

Catch & Shoot

20 Jul. 2026

DAOL 다올투자증권

조병현 투자전략 | bhcho@daolfn.com

Macro & Strategy

최근 조정에 대한 고민

핵심 내용 요약

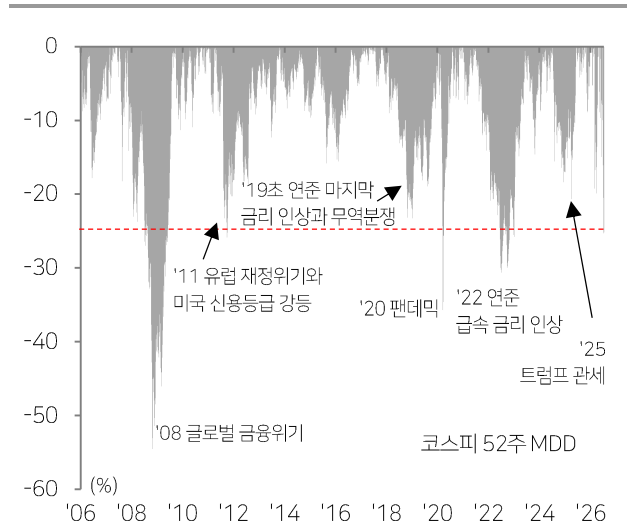
- 다수의 악재들을 반영하며 변동성 높은 하락을 경험하고 있는 한국 증시
- 지정학, 금리, ETF 수급 등을 소거하면 남는 핵심 변수는 결국 반도체 업황 의구심. 검증에는 시간이 필요
- 현 조정의 폭과 이익 추이 그리고 순환매 양상을 고려하면 적어도 Trading Buy 이상 관점은 필요

I. 다양한 소재들을 반영하며 급락구간을 진행 중인 KOSPI

최근 코스피는 5월과 6월의 상승분을 모두 되돌리는 기록적인 하락세를 기록하고 있다. 7월에만 -19.5%의 낙폭을 기록하고 있으며, 종가 기준 고점이었던 6월 22일 대비로는 -25% 하락한 상태이다. 흔히 낙폭의 강도를 가늠할 때 계산하는 MDD 기준으로 -30% 수준의 낙폭은 글로벌 수준의 중차대한 리스크가 발현되었을 상황이 아니면 찾아 보기 힘든 수준이다. 이미 이격도나 일반적으로 볼 수 있는 기술적 지표들도 상당수가 과매도권에 진입해 있는 상황이나, 높은 변동성과 거듭된 하락으로 불안감이 매우 커진 상황이기도 하다.

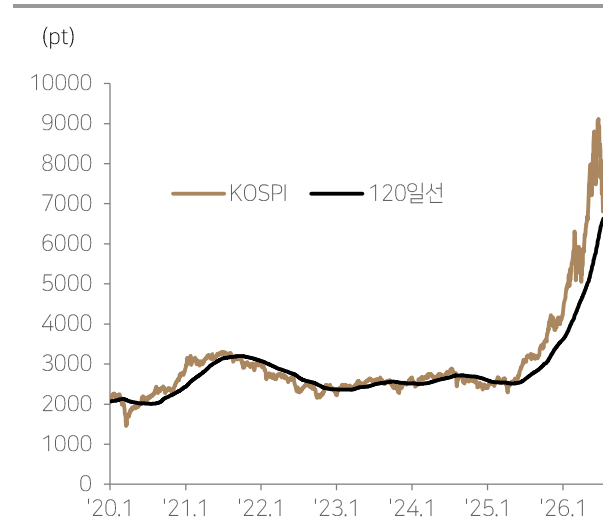
하락의 배경으로 지목되는 소재들은 다양하다. 추려 보면 1) 반도체 업황에 대한 의구심, 2) 반도체 비중이 극단적으로 높아졌던 수급 쏠림과 3) 단일 종목 레버리지 ETF의 수급이 만들어낸 증폭 효과 그리고 4) 최근 다시 부각되고 있는 지정학적 리스크, 5) 해외 중앙은행들의 매파적 태도와 한국은행의 금리 인상 기조 시작 등이 있다.

글로벌 규모의 충격에 준하는 MDD가 발생한 한국 증시



Source: Bloomberg, 다올투자증권

기술적으로는 120일선에 도달



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2. 하락 이유들에 대한 고민

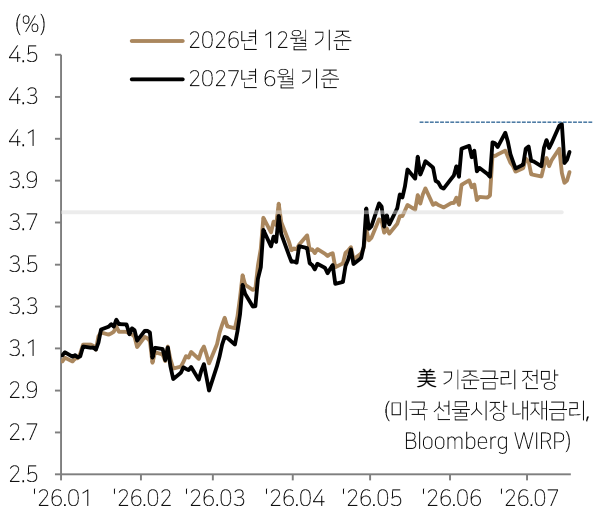
이 중 4)와 5)의 사유는 일단 시장 변동성의 직접적인 원인이라고 보기는 어렵다. 미국과 이란의 상황이 다시 불확실성의 영역으로 들어왔고 그 여파로 유가가 80\$ 영역에 진입한 것은 사실이다. 하지만 호르무즈 해협 항행 정상화 기대가 형성되면 유가가 얼마나 빠르게 하락하며 어느 영역으로 수렴할지에 대해 이미 경험을 해본 만큼, 유가 상단 기존처럼 높아질 가능성은 낮다고 판단한다.

금리 인상에 대한 의구심도 있지만, 지난 주 확인된 미국의 CPI와 PPI 그리고 한국의 수입물가 등을 감안하면 극단적인 긴축 기조로의 이행 가능성은 낮다. ECB나 BOJ도 연속적인 인상 기조에 대해서는 선을 긋고 각 국면 별 판단이 필요함을 언급한 바 있다. 미국도 지난 회의에서 매파적 성향을 보였고, 월말 FOMC를 확인해야겠으나 언급한 바와 같이 물가가 정점을 통과했다는 인식 하에서는 Wait & See 기조를 조금 더 유지할 가능성이 있어 보인다.

한국은행은 기타 중앙은행들과 다르게 단발성이 아닌 금리 인상 기조가 시작되었음을 지난 주 금통위에서 발표했다. 그러나 반도체 수출에서 내수로 확산되는 경제 온기의 영향으로 약 3회 가량의 인상이 단행될 것이라는 예상이 이미 시중 금리에 반영되어 있는 상황이었던 만큼, 지난 주 금통위 결과가 추가적인 부담 요소로 작용하기는 어려워 보인다. 8월 금통위와 10월 금통위로 공이 넘어간 상황이다.

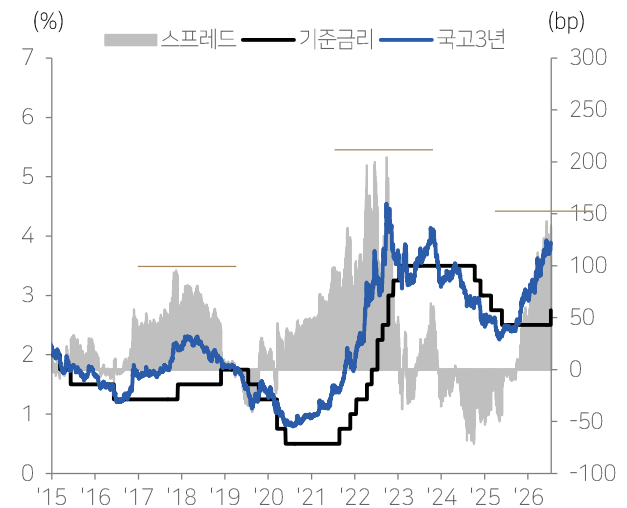
실제로 금리 움직임을 보면, 상기 요인들에 대한 부담은 추가적으로 확대됐다고 보기 어렵다. 사실 미국도 통화정책에 대한 불확실성으로 기준금리와 시중 금리 간의 스프레드가 꽤 벌어졌던 상황이었고, 추가적인 금리 상승은 제한되고 있다. 미국의 기준금리 인상 전망이나 국채 금리가 낮아지는 흐름으로 보긴 어렵지만, 반대로 상단이 높아지는 전개도 아니다. 즉, 아직 인상 경계심을 버리진 못하지만, 인상 부담이 시장의 할인율을 높이는 상황이라고 볼 필요는 없을 듯 하다. 한국 역시 보다 매파적인 태도라고는 해도, 일단 3회 정도의 인상은 시장이 선반영하고 있었던 만큼 8월이나 10월 금통위에서 추가 상향 가능성이 언급되기 전까지 높은 영역에서 머물더라도 추가 상향이 가시화되지는 않을 것으로 판단한다.

미국 향후 금리 전망 추이, 상단은 제약되는 양상



Source: Bloomberg, 다올투자증권

한국 국채금리, 기준금리 추가 2회 인상 가능성 반영 중

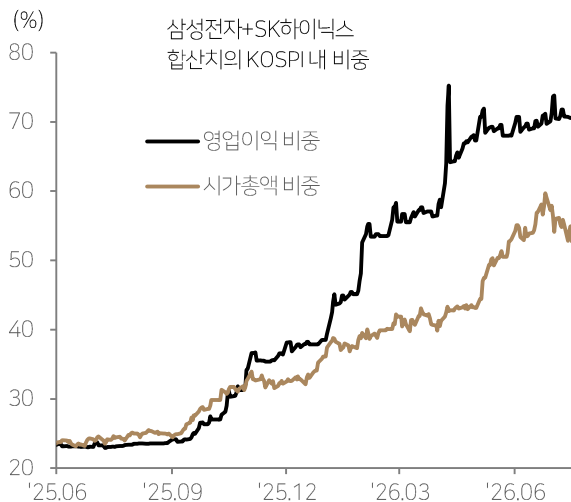


Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

다음으로 ETF 수급으로 묶을 수 있는 2)와 3)의 사안은 여전히 시장의 변동성 측면에서 매우 핵심적인 요인이라고 볼 수 있다. 그러나 한가지 중요한 사실은 해당 사안은 시장의 방향성이 형성됐을 때, 쏠림을 극대화 시키는 소재이지 해당 사안 자체가 단기 이상의 방향성을 만드는 소재는 아니라는 점이다.

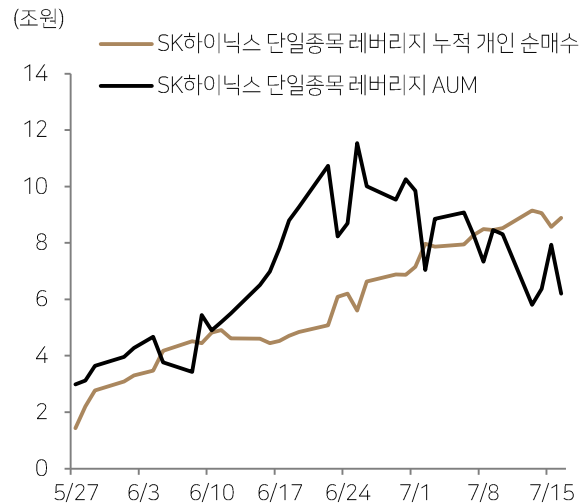
물론 국내외 대형 ETF들의 리밸런싱과 같은 기계적인 매도가 대규모로 발생할 때, 일시적 방향 주도력은 시장에 영향을 미치지만, 그 같은 움직임이 추세를 결정하진 못한다. 그리고 레버리지 ETF의 숏 감마와 같은 이슈들은 앞서 언급한 바와 같이 변동성의 증폭 요인이지만 그 자체가 주체적인 방향성 형성 요인이라고 보기는 어렵다. 최근 SK하이닉스와 삼성전자의 급한 조정 과정에서 해당 종목 레버리지 ETF들의 AUM 규모가 6월 초 수준으로 하락해 있다는 점을 감안하면, 하방 쪽으로의 물량 부담은 고점 부근에 비해서는 경감될 가능성도 있다. 지난 주말 레버리지 ETF 발 변동성을 통제하기 위한 정부의 정책이 출회됐다는 점도 인지해 둘 부분이다.

Top2종목의 시총 비중은 51%대로 하락



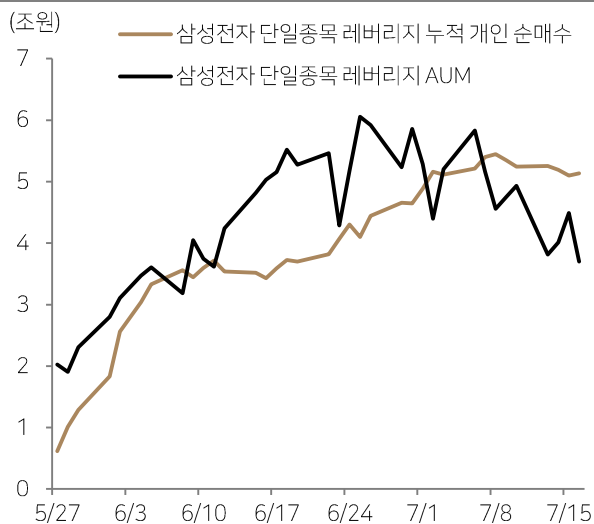
Source: Quantiwise, 다올투자증권

하이닉스 단일종목 레버리지 AUM, 고점대비 절반 수준



Source: Quantiwise, 다올투자증권

삼성전자 단일종목 레버리지 ETF도 유사한 흐름



Source: Quantiwise, 다올투자증권

7/16일 발표된 레버리지 ETF 개선안

구분	조치 내용
신규 공급 중단	시장 안정 시까지 신규 상장 잠정 중단
기본예탁금 상향	1,000만원 → 3,000만원. 신규 및 기존 투자자의 추가 매수 시에도 유지 의무, 거래 경험 등에 따른 예탁금 완화 금지. 국내/해외 상장 상품 동일 적용
대용증권 불인정	기존 대용증권 시가의 70% 예탁금 인정 → 전액 현금만 인정. 실질 현금 요건이 최소 300만원 → 3,000만원으로 상향
매매수량 단위 확대	1좌 → 20좌. 사실상 최소 투자금액을 기초 주식 수준으로 현실화
괴리율 관리 강화	LP 종가 괴리율 관리 기준 국내 기초자산 3% → 2%, 해외 6% → 5%. 괴리율 위반 시 해당 운용사 신규 ETF 상장 제한 검토
투자자 교육 강화	사전 의무 교육 2시간 → 3시간

Source: 보도자료 요약 다올투자증권

이와 같이 소거법으로 주요 요인들을 제거하고 나면 결국 남는 것은 1) 반도체 업황에 대한 의구심이 된다. 사실 가장 핵심적인 명제이나 이 사안에 대해 명쾌한 답을 필자가 바로 제시하기 어렵다.

기존에 형성되고 있던 a) 수요 측 이슈, 하이퍼스케일러들의 CAPEX 속도 조절 가능성에 대한 의구심이 잔존하는 상황에서, b) 기존 업체들의 대규모 투자 계획과 CXMT 상장으로 부각된 공급 측 이슈까지 더해졌다. 그리고 c) 지난 주 후반에 부각된 제 2의 답시크, Kimi K3 모델 공개 이슈까지 다양한 부문의 소재가 중첩되며 반도체 업황 지속에 대한 우려를 자극하고 있다. 쉽게 판단이 어려운 상황이다. 이에 대해서는 당사 반도체 담당자와 보다 깊은 논의를 진행하고 신중히 접근해 보고자 한다.

그러나 상기 의구심들이 시장의 제약 요인으로 작용하고 있다고 하더라도 현재의 주가 레벨과 이익 수준을 연계해 보면, 과한 하락이 진행된 것으로 볼 수 있는 영역에 도달해 있다는 평가는 가능해 보인다. 지난 주말을 기준으로 삼성전자의 포워드 PER은 4.8배, SK하이닉스의 PER은 5.4배 수준이고 KOSPI 역시 5.8배 수준이다. 금융위기나 코로나 상황에도 경험해 보지 못한 낮은 레벨이다. 앞서 살펴 본 바와 같이 금리가 상단이 막힌 흐름을 보이고 있다는 점에서 보면 할인율의 상승에 따른 멀티플의 축소로 보기는 힘들고, 결국 미래 이익 경로에 대한 불확실성과 심리라는 측면에서 접근할 필요가 있다.

미래 이익 경로라는 측면에서 보면, 수출의 호조를 감안할 때, 하반기에도 이익 전망치는 상반기 수준은 아니겠지만 우상향 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 2027년 역시 적어도 지금의 레벨에서 당장 하향조정을 예상할 상황이 아니라고 한다면 12M 포워드 관점에서는 우상향 흐름이 상당기간, 적어도 연말 이후까지는 이어질 가능성이 크다. 2028년 전망치의 신뢰도 문제를 차치한다면 2028년은 2027년 대비 정체 및 소폭 하향으로 전망이 형성되고 있다.

결국 2028년 이후에 나타날 수 있는 이익 경로를 선제적으로 반영했거나, 2027년도 이익이 현재 전망치 대비 40% 가량 하향될 것을 반영한(반도체에 대한 관심이 가시화되기 시작한 2024년 이후 한국 증시 평균 PER 9.5배 수준을 기준으로)지수 레벨이다. 과거 사후적인 공급 급증에 따른 이익의 급감 사례가 없었던 것은 아니나 적어도 이번 국면에서 그 같은 극단적인 이익 경로를 상정할 개연성은 부족하다. 이익 경로가 지금보다 부진해 진다는 전망이 일정 부분 현실화 될 것이라 전제를 하더라도 과하게 낮은 밸류에이션 영역이라고 볼 수 있다.

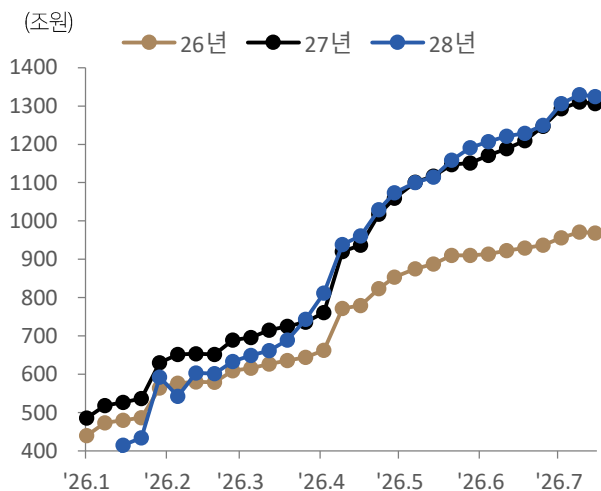
시장의 수급과 심리에 대한 부분도 현 시점에서 한번쯤 점검해 볼 필요가 있다. 우선 우리 증시의 극심한 변동성이 있었지만, 해외 증시의 조정 폭은 제한적이었고, 투자자들의 적극성 역시 아직 높게 형성되어 있다. AII 주식 배분 비중이나 NAAIM 주식 비중 등의 데이터들은 여전히 최상단 부근의 주식 비중을 보여주고 있다. 결국 시장에서의 이탈이 아니라 반도체에 대한 의구심을 업종 간 순환 양상으로 소화하고 있는 상황이다. 이는 반도체 충격이 크게 나타나고 있는 한국에서도 마찬가지 흐름이다.

또한 해외 반도체 유관 ETF에서도 눈에 띄는 흐름이 나타나고 있다. 미국에 상장된 한국 ETF로는 지난 주 상당히 가파른 자금 유입이 나타났으며, DRAM ETF 등에도 자금 흐름은 순유입이 이어지고 있는 양상이다.

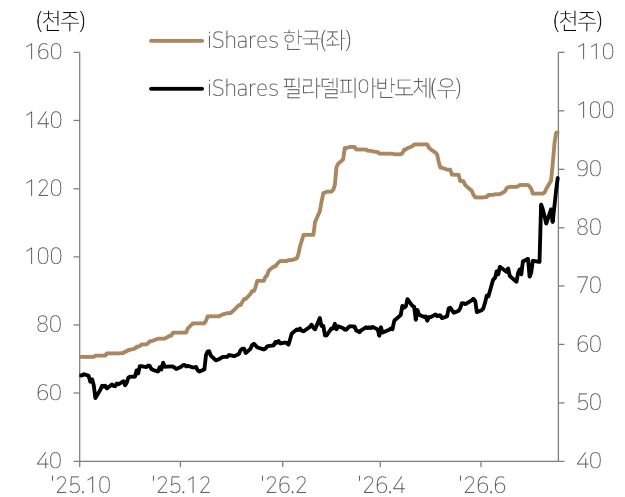
현 시점에서 반도체 업종의 지속성에 대한 고민을 무시할 순 없다. 이를 정확히 평가하거나 예상하기는 힘들다. 사실 부정적인 뉴스들만 있었던 것도 아니고 ASML의 실적 발표 등 반도체 쪽에 긍정적인 이슈들도 있었지만, 거의 묻혀지고 있는 상황이다. 일정부분 선별적으로 받아들여 지는 경향도 있다.

뻔한 이야기겠지만 일단 7월 말 진행될 미국 빅테크/하이퍼스케일러들의 실적 발표, 7월 27일 예정된 문샷 AI의 Kimi K3의 가중치 전체 공개 후 시장의 반응 등을 점검하며 상황에 대응할 필요가 있다. 이후 결과적으로는 반도체 업황의 중장기 지속성에 대한 고민 끝에 달라진 결론을 내릴 가능성을 배제할 순 없겠으나, 적어도 현 시점에서 반영된 걱정의 크기는 과한 부분이 있다는 판단이다. 적어도 이 정도의 조정 이후라면 Trading Buy 관점에서의 접근은 필요해 보인다는 판단이다.

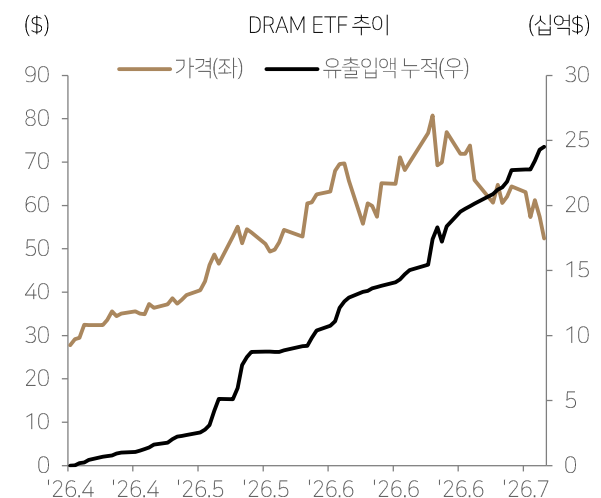
한국 증시 연도 별 영업이익 전망치 추이



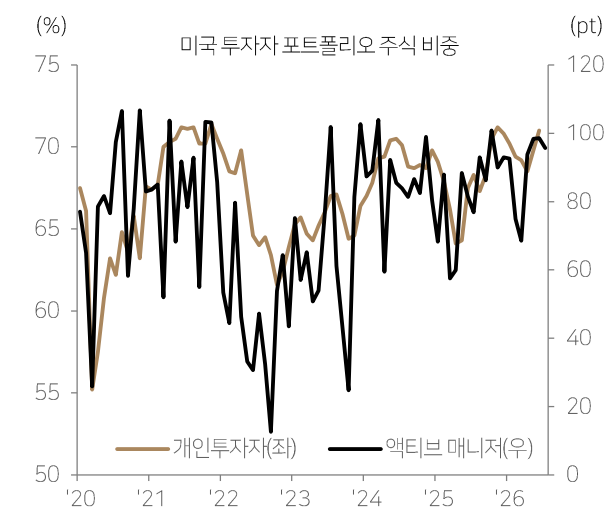
미국에 상장된 한국물, 반도체 대표 ETF의 유통주 수



DRAM ETF, 가격 조정에도 자금은 유입 중



북미, 개인 및 기관투자자 모두 주식 비중 최상단



글로벌 주요 테크기업 실적발표 일정 정리

글로벌 주요 반도체/빅테크 기업 실적 발표 일정				
현지 시간	국내 시간	기업	사업	상태
7월 22일	7월 23일	알파벳	검색, 클라우드, AI	확정
7월 22일	7월 23일	텍사스 인스트루먼트	아날로그, 임베디드 반도체	확정
7월 23일	7월 23일	SK하이닉스(잠정실적)	메모리반도체(HBM 등)	예정
7월 23일	7월 23일	ST마이크로일렉트로닉스	아날로그, 전력반도체	확정
7월 23일	7월 24일	인텔	CPU, 파운드리	확정
7월 28일	7월 29일	NXP	자동차, 산업용 반도체	확정
7월 28일	7월 29일	KLA	반도체 공정 검사·계측 장비	확정
7월 29일	7월 30일	마이크로소프트	클라우드, 오피스, AI	확정
7월 29일	7월 30일	메타	광고, AI, SNS	확정
7월 29일	7월 30일	램리서치	식각·증착 장비	확정
7월 29일	7월 30일	Arm	반도체 설계 IP	확정
7월 29일	7월 30일	퀄컴	모바일 AP·반도체 설계	확정
7월 30일	7월 30일	도쿄 일렉트론	반도체 장비	확정
7월 30일	7월 30일	삼성전자(확정실적)	메모리반도체(HBM 등), 파운드리	확정
7월 30일	7월 31일	아마존	클라우드(AWS), 이커머스	확정
7월 30일	7월 31일	애플	스마트 기기, 서비스	확정
8월 4일	8월 5일	AMD	CPU·GPU·AI 가속기	확정
8월 5일	8월 5일	인피니언	자동차, 전력 반도체	예정
8월 5일	8월 5일	글로벌 파운드리	파운드리	확정
8월 5일	8월 6일	샌디스크	메모리반도체(낸드 플래시)	확정
8월 13일	8월 14일	어플라이드 머티리얼즈	반도체 장비(증착 등)	예정
8월 26일	8월 27일	엔비디아	GPU·AI 가속기	확정

Source: 다올투자증권