2025-11-25

Economy Brief

비둘기파와 빅테크의 반격

Economy Brief

[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

Check Point

비둘기파 반격으로 12월 금리인하 기대감 재차 확산되고 빅테크 업체들도 AI 버블론에 반격에 나섬

단기 자금시장 경색 완화 시그널도 일부 가시화

예단하기 이르지만 12월 FOMC 회의 기점으로 금융시장 변동성 축소 예상

비둘기파의 반격으로 금융시장도 안정 회복 조짐

12월 미 연준의 금리인하 기대감 여부에 따라 금융시장이 널뛰기 장세를 보여주고 있다. 12월 FOMC 회의 금리결정을 좌우할 뚜렷한 지표가 부재한 가운데 12월 FOMC 회의 금리인하 확률은 85% 수준까지 급등했다. 아무래도 윌리엄스 뉴욕 연은 총재의 12월 금리인하 가능성 발언이 시장의 분위기를 바꾸어 주었고 차기 연준의장 후보로 거론되는 크리스토퍼 월러 이사의 발언 역시 12월 금리인하에 힘을 더해 주었다. 월러 이사는 "우리의 이중책무(물가안정과 완전고용)와 관련해 나의 우려는 주로 노동시장"이라면서 "나는 다음 회의에서 금리 인하를 지지하고 있다"고 밝혔다.

12월 FOMC 회의 금리인하 기대감 확산은 당장 국채 금리 급락에서도 확인된다. 10년 국채금리는 4.03%대까지 하락했다. 11월초 동 금리가 약 4.16% 수준이었음을 고려할 때 약 16bp 하락한 것이다. 미 연준 기준금리 추이에 민감한 2년 국채 금리 역시 비슷한 수준의 하락폭을 기록 중이다. 국채 금리의 안정은 당장 각종 자산시장에도 긍정적 영향을 미쳤다. 당사가 24일자 보고서를 통해 금융시장 변동성 완화와 관련하여 주목해야 할 지표 중에 하나로 지목했던 비트코인 가격이 반등하면서 89,000선을 회복했다. 물론 비트코인 가격의 반등 추세 지속 여부를 좀더 지켜봐야 하지만 국채 금리 하락과 함께 대표적인 위험자산인 비트코인 가격이 반등한 현상은 11월 에브리씽 폴링(자산가격의 동반 하락) 현상이 다소 진정되는 시그널로 해석된다.

여기에 AI의 대장주인 엔비디아 역시 AI 버블론에 대해 반격에 나섰다. 최근 엔비디아는 '팩트체크 FAQ'라는 제목의 7장짜리 문서를 주주들에게 보내 엔비디아와 AI 거품론을 둘러싼 10여가지 의혹을 항목별로 반박하고 나서는 등 AI 버블론 확산에 적극적으로 대응하기 시작했다. 특히 AI 버블론과 관련하여 일각에서 주장해온 감각상각 기간에 대해 엔비디아는 "감가상각 기간은 장비가 2~7년, 건물은 30년으로 동종 업계와 같다"며 "구글과 아마존, 메타 등과 비교해도 서버 장비의 상각 기간은 4~6년으로 비슷한데다 그래픽처리장치(GPU)는 실제로 6년 이상 사용되기도 한다"고 밝혔다.(연합인포맥스, 11월 25일 기사)

동시에 AI 기술 발전, 즉 구글의 인공지능(AI) 서비스 제미나이 3.0이 AI 산업에 새로운 방향성을 제시했다는 평가는 AI 버블론 주장을 약화시키는 또 다른 모멘텀으로 작용하고 있다.

이 밖에도 자동차 대출 부실 리스크 등으로 단기 금융시장 경색의 시발점이 되었던 지방은행의 주가도 반등했고 시중 단기 유동성 경색의 바로미터 역할을 해왔던 미 연준의 스탠딩 레포(중앙은행이 금융기관에 유동성을 공급하기 위해 운영하는 상설적인 단기 대출 창구) 역시 11월 17일 이후 추가 공급이 없는 상황이다.

예단하기 이르지만 12월 FOMC 회의 기점으로 금융시장 변동성 축소 예상

당사의 12월 초중반 금융시장 변동성 축소 전망에 중요한 근거는 아무래도 12월 FOMC 회의에서 금리인하 결정이다. 아직 속단하기 이른 시점이지만 인하 분위기가 확산되고 있음은 긍정적 신호다. 데이터가 부족한 상황에서 미 연준이 12월 금리인하를 결정하고 데이터가 본격적으로 나오는 1월 FOMC 회의에서 추가 금리인하를 더욱 고민할 공산이 크다는 생각이다. 실제로 미국

경제지표의 발표는 예상보다 더욱 지연되고 있다. 미국 상무부는 지난 9월 개인소비지출(PCE) 발표일을 내달 5일로 재조정하였고 3분기 GDP 속보치 발표는 취소하는 등 깜깜이 경제가 당분간 지속될 전망이다.

12월 금리인하 기대감 확산 등으로 단기 자금시장 경색 현상이 완화되고 빅테크 기업들의 빠른 AI 기술 발전 속도와 이익 호조 등은 AI 버블론을 다소 진정시키는 효과를 낼 것으로 기대한다.

금융시장의 널뛰기 장세가 당분간 이어지겠지만 점차 안정을 찾아갈 것이라는 시그널도 점차 가시화되고 있다.

그림1. 12월 미 연준의 금리인하 확률이 80% 중반대까지 상승

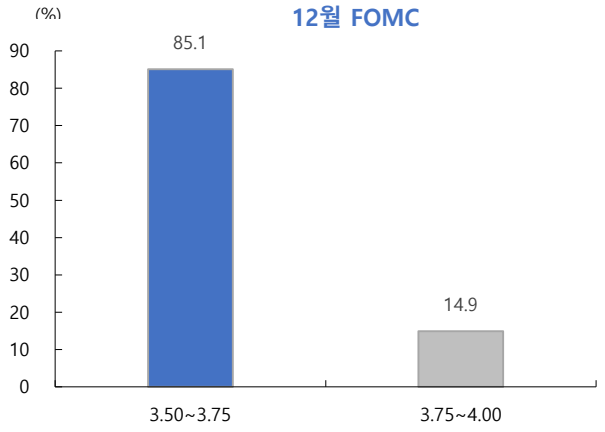
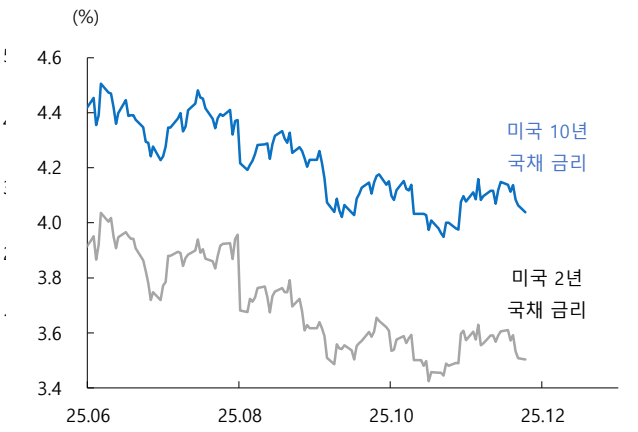
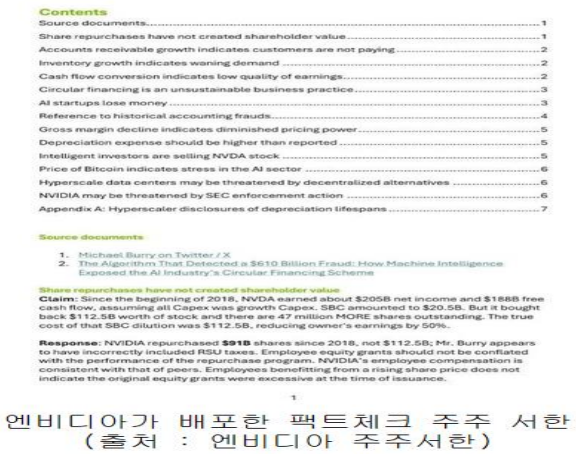


그림2. 12월 금리인하 기대감으로 국채 금리 동반 하락



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 엔비디아, 주주서한을 통해 AI 버블론에 대한 반박에 나서 (연합인포맥스, 11월 25일 기사 참조)


Contents

Source documents 1
Share repurchases have not created shareholder value 1
Accounts receivable growth indicates customers are not paying 2
Inventory growth indicates waning demand 2
Cash flow conversion indicates low quality of earnings 2
Circular financing is an unsustainable business practice 3
AI startups lose money 3
Reference to historical accounting frauds 4
Gross margin decline indicates diminished pricing power 5
Depreciation expense should be higher than reported 5
Intelligent investors are selling NVDA stock 5
Price of Bitcoin indicates stress in the AI sector 6
Hyperscale data centers may be threatened by decentralized alternatives 6
NVIDIA may be threatened by SEC enforcement action 6
Appendix A: Hyperscaler disclosures of depreciation lifespans 7

Source documents

1. Michael Burry on Twitter / X
2. The Algorithm That Detected a $610 Billion Fraud: How Machine Intelligence Exposed the AI Industry's Circular Financing Scheme

Share repurchases have not created shareholder value

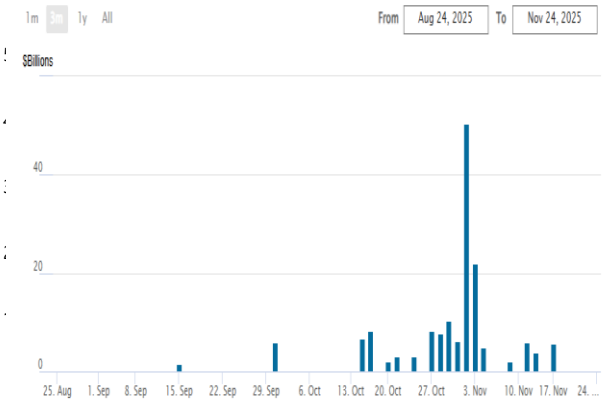
Claim: Since the beginning of 2018, NVDA earned about $205B net income and $188B free cash flow, assuming all Capex was growth Capex. SBC amounted to $20.5B. But it bought back $112.5B worth of stock and there are 47 million MORE shares outstanding. The true cost of that SBC dilution was $112.5B, reducing owner's earnings by 50%.

Response: NVIDIA repurchased **$91B** shares since 2018, not $112.5B; Mr. Burry appears to have incorrectly included RSU taxes. Employee equity grants should not be conflated with the performance of the repurchase program. NVIDIA's employee compensation is consistent with that of peers. Employees benefitting from a rising share price does not indicate the original equity grants were excessive at the time of issuance.

1

엔비디아가 배포한 팩트체크 주주 서한
(출처 : 엔비디아 주주서한)

그림4. 미 연준의 스탠딩 레포가 11월 중순 이후 더 이상 이용되지 않고 있음



자료: 뉴욕 연준, Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림5. 급락하던 비트코인 반등도 일단 반등하고 유가가 50달러대로 하락한 것은 긍정적 시그널

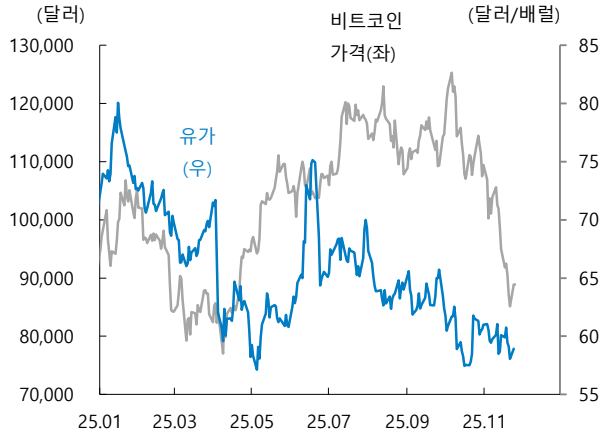
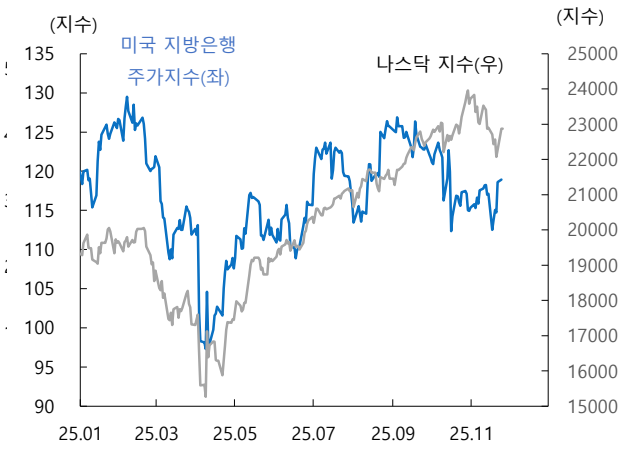


그림6. 미국 지방은행 주가도 완만하게 반등 중



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.