

Strategy Idea

A(축적)에서 C(비용)로 화두 전환



채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 2025년 트럼프 당선 이후 글로벌 경제의 화두는 축적(accumulation). 에너지와 시관련 경쟁 우위를 위해 역사적 규모의 투자 및 지정학적 갈등마저 불가피
- ✓ 2026년 현재 에너지와 AI 관련 사재기는 비용(cost)이라고 하는 문제를 유발. 막대한 자금조달에 따른 금리상승과 원자재 가격급등(유가&반도체)의 부담 해소해야 할 상황
- ✓ 하반기 축적에서 비용으로 화두가 전환되면, 과도했던 위험선호에 대한 고민 깊어질 것

역사적 최고 '토빈의 q', 투자 유발과 동시에 자본의 고평가 고민

AI가 이끌어갈 4차 산업혁명은 이제 시작이다. 향후 피지컬 AI(로봇)까지 긍정회로를 가동하면, 2050년까지 아직 현재 사이클이 이어질 것으로 전망된다.

그렇다면 글로벌 주식시장이 이끄는 위험선호는 꽤 긴 시간 이어질 공산이 크다. 이런 기대가 현재 한국 같은 수혜국의 주가 기울기를 가파르게 만들었다. 올해 발생한 전쟁의 위험에도 한국은 성장률 전망이 상향조정 중이다.

이러한 현실을 반영하여 경제/경영 교과서에 자주 등장하는 토빈의 q는 역사적인 고점수준을 기록하고 있다(그림 1). 토빈의 q가 높다는 것은 현재 기업의 금융가치(자본+부채)/기업의 사용가치(순자산)대비 2배를 넘어섰다. 이는 기업가치대비 순자산이 낮아 투자확대의 이유인 동시에 기업의 고평가를 뜻한다.

그림1 토빈의 q, 기업가치/순자산이 2배를 넘어서며 역사적 고평가 영역



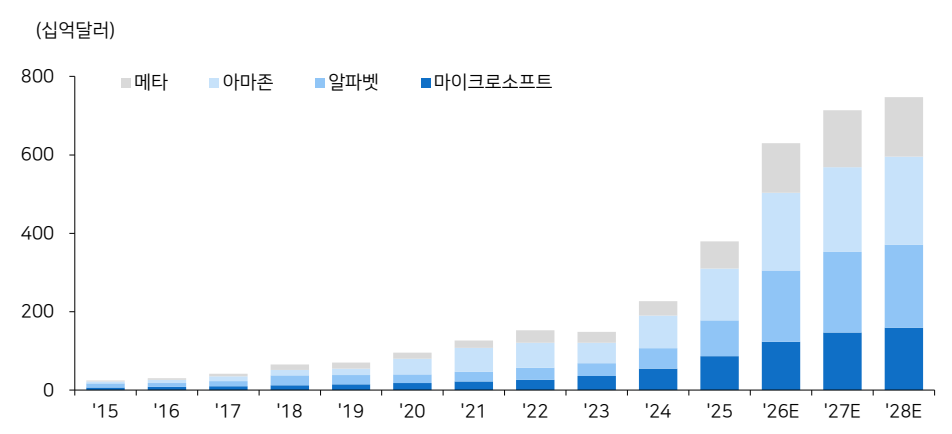
자료: VettaFi

엔트로픽과 오픈AI의 대리전 뒤에 AI 경쟁의 핵심 쟁주(투자자)는 하이퍼스케일러(MS와 구글, 아마존, 메타)들이다. 이들은 데이터센터 및 전력인프라에 조달러 단위의 돈을 쏟아붓고 있다(그림 2). 덕분에 현재 AI 발전은 닷컴버블 때 ‘꿈만 이야기하지 돈을 벌지 못한다’는 인식과 달리 큰 수익도 발생시키고 있다.

그렇지만 이제 침투율이 20%에 육박하고 에이전트 AI(AGI)의 승자 가리기에 돌입한 시장은 케즘(chasm)이 얼마 남지 않았다는 인식도 부각되고 있다. 과거 인터넷포털 시대 미국의 구글과 한국의 네이버 같은 회사의 지위를 누리기 위해 현재 하이퍼스케일러들은 막바지 총력을 쏟아내고 있는 과정에서 투자(capex)는 폭발적으로 증가하고, 잉여현금은 줄어가고 있다(그림 3).

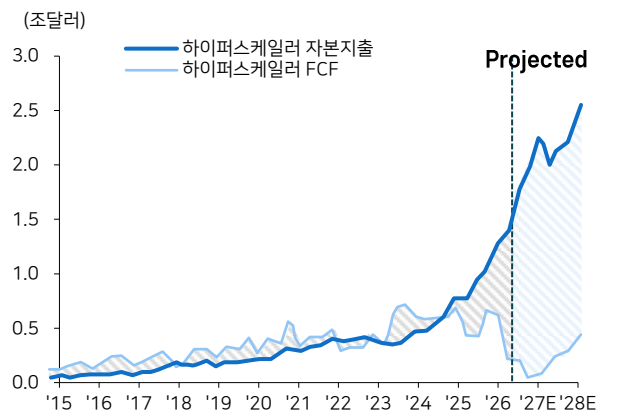
올 하반기부터 MS를 제외한 나머지 하이퍼스케일러들의 잉여현금은 마이너스로 진입이 예상된다(그림 4). 이는 순현금(net cash)을 가져가던 미국 우량기업들이 순부채(net debt)으로 전환점이 곧 도래한다는 의미이다. 메타는 하이퍼리온 데이터센터에만 블루아울 등 사모대출을 통해 300억달러를 조달했다.

그림2 AI 시대 우선권을 갖기 위해 하이퍼스케일러 막대한 규모 투자집행



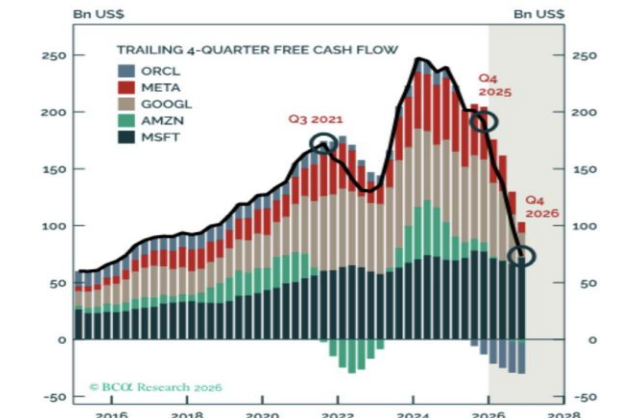
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 투자 기울기가 가팔라지는 반대급부로 잉여현금 축소



자료: FT, S&P Visible Alpha, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MS를 제외한 기업들의 현금흐름 급격하게 위축



자료: BCA research

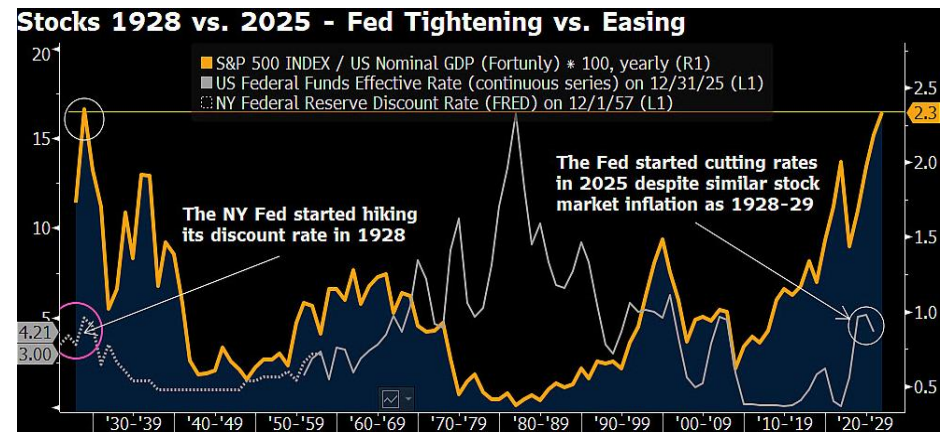
멋진 신세계 이면에 막대한 비용을 처리해야 하는 고민

2025년 트럼프 대통령 당선된 이후 글로벌 실물경제와 금융시장에서 공통으로 통하는 화두어는 ‘축적(accumulation)’이었다. 미국 일극 체제가 약화되고 4차 산업혁명 대전환의 시대를 앞두고 경쟁이 심화되자, 세계화는 후퇴하고 트럼프는 미국의 이익을 위해 관세를 부과했다.

경쟁에서 승리를 위한 핵심 축적자원은 에너지와 AI관련 반도체 등 인프라 시설이 핵심이다. 이를 위해 미국은 이란과 전쟁을 벌였고, 현재 하이퍼스케일러들의 막대한 투자가 쏟아지고 있다. 유가 중심 에너지 가격들의 민감도가 높아지고, 칩 가격은 GPU를 넘어 전통 레가시 칩까지 가격이 솟구쳤다.

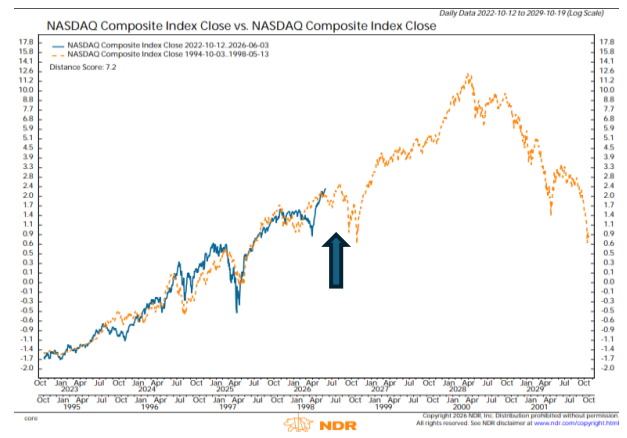
그렇게 쌓여온 축적의 가치는 관련 기업들의 주가로 연결되었다. 앞서 강조한 토빈의 q뿐만 아니라 버핏 차트로 유명한 소득(GDP)대비 주가비율로도 1920년대 이후 가장 높은 수준을 기록 중이다(그림 5). 아직 멋진 신세계를 기대하는 시장은 닷컴버블 당시 나스닥이 기록한 경로까지 기대가 남아있다(그림 6).

그림5 Wall street/Main street 역시 역사적 수준, 연준의 긴축은 재앙 될 수 있어



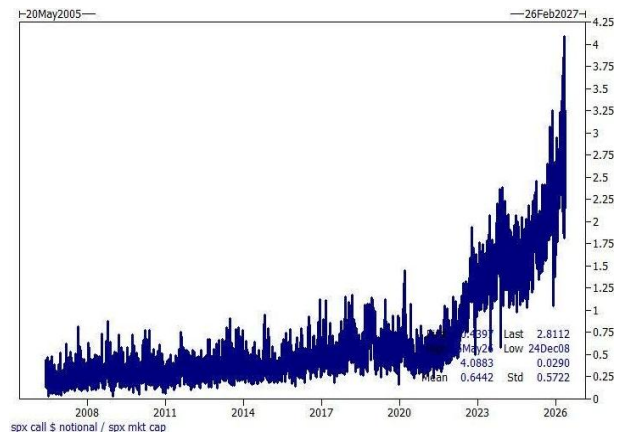
자료: Bloomberg Economics

그림6 닷컴 버블만 비교해도 더 올라갈 룬이 있어 보이나



자료: NDR

그림7 미국 S&P500 시총대비 쌓여 있는 콜옵션 잔액



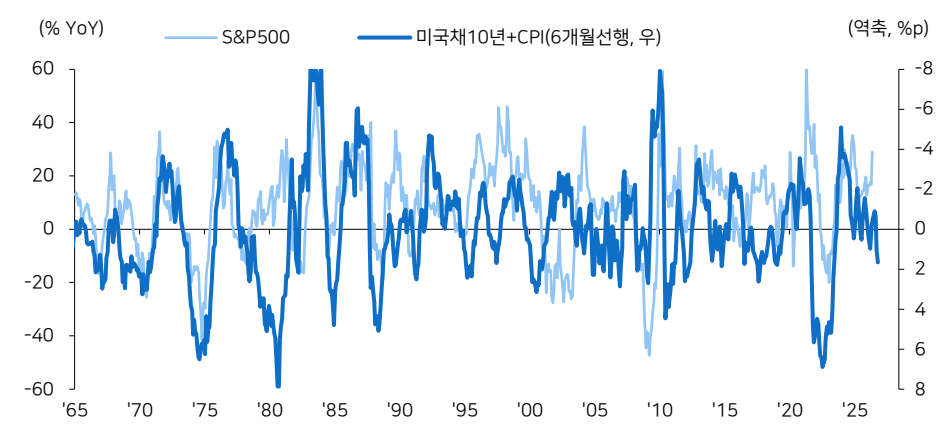
자료: S&P

시총대비 쌓여 있는 콜옵션 잔액 역시 축적의 결과(그림 7)라고 볼 수 있지만, 과유불급이라는 말이 있다. 블룸버그는 현재 실물경제대비 큰 폭으로 증가한 금융시장을 두고 연준의 기준금리 레벨을 지적한다. 올해 4%에 육박하는 물가에 양호한 고용지표까지 가세, 연준의 금리인상 가능성이 거론 중이다.

이제 축적은 그 이상의 비용이라는 부담과 싸워야 하는 영역으로 평가된다. 유가 중심 에너지와 반도체 중심 AI 인프라 사재기(축적)은 이제 고유가와 칩플레이션 부담을 안고 가야 한다. 고물가는 다시 고금리를 유발하고, 원가에서 가장 중요한 비용들의 상승은 결국 과도한 투자를 멈추게 할 수 있다.

하반기 연준이 현재 경기여건을 감안 연방금리 인상을 단행할 경우 우리는 올해 가장 최악의 이벤트가 될 것으로 본다. 역사적으로 물가상승이 금리인상까지 유발한 반면 이후 위험선호는 약화된 경험이 다수다(그림 8). 늘어난 비용은 올해 하반기 고용둔화가 일부 진정되더라도 미국중심 선진국 가계 실질소비 위축으로 이어질 공산이 크다(그림 9, 10).

그림8 물가와 금리가 같이 올라가는 비용의 부담은 위험자산에 긍정적이기 힘들어



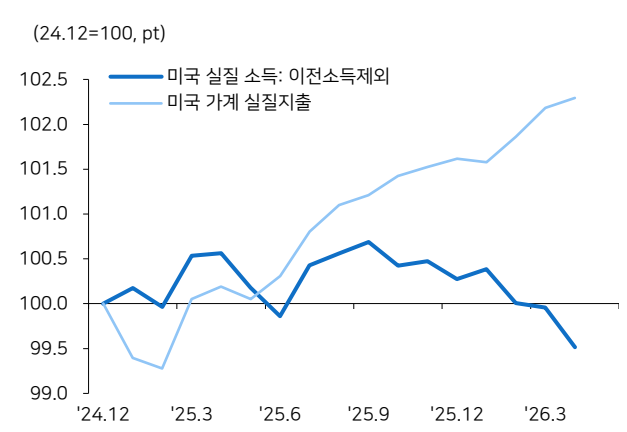
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 공급물가 충격이 곧 실질임금과 소비를 위축시킬 것



자료: FT

그림10 미국 가계 이미 실질소득 둔화세 심화되고 있어



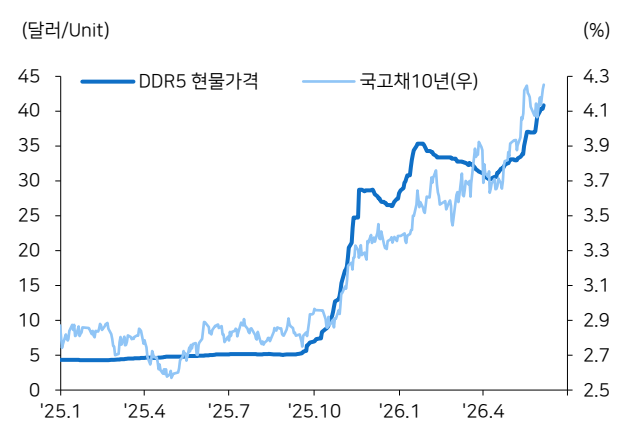
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

필자가 본 자료를 작성한 것은 AI 투자사이클의 종료를 이야기하는 것이 아니다. 현재까지 기대와 현실화 여부를 따져가면 많은 곳에서 긍정적 결과물들이 확인되었다. 그와 동시에 일부 솔림과 과열은 이제 축적만큼의 비용을 요구하기 시작했다는 점에서 관련된 부담과 위험을 점검하는 차원에서 정리한 자료이다.

그 중심에 있는 한국의 경우 역시 반도체 현물가격 상승이 주도한 성장률 개선과 긍정적 부분이 다수이나 통화정책 긴축기조 강화 및 시장금리 상승이라는 과정이 불가피하게 수반된다(그림 11). 환율 역시나 한국경제 개선과 달리 늘어난 외국인 시가총액의 아웃플로우 강화로 올라가는 마찰적 비용을 유발 중이다(그림 12).

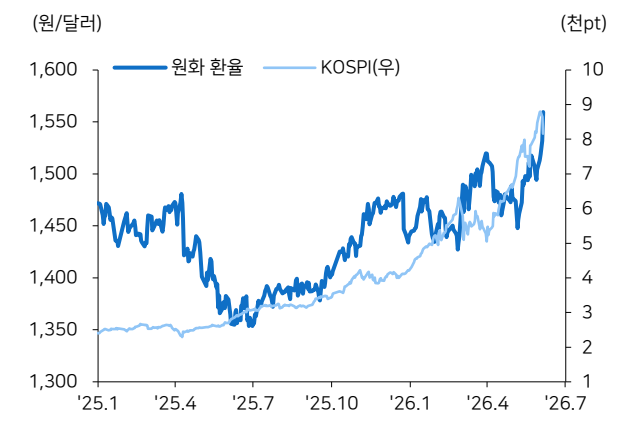
그렇게 외환시장 안정을 위해 금리인상 가능성이 높아지고(그림 13), 바닥을 치고 높아야 할 건설투자 중심의 부동산 경기는 부담이 커질 수 있다(그림 14). 우리는 순수하게 반도체 경기개선으로 금리인상 단행은 3.25%까지 75bp 정도면 충분하다고 보고 있으나 그 이상의 긴축은 ‘축적의 비용’적 면이 크다는 생각이다. 이러한 비용을 잘 컨트롤할 수 있는 시장여건 확보가 하반기 중요하겠다.

그림11 한국 반도체 수혜 이면에 금리상승의 부담



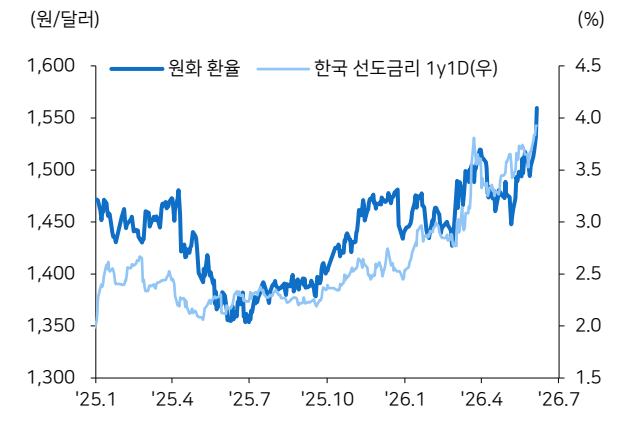
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 아이러니하게 주가상승이 원화 약세의 요인으로 작동



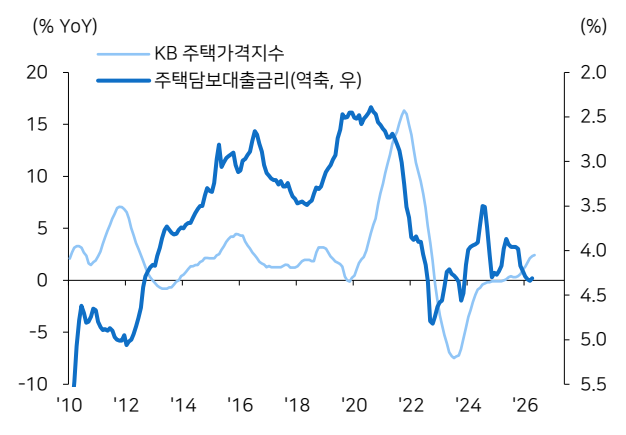
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 환율 불안마저 국내 긴축의 원인으로 작동



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2012년 이후 평균 주담대 5%대 시대 열릴 것



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

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, 배포 될 수 없습니다.
