

상상인 US Monitor

글로벌전략/디지털자산 김경태

02-3779-3427

Kt.kim@sangsinib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

되돌림은 하락이 가장 깊은 곳부터

Executive Summary

반등의 크기를 정한 것은 7월의 낙폭 - 전형적인 되돌림 구간

- 당사는 이번 반등을 업종 순환이 아니라 낙폭과대 되돌림으로 규정. 주간 필라델피아 반도체가 +10.36%로 최상위에 오른 반면 유틸리티 -3.10%, 헬스케어 -3.09%로 방어 업종은 일시적 도파자금이 다시 이탈하는 조짐을 보임
- S&P 500 +4.14%, NASDAQ +6.87%. 스타일에서도 High Beta +7.17%와 Momentum +7.25%가 저변동성주 -2.03%를 앞질러 전반적인 위험선호 복귀가 완연
- 641종목 주간 옵션 순프리미엄이 +17.42억 달러로 2주 연속 불어났고, 거래대금 기준 Put/Call 중앙값 역시 0.478까지 후퇴
- 변동성 증폭 구조는 사실상 소멸. 지난주 0%에 그쳤던 메모리의 감쇠 구조 비중이 100%에 이르렀고 반도체도 33%에서 89%로 선회
- 다만 반도체의 1개월 수익률은 -3.54%에 머물러 회복이 손실을 다 메우지 못했고, 선물 포지션 역시 7월 28일 기준 순매도 기조 유지 / 본격적인 반등은 아직까진 제한적

1. 이번 반등은 업종 순환이 아니라 낙폭과대 되돌림

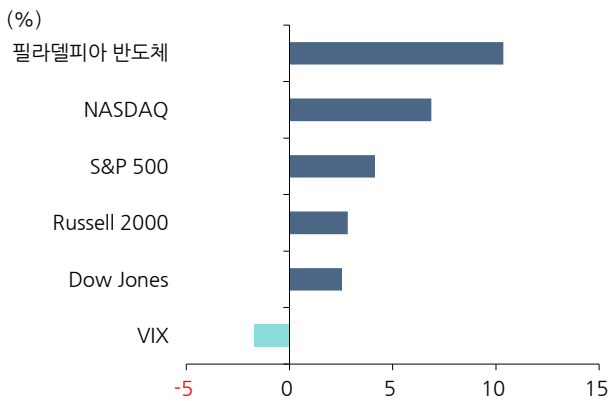
주도한 것은 7월에 가장 많이 빠진 쪽

- 업종 최상위는 정보기술 +9.24%와 경기소비재 +5.17%, 최하위는 유틸리티 -3.10%와 헬스케어 -3.09%. 방어 업종이 일제히 밀려난 것은 자금이 위험자산으로 되돌아왔음을 방증
- 개별 종목에서도 아스테라랩스 +38.98%, 블룸에너지 +36.72%, 코어위브 +36.55%, 네비우스 +33.03%, 팔란티어 +31.68%, 샌디스크 +30.25%로 7월 낙폭이 컸던 AI 인프라와 메모리가 상승을 견인
- 반면 애플 -9.03%, 레딧 -10.35%, 코인베이스 -10.23%는 소외됐다. 7월에 덜 빠진 종목이 이번 주에도 오르지 못한 것은 이번 상승이 실적 개선이 아니라 낙폭 되돌림에 기인함을 시사

하락의 증폭 구조는 다소 해소된 상황

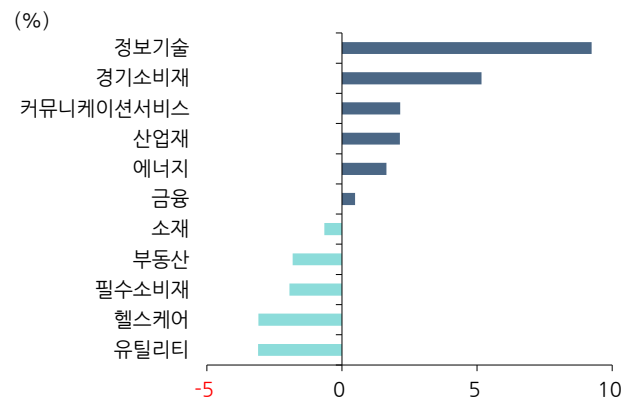
- 변동성 감쇠 구조 비중은 메모리가 지난주 0%에서 100%로, 반도체가 33%에서 89%로 올라서 8개 테마 전부가 감쇠 국면에 진입
- 등가적 내재변동성 중앙값은 광통신 117.1%, 우주 116.3%, 메모리 116.2%로 여전히 높으나, 국면이 바뀐 만큼 등락폭이 추가로 벌어질 소지는 줄어든 것으로 봄
- 다만 딜러 포지션의 매수·매도 구분은 관측되지 않는 만큼, 등락 방향이 아니라 변동폭이 늘리기 쉬운 구조로만 해석

그림 1. 주요 지수 주간 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. S&P 500 업종별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

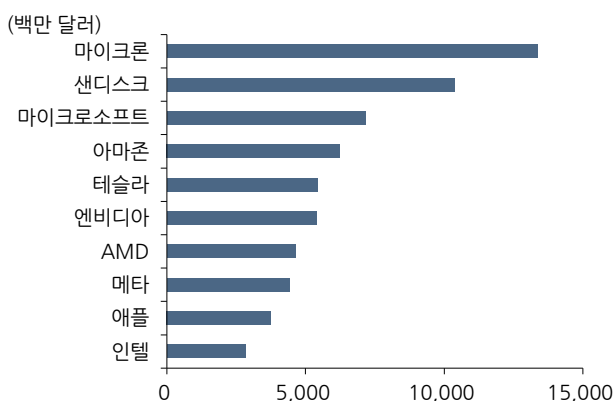
자금은 재빨리 콜로 더 기울어진 상황

- 거래대금 기준 Put/Call 중앙값이 전주 0.496에서 0.478로, 풋 프리미엄 비중도 0.332에서 0.323으로 나란히 낮아짐
- 순프리미엄 상위는 마이크로소프트 +5.74억 달러, 팔란티어 +1.48억, AMD +1.27억, 오라클 +0.89억, 브로드컴 +0.88억 순
- 하위는 애플 -1.60억 달러로, 주가가 -9.03% 빠지는 동안 매도 자금이 가장 두텁게 실행. 프리미엄 2억 달러 이상 종목 가운데 풋 비중이 높은 곳은 에이비스버킷 0.960, 룰루레몬 0.936, KIA 0.726, 쉘컴 0.601, 램리서치 0.595

다만 옵션 프리미엄 상위권은 주가 움직임의 잔상이라는 점을 명심

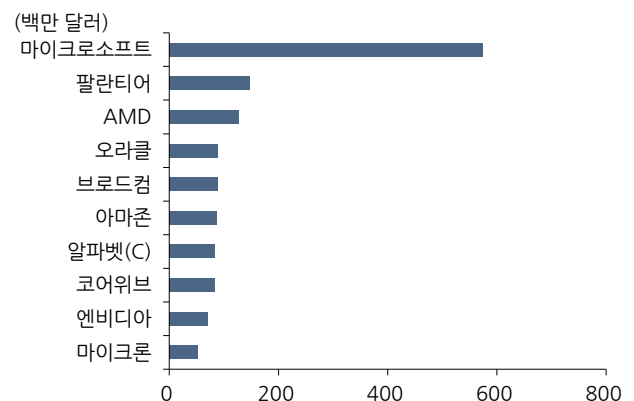
- 프리미엄 1·2위는 마이크론 133.6억 달러와 샌디스크 103.6억 달러로 지난주와 같으나, 주간 수익률은 +8.79%와 +30.25%로 뒤바뀜
- 프리미엄이 전주 대비 가장 크게 불어난 곳은 씨티그룹 +568.2%, 마이크로칩테크놀로지 +553.9%, 마이크로소프트 +297.2%
- 당사는 프리미엄과 Put/Call을 향후 신호가 아니라 자금이 실린 자리의 기록으로만 읽는다. 두 지표가 이번 주에도 상승 종목이 아니라 직전 하락 종목을 가리킨 점에서 그 한계가 드러남

그림 3. 옵션 프리미엄 상위



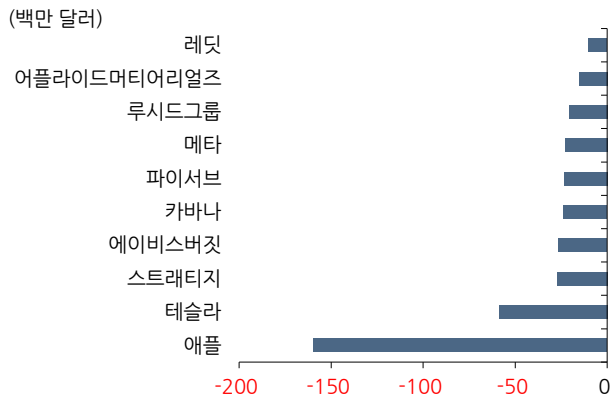
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 콜 순매수 상위 순위



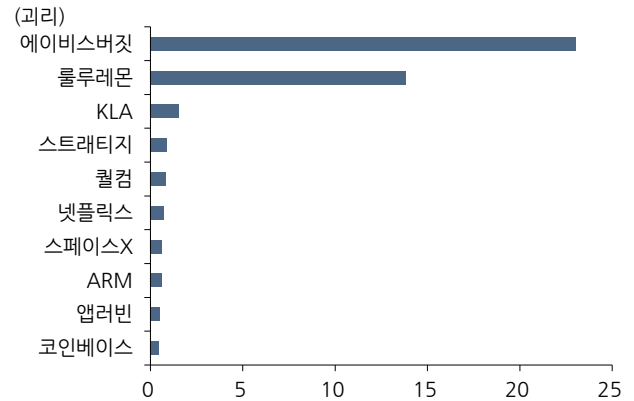
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 풋 순매수 상위 상위



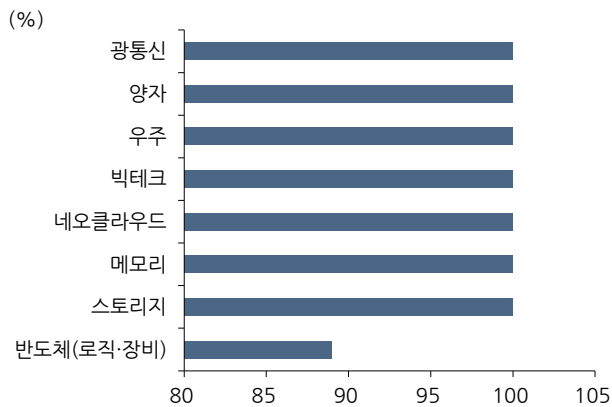
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 6. P/C 괴리 상위: 계약수는 콜, 돈은 풋



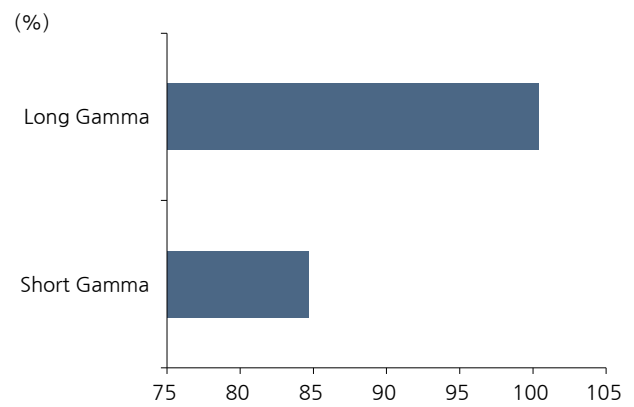
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 테마별 감마 국면 (변동성 감쇠 구조 종목 비중)



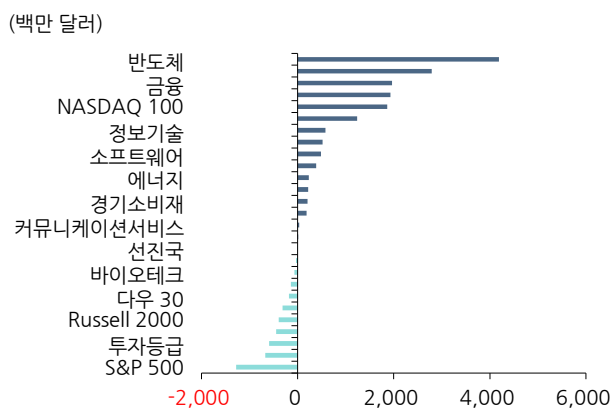
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 감마 국면별 등가적 내재변동성 (중앙값)



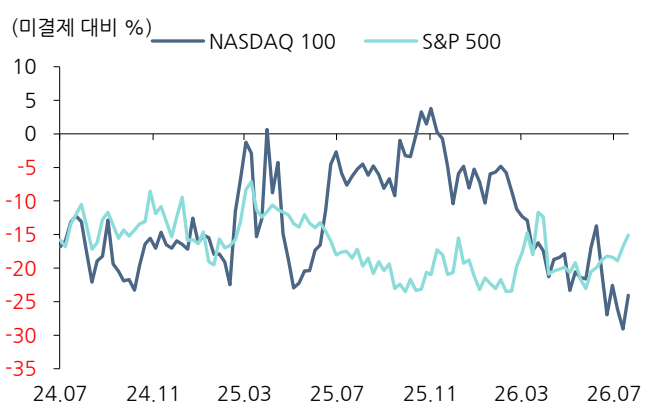
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 9. ETF 주간 자금유출입



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 지수 선물 레버리지펀드 순포지션 추이



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

II. 다만 선물 포지션에서 본격적인 반등 국면을 확인하긴 어려움

- NASDAQ 100 레버리지펀드 -76,960계약, 미결제 대비 -24.07%, 52주 z -1.54, 3년 z -1.61로 매도 쪽에 기운 상태가 이어짐. 주간 13,627계약 환매수
- S&P 500은 -302,372계약이나 미결제 대비 -15.06%, 3년 z +0.26으로 평균 범위에 머물. 주간 26,942계약 환매수
- Russell 2000 -74,620계약(-17.89%, 3년 z -0.97)로 소형주 매도는 상대적으로 얇음
- VIX 선물 레버리지펀드는 -12,289계약으로 주간 15,387계약 순매도로 돌아섰고 52주 z는 +1.23.0 지수 환매수와 변동성 매도가 나란히 진행
- 다만 위 수치는 7월 28일 기준이라 이번 반등이 반영되지 않았다. 포지션 지표가 가격을 7일 뒤따르는 구조인 만큼, 당사는 반등의 지지 기반 여부를 8월 8일 공표분에서 평가할 사안으로 봄

주: CFTC 자료는 화요일 기준금요일 공표. 위 수치 기준일은 2026년 7월 28일로 발간 기준일 대비 7일 지연.

III. 주가 하락과 추정치 상승으로 밸류에이션 배수는 역대급으로 낮아진 상황

- 차기 주당순이익 90일 변화는 샌디스크 +86.2%, 델 +55.0%, 마이크론 +54.1%, 코어위브 +51.9%, 씨게이트 +41.4%로 상향이 반도체와 메모리에 몰림
- 하향은 스트래티지 -66.5%, 테슬라 -13.0%, 메타 -2.0%에 국한
- 12개월 선행 주가수익비율은 마이크론 5.56배, 샌디스크 6.05배로 지난주와 사실상 같다. 두 종목이 주간 +8.79%와 +30.25% 올랐음에도 배수가 제자리인 것은 이익 추정치가 주가보다 빠르게 오른 결과

온갖 의심에도 불구하고 이익 모멘텀은 결국 반도체로 몰린 상황

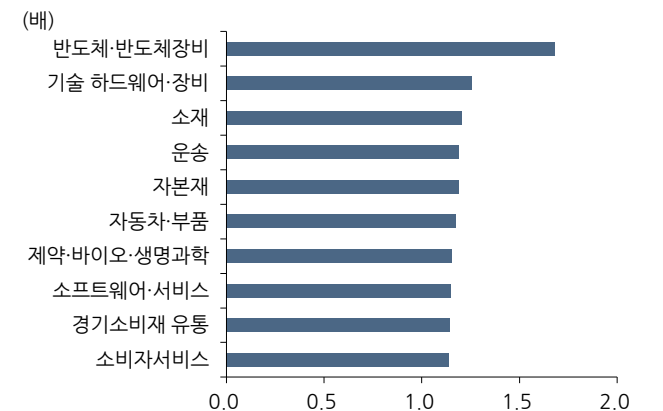
- 12개월 선행 EPS를 후행 EPS로 나눈 이익 모멘텀은 반도체:반도체장비가 1.683배로 전 산업군 1위이며, 기술 하드웨어:장비 1.257배와 S&P 500 1.214배가 뒤를 이음
- S&P 500 12개월 선행 주가수익비율은 20.13배로 1년 전 22.38배에서 오히려 축소돼, 지수 상승분보다 이익 추정 상향분이 컸음을 가리킴
- 영업이익 대비 설비투자는 테슬라 295.6%, 오라클 267.9%, 아마존 184.6%, 루멘텀 131.7%, 메타 102.8% 순으로 높고, 수주잔고도 마이크로소프트 6,840억 달러(+82.4%)와 오라클 6,380억 달러(+363.0%)로 불어남
- 다만 매출 전환과 투자 집행 사이 시차 구간에서는 현금흐름 부담만 선반영되며, 내용연수가 회사 가정인 만큼 상각비 감소에 따른 이익 개선은 실적이 아닌 회계에 해당
- 상각진행률은 마이크로소프트 27.5%, 오라클 18.5%, 코어위브 11.0%로 신규 투자가 몰린 반면 애플은 59.9%로 자산이 노후한 구간

그림 11. S&P 500 12개월 선행 주가수익비율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 산업군별 이익 모멘텀 (12개월 선행 EPS ÷ 후행 EPS)



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

IV. 7월 낙폭이 깊었던 순대로 8월 초 되돌림 진행 중

- 레오폴드 아센브레너가 운용하는 Situational Awareness LP의 13F 신고분은 주식·ETF 매수분 38.0억 달러 대 풋 신고분 명목 84.6억 달러. 풋은 반에크 반도체 ETF(SMH) 20.4억, 엔비디아 15.7억, 오라클 10.7억, 브로드컴 10.1억, AMD 9.7억 달러로 반도체에 몰려 있음
- 매수분은 블룸에너지 22.9%, 샌디스크 18.9%, 코어위브 14.5%, 아이렌 10.5%, 코어사이언티픽 10.1%로 AI 인프라와 채굴에 편중
- 다만 13F는 기준일 2026-03-31 신고분으로 발간 기준일까지 126일 경과했으므로 현재 포지션이 아니며, 매수 풋과 매도 풋을 구분하지 않아 매수·매도 어느 쪽인지 단정할 수 없음
- 주식 매수 종목군의 7월 수익률은 -30.31%(신고 비중 고정 가정)로 S&P 500 +0.03%, NASDAQ 100 -6.57%, 반도체 ETF -17.59%를 크게 밑돌
- 8월 들어 이틀간 +14.74%를 되돌려 S&P 500 +3.25%의 네 배를 웃돌. 8월 3일 +8.88%에 이어 4일 +5.37%로 이틀 연속 올랐고, 코어위브 +28.05%와 T1에너지 +30.22%가 회복을 이룩

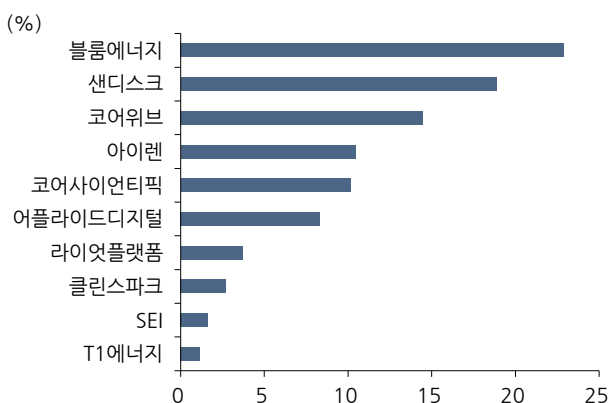
되돌림의 크기는 낙폭에 비례

- 7월 수익률과 8월 누적 반등폭의 상관관계는 피어슨 -0.631($p=0.001$), 스피어만 -0.711($p=0.0001$), 결정계수 0.398로 1% 수준에서 유의
- 8월 3일 단독 기준(피어슨 -0.419, $p=0.041$)보다 이틀 누적에서 관계가 뚜렷해져, 되돌림이 우연이 아니라 낙폭에 비례해 진행되고 있음을 뒷받침. 다만 표본은 25종목 중 가격 조회가 가능한 24종목

차주 점검 요인

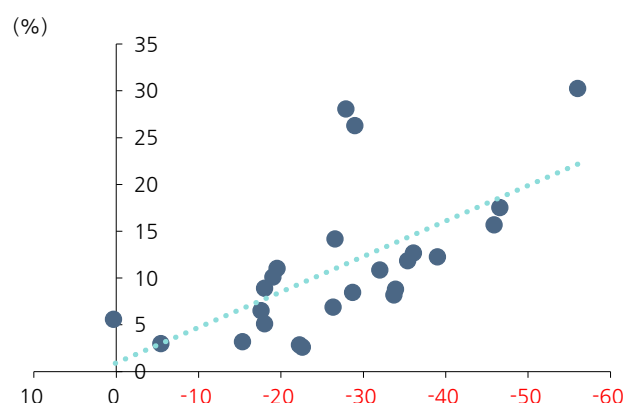
- 반도체의 1개월 수익률이 -3.54%에서 플러스로 돌아서는지. 주간 +10.36%에도 월간이 마이너스인 만큼 회복은 아직 손실을 다 메우지 못한 단계
- 8월 8일 공표되는 CFTC 자료에서 NASDAQ 100 레버리지펀드의 3년 z 가 -1.61에서 복원되는지. 포지션이 가격을 따라오지 않으면 반등의 지지 기반은 약하다는 판단
- 이익 추정치 상향이 이어지는지. 마이크론 5.56배와 샌디스크 6.05배의 배수는 상향 지속을 전제해 값이며, 멈추면 배수가 아니라 이익이 조정될 공산이 큼

그림 13. 13F 주식·ETF 보유 비중 상위



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 7월 수익률과 기준일 반등폭



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 1. 파이그래프 아센브레너 13F 포트 신고분 상위 (기준일 2026-03-31, 126일 경과)

종목	명목가(\$M)	포트 내 비중%	누적%
Vaneck 반도체 ETF	2,043	24.1	24.1
엔비디아	1,568	18.5	42.6
오라클	1,073	12.7	55.3
브로드컴	1,006	11.9	67.2
AMD	969	11.5	78.7

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 2. 주요 종목의 7월 수익률과 8월 한달간 상승폭 (%)

종목	7월	8월	종목	7월	8월
블룸에너지	-32.01	+10.84	Riot Platforms	-26.33	+6.89
샌디스크	-46.57	+17.52	Cleanspark	-5.43	+2.98
코어위브	-27.90	+28.05	솔라리스	-36.10	+12.66
아이렌	-19.53	+11.01	T1에너지	-56.01	+30.22
Core Scientific	-19.03	+10.09	비트디어	-33.71	+8.17
어플라이드디지털	-26.57	+14.17	파워솔루션	-29.00	+26.26

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김경태)
- 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 당사에게 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 현재당사에서 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.