



2026. 8. 3 (월)

8월 전략: 저점 통과 인식과 반등 국면 대응

- 레버리지 투자 수급 변동성 바닥 통과 가능성
- 펀더멘털 관련해서도 우려 부각되었으나, 시장이 보고 싶었던 호재도 다수 발견
- 금리가 키펙터. VKOSPI, 원화/엔화 환율, CDS프리미엄 등 주시

투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

7월말까지 시장의 가격 발견 기능이 온전히 작동하지 않았을 가능성. 이에 따른 저점은 통과했다는 판단. 7/31 종가 기준 KOSPI 12개월 선행 PER, PBR은 각각 5.54배, 1.39배까지 회복. 반등은 했으나 아직도 저평가 구간으로 봄

레버리지 투자 수급 변동성 바닥 인식. 미국 시추에이셔널 어웨어니스(SA)의 자산 매각 이벤트가 중요하게 작용. 모멘텀/그로스 팩터 반등, SW 중심의 FCF 팩터 하락. 7월 27일 CSOP는 레버리지 ETF를 2배 고정에서 '최대 2배' ETF로 상품명을 개정. 8/3 기준 2배를 유지했으나 7/31 KOSPI200 커버드콜 ETF 출시로 단일 종목 레버리지 ETF의 옵션, 스왑 조달 비용을 일부 상쇄해 배율을 유지하려는 의도로 해석. 시장에는 새 콜옵션 매도 주체가 등장했다는 점에서 상방 콜옵션 프리미엄과 내재변동성의 하향 안정. 국내 대응까지 고려, 이에 기인한 VKOSPI의 상승 압력 완화 기대

주가 하락 구간에서 펀더멘털 우려도 재부각. 1) AI CapEx 레버리지 투자에 대한 문제 의식과 금리 민감도 상승, 2) 중국 AI 공개형 모델 약진과 AI 프런티어 마직 약화 우려가 산업의 지속 가능성에 의구심을 키움

우려에 가려졌으나 시장이 보고싶어 했던 건조한 펀더멘털 증거들도 다수 확인. 1) AI 투자 회수 기간의 명시(아마존 3년 이내, 덤시크 10개월 이내 vs AI서버 상 각 기간 5년), 2) MS 제외 하이퍼스케일러들의 CapEx 가이드선 상향, 3) 반도체 사이클 의구심을 키웠던 SK하이닉스 이익 추정치는 다시 상방으로 방향을 잡음

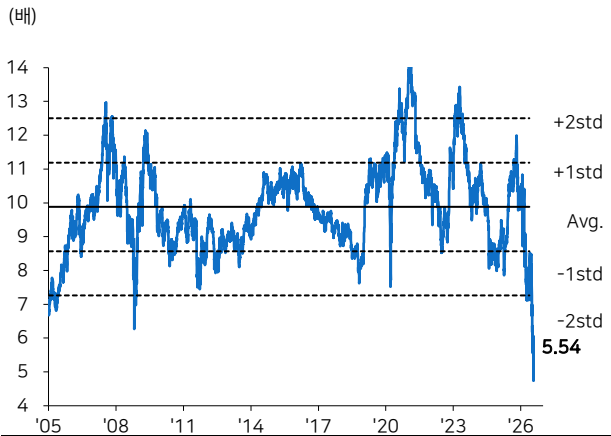
향후 관찰할 지표들. 수급 관점에서는 외국인이 다시 지분율을 높이며 한국시장에 유입되는지 확인 필요. 이를 위한 조건으로 VKOSPI의 안정, 원화 강세 지속을 보는데, 원화와 동조되어 움직이던 엔화의 절상을 위한 이번주 미국-일본 공조 움직임 중요. 펀더멘털에서는 AI가 부채 사이드로 이동했다는 점에서 금리가 키펙터가 되었음. 트럼프 타코, QRA 발표 주시. 추가로 지난 2거래일간 하락한 빅테크 CDS 프리미엄의 안정 추세 여부 확인. 스타일 관점에서는 FCF 팩터 약세-모멘텀/성장 팩터 회복 여부 관찰 지속 필요

가격발견 기능이 작동하지 않았던 시장

지난주 KOSPI는 12개월 선행 PER은 7/30 종가 기준 4.74배, PBR은 1.17배까지 하락했다. PER 기준으로 8배에서 11배 사이에서 거래되던 시장이라는 점에서 지난달은 주식시장의 가격 발견 기능이 온전히 작동하지 않았을 가능성을 내포한다. 7/30에 삼성전자와 SK하이닉스가 한 때 각각 3.6배, 3.3배까지 하락했었던 것도 같은 가능성을 가리킨다. 7/31 종가 기준 KOSPI 12개월 선행 PER, PBR은 각각 5.54배, 1.39배까지 회복했다. 반등은 했으나 아직도 저평가 구간이다.

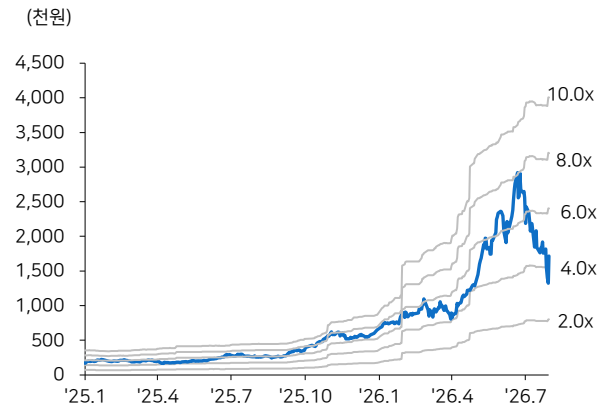
문제의 이유를 파생상품 구조에 기인한 레버리지 투자 급증과 수급 변동성에서 찾는다. 시장은 지난주까지 이 문제가 상당 부분 소화되었다고 인식했으나, 바닥을 찾고 싶어했다. 여전히 높은 VKOSPI는 불편하지만, 한국, 홍콩, 유럽 Top2 단일 레버리지 ETF AUM은 6/25 44.8조원까지 상승했다가 7/31 기준 14조원까지 하락(7/30 9.5조원)했고, 주식시장 신용융자 잔고는 2월 수준으로 회귀했다.

그림1 KOSPI 12MF PER 밴드: 적정을 반영하지 못하던 시장



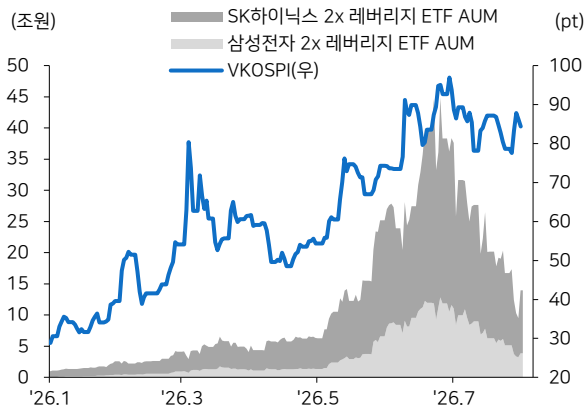
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 12MF PER 밴드 추이



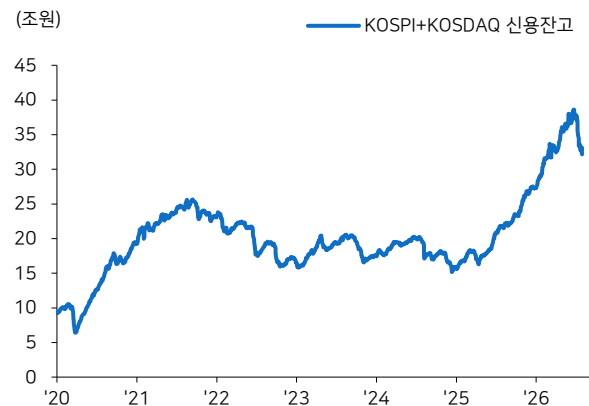
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 레버리지 ETF와 파생시장에 녹아진 KOSPI 변동성



주: 한국 본주를 기초자산으로 한 한국, 홍콩, 유럽 삼성전자, SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF AUM을 당일 환율로 환산한 금액 합산
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSPI+KOSDAQ 신용잔고 추이: 2월말 수준까지 하락



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

디레버리지 바닥 인식의 시그널들

시타델의 시추에이셔널 어웨어니스 인수

디레버리지가 완전히 종료된 것은 아닐 수 있다. 그런데 시장의 디레버리지 바닥의 인식에는 미국 시추에이셔널 어웨어니스(SA)의 사실상 항복 선언 이벤트가 중요하게 작용했다. 7월 30일 WSJ 보도에 따르면, AI 산업의 모멘텀 레버리지 투자를 공격적으로 하던 SA가 엔트로픽 등 비상장 지분 일부를 제외하고 대부분의 상장주식 포트폴리오를 시타델에 매각했다.

SA는 블룸에너지, 샌디스크 등 AI 인프라 관련 종목을 공격적으로 매수하고 Adobe 등 소프트웨어 주식은 매도하고 있었던 것으로 알려져 있었다. 6월 25일 마이크론 실적발표 이후 글로벌은 반도체를 포함한 AI 인프라주의 하락, 빅테크 현금흐름 우려 속 FCF 팩터가 아웃퍼폼하는 과정에서 소프트웨어도 좋았다.

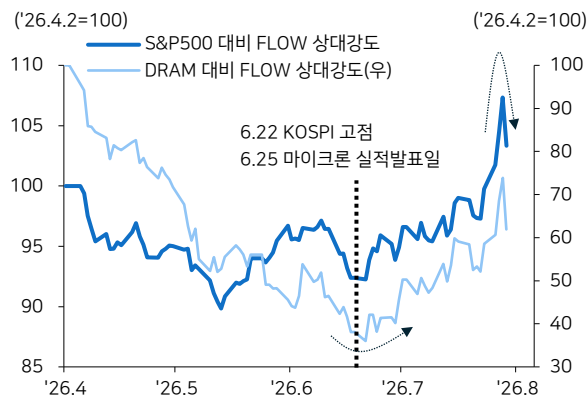
7/30 보도 이후 2거래일간 AI 인프라 종목이 급등하고, 소프트웨어가 하락하면서 6/25 이후 이어진 AI HW, SW 롱-숏이 되돌려지는 가격 흐름이 나타났다.

표1 시추에이셔널 어웨어니스(SA) 1Q26 13F 공시(1Q26): 현물 보유 주식 상위 10개 종목

종목명	티커	신고금액 (백만달러)	비고
Bloom Energy	BE	878.7	데이터센터 전력
Sandisk	SNDK	724.4	NAND·스토리지
CoreWeave	CRWV	556.1	AI 네오클라우드
IREN	IREN	401	AI 네오클라우드 및 비트코인 채굴
Core Scientific	CORZ	389.1	AI 데이터센터 및 비트코인 채굴
Applied Digital	APLD	320	AI 데이터센터
Riot Platforms	RIOT	142.2	비트코인 채굴
Clean Spark	CLSK	104.5	비트코인 채굴
Solaris Energy Infra.	SEI	62.5	분산전력·가스발전

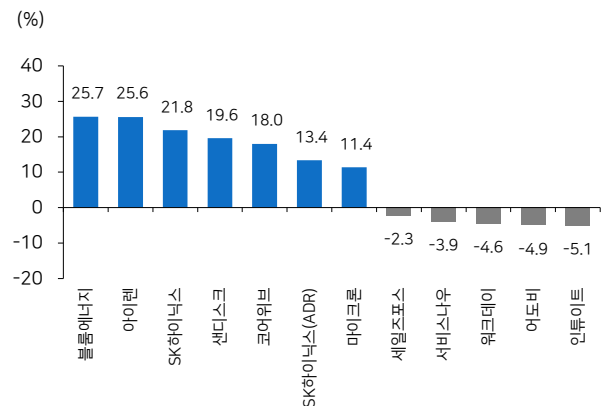
자료: SEC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 AI H/W, 반도체 vs S/W+FCF 테마 롱-숏 변화 추이



주: DRAM은 메모리 ETF. FLOW는 FCF 팩터 ETF로, 구성종목 상위 3종목 Tenet Healthcare, Accenture, Adobe 등 구성에 S/W 다수 포진
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SA의 주식 매각 이후 2거래일간 관련 종목 주가 반응



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

CSOP 단일 종목 레버리지 ETF 2배 고정 포기, 커버드콜 ETF 출시

한국 시장 관련해서는 레버리지 투자 관련한 변동성이 이전보다 잦아들 가능성이 있는 이벤트들이 확인되기 시작했다. 7월 27일 CSOP는 2배 고정이 아니라 일간으로 1.1배에서 2배까지 레버리지를 조절하는 ‘최대 2배’ ETF로 상품명을 개정했다. 선물, 스왑으로 2배 레버리지 상품을 유지하던 CSOP는 상품 규모가 커지면서 옵션까지 활용하기 시작했는데, 옵션 프리미엄이 커지면서 2배 레버리지 유지에 비용 부담이 가중된 것으로 풀이된다.

8월 3일 공시 기준으로는 2배를 유지했지만, 7월 31일에 출시한 KOSPI200 커버드콜 ETF로 단일 종목 레버리지 ETF의 옵션, 스왑 조달 비용을 일부 상쇄해 배율을 유지하려는 의도로 해석할 수 있다. 두 종목의 KOSPI200 내 비중이 높기 때문에 지수 옵션 매도는 개별 종목 레버리지 포지션의 변동성·감마 노출을 간접적, 부분적으로 완충하는 효과가 있다.

한국 옵션시장에 새 KOSPI200 콜옵션 매도 주체가 등장했다는 점에서 상방 콜옵션 프리미엄과 내재변동성의 하향 안정, 이에 기인한 VKOSPI의 상승 압력 완화도 기대할 있다고 본다. 여기에 한국 내 조치도 시행될 것을 감안하면, 레버리지 투자에 따른 한국시장 변동성도 정점을 통과하고 있을 가능성에 무게를 둔다.

그림7 CSOP 단일 종목 레버리지 ETF 투자 목표 및 상품명 변경 공시 중 (2026.7.27)

南方東英三星電子每日槓桿(2x)產品		
英文名字	CSOP Samsung Electronics Daily (2x) Leveraged Product	CSOP Samsung Electronics Daily Max (2x) Leveraged Product
中文名字	南方東英三星電子每日槓桿(2x)產品	南方東英三星電子每日槓桿最多(2x)產品
南方東英三星電子每日反向(-2x)產品		
英文名字	CSOP Samsung Electronics Daily (-2x) Inverse Product	CSOP Samsung Electronics Daily Max (-2x) Inverse Product
中文名字	南方東英三星電子每日反向(-2x)產品	南方東英三星電子每日反向最多(-2x)產品
南方東英 SK 海力士每日槓桿(2x)產品		
英文名字	CSOP SK Hynix Daily (2x) Leveraged Product	CSOP SK Hynix Daily Max (2x) Leveraged Product
中文名字	南方東英 SK 海力士每日槓桿(2x)產品	南方東英 SK 海力士每日槓桿最多(2x)產品

자료: 홍콩거래소

그림8 레버리지 ETF(콜옵션 활용시, CSOP는 해당)와 커버드콜 ETF 수급 구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

주가 하락 구간에서 펀더멘털(AI 산업 지속가능성)에 대한 우려 또한 커져

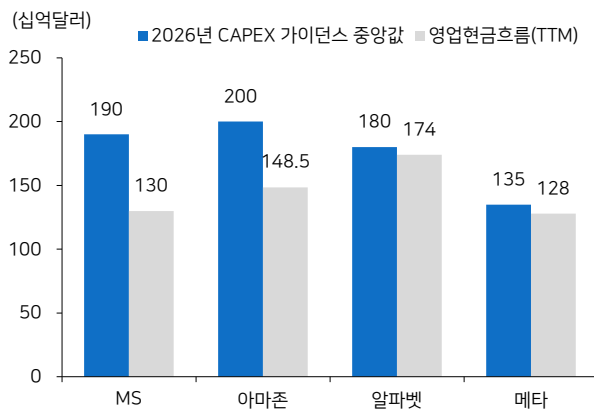
AI CapEx 레버리지(부채) 투자에 대한 문제의식과 금리 민감도 상승

시장 변동성과 수급 문제에서 비롯된 주가 하락 가운데, 시장 펀더멘털에 대한 우려가 커진 부분도 있다. 반복적으로 제기되는 AI 투자의 수익화와 지속 가능성 우려다. 빅테크의 현금여력이 AI 인프라 투자의 핵심 주체라는 점에서, 현금흐름이 소진되고 부채 레버리지 투자로 넘어가는 투자 행태의 지속 가능성 여부가 문제다. 부채 투자라는 점에서 AI 인프라 투자의 금리에 대한 민감도가 커졌다.

중국 AI 공개형 모델 약진과 AI 프론티어 마진 악화 우려

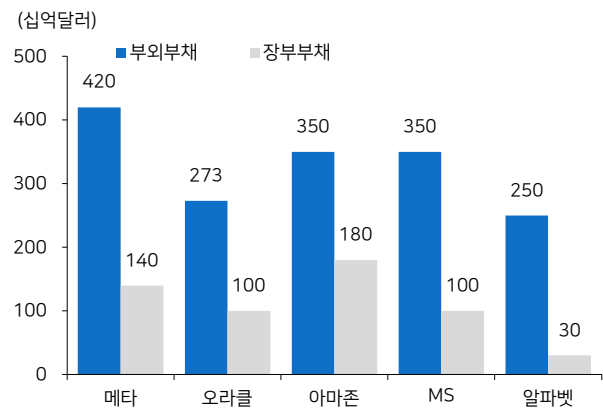
같은 기간 중국 AI 모델의 약진도 확인되었다. Moonshot의 Kimi K3는 증류 기반 공개형 모델 중 처음으로 미국 AI 프론티어 모델과 유사한 성능에 근접했으며, 7/31 DeepSeek가 V4 Flash 정식 버전 가중치를 공개해 누구나 AI 서버만 있으면 쓸 수 있게 되었다. 작업당 토큰 비용이 미국 프론티어의 1/100 수준으로 공개되어 미국 폐쇄형 모델 비즈니스 포맷의 지속 가능성에 대한 의구심이 제기되었다.

그림9 영업현금흐름을 상회하는 CapEx 가이드선스



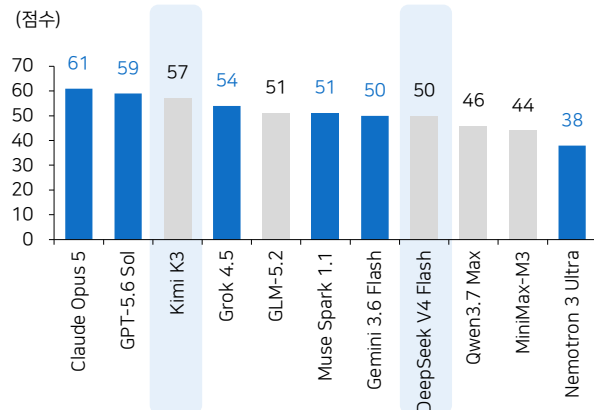
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 부외부채로 설비투자 필요자금 조달



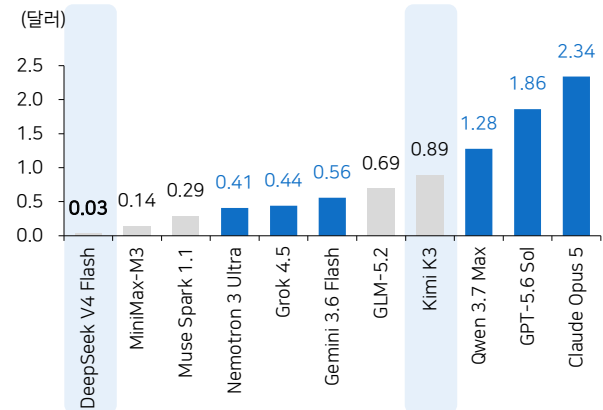
자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 공개형 모델의 약진: Kimi K3와 DeepSeek V4 Flash



주: 파란색은 미국, 회색은 중국 AI 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림12 지능당 토큰 비용: 미국 폐쇄형 대비 1/100 비용 절감



주: 파란색은 미국, 회색은 중국 AI 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

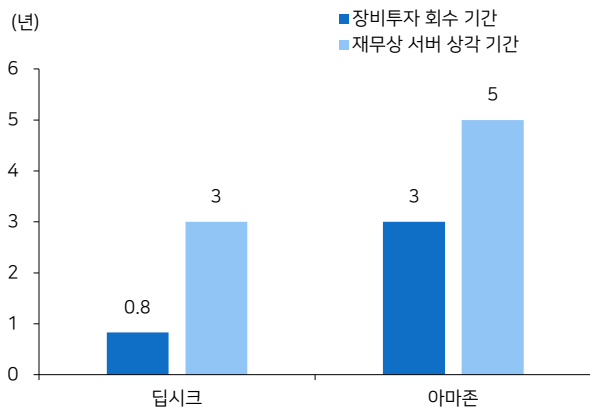
견조한 펀더멘털의 증거들

다만 동시에 AI 수익화와 관련한 견조한 펀더멘털 증거들도 7월말 빅위크 실적 발표 시즌에 확인되었다.

가장 인상 깊게 보았던 지표는 AI 인프라 투자 회수 기간을 명시했던 언급들이다. 아마존은 2Q26 실적발표에서 연산 프로세서, 네트워크 투자 금액의 회수 기간을 3년 이내라고 명시했고, 재무상 사용 연한(상각 기간)을 5~6년으로 언급해 상각 이전에 투자금을 회수할 수 있음을 분명히 했다. 한편 7/23 언론을 통해 공개된 DeepSeek 투자자 미팅 녹취에서 '10개월만에 장비 구입비를 회수할 수 있도록 API 가격을 설정'했다고 언급했다.

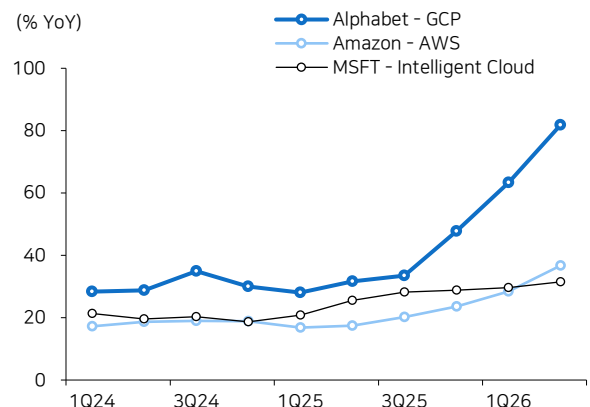
이 외에도 3대 CSP의 매출 성장률이 재가속되고 있음이 확인되었고, 마이크로소프트를 제외한 나머지 하이퍼스케일러들이 CapEx 가이드선 상향을 지속했다. 실적 우려를 키웠던 SK하이닉스의 이익 컨센서스는 다시 방향을 잡기 시작했다.

그림13 주요 기업에서 확인되는 AI 투자 회수 기간



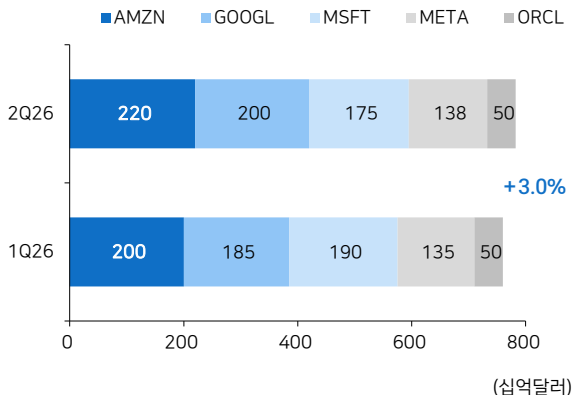
자료: Amazon, Fred Gao, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2Q26에 3대 CSP 매출액 성장률 동시 가속화



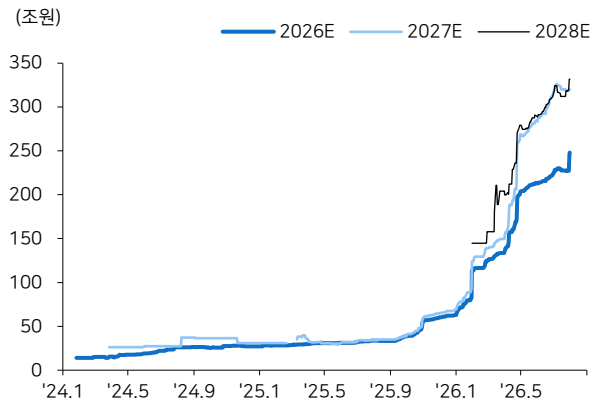
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 MS 제외 빅테크 2026년 CapEx 가이드선 상향 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 SK하이닉스 실적 추정치 컨센서스 다시 고개 드는 중



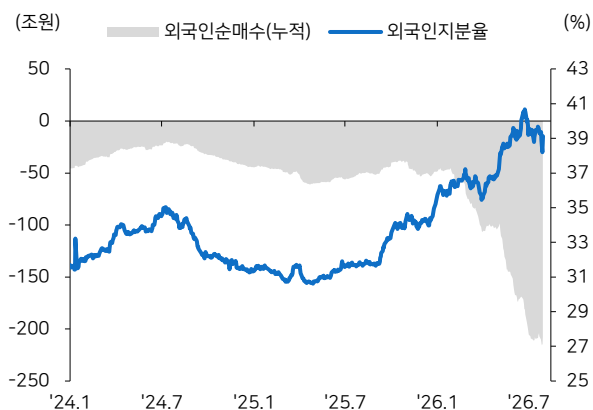
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

남은 우려들과 향후 관측할 지표들

시장을 높였던 요인을 수급과 펀더멘털로 나누어 정리하면, 파생상품과 레버리지 투자에 기인한 시장 변동성, 이에 따른 가격 발견 기능 저하는 저점 통과 중으로 판단된다. 이에 따른 시장의 추세 회복은 개인의 레버리지 수급이 제한되는 가운데 외국인 지분율을 높이며 한국 주식을 추세 매수하는지 주목한다. 이를 위해서는 VKOSPI의 지속적인 하락, 원화 강세 지속이 조건으로 보고, 이번주는 원화와 동조되어 움직이던 엔화 절상을 위한 미국-일본 공조 움직임이 중요해 보인다.

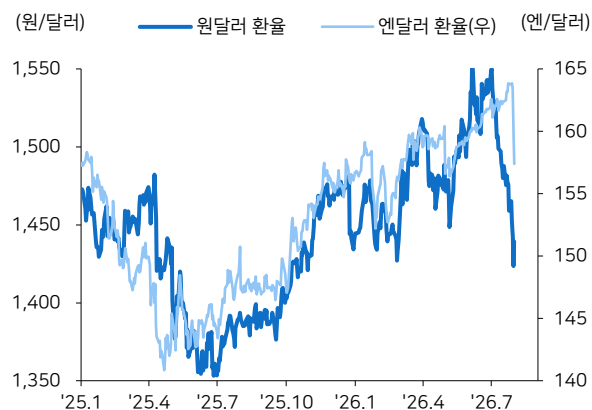
펀더멘털에서는 결국 AI 투자가 부채 사이드로 전환되었다는 점에서 금리 레벨이 매우 중요해졌다. 전쟁 관련 트럼프 타코, 이번주 QRA 발표를 주시하며, 빅테크 CDS 프리미엄이 계속 안정되는지 관측해야 한다. 우려가 커진 공개형 모델의 확산은 결국 AI 인프라에게는 호재라고 보는데 후속 자료로 이 내용은 보충하겠다. 스타일 관점에서는 7월말 FCF 팩터 약세, 모멘텀, 성장 팩터가 다시 힘을 얻기 시작했는데, 이 추세도 지속되는지를 관찰해야겠다.

그림17 외국인 순매수 추이



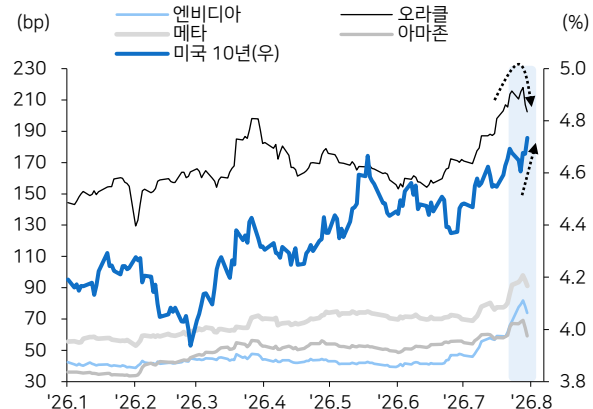
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 원화와 동조되던 엔화 절상. 미국-일본 공조 움직임



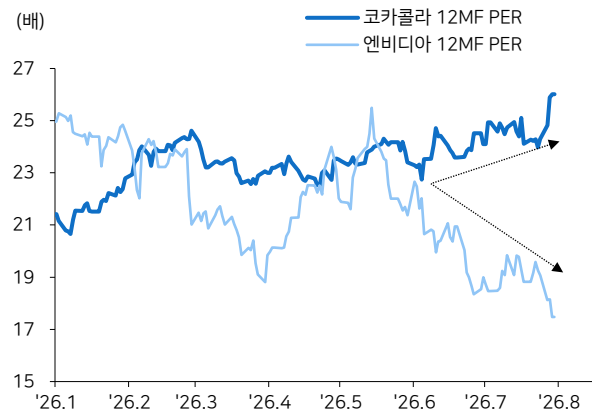
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 빅테크 CDS 프리미엄과 미국 10년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 KO vs NVDA PER: 6월 이후 힘을 얻은 FCF 팩터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
