

Market 준클리

다시 주도주로, It's like a deja vu

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

Check Point

소외주로의 확산은 일시적일 가능성. 반도체 중심 이익 상향은 주도주 쏠림을 시사.

시총에 비해 예탁금/신용잔고는 코로나 이전 수준으로 내려앉아 유동성 환경이 좋지 않음

높은 변동성을 수반한 울퉁불퉁한 주도주 랠리가 예상

다시 주도주로 돌아가겠지만 울퉁불퉁할 것

6월 초 지방선거 전후 짧았던 조정 이후 쏠림이 심화되었던 장세를 보였다. 극단적으로 쏠림이 심화되었던 수급 흐름은 6월 25일부터 확산으로 전환되었다. 약 열흘간의 혼란스러운 확산 장세 속에서 처음으로 약 일주일 간 삼성전자와 하이닉스가 지수를 언더퍼폼하는 모습을 보였다. 반도체 비중이 충분히 채워져 있는 상황에서 지수를 이기기 어려운 흐름이었다. 지난주 금요일 시장은 강한 반등을 만들어냈고 삼성전자와 하이닉스 등 S7 중심의 반등이 확인되었다.

S7이 빠지는 동안 S7을 제외한 코스피 시총은 제자리에 머물렀다. 겉으로는 확산의 장이다. 다만 시총 상위에서 여타 종목으로 자금이 옮겨간 결과로 보기는 어렵다. 레버리지 상품 확대로 전자/닉스 낙폭이 유독 컸던 데 따른 착시에 가깝다. 상위 종목을 이탈한 수급이 다른 종목으로 유입된 것은 아니다. 앞으로도 전자/닉스의 조정에도 확산의 온기가 크지 않을 것이다. 개별 종목 피킹이 중요한 투자자의 경우 알파를 창출하는 기회가 될 수 있겠으나 기회는 폭이 좁을 것으로 보인다.

반도체 중심의 이익 상향은 결국 재차 주도주로의 쏠림을 시사한다. 주식시장을 흔드는 요인이 많아질수록 주도주에 기대야 한다. 다만 주도주의 변동성이 계속 클 수밖에 없는 환경은 투자 난이도를 높인다.

유동성과 주식시장의 꿈

국내 시장 유동성 환경이 개선되고 있진 않다. 4월까지의 예금은 소폭 높아진 수준을 유지하고 있으나 4월 개인의 시장 유입이 적었다. 개인의 순매수세가 가팔라지기 시작했던 5월부터는 은행 예금 등의 주식시장 이외 영역에서의 유동성은 줄어들었거나 제자리에 머물렀을 가능성이 크다.

신용 잔고와 예탁금은 절대적으로 높아지고 있으나 시총이 커지는 속도를 따라가지 못한다. 시총 대비 신용 잔고와 예탁금은 코로나 이전 수준으로 크게 내려가 있다. 시장이 커지는 것을 실물 경제의 유동성이 뒷받침하기 어려울 정도로 짧은 기간에 주식시장이 상승한 결과로 볼 수 있다. 한국은행의 기준금리 인상 기조와 신용 대출 규제 등으로 내국인 투자자들의 유동성 환경은 빠른 시일 내에 개선되기는 어려울 것으로 보인다.

현재 주식시장은 급격하게 커지는 AI 산업을 반영하고 있다. 전자/닉스 2분기 실적 영업이익은 150조 수준을 기록할 것으로 보인다. 다만 주식시장은 6,500조로 1년 사이에 3배가량 커졌다. 근본 질문은 실물이 꿈을 받아줄 수 있느냐다. 주가가 실물을 앞서 커지는 것 자체는 이상한 일이 아니다. 주식은 미래 이익을 오늘 가격에 미리 반영하는 자산이다. 시장은 원래 실물보다 먼저 움직인다.

성장 초기 국면에서 밸류에이션이 이익을 크게 앞지르는 것도 사이클마다 반복돼 온 패턴이다. 문제는 앞서가는 폭이 아니라 그 기다림을 누가 어떤 돈으로 버티느냐다. 시가총액이 3배 커졌다는 것은 앞으로 벌어들일 이익을 오늘 가격에 그만큼 미리 반영했다는 뜻이다. 배당과 이익이라는 실물의 현금이 실제로 생기기 전까지 부풀어 오른 시가총액은 매일 새로 들어오는 유동성이 떠받쳐야 한다. 꿈은 장기 자산인데 그것을 지탱하는 유동성은 단기 자금이다. 이 만기 불일치가 외국인과 기관 수급이 추가적으로 유입되기 힘든 한국 시장이 넘어야 할 난관이다.

닷컴밸리 당시에도 유사한 맥락이 있었다. 2000년 인터넷 낙관론은 결국 현실화되었다. 나스닥이 전고점을 회복하는 데 15년이 걸렸다. 시장은 10년치 성장을 2년 만에 가격에 반영했고, 실물이 따라오는 동안의 기다림을 유동성이 버텨주지 못했다. 미래 기술의 방향에 대해서는 옳았지만 그 과정에 큰 출렁임이 있었다.

변동성이 당장 줄어들이기 힘든 구조

문제는 개인 중심 유입이 변동성 확대와 동시에 진행되고 있다는 점이다. 코스피200 변동성지수는 연초 30대에서 100 부근까지 올라섰고 개인 순매수 누적과 사실상 같은 궤적을 그렸다(그림3). 유입이 변동성을 만드는지 변동성이 유입을 부르는지 인과를 가리기 어렵다. 하지만 유동성 공급 주체가 손실 감내력이 제한적인 개인이라는 사실과 변동성 레벨이 함께 높아졌다는 사실 등을 고려하면 시장의 완충력은 약해진 셈이다. 하지만 개인 투자자가 주요 순매수 수급원이라는 점만으로 시장을 지금 수준의 변동성으로 이끌 수 없다.

변동성을 키우는 요인은 몇 가지 있다. 시총 규모에 비해 유동성이 충분히 들어오지 못하고 있다. 시총 대비 신용융자와 예탁금 비율은 모두 하락해 최근 수년 내 최저 수준까지 내려왔다. 전술한대로 유동성 환경이 좋지 않다. 게다가 레버리지 ETF의 출시와 홍콩에 상장된 하이닉스 레버리지 ETF 등의 영향이 변동성을 키우고 있다.

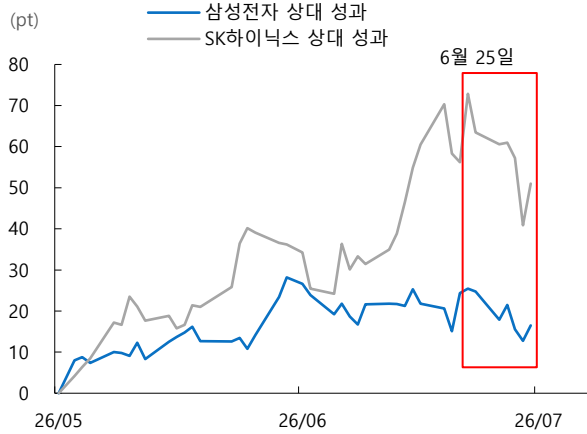
반도체 기업들은 본격적으로 영업이익을 내기 시작하는데 주식시장은 이미 내년의 가파른 성장세를 반영하고 있다. 실물 현금흐름 위에 주식, 그 위에 파생상품 및 레버리지 ETF 등이 쌓인 역피라미드 구조다. 레버리지 ETF는 매 거래일 목표 배율을 맞추기 위해 익스포저를 재조정한다. 지수가 오르면 사고 내리면 파는 이 리밸런싱은 숏 감마 델타헤지와 방향이 동일하며, 물량이 증가 부근에 집중된다.

레버리지 ETF가 문제가 되는 이유는 기초자산 유동성 대비 파생 규모가 압도적이기 때문이다. SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF 총자산은 194억달러다. 하이닉스 하루 평균 거래대금은 45억 달러에 불과하다. 파생이 기초자산 유동성의 4배를 넘는 셈이다. 삼성전자도 다르지 않다(레버리지 ETF 124억달러 vs 거래대금 45억달러, 2.8배). 미국은 정반대다. 엔비디아는 단일 종목 레버리지 ETF 총자산은 56억달러, 거래대금 288억달러로 비율이 0.19배에 그친다(테슬라 0.25배, 마이크론 0.36배). 물론 단일 종목 레버리지 ETF가 여러 개 있는 종목들이 있다. 하지만 대표 레버리지 ETF에 비해 거래량이 적어 결과에 큰 변화를 주진 않을 것이다. 한국 대형주에서만 파생이 기초자산을 압도하는 구조가 확인된다.

결론적으로 현재 한국 증시는 얇아진 유동성 위에 높은 변동성과 대규모 레버리지 상품이 얹힌 구조이며 변동성 충격에 취약할 수밖에 없다. 개인 예탁금이 시총 성장을 따라가지 못하는 상황에서 변동성이 커지면 레버리지 ETF의 리밸런싱 물량과 신용 반대매매가 같은 방향으로 겹치고, 그 물량을 받아줄 한계 매수자가 없다. 우리가 익숙하지 않은 변동성을 매일같이 경험하는 이유다.

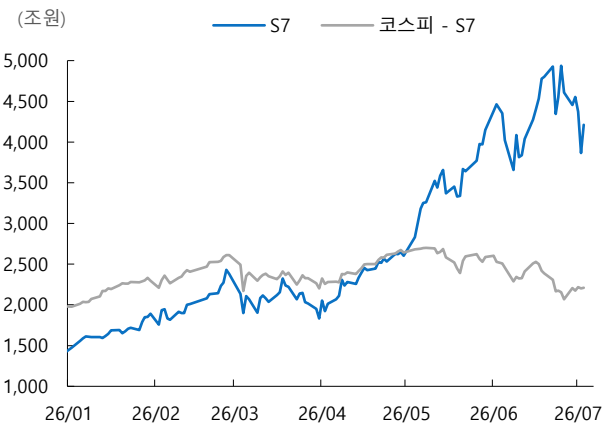
당분간은 계속해서 높은 변동성은 계속 수반될 것이다. 시장 난이도가 높아진다고 느껴질 수밖에 없다. 그럴수록 큰 그림을 잘 잡고 가야한다. 확산의 장세 끝에 주도주 중심의 랠리가 예상된다.

그림1. 6월 말부터 전자/닉스 언더퍼폼



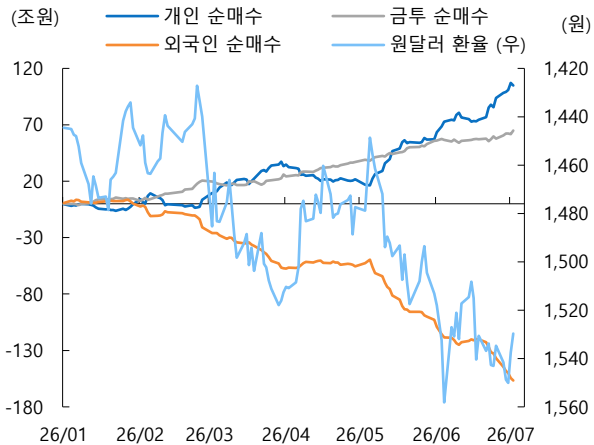
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 라지캡 조정 받는 동안 크게 반등하지 못한 나머지 종목들



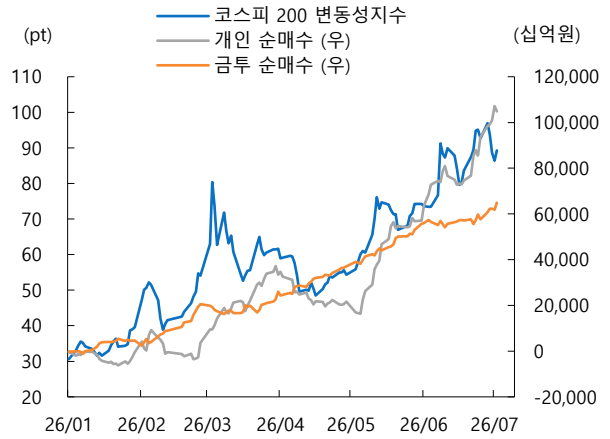
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 외국인 수급 따라 움직이는 환율



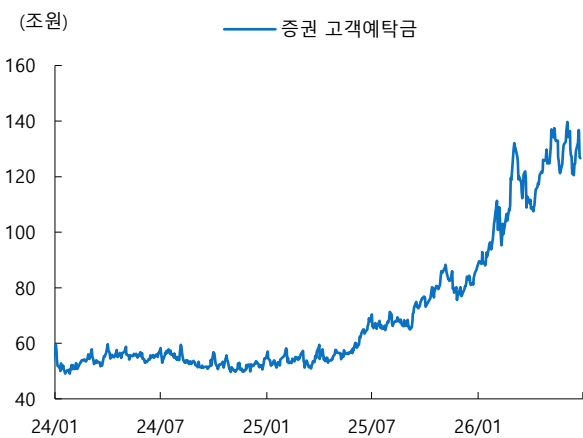
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. 개인 중심의 유입 지속되며 변동성도 동시에 상승



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림5. 25년 하반기부터 주식시장으로 자금 이동이 뚜렷



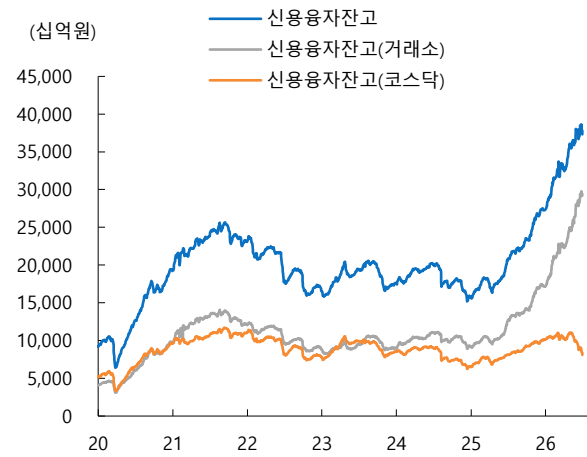
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림6. 3월 이후 예탁금은 시총수준을 감안하면 사실상 줄어든 것



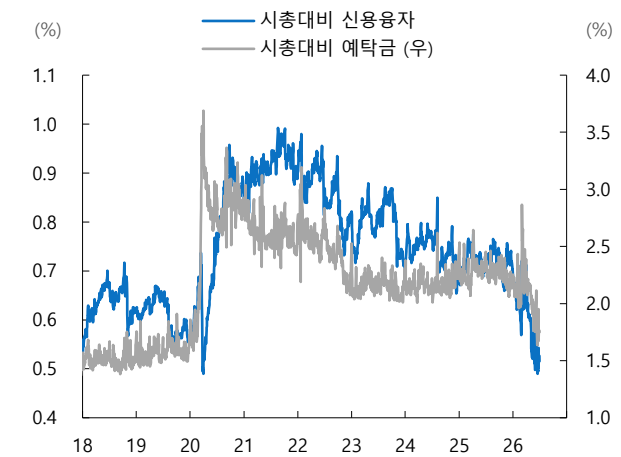
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림7. 신용 용자는 늘어나고 있으나 (코스닥은 감소)



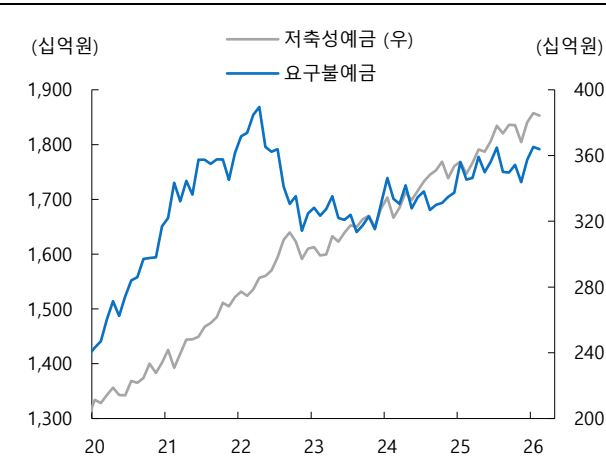
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림8. 시총 규모에 비해서는 유동성이 충분히 들어오지 못함



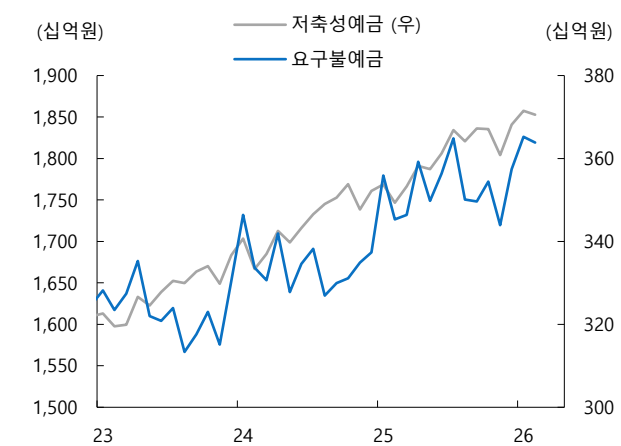
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림9. 코로나 유동성 당시보다 낮은 요구불 예금



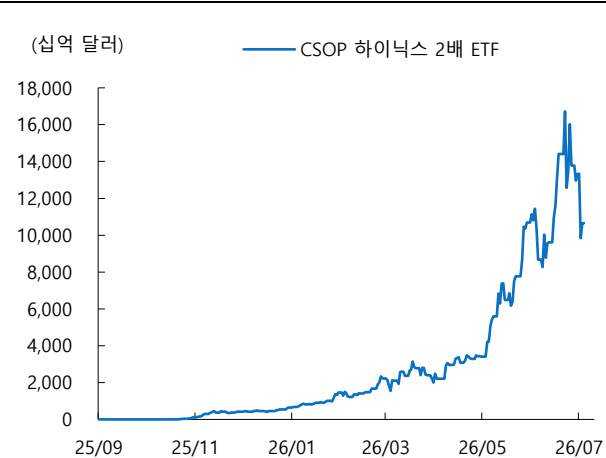
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림10. 요구불 예금이 빠르게 늘지 못하는 모습. 4월 개인 순매수가 주춤하면서 3~4월 예금이 늘어났을 수도.



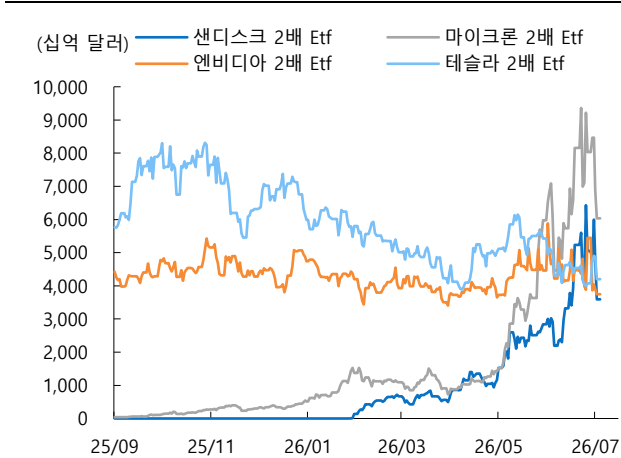
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림11. 홍콩 상장된 하이닉스 2배 ETF 시가총액



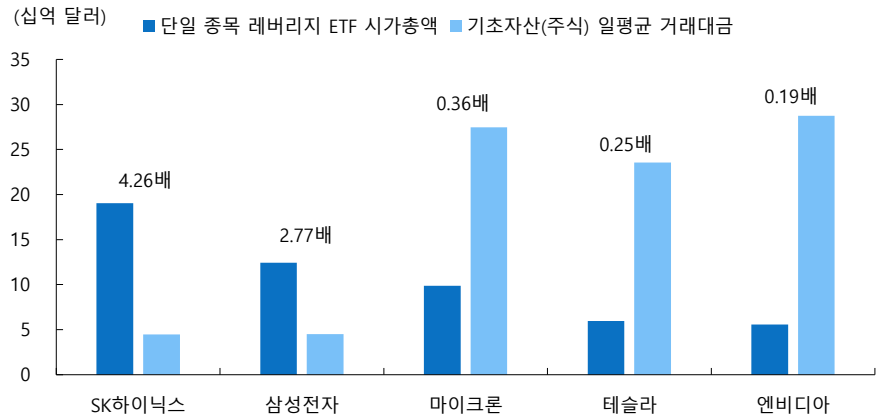
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 주요 종목 2배 ETF 시가총액 추이



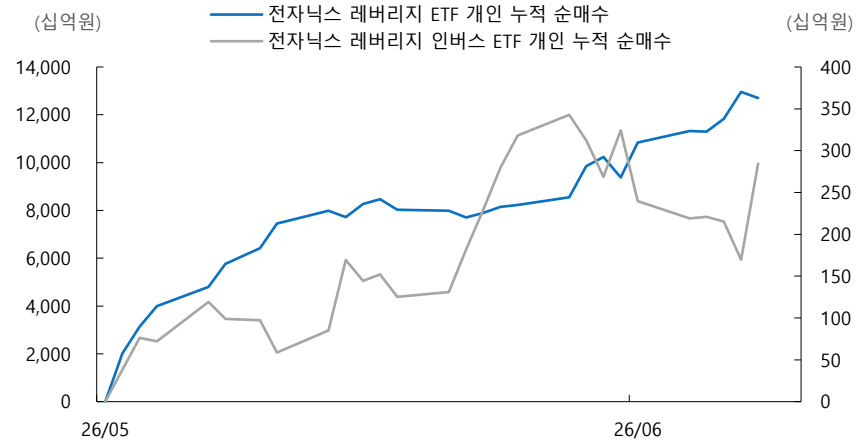
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 삼성전자와 하이닉스는 레버리지 ETF의 수급을 받쳐주지 못하는 상황



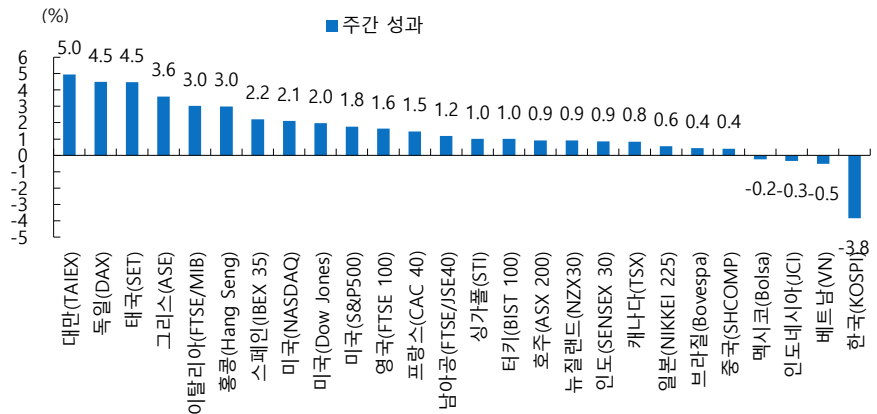
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 단일 종목 레버리지 ETF 개인 누적 순매수



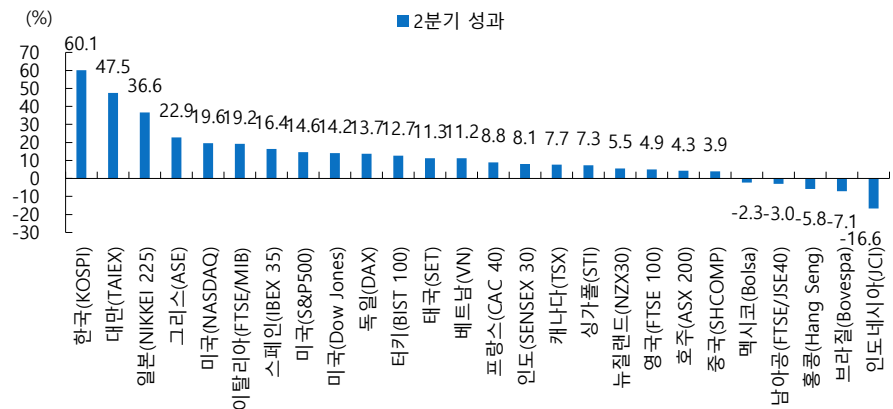
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 주요국 성과 나쁘지 않은 가운데 한국만 나홀로 부진



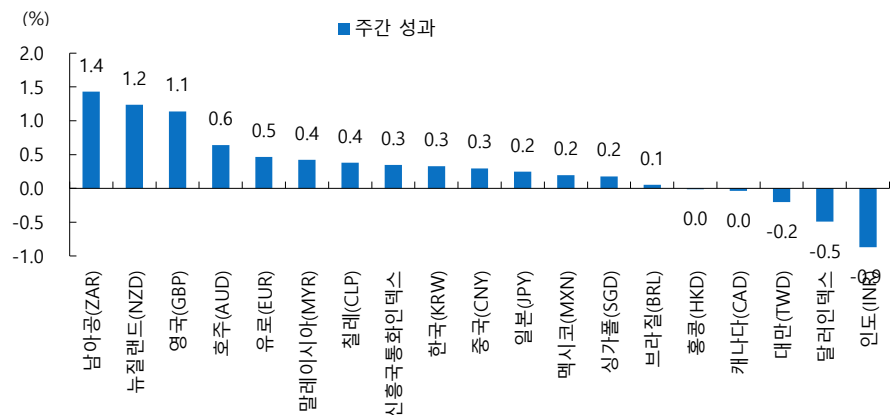
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. 한국과 대만의 성과는 크게 좁혀짐



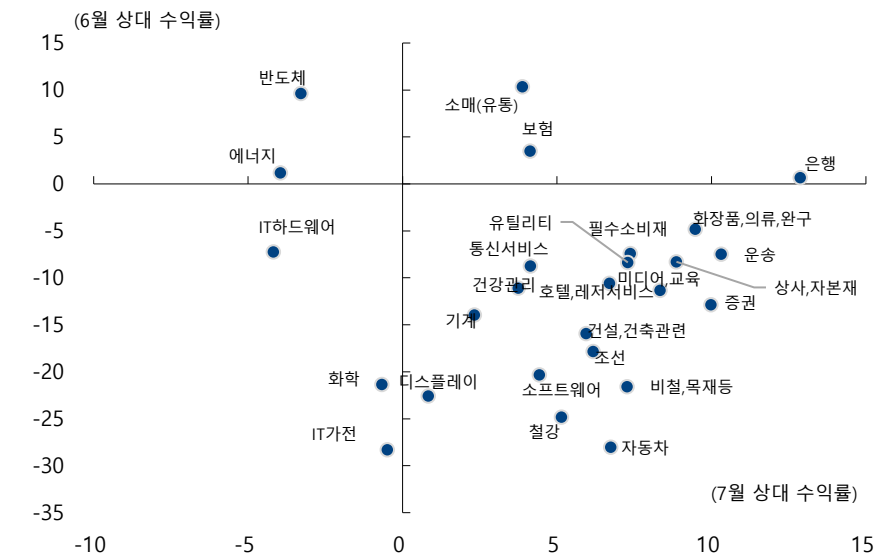
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. 달러 약세 속에서도 원화는 소폭 강세



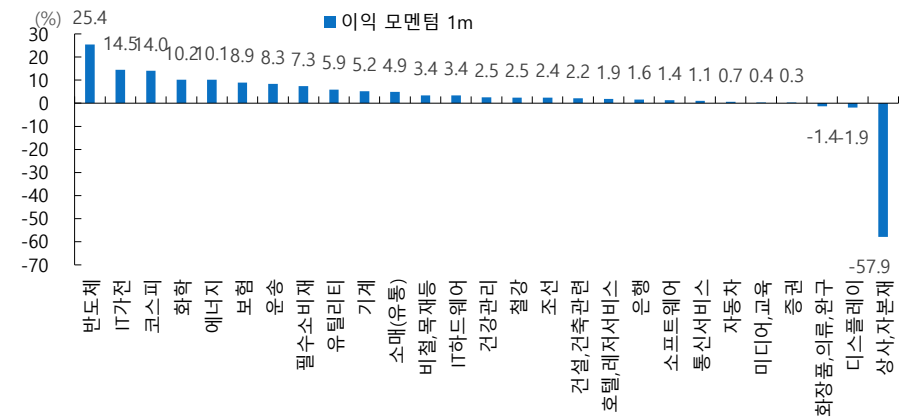
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 7월 첫째주, 확산의 장세. 하지만 불확실성을 곁들인...



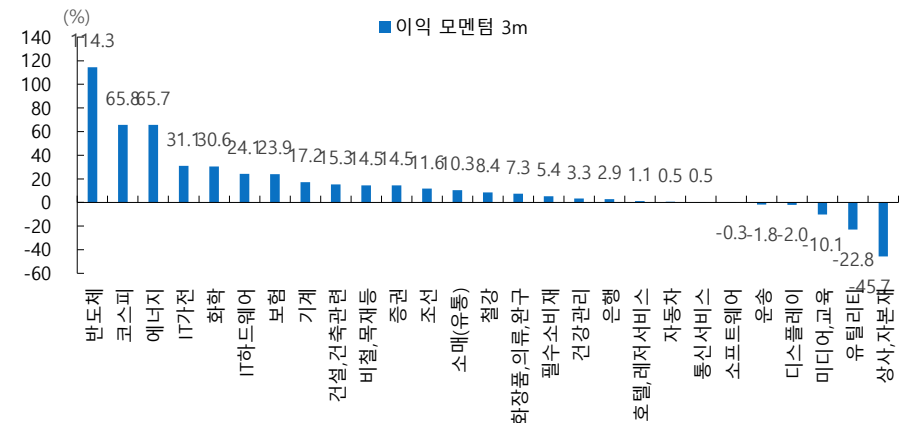
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림19. 12mf 영업이익 1M 모멘텀 - SK스퀘어가 상사/자본재에서 반도체로 분류



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림20. 12mf 영업이익 3M 모멘텀 - SK스퀘어가 상사/자본재에서 반도체로 분류



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림21.이익 전망치 상향 섹터 Top 5

이익 전망치 상향 섹터 Top 5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
반도체	20.57% (+148,193.66)	1	삼성전자	56,591.71	13.97%	239,343.73	107.58%	46.34%
		2	SK하이닉스	41,310.08	13.36%	172,368.32	96.78%	44.27%
		3	SK스퀘어	5,583.53	12.70%	22,332.66	82.10%	5.37%
		4	티에스이	29.52	17.23%	110.89	123.31%	0.07%
		5	피에스케이	20.37	11.16%	62.50	44.52%	0.14%
에너지	10.62% (+2,262.27)	1	삼성전자	56,591.71	13.97%	239,343.73	107.58%	46.34%
		2	SK하이닉스	41,310.08	13.36%	172,368.32	96.78%	44.27%
		3	SK스퀘어	5,583.53	12.70%	22,332.66	82.10%	5.37%
		4	티에스이	29.52	17.23%	110.89	123.31%	0.07%
		5	피에스케이	20.37	11.16%	62.50	44.52%	0.14%
IT가전	7.86% (+616.96)	1	삼성전자	56,591.71	13.97%	239,343.73	107.58%	46.34%
		2	SK하이닉스	41,310.08	13.36%	172,368.32	96.78%	44.27%
		3	SK스퀘어	5,583.53	12.70%	22,332.66	82.10%	5.37%
		4	티에스이	29.52	17.23%	110.89	123.31%	0.07%
		5	피에스케이	20.37	11.16%	62.50	44.52%	0.14%
보험	7.22% (+919.33)	1	삼성전자	56,591.71	13.97%	239,343.73	107.58%	46.34%
		2	SK하이닉스	41,310.08	13.36%	172,368.32	96.78%	44.27%
		3	SK스퀘어	5,583.53	12.70%	22,332.66	82.10%	5.37%
		4	티에스이	29.52	17.23%	110.89	123.31%	0.07%
		5	피에스케이	20.37	11.16%	62.50	44.52%	0.14%
필수소비재	6.65% (+478.98)	1	삼성전자	56,591.71	13.97%	239,343.73	107.58%	46.34%
		2	SK하이닉스	41,310.08	13.36%	172,368.32	96.78%	44.27%
		3	SK스퀘어	5,583.53	12.70%	22,332.66	82.10%	5.37%
		4	티에스이	29.52	17.23%	110.89	123.31%	0.07%
		5	피에스케이	20.37	11.16%	62.50	44.52%	0.14%

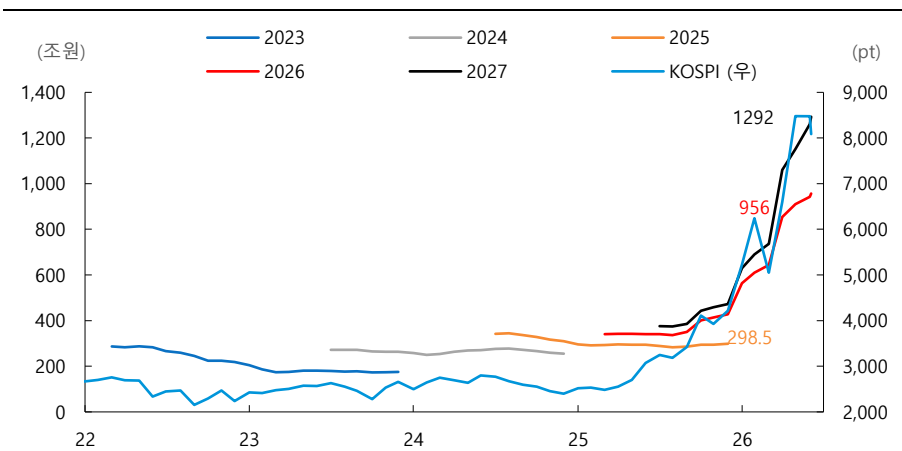
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림22.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	-58.57% (-42,990.97)	1	롯데지주	-13.55	-1355.00%	-67.25	-13.26%	0.82%
		2	엠앤씨솔루션	-13.54	-15.14%	-5.49	-6.74%	0.09%
		3	효성티앤씨	-3.81	-0.77%	129.78	35.83%	0.42%
		4	LG	0.10	0.01%	-19.19	-1.01%	5.28%
		5	NICE평가정보	0.94	0.77%	4.32	3.63%	0.29%
디스플레이	-3.71% (-68.21)	1	LG디스플레이	-46.47	-3.33%	-13.56	-1.00%	38.66%
		2	LX세미콘	-29.92	-28.50%	-28.25	-27.34%	4.46%
		3	선익시스템	-1.29	-1.05%	6.68	5.80%	4.00%
		4	이녹스첨단소재	0.83	1.01%	3.67	4.62%	3.29%
		5	덕산네오룩스	2.02	2.11%	4.31	4.61%	5.59%
화장품, 의류	-2.43% (-174.36)	1	코스메카코리아	1.68	1.47%	7.21	6.62%	1.19%
		2	경동나비엔	2.63	1.04%	78.44	44.15%	1.25%
		3	한섬	2.79	2.61%	21.52	24.38%	0.62%
		4	F&F	3.01	0.55%	28.20	5.44%	4.11%
		5	아모레퍼시픽	3.26	0.66%	19.01	3.97%	9.61%
미디어, 교육	-0.95% (-21.22)	1	제일기획	-1.32	-0.37%	-9.30	-2.57%	8.66%
		2	와이지엔터테인먼트	-1.01	-1.30%	-4.11	-5.10%	3.15%
		3	이노션	0.91	0.49%	10.03	5.70%	3.00%
		4	스튜디오드래곤	1.01	1.77%	-1.75	-2.92%	2.61%
		5	에스엠	1.32	0.62%	1.40	0.66%	6.91%
자동차	-0.23% (-78.45)	1	SNT홀딩스	-43.83	-11.55%	-37.33	-10.01%	0.33%
		2	한국단자	-16.12	-9.82%	-13.72	-8.48%	0.28%
		3	SNT모티브	-1.14	-0.97%	-1.42	-1.20%	0.28%
		4	한국엔컴퍼니	-0.32	-0.07%	-167.55	-26.91%	0.97%
		5	SNT다이내믹스	1.97	1.59%	125.87		0.47%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림23.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. (김준영)
- 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.