

Market Issue

K-증시, 하락 이후를 준비할 시간

흔들리는 투자심리

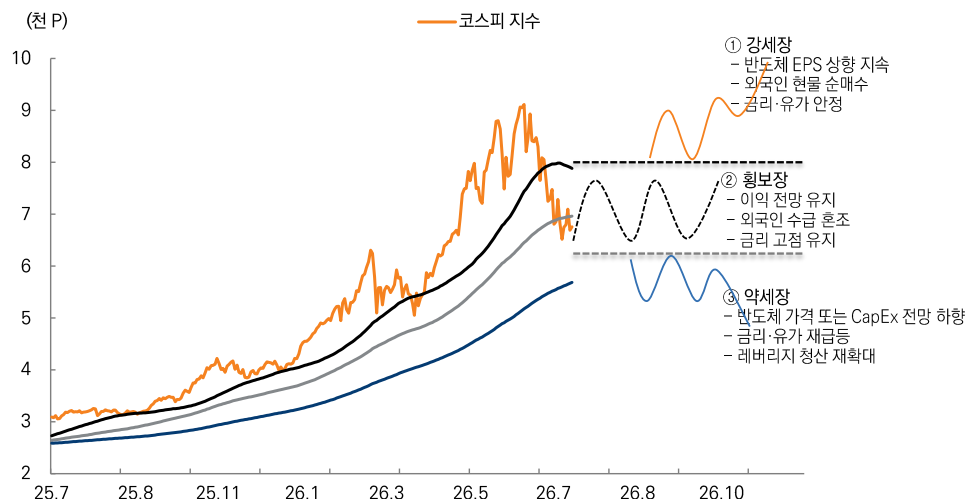
28일 코스피는 매도 사이드카와 서킷브레이커가 연이어 발동되며 급락했다. 고통스러운 하락이지만, 지금부터는 낙폭 자체보다 무엇이 새로워졌는지, 그리고 반등 이후 무엇이 확인돼야 하는지를 구분해야 한다.

이번 급락의 원인은 복잡해 보이지만 세 가지로 압축된다. 첫째, 중국 반도체 기술 추격과 공급 확대 우려다. 둘째, AI 투자 확대가 실제 현금흐름과 수익화로 연결될 수 있는지에 대한 의문이다. 셋째, 국내 반도체와 단일종목 레버리지 상품에 집중됐던 포지션의 강제적인 축소다.

그러나 세 가지 모두 갑자기 등장한 새로운 위험은 아니다. 중국 반도체 굴기는 이미 진행 중이었고, AI 투자수익률 논쟁도 올해 내내 이어졌다. 레버리지 자금의 디레버징 역시 최근 급등 과정에서 누적된 구조적 부담이었다. **새로운 악재가 시장을 무너뜨렸다기보다, 알고 있던 위험이 과도한 포지션과 얹어진 유동성을 만나 한꺼번에 가격에 반영된 것에 가깝다.**

따라서 현시점에서 가장 중요한 질문은 “더 떨어질 것인가”가 아니다. **이번 급락이 펀더멘털 훼손의 시작인지, 과잉 포지션 청산의 후반부인지를 구분하는 것이 핵심이다.** 국내 증시의 하락 폭이 글로벌 증시보다 훨씬 큰 이유는 한국 경제의 위험이 갑자기 커졌기 때문이 아니다. 반도체 집중도와 레버리지 구조가 동시에 작동했기 때문이다. 지금의 급락은 기업 가치가 하루 만에 8~10% 훼손됐다는 의미보다, 시장이 감당할 수 있는 포지션 규모가 급격히 줄었다는 의미에 가깝다.

그림 1. 향후 국면별 코스피 흐름 전망



외환시장 ‘안정’이라는 단비

이번 급락에서 가장 중요한 차별점은 원화와 외환시장의 상대적 안정이다.

과거 시스템 리스크 국면에서는 주가 급락과 함께 원화 약세, 달러 강세, 국채금리 상승, 신용 스프레드 확대가 동시에 나타났다. 반면 이번에는 코스피 낙폭에 비해 원화가 상대적으로 안정적인 흐름을 보이고 있다.

이는 외국인 매도가 한국의 국가 위험이나 달러 유동성 부족보다 **반도체·레버리지 포지션 조정에 집중돼 있을 가능성을 높인다**. 외국인이 한국 경제 전반을 회피하고 있다면 주식뿐 아니라 원화와 채권시장에서도 동일한 스트레스가 나타나야 한다.

물론 원화 강세를 일방향 추세로 단정할 수는 없다. 미국 금리가 여전히 높고 지정학적 불확실성도 남아 있다. 다만 반도체 수출 확대, 무역수지 개선, 외국인 저가 매수 가능성 등 원화 펀더멘털이 이전보다 개선되고 있는 점은 분명하다.

따라서 **주가 급락에도 환율이 무너지지 않는다면, 이번 조정은 시스템 위기보다 국내 주식 시장 내부의 포지션 과잉 해소**에 더 가깝다. 이는 공포 속에서 반드시 확인해야 할 긍정적인 신호다.

높아진 단기 반등 가능성

급락 이후에는 기술적 반등이 나타날 가능성이 높다. 낙폭 과대, 공매도 환매, 선물 숏커버링, ETF 리밸런싱만으로도 반등은 발생할 수 있다. 특히 이번 주에는 미국 빅테크 실적과 CapEx 가이던스, 연준 통화정책 등 굵직한 이벤트가 집중돼 있다. 견조한 실적이나 투자 계획이 확인될 경우, 한 방향으로 기울어진 포지션의 되감김이 빠르게 나타날 수 있다.

그러나 여기서 가장 경계해야 할 것은 **첫 반등을 추세 전환으로 오인하는 것**이다. 급락 직후의 반등은 펀더멘털 개선이 아니라 기술적 요인만으로도 충분히 발생한다. 문제는 그다음이다. 급락 이후 첫 반등은 출발점일 뿐이며, 실제 추세 전환에는 이익·수급·금리의 동시 개선이 필요하다.

표 1. 코스피 일간 10% 이상 급락 이후 기간 수익률

날짜	사유	기간수익률(%)				
		D-Day	+1D	+1W	+1M	+3M
2000-04-17	닷컴버블	-11.63	5.59	5.63	8.83	7.25
2001-09-12	9·11 테러	-12.02	4.97	-1.44	5.26	22.89
2008-10-24	글로벌 금융위기	-10.57	0.82	3.22	15.95	21.90
2026-03-04	미국-이란 전쟁	-12.06	9.63	3.11	9.04	36.19
2026-07-28	글로벌 반도체 경쟁 심화	-10.36	-	-	-	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 28일 12시 장중 기준

향후 코스피 국면은 세 단계로 구분할 수 있다.

① 1단계: 데드캣바운스 가능성이 높은 구간

낙폭 과대와 숏커버링으로 지수가 빠르게 반등할 수 있다. 반도체 대형주가 지수 반등을 주도하고, 하루 이틀 사이 강한 상승이 나타날 가능성도 배제할 수 없다. 그러나 이 구간에서는 반등의 크기보다 **거래대금, 외국인 수급 포지션, 프로그램 매도 감소 여부**가 중요하다. 거래대금 없이 지수만 반등하거나 외국인 매도가 지속된다면 기술적 반등일 가능성이 높다.

② 2단계: 반등 이후의 진짜 시험대

첫 반등 이후 코스피가 다시 조정을 받을 때, 이전 저점을 지키는지가 가장 중요하다. 시장이 반등 후 높은 저점을 형성한다면 강제 청산 압력이 약화됐다는 의미다. **이때 확인할 변수는 세 가지다.** 첫째, 하이퍼스케일러의 CapEx와 AI 투자 의지가 유지되는가. 둘째, 국내 반도체 이익 전망과 메모리 가격 전망이 실제로 하향 조정되는가. 셋째, 외국인 현·선물 수급과 신용융자, 레버리지 ETF 환매가 안정되는가. **데드캣바운스 이후 저점이 낮아지지 않고 수급이 정상화된다면, 이번 급락은 추세 종료보다 중간 조정으로 해석할 근거가 생긴다.**

③ 3단계: 방향성 확정

강세장 복귀를 위해서는 반도체 EPS 상황, 외국인 현물 순매수, 금리·환율 안정이 함께 나타나야 한다. 반대로 빅테크 CapEx 축소, 메모리 가격 하락, 미국 장기금리 재상승이 동시에 나타난다면 코스피는 반등 후 다시 저점을 시험할 수 있다. 결국 **첫 반등은 가격이 만들지만, 추세 전환은 이익과 수급이 만든다.**

그림 2. 국내 반도체 영업이익 전망

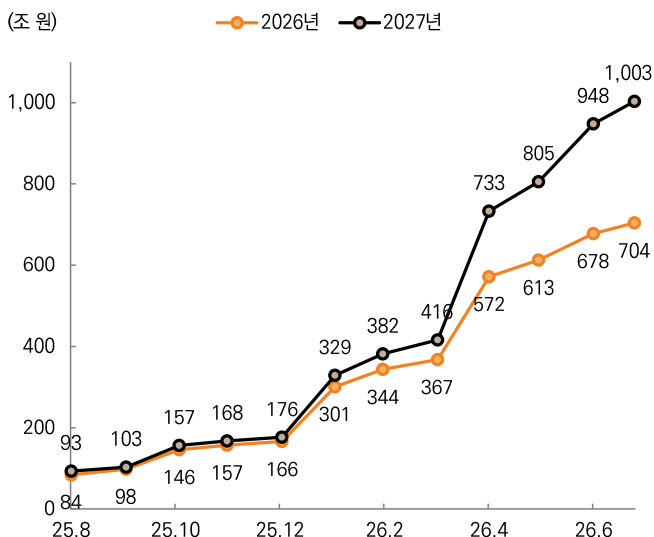
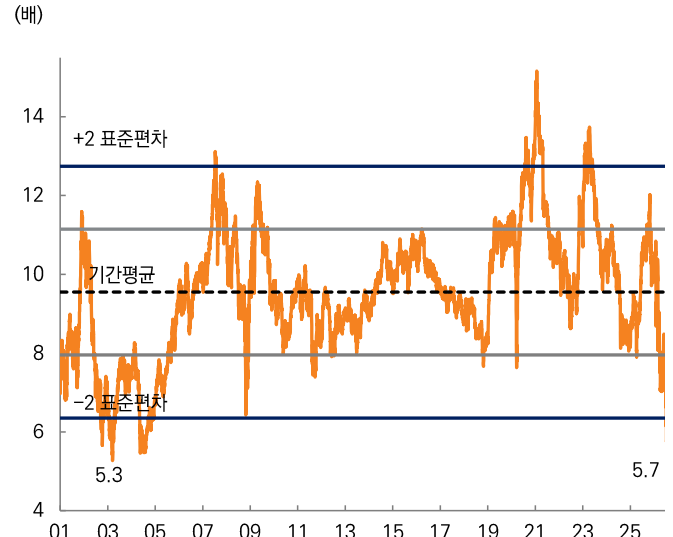


그림 3. 코스피 12개월 선행 PER 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터/주: 7월 24일 기준

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터/주: 7월 27일 기준

대응: 방향보다 순서가 중요

코스피 12개월 선행 PER은 금일 하락으로 역사적 하단(5.3배)을 하회할 것으로 추정된다. 가격 부담은 상당 부분 완화됐지만, 낮은 PER만으로 추세 전환을 판단하기는 어렵다. 지금 필요한 것은 추가적인 밸류에이션 하락 여부보다 **반도체 이익 전망과 수급의 안정 여부**다.

현재 반도체 이익 전망은 아직 뚜렷하게 훼손되지 않았다. 다만 시장은 높은 마진의 지속 가능성, 중국의 공급 확대, AI 투자의 수익화 속도를 확인하려 하고 있다. 향후 실적 전망이 유지된다면 낮아진 밸류에이션은 반등의 근거가 될 수 있다. 반대로 EPS 하향 조정이 본격화될 경우 현재의 낮은 PER은 충분한 안전판이 되기 어렵다.

투자자의 대응은 보유 포지션에 따라 달라야 한다. 신용·미수·단일종목 레버리지 ETF 등 변동성에 취약한 포지션은 반등 과정에서 비중을 정상화할 필요가 있다. 현금 보유 투자자는 일괄 진입보다 가격 조정, 이익 전망, 외국인 수급을 순차적으로 확인하며 분할 접근하는 것이 적절하다. 기존 보유자는 지수 낙폭보다 개별 기업의 이익 전망과 재무 안정성을 기준으로 포트폴리오를 점검할 필요가 있다.

이번 급락은 새로운 경기침체 신호라기보다, 반도체에 집중됐던 포지션과 레버리지 자금이 빠르게 축소되는 과정에 가깝다. 주가 급락에도 원화와 외환시장이 상대적으로 안정적이라는 점은 시스템 리스크로의 확산 가능성을 낮추는 요인이다.

단기적으로 낙폭 과대에 따른 반등은 가능하다. 다만 첫 반등 자체가 추세 전환을 의미하지는 않는다. **반등 이후 이전 저점을 지키는지, 반도체 이익 전망이 유지되는지, 외국인 현·선물 수급이 안정되는지를 확인해야 한다.**

결론적으로 지금은 급락에 대응해 방향을 단정하기보다, 이번 주 주요 이벤트와 반등 이후의 수급을 확인할 구간이다. 레버리지는 축소하고, 현금은 서두르지 않으며, 이익 전망이 유지되는 자산을 중심으로 단계적으로 접근할 필요가 있다.

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.