



Equity

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

2026년 6월 16일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

종전과 금리의 소음, 메모리의 복귀

(결론적으로) 6월 한국 증시는 실적 장세가 끝난 것이 아니라 금리의 소음에 잠시 가려진 국면이다. 유가 하락과 인플레이션 프리미엄 완화는 할인을 부담을 낮추고, 시장의 시선을 다시 이익으로 돌릴 수 있다. 외국인 수급 회복의 관건은 환율 안정과 메모리 실적 확인이며, SK하이닉스 ADR은 그 복귀의 통로가 될 수 있다. 금리 공포가 잦아들수록 시장의 본류는 다시 AI 병목과 메모리 주도주로 향할 것이다.

6월 한국 증시의 본질은 실적 장세의 종료가 아니다. 금리 장세가 일시적으로 실적 장세를 덮은 것이다. 연초 이후 시장을 끌어올린 힘은 AI 인프라 투자, HBM 병목, 메모리 가격 결정력, 대표기업의 이익 추정치 상향이었다. 그러나 미국 고용 호조, 연준 금리 인하 기대 후퇴, BOJ 금리 인상 가능성이 겹치며 시장은 기업 이익보다 할인율을 먼저 반영했다.

변동성은 컸다. 코스피 사이드카는 올해 25회, 코스닥 사이드카는 14회, 코스피 서킷브레이커도 3회 발동됐다. 코스피 서킷브레이커가 총 9회에 불과하다는 점을 감안하면 이례적이다. 다만 이를 구조적 붕괴로 해석할 필요는 낮다. 매수와 매도 사이드카가 번갈아 나타났다는 것은 시장이 한 방향으로 무너진 것이 아니라 과열과 냉각을 빠르게 반복했다는 뜻이다.

BOJ 금리 인상 우려도 불편하지만, 엔 캐리 청산을 기본 시나리오로 둘 필요는 낮다. 1998년 LTCM 사태에는 글로벌 펀드의 디레버리징이, 2007년 서브프라임 초기에는 신용위험과 유동성 회수가 있었다. 2024년 8월 5일에도 BOJ의 매파적 인상, 미국 고용 둔화 우려, 엔화 급등, 주식 변동성이 동시에 겹쳤다. 지금은 BOJ 인상 가능성이 상당 부분 가격에 반영됐고, 글로벌 신용시장이 얼어붙은 국면도 아니다. BOJ는 소음이지만, 시스템 리스크는 아니다.

FOMC도 마찬가지다. 케빈 워시 체제의 첫 회의라는 상징성은 크지만, 첫 회의에서 급격한 정책 전환을 택할 가능성은 낮다. 이미 시장은 금리 인하 기대를 낮췄고, 연준의 매파성도 상당 부분 반영했다. 예상된 매파성은 불편하지만, 새로운 충격은 되기 어렵다.

금리 공포의 근저에는 인플레이션이 있다. 그래서 지금 봐야 할 가격은 유가다. 최근 국제유가는 미국이란 합의 기대, 호르무즈 통항 정상화 가능성, 지정학 프리미엄 축소를 반영하며 하락했다. 유가 하락은 기대인플레이션을 낮추고, 금리 상승 압력을 완화한다. 한국처럼 에너지 수입 의존도가 높은 경제에는 수입물가, 무역수지, 환율, 외국인 수급 측면에서 모두 긍정적이다. 금리의 공포가 낮아지면 시장은 다시 이익을 본다. 그 이익의 중심은 여전히 메모리다.



국내외 주식시황 김두연 kimdoon@hanafn.com
주식시황 RA 최욱 wookchoi@hanafn.com

하나증권 리서치센터

수급의 핵심은 외국인이다. 외국인은 코스피에서 연초 이후 124조원 안팎을 순매도했다. 반면 개인은 79조원을 순매수했고, 신용융자 규모는 29조원까지 확대됐다. 외국인이 한국을 버린 것이 아니라, 빠르게 오른 한국 비중을 줄인 것이다. 원화 약세는 달러 기준 수익률을 훼손했고, 개인의 매수 여력도 예전 같지 않다. 다음 상승의 조건은 외국인의 복귀다.

SK하이닉스 ADR은 그 복귀의 통로가 될 수 있다. 빠르면 8월 상장, 6월 22일 주간 SEC 승인 가능성이 거론되고 있다. ADR은 주식의 국적을 바꾸는 것이 아니라 거래 언어를 바꾸는 장치다. 원주는 한국에 남고, 미국 예탁은행은 이를 기반으로 미국에서 거래 가능한 예탁증서를 발행한다. 미국 투자자는 달러 계좌 안에서 SK하이닉스에 투자할 수 있다. 결국 ADR은 주식의 복제가 아니라 접근성의 확장이다. 접근성은 곧 수급이다. 미국 투자자는 지금도 한국 주식을 살 수 있다. 그러나 살 수 있다는 것과 쉽게 살 수 있다는 것은 다르다. 환전, 세금, 결제, 리서치 커버리지, 계좌 접근성은 모두 투자 결정의 비용이다. ADR은 이 비용을 낮춘다. SK하이닉스는 미국 시장에서 달러로 거래되는 AI 메모리 대표주가 될 것이다.

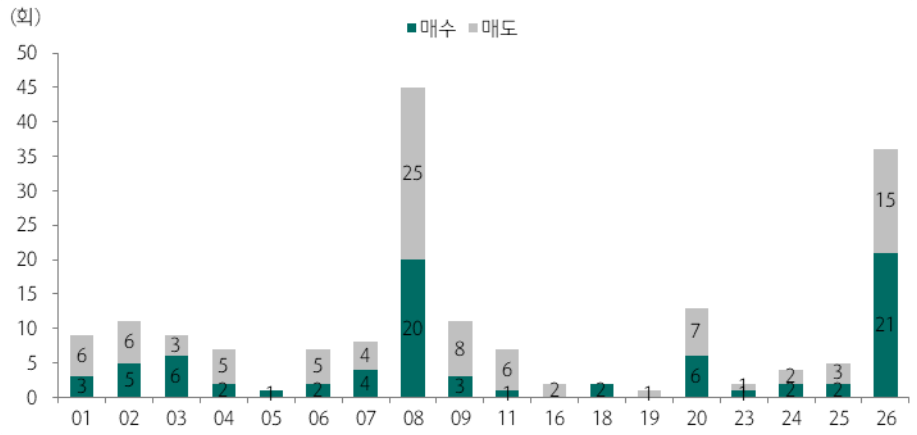
긍정적 효과는 세 가지다. 첫째, 미국 성장주 펀드, 기술주 펀드, 반도체 ETF, AI 테마 ETF의 접근성이 높아진다. 둘째, 비교군이 바뀐다. 국내 시장이 메모리 사이클주로 본다면, 미국 시장은 엔비디아 밸류체인, AI 서버 병목, HBM 가격 결정권으로 평가할 가능성이 높다. 셋째, 패시브 자금 유입 가능성이다. 필라델피아 반도체 지수의 정기 리밸런싱 9월 기준이 당해년도 7월말까지이기에 실질적인 편입은 2027년 9월 가능성이 높다. 다만 나스닥 관련 지수, 글로벌 반도체 ETF, AI ETF 등은 잠재적 수급 경로가 될 수 있다.

관건은 발행 규모다. 물량이 너무 많으면 기존 주주의 희석 부담이 커진다. 반대로 너무 적으면 미국 시장에서 유동성이 부족해 대형 기관과 ETF의 접근성이 떨어진다. 최적의 설계는 희석을 제한하되, 미국 기관투자자가 의미 있게 거래할 수 있는 유동성은 확보하는 것이다. 조달 자금이 HBM, 첨단 패키징, 글로벌 생산능력 확충으로 이어진다면 희석은 비용이 아니라 성장의 선불금이 된다. 과거 한국 기업 ADR과도 성격이 다르다. POSCO와 한국전력, SK텔레콤, KT, 신한금융, 우리금융, LG디스플레이의 ADR 키워드는 금융시장 개방, 민영화, 글로벌화, 배당이었다. SK하이닉스의 키워드는 AI, HBM, 나스닥, 미국 자본시장 리레이팅이다. 과거 ADR이 한국 기업을 글로벌 시장에 알리는 창이었다면, SK하이닉스 ADR은 글로벌 AI 자금이 메모리 병목을 사는 문이다.

향후 순서가 중요하다. 6월 24일 마이크론 실적은 메모리 업황을, 6월 말~7월 초 SK하이닉스 ADR 세부 내용은 수급 구조를, 7월 초와 말 삼성전자와 SK하이닉스 2분기 실적은 이익을, 8월 ADR 상장은 글로벌 자금 유입을 확인하는 계기가 된다. 좋은 상승장은 좋은 순서를 가진다. 실적이 먼저 오고, 수급이 따라오고, 밸류에이션이 다시 열린다.

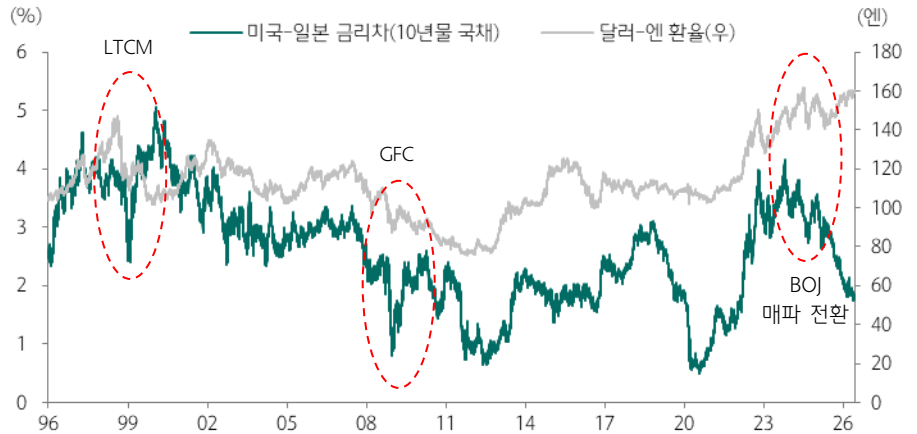
전략은 명확하다. 금리 공포에는 순수 기대주를 줄이고, 실적 회귀에는 주도주를 다시 봐야 한다. 시장은 이미 금리를 가격에 넣었고, 유가는 인플레이션 프리미엄을 낮추고 있으며, 외국인 수급은 돌아올 명분을 기다리고 있다. 한국 시장의 본류는 다시 실적이다. 그 실적의 중심에는 메모리 반도체가 있다. 금리의 소용이 잦아들수록 시장은 다시 묻게 될 것이다. 누가 AI 시대의 병목을 쥐고 있는가. 그 답이 바뀌지 않았다면, 전략도 바꿀 필요가 없다.

도표 1. 2008년 금융위기(GFC) 이후 가장 많은 사이드카



자료: 한국거래소, 하나증권

도표 2. BOJ 금리인상에도 엔 캐리 청산은 기본 시나리오가 아님



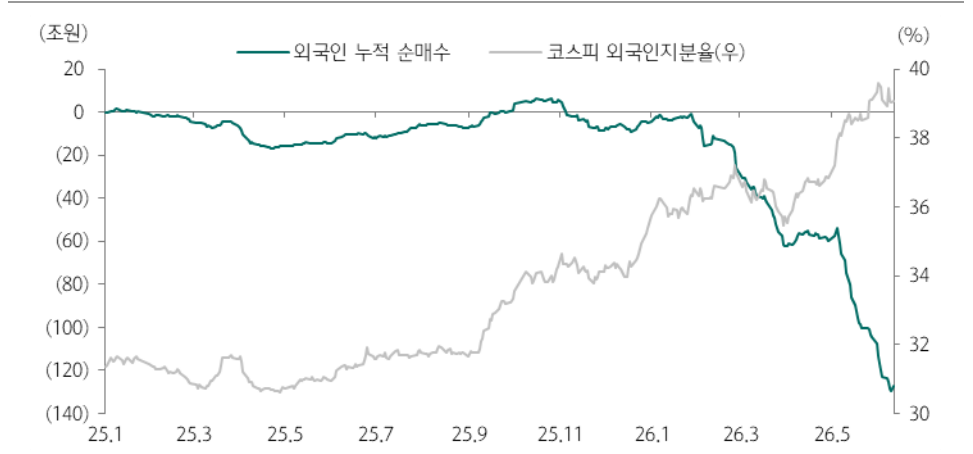
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미-이란 전쟁 종전 MOU 초안(6.15 종전 합의 이전 보도 종합)

주요 쟁점	MOU 주요 합의 사항/보도 내용	미국 측 주장·원하는 것	이란 측 주장·원하는 것
서명 시점	전자서명 임박 보도. 이란은 시점에 신중	빠른 서명으로 전쟁 종료 성과 부각	최종 확정 전 신중한 태도 유지
휴전	60일 휴전 연장 후 최종협상	휴전 기간 중 핵협상 진전	군사충돌 중단 우선
호르무즈 해협	해협 재개방	자유통행·에너지 시장 안정	개방하되 관리권 유지
미국 해상봉쇄	미국 봉쇄 해제 포함	해협 개방과 맞교환	봉쇄 해제를 핵심 조건화
핵무기	이란 핵무기 보유 금지 원칙	핵무기 개발 차단	핵무기 의사 없음, 핵주권은 유지
고농축 우라늄	HEU 처리 방식 후속 협상	제거·저농축화·파괴	즉각 반출·전면 해체엔 반발
제재 완화	원유·석유화학 제재 완화 가능	단계적 완화	수출·금융제재 완화 요구
동결자금	일부 해제 보도, 금액은 엇갈림	“현금 지급 없음” 강조	협상 전 일부 해제 요구
경제 재건	재건 지원 논의 가능성	공식 확인 제한적	경제 보상·재건 패키지 요구
협상 의제 범위	핵·제재·자금·재건 논의	핵·검증·비핵화 중심	미사일·역내세력 제외 희망
레바논/헤즈볼라	이란판 초안에 포함 보도	이스라엘 안보 고려	포괄 휴전 포함 희망
검증·이행	최종합의 전 기술협상	검증 가능한 핵 제한	미국의 선이행 보장 요구

자료: 언론종합, 하나증권

도표 4. 코스피 외국인 수급 현황



주: 25.1.2 기준 누적
 자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

도표 5. 글로벌 주요 지수 내 한국 주식 비중

지수	제공사	한국 분류	한국 주식 비중
MSCI ACWI	MSCI	Emerging	2.68%
MSCI Emerging Markets	MSCI	Emerging	22.02%
FTSE All-World	FTSE Russell	Emerging	2.27%
FTSE Developed	FTSE Russell	Developed	2.53%
S&P Developed BMI	S&P DJI	Developed	1.77%

주: 25.6.10 기준
 자료: MSCI, FTSE, S&P, 하나증권

도표 6. ADR Level 별 특징

구분	Level I ADR	Level II ADR	Level III ADR
핵심 성격	가장 낮은 단계의 ADR 프로그램	미국 거래소 상장용 ADR	미국 거래소 상장 + 공모 자금조달용 ADR
거래 장소	OTC 시장	NYSE, Nasdaq 등 정규 거래소	NYSE, Nasdaq 등 정규 거래소
미국 내 자금조달	불가	불가	가능
사용 주식	기존 원주	기존 원주	기존 원주 또는 신주/공모 주식
SEC 등록서류	Form F-6	Form F-6, Form 20-F	Form F-6, Form 20-F, Form F-1/F-3/F-4
SEC 정기공시	제한적	본격적 공시의무 발생	본격적 공시의무 + 공모 관련 증권신고서
투자자 접근성	미국 개인·기관 일부, OTC 중심	미국 거래소 투자자 접근 가능	거래소 투자자 + 공모 참여 투자자 접근 가능
회사 목적	미국 내 거래 편의 제공	인지도 제고, 유동성 확대	자금조달, 밸류에이션 재평가, 글로벌 투자자 기반 확대
상장 절차	거래소 상장 없음	거래소 심사 필요	거래소 심사 + SEC 공모 심사 + 수요예측/가격결정

자료: SEC, 하나증권

도표 7. SK하이닉스 ADR 상장 시 편입 가능한 주요 지수와 예상 편입 시기

지수명	설명	핵심 편입기준	정기편입	리밸런싱	예상 편입 시점	이유
Nasdaq Composite	Nasdaq 전체 지수	Nasdaq 상장	수시	수시	상장 직후	Nasdaq 상장 시 자동 편입 가능
NYSE Composite	NYSE 전체 지수	NYSE 상장	수시	3-6-9-12월	상장 직후	NYSE 상장 시 자동 편입 가능
Nasdaq-100 Fast Entry	Nasdaq 대형주 신속 편입	Nasdaq 상장 + 대형 시총	수시	-	2026년 9월 조건부	ADR 예탁분 시총이 Top40 이내인 경우 편입 가능
Nasdaq-100 정기편입	Nasdaq 대표 100대 비금융주	Nasdaq 상장 + 유동성	12월	3-6-9-12월	2026년 12월 ~2027년 12월	8월 말 이전 Nasdaq 상장·유동성·ADR 시총 상위권 유지 시 연말 편입 가능
SOX	대표 반도체 지수	미국 상장 반도체주	9월	3-6-9-12월	2027년 9월	7월 말 데이터와 3개월 seasoning·6개월 거래량 요건 충족 어려움
NYSE/ICE Semiconductor / SOXX	SOXX 추종 반도체 지수	미국 상장 반도체주	9월	3-6-12월	2027년 9월	27년 9월 리뷰부터 유동성·시총 요건 판단 가능
MVIS US Listed Semiconductor 25 / SMH	SMH 추종 반도체 지수	미국 상장 + 반도체 매출	3-9월	3-6-9-12월	2027년 3~9월	27년 9월 리뷰부터 유동성·시총 요건 판단 가능
S&P ADR 지수군	ADR 전용 지수	Level II/III ADR	3-6-9-12월	3-6-9-12월	2026년 12월 ~2027년 3월	3개월 ADVT 등 유동성 기준 존재. 상장 직후보다는 다음 분기 리뷰 예상
MSCI Expanded ADR Indexes	MSCI ADR 대체 지수	MSCI 종목 + ADR	2-5-8-11월	2-5-8-11월	2026년 11월 ~2027년 2월	분주 편입 기반으로 ADR 반영 가능

자료: Nasdaq, NYSE, S&P, MSCI, Bloomberg, 하나증권

도표 8. 주요 한국 기업 ADR 상장 사례

기업명	상장·거래일	상장 거래소	ADR Level	ADR 상장 목적 및 특징
포스코홀딩스	1994.10.14	NYSE	Level III	90년대 초 자본시장 개방 국면에서 한국 대표 제조 기업의 해외 투자자 기반 확대
한국전력	1994.10.27	NYSE	Level III	90년대 초 자본시장 개방 국면에서 공기업 지분 분산과 외국인 자본 유치 병행
SK텔레콤	1996.6.27	NYSE	Level III	민영화 이후 이동통신 산업 고성장예 따른 통신 인프라 투자재원 확보
KT	1999.5.26	NYSE	Level II	외환위기 이후 공기업 민영화 과정에서 해외 투자자 유치와 정부 지분 매각 기반 마련
KB금융지주	2001.11.1	NYSE	Level II	대형 금융지주사 출범 시기로 금융지주 체제 전환 이후 글로벌 투자자 접근성 확대
신한금융지주	2003.9.16	NYSE	Level II	외환위기 이후 종합금융그룹으로서 해외 인지도 제고와 장기 외국인 투자자 확보
우리금융지주	2003.9.29	NYSE	Level II	외환위기 이후 정책금융 구조조정과 공격자금 회수 목적
웹젠	2003.12.16	Nasdaq	Level III	닷컴버블 이후에도 한국 온라인 게임 주목에 따라 해외시장 확장을 위한 자금 조달
LG디스플레이	2004.7.22	NYSE	Level III	LCD 슈퍼사이클에 따른 대규모 증설자금 조달과 글로벌 투자자 대상 밸류에이션 제고

자료: Bloomberg, SEC, 하나증권