



Equity

DIN (Doo It Now)

의심은 가격을 흔들고, 숫자는 기회를 만든다

Compliance Notice

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

(결론적으로) 한국 주식시장의 조정은 강세장의 종료가 아니다. 너무 빠르게 앞서간 가격과 느슨해진 수급이 정상화되는 과정이다. 외국인 매도, 국민연금 리밸런싱, 개인 심리 둔화가 단기 변동성을 키울 수 있다. 그러나 수출, 경상수지, 외환보유액, 메모리 가격은 아직 시장의 방향을 지지한다. 지금은 도망갈 국면이 아니라, **숫자로 확인되는 주도주를 선별할 국면이다.**

최근 시장의 의심은 AI 에서 출발했다. 메타가 AI 에이전트 개발 속도가 기대보다 느리다고 언급하면서 AI 수요 둔화 우려가 커졌다(마이크론 -15.5%, SK 하이닉스 -8.5%, 삼성전자 -7.3%). 그러나 이를 AI 수요의 붕괴로 해석하는 것은 과하다. 본질은 수요의 소멸이 아니라 투자 효율성에 대한 재점검이다. AI 인프라 투자는 여전히 진행 중이고, 병목은 여전히 메모리에 있다. 시장은 AI 가 사라질 가능성이 아니라, AI 투자가 얼마나 빠르게 이익으로 연결될지를 묻고 있다.

숫자는 아직 의심보다 강하다. 6 월 한국 수출은 1,022.5 억 달러로 전년 대비 70.9% 증가했다. 월간 수출이 1,000 억 달러를 넘어선 것은 처음이다. 반도체 수출은 448.2 억 달러로 199.5% 늘었다. **매크로 데이터는 시차를 갖지만, 반도체 가격은 현재형이다.** 7 월 초 DDR4 1Gx8 현물가격은 한 주 만에 1.26% 상승했고, DDR5 수요도 강하게 유지됐다. AI 수요가 구조적으로 꺾였다면 가장 먼저 가격이 흔들려야 한다. 지금 확인되는 신호는 반대다.

수급 우려는 남아 있다. 외국인 매도는 단기 변수가 아니라 상수에 가까워졌다. 상반기 외국인은 한국 주식을 988 억 달러(148 조원) 순매도했다. 다만 이를 외환위기의 신호로 볼 필요는 낮다. **매도의 성격은 위기 회피보다 차익실현과 리밸런싱에 가깝다.** 한국 주식시장이 AI 와 반도체를 중심으로 급등했고, 외국인은 커진 비중을 줄이고 있다. 불안의 본질은 국가 체력 훼손이 아니라, 가격 상승 이후 나타나는 수급 정상화다.

외환의 체력도 무너지지 않았다. 6 월 말 외환보유액은 4,273.6 억 달러(GDP 대비 21.8%)로 전월 대비 3.7 억 달러 증가했다. 4 월 경상수지는 282.9 억 달러 흑자, 상품수지는 338.8 억 달러 흑자였다(현재 GDP 대비 1.5%, 1.7%). 수출이 늘고, 경상수지가 쌓이며, 외환보유액이 유지되는 국면을 외환위기라고 부르는 어렵다. 다만 원화 약세는 외국인 매수 재개를 늦춘다. 외국인은 신규 매수보다 환차손 위험을 먼저 계산한다. **외국인 수급은 환율 안정 이후 돌아올 잠재 수요로 봐야 한다.**

국민연금 매도도 부담이다. 국민연금은 2026 년 국내주식 목표비중을 14.9%에서 20.8%로



국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
주식시황 RA 최욱 wookchoi@hanafn.com

상향했다. 그러나 2 분기 국내주식 급등으로 국민연금 내 국내주식 비중은 28.5%까지 높아졌을 것이다. 기존 목표비중만 적용하면 매도 가능 금액은 138 조원이다. TAA $\pm 2\%p$ 를 반영하면 약 102 조원, SAA $\pm 6\%p$ 를 반영하면 약 30 조원으로 줄어든다. 물론 TAA 와 SAA 를 모두 활용하면 오히려 6 조원 수준의 매수 여지도 생긴다. 핵심은 규모보다 속도다. 시장에서는 월 4 조원 내외의 매도 가능성이 거론된다. 국민연금이 강한 매수 주체에서 이탈한 점은 아쉽다. 그러나 시장을 단번에 무너뜨릴 매도 주체로 단정할 필요는 없다. 매도는 이어지겠지만, 충격은 관리되는 방식으로 나타날 가능성이 높다.

문제는 수급 공백이다. 외국인은 쉬고, 국민연금은 리밸런싱하며, 개인은 심리에 민감하다. 이런 시장에서는 상승은 계단식이고, 하락은 압축적이다. 7 월 초 급락 이후 개인 매수세가 주춤한 것도 이 때문이다. 펀더멘털이 먼저 꺾인 것이 아니라, 가격 충격이 심리를 먼저 흔든 것이다.

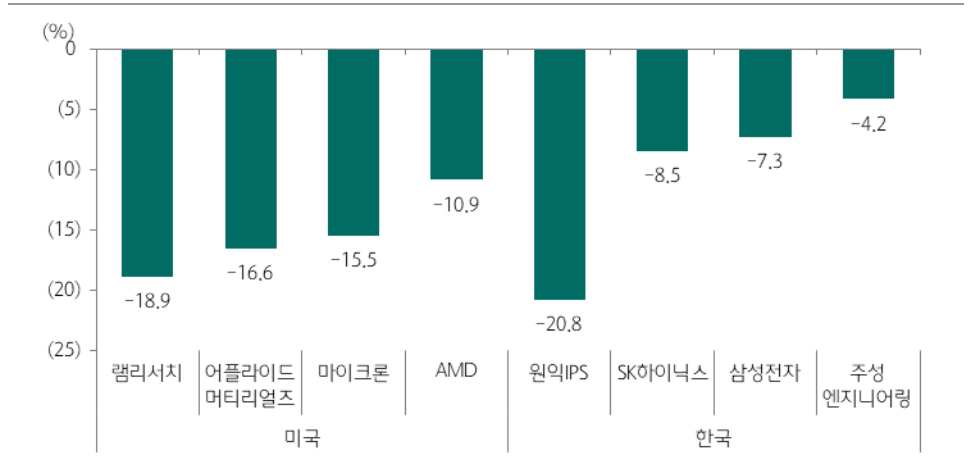
SK 하이닉스 ADR 상장은 이 지점에서 의미가 있다(7 월 10 일 전후 예상). ADR 은 단순한 해외 상장이다. 한국 대표 메모리 기업의 가격을 글로벌 투자자가 직접 평가하는 이벤트다. SK 하이닉스는 미국 상장을 통해 최대 294 억 달러 조달을 추진하고 있으며, 최대 2.5%의 신주 발행 가능성이 거론된다. ADR 1 주는 원주 0.1 주의 가치를 갖는다. SK 하이닉스 ADR 상장의 기준가격은 255 만 5,000 원이다(6/23 종가). 이는 확정 공모가가 아니라 수요예측 전 공모 규모와 가격 범위를 산정하기 위한 기준가격이다. 그럼에도 이 숫자는 국내 투자자에게 중요한 심리적 앵커다. 글로벌 투자자가 한국 대표 메모리 기업을 어느 가격에 받아들일지가 확인되기 때문이다.

금리 우려도 되돌려질 가능성이 높다. 핵심은 유가다. 미국과 이란의 협상 진전, 호르무즈 운항 정상화 기대가 공급 불안을 낮추며 Brent 는 71.6 달러, WTI 는 68.6 달러까지 하락했다. 미국 ISM 제조업 가격지불지수도 6 월 73P 로, 5 월 82.1P 에서 9.1%p 낮아졌다. 가격 상승 압력은 남아 있지만, 방향은 둔화다. 금리인상 공포는 물가의 방향이 바뀔 때 약해진다. 케빈 워시 연준 의장의 커뮤니케이션 방식은 당분간 시장을 불편하게 만들 수 있다. 포워드 가이던스가 줄어들면 시장은 정책 공백을 매파적으로 해석한다. 그러나 유가가 내려가고 가격지표가 둔화된다면 금리인상 우려는 오래 지속되기 어렵다. 연준의 말은 모호해질 수 있지만, 물가의 숫자가 낮아지면 시장의 오해도 되돌려진다.

남은 위험은 칩플레이션이다. 메모리 가격 상승은 반도체 기업에는 이익이지만, 고객에게는 비용이다. 가격이 너무 빠르게 오르면 PC, 스마트폰, 서버 고객의 구매 속도가 둔화될 수 있다. 지금 시장이 봐야 할 것은 가격 상승 자체가 아니라, 그 비용을 시 인프라 투자 안에서 흡수할 수 있는지도. 칩플레이션이 실적을 키우는 구간에서는 주가가 오른다. 그러나 수요를 밀어내는 구간에서는 밸류에이션이 흔들린다.

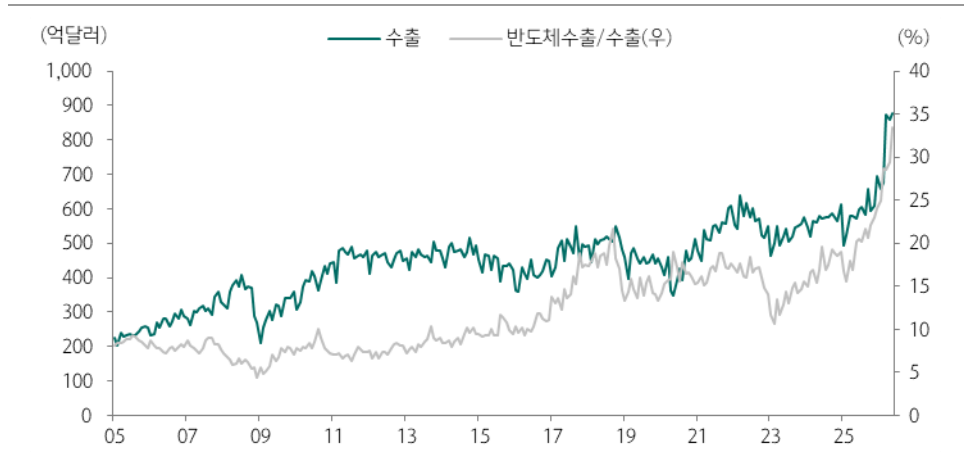
전략은 단순하다. 수출이 꺾이지 않고, 메모리 가격이 유지되며, 유가가 안정된다면 한국 시장의 조정은 추세 훼손이 아니라 매수 주체가 바뀌는 과정이다. 외국인과 국민연금이 비운 자리를 개인이 모두 채우기는 어렵다. 그래서 변동성은 커질 수 있다. 그러나 변동성이 커진다는 것과 강세장이 끝났다는 것은 다르다. 공포가 가격을 만들 때, 숫자는 기회를 만든다.

도표 1. 메타발 시 수요 우려에 따른 반도체 밸류체인 기업들의 7월 수익률



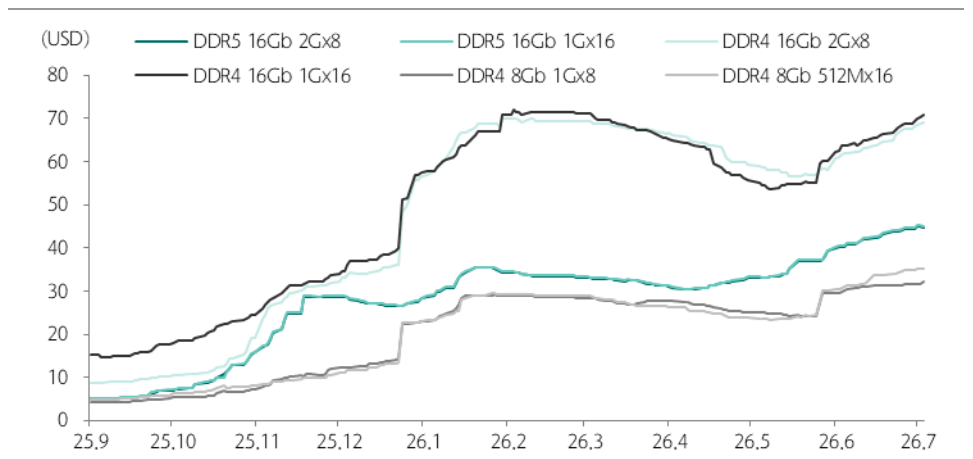
주) 7월 수익률은 6월 30일 주가 대비 7/2(미국), 7/3(한국) 주가
 자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 한국 수출과 반도체수출 비중



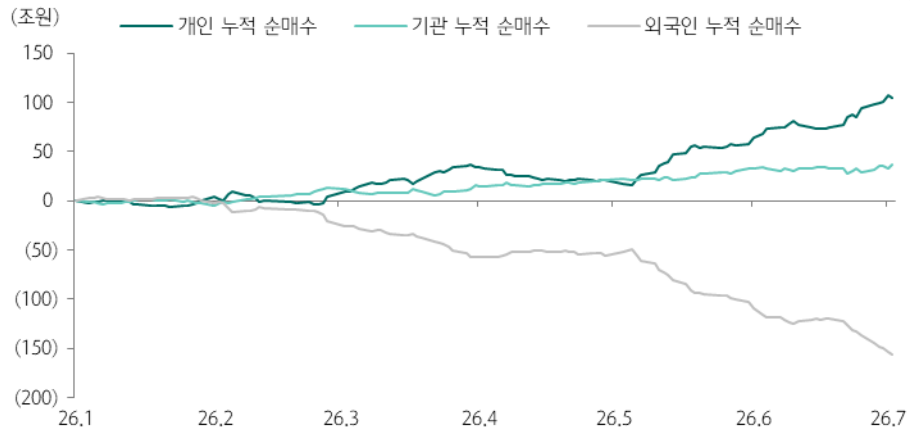
자료: K-Stat, 하나증권

도표 3. DRAM 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 주체별 누적 수급 흐름



자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. GDP 대비 외환보유액, 경상수지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 국민연금 자산배분 시나리오(+6.3조원 / -30~-138조원)

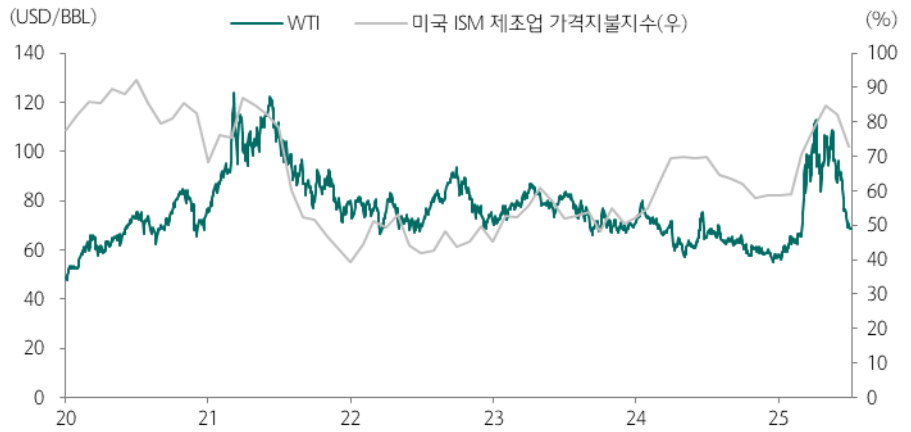
자산군	1Q26 평가액	1Q26 비중	2Q26 수익률 가정	2Q26 추정 평가액	2Q26 예상 비중	목표 비중	예상 매도/매수액
국내주식	320.9 조원	21.0%	+60%	513.4 조원	28.5%	① 20.8%	-138.1 조원
국내채권	292.6 조원	19.2%	-1.7%	287.7 조원	15.9%	② 22.8%	-101.9 조원
해외주식	557.0 조원	36.5%	+15.5%	643.3 조원	35.6%	③ 26.8%	-29.8 조원
해외채권	105.3 조원	6.9%	+1.8%	107.2 조원	5.9%	④ 28.8%	+6.3 조원
대체투자	247.6 조원	16.2%	+1.0%	250.1 조원	13.9%		
기타·단기자금 등	약 2.7 조원	0.2%	+1.0%	2.7 조원	0.1%		
합계	1,526.1 조원	100.0%	+18.2%	1,804.5 조원	100.0%		

주) 국내주식은 KOSPI, KOSDAQ 반영 / 국내채권은 KAP 종합채권지수 AA- 이상 총수익지수 반영 / 해외주식은 MSCI ACWI에 환율 반영 / 해외채권은 AGG에 환율 반영 / 대체투자는 시가평가 가정 / 기타·단기자금은 현금성자산 수익률 반영하여 추정

- ① 기존 목표 비중 반영 시
- ② TAA(전술적 자산배분) ±2%p 반영 시
- ③ SAA(전략적 자산배분) ±6%p 반영 시
- ④ TAA + SAA ±8%p 반영 시

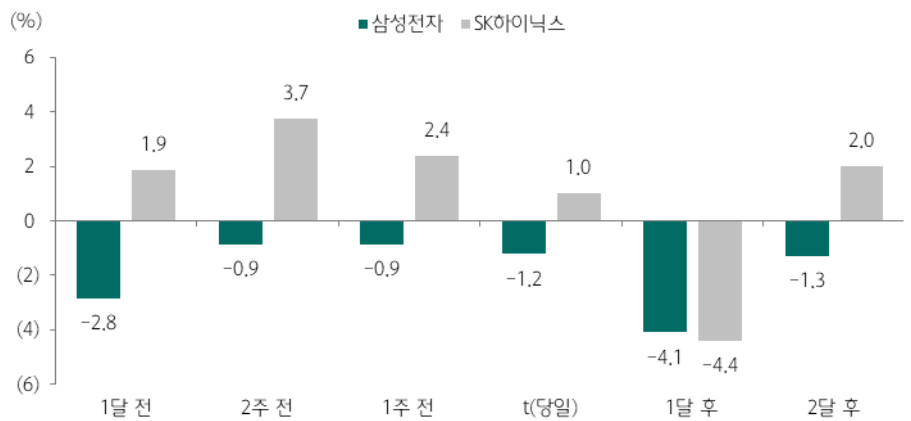
자료: Bloomberg, 국민연금공단, 하나증권

도표 7. 국제 유가와 미국 ISM 제조업 가격지불지수 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

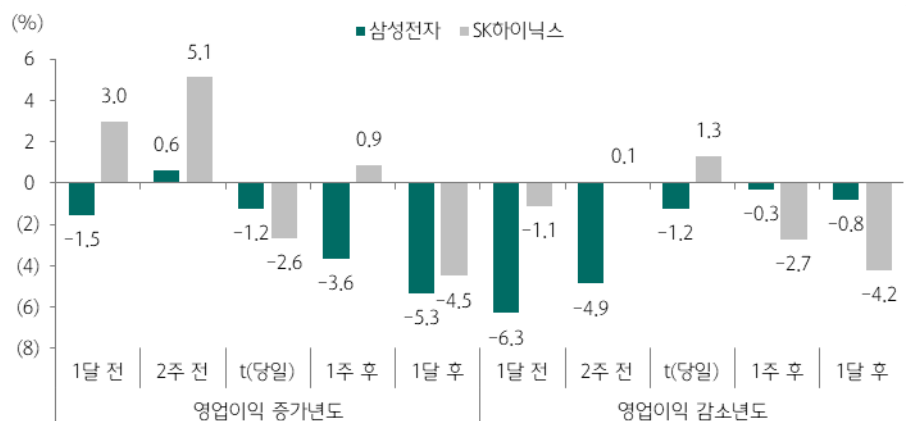
도표 8. 삼성전자, SK하이닉스 2분기 실적발표 전후 주가 수익률 추이



주) 확정실적 발표일 기준, 2015년 이후 산술평균

자료: Quantwise, 하나증권

도표 9. 삼성전자, SK하이닉스 2분기 실적발표 전후 주가 수익률(영업이익 증가, 감소년도)



주) 확정실적 발표일 기준, 2015년 이후 산술평균

자료: Quantwise, 하나증권