

글로벌 전략

폭락의 문법

분석의 기본 가정

- 내인성 위기 없는 코스피 단독 급락은 과도한 수준, 견조한 글로벌 경제 및 글로벌 순환매 감안시 추가 하락은 제한적일 것
- 다만 금리 인상 경계감 및 반등시 매물 저항으로 가파른 회복보다는 하방 확보 후 완만한 되돌림 예상

글로벌 전략 김효진 Ph.D.

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

극단적 내인성 시스템 위기 수준까지 반영한 한국 증시

최근 한국 증시의 급락은 글로벌 경기 냉각이나 AI 밸류체인 자체의 균열로는 설명되지 않는 유독 한국 증시만의 디커플링 현상이다. 역사적으로 특정 신흥국이 글로벌 흐름과 무관하게 홀로 30% 이상 폭락했던 사례는 통화 위기, 지정학적 고립, 자국 신용버블 붕괴 등 극단적인 내인성 시스템 위기가 수반되었을 때 뿐이며, 현재 한국 경제는 이 중 어디에도 해당하지 않는다.

아울러 글로벌 경제가 빠르게 냉각될 가능성이 낮고 글로벌 증시 내 국가별 순환매 양상이 나타나고 있음을 감안할 때, 한국 증시가 글로벌 하락장을 선두에서 먼저 맞으며 선행 하락했을 가능성도 높지 않다. 이를 종합할 때 국내 증시의 추가 하락 폭은 제한적일 것으로 예상된다.

비록 하방 지지력은 단단하게 확인되었으나, 단기 내 가파른 V자형 회복을 기대하기는 어려우며 지수는 완만한 속도로 되돌림을 시도할 가능성이 크다. 중동 불안으로 인한 유가 변동성이 연준의 금리 인상 우려를 자극하면서 금리 인상 초기 국면 특유의 매크로 부담을 연장시킬 수 있기 때문이다. 경험적으로 미국 금리 초기 국면 (1~2회 인상) 까지는 주가 하락, 이후에는 추가 금리 인상에도 주가 상승하는 패턴을 보였다. 여기에 수급 측면의 제약도 상존한다. 지수가 반등할 때마다 차익 실현 및 원금 회복 성격의 매물 출회 저항을 받을 가능성이 높다. 코스피의 하방 경직성은 유효하나 상방 속도는 대내외 변수와 수급벽에 제어될 것을 예상된다.

코스피, 120일선 사수 : 기술적 분기점과 되돌림 조건

금일 코스피는 종가 기준으로 120일 이동평균선을 사수했다. 기술적 분석상 120일선은 통상 6개월간의 시장 평균 매매 단가를 의미하며, 중기 추세의 생명선이자 방향성을 가르는 핵심 분기점으로 기능한다. 지난 6월 초 기록한 사상 최고치로부터 불과 6주 만에 25% 내외, 장중 고점과 저점 대비로는 거의 30%에 육박하는 가파른 조정이 진행된 만큼, 이 구간에서의 지지 여부가 향후 중기 방향성을 결정짓는 첫 번째 관문이 될 것이다.

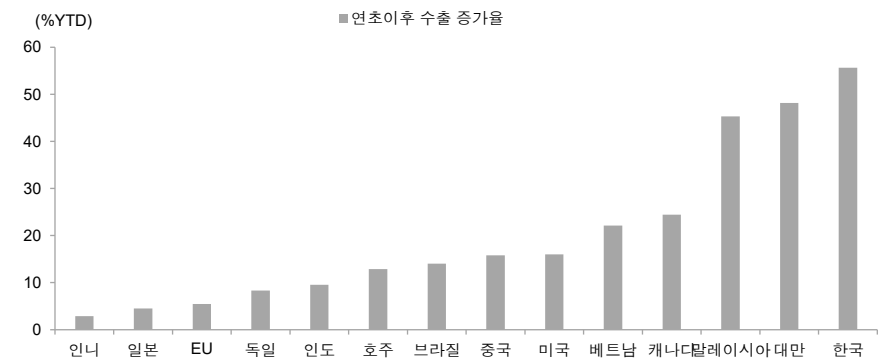
결론부터 제시하면, 코스피의 추가 하락 폭은 제한적일 것이나 단기 내 가파른 추세 회복은 어려울 것으로 판단한다. 이와 같은 판단의 근거를 명확히 하기 위해, 본 리포트에서는 한국 증시의 단독 급락을 촉발했을 가능성이 있는 세 가지 매크로 변수 즉, 경기 냉각 우려, 글로벌 증시 선행 하락 가능성, 역사적 단독 폭락의 구조를 점검하였다.

1. 경기 냉각 우려

글로벌 경제는 순항 중

첫 번째 가능성은 글로벌 경기 침체 및 냉각 가능성이다. 최근 데이터를 보면 글로벌 경제는 보호무역과 전쟁 속에서도 여전히 순항 중이다. AI 인프라의 중심에 서 있는 한국과 대만 이외에도, 유럽을 제외한 대부분 국가의 수출은 두 자릿수 증가세를 보이고 있다. 글로벌 경제는 차갑게 식어가기 보다 오히려 데워지고 있는 형국이다. 단적으로, 중국의 6월 수출은 전년 대비 27% 늘어났다. 실물 경기가 붕괴하며 증시를 끌어내리고 있을 가능성은 매우 낮다.

도표 1. 국가별 연초 이후 수출 증가율



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

2. 한국이 글로벌 증시에 선행해 하락했을 가능성

두 번째는 한국 증시가 글로벌 증시의 하락을 가장 먼저 매 맞으며 선행해 하락했을 가능성이다. 필자는 지난 자료를 통해 글로벌 압착이 금번 AI 랠리의 마지막을 가려내는 시그널 역할을 해줄 것을 지목한 바 있다. (지켜질 공식(5.11), 주도주의 물리학(6.30) 참고)

이 논리의 핵심은 AI 핵심부의 주가가 마지막까지 견조하게 버티는 반면, AI 생태계에서 거리가 먼 변두리 국가와 업종부터 자금이 빠져나가며 주가가 하락한다는 것이었다. 그러나 최근 글로벌 증시의 실제 흐름을 보면 오히려 AI와 거리가 먼 소외 지역의 주가가 선방하는 등, AI 핵심부로의 글로벌 압착과는 정반대의 현상이 나타나고 있다.

오히려 7월 초 대비 1개월 수익률이 마이너스인 국가는 11개국에서 6개국으로 줄어들었다. 이 과정에서 1개월 수익률을 비교해 보면 매우 이례적이게도 러시아를 제외할 경우 한국만 홀로 두 자릿수 마이너스를 기록 중이다.

도표 2. 국가별 주가지수 추이

국가	-1개월	-3개월	-6개월	-12개월
대만	2.7	28	48.5	99.5
브라질	2.7	-11.2	7.7	29
다우	2.5	8.9	5.9	18.3
인도	2.5	1.5	-6.1	-3.7
태국	2.2	8	31	45.2
닛케이	1.9	19	29.5	69.9
DAX	1.8	5.6	-1.3	3.3
유로	1.3	6.2	4.2	16.5
S&P	1.1	9.1	7.7	20.1
베트남	0.5	2.4	-4.1	23.5
인니	0.5	-19.5	-32	-14.3
FTSE	0.3	-0.8	3.5	17.4
CAC40	0.2	1.6	0.1	6.8
호주	0.1	-1.3	0.6	2.7
나스닥	-0.1	11.6	9	25.7
항생	-2	-5.6	-9	0.3
멕시코	-2.7	-5	-1	16.8
상하이	-2.9	-1.9	-6	11.5
코스피	-16.2	17.2	47.2	114.3
RTS	-19.2	-20.9	-17.6	-16.7

자료 : CEIC, 신영증권

3. 다른 국가의 사례: 단독 -30% 급락이 발생했던 세 가지 조건

세 번째 가능성으로 글로벌 AI 강세장이 엄연히 유지되는 환경 속에서 한국만 단독으로 장기 약세장에 진입할 수 있는지 여부다. 과거 글로벌 주가지수 데이터를 추적해 보면, 미국 등 주요국 증시의 동반 하락 없이 특정 신흥국 홀로 -30% 이상 폭락한 사례는 역사상 극히 드물다. 발생했던 사례들 역시 아래의 세 가지 유형 중 하나로 귀결되었다.

도표 3. 유형별 증시 급락 사례

유형	대표 사례 및 기간	최대 낙폭	하락 원인 및 특징
통화위기형	멕시코 테킬라 위기 (1994~95년)	-50%	자국 통화 가치의 급격한 붕괴가 증시 폭락으로 직결됨
	태국 아시아 외환위기 (1997~98년)	-71%	
	한국 아시아 외환위기 (1997~98년)	-75%	
	러시아 모라토리엄 (1998년)	-93%	
지정학 및 제재형	대만해협 미사일 위기 (1995년)	-37%	외교 및 군사적 고립이 국가 자산 가치를 폭락시킴
	러시아 크림반도 제재 (2014~16년)	-51%	
	러시아 우크라이나 침공 (2021~22년)	-61%	
자국 신용버블 붕괴형	중국 상해 레버리지 청산 (2015~16년)	-49%	국가 내부의 과도한 신용 팽창 중단 및 정책 실패로 발생함
	홍콩 리오프닝 실패 및 통제 강화 (2023~24년)	-34%	

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

지금의 한국은 단독 급락을
아기할 위기 요건을 갖추지
않았다

역사적 사례가 가리키는 결론 글로벌 경기와 무관하게 특정 국가가 단독으로 -30% 수준의 폭락을 겪으려면, 그 나라 내부에서 통화, 외교, 신용 중 최소 하나 이상이 실제로 붕괴해야만 했다. 이러한 내인성 위기 없이 단독 폭락이 발생한 사례는 아직 없으며, 현재 한국은 위의 세가지 유형 중 어디에도 속하지 않는다.

반도체 업황 우려는 인정하나, 한국 단독 -30% 급락을 설명하기엔 부족하다

이번 조정의 배경에는 반도체 사이클에 대한 우려가 자리잡고 있다. 하이퍼스케일러의 자본지출 부담 논란, 메타의 데이터센터 임대 전환, 애플의 가격 정책 리스크, PC 출하량 둔화 조짐 등은 반도체 업황에 대한 눈높이를 기술적으로 낮출 만한 요인들이다. 여기에 고물가 장기화에 따른 범용 D램 및 스마트폰 수요 회복 지연, 메모리 단가 상승 부담 등이 복합적으로 작용하고 있다.

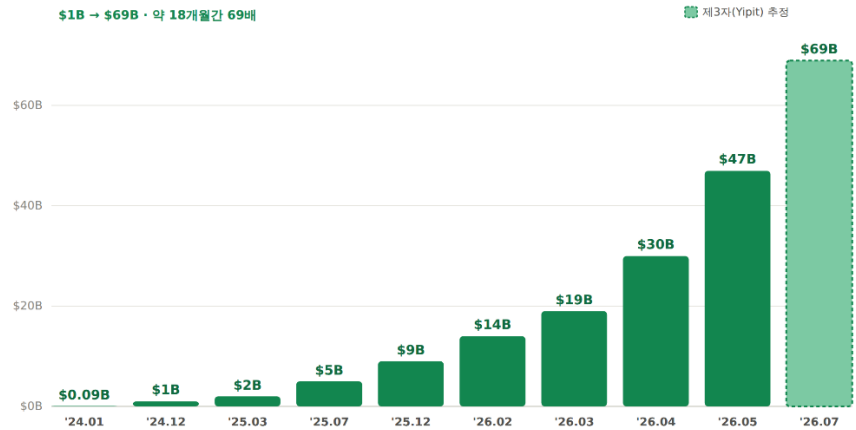
그러나 이 이슈들은 본질적으로 글로벌 IT 및 반도체 밸류체인 전반에 공통으로 적용되는 매크로 변수이지, 한국에만 국한된 단독 악재가 아니다. 하지만 같은 기간 미국 증시는 -5% 안팎의 조정에 머물렀다. 재료의 존재 자체는 인정하되, 그것이 유독 한국 증시만의 30%에 육박하는 급락을 정당화하는 논거가 될 수는 없다는 뜻이다. 아울러 엔트로픽의 연환산 매출은 2025년 말 약 90억 달러에서 2026년 7월 기준 약 690억 달러로, 불과 7개월 만에 7배 이상 폭증하며 기하급수적 성

장 곡선을 그리고 있다. 반도체 최종 수요의 핵심 축인 AI 인프라 투자가 여전히 팽창 단계에 있음을 시사한다.

도표 4. 엔트로픽 연환산 매출 추이

엔트로픽(Anthropic) ARR 추이 — 기하급수적 성장

연환산 매출 run-rate 기준 · 기준 2026년 7월



자료: Anthropic, CNBC, Bloomberg, The Information, Yipit 신영증권 리서치센터

추가 하락 여지는 제한적.
방향성 확인의 분수령은 7
월 말 실적 발표

이를 종합할 때, 이번 코스피 폭락은 펀더멘털 훼손이나 글로벌 주식시장의 약세장 전환이 아니며 추가 하락도 크지 않을 것이라 판단한다.

다만 바닥이 견고하다는 사실이 곧바로 빠른 V자 반등을 보장하는 것은 아니다. 방향성의 실질적인 회복 속도와 전환 시점은 7월 말 예정된 주요 기업들의 실적 발표가 될 것이다.

상방 회복을 제약할 두 가지 핵심 리스크 요인

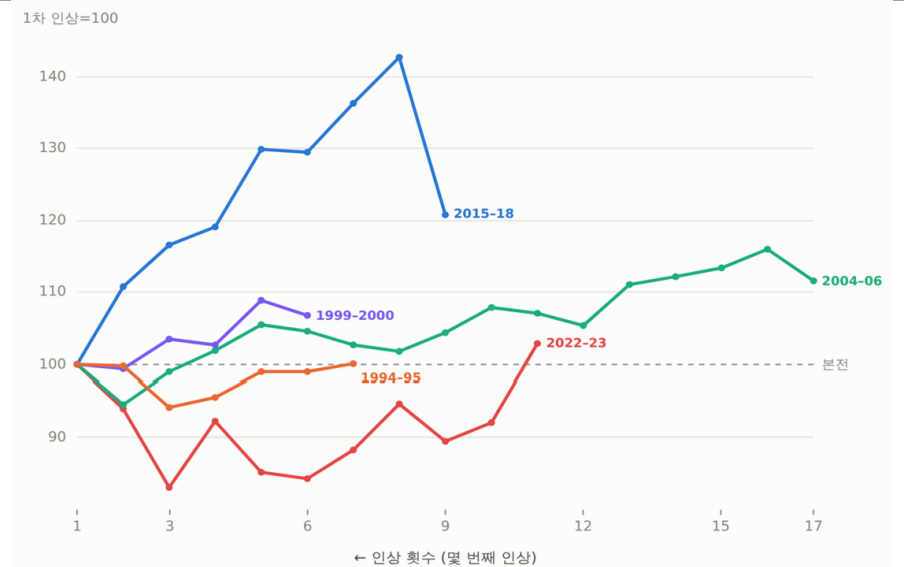
1. 유가 및 금리 경로: 인상 초기의 매크로 부담 지속

가장 경계해야 할 대외 변수는 유가 급등에 따른 물가 및 금리 인상 우려이다. 중동 정세 불안으로 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화되어 유가가 다시 상승할 경우, 시장의 우려를 자극하며 연내 연준의 금리 인상 가능성이 제기될 수 있다. 미국의 세일 증산 여력과 중국의 수요 부진을 감안할 때 유가의 고공행진 가능성은 낮게 보지만, 이미 소진된 글로벌 재고 상태는 부담 요인이다.

과거 5차례의 금리 인상 사이클 데이터를 분석해 보면, 주가 저점은 대개 1회에서 2회 차 인상 전후에 형성되었다. 이후 인상이 본격적으로 진행될수록 증시는 오히려 경기 체력을 확인하며 회복세를 보였고, 마지막 인상 시점에는 5회 사례 모두 플러스 수익률로 마감했다. 이번에도 이 경로를 따른다면 금리를 1회에서 2회 올

릴 때까지는 매크로 부담이 지속되겠지만, 그 이후에는 시장의 되돌림이 나타날 개연성이 높다.

도표 5. 금리 인상기의 S&P500 경로 비교



자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. 금리 인상기 주가 추이

S&P500				
인상 사이클	총 횟수	1→3차	1→6차	1→최종인상
1994-95	7회	-6%	-1%	0%
1999-2000	6회	3%	7%	7%
2004-06	17회	-1%	5%	12%
2015-18	9회	17%	29%	21%
2022-23	11회	-17%	-16%	3%

코스피				
인상 사이클	총 횟수	1→3차	1→6차	1→최종인상
1994-95	7회	-7%	17%	-4%
1999-2000	6회	14%	-15%	-15%
2004-06	17회	9%	17%	61%
2015-18	9회	9%	26%	4%
2022-23	11회	-9%	-14%	-3%

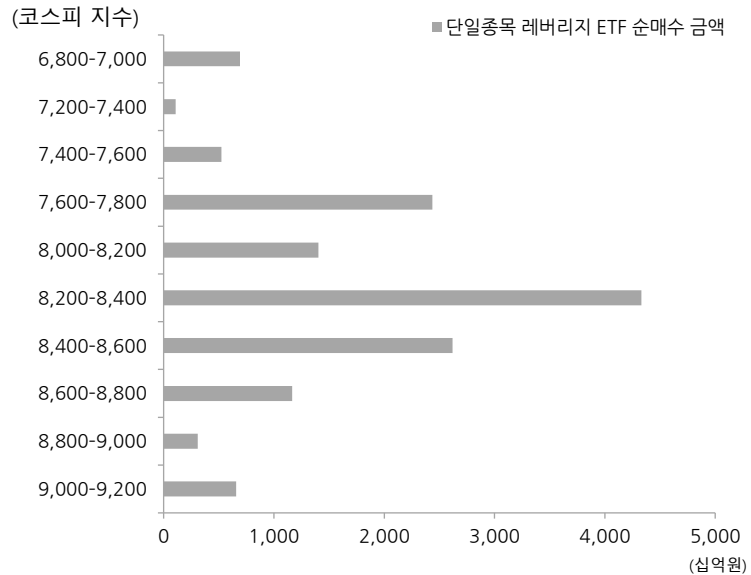
자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

2. 레버리지 매물 출회 가능성

또 다른 변수는 지수 반등 과정에서 마주하게 될 매물벽이다. 개별종목 레버리지 ETF의 매수 대금을 코스피 지수대별로 추정하면, 8200에서 8400 구간에 가장 두터운 물량인 약 4.3조 원이 집중되어 있으며, 그 상단인 8400에서 9000 구간에도 상당량의 매물이 포진해 있다. 종목별로는 SK하이닉스 220만 원대, 삼성전자 29만 원 및 36만 원대에 매수 물량이 촘촘히 엉켜 있다.

이는 지수가 반등하여 해당 가격대에 진입할수록 손실을 만회하고 탈출하려는 본전 심리의 매도 물량이 출회될 가능성이 있음을 뜻한다. 따라서 하방 지지력은 견고하되, 상방은 이 매물대의 저항을 받으며 속도가 제어될 수 있다.

도표 7. 단일종목 레버리지 ETF 순매수 추이



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

추가 하락은 제한적, 완만한 되돌림의 국면 진입 예상

이번 코스피 급락은 반도체 업황 우려가 존재하더라도 한국 증시만의 30%에 육박한 거친 조정을 제대로 설명하지 못한다. 역사적으로 글로벌 증시와 디커플링된 단독 폭락은 통화, 지정학, 신용 위기 상황에서만 발생했으나, 현재 한국은 이에 해당하지 않는다.

AI 수요와 수출 등 실물 펀더멘털이 견조한 상태임을 감안 시 추가 하락폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 다만 유가 및 금리 불확실성과 단일 종목 레버리지 매수 추이를 감안하면, 가파른 회복은 기대하기 어려우며 7월 말 실적 발표가 그 방향성의 중요한 분수령이 될 것이다.

도표 8. 한국 증시 하락 사례

위기	시기	코스피 고점	코스피 저점	코스피 낙폭	S&P500 낙폭(동반)	직전1년 미 기준금리	글로벌 동반 하락 여부	매크로 환경
IMF 외환위기	1997-98	1,138 ('94.11.8)	280 ('98.6.16)	-75.4%	-8.7%	5.25→5.50% (소폭인상)	단독	아시아 외환위기 전염, 단기외채·외환보유고 고갈로 IMF 구제금융, 원/달러 800→1,960원, 콜금리 30%대, 대기업 연쇄부도
닷컴버블	2000-01	1,059 ('00.1.4)	468 ('01.9.17)	-55.7%	-36.8%	4.75→5.50% (인상)	동반	미 나스닥 IT거품 붕괴 전이, 글로벌 IT투자 급감, 9.11 테러로 투매
글로벌 금융위기	2007-08	2,064 ('07.10.31)	938 ('08.10.24)	-54.5%	-56.8%	5.25→4.50% (인하전환)	동반	서브프라임→리먼 파산, 글로벌 신용경색, 원/달러 1,570원, KIKO 손실, 유가 147달러 후 급락
코로나	2020	2,277 ('20.1.22)	1,457 ('20.3.19)	-35.7%	-33.9%	2.50→1.75% (인하)	동반	코로나 팬데믹, 글로벌 섯다운, 유가 전쟁, 연준 무제한 QE·제로금리, V자반등
긴축·인플레이	2021-22	3,305 ('21.7.6)	2,155 ('22.9.30)	-34.8%	-21.2%	0.25% (직후 급인상)	동반	40년래 최악 인플레이(CPI 9%), 연준 급인상(0→4.5%), 러-우 전쟁, 강달러 1,440원
유럽 재정위기	2011	2,228 ('11.5.2)	1,652 ('11.9.26)	-25.9%	-19.4%	0.25% (제로 동결)	동반	그리스 등 PIIGS 재정위기, 미국 신용등급 강등
미중 무역분쟁	2018	2,598 ('18.1.29)	1,993 ('19.1.3)	-23.3%	-18.2%	0.75→1.50% (인상)	동반	트럼프 관세전쟁, 연준 금리인상, 반도체 슈퍼사이클 종료

자료: 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 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 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.