

미국은 지금

지수 신고가 vs 부진한 반도체

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

8 월 첫째 주 증시가 내포한 함의

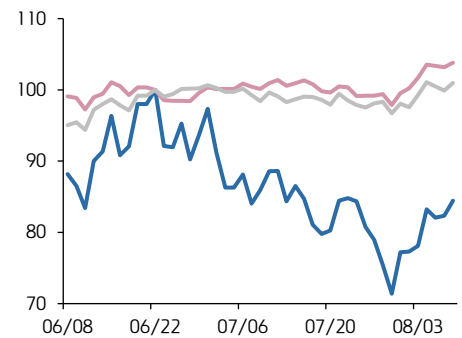
8 월 첫 주의 흐름은 월요일 유가에서 시작됐다. 트럼프 대통령이 협상 재개를 발표하고 화요일 베센트 재무장관이 호르무즈 해협 재개방 합의가 임박했다고 말하자 WTI 는 배럴당 84 달러에서 75 달러대까지 밀렸다. 같은 날 팔란티어가 미국 상업 매출 150% 성장에 17% 급등하며 주간 상승률 1 위(+40%)로 올라섰고, 수요일 QRA 에서 재무부는 중장기물 발행 동결을 수분기 유지하겠다고 못박았다. 금요일에는 비농업 고용이 2.3 만 명 감소로 나왔는데도 시장은 반등했다. 이에 S&P500 은 한 주간 3.6% 올라 사상 최고치를 달성했고, 러셀 2000 도 6 월 말 이후 처음 신고가에 복귀했으며, 고점 대비 30% 가까이 밀려 있던 SOX 는 9.2% 반등했다. 또한 전체 종목 기준 상승 참여율이 전주 52%에서 69%로 뛰었으며, 10% 이상 급등한 종목 1,053 개를 기록했고, 나스닥 기준 주간 단순평균 수익률이 시가총액가중을 2.4%p 앞서며 중소형주가 함께 반등한 균형잡힌 구조가 확인되었다.

추가 상승을 위해 필요한 신규자금

상승 폭이 넓었던 이유는 완화된 우려가 금리 위험이기 때문이다. 유가는 기대인플레이션, 국채 공급은 기간프리미엄, 인상 우려는 정책 경로를 거쳐 금리를 밀어 올린 요인들이다. 금리는 모든 종목의 밸류에이션을 결정하는 변수라, 해당 지점이 완화되자 시장 전체가 올랐고 금리 민감한 종목일 경우 크게 반응했다. 하이베타 팩터가 5.8% 오르고 업종별 순위도 7 월과 반대로 바뀐 점이 이를 보여준다. 다만 시장 내부의 순환만으로 추세적인 상승을 이어가기는 어렵다. BofA 서베이에서 펀드매니저의 현금 비중은 3.6%로 역사적 저점까지 내려와 있다. 추가 매수에 활용할 수 있는 현금이 많지 않다는 뜻이며, 상승세가 이어지려면 새로운 자금이 들어와야 한다. 가장 유력한 후보는 사상 최대인 7.9 조 달러의 MMF 다. 이 자금이 움직이려면 단기금리가 내려가 MMF 에 머물 유인이 약해져야 한다. 물론 2024 년 금리 인하가 시작된 뒤에도 MMF 잔액이 계속 늘었던 만큼 자금 이동은 즉각적이지 않다. 갑작스럽게 전고점을 뚫고 올라가기 보다는 8 월 말 잭슨홀 미팅을 통해 연준의 스탠스 검증을 서서히 진행하며 MMF 자금이 서서히 유입될 것으로 판단하는 이유다.

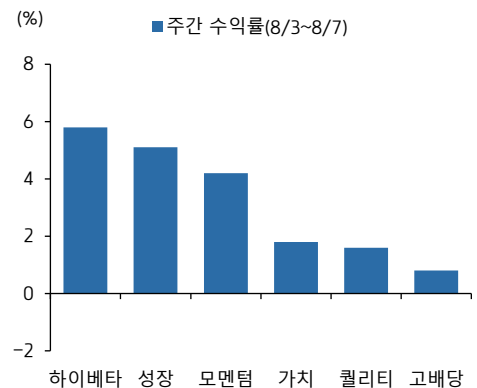
지수는 신고가, SOX 는 낙폭 절반 회복

(6/22=100) — SOX — S&P500 — 러셀2000



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지난주 팩터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지수와 동떨어진 반도체만의 독자적 흐름

6월 22일 고점에서 7월 29일 저점까지 S&P500이 2.1%, 러셀 2000이 3.3% 빠지는 동안 SOX는 28.6% 하락했다. 이 낙폭 차이를 만든 것은 금리가 아니라 AI 조달구조에 대한 의심이다. SOX가 저점을 찍은 7월 29일은 금리가 툰 날이 아니라, 엔비디아 보증에 기대 GPU를 사들여 온 신생 네오 클라우드들의 CDS가 5년 내 부도 확률 50%를 반영한 날이었다. 반등 폭이 가장 컸던 7월 30일(+8.2%)과 8월 4일(+6.6%)도 각각 MSFT와 AMD의 실적 발표 직후였고, 두 날 모두 실질금리는 거의 움직이지 않았다. 즉 전주 시장의 상승은 금리 위험 완화에 기인하나 반도체 반등은 AI 투자 검증의 결과다.

구체적으로는 Azure 성장률이 40%에서 43%로, AWS가 28%에서 37%로 가속되고 AWS 수주잔고가 4,960억 달러까지 쌓이며 수요 의심부터 해소 쪽으로 기울었다. 일부 대형주의 일회성 요인을 제외한 S&P500 2분기 이익 증가율도 32%에 달해(8월 7일 집계 기준), AI 투자가 시장 이익을 훼손한다는 근거는 확인되지 않았다. 남은 것은 조달 의심이다. 빛으로 GPU를 사고 엔비디아가 미판매분을 되사주는 순환 구조가 유지될 수 있느냐는 질문에는 아직 답이 없다. 신생 네오 클라우드의 차입 가산금리가 7월 말 1%p 넘게 뛰었다가, 8월 들어 신규 대출이 초과 청약되며 일부 되돌아온 정도만 확인됐다. 현재 SOX 가격은 이 상태를 그대로 반영하고 있다. 잃었던 낙폭의 절반 가까이(46%)를 회복해 수요 검증분은 채웠고, 전고점까지 남은 15.6%가 조달 검증을 기다리는 몫이다.

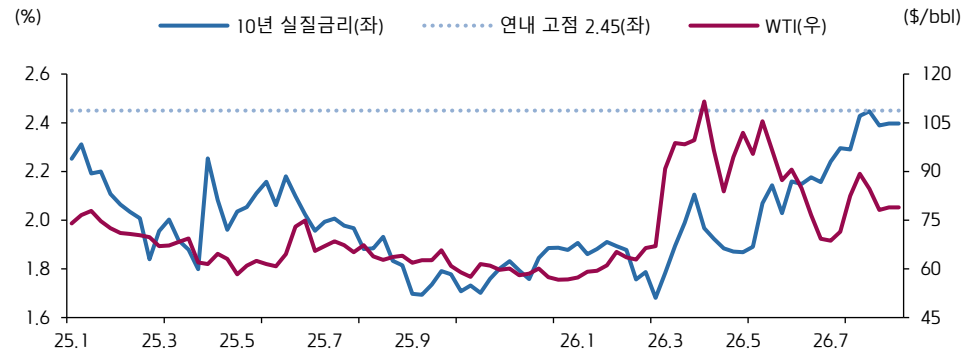
지수 신고가 vs 반도체 부진에서 살펴본 전략

지수 신고가와 반도체 전고점 미회복 간 괴리가 빠르게 좁혀질 이유는 아직 부족하다. S&P500이 사상 최고치를 경신하는 동안 SOX가 최근 전고점 대비 10~25% 낮은 수준에 머문 국면은 1994년 이후 일곱 차례 있었다. 사상 최고치 경신 후 60거래일 동안 S&P500은 평균 3.9% 상승했고, 한 차례 정도 5% 넘게 조정받았다. 다만 반도체는 일곱 차례 중 세 차례만 60거래일 안에 전고점을 회복했고, 네 차례는 짧게는 251거래일에서 길게는 1년 안팎에 걸쳐 전고점을 회복했다. 지수까지 함께 무너진 2000년 3월 고점을 회복하는 데는 18년이 소요됐다. 물론 현재는 클라우드 성장률이 가속하고 관련 기업의 영업이익도 견조하다는 점에서 2000년과는 다른 국면이다. 당시 경로가 재현되려면 조달 여건 악화가 투자 축소로 번지는 단계를 선행적으로 진행되어야 한다.

위 논리에 따라 반도체 비중을 급하기 늘릴 이유는 아직 없으나, 얇은 조정에서의 분할 매수는 유효하다. AI 수요는 앞서 확인한 대로 견조하고, 금리 부담도 고용지표와 QRA 발표 이후 소폭 낮아졌다. 과거 통계도 같은 방향이다. 괴리가 나타난 뒤 60거래일 동안 반도체 낙폭의 중앙값은 -5.3%였고, 일곱 차례 중 다섯 차례는 -9% 이내에서 멈췄다. 조달 악화가 투자 축소로 번지는 급락 국면만 아니라면 조정은 비중을 늘릴 기회였다는 뜻이다. 물론 SOX가 7월 저점을 크게 이탈하면 조달 금리 악화가 진행 중이라는 신호일 수 있으므로, 분할 매수를 멈추고 전제를 재검증한다..

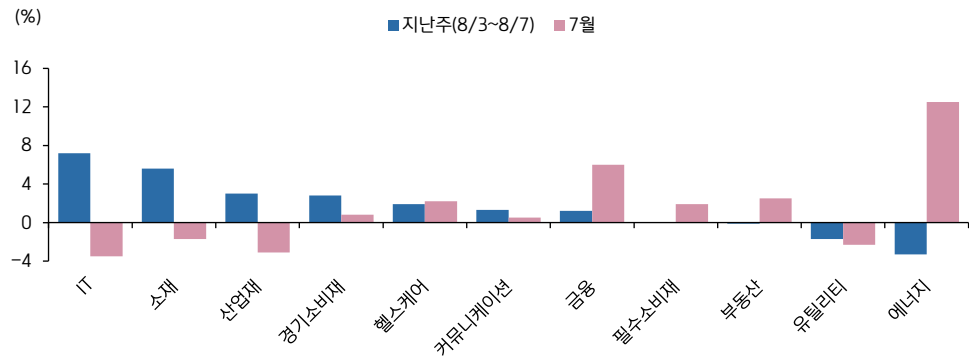
관련 판단 단서는 금일 발표될 코어워브·네비우스 실적에서 조달비용과 수주가 유지되는지, 26일 엔비디아 실적에서 보증 규모와 가이던스가 어떻게 제시되는지를 통해 1차 확인할 수 있다. 이후 미 10년 실질금리가 이번 사이클 고점인 2.45%를 크게 웃돌거나 WTI가 재차 급등하지를 모니터링 해야한다. 해당 과정에서 심리적 불안에 따른 조정에는 분할 매수로, 투자 전제를 훼손하는 악재에는 포트폴리오 전환으로 대응할 필요가 있다. 다만 아직까지는 신용 위험 혹은 금리 급등 시나리오 가능성이 낮아 분할 매수 대응이 필요하다고 판단한다.

10년 실질금리와 WT



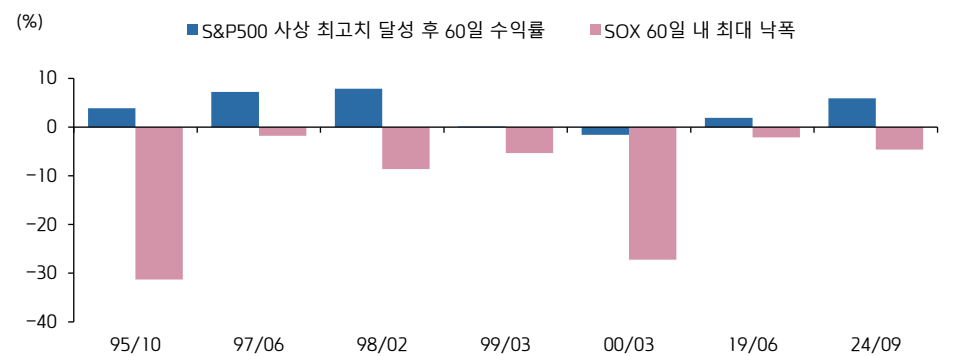
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 업종 수익률 - 7월 순위의 반전



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 사상최고치 달성과 SOX 사이의 이격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.