

글로벌 전략

호황은 어떻게 끝이 나는가

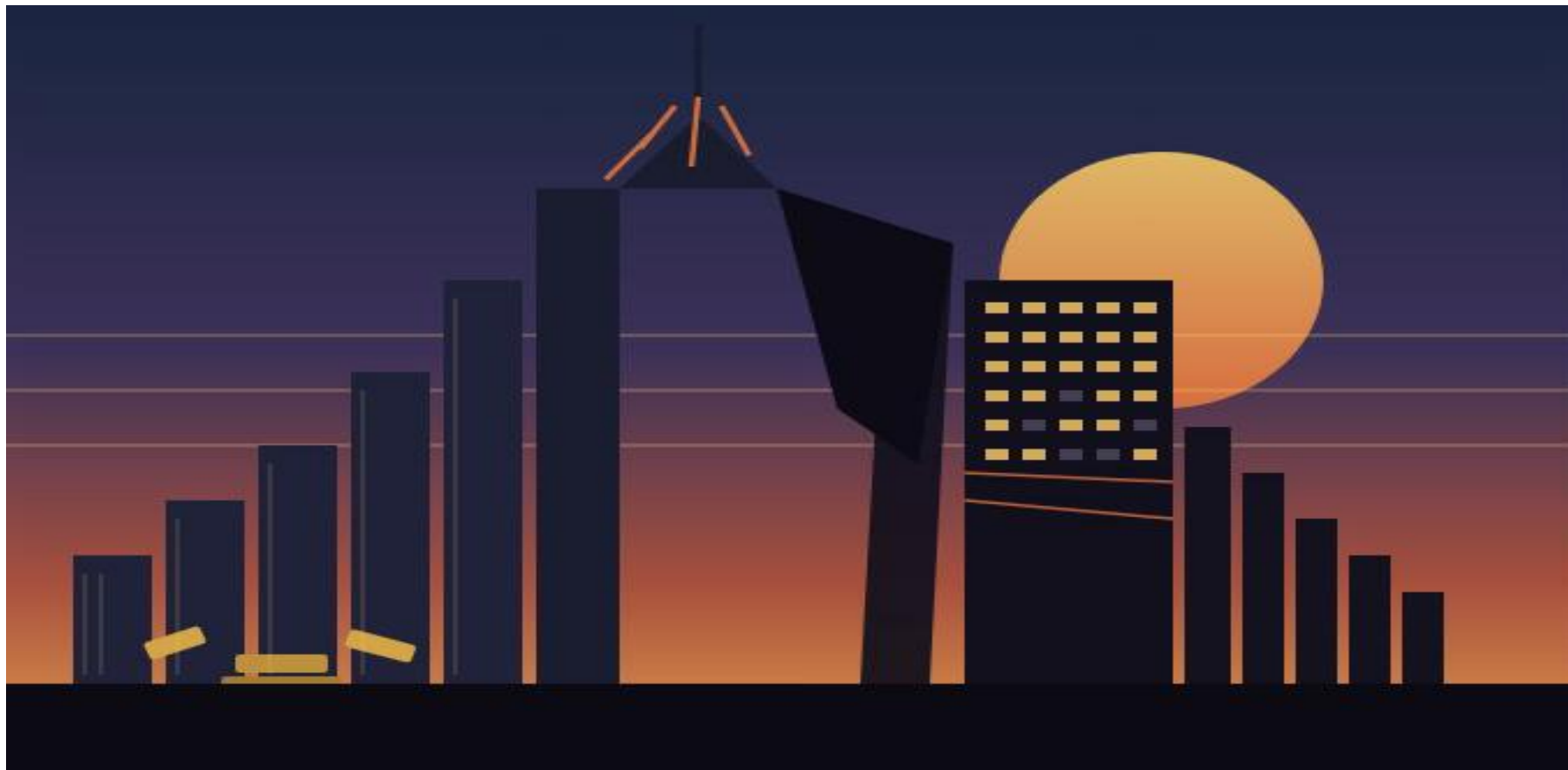


TABLE OF CONTENTS

01	Peak 우려	05
02	호황이 저무는 세 가지 형태	17
03	그렇다면 파티는 끝났나?	29
04	반도체 이외 대안 찾기	41

SUMMARY

7월 국내 증시가 정상적이라고 느끼는 시장 참여자는 거의 없을 것이다. 반도체주가 폭락한 이유는 레버리지 ETF에 따른 수급 요인만은 아니다. **반도체 이익 증가율이 정점을 지날 가능성과 반도체 이익 폭증에 따른 피해 업체들의 견제, 무엇보다 기업들의 토큰 비용 통제로 AI인프라 투자에 제동이 걸릴 수 있다는 우려와 중국 반도체의 잠재적 위협이 겹친 결과다.** 수급적으로 국내 투자자들의 평균 매수 단가 수준인 **코스피 7천선 아래에서 손절매성 강제 청산 압력이 커졌던 것으로 보인다.**

호황은 끝나는 것인가? 과거 호황 국면은 세 가지 경로로 끝난다. 1999년과 같은 과잉 투자, 2022년과 같은 금리 인상과 수요 둔화, 2008년과 같은 무리한 자금조달이다. AI 투자가 과도한지 가능하는데 도움이 되는 데이터센터 공실률과 GPU 임대비용에는 이상 없다. 주요국 금리인상 기조는 이어지나, 빅테크 기업들의 매출 자체는 견고하다. 그러나 수익성이 동반되지 않는 무리한 투자는 주춤할 가능성이 높다. 더 중요한 **문제는 오라클, 코어위브, 엔비디아 등에서 나타난 자금조달 구조다.** 빅테크들의 자금조달 비용이 높아질수록 AI 인프라 투자 속도에 제동이 걸릴 가능성이 높다.

그렇다면 국내 증시 파티는 끝난 것일까? 반드시 그렇지는 않다. 코스피는 기업이익 증가율 정점에 1분기, 기업이익에는 2분기 앞선다. 최근 국내증시 급락은 이익 증가율 둔화 우려를 반영한 것일 가능성이 높다. 관건은 이익 확장의 연속성이다. **다음 분기 실적시즌(9~10월)을 통해 기업이익 증가 속도가 둔화되더라도, 꾸준할 수 있다는 점을 확인할 때가 재평가(Re-Rating)의 계기가 될 것이다.** 북병은 한국은행의 금리인상 기대가 주변국보다 매우 높다는 점이다. 8월까지 SK하이닉스 ADR 자금 유입 등으로 원화는 안정될 것으로 보이나, 증시 회복 속도는 불규칙적일 가능성이 높다.

국내 증시는 코로나19 및 닷컴버블 붕괴 수준의 비정상적인 하락을 경험했다. 레버리지 ETF 거래 비중이 줄어들고 있고, 어떤 잣대로도 국내 증시는 저렴하다. 주가 급락 후에는 하락 폭이 컸던 업종의 반등 폭이 가장 크다. **반도체와 IT하드웨어 업종**에 대한 관심이 필요하다. 이와 함께 가격 중심 수출에서 물량 중심 투자로 성장 구조가 변할 수 있다. **반도체 소부장과 에너지/전력에 대한 관심**이 유효하다. 밸류에이션 부담이 낮아진 **조선, 2차전지, 제약바이오**에 대한 관심도 유효하다.

01

Peak 우려

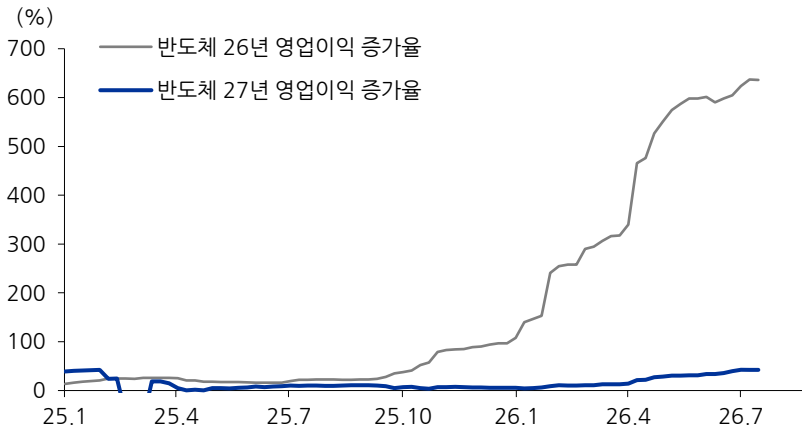
반도체 이익 독점에 대한 견제와 2027년 이익 증가율 둔화 가능성
데이터센터 비용 증가에 따른 토큰 생태계 변화도 영향

하반기 기업이익 증가율 Peak 가능성

하반기 어느 시점에서 국내 기업이익 증가율은 둔화

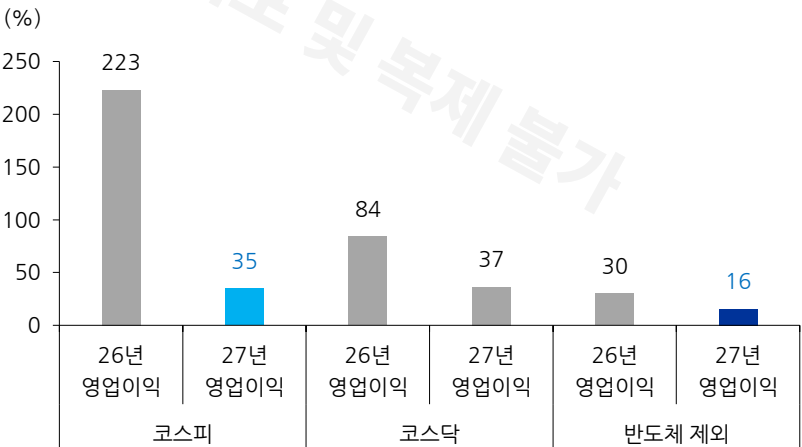
- 반도체와 코스피 영업이익 증가율이 올해를 정점으로 내년에는 둔화될 것이라는 우려가 있음.
- 코스피 영업이익 증가율은 올해 220%대에서 내년에는 35%대로 둔화될 가능성이 높고, 반도체 이익 증가율 둔화를 이를 주도할 전망. 반도체 이외 산업들의 이익 증가율도 내년에는 둔화될 것으로 보임.
- 주가가 이익에 선행한다는 점을 감안할 때 올해 하반기가 정점이라는 우려가 있음.

올해 폭발적인 반도체 이익 증가, 27년은 완만해질 전망



자료: Quantivise, 유진투자증권

2027년 국내 기업이익 증가율은 빠르게 둔화 전망



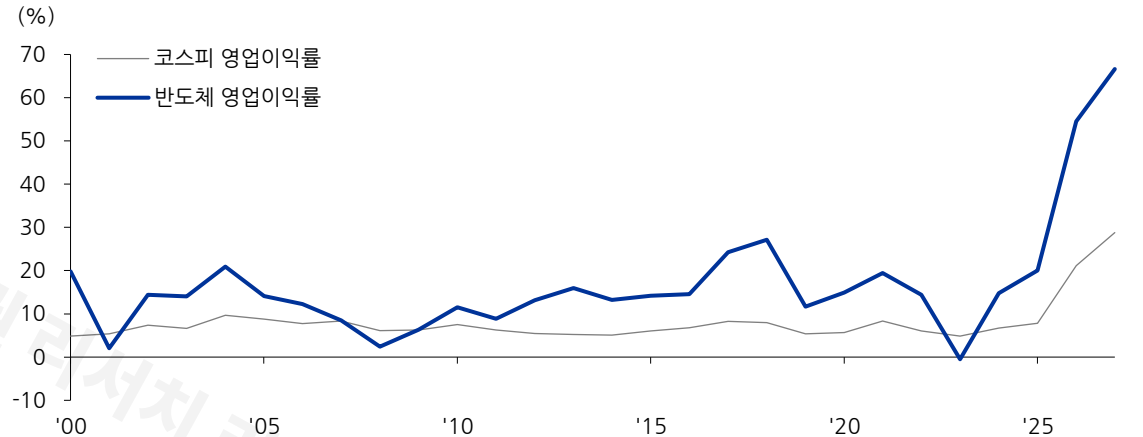
자료: Quantivise, 유진투자증권

반도체 독주 vs. 기업들의 저항

반도체의 이익 급증과 기업들의 견제

- 올해와 내년 국내 반도체 업체들의 영업이익률은 50~70%를 상회할 것으로 예상됨.
- 통상 반도체 업체들의 영업이익률은 14%였음. 이번 반도체 호황은 전례 없는 수준임.
- 문제는 너무 높은(?) 이익률과 가격 상승 때문에 주요 업체들의 저항이 높아지고 있다는 사실.

26~27년 50~70%에 달하는 영업이익률이 예상되는 국내 반도체 업체



자료: Quantwise, 유진투자증권



애플, 제품 가격 인상, CXMT 메모리 사용 요청

- FT(6/26 현지시간) 단독 보도 — 애플이 美상무부 등 트럼프 행정부를 상대로 中 창신메모리(CXMT) D램 구매 승인을 요청하며 로비 중
- CXMT는 美국방부 '중국 군사기업(1260H)' 블랙리스트 등재사. 낸드업체 YMTC도 동일 리스트 포함
- 배경: 메모리 가격 급등으로 생산원가 부담 확대 → 공급선 다변화가 시급한 상황
- 선례: 2022년 애플의 YMTC 채택 검토 당시에도 루비오(現 국무장관) 등 의회 강력 반대로 무산된 바 있음



메타, AI 컴퓨팅 자원 임대 사업 추진

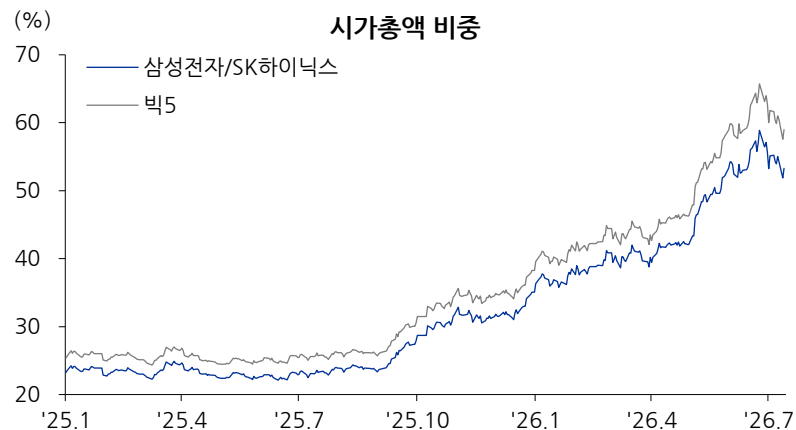
- Bloomberg(7/1)·CNBC 단독보도 — 메타가 자체 AI 데이터센터의 잉여 컴퓨팅 자원을 외부에 유료로 임대하는 클라우드 사업("Meta Compute")을 추진 중
- 주커버그, 5월 주주총회에서 "클라우드 사업 진출은 분명히 검토 대상"이라 언급. 인프라 총괄 산토시 자나르단, 슈퍼인텔리전스랩 대니얼 그로스, 사장 디나 파월 맥코믹이 주도
- 배경: 메타 26년 capex \$125~145bn(전년 \$72bn), 잉여 자원 수익화로 투자 부담 상쇄 필요 — AWS·Azure·GCP·Core Weave와 정면 경쟁 구도

반도체 편식

과속과 집중 위험

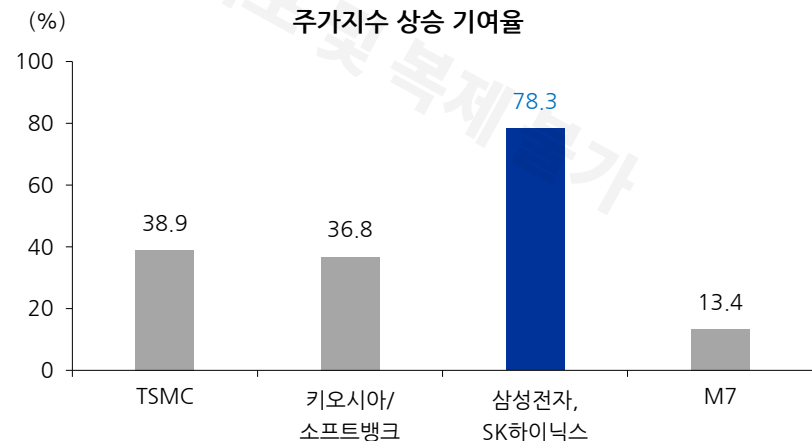
- 거래 집중은 시장의 쏠림을 심화. 반도체 및 관련 5개 종목들의 시가총액 비중은 지난 6/25일 66%까지 확대됨.
- 지난해 7월 삼성전자/SK하이닉스 시가총액 비중은 23%, 주요 5개 업체들의 시가총액 비중은 25%였음.
- 이러한 주가 상승 쏠림은 국내 증시에만 유독 두드러짐. 주요국 증시에서 반도체주가 올랐으나, 국내 Top2 종목의 상승기여도가 78%로 가장 높음.

반도체 및 관련 주요 종목 5개의 비중 70%에 근접



자료: Quantivise, 유진투자증권

올해 상반기 주가 상승 기여도 비교



자료: Refinitiv, 유진투자증권

레버리지를 사랑(?)하는 민족성

거래 집중과 레버리지 ETF로의 쏠림

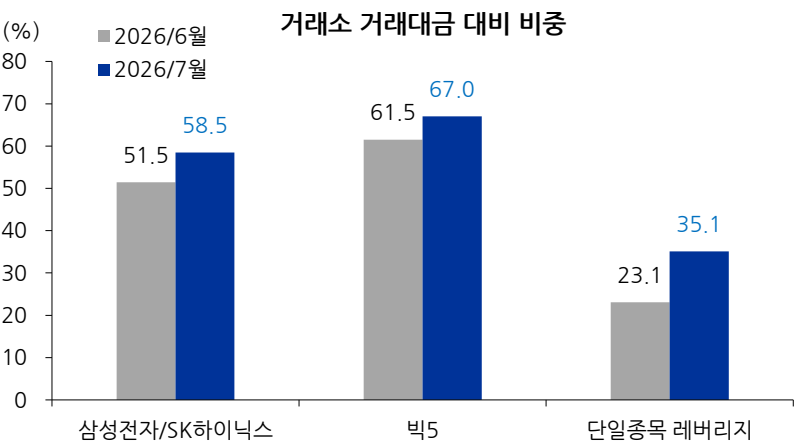
- 과거 대표적인 과열 지표인 신용융자 비율(시가총액 대비)은 크게 불안하지 않으나, 최근 주가 급락으로 오히려 시가총액 대비 비율은 높아짐.
- 레버리지 ETF에 대한 수요가 매우 강했음. 6월과 7월 (1~29일) 삼성전자/SK하이닉스 거래대금은 전체 코스피 시장의 59%에 달함. [삼성전자/SK하이닉스/삼성전기/SK스퀘어/삼성물산](#) 등 5개 주요 기업들의 거래 비중은 67%에 달함.
- 단일 종목 레버리지 (16종) 거래 비중도 1/3을 상회함. [레버리지 ETF 거래 비중이 기초자산의 60%를 넘는 기현상이 발생함.](#)

주가 급락으로 대표적 과열 지표인 신용융자 비율이 오히려 상승



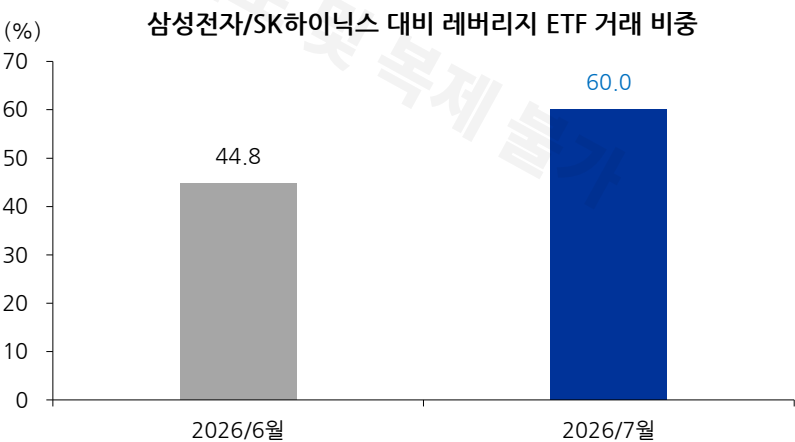
자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체에 대한 거래비중 너무 높아져



자료: Quantiwise, 유진투자증권

레버리지 ETF 거래 비중이 기초자산에 60%에 육박



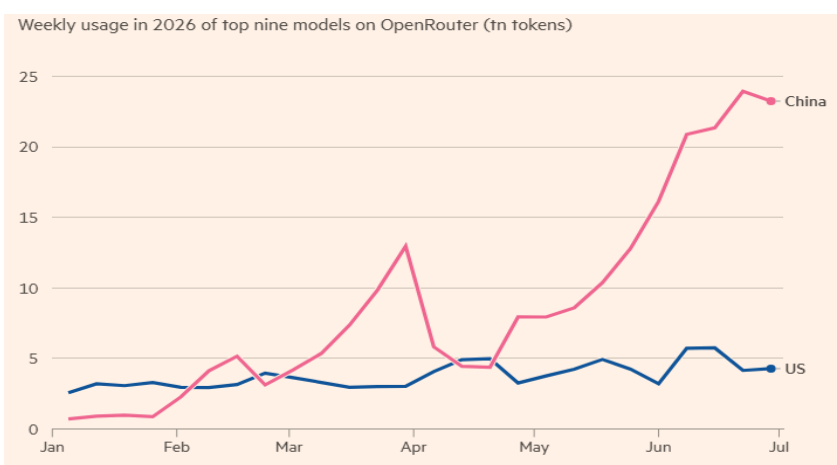
자료: Quantiwise, 유진투자증권

근본적인 이유는 “토큰 보조금 시대 종료” 우려

기업들의 토큰 사용량에 대한 통제

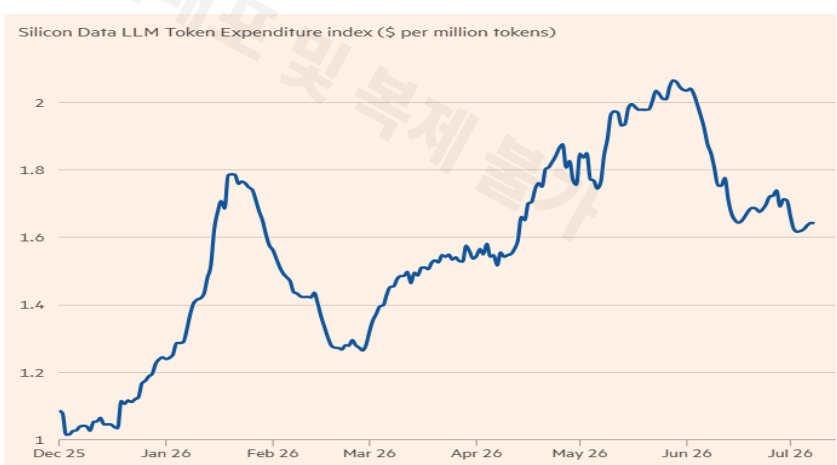
- 최근 AI 모델사가 원가 이하로 서비스를 제공하던 ‘토큰 보조금 시대’ 시대가 끝나가고 있음.
- 즉, 그동안 GPU, 전력 등 원가보다 낮게 AI서비스를 제공했으나, 점차 한계에 부딪힘. 일부 정책제에서 사용량 기반으로 전환 중임 (6월 이후 GitHub).
- AI 기업들의 수익성 한계를 드러냄. 여기에 AI를 사용하던 기업들도 비용 부담으로 토큰 사용량을 제한하기 시작함.
- 중국 문샷의 kimi K3가 위협적인 것은 저비용 모델 수요가 늘어나면서 경쟁이 심화되면, 수익화 시점이 늦어지고, 데이터센터 수요도 감소할 수 있기 때문.

중국 모델 사용량이 크게 증가



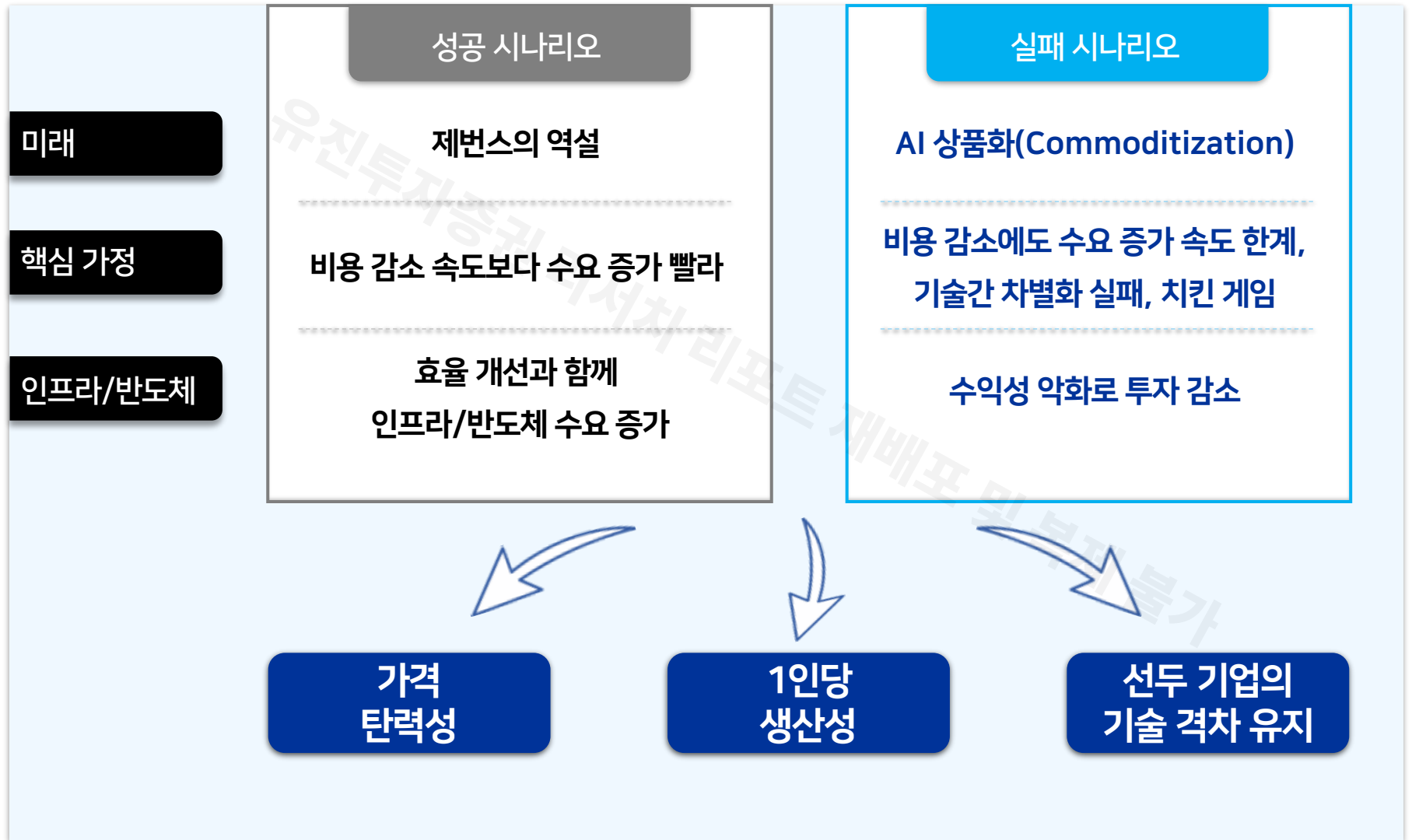
주: Weekly Usage in 2026, OpenRouter, 자료: FT

토큰 비용 지출 감소



주: Silicon Data LLM Token Expenditure index 자료: FT

두 가지 갈림길

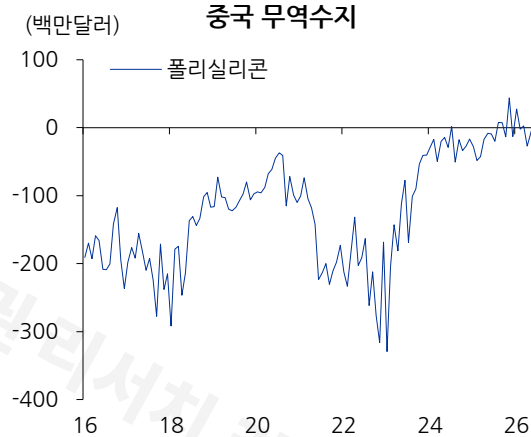


더 심각한 잠재 위험은 중국의 추격

중국 경쟁력 확대는 국내 반도체에 위협

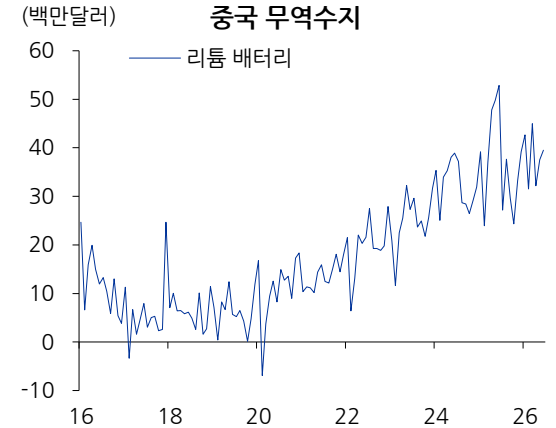
- 중국 태양광 산업은 2011년부터 위협적이었고, 당시 국내 태양광 산업이 Peak였음.
- 중국 리튬 배터리 무역흑자가 확대되던 2021~22년 국내 2차전지 산업이 정점이었음.
- 자동차, 조선 산업도 자유롭지 못함.
- 아직 중국 반도체 무역수지는 적자지만, 장기적으로는 심각한 위협 요인임.

중국 폴리실리콘 무역흑자 전환



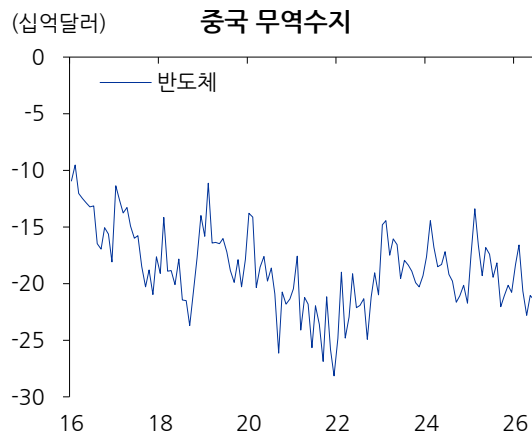
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 배터리 무역흑자가 늘어난 2021~22년



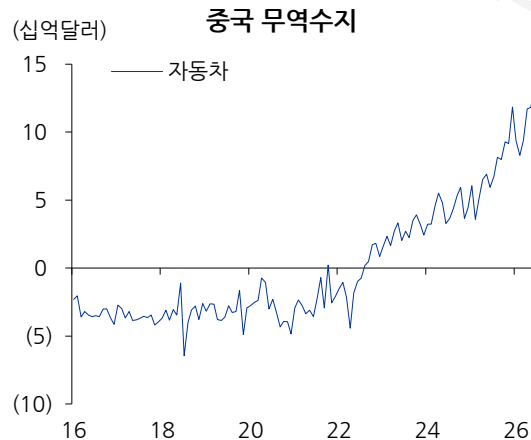
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직 중국은 반도체 수입국



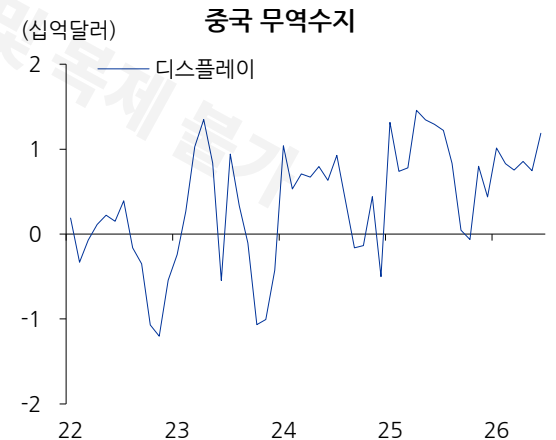
자료: Refinitiv, 유진투자증권

코로나19 이후 중국 자동차 수출 급증



자료: Refinitiv, 유진투자증권

코로나 이전 중국 디스플레이 무역흑자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

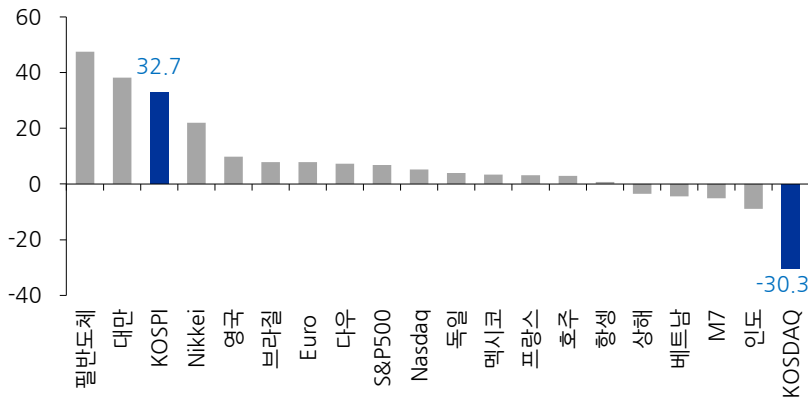
그럼에도 굳이 이렇게 급락해야 했었나 (1)

주요 수요처인 빅테크와 반도체 간 괴리

- 올해 상반기까지 코스피 상승 폭 대비 조정 폭은 72%임. 상승의 2/3 이상을 반납함. 그럼에도, 올해 글로벌 증시에서 코스피는 여전히 상위권(7/30일 기준 +33%)임.
- 상승 폭 대비 조정 폭으로 보면 필라델피아 반도체 (55%), 나스닥 (69%) 등 크게 다르지는 않음. **대만과 일본도 정도는 덜 하지만, 상승 폭의 절반 정도를 토해냄.**
- 6월 이후 주가 조정의 근본 원인은 반도체의 핵심 수요처인 빅테크의 투자 지속성이 흔들린 점과 그에 따라 빅테크 대비 반도체주 간 괴리가 축소되는 과정으로 풀이됨.

올해 상반기 주도주는 반도체, 그러나 그외 지역과 격차 확대

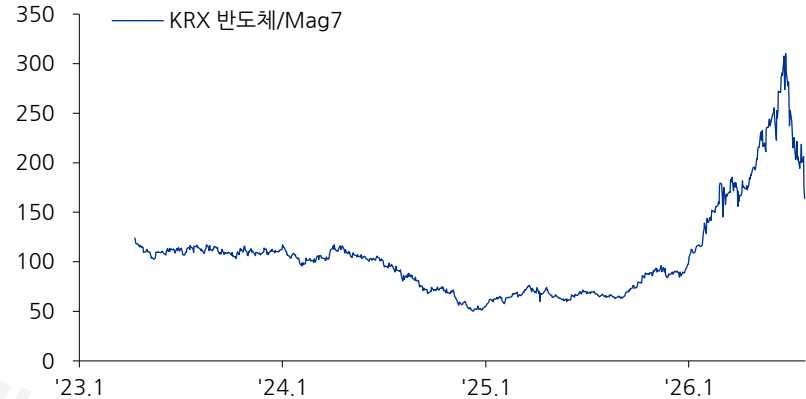
(연초 이후 등락률, %)



주: 기준은 2026/7/30일, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 주요 수요처인 Mag7 대비 괴리가 너무(?) 벌어져

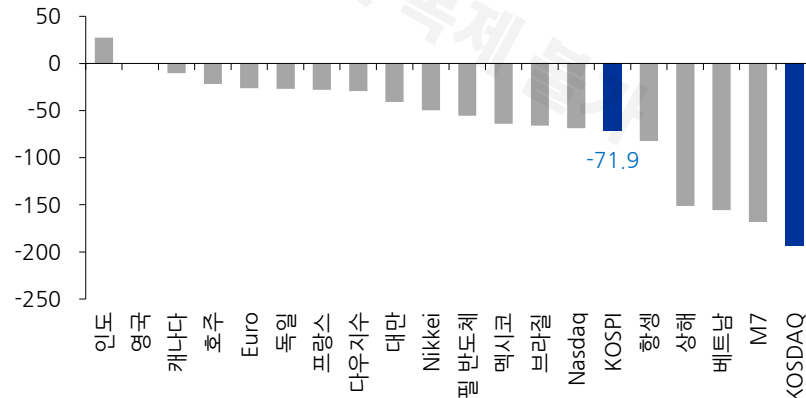
(상대강도)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

올해 상승 폭을 감안하면, 필 반도체/코스피/나스닥 조정 폭은 유사

(올해 상승 폭 대비 하락 비율 %)



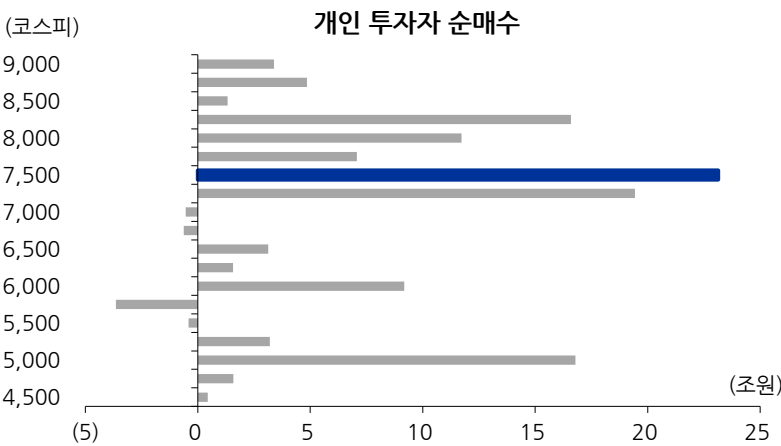
주: 기준은 2026/7/30일, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

그럼에도 굳이 이렇게 급락해야 했었나 (2)

코스피 7천 이후 완전한(?) 수급 공백

- 올해 연초 이후 7월말까지 개인과 기관 투자자들의 평균 코스피 매수 단가를 계산하면 개인 투자자들은 7,300~7,400pt대, 기관 투자자들은 7,100~7,200pt로 추정됨.
- 코스피 6천pt 이하에서 개인 투자자들의 80%가 손실(규모 93조원), 기관 투자자들은 94%가 손실(규모는 32.5조원)을 입고 있는 것으로 계산됨.
- 코스피 6,000~6,300pt는 -15% 손실, 코스피 5,700~5,900pt는 -20% 손실 구간임. 7,000pt를 하회한 7/13일 이후 코스피가 하락할 때마다 더 심하게 기관 손절매, 개인 투자자들의 반대매매 물량이 집중된 것으로 보임.

올해 개인 투자자들의 평균 매수 단가, 코스피 7,300pt대



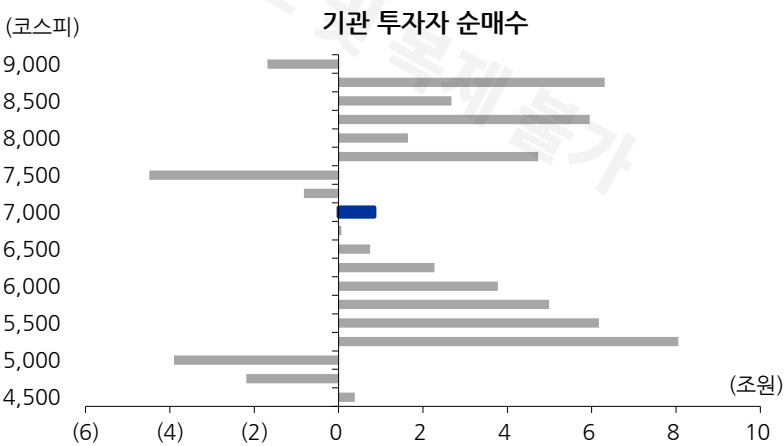
주: 기준은 2026/7/30일, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

현재 코스피 수준에서 손실 물량 및 비중 추정

항목	개인	기관
누적 수매수 (조원)	116.3	34.6
평균 매수단가	7,374	7,151
평균매수단가 대비 코스피 증가(7/29일)	-24.1%	-21.8%
손실구간 물량 (조원)	93.3	32.5
손실구간 비중	80.3%	94.0%

자료: 유진투자증권

올해 기관 투자자들의 평균 매수 단가, 코스피 7,100pt대



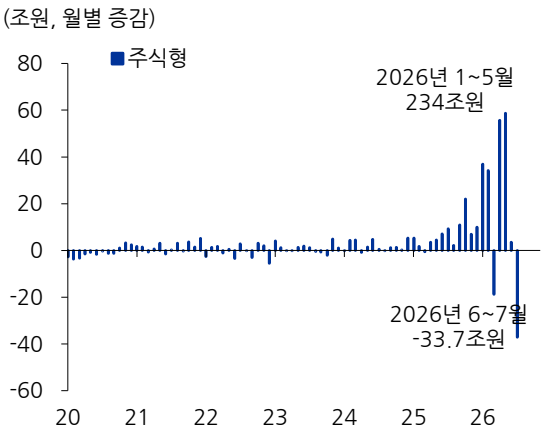
주: 기준은 2026/7/30일, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

그럼에도 굳이 이렇게 급락해야 했었나 (3)

저가 매수세 유입 유인 부재

- 6~7월 들어 올해 급증하던 주식형과 예탁금 증가세가 감소하거나, 유출로 전환됨. 7월 들어 주식형 펀드로는 -37조원 이상 유출됨.
- 7월 들어서는 은행 예금도 크게 감소한 반면, 민간신용, 금전신탁, MMF가 크게 증가함. 부동산 및 대기자금 형태로 전환된 것으로 보임.
- 국채금리 급등(10년물 4.3%대), 한국은행의 기준금리 인상 방침에 따라 주식시장의 매력은 떨어진 반면 예적금 및 채권 매력이 높아졌음.

올해 유입된 주식형 자금의 급유출



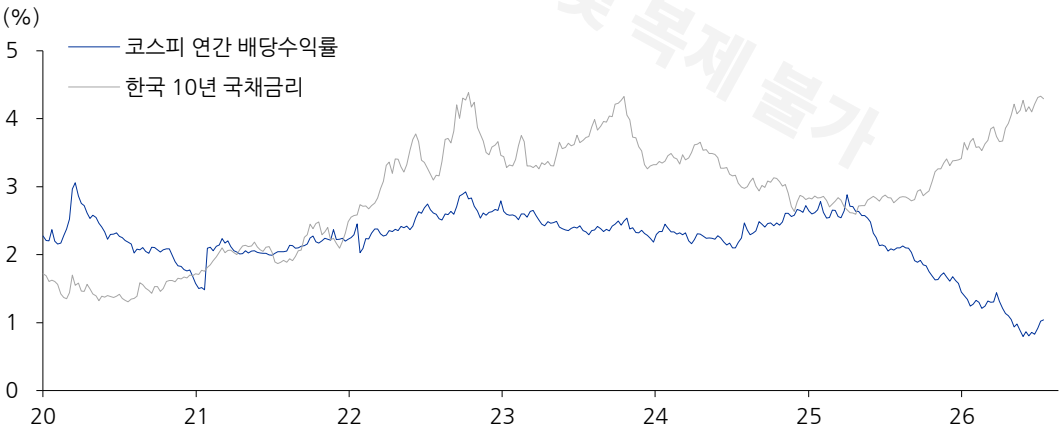
자료: Refinitiv, 유진투자증권

6~7월 주식형 자금 유입 급감, 대신 은행 금전신탁과 MMF 증가

	은행				투신				(조원)
	실세총예금	(실세요구불)	(저축성)	민간신용	채권형	MMF	혼합형	주식형	고객예탁금
2020년	173.7	72.5	101.2	229.2	-0.4	21.0	-1.9	-10.0	38.2
2021년	164.5	55.4	109.2	199.5	13.0	9.6	7.9	18.2	2.0
2022년	93.8	-18.7	112.4	150.6	-11.1	16.0	-3.9	-4.6	-21.1
2023년	36.1	-12.1	48.2	106.4	17.5	18.3	-3.7	12.1	6.3
2024년	102.9	6.2	96.7	128.3	32.7	-2.9	4.9	22.3	1.5
2025년	75.2	19.6	55.6	136.6	44.6	26.5	5.4	82.8	33.6
2026년	57.9	10.6	47.2	117.5	-0.4	52.7	13.0	133.1	16.5
26/1월	-38.5	-10.9	-27.6	11.7	4.2	33.0	1.4	37.0	18.2
26/2월	49.3	14.4	34.9	17.7	-0.2	5.5	1.5	34.1	12.7
26/3월	20.6	1.8	18.9	20.9	-6.1	-4.7	1.7	-18.8	-8.5
26/4월	-13.6	-6.5	-7.1	26.6	3.6	24.5	2.9	55.7	14.5
26/5월	48.6	14.4	34.1	16.2	1.9	1.8	2.9	58.8	6.8
26/6월	26.1	11.4	14.7	1.7	-4.8	-29.3	3.4	3.5	-10.0
26/7월	-34.8	-14.0	-20.7	22.5	1.0	21.8	-0.7	-37.2	-17.3

자료: Refinitiv, 유진투자증권

2026년 코스피 급등 과정에서 배당매력은 떨어져, 장기 주식 매수 기반이 약화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

02

호황이 저무는 세 가지 형태

99년 과잉 투자형, 2022년 금리인상과 수요 둔화형, 2008년 자금조달형

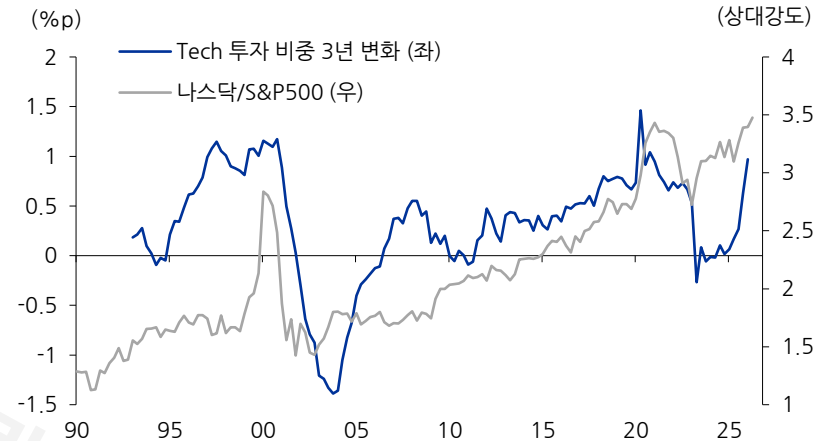
데이터센터 공실률, GPU 임대 가격, 클라우드 매출, Tech 신용스프레드 추이에 주목

1) 1999년 닷컴버블 당시 과잉설비가 문제

인터넷 통신장비 투자 과잉 vs. 데이터센터

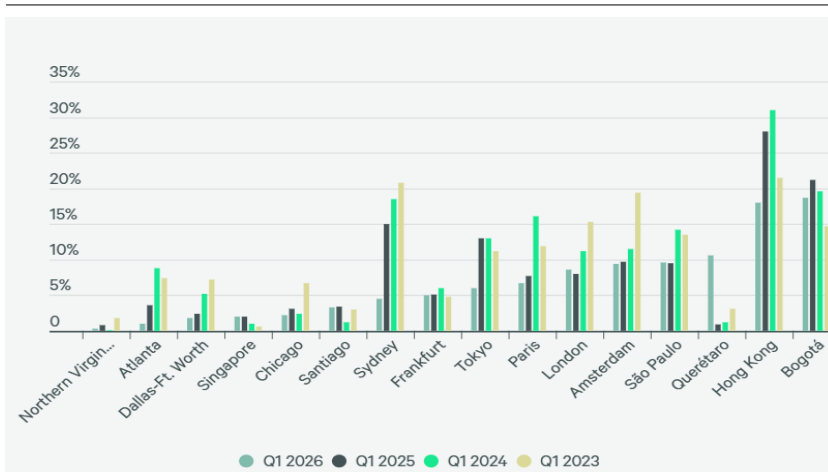
- 99~00년 대부분 수익성이 확보되지 않은 비즈니스 모델과 터무니 없는 밸류에이션으로 기억됨. 당시 기술 인프라 (광섬유, 통신장비 등)가 실제 수요에 비해 훨씬 더 많은 공급이 진행됨.
- 현재 미국 Tech 투자(전기전자 장비 및 소프트웨어, R&D) 비중은 닷컴 버블 수준에 접근 중. 2027년에는 거의 도달할 전망.
- AI 공급과잉을 보기 위해서는 데이터센터 공실률(버지니아 등) 상승 여부와 GPU 임대 비용 하락 여부에 주목할 필요가 있음.

서서히 닷컴버블 당시 투자 비중에 접근



자료: Refinitiv, 유진투자증권

북미 버지니아, 데이터센터 공실률은 아직 1~2%대



자료: CBRE (2026년 1Q)

GPU 임대 비용



자료: GPUcloudcost.com

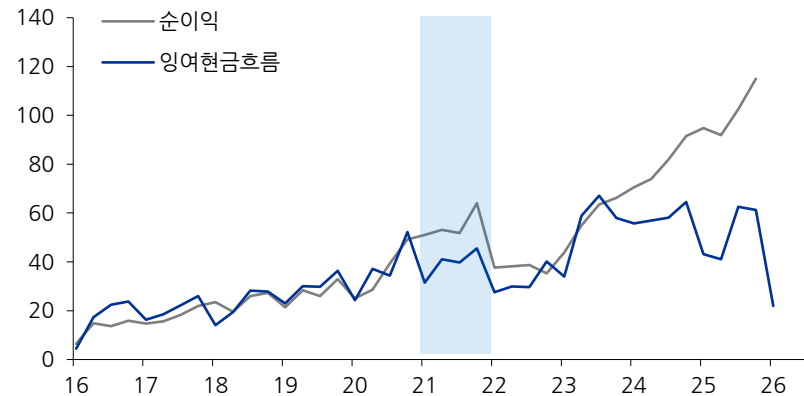
2) 2022년 Re-Opening 당시 금리 인상과 클라우드 수요 둔화

클라우드 매출 증가율이 관건

- 2022년 미국 연준의 초유의 금리인상(자이언트 스텝)과 코로나 19 이후 회복 소비 수요가 동시에 둔화됨. 당시 기업들은 IT 예산을 가장 먼저 축소하면서 빅테크들 주가도 급락함.
- 현재 빅테크들의 영업활동은 양호함. 그러나 2022년 당시보다 투자 규모가 크게 증가함 (81%yoy, 매출 +21%yoy). 잉여현금흐름(영업현금흐름-자본지출)도 2025년 이후 빠르게 감소 중임.
- 이들 빅테크들은 4개 분기 합 기준 영업이익의 100%, 영업현금흐름의 85%를 투자에 쏟아 붓고 있음. **매출 증가 속도가 떨어지는 경우, 데이터센터 투자는 불가피하게 감소될 가능성이 높음.**

빅테크 순이익 증가에도, 잉여현금흐름 급격히 감소

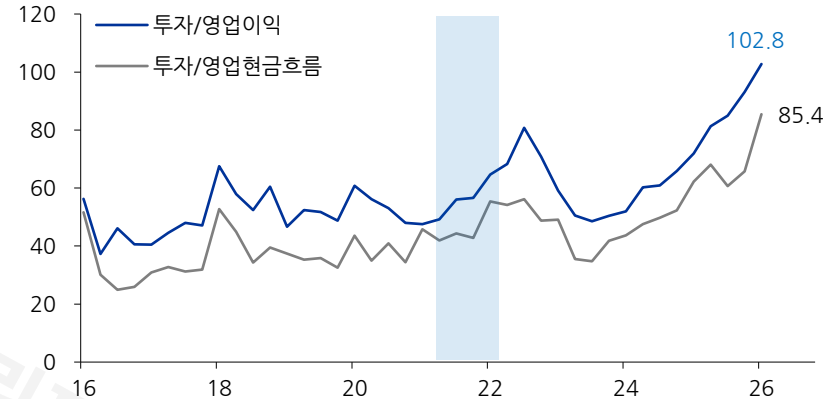
(십억 달러, 아마존/알파벳/MSFT/메타)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

이미 영업이익의 100%, 영업현금흐름의 85%를 투자

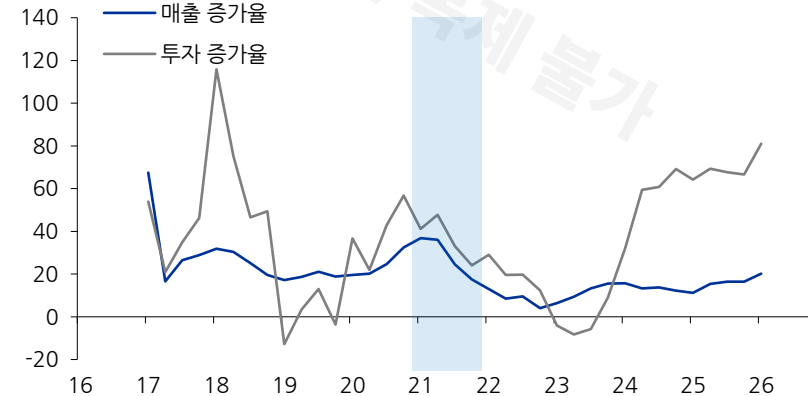
(%, 아마존/알파벳/MSFT/메타)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

투자 증가 속도와 매출 증가 속도 간 괴리

(%, YoY, 아마존/알파벳/MSFT/메타)



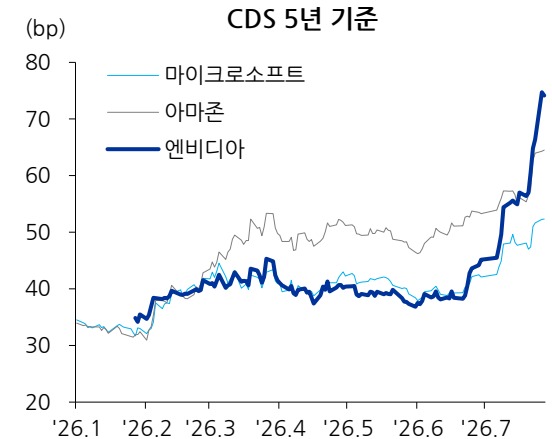
자료: Refinitiv, 유진투자증권

알파벳과 메타 실적에서 드러난 경고등

일부 AI 출혈 투자 경쟁 지속성에 대한 의문

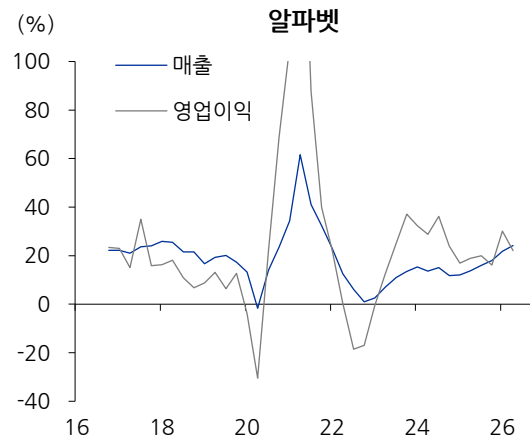
- 알파벳 매출 증가율은 2Q 24%yoy로, 1Q 22% 대비 지속적으로 성장 중임.
- 그러나 매출보다 높았던 영업이익 증가율이 지난 1Q 30%yoy에서 2Q 22.1%로 소폭 둔화됨.
- 영업이익률도 소폭이지만 하락함(36.6%→34.2%). 잉여현금흐름도 (-)로 반전됨.
- 메타 2Q 매출 증가율은 28%yoy(1Q 33%)로 둔화됨. 동사 영업이익도 9.4%yoy로 둔화(1Q 30%).
- 빅테크 전반적으로 외부 자금조달 필요가 높아짐. 지난 6월 이후 빅테크 CDS 프리미엄이 상승 중임.

빅테크 CDS 상승



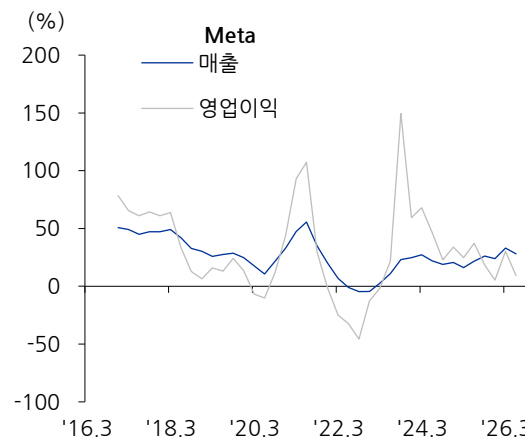
자료: Refinitiv, 유진투자증권

매출 증가, 그러나 영업이익 증가율 소폭 둔화



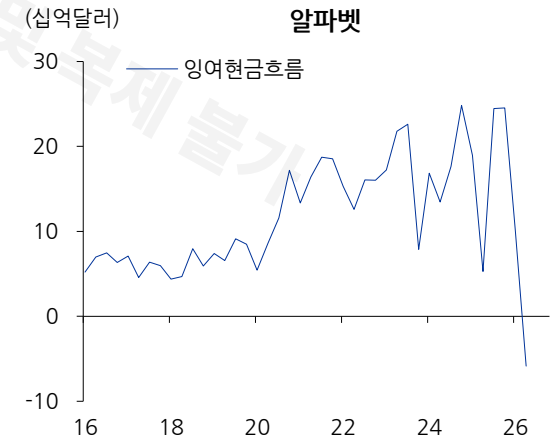
자료: Refinitiv, 유진투자증권

메타 매출과 영업이익 증가율 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

알파벳 잉여현금흐름, (-)로 급반전



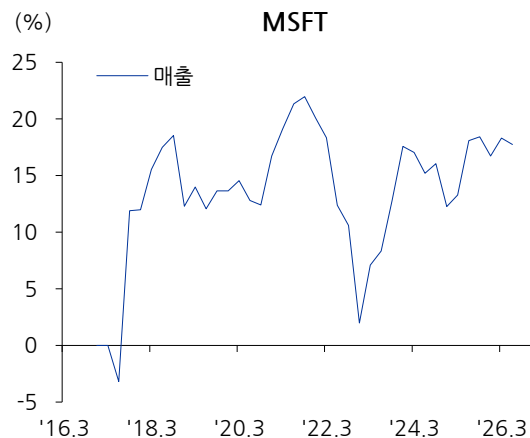
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그래도 AI 투자가 멈출 정도는 아니다

이제 AI 투자는 수익성과 적정성이 관건

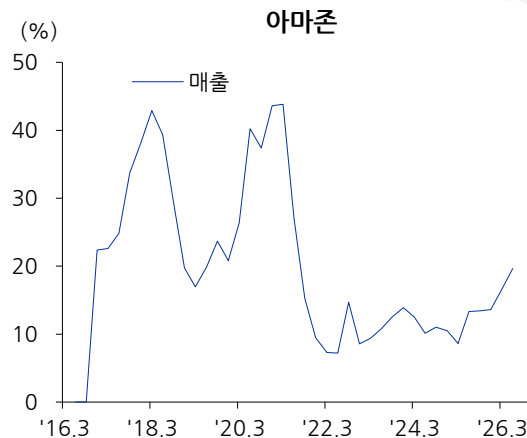
- 알파벳과 메타에 비해 마이크로소프트와 아마존의 매출 등 수익성은 양호함.
- 마이크로소프트사의 2Q 매출 증가율은 +17.7%yoy로 1Q +18.3%yoy보다 둔화됨. 다행히 잉여현금흐름은 증가(196억 달러)했고, 향후 설비투자 전망을 무리하게 상향하지 않음.
- 아마존은 2개 분기 연속 잉여현금흐름이 (-)를 기록했으나, 2Q 매출 증가율이 19.6%yoy로, 1Q 16.6%yoy보다 높아짐.

마이크로소프트 매출 증가율 견고



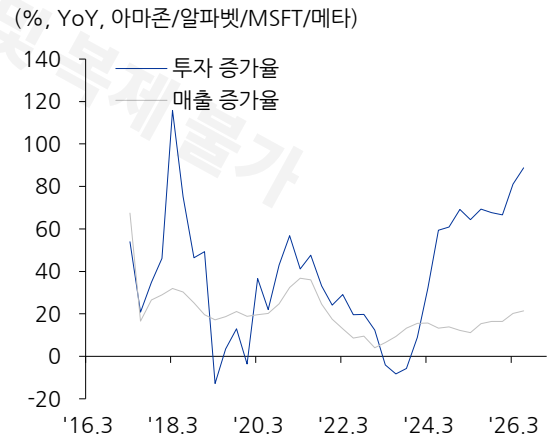
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아마존 매출 증가율은 갈수록 개선



자료: Refinitiv, 유진투자증권

전반적으로 매출 둔화 조짐은 뚜렷하지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

3) 2008년 글로벌 금융위기 당시 자금조달, 즉 부채 확대와 파생상품

점차 레버리지 냄새가 짙어지고 있어

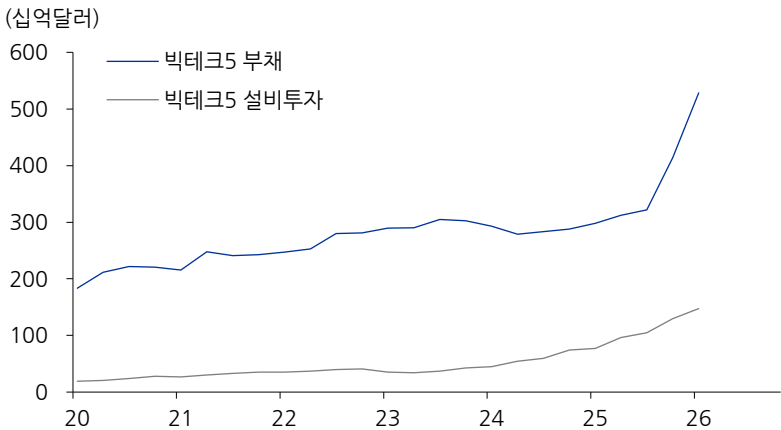
- 오라클까지 합친 5개 빅테크들의 부채는 2025년 4분기 이후 가파르게 증가함(26년 1Q 5,284억 달러).
- 빅테크들의 회사채 발행 증가로, 빅테크들의 부채 증가 속도(+77%yoy)가 투자 증가 속도(91.4%yoy)에 육박함.
- 이들과 관련된 사모대출 및 네오 클라우드 회사들이 레버리지론에 이어, 2008년 CDO와 유사한 대출채권담보부증권(CLO) 및 ABS도 발행 중임.

2008년 vs. 2026년

	2008년 글로벌 금융위기	AI 데이터센터 투자 붐
호황	미국 주택가격 상승 장기화	AI 수요, 데이터센터 투자
위기 원인	서브프라임 모기지 부실, 은행 부실	데이터센터 투자의 수익성
이벤트	베어스튼스, AIG, 리먼브라더즈 파산	OpenAI 상장 연기, 메타의 데이터센터 임대
신용 스트레스	은행 대차대조표 (MBS, CDO)	사모신용 (Private Credit), 회사채, 레버리지론
은행 건전성	자본 완충력 부족	개선
대응 여력	정부부채 비율 낮음 (2007년 60.8%)	정부부채 비율 높음 (2025년 111%)
물가	2006년 말 2% → 2007년 말 4.4%	26/5월 3.5%

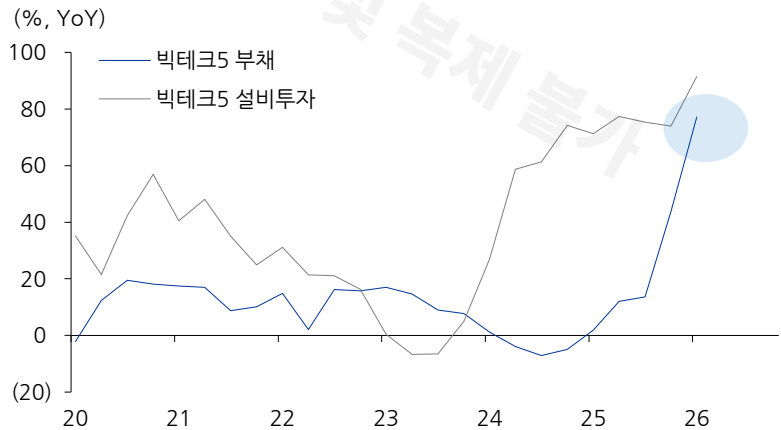
자료: 유진투자증권

빅테크 5개 업체들의 부채, 지난해 4분기 이후 급증



자료: Refinitiv, 유진투자증권

부채 증가 속도와 설비투자 속도가 함께 가팔라져



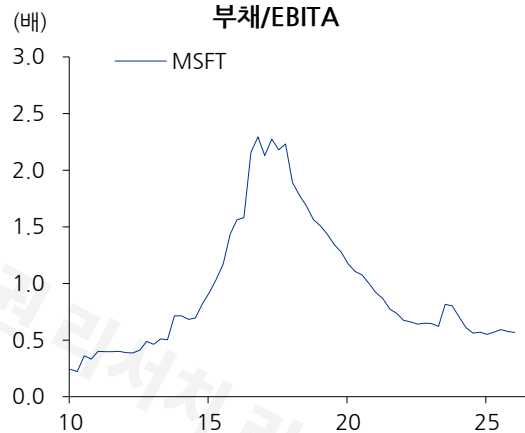
자료: Refinitiv, 유진투자증권

문제는 아직 오라클에 국한

오라클 외에는 부채 문제는 안정적

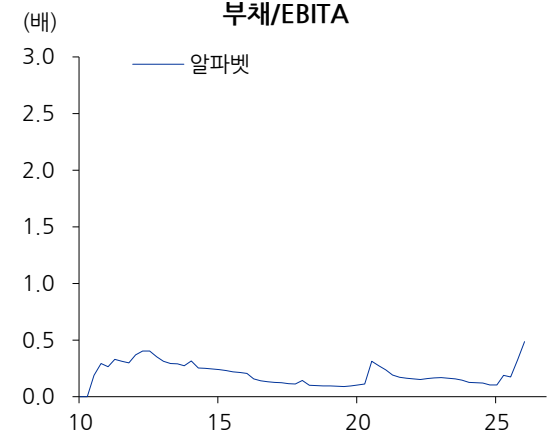
- EBITA 대비 부채 비율로 보면, 아직까지 오라클 이외 기업들은 양호함.
- 오라클은 EBITA 대비 부채 비율이 4배를 넘어섰음. 4배는 안정적인 부채를 유지할 수 있는 기준 선임. 투자적격의 최하단까지 신용등급이 강등됨.
- 알파벳, 마이크로소프트, 아마존, 메타의 EBITA 대비 부채 비율은 1배 수준에 불과함. 메타와 알파벳의 부채 비율이 다소 빠르게 상승 중인 것을 제외하면 아직 양호함.

마이크로소프트는 안정적



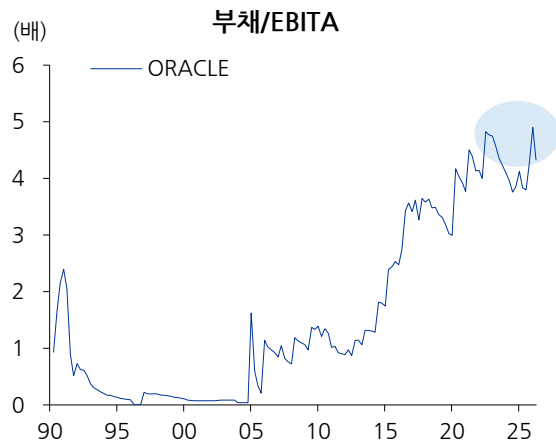
자료: Refinitiv, 유진투자증권

알파벳 부채 비율 상승, 그러나 미미



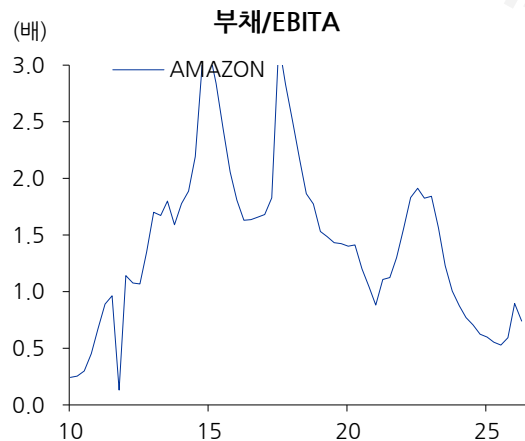
자료: Refinitiv, 유진투자증권

오라클은 전혀 달라



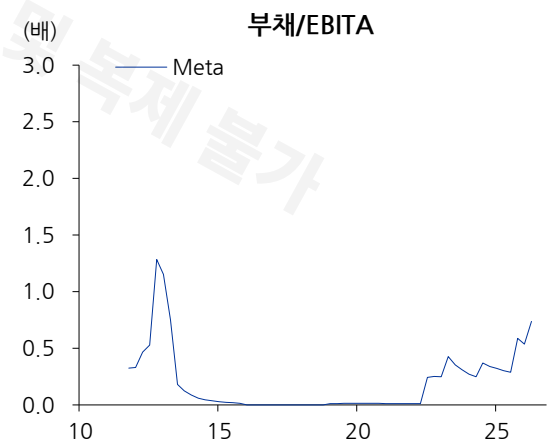
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아마존도 심각하지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

메타도 마찬가지로, 그러나 최근 빠르게 악화



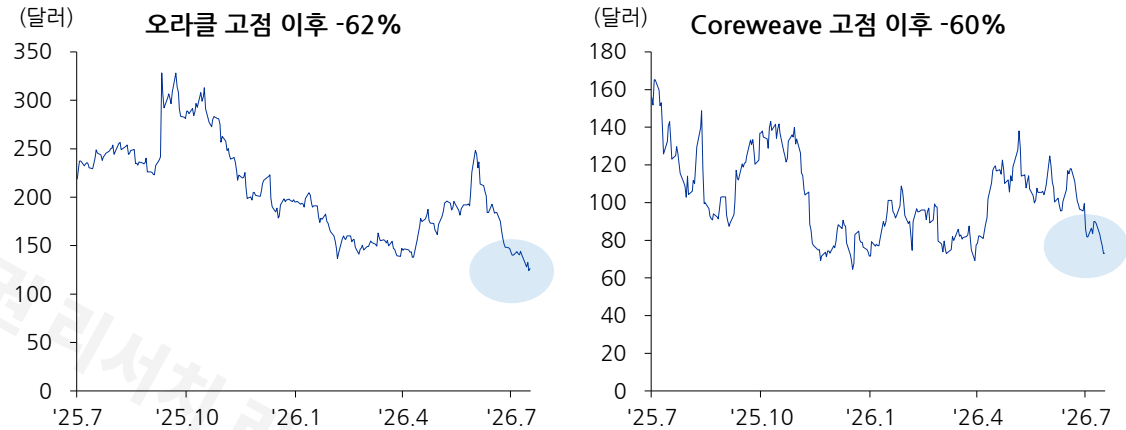
자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 생태계에서 가장 약한 고리

GPU/데이터센터 임대 업체 주가 급락

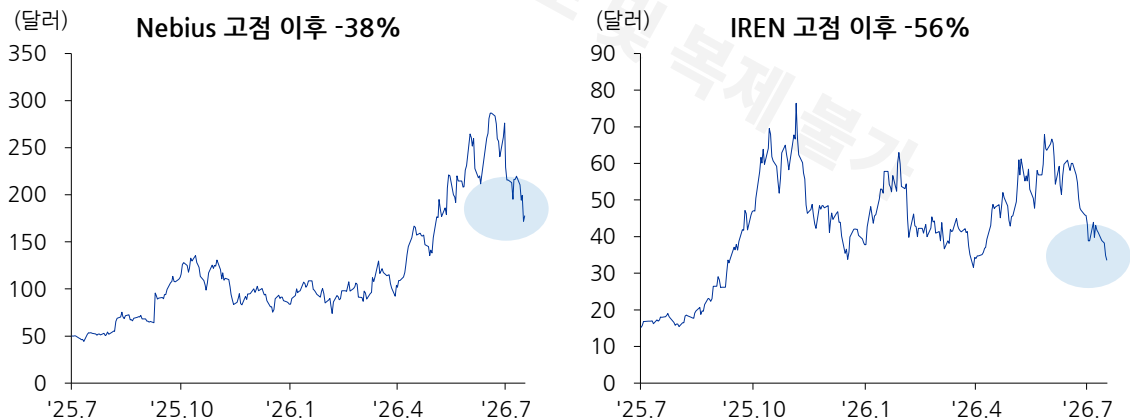
- 데이터센터 또는 GPU 임대사업을 하고 있는 소위 네오클라우드 업체들 주가가 부진함.
- 빅테크들 가운데 가장 공격적으로 데이터센터에 투자하고 있는 오라클 주가는 지난해 고점 이후 -62% 하락함.
- 가장 대표적인 Coreweave 주가는 지난해 고점 이후 -60% 하락함. Coreweave는 엔비디아 GPU자체를 담보로 사모펀드 및 부채를 조달함.
- Nebius (임대와 함께 자체 연산 소프트웨어, LLM 인프라 설계 능력 보유) 주가는 올해 6/22 일 이후 -38% 하락함. 비트코인 채굴업에서 전환한 IREN주기도 지난해 고점 이후 -56% 하락함.

오라클과 코어위브 주가는 지난해 고점 이후 60% 이상 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

GPU 임대하는 네오클라우드 업체들 주가도 40~50% 이상 하락



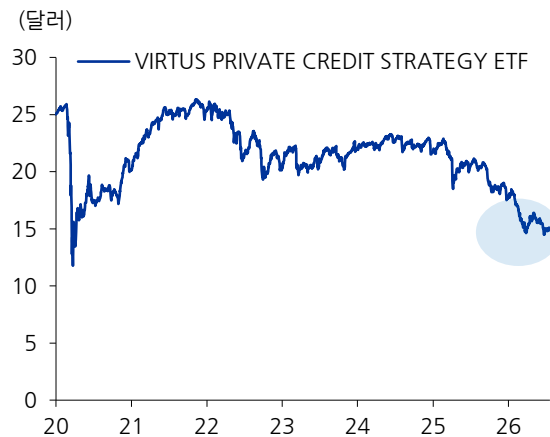
자료: Refinitiv, 유진투자증권

사모 신용은 악화일로, 그러나 확산되지 않고 있어

사모신용 시장 문제는 해결되지 않고 있어

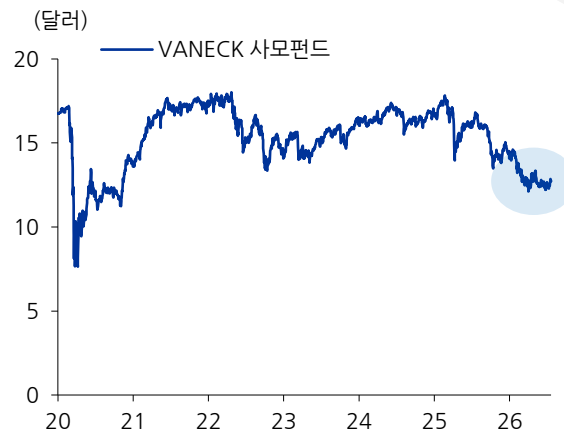
- 지난해 이후 문제가 되고 있는 사모신용도 좋지 않음. 주요 사모신용 ETF는 계속 하락 중임.
- 다행히 사모신용 또는 사모대출 시장의 부진이 보다 레버리지 부담이 높은 시니어론에게까지 확산되지는 않고 있음.

VIRTUS 민간 신용 ETF



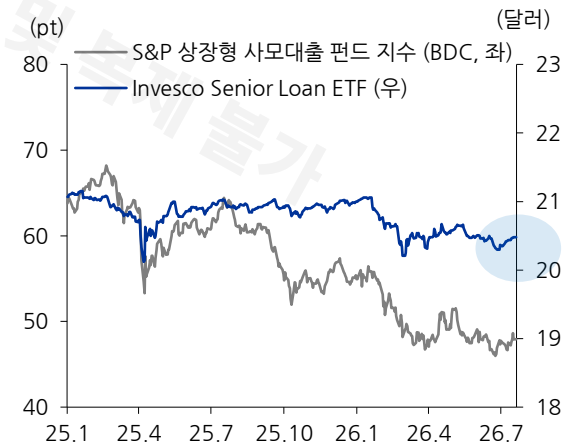
자료: Refinitiv, 유진투자증권

VANECK 사모펀드 ETF



자료: Refinitiv, 유진투자증권

S&P 사모대출펀드 지수 하락



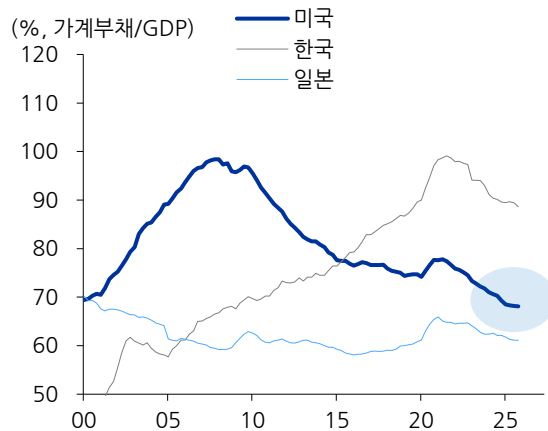
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 민간 부채 부담은 낮다

미국 경제의 다음 위기는 민간보다 정부가 될 가능성

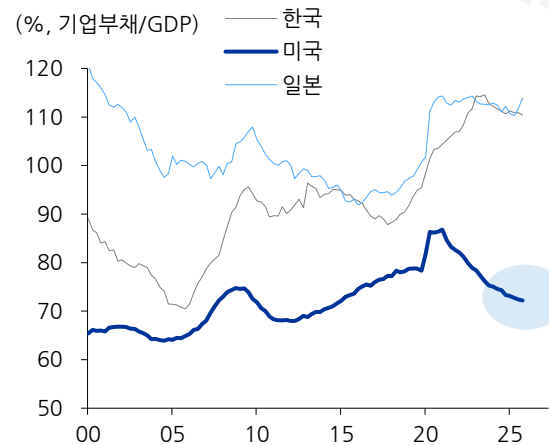
- 레버리지 측면에서 미국의 민간, 즉 가계와 기업은 2008~09년 이후 상당히 개선됨 (미국 가계부채/GDP 68%, 기업 72%).
- 가계부채 부담 측면에서는 한국 가계부채 비율이 크게 높음(GDP 89%).
- 미국 경제의 아킬레스 건은 정부임. 정부 부채 비율은 111%로 계속해서 높아지고 있음.

미국 가계부채는 2008~09년 이후 급감



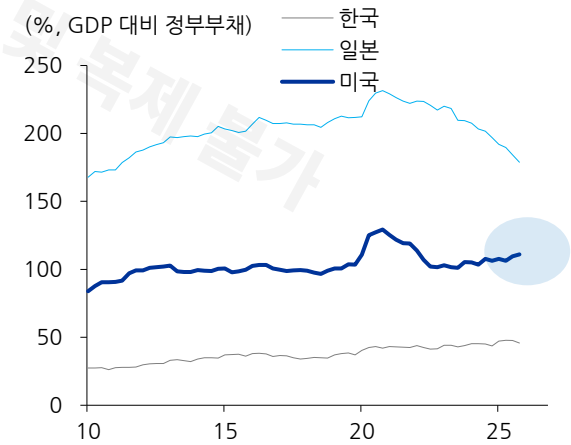
자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국/일본에 비해 미국 기업 부채 부담 낮아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국의 부담은 정부부채



자료: Refinitiv, 유진투자증권

신용 위험 확산 여부

아직 신용위험이 확대되지는 않아

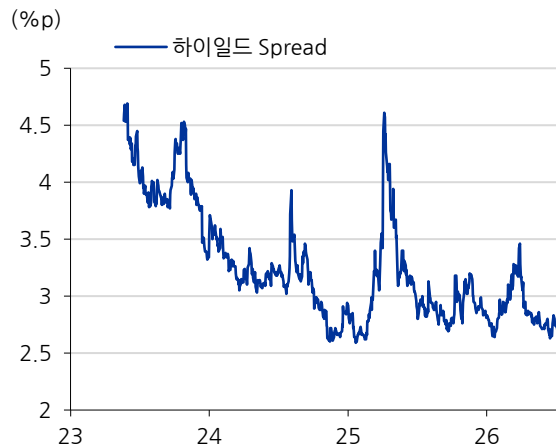
- 미국 회사채 신용 스프레드와 하이일드 스프레드는 아직까지 안정적임.
- 2000년 닷컴버블 당시 반도체주 급락 시점 이후 미국 회사채 신용 스프레드가 악화되기 시작했음.
- 신용 위험이 확산되는지 여부에 관심이 필요함.

미국 회사채 신용 스프레드, 아직은 안정적



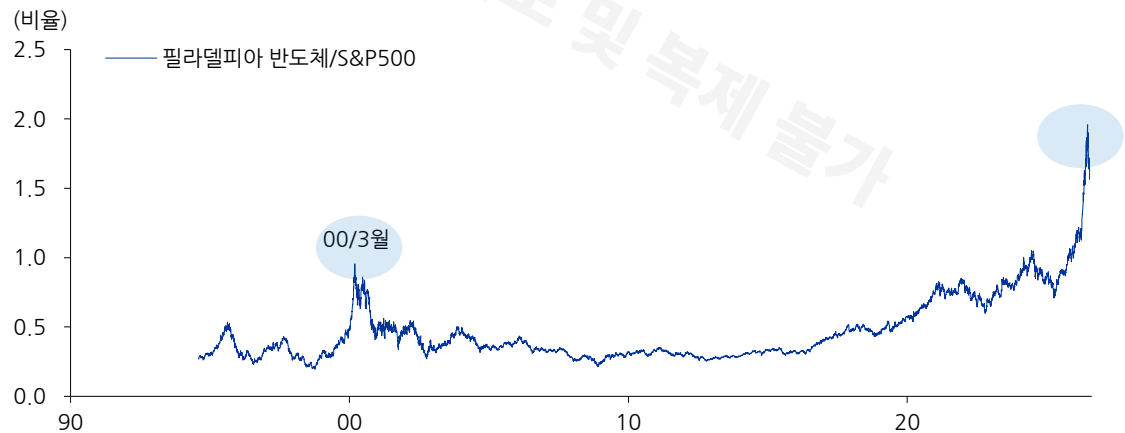
자료: FRED, 유진투자증권

미국 하이일드 스프레드도 안정적



자료: FRED, 유진투자증권

닷컴버블 당시 반도체주 급락은 버블 붕괴 시점과 거의 유사



자료: Refinitiv, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

03

그렇다면 파티는 끝났나?

기업이익 증가율 정점이 반드시 주가 고점은 아닌 듯

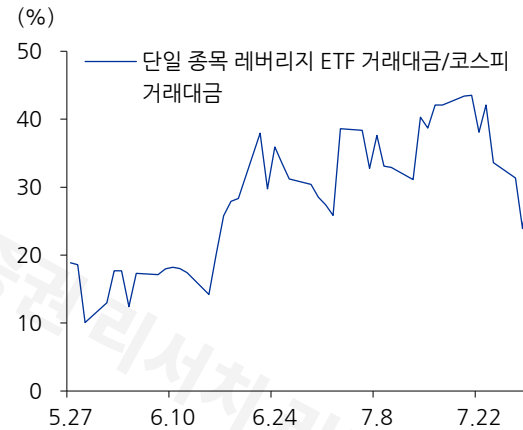
미국보다 더 매파적인 한은 정책 기조가 진정되는 시점(8~11월)에 주목해야

레버리지 조정은 진전

8월에는 어느 정도 진정될 전망

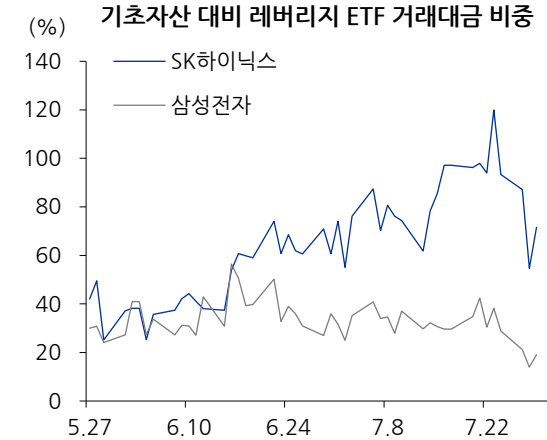
- 현재 코스피 거래대금 대비 단일 종목 레버리지 ETF 거래대금이 차지하는 비중은 정부 규제 전 40%대에서 24%(7/28일)로 감소함.
- 아직 “꼬리가 몸통을 흔드는” 국면이 끝나지 않고 있음. 삼성전자에 비해 SK하이닉스 기초자산 대비 레버리지 ETF 거래대금 비중은 아직 55% 대로 높음. 그러나 7/23일 이후 점차 진정 중임.
- 삼성전자와 SK하이닉스 시가총액 대비 단일 종목 레버리지 ETF의 순자산 비율도 점차 낮아지고 있음.

레버리지 ETF 거래비중, 20%대로 하락



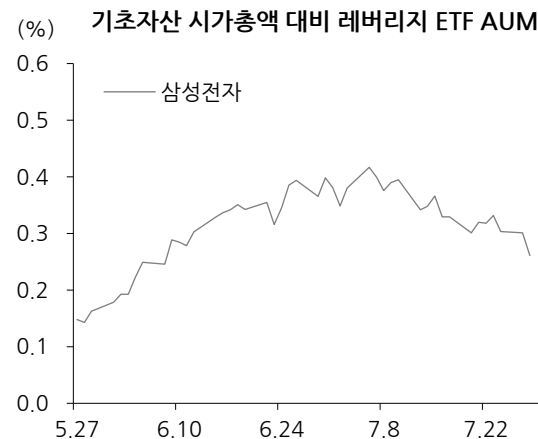
자료: Quantiwise, 유진투자증권

주가 급락 후 레버리지 ETF 거래 서서히 안정



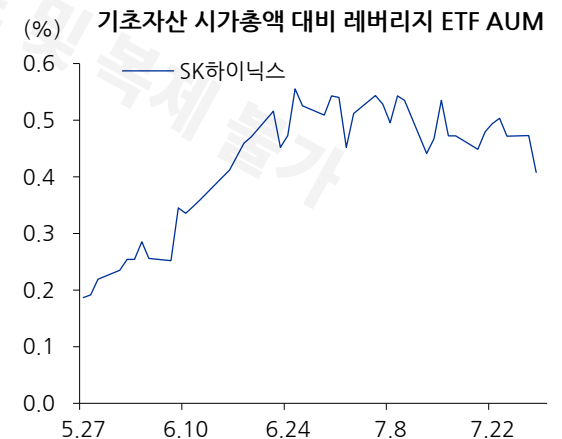
자료: Quantiwise, 유진투자증권

삼성전자의 시총 대비 레버리지 ETF 순자산



자료: Quantiwise, 유진투자증권

SK하이닉스 시총 대비 레버리지 ETF 순자산



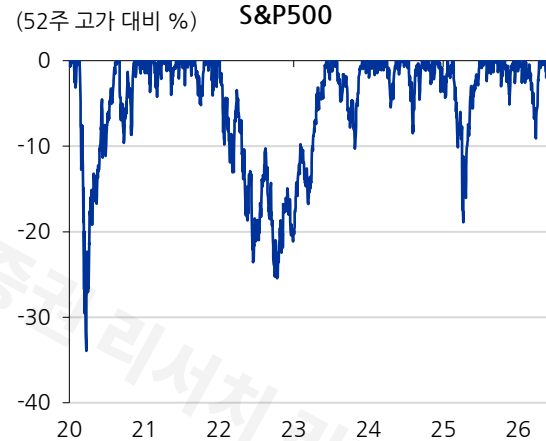
자료: Quantiwise, 유진투자증권

최근 코스피 가격 조정은 비정상적(?)

코로나19 급의 폭락

- 쏠림이 컸던 반도체에 국한된 조정임. S&P500과 나스닥지수 조정 폭은 미미함(2~3%). 물론 미국 증시 조정이 다 끝나지 않았다는 점은 역설적으로 추가 가격 조정 가능성을 시사함.
- 그래도 2020년 이후 코스피는 코로나19/금리 인상 등 굵직한 이벤트를 제외하면 30% 이상 하락하지 않았음.
- 코스피 30% 이상 하락은 코로나19 이후에는 2008년 글로벌 금융위기 밖에는 없음.

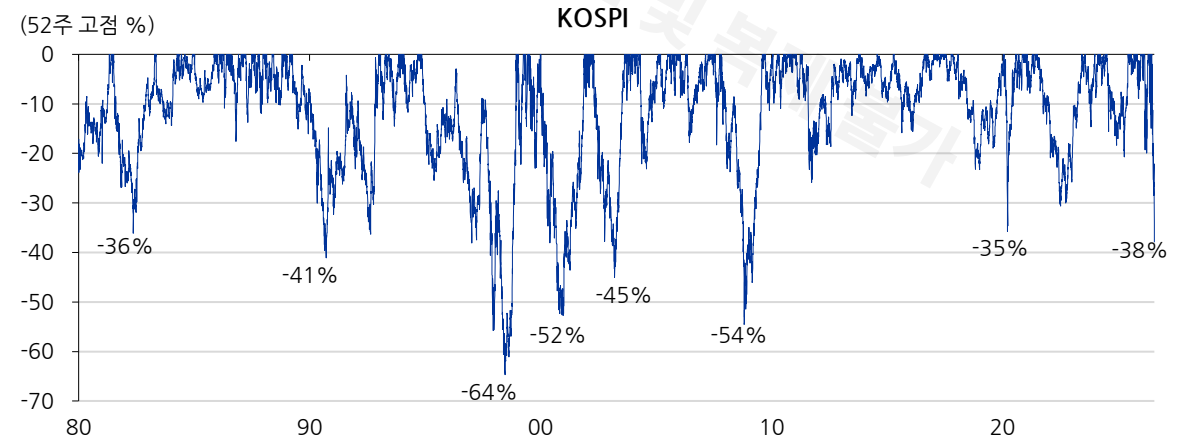
미국 증시 조정 폭은 미미



6월 조정 필라델피아 반도체지수 -20%



코스피, 6월 이후 -38% 조정



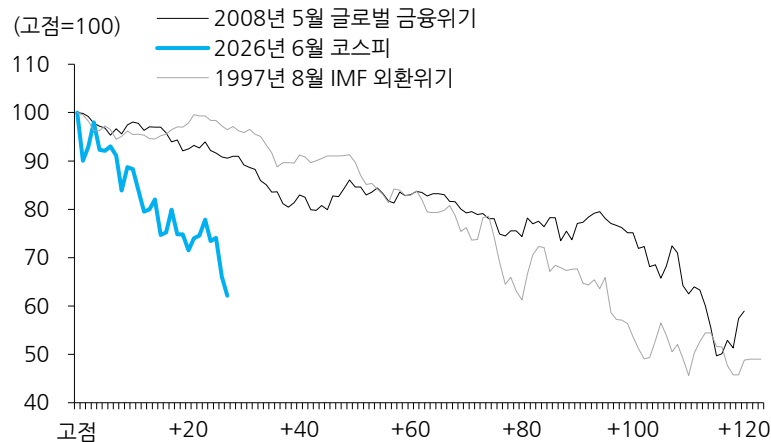
자료: Refinitiv, 유진투자증권

과도한 코스피 급락 속도

코로나19와 닷컴버블 붕괴 국면과 유사한 주가 하락 속도

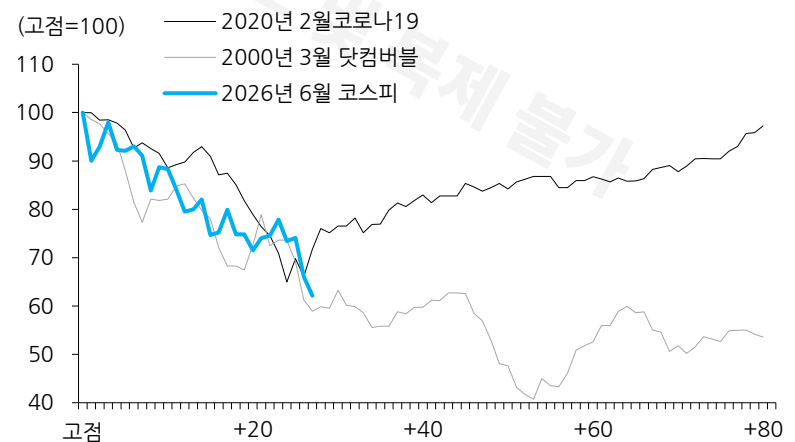
- 2026년 6~7월 코스피 하락 속도는 2008년 글로벌 금융위기, 1997년 8월 IMF 외환위기 초기 국면보다 더 가팔라
- 6~7월 코스피 하락 속도는 2000년 3월 나스닥과 코스닥 붕괴 및 2020년 코로나19 당시와 유사함.
- 일단 추가 급락은 진정될 수준임. 그러나 이례적으로 시스템 위험이 있는지도 점검해볼 필요가 있을 정도임.

글로벌 금융위기, IMF외환위기 초기보다 더 가팔라



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2000년 3월 코스닥, 코로나19 급락과 유사한 속도



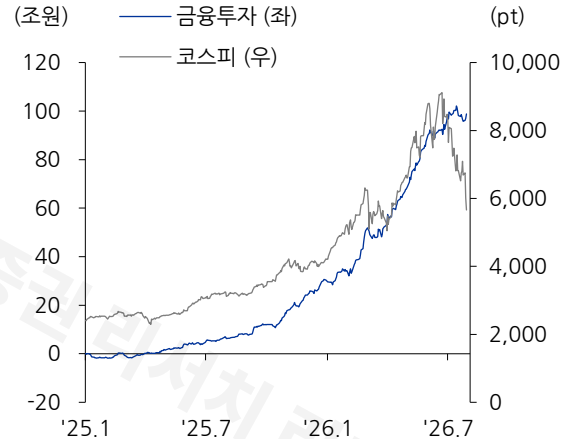
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금융투자, 즉 ETF/퇴직연금 자금 유입 멈춰

핵심 주도 매수세력의 반전

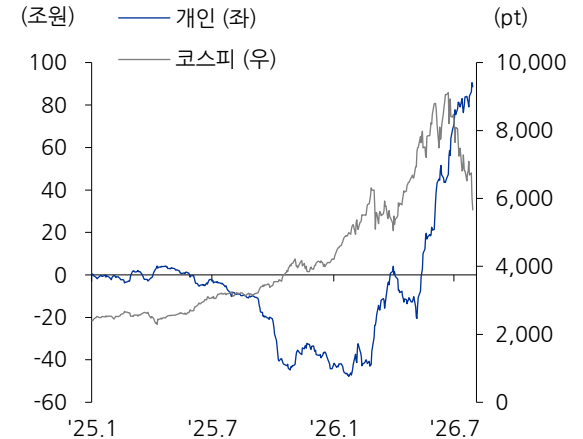
- 2025년 이후 주식시장 상승에 크게 기여했던 매수 주체인 금융투자는 7/14일, 즉 코스피가 6,800~7,000선을 하회한 이후 매도로 전환됨.
- 개인 투자자들이 아직 매수 우위이나, 매수세는 손절성 매도 물량이 출회되면서 약해짐.
- 2026년 2월 이후 출공 매도 우위였던 외국인 투자자들의 매도세는 진정됨.
- 연기금은 7월초 이후 순매수세로 돌아서고 있음.

최근 최대 매수주체인 금융투자 매도 반전



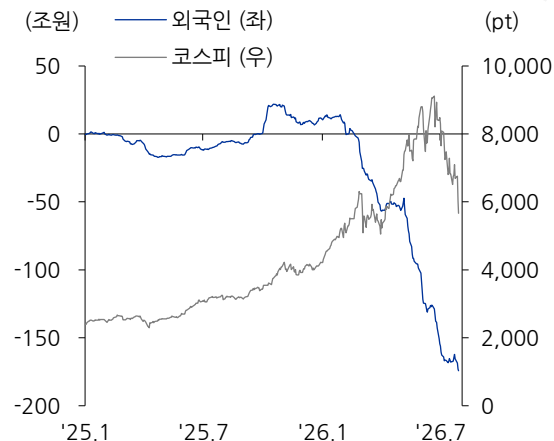
자료: Quantiwise, 유진투자증권

개인 투자자들의 매수세는 정점



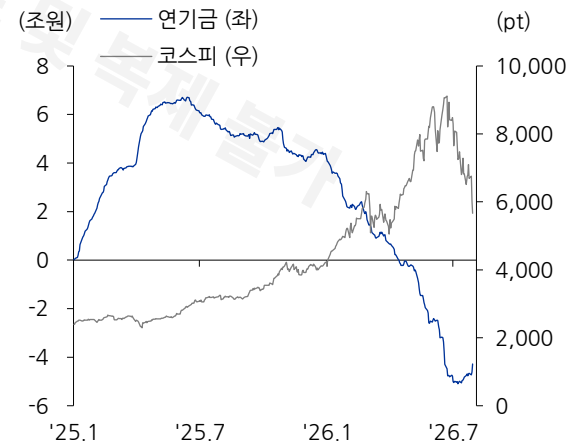
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인 매도 압력, 다소 진정



자료: Quantiwise, 유진투자증권

그나마 연기금은 순매수 시작



자료: Quantiwise, 유진투자증권

이익 증가 기울기는 둔화, 그래도 추세는 유효

주가가 이익에 선행하나, 아직 이익은 증가 추세

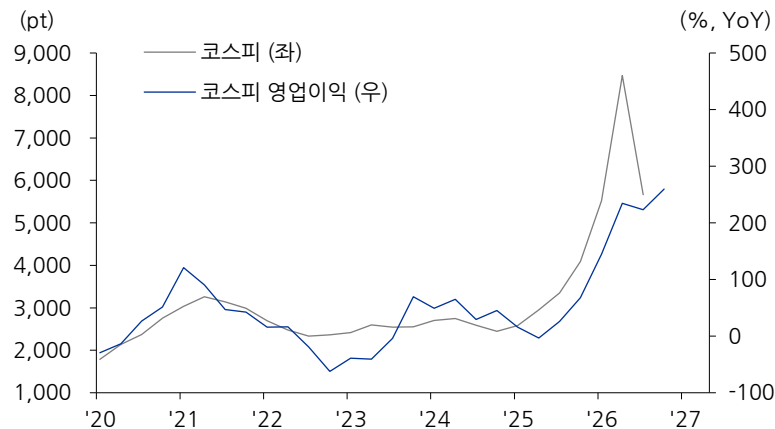
- 과거 코스피는 이익 증가율에 1분기, 이익 자체에는 2분기 정도 앞서 고점을 형성함.
- 주가는 이익 증가율의 기울기에 민감함. 2026년 4~5월 이후 코스피는 향후 이익 증가율 개선 속도에 비해 다소 가파르게 상승함. 주가가 가파르게 상승한 이후 모멘텀 둔화 가능성을 반영 중임.
- 그러나 코스피 영업이익 자체는 계속 증가 추세임. 기울기는 둔화되어도 이익 증가 추세가 유효하다면(+), 주가의 상승 추세에 대한 신뢰는 점차 회복될 전망.

주가가 이익 증가율에 1분기, 이익에는 2개 분기 앞서 고점 형성

코스피 고점 시점	영업이익 증가율 고점	영업이익 고점	주가/이익 증가율 선행 기간 (월)	주가/이익 선행 기간 (월)
Mar-02	Dec-02	Mar-03	-9	-12
Dec-03	Jun-04	Sep-04	-6	-9
Dec-07	Jun-08	Jun-08	-6	-6
Sep-09	Dec-09	Jun-10	-3	-9
Jun-11	Mar-11	Mar-11	3	3
Jun-15	Sep-15	Mar-15	-3	3
Dec-17	Sep-17	Sep-17	3	3
Jun-21	Mar-21	Sep-21	3	-3
평균			-2	-4

자료: Quantiwise, 유진투자증권

최근 주가 급락으로 향후 영업이익 증가율 둔화 가능성을 꽤 반영



자료: Quantiwise, 유진투자증권

코스피 영업이익 자체는 계속 증가 추세



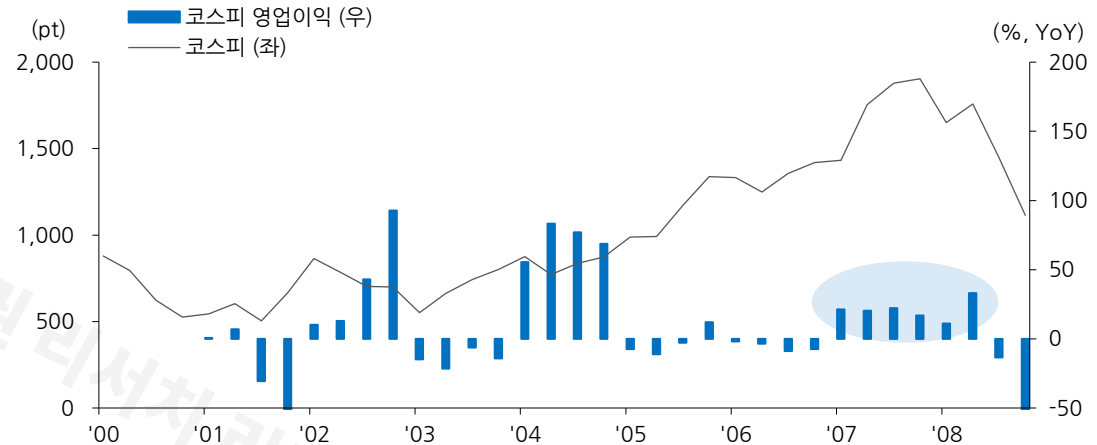
자료: Quantiwise, 유진투자증권

이익 증가율 둔화 보다 “지속성”이 확인되어야

이익 증가율 Peak가 주가 정점은 아닌 듯

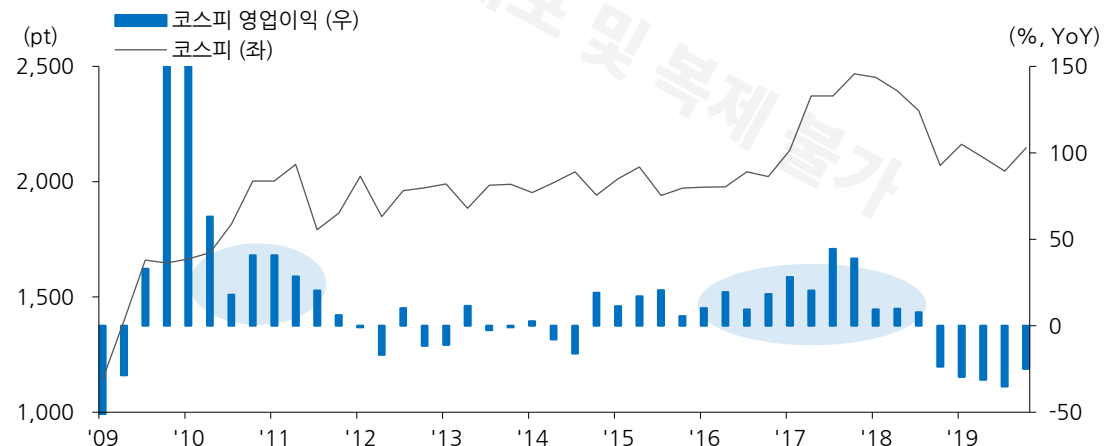
- 국내 기업들의 경기와 투자 사이클에 민감해 변동성이 높다는 특징 때문에 코스피 이익 증가율이 둔화될 때 주가 조정 또는 하락 여지가 높음.
- 그러나 이익 증가율이 둔화되더라도, 꾸준히 이익이 2~3년 늘어날 수 있을 때 주가는 재차 상승.
- 2007~08년과, 2016~18년 당시 이익 증가율이 둔화되어도 주가는 강했음. 당시 이익보다 밸류에이션 중심의 상승이 나타남.

코스피 이익 증가율이 둔화되더라도, 꾸준하면 주가는 재상승 (2007~08년)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2016~18년도 마찬가지로



자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 매파적인 한국은행의 정책 기조는 부담

미국보다 가파른 금리인상 불가피

- 7월 FOMC회의에서 미국 연준은 기준금리를 동결했으나, 3명 의원들이 반대함. 올해 9월경 금리 인상 가능성이 유력함.
- 케빈 워시 연준 의장은 물가 안정을 강조하면서도, 시장금리 상승을 통한, 즉 실질금리 상승을 통한 시장 자체 긴축을 선호함. 금리인상 기대는 크게 높아지지 않을 전망.
- 6월에 1회 인상한 ECB와 BOJ의 경우, 금리인상 후 추가 인상 기대가 약해 짐.
- 한국은행은 7월 1회 인상에 이어, 신현송 총재의 매파적 발언 등을 감안할 때 향후 3~4회 인상 기대가 반영 중임. 8월 또는 11월까지 금리 인상 기대가 지속될 것으로 보임.

미국, 1~2회 금리인상 기대를 반영



자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

ECB 인상 이후 오히려 추가 인상 기대 진정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

BOJ, 향후 1~2회로 추가 인상 기대 주춤해져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

BOK, 향후 3~4회로 추가 인상 기대



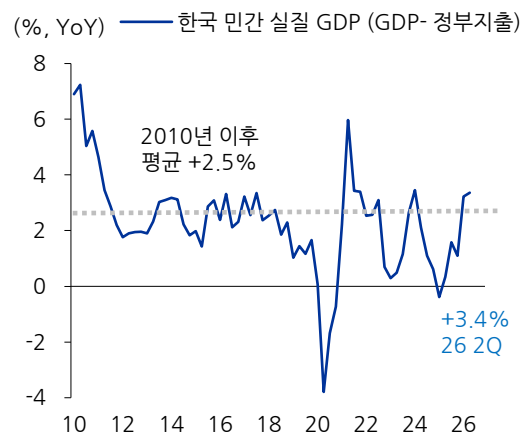
자료: Refinitiv, 유진투자증권

다행히 국내 투자 점차 개선

투자가 점차 개선

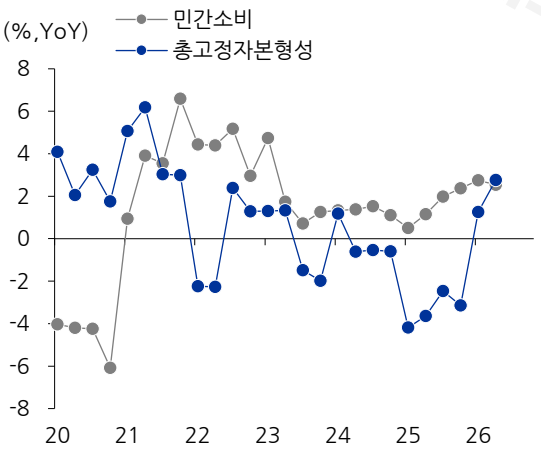
- 2026년 2분기 국내 실질 경제성장률은 전분기 대비 +0.6%qoq, 전년대비 +3.7%yoy 성장함(1Q +1.8%qoq, 3.8%yoy).
- 중동 위기로 1분기 보다 민간소비 성장 속도는 둔화되었으나, 추경 등 재정정책 영향으로 민간소비는 2.5%yoy 성장을 이어감.
- 부진했던 투자가 회복되고 있음(2Q +2.8%yoy). 건설투자는 부진하나(-1.2%yoy), 설비투자가 21 2분기 이후 가장 빠른 속도로 성장함(+6.4%yoy).

과거 추세보다 강한 민간 실질 성장



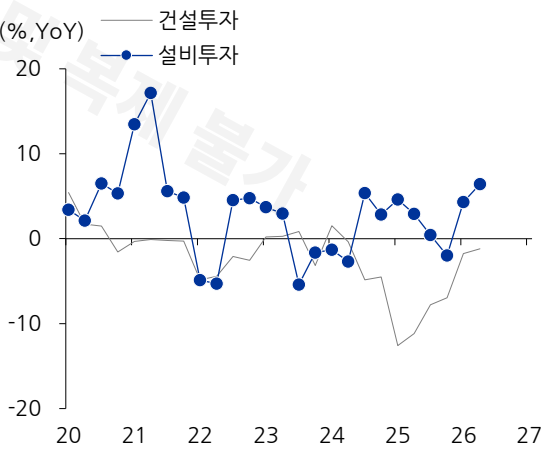
자료: Refinitiv, 유진투자증권

민간소비보다 투자 회복 속도 빨라지고 있어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

건설투자는 부진, 그러나 설비투자 개선



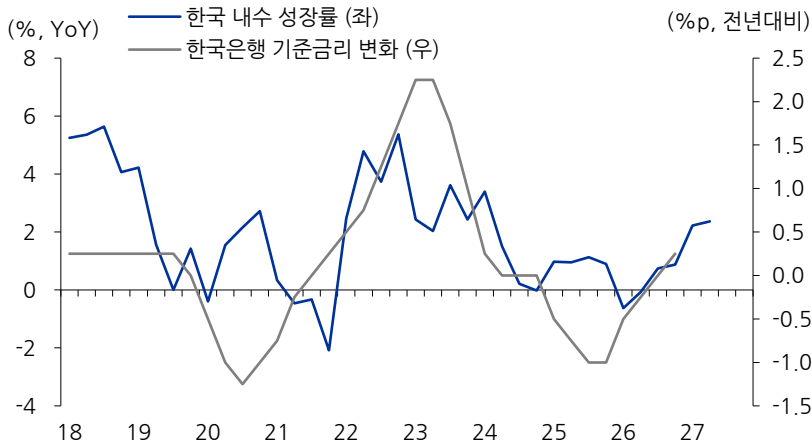
자료: Refinitiv, 유진투자증권

추가 금리인상 정당화, 원화 약세 압력 완화

추가 금리인상과 함께 원화 약세 압력 진정될 전망

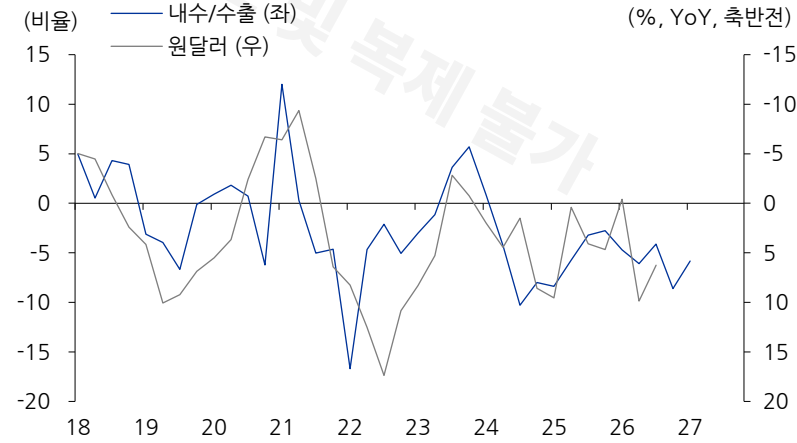
- 국내 성장률, 특히 내수 성장률 개선은 한국은행의 추가 2~3회 이상 인상 기대를 정당화해줄 것으로 예상됨.
- 이는 원화가치가 재차 약해지는 압력을 완화시켜줄 것으로 예상됨. **과거 수출보다 내수 성장률이 높아진 이후 2~3분기 원화 가치가 반등했음**.

내수 성장률 개선, 한국은행 기준금리 인상을 정당화



자료: LSEG, 유진투자증권

내수 성장률 개선, 원화 약세 압력 진정될 듯



자료: LSEG, 유진투자증권

정부 개입 경계에도 불안한 엔화 약세

일본 정부 개입 가능성 vs. 일본 재정 우려

- 엔달러는 1986년 이후 처음으로 163엔대로 상승함. 일본 당국은 환율시장에 개입하는 것과 함께 GPIF를 포함한 연기금의 일본 금융자산 투자를 늘리도록 하는 방안을 고려 중임.
- GPIF가 일본 국내 채권과 주식 비중을 허용 범위 내 최대로 늘리게 되면, 약 30~40조엔 규모의 일본 자산 매입 여력이 발생하는 것으로 추정됨
- 그러나 일본 정부는 목표 자산배분 자체를 즉각 변경할 계획이 없다며 한 발 물러섬. **정부 개입은 속도를 늦출 것으로 보이나, 일본 재정정책 확대에 대한 우려 속에 엔 약세 추세는 이어질 전망.**

일본 GPIF를 비롯해 국내 투자 확대 계획, 그러나 현실화되지 않아

항목	내용
정치적 압박	7/17일 다카이치 총리, GPIF를 포함한 연기금이 일본 금융자산 투자를 늘리도록 유도하는 것이 중요하다고 언급 - 가타야마 사쓰기 재무상, 성장 전략이 성공하면, 엔화 표시 자산의 매력이크 높아질 것, 투자 비중 수정 가능성을 언급
현실	GPIF는 국내 채권, 해외 채권, 국내 주식, 해외 주식에 각각 25% 투자, 목표 초과 허용 범위는 5~6%p, 규정상 국내 채권 비중은 최대 31% 확대 가능, 1%p 늘릴 때마다 2~3조엔 수요 발생
운용자산	293.6조엔 (2026/3월, 2701조원)
최근 입장	일본 정부는 목표 자산배분 자체를 즉각 변경할 계획은 없음. 기존 허용 범위 내 국내 투자 확대를 검토

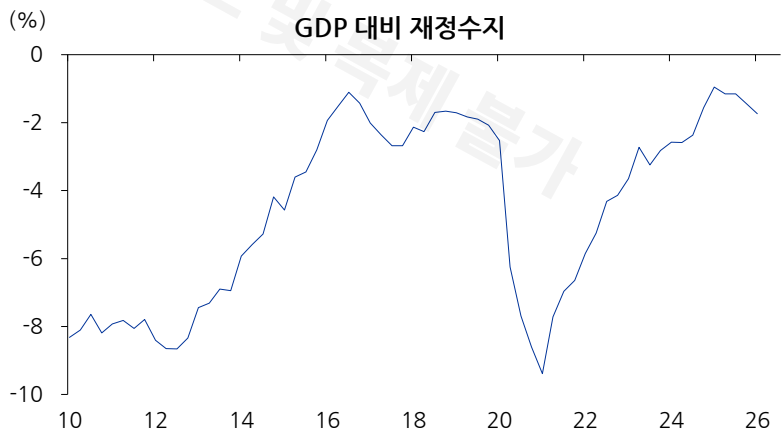
자료: 유진투자증권

이미 미국과 일본 간 장기금리 차이는 상당히 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

다카이치 총리 이후 일본 재정적자 재차 확대 조짐



자료: Refinitiv, 유진투자증권

04

반도체 이외 대안 찾기

반도체에 대한 높은 의존도를 줄이면서 소부장/은행 등 투자 확대 가능성에 주목
밸류에이션 측면에서 조선/기계/2차전지/제약바이오 매력도 점차 상승

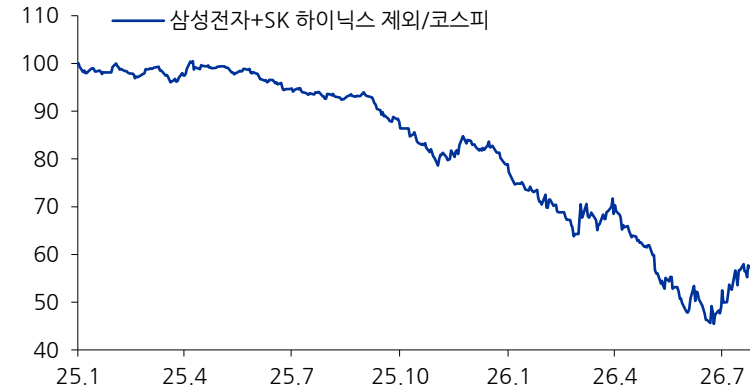
반도체를 제외하고도 한국 증시 PER은 하단

한국 증시는 저평가

- 반도체 12개월 예상 실적 기준 PER은 안정적인 기준이 아님(3~4배). 이익에 대한 신뢰가 낮기 때문임.
- 반도체 제외 업종들의 12개월 예상 PER은 7/29일 7.5배로, 코로나 19 이후 가장 낮음.
- 6월말 이후 반도체 이외 업종 주가의 상대강도가 개선되고 있음.

반도체만의 강세가 반전되고 있어

(상대강도)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

삼성전자, SK하이닉스 12개월 PER 3~4배



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 제외 12개월 PER, 7~8배 수준



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 + 알파

반도체 일변도에서 벗어나야

- 절대이익 규모 측면에서 반도체 외 대안은 딱히 없음. 하지만 반도체 이익 모멘텀은 점차 약해질 수 있음.
- 반도체를 제외하면 IT하드웨어, 기계, 화학, 건설, 소매, 미디어, 소매 등이 하반기 실적 개선 폭이 클 것으로 보임.
- 하반기 실적 모멘텀 (변화) 측면에서는 철강, 호텔레저, 미디어, IT가전 등이 클 것으로 예상.

2026년 하반기 코스피 영업이익 전망

	2026년 상반기 영업이익 (조원)	2026년 하반기 영업이익 (조원)	금액 차이 (조원)	2026년 상반기 영업이익 증가율 (%)	2026년 하반기 영업이익 증가율 (%)
코스피	402.9	552.1	149.2	187.6	232.7
에너지	14.0	9.9	-4.1	529.7	153.3
화학	1.7	2.5	0.8	-180.4	-32.3
비철	1.5	1.2	-0.3	102.9	49.6
철강	1.7	2.3	0.5	19.2	677.5
건설	1.8	1.8	-0.1	-0.5	-145.5
기계	3.6	4.2	0.6	17.6	39.8
조선	11.6	11.5	-0.1	199.9	80.7
상사,자본재	19.2	13.6	-5.6	56.0	-2.8
운송	2.4	2.7	0.3	-25.2	8.8
자동차	15.2	15.8	0.6	-9.0	33.8
화장품,의류	2.9	2.4	-0.5	8.2	2.0
호텔,레저	0.2	0.2	0.0	18.1	47.1
미디어	0.1	0.5	0.4	-123.3	278.3
소매(유통)	1.5	1.9	0.4	51.4	48.3
필수소비	3.1	3.3	0.2	13.1	21.0
건강관리	2.5	3.0	0.4	35.5	33.0
은행	19.2	16.3	-2.9	9.9	10.7
증권	10.2	7.2	-3.0	83.4	23.5
보험	6.4	4.1	-2.3	7.8	16.4
소프트웨어	3.7	4.1	0.4	30.0	33.7
IT하드웨어	1.2	1.6	0.4	153.8	60.5
반도체	254.0	422.3	168.3	803.5	607.7
IT가전	2.4	2.5	0.1	-142.1	102.4
디스플레이	0.1	1.1	1.0	154.9	121.6
통신	2.7	2.4	-0.4	-13.6	86.5
유틸리티	7.5	5.2	-2.3	1.9	-45.6
반도체 제외	148.9	129.8	-19.1	31.9	29.1

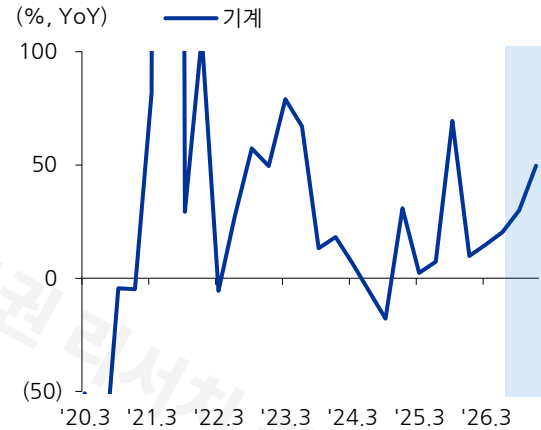
자료: Refinitiv, 유진투자증권

하반기 다크호스

하반기 이익 개선 기대 업종

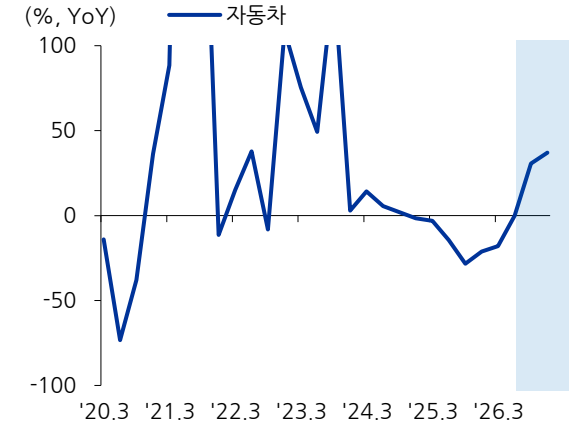
- 실적 컨센서스 상 여전히 반도체 업종의 주도력이 반전될 것으로 보이지는 않음.
- 그러나 컨센서스상 이익 증가율의 반전 가능성이 있는 업종들은 기계, 자동차, 건강관리, 필수소비, 호텔레저, 미디어 등임.
- 필수소비, 은행 업종은 상반기 이익 증가율이 하반기에도 꾸준히 이어질 것으로 예상.

기계 업종 영업이익 재차 반등 가능성



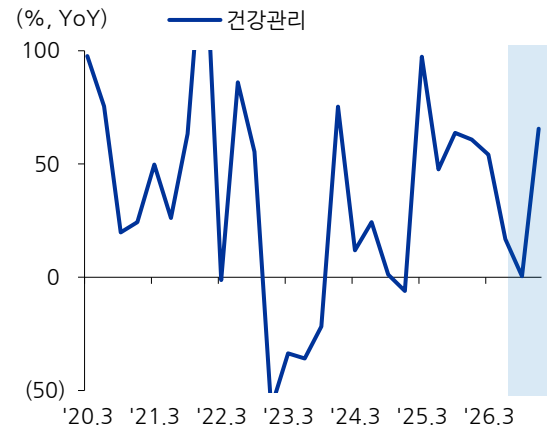
자료: Refinitiv, 유진투자증권

자동차 업종도 최악은 벗어날 듯



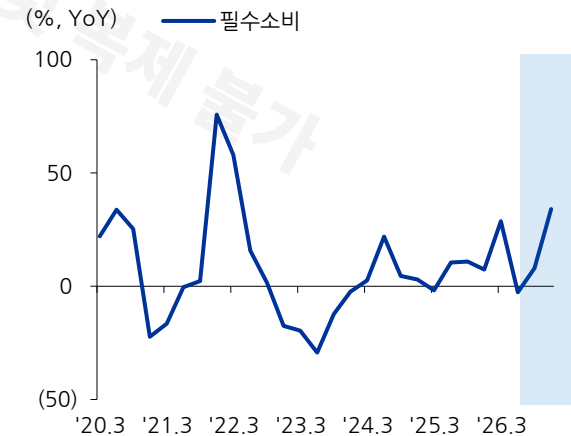
자료: Refinitiv, 유진투자증권

건강관리 업종 반등 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

필수소비 업종도 개선 예상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체/IT하드웨어 제외 밸류에이션 조정이 큰 업종

기계



자료: Refinitiv, 유진투자증권

조선



자료: Refinitiv, 유진투자증권

자동차



자료: Refinitiv, 유진투자증권

IT가전



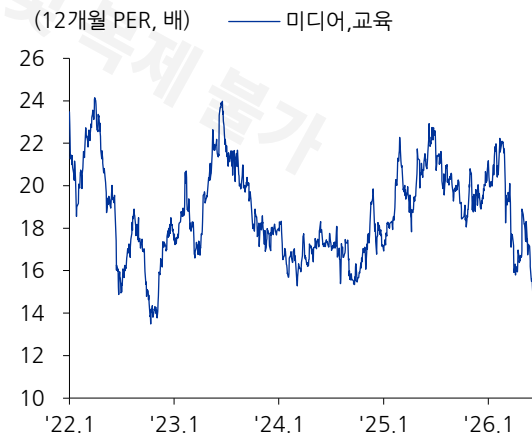
자료: Refinitiv, 유진투자증권

건강관리



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미디어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가