

Side Effects

변함 없는 AI 성장, 감당하기 위한 부수적인 현상들

Quant Monthly | 2026. 07

Quant 권순호

soonho.kwon@daishin.com

Summary

확실히 점검하고, 두려워 하지 말자

▪ 변하지 않은 이익 기대감

반도체 이익은 둔화 국면이 아니라 추정치 상향이 이어지는 국면이다. 삼성전자·SK하이닉스의 2026년 영업이익 컨센서스는 각각 364조원·266조원으로 6월 말에도 상향 조정 중이며, 반도체 합산 영업이익은 2025년 101조원에서 2026년 672조원으로 +569% 증가한다. 두 종목의 증익(539조원)은 한국 명목 GDP의 약 20%에 해당한다. 주가가 크게 올랐음에도 12개월 선행 PER은 약 7~8배로, 이익 대비 주가 수준 자체는 과열로 보기 어렵다.

▪ 부수적 효과: 집중, 동조화, 변동 그리고 수급

강세의 대가는 시장 구조에 누적된다. 시가총액·거래·변동성이 반도체 대형주 2종목에 집중됐고, 지수 변동성에 대한 두 종목의 고유분산·공분산 기여는 절반을 크게 웃돈다. 종목 간 동조화가 음(-)에서 양(+)으로 전환되며 변동성을 키웠고(공분산 기여 -11%→+21%), KOSPI 63일 실현변동성은 약 60%, VKOSPI는 약 80으로 평시의 수배다. 수급에서는 외국인인 글로벌 대비 독보적 상승(약 300% vs 30%) 부담으로 누적 124조원을 순매도했고 매도 유인도 남아 있으며, 단일종목 레버리지 ETF를 통한 거래가 기초 본주 거래대금의 40%대(SK하이닉스는 약 절반)에 이르며, 설정 및 환매로 인한 본주 거래 이외에도 2배수를 맞추기 위한 거래가 삼성전자, 하이닉스 본주 거래량의 2.8%~6.2%을 차지한다

▪ AI 전방수치/내러티브 점검

강세를 뒷받침하는 전방 수요에서도 부담이 쌓인다. 5대 하이퍼스케일러 합산 CAPEX는 2022년 약 \$155bn에서 2026년 \$714bn으로 급증한 반면, 합산 FCF는 2024년 약 \$267bn에서 2026년 약 \$12bn으로 줄며 일부 기업은 적자로 전환한다. 부족분은 회사채에 더해 Alphabet의 사상 최대 약 \$50bn 유상증자 등 자본시장 조달로 메워지고 있다. 여기에 AI 투자 정당화 논쟁과 미국 정부의 프런티어 모델 게이팅(6월 Anthropic Mythos 5의 신뢰 기관 한정 재공개)이 확산 속도의 변수로 더해진다. 다만, 마이크론 실적발표에서 보듯 장기계약으로 하방 지지력을 확보하고 있는 흐름이다. 국내 반도체 기업도 비슷한 구조를 가져갈 것으로 보이며 밸류에이션 과열이 아니라 시장 민감도 차원의 점검 대상이라는 것이 본 보고서의 판단이다.

▪ 7월 국내 증시 멀티팩터 추천

7월은 낮은 듀레이션·실적 가시성·반도체 저민감도를 갖춘 멀티팩터 포트폴리오를 추천한다. 미국-이란 종전으로 유가가 급락했음에도 물가압력이 지속되고 한·미 금리 환경이 할인율 부담을 높게 유지하는 국면은, 가까운 현금흐름에 기댄 낮은 듀레이션 선호를 뒷받침한다. 강세의 핵심 두 종목은 보유하되, 반도체 민감도가 낮은 분산 후보로 집중·동조화 위험을 상쇄한다. 펀더멘탈은 여전히 유효하나 감내해야 할 요인이 많은 만큼, 이들 변동성 요인은 내년 상반기까지 점진적으로 정상화될 것으로 본다.

1. 변함없는 펀더멘탈 강세

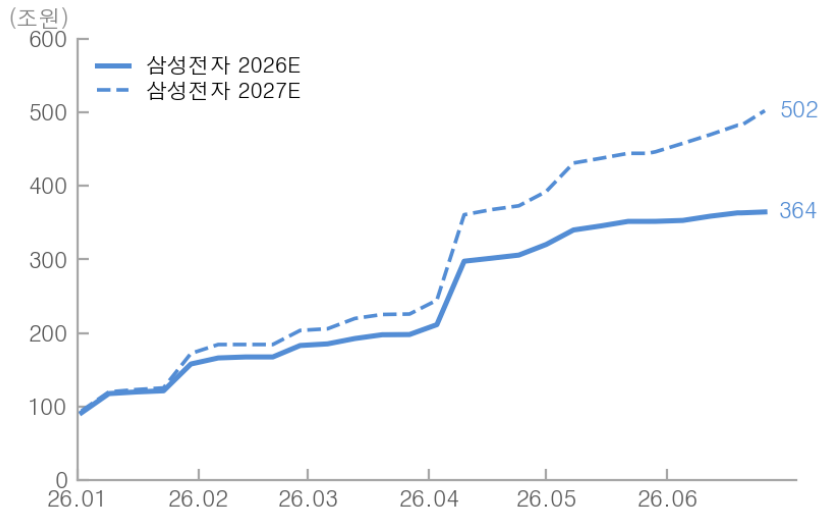
- 반도체 이익

영업이익 컨센서스 상향 지속

삼성전자 2026E 364조·SK하이닉스 266조, 6월 말에도 상향 조정

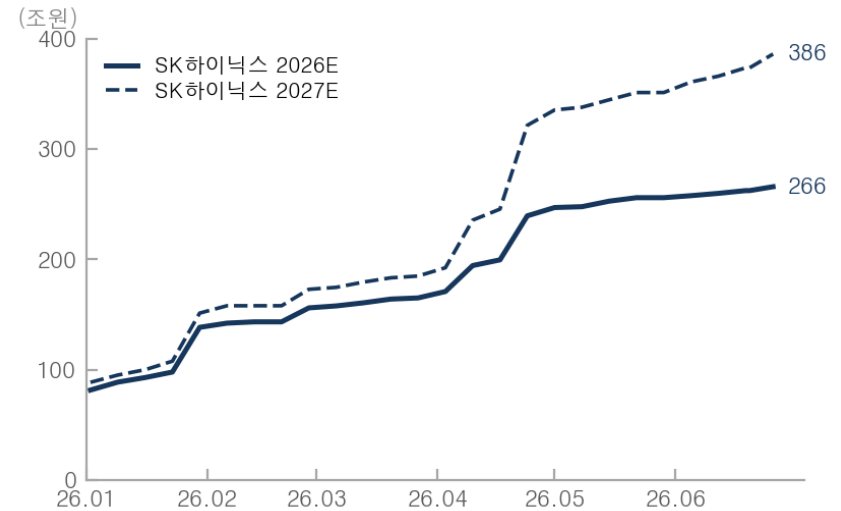
- 반도체 이익은 둔화 국면이 아니라 추정치 상향이 이어지는 국면으로 판단된다. 절대 수준은 이미 슈퍼사이클 영역에 있으나
- 핵심은 추정치 조정 방향이 여전히 상향이라는 점
- 삼성전자 2026E 영업이익 컨센서스는 364조원으로 최근 1개월 +3.6%, 2027E는 502조원으로 +13% 상향 조정
- SK하이닉스도 2026E 266조원·2027E 386조원으로 동반 상향

그림 3. 삼성전자 영업이익 컨센서스 추이 (조원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. SK하이닉스 영업이익 컨센서스 추이 (조원)



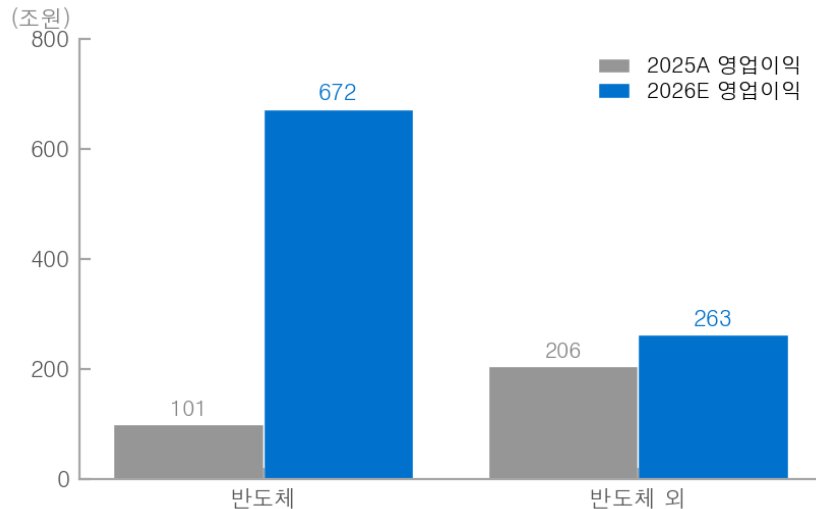
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익 개선은 반도체 단독

반도체 영업이익 2025A 101조 → 2026E 672조(+569%), 반도체 외는 +28%

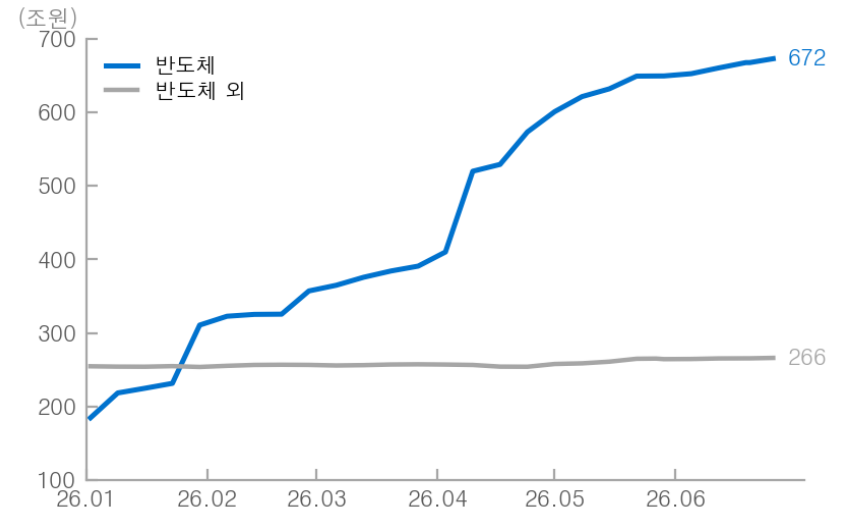
- KOSPI 이익 개선은 폭넓은 회복이 아니라 반도체 (WI26 분류) 한 업종에 집중
- 반도체 합산 영업이익은 2025년 101조원에서 2026E 672조원으로 +569% 증가
- 반도체 외 전 업종 합산은 206조원에서 263조원으로 +28% 증가. 이익 성장세 기대되나 반도체 대비 절대적인 액수에서 열위
- 2026년 들어 2026E 영업이익 추정치 상향도 반도체에 집중 — 반도체는 연초 185조원에서 672조원으로 상향된 반면, 반도체 외는 연초 이후 현재까지 정체
- 시장 전반의 개선이라기보다 반도체 단독의 개선, 증시의 쓸림과 여러 부수 효과의 근원

그림 5. 반도체 vs 반도체 외 영업이익: 2025A vs 2026E (조원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 반도체 vs 반도체 외 2026E 영업이익 컨센서스 추이 (조원)



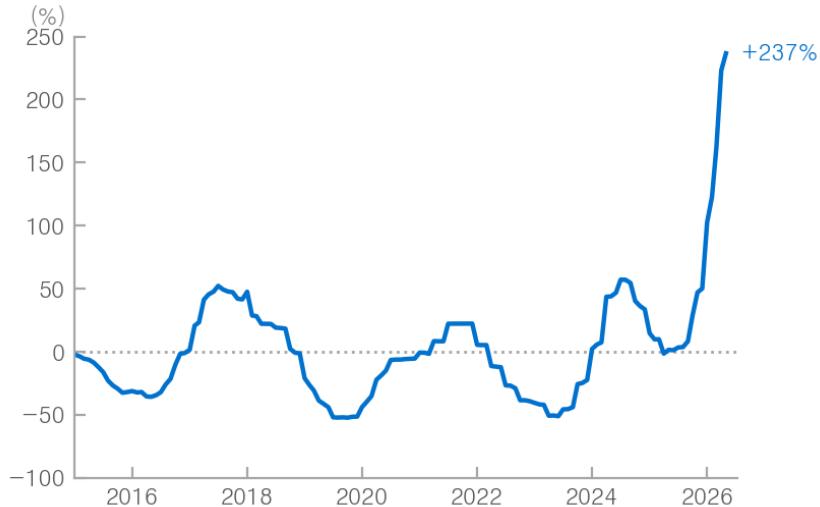
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

DRAM 가격 신고가권 유지

DRAM 수출물가 전년대비 +237%(사상 최고) — 물량 추세 위 가격 주도

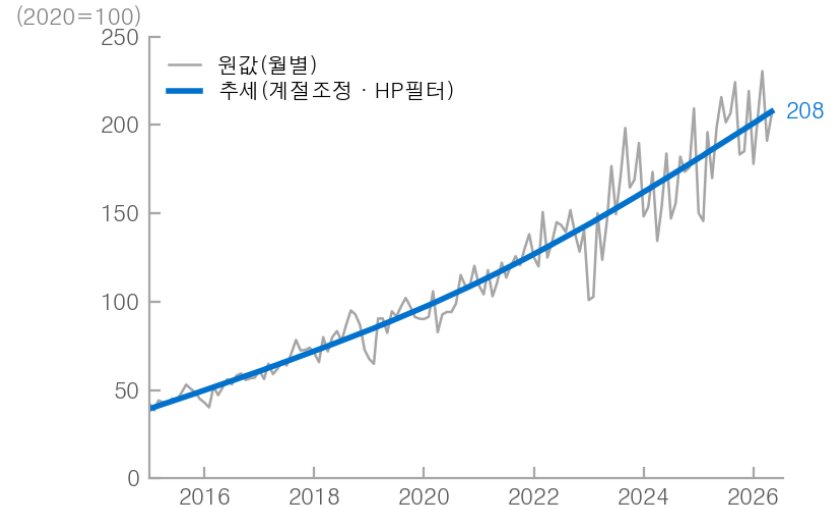
- 가격 모멘텀이 정점을 지났다는 우려와 달리, DRAM 수출물가는 상승 국면을 이어가고 있다.
- 달러기준 DRAM 수출물가 전년대비 상승률은 2026년 5월 +237%로, 2017년·2021년 상승기를 넘어선 사상 최고 수준이다.
- 반도체 수출물량은 2015년 이후 추세적으로 약 5배 늘었으나(계절조정·HP필터 추세 39→208)
- 평년 대비 물량 상승추세는 크게 증가하지 않은 상황. AI 관련 투자의 수요로 인한 병목 현상

그림 7. DRAM 수출물가(달러기준) 전년대비 변화율 (%)



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 8. 반도체 수출물량: 원값과 추세 (2020=100)



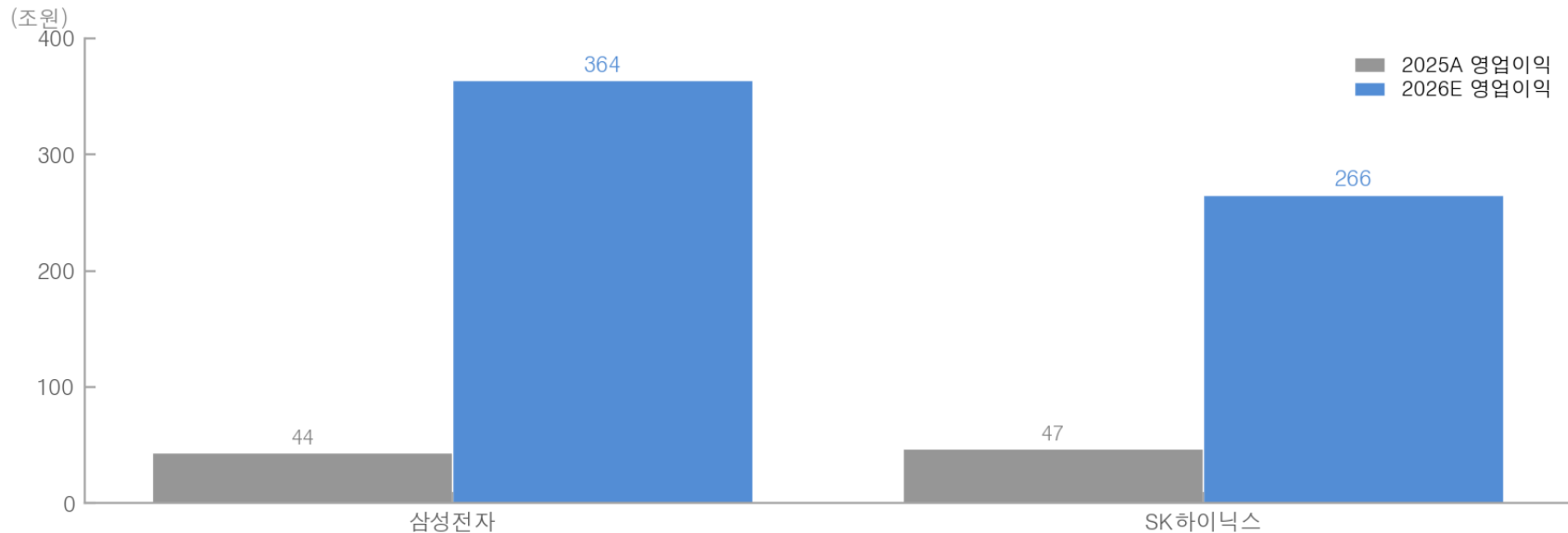
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

증익 규모: 명목 GDP의 20%

반도체 대형주 영업이익 증익 539조원 = 명목 GDP의 약 20%

- 2종목의 증익 규모는 거시 지표와 견주어 가늠
- 삼성전자·SK하이닉스 영업이익 증익(2025A 대비 2026E)은 539조원으로, 한국 명목 GDP(약 2,677조원)의 20%에 해당
- 기업 영업이익과 GDP 부가가치는 회계적으로 일치하지 않으므로 이는 규모 비교에 한정되나, 한 산업 두 기업의 이익 변화가 거시 규모에 견줄 수준임을 시사

그림 9. 삼성·SK하이닉스 영업이익: 2025A vs 2026E (조원)



자료: FnGuide, 한국은행, 대신증권 Research Center

II. 전례없는 이익 기대의 대가

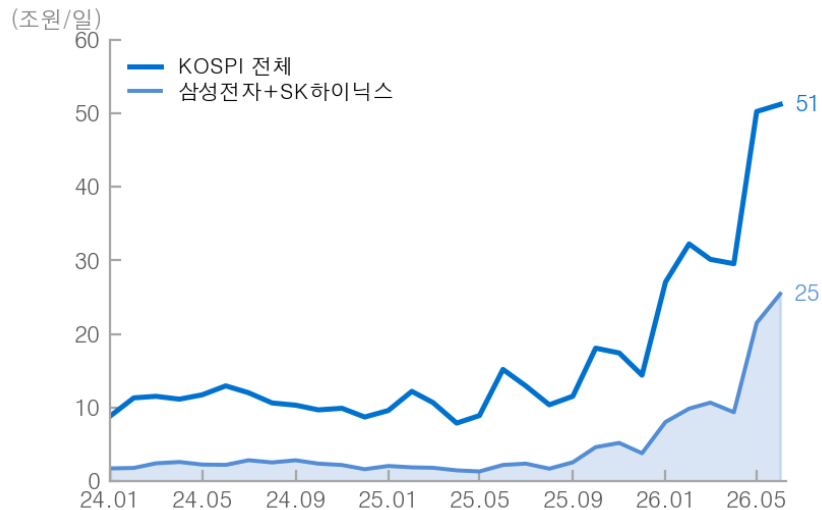
- 증시 집중·변동성·동조화

거래대금 급증, 그러나 회사 규모(시총) 대비 거래대금 상승은 반도체 외에서 두드러 지는 효과

KOSPI 일평균 거래대금 8.9조 → 51조(약 5.8배)

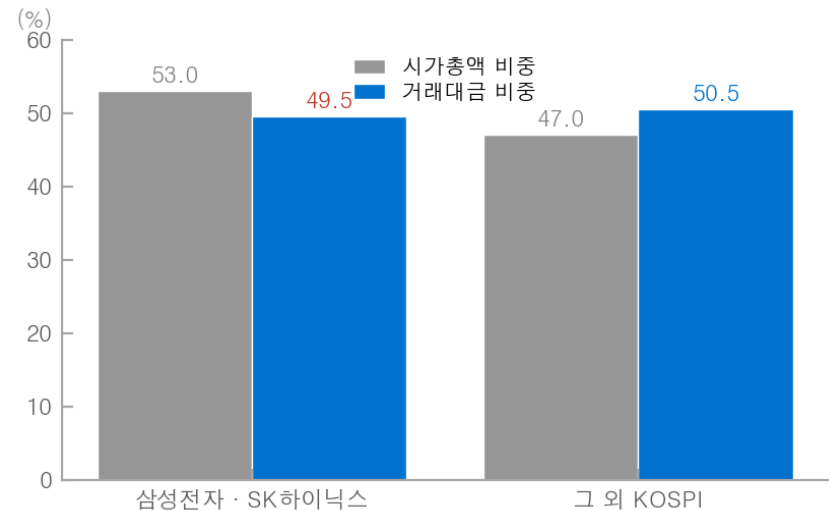
- 이러한 강세는 거래 급증을 동반한다. KOSPI 상장사 일평균 거래대금(각 월 영업일 평균)은 2024년 초 8.9조원에서 2026년 6월 51조원으로 약 5.8배 늘었으며, 그 절반가량을 반도체 대형주 2종목(삼성전자·SK하이닉스)이 차지
- 그러나 시가총액 대비로 보면 다른 의미. 삼성전자·SK하이닉스의 거래대금 비중(49.5%)은 오히려 시가총액 비중(53.0%)에 못 미친다 — 시총 규모만큼 거래되지 않는다는 의미
- 반대로 두 종목을 제외한 그 외 KOSPI는 거래대금 비중(50.5%)이 시가총액 비중(47.0%)을 웃돈다. 시가총액 대비 거래대금은 그 외 종목(0.79%)이 대형주(0.69%)보다 높음
- 반도체의 시가총액 확대가 시장 전체의 거래 증가를 동반했고, 시총 대비 거래 증가는 그 외 종목에서 더 크게 나타난 것으로 판단

그림 10. KOSPI 일평균 거래대금 추이 (조원/일)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 11. 거래대금 비중과 시가총액 비중 (%)



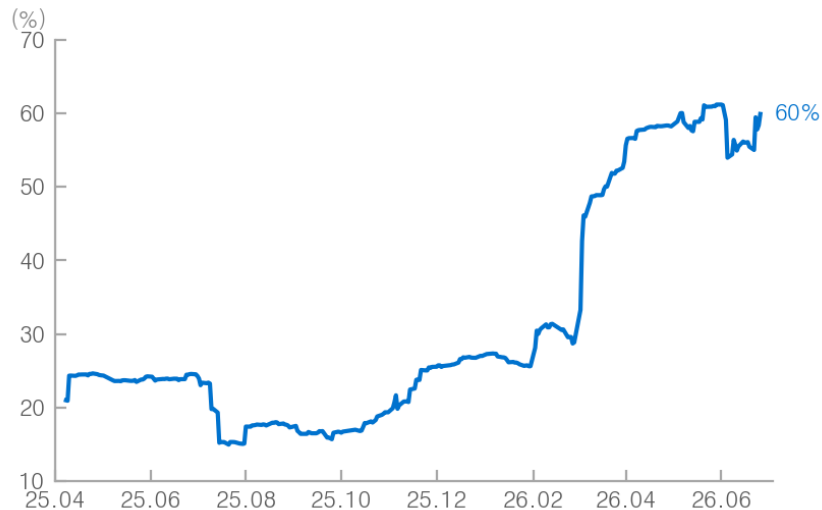
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

실현·내재 변동성의 구조적 상승

KOSPI 63일 실현변동성 약 60%·VKOSPI 약 80, 평시의 수배 수준

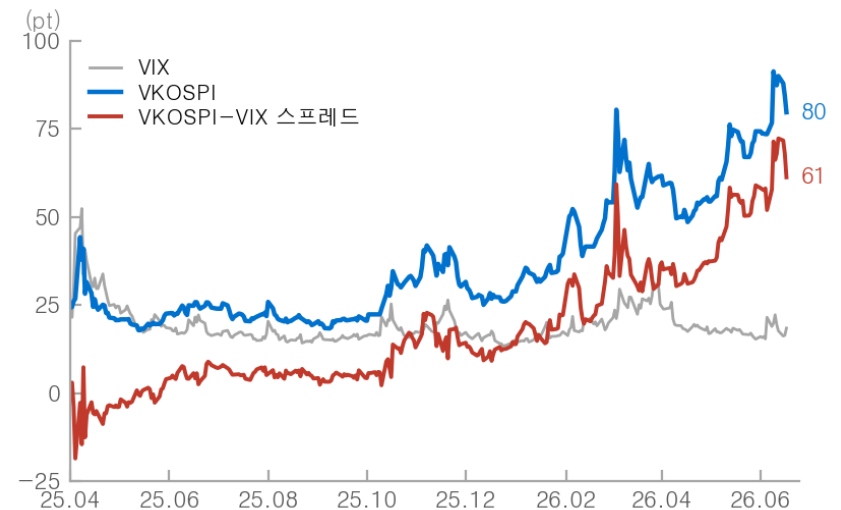
- 시가총액 집중의 직접적 귀결은 변동성 수준의 구조적 상승이다. KOSPI 63일 실현변동성은 약 60%로 평시(12~25%)의 수배에 이룸
- 내재변동성도 동반 상승했다. VKOSPI는 6월 중 88까지 올라 약 80 수준을 유지하며, 평시(약 17)의 약 5배
- 한국 고유 변동성(VKOSPI-VIX 스프레드)은 약 61포인트로, 2025년 10월까지 20포인트를 넘은 적이 없던 점에 비하면 이례적
- 실현변동성과 내재변동성이 동시에 상승했다 — 실제 변동과 위험 인식이 함께 확대된 국면이다. 이 변동성 상승의 구조는 종목 간 동조화 전환에서 비롯

그림 12. KOSPI 실현변동성 (63일, 연율) (%)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 내재변동성(VKOSPI)과 한국 고유 스프레드 (pt)



자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

증시내 종목간 분산 효과 축소

대형주와 그 외 종목 간 공분산 기여가 2025년 -11%(완충)에서 2026년 +21%(증폭)로 전환

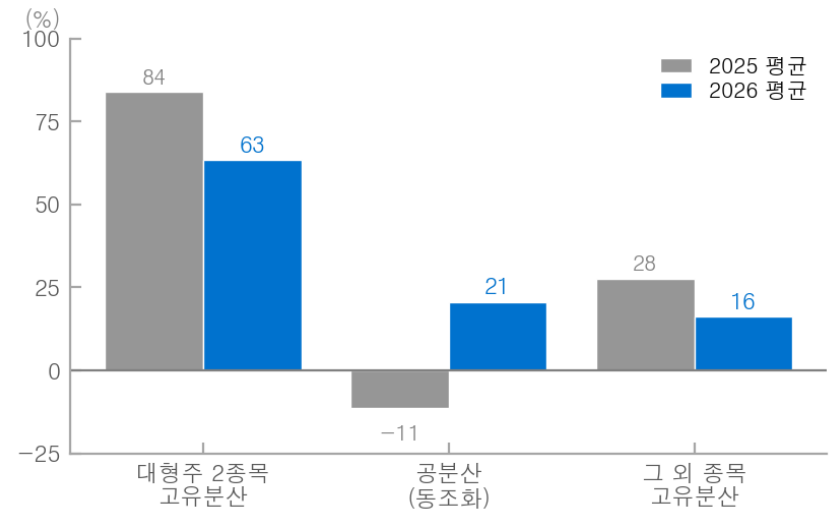
- 변동성 상승의 구조는 동조화 전환으로 설명된다. 삼성전자·SK하이닉스 묶음과 나머지 KOSPI의 상관은 2025년 거의 동조하지 않던 수준(평균 -0.09)에서 2026년 강한 동조(최근 +0.75)로 높아졌다.
- 지수 변동성을 분해하면 대형주 2종목 고유분산이 2026년 평균(연초~6월) 약 63%, 그 외 종목 고유분산이 약 16%를 차지한다.
- 핵심은 대형주와 그 외 종목 간 공분산(동조화) 기여다. 이 몫은 2025년 평균 -11%로 지수 변동성을 낮추는 완충 역할을 했으나, 2026년 +21%로 부호가 바뀌며 변동성을 키우는 요인으로 전환됐다.
- 삼성전자·SK하이닉스가 시장과 거의 무관하게 움직여 분산 효과를 제공하던 구조가, 동조화로 인해 위험 분산이 약화되는 구조로 바뀐 것으로 판단된다.

그림 14. 두 종목과 나머지 시장의 동조화 전환 (상관계수)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 15. 지수 변동성 분해: 대형주·공분산·그 외 기여 (%)



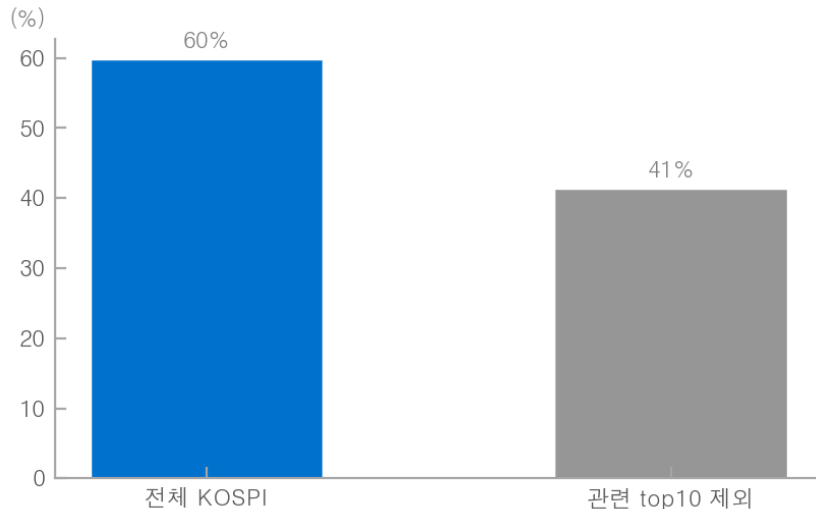
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

변동성은 대형주에 집중, 거래는 시장 전반으로 확산

관련 상위 10종목 제외 시 실현변동성 60%→41%, 그러나 그 외 종목 거래대금은 약 7조→26조로 확산

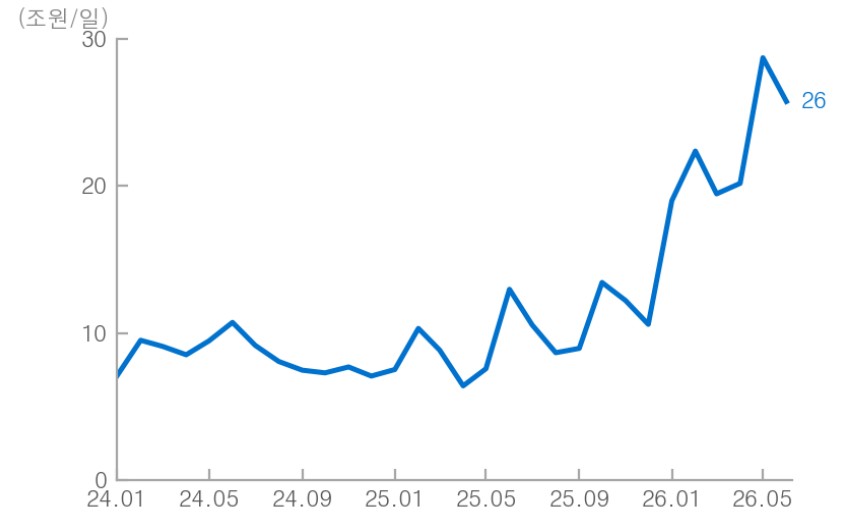
- 변동성의 원천은 시장 전반이 아니라 반도체 대형주 2종목과 그 관련주. 반도체 관련 개별 위험(Idiosyncratic error)도 확대
- 두 종목과의 관련도 상위 10종목을 제외하면 잔여 시장의 63일 실현변동성은 60%에서 41%로 낮은 수준이나, 동조화로 인해 평년 대비 변동성 확대
- 반면 거래는 시장 전반으로 확산. 삼성전자·SK하이닉스를 제외한 KOSPI 거래대금도 2024년 초 약 7조원에서 2026년 6월 약 26조원으로 확대.
- 다른 종목들이 삼성전자·SK하이닉스만큼 오르지 않았으나, 대형주와의 동조화(앞 페이지)와 거래 확산을 통해 시장 전반이 반도체 사이클에 연동된 것으로 판단
- 이러한 변동성과 거래 확대에는 수급 구조, 특히 ETF와 외국인 수급이 추가적인 증폭 경로로 작용

그림 16. 63일 실현변동성: 관련 상위 10종목 제외 시 (%)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 삼성·SK하이닉스 외 KOSPI 일평균 거래대금 (조원/일)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 국내증시 변동성의 추가 증폭요인

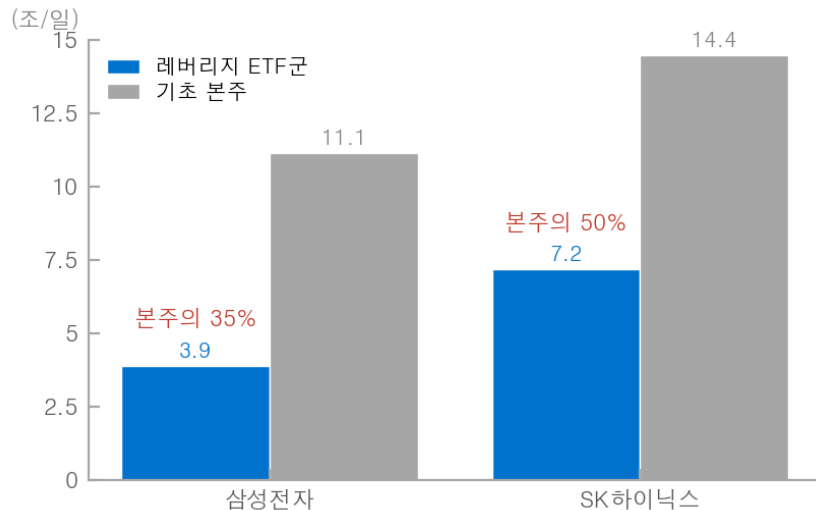
- ETF와 수급

레버리지 ETF 거래 규모 - 본주 거래의 절반에 육박

단일종목 레버리지 ETF 16종(2026-05-27 상장) 일평균 11조 = 삼성·하이닉스 본주 거래의 43%

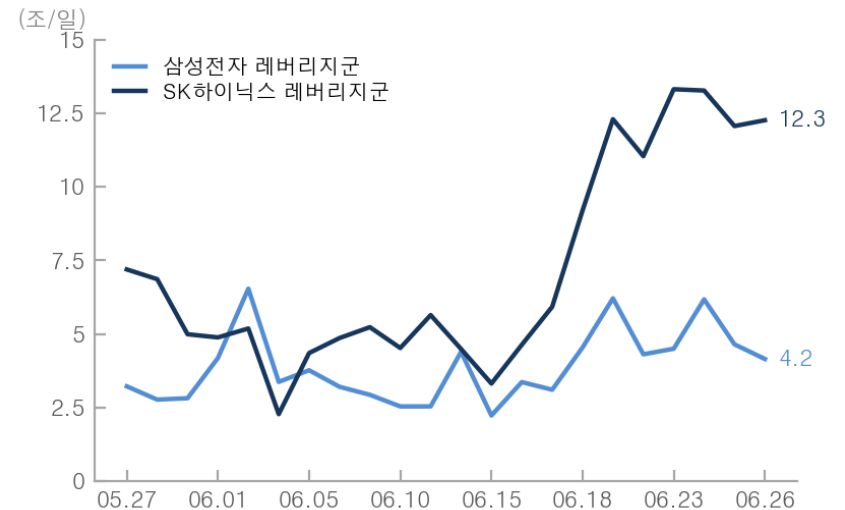
- 2026년 5월 27일 삼성전자·SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF 16종이 일제히 상장했다. 일평균 거래대금은 11.1조원으로 두 종목 본주 거래대금 합(25.6조)의 43%이며, 하이닉스만 보면 ETF군(7.2조)이 본주(14.5조)의 49.6%에 이릅니다
- 거래는 상장 직후부터 급증했고 하이닉스군이 삼성군을 상회(우) — 단일 종목에 2배 배울 거래가 몰리는 새로운 구조
- 다만 이 거래의 대부분은 2차시장의 투자자 간 매매로 현물 주가에 바로 연결되는 것은 아님. 거래대금 총액과 현물 충격은 구분 할 필요
- 현물시장에 실제로 연결되는 경로는 설정·환매 헤지와 매일 2배 배수를 맞추기 위한 리밸런싱

그림 18. 레버리지 ETF군과 기초 본주 거래대금 (일평균) (조/일)



자료: KRX, 대신증권 Research Center

그림 19. 레버리지 ETF군 일별 거래대금 (조/일)



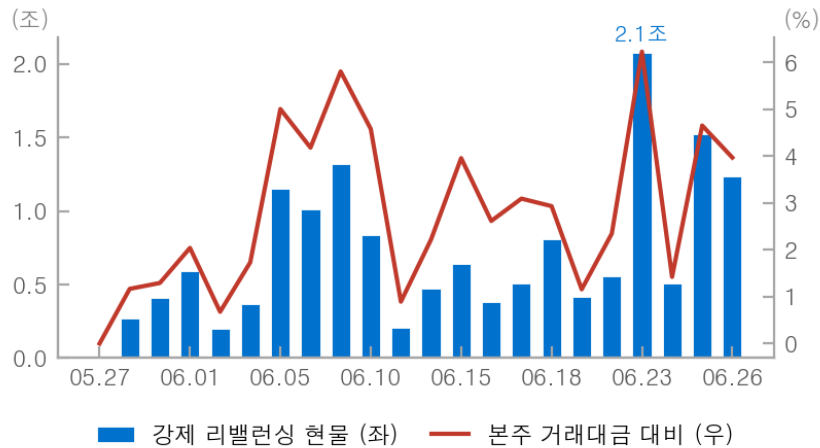
자료: KRX, 대신증권 Research Center

현물시장 직접 타격 - 강제 리밸런싱 일평균 0.7조, 급변동일 6%

2x 유지 위한 강제 매매가 현물에 일평균 0.7조(본주의 2.8%), 급변동일에는 2.1조(6.2%)로 증가 변동성을 증폭

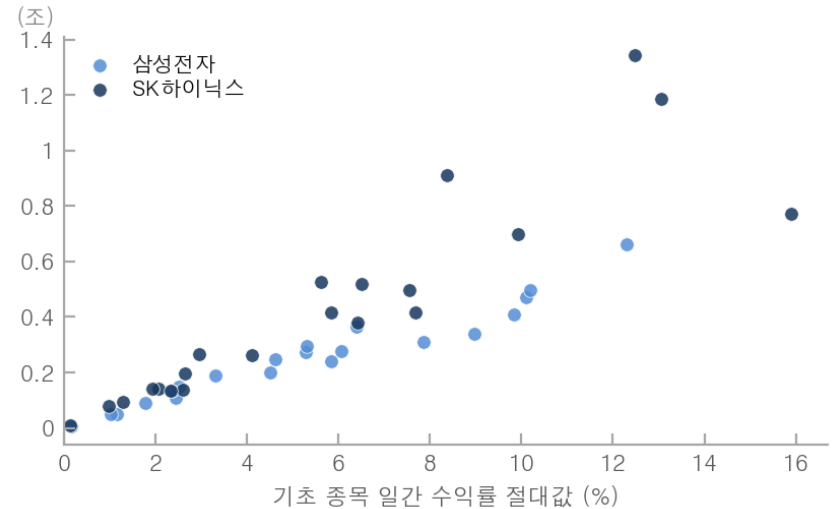
- 레버리지 ETF는 2배 배율을 유지하려 매일 증가 부근에서 기계적으로 매매 — 오르면 더 사고 내리면 더 판다. 자금 유출입에 따른 설정·환매 헤지와는 별개로 발생하는 강제 수요
- 이 강제 리밸런싱은 일평균 1.55조원(총 익스포저)이며, 그중 현물시장 타격분은 0.70조원이다(복합체의 현물 보유비중 약 32%, 나머지는 선물). 평소 본주 거래대금의 2.8% 수준이다.
- 수급 충격은 대변동일에 급증 — 기초 종목이 크게 움직일수록 매매가 비례해 커지며(우), 6월 23일에는 현물 2.1조원·본주 거래대금의 6.2%에 달했다.
- 시가총액의 절반을 차지하는 두 종목에 추세 추종 매매가 증가에 집중되면서, ETF는 변동성을 증폭하는 경로로 작용

그림 20. 강제 리밸런싱 현물 금액과 본주 거래대금 대비 (조 / %)



자료: KRX, 대신증권 Research Center

그림 21. 기초 수익률과 강제 리밸런싱 현물 (종목-일별) (조)



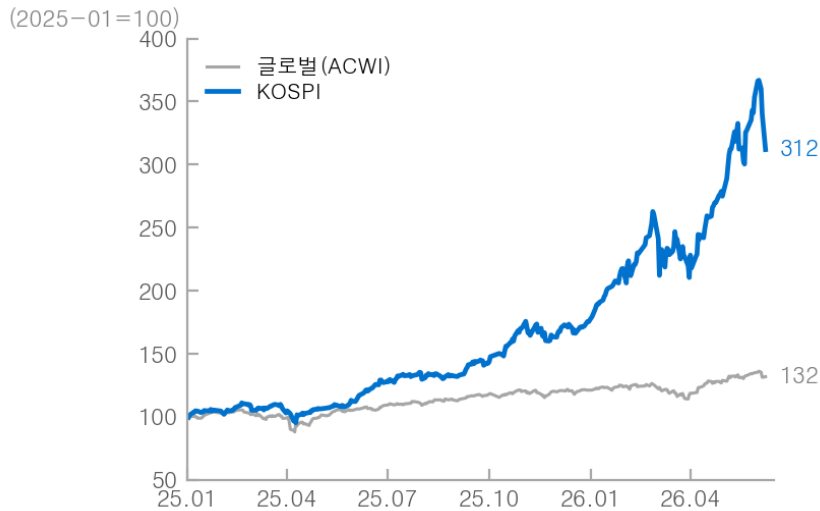
자료: KRX, 대신증권 Research Center

글로벌 내 독보적 상승과 외국인 리밸런싱 매도

KOSPI는 2025년 초 대비 약 3배(글로벌 ACWI 약 1.3배), 누적 순매도 -124조 — 매도 유인 잔존

- ETF가 내부 증폭 경로라면, 외부에서는 글로벌 자금의 리밸런싱이 또 다른 수급 압력이다. 그 출발점은 독보적 상승으로, KOSPI는 2025년 초 대비 약 3배·글로벌(ACWI)은 약 1.3배다.
- 상대 수익률 격차는 벤치마크 대비 비중을 관리하는 글로벌 자금에서 한국 비중을 목표 위로 밀어올려 기계적 리밸런싱 매도를 부르며, 변동성 상승(III장)도 한국 비중 축소 요인이다.
- 그 결과가 외국인 순매도다 — 누적 순매수는 2025년 말 이후 가속 하락해 약 -124조원이며, 매도는 삼성전자·SK하이닉스에 집중됐다. 상대강세 격차(약 3배 vs 1.3배)가 해소되지 않는 한 비중 정상화 매도 유인은 남아 있다.
- 다만 대규모 순매도에도 KOSPI는 상승했다(짜·우 대비). 외국인의 가격 방향 결정력 약화를 시사하며, 양면성은 다음 페이지에서 본다.

그림 20. KOSPI와 글로벌(ACWI) 상대강세 (2025-01=100)



자료: FnGuide, LSEG, 대신증권 Research Center

그림 21. 외국인 누적 순매수 (KOSPI) (조원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 가격결정력 약화되었으나 매도 지속, 개인·기관으로의 주도권

외국인 순매도의 가격 영향력은 약화, 시장 방향은 개인·기관 수급이 좌우 — 변동성을 양방향으로 증폭

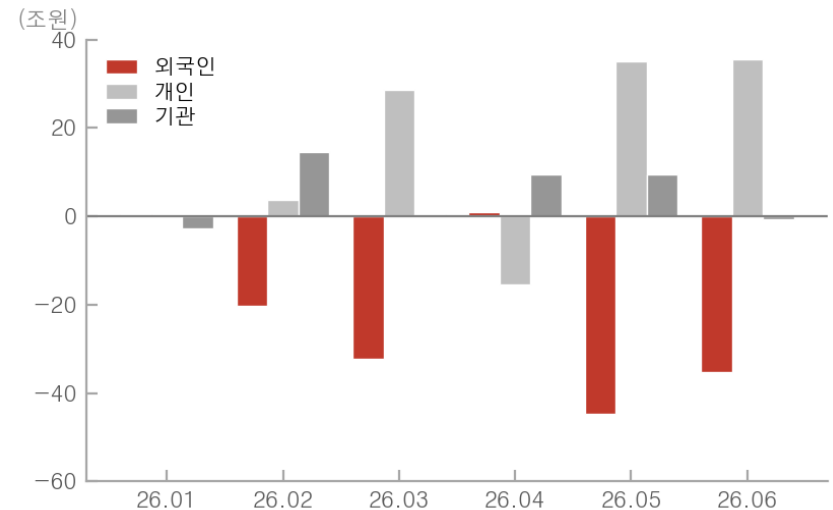
- 외국인 매도가 지수를 끌어내리지 못하는 배경에는 가격결정력의 약화가 있다. 외국인 순매수가 지수 수익률에 미치는 영향(롤링 회귀 기울기)은 2024년 말 약 2.0에서 2026년 약 0.8로 낮아짐
- 최근 시장 방향은 개인·기관 수급이 좌우한다. 외국인의 지속 순매도를 개인·기관이 흡수하며, 매월 순매수의 부호를 바꾸는 주체
- 지금까지가 시장 내부 — 집중·변동성·수급 — 의 부작용이라면, 다음은 그 강세를 뒷받침하는 전방 수요, 곧 하이퍼스케일러의 투자와 자금조달에서 누적되는 부담

그림 22. 외국인 가격결정력 약화 (롤링 120일) (기울기·상관)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 23. 2026 KOSPI 투자자별 월별 순매수 (조원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

IV. 전방 산업 내러티브

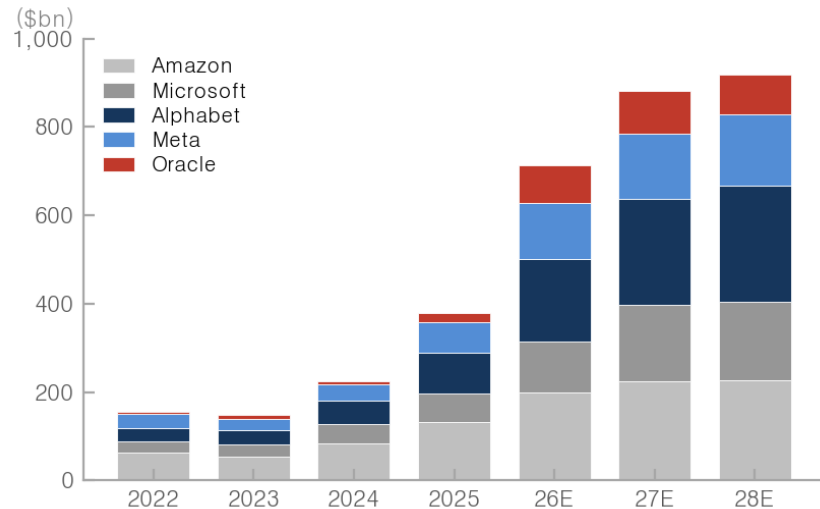
- 하이퍼 스케일러 CAPEX·자금조달·FCF
- 美 정부 개입 속도 조절

수요의 원천, 하이퍼스케일러 CAPEX는 2022년 이후 급증

CAPEX는 2022년 \$155bn→2026E \$714bn으로 급증, FCF는 2024년 \$267bn→2026E \$12bn으로 소진

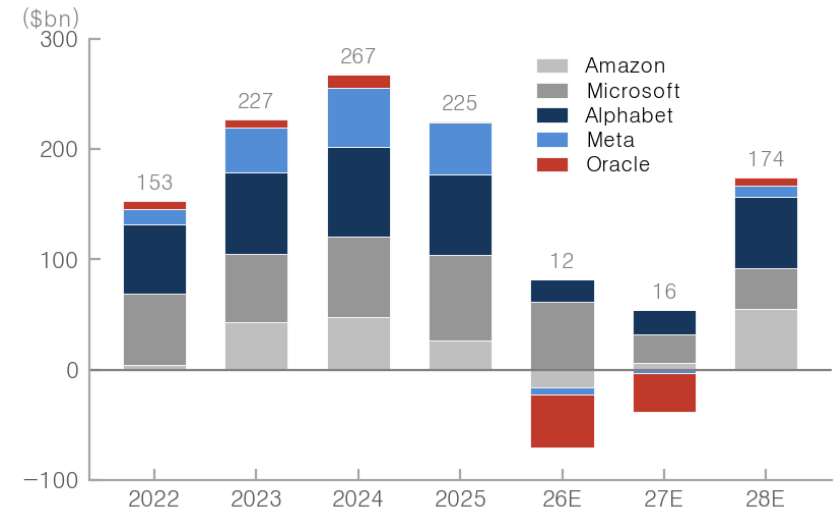
- 5대 하이퍼스케일러 (Amazon·Microsoft·Alphabet·Meta·Oracle)의 합산 CAPEX는 2025년 \$379bn, 2026E \$714bn으로 급증
- 투자 사이클은 정점을 지나지 않았다 - 합산 CAPEX는 2027년 \$882bn, 2028년 \$919bn으로 계속 늘어날 전망
- 그 대가는 잉여현금흐름(FCF)의 급감. 5사 합산 FCF는 2024년 약 \$267bn에서 2026E 약 \$12bn으로 줄어 투자가 현금흐름을 잠식
- 개별로는 Oracle 약 -\$48bn·Amazon -\$16bn·Meta -\$6bn이 적자다. 공급사 NVIDIA는 +\$200bn 이상으로 대비
- CAPEX가 자체 현금흐름을 넘어서면서, 그 차이를 메우는 자금조달이 새 변수

그림 24. 하이퍼스케일러 CapEx (2022-28E) (\$bn)



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 25. 하이퍼스케일러 FCF (2022-28E, 종목별 누적) (\$bn)



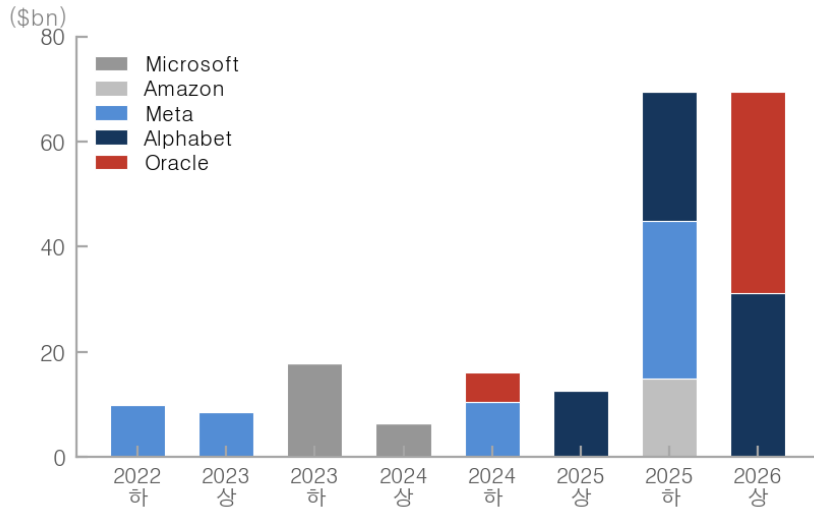
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

자금조달 - 회사채에 더해 Alphabet의 사상 최대 유상증자

회사채는 2025 하반기~2026 상반기 집중(반기당 ~\$70bn), Alphabet은 6월 약 \$50bn 유상증자 단행

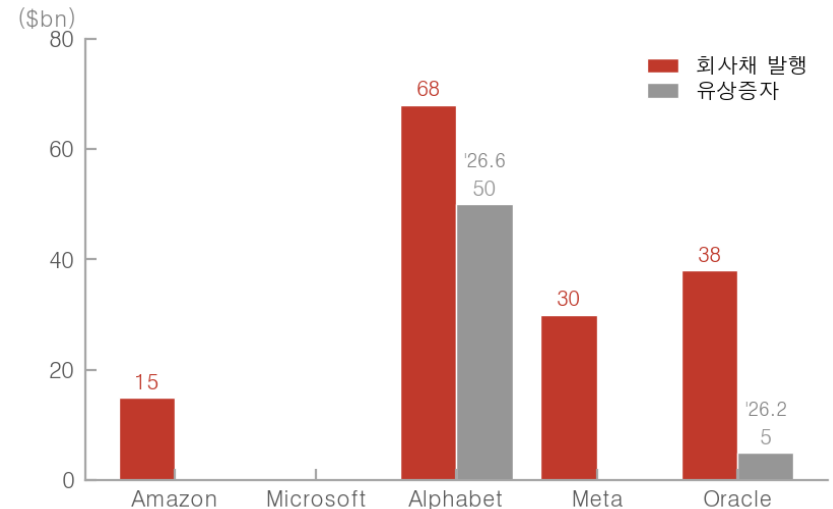
- CAPEX로 인한 FCF의 축소. 회사채 발행으로 자금조달. '25년 하반기와 '26년 상반기에 집중됐으며(반기당 약 \$70bn), 직전까지는 반기당 \$20bn 이하
- 2025년 11월 Meta \$30bn·Amazon \$15bn·Alphabet \$24bn이 6주 내 몰렸고, 2026년 2월 Oracle은 단일 \$25bn(사상 최대급)을 발행
- 조달은 유상증자로도 확대. Alphabet은 2026년 6월 사흘 만에 약 \$50bn(보통주 \$20.7bn·전환우선주 \$19.3bn·버크셔 사모 \$10bn)을 발행, 사상 최대 규모의 주식 조달에 나섰다, Oracle도 \$5bn 전환우선주를 발행했다. Meta도 향후 유상증자 가능성.
- 자금원이 기업 현금흐름에서 신용·자본시장으로 이전 — 22년간 주식을 판 적 없던 Alphabet마저 증자에 나선 점은 AI 투자로 인한 자금 조달

그림 26. 하이퍼스케일러 회사채 발행 시점 (반기별) (\$bn)



자료: SEC EDGAR, 대신증권 Research Center

그림 27. 조달 수단: 회사채 발행과 유상증자 (2025~2026) (\$bn)



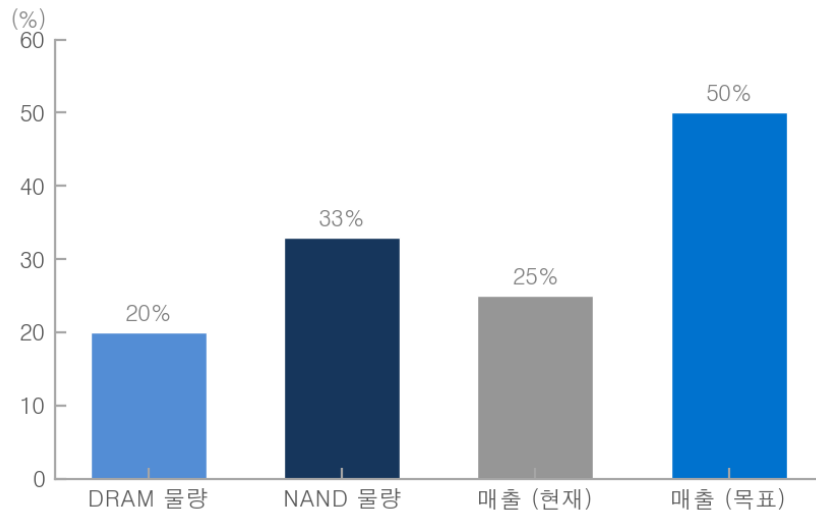
자료: SEC EDGAR, 대신증권 Research Center

다운사이클 우려? - 장기공급계약의 부상

Micron은 16건의 장기공급계약으로 사이클 위험을 구조적으로 축소

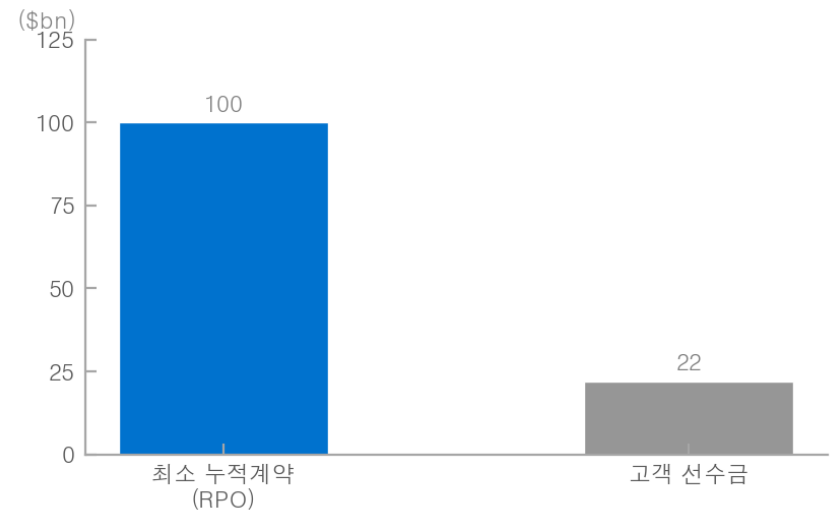
- 투자 회의론의 이면에는 메모리가 사이클 산업이라는 인식이 있다. 이에 대응해 Micron은 최근 실적 발표(2026-06)에서 장기공급계약(SCA, Strategic Customer Agreement; LTA) 강조
- 16건의 SCA는 데이터센터 5년·자동차 3년의 물량 의무 인수 (take-or-pay) 구조이며, 최소 누적 계약 규모 약 \$100bn, 고객 선수금 약 \$22bn에 이릅니다
- 현재 DRAM 물량의 약 20%, NAND의 약 1/3, 매출의 약 25%가 SCA로 묶였고, 경영진은 매출의 절반 이상으로 확대할 계획이다. 계약 하한가격은 과거 사이클 정점 마진을 웃도는 수준
- Micron은 이를 '사이클 헤지가 아닌 사업모델 전환'으로 규정했다 — 메모리 수요를 다년 계약으로 고정해 사이클성을 완화하려는 시도

그림 30. Micron 장기공급계약(SCA) 적용 비중 (%)



자료: Micron, 대신증권 Research Center

그림 31. Micron SCA 계약 규모 (\$bn)



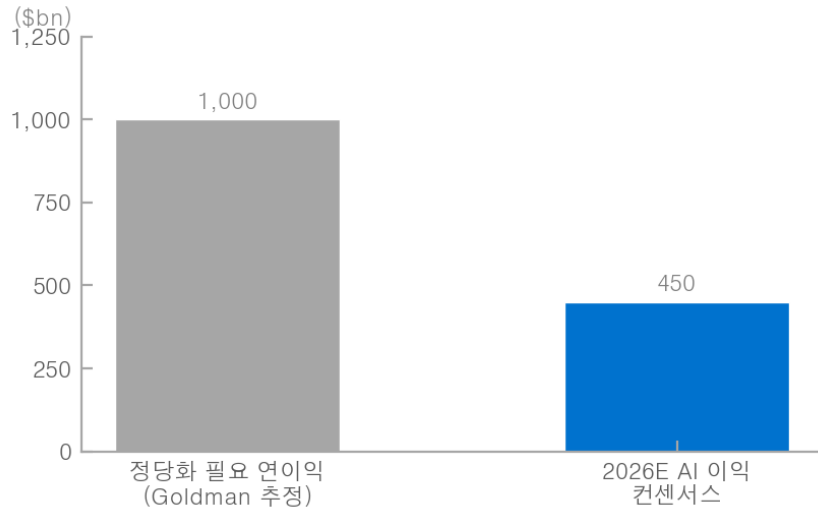
자료: Micron, 대신증권 Research Center

AI 투자는 정당화를 위한 이익 규모

AI capex 정당화에 필요한 이익도 주가 변동성 확대 요인으로 작용

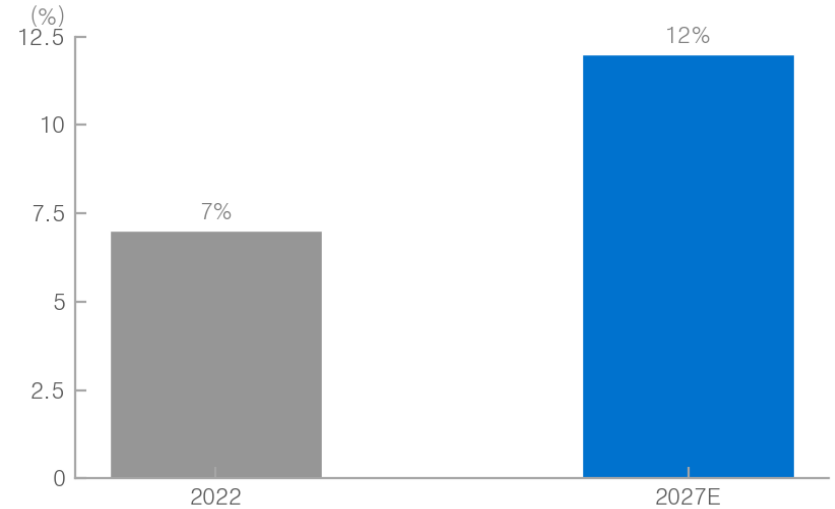
- 신용시장에 기댄 대규모 투자는 정당화 논쟁을 부른다. Goldman Sachs는 현 CAPEX를 정당화하려면 연 \$1조 이상의 이익이 필요하다고 추정하나, 2026년 관련 이익 컨센서스는 약 \$450bn에 그친다.
- 하이퍼스케일러의 감가상각비가 매출에서 차지하는 비중은 2022년 약 7%에서 2027년 약 12%로 높아질 전망이다 — 투자 부담이 이익률을 잠식한다.
- 일부에서는 연 약 \$600bn의 매출 공백, 빅테크 간 순환 투자 구조, 메가캡 IT의 자기자본이익률(ROE) 약 700bp 하락 가능성을 우려한다.
- 다만, Microsoft 클라우드 수주잔고는 전년비 약 2배로 늘었다. 정당화 여부는 투자수익(ROI) 실현 시점에 달려 있다.
- AI 발전 속도는 가속화 되는데 비해, 최적화 및 생산성 향상을 위한 방법론은 뒤따라 적립되고 있는 상황. 수익성 우려에도 불구하고 AI 투자 가속화는 하이퍼 스케일러 생존의 문제

그림 28. AI 투자 정당화 필요 이익과 컨센서스 (\$bn)



자료: Goldman Sachs, 대신증권 Research Center

그림 29. 하이퍼스케일러 D&A/매출 비중 상승 전망 (%)



자료: Goldman Sachs, 대신증권 Research Center

정부 수준의 속도 조절 - 프런티어 모델 검토

미 정부가 프런티어 AI 모델 출시를 사실상 게이팅 — AI 확산 속도의 새 제약

- AI 업사이드에는 정부 수준의 속도 조절이라는 변수가 더해졌다. 프런티어 AI 모델 출시가 미 정부 검토의 직접 대상이 되고 있다.
- Anthropic의 Fable 5는 2026년 6월 9일 출시 사흘 만에 미 정부가 국가안보 권한을 들어 전체 접근을 중단시켰고(6/12), 6월 말까지 일반 공개가 재개 되지 않았다.
- OpenAI의 GPT-5.6은 6월 25일 정부의 지연 요청을 받은 뒤, 6월 26일 정부가 승인한 약 20개 기관에 한정해 프리뷰로 공개됐다 — 정부 관리 접근 리스트 하의 첫 프런티어 모델 출시다.
- 행정명령의 자발적 사전검토가 사실상 사전 게이팅으로 작동하며 프런티어 AI 확산 속도를 늦추고 있고, 이는 중장기 AI 투자·메모리 수요의 속도에도 변수가 될 수 있다.

그림 12. '25년 트럼프 대통령 취임 직후 폐기했던 AI 안전법

[트럼프 취임] 바이든의 'AI 안전규제' 폐기... "개발기업에 간섭 않을 듯"

송고 2025-01-21 16:42

사회적 위험 통지·AI 사용된 콘텐츠 식별표준 수립 등 폐지
명분은 기술혁신 촉진...AI 규제 운전대는 규제 반대론자에게

자료: 언론보도

그림 13. 1년 반만, AI 성능/잠재력/위험가능성으로 정부 개입 등장



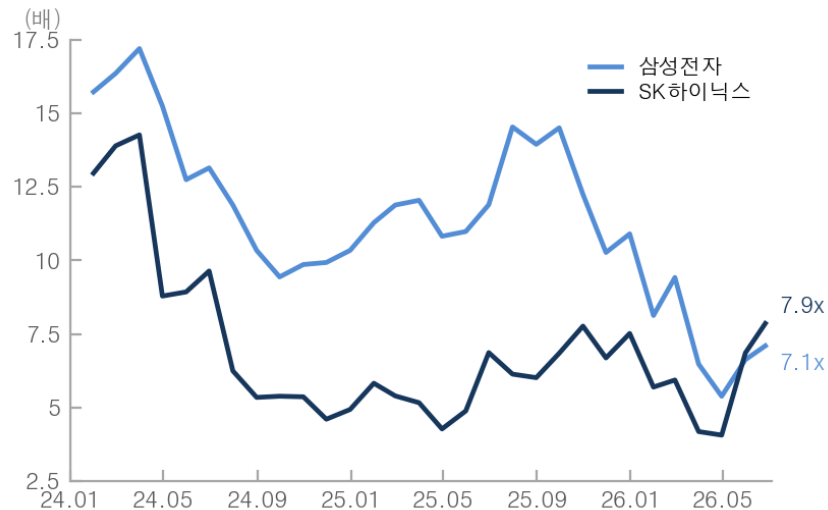
자료: 대신증권 Research Center

이익 대비 주가는 우려할 수준이 아니다

주가 상승에도 12개월 선행 PER은 2024년 초 15배대에서 2026-06-26 7~8배로 하락

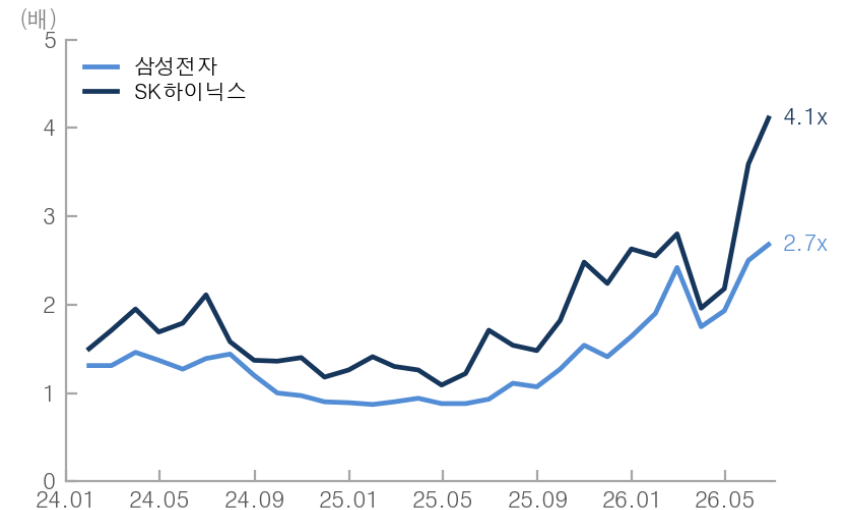
- 부수효과를 점검했으나, 현재 이익 대비 주가 수준 자체는 우려할 단계가 아니라는 판단이다. 삼성전자·SK하이닉스의 12개월 선행 PER은 2024년 초 약 15.7배·13.0배에서 2026-06-26 약 7.1배·7.9배로 하락
- 주가는 크게 올랐으나 이익 추정치가 더 빠르게 늘면서 선행 PER은 오히려 하락했다 — 전형적인 이익 주도 장세
- 반면 선행 PBR은 같은 기간 상승했다(삼성전자 약 1.3→2.7배, SK하이닉스 약 1.5→4.1배). 주가 상승은 PBR에 반영되나, 이익 성장이 이를 앞질러 PER은 낮은 수준을 유지
- 따라서 앞서 다룬 집중·변동성·수급·자금조달의 부작용은 밸류에이션 과열이 아니라 시장 민감도 차원의 점검 대상이라는 것이 본 보고서의 판단

그림 32. 삼성전자·SK하이닉스 12개월 선행 PER (배)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 33. 삼성전자·SK하이닉스 12개월 선행 PBR (배)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

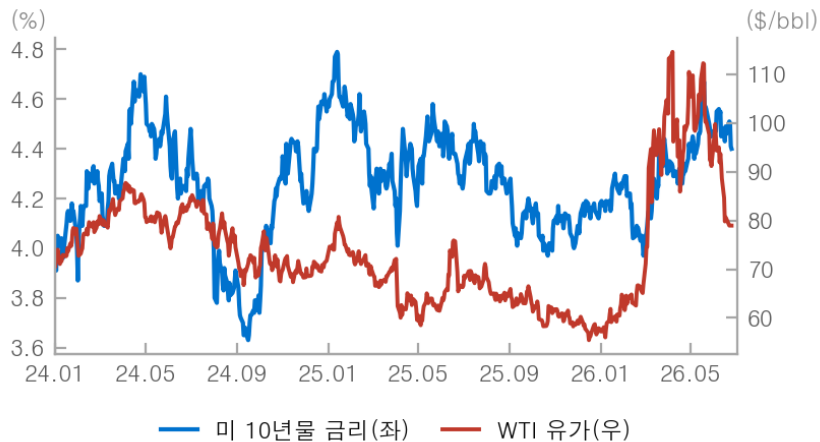
V. 7월 추천 - 멀티팩터 포트폴리오

미-이란 종전 MOU 체결 – 물가, 할인율 요인 잔존

미-이란 종전으로 유가는 급락했으나 물가 압력은 지속, 한미 금리 환경도 할인율 부담을 높게 유지

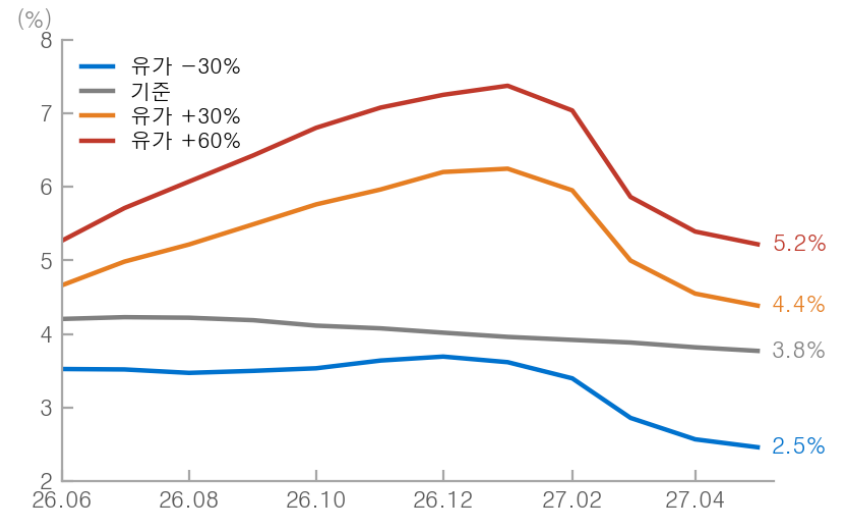
- 미국-이란 종전 MOU 이후 WTI 유가는 4월 고점 약 \$115에서 6월 약 \$79로 31% 급락해, 표면적으로는 물가상방 압력을 완화시키는 요인
- 그러나 Vibe Quant(Chronos-2) 조건부 시나리오에서는, 유가가 30% 하락해도 미국 CPI가 2027년 중반에야 2%대 중반으로 내려오고 기준 시나리오는 4% 안팎이 이어진다(유가 반등 시 6%대 재상승)
- 금리도 할인율 부담을 높게 유지한다. 한국은행은 하반기 인상 사이클 진입을 시사했고, 미국의 연내 금리 인하 기대가 사실상 소멸(미 10년물 4.4%).
- 물가·금리 양면의 할인율 압력으로 낮은 듀레이션·실적 가시성 높은 종목 제시

그림 1. 미국 10년물 금리와 WTI 유가



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 2. 유가 시나리오별 미국 CPI 경로 (Chronos-2) (%)



자료: Chronos-2 시계열 모델, 대신증권 Research Center

7월 추천 - 낮은 듀레이션·실적 가시성의 멀티팩터

- 본 보고서가 이후 내용에서 점검하는 부작용 — 집중·변동성·수급·비용 — 을 선반영해, 7월은 낮은 듀레이션과 실적 가시성을 갖춘 종목을 선호
- 낮은 듀레이션은 시장 가격이 가까운 현금흐름을 반영하는 종목으로, 높게 유지되는 금리·변동성 부담에 상대적으로 견조
- 여기에 이익 추정치 상향(실적 가시성)과 분산효과를 함께 고려
- 아래는 듀레이션·실적 가시성·밸류를 종합한 멀티팩터 상위 종목이다(점수순; 듀레이션 분위 1=가장 낮음). 강제 핵심 두 종목(삼성전자·SK하이닉스)은 보유하되, 다음 페이지(표2)의 저베타 종목으로 집중·동조화 위험을 상쇄

표 1. 7월 멀티팩터 추천 (낮은 듀레이션·실적 가시성, 밸류 2026-06-26 기준)

종목	듀레이션 분위	이익리비전 3M(%)	1M 수익(%)	선행 PER(배)	PBR(최근분기, 배)
삼성전자	2	100	14	7.1	4.19
SK	1	164	9	7.1	2.00
SK하이닉스	2	88	28	7.9	11.60
롯데쇼핑	1	43	10	13.2	0.32
S-Oil	2	72	-3	5.7	1.10
현대백화점	2	13	77	15.5	0.94
F&F	2	20	0	5.9	1.42
지역난방공사	1	27	-7	3.2	0.31
신한지주	2	5	0	7.7	0.74
NH투자증권	2	24	-10	7.2	0.99

반도체 민감도 낮은 분산 후보

삼성전자·SK하이닉스와의 민감도(베타)가 낮아 집중·동조화 위험을 분산하는 보완 후보

- 집중·변동성 위험을 분산하기 위해, 반도체 대형주 2종목과의 민감도(베타)가 낮은 종목을 함께 제시
- 이들은 반도체 사이클과의 연동이 낮아 대형주 변동성이 커질 때 포트폴리오 변동을 줄이는 데 기여하며, 일부 이익 추정치 상향(실적 가시성)도 동반
- 분산 후보는 멀티팩터 핵심 종목과 함께 포트폴리오의 변동성을 낮추는 보완재로 활용

표 2. 반도체 민감도 낮은 분산 후보 (밸류 2026-06-26 기준)

종목	반도체 민감도(β)	1M 수익(%)	이익리비전 3M(%)	선형 PER(배)	PBR(최근분기, 배)
삼성바이오로직스	0.25	-2.8	8.2	29.9	7.85
KT	0.16	-4.6	-2.6	8.8	0.72
에이피알	0.21	-4.7	31.6	22.3	26.83
오리온홀딩스	0.07	-5.1	8.0	8.7	0.58
한국엔컴퍼니	0.31	-6.6	-26.0	5.1	0.43
셀트리온	0.31	-7.0	8.2	25.0	2.08

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: FICC리서치부 권순호)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.