

# Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / [ymaezono@ibks.com](mailto:ymaezono@ibks.com)

## 전일 증시 급락 긴급 점검

### 1. SK하이닉스 관련 이슈(1): 시가총액 1위 달성

전일 국내 주식 시장이 급락했다. 간밤 야간 선물 시장이 상승 흐름으로 끝났고, 현재 주식 시장을 주도하는 미국 반도체 관련주들이 대부분 상승했기 때문에 전일 국내 증시 역시 상승 기대감을 가지고 출발했다. 하지만 증시 시작과 동시에 외국인과 기관을 중심으로 한 순매도 흐름이 지속 및 강화되며 장중 내내 추세적으로 하락하는 모습을 보였다.

사실 전일 증시 급락과 관련하여 충격을 줄 만한 사안은 딱히 대두되지 않았다. 외환 시장, 채권 시장, 원자재 시장 등 글로벌 금융 시장의 변동성이 대체로 크지 않았다. 국내 주식 시장이 급락하며 아시아 증시 전반에 매도 압력을 확대시키는 요인으로 작용하는 모습이었다.

특히 지수 하락을 반도체 관련주들이 야기했는데, 전전일 상황을 고려해 보면 지난 22일 미국 빅테크 기업들의 주가가 하락하면서 나스닥이 약세를 보인 점 그리고 SK하이닉스의 시가총액이 코스피내 1위를 기록했다는 점 등이 반도체와 관련된 주요 뉴스였다고 볼 수 있다.

SK하이닉스가 삼성전자를 제치고 코스피 내 시가총액 1위를 기록한 것은 증시 역사상 이례적인 이벤트로 평가되고 있다. 2000년 이후로 봤을 때 경험적으로 삼성전자가 시가총액 1위를 놓친 적이 없기 때문에 SK하이닉스의 시가총액 1위 달성은 일각에서 과열 징후 혹은 고점 신호로 인식되기도 했다. 공교롭게도 SK하이닉스의 1위 달성 다음 달 주가가 급락하며 지수 하락을 견인했다.

역사적으로 코스피 시가총액 2위 혹은 3위 종목이 바뀔 때 시장에서는 그것을 주목했고 과열 징후 또는 고점 신호로 인식하기도 했으나, 통계적으로 주가는 그렇게 반응하기도 했고 그렇지 않은 경우도 많았다. 2000년 이후로 시가총액 2위로의 순위 상승 사례는 15건, 3위로의 순위 상승 사례는 43건이 있었다. 그런데 그와 같은 2, 3위로 순위 상승 사례 발생 후 주가는 6~12개월 후 평균적으로 상승했다. 그리고 사례 건수로 확률을 살펴보더라도 주가가 약세를 보인 확률은 시가총액 2위로의 상승 종목들에 대해 약 20%, 3위로의 상승 종목들에 대해 약 60%로 나타나 경험적으로 시가총액 2, 3위로의 순위 상승에 따른 주가 하락 위험은 우려와 달리 그다지 크지 않았던 것으로 나타난다.

SK하이닉스가 삼성전자보다 미래에 더 많은 실적을 달성하기는 현재 컨센서스 상 쉽지 않은 상황에서 시가총액의 역전 현상은 주가 과열로 해석될 수도 있다. 하지만, SK하이닉스의 기술력, 마진 우위 등 과거와 다른 현상들이 동반되고 있는 만큼 시가총액 역전 현상만으로 주가 과열이나 고점을 설명하기에는 충분치 않을 수 있다. SK하이닉스 밸류에이션이 삼성전자를 상회하고 있으나, 그 밸류에이션 프리미엄도 과거에 없었던 수준을 반영하고 있는 상황은 아니다. 그리고 이와 같은 현상이 오히려 반대로 삼성전자의 주가 매력도를 높이는 요인으로 작용할 수도 있다. 따라서, 시가총액 역전 현상 이외에 좀 더 많은 요인들이 주가 급락에 영향을 주었을 가능성이 있다고 판단된다.

## 2. SK하이닉스 관련 이슈(2): 기술적 과열

사실 전일 SK하이닉스의 시가총액 1위 달성 이슈에 좀 가려지기는 했으나, 좀 더 실질적인 주가 과열 현상으로 볼 수 있는 항목이 역대급 기술적 과열을 보인 이격도 수준이었다. 전일 외국인과 기관의 압도적 순매도 1위 종목은 SK하이닉스였다. 최근 SK하이닉스는 반도체 호황 지속과 2분기 실적 기대감 그리고 이번 주 마이크론 실적 발표를 앞두고 글로벌 반도체 주가 상승에 편승하여 주가가 급등하고 있었다. 그런데 거기에 개별적 이슈로 하반기 대규모 주주 환원 정책 기대감과 ADR 상장 이슈로 인해 주가가 더 폭등하고 있는 상황이었다.

그로 인해 6월 22일 기준 300만원에 근접했던 SK하이닉스의 20일, 60일, 120일 이격도는 각각 129%, 181%, 239%였다. 과거 수준과 비교해 보면, 20일 이격도는 꽤 높은 수준, 60일 이격도는 매우 높은 수준, 120일 이격도는 이례적으로 매우 높은 수준을 기록하고 있었다. 작년 10월말 과열, 지난 2월말 과열, 전월 5월의 과열 고점들과 비교했을 때 이격 수준은 유사하거나 그 이상을 기록한 상황이었다.

작년 이후, 현재와 같은 과열 수준에서 SK하이닉스의 주가는 고점대비 약 10~30% 가량 하락하는 모습을 보였다. 전일 SK하이닉스가 하루 만에 12.5% 급락했기 때문에 단기 과열에 대한 우려를 상당 부분 해소됐다고도 볼 수 있으나 충분히 과열이 해소됐다고 보기에는 모호할 수도 있어 추가 과열 해소 가능성도 열려 있다. 단기 과열의 해소 측면에서 본다면, 마이크론 실적 발표 이후에 즉각적인 저가 매수 유입 가능성, 또는 이번 주 추가 조정 시 다음 주부터 2분기 실적 기대를 반영한 저가 매수가 유입될 수도 있다.

## 3. 시장 수급 관련 이슈(1): 외국인 매도 재 강화 조짐

5월에 공격적인 매도 우위를 보였던 외국인 투자자들이 6월 FOMC를 소화하고 이란 사태 종전을 반영하며 최근 순매수 전환하는 조짐을 보였으나 재차 매도 우위로 전환하며 전일 4조원 이상의 강한 순매도를 보였다. 글로벌 재 긴축 흐름과 특히 매파적 연준에 따른 금리 상승 및 달러 강세 우려가 외국인 수급에 영향을 주고 있는 것으로 판단된다. 5월 이후 외국인의 매도 공세가 강화되고 있는 것은 과도하게 상승한 국내 증시에 대한 차이실현 및 비중조절의 영향이 크다고 판단된다. 이례적 단기 폭등에 대한 차이실현은 자산 배분 관점에서 충분히 나올 수 있는 전략이다. 그런 측면에서 본다면 주가 급락 시 비중 약화로 매도 물량은 완화될 수 있다.

다만, 한 가지 주시해야 할 점은 최근 외국인 매도 흐름이 글로벌 달러 강세 전환의 조짐 현상과 연동되어 지속적으로 출회될 수도 있다는 점이다. 아직 글로벌 금융 시장이 달러의 강세 전환을 고려하여 포트폴리오를 구축하는 것으로 보여지지는 않으나 달러인덱스는 뚜렷한 반등 기조를 보이고 있고 유로화는 최근 현저한 약세를 보이고 있다. 여기에는 연준의 금리 인상 우려와 이란 사태 이후 유럽의 경기 둔화 가능성 등이 복합적으로 작용하고 있는 것으로 추정된다.

달러인덱스가 현재 수준으로부터 한 차례 더 상승하거나, 유로화가 현재 수준으로부터 한 차례 더 하락할 경우 최근 1년간의 박스권 흐름을 확실하게 이탈하게 되기 때문에 달러는 강세 환경으로, 유로화는 약세 환경으로 전환한다는 신호의 해석이 설득력을 얻기 시작할 수 있다. 따라서, 현 시점부터는 외국인의 수급 흐름을 달러 인덱스와 병행하여 주시할 필요가 있다.

#### 4. 시장 수급 관련 이슈(2): 국민연금 국내 주식 비중 축소 가능성

언론을 통해 국민연금의 국내 주식 비중 축소 가능성이 대두되기 시작했다. 국민연금의 자산배분 리밸런싱 유예는 이번 6월말로 종료된다. 따라서, 7월부터 여타 자산대비 과도하게 상승한 국내 주식의 비중을 축소할 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 국민연금의 국내 주식 비중은 지난 5월 기금위 회의에서 20.8%로 크게 상향 조정되었다. 그리고 그에 대한 전략적, 전술적 배분 범위를 감안하여 8%p의 버퍼를 가정할 경우 28.8%까지 비중의 범위가 유연하게 설정될 수 있다. 다만, 코스피가 2분기에만 약 80% 가량 폭등하면서 국내 주식 비중이 급격하게 확대되어 매도 물량 출회 가능성이 높아지고 있다.

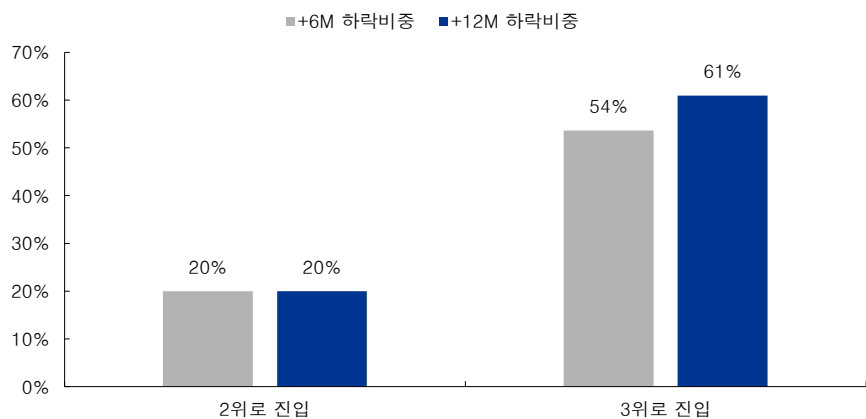
전일 순매도 금액은 사실 외국인보다 기관이 더 컸고, 기관 투자자 내 세부 세그먼트 수급 주체들은 대부분 강한 순매도를 보였다. 이는 최근 외국인 중심의 매도 흐름이 기관 매도 흐름으로 확산될 가능성을 보여 준 것이고, 기관 투자자들의 차이 실현 배경에는 국민연금 국내 주식 매도 가능성에 대한 선제적인 매도 움직임의 일환일 수 있다.

물론 국민연금의 매도 물량이 출회되더라도 그 물량 자체가 주는 시장의 조정 압력은 크지 않을 수 있다. 코스피의 시가총액이 과거보다 현저히 커졌기 때문에 매도 물량이 차지하는 비중이 시가총액대비 크지 않을 수 있고 또 일별 매도 물량에 대한 제한과 장기간 분산 매도 등의 smoothing한 매도 전개 가능성이 예상되기 때문이다.

따라서, 국민연금 국내 주식 비중 축소 가능성 만으로 시장이 급락할 가능성은 제한될 수 있다. 다만, 국민연금을 중심으로 국내 기관의 매도 압력이 외국인 매도 압력과 병행될 경우에는 시장 변동성이 크게 확대될 가능성이 있기 때문에 수급 상 부담요인으로 작용할 수 있다.

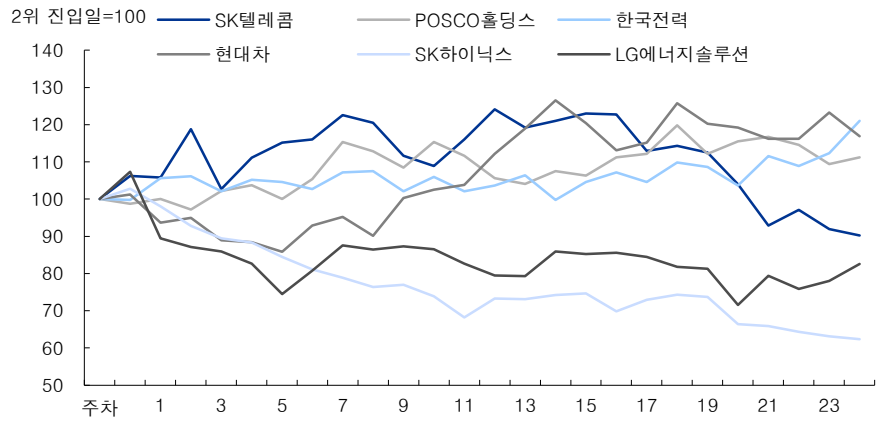
결론적으로 전일 시장의 급락 현상은 수급 이슈로 해석된다. 외국인과 기관의 동반 매도가 지속되면서 Top-down 관점에서 수급 상 시장의 조정 압력을 확대시킬 경우, 시장은 반도체 호황의 Bottom-up 호재를 상쇄시킬 가능성이 있다. 단기 과열 해소 이후 시장 수급은 재차 안정을 찾을 것으로 보이나, 달러의 현저한 강세 전환 여부 점차 확인될 경우 시장의 수급 불확실성은 지속 및 강화될 가능성도 열려 있다.

그림 1. 과거 코스피 시가총액 2, 3위 신규 진입 시, 순위 변동 시점 이후 추가 하락 건수 비중 추이



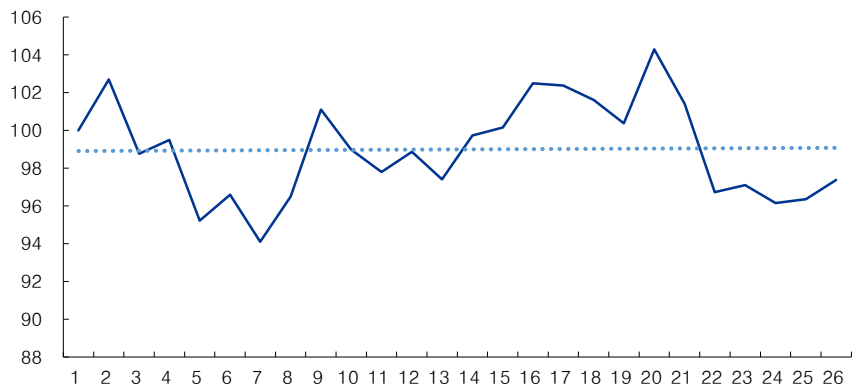
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권.

그림 2. 코스피 시가총액 2위 첫 진입일 이후 6개월 시가총액 경로 추이



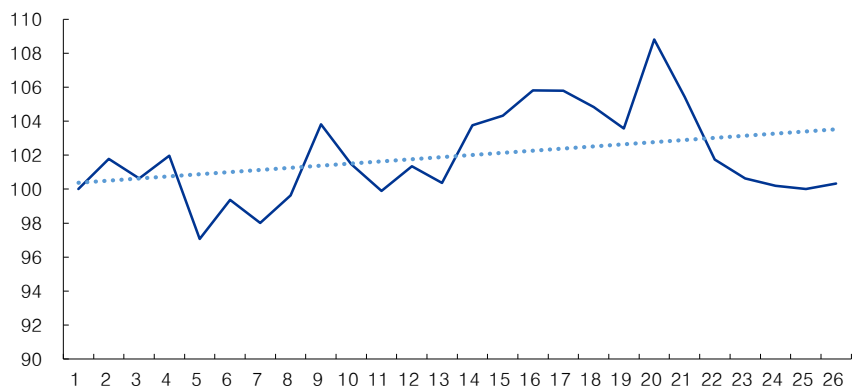
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권.

그림 3. 코스피 시가총액 2위 진입 이후 6개월 시가총액 흐름 추이 평균



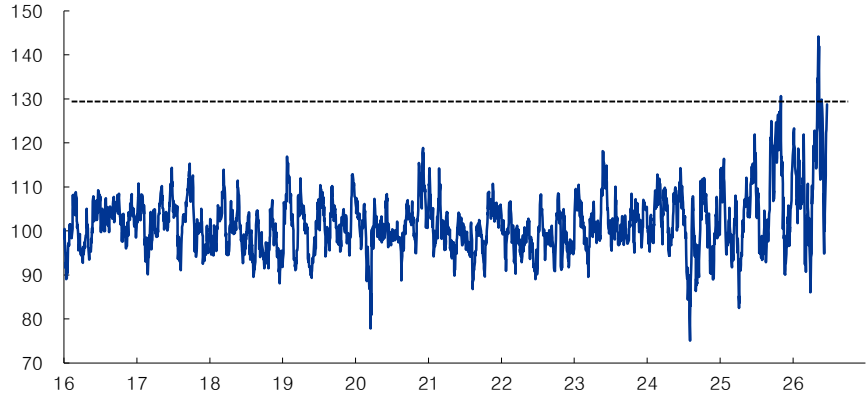
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권.

그림 4. 코스피 시가총액 2위 진입 이후 6개월 시가총액 흐름 추이 평균(LG에너지솔루션 제외)



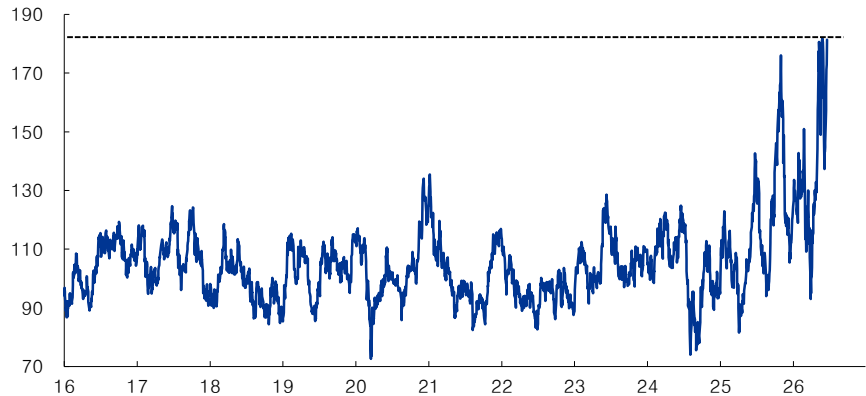
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권.

그림 5. 최근 10년, SK하이닉스 20일 이격도 추이



자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권, 주: 6월 22일 종가 기준

그림 6. 최근 10년, SK하이닉스 60일 이격도 추이



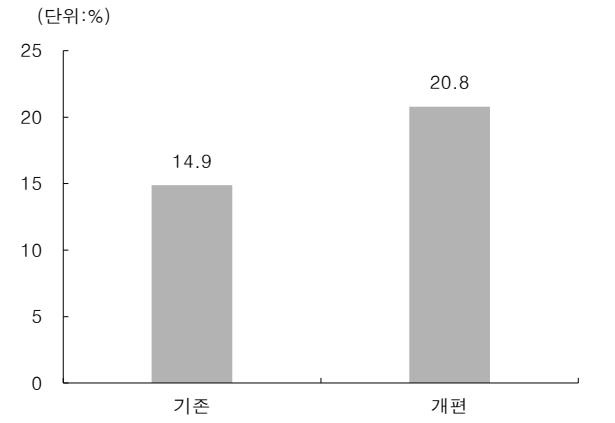
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권, 주: 6월 22일 종가 기준

그림 7. 최근 10년, SK하이닉스 120일 이격도 추이



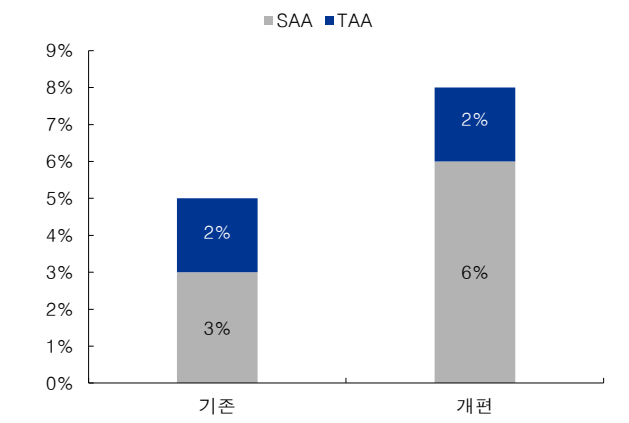
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권, 주: 6월 22일 종가 기준

그림 8. 26년 5월, 국민연금 국내주식 목표 비중 변화



자료: IBK투자증권, 국민연금 기금위

그림 9. 26년 5월, 국민연금 국내주식 허용범위 변화



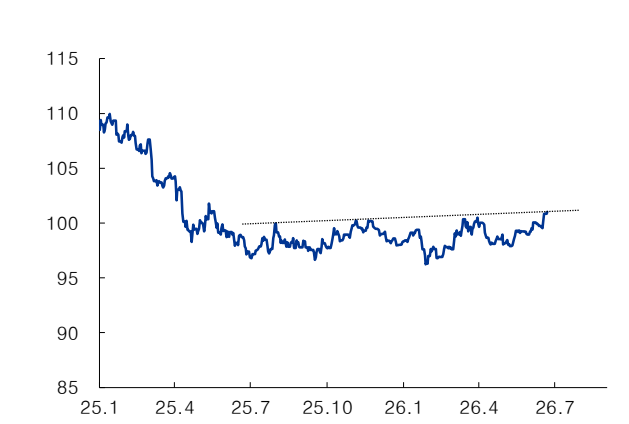
자료: IBK투자증권, 언론보도 인용

그림 10. 2010년 이후, 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. 2025년 이후, 달러인덱스 추이



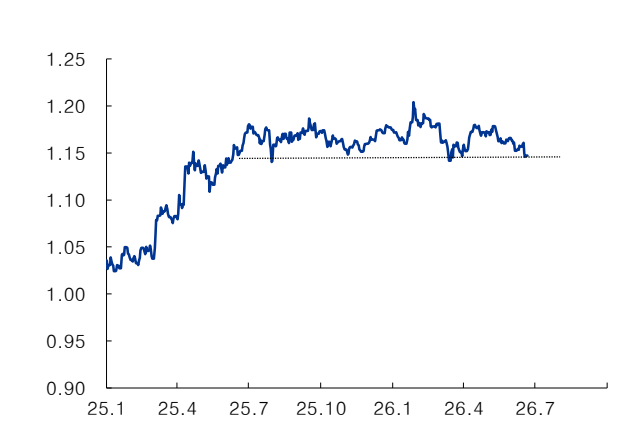
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 12. 2010년 이후, 유로/달러 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 2025년 이후, 유로/달러 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권