2025년 11월 18일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

골드만삭스의 AI 버블 진단, 톺아보기

Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
RA 안범수 beomsooahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

(결론적으로) 조정 시, 매수의견을 유지한다(밀사). 작금의 상황은 강세장 속에 종종 나타나는 조정, 즉 재정비 시간이다. 골드만삭스의 AI 버블 판단 기준들을 참고해 보더라도 지금은 모을 때이다. 엔비디아 실적발표는 과잉 설비투자 우려를 경감시킬 것이다. 관세율 인하 및 유예 조치는 12월 미 연준의 금리인하 기대를 끌어 올릴 것이다. 아무리 생각해 봐도 밀리면 의심하지 말고 사자.

4천피 신고식이 매섭다. 증시를 견인하는 수급 주체가 부재한 상황에서 코스피 지수는 4자를 힘겹게 버텨내고 있다. 이번 신고식의 특징은 미국에서 AI 버블 우려가 불거질 때마다 한국을 위시한 아시아 증시가 조정을 받는다는 것이다. 지난주(11/10-14) 메모리 반도체 점유율 글로벌 넘버 투인 일본 키오시아 홀딩스 주가가 큰 폭으로 하락했고 SK 하이닉스와 삼성전자 주가도 하락 폭이 컸다. 현금왕 TSMC 주가도 예외는 아니였다. 3분기 실적발표를 앞둔 엔비디아 주가는 상단이 제한된 횡보세를 이어갔다. 특히, 원화 약세 압력 속에 한은 총재발 금리상승으로 위험 회피 현상이 부각되며 외국인들의 증시 자금 이탈이 이어졌다.

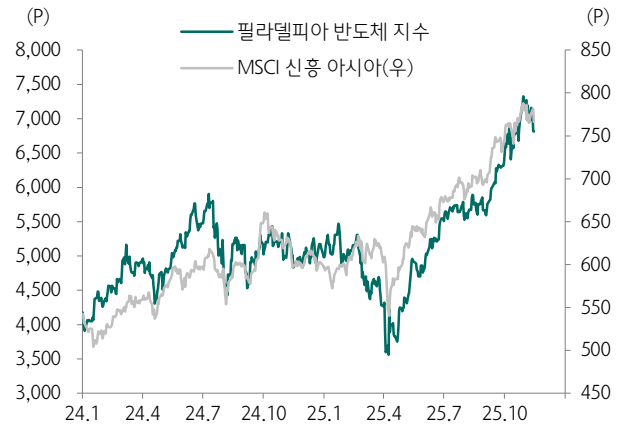
하나증권은 대내외 불안요인이 경감되고 있다는 점에서 한국 주식시장의 상승 추세에 의심이 없다. 12월 미 연준의 금리인하 기대가 하락한 것에 시장의 이목이 쏠려 있지만, 분명한 것은 미국 정부가 역사상 가장 긴 시기를 뒤로하고 업무를 재개했다는 것이다. 한국과 미국 간의 조인트 팩트시트 결과 관세, 외환 등 구체적인 방안들이 명시되었다. 불확실성 해소이다(11/14, 한미 조인트 팩트시트 결과 주식에 긍정, 채권에 부정 참고). M7 중에 마지막 실적 발표를 앞두고 있는 엔비디아 실적발표(한국시간 11/20)는 AI 설비투자 우려를 완화시킬 것이다.

골드만삭스(이하 골드만)가 최근 AI 버블을 판단하는 5가지 기준을 제시했다. 보고서는 위험신호는 쌓이고 있지만 현재 상황이 버블의 정점인 1999년 보다는 1997년과 같은 중반에 가깝다는 것이다. 다만 몇 가지 지표가 꺾이기 시작하면 그때가 AI 버블의 고점 신호가 될 수 있어 지금부터 주의해서 살펴보자는 얘기다. 하나증권은 새로운 변화(패러다임 시프트)속에 아직 상승 추세 초입에 있다는 점에서 골드만이 제시한 5가지 기준들을 살펴봤다. 결론부터 말하자면, 아직 한참 멀었다(still a long way off).

골드만이 주의하자고 언급한 5가지 기준들은 첫째, 기업들의 설비투자에 대한 판단을 내리기에는 아직 이르다. IT 버블 직전 설비투자는 GDP 대비 15%에 육박한 반면에 현재는 13.8%이다. GDP 성장 기여도도 IT 버블 이전에는 2%인 반면에 현재는 1%이다. 설비투자가 성장에 기여할 룸이 있다. 둘째, 기업이 돈을 벌고 있다. 미국 S&P500 기업들의 평균 순

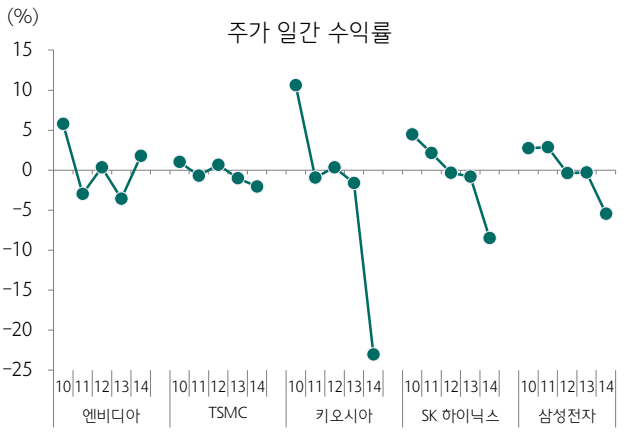
이익은 13.5%로서 과거 평균(12.7%)을 웃돌고 있다. 한국 코스피 상장 기업들의 이익 증가 기대도 29.7%로 과거 평균(11.0%)을 상회하고 있다. 셋째, 기업들이 부채 관리를 잘하고 있다. 과거 IT 버블 이전 10%대 이상의 증가세를 보였다면, 현재는 2%대 증가세에 머물고 있다. GDP 대비 기업부채 비율도 G20 국가 평균적으로 증가세를 보인 반면 미국은 지속적으로 하락 중이다(25년 1분기 기준 73.7%). 넷째, 연준은 완화적 통화정책을 펼치고 있다. 시장에 우호적이다. IT 버블 직전 금리인하와 인상을 반복하는 과정에서 금리 수준이 높아진 반면 현재는 금리 인하 중이다. 12월 FOMC에서 금리 동결 가능성이 높아지고 있지만 아직 한 달이나 시간이 남았고 경제 데이터 부재로 12월 금리 동결이 있다 하더라도 2026년 인하 기조는 이어질 것이다. 다섯째, 신용 스프레드는 안정적이다. 과거 IT 버블 직전 회사채와 국채 간의 금리 차이를 보여주는 신용 스프레드가 급격하게 확대되며 위기가 왔다. 하지만 현재는 미국 하이일드 스프레드가 3.2%이다. 물론 최근 상승 속도가 컸지만 과거 위기 시 12%에 비하면 낮다. 증시는 흔들리며 피는 꽃이다. 흔들릴수록 중심을 잡으면 기회를 잡을 수 있다. 아직 AI 버블을 논하기엔 갈 길이 멀다.

도표 1. 미국 AI 버블 불거지면서 한국을 위시한 아시아 증시 조정



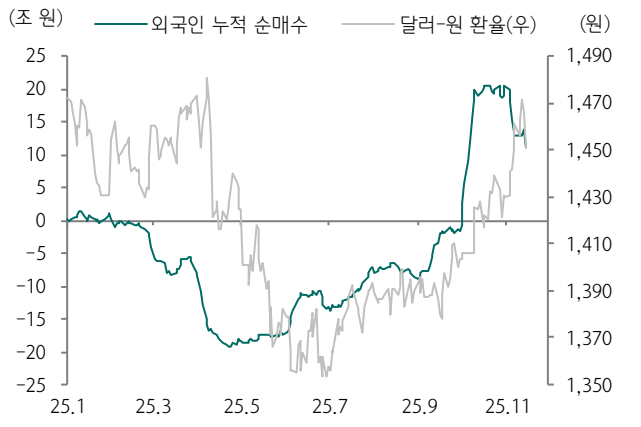
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 2. 특히, 엔비디아 밸류체인 종목들에서 낙폭 확대



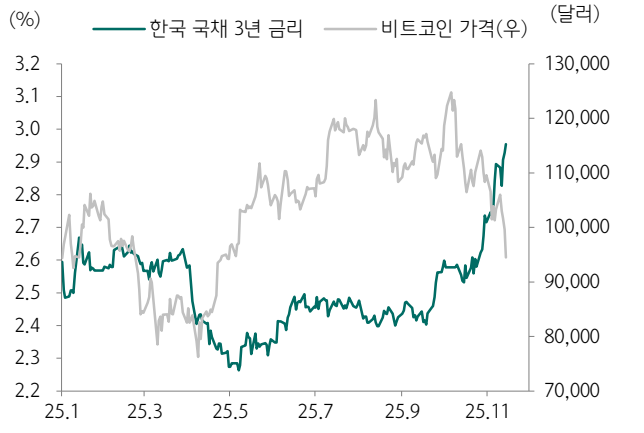
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 3. 외환 시장 불안 더해지며 한국 증시에서 외국인 자금 이탈 확대



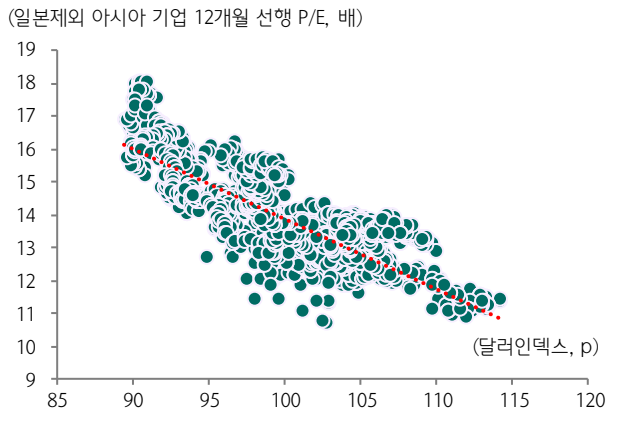
자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

도표 4. 주 후반 금리상승까지 더해지며 위험회피 현상 부각



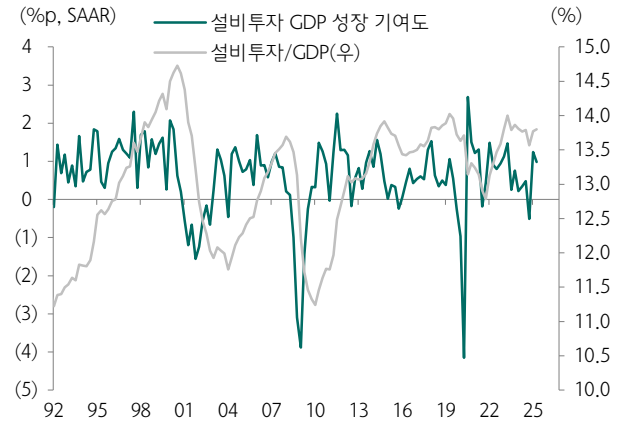
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 달러 약세는 시차를 가지고 아시아 기업 이익에 긍정적 영향



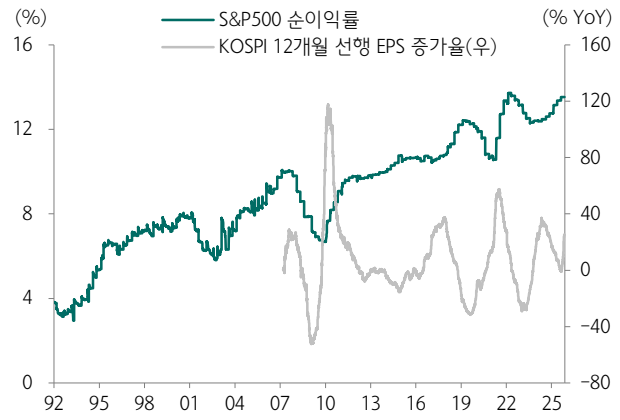
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 골드만삭스 AI 버블 판단 1번: 과잉 설비투자 향방



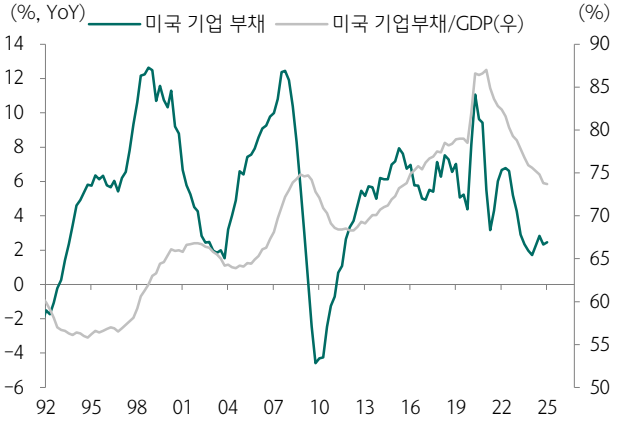
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 골드만삭스 AI 버블 판단 2번: 기업 이익 향방



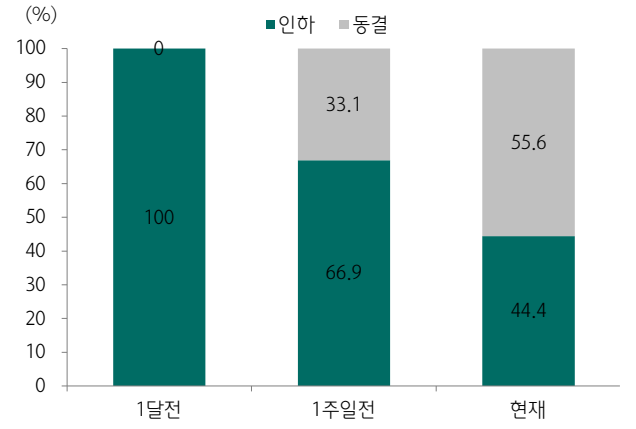
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 골드만삭스 AI 버블 판단 3번: 기업 부채 향방



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 골드만삭스 AI 버블 판단 4번: 연준 금리 향방



자료: CME, 하나증권

도표 10. 골드만삭스 AI 버블 판단 5번: 기업 신용 스프레드 향방

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 골드만삭스가 언급한 AI 버블 판단 지표 5가지

	IT 버블 직전(1998~2000)	AI 붐(2024~현재)
과잉 설비투자(GDP대비)	상승(13.7% → 14.6%)	보합(13.8% → 13.8%)
기업 이익(순이익률)	상승(7.2% → 7.8%)	상승(12.4% → 13.5%)
기업 부채(GDP대비)	상승(59.2% → 66%)	하락(75.6% → 73.7%)
연준 금리(FFR 금리)	인상(5.5% → 4.75% → 6.5%)	인하(5.5% → 4% → ?)
기업 신용 스프레드(하이일드)	상승(2.9% → 8.5%)	하락(3.4% → 2.8%)

자료: 하나증권