Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 4일 발간된
[2026 Outlook #4 – 글로벌전략: G2 기술공화국] 임

글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

2026년 Outlook #4 (해설판)

[미국] 기술 프론티어의 숙명

- ✓ 소비/평화의 시대 → 생산/안보의 시대. 소비 〈 투자 포트폴리오 선호
- ✓ 밸류에이션 과하지 않다는 시각과 펀더멘털 기반, 2026년말 S&P500 Target 8,150pt 제시
- ✓ 주도주(AI) + 기술 성장주 포트폴리오 선호. 주요 기술 중 내년 무선통신(AI RAN) 산업 관심

소비/평화의 시대 → 생산/안보의 시대

투자자들에게 익숙한 최근 30년은, 100년사에서 보면 오히려 abnormal일 수도

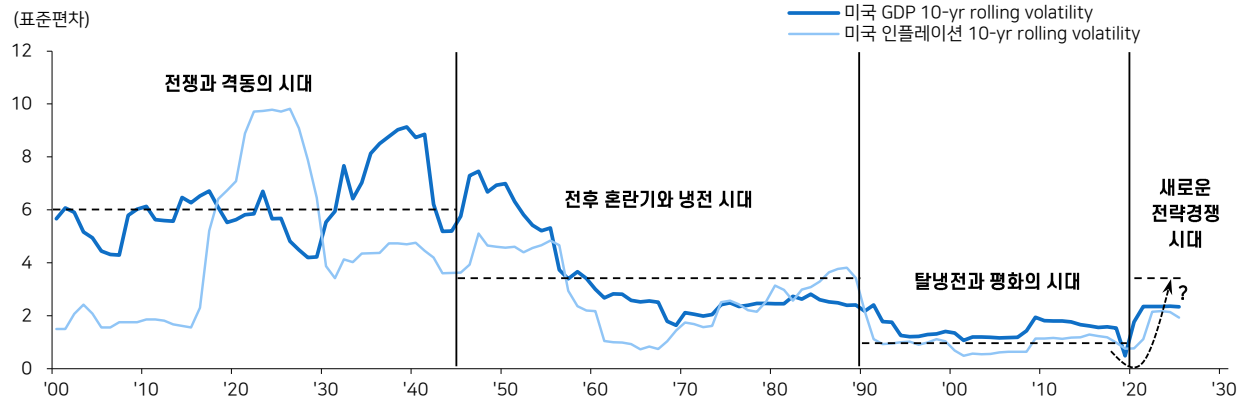
최근 100년간 normal은 국가 간 전략경쟁

연간전망인 만큼, 큰 그림부터 이야기를 시작하면 긴 호흡에서 지금 글로벌 정치/경제가 어느 위치에 있는지부터 생각해 보았다. 1945년 2차 세계대전이 끝나고 팍스-아메리카나(큰 충돌이 없는 평화의 시대)가 이어지는 중이지만, 전후에도 미국과 소련의 냉전은 여전히 시대가 변화와 격동에 위치해 있게 했다.

시장참여자 대부분에게 normal인 최근 30년 평화의 시대를 지나, 다시 미-중 전략경쟁 시대로 진입

1990년 소련의 멸망 이후 최근까지 비로소 진정한 평화의 시대가 도래했지만, 현재 주식시장 참여자들에게는 normal로 보이는 익숙한 그 시기는 긴 그림에서는 오히려 잠깐 있었던 예외의 시기일 수도 있어 보인다. 2020년대부터 중국이 본격적으로 미국의 경쟁자로 부상하면서, 팍스 아메리카나 이전으로의 회귀는 아니지만 적어도 최근 30년 평화의 시기와는 다른 변동성의 시대에 있음은 분명하다.

그림1 **미국은 지난 30년간 익숙했던 평화의 시대에서 변동성이 다시 커지는 다시 전략경쟁시대로 진입**



자료: Maddison Project Database, 메리츠증권 리서치센터

이례적인 평화의 시대에 있었던 미국 내 기술의 '낭비'에 대한 반성

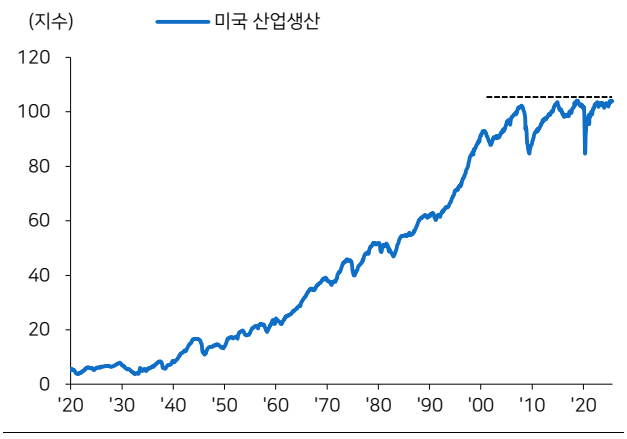
잠시 있었던 평화시기 동안 미국 생산 성장 정체

잠시 있었던 평화의 시대에서 미국에 나타난 현상은 '생산 정체'였다(그림 2). 미국의 산업생산 데이터는 1912년 이후부터 집계되는데, 집계 이래 성장 추세를 이어오던 미국의 산업생산은 평화의 시대에 진입한 이후 2000년대부터 정체되기 시작한다. 2010년대 들어서는 소비가 생산을 추월하기 시작했고, 이것이 미국의 적자 경제 구조를 만들었다(그림 3). 현재 미국 정부가 자국 경제가 지속 가능하지 않다는 평가 하에서 자국 내 생산성 향상을 위해 노력하는 큰 배경일 것이다.

평화의 시기 기술이 소비에 낭비되었다는 반성, 생산과 안보에 기술 역량의 집중 필요성 재고

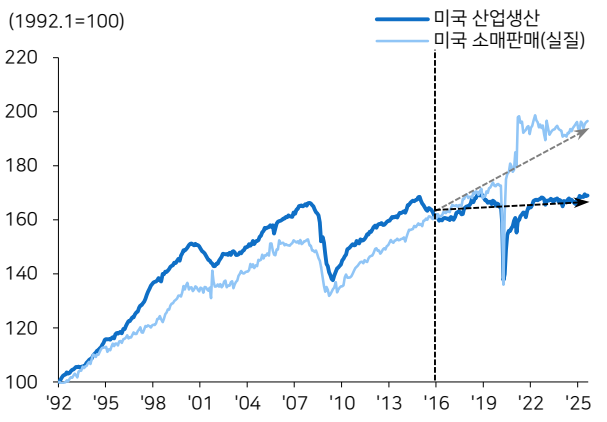
올해 들어 미국에서 나타나는 기술에 대한 반성은, 평화의 시대 동안 기술의 본질을 잊고 '소비'에 낭비되어 왔다는 것이다. 팔란티어 공동 창립자 알렉스 카프의 저서 『The Technological Republic: Hard Power, Soft Belief, and the Future of the West』(2025)에서는 실리콘밸리의 개발자들이 국가적 소명을 잃고 소비자용 앱에 자본과 인재를 쏟는 사이 기술 군사 경쟁에서 취약해졌다고 지적한다. 기술의 역할이 '생산'과 '안보'로 회귀해야 한다는 것이다.

그림2 평화의 시대 이후 미국 산업생산 성장 정체



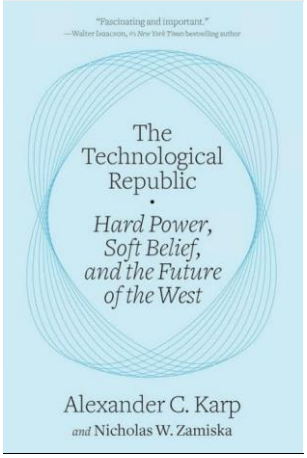
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림3 평화의 시대에 소비가 생산을 추월



자료: Federal Reserve, US Census Bureau, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 기술공화국(25/2/18)



자료: Alexander C. Karp 외

표1 The Technological Republic(한국어 번역본 '기술공화국 선언') 서적 주요 내용 요약

구분		내용
목차 논지	The Software Century	S/W가 힘의 중심. 드론 스웜 · AI 등 비대칭 전력의 조달 혁신 필요성을 강조
	The Hollowing Out of the American Mind	'서구 정체성/신념(soft belief)'의 약화가 야심과 공공목표를 갉아먹었다는 진단
	The Engineering Mindset	결과지향 · 창의적 마찰 · 빠른 실험을 중시하는 엔지니어링 문화의 확산을 제안(정부도 수용 주장)
	Rebuilding the Technological Republic	국가-기술 생태계 재결합, AI 중심 R&D 재투자, 인재 공공부문 유입 등으로 '기술공화국' 재건
주요 내용	실리콘 밸리 이탈	냉전기엔 국가 목표와 결합해 중대한 돌파구(반도체 · 우주 · 인터넷 등)를 냈지만, 오늘은 광고 · 소비자용 앱에 치우쳐 공공목표와 분리됐다는 비판
	하드파워 재무장	AI · 드론 스웜 같은 S/W 전력이 게임체인저, 국방부-민간 소프트웨어 협업/조달 개혁이 필요
	소프트빌리프 회복	'가벼운 중립/상대주의'가 국가적 야심을 잠식, 서구의 자유 · 공화주의적 미덕에 대한 '신념'을 회복해야
	엔지니어링 문화 이식	정부도 속도 · 실험 · 결과를 중시하는 엔지니어링 마인드셋 채택, 논쟁과 비판이 허용되는 조직 설계
	AI 맨해튼 프로젝트	기술-국가의 대형 공동 임무를 통해 장기달성형 '문명 프로젝트'를 추진해야 한다는 동원론

자료: The Technological Republic(2025), 메리츠증권 리서치센터

기술 역할에 대한 반성의 배경에는 중국의 추격이 있을 것

경제 규모뿐만 아니라 기술 수준에서도 공고해진 G2

이런 반성의 배경에는 중국의 기술 추격이 있을 것이다. 그동안 중국은 경제 규모 면에서만 G2로 여겨졌지만, 이제는 명실상부 범 기술 분야에서도 중국이 G2임을 인정해야 할 것이다. 다른 국가들이 주춤하는 사이 중국은 국가가 주도해 빠르게 과학기술 발전을 이루고 있다.

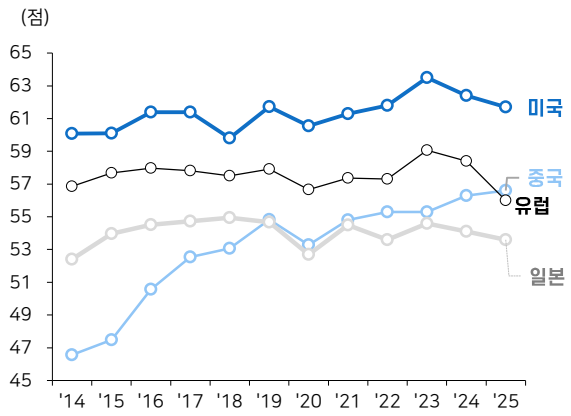
AI는 사실상 현재 경쟁 국가가 미국과 중국뿐

특히 핵심 전략경쟁 기술인 AI에서는 G2와 나머지 국가의 기술 격차가 너무 크다. 미국이 선도하고 중국이 근소한 차이로 뒤쫓고 있는데, 미국, 중국 외에 사실상 AI에서 자체 원천 기술을 보유한 국가는 없다고 보아야 할 것이다.

기술 격차 축소와 더불어 미국이 가장 불편한 생산성 추월 문제

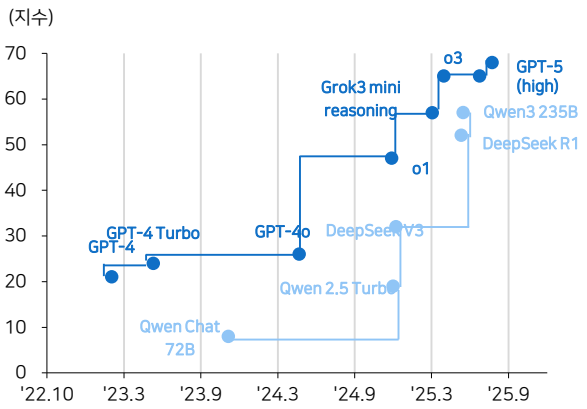
중국의 기술 추격에 미국의 걱정은 명목적으로 국가 안보겠지만, 중국과 생산성 경쟁에서 밀리는 그림도 포함되어 있다고 본다. 2000년까지 산업생산이 꾸준히 성장하던 미국은 전세계에서 제조업 부가가치를 가장 많이 창출하는 국가였다. 그런데 2030년에 중국에게 압도당할 것이라는 전망이 미국에게는 불편해 보인다.

그림5 타 국가 주춤하는 동안 미국과 중국 기술격차 축소



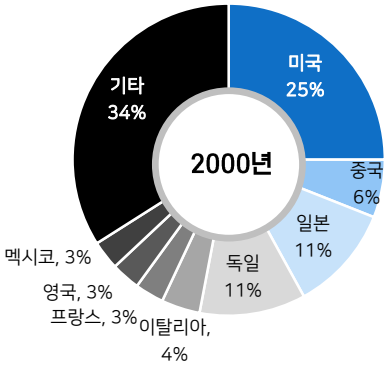
자료: World Intellectual Property Organization, 메리츠증권 리서치센터

그림6 특히 AI에서는 미국, 중국 외 타국가는 경쟁상대 없음



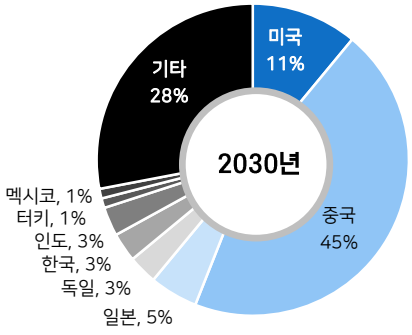
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 제조업 부가가치(MVA) 변화: 2000년



자료: Special Competitive Studies Project, UNIDO, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 제조업 부가가치(MVA) 변화 전망: 2030년



자료: Special Competitive Studies Project, UNIDO, 메리츠증권 리서치센터

소비 〈 투자 포트폴리오 트렌드 변화는 이미 진행 중. 2026년에도 지속 전망

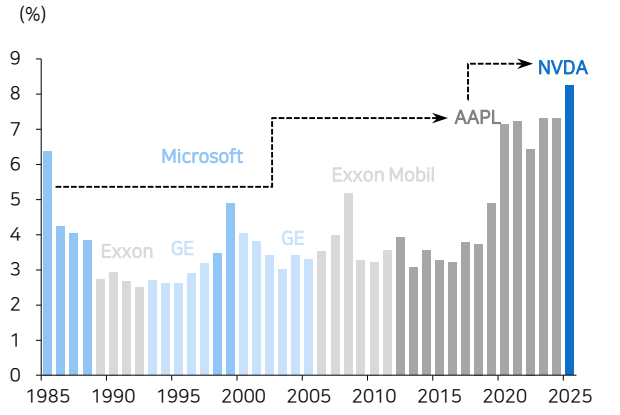
소비/평화→생산/안보로 이미 커다란 주식 트렌드 전환 시작

주식시장에는 기술의 역할 반성을 반영하는 거대 트렌드 변화가 이미 시작된 것으로 봐야할 것이다. 20세기 중반 국가간 안보 경쟁을 위해 발현한 전략경쟁 기술(암호 해독기, 알파넷)이 80년대, 90년대 생산성 향상과 직결되는 3차 산업혁명 주도 산업(PC, 인터넷) 혁신의 배경이 되고 주도주(IBM, 시스코, 마이크로소프트) 트렌드를 만들었다. 2010년대 소비의 시대에는 스마트폰과 광고(SNS, 인터넷)로 성장한 기업(애플, 알파벳, 메타)이 주도주였지만, 2025년 들어 엔비디아가 시가총액 1위를 탈환한 것은 트렌드 전환의 시작을 의미하는 것으로 해석한다.

내년도 크게 다르지 않을 것. 기술주 중심 강세장 전망

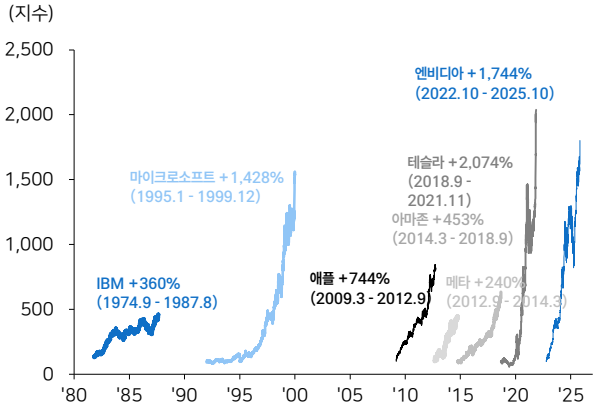
내년에도 작년, 올해와 크게 다르지 않은 그림으로 본다. 안보기술의 상업화는 과거와 달리 민간기업 중심으로 이뤄지기 때문에 지금처럼 주식시장에 반영이 훨씬 빠를 것으로 본다. 20세기 이후 생산성 향상과 직결된 산업혁명이 있었던 1920년대와 1990년대가 주가 퍼포먼스가 가장 강력한 시기였고, 2020년대도 같은 맥락에서 본다. 2026년도 베이스라인 시나리오를 강세장으로 본다.

그림9 S&P500 연도별 시총 1위 기업의 시총 비중 추이



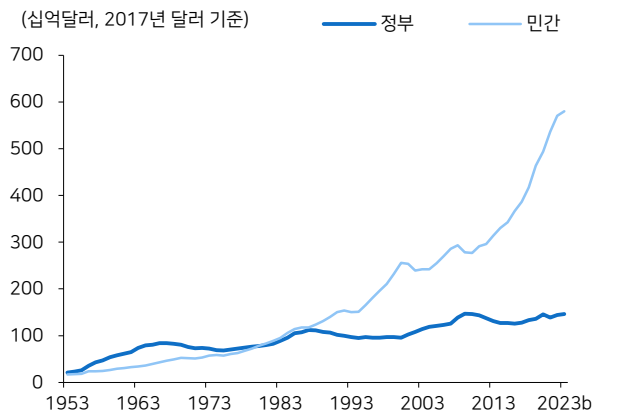
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 90년대 이전/현재 주도주 vs 2010년대 주도주



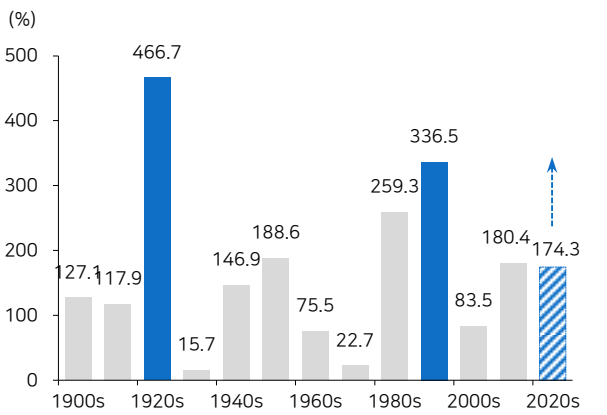
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 주체별 R&D 금액: 정부 중심→민간 중심



자료: US NSF, 메리츠증권 리서치센터

그림12 DOW 지수 각 10년별 고점 경신까지 최대 수익률



주: 2020s는 2020년 12월 이후 2025년 9월 종가까지 수익률의 10년 연율화
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장 전망: 2026년말 Target S&P500 8,150

(1) 밸류에이션 판단

미국 증시 밸류에이션 과하지 않다는 시각

2026년말 기준 S&P500 타겟을 8,150pt를 제시한다. 먼저 미국 증시 밸류에이션이 과도하지 않다는 의견이다. 내년까지 시계에서 놓고 볼 때 최소한 현재 수준을 유지하거나 소폭 상승하는 추세를 베이스라인으로 봐야한다는 의견이다.

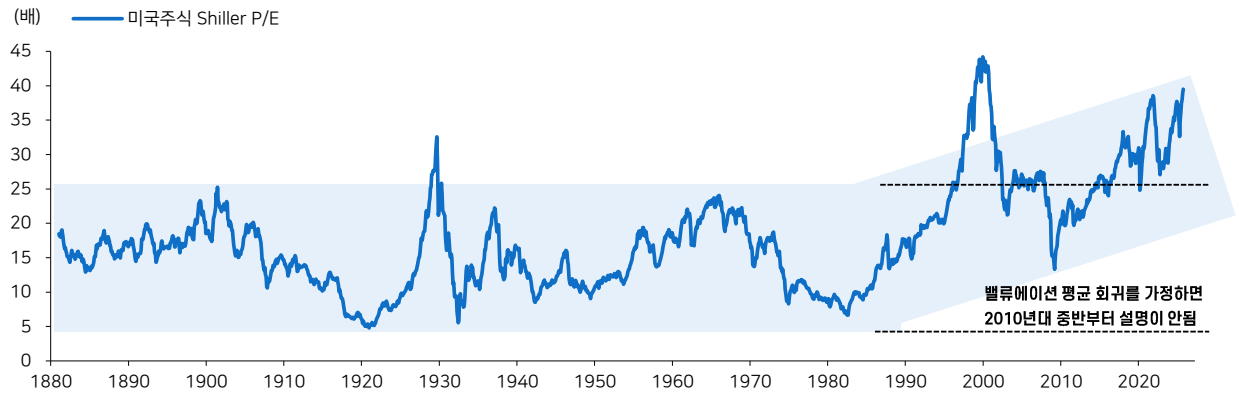
과다하는 시각의 핵심인 평균회귀 논리는 2010년대 이후 미국 증시 설명 못함

밸류에이션이 과하다는 시각의 전제는 평균회귀 논리다. 현재 미국 시장 밸류가 평균보다 많이 높으니 평균으로 회귀한다는 것이다. 미국 증시에 어딘가 회귀해야 할 밸류에이션 평균이 있다면, 장기 시계에서 놓고 볼 때 2010년대 이후 미국 증시 밸류에이션은 설명이 되지 않는다(그림 13).

높은 자본효율성(ROE) 기업/국가는 고밸류에이션을 인정해왔음

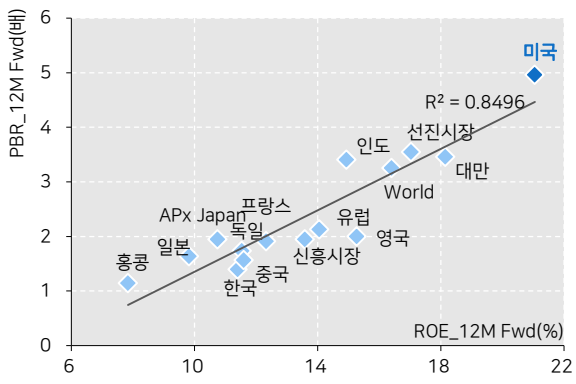
밸류에이션 우상향의 핵심 근거는 자본효율성이다. 단위 자본당 벌어오는 돈이 많은 기업, 혹은 국가의 밸류에이션은 높은 것이 정당하다는 것이다. <그림 14>처럼 이미 주식시장에서 받아들이고 있는 차트에서 ROE와 PBR의 회귀선이 우상향 하는 것에서 이미 우리는 이런 논리를 암묵적으로 받아들이고 있을 수도 있다.

그림13 미국 밸류에이션이 과도하다는 프레임으로는 2010년대 이후 미국 시장 설명 안됨. 다른 틀에서 봐야한다는 생각 유지



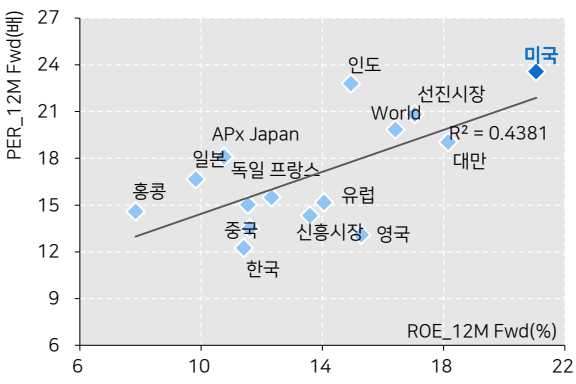
자료: Robert Shiller’s data, 메리츠증권 리서치센터

그림14 글로벌 주요 증시 12MF ROE와 PBR



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림15 글로벌 주요 증시 12MF ROE와 PER



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

내년에도 미국 기업 ROE가 개선시 밸류에이션의 상승 추세를 보는 것이 타당할 것

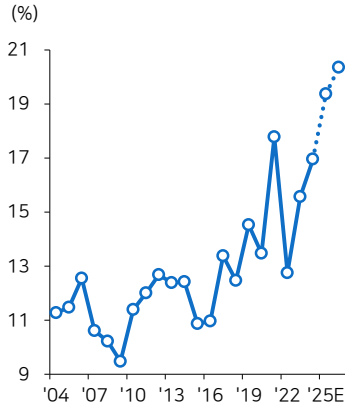
내년에도 미국 기업 ROE 우상향 추세가 이어진다면 밸류에이션도 최소한 flat, 내지 소폭 상승

내년에도 미국 기업들의 ROE가 개선된다면, 높아 보이는 현재 미국 증시 밸류에이션이 최소한 유지되거나 소폭 상승하는 것을 기대하는 것이 맞다고 본다. 듀퐁 분석을 통해 ROE 구성 요소를 분해해보면, 총자산회전율은 기업들의 CapEx 강화에 따라 자사주 매입이 약해지지만 순이익 마진율의 추세 개선과 레버리지 비율의 턴 어라운드가 내년 미국 기업들의 ROE 개선의 핵심 동력일 것으로 생각한다.

ROE 개선의 핵심인 기업 마진은 AI에 따른 생산성 향상 확산으로 이어질 것으로 전망

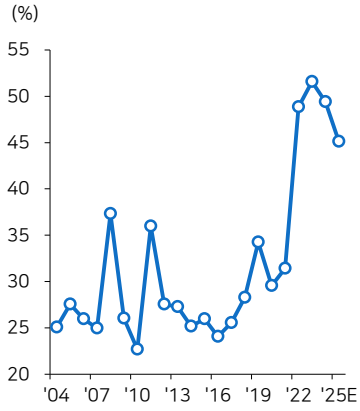
순이익 마진율 추세 개선의 핵심은 생산성 향상이다. 기업들이 AI 확산에 따라 비용을 줄이고 생산성이 향상되며 마진이 개선되는 효과를 기대해볼 수 있다. 이러한 효과는 과거 산업혁명에서 그랬듯 기술 진보에 의해 단위 노동력당 생산성 향상으로 이어지게 될 것으로 본다.

그림16 S&P500 상위 20 순이익 마진율



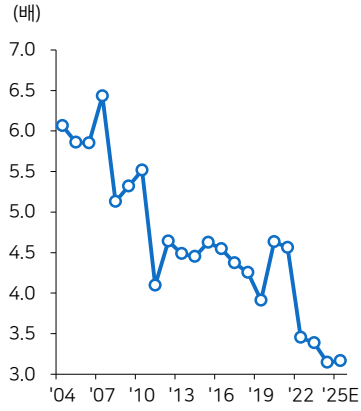
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 S&P500 상위 20 총자산회전율



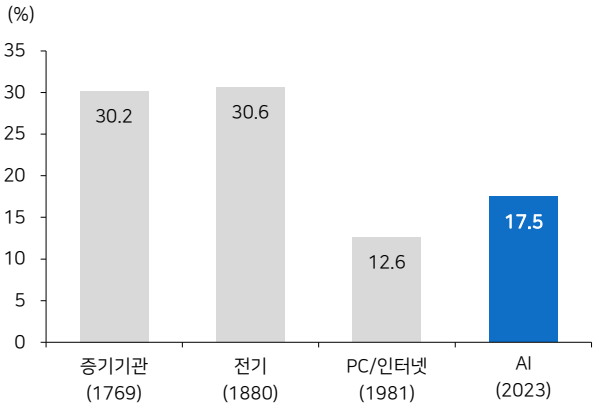
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 S&P500 상위 20 레버리지비율



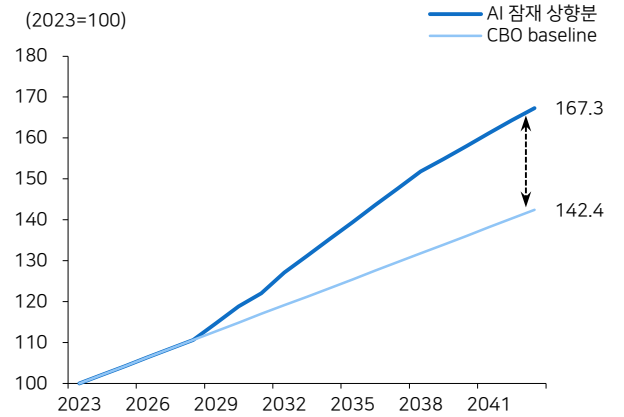
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 기술 Breakthrough 이전 대비 노동생산성 상승률



자료: Crafts (2021), NBER, BEA, Haver, IMF, JPM, 메리츠증권 리서치센터

그림20 AI가 가져올 노동생산성 향상 궤적



자료: IMF, US CBO, JPM(2024), 메리츠증권 리서치센터

노동시장에서 확인되는 기술 진보의 징후

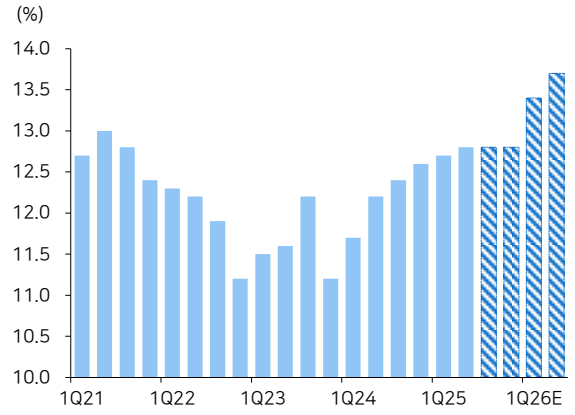
이미 AI에 의한 효율화가 경기와 차별화되는 노동시장에서 감지 중

S&P500 기업들의 순이익 마진율 전망치는 계속 높아지는 가운데, 동시에 나타나는 거시경제적 현상이 특이하다. 핵심 경제지표로 여기는 고용과 생산(GDP)의 괴리가 나타나기 시작한 것이다. 미국 비농업 취업자수의 전월대비 증감의 30년 평균이 약 11만명인데, 최근 수개월간 2~3만명에 머물며 사실상 경기침체 상태를 시사하는 고용 통계가 발표 중이다. 반면, 경제성장률은 여전히 매우 견조하고 내년 성장률 전망치도 계속 상향 중이다.

AI에 따른 인력 해고 가속화 징후 가장 활발한 IT, 금융섹터에서 가장 높은 마진 개선 나타남

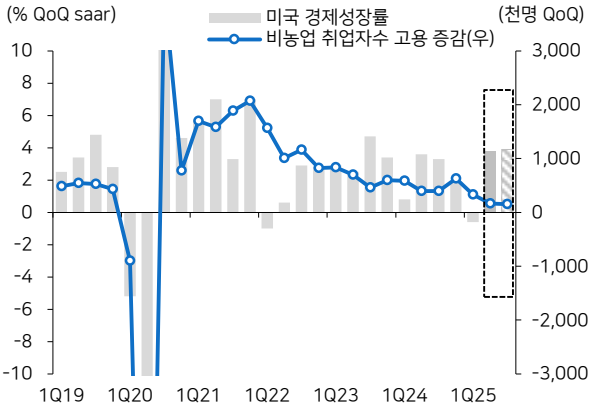
미국 민간 고용 데이터 집계 기관인 Challenger에 따르면, 최근 AI에 따른 해고자 건수 증가 속도가 가속화되고 있다. 1월부터 9월까지 AI를 이유로 해고된 건수가 1만 7천명이었는데, 10월에만 3만명이 늘었다. Challenger 리포트에서는 AI 대체가 가장 활발한 분야를 기술, 금융 분야로 서술하는데, S&P500 섹터 중 IT, 금융 섹터의 순이익 마진율 개선세가 가장 강하다. AI에 따른 노동력 대체, 기업들의 노동비 절감 현상이 가속화되고 있음을 시사한다.

그림21 S&P500 순이익 마진율과 향후 전망치(FactSet)



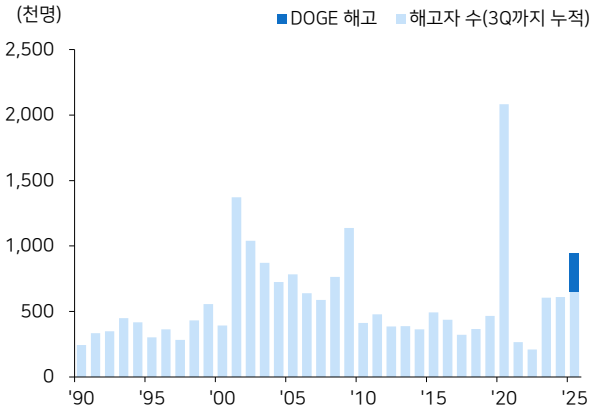
자료: FactSet, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국 경제성장률과 비농업 취업자수 증감



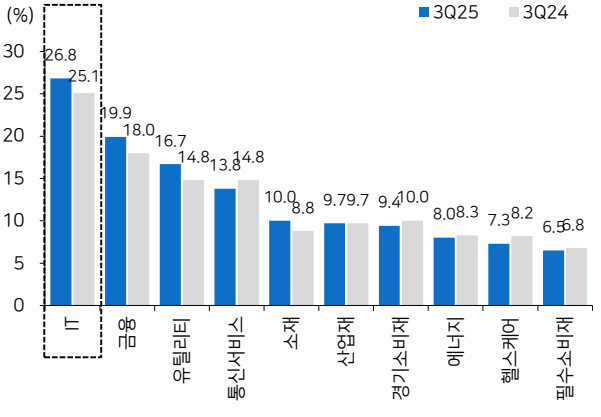
주: 9월 비농업 취업자수 증감은 셧다운에 따른 데이터 미발표로 컨센서스(5.5만명) 기준로 집계. 3분기 GDP도 데이터 미발표로 GDPNow 데이터로 표기
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Challenger의 Job-Cut/Hiring 해고 수(9월 누계)



자료: Challenger, Gray & Christmas, 메리츠증권 리서치센터

그림24 S&P500 섹터별 순이익 마진율 추이



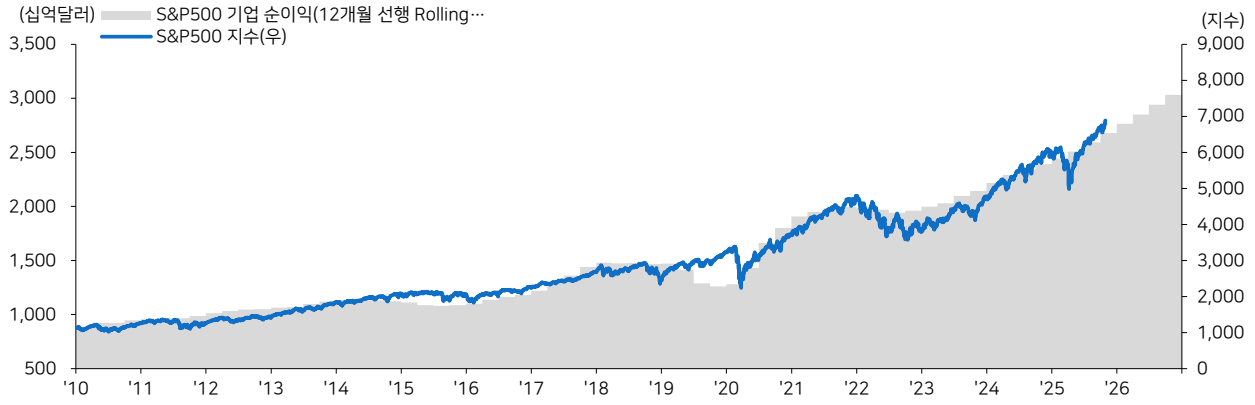
자료: FactSet, 메리츠증권 리서치센터

(2) 펀더멘털 판단

올해보다 나은 내년 펀더멘털 환경

기술 진보에 기인한 미국 기업들의 ROE 개선세 지속, 이로써 정당화되는 밸류에이션을 뒷받침할 내년 미국 시장의 펀더멘털 환경도 양호할 것으로 전망된다. S&P500 기업들의 올해 순이익 컨센서스는 2.5조 달러, 2026년은 2.8조, 2027년은 3.15조 달러다. 올해 순이익 성장률이 8.3%, 내년과 후년은 12%가 넘을 것으로 전망되어 펀더멘털 환경은 올해보다 내년이 더 낫다.

그림25 S&P500 지수와 2027년까지 순이익 전망치 컨센서스



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표2 S&P500 GICS레벨 2 기준 업종별 순이익 및 성장률 컨센서스 (10/30 기준)

구분	순이익 금액(백만달러)				성장률(% YoY)			
	'24	'25F	'26F	'27F	'24	'25F	'26F	'27F
자동차 및 부품	30,493	21,255	25,446	28,641	-6.6	-30.3	19.7	12.6
은행	137,542	151,792	162,016	174,523	-1.0	10.4	6.7	7.7
자본재	105,836	111,155	134,133	151,977	-5.2	5.0	20.7	13.3
상업전문서비스	21,026	22,392	24,455	26,892	14.7	6.5	9.2	10.0
경기소비재	101,868	116,755	131,082	154,697	35.8	14.6	12.3	18.0
내구소비재 & 의류	25,226	19,427	19,829	22,523	2.0	-23.0	2.1	13.6
소비자서비스	40,991	45,355	51,065	58,016	11.4	10.6	12.6	13.6
필수소비재	42,089	40,437	44,217	48,341	5.2	-3.9	9.3	9.3
에너지	111,749	99,323	109,726	126,979	-23.4	-11.1	10.5	15.7
REITs	27,824	26,393	29,215	32,418	14.1	-5.1	10.7	11.0
다각화금융	207,121	189,680	209,376	232,353	61.9	-8.4	10.4	11.0
식품 & 생필품	76,087	73,992	78,563	82,536	1.6	-2.8	6.2	5.1
헬스케어 장비	119,491	111,130	118,452	132,622	2.7	-7.0	6.6	12.0
가정 & 개인용품	26,800	26,402	27,739	29,455	6.4	-1.5	5.1	6.2
보험	73,304	81,508	85,354	88,772	25.4	11.2	4.7	4.0
소재	44,713	45,610	55,110	62,999	-8.8	2.0	20.8	14.3
미디어	313,459	379,231	402,711	455,192	37.4	21.0	6.2	13.0
제약 & 바이오	141,424	175,076	195,976	214,716	3.1	23.8	11.9	9.6
부동산 개발	1,862	2,243	2,705	3,225	9.7	20.4	20.6	19.2
반도체 & 장비	154,664	211,208	290,994	353,623	53.8	36.6	37.8	21.5
소프트웨어	179,182	207,062	239,700	281,340	15.6	15.6	15.8	17.4
하드웨어 장비	157,443	169,204	184,359	201,165	12.0	7.5	9.0	9.1
정보통신서비스	47,147	46,436	49,234	53,267	3.5	-1.5	6.0	8.2
운송	38,563	40,194	45,434	51,290	-3.2	4.2	13.0	12.9
유틸리티	64,465	67,386	74,836	81,797	19.6	4.5	11.1	9.3
합계	**2,290,370**	**2,480,646**	**2,791,726**	**3,149,359**	**14.4**	**8.3**	**12.5**	**12.8**

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 지수 전망: 2026년 연말 Target 8,150pt 제시

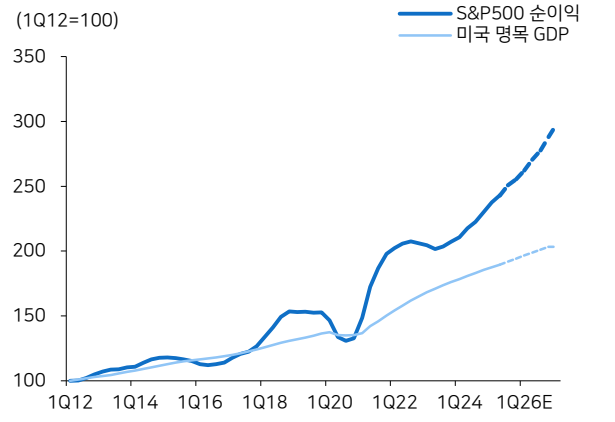
GDP vs S&P500 기업이익 괴리 & 소비 vs 투자 괴리

미국 GDP와 S&P500 기업들의 이익 차별화는 심화될 것으로 보인다. 결국 노동소득에 기반한 민간 소비 비중이 70%나 되는 GDP는 AI에 따른 구조적 실업 효과로 둔화될 가능성이 있다면, 현재 S&P500 기업들의 순이익은 AI 확산을 위한 투자가 다른 한편에서는 매출이 되고, AI 확산에 기인한 비용 절감이 이익 마진을 개선 시키는 구조에 있다고 본다. 소비보다 (기술)투자 관련 스타일의 업종 및 종목을 선호하는 이유이기도 하다.

S&P500 8,150pt 전망의 근거

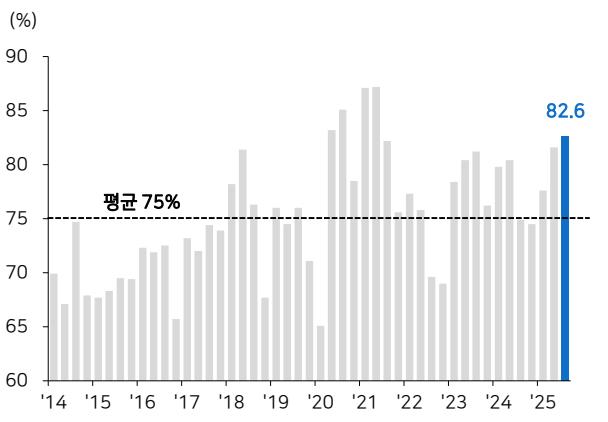
지수 전망은 2026년말 기준, 12개월 선행 이익(2027년)을 현재 밸류에이션이 내년말까지 유지된다고 전제했을 때 <표 3>과 같은 메트릭스에 기인해 도출된다. 올해 말 S&P500이 7,000pt를 달성한다면, 올해 지수 수익률은 19% 내년 16%의 지수 수익률을 전망하는 셈이다.

그림26 미국 명목 GDP와 S&P500 순이익



주: 4Q Rolling sum data 기준
자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림27 S&P500 서프라이즈 실적 공시 기업 수 비율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 2026년말 S&P500 지수 Target 8,150pt 제시

구분		12MF PER(배)											
		20	20.5	21	21.5	22	22.5	23	23.5	24	24.5	25	25.5
2027년 순이익 전망치 (십억달러)	2,850	6,433	6,594	6,755	6,916	7,077	7,238	7,398	7,559	7,720	7,881	8,042	8,203
	2,900	6,546	6,710	6,874	7,037	7,201	7,365	7,528	7,692	7,856	8,019	8,183	8,347
	2,950	6,659	6,826	6,992	7,159	7,325	7,492	7,658	7,824	7,991	8,157	8,324	8,490
	3,000	6,772	6,941	7,111	7,280	7,449	7,619	7,788	7,957	8,126	8,296	8,465	8,634
	3,050	6,885	7,057	7,229	7,401	7,573	7,745	7,918	8,090	8,262	8,434	8,606	8,778
	3,100	6,998	7,173	7,348	7,523	7,698	7,872	8,047	8,222	8,397	8,572	8,747	8,922
	3,150	7,111	7,288	7,466	7,644	7,822	7,999	8,177	8,355	8,533	8,710	8,888	9,066
	3,200	7,223	7,404	7,585	7,765	7,946	8,126	8,307	8,488	8,668	8,849	9,029	9,210
	3,250	7,336	7,520	7,703	7,887	8,070	8,253	8,437	8,620	8,804	8,987	9,170	9,354

자료: 메리츠증권 리서치센터

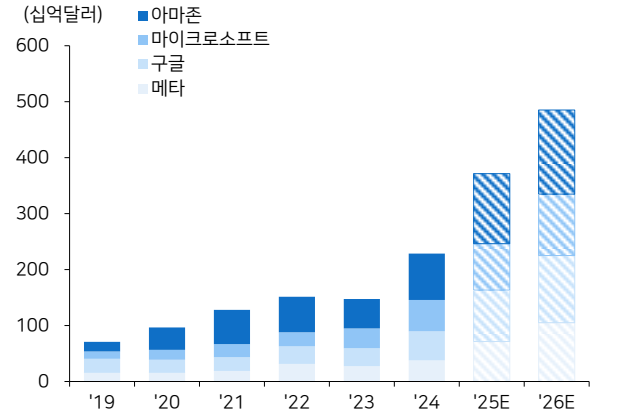
미국 투자전략: 주도주+기술 성장주

주도주 투자전략: AI 인프라 투자 계획 현실성 판단

앞선 주식시장 전망이 성립하려면 주도주의 추세가 내년까지 이어져야 한다. 현재 시장 주도주는 AI 데이터센터 인프라 기업이다. AI 데이터센터 CapEx의 증가 추세에 대한 의구심 몇가지를 정리해보았다. 결국 현재 핵심 의구심은 1) 계획된 AI 투자가 현실성이 있는지, 2) 부족하다는 에너지는 조달이 가능한지, 3) 필요한 자금은 어디서 나오는지, 4) AI 버블인지에 대한 판단이다.

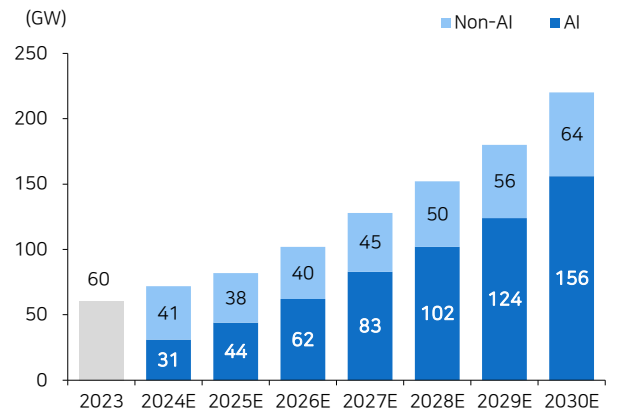
<표 4>와 같이 AI 데이터센터 투자 규모 및 금액을 추정해보았다. 전망의 핵심 전제는 AI 반도체 독점 생산 기업인 TSMC의 CoWoS Capa 전망을 기반으로 했다. 2026년에 약 16GW 규모의 AI 데이터센터가 신규 설치될 것으로 전망되며 1GW당 500억 달러의 투자 금액이 필요하다는 것을 고려할 때, 8천억 달러 규모다. 이와 같은 방법으로 전망하면 2028년까지 3년간 약 2.9조달러의 AI 데이터센터 투자가 전망된다.

그림28 빅테크 2025 AI CapEx: 내년 4,850억달러 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림29 글로벌 데이터센터 용량 수요 전망



자료: Mckinsey, 메리츠증권 리서치센터

표4 AI 데이터센터 설비 용량 및 투자 금액 추정

구분	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	가정
CoWoS 패키징 캐파 가정(천장/월)	75	90	112	123	136	149	2027년 전망 컨센서스 월 11.2만장. 이후 연평균 10% 성장 가정
교체 수요 비중(%)	50	50	50	50	50	50	3-5년 교체 주기 가정
신규 칩 공급량(백만개)	7.5	9.0	11.2	12.3	13.6	14.9	CAPA * (1-교체수요 비중) * 20(웨이퍼당 생산량 가정)
신규 IT 부하(GW)	13.7	16.5	20.5	22.5	24.8	27.3	칩 * (1kW(Blackwell 기준) + 0.83kW(CPU, 메모리, 네트워크 등. 엔비디아 GB200 NVL72 최대 전력 132kW 참고)
AI 데이터센터 피크 부하(GW)	15.8	18.9	23.6	25.9	28.5	31.4	IT * 1.15(PUE 1.15 가정. IEA의 High Efficiency 참고)
참고: 메킨지 전망치 비교(GW)	13.0	18.0	21.0	19.0	22.0	32.0	Mckinsey(2025) 참고
AI 데이터센터 연간 신규 투자 비용(십억달러)	686	824	1,025	1,127	1,240	1,364	1GW당 500억 달러

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

AI 데이터센터 투자 자금조달과 부채에 대한 생각: 과잉이 아니다

Off-balance 형태의 사모신용 조달은 과도한 리스크테이킹이 아닌 그린필드 초기투자에 PF 대출이 전형적인 방법

위 점검 포인트 중 3)을 분석해보면(나머지는 본 자료 참고), 결국 비금융 민간 자본이 부채 형태로 AI 데이터센터 투자 시장으로 진입해 부족할 것으로 우려되었던 자금의 원천이 되는 것으로 생각한다. 사모신용 등 부채에 대한 일부 우려가 있으나 그린필드 투자 초기에 PF 자금 조달은 과도한 리스크 테이킹이 아닌 일반적인 효율적 자금 조달 형태로 해석해야 하며, 데이터센터 건설 이후 이를 담보로 하는 회사채로 리파이낸싱이 되는 프로세스까지도 고려해야할 것이다.

대부분 데이터센터 사업자는 ROIC > 부채비용. 무분별한 경쟁적 부채 기반 과잉투자 아님

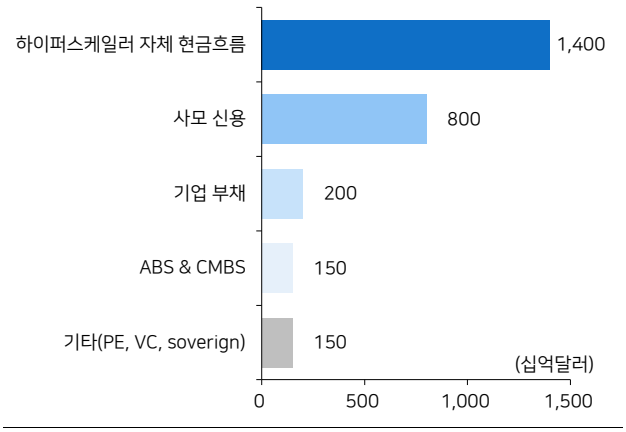
일반적으로 ROIC가 부채비용보다 큰 구간에서 부채 자금 조달은 ROE 상승 요인이다. 직관적으로 장사가 잘되는 기업이 대출로 자금을 조달해서 그 것보다 더 높은 수익을 내면 이를 일반적으로 '레버리지 효과'라고 한다. <표 6>과 같이 모든 하이퍼스케일러 사업자들과 대부분의 네오클라우드 기업들은 ROIC가 부채 조달 비용보다 훨씬 높다. 무분별한 경쟁적 부채 기반 과잉투자가 아니라는 것이다.

표5 2H25 이후 데이터센터 투자 부채 조달 본격화

발표일	거래주체 /프로젝트	규모	수단/구조	부채 인식
'25.10.30	메타	300억달러	회사채	On(Meta)
'25.10.24	오라클-텍사스/위스콘신	380억달러	PF (은행 인수)	Off(오라클), On(SPV)
'25.09.04	Vantage	220억달러+ 30억달러(자본)	PF (JPM 주선)	Off(테넌트), On(SPV)
'25.08.13	QTS (블랙스톤)	16.5억달러	사모 신용/ABS	On(QTS)
'25.08.21	에퀴닉스	16.7억달러	그린본드	On(에퀴닉스)
'25.08.08	메타-루이지에나	290억달러	사모신용 +SPV PF	Off(Meta), On(SPV)
'25.07.31	코어위브	26억달러 (+직전 17.5억)	담보부 론 +하이일드	ON(코어위브)
'25.07.17	Switch	50억달러	신용/대출	On(Switch)

자료: 언론 보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림30 데이터센터 투자자금 출처(Morgan Stanly)



자료: Morgan Stanly, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 ROIC > 부채 비용일 때, 부채 조달은 ROE 상승 요인

$$ROE = ROIC + \left(ROIC - r_d(1-T)\right)\frac{D}{E}$$

$$\frac{\partial ROE}{\partial(\frac{D}{E})} = ROIC - r_d(1-T)$$

$$ROIC > r_d(1-T) \rightarrow \frac{D}{E} \uparrow, ROE \uparrow$$

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 데이터센터 사업자 ROIC, 부채비용 비교

구분	ROIC(%)	세후 부채 비용 (Rd (1-T), %)	ROIC>Rd (1-T) 여부
마이크로소프트	25.3	3.5	O
알파벳	27	3.7	O
아마존	13.5	3.8	O
오라클	14.2	5.1	O
메타	25	3.4	O
네비우스	(-)	3.8	X
갤럭시디지털	13.3	4.7	O
아이렌	11.8	5.4	O
코어위브	2	8.2	X
에퀴닉스	2.9*	3.1*	X
디지털리얼티	2.9*	3.2*	X

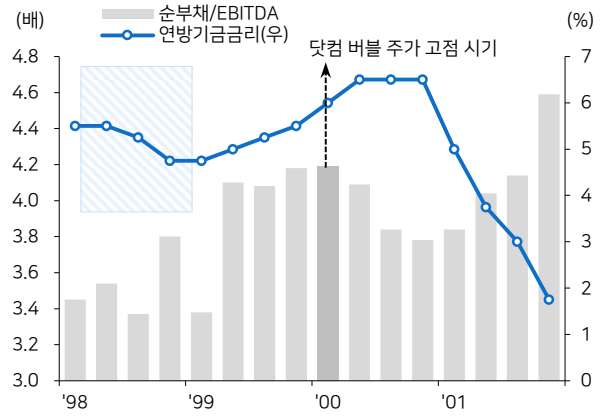
*주: 에퀴닉스, 디지털리얼티는 REIT 기업으로 ROA와 세전 부채비용을 비교
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 기업 쌓여있는 부채 거의 없음. 부채 자금 조달에 따른 레버리지 효과 누리는 초입 국면으로 판단

IT 버블과 비교: 당시는 부채가 많이 쌓이고 있었고 현재는 이제 초기 조달 국면

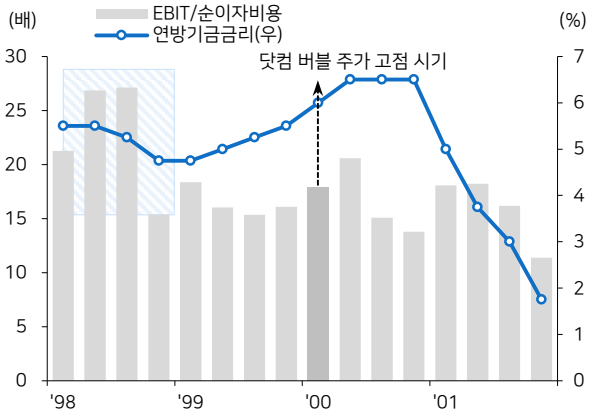
IT 버블과 비교하면, 그당시 버블이 1998년 7월 금리인하부터 형성되었다고 보는데, 이미 주도 기업들의 순부채/EBITDA 비율이 상당히 높아진 상태에서 금리인하가 부채 조달을 더 부추기며 금리인상 끝 무렵에 버블이 터졌다. 현재 하이퍼스케일러는 오라클 개별 기업 이슈를 제외하면 나머지 기업들은 쌓여있는 부채가 사실상 없는 수준이고 이제 부채로 자금을 조달하기 시작하는 국면이다.

그림32 IT 버블 S&P500 시총 상위 20개 순부채/EBITDA



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 IT 버블 S&P500 시총 상위 20개 순이자비용/EBIT



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표7 AI 인프라 주요 기업들의 매출 성장률과 부채 관련 주요 지표(10월말 기준)

분야	기업명	'26년 예상 매출 성장률(%)	'26년 예상 이익 성장률(%)	YTD 주가 수익률(%)	순부채/EBITDA(12M Trailing, 배)	EBIT/순이자비용(12M Trailing,배)
하이퍼스케일러/ 네오클라우드	아마존 닷컴	11.1	13.1	11.3	0.4	32.4
	마이크로소프트	15	17.5	22.8	0.1	54.4
	알파벳	14.2	4.9	48.5	Net cash	218.4
	오라클	24.7	25.4	57.6	3.9	4.6
	메타 플랫폼스	17.5	20.3	10.7	0.1	90.5
	코어위브	132.8	50.7	234.3	-	0.1
	네비우스	428.4	-106.5	372.3	5.1	-
	아이렌	46.9	51.8	518.6	Net cash	-
반도체	엔비디아	38.1	43.3	50.8	Net cash	458.7
	브로드컴	36.4	56.4	59.4	1.7	7.3
	마벨	15.8	-0.6	-15.1	2.5	5.6
	인텔	2.6	101.4	99.5	0.8	3
	웨스턴 디지털	5.4	4.3	233.4	0.8	13.4
	씨게이트 테크놀로지	13.4	27.1	196.5	1.6	8.7
	마이크론 테크놀로지	14.1	16.7	165.9	0.2	29.5
	타이완 반도체 제조	21.8	19.8	39.5	Net cash	135.7
인프라	아리스타 네트웍스	21.1	16.6	42.7	Net cash	-
	아스테라랩스	35.7	47.6	40.9	Net cash	-
	셀레스티카	30.2	29.5	273.2	0.6	-
	버티브 홀딩스	19.9	34.5	69.8	0.6	22.7
	코닝	11.3	39.7	87.5	2.3	7.6
	콴타 서비시스	12.4	29.7	42.1	2.2	7.2
	코히런트	10.7	54.7	39.3	3.3	0.1
전력	컨스텔레이션 에너지	11.3	37.6	68.5	1	8.1
	비스트라	13	43.1	36.6	2.5	1.7
	GE 버노바	10.9	63.2	77.9	Net cash	-
	뉴스케일 파워	234.7	4.2	150.3	-	-
	오클로	-	-6.2	525.4	-	-

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

"AI Kodak Moment", AI 응용이 일어나지 않는다는 건 허상

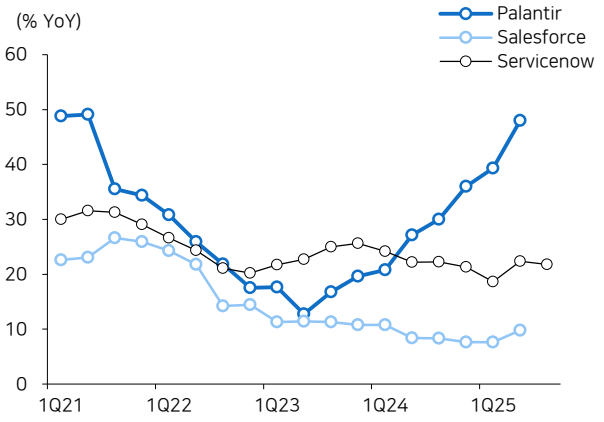
AI 수익화가 당장 크게 안보이지만, 비용 측면에서 효용 주는 중

AI 버블을 우려할 때 AI 기업들의 수익화 부재를 가장 큰 우려로 생각한다. 다만 현재 AI가 활용되는 가장 큰 효용은 탑라인에서 뚜렷한 monetization을 보여주는 기업은 안 보이는 것처럼 보이지만, 바텀 라인으로 내려오는 과정에서 비용 최적화에서 효용을 주고 있다는 생각이다. 앞서 노동시장이 이런 현상을 보여주는 사례이기도 하지만, AI 소프트웨어가 B2B에서 컨설팅 비용을 줄여주는 쪽으로 이미 작용하고 있다.

대표적인 분야는 컨설팅. 컨설팅 업계에서 AI 코닥 모먼트 확인 중

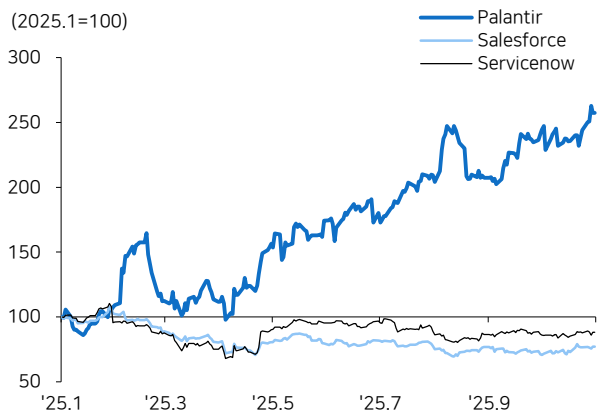
AI 소프트웨어 기업 테마로 묶이는 팔란티어, 세일스포스, 서비스나우는 작년 이맘때만 해도 투자자들의 기대가 모두 컸다. 그런데 실제로 AI로 수익화를 하는 팔란티어의 주가만 오르고 나머지 두 기업의 주가가 오르지 못하는 것은 분명 AI로 수익화를 하는 기업만 건전하게 차별적으로 주가 반응이 나타나는 것으로 해석한다. 여기에 AI 에이전트가 확산되기 시작한 올해 2분기부터는 미국 컨설팅 기업들의 주가가 본격적으로 하락하기 시작했는데, 이 또한 AI가 유의미하게 대체하는 비용 분야가 있음을 시사한다.

그림34 팔란티어, 세일즈포스, 서비스나우 매출성장률



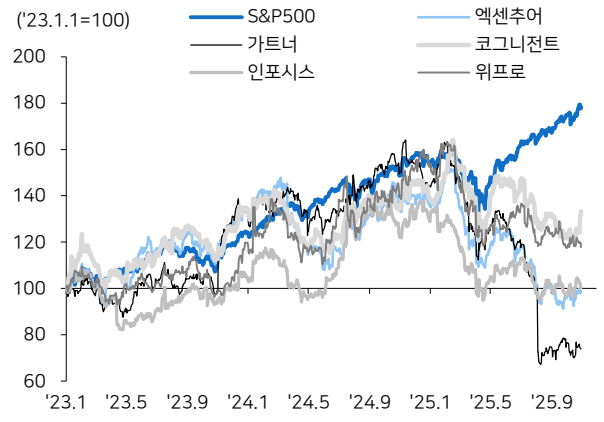
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 팔란티어, 세일즈포스, 서비스나우 주가



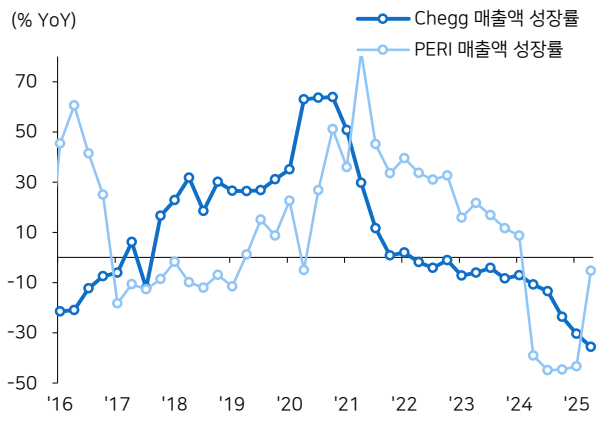
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 주요 컨설팅 기업들의 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 CHGG, PERI 매출액 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그 외 기술주 투자

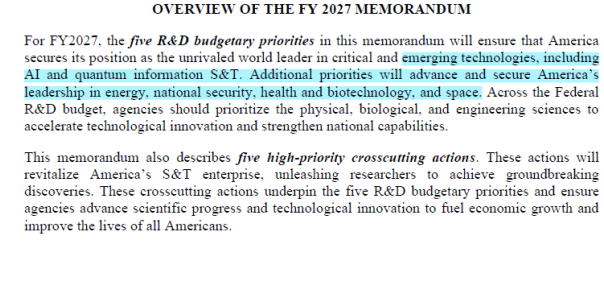
소비 < 투자 관점에서 여전히 기술주를 선호한다는 시각인데, AI 외 관심 가질 기술 분야는 사실 정해져 있다고 본다. 미국은 정부, 민간, 국제 부문에서 공통 분모에 있는 기술 분야가 명시적이다; AI, 양자컴퓨팅, 고급 통신, 우주, 첨단제조(로보틱스) 등

표8 미 연방정부 R&D 예산 지침, 엔비디아 GTC 기조연설, 한-미 기술 번영 업무협약 주요 내용 및 기술 정리

	미 연방정부 '27년 예산 지침	'25년 엔비디아 GTC 기조연설	한-미 기술번영 업무협약 · APEC 2025
AI	AI 응용 우선순위 - 과학발견 가속 - 에너지 생산을 위한 핵분열 · 핵융합 - 양자정보과학 - Physical AI (자율로봇 · 드론 · 자율주행 · 고급센서)	Physical AI: - Drive Hyperion 10: 자율주행 대응 플랫폼으로 스텔란티스, 루시드, 벤츠에 탑재될 예정 -'27년부터 10만 대의 로보택시를 운영하기 위해 우버와 협력 중	AI 채택 및 혁신 가속화 - 각 국의 과학기관이 지원하는 실용중심의 연구기회 추진 미국-한국의 AI 기술 수출 협력 확대 - 하드웨어 · 모델 · 소프트웨어 · 응용 · 표준 등 AI 풀스택 전반에 걸친 수출 촉진
양자정보과학기술	양자 관련 공학적 과제 해결 및 핵심 기술 강화 병행 양자 기술 응용에 대한 이해 확대 차세대 양자장치 구현을 위한 첨단 제조 지원 우선	GPU-QPU 연동과 관련된 기술 강조. 보정, 제어, 오류수정, 시뮬레이션까지 수행하는 것을 비전으로 제시. 17개의 양자컴퓨팅 기업과 8개의 DOE 산하 연구소가 NVQ 프로젝트에 협력 중	양자 기술의 신뢰성과 상호운용 가능한 표준 발전 촉진 양자 연구기관 간 파트너십 심화 및 양자 공급망 보안 확보
고급 통신망	고급 통신 기술의 기초연구 강화 5G · 6G 및 그 이후 우주 기반 통신 네트워크 등에서 미국 리더십 확장 무선 최적화 AI, 스펙트럼 공유의 새로운 접근, 통신 및 사이버보안을 위한 AI 적용	Nvidia ARC, Ariel RAN: 무선 통신이 가능하면서 동시에 AI 연산을 수행할 수 있는 소프트웨어 정의형 컴퓨터. 노키아와의 대규모 파트너십을 통해 가속컴퓨팅 · AI 기술에 6G 네트워크 인프라 구축	통신 혁신 및 공급망 회복탄력성 강화를 위한 파트너십 확대 신뢰할 수 있고 상호운용 가능한 통신 공급망 구축 첨단 무선접속망(RAN) 및 6G 관련 기술의 공동 연구개발
우주	달 · 화성 유인 임무 역량 구축 상업 우주가 제공하는 새로운 비즈니스 모델 · 비용 구조 적극 활용	-	달 · 화성 유인탐사 등 우주 R&D 투자 민간 우주개발 · 항공우주 · 과학 · 유인탐사 분야 협력 지속
첨단제조역량 (로보틱스)	적층제조 · 로보틱스 · 자동화와 함께 사이버보안 · 디지털트윈 · AI로 제조의 효율성과 보안을 향상 AI를 활용해 첨단소재의 '발견 → 양산 투입' 타임라인을 가속	AI Factory를 통한 미국 내 제조 생태계 부활 추진 - Omiverse DSX: 엔지니어들이 건설, 전력, 냉각 시스템을 하나의 공동 시뮬레이션 환경에서 설계할 수 있도록 함 디지털 트윈 활용을 통한 공장, 물류, 인프라 등 혁신	(APEC 2025) 엔비디아 – 국내 기업 협력 - SK하이닉스: AI Factory를 기반으로 차세대 메모리, 로보틱스, 디지털 트윈, 지능형 AI Agent를 추진할 인프라 구축 - 삼성전자: "지능형 컴퓨팅과 반도체 제조의 융합"을 상징하는 새로운 AI Factory 구축 계획 발표

자료: The White House, Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림38 '27 미국 연방정부 R&D 예산 지침 명시 기술 분야



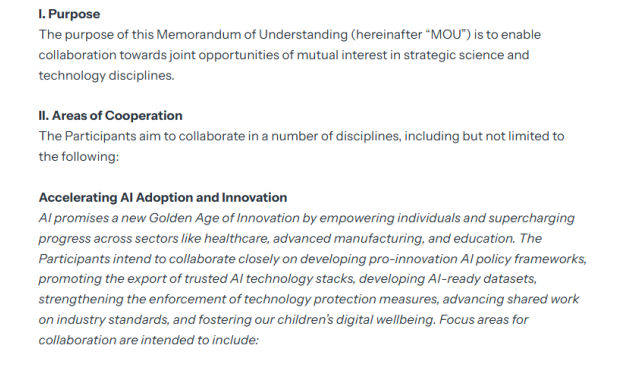
OVERVIEW OF THE FY 2027 MEMORANDUM

For FY2027, the *five R&D budgetary priorities* in this memorandum will ensure that America secures its position as the unrivaled world leader in critical and emerging technologies, including AI and quantum information S&T. Additional priorities will advance and secure America's leadership in energy, national security, health and biotechnology, and space. Across the Federal R&D budget, agencies should prioritize the physical, biological, and engineering sciences to accelerate technological innovation and strengthen national capabilities.

This memorandum also describes *five high-priority crosscutting actions*. These actions will revitalize America's S&T enterprise, unleashing researchers to achieve groundbreaking discoveries. These crosscutting actions underpin the five R&D budgetary priorities and ensure agencies advance scientific progress and technological innovation to fuel economic growth and improve the lives of all Americans.

자료: The White House

그림39 2025년 한-미 기술 방위 협약



I. Purpose

The purpose of this Memorandum of Understanding (hereinafter "MOU") is to enable collaboration towards joint opportunities of mutual interest in strategic science and technology disciplines.

II. Areas of Cooperation

The Participants aim to collaborate in a number of disciplines, including but not limited to the following:

Accelerating AI Adoption and Innovation

AI promises a new Golden Age of Innovation by empowering individuals and supercharging progress across sectors like healthcare, advanced manufacturing, and education. The Participants intend to collaborate closely on developing pro-innovation AI policy frameworks, promoting the export of trusted AI technology stacks, developing AI-ready datasets, strengthening the enforcement of technology protection measures, advancing shared work on industry standards, and fostering our children's digital wellbeing. Focus areas for collaboration are intended to include:

자료: The White House

2026년 무선통신 기술(AI RAN) 조명

내년에 휴머노이드, 로보택시의 확산은 모두가 기대하는 기술 진보 방향

이 중에서 한가지 기술만 조명해본다면, 2026년에는 무선 통신 기술에 주목해야 한다는 의견이다. AI 산업의 방향이 Physical AI로 흐르면서 내년에도 주요 테마가 휴머노이드 로봇, 자율주행 택시, 여기에 새로운 AI 디바이스 정도를 보는 시각은 대부분 동일할 것이다.

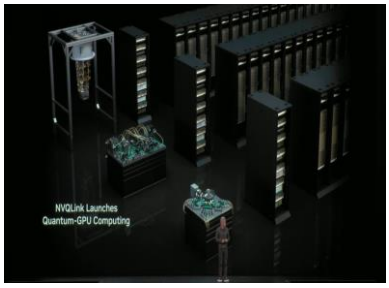
지금까지 AI 산업은 데이터센터 중심, 이를 연결하기 위한 유선 네트워크 중심으로 발전

AI 산업이 현재까지 진화해 온 방향을 보면, 현재까지는 '데이터센터'를 중심으로 AI 산업이 발전해왔다. 그렇기 때문에 데이터센터와 함께 중요했던 테마가 바로 '유선 네트워크'다. 더 많은 데이터를 처리하고 전송해야 하기 때문에 유선 네트워크 대역폭이 커져야 하고 많은 양의 데이터를 전송할 수 있는 광통신이 중요했다.

AI 디바이스 중심으로 AI 확산 페이즈 2가 열리면 무선 통신이 중요해질 것

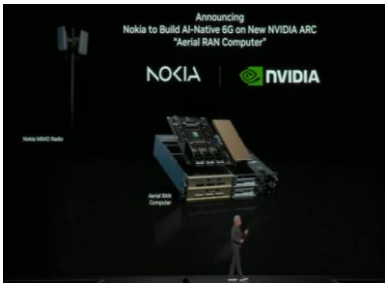
앞으로 B2C로 확산될 Physical AI는, 무선 네트워크로 연결되어야 하기 때문에 이 인프라가 선행, 혹은 최소 함께 발전해야 할 것으로 생각한다. 이미 AI 종합 인프라 기업을 꿈꾸는 엔비디아는 'AI RAN'이라는 기술을 정의하며 신제품을 제시하고 있기도 한데, 관련 수혜 기업을 찾는 것이 내년에 중요해 보인다.

그림40 GPU-QPU 연계플랫폼



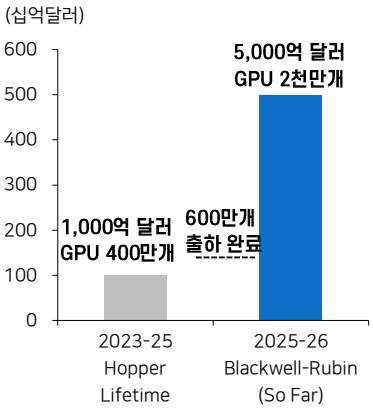
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림41 NVIDIA ARC(무선통신 플랫폼)



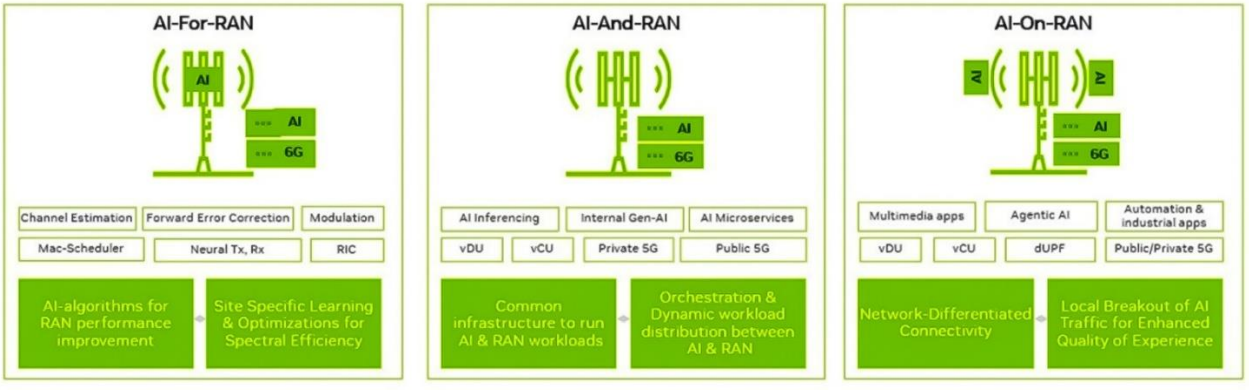
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림42 엔비디아 GPU 판매 가이던스



자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림43 AI RAN의 도메인: AI for RAN, AI and RAN, AI on RAN



자료: NVIDIA

2026년 미국 주식 포트폴리오

위와 같은 흐름에서 <표 9>와 같은 포트폴리오 아이디어를 제시한다. 여전히 AI 인프라가 중심이 되는 구성에서 무선통신 관련 ETF도 관심 종목으로 담았다. 종목으로는 가장 우선해서 편입해야 할 빅테크를 선별했다.

여전히 AI 인프라와 향후 응용 산업의 성장 궤도를 놓고 볼 때, 엔비디아는 헤게모니를 쉽게 잃지 않을 것으로 본다. 그리고 AI 소프트웨어/피지컬 AI 등 응용 분야에서 미국 시장 내 독점적 지위를 지닌 테슬라와 팔란티어는 고밸류에이션 논란이 있지만 여전히 매우 중요한 기업으로 생각한다. 한편 알파벳은 올해 5월부터 가장 주목하는 빅테크이기도 한데, AI 반도체 설계, 클라우드, LLM까지 자체 비즈니스를 하는 유일한 빅테크이며, 구글/안드로이드 기반 B2C 잠재적 사용자층을 탄탄하게 확보했다는 점과 높지 않은 밸류에이션이 강점이다.

표9 2026 미국 주식 포트폴리오(10월말 기준)

대분류	소분류	티커	이름	투자포인트	AUM, 시가총액 (십억달러)	일평균 거래대금 (백만달러)
ETF	AI H/W	SMH	VanEck Semiconductor ETF	타 반도체 ETF 대비 종목 수 적고 집중도 높음 (25종목 집중) 엔비디아 비중 차별화, 핵심 반도체 베타에 더 직결	36.4	2,752.6
	AI S/W	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	AI 인프라+어플리케이션 광범위하게 커버, 동일 가중으로 소프트웨어 산업 비중 높음 중국 기업 익스포저 포함, 미-중 AI 산업 분산 투자에 유리	7.2	94.5
	전력 인프라	GRID	First Trust NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	스마트 그리드 · 전력기기 · 시공 · HVDC · 미터링 · 에너지관리 S/W 등 장비/인프라 중심 방어적 유틸리티 포지션(XLU)보다는 그리드 확대 성장 익스포저를 키우는 포트폴리오	4.7	58.8
	안보, 우주	JEDI	Defiance Drone & Modern Warfare ETF	BITA Drone & Modern Warfare Select 지수 추종 종합 방산 ETF보다 드론/카운터-UAS · 현대전 테크에 더 정조준	0.03	1.7
	AI RAN, 무선통신	NXTG	First Trust Indxx NextG ETF	Indxx 5G & NextG Thematic 지수 추종, 5G/차세대 무선 장비 · 반도체 · 통신사로 구성 XTL/IYZ 대비 장비 · 반도체 비중 커 무선 네트워크 전주기 포괄, AI RAN CapEx 수혜 기대	0.4	1.0
관심 종목	AI 플랫폼 종합	NVDA	엔비디아	AI 하드웨어(GPU 등)는 성능 및 소프트웨어 네트워크 효과로 시장 지배력 유지 전망 양자, 무선통신, 로보틱스, 디지털 트윈 등 AI 인프라 다음 기술 사이클에도 익스포저	4,920.5	33,848.8
	로보틱스, 자율주행	TSLA	테슬라	2026년부터 본격적인 로보택시 및 옵티머스 비즈니스 활성화 전망 미국 전력 인프라 쇼티지 국면에서 에너지 사업부 매력 부각	1,518.4	36,377.1
	안보, AI S/W	PLTR	팔란티어	AI B2B 소프트웨어 비즈니스에서 유일하게 가시적 수익화 소비/평화의 시대 → 생산/안보의 시대로 전환 컨셉에 가장 부합하는 기업	475.6	8,260.0
	CSP, AI S/W	GOOGL	알파벳	AI 반도체 설계, 클라우드, AI LLM까지 자체 비즈니스를 하는 유일한 기업 인터넷/안드로이드 기반 B2C 지지층 확보, AI 에이전트 등 응용 비즈니스 확산 수혜 기대	3,396.8	8,.307.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.