

QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 | 2026.08.07

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

물가가 금리를 결정하고, 금리가 자산가격을 결정한다

8월 1주차 금융시장
유가 하락·금리 되돌림에
투심 회복되나
옥석 가리기 국면

8월 1주차 글로벌 금융시장은 유가 하락과 미국 장기금리의 되돌림이 투자심리 개선을 견인했다. 브렌트유가 전주 대비 큰 폭 하락하면서 미국과 이란 간 군사적 충돌이 금융시장에 미치는 영향력이 다소 완화됐다. 다만 이를 위험자산에 대한 적극적인 롱 포지션 확대 신호로 해석하기에는 아직 이르다. 단순히 지정학적 리스크를 상수로 보던 2Q와는 상황이 달라졌기 때문이다. 미국과 이란의 종전 협상은 여전히 불확실성이 높고, 중동 지역의 군사적 긴장도 완전히 해소되지 않았다. 전쟁 장기화에 대한 피로도는 곧 시장의 불확실성이자 긴장감으로 귀결된다. 결국 현재 시장은 지정학적 리스크의 해소보다 유가가 현 수준에서 안정적으로 유지될 수 있는지를 더 중요한 변수로 인식하고 있다. 미 국채 금리는 상승 이후 하락 전환하며 채권시장 투자심리가 일부 회복됐다. 과거에도 장기채 금리 급등 이후 안정화 국면에 진입할 때 글로벌 증시가 점진적인 상승 흐름을 이어갔다는 점을 감안하면, 현재는 공격적인 방향성 베팅보다 자산별 옥석 가리기 및 포트폴리오 균형 전략이 필요한 시점으로 판단된다.

미국·선진국 중심 견조한 반등
AI 밸류체인 차별화 본격화

글로벌 주식시장은 미국(+3.0%), 선진국(+2.6%), 유로존(+2.3%)을 중심으로 견조한 반등을 시현했다. 미국의 빅테크 실적 시즌이 마무리되는 과정에서 AI 인프라 투자 확대 기조가 유지되고 있다는 점이 확인된 점은 AI 밸류체인의 진행형 임을 강조하나, 재무 부담의 낙인은 개별 기업의 약세장을 불가피하게 하기도 한다. 반면 신흥국은 -0.4%로 상대적으로 부진했으며, 중국은 정치국 회의 이후 정책 기대감이 일부 이어졌지만 상승 탄력은 제한됐다.

장기금리 되돌림에 투심 일부 회복
절대 금리 활용한 캐리 전략 유효

채권시장에서는 미 국채와 투자등급 회사채를 중심으로 가격이 반등했다. 최근 급등했던 시장금리가 되돌림을 보이면서 투자심리가 일부 회복됐지만, 아직 장기적인 금리 하락 추세로 판단하기에는 이르다. 케빈 워시는 여전히 불친절하며 연준 주요 인사와 지역 연은 총재는 FOMC와도 일부 결이 다른 발언이 나옴에 따라 컨센서스 형성이 난망하다. 현 국면에서는 오히려 높은 절대 금리 수준을 활용한 안정적인 이자수익 확보 전략이 유효한 국면이다.

에너지 급락 vs 귀금속 강세
위험선호와 인플레이 헤지 공존

원자재 시장에서는 에너지 가격이 주간 -7.3% 하락하며 가장 큰 변동성을 나타냈다. 반면 귀금속(+4.9%)과 산업금속(+1.9%)은 상승하며 위험자산 회복과 인플레이션 헤지 수요가 동시에 나타나는 모습을 보였다.

원화 강세 두드러져

엔화 방어 의지와
정책 공조가 핵심 변수

외환시장에서는 원화가 주간 1.2% 절상되며 주요 통화 가운데 가장 강한 흐름을 나타냈다. 국내 외환 수급 개선과 달러 강세 진정이 복합적으로 작용한 결과로 판단된다. 원달러 환율은 단기적으로 1,400원 하단 테스트 가능성을 열어둘 필요가 있다. 반면, 엔화는 달러 대비 약세를 나타냈다. 향후 미국과 일본 당국의 공조 개입이 지속되지 않을 경우 엔화의 되돌림 약세가 재차 확대될 가능성을 배제하기 어렵다. 따라서 다음 주 외환시장의 핵심 변수는 미국의 달러 정책보다 엔화 방어 의지와 정책 공조 지속 여부가 될 전망이다. 결국 달러는 당분간 중립적인 흐름을 이어갈 가능성이 높으며, 원화의 과도한 절상 역시 제한될 것으로 판단한다.

물가 안정 여부가 금리·증시방향 결정

8월 2주차는 미국 7월 소비자물가지수, 생산자물가지수, 미시간대 소비자심리지수와 기대인플레이션이 연이어 발표된다. 핵심은 9월 FOMC에서 금리 동결 기대가 금리 인상 우려를 얼마나 압도할 수 있는가이다. 물가가 예상보다 안정적인 흐름을 보인다면 최근 상승했던 미 국채 금리는 추가적인 하락 여력을 확보할 가능성이 높다. 이는 미 국채뿐 아니라 글로벌 증시에도 우호적인 환경을 제공할 수 있다. 반면 기대인플레이션이 다시 상승하거나 유가가 재차 반등할 경우 금리 상승 압력이 재개될 가능성도 배제하기 어렵다.

AI 투자 확대 지속 속 ROI 확인 단계 진입

현재 시장은 AI 투자 확대가 지속되는 가운데 실질적인 수익화(ROI)를 확인하는 단계에 진입했다. 빅테크의 자본적지출은 예상과 달리 축소되지 않고 있으며, 이는 국내 반도체, 장비, 전력 인프라 기업들의 중장기 수주 환경에는 긍정적인 변수다. 다만, 투자자는 이제 단순한 AI 투자 확대보다 투자를 얼마나 빠르게 매출과 이익으로 연결할 수 있는 기업인지를 구분하기 시작했다. 재무적 부담이 기업의 영속성을 해친다는 시나리오가 부상할 시, 그 기업은 냉담한 투심을 마주하게 된다. 향후 AI 밸류체인에서도 종목 간 차별화는 더욱 확대될 가능성이 높다.

종목 간 차별화 확대

짧은 듀레이션 캐리 우선

채권시장 역시 금리 안정으로 투자심리가 일부 회복되고 있으나, 아직 공격적인 듀레이션 확대를 시도하기에는 이르다. 짧은 듀레이션 중심의 안정적인 캐리 전략을 유지하면서 금리 하락 시 점진적으로 듀레이션을 확대하는 접근이 바람직하다. 당분간은 현금 비중을 일정 수준 유지하며 조정 시 분할매수하는 전략이 가장 효율적이다.

금리 하락 시 점진적 확대 접근

8월 2주차 체크포인트

- 1) 미국 CPI·PPI,
9월 FOMC 점검
- 2) 기대인플레 추세화와
미·이란 종전 협상 경과
- 3) AI 밸류체인
ROI 및 상업화 속도

8월 시장의 핵심은 지정학적 리스크 해소 자체보다 유가와 장기금리의 안정 여부다. 물가가 안정되고 금리가 하향 안정화된다면 위험자산은 점진적인 회복 국면으로 진입할 수 있다. 다만 8월 중순까지는 방향성 베팅보다 균형 잡힌 자산배분과 선별적 분할매수 전략이 여전히 우위에 있는 구간으로 판단한다. 이를 고려한 8월 2주차 Check Point로는 무엇보다도 미국 CPI와 PPI가 가장 핵심이다. 9월 FOMC 금리 동결 기대 강화 여부와 직결되기 때문이다. 서비스 물가와 에너지 가격의 전이 효과를 확인해야겠다. 미시간대 소비자심리지수와 기대인플레이션을 역시 유의미한 영향력을 행사하겠다. 연준은 소비자 기대인플레 심리가 추세화될 가능성을 보다 주목한다. 이는 곧 미국과 이란의 종전 협상과 직결되겠다. 중간선거가 점점 다가오는 트럼프의 휘발유 가격과 인플레이션 민감도는 보다 높아질 것인데 이란의 맞대응 수위가 조정될지가 관건이다. AI발 하드웨어 밸류체인과 인프라 형성 관련한 재료는 주도적으로 증시의 향방을 테스트하겠다. CAPEX 확대 이후 ROI와 상업화 속도에 대한 투심이 여전히 민감하다. 알파벳은 250억달러 추가 회사채 발행을 발표했다. 지난 실적 발표에서 연간 자본적지출 규모 상단을 2,050억달러로 상향했는데 이의 연장선상이다. 한국 투자자 입장에서는 이는 메모리 반도체 및 국내 수출 모멘텀 지속 여부와 연결되는 사안이기도 하다.

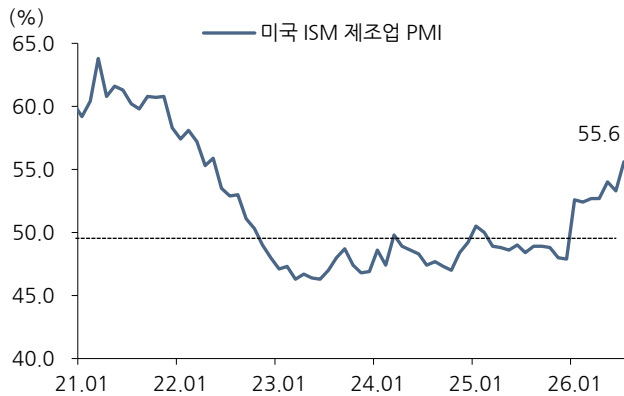
그림 1. 자산별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 부동산원, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

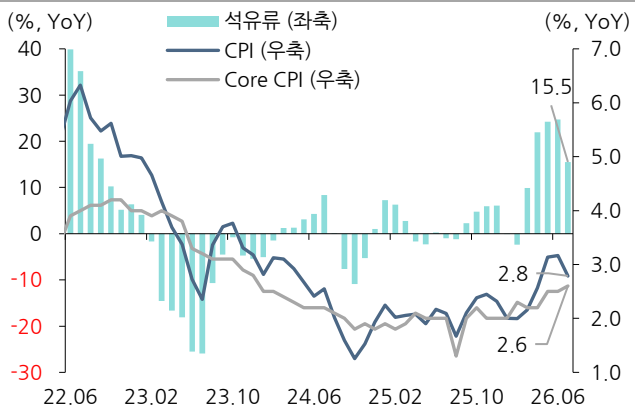
경제지표해설

그림 1. 미국 7월 ISM 제조업 구매관리자지수



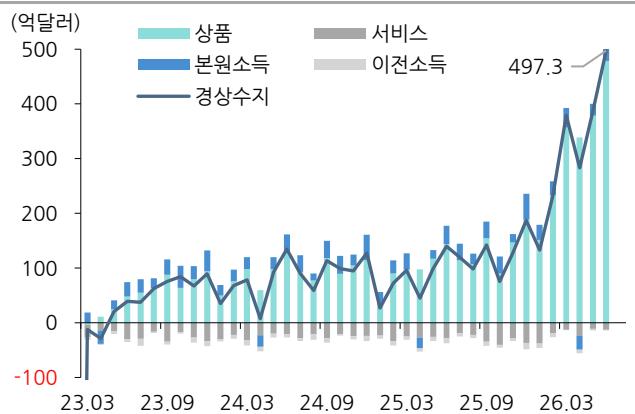
자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 2. 한국 7월 소비자물가상승률(CPI)



자료: KOSIS, 상생인증권 리서치센터

그림 3. 한국 6월 경상수지



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

- 지난 3일(현지시간) 미 공급관리협회(ISM)가 발표한 7월 제조업 PMI는 55.6으로 전월대비 2.3p 상승하며 예상치(53.9)를 상회. 2022년 5월 이후 약 4년 만의 최고치로 7개월 연속 확장세 지속
- 생산(58.5)과 6.3p 상승하며 지수 상승을 견인한 가운데, 고용(52.8)이 33개월 만에 확장 국면으로 전환. 반면 물가지수(71.1)는 전월 대비 1.9p 하락했으나 여전히 높은 수준을 유지함
- 선주문 수요와 AI 투자 확대에 따른 제조업 경기 호조가 고용 개선을 이끌었으나, 이란 전쟁 재점화에 따른 공급망 차질과 원자재 비용 상승이 향후 확장세를 제약하는 리스크로 상존

- 지난 4일 국가데이터처가 발표한 7월 소비자물가지수는 YoY +2.8%, MoM -0.2%로 예상치(YoY +3.0%, MoM -0.1%)를 모두 하회. 3개월 만에 2%대로 복귀
- 석유류(+15.5%)의 물가 기여도가 전월(0.93%p) 대비 0.60%p로 축소되고 농축수산물(+0.9%)도 전월(+3.2%) 대비 크게 둔화하며 헤드라인 하락을 견인. 반면 서비스(+2.6%)는 상승세를 지속
- 다만 근원물가(식료품·에너지 제외)가 2.6%로 2023년 12월 이후 최고치를 기록하며 기초적 물가 압력은 확대. 이는 향후 한국은행의 금리 결정 부담을 가중시킬 전망

- 지난 6일 한국은행이 발표한 6월 경상수지는 497.3억달러 흑자로 전월대비 111.2억달러 증가하며 2개월 연속 사상 최대 흑자를 경신
- 반도체(+196.9%)·정보통신기기(+166.0%) 호조로 상품수출이 1,000억달러를 돌파하며 상품수지(478.9억달러)가 역대 최대 흑자를 기록. 여행수지가 4.4억달러로 역대 2위 흑자를 기록했으나 서비스수지 적자폭은 전월대비 확대됨
- 경상 흑자 확대에도 외국인 국내주식 순매도 규모가 전월에 이어 역대 최대를 기록하며 흑자의 원화 유입 효과는 제한적

1. 주시

반도체주 차익실현에 코스피는 하락, 반면 코스닥은 급등

국내 증시 리뷰: 반도체 차익실현과 코스닥 800pt 회복의 교차

8/6일 기준 KOSPI는 전주대비 -4.53% 하락한 6,296.38pt를 기록하였다. KOSDAQ은 전주대비 +11.38% 상승한 801.67pt를 기록하였다. 금주 국내 증시는 AMD, 샌디스크 등 미국 메모리 관련주의 실적발표를 소화한 가운데 반도체 차익실현과 그로 인한 순환매 장세가 나타나며 지수는 하락하였다. 전주 금요일 SK하이닉스 상한가를 포함하여 국내 증시가 반도체를 중심으로 강한 반등세를 보였으나, 미국 증시에서 반도체주의 차익실현이 외국인 투자자금에 영향을 미치며 국내 증시는 반도체 위주로 약세를 보였다.

글로벌 투자자들의 높은 눈높이가 sell-on으로 이어짐

글로벌 AI 밸류체인 기업들의 실적발표가 이어지는 장세에서 모두의 관심이 쏠렸던 반도체에 대한 눈높이는 매우 높았다. 금주 반도체주는 약 -11% 하락하였는데, 전일 미국 반도체주의 주가 흐름과의 연동은 전주대비 더욱 강화되었다. 금주 발표된 AMD와 샌디스크의 당분기 실적이 모두 컨센서스를 상회하였고, 주당 EPS 역시 전망치를 웃돌았으나 시장은 향후 가이던스 부진에 집중하였고 sell-on 매물이 출회되었다. (AMD는 매출 +1.8%, 주당 EPS +2.5% 상회했으나 매출총이익률이 -2% 하회하였고, Sandisk 매출 +5.8%, 주당 EPS +12.3% 상회했으나 '27 1Q(7~9월) 가이던스가 \$103~108억 레벨로 시장 전망치 \$108.2억을 하회)

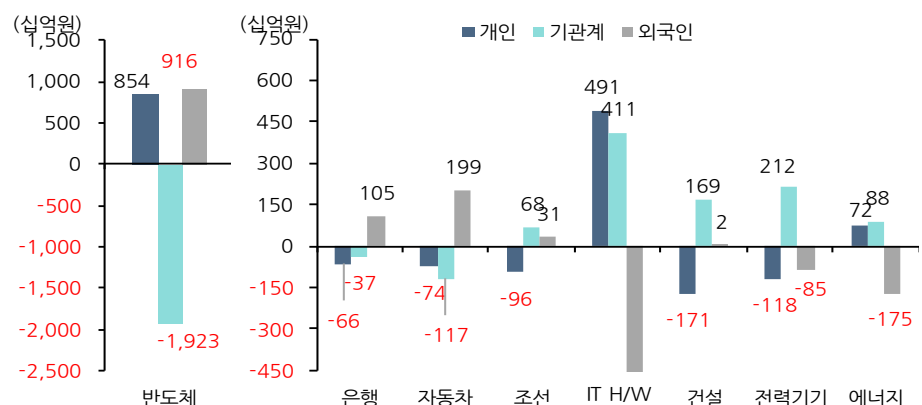
금속, 방산, 바이오, 로봇 등 순환매 장세 확인

다만, 지수의 하락과 별개로 반도체를 제외한 타 업종은 대부분 상승하는 순환매 장세가 확인되었다. 특히, 한은의 금 매입 재개와 관련하여 금속 테마가 부각된 가운데 고려아연의 실적호조까지 겹치며 상승한 점이 비철/목재 업종의 수익률 상승을 야기하였다. 이외에도 방산(기계), 바이오, 로봇, 화장품 등이 실적 기대감 + 긍정적 소식을 바탕으로 전주대비 큰 폭으로 상승 마감하였다. 업종별로는 비철/목재(+19.8%), 건설(+16.1%), 기계(+13.1) 등이 전주대비 상승하였다. 반면, 반도체(-11.7%), 보험(-2.0%), 증권(-0.1%)이 하락하였다.

코스닥 강세에는 기관계 자금 유입이 큰 영향

특히 바이오와 로봇 테마의 강세는 코스닥 지수가 7/15일 이후 15거래일 만에 800pt를 회복하는 주요 동력으로 작용했다. 코스닥 시장은 외국인투자자의 약매도 흐름 속 개인보다도 기관계 자금 유입이 크게 작용하였는데, 주로 투신(사모), 금융투자, 연기금 등이 매수한 것으로 보아 실적발표 이후 성장 모멘텀에 주목한 저점매수로 해석된다.

그림 1. 국내 증시 주간 업종별 순매수 비교



자료: Quantiwise, 상승인증권 리서치센터

국내 증시 차주 전망: 중동 불확실성과 관세 위협 속 숨고르기

매크로 변수의 영향력 하 관망과 대응에 초점

차주 국내 증시는 화장품, 유통, 증권, 게임주 등 실적발표가 이어지는 가운데 글로벌 지정학적 변수와 관세 위협 등 매크로 변수가 시장에 영향을 줄 것으로 전망한다. 국내 증시에서는 7/31일 제도 강화로 인해 단일종목 레버리지 ETF의 거래대금이 급감하며 리밸런싱 리스크가 경감된 점이 긍정적인 부분으로 작용하겠다. 다만, 반대매매가 대거 발생한 이후 투자자들이 적극적인 매수보다는 관망과 대응에 초점을 둬에 따라 지수의 급반등의 가능성은 다소 낮을 것이라 판단한다.

매크로 변수들은 증시의 상방보다는 하방압력으로 작용

글로벌 주요 반도체 기업의 실적발표가 완료되고 남은 굵직한 이벤트는 엔비디아 실적발표(8/26 예정)이 있는 가운데, 미국 고용지표 발표(8/7 금 저녁)부터 미국 7월 CPI, 소매판매, 미시간대 소비자 기대지수 등 매크로 이벤트가 예정되어 있다. 중동전쟁에 대한 민감도가 낮아진 것은 사실이나 폴리실리콘 관련 232조 발표와 함께 관세에 대한 우려, 7월 유가 재반등에 의한 물가지표 발표 등 하방압력으로 작용할 재료들이 많은 상황이다.

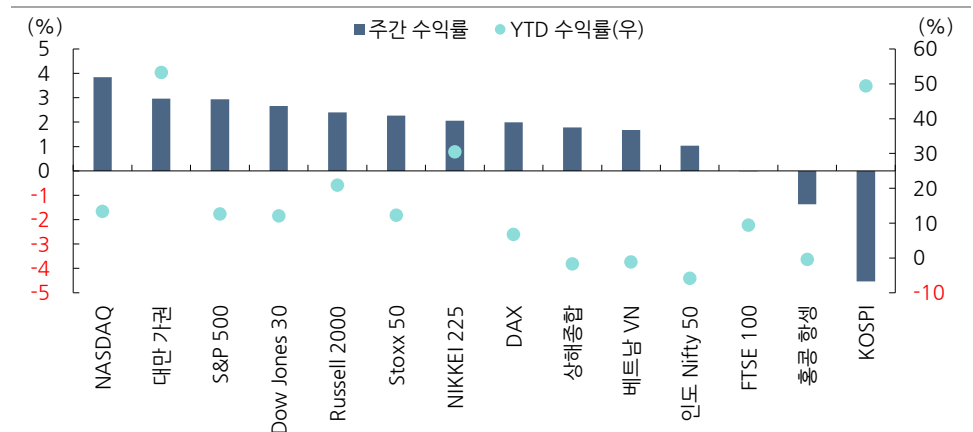
고용보다는 물가지표 주시, 숫자의 상회는 금리인상 우려를 재부각

결국 글로벌 증시는 9월 예정된 FOMC에서 금리인상에 대한 우려가 투심을 좌우할 것으로 보이는 가운데, 금주 고용지표에서는 숫자가 예상치를 상회하지 않는 한 영향력은 제한적일 것으로 보인다. 반면, 물가지표에 대해서는 인플레이션을 가리킬 시 인상 가능성을 재차 크게 반영하며 투심을 악화시킬 수 있겠다.

국내 증시 관점에서 개별 종목, 비반도체 업종으로의 자금 유입 기대

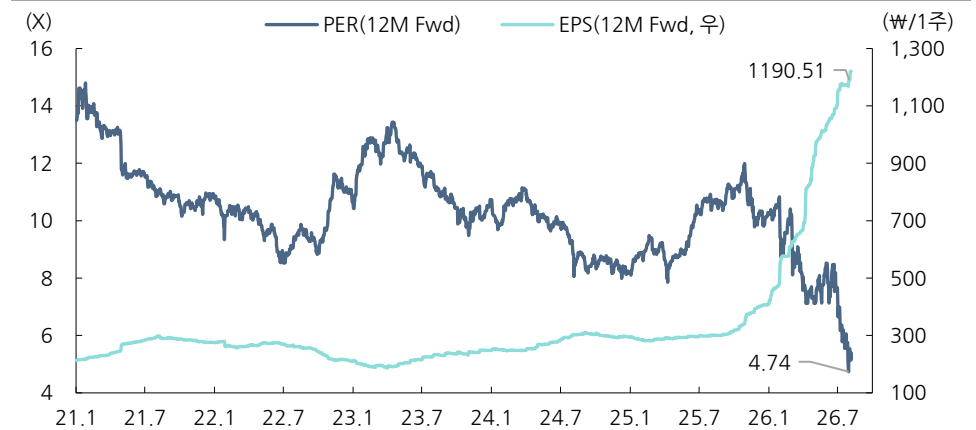
다만, 이와 별개로 국내 증시에 있어서는 반도체 수급 집중 현상이 일부 완화되며 타 업종이 강세를 보이고 있다는 점에서 호실적에 따른 개별 기업단에서의 강세 흐름은 기대할 수 있겠다. 또한, 차주에는 MSCI 분기 리뷰(QIR, 12일)에서 편입 편출 기업이 발표된다. 현 시점에서 편입 유력 종목은 LG이노텍, 편출 유력 종목은 HLB가 거론되는 가운데 13일(목)에는 옵션 만기일이 예정되어 있는 점에서 변동성에 유의해야겠다.

그림 2. 증시별 주간/YTD 수익률



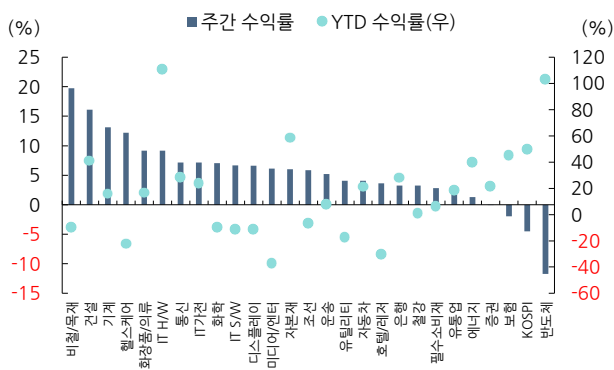
자료: Bloomberg, 상승인증권 리서치센터

그림 3. KOSPI 12M Fwd PER, EPS



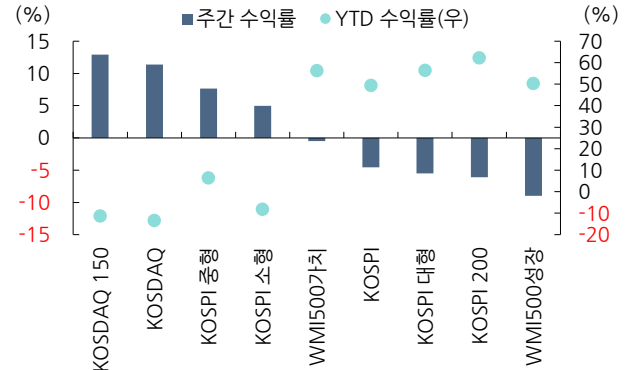
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 4. KOSPI 업종별 수익률



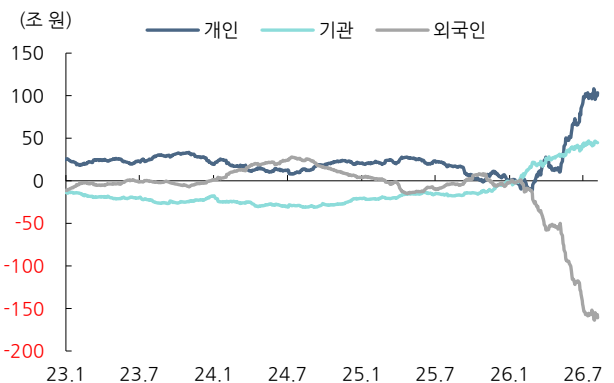
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 5. KOSPI 스타일별 수익률



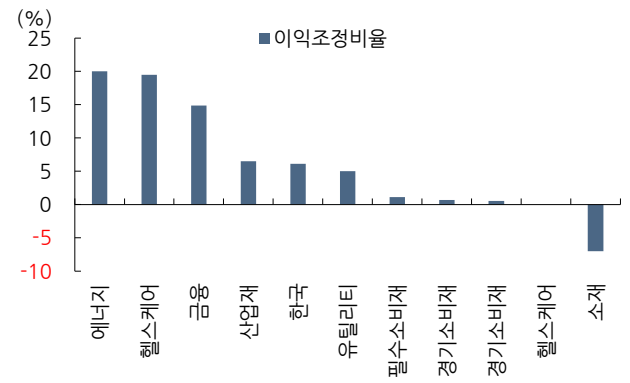
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 국내 증시 투자자별 누적 순매수금액 추이



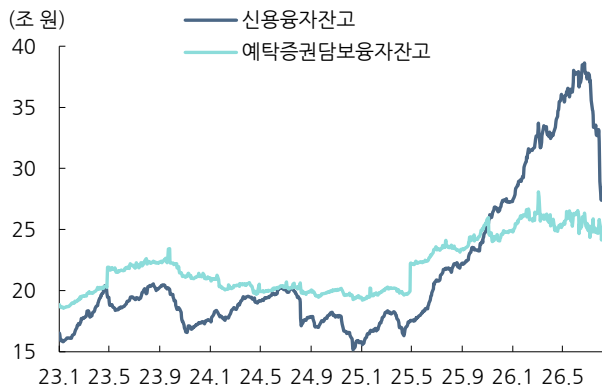
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 한국 증시 업종별 이익조정비율



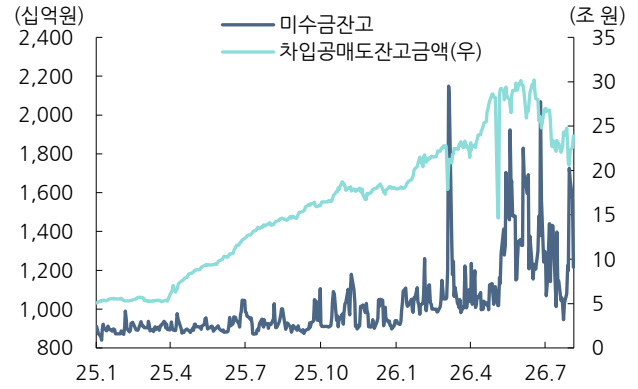
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 한국 증시 신용융자잔고 및 예탁증권담보용자잔고 추이



자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 한국 증시 미수금잔고 및 차입공매도잔고 추이



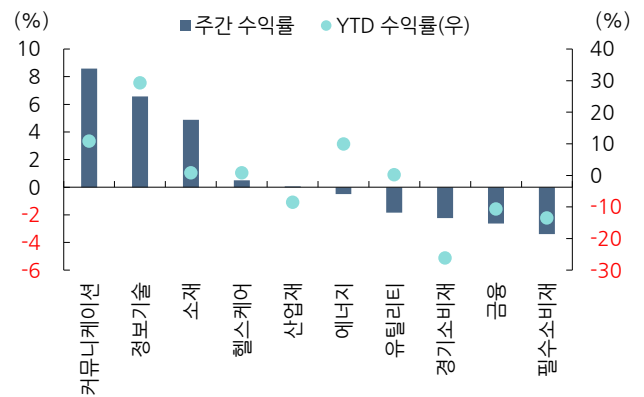
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

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

트럼프, 이란 공격 보류
WTI 이틀간 10.5% 하락
S&P 500 두 달 만에 최고치
다우 54,000선 최초 돌파

30년 5.28→5.21%
9월 인상 확률 80→65%
ISM 지불가격은 70 위 유지

대형 성장 4.3% vs 가치 1.3%; 코어
워브 18.9%, 버티브 13.9%; 에너지
·유틸리티 등 방어주 하락

팔란티어 매출 93% 증가,
AMD·WDC 호실적에도 하락
NASDAQ 20·50일선 회복

금주 미국 증시는 유가 급락이 전인한 주초 상승분을 후반 이틀에 일부 반납한 한 주였다. 7/31 대비 8/6 종가 기준 S&P 500 +2.9%(7,709.96), 나스닥 +3.8%(26,348.35), 나스닥 100 +3.9%(29,373.33), 다우 +2.7%(53,885.10), 러셀 2000 +2.4%(3,001.55)로 주요 지수가 모두 상승했으나, 상승분은 주초 이틀에 집중됐다. 3일 트럼프 대통령이 이란에 대한 공격을 보류하고 호르무즈 해협 재개방을 포함한 협상 재개 의사를 표명함에 따라 서부텍사스산원유는 3일 5.1%, 4일 5.7% 하락하며 이틀 만에 배럴당 84.67달러에서 75.77달러로 후퇴했고, 같은 이틀간 S&P 500이 3.3%, 나스닥 100이 5.1% 상승했다. 4일 S&P 500이 7,736.52로 6월 2일 이후 두 달 만에 사상 최고 종가를 경신한 데 이어 다우는 907포인트 상승하며 54,000선을 최초로 돌파했고, 5일에도 54,349.12로 최고치를 재차 경신했다. 다만 6일 유가가 3.8% 반등하자 다우가 464.02포인트(-0.85%) 하락하며 5거래일 연속 상승을 마감했다.

유가 반락은 곧바로 금리로 전이됐다. 30년 국채금리가 7월 31일 5.28%로 2007년 이후 최고치를 기록한 뒤 8월 6일 5.21%로, 10년물이 4.74%에서 4.67%로 각각 7bp 하락했고, 9월 인상 확률은 7월 말 80% 안팎에서 65% 내외로 후퇴했으며 변동성지수 역시 15.99에서 15.15로 안정됐다. 다만 실제 물가 지표는 반대 방향을 가리켰다. 3일 공개된 7월 ISM 제조업지수는 55.6으로 2022년 5월 이후 최고 수준을 기록했고 신규주문 56.7과 고용 52.8로 5개 구성지표가 모두 확장 국면에 위치했으며, 지불가격은 71.1로 전월 73.0 대비 낮아졌음에도 여전히 70을 웃돌았다. 5일 서비스업지수는 54.1로 전월과 유사했으나 지불가격이 70.3으로 전월 67.7과 예상치 65.0을 동시에 초과하며 최근 5개월 가운데 네 번째로 70선 위에서 형성됐고, 고용지수는 47.4로 위축 국면에 재진입했다. 금주의 금리 하락이 물가 개선이 아니라 유가 경로에 대한 기대 변화에 기인한다는 의미다.

업종과 스타일은 할인율 하락에 정확히 대응해 상반된 방향으로 갈렸다. 정보기술이 5.7%로 가장 큰 폭으로 상승했고 소재 3.5%, 산업재 2.7%, 커뮤니케이션서비스 2.7%가 뒤를 이은 반면, 에너지 2.3%와 유틸리티 2.2%, 부동산 0.6%는 하락했다. 스타일에서도 대형 성장주가 4.3% 상승해 대형 가치주 1.3%를 3.1%포인트 앞섰고 고베타 4.1%와 저변동성 2.1%의 격차 역시 동일한 방향이었다. 7월에 가장 깊게 조정을 받은 AI 인프라의 반등 폭이 두드러져 코어워브 18.9%, 버티브 13.9%, 마벨 12.3%, 오라클 10.5%, 엔비디아 9.1%, 브로드컴 8.0%, 마이크로소프트 7.6%가 상승했고 팔란티어는 26.7% 급등한 반면, 직전 주 실적을 공개한 아마존 0.3%와 알파벳 0.5%, 애플 1.1%는 지수를 크게 밀돌았다.

특히 팔란티어는 2분기 매출 19.4억 달러로 93% 증가하고 미국 상업 부문이 149% 성장한 데다 조정 주당순이익 0.41달러가 컨센서스 0.35달러를 크게 앞질러 4일 하루에만 29.5% 급등했다. 반면 AMD는 매출 115억 달러로 50% 증가하고 데이터센터 매출이 67.2억 달러로 107% 증가했으며 3분기 가이던스도 130억 달러로 시장 기대를 상회했음에도, 설비투자 확대와 마진 압박을 사유로 5일 7.0% 하락했다. 웨스턴디지털 역시 회계연도 4분기 주당순이익 3.56달러와 매출 37.5억 달러가 컨센서스를 각각 7.6%와 1.3% 초과하고 향후 분기 가이던스도 시장 예상치를 앞섰음에도, 증가폭 둔화를 이유로 6일 13.0% 급락해 주간으로 17.1% 하락했다. 7월 31일 기준 FactSet 집계 S&P 500 2분기 혼합 이익증가율은 47.4%로 2021년 2분기 이후 최고 수준이다.

매크로 변수와 할인율에 민감해진 지수, 그리고 엄격해진 실적 평가

변화한 것은 유가한 변수
듀레이션 긴 자산에 편중

단기간 내 AI 수요나 지출 계획에서 펀더멘탈 적으로 크게 변화한 것은 없다. 주요 하이퍼스케일러가 실적발표에서 제시한 CAPEX 가이드는 여전히 상승세를 보였고, AI 수요 둔화를 암시하는 뚜렷한 정보도 시장에 알려지지 않았으며, 결국 시장이 주목하고 있는 것은 유가와 금리 경로다. 3일 공격 보류 발표로 서부텍사스산원유가 이틀간 10.5% 하락하자 9월 인상 확률이 80% 안팎에서 65% 내외로 낮아지고 30년 금리도 5.28%에서 5.21%로 후퇴했다. 시장의 반응은 듀레이션이 가장 긴 자산에 몰리면서, 대형 성장주가 4.3% 상승하는 동안 대형 가치주는 1.3%에 그쳤고 코베타와 저변동성의 격차 역시 2%포인트에 달했다. 7월 낙폭이 가장 컸던 AI 인프라가 가장 큰 폭으로 되돌린 순서 또한 동일한 구조에서 설명된다.

두 조건 중 하나만 충족
30년 금리 여전히 5% 위

이러한 전개는 당사가 직전 호에서 제시한 판단과 부합한다. 7월 조정의 성격이 수요 훼손이 아니라 자본 조달 조건의 재평가였다면, 자본 조달 조건과 유동성 여건이 완화될 때 이러한 우려들이 해소되어야 하며, 실제 결과도 이에 수렴했다. 다만 개선의 실체는 제한적이어서, 지수의 제한적인 반등에도 불구하고 30년 금리는 여전히 5.2%를 상회하고 있다. 물가 신호는 오히려 반대 방향으로 이동해 서비스업 지불가격이 70.3으로 상승했고 제조업도 71.1로 70선 위에 머물렀다.

결국 지수 EPS 컨센서스 상승 보다는
할인률이 관건; 남은 포인트는 금리, 물가, 그리고 지정학적 리스크
완화

6일 하루의 흐름이 이 구조를 압축해 보여준다. 유가가 3.8% 반등하자 30년 금리가 4bp 상승했고 다우는 464포인트 하락하며 5거래일 연속 상승을 마감해, 사흘에 걸쳐 축적된 되돌림의 전제가 협상 기대 하나였음을 하루 만에 드러냈다. 협상의 실체 또한 아직 문서화되지 않았다. 이란 외교부는 미국과의 회담이 예정돼 있다는 보도를 부인하고 오만과 항로 문제만 협의의 중이라고 밝혔다. 즉 유가 하락은 합의의 결과가 아니라 합의 가능성에 매겨진 가격이며, 지수의 사상 최고치는 문서화되지 않은 전제 위에 형성돼 있다.

금주 실적을 발표한 AMD는 데이터센터 매출 107% 증가라는 실적에도 설비투자 확대와 마진 압박을 이유로 7.0% 하락했고, 웨스턴디지털은 실적과 가이드스가 모두 양호했음에도 순차 증가폭이 둔화됐다는 이유로 13.0% 급락했다. 연초 이후 주가가 3배 가까이 상승한 상태에서 통상적인 실적 호조만으로는 추가 상승이 남지 않았다는 심리가 우세한 상황이다.

상승의 근거가 이익 추정 상향이 아니라 금리 하락 한 축에 편중돼 있고 그 금리는 문서화되지 않은 협상 기대에 연결돼 있으며, 6일의 반락이 그 연결의 양방향성을 실증했다. 대응 기준은 직전 호와 동일하게 유지한다. 설비투자를 영업활동 현금흐름 범위에서 집행하는 기업을 우선하고, 차입 의존도가 높은 기업은 이번 반등 구간을 비중 조절의 기회로 활용한다. 확인 지점은 30년 금리의 5% 하회와 ISM 지불가격의 70 하회, 호르무즈 협상의 문서화 셋이며, 세 가지가 갖춰지기 전까지 금주 상승은 되돌림의 범주에서 다룬다.

차주 시장 이벤트: 7월 소비자물가, 네오클라우드 3사 실적과 호르무즈 협상

8/12(수): 7월 소비자물가 — 유가 급등분이 반영되는 첫 지표

7월 중 서부텍사스산원유가 21.8% 상승하며 23일 배럴당 92.19달러까지 도달했던 만큼, 8월의 반락은 이 상승분이 물가에 반영된 이후 발생한 현상이며 12일 지표는 유가 급등이 소비자물가에 전가된 정도를 처음 보여주는 자리다. ISM 지불가격이 제조업 71.1과 서비스업 70.3으로 나란히 70을 웃도는 상태여서 헤드라인보다 근원 서비스 항목의 확산 여부가 관건이 된다. 물가 지표가 시장 예상보다 강하게 나타날 경우 8월 초의 금리 하락분이 반납되며 9월 인상 확률이 다시 80%대로 복귀할 소지가 있고, 반대의 경우 유가 반락과 물가 둔화가 중첩되면서 금주 상승에 두 번째 근거가 더해진다.

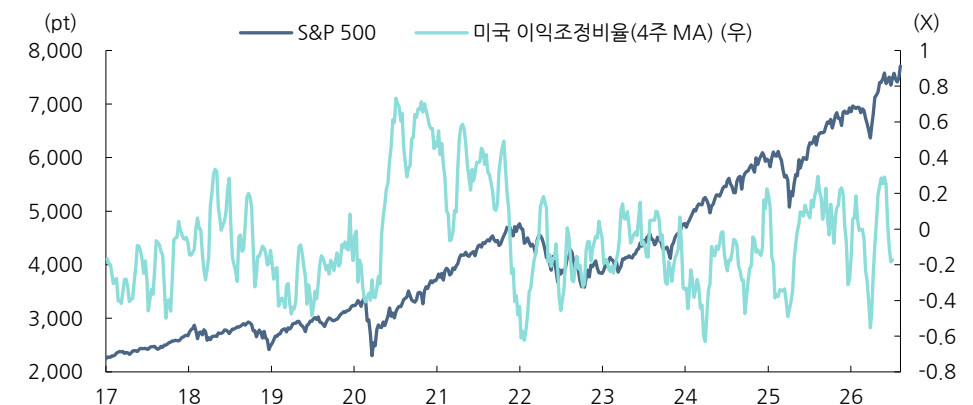
8/12(수): 코어워브·네비우스·슈퍼마이크로 — 차입으로 짓는 쪽의 장부

같은 날 AI 인프라 임대와 서버 3사가 나란히 실적을 공개한다. 이들은 하이퍼스케일러와 달리 영업활동 현금흐름이 낮고 설비투자를 차입과 리스로 조달하는 구조여서, 금주 반등폭이 코어워브 18.9%로 가장 컸던 것도 조달비용 변화에 대한 민감도가 가장 높은 구간이기 때문이다. 점점 대상은 수주잔고 증가율이 아니라 이자비용과 리스부채의 증가 속도, 그리고 계약 기간과 조달 만기의 대응 관계이며, 당사가 구분 기준으로 삼는 영업현금흐름 내 집행의 반대편 사례를 같은 날 수치로 대조할 수 있다.

8/13(목)~8/14(금): 시스코와 어플라이드 머티리얼즈, 7월 소매판매

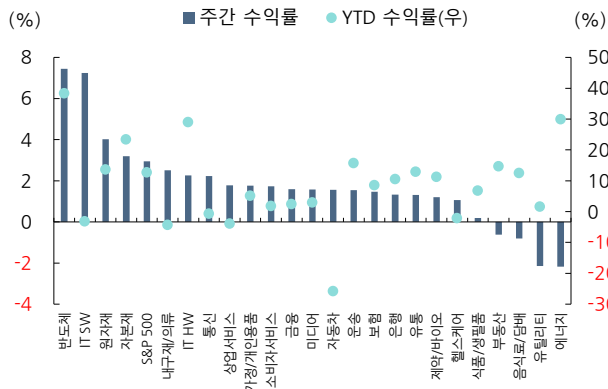
목요일 시스코, 금요일 어플라이드 머티리얼즈가 실적을 공개한다. 네트워크 장비와 반도체 장비는 하이퍼스케일러가 확정한 지출이 수주와 매출로 전환되는 마지막 단계인 만큼, 7월에 상향된 설비투자 계획이 실제 발주로 이어졌는지를 검증하는 자리다. 금요일에는 7월 소매판매도 함께 공개되며, ISM 서비스업 고용지수가 47.4로 위축 국면에 재진입한 만큼 소비 지표의 둔화 여부도 병행해 살펴볼 대목이다. 다만 금주 상승의 전제였던 호르무즈 협상이 여전히 문서로 확정되지 않은 상태여서, 결렬 신호가 발생할 경우 이들 지표와 무관하게 유가와 금리가 선행적으로 반락할 소지가 있다.

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



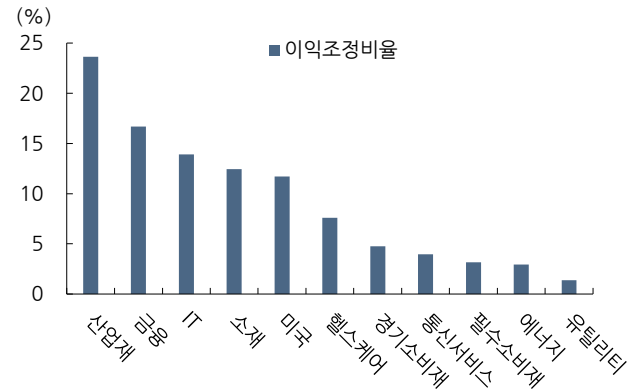
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 13. S&P 500 업종별 수익률



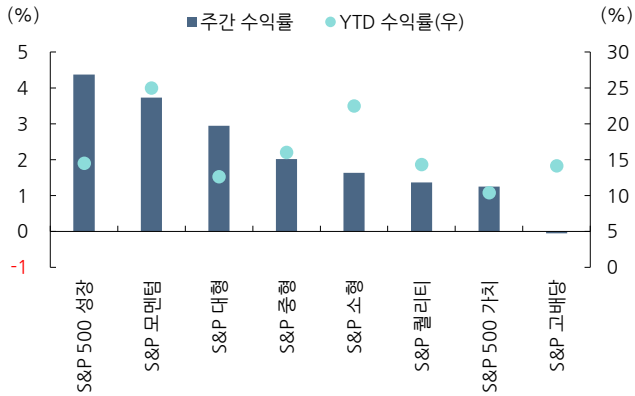
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. S&P 500 업종별 이익조정비율



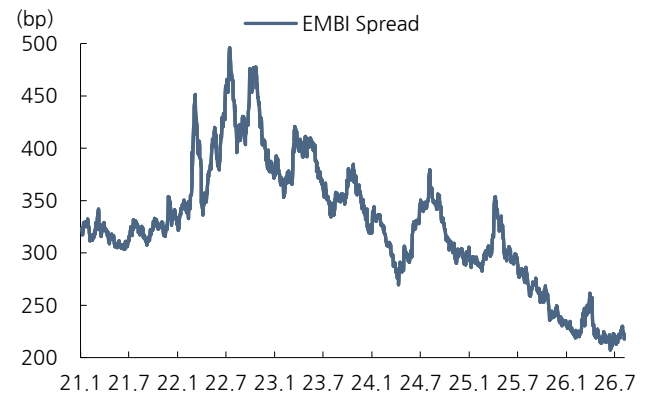
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 15. S&P 500 스타일별 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 16. 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)	1.5	2.3	7.6	24.8		3.5	2.1	2.7	12.0	
에너지	0.5	1.5	0.9	41.8		-1.7	6.2	-1.2	26.8	
소재	1.0	-1.8	-0.6	21.7		4.2	6.6	-3.2	10.0	
자본재	3.0	1.8	6.7	18.3		4.8	3.5	1.1	17.9	
상업/전문서비스	-0.6	-1.4	0.4	5.3		0.5	5.4	15.1	-3.0	
운송	0.8	1.6	1.7	5.5		0.2	-0.5	4.5	10.1	
자동차/부품	1.1	-0.5	-0.1	-0.8		0.9	-9.0	-17.3	-21.6	
내구소비재/의류	-0.3	-1.0	-0.9	0.3		2.3	4.9	10.1	-3.7	
소비자 서비스	-0.8	-1.9	1.1	5.4		0.9	4.6	9.5	-3.0	
소매	0.4	0.1	1.1	9.0		9.9	8.3	4.2	7.4	
식품/필수품 소매	-1.2	0.1	0.0	3.3		-0.2	2.3	-5.8	4.4	
식품/음료/담배	0.6	-0.4	0.1	3.4		-1.3	2.0	1.0	8.0	
가정용품/개인용품	1.0	-1.2	-0.1	0.0		0.9	2.7	7.1	1.9	
헬스케어 장비/서비스	-0.4	0.8	2.4	7.1		0.7	1.3	6.9	-4.9	
제약/생명공학/생명과학	0.2	-1.0	1.5	1.6		0.3	0.8	10.2	6.2	
은행	1.5	1.5	2.6	12.1		1.5	4.8	14.6	15.3	
기타 금융	1.2	1.3	4.3	11.4		1.8	4.5	8.9	1.6	
보험	-0.2	0.3	0.4	6.5		0.0	3.4	10.3	7.9	
소프트웨어/서비스	-2.3	-1.5	-3.1	3.3		9.1	16.1	16.2	-6.0	
기술 하드웨어/장비	2.5	5.0	18.0	82.8		1.0	-2.6	1.6	33.9	
반도체/장비	5.4	8.3	33.0	107.4		8.6	-3.6	-3.0	46.0	
통신서비스	0.8	-0.9	-1.0	5.2		3.1	4.2	-3.8	2.6	
미디어/엔터	1.0	7.0	12.0	22.0		5.5	-1.5	-7.8	-1.3	
유틸리티	1.7	0.1	-0.3	4.3		-1.5	-2.3	-3.1	4.0	
부동산	0.3	0.1	-18.4	-15.4		-0.9	1.8	1.6	11.9	

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)	0.7	1.9	7.8	23.3		3.7	2.2	2.8	11.2	
에너지	1.2	2.8	5.6	51.3		-3.0	5.3	-0.9	29.0	
소재	0.4	-0.3	1.5	22.8		2.0	4.1	1.3	13.1	
자본재	0.8	-1.5	3.2	11.6		5.5	3.3	6.0	22.7	
상업/전문서비스	0.0	0.1	1.8	5.0		0.5	5.6	12.6	-6.0	
운송	0.7	2.6	8.6	11.5		1.9	-0.5	7.7	14.7	
자동차/부품	1.3	0.6	2.5	13.2		3.1	-17.9	-24.2	-30.3	
내구소비재/의류	0.6	0.4	-0.6	1.3		2.0	6.4	11.2	-3.1	
소비자 서비스	0.2	0.1	2.2	6.8		1.5	4.2	11.7	0.0	
소매	0.0	0.2	2.0	15.6		12.2	8.9	4.1	12.1	
식품/필수품 소매	0.0	0.0	2.1	5.8		0.0	2.2	-8.9	6.1	
식품/음료/담배	0.3	0.2	0.1	3.5		-1.4	2.4	0.8	11.8	
가정용품/개인용품	-0.1	-0.3	0.2	0.5		2.3	1.5	5.4	4.7	
헬스케어 장비/서비스	0.1	1.4	3.2	8.7		0.5	1.3	7.7	-2.5	
제약/생명공학/생명과학	-0.1	-0.4	2.1	1.7		0.4	1.0	14.5	10.0	
은행	0.1	3.8	6.5	15.7		2.8	4.7	19.7	8.9	
기타 금융	0.2	2.4	4.8	10.6		1.7	4.7	9.8	1.1	
보험	0.0	0.8	2.1	6.3		-0.1	2.6	15.1	6.6	
소프트웨어/서비스	0.1	0.1	2.6	11.0		8.8	16.1	14.8	-5.7	
기술 하드웨어/장비	0.8	1.3	8.4	33.7		-2.2	-2.1	5.3	28.2	
반도체/장비	0.8	1.4	24.7	78.3		8.2	-0.5	-4.4	36.6	
통신서비스	0.5	0.5	1.9	14.1		0.8	6.7	-4.0	-1.8	
미디어/엔터	3.4	10.7	12.1	26.1		7.7	-0.8	-8.2	3.3	
유틸리티	-0.1	-0.1	1.4	5.8		-2.3	-3.3	-2.7	1.8	

자료: LSEG, 상상인증권 리서치센터

2. 채권

**CPI 2%대 둔화와
외국인 매수세에 중단기물 강세,
한은 연속 인상 경계감은 부담 요인**

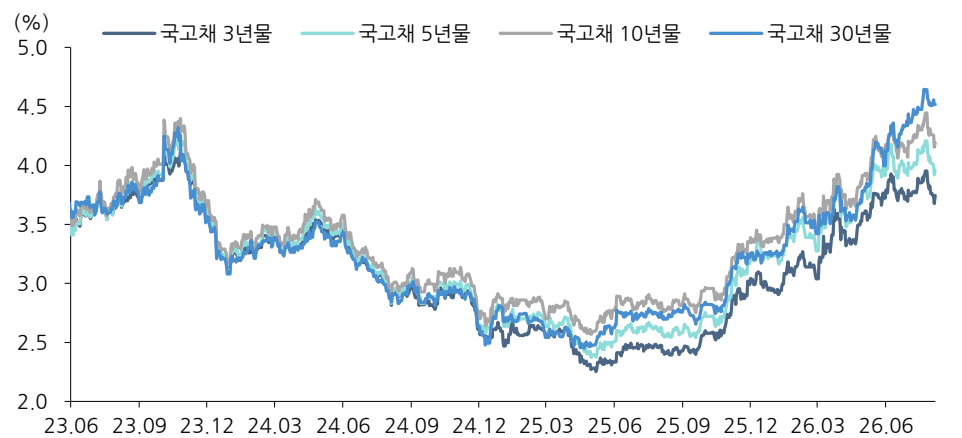
**유가 급락 속
경제지표 소화하며 강세,
주 후반 호르무즈 불확실성 재부각**

호르무즈 해협에 연동된 채권시장, 불-플래트닝 시현

금주 국내 채권시장은 중동 지정학적 리스크 완화와 외국인의 순매수세가 맞물리며 강세장을 시현했다. 주 초반에는 미-이란 협상 재개 기대감 속에 유가가 급락하고 외국인의 3년 국채선물 대규모 매수가 유입되며 중단기물 중심으로 금리가 하락했고, 이어 7월 소비자물가가 2%대로 둔화되며 강세 흐름이 이어졌다. 다만 근원물가 상승률이 확대되고 한은의 8월 연속 인상 가능성에 대한 경계감이 나타나기도 했다. 주 후반에는 가파른 강세에 따른 레벨 부담으로 단기물 중심으로 되돌림이 나타났다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 불-플래트닝을 시현했다.

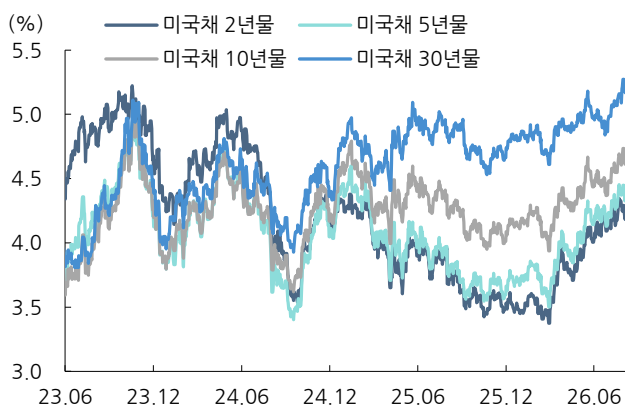
금주 미국 채권시장은 중동 정세 변화와 연준 인사 발언이 영향을 미치며 등락을 거듭한 끝에 주간 강세를 시현했다. 주 초반 트럼프 대통령의 대이란 공습 취소와 베네토 재무장관의 호르무즈 해협 재개방 협상 타결 가능성 발언에 유가가 급락하며 국채가 강세를 이어갔다. 이후 ADP 민간고용 부진과 재무부의 이표채 발행 축소 시사가 강세 재료로 작용했지만, ISM 서비스업 물가지수 상승 부담이 교차하는 모습을 보였다. 주 후반에는 이란의 호르무즈 해협 통행 전면 금지 법안 추진 소식에 유가가 반등하고 워시 연준 의장의 9월 추가 인상 가능성이 보도되며 금리가 상승 전환했다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 불-플래트닝을 시현했다.

그림 1. 주요 만기물별 국고채 금리 추이



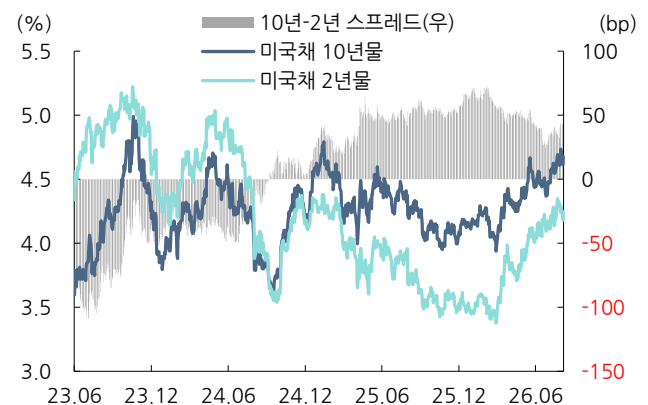
자료: 인포맥스, 상생인증권 리서치센터

그림 2. 미 국채 주요 만기물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 3. 미 국채 장단기 금리 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

3. 외환

마일 외환시장 개입 이후 금융시장 영향 점검

7/30 달러/엔 환율 163엔 레벨에서 일본의 환시 개입 움직임이 확인되었다. 이후 7/31 미 재무부가 뉴욕 연은행을 통해 유로 매도, 엔 매수로 동참하였고, 1998년 6월 이후 28년만의 공동 엔 매수 공조가 나타났다. 8/3 가타야마 재무상과 베센트 재무장관이 공동개입을 공식 확인하였다. 이 여파로 달러엔 환율은 개입 이전 1986년 이후 최고치였던 164엔 근처에서 8/3 장중 155엔 수준까지 고점대비 약 5% 가량 하락하는 모습이다. 국내 외환당국도 7/30 일본과 발맞춰 달러/원 시장 개입이 나타난 것으로 추정되나, 일본과 같은 환율 급락은 제한되었다.

4~5월 일본의 개입 규모는 11.7조엔으로 월간 기준 사상 최대 규모의 개입에도 한 달여 만에 환율이 전량 되돌려졌던 것과 달리, 이번 개입 시점에서는 3영업일째 낙폭이 확대되었다. 달러/엔 환율 하락 지속성의 근거는 공동 개입의 영향에 더해 금리차 대비 과대 절하되었던 달러/엔 환율의 되돌림이 주된 원인이 된 것으로 판단된다. 달러/엔 환율의 급락에서는 엔 캐리 트레이드의 리스크가 부각되기 마련이다. 엔 캐리 트레이드 물량의 프록시 데이터인 엔화 순 숏 포지션은 개입 직전 기준 17.1만계약까지 축적된 상태다. 과거 엔 캐리 청산은 엔달러 환율이 고점 대비 -8% 이상 하락할때 가속됐고, 현재 장중 -5.0% 가량으로 임계치에 진입한 상황이다. 다만 안전자산 선호 심리를 유발할만 한 추가 이벤트는 제한적인 상황이기에, 24년 8월 블랙 먼데이와 같은 대규모 포지션 청산과 금융시장 충격을 유발할 가능성은 제한된다.

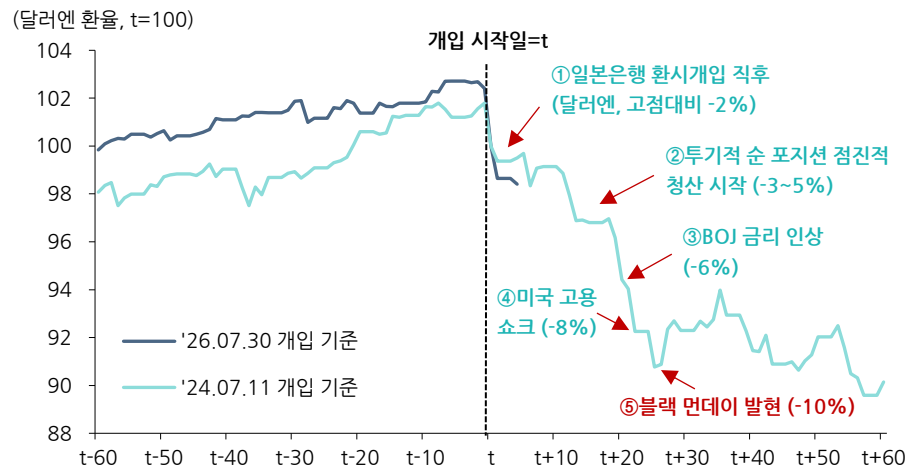
원화는 경상 흑자가 지속되는 상황에서, 하이닉스 나스닥 조달 약 265억 달러 환전과 7월 중 외국인의 국내 증시 순매도세 진정 등으로 인해 국내 달러 수급 여건이 개선되었다. 여기에 엔화 절상으로 인한 동조화 현상으로 단기 환율 방향성은 하방 우위가 예상된다. 다만 일본과 같은 급절상 가능성은 제한된다. 한국의 외환보유고의 절대 수준은 높지만, 주가지수 급등으로 인한 외국인 보유 자금 증가로 적정 외환 보유고의 기준 역시 높아졌기 때문에 적극적 환시 개입에는 부담이 존재한다. 더불어 미 재무부 또한 이미 엔화를 매수하면서 소진된 ESF 여력 등을 고려하면 비G7 통화인 원화를 직접 매수할 정도로 원화 시장에 문제가 있지는 않다. 결론적으로 단기 달러/원 환율은 개입이 아닌 수급으로 안정될 전망이다. 다만 중장기 환율은 상품수지 흑자를 해외자산 축적으로 전환하는 기조가 지속, 1,500원 이상 전망을 유지한다

그림 1. 일본은행 월별 환시 개입 규모와 달러/엔 환율



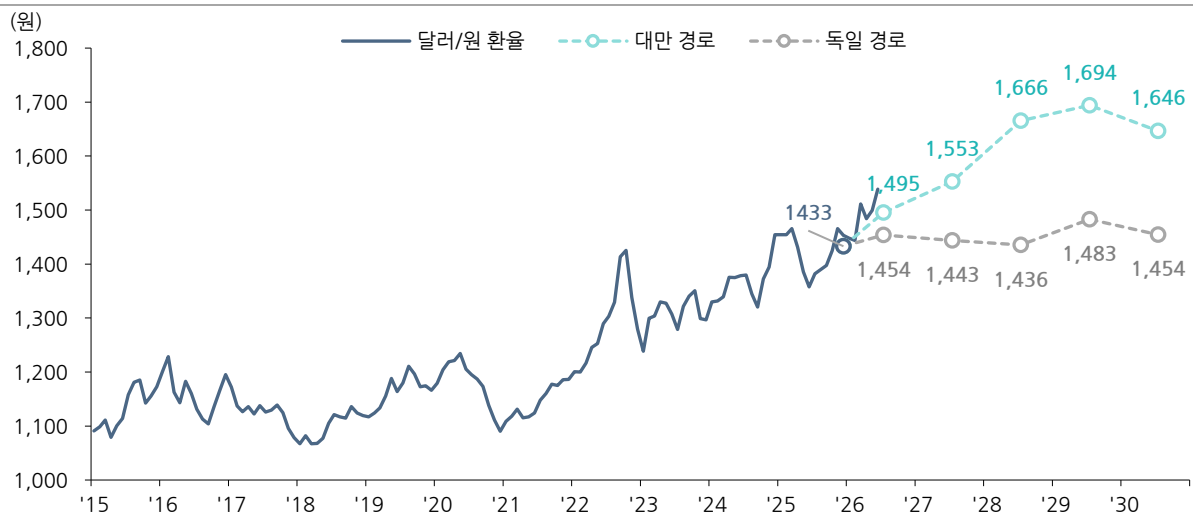
자료: 일본 재무성, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. '24년 7월 환시 개입 시점과 엔 캐리 청산 과정 및 26년 7월 개입 비교



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 시나리오별 달러/원 환율 중장기 경로 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 국제수지 발전단계 사분면상 한국의 위치 유사한 대만('00년~)·독일('18년~)의 실질실효환율 경로를 한국 '25년(1,433원)에 이식(인플레이션 격차는 생략)

4. 부동산

세제개편과 강북 중심 상승세 확인

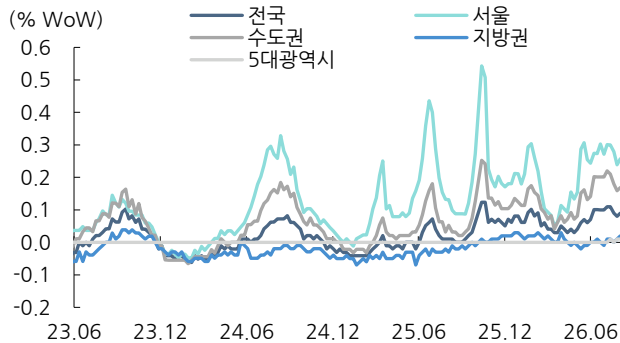
세제개편 발표, 꾸준히 상승하는 가격

서울 아파트값은 0.26% 오르며 77주 연속 상승했고, 2주간 좁혀졌던 오름폭도 소폭 되살아났다. 지난 3일 발표된 세제개편안은 실거주 중심의 보유세 개편과 다주택자 양도세 중과 한시 완화가 골자로, 시장은 매물 출회 유인과 보유 부담 사이에서 일단 관망하는 분위기다. 그 사이 재건축 추진 단지와 역세권 대단지 중심의 상승 거래가 이어지며 중구, 중랑구, 성북구 등 강북권 상승률(+0.36%)이 강남권(+0.17%)의 두 배를 웃돌았고, 규제지역 동탄이 소폭 반등한 가운데 분당, 기흥 등 성남, 용인권도 오름폭을 다시 키웠다. 세제 변수를 소화한 8월 수도권 시장의 향방이 주목된다.

상승 지역 126개, 강북 급등세 지속

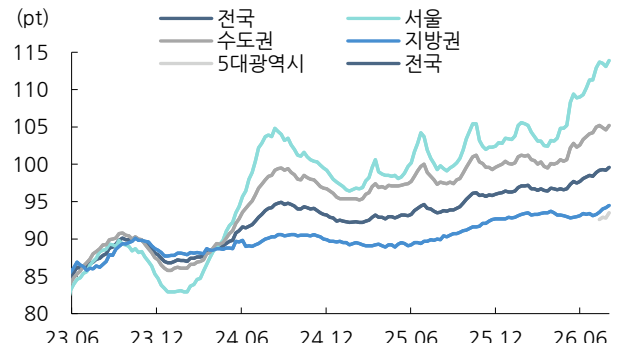
매매시장의 상승 지역은 126개로 전주(121개) 대비 증가했다. 세종시는 0.00%로 전주(-0.01%) 대비 보합 전환하였다. 강북(+0.36%)은 중구(+0.54%), 중랑구(+0.52%), 성북구(+0.49%) 등 중저가 지역이 급등세를 지속했고, 강남(+0.17%)은 금천구(+0.33%), 구로구(+0.30%), 관악구(+0.30%) 등 서남권 위주로 상승세를 이어갔으나 오름폭은 강북 대비 제한적이었다. 인천(+0.02%)은 서해구(+0.06%), 부평구(+0.05%), 검단구(+0.05%) 중심의 소폭 상승을 이어갔으며, 경기권에서는 기흥구(+0.52%), 분당구(+0.43%), 중원구(+0.42%), 광명시(+0.41%) 등 용인, 성남, 광명 지역의 강세가 재차 두드러졌다.

그림 1. 주간 국내 아파트 매매 가격 지수 등락률



자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 2. 주간 국내 아파트 매매 수급 지수 추이



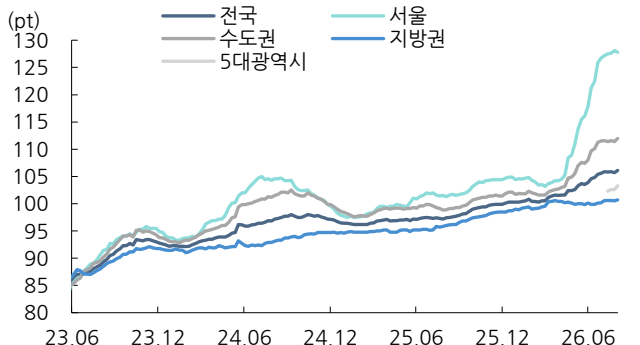
자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

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 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 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.

