

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

25일과 -35%가 만났을 때

1. AI 및 반도체 우려, 미국 이슈에서 중국 이슈로 확산

코스피가 급락세를 지속하며 강력한 단기 폭락 공포 양상을 반영하고 있다. 지난 6월 22일을 고점으로 25 영업일 동안 코스피는 고점대비 34% 폭락했다. 장중 고점 기준으로 감안할 경우, 전일 증가는 36% 폭락했다. 단기적으로 코스피는 대략 35% 폭락한 상황이다.

전일 증시 급락의 주된 요인은 미국과 중국에서 날아든 반도체 관련 소식인데, 최근 미국에서 시작된 AI 및 반도체 노이즈 확산이 중국발 반도체 불확실성으로 확산되어 반영되고 있는 양상이다.

미국의 엔비디아가 오픈AI에 데이터센터 컴퓨팅 사용 계약을 위한 약 2,500억 달러의 금융 보증을 제공하고 3,500억 달러의 GPU 구매 등 하드웨어 구입 비용을 제공한다는 소식에 순환 거래 우려가 다시 부각됐다. 이는 최근 AI 업황 관련 노이즈 양상이 지속되는 가운데, AI 업황 및 투자 모멘텀에 대한 의구심을 높이는 요인으로 작용했다. 엔비디아와 국내 반도체 기업과의 협업 이슈가 지속적으로 확대되는 양상을 보이고 있는 만큼 엔비디아 주가 급락은 국내 반도체 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 밖에 없다.

또한, 중국이 자체 개발한 DUV(Deep Ultraviolet; 심자외선, 웨이퍼에 회로 패턴을 새기는 노광장비)를 연내 생산하고 올해 안에 주요 반도체 기업에 공급할 것이라 보도가 나왔다. 이는 네덜란드 장비 업체 ASML이 사실상 독점해 온 핵심 반도체 제조 장비 시장에 중국이 진출함을 의미한다. 특히 정보기술매체 The Information에 따르면, 올해 생산되는 중국 DUV는 약 5대 수준이고, 내년에는 약 20대 수준까지 확대될 것으로 예상되고 있다. 아직 중국의 DUV는 기술력과 양적 생산 규모 측면에서 ASML에 크게 뒤처지고 있다는 분석이 우세하나, 중국의 공급 확대에 따른 글로벌 공급망 재편과 경쟁 심화 우려가 이슈화되고 있다. 이번 주 창신반도체 상장 이슈로 인한 반도체 공급 증가 우려도 대두되고 있다는 점에서 최근 중국 쪽에서 부각되고 있는 반도체 산업 이슈가 미칠 부정적 영향에 대한 의구심이 커지고 있는 상황이다.

2. 과거 코스피 35% 폭락이 주는 시사점 2가지

한편, 최근 증시 하락에 대한 ‘배경’도 중요하나 그에 상응하며 반응했던 증시 하락의 ‘가격’ 조정 폭도 살펴 봐야 할 시점에 도래했다고 판단된다. 최근 약 한 달 동안 이란 사태 재 부각, 연준 금리 인상 우려, 2분기 반도체 실적 우려, AI 및 반도체 관련 노이즈 뉴스플로어와 피크아웃 우려 등이 국내 증시에 단기적으로 과도하게 집중 반영되며 과거 위기 국면의 단기 하락률을 이미 반영했기 때문이다.

과거 코스피 35% 폭락이 주는 첫번째 시사점은 2000년 이후로 최근과 같이 코스피가 25 영업일 기준으로 35% 가량 단기 급락한 사례는 금융위기와 코로나위기 국면 단 2번뿐인데, 그 날짜가 2008년 10월 27일, 2020년 3월 19일로 모두 약세장 최저점을 확인한 날이었다는 점이다. 이는 최근 증시 급락이 과거 위기 국면의 공포 상황을 유사하게 반영했음을 의미한다.

물론 25영업일 동안 35%가 급락했다고 해서 전일 증가가 2008년 10월 최저점과 2020년 3월 최저점과 같이 최저점을 확인했다고 단언할 수는 없다. 그 당시 금융위기와 코로나위기 때와 비교 시 다음과 같은 다른 점들이 있다.

- (1) 첫째는, 과거 2번의 사례를 보면 리먼브라더스 파산, 코로나확산에 따른 봉쇄 등 위기의 실체가 있었고 그에 상응하는 정부의 정책적 대응이 있었다는 점이다. 2008년 10월 1일 공매도가 금지되었고, 2020년 3월 15일에는 연준의 제로금리와 양적완화가 선포된 상황이었다. 즉 그 2번의 사례는 강력한 실체적 위기와 그에 따른 정부의 강력한 시장 대응이 있었고 그 이후 시장이 단기 바닥을 확인할 수 있었다. 그런데 현재는 실체적 위기라기보다는 AI 및 반도체 산업에 대한 강력한 의구심과 우려 그리고 피크아웃 리스크가 투영되는 상황으로 볼 수 있다.

여기에는 해석이 양분될 수 있다. 실체적 위기 없이 주가가 과도하게 하락했다는 낙관론이 대두될 수도 있고, 산업적 이슈이기 때문에 과거 2번의 사례처럼 정부의 정책 대응이 쉽지 않은 상황이라서 저점을 예단하기가 어렵다는 비관론이 대두될 수도 있다. AI 및 반도체 산업 스스로 우려를 완화시켜야 하는 명분이 큰 상황이기는 하다.

- (2) 둘째는, 과거 2번의 사례가 일반적 국면에서의 폭락이라면, 현재 상황은 코스피가 닷컴버블 이후의 역대급 단기 폭등을 경험한 후 급락한 상황이라는 점이다. 즉, 과거 2번의 사례보다 단기적 과열이 심화된 상황에서 하락 전환이라 낙폭이 그 때보다 더 크게 나타날 수도 있다. 과거 2번의 국면대비 산이 높을수록 골이 깊을 수 있는 상황이다.
- (3) 셋째는, 과거 2번의 사례 국면과 밸류에이션이 다르다는 점이다. 코스피 12M F. P/E 및 P/B는 2008년 10월 최저점이 6.4배, 0.79배, 2020년 3월 최저점이 8.4배, 0.63배, 그리고 현재는 5.7배, 1.44배이다. P/E로 보면 과거 2번의 사례 국면보다 현저히 저 평가되어 있지만 P/B로 보면 과거 2번의 사례 국면보다 현저히 높다. 즉, 현재 국면은 이익대비 이례적인 저 평가 수준으로 볼 수 있으나, P/B 관점에서는 극단적 저 평가로 판단하기가 모호한 측면이 있다.

또한, 코스피가 고점대비 -35%를 기록한 과거 국면이 주는 시사점은 급락 장세의 국면에서 고점대비 -35%에서의 강력한 지지대 설정이다. 닷컴 버블 붕괴, 금융위기, 코로나위기 등 강한 위기를 반영했던 국면들을 살펴 보면, 코스피가 최고점 이후 하락하는 과정에서 고점대비 -35% 수준이 여러 차례 지지대로 작용했다는 점이다. 코로나 국면 때는 고점대비 -35% 수준이 최저점으로 작용했고, 닷컴 버블 붕괴 국면에서는 고점대비 -35% 수준에서 4~5번의 반등 및 지지 경험이 있었다. 그리고 금융위기 당시에는 급락 이후 단기 반등 경험이 있던 자리이다. 이는 급락 장세에서도 고점대비 -35% 수준에서 저가 매수가 여러 차례 유입됐음을 의미한다.

한편, 닷컴 버블 붕괴, 금융위기, 코로나위기 당시 코스피가 고점대비 -35%를 기록하기까지 소요된 시간이 70일, 230일, 40일이었으나 현재 25일 만에 반영한 상황이다. 즉, 주가의 악재 선 반영 정도가 과거 위기 국면보다 더 빠르게 진행되고 있음을 확인할 수 있다.

2번의 경험에 불과하기는 하지만, 코스피가 고점대비 -35% 수준에서 저점을 지지하지 못하고 결국 하회하게 되었던 닷컴버블 붕괴 국면과 금융위기 국면은 공통적으로 고점대비 약 -55% 수준까지 하락하는 약세장을 연출했다. 그런 측면에서 보면 코스피는 상당히 중요한 지지대 영역에 근접한 상황이라고 볼 수 있고 한편으로는 중기적인 추가 하락 위험에 노출될 수도 있는 중대한 국면을 반영해 가고 있다고 볼 수 있다. 다만, 기업들의 주주환원 강화, 반도체 이익의 질 개선 등을 고려할 때 과거와 같은 극단적인 가격 하락을 반영할 가능성은 낮아졌다고 판단된다.

3. 오늘과 내일의 시장 이슈: SK하이닉스 실적 발표, 7월 FOMC

시장이 역대급 단기 폭락을 반영한 상황에서 오늘 SK하이닉스의 실적 발표가 중요한 변수가 될 전망이고 내일 7월 FOMC 결과가 반영될 전망이다. 두 이슈 모두 발현 후 Review가 필요하겠으나 주가가 폭락한 상황에서의 이벤트라는 점에서 악재성 이슈보다는 호재성 이슈에 좀 더 민감하게 반응할 가능성을 열어 둘 필요가 있다.

SK하이닉스는 주가가 단기적으로 고점대비 50% 가까이 폭락한 상황이어서 실적 발표 내용에 따른 내용에 대해 악재성 이슈보다는 호재성 이슈에 좀 더 민감하게 반응할 것으로 예상된다. Street consensus가 낮아진 상황이어서 실적 발표 수치에 따른 주가 하락 위험은 제한적일 것이라 예상되고, 향후 가이던스 제공과 주주환원 정책 강화 등에 주가는 좀 더 강하게 반응할 것으로 예상된다.

7월 FOMC는 매파적 동결을 전망한다. 기준 금리 인상을 시사할 것으로 예상되어 시장에 부담이 될 수 있으나 이미 지난 6월 점 도표에서 연내 1~2차례 금리 인상이 예상되었던 만큼 악재의 신선도는 떨어질 것으로 예상된다. 오히려 예상 밖 선제적 기준 금리 인상에 대한 우려가 낮아지면서 불확실성 해소로 작용할 가능성을 열어둘 필요가 있다.

4. 최근 증시 조정 배경 정리

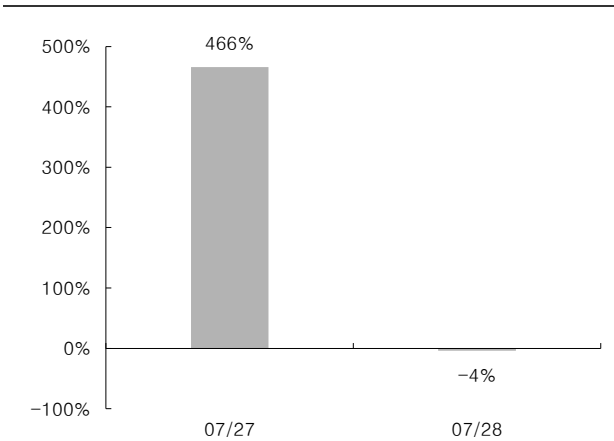
결론적으로 최근 증시 조정의 배경들을 정리해 본다.

- (1) 이란 사태에 따른 유가 급등: 교전 중단으로 유가 재 급락하며 우려 완화 중
- (2) 연준 금리 인상 우려: 7월 FOMC 동결로 불확실성 해소 전망
- (3) SK하이닉스 실적 Miss 우려: 재료 노출, 가이던스 및 주주환원 강화 등 주시
- (4) AI 및 반도체 산업 우려: 산업 뉴스 플로어 및 하이퍼스케일러 투자 모멘텀 점검 지속 필요

최근 한 달간 강력한 증시 조정 요인들이 시장에 복합적으로 작용했으나, 부분적으로 점진적인 해갈 조짐이 나타나기 시작하고 있어 증시의 추가 낙폭은 제한될 것으로 예상된다. 또한 경험적으로 강력한 위기 국면에서의 주가 조정 폭을 반영한 만큼 단기적으로는 과도한 주가 하락에 따른 반발 매수세 유입 가능성을 열어 두고 낙관론을 견지할 필요성이 높아진 국면으로 판단한다.

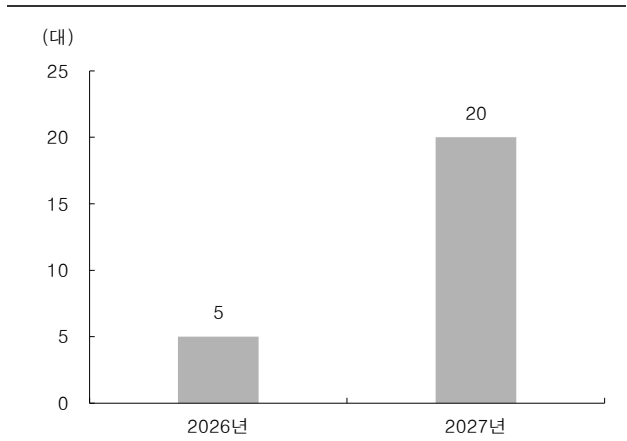
미국 증시가 추가적으로 좀 더 빠질 수도 있다는 점은 주시해야 할 변수이자 애길래스건이다. 최근 미국 증시의 낙폭은 상대적으로 적었고 CNN 공포와탐욕지수가 38까지 하락했으나, 아직 극단적 공포 수준을 반영하고 있지는 않다. 이는 미국 증시가 국내 증시처럼 충분히 과도하게 하락했다고 해석하기 어려운 대목일 수 있다. 하지만, 일반적인 국면에서 코스피가 미국 증시를 선행하는 경우가 많았기 때문에, 선제적으로 국내 증시가 단기 폭락한 상황에서 미국 증시의 추가 조정 가능성으로 인한 조정의 편승 리스크는 점차 둔감해 질 것으로 예상된다.

그림 1. 중국 창신반도체(CXMT) 상장 후 주가 등락률



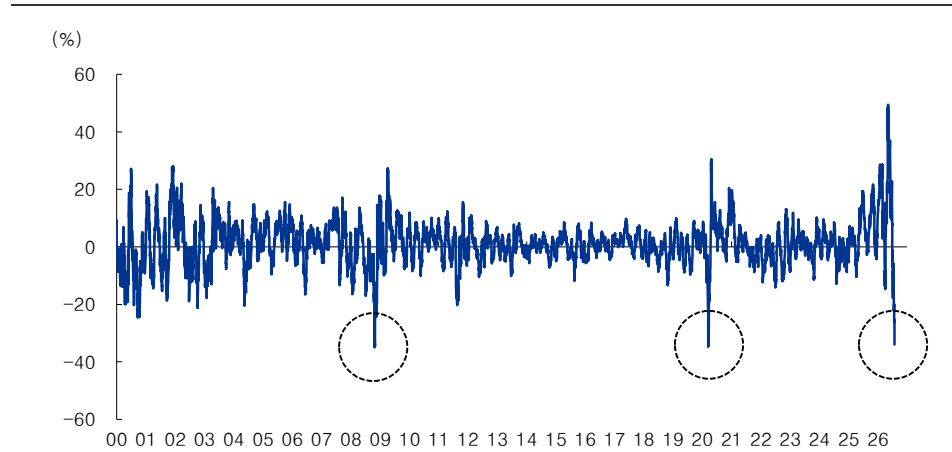
자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 첫날 상승률은 공모가대비 산출된 수치

그림 2. 중국 DUV 생산 계획



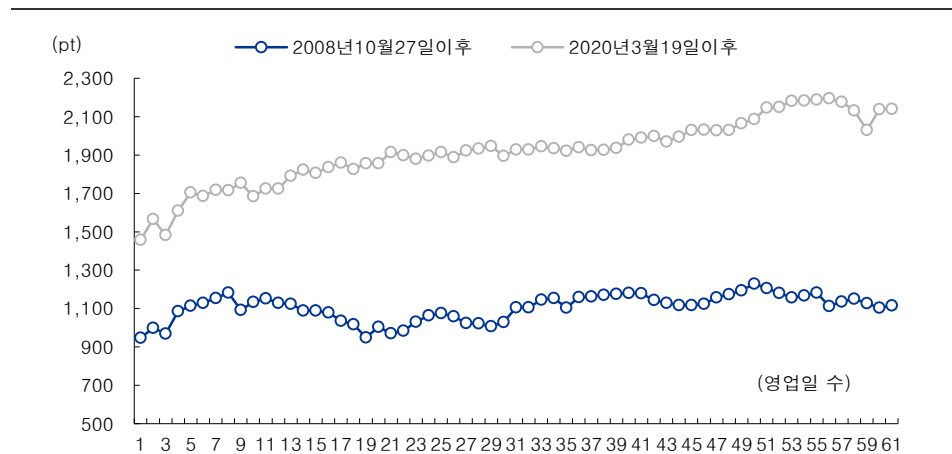
자료: The information, 뉴스핌 언론보도 인용, IBK투자증권

그림 3. 코스피 25 영업일 등락률 추이



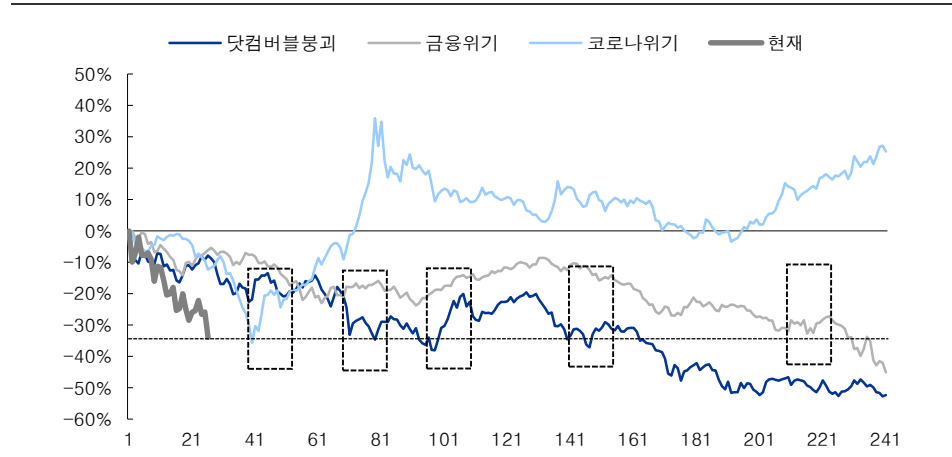
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 코스피 25 영업일 등락률 -35% 전후 기록 시, 향후 60일 추이



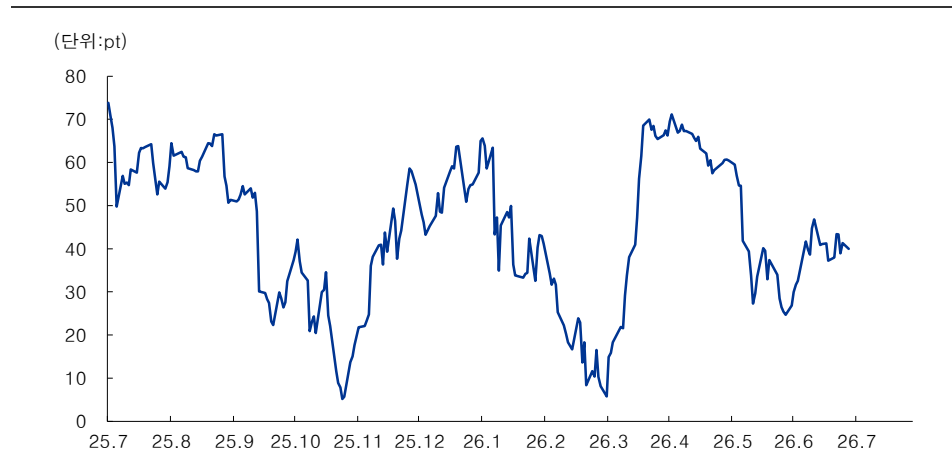
자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 5. 과거 코스피의 종대한 고점 확인 후, 향후 240일 추이



자료: 애프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 6. 공포와 탐욕지수 추이



자료: CNN, IBK투자증권