

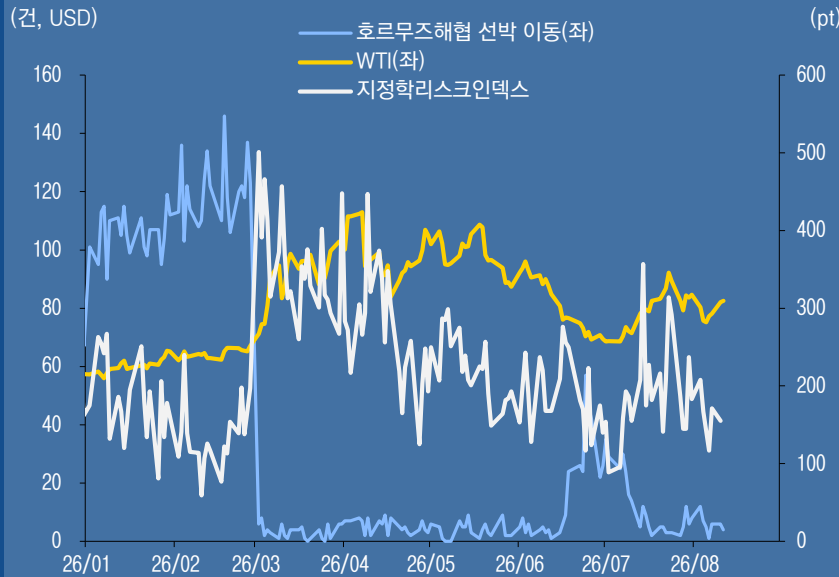
마켓 BEAT

반등의 장애물, 고장 난 TACO



Market
Analyst 황산혜
sh.hwang@ls-sec.co.kr

KEY 차트: TACO와 해협 봉쇄 사이 갈등하는 유가



● 반도체 낙폭과대 인식의 조건, 확산의 동반

- 반도체 급락 사태가 시장 붕괴로 이어지지 않은 글로벌 증시, 견고한 실적과 살아나는 경기 모멘텀을 기반으로 확산을 동반한 반등 흐름이 등장하고 있음. 이는 26년 2Q~3Q ESI와 ERI 지표의 강세와 견조한 동일가중 지수로 확인

- 반도체의 경우도 우호적 즉시 환경을 기반으로 낙폭과대 인식이 살아나는 상황. 주주환원 메리트가 중심이 되고 있는데 SK하이닉스 대비 삼성전자의 아웃퍼폼이 이를 대변. 향후 중장기적 반도체 주가 흐름도 이익과 성장의 함수보다 이러한 **환경적 요인의 뒷받침 속 주주환원, 수급 회복 측면의 매력도가 부각되는 것이 중요할 것**으로 전망

- 더해 당사가 지속적으로 언급한 반도체 업종의 시장 베타화 논리를 반영. AI 생태계 전반에 위치한 기업들의 수요 및 실적 호재를 통해 사이클의 지속가능성이 재확인될 경우, 반도체의 새로운 알파보다는 기존 낙폭과대와 시장 반등에 따른 베타 회복이 강화될 가능성. 이는 시장이 무분별한 AI 성장 모멘텀 추종보다 이익과 퀄리티 중심으로 기조가 변화된 것을 의미

● Bear Case 변수: 고장 난 TACO가 매크로와 실적을 위협한다

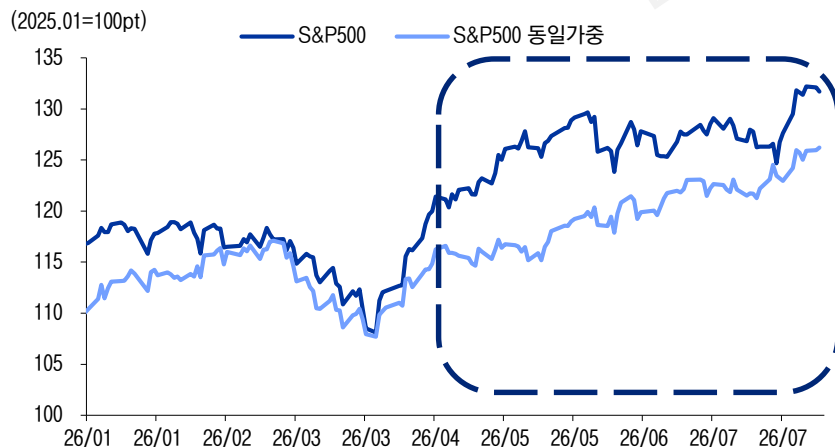
- 그렇기에 다시금 **불안한 지정화 환경과 유가의 불확실성으로 시선을 돌릴 필요**. 특히 트럼프 TACO 영향력이 약화된 가운데, 군사적 해결보다 경제적 제재를 통한 압박으로 노선이 변경되고 있다는 점을 경계할 필요. 이에 **시장의 관심도 점차 TACO와 미래 공급과잉보다 NACHO와 현재의 재고부족으로 이동할 가능성**. 8/10 샌프란시스코 연은은 최근 주식-채권, 주식-유가의 음(-)상관관계를 통해 현 금융시장의 주요 위험은 수요보다 공급발 인플레이와 침체에 있으며 현 불확실성이 유가를 자극할 가능성을 언급

반도체 낙폭과대 인식의 조건, 확산의 동반

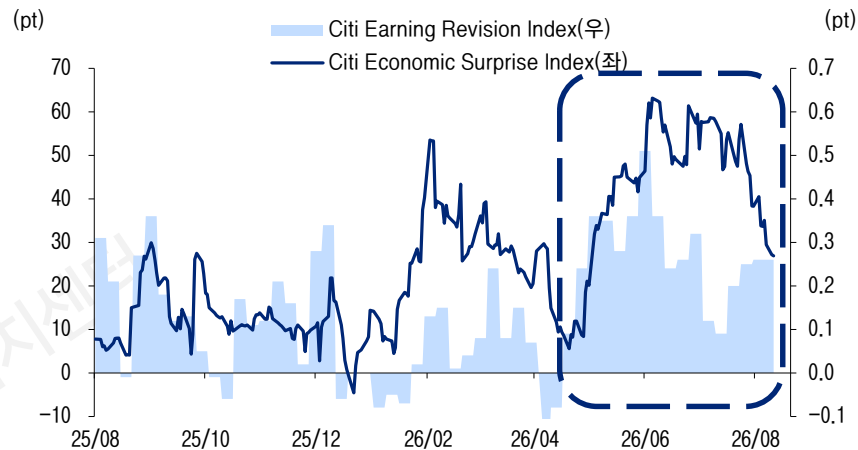
● 경기와 실적이 받쳐줘야 반등이 가능하다

- 반도체 급락 사태가 시장 붕괴로 이어지지 않은 글로벌 증시. 견고한 실적과 살아나는 경기 모멘텀을 기반으로 확산을 동반한 반등 흐름이 등장하고 있음
- 이는 26년 2Q~3Q ESI와 ERI 지표의 강세와 견조한 동일가중 지수로 확인
- 반도체 변동성과 과잉투자, ROI 압박 등 AI 사이클내의 잡음에도 미국과 한국 대표지수의 동일가중 지수는 견고한 흐름 유지. 이는 AI 관련주들이 변동성 속에서도 무너지지 않는 기반
- 금번 빅테크 실적에서도 타이트한 ROI 잣대 존재했으나 결론적으로 버블론보단 AI 투자 사이클의 지속가능성 증명
- 기반이 되었던 클라우드 사업 성장도 결국 일반 기업들의 AI 투자 의지이며 아픈 손가락이던 S.W 또한 견조한 B2B, B2C 수요와 이익 성장을 기반으로 안정화되었던 흐름 주목할 필요

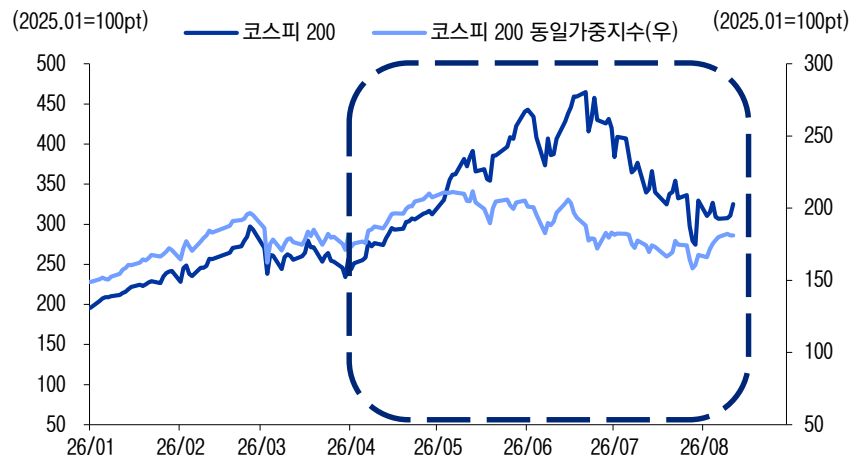
S&P500과 동일가중지수



경제 서프라이즈 지수와 어닝 리비전 지수

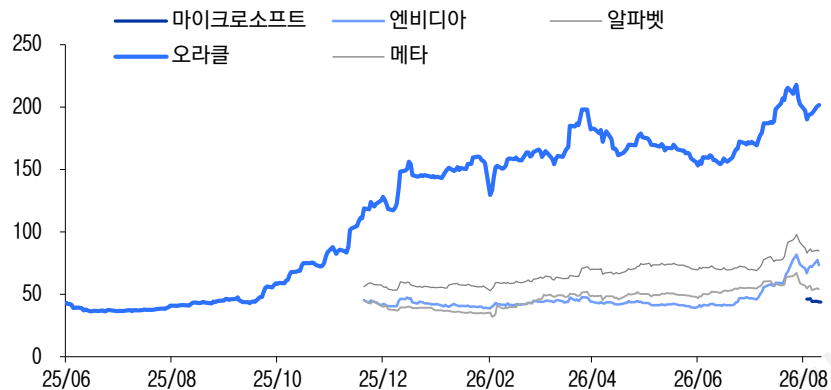


KOSPI200과 동일가중지수

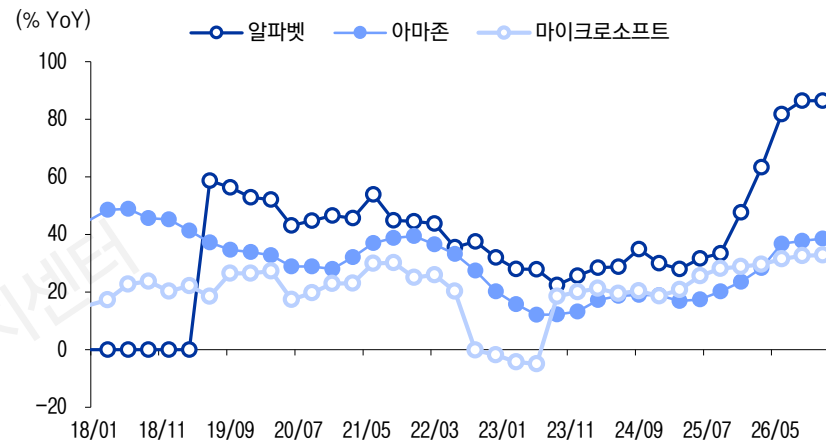


AI 사이클의 단기적 결론, 시간은 필요하나 증명은 되고 있다

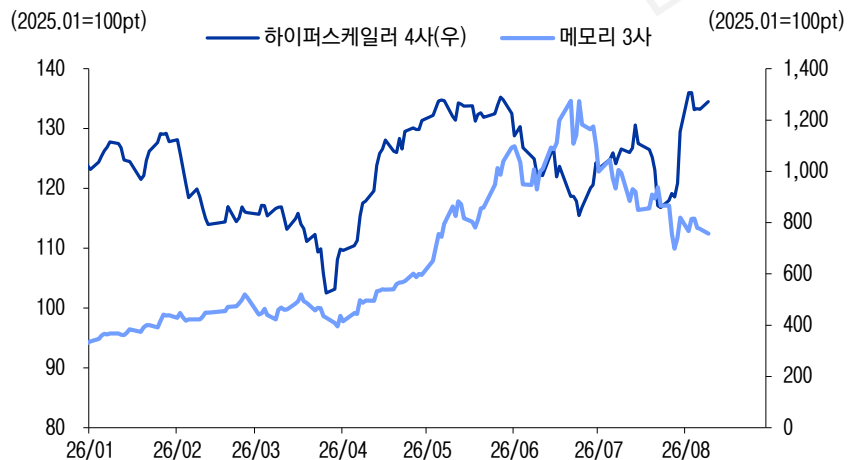
5Y CDS 추이, 투자에 대한 우려는 지속



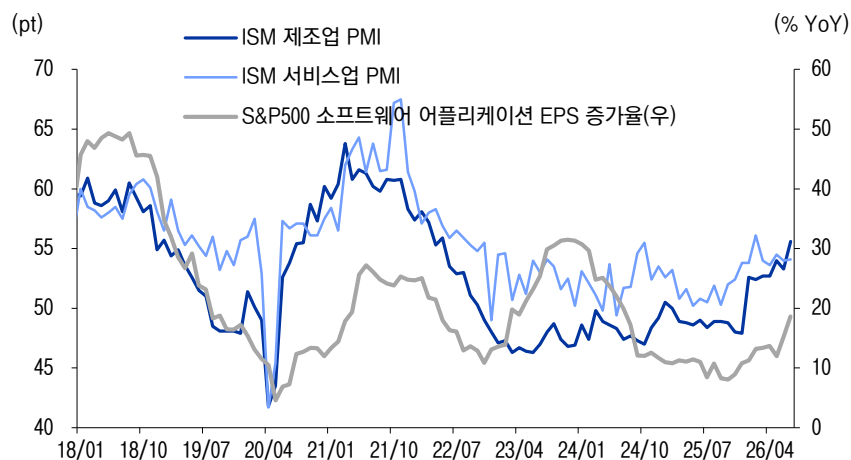
그러나 하이퍼스케일러, 클라우드 사업부의 약진



반도체 충격을 비용 하락의 호재로 받아들이고 있음



경기 모멘텀 회복과 함께 살아난 S/W도 안도 요인

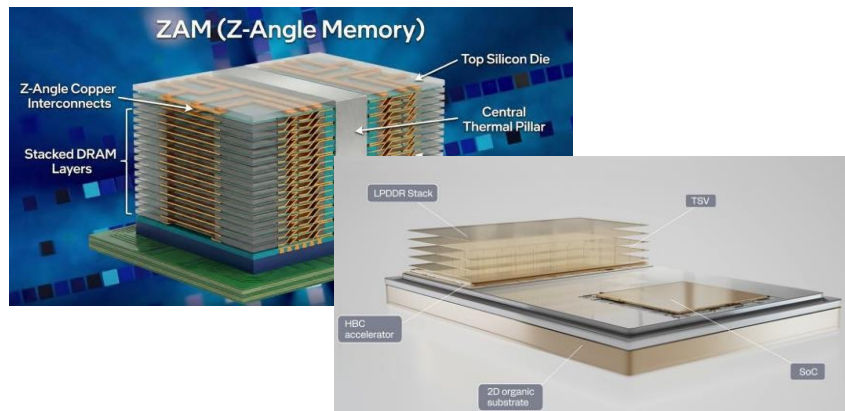


반도체, 당장은 수요측 호재보다 공급측 악재에 민감

● 단기 반등 재료는 수요측 호재보다 주주 환원

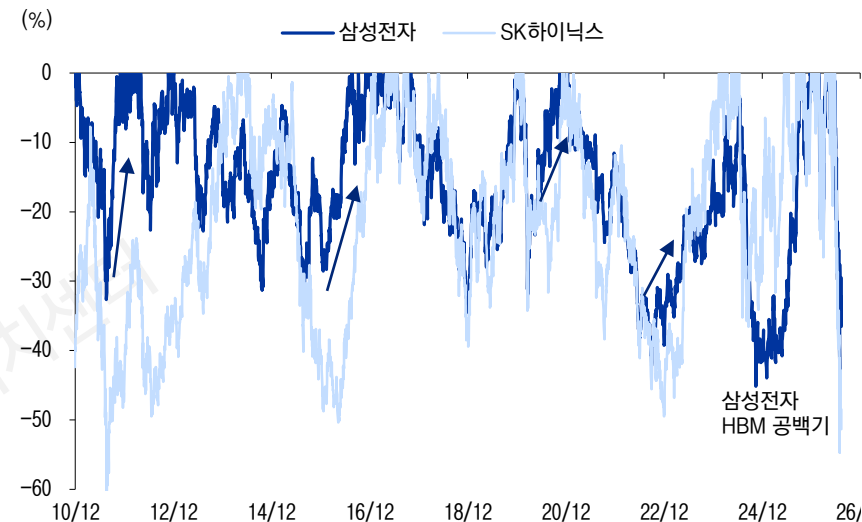
- 반도체의 경우도 우호적 즉시 환경을 기반으로 낙폭과대 인식이 살아나는 상황.
- 주주환원 메리트가 중심이 되고 있는데 SK하이닉스 대비 삼성전자의 아웃퍼폼이 이를 대변. 향후 중단기적 반도체 주가 흐름도 이익과 성장보다 이러한 환경적 요인의 뒷받침 속 주주환원, 수급 회복 측면의 매력도가 부각되는 것이 중요할 것
- 그 이유는 지속적인 공급발 악재 누적으로 시장이 P사이클의 수요와 이익단의 호재에 둔감해졌기 때문. Q 사이클 진입 이후의 이익에 대한 힌트를 기다리는 가운데 방향성 탐색 기간 불가피
- 인텔의 ZAM, 엔비디아 SRAM 솔루션, 퀄컴 HBC, 알파벳 프로존 등의 메모리 병목 솔루션 지속해서 등장 중. 중국발 이슈와 이어지는 대규모 메모리 증설 뉴스도 Q 사이클의 관심을 높이는 요인
- 립부 탄 인텔 CEO는 “메모리는 많은 AI 인프라의 병목이 되었으며 메모리를 어떻게 더 효율적으로 활용할지 연구하고 있다” 언급

대거 등장하는 메모리 병목의 해결책, 인텔의 ZAM과 퀄컴의 HBC



자료: Intel, Qualcomm, FnGuide, LS증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스 MDD와 배당수익률(12mf)

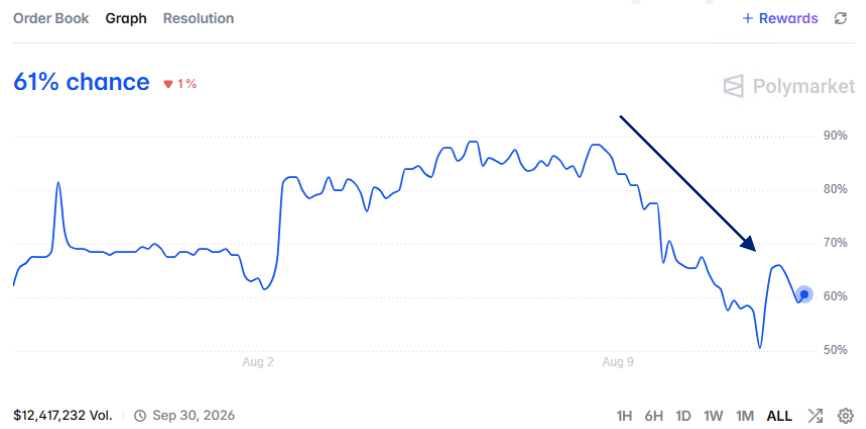


가장 가까운 리스크, 고장 난 TACO

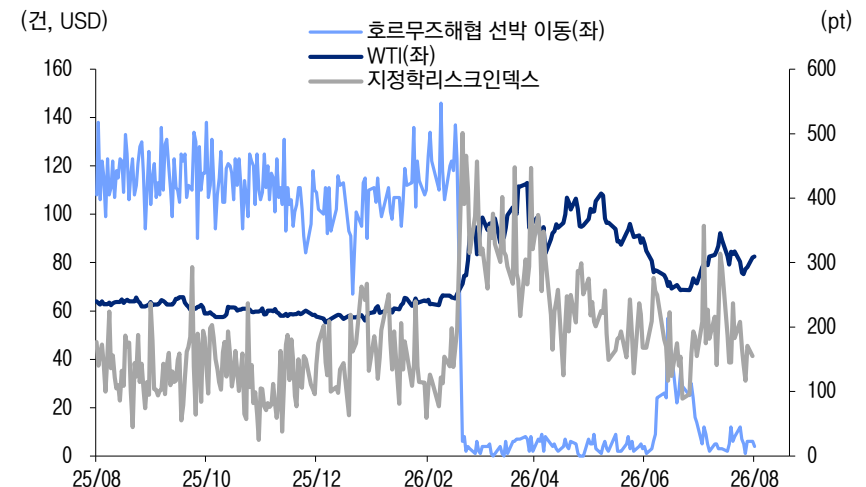
● 장기화되는 이란 사태, TACO보다 NACHO(Not A Chance Hormuz Opens)에 맞춰지는 포커스

- 반도체의 낙폭과대 인식, AI 사이클 지속가능성의 선결조건이 경기 모멘텀 회복과 시장 확산인 상황. 그렇기에 다시금 불안한 지정학 환경과 유가 불확실성으로 시선을 돌리며 경계심 유지할 필요
- 특히 트럼프 대통령의 TACO 영향력이 약화된 가운데, 군사적 해결보다 경제적 제재를 통한 압박으로 노선이 변경되고 있다는 점은 사태 장기화 가능성 시사
- 더해 TACO의 근간은 미 경기와 금융시장의 데미지를 최소화하기 위한 것임. 그러나 이란측이 이를 인식하고 있다는 점과 트럼프 정부의 취약점인 중간선거가 임박하고 있다는 점은 미국이 원하는 방향으로 사태가 흘러가지 않을 가능성을 높임
- 이에 시장의 관심도 점차 TACO와 미래 공급과잉의 낙관보다 NACHO와 현재의 재고부족으로 이동할 가능성. 전세계 석유 재고는 3월부터 6월 하순까지 가파르게 감소했고, 7월 중순부터 다시 감소세가 재개된 상황. 원유 수입의 급감을 통해 석유 시장의 공급 부족을 완화시킨 것으로 평가되는 중국은 7월 원유 수입을 급격히 늘림. 또한 OECD의 전략비축유 방출도 7월부터 중단
- 최근의 뉴스플로우는 1)홍해와 호르무즈해협의 충돌과 봉쇄, 2)휴전 연장에 대한 불확실성과 양국의 책임론, 3)경제적 제재를 기반한 지구전을 언급하는 트럼프 정부.
- Polymarket 상 9/30까지 미국의 이란 봉쇄가 종료될 확률은 8/9부터 -20%p가량 하락

9월30일까지 미국의 이란 봉쇄가 종료될 확률



TACO와 호르무즈 해협 봉쇄 사이에서 갈등하는 유가

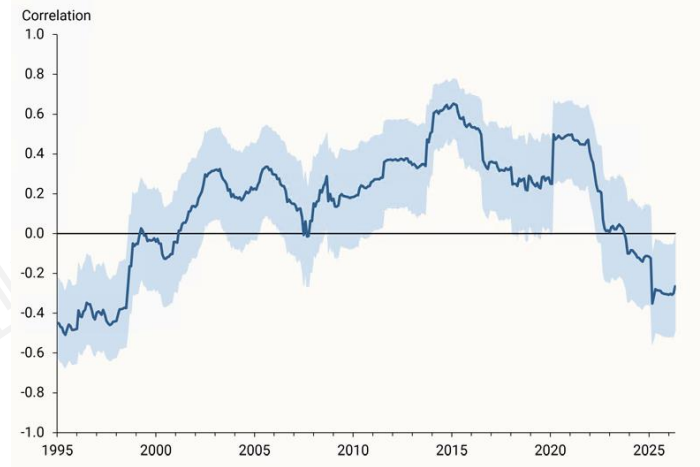


유가를 봐야 할 이유, 샌프란시스코 연준의 설명

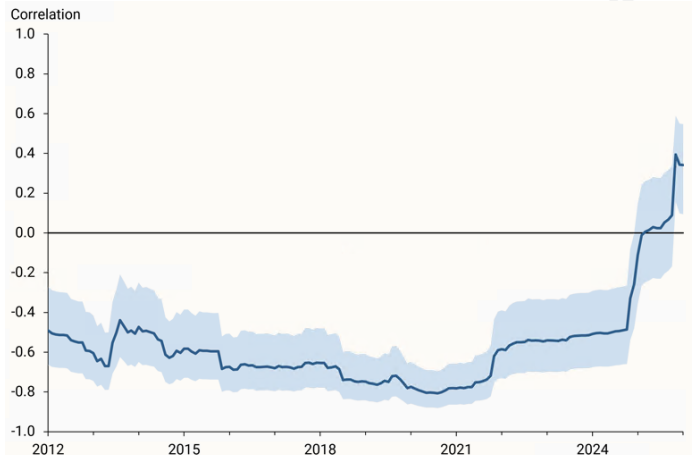
● 주식과 채권의 역상관관계가 보여주는 공급발 리스크 익스포저

- 샌프란시스코 연은은 최근 주식-채권 상관관계가 다시 음(-)으로 전환된 점에 주목. 이는 금융시장의 위험 요인이 수요 충격에서 공급 충격으로 뚜렷하게 이동했음을 의미한다 설명. 또한 불확실성 지속 시, 단기적으로 더욱 빈번한 공급 충격과 인플레이, 그리고 침체라는 불안정한 상황에 직면할 가능성을 언급
- 주식과 유가의 상관관계 역시 음(-)으로 전환되며 유가 상승이 경기 개선 및 수요발 신호가 아닌 공급발 비용 충격으로 인식되고 있음을 시사
- 특히 2025년 이후에는 유가 변동성과 유가의 상관관계가 양(+)으로 전환, 불확실성이 확대될수록 유가가 상승하는 구조가 나타나고 있음
- 일반적으로 수요 감소 충격으로 인한 불확실성은 유가 하락으로 나타나는데 반해 최근의 관계성은 공급 감소 충격과 그에 따른 불확실성이 유가를 상승키는 경로

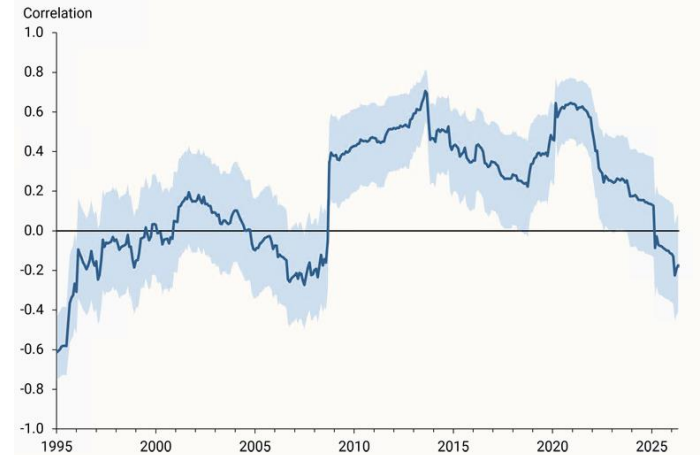
주식과 채권금리 간의 상관관계



유가 변동성(VIX)와 원유선물 가격의 상관관계



주식과 원유선물 간의 상관관계



자료: Federal Reserve Bank of San Francisco (Financial Markets, Oil Prices, and Supply-Side Risks), LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 황산해).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.