AI INSIGHT – Korea Equity Strategy · 경제 분석 AI 모델 JAEMINI (리서치센터 뷰 아님)

# [AI Insight] KOSPI, 언제까지 하락할 것인가 – 45 년에 여섯 번째인 국면을 읽는 법

26.07.30 AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com | 경제 분석 AI 모델 JAEMINI 작성 ·
생성형 AI 특성상 오류가 있을 수 있습니다

> 본 자료는 경제 분석 AI 모델 JAEMINI 가 분석한 내용으로, 대신증권 리서치센터의 뷰와는 관계가 없습니다.

> 생성형 AI 의 특성 상 오류가 있을 수 있습니다.

## KOSPI, 언제까지 하락할 것인가

### 45 년에 여섯 번째인 국면을 읽는 법 — 답할 수 있는 절반과 답할 수 없는 절반

2026 년 7 월 30 일 · AI Engineer 조재운

## 질문을 조금 바꿔야 답이 나온다

"언제까지 떨어지나"는 지금 가장 많이 받는 질문이면서, 동시에 정직하게 답하기 가장 어려운 질문이다. 날짜를 맞히는 일이기 때문이다. 그런데 이 질문을 **"무엇이 끝나야 끝나는가"**로 바꾸면 사정이 달라진다. 답할 수 있는 질문이 된다.

그래서 이 글은 순서를 이렇게 잡았다. 먼저 지금 떨어지는 이유를 규정하고, 그 규정에 대한 가장 자연스러운 반론 두 개를 데이터로 검증한다. 그다음 과거 같은 강도의 급락이 어떻게 끝났는지를 45 년 데이터로 확인하고, 그 조건들을 현재에 하나씩 대입한다. 마지막으로 이 진단이 틀렸다는 걸 무엇으로 알 수 있는지와 그래서 무엇을 해야 하는지까지 적었다. 오늘 새벽 FOMC 결과는 별도 주제로 다루지 않고, 그것이 실제로 관련되는 자리 — 세 층 가운데 1 층 — 에서 읽는다.

결론부터 말하면 이렇다. **지금 하락은 글로벌 반도체 리레이팅 위에 한국 고유의 레버리지 청산이 두 배로 얹힌 사건이다.** 그리고 두 층은 끝나는 시점이 다르다. 위층(레버리지)은 조 단위로 셀 수 있어 8 월 초·중순이라는 답이 나오지만, 아래층(글로벌 반도체)은 셀 수 있는 숫자가 아니다. **그래서 "급락이 언제 멎느냐"에는 답할 수 있고, "하락이 언제 끝나느냐"에는 답할 수 없다.** 이 글은 그 구분을 지키는 데 대부분을 쓴다.

## 1. 지금 떨어지는 이유를 정확히 규정하면

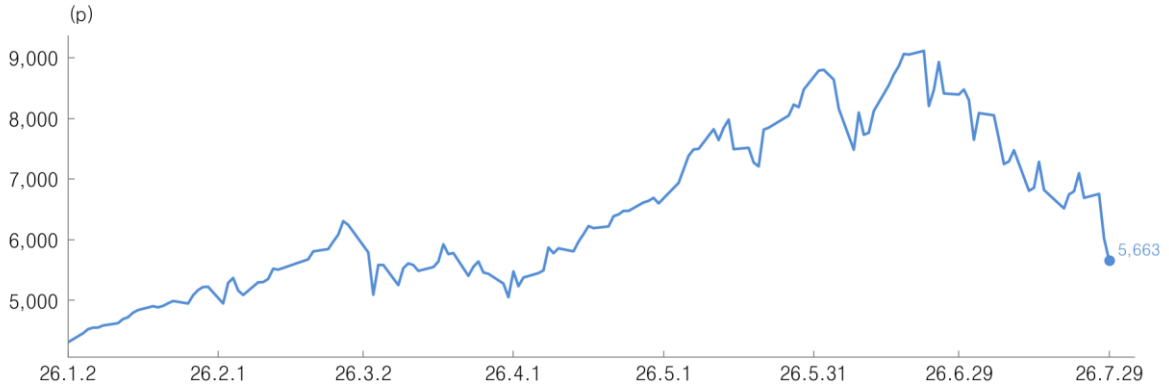
7 월 28 일 코스피는 하루에 10.8% 빠졌고, 29 일에도 5.98% 더 밀려 **5,663.24** 로 마감했다. 29 일 장중에는 12.6%까지 밀렸다가 종가에서 상당폭 회복한 것이다. 6 월 22 일 고점 9,115 대비 **−37.9%**다.

같은 시점의 다른 숫자들을 나란히 놓아보면 그림이 이상해진다.

| 무엇을 보는가 | 지금 수치 | 방향 |
|---|---|---|
| 12 개월 선행 이익 추정치 상향률(3 개월) | +32.6% | 여전히 큰 폭 플러스 |
| 6 월 수출 | 1,022.5 억 달러, 사상 첫 1,000 억 달러 돌파 | 사상 최대 |
| 6 월 반도체 수출 | 448 억 달러(+199.5%), 상반기 누계가 작년 연간 초과 | 사상 최대 |
| SK 하이닉스 2 분기 영업이익 | 60.5 조 원(전년 대비 +557%) | 사상 최대 |
| 코스피 12 개월 선행 PER | **5.09 배** (7/29 종가 5,663 ÷ 선행 EPS 1,112) | 5 년 밴드 하단 9.2 배를 45% 하회 |
| 미국 하이일드 스프레드 | 2.84%p, 3 년 표본 하위 24%ile | 역사적으로 타이트 |

(자료: JAEMINI 국가 스코어카드, JAEMINI 경제통계 분석, LSEG, FRED, Reuters, 대신증권 Research Center)

### 코스피 2026 년 흐름




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

이익은 사상 최대인데 주가는 고점의 6 할 수준으로 내려왔다. 신용시장은 조용한데 주식시장만 무너졌다. **이 조합은 실물 침체나 신용 경색의 전형적인 그림이 아니다.** 가장 자연스러운 설명은 가격을 만드는 주체가 이익을 보지 않는 주체라는 쪽이다.

실제로 그렇다. 개인 신용융자는 6 월에 38 조 6 천억 원으로 사상 최대를 찍었다. 여기에 단일종목 레버리지 ETF 가 얹혔는데, 홍콩에 상장된 SK 하이닉스 2 배 레버리지 펀드 하나만 연초 대비 자산이 20 배 늘어 78 억 달러가 됐다. 전 세계 단일종목 레버리지 펀드 중 최대다. 한 글로벌 운용사는 일부 상품의 거래량이 **기초자산 원주식 평균 거래량의 네 배**에 달한다고 지적했다.

레버리지 ETF 는 매일 목표 배율을 맞추기 위해 기계적으로 리밸런싱한다. 방향은 언제나 시장과 같다. 오르면 더 사고 내리면 더 판다. 여기에 신용 계좌의 반대매매가 겹치면, 밸류에이션을 보지 않는 매도 물량이 매일 정해진 시각에 쏟아진다. 급락 이틀간 거래대금이 오히려 얇았다는 사실이 이 진단을 뒷받침한다. 파는 사람이 늘어난 게 아니라 **사는 사람이 사라진 자리에 기계적 매도만 남은 것**이다.

같은 진단이 시장 안에서도 나온다. 한 국내 증권사 전략가는 이번 매도를 **"펀더멘털 악화가 아니라 유동성·심리 이벤트이며, 한국·미국·홍콩·영국에 걸친 단일종목 레버리지 ETF 의 강제 청산이 촉발한 것"**으로 규정했다. 한 유럽계 운용사는 **"펀더멘털 논지는 온전하다. 현재 매도에는 비합리적·패닉적 요소가 있다"**며, 대형 기술주 비중을 줄인 이유가 **"펀더멘털이 아니라 단일종목 한도 때문"**이라고 밝혔다.

그래서 지금 국면의 성격은 이렇게 규정된다. **이익 사건이 아니라 포지션 사건이다.** 그리고 이 구분이 중요한 이유는, 두 사건이 끝나는 방식이 완전히 다르기 때문이다.

다만 이 규정에는 즉시 두 가지 반론이 따라붙는다. 그냥 넘어갈 수 없는 반론이라 다음 절에서 데이터로 확인하고 간다.

## 2. 두 가지 반론을 먼저 검증한다

레버리지 진단에 대해 가장 자연스럽게 나오는 반박은 이 둘이다.

> **반론 A.** 메모리 반도체는 전 세계가 다 빠지고 있다. 한국만의 일이 아니라 글로벌 섹터 조정 아닌가.

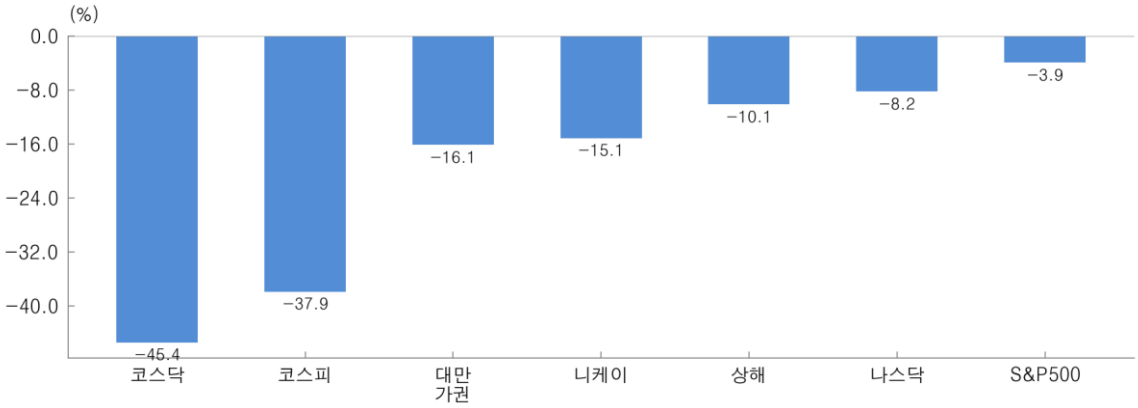
> **반론 B.** 코스피에서 반도체 말고 다른 업종도 다 빠진다. 특정 종목의 레버리지 문제라면 왜 시장 전체가 무너지나.

둘 다 관찰 자체는 정확하다. 그래서 각각 숫자로 확인했다.

### 반론 A — 글로벌 조정은 실재한다. 다만 크기가 다르다

5 월 이후 각 지수의 자체 고점 대비 낙폭을 나란히 놓으면 이렇다.

**주요 지수 고점 대비 낙폭 (2026 년 5 월 이후 고점 기준, 7 월 29 일 종가)**




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

| 지수 | 고점일 | 고점 대비 낙폭 |
|---|---|---|
| **코스닥** | 2026.05.04 | **-45.4%** |
| **코스피** | 2026.06.22 | **-37.9%** |
| 대만 가권 | 2026.06.22 | -16.1% |
| 니케이 225 | 2026.06.25 | -15.1% |
| 상해종합 | 2026.05.13 | -10.1% |
| 나스닥 | 2026.06.02 | -8.2% |
| S&P500 | 2026.06.02 | -3.9% |

(자료: JAEMINI 지수 DB, LSEG, 대신증권 Research Center)

**글로벌 AI·반도체 리레이팅은 분명히 실재한다.** 나스닥이 8.2%, 대만이 16.1%, 일본이 15.1% 빠졌다는 게 그 크기다. 이 부분은 한국이 통제할 수 없는 외생 변수다.

**그런데 여기서 대만을 눈여겨봐야 한다.** 대만 가권은 TSMC 를 필두로 반도체가 지수를 지배하는, 한국에 못지않게 반도체에 쏠린 시장이다. 같은 AI 조정을 정면으로 맞는 시장이라는 뜻이다. 그 대만이 16.1% 빠질 때 **코스피는 37.9% 빠졌다. 21.8%포인트 차이다.**

순수한 반도체 섹터 사건이라면 이 격차가 나올 수 없다. 오히려 대만이 더 빠져야 정상이다.

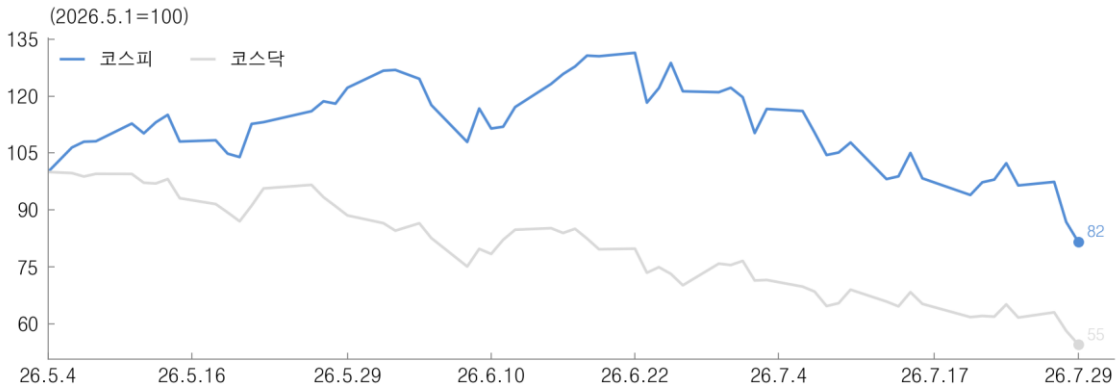
### 반론 B — 비반도체가 더 빠졌다. 그게 결정적 단서다

두 번째 반론은 더 중요하다. 그리고 확인해 보면, 이 관찰은 레버리지 가설을 반박하는 게 아니라 **가장 강하게 지지한다.**

**코스닥은 고점 대비 45.4% 빠져서, 코스피보다 더 많이 빠졌다.** 코스닥에는 삼성전자도 SK 하이닉스도 없다. 대형 메모리 반도체가 없는 시장이 대만 가권보다 세 배 가까이 빠진 것이다. 이건 "반도체 사건"으로는 설명이 되지 않는다.

시간 순서를 보면 그림이 완성된다.

코스피와 코스닥 (2026 년 5 월 1 일 = 100)




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

| 구간 | 코스피 | 코스닥 |
|---|---|---|
| 5.4 → 6.22 (코스피 랠리 구간) | **+31.4%** | **-20.2%** |
| 6.22 → 7.29 (급락 구간) | **-37.9%** | **-31.6%** |

(자료: JAEMINI 지수 DB, LSEG, 대신증권 Research Center)

같은 나라 같은 기간에 대형주 지수는 31% 오르고 중소형주 지수는 20% 빠졌다. 이건 시장 전체에 돈이 들어온 게 아니라 **한쪽에서 빼서 다른 쪽에 넣은 것**이다. 코스닥을 팔아 반도체 대형주로 옮겨 탄 자금이 5~6 월의 랠리를 만들었고, 그 과정에서 신용융자는 6 월에 사상 최대 38 조 6 천억 원을 찍었다.

7 월에 그 방향이 뒤집혔다. 그런데 이번에는 **양쪽이 함께 빠진다.** 반도체가 무너지면서 계좌의 담보 비율이 깨지자, 반대매매가 그 계좌에 남아 있던 코스닥 종목까지 함께 정리했기 때문이다. **반대매매는 종목을 고르지 않는다. 계좌 단위로 작동한다.**

그래서 "반도체 아닌 것도 다 빠진다"는 관찰은 레버리지 가설의 반증이 아니라 **그 가설이 예측하는 바로 그 현상이다.** 만약 이것이 순수한 반도체 섹터 사건이었다면 비반도체와 코스닥은 상대적으로 방어됐어야 한다. 정반대가 나왔다.

### 검증 결과 — 진단을 3 층으로 세운다

두 반론을 반영해 진단을 정리하면 이렇게 된다.

| 층 | 무엇 | 크기(추정) | 한국이 통제 가능한가 |
|---|---|---|---|
| 1 층 | 글로벌 AI·반도체 리레이팅 | -8~16%p<br>(대만·일본·나스닥이 벤치마크) | 불가. 빅테크 실적·설비투자에 달림 |

| 층 | 무엇 | 크기(추정) | 한국이 통제 가능한가 |
|---|---|---|---|
| 2 층 | 지수 집중도 (두 종목이 시총 절반 수준) | 1 층 충격을 지수 레벨에서 증폭 | 구조적. 단기 해소 불가 |
| 3 층 | 레버리지 청산 (계좌 단위, 코스닥까지 전파) | 나머지 초과분 — 코스피 −37.9%와 대만 −16.1%의 격차 대부분 | 가능. 잔량이 유한하고 제도도 개입 중 |

(2 층 참고: JAEMINI 시가총액 DB 로 7 월 28 일 종가 기준 계산하면 삼성전자와 SK 하이닉스가 코스피·코스닥 합산 시총의 45.1%다.)

> 지금 하락은 **글로벌 반도체 리레이팅 위에 한국 고유의 레버리지 청산이 두 배로 얹힌 사건**이다. 그리고 두 층은 끝나는 시점도, 끝나는 방식도 다르다.

이 구분이 뒤에서 결정적으로 쓰인다. 3 층은 셀 수 있고 8 월 안에 소진되지만, 1 층은 셀 수 있는 숫자가 아니라 빅테크의 설비투자 가이던스와 메모리 단가가 결정하기 때문이다.

## 3. 45 년 동안 여섯 번 있었던 일

JAEMINI 지수 DB 로 1981 년 4 월부터 2026 년 7 월까지 코스피 일별 종가 11,977 일 전체를 조사했다. 기준은 **20 거래일 누적 수익률이 −25% 이하로 내려간 시점**이다. 지금 국면과 같은 강도의 급락을 찾기 위해서다.

**45 년 동안 여섯 번 있었다.** 그리고 지금이 여섯 번째다.

각 국면이 어떻게 끝났는지를 정리하면 이렇다.

| 국면 | 진입일 | 20 일 낙폭 | 저점일 | 저점까지 추가 거래일 | 추가 낙폭 | 고점 대비 총낙폭 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 외환위기 | 1997.11.28 | −25.9% | 1998.06.16 | 157 일 | −32.0% | −64.7% |
| 〃 (2 차 트리거) | 1998.05.26 | −25.9% | 1998.06.16 | 16 일 | −10.3% | −63.4% |
| 닷컴 | 2000.09.22 | −25.1% | 2001.09.17 | 241 일 | −15.3% | −55.7% |
| 글로벌 금융위기 | 2008.10.23 | −29.8% | 2008.10.24 | 1 일 | −10.6% | −54.5% |
| 코로나 | 2020.03.18 | −28.0% | 2020.03.19 | 1 일 | −8.4% | −35.7% |
| **현재** | **2026.07.20** | **−28.0%** | **?** | **7 일 경과** | **−13.1%** | **−37.9%** |

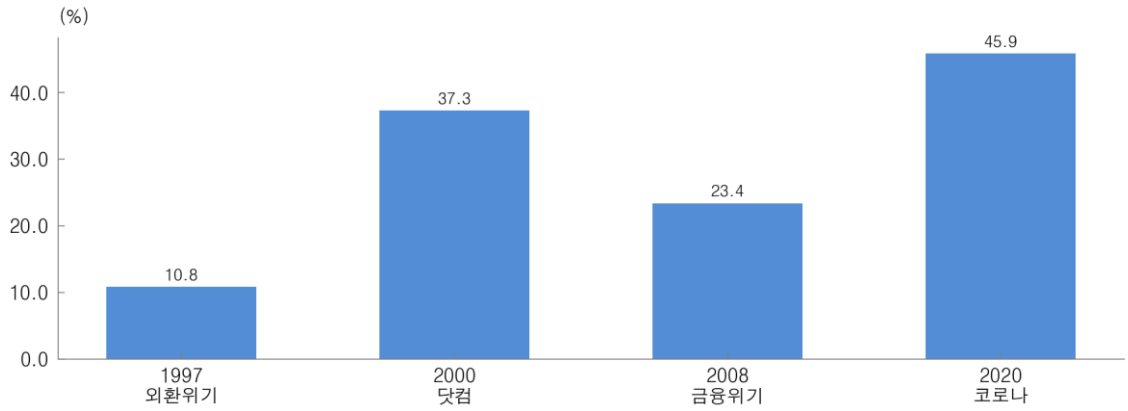
(자료: JAEMINI 지수 DB, LSEG, 대신증권 Research Center · 1981.4~2026.7 코스피 일별 종가 전수조사. 1997 년 11 월과 1998 년 5 월은 같은 저점을 공유하는 하나의 국면이 두 번 임계를 건드린 경우. **'고점 대비 총낙폭'의 고점은 트리거 직전 250 거래일 내 최고치**이며 사상 최고가가 아니다 — 예컨대 외환위기 행의 기준 고점은 1997 년 6 월 792 이고, 1994 년 고점 1,139 대비로는 낙폭이 훨씬 크다)

그리고 저점을 지난 뒤에는 이랬다.

| 저점 이후 | 플러스 비율 | 중앙값 수익률 |
|---|---|---|
| 1 개월 | 4 개 국면 모두 (+) | +11.6% |
| 3 개월 | 4 개 국면 모두 (+) | +30.3% |
| 6 개월 | 4 개 국면 모두 (+) | +58.1% |
| 12 개월 | 4 개 국면 모두 (+) | +91.5% |

(트리거는 6 회지만 1997 년 11 월과 1998 년 5 월이 같은 저점을 공유하므로 **독립 국면은 4 개**다. 표본이 4 개라는 점을 감안해 읽어야 한다.)

### 급락 국면 저점 이후 3 개월 수익률




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

숫자만 보면 강력한 결론이 나올 것 같지만, 여기서 멈추면 안 된다. 독립 표본이 네 개뿐이고, **저점을 사후에 알고 계산한 수익률**이기 때문이다. 실제 투자자에게 필요한 건 "저점 이후 12 개월이 좋다"가 아니라 "저점이 언제냐"다. 그리고 그 답의 편차가 이 표에서 가장 눈여겨볼 대목이다.

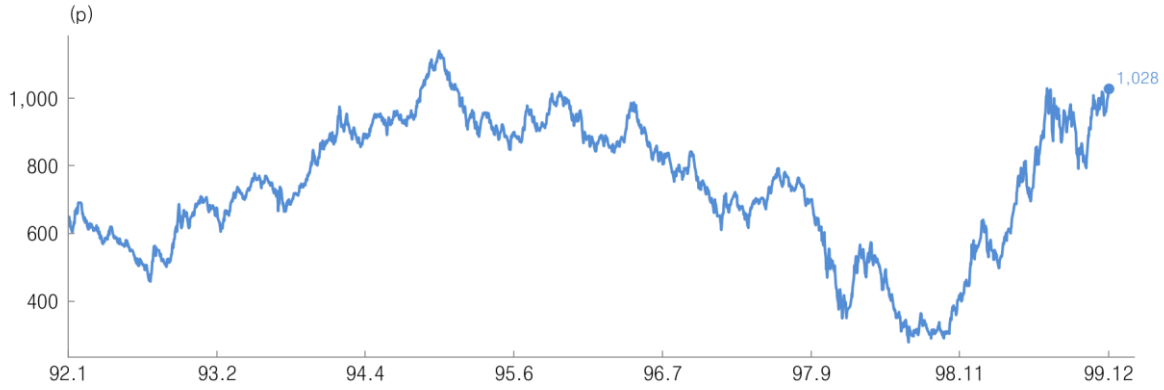
**저점까지 걸린 시간이 1 거래일에서 241 거래일까지 벌어진다.** 독립 국면 4 개의 중앙값은 79 거래일이지만, 1 일과 241 일이 섞인 표본의 중앙값은 어떤 시점도 가리키지 못한다. 평균이나 중앙값으로 요약할 수 있는 분포가 아니라는 뜻이다. **무엇이 이 차이를 갈랐는지**를 알아내는 것 말고는 이 표에서 얻을 게 없다.

## 4. 무엇이 길고 짧음을 갈랐는가

다섯 국면을 시간 순이 아니라 **소요 기간 순**으로 다시 배열하면 성격이 선명하게 갈린다.

**오래 끈 쪽 — 1997 년(157 일), 2000 년(241 일).** 두 국면의 공통점은 기업 이익 자체가 훼손됐다는 데 있다. 외환위기는 환율과 금리가 동시에 폭등하면서 기업의 재무구조를 직접 무너뜨렸다.

### ① 외환위기 (1992~1999) — 이미 3 년째 내려오던 시장에 충격이 얹혔다



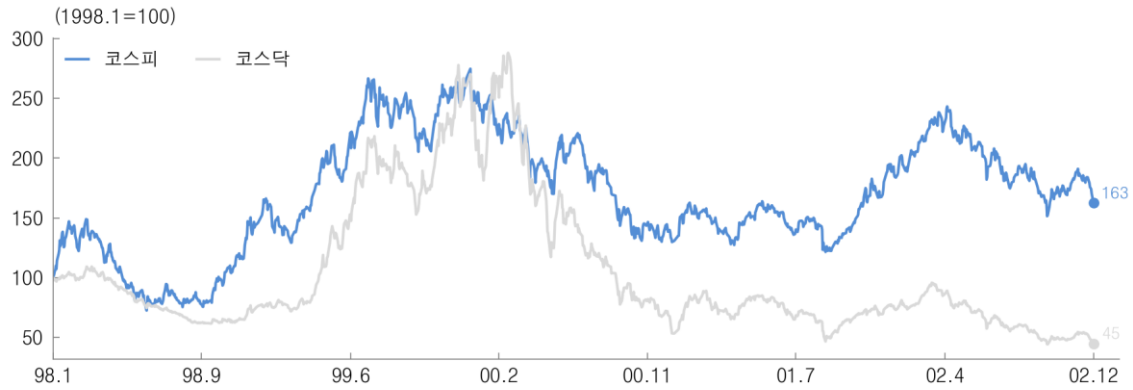

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

창을 넓혀 보면 1997 년의 성격이 드러난다. 코스피는 **1994 년 1,139 에서 이미 3 년째 내려오던 중**이었고(1996 년 651), 그 위에 외환위기가 얹혔다. 급등 뒤의 붕괴가 아니라 장기 하락의 마지막 국면이었다는 뜻이다. 1998 년 280 에서 1999 년 1,028 까지의 반등은 그 뒤에 왔다.

**2000 년 국면은 조금 더 자세히 볼 필요가 있다. 오늘과 구조적으로 겹치는 대목이 있기 때문이다.**

당시 한국에서 벌어진 일은 두 갈래였다. 하나는 코스닥 벤처 버블의 붕괴다. 코스닥은 2000 년 3 월 10 일 2,834 에서 2001 년 9 월 17 일 460 까지 **83.8%** 빠졌다. 이익 기반이 없던 기업들의 가치가 실제로 0 에 수렴한 국면이라, 밸류에이션이라는 개념 자체가 성립하지 않았다.

### ② 닷컴 (1998~2002) — 2.9 배 급등 뒤의 붕괴, 그리고 갈라진 회복




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

**이 차트가 다섯 국면 중 오늘과 가장 닮았다.** 1998 년 1 월을 100 으로 놓으면 1999 년 말까지 코스피는 2.7 배, 코스닥은 2.9 배 올랐다. 급등이 먼저 있었고 붕괴가 뒤따랐다.

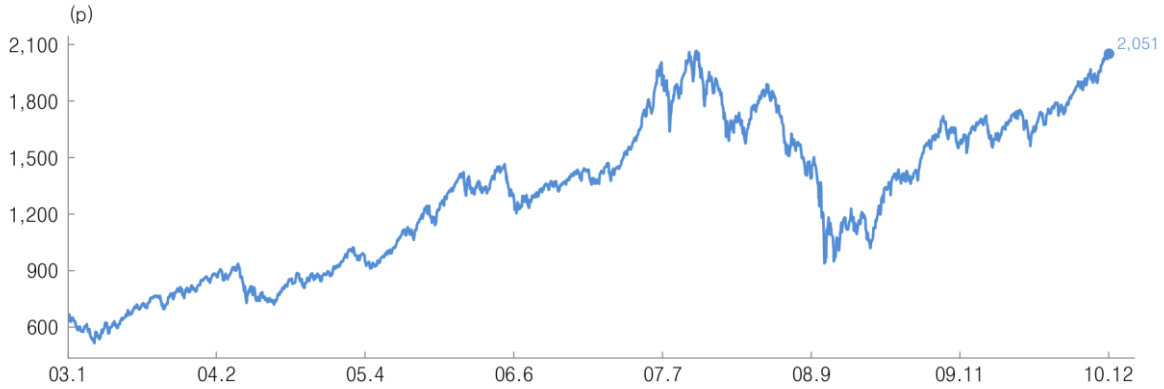
그리고 회복에서 두 선이 완전히 갈라진다. 2002 년 12 월 기준 코스피는 163 으로 급등분의 상당 부분을 지켜냈지만, **코스닥은 45 로 출발점의 절반도 되지 못했다.** 지수가 돌아온 뒤에도 영영 돌아오지 못한 자산이 있었다는 뜻이다.

다른 하나가 중요하다. **같은 기간 한국의 수출이 실제로 줄었다.** 한국은행 수출금액지수는 2000 년 +20.7%에서 **2001 년 -14.3%로 감소 전환**했고, 수출물가지수도 2001 년 -3.8%, 2002 년 -7.0%로 이어서 내려갔다. 미국 IT 투자가 멈추면서 D 램을 비롯한 IT 수출 단가가 무너진 결과다. 코스피도 2000 년 1 월 1,059 에서 2001 년 9 월 469 까지 55.7% 빠졌다.

즉 2000~2001 년은 **"단가가 꺾이자 이익 추정치가 뒤따라 내려온" 국면**이었다. 주가가 싸 보여도 계속 싸졌던 이유는 분모인 이익이 함께 내려갔기 때문이다. **밸류에이션이 바닥의 근거가 되지 못하는 국면**이었다. 지금의 수출 호조 역시 물량이 아니라 **메모리 단가**가 만들고 있다는 점에서, 2000 년은 단순한 옛날 이야기가 아니다.

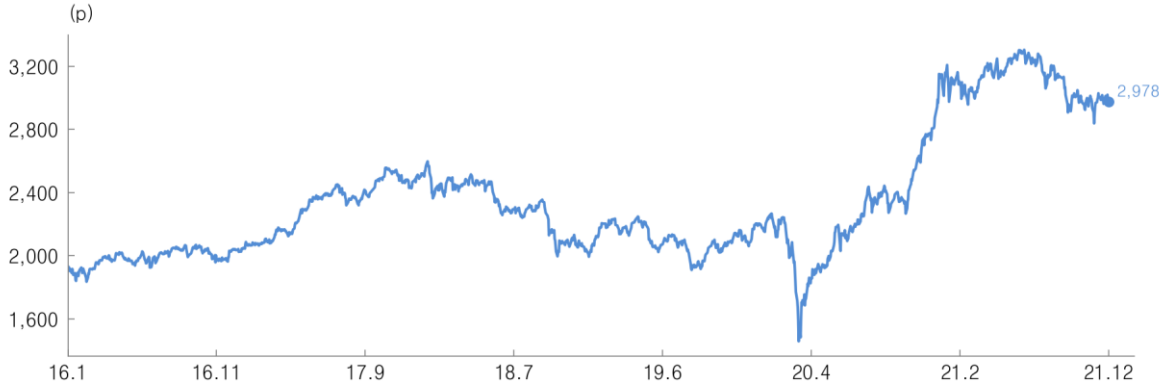
**짧게 끝난 쪽 — 2008 년(1 일), 2020 년(1 일).** 두 국면은 유동성과 심리가 만든 충격이었다. 이익 전망이 훼손되기 전에 가격이 먼저 무너졌고, 정책이 반응하자 되돌림도 빨랐다. 2008 년 10 월과 2020 년 3 월 모두 임계를 건드린 **바로 다음 거래일이 저점**이었다.

### ③ 글로벌 금융위기 (2003~2010) — 4 배 급등 뒤 붕괴, 그러나 2 년 만에 전고점 회복




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

### ④ 코로나 (2016~2021) — 급등 없이 맞은 충격, 그리고 그 뒤의 급등



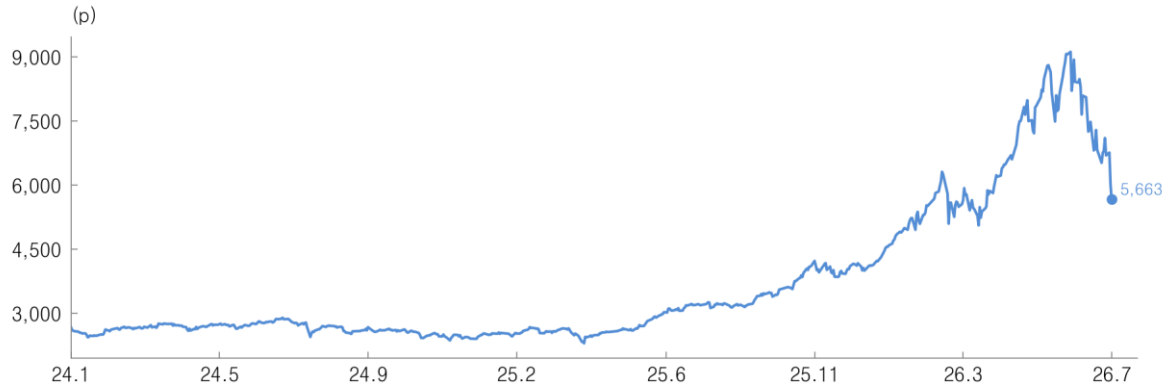

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

2020 년은 순서가 반대다. 2016~2019 년은 2,000 선 부근에서 횡보하던 구간이라 **크래시 이전에 급등이 없었고,** 급등은 오히려 크래시 이후에 왔다(1,458 → 2021 년 3,305).

## 그리고 지금

같은 축척으로 현재 국면을 놓으면 이렇다.

### ⑤ 현재 (2024~2026.7) — 2 년 반에 3.4 배 오른 뒤의 급락




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

2024 년 내내 2,600~2,900 선에서 횡보하던 지수가 2025 년 중반부터 수직으로 올랐다. **2024 년 초 2,670 에서 2026 년 6 월 9,115 까지 2 년 반 만에 3.4 배**가 됐고, 상승이 집중된 구간만 끊어 보면 **2025 년 4 월 저점 2,294 에서 14 개월 만에 4.0 배**다. 그리고 다섯 주 만에 5,663 으로 되돌렸다. 앞선 네 장 중 어느 것보다 상승 각도가 가파르다.

## 다섯 장을 나란히 놓으면

두 가지가 보인다.

**첫째, 끝나는 모양이 두 갈래다.** 외환위기와 닷컴은 급락 뒤에 **길고 완만한 내리막**이 이어지는 반면, 금융위기와 코로나는 급락 지점이 그대로 **V 자의 꼭짓점**이다.

**둘째, 그런데 그 갈림을 급등 여부가 설명하지 못한다.** 이 점이 중요하다. 2008 년은 4 배 급등 뒤의 붕괴였는데도 2 년 만에 전고점을 회복했고, 2020 년은 급등도 없었는데 급락이 왔다. 반대로 1997 년은 급등 없이 3 년째 내려오던 시장이 무너졌고, 2000 년은 2.9 배 급등 뒤에 무너졌다. **"많이 올랐으니 많이 빠질 차례"는 데이터가 지지하지 않는 명제다.**

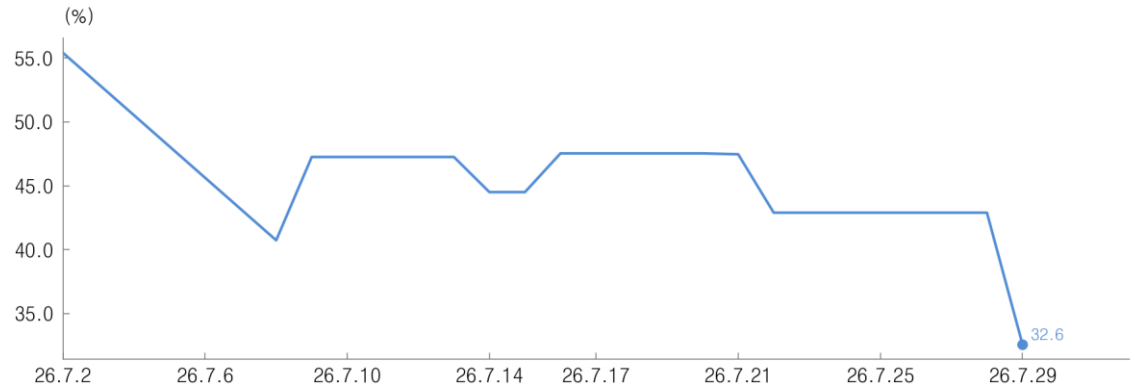
갈림을 만든 건 상승 폭이 아니라 **그 뒤에 이익이 버텼는가**였다. 그게 다음 절의 판별선이다.

## 5. 지금 국면에 판별선을 대입하면

### 판별선 1 — 이익은 살아 있다

3 개월 이익 추정치 상향률은 7 월 초 55.4%에서 지금 32.6%로 내려왔다. **속도는 분명히 꺾였다.** 2 분기 실적 시즌 이후 이익 모멘텀이 정점을 지날 것이라는 앞선 판단이 데이터로 확인되고 있는 국면이다.

코스피 3 개월 이익추정치 상향률 — 0 선이 판별선

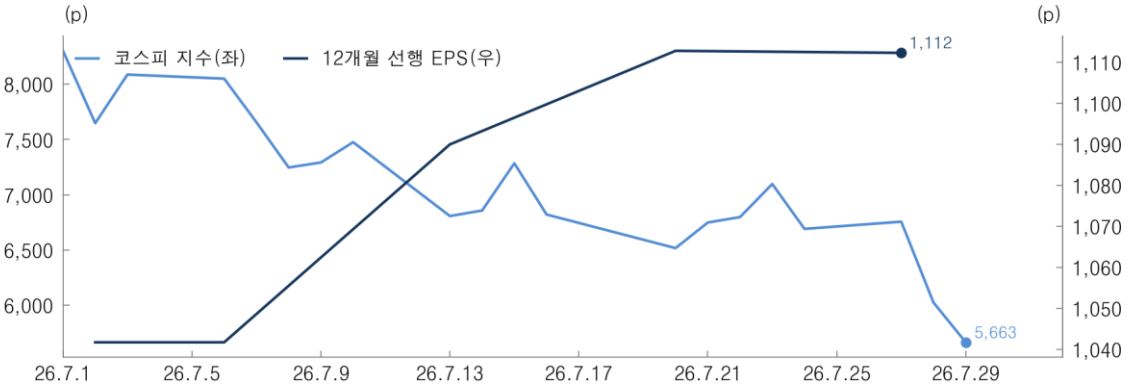



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

다만 이 숫자가 **여전히 큰 폭의 플러스**라는 점이 결정적이다. 이익 추정치가 내려가는 게 아니라 올라가는 속도가 느려지고 있을 뿐이다.

그리고 이 구분을 가장 선명하게 보여주는 그림이 아래에 있다. 7 월 한 달간 코스피 지수와 12 개월 선행 EPS 를 같은 축에 올려놓으면 두 선이 정확히 엇갈린다.

7 월 코스피 지수와 12 개월 선행 EPS — 가격은 내려가고 이익 전망은 올라갔다



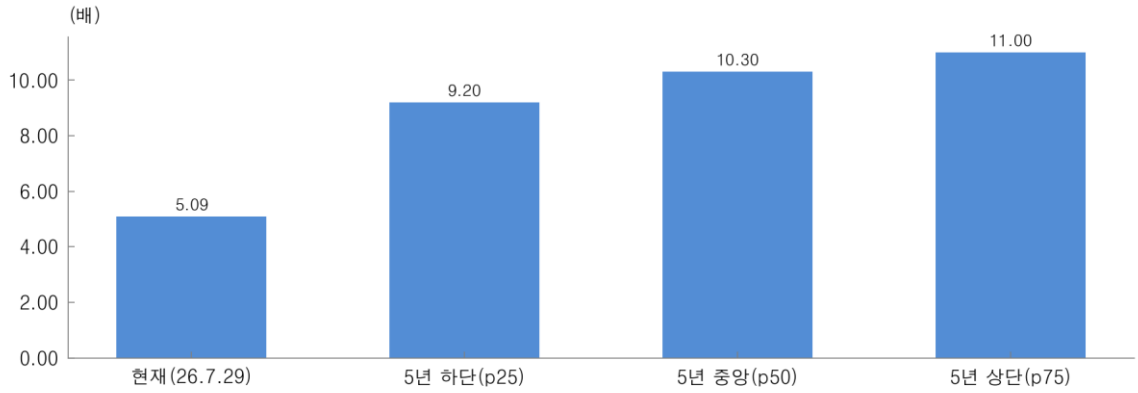

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

**같은 기간 지수는 8,303 에서 5,663 으로 31.8% 빠졌는데, 12 개월 선행 EPS 는 1,041.8 에서 1,112.3 으로 6.8% 올랐다.** 주가가 이익 전망을 따라 내려간 게 아니라, 이익 전망을 두고 주가만 혼자 내려갔다는 뜻이다. 시장이 이익을 의심해서 판 것이라면 애널리스트들의 추정치가 먼저 또는 함께 내려왔어야 한다. 그런 일은 일어나지 않았다.

실물에서도 방향이 같다. 6 월 수출은 사상 처음 1,000 억 달러를 넘었고, 반도체는 상반기 누계만으로 작년 한 해 실적을 넘어섰다. SK 하이닉스는 분기 영업이익 60 조를 냈다.

1997 년과 2000 년의 특징이었던 "분모가 함께 내려간다"는 조건은 현재 성립하지 않는다. 오히려 분모는 올라가는 중이고, 그래서 PER 이 그토록 빠르게 내려간 것이다.

### 코스피 12 개월 선행 PER — 현재 수준과 5 년 밴드 비교




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

## 판별선 2 — 신용은 움직이지 않았다

여기가 이번 국면 판정에서 가장 중요한 확인이다.

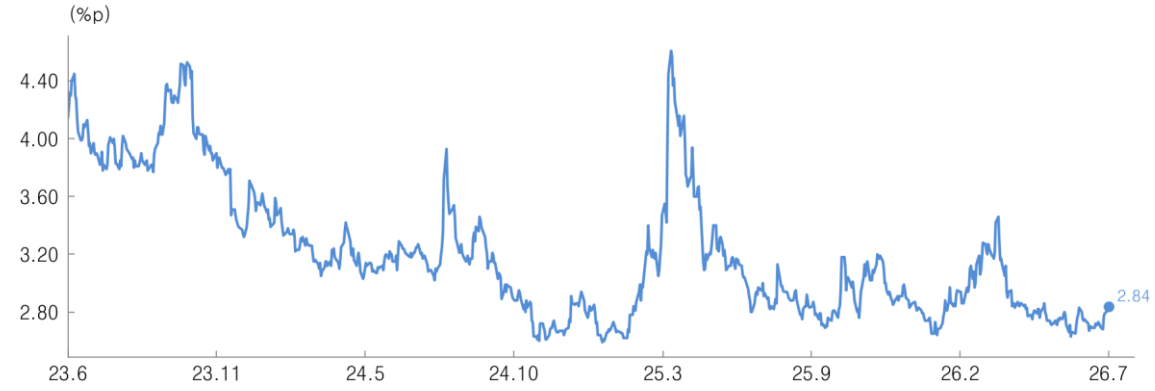
**코스피가 하루에 10.8% 빠진 7 월 28 일, 미국 하이일드 스프레드는 3bp 벌어졌다.** 2.81%p 에서 2.84%p 로 움직인 것이 전부다. 투자등급 스프레드는 0.81%p 로 아예 변하지 않았다.

| 날짜 | 하이일드 스프레드 | 투자등급 | 코스피 |
|---|---|---|---|
| 7 월 24 일 | 2.79%p | 0.80%p | — |
| 7 월 27 일 | 2.81%p | 0.81%p | -0.9% |
| **7 월 28 일** | **2.84%p (+3bp)** | **0.81%p (변화 없음)** | **-10.8%** |

(자료: FRED, LSEG, 대신증권 Research Center)

레벨로 봐도 마찬가지다. 2.84%p 는 3 년 표본에서 **하위 24%ile** 이고, 3 년 밴드 상단이 4.61%p 다. 지금 크레딧은 여전히 역사적으로 매우 타이트한 구간에 머물러 있다.

### 미국 하이일드 스프레드 3 년 추이 — 방향은 확대, 레벨은 여전히 하단




자료: FRED, 대신증권 Research Center

차트를 보면 2025 년 3 월에 4.6%p 까지 치솟았던 국면과 지금은 전혀 다른 자리에 있다. **주식시장이 붕괴하는 동안 신용시장이 반응하지 않았다는 이 괴리 자체가, 지금 사건이 시스템 위기가 아니라 한국 주식시장 내부의 포지션 사건이라는 가장 강한 증거다.**

**한 가지 단서는 달아야 한다.** 스프레드 데이터는 7 월 28 일까지다. 코스피가 6% 더 빠진 **7 월 29 일의 신용 반응은 아직 확인되지 않았다.** 위 판정은 급락 이틀 중 첫날에 대한 것이고, 둘째 날 확인이 남아 있다.

### 판별선 3 — 낙폭 속도가 유형을 가른다

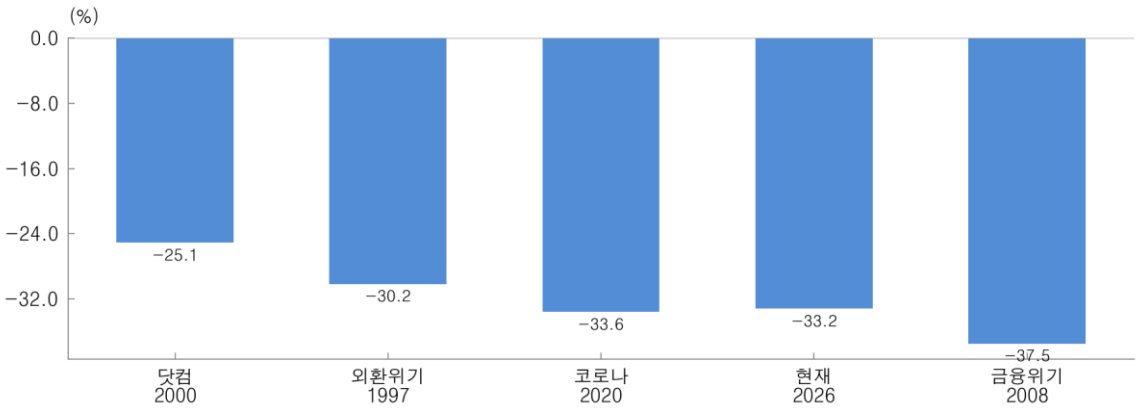
7 월 29 일 종가로 계산하면 **코스피의 20 거래일 누적 수익률이 −33.2%다.** 45 년 표본에서 20 거래일 수익률을 계산할 수 있는 11,957 일 중 이보다 나빴던 날은 **단 3 일**이다(하위 0.025%). 그리고 그 3 일이 어디인지가 중요하다.

| 순위 | 날짜 | 20 일 낙폭 | 그날의 성격 |
|---|---|---|---|
| 1 | 2008.10.24 | −37.5% | **글로벌 금융위기 국면의 저점 당일** |
| 2 | 2008.10.27 | −35.9% | 저점 다음 거래일 |
| 3 | 2020.03.19 | −33.6% | **코로나 국면의 저점 당일** |
| **4** | **2026.07.29** | **−33.2%** | **현재** |

(자료: JAEMINI 지수 DB, LSEG, 대신증권 Research Center · 자체 산출)

더 결정적인 것은 반대쪽이다. **"느린 내리막"이었던 1997 년과 2000 년은 이 속도에 한 번도 도달하지 못했다.**

### 국면별 '가장 나빴던 20 거래일 낙폭' — 속도가 유형을 가른다




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

| 국면 | 그 국면에서 가장 나빴던 20 일 낙폭 | 유형 |
|---|---|---|
| 닷컴 (2000) | −25.1% | 느린 내리막 (저점까지 241 거래일) |
| 외환위기 (1997) | −30.2% | 느린 내리막 (저점까지 157 거래일) |
| **현재 (2026)** | **−33.2%** | ? |
| 코로나 (2020) | −33.6% | 급속 붕괴 (저점까지 1 거래일) |
| 금융위기 (2008) | −37.5% | 급속 붕괴 (저점까지 1 거래일) |

(자료: JAEMINI 지수 DB, LSEG, 대신증권 Research Center · 자체 산출)

**세 판별선이 모두 같은 방향을 가리킨다** — 지금은 2008 년·2020 년형이다.

그런데 이 세 번째 판별선은 정직하게 세 가지 단서를 달아야 한다.

**첫째, 상당 부분 정의상 자연스러운 결과다.** 20 거래일 누적 낙폭은 현재 가격이 20 일 전보다 가장 낮을 때 최소가 된다. 그 지점은 정의상 국면 저점 부근일 수밖에 없다. "역대 최악 낙폭일이 저점이었다"는 관찰에는 이 순환성이 섞여 있다. **저점을 예측하는 지표가 아니라, 사후에 국면 유형을 분류하는 지표**로 읽어야 한다.

**둘째, 임계가 뚜렷하지 않다.** 외환위기가 -30.2%까지 갔다는 것은 "느린 내리막도 -30% 근처는 찍을 수 있다"는 뜻이다. -33%라는 선이 두 유형을 깔끔하게 가르지 않는다. 표본은 급속 붕괴 2 개, 느린 내리막 2 개뿐이다.

**셋째, 재발 위험이 있다.** 1997 년에는 20 거래일 낙폭이 -7.1%까지 회복되며 속도가 잦아든 지점(1997 년 12 월 17 일)이 있었지만, 그것은 종료가 아니라 **소강**이었다. 이듬해 5 월 26 일 낙폭이 다시 -25% 이하로 내려가며 **급락이 재발**했고(앞 표의 '2 차 트리거'가 이것이다), 그 뒤에야 저점이 왔다. **속도가 잦아들었다는 신호 하나만으로 국면 종료를 선언할 수 없다.**

## 과거 다섯 국면에 없던 변수

한 가지 더 덧붙여야 한다. 두 종목이 지수 시가총액의 절반 수준을 차지하는 집중도, 그리고 단일종목 레버리지 ETF 라는 새로운 미시구조는 과거 국면에 없던 것이다. 이건 양쪽으로 작용한다.

나쁜 쪽으로는, 기계적 매도가 밸류에이션을 방어선으로 인정하지 않는다. PER 5 배가 바닥의 근거가 되지 못한다는 뜻이다. 좋은 쪽으로는, **이번 위기는 셀 수 있다.** 시스템 위기의 크기는 아무도 셀 수 없지만, 레버리지 잔량은 조 단위로 집계되는 숫자다.

## 6. 그래서 언제인가 — 세 개의 시계

날짜를 하나 찍는 대신, 서로 독립적인 세 개의 시계를 각각 읽는다. 두 개는 시점을 가리키고, 나머지 하나는 시점 대신 조건을 가리킨다.

### 시계 A — 레버리지 잔량

가장 직접적인 시계다. 신용융자는 6 월 사상 최고 38 조 6 천억 원에서 7 월 중순 34 조 4 천억 원으로 **약 4 조 2 천억 원(11%)이 소진**됐다. 여기에 7 월 말 이틀간의 급락으로 반대매매가 집중됐으니 실제 잔량은 이보다 더 줄어 있을 가능성이 높다.

청산 압력이 의미 있게 완화되는 구간을 30 조 초반으로 **가정하면**(과거 사례로 검증된 임계가 아니라 이 글의 작업가설이다) 4 조 원 안팎이 더 줄어야 한다. 7 월의 소진 속도가 유지된다면 **3~4 주**, 지금처럼 반대매매가 가속되는 국면이라면 그보다 짧아진다.

**그리고 제도가 이 시계를 앞당기고 있다.** 7 월 29 일 저녁 금융당국이 긴급회의를 열고 추가 조치를 발표했다.

| 조치 | 내용 |
|---|---|
| **투자 한도** | 개인의 단일종목 레버리지 ETF 투자를 **총 투자자산의 20%로 제한** |
| **거래 비용** | 선물시장 과다호가 부과금에 준하는 비용 부과 검토 |
| **최소 예탁금** | 1,000 만 → 3,000 만 원 · **7 월 31 일 시행** |
| **모의거래** | 기존 투자자 교육에 더해 모의거래 요구 도입 |
| **법적 근거** | 비상시 시장안정 조치를 위한 법적 근거 마련 (홍콩의 유연 레버리지 체계 참고) |
| 기존 조치 | 신규 상장 중단, 광고 금지 (이미 시행) |

(자료: 기획재정부·금융위원회 발표 / Reuters 26.7.29, 대신증권 Research Center)

최고위 정책당국자들이 **"신중한 검토 없이 도입된 점"을 공식 사과**하기도 했다. 이 상품이 국내에 승인된 것이 5 월 말이니 두 달 만의 정책 반전이다. 투자 한도 20%는 신규 유입을 구조적으로 막고, 예탁금 인상이 7 월 31 일 발효된다. 매일 나오던 리밸런싱 물량이 예상보다 이르게, 더 크게 줄어든다.

시장에서도 비슷한 시간표를 본다. 앞서 인용한 국내 전략가는 **"축적된 레버리지 규모를 감안하면 청산이 1~2 주 안에 끝나지 않는다"**고 했다.

### 시계 B — 이벤트 클러스터

8 월 첫 2 주에 확인 재료가 몰려 있다. FOMC 는 통과했고, 남은 것은 이렇다.

| 일자 | 이벤트 | 이 국면에서의 의미 |
|---|---|---|
| 7/30 | **삼성전자 2 분기 실적** | 하이닉스 미스 해석("고부가 비중이 높아 범용 메모리 랠리 수혜가 작았다")의 검증 |
| 7/31 | 일본은행 금융정책결정회의 | 엔 캐리 청산 압력의 방향 |
| 7/31 | 레버리지 ETF 예탁금 인상 시행 | 시계 A 의 구조적 가속 |

| 일자 | 이벤트 | 이 국면에서의 의미 |
|---|---|---|
| 8/1 | 한국 7 월 수출 (컨센 +57.8%, 6 월 +70.9%) | 판별선 1 의 실물 확인 |
| 8/3 | 한국 7 월 물가 / 미 ISM 제조업 | 한국은행 8 월 회의 경로 |
| 8/7 | 미국 7 월 고용 | 연준 9 월 경로 |
| 8/12 | 미국 7 월 소비자물가 | 유가 급락의 물가 반영 첫 확인 |

(자료: LSEG 이코노믹 캘린더, 금융위원회, 대신증권 Research Center)

**8 월 12 일이면 이 국면을 판정할 재료가 전부 나와 있다.** 그전까지는 어떤 반등도 재료 없는 반등이고, 그런 반등은 이 장에서 하루를 못 간다.

### 시계 C — 역사

**이 시계는 시점을 가리키지 못한다.** 앞서 본 대로 저점까지의 소요 기간은 1 거래일에서 241 거래일까지 흩어져 있고, 독립 국면 4 개의 중앙값 79 거래일은 1 일짜리와 241 일짜리를 평균낸 값이라 어떤 국면에도 해당하지 않는다. 표본 4 개로 시점을 추정하는 것은 통계적으로 무리다.

다만 **조건부로는 읽을 수 있다.** 판별선을 통과한 국면(2008·2020)만 놓고 보면 **임계를 건드린 바로 다음 거래일이 저점**이었고, 통과하지 못한 국면(1997·2000)은 157 일과 241 일이 걸렸다. 즉 이 시계가 알려주는 것은 날짜가 아니라 **분기점**이다. 판별선이 유지되면 저점은 압축적으로 오고, 무너지면 몇 달 단위로 늘어진다.

### 세 시계가 가리키는 곳

시계 A 는 3~4 주 안, 시계 B 는 8 월 12 일을 가리킨다. **시점을 가리키는 두 시계가 8 월 초에서 중순 사이에 겹친다.** 시계 C 는 시점을 주지 않는 대신, 그 시점에 저점이 형성될지 아니면 완만한 내리막이 이어질지를 가르는 조건을 알려준다.

**다만 이 시계들이 가리키는 것이 정확히 무엇인지는 엄밀하게 말해야 한다.** 시점을 가리키는 두 시계는 모두 3 증(레버리지 청산)의 시계다. 그리고 3 증이 끝나는 것과 지수가 바닥을 찍는 것은 같은 사건이 아니다.

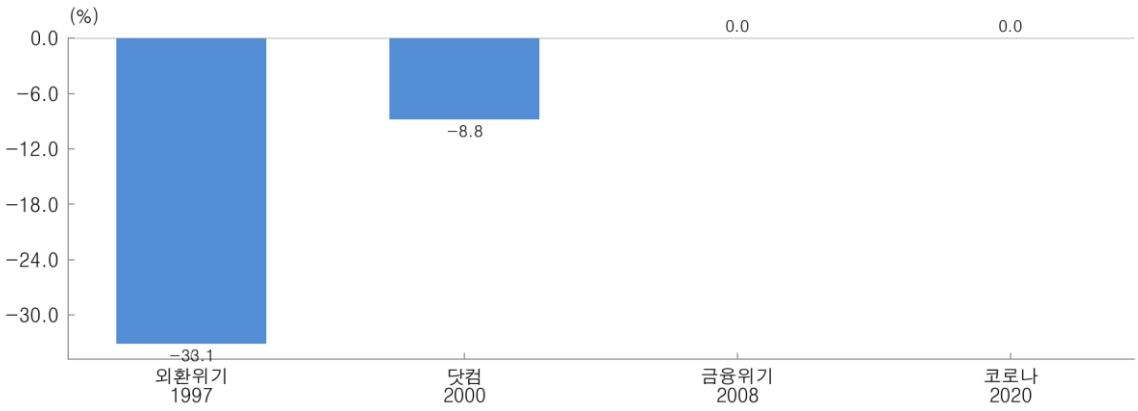
### 급락이 멎는 것과 하락이 끝나는 것은 다른 사건이다

이 구분이 실제로 유효한지 45 년 데이터로 확인했다. 각 국면에서 **급락 속도가 멎은 날**(20 거래일 낙폭이 −10% 위로 회복된 첫날)과 **지수 저점일**을 따로 측정해 간격을 쟀다.

| 국면 | 급락 속도가 멎은 날 | 지수 저점일 | 간격 | 그 사이 추가 낙폭 |
|---|---|---|---|---|
| 외환위기 | 1997.12.17 | 1998.06.16 | **141 거래일 뒤** | **−33.1%** |
| 닷컴 | 2000.10.18 | 2001.09.17 | **224 거래일 뒤** | **−8.8%** |
| 글로벌 금융위기 | 2008.11.05 | 2008.10.24 | 8 거래일 먼저 | 해당 없음 |
| 코로나 | 2020.04.06 | 2020.03.19 | 12 거래일 먼저 | 해당 없음 |

(자료: JAEMINI 지수 DB, LSEG, 대신증권 Research Center · 자체 산출)

### 급락 속도가 멎은 뒤 저점까지 추가로 더 빠진 폭




자료: LSEG, 대신증권 Research Center

**결과가 판별선을 따라 정확히 갈린다.** 이익과 신용이 버틴 2008 년과 2020 년에서는 급락이 멎기도 전에 이미 저점이 지나가 있었다. 반면 이익이 훼손된 1997 년과 2000 년에서는 급락 속도가 잦아든 뒤에도 지수가 몇 달에 걸쳐 33%, 9%를 더 흘러내렸다. 앞서 본 대로 1997 년의 경우 그 "종료"는 소강이었고 다섯 달 뒤 급락이 재발했다.

그래서 이 글의 판단은 이렇게 정리해야 정확하다.

> **8 월 초·중순에 끝날 가능성이 높은 것은 "급락", 즉 무질서한 강제 매도 국면이다.**

> **그것이 곧 지수 저점을 뜻하지는 않는다.** 저점은 3 층이 아니라 1 층(글로벌 반도체 리레이팅)이 함께 멎어야 확인된다.

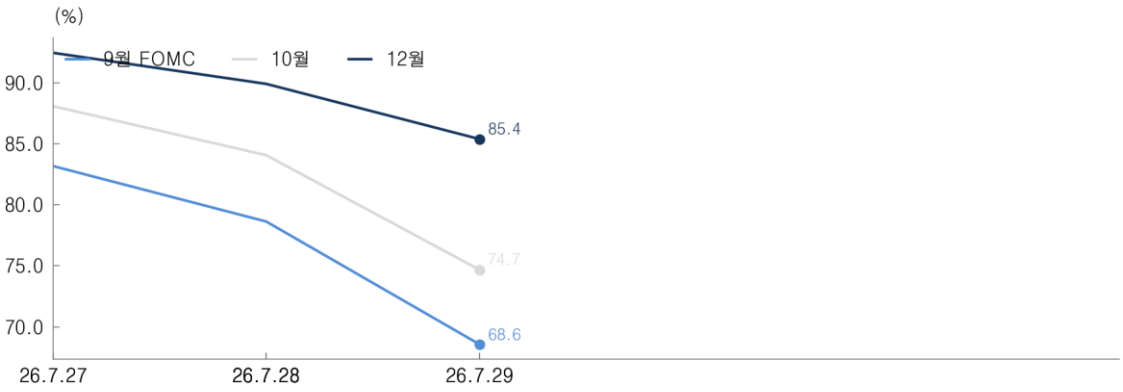
그리고 1 층이 언제 끝나는지는 **셀 수 있는 숫자가 아니다.** 신용융자는 조 단위로 집계되지만, 글로벌 AI 설비투자 사이클이 몇 달째인지는 아무도 세어주지 않는다. 그건 빅테크의 설비투자 가이던스와 메모리 고정가격이 사후에 알려줄 뿐이다.

## 1 층은 무엇이 움직이는가 — 실질금리와 빅테크 설비투자

셀 수는 없지만 1 층을 밀고 당기는 변수는 특정할 수 있다. 하나는 빅테크의 설비투자이고, 다른 하나는 **실질금리**다. 글로벌 AI 리레이팅이 시작된 배경에 고멀티플 기술주의 할인율 상승이 있었기 때문이다.

그래서 오늘 새벽 FOMC 는 **이 글의 3 층(레버리지)과는 무관하고, 1 층에만 관련이 있다.** 연준은 정책금리를 3.50~3.75%로 동결했는데 **세 명이 인상을 주장하며 반대표를 던졌다.** 매파적 동결이다. 그런데 연방기금선물이 반영하는 9 월 인상 확률은 이틀 만에 83.2%에서 **68.6%**로 내려왔다(12 월은 92.4% → 85.4%).

FOMC 전후 누적 인상 확률




자료: JAEMINI FedWatch, 대신증권 Research Center

워시 의장이 **"명목·실질 금리가 상당히 높아졌다. FOMC 회의 사이의 상승 폭 일부는 수십 년 만에 가장 큰 수준"**이라며 **"우리가 42 일간 별로 한 게 없는데도 금리가 올랐다"**고 말한 것이 결정적이었다. 시장이 이미 긴축을 대신 해줬으니 서둘러 움직일 필요가 줄었다는 논리다. 같은 날 단기 국채 금리만 하락하고 10 년물은 3.9bp 올라 4.643%로 마감한 것이, 이 변화가 정책금리 경로 기대의 하향이라는 점을 뒷받침한다.

**1 층에 대한 함의는 두 가지다.** 실질금리의 상방 압력이 약해졌다는 것은 글로벌 기술주 멀티플을 누르던 힘 하나가 완화됐다는 뜻이다. 그리고 의장이 **"투자는 강하다"**, **"AI 투자가 미래 성장의 기반을 놓고 있다"**고 말한 것은, 이달 중순 의회 증언에서 **"AI 에 실망이 와도 관련 설비투자의 상당 부분은 대체 용도가 있다"**고 한 데 이어 AI 자본지출을 여전히 건설적으로 본다는 확인이다.

**다만 이것이 한국 급락의 원인도, 반등의 촉매도 아니라는 점은 분명히 해야 한다.** 코스피가 이틀에 16% 빠진 이유는 금리가 아니었다. 그러니 금리 부담이 줄었다고 3 층이 앞당겨 끝나지도 않는다. FOMC 가 바꾼 것은 **1 층의 배경 조건 하나**이고, 그 효과는 8 월 초·중순의 급락 종료 시점이 아니라 **그 이후 저점이 형성될지를 가르는 쪽에서 나타난다.**

## 수급에서 나온 첫 신호

7 월 29 일 장중 흐름 자체가 정보를 담고 있다. 코스피는 장 초반 3.4% 상승으로 출발했다가 오후에 -12.6%까지 밀렸고, 종가는 -5.98%로 마감했다. 장중 저점에서 상당폭 회복한 것이다.

투자자별 방향도 전날과 반대로 돌았다. 7 월 28 일에는 개인이 순매수하고 외국인이 순매도했는데, **7 월 29 일에는 개인이 순매도로 돌아서고 기관이 대규모 순매수로 전환**했다. (금액은 수집 경로의 단위 신뢰 문제가 있어 방향만 적는다.)

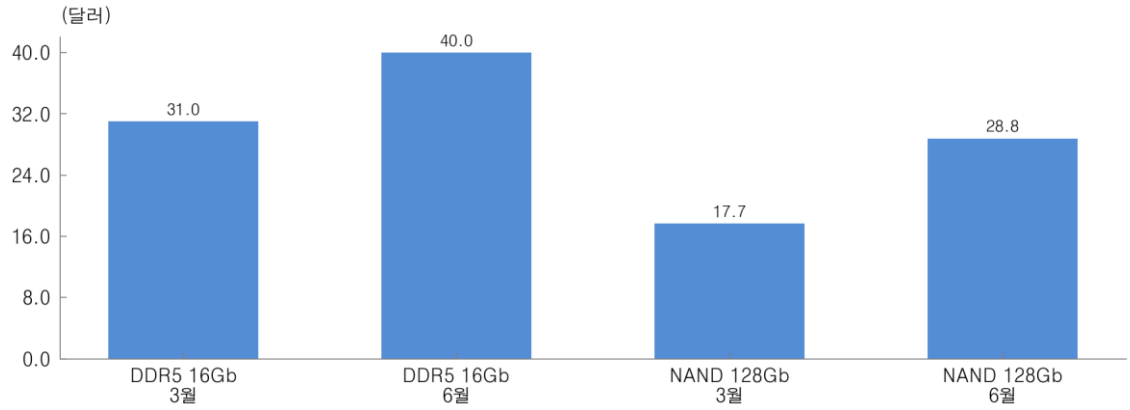
개인의 항복 매도, 기관의 저가 매수, 장중 저점에서의 회복이라는 조합은 국면 전환기에 흔히 나타나는 모습이다. **다만 하루치 신호다.** 뒤에서 제시하는 2 단계 진입 조건은 이보다 엄격하다.

## 7. 이 진단이 틀렸다는 걸 무엇으로 알 수 있나

전망보다 중요한 건 전망이 틀렸을 때 그걸 알아채는 조건이다. 아래 다섯 중 하나라도 확인되면 위 판단은 폐기해야 한다.

**첫째, D 램·낸드 고정거래가격이 하락 전환할 때.** 이걸 맨 앞에 두는 이유가 있다. 앞서 본 2000~2001 년이 정확히 이 경로로 무너졌기 때문이다. 당시에도 한국 수출은 2000 년 +20.7%로 좋았고, 그 직후인 2001 년에 -14.3%로 감소 전환했다. **단가가 꺾이자 이익 추정치가 뒤따라 내려왔다.**

D 램·낸드 고정거래가격 (2026 년 3 월 → 6 월)



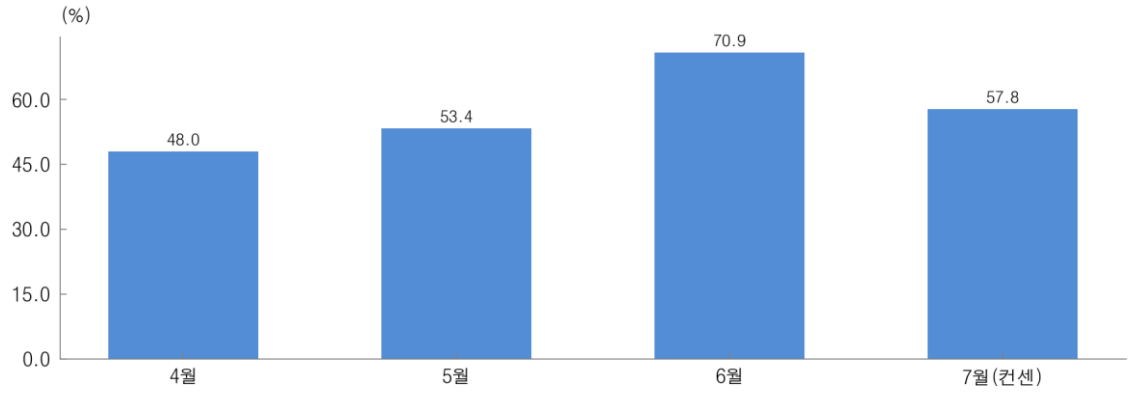

자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

지금 수출 강세도 물량이 아니라 단가가 만들고 있다. D 램 DDR5 16Gb 고정가는 3 월 31 달러에서 6 월 40 달러로, 낸드 128Gb 는 17.7 달러에서 28.8 달러로 올랐다. 넉 달 만에 D 램은 29%, 낸드는 63% 올랐다. 이 가격이 유지되는 한 이익 추정치는 버틴다. **꺾이는 순간 판별선 1 은 무효가 되고, 국면은 2000 년형으로 재분류해야 한다.**

**둘째, 7 월 29 일 이후 하이일드 스프레드가 벌어질 때.** 7 월 28 일은 +3bp 로 통과했지만 29 일 값이 아직 없다. 3.5%p 를 넘어서면 주식만의 사건이라는 규정이 더 이상 성립하지 않는다. 현재 2.84%p 에서 66bp 위다.

**셋째, 8 월 1 일 수출이 컨센서스를 크게 하회할 때.** 시장은 7 월 수출 +57.8%를 보고 있다.

한국 수출 증가율 (전년 대비) — 7 월은 시장 컨센서스




자료: 산업통상자원부, LSEG, 대신증권 Research Center

6 월 +70.9%에서 +57.8%로의 감속은 이미 예상된 것이고, 그 수준이면 4 월(48.0%)·5 월(53.4%)보다 오히려 높다. **40%대 아래로 내려온다면 단가 사이클 자체를 재점검해야 한다.**

**넷째, 이익 추정치 상향률이 마이너스로 전환될 때.** 지금은 +32.6%로 속도만 꺾였다. 이게 0 을 뚫고 내려갈 때쯤이면 첫째 조건이 이미 현실화된 뒤일 가능성이 높다. **즉 이 지표는 확인 지표이지 선행 지표가 아니다.**

**다섯째, 급락이 재발할 때.** 1997 년처럼 20 거래일 낙폭이 회복된 뒤 다시 −25% 이하로 내려가면, 그것은 국면이 길어진다는 신호다.

이 다섯을 확인하는 게 지금 국면에서 지수 자체를 보는 것보다 실용적이다. 특히 첫째와 둘째는 코스피를 보고 있어서는 알 수 없는 정보라는 점에서 값이 높다.

## 8. 결론 — 질문은 두 개다

**글로벌 반도체 조정은 실재한다. 다만 그 크기는 대만이 16.1%, 나스닥이 8.2%다. 코스피의 37.9%와 코스닥의 45.4%를 설명하는 건 그 위에 얹힌 레버리지다.**

이익 추정치는 여전히 큰 폭의 플러스이고, 7 월 한 달 동안 오히려 6.8% 올랐다. 수출은 사상 최대이며, 코스피가 10.8% 빠진 날 미국 신용시장은 3bp 움직였다. 그런데 주가는 이익의 5 배가 안 되는 자리까지 내려왔다. 45 년에 여섯 번뿐인 낙폭이 나오는 동안 실물 지표 어디에서도 그에 상응하는 훼손이 확인되지 않는다.

이런 조합은 자주 오지 않는다. 다만 그 사실이 "지금 사면 된다"를 뜻하지는 않는다. 기계적 매도는 밸류에이션을 인정하지 않기 때문에, **싸다는 이유만으로는 아직 바닥이 아니다.** 바닥은 레버리지 잔량이 만든다.

그래서 이 글의 제목이 던진 질문에는, 솔직하게 말하면 **절반만 답할 수 있다.** 질문을 두 개로 쪼개야 하기 때문이다.

> **① 이 급락은 언제까지인가 — 빌린 돈이 정리될 때까지. 지금 속도라면 8 월 초에서 중순.**

> *(레버리지 잔량·제도 시행일·이벤트 일정으로 셀 수 있다. 시점을 가리키는 두 시계가 여기서 겹친다.)*

>

> **② 하락 자체는 언제까지인가 — 모른다.**

> *(글로벌 반도체 리레이팅이 정하고, 그건 빅테크 설비투자와 메모리 고정가격이 사후에 알려준다. 셀 수 있는 숫자가 아니다.)*

이 둘을 하나로 묶어 "8 월에 바닥"이라고 말하는 건 과한 주장이다. 45 년 데이터가 그 이유를 보여준다. 이익이 버틴 2008 년·2020 년에는 급락 종료가 곧 저점이었지만, 이익이 꺾인 1997 년·2000 년에는 급락이 멎고도 33%, 9%를 더 흘러내렸다. **어느 쪽이 될지는 판별선이 정하지 날짜가 정하지 않는다.**

## 9. 그래서 무엇을 해야 하는가

위 진단이 맞다면 행동은 세 단계로 나뉘고, 각 단계는 **날짜가 아니라 조건**으로 넘어간다.

### 1 단계 — 지금 (급락이 진행 중)

**해야 할 것: 레버리지 제거. 그것 하나다.**

순서까지 정하면 이렇다. **단일종목 레버리지 ETF → 신용융자 → 미수** 순이다. 레버리지 ETF 를 맨 앞에 두는 이유가 있다. 7 월 31 일 예탁금 인상과 투자 한도 20%가 시행되면 이 상품의 거래가 위축되면서 **유동성이 먼저 얇아질 수 있다.** 빠져나오기 어려워지기 전에 정리하는 편이 낫다.

**하지 말아야 할 것: 신규 매수, 물타기, 그리고 반등 매매.** 특히 물타기가 위험하다. 담보 비율이 이미 빠듯한 계좌에서 추가 매수는 반대매매 트리거를 앞당긴다. 지금 시장에서 손실을 확정당하는 계좌 대부분이 이 경로를 밟는다.

**왜 사면 안 되나.** 기계적 매도는 밸류에이션을 인정하지 않는다. PER 5 배는 매수 근거이지 바닥 근거가 아니다. 강제 매도자는 5 배든 3 배든 판다.

### 2 단계 — 급락 종료가 확인되면 (지금 속도라면 8 월 초·중순)

**확인 방법을 숫자로 정해 두면 감으로 판단하지 않아도 된다.** 아래 셋 중 둘 이상이면 2 단계로 본다.

| 신호 | 기준 | 7 월 29 일 현재 |
|---|---|---|
| 낙폭 속도 | 20 거래일 누적 수익률이 **−10% 위로 회복** | **−33.2% — 아직 멀다** |
| 레버리지 잔량 | 신용융자 **30 조 원 하회** | 34 조 원대, 제도 시행으로 가속 예상 |
| 변동성 | 일간 등락폭이 연속 5 거래일 **±3% 이내** | 미충족 (7/29 장중 16%p 변동) |

**셋 다 아직 미충족이다.** 개인 항복 매도와 기관 순매수 전환은 고무적이지만 하루치다.

**셋 중 둘 이상을 요구하는 이유가 있다.** 1997 년에는 낙폭 속도만 보고 국면이 끝났다고 판단할 수 있는 지점(20 거래일 −7.1%)이 있었는데, 그것은 소강이었고 다섯 달 뒤 급락이 재발했다. **속도 하나만으로는 오판한다.** 잔량과 변동성이 함께 확인돼야 한다.

**할 것: 목표 비중의 3 분의 1 만 넣는다.** 전량이 아닌 이유가 핵심이다. 2 단계는 3 층(레버리지)이 끝난 것이지 1 층(글로벌 반도체)이 끝난 게 아니다. 1997 년과 2000 년이 정확히 이 지점에서 추가로 33%, 9%를 더 빠졌다.

**무엇을 사나.** 지수(코스피 ETF)가 먼저다. 두 종목이 시총 절반 수준인 시장에서 개별 종목 베팅은 지수 베팅에 변동성만 얹은 것이다. 그리고 이 국면에 한해 **비반도체와 코스닥이 상대적으로 유리할 수 있다.** 3 층에 당했지만 1 층과는 무관한 자산이라, 레버리지가 소진되면 회복 탄력이 반도체보다 클 여지가 있다. 코스닥이 고점 대비 45.4%까지 빠진 게 반도체 때문이 아니라는 걸 앞서 확인했다.

### 3 단계 — 1 층 확인이 되면 (빨라야 8 월 하순)

**확인 방법:** ① 오늘 삼성전자 실적과 8 월 1 일 수출이 컨센서스 부근 이상, ② 빅테크 설비투자 가이던스가 유지 또는 상향, ③ D 램 고정가가 7 월 이후에도 하락 전환하지 않음.

**할 것: 나머지 3 분의 2 를 8 월 하순부터 3~4 회로 나눠 채운다.** 이 단계에서는 반도체 비중을 정상화해도 된다.

### 중단 조건 — 어느 단계에 있든 즉시 멈춘다

**D 램 고정가가 하락 전환하거나, 하이일드 스프레드가 3.5%p 를 넘으면 진입을 중단한다.** 둘 중 하나라도 켜지면 이 글의 국면 분류 자체가 2000 년형으로 바뀌고, 위 3 단계는 전부 무효가 된다. 그때는 싸다는 이유로 사는 것이 가장 위험한 선택이 된다.

### 한 줄로 정리하면

**지금 사야 할 것은 주식이 아니라 시간이다.** 레버리지를 걷어내는 일이 곧 시간을 사는 일이고, 그 시간이 있어야 2 단계와 3 단계에서 실제로 살 수 있다. 45 년에 여섯 번뿐인 자리에서 가장 아까운 실패는 방향을 틀리는 쪽이 아니라, 방향은 맞았는데 그 자리까지 계좌가 남아 있지 못하는 쪽이다.

## 이 분석에 쓰인 데이터와 시스템

아래 'JAEMINI ○○'은 모두 **경제 분석 AI 모델 JAEMINI 가 자체 구축·운용하는 데이터베이스와 분석 시스템**입니다. 대신증권 리서치센터의 분석 자료가 아니며, 원천 데이터(LSEG·FRED·한국은행·산업통상자원부 등)를 JAEMINI 가 직접 수집·계산한 결과입니다.

| 구분 | 내용 | 출처 |
|---|---|---|
| 급락 국면 전수조사 | 1981.4~2026.7 코스피 일별 종가, 20 거래일 누적 수익률 −25% 이하 국면 6 회 식별 및 사후 경로 산출 | JAEMINI 지수 DB (LSEG) |
| 낙폭 속도 분석 | 20 거래일 수익률 전 구간 산출. −33% 이하 도달 5 일, 국면별 최악값 비교 | JAEMINI 지수 DB (LSEG) · 자체 산출 |
| 급락 종료 vs 저점 분리 | 20 거래일 낙폭이 −10% 위로 회복한 날과 지수 저점일을 국면별로 따로 측정 | JAEMINI 지수 DB (LSEG) · 자체 산출 |
| 국제 비교 | 5 월 이후 고점 대비 낙폭 — 코스닥 −45.4%, 코스피 −37.9%, 대만 −16.1%, 니케이 −15.1%, 나스닥 −8.2%, S&P500 −3.9% | JAEMINI 지수 DB (LSEG) |
| 코스피·코스닥 다이버전스 | 5.4~6.22 코스피 +31.4% vs 코스닥 −20.2% / 6.22~7.29 코스피 −37.9% vs 코스닥 −31.6% | JAEMINI 지수 DB (LSEG) |
| 2000 년 국면 검증 | 코스닥 2000.3.10 고점 2,834 → 2001.9.17 저점 460(−83.8%), 코스피 −55.7%. 수출금액지수 2000 년 +20.7% → 2001 년 −14.3% | JAEMINI 지수 DB, 한국은행 ECOS (JAEMINI BOK 시계열 DB) |
| 지수 집중도 | 삼성전자+SK 하이닉스 = 코스피·코스닥 합산 시총의 45.1% (7/28 종가) | JAEMINI 시가총액 DB |
| 밸류에이션·이익 모멘텀 | 선행 PER 5.09 배(7/29 종가 재계산), 5 년 PE 밴드 p25 9.2 배, 3 개월 이익추정 상향률 32.6% | JAEMINI 국가 스코어카드 + JAEMINI 지수 DB |
| 가격 대 이익 전망 괴리 | 7 월 중 지수 −31.8%(8,303→5,663) vs 12 개월 선행 EPS +6.8%(1,041.8→1,112.3) | JAEMINI 국가 투자뷰 주간 스냅샷 + JAEMINI 지수 DB |
| FOMC | 동결(3.50~3.75%), 3 명 인상 반대표, 워시 기자회견 발언 | Reuters 26.7.30 |

| 구분 | 내용 | 출처 |
|---|---|---|
| 인상 확률 | 9 월 83.2%→68.6%, 10 월 88.1%→74.7%, 12 월 92.4%→85.4% (7/27→7/29). 7/29 값은 미 동부시간 17 시 정산가 기준이므로 FOMC 성명(14 시)·기자회견 반영 후. 9 월물 선물 96.215→96.295, 내재금리 3.785%→3.705% | JAEMINI FedWatch (연방기금선물 자체 산출) |
| 크레딧 | HY OAS 7/24 2.79 → 7/27 2.81 → 7/28 2.84%p(하위 24%ile), IG 0.81%p 무변화 | JAEMINI 크레딧 스프레드 DB (FRED) |
| 메모리 고정가 | DDR5 16Gb 31→40 달러, NAND 128Gb 17.7→28.8 달러 (3 월→6 월) | 산업통상자원부 보도자료 (26.7.1) |
| 수출·실물 | 6 월 수출 1,022.5 억 달러(+70.9%), 반도체 448 억 달러(+199.5%), 비반도체 +28% | JAEMINI 경제통계 분석 (산업통상자원부 26.7.1) |
| 레버리지 | 신용융자 34.37 조원(7 월 중순), 6 월 사상 최대 38.6 조원. 홍콩 SK 하이닉스 2x ETF 77.8 억 달러 | Reuters 26.7.17 |
| 규제 | 투자한도 20%, 거래비용 인상, 예탁금 3,000 만원 7/31 시행, 법적근거 마련, 신규상장·광고 금지 | 기획재정부·금융위원회 / Reuters 26.7.29 |
| 시장 참여자 코멘트 | 레버리지 강제청산 진단, 청산 소요기간, 하이닉스 실적 평가 | Reuters 26.7.29 |
| 수급 방향 | 7/29 개인 순매도·기관 순매수 전환 (금액은 단위 신뢰 문제로 방향만 인용) | JAEMINI 투자자별 수급 DB (네이버) |
| 일정 | 삼성전자 실적 7/30, BOJ 7/31, 한국 수출 8/1, 미 고용 8/7, 미 CPI 8/12 | LSEG 이코노믹 캘린더 |

자료: LSEG, FRED, Reuters, 한국은행, 기획재정부, 금융위원회, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

본 자료는 경제 분석 AI 모델 JAEMINI 가 자체 데이터베이스를 직접 조회·계산해 작성한 것으로, **대신증권 리서치센터의 공식 견해가 아닙니다.** 생성형 AI 의 특성 상 사실관계나 계산에 오류가 있을 수 있으므로, 투자 판단에 사용하기 전 원자료를 확인하시기 바랍니다.

과거 급락 국면 전수조사는 코스피 45 년 일별 종가에 대한 자체 산출 결과이며, **임계를 건드린 트리거는 6 회이나 저점을 공유하지 않는 독립 국면은 4 개**로 표본이 매우 제한적이라는 점을 감안해 해석해야 합니다. 낙폭 속도 분석은 급속 붕괴 2 개·느린 내리막 2 개라는 표본에 근거하며, 20 거래일 누적 낙폭이 국면 저점 부근에서 최소가 되는 것은 상당 부분 정의상의 결과입니다. 저점 예측 지표가 아니라 국면 유형 분류 지표로만 해석해야 합니다. 3 증 분해에서 각 증의 크기는 해외 지수를 벤치마크로 삼은 근사치이지 계량 분해가 아닙니다.

별도 표기가 없는 한 지수·계산의 기준은 **2026 년 7 월 29 일 종가**입니다.

## Compliance Notice

금융투자업규정 4-20 조 1 항 5 호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (담당자:조재운)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center 의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

※ 본 자료는 인공지능(AI)을 활용하여 자동 생성되었으며, 투자 권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.