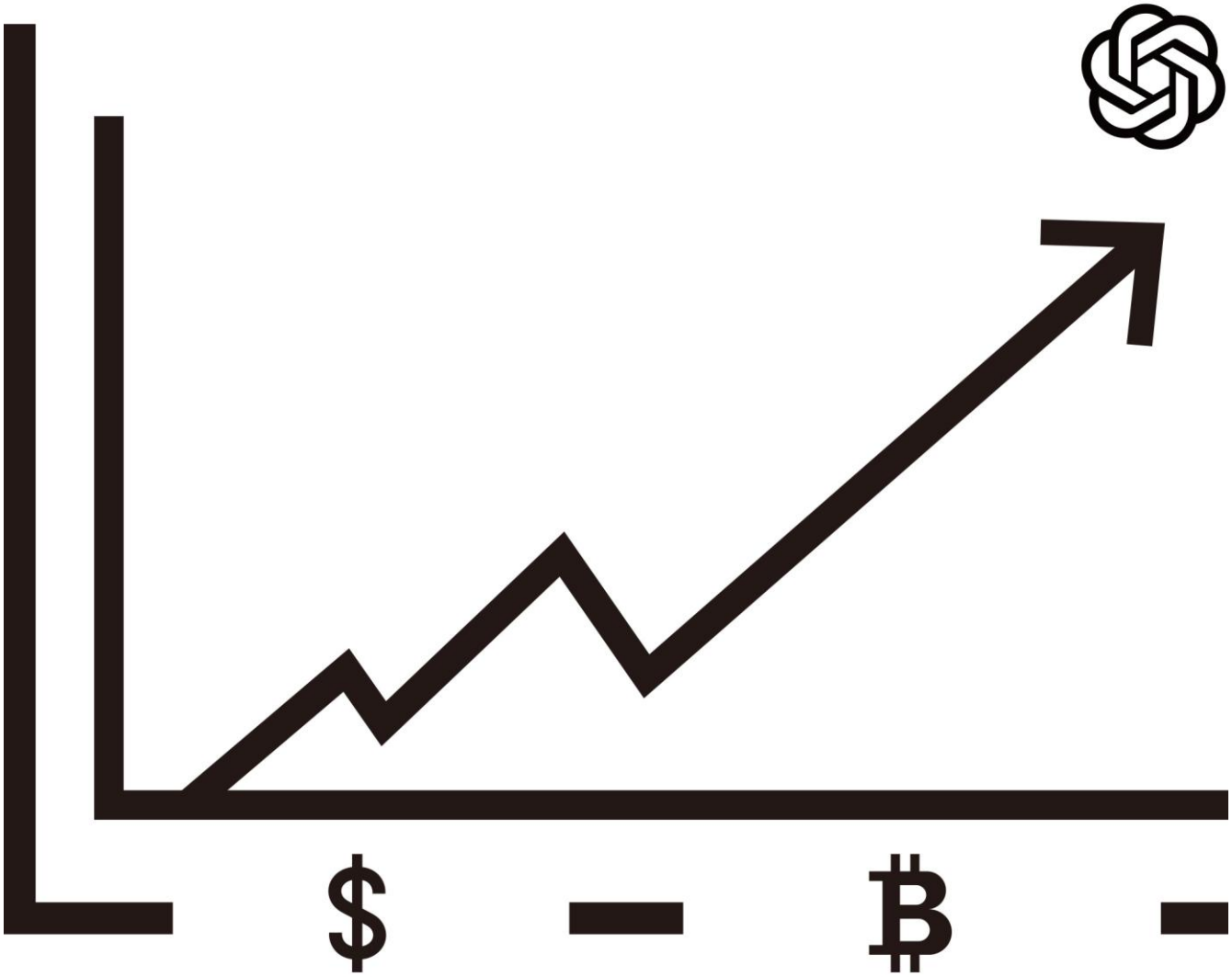
2026. 4. 2 (목)

오늘의 차트

경제학을 통해 바라본 중앙은행의 시각

칼럼의 재해석

흔들리지 않고 피는 꽃 어디 있으랴: 반도체 얼마나 예쁘게 피려고?



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

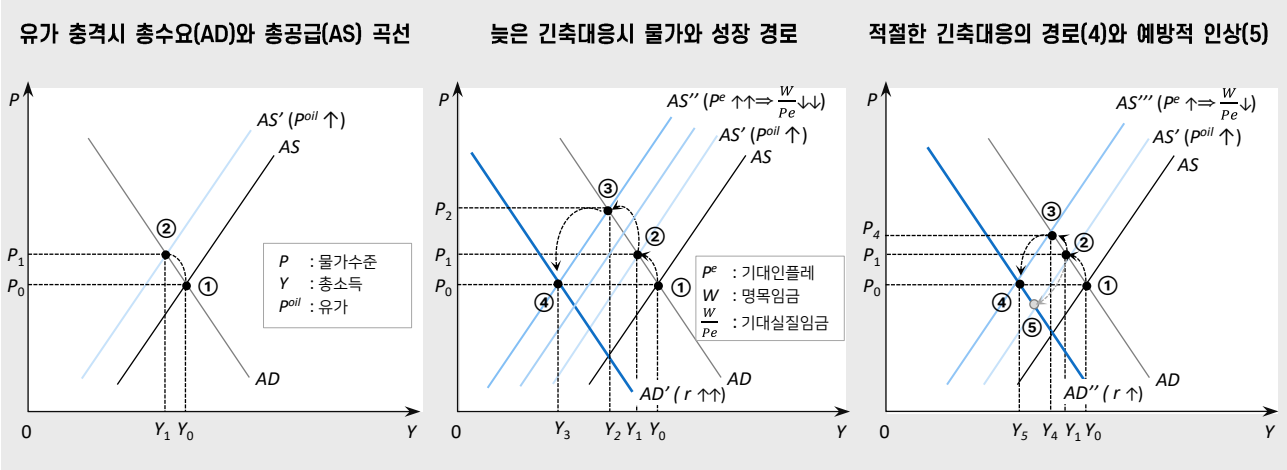
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

오늘의 차트

김영준 연구원

경제학을 통해 바라본 중앙은행의 시각



자료: 한국은행 블로그(2022.7.18), 메리츠증권 리서치센터

최근 국제원자재 가격 상승에 글로벌 통화정책 기대 경로가 급변하고 있다. 주요국 중앙은행이 경기보다 물가를 우선시하여 연내 인상할 것이라는 전망이 득세하고 있는데, 기대형성 배경을 경제학 이론의 관점에서 살펴보았다. 지금처럼 투입재 가격이 상승하면 일차적으로 총공급 곡선이 좌측으로 이동하여 물가상승률은 높아지고, 경제활동은 위축되어 총소득은 줄어들게 된다. 여기서 가계는 물가상승으로 인한 실질소득 감소분을 받아들이고, 기업 역시 상승한 비용을 감내하면 새로운 균형이 형성되는 것에 그친다.

그러나 실제로는 높은 물가 오름세가 임금 간 상호작용을 통해 2차 파급효과를 낳는다. 공급충격이 장기화되면 기대인플레이션이 높아지기 시작하면서 임금 상승을 유발하는 등 기조적 인플레이션 자체가 상승한다. 이때 중앙은행이 대응에 실기한다면 인플레이션은 가속화되고, 물가를 균형으로 되돌리기 위해서 더 큰폭의 정책금리 인상과 더 큰폭의 성장률 희생이 수반된다.

그래서 통화정책 당국자는 최악의 사태를 방지하기 위해 인플레이션이 가속화되기 직전 징후를 포착해 선제적으로 금리를 인상하고 기대인플레이션을 안정화시키고자 노력한다. 이 경우에도 총소득은 줄어들 수 있겠지만 실기했을 때보다는 우호적이며, 물가가 조기에 안정되는 만큼 다시 경제 성장을 도모할 수 있다. 즉 단기적인 손실을 감내하고 장기적으로 발생할 손실을 미연에 방지하는 것이다.

한편 일각에서는 상황을 통제하기 위해 지금부터 인상해야 한다는 주장이 있는데(⑤), 앞서 언급한 내용에서 비롯된 오해라고 생각한다. 지금 국면은 일차적 충격이 나타난 상황이지(②), 2차 충격이 확인된(③) 것이 아니기 때문이다. 따라서 일부의 우려처럼 당장 스탠스에 변화가 나타나 기준금리가 결정될 가능성은 낮다는 판단이며 기대 인플레와 근원 물가 추이를 관찰한 후 가늠해볼 필요가 있다.

칼럼의 재해석

우서현 연구원

흔들리지 않고 피는 꽃 어디 있으랴: 반도체 얼마나 예쁘게 피려고? (Bloomberg)

주가는 결국 펀더멘탈을 반영한다고 하지만, 시장은 종종 그 설명을 유예한다. 지난 19일 메모리 업황의 풍향계로 여겨지는 마이크론은 시장 기대 그 이상의 실적과 가이던스를 발표했지만, 거시경제 불확실성과 구글의 터보 퀀트 이슈에 주가는 5거래일 연속 조정(-20%)을 받았다. 삼성전자와 SK하이닉스 역시 주주총회를 통해 메모리 업황과 향후 사업성에 대한 확신을 재확인했음에도, 거시경제 변수 속에서 뚜렷한 추세를 만들지 못한 채 급등락 중이다. 이 과정에서 투자자들의 고민 역시 점점 구체화된다. "반도체 더 담아도 될까?"

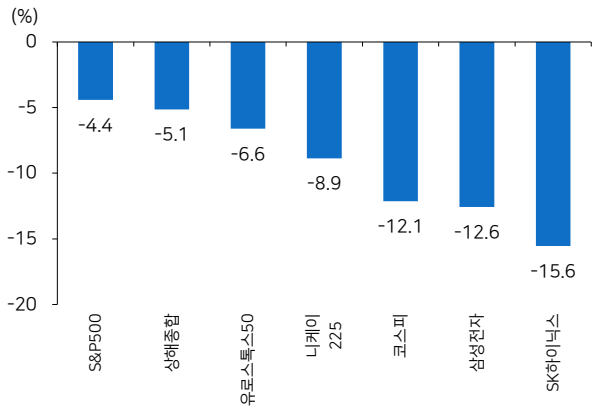
'설명되지 않는 움직임'이 반복될 때, 시선은 자연스럽게 주가 이면의 구조로 향한다. 지난해 12월 이후 누적되어온 ETF 리밸런싱(지수 비중 변화에 따라 기계적으로 매수·매도가 발생하는 과정)과 이에 연동된 자금 흐름이, 펀더멘탈과 무관하게 주가 상단을 제약하는 '보이지 않는 압력'으로 작용하고 있을 가능성을 배제하기 어렵다. 본 자료에서는 이러한 구조적 요인이 주가에 어떤 영향을 미쳤을 지 살펴보고자 한다. 4월 초 삼성전자의 잠정실적을 시작으로 국내 반도체 기업들의 실적 발표가 예정되어 있다. 시장의 시선이 다시 한번 '본질'로 돌아갈 수밖에 없는 시점이다.

흔들리는 반도체 주가, 왜 그럴까?

하루는 매도 사이드카, 다음 날은 매수 사이드카. 코스피는 멈추지 않는 롤러코스터를 반복하고 있다. 극심한 변동성에 기업의 펀더멘탈과 중장기 사업 전망보다는, 레버리지와 단기 방향성에 베팅하는 욕망만이 불타오를 뿐이다.

특히, 국내 반도체 대형주의 등락은 전쟁의 당사자인지 의심스러울 정도로 매서운 수준이다. 메모리 슈퍼 사이클에 대한 기대는 이미 지난해 말부터 시장 전반에 충분히 공유되어 있음에도 예상보다 큰 폭으로 흔들리는 모습이다. 이는 단순한 가격 부담과 차익 실현을 넘어, 주가 이면의 '구조적 요인'에도 변화가 누적되어 왔을 것으로 예상된다.

그림1 이란 전쟁 이후 주요 지수 낙폭



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 ETF 거래대금 상위 종목 (10일 평균)

순위	종목	코드	거래대금 (억원)
1	KODEX 레버리지	122630	19,356
2	KODEX 200	69500	16,088
3	KODEX 200선물인버스2X	252670	11,685
4	KODEX 코스닥150레버리지	233740	6,924
5	TIGER 반도체TOP10	396500	6,081
6	KODEX 인버스	114800	5,756
7	KODEX 코스닥150	229200	5,336
8	KODEX 반도체	91160	4,849
9	TIGER 200	102110	3,907
10	KODEX 반도체레버리지	494310	3,350

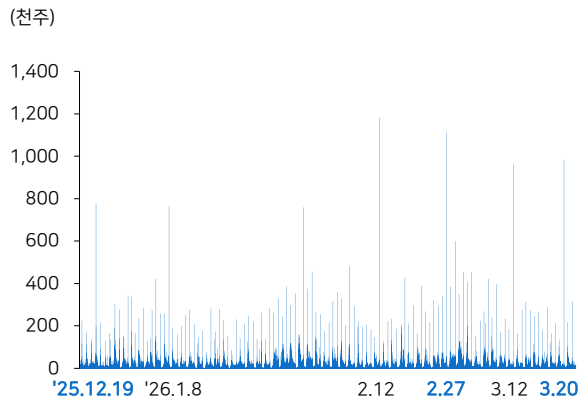
자료: ETF CHECK, 메리츠증권 리서치센터

한국 추종 ETF, 그간 삼성전자·SK하이닉스를 덜어낼 수밖에 없었다

ETF는 다양한 종목을 하나의 바구니에 담아 분산투자를 가능하게 할 뿐 아니라, 그 안에 담긴 종목들의 상태에 따라 정기적으로 비중을 조정한다. 문제는 이 조정이 조용히 이뤄지지 않는다는 것에 있다.

최근 특정 시점마다 일부 종목의 주가가 급격히 흔들리는 모습이 관찰되고 있으며, 특히 장 마감 동시호가에서 대규모 매물이 출회되고 있다. 지난해 12월 FTSE Russell 정기 변경 당시, 약 4,000억원 규모의 SK하이닉스 매물이 쏟아지며 단기 급락이 발생했다 (그림4). 시간외 대규모 거래는 기관 및 외국인의 비중 변경인 경우가 많다. 이에, 고점은 아닐지 우려하는 시각이 시장에 확산되며 투자 심리에 부정적인 분위기가 형성되곤 하였다.

그림2 SK하이닉스, 거래량 추이



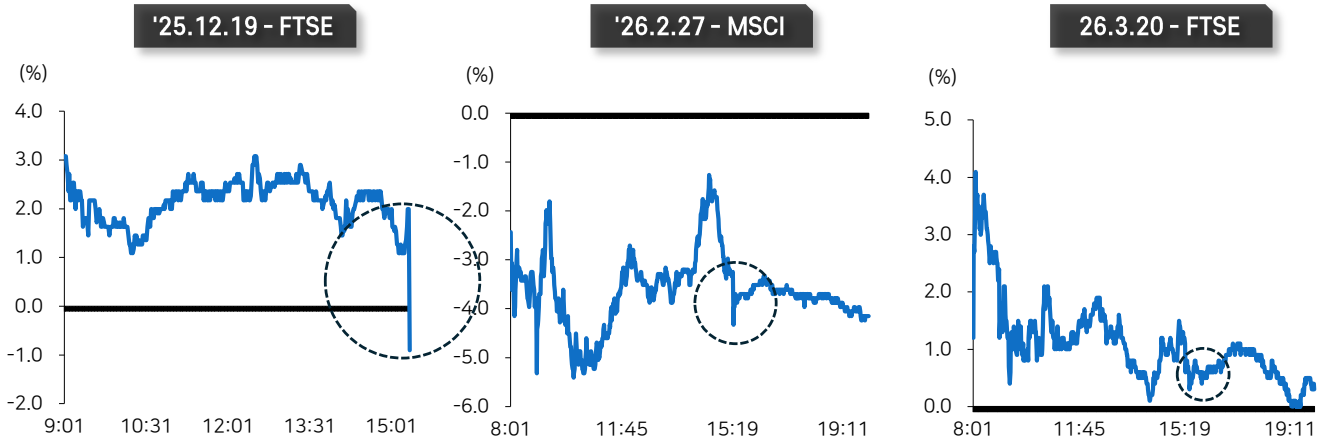
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 주요 지수 변동 일정

일자	내용
2025-12-19	FTSE Korea Index 리밸런싱
2026-01-08	선물 · 옵션 만기일
2026-02-12	선물 · 옵션 만기일
2026-02-27	MSCI Korea Index 리밸런싱
2026-03-12	선물 · 옵션 만기일
2026-03-20	FTSE Korea Index 리밸런싱

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 지수 변동일, SK하이닉스 분봉 추이 – 리밸런싱 영향은 축소되어가는 중



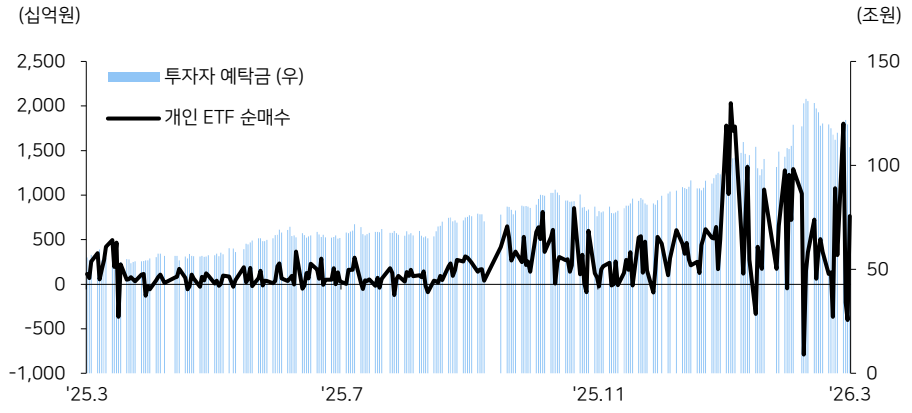
자료: 메리츠증권 리서치센터

다만, 이번 매도세는 가격 부담에 따른 차익 실현의 결과라기보다, 규칙에 따른 비중 조정이었다. 지수를 추종하는 패시브 자금은 일정 시점마다 포트폴리오를 기계적으로 조정해야 하며, 이 과정에서 AP(Authorized Participant)는 지수와의 괴리를 최소화하기 위해 종가 기준으로 거래를 맞춘다. 그 결과 매매는 장 마감에 집중되고, 특정 종목에 비연속적인 대규모 거래가 발생하게 된다.

결국 최근 시간외 거래에서 관찰되었던 급격한 변동성은 '판단에 따른 매도'라기보다는, 지수 리밸런싱이라는 구조적 영향으로 나타난 현상으로 이해하는 것이 보다 적절하다.

현재 투자자 예탁금은 약 110조원 수준으로 여전히 이란 전쟁 이전을 상회하고 있으며, 유동성 유입이 본격화된 이후 ETF 거래 비중 역시 빠르게 확대되고 있다. 이러한 환경에서는 지수 편입 비중이 높은 종목일수록 리밸런싱 및 자금 유출입의 영향을 직접적으로 반영하게 되며, 결과적으로 ETF 노출도가 높은 기업들의 주가 변동성이 과거 대비 확대되는 것이다.

그림4 **개인 ETF 순매수 및 투자자 예탁금 추이**



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

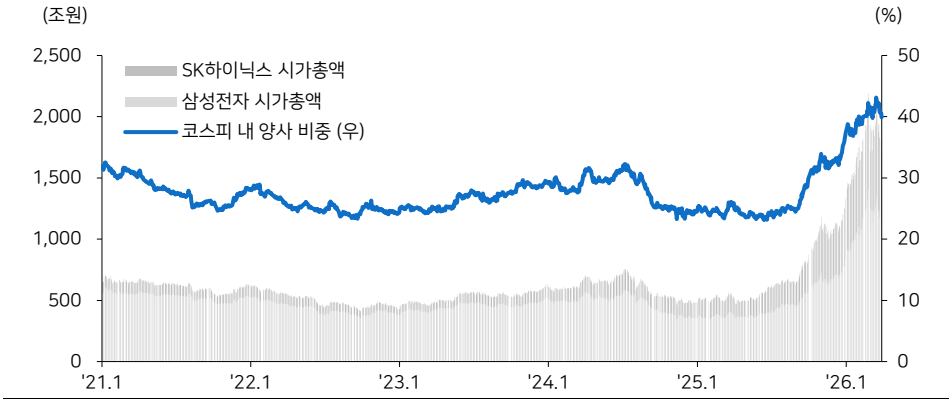
시가총액 쏠림이 만든 구조적 한계

코스피 내에서 삼성전자(우선주 포함)와 SK하이닉스가 차지하는 비중은 2021 ~ 25년 평균 27% 수준에서 최근 40%를 상회하는 수준까지 확대됐다. 두 기업으로의 쏠림이 심화되면서, 국내외 패시브 자금들은 이들을 덜어내기 시작했다.

iShares MSCI Korea ETF(EWY)는 MSCI KOREA Index 20/50을 추종하고 있으며, 구체적으로 단일 종목 비중 25% 제한, 그리고 비중 5%가 넘는 종목들의 합산이 기초지수 전체의 50% 이내로 제한하는 규정을 갖는다. 결과적으로 시가총액 비중이 확대될수록 패시브 ETF는 위 룰을 반영할 수밖에 없으며, 일정 시점에서는 기계적인 비중 축소가 불가피해진다. 앞서 언급한 리밸런싱 과정에서의 대규모 거래 역시 이와 같은 구조적 제약에서 비롯되었다.

국내에서도 비중 조정이 감지되기 시작했다. 금융투자업 규정에 따르면 국내 ETF는 최소 10개 종목 이상, 단일 종목 비중 30% 제한을 원칙으로 한다. 최근 극심한 변동성에 일부 ETF에서 단일 종목 비중 30% 제한을 넘어선 것이 확인되며, 선제적 비중 조정에 나선 ETF가 많다. 또한, 연내 단일종목 레버리지 ETF 출시 등 긍정적 변화 또한 예정되어 있어 구조적 한계는 해소되어 가는 모습이다.

그림5 **코스피 내 삼성전자, SK하이닉스 비중은 역대 최대**



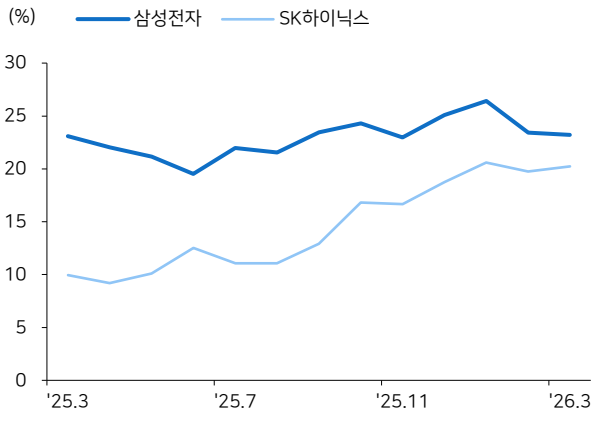
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 **iShares MSCI South Korea ETF(EWY) 구성 종목**

순위	구성종목	비중 (%)
1	삼성전자	22.50
2	SK하이닉스	19.40
3	현대차	2.68
4	KB금융	2.28
5	SK스퀘어	2.12
6	한화에어로스페이스	1.91
7	두산에너빌리티	1.82
8	신한지주	1.69
9	기아	1.54
10	셀트리온	1.38
	합계	**57.32**

자료: BlackRock, 메리츠증권 리서치센터

그림6 **iShares MSCI South Korea ETF, TOP2 비중 추이**



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

아울러, 대형주를 담지 못하는 자금은 결국 다른 영역으로 이동할 수밖에 없다. 최근 그 흐름은 액티브 ETF를 중심으로 한 코스닥 및 중소형 성장주에서 확인된다. 대표적으로 KoAct 코스닥액티브 ETF, TIMEFOLIO 코스닥액티브 ETF 등으로 자금이 유입되며 패시브 ETF가 담지 못하는 종목군으로 유동성이 우회하였다. 이 과정에서 나타난 특징은 뚜렷하다. 상대적으로 시가총액이 작은 종목들로 자금이 집중되면서 단기간 급등세를 보였다.

예를 들어, 성호전자, 파두 등은 급격한 수급 유입과 함께 상승하며 각각 투자경고 및 투자주의 종목으로 지정된 바 있다. 이 또한, 담을 수 있는 종목이 제한된 환경에서 유동성이 만들어낸 구조적 쏠림에 가깝다.

결국 핵심은 유동성이 시장을 이탈한 것이 아니라, 대형주에서 중소형주로 분산 효과가 반영되었다는 것이다. 그렇다면 자연스레 다음 질문이 이어진다. 대형 주도주의 주도권 다시 회복할 수 있을까?

최근 나타나는 변화는 수급 분산이 점진적으로 해소되고 있음을 시사한다.

1) 코스닥 및 액티브 ETF 중심의 수급 확장은 한계가 있다. 단기간 주가 상승으로 인한 밸류에이션 부담은 높아진 반면, 이익 가시성은 여전히 제한적이다. 이는 유동성이 펀더멘탈을 선행한 국면으로, 시간이 지날수록 괴리 축소와 함께 실적 중심의 대형주로 자금이 재이동할 가능성을 높인다. 아울러 과거 대형주들의 투자경고 종목 지정 사례에서도 확인되듯, 현재 코스닥 일부 종목 역시 동일한 경로를 따를 가능성이 다분하다 (국내 주도주의 성장통…투자경고종목 지정?, 2025.12.18).
   * 25년 12월, 시가총액 상위 100개 종목은 초장기&불건전 요건에서 예외

그림7 **성호전자 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이**

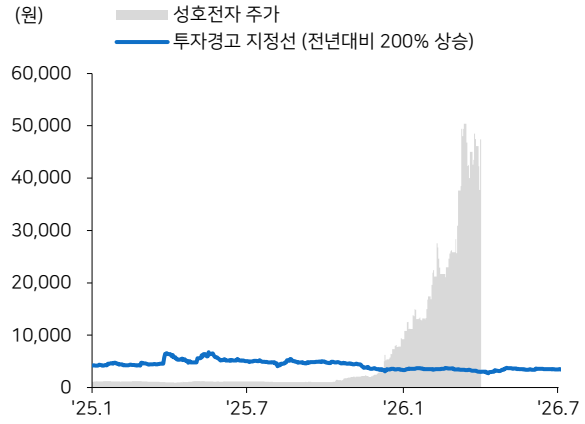
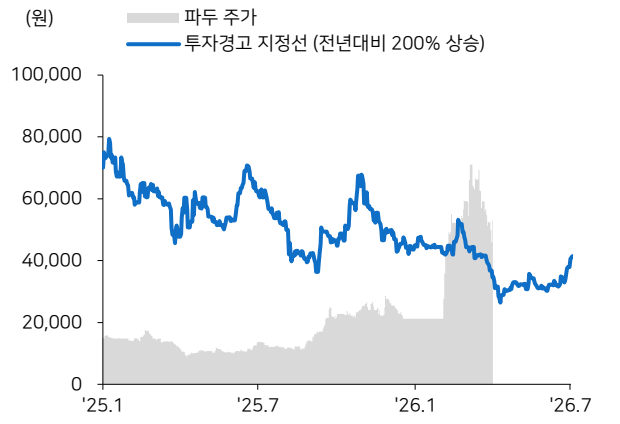


그림8 **파두 주가 및 투자경고 접촉 주가 추이**



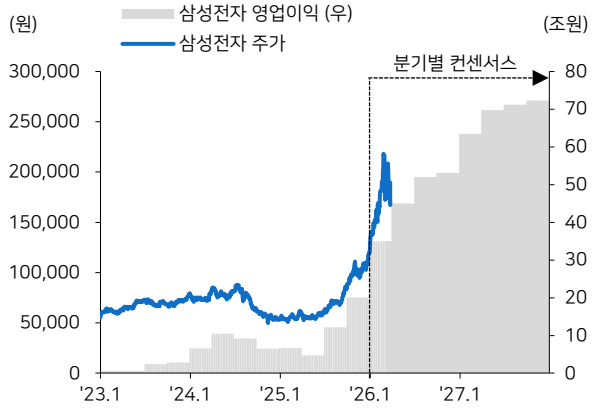
주) 여러 지정 요인이 존재하나, 위 투자경고 지정선은 지난해 대형주들이 대거 선정되었던 초장기&불건전 요건 주의선
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2) 신규 ETF 상품의 등장은 '담을 수 있는 바구니' 자체를 확장시키는 요인이다. 국내 ETF는 단일 종목 비중 제한과 상위 종목 합산 규제 등으로 인해 시가총액 상위 종목의 비중을 온전히 반영하지 못하는 구조적 한계를 가지고 있었다. 그러나 하반기부터 예정된 단일 종목 레버지리 ETF 등의 출시는 위 제약으로부터 자유로워지기 때문에 새로운 투자 수단을 제공한다. 특히, 단일 종목을 기초로 하는 ETF는 기존 지수 기반 상품과 달리 비중 제한의 영향을 받지 않기 때문에, 대형 주도주에 대한 투자 수요를 직접적으로 흡수할 수 있다.

3) SK하이닉스의 ADR 상장은 글로벌 자금 유입의 편의성을 극대화할 것으로 예상한다. ADR 상장을 통해 미국내 거래가 가능해지면서 글로벌 자금이 보다 유연하게 진입할 수 있기 때문이다. 이는 그동안 '비중을 줄일 수밖에 없었던 구조'에서 벗어나, 새로이 비중 확대를 도모할 수 있는 구조적 변화이다.

국내 반도체 주도주는 지난 12월부터 비중 조정을 겪으며, 글로벌 패시브 수급 부담이 상당 부분 완화된 상태이다. 향후 재반등이 실현될 시 기존과 달리 매도 압력 없이 전개될 수 있다. 특히, 4월 초 삼성전자의 잠정실적을 시작으로 국내 반도체 기업들의 실적 발표가 예정되어 있다. 시장의 시선이 다시 한번 '본질'로 돌아갈 수밖에 없는 시점이다.

그림9 **삼성전자 주가 및 영업이익 컨센서스 추이**



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **SK하이닉스 주가 및 영업이익 컨센서스 추이**

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Kospi is vulnerable as Korean ETF falls in US session (Bloomberg),*

Innovation In Indexing: Why Passive ETFs Matter (ETF Trends)