

2026. 6. 30



# 주도주의 물리학

The Physics of Leaders

등장 · 쓸림 · 붕괴

글로벌 전략 김호진 Ph.D.

T.02)2004-9419 kim.hyo-jin@shinyoung.com

주식 전략 이상연

T.02)2004-9045 lee.sang-yeon@shinyoung.com



## Content

---

I. 등장 : 쓸림은 우연이 아니라 구조.....	3
II. 쓸림 : 쓸림의 국제 비교.....	6
III. 붕괴 : 약세장 진입의 조건.....	23
IV. 신호 : 전환을 미리 읽는 네 가지 신호.....	46

## Summary

이 보고서는 몇 가지 질문과 걱정에서 출발했다. 코스피가 한 번도 보지 못한 수준까지 올라온 지금, 시장을 바라보는 마음은 환호와 불안이 뒤섞여 있다. 그 불편함의 정체를 들여다보니, 결국 우리가 우리 증시에 대해 충분히 답하지 못하고 있는 몇 개의 물음으로 모였다. 이 자료는 그 물음들을 할 수 있는 한 깊이 따라가 본 기록이다.

던진 질문은 이런 것이었다.

전 세계의 돈이 인공지능 한 방향으로 쏠리고 있다. 이것이 정상인가. 그중에서도 한국의 쏠림은 유독 심해 보인다. 소수의 반도체 종목이 지수를 끌고 그 지수가 다시 경제를 끌어올리는데, 이래도 괜찮은가. 주가는 대체 어떤 상황에서 꺾이는가. 약세장으로의 전환은 어디서, 어떤 신호로 미리 잡아낼 수 있는가.

본 보고서는 소수로의 쏠림이 시장의 필연적 구조임을 짚고(등장·쏠림), 주도주가 꺾이는 세 가지 경로를 한국 시장에 대입해 약세장 전환 신호를 추적했다(붕괴).

결론부터 말하자면 쏠림 자체는 위험이 아니다. 진짜 위기는 금리가 멀티플을 누르고 수요 균열이 겹치며, 그간의 집중도가 위험을 폭발시키는 '붕괴의 조합'이 찾아오는 순간이다. 그 전환의 신호는 화려한 주도주가 아니라 가장 먼저 식어가는 주변부에서 시작된다. 글로벌 AI로의 자금 압착과 레버리지 급증으로 신호등엔 이미 불이 켜졌으나, 정상화를 넘어선 금리 인상과 적자 기업들의 IPO 급증이라는 결정타는 아직 당겨지지 않았다.

결국 쏠림 자체는 두려워할 일이 아니다. 정작 우리가 두려워해야 할 것은 그 쏠림이 대체 어떤 조건에서 무너지는지도 모른 채 맹목적으로 올라타는 일이다. 앞으로 우리가 지켜봐야 할 것은 주변부의 이탈 속도와 급등락의 무게중심, 그리고 금리가 정상화의 선을 넘는 순간이다.

## 1 등장

쏟림은 우연이 아니라 구조다

Q. 왜 소수로 쓰리나?

### ■ **쏟림 = 시장의 기본값**

과열이 아니라 본래 작동 방식  
1929~2019년, 부의 10%를 단 5종목이 차지  
2019년엔 단 2종목이 10% 차지 (Bessembinder)

### ■ **자리를 정하는 건 ‘범용성’**

인기가 아니라 기술의 확산력  
철도 63%→1%, 에너지 30%→한 자릿수  
시총 1위: IBM→엑슨→애플→엔비디아  
AI = 범용기술의 끝판왕 (연 GDP ≈ 세계 6위권)

핵심 질문은 ‘왜 생기나’가 아니라 ‘이번엔 누가 그 소수에 드나’

## 2 쏘림

작은 연못 속 글로벌 챔피언

Q. 한국은 왜 유독 심한가?

### ■ **두 축의 조합**

연못 크기: 세계의 1~2% → 4~5%로  
글로벌 1위 기업을 품었는가

### ■ **글로벌 고래 × 로컬 수족관**

챔피언의 무대는 세계, 거래는 한국  
엔비디아 리스크 하나에 지수가 출렁

### ■ **주도주가 유독 자주 바뀐다**

차화정→바이오→2차전지→조선·방산→반도체  
미국은 1등 업종이 수년간 유지되는데  
한국은 거의 매년 정상이 바뀐다

### ■ **쏟림은 한국만의 병이 아니다**

노키아·TSMC·노보디스크도 똑같이 겪음  
진짜 차이는 ‘짧은 교체주기’

핵심 관건은 쏘림이 아니라 ‘이익 모멘텀의 지속’

## 3 붕괴

약세장은 어떻게 열리나

Q. 주가는 언제 꺾이나?

### ■ **주가 = 이익 × 멀티플**

둘 중 하나가 깨지면 약세장으로 들어선다

### ■ **약세장 3유형**

- ① 경쟁·역전 — 경쟁사에 자리 뺏겨 이익 훼손
- ② 전방수요·사이클 — 수요가 꺾여 실적 둔화
- ③ 금리·밸류 — 이익은 멀쩡해도 멀티플 증발

### ■ **한국에 대입하면**

③ 금리궤 멀티플 압축이 가장 유력  
수요·경쟁이 시차를 두고 겹칠 위험

### ■ **역사의 경고**

1980s 日 D램 — 엔고·수요전환·치킨게임이 시차로 결합되며 붕괴

핵심 한국 대입 → ③ 금리(멀티플)가 가장 유력

## 4 신호

전환을 미리 읽는 법

Q. 약세 전환은 어디서 보이나?

### ■ **천장의 역설**

1등 주도주는 끝까지 버틴다  
→ 신호는 주변부에서 먼저 켜진다

### ■ **결정타는 결국 ‘금리’**

유동성·수요·할인율을 한꺼번에 누른다  
‘정상화’까진 용인, ‘진짜 긴축’부터 위험  
방아쇠 국산화 → 국내 금리(한은)도 주목

### ■ **미리 읽는 3개의 온도계**

- ① 주변부부터 먼저 식는다  
닷컴 탠 고점 직전 3개국→7개국으로 확산
- ② 급등보다 급락이 잦아지면 위험  
무게중심이 아래로 이동, 아직은 상승 우위
- ③ IPO 생각이 금리 인상보다 먼저 온다  
2021년 냉각 → 2022년 인상

핵심 신호등은 켜졌다 — 다만 결정타(금리)는 아직

### 역사의 거울

— 같은 패턴이 반복된 선례

1973 다프티 피프티  
멀티플 압축 (이익↑ 주가↓)

2000 닷컴 버블  
주변부 압착·급락 발작

1980s 日 D램 신화  
엔고·수요·경쟁 3중격 결합

2000 핀란드 노키아  
집중의 저주 — 국가경제 정체

# I. 등장 : 쓸림은 우연이 아니라 구조다

## 쓸림은 과열이 아니라 시장의 기본 결과다

쓸림은 직관적으로는 좋게 보이지 않는다. 그러나 지난 100년의 투자 역사를 돌아보면, 소수로의 쓸림은 예외가 아니라 오히려 시장의 기본값이다.

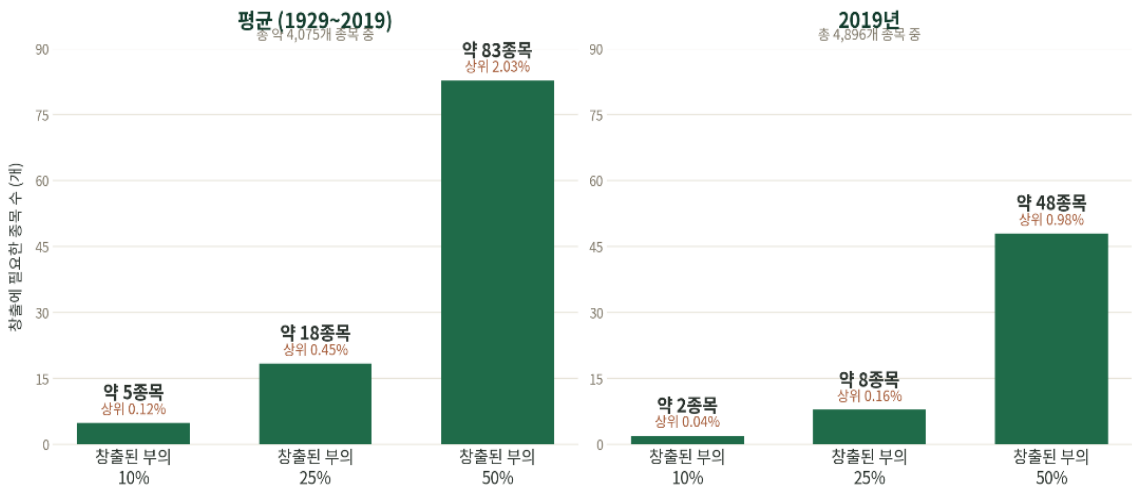
베셈바인더의 연구

시장은 왜 늘 소수 종목으로 무겁게 쏠리는가. 헨드릭 베셈바인더의 『Do Stocks Outperform Treasury Bills?』(2018)가 답의 출발점이다. 1926년 이후 미국 상장주 약 2만 6천 종목 가운데 단 4.3%, 약 1,090개가 시장 전체의 순부 창출을 모두 설명했다. 나머지를 다 합쳐도 겨우 단기 국채 수익률을 따라가는 수준이었고, 중위 종목의 평생 수익률은 오히려 마이너스였다. 소수로의 부의 집중은 과열의 징후라기보다 시장이 본래 작동하는 방식에 가깝다.

2019년 미국 주식시장에서는 단 두 종목이 창출된 부의 10%를 가져갔다. 시계를 1929년부터 2019년까지로 넓혀보아도 상위 10%는 단 5종목이 가져갔다.

그렇다면 질문은 "주도주가 왜 생기느냐"가 아니라 "이번에는 누가 그 소수에 드느냐"로 바뀐다.

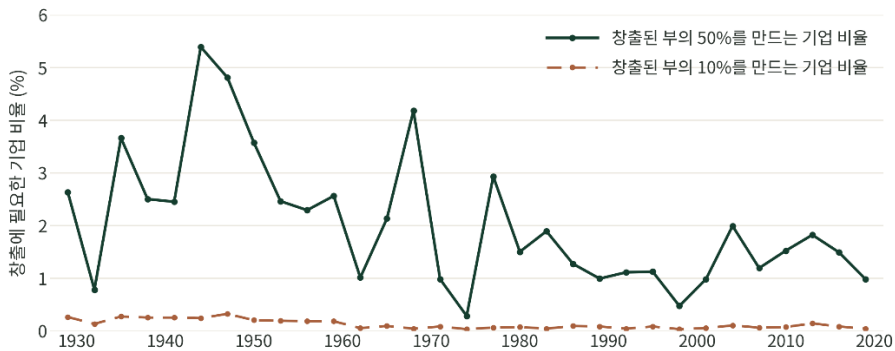
도표 1. 창출된 부의 집중 - 소수 종목이 절반을 만든다



자료: Bessembinder, H. (2020, November). Journal of Investing. W.P. Carey School of Business, Department of Finance. 신영증권 리서치센터

도표 2. 창출된 부의 집중 - 더욱 뚜렷해지는 경향성

창출된 부의 집중은 90년 내내 - 10%는 거의 0, 50%도 대체로 1~3%  
 부의 10%·50%를 만드는 데 필요한 기업 비율, 1929~2019 (3년 구간)



자료: Bessembinder, H. (2020, November). Journal of Investing. W.P. Carey School of Business, Department of Finance. 신영증권 리서치센터

도표 3. 베셈바인더의 「Do Stocks Outperform Treasury Bills?」(2018)

Wealth Creation in the U.S. Public Stock Markets 1926 to 2019

Abstract

This report quantifies long-run stock market outcomes in terms of the increases or decreases (relative to a Treasury bill benchmark) in shareholder wealth, when considering the full history of both net cash distributions and capital appreciation. The study includes all of the 26,168 firms with publicly-traded U.S. common stock since 1926. Despite the fact that investments in the majority (57.8%) of stocks led to reduced rather than increased shareholder wealth, U.S. stock market investments increased shareholder wealth on net by \$47.4 trillion between 1926 and 2019. Technology firms accounted for the largest share, \$9.0 trillion, of the total, but Telecommunications, Energy, and Healthcare/ Pharmaceutical stocks created wealth disproportionate to the numbers of firms in the industries. The degree to which stock market wealth creation is concentrated in a few top-performing firms has increased over time, and was particularly strong during the most recent three years, when five firms accounted for 22% of net wealth creation. These results should be of interest to any long-term investor assessing the relative merits of broad diversification vs. narrow portfolio selection.

자료: Bessembinder, 「Do Stocks Outperform Treasury Bills?」(2018), 신영증권 리서치센터

## 주도주를 정하는 것은 인기가 아니라 범용성이다

핵심은 범용성

그 소수의 자리는 우연이나 인기가 아니라, 그 기술이 경제 전반으로 얼마나 넓게 번지는가가 정한다. 칼로타 페레즈(Perez, 2002)는 매 시대 새로운 범용기술이 등장할 때마다 새 주도 산업군이 생기고 금융자본이 거기로 쏠린다고 보았다. 핵심은 범용성이다. 창조적 파괴든 점진적 확산이든, 한 기술의 영향력이 주변 산업으로 넓게 번질수록 그 산업이 경제 전체 이익의 큰 몫을 가져가고, 그래야 비로소 주식시장의 주도주가 된다.

역사가 이를 보여준다. 1900년 미국 시장의 63%를 차지하던 철도는 지금 1% 미만으로 줄었다(Dimson·Marsh·Staunton). 더 가까운 사례도 있다. 1980년 S&P500의 약 30%를 차지하던 에너지 업종은 현재 한 자릿수 초반으로 쪼그라들었고, 그 자리를 정보기술이 채웠다. 시가총액 1위 기업의 자리 역시 IBM에서 엑슨, 애플, 그리고 엔비디아로 끊임없이 옮겨갔다. 주도주의 교체는 변덕이 아니라 산업의 세대교체이며, 영원한 승자는 없다는 결론의 첫 근거다.

지금의 인공지능은 범용성의 끝판왕이다. AI는 특정 산업의 도구가 아니라 경제 전반에 작용하는 범용 기술이며, 그 파급력은 GDP 단위로 가늠된다. McKinsey는 생성형 AI의 연간 GDP 기여 전망이 세계 6위권 경제국의 규모에 육박할 것으로 추정했다. 미국만 보아도 주식 시장의 집중도가 역사상 가장 높은데, 이는 과열이라기 보다 범용성이 낳은 당연한 결과에 가깝다.

도표 4. 생성형 AI의 연간 GDP 기여 전망과 세계 주요 경제권 규모 비교

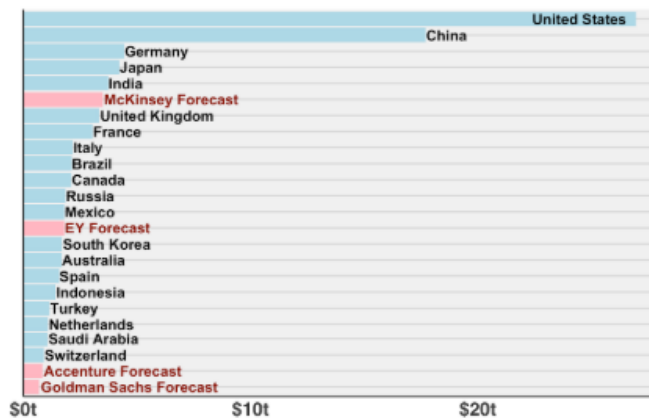


Figure 2: Top 20 Economies by 2023 nominal GDP, IMF (blue) with Mean Generative AI GDP Impact Forecasts (pink)

자료: MIT Future Tech, 신영증권 리서치센터

## II. 쏠림 : 쏠림의 국제 비교

### 쏘림을 가르는 두 축 : 연못의 크기와 챔피언 집중도

연못과 대양의 차이: 쏠림은 모든 시장의 본능이다

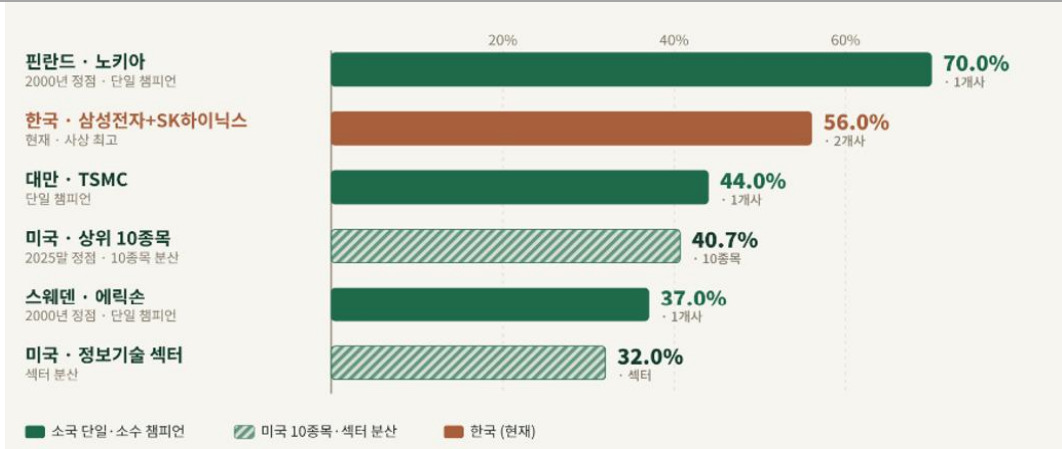
시장에서 나타나는 극단적인 자금 쏠림 현상을 결정짓는 핵심 축은 두 가지이다. 하나는 시장의 전체 규모를 뜻하는 연못의 크기인 국내 증시 체급이고, 다른 하나는 챔피언 집중도인 그 시대 지배 테마의 글로벌 1위 기업을 품었는가이다.

한국, 대만, 덴마크처럼 규모가 작은 연못에서는 한두 개의 대표적인 챔피언 종목에 시장의 모든 에너지가 응축된다.

반면 미국처럼 거대하고 깊은 시장에서는 같은 쏠림이 발생하더라도 시가 총액 상위 10개 종목의 비중이 40.7%에 달하거나 정보기술 섹터가 약 32%를 차지하는 형태로 그나마 분산되어 나타날 뿐이다. 즉, 미국은 여러 우량기업에 자금이 쪼개져서 물리는 반면 한국은 극소수의 특정 종목에 쏠림이 집중된다는 차이가 있다.

여기서 한국 증시 특유의 기형적인 모순과 현상이 발생한다. 한국 증시라는 연못의 크기는 전 세계 자본 시장에서 차지하는 비중이 1에서 2% 남짓에 불과할 정도로 작고 얇았다(2026년 주가 상승으로 4~5%로 확대). 반면, 그 연못 안에서 자라고 있는 챔피언 반도체 기업의 진짜 무대는 한국이 아니라 전 세계 시장이라는 점이다.

도표 5. 쏠림의 크기



자료: 집중도 최상 시점 기준, 한국과 미국은 최근 기준, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

## 한국의 쓸림 : 작은 연못과 글로벌 챔피언의 조합

### 국경이 없는 글로벌 챔피언의 메커니즘

이 챔피언 기업들은 단순히 국내 내수 시장의 점유율을 독점하여 덩치를 키운 존재가 아니다. 미국 빅테크 기업들이 자본을 쏟아붓고 있는 글로벌 인공지능 인프라 공급망의 최전선에서, 대체 불가능한 기술력으로 전 세계를 무대로 매출을 올린다. 즉, 기업의 내재 가치와 실적은 국내 경기 지표가 아니라 글로벌 AI 시장의 확장 속도와 궤를 같이한다.

글로벌 체급의 기업과 로컬  
체급의 시장이 만드는  
미스매치

문제는 이들이 주식을 발행하고 거래되는 장소가 여전히 한국 증시라는 작은 연못이라는 점이다. 전 세계의 거대 자산운용사와 글로벌 유동성이 인공지능 패러다임에 투자하기 위해 자금을 집행할 때, 그들이 매수하는 것은 한국의 영토나 국적이 아니라 세계 무대에서 뛰고 있는 이 글로벌 챔피언의 지분일 뿐이다.

결국 이 압도적인 괴리가 극단적인 쓸림을 발생시킨다. 전 세계를 무대로 활동하는 거대한 고래인 글로벌 챔피언이 숨을 쉴 때마다, 그 고래가 간혀 있는 작은 수족관인 한국 증시의 물은 통째로 출렁이게 된다. 글로벌 자본의 거대한 압력을 분산하여 받아내기에 한국 증시의 다른 내수 업종이나 소형주들은 체급과 매력도 면에서 턱없이 부족하다.

결국 해외에서 밀려드는 거대한 에너지는 다른 곳으로 분산되지 못하고, 세계 무대에서 증명된 국내 최상위 챔피언 종목이라는 극히 좁은 깔때기로만 무섭게 응축된다.

국내 실물 경기의 침체와 무관하게 특정 반도체 주식만 과열되거나, 엔비디아의 작은 리스크 하나에 국내 지수 전체가 뒤흔들리는 구조는 바로 여기에서 기인한다. 한국 증시의 쓸림은 단순히 국내 투자자들의 과열 심리가 만든 현상이 아니다. 세계 무대의 거대한 자본 흐름이 한국이라는 협소한 병목 구간을 통과하면서 일어날 수밖에 없는 구조적인 결과물이다.

같은 원형의 여러 사례

이는 한국만의 특성이 아니라 다른 나라에서도 관찰된다. 중간 규모의 수출 경제국이 글로벌 단일 메가 테마의 챔피언을 품으면 한국과 유사한, 혹은 더한 주도주 쓸림이 나타난다.

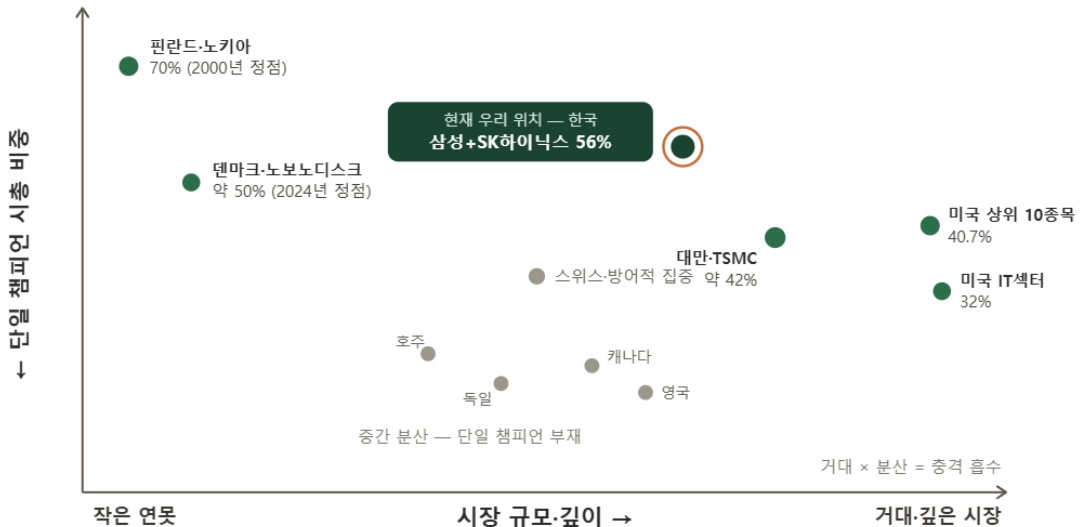
도표 6. 주요증시별 주도업종 교체 빈도 비교 분석 요약

국가	기업	시기	연속 비율
핀란드	노키아	2000	헬싱키 증시 시총의 70%, 수출의 21%를 단 한 기업이 차지하며 '노키아 리스크'라는 말을 남김
스웨덴	에릭슨	2000	스톡홀름 거래소 시총의 약 37%를 차지했으나, 텔레콤 버블 붕괴로 고점 대비 90% 이상 폭락
덴마크	노보 노디스크	2023~현재	시총이 덴마크 GDP를 넘어서고 수출의 40%를 차지했으나, 경쟁 심화와 임상 부진으로 2024년 6월 고점 이후 약 75%까지 단계적으로 급락
대만	TSMC	현재	가권지수 내 비중이 40%를 넘어서 주요 경제권 중 단일 기업 지배력이 압도적.

자료: 언론보도 종합, 신영증권 리서치센터 정리

이와는 달리 미국, 캐나다 등은 다른 양상을 보인다. 미국은 시장이 넓어 같은 쓸림이 여러 종목이나 섹터로 나뉘어 나타난다. 또한 캐나다 시장은 은행과 에너지 업종 중심으로, 호주 시장은 은행과 광산 업종 중심으로, 영국 시장은 에너지와 제약 및 소비재 업종 중심으로 형성되어 있다. 이처럼 단일 챔피언이 존재하지 않는 시장은 극단적인 쓸림 대신 중간 수준의 분산 상태에 머무는 특징을 보인다.

도표 7. 국가별 종목 집중도



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

## 그럼에도 국내 투자자들이 더 피곤한 이유

### 릴레이처럼 교체되는 한국 증시의 주도업종

현재 한국 증시의 반도체 쏠림이 과해 보일 만큼 강한 것은 사실이다. 그러나 앞서 확인했듯 주도주 쏠림은 우리 증시만의 특징으로 보기 어렵다. 결국 국내 투자자들의 극심한 피로도를 설명하려면 쏠림 외의 요인이 필요하다. 우리는 이를 위해 한국 증시의 주도업종 교체 주기가 다른 주요국보다 유독 짧다는 점에 주목하고자 한다.

한국 경제 구조 자체가  
경기 민감도가 높으니  
증시도 마찬가지로

한국은 제조업 및 수출 중심 경제라, 증시 역시 글로벌 경기와 투자 사이클에 가장 민감한 업종이 시장의 중심에 선다. 한 산업이 수십 년간 시장을 지배하기보다, 그 시점에서 가장 높은 이익 탄력성을 가진 업종으로 관심이 빠르게 옮겨 가는 구조다. 실제로 한국 경제는 조선·철강·화학에서 자동차·반도체로 무게중심을 옮기고 다시 바이오·2차전지를 발굴하며 세계 경제의 주류 수요를 민첩하게 흡수해왔고, 증시 역시 그 변화를 압축적으로 반영해왔다.

이번 반도체의 초강세는  
불과 6개월 밖에  
되지 않은 일

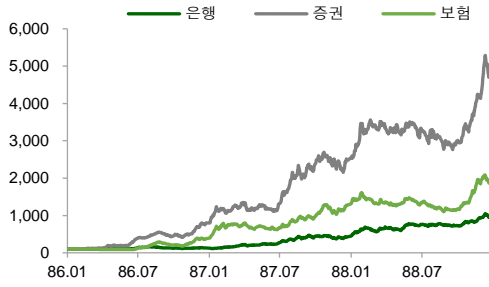
최근 반도체 쏠림에 대한 우려가 크지만, 이번 사이클이 본격화된 것은 불과 1년 남짓이다. 2024~2025년은 조선·방산·원자력 등 산업재가, 2022~2023년은 2차전지가 시장을 이끌었다. 2020~2021년 BBIG, 2019년 반도체, 2017~2018년 바이오, 2009~2011년 차화정(자동차·화학·정유), 2004~2007년 조선·철강·화학 트로이카가 차례로 시장을 주도했다. 더 거슬러 올라가면 1999~2000년 닷컴 버블 직전에는 IT·인터넷이, 1980년대 후반 3저호황기에는 금융주가 증시를 지배했다.

한국 증시는 릴레이 달리기  
라는 투자자들의 생각

이 흐름을 한 장면으로 압축하면, 한국 증시는 한 업종이 무대를 독점하는 구조가 아니라 그 시대의 글로벌 수요와 이익 사이클을 가장 직접 체화한 업종들이 주기적으로 바통을 이어받는 릴레이에 가깝다. 반도체가 지금 그 바통을 쥐고 있지만, 한국 증시의 역사는 이 바통이 영원히 한 손에 머문 적 없음을 보여준다.

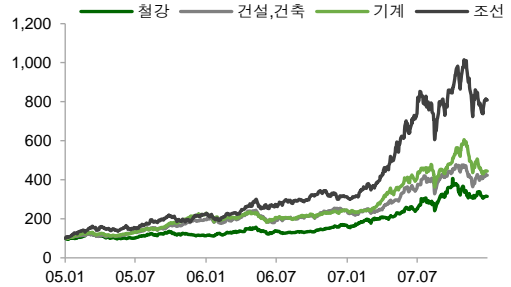
그렇기 때문에 투자자들이 업종 순환매를 기다리는 것은 과거가 가르쳐 준 학습된 기대다. 주도주가 아무리 강력해 보여도 그 자리는 언젠가 다음 업종에 넘어갔고, 길목을 미리 선점한 투자자가 다음 사이클의 수익을 가져갔다. 지금의 반도체 역시 예외일 수 없다는 감각이 시장의 시선을 늘 '다음 바통'으로 향하게 하면서 피로도를 증폭시키는 것이다.

도표 8. 3저호황의 진짜 승자는 증권, 보험, 은행



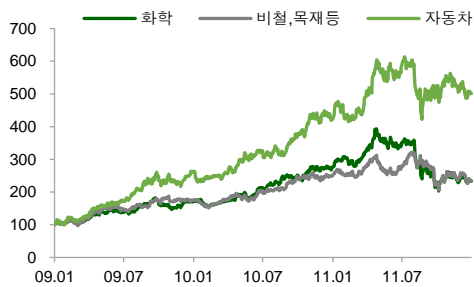
자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 9. 트로이카(조선, 기계, 철강)의 시대



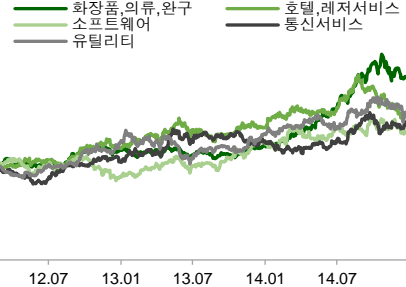
자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 10. 차화정(자동차, 화학, 정유)의 시대



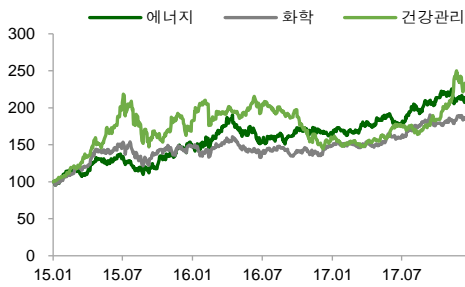
자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 11. 박스피 구간에서 선행한 중국 소비주 및 경기방어주



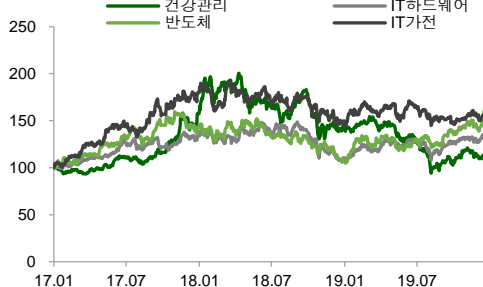
자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 12. 저금리·저유가에 바이오 및 에너지화학 강세



자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 13. 메모리 반도체 사이클 도래에 따른 IT 강세



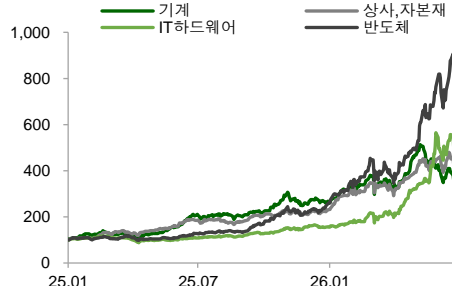
자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 14. 팬데믹 유동성의 시대: 공급망 병목과 2차전지



자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 15. 조방원에서 반도체 슈퍼사이클로



자료 : CEIC, 신영증권 리서치센터

## 데이터로 확인한 한국 증시의 '업종 피로도'

시가총액 TOP10 분포로  
봐도 한국 주도 업종은  
빠르게 변화

한국 증시의 주도업종이 유독 자주 바뀐다는 점은 시대별 시가총액 상위 종목의 흐름만으로도 직관적으로 확인된다. 이때 우리가 봐야 할 것은 시가총액 1위 뿐만이 아니다. 미국(2010년대 이후 빅테크), 일본(도요타), 대만(TSMC), 한국(삼성전자)은 모두 1위 종목이 오래 고정되어 있기 때문에 시장의 성격을 가르는 것은 '그 아래 2~10위를 채우는 업종이 얼마나 자주 물갈이되는가?'라는 점에 주목하고자 한다.

미국: 산업재 → 빅테크  
이후 주도 기업 고착화

미국은 1990년 IBM·엑손모빌·GE 등 에너지 및 산업재가 지배했지만, 2011년 엑손모빌과 애플의 1·2위 교체를 분기점으로 시장의 중심축이 빅테크로 넘어갔다. 그 이후로 지금까지 시가총액 1위의 자리를 두고 애플·마이크로소프트·엔비디아 사이의 경쟁이 진행됐지만 여전히 상위권의 대다수는 M7 위주의 구성에서 크게 변하지 않았다. '구경제에서 기술 플랫폼으로'라는 단 한 번의 정권 교체를 거친 뒤 상위권이 굳어진 구조다.

일본: 자동차·금융·전자  
·통신 틀 유지,  
대만: IT 집중도 최상위

일본과 대만은 안정성이 더 뚜렷하다. 일본은 도요타가 2005년 이후 20년째 1위를 지키는 가운데 미쓰비시UFJ(MUFG)·소니·소프트뱅크 등 국내 투자자들에게도 익숙한 이름들이 자동차·금융·전자·통신이라는 틀 안에서 자리를 돌려가며 상위권을 채운다. 대만은 더 극단적이어서, 2000년 정상에 오른 TSMC가 25년째 1위를, 폭스콘이 2010년 이후 2위를 지키며 양강 구도를 굳혔고 현재 무려 지수의 80%가 IT 업종으로 채워져 있다.

한국: 유틸리티·금융  
→ 통신 → 금융 →  
→ 소재·산업재  
→ 소재·바이오·반도체  
→ 산업재·반도체

반면 한국은 1위(삼성전자)만 불박이일 뿐, 그 아래 상위권은 사이클마다 통째로 교체된다. 1990년 유틸리티·소재·금융에서 출발해 2000년대 초 통신, 2005년 금융, 2010년 철강·조선·화학, 2015년 자동차·화장품, 2020년 2차전지·바이오표를 거쳐 2025년에는 반도체와 조선·방산·원자력이 상위권에 올랐다. 즉, 앞서 살펴본 미국, 일본, 대만이 '같은 기업군이 순위만 바뀌며 머무는' 시장이라면, 한국은 '상위권 업종 자체가 세대마다 물갈이되는' 시장인 셈이다.

도표 16. 한국 시가총액 TOP10 흐름 요약

	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2025
1	한국전력	한국전력	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자
2	포스코홀딩스	삼성전자	SK 텔레콤	국인은행	포스코홀딩스	현대자동차	SK 하이닉스	SK 하이닉스
3	우리금융지주	포스코홀딩스	KT	한국전력	현대자동차	한국전력	LG 화학	LG 에너지솔루션
4	하나은행	SK 텔레콤	한국전력	현대자동차	HD 한국조선해양	삼성물산	삼성바이오로직스	삼성바이오로직스
5	현대해상화재보험	현대건설	포스코홀딩스	포스코홀딩스	현대모비스	아모레퍼시픽	셀트리온	현대자동차
6	삼성전자	SK	KT 엔지	우리금융지주	LG 화학	현대모비스	네이버	HD 현대중공업
7	SK	LG 테이콤	기아	SK 하이닉스	신한금융지주	SK 하이닉스	삼성 SDI	한화에너지스페이스
8	한국엔컴퍼니	삼성 SDI	현대자동차	LG 디스플레이	KB 금융지주	삼성생명보험	현대자동차	SK 스퀘어
9	기아	KEB 하나은행	삼성전기	SK 텔레콤	삼성생명보험	LG 화학	카카오	두산에너지빌리티
10	현대건설	현대자동차	삼성 SDI	신한금융지주	기아	네이버	삼성물산	KB 금융지주

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국 시가총액 TOP10 흐름 요약

	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2025
1	IBM	GE	GE	GE	엑손 모빌	애플	애플	엔비디아
2	엑손 모빌	AT&T	엑손 모빌	엑손 모빌	애플	알파벳	마이크로소프트	애플
3	GE	엑손 모빌	화이자	마이크로소프트	마이크로소프트	마이크로소프트	아마존닷컴	알파벳
4	알트리아	코카콜라	Cisco Systems Inc	씨티그룹	버크셔 해서웨이	버크셔 해서웨이	알파벳	마이크로소프트
5	BMS	머크	씨티그룹	월마트	GE	엑손 모빌	메타 플랫폼스	아마존닷컴
6	머크	알트리아	월마트	뱅크오브아메리카	월마트	아마존닷컴	버크셔 해서웨이	메타 플랫폼스
7	월마트	P&G	마이크로소프트	J&J	알파벳	메타 플랫폼스	비자	브로드컴
8	AT&T	J&J	AIG	AIG	쉐브론	GE	J&J	버크셔 해서웨이
9	코카콜라	마이크로소프트	머크	화이자	IBM	J&J	월마트	일라이 릴리
10	P&G	월마트	인텔	알트리아	P&G	웰스파코 & 컴퍼니	JP 모간 체이스	월마트

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 18. 일본 시가총액 TOP10 흐름 요약

	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2025
1	NTT	NTT 도코모	토요타자동차	토요타자동차	토요타자동차	토요타자동차	토요타자동차
2	토요타자동차	토요타자동차	MUFG	MUFG	MUFG	소프트뱅크 그룹	MUFG
3	노무라 홀딩스	NTT	미쓰호 파이낸셜그룹	NTT 도코모	NTT 도코모	키엔스	소프트뱅크 그룹
4	도요 전력 홀딩스	소니 그룹	SMFG	혼다자동차	NTT	소니 그룹	소니 그룹
5	파나소닉 홀딩스	다케다 제약	NTT 도코모	캐논	재팬토바코	NTT 도코모	히타치
6	히타치	파나소닉 홀딩스	NTT	NTT	KDDI	NTT	SMFG
7	미쓰비시중공업	세븐일레븐재팬	세븐 & 아이 홀딩스	SMFG	일본우정	패스트 리테일링	패스트 리테일링
8	세븐일레븐재팬	혼다자동차	혼다자동차	UFJ 홀딩스	소프트뱅크 그룹	주거이계약	도쿄일렉트론
9	도시바	노무라 홀딩스	캐논	미쓰비시상사	혼다자동차	닌텐도	이토추 상사
10	이토유카도	도요 전력 홀딩스	다케다 제약	닛산 자동차	SMFG	다이이찌산쿄	어드반테스트

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 19. 대만 시가총액 TOP10 흐름 요약

	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2025
1	창화 상업은행	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
2	차이나 스틸	청화 텔레콤	폭스콘	폭스콘	폭스콘	폭스콘	폭스콘
3	TSMC	UMC	청화 텔레콤	포르모사 페트로케미컬	청화 텔레콤	롄파 과기	델타 일렉트로닉스
4	난야 플라스틱	흥하이 정밀공업	포르모사 페트로케미컬	홍다 국제 전자	포르모사 페트로케미컬	포르모사 페트로케미컬	롄파 과기
5	티통	난야 플라스틱	캐세이 파이낸셜 홀딩	청화 텔레콤	캐세이 파이낸셜 홀딩	청화 텔레콤	푸방 금융공고
6	포르모사 플라스틱	포르모사 플라스틱	UMC	포르모사 플라스틱	포르모사 플라스틱	델타 일렉트로닉스	캐세이 파이낸셜 홀딩
7	UMC	차이나 스틸	난야 플라스틱	난야 플라스틱	난야 플라스틱	포르모사 플라스틱	ASE Technology
8	타이베이 국제상업은행	아수스텍 컴퓨터	롄파 과기	포르모사 케미컬&파이버	푸방 금융공고	UMC	관타 컴퓨터
9	에버그린 마린	관타 컴퓨터	아수스텍 컴퓨터	캐세이 파이낸셜 홀딩	포르모사 케미컬&파이버	난야 플라스틱	청화 텔레콤
10	아시아 시멘트	타이완 모바일	유다 광전	롄파 과기	델타 일렉트로닉스	캐세이 파이낸셜 홀딩	CTBC 파이낸셜 홀딩

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

연간 수익률 1위 업종  
회전을 기준으로 봐도  
한국 주도 업종은  
빠르게 변화

지금까지는 시가총액 상위 구성으로 교체 양상을 살펴봤다. 이를 연간 수익률 1위 업종의 회전율로 계량화하면 같은 결론이 수치로도 확인된다. 특정 연도에 어떤 업종이 가장 높은 수익률을 기록했는지를 매년 추적하면, 그 1위 자리가 얼마나 자주 다른 업종으로 넘어가는지를 정량적으로 측정할 수 있다. 특히 국내 투자자들이 벤치마크로 가장 많이 체감하는 미국과 비교하면, 한국 증시의 주도업종 교체는 뚜렷하게 잦다.

이를 계량화하기 위해 연간 수익률 기준으로 세 가지 지표를 산출했다.

- 1) Top3 중복률: 전년도 TOP3 업종 중 올해에도 TOP3인 업종의 비율
- 2) 연속 1위 비율: 전년도 1위 업종이 다음 해에도 1위를 유지한 빈도
- 3) 1위 업종 수: 분석 기간 중 한 번이라도 1위에 오른 업종의 가짓수

세 지표 모두에서 한국의 교체 빈도는 미국을 크게 상회했다. WICS 분류 기준 Top3 중복률은 11.5%로 S&P500(25.0%)의 절반에 못 미쳤고, 연속 1위 비율은 3.8%로 S&P500(22.2%)의 약 6분의 1에 불과해 27년간 1위가 연속된 해는 단 1회뿐이었다. 1위에 오른 업종도 27년간 18개(전체의 66.7%)로, 37년간 13개(35.1%)에 그친 S&P500보다 훨씬 다양했다. 다시 말해 미국 시장에서는 한번 정상에 오른 업종이 몇 해에 걸쳐 그 자리를 지키는 반면, 한국에서는 매년 다른 업종이 번갈아 정상을 차지해온 셈이다. KRX 기준으로 기간을 1980년까지 늘려도 결론은 같다(Top3 중복률 15.2%, 연속 1위 6.5%)

한 가지 방법론적 검토가 필요하다. 5개 지수의 업종 분류 개수가 다르기 때문이다(Eurostoxx600 19개, KRX 22개, S&P500 24개, WICS 26개, TOPIX 33개). 업종이 많을수록 동일 업종이 반복 선택될 확률이 구조적으로 낮아져 교체가 과장될 수 있다. 그러나 만약 업종 수가 결과를 좌우한다면 분류가 가장 세밀한 TOPIX가 Top3 중복률 최저를, 가장 거친 Eurostoxx600이 최고를 기록해야 하는데 실제 결과는 그렇지 않다. 최저는 한국, 최고는 S&P500이다. 따라서 한국의 높은 교체 빈도는 분류 체계의 차이가 아니라 시장 자체의 구조적 특성으로 보는 것이 타당하다.

특히 미국과 비교했을 때  
국내 투자자들의 주도 업종  
교체 체감 속도는  
더 빠를 수 밖에

다만 균형 있게 볼 필요는 있다. 수익률 1위 회전을 자체는 일본 TOPIX (13.3%, 6.7%)나 Eurostoxx600(13.7%, 7.7%)도 한국과 큰 차이가 없어, 이 지표만으로 한국의 특질이 도드라진다고 보기는 어렵다. 핵심은 미국과의 대비다. 국내 투자자에게 비교의 기준이 되는 시장은 일본이나 유럽이 아니라 미국이기 때문이다. 최근 미국 증시가 빅테크라는 동일 기업군으로 상위권을 굳히며 주도주 교체가 눈에 띄게 잦아든 사이, 한국은 사이클마다 주도주가 통째로 바뀌었다. 같은 기간 미국 투자자가 한번 올라탄 주도주를 길게 들고 갈 수 있었다면, 한국 투자자는 끊임없이 다음 주자를 좇아야 했던 셈이다. 글로벌 벤치마크인 미국이 안정될수록, 그와 대비되는 한국의 잦은 교체는 국내 투자자에게 더욱 크게 체감될 수밖에 없다.

한국 증시의 특징은 글로벌  
환경에 변화에 발맞춘 빠른  
교체 및 높은 순환 빈도

결국 한국 증시의 특징은 특정 산업의 영구적 집중이 아니라, 글로벌 환경 변화에 따라 주도업종이 빠르게 교체되는 높은 순환성에 있다. 현재의 반도체 쏠림 역시 과거 차화정·바이오·2차전지처럼 주도 업종 순환의 연장선에서 봐야 한다. 그렇다면 관건은 쏠림의 존재가 아니라, 지금 쏠려 있는 반도체가 글로벌 산업 변화의 중심에서 이익 모멘텀을 유지할 수 있는가이다.

도표 20. 주요증시별 주도업종 교체 빈도 비교 분석 요약

증시	업종 중복률			연속 1위 횟수	연속 1위 비율	1위 업종 수
	TOP3	TOP5	TOP10			
한국 (KRX, 26업종) 1980~2026	15.2%	23.0%	51.3%	3	6.5%	17
한국 (WICS, 24업종) 2000~2026	11.5%	20.0%	40.0%	1	3.8%	18
미국 (GICS, 24업종) 1990~2026	25.0%	27.2%	46.4%	8	22.2%	13
일본 (TOPIX, 33업종) 1981~2026	13.3%	19.1%	30.7%	3	6.7%	24
유럽 (STOXX600, 19업종) 1987~2026	13.7%	28.2%	56.9%	3	7.7%	16

자료: CEIC, 에프앤가이드(FnGuide), Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 21. 주요국 증시 연간수익률 1위 업종 비교(1990~현재)

연도	한국 (KRX, WICS)		미국 (S&P500)		일본 (TOPIX)		유럽 (STOXX600)	
1990	종이목재	-9%	가정 및 개인용품	+16%	금속제품	-24%	헬스케어	-6%
1991	운송장비부품	+12%	유통	+63%	석유&석탄제품	+20%	헬스케어	+60%
1992	금융	+65%	반도체	+62%	고무제품	-6%	미디어	+16%
1993	보험	+86%	반도체	+53%	기타금융업	+32%	금융서비스	+60%
1994	종이목재	+85%	하드웨어&장비	+20%	기계류	+30%	기초자원	+6%
1995	보험	+44%	제약	+57%	정밀기기	+17%	헬스케어	+50%
1996	제약	+7%	반도체	+76%	운송장비	+25%	화학품	+39%
1997	금속	-19%	미디어	+51%	기타금융업	+20%	은행	+70%
1998	증권	+242%	소프트웨어	+79%	제약업	+18%	정보통신	+63%
1999	전기전자	+141%	소프트웨어	+81%	정보&통신	+252%	기술	+136%
2000	디스플레이	-28%	헬스케어 장비 &서비스	+56%	유리&세라믹	+52%	음식료	+25%
2001	소매(유통)	+175%	유통	+17%	고무제품	+21%	기초자원	+12%
2002	운송	+14%	가정 및 개인용품	-0%	고무제품	+6%	부동산	-7%
2003	운송	+93%	반도체	+93%	철&철강	+84%	기술	+34%
2004	에너지	+97%	소비자서비스	+38%	기타금융업	+48%	부동산	+39%
2005	증권	+200%	에너지	+29%	광업	+105%	기초자원	+49%
2006	철강	+48%	부동산	+37%	철&철강	+31%	부동산	+51%
2007	조선	+158%	에너지	+32%	기타제품	+40%	기초자원	+28%
2008	필수소비재	-15%	식품 &생필품 유통	-12%	펄프&제지	+0%	헬스케어	-18%
2009	자동차	+164%	자동차&부품	+114%	운송장비	+53%	기초자원	+101%
2010	조선	+111%	자동차&부품	+52%	석유&석탄제품	+32%	자동차&부품	+44%
2011	필수소비재	+21%	소비자서비스	+16%	고무제품	+7%	헬스케어	+12%
2012	반도체	+35%	미디어	+37%	증권&상품선물	+102%	자동차&부품	+36%
2013	소프트웨어	+44%	미디어	+48%	정보&통신	+90%	자동차&부품	+37%
2014	화장품,의류,	+56%	반도체	+33%	항공운송	+40%	부동산	+20%
2015	건강관리	+83%	유통	+24%	어업, 농업&임업	+41%	여행 및 레저	+20%
2016	반도체	+41%	반도체	+27%	기타제품	+18%	기초자원	+62%
2017	IT가전	+80%	하드웨어&장비	+38%	석유&석탄제품	+52%	기술	+19%
2018	조선	+38%	유통	+13%	전력&가스	+11%	유틸리티	-2%
2019	반도체	+47%	하드웨어&장비	+60%	정밀기기	+46%	금융서비스	+39%
2020	IT가전	+123%	하드웨어&장비	+58%	가전제품	+25%	기술	+14%
2021	미디어,교육	+43%	자동차&부품	+52%	해상운송	+208%	은행	+34%
2022	보험	+6%	에너지	+59%	광업	+40%	석유 및 가스	+24%
2023	철강	+65%	반도체	+98%	철&철강	+51%	소매	+34%
2024	조선	+65%	반도체	+75%	보험	+60%	은행	+26%
2025	기계	+163%	반도체	+46%	비철금속	+108%	은행	+67%
2026	IT하드웨어	+217%	반도체	+40%	비철금속	+101%	석유 및 가스	+22%

주1) 음영은 2년 연속 연간 수익률 1위 업종이 같음을 의미,

주2) 한국은 1990~1999는 KRX 기준, 2000~현재는 WICS 기준

자료: CEIC, 에프앤가이드(FnGuide), Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한국 증시의 특이 구조: 높은 수출 경쟁력, 뒤늦게 따라온 증시

한국 증시의 구조적 특성을 이해하기 위해서는 경제 규모 대비 증시 규모 (일명 '버핏 지수')와 수출 의존도를 함께 살펴볼 필요가 있다. 주요국의 두 지표를 한 좌표 위에 펼쳐 놓으면 국가마다 뚜렷하게 다른 위치에 자리 잡는다.

한국 버핏지수  
144% → 253% 추산

OECD 국가 중 최근 한국 증시 시가총액이 가파르게 상승하면서 경제 규모 대비 증시 규모를 나타내는 버핏지수(시가총액/GDP)가 253%(2026년 현재 시가총액 및 2025년 명목 GDP 기준으로 추산)에 이르렀다. 이는 1년 전 같은 기준의 144%에서 109%p 상승한 수치다. 참고로 버핏지수는 한 나라의 증시가 실물 경제 규모를 얼마나 앞서 있는지를 보여주는 지표로, 통상 높을수록 증시가 경제를 압도한다는 의미로 읽힌다.

그렇다면 버핏지수의  
급등이 실물 경제와  
괴리된 결과인가?

한국의 버핏지수가 다른 나라 대비로도 가장 많이 높아진 것은 분명한 사실이다. 그렇다면 이 상승은 실물과 괴리된 과열일까? 아직 우리는 그렇게는 보고 있지 않다.

1)한국의 높은 수출 기여도

첫째, 한국은 경제 규모 대비 수출 기여도가 구조적으로 큰 국가 중 하나이다. 한국의 수출/GDP 비율은 38%로, 비교 대상국 중 대만(74%)과 네덜란드(70%)에 이어 사실상 최상위권이다. 미국(11%)·일본(17%) 같은 내수 중심 경제와는 체급이 다른 글로벌 수요에 직접 연동된 경제 구조라는 것이다. 그렇기 때문에 우리나라의 증시가 글로벌 사이클이 돌 때 더 크게, 더 빠르게 반응하는 것은 이례적인 일이 아니라 산업구조의 당연한 귀결이다.

2)삼성전자와  
SK하이닉스의  
글로벌 입지

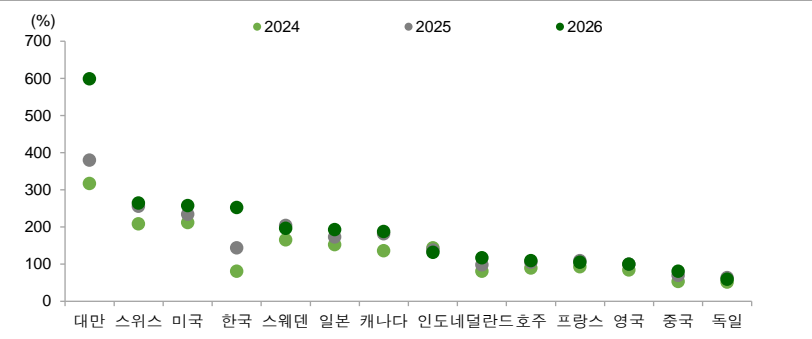
둘째, 그 수출의 핵심에 글로벌 플레이어가 있다. 삼성전자와 SK하이닉스로 대표되는 한국 반도체 기업들은 AI 인프라 확산의 직접 수혜주로, 글로벌 투자자의 관심도가 빠르게 높아지는 국면이다. 펀더멘털(수출 경쟁력)과 글로벌 자금의 시선이 동시에 한국 증시를 향하는 상황에서 시가총액이 재평가받는 것은 오히려 그동안 저평가됐던 격차를 메우는 자연스러운 과정에 가깝다는 생각이다.

3) AI밸류체인 노출도가 높은 국가 간의 공통현상

셋째, 이것은 한국만의 현상이 아니다. 같은 기간 대만의 버핏지수는 380%에서 599%로 219%포인트나 뛰었다. 우리 못지않게, 오히려 더 빠르게 시가총액이 커지고 있는 것이다. 한국과 대만은 글로벌 반도체 공급망에 경제와 증시가 동시에 집중된 구조를 공유한다. 두 나라가 나란히 가장 큰 폭으로 증권화된 것은 우연이 아니라, 글로벌 반도체 사이클이 두 시장을 동시에 밀어 올리고 있다는 방증이다. 한국의 상승을 국지적 과열로만 본다면, 같은 동력으로 더 크게 움직인 대만을 설명할 수 없다.

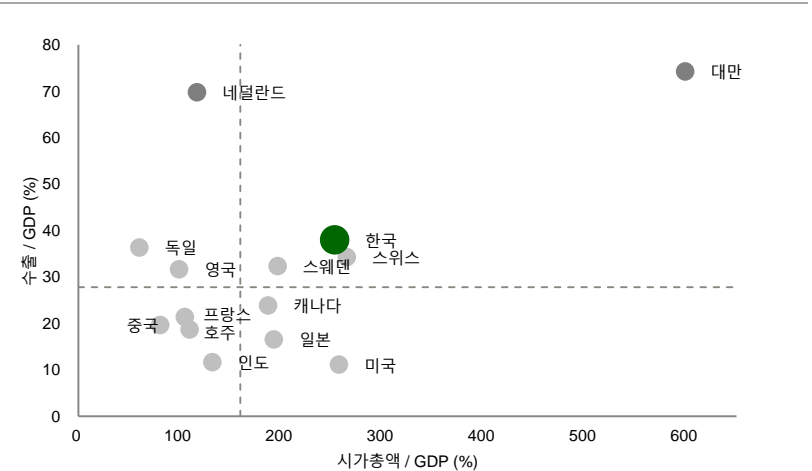
그럼에도 불구하고 앞선 한국의 빠른 주도 업종 교체를 생각하면 마지막 질문이 남는다. 한국의 주도주는 왜 그토록 짧게 살았으며, 지금의 반도체는 그 운명에서 자유로울 수 있는가.

도표 22. 주요국 버핏 지수 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 23. 한국 증시의 구조적 좌표



주1) 수출 및 명목 GDP는 2025년 기준, 시가총액은 2026년 현재 기준

주2) 점선은 중앙값(median)을 의미

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

## 한국 주도주는 왜 짧게 사는가

### 수출 구조가 남긴 증거

우리나라의 수출 데이터는 한 가지 사실을 분명하게 보여준다. 한국의 수출을 이끄는 품목은 한자리에 오래 머무르지 않는다는 것이다. 2006~7년 1위였던 반도체는 2008~11년 조선 호황기에 선박에 정상을 내줬고, 2012년에는 고유가를 탄 석유제품이 잠시 1위에 올랐다. 그 사이 무선통신기기는 3위에서 9위권으로 밀려났고, 디스플레이는 LCD 주도권을 중국에 넘기며 존재감을 잃었다. 증시의 주도 업종이 IT에서 '차·화·정'과 조선·중공업으로, 다시 반도체와 2차전지로 옮겨 다닌 궤적과 거의 포개진다. 실물의 1등이 바뀌면 시장의 1등도 바뀐다.

표면의 관찰은 여기까지이지만, 정작 중요한 질문은 '왜 그렇게 자주 바뀌는가'이다. 답은 산업의 종류가 아니라 이익의 성격에 있다.

핵심은 산업 사이클의 길이가 아닌 이익의 지속성

흔히 '경기민감'을 '사이클이 짧다'로 오해하지만 둘은 다르다. 조선의 사이클은 길고 메모리의 사이클은 짧다. 그런데도 둘 다 주도주로서의 수명은 짧았다. 핵심은 사이클의 길이가 아니라 이익의 지속성이고, 한국의 대표 산업들은 그 지속성을 갉아먹는 요인을 공통적으로 안고 있다.

3가지 측면을 확인할 필요  
1)제품의 성격: 범용재

첫째, 이들이 파는 것은 대체로 가격이 사이클을 따라 출렁이는 범용재다. 제품 차별화가 아니라 가격이 이익을 좌우하기 때문에, 업황이 꺾이는 순간 이익은 계단이 아니라 절벽으로 떨어진다. 석유화학과 철강의 수출 비중이 호황과 불황에 따라 크게 널뛰는 것이 그 증거다.

2)자본집약적 산업

둘째, 자본집약적 장치 산업이라는 점이다. 호황이 오면 너 나 할 것 없이 증설에 뛰어들고, 그 증설이 다음 불황의 공급 과잉을 잉태한다. 호황이 곧 불황의 씨앗을 뿌리는 구조다. 선박이 전형적인 사례다. 2008~11년 내내 수출 1위를 지키던 선박은, 바로 그 호황기의 대규모 발주와 증설이 부메랑이 되어 2018년 이후 9위권까지 추락했다. 사이클이 긴 조선조차 이 함정을 피하지 못했다.

3)후발 주자의 추격

셋째, 후발 주자의 추격이다. 특히 중국이 기술 격차를 좁히면 가격 결정력은 한 번 더 약해진다. 디스플레이가 LCD에서 밀려나고, 석유화학·철강이 중국발 증설에 눌린 것이 이 경로다.

그래서 한국 주도주의 이익은 복리로 쌓여 새로운 바닥을 높여 가기보다, 정점을 찍은 뒤 평균으로 회귀하는 경향이 강하다. 문제는 주가다. 시장은 정점의 이익에 정점의 멀티플을 얹는다. 이익이 평균으로 돌아오고 그 위에 얹었던 멀티플마저 제자리를 찾을 때, 디레이팅의 낙폭은 두 배로 가 팔라진다.

메모리 반도체 역시  
1)범용재이며,  
2)자본집약적이고,  
3)중국 업체의 추격은  
이미 시작된 상황

지금 한국 수출은 다시 반도체로 강하게 쏠려 있다. 15대 품목 내 비중은 2006년 13.5%에서 2025년 31.4%로 올라, 한 품목이 전체의 3분의 1을 짊어진 단일 체제에 가까워졌다. 메모리 역시 범용재이고 자본집약적이며 공급 사이클의 지배를 받는 산업이라는 점에서, 위의 세 가지 요인에서 자유롭지 않다. 집중은 호황기엔 지수의 강력한 엔진이지만, 사이클이 돌아설 땐 지수 전체를 함께 끌어내리는 위험이기도 하다.

결론: 한국의 주도 산업의 이익 지속성이 낮기 때문에 수출 구조가 변화하고 증시가 빠르게 출렁이는 것

결국 수출 구조가 자주 바뀌는 현상과 증시 주도주가 짧게 끝나는 현상은, 같은 뿌리에서 자란 두 개의 줄기다. 하나는 실물에서 이익이 출렁이는 모습이고, 다른 하나는 그 이익에 베풀한 멀티플이 출렁이는 모습이다. 한국 시장에서 주도주를 길게 들고 가기 어려운 이유는, 주도 산업의 이익이 애초에 길게 지속되도록 설계돼 있지 않기 때문이다.

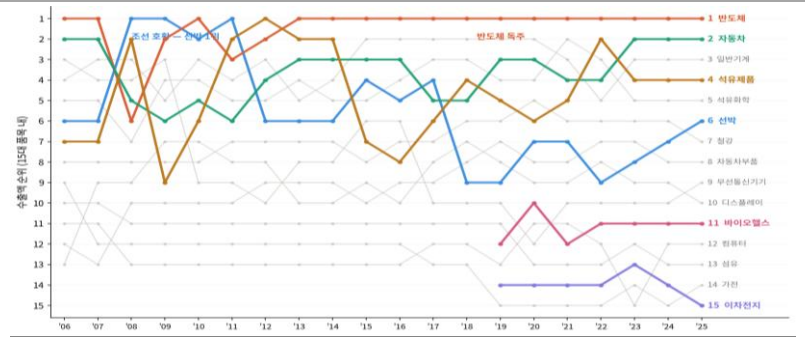
메모리 3사의 과점구조와 HBM의 고마진 특성은 과거와는 다른 높은 이익방어성을 의미

그렇다면 관건은 '싸다'가 아니라, 지금의 주도산업이 그 할인을 정당화해 온 과거의 범용재 사이클과 정말 다른가에 있다.

→이들의 지속 여부가 관건

메모리 역시 범용재라는 본질에서 출발했지만, 3사 과점 구조와 HBM의 맞춤형·고마진 특성은 과거 철강·화학·조선이 갖지 못했던 이익 방어력을 의미할 수 있다. 만약 반도체가 이 차별화를 통해 이익의 지속성을 입증한다면, 한국 증시에 오래 적용되어온 할인은 비로소 좁혀질 여지가 있다. 반대로 그 차별화가 결국 공급 사이클에 굴복한다면, 이번 쓸림 역시 과거와 같은 경로를 밟을 것이다. 결국 우리가 지켜봐야 할 것은 쓸림의 크기가 아니라, 그 차별화가 사이클을 건디는가이다.

도표 24. 한국 주요 수품품목 순위 변동 요약



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

### 한국의 챔피언, 사이클인가 구조인가

현재 삼성전자와 SK하이닉스가 코스피에서 차지하는 비중은 56%로 쏠림 최고치다. 그런 만큼 이 챔피언이 사이클 주식인지 구조적 성장 주식인지가 이번 국면의 최대 분기점이다.

구조적 성장이라는 서사의 네 가지 근거는 다음과 같다. 시장의 한 축에서는 메모리가 마침내 사이클을 졸업했다는 서사를 편다. 이 견해는 다음과 같은 네 가지 변화에서 비롯된다.

1) 기술 격차 측면에서 고대역폭 메모리는 진입장벽이 높다. 커머리티 디램과 달리 적층, 패키징, 고객 맞춤 설계가 요구되는 고난도 제품이라 상품화가 어렵고, 후발 주자가 단기간에 같은 수율과 품질로 따라잡기 어렵다. 가격이 사이클을 타는 범용재와 달리, 기술 자체가 해자가 되어 준다.

2) 장기 계약 구조 덕분에 가격과 물량의 가시성이 다르다. 상당 물량이 장기계약으로 묶여 있어, 현물 가격에 즉각 출렁이는 범용 디램과 달리 업황이 흔들려도 실적의 진폭이 완만하다. 사이클의 변동성을 계약 구조가 일부 흡수하는 셈이다.

3) 수요 관점에서 단기 재고 사이클이 아니라 구조적 투자 국면이다. 인공지능 투자는 한두 분기의 재고 조정이 아니라 수년에 걸친 설비 확장 국면일 수 있고, 데이터센터와 추론 수요가 이어지는 한 메모리 수요의 바닥 자체가 과거 사이클보다 높아진다.

4) Capa 측면에서 웨이퍼 공급이 구조적으로 빠듯하다. 고대역폭 메모리는 LPDDR 등 다른 메모리 제품보다 같은 용량을 만드는 데 더 많은 웨이퍼 캐파를 잡아먹어, 그 자체가 전체 디램 공급을 조이는 효과를 낸다. 수요가 늘수록 범용 디램에 쓸 캐파까지 줄어 공급 측 긴장이 더해진다.

도표 25. 반도체 산업에서 나타난 변화

범용 디램 → HBM-AI

### 무엇이 달라졌나

구분	예전 · 범용 메모리 사이클	지금 · HBM-AI 국면
기술 격차	표준 규격품이라 후발 주자가 단기간에 추격 — 가격이 곧 경쟁력	적층·패키징·맞춤설계의 고난도 제품 — <b>기술 자체가 해자</b>
계약 구조	현물 가격에 즉각 출렁여 실적 진폭이 크다	장기계약 비중이 높아 — <b>업황이 흔들려도 실적은 완만</b>
수요	한두 분기짜리 재고 조정 사이클	수년에 걸친 구조적 투자 국면 — <b>수요의 바닥이 높아짐</b>
캐파 (공급)	증설로 공급이 빨리 회복돼 가격 급락	HBM이 웨이퍼를 더 잠식 — <b>공급이 구조적으로 빠듯</b>

자료: 신영증권 리서치센터

다만 우리가 반드시 명심해야 할 것은, 아무리 위대한 구조적 성장을 이루는 산업이라 할지라도 주가는 결코 직선으로만 우상향 할 수 없다는 점이다.

산업의 패러다임이 바뀌는 진정한 성장주라 할지라도 투자의 시계열을 넓혀 보면 결국 상승과 하락의 마디를 격렬하게 반복하며 전진한다. 시장의 기대가 과열되어 주가가 실제 가치보다 과도하게 앞서 나가면, 매크로 환경의 작은 변화나 교란 요인만으로도 가혹한 하락 사이클을 맞이하는 것이 주식 시장의 거부할 수 없는 생리이다.

따라서 현재의 견고한 공급 부족과 수요에 감탄하는 것만큼이나, 이 화려한 상승 서사 이면에서 언제든 고개를 들 수 있는 하락의 조건들을 냉정하게 추적하는 일이 중요하다. 자본 시장의 역사에서 영원히 오르기만 하는 자산은 존재하지 않았기 때문이다.

### III. 붕괴 : 약세장 진입의 조건

아무리 강한 상승장도  
영원히 오르지만 하는  
시장은 없음

한국 증시가 구조적으로 무엇인지 보았으니, 이제 그 구조가 어떻게 약세장으로 돌아서는지를 본다. 주식 시장에서 상승의 원리만 알아서는 결코 성공적인 투자를 완성할 수 없으며, 호황기에 아무리 큰돈을 벌었어도 하락장에 대응하지 못하면 그 결실을 온전히 지켜내기 어렵다. 이는 체중 감량에 성공하는 것보다 감량한 상태를 유지하는 것이 더 어려운 다이어트의 이치와도 같다. 살을 빼는 방법만 아는 사람은 요요현상을 피할 수 없으며, 진정한 유지어터가 되기 위해서는 살이 찌지 않도록 방어하는 법을 반드시 알아야 한다.

투자 역시 마찬가지이다. 앞서 언급했듯 아무리 강한 상승장에도 영원히 오르지만 하는 시장은 없다. 내려가는 길을 인지하고 대비하는 자만이 번돈을 안전하게 챙길 수 있다. 이에 약세장을 여는 세 가지 유형을 먼저 정리하고, 이를 현재의 주도주에 대입해 본 뒤, 그 충격을 극대화하는 집중이라는 증폭기에 대해 살펴보고자 한다.

#### 무엇이 약세장을 여는가. 세가지 유형

이익과 멀티플

주가는 결국 기업이 벌어들이는 이익과 그 이익에 시장이 부여하는 배수인 멀티플의 곱으로 결정된다. 따라서 주도주가 하락세로 돌아서며 약세장의 길목으로 진입하는 경로도 이 두 가지 축 중 하나가 무너지는 데서 시작된다. 즉, 기업의 실질적인 이익 체력이 깨지거나, 이익은 견고하게 유지되는데도 시장의 심리가 얼어붙으며 멀티플이 증발하는 경우다.

경쟁과 전방수요

여기서 이익이 훼손되는 경로는 다시 두 가지 유형으로 나뉜다. 첫째는 치열한 시장 경쟁에서 밀려나며 점유율을 빼앗기고 가격 결정력을 상실하는 경우이다. 둘째는 기업 자체의 경쟁력은 여전히 훌륭하지만, 전방 산업의 수요가 둔화되거나 글로벌 가격 사이클이 통째로 가라앉으면서 업황 자체가 침체되는 경우이다.

도표 26. 약세장의 유형



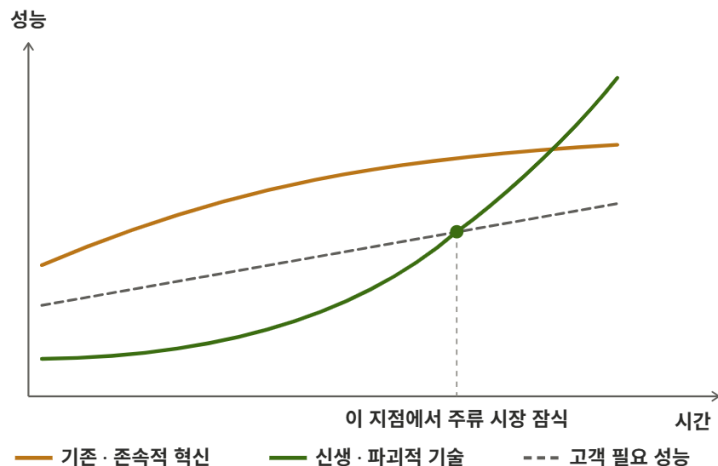
자료: 신영증권 리서치센터

### 유형 1) 경쟁과 역전

전방 수요는 견조하고 산업도 계속 성장하는데, 기술 전환에 실패하거나 후발 주자에게 밀려 1위 기업이 자리를 내주는 경우다. 점유율이 빠지면 가격 결정력이 약해지고, 마진이 무너지며 이익이 영구적으로 손상된다. 크리스텐슨이 1997년에 정리한 파괴적 혁신이 이 유형의 이론적 토대다. 신생 기업이 처음에는 보잘것없는 기술로 변두리 시장을 공략하다가 성능을 빠르게 끌어올려 결국 기존 강자를 대체한다는 것이다. 더 멀리는 슈페터의 창조적 파괴까지 거슬러 올라간다.

도표 27. 크리스텐슨 파괴적 혁신 곡선

파괴적 혁신 — 신생 기술이 1위를 잠식하는 경로



자료: 신영증권 리서치센터

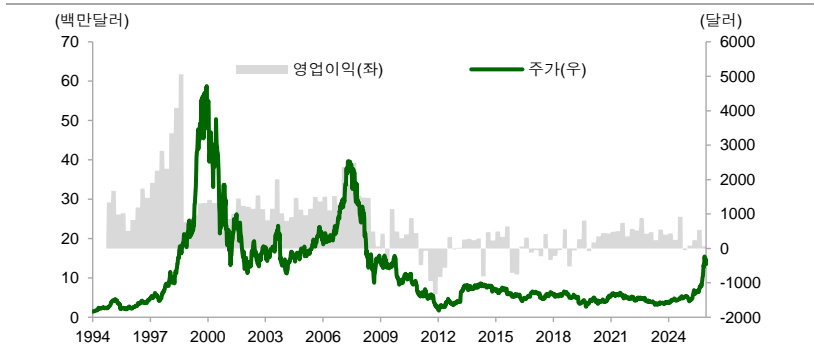
### 성능 과잉이라는 약점

기존 기업은 존속적 혁신으로 제품을 꾸준히 개선하지만, 개선 속도가 고객이 실제로 필요로 하는 성능이 높아지는 속도보다 빠르다. 상위 고객을 쫓다 보니 어느 순간 주류 고객이 쓸 수 있는 수준을 넘어 성능이 과잉으로 공급된다. 바로 이 과잉이 약점이 된다. 아래에서 올라온 신생 기술이 고객 필요 성능선에 도달해 이만하면 충분하다는 평가를 받는 순간, 더 싸고 단순하다는 이유로 주류 시장을 가져가기 때문이다. 기존 기업의 잉여 성능은 그 시점부터 고객에게 의미를 잃는다.

앞서 살펴본 이론처럼 밑바닥에서 치고 올라온 값싼 기술과 가성비에 주류 시장을 점진적으로 잠식당하는 성능 과잉형이다. 다른 하나는 아래에서의 추격이 아니라 기술 패러다임의 판도 변화 자체를 잘못 읽어 거대한 신생 강자에게 한순간에 왕좌를 내주는 경우다.

과거 휴대폰 시장을 지배했던 노키아는 명백히 후자의 치명적인 사례에 가깝다. 노키아는 2000년대 중반 세계 휴대폰 시장의 40% 이상을 쥐었으나, 2007년 시작된 스마트폰으로의 전환을 단순한 기기 외형의 변화로만 오판하고 운영체제와 애플리케이션 생태계 경쟁에서 밀렸다. 그 결과 불과 5년 만에 스마트폰 점유율이 절반 수준에서 한 자릿수로 내려앉았고 결국 휴대폰 사업을 매각하는 비극을 맞이했다.

도표 28. 노키아 주가 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

반도체 제국의 상징이던 인텔은 현직 강자이면서도 선단 공정 주도권을 대만 파운드리에 내주었고, 그 여파로 1992년부터 이어온 배당을 2025년에 중단하는 처지에 몰렸다. 국내 시장에서도 한때 2위였던 팬택과 글로벌 상위권이던 엘지 스마트폰이 시장이 커지는 와중에도 경쟁에서 밀려 사업을 완전히 접어야 했다.

이 유형은 세 가지 약세장 유발 요인 중 기업 경쟁력과 주가 회복 가능성이 가장 낮다. 산업이나 매크로의 문제가 아니라 기업 자체의 본질적인 경쟁력이 손상된 것이기 때문이다. 전방 산업이 다시 호황을 맞이하거나 전체 수요가 살아나도, 이미 시장에서 신뢰를 잃고 빼앗긴 자리는 좀처럼 되찾지 못하며 주가 역시 과거의 영광을 회복하지 못한다.

## 유형 2) 전방 수요와 사이클

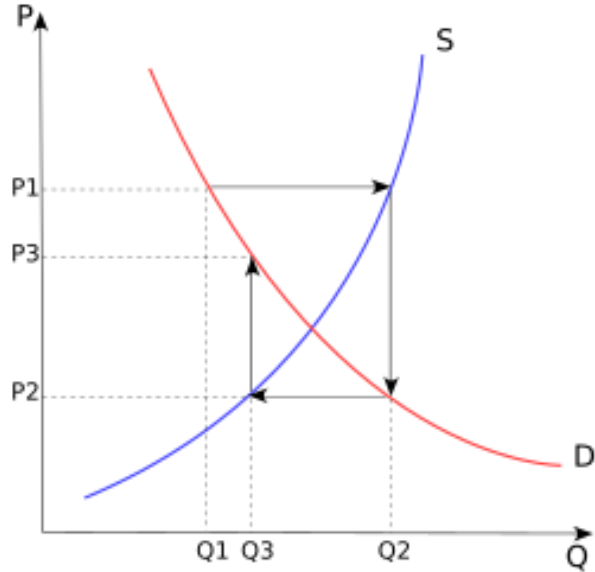
기업 자체의 경쟁력은 그대로 유지되고 있음에도, 전방 산업의 수요나 가격 사이클이 거시경제적 충격으로 인해 훼손되는 경우다. 이때는 개별 기업의 뼈를 깎는 노력과 무관하게 산업 전체가 동시에 위축되면서 이익이 급감하는 현상이 나타난다. 이는 본질적으로 구조적 파산이 아닌 사이클의 문제이므로 시간이 흘러 업황이 돌아서면 얼마든지 부활할 수 있다. 하지만 그 하락의 진폭과 깊이가 워낙 거대하기 때문에, 침체가 지속되는 사이클을 버텨낼 체력이 없는 기업들은 결국 고사하고 만다.

호황이 잉태하는  
불황의 씨앗

이 유형의 핵심은 호황기 그 자체가 다음 불황기의 극심한 공급 과잉을 스스로 잉태한다는 데 있다. 경기민감형 장치 산업에서는 업황이 정점에 달했을 때 수많은 기업이 미래의 수익을 지나치게 낙관하며 동시에 대규모 설비 투자를 단행한다. 그러나 공장이 완공되어 이 증설 물량이 시장에 본격적으로 쏟아지는 시점에는 정작 전방 수요가 둔화되기 시작한다. 결국 호황기의 투자가 부메랑이 되어 극심한 과잉 공급과 가격 폭락이라는 파국으로 돌아오게 된다.

이 현상은 경제학에서 농산물 가격의 주기적 폭락 메커니즘을 설명할 때 흔히 인용하는 거미집 이론과 일치한다. 농민들이 올해 배추 가격이 폭등한 것을 확인한 뒤 내년도 재배량을 일제히 늘렸다가, 이듬해 동시다발적인 공급 과잉으로 가격이 하락하는 현상이 반복된다.

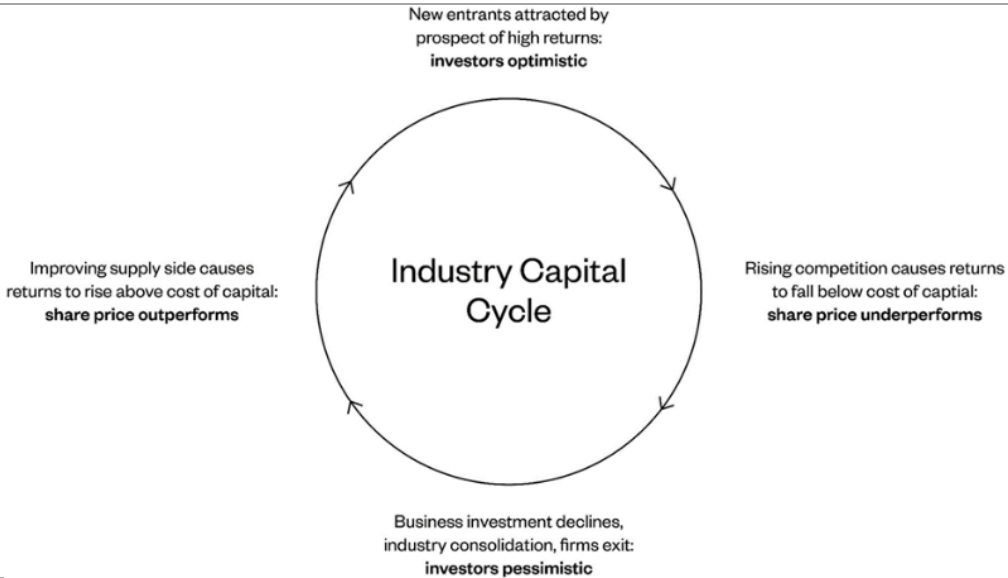
도표 29. 거미집 이론(Cobweb Theorem)



자료: 위키피디아, 신영증권 리서치센터

금융 사학자 에드워드 캔슬러 역시 마라톤 자산운용의 오랜 투자 경험을 바탕으로 이러한 메커니즘을 자본 사이클 이론으로 정립했다. 업황이 좋을 때 자본이 과도하게 몰려들며 설비가 비대해진 산업은, 대규모 물량이 쏟아지는 다음 국면에서 필연적으로 처참한 수익률을 기록할 수밖에 없다는 것이 이론의 핵심이다.

도표 30. 캔슬러의 자본 사이클



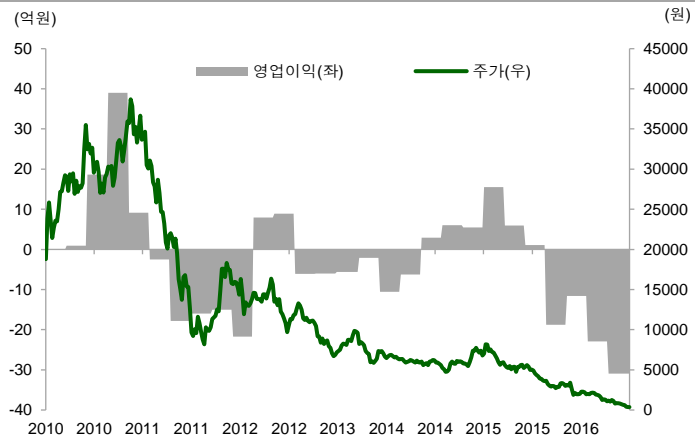
자료: 위키피디아, 신영증권 리서치센터

대표적 사례가 해운업

이러한 자본 사이클의 속성을 가장 전형적으로 보여주는 사례가 바로 해운업이다. 해운 운임이 치솟으면 해운사들의 선박 발주가 한꺼번에 몰리지만, 배를 주문하고 실제로 인도받아 바다에 띄우기까지는 이년 안팎의 물리적인 시차가 존재한다. 이 때문에 정작 시장의 이익이 꺾이고 침체가 시작된 불황기 한복판에 과거 호황기 시절 무리하게 발주했던 신규 선박들이 계속해서 쏟아져 나온다. 결국 이 시차로 인해 공급 과잉의 늪은 더욱 깊어지게 된다. 반도체 산업 역시 생산 라인을 증설하고 핵심 장비를 반입하는 데 수년의 시차가 존재한다는 점에서 시차의 함정으로부터 결코 자유로울 수 없다.

한진해운이 그 전형이다. 국내 1위이자 세계 7위 선사였으나, 호황기에 비싼 값으로 장기 용선 계약을 대거 맺은 것이 발목을 잡았다. 발틱 운임 지수가 2008년 봄 12,000에 육박했다가 그해 말 700 아래로 떨어지는 사이 비용 구조가 무너졌고 4년 연속 적자를 기록, 결국 2016년 법정관리를 거쳐 2017년 파산했다.

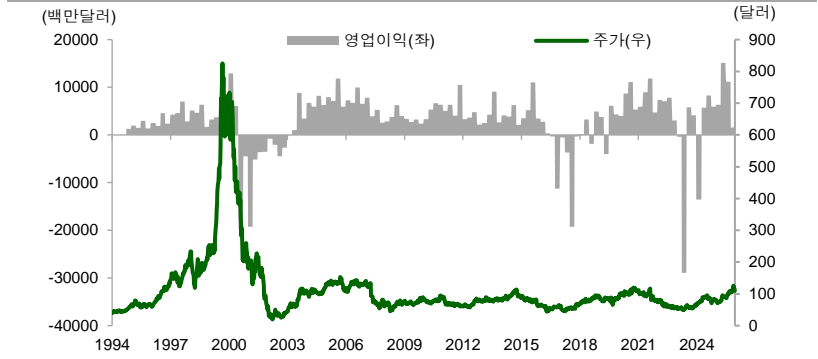
도표 31. 한진해운 영업이익과 주가 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

에릭슨 역시 1990년대 후반 통신 장비 시장의 절대 강자였으나 통신 버블이 붕괴되면서 혹독한 대가를 치렀다. 전방 산업인 통신사들이 설비투자를 급격히 줄이자 주문이 급감했고, 주가는 고점 대비 90% 이상 하락했다. 결국 전체 직원의 절반을 해고하는 구조조정을 겪은 뒤에야 간신히 생존할 수 있었다. 국내 조선업 또한 2011년 전후로 단기 정점을 찍은 뒤, 글로벌 발주 절벽과 호황기 시절 받아 불거진 저가 수주의 후유증이 겹치며 수년간 대규모 적자와 구조조정의 터널을 지나야 했다.

도표 32. 에릭슨 주가 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

이 유형의 회복 가능성은 앞서 살펴본 기업 경쟁력 훼손 유형에 비하면 중간 수준으로 평가할 수 있다. 개별 기업의 뼈대가 부서진 것은 아니기에 거대한 자본 사이클이 다시 상승 국면으로 돌아서면 산업과 함께 재기할 수 있기 때문이다. 에릭슨은 통신 장비 강자로 돌아왔지만 주가는 예전에 비하면 여전히 낮고 조선은 시간은 걸렸지만 주가도 예전 수준으로 회복했다. 여기에는 또 한 가지 엄격한 전제 조건이 붙는다. 사이클이 바닥을 치고 다시 올라올 때까지 발생하는 천문학적인 적자와 주가 낙폭을 온전히 버틸 수 있는 금융적 체력과 든든한 현금 흐름이 반드시 뒷받침되어야만 한다는 점이다.

회복 가능성은 중간이다. 사이클이 돌면 살아난다. 에릭슨은 통신 장비 강자로 돌아왔지만 주가는 예전에 비하면 여전히 낮는데 반해, 조선은 시간은 걸렸지만 실적도 주가도 예전 수준으로 회복했다. 다만 그 사이의 낙폭을 버틸 시간과 체력이 필요했다.

### 유형 3) 벨류에이션과 매크로

마지막 유형은 기업의 펀더멘털에는 아무런 문제가 없는 경우이다. 시장 점유율도 여전히 견고하고 이익 또한 매년 착실하게 늘어나는데도 주가가 크게 부러지는 현상이 나타난다. 이는 기업의 실적이 나빠져서가 아니라, 그동안 시장이 이 기업에 기꺼이 지불하던 높은 멀티플이 순식간에 압축되기 때문이다.

멀티플을 끌어내리는  
두 가지 보이지 않는 힘

높게 치솟았던 멀티플을 바닥으로 끌어내리는 힘은 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째는 거시경제의 가장 중요한 축인 금리의 변동이다. 주가란 먼 미래에 기업이 벌어들일 이익을 현재 가치로 당겨와 계산한 결과물인데, 이때 적용되는 할인율인 금리가 오르면 미래 이익의 현재 가치는 작아질 수밖에 없다. 특히 이익이 당장이 아닌 먼 미래에 집중되어 있어 높은 멀티플을 받던 성장주일수록 금리 인상이라는 할인율 변화에 타격의 강도가 훨씬 더 크게 나타난다.

둘째는 시장 전체의 위험 선호 성향이 후퇴하는 경우이다. 설령 금리가 제자리에 가만히 머물러 있다 하더라도, 시장 참여자들이 미래 성장에 대해 주던 과도한 프리미엄을 거두어들이는 순간 멀티플은 맥없이 내려앉는다. 존 버 윌리엄스와 마이론 고든으로 이어지는 배당 할인 모형이 이러한 현상의 이론적 토대가 된다. 이 모델은 높은 멀티플을 받는 주식일수록 자금의 회수 기간이 긴 고듀레이션 자산의 성격을 띠며, 따라서 할인율 변화에 극도로 민감하게 반응한다는 점을 수학적으로 증명해 준다.

초우량 기업도  
피해 가기 어려운  
멀티플 압축의 역사

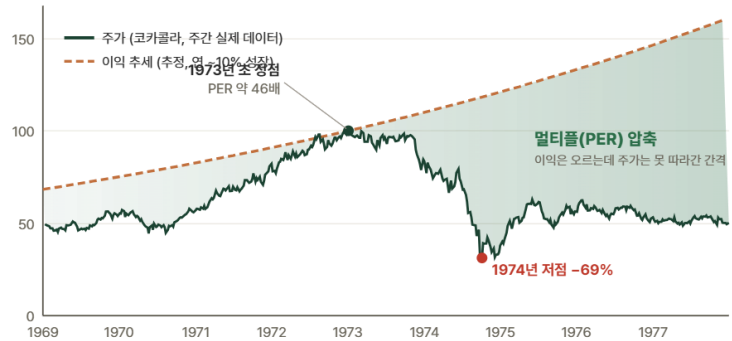
1970년대 미국 증시를 뒤흔들었던 니프티 피프티 장세가 이러한 멀티플 압축의 대표적인 역사적 사례이다. 당시 이 기업들은 한 번 사두면 다시는 팔 필요가 없다는 뜻에서 매수 결정 한 번이면 충분한 주식(one-decision stock)이라는 별칭으로 불렸다. 코카콜라나 맥도날드 같은 당대 초우량주들을 두고 어느 가격에 사도 무조건 돈을 번다는 맹신이 시장을 지배하면서, 이들의 평균 주가수익비율은 마흔 배를 훌쩍 넘어섰다.

그러나 이어진 인플레이션과 급격한 금리 인상으로 할인율이 치솟자 가혹한 대가가 따랐다. 이 기업들의 이익이 매년 두 자릿수라는 놀라운 속도로 계속 늘어나는 와중에도, 시장이 부여하던 멀티플이 장기 평균 수준인 10배 중반으로 순식간에 토막 난 것이다. 그 결과 주가는 고점 대비 칠십에서 90%나 폭락했다. 제레미 시겔 교수의 분석에 따르면, 비록 이 장세의 꼭대기에서 주식을 샀더라도 25년간 득도하는 심정으로 보유했다면 시장 평균 수익률을 따라잡을 수는 있었다. 하지만 그러기 위해서는 그 긴 세월과 처참한 낙폭을 고스란히 온몸으로 견뎌내야만 했다.

도표 33. 쿼카콜라 이익과 주가 추이

**이익은 계속 늘었지만, 주가는 70년대 내내 제자리**

쿼카콜라·주가 증가, 1972년 = 100 지수화 — 벌어지는 간격이 멀티플(PER) 압축



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

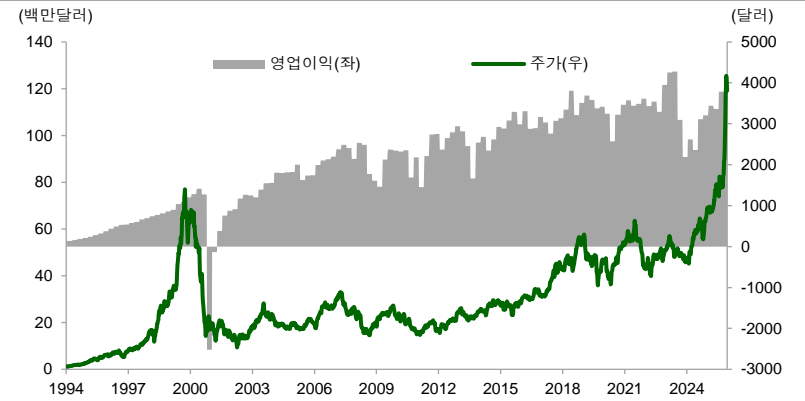
주 : 주가는 주간 증가(Bloomberg), 1972년 = 100 지수화. 이익은 데이터 부재로 연 ~10% 성장 추정 추세선(점선). PER 46 배는 1972년 말 기준.

2000년 닷컴 버블 당시의 시스코 시스템즈 역시 유명한 사례이다. 시스코는 한때 전 세계 시가총액 1위 왕좌에 올랐다. 물론 시스코의 이익이 완만하게 직선으로만 늘어난 것은 아니다. 닷컴 버블 붕괴 직후에는 IT 버블의 직격탄을 맞으며 전방 기업들의 주문이 끊겨 한동안 이익이 크게 부진했고, 주가 역시 고점 대비 80% 이상 폭락하는 가혹한 시기를 겪었다.

버블 당시 부여받았던 멀티플이 워낙 비이성적으로 높았던 탓에, 이익 성장에도 불구하고 주가는 20년이 훌룡히 지난 최근까지도 2000년 당시의 고점을 완전히 회복하지 못하고 오랜 기간 소외되어 있었다. 그러나 기업의 본질적인 경쟁력은 살아있었기에 이후 장기적으로 매출과 이익을 꾸준히 성장시켜 나갔다.

그러던 시스코가 최근 들어 마침내 긴 침묵을 깨고 주가 최고치를 경신하며 화려하게 부활했다. 인공지능 인프라 구축 열풍 속에서 거대 빅테크 기업들의 인공지능 데이터센터 전용 초고속 네트워크 장비와 자체 개발한 칩셋 수주가 폭발적으로 증가했고, 시장에서 인공지능 인프라의 핵심 수혜주로 재평가받으며 멀티플이 다시 확장되었기 때문이다. 주가도 25년 만에 최고치를 넘어섰다.

도표 34. CISCO 주가와 기업이익



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

이 유형의 회복 가능성은 투자자의 철저한 인내심을 전제로 한다. 앞서 살펴본 다른 유형들과 달리 기업의 이익 체력인 펀더멘탈 자체는 멀쩡히 살아 있거나 결국 회복하기 때문에, 거시경제 환경이 다시 우호적으로 돌아서고 금리가 내려가거나 산업의 새로운 메가 트렌드가 맞물리면 멀티플이 재차 확장되면서 주가도 본래 궤도로 회복한다.

다만 시스코의 사례에서 보듯 멀티플 환경이 다시 돌아오기까지 걸리는 시간의 시계열이 수십 년에 달할 정도로 대단히 길 수 있고, 그 긴 세월 동안 끝내 살아남아 반등하는 종목과 영영 소외되는 종목 간의 편차가 극심하다는 점은 투자자가 짚어야 할 가장 큰 리스크이다.

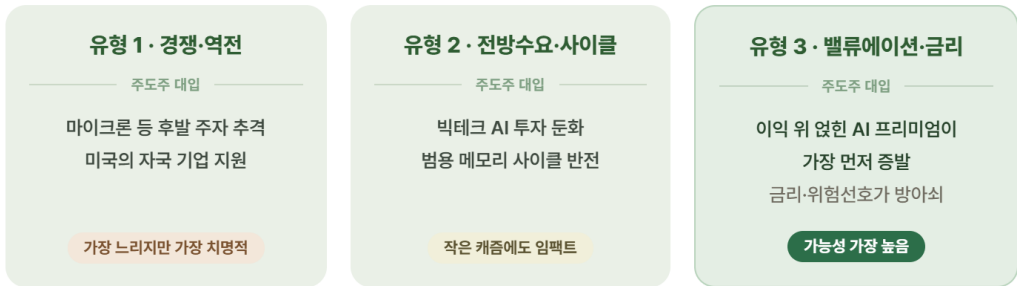
## 지금 한국 주도주에 대입

세 유형을 삼성전자와 SK하이닉스, 두 종목에 대입하는 일은 사실상 한국 증시 전체가 어떻게 약세장에 들어설 수 있는지를 그리는 일과 같다. 결론은 아래의 표로 미리 제시한다.

결론부터 말하자면, 두 회사가 약세장으로 들어서는 길은 세 갈래이다. 경쟁사의 역전, 전방 수요의 급작스런 붕괴 가능성보다는 이익 위에 얽힌 멀티플이 금리 상승 등의 이유로 흔들릴 가능성이 가장 유력하다. 아울러 세 시나리오는 따로 오지 않을 수 있음을 위의 기업들의 사례에서 엿보았다. 금리가 상승이 먼저 멀티플을 흔들고, 수요의 균열로 이어지고, 길게는 경쟁이 이익의 바닥을 낮추는 흐름이 이어갈 가능성도 염두에 두어야 할 것이다.

도표 35. 3가지 유형을 한국에 대입

### 지금 주도주에 대입 — 삼성전자·SK하이닉스



세 시나리오는 따로 오지 않을 수도 있다 — 금리가 멀티플을 먼저 깎고, 수요의 공백이 겹치고, 길게는 경쟁이 이익의 바닥을 낮춘다

자료: 신영증권 리서치센터

먼저 지금의 경쟁 구도를 정리하고, 그 위에서 세 시나리오를 고민해보았다.

#### 경쟁의 윗단은 HBM

경쟁의 윗단은 AI 서버의 필수재로 자리 잡은 HBM 시장이다. 현재 이 시장은 SK하이닉스가 엔비디아 공급망을 선점하며 과점적 주도권을 쥐고 있다. 실제로 2026년 1분기 기준 SK하이닉스는 전체 HBM 시장 점유율의 절반을 웃돌며 Nvidia향 물량의 상당수를 차지하고 있다.

삼성전자는 직전 세대인 HBM3E 국면에서 진입이 다소 지연되며 고전했으나, 칩의 두뇌 역할을 하는 Base-Die를 파운드리 첨단 공정으로 제작

해야 하는 차세대 HBM4 국면을 맞아 반전을 도모하고 있다. 삼성전자는 메모리 제조부터 파운드리, 첨단 패키징까지 전 과정을 융합한 턴키 솔루션 역량을 앞세워 시장 점유율 회복에 나서는 중이다. 그 뒤를 미국 마이크론이 뒤따르고 있다.

요컨대 HBM 시장은 한국 두 회사의 과점 체제에 마이크론이 추격하는 구도이며, 핵심 승부처는 향후 전개될 HBM4 공정 전환 속에서 누가 더 안정적인 수율로 엔비디아의 기술 인증을 통과하느냐에 달려 있다.

**도표 36. HBM 시장 점유율**

제조사	2025년	2026년(E)
SK하이닉스	53.2%	50.5%
삼성전자	41.3%	43.1%
마이크론	5.5%	6.4%
합계	100.0%	100.0%

자료: 트렌드포스(2026. 2월), 신영증권 리서치센터

경쟁의 아랫단은  
범용 D램과 낸드

반면 아래 단은 개인용 컴퓨터와 스마트폰, 일반 서버에 두루 쓰이는 범용 D램과 낸드플래시 시장이다. 이곳에서는 중국 기업들의 추적이 매우 매섭다. 창신메모리(CXMT)가 D램을, 양쯔메모리(YMTC)가 낸드플래시를 전담하여 정부의 막대한 보조금과 거대한 내수 시장을 등에 업고 물량과 가격 공세를 펼치고 있다.

물론 미국의 장비 제재와 상대적으로 낮은 수율 탓에 생산능력 대비 실제 매출 점유율은 여전히 선두 그룹과 차이가 있으며, 차세대 HBM 기술력 역시 2년에서 3년 안팎의 격차가 존재한다.

하지만 낸드플래시는 D램보다 기술 진입장벽이 낮아 중국의 추격 속도가 치명적이다. 양쯔메모리의 선단 공정 적층 단수는 이미 200단을 훌쩍 넘어 국내 선두 기업들을 턱밑까지 추격했다. 이들은 동일한 사양 기준 파격적인 단가 강점을 내세워 글로벌 하부 생태계를 빠르게 잠식해 들어 오고 있다.

**도표 37. 글로벌 주요 회사별 낸드플래시 생산능력(Capa) 및 양산 단수 비교**

제조사	월평균 생산능력(Capa)	양산 최고 적층 단수(선단 공정 기준)
삼성전자	620K	300단
SK하이닉스	410K	321단
YMTC	155K	232단

자료: 트렌드포스(2026.2), 신영증권 리서치센터

주 : SK하이닉스는 자회사 솔리다임(Solidigm) 합산 기준

### 시나리오 1. 밸류에이션·매크로

세 갈래 가운데 가장 먼저, 가장 높은 확률로 현실화될 수 있는 것이 바로 이 밸류에이션·매크로 충격이다.

높아진 눈높이와  
빅테크 균열의 연쇄 효과

흔히 이 유형은 이익 위에 두툼한 프리미엄이 얹혀 있다가 그 프리미엄부터 증발하는 경로로 설명되지만, 현재 한국의 두 종목은 물론 전 세계 인공지능 흐름을 이끄는 글로벌 빅테크 기업들 역시 밸류에이션 자체가 과거 역사적 버블기에 비해 이례적으로 높다고 보기는 어렵다. 두터운 거품이 끼었다기보다는 기업들이 증명해 내고 있는 이익의 성장 속도가 워낙 가파르기 때문이다. 즉, 멀티플에 잔뜩 쌓인 거품이 단독으로 터지는 정석적인 그림은 적어도 표면적으로는 잘 들어맞지 않는다.

그럼에도 이 시나리오를 가장 경계해야 하는 이유는, 멀티플을 누르는 하방 압력이 시장의 거대한 눈높이 조정에서 오기 때문이다. 현재 시장은 빅테크 기업들의 이익 성장을 이미 당연한 기정사실로 받아들이고 있으며, 향후 전망에 대한 기대를 가파르게 높여놓은 상태이다. 문제는 이처럼 눈높이가 한껏 높아진 상황에서는 미세한 부진이나 성장 속도의 완만해짐조차 시장에 상당한 조정 요인으로 작용할 수 있다는 점이다.

고대역폭 메모리를 비롯한 첨단 반도체는 인공지능 인프라 구축의 핵심 병목 구간에 위치해 있어 자체적인 수요가 당장 꺾일 자리가 아니다. 하지만 그 수요를 최종적으로 지탱하는 자금줄은 결국 글로벌 빅테크 기업들의 천문학적인 설비투자이다. 만약 빅테크 기업들이 발표하는 실적이나 향후 가이던스가 시장의 기대치를 밑돌 경우, 투자자들은 즉각 인공지능 투자 수익성에 의문을 제기하며 빅테크의 주가에 부담을 줄 수 있다.

도표 38. 엔비디아 분기별 EPS: 실제 vs 컨센서스

분기(발표)	실제 EPS	컨센서스	결과
Q2 FY25 ('24.8)	\$0.68	\$0.64	상회
Q4 FY25 ('25.2)	\$0.89	\$0.84	상회
Q4 FY26 ('26.2)	\$1.62	\$1.50	상회
Q1 FY27 ('26.5)	\$1.87	\$1.76	상회

자료: Nvidia, 신영증권 리서치센터

빅테크 기업들이 거시경제적 환경 변화나 수요 둔화 조짐에 반응하여 설비투자 속도를 완급 조절하기 시작하면 그 여파는 공급망을 타고 그대로 흘러내린다. 인공지능 공급망의 병목이라는 강점 덕분에 한국의 메모리 반도체 기업들이 한동안은 실적을 유지하며 시차를 벌 수 있겠으나, 전방의 자금 집행 속도가 느려지면 결국 시차를 두고 글로벌 인프라 수요와 한국 메모리주의 멀티플까지 연쇄적으로 흔들리게 된다. 방아쇠가 회사 내부의 경영 성과가 아니라 전방 빅테크 기업들의 실적 눈높이와 자금줄이라는 외부 생태계에 달려 있기 때문이다.

따라서 이 국면에서 가장 먼저 주시해야 할 지표는 인공지능 내러티브 자체의 열기를 보여주는 엔비디아를 비롯한 글로벌 빅테크 기업들의 실적 달성률과 향후 설비투자 가이드선의 변화 추이이다. 여기에 미국의 장기 금리와 실질 금리 등 거시경제적 할인을 환경을 함께 겹쳐 보아야 한다. 완벽에 가까운 실적을 요구하는 시장의 높은 눈높이 속에서 이들 거대 테크 기업의 서사에 작은 균열이 감지되는 순간, 같은 인공지능 생태계를 공유하는 한국의 메모리 주도 자금 당장은 상대적으로 싸 보일지라도 결국 혼자 자유로울 수 없다.

최악의 시나리오:  
심리와 실물 충격의  
툼니바퀴식 결합

여기서 우리가 가장 경계해야 할 최악의 시나리오는, 이 복수의 충격들이 각자 독립적으로 찾아오지 않고 하나의 세트처럼 결합하여 동시에 몰아치는 경우이다.

시장의 심리가 꺾이는 멀티플 압축과 실제 물량이 줄어드는 수요 둔화는 각각 따로 떼어놓고 보면 감당할 수 있는 수준의 작은 균열처럼 보일지라도, 이 둘이 톱니바퀴처럼 맞물려 세트로 들이닥치면 시장에 미치는 파괴력은 기하급수적으로 증폭된다. 눈높이가 낮아지며 주가 배수가 깎여 나가는 와중에 실제 장부상의 이익마저 훼손되는 흐름이 확인되는 순간, 자본 시장은 방어벽을 세울 시간도 없이 급격한 약세장의 소용돌이로 빨려 들어가기 때문이다.

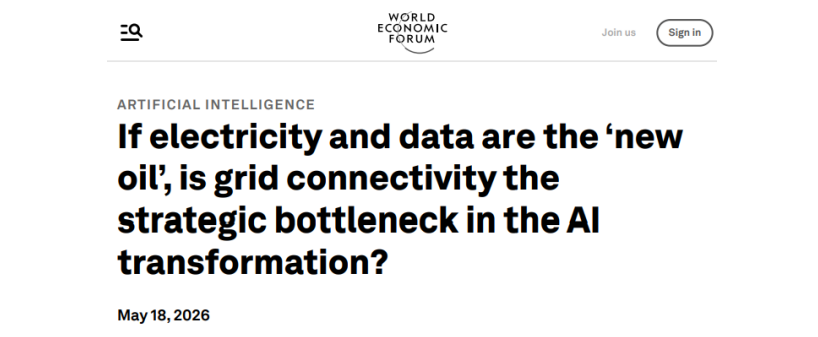
## 시나리오 2. 전방 수요 : 심리에서 실물 수요로 이동

밸류에이션과 금리 충격이 실제 이익은 그대로 둔 채 시장의 심리와 멀티플만 흔들리는 단계라면, 두 번째 시나리오는 그 진앙을 한 발 더 안쪽으로 옮겨 기업의 실질적인 이익을 떠받치는 전방 산업의 물리적 수요를 직접 겨냥한다. 앞서 언급했듯 심리의 균열이 실물 수요의 공백과 세트로 엮이는 순간 약세장의 깊이는 완전히 달라지며, 이 시나리오를 유난히 예민하게 만드는 것은 전 세계의 투자가 인공지능이라는 단 하나의 통로에 집중되어 있다는 사실이다. 풀림이 클수록 아주 작은 흔들림도 크게 증폭되기 때문에, 수요가 통째로 무너지는 파국이 아니라 실물 시장의 미세한 공백만 생겨도 주가에는 적지 않은 타격으로 나타날 수 있다.

실물 공백의 첫 번째 길목:  
글로벌 전력 인프라의  
물리적 한계

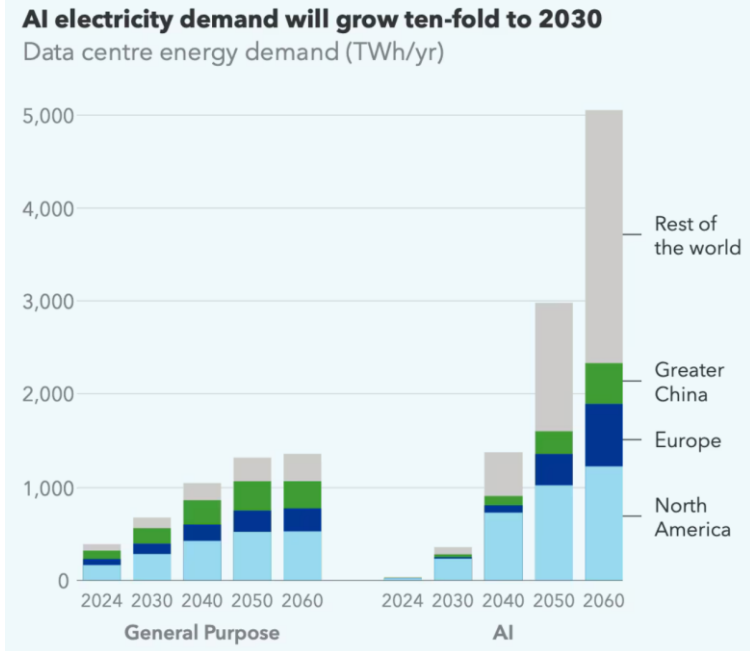
그 실물 공백은 막연한 공포가 아니라, 반도체 공급망 바깥의 아주 구체적인 길목에서 시작될 수 있다. 첫째는 글로벌 데이터센터 인프라의 물리적 한계다. 세계경제포럼에 따르면 AI 관련 전력수요는 2023년 대비 2030년에는 10배로 급증하고, 2040년 이후에는 일반 수요를 추월할 전망이다.

도표 39. 세계경제포럼이 주목한 전력 병목, AI의 전력 사용 급증은 기술산업을 넘어선 이슈



자료: World Economic Forum, 신영증권 리서치센터

도표 40. AI 관련 전력 수요, 2040년 이후 일반 수요 추월



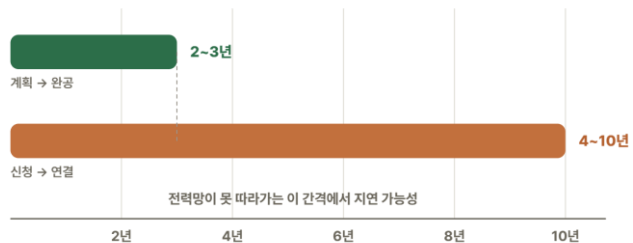
자료: World Economic Forum, 신영증권 리서치센터

인공지능 서버를 돌리려면 천문학적인 전력이 필요한데, 문제는 전력망이 그 속도를 따라가지 못한다는 데 있다. 데이터센터는 2~3년이면 짓지만, 새로 전력망에 연결하는 데에는 지역에 따라 수년이 걸리고, 고압 변압기 같은 핵심 장비의 리드타임은 3~4년까지 늘어났다. 그 결과 자본은 충분 한데 전력이라는 자리가 없어, 발표된 데이터센터의 상당수가 착공조차 못 한 채 멈춰 있다. 이는 수요가 식어서가 아니라 수요를 받을 그릇이 모 자라서 생기는 적체이며, 칩을 꽂을 건물이 늦어지는 만큼 엔비디아의 그래픽 장비와 한국의 HBM 주문도 뒤로 밀리게 된다.

도표 41. 데이터센터와 전력 관련 리드타임 비교

짓는 건 2~3년, 전기 끌어오는 건 4~10년

데이터센터는 빨리 지어지지만, 전력망 연결이 그 속도를 못 따라간다



자료: WEF

자료: WEF, 신영증권 리서치센터

실물 공백의 두번째 길목:  
범용 메모리 가격 폭등이  
부른 전방 가전 수요 잠식

둘째는 인공지능 호황이 가져온 범용 메모리 시장의 왜곡과 그에 따른 부메랑 효과다. 한국 기업들이 한정된 생산 라인을 HBM에 집중 배치하면서, 개인용 컴퓨터와 스마트폰, 일반 서버에 들어가는 범용 D램과 낸드의 공급이 상대적으로 빠듯 해졌다. 이로 인해 범용 반도체 가격이 가파르게 올랐는데, 정작 이 상승이 전방 가전 제조사들의 비용 부담을 키우는 단계에 들어섰다. 아직 완제품 수요가 꺾인 것은 아니다. 오히려 업체들이 가격 인상 전에 물량을 앞당겨 사들이면서 단기 출하는 더 늘었다. 다만 시장조사기관들은 2026년 하반기로 갈수록 이 비용이 소비자 가격으로 전가되며, 특히 가격에 민감한 보급형 PC, 스마트폰 수요부터 위축될 것이라는 전망을 잇따라 내놓고 있다. 반도체가 너무 비싸져 완제품 판매가 줄고, 그 결과 반도체 주문이 다시 줄어드는 둔화의 고리가 형성될 수 있다는 우려다.

애플의 가격 인상  
100년 만에 홍수

이 전가의 신호는 이미 나타나고 있다. 가격 결정력이 누구보다 강한 애플조차 2026년 6월, 더는 비용을 감당하기 어렵다며 맥과 아이패드 가격을 최대 300달러 올렸고, 아이폰 인상도 예고했다. 팀 쿡은 이를 두고 40년 공급망 경력에 처음 겪는, 100년에 한 번 올 홍수라 표현했는데, 이는 마진을 더 챙기려는 인상이 아니라 원가를 더 버티지 못해 나온 인상임을 강조했다라는 평가를 받고 있다. 애플마저 가격을 올린다면, 같은 부품값 상승을 마진이 얇은 보급형 업체들이 흡수하기란 더더욱 어렵다. 원가 상승이 완제품 가격으로 변지는 단계가, 시장의 맨 윗자리에서부터 이미 시작된 셈이다.

원판 신화의 취약성과  
사이클 반전에 따른 하락  
진폭

지금은 HBM 물량이 연간 단위로 완판되어 있어 표면은 더없이 단단해 보이지만, 그 단단함은 어디까지나 전방의 인프라 투자가 한 치의 오차도 없이 실물로 집행된다는 전제 위에서 서 있는 구조물이다. 특히 가격 변동에 극도로 민감한 범용 메모리 부문은 유통 재고 사이클이 한 번 반대로 돌아서면 그만큼 낙폭도 가파를 수밖에 없다.

균열을 선행하는  
실물 지표 검증과  
리스크 관리

그래서 이 시나리오에서 살펴야 할 것은 심리 지표가 아닌 실물 수요의 선행 신호들이다. HBM의 실제 연간 계약 유지 여부와 평균 판매가 변화, 범용 D램과 낸드의 고정 거래가와 현물가 추이, 북미 인공지능 데이터센터의 전력 확보 현황 및 완공 일정, 그리고 글로벌 개인용 컴퓨터와 스마트폰의 실제 출하량 전망이 체크 리스트이다.

도표 42. 애플 가격 인상, 팀 쿡은 원가를 버티지 못해 나온 인상으로 설명



## Apple Price Increases

Product	Previous	New	Increase
Base iPad	\$349	\$449	+28.7%
Mac Studio	\$1,999	\$2,499	+25.0%
iPad Air	\$599	\$749	+25.0%
iPad mini	\$499	\$599	+20.0%
iPad Pro	\$999	\$1,199	+20.0%
MacBook Air	\$1,099	\$1,299	+18.2%
MacBook Pro	\$1,699	\$1,999	+17.7%
MacBook Neo	\$599	\$699	+16.7%
iMac	\$1,299	\$1,499	+15.4%
13-inch iPad Pro	\$1,299	\$1,499	+15.4%
Touch ID MacBook Neo	\$699	\$799	+14.3%

자료: APPLE, 신영증권 리서치센터

### 시나리오 3. 경쟁자 추격 : 가장 느리지만 가장 치명적

마지막 시나리오:  
가장 무겁고 구조적인  
역전의 리스크

마지막 시나리오는 경쟁이다. 세 갈래 가운데 가장 더디게 다가오는 편이지만, 일단 자리를 내주고 나면 회복이 가장 어렵다는 점에서 리스크의 무게가 가장 무겁다. 다만 메모리 반도체 시장에서 이 경쟁은 하나의 전선이 아니라, 앞서 정리한 상하부 두 개의 층에서 서로 다른 속도로 동시에 진행되는 양상을 보인다.

하부 범용 시장:  
중국의 물량 공세와  
수익성 잠식

아래층인 범용 메모리 시장에서는 중국의 추격이 변수다. 창신메모리와 양쯔메모리가 당장 한국의 첨단 제품을 직접적으로 위협하기는 쉽지 않아 보인다. 수출 격차가 여전히 존재하는 데다 고대역폭 메모리 기술력은 선두 그룹과 한두 세대 이상 뒤쳐져 있기 때문이다.

그러나 이들이 겨누는 것은 처음부터 첨단 기술이 아니라 범용 시장의 수익성 자체이다. 동일한 사양의 제품을 파격적인 단가에 풀어 시장 가격을 끌어내리고, 정부 지원을 등에 업고 수출과 무관하게 증설을 밀어붙이는 전략을 취한다. 특히 낸드플래시는 D램보다 기술 문턱이 낮아 양쯔메모리의 추격 속도가 빠르다. 두 회사 이익의 상당 부분을 지탱하는 범용 메모리가 바로 이 지점에서 가장 먼저 하방 압력을 받을 수 있다.

상부 첨단 시장:  
미 정부의 지원을 얻은  
마이크론의 균열

위층인 HBM 시장에서는 경쟁 구도가 조금 다르게 전개된다. 삼성전자와 SK하이닉스 사이의 주도권 다툼은 출혈 경쟁으로 번지지만 않는다면 점유율이 국내 안에서 조정될 뿐 생태계 바깥으로 새지 않아 한국 반도체 산업 측면에서 위협의 성격은 약하다.

정작 중기적인 관점에서 눈여겨봐야 할 대상은 마이크론과 그 뒤에 선 미국 정부다. 마이크론은 차세대 제품에서 점유율 확대를 시도하며 한국 두 회사의 과점 체제에 균열을 내고자 노력하고 있다. 여기에 미국 정부가 자국 메모리 산업을 국가적 자산으로 인식하고 보조금 지급과 다각적인 지원책을 동원해 밀어주는 흐름이 겹친다. 당장은 기술력과 안정적인 수출에서 한국 기업들이 앞서 있어 리스크가 수면 위로 드러나지 않지만, 미국이 자국 제조업을 육성하려는 의지를 거두지 않는 한 이는 시간을 두고 작용하는 구조적 변수가 될 가능성이 크다.

\*참고 : 현재 상황은 키옥시아는 낸드에 집중하고 있고 인텔은 메모리가 아닌 파운드리와 시스템 반도체의 경쟁자

경쟁 시나리오의  
관전 포인트:  
공정 격차와  
공급망 다변화 속도

그래서 이 경쟁 시나리오는 두 개의 층을 명확히 나누어 지켜보아야 한다. 범용 시장에서는 창신메모리와 양쯔메모리의 양산 규모, 수율 안정화 속도, 그리고 선두 그룹과의 세대 격차가 좁혀지는 추이를 주시해야 한다. 첨단 시장에서는 마이크론의 HBM 점유율 변화와 차세대 제품 진척도, 그 뒤를 받치는 미국 정부의 지원 강도를 점검하는 동시에, 엔비디아의 공급망 다변화 정책 속도와 국내 두 회사의 개별 점유율 추이를 함께 비교해 볼 필요가 있다.

### 최악의 조합: 3대 충격의 시차별 연쇄 결합

이 세 가지 시나리오는 결코 독자적으로만 찾아오지 않을 수 있다. 거시 경제적 환경이 멀티플을 먼저 깎아내리고, 그 위에 실물 수요의 미세한 공백이 겹치며, 장기적으로는 후발 주자들의 경쟁이 이익의 바닥 자체를 낮추는 식으로 순차적으로 혹은 동시다발적으로 결합해 올 수 있기 때문이다.

역사의 경고: 1980년대  
일본 D램 신화의 몰락 과정

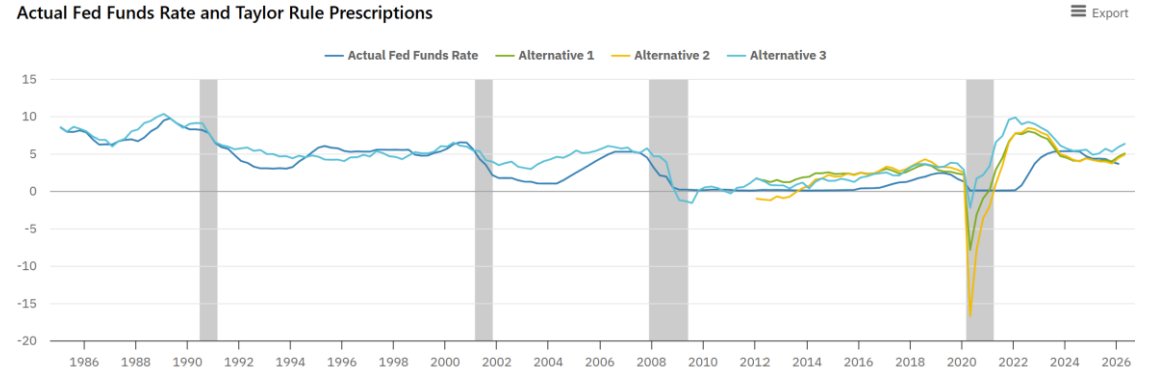
이러한 시나리오들의 결합은 머릿속에서만 가능한 이론적 최악의 조합이 아니다. 그 겹침의 실제 역사적 선례가 바로 과거 일본의 메모리 반도체 산업이다. 1980년대 후반 세계 반도체 시장의 절반을 장악하고 D램 시장을 석권했던 일본은, 세 가지 충격을 시차를 두고 겹쳐 맞으며 무너졌다. 먼저 1985년 플라자 합의로 엔화 가치가 급등해 수출 경쟁력이 깎였고, 뒤이은 자산 거품 붕괴와 금리 인상이 기업들의 투자 여력을 짓눌렀다. 멀티플과 금리가 가져온 거시적 충격이다. 동시에 호황기에 무리하게 부풀렸던 설비투자가 다음 불황기의 극심한 공급 과잉으로 돌아왔고, PC 시대로 넘어가는 변곡점에서 시장이 요구한 새로운 수요 변화에 민첩하게 대응하지 못했다. 사이클과 전방 수요가 가한 실물 충격이다.

그렇게 발생한 실물 공백의 빈자리를 정부의 전폭적인 지원을 업은 한국과 대만이 대규모 증설 공세로 파고들었다. 1980년대에는 5%에 미치지 못했던 한국의 D램 점유율은 1990년대 중반 30%를 넘어섰고, 일본의 세계 시장 점유율은 불과 10년 만에 반토막이 났다. 경쟁과 역전이 가져온 구조적 충격이다. 세 가지 충격이 누적되어 압박한 끝에, 결국 일본 D램의 상징이었던 엘피다마저 2013년 미국 마이크론에 인수되기에 이르렀다. 과거 일본이 경험했던 주도권의 위치가 지금 한국이 서 있는 자리일 수 있으며, 그 자리를 노리는 강력한 후발 주자가 바로 현재의 중국이다.

이미 시작된 균열:  
거시 환경 변화와  
수요 둔화의 연결고리

그리고 이러한 시나리오의 결합은 이미 시장 주변에서 조금씩 시작되는 조짐을 보인다. 2026년 5월 취임한 워시 연준 의장은 6월 첫 연방공개시장위원회 회의에서 기존의 완화 기조를 거두고, 점도표상 연내 인상 가능성까지 내비치며 매파적인 방향으로 선회를 시작했다. 금리가 추가로 오르거나 적어도 쉽게 내려오지 않는 고금리 장기화 환경은 우선 시장의 멀티플을 누르는 요인으로 작용하기 쉽다.

도표 43. 테일러 룰로 추정된 미국 적정금리. 인상 압력 점증을 시사



자료: Atlanta 연은, 신영증권 리서치센터

그런데 거시 환경의 영향은 단순히 주가 배수를 깎는 데서 멈추지 않을 수 있다. 인공지능 투자를 주도하는 빅테크 기업들이 현재 보유한 현금 흐름은 분명히 두터운 편이지만, 자본의 조달 비용인 돈의 값이 비싸지기 시작하면 그들 역시 전방의 실물 수요 속도를 고민하지 않을 수 없다. 결국 최종 소비자의 지갑에서 돈이 나와 빅테크의 매출로 이어져야만 인공지능 인프라 수요가 선순환하며 유지되는데, 돈값이 오를수록 자금 집행의 기준은 까다로워지기 때문이다. 거시경제 차원에서 멀티플을 압박하던 그 힘이, 시차를 두고 실물 시장의 전방 수요까지 흔들 수 있는 유기적인 연결고리가 형성되는 셈이다.

#### 유형 4. 집중이라는 증폭기

아래에 있는 최악의 시나리오가 현실화될 가능성은 낮다고 본다. 그럼에도 짚고 넘어가는 이유는, 지금 반도체 한 산업이 전체 경제를 끌고가는 상황에서 "반도체가 잘 안 되면 어떻게 되나"라는 물음이 자연스럽게 따라오기 때문이다. 그 걱정이 얼마나 근거가 있는지를 가늠하기 위해, 같은 처지를 먼저 겪은 다른 나라들과 비교해 본다.

앞의 세 유형은 약세장을 여는 방아쇠다. 유형 4는 방아쇠가 아니라, 이미 당겨진 총격에 곱해져 그것을 키우는 계수에 가깝다. 그 계수의 정체가 집중이다. 분산된 시장은 한 산업이 무너져도 다른 산업이 받쳐 낙폭을 희석하지만, 집중된 시장은 받칠 것이 없어 주도 산업의 충격이 곧 지수의 충격, 나아가 경제의 충격으로 번진다.

최악의 경우 그 끝은 개별 기업의 문제가 국가의 문제가 되는 데까지 간다. 핀란드의 노키아가 그렇다. 정점이던 2000년 노키아는 헬싱키 증시 시가총액의 70%, 수출의 21%를 차지했고, 시가총액은 약 2,500억 달러로 핀란드 국내총생산의 두 배에 가까웠다. 그러나 아이폰 등장 이후 노키아가 무너지자 수출이 반토막 나며 경상수지가 흑자에서 적자로 돌아섰다. 핀란드 경제는 2012년부터 3년 연속 뒷걸음치는 등 10년 넘는 정체를 겪었다. 일본에서도 세계를 제패하던 메모리 반도체가 한국과 대만에 밀리며 증시의 한 시대가 닫혔다.

다만 한국이 그 끝까지 갈 가능성이 높다는 뜻은 아니다. 반도체로의 수출 자체는 분명하다. 전체 수출에서 반도체가 차지하는 비중은 2023년 15.6%에서 2026년 1분기 23.1%로 7.5%포인트 높아졌다. 가능성은 낮게 보지만 반도체 산업이 위축될 경우 후폭풍도 만만치 않을 것이다.

산업 쏠림이  
경제 전체 리스크로 올  
조건은 다른 산업이  
얼마나 견재하느냐 여부

그러나 그 뒤를 받치는 다른 산업이 여전히 견재하라는 점은 핀란드 등 다른 국가들과 확연히 다르다. 반도체 이외에도 자동차가 9.8%, 일반기계가 7.2%, 석유제품이 7.1%, 석유화학이 6.4%로 제 몫을 지키고 있고, 나머지 품목이 전체 수출의 절반 가까이를 차지한다. 수출과 경제를 사실상 한 기업에 의지했던 핀란드와 달리, 한국은 반도체가 흔들려도 받쳐 줄 축이 여럿 남아 있는 셈이다.

도표 44. 한국 품목별 수출

품목명	2023년 수출액 (억 달러)	2023년 비중 (%)	2026년 1분기수출액 (억 달러)	2026년 1분기 비중(%)
반도체	986.3	15.6%	392.5	23.1%
자동차	708.7	11.2%	166.5	9.8%
일반기계	534.6	8.5%	122.3	7.2%
석유제품	521.9	8.3%	120.6	7.1%
석유화학	457.1	7.2%	108.7	6.4%

자료: 산업자원부, 신영증권 리서치센터

## IV. 신호 : 전환을 미리 읽는 네 가지 신호

### 주도주 천장의 역설: 마지막까지 버티는 1등은 신호가 되지 못한다

앞서 4장에서 가장 가능성 높은 위험 경로로 거시경제적 금리 상승에 따른 멀티플 압축과 실물 수요의 균열 조합을 꼽았다. 그렇다면 그 하락으로의 전환이 실제로 다가오고 있는지는 무엇으로 알 수 있는가. 핵심은 시선을 어디에 두느냐에 있다. 한국의 메모리 반도체가 이번 인공지능 사이클의 명확한 주도주라면, 천장의 신호는 역설적으로 주도주 자신에게서 나오지 않는다. 역사적으로 주도주는 시장의 힘이 다하는 가장 마지막 순간까지 가장 강하게 버티기 때문이다. 따라서 다가오는 변곡점을 미리 읽어내려면 주도주 바깥의 풍경을 보아야 한다.

세 개의 온도계와  
하나의 방아쇠

이 장은 세 개의 신호와 하나의 결정타로 이루어진다. 먼저 식어가는 주변부, 급등과 급락의 아슬아슬한 균형, 그리고 시장의 위험선호 척도를 투명하게 비추는 IPO 시장의 열기다. 이 세 가지 지표는 현재 자본 시장의 위험선호가 어디까지 식었는지를 보여주는 정밀한 온도계 역할을 한다. 그리고 마지막에 등장하는 금리는, 그 식어가는 심리를 실제 추세 하락으로 전환시키는 결정적인 방아쇠가 된다. 요약하자면 세 개의 선행 시그널과 이를 실제 하락으로 바꾸는 결정타인 금리의 조합이다.

#### (1) 주변부부터 식어가는 주도주 압착 현상

가장 먼저 주목해야 할 곳은 화려한 주도주가 아니라 그 주변부의 변방 시장이다. 과거 닷컴 버블의 마지막 국면이 이를 분명하게 증명한다. 2000년 3월 정점을 찍기 직전, 마지막 3개월 동안 나스닥 지수는 8,000p에서 12,000p 부근까지 약 40%나 폭등했다. 대세 하락을 앞두고 상승이 멈추기는커녕 오히려 상승 속도가 극단적으로 가팔라진 것이다.

그러나 같은 기간 다우존스 지수와 S&P 500 지수는 오히려 마이너스 수익률을 기록하고 있었다. 전 세계의 자금이 인공지능과 인터넷이라는 한 곳으로 지나치게 쏠린 나머지, 전통 우량주를 팔고 다른 나라 지수를 처분해야만 나스닥의 주도주를 겨우 살 수 있는 기이한 시장으로 변해 있었던 셈이다. 이를 주도주 압착 현상이라 부른다.

미인 대회와 재귀성이 만들어내는 합리적 솔루션

이러한 압착은 시장 참여자들의 개별적인 합리적 선택이 모여 만들어진다. 존 메이너드 케인스가 간파했듯 주식 시장은 내 눈에 가장 아름다운 사람이 아니라 남들이 고를 것 같은 사람에게 투표하는 미인 대회와 같다. 여기에 조지 소로스가 말한 재귀성 이론처럼, 이미 가파르게 오른 가격 자체가 다시 한 번 상승 서사의 정당성을 입증하며 솔루션을 견잡을 수 없이 키운다. 투자자 개개인에게는 더없이 합리적인 판단이지만, 모두가 같은 곳만 바라보는 순간 가격은 펀더멘털의 한계를 넘어 부풀고 시장은 주도 주 하나로 거대하게 압착된다.

도표 45. FOMO와 거품의 행동경제학

## FOMO와 거품의 행동경제학

— 개인 합리가 시장 거품이 되는 메커니즘 —

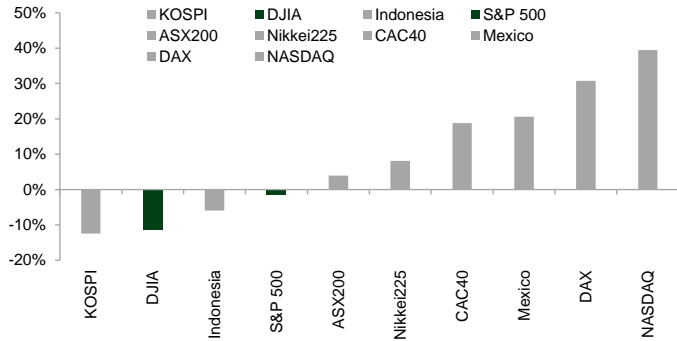
<b>케인즈 미인 대회</b> 남이 무엇을 살지 맞히는 게임	본질 가치가 아니라 남들이 무엇에 베팅할지를 맞히는 게임. 모두가 더 살 것이라면 나도 사는 것이 정답이 된다.	J. M. Keynes 『일반이론』 (1936) 12장
<b>합리적 거품</b> 거품임을 알아도 타는 합리	제때 내릴 수만 있다면 거품임을 알면서 타는 것이 합리적이다. 알아보는 능력과 살아남는 능력은 다른 문제다.	Blanchard & Watson (1982) Tirole (1985)
<b>합성의 오류</b> 저축의 역설	개인의 합리도 모두가 동시에 하면 집단의 비합리가 된다. 같은 자산으로 물리면 가격은 펀더멘털을 떠난다.	P. A. Samuelson 『Economics』 (1948)
<b>재귀성</b> 가격이 서사를 만든다	가격이 오르면 결정이 옳아 보이고 추종이 늘어 가격이 더 오른다. 브레이크 없는 자기 강화 루프다.	G. Soros 『The Alchemy of Finance』 (1987)

자료: 신영증권 리서치센터

천장의 조짐은 변방의 이탈 속도로부터

따라서 천장의 조짐은 주도주가 아닌 변방에서 먼저 고개를 든다. 얼마나 많은 국가의 지수가 하나둘 마이너스로 돌아서며 대열에서 이탈하는가가 분석의 핵심이다. 닷컴 버블 당시를 고점일 기준으로 역산해 정렬해 보면 흥미로운 규칙이 발견된다. 정점 6개월 전에는 마이너스로 돌아선 지수가 다우, 코스피, 태국 정도의 셋에 그쳤지만, 3개월 전과 2개월 전에는 다섯 개국으로 늘어났고, 마지막 1개월 전에는 일곱 개국으로 빠르게 불어났다. 가장 화려하게 오르던 나스닥이 천장을 향해 질주하는 동안, 그 돌레를 감싸고 있던 주변부 시장들은 차례로 식어가고 있었던 것이다.

도표 46. 닷컴 버블 고점 3개월 이전 수익률의 국가간 비교



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

마지막 보루의 붕괴와 대만의 선례

닷컴 버블 당시 가장 마지막까지 마이너스로 돌아서지 않고 버틴 시장은 대만이었다. 전 세계 가정에 개인용 컴퓨터를 한 대씩 들이던 정보기술 보급 붐의 한복판에서, 하드웨어 제조 강국이었던 대만이 그 실물 수혜를 끝까지 누렸기 때문이다. 그러나 철옹성 같던 대만 지수마저 아래로 꺾이 자마자 곧바로 글로벌 전체 고점이 찾아왔다. 변방이 차례로 식어 가고 마지막 보루 한 곳으로까지 자금이 압착된 끝에 마침내 천장이 도래한 셈이다.

도표 47. 닷컴 버블 당시 고점 (2000.3월) 이전 국가별 주가 수익률 비교

기간	나스닥	멕시코	CAC40	DAX	닛케이	ASX200	대만	S&P500	인니	다우	코스피	태국	마이너스 수
-6개월	+74.9	+64.2	+37.2	+45.4	+11.5	+8.6	+15.5	+3.2	+5.9	-10.0	-7.3	-6.5	3개
-3개월	+39.5	+20.6	+18.8	+30.8	+8.1	+4.0	+21.9	-1.6	-5.9	-11.5	-12.5	-4.1	5개
-2개월	+24.7	+11.5	+15.3	+15.2	+8.6	+3.4	+3.6	-4.3	-13.4	-14.2	-9.7	-12.4	5개
-1개월	+12.6	+5.9	+4.9	+3.5	+0.2	-0.1	-6.2	-1.5	-6.7	-6.7	-7.7	-11.2	7개

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

현재의 거울: 독주하는 한국 시장과 번지는 주변부 균열

지금은 한국이 가장 강하게 버티는 1등 주도주의 자리에 서 있으며, 기간을 6개월, 3개월로 좁혀 보아도 선두 자리는 굳건하다. 반면 주도주 바깥의 변방에서는 서서히 균열의 징후가 번지고 있다. 12개월 기준으로 마이너스로 돌아선 지수는 러시아, 인도, 인도네시아 정도지만, 관찰 기간을 최근으로 좁힐수록 그 수가 늘어난다. 6개월과 3개월 기준으로는 네 곳, 그리고 최근 1개월 기준으로는 아홉 개 지수로 늘어났다. 최근 한 달만 떼어 놓고 보면 미국의 S&P 500과 나스닥 지수마저 소폭 마이너스로 돌아섰을 만큼, 주도주 둘레의 시장들이 차례로 온기를 잃기 시작한 것은 사실이다.

도표 48. 최근 국가별 주가 수익률 비교

**주요국 증시 선행 수익률**  
기간별 누적 수익률 (%), 2026년 6월 26일 기준

기간	코스피	닛케이	대만	다우	CAC40	호주	유로	FTSE	태국	베트남	상하이	S&P	DAX	나스닥	인도	멕시코	브라질	인니	항생	RTS
-12개월	+173.1	+75.2	+98.2	+19.6	+11.0	+2.5	+18.6	+20.3	+39.4	+37.1	+16.8	+19.8	+4.3	+25.4	-5.8	+17.0	+26.4	-14.5	-6.8	-17.1
-6개월	+103.7	+36.7	+56.1	+6.5	+3.5	+0.0	+8.2	+6.5	+22.5	+8.2	+1.6	+6.1	+1.4	+7.2	-7.6	+2.4	+8.0	-30.9	-12.2	-16.4
-3개월	+54.0	+29.4	+33.7	+12.9	+7.9	+2.8	+11.8	+5.4	+6.9	+13.8	+3.6	+13.5	+9.1	+18.2	+3.2	+0.2	-5.2	-17.7	-8.8	-13.7
-1개월	+4.5	+6.7	+2.4	+2.8	+2.6	+1.2	+2.6	+0.2	-0.7	-0.7	-2.8	-2.2	-2.0	-5.1	+0.6	-2.8	-1.9	-3.8	-11.4	-17.6

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

신호는 켜졌으나 결정타는 아직이다

이처럼 이탈하는 국가의 수가 늘어난다는 것은 글로벌 자본 시장 차원에서 막바지 압박이 서서히 진행되고 있음을 시사한다. 이러한 징후들을 고려할 때, 이번 AI 랠리가 앞으로 수년간 아무 일 없다는 듯 더 이어지기는 어렵다고 보는 것이 타당하다. 분명 천장의 신호등에 불은 들어오기 시작했다.

그러나 냉정하게 보면, 아직 이 판의 끝을 알리는 결정타 즉, '진짜 엔딩 시그널'까지는 도달하지 않았다. 그렇게 판단하는 데는 두 가지 이유가 있다.

첫째, 이탈한 국가들의 마이너스 낙폭 자체가 아직 그리 크지 않다. 시장이 완전히 망가지며 주도주로 도망치는 '공포의 압착'이라기보다는 미미한 조정을 거치는 수준이다. 둘째, AI 산업의 핵심 공급망에서 다소 비껴나 있어 '변방'이라 부를 만한 국가들 중에서도 여전히 플러스 수익률을 견고하게 유지하고 있는 곳이 많다.

진정한 버블의 종착점에서는 주도주에 몰리는 극단적인 재배치가 일어난다. 하지만 지금은 변방의 온기가 완전히 꺼지지 않았고, 낙폭도 완만하다. 결국 우리가 앞으로 주시해야 할 리스크 관리의 최우선 지표는 명확하다. 마이너스로 돌아서는 이탈 국가의 수 뿐만 아니라, 그들이 보여주는 마이너스의 깊이가 본격적으로 확대되는지 여부다. 이 두 가지가 동시에 가팔라지는 순간이 바로 진짜 천장의 순간이 될 것이다.

## (2) 급등과 급락의 균형 : 급락이 급등을 앞지르면

두 번째 신호는 국내 시장 자신의 발걸음, 곧 급등과 급락의 빈도에 있다. 코스피가 연일 가파른 널뛰기 장세를 연출하고 있다. 지수는 사상 최고권에 안착했고 표면적으로는 시장을 무너뜨릴 만한 돌발 악재가 보이지 않는다. 그럼에도 하루 5%에서 10%에 이르는 극심한 등락이 며칠 간격으로 거듭된다. 이처럼 뚜렷한 이유 없이 변동성이 반복될 때 시장에는 환호보다 불안이 먼저 엄습한다. 이 발작이 거대한 폭락의 전조는 아닐까 하는 의구심 때문이다.

먼저, 단발성 급락 하나로 시장의 방향을 단정하기는 어렵다. 급락 직후 중장기 수익률이 양으로 나오기는 하지만, 이는 주식시장이 수십 년간 우상향해 온 궤적에 따른 착시일 뿐 단기 구간에서는 평시와 통계적으로 구분되지 않는다. 오히려 방향성 신호로는 급등이 급락보다 강하다. 코스피에서 큰 상승일 이후 3개월 수익률은 약 15%, 6개월은 19%에 달해 동급의 급락일 이후 성과를 모든 구간에서 앞섰다. 기록적인 급등일이 숏 스쿼즈와 모멘텀을 자극하며 추세를 위로 점화하는 신호탄 역할을 해 온 것이다.

진짜 경고등:  
폭등과 폭락이  
동시에 출몰 때

정작 우리가 주목해야 할 것은 단발성 사건이 아니다. 짧은 기간 안에 폭등과 폭락이 번갈아 터지는 '양방향 변동성'이다. 이 현상은 원래 평화로운 시장에서는 절대 나타나지 않는다. 1997년 아시아 외환위기, 2008년 글로벌 금융위기, 2015년 중국 증시 붕괴, 2020년 팬데믹 쇼크처럼 시장이 처참하게 무너져 내릴 때나 나타나던 괴상한 지표다. 이 구간의 누적 수익률은 예외 없이 처참한 마이너스였다.

그런데 2026년 지금 한국 시장은 대단히 기이하다. 코스피가 위아래로 발작하는 강도는 1980년 이후 역사상 두 번째(1위는 1997년 외환위기 직후)로 높는데, 과거 상위권이 모두 폭락장이었던 것과 달리 지금은 주가가 2배 넘게 폭등한 초강세장 속에서 이 발작이 진행 중이다. 이처럼 상승세가 우세한 상태에서 터지는 양방향 발작은 역사적으로 단 두 번, 즉 2000년 닷컴 버블의 정점과 2015년 중국 랠리 후기뿐이었다. 두 시기 모두 개인 투자자의 광적인 과열과 빗을 내서 투자하는 레버리지 수준이 끝단까지 짝 차 있었다는 공통점이 있다.

도표 49. 역사적 양방향 급변 상위 구간 비교

지수	구간	상승/하락	성격
코스피	1997.09~1998.01	11월 11일	위기형
코스피	2026.02~2026.06	09월 08일	상승 우세형
코스피	2008.09~2009.02	06월 08일	위기형
나스닥	2000.10~2001.04	11월 12일	거품 붕괴
S&P 500	2008.09~2009.03	11월 15일	위기형
닛케이 225	2008.09~2009.03	11월 14일	위기형
CSI 300	2015.05~2015.09	04월 09일	거품 붕괴
RTS(러시아)	2008.08~2008.12	06월 08일	위기형

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

주 : 상승/하락은 5% 이상 지수 변동

천장을 가르는 진짜 열쇠:  
변동성의 크기가 아니라  
시소의 무게중심

그렇다면 이 격렬한 변동성 자체가 당장 내일의 폭락을 알리는 신호일까. 과거 거품의 고점 직전을 역산해 보면 의외의 그림이 나온다. 2000년 나스닥과 2015년 중국 모두, 정작 고점을 찍기 직전 6개월은 큰 등락이 거의 없는 가파르지만 질서 정연한 상승장이었다. 시장을 뒤흔드는 격렬한 양방향 변동성은 오히려 고점을 통과해 거품이 터지기 시작한 뒤에야 본격적으로 폭발했다.

진짜 천장을 가른 공통점은 변동성의 크기가 아니라 방향의 균형 변화, 즉 시소의 무게중심이 이동하는 순간이었다. 두 사례 모두 고점 직전 6개월 동안 큰 하락일의 빈도가 큰 상승일의 빈도를 미세하게 앞지르기 시작했다. 시장의 무게중심이 상승 우위에서 하락 우위로 슬그머니 기울기 시작했던 것이다.

도표 50. 고점 전후 큰 등락일 ( $\pm 3\sigma$  상승/하락,  $\pm 4\sigma$  상승/하락, 누적수익)

사례	구간	$\pm 3\sigma$ 상승/하락	$\pm 4\sigma$ 상승/하락	누적수익
나스닥	고점 -12~-6개월	2 / 1	0 / 1	+19.7%
	고점 -6개월~고점	3 / 4	0 / 1	+74.9%
	고점~+6개월	8 / 15	6 / 6	-21.2%
CSI 300	고점 -12~-6개월	2 / 0	0 / 0	+52.4%
	고점 -6개월~고점	2 / 4	0 / 2	+64.6%
	고점~+6개월	8 / 13	4 / 9	-31.1%
코스피	현 고점 -12~-6개월	0 / 3	0 / 0	+35.9%
	현 고점 -6개월~현 고점	14 / 12	11 / 8	+122.0%

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

주 : 구간 내 일간 수익률이  $\pm 3\sigma \pm 4\sigma$ 를 넘은 날의 수(상승/하락 분리)와 구간 누적수익

아직은 유지되는  
상승 우위,  
그러나 시작된 비대칭

이 잦대를 지금 코스피에 대면 어떨까. 2026년 연초 이후 코스피를 지배하는 힘은 여전히 상승 쪽에 무게중심이 놓여있다. 통계적으로 이례적인 큰 등락일의 빈도는 대체로 6 대 4로 상승이 앞선다. 과거 붕괴 직전처럼 큰 하락일이 큰 상승일을 완전히 추월하는 확연한 붕괴 징후는 아직 확인되지 않는다.

다만 안심할 수만은 없다. 최근 들어 위로 치고 올라가는 탄력보다, 한 번 밀릴 때 하락의 깊이가 점차 깊어지는 변동성의 비대칭성이 희미하게 포착되기 시작했기 때문이다. 앞으로 리스크 관리에서 가장 결정적인 변수는, 큰 상승일보다 큰 하락일이 나타나는 빈도가 구조적으로 찾아지는지 여부가 될 것이다.

역사적 최고권에서 폭등과 폭락이 어지럽게 교차한다는 것은 시장 심리가 과열된 동시에, 작은 충격에도 쉽게 깨질 만큼 취약해졌다는 증거다. 따라서 우리는 이 화려한 변동성의 이면에서 시장의 하방 압력을 높일 거시경제 변수의 미세한 균형 변화를 면밀히 주시해야 한다. 그리고 그 매크로 변화의 중심에는, 결국 이 모든 온기를 차갑게 식힐 금리가 있다.

### (3) IPO — 위험선호를 비추는 거울

온도계로서의 IPO: 물량은  
생각기가 아니다

세 번째 선행 신호는 기업공개(IPO) 시장이다. 흔히 대형 기업의 상장은 시장의 유동성을 빨아들여 주변 종목을 식히는 '흡수 블랙홀'로 인식되곤 한다. 그러나 금융학계가 IPO를 바라보는 시선은 전혀 다르다.

미국 펜실베이니아대 와튼스쿨의 미셸 로리 교수는 IPO 물량이 시장을 흔드는 원인이 아니라, 자본 수요와 투자심리 등이 버무려져 나타난 결과물임을 증명했다. 즉, IPO가 시장에 쏟아지는 해는 자금이 풍부하고 심리가 뜨거운 해일 뿐이며, 늘어난 물량이 시장에 새로운 압박을 가하는 원인은 아니라는 뜻이다. 요약하자면, IPO 물량은 시장을 데우는 난로도, 식히는 냉각기도 아닌 현재의 온도를 정직하게 알려주는 온도계다.

#### 양이 아니라 질

신주 비중이 말해주는 것

그렇다면 이 온도계에서 무엇을 읽어내야 하는가. 핵심은 발행의 양이 아니라 질이다. 그 질을 가르는 첫 번째 지표가 바로 신주 발행 비중이다. 맬컴 베이커(Baker)와 제프리 워글러(Wurgler, 2000)의 연구에 따르면, 전체 자금조달에서 부채가 아니라 주식(신주) 발행이 차지하는 비중이 높아질 때 이후 시장의 수익률은 예외 없이 낮았다. 기업이 주식으로 돈을 끌어모은다는 것은, 발행 주체인 경영진이 판단하기에 '지금 우리 회사 주식을 가장 비싸게 팔아먹을 수 있는 고점'이라고 결론 내렸다는 의미이기 때문이다.

IPO 공모는 회사가 새로 찍어내는 신주 발행과 기존 주주가 주식을 파는 구주 매출로 나뉜다. 신주 비중이 높으면 대금이 회사로 들어가 미래 성장에 쓰이지만, 구주 매출 비중이 크면 대금이 창업자와 초기 투자자의 호주머니로 들어가는 현금화 이벤트에 가깝다. 뒤집어 말해, 신주 비중이 너무 낮고 유통 물량이 얇은 상장일수록 자금이 절박해서가 아니라 높은 가격을 공적으로 확정받고 지수에 강제 편입되기 위한 목적이 짙다.

먼 미래의 꿈에 지갑을 열  
때: 적자 기업 비중의 경고

질을 가르는 두 번째는 적자 기업의 비중이다. 직전 12개월 이익이 적자인 상태로 성장하는 기업의 비율은 평상시 20~40% 수준에 머문다. 그러나 2000년 닷컴 버블이나 2021년 자산 버블의 꼭지점에서는 이 비중이 80% 안팎까지 치솟았다. 당장의 이익이 없는 회사가 대거 증시에 명함을 내민다는 것은, 시장이 현재의 현금흐름이 아니라 '먼 미래의 꿈'에 기꺼이 지갑을 열 만큼 위험 인식이 극도로 무뎠었다는 가장 직접적인 증거다.

도표 51. IPO를 읽는 법 – 양이 아니라 질

위험선호의 온도계

IPO를 읽는 법 – 양이 아니라 질



자료: 신영증권 리서치센터

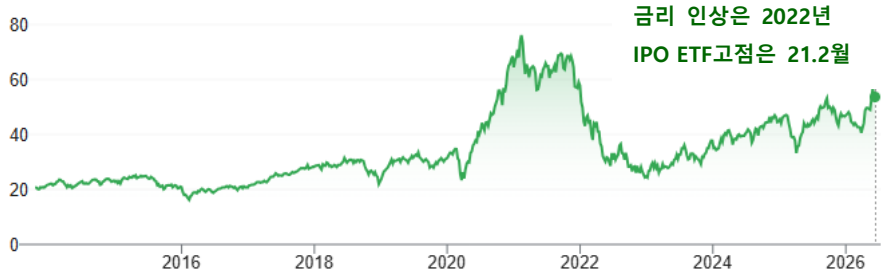
과거의 거울:  
금리 인상 한 해 전에 터진  
2021년의 균열

가장 가까운 선행이 2021년이다. 흔히 대중은 연준이 매섭게 금리를 올린 2022년을 시장이 깨진 원년으로 기억하지만, 진짜 균열은 이미 한 해 전인 2021년 IPO 시장에 깊게 새겨져 있었다.

2021년은 사상 최대의 상장 호황기였다. 운영기업 IPO만 311건이 쏟아졌고 상장 첫날 평균 수익률은 +32%에 달했으며, 적자 기업 비중은 닷컴 버블 수준에 육박했다. 특히 신규 상장의 절반 이상이 우회 상장용 페이퍼 컴퍼니인 스팩이었다는 사실이 질적 저하의 극치를 보여준다.

주요한 사실은 이 경고등이 연준이 움직이기 전에 먼저 켜졌다는 점이다. 신규 상장주를 모아 담은 르네상스 IPO ETF는 연준이 본격적인 금리 인상을 시그널링하기 전인 2021년 2월에 이미 고점을 찍었다. 그리고 그해 내내 30% 넘게 흘러내리며 연말에는 50달러 선까지 밀렸다. 2022년의 매파적 금리 인상은 이미 새고 있던 독을 무너뜨렸을 뿐, 천장의 신호는 거울에 한 해 먼저 찍혀 있었던 것이다. 가치가 먼 미래에 있어 금리에 가장 취약했던 코인베이스와 리비안 같은 2021년 상장 동기들이 가장 먼저, 가장 처참하게 무너져 내렸다.

도표 52. 금리 인상 전에 IPO 시장은 이미 싸늘해졌다



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

현재의 거울:  
빅3(SpaceX,  
OpenAI, Anthropic)  
가 보낼 신호

2026년 현재, 우리는 똑같은 거울을 마주하고 있다. 이번 사이클의 향방을 쥐고 있는 세 개의 대어, 즉 스페이스X(SpaceX), 오픈AI(OpenAI), 앤스로픽(Anthropic)이 그 주인공이다.

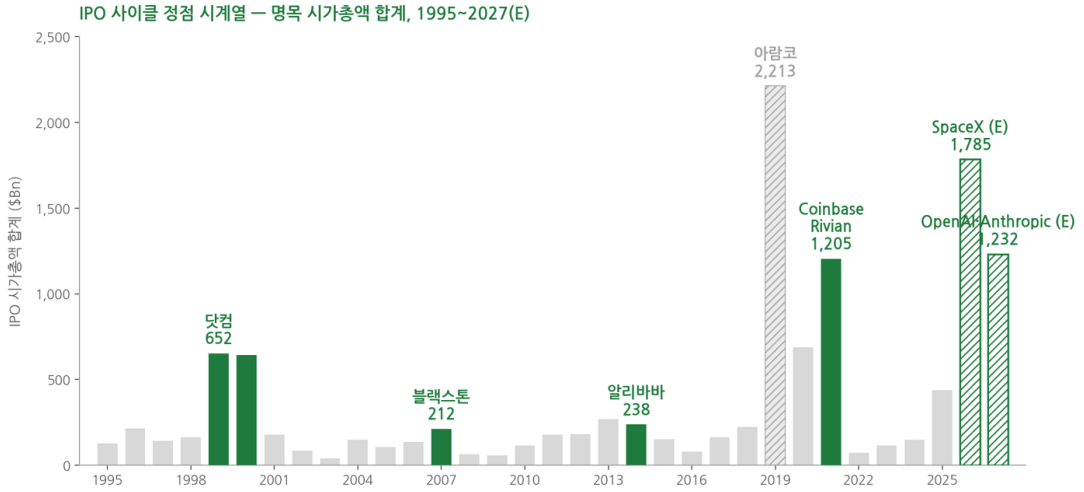
스페이스X는 2026년 6월 12일 나스닥 상장을 마쳤다. 공모가 135달러, 조달 규모 약 750억 달러로 사상 최대였으며 상장 시 기업가치는 1조 7,500억 달러에 달했다. 다만 스페이스X는 '스타링크'라는 강력한 캐시카우를 보유하고 있어 당장 돈이 절박한 처지가 아니다. 실제 유통 물량은 4.3%로 크지 않다. 펀더멘털보다는 극도로 얇은 유통 물량과 패시브 자금의 강제 편입이 가격을 밀어 올리는 수급 이벤트의 성격이 짙다.

반면, 막대한 AI 인프라 투자 비용을 감당해야 하는 오픈AI와 앤스로픽은 상황이 다르다. 이들은 적자를 메우기 위해 IPO를 순수한 자금 조달 창구로 써야 하므로, 신주 발행 비중이 스페이스X보다 현저히 높을 수밖에 없다. 따라서 이들의 상장 흥행 여부가말로 이번 AI 사이클의 위험선호가 얼마나 진심인지를 보여주는 진짜 시험대다.

우리가 앞으로 지켜봐야 할 관전 포인트는 두 가지다. 첫째, 선행 지표인 르네상스 IPO ETF의 방향성이다. 둘째, 대표적인 고적자·장기 듀레이션 자산인 오픈AI의 상장 물량이 공모 시장에서 무리 없이 소화되는가 이다. 이 물량들이 높은 가격에 매끄럽게 안착한다면 비상장 AI 생태계 전체의 가치를 한 단계 더 끌어올리겠지만, 공모에서 외면받거나 빼앗겨버린다면 그 차가운 검증의 칼날이 AI 복합체의 거품을 가장 먼저 찌를 것이다.

한편 앤스로픽은 2026년 2분기에 창사 이래 첫 분기 영업흑자를 기록할 것이라는 보도가 나오며, 2030년에야 흑자 전환이 예상되는 오픈AI와 대조적인 행보를 보이고 있다. 이 두 공룡 중 어느 쪽이 시장의 차가운 검증을 먼저 통과하느냐가 이 IPO 거울을 읽는 가장 흥미로운 열쇠가 될 것이다. 이번에도 시장의 최종 종착지를 먼저 고발하는 것은 지수의 등락이 아니라, 이 대형 자산들이 얼마의 가격에 어떻게 팔리는가이다.

도표 53. 역대 IPO 추이



주 1) 1995~2025 는 실측, 2026~2027 은 추정

주 2) 비상장 회사의 시가총액은 직전 라운드 valuation 또는 IPO 목표가

주 3) 2019년 아람코 IPO는 신주 발행 없는 100% 구주매출 방식이었으며, 유통 물량(Free Float)을 1.5%로 제한하고 사우디 국내 거래소에만 상장

자료: Jay Ritter (Univ of Florida); CNBC, Bloomberg, Reuters, WSJ, TechCrunch; 신영증권 리서치센터

#### (4) 금리 : 세 신호를 하락으로 바꾸는 결정타

신호 위의 결정타:  
금리라는 거대한 상위 변수

앞선 세 가지 신호인 주변부 이탈과 격렬한 널뛰기 그리고 IPO 과열이 시장의 위험신호가 서서히 식어가고 있음을 알리는 증상이라면, 금리는 그 식어버린 심리를 실제 추세 하락으로 전환시키는 최종 방아쇠다. 금리는 앞선 지표들과 같은 선상에 있는 신호가 아니라 그 모두를 위에서 지배하는 한 단 높은 차원의 결정타다. 3장에서 가장 가능성 높은 위험 경로로 금리를 꼽은 이유가 바로 여기에 있다. 금리가 움직이면 주가를 떠받치는 세 가지 기둥이 동시에 타격을 받는다.

#### 금리가 훼손하는 주가의 세 기둥: 유동성, 수요, 할인율

첫째는 수급과 유동성의 위축이다. 2026년 현재 연준의 무계중심은 기준금리에서 대차대조표 축소로 옮겨가고 있다. 이는 돈의 값이 아니라 돈의 양을 조절하는 양적긴축 도구인데, 연준이 보유 자산을 줄이면 시장의 유동성이 직접 회수되면서 장기 국채 금리가 위로 떠밀린다. 결국 주식시장으로 흘러들던 자금줄의 원천 자체가 죄어지는 것이다.

도표 54. 기준금리와 대차대조표 비교

	기준금리	대차대조표
조절 대상	돈의 값 (이자)	돈의 양 (유동성)
전달 경로	차입·레버리지 비용 대출·조달금리 → 가계·기업에	시중 유동성·수급 지급준비금 → 은행·기관·시장에
주로 움직이는 금리	단기금리에 직결 장기엔 간접	장기금리 영향 평균 듀레이션 8.3년 → 텀프리미엄을 통해

자료: 신영증권 리서치센터

둘째는 실물 수요의 균열이다. 금리의 부담은 아무리 뜨거운 인공지능 투자라 해도 비껴가지 않는다. 인공지능 붐을 이끄는 빅테크의 막대한 설비 투자 역시 결국 자금 조달 비용에 민감할 수밖에 없다. 금리가 오르면 투자를 이어갈 돈의 흐름이 깎이게 되고 인공지능 수요가 영원히 계속될 것이라는 시장의 전제 자체가 흔들린다. 결국 누군가의 주머니에서 돈이 나와 기업의 매출로 꽃혀야 수요가 유지되는데 금리는 바로 그 돈의 가치를 바꾸기 때문이다.

셋째는 할인율의 상승이다. 장기금리는 주가 가치 평가를 떠받치는 할인율의 뼈대다. 연준이 기준금리를 묶어두더라도 대차대조표 축소로 인해 장기금리가 오르면, 먼 미래의 이익을 현재 가치로 환산할 때 적용하는 할인율이 높아져 주가 배수인 멀티플이 직접적으로 늘린다. 4장 시나리오에서 가장 먼저 증발할 것으로 보았던 미래 성장 프리미엄이 바로 이 경로를 통해 사라진다.

도표 55. 주식 할인율의 구조와 금리의 영향

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \Rightarrow P = \frac{D_1}{r-g}$$

주가는 기업이 앞으로 벌어들일 미래 현금흐름을 현재 가치로 환산하여 모두 더한 값이다. 금융공학의 고든 성장모형에 따르면, 이 현재 가치를 계산할 때 기준이 되는 분모가 바로 할인율이다. 할인율은 아무런 위험이 없는 안전자산의 수익률인 장기 국채금리에 시장의 위험 프리미엄을 더해서 결정된다. 즉, 장기 국채금리는 할인율을 지탱하는 거대한 뼈대다. 이 때문에 분자에 위치한 기업의 이익이 그대로 유지되더라도, 분모인 장기금리가 오르면 할인율이 커져 주가는 아래로 눌리게 된다. 특히 당장의 실적은 없지만 먼 미래에 엄청난 돈을 벌어들일 것으로 기대되는 자산일수록 이 타격은 치명적이다. 먼 미래의 현금흐름을 현재로 당겨오는 기간, 즉 듀레이션이 긴 적자 성장주나 고평가된 기술주일수록 할인율 상승이라는 분모의 역습에 가장 먼저 무너져 내린다.

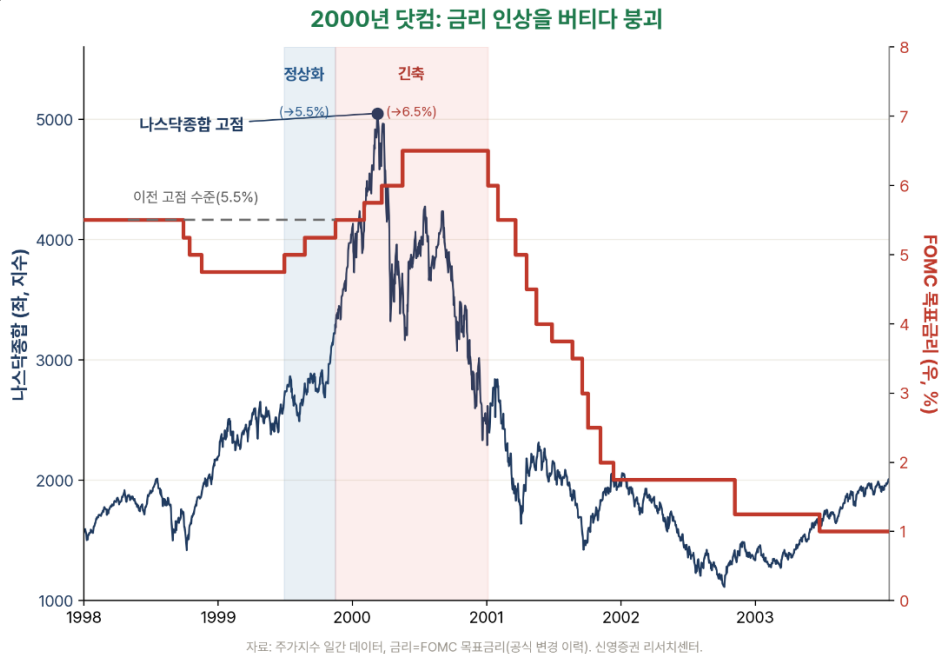
자료: 신영증권 리서치센터

장기 국채금리는 주가를 결정하는 분모인 할인율 r의 뼈대다. 따라서 분자인 기업 이익이 그대로 유지되더라도 장기금리가 오르면 분모가 커져 주가 P는 하락 압력을 받는다. 특히 이익이 먼 미래에 몰려 있어서 먼 미래의 현금흐름을 당겨와야 하는 듀레이션이 긴 자산일수록 그 충격은 치명적이다. 당장의 실적이 없는 적자 성장주나 고평가된 기술주가 여기에 해당한다.

정상화와  
진짜 긴축의 경계선

이 세 가지 경로를 동시에 타격하기에 금리는 하락장의 저승사자가 된다. 여기서 핵심 변수는 시장이 금리 인상을 정상화로 보느냐 아니면 진짜 긴축으로 받아들이느냐에 있다. 과거 닷컴 버블 시기에도 외부 충격에 대응해 내렸던 금리를 다시 올리는 초기 정상화 구간에서는 주가가 오히려 더 올랐다. 그러나 금리가 차입자가 감당할 수 있는 한계선을 넘어서는 순간 시장은 비로소 이를 진짜 긴축으로 인식하며 무너졌다. 워시 연준 의장은 첫 회의부터 완화 기조를 거두며 통화 긴축을 선호하는 매파로 방향을 틀었고 현재 기준금리 상단은 3.75%다. 지난 사이클에서 시스템적 부담이 본격화되었던 4.5% 부근을 임계치로 둔다면 앞으로 두세 차례의 추가 인상까지는 시장이 정상화로 용인할 여지가 있다. 그러나 그 경계선이 정확히 어디인지에 대한 시장의 합의인 컨센서스는 아직 안개 속이다.

도표 56. 기준금리와 주가 (닷컴 버블 당시)



자료: FRED, 신영증권 리서치센터

방아쇠의 국산화: 서울로 옮겨온 결정타의 손잡이

여기에 한국 시장만의 독특한 사정이 하나 더해진다. 시장을 저격할 방아쇠가 점차 국산화되고 있다는 점이다. 과거에 미국 금리는 기업 가치와 경기 베타 그리고 외국인 수급과 환율이라는 네 가지 경로를 통해 일방적으로 한국 시장을 흔들었다. 그러나 현재 코스피의 주력 매수 주체가 외국인에서 신용을 동원한 국내 개인 투자자로 옮겨가면서 시장은 미국 금리의 절대 레벨 못지않게 한국은행의 인상 속도에 민감해졌다. 2023년 말 기준 17.5조원이었던 신용잔고는 2026년 5월말 현재 38조원으로 2배 이상 늘어났다.

도표 57. 신용거래용자 추이



자료: 금융투자협회, 신영증권 리서치센터

빛으로 산 주식은 금리가 오르고 주가가 밀려 담보 유지비율인 140%를 밑도는 순간 강제 청산인 반대매매로 돌아온다. 전날 증가보다 턱없이 낮은 가격에 부족한 금액의 몇 배에 달하는 매물이 시장가로 출회되며 하락이 하락을 부르게 된다. 미국 금리 상승이 국내 금리를 끌어올려 이 방아쇠를 건드리지만 정작 그 방아쇠를 쥔 손은 점점 더 서울의 한국은행과 국내 수급 상황으로 옮겨오고 있는 셈이다.

### 위험의 조짐과 격발의 순간

요약하자면 시장 주변부가 식어가고 급락의 깊이가 급등을 잠식하기 시작하며 IPO라는 거울이 흐려지는 것은 위험선호가 바닥나고 있다는 명확한 증상이다. 그러나 그 조짐들을 실제 잔혹한 약세장으로 격발하는 결정타는 결국 금리다. 금리는 유동성과 실물 수요 그리고 밸류에이션을 동시에 마비시킨다. 그리고 지금 한국 시장에서 그 결정타의 방아쇠는 워싱턴의 연준과 서울의 한국은행이라는 두 곳의 손가락에 함께 걸려 있다.

## [Appendix] 메모리 반도체 잔혹사

### : 일본의 실패가 한국에 던지는 경고

과거 글로벌 반도체 시장을 호령하던 일본 메모리 산업의 몰락 과정은 현재 한국 반도체 산업에 여러 시사점을 던진다. 한국 반도체 산업이 과거의 일본과 질적으로 달라지고 있다는 점을 함께 봄과 동시에, 해서는 안 될 결정들을 함께 곱씹기 위해 부록으로 첨가한다.

1987년 일본은 글로벌 DRAM 시장의 80%, 전체 반도체 시장의 48%를 독점했으나, 불과 30년 뒤인 2017년 점유율은 10% 미만으로 추락했다. NEC, 도시바, 히타치 등 찬란했던 국가대표 기업들은 엘피다라는 단일 창구로 통폐합되는 수모를 겪은 끝에 결국 미국 마이크론에 인수되며 역사 속으로 사라졌다.

흔히 이 과정을 단순한 방만 경영이나 기술적 도태에 따른 실패로 치부하곤 하지만, 실상은 더욱 복잡적이다. 당시 일본 경영진의 선택은 각 시점마다 지극히 타당하고 이유가 있는 합리적 결정이었다.

1980년대 일본이 DRAM 단일 품목에 전사적 자원을 집중한 것은 메인프레임(대형 컴퓨터) 중심의 시장 환경에서 25년 수명 보장이라는 압도적이고 품질 장인정신으로 시장을 장악하기 위한 최선의 포트폴리오 전략이었다. 또한 반도체 기업들이 거대 종합전기회사의 핵심 사업부였던 만큼, 그룹 전체의 하이엔드 가전 및 컴퓨팅 성능을 견인할 캐시카우를 내재화하는 것은 당연한 귀결이었다. 완충지대가 없었던 것이 아니라, 그들에게는 DRAM 자체가 가장 확실한 완충지대이자 무기였던 셈이다.

그러나 예상을 벗어난 거대한 매크로 변수들이 동시에 결합하면서 합리적인 선택들은 비극적인 파국의 촉매로 돌변했다. 첫 번째 방아쇠는 1985년 플라자 합의에 따른 인위적인 엔고의 습격이었다. 달러당 240엔 선이던 환율이 순식간에 120엔대까지 낮아지며 (엔화 강세) 수출 가격 경쟁력이 무력화되자, 기업들은 공정 미세화와 비용 절감이라는 정공법으로 버텼다.

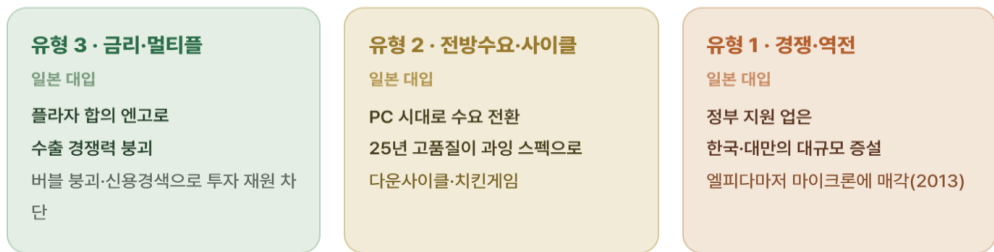
하지만 이 합리적 저항의 틈새로 전방위적인 외부 충격이 한꺼번에 쏟아졌다. 때마침 도래한 PC(개인용 컴퓨터) 시대는 일본이 자랑하던 25년짜리 장인정신 대신 수명은 5년 안팎이어도 가격이 싼 적정 품질의 DRAM을 요구하기 시작했다. 일본의 고품질 전략이 순식간에 과잉 스펙으로 전락한 사이, 1989년 닛케이 지수 정점 이후의 자산 버블 붕괴가 금융 시장을 얼어붙였다. 든든한 자금줄이었던 일본계 은행들이 신용경색으로 대출을 회수하면서 기업들은 연구개발비와 설비투자 재원을 조달할 길을 잃었고, 마침 찾아온 반도체 다운사이클 속 치킨게임에서 끝내 침몰하고 말았다.

결국 일본은 엔고 충격이라는 대외 악재, PC 시대로의 전환이라는 수요 패러다임 변화, 그리고 버블 붕괴와 다운사이클이라는 금융·산업적 결합이 한 시점에 겹치며 통제 불능의 소용돌이에 휘말린 것이다. 이 거대한 공백을 국가적 지원과 역사이클 속 과감한 적자 투자를 감행한 한국이 고스란히 이어받았다.

도표 58. 일본 메모리 몰락 사례

**일본 메모리의 몰락에 세 유형을 대입하면**

시점마다의 합리적 선택이, 매크로 변수와 겹치며 파국의 촉매가 됐다



1987년 정점(반도체 48% · DRAM 80%)에서 2017년 10% 미만으로 — 세 충격이 시차를 두고 겹쳐 누른 결과다

자료: 신영증권 리서치센터

그리고 현재, 과거 삼성을 필두로 한국이 일본을 주저앉혔던 공식, 즉 정부의 전폭적 지원, 역사이클에서의 공격적 CAPEX, 가격 전쟁을 그대로 장착한 중국의 CXMT와 YMTC가 우리를 매섭게 추격하고 있다. 우리는 지금 각자의 위치에서 지극히 합리적인 방어 전략을 짜고 있을지 모른다. 그러나 거시경제의 균열과 후발 주자의 역공이 한 시점에 맞물리는 전방위적 파도 앞에서도 과연 한국 반도체는 예외일 수 있을까. 1988년 정점에서 있던 일본과 비슷한 지점에 지금 우리가 위치해 있지 않은지 경계해야 할 것이다.

과거 일본의 파국이 복합적인 매크로 변수의 결합에서 비롯되었듯, 향후 한국 반도체 산업의 생존 여부 역시 단순한 기술력을 넘어 다음의 3대 매크로 및 산업 변수를 어떻게 통제하느냐에 달려 있다. 투자자 관점에서 향후 예의주시해야 할 핵심 모니터링 지표는 다음과 같다.

**첫째,** 글로벌 환율 지형과 보호무역 장벽 (매크로 변수): 과거 플라자 합의와 같은 인위적인 환율 변동성 및 글로벌 공급망(SCM) 재편 과정에서 국내 기업들이 지정학적 리스크를 상쇄할 거시적 방어막을 확보하는지 여부

**둘째,** 중국의 레거시 공정 잠식과 미국의 자국 기업 지원 (경쟁 변수): 정부 지원을 얻은 중국 자본의 역사이클 CAPEX 투자가 국내 범용 메모리 마진에 미치는 유입 속도와 치킨게임 재발 가능성, 그리고 미국 정부의 보조금·지분 참여가 마이크론 등 자국 메모리 기업의 추격에 더하는 힘

**셋째,** 단일 품목 의존도 탈피 (포트폴리오 변수): DRAM 업황 사이클에 전사 실적이 연동되는 구조를 탈피하여, AI향 고부가가치 맞춤형 솔루션 및 파운드리/시스템LSI로의 다변화 성과

## 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 배포할 수 없습니다.