DAOL 다올투자증권
20 Nov. 2025

DAOL Daily Issue

김지현 시황 | jeehyun12@daolfn.com

12월 비정상의 정상화 기대

SUMMARY

- 단기금리 및 회사채 금리 상승으로 경색 여파 지속되고 있으나 11월 이후 금리상단 확인과 12월 금리 동결 가능성 선반영 국면 통과, 12월부터 연준 QT 종료 효과, 미국 재무부 잔고 추가 감소로 유동성 여건 개선 가능
- 조달 금리가 상승한 환경에서 빅테크 자금 조달 이슈 부각, S&P500의 FCF 대비 CAPEX 비율은 닷컴버블 당시에 미치지 못하고 있으며 빅테크의 FCF 대비 부채비율은 아마존, 오라클 제외 1배 내외로 FCF를 본격 활용하기 시작한 것에 불과
- 매출액 대비 FCF 비율 감소, FCF 대비 CAPEX 비율 상승 추세는 부담이지만, 금주 수급 변곡점 이후 12월에는 금리 상단을 확인할 수 있기 때문에 기간 조정의 명분으로 작용했던 빅테크 자금 조달 우려 역시 완화될 수 있다고 판단

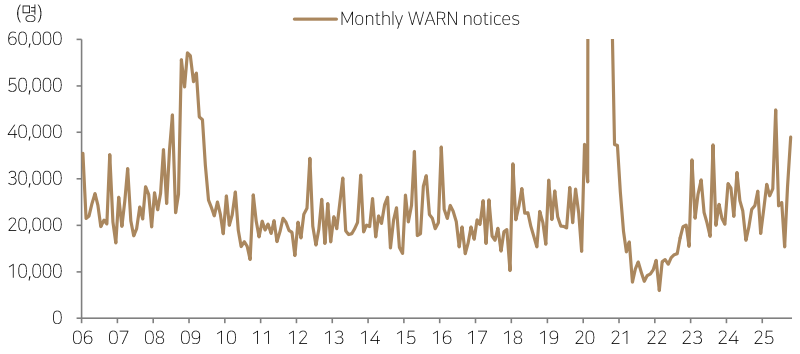
● 금리상단 확인과 12월 매크로 비정상의 정상화 예상

셧다운 해소 이후 위험자산 선호심리 급격히 위축되었던 이유는 발표가 재개될 것으로 기대되었던 경제지표는 여전히 블랙 아웃 상태이고, 미 재무부가 흡수한 유동성도 즉각적으로 풀리지 않았기 때문. 역레포 잔고 10억 달러 하회, 국채금리 상승, 이에 따른 단기 금리 및 회사채 금리 동조로 단기자금시장 경색 여파 지속되고 있는 상황.

11월 이후 금리 상단 확인과 12월 동결 가능성을 선반영하는 과정에 의한 조정이었다는 판단. 일차적으로 금일 엔비디아 실적, VIX 선물 만기일이라는 수급 변곡점 통과. VIX 선물지수의 미결제약정은 S&P500이 신고점 경신한 10월말 이후 재차 상승해 왔음.

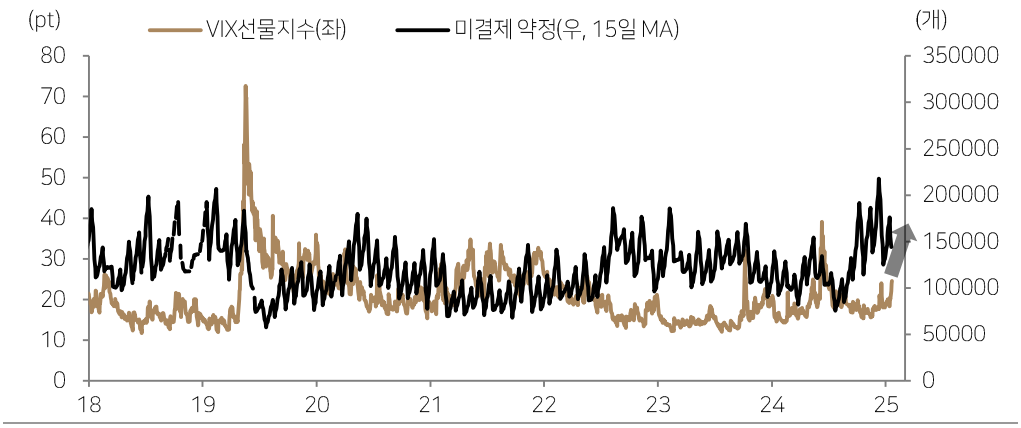
이후 12월부터 매크로 환경 비정상의 정상화 이루어질 전망. 순차적으로 경제지표 확인 가능하며 고용 부진 및 물가 상승세 둔화 확인될 시 금리 상단 확인 가능. 채권 변동성 지수인 MOVE 지수는 10월말 70pt 하회한 이후 11월 들어 소폭 상승하긴 했으나 장기 시계열로 봤을 때 9월, 10월 연준 금리 인하와 낮은 수준의 기업 신용스프레드 등에 변동성은 오히려 완화. 10월 미국 기업이 정부에 제출한 향후 60일간 해고 계획 (WARN Act에 의해 해고 60일 이전 사전 통보) 건수는 클리블랜드 연은 예비치 기준 39,006명으로 25년 5월 이후 최고치. 금융위기, 판데믹 수준으로 고용 감소 뿐만 아니라 이민정책, 정부 고용 감소, AI 대체 등에 기인한 일자리 자체의 감소 및 노동시장 하방 압력을 보여줌. 12월 연준 QT 종료 효과, 셧다운 해제 이후 미국 재무부 TGA 잔액은 고점 대비 590억달러 감소한 상황으로 추가 하락으로 유동성 여건 개선 여지.

Fig. 1: 미국 기업의 향후 60일간 대규모 정리해고 사전예고(WARN Act) 인원 수



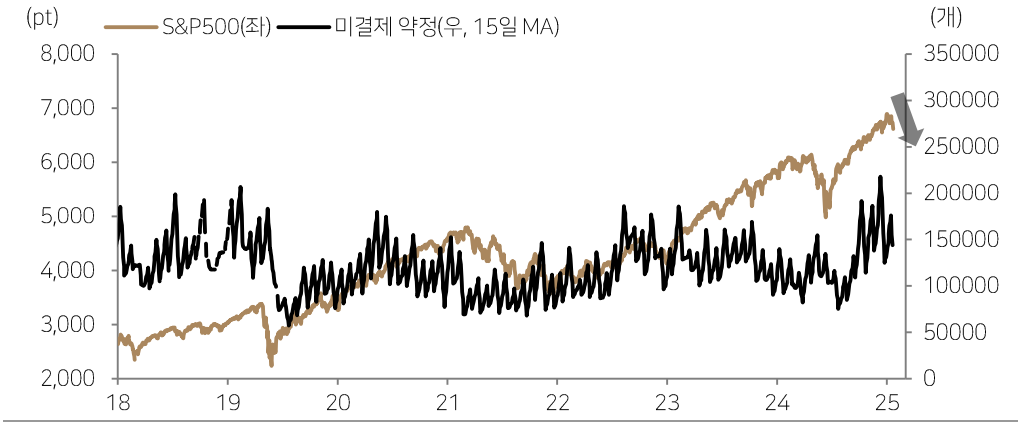
Source: 클리블랜드 연은, 다올투자증권

Fig. 2: VIX 선물지수와 미결제약정: 10월말 이후 다시 증가



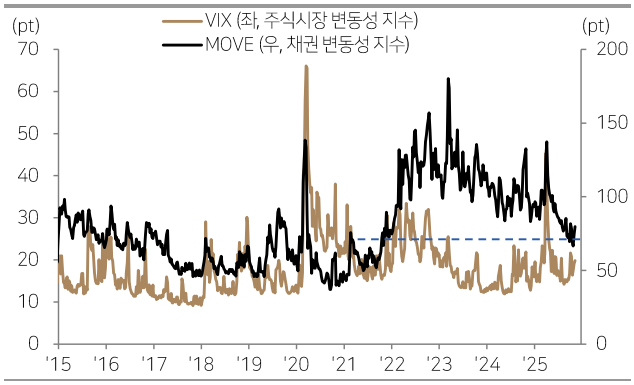
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 3: S&P500지수와 미결제약정: 증시 역시 10월 말 신고점 경신 후 4% 하락



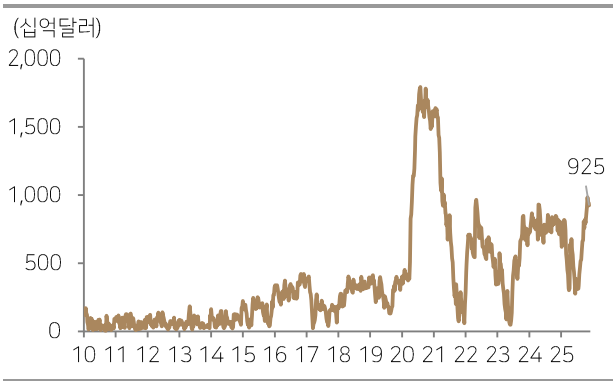
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: VIX, MOVE 변동성지수
: 연간 최저치 기록 후 소폭 반등



Source: FRED, 다올투자증권

Fig. 5: 미국 재무부 TGA 현금계정
: 10/31 고점 대비 590억달러 감소한 9,250억달러



Source: FRED, 다올투자증권

● **그 사이 부각된 빅테크 자금 조달 이슈**

조달 금리가 상승한 환경에서 빅테크의 대규모 회사채 발행 이슈가 부각. 9월 오라클 180억달러, 10월말 메타 300억달러, 11월 초 알파벳 250억달러, 아마존 2022년 11월 이후 3년 만에 처음으로 120억 달러 규모 채권 발행 발표하며 금리가 높은 상태에서 잇따라 자금 조달. 내년도 CAPEX 추정치의 15~20% 규모인 것으로 파악.

이에 빅테크 CDS 프리미엄 상승이 주목 받고 있음. 5년 만기 기준 오라클, 알파벳 CDS 프리미엄은 2년 만에 최고 수준이며 메타, 마이크로소프트 역시 10월말 이후 급등. 오라클의 5년 만기 CDS 프리미엄은 지난주 1.05% 돌파, 알파벳은 0.38%, 마이크로소프트는 0.34% 기록 중.

마찬가지로 비정상의 정상화 과정으로 판단. S&P500 FCF 대비 CAPEX 비율은 닷컴버블 당시 고점 260%, 2Q25 기준 83% 수준에 불과. M7의 매출액 대비 FCF 비율은 S&P500 지수 대비 견조, 그럼에도 FCF 대비 부채비율(Debt/FCF)은 현금흐름 변동폭이 큰 아마존(15배) 제외 1배 내외. CDS 프리미엄 급등한 알파벳은 부채비율이 금리 인상기였던 2022년 0.4배 수준에서 올해 0.6배로 상승했으나 여전히 1배 미만. 즉 현금흐름 창출능력이 큰 빅테크는 그동안 잉여현금흐름으로 차입금 상환, 주주환원, 투자를 위한 현금으로 보유하고 있었고 이를 데이터센터 투자 경쟁에 활용하기 시작한 것에 불과.

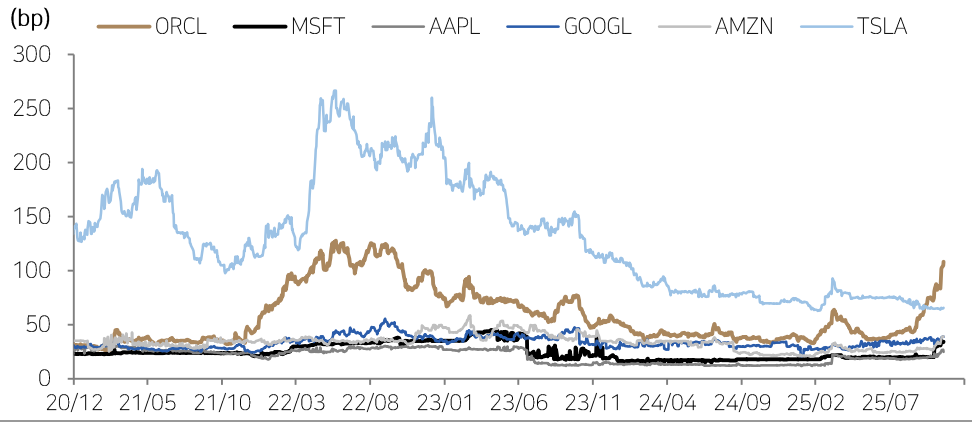
오라클은 1Q25 기준 18.8배까지 급등한 이후 FCF는 (-) 전환하며 실질적인 레버리지 부담으로 작용. 아마존, 마이크로소프트 CDS 프리미엄은 각각 10월 말 대비 26bp -> 34bp, 20bp -> 33bp까지 급등했으나 여전히 2022년 수준을 하회하고 있음. 순부채, FCF 창출 능력, 신용등급, 견조했던 채권 수요, 2022년과는 다른 금리 인하 사이클 돌입한 환경 등을 감안했을 때, 개별 기업 리스크가 섹터 전체로 전이, CDS 바스켓 매매 등에 의해 리스크 프리미엄이 과도하게 반영되고 있을 가능성.

● **빅테크의 FCF 소진, CAPEX 비율 상승 추세는 부담, 수급 변곡점 통과할 필요**

매출액 대비 FCF 비율 감소, FCF 대비 CAPEX 비율 상승 추세는 부담으로 레버리지 상승에 기인한 금리 민감도는 상승할 수 있음. 그러나 금주 수급 변곡점 이후 12월에는 금리 상단을 확인할 수 있기 때문에 기간 조정의 명분으로 작용했던 빅테크 자금 조달 우려 역시 완화될 수 있다고 판단.

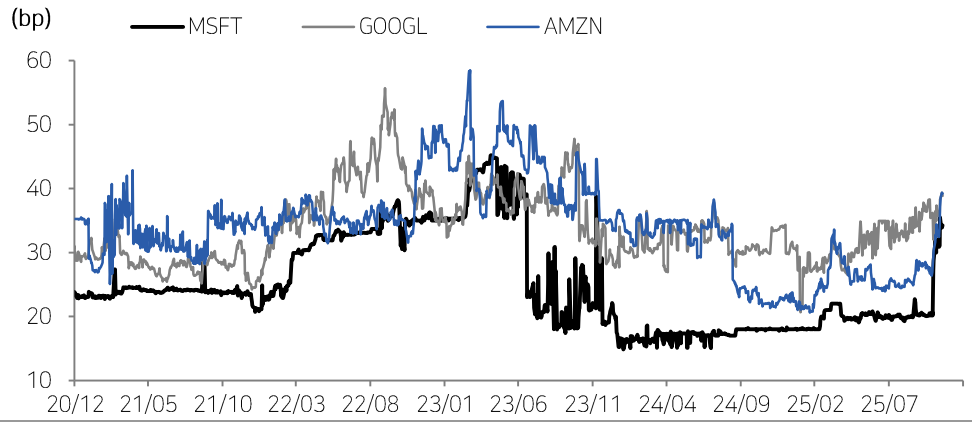
엔비디아 실적 발표 직후 시장 변동성 확대 전망. 일각에서는 주가가 양방향으로 약 7% 움직일 수 있다는 분석 제기. 17일 기준 엔비디아의 시가총액 약 4.6조달러 중에서 3,200억달러(약 468조원)에 해당. 2024년 2월 실적 직후 2,760억 달러 시총 상승도 넘어서는 규모로 당시 엔비디아 주가는 실적 발표 직전 -4%, -3% 내외 하락, 어닝서프라이즈 발표 직후 16.4% 기록하며 갭 상승. 당시에도 매크로 여건이 좋지 않았기 때문에 빅테크 쏠림으로 증시상승을 견인하고 있었고 버블 영역에 근접하고 있다는 분석은 제기되었었음. 당시만큼 상승 베팅이 강하게 나타나긴 어렵고, 고점대비 10% 이상 조정 받은 상황에서 강한 하락 베팅보다는 상승, 하락 베팅이 분산될 가능성에 무게.

Fig. 6: 빅테크 + 오라클 CDS 프리미엄: 오라클, 알파벳, 메타, 마이크로소프트 급등세 부각



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: 빅테크 + 오라클 CDS 프리미엄: 오라클 제외하면 22년에 못 미치는 수준



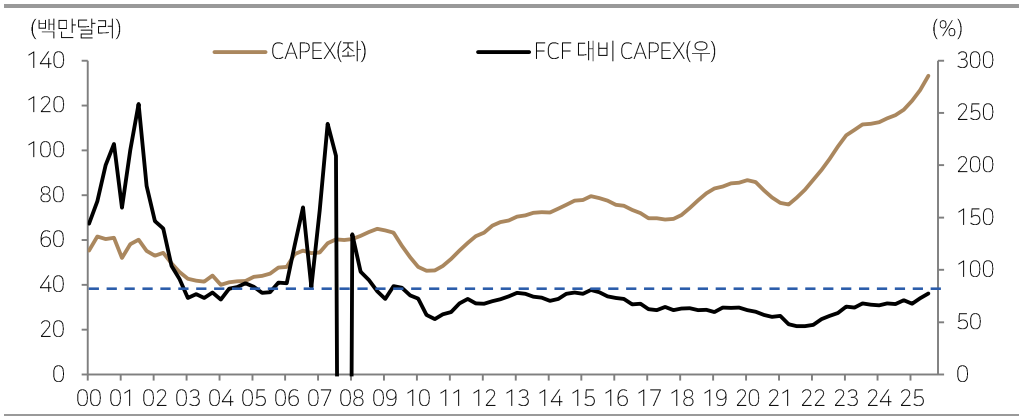
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 빅테크 + 오라클 Debt / FCF 비율: FCF (-) 기록하고 있는 오라클의 레버리지 부담 확대

(%)	3Q25	2Q25	1Q25	4Q24	3Q24	2Q24	1Q24	FY 2022	FY 2021
애플	1.14	1.06	1.00	0.99	1.09	0.97	1.03	1.19	1.47
마이크로소프트	1.54	1.57	1.51	1.47	1.33	1.32	1.51	0.43	0.65
알파벳	0.6	0.67	0.41	0.42	0.53	0.47	0.41	0.42	0.56
아마존	15.19	11.84	-	4.73	3.69	3.27	3.51	-	4.04
메타	1.14	0.99	0.95	0.92	0.94	0.76	0.76	1.38	0.36
오라클	-	-	18.79	-	8.36	8.00	7.18	15.09	6.13

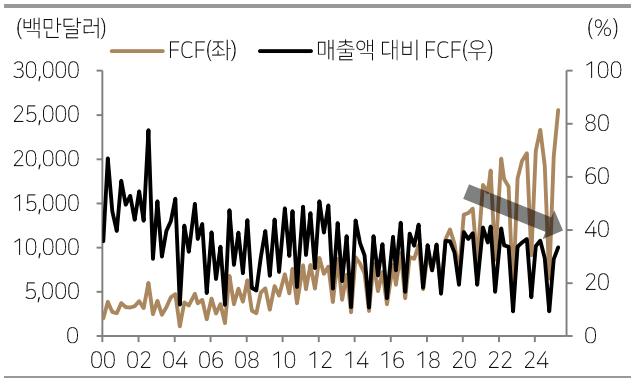
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: CAPEX, FCF 대비 CAPEX: S&P500



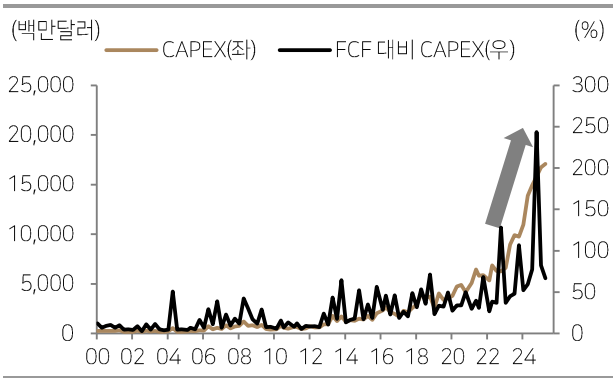
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 10: FCF, 매출액 대비 FCF: 마이크로소프트



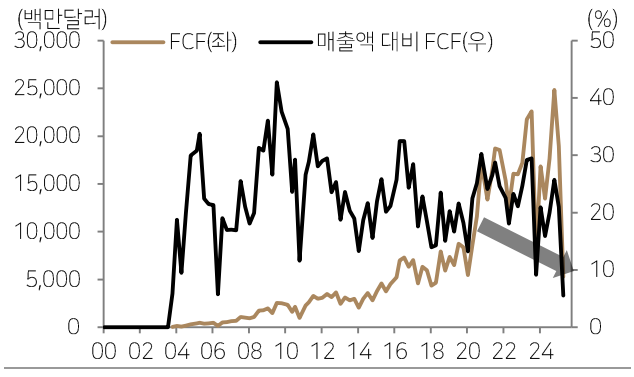
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 11: CAPEX, FCF 대비 CAPEX: 마이크로소프트



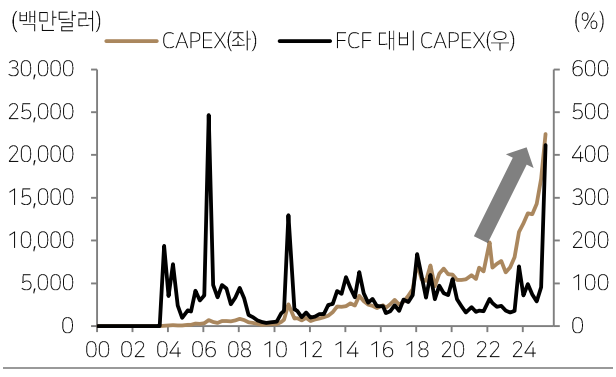
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 12: FCF, 매출액 대비 FCF: 알파벳



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 13: CAPEX, FCF 대비 CAPEX: 알파벳



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어OTF'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.