DS INVESTMENT & SECURITIES

2026.05.18

Streategy Issue

DS 전략이슈



양형모 투자전략
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

본질 변화가 아닌 이상 추세 하락은 없다

미국 이익 펀더멘털은 오히려 외형적 공포와 정반대 방향

지난 3월 23일 공포 구간에 발간한 보고서의 결론은 유가가 내려오기 시작하는 순간 증시는 AI 사이클로 복귀한다였다. 두 달이 지난 5월 15일 시점에서 유가는 고점 대비 하락했지만 변동성은 여전하기 때문에 그 가설은 유효하나 시점이 더 후행됐다는 평가가 가능하다. 이란 협상이 양보 카드를 줄이며 강경화됐고, 트럼프-시진핑 정상회담이 빈손이었으며, 30년물 금리가 2007년 이후 최고로 치솟았고, SpaceX 메가 IPO가 유동성 재편을 강제하고 있다. 단일 변수가 아닌 4개의 충격이 동시에 작동했다는 점에서 5월 15일의 하락은 3월 20일보다 복합적이다.

그러나 본질은 변하지 않았다. 하락 기여 상위 10종목이 -102bp로 전체의 80%를 만든 메가캡 집중 패턴과 5월 15일 상승한 종목군 ROE 26.05%가 하락군 20.02%를 6%p 추월한 사실은 시장이 위험회피가 아닌 할인율 게임을 가격에 반영했음을 보여준다. 이익 펀더멘털은 오히려 외형적 공포와 정반대 방향으로 움직이고 있다. 컨센서스 EPS 성장률은 2/27 5.63%에서 5/15 12.83%로 +720bp 가속해 장기 평균 0.98% 대비 상위 0.1% 영역에 진입했고, Forward EPS는 두 달여 만에 +12.77% 상승했다.

어닝 리비전 브래드스는 0.819로 상향:하향 10:1을 기록하며 과거 5개 위기 평균 0.627을 압도하고, Mag7 외 종목의 이익 성장(14.44%)이 Mag7(12.23%)을 +2.20%p 추월하기 시작했다. 마이크로소프트 한 종목이 +14.5bp로 지수 하락의 11%를 단독 방어한 사실은 시장이 AI를 버리지 않았음을 보여준다.

유가 고공행진은 2026년 11월 중간선거를 직격하기 때문에 트럼프의 진짜 출구는 여전히 협상 테이블이다. 따라서 어떤 형태로든 이란 협상 진전이 가시화될 것으로 판단하며, 결국 유가는 다시 정상화될 것이다. 한국 증시 입장에서는 미국 메가캡 집중 하락에 대한 동조 가능성이 일부 있지만 여전히 반도체, 전력 등 AI 인프라 중심의 섹터 포지셔닝 우위는 여전히 유효하다. 본질 변화가 아닌 이상 추세 하락은 없다.

DS투자증권
리서치센터

명확한 인과 구조와 답

즉 이날 하락은 추세 훼손이 아니라 단기 급등에 따른 차익실현 성격이 강함

반도체 단일 섹터 -74.5bp 집중 하락은 펀더멘털 훼손이 아닌 할인율 압박의 결과이며, 이익 성장이 밸류에이션 부담을 상쇄하고 있다. AI 사이클은 죽지 않았다.

3월 23일 보고서에서 우리는 현재 증시를 압박하는 본질적 힘은 고유가 → 고금리 경로의 일시적 장애물이며 이 장애물은 점진적으로 해소 국면에 도달한다고 주장했다. 5월 15일 미국 증시는 그 가설을 정면으로 재시험하는 하루였다. 우리가 추적하고 있는 미국 BM 컴포지트(S&P500 유사)는 -1.27% 하락했고, 하락 기여 상위 10종목이 -102bp로 전체 하락의 80%를 만들어내는 극단적 메가캡 집중 하락 패턴이 3월 20일과 거의 동일하게 반복됐다.

그러나 동시에 마이크로소프트(+3.05%, +14.5bp), 엑슨모빌(+3.36%), 셰브론(+2.39%) 등 디스카운트율과 직접 연동되거나 유가 수혜를 받는 종목들은 신고가 또는 신고가 근접 구간에서 상승하며 시장 내부 구조가 단순한 위험회피가 아니라 할인율 리프라이싱에 가깝다는 점을 시사했다.

결정적으로 시장 전체의 이익 성장률이 12.83%로 장기 평균 0.98% 대비 상위 0.1% 이내 영역에 있고 어닝 리비전이 10:1 상향을 유지한다는 사실은 현재 매도가 펀더멘털 훼손 때문이 아니라 변동성에 의한 일시적 조정임을 정량적으로 입증한다. 우리는 3월 23일의 판단을 유지한다. AI 투자는 혁명이기에 멈추지 않으며 남은 변수는 전쟁 종료를 통한 유가 정상화 시점뿐이다.

5월 15일 지수를 분해한 결과 하락 기여 상위 5종목은 NVIDIA(-25.3bp, -4.42%), Tesla(-12.4bp, -4.75%), Broadcom(-10.8bp, -3.32%), Micron(-9.1bp, -6.62%), Alphabet(-7.6bp, -1.07%)이다. 상위 5종목만으로 -65bp, 전체 -127bp의 절반 이상을 만든다. 섹터로 묶으면 반도체 11종목이 단일 섹터 -74.5bp(평균 -3.89%)로 압도적 1위였고, 자동차(테슬라) -13.5bp, 반도체 장비(LRCX·KLAC 등 4종목) -5.6bp, 항공우주·방산 10종목 -5.3bp, 특수산업기계 16종목 -4.4bp 순으로 이어졌다. 3월 20일 하락 구조와 거의 동일한 [메가캡 집중 + 반도체 중심] 패턴이다.

여기서 두 가지 특이점에 주목한다. 첫째, 하락 종목군의 1개월 수익률은 NVDA +13.6%, MU +58.5%, AMD +52.4%, INTC +58.8%로 4월 휴전 합의 이후 강력한 랠리를 이미 누렸던 종목들이라는 점이다. 즉 이날 하락은 추세 훼손이 아니라 단기 급등에 따른 차익실현 성격이 강하다.

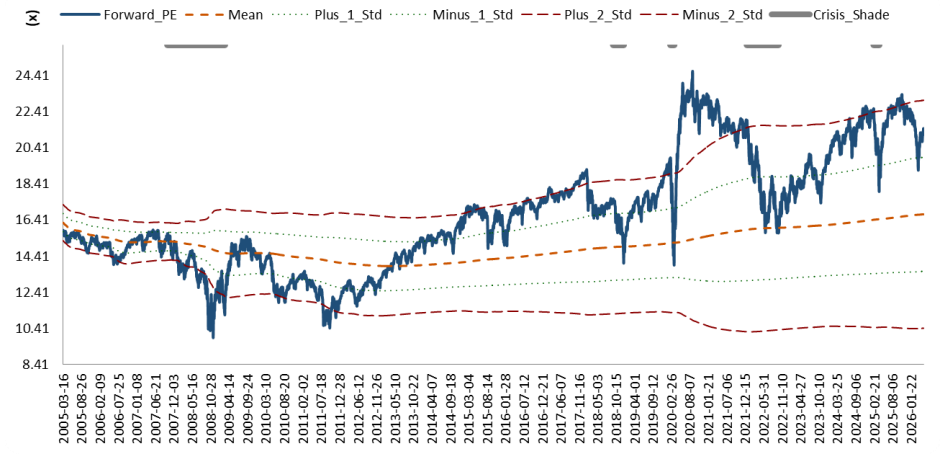
시장은 성장주를 버린 것이 아니라 고PER·고할인율 민감 종목 차익 실현에서 일시적 로테이션을 한 것이며, 이는 3월 23일 보고서에서 분석한 포트폴리오 매니징 수준의 헷지성 로테이션의 5월 버전

둘째, 하락 종목군의 컨센서스 변화는 1개월 매출 +1.34%, EBITDA +2.88%, 순이익 +9.32%로 거의 모두 상향 방향을 유지하고 있다. 펀더멘털은 훼손되지 않았고 주가만 빠졌다. PER로 보면 하락군 PER이 21.37배, ROE 20.02%로 가격은 충분히 정상화 가능한 영역에 있다.

반면 방어 기여 상위 종목은 마이크로소프트가 단연 압도적이었다. MSFT는 +3.05% 상승하며 +14.5bp의 단독 1위 기여를 만들어 지수 하락의 약 11%를 혼자서 방어했다. 빌 애크먼의 퍼싱스퀘어가 알파벳을 전량 매도하고 마이크로소프트를 신규 매집했다는 13F 공시, 그리고 OpenAI 협약 재구성으로 Azure가 OpenAI 모델에 대한 Revenue Share 부담을 제거한 호재가 겹친 결과다.

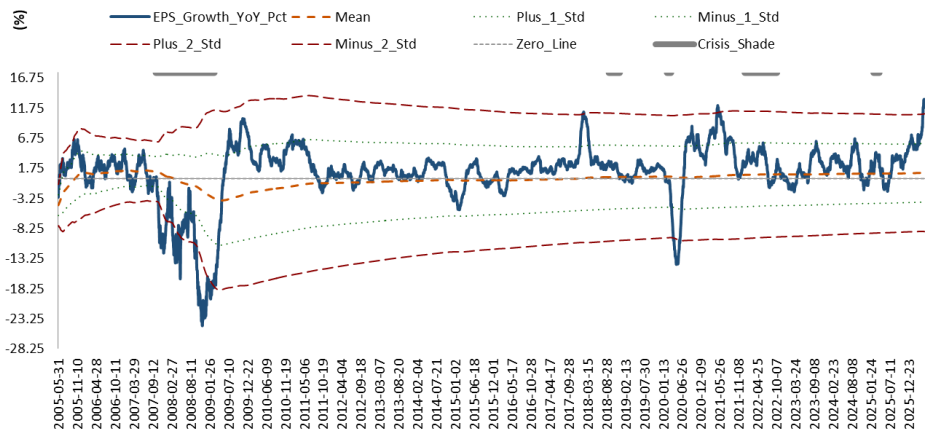
다음으로 애플 +4.7bp, 엑슨모빌 +3.3bp, 시스코 +1.7bp, 셰브론 +1.4bp 순이었다. 결정적으로 상승군의 평균 ROE가 26.05%로 하락군(20.02%)보다 6%p 높고, PER은 20.70배로 오히려 하락군(21.37배)보다 낮다는 사실이다. 즉 시장은 성장주를 버린 것이 아니라 고PER·고할인율 민감 종목 차익 실현에서 일시적 로테이션을 한 것이며, 이는 3월 23일 보고서에서 분석한 포트폴리오 매니징 수준의 헷지성 로테이션의 5월 버전이다.

그림1 미국 BM 컴포지트(S&P500 유사) Forward PE는 여유있음



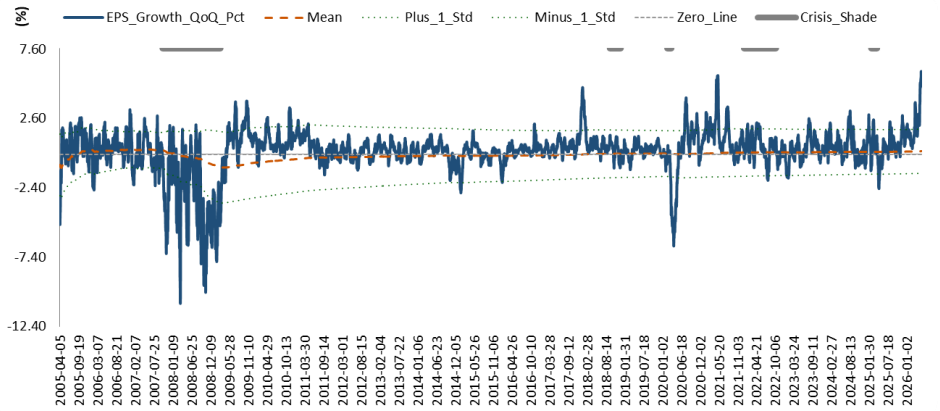
자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 미국 BM 컴포지트 EPS Growth YoY 위기와는 거리가 멀지만 역대 최고치라는 점은 리스크 요인



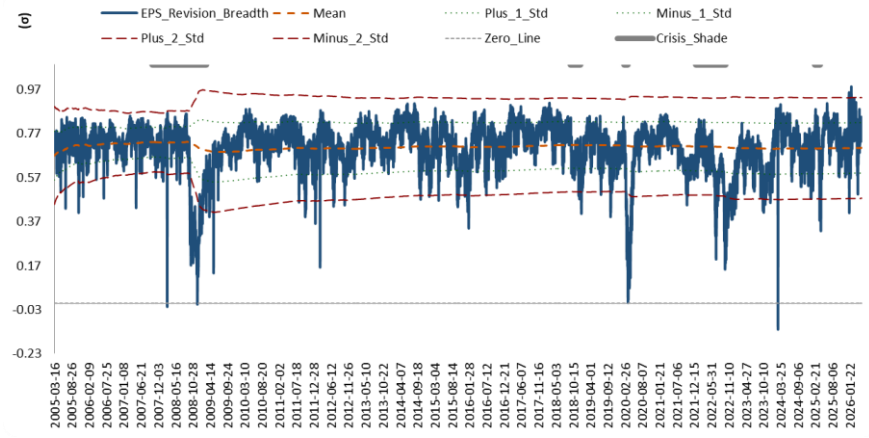
자료: DS투자증권 리서치센터

그림3 미국 BM 컴포지트 EPS Growth QoQ 위기와는 거리가 멀다



자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 미국 BM 컴포지트 EPS Revision Breadth는 위기와는 거리가 멀다



자료: DS투자증권 리서치센터

하락 원인 4개, 그러나 인과 구조는 3월과 동일

이날 하락의 1차 원인은 5월 13일~15일 트럼프-시진핑 베이징 정상회담은 시장이 기대했던 할인율 완화 카드를 제공하지 못했다는 점. 그리고 유가 상승

1. 이날 하락의 1차 원인은 5월 13일~15일 트럼프-시진핑 베이징 정상회담은 시장이 기대했던 할인율 완화 카드를 제공하지 못했다. 트럼프는 회담 직후 이란 문제에서 시진핑과 매우 비슷하게 느낀다, 양국 모두 호르무즈 재개방과 이란의 핵무기 보유 방지를 원한다고 발언했으나 구체적 협상 진전은 발표되지 않았다. 보잉 200대 + 잠재적 750대 발주 합의가 있었지만 시장 기대치였던 500대 $770억 계약에 미치지 못하며 보잉 주가는 -2.8% 하락했고, 시진핑의 대이란 군사장비 미공급 보장이라는 단발성 발언만 나왔을 뿐 구조적 합의는 없었다.

3월 23일 보고서에서 우리는 "중국이 이란에게 명분 있는 후퇴 경로를 만들어주고 트럼프에게 딜 성사의 기회를 제공하는 것이 양측 모두에게 이익"이라고 분석한 바 있다. 5월 15일 정상회담은 그 시나리오의 첫 번째 시도였으나 가시적 결과를 만들어내지 못했다. 시장은 막상 뉴스가 없자 실망 매물을 쏟아냈다. 이날 인텔 -6.18%, AMD -5.69%, 마이크론 -6.62%, 브로드컴 -3.32%로 반도체가 집중 하락한 배경에는 미·중 기술 디커플링 불확실성 지속도 작용했다. 다만 우리는 3월 23일 보고서에서 분석한 "미-중 AI 패권 경쟁이라는 국가 단위 죄수의 딜레마"가 여전히 가동 중이라는 점을 강조한다. 마이크로소프트만 보더라도 2026년 CAPEX $1,900억 가이던스를 그대로 유지하고 있으며 Q3 FY26 AI 매출은 연환산 $370억 규모로 전년 대비 +123%를 기록했다. 미국이 멈추면 중국에 패권을 넘기고 빅테크가 멈추면 경쟁사에 시장을 빼앗긴다는 구조는 정상회담 결과와 무관하게 작동한다.

2. 그리고 1차 원인과 연결된 2차 원인은 유가 상승이다. 이란 국영매체에 따르면 미국은 (i) 이란의 전쟁 피해 보상 없음, (ii) 우라늄 400kg 미국 이전, (iii) 핵 시설 1개만 운용 허용, (iv) 동결 자산 해제 없음, (v) 모든 전선 휴전을 협상 진행 조건으로 명시라는 강경 5개 조건을 제시했다. 시장은 휴전이 깨질 수 있다는 시나리오를 다시 가격에 반영하기 시작했고, Brent는 주간 8% 급등하며 협상 경색을 직접 반영했다.

이 충격은 3월 23일 시점에는 트럼프의 출구가 명확히 보였고 협상 재개의 신호가 강했지만, 5월 15일 시점에는 협상이 두 달째 교착되며 시장의 인내가 줄어들고 있다는 점 때문이다. 그러나 본질은 동일하다. 유가 고공행진은 2026년 11월 중간선거를 직격하기 때문에 트럼프의 진짜 출구는 여전히 협상 테이블이며, 호르무즈 재개통, 핵 능력 봉쇄, "Make Iran Great Again" 승리 선언이라는 그림은 유효하다.

Mag7을 제외한 종목군의 성장률이 가속화되고 있다는 점은 AI 산업의 낙수효과가 실질적으로 발생하고 있어서 성장률은 단기에 꺾이기 쉽지 않다는 판단

3. 가장 본질적이고 광범위한 충격은 채권시장에서 발생했다. 미 10년물 국채 금리가 4.59%로 연중 최고치까지 급등했고, 30년물 국채 금리는 5.13%로 2007년 이후 최고치를 기록했다. 영국 10년물 길트는 정치 불확실성까지 겹쳐 15bp 급등했고, 일본 채권금리도 에너지 수입국 인플레이션 노출도로 동반 상승하며 글로벌 채권·주식·귀금속이 동시 매도되는 전방위 매도 국면이 펼쳐졌다. 은(silver)은 7% 급락했고 금도 4일 연속 하락했다.

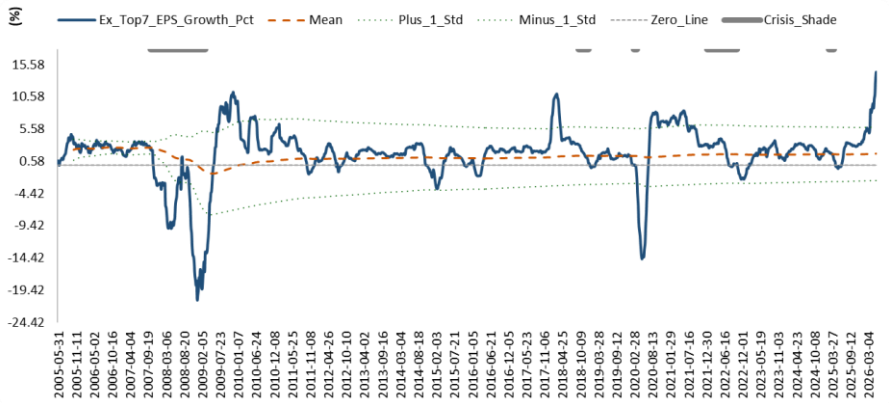
여기서 우리가 강조하고자 하는 것은 이 금리 급등이 곧 고PER 성장주의 현재가치 압박이라고 시장은 평가하지만 성장률이 이를 상쇄할 것이라는 점이다. 즉 할인율 측면에서 미 10년물 국채 금리는 전쟁 직전 약 4.00%에서 4.59%로 +59bp, 30년물은 4.40% 영역에서 5.13%로 +73bp 상승했다. ERP가 거의 일정하다고 가정하면 자기자본비용(COE = 무위험금리 + ERP)은 약 +60~75bp 상승한 셈이다. 반면 성장률 측면에서는 컨센서스 EPS 성장률이 2/27 5.63%에서 5/15 12.83%로 +720bp 가속했다. 단기 EPS 성장률 전체를 지속가능한 g에 반영할 수 없다는 보수적 시각을 적용해 1/4 수준인 +180bp만 실질 g 상승으로 인정해도 성장 변화 폭은 할인율 변화 폭의 2.5~3배에 해당한다. 또한 Mag7을 제외한 종목군의 성장률이 가속화되고 있다는 점은 AI 산업의 낙수효과가 실질적으로 발생하고 있어서 성장률은 단기에 꺾이기 쉽지 않다는 판단이다.

4. 5월 15일 장중 마지막 충격은 SpaceX가 IPO 일정을 앞당겼다는 뉴스였다. SpaceX는 6월 11일 가격 결정 → 6월 12일 나스닥 상장으로 일정을 가속화했으며, 약 $750억 조달, $1.75조 시가총액 목표로 사우디 아람코의 $290억(2019년) 기록을 압도하는 사상 최대 규모다. MSCI는 이미 2월 시나리오 분석에서 메가캡 IPO가 패시브 펀드의 수십억 달러 자금 재분배를 촉발하고 벤치마크 외부 시장의 유동성을 흡수할 수 있다고 경고한 바 있다.

이 뉴스가 5월 15일 AI 종목 매도를 가속한 메커니즘은 단순하다. SpaceX 시가총액 $1.75조는 나스닥100 편입 시 즉시 비중 상위 종목이 되며, 패시브 펀드들은 기존 비중 종목(엔비디아·테슬라·브로드컴·마이크론)에서 자금을 빼서 신규 편입 종목에 재배분해야 한다. 시장은 6월 IPO를 약 한 달 앞두고 미리 포지셔닝 조정을 시작한 것으로 보인다. 특히 테슬라 -4.75% 급락은 일론 머스크의 자본, 경영자원이 SpaceX로 집중될 것이라는 우려가 함께 작용한 결과로 해석된다. 그리고 SpaceX가 xAI와 합병하고 테슬라·xAI와 함께 Terafab이라는 반도체 이니셔티브를 추진한다는 점에서 머스크 자산 간 자금 재배분 우려가 동시에 작동한다

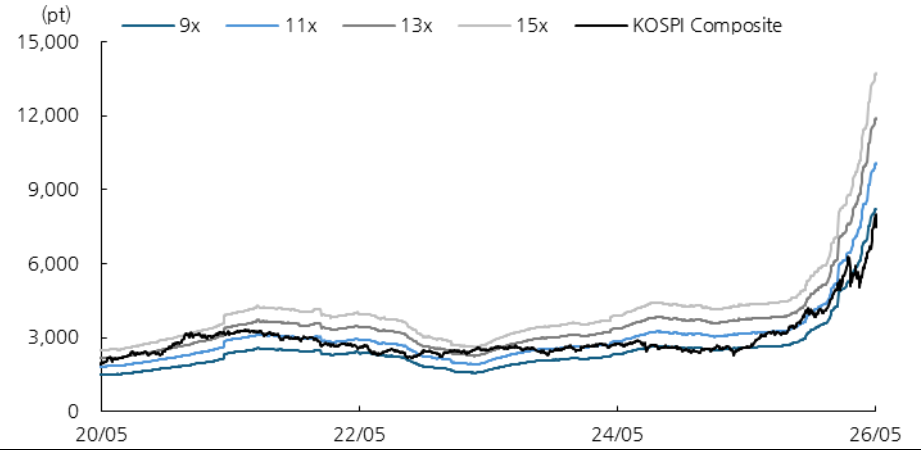
그러나 결론은 명확하다. PER 21.17배의 부담은 EPS 성장 12.83%로 상쇄되고, 어닝 리비전은 10:1 상향으로 어떤 위기 시그널도 보이지 않으며, 이익 성장의 폭이 Mag7을 넘어 광범위하게 확산되고 있다. 5월 15일의 하락은 펀더멘털 훼손에 의한 추세 하락이 아니라 디스카운트율 충격과 유동성 재편이 만든 변동성 조정이라는 판단이다.

그림5 미국 시총 상위 7개를 제외한 종목군 Eps 성장률 사상 최고치



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 한국 Kospi는 8.3x 수준으로 저평가



자료: DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양형모)
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.