글로벌 전략

주도주가 좋은 것 ≠ 주도주'만' 좋은 것

글로벌 전략 김효진 Ph.D.
T.02)2004-9419 / Kim.hyo-jin@shinyoung.com

분석의 기본 가정

- 주도주가 좋은 것과 주도주'만' 좋은 것은 엄연히 다르다
- 한국에서는 반도체에, 미국에서는 M7에 이익과 성과가 집중되고 있지만 나머지 기업의 이익도 함께 늘어나고 있다. 이는 현재 증시가 피해야 할 거품이 아니라 올라탈 수 있는 쏠림임을 의미한다.

격차의 쏠림 (데이터는 '근거 있는 압착'을 가리킨다)

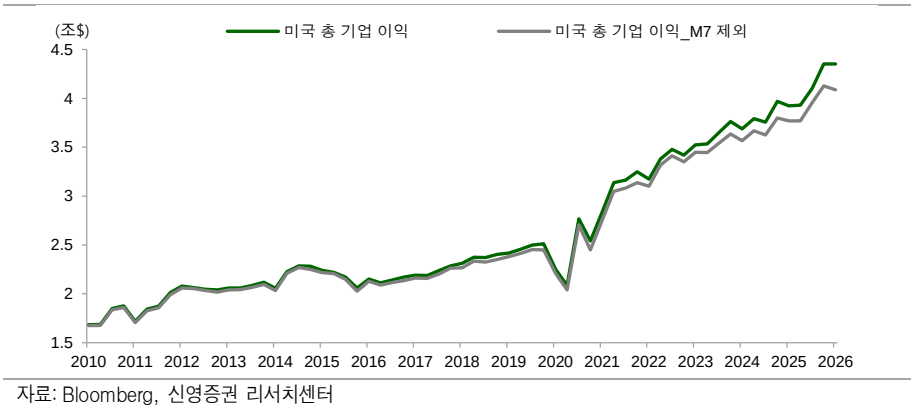
10년 전, 소수의 거인 기업이 시장을 오랫동안 과점할 것이라는 내용의 자료를 낸 적이 있었다. 당시 '극단적'이라는 평을 들었지만, 지금 돌아보면 그 전망은 빗나가기는커녕 현실을 과소평가한 것이었다. S&P 500 내 M7의 시가총액 비중은 2017년 12.5%에서 2026년 34.5%로 높아졌다.

문제는 그다음이다. 큰 기업이 더 커진다는 전망이 적중했다는 안도는 곧 새로운 불안으로 이어진다. 정말 큰 기업'만' 커지고, 그 바깥의 나머지는 무너지고 있는 것은 아닌가. 역사적으로 시장의 고점은 주도주가 홀로 질주하는 가운데 변두리에서 마이너스가 먼저 시작되며 다가왔다.

데이터는 아직 '근거 있는 압착' 쪽을 가리킨다. 2026년 1분기 코스피에서 삼성전자·SK하이닉스 두 종목이 전체 영업이익의 60.7%를 차지했지만, 두 종목을 제외한 나머지 637개사도 영업이익이 +44.5% 늘었다. 미국의 M7 제외 기업이익도 우상향을 지속한다. 지금의 쏠림은 '소외의 쏠림'이 아니라 '격차의 쏠림'이다.

다만 경계까지 거둘 일은 아니다. 주도주의 이익도 결국 전체 경제 안에서 벌어와야 다음 분기로 이어진다. 주도주'만' 좋아진다면, 그것은 단기 수익률이 아무리 화려해도 사이클의 끝을 알리는 신호다. 동일가중지수는 이미 거대해진 소수 기업의 착시를 걷어내는 데 도움을 줄 것이다.

도표 1. 미국 총 기업이익 vs M7 제외 기업이익



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

보이는 손:'극단적'이라던 예측은 과소평가였다

2016년 적었던 자료를 다시 꺼내보다

"챈들러는 미국 경영사를 '10년의 경쟁, 90년의 과점'이라 요약했다. 우리는 그 압축적 경쟁의 후반부를 지나고 있다."

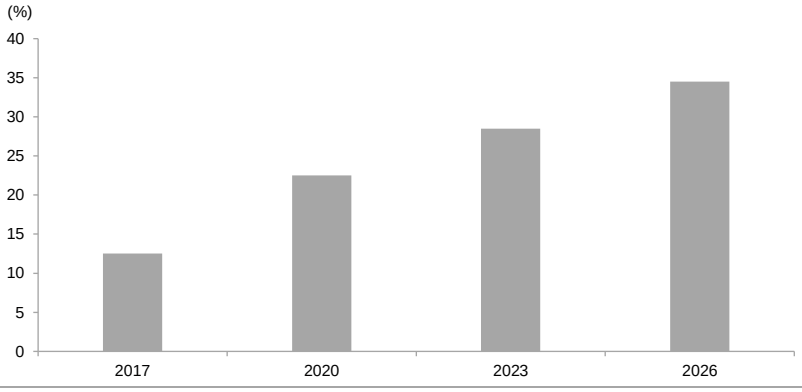
10년 전의 '극단적' 과점 전망, 현실은 그 이상이었다

2016년 필자는 앨프레드 챈들러(Alfred D. Chandler)의 고전 『보이는 손(The Visible Hand)』(1977)에 기대어 한 가지 전망을 제시한 바 있다. 챈들러는 미국 경영사를 관통하는 패턴을 '10년의 경쟁, 90년의 과점'으로 압축했다. 새로운 산업이 열리면 짧고 격렬한 경쟁기가 펼쳐지지만, 그 경쟁의 승자가 가려지고 나면 이후 오랜 기간 소수의 거인이 산업의 헤게모니를 과점한다는 것이다.

나는 당시 IT·플랫폼 산업이 바로 그 '압축적 경쟁 10년'의 후반부에 들어섰으며, FAANG으로 대표되는 소수 거인이 산업의 헤게모니를 상당 기간 과점할 것이라 보았다.

당시 받았던 피드백은 '지나치게 극단적'이라는 것이었다. 소수 종목에 그토록 무게를 싣는 전망은 위험하다는 우려였다. 그러나 10년이 지난 지금의 데이터는 정반대를 말한다. S&P 500 내 M7의 시가총액 비중은 2017년 12.5%에서 2020년 22.5%, 2023년 28.5%를 거쳐 2026년 34.5%로 높아졌다. 당시의 과점 전망은 빗나간 것이 아니라, 오히려 현실을 과소평가한 것이었다.

도표 2. S&P 500 중 M7의 시가총액 비중: 12.5%(2017) → 34.5%(2026)



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 2017년은 FAANG 기준, 이후는 마이크로소프트·애플·엔비디아·알파벳·아마존·메타·테슬라(M7)

이 비중 확대를 단순한 '주가 거품'으로 치부하기는 어렵다. 뒤에서 자세히 보겠지만, 이익의 비중 역시 같은 방향으로, 오히려 더 빠르게 확대되었기 때문이다. 과점은 가격(시가총액)의 영역에서만이 아니라 실적(이익)의 영역에서 먼저 진행되고 있다. 큰 기업이 더 커진다는 10년 전의 전망은 이렇게 현실이 되었다. 그러나 전망이 적중했다는 안도는 곧바로 새로운 불안으로 이어진다. 정말 큰 기업'만' 더 커

지고 있는 것은 아닌가. 주식도, 경제도 소수에게 과도하게 집중되는 동안, 그 바깥의 나머지는 조용히 무너지고 있는 것은 아닌가.

위험한 쏠림인가, 건강한 차별화인가: '나머지'를 봐야 하는 이유

바로 여기서 반드시 구분해야 할 것이 있다. 주도주가 좋은 것과, 주도주'만' 좋은 것은 엄연히 다르다. 거인의 비중이 커졌다는 사실만으로는 둘 중 어느 쪽인지 알 수 없다. 거인이 앞서 나가는 동안 나머지가 함께 오르고 있다면 건강한 차별화이고, 나머지가 가라앉고 있다면 위험한 쏠림이다. 본 자료가 한국 수출, 코스피 이익, 미국 기업이익을 차례로 '거인을 제외하고' 다시 들여다보는 이유가 여기에 있다. 쏠림의 근거를 가격이 아니라 이익에서, 그것도 '나머지의 이익'에서 찾아야 하기 때문이다.

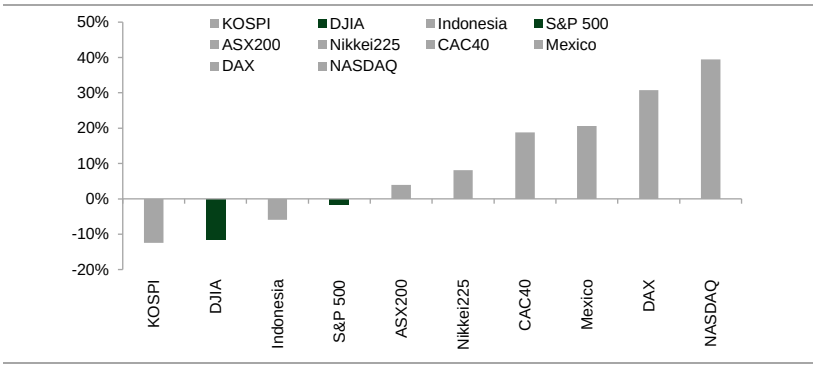
주도주 쏠림: 변두리에서 마이너스가 먼저 시작된다

역사적 경고: 시장의 붕괴는 '변두리의 마이너스'에서 시작된다

지난 자료에서 우리는 이번 사이클을 읽는 네 가지 '지켜질 공식'을 제시하며, 그 첫머리에 '주도주 쏠림'을 두었다. 막바지 상승장은 늘 소수의 대장주로 압착되어 왔다는 역사적 규칙성이다. 마지막 시그널은 '핵심'이 아니라 '변두리'에 있다. 쏠림이 위험 국면으로 전환될 때에는 역사적으로 반복되는 공통의 전조가 있다. 지수의 머리(대형 주도주)가 여전히 오르는 동안, 변두리(소외 자산)에서 마이너스가 먼저 시작된다는 것이었다.

실제 닷컴 붐의 고점을 3개월 앞둔 시점의 국가별 수익률을 비교해 보면 이 패턴이 선명하게 드러난다. NASDAQ과 DAX 같은 주도 자산이 30~40%대의 가파른 강세를 이어가는 동안, KOSPI와 DJIA는 이미 마이너스로 돌아서 있었고 인도네시아·S&P 500도 강세를 잃어가고 있었다. 시장의 고점은 모든 자산이 동시에 꺾이며 오는 것이 아니다. 가장자리부터 조용히, 그러나 분명하게 무너지며 다가온다.

도표 3. 닷컴 붐 고점 3개월 이전 수익률의 국가간 비교



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

이 경험이 주는 함의는 분명하다.

점검의 초점은 '주도주가 얼마나 강한가'가 아니라 '변두리가 무너지기 시작했는가'에 두어야 한다는 것이다.

주도주의 강세 그 자체는 고점의 신호가 아니다. 오히려 강세장의 자연스러운 특징에 가깝다. 정작 경계해야 할 것은 주도주가 홀로 질주하는 가운데 그 외의 자산이 하나둘 마이너스로 이탈하기 시작하는 순간이다. 그렇다면 지금 한국과 미국의 '변두리'는 어떤 상태일까

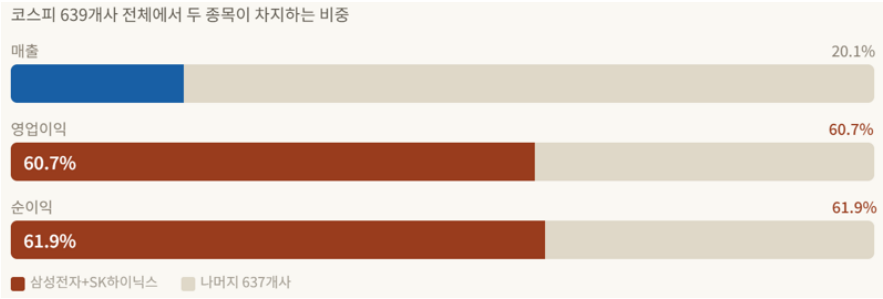
한국: 두 회사가 시장 이익의 60%를 만든다

한국 증시: 삼성전자·SK하이닉스의 압도적 독주와 격차의 쏠림

쏠림의 강도는 한국에서 가장 선명하게 드러난다. 한국거래소 집계에 따르면, 2026년 1분기 코스피 639개 12월 결산법인의 연결 영업이익은 156.3조 원으로 전년 동기 대비 175.8% 급증했다. 매출은 927.5조 원으로 19.5% 늘었고, 영업이익률은 16.85%(+9.55%p), 순이익률은 15.25%(+8.69%p)로 동반 개선되었다. 외형과 수익성이 함께 한 단계 올라선 분기였다.

그러나 이 화려한 평균의 내부를 들여다보면 이야기가 달라진다. 삼성전자(영업이익 57.2조 원, 전년비 +756%)와 SK하이닉스(37.6조 원, +405%, 영업이익률 72%) 단 두 회사가 코스피 전체 영업이익의 60.7%, 순이익의 61.9%를 차지했다. 두 회사의 합산 매출 비중이 20.1%에 그친다는 점을 함께 놓고 보면 충격은 더 커진다. 매출의 5분의 1을 담당하는 두 기업이, 이익의 5분의 3을 만들어냈다. 여기까지만 보면 결론은 '극단적 쏠림, 위험'으로 향한다.

도표 4. 2026년 1분기 코스피 전체 매출, 이익 중 삼성전자와 SK 하이닉스 비중

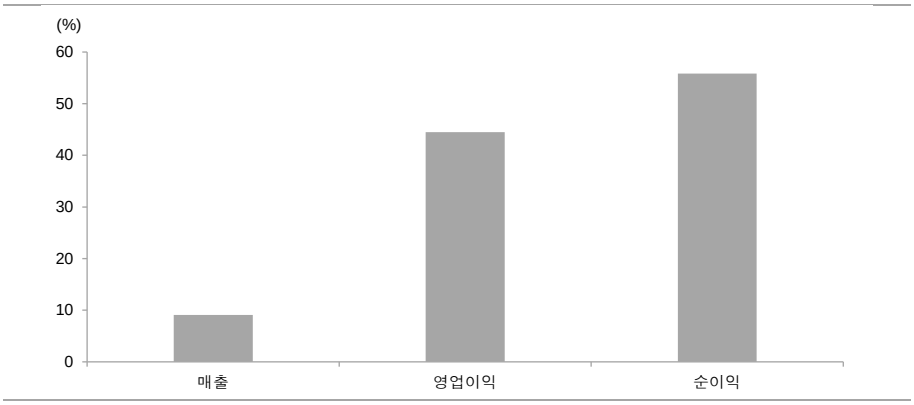


자료: 한국거래소(2026.5.19), 양사 공시. 639개 12월 결산법인, 연결 기준

그러나 두 종목을 빼도 이익이 늘어나고 있다

다행인 것은, 삼성전자·SK하이닉스를 제외한 나머지 637개사만 따로 떼어 보더라도, 매출은 +9.1%, 영업이익은 +44.5%, 순이익은 +55.8% 증가했다는 것이다.

도표 5. 삼성전자·SK 하이닉스 제외 기업의 매출 및 이익 증감률



자료: 한국거래소(2026.5.19), 신영증권 리서치센터

이 사실은 현재의 쏠림이 어떤 성격인지를 보여준다. 주도주는 플러스, 나머지는 마이너스가 아닌, 주도주가 압도적으로 앞서 나가는 가운데서도 나머지의 매출과 마진이 동반 상승하는 '격차의 쏠림'이다.

한국 수출 : 반도체의 경이, 그러나 '반도체 제외'도 최고치 탈환

한국 수출:
사상 최대 반도체, 그리고
최고치를 탈환한
비(非)반도체

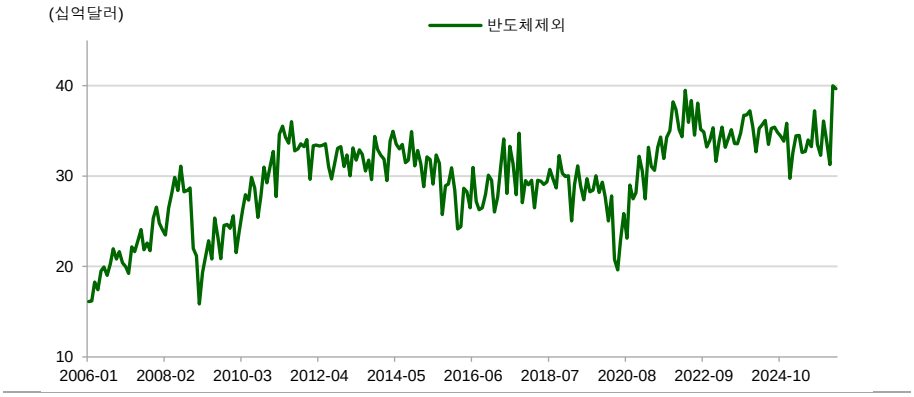
같은 논리가 수출 데이터에서도 반복된다. 반도체 수출이 단일 품목 기준 사상 최대 행진을 이어가며 다른 품목과의 격차를 '넘사벽'으로 벌리고 있다는 사실은 이미 잘 알려져 있다. 반도체 수출액이 원유 수입액의 두 배를 넘어선 것 또한 이 호조의 단적인 방증이다.

이보다 더 눈에 들어오는 것은 반도체를 제외한 수출 역시 팬데믹 당시 기록했던 최고치를 탈환했다는 점이다. 반도체라는 거인이 만드는 격차는 더욱 공고해지고 있지만, 그렇다고 반도체를 제외한 다른 산업이 후퇴하고 있지는 않음을 보여주는 대목이다. 한국 수출의 그림 역시 증시와 동일하다. '소외의 쏠림'이 아니라 '격차의 쏠림'이다.

도표 6. 반도체 수출, 경이적인 증가

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 7. 반도체 제외한 나머지 수출도 최고치 기록



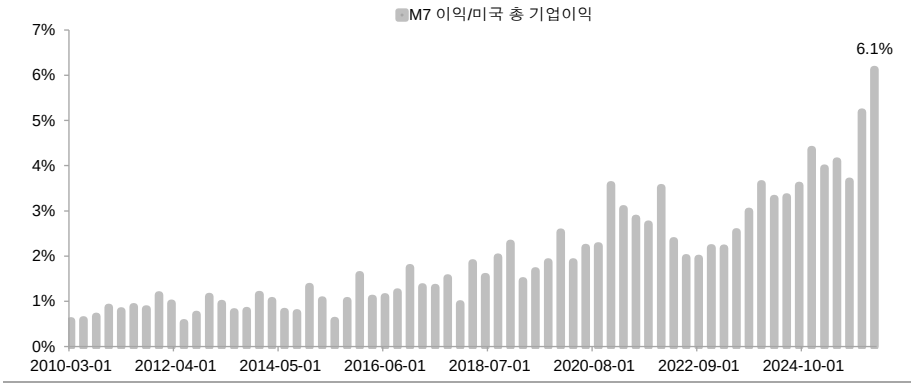
자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

미국 : M7 이익 비중, 0.6%에서 6.1%로

이익 쏠림은 미국에서 더 길고 구조적인 추세로 진행되어 왔다. 미국 총 기업이익에서 M7이 차지하는 비중은 2010년 0.6%대에서 2026년 1분기 6.1%로, 16년에 걸쳐 약 10배 확대되었다.

그 경로를 따라가 보면 가속의 양상이 뚜렷하다. 2014년 1.3%, 2018년 2.3%, 2020년 3.6%로 완만하게 올라오던 비중은 2024년 4.4%, 2025년 5.2%를 거쳐 2026년 1분기 6.1%로 최근 들어 상승 기울기가 가팔라졌다. 한 줌의 기업이 한 나라 전체 기업이익의 상당분을 만들어내는 구조는 역사적으로 대단히 이례적이다.

도표 8. M7 이익 / 미국 총 기업이익 비중



자료: Bloomberg,신영증권 리서치센터

미국 증시: 16년간 10배 커진 M7의 이익 체력, '근거 있는 압착'

이 이익 비중의 확대는 앞서 본 시가총액 비중 확대(12.5% → 34.5%)의 펀더멘털 근거이기도 하다. 시장이 M7에 높은 시가총액을 부여하는 것은 막연한 기대 때문만이 아니라, 실제로 이들이 만들어내는 이익의 몫이 그만큼 커졌기 때문이다. 가격의 쏠림 뒤에 이익의 쏠림이 실재한다는 점, 이것이 미국 증시의 쏠림을 '근거 있는 압착'으로 해석하게 하는 핵심 데이터다.

지수 두 개로 읽어내는 쏠림

쏠림의 강도를 실시간으로 측정하는 가장 직관적인 도구는 두 종류의 지수를 비교하는 것이다.

시가총액가중지수는 덩치 큰 종목에 큰 비중을 부여한다. 시총 1·2위 종목이 지수의 향방을 좌우하므로, 소수 대형주의 움직임이 그대로 지수에 반영된다. 반면 동일가중지수는 종목의 크기와 무관하게 모든 구성 종목에 같은 비중(1/N)을 부여한다. 따라서 동일가중지수는 시장의 '중간 종목'이 평균적으로 어떻게 움직이는지에 가깝다.

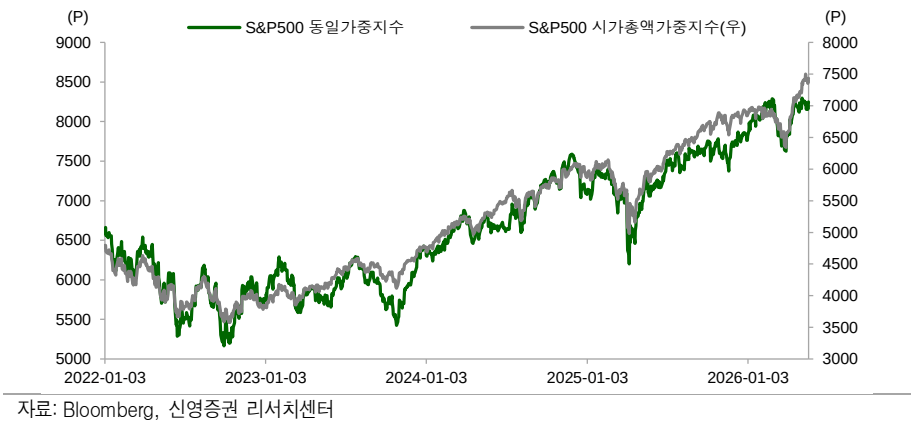
시총가중 vs 동일가중 지수: 쏠림의 강도를 측정하는 실시간 나침반

이 두 지수의 비율(시총가중 ÷ 동일가중)을 읽는 법은 간단하다. 비율이 상승하면 대형주만 오르고 다수는 따라오지 못하는 국면, 즉 주도주 압착(쏠림 심화)이다. 비율이 하락하면 중소형주까지 고르게 오르는 국면, 즉 상승의 폭이 넓은(쏠림 완화) 장세다.

지수는 신고가인데 동일가중은 잠잠하다면, 오른 것은 '시장'이 아니라 '몇 종목'이다.

실제로 S&P 500 동일가중지수는 연초 이후 최고치 경신이 지연되며 시가총액가중지수와의 이격을 키우고 있다. 시총가중지수가 신고가 영역에서 움직이는 동안 동일가중지수는 직전 고점 부근에서 머뭇거리는, 전형적인 압착 신호가 관찰된다.

도표 9. S&P 500 시총가중 vs 동일가중 지수



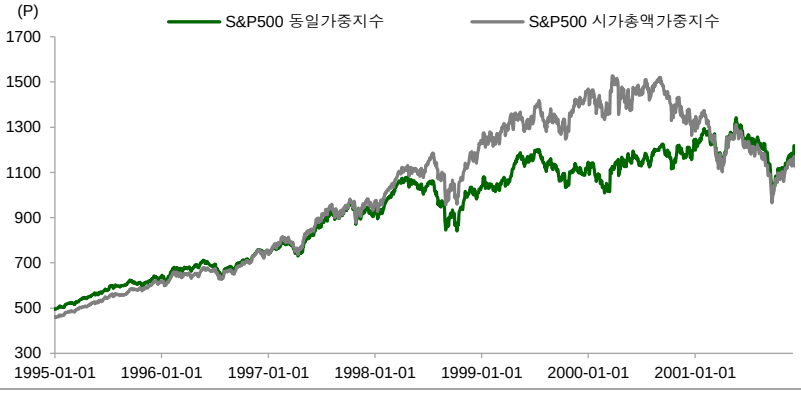
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

다만 이 이격을 곧바로 사이클의 종결로 해석하는 것은 성급하다. 역사적 경험은 신중함을 요구한다. 1998~2000년에도 동일가중지수는 시가총액가중지수에 크게 뒤처지며 큰 이격을 만들었으나, 그 이격이 발생한 뒤에도 시장은 1년 이상 추가로 상승했다.

실제 올해 이후 S&P500의 동일가중지수는 최고치를 뚫어내지 못하고 있다. 하지만 아직 너무 놀라지는 말자. 위에서 확인한 바와 같이 한두 달의 이격은 사이클을 종결시키지 않기 때문이다.

이격의 '발생'은 경계의 시작일 뿐, 그 자체가 고점의 확증은 아니다. 압착이 시작되었다는 사실과 그것이 곧 끝을 의미한다는 해석 사이에는 상당한 거리가 있으며, 닷컴기의 경험은 그 거리가 1년 이상일 수 있음을 보여준다. 따라서 동일가중의 이격은 '종결의 신호'가 아니라 '점검을 시작할 신호'로 받아들이는 것이 타당하다.

도표 10. 1995~2001 년 시총가중 vs 동일가중



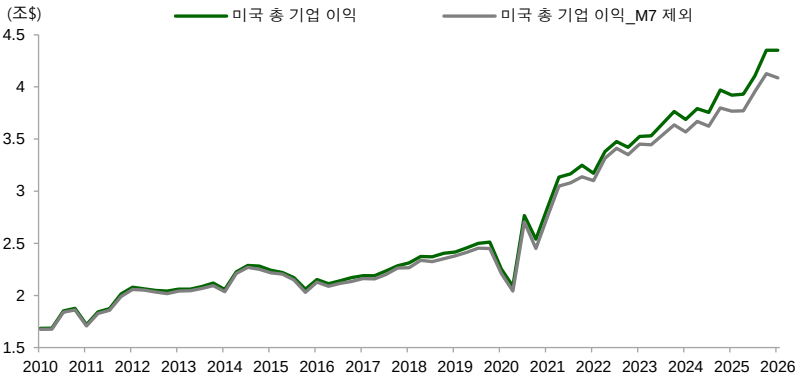
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

격차는 벌어지되, 주변도 함께 나아가는 국면

거인 아래 무너지지 않은 토대, 아직은 '올라탈 수 있는 쏠림'

지금까지의 논의를 하나의 그림으로 종합하면 명확해진다. 미국 총 기업이익에서 M7을 제외하더라도, '나머지'의 이익은 우상향을 지속하고 있다. 거인과의 격차는 분명히 벌어지고 있지만, 그것이 나머지의 침몰을 뜻하지는 않는다.

도표 11. 미국 총 기업이익 vs M7 제외 기업이익



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

세 개의 지표가 정확히 같은 결론을 가리킨다. 한국의 반도체 제외 수출, 코스피 양대 반도체 제외 이익, 미국의 M7 제외 기업이익, 즉 거인을 걷어낸 자리에서도 셋 모두 성장을 이어가고 있다.

주도주가 좋은 것과 주도주'만' 좋은 것은 엄연히 다르다. 지금까지 그래왔듯 앞으로도 이익과 성장이 확실한 주도주에 자금이 더 집중될 것이다.

다만 주도주'만' 좋다면, 그것은 단기 수익률이 아무리 화려하더라도 사이클의 끝을 알리는 신호다. 결국 주도주의 이익도 진공에서 늘어나지 않는다. 가계가 소비하고 후방 산업이 돌아가는, 전체 경제 안에서 돈을 벌어와야 그 이익이 다음 분기에도 이어진다. 거인의 성장은 나머지의 토대 위에서만 지속될 수 있다.

우리가 개별 종목이 아니라 전체 경제를 합산한 데이터, 즉 코스피 전체 이익, 반도체 제외 수출, M7 제외 기업이익을 굳이 들여다보는 이유가 여기에 있다. 그리고 그 합산의 바닥은, 지금 아직 늘고 있다. 격차는 벌어지되 주변도 함께 나아가는 국면, 다시 말해 올라탈 수 있는 쏠림이라는 뜻이다.

변두리에서 마이너스가 먼저 시작된다는 역사적 경험은 여전히 유효한 경계선이다. 동일가중지수의 신고가 경신 지연, 소외 자산의 선행 약세는 앞으로도 매 분기 점검해야 할 좌표다. 그러나 적어도 지금, 데이터가 가리키는 무게중심은 '근거 있는 압착' 쪽에 있다. 평균이 아니라 분포를 보되, 그 분포의 쏠린 쪽에 이익이 실제로 따라가고 있는지를 기준으로 삼는 것, 그것이 이번 사이클을 '이번엔 다르다'가 아니라 '이번에도 같을' 자리에서 읽는 방법이다.

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.