

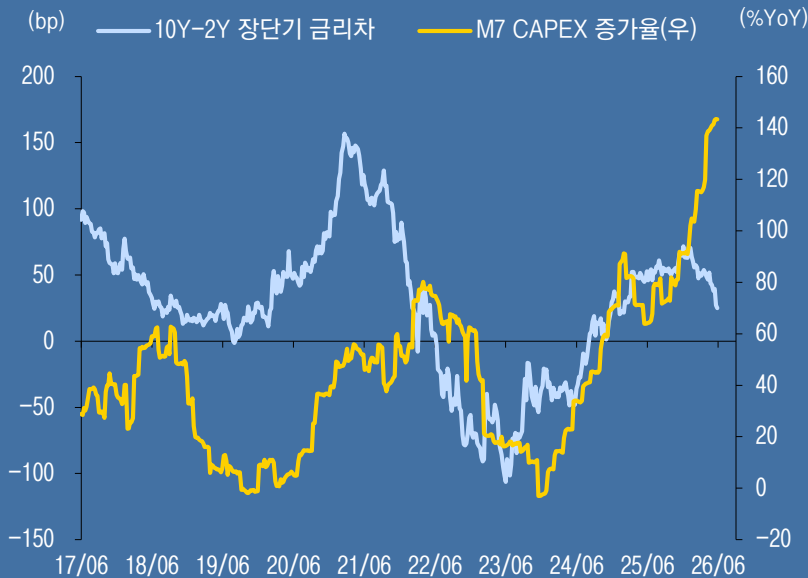
마켓 BEAT

AI 사이클 후폭풍 중간점검



Market
Analyst 황산해
sh.hwang@ls-sec.co.kr

KEY 차트: 매크로 환경과 무관하지 않은 AI 투자



● AI 투자 사이클, 각박해진 수요와 비용

주요 AI 주도주들이 높은 변동성을 보이는 가운데 사이클의 근간이 되는 AI 투자의 주체, 하이퍼스케일러들의 투자 지속가능성 점검

장단기 금리차와 빅테크 CAPEX 증가율의 관계성에 주목. 단기금리가 상승하고(투자 비용의 압박) 장기금리가 하락하는(성장, 수요, AI 확산 감소) 현상이 하이퍼스케일러들의 AI 투자 의지 둔화 시킬 것이라 판단

● AI 주도주 교체 시그널 발생

GPT 출시 이후 4년 간의 AI 투자 사이클은 명분 제공 → 과열 → 병목 발생의 과정을 연속하며 주도주 교체 발생. 다음 스테이지로 넘어가는 과정에서 새롭게 등장했던 알파의 영역

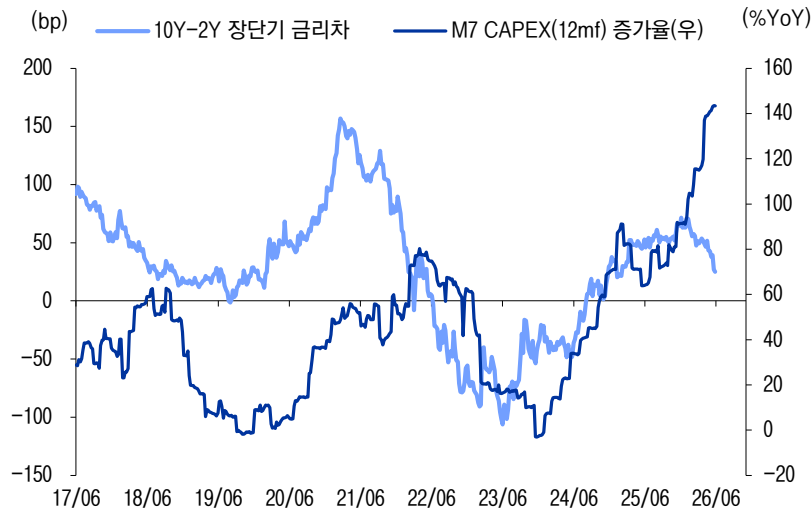
전환의 지점에서 기존 주도주 중립화와 신규 주도주의 비중 확대가 동반될 필요. 현 메모리 병목을 해결하기 위한 공급확대의 아이디어(소부장), 기존 인프라에서 효율 방안을 모색하는 효율 반도체 관련 기업(퀄컴 등), 광통신, S.W에 대한 관심 필요한 시점

과열의 후폭풍과 매크로 환경의 제약

● 비용(단기금리)은 올라가고, 성장(장기금리)은 둔화되고

- 현 매크로 환경은 하이퍼스케일러들의 CAPEX 증가율 피크아웃 가능성 시사
- AI 경쟁 의지와 높은 현금창출 능력으로 일반 기업들 대비 CAPEX 지출이 경기에 둔감할 수 있으나 그럼에도 투자 비용과 이익 성장의 미스매치는 장기간 무시하기 힘든 이슈
- 당사는 장단기 금리차와 빅테크 CAPEX 증가율의 관계성에 주목. 단기금리가 상승하고(투자 비용의 압박) 장기금리가 하락하는(성장, 수요, AI확산의 감소) 현상이 하이퍼스케일러들의 AI 투자 의지를 둔화시킬 것이라 판단
- 투자단에서는 메모리 비용 압박, 데이터센터 건설 딜레이 등의 이벤트. AI 수요와 확산에서는 액센츄어 어닝쇼크, 토큰 미니마이징 트렌드 등을 주목

무관하지 않은 매크로 환경과 AI 투자



자료: Bloomberg, WSJ, LS증권 리서치센터

2026.06.21 WSJ 인터뷰

“AI 도구가 강력하긴 하지만, 데이터센터 건설에만 모든 자원을 쏟아붓는 방식은 지속 가능하지 않다”

“지배적 소수 기업에 의존하는 대신 더 낮은 비용과 더 넓은 접근성, 더 강한 공공신뢰를 향해 나아가야 한다”

“AI 업계가 실제 성과와 경제적 기회를 입증해야 할 때”

마이크로소프트 CEO 사티아 나델라



[수요] 액센츄어 실적발표와 Token minimizing

● 각박한 매크로 환경, AI 투자와 경쟁의 위축

- AX전환을 대하는 기업들의 스탠스 변화 포착. 5월까지 유행되던 토큰 Maxing은 Minimizing의 흐름으로 전환되며 투자 심리 위축 시사
- Uber, Amazon 등 사내 토큰 사용량 경쟁을 유발하며 공격적 AX 전환 시도했던 기업들도 속도조절 언급
- IBM에 따르면 경영진의 79%가 2030년까지 AI의 매출 기여가 증가할 것으로 전망했으나 24%만이 명확한 발생 경로를 예측. 더해 CEO의 성향상 명확한 목표가 보이지 않은 상황에서는 경쟁적 우위를 쫓지 않는다 분석하며 최근 AI 투자 위축을 설명

● 액센츄어 어닝쇼크로 확인된 AI 투자 딜레이

- 액센츄어는 AX 전환을 위한 컨설팅과 클라우드 벤더들의 영업사원 격(MSP 사업)으로 AI 확산과 일반 기업들의 AI 투자 의지를 대변
- 그러나 3FQ26 실적발표에서 CEO는 중동 분쟁 및 지정학 불확실성이 커지며 고객들의 투자 결정의 지연과 컨설팅 서비스에 대한 수요 감소를 언급

IBM(26.06.25), 토큰 맥싱은 죽었다, 돌아온 가치 맥싱

Tokenmaxxing is dead, long live valuemaxxing

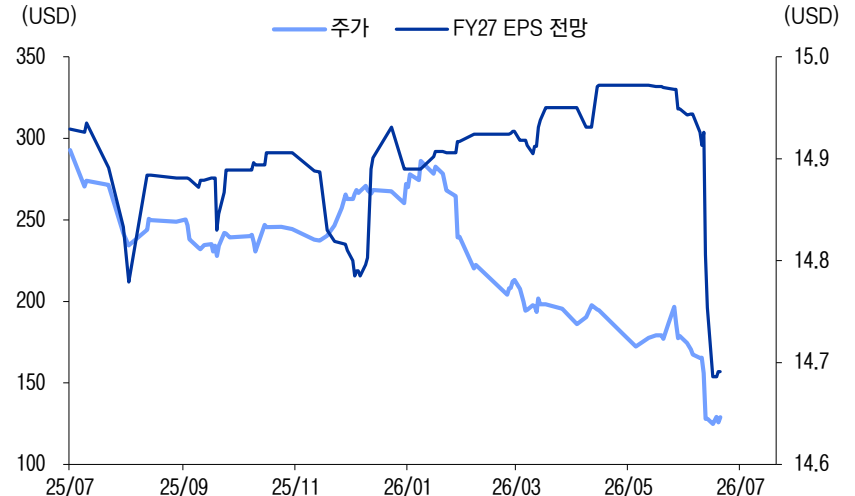
As companies push AI adoption across their workforce, many are starting to realize maximizing AI use isn't getting the maximum results. Here's where valuemaxxing comes in.

By [Adam McDaniel](#), [Markus Eisele](#)

Published 25 June 2026

자료: Bloomberg, IBM, LS증권 리서치센터

액센츄어 어닝 쇼크



[유동성X투자] AI 사이클의 후폭풍, Chipflation

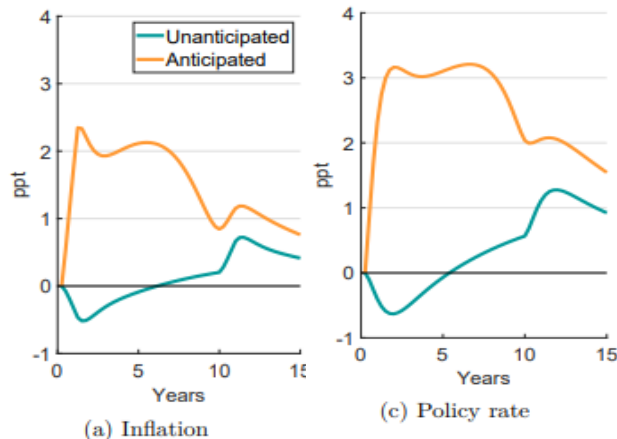
● AI 투자 후폭풍에 대한 중앙은행의 경계

- AI 생산성 낙관론자인 케빈 워시 의장과 달리 굴스비 총재 등 연준 인사들은 AI 사이클이 만들어낼 중단기적 인플레이에 경계심 표출
- 더해 최근 근원 PCE물가 내 반도체 가격 급등에 따른 상승 기여분이 급증. 내구재의 상승 기여도가 0.4%p까지 상승했으며 그 중 비디오 및 정보처리장치 기여도도 0.2%p가량 차지

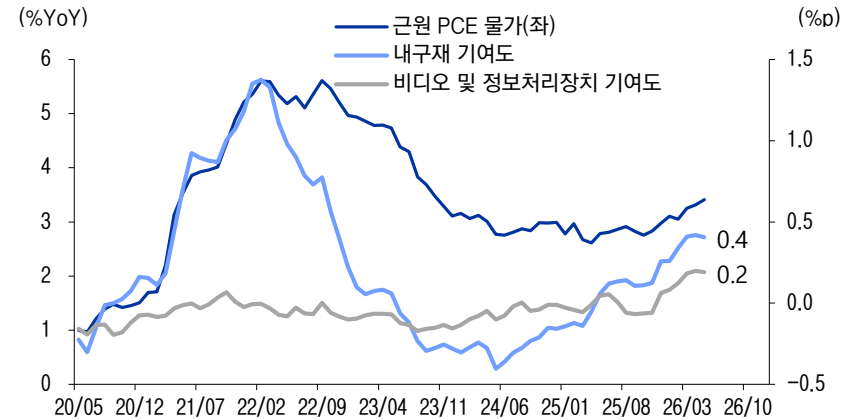
● AI가 자극하는 인플레이션 선행연구

- BIS의 AI-경제 요소 분석(2024)에서는 장단기적으로 경제 전체의 생산을 증가시키나, AI 생산성에 대한 기대심리가 높다면 단기적으로 물가, 금리가 자극될 가능성 제기
- 2026년 진행된 시카고대 경제학자 서베이에서도 다수의 학자들이 AI 붐의 중립 금리 레벨을 자극할 것이라 조사

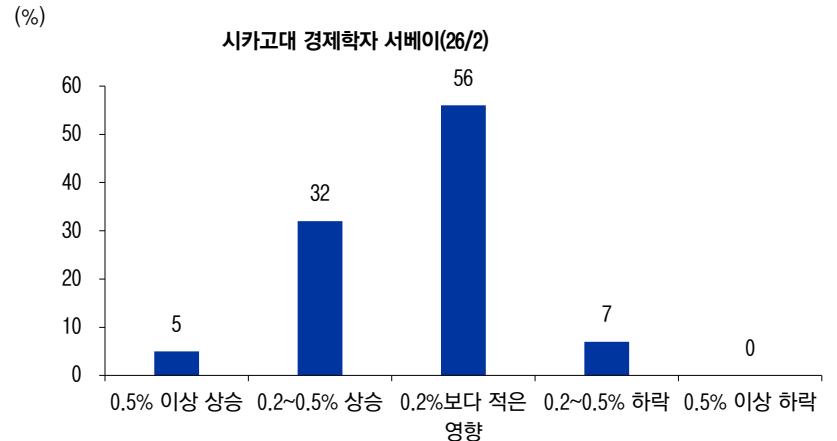
AI 생산성을 인지하면 물가, 금리 ↑, BIS(2024)



굴스비 총재(6.25), "PCE 물가 낮아져야한다"



AI 붐이 r*(실질중립금리)에 미칠 영향



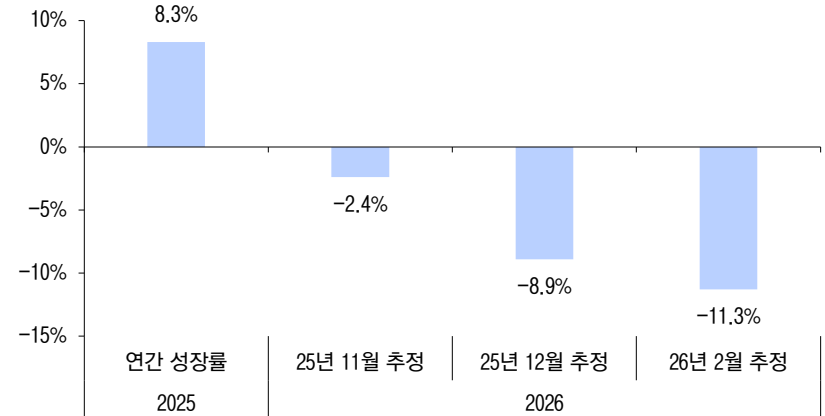
자료: Bloomberg, BIS(The impact of artificial intelligence on output and inflation), LS증권 리서치센터

Chipflation의 여파, AI는 있고 디바이스가 없다

● AI 확산에 필수적인 메모리 성능, 디바이스가 받쳐주지 못한다

- 메모리 병목현상이 만드는 또다른 리스크는 디바이스 업그레이드 제약
- AI의 실질적 활용을 위해 필요한 메모리 기준점은 꾸준히 상향되는 흐름
- 그러나 동시에 메모리 병목 현상이 발생하며 디바이스 시장을 압박
- 이는 AI의 확산을 근본적으로 딜레이 시키는 요인
- 마이크로소프트 코파일럿 기준 온디바이스 기능 권장 사양은 32GB. 그러나 25년 기준 노트북 평균 메모리 용량은 10.5 GB(TrendForce)
- 더해 트렌드포스는 2026년 스펙 업그레이드 전망에서 메모리 병목현상을 핵심 변수로 언급. 디바이스 브랜드가 가격 인상과 함께 사양을 하향조정하고 있음을 강조

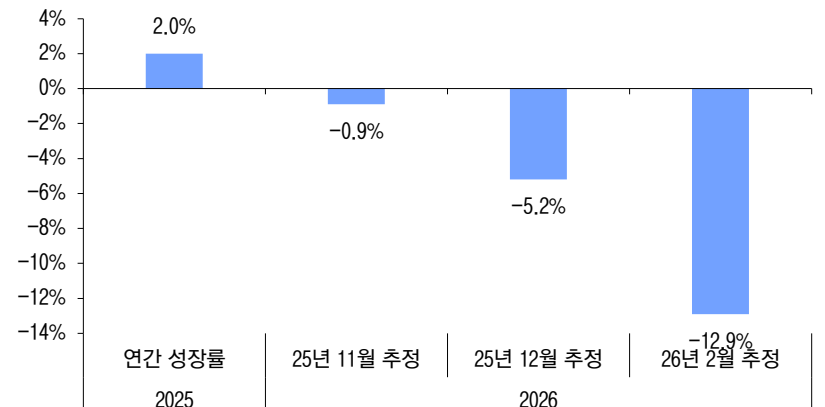
PC 시장 성장률 전망치 변화



2026년 스펙(DRAM) 업그레이드 전망 - TrendForce

	분류	예상 스펙	이전 스펙	내용
스마트폰	고사양	12~16GB	12~16GB	16GB로의 전환 딜레이
	중사양	6~8GB	6~12GB	12GB 사양 점진적 축소 전망
	엔트리	4GB	4~8GB	비용 압박으로 4GB로 회귀 전망
노트북	고사양	16~64GB	16~64GB	대부분 주력 사양 16GB 유지 전망
	중사양	8~16GB	8~16GB	구성은 8~16GB 유지, 출하는 8GB 집중
	엔트리	8GB	8GB	추가 다운그레이드 불가능, 유지

스마트폰 시장 성장률 전망치 변화



자료: IDC, TrendForce, LS증권 리서치센터

결론: AI 테마의 Next Alpha를 찾아야할 시기

● 병목을 해결하며 등장했던 AI 주도주의 역사

- ChatGPT 출시 이후 4년간의 AI 투자 사이클은 명분 제공 → 투자 과열 → 병목 발생의 과정을 연속하며 주도주 교체가 발생
- 그리고 병목을 유발하는 기업은 그 과정기간 동안 알파를 만들어내지만 이후 병목을 해결하는 과정에서 베타화되는 흐름
- AI 사이클이 중장기 경쟁 심리와 견조한 빅테크 현금흐름을 기반하기에 투자의 센티는 지속될 가능성
- 다음 스테이지로 넘어가는 과정에서 새롭게 등장했던 알파의 영역. 전환의 지점에서 기존 주도주 중립화와 신규 주도주의 비중 확대가 동반될 필요
- 다만 과거의 주도주 역시도 견조한 이익을 기반으로 BM을 추격. 지나간 주도주에 대해 AI 밸류체인 전반의 비중 축소를 지양(엔비디아, 메모리 등)해야하는 논리
- 2026년의 테마는 투자 비용 효율화와 AI 확산이 될 것으로 전망. 특히 현 메모리 병목을 해결하기 위한 공급확대의 아이디어(소부장), 기존 인프라에서 효율 방안을 모색하는 효율 반도체 관련 기업(켈컴 등), 광통신, S.W에 대한 관심 필요한 시점

S&P500과 그간의 AI 주도주들

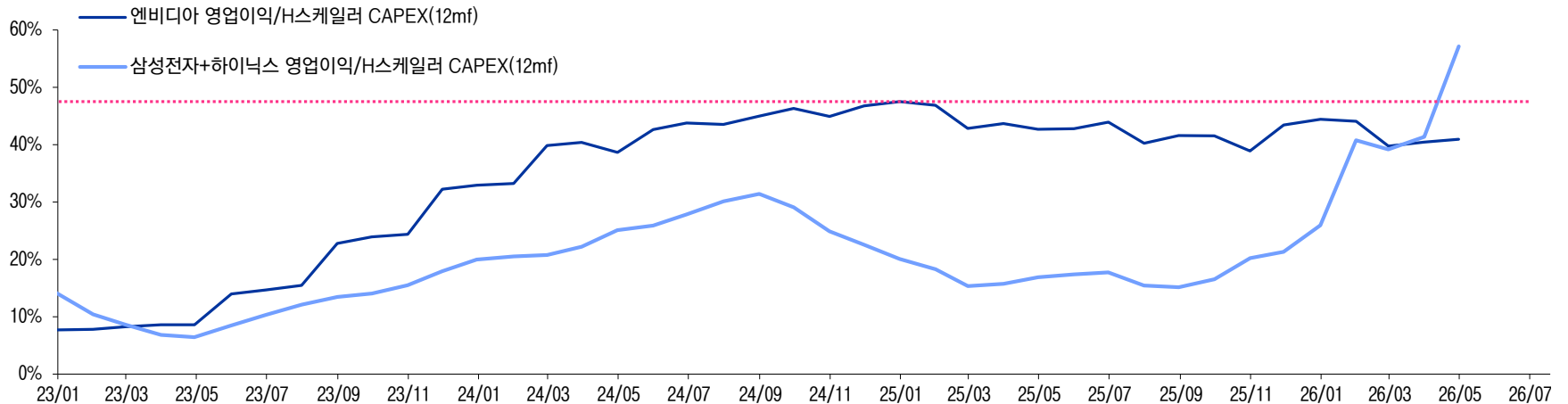
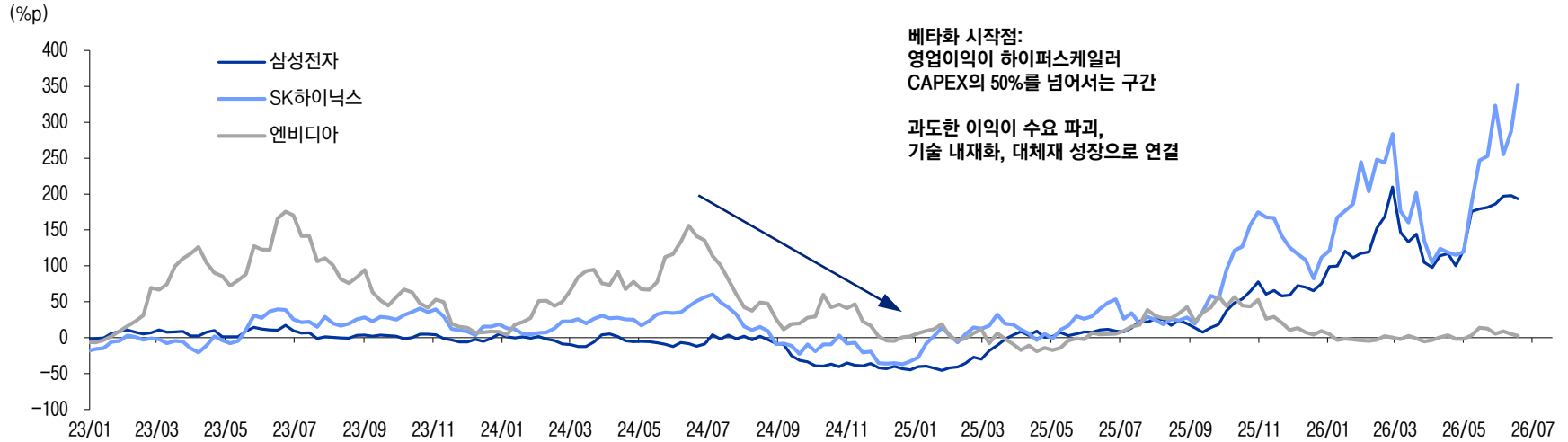
(2022.01 기준 S&P500 초과수익률)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

지금은 주도주 베타화 시점 : GPU 그리고 메모리

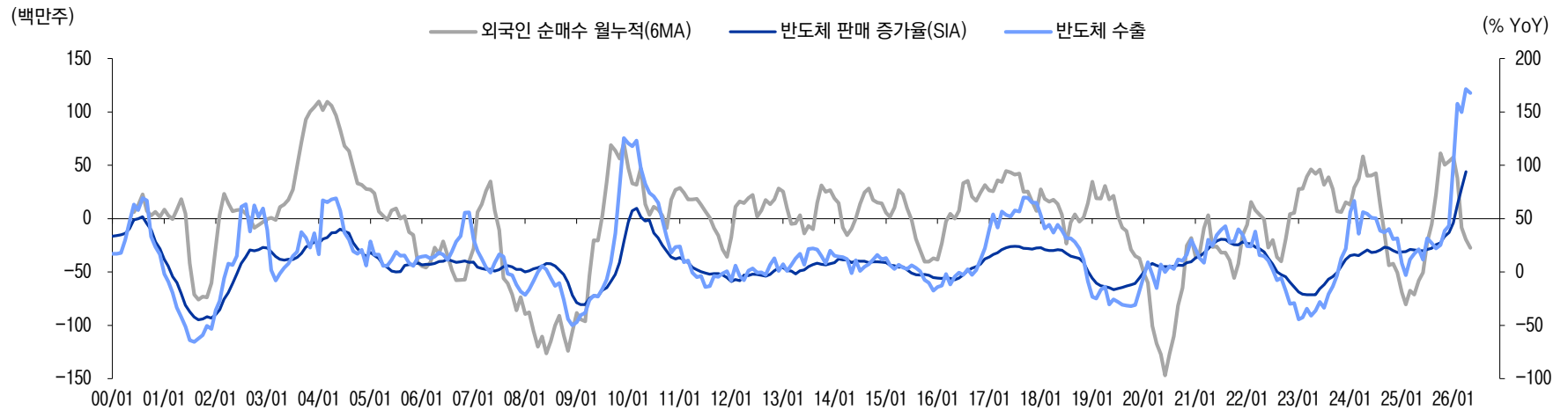
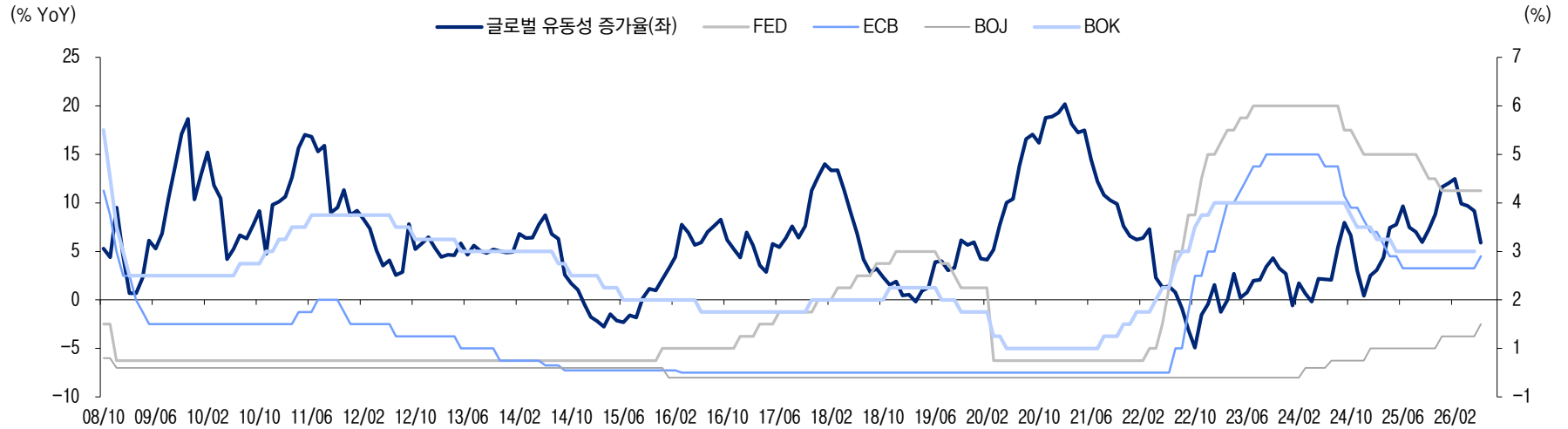
엔비디아, 삼성전자, SK하이닉스 벤치마크(S&P500) 초과 수익률(YoY)



자료: CEIC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

타이트해지는 유동성 환경, 노이즈의 시작점

통화정책 → 유동성 → 투자&수요 감소, 그리고 사이클에 먼저 반응하는 외국인



자료: Bloomberg, SIA(미국 반도체 산업 협회), LS증권 리서치센터

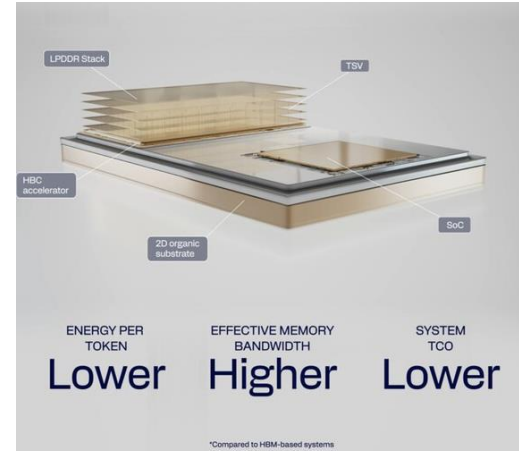
높아진 마진은 시장 진입의 기회

● 엔비디아의 마진을 분산시킨 NPU, 메모리 역시도

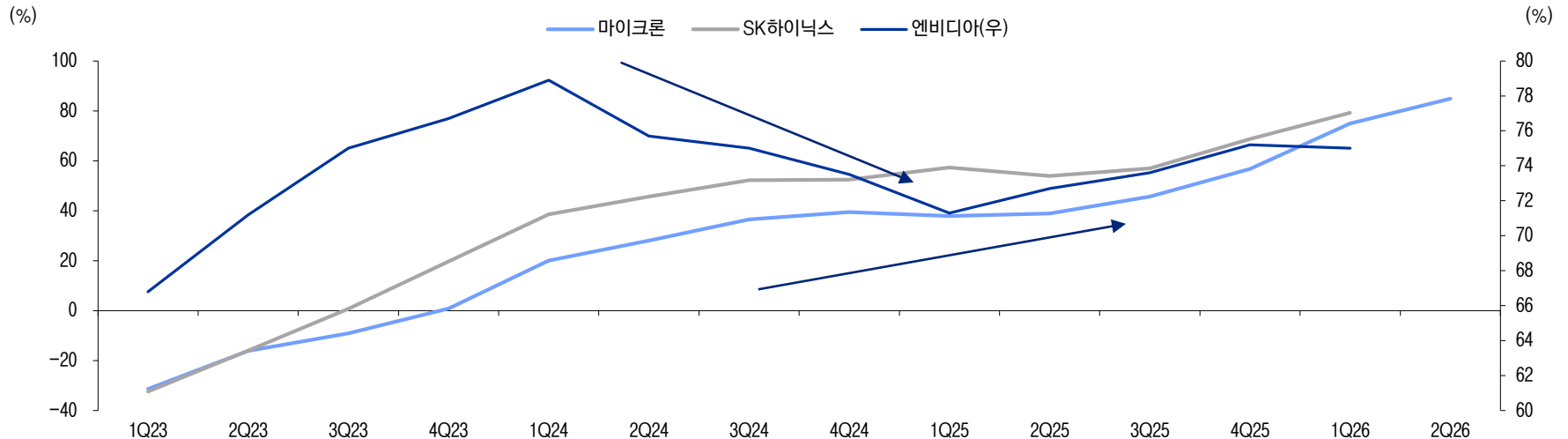
- 2024년 엔비디아의 80%대 마진율은 압도적 독점력을 대변
- 그러나 이는 경쟁자와 수요자들의 대체제 개발(NPU, ASIC) 욕구를 자극

- 퀄컴은 비용압박 부담을 인지한 신제품 발표. 드래곤플라이 플랫폼에는 LPDDR 메모리를 적층하는 HBC(High Bandwidth Compute)을 공개하며 HBM의 대체 기술로써 주목

6월 말 발표된 LPDDR 기반의 퀄컴 HBC



엔비디아, 마이크론, SK하이닉스 GPM 추이



자료: Bloomberg, 퀄컴, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 황산해).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.