

QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 | 2026.07.10

# 한 눈에 보는 상상인 자산전략

## Weekly



Analyst 신일 | 투자전략 02-3779-3184, e.shin@sangsanginib.com

Analyst 김경태 | 글로벌 전략/디지털자산 02-3779-3427, kt.kim@sangsanginib.com

Analyst 최예찬 | 경제/원자재/외환 02-3779-3519, yc.choi@sangsanginib.com

RA 강혜성 02-3779-3475, hs.kang@sangsanginib.com

---

# CONTENTS

한 눈에 보는 상상인 자산전략

Summary	3
1. 주식	7
2. 채권	18
3. 원자재	19
4. 부동산	20

## Summary

### 주간 자산시장 동향 & 체크포인트

#### 통과 슷의 격돌, 지수는 제자리

7월 2주차 금융시장  
국내 증시 약보합  
글로벌 증시 혼조  
국내 채권  
선진 국채 및 크레딧  
달러 강보합  
유가 상승

본격적인 2분기 실적 시즌의 개막을 앞두고 시장의 무게중심이 지정학적 리스크, 매크로 이슈에서 AI 투자의 마이크로 이슈로 이동한 주간이었다. 전주 혼조된 고용지표의 여진 속에 연준의 금리 동결 전망은 한층 공고해졌고, 시장은 이제 개별 기업의 이익 검증에 초점을 맞추고 있다. 지수가 주는 안도감과 종목 단위의 격랑이 공존하는, 전형적인 실적 장세 진입기의 풍경이다.

금주 국내 증시의 핵심은 지수 등락률이 아니라 변동성 구조다. 주요국 증시 간 변동성 전이(spillover) 기준 KOSPI의 글로벌 변동성 전달력이 1위를 기록했다. 충격의 수동적 수취자를 넘어 이를 증폭시켜 재전파하는 발신자가 됐다는 의미다. 반도체 편중 구조가 AI 사이클 투심 변화를 가장 민감하게 반영하는 가운데, 상반기 150조원에 육박한 외인 순매도가 남긴 수급 완충의 공백과 원화 약세-증시 약세의 되먹임이 진폭을 키우고 있다. 방향성 판단보다 변동성 관리가 우선인 시장이다. 수급 복원의 트리거는 실적 시즌에서의 HBM 가격 재협상발 업사이드 가시화다.

이익 성장의 저변 확대  
VIX-VIXEQ 스프레드 사상 최고

금주 미국 증시의 핵심 서사는 이익의 분산이다. Mag7의 이익 기여도가 정점을 통과하고 나머지 493개 종목의 이익 성장률이 추격하는 전환이 가시화되면서, 6월 이후의 다우 강세-나스닥 약세 로테이션이 이익 편더멘털의 이동을 반영한 구조적 재배분이었음이 뒷받침됐다. 시장의 질문은 'AI 투자가 계속되는가'에서 'AI의 과실이 누구의 손익계산서에 찍히는가'로 이동했다. 이를 극적으로 보여주는 것이 VIX(지수)와 VIXEQ(개별 종목) 스프레드의 사상 최고 경신이다. 종목 간 상관관계 붕괴 속 등락이 상쇄되며 지수의 평온이 유지될 뿐, 수면 아래에서는 실적 전후 급등락이 일상화된 전형적 디스퍼전 장세다. 지수 레벨의 안도감은 착시이며, 실적 미스에 대한 응징 강도는 역대 최고 수준으로 세팅되어 있다. 사상 최저의 내재 상관계수는 평균 회귀 시 지수 변동성이 분출될 잠재 에너지이기도 하다.

연준 동결 전망 강화  
장기금리 상방 압력 유효

미국 경제지표는 전주 엇갈린 고용지표(JOLTS-ADP·비농업고용)의 해석이 이어진 주간이었다. 시장은 부진한 신호보다 견조한 신호에 지속적으로 더 민감하게 반응했고, 월드컵발 일시 고용 효과의 소멸 이후에도 노동시장의 냉각 속도가 점진적일 것이라는 인식이 확산되며 연준의 금리 동결 전망은 한층 공고해졌다. 금주 이어진 연준 위원 발언 역시 인내를 강조하는 톤에서 크게 벗어나지 않았다.

채권시장의 초점은 단기 정책금리가 아니라 장기물이다. 케빈 워시 차기 연준 의장 체제에서의 대차대조표 정책 변화 가능성(MBS 매각 등)과 재정발 장기물 공급 부담이 결합되며 커브의 Bear Steepening 압력이 구조화되고 있다. 미 10년물은 4.5% 수준에서 상방 경직성보다 하방 경직성이 강한 흐름을 이어갔다. 재무부의 쿠폰 발행 동결 원칙이 장기물 수급의 급격한 악화를 막는 방파제 역할을 하고 있으나, 이는 어디까지나 충격의 지연이지 해소가 아니다. 차주 CPI를 앞두고 채권시장은 관망세이다.

**24시간 외환시장 첫 주 통과  
일시적 절상 / 수급 불균형 지속**

원화는 24시간 외환시장의 첫 주를 무난히 통과했으나 절하 압력의 구조는 그대로다. 외국인 주식 자금의 유출 우위가 지속되는 가운데, 세계국채지수(WGBI) 편입발 국고채 순투자의 긍정 효과는 금융채·통안채 잔고 축소에 제약되며 채권 경로의 환율 방어력이 기대에 못 미치고 있다. 수출업체의 달러 매도 물량과 국민연금의 전략적 환헤지가 환율의 과도한 상승을 제어하는 상단 저항으로 기능하는 반면, 하단을 지지할 자생적 달러 공급은 취약하다. 거래시간 확대로 역외 주도의 야간 변동성이 국내 가격에 즉시 반영되는 구조가 된 만큼, 주말·야간 대외 사건에 따른 가격 급변 위험은 이전보다 커졌다.

**미-이란 휴전 파기/협상 결렬 우려  
재점화로 유가반등 가능성 경계**

유가는 카타르에서 이어진 미국과 이란의 종전 협상이 진전과 교착을 반복하며 방향성을 형성하지 못했다. 지정학 위험 할증은 상당 부분 소거됐으나, 협상 결렬 시 재유입 속도가 소거 속도보다 빠를 수 있다는 비대칭성은 유효한 잠재 위험이다. 원화는 24시간 외환시장 첫 주를 무난히 통과했으나 절하 구조는 그대로다. 외국인 주식 자금의 유출 우위 속에 세계국채지수(WGBI) 편입발 국고채 순투자 효과는 금융채·통안채 잔고 축소에 제약됐고, 수출업체 달러 매도 물량과 국민연금의 전략적 환헤지가 환율 상단을 막는 반면 하단을 지지할 자생적 달러 공급은 취약하다. 거래시간 확대로 역외 주도의 야간 변동성이 국내 가격에 즉시 반영되는 구조가 된 만큼 주말·야간의 가격 급변 위험은 이전보다 커졌다.

**7월 3주차 체크 포인트  
미 6월 소비자물가  
2분기 금융주 실적 발표 개막  
미 장기국채 금리 향방**

차주는 미국 6월 소비자물가 발표와 대형 금융주를 필두로 한 2분기 실적 발표의 개막이 겹치는 분수령이다. 물가에서는 전체 지표보다 서비스 물가의 하방 경직성이 관건으로, 공고해진 동결 전망의 재조정 여부를 결정한다. 실적 발표에서는 이익의 493개 종목 분산 명제가 실제 숫자로 검증되는 첫 관문을 맞으며, 대형 기술주 7개 종목 대비 나머지 493개 종목을 이익 상회 비율과 실적 전망 상향 폭이 핵심이다. 사상 최고 수준의 지수-개별 종목 변동성 격차(VIX-VIXEQ)는 실적 부진 종목에 대한 매도 강도가 극대화될 환경을 시사하는 만큼, 개별 종목 이슈가 지수 전체의 변동성으로 옮겨가는 시점도 주시할 대목이다.

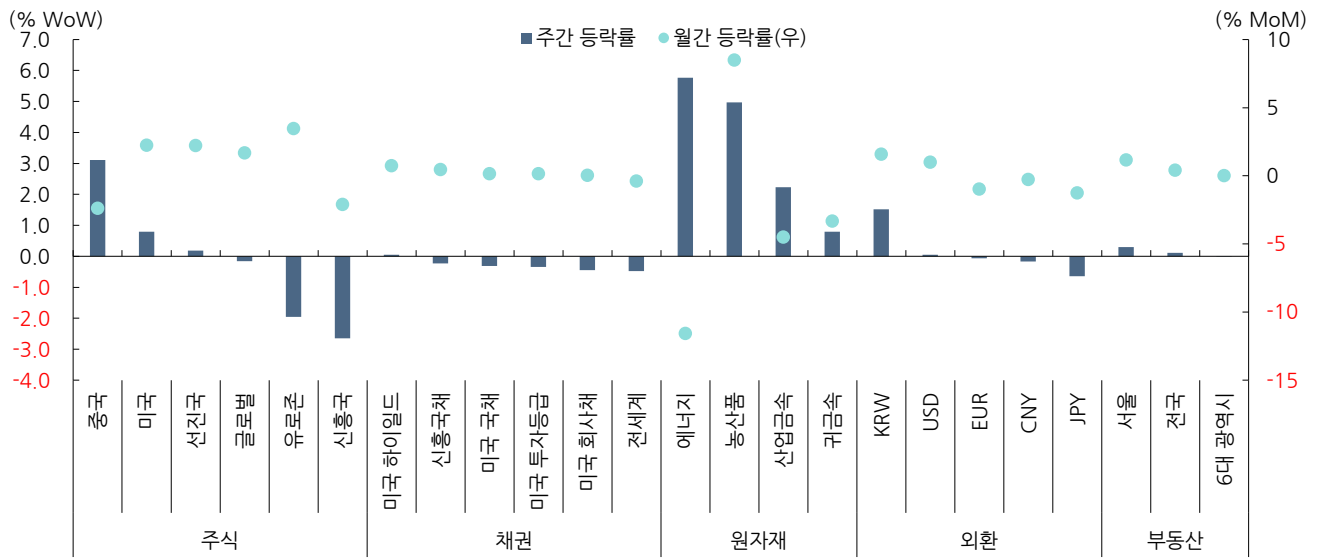
**7월 3주차 전략  
실적 확인 이후 종목 장세 심화**

지수 방향에 대한 투자보다 종목 선별의 기대수익이 높은 구간이다. 사상 최고 수준의 종목 간 수익률 분화 환경은 옥석 가리기 성공 시 초과수익의 원천이나, 실패 시 지수가 평온한 와중에도 계좌가 훼손되는 양날의 검이다. 대형 기술주 7개 종목 이외의 우량 종목으로 점진적 자금 이동을 권고하되, 선취매는 자제하고 실적 발표 후 대응을 원칙으로 삼을 때다. 인공지능 기반시설 관련 비중 확대 기조는 유지하나 장기금리발 가치평가 부담과 설비투자 자금 조달 구조를 감안한 재무건전성 점검이 병행되어야 한다. 채권은 단기 국채와 투자등급 회사채 중심의 분할매수를 유지하되 만기 확대는 서두를 이유가 없다. 국내 증시는 변동성 전달력 1위의 구조적 취약성을 감안할 때, 위험 회피 비용이 낮은 현 시점이 하방 방어 수단 확보의 적기이며 현금 유동성 일부 보유는 여전히 필수다.

**현금 유동성 필수 유지**

**단기 국채 및 미 크레딧 비중 유지**

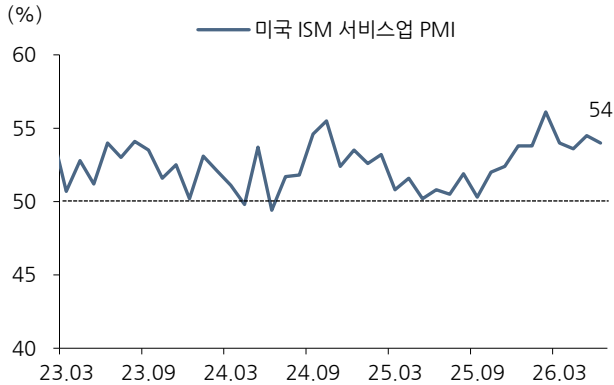
그림 1. 자산별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 부동산원, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

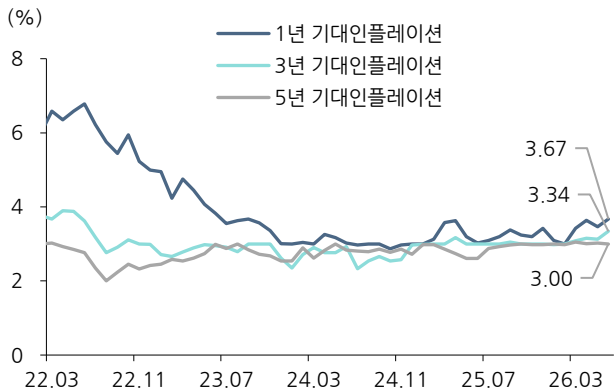
## 경제지표해설

그림 1. 미국 6월 ISM 서비스업 구매관리자 지수



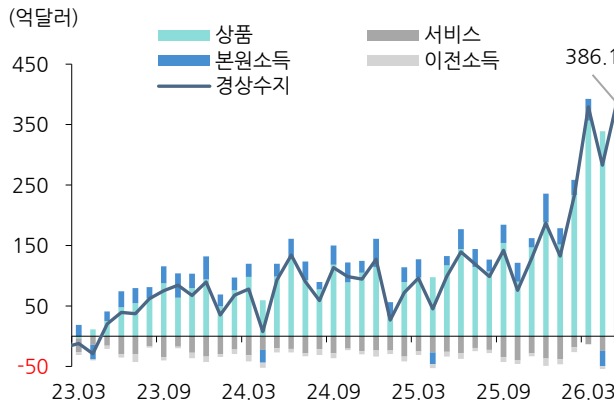
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미국 6월 소비자 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 한국 5월 경상수지



자료: Bloomberg 상상인증권 리서치센터

- 지난 6일(현지시간) 미 공급관리협회(ISM)가 발표한 6월 서비스업 PMI는 54.0으로 전월(54.5) 대비 0.5p 하락하며 예상치에 부합. 다만 24개월 연속 확장세를 유지
- 기업활동(55.4)·신규주문(55.1)이 둔화된 가운데, 물가지수(67.7)는 4개월 만에 70선을 하회하며 비용 압력 완화를 방증. 반면 고용(51.2)은 월드컵 특수 등에 힘입어 4개월 만에 확장세로 전환
- 물가 압력 완화와 고용 회복으로 서비스업 경기의 하방 리스크가 다소 경감된 모습. 다만 데이터센터 관련 자재 공급 부족 품목이 늘어난 점은 향후 공급망 병목 리스크로 유의할 필요
- 지난 7일(현지시간) 뉴욕 연인이 발표한 6월 소비자 기대인플레이션은 1년 기대치 3.7%(+0.2%p), 3년 기대치 3.3%(+0.2%p)로 각각 2023년 9월, 2022년 6월 이후 최고치
- 휘발유 가격 상승 기대(1.5%)가 3.5%p 급락하며 2022년 8월 이후 최저치를 나타내고 식료품(5.0%)도 완화됨. 반면 의료비(9.4%, +0.5%p)와 임대료(8.3%, +0.9%p) 상승 기대가 상방 압력을 가하며 가계의 물가 불안 기조를 자극함
- 노동시장·가계재정 지표는 개선됐으나 물가 불안이 지속돼 연준의 금리 경로 판단을 복잡하게 할 전망
- 지난 8일 한국은행이 발표한 5월 경상수지는 386.1억달러 흑자로 전월대비 103.2억달러 증가하며 역대 최대치를 기록. 1~5월 누적 흑자(1,412.8억달러)도 지난해 연간 흑자(1,230.5억달러)를 이미 초과
- 반도체(+167.7%) 중심 수출 호조로 상품수지가 사상 최대 흑자를 기록하며 견인. 본원소득수지는 배당 지급 감소로 흑자 전환, 서비스수지도 방한 관광객 증가(+19.4%)에 힘입어 적자 폭 축소
- 다만 외국인의 국내 주식 순유출 및 해외 증권투자 확대에 따라 유출이 동반됨에 따라, 원화 강세 유입 효과는 다소 제한될 전망

# 1. 주식

삼성전자 2Q 잠정실적 발표, 영업이익 89.4조원 호조에도 시장은 sell on

글로벌 반도체와 연동되는 주가흐름, 2026 6번째 서킷브레이커 발동

## 국내 증시 리뷰: 삼성전자와 SK하이닉스 event 소화 중

KOSPI는 전주대비 -9.85% 하락한 7,291.91pt를 기록하였다. KOSDAQ은 전주대비 -8.57% 하락한 794.00pt를 기록하였다. 금주 국내 증시는 반도체 업종 중심의 증시 변동성 확대가 주요인으로 작용하며 전주대비 하락 마감했다. 7/6(월)에는 반도체 및 IT 기술주의 하락에 그친 가운데 늘려있던 화장품 수출주, 미디어/엔터 등이 상승하는 순환매 그림이 나타나기도 하였다.

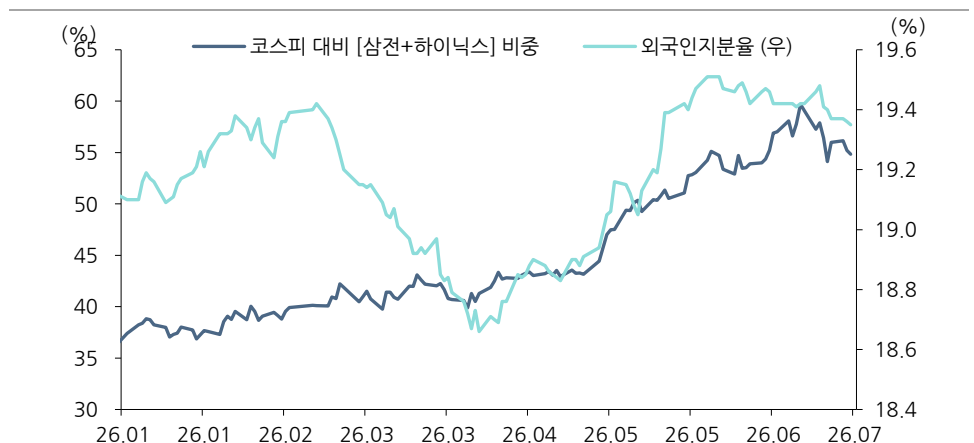
다만, 7/7(화) 삼성전자 잠정실적 발표 이후 낙폭은 확대되었는데, 2Q 영업이익 89.4조원 호실적에도 불구하고 성과급 총당금과 whisper number(90~100조 사이)에 다소 못미치자 sell-on 심리가 확산되며 주가는 발표 이후 하락하였다. 실적 발표에서 숫자가 주는 의미보다는センチ 측면에서 매도를 원하는 시장의 심리를 이기지 못한 것으로 해석할 수 있다.

또한 글로벌 반도체 업종이 전주 META발 메모리 공급과잉 우려 속 차익실현을 겪으며 증시는 급락했다. 물론 최근 장세에서는 국내 증시와 미국 증시의 선-후행관계에 대한 의견이 다양하나, 국내 증시가 미국 반도체 주가의 영향을 받지 않았다고 보기는 어렵다. 약해진 투심은 6월 차익실현 패턴과 유사하게 전방위적으로 나타났으며, KOSPI 시장에서는 2026년 6번째 서킷브레이커도 발동되었다.

다만, 주 후반부에는 SK하이닉스 중심의 반등이 나타나며 시장은 변동성을 줄여나가고 있다. 7/9(목) S&P500은 AI 밸류체인과 반도체 기업 중심으로 반등이 나타났다. 그 배경에는 10일 예정된 SK하이닉스의 나스닥 ADR 상장이 있으며 해당 이벤트는 공모가 주당 149달러, 기관 수요 공모 물량의 7배 초과 주문을 비롯해 긍정적인 전망이다.

반도체 급락에 따라 경기 방어주로 여겨지는 통신, 금융주의 미약한 상승이 확인되었다. 또한 엔터주 역시 저평가 매력도가 부각되며 주 초반 반등하였다. 업종별로는 통신(+4.0%), 미디어/엔터(+1.0%)는 전주대비 상승 마감하였다. 반면 IT H/W(-20.8%), 기계(-14.2%), 조선(-13.7%) 등은 전주대비 하락 마감하였다.

그림 1. KOSPI 대비 삼전닉스 시가총액 비중과 KOSPI 외국인 지분율



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

### 국내 증시 차주 전망: 국내 증시 변동성 완화될까?

하이닉스 ADR 이슈 소화,  
매크로 이벤트 대기

차주 국내 증시는 변동성이 여전히 높은 상황에서 다소 꼬였던 수급의 해소가 진행될 것으로 전망한다. 금주 많이 보도된 키워드 중 하나는 단일종목 레버리지 ETF였다. 5월 급등 이후 6월부터 이어진 반도체 급등락은 7월 이후에는 조금 다른 형태를 보이고 있는데, 레버리지 ETF로 인한 극단적 변동성을 겪은 개인 투자자들이 단순 저가매수의 포지션 외 타 업종이나 현금보유 등 여러 선택지를 고려하고 있는 것으로 보인다.

결국 레버리지 ETF의 구조 상 매수 자금에 의한 변동성은 해결하기 어렵기에, 제도적 개선이 있지 않는 한 해당 상품의 거래량 감소가 변동성 완화의 핵심으로 보인다. 그 과정에서 6월~7월 초 현재까지 국내 증시는 급락을 겪었으나, 금주 나타나고 있는 반도체 풀림 현상의 일부 완화는 긍정적으로 지켜볼 만하다.

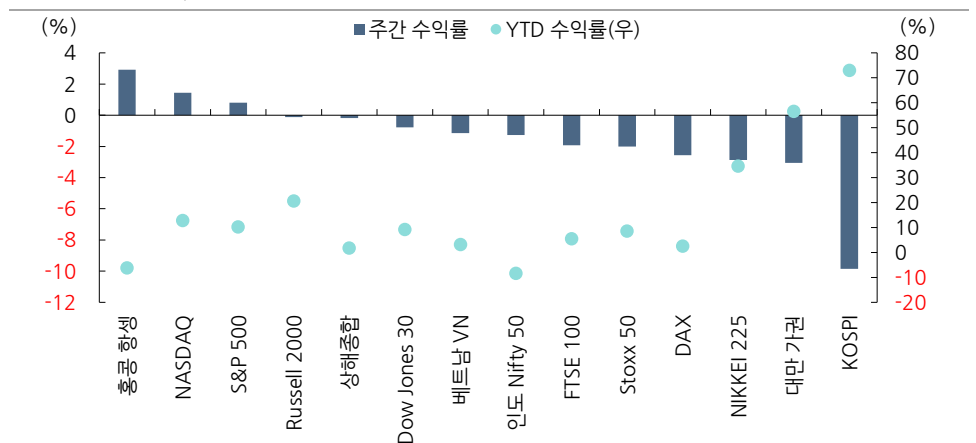
증시 정상화로 가는 길  
SK하이닉스 ADR 이후 흐름 주목

증시 정상화에 대한 낙관적 시나리오에서는 SK하이닉스 나스닥 ADR 상장을 기점으로 모였던 수급의 분산이 이루어질 수 있다. 또한 하이닉스 ADR 이후 초반에는 본주 대비 프리미엄이 다소 붙을 것으로 예상된다. 다만, 본주에는 거래 절차 등에 대한 제약 조건의 해소 가능성이 미지수이고, 변동성이 매우 높은 구간에 해당되기에 13일 정규 거래까지는 흐름을 지켜볼 필요가 있다.

물가, 고용지표 발표  
월가 금융주 실적 발표 예정

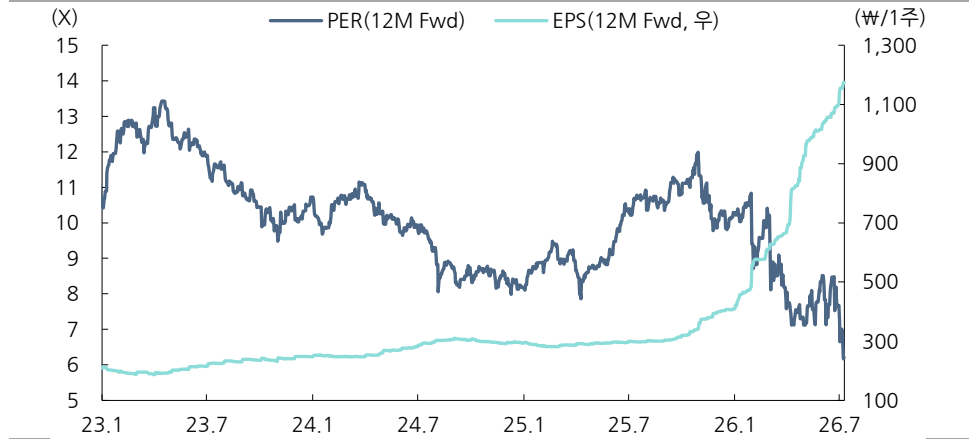
한편 차주에는 한국 M2 통화공급 데이터가 공개되고, 미국에서는 연준 베이지북, CPI & PPI 물가지표 및 소매판매 등 경제지표 발표가 예정되어 있다. 또한 미국 금융주, Netflix, GE, ASML, United 그룹사 실적 발표가 예정되어 있다. 테크주 실적발표까지 시간이 존재하기에 당분간 물가지표에 시선이 쏠릴 수 있다. 그 가운데 트럼프와 이란의 대립과 화해 랠리는 유가의 재상승을 유발, 물가 측면의 우려 확산에 따른 증시 하방 재료로 작용할 가능성이 있다. 다만, 차주 발표 예정인 6월 물가에 유가의 변동이 얼마나 반영되었는가에 따라 증시에 대한 영향력은 달라질 것으로 전망한다.

그림 2. 증시별 주간/YTD 수익률



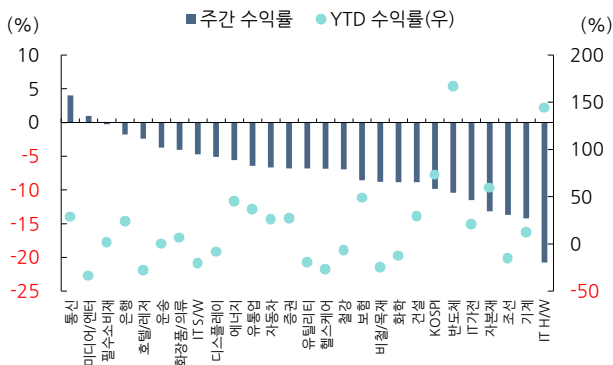
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. KOSPI 12M Fwd PER, EPS



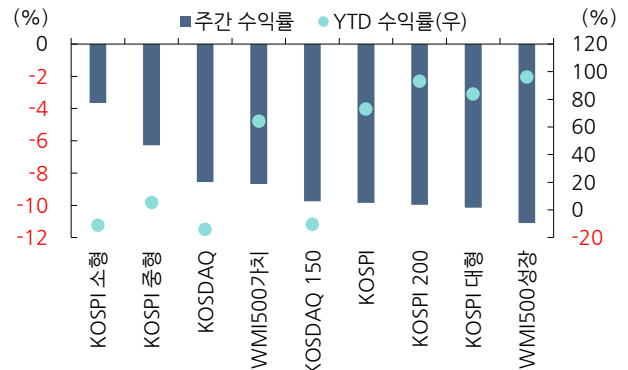
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 4. KOSPI 업종별 수익률



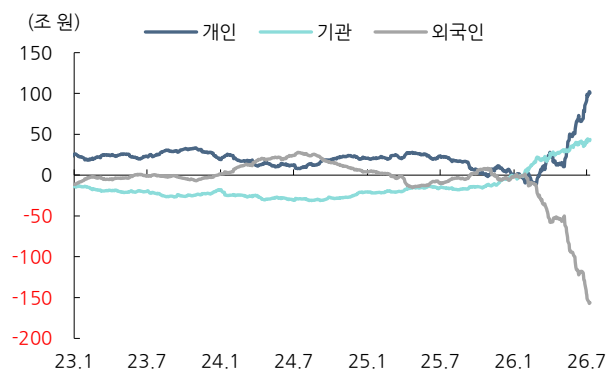
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 5. KOSPI 스타일별 수익률



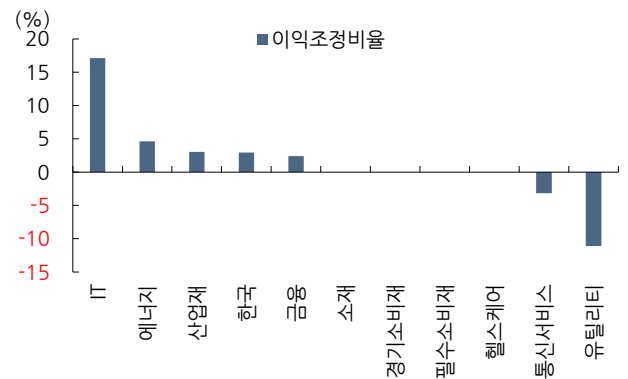
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 국내 증시 투자자별 누적 순매수금액 추이



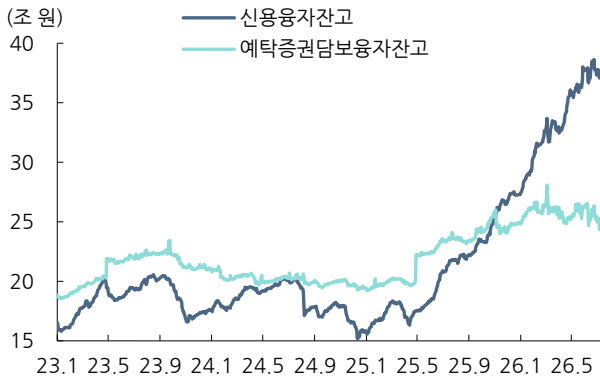
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 한국 증시 업종별 이익조정비율



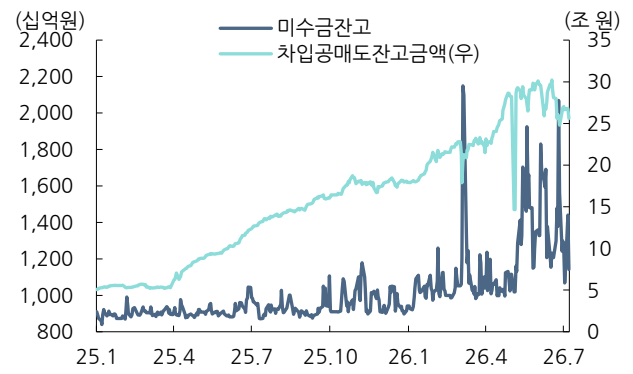
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 한국 증시 신용융자잔고 및 예탁증권담보용자잔고 추이



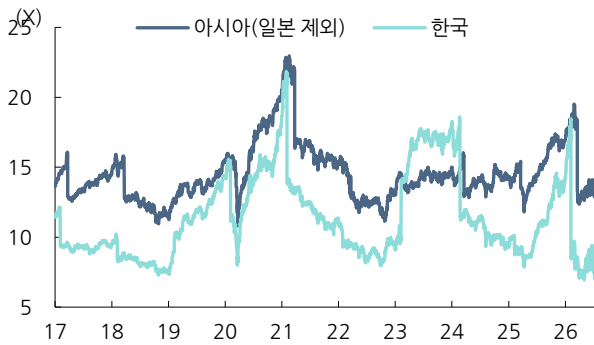
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 한국 증시 미수금잔고 및 차입공매도잔고 추이



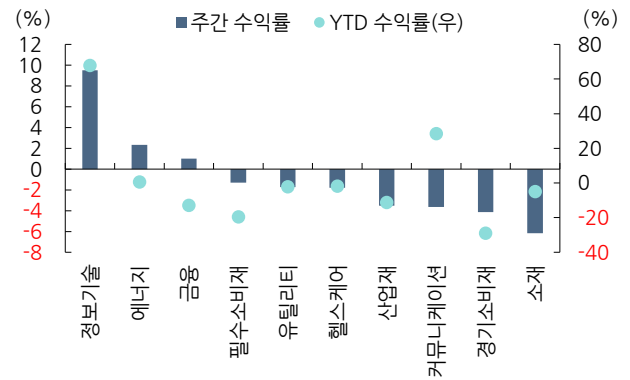
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 아시아(일본 제외), 한국의 PER 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 상해종합지수 업종별 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

**반도체 급락, 그러나 휴전 파기 위기 이후 진정되는 이례적 흐름**

미국 증시는 지수 레벨로 보면 견조했으나, 삼성전자 실적 발표 이후 시장은 그간 상승세가 가팔랐던 반도체 업종을 중심으로 급락하여 미국, 한국 할 것 없이 투자자들을 매우 힘들게 한 주였으나, 미-이란 전쟁 휴전협상 파기 위기 이후 오히려 증시는 혼란에서 벗어나는 매우 이례적인 모습을 보였다.

**삼성전자 실적발표 이후 급락 — KOSPI 이틀 연속 서킷브레이커, SOX -4.5%, 자금은 빅테크로 이동**

주 초 다우지수는 사상 처음 53,000선을 상회 마감(53,055.91pt)했고 S&P 500은 7,537pt까지 상승했으나, 화요일 이후 삼성전자가 양호한 2분기 실적을 발표했음에도 불구하고 소위 “스트릿 컨센스(whisper consensus)”를 충족시키지 못해 시장에 기대치에는 다소 부족했다는 점이 오히려 투자를 위축시키며 주가가 급락했으며 KOSPI에는 이틀 연속 하방 서킷브레이커가 발동됐고, 뉴욕에서는 필라델피아 반도체 지수가 하루 4.5% 이상 급락하고, 빠져나간 자금이 그간 자금조달 이슈로 인해 주가가 부진했던 빅테크 쪽으로 흘러들어갔다. 수요일에는 트럼프 대통령의 이란 휴전 종료 선언과 공습 재개로 브렌트유가 5% 이상 급등해 배럴당 78달러를 넘어서며 금리-물가 경계감이 더해졌고, 6월 FOMC 의사록에서는 일부 위원이 금리 인상을 주장했을 만큼 위원회가 분열된 모습이 확인되며 시장은 약세장 초입이라는 공포와 실망감이 팽배했고, 일부 투자자는 극단의 공포 속 포지션을 전무 투매하거나, 풋옵션을 대거 매수하고 숏 포지션을 오픈하는 모습도 포착되었다.

**미-이란 분쟁 국지화 확인에 유가 반락반도체 반등, 마이크로 투자-SK하이닉스 IPO 흥행으로 메모리 수요 견제**

그러나 우려와는 다르게 미-이란 분쟁이 국지적 도발 수준으로 밝혀지며 유가가 반락하는 가운데 반도체가 5% 안팎으로 반등하며 S&P 500은 0.81% 오른 7,543.64pt, 나스닥은 1.30% 오른 26,206.89pt로 마감했고, 다우도 0.27% 상승한 52,487.41pt를 회복했다. GPU 과잉 공급, CAPEX 증가율 둔화 관점이 팽배한 시장 속에서도 마이크로는 미국 신공장 투자 규모를 2,500억 달러로 확대한다고 발표하며 4.5% 반등했고 샌디스크는 7.6% 급등했다. SK하이닉스의 미국 ADR 상장(공모가 149달러)이 7~10배 이상 초과 청약되어 사상 최대 외국기업 IPO로 금요일 데뷔를 확정할 정도로 메모리 수요의 견제를 확인시켰다.

**업종은 주 중반(에너지-방산 강세)과 후반(소재-산업재-금융 반등) 엇갈림, 스타일은 러셀 2000 상반기 +21.9%로 소형주·가치주 저변 확대**

업종별 흐름은 주 중반과 후반이 뚜렷하게 엇갈렸다. 주 중반까지는 유가 급등을 반영한 에너지와 사상 최고치를 경신한 방위산업이 상대 강세를 보인 반면, 금리 인상 경계감이 부각되며 JP모건(-2.5%), 비자(-1.3%) 등 크레딧 민감 금융주와 주택건설-리테일 등 소비 관련 업종이 부진하였고 소재(+1.4%), 산업재(+1.3%), 금융(+1.3%) 등 경기 민감 업종이 1%대 동반 상승하였고, 유가 반락에 에너지(-1.1%)가 하락 전환하였으며 펩시코의 실적 부진이 반영된 필수소비재(-1.2%)와 헬스케어(-0.3%)가 상대적으로 부진하였다. 스타일별로는 소형주의 우위가 이어지고 있다. 러셀 2000은 목요일 1.22% 상승하였고 상반기 누적 +21.9%로 1991년 이후 최고 성과를 기록 중이며, 대형주 내에서는 직전 주 다우(+2.0%)가 나스닥(+2.1%)과 대등한 상승률을 보이는 등 성장주 일변도에서 가치-배당주로의 저변 확대가 진행되고 있다.

다만 금주 발표된 신규 실업수당 청구건수는 21.5만 건으로 5월 말 이후 최저를 기록해 고용의 견조함을 재확인했으나, 워시 연준 의장이 "물가가 여전히 너무 높다"고 발언하는 등 유가발 인상 리스크는 멀티플 상단을 계속 제약하고 있다.

### M7 독주 국면과의 완전한 결별 : S&P 493과 별 차이가 없는 M7

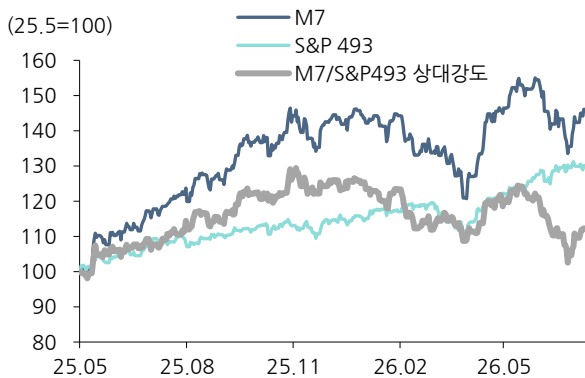
**시장의 본질은 조정이 아닌 이익의 분산 — M7 vs 493 EPS 격차 30%p→4%p 축소**

이번 주 시장의 본질은 조정이 아니라 이익의 분산이다. 지수를 지지한 것은 M7이 아닌 나머지 493개 기업이었다. EPS 추정치 궤적이 이를 뒷받침한다. 2025년 4분기 M7의 EPS 증가율이 20.3%였던 반면 S&P 493은 4.1%에 그쳤으나, 2026년에는 M7 22.8% 대비 493이 12%대 초반까지 상승하며 격차가 큰 폭으로 축소될 전망이다. 2024년 30%p에 달했던 양측의 이익 성장 격차는 골드만삭스 추정 기준 2026년 4%p까지 축소되고, 11개 전 섹터가 동시에 플러스 이익 성장을 기록하는 것은 2021년 이후 처음이다. 감세 영구화(OBBBA)에 따른 실효세율 하락과 마진 개선 효과가 산업 전반으로 확산되는 국면이며, 수익률 측면에서도 S&P 500 동일가중 지수가 연초 이후 +12.2%로 시가총액가중(+9.3%)을 상회하고 러셀 2000이 1991년 이후 최고의 상반기 수익률(+21.9%)을 기록하는 등 시장 폭의 확장이 수치로 확인된다.

**VIX 16 vs VIXEQ 45, 스프레드 30pt 역대 최대 — 지수가 아닌 개별 기업 이익에 베풀하는 종목 장세**

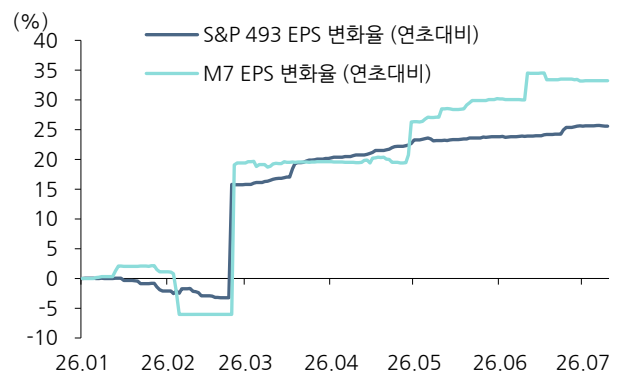
옵션시장은 이러한 분산을 가장 뚜렷하게 가격에 반영하고 있다. 지수 변동성을 나타내는 VIX가 16 부근에서 안정된 반면, S&P 500 개별 종목의 내재변동성을 시가총액가중으로 집계한 VIXEQ는 45 내외로 1년래 최고 수준에 머물며 양자의 스프레드가 30pt 안팎까지 확대되어 2023년 지수 산출 개시 이래 최대치를 경신하였다. 시장은 더 이상 지수 전체가 아니라 개별 기업의 이익 궤적에 근거해 포지션을 구축하고 있으며, 이는 이익이 소수 기업에서 다수 기업으로 분산되는 국면이 파생시장에 반영된 결과로 해석된다.

그림 12. M7 vs S&P493 2025년 5월 이후 주가 추이



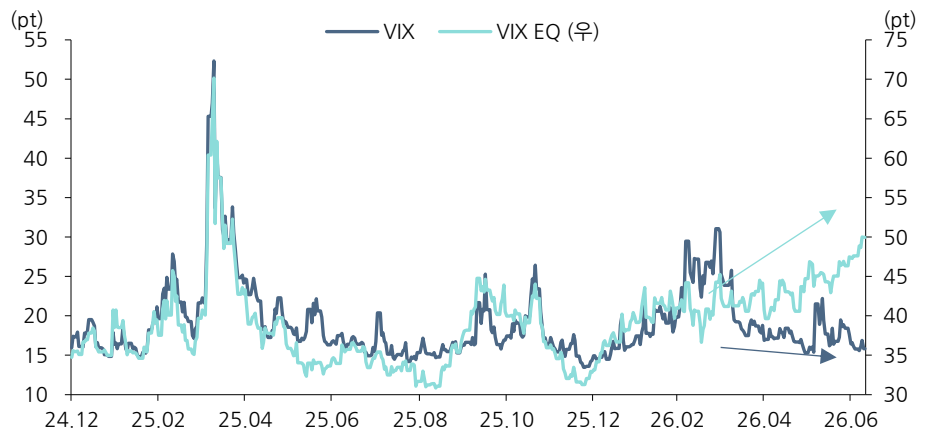
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 13. M7 vs S&P493 EPS 연초대비 변화율



자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 14. VIX, VIXEQ(개별종목 변동성) 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 반도체 산업의 펀더멘탈 & 전망은 하루 아침에 바뀌지 않는다

### 메타 CAPA 매각-애플 가격 전가가 피크아웃 우려 촉발

역설적 흐름은 반도체, 그중에서도 마이크론·샌디스크 등 메모리 하드웨어에서 가장 뚜렷하다. FactSet 기준 2분기 반도체 업종 이익은 131% 증가할 전망이고 필라델피아 반도체 지수는 상반기에만 약 70% 상승하였으나, 시장은 추가적인 멀티플 리레이팅을 허용하지 않으며 업종 시가총액을 1조 달러 이상 축소시켰다. 메타의 잉여 컴퓨팅 캐파 매각 시도와 애플의 메모리 가격 전가 발표가 GPU-메모리 피크아웃 우려를 촉발한 직접적 계기였다.

### 애플-브로드컴 300억 달러 계약 등 수요 견조 신호 지속, DRAM 가격 전망은 트렌드포스(둔화) vs 제프리스(강세 지속) 대립

다만 반대편에서는 수요의 견조함을 뒷받침하는 소식이 이어지고 있다. 이번 주에만 애플이 브로드컴과 300억 달러를 상회하는 다년 칩 공급 계약을 체결하였고, 마이크론의 2,500억 달러 투자 확대와 SK하이닉스 IPO의 높은 청약 경쟁률이 뒤따랐다. 가격 전망 역시 기관 간 견해차가 크다. 제프리스는 3분기 +40~50%, 4분기 +30~40%의 추가 상승이 이어지고 2028년 신규 공급 가동 전까지 가격 하락은 없을 것이라는 상반된 전망을 제시하고 있다.

### 피크아웃 우려는 과도

1. 엔트로픽 2027년 흑자전환
2. OpenAI EBITDA 흑자 2030년→2027년으로 단축
3. HBM 재협상 주가 미반영
4. 중국시 총비용 관점 과대평가

당사는 이러한 피크아웃 우려가 과도하다고 판단하며, 근거는 수요의 최상단인 AI 모델 업체의 수익화 가시성에 있다. 첫째, 엔트로픽의 2분기 영업이익 추정치는 1분기 대비 2.5배가량 증가한 것으로 파악되며, 사용량 급증을 감안하면 2027년에는 올해의 3배 이상 성장이 예상되어 2027년 흑자전환은 사실상 기정사실화 단계다. 둘째, OpenAI 역시 AI 수익 급증으로 흑자전환 시점이 기존 2030년에서 크게 앞당겨져 EBITDA 기준 2027년, 영업이익 기준으로 2029년경 흑자전환이 가시화되고 있다. AI 인프라 투자의 회수 가능성을 의심하던 시장의 전제가 수요 사슬의 최상단에서부터 설득력을 잃어가고 있다는 의미다.

셋째, 삼성전자-SK하이닉스-마이크론 주가에는 HBM 가격 재협상이 아직 반영되지 않았다. HBM은 그간 가격-수율-수익성 문제로 오히려 범용 DRAM보다 수익성이 낮았으나, 재협상 이후 가격이 2배 이상 상승할 것으로 예상되는 만큼 2027년 이후 이익 추정치의 추가 상향 여지가 크다. 넷째, 중국 모델의 가격 경쟁력은 과대평가되어 있다. 낮은 성능을 대량 사용으로 보완할 수 있다는 가정은 일부 단순 작업에서만 유효하며, 대부분의 작업에서는 수행 과정에서의 추가 토큰 소모, 재시도 비용, 검토 비용이 누적되어 상위 모델 대비 총비용 우위를 확신하기 어렵다.

그림 15. 3분기 DRAM 가격 둔화를 암시한 Trendforce, 그러나 2027년 공급 부족 장기화도 함께 예상

### 3Q26 Server DRAM Contract Price Forecast

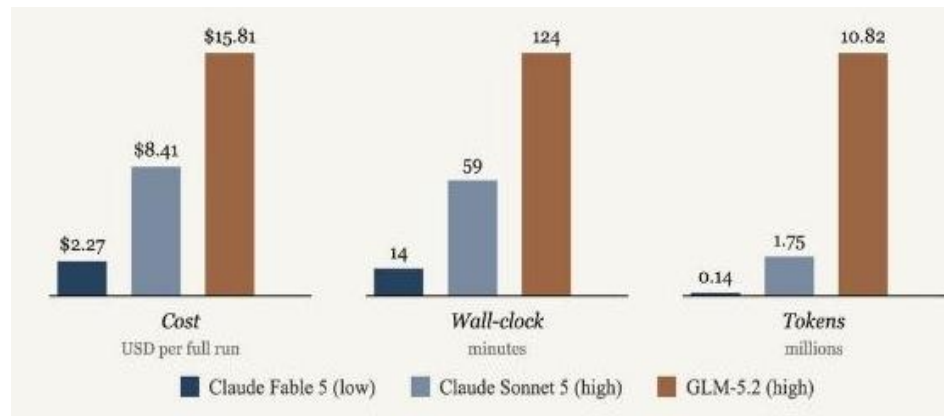
	2Q26	3Q26E
server DRAM blended	up 53~58%	up 13~18%

Source: TrendForce, July 2026

**TrendForce**

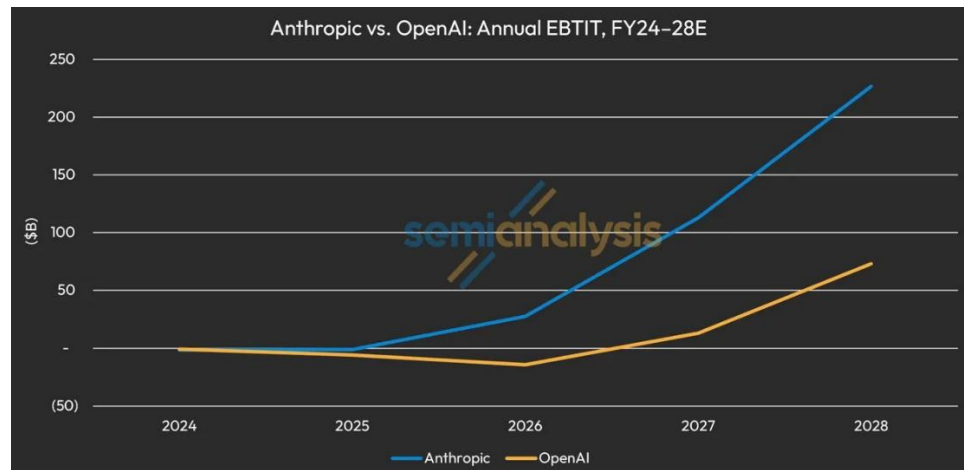
자료: Trendforce, 상상인증권 리서치센터

그림 16. Claude vs GLM 비교: 토큰가격 저렴하나, 실사용 비용은 토큰 수량이 훨씬 많이 듦



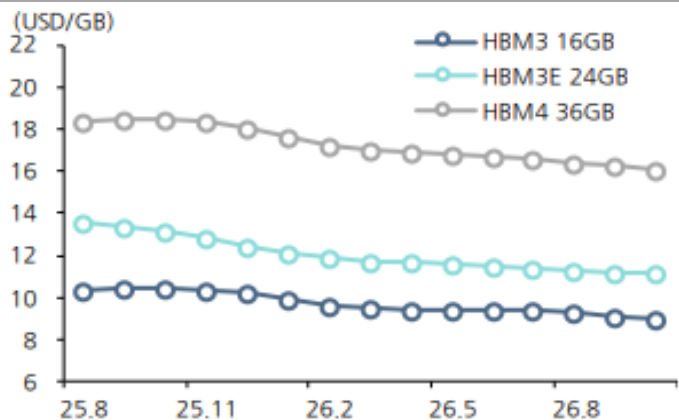
자료: VulcanBench, 상상인증권 리서치센터

그림 17. EBITT 기준 26년, 27년 각각 Anthropic, OpenAI 흑자 예상



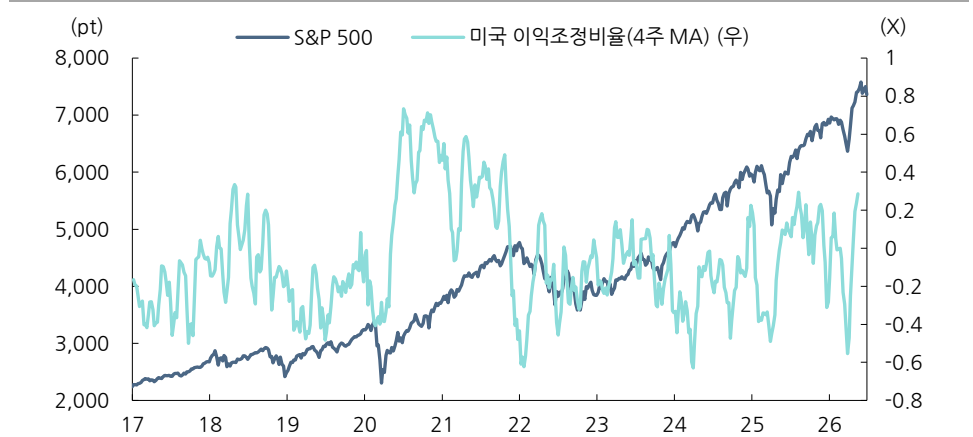
자료: Semianalysis, 상상인증권 리서치센터

그림 18. HBM3, HBM3E 가격 전망



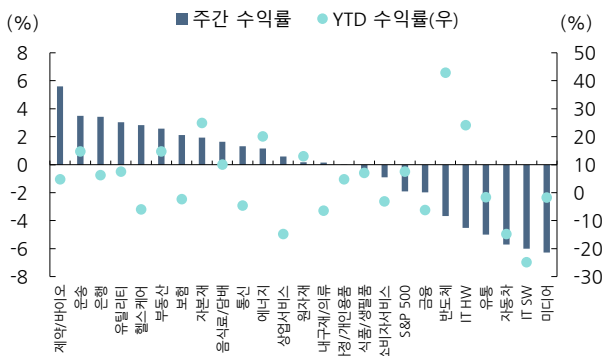
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 19. S&P 500 주가 추이 및 이익조정비율(4주 MA) 추이



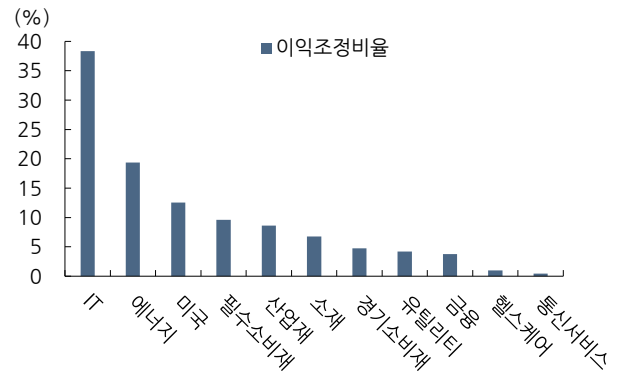
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 20. S&P 500 업종별 수익률



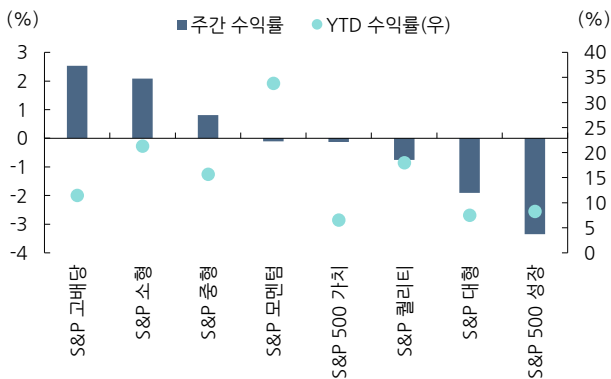
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 21. S&P 500 업종별 이익조정비율



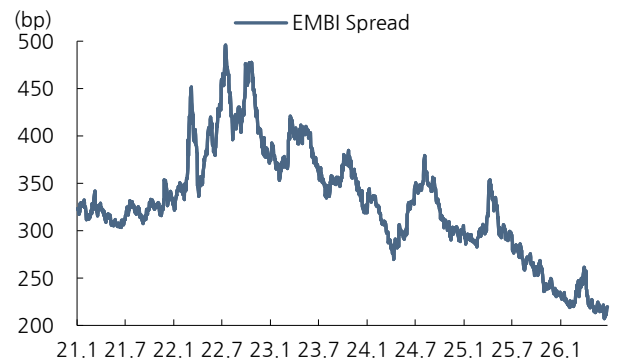
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 22. S&P 500 스타일별 수익률





















































자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 23. EMBI Spread 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 1. MSCI AC World 업종별 주요 지표

업종	업종별 EPS 변화율 (%)				컨센서스 추이 (%)	업종별 수익률 (%)				지수 추이 (%)
	1W	1M	3M	YTD		1W	1M	3M	YTD	
글로벌(M. AC World)	1.7	1.6	9.3	21.6		0.3	2.0	5.4	9.7	
에너지	-2.1	0.2	10.6	42.1		3.0	-4.6	-5.9	19.4	
소재	-1.0	-2.0	3.2	23.3		-3.1	-2.4	-8.9	3.2	
자본재	4.8	1.0	6.9	15.6		-2.6	2.4	0.4	13.9	
상업/전문서비스	0.8	-0.5	2.2	4.4		0.7	4.3	4.5	-7.9	
운송	1.5	-2.1	-0.3	2.4		0.7	2.5	4.9	10.6	
자동차/부품	0.3	-3.8	1.0	-1.5		1.3	-0.7	-2.8	-13.8	
내구소비재/의류	1.8	-0.9	0.1	0.5		-1.0	0.2	2.2	-8.2	
소비자 서비스	2.7	-0.3	3.7	5.2		-0.7	2.5	-0.8	-7.3	
소매	1.0	-2.0	3.8	6.8		1.2	1.6	-2.8	-0.8	
식품/필수품 소매	2.9	3.5	2.6	5.8		-1.0	-4.4	-6.3	2.0	
식품/음료/담배	0.6	0.7	0.3	2.8		-1.9	0.1	3.8	5.9	
가정용품/개인용품	0.8	-0.1	-1.4	-0.9		-2.6	1.4	4.0	-0.8	
헬스케어 장비/서비스	-0.5	-2.0	-0.1	3.7		-0.5	3.7	4.1	-6.1	
제약/생명공학/생명과학	2.3	0.4	1.1	2.5		-1.6	5.9	7.4	5.4	
은행	0.4	-0.3	1.0	8.5		1.0	6.6	6.2	9.9	
기타 금융	-0.7	-0.9	2.6	6.5		-0.1	5.4	4.0	-2.7	
보험	0.0	-0.3	0.4	4.7		0.2	5.8	4.9	4.3	
소프트웨어/서비스	-2.4	-2.3	1.9	1.3		0.0	0.3	-0.3	-19.0	
기술 하드웨어/장비	2.2	6.1	24.6	72.4		1.7	2.8	22.3	37.5	
반도체/장비	8.1	12.1	40.3	100.4		2.3	1.5	24.1	51.5	
통신서비스	1.0	2.1	1.8	6.8		-1.0	-6.3	-8.1	-1.5	
미디어/엔터	-2.6	-3.5	8.4	9.5		1.8	2.1	-1.2	0.1	
유틸리티	2.2	0.9	0.4	4.5		-0.9	1.8	-3.8	6.4	
부동산	0.9	2.2	-0.1	-15.4		-0.8	-1.2	0.3	10.0	

자료: LSEG, 상상인증권 리서치센터

표 2. S&P500 업종별 주요 지표

업종	업종별 EPS 변화율 (%)				컨센서스 추이 (%)	업종별 수익률 (%)				지수 추이 (%)
	1W	1M	3M	YTD		1W	1M	3M	YTD	
미국(S&P500)	1.9	2.7	10.6	21.1		0.8	2.0	7.1	8.8	
에너지	-0.9	-0.7	16.6	48.1		2.6	-3.7	-3.9	22.5	
소재	0.4	0.8	8.5	23.8		-3.3	-1.0	-3.0	8.7	
자본재	3.1	3.1	8.5	13.2		-2.0	3.7	6.1	18.8	
상업/전문서비스	0.9	0.8	3.2	5.0		-0.6	2.8	1.9	-10.9	
운송	2.9	1.1	6.3	8.0		0.0	3.3	9.4	15.4	
자동차/부품	1.3	1.0	4.4	12.3		3.1	0.9	4.4	-15.1	
내구소비재/의류	0.5	-0.9	0.6	1.5		-3.1	-3.8	-5.3	-8.9	
소비자 서비스	1.2	1.0	3.0	6.8		-1.4	2.9	-0.4	-4.0	
소매	1.1	0.9	10.0	15.6		0.1	1.1	-1.8	2.9	
식품/필수품 소매	0.8	0.6	3.0	5.7		-1.4	-5.8	-6.7	3.8	
식품/음료/담배	0.0	-0.4	1.5	3.3		-2.2	-1.0	5.7	9.2	
가정용품/개인용품	0.4	0.4	-0.2	1.0		-3.3	0.1	4.4	3.1	
헬스케어 장비/서비스	0.9	0.9	3.7	7.2		-0.5	4.0	7.2	-3.7	
제약/생명공학/생명과학	1.7	1.7	2.7	3.2		-1.3	6.5	12.7	8.9	
은행	1.0	1.2	3.7	11.1		0.4	5.9	8.9	4.0	
기타 금융	1.3	1.3	3.3	8.0		-0.4	5.1	5.3	-3.4	
보험	0.5	0.8	2.3	5.5		-0.9	8.6	8.3	3.9	
소프트웨어/서비스	1.4	1.0	5.4	11.0		-0.4	0.0	-0.7	-18.8	
기술 하드웨어/장비	1.6	2.1	17.3	31.4		3.5	5.3	23.9	30.9	
반도체/장비	5.6	11.1	29.5	75.7		3.9	0.1	19.2	37.3	
통신서비스	0.5	0.6	2.6	13.3		0.4	-7.1	-14.7	-7.9	
미디어/엔터	0.3	0.8	12.8	14.0		1.4	1.9	-0.3	4.1	
유틸리티	0.8	0.8	2.5	5.9		-1.4	3.0	-2.7	5.2	

자료: LSEG, 삼성인증권 리서치센터

## 2. 채권

### 국내 채권시장은 중동 리스크에도 환율 하락으로 낙폭 일부 제한

#### 중동 지정학 리스크 재고조에 약세 지속

금주 국내 채권시장은 대내외 리스크 요인이 잇따르며 주간 약세장을 시현했다. 주 초반 3년물 입찰 부진과 일본 10년물 금리의 30년 만의 최고치 경신 여파가 유입되며 금리가 상승 출발했다. 반도체 피크아웃 우려에 따른 증시 폭락으로 안전자산 선호가 나타나기도 했으나, 외국인의 국채선물 매도세 확대로 오름세를 지속했다. 주 후반에는 호르무즈 상선 피격과 미국의 공습-제재 재개로 유가가 급등하며 약세 압력이 가중되었다. 다만, 달러-원이 1,500원선 아래로 하락하자 단기 구간 상승 압력은 일부 경감되었다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 베어-스티프닝을 시현했다.

### 미국 채권시장은 유가 변동성 확대, 트럼프 리스크 속 주 후반 오름폭 일부 반납

금주 미국 채권시장은 중도발 지정학 리스크가 유가와 연동되며 등락을 거듭하며 주간 약세를 시현했다. 호르무즈 해협 유조선 피격과 이란산 원유 제재 재개에 유가가 급등하고 대형 회사채 발행에 따른 수급 부담까지 가세하며 30년물이 심리적 저항선인 5.0%를 상향 돌파했다. 이어 트럼프 대통령의 이란 재공격 위협이 10년물의 4.6%선 상회를 이끌었으나, 타코 트레이드 가능성과 양호한 국채 입찰 수요가 상승폭을 제한했다. 주 후반에는 파키스탄-카타르의 중재로 협상 재개 기대감이 확산되며 유가가 진정되자 금리도 동반 하락 전환했다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 베어-스티프닝을 시현했다.

그림 1. 주요 만기물별 국고채 금리 추이



자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미 국채 주요 만기물 금리 추이

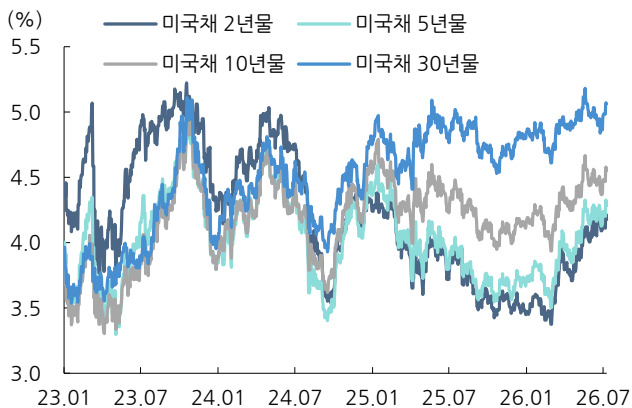
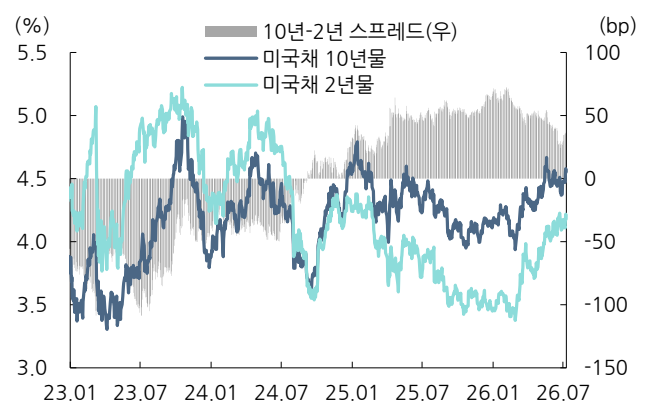


그림 3. 미 국채 장단기 금리 및 스프레드 추이



### 3. 원자재

#### 7월 STEO: 해협 재개방, 유가는 전쟁 이전으로?

EIA는 7월 STEO(Short-Term Energy Outlook)에서 2026년 브렌트유 전망을 전월(6월) 대비 배럴당 \$13 하향한 \$82/bbl로 제시했다. 6/18 미국과 이란이 분쟁 종식과 호르무즈 해협 재개방에 대한 MOU를 체결하면서, 2월 말 이후 사실상 봉쇄됐던 해협의 유조선 통행이 빠르게 회복되고 있는 점을 반영했다. 중동 7개국의 생산 차질은 5월 1,120만b/d로 정점을 기록한 뒤 6월 830만b/d로 축소된 것으로 추정되며, 3분기 543만b/d, 4분기 144만b/d로 연내 대부분의 생산이 분쟁 이전 수준으로 회복할 것으로 판단하였다.

글로벌 원유 재고는 2분기 일평균 510만b/d 감소한 데 이어 3분기에도 220만b/d 감소할 전망이다, 이는 6월 전망(700만b/d 이상 감소) 대비 크게 완화된 수치다. 3분기까지 재고 유출이 이어지는 것은 늘어난 유조선 통행의 상당 부분이 해협 안팎에 대기 중이던 물량이기 때문이다. 4분기부터는 재고가 270만b/d 축적으로 전환되고, '27년에는 500만b/d 축적으로 분쟁 이전의 공급과잉 국면으로 복귀할 것으로 전망했다. 수요 측면에서는 고유가와 연료 부족, 각국의 소비 억제로 '26년 글로벌 원유 소비가 120만b/d 감소하고, '27년에는 200만b/d 증가한 1억 480만b/d로 내다봤다. 브렌트유 전망은 4분기 \$70/bbl, '27년 평균 \$65/bbl로 하향됐으며, 재고 재비축 수요가 하락 속도를 완충할 것으로 판단하였다.

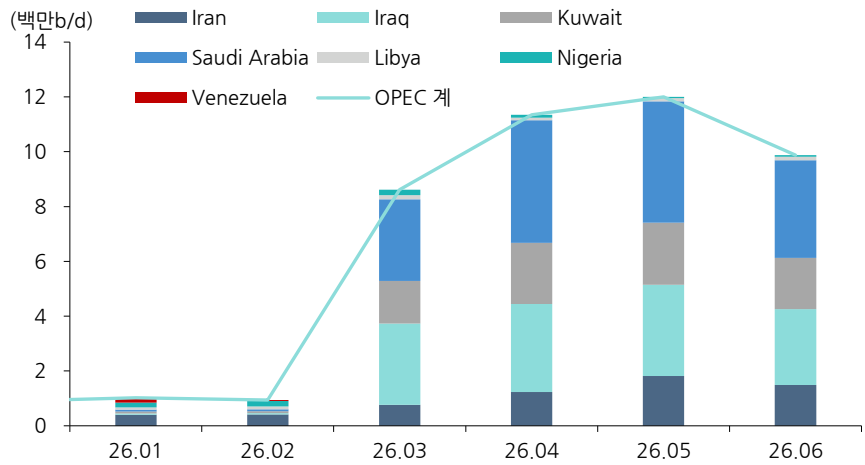
당사는 7월 STEO의 유가 경로가 과도하게 낙관적(과소평가)고 판단한다. 종전 MOU는 구속력 없는 양해각서 수준인 데다, 체결 이후에도 호르무즈 인근에서 탱커 및 LNG선 피격이 이어지는 등 중동의 지정학 불확실성이 여전히 크기 때문이다. 잔여 차질 물량의 회복 지연, 전쟁 보험료·운임 부담, 전략비축유 재비축 수요를 감안하면 공급 정상화와 유가 하락 속도는 EIA 가정보다 완만할 가능성이 높다. 유가의 하락 방향성은 불가피하나, 4분기 \$70/bbl로의 일방향 하락보다는 위험 프리미엄이 유지되며 하락이 지연되는 경로가 유력하다. 유가 높이를 EIA 전망 대비 높여 보아야 한다는 판단이다.

그림 1. WTI Spot 가격 및 EIA 7월 전망치



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 2 OPEC 생산 차질 물량 추정



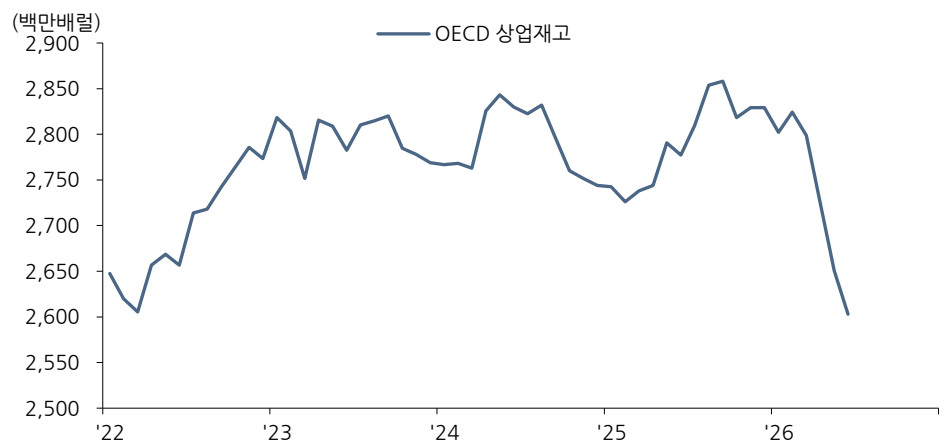
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 3 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 생산 차질 추정

국가	생산량 2월	차질 3월	차질 4월	차질 5월	차질 6월	전망 3Q26	전망 4Q26
Kuwait	2,560	1,400	2,000	2,030	1,650		
UAE	3,600	1,450	1,100	1,250	150		
Iran	3,390	130	230	780	580		
Iraq	4,400	2,840	3,080	3,190	2,650		
Qatar	557	450	500	500	450		
Bahrain	193	120	150	150	150		
Saudi Arabia	10,500	2,500	3,340	3,300	2,660		
<b>Total</b>	<b>25,200</b>	<b>8,890</b>	<b>10,400</b>	<b>11,200</b>	<b>8,290</b>	<b>5,427</b>	<b>1,440</b>

자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 4 OECD 상업용 원유 재고



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

## 4. 부동산

### 서울 7주 연속 상승, 풍선효과 확인

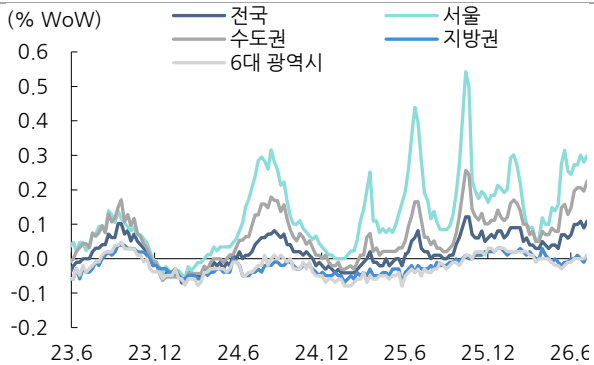
#### 동탄·기흥·구리3중 규제에도 상승 가속

9일 부동산원이 발표한 7월 첫째주(6일 기준) 주간 아파트 가격 동향에서 서울 매매가격은 0.30% 상승하며 전주(0.27%) 대비 오름폭이 다시 확대, 74주 연속 상승세를 이어갔다. 성북구로가 서울 상승을 주도하고 송파·강동·노원 등 전역이 고르게 올랐다. 주목할 것은 7/1부터 투기과열지구·토허구역으로 묶인 동탄·기흥·구리의 흐름이다. 규제 효력 발생에도 불구하고 동탄(+1.29%)·구리(+0.64)·기흥(+0.56%)은 오히려 상승폭이 확대되었고, 동탄과 생활권이 맞닿은 수원 영통이 전주 0.41%에서 이번 주 1.19%로 3배 급등하며 풍선효과의 2차 확산이 가시화되었다. 전세도 서울 0.31%로 상승폭이 확대되었으며, 올해 누적 전세 상승률이 매매 상승률과 같은 수준까지 도달해 조만간 전세가 매매를 추월할 것이라는 전망이 나온다.

#### 주요 지역 중심 상승폭 확대

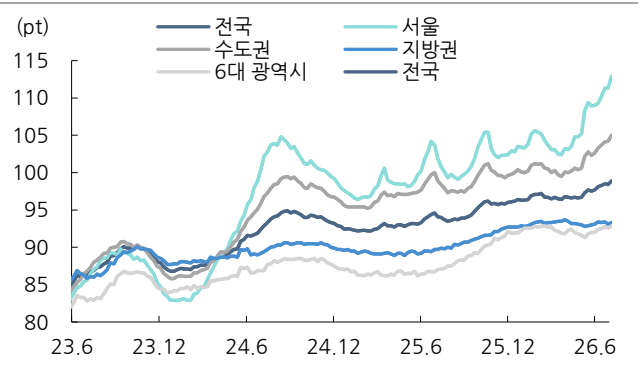
매매시장의 상승 지역은 107개를 기록하며 전주 104개 지역 수 대비 증가했다. 세종시의 등락률은 -0.05%로 전주 0.00% 대비 하락 전환하였다. 한편 강북(+0.33%)의 경우 성북구(+0.51%), 중랑구(+0.39%), 광진구(+0.38%) 등의 주요 단지를 중심으로 상승폭이 확대되었다. 강남(+0.28%) 역시 구로구(+0.50%), 송파구(+0.34%), 강동구(+0.34%) 등 서남권 및 강동권 지역을 중심으로 상승세를 이어갔다. 인천(+0.03%)의 경우 연수구(+0.08%), 중구(+0.05%), 동구(+0.05%) 등 지역을 중심으로 상승세를 유지했다. 한편 경기권에서는 동탄구(+1.29%), 영통구(+1.19%), 구리시(+0.64%), 기흥구(+0.56%) 등 화성·수원·용인 지역을 중심으로 강한 상승세가 나타났다.

그림 1. 주간 국내 아파트 매매 가격 지수 등락률



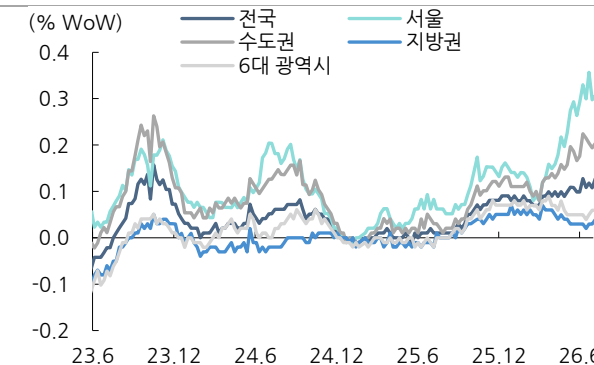
자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

그림 2. 주간 국내 아파트 매매 수급 지수 추이



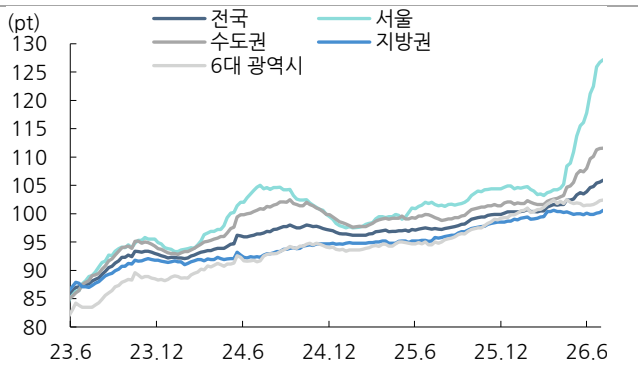
자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

그림 3. 주간 국내 아파트 전세 가격 지수 등락률



자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

그림 4. 주간 국내 아파트 전세 수급 지수 추이



자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

### Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신얼, 김경태, 최예찬, 강혜성)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

