메모리 반도체 이야기

반토막을 각오한 시장

사상 최대 실적에도 메모리 주가가 빠지는 이유, 그리고 아직 가격에 들어 있지 않은 단 하나의 변수

2026년 10월 14일 기준 자료로 썼고, 15일 새벽에 덧붙임을 달았습니다 · 투자 권유가 아니라 생각을 정리한 글입니다

이상한 장면에서 시작하자

요즘 메모리 반도체 회사들은 역사상 가장 많은 돈을 벌고 있다. 미국의 마이크론은 지난 분기 매출 542억 달러에 매출총이익률 87%를 기록했다. 물건 하나를 100원에 팔면 원가가 13원 남짓이라는 뜻이다. 삼성전자는 3분기에만 영업이익 107조 원을 냈다. 그런데 주가는 오히려 빠지고 있다. 삼성전자는 1년 고점보다 37%, SK하이닉스는 51%, 마이크론은 24% 낮다.

이 장면을 처음 짚어 준 것은 반도체 전문 유튜버 이형수 대표(IT의 신)의 글 한 편이었다. 그는 지금의 주가를 금리라는 *중력*과 AI 성장이라는 *부력* 사이에 낀 상태로 보고, 결국 둘 중 어느 쪽이 빠르냐의 경주라고 썼다. 그 글을 출발점 삼아 하루 동안 기업 공시와 시장조사기관 자료를 AI 도우미와 함께 하나씩 뜯어보았다. 이 글은 그 과정에서 알게 된 것들을, 반도체나 주식을 잘 모르는 사람도 따라올 수 있게 정리한 것이다.

1 먼저, 두 개의 '가격'을 구분하자

이 이야기를 헷갈리게 만드는 첫 번째 함정은 "가격"이라는 말이 두 가지 뜻으로 쓰인다는 점이다. 하나는 **칩 값**, 즉 메모리 반도체 제품이 팔리는 가격이다. 다른 하나는 **주가**, 즉 메모리 회사 주식의 가격이다. 이 글에서 "40% 하락"이라고 하면 언제나 칩 값 이야기다. 주가가 40% 떨어진다는 말이 아니다.

참고로 메모리에는 크게 두 종류가 있다. 컴퓨터가 일하는 동안 데이터를 잠시 올려 두는 DRAM과, 전원을 꺼도 데이터를 보관하는 NAND다. AI 서버에는 DRAM을 여러 층 쌓아 속도를 극단적으로 끌어올린 HBM이 들어가는데, 지금 호황의 주인공이 바로 이 HBM이다.

2 시장은 얼마나 나쁜 미래를 각오했나

주식시장에는 PER(주가수익비율)이라는 잣대가 있다. 어렵게 생각할 것 없이, **회사 이익의 몇 년 치를 주고 그 회사를 사느냐**를 뜻한다. 마이크론의 내년 예상 주당순이익은 176달러, 주가는 953달러다. 5.4년 치 이익으로 회사를 살 수 있다는 말이다. 그런데 마이크론은 지난 15년 동안 보통 11년 치 안팎에 거래되었다.

그렇다면 질문을 거꾸로 던질 수 있다. 시장이 이 회사에 늘 주던 11년 치를 그대로 주고 있다고 치면, 시장은 앞으로 이익이 얼마나 유지된다고 보고 있는 걸까? 계산해 보면 주당 86달러, 내년 예상치의 정확히 절반이다. 그리고 이 정도로 이익이 줄어들려면 칩 값이 지금보다 대략 40% 떨어져야 한다.

> **지금 메모리 주가는 "칩 값이 40% 정도 떨어져 그 수준에 머문다"는 미래를 이미 각오한 가격이다.**

국내 두 회사는 더 비관적으로 거래된다. 회사마다 과거에 받던 평소 수준을 기준으로 다시 계산해도, 시장이 지속된다고 보는 이익은 마이크론이 내년 예상의 약 60%, 삼성전자와 SK하이닉스는 대략 4분의 1에서 절반 사이다. 골드만삭스의 집계로는 세 회사를 합친 PER이 약 4배로, 10여 년 평균인 8배의 절반이자 2012년 이후 가장 낮다.

3 '보험료'라는 비유

이 할인을 이해하는 데 보험료라는 비유가 쓸모 있다. 옆 부지에 대형 공사가 예정된 집을 40~60% 싸게 산다고 해 보자. 공사가 예상만큼 시끄러우면 그 할인으로 충분하다. 공사가 취소되면 할인만큼 이득이다. 그러나 공사가 예상보다 훨씬 시끄러우면 그 할인으로도 모자란다.

주가도 같다. 나쁜 일이 각오한 범위 안에서 일어나면 주가가 크게 더 빠질 이유가 없다. 나쁜 일이 오지 않으면 미리 깎아 둔 몫이 돌아온다. 하지만 나쁜 일이 각오한 범위를 넘으면, 넘는 만큼은 보장되지 않는다. 이 관점에서 보면 국내 두 회사는 마이크론보다 보험료를 더 많이 낸 셈이다. 같은 나쁜 소식에 덜 빠질 수 있고, 반대로 걱정이 풀리면 더 많이 오를 수 있다.

4 시장은 왜 이렇게 행동할까: 일곱 번의 기억

시장이 이렇게까지 겁을 먹는 데는 이유가 있다. 1990년대 이후 메모리 산업은 3~4년마다 호황과 불황을 오갔고, 큰 사이클만 일곱 번을 겪었다. 윈도95 붐, 닷컴, 윈도 비스타, 금융위기 후 회복, 스마트폰, 클라우드, 팬데믹. 이름은 달랐지만 결말은 같았다. 일곱 번 모두 주가가 고점에서 절반 넘게 빠졌고, 2000년대의 두 번은 90%까지 빠졌다. 그리고 일곱 번 모두 바닥에서 메모리 회사들은 적자를 냈다.

그 일곱 번에서 몇 가지 규칙이 생겼다. 주가는 실적이 꺾이기 2~3분기 전에 먼저 꺾인다. 이익이 가장 많을 때 PER은 가장 낮다. 2018년 말 마이크론의 PER은 3배였고, 그 뒤 칩 값은 1년이 안 되어 60% 넘게 빠졌다. 이 정도면 투자자들 사이에서는 일종의 매뉴얼이 된다. "마진이 정점이다 싶으면 판다. 어디까지? 이익이 반토막 날 것을 전제로 한 가격까지."

지금의 "역대급 실적, 주가 하락"은 그 매뉴얼이 그대로 작동하는 모습이다. 2018년에도 "이번엔 클라우드 덕분에 다르다"는 말이 있었고, 그때는 틀렸다.

5 그렇다면 이번엔 정말 다른가

데이터를 보면 두 가지는 분명히 다르다.

첫째는 마진이다. 원가가 판매가의 13~14%에 불과해, 계산해 보면 칩 값이 97% 가까이 빠져야 적자가 난다. 과거 일곱 번의 바닥이 모두 적자였던 것과 비교하면, 이번에는 회사가 망할 걱정이 거의 없다.

둘째는 장기 계약이다. 마이크론은 고객 26곳과 여러 해짜리 계약을 맺었다. 고객이 물건을 가져가지 않아도 돈을 내야 하는 방식이고, 고객들이 맡긴 선수금과 보증만 320억 달러다. 2027년 생산분의 75% 이상이 이미 주인이 정해졌다. 과거 일곱 번 어디에도 없던 구조다.

그런데 이 계약을 뜯어보면 중요한 반전이 있다. 계약은 **물량**을 지켜 주지만 **가격**은 거의 지켜 주지 못한다. 가격의 상한과 하한이 정해진 매출은 전체의 4분의 1 정도뿐이다. 나머지는 시장 가격을 따라간다. 그래서 이익이 얼마나 줄어드는지는 결국 칩 값이 결정한다. 마이크론의 계약 구조를 넣어 계산해 보면, 칩 값이 약 41% 빠질 때 주당순이익이 바로 시장이 각오한 86달러에 닿는다.

> **장기 계약은 판매량 보험이지 가격 보험이 아니다. 망하지는 않지만, 이익이 반토막 날 가능성은 여전히 칩 값에 달려 있다.**

6 40% 하락은 언제, 어떻게 올 수 있나

여기서 흥미로운 점이 하나 있다. 시장조사기관 가운데 칩 값이 40%나 떨어진다고 예측한 곳은 없다. 가트너는 2027년 1분기쯤 가격이 안정되고 하반기에 소폭 내릴 것으로, 씨티는 2027년 2분기에 정점을 찍고 소폭 내릴 것으로, IDC는 2028년에 공급이 안정될 것으로 본다. 모두 "소폭"이나 "정상화"라는 말을 쓴다. 다시 말해 **지금 주식시장은 전문가들보다 더 겁을 먹고 있다.**

그래도 40% 하락이 온다면 언제쯤일까. 조사기관 자료를 시간 순으로 놓으면 그림이 그려진다. 2027년 하반기에는 NAND가 먼저 공급 우위로 돌아서고, 새로 지은 DRAM 공장들이 생산을 시작한다. 2028년에는 그 물량이 본격적으로 시장에 나온다. 여기에 과거의 하락 속도, 즉 정점에서 40% 빠지기까지 3~4분기가 걸린 점을 대입하면 가장 이른 시점은 2028년 중반이다.

오해가 없도록 강조해 두자. 이것은 "2028년에 40% 떨어진다"는 예측이 아니다. 그런 일이 온다면 가장 빨라도 그쯤이라는 뜻이다. 그리고 공급이 늘어나는 것만으로는 기관들 말처럼 "완화"에 그칠 가능성이 크다. 40%를 넘게 만들려면 무언가 하나가 더 필요하다.

7 하나씩 지워지는 용의자들

그 "무언가"의 후보는 여럿이었다. 하나씩 따져 보면, 생각보다 많은 후보가 지워진다.

중국. 중국 메모리 회사 CXMT가 빠르게 크고 있다. 세계 DRAM 매출의 9.5%를 차지하고 생산능력도 늘리는 중이다. 하지만 공장 가동률이 이미 96%에 이르고 2027년 물량은 사실상 예약이 끝났다. 골드만삭스는 2028년 CXMT의 생산량이 중국 내 수요의 절반 정도에 그칠 것으로 본다. 첨단 노광 장비를 들여올 수 없어 기술은 선두보다 3년쯤 뒤처져 있고, HBM은 이제 막 양산을 시작한 단계다. 적어도 2028년까지 중국은 위협이라기보다 여전히 메모리를 사 가야 하는 고객이다.

AI의 효율화. 중국 AI 기업들이 적은 연산으로 좋은 성능을 내는 기법에 강하다는 이야기를 들으면, 메모리가 덜 필요해질 것 같다. 그런데 대표적인 기법인 MoE(전문가 혼합) 방식은 오히려 메모리를 더 먹는다. 딥시크 V3는 전체 6,710억 개의 파라미터 중 한 번에 370억 개만 계산하지만, 메모리에는 6,710억 개를 모두 올려 두어야 한다. 압축 기술처럼 메모리를 줄이는 기법도 있지만, AI가 싸지면 쓰는 양이 늘어 전체 수요는 오히려 커지는 경향이 있다. 이형수 대표의 글에 소개된 "토큰 값이 42% 내리는 동안 사용량은 176% 늘었다"는 수치가 바로 그 모습이다.

엔비디아의 HBM 줄이기. 엔비디아가 차기 GPU에 HBM을 덜 싣기로 했다는 소식도 처음에는 수요가 꺾이는 신호처럼 보였다. 하지만 조사기관 자료를 다시 보면 이유는 "원하는 만큼 구할 수 없어서"다. 수요가 약해진 신호가 아니라, 수요가 공급보다 많다는 신호다.

PC와 스마트폰의 부진. 올해 스마트폰 출하량은 16.7% 줄어 역대 최대 감소폭을 기록할 전망이고, PC도 11% 넘게 줄어든다. 과거 사이클이었다면 하락의 전조로 읽혔을 숫자다. 그런데 같은 기간 스마트폰 시장의 금액은 오히려 6.3% 늘어난다. 평균 판매가가 28% 가까이 올랐기 때문이다. 업체들은 비싼 메모리 탓에 적게 만들고 비싸게 팔고 있다. 수요가 꺼진 것이 아니라 가격과 품귀가 수요를 눌러 놓은 상태다.

이렇게 눌린 수요는 사라지지 않고 미뤄진다. 기업들은 PC 교체를 미루고 있고, 아직 본격적으로 열리지 않은 온디바이스 AI, 즉 클라우드가 아니라 내 기기 안에서 돌아가는 AI는 기기 하나에 들어가는 메모리 자체를 늘린다. 칩 값이 내려가면 미뤄 둔 수요가 돌아와 늘어난 공급을 흡수할 것이다. 개인적으로도 민감한 정보를 바깥에 보내지 않고 처리해 줄 로컬 AI가 절실하지만, 지금 메모리 값으로는 엄두가 나지 않는다. 칩 값이 내린 뒤에 생각해도 늦지 않다. 나 같은 "기다리는 구매자"가 많을수록 하강은 얕아질 것이다.

물론 함정도 하나 있다. 칩 값이 내리기 시작하면 비싸게 사 둔 재고를 가진 업체들은 "더 내릴 때까지 기다리기"를 택한다. 과거 하강이 예상보다 가팔랐던 이유다. 다만 이번에는 메모리 회사들이 올해 초부터 주문마다 실제 수요인지 확인하며 사재기를 막았고, 할당 판매라 쌓고 싶어도 쌓기 어려웠다. 비싼 재고가 과거만큼 많지 않다면, 이 함정도 과거보다 약할 것이다. 구매자들이 기다리기 시작했는지는 시장의 즉석 거래 가격(스팟 가격)이 계약 가격 아래로 내려가는지를 보면 알 수 있다.

8 남은 하나: 하이퍼스케일러의 돈줄

용의자를 지우고 나면 하나가 남는다. 마이크로소프트, 구글, 아마존, 메타처럼 거대한 데이터센터를 운영하는 기업들, 이른바 하이퍼스케일러의 투자다. 이들은 이제 메모리의 가장 큰 고객이다.

메모리 주가가 이 지경인데 정작 AI에 돈을 쏟아붓는 이들의 주가는 어떨까. 대체로 멀쩡하다. 그런데 하나의 예외가 있다.

구분	회사	52주 고점 대비
하이퍼스케일러	마이크로소프트, 메타	−2%
	아마존	−10%
	알파벳(구글)	−14%
	오라클	**−55%**
메모리	마이크론	−24%
	삼성전자	−37%
	SK하이닉스	−51%

2026년 10월 13일 종가 기준(국내 두 회사는 14일 장중)

차이는 투자할 돈이 어디서 나오느냐다. 빅4는 클라우드와 광고라는 본업이 버는 돈으로 투자한다. 오라클은 투자가 본업의 현금흐름보다 훨씬 크고 빚도 많다. 시장은 "돈을 벌어 오는 AI 투자"와 "빚으로 하는 AI 투자"를 냉정하게 구분하고 있다. 빅4라고 무조건 봐주는 것도 아니다. 마이크로소프트도 클라우드 매출로 투자 성과를 증명하기 전까지 고점에서 35%나 빠졌다.

같은 소식에 대한 반응도 비대칭이다. 지난 9월 AI 연구소 대표들이 "AI 개발 속도를 늦춰야 한다"는 취지로 발언하자, 어떤 기업도 투자를 줄이지 않았는데 메모리 주가는 6~7% 빠졌고 기술주 전체는 2% 빠졌다. 이유는 단순하다. 하이퍼스케일러가 투자를 줄이면 그건 비용 절감이지만, 메모리 회사에게는 매출 감소다.

그렇다면 하이퍼스케일러가 투자를 줄일 수 있을까. 자발적으로는 거의 불가능해 보인다. 먼저 브레이크를 밟는 쪽이 AI 경쟁에서 탈락하고, 중국과의 경쟁까지 겹쳐 있다. 경쟁자가 주문하는 것을 보면서 한 타임 쉬어 갈 수는 없다. 공급망 곳곳이 부족해 계획보다 시간이 더 걸릴 수는 있어도, 멈추지는 못할 것이다.

하지만 역사는 멈출 수 없는 경주가 어떻게 끝났는지도 보여 준다. 2000년 광통신 버블 때 통신사들도 "지금 깔지 않으면 영원히 탈락한다"고 믿었고, 아무도 멈추지 않았다. 대신 몇몇 회사가 파산했다. 1873년 미국 철도도 그랬다. 수요는 진짜였고 의지도 강했지만, 돈줄이 먼저 끊겼다. 메모리 회사 입장에서는 고객이 투자를 줄이든 파산하든 결과가 같다. 주문이 사라진다. 그러니 감속은 선택이 아니라 사고로 온다. 그리고 그 사고는 본업이 튼튼한 빅4보다, 오라클이나 GPU 임대 업체처럼 남의

돈으로 투자하는 약한 고리에서 먼저 터질 가능성이 크다. 오라클의 추락은 앞으로 몇 번 더 있을 사건의 시작일 수 있다.

공시를 들여다보면 그 압력이 숫자로 보인다. 과거에는 고객 창고에 메모리 재고가 쌓였다면, 지금은 계약서 위에 약정이 쌓인다. 구글은 칩과 부품, 전력 등을 미리 사기로 한 약정이 지난해 말 77억 달러에서 올해 6월 7,070억 달러로 불어났다. 마이크로소프트가 아직 입주하지 않은 데이터센터 임대 약정은 1년도 안 되어 1,062억 달러에서 3,291억 달러가 되었다. 구글은 2분기에 본업에서 번 현금(391억 달러)보다 투자(449억 달러)가 더 많았고, 지난 6월 800억 달러 규모의 증자까지 했다. 재고의 위험이 사라진 것이 아니라 자금의 위험으로 자리를 옮긴 것이다.

> **결국 시장이 각오한 40%를 넘어서게 만들 수 있는 것은 하나로 좁혀진다. 하이퍼스케일러의 돈줄이다. 이형수 대표가 처음에 말한 "수요가 아니라 자금 조달이 문제"라는 진단으로 돌아온 셈이다.**

9 매뉴얼의 입력값이 바뀌었다

메모리 투자에는 30년 동안 일곱 번 반복된 매뉴얼이 있다. 그런데 하이퍼스케일러에는 그런 매뉴얼이 없다. 사업이 여러 갈래이고, 수천억 달러짜리 AI 투자는 처음이니 비교할 과거가 없다. 그래서 재무 상황, 투자 계획, 공급망을 하나하나 뜯어볼 수밖에 없다.

하지만 그보다 중요한 것은 메모리 매뉴얼 자체의 입력값이 바뀌었다는 점이다. 옛 매뉴얼이 지켜보던 고객은 PC와 스마트폰이었다. 그런데 지금 그 변수들은 실제로 나빠지고 있고, 정작 이익을 좌우하는 하이퍼스케일러는 매뉴얼에 들어 있지 않다. 옛 매뉴얼이 이번에도 맞을지는 결국 하이퍼스케일러의 돈줄이 버티느냐로 판가름 날 것이다.

10 무엇이 확인되면 주가는 다시 오를까

보험료 비유로 돌아가면 답은 두 갈래다. 각오한 나쁜 미래가 오지 않거나, 오더라도 각오한 것보다 덜 나쁘거나.

- **칩 값이 예상 정점을 지나도 버틴다.** 씨티가 본 정점인 2027년 2분기를 넘겨서도 계약 가격이 유지되고, 특히 2027년 하반기에 NAND가 공급 우위로 넘어가지 않는다면 시장의 각오는 지나쳤던 것이 된다.
- **이익이 보이는 기간이 늘어난다.** 장기 계약이 2029~2031년까지 연장되고 가격 하한이 붙은 비중이 커지면, 시장이 할인하는 이유 자체가 줄어든다. 마이크론의 계약 두 건은 이미 2031년까지 연장되었다.
- **돈줄에 대한 걱정이 풀린다.** 하이퍼스케일러의 본업 현금이 다시 투자를 감당하고, 약한 고리들이 자금 조달에 성공하는 모습이 확인되는 경우다.

- **메모리 회사들이 과잉 투자를 하지 않는다.** 시장이 가장 두려워하는 것은 메모리 회사들이 또 공장을 너무 많이 지어 사이클을 망치는 것이다. 자사주 매입보다 증설을 절제한다는 신호가 더 반가울 것이다.

역사적으로 메모리 주가가 실제 바닥을 친 것은 좋은 소식이 나올 때가 아니었다. 실적이 무너지는 와중에 "생각보다 덜 나쁘다"가 보일 때였다. 이번 사이클이라면 칩 값이 내리기 시작해도 하락이 40% 안에서 멈추고, 하강기에도 적자가 나지 않는다는 것이 숫자로 확인되는 순간이 그때일 것이다.

맺으며

하루 동안 데이터를 뜯어보며 얻은 결론을 한 문장으로 줄이면 이렇다. 메모리 주식은 이미 꽤 나쁜 미래를 각오한 값에 거래되고 있지만, 그보다 더 나쁜 미래까지 각오한 것은 아니다. 공급 증가, 중국, AI 효율화, 소비자 부진은 하나씩 따져 보니 모두 "평범한 하강"이거나 그보다 약한 쪽이었다. 남는 변수는 하이퍼스케일러의 돈줄 하나다.

가장 가까운 확인 시점은 10월 말이다. 한국 시간으로 10월 29일과 30일, 마이크로소프트, 구글, 메타, 아마존이 한꺼번에 실적을 발표한다. 그때 볼 것은 세 가지다. 내년 투자 계획이 얼마나 늘어나는지, 사 놓고 아직 가동하지 못한 설비가 투자보다 빠르게 쌓이는지, 그리고 본업에서 번 돈이 투자를 감당하는지.

메모리 반도체는 원래 지루할 만큼 규칙적인 산업이었다. 이번 사이클이 정말 다른지는 계약서가 아니라 돈줄이 말해 줄 것이다.

· · ·

덧붙임: 10월 15일, 첫 번째 균열

글을 올린 다음 날 새벽, 미국장이 끝난 직후에 덧붙입니다. 주가 수치는 장 마감 직전 기준이라 최종 종가와 조금 다를 수 있습니다.

이 글은 "감속은 선택이 아니라 사고로 오고, 그 사고는 약한 고리에서 먼저 터질 가능성이 크다"고 썼다. 하루 만에 그 장면이 나왔다. 그리고 같은 날, 이형수 대표가 말한 두 힘이 한꺼번에 메모리를 눌렀다.

부력 쪽의 균열: 코어위브. 코어위브는 엔비디아 GPU를 사들여 AI 기업에 빌려주는 회사다. 칩을 담보로 돈을 빌려 데이터센터를 짓는다. 부채는 대출과 리스를 합쳐 약 520억 달러인데, 분기 매출 26억 달러 가운데 6억 4천만 달러가 이자로 나간다. 10월 14일, 이 회사가 2032년에 갚기로 한 채권의 시장 금리가 15%를 넘었다. 액면 100달러짜리 채권이 79.5달러에 거래된다는 뜻이고, 시장이 "돌려받지 못할 수도 있다"고 보기 시작했다는 뜻이다. 주가는 하루에 13% 안팎 빠졌고, 같은 업종의 네비우스도 6% 빠졌다. 오라클은 이미 신용등급이 투자등급의 맨 아래 칸(BBB-)까지 내려와 있고, 지난 회계연도에 투자가 번 돈보다 237억 달러 많았다.

중력 쪽의 압력: 금리. 같은 날 발표된 9월 미국 소비자물가가 예상보다 높게 나왔다. 미국 10년 만기 국채 금리는 5.28%까지 올랐고, 연준이 금리를 다시 올릴 수 있다는 우려가 커졌다. 나스닥은 2% 안팎, 반도체 ETF(SOXX)는 4.5% 안팎 빠졌다. 마이크론은 3.5%, 엔비디아는 3% 정도 내렸다.

> **돈줄이 흔들리는 날과 금리가 오르는 날이 겹쳤다. 중력은 세지고, 부력의 한쪽에는 금이 갔다.**

나스닥이 이 정도에 그친 이유. 오라클은 뉴욕증권거래소 종목이라 나스닥 지수에 들어 있지 않다. 코어위브 같은 GPU 임대 업체들은 지수에서 차지하는 비중이 작다. 그리고 시장은 아직 마이크로소프트, 구글, 아마존, 메타는 본업 현금으로 투자하니 괜찮다고 보고 있다. 이날 나스닥 하락의 상당 부분은 코어위브보다 물가 지표 탓이었다.

번지면 어디까지 가나. 이런 사고가 나스닥 전체로 번지는 과정은 세 단계로 나눠 볼 수 있다. 아래 범위는 예측이 아니라 과거 사례에 비춘 크기다.

단계	모습	나스닥 영향	비슷한 과거
① 고립	약한 고리만 빠진다	0~−5%	10월 14일
② 전염	반도체와 AI 인프라로 번지고, 빅4는 버틴다	−10~−20%	2018년 4분기
③ 체계적 위기	빅4도 투자를 줄이고, 신용시장이 얼어붙는다	−30% 이상	2022년, 2000~02년

지금 미국 대형주 지수에서 상위 10개 종목의 비중은 약 40%로, 1965년 이후 가장 높다. 닷컴 정점 때는 약 26%였다. 소수가 흔들리면 지수 전체가 같이 흔들리는 구조다.

②로 넘어가는지 알아보는 신호. 약한 고리만 아프면 ①, 튼튼한 쪽까지 같이 아프기 시작하면 ②다. 10월 14일 장 마감 기준으로 점검하면 이렇다.

신호	②로 넘어가는 모습	10월 14일 현재
오라클 신용등급	투기등급으로 강등	BBB- 유지
빅4 회사채 금리	코어위브·오라클을 따라 상승	확인 전
빅4 투자 계획	캐펙스 하향, 리스 축소	10월 29~30일 실적에서 확인
엔비디아	받을 돈 급증, "주문 이연" 언급	11월 18~19일 실적에서 확인
반도체 지수	**나스닥보다 10%p 이상 더 하락**	**켜짐: SOXX 고점 대비 약 −21%, 나스닥은 이달 초 사상 최고치**

다섯 개 가운데 하나에 불이 들어왔다. 다만 반도체 하락에는 금리 영향이 섞여 있어서, 이것만으로 돈줄 문제가 번졌다고 단정할 수는 없다. 지금은 ①과 ② 사이의 문턱쯤이다.

보험료가 모자라면: 메모리 3사는 얼마나 더 빠질 수 있나. 본문의 비유로 말하면, ②가 본격화되거나 AI 투자가 꺾여 칩 값이 작년 수준까지 돌아가는 경우가 "보험 범위를 넘는" 경우다. 그때의 추가 하락폭을 두 가지 방법으로 어림해 보았다. 하나는 3강 체제가 된 뒤 과거 하강기의 고점 대비 주가

낙폭(−55~−75%)을 그대로 적용하는 방법이다. 다른 하나는 칩 값이 70% 빠질 때의 이익에 평소 PER을 곱하는 방법이다.

회사	이미 빠진 폭 (고점 대비)	과거 낙폭 적용 시 바닥	지금부터 추가 하락
마이크론	약 −27%	314~565달러	약 −35~−65%
삼성전자	약 −37%	9.5만~17.1만 원	약 −30~−60%
SK하이닉스	약 −51%	75만~135만 원	약 −10~−50%

마이크론은 920달러, 삼성전자 24만 원, SK하이닉스 148.5만 원 기준. 마이크론은 이익 기준 계산(430~595달러, −35~−53%)도 같은 범위에 들어온다.

순서가 본문의 보험료 순서와 정확히 반대라는 점이 눈에 띈다. 보험료를 가장 적게 낸 마이크론이 추가로 빠질 여지가 가장 크고, 가장 많이 낸 SK하이닉스가 가장 작다. 삼성전자는 메모리 외 사업이 있어 실제로는 범위의 얕은 쪽에 가까울 가능성이 크다. 그리고 이 범위는 공포에 의한 과잉 하락을 넣지 않은 숫자다. ③까지 가면 이보다 더 빠질 수 있다.

그러면 회사가 망한다는 뜻일까. 아니다. 주가가 빠지는 것과 회사가 망하는 것은 전혀 다른 이야기다. SK하이닉스를 예로 들면 이렇다.

- **반토막에 반토막은 75%다.** 고점 300만 원에서 50% 빠지면 150만 원, 거기서 다시 50% 빠지면 75만 원이다. 고점 대비 −75%이지, −100%가 아니다.
- **75만 원도 1년 전보다 높다.** 이 주식의 52주 최저가는 40만 4,500원이었다. 1년도 안 되어 7배 넘게 올랐다. 가장 나쁜 경우의 바닥도 1년 전 저점의 거의 두 배다. 회사가 무너지는 것이 아니라, 지나치게 부풀었던 기대가 꺼지는 것이다.
- **그 가격에서도 회사는 큰돈을 번다.** 증권사들의 2027년 영업이익 전망은 400조~450조 원 안팎이다. 칩 값이 크게 빠져 이익이 70% 줄어도 연 120조 원이 넘는다. 주가 75만 원이면 회사 전체 가격은 약 550조 원이니, 그렇게 줄어든 이익으로 쳐도 5~6년 치에 불과하다.

본문에서 보았듯 이번 사이클은 원가가 판매가의 일부에 불과해, 칩 값이 거의 다 빠지지 않는 한 적자가 나지 않는다. 하이닉스가 채권단 관리를 받았던 2000년대 초의 진짜 위기와는 구조가 다르다. "추가 50% 하락"은 회사의 생존 문제가 아니라, 고점 근처에서 산 사람에게 큰 손실이 날 수 있다는 가격의 문제다.

그때 나스닥은 어떤 모습일까. 메모리 주가가 그 바닥까지 간다면, 나스닥의 모습은 "왜 빠졌느냐"에 따라 완전히 달라진다.

메모리가 빠진 이유	나스닥의 모습	비슷했던 때
공장이 너무 많이 지어져 칩 값만 빠진 경우 (AI 투자는 계속)	한때 출렁이지만 크게 다치지 않는다. 메모리에게는 고통이지만, 싼 메모리를 사는 빅테크에게는 오히려 비용이 줄어드는 일이다.	2018~19년: 메모리 주가는 반토막, 나스닥은 2018년 말 20% 남짓 빠졌다가 이듬해 신고가
AI 투자의 돈줄이 막혀 주문이 끊긴 경우	**나스닥도 같이 크게 빠진다. 고점 대비 20~30% 넘게, 이른바 약세장. 엔비디아, 브로드컴 같은 AI 반도체가 메모리와 함께 무너지고, 빅4도 투자 축소 소식에 흔들린다.**	**2022년(나스닥 −35%), 더 심하면 2000~02년**

비유하자면 나스닥은 AI 대장주 몇 개가 끌고 가는 기차다. 메모리는 그 기차에 부품을 대는 회사다. 부품이 너무 많이 만들어져 값이 떨어지면 부품 회사만 힘들고 기차는 계속 달린다. 하지만 기차 연료(돈줄)가 끊기면 기차가 멈추고, 부품 회사는 그보다 더 크게 다친다. 같은 날 메모리가 나스닥보다 2~3배 크게 움직이는 것도 그래서다.

이 글이 가장 경계하는 것은 두 번째 경우다. 그래서 메모리 주가만 볼 것이 아니라, 나스닥이 같이 흔들리는지를 함께 봐야 한다. 메모리만 빠지고 나스닥이 버티면 첫 번째, 나스닥까지 고점에서 10% 넘게 빠지면 두 번째로 가고 있다는 신호다.

다음 확인 날짜. 한국 시간 10월 29~30일 빅테크 실적에서는 투자 계획이 유지되는지, 그리고 무너지는 업체의 물량을 빅4가 대신 떠안는지를 본다. 11월 18~19일 엔비디아 실적에서는 고객이 돈을 제때 내고 있는지를 본다. 신용등급 뉴스와 회사채 금리는 그 사이에 매일 확인할 수 있다. 이번 사이클이 정말 다른지는 계약서가 아니라 돈줄이 말해 줄 것이라고 본문에 썼다. 그 돈줄이 처음으로 소리를 냈다.

· · ·

이 글의 숫자는 2026년 10월 14일 무렵(덧붙임은 10월 15일 새벽) 공개된 기업 공시, 시장조사기관 보도자료, 언론 보도를 바탕으로 했습니다. "시장이 각오한 이익"과 "칩 값 40%" 같은 수치는 과거 평균 PER과 단순화한 계산 모델에 기댄 추정이라, 가정이 바뀌면 결과도 달라집니다. 특정 종목의 매수나 매도를 권하는 글이 아닙니다.

참고한 자료

출발점

- 이형수(IT의 신), 「중력과 부력 사이 낀 주가, 이제는 속도 싸움」, 2026.10.14 — youtube.com/post/UgkxBXoLrnXLBsEPVjchYQ8_9oyso8RoHgMR · t.me/s/hslpartners

기업 실적과 공시

- Micron FQ4·FY2026 실적 보도자료 및 실적 콜 요약 — finviz.com, marketbeat.com
- Micron FY2026 10-K — sec.gov
- POEMS, Micron 장기 계약과 가격 상승률, 2026.10.8 — poems.com.sg
- StockHub, 삼성전자 2026년 3분기 잠정실적 — stockhub.kr
- Steady Compounding, Alphabet Q2 2026 구매 약정 분석 — steadycompounding.com
- sec-api.io, Microsoft FY2026 재무 분석 — sec-api.io
- Stock Analysis on Net, Alphabet·Amazon·Meta 유형자산 — stock-analysis-on.net

주가와 밸류에이션

- StockAnalysis, Macrotrends, GuruFocus — 마이크론·삼성전자·SK하이닉스 PER과 이익 전망
- 뉴데일리, 골드만삭스 메모리 3사 선행 PER 역대 최저, 2026.9.30
- 중앙이코노미뉴스, 삼성전자·SK하이닉스 10월 14일 시세
- Yahoo Finance, MarketBeat, 24/7 Wall St. — 하이퍼스케일러와 오라클 주가
- Motley Fool, 클라우드 4사 실적과 주가, 2026.8.5
- Yahoo Finance, 메모리주 급락(9월 14일)

시장조사기관

- TrendForce — 2027 DRAM·NAND 수급(7.30), 4Q26 계약가(9.30), CSP 캐펙스 중 메모리 비중(8.25), 2027 HBM 가격(9.29), 엔비디아 HBM 구성 하향(8.4), CXMT·YMTC 증설(9.24)
- TrendForce·DRAMeXchange 과거 계약가(2018.11, 2019.8), Tom's Hardware(2023.3)
- SEMI, 300mm 메모리 장비투자 전망, 2026.6.29
- IDC — 2026 스마트폰 출하 전망(8.26), PC 시장 전망(6.2)
- CRN, 가트너 메모리 가격 전망, 2026.3.13 · BuySellRam, 20개 기관 전망 비교, 2026.9.26
- The Economy, CXMT 가동률과 골드만삭스 수급 전망, 2026.8 · The Substrate, 중국 HBM 공급 현황, 2026.6
- Tom's Hardware, 메모리 3사의 사재기 방지 조치, 2026.1.30 · EE Times, The Great Memory Stockpile, 2026.1.5

덧붙임 (10월 15일)

- 24/7 Wall St., 코어위브 −10%, 채권 금리 15%, 2026.10.14 · Bloomberg, 코어위브 채권 부실 수준 급락, 2026.10.14
- KuCoin News, 코어위브 2032년 만기 채권 수익률과 부채 규모, 2026.10.14
- Yahoo Finance·TheStreet, 9월 CPI와 국채 금리, 2026.10.14 · Benzinga, SOXX 7거래일 연속 하락, 2026.10.14
- Yahoo Finance, 나스닥·마이크론·엔비디아·SOXX 장중 시세, 2026.10.14
- Yahoo Finance(Zacks), 오라클 신용 위험 18년 만의 최고, 2026.7.21
- Nemo, S&P500 상위 10개 종목 비중과 집중도, 2026.10.6