

Market Issue

쏟림의 반작용(feat. 숏 감마)

- 코스피 올해 4번째 서킷브레이커 발동
- 원인: ① 숏 감마 수급 부담 ② MSCI 선진시장 편입 기대 약화 ③ 연기금 리밸런싱 우려
- 실적 개선 사이클 높은 업종에 대한 중장기 긍정적 시각 유지

국내 증시 급락 원인

23일 국내 증시는 단기 급등 이후 차익실현 압력이 확대되며 큰 폭의 조정을 보였다. 코스피와 코스닥 시장에서 변동성 완화 장치가 있따라 발동됐고, 코스피는 장중 낙폭이 확대되며 투자심리가 빠르게 위축됐다.

이번 조정은 새로운 매크로 충격이나 기업 펀더멘털의 급격한 훼손보다는, 최근 지수 상승 과정에서 누적된 수급 쏠림과 기술적 부담이 동시에 표출된 성격이 크다고 판단된다. 특히 레버리지 활용 확대, 옵션시장의 수급 불균형, MSCI 선진시장 편입 기대 약화, 연기금 리밸런싱 우려 등의 복합적으로 작용하며 낙폭을 키운 것으로 보인다.

첫째, 숏 감마 수급 부담이 지수 변동성을 확대시켰다.

최근 코스피 상승 과정에서 개인투자자들의 상방 베팅과 레버리지 활용이 확대되면서 옵션 시장 내 수급 구조가 한쪽으로 쏠렸다. 이 과정에서 지수 하락 시 헤지성 매도가 추가로 발생할 수 있는 숏 감마가 형성됐고, 장중 낙폭 확대 국면에서 변동성을 증폭시키는 요인으로 작용했을 가능성이 있다. 신용융자 잔고 증가와 단기 레버리지 상품으로의 자금 유입 역시 단기 수급 부담을 높인 요인이다.

둘째, MSCI 선진시장 편입 기대 약화가 외국인 수급에 부담으로 작용했다.

한국은 MSCI 선진시장 편입을 위해 외환시장 접근성 개선, 영문 공시 확대, 투자자 등록 제도 개선 등 제도 개선 노력을 이어왔다. 그러나 최근 공개된 MSCI 시장 접근성 평가에서 일부 항목 개선에도 불구하고 핵심 항목의 제약이 여전히 남아 있는 것으로 평가되면서, 단기적으로 선진시장 편입 기대가 약화했다. 이에 따라 관련 기대를 선반영했던 외국인 투자자들의 차익실현 또는 비중 조정 가능성이 커진 것으로 판단된다.

셋째, 연기금 리밸런싱 우려도 투자심리를 압박했다.

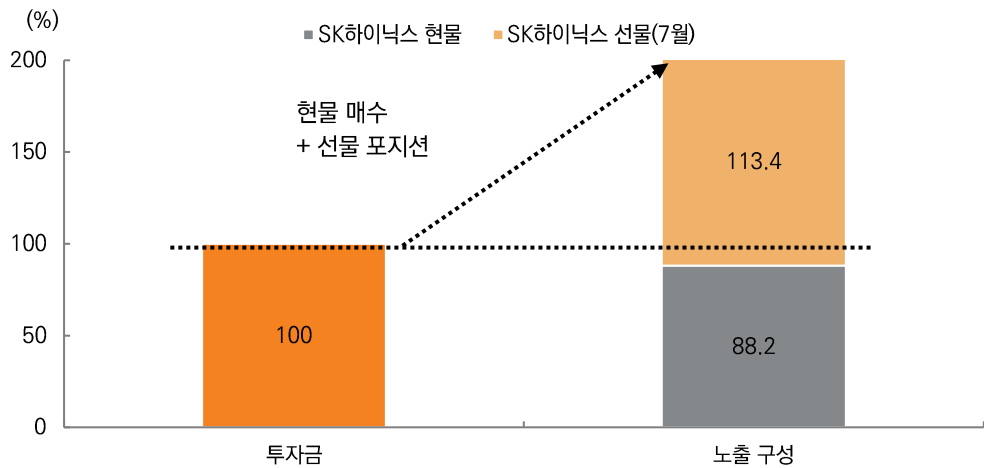
국내 증시가 단기간에 큰 폭으로 상승하면서 국민연금 등 주요 연기금의 국내 주식 비중이 목표치를 상회할 가능성이 제기되고 있다. 이에 따라 향후 리밸런싱 과정에서 국내주식 매도 물량이 출회될 수 있다는 우려가 확산됐다. 실제 대규모 장치 매도 가능성은 제한적이지만, 단기적으로는 잠재 매도 물량에 대한 경계감이 투자심리에 부담으로 작용할 수 있다.

ETF 시장의 레버리지 숏감마와 시장 변동성 확대

2026년 초부터 시작된 주가 상승 및 자금 풀림 현상이 단일종목 레버리지 ETF 상장(5/27) 이후 가속화되면서 시장 변동성도 크게 증가하고 있다. 레버리지 ETF는 매 거래일 종가 기준으로 목표 배율을 복원하는 리밸런싱을 수행한다. 하락 국면에서는 순자산이 노출보다 빠르게 줄어 노출을 축소하기 위한 매도가 추가 하락을 부르며, 상승 국면에서는 반대로 매수 압력이 상승을 가속화한다.

SK하이닉스 2배 레버리지 ETF가 하락하는 경우를 예로 들면, 순자산 100억원에 현물 88.2억원·선물 113.4억원으로 200억원 노출을 구성한 상태에서 기초자산이 10% 하락하면 배율이 2.25배로 확대되어 20억원의 매도가 필요해진다(표 1, 그림 1). 시장에서 흡수 가능한 경우에는 큰 영향이 없다. 그러나 단일종목 레버리지 ETF 순자산총액이 급증하며 영향력이 커졌으며, 시장 하락 시 취약해지는 투자 심리 역시 변동성을 확대시킬 수 있다.

그림 1. SK하이닉스 레버리지 ETF 포지션 구성(예시)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 주가 -10% 하락 후 +10% 상승 시 현물/선물 노출과 리밸런싱 영향

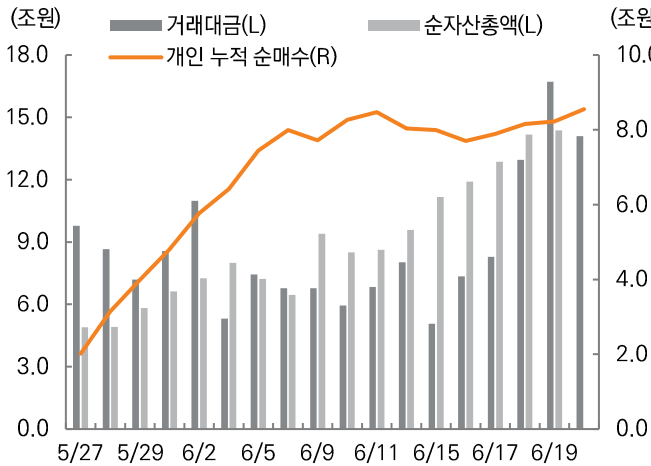
시점	ETF 순자산	현물+선물 노출	배율	리밸런싱	주가 영향
시작(기준)	100억	200억(현물 88.2억 + 선물 113.4억)	2배		
주가 10% 하락 후	80억	180억	2.25배	매도 필요 20억원 (현물 8.8억 매도+선물 11.2억 청산)	추가 하락 압력
리밸런싱 완료	80억	160억	2배	비중 복원 완료	매도 물량 소화
주가 10% 반등 시	96억	176억	1.83배	매수 필요 16억	추가 상승 압력

자료: 미래에셋증권 리서치센터

실제로 단일종목 레버리지 ETF 상장(5/27) 이후 거래대금과 순자산총액이 동반 급증하고 있다(그림 2). 개인 누적 순매수는 6월 22일까지 +8.6조 원을 기록 중이며, 일간 거래 대금도 6/17까지 일평균 7.5조 원 수준에서 최근 3거래일 연속 10조 원을 넘어섰다. 짧은 기간 내 자금과 거래가 특정 종목에 집중되면서 시장 변동성도 구조적으로 확대되고 있다.

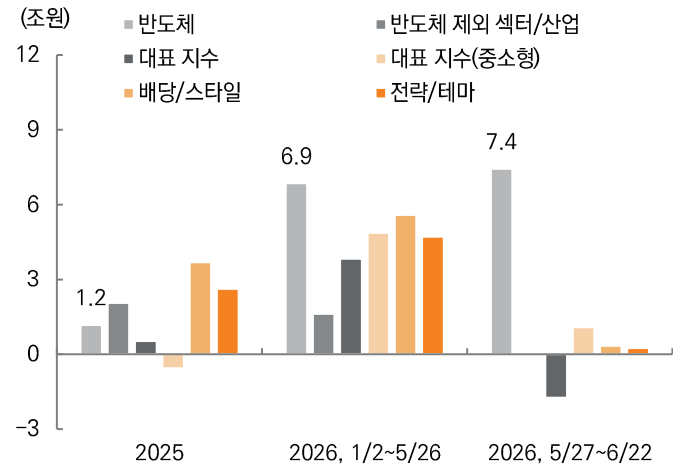
ETF 시장의 주요 수급 주체인 개인의 반도체 쏠림은 시장 변동성을 키우는 요인이다. <그림 3>는 국내 주식형 ETF 카테고리별 개인 순매수 추이이다. 2025년, 2026년 1월 2일~5월 26일 추이와 비교하면 단일종목 레버리지 ETF 상장 이후 반도체 산업으로의 쏠림이 극단적으로 발생하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 쏠림은 반도체 및 지수 자체의 변동성을 확대시키는 동시에, 반도체 산업 외 국내 주식은 수급 공백을 야기해 시장 하락에 더욱 민감하게 반응하도록 만들고 있다.

그림 2. 단일종목 레버리지 ETF 거래 추이



자료: 연합인포맥스, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국내 주식형 ETF 카테고리별 개인 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

대응 전략

이번 하락은 기업 실적 전망의 구조적 훼손보다는, 기대 과열 이후 이벤트 실망감과 기술적 수급 부담이 맞물린 조정으로 판단된다. 따라서 단기 변동성 확대 가능성은 염두할 필요가 있으나, 실적 개선 사이클이 높은 주도 업종에 대한 중장기 시각까지 훼손할 필요는 없다고 본다.

우선 급락 구간에서의 감정적 투매는 지양할 필요가 있다. 지수가 이미 큰 폭으로 조정된 상황에서는 추가 하락 리스크와 반등 가능성을 함께 고려해야 한다. 다만 신용·미수 등 레버리지 포지션은 변동성 확대 국면에서 손실이 빠르게 커질 수 있는 만큼, 철저한 리스크 관리가 필요하다.

둘째, 실적 기반 리레이팅 가능성은 여전히 유효하다. 국내 증시는 이익 개선 기대에도 불구하고 글로벌 주요 시장 대비 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮은 편이다. 특히 반도체 업종은 이익 개선 가시성이 높고 시장 내 이익 기여도가 확대될 가능성이 크기 때문에, 대형 반도체주는 포트폴리오의 핵심 축으로 유지할 필요가 있다.

셋째, 변동성 완화 이후에는 분할 매수 관점의 접근이 가능하다. 단기적으로는 글로벌 메모리 반도체 업황을 가능할 수 있는 주요 기업의 실적과 가이던스가 투자심리 회복의 촉매가 될 수 있다. 지나친 비관론에 휩쓸리기보다는, 실적 성장성이 확인되는 반도체와 이익 안정성이 높아진 조선, 방산, 전력기기 등 펀더멘털이 견조한 업종을 중심으로 조정 시 비중 확대 기회를 모색할 필요가 있다.

결론적으로, 삼성전자와 SK하이닉스 등 BIG2 중심의 주가 상승 쏠림의 해소 과정으로 볼 필요가 있다. 단기적으로는 변동성 관리가 우선이나, 실적이 뒷받침되는 주도 업종에 대해서는 조정 이후 재평가 가능성을 염두에 둔 대응이 필요하다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.