2026. 1. 30 (금)

2월

# 아쉬운 미국 주가 지수, 개별 종목의 기회

- 대형주 부진으로 미국의 글로벌 언더퍼폼, S&P500 동일가중지수 〉 S&P500
- 3대 쇼티지의 가격 상승이 마진 우려로 귀결. 비용 전가나 효율화의 문제에 직면
- 비용 문제가 AI 산업 전반의 문제라기 보다 기업별 차별화. CapEx 기대는 여전히 유효. 2월도 非빅테크 주도주가 이끄는 EM 〉 DM의 완만한 상승세 예상
- 메모리, 원자재, 전력 and 전력반도체, 연료전지, 우주/드론 등 성장산업 초점

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

RA 박보경
pbg811@meritz.co.kr

## 1월 리뷰: S&P500 동일가중지수 〉 S&P500

S&P500은 월중 7,000pt에 근접하며 신고가 경신, 1월 수익률을 연률화했을 때 25%라는 준수한 수익률이었으나 글로벌 언더퍼폼. AI 3대 쇼티지(반도체, 원자재, 전력) 관련주를 중심으로 주가 상승이 나타나는 가운데 이게 비용이 되는 대형 기술주들은 밸류에이션이 눌림. 그 결과 S&P500은 동일가중 지수가 헤드라인 지수를 아웃퍼폼. 개별 종목 단에서는 충분히 기회가 있었음

(2025.1.28 기준, 달러)

| 주요 관심 종목 | 티커 | 주가 |
|---|---|---|
| VanEck Semicon ETF | SMH | 416.6 |
| Global X AI & Tech ETF | AIQ | 53.6 |
| First Trust Smart Grid | GRID | 164.5 |
| First Trust NextG ETF | NXTG | 115.6 |
| 엔비디아 | NVDA | 191.5 |
| 알파벳 | GOOGL | 336.1 |
| 테슬라 | TSLA | 430.5 |
| 팔란티어 | PLTR | 157.3 |
| 코닝 | GLW | 104.3 |
| 클라우드플레어 | NET | 184.9 |
| 블룸에너지 | BE | 165.4 |
| 나비타스 | NVTS | 10.2 |

## 이슈 분석: AI 3대 쇼티지와 비용 전가 문제, CapEx는 아직 견고

AI 인프라 비용 상승을 감내할 수 있는 지 여부 관련, 결국 수익성 문제와 결부되며 대형 기술주들을 볼 때 그전까지 탑라인 성장이 키팩터였다면 이제는 마진일 것으로 생각. 1) 가격 전가, 2) 자체 비용 효율화가 마진을 개선 및 방어 방법. 반도체/원자재/전력 가격 상승에 기업간 차별적 대응. 1월 확인된 빅테크 실발 기준 AI CapEx에 기인한 시장 추세는 여전히 유효하다는 판단

## 2월 전략: Magnificent 7의 해체, 중소형 성장주로 차별화 전략

대형 기술주들이 마진 문제를 속시원하게 해결해주지 못함. 시장 추세는 유지될 것으로 보나 1월과 마찬가지로 미국이 글로벌 증시를 언더퍼폼할 가능성. EM 〉 DM 지속성 판단 지표 중에 달러 강세 전환 여부도 체크 포인트

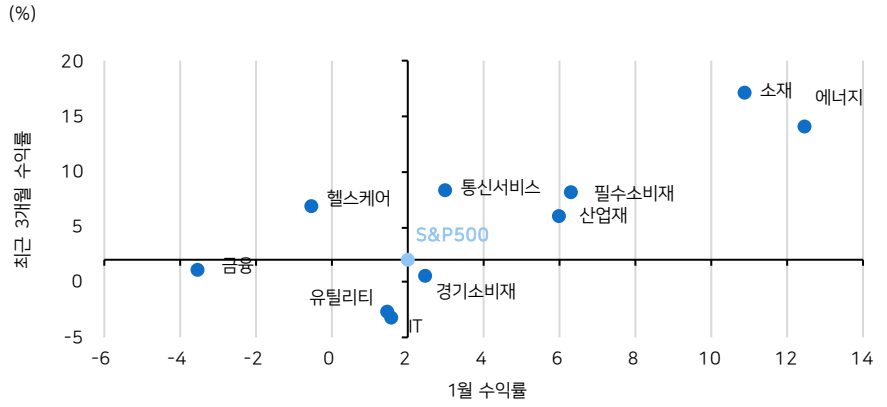
미국 내에서는 M7이라는 개념으로 대형 기술주를 계속 묶기보다는 엔비디아, 알파벳, 테슬라와 그 외 대형 기술주 차별화라는 기존 전망 유지. 시총 상위주의 엇갈림이 미국 지수의 글로벌 언더퍼폼 요인. 미국 내 투자는 종목 차별화 전략 필요. 3대 쇼티지(메모리, 원자재, 전력)를 계속 추종하면서 차별적 주가 반응 나타나는 전력 반도체, 연료전지, 우주, 드론 등 신성장 테마에 집중

미국 1월 리뷰

# S&P500 동일가중지수 > S&P500

S&P500과 나스닥종합주가지수는 1월 28일 기준 전월말 대비 각각 1.9%, 2.6% 상승했다. S&P500의 수익률인 1.9%를 연률화하면 25%가 넘는 준수한 모멘텀이지만 최근 글로벌 증시 분위기와 비교하면 어딘지 아쉽다. 시가총액 상위 주식들의 부진이 지수 전체 상승 모멘텀의 부진을 유발했다. 그런데 수익률 상위 개별 종목들의 성과는 글로벌 주요국 중 가장 분위기가 좋았던 한국 못지 않다.

그림1 **S&P500 최근 3개월, 1개월 섹터별 수익률 (1월 28일 종가 기준)**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**월 수익률 상위 종목 (1월 28일 종가 기준)**

| 기업명 | 섹터 | 1 월 수익률 (%) | 기업 개요 |
|---|---|---|---|
| 샌디스크 | IT | 119.6 | 메모리 카드, 리더기, USB 플래시 등 저장장치 제조 |
| 웨스턴 디지털 | IT | 58.9 | 오디오 · 비디오 포함 디지털 컨텐츠의 저장, 관리 솔루션 |
| 씨게이트 | IT | 58.1 | 데이터 백업, 스토리지, 하드 디스크 드라이브 등 제조 |
| 모더나 | 헬스케어 | 49.0 | 메신저 RNA 치료법 및 백신 개발 중심 생명공학 업체 |
| 마이크론 | IT | 48.7 | DRAM, SRAM, 플래시 메모리, 메모리 모듈 등 제조 |
| 램리서치 | IT | 37.9 | 집적회로 제조에 사용되는 반도체 공정 장비를 제조, 판매 |
| KLA | IT | 30.8 | 표면 측정기, 칩, 반도체 어셈블리 등 솔루션 제공 |
| 인텔 | IT | 30.8 | 마이크로프로세서, 칩셋, 내장형 프로세서 등 부품 디자인 |
| 앨버말 | 소재 | 29.8 | 모빌리티, 에너지, 연결성 솔루션을 위한 화학물질을 생산 |
| 뉴몬트 | 소재 | 29.5 | 광물 매장지 인수, 탐사, 개발. 금, 구리, 은, 아연, 납 생산 |
| 어플라이드머티어리얼즈 | IT | 29.5 | 반도체 웨이퍼 제조장비 및 관련 용품을 개발, 제조, 판매 |
| 번지 글로벌 | 필수소비재 | 28.6 | 식물성 기름, 지방 및 단백질을 생산 및 공급 |
| 테라다인 | IT | 27.4 | 반도체 테스트 상품 및 서비스를 설계, 제조, 판매 및 지원 |
| 슐럼버거 | 에너지 | 26.8 | 신에너지 시스템, 디지털 전환, 석유 · 가스 혁신 등 추진 |
| 제네락 홀딩스 | 산업재 | 26.3 | 자동, 고정형 스탠바이 및 휴대용 발전기 제조 |

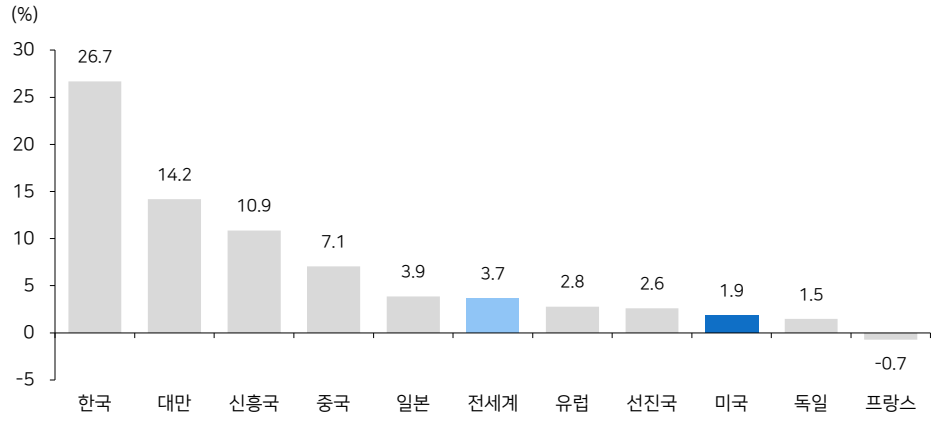
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 글로벌에서 비교하면 아쉬운 미국 시장

글로벌에서 미국을 비교하면 아쉽다. 1월 28일 종가 기준 MSCI 전세계 지수의 수익률이 무려 3.7%였다. 이중 한국, 대만은 각각 27%, 14%로 압도적인 수익률을 기록했다. 평소의 1년 수익률이 거의 한 달만에 난 셈이다. 미국 지수의 수익률은 1.9%로 앞서 설명했듯 이 수익률 자체가 절대 낮지 않지만, 신흥국의 약진으로 미국 시장이 오히려 아쉬운 상황이 되었다.

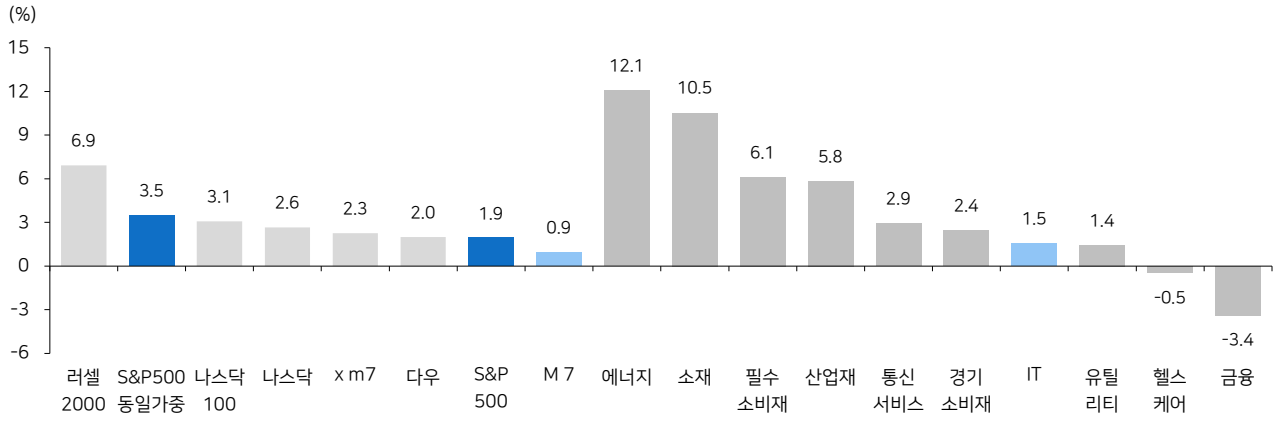
미국 부진의 원인은 시총 상위 주식들의 부진이다. 소위 Magnificent 7이라고 하는 대형 기술주들의 수익률이 0.9%에 그쳤다. 동시에 S&P500 동일가중지수의 수익률은 3.5%로 전세계 시장 수익률과 유사한 수준을 유지했다. 미국 내에서는 에너지, 소재 섹터가 가장 아웃퍼폼했고, 소비재, 산업재 등 경기민감 업종이 간만에 시장을 아웃퍼폼했다.

그림2 **MSCI 주요국 지수 연초대비 수익률(1/28 기준)**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **미국 주요 지수 및 S&P500 섹터별 연초대비 수익률(1/28 기준)**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

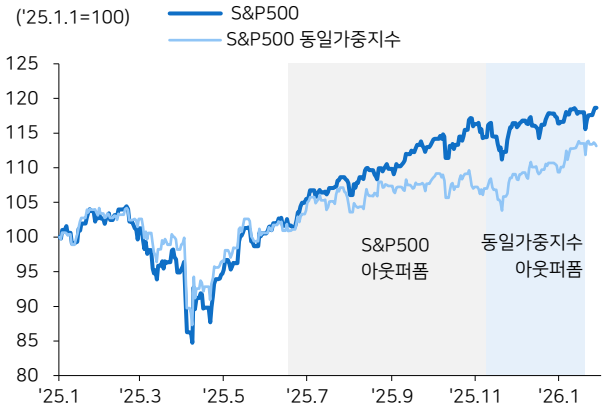
## 대형 기술주들의 밸류에이션 중심의 부진

2025년부터 시장을 보면, 상반기 트럼프 TACO를 중심으로 변동성이 나타난 장을 지나 11월까지는 S&P500 지수가 동일가중 지수를 아웃퍼폼했다. 시가총액 상위주, 기존 주도주들이 시장을 이기고 있었다는 뜻이다. Magnificent 7과 러셀2000지수를 비교해봐도 같은 추세를 그린다.

문제는 그 이후다. 11월 이후 올해 초까지 S&P500 동일가중지수와 러셀2000이 각각 S&P500 지수와 Magnificent 7 지수를 앞선다. 최근 1주일동안 다시 그전으로 돌아가는 듯한 주가 반응이 있지만, 지금은 기준을 가지고 어디로 가격이 흐를지 판단해야 하는 시기다.

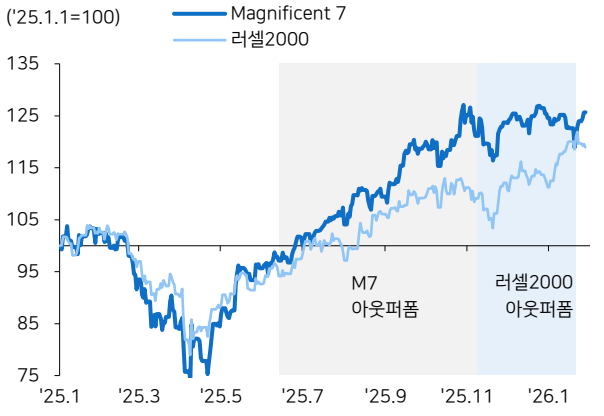
시장 색깔이 바뀐 11월 이후 미국 시장의 특징은 밸류에이션이 회복하고 있지 못한다는 점이다. 실적추정치는 계속 상향되지만, 밸류에이션은 계속 하락 중이다.

그림4 S&P500과 S&P500 동일가중지수



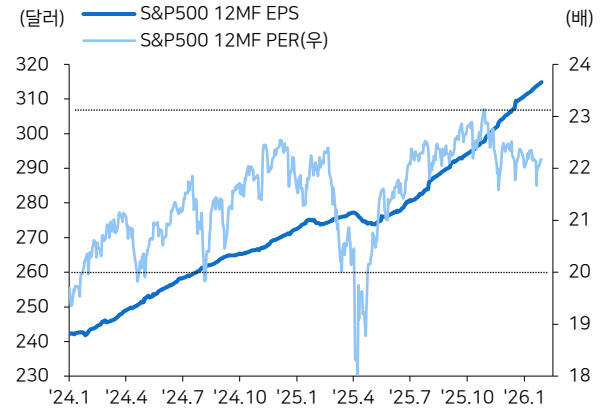

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Magnificent 7과 러셀2000



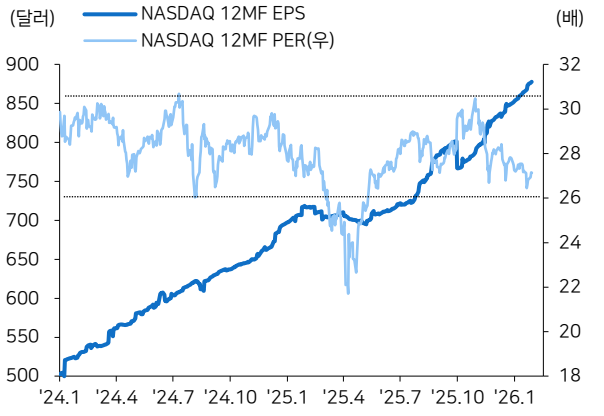

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 S&P500 12MF EPS와 PER




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 나스닥 12MF EPS와 PER




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

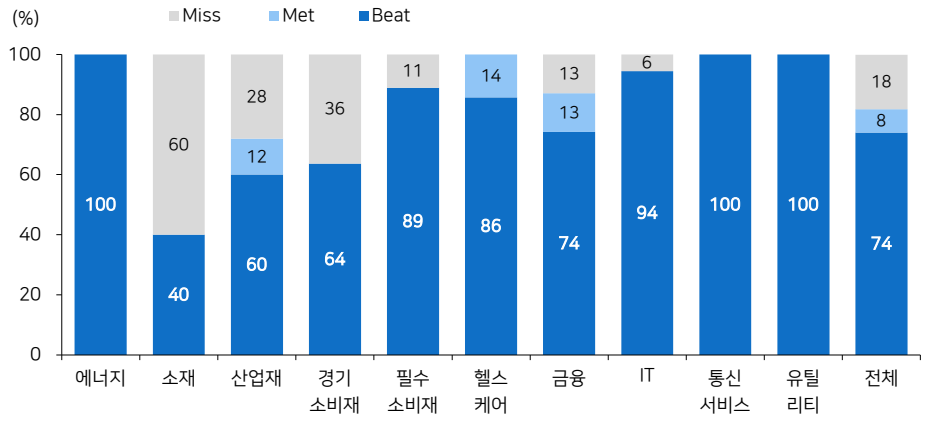
## 4Q25 실적시즌 초기 리뷰: 견고

주가 퍼포먼스와 별개인 것처럼 보이지만, 4Q25 실적시즌 출발은 매우 좋다. 1월 28일 기준 S&P500 기업 중 116개인 23%가 실적발표를 마친 상태다. 이중 86%가 실적 서프라이즈를 발표했다. 과거 5년 평균의 이 수치가 78%인 것과 비교하면 매우 고무적이다.

여전히 전체 실적시즌의 좋은 분위기를 이끌고 있는 것은 대형 기술주다. 마이크로소프트, 알파벳, 엔비디아가 이익 성장 기여도 상위 5개 종목 내 포진해 있고, 마이크론이 시장을 이끌고 있다. 다만 이중 마이크론을 제외한다면 다른 주식들의 최근 주가 퍼포먼스는 아쉬운 수준이다.

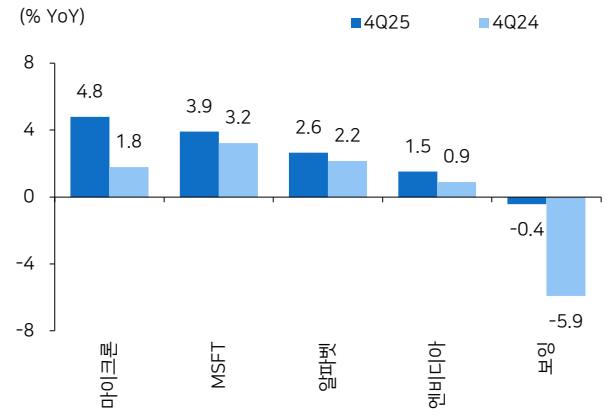
정리하면, 주가의 제1 변수인 실적은 여전히 좋은 추세다. 그렇지만 주가 퍼포먼스 관련해 미국이 아쉬운 데에는 뭔가 다른 가격을 누르는 변수가 있는 듯하다.

그림8 S&P500 4Q25 실적 서프라이즈를 발표한 기업 비중(1/28 기준)



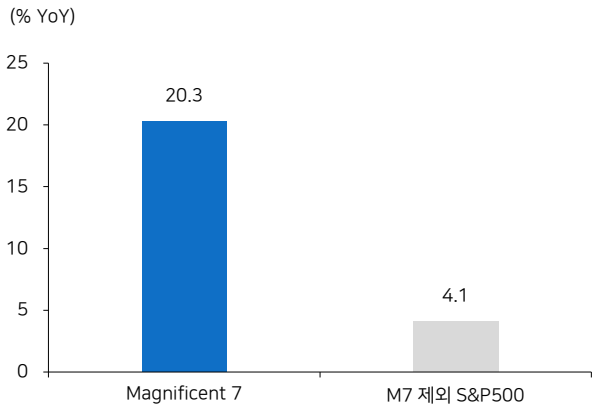

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림9 4Q25 이익 성장 기여도 상위 5개 종목




자료: FactSet, 메리츠증권 리서치센터

그림10 M7 vs ex S&P500 ex M7 4Q25 이익성장률 비교




자료: FactSet, 메리츠증권 리서치센터

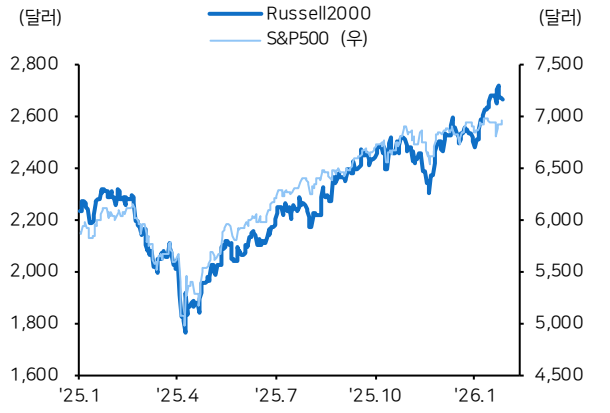
## (참고) 중소형 지수 아웃퍼폼의 배경과 현황

'16년 이후 Russell2000이 S&P500을 6개월 이상 아웃퍼폼한 구간은 세 차례 존재한다. 공통점은 Russell2000의 12MF EPS 추정치 성장률이 S&P500를 따라잡기 시작하며, 격차가 턴어라운드 하는 구간이었다는 점이다. 현재도 유사하게 추정치 격차가 '25년 5월 -10.6%p에서 8.1%p까지 반등한 상황이다.

다만 과거 세 시기의 이익 기대 개선은 경기 회복 모멘텀에 기인했다. 이에 소재·경기소비재·금융 등 시클리컬 섹터가 순이익 추정치 상향에 동반 기여했다.

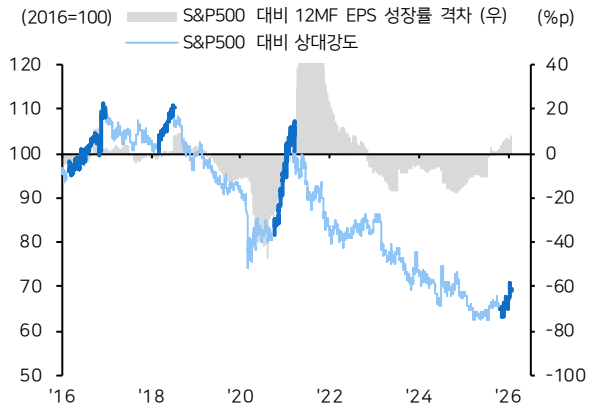
반면 현재는 경기 반등 기대가 강하지 않다. 그럼에도 Russell2000의 이익 추정치 개선이 가파른 것은 소재 섹터 덕분이다. 11월 이후 Russell2000의 12MF 순이익 추정치 성장률 중 83.0%를 소재 섹터가 설명한다. 결국 Russell2000도 마찬가지로 원자재 가격 상승 수혜 섹터와 그 외 섹터의 차별화 양상을 보이는 것이다.

그림1 '25년 11월부터 Russell2000 강세



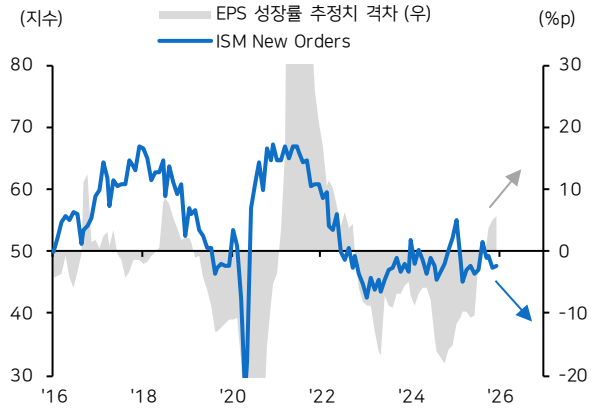

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 과거 강세 지속 조건: 12MF EPS 성장률 Catch-Up




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 단 이전과 달리 경기 회복 기대는 미진,




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이익 상승 기여는 소재 섹터에 편중

섹터별 Russell2000 12MF 순이익 추정치 상승 기여도

| 섹터 | '16 년 (%) | '18 년 (%) | '20-'21 년 (%) | '25-'26 년 (%) |
|---|---|---|---|---|
| 에너지 | -0.8 | 5.2 | 1.9 | 0.8 |
| 산업재 | -11.3 | 9.7 | 9.1 | 7.2 |
| **소재** | **73.2** | **19.0** | **28.3** | **83.0** |
| **경기소비재** | 16.5 | **18.2** | 13.2 | 10.0 |
| 필수소비재 | 31.5 | 10.9 | 7.2 | -9.2 |
| **헬스케어** | -40.7 | 13.2 | **14.3** | 9.4 |
| **금융** | **27.6** | 3.1 | 10.4 | 12.5 |
| **IT** | **59.7** | **17.1** | 7.8 | -19.6 |
| 통신서비스 | -47.0 | 3.6 | 8.2 | 9.9 |
| 유틸리티 | -8.7 | 0.0 | -0.4 | -4.0 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story

# AI 3대 쇼티지와 비용 전가 문제

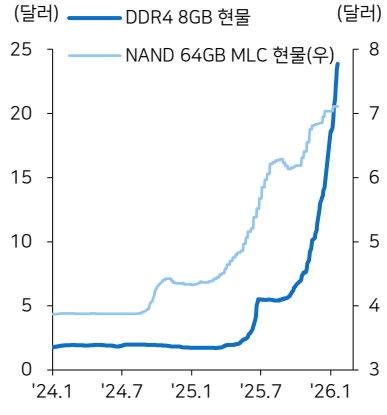
## AI 3대 병목과 우려

미국 주가 '지수'는 대형 기술주들이 눌리고 있기 때문이고, 이들이 눌리는 이유는 '비용 우려'라고 생각한다. 11월 이후 나타난 변화는 AI 3대 병목(반도체, 원자재, 전력) 가격의 급등이다. 이에 따라 이 가격 상승으로 이득을 보는 AI 인프라 밸류체인의 최전방에 있는 반도체, 원자재 기업들은 가장 큰 수혜를 보았다.

반면, 가장 큰 피해를 본 업종은 AI 밸류체인에서 가장 뒷단에 있는 기업들, AI 소프트웨어 기업들이다. 세일스포스, 서비스나우 등 2024년까지만 해도 AI 소프트웨어 대표 기업으로서 팔란티어와 함께 2025년의 최대 기대주들이었으나, 2025년에도 부진했다. 2026년도 그 부진이 이어진다고 생각할 수도 있으나, 2025년에 퍼포먼스가 좋았던 또다른 AI 소프트에웨어 기업인 앱러빈까지 부진하다는 것은, 작금의 AI 인프라 병목과 비용 우려가 그 뒤에 있는 기업들의 주가를 누르고 있는 것이라고 해석할 수 있겠다.

그 인프라 관련해서 최전방과 가장 마주하고 있는 밸류체인이 AI 서버 운영, 소위 CSP, 하이퍼스케일러 기업들이다. 미국 시총 상위 주식 중에는 마이크로소프트, 알파벳, 아마존이 여기에 해당한다. 이들 중 다른 이유로 주가가 리레이팅이 되었던 알파벳을 제외하고 나머지 주가 퍼포먼스가 부진했던 이유는 앞서 언급한 이유와 크게 다르지 않을 것이다.

그림4 DRAM/NAND 가격 추이

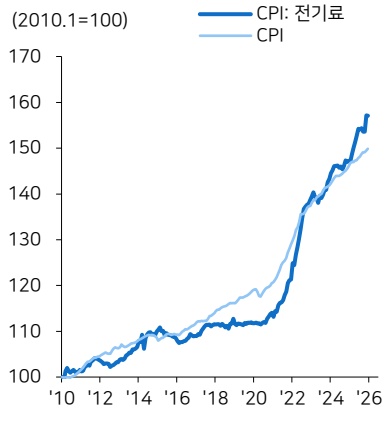



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주요 원자재 가격 추이

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 전기료 추이



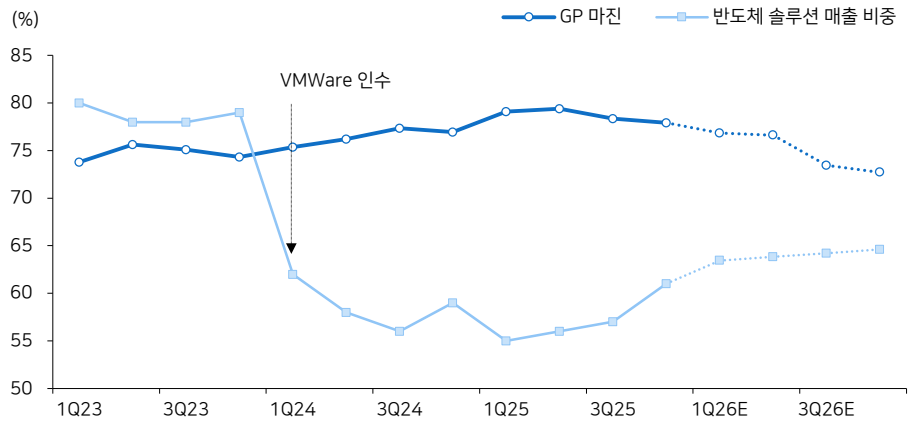

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 병목이 유발하는 마진 우려

AI 3대 병목과 비용 문제는 마진 우려로 귀결되는 것으로 생각한다. 시장을 좌지우지하는 대형 기술주들의 실적발표 이후 주가 반응의 공통점이 한가지 있는데 바로 '마진'이 잘 나오는 지 여부였다. 먼저 작년 12월 AI 믹스 확대에도 GP마진에 대한 가이던스를 약하게 주었던 브로드컴은 실적발표 이후 주가가 급락했다.

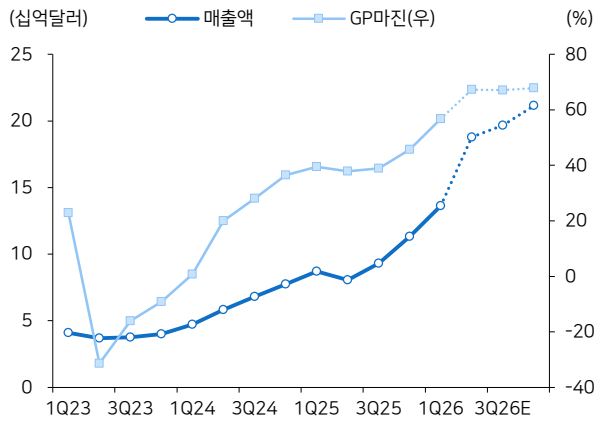
시장도 함께 빠지면서 AI 버블론이 다시 부각되었는데, 이를 불식시킨 것은 마이크론의 실적발표였다. 1월 들어 다시 마진이 부각된 대형 기술주 실적은 TSMC였다. CapEx 확대, 준수한 이익 등 다양한 팩터가 주목받기도 했지만, 선단 공정 믹스가 커짐에 따라 TSMC도 마진이 크게 개선될 것이라는 가이던스에 힘입어 실적발표 이후 주가가 상승했다.

그림7 **브로드컴 AI 매출 믹스 상승에 마진 하락 우려**



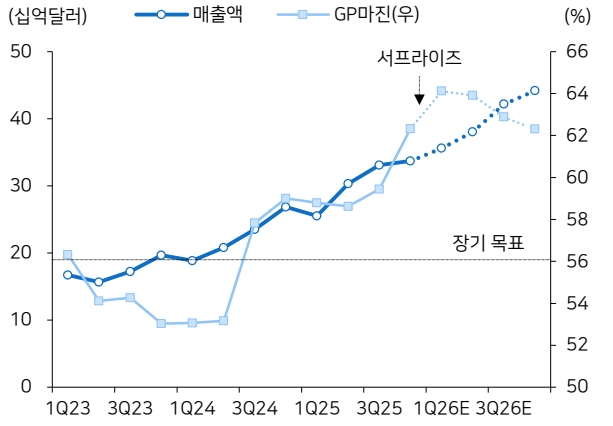

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **마이크론 매출 성장과 마진 개선 지속**




자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 **TSMC 매출 성장과 4Q25 마진 서프라이즈**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

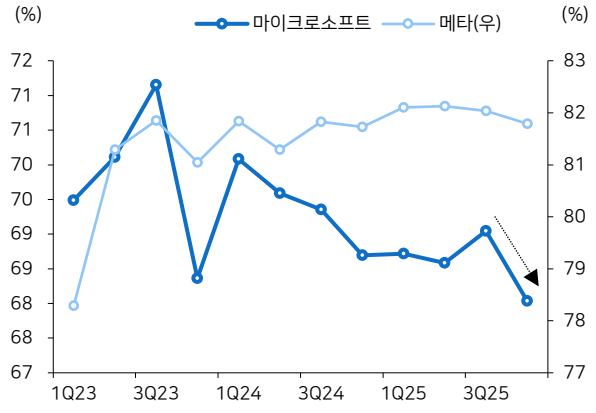
## 실적의 키팩터가 '탑라인(매출 성장)' → '마진'으로 이동하는 것 아닌지

이번주 다시 시장이 대형 기술주 중심으로 힘을 받을 수 있을지 여부를 가늠하는 데 중요했던 메타와 마이크로소프트 실적발표도 결국 '마진'으로 주가 퍼포먼스가 갈렸다. 메타는 시간외에서 상승 중, 마이크로소프트는 하락 중이다. 두 기업 모두 CapEx는 시장이 만족할만한 수준으로 나왔지만, 수익성 등 측면에서 마이크로소프트보다 메타가 평가가 좋았다.

## 마진 우려와 별개로 CapEx 여전히 강함. 시장 추세가 유지될 수 있는 원동력

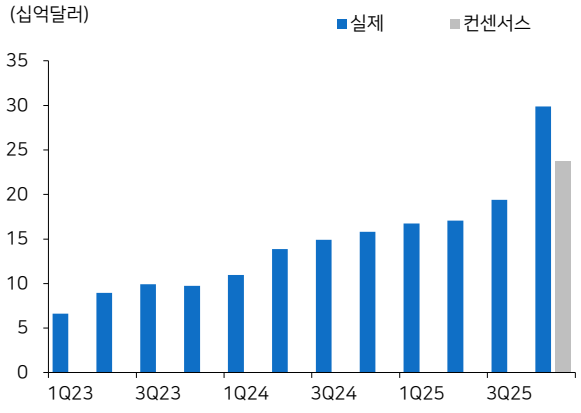
주가는 마진에 의해 갈렸으나, CapEx가 전반적으로 호조였던 점은 시장 전체를 보는 관점에서 매우 중요했다. 지금 미국 증시의 추세를 이끄는 건 AI CapEx인데 수익성, 마진 우려에 CapEx가 둔화될까 걱정이었는데, 다행히 이는 피했다. 여기에 빅테크들의 OpenAI 펀딩 소식이 더해지며 시장을 이끄는 'AI 투자' 둔화 우려는 기우였고, 추세에 대해서도 걱정을 덜었다.

그림10 **마이크로소프트, 메타 GP마진: 마소 부진**



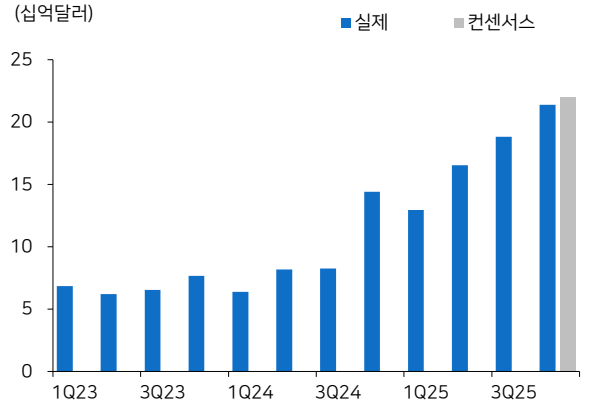

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **마이크로소프트 CapEx: 컨센서스 상회**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 **메타 CapEx: 4Q25 컨센하회 vs 2026년 크게 상향**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 **NVDA, MSFT, AMZN 오픈AI 600억달러 펀딩 논의**

Nvidia, Microsoft, Amazon in Talks to Invest Up to $60 Billion in OpenAI

By Sri Muppidi

자료: The Information

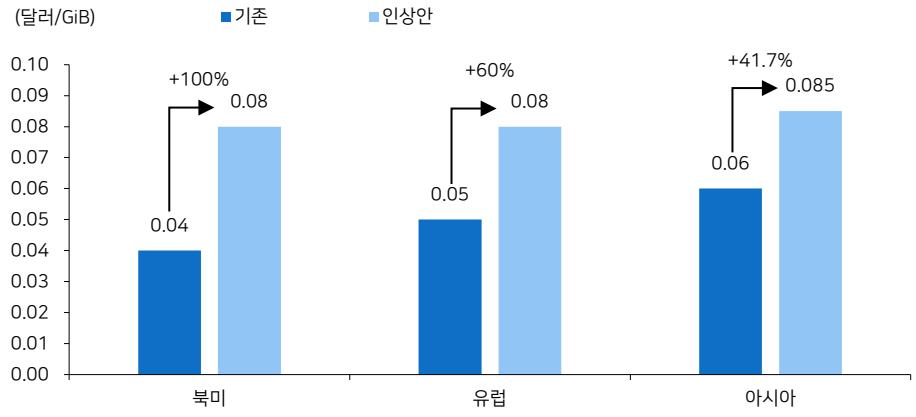
### 핵심은 '비용 전가력'일수도. 알파벳으로부터 보이는 비용 전가 징후

마진을 개선시키려면 1) P가 오르거나, 2) C를 낮춰야 할 것이다. 단기에 급하게 반도체, 원자재 비용이 오르는 상황에서 AI 서버 업체들이 대응할 수 있는 방법은 1)이 유력해 보인다. 2)는 빅테크를 포함한 AI를 적용할 수 있는 모든 기업에게 유효한 변수다.

2017년 클라우드 사이클에서 CSP들은 가격 경쟁에 기인한 시장 점유율 싸움에서 P를 올리지 못했다. 그럼에도 불구하고 주가 추이가 1년 이상 이어질 수 있었던 것은 신성장 산업에 대한 기대, 규모의 경제를 실현함에 따른 일부 C를 낮추는 효과 등이 작용했다.

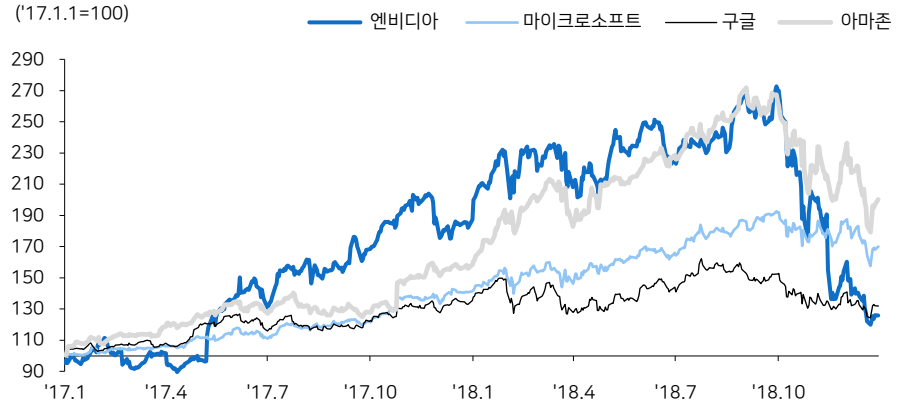
AI CapEx 사이클이 3년간 앞서 이어졌던 가운데, 신산업 성장에 대한 기대와 초기 규모의 경제 효과는 지금 국면에서는 어려워 보인다. 어제 알파벳이 클라우드 네트워크 비용을 50~100% 인상했는데, 이런 시도들이 확산되는 게 중요하지 않을까 생각된다.

그림14 **알파벳 구글 클라우드 CDN Interconnect/피어링 egress 단가 인상**




자료: Google Cloud, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **2017년-2018년 엔비디아, 알파벳, 아마존, 마이크로소프트 주가**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

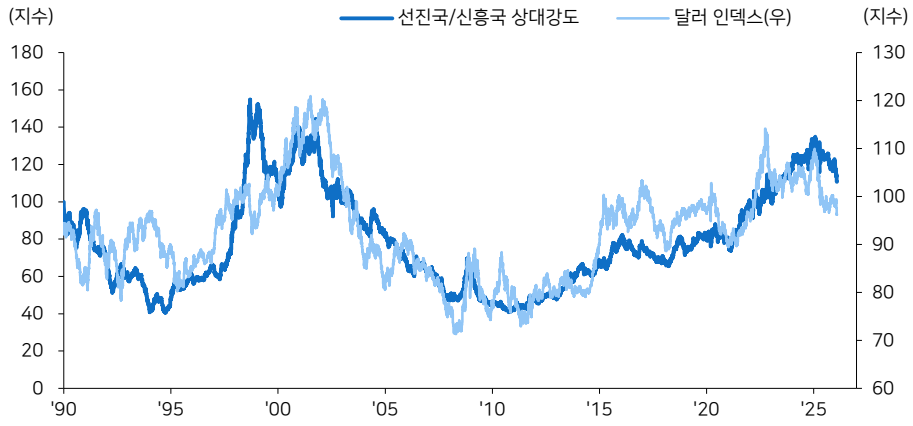
**2월 투자전략**

# Magnificent 7의 해체와 대안 개별 주식 전략

## EM > DM, Magnificent 7라는 개념은 이제 계속 희미해질 수도

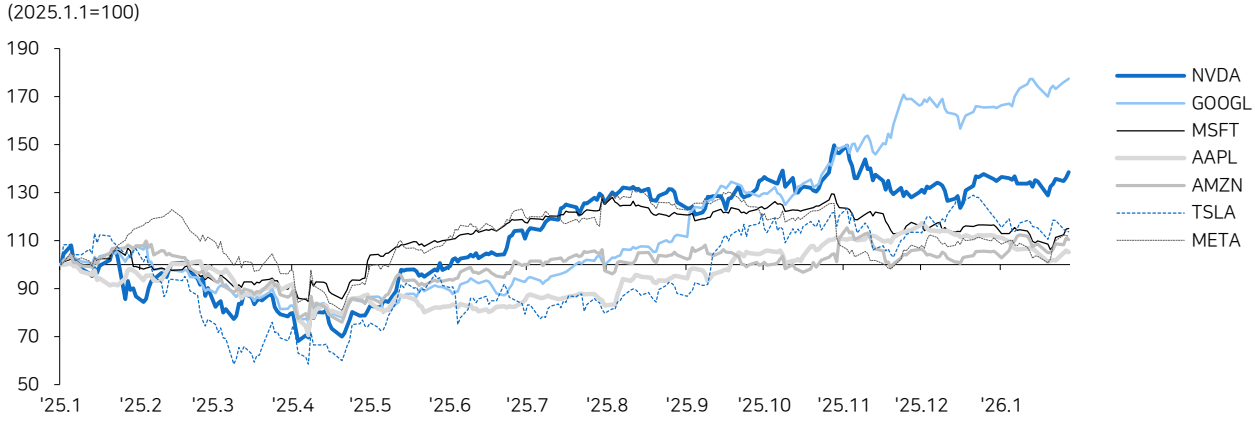
작년부터 올해 연초까지 계속 미국이 신흥국 시장 성과를 언더퍼폼하고 있는데, 이런 분위기는 2월에도 이어질 가능성이 높아 보인다. 〈그림 17〉은 이런 생각을 더 강하게 들게 만든다. 미국의 신뢰, 트럼프 리스크, 중앙은행 독립성 훼손 리스크 등은 달러의 신뢰를 약화시키는 것으로 평가되고, 약 40년 차트에서 달러 강세 시기에 선진국 증시가 신흥국 대비 아웃퍼폼했었다. Magnificent 7이라는 개념은 점차 희미해지며 빅테크 내에서도 마진을 기준으로 주가 차별화가 나타날 수 있고, 이 또한 미국의 언더퍼폼 요인으로 당분간 작용할 수 있다고 본다.

그림16 MSCI 지수 기준 선진국/신흥국 상대강도와 달러 인덱스: 약달러 → EM 우위




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 Magnificent 7 내 퍼포먼스 격차: NVDA, GOOGL vs 나머지



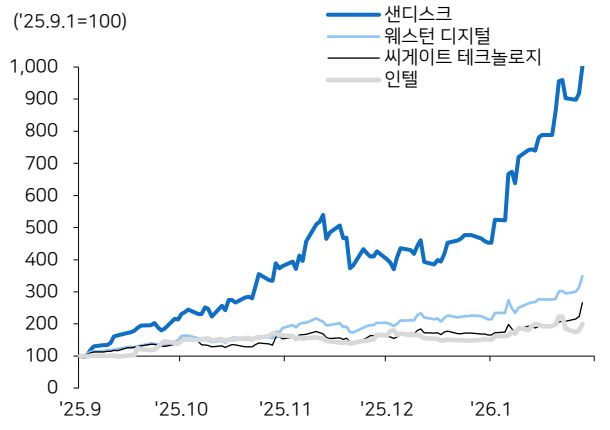

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 마진이 중요해졌다는 건 가치주화 되었다는 의미? 투자는 성장주를 중심으로

대형 기술주들이 영위하는 AI 인프라 클라우드 산업은 지난 3년동안 미국 주식의 상승을 이끈 주도 '성장' 산업이었다. 그런데 초점이 탑라인에서 마진으로 이동했다는 것은 이제 이 주식을 성장주가 아닌 가치주로 본다는 의미가 아닐까라는 생각이 들기도 한다. 대형 기술주들 중 일부는 이제 성장주가 아닌 가치주로 봐야할 가능성이 생겼다.

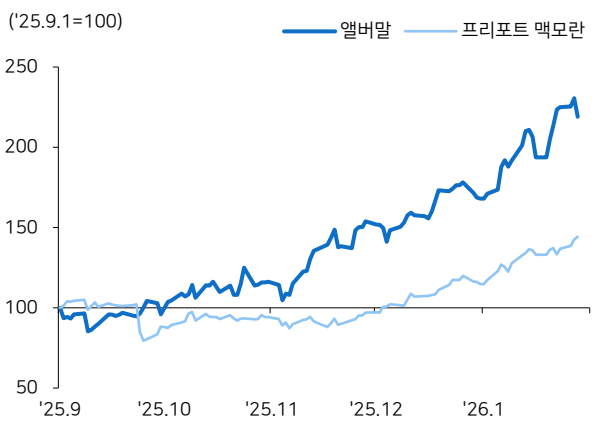
미국 시장은 거의 모든 시기 성장하는 산업과 주식이 있어서, 성장 산업이 눈에 보이면 굳이 가치주 플레이를 할 필요는 없다고 생각한다. 지금도 여전히 성장하는 산업들이 산재해있다는 점을 생각할 때, 충분히 대안 투자처들이 있다. 여전히 AI 3대 병목은 투자할 수 있으며, 에너지 쇼티지에 따른 소형 발전기 테마는 올해 들어 더 관심이 커지고 있는 듯하다. SMR 관련주도 최근 반등하기 시작했다. 우주 테마, 드론 테마 등도 유의미한 네러티브가 있는 선택지다.

그림18 데이터 스토리지/러거시 반도체



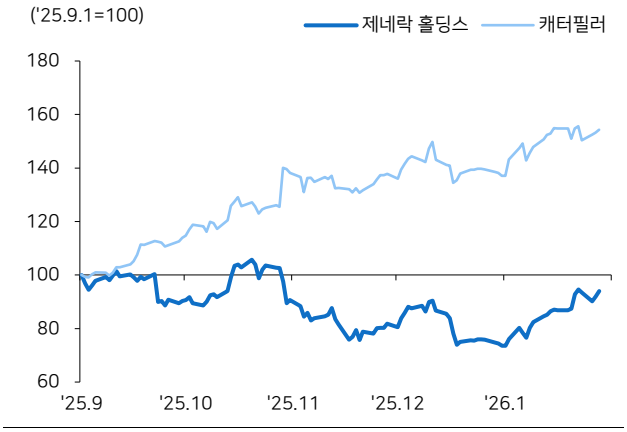

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 금, 구리 등 원자재 가격 상승 수혜




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 전력 쇼티지와 소형 발전기까지 수혜 확산




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 SMR 관련주 최근 반등

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 800VDC 전환과 투자 아이디어(1/27 인덱스 리포트 요약)

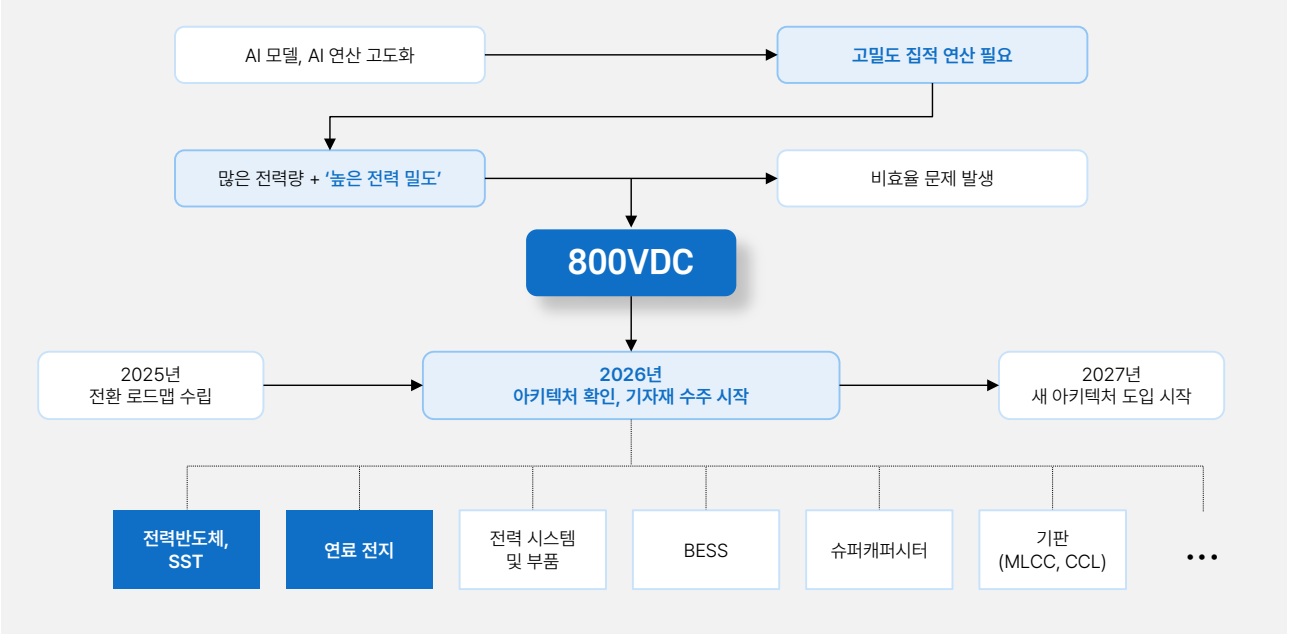
다만 여전히 AI가 진화하고 있어서 AI 인프라 안에서도 나타나는 구조적인 변화가 새로운 성장 산업을 탄생시키고 있다. AI 인프라 아키텍처 전환에서 기회가 보이는데, 가장 뚜렷하게는 전력반도체와 연료전지 비즈니스를 보고 있다. 이하는 이와 관련한 1월 27일 발간한 인덱스 리포트를 요약했다.

AI 모델 성능 향상과 고차원의 추론 연산은 '하나의 뇌'처럼 연산하는 집적된 AI 인프라를 요구한다. AI 서버랙의 집적도가 높아질수록 단일 서버랙에 필요한 전력 부하도 커진다. 전력 부하 집적도가 높아지면 비효율 문제가 나타난다. 랙당 부하가 높아지면 구리 등 원자재 사용량 급증, 전력 손실은 기하급수적으로 늘어나기 때문이다.

이에 대한 대안으로 서버랙 내 전압을 기존 48~54V에서 800V로 높이고 데이터센터 내에서 송전도 AC에서 DC로 전환 (800VDC) 하는 데이터센터 아키텍처 전환을 엔비디아 중심으로 추진 중이다.

올해 중 이 아이디어가 중요한 이유는 하반기부터 관련 밸류체인 기업들에서 수주 등 숫자가 확인될 수 있기 때문이다. 투자 아이디어는 '아키텍처 변화가 크게 나타나는 지점'으로 1) 전압/전류 변환의 핵심 스위치 전력 반도체, 2) 데이터센터 내-외부의 전력 시스템 설비, 3) 데이터센터 내 승압과 송전 방식 전환(AC→DC)에 따른 에너지 발전/저장 시스템 기회를 본다.

그림22 **AI 데이터센터 아키텍처 전환 스냅샷과 향후 예상되는 주요 수혜 산업 로드맵**




자료: 메리츠증권 리서치센터

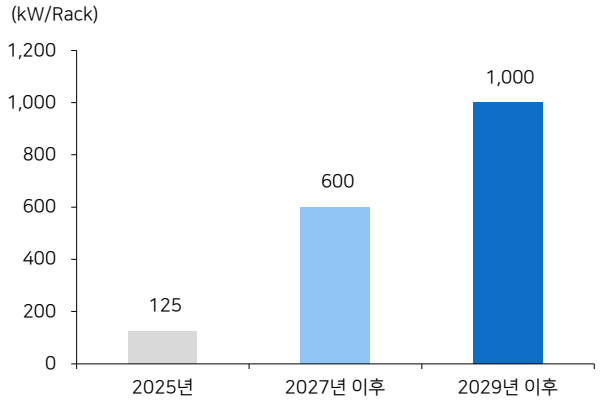
## 전력 반도체

전력 반도체란, 전기 에너지를 각 부품에 맞게 변환, 제어하는 에너지의 길목이자 수도꼭지 개념이다. 데이터센터 구조 변화의 핵심이 '전력 변환'이라는 점에서 새로 기회가 생길 수 있는 핵심 포인트로 판단한다. Navitas는 800VDC 전환에서 전력 반도체가 채택될 수 있는 시장 규모를 2026년 3,000만 달러에서 2030년 26억 달러까지 커질 것으로 전망하고 있다.

AI 아키텍처가 125kW → 600kW → 1MW로 진화하면서 '전력 변환/보호/백업/제어'가 재배치되고, 그 결과 반도체 콘텐츠가 기하급수적으로 늘어난다. 반도체 매출 기회도 랙당 15,000달러에서 10만달러 이상으로 성장할 것으로 전망된다.

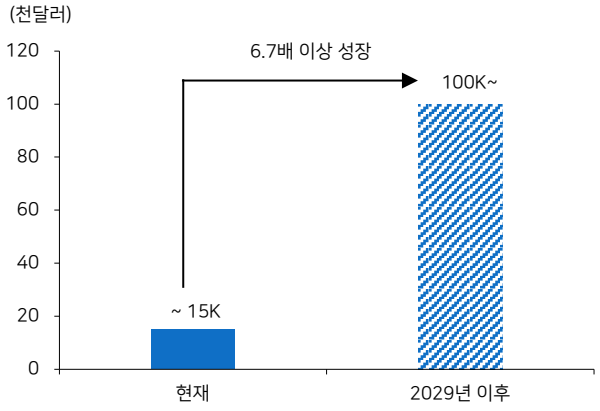
종목을 보는 기준으로는 AI 데이터센터향 전력반도체 익스포저가 큰 기업에 레버리지를 기대한다. 엔비디아가 언급하는 공급망 기업 중 Navitas가 차량용 전력반도체 매출 비중이 가장 작은데, 2025년 하반기에 이미 AI 데이터센터에 집중하기 위해 다른 사업부를 포기했기 때문이다.

그림23 800VDC 전환 이후 커지는 서버랙당 전력 부하



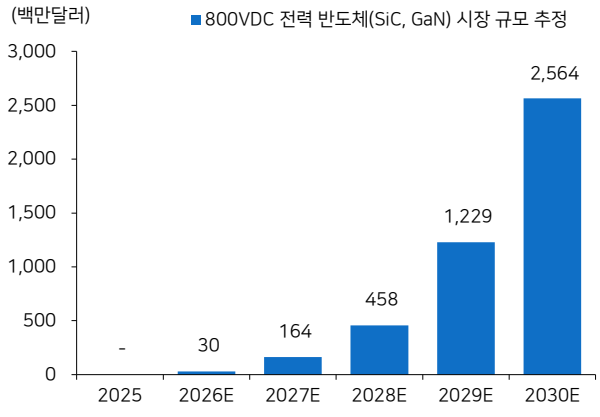

자료: Infineon, 메리츠증권 리서치센터

그림24 800VDC 이후 서버랙당 전력반도체 매출 기회



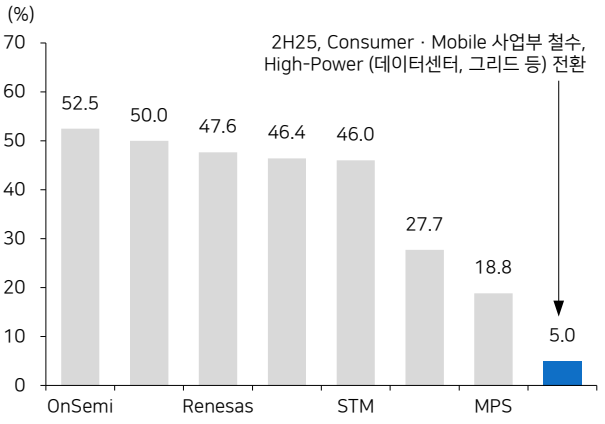

자료: Infineon, 메리츠증권 리서치센터

그림25 800VDC 데이터센터 산업에서 전력반도체 TAM 추정




자료: Navitas, 메리츠증권 리서치센터

그림26 전력반도체 기업들의 차량용 반도체 매출 비중(3Q25)



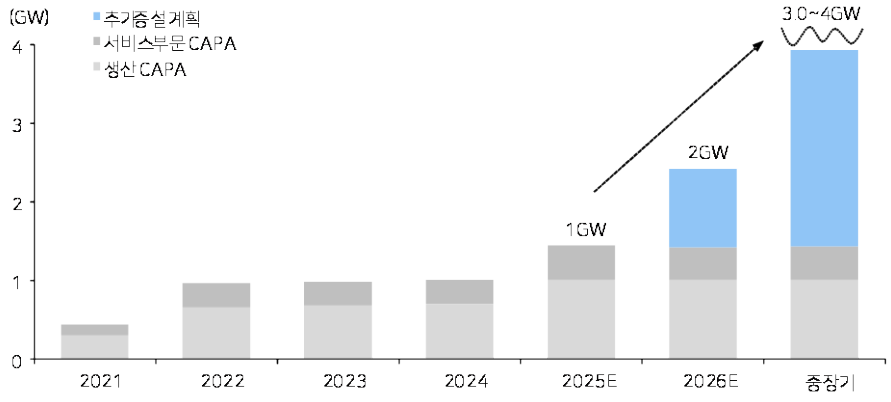

자료: Navitias, 메리츠증권 리서치센터

## 연료 전지

800V로 데이터센터 내부 전압이 높아진다면, AC(교류) 전기보다 DC(직류) 전기가 효율적이다. DC 전환 통해 1)5% 내외의 전력 변환 손실과 열 손실을 줄이며, 2)정류기 등 AC 기반의 전력기기를 전력반도체로 대체함으로써 공간적 여유가 확보되며, 3) ESS, 수퍼캐퍼시터의 활용도 증가로 연결. 과잉 투자 방지 효과로 연결된다.

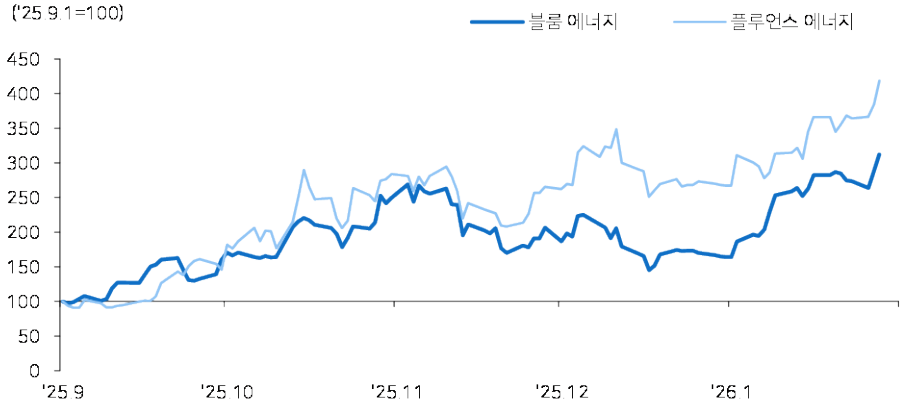
DC로의 전환은 DC 발전기의 효율성 증가로 연결된다. DC 발전기 중에는 태양광, 연료전지, ESS 등이 있으나 이 중 연료전지에 가장 주목한다. 가스터빈 등 경쟁 기술과 비교 결과 연료전지의 경제적, 환경적 우위 확인되고 있으며 업계 1위 GE 버노바도 연료전지의 양산 계획을 수립 중이다. 현재 발전용 연료전지 시장의 압도적 1위 기업은 블룸 에너지다.

그림27 **Bloom Energy 증설 계획**




자료: 메리츠증권 리서치센터

그림28 **블룸에너지와 플루언스 에너지 주가**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# Appendix

## 유니버스 수익률 및 섹터별 수익률 Review

수익률 (1월 28일 종가 기준)

| 산업 | 종목명 | 티커 | 1M | 3M | YTD | 1Y |
|---|---|---|---|---|---|---|
| CSP | 마이크로소프트 | MSFT | -0.4 | -6.8 | -0.4 | 8.5 |
| | 아마존 닷컴 | AMZN | 5.3 | -0.5 | 5.3 | 2.0 |
| | 오라클 | ORCL | -11.1 | -34.0 | -11.1 | 6.4 |
| | 알파벳 | GOOGL | 7.4 | 19.6 | 7.4 | 72.7 |
| AI 반도체 | 엔비디아 | NVDA | 2.7 | -5.4 | 2.7 | 48.5 |
| | 브로드컴 | AVGO | -3.7 | -9.7 | -3.7 | 62.2 |
| | 인텔 | INTC | 32.2 | 22.0 | 32.2 | 146.4 |
| | 마이크론 | MU | 52.5 | 94.6 | 52.5 | 394.9 |
| 전력인프라 | 비스트라 | VST | 2.7 | -11.9 | 2.7 | 11.3 |
| | CEG | CEG | -18.5 | -23.5 | -18.5 | 3.9 |
| | NRG 에너지 | NRG | -2.6 | -9.5 | -2.6 | 55.9 |
| | GE 버노바 | GEV | 9.0 | 21.7 | 9.0 | 100.9 |
| | 이튼 | ETN | 9.0 | -8.7 | 9.0 | 12.5 |
| | 버티브 | VRT | 19.6 | 0.5 | 19.6 | 82.1 |
| 전력반도체 | TXN | TXN | 24.6 | 33.9 | 24.6 | 23.6 |
| | ADI | ADI | 17.1 | 36.1 | 17.1 | 54.1 |
| | ON Semi | ON | 19.9 | 29.7 | 19.9 | 20.5 |
| | 모놀리식파워 | MPWR | 28.2 | 15.8 | 28.2 | 89.7 |
| CSP 네트워크 | 나비타스 | NVTS | 42.7 | -24.3 | 42.7 | 241.9 |
| | 아리스타네트웍스 | ANET | 14.6 | -4.8 | 14.6 | 40.9 |
| | 코닝 | GLW | 19.1 | 17.5 | 19.1 | 107.4 |
| | 클라우드플레어 | NET | -6.2 | -27.0 | -6.2 | 32.1 |
| | F5 | FFIV | 14.5 | 15.5 | 14.5 | 8.4 |
| AI Usage | 애플 | AAPL | -5.7 | -5.1 | -5.7 | 8.1 |
| | 테슬라 | TSLA | -4.1 | -5.5 | -4.1 | 8.4 |
| | 메타 플랫폼스 | META | 1.3 | 3.2 | 1.3 | -0.5 |
| AI S/W | 팔란티어 | PLTR | -11.5 | -21.5 | -11.5 | 96.1 |
| | 앱러빈 | APP | -19.5 | -14.9 | -19.5 | 50.3 |
| | 서비스나우 | NOW | -15.4 | -29.5 | -15.4 | -44.6 |
| | 어도비 | ADBE | -14.4 | -12.0 | -14.4 | -32.4 |
| | 세일즈포스 | CRM | -13.9 | -12.3 | -13.9 | -36.3 |
| UAM/ 드론/안티드론 | 조비 애비에이션 | JOBY | 1.3 | -22.9 | 1.3 | 59.7 |
| | 아처 에비에이션 | ACHR | 2.8 | -31.1 | 2.8 | -15.6 |
| | 크라토스디펜스 | KTOS | 48.4 | 24.4 | 48.4 | 236.5 |
| | 에어로바이런먼트 | AVAV | 26.9 | -17.0 | 26.9 | 75.4 |
| | 온다스 | ONDS | 25.7 | 90.5 | 25.7 | 577.9 |
| 우주 | 로켓랩 | RKLB | 27.0 | 40.6 | 27.0 | 205.6 |
| | 인튜어티브머신스 | LUNR | 40.5 | 91.2 | 40.5 | 6.0 |
| | ASTS | ASTS | 66.9 | 51.1 | 66.9 | 501.9 |
| 양자 | 아이언 Q | IONQ | 2.1 | -26.6 | 2.1 | 17.9 |
| | 리게티 컴퓨팅 | RGTI | -0.6 | -50.3 | -0.6 | 68.3 |
| SMR | 뉴스케일 파워 | SMR | 44.5 | -54.4 | 44.5 | -2.2 |
| | 오클로 | OKLO | 31.5 | -28.9 | 31.5 | 176.6 |
| | 센트러스 | LEU | 39.1 | -8.1 | 39.1 | 328.0 |
| 스테이블코인 | 서클 | CRCL | -8.1 | -42.6 | -8.1 | - |
| | 코인베이스 | COIN | -7.4 | -39.1 | -7.4 | -25.7 |
| | 로빈후드 | HOOD | -8.6 | -29.6 | -8.6 | 109.3 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

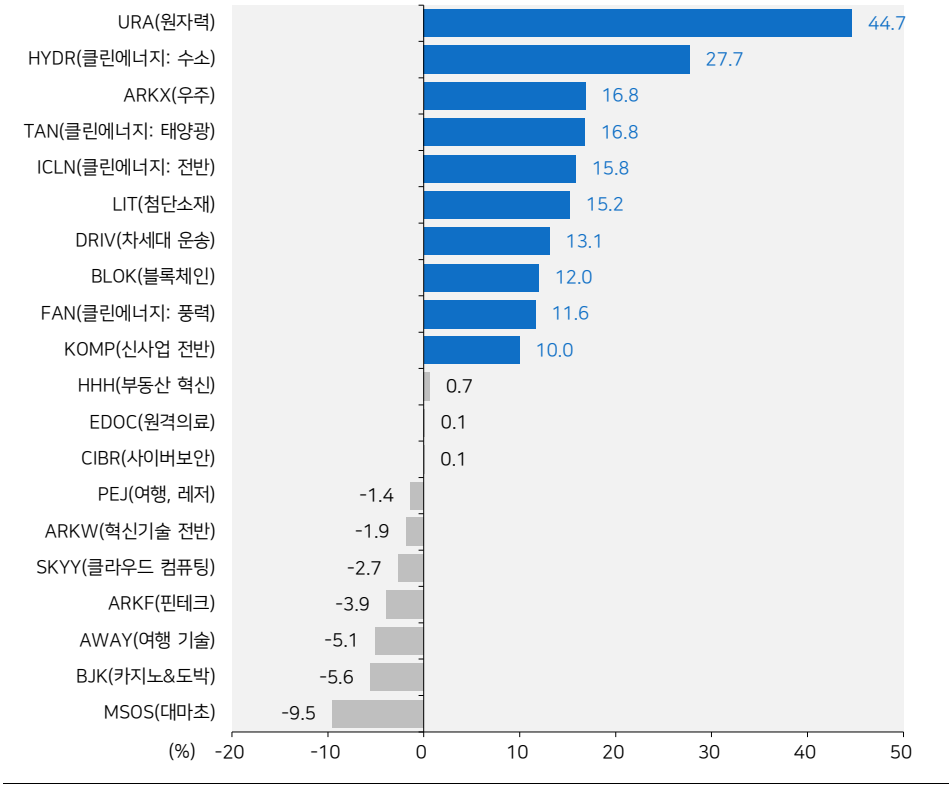
el 2 산업 그룹별 수익률 (1월 29일 기준)

| | 산업 (GICS Level 2) | 종가 | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 에너지 | 에너지 | 770.2 | 12.1 | 14.1 | 15.5 | 15.3 |
| 소재 | 원자재 | 634.9 | 10.5 | 17.2 | 14.8 | 13.6 |
| 산업재 | 자본재 | 1,661.3 | 7.9 | 7.5 | 11.4 | 27.7 |
| | 상업전문서비스 | 632.9 | -0.3 | -0.2 | -11.6 | -11.1 |
| | 운송 | 1,097.1 | 0.9 | 3.1 | 9.4 | 7.5 |
| 경기소비재 | 자동차 & 부품 | 233.6 | -3.2 | -3.8 | 39.8 | 10.9 |
| | 내구소비재 & 의류 | 365.6 | 0.3 | 1.6 | -2.7 | -10.8 |
| | 소비자서비스 | 1,956.4 | 0.3 | 5.3 | 0.0 | 2.7 |
| | 유통 | 5,653.5 | 5.7 | 0.8 | 5.0 | 2.5 |
| 필수소비재 | 식품 & 생필품유통 | 1,087.8 | 7.1 | 11.0 | 9.7 | 8.6 |
| | 음식료 & 담배 | 885.3 | 6.3 | 9.1 | 5.0 | 11.4 |
| | 가정용품 & 개인용품 | 775.9 | 3.7 | 0.6 | -3.5 | -10.7 |
| 헬스케어 | 헬스케어 장비 & 서비스 | 1,862.7 | -3.7 | -1.6 | 6.7 | -10.1 |
| | 제약 생명공학 & 생명과학 | 1,584.5 | 1.5 | 12.8 | 26.5 | 16.7 |
| 금융 | 은행 | 590.6 | -3.9 | 2.4 | 8.6 | 14.5 |
| | 다각화금융 | 1,468.7 | -2.9 | 0.4 | -1.4 | -0.1 |
| | 보험 | 779.0 | -4.6 | 1.9 | -1.7 | -4.4 |
| IT | 소프트웨어 & 서비스 | 5,135.4 | -4.1 | -10.8 | -11.2 | 4.2 |
| | 기술 하드웨어 & 장비 | 5,090.3 | -1.1 | -1.5 | 24.8 | 16.9 |
| | 반도체 & 반도체장비 | 9,017.8 | 7.6 | 2.0 | 23.5 | 67.1 |
| 커뮤니케이션 | 정보통신서비스 | 144.3 | -3.5 | -3.2 | -12.1 | -3.6 |
| | 미디어 | 1,981.3 | 3.5 | 9.3 | 23.9 | 27.9 |
| 유틸리티 | 유틸리티 | 440.1 | 1.4 | -2.7 | 1.2 | 11.2 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 테마형 ETF 수익률 및 자금흐름 현황

그림29 테마형 ETF 테마별 수익률 상하위 (1월 28일 종가 기준)




자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

F 종목별 유출입액 상하위 종목 (1월 28일 기준)

| 티커 | 이름 | 내용 | AUM (십억달러) | 유출입액 (십억달러) | 유출입강도 (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| 자금 유입 상위 | | | | | |
| ARKX | ARK Space Exploration & Innovation ETF | 우주 | 1.1 | 0.508 | 45.6 |
| REMX | VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF | 첨단소재 | 2.8 | 0.610 | 21.9 |
| TAN | Invesco Solar ETF | 클린에너지: 태양광 | 1.4 | 0.223 | 16.3 |
| SHLD | Victoryshares Protect America ETF | 국가안보 | 7.3 | 1.186 | 16.2 |
| ROBO | ROBO Global Robotics & Automation Index ETF | AI, 빅데이터 | 1.5 | 0.146 | 9.5 |
| 자금 유출 상위 | | | | | |
| ARKW | ARK Next Generation Internet ETF | 혁신기술 전반 | 2.0 | -0.103 | -5.3 |
| SKYY | First Trust Cloud Computing ETF | 클라우드 컴퓨팅 | 2.8 | -0.076 | -2.7 |
| ARKF | ARK Fintech Innovation ETF | 디지털 결제 | 1.0 | -0.024 | -2.3 |
| HACK | ETFMG Prime Cyber Security ETF | 사이버보안 | 2.1 | -0.024 | -1.2 |
| ICLN | iShares Global Clean Energy ETF | 클린에너지: 전반 | 2.1 | -0.022 | -1.0 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# 2월 주요 주식시장 이벤트

**파란색** – 실적발표
**검정색** – 기업 및 지수 이벤트
**회색** – 정부 및 통화정책 관련

| 월 | 화 | 수 | 목 | 금 | 토 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 팔란티어 (PLTR)<br>1월 ISM 제조업 지수 | | 알파벳 (GOOGL)<br>FLEX (FLEX) | 아마존닷컴 (AMZN)<br>모놀리식파워 (MPWR)<br>블룸에너지 (BE)<br>센트러스에너지 (LEU) | 1월 고용보고서 | |
| 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| UBS Financial Services Conference | 로빈후드 (HOOD) | 앱러빈 (APP)<br>버티브 (VRT)<br>1월 CPI | 아리스타 네트웍스 (ANET)<br>슈나이더 일렉트릭 (SBGSY)<br>하우멧 에어로 (HWM) | | 테슬라 FSD 구독 시행 |
| 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 |
| 휴장 – 워싱턴 탄생일 | 네비우스 (NBIS) | 아날로그 디바이시스 (ADI)<br>코어위브 (CRWV) | CEG (CEG) | | |
| 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 |
| | | 엔비디아 (NVDA) | 넷앱 (NTAP) | | |

**Compliance Notice**

- 본 조사분석자료는 제3자에게 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, 배포될 수 없습니다.