



[반도체]

월가의 황제가 보는 바퀴벌레와 AI의 사이

■ Executive Summary

1. AI 투자·메모리 수요·빅테크 CAPEX는 여전히 견조하지만 반도체 주가는 펀더멘털을 충분히 반영하지 못하며 아시아 기술주 시장의 변동성이 금융위기 이후 가장 높은 수준까지 확대
2. 제이미 다이먼은 AI 데이터센터 성장성에는 긍정적이거나, 마진 부채·헤지펀드·프라임브로커리지 등 금융 레버리지에는 강한 경고
3. 7월 TMT 헤지펀드의 대규모 손실과 강제 디레버리징이 반도체 수급 악화의 핵심 배경으로 부각
4. 본격적인 반도체 주가 회복은 실적 개선보다 헤지펀드 리스크 예산 회복, 레버리지 정상화, 기관 자금 재유입 여부가 핵심 변수

1. 아시아 기술주, 거친 가격 변동의 시간

아시아 기술주 시장의 변동성이 높은 수준까지 확대되고 있다. Bloomberg는 최근 100일간 MSCI 아시아태평양 기술지수의 가격 변동성은 2009년 이후 최고 수준을 기록했으며, 하루 4.2% 상승한 뒤 다음 날 3.2% 하락하는 급격한 등락이 반복되어 금융위기 이후 가장 변동성이 심한 시기였다고 보도하였다. AI 관련주가 시장의 핵심 축으로 자리 잡은 가운데 SK하이닉스와 삼성전자의 조정이 국내 증시 하락을 주도했고, Sandisk와 Western Digital의 실적 전망치 미달 역시 메모리 업종 전반의 투자심리를 흔들었다. 결국 최근 시장은 AI 성장에 대한 기대와 높아진 밸류에이션 부담이 충돌하면서 어느 때보다 거친 가격 변동의 시간을 지나고 있다.

이처럼 변동성이 확대되면서 시장의 관심도 단순한 주가 조정을 넘어 AI 투자 사이클의 지속 가능성으로 옮겨가고 있다. 바로 이 지점에서 최근 제이미 다이먼의 발언을 다시 볼 필요가 있다. 평소 금융시장의 레버리지와 신용위험을 누구보다 먼저 경계해온 다이먼은 현재의 과도한 레버리지에는 분명한 경고를 보내면서도, 정작 AI 데이터센터 투자와 컴퓨팅 수요의 구조적 성장 가능성에 대해서는 긍정적인 시각을 유지하고 있다.

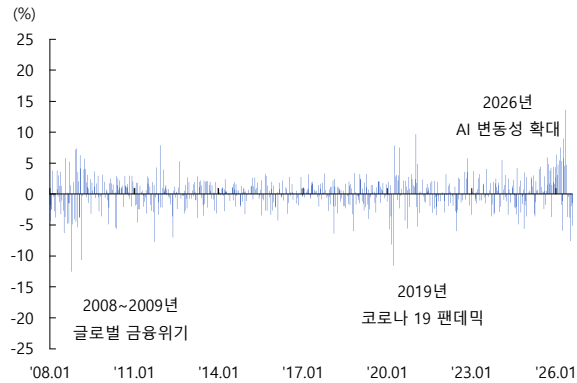
[IT]

최보영 연구위원

3771-9724
20190031@iprovest.com

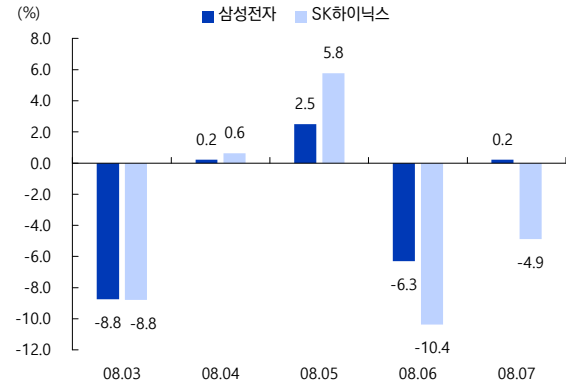


[도표 1] 코스피 주간 수익률(2008 년~현재)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 삼성전자, SK 하이닉스 일별 수익률



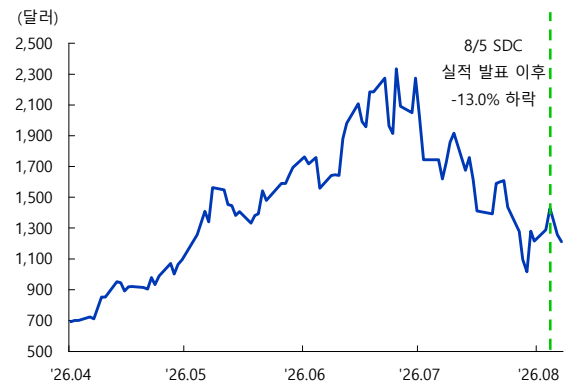
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] Sandisk 실적발표 전후 주가



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] Western Digital 실적발표 전후 주가



자료: 교보증권 리서치센터



2. 시장의 선행지표 제이미 다이먼, AI에는 낙관론

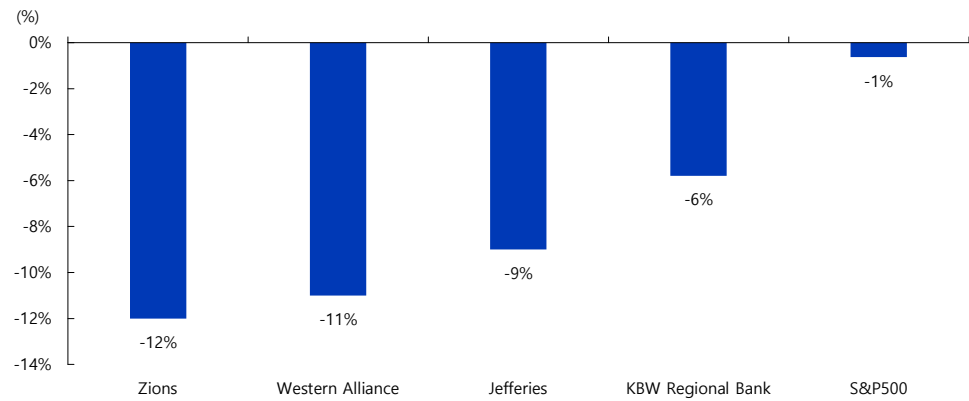
제이미 다이먼 회장은 미국 최대 은행 JPMorganChase 를 이끄는 글로벌 금융시장의 자금 흐름과 신용 사이클을 가장 가까이에서 지켜보는 ‘월가의 황제’로 불리는 인물이다. 그는 금융시장의 위험에는 누구보다 보수적인 태도를 유지해왔다. 대표적인 사례가 2025 년 10 월 14 일의 ‘바퀴벌레’ 발언이다. 당시 Tricolor 와 First Brands 에서 연이어 신용사고가 발생하고 JPMorgan 도 Tricolor 관련 익스포저 1 억 7,000 만달러를 상각하자, 다이먼은 “바퀴벌레 한 마리가 보이면 더 있을 가능성이 높다”고 경고했다. 이후 일부 지역은행의 대출 문제가 추가로 드러나면서 Zions, Western Alliance, Jefferies 등 금융주가 급락해 그의 우려가 현실화되는 모습이 나타났다. 그러나 이후에는 소비와 기업, 미국 경제의 회복력이 여전히 견조하다고 평가했고, 2026 년 4 월에는 Private Credit 역시 시스템 리스크로 확산될 가능성이 높지 않다고 선을 그었다. 위험을 먼저 경고하면서도 개별 사고와 전체 사이클을 구분해 판단한 셈이다.

이러한 과거를 감안하면 최근 그의 AI 관련 발언은 더욱 주목할 필요가 있다. 다이먼은 CNBC 인터뷰에서 AI 컴퓨팅 수요와 데이터센터 투자가 장기적으로 경제적 가치와 수익으로 연결될 가능성을 높게 평가했으며, 현재로서는 데이터센터 투자 붐의 급격한 둔화를 핵심 위험으로 보지 않았다. 물론 개별 프로젝트의 경제성과 수익성 검증은 필요하지만, 이를 AI 투자 사이클 전체의 문제와는 구분하고 있다.

반대로 다이먼이 직접 경고하는 대상은 사상 최고 수준의 마진 부채와 프라임브로커리지, 헤지펀드, 국채 차익거래 등에 누적된 금융 레버리지다. 결국 그의 시선에서 현재 경계해야 할 것은 AI 수요의 붕괴가 아니라, AI 의 성장성을 금융시장이 얼마나 과도한 레버리지로 거래하고 있는가에 더 가깝다



[도표 5] 바퀴벌레 경고 이후, 신용공포가 금융주로 확산



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 10월 16일 변동률

[도표 6] 제이미 다이먼의 발언과 S&P 500의 흐름



자료: 교보증권 리서치센터



3. TMT 헤지펀드 강제청산, 테크 주가는 펀더멘털보다 수급에 좌우될 것

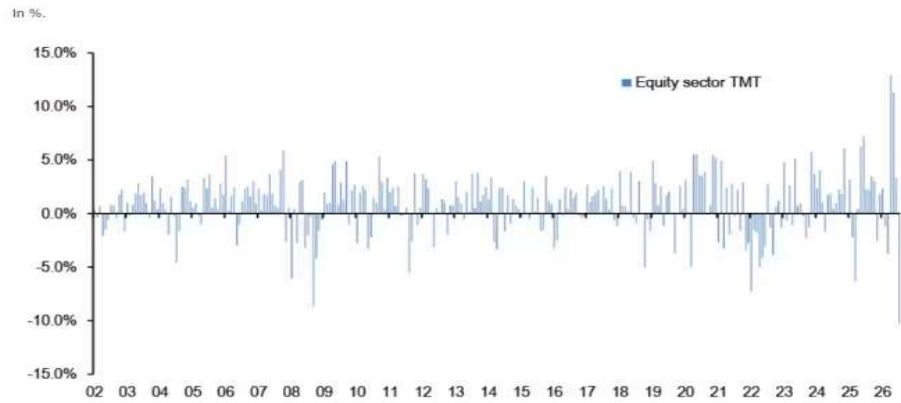
7월 TMT(Technology, Media, Telecommunications) 헤지펀드의 기록적인 손실은 최근 반도체와 테크 주가의 급격한 변동성을 단순한 펀더멘털 변화만으로 설명하기 어렵게 만든다. Pivotal Path 예비 집계에 따르면 TMT 섹터 헤지펀드는 7월 한 달간 약 10%의 손실을 기록했고, 멀티전략 헤지펀드 역시 2.3% 하락하며 역사적으로 큰 폭의 월간 손실을 나타냈다. 특히 메모리·반도체에 집중됐던 포지션이 강제 청산되는 과정에서 Sandisk와 Western Digital 등 관련 종목의 변동성이 확대됐을 가능성이 제기된다. 양호한 실적을 기록한 종목까지 동반 약세를 보였다는 점은 최근 주가 하락의 일부가 기업 실적보다 포지션 청산과 수급 압력에 의해 증폭됐을 가능성을 시사한다.

더 중요한 것은 손실 이후의 과정이다. 헤지펀드의 운용자산이 감소하면 위험자산에 배분할 수 있는 리스크 예산 역시 기계적으로 축소되고, 프라임브로커리지 역시 담보 조건과 레버리지 한도를 보수적으로 조정할 가능성이 높아진다. 이 경우 시장 전망이 다시 긍정적으로 바뀌더라도 헤지펀드가 기존 수준의 테크 익스포저를 빠르게 회복하기 어렵다. 결국 손실이 포지션 축소를 부르고, 포지션 축소가 다시 유동성을 악화시키는 디레버리징 과정이 일정 기간 이어질 수 있다. 이는 반도체 업황과 AI 수요가 견조하더라도 단기 주가는 펀더멘털보다 수급 변화에 더 크게 좌우될 수 있다는 의미다.

8월 들어 나스닥이 반등하고 있다는 점도 반등의 주체를 확인할 필요가 있다. 헤지펀드와 기관의 리스크 예산이 충분히 회복되지 않은 상황에서 리테일 자금과 레버리지 ETF, 옵션 거래가 반등을 주도하고 있다면 시장이 안정된 것이 아니라 유동성 공급의 주체가 바뀐 것에 가깝다. 따라서 향후 테크 섹터의 변동성을 판단할 핵심은 지수의 단기 반등보다 헤지펀드의 리스크 예산이 얼마나 빠르게 회복되는지, 프라임브로커리지의 레버리지 조건이 정상화되는지, 그리고 기관 자금이 실제로 반도체와 테크 섹터로 복귀하는지에 있다고 판단한다.

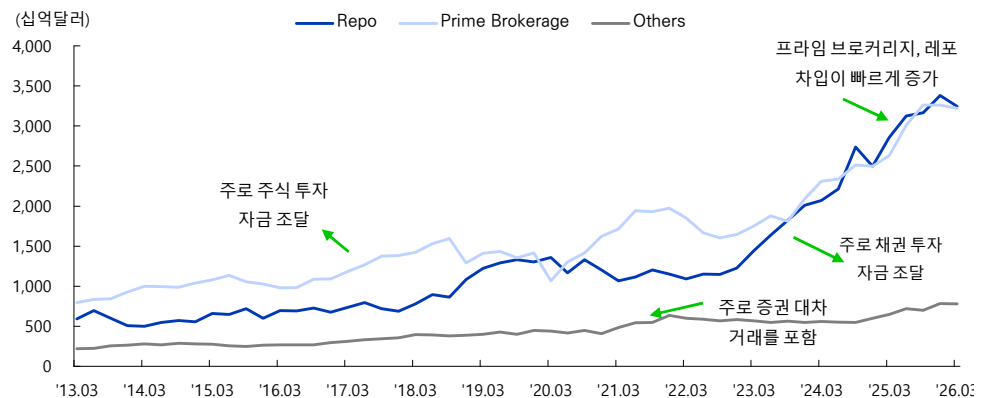


[도표 7] TMT 섹터 헤지펀드의 월간 수익률 추이



자료: JP Morgan, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 헤지펀드 자금조달원별 차입 규모



자료: OFR, 교보증권 리서치센터



0의시선: 흔들리는 것은 AI가 아니라 금융 레버리지

최근 시장의 가장 큰 의문은 분명하다. AI 투자와 메모리 수요, 빅테크 CAPEX는 여전히 견조한데 왜 반도체 주가는 이를 따라가지 못하는가다. 답은 펀더멘털보다 공급에 있을 가능성이 높다. 사상 최고 수준의 마진 부채와 헤지펀드 레버리지, 프라임브로커리지의 리스크 관리 강화가 겹치면서 메모리·반도체처럼 포지션이 집중된 영역에서 강제청산과 리스크 예산 축소가 나타나고 있다. 이 경우 실적 전망이 좋아도 매수 여력이 줄어들 수 있고, 가격 하락이 다시 레버리지 축소를 부르는 악순환이 이어질 수 있다. 결국 지금의 조정은 AI 수요가 사라지는 과정이라기보다, AI 성장 기대를 가장 공격적으로 거래해온 자금이 디레버리징되는 과정에 더 가깝다.

이러한 해석은 제이미 다이먼의 시각과도 맞닿아 있다. 그는 AI 데이터센터와 컴퓨팅 수요의 구조적 성장에는 여전히 긍정적이지만, 금융시장에 누적된 레버리지에는 분명한 경고를 보내고 있다. 즉 지금 봐야 할 것은 AI의 성장성 자체보다 그 성장성을 어떤 자금이, 얼마나 높은 레버리지로 들고 있었는가다. 따라서 향후 반도체주의 본격적인 회복 여부도 CAPEX 증가율 하나로 판단하기보다 헤지펀드 리스크 예산의 회복, 프라임브로커리지 레버리지 조건의 정상화, 기관 자금의 재유입에서 확인해야 한다. 바퀴벌레가 몇 마리 더 나타날 수는 있다. 그러나 지금까지 확인된 것은 AI라는 건물의 붕괴가 아니라, 그 건물을 둘러싼 과도한 금융 레버리지의 균열에 더 가깝다



■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 등 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하