한화투자증권

2025년 11월 24일
투자전략

투자전략

AI 버블은 불가피하다

Strategist 박승영 park.seungyoung@hanwha.com 3772-7679

군비축소 게임, 내시균형은 확장

AI 버블은 피할 수 없을 것이라고 생각한다. AI에 투자하고 있는 기업들이 효율 극대화를 추구하고 있지 않기 때문이다. 새로 생겨나는 시장에서 점유율을 극대화하기 위해 투자하고 있고, 그렇기에 과잉 투자는 필연이다.

그래서 한 기업이 투자나 자금조달 계획을 발표하면 다른 기업들도 질세라 비슷한 계획을 공개하고 있다. 경쟁자들을 퇴출시키기 위한 계획을 밝히면 다른 기업들이 방어하는 양상이다. 이런 구도에서 투자는 시장이 필요한 것 이상으로 집행될 가능성이 높다.

이는 국가들 간 군비 축소 게임과 유사하다. 인접한 두 나라가 군비를 결정할 때 선택지는 다음 페이지 [그림1]과 같다. 내가 군비를 늘리고 적국이 줄였을 때 보상은 4다. 적국을 없앨 수 있기 때문이다. 두 국가가 동시에 군비를 늘리면 보상은 각각 2이고, 동시에 군비를 줄이면 각각 3이다. 내가 군비를 줄이고 적국이 늘렸을 때엔 1이다.

두 국가 전체의 보상을 극대화하는 결정은 둘 다 군비를 줄이는 것으로 보상의 합은 6이다. 이를 파레토 최적 상태라고 하는데, 사회 전체의 효용이 극대화되는 지점을 말한다. 영란은행 등이 AI 버블을 경고하는 것도 투자의 전체 합이 너무 크다고 생각하기 때문이다.

하지만 게임이론에 근거해 내쉬 균형점을 찾으면 결론은 달라진다. 상대의 결정에 비춰 나의 결정을 검토하면 군비를 늘리는 것이 더 낫다. 내가 군비를 늘렸을 때 적국이 군비를 줄이면 적을 없앨 수 있고, 적국도 군비를 늘렸다면 나의 안전을 보장할 수 있다. 그러니 과잉투자는 피할 수 없다.

투자를 늘리면서 빅테크 기업들의 영업, 금융 레버리지는 늘어날 것이다. 2025년 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타, 오라클 5개사의 총 자산에서 현금성 자산이 차지하는 비중은 8.8%, 부채 비율은 38.4%를 기록 중이다. 9~11월 메타, 오라클, 알파벳, 아마존이 발표한 회사채 발행 계획을 더하면 45.8%로 높아진다.

빅테크 기업들은 이익의 가시성이 높았고 자산에서 현금을 많이 보유하고 있어서 퀄리티 주식으로 분류됐다. 이달 들어 빅테크 기업들이 회사채로 자금을 조달하는 것을 두고 우려하는 시각들이 있는데, 우려할 정도는 아니라고 판단한다. 또한 돈을 장기 회사채로 조달하는 건 주주를 위한 선택이다. 자금 조달의 듀레이션이 짧아지고 회사채를 발행하지 못해 주식을 발행할 때가 정말 위험하다. 재무 구조가 양호해도 주식의 밸류에이션이 비싸면 증자를 결정하지만 지금은 그런 상황도 아니다.

국내 반도체 기업들이 늘어나는 수요에 맞춰 투자를 늘리는 것 역시 당연하다. 다만 그 시기가 언제냐에 따라 주가의 피크아웃 시점은 달라질 것이다. 국내 주식시장에 대한 긍정적인 시각을 유지한다. 중소형주 비중을 늘리는 건 내년 초를 대비하는 좋은 선택일 수 있다.

[그림1] 군비 축소 게임의 내쉬 균형, 확장

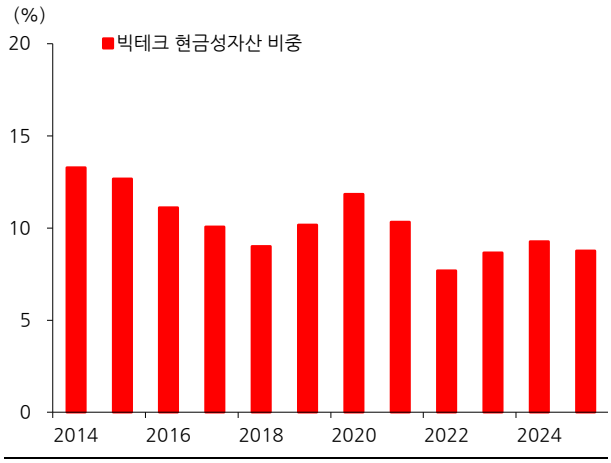
군비(軍備) 축소 게임

		나			
		확장		축소	
적	확장	나	2	나	1
		적	2	적	4
	축소	나	4	나	3
		적	1	적	3

내쉬 균형 파레토 최적

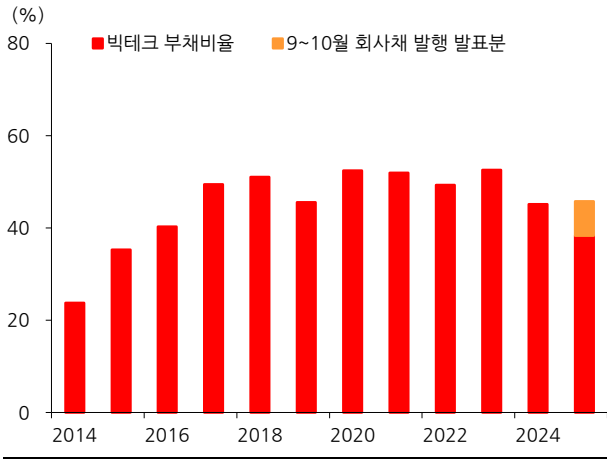
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 빅테크 현금성자산 비중 8.8%



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 부채비율 45.8%



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 21 일)

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.