

Economy Brief

과거 사례를 볼 때 코스피 하락폭 과도하다

Economy Brief

[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

Check Point

과거 코스피지수 조정국면에서는 수출 증가율이 큰 폭으로 감소했지만 이번 경우 코스피지수 조정에도 불구하고 반도체 수출 등 수출 경기의 둔화 시그널이 없다는 점에서 현 코스피 지수 하락폭은 과도한 측면이 있음

하이퍼스케일러의 잉여현금흐름(FCF)은 자본지출 확대에 고갈되고 있지만 중요한 것은 영업활동현금흐름(OCF)은 확대되고 있어 신용위험을 크게 우려할 단계는 아님

펀더멘털보다 수급과 각종 불확실성 리스크로 주가 조정폭이 크다는 점에서 추가 조정 폭은 제한적일 것으로 예상

반도체 수출은 꺾이지 않았는데 반도체 주가는 선반영(?)

한국을 위시한 미국, 일본 및 대만 반도체 주가가 크게 흔들리고 있다. 하이퍼스케일러의 자본지출과 관련된 수익성 우려(=하이퍼스케일러 CDS 프리미엄 급등), 창신메모리테크놀로지(CXMT) 상장으로 불거진 중국 반도체 굴기 공포심리 그리고 미 연준의 금리인상 우려 등으로 인한 국제금리 상승 등이 반도체 주가의 급락의 주된 요인이다. 여기에 가상화폐 시장까지 가세한 반도체 주가관련 레버리지 시장의 급격한 팽창이 오히려 반도체 관련 주가의 변동성을 높이는 동시에 주가 하락의 또 다른 빌미를 제공 중이다.

결론적으로 앞서 언급한 우려에도 불구하고 반도체 주가 급락을 중심으로 한 코스피지수 하락폭은 과거 사례를 감안할 때 과도하다고 여겨진다. <표1>에서 보듯 코스피지수가 큰 폭으로 조정 받았던 국면에서 공통점은 국내 반도체를 위시한 국내 수출경기 하락 사이클이었다. 가장 최근에 국내 주가가 큰 폭으로 조정받았던 팬데믹 직후 유동성 붐 국면(20~23년)에서 국내 전체 수출과 반도체수출은 동기간 최고치 대비 각각 27.4%, 54.5% 하락한 바 있다. 수출 사이클 위축이 국내 주가의 조정으로 이어진 것이다.

그러나 현재의 경우 예외적 현상이 나타나고 있다. 코스피지수는 고점대비 한달여만에 약 34% 조정받았지만 국내 수출경기는 강한 확장세를 여전히 유지 중이다. 물론 주가가 수출경기를 선행한다는 점에서 7월 이후 국내 수출경기, 특히 반도체 수출경기가 급격히 위축될 것을 반영할 수 있지만 현실적으로 반도체 수출 경기가 하반기 급격히 위축될 가능성은 극히 낮아 보인다. 반도체 수출단가의 고공행진이 이어지고 있고 반도체 수출물량마저도 하반기 증가할 것으로 보여 국내 반도체 수출액은 사상 최고치 경신 흐름을 오히려 이어갈 것으로 예상된다. 이를 뒷받침하는 것은 하이퍼스케일러의 자본지출 확대 계획이다.

자본지출 확대가 한편으로는 수익성 악화 논란을 초래하고 있지만 중요한 것은 수익성 둔화가 바로 신용위험 가시화를 의미하지 않는다는 것이다. 하이퍼스케일러의 잉여현금흐름(FCF)은 자본지출 확대에 고갈되고 있지만 중요한 것은 영업활동현금흐름(OCF)은 확대되고 있다는 점이다. 신용위험을 크게 우려할 단계는 아니다. <그림6>에서 보듯 5대 하이퍼스케일러의 영업활동현금흐름(OCF) 규모는 올해와 내년에도 약 20% 후반대 수준의 높은 성장세를 유지할 것으로 예상되고 있다. 참고로 닷컴 버블 당시 주가 버블 사례로 자주 언급되는 시스코시스템즈와 인텔의 영업활동현금흐름(OCF)은 닷컴 버블 붕괴를 전후로 증가세 꺾이거나 정체된 바 있다.

중국 반도체 굴기에 대한 공포감도 과도하다. 중국 반도체산업이 성장하고 있는 것은 분명하지만 한국 반도체 업체를 능가하는 경쟁력을 단기간에 달성할 가능성은 낮다. 딥시크 및 Kimi K3 충격에서 보듯 창신메모리테크놀로지(CXMT) 쇼크의 지속 가능성도 낮아 보인다. 참고로 창신메모리테크놀로지(CXMT) 주가는 상장일(27일) 466% 폭등했지만 28일에는 4.3% 하락했다. 중국 반도체 굴기 충격의 지속성은 아직 의문시된다.

투자심리 안정이 필요

반도체 패닉셀 현상은 펀더멘탈보다는 투자 심리와 수급에 이슈라 판단된다. 따라서 현 주가 조정은 앞서 사례와 비교하더라도 과도하는 생각이다. 따라서 펀더멘탈보다 수급과 각종 불확실성 리스크로 주가 조정폭이 크다는 점에서 추가 조정폭은 제한적일 것이다. 동시에 주가 반등을 위해서는 투자심리를 안정시킬 재료가 필요해 보인다. 관련하여 국내 반도체 수출 지표 호조 및 국제 금리 안정에 기반한 하이퍼스케일러의 CDS 프리미엄 상승세 둔화 등이 투자심리 회복에 기여할 것으로 전망된다.

표1. 과거 코스피지수 조정 국면에서 수출사이클 큰 폭 둔화되었지만 이번에는 예외

	고점대비 코스피 하락폭(%)	월간 수출액 하락폭(%) (월간 수출액 수출액 기준, 기간 중 최고치 대비)	월간 반도체 수출액 하락폭(%) (월간 반도체 수출액 기준, 기간 중 최고치 대비)
닷컴 버블(99-02년)	-55.4	-27.7	-67.0
글로벌 금융위기(06-09년)	-54.5	-48.4	-60.5
반도체 사이클 붐(16-19년)	-26.5	-28.4	-66.6
팬데믹 직후 유동성 붐(20-23년)	-34.8	-27.4	-54.5
AI 붐(25년-)	-33.9	-	-

자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림1. 국내 수출 사이클 호조가 지속되고 있지만 코스피지수는 큰 폭으로 조정을 받고 있음

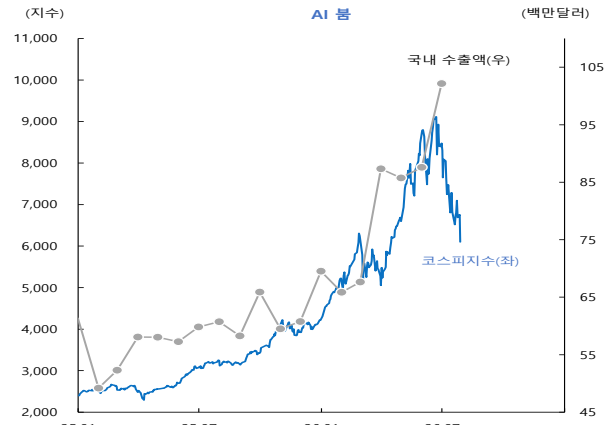
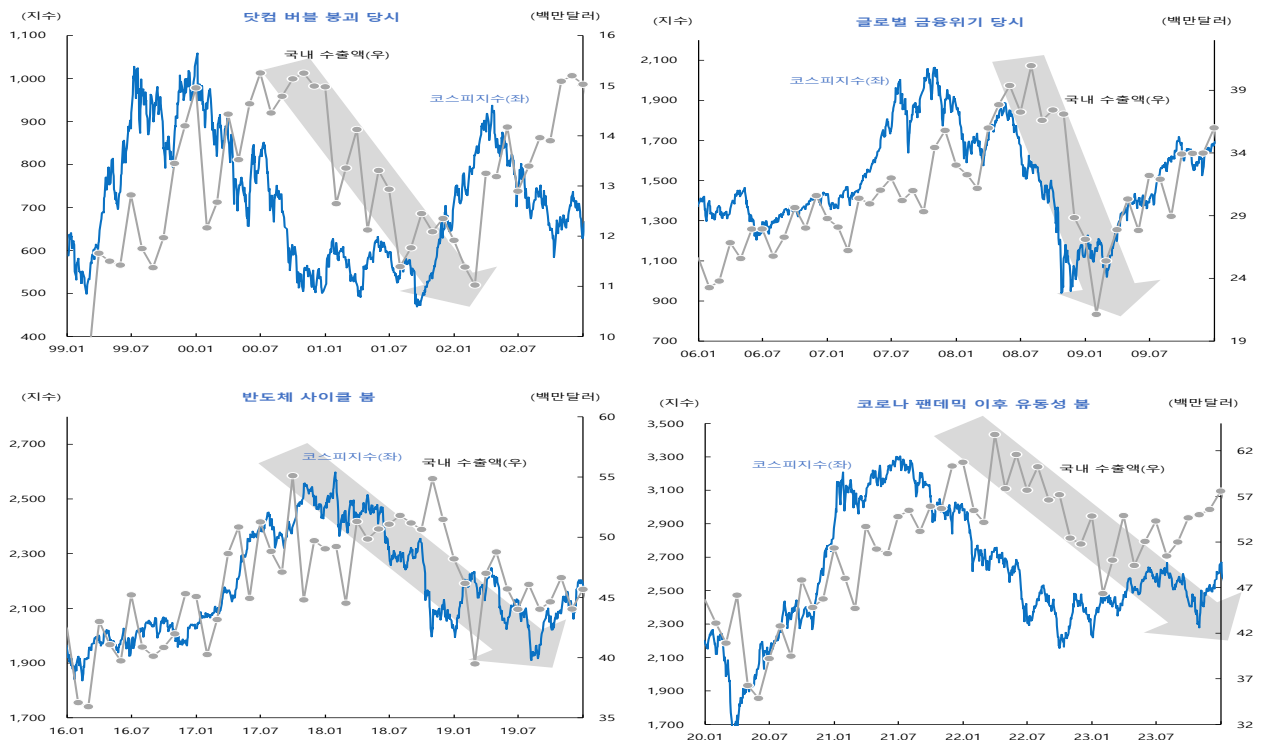
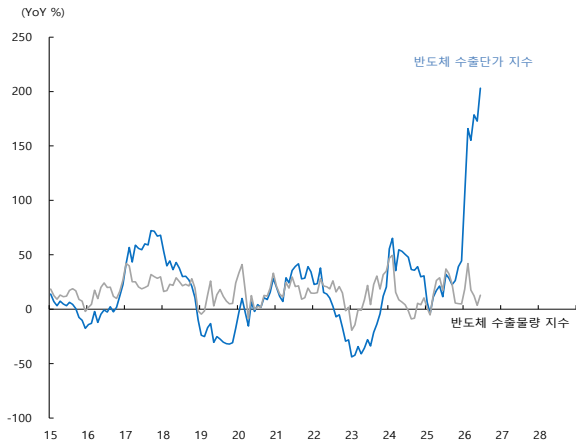


그림2. 과거 코스피지수 주가 조정국면에서 수출사이클



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 국내 반도체수출단가지수가 큰 폭으로 상승 중인 가운데 반도체 물량지수 증가율도 확대되고 있음

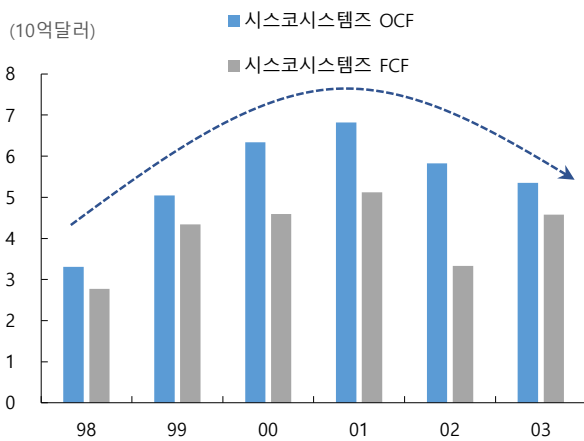


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림4. 닷컴 버블 당시 시스코시스템즈 주가와 현 엔비디아 주가 흐름 비교



그림5. 닷컴 버블 당시 시스코시스템즈와 인텔의 영업활동현금흐름(OCF)과 잉여현금흐름(FCF)



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

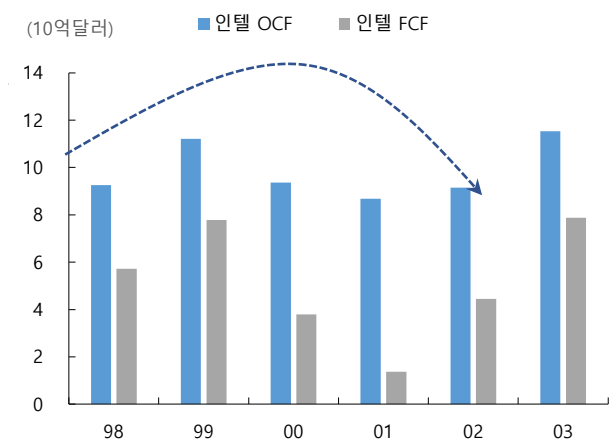
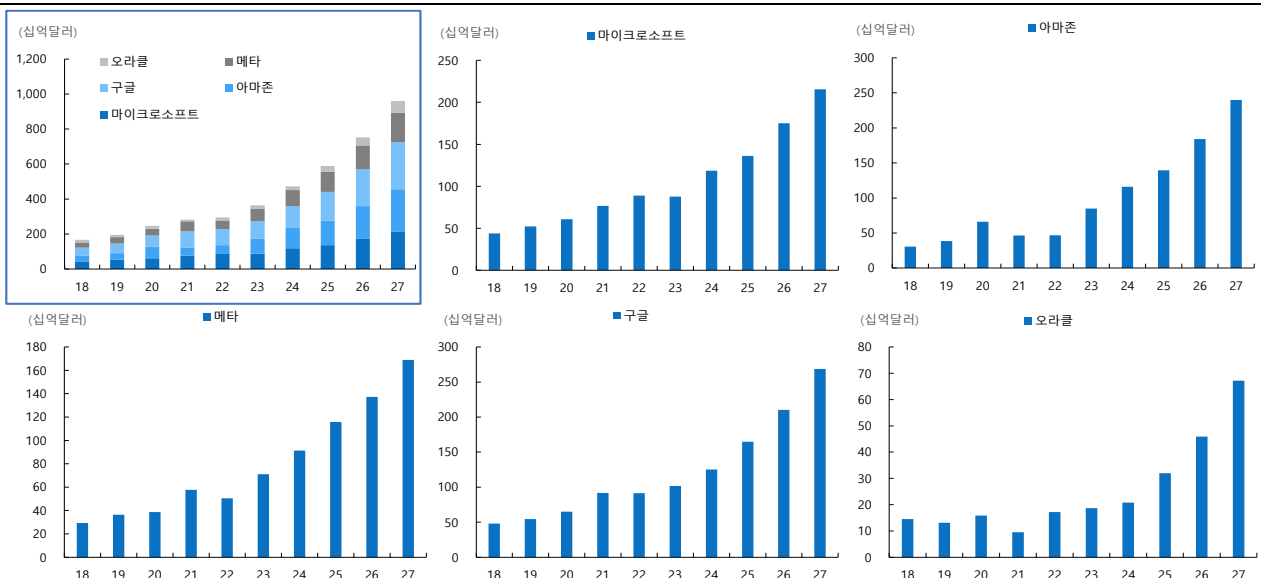
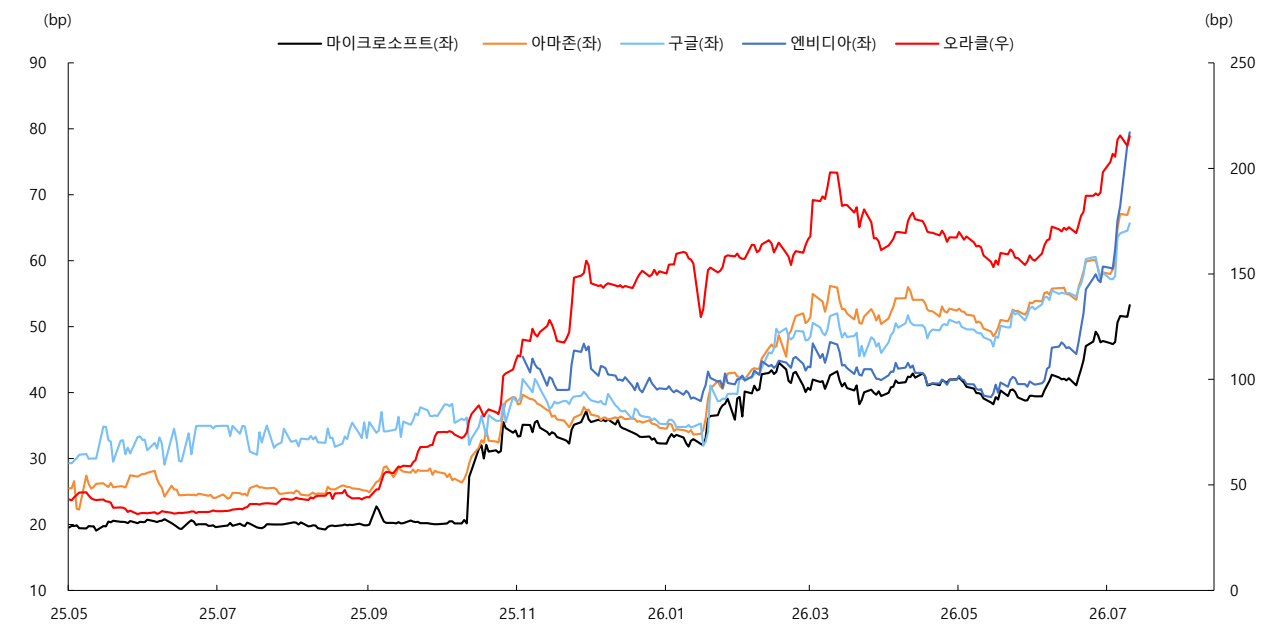


그림6. 하이퍼스케일러의 영업활동현금흐름(OCF) 추이와 전망



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림7. 상승세가 이어지고 있는 하이퍼스케일러 기업들의 CDS 추이



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (박상현)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.