



Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 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.



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

하나증권 리서치센터

2026년 7월 21일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

반등의 열쇠는 주문에 있다

(결론적으로) KOSPI의 급락은 반도체 사이클의 종료보다 과도한 쓸림과 레버리지 청산이 만든 가격 조정에 가깝다. 반도체 기업의 이익은 이미 확인됐다. 이제 시장이 확인해야 할 것은 최종 수요자인 미국 하이퍼스케일러의 주문이다. 7월 하순 빅테크 실적에서 AI 매출과 설비투자 계획이 유지된다면 메모리 피크아웃 우려는 완화되고 KOSPI도 반등을 시도할 가능성이 높다. 다만 반등의 방향과 전고점 회복의 속도는 구분해야 한다. 역사적 평균은 3년이지만, 이번 시장이 강세장 내부의 수급 조정이라면 회복의 시간은 훨씬 짧아질 수 있다.

하락의 원인은 복합적이다. 가파른 상승 이후 외국인의 차익 실현과 포트폴리오 조정이 시작됐고, 신용과 레버리지 포지션의 청산이 이를 뒤따랐다. 단일종목 레버리지 ETF는 하락의 발화점이라기보다 이미 고인 수급에 기계적 매도를 더한 증폭기였다. 일일 수익률을 추종하기 위한 재조정 과정에서 삼성전자와 SK 하이닉스에 추가 매도 압력이 발생했고, 금융당국은 신규 상장을 잠정 중단하고 기본예탁금을 3,000 만원으로 높였다.

펀더멘털보다 공포가 먼저 움직였다. 삼성전자는 2 분기 영업이익이 전년 대비 약 19 배 증가했지만 실적 발표 이후 주가가 급락했다. TSMC 역시 2 분기 이익이 77% 증가했음에도 주가는 하락했다. 반면 마이크론은 예상을 웃돈 실적과 고객 구매약정을 발표한 직후 17% 이상 급등했지만, 이후 반도체 전반의 포지션 축소 속에 상승분을 반납했다. 실적이 나빠서가 아니다. 시장의 질문이 지난 이익에서 향후 AI 투자 지속성으로 이동한 결과다.

메모리 가격 급등도 양면적으로 해석됐다. 공급 부족과 가격 상승은 삼성전자와 SK 하이닉스의 이익을 높였지만, 메모리를 구매해야 하는 빅테크와 AI 인프라 기업에는 비용 부담으로 작용했다. 이 과정에서 나타난 전략적 변화가 한국 반도체 수요의 불안으로 확대 해석됐다. 코어워브의 장기공급계약 해지 검토가 대표적이다. 그러나 이를 메모리 수요 둔화의 신호로 단정할 필요는 없다. 코어워브가 검토하는 것은 메모리 가격의 추가 상승을 막기 위한 해지가 아니라, 가격 하한이 설정된 장기계약에서 향후 시장가격이 하락할 경우 발생할 수 있는 손실을 줄이기 위한 방안이다. 이는 빅테크와 메모리 기업 간 헤게모니 전쟁보다 장기계약에 내재된 가격위험을 금융적으로 관리하려는 시도에 가깝다.

미국 증시는 사상 최고치 부근에 머물고 있지만, 내부에서는 주도주의 교체가 나타나고 있다. 필라델피아 반도체지수는 6 월 고점 이후 20% 넘게 하락했고, 반도체 ETF에서는 대규모 자금이 이탈했다. 골드만 삭스의 프라임브로커리지 자료에서도 헤지펀드의 반도체 매도가 확인됐다. 모건 스탠리는 반도체에서 상대적으로 부진했던 하이퍼스케일러로 투자자금이 이동할 가능성을 제시했다.

이는 AI 투자의 종료가 아니다. 이미 크게 오른 공급자의 비중을 줄이고, AI 투자를 집행하고 수익화하는 수요자를 매수하는 상대가치 로테이션이다. 시장의 검증 대상이 반도체 기업의 공급 능력에서 하이퍼스케일러의 투자 의지로 이동한 것이다.

따라서 반등의 트리거는 미국 빅테크의 실적 발표다. 알파벳은 한국시간 7 월 23 일 새벽에 2 분기 실적을 발표한다. 시장이 확인할 것은 매출이나 EPS 의 절대 수준만이 아니다. AI 서비스 매출이 증가하는지, 데이터센터 설비투자 계획이 유지되는지, 투자 확대에도 마진과 현금흐름을 방어할 수 있는지가 중요하다. 하이퍼스케일러는 AI 최종 수요에 가장 가까이 있다. 이들이 가진 정보 우위는 실제 고객 수요, 컴퓨팅 사용량, 데이터센터 가동률과 AI 서비스의 수익화 속도에서 나온다. 실적과 설비투자 가이드라인이 유지된다면 메모리 가격 상승은 비용 부담보다 수요 강세의 증거로 다시 해석될 수 있다. 반도체 기업의 이익 정점에 대한 우려도 완화될 가능성이 높다. 글로벌 투자은행들이 AI 설비투자를 단기 유행보다 다년간 이어질 ‘슈퍼사이클’로 평가하고 있다는 점도 이 같은 전망을 뒷받침한다.

다만 반등과 전고점 회복은 구분해야 한다. 당사 집계 기준, 1980년 이후 KOSPI의 MDD가 30%를 넘어선 국면은 일곱 차례다. 저점에서 이전 고점을 회복하기까지 평균 1,148 일, 약 3.1년이 걸렸다. 위기의 충격은 짧았지만, 무너진 이익과 신뢰를 복원하는 시간은 길었다.

그러나 과거의 평균을 이번 시장에 기계적으로 적용할 필요는 없다. 이번 조정에 앞선 상승은 속도와 강도 모두 과거와 비교하기 어려울 만큼 가팔랐다. KOSPI는 급락 이후에도 연초 대비 약 60% 높은 수준을 유지하고 있다. 상승의 배경도 단순한 유동성보다 AI 전환에 따른 메모리 이익의 구조적 확대에 가깝다. 조정 이전의 상승 강도를 회복 탄력에 반영한 하나증권 모형에서는 예상 회복기간이 역사적 평균인 1,148 일에서 약 150 일로 단축된다. 이는 금융시스템이나 경기침체가 훼손된 위기 이후의 복원이 아니라, 과도하게 앞서간 가격과 레버리지 수급이 정상화되는 과정이라는 판단에 근거한다.

현재 시장을 구조적 약세장의 시작이 아니라 강세장 내부의 대형 조정으로 본다면 회복 속도는 더욱 빨라질 수 있다. 분류상 과거 강세장에서 KOSPI의 MDD가 30%를 넘어선 사례는 없었으며, 최대 낙폭은 약 24%였다. 7 월 16 일 종가 기준 MDD 25.3%는 과거 강세장 최대 조정의 상단을 소폭 넘어선 수준이다. 과거 강세장 최대 조정의 회복 속도에 이번 상승 강도를 적용하면 전고점 회복기간은 약 32 일까지 단축될 수 있다. 다만 이는 하이퍼스케일러의 설비투자 유지, 메모리 수요의 지속, 외국인 매도 진정과 레버리지 청산 종료도 동시에 충족돼야 하는 낙관 시나리오다.

결국 회복기간은 하나의 숫자가 아니라 세 가지 경로로 접근해야 한다. 과거 30% 이상 급락의 평균인 1,148 일은 위기 시나리오, 이번 상승 강도를 반영한 150 일은 기본 시나리오, 강세장 조정의 연장선에서 산출한 32 일은 낙관 시나리오다.

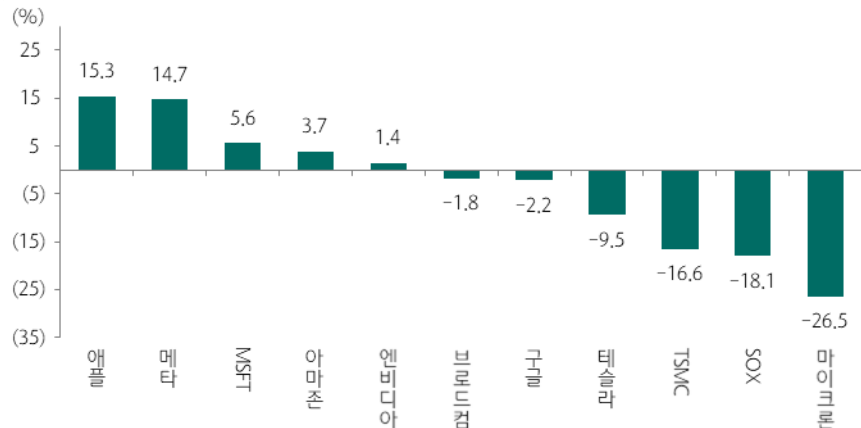
전략은 명확하다. 실적 발표 이전까지는 변동성을 감수하되, 발표 이후 AI 매출과 설비투자 계획이 유지되는지를 확인해야 한다. 수급의 청산이 끝나면 반등은 시작될 수 있다. 그러나 전고점을 회복시키는 힘은 기술적 과매도가 아니라 하이퍼스케일러의 주문이다. 공급자의 이익은 이미 확인됐다. 이제 수요자의 확신을 살 차례다.

도표 1. 정부의 레버리지 ETF 상품 대응책

구분	기존	변경 내용	시행 시점
신규 상품 공급	단일종목 레버리지·인버스 등 신규 상장 가능	시장 안정 시까지 레버리지·인버스·커버드콜 등 단일종목 상품 신규 상장 잠정 중단	즉시
광고·마케팅	증권사·운용사 광고 및 이벤트 가능	기존 상장 상품의 광고·이벤트성 마케팅 금지	즉시
기본예탁금	1,000만원, 주식·채권 등 대응증권 70% 인정	국내외 단일종목 레버리지 상품 매수 시 현금 3,000만원 보유 의무 기존 투자자의 추가 매수에도 적용	금액 상향 8/5 현금만 인정 8/9
매매수량 단위	1좌 단위 거래	국내 상품 매매단위를 20좌로 확대 해 소액·빈번한 거래 억제	11월
괴리율 관리	LP의 국내 상품 관리 기준 3%	모든 ETF·ETN의 국내 상품 관리 기준을 2%로 강화 고의·중과실 위반 LP는 신규 종목 유동성공급 제한	8월 중
운용사 책임	괴리율 위반에 대한 운용사 제재 제한적	적정 괴리율을 반복 위반한 운용사에 대해 신규 ETF 상장 제한 검토	추후 추진
이상가격 대응	투자유의종목 지정까지 3단계	괴리율 급등 상품의 투자유의종목 지정 절차를 3단계→2단계로 단축 , 단일가매매 전환 신속화	8월 중
투자자 교육	기본 1시간+심화 1시간 등 총 2시간	손실 사례 중심 심화교육 1시간 추가해 총 3시간, 평가 60점 미달 시 해당 부분 재교육	평가 7월 중 교육 확대 8월 중
위험 안내	매수 시점 중심 위험고지	손실 발생 또는 장기 보유 시 푸시·안내톡 등을 통해 손실률·복리효과 위험을 주기적으로 안내	8월 중

자료: 금융위원회, 하나증권

도표 2. 7월 미국 빅테크와 필라델피아 반도체 지수 누적 수익률



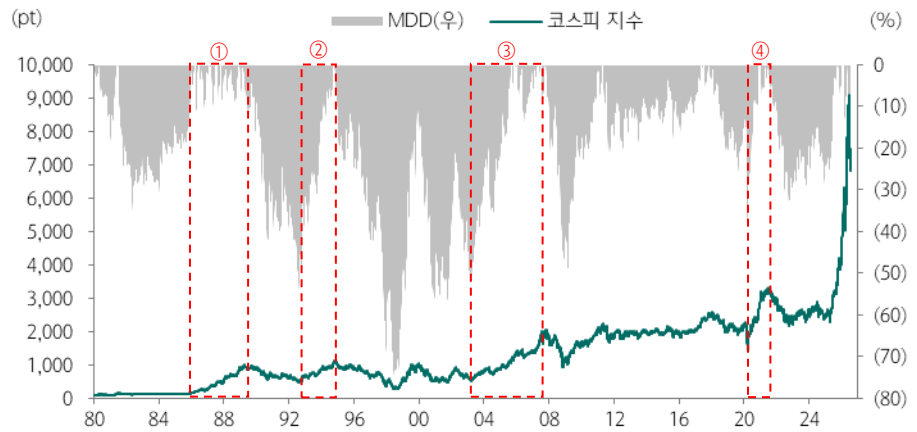
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 빅테크 및 하이퍼스케일러 실적 발표 일정

기업명	한국시간	확인 사항
알파벳	07월 23일	구글 클라우드 성장률과 TPU 중심 AI 인프라 투자 규모
테슬라	07월 23일	Dojo·로보택시 개발을 위한 AI 연산 인프라 투자 방향
인텔	07월 24일	제온 신제품 전환과 데이터센터 CPU 점유율 회복 여부
KLA	07월 29일	선단공정 검사장비 수주와 메모리 고객사 투자 회복 강도
메타	07월 30일	연간 CAPEX 가이드선과 자체 AI 가속기 도입 확대 여부
퀄컴	07월 30일	스마트폰 출하 전망과 온디바이스 AI용 메모리 탑재 확대
램리서치	07월 30일	HBM-DRAM 식각 및 증착장비 수주 증가와 매출 전환 속도
마이크로소프트	07월 30일	애저 AI 서비스 공급계약과 데이터센터 증설 집행 속도
애플	07월 31일	아이폰 출하 전망과 AI 단말의 DRAM·NAND 탑재량 증가
아마존	07월 31일	AWS 성장률과 Trainium 기반 자체 AI 서버 확대 규모
아리스타 네트워크	08월 05일	800G 이더넷 매출과 하이퍼스케일러 AI 클러스터 증설 속도
AMD	08월 05일	인스턴트 GPU 출하와 차세대 제품의 HBM 조달 규모
어플라이드 머티어리얼즈	08월 14일	HBM-첨단패키징 장비 매출과 메모리 투자 회복 지속 여부
엔비디아	08월 27일	AI GPU 출하 증가와 차세대 제품 전환기의 HBM 수요 강도

자료: 하나증권

도표 4. 코스피 지수와 MDD



자료: Bloomberg, 하나증권

주: 박스 구간은 과거 강세장을 의미(상승 추세가 1년 이상 지속되며, 코스피 지수 수익률 100% 이상을 기록)

- ① 3저 호황(86~89)
- ② 90년대 초반 경기 확장기(92~94)
- ③ 조선업 사이클(03~07)
- ④ 코로나 이후 유동성 확대(20~21)

도표 5. 하나증권 모형으로 살펴본 회복 강도

구분	MDD(%)	MDD 20% 이상(평균)		MDD 30% 이상(평균)		하락폭/회복기간 (일간 회복률, %)
		하락 기간(일)	회복 기간(일)	하락 기간(일)	회복 기간(일)	
과거 강세장	-24.00	103	187			0.1284
코스피 전체 기간	-75.79	492	1008	641	1148	
현재 강세장(최고점)	-20.55	32	21			0.9786
현재 강세장(~7/16)	-31.29	29		25	150(예상 ①) 32(예상 ②)	0.9786

자료: 하나증권

주: 1) 과거 강세장은 상승 추세가 1년 이상 지속되며, 코스피 지수 수익률 100% 이상을 기록했던 하기 시기를 의미

- ① 3저 호황(86~89)
- ② 90년대 초반 경기 확장기(92~94)
- ③ 조선업 사이클(03~07)
- ④ 코로나 이후 유동성 확대(20~21)
- 2) 현재 강세장 최고점은 이번 강세장 시작일부터 코스피 지수 최고점 기록일까지의 기간을 의미(2025.4.9~2026.6.19)
- 3) 하락 기간, 회복 기간은 달력일 기준
- 4) 예상 회복 기간은 다음과 같음
 - ① 과거 MDD 30% 이상 시기의 평균 회복 기간/이번 강세장의 회복 강도(7.62배, 현재 강세장 일간 회복률/과거 강세장 일간 회복률)
 - ② 현재 MDD(31.29%)/이번 강세장의 일간 회복률(0.98%)

도표 6. 시나리오별 전고점 회복 기간

	위기	기본	낙관
회복일	1148일	150일	32일

자료: 하나증권

- 주: 1) 위기 시나리오 회복일=과거 MDD 30% 이상 시기의 평균 회복 기간(현재 강세장이 종료되었다는 가정)
- 2) 기본 시나리오 회복일=도표 5. 하나증권 모형의 예상 ① 회복기간(강세장 유지, 과거 강세장 대비 현재 회복 강도 반영)
- 3) 낙관 시나리오 회복일=도표 5. 하나증권 모형의 예상 ② 회복기간(강세장 유지, 현재 강세장의 일간 회복률 반영)