

미국은 지금

V자 반등의 조건(Feat, 26년의 역사)

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Strategy Analyst 김승혁



Issue Brief

증시, 추세적 하락 선언은 시기상조

7월 첫째 주(7/1~2일) 이틀간 SOX가 11.4% 하락했다. 6월 첫째 주 5거래일 조정 이후의 하락이다. 급락 촉발 재료는 메타 클라우드 사업 진출 발표가 AI 수요 둔화를 반영한다는 우려였지만, 동기간 S&P500은 보합, 나스닥 -1.5%, 러셀 2000 -0.9%에 그쳐 하락은 반도체에 국한됐다. SOX의 낙폭 자체도 커 보이지만 측정 기준을 바꾸면 다르게 보인다. 6월을 지나며 SOX의 하루 변동폭은 평균 5.3%까지 커져 있고, 이 기준에서 이틀 누적 -11.4%는 평소 변동폭의 2.2배에 그친다. 올해 1~3월 평균 변동폭 대비 조정 규모(13.6배)와 6월 초 조정(6.0배)보다 작은, 올해 반복돼 온 흔들림 범위 안이다. 이 낙폭을 근거로 추세 전환을 선언하는 것은 아직 이르다.

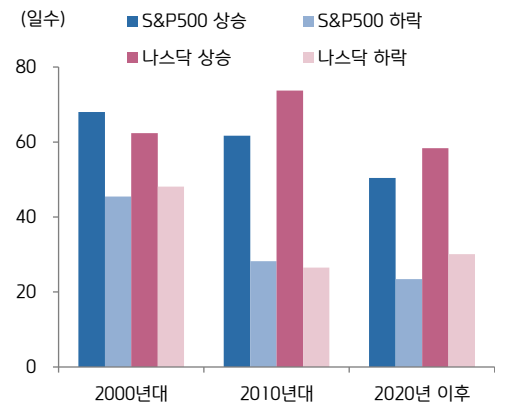
과거 증시 하락을 통해 얻은 교훈

추세 전환을 의심할 시점은 고점 대비 낙폭이 최근 20거래일 기준 표준편차 값의 5배를 넘어설 때다. 2000년 이후 해당 조건을 만족하지 못할 경우의 낙폭은 S&P500 기준 -10%대를 넘지 못했기 때문이다. 해당 조건 만족 후 S&P500 기준 -20% 이상 하락한 경우는 2000년 이후 36번 중 4번 정도며, 당시 환경(닷컴 버블, 금융위기, 가파른 긴축, 코로나)과 현재는 다르다. 현재 하이일드스프레드는 장기 평균을 밑돌고, 물가는 긴축 자극 수준이 아니며, 이익 훼손도 아직 확인된 바 없다. 또한 과거 깊은 하락은 소형주부터 무너지며 시작된 것과 달리 러셀 2000은 현재 신고가 부근이다. 지금의 환경은 추세가 꺾였던 때가 아니라 조정이 얇게 끝났던 때와 같다.

경계 요인과 분할 매수 전략

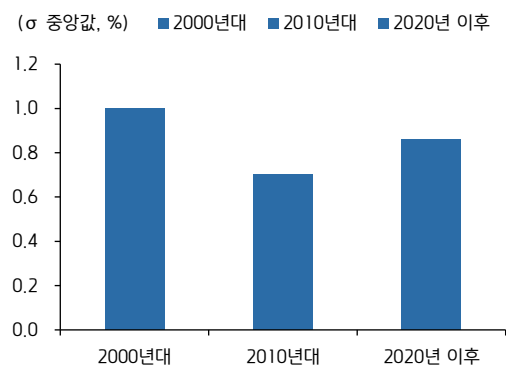
조정 성격이 이와 같다면 대응은 비중 축소가 아니라 조정 구간을 활용한 분할 매수다. 2024년 9월(금리 완화 시작) 이후 상승 추세는 평균 48거래일, +13%씩 이어져 왔는데, 6월 저점에서 시작된 지금의 상승 구간은 16거래일에 +3% 수준이다. 추세가 평균에 수렴한다면 상승의 시간과 폭은 여전히 남아 있다. 물론 전제는 6월 저점의 사수다. 6월 저점은 평소 변동폭의 5배가 넘는 이례적 낙폭조차 매수세가 멈춰 세운 자리다. 이 자리가 지켜지는 동안에는 저점을 높여가는 상승 구조가 유지되지만, 깨지면 고점과 저점이 함께 낮아지는 하락 구조로 바뀐다. '조정'의 전제가 무너지지 않은 상태에서의 분할 매수 전략은 절대 낙폭이 컸던 SOX, 변동폭 대비 낙폭이 컸던 나스닥, 성장주가 우선순위를 지닌다. 또한 금융·헬스케어·방산 산업이 IT 자금을 흡수하며 상대적 저항력을 보일 것으로 판단한다.

시대별 상승·하락 추세 지속일수 평균



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시대별 하루 변동폭(σ) 중앙값



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

7월의 증시 급락의 성격 확인하기

7월 1일과 2일 이틀간 SOX는 11.4% 하락했다(각각 -6.3%, -5.4%). 마이크론이 10% 넘게 밀렸고, 급락을 촉발한 재료로는 메타의 클라우드 사업 진출 발표가 지목됐다. 같은 기간 S&P500은 보합권(-0.2%)을 지켰고, 나스닥은 -1.5%, 소형주 지수인 러셀 2000은 -0.9% 하락에 그쳤다. 하락은 반도체에 집중됐을 뿐, 시장 전체로 확산되지는 않았다.

재료의 성격부터 보면, 메타의 클라우드 진출은 신용 사건도 아니고, 이익 전망의 붕괴도 아니며, AI 인프라 수요의 총량을 줄이는 뉴스도 아니다. 경쟁 구도 변화 뉴스 하나가 반도체 전반의 급락으로 이어졌다는 점은 재료 자체의 크기보다 그동안 쏠려 있던 포지션의 크기를 보여준다.

다만 재료 해석만으로 판단을 끝낼 수는 없다. 필요한 것은 1)이번 하락은 낙폭의 크기로 볼 때 비정상적 수준인가? 2)비정상적이라면 과거 같은 깊이의 하락이 추세 하락으로 이어졌던 당시 환경과 지금의 대외적 환경이 같은가? 에 대한 답을 찾을 필요가 있다.

추세를 결정하는 기준 설정하기

첫 번째 질문에 답하려면 하락의 크기를 재는 기준부터 통일해야 한다. 낙폭을 단순히 %로 재면 지수 간 비교가 어렵다. SOX는 S&P500보다 하루 변동폭이 훨씬 크기 때문에, 같은 -4%라도 S&P500에서는 의미 있는 조정이지만 SOX에서는 비교적 일상적인 움직임일 수 있다. 그래서 낙폭은 배수로 잴다. 최근 20거래일 수익률을 기준으로 해당 지수의 평소 하루 변동폭을 구하고, 전고점 대비 낙폭이 그 몇 배인지 계산한다. 예를 들어 평소 하루 1%씩 움직이는 지수가 고점에서 5% 내려왔다면 5배다.

비교의 기준선은 5배다. 근거는 두 가지다. 첫째, 드물다. 5배 이상의 되돌림은 지난 26년간 네 주가지수를 통틀어 117번, 지수당 1년에 한 번꼴로 발생했다. 일상적인 흔들림과 드문 사건을 가르는 경계로 적절하다. 둘째, 추세적 하락, 즉 몇 주에서 몇 달에 걸쳐 저점이 계속 낮아지는 하락은 예외 없이 이 선을 지났고, 그것도 초반에 지났다. 고점 이후 중앙값은 12거래일이었고, 닷컴 붕괴·금융위기·2020년·2022년 같은 큰 하락도 3~21거래일 안에 이 선을 넘었다. 반대로 5배에 못 미치고 끝난 하락이 추세로 발전한 경우는 지난 26년간 사실상 없었다. 이 선 아래의 하락은 역사적으로 무시해도 무리가 없었다는 뜻이다. 마침 6월 초 조정도 정확히 이 경계 위에 있었다(S&P500 5.5배, 나스닥 6.0배). 5배를 넘는 낙폭이 기록되기 시작할 경우 추세적 하락으로 의심할 단계에 진입하는 상황에서, 6월 초 증시는 재차 회복세를 보였다. 6월 저점 하락 이탈 여부가 기술적으로 의의를 갖는 이유다.

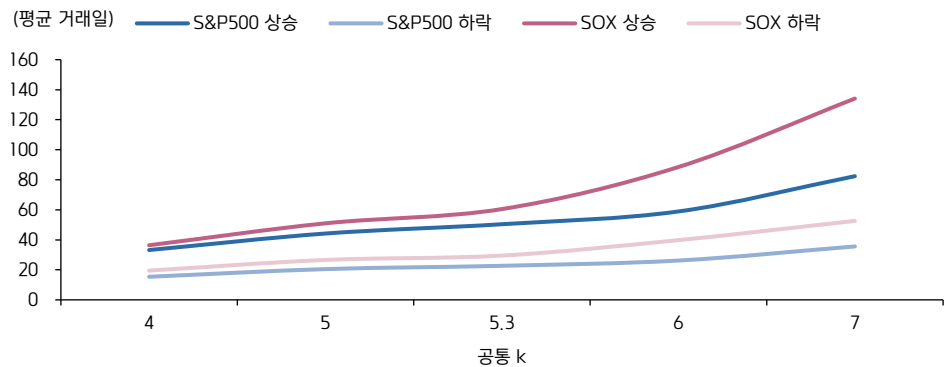
물론 5배 돌파가 곧 하락 추세의 전환을 의미하는 것은 아니다. 지난 26년간 이 선을 넘는 117번 가운데 실제 추세 하락으로 이어진 것은 48번, 41%에 그쳤다. 나머지 69번은 며칠 안에 저점을 찍고 회복됐다. 즉 확률이 가파르게 높아지는 지점인 것이다. 진짜 하락과 가짜 하락을 결정짓는 것은 낙폭의 크기가 아니라 당시의 경제적 환경이었다. 이에 따라 기준선 5배를 기반으로 시대별 의미 있는 하락 추세를 가려내고, 그 하락이 진행되던 당시의 환경, 즉 금리·신용·정책·실적을 현재와 비교하는 작업이 필요하다. 추세 전환을 선언하기 위한 필요조건인 것이다. 물론 5배라는 수준이 중요하지는 않다. 추세를 결정하는 하나의 기준점일 뿐 배수를 4배나 7배로 바꿔도 결론은 달라지지 않았다.

기준선 k 별 추세 평균 지속일 - k 값과 상관 없이 상승 추세일 > 하락 추세일

지수	k=4	k=5.3	k=7
S&P500	33 / 15	50 / 23	82 / 36
나스닥	32 / 17	48 / 25	83 / 50
SOX	36 / 20	61 / 30	134 / 53
러셀 2000	27 / 17	55 / 35	89 / 55

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 상승/하락 추세 평균 거래일

k를 4~7배 어디에 뒀도 상승 추세가 하락보다 길다



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

올해 내내 반복된 급등락

앞서 언급한 기준으로 7월 첫째주 급락을 계산해보자. SOX의 하루 변동폭은 6월을 지나며 5.3%까지 커져 있다. 이 기준에서 7월 1일의 -6.3%는 1.2배, 2일의 -5.4%는 1.0배다. 각각 평소 하루 수준의 움직임이고, 이를 누적 -11.4%도 2.2배에 그친다. 6월 고점 대비 누적으로도 S&P500 1.5배, 나스닥 2.6배, SOX 2.6배, 러셀 2000 0.7배로, 네 지수 모두 기준선 5배에 크게 못 미친다. 반도체 중심 상승 풀림이 해소되는 과정이라 보인다.

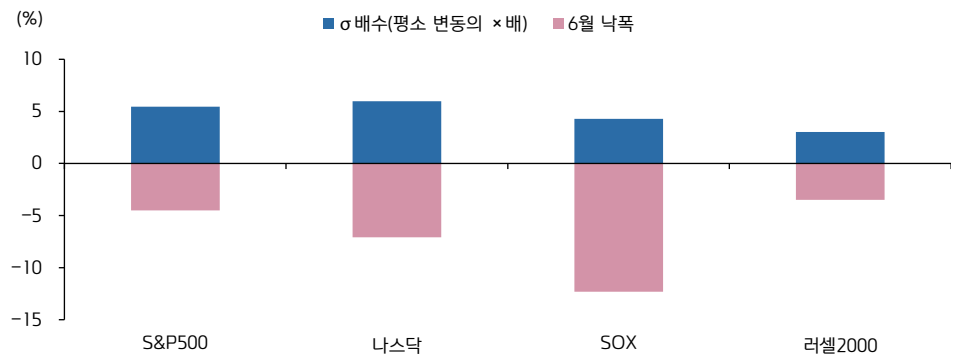
올해의 기록과 비교하면 이번 급락의 위치는 더 분명하다. SOX의 하루 -5%대 하락은 최근 한 달 사이에만 여섯 번째다. 이를 -10%대 하락도 6월 첫 조정(-12.2%) 이후 두 번째이고, 이번이 그때보다 작다. 더 큰 하락도 올해 이미 있었다. 1~3월 조정에서 S&P500은 배수로 13.6배(-9.1%), SOX는 7.0배(-15.6%)까지 밀렸지만 두 달 안에 전부 회복됐다. 6월 초 조정은 기준선을 넘었지만 후속 하락 없이 끝났다. 이 정도 크기의 하락은 올해 내내 반복됐고, 그때마다 추세는 꺾이지 않았다. 여기에 더해 과거의 추세적 하락은 약세가 시장 전체로 번지며 시작됐지만, 이번 이틀간 S&P500은 보합을 지켰고 신용에 가장 민감한 러셀 2000은 1% 미만 밀리는 데 그쳤다. 포지션 청산이 계기였던 과거의 급락(2018년 2월 변동성 상품 붕괴, 2024년 8월 엔캐리 청산)이 낙폭과 무관하게 추세의 시작이 아니었다는 전례도 참고할 만하다.

물론 예상과 다른 전개가 나타날 가능성도 있다. 환경 지표는 느리기 때문이다. 신용의 균열이나 실적의 이상은 공식 지표에 잡히기 전에 가격에 먼저 반영되곤 한다. 그래서 확인 기준을 하나 둘 필요가 있으며, 그것이 6월 저점의 하향 이탈 여부다. 6월 저점은 지금과 같은 환경에서 매수세가 하락을 실제로 받아낸 가장 최근의 자리이자, 고점 대비 낙폭이 20일 변동폭의 5배 경계 부근까지 내려온 뒤 반등한 지점이다. 이 자리가 다시 무너진다는 것은 고점과 저점이 함께 낮아지는 하락 구조가 처음 만들어짐과 동시에, 낙폭이 다시 경계 영역에 근접한다는 뜻이다. 물론 저점 이탈이 곧 추세 전환은 아니다. 다만 과거 5배를 넘어선 하락은 41%의 확률로 20거래일 넘게 이어지거나 전고점 회복까지 120거래일 넘게 걸렸고, 그중 17%는 -20% 이상의 깊은 하락으로 변했다. 경계가 필요한 이유다. 이 지점을 다시 하회한 이후부터는 신용·고용·실적을 처음부터 재점검하고 신규 매수를 잠시 중단하는 것이 바람직하다.

정리하면 이번 급락은 낙폭의 크기로 볼 때 비정상적 수준이 아니며, 과거 추세적 하락을 만들어낸 대외 환경과 현재 사이에는 유의미한 차이가 있다. 지금의 조정을 분할 매수로 대응하기에 적절한 이유다. 다만 6월 저점의 재차 하회 여부는 끝까지 경계해야 한다. 그것은 경기에 대한 판단이 틀렸을 가능성을 가장 먼저 알리는 신호이며, 그 시나리오가 현실화될 경우 저점 매수 전략을 잠정 중단하고 경계 수위를 높일 필요가 있다.

과거 시대별 추세적 낙폭이 연출되었을 당시의 대외적 환경과 조건들을 살펴볼 필요가 있다. 앞서 언급한 경고 신호가 와도 59% 확률로 2달 안에 전고점을 회복했기 때문이다. 시대별 추세적 하락에 대한 검토가 필요하다.

6월 조정의 배수 - S&P500·나스닥만 기준선(5배) 상회



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시장의 기본값: 상승은 추세, 하락은 사건

시장은 기본적으로 상승이 길고 완만하게 이어지며, 하락은 짧고 가파르게 끝난다. 주가를 장기적으로 밀어 올리는 힘, 즉 위험을 감수한 대가(프리미엄)와 기업 이익의 성장은 꾸준히 작동하는 반면, 하락은 대개 특정 사건에서 시작되고 공포에 의한 매도는 오래가지 못하기 때문이다. 상승은 추세, 하락은 사건이란 표현이 적절하다.

다만, 이 기본값이 항상 유지되는 것은 아니다. 2000년대에는 하락이 상승만큼, 때로는 그보다 길었다. 어떤 환경에서 기본값이 깨졌는지 시대별(2000년대, 2010년대, 2020년대) 검토를 해볼 필요가 있다.

2000-2010: 하락이 추세였던 십년

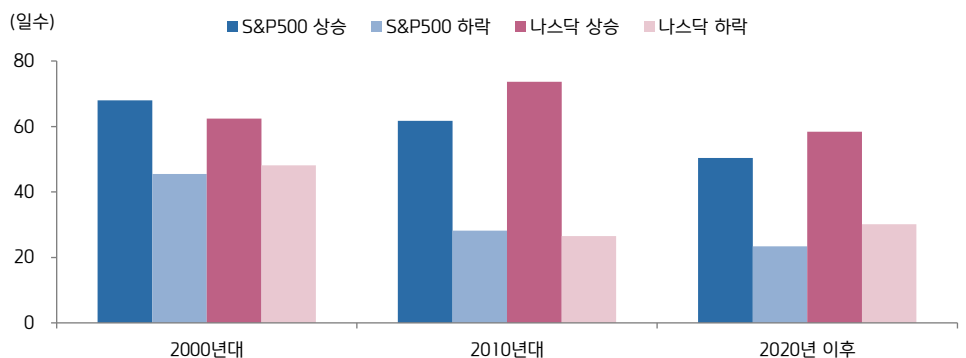
2000년대는 하락이 가장 길었던 시기다. 기간 전체 평균으로 S&P500의 상승 추세는 68 거래일에 +16.5%, 하락 추세는 46 거래일에 -14.1%였다. 2020년 이후의 하락 평균이 23 거래일이라는 점과 비교하면 당시의 하락은 두 배 가까이 길었다.

2000년대에도 낙폭이 기준선(평소 변동폭의 5배)을 넘는 하락은 여러 번 있었다. 그중 실제 추세적 하락으로 발전한 것은 십년의 시작과 끝에 놓인 두 번의 위기다. 먼저 닷컴 붕괴(2000~2003)에서 나스닥은 고점 후 3 거래일 만에 기준선을 넘었고, 이후 하락 추세는 평균 52 거래일에 -27.6%로 상승(31 거래일, +26.7%)보다 길고 깊었다. 연준이 기준금리를 인하하던 시기였음에도 위기 대응을 위한 사후 대책 성격이라 하락 추세를 막지 못했다. 두 위기의 환경은 같았다. 부채 청산이 진행됐고, 신용 스프레드(회사채와 국채의 금리 차)가 주가와 함께 또는 앞서 급확대됐으며(2008년 800bp 돌파 후 2,000bp 까지), 기업 이익이 실제로 무너졌다.

같은 십년 안에 반대 사례도 있다. 2004~2006년 연준은 금리를 1%에서 5.25%까지 올렸지만, S&P500은 상승 77 거래일에 +12.6%, 하락 29 거래일에 -5.8%라는 전형적인 강세장 흐름을 유지했다. 금리가 다섯 배가 되는 동안에도 신용은 조용했고 이익은 늘었다.

이 십년의 결론은 분명하다. 하락을 깊은 추세로 만드는 것은 금리가 아니라 신용의 붕괴와 이익의 훼손이다. 모니터링 해야 할 것은 연준의 다음 행보가 아니라 신용시장과 실적이란 점이다. 2026년 기준 위 변수들은 여전히 무너지지 않았다.

시대별 상승·하락 추세 평균 일수 - S&P500·나스닥



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2010-2020: 상승이 추세였던 십년

2010년대는 정반대였다. S&P500의 평균 상승 추세는 62 거래일로 길어졌고, 하락은 28 거래일에 -7.8%에 그쳤다. 나스닥도 상승 추세가 74 거래일에 +17.4%씩 이어진 반면, 하락은 27 거래일에 -9.8%에 머물렀다. 금융위기 이후의 양적완화가 조정 때마다 자금이 유입되는 환경을 만든 결과다.

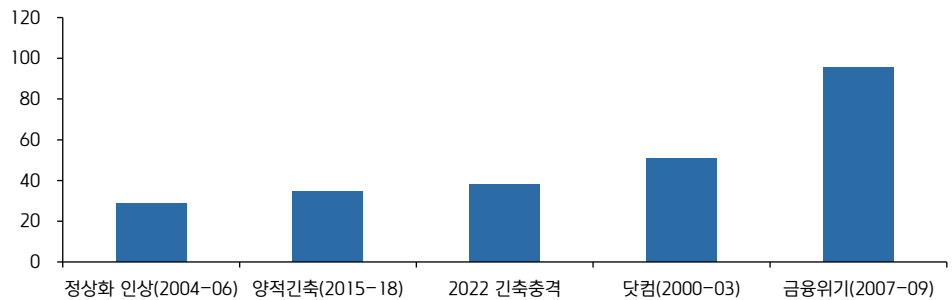
이 십년에도 낙폭이 기준선인 5배를 넘는 하락은 여러 차례 있었다. 2011년 미국 신용등급 강등, 2015~2016년 위안화 절하와 유가 붕괴, 2018년 무역전쟁과 양적긴축이 대표적이다. 낙폭도 S&P500 기준 -14~-20%로 결코 얕지 않았다. 그러나 어느 것도 2000년대형 하락으로 발전하지는 않았다. 차이는 환경에 있었다. 신용의 균열은 있었지만, 2015~2016년 에너지 업종처럼 국지적 충격에 그쳤고 시스템 전반의 부채 청산으로 번지지 않았다. 기업 이익도 무너지지 않았다. 금리인상과 양적긴축이 겹친 2015~2018년에도 달라진 것은 조정의 횟수뿐이었다. 조정은 잦아졌지만, 평균 하락 폭은 -8% 안팎에 머물렀다.

이 십년이 주는 결론은 두 가지다. 첫째, 조정의 횟수와 깊이는 서로 다른 변수가 결정한다. 금리와 정책 뉴스는 조정의 횟수를 늘렸지만, 하락의 깊이를 -20% 밖으로 키운 적은 없었다. 깊이를 결정한 것은 신용과 이익이었다. 두 변수가 버티는 한 -14~-20%의 큰 조정도 모두 반년에서 1년 남짓 안에 전고점을 회복했다.

둘째, 그래서 이런 환경에서 조정은 위험이 아니라 기회였다. 2011년, 2015~2016년, 2018년 하락에서 저점을 산 쪽은 사후적으로 모두 보상받았고, 조정 과정에서 매도를 선택한 쪽은 회복 국면을 놓쳤다. 지금 환경 점검의 초점을 연준의 다음 행보가 아니라 신용 스프레드와 이익 추정치에 두는 이유가 여기에 있다.

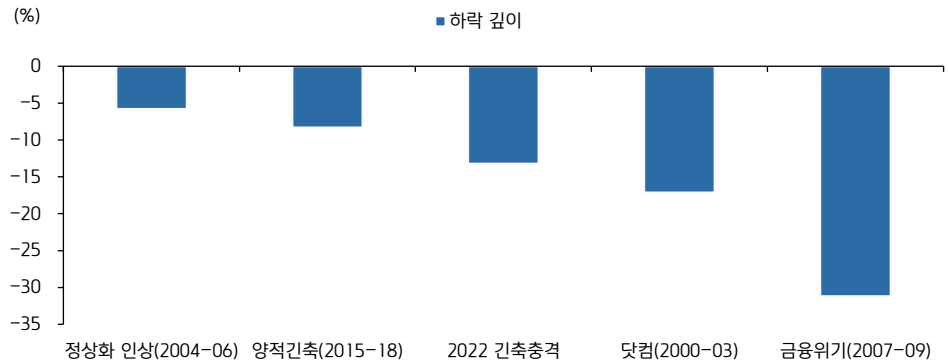
하락이 길어진 것은 긴축기가 아니라 위기 국면이다

(거래일) ■ 정상화 인상(2004-06) ■ 양적긴축(2015-18) ■ 2022 긴축충격 ■ 닷컴(2000-03) ■ 금융위기(2007-09)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

위기 국면 별 하락 깊이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) S&P500 기준

2020년대 하락에서 얻은 교훈

2020년 이후에도 기준선 돌파는 이어졌다. 코로나(2020년), 긴축(2022년), 엔캐리 청산(2024년 여름), 금리와 관세(2024년 말~2025년 봄), 그리고 올해 1~3월이 대표적이다. 이 시기의 기록은 두 가지를 추가로 가르쳐 준다.

첫째, 신용 위기 없이도 깊은 하락은 올 수 있다. 2022년이 그 경로다. 신용 스프레드는 위기 수준으로 벌어지지 않았고, 기업 이익도 무너지지 않았다. 그러나 금리가 본격적인 인상 사이클로 들어서며 밸류에이션을 높였고, S&P500은 저점까지 202거래일에 걸쳐 -25%를 겪었다. -25%를 넘는 깊은 하락의 경로는 두 가지라는 뜻이다. 신용 위기에 정책 대응이 뒤처지는 경우(2000년, 2008년), 그리고 본격 금리 인상기(2022년)다. 두 경로 모두 조건이 뚜렷해 실시간 확인이 가능하다. 전자는 신용 스프레드의 급확대, 후자는 인상 사이클로의 전환이다.

둘째, 두 경로가 모두 닫혀 있으면 하락의 깊이에는 한계가 있었다. -25%를 넘긴 하락은 두 경로에서만 나왔고, 그 밖의 추세적 하락, 즉 2011년, 2015~2016년, 2018년, 2024~2025년 하락은 모두 S&P500 기준 -10~-20% 범위에서 저점을 찍었다. 이후 반년에서 1년 남짓 사이에 전고점을 회복했다. 신용과 실적이 버티는 한 최악의 경우에도 역사적 상한은 이 범위였다.

2020년 3월: 정책의 대응 속도가 추세의 길이를 결정

코로나 급락은 전형적인 강제 청산이었고 S&P500은 23거래일 만에 34%를 잃었다. 위기가 하락을 추세로 만든다면 이 하락은 몇 달을 갔어야 하지만 실제로는 한 달 만에 끝났다. 차이는 정책 속도였다. 2008년에는 리먼 파산 이후 구제 법안이 한 차례 부결되는 등 대응이 청산 속도를 따라가지 못했고 하락은 95거래일을 갔다. 2020년에는 연준이 2주 만에 제로금리와 무제한 양적완화를 내놓았고 하락은 추세가 되기 전에 끊겼다. 하락을 추세로 만드는 것은 위기의 발생 자체가 아니라 청산의 속도를 정책이 따라잡지 못하는 상태다.

이를 현재에 적용하면 양면이 함께 보인다. 연준에는 위기 시 즉시 쓸 수 있는 인화 여력이 남아 있고 2020년의 대응 방식이 이미 검증돼 있다. 다만 재정은 다르다. 적자와 국채 발행이 이미 확대된 상태라, 위기가 올 경우 재정이 풀리는 속도가 2020년보다 느릴 수 있다. 방어막이 그때만큼 두껍다고 가정해서는 안 된다. 물론 그럼에도 시장은 연준 유동성 공급 정책에 초점을 맞추어 증시 회복에 힘을 보탬 가능성이 높다.

추세를 결정하는 세 가지 요인과 힘

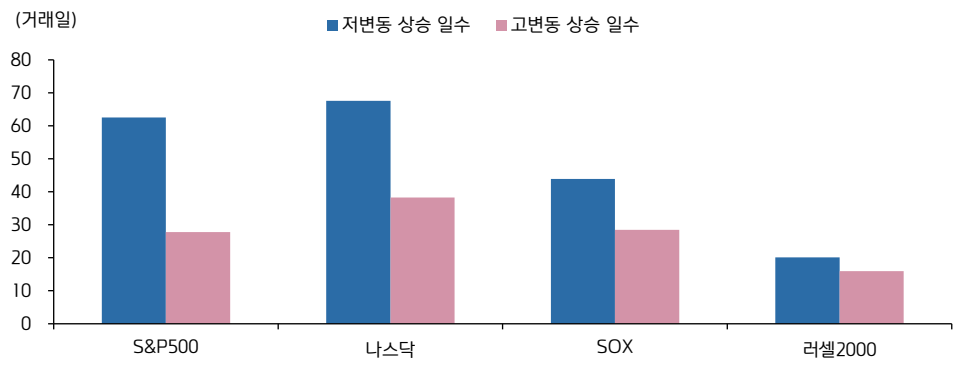
시대별 기록을 요인으로 정리하면 셋이다. 금리, 위기, 변동성이다. 다만 셋의 힘은 같지 않다. 금리는 시장의 평소 방향을 정하고, 위기는 그 방향을 뒤집으며, 변동성은 흔들림의 폭을 키우거나 줄인다.

첫째는 금리의 방향이다. 완화는 상승 추세를 늘리고 하락을 짧게 만든다. 2010년대 양적완화기가 그랬고, 2024년 9월 이후의 완화 국면에서도 S&P500은 상승 평균 48 거래일, 하락 평균 23 거래일을 기록했다. 반대로 긴축은 하락을 늘리고, 본격 인상 사이클은 그 자체로 깊은 하락의 한 경로가 된다(2022년).

둘째는 위기이며, 금리보다 힘이 세다. 위기는 두 지표로 정의한다. 하나는 신용이다. 하이일드 스프레드, 즉 저신용 회사채와 국채의 금리 차가 한 달에 100bp 이상 급확대되고 그 흐름이 이어지는 상태다. 이는 채권시장이 기업들의 파산 확률을 급하게 다시 계산하기 시작했다는 뜻이다. 다른 하나는 실적, 즉 이익 전망이 실제로 꺾이는 것이다. 닷컴 붕괴와 2008년에는 이 두 지표가 주가와 함께, 또는 주가보다 먼저 무너졌다. 위기가 발동하면 금리 방향은 무력해진다. 2008년 연준은 금리를 제로까지 내렸지만, S&P500은 평균 -31%의 하락 추세를 겪었다. ‘완화면 강세’가 항상 맞는 말이 아닌 이유다.

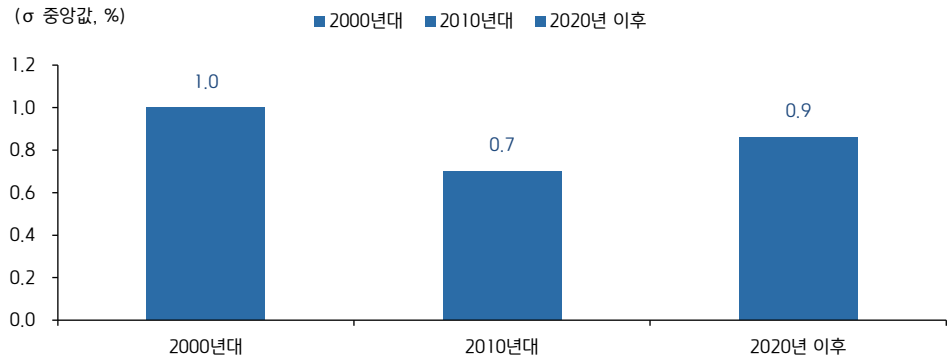
셋째는 변동성이다. 변동성은 방향을 정하지 않고, 결과를 증폭하거나 줄인다. 2020년 이후 변동성이 낮았던 시기의 상승 추세는 평균 63 거래일이었던 반면, 변동성이 높았던 시기에는 28 거래일에 그쳤다. 변동성이 커지면 같은 상승 추세도 짧게 끊기고, 흔들림은 커진다.

저변동 국면의 상승 추세는 두 배 이상 길다 (2020년 이후)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시대별 하루 변동폭(σ) 중앙값



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금리 기준으로 본 2020년

앞서 언급한 추세를 결정하는 세 가지 요인(금리, 위기, 변동성)을 현재 상황에 적용해보자. 우선 현재를 명확히 파악해야 한다.

2020년 이후를 금리 정책으로 나누면 네 국면이다. 제로금리와 양적완화(2020~2021), 긴축과 인상(2022~2023년 중반), 고금리 유지(2023년 하반기~2024년 여름), 그리고 2024년 9월에 시작된 완화와 인하다. 현재는 네 번째 국면의 끝자락이다. 추가 인하여지는 제한적이고 시장 일각에는 오히려 인상 우려가 있다. 지금은 인하 사이클도 인상 사이클도 아니다. 즉 전망의 영역이다. 이에 매크로적 요인을 검토해 보면 경기 상황은 금리 인상 국면이 아님을 지지한다. 10년물 미 국채 금리는 꾸준히 4.5% 부근에 머물러 있고, Core CPI와 Core PCE는 지속적 하락세를 연출 중이다. Wage-Price Spiral의 한 축으로 불리던 임금 역시 평균임금 상승률 기준 꾸준히 낮아지고 있다. 유일한 변수였던 에너지 역시 전쟁이 종료된 이후 안정화된 흐름이다. 물론 칩플레이션 우려가 나오고 있으나 연준의 통화정책을 뒤바꿀 만큼의 영향력은 아직 아니다. 이러한 상황에서 트럼프 행정부는 꾸준히 금리 인하에 대한 압력을 행사 중이다. ‘금리’라는 변수는 지금의 증시 추세에 긍정적 영향을 행사할 것으로 판단하는 이유다.

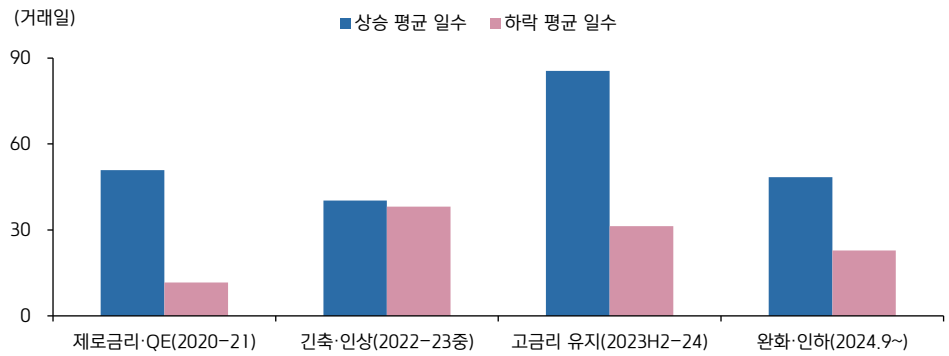
한편, 신용 시장은 조용하다. 하이일드 스프레드는 약 285bp로 장기 평균(약 500bp)을 밑돌고 급확대 기미도 없다. 단기금리 시장 역시 연준의 스탠딩레포 기반 유동성 공급에 힘입어 안정화되었다. 중요한 점은 6~7월의 충격이 대형 기술주와 반도체에 집중되는 동안, 신용에 가장 민감한 소형주는 6월 30일 신고가를 썼다. 신용 위기 경로의 조건도 없다. 그 외의 매크로 지표에서도 아직 위기를 자극할 만한 상황은 확인되지 않았다.

실적도 무너지지 않았다. 이번 급락의 계기가 실적 발표가 아니라 경쟁 구도 뉴스였다는 사실 자체가 이익 전망의 훼손이 확인된 바 없다는 뜻이다. 이익 추정치의 방향은 앞으로도 계속 감시해야 겠으나, FY2Q26 실적에서 마진은 오히려 사상 최고치를 기록할 것으로 예상되고 있다. 이익 훼손이 연출되고 있다고 보기 어렵다는 뜻이다.

한편, 변동성은 커졌다. S&P500의 20일 변동폭은 6월 초 0.56%에서 1.10%로, SOX는 2.9%에서 5.3%로 한 달 새 두 배가 됐다. 6월의 급락일들이 계산 구간에서 빠지는 7월 중순부터는 자연히 내려오겠지만, 당분간 흔들림의 폭이 커진 상태는 유지된다.

이러한 현재 상황을 과거 추세를 결정하는 조건들과 결합하면 ‘우상향 기조가 지속되나, 과정 속에서 크게 흔들릴 수 있는 시장’이라는 결론이 나온다. 2025년 이후 갑작스러운 조정 장세가 여러 번 연출되어 왔지만, 그때마다 V자 반등 기반 전략이 높은 수익률을 기록할 수 있었던 비결이다.

2020년 이후 금리 국면별 상승·하락 평균 일수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

네 지수의 추세 판정 (2026년 6월 30일 종가 기준)

지수	추세 상태	시작	누적 등락	6월 30일 위치
SOX	상승 유지 (66일째)	3월 30일	+99.5%	6/22 고점 대비 -2.6% (0.5σ)
러셀 2000	상승 유지 (66일째)	3월 30일	+25.3%	6/30 신고가
S&P500	신호 후 회복 중	6/10 저점	+3.2%	재확인 문턱(5σ)의 55%
나스닥	신호 후 회복 중	6/10 저점	+4.2%	재확인 문턱(5σ)의 45%

Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 2026년 6월 30일 종가 기준.

가격 변수로 확인하는 '추세 전환'의 신호

다만, 앞서 언급했듯 매크로 지표들은 사후적 성향이 있기에 즉각적 진단에는 약점이 있다. 이를 보완하기 위한 가격 신호 지표 역시 필요하다. 이미 밝혔듯 6월 저점 이탈에 대한 경계가 하나의 기준이다. 특히 소형주의 위치는 꾸준히 확인할 가치가 있다. 과거의 깊은 하락은 시작 시점에 신용에 민감한 소형주가 예외 없이 먼저 무너지고 있었기 때문이다. 2007년 러셀 2000은 S&P500보다 석 달 먼저 고점을 쳤고, 2021년에도 대형지수보다 먼저 꺾였다. 소형주가 상승 추세를 유지하며 신고가를 새로 쓰는 지금의 조합은 깊은 하락의 시작 국면과 정면으로 모순된다.

SOX의 흐름도 같은 결론을 가리킨다. 3월 저점에서 시작된 상승 추세는 68거래일째 이어지고 있고 저점 대비 +72%다. 이 추세는 이미 세 번 시험받았다. 6월 첫 조정 -12.2%는 배수로 4.3배, 6월 말 -9.8%는 2.0배, 이번 고점 대비 -13.7%는 2.6배로, 세 번 모두 기준선에 미달했다. 하루 5%씩 움직이는 지금의 SOX에서 -10%대 조정은 사건이 아니라 일상이며, 낙폭의 크기에 앞서 배수를 먼저 봐야 하는 이유다.

물론 이 측정 방식에도 약점은 있다. 급락이 진행되면 분모인 평소 변동폭도 함께 커져, 이후의 하락이 실제보다 작게 측정된다. 변동성이 큰 상태로 천천히 미끄러지는 하락(2000~2002년형)은 놓칠 수 있는 것이다. 그래서 보조 기준을 함께 둘 필요가 있다. 과거 조정으로 끝난 하락들의 전고점 회복은 대부분 두 달 안이었다. 이에 S&P500이 고점 이후 50거래일(8월 중순)까지 전고점을 회복하지 못하거나, 네 지수 중 셋 이상이 동시에 하락 상태를 이어간다면 배수와 무관하게 판정을 재검토할 필요가 있다. 현재는 어느 쪽에도 해당하지 않는다.

추세적 강세가 이어지기 위한 세 가지 전제

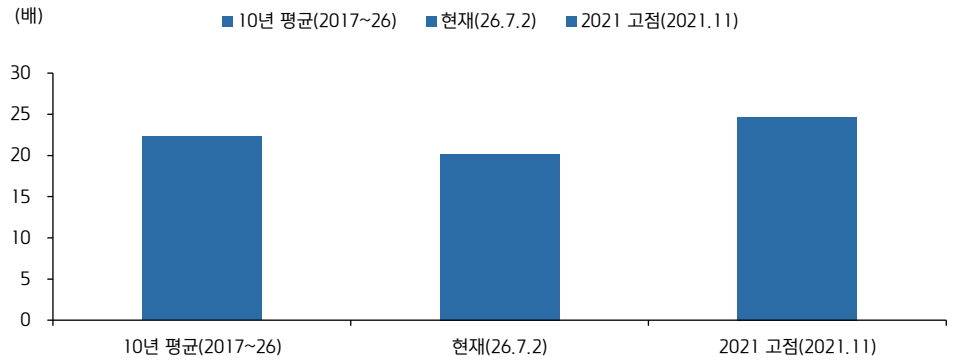
아직 추세 반전의 환경이 갖춰지지 않았다는 것이 현재까지의 결론이다. 다만, 향후 대외적 환경이 변화할 경우 대응을 점차 바꾸어야 한다. 이때 경계해야 할 대외적 변수들에 대해 미리 인지해 놓을 필요가 있다.

첫째는 완화의 성격이다. 지금까지의 인하는 경기가 무너지지 않은 상태에서의 보험성 인하였다. 물론 지금은 동결 상태가 이어지고 있으나, 재차 금리 인하가 이어진다 해도 이 전제는 고용의 점진적 둔화, 신용 스프레드의 안정, 침체 신호의 부재가 지탱한다. 셋 중 하나라도 깨지면 완화는 2008년형, 즉 붕괴를 뒤따라가는 인하로 성격이 바뀐다.

둘째는 재정이다. 최근의 대규모 재정 법안은 설비투자 감세를 소급 확대해 투자와 이익에 분명한 플러스다. 다만 같은 법안이 재정적자와 국채 발행을 늘려 장기금리를 밀어 올릴 수 있다는 점은 주의가 필요하다. 지금까지는 발행 부담에도 10년물 금리가 4.5% 수준에서 머물며 시장이 이를 소화하고 있음을 보여줬다. 시장이 주시하는 선은 5%다. 10년물이 5%를 넘어서면 금리 인상 경로가 열리는 것이므로 강세의 전제부터 다시 점검해야 한다.

셋째는 밸류에이션이다. 현재 S&P500의 12개월 선행 PER은 20.5배다. 2021년 고점 22.5~23배보다 낮고 연초 수준보다 낮다. 실적 향상이 P의 상승분을 상회하며 밸류에이션 상승 속도를 낮춘 것이다. 다만, 역설적으로 실적 상승분 쇼크 혹은 가이던스 둔화 등으로 인해 해당 전제가 무너지면 강세 추세의 동력이 약화된다. 가장 큰 아군이 적어 되는 것이다. 하이퍼스케일러들의 CapEx 추이가 시장의 주목을 받는 이유다.

S&P500 12개월 선행 PER - 장기평균과 2021년 고점 사이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

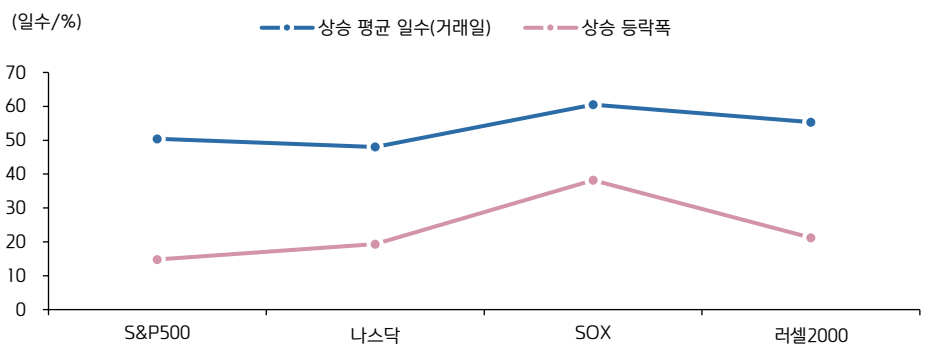
주가지수별 대응 전략

6~7 월의 조정을 추세 전환이 아닌 상승 추세 안의 조정으로 판단하는 이상, 대응의 기본 방향은 비중 축소가 아니라 조정 구간을 활용한 분할 매수다. 전제는 앞서 확인한 그대로, 시장이 6 월 저점을 지키고 있어야 한다는 것이다. 이 자리가 지켜지는 동안에는 저점을 높여가는 상승 구조가 유지되지만, 무너지면 분할 매수가 아니라 신용·고용·실적의 재점검이 우선이 된다.

전제가 성립한다면, 남는 질문은 어느 지수를 먼저 담을 것인가다. 그 답은 26 년의 기록에 있다. 앞서 확인했듯 각 지수의 성격, 즉 상승 국면에서의 탄력과 하락 국면에서의 진폭은 세 시대를 지나며 거의 변하지 않았기 때문이다. 같은 조정 국면이라도 지수마다 되돌림의 크기와 속도가 다르고, 그 차이가 분할 매수의 우선순위를 가른다.

회복 국면에서 상대적으로 유리한 지수는 나스닥이다. 6 월 조정(6 월 2 일 고점~10 일 저점)에서 평균 변동폭 대비 하락폭은 나스닥 6.0 배, S&P500 5.5 배, SOX 4.3 배, 러셀 2000 3.0 배로 나스닥이 가장 컸고, 그 낙폭은 아직 절반도 회복되지 않았다. 반면 7 월 이틀의 하락에서는 -1.5%에 그쳐 새로운 손상이 없다. 가장 깊게 눌린 낙폭이 그대로 남아 있는데 추가 손상은 없다는 뜻이고, 이 경우 회복 탄력성이 클 가능성이 있다.

같은 기준으로 본 지수별 상승 추세 일수와 등락폭 (2020년 이후)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

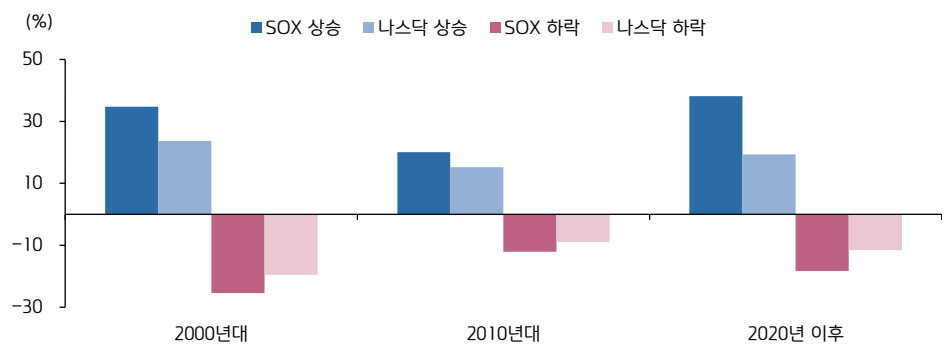
또한, 나스닥의 하루 변동폭은 1.8%로 SOX의 3분의 1 수준이라 회복 경로에서 덜 흔들릴 여지가 있다. 나스닥이 상승 추세의 등락폭 기준 2000년대 +25.3%, 2010년대 +17.4%, 2020년 이후 +22.6%로 어느 시대에도 상승 국면의 중심이었다. 다만 기준선을 넘었던 하락의 41%는 추세로 이어졌던 만큼, 6월 저점 위에서 나누어 접근하는 방식이 바람직하다. 과거 조정으로 끝난 하락들의 전고점 회복은 중앙값 28 거래일이었다.

S&P500은 배분의 중심이자 시장 판단의 기준으로 삼는다. 상승과 하락의 비대칭이 26년간 가장 안정적이어서 시장 전체의 추세를 읽기에 가장 적합하고, 판단이 틀렸을 경우에도 가장 늦게, 가장 얇게 하락해 온 지수다. 전제의 확인도 이 지수로 한다. 6월 저점의 사수 여부, 그리고 고점 이후 50 거래일 안에 전고점 회복이 완성되는지 등이 확인 지점이다.

SOX의 방향은 나스닥과 같다. AI 모멘텀이 유효한 한 수혜의 중심이기 때문이다. 다른 것은 대응의 순서다. SOX는 시대마다 상승폭과 하락폭이 모두 가장 컸던 지수이고(상승 등락폭 2000년대 +34.7%, 2020년 이후 +38.2%), 하루 변동폭이 5%대로 커진 지금은 그 성격이 더 증폭돼 있다. 판단이 틀렸을 때의 비용도, 회복에 올라탔을 때의 보상도 네 지수 중 가장 크다는 뜻이다. 따라서 추세 전환의 신호가 없는 동안에는 나스닥과 같은 분할 접근을 유지하되, 진입은 낙폭의 %가 아니라 평소 변동폭 대비 배수로 판단하고, 추세가 평균 수명을 크게 넘긴 만큼(68 거래일, +72%) 신규는 소규모로 제한한다. 의심이 생기면 가장 먼저 비우고, 의심이 겹치면 가장 먼저 채운다. 원인 신호가 켜지거나 낙폭이 고점 대비 평소 변동폭의 5배에 이르면 SOX부터 줄이고, 환경이 다시 확인되면 SOX부터 복원한다.

러셀 2000은 당분간 투자 대상보다 판단 근거로서 가치가 크다. 신용에 가장 민감한 이 지수는 과거 깊은 하락이 시작될 때마다 예외 없이 대형지수보다 먼저 무너졌다. 2007년에는 석 달 먼저였다. 그 지수가 신고가 부근에서 이번 이틀의 급락을 1% 미만으로 통과했다는 사실이 시장 전체 판단을 지탱한다. 포지션 측면에서는 서두를 이유가 없다. 이 지수의 상승 동력은 금리 인하인데 지금은 금리의 방향이 없는 국면이므로, 비중 확대는 인하 재개가 확인된 이후가 적절하다. 반대로 이 지수가 대형지수보다 먼저 약해지기 시작하면, 그것은 러셀 2000의 문제가 아니라 시장 전체 판단을 재검토하라는 신호로 읽어야 한다.

SOX vs 나스닥 - 시대별 상승·하락 등락폭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

섹터별 자산배분 전략

지수 전략의 논리는 섹터에도 그대로 내려온다. 섹터 판단의 출발점 역시 이번 급락의 성격이다. 최근 6개월 업종 수익률은 반도체 +38.9%로 S&P500(+9.3%)을 크게 앞섰고, 소프트웨어는 -17.8%로 최하위였다. 자금이 AI 인프라 한 곳으로 쏠렸고, 이번 이틀은 그 쏠림이 뉴스 하나를 명분으로 풀린 구간이다. 하락의 원인이 이익이 아니라 포지션이었다면, 질문은 무엇을 줄이느냐가 아니라 회복 국면에서 무엇이 상대 매력이 높으냐다.

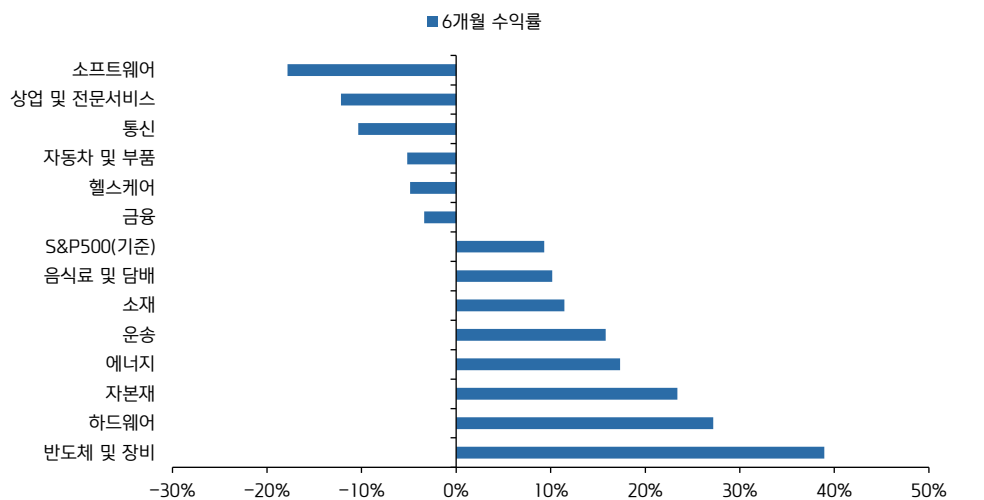
반도체는 여전히 중심이다. 쏠림이 풀린 것과 주도력이 꺾인 것은 다른 문제이고, 주도력의 원천인 이익 전망은 이번 급락에서 훼손되지 않았다. 이익이 유지되는 한 조정은 비중을 다시 쌓을 기회에 가깝다. 대응은 SOX의 규율을 그대로 적용한다. 조정의 크기는 종목의 평소 변동폭 대비 배수로 재고, 의심이 생기면 가장 먼저 줄이고 견히면 가장 먼저 채운다.

다만 조정이 반복되는 국면에서는 쏠림의 안쪽에만 머무를 이유가 없다. 반도체 집중 자금이 조정 국면에 주위로 분산되는 장면은 꾸준히 연출되어 왔기 때문이다. 특히 금융(-3.4%)과 헬스케어(-4.9%)는 지난 반년 상승에서 비껴나 수급 부담이 가장 가볍지만, 이익 가시성이 높아 조정이 깊어질수록 밸류에이션 매력이 부각된다. 조정 국면에 상대적으로 높은 저항력을 보이는 이유다. 다만 금융은 신용이 흔들리는 국면에서는 함께 약해질 수 있어, 금융 섹터보다는 헬스케어 섹터에 우선권을 둔다.

금리 민감 내수·소형주·주택 역시 소외된 섹터지만 아직 시간이 필요하다. 상승의 동력이 금리 인하인데 지금은 금리의 방향이 없는 국면이라, 비중 확대는 인하 재개 확인 이후가 적절하기 때문이다.

필수소비·배당은 상승 추세가 실질적으로 종료된 이후 가져가야 할 섹터다. 앞서 언급한 두 경로(신용 위기·본격 긴축)가 열릴 경우의 역사적 깊이가 -25~-31%였던 만큼, 해당 섹터들의 배분은 하락 폭의 깊이를 건디는 데 필요한 수준으로 늘려야 한다. 늘릴 시점은 앞서 언급한 시나리오 무효화 신호가 확인될 때다.

업종별 6개월 수익률 - 반도체 쏠림과 소외 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

결론: 여전히 상승 추세 속에 있는 증시

6월과 7월의 급락은 추세 전환이 아니라 상승 추세 안의 조정으로 판단한다.

근거는 셋이다. 첫째, 낙폭의 크기가 추세 전환을 선언할 정도가 아니다. 이번 낙폭은 평소 변동폭의 최대 2.6 배로 추세 전환을 의심할 기준선(5 배)에 크게 못 미치고, 올해 이미 소화하고 회복한 1~3월 조정의 5분의 1 수준이다.

둘째, 하락이 이어질 환경이 아니다. 지난 26년간 -25%를 넘긴 깊은 하락은 신용 위기가 번졌거나(2000, 2008) 본격 금리 인상기가 시작됐을 때(2022)뿐인데, 지금 하이일드 스프레드는 장기 평균을 밑돌고 10년물 금리는 4.5% 부근으로 본격적 금리 인상기에 관찰된 모습과 거리가 멀다.

셋째, 구조가 아니다. 추세적 하락은 저점을 낮추고 약세를 퍼뜨리며 소형주부터 무너뜨렸지만, 지금은 6월 저점이 유효하고 소형주는 6월 말 신고가를 썼으며 7월 이들의 급락에도 S&P500은 보합을 지켰다. 세 가지를 종합하면 지금은 방향이 위이되 진폭은 커진 국면, 즉 오르되 크게 흔들리는 시장이다.

신용과 금리가 무너지지 않은 환경에서 역사상 하락은 S&P500 기준 -10~-20%에서 멈췄다. 하방이 제한되는 한 조정 구간의 분할 매수가 우월한 대응일 가능성이 높다. 6월 조정에서 평균 변동폭 대비 하락폭이 상대적으로 컸던 나스닥(6.0 배)은 그 낙폭이 아직 회복되지 않아 회복 탄력성이 클 가능성이 있다. 회복 속도는 물론 SOX가 빠를 수 있으나 나스닥의 변동폭이 SOX 대비 3분의 1 수준이라 덜 흔들리며 회복할 여지가 있다. 반도체는 이익을 확인하며 따라가고, SOX는 의심이 생기면 가장 먼저 줄이고 견히면 가장 먼저 채워야 한다. 조정이 이어지는 구간에서는 헬스케어 중심의 한 소외 방어군으로 자금 순환을 병행하고, 필수소비·배당은 상승 추세가 실질적으로 종료된 뒤 진입한다.

상승 추세가 연장될 것이란 판단의 유효 조건도 존재한다. 전제는 6월 저점의 사수, 시한은 50거래일 안의 전고점 회복이다. 고용 급랭·신용 스프레드 급확대·10년물 5% 돌파 가운데 하나가 확인되고 6월 저점 이탈이 겹치면, 판단은 폐기되고 대응은 방어로 바뀐다.

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.