

# 7월 국내 증시 전망

## 반도체 믿었는데 갑자기

### 확산과 쓸림의 반복. 일시적 확산은 가능하나 쓸림 지속될 것

4~6월 한국 증시 상승은 시총 상위 종목으로의 쓸림을 동반했다. S7의 중심으로 코스피 지수가 상승했다. 코스피 대비 코스닥의 성과가 부진한 국면이 장기화되면서 코스닥의 반등 시점에 대해 고민이 커지고 있다. 코스닥의 반등은 일시적인 쓸림의 반작용이라는 판단이다.

1999년에도 IT 주도주만 좋았다. 시간이 지남에 따라 섹터간의 양극화는 더 심해졌다. 시장이 부러지기 전까지 가던 섹터와 종목만 랠리를 이어갔다. 다른 것을 찾으려는 노력은 잠시 미뤄도 된다. 메모리를 앞세운 주도주 중심의 랠리가 계속될 것으로 보인다. 다만 5~6월 시총 상위 종목으로 쓸림이 심해 확산의 반작용이 1~2주 지속될 수 있다. 일시적 쓸림에 대한 반작용일 뿐이다.

### 바이오와 코스닥의 봄은 언제 올까? 단순 펀더 때문이 아님

코스닥의 반등은 주도주의 피크아웃과 동시에 가능하다. 주도주 가격 경로는 금리 경로와 유사할 가능성이 높다. 주도주 피크아웃 전후로 금리는 하방 압력을 받을 가능성이 크다. 동시에 성과가 부진했던 바이오 중심의 반등세를 도모할 수 있을 것이다. 최근 주도주 조정 시 장기물 금리가 하락하고 바이오 섹터의 반등이 강했던 미국 증시의 흐름을 참고하면 된다.

시총 상위 10개 종목을 제외한 코스피 시총 추이는 코스닥 시총 추이와 유사한 흐름을 보였다. 이는 코스닥의 부진이 펀더멘탈이나 코스닥만의 특징 때문이 아니라는 것을 의미한다. 주도주의 반열에 들지 못하면 모두 외면당한다. 이러한 흐름은 높은 확률로 상승 사이클 끝까지 지속될 가능성이 크다.

### 과거 패턴을 고려하면 기회는 아직 많다

주식 시장에서 상승 랠리 사이클의 고점을 정확하게 맞추기 어렵다. 다만 00년 닷컴 버블과 17년 반도체 사이클에서 모두 고점 통과 이후 유사한 하락 패턴이 보인다. 주가지수는 고점에서 1차 하락 이후 대략 6개월간 횡보하다 2차 하락을 시작한다. 게다가 실적 숫자가 눈으로 확인되는 기업은 오히려 2차 상승을 만들어 내기도 한다. 이번 사이클에서는 전력 인프라 및 메모리 등이 2차 랠리를 만들어 낼 후보군으로 분류할 수 있겠다.

다만 우리가 외면하고 있는 Open Ai와 엔비디아 중심의 벤더 파이낸싱은 닷컴 버블 당시에도 있었다. LTA 등의 공급 계약의 윤곽이 나타날수록 수요자의 재무상태가 중요해진다. 계약을 이행할 수 있는 체력을 유지하는지가 포인트이다. 이제는 시장의 시선이 공급자보다는 수요자로 갈 차례다.

# I. 쓸림의 심화, 하락의 패턴

## 쓸림은 지속될 것

### 시가 금리를 밀어올리는 중

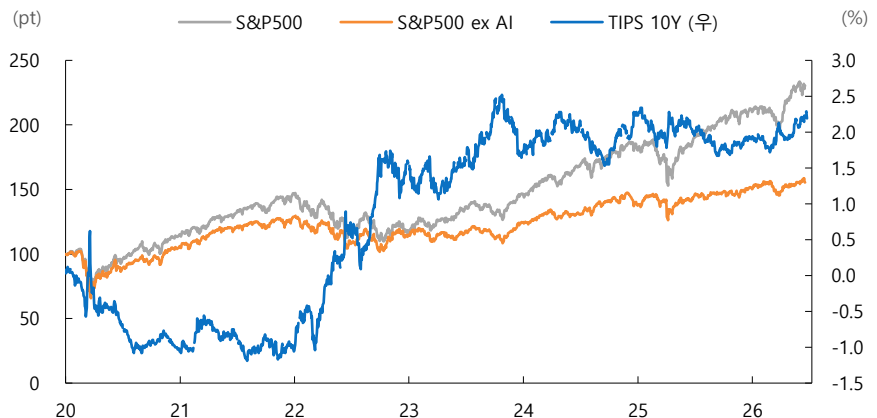
AI 투자는 금리를  
밀어올리고 금리 상승은  
양극화를 심화시킴

AI 설비투자가 자금의 블랙홀이 되고 있다. 데이터센터와 전력망 등에 빨려 들어가는 capex가 실질금리를 위로 끌어올린다. 빅테크의 투자는 멈출 기미가 없다. 미 하이퍼스케일러 캐펙스가 지속적으로 증가하는 중이다. 채권 금리가 높은 수준을 지속하는 배경으로 작용하고 있다. 미국 10년물 금리는 4.5% 아래로 내려오며 안정적인 모습을 보이지만 실질 금리는 이번 사이클 가장 높은 수준에 근접하고 있다. 인플레 걱정보다는 성장 및 수요 확대 등으로 인해 실질 금리가 상승하고 있다.

명목 금리가 높아지는 것 이면에 실질 금리 상승은 실물 경제 및 주식시장에서 섹터간의 양극화를 더 심화시킬 수 있다. 높은 금리와 전쟁으로 복잡한 비용단의 부담을 잠재울 수 있을 정도의 성장률 혹은 꿈이 있는 기업과 그렇지 않은 구경제 기업으로 나뉜다. 미국에서는 성장의 엔진과 할인율의 압력이 같은 곳에서 나오고 있다.

금리상승의 충격은 두 경로로 갈린다. 첫째 듀레이션 경로다. 현금흐름이 먼 미래에 몰린 무수익(혹은 저수익) 성장주가 금리 상승에 취약하다. 바이오와 소프트웨어(SaaS)가 대표적이다. 둘째 자금조달 경로다. 부채가 많거나 배당으로 평가받는 채권 대체재 성격의 섹터다. 리츠/유틸리티/통신이 직격탄을 맞는다. 종합하면 대표적인 피해 섹터는 리츠/유틸리티 같은 레버리지/배당군과 성장주다.

그림1. AI 주식의 상승은 실질 금리 상승과 맞물림



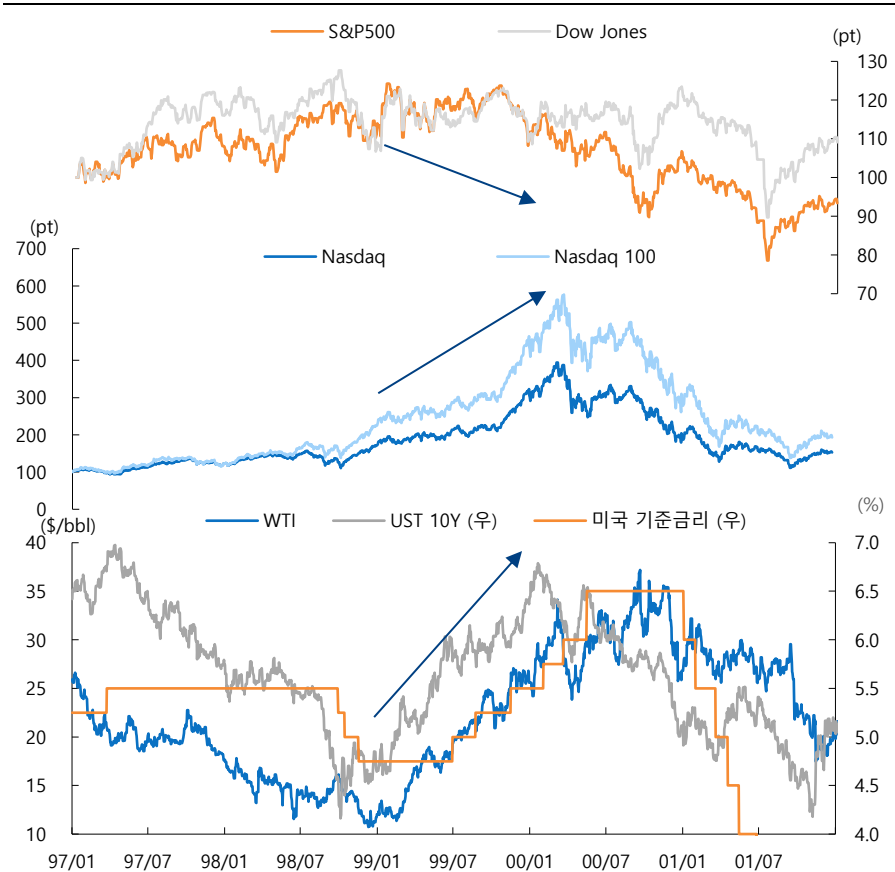
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

금리 상승과 주도주로의  
쏠림 심화

1999년에도 IT만 좋았다. 현재 시장 쏠림 전개는 처음이 아니다. 1999년 섹터간의 양극화는 더 심해졌다. 연준의 긴축과 채권 금리 상승에도 쏠림이 강화되었다. 시장이 부러지기 전까지 주도 섹터만 랠리를 이어갔다. 다른 것을 찾으려는 노력은 잠시 미뤄도 된다. 현재 반도체가 당장 더 갈 것이라고 믿는다면 다른 섹터의 비중을 최대한 줄여야 한다.

섹터별 성과가 좋은 몇몇 종목으로의 쏠림을 잘 활용해야 한다. AI 관련 섹터는 더 높은 금리 환경을 만들었지만 당장 버틸 수 있는 수준이라고 시장은 판단한다. AI 섹터의 구축효과로 인한 피해는 결국 고스란히 나머지 섹터가 상대적으로 더 많이 받는다. 당연해 보이기도 하는 쏠림은 특정 국가에 국한된 현상은 아니다. 글로벌 증시 전반에서 지수 흐름은 양호함에도 200일 이평선보다 높은 종목의 비중은 최근 몇 년간 가장 낮은 수준으로 내려와왔다.

그림2. 99년 유가와 금리 상승은 오히려 기술주의 과열을 불러 일으킴



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부  
 주: 주가지수 97.01.01 = 100

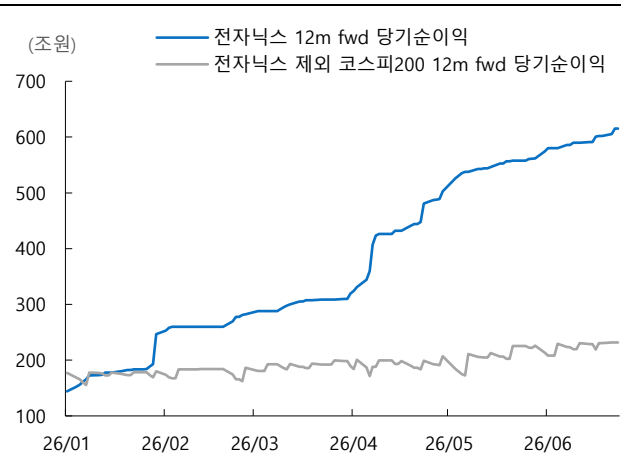
이익 체력에서도 확인되는 양극화

증시의 랠리가 어느정도 진행되었다. 얼마나 남아있는지를 예단하기는 어렵지만 시장의 반응이 조금씩 약해지는センチ멘트를 보여준다. 결국センチ멘트는 떨어질 때 얼마나 두렵지 않고 오를 때 확신을 가질 수 있는지를 결정하는데 최근 시장의 조정 속에서는 두려움이 이전 조정기에 비해 커진 것은 확실해 보인다.

이익 전망치 양극화

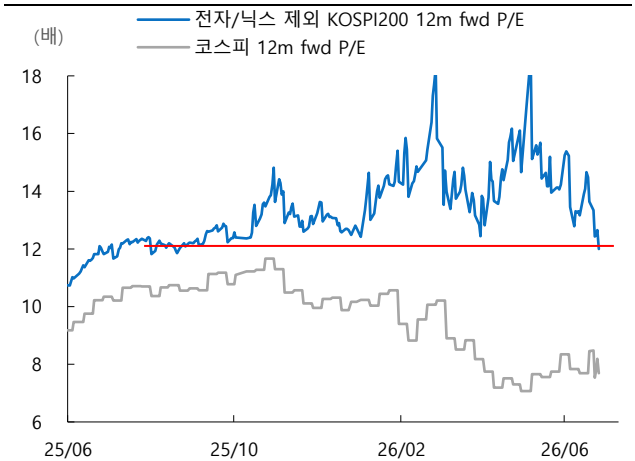
그렇수록 이익이 확실한 종목으로 눈길을 돌려야 한다. 어떤 팩터를 기준으로 종목을 선정해도 결과는 크게 다르지 않다. 이익 모멘텀과 절대적인 수준이 반도체에 극단적으로 쏠려 있기 때문이다. 삼성전자와 하이닉스를 중심으로 이익 모멘텀이 강한 상황이다.

그림3. 순이익 모멘텀에서 보이는 확연한 차이



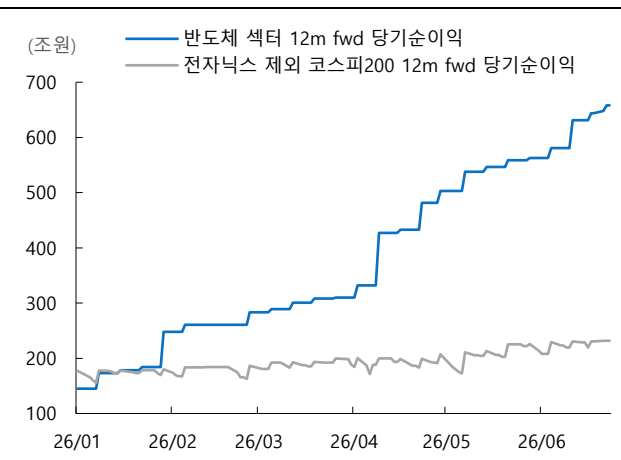
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성전자와 하이닉스만 제외 시 조정을 많이 받은 것 같지만



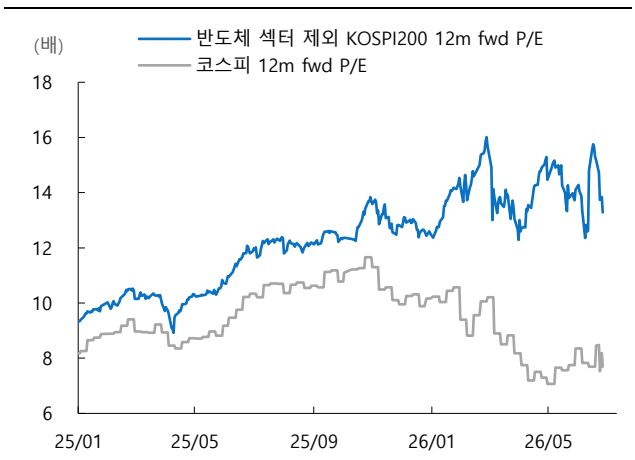
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림5. 반도체 섹터 이익 추정치는 가파르게 상승



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림6. 반도체를 제외하면 여전히 비쌌



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

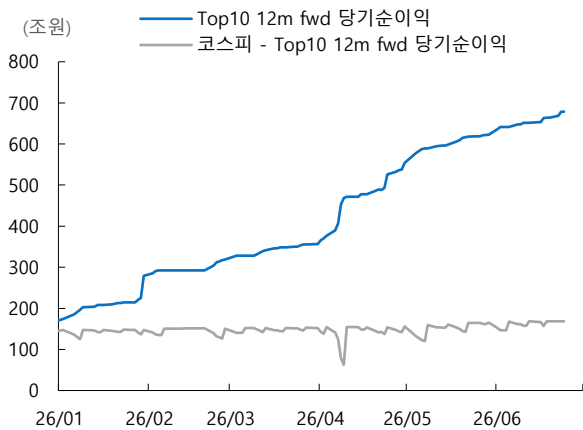
시총 상위 종목과 나머지의 이익 모멘텀 격차

6월 말 기준 시총 상위 10개 종목(S7+현대차+LGES+삼성바이오로직스)의 12개월 선행 순이익 3개월 상승률은 약 90%다. 삼성전자와 하이닉스만 계산하면 99%가 나온다. 반면 시총 상위 10개 종목을 제외한 코스피 선행 순이익 3개월 상승률은 11% 수준이다. 주식시장의 풀림이 바람직한 밸리인지를 묻기 전에 이익 모멘텀의 차별화를 확인해야 한다.

반도체의 이익 기여도가 압도적. 이외 섹터의 증익 규모가 크지 않음

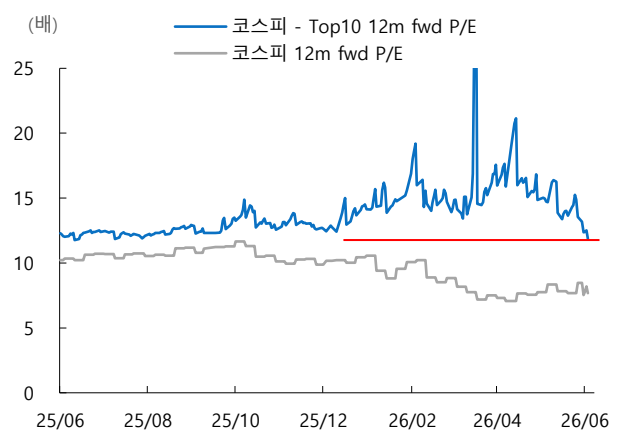
섹터별 연간 영업이익의 증감 기여도 관점에서다 비슷하다. 코스피 연간 영업이익은 올해 935조원에서 내년 1250조원으로 약 315조원 상향될 것으로 전망된다. 물론 하반기 내년 전망치 하향 조정을 감안해도 대략 300조원 증익은 확실시된다. 섹터별 이익 증감 기여도를 살펴보면 반도체가 265조원으로 압도적으로 크다. 상사 자본재, 2차전지, 조선, 자동차 순으로 큰데 그 폭이 3~5조원 수준이라 절대적으로도 크다고 보기엔 어렵고 반도체가 이끄는 지수의 영업이익 증감에 비하면 터무니없이 적다. 하반기 내년 이익 추정치 하향 가능성을 열어둘 필요가 있으며 반도체를 제외한 섹터의 이익 성장폭이 크진 않다고 볼 수 있다.

그림7. 시총 상위 10개 종목을 제외하면 이익은 늘어나지도 않음



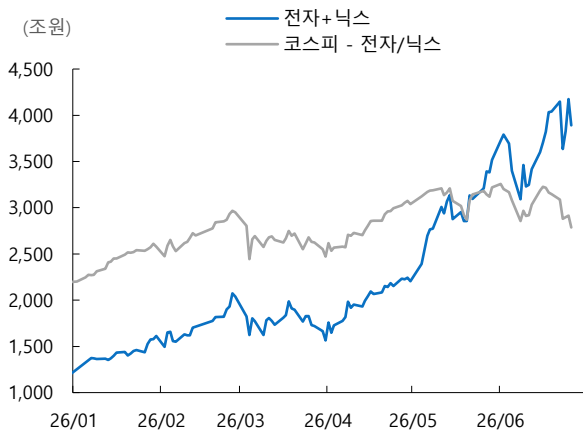
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. 시총 상위 10개 제외한 코스피 멀티플은 하향 조정 중



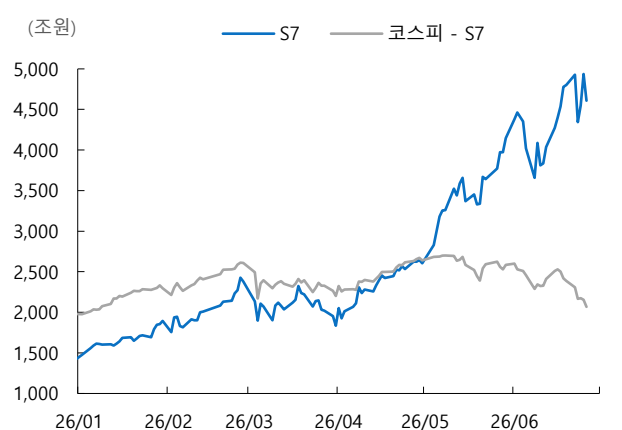
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림9. 삼성전자와 하이닉스 중심의 랠리



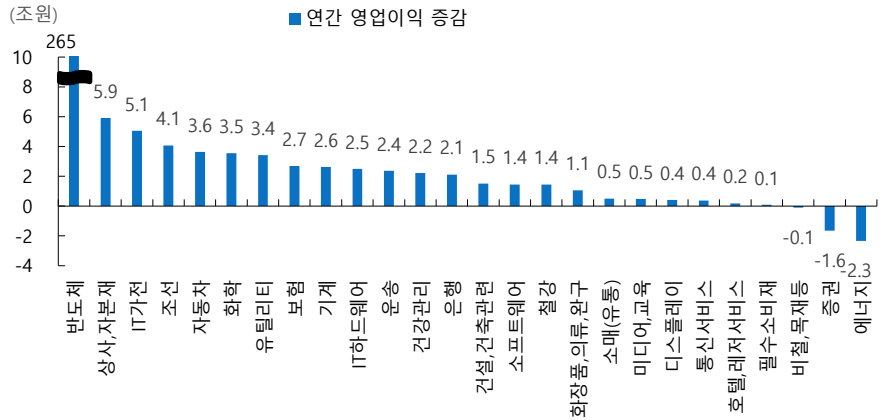
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림10. 주도주를 제외한 코스피 시총은 올해 1월 수준으로 회귀



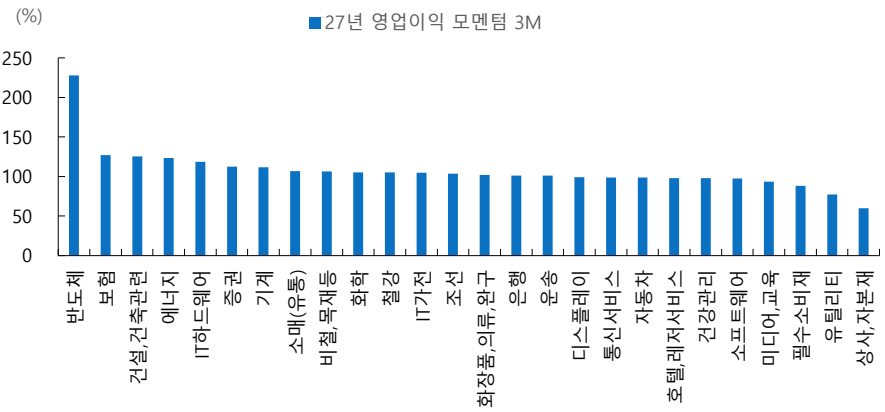
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림11. 섹터별 27년 영업이익의 증감. 방산, 2차전지, 조선, 자동차 순. 절대적인 폭이 크진 않음



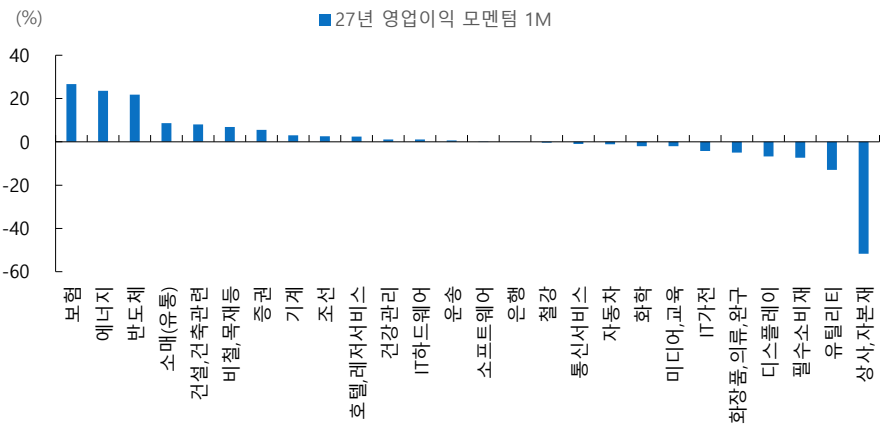
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림12. 27년 영업이익의 3개월 모멘텀. 반도체, 보험, 건설 순



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림13. 27년 영업이익의 1개월 모멘텀. 보험, 에너지, 반도체 순



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

## 코스닥의 봄은 언제 올까?

### S7으로의 쏠림

코스닥과 코스피 시총  
차이는 10배 이상

코스닥 12개월 선행 영업이익은 15조원이 채 되지 않는다. 코스피는 반면 1,000조원 수준을 넘어섰다. 이익 체력 차이가 크게 난다. 시총은 약 10배 이상 차이가 난다. 코스닥은 500조원, 코스피는 7000조원으로 14배 가량 차이 난다. 이익의 차이만큼 시총 차이가 난다. 벤처기업과 성장주 중심의 코스닥 성격을 고려해보았을 때 차이가 과도하다고 볼 수도 있다. 그렇다고 코스닥의 봄이 당장 온다고 장담하기도 어렵다.

S7의 약진

코스닥 부진으로 코스피에 비해 부실한 코스닥의 펀더멘탈이 지적된다. 하지만 펀더멘탈만큼이나 시장의 쏠림 또한 주요 원인이라고 판단된다. 코스피 내에서는 S7(삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전자우, 삼성전기, 삼성생명, 삼성물산)의 쏠림이 강했다. 주도주로 볼 수 있는 S7을 코스피에서 제외한 시총합은 코스닥 시총과 유사하게 움직였다.

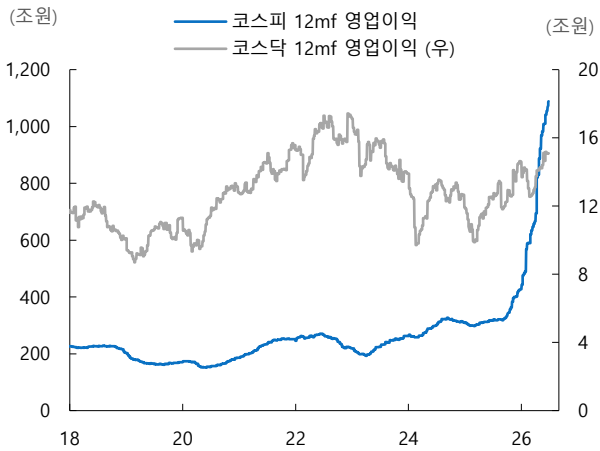
코스닥은 주도주 쏠림으로  
인해 부정적인 수급 영향을  
받았음

주도주를 제외한 코스피 시총과 코스닥 시총이 유사하게 움직였다는 것은 수급의 영향도 컸다는 것을 시사한다. 코스닥의 밸류에이션과 펀더멘탈의 상대적 부진은 항상 상존했다. 그러한 부분이 코스닥의 부진을 설명하기도 하지만 주도주와 소외주로 나뉘는 이분법적인 수급 쏠림의 결과로 보는 것이 조금 더 합리적으로 보인다. 다르게 표현하면 주도주로의 쏠림이 완화되어야 코스닥도 수급 관점에서 우호적인 환경에 놓이게 된다.

코스피 지수는 9,000pt를 넘어섰지만 코스닥은 1월말 수준, S7을 제외한 코스피는 2월 초 수준으로 돌아왔다. S7으로 얼마나 더 쏠림이 지속될 것인가 단기 전략을 세우는데 있어서 가장 중요한 질문이다. 당분간은 S7으로 쏠림은 계속될 것으로 보인다. 이 쏠림이 완화될 때 비로소 바이오 비중이 높은 코스닥의 약진이 예상된다.

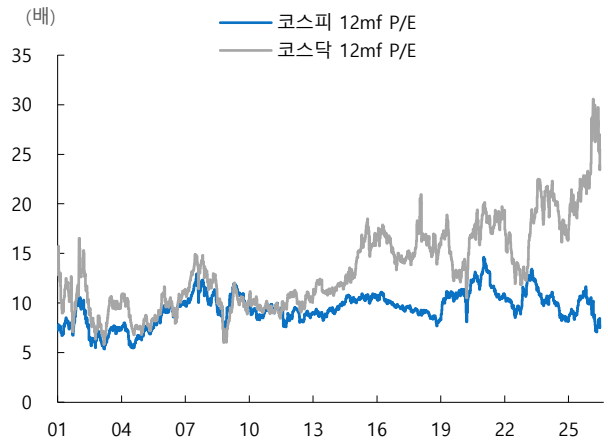
6월초 코스피 대형주의 조정 과정에서 코스닥으로의 순환매가 잠시 확인되었다. 주도주가 설 때 일시적으로 유동성이 소외받던 종목과 섹터로 흘러 들어가는 것으로 판단했다. 작년 11월, 3월 모두 일시적 확산에 그쳤다. 이번에도 4~5월 강했던 쏠림의 반작용으로 5월 말~6월초 쏠림의 완화가 확인되었다. 하지만 추세적 흐름의 전환은 아직 아니라는 판단이다. 닷컴의 사례와 마찬가지로 주도주로의 쏠림이 계속될 가능성이 크다.

그림14. 두 지수의 영업이익 추정치는 대략 70배 이상 차이남



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림15. 코스피와 코스닥의 밸류에이션 차이는 역대급



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림16. 코스닥과 코스피 소외주의 시총 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림17. 코스닥은 펀더멘탈보다는 수급의 영향으로 하락하는 것 의미



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

주: S7 = 삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전자우, 삼성전기, 삼성생명, 삼성물산

소외섹터의 반등은 주도주의 피크아웃 이후가 될 것

99년 소외주가 가장 큰 반등을 만들어 냄

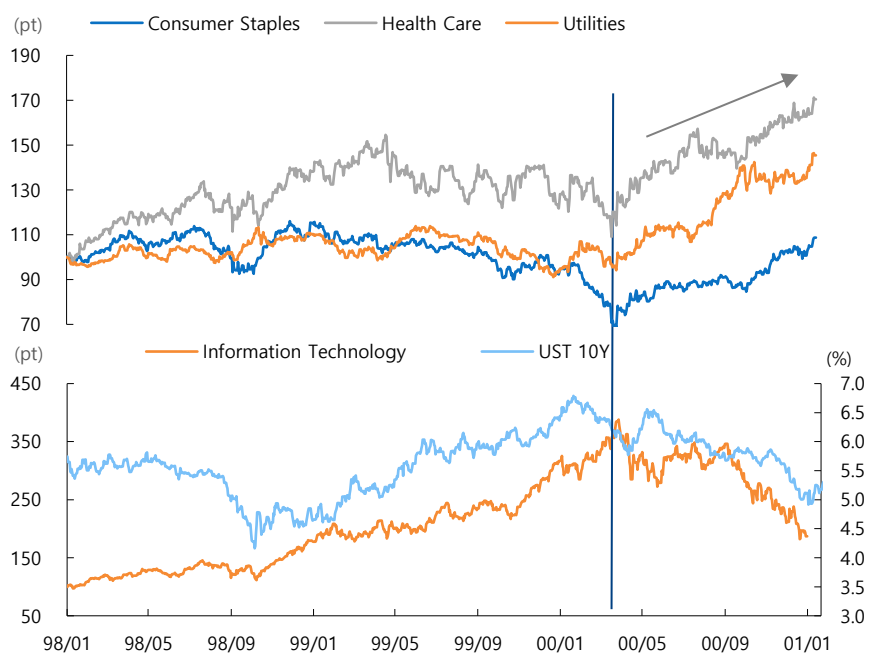
98~00년 미국 증시 섹터별 성과를 보면 98년의 경우 대부분의 섹터가 상승했다. 하지만 99년 명암이 명확하게 갈린다. IT, 재량소비재, 통신 서비스, 산업재 등은 상승한다. 재량소비재의 경우 경기가 좋기도 했지만 아마존과 같은 이커머스 종목들이 포함되었던 것이 주요 원인으로 보인다. 반면 헬스케어, 유틸리티, 필수소비재는 부진했다. 99년 가장 부진했던 세 섹터는 00년들어 가장 좋은 성과를 내는 진영에 속했다. 가장 부진하고 소외받았던 섹터가 바로 다음 국면에서 가장 좋았다.

주도주 피크아웃과 동시에 소외주의 반등 시작

00년 2월 미국 10년물 금리가 피크아웃한 뒤 나스닥 및 주도주는 3월경 피크아웃 한다. IT가 피크아웃함과 동시에 산업재와 헬스케어, 필수소비재 등 소외 섹터가 반등하기 시작한다. 모든 섹터가 하락 조정을 받다가 소외주가 반등한 것이 아니다. 소외주는 자연스럽게 주도주의 흐름을 넘겨 받아 오히려 상승한다.

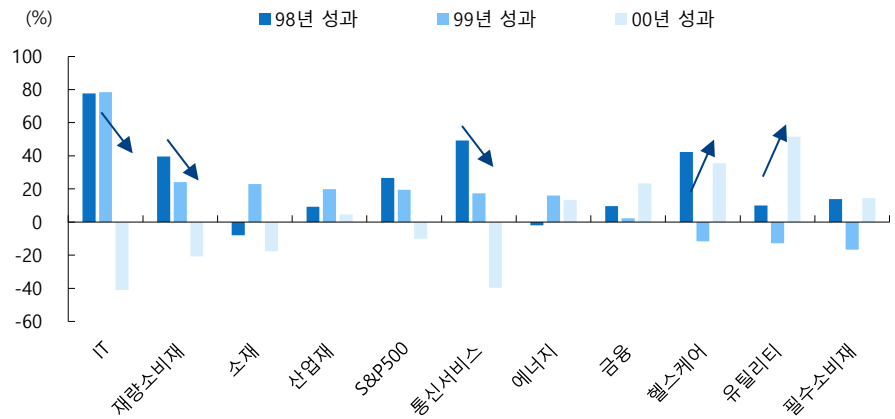
한국의 경우 헬스케어, 유틸리티, 레저, 미디어가 YTD 성과가 가장 부진한 섹터로 주도주 피크아웃 시 주목해야 하는 섹터로 볼 수 있다. 그 중에서도 주도주의 피크아웃은 금리 하락 안정을 기대해볼 수 있는 만큼 헬스케어의 반등이 가장 클 가능성이 크다. 다만 이번에는 닷컴 랠리 때와 다르게 주요 기업들의 사업에 수익성이 있다는 점이 오히려 정점을 늦추고 흐릿하게 만든다.

그림18. 금리 피크 아웃 이후 주도주 조정부터 헬스케어 반등 시작. 단기 트레이딩 관점에서 접근 가능하겠으나 한국의 경에도 헬스케어로의 '짤' 로테이션 시점은 조금 더 천천히 고민해야할 수도



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부  
 주: 1998-01-01 = 100, GICS 1단계

그림19. IT, 재량소비재, 통신은 주도주 흐름. 헬스케어, 유틸리티는 정반대 흐름 (99년 성과 기준 나열)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

단기적인 쓸림에 대한 반작용은 주기적으로 나올 것

많이 떨어진 코스닥 기업의  
기대수익률이 더 높아지는  
구간

메모리 기업들에 대한 확신이 조금씩 약해지는 국면에 있다. 시간이 지날수록 코스닥 기업들의 리스크 대비 기대 수익률이 높아지는 구간이 생긴다. 너무 많이 떨어졌기 때문에 트레이딩 관점에서 시장의 맥박을 쫓아갈 필요가 있다. 게다가 3~4월과는 다르게 이미 내년 실적을 어느정도 반영한 수준이라 마냥 기존의 포트 구성에 집착하기도 곤란한 상황이다.

주도주가 끝나지 않았다면  
코스닥의 추세적  
반등이라고 보기 어려울 것

전술했듯 주도주의 피크아웃은 소외 섹터의 반등으로 이어졌다. 주도주의 랠리 지속성이 약해짐에 따라 성과가 부진했던 코스닥으로 수급이 조금씩 확산되는 모습이 보인다. 코스닥의 반등을 추세적 랠리의 시작이라고 본다면 전자/닉스를 앞세운 AI 주도주 랠리가 끝났다는 결론이 선결되어야 한다.

극단적인 쓸림은 확산으로  
이어짐

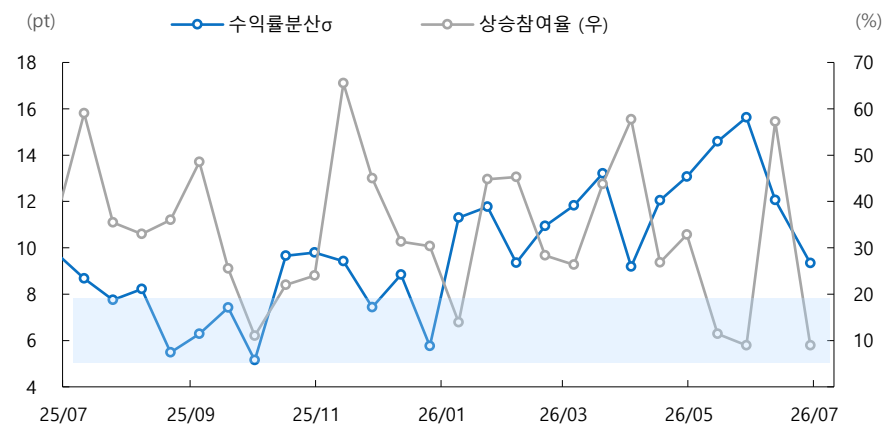
7월은 어느정도 확산의 모습을 보일 가능성이 클 것으로 보인다. 6월 초 조정 이후 S7으로 극단적 쓸림을 보여줬다. 코스피200 중 지수를 아웃퍼폼한 기업의 비중(상승참여율)은 10% 밖에 되지 않는다. 상승참여율이 10~20% 수준으로 내려올 때는 쓸림에 대한 반작용이 어김없이 확인되었다.

다만 아직은 AI 및 메모리 사이클이 끝났다고 단언하기 어렵다. 일시적인 확산 장세를 전망한다. 확산 장세에서는 장기물 금리 안정세가 동반되며 바이오 중심으로 소외주의 반등이 강할 수 있다.

코스닥 확산 랠리 시,  
반도체 소부장보다는  
바이오섹터 중심

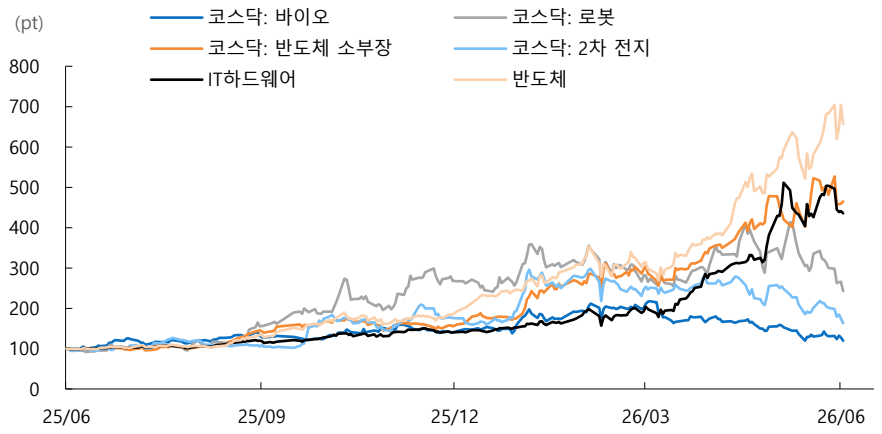
쓸림의 반작용으로 인한 확산 장세에서 코스닥은 바이오 중심의 반등이 예상된다. 코스닥 반도체 소부장의 경우 반도체와 IT하드웨어 섹터의 흐름을 쫓아가는 경향이 있다. 구간마다 상승의 폭이 다를 뿐이다. 주도주와의 동조화를 보였던 소부장은 코스닥 반등 장세 속에서 부진할 것이다.

그림20. 상승참여율이 10~20% 근접하면 지수는 반작용을 보임



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림21. 코스피 랠리에 연동되는 반도체는 코스닥 확산 장세에서 수혜 섹터로 분류하기 어려움. 소외섹터였던 바이오의 반등이 가장 강할 것



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부  
 주: 코스닥 시총 상위 30개 기업을 분류

## II. AI 사이클에 대한 걱정

### 고점을 통과하는 패턴

#### 닷컴 버블과 17년 사이클의 공통점

고점을 정확하게 맞추기는 어렵다. 하지만 고점을 지난 어깨에 진입한 뒤 조심해도 늦지 않을 가능성이 크다. 과거 두 번의 사례에서 모두 횡보 이후 추세적 하락으로 이어졌다.

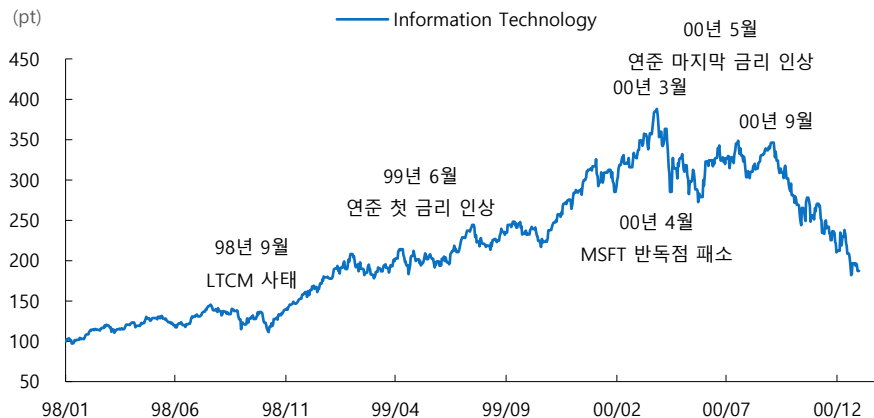
닷컴 랠리와 17년 반도체 사이클 모두 최고점을 통과한 이후 지수가 횡보하는 패턴을 보였다. S&P500 IT 지수는 2000년 3월 10일 정점을 찍고 약 6개월 간의 횡보 이후 9월부터 본격 하락한다. 2018년 한국 반도체 지수도 17년 11월 고점을 통과한 뒤 그 다음해 2분기 끝자락에 하락 추세에 진입했다. 두 번 다 고점을 지나도 곧장 빠지지 않고 한동안 횡보했다는 점이 같다. 이번에도 그럴 공산이 크다.

횡보는 반신반의의 시간이다

횡보 국면의 본질은 시장이 방향을 잡지 못하는 것이다. 어느 한 방향으로 의견이 모이지 않기 시작한다. 고점에서 빠지긴 했는데 추세 전환인지 늘림목인지 아무도 단언하지 못한다. 매도와 저가매수가 같은 가격대에서 부딪치며 변동성은 커지는데 뚜렷한 방향성을 나타내지 않는다. 닷컴 때가 어김없이 그랬다. 2000년 3월 고점 뒤 4월에 한 차례 급락했지만 여름 내내 반등과 재하락을 반복하며 넓은 박스를 그렸다.

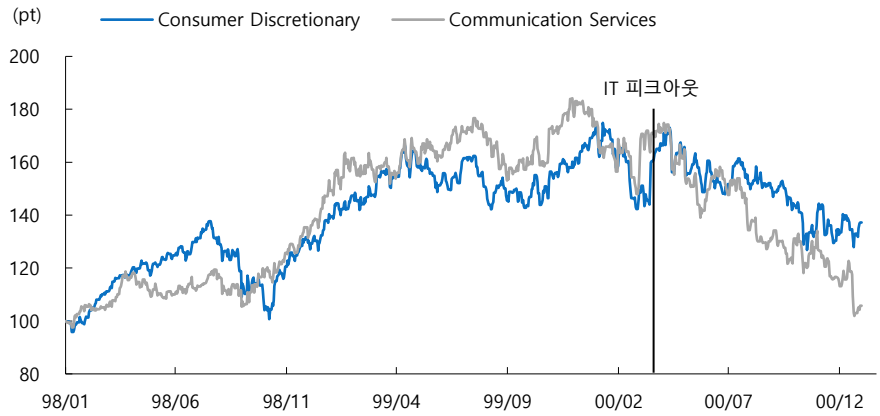
빠질 때마다 조정은 끝났다는 강세론이 어김없이 올라왔다. 2018년 반도체도 같았다. 상반기 고점 뒤 곧장 무너지지 않고 한동안 옆으로 기었고 그 사이 사이클 우려는 과하다는 반론이 시장을 떠받쳤다. 횡보는 추세가 죽기 전 마지막으로 양측이 팽팽한 구간인 셈이다.

그림22. 닷컴 버블 당시 미국 IT 섹터 추가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림23. 닷컴 버블 당시 미국 통신서비스 및 필수소비재 섹터 추가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림24. 17년 반도체 사이클 당시



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

닷컴 맨 이익 가시성이 있는 종목 중심의 2차 랠리 시도가 있었음

지수는 고점을 지났으나  
2차 랠리를 도모하는  
종목이 있었음

지수가 옆으로 횡보하는 동안 종목별 차별화가 진행된다. 닷컴 버블 당시 나스닥은 00년 3월 고점을 통과한다. 적자 닷컴류 기업들은 주가가 추세적으로 빠지기 시작한다. 고점 통과 이후 지수가 횡보 할 때 흑자를 내고 있던 눈에 보이는 실적이 있는 인프라 기업들은 2차 랠리를 시도한다.

00년 3월 고점을 넘어서는 기업들이 등장한다. 대다수의 닷컴류 인터넷 기업들의 버블이 끝났음에도 인프라(곡괭이를 파는 기업) 기업들은 상승하는 차별성을 보인다. 이번 사이클에서도 실적이 가시성이 높은 기업들의 2차 랠리를 염두에 둘 필요가 있다.

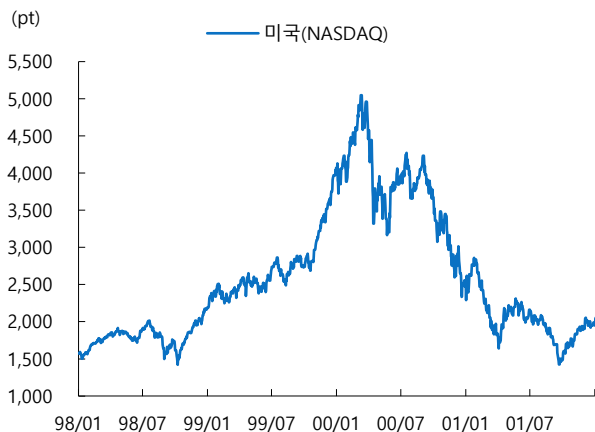
이익 가시성이 높은  
종목들은 고점을 지나도  
2차 랠리 가능성이  
열려있음

2000년 하반기 4 Horsemen(Cisco/Oracle/Sun/EMC)과 인텔은 이익 가시성이 확실해 3월 광범위 고점 이후에도 버티다 8~9월에 마지막 랠리를 통해 신고가를 한 번 더 찍었다.

지금도 유사한 흐름이 보인다. Capex를 집행하는 종목이 먼저 흔들리고 오히려 capex를 통해 돈을 벌어들이는 엔비디아와 메모리 등의 이익 가시성이 높은 종목들의 주가가 버틴다. 이익이 실제로 눈에 보이는 전력 인프라 및 메모리 기업들의 주가는 소위 '탈출의 기회'를 줄 가능성이 크다.

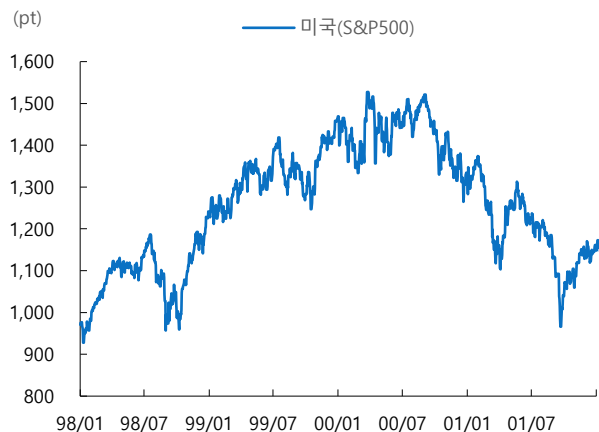
고점을 정확히 맞출 수는 없다. 다만 횡보가 시작되면 어깨에서 조심하기 시작해도 늦지 않고, 마지막 한 번의 추가 상승은 매수 기회가 아니라 점검 신호로 보는 편이 안전하다.

그림25. 나스닥 지수 추이 (00년 3월이 피크)



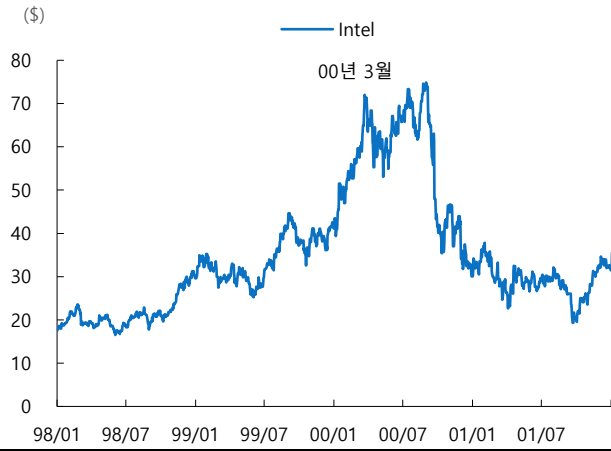
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림26. S&P500 추이 (고점이 뚜렷하진 않으나 나스닥과 유사)



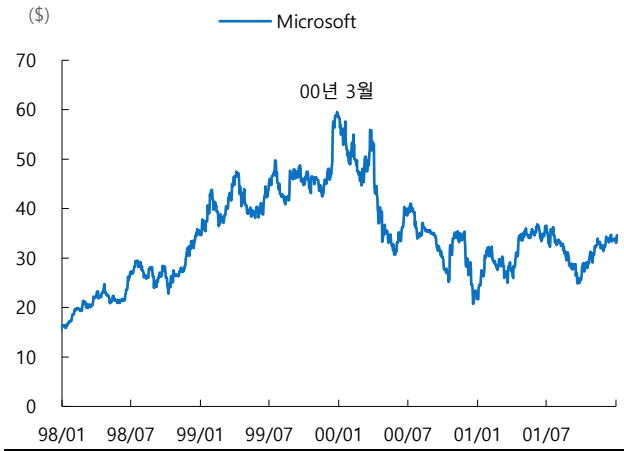
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림27. 인텔도 2차 랠리를 작게나마 시도



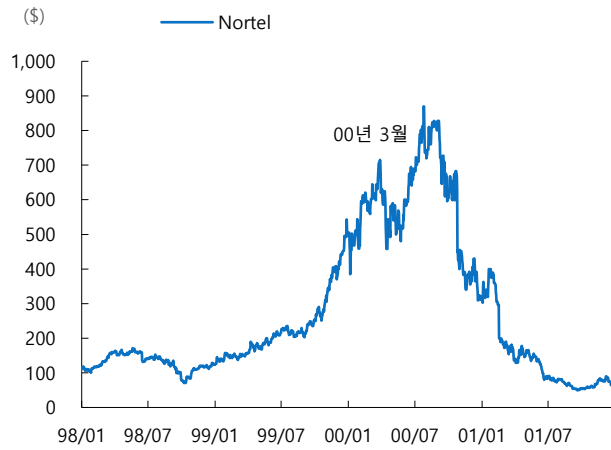
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림28. 반독점 등의 악재로 하락 전환



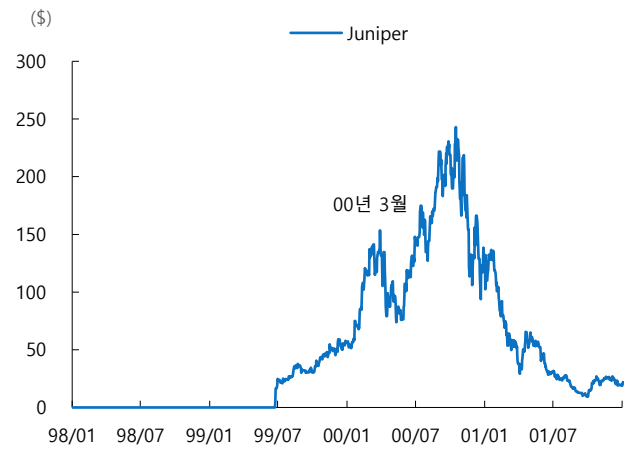
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림29. 노텔 주가 추이 (캐나다 통신장비 회사)



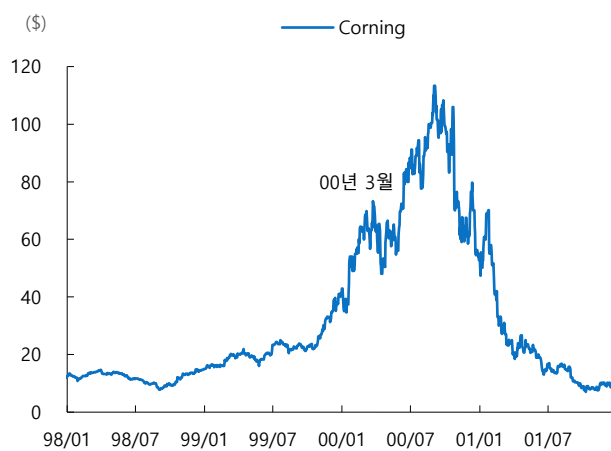
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림30. 주니퍼 주가 - 네트워크 장비 회사(시스코 경쟁자)



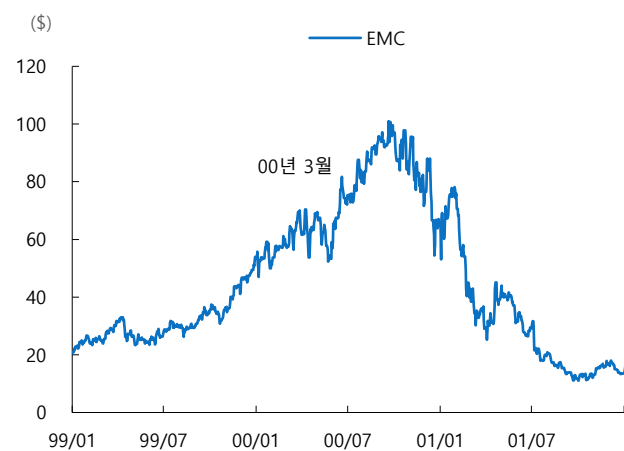
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림31. 코닝 주가 추이 - 광섬유 케이블



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림32. EMC 주가 추이 - 기업용 데이터 스토리지



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

니프티 피프티 랠리와 유사한 점

니프티 피프티 랠리의 배경

1960년대 말 베트남전과 재정팽창과 완화적 통화 정책이 겹치며 유동성이 넘쳤다. 인플레이가 오르자 역설적으로 경기를 타지 않는 우량성장주가 인플레이 헤지 자산으로 받아들여졌다. 연기금과 뮤추얼펀드가 가격을 따지지 않고 50여 개 우량주에 자금을 몰았다. 한 번 사면 팔지 않는다는 ‘월-디시전’ 믿음이 자리잡았다.

시장의 상승 종목의 비중은 어김없이 줄어드는 중이었다. 다우 지수는 1972년 15% 올랐으나 소수 종목이 지수를 이끌었다. 중소형주는 소외되었다. 소수가 전부를 끌고 가는 종목장세였던 셈이다.

플라로이드/맥도날드가  
과열의 정점을 찍는 중

당시 주도주는 단일 섹터가 아니었다. 기술섹터의 IBM/코닥, 필수소비재의 코카콜라/에이번, 헬스케어의 J&J, 복합산업의 GE/3M까지 산업 전반에 걸쳤다. 이 주식들은 대형 우량성장주라는 공통점이었다. 과열을 상징한 건 고PER 4인방이다. 플라로이드 91배, 맥도날드 86배, 디즈니 82배, 에이번 65배로 혁신 기술을 가진 성장주 수준으로 멀티플이 치솟았다.

기관 쓸림이 가격을 스스로  
밀어올리는 구조

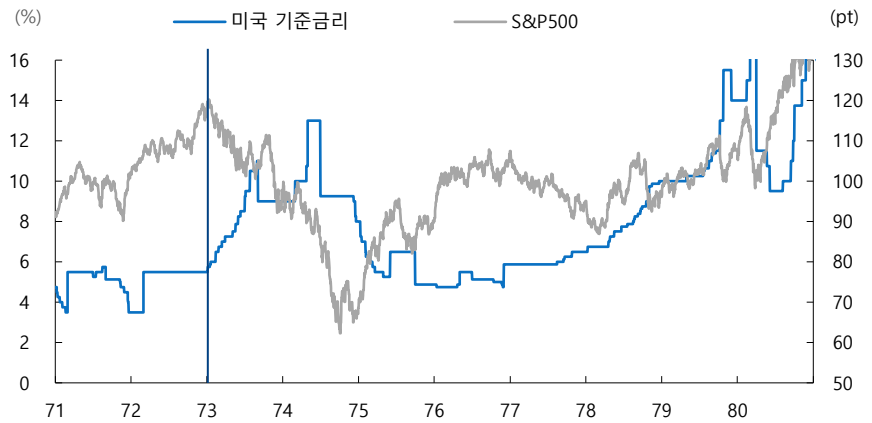
수급의 주체는 연기금과 뮤추얼펀드였다. 기관 자금이 좁은 종목군에 집중되며 매수가 가격을 올리고 성과가 다시 매수를 부르는 자기강화 루프가 작동했다. 유동성과 낙관이 서로를 떠받쳤다. 다만 이 구조는 방향이 바뀌면 똑같은 강도로 역작용한다. 매수를 정당화하던 성과가 꺾이는 순간 강제매도가 같은 종목군을 덮치게 된다. 쓸림은 상승의 엔진이자 하락의 증폭기였던 셈이다.

기준금리 인상 시점에 맞춰 주식시장은 하락세로 전환했다. S&P500은 1973년 1월 고점(약 120pt)에서 1974년 10월 저점(약 62pt)까지 약 48% 빠졌다. 다우는 1973년 1월 11일 1067pt에서 약 45% 하락하며 21개월간 약세장을 기록했다. 주도주 낙폭은 더 컸다. 고점 대비 하락폭은 플라로이드 -91%, 디즈니 -87%, 에이번 -86%, 맥도날드 -72%, 제록스 -71%, 코카콜라 -69%를 기록했다.

한국의 경우 시총 상위 10개 남짓 라지캡 중심의 랠리가 지속되고 있다. 반도체 주식과 그와 연관된 계열사 주식은 연이어 시장을 이기고 있다. 집중도가 사상 최고인 만큼 금리 급등처럼 부정적인 트리거 발생시 지수의 하락 쓸림은 클 수 있다. 상승장의 특성이 반대로 발현될 수 있다.

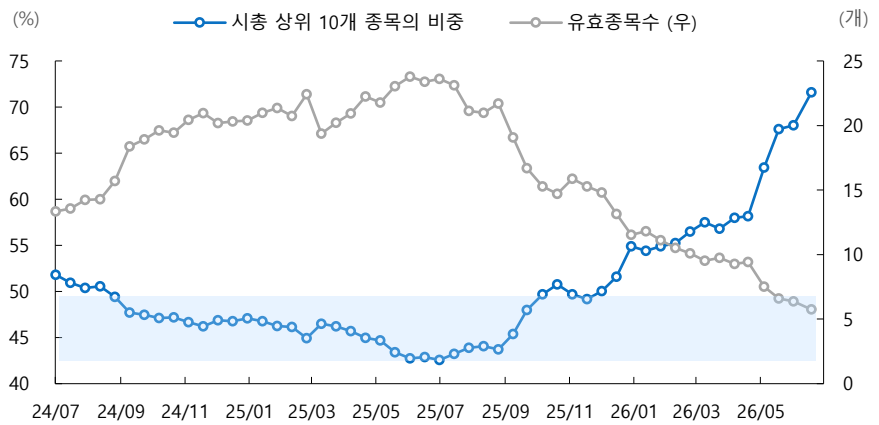
주도주의 랠리는 금리 하락을 동반하기 쉽지 않은 상황이다. 지수가 쓸림에 기대에 랠리를 지속할 경우 금리 상승 등 사소한 외부 충격에도 출렁일 수 있다. 다만 과거에 비해 주도주의 밸류에이션 부담이 크지 않다. 이익기반이 받쳐주는 한 붕괴보다 확산으로 풀릴 여지가 크다. 과도한 쓸림은 니프티 피프티 당시의 시장 변곡점을 걱정하게 만든다.

그림33. 니프티 피프티는 기준금리 인상과 동시에 끝났음. 회복하기까지 약 8년이 걸림



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림34. 라지캡으로의 쏠림은 추세적인 모습



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

## 벤더 파이낸싱의 역사

### 닷컴에도 있었던 벤더 파이낸싱

닷컴의 상장은 공급 과잉이었다. 수요 이상으로 과도하게 광섬유가 깔린 게 그 시대 과열의 잔재다. 이번 사이클은 다르다. 공급은 오히려 모자란다. 메모리 가격은 판매자 우위 시장에 접어들었고 가격은 나날이 올라간다.

다만 표면이 다를 뿐 리스크는 같다. 리스크는 공급 과잉이 아니라 수요의 체력에 있다. 닷컴도 끝내 무너진 건 수요 기업이었다. 광섬유가 남아돈 게 문제의 본질이 아니라, 그 광섬유를 사들인 통신사(CLEC)들이 줄도산한 게 붕괴의 실체였다.

고객에게 돈을 빌려줘  
장비를 팔았다

순환참조식 투자 및 자금 조달은 닷컴 버블 당시에도 있었다. 벤더 파이낸싱이다. 공급자가 고객에게 자기 제품 살 돈을 빌려주는 것이다. 장비업체가 통신사에 "우리 장비를 살 돈은 우리가 빌려준다"고 한 뒤 그 대출금으로 들어온 주문을 매출로 잡는다. 매출이 외부 실수요가 아니라 공급자 대차대조표에서 나오는 셈이다. 그 끝을 가장 선명하게 보여준 게 노텔이다.

캐나다 통신장비 업체 노텔(Nortel)은 2000년 세계에서 9번째로 시총이 큰 기업이었다. 시가총액 약 2,500억 달러 규모로 한때 토론토증권거래소(TSX) 전체 상장사 시총의 3분의 1 이상을 노텔 혼자 차지했다. 1999년 매출은 222억 달러였다. 인터넷/광통신의 대표주였고 의심할 여지 없이 돈을 벌고 있는 인프라 기업이었다.

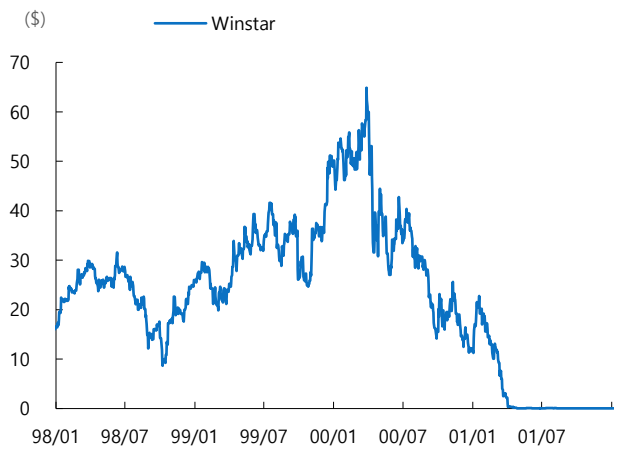
노텔의 흥망성쇠에는 통신 과잉투자가 있다. 1996년 미국 통신법으로 신생 통신사(CLEC)가 우후죽순 생겼고 1996~2001년 600억 달러가 과잉 투입됐다. 문제는 이 CLEC들이 장비 살 자금 사정이 넉넉하진 않았다. 그래서 장비업체가 직접 빌려줬다. 루슨트가 81억 달러를 약정했고 노텔은 31억 달러(미상환 14억 달러), 시스코는 24억 달러를 고객 대출로 약속했다. 자금난의 통신사에 돈을 빌려줘 자기 장비를 사게 하는 전략이었다.

대표 사례가 신생 통신사 윈스타다. 루슨트가 윈스타에 20억 달러를 약정했다가 마지막 9천만 달러 대출 연장을 거부하고 난 뒤 윈스타는 파산하게 된다. 루슨트는 7억 달러를 상각했다. 돌이켜 보면 어느 시점부터는 장비를 파는 게 아니라 빌려준 돈으로 매출을 만드는 구조였던 셈이다.

호텔의 출혈은 이중이었다. 버블이 터지자 인수했던 기업 주식 가치가 폭락했고, 장비를 팔았던 소형 통신사들이 줄도산하며 그 계약에서 돈을 떼었다. 2001년 구조조정으로 6만 명을 해고하고 160억 달러 넘게 상각했다. 거기에 회계분식까지 겹쳤다. 2009년 1월 14일 호텔은 파산보호를 신청했다. 다음날 만기인 1억700만 달러 이자를 감당 못 했다.

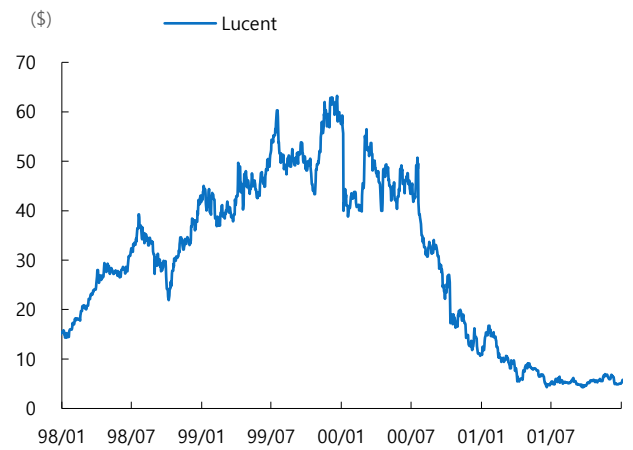
파산 신청 당일 주가가 79% 빠졌고, 6월 26일 C\$0.185에 상장폐지됐다. 2000년 고점엔 C\$1,100을 넘던 주식이다. 루슨트도 같았다. 매출이 1999년 379억 달러에서 2002년 118억으로 69% 무너졌고 끝내 회복 못한 채 2006년 알카텔에 합병됐다. 흑자 인프라 대표주 둘이 사실상 소멸한 것이다.

그림35. 벤더 파이낸싱으로 자금을 조달했던 통신사 Winstar



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림36. 윈스타에게 자금을 빌려주고 장비를 팔았던 Lucent



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

지금의 벤더 파이낸싱 — 형식만 바뀌었다

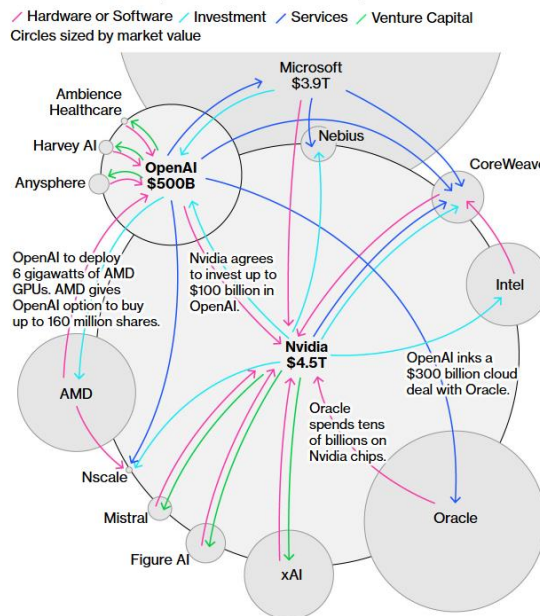
순환 거래 구조는 이번에 더 복잡한 형태로 재현되었다.

OpenAI는 자력 매출로 컴퓨터를 사는 게 아니라 엔비디아와 하이퍼스케일러가 낸 돈으로 산다. 형식만 대출에서 지분으로 바뀌었을 뿐, 수요 기업이 공급자 돈으로 연명한다는 구조가 똑같다. 수요가 벤더 파이낸싱으로 떠받쳐진 형태라 안정성이 떨어지며 수익성을 확보하지 못할 경우 모든 것이 무너진다.

메모리와 GPU 가격이 높게 유지되면 파는 쪽(엔비디아/메모리 3사)은 높은 영업이익률을 누릴 수 있다. 다만 투자를 집행하는 기업들은 매분기 가파르게 오르는 비용을 떠안는다. 그 중 자생력 없는 기업이 먼저 한계에 닿는다. 가장 위태로운 게 OpenAI다. 2025년 385억 달러 손실을 기록했다. 월 10억 달러 매출을 달성하기 위해 3배 더 많은 돈을 투자하고 있다는 뜻이다. 비싼 컴퓨터 및 메모리 비용이 유지될수록 자금 소진이 빨라지고 후속 투자자금이 마르는 시점이 앞당겨진다.

결론적으로 높은 가격은 메모리엔 좋지만 바로 그 가격이 사슬에서 가장 약한 고리의 파산 시점을 당긴다. 그 고리가 끊기면 take-or-pay 계약/순환출자/SPV 부채가 연쇄로 흔들린다. 닷컴버블 당시 호텔의 회전목마는 자금이 마르며 멈췄다. 아이러니하게 가격이 높을수록 멈추는 시점은 당겨지는 셈이다. 우리가 알고 있지만 외면하고 있는 불편한 진실은 메모리 기업의 실적이 좋을수록 역설적으로 더욱 빠르게 시장을 덮칠 것이다.

그림37. AI 생태계 순환 거래의 중심에 있는 Open AI와 엔비디아



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

과하게 높은 청구서는 상대를 부러지게 만든다. 지금까지 우리는 삼성전자, 하이닉스, 마이크론 등 공급 측면에서 시장을 살펴보고 주가를 전망하려 했다. 공급이 수요를 따라가지 못하는 구간임을 이미 충분히 확인했다. 코스피 지수는 반도체 공급이 부족한 나머지 높은 이익의 장기화에 대한 기대감과 여기서 비롯되는 리레이팅을 꿈꾸고 있다.

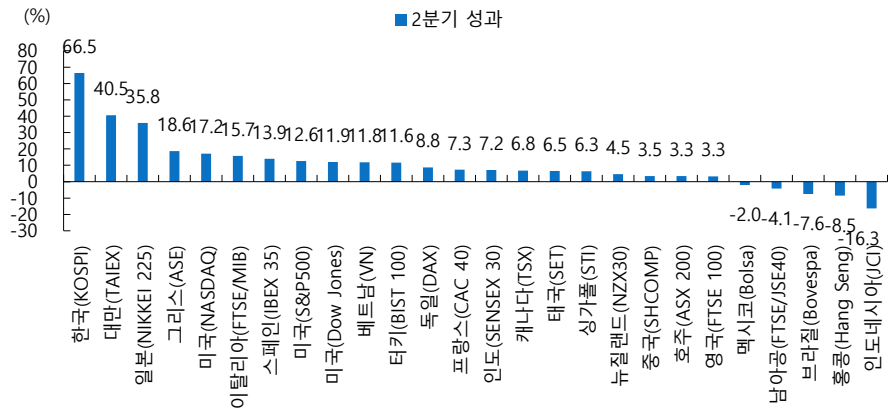
누군가는 비싼 메모리를 계속 사야한다. AI 개발 레이스 있어서 무조건적인 투자에는 이견이 없다. 몇 되지 않는 투자의 주체 중 핵심 기업이 무너지게 될 경우 현재 시장의 낙관 시나리오의 전제는 실현 불가능하다.

엔비디아 등 여러 기업들이 쥘여 있어 균열이 잘 보이지 않고 균열을 가리기 위한 노력이 곧곧에 많을 것으로 보인다. 불안정한 AI 생태계의 지속성을 장담하기는 어렵다. 그렇다고 시장을 비관적으로 바라볼 수는 없다.

리레이팅의 영역까지는 당장 동의하기는 어렵지만 아직도 내년 이익 대비 8배 수준인 코스피 지수는 상승여력이 남아있다고 판단된다. 내년까지는 메모리 가격이 높은 수준을 유지할 가능성이 높다. 아직은 낙관론을 접을 때는 아니다. 하지만 서서히 지수 조정시 자신감보다는 두려움의 비중이 커지고 있으며 우리가 외면하고 있는 불편한 진실이 더 시장을 향해 다가오고 있음을 인지해야 한다. 언제인지 모르는 만기가 정해져 있는 옵션의 시간 가치가 줄어드는 것처럼 자신감은 서서히 줄어들 것이다.

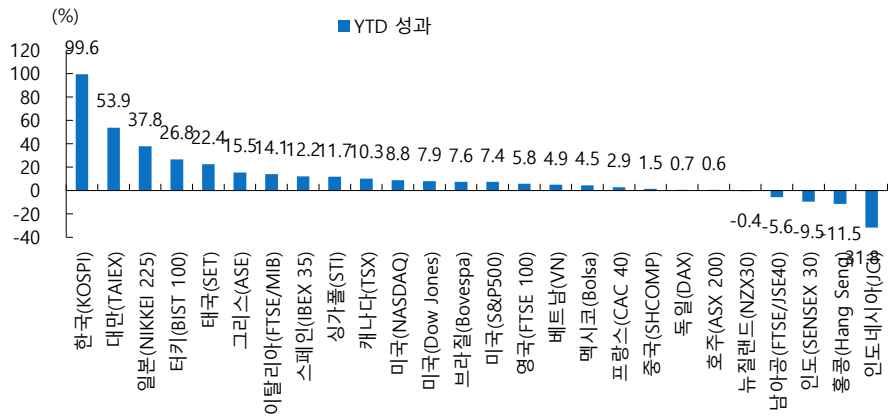
지수가 9,000pt 전후 수준까지 올라온 이상 균형 잡힌 시각을 가져가야 하는 시점에 와있다.

그림38. 2분기 메모리 주요국의 성과가 가장 좋음



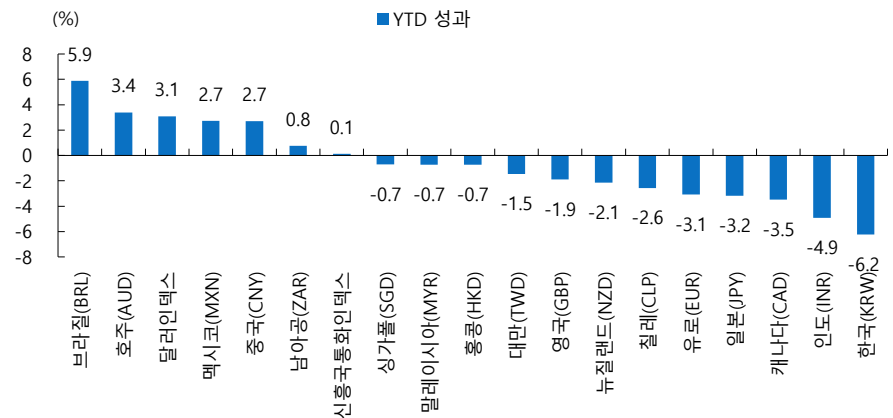
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림39. 연초 대비 성과는 한국, 대만, 일본 순



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림40. 원화는 올해 들어 가장 약한 통화



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



그림44.이익 전망치 상향 섹터 Top5

이익 전망치 상향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
반도체	17.29% (+119,780.11)	1	삼성전자	42,167.76	10.78%	228,225.58	111.36%	46.36%
		2	SK하이닉스	31,540.94	10.65%	157,517.24	92.61%	44.50%
		3	SK스퀘어	2,000.59	4.62%	18,324.80	67.86%	5.30%
		4	피에스케이	28.11	16.41%	69.22	53.15%	0.13%
		5	한미반도체	16.87	3.72%	52.21	12.48%	0.57%
에너지	7.23% (+1,547.83)	1	SK	1,434.27	16.14%	5,118.91	98.39%	53.01%
		2	GS	156.13	4.46%	719.40	24.48%	5.21%
		3	S-Oil	38.54	1.39%	1,076.54	61.98%	9.41%
		4	두산퓨얼셀	5.64	343.90%	28.62	134.11%	3.04%
		5	HD현대에너지솔루션	4.99	3.86%	44.70	49.82%	1.18%
보험	7.00% (+876.60)	1	삼성생명	330.79	8.36%	1,359.49	46.44%	61.22%
		2	삼성화재	22.71	0.73%	192.24	6.52%	20.10%
		3	DB손해보험	22.49	1.02%	-57.00	-2.50%	6.10%
		4	한화생명	7.97	0.94%	88.40	11.52%	2.72%
		5	현대해상	6.24	0.55%	35.91	3.27%	2.08%
IT가전	6.72% (+497.18)	1	LG에너지솔루션	284.58	12.21%	591.63	29.23%	42.05%
		2	삼성SDI	102.47	17.47%	772.99	921.98%	19.88%
		3	LG전자	50.22	1.24%	534.02	14.98%	17.30%
		4	SK아이이테크놀로지	12.79	7.22%	3.89	2.31%	0.64%
		5	엘앤에프	10.67	4.76%	92.11	64.44%	2.18%
화학	5.75% (+357.64)	1	LG화학	161.48	6.30%	714.73	35.53%	20.56%
		2	롯데케미칼	46.75	36.37%	401.03	177.64%	2.89%
		3	TKG휴켄스	18.65	27.33%	86.88		0.66%
		4	대한유화	13.57	6.14%	36.25	18.28%	0.77%
		5	SKC	12.08	15100.00%	94.75	114.50%	5.54%

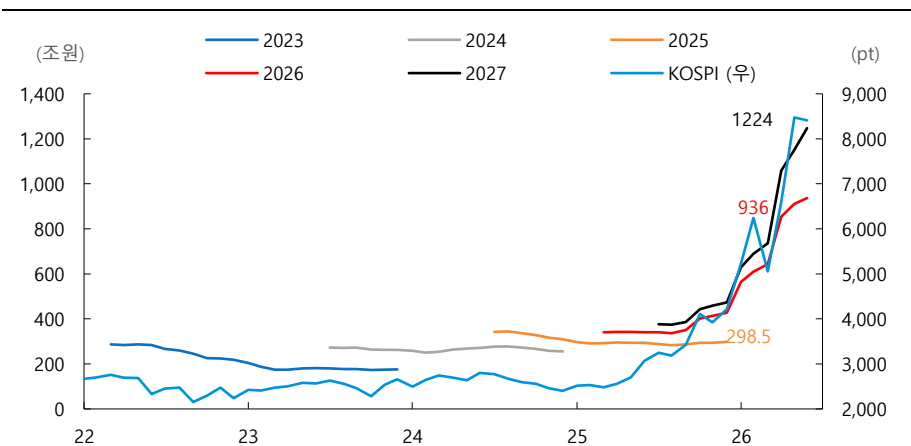
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림45.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
상사, 자본재	-58.70% (-42,430.86)	1	효성티앤씨	-30.73	-3073.00%	127.13	35.50%	0.41%
		2	롯데지주	-13.22	-2.95%	-68.90	-13.66%	0.81%
		3	LX인터내셔널	0.00	0.00%	90.92	25.15%	0.47%
		4	NICE평가정보	0.94	0.77%	4.30	3.65%	0.27%
		5	SK네트웍스	0.95	0.74%	10.71	9.00%	0.69%
필수소비재	-7.42% (-530.53)	1	하이트진로	-3.44	-1.71%	-7.75	-3.77%	1.73%
		2	대상	-3.24	-1.64%	15.39	8.63%	0.96%
		3	현대그린푸드	0.91	0.64%	9.83	7.35%	0.92%
		4	롯데칠성	1.93	0.87%	9.00	4.18%	1.54%
		5	롯데웰푸드	2.29	1.16%	15.08	8.14%	1.46%
디스플레이	-4.63% (-83.55)	1	LG디스플레이	-60.32	-4.42%	-41.19	-3.06%	40.03%
		2	LX세미콘	-29.67	-28.48%	-28.00	-27.32%	4.37%
		3	선익시스템	-2.79	-2.30%	4.65	4.09%	3.90%
		4	이녹스첨단소재	0.83	1.02%	4.47	5.75%	3.24%
		5	덕산네오룩스	2.01	2.13%	4.43	4.82%	5.31%
화장품, 의류	-4.54% (-322.78)	1	코스메카코리아	1.07	0.95%	6.43	5.98%	1.06%
		2	브이티	1.53	2.02%	77.23		0.56%
		3	경동나비엔	2.64	1.05%	78.80	45.11%	1.29%
		4	한섬	2.83	2.68%	24.16	28.62%	0.64%
		5	F&F	3.05	0.56%	28.52	5.53%	4.22%
IT하드웨어	-2.12% (-127.05)	1	한화비전	-6.73	-2.77%	-16.52	-6.54%	1.17%
		2	파크시스템스	-2.19	-3.25%	-0.68	-1.03%	0.74%
		3	자화전자	-0.28	-0.35%	18.47	29.68%	0.26%
		4	시노펙스	0.22	2.30%	-19.03	-66.01%	0.18%
		5	솔리드	1.01	2.31%	6.41	16.75%	0.29%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림46.영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, 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.
- 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.