

# Catch & Shoot

24 Jun. 2026

DAOL 다올투자증권

조병현 투자전략 | bhcho@daolfn.com

Macro & Strategy

## 또 한번의 기록적 급락

### 핵심 내용 요약

- 전일 KOSPI가 -9.99% 하락. 역대 Worst 5 급락 중 두 번을 불과 3.5개월 차이로 한 해에 경험 중
- 특정 이벤트에 의해 촉발된 급락이 아니라는 점에서 오히려 불편함이 있음. 그러나 과거 버블/버스트 국면과의 일부 유사성에 의거, 추세 종결을 단정하기는 어려움
- 다수 부담요인들이 중첩되는 과정에서 자극된 변동성으로 해석하며, 여진이 있더라도 8,000pt 이하에서는 밸류에이션 하단(약 7,600pt)을 감안한 매수 관점 대응이 유효

### I. KOSPI의 과거 급락과 제기되고 있는 불안감

전일 코스피는 -9.99% 하락했다. 반올림으로 -10%라고하면, KOSPI 역사상(1990년 이후) 단 5회밖에 없는 수준의 급락이다. 2000년 4월 17일, 2001년 9월 12일, 2008년 10월 24일 그리고 올해 3월 6일이다. 각각 IT 버블 붕괴, 미국 9.11 테러, 리만브라더스 파산 여파 그리고 미국-이란 전쟁 상황에서 발생한 폭락이다. 참고로 과거 전일 이상으로 급락을 시현했던 사례들을 복기해 보면, 짧게는 4일, 길게는 33일에 걸쳐(평균 18.5일) 급락 이전의 수준을 회복하는 흐름이 나타나곤 했다.

일반적으로 급락 이후 단기간의 여진 혹은 바닥 확인과정을 경험한 뒤 회복 경로를 보이는 표준적인 경로로 볼 수 있는데, 한가지 특이점이 있다. 열거해 둔 바와 같이 대부분의 급락 케이스는 특정 이벤트가 트리거 역할을 하면서 발생한 데 반해 전일의 하락은 하나의 트리거 이벤트를 특정하기 어렵다는 점이다.

표면적으로 거론되는 이유들을 정리해 보면, ①미 연준의 급한 금리 인상에 대한 우려, ②마이크론 실적 경계감, ③심화되어 있던 반도체 대형주 쏠림, ④주식투자 관련 세제 변경에 관련된 불안감, ⑤스페이스X의 급락, ⑥국내 수급 구도의 변화 우려, ⑦레버리지 ETF 숏 감마 수급 등을 찾아볼 수 있다. 이들 소재들이 개별적으로 기록적인 급락을 유발할 소재로 보긴 어렵지만, 동시다발적으로 결합되며 그간 상승 과정에서 ⑧누적돼 있던 경계심(최근 가파른 상승분에 대한 차익실현 욕구)를 자극한 것이 아닌가 추정된다.

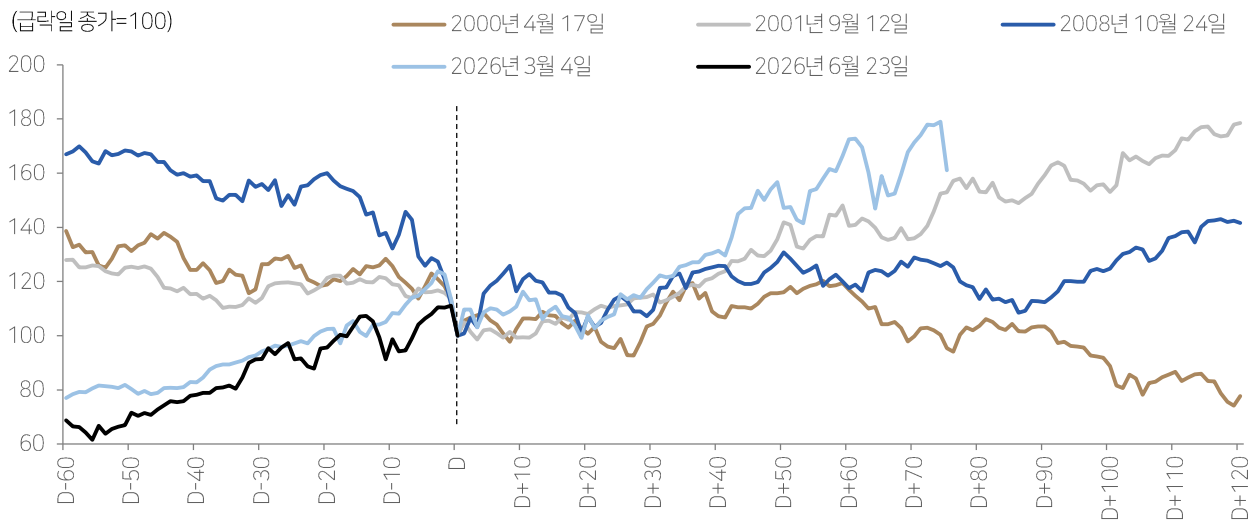
특정 트리거의 영향으로 급락했다면 해당 사안의 영향력과 여파를 점검해야겠지만, 그렇지 못한 만큼 오히려 당혹감이 생기는 측면도 있다. '트리거 없는 급락'은 양면적으로 해석될 여지가 있다. 긍정적으로 보면 명확한 펀더멘털 훼손이나 매크로 여건의 변화가 동반되지 않았다는 의미여서 심리나 수급 측면의 안정감만 확보된다면 회복이 빠르게 진행될 수 있다. 그러나 부정적으로 보면 급락을 설명하거나 정당화할 단일 변수가 없는 만큼 저점 확인이 늦어지거나, 하락 추세가 형성될 개연성도 있다.

전일 낙폭(-9.99%)을 상회하는 하락을 기록했던 사례들

날자	2000년 4월 17일	2001년 9월 12일	2008년 10월 24일	2026년 3월 4일	평균
트리거	IT버블붕괴	9.11테러	리만브라더스파산	미국-이란 전쟁	
당일낙폭	-11.6	-12.0	-10.6	-12.1	-11.6
+1일	5.6	5.0	0.8	9.6	5.3
+5일	5.6	2.3	18.6	10.1	9.2
+10일	6.3	-0.6	20.9	16.3	10.7
+20일	0.7	8.1	6.9	7.6	5.8
+60일	17.0	40.6	17.6	72.5	36.9
+120일	-22.3	78.5	41.6	-	32.6
평균회복기간	33	27	4	10	18.5

Source: 다올투자증권

전일 이상의 하루 낙폭을 기록했던 케이스의 전후 시장 움직임은 대부분 회복 방향



Source: Quantiwise, 다올투자증권

당사는 우선 전자라고 생각하고 있는데, 문제는 시장에서 한 가지 더 염려스럽게 보는 부분이 생긴 듯 하다는 점이다. 위 급락 사례 중 2000년 4월 17일 급락 사례에 대한 부분이다. 당시의 하락은 앞서 언급한 바와 같이 IT 버블 붕괴 국면이었으며 이 케이스에서도 하락 동인을 특정하기 어렵지만, -10%이상 하락한 사례 중 유일하게 향후 6개월에서도 하락 추세가 이어진 것으로 나타나는 국면이다. 안 그래도 한국 증시의 가파른 상승이 지속되면서 버블/버스트에 대한 경계심이 높아지고 있는 상황이다 보니 역사적으로 유명한 IT 버블 붕괴 이후와 같은 이유 없이 시작되는 하락 국면에 대한 막연한 경계심이 형성되는 것도 충분히 이해가 되는 부분이다. 더불어 00년대 초반 IT 버블 붕괴의 초기 국면, 상징적인 사건이 시스코가 마이크로소프트의 시가총액을 역전 시키며 당시 시가총액 1위에 등극했던 상황(2000년 3월)인 만큼 최근 발생한 SK하이닉스와 삼성전자 간에 발생한 시가총액 역전까지 묘한 기시감을 자극하고 있다.

그러나 이 같은 기시감을 곧 ‘버블 붕괴의 반복’으로까지 확장할 필요는 없다는 판단이다. 언급한 바와 같이 당시 버블 붕괴 직전의 상징적 사건은 시스코가 마이크로소프트의 시가총액을 역전한 것이었고, 당시 핵심은 시스코의 이익이 MS의 20~30% 수준에 불과했음에도 시가총액 상 역전이 발생했다는 점이다. FY1999와 FY2000년 마이크로소프트의 영업이익은 100억\$ 내외였던 반면 시스코는 30억\$ 내외였다. 결국 기대감의 선반영이 시총 1위를 바꾸는 상황, 전형적인 과도한 밸류에이션이라고 볼 수 있다.

현재 한국에서 발생한 SK하이닉스의 삼성전자 시가총액 역전은 외형은 닮았으나 질적인 측면에서 다르다. 하이닉스의 영업이익은 삼성전자의 약 73% 수준이다. 그리고 밸류에이션 역시 과도함을 논하기에 어렵다. 시총 역전 과정에서 밸류에이션 부담이 발생하지 않았고, 그 부분을 이익의 성장이 뒷받침하고 있다고 볼 수 있다. 기대만으로 부풀려진 2000년의 시스코와 달리, 이익이 따라붙은 시총 역전을 버블에 의한 과잉상황으로 규정하기는 어려워 보인다.

다소 추상적으로 보일 수 있지만, 버블의 붕괴는 결국 성장이 금리 부담을 이기지 못하는 상황에서 발생한다고 생각된다. 특히 해당 국면의 성장을 이끌어 가고 있던 투자 사이클이 훼손되는 시점을 전후로 붕괴가 발생하게 된다. 00~01년 당시에는 기업의 IT 투자가 있었고, 07~08년에는 부동산 투자가 있었다. 그러나 지금의 AI CAPEX의 사이클은 아직 견조하게 진행 중이라고 판단하고 있다. (이 부분에 대한 보다 자세한 내용은 6월 5일 발간한 당사 하반기 전망 Climb a little higher 참고)

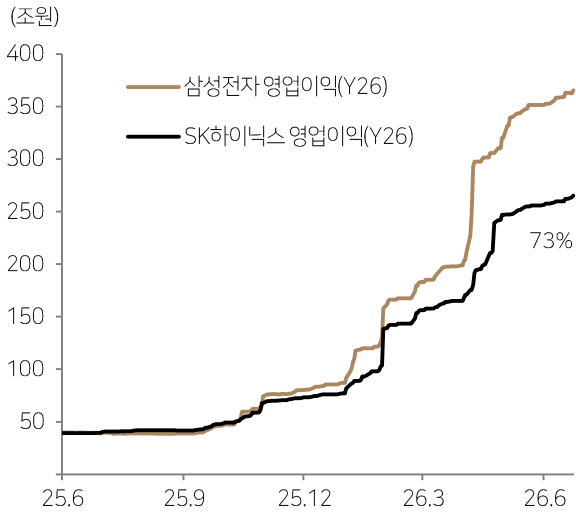
## 2. 아직 하반기에 대한 기대감을 접을 필요는 없다

6월 5일 발간한 당사 하반기 전망 ‘Climb a little higher’에서 하반기 기본 경로는 우상향으로 보고 있지만, 2분기 말~3분기 초, 즉, 6~7월은 변동성에 대한 우려가 발현되는 구간이라는 가능성을 제시한 바 있다. 그 이유는 다음과 같다.

- (1) 유가가 미국-이란 간 합의 도출과 함께 즉각 하락하더라도, 인플레이션은 1~2개월 가량 추가로 고점을 향해 가는 상승 국면이 전개될 것이라는 점
- (2) 이에 6~7월 예정되어 있는 각국 중앙은행의 정책 기조는 매파적으로 제시될 가능성이 높았다는 점
- (3) 한국 기업이익에 대한 현재 컨센서스가 2분기를 기점으로 QoQ 증가세가 둔화되기 시작한다는 점

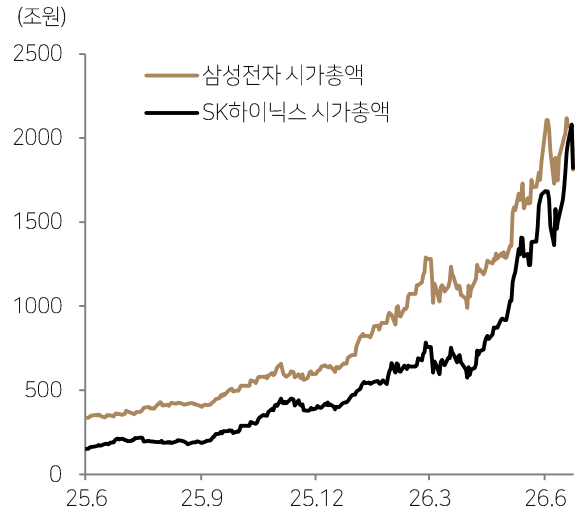
상기 소재들은 인플레이션과 금리 불안이 잔존하며 멀티플 측면의 제약요인이 될 수 있고, 펀더멘털 측면에서의 모멘텀 약화도 우려되는 환경을 의미한다. 즉, ‘높아진 명목 가격’에 대한 불안감이 자극되기 쉬운 환경일 수 있다는 점에서 변동성을 언급했던 것으로 이해하면 좋다. 이와 관련해 7월 시작되는 한국의 2분기 실적시즌, 7월 14일 발표될 6월 CPI, 7월 월말로 가며 예정된 ECB, BOJ, FOMC 등은 경계심의 영역에 있는 소재들이다. 특히 7월 14일 발표될 6월 CPI는 5월의 4.2%보다 높게 발표될 가능성이 높다. 당사는 4.5% 수준으로 추정하고 있지만, 월드컵 특수 등이 합쳐지면 일시적으로 예상치를 상회할 여지도 있어 월말 통화정책 회의들을 앞두고 변동성을 유발하는 소재가 될 수 있다.

삼성전자와 하이닉스의 이익 전망치 추이



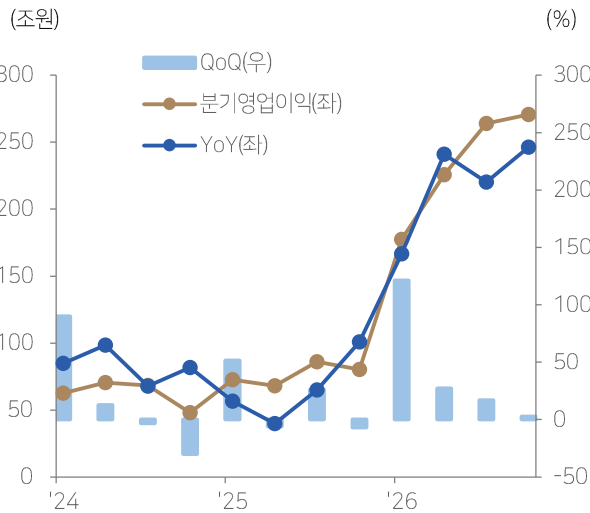
Source: Quantiwise, 다올투자증권

두 기업의 시가총액 추이



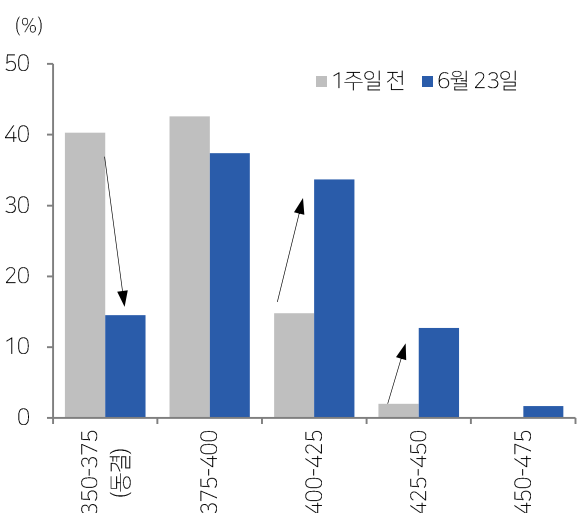
Source: Quantiwise, 다올투자증권

KOSPI 분기별 영업이익 전망치 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

지난 주말 사이 급격히 변화된 미국 기준 금리 전망



Source: CME fedwatch, 다올투자증권

다만 이들 우려 요인을 다시 점검하면, 전일 급락을 곧 상승 추세의 종언과 하락 추세로의 전환으로 단정할 근거는 제한적이라고 본다.

(1) 유가는 고점에서 하락하며 진정되기 시작했다. 당초 산유시설의 정상화까지 시간 소요 등을 이유로 완만한 하락을 전망하는 시각도 있었지만, 이미 70\$ 대에 진입하고 있다.

(2) 유가의 하락 전환에도 불구하고 높은 영역에서 머물고 있는 금리는 분명 경계 요인이다. 정책 우려만 작용하는 것은 아니겠으나, 이미 인상을 단행한 ECB와 BOJ 그리고 미 연준의 연내 다회 금리 인상에 대한 우려의 영향은 분명 크다고 볼 수 있다. 우려는 불가피하겠지만, 현재 주요국 중앙은행들이 '기조적(연속적) 금리 인상'을 확정적으로 말하고 있는 것은 아니다.

지표금리 역할을 하는 미국채 10년물 금리도 유가 하락에도 불구하고 레벨이 유지되고 있는 상황이지, 기존 상방 저항대로 보았던 4.6%대 레벨을 상향 돌파하려는 흐름은 아니다. 인플레이션, 금리, 통화정책 부담에 대한 민감도가 남아 있는 환경이나, 반대로 유가하락-인플레이션의 정점 통과 확인 시 긴축에 대한 부담이 완화될 가능성도 남아있는 시점이다.

(3) 기업이익의 경우 QoQ 증가세는 정점을 통과하면서 모멘텀 측면에서 둔화는 불가피하지만, 금액과 YoY 기준으로는 적어도 연말까지 강한 증가율이 지속될 것으로 전망이 형성되고 있다. 최근 더욱 강화되고 있는 수출의 호조를 감안하면, 실적시즌을 통한 추가적인 이익 전망치 상향 가능성도 배제할 수 없다.

결론적으로 당사는 6~7월 높은 변동성 국면을 경험할 개연성은 잔존하나, 이후 하반기 구간에서 추가적인 상승 여력이 남아 있다는 기존의 관점을 유지하고자 한다. 더불어 8,000pt 이하 영역에서는 여진 가능성을 감안하더라도 분할매수 관점에서의 접근이 유효할 것으로 판단한다.

만약 현 상황에서 연준 금리 인상 등에 대한 불확실성을 반영하며 미 국채 10년물 금리가 4.6%대에 진입하는 상황을 가정한다 해도, 해당 금리 레벨에서 상정해 볼 수 있는 한국 증시 12개월 선행 PER은 6.8배 수준으로 추정된다. 그리고 이는 현재 이익 추정치 기준으로 KOSPI 약 7,600pt 부근에 해당하는 것으로 계산된다. 수급의 쏠림에 따른 높은 변동성이 수반될 수 있음을 감안하더라도 펀더멘털 측면과 매크로 측면에서의 본질적인 조건변수 변화가 나타난 것이 아니라고 본다면, 8,000pt대 부근 및 그 이하에서는 매수 관점에서 접근이 유효하다는 판단이다.