

QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 | 2026.07.31

한 눈에 보는 상상인 자산전략 Weekly



Analyst 신얼 | 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	17
3. 외환	18
4. 부동산	20

Summary

주간 자산시장 동향 & 체크포인트

AI 실적 견조해도, 시장은 금리, 유가 그리고 CAPEX를 바라보는 국면 진행 중

7월 5주차 금융시장
선진 증시 보합
채권 약보합
달러 약세
원화 절상
유가 변동성

7월 5주차 금융시장은 기업 실적보다 FOMC, 중동 군사행동 등 거시 환경 변화에 더욱 민감하게 반응했다. 7월 FOMC에서는 기준금리를 3.50~3.75%로 동결했으나, 금리 인상을 주장한 소수의견 3인이 확인됐다. 연준 내부의 대파적 기조가 한층 강화되고 있음을 시사했다. 케빈 워시 의장은 기자회견에서 "이미 높은 금리 수준 자체가 긴축 효과를 발휘하고 있다"고 평가하면서도 공급 측 인플레이션 위험에 대한 경계감을 유지했다. 또한, 포워드 가이드스가 불필요하고, 연말까지는 기자회견을 할 예정이나, 그 이후는 의문을 제기함에 따라 시장의 적응력이 보다 중요해지고 있다. 트럼프는 역시나 케빈 워시를 제외한 연준 이사진을 비난했다.

미 국채 금리
장단기물 금리 스프레드 확대
FOMC 금리 동결
소수의견 3인 확인

미 채권시장은 이에 민감하게 반응했다. 단기물 금리는 정책금리 기대를 반영하며 하향 안정됐지만 장기물은 기간 프리미엄 확대를 반영하면서 커브 스티프닝이 나타났다. 미국 10년물 국채금리는 4.60% 후반, 30년물은 5.20% 중반까지 상승하며 미국 국채에 대한 요구수익률이 한 단계 높아졌다. 이는 단순한 통화정책보다 에너지 가격과 재정 부담을 동시에 반영하는 움직임으로 해석된다. 또한, 워시 의장의 발언에서 한발짝 더 나아가 보다 더 긴축적 통화정책 필요성을 명목 금리를 통해 실현할 수 있다는 채권시장 의지도 일부 투영됐다.

2Q와는 다른 증시 투심과 수급

선진증시 > 신흥증시
나스닥 < S&P500 < 다우

글로벌 주식시장은 주간 기준 소폭 상승했지만 업종과 지역별 차별화가 뚜렷했다. 중국(+3.5%)이 가장 높은 수익률을 기록한 반면 신흥국(-4.0%)은 부진했다. 중국 증시 역시 본토 수익률은 제한되었고, 홍콩 증시와 역외 시장에서 상승한 부분이 반영된 측면임을 감안하면 선진 대비 신흥 시장은 수익률이 열위에 있었던 주간이었다. 미국 증시는 실적 발표 직후 상승폭을 확대하기도 했지만 장기금리 상승 부담이 확대되면서 상승폭을 대부분 반납했다. 금주에도 나타난 점은 성장주 중심의 나스닥 대비 미국 경제를 보여주는 S&P 500 수익률이 좋았고, 우량주 중심의 다우존스 지수가 가장 높은 수익률을 보였다는 점이다. 2Q와는 확연히 달라진 머니 플로우와 투심의 변화가 7월 중 지속적으로 나타났다.

달러 추가강세 제어 이후 중립
원화 엔화 등
아시아 통화 가파른 절상 시현

달러 인덱스는 -1.46% 하락하며 약세를 보인 반면, 아시아 주요 통화가 강세를 나타냈다. 달러는 연준의 금리 동결이 추가 강세 모멘텀을 제약했다. 또한, 미국과 이란의 공급이 격화되는 가운데 상호 간 협상 중단을 선언하며 긴장감이 고조되었으나, 유가의 레벨 내에서의 등락이 큰 국면이기에 달러 수요는 제약됐다. 반면, 원화는 주간 +2.48% 절상됐다. 과도했던 수급 꼬임 현상이 해소되며 강한 절상 흐름을 시현했다. SK하이닉스 중심으로 수출 업체의 달러 매도 물량 출회 가능성은 단기적으로 높은 상황이다. 엔화 절하 압력이 정책적으로 제어되는 가운데 달러 약세와 맞물려 엔화의 되돌림 절상은 약 3%에 근접할 정도로 크게 나타났다.

마이크로소프트의 촉배 아마존 클라우드 고성장

이익발 CAPEX 노이즈 넘는 중

애플, 시총 1위 재등극

금주는 하이퍼스케일러와 AI 밸류체인을 이루는 주요 기업들의 실적 발표가 금융시장의 주요 축으로 작용한 주간이었다. 이번 실적 시즌의 최대 승자는 마이크로소프트였다. Azure 클라우드의 연간 매출이 사상 처음 1,000억 달러를 돌파했고, Copilot 사용자는 3,000만 명을 넘어섰다. 클라우드 기반 AI 서비스가 본격적인 수익 창출 단계에 진입했음을 확인시켜 준 결과다. 아마존 역시 AWS 매출이 전년 대비 37% 증가하며 AI 인프라 투자 확대가 실질적인 매출 성장으로 이어지고 있음을 입증했다. 애플 역시 EPS 2.02달러(예상 1.89달러), 매출총이익률 50.1%를 기록하며 견조한 수익성을 이어갔다. 다만 중화권 성장 둔화와 보수적인 매출 가이드는 투자심리를 다소 제약했다. 반면 자본적지출 규모는 향후 9개월 기준 약 68억 달러에 불과해 하이퍼스케일러들과는 다른 보수적 투자 전략을 유지하고 있다. 이는 오히려 투자 부담의 최소화가 투자 매력을 향상시키면서 글로벌 시총 1위 재등극을 견인한 것으로 판단한다.

메타, 이익 불안감 및 투자 손실 누적 그리고 향후 CAPEX 부담감 모두 부정적

재무제표 전반적으로 충족시켜야 주가 상승 트리거로 작용하는 국면

반면, 메타는 투자자들의 기대를 충족시키지 못했다. 광고 매출은 전년 대비 27% 증가했지만 EPS는 6.18달러로 시장 예상(7.22달러)을 크게 하회했다. 더욱이 연간 CAPEX 하단을 1,250억 달러에서 1,300억 달러로 상향 조정하면서 AI 투자 확대가 수익성 훼손으로 이어질 수 있다는 우려가 부각됐다. 전주와 금주의 실적 발표를 종합적으로 고려할 때, AI 투자 사이클은 여전히 유효하다. 주요 기업들의 이익 창출능력은 보다 더 압도적으로 전개되고 있다. 하지만 시장은 이제 '얼마나 벌고 투자를 얼마나 하느냐'보다 '투자가 얼마나 이익으로 연결되는가'를 평가하기 시작했다. 즉, 손익계산서에 꽂힌 시선이 재무상태표와 현금흐름표에 보다 집중하면서 전체 재무제표를 보기 시작했다. 향후 AI 밸류 체인 주가 차별화가 더욱 확대될 가능성을 의미한다.

8월 1주차 체크포인트

- 1) 경제지표
미 고용 및 기대인플레이
- 2) 채권 수급
QRA 발표
- 3) 스페이스X 보호예수
물량 해제

8월 첫째 주에는 통화정책보다 경제지표와 채권 수급이 시장 방향성을 결정할 전망이다. 가장 중요한 이벤트는 미국 재무부의 분기 국채 발행계획(QRA) 발표다. 장기물 발행 규모가 시장 예상보다 확대될 경우 미국 장기금리의 상방 압력은 지속될 가능성이 있다. 이는 커브 스티프닝의 추가 지지 요인으로 작용할 시, 경제 뿐만 아니라 채권시장과 주식시장의 민감도를 자극할 수 있겠다. 경제지표에서는 한국 소비자물가(8/4), 미국 비농업부문 고용지표와 뉴욕 연은 기대인플레이션(8/7)이 핵심 변수다. 최근 고용지표는 신규채용 둔화와 자발적 퇴사율 하락이 동시에 나타나고 있어 노동시장 냉각 여부를 확인하는 과정이 이어질 전망이다. 한편 8/6 예정된 스페이스X 1차 보호예수 해제도 성장주 투자심리에 영향을 줄 수 있는 변수다. 초기 투자자의 차익실현 여부가 우주 및 AI 성장주 전반의 투자심리에 영향을 미칠 가능성이 있다.

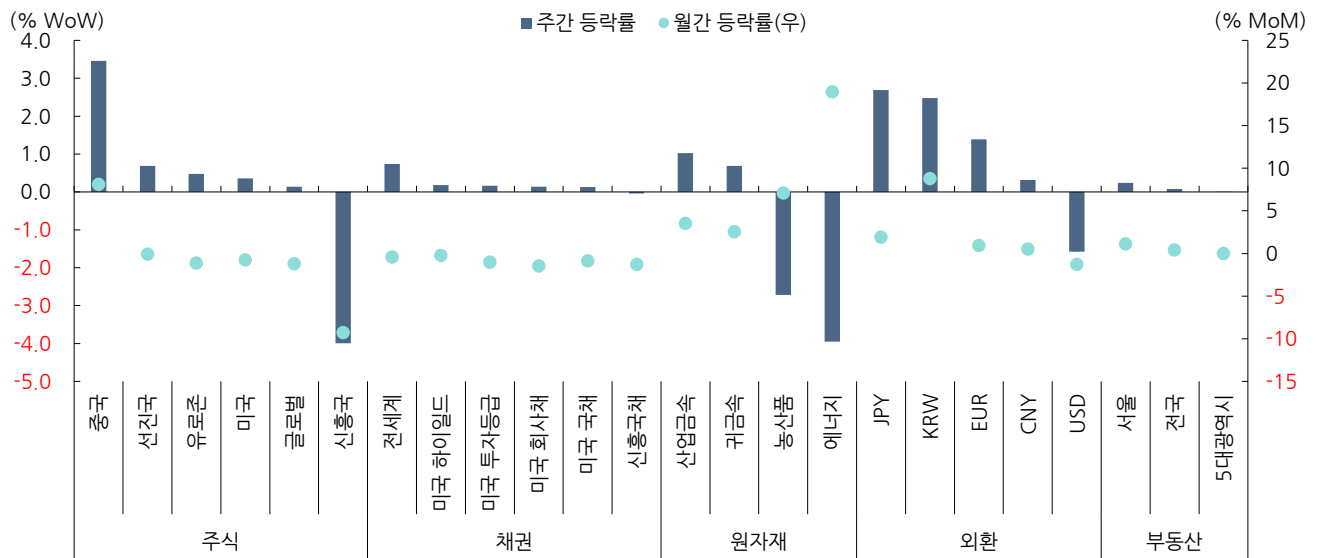
8월 1주차 투자전략 금융시장 변동성 확대되는 여름 바캉스 시즌

금리 안정 시, 성장주와 우량주의 배분 IG 회사채 및 단기 국채

중간선거 모드 진입

7월 말에서 8월 초는 계절적으로도 금융시장 변동성이 확대되는 구간이다. 현재 미국 10년물 국채금리는 4.60% 후반, 30년물은 5.20% 중반 레벨까지 상승하면서 기술적 되돌림 여력을 확보하고 있다. 유가가 안정되고 장기금리가 일부 하락한다면 증시 역시 단기적인 반등을 지속 시도할 가능성이 높다. 다만 실적 시즌이 마무리된 이후에는 다시 거시 변수의 영향력이 확대될 전망이다. 특히 중동 지정학 리스크와 미국 국채 발행 부담은 위험자산의 밸류에이션을 제약하는 요인으로 남을 가능성이 높다. 따라서 단기적으로는 현금 비중을 일정 수준 유지하면서 금리 안정 시 성장주와 우량주의 배분, 그리고 투자등급 회사채와 단기 국채 중심으로 점진적인 비중 확대 전략이 유효하다고 판단한다. 8월부터는 미국 중간선거 국면이 본격화되는 만큼 지정학적 긴장 완화 가능성도 함께 점검할 필요가 있다.

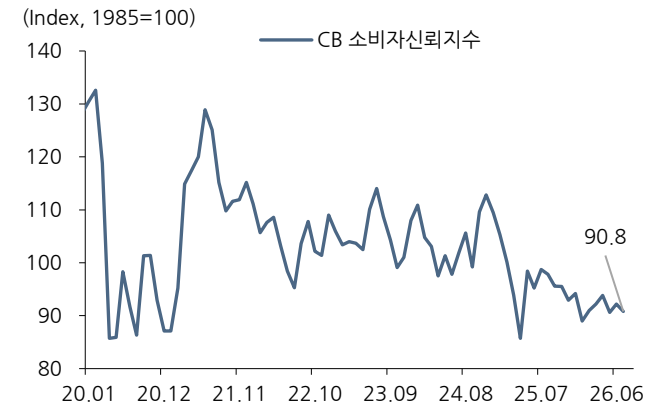
그림 1. 자산별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 부동산원, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

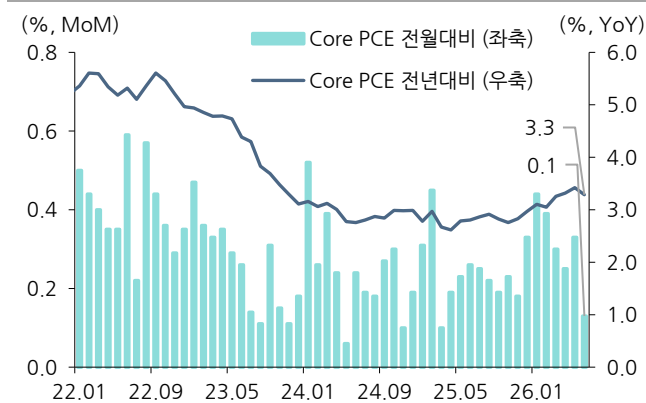
경제지표해설

그림 1. 미국 7월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수



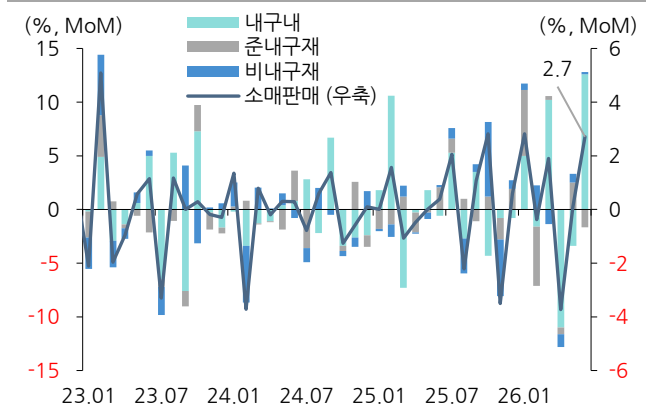
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미국 6월 근원 개인소비지출(PCE) 물가지수



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 한국 6월 소매판매



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 지난 28일(현지시간) 컨퍼런스보드가 발표한 7월 소비자신뢰지수는 90.8로 전월대비 1.4pt 하락하며 예상치(92.4)를 하회. 2021년 말 이후 이어진 완만한 하락 추세를 지속
- 기대지수(74.7)가 전월과 동일한 수준을 유지한 반면, 현재상황지수(114.9)는 3.6pt 하락하며 3개월 연속 둔화. 기업 여건 악화 인식과 함께 일자리 풍부 응답 비율(24.6%)도 전월 대비 하락
- 기대지수가 경기침체를 시사하는 80선을 지속 하회하는 가운데, 최근 중동 분쟁 재점화로 관련 부정적 심리가 향후 더 확대될 가능성에 유의
- 지난 30일(현지시간) 미 상무부(BEA)가 발표한 6월 근원 PCE 가격지수는 MoM +0.1%로 예상치(+0.2%)를 하회, YoY +3.3%로 예상치에 부합. 헤드라인 PCE는 MoM -0.1%, YoY +3.7% 기록
- 개인소득(MoM +0.2%)·소비지출(MoM +0.3%) 모두 전월 대비 증가폭이 축소된 가운데, 의료(+228억달러)·자동차(+174억달러)가 지출 증가를 견인. 반면 에너지(-481억달러)는 급감하며 물가 둔화를 뒷받침
- 근원 물가의 완만한 오름세와 헤드라인 물가 하락이 확인됨에 따라, 연준의 물가 경계감이 다소 완화될 전망
- 지난 31일 국가데이터처가 발표한 6월 소매판매는 전월대비 2.7% 증가하며 3개월 만에 트리플 증가(생산·소비·투자)를 견인. 전년동월대비로는 4.2% 증가
- 승용차, 통신기기·컴퓨터 등 내구재(+12.6%)가 판매 증가를 주도. 반면 의복 등 준내구재(-1.7%)는 감소한 가운데, 음식료품 등 비내구재(+0.2%)는 소폭 증가
- 선행종합지수 순환변동치도 전월대비 0.9p 상승하며 17년 2개월 만에 최대 상승폭을 기록. 다만 미-이란 무력충돌 재개에 따른 대외 불확실성은 하반기 소비 회복의 리스크 요인으로 상존

1. 주식

엔비디아, CXMT 등 글로벌 반도체 투심 악화된 점이 증시 급락 야기

투자자들을 만족시키지 못한 SK하이닉스 실적 & 컨콜

전 업종 약세, 개인 투매 속 기관계 자금 유입

국내 증시 리뷰: 역사적 변동성을 경험 중

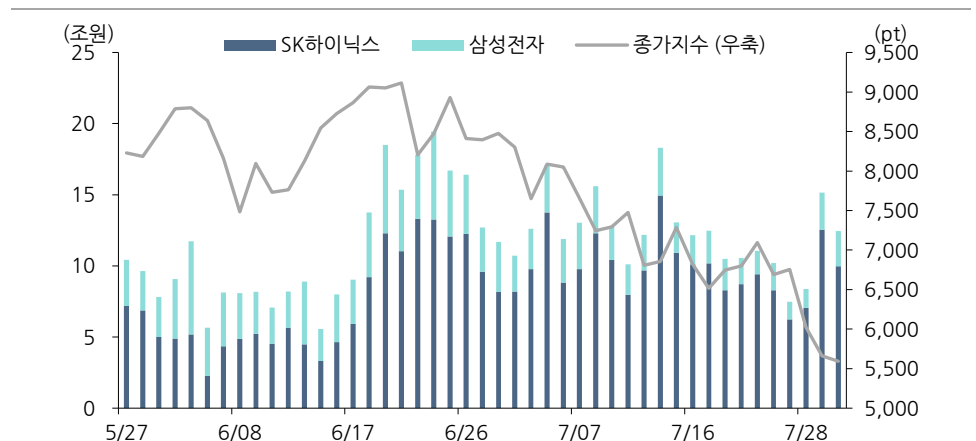
7/30일 기준 KOSPI는 전주대비 -16.40% 하락한 5,593.56pt를 기록하였다. KOSDAQ은 전주대비 -13.82% 하락한 644.78pt를 기록하였다. 금주 국내 증시는 META, Microsoft, Amazon 등 빅테크 실적 발표와 FOMC를 앞두고 글로벌 반도체 투심이 악화되며 급락하였다. 그 배경에는 다양한 원인이 지목되나, 엔비디아의 순환거래 우려, 중국 창신메모리(CXMT) IPO와 중국산 DUV 노광장비 이슈 등이 매도 흐름을 가속화 시켰다.

그 가운데 수요일(29일) 발표된 SK하이닉스 영업이익은 예상 컨센서스를 약 -4% 정도 하회하였고, LTA(장기공급계약) 관련해서 메모리 단가에 대한 불확실성이 양방향으로 나타날 수 있다는 언급이 투매를 야기했다. 또한 이는 재차 글로벌 반도체주 약세로 이어지며 악순환이 지속되었는데, 해당 여파는 대만, 일본보다도 국내 증시에 더욱 크게 다가왔다.

금주 KOSPI는 삼성전자, SK하이닉스의 급락과 그로 인한 단일종목 레버리지 ETF 손실이 개인투자자들의 이탈로도 이어진 것으로 보인다. 외국인과 개인의 공백을 받아낸 주체는 기관계 자금이었다. 금주 증시는 ETF발 자금 영향력이 큰 금융투자를 제외하고 보았을 때 연기금, 보험, 기타법인이 매수세를 이어갔다.

투매의 여파는 반도체뿐만 아니라 KOSDAQ을 포함한 국내 증시 전 업종으로 이어졌다. 업종별 수익률에서는 필수소비재(+1.6%)만 전주대비 상승하였고, 이를 제외한 나머지 업종은 IT H/W(-29.7%), 에너지(-21.6%), 기계(-21.3%) 등 전주대비 큰 폭으로 하락 마감하였다. 특히 이러한 큰 낙폭은 반도체와 IT 테크주, 자동차 등 YTD로 높은 수익률을 기록했던 업종을 중심으로 나타났다.

그림 1. 삼성전자, SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF 총 거래대금 및 KOSPI 증가



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

악해진 개인투자자 투심, 강한
반등은 오히려 다시 차익 실현
재료가 될 수 있음

실적의 디테일은 자본지출 전망
변화와 현금흐름, 다만 가격적
논리가 더해진 상황

남아있는 AMD, Sandisk 실적발표에
대한 관심도 집중, 2Q 실적보다도
향후 LTA와 가격 전망이 중요

국내 증시 차주 전망: 악해진 투심, 급반등은 또 다른 부작용 야기

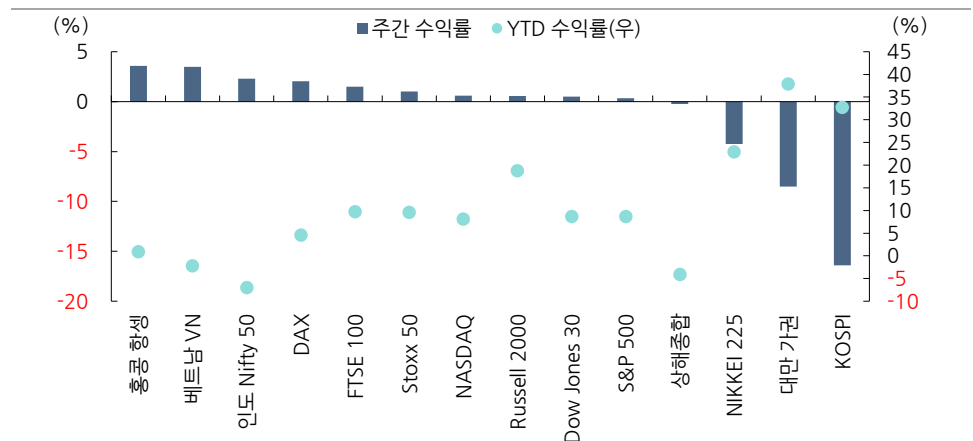
차주 국내 증시는 반도체 투심의 회복 여부가 지수의 방향성을 결정할 가운데, 펀더멘털적 논리에서 유입되는 저가매수세 유입은 기대되는 점이나 악화된 투심에 의한 매도흐름이 상승 폭을 제한할 것으로 보인다. 급주 발생한 급락을 겪으며 신용용자잔고는 급감하였고 개인 투자자들의 심리는 투매를 겪은 이후 많이 취약해져 있는 상태이다.

그 가운데 7/30일 목요일 미국 증시가 반도체주를 중심으로 큰 폭으로 반등한 점은 긍정적이다. 먼저 삼성전자의 컨퍼런스 콜 내용에서 주주환원과 LTA 관련 긍정적 내용이 지수를 상승 마감시키지는 못했으나 투심을 개선시켰다. 이와 더불어 같은 날 MS 컨콜에서 CapEx 투자 확대가 발표되고, 투자자들이 주목하는 현금흐름 부족 현상도 나타나지 않은 점이 반도체 중심 반등의 트리거가 되었다.

빅테크 및 국내 반도체 2사의 실적 발표는 분명 트리거가 되었으나, 주가의 흐름에는 그 내용의 디테일에 더해 가격적 논리가 합쳐지며 증시가 움직였다고 볼 수 있다. 외국인투자자는 가파른 속도로 상승하였던 국내 증시에 대한 지속적인 리밸런싱을 이어갔고, 그 여파로 신용용자잔고와 단일종목 레버리지 ETF 거래대금은 감소했다. 펀더멘털 측면에서 상반기 상승은 설명이 되나, 차익 실현 우려도 존재했다는 점에서 리밸런싱의 규모가 크게 이루어진 측면이 있다. 향후 주가 향방에 대한 불확실성은 매우 높은 가운데 급반등은 또 다른 급락을 야기할 수 있기에 중-장기적 방향성에 대해서는 강세장을 전망하나 단기적 주가흐름 변화에 유의해야 할 것이다. 또한 현 시점에서 단기적 주도흐름은 악해진 개인 투심보다는 외국인 자금이 될 가능성이 높다.

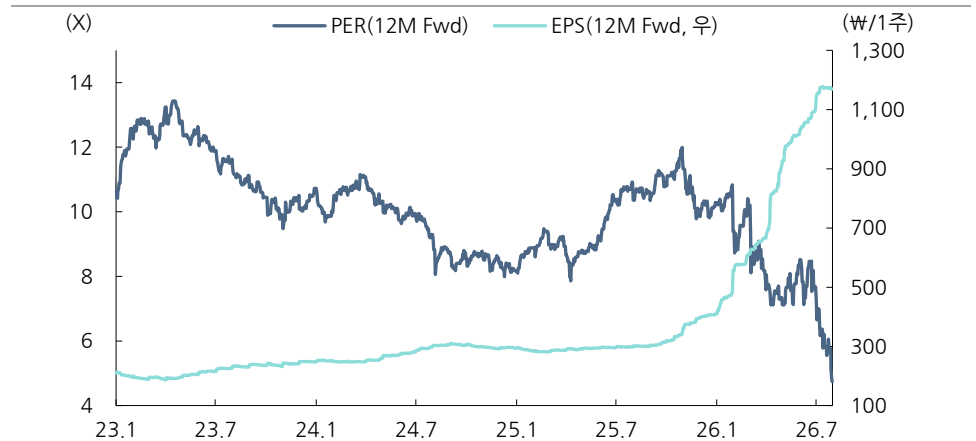
차주에는 미국 7월 ISM PMI 지수가 발표되고, 고용지표 주간을 맞아 ADP 취업자변동, 비농업부문고용지수 발표가 예정되어있다. 한국의 경우 7월 소비자물가지수가 발표된다. 또한 기업 실적발표가 이어지게 되는데, 국내 영향을 줄 수 있는 주요 기업으로는 Palantir, AMD, SpaceX(화), Sandisk, Eli Lilly(수), Rheinmetall(독) 등이 있다. 국내 증시의 영향력으로 보았을 때 AMD, Sandisk 실적을 지켜봐야겠으나, 실적에 대한 눈높이가 높은 상황에서 최근에는 호실적 발표 이후에도 추세를 전환시키지 못했다는 점에서 주가가 반등 흐름을 이어갈 수 있을지 지켜봐야 할 것이다.

그림 2. 증시별 주간/YTD 수익률



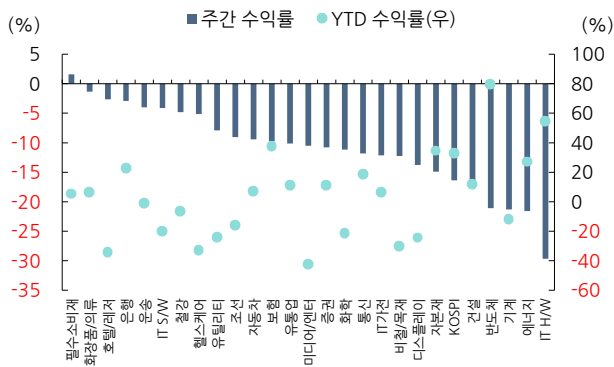
자료: Bloomberg, 상승인증권 리서치센터

그림 3. KOSPI 12M Fwd PER, EPS



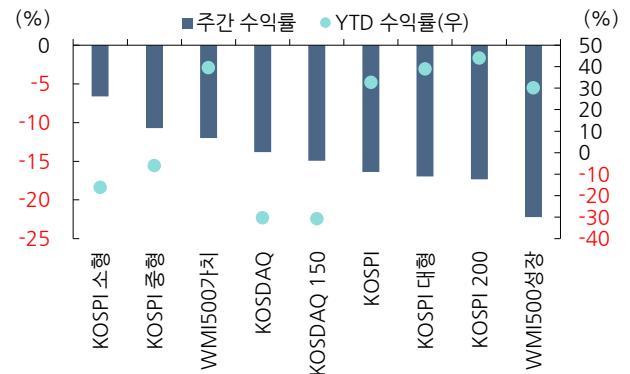
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 4. KOSPI 업종별 수익률



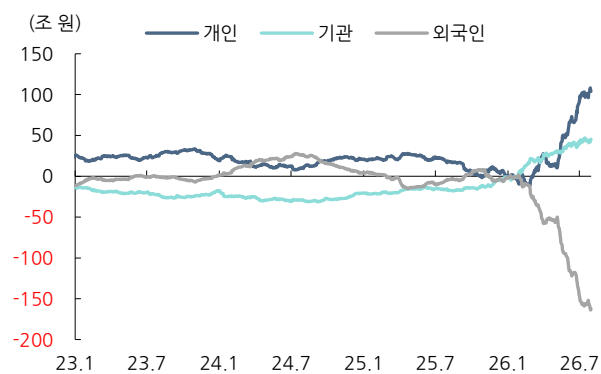
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 5. KOSPI 스타일별 수익률



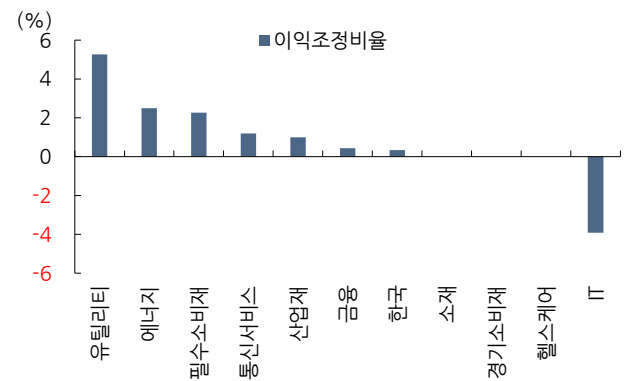
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 국내 증시 투자자별 누적 순매수금액 추이



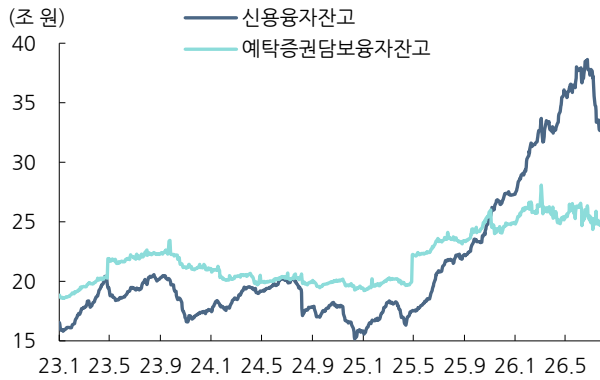
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 한국 증시 업종별 이익조정비율



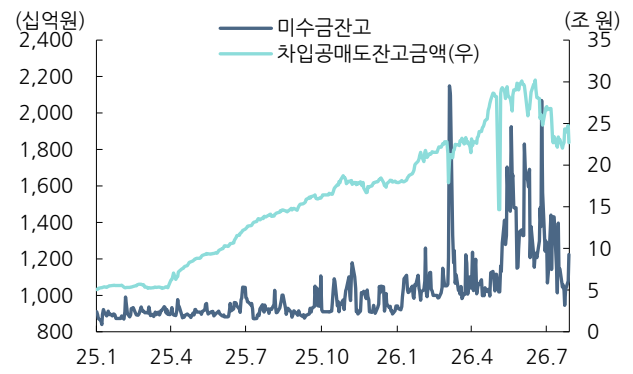
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 한국 증시 신용융자잔고 및 예탁증권담보용자잔고 추이



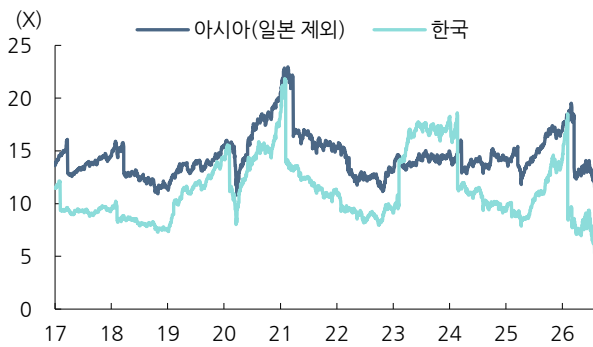
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 한국 증시 미수금잔고 및 차입공매도잔고 추이



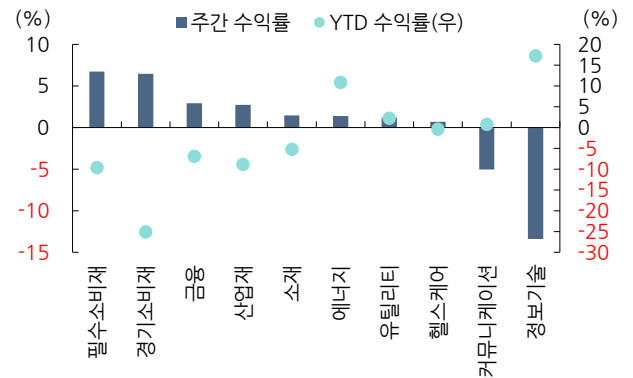
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 아시아(일본 제외), 한국의 PER 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 상해종합지수 업종별 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주간 미국 증시 Review: 매파적 동결이 촉발하고 강제 청산이 마감한 조정

FOMC 5회 연속 동결, 9대 3
인상 소수의견 3인, 2016년래

7월 마지막 주 미국 증시는 지수 등락률과 실제 변동성의 괴리가 컸다. 7/24 대비 7/30 종가 기준 S&P 500 +0.3%(7,437.63), 나스닥 +0.6%(25,122.18), 다우 +0.5%(52,208.06), 러셀 2000 +0.5%(2,946.10)로 4개 지수가 모두 상승했으나, 주중 조정과 반등이 상쇄된 결과다. 나스닥은 22일부터 6거래일 연속 하락했고, FOMC 결과가 공개된 29일 나스닥 100은 1.8% 하락해 6월 2일 고점 대비 낙폭을 11.3%로 확대하며 조정 국면에 진입했다.

같은 날 다우의 낙폭 2.19%는 2025년 4월 이후 최대치다. 반전은 30일 하루에 집중됐다. 나스닥 2.8%, 나스닥 100 3.4% 상승으로 고점 대비 낙폭이 8.3%로 축소되며 조정 국면을 이탈했고, 주간 상승 전환은 전적으로 이 하루에 기인한다. 증시 반등의 촉발 요인은 FOMC였다. 연준은 기준금리를 3.50~3.75%에 다섯 차례 연속 동결했으나 표결은 9대 3으로 갈렸고 반대 의견 3건은 모두 인상을 주장했다. 동일 방향 반대가 3건 제출된 것은 2016년 9월 이후 처음이다.

30년 5.21%, 19년래 최고

한편, 그에 대한 반응은 채권시장에서 더 컸다. 30년 국채금리가 5.21%로 19년 만의 최고치를 경신한 반면 10년물은 4.66%로 주간 소폭 하락해 장기 구간만 상승하는 베어 스티프닝이 진행됐다. 당사는 물가 재상승 위험에 대한 시장 인식의 이동으로 판단한다.

MSFT 캐פק스 유지, 시간외 +8%
META 하단 상향, 시간외 -8%

조정을 심화시킨 두 번째 요인은 AI 설비투자 평가 기준의 변화다. 29일 장 마감 후 실적을 공개한 마이크로소프트와 메타의 주가는 반대로 움직였다. 마이크로소프트는 매출 900억 달러로 컨센서스 877억 달러를 상회하며 18% 증가했고 애저(Azure) 매출이 43% 성장해 기대치 40%를 웃돌았으며, 설비투자 계획을 유지해 시간외에서 8% 상승했다. 메타는 매출 608억 달러로 28% 증가해 컨센서스를 상회했으나 주당순이익 6.18달러가 기대치 7.14달러를 하회했고, 설비투자 가이드스 하단이 1,250억 달러에서 1,300억 달러로 상향된 데다 분기 잉여현금흐름이 7억 8,400만 달러에 그쳐 시간외에서 8% 하락했다. 직전 주 알파벳도 호실적에도 설비투자 가이드스를 1,950억~2,050억 달러로 상향하고 잉여현금흐름이 적자 전환되며 3% 하락해, 3주 연속 동일한 기준이 적용됐다.

알파벳 FCF 첫 적자, 3주 연속
수요 훼손 없음, 제약은 전력

수요 측면에서는 둔화 근거를 찾기 어렵다. 마이크로소프트는 전력을 확보하지 못해 이행이 지연되는 애저 수주잔고를 공시했고, 아마존의 AWS 수주잔고는 4,960억 달러로 집계됐다. 현재의 제약은 수주가 아니라 전력이다. 그럼에도 주가가 조정을 받은 배경은 지출 규모가 아니라 증가 속도, 그리고 투자 재원이 영업활동에서 차입으로 이동한다는 점에 있다. 이란 분쟁으로 7월 중 원유 가격이 21% 상승한 것도 인상 소수의견의 근거로 제시됐으며, FOMC 직후 50%대 중반이던 9월 인상 확률은 30일 80% 안팎까지 상승했다.

아마존 AWS +37%, 시간외 +10%
QQQ 200일선 5.3% 상회 회복

업종별로는 경기소비재(+2.7%), 필수소비재(+1.6%), 금융(+1.2%)이 상승했고 유틸리티(-3.5%), 산업재(-2.3%), 부동산(-1.4%)이 하락했으며 IT는 -0.1%로 보합이었다. QQQ는 29일 661.73달러로 200일 지수이동평균 649선에 2% 이내로 접근하고 상대강도지수(RSI)도 32.4까지 하락했으나, 30일 3.30% 상승한 683.55달러로 200일선 대비 이격을 5.3%로 확대했고 RSI는 43.2로 회복했다. 20일선 697선과 50일선 700선은 상단에 남아 추세 전환은 미확인이다. 30일 아마존 실적이 반등을 뒷받침했다.

매출 2,006억 달러는 컨센서스 1,969억 달러를, AWS 매출 422억 달러는 37% 증가로 기대치 31%를 크게 상회하며 18개 분기 만의 최고 성장률을 기록했다. 주당순이익 5.75달러는 엔스로픽 관련 비영업 세전이익 534억 달러가 포함된 수치로 컨센서스 1.82달러와 비교되지 않는다. 2026년 설비투자 계획은 앤디 재시 최고경영자가 메모리 가격 상승을 사유로 2,000억 달러에서 2,200억 달러로 상향했다. 설비투자 상향에도 주가가 시간외에서 10% 이상 상승한 것은 이번 실적 시즌의 첫 사례다.

조정의 성격: 수요가 아닌 조달, 펀더멘털이 아닌 레버리지

변수는 캐פק스 계획 하나
3주간 세 차례 동일 결과

29일 공개된 두 건의 실적은 시장의 판단 기준을 분리해 보여준다. 양사 모두 매출은 컨센서스를 상회했고 AI 수요 둔화를 시사하는 지표도 없었다. 주가를 반대 방향으로 이동시킨 변수는 설비투자 계획 하나다. 지출 규모를 유지한 기업은 8% 상승했고 가이던스 하단을 상향한 기업은 같은 폭으로 하락했다. 직전 주 알파벳도 이익이 예상을 상회했음에도 설비투자 상향을 이유로 매도됐다. 3주간 세 차례 반복된 결과를 우연으로 보기는 어렵다.

훼손된 것은 수요가 아닌
자체 현금 집행의 전제

이를 수요 둔화의 신호로 해석하는 것은 적절하지 않다. 수요 훼손과 자금조달 부담은 별개의 사안이다. 외형상 AI 자산 전반의 조정으로 보이나, 실제로 훼손된 것은 해당 투자를 영업활동 현금흐름 범위 내에서 집행한다는 전제다. 알파벳의 분기 잉여현금흐름은 59억 달러 적자로 창사 이래 처음 마이너스를 기록했고 메타는 7억 8,400만 달러까지 축소됐다. 부족분은 차입으로 조달된다. 여기에 30년 국채금리 5.21%가 중첩되며 조달비용이 19년 만의 최고 수준에 도달했고, 워시 의장은 기자회견에서 최근의 금리 상승을 억제할 의사가 없음을 명확히 했다.

메모리 LTA 1년→3~5년
지출의 다년 고정 의무화

이번 실적 시즌에서는 해당 부담의 존속 기간도 함께 드러났다. 아마존이 설비투자 상향의 사유로 메모리 가격을 지목한 배경에는 메모리 조달 구조의 변화가 있다. 삼성전자와 SK하이닉스는 빅테크 공급 계약을 1년 단위에서 3~5년 장기공급계약(LTA)으로 전환하고 있다. SK하이닉스는 마이크로소프트와 계약금액의 10~30%를 선금금으로 수취하는 3년 DDR5 계약을, 구글과는 최대 5년에 2년 연장 옵션을 부가한 계약을 논의 중이다. 마이크론이 체결한 장기계약 규모는 1,000억 달러에 달한다. 계약 장기화는 공급 확보의 대가로 지출이 다년간의 고정 의무로 전환됐음을 의미한다. 업황이 악화되어도 설비투자 축소 여지가 계약상 제한되므로 조달 부담을 단기 변수로 보기 어렵다.

SA 200억 달러 강제 청산 확인선 20:50일선 697~700

조정의 마지막 국면을 결정한 것은 실적이 아니라 레버리지였다. AI 인프라에 집중 투자해 상반기 수수료 차감 후 439%를 기록한 운용자산 200억 달러 규모 헤지펀드 시추에이션얼 어웨어니스(Situational Awareness)는 30일 보유 공모주식 전량을 시타델에 100억 달러로 매각했다. 공모 포지션에 약 4배의 레버리지를 적용한 상태에서 7월 중 보유 종목이 35~47% 하락하자 3개 프라임브로커의 마진콜을 충족하지 못한 결과다. 운용자산은 100억 달러로 축소됐으며 앤스로픽 지분만 남긴 사모 투자 비히클로 전환한다. 매물 출회가 종료된 30일 네비우스가 26.3%, 코어위브가 21.8% 상승한 점은 7월 낙폭의 상당 부분이 수요 훼손이 아닌 강제 청산에서 비롯됐음을 시사한다.

이상을 종합해 당사는 이번 하락을 AI 투자 사이클의 종료가 아니라 자금조달 국면의 재평가로 판단한다. 30일의 반등은 강제 청산 종료와 아마존의 지출 확대·실적 개선이 겹친 결과이며 조달 여건이 개선된 것은 아니다. 따라서 대응의 기준은 설비투자를 영업활동 현금흐름 내에서 집행하는 기업과 차입에 의존하는 기업의 구분에 둔다. 메모리 장기계약으로 지출이 고정된 만큼 이 기준의 유효 기간은 종전보다 길어졌다. 확인 지점은 두 가지다. 첫째는 QQQ의 20일·50일 지수이동평균 697~700선으로, 이를 상회해야 30일의 반등을 추세 전환으로 판단할 수 있다. 둘째는 유가와 장기금리로, 원유의 상승분이 되돌려지고 30년 금리가 5%를 하회할 경우 밸류에이션 압축도 진정될 전망이다.

차주 시장 이벤트: ISM 제조업·서비스업 7월 고용보고서와 AI 하드웨어 실적

8/3(월)·8/5(수): ISM 제조업·서비스업 — 유가 전가 여부의 1차 확인

월요일 제조업, 수요일 서비스업 지수가 공개된다. 이번 회차에서 확인할 항목은 헤드라인 지수보다 지불가격(prices paid)이다. 7월 중 21% 상승한 원유 가격이 기업의 투입 비용에 전가되는 속도가 여기서 우선 드러난다. 지불가격이 상승할 경우 9월 인상을 주장한 3인의 소수의견이 설득력을 확보하며 장기금리의 추가 상승 요인으로 작용할 수 있고, 안정될 경우 금주의 금리 급등을 과잉 반응으로 판단할 근거가 된다.

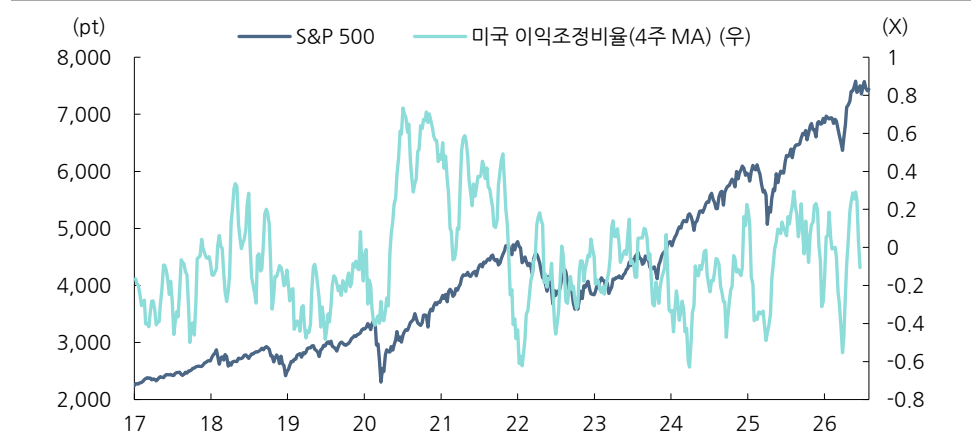
8/7(금): 7월 고용보고서 — 매파적 동결 이후 첫 실물 지표

인상 소수의견이 3건 제출된 회의 직후 발표되는 첫 실물 지표라는 점에서 중요도가 높다. 고용이 견조할 경우 연준이 인상을 감당할 여력이 있다는 해석으로 연결되어 9월 인상 확률이 현재의 80% 안팎에서 추가 상승할 수 있으며, 장기금리 상승과 성장주 압박이 동시에 재개된다. 반대로 둔화 신호가 확인될 경우 인상 논쟁이 후퇴하면서 이번 조정에서 낙폭이 가장 컸던 AI 인프라 종목의 되돌림이 이어질 여지가 있다. 물가와 고용이 상반된 방향을 지시하는 국면이므로 방향을 예단하기 어렵다.

8/5~8/6: AMD·샌디스크·웨스턴디지털 — 설비투자를 매출로 인식하는 기업의 실적

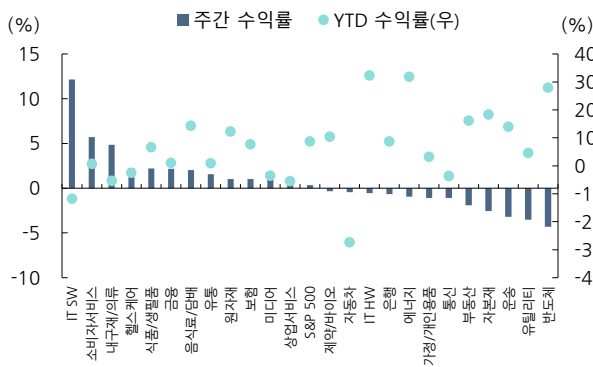
하이퍼스케일러 4사가 지출 계획을 확정된 직후 해당 지출을 매출로 인식하는 기업의 실적이 이어진다. AMD가 5일, 샌디스크와 웨스턴디지털이 6일이다. 플랫폼 기업에서 비용으로 계상되는 설비투자가 이들에게는 수주와 매출로 인식되므로, 동일한 사이클을 반대편 재무제표에서 검증할 수 있다. 특히 메모리는 이번 조정에서 낙폭이 가장 컸던 동시에 3~5년 장기공급계약으로 물량이 확정된 구간이므로, 실적이 지출 사이클의 실체를 뒷받침할 경우 7월의 주가 하락이 포지션 정리였는지 수요 훼손이었는지를 판단하는 근거가 된다.

그림 12. S&P 500 주가 추이 및 이익조정비율(4주 MA) 추이



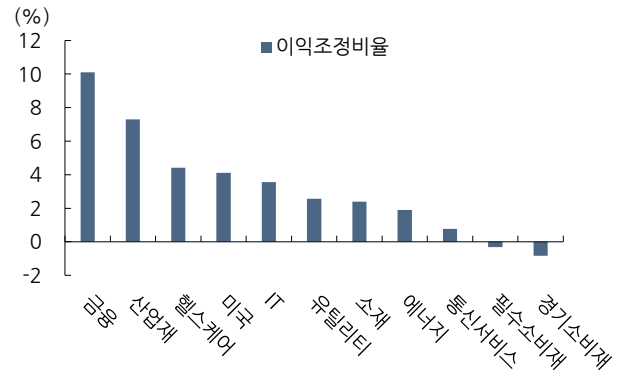
자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 13. S&P 500 업종별 수익률



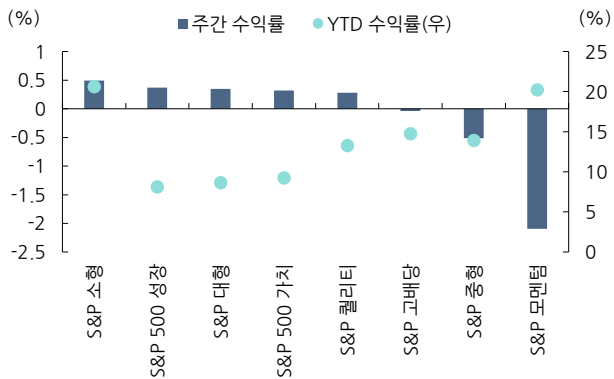
자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 14. S&P 500 업종별 이익조정비율



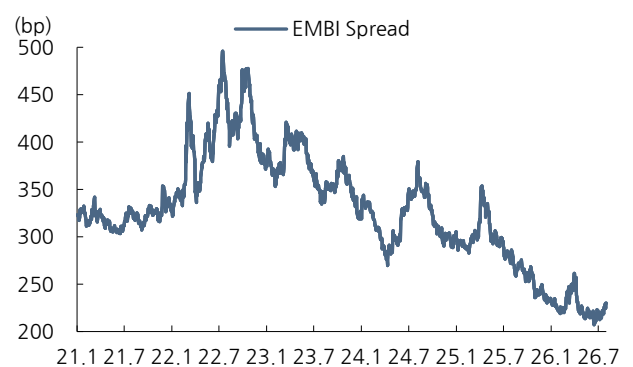
자료: Refinitiv, 상생인증권 리서치센터

그림 15. S&P 500 스타일별 수익률



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 16. EMBI Spread 추이



자료: Bloomberg, 상생인증권 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)	0.8	1.2	6.6	23.0		-0.1	-1.0	0.3	8.3	
에너지	-0.8	-0.8	-0.7	41.0		-0.6	11.2	3.0	28.9	
소재	-1.4	-2.3	0.3	20.5		1.1	-0.9	-6.2	5.5	
자본재	0.1	-0.6	6.1	14.8		-1.1	-3.8	-4.3	12.5	
상업/전문서비스	0.4	1.5	1.4	5.9		3.9	5.6	11.2	-3.5	
운송	0.0	2.2	3.0	4.7		-1.7	0.0	3.9	9.8	
자동차/부품	0.0	-0.3	-2.4	-1.8		0.6	-8.7	-13.8	-22.3	
내구소비재/의류	0.3	0.1	0.6	0.6		4.9	1.4	5.9	-5.9	
소비자 서비스	0.9	1.1	3.7	6.3		7.3	3.0	5.5	-3.8	
소매	2.5	1.7	0.6	8.6		2.2	-0.3	-8.0	-2.2	
식품/필수품 소매	-0.3	-1.1	-0.2	4.6		3.5	1.5	-5.2	4.5	
식품/음료/담배	-0.4	0.0	-0.3	2.8		3.7	1.4	4.6	9.5	
가정용품/개인용품	0.0	-0.1	0.8	-1.0		2.6	-0.9	3.6	1.0	
헬스케어 장비/서비스	1.5	3.8	2.4	7.6		3.2	0.0	7.3	-5.6	
제약/생명공학/생명과학	0.0	-1.0	-1.1	1.4		0.7	-1.2	10.3	5.9	
은행	0.7	1.9	2.5	10.5		1.7	4.2	10.0	13.5	
기타 금융	1.6	3.4	3.9	10.1		2.6	2.5	7.0	-0.2	
보험	-0.2	2.0	0.8	6.7		2.5	3.6	9.2	7.9	
소프트웨어/서비스	3.1	4.5	0.1	5.8		12.5	6.4	3.7	-13.9	
기술 하드웨어/장비	1.4	3.5	14.8	78.4		-2.8	-1.9	5.5	32.6	
반도체/장비	-1.4	-1.8	29.3	96.7		-9.2	-9.2	-3.8	34.5	
통신서비스	-0.7	-2.3	-1.5	4.4		1.0	0.0	-7.8	-0.5	
미디어/엔터	9.8	10.2	9.5	20.7		1.7	-5.0	-12.7	-6.5	
유틸리티	-2.0	-1.9	-2.2	2.5		-2.4	-1.6	-2.6	5.6	
부동산	-0.1	-0.2	-16.9	-15.6		0.5	1.9	1.8	12.9	

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)	0.9	1.1	7.0	22.4		0.4	-0.6	1.4	7.3	
에너지	1.3	0.9	6.4	49.4		-1.2	10.8	5.4	32.2	
소재	-0.1	-1.2	1.7	22.3		2.3	-1.6	0.0	10.6	
자본재	0.4	-2.2	2.8	10.6		-4.2	-6.0	-0.8	14.0	
상업/전문서비스	0.0	0.0	1.9	5.0		6.8	8.7	13.0	-2.5	
운송	0.5	2.6	7.5	10.8		-2.5	-1.5	6.4	13.6	
자동차/부품	-0.8	-0.5	0.6	11.8		-4.6	-20.0	-23.0	-34.1	
내구소비재/의류	-0.2	-0.7	-0.7	0.7		7.9	1.8	5.2	-4.3	
소비자 서비스	-0.1	-0.2	2.0	6.6		7.7	1.5	5.5	-1.3	
소매	0.1	-0.1	1.8	15.6		-0.4	-4.7	-11.2	-2.0	
식품/필수품 소매	0.0	0.1	2.2	5.8		5.5	3.1	-5.4	8.4	
식품/음료/담배	0.1	-0.1	-0.1	3.2		5.7	4.2	8.2	16.3	
가정용품/개인용품	0.0	-0.3	0.8	0.7		1.3	-2.4	2.9	4.0	
헬스케어 장비/서비스	1.0	1.3	3.1	8.6		4.3	1.3	10.2	-2.0	
제약/생명공학/생명과학	0.0	-1.4	-1.2	1.8		2.2	1.3	17.5	11.7	
은행	1.1	4.1	6.4	15.6		-1.4	0.8	10.5	4.4	
기타 금융	0.9	2.2	4.4	10.3		1.9	1.6	8.0	-1.4	
보험	0.8	0.8	2.3	6.4		5.7	4.3	18.0	9.3	
소프트웨어/서비스	0.0	-0.1	2.7	10.8		4.4	-1.7	-4.1	-19.8	
기술 하드웨어/장비	0.3	0.9	8.0	32.7		-0.6	2.2	11.9	29.3	
반도체/장비	0.2	0.7	24.6	76.9		-12.7	-10.3	-8.9	18.6	
통신서비스	0.0	0.2	1.4	13.5		7.2	9.7	-3.6	0.6	
미디어/엔터	6.6	7.0	7.6	21.9		3.5	-4.2	-12.3	-1.7	
유틸리티	0.0	0.0	1.7	6.0		-2.8	-1.9	-0.5	4.7	

자료: LSEG, 상생인증권 리서치센터

2. 채권

안전자산 선호에 강세 지속, FOMC 여파로 낙폭 일부 반납

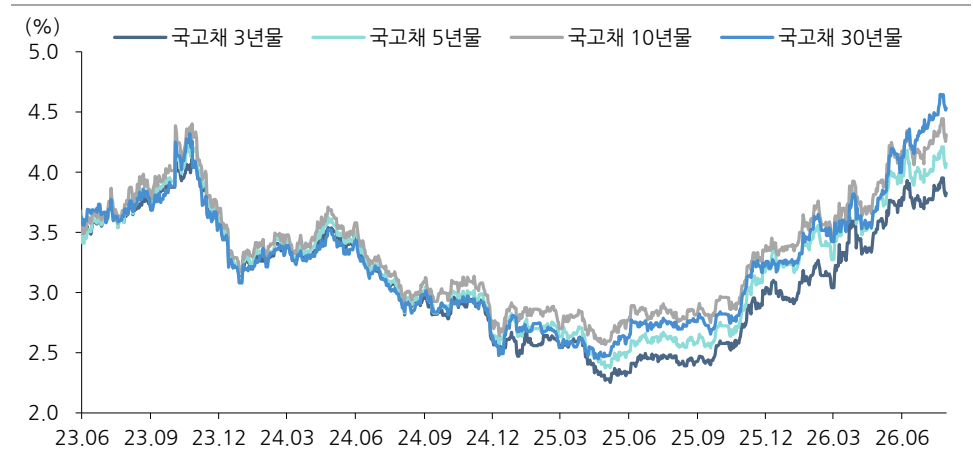
중동 정세 진정과 FOMC 소화

금주 국내 채권시장은 미-이란 휴전 기대와 증시 폭락에 따른 안전자산 선호 심리가 맞물리며 강세장을 시현했다. 주 초반 미국의 대이란 공습 중단과 휴전 협상 소식에 국제유가가 이를 연속 하락하며 강세로 출발, 외국인의 3년 국채선물 대규모 순매수가 강세를 견인했다. 이후 반도체주 투심 악화로 코스피가 이를 연속 서킷브레이커를 동반하며 급락하자 위험회피 심리가 고조되며 금리 하락세가 이어졌다. 다만, 주 후반 FOMC에서 3인의 인상 소수의견이 확인되며 미 국채가 장기물 중심으로 상승하자 이에 연동해 상승 전환하며 낙폭을 일부 반납했다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 볼-플래트닝을 시현했다.

FOMC 동결 속 단기물 강세, 장단기 스프레드 확대

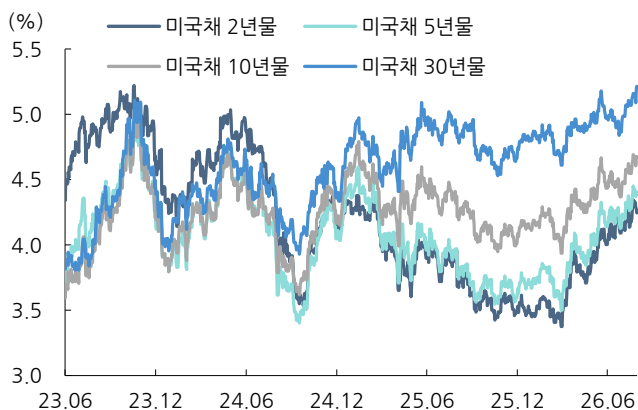
금주 미국 채권시장은 중동 정세와 FOMC를 소화하며 단기물 중심으로 강세를 보였다. 주 초반 미-이란 교전 중단 소식과 중동 협상 진정에 따른 유가 하락에 금리가 하락 출발했다. 이후 FOMC에서 예상대로 금리를 동결하고 워시 의장의 비둘기파적 발언에 2년물은 하락한 반면, 30년물은 2007년 이후 처음으로 5.20%를 돌파했다. 주 후반 발표된 GDP 및 PCE 지표가 둔화된 가운데 장단기 스프레드가 5월 하순 이후 최대폭으로 확대됐다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 볼-스티프닝을 시현했다.

그림 1. 주요 만기물별 국고채 금리 추이



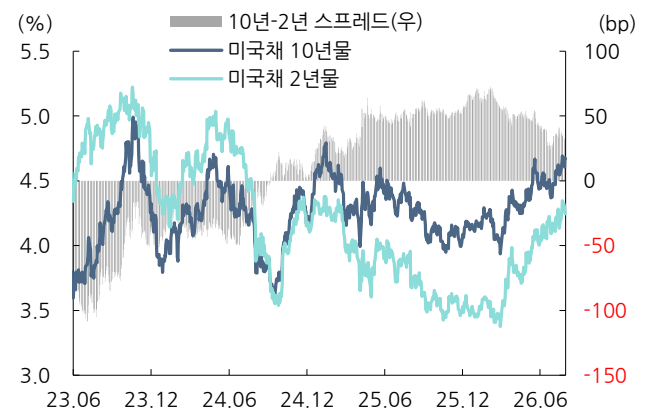
자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미 국채 주요 만기물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 미 국채 장단기 금리 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

3. 외환

중장기 달러/원 환율 전망

달러/원 환율이 올해 6월 평균 1,528원까지 상승했다. 최근 하이닉스 ADR 자금 유입 및 국내증시 급락에 따른 외국인 매도 진정으로 인해 1,400원대로 내려왔으나, 여전히 2022년 초 1,190원과 비교하면 상당폭 절하된 모습이다. 2022년 이후 환율 상승분 23.4% 가운데 글로벌 달러 요인은 3.2%p에 그치고 나머지는 원화 자체의 약세였다.

역설적인 것은 펀더멘털이다. 반도체발 교역조건 개선으로 균형환율은 오히려 원화 절상 방향으로 이동해 왔고, 행태균형환율(BEER)로 추정하면 원화는 균형 대비 26% 안팎 저평가돼 있다. 펀더멘털로 설명되지 않는 약세의 답은 수급에 있다. 2022년 이후 경상수지 흑자는 환율을 27%p 끌어내릴 만한 달러 공급원이었으나 내국인의 해외증권투자가 같은 규모의 절하 압력으로 이를 상쇄했고, 올해는 외국인의 국내 주식 매도까지 가세했다. 수출로 벌어들인 달러가 국내로 환류되지 않고 해외자산 매입으로 다시 나가는 구조다.

이 저평가는 과거처럼 시간이 해소해 주긴 어려울 전망이다. 코로나 이전에는 환율이 균형에서 벗어나면 14개월 안팎의 반감기로 되돌아왔지만, 2020년 이후 이 복원력은 통계적으로 확인되지 않는다. 코로나 이후 가계 유동성이 증가하면서 국내 투자로 환류되지 못하는 저축이 해외자산으로 향했기 때문이다. 국제수지 발전단계로 보면 흑자를 해외자산으로 재순환하는 미성숙 채권국의 전형이며, 상품수지율과 순대외자산율로 그린 사분면에서 한국의 좌표는 대만의 2000년과 겹친다. 대만은 이후 25년간 순대외자산을 GDP의 150%까지 쌓는 동안 유의미한 통화 절상을 경험하지 못했다. 대만의 실질실효환율 경로를 한국에 적용하면 달러/원은 2030년까지 1,500~1,600원대가 이어진다. 근처의 독일의 경로로 가더라도 1,430~1,490원의 박스권으로, 어느 쪽이든 과거의 균형으로 돌아가긴 쉽지 않은 상황이다.

환율이 높아지면 대외건전성 우려가 커질 수 있다. IMF 방식의 적정외환보유액 대비 비율은 91.5%로 1997년 이후 처음 100%를 밑돌았지만, 이는 보유액이 줄어서가 아니라 증시 랠리로 외국인 보유 주식의 평가액이 급증해 기준선이 올라간 결과다. 수입개월수, 단기외채 커버율 등 여타 기준에서는 모두 여유 있게 통과해 위기 신호로 읽기 어렵다. 다만 달러를 사용하는 정책 여력이 제한되는 점은 부정하기 어렵다.

결국 지금의 고환율은 건전성 붕괴의 신호가 아니라 경상흑자를 해외자산으로 바꿔 쌓는 채권국 단계의 비용에 가깝다. 대만이 같은 구조 속에서 성장을 지속하며 1인당 GDP로 한국을 앞질렀다는 사실은, 높은 환율과 경제의 성패가 별개임을 보여준다. 요약하면, 1,500원 전후의 환율을 중장기 뉴노멀로 전망하며 고환율을 극복의 대상이라기보다 적응의 대상이라는 판단이다.

그림 1. 달러/원 환율 누적 변동(2022.01~)과 기여 요인 분해

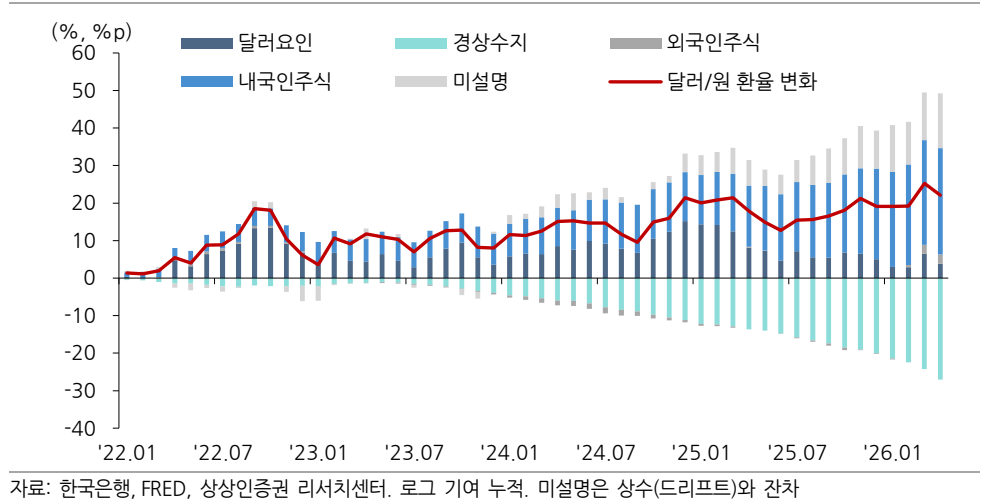


그림 2. 발전단계 사분면 상 주요국 최신점과 한국의 2026년 예상 좌표

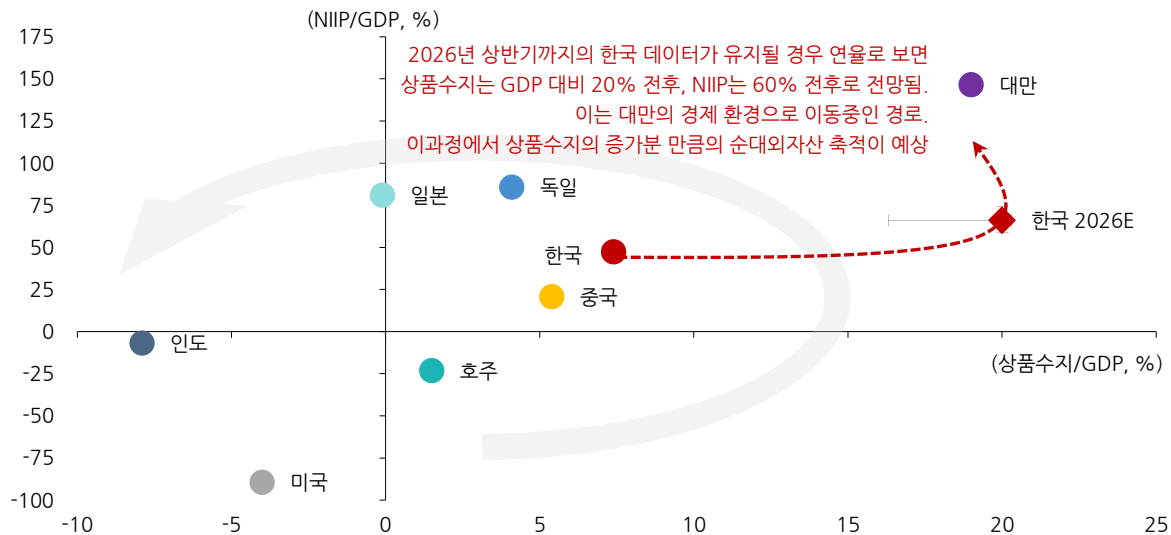
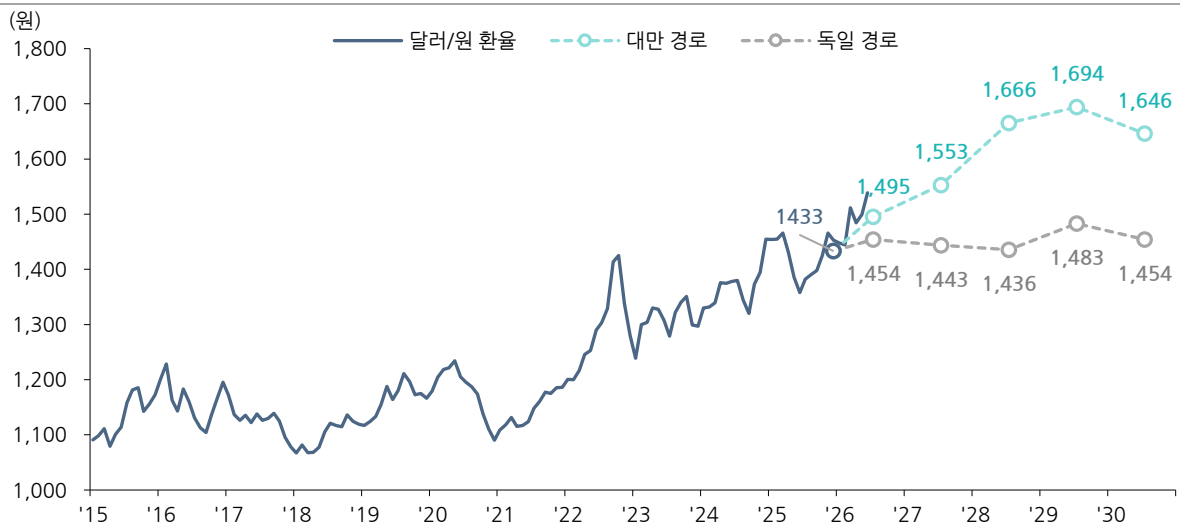


그림 3. 달러/원 시나리오 경로: 대만화 vs 독일화



4. 부동산

76주째 오른 서울, 세제개편 앞두고 숨 고르기

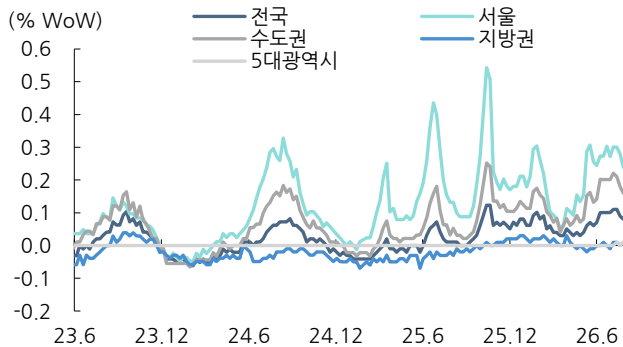
세제개편 관망 속 매수심리 숨 고르기

서울 아파트값은 0.25% 오르며 76주 연속 상승을 이어갔지만 오름폭은 2주 연속 좁혀졌다. 이번 주 발표가 예고된 세제개편안을 앞두고 강남권 수요가 관망으로 돌아섰고, 대출 관리 기조 속에 매매수급지수도 7월 중순 고점 이후 두 주째 내리는 등 매수심리가 숨을 고르고 있다. 규제지역 지정 이후 동탄은 상승폭이 +0.15%까지 낮아졌고, 지난주 강세였던 분당·수지 등 성남·용인권도 일제히 진정됐다. 다만 중랑·노원 등 강북 중저가와 광명·수원 권선으로는 매기가 이어지고 있어, 시장은 세제개편의 윤곽을 확인하며 방향을 정할 것으로 보인다.

강북·외곽중심 강세

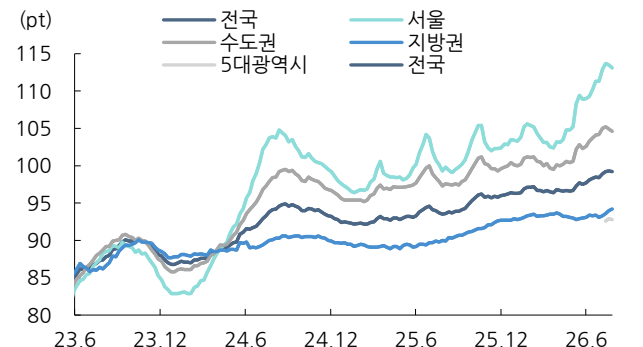
매매시장의 상승 지역은 121개로 전주(122개)와 비슷한 수준을 유지했다. 세종시는 -0.01%로 전주(-0.04%) 대비 낙폭을 줄였다. 강북(+0.32%)은 중랑구(+0.53%), 노원구(+0.46%), 성북구(+0.39%) 등 외곽 지역이 강세를 지속했고, 강남(+0.18%)은 금천구(+0.35%), 구로구(+0.30%), 영등포구(+0.30%) 등 서남권 위주로 올랐으나 오름폭은 축소되었다. 인천(+0.02%)은 서해구(+0.11%), 미추홀구(+0.04%), 연수구(+0.03%) 중심의 소폭 상승을 유지했으며, 경기권에서는 기흥구(+0.45%), 광명시(+0.45%), 권선구(+0.40%) 등 용인·수원·광명 지역의 강세가 두드러졌다.

그림 1. 주간 국내 아파트 매매 가격 지수 등락률



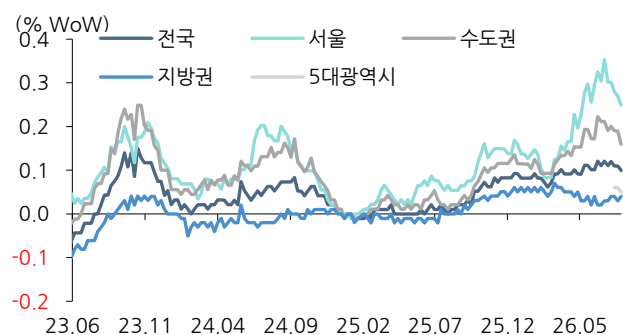
자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 2. 주간 국내 아파트 매매 수급 지수 추이



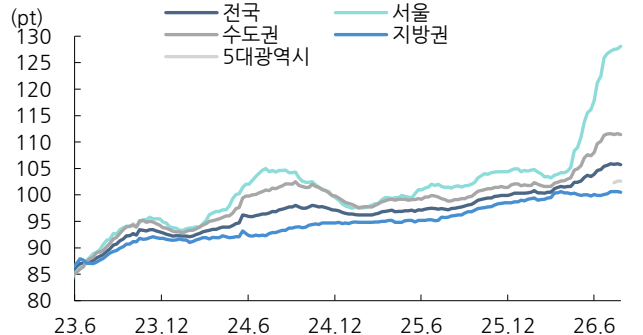
자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 3. 주간 국내 아파트 전세 가격 지수 등락률



자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 4. 주간 국내 아파트 전세 수급 지수 추이



자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신열, 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 하시기 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.

