

Market Issue

시장 변동성에 대처하는 자세

가격은 약세장, 이익도 약세장인가

지난주 국내외 증시는 레버리지 청산, AI 투자에 대한 의구심, 미국·이란 충돌 심화가 동시에 맞물리며 큰 폭의 변동성을 보였다. 필라델피아 반도체지수는 6월 고점 대비 20% 이상 하락해 기술적 약세장에 진입했고, 국내에서는 삼성전자와 SK하이닉스를 중심으로 레버리지 상품의 손실과 강제적인 포지션 축소가 이어졌다. 호르무즈해협의 선박 통항량도 평시의 10분의 1 수준으로 줄면서 유가와 인플레이션에 대한 우려가 다시 커졌다.

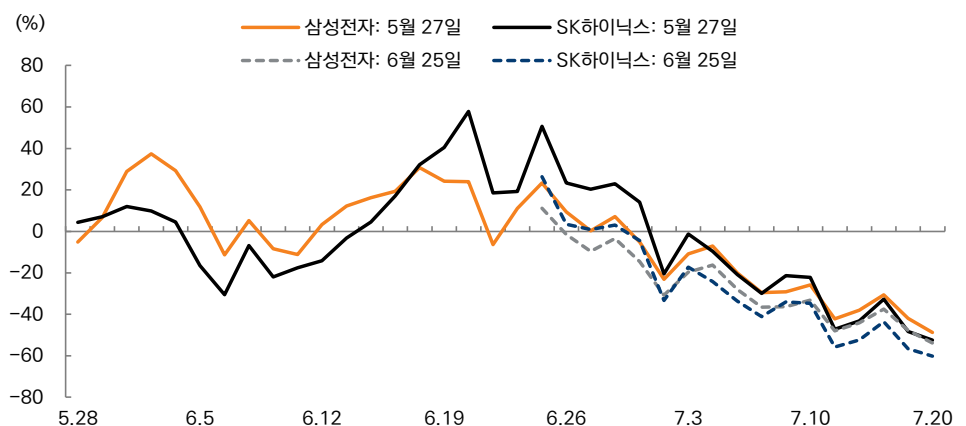
상반된 뉴스가 쏟아지는 상황에서 **투자자가 먼저 구분해야 할 것은 가격 조정과 펀더멘털 훼손은 같은 의미가 아니라는 점이다.** 현재 시장은 분명 위험한 구간에 있다. 그러나 지금까지 확인된 변화는 반도체 수요의 급격한 붕괴보다는, 과도하게 누적된 레버리지와 높아진 기대가 빠르게 조정되는 과정에 더 가깝다.

레버리지가 상승을 키웠고, 하락도 키웠다

금융위원회에 따르면 국내 단일종목 레버리지 상품 16개의 시가총액은 5월 27일 상장 당시 4.4조원에서 7월 15일 11.9조원으로 약 2.7배 증가했다. 같은 기간 삼성전자와 SK하이닉스가 코스피 시가총액에서 차지하는 비중도 49%에서 52%로 확대됐다. 2025년 말 34%였던 것과 비교하면 시장의 상승 동력이 두 종목으로 급격히 집중됐음을 알 수 있다.

문제는 레버리지 상품이 상승기에만 수익을 증폭하는 것이 아니라는 점이다. 2배 레버리지 상품은 기초자산의 장기 수익률이 아닌 일간 수익률의 2배를 추종한다. 주가가 하락하면 운용 과정에서 익스포저를 줄여야 하고, 변동성이 높아질수록 음의 복리효과와 리밸런싱 부담이 커진다.

그림 1. 단일종목 레버리지 ETF 예상 손실률(출시일과 최고점일에 각 1만원 투자 가정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터/주: TIGER ETF 기준

국내 삼성전자·SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF의 총운용자산(AUM)은 6월 25일 17.4조원에서 7월 16일 9.6조원으로 약 45% 감소했다. 만약 5월 27일부터 보유했을 경우 레버리지 상품의 손실률은 삼성전자 약 49%, SK하이닉스 약 53%로, 기초주식 하락률 22~23%를 크게 웃돌았다. 고점 이후로 범위를 좁히면 손실률은 54~60%까지 확대됐다.

정부는 이에 따라 신규 단일종목 상품 상장을 잠정 중단하고, 광고와 이벤트성 마케팅을 금지했다. 신규·추가 매수에 필요한 기본예탁금은 기존 1,000만원에서 현금 3,000만원으로 상향하며, 최소 매매단위도 1좌에서 20좌로 높일 예정이다. 사전교육도 2시간에서 3시간으로 늘어난다. 이번 규제를 새로운 약재로만 해석할 필요는 없다. 시장의 디레버리징은 정책 발표 이전부터 이미 진행되고 있었다. 규제는 단기적으로 신규 자금 유입을 둔화시키겠지만, 장기적으로는 종가 부근에서 반복되는 기계적 매매와 과도한 변동성을 줄이는 조치다.

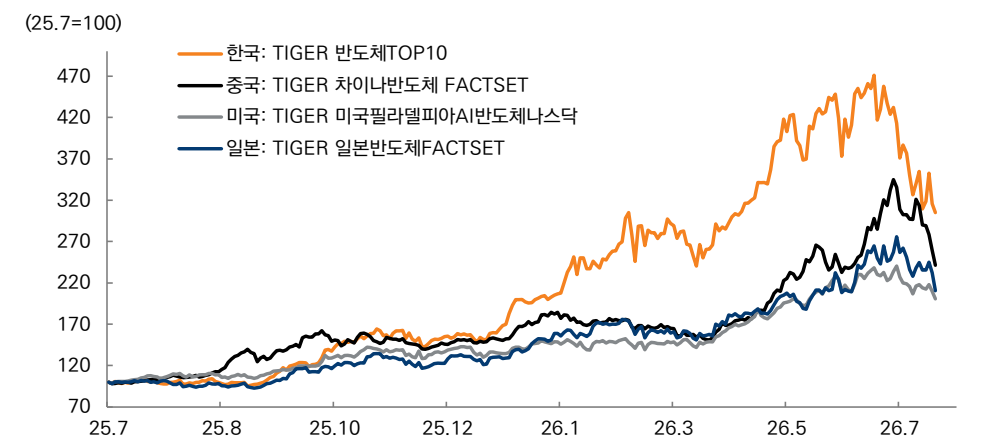
다만 레버리지 상품의 순자산 감소가 모두 실제 환매를 의미하는 것은 아니다. 기초주식 가격 하락과 음의 복리효과만으로도 순자산은 줄어든 수 있다. 따라서 시장이 안정됐다고 판단하려면 레버리지 ETF 규모 감소뿐 아니라 신용융자 잔고와 반대매매 금액이 함께 낮아지는지 확인해야 한다.

AI 강세장의 종료보다 ‘평가 기준의 전환’

글로벌 반도체 주가의 조정도 가볍게 볼 수 없다. 필라델피아 반도체지수는 지난주 약 9% 하락했고, 6월 말 고점 대비 20.2% 떨어지며 기술적 약세장에 진입했다. 조정은 엔비디아와 AMD뿐 아니라 브로드컴, 마이크론, TSMC 및 한국·일본 반도체 밸류체인 전반으로 확산됐다.

시장의 질문은 이제 “AI 수요가 존재하는가”에서 “막대한 AI 설비투자가 현재의 기업가치와 향후 수익을 정당화할 수 있는가”로 이동했다. 데이터센터 건설비용과 자금조달 부담이 커지는 가운데, AI 서비스의 매출화가 기대보다 늦어질 수 있다는 우려다. 중국의 Kimi K3 처럼 미국 최상위 폐쇄형 모델에 근접한 성능을 주장하는 오픈웨이트 모델이 등장한 점도 미국 AI 기업의 높은 독점 프리미엄을 흔드는 요인이다.

그림 2. 글로벌 반도체 지수를 추종하는 ETF 가격 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: TIGER ETF 기준

그렇다고 중국의 저비용 모델 발전을 곧바로 반도체 수요 감소로 연결하는 것은 성급하다. 모델 가격이 낮아지면 단위당 연산비용은 줄어든 수 있지만, AI를 사용하는 기업과 서비스가 확대되면서 **전체 추론량은 오히려 더 빠르게 증가**할 수 있기 때문이다.

이 과정에서 AI 인프라의 병목도 이동하고 있다. 모건스탠리는 AI 사용량의 증가 속도가 범용 메모리의 단위당 성능 개선 속도를 크게 웃돌 수 있다는 점을 근거로, AI 인프라의 병목이 연산에서 메모리 용량·대역폭으로 확산될 가능성을 제시했다. 또한 **메모리가 클라우드 기업 CapEx에서 차지하는 비중은 2023년 12%에서 2027년 40%까지 높아지고**, 2030년 클라우드 메모리 지출은 4,180억달러에 이를 것으로 예상했다.

이 전망을 그대로 확정된 미래로 받아들이는 것은 없지만 방향성은 명확하다. AI의 중심이 학습에서 추론과 에이전트로 이동할수록 더 많은 데이터 저장과 메모리 접근이 필요하다. **이는 적어도 현 단계에서 국내 메모리 산업의 중장기 수요 논리를 부정하기 어렵게 하는 요인이다.** 결국 이번 반도체 조정은 AI 수요가 사라졌다기보다, 시장의 평가 기준이 GPU 공급 부족과 CapEx 확대에서 투자수익률, 현금흐름, 메모리·전력·네트워크 병목으로 이동하는 과정으로 볼 수 있다.

중동 리스크는 전황보다 '전달 경로'를 봐야 한다

미국과 이란의 군사적 충돌도 시장의 불확실성을 높이고 있다. 블룸버그에 따르면, 지난 24시간 동안 호르무즈해협을 통행한 선박 수는 단 4척에 불과했다. **호르무즈해협은 평시 하루 약 2,000만 배럴의 원유와 석유제품이 통과하며, 이는 세계 석유류 소비의 약 20%, 글로벌 해상 석유 교역의 4분의 1 이상에 해당한다.**

국내 증시에서는 전쟁 뉴스의 강도보다 실제 에너지 공급과 금융시장으로 이어지는 경로가 중요하다. 따라서 공습 횟수나 군사적 수사만으로 시장을 판단해서는 안 된다. 호르무즈 통항량, 유가의 기간구조, 유조선 운임과 전쟁보험료, 미국 기대인플레이션 및 달러/원 환율이 더 직접적인 판단 지표다.

그림 3. 해상운송 차질의 금융시장 파급경로



자료: 미래에셋증권 리서치센터/주: 생성형 AI를 활용해 시각화

무엇이 무너지면 추세가 바뀌는가

현재 시장에는 세 가지 부담이 겹쳐 있다. 국내 레버리지 청산, 글로벌 AI·반도체 밸류에이션 조정, 중동발 유가와 환율 불안이다. 따라서 단기간에 변동성이 완전히 사라질 가능성은 낮아보인다. **과도한 레버리지로 상승한 시장은 레버리지가 빠지는 과정에서도 일반적인 조정보다 큰 진폭을 보인다.** 그러나 현재 조정이 구조적인 약세장으로 전환되는지를 판단하려면, 가격 하락을 넘어 다음 신호 중 일부가 동시다발적으로 나타나는지 확인해야 한다.

첫째, 삼성전자와 SK하이닉스의 2026~2027년 이익 전망이 지속적으로 하향돼야 한다.

둘째, 미국 하이퍼스케일러의 CapEx 계획이 실제로 축소돼야 한다.

셋째, HBM과 범용 DRAM 가격 전망이 하락 전환해야 한다.

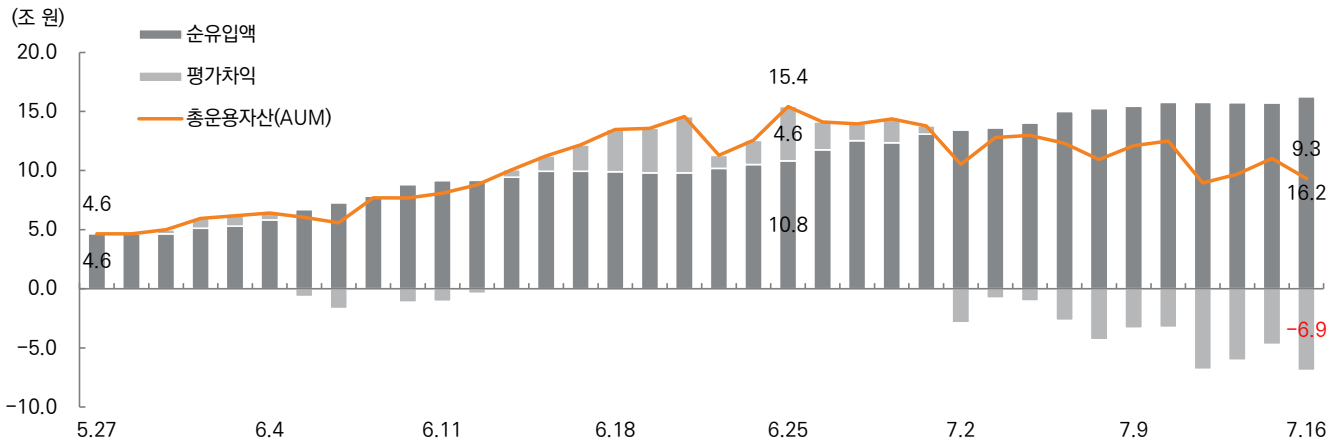
넷째, 중동 충격이 유가·운임·금리의 일시적 상승을 넘어 글로벌 경기와 기업 마진 전망을 지속적으로 낮춰야 한다.

현재까지는 네 가지 신호가 뚜렷하게 확인되지 않고 있다. 주가와 포지션 조정이 이익 전망의 변화보다 빠르게 진행된 만큼, 현 국면은 구조적 약세장 진입보다 레버리지 축소와 높아진 기대를 조정하는 과정에 가깝다고 판단된다.

다만 주요 실적 발표가 집중된 향후 2주간 변동성은 이어질 가능성이 높다. 7월 22일 알파벳과 테슬라를 시작으로, 29일에는 SK하이닉스·마이크로소프트·메타, 30일에는 삼성전자·아마존·애플의 실적 발표가 예정돼 있다. 특히 SK하이닉스와 삼성전자의 HBM·메모리 수요 전망, 빅테크의 AI 관련 CapEx 계획이 반도체 이익 방향성을 판단하는 핵심 변수다.

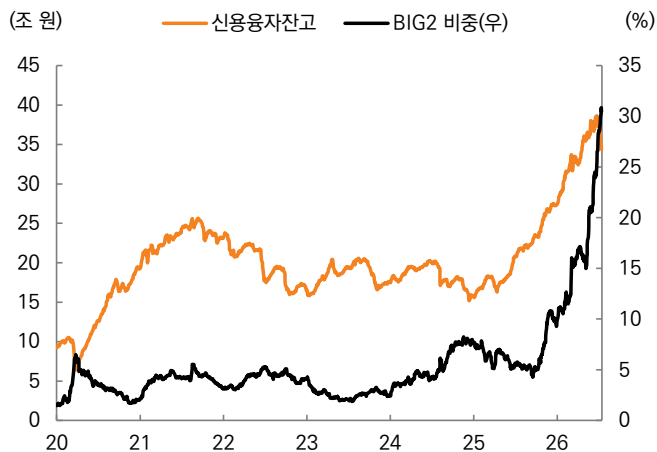
따라서 단기적으로는 레버리지 청산이 진정되는지 확인하는 한편, 주요 기업의 실적과 가이던스를 통해 반도체 이익 전망과 하이퍼스케일러의 투자 의지를 재점검할 필요가 있다. **이익 전망과 AI 투자 계획이 유지된다면 국내 증시의 중기 방향성이 바뀔 가능성은 높지 않다고 판단된다.**

그림 4. 국내 단일종목 레버리지 ETF 총운용자산 세부항목 추이



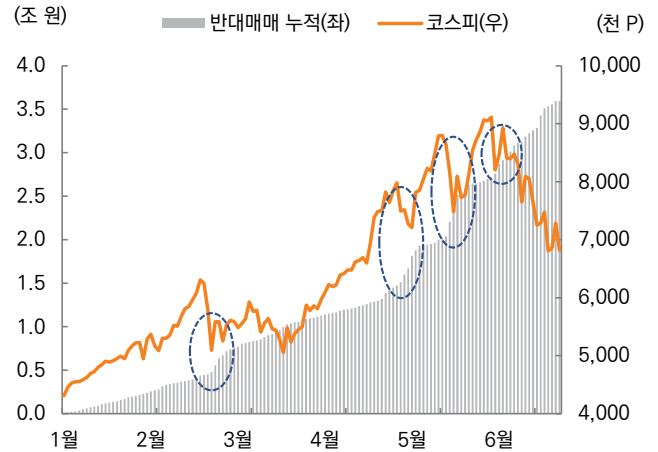
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터/주: KODEX+TIGER 限(총 4종 합산 기준)

그림 5. 국내 신용융자잔고와 BIG2 비중



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6.코스피 지수와 연간 반대매매 누적 규모 추이



자료: 금융투자협회, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 7월 15일 기준

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.