



# 2026 Summer Risk Screen

SK증권 자산전략부

윤원태, 강대승, 황지우, 조준기, 신윤정, 원유승

# 작성 의도

- 한 치 앞을 알 수 없는 변동성의 시대, 돌다리를 두들겨볼 필요가 있습니다. 이번 자료는 2026년 3분기 시장에 충격을 줄 수 있는 요인이 무엇인지, 그리고 그 충격이 어떤 경로를 통해 전이될 수 있는지를 사전에 점검하기 위해 작성했습니다. 다시 말해 '어떤 충격이 어디에서 시작되어 어떤 자산으로 번질 것인가'를 미리 살펴보는 리스크 스크리닝 자료입니다.
- 2분기 리스크 점검 자료에서 지적했던 긴축적 통화정책과 확장적 재정정책의 공존이 나타났습니다. 이에 지정학 리스크 프리미엄은 해소되었으나, 정책·공급발 금리 상방 압력이 그 자리를 대신할 것으로 봅니다. 따라서 3분기 금융시장은 ① 신중해진 성장 낙관이 고금리를 정당화할 만큼 강하지 않은 가운데, ② 공급발 금리 상승이 발생하고, 이 고금리가 ③ 빅테크 자금조달·④ 주식·⑤ 크레딧으로 전이되며, ⑥ 'AI 수익성 증명'이 위험자산에 대한 심리를 결정하는 구조입니다.
  - ① 거시 환경 - 고금리를 상쇄하기엔 신중한 낙관론: AI 투자가 이끄는 생산성 기대는 유효하나, 그 효과는 '정당화'되기보다 '신중'해지고 있습니다. 현재의 노동생산성-총요소생산성(TFP) 괴리는 1990년대 중반과 닮았지만, 기술 확산의 범위와 거시 여건은 당시보다 불리합니다. 핵심은, 성장 모멘텀이 뒤이어 닥칠 고금리를 상쇄할 만큼 강하지 못하다는 점입니다.
  - ② 금리 - 통화정책보다 공급이 끌어올리는 상승: 인상 우려는 상당 부분 선반영된 반면, 미국과 한국 모두 공급 부담이 존재합니다. 미국은 재정증권 중심 조달로 이연된 국채 공급 부담이 8월 QRA와 9월 예산 협상을 거치며 FY2027 이표채 증액 우려로 전환될 가능성이 있습니다. 한국도 상반기 공급 조절 반작용 등으로 인해 8~9월 월간 국고채 발행 물량 부담이 있습니다.
  - ③ 대형 기술주 유상증자 - 고금리가 드러낸 자금조달 사다리의 하강: 하이퍼스케일러의 설비투자 조달이 유희자금 → 회사채 → 유상증자로 내려가고 있는데, 이는 고금리·고비용 환경에서 부채 여력이 한계에 다다랐다는 신호입니다. 단 Pecking Order 관점에서는 고평가를 인지한 역선택(부정적)으로, Minsky 관점에서는 투기적 금융 전환을 차단하는 합리적 선택(긍정적)으로 갑니다.
  - ④ 고금리의 주식 전이 - 밸류에이션보다 심리: 같은 고금리가 주식시장으로 번지면, 밸류에이션 부담과 투자 기회비용을 동시에 끌어올립니다. 긴축기에는 PER 확장보다 EPS의 설명력이 커지고, 금리 상승은 AI 이외 산업의 경기 하방 압력으로 작용합니다.
  - ⑤ 크레딧 - 인상기 수급 악화: 고금리가 신용시장으로 전이되면, 인상 과정의 수요 둔화와 공급 증가가 맞물려 수급이 악화됩니다. 증시 머니무브에 따른 단기채 발행 급증과 비우량 등급의 조달 난항이 하반기 부담을 키웁니다. 앞선 ③·④에서 약해진 심리가 여기서 유동성 경색으로 구체화되며, '100조원+α 시장안정 프로그램'이 안전판이나 자금 쏠림 심화로 그 효과는 과거 대비 약할 수 있습니다.
  - ⑥ 자산배분 - 취약해진 환경, 필요한 증명: 현금여력이 줄어든 AI CAPEX는 주식·채권 양 시장의 조달로 이동하고 부외부채(shadow borrowing)는 새로운 충격 전파 경로가 됩니다. 시장의 향방을 가르는 변수는 'AI 수익성 증명'입니다. 증명이 성립하면 ①의 낙관이 사후적으로 정당화되며, 실패하면 ③의 자금조달 균열부터 ⑤의 신용 경색까지 연쇄 조정으로 이어질 수 있습니다.

# 결론

종합 결론	2026년 3분기 금융시장은 AI발 '신중한 낙관론'이 유지되는 가운데 '긴축적 통화정책 + 확장적 재정정책' 구조가 금리를 끌어올리고, 고금리가 밸류에이션·크레딧 수급·빅테크 AI 자금조달로 전이되면서 'AI 수익성 증명'이 위험자산 선호 심리를 결정하는 국면	
구분	Screening Point	Screening Conclusion
거시 환경	AI 투자 모멘텀에 따른 생산성 효과가 상대적으로 제한적일 가능성	가계 소비 활동 확대에 대한 기대감 제한적인 가운데 제약적인 거시 경제 여건으로 중요소생산성이 노동생산성 증가를 후행하지 못하고 괴리가 지속될 가능성
통화정책	고물가 대응을 위한 주요국 중앙은행 긴축 사이클 전환 지속	주요국 중앙은행 긴축 사이클 전환, 미국-이란 MOU 체결에도 파급 효과 확인 필요성 및 종전 합의 지속에 대한 불확실성 존재해 3분기에도 지속될 것
재정정책	확장 재정에 따른 실질금리 상승 우려	미국은 이연된 이표채 증액 부담 발생 가능성, 한국은 월간 경쟁 입찰 물량 부담으로 인해 장기물 금리 상방 압력 받을 것. '긴축적 통화정책 + 확장적 재정정책'의 결합이 3분기 금리 변동성의 핵심
대형 기술주 유상증자	하이퍼스케일러 자금 조달 방식이 유휴자금 > 회사채 발행 > 유상증자로 변화 중	빅테크 유상증자를 부정적으로 해석하는 시각 강하나 사후적으로 기업가치 제고로 귀결될 가능성도 존재. CDS 프리미엄과 크레딧 스프레드 모니터링 필요
고금리의 주식 영향	고물가 대응을 위한 주요국 중앙은행의 긴축 행보로 인한 밸류에이션 부담 확대 우려	경기 둔화 우려 속 고금리는 오히려 실적 가시성이 높은 산업(반도체) 쓸림을 가속화하는 요인. 밸류에이션 압박보다 투자심리의 훼손에 집중해야 함
크레딧	기준금리 인상과 조달 금리 상승에 따른 금융안정 악화 예상	기준금리 인상 과정에서 크레딧 채권 수요 둔화와 공급 증가로 수급여건 악화. 발행기업의 조달금리 상승과 자금조달 난항 예상. 금융안정 악화 예상
자산배분	하이퍼스케일러의 현금여력 감소와 시장의 AI 서비스 수익성 검증 요구 확대	현금여력이 감소한 AI CAPEX는 주식과 채권 양 시장에서의 자금 조달로 이동하며 위험 확대 중. 향후 실적발표에서 AI로 인한 수익성 증대 확인 필수

# 목차

01

## Main Risk Key Chart

02

매크로 리스크: 신중한 낙관론 형성

03

금리: 통화정책보다 공급에 주목

04

대형 기술주들의 유상증자

05

금리 상승에 따른 주식시장 하방 압력

06

크레딧 리스크

07

취약해진 환경, 필요한 증명

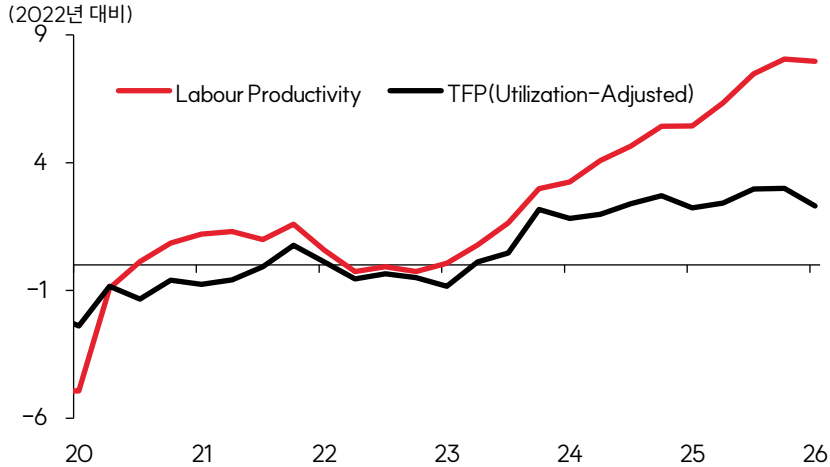
# 1. Main Risk Key Chart

**2026**  
**Risk** Summer  
**Screen**



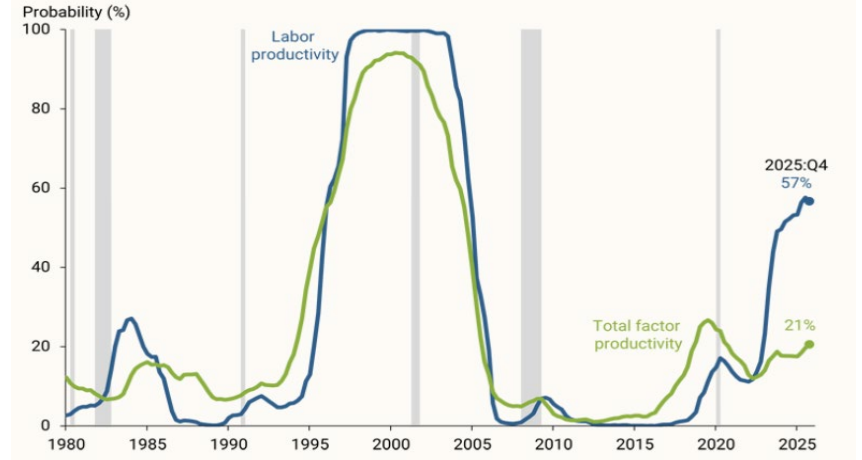
# Main Risk Key Chart ①

## 2022년 대비 생산성 지표 변화



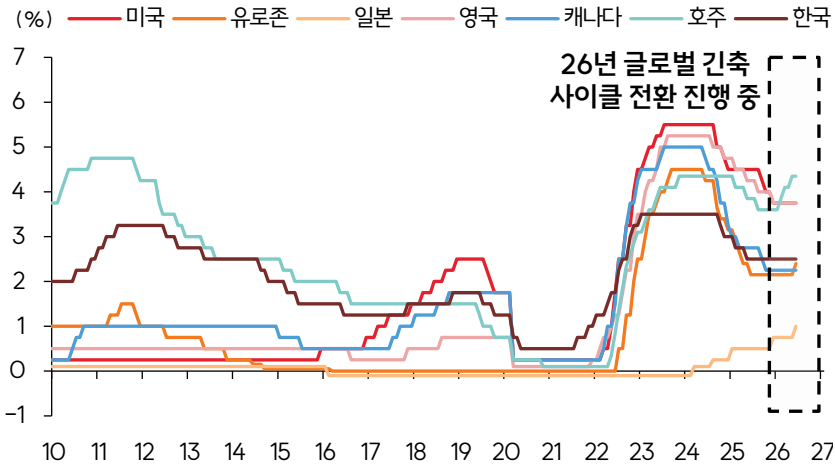
자료: FRBSF, SK증권

## 고성장 체제 확률의 두 가지 측정 방법



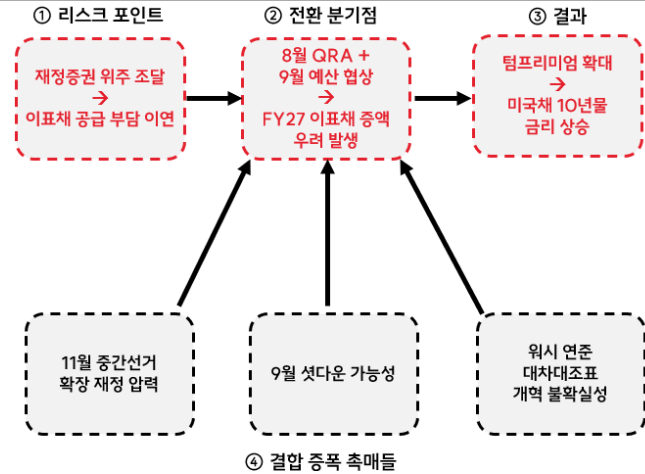
자료: FRBSF, SK증권

## 글로벌 주요국 기준금리 추이: 고물가 대응 위해 통화정책 긴축 전환 진행 중



자료: Bloomberg, SK증권

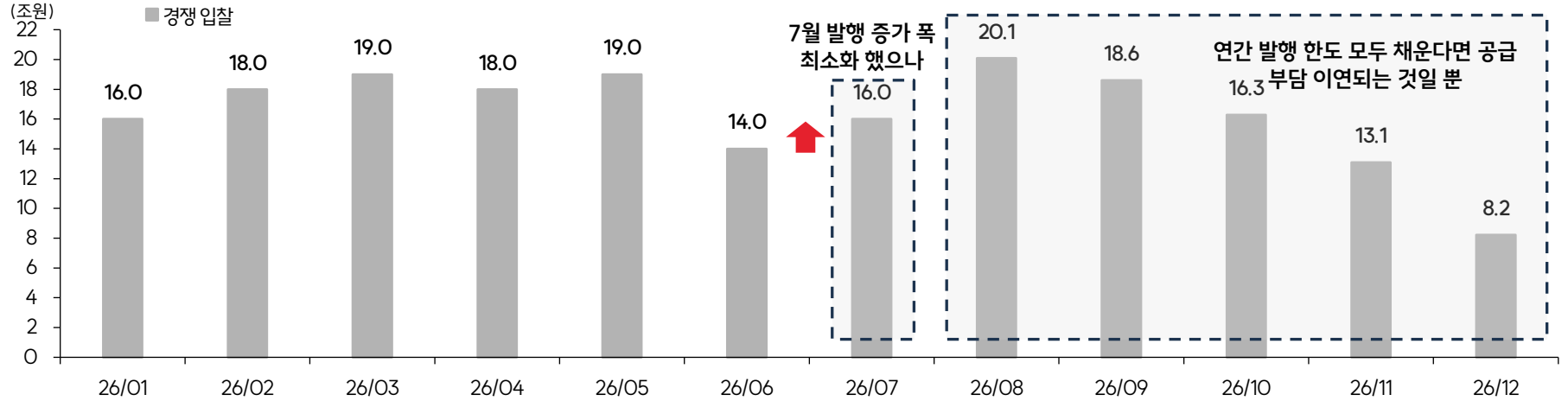
## 3분기, 이연된 이표채 증액 부담이 미국채 금리에 반영 시작될 리스크 존재



자료: SK증권

# Main Risk Key Chart ②

국고채 월간 경쟁 입찰 물량 추이 및 추정치



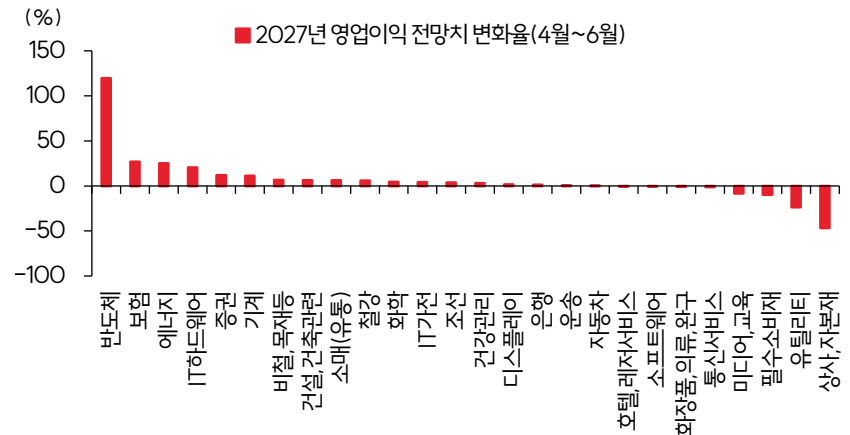
자료: 재정경제부, SK증권  
 주: 8~12월은 추정치

## S&P500의 Yield Gap은 0선에 근접



자료: Bloomberg, SK증권  
 주: S&P500 기대 수익률 = 1/(S&P500의 12MF PER)

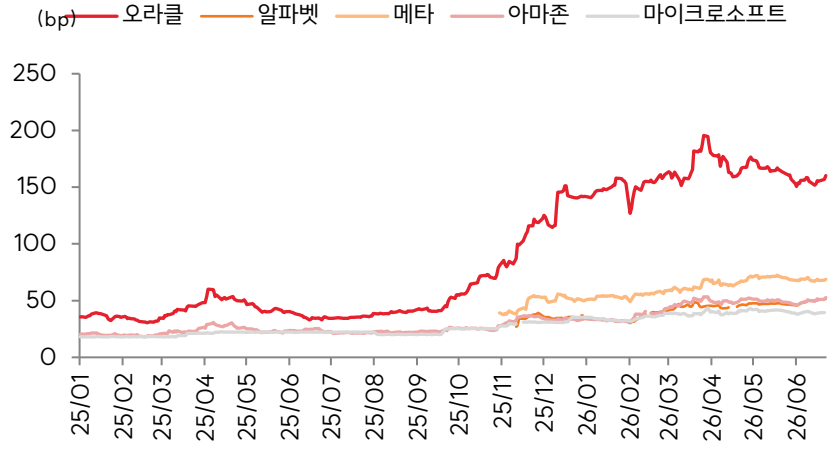
## 이란전쟁 발발 이후 2027년 한국 영업이익 전망치 변화: 반도체 압도적 우위



자료: Quantwise, SK증권

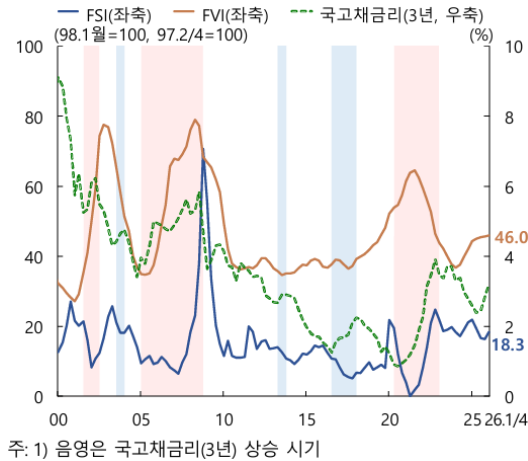
# Main Risk Key Chart ③

주요 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄



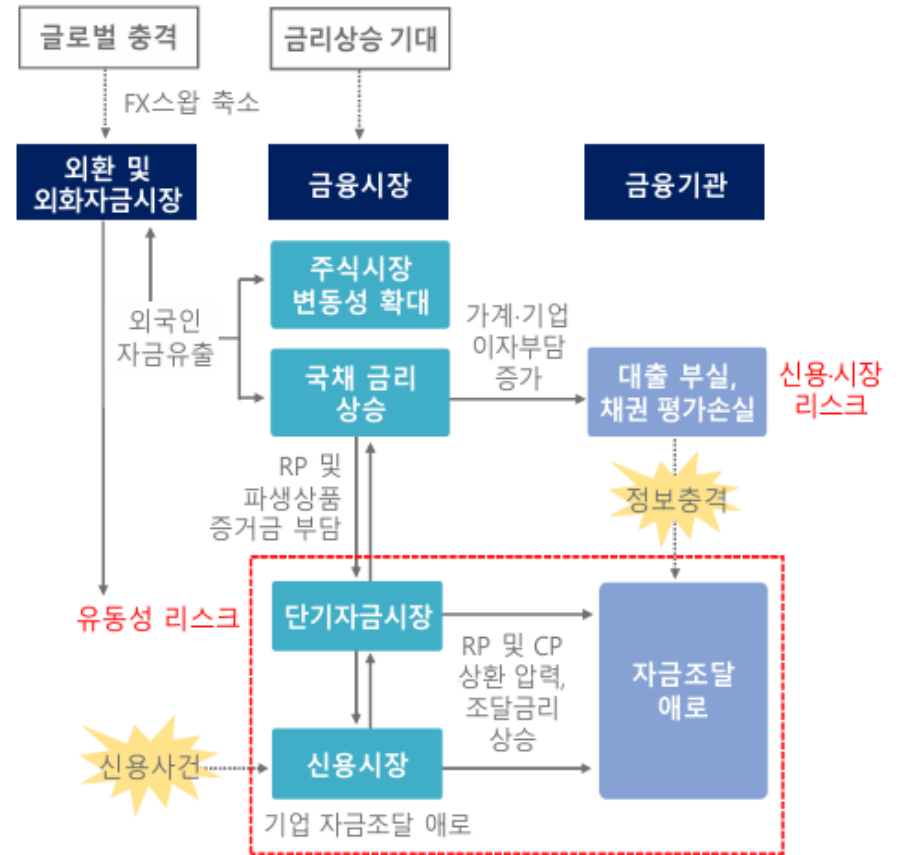
자료: LSEG Workspace, SK증권

2000년 이후 시장금리 변동과 FSI·FVI



자료: 한국은행 금융안정보고서(26.6), SK증권

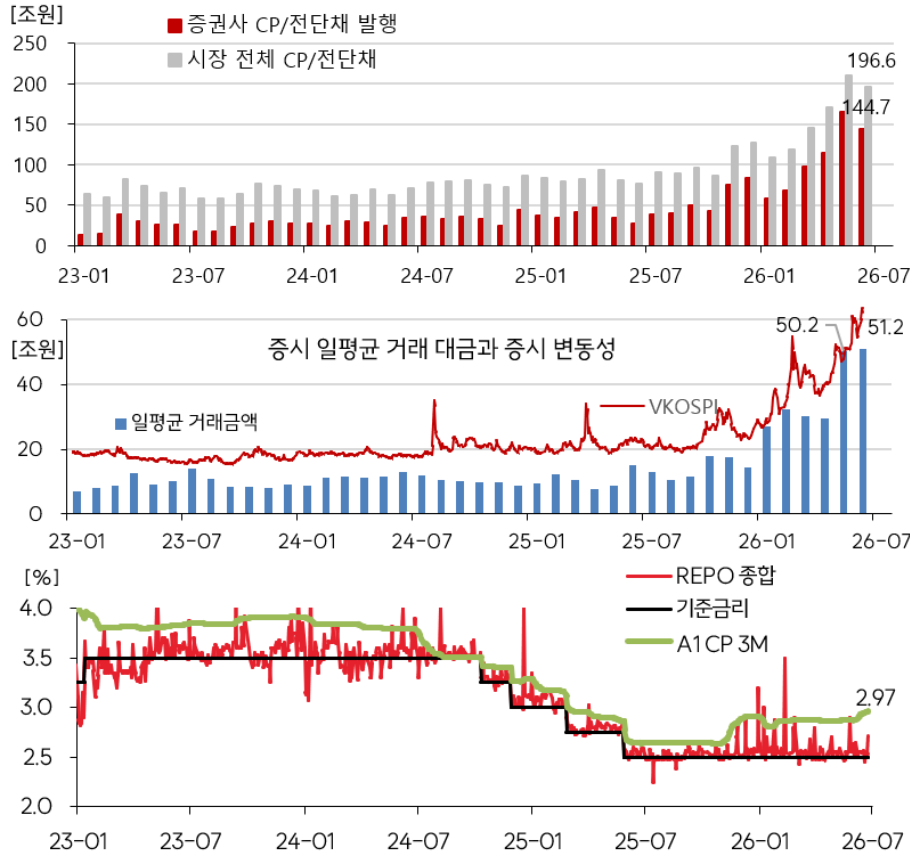
금융안정 리스크 파급경로: 금리 상승에 따른 금융안정 리스크 증대



자료: 한국은행 금융안정보고서(26.6), SK증권

# Main Risk Key Chart ③

증시로 자금쏠림과 주가 변동성 확대로 단기자금 시장 발행 증가 및 금리 상승



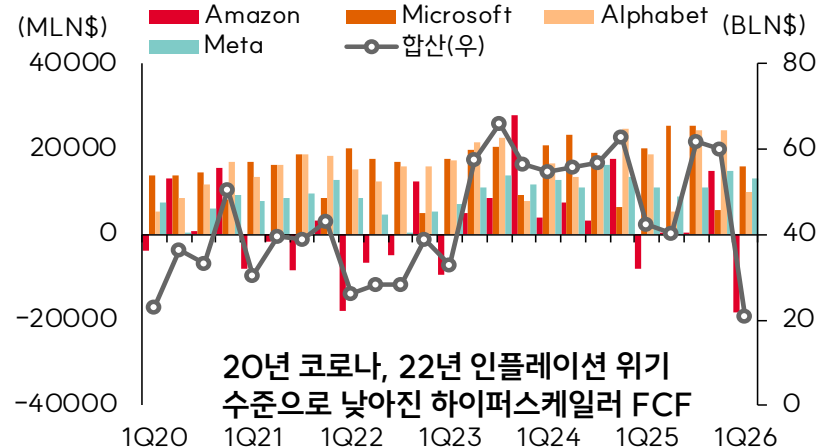
자료: 인포맥스, SK증권  
주: 6월 데이터는 6월 26일 기준

S&P500 수익률 분산도



자료: Bloomberg, SK증권

CSP+Meta의 Free Cash Flow 추이



자료: Bloomberg, SK증권

## 2. 매크로 리스크: 신중한 낙관론 형성

**2026**  
**Risk** Summer  
**Screen**

The graphic consists of several overlapping arrows pointing upwards and to the right. The most prominent is a large red arrow in the center. Behind it are several grey arrows, and in the foreground, there are black arrows. The text '2026 Risk Summer Screen' is positioned on the left side, with '2026' in black, 'Risk' in red, 'Summer' in black, and 'Screen' in black. The overall composition suggests a forward-looking or optimistic perspective.

# 테크니컬 붐에 대한 신중해진 낙관론

- 최근의 생산성 패턴이 1990년대 생산성 호황 초기와 비슷한 만큼 경기 모멘텀에 대한 낙관론 존재. 범용 기술의 생산성 효과는 시차가 존재하는 만큼 TFP 반영은 후행하는 것이 전형적인 기술 붐 매커니즘
- AI 소프트웨어, 반도체, 서버, 데이터센터 등에 대한 투자가 늘어나면 근로자가 사용할 수 있는 자본이 증가. 근로자 한 명이 더 많은 컴퓨팅 장비와 소프트웨어를 사용하게 되므로, 산출량이 늘어난 사례로 이를 자본심화(capital deepening)라 부름

미국 중요소생산성과 노동생산성 추이와 전망

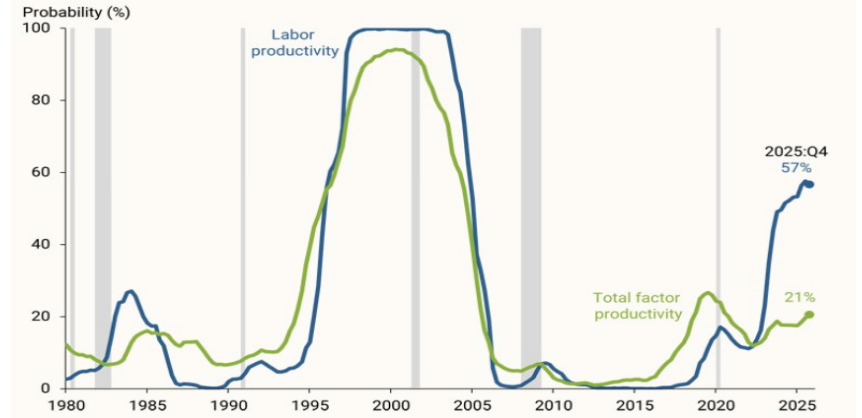


자료: CEIC, Dallas Fed, SK증권

# 정당화되기보다는 신중해진 낙관론

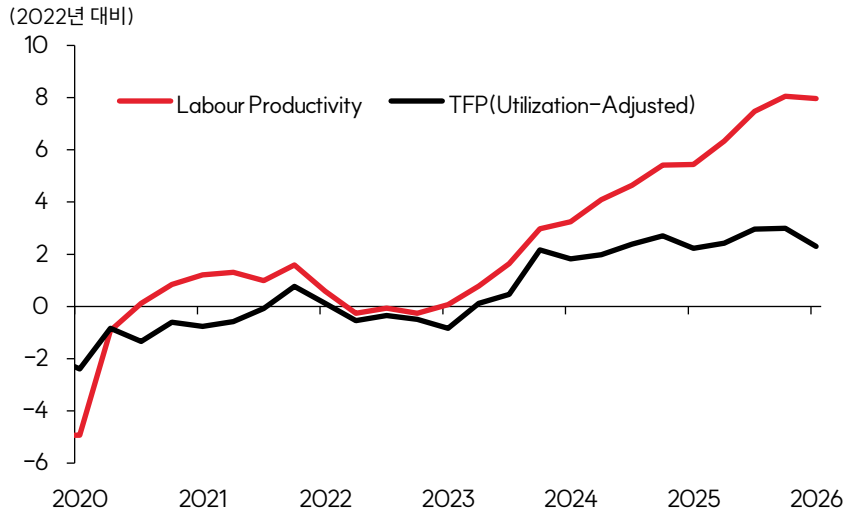
- 현재의 노동생산성 - 총요소생산성(TFP) 괴리는 1990년대 중반과 닮았지만, 기술 확산의 범위와 거시경제 여건은 당시보다 불리
- AI가 개별 기업과 일부 산업의 생산성을 높이지만, 경제 전반의 TFP와 잠재성장률을 1990년대 수준으로 끌어올리기 위해서는 중소기업 및 비 기술 산업으로 확산 필요
- 1990년대 보다 많은 물리적 인프라가 필요하고, 비용 상승이 나타나고 있다는 점, 노동력 및 인구 구조의 차이가 존재한다는 점 등이 영향

고성장 체제 확률의 두 가지 측정 방법



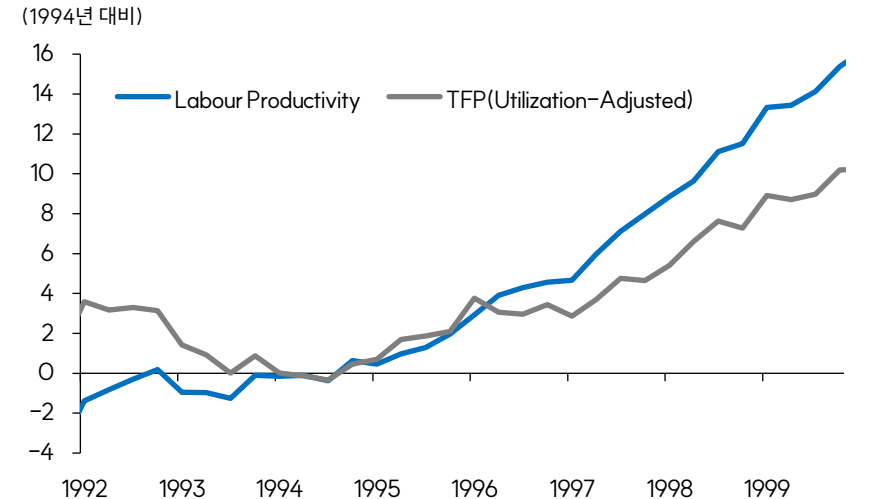
자료: FRBSF, SK증권

2022년 대비 생산성 지표 변화



자료: FRBSF, SK증권

1994년 대비 생산성 지표 변화

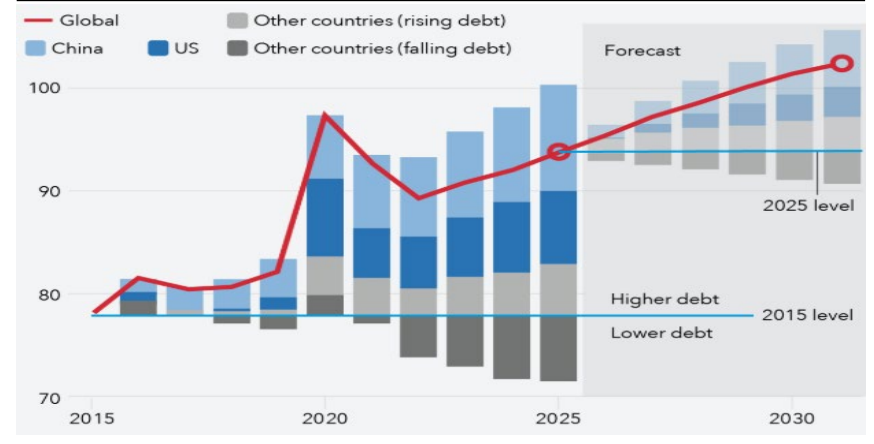


자료: FRBSF, SK증권

# 재정 여력은 줄어도, 지출은 멈추지 않는다

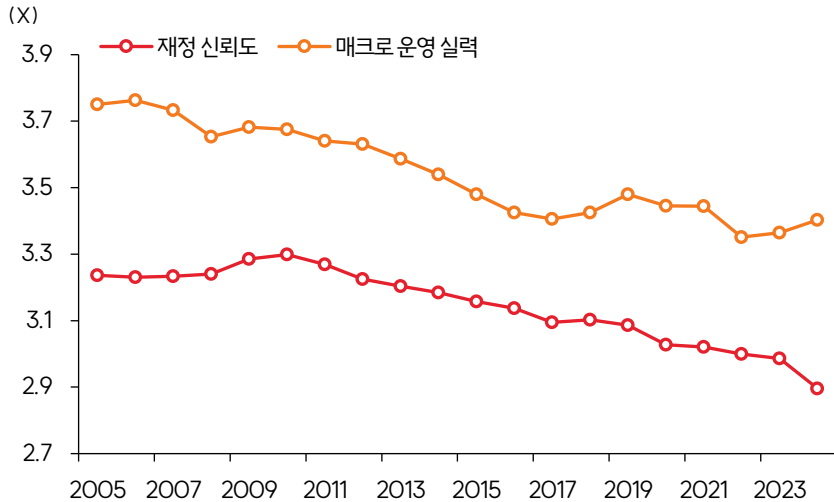
- 부채비율을 낮출 수 있는 수단인 재정 건전화와 성장률 제고 모두 현재 환경에서는 쉽지 않은 상황
- 재정 신뢰도와 거시 운영 실력 지표가 동반하락하고 있다는 점도 주목할 필요. 재정확대가 지속될수록 시장의 신뢰를 유지하기 위한 비용은 높아지고, 국채 공급 증가에 따른 금리 상방 압력은 통화정책의 제약을 한층 강화하는 악순환 구조
- 1990년대 중반에 정책 금리가 절대적으로 낮았다고 보기는 어렵지만, 물가는 비교적 안정되어 있었기 때문에 대응할 정책 여력이 상대적으로 컸다는 점

글로벌 GDP 대비 공공 부채 추이 및 전망



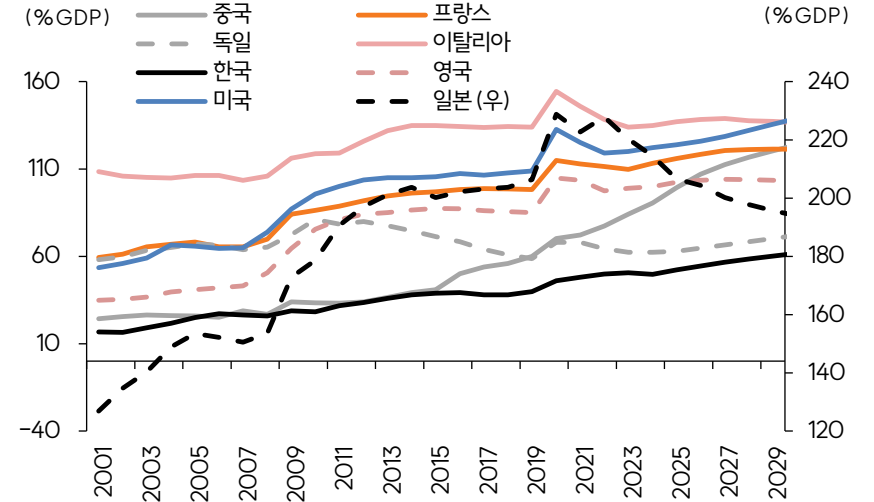
자료: IMF, SK증권

## Country Policy and Institutional Assessment



자료: CEIC, SK증권

글로벌 주요 국가 GDP 대비 정부 부채 비중

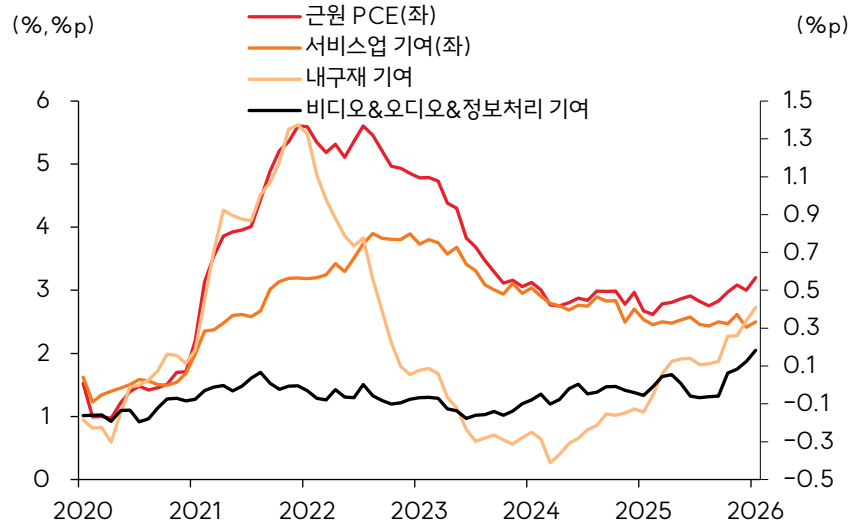


자료: IMF, SK증권

# 딜레마 속 통화정책

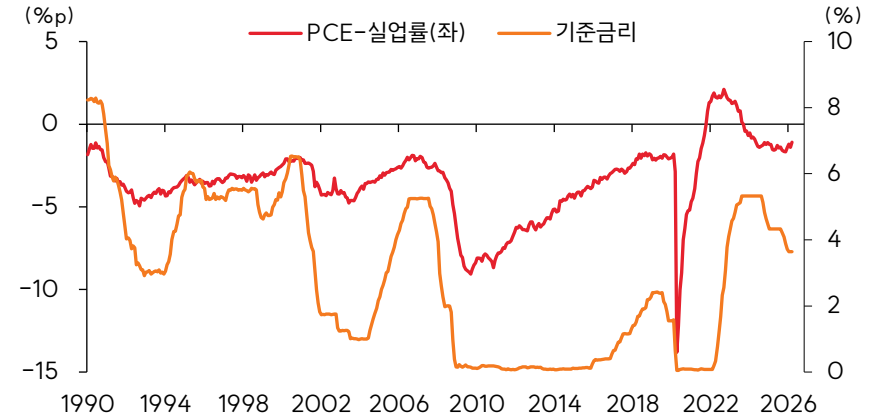
- 물가가 목표 수준으로 복귀하지 못하고 있는 가운데, 경기 지표는 아직 가시적인 둔화 신호를 보이지 않는 상황. 이 두 가지가 맞물리면서 중앙은행은 완화로의 전환 명분을 확보하기 어려운 구조
- 문제는 중앙은행이 현재의 물가만이 아닌 잠재적 인플레이션 경로까지 고려해야 한다는 점. 반도체 가격 상승에 따른 제품가격 전가 움직임, 그리고 기업들의 비용상승분 가격 전가가 본격화될 경우 물가압력은 재차 확대될 가능성 존재
- 선제적 완화전환이 인플레이션 재점화로 이어질 수 있다는 리스크를 중앙은행이 외면하기 어려운 상황

미국 PCE 항목 세부항목 기여도



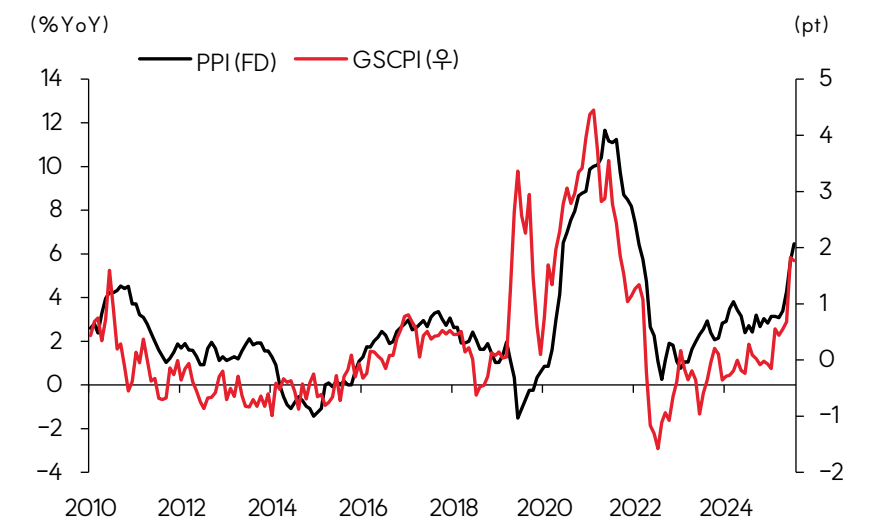
자료: CEIC, SK증권

미국 기준금리와 PCE 실업률 스프레드 추이



자료: CEIC, SK증권

공급망 압력 지수와 생산자 물가 상승률 추이

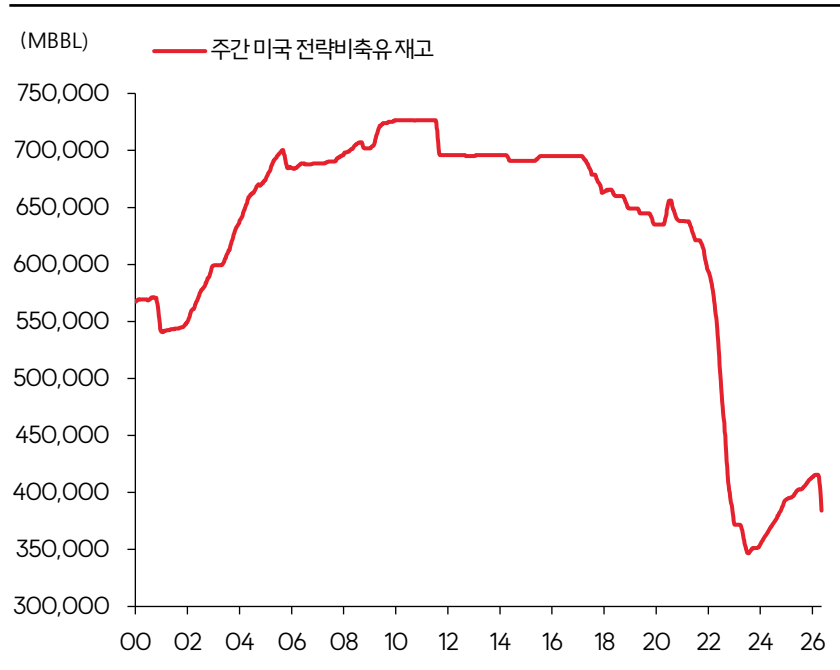


자료: CEIC, SK증권

# 유가, 리스크 프리미엄만 해소

- 지정학적 리스크 프리미엄이 단계적으로 해소되고 강달러 모멘텀이 나타남에 따라 가격 하락하고 있는 유가. 향후 박스권 변동성 방향성을 베이스 시나리오로 상정
- 기뢰 제거에 따른 물리적 재개 및 역내 인프라 복구에는 시간이 필요하기 때문에 구조적으로 3분기 이후에 원유 흐름이 점진적으로 재개될 것으로 예상. 또한 모든 국가들이 전략 비축유를 사용하여 유가의 추가 상승을 막고 있었기 때문에, 재고 축적을 위한 수요 모멘텀 확대 여부에도 주목할 필요. 마지막으로 통행료 여부 역시 키 포인트. 안전 비용이라는 명목 하에 이란은 통행료를 받는다면 이는 공급 비용으로 작용하기 때문
- 다만, 수요 측면에서의 위축 가능성이 나타나고 있고 달러 강세가 완만히 진행될 것이라는 점이 하방압력 요인으로 작용

미국 전략 비축유 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

통행료가 존재하는 튀르키예(보스포루스 해협과 다르다넬스 해협) 해협

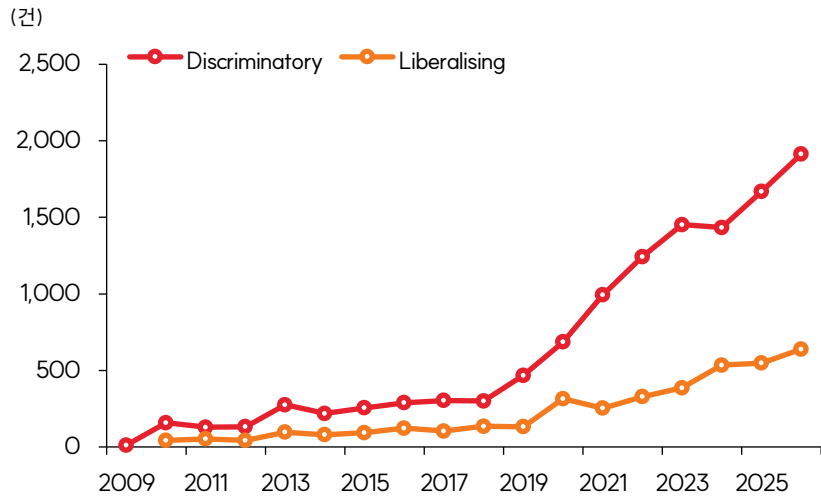


자료: 언론보도, SK 증권

# 무역 및 기술 블록화가 만들어낸 비효율

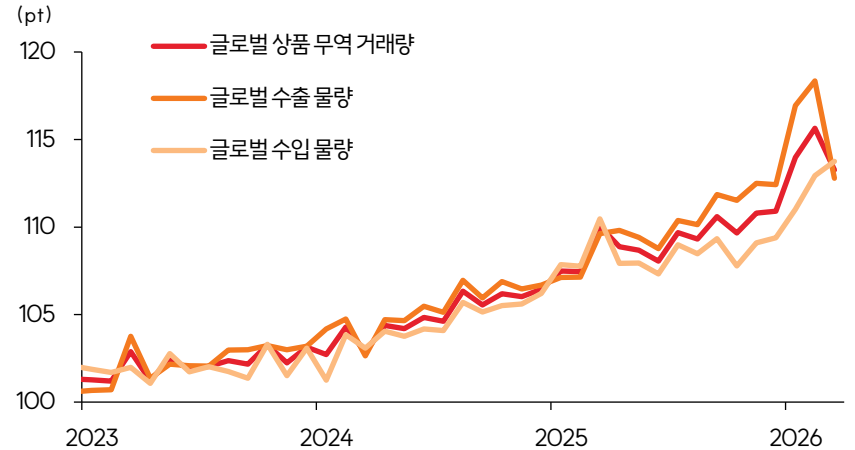
- 1990년대의 ICT 확산은 국제무역 확대, 글로벌 공급망 통합, 반도체와 전자제품 가격 하락의 지원
- 미국 기업들은 저렴한 중간재와 글로벌 생산 네트워크를 활용해 IT 투자의 효율성을 향상. IMF는 세계 무역량 증가율이 2025년 5.1%에서 2026년 2.8%로 둔화할 것으로 전망하며, 더 심한 지정학적 분절과 무역 긴장 재개를 주요 하방위험으로 제시

글로벌 무역 규제 추이



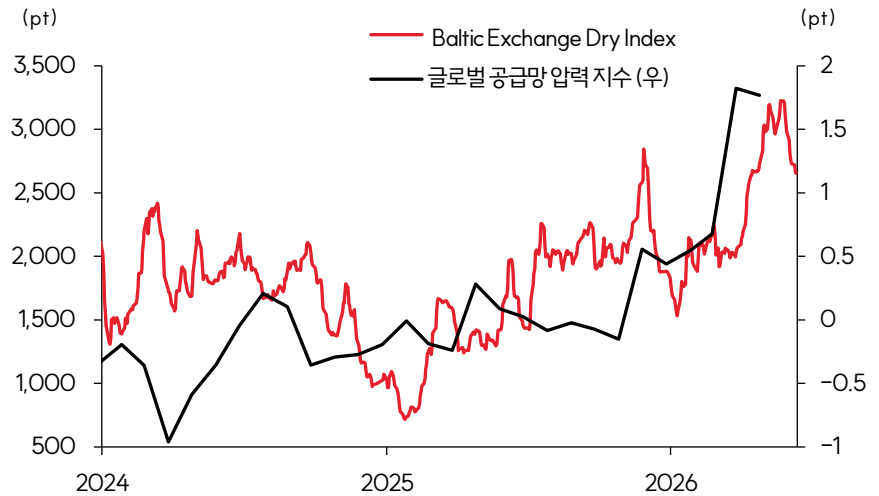
자료: TradeAlert, SK증권

글로벌 상품 무역 거래량 추이



자료: CEIC, SK증권

발틱 운임 및 글로벌 공급망 압력 지수



자료: CEIC, SK증권

### 3. 금리: 통화정책보다 공급에 주목

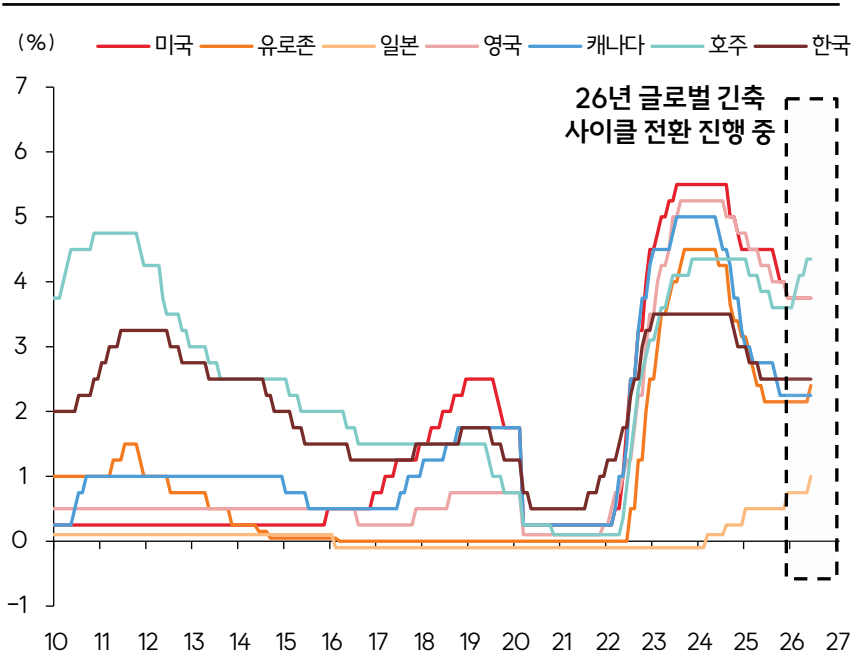
**2026**  
**S**ummer  
**R**isk  
**S**creen



# 글로벌 통화정책 긴축 전환, 3분기에도 지속될 것

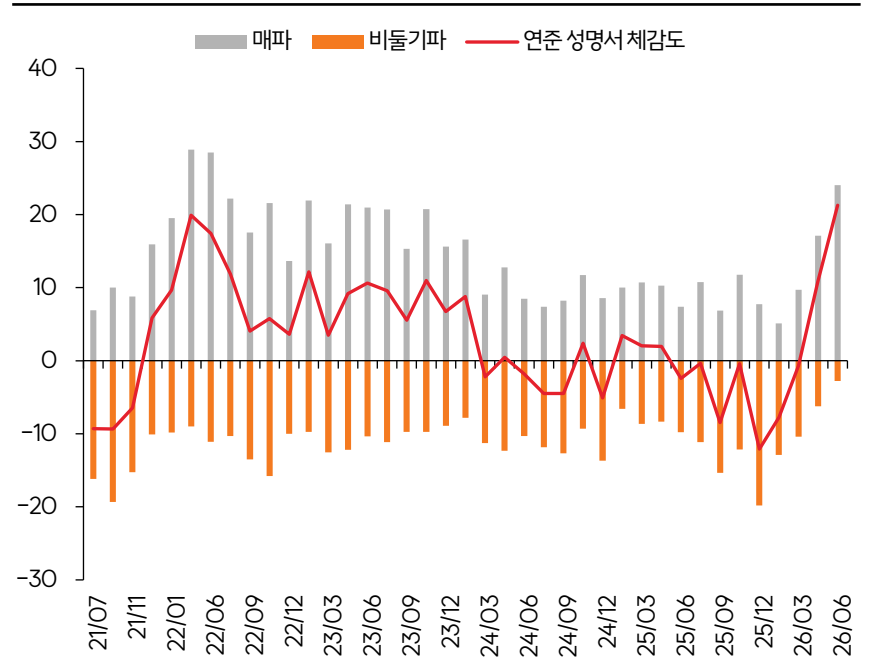
- 금리 측면에서 3분기 리스크 요인은 통화정책 긴축 전환. 긴축적 통화정책은 기본적으로 금리에 상방 압력으로 작용할 수밖에 없음
- 글로벌 통화정책, 긴축 사이클로의 전환 진행 중. 3분기에도 지속될 것. 미국-이란 MOU 체결 및 호르무즈 정상화 진행에 인플레이 우려 완화되고 있으나, 에너지 공급 차질 파급 효과에 대한 확인 필요성 및 종전 합의 지속 가능성에 대한 불확실성 여전히 존재하기 때문
- 특히 미국의 인상 우려가 3분기 금리 변동 확대 주요 요인 중 하나. 미국의 경우 워시 신임 연준 의장이 첫 회의였던 6월 FOMC에서 예상 대비 강하게 매파적인 톤을 보여줘 인상 우려 빠르게 확대. 시장은 22년 첫 인상이 있었던 22년 3월 FOMC보다도 매파적으로 체감. 하반기 실제 인상 여부는 확실하지 않으나, 연준이 포워드가이던스를 명시적으로 폐지한 점 고려 시 3분기 발표될 미국 경제 지표들에 대한 금리 민감도 높아질 것

글로벌 통화정책, 26년 긴축 사이클로의 전환 진행 중



자료: Bloomberg, SK증권

시장은 6월 FOMC를 22년 인상기 수준 만큼 매파적인 톤으로 해석



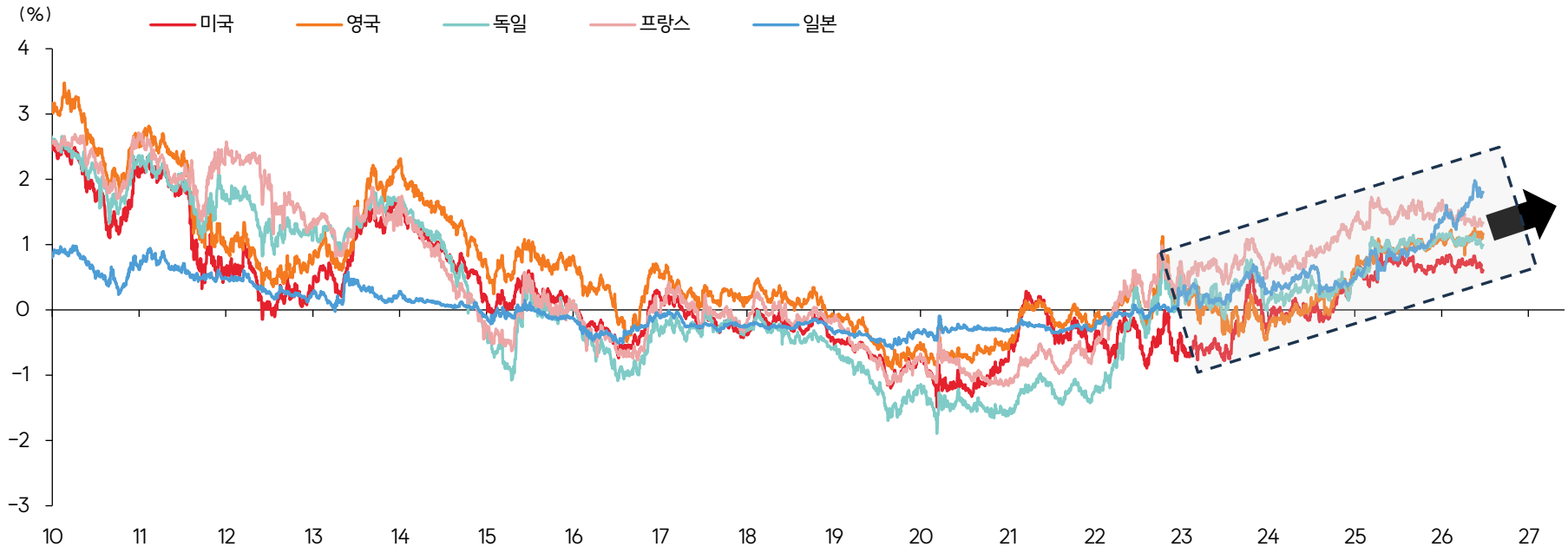
자료: Bloomberg, SK증권

주: 연준 성명서 체감도는 매파 성향과 비둘기파 성향을 더한 수치

# 긴축적 통화정책과 확장 재정의 만남

- 3분기 채권시장 최대 리스크 요인은 통화정책이 아니라 공급. 인상 우려는 상당 부분 시장금리에 선반영된 상태. 통화정책 긴축적 전환 속에서 나타나게 될 공급 확대 우려가 금리 변동성 확대 핵심 요소일 것
- 팬데믹 이후 확장적 재정정책은 상수가 되었음. 각국은 잠재성장률 제고, 침체 대응, 국방 재건 등 각자의 필요에 따라 확장 재정 정책 시행 중. 여기에 포퓰리즘 세력화가 겹치며 긴축 재정은 정치적으로 가능하지 않은 선택지가 되었음
- 이에 따라 글로벌 텀프리미엄도 상승 흐름 지속. 주요국 텀프리미엄은 25년 이후 모두 플러스(+) 전환. 26년 5월말 이후 미국의 텀프리미엄은 축소되는 모습 나타났으나, 이는 인플레이 리스크 완화로 인한 보상 요구 축소가 원인. 26년 3분기는 재정적자 확대 및 실질금리 상승에 대한 우려가 주목 받으며 텀프리미엄이 재차 확대될 리스크 존재

## 주요국 텀프리미엄 추이



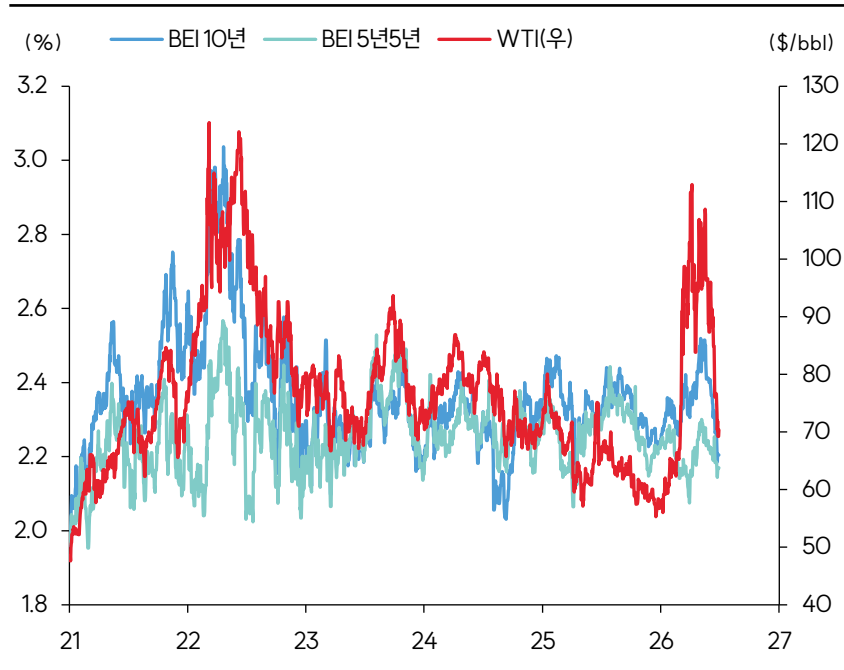
자료: Bloomberg, SK증권

주: ACM 기준

# 유가 만큼 하락하지 못할 금리

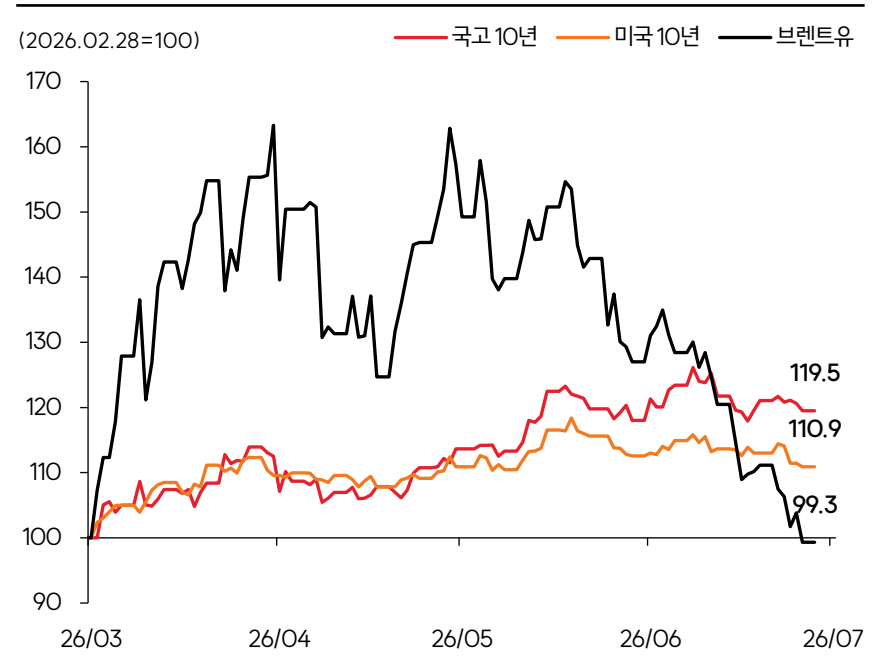
- 장기물 금리, 국제유가 하락에도 재정적자 및 실질금리 상승 우려로 인해 유가 만큼 하락하지 못할 것
- 2분기는 미국-이란 전쟁 발발 이후 에너지 공급 차질에 따른 인플레이 리스크 확대로 인해 국제유가 흐름이 사실상 금리 방향성을 결정했었음. 3분기에도 유가는 금리 변동 주요 요인으로 남아 있겠으나, 유가와 금리의 상관관계는 장기 기대 인플레이 안정화로 인해 점차 열어질 것으로 생각
- 국제유가, 6월 미국-이란 MOU 체결 이후 빠르게 하향 안정화해 전쟁 이전 수준으로 복귀. 그러나 금리는 유가 하락 대비 하락 폭이 작음. 브렌트유는 전쟁 이전 수준으로 복귀하였으나, 국고채 10년물 금리는 약 20%, 미국채 10년물 금리는 약 11% 높은 수준

국제유가 하락에 미국 장기 기대 인플레이 전쟁 이전 수준 복귀



자료: Bloomberg, SK증권

그러나 국채 금리는 전쟁 이전 대비 10% 이상 높은 수준

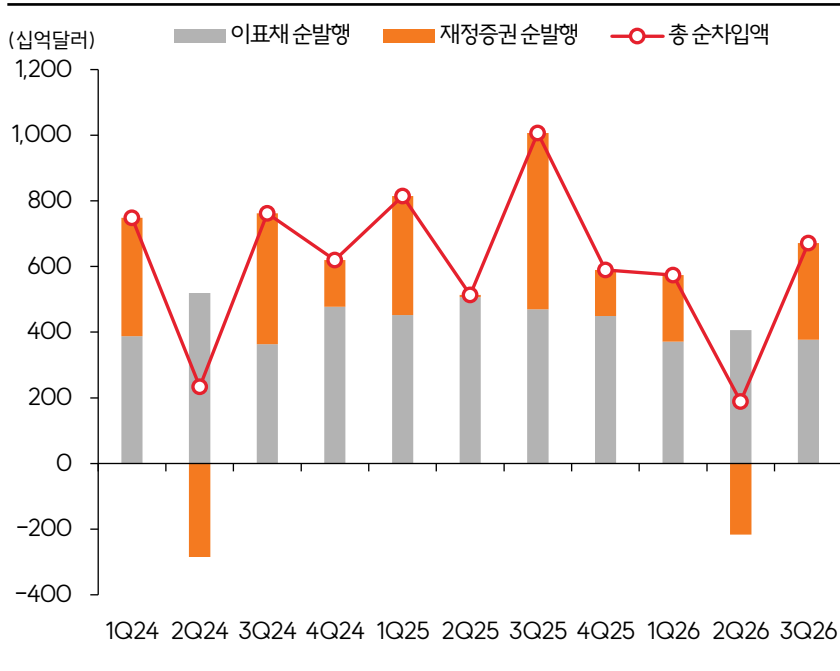


자료: 인포맥스, SK증권

# 이연된 공급 부담, 텀프리미엄 리스크 증폭

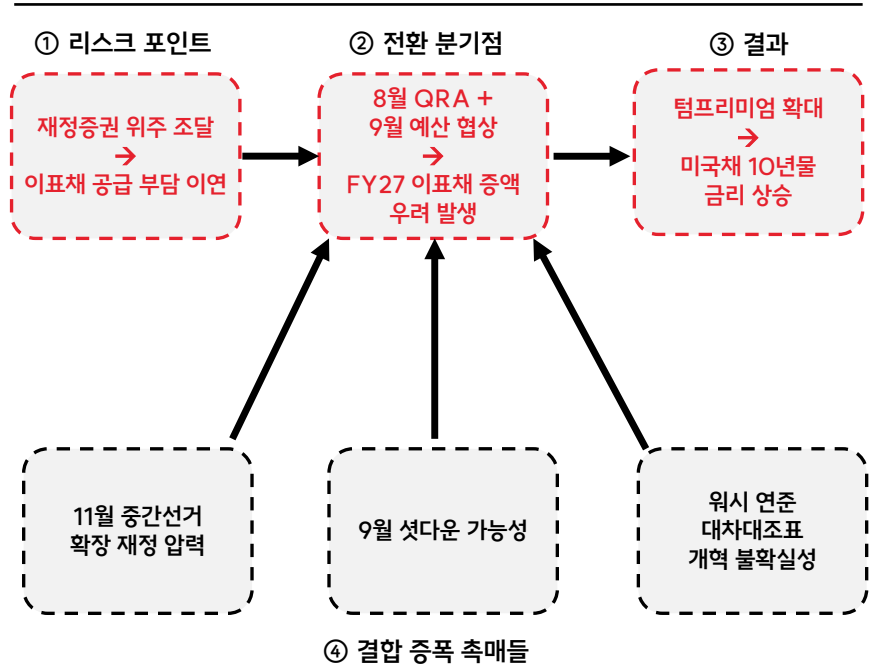
- 유가보다 장기물 금리를 움직일 핵심 요인은 공급 부담. 포인트는 재정증권 중심 조달로 이연된 공급 부담이 8월 QRA와 9월 예산 협상 등을 거치며 2027 회계연도 이표채 증액 우려로 전환되는지 여부. 특히 11월 중간선거를 앞둔 점은 텀프리미엄 리스크를 증폭시키는 촉매
- 미 재무부, 늘어난 차입 수요를 재정증권 발행 확대로 대응해 이표채 발행 억제. 26년 5월 미 재무부 차입위원회(TBAC)에 따르면, 주요 PD들은 이표채 발행 확대 시점을 27년 초로 예상. 그 보다 몇 분기 앞서 이표채 발행 가이드스 수정 필요. 이는 26년 8월 QRA가 될 가능성 있음
- 시장은 8월 QRA 가이드스 수정, 9월 예산 협상 등을 통해 확대될 2027 회계연도 이표채 증액 우려를 선반영할 것. 3분기가 진행될수록 텀프리미엄 확대될 것으로 예상

미 재무부, 늘어난 차입 수요 재정증권 발행 확대로 대응해 이표채 발행 억제



자료: 미 재무부, Bloomberg, SK증권

3분기, 이연된 이표채 증액 부담 시장금리에 반영 시작될 리스크 존재

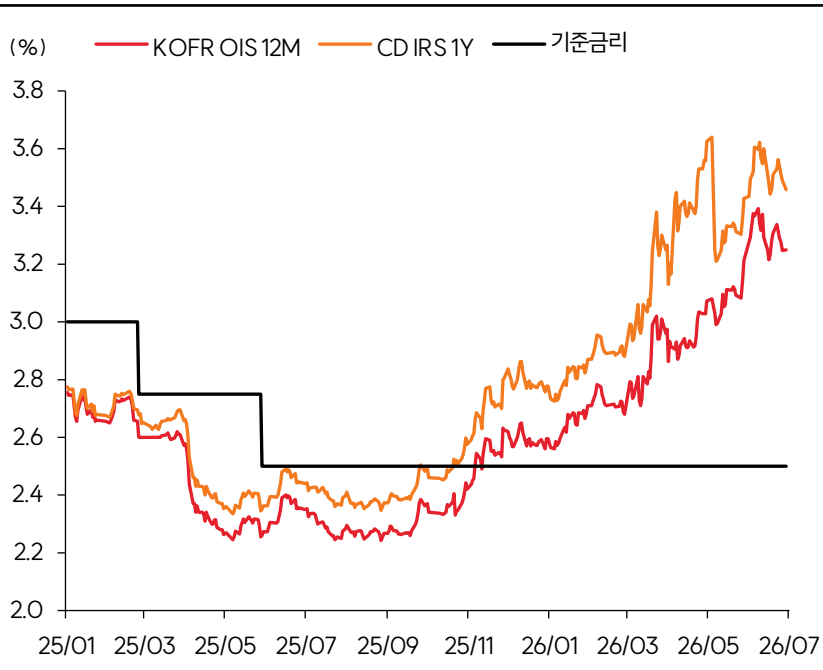


자료: SK증권

# 한국, 견조한 성장을 기반 인상 돌입

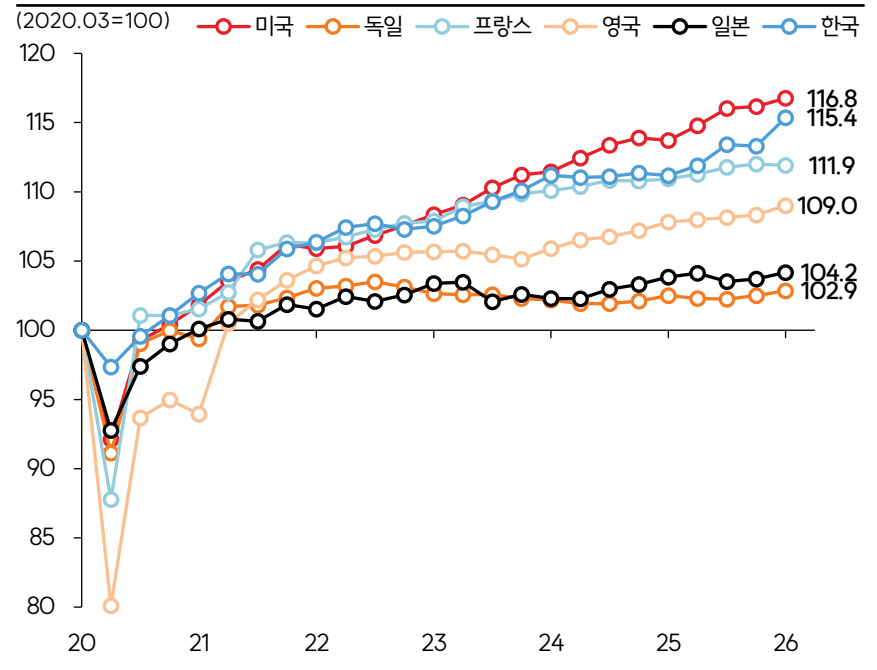
- 한국도 글로벌 흐름과 유사하게 긴축적 통화정책에 확장 재정이 더해지는 구조로 돌입할 예정. 한은은 부총재 인상 언급, 5월 금통위, 총재 한은 창립 기념사, 물가안정점검회의를 거치며 명확하게 인상 사이클 돌입을 예고. 시장은 1년 내 3~4회 인상을 반영하고 있음
- 특히 한국은 반도체 초호황으로 인해 주요 선진국 대비 성장 전망 크게 개선된 상황. 한은은 양극화 우려에도 해당 부분은 재정 정책에 맡겨두고 물가·환율 등 대응 위해 기준금리 인상 단행할 것

시장은 1년 내 3~4회 인상 반영 중



자료: 인포맥스, 한국자금융개, SK증권

한국, 타국 대비 견조한 경제 성장이 인상 사이클 우려 더 확대시키고 있음



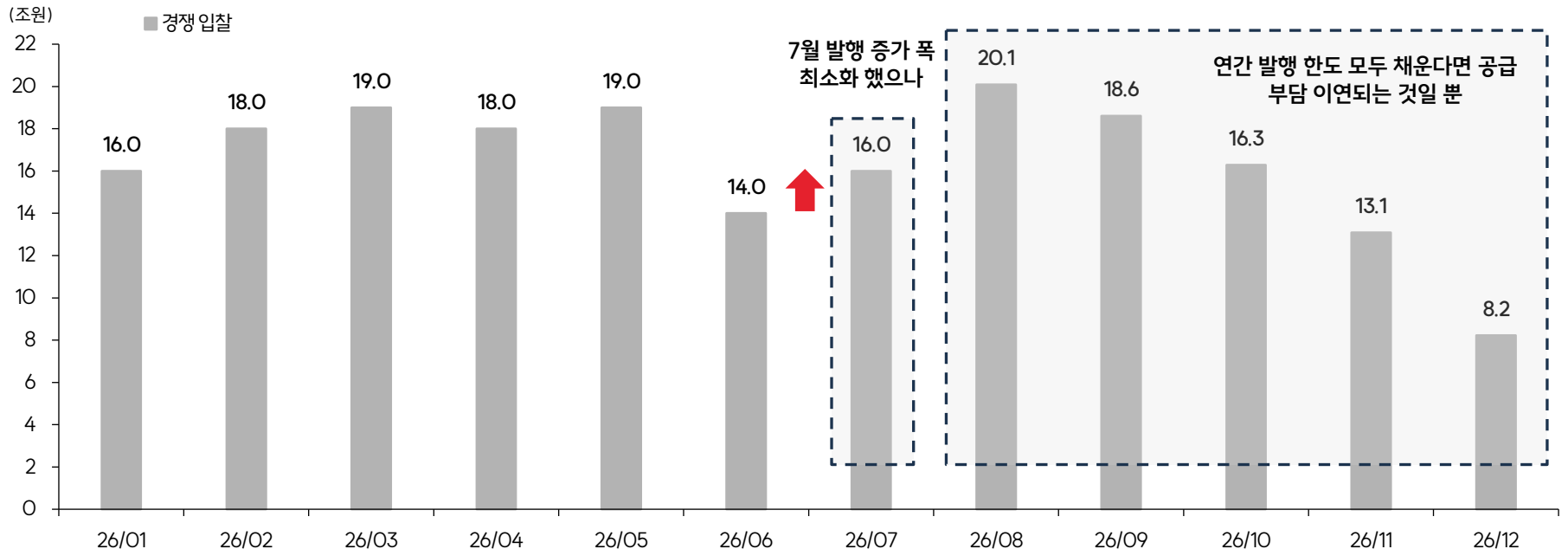
자료: Bloomberg, CEIC, SK증권

주: 차트의 수치는 국가별 실질 GDP 기준

# 국고채, 8~9월 공급 확대 주의 필요

- 국고채, 3분기 발행 규모 공급 부담 나타날 수 있음. 상반기 가이던스 하단 조절 반작용 및 6월 발행량 감소, 7월 발행량 증가 최소화 등을 고려해 보면, 23~25년 월별 평균 비중 적용 시 3분기 경쟁 입찰 규모는 1, 2분기 규모와 큰 차이 없을 것으로 예상
- 기준금리 인상, 대규모 정부 예산안 발표, 미국채 금리 변동성 확대 예상되는 가운데, 3분기 발행 규모는 공급 부담 느낄 수 있는 규모라고 생각. 대통령이 '긴축 재정이 포퓰리즘'이라고 발언할 만큼 정부의 강력한 확장 재정 의지 고려 시, 연간 발행 한도 채울 가능성 상당하다고 예상. 초과 세수 활용한 국채 상환도 기대하기 어려움

월간 국고채 경쟁 입찰 물량 추이 및 추정치



자료: 재정경제부, SK증권

주: 8~12월은 추정치

## 4. 대형 기술주들의 유상증자

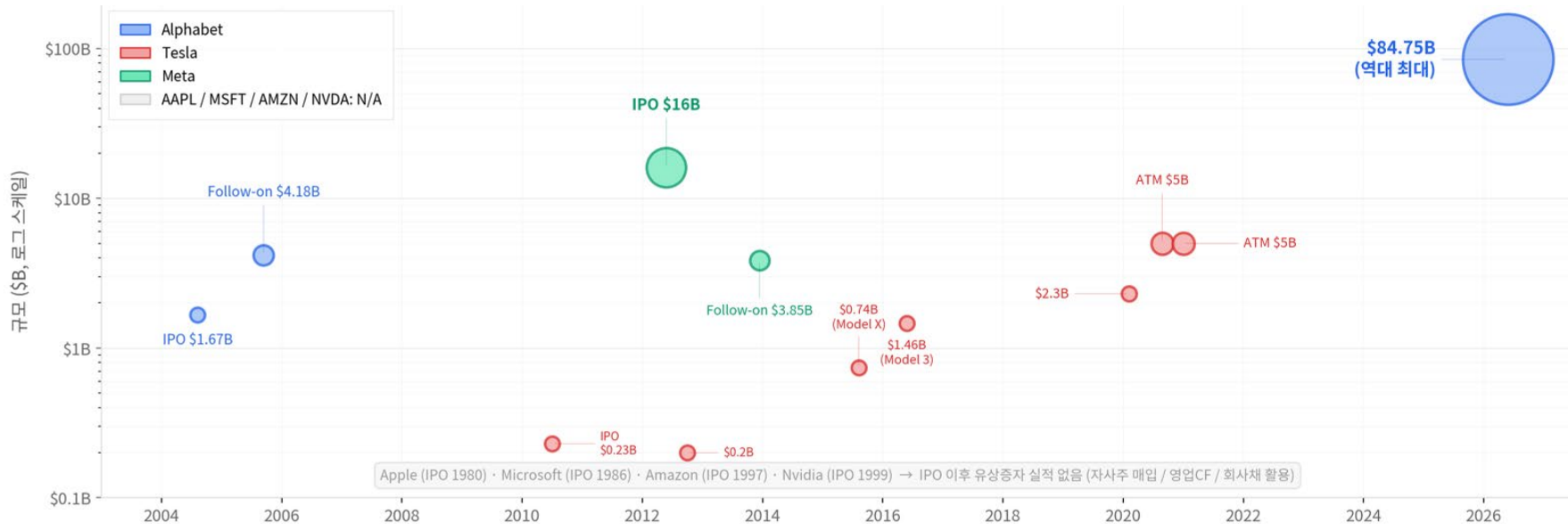
**2026**  
**S**ummer  
**R**isk  
**S**creen



# 테슬라 빼면 빅테크 유상증자는 거의 처음

- Alphabet(6/1): \$800 > 848억 유증(보통주+전환우선주+시장매출). 버크셔 \$100억 사모 참여. ~20년 만의 사상 최대 유증
- Meta(6/5): ~\$640억 유증 검토설(FT). 전환우선주 동일 구조. 장외 -6~7%
- SMCI(6/9): \$70억 주식·주식연계 발행. AI 서버 \$390억 주문 대응. 주가 -20%
- Oracle(6/10): 4분기 실적 상회(EPS \$2.11 vs 예상 \$1.89)에도 \$400억 추가 부채+주식 조달(\$200억 시장매출 포함). 시간외 -10%
- 테슬라('20) 이후 빅테크 첫 유증 사이클. AI 설비투자 과잉 > 대규모 지분 희석 우려. MS·아마존도 유증 검토 보도

최근 대형 빅테크 종목 IPO/유상증자 타임라인



# SpaceX 상장 목적도 AI 컴퓨팅 인프라

- SpaceX, 6/12 나스닥 상장(SPCX, \$135). xAI·X 합병 후 통신·우주·AI 3개 부문으로 사상 최대 상장
- S-1 기준 자금 사용 1순위 AI 인프라 확장. Starship·Starlink가 아닌 xAI 데이터센터(Colossus) 증설이 핵심
- AI 부문(xAI+X) '25 매출 \$32억, 영업손실 \$64억, 설비투자 \$127억. 연결 순손실 \$49억의 주원인 > 상장으로 자금 부담 해소
- 초과배정 포함 상장 총 \$860억 + 선순위 무보증 채권 \$250억 > 총 \$1,100억 확보. 향후 지분 희석 없이 부채 중심 조달
- Anthropic·Google 등 AI 인프라 공급 계약 ~\$750억 확보(Anthropic 월 \$12.5억 등). 사실상 SpaceX를 AI 인프라 자금조달 수단으로 활용

## SpaceX S-1 내 자금 사용 목적 1번은 AI 컴퓨팅 인프라 확장

### USE OF PROCEEDS

We expect to receive approximately \$ of net proceeds from this offering (or \$ if the underwriters exercise their option to purchase additional shares of Class A common stock in full), based upon the assumed initial public offering price of \$ per share (which is the midpoint of the price range set forth on the cover page of this prospectus) after deducting underwriting discounts and commissions and estimated offering expenses payable by us. We intend to use the net proceeds from this offering to fund our growth strategy, including the [expansion of our AI compute infrastructure](#), enhancements to our launch infrastructure and launch vehicles, increases in the scale and capacity of our satellite constellations, and any remaining amounts for general corporate purposes.

Assuming no exercise of the underwriters' option to purchase additional shares, each \$1.00 change in the assumed initial public offering price of \$ per share (which is the midpoint of the price range set forth on the cover page of this prospectus) would cause the net proceeds from this offering, after deducting the underwriting discounts and commissions and estimated offering expenses payable by us, to change by approximately \$ million, assuming no change to the number of shares of our Class A common stock offered by us, as set forth on the cover page of this prospectus. Similarly, an increase (decrease) of one million shares of Class A common stock sold in this offering by us would increase (decrease) our net proceeds by \$ million, assuming the initial public offering price of \$ per share (which is the midpoint of the price range set forth on the cover page of this prospectus) remains the same, and after deducting the underwriting discounts and commissions and estimated offering expenses payable by us. If the net proceeds increase for any reason, we would use the additional net proceeds for the purposes set forth above. If the net proceeds decrease for any reason, then we expect that we would use the lower amount of net proceeds for the purposes set forth above.

The expected use of net proceeds from this offering represents our intentions based upon our present plans and business conditions. We cannot predict with certainty all of the particular uses for the net proceeds from this offering or the amounts that we will actually spend on each of the uses set forth above. Accordingly, our management will have significant flexibility in applying the net proceeds from this offering. The timing and amount of our actual expenditures will be based on many factors, including cash flows and the anticipated growth of our business.

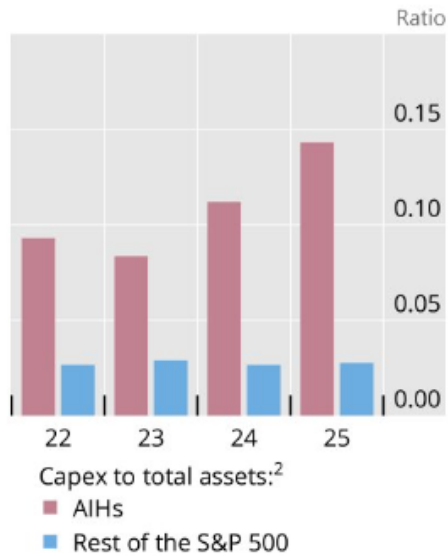
## SpaceX 최근 자금 조달 규모

구분	항목	금액	일자
Equity	IPO 기본 공모	\$750억	6/12
	그린슈(OA) 행사	\$110억	6/15
	IPO 소계	\$860억	
Debt	선순위 무보증 채권	\$250억	6/23

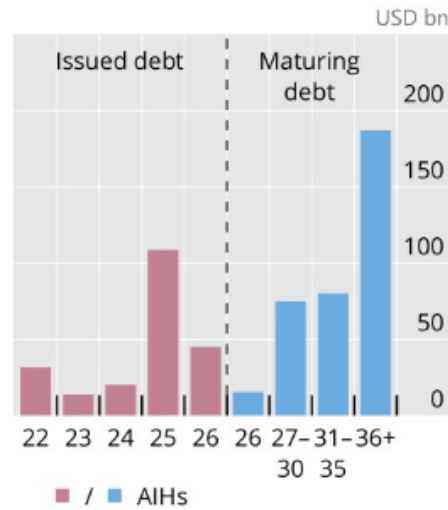
# 유휴자금 > 회사채 발행 > 유상증자로의 변화 뚜렷

하이퍼스케일러들의 CAPEX는 대부분 부채 조달로 구성, 이제는 유상증자로 넘어가는 턴

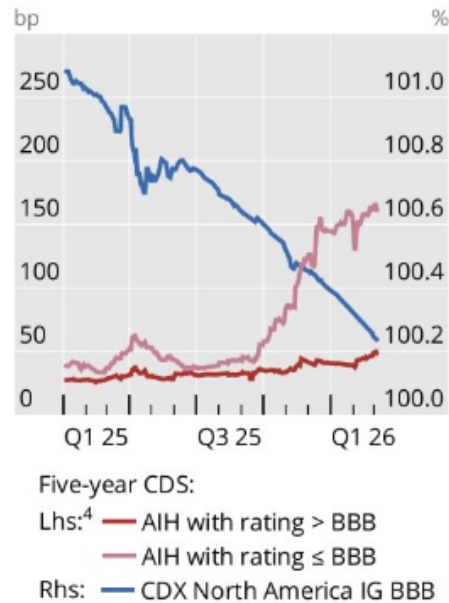
A. Hyperscalers almost doubled capex over the past two years...



B. ...and financed them by issuing large amounts of debt with long maturities<sup>3</sup>



C. CDS spreads of AIHs rose compared with IG benchmarks



Capex = capital expenditure; CDS = credit default swap; IG = investment grade.

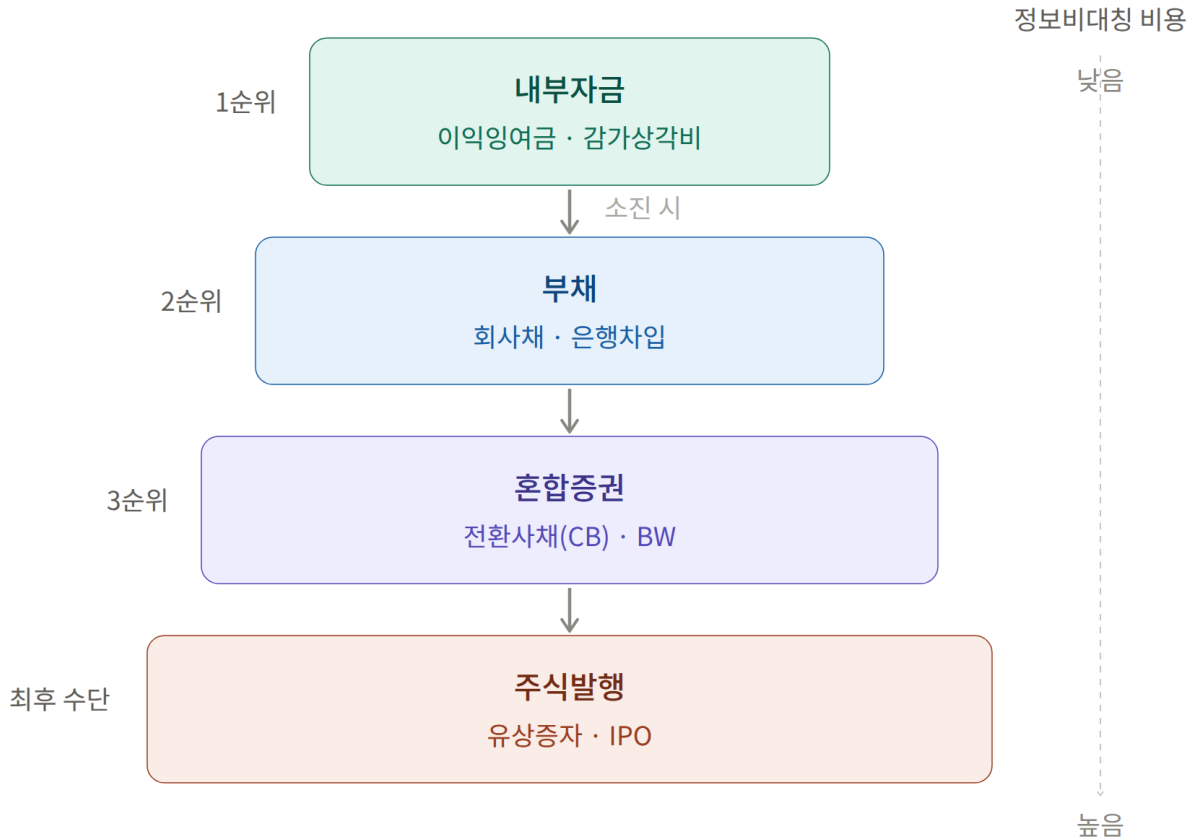
<sup>1</sup> AI hyperscalers (AIHs) = Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft and Oracle. <sup>2</sup> Market capitalisation-weighted average. The composition of the S&P 500 is fixed on 5 March 2026. <sup>3</sup> Data as of 5 March 2026. <sup>4</sup> Simple average.

자료: BIS(2026-03-16), SK증권

- 하이퍼스케일러들의 설비투자 자금 조달 구조가 변화 중이라는 것을 쉽게 감지할 수 있음. 23년부터 현재까지의 설비투자 주요 자금 출처를 생각해보면:
- 23~24년: AI 초기 국면으로 보유현금(내부자금)으로 충당
- 24~25: 내부 자금에 더해 장기 회사채 대량 발행 전환
- 26~: 회사채 발행에 더해 유상증자 발행도 목격되기 시작
- 해당 현상에 대해서는 적용 이론에 따라 해석이 극명하게 갈릴 수 있음

# Pecking order theory: 자금조달의 사다리

Pecking Order Theory 자금 조달 구조



- Pecking Order Theory는 경영진과 외부 투자자 간 정보비대칭에서 출발. 경영진은 기업의 내재가치를 더 정확히 알고 있으므로, 외부 자금조달 시 이 정보 격차가 비용으로 작용
- 기업은 정보 노출이 없는 내부자금(이익잉여금)을 최우선 사용하고, 부족 시 정보 민감도가 낮은 부채, 혼합증권(CB·BW), 주식발행 순으로 전환. 주식은 정보비대칭 비용이 가장 크기 때문에 최후 수단
- 핵심 메커니즘은 역선택인데, 합리적 투자자는 "경영진이 주가가 고평가되었을 때 주식을 발행할 유인이 있다"고 판단하므로, 유상증자 공시 시점에 주가가 하락(음의 공시효과)하는 현상이 반복적으로 관찰됨
- Pecking order theory를 감안한다면 자금조달의 사다리가 아래로 내려가는 중으로 자금조달 사다리 최하단 진입

자료: Myers & Majluf(1984), SK증권

# 긍정적으로 본다면: 민스키안 취약성 감소

Minsky의 금융불안정성 가설



- Minsky(1992)의 금융 불안정성 가설은 경제주체의 자금조달 구조를 영업현금흐름(OCF)과 부채 상환의무 간 관계로 3 단계 분류. 헤지 금융(OCF  $\geq$  원리금), 투기적 금융(OCF  $\geq$  이자, 원금 차환), 폰지 금융(OCF < 이자, 자산가격 의존). 호황기에 기업들이 레버리지를 확대하며 헤지 > 투기적 > 폰지로 이행하는 것이 시스템 위기의 씨앗이라는 것이 핵심

부채 조달 확대의 궤적이 지속되면 Alphabet은 현금보유에도 불구하고, OCF만으로 투자를 감당하지 못하고 차환에 의존하는 '투기적 금융' 단위로 전환 될 리스크가 있고 유상증자는 이 전환을 선제 차단하는 자본 버퍼 확충으로 해석 할 수 있음. 부채가 아닌 자기자본으로 조달함으로써 고정 상환의무를 추가하지 않고, 헤지 금융 레짐을 유지

Pecking Order에서 현금을 보유한 기업의 유상증자는 과대평가를 인지한 역 선택 시그널로 귀결되지만, Minsky 프레임에서는 AI CAPEX 레이스에서 투 기적 금융으로의 레짐 하향을 방지하는 합리적 재무 의사결정으로 해석 가능

자료: Minsky (1992), SK증권

# 사후적이겠지만 기업가치 제고일수도

- 결국 사후적으로 검증되겠지만, 유상증자를 통해 기업가치 제고에 성공한 대표 사례로 테슬라를 꼽을 수 있을 것으로 생각. 테슬라는 2020년에 주가 역대 최고치에서 3차례 유상증자를 단행했는데, 최소 희석 및 최대 자금 확보에 성공해 Giga Berlin·Texas 건설에 투입
- 당시 "과도한 밸류에이션에서 희석" 비판에도 생산 50만 > 180만대 스케일업 및 최초 흑자전환으로 ROIC > WACC를 달성하게 되었으며 이후 시가총액 \$1조 돌파로 희석을 성장이 압도하는 모습을 보여 기업가치 제고를 사후적으로 증명
- 현재 빅테크 기업들의 유상증자에도 동일 프레임을 적용할 수 있음. AI Capex의 투자수익률이 자본비용을 초과하면 유상증자는 결국 옳은 결정으로 해석될 텐데, 주가가 사후적으로 이를 증명할 수 있는지가 핵심 판단 기준이 될 것

## "강세장 발행"이 사후 기업가치 제고가 되는 논리

단계	메커니즘
① 고밸류에이션에서 발행	주가가 높을수록 같은 금액을 조달하는 데 필요한 신주 수가 적음 > 희석을 최소화
② 낮은 희석 + 대규모 자금 확보	적은 지분 양도로 큰 투자자원 마련
③ 자금을 고수익 프로젝트에 배치	ROIC > WACC 달성 시, 이익 성장이 희석을 압도
④ 결과	"발행 시점 주가 < 이후 주가"라면 기존 주주 기준 기업가치 제고

자료: SK증권

## 테슬라 사례(유증 시점과 주가)

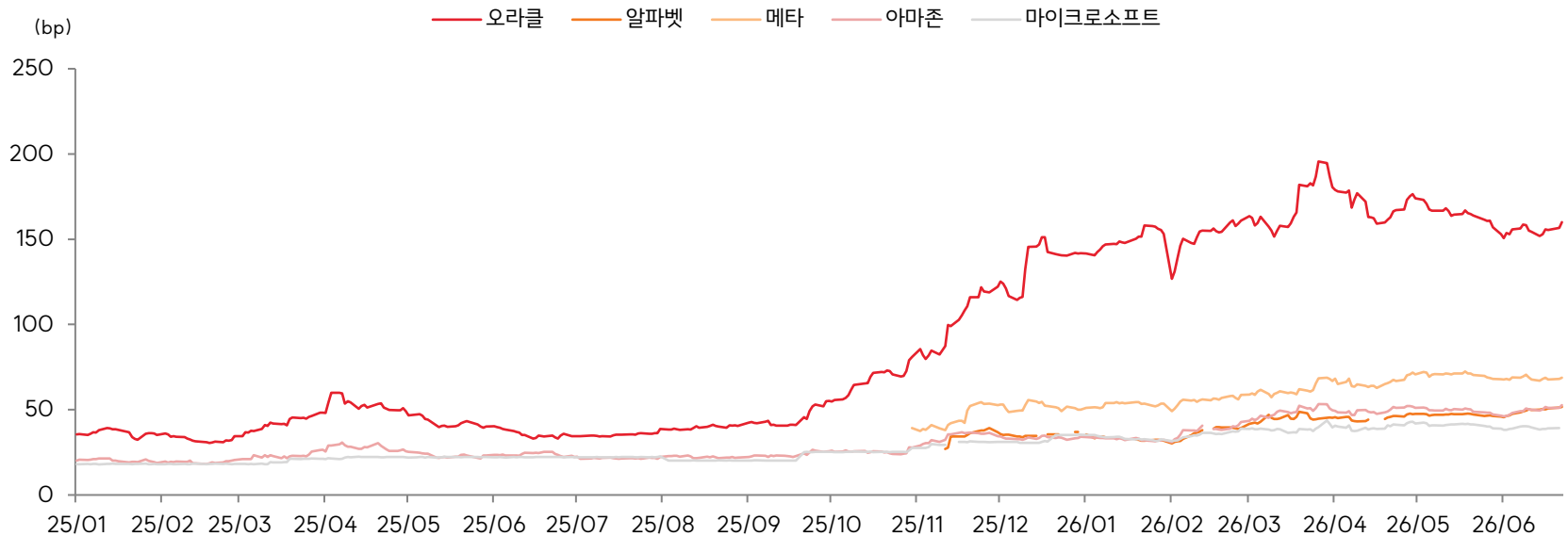
시점	유형	규모(\$B)	비고
2010.06	IPO	0.23	13.3M주 @ \$17
2012.09	Follow-on	0.20	6.9M주 @ \$28.25
2015.08	Follow-on	0.74	Model X 생산 자금
2016.05	Follow-on	1.46	Model 3 생산 가속
2020.02	Follow-on	2.3	2.65M주 @ \$767
2020.09	ATM	5.0	3일 완판
2020.12	ATM	5.0	1일 완판, S&P500 편입 직전

자료: SEC, 언론종합, SK증권

# 아직 끝은 아니더라도 조심할 필요는 존재

- 어쨌든 하이퍼스케일러들이 무리를 하면서까지 설비투자에 적극적인 태도를 유지하는 것이 국내 증시 입장에서는 매우 중요한 시그널이며 이들은 경쟁에서 승리하기 위해 단기간 내에 멈추지는 않을 것으로 판단. 다만 지표들을 확인하며 조심할 필요는 있다는 생각
- 위험을 감지하기 위해 가장 쉽게 접근할 수 있는 지표는 하이퍼스케일러들의 CDS 프리미엄과 크레딧 스프레드로 판단하며, 해당 지표들이 위로 치솟는다면 돈을 빌리기 계속 힘들어진다는 뜻이기 때문. 위기설이 끊임없이 돌고 있는 오라클의 CDS 프리미엄은 확연히 높은 수준이나 더 악화되지는 않고 있으며 다른 하이퍼스케일러들의 CDS 프리미엄도 안정적인 수준을 유지하고 있음

주요 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄(5Y) 추이



## 5. 금리 상승에 따른 주식시장 하방 압력

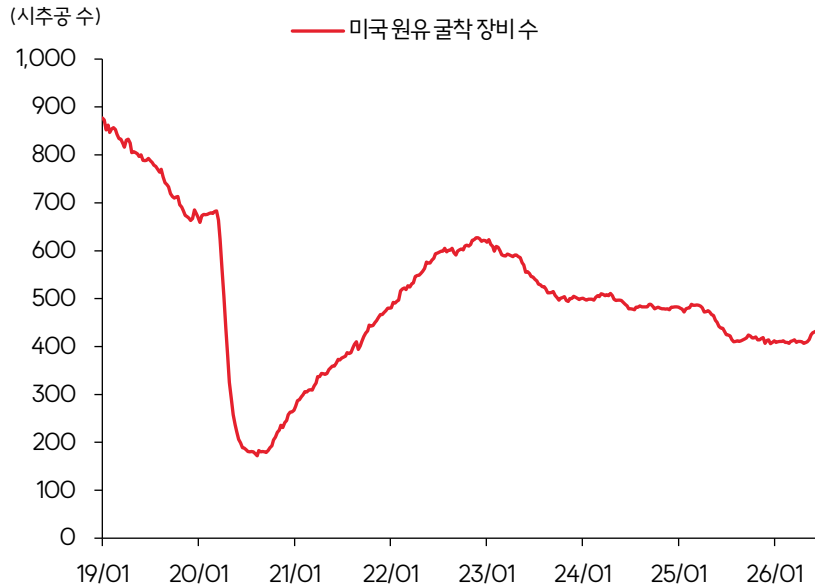
**2026**  
**Risk** Summer  
**Screen**



# 고물가 대응을 위한 기준 금리 인상 기초

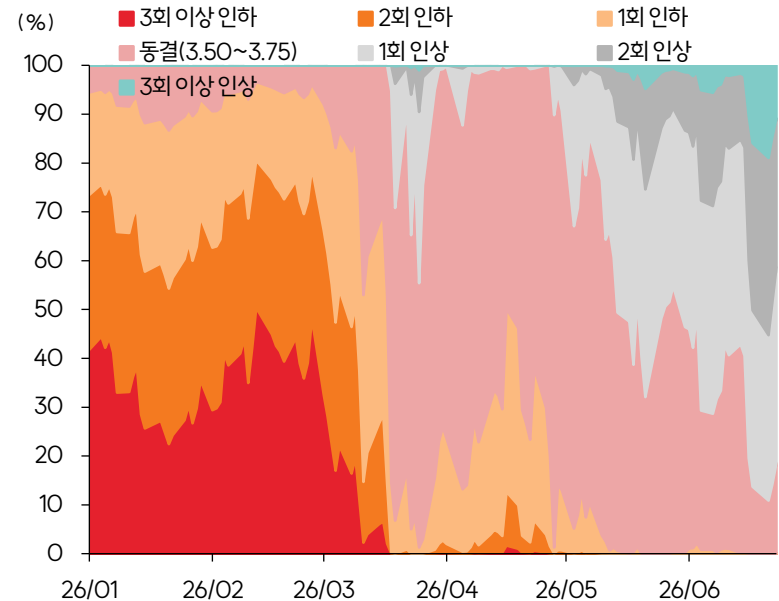
- 이란과의 종전 기대감에 유가가 큰 폭으로 하락. 하향 안정화 될 경우 물가 상승 우려 완화될 수 있으나 단정하기는 어려운 상황. 미국-이란 협상이 지연되고 있으며 중동지역 에너지 생산 인프라 회복까지 시간이 필요. 미국 전략비축유 재고는 6월 19일 기준 역사적 저점 수준이며 미국 Rig count는 크게 늘고 있지 않음.
- 고물가 대응을 위해 주요국 중앙은행은 올해 기준금리를 인상했거나 인상할 것으로 예상. 올해 초 금리 인하 기대가 우세했던 미국도 금리 인상 가능성이 채권 가격에 반영되고 있음. Fed Watch에 나타난 채권 가격에 반영된 올해 말 금리 인상 횟수는 1~2회

미국 원유 굴착 장비 수(rig Count)는 미미하게 증가



자료: Bloomberg, SK증권

채권 금리에 반영된 2026년 12월 FOMC에서의 금리 결정 기대



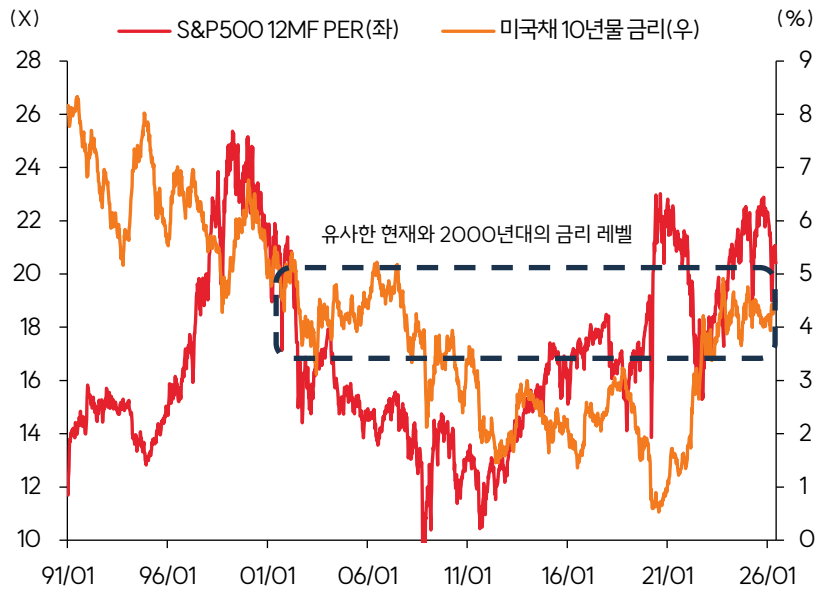
자료: Fed Watch, SK증권

주: 6월 24일까지

# 밸류에이션 부담

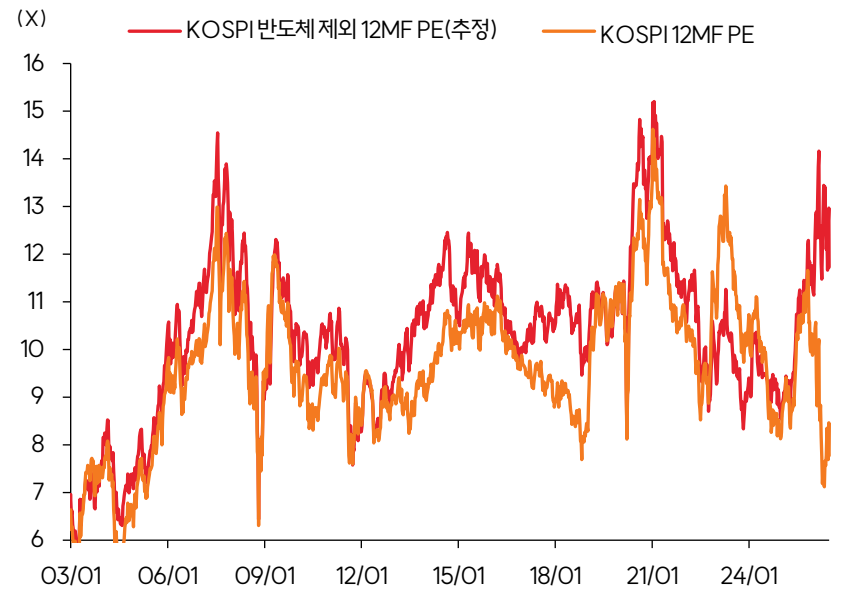
- 미국 밸류에이션 높은 수준. 과거 미국채 10년물이 현재 수준에 있었을 당시 S&P500의 12MF PER은 13~16배. 현재 S&P500의 12MF PER은 20배 수준
- 특히, 성장을 위해 대규모 투자가 필요하지 않았던 미국 빅테크 기업들이 이제 AI 패권 경쟁에서 승리하기 위해 천문학적인 자본 지출을 감행하고 있으며 채권, 주식 발행의 수단까지 활용하고 있다는 점을 고려
- 한국의 경우 전체 KOSPI로 보자면 12MF PE가 지난 10년의 하단 부근에 위치하고 있다는 점에서 밸류에이션 부담이 높지 않음. 다만, 밸류 부담이 적은 것은 실적 성장 기대가 높은 반도체만의 이야기라는 점을 고려

미국채 10년물 금리와 S&P500 밸류에이션



자료: Bloomberg, SK증권

KOSPI 반도체 제외 12MF PE는 과거 대비 상대적으로 높은 수준



자료: Quantwise, SK증권

# 주식 투자의 기회 비용 상승

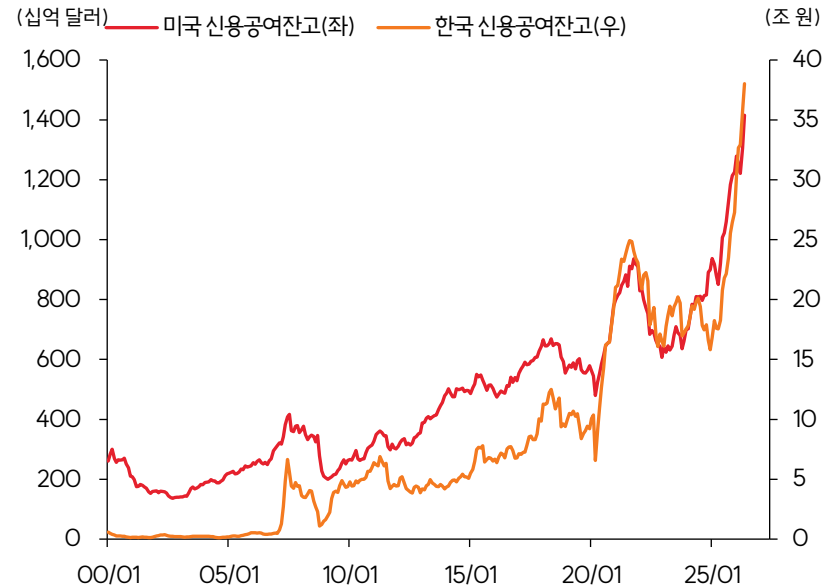
- 일드갭(Yield Gap)은 주식 투자의 기대 수익률과 안전자산인 국채 수익률 간의 차이를 뜻하며, 어느 자산이 상대적으로 더 투자 매력이 높은지 판단하는 지표. 12MF PER의 역수로 산출한 S&P500의 기대 수익률과 미국채 2년물 금리 차이는 미미한 수준까지 도달.
- 지금의 주식시장 상승을 견인한 동력 중 하나는 개인 투자자들의 투자 확대. 미국 증권사의 신용 공여 잔고와 한국 증권사의 신용 공여 잔고는 각각 5월 말 기준 1.4조 달러, 38조원 수준으로 사상 최고치 기록 중. 특히, 한국은 개인 신용대출, 카드론, 마이너스 통장 잔고 증가분 중 일부도 주식 투자에 활용되었을 것으로 추정 중
- 금리 상승은 개인 투자자들이 주식 투자에 적극 활용하고 있는 대출의 비용을 높여 주식 투자 선택에 대한 기회 비용을 높이는 요인

S&P500의 Yield Gap은 0선에 근접



자료: Bloomberg, SK증권  
 주: S&P500 기대 수익률 = 1/(S&P500의 12MF PER)

한국, 미국 신용공여 잔고 사상 최대

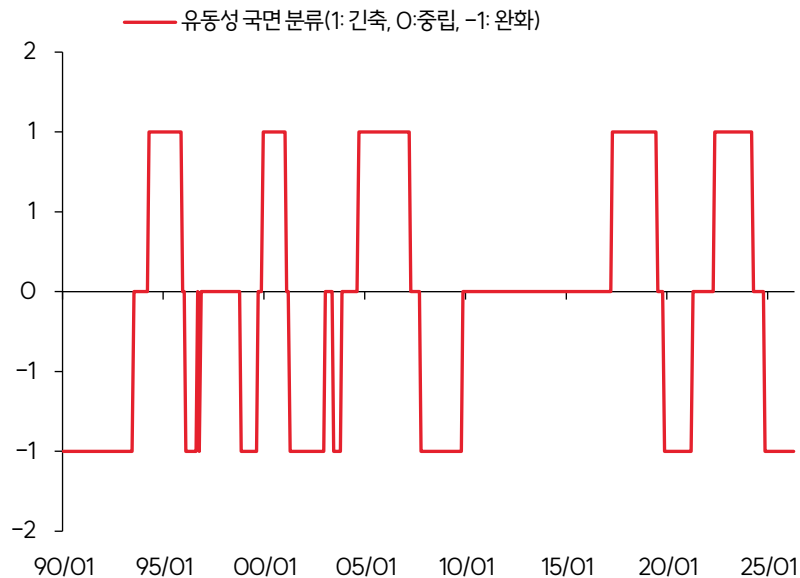


자료: Bloomberg, Finra, SK증권

# 금리 상승기에는 주가 움직임에서 실적 설명력 증가

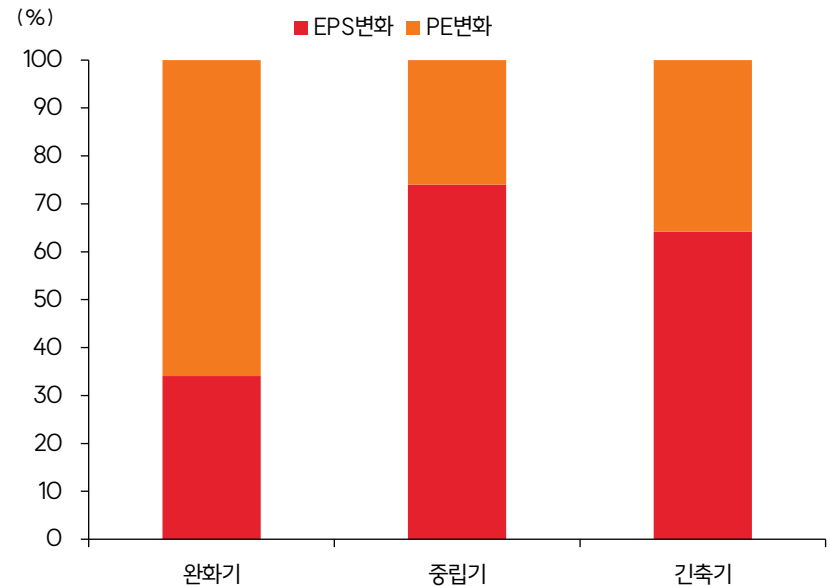
- 유동성 공급이 줄어든다는 이야기는 주가 상승에 있어 밸류에이션 개선 보다는 EPS 상승의 중요성이 커진다는 의미
- 미국의 실효 연방 기금금리 기준 직전 12개월 대비 50bp 상승했을 경우 유동성 긴축기, 50bp 낮아졌을 경우 완화기. 양쪽 모두에 포함되지 않을 경우 중립기로 구분
- S&P500의 직전 12개월 변화율이 무엇에 기인했는지 보기 위해 EPS 변화율과 PE 변화율을 비교. 그 결과 완화기에는 밸류에이션 확장이 주가 지수 향방의 주요 결정 요인이었다면 중립기, 긴축기에는 실적의 설명력이 더욱 커짐

실효 연방 기금금리의 직전 12개월 대비 변동을 활용해 유동성 환경 평가



자료: FRED, SK증권

금리 환경 별 12개월 주가 수익률 기여도 분해



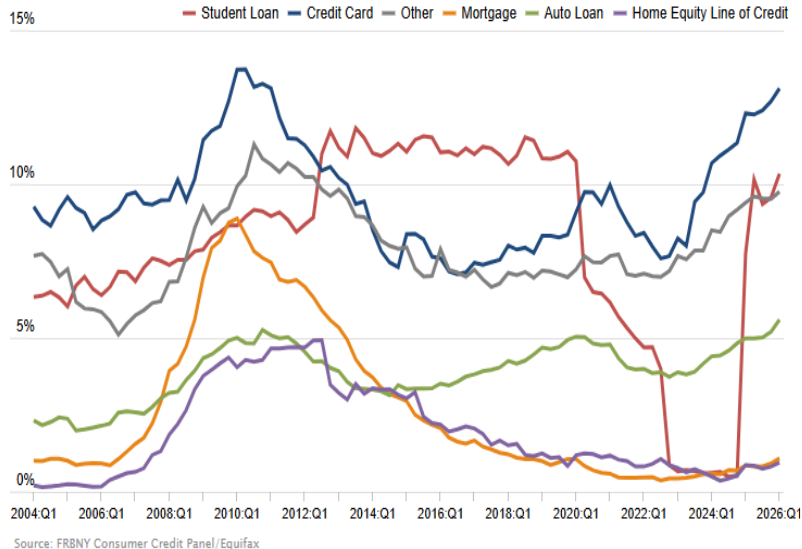
자료: Shiller Data, SK증권

# 금리 상승은 SI 이외 부문의 경기 하방 압력으로 작용

- 높은 금리는 IT를 제외한 다른 산업의 실적 개선을 어렵게 만드는 요인으로 작용할 것. 고금리는 중/저소득층의 재정 상황 악화, SI가 아닌 다른 산업의 비용 압박으로 다가올 것이기 때문
- 금리 상승 시 중/저소득층의 재정 상황이 더 악화될 것으로 예상하는 이유는 대출 연체율 때문. 주택담보 대출이 아닌 학자금 대출, 신용카드, 오토론 등의 악성 연체율(90일 이상 연체)이 크게 증가
- 전반적으로 약해진 미국인들의 소비 여력은 기업들의 가격 전가 능력을 낮추는 요인. 수익성 우려가 제기되는 가운데, 금리 상승은 그들의 마진 압박을 키우는 요인일 것

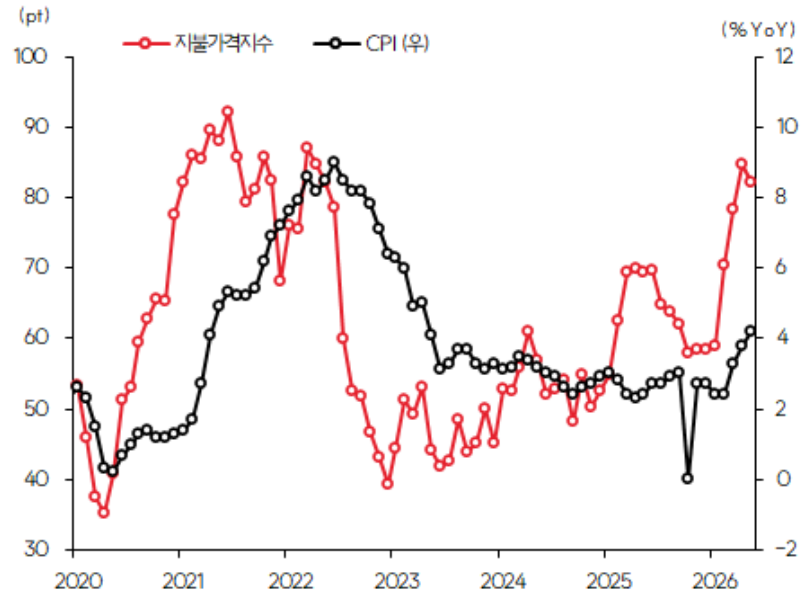
## 미국인들 대출 연체율 증가 중

Percent of Balance 90+ Days Delinquent



자료: NYfed, SK증권

## 비용은 급등한 반면 소비자 물가로의 전가는 제한적으로 나타나는 중

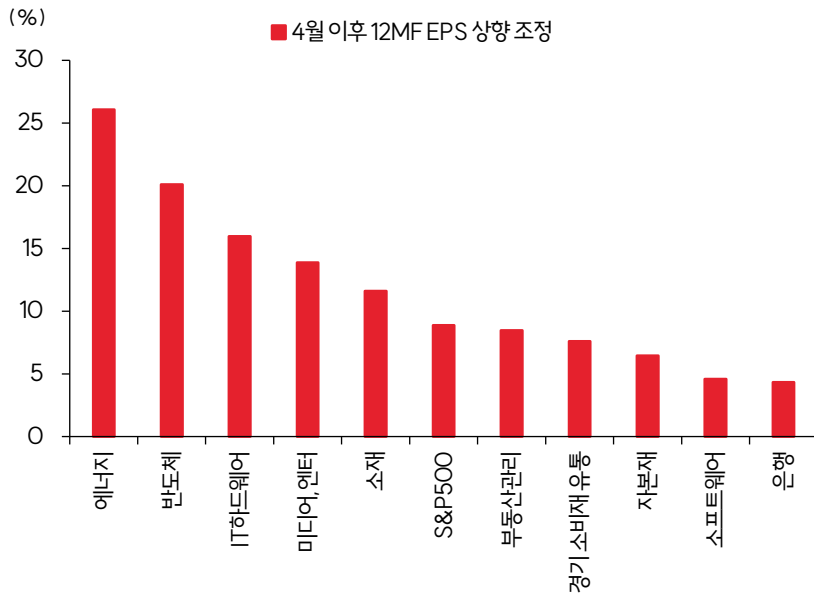


자료: Bloomberg, Finra, SK증권

# 한국도, 미국도 반도체의 실적 성장 기대 여전

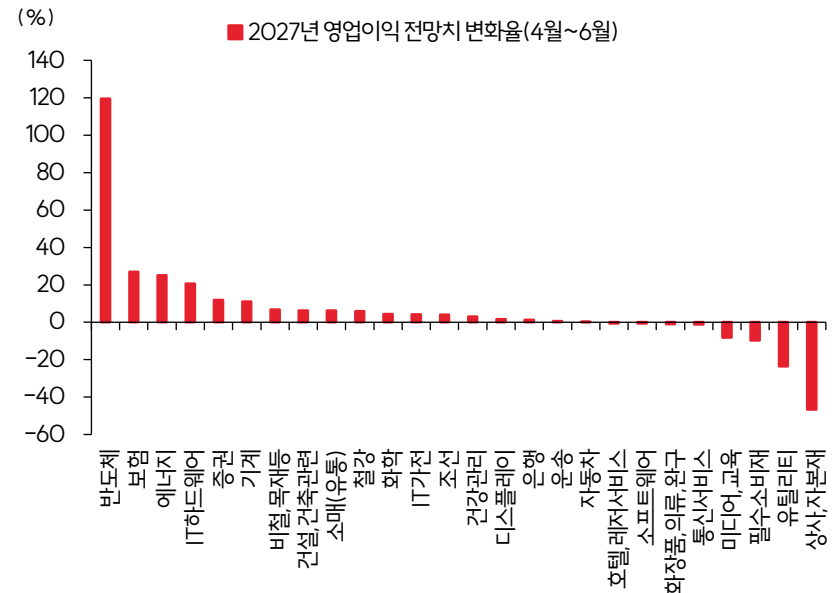
- 반면, 이란 전쟁, 기준 금리 인상 등의 노이즈에도 불구하고 반도체 산업이익 전망은 우상향 흐름 유지 중
- 이란 전쟁으로 인한 유가 상승 영향을 받은 에너지를 제외한다면 S&P500 12MF EPS 증가율 상위엔 AI CAPEX 관련 산업인 반도체, IT 하드웨어가 위치해 있음
- 한국의 경우 차별화가 더욱 뚜렷함. 산업별 2027년 영업이익 전망치 증가율에서 반도체가 압도적인 위치를 차지. 고유가, 고금리 우려에도 실적 성장 기대는 오히려 크게 개선

이란 전쟁 발발 이후 미국 S&P500 산업별 EPS 증가율 상위 10개 섹터



자료: Bloomberg, SK증권

이란전쟁 발발 이후 2027년 영업이익 전망치 변화: 반도체 압도적 우위

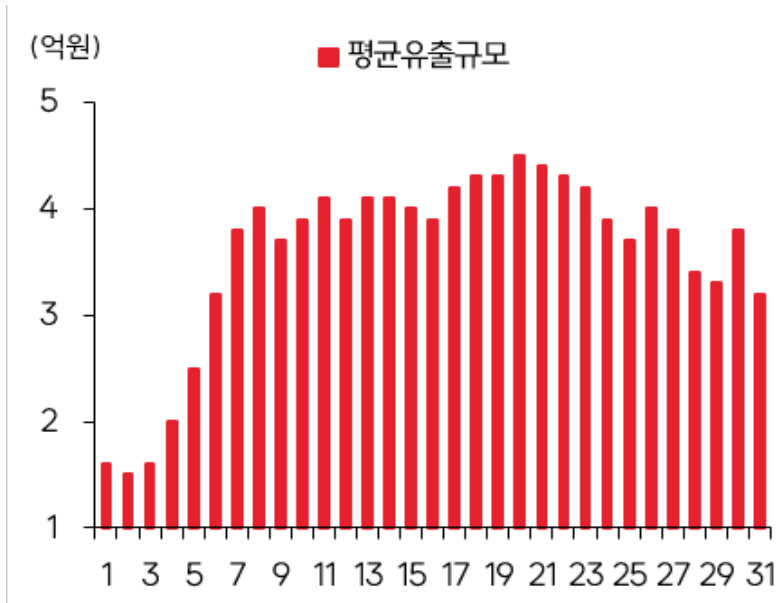


자료: Quantiwise, SK증권

# 결국 위험자산 선호 심리가 가장 중요

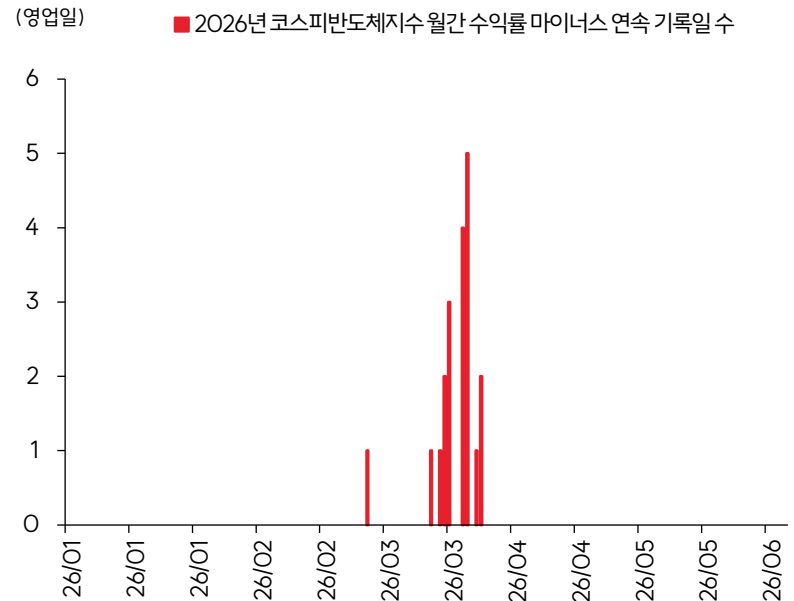
- AI 성장 기대가 여전하지만 금리 상승으로 밸류에이션 부담과 주식 투자의 기회비용이 증가. 고금리 환경 속에서도 주식시장이 상승하기 위해서는 AI 성장 기대를 기반으로 한 위험자산 선호 심리가 유지되는 것이 가장 중요
- 특히, 한국의 경우 기관, 외국인 투자자의 매수세 유입이 제한적인 상황에서 개인투자자들의 매수 심리가 중요
- 개인 투자자들이 대출을 활용해 투자를 하고 있는 만큼, 해당 전략의 비용 구조와 밀접한 관련이 있는 월간 수익률을 면밀히 봐야 함. 월간 수익률 마이너스 구간이 20일 지속될 경우 신용 잔고 감소 폭이 가장 큰 것으로 나타남
- 큰 변동성에도 불구하고 반도체 지수의 우상향 흐름은 이어지고 있기에 위험자산 선호 심리 여전할 것으로 판단.

월간 수익률 마이너스 지속 기간 별 신용공여 감소 규모



자료: Quantiwise, SK증권

2026년 월간 수익률 마이너스 기록 연속 일 수는 아직 5일이 최대



자료: Quantiwise, SK증권

## 6. 크레딧 리스크

**2026**  
**Risk** Summer  
**Screen**



# 중앙그룹 크레딧 이벤트 발생에 따른 영향

중앙그룹 크레딧 이벤트 발생에 따른 주요 금융권 익스포저

구분	대출채권	유가증권	신종자본증권	합계
중앙홀딩스*	2,150	-	-	2,150
중앙일보**	1,637	1,864	-	3,501
JTBC*	856	4,035	1,320	6,211
콘텐츠리중앙*	1,200	995	2,360	4,555
메가박스중앙*	784	1,141	800	2,725
중앙피앤아이*	1,927	-	-	1,927
에스엘엘중앙	1,500	1,893	-	3,393
에이치엘엘중앙	18	0	-	18
중앙일보에스	-	65	-	65
중앙일보엠앤피	220	492	-	712
피닉스스포츠	-	-	-	-
중앙리조트	-	-	-	-
휘닉스중앙	1,236	72	-	1,308
휘닉스중앙제주	857	50	-	907
<b>합계</b>	<b>12,384</b>	<b>10,607</b>	<b>4,480</b>	<b>27,471</b>

구분	대출채권	유가증권	신종자본증권	합계
은행	7,807	200	-	8,007
증권	907	344	-	1,251
저축은행	291	49	-	340
캐피탈	797	-	-	797
<b>주요 금융업권 익스포저 합계</b>	<b>9,802</b>	<b>593</b>	<b>-</b>	<b>10,395</b>

자료: 한국신용평가 보고서 인용, SK증권

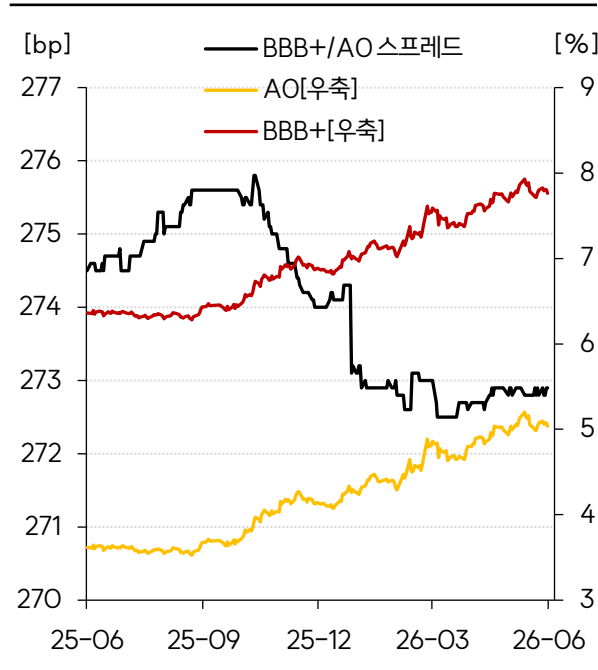
주: \*는 회생절차 신청, \*\*는 워크아웃 추진

- 26년 6월 12일 JTBC는 206억원의 채무불이행 발생
- 26년 6월 14일 중앙그룹 4개 계열사 회생절차 개시 신청, 중앙일보는 워크아웃 추진
- 중앙그룹 주요 계열사의 차입 익스포저는 약 2.7조원
- 이전에 있었던 크레딧 이벤트 대비 차입 익스포저 크게 상회하는 수준
  - 태영건설(22년 12월, 0.54조원)
  - 홈플러스(25년 3월, 0.59조원)
- 대출채권 익스포저는 약 1.2조원으로 은행 약 8천억 원, 증권 약 900억원, 저축은행 약 300억원, 캐피탈 약 800억원으로 은행의 비중이 63%
- 시장성 차입(회사채, 신종자본증권 등)의 경우 투자자 및 보유 주체 확인이 어려움. 개인 및 리테일 보유 비중이 높을 것으로 판단
- 주요 금융사가 보유중인 중앙그룹 계열사에 대한 익스포저의 자기자본 대비 비중이 크지 않은 점을 고려할 때, 금번 중앙그룹의 Credit Event가 금융업권 전반의 신용도에 미치는 단기 영향은 제한적
- 크레딧 시장에서 투자 심리가 악화된 상황에서 중앙그룹 크레딧 이벤트 발생으로 추가적인 투자 심리 위축 가능성
- 하반기 비우량 등급 기업 조달 어려움 예상

# 중앙그룹 크레딧 이벤트에도 채권시장 영향 제한적

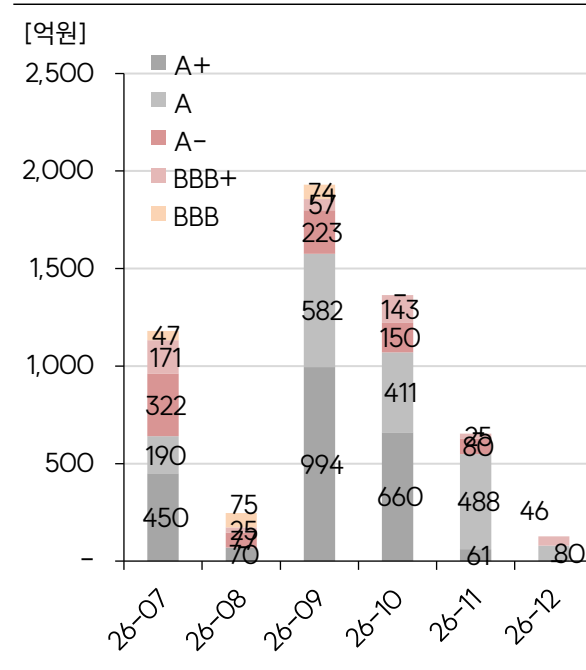
- 6월 14일 중앙그룹 계열사의 워크아웃 및 법정관리 신청 이후 비우량등급 채권에 대한 수요 둔화 우려 확대
- 중앙그룹 이벤트 이후 BBB등급 회사채 발행은 없었으며, 유통거래에서 큰 폭의 약세 거래는 없었음
- BBB 등급의 유통과 발행이 없었기 때문에 민평금리에서 변화도 없는 상황
- 하반기 BBB등급 채권 만기도래 예정 660억원(공모기준) 수준
- 비우량 기업 차환 도래 시 은행 대출로 조달 가능성도 있겠으나, 하반기 재무안정성이 열위한 기업의 경우 발행시장에서 투자자 확보 난항 예상

비우량등급 금리 및 스프레드 추이



자료: 인포맥스, SK증권

비우량등급 금리 및 스프레드 추이



자료: 인포맥스, SK증권

BBB등급 최근 유통거래(10억원 이상 거래)

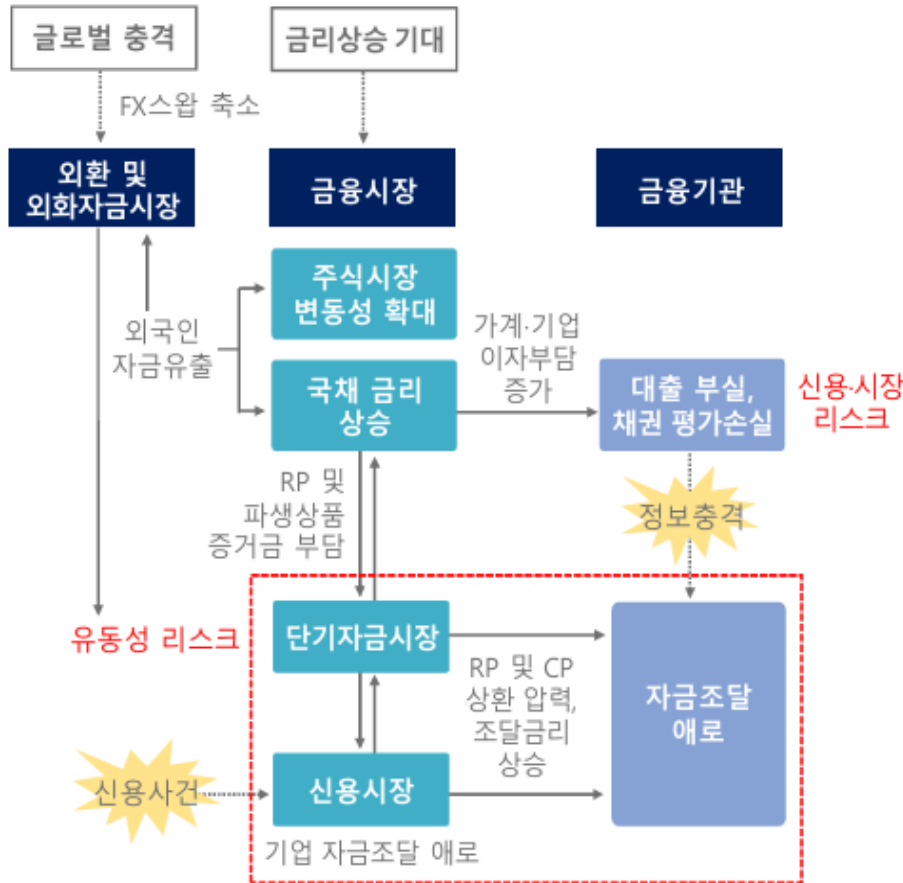
거래일	종목명	만기일	거래량 (억원)	민평 대비 (bp)
26-06-22	한진120-2	26-10-23	10	50.6
26-06-15	두산311-2	26-07-03	20	3.1
26-06-11	두산312-2	28-01-21	50	20
26-06-10	AJ네트웍스 80-1	26-07-24	10	9.5
26-06-09	한진122-2	28-01-21	20	20
26-06-02	동화기업25	27-12-01	34	37.2

자료: 인포맥스, SK증권

\*단일 종목 당일 중복거래 제거

# 금융안정 리스크 증대 - 전반적인 리스크 확대 국면

금융안정 리스크 파급경로: 금리 상승에 따른 금융안정 리스크 증대



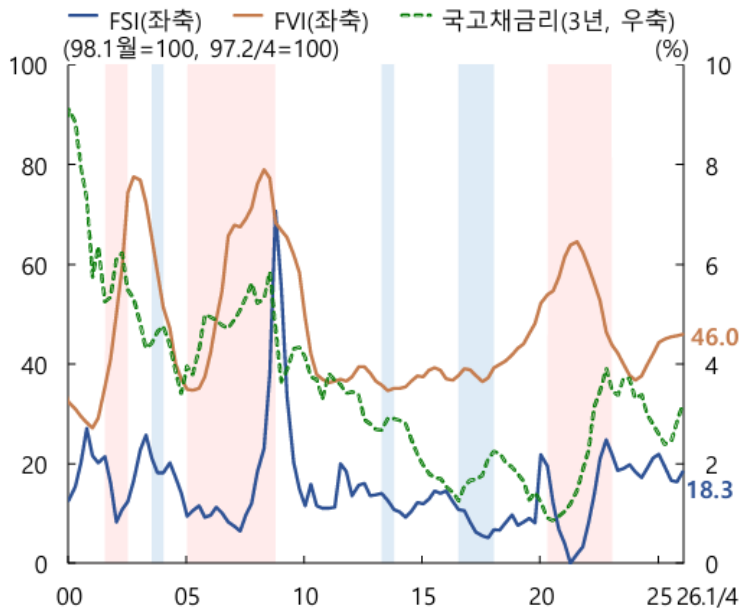
- 외환 및 외화자금 시장 : 달러 강세와 증권투자자 순유출**
  - 달러인덱스 5월 이후 상승세. 6월 26일 기준 101.8pt
  - 미국 기준금리 인상 가능성 높아지며 달러 강세 지속
  - 26년 1~6월중 외국인의 국내 증권투자자자금은 833억 달러 순 유출(주식 948억 달러 순유출, 채권 114억 달러 순유입)
  - 거주자 해외증권 순투자 규모는 26년 1~4월 중 343억 달러
  - 엔화와 원화 동반 약세
- 금융시장 : 금융시장 변동성 확대와 자금 쓸림 심화**
  - VKOSPI 지수 최고치 경신 95.09pt(6월 25일)
  - 국고채 금리 레벨이 22~23년 수준으로 상승. 국고3년 3.7~3.8% 수준
  - 기준금리 인상을 앞두고 단기금리 상승
  - 크레딧 스프레드 확대 추세 지속
- 금융기관 : 중앙그룹 크레딧 이벤트와 CP 발행 급증**
  - 금융기업이 보유한 중앙그룹 익스포저 1조원 수준
  - 증시 거래대금 및 변동성 증가로 증거금을 확보하기 위한 증권사 자금 조달 급증
  - 증시로 머니무브 지속되면서 채권형 자금 둔화

자료: 한국은행 금융안정보고서(26.6), SK증권

# 금융취약성과 금리 상승으로 금융불안 확대

- 금융시스템의 단기적 안정 상황을 종합적으로 보여주는 금융불안지수(FSI)는 26년 5월중 17.2 (주의단계)
- 중장기적 관점에서 금융시스템의 취약성을 나타내는 금융취약성지수(FVI)는 26년 1/4분기 46.0으로 점차 상승하여 장기평균(08년 이후 45.7)을 소폭 상회
- 금융취약성 수준이 높은 시기에는 시장금리 상승이 금융불안지수(FSI) 상승으로 이어지는 모습을 보인 반면, 금융취약성이 상대적으로 낮았던 시기에는 시장금리 상승이 FSI 상승으로 이어지는 모습이 뚜렷하지 않음
- 26년 들어 금리 상승과 금융취약성지수 상승으로 금융불안 확대 가능성

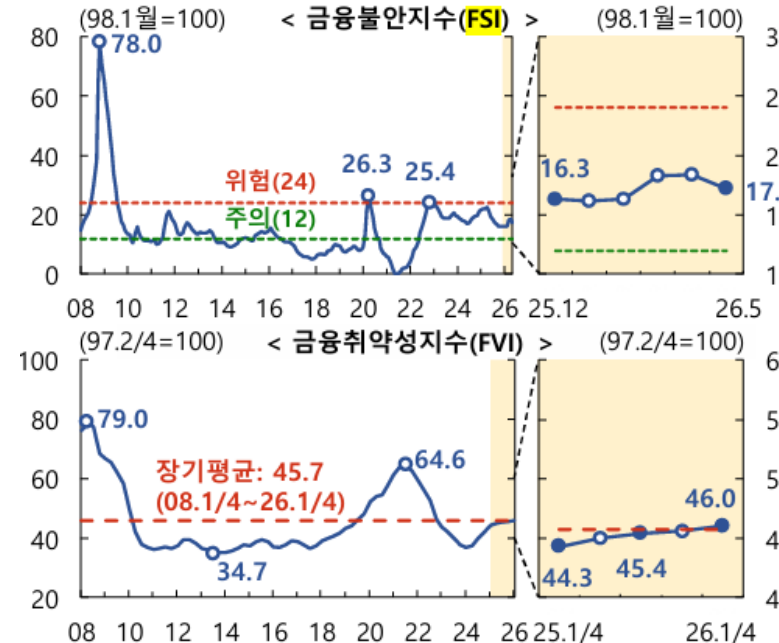
2000년 이후 시장금리 변동과 FSI·FVI



주: 1) 음영은 국고채금리(3년) 상승 시기

자료: 한국은행 금융안정보고서(26.6), SK증권

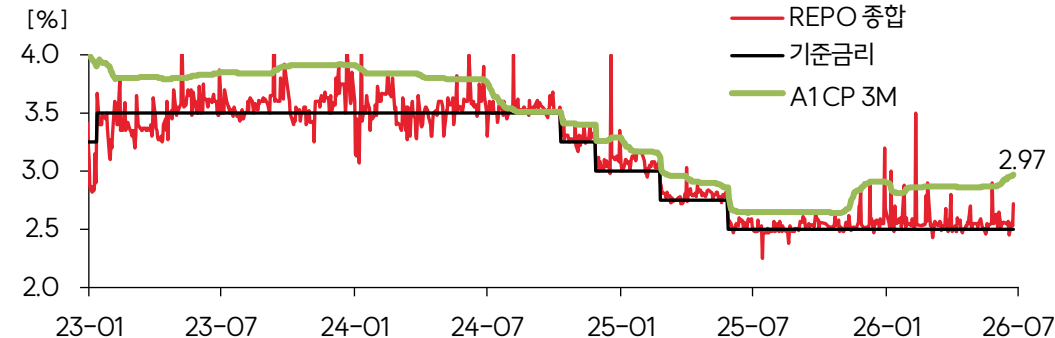
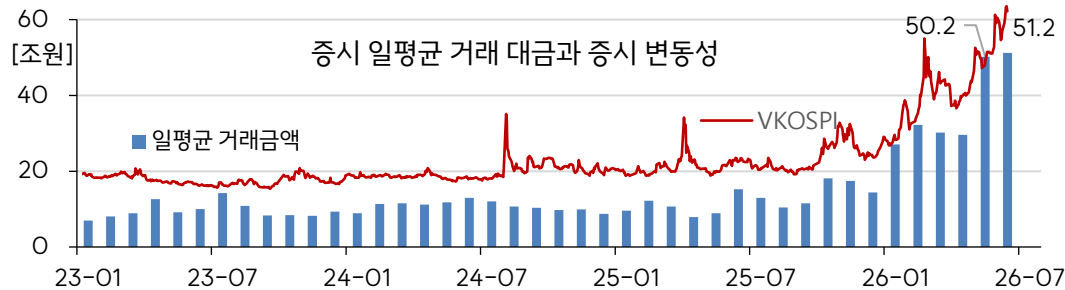
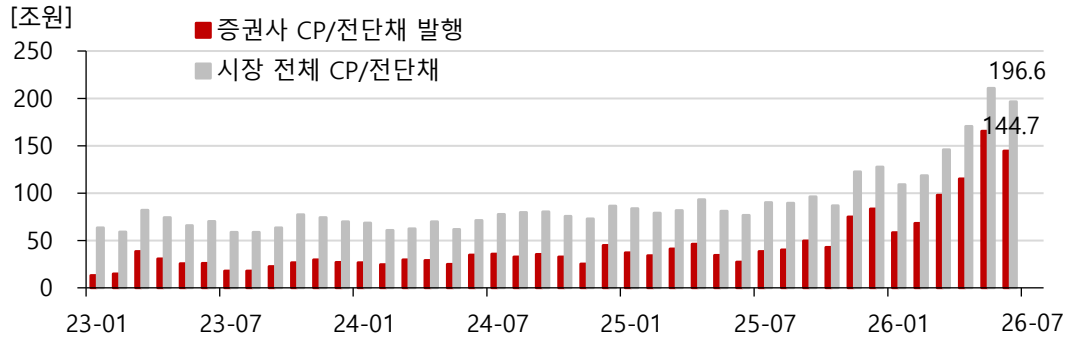
금융불안지수(FSI) 및 금융취약성지수(FVI)



자료: 한국은행 금융안정보고서(26.6), SK증권

# 증시로 자금 쓸림의 부작용 - 단기채 발행 증가

증시로 자금쓸림과 주가 변동성 확대로 단기자금 시장 발행 증가 및 금리 상승



자료: 인포맥스, SK증권  
주: 6월 데이터는 6월 26일 기준

## • 증시로 자금 쓸림 심화에 따른 부작용

- 증시 머니무브로 채권 시장 자금 유출. 채권 매수세 약화. 단기 자금 시장 수요 감소
- 거래대금 증가와 증시 변동성 확대로 증권사 증거금 납부 부담 급증

## • 단기자금 시장 발행 증가. 전년 대비

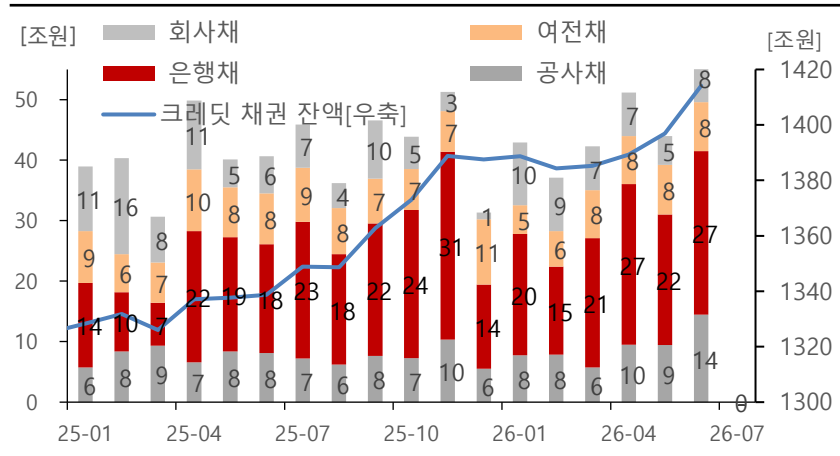
- 25년 월 평균 증권사 CP/전단채 발행은 46조원
- 26년 월 평균 증권사 CP/전단채 발행은 108조원
- 5월말 단일종목 레버리지 ETF 거래 시작되며 증거금 납부 증가와 단기채 조달 급증

## • 단기금리 상승

- 과거 대비 단기채 발행 증가 2배 수준 증가
- 분기말 MMF 투자 수요 감소
- 7월 기준금리 인상을 앞두고 일시적인 수요 감소
- 분기말 단기채 수요의 감소는 일시적일 수 있으나, 단기채 발행은 증시 분위기에 따라서 지속될 가능성 높음
- 9월, 12월 분기말에도 단기채 조달 어려움 예상

# 크레딧 채권 조달 환경 악화 - 수급 악화

크레딧 채권 월별 발행 현황 - AAA채권 발행 증가



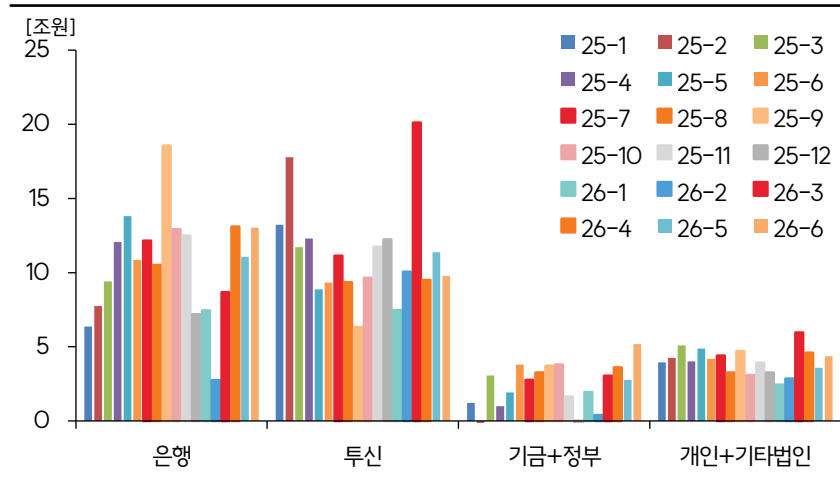
## 크레딧 채권 발행 증가와 수요 둔화로 조달환경 악화

- 하반기 기준금리 인상 가능성이 높아지면서 인상 전에 발행하려는 발행 니즈 증가
- 정책 지원을 위한 공사채와 특수은행채 발행 증가
- 크레딧 채권 기관투자자 수요 둔화

## 크레딧 채권 발행 조달 여건 악화 심화될 경우 금융 불안 확대

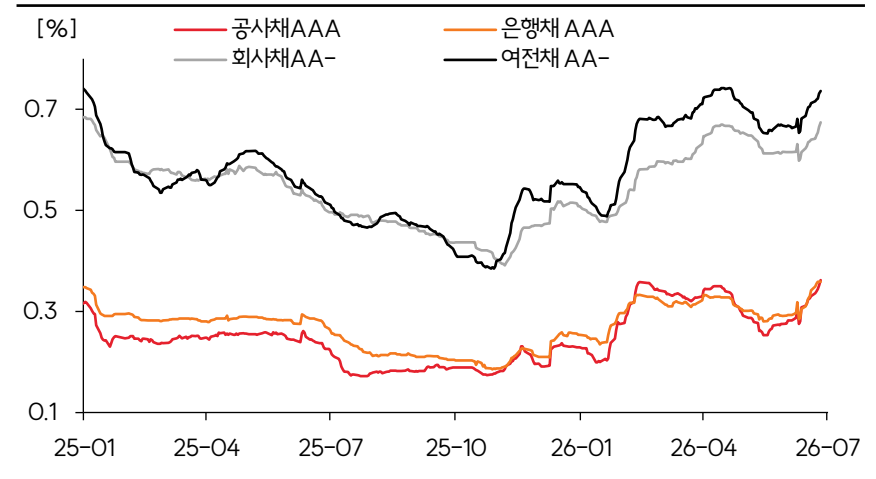
- 일반적으로 상반기 대비 하반기 공사채와 은행채 발행이 늘어나는 것을 감안하면 하반기 크레딧 채권 공급 부담 심화 대비 필요

기관투자자별 크레딧 채권 순매수 현황



자료: 인포맥스, SK증권

크레딧 채권 스프레드 추이 - 확대 지속

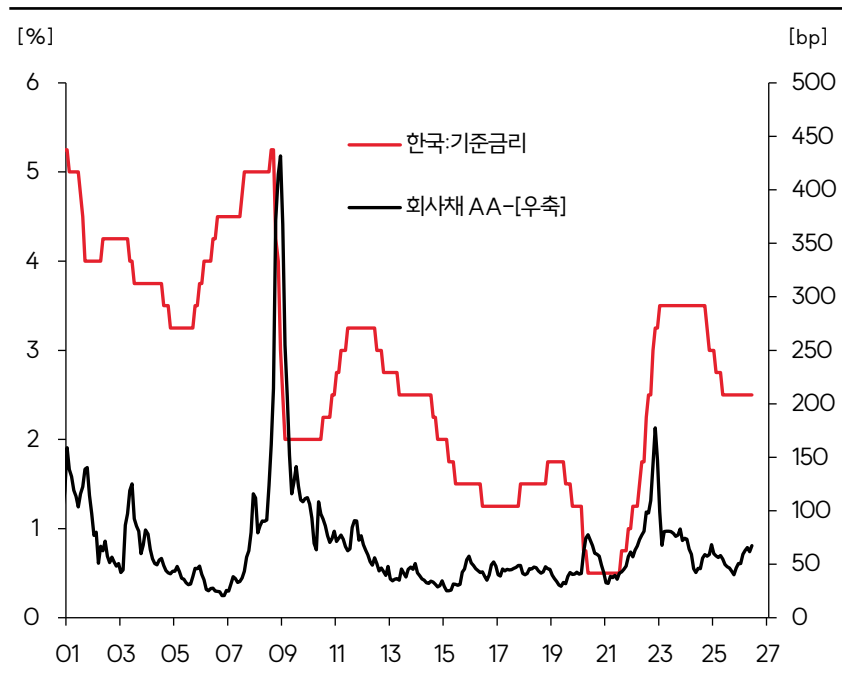


자료: 인포맥스, SK증권

# 기준금리 인상 과정에서 크레딧 채권 취약성 주의

- 크레딧 채권 시장의 취약성은 기준금리 인상기에 유동성 축소와 채권 매수세 둔화 과정에서 드러나는 게 일반적
- 이미 상반기를 지나면서 증시로 머니무브가 발생하면서 채권 시장 매수 여력이 둔화된 상황에서 하반기 기준금리 2회 이상 단행될 경우 발행기업의 취약성이 드러날 수 있음
- 은행채와 공사채 발행량 급증으로 크레딧 채권 수요를 흡수하는 과정에서 비우량등급 크레딧 채권 조달에 어려움을 겪을 수 있음
- 정부는 '100조원+ $\alpha$  시장안정 프로그램' 가동 가능성을 언급하며 투자 심리에 안전판 역할. 대통령도 시장안정 프로그램 적극 시행을 강조
- 자금 쓸림이 심화된 상황에서 정부의 시장안정 프로그램 효과는 과거 대비 낮을 수 있음

기준금리 인상과 회사채 스프레드 - 하반기 채권 시장 취약성 주의



자료: 인포맥스, SK증권

100조+ $\alpha$  시장안정 프로그램

구분	주요 지원 프로그램	규모 (추산)
1. 채권·단기자금 시장 안정	채권시장안정펀드 (채안펀드)	20조 원
	CP·단기사채 매입	10조 원
	증권사 유동성 지원	3조 원+ $\alpha$
2. 기업 유동성공급 (P-CBO)	회사채 발행 지원 (P-CBO)	5조 원+ $\alpha$
	산업·기업은행 전용 대출	10조 원+ $\alpha$
	수출기업 특별지원	20.3조 원
3. 주식시장 안정	증권시장안정펀드 (증안펀드)	10조 원+ $\alpha$
4. 민생·소상공인 지원	소상공인 금융지원	30조 원+ $\alpha$
	새출발기금 (채무조정)	(별도 관리)
합계	종합 패키지	100조 원+ $\alpha$

자료: 금융위원회, SK증권

## 7. 취약해진 환경, 필요한 증명

**2026**  
**Risk** Summer  
**Screen**

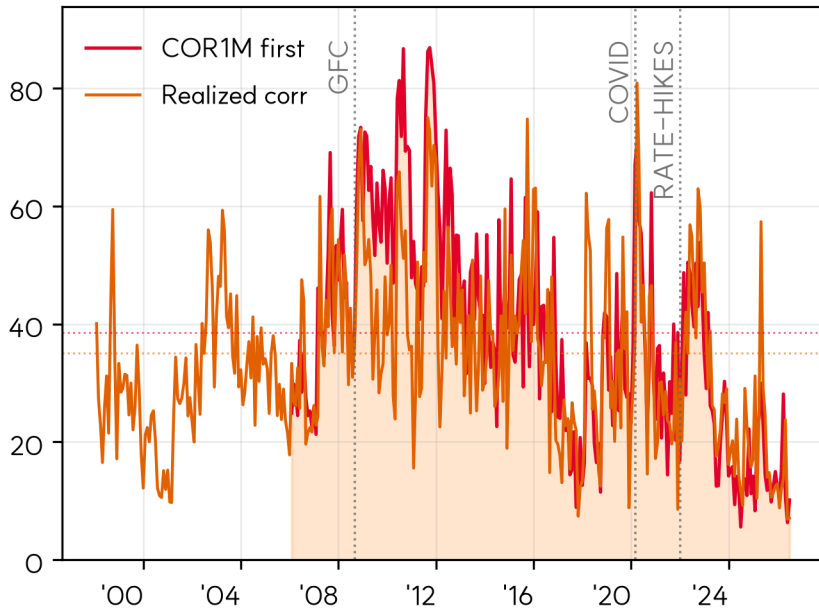


# 주도주가 남긴 각자도생 국면

- Realized Correlation : 매 시점 시가총액 상위 50개의 상관관계 행렬에서, 대각선을 제외한 한쪽의 평균
  - 즉  $n=50$ 이면 총 1225개 쌍의 평균
  - 종목간의 '동조화 정도'
- Return Dispersion : 매 시점 시가총액 상위 50개 종목 수익률의 cross-sectional 표준편차
  - 종목 간의 '수익률 분산' 정도
- 특정 기술 또는 테마에 대한 주식의 FOMO를 불러왔다는 점에서 가장 유사한 닷컴버블 당시 동조화는 저점 수준이었고, 수익률의 분산은 최고 수준이었음

S&P500 수익률 상관관계

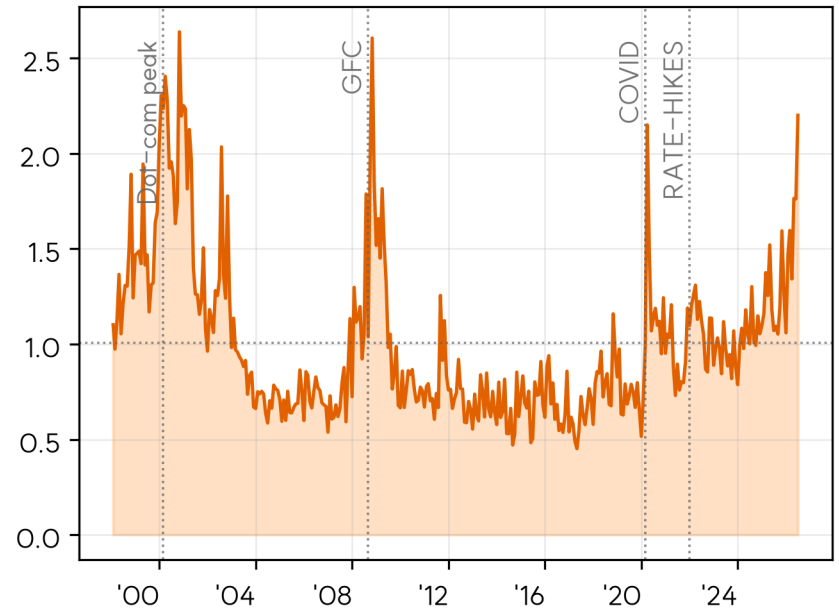
(단위: %)



자료: Bloomberg, SK증권

S&P500 수익률 분산도

(단위:  $\sigma$ )



자료: Bloomberg, SK증권

# 이례적 대형주 쏠림 환경

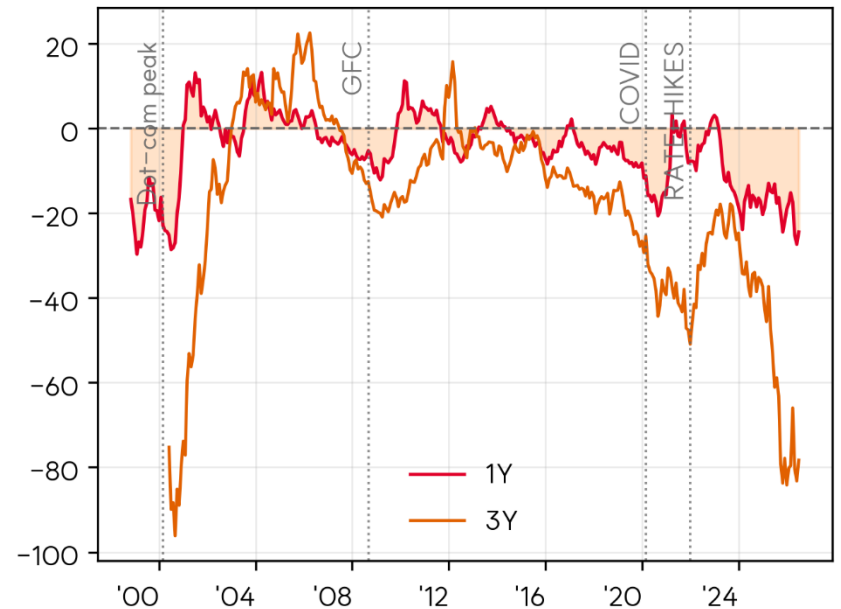
- 시가총액 상위 10개 종목의 지수 내 비중은 AI 시대에 이르러 뉴노멀로 진입
- 동일가중 수익률과 시총가중 수익률(즉 대형주 쏠림 현상)은 닷컴버블 당시와 비슷한 수준으로 격차 확대
- 쏠림만으로 해석하기에는 매번 테마에 대한 해석은 상이하기 때문에, 그 자체로 변곡점의 트리거는 아니며 조성된 환경을 참고하는 용도
- 핵심은 지금 시장을 움직이는 동인에 대한 잠재적인 트리거를 유추해보는 것

S&P500 시가총액 상위 10개 종목의 지수 내 비중



자료: Bloomberg, SK증권

동일가중(EW) - 시총가중(CW) 수익률 스프레드

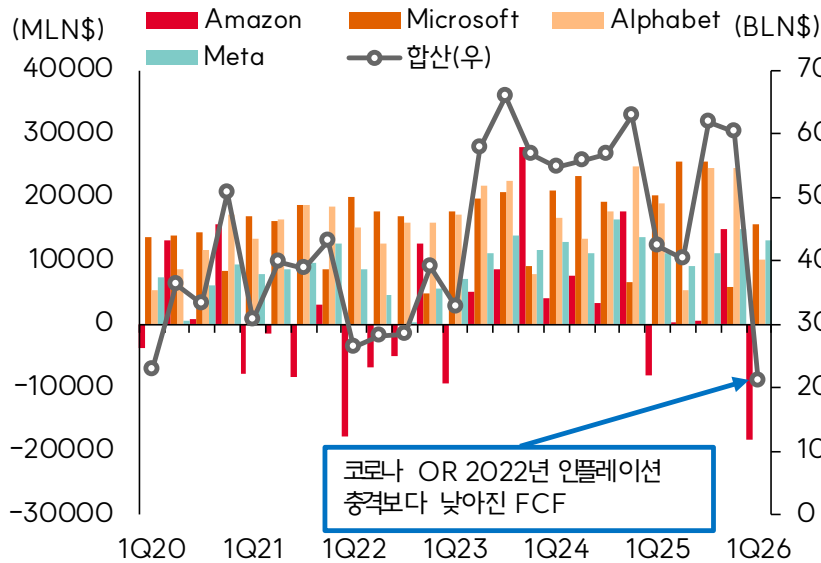


자료: Bloomberg, SK증권

# FCF가 촉발한 투심 변화

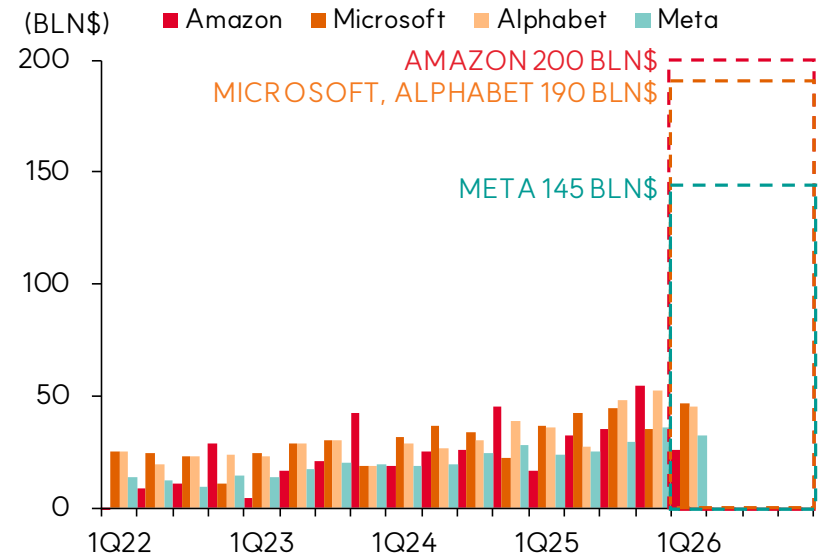
- 클라우드·AI 투자가 본격화되면서 주요 하이퍼스케일러들의 Free Cash Flow가 근래의 주요 위기(COVID-19, 러·우 전쟁 & 인플레이션) 국면 수준으로 하락
- FCF 음전 구간에서는 자금조달 여력, 투자 효율성, 주주환원 지속 가능성에 대한 검증이 강화됨
- 본업 현금흐름이 유지되면 FCF 저점 통과 논리가 가능할 수 있지만, 매출 충격이 발생하면 회복이 지연될 수 있음
- 하이퍼스케일러 내에서도 B2C·광고·커머스 노출이 높은 기업은 소비심리 둔화에 민감하며, 단기적으로 일부 하이퍼스케일러들의 AI CAPEX의 정당성은 현금흐름 지속성에 좌우될 가능성이 있음

CSP+Meta의 Free Cash Flow 추이



자료: Bloomberg, SK증권

CSP+ 영업현금흐름(OCF)와 CAPEX 전망



주: 막대는 현재까지 확정된 OCF, 점선은 각사가 제시한 2026년 CAPEX 가이드스 규모  
자료: 각사, Bloomberg, SK증권

# 서버 내용 연수 논란은 지속

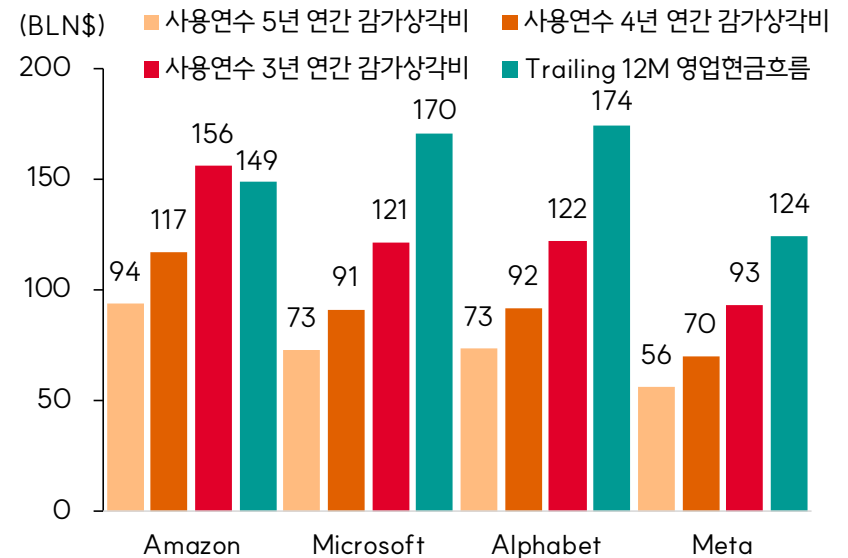
- 대부분 하이퍼스케일러는 지난 호황기에 주가를 부양했던 자산 경량화 모델을 AI 시대에 이르러 자본 집약적 모델로 전환 중
- 그 과정에서 누적되는 자본에 대한 감가상각비는 투명하게 제공되지 못하고, 과거 데이터로 모델링도 정확도가 떨어져 시장 의견이 크게 엇갈림
- 내용연수 연장은 단기 EPS와 FCF를 개선하는 효과가 있지만, 실제 경제 수명과 괴리될 경우 미래 비용으로 재평가됨
- AI 데이터센터는 철도·통신망과 달리 기술 교체 주기가 짧아 ROIC 회수기간의 불확실성이 더 높음
- 핵심은 시장이 AI 서버, 네트워크 장비의 경제 수명을 과대평가했는지 여부

빅테크 서버/네트워크 장비 내용연수 변경 내역

변경 시점	회사	내용연수 변경	내용
2025-12	Amazon	서버, 네트워크 장비 6년 → 5년	축소
2025-01	Meta	서버, 네트워크 장비 4년 → 5.5년	연장
2024-01	Amazon	서버 5년 → 6년	연장
2023-01	Alphabet	서버 4년 → 6년, 네트워크 장비 5년 → 6년	연장
2022-07	Microsoft	서버, 네트워크 장비 4년 → 6년	연장
2022-Q2	Meta	서버, 네트워크 장비 4년 → 5년	연장
2022-01	Amazon	서버 4년 → 5년, 네트워크 장비 5년 → 6년	연장
2021-01	Alphabet	서버 3년 → 4년, 일부 네트워크 장비 3년 → 5년	연장

자료: 각사, SK증권

현재까지 CAPEX의 연간 감가상각비 추정치 (2026년 가이드스 제외)

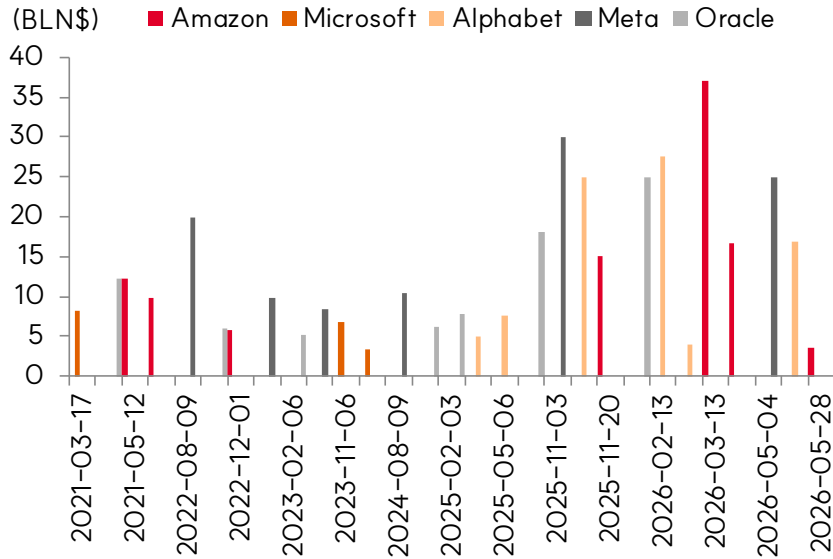


주: 연간 감가상각비 추정치 = 과거 3년 CAPEX의 합계 / 내용 연수  
 자료: Bloomberg, SK증권

# 부채 확장은 양날의 검

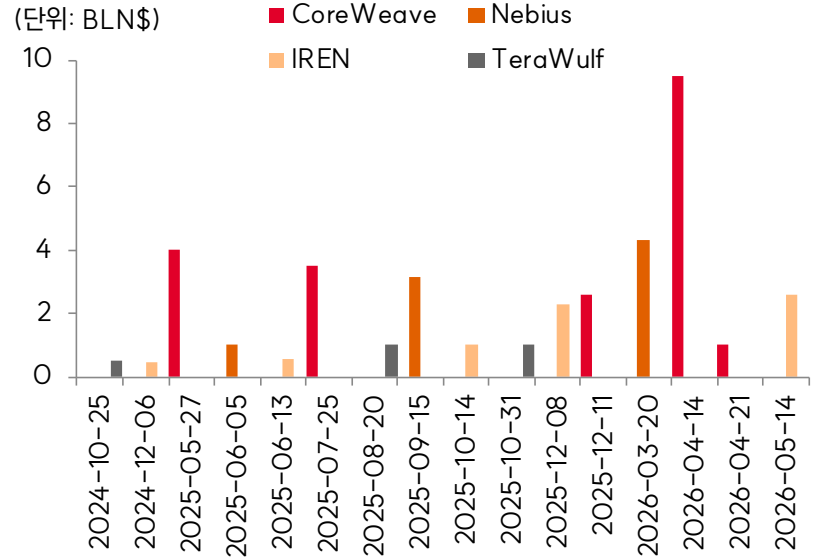
- AI 낙관론은 크레딧 스프레드와 자금 조달 비용을 낮게 유지하지만 작은 실패가 연쇄 조정으로 연결될 수 있음
- 최근 네오클라우드는 고객계약·GPU·현금흐름을 담보화하여 부채를 조달하는 구조 확대
- 일정대로 매출 전환이 발생하면 자기강화적 성장이 가능하지만, 고객 계획 변화 또는 가동 지연 시 신용위험이 표면화 됨
- 호황기에는 관대한 대출이 증가하고 이 중 손실이 발생하면서 사이클 고점을 통과하는게 부채 사이클의 기본 경로
- 현재 부채 발행 방식은 호황기적 성격이 강하며, 수요 붕괴보다 현금흐름 전환 지연이 현실성 높은 꼬리 위험

CSP+, Oracle 부채 발행 내역 (2020년 이후)



자료: Bloomberg, SK증권

NeoCloud 부채 발행 내역



자료: Bloomberg, SK증권

# 부외부채는 새로운 충격 전파 경로

- 사모 금융은 경제적으로 부채와 유사하지만 기업 재무상태표에 직접적으로 드러나지 않으며, 대부분 AI 투자로 인한 미래 현금흐름을 담보로 함
- 해당 구조는 재무제표상 건전성을 유지하는 효과가 있으나 AI 투자 수익화에 실패할 경우 실질적 부채로 잔존하게 됨
- BIS는 이러한 구조를 off-balance sheet 성격의 shadow borrowing으로 설명하며, 사모 신용 대출자들의 투자 심리 변화가 새로운 충격 전파 경로가 될 수 있다고 진단

## Shadow Borrowing : 재무상태표에 드러나지 않는 실질적 부채

**BIS**

Home / Research & publications / Quarterly Review - OR all issues / BIS Quarterly Review, March 2026

**Financing the AI infrastructure boom: on- and off-balance sheet borrowing**

**Meta**  
Meta Investor Relations

View all Press Releases

Meta Announces Joint Venture with Funds Managed by Blue Owl Capital to Develop Hyperion Data Center

October 21, 2025

**CoreWeave**

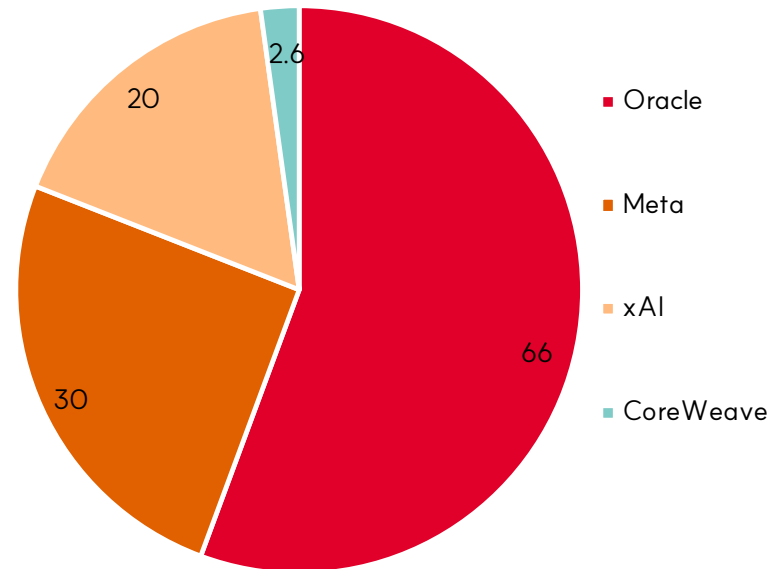
View All News

CoreWeave Closes Landmark \$8.5 Billion Financing Facility, Achieving First Investment-Grade Rated GPU-backed Financing

March 31, 2026

자료: BIS, 각 사

## 120 BLN \$에 육박하는 기업들의 부외 부채

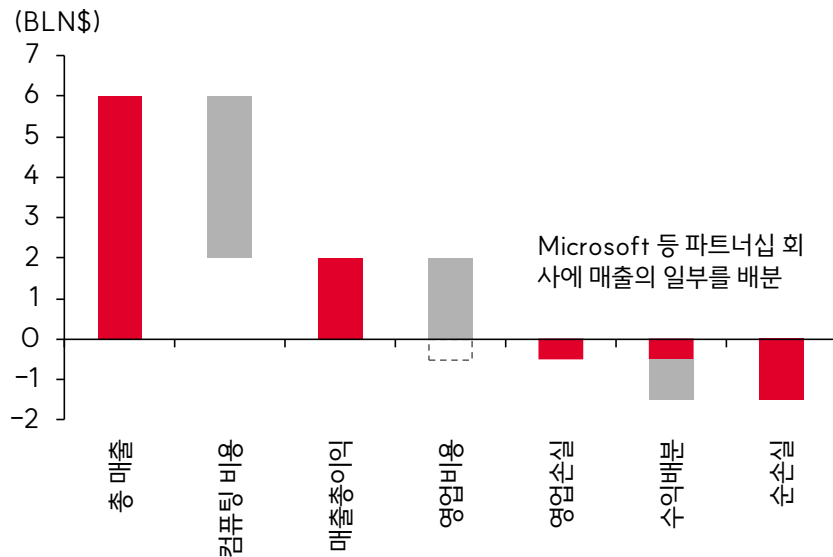


자료: Financial Times, SK증권

# AI 수익성 증명에 대한 시장의 요구 확대

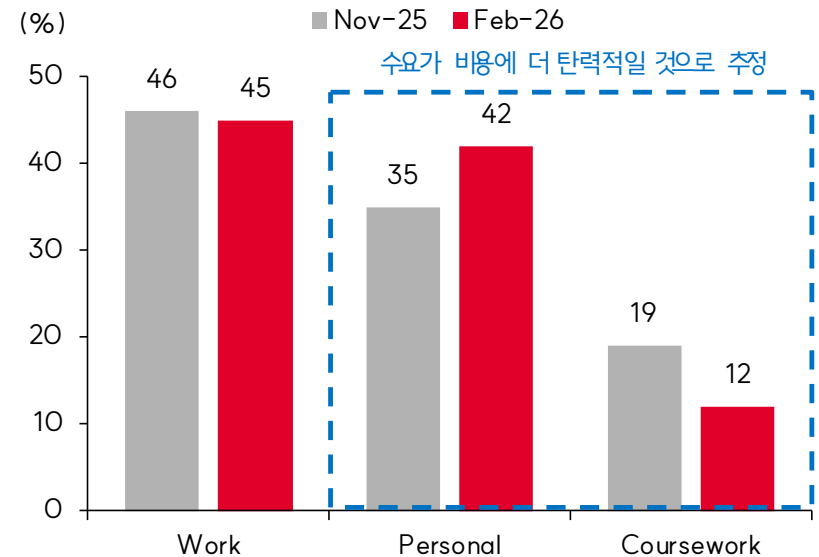
- 현재 AI 서비스 가격 체계는 점유율 확대와 사용 습관 형성을 위해 비용 전가가 일부 지연된 구조로 판단
- 사용자 수·점유율·토큰 호출량이 핵심 성장 지표로 평가됐으나, 향후 수익성 검증 국면에서는 토큰 비용 회수율이 더 중요해질 전망
- 특히 주요 AI 서비스 기업들의 상장 이후 수익성 제고 요구가 높아질 가능성
  - 다만 상장 전까지는 수요의 proxy 지표인 토큰 사용량을 위축시킬 가격 정책 시행이 제한될 것으로 예상
- 정액제 가격 인상 또는 usage-based fee 도입 시 실험적 사용·저효용 반복 호출·장시간 agent 사용 등은 감소할 가능성
- 가격 정상화는 토큰 사용량 성장률 둔화로 연결될 수 있으며 이는 AI 인프라 수요의 하방 리스크로 작용

'25.08(GPT-5출시) ~ '25.12(GPT-5.2 출시) 사이 OpenAI 추정 수익



자료: Epoch AI, SK증권

Anthropic이 공개한 현재 AI 사용처 비중



자료: Anthropic Economic Index, SK증권