

상상인 US Monitor

종합 지수가 가린 미·중 격차, 그리고 토큰이 대리하지 못하는 채택

글로벌전략/디지털자산 김경태

02-3779-3427

Kt.kim@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권
투자전략팀 채널

Executive Summary

돌발 상황을 넣은 평가에서만 드러나는 미·중 모델 격차

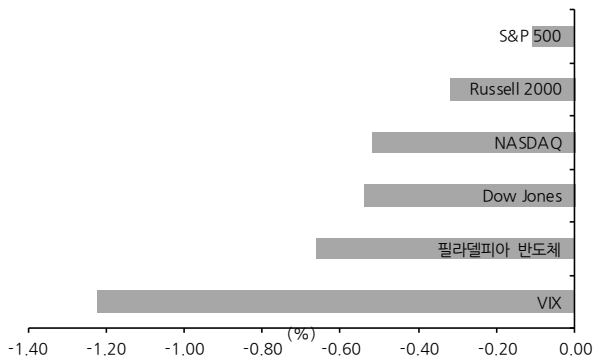
- Artificial Analysis 종합지수는 클로드 Opus-5 63.1 vs Kimi-K3 59.7로 격차가 3.4포인트에 그치나, 이를 평가 성격별로 분해하면 편차가 30배까지 확대
- 정형화된 과제에서 격차는 사실상 소멸. GPQA Diamond 0.6%p, AA-LCR 0.6%p, SciCode 1.5%p이며 정책 문서를 읽어 도구를 호출하는 r^3 -Banking은 큐원3.8 맥스 51.3%가 미국 최고치 44.7%를 상회
- 반면 실행 오류에서 복구하는 Terminal-Bench Hard 15.1%p, 장기 지식을 묻는 AA-Omniscience 정확도 17.8%p로 격차가 벌어져 자동 채점기가 성립하는 과제와 그렇지 않은 과제의 분리가 완연
- OpenRouter 토큰 점유율은 중국계 개발사 합계 62.4%이나 정가 환산 지출 점유율은 26.7%로 후퇴하며, 같은 플랫폼에서 앤스로픽은 토큰 6.9%·지출 41.7%로 순위가 역전
- 주간 S&P 500 -0.11%, NASDAQ -0.52%, 필라델피아 반도체 -0.66%로 주요 지수가 나란히 하락한 반면 에너지 +4.12%와 헬스케어 +3.65%는 상승해, 지수 수준이 아니라 업종 구성이 변화한 한 주

1. 에너지·헬스케어로 옮겨간 순환, 그리고 후퇴한 모멘텀

지수가 아니라 업종 구성이 변화한 한 주

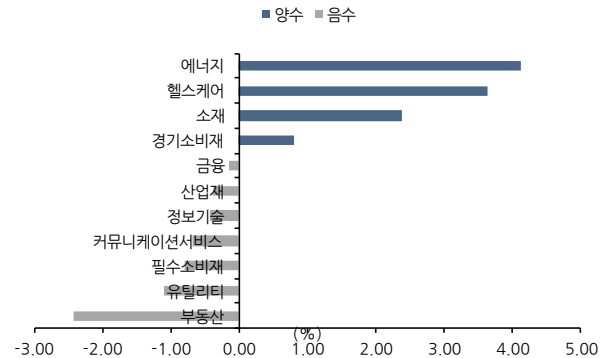
- 업종 최상위는 에너지 +4.12%와 헬스케어 +3.65%, 소재 +2.38%인 반면 부동산 -2.41%와 유틸리티 -1.09%, 정보기술 -0.43%는 하락해 상승 업종과 하락 업종이 선명하게 갈림
- 스타일에서는 가치 +0.30%만이 상승했고 모멘텀 -1.73%와 퀄리티 -1.31%, 고베타 -0.96%가 뒤로 밀려, 연중 앞서 있던 성격의 종목군이 되돌려짐
- 모멘텀의 1개월 수익률은 -3.38%, 퀄리티는 -2.43%로 주간보다 월간에서 후퇴 폭이 크며, 필라델피아 반도체도 1개월 -6.70%에 머물. 다만 연초 대비로는 +70.81%를 유지

그림 1. 주요 지수 주간 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. S&P 500 업종별 주간 수익률

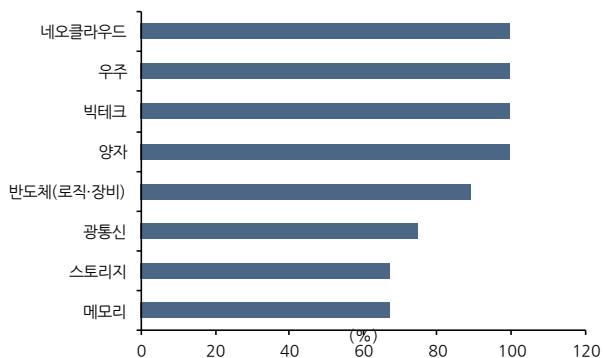


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

지수 하락과 함께 낮아진 변동성

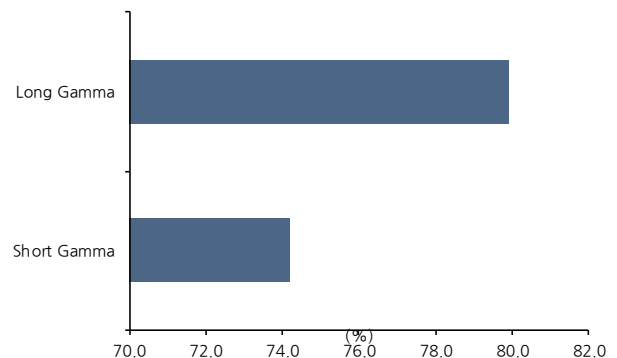
- VIX는 15.28로 주간 1.22포인트 하락해, 지수가 밀리는 동안에도 변동성 기대는 오히려 낮아짐
- 감마 국면상 변동성 감쇠 구조 비중은 빅테크·우주·양자·네오클라우드가 100%, 반도체 89%, 광통신 75%이며 메모리와 스토리지만 67%로 낮은 축에 위치
- 다만 등가적 내재변동성 중앙값은 빅테크 29.0%와 반도체 63.3%에 비해 네오클라우드 97.2%, 우주 95.2%, 광통신 91.1%가 3배 안팎 높아, 같은 국면이라도 시장이 매진 등락폭의 절대 수준은 판이. 딜러 포지션의 매수·매도 구분은 관측되지 않는 만큼 방향이 아니라 변동폭으로만 해석

그림 3. 테마별 감마 국면 (변동성 감쇠 구조 종목 비중)



자료: Unusual Whales, CBOE, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 감마 국면별 등가적 내재변동성 (중앙값)

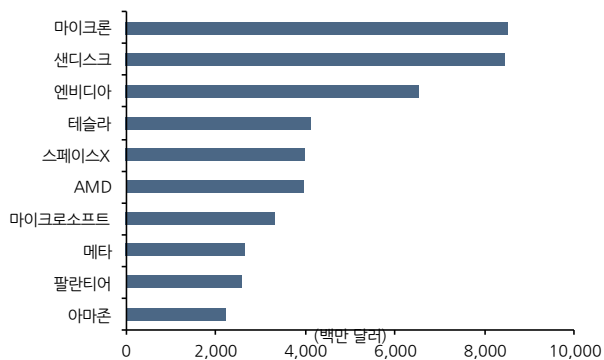


자료: Unusual Whales, CBOE, 상상인증권 리서치센터

메모리 양대 종목에 집중된 옵션 자금

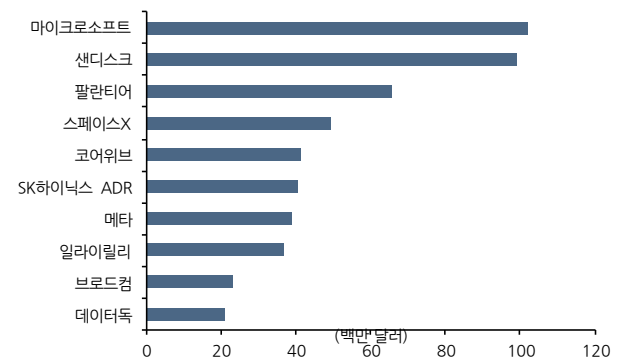
- 주간 옵션 프리미엄 1·2위는 마이크론 85.2억 달러와 샌디스크 84.6억 달러로 메모리가 상위권을 점했으며, 엔비디아 65.5억과 테슬라 41.5억이 뒤를 이음
- 샌디스크는 주가가 -10.97% 하락하는 동안 풋 비중이 0.552로 상위 종목 가운데 가장 높아 하방 자금이 두텁게 실린 자리에 해당
- 순프리미엄 순위는 마이크로소프트 +1.02억 달러, 샌디스크 +0.99억, 팔란티어 +0.66억 순이며, 하위는 AMD -1.50억과 아마존 -0.82억

그림 5. 옵션 프리미엄 상위



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 콜 순매수 상위 상위

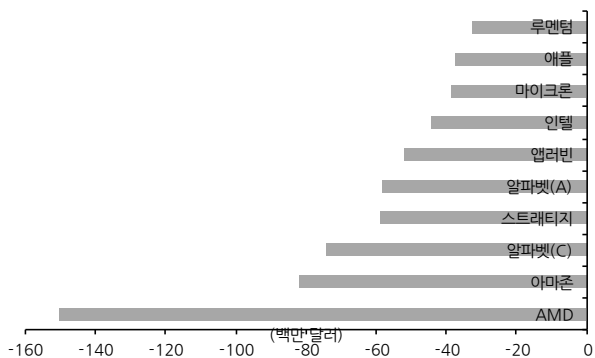


자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

하락 종목에 나란히 실린 매도 자금

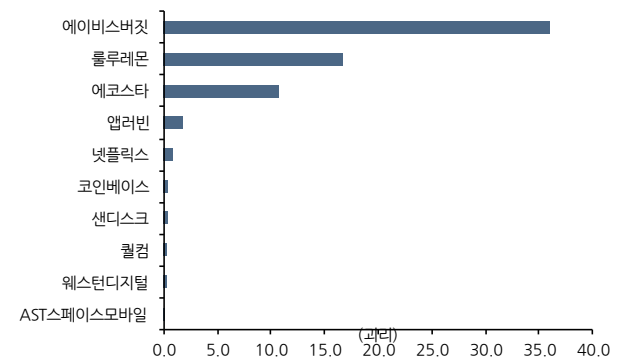
- AMD는 주간 -8.53%로 상위 종목 중 낙폭이 두 번째로 컸고 순프리미엄도 -1.50억 달러로 최하위여서, 주가와 자금 방향이 동행, 반면 스페이스X +6.35%와 팔란티어 +7.55%는 상승 속에 순프리미엄이 각각 +0.50억과 +0.66억으로 유입돼, 상위권 안에서도 방향이 엇갈림
- 당사는 프리미엄과 Put/Call을 향후 방향의 신호가 아니라 자금이 실린 자리의 기록으로만 읽는다. 이번 주에도 두 지표가 가리킨 것은 상승 예정 종목이 아니라 이미 크게 움직인 종목이며, 이 점에서 선행 지표로서의 한계가 노출

그림 7. 풋 순매수 상위 상위



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 8. P/C 괴리 상위: 계약수는 콜, 돈은 풋



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

2. 기술주로 좁혀진 자금, 그리고 복원되지 않은 선물 포지션

· NASDAQ 100 상장지수펀드에 주간 96.9억 달러가 유입돼 52주 z 2.41을 기록한 반면 S&P 500 상장지수펀드에서는 61.3억 달러가 유출돼, 자금이 지수 전반이 아니라 기술주로 좁혀져 유입

· 반도체 상장지수펀드에서는 아이세어즈 -29.8억 달러(52주 z -2.44)와 반에크 -8.1억 달러가 판매돼, 정보기술 업종의 주간 -0.43%보다 자금 쪽 신호가 선명

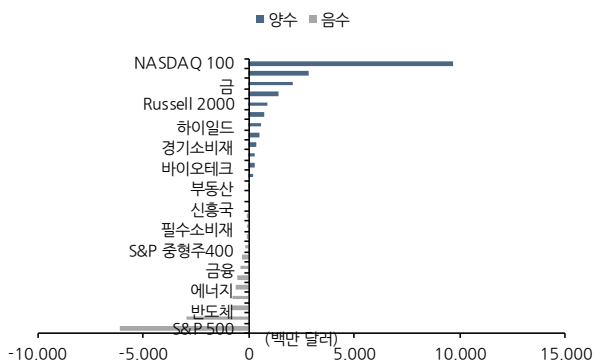
· 미 국채 20년물 이상 상장지수펀드는 28.9억 달러 순유입에 52주 z 4.13으로 유입 강도가 가장 두드러졌고, 금도 21.1억 달러가 유입돼 에너지·헬스케어로의 순환과 방향이 일치

· NASDAQ 100 레버리지펀드는 -100,640계약, 미결제 대비 -30.06%, 3년 z -2.41로 3년 내 최대 매도 구간에 머물렀고 주간으로도 23,680계약이 추가 매도

· S&P 500은 -333,099계약(미결제 대비 -15.56%, 3년 z +0.13)으로 평균 범위에 있으나 주간 30,728계약이 추가 매도됐으며, VIX 선물 레버리지펀드는 16,062계약 순매수로 선회해 +3,773 계약의 순매수 포지션으로 전환

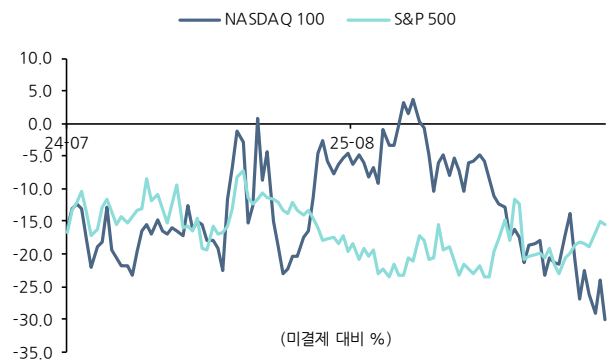
주: 갱신 주기가 서로 다르다. 가격·옵션은 2026년 8월 11일 종가 기준, ETF 자금유출입은 최종 반영일이 8월 10일로 1일 지연, CFTC 자료는 화요일 기준·금요일 공표로 8월 4일 기준이다.

그림 9. ETF 주간 자금유출입



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 지수 선물 레버리지펀드 순포지션 추이



자료: CFTC, 상상인증권 리서치센터

3. 종합 지수가 가린 격차, 그리고 종류에 열려 있는 평가 구간

· Artificial Analysis 종합지수 v4.1.1은 성격이 다른 평가를 가중 합산한다. 에이전트 34%(GDPval-AA 20%, τ^3 -Banking 14%), 코딩 24%(Terminal-Bench 16%, SciCode 8%), 과학 추론 24%(HLE 12%, GPQA Diamond 6%, CritPt 6%), 일반 18%(AA-Omniscience 12%, AA-LCR 6%)의 구성이며 채점은 첫 시도 정답률

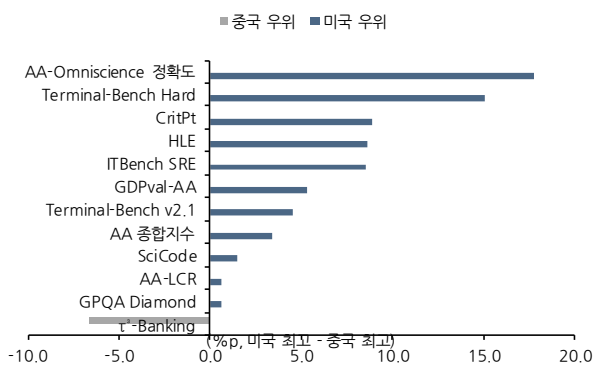
· 이 구성에서 상위는 클로드 Opus 5 63.1, GPT-5.6 Sol 60.9, Kimi K3 59.7, 큐원3.8 맥스 58.1 순으로, 중국 모델과의 격차는 3.4포인트에 불과

· 그러나 등재 모델을 전수 대조해 평가별로 미국·중국 최고치를 갈라 보면 격차가 GPQA Diamond 0.6%p에서 AA-Omniscience 17.8%p까지 벌어져, 단일 숫자로 압축된 종합지수가 실제 편차를 가리는 구조

자동 채점기가 성립하는 과제일수록 복제가 빠르다

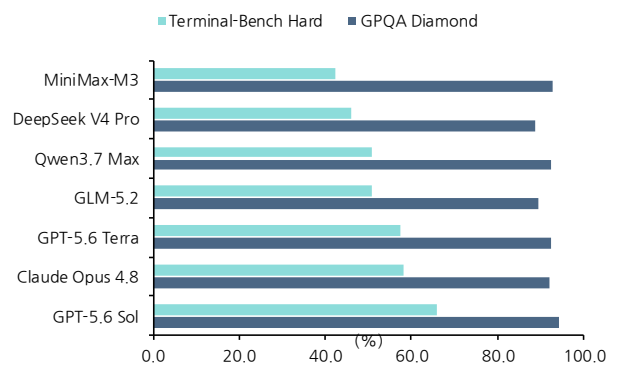
- 도구를 쓰는 에이전트·코딩 평가는 정답이 채점자의 주관이 아니라 실행 결과로 결정된다. 단위 시험 통과 여부나 데이터베이스 최종 상태가 곧 채점이므로, 상위 모델의 궤적을 대량 수집해 성공한 것만 남겨 학습시키는 방식이 성립
- 과제 환경이 컨테이너와 정책 문서로 단혀 있어 재현이 쉽다는 점도 증류를 가속. 학습 자료를 만드는 쪽이 채점기를 그대로 가져다 쓸 수 있어, 사람이 정답을 달아야 하는 평가와 비용 구조가 근본적으로 상이
- 실제로 정책 문서를 읽어 도구를 호출하는 τ^3 -Banking에서는 큐원3.8 맥스 51.3%가 미국 최고치 44.7%를 앞질렀고, Terminal-Bench v2.1 4.5%p와 SciCode 1.5%p도 격차가 미미. 정형화가 곧 복제 가능성으로 귀결
- 반면 실행 오류에서 스스로 복구해야 하는 Terminal-Bench Hard는 15.1%p로 벌어졌고, 상위 11위까지를 미국 모델이 점해 중국 최고치는 12위에 위치. 쿠버네티스 장애 원인을 진단하는 ITBench SRE 8.5%p, 미해결 물리 난제를 다루는 CritPt 8.9%p도 같은 방향
- 격차가 가장 큰 곳은 6,000문항으로 장기 지식을 묻는 AA-Omniscience 정확도 17.8%p다. 상위 모델의 답을 베껴 학습하면 추론 형태는 옮겨 가지만 지식 자체는 옮겨 가지 않는다는 점을 방증

그림 11. 벤치마크 성격별 마·중 최고 모델 격차



자료: Artificial Analysis, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 정형 지식 대비 돌발 대응 성능

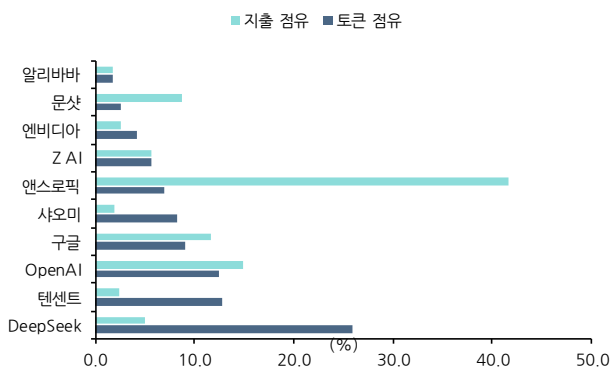


자료: Artificial Analysis, 상상인증권 리서치센터

4. 토큰으로 셀 수 없는 기업 채택, 그리고 차주 점검 요인

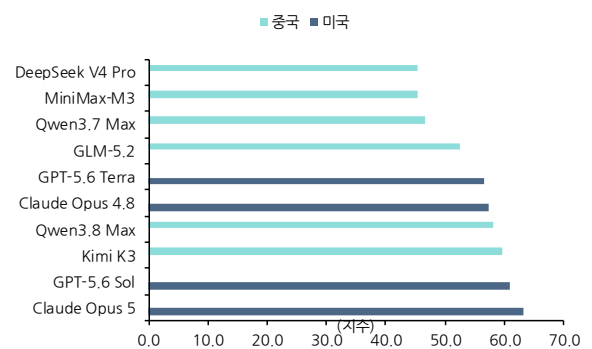
- OpenRouter 주간 순위에서 상위는 딥시크 V4 플래시 9.39조 토큰, 텐센트 Hy3 8.94조, 딥시크 V4 플래시 구버전 5.72조 순이며 클로드 계열은 10위 안에 부재. 개발사별 토큰 점유율은 딥시크 25.9%, 텐센트 12.7%, OpenAI 12.5%, 구글 9.1%, 앤스로픽 6.9%로 중국계 합계가 62.4%
- 같은 기간 같은 데이터를 정가로 환산하면 순위가 뒤집힌다. 지출 점유율은 앤스로픽 41.7%, OpenAI 14.8%, 구글 11.7%인 반면 딥시크는 5.0%, 텐센트 2.4%로 낮아지고 중국계 합계도 26.7%에 그침
- 앤스로픽은 토큰의 6.9%로 지출의 41.7%를 차지해 배율이 6.0배인 데 비해 딥시크는 0.19배에 그친다. 토큰을 세는 순위가 단가 차이를 그대로 순위로 바꿔 놓는 구조이며, 무료 구간을 포함한다는 점도 왜곡 요인으로 작용
- 표본 자체도 기업 수요와 상이. OpenRouter는 여러 모델을 갈아 끼우는 개인 개발자 중심의 중개 창구이므로, 직접 계약·클라우드 마켓플레이스·자체 제품으로 나가는 물량은 애초에 집계 대상에서 제외
- 실제 기업 지출을 조사한 자료에서는 2025년 말 기준 앤스로픽 40%, OpenAI 27%, 구글 21%로, OpenRouter 토큰 점유율보다 정가 환산 지출 점유율에 근접. 당사는 중개 창구의 토큰 순위를 기업 채택의 대리 지표로 쓸 수 없다고 판단

그림 13. OpenRouter 토큰 점유 대비 지출 점유



자료: OpenRouter, 상상인증권 리서치센터

그림 14. AA 종합지수 상위 모델



자료: Artificial Analysis, 상상인증권 리서치센터

결론

· 중국 모델이 좁힌 것은 정형화된 과제의 격차이며, 자동 채점기가 성립하지 않는 구간의 격차는 오히려 확대. 벤치마크를 성격으로 가르치 않은 비교는 실제 업무 성능을 과대평가할 소지가 다분

· 단가가 낮은 모델이 토큰 순위를 점하는 것은 채택의 확산이 아니라 가격의 함수. 추론 지출의 향방은 토큰이 아니라 지출로 확인할 사안

차주 점점 요인

· 반도체 상장지수펀드의 자금 유출이 이어지는지. 52주 z -2.44의 환매가 이어지는 동안 필라델피아 반도체는 연초 대비 +70.81%를 유지하고 있어 두 신호가 어긋난 상태

· 8월 14일 공표되는 CFTC 자료(8월 11일 기준)에서 NASDAQ 100 레버리지펀드의 3년 z -2.41에서 복원되는지. 포지션이 가격을 따라오지 않으면 지수의 지지 기반은 얇다고 봄

· 모멘텀의 되돌림이 이어지는지. 주간 -1.73%·1개월 -3.38%로 후퇴 폭이 월간에서 더 크며, 에너지·헬스케어로의 순환이 한 주에 그칠지 여부가 여기서 판가름

표 1. OpenRouter 개발사별 토큰 점유율과 평가 환산 지출 점유율 (% , 2026-08-05~08-10)

개발사	토큰 점유%	지출 점유%	배율
앤스로픽	6.9	41.7	6.04
OpenAI	12.5	14.8	1.18
구글	9.1	11.7	1.29
딥시크	25.9	5.0	0.19
텐센트	12.7	2.4	0.19

자료: 자료: Artificial Analysis, OpenRouter, 상상인증권 리서치센터

표 2. 평가별 미국·중국 최고치 (% , AA 종합지수만 지수)

평가	미국	중국	평가	미국	중국
GPQA Diamond	94.1	93.5	AA 종합지수	63.1	59.7
AA-LCR	83.3	82.7	GDPval-AA	67.3	62.0
SciCode	60.2	58.7	ITBench SRE	56.2	47.7
τ^3 -Banking	44.7	51.3	HLE	55.5	46.9
Terminal-Bench v2.1	89.5	85.0	CritPt	32.3	23.4
AA-Omniscience	65.4	47.6	Terminal-Bench Hard	65.9	50.8
GPQA Diamond	94.1	93.5	AA 종합지수	63.1	59.7

자료: Artificial Analysis, OpenRouter, 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 책임소개의 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.