

Morning Meeting Notes

2026-07-20

내일의 차이
현대차증권

What's Inside

7월 금융위 Review - 방향은 확정 속도는 조건부
Strategy Weekly - 코스피 우려 불식할 하이퍼스케일러 실적 발표 3가지 포인트

주식시장

전일 국내 증시는 제한절로 인한 휴장
미국 증시는 하락 마감. 이날 중국의 AI 개발업체인 문샷의 신형 AI 모델 성능이 주요 미국 AI 모델보다 우수한 것으로 나타남. 기술주 위주의 투매가 나오며, 투심 약화. 업종별로는 에너지를 제외한 모든 업종이 하락. 특정 종목으로 메타는 엔트로픽과 2년간 최대 100억달러 규모의 컴퓨팅 자원 공급 계약을 맺었으나 주가는 -2.79% 하락

금리&환율

전일 국내 채권시장은 제한절로 인한 휴장
미국 채권 시장은 호조 마감. 글로벌 반도체주 약세로 아시아장부터 내리막을 걸던 미국 채권은 뉴욕장 들어 미-이란 전쟁 불확실성에 따른 국제 유가 상승에 영향받아 단기물 금리 위주로 상승 반전
전일 국내 외환시장은 제한절로 인한 휴장
달러인덱스는 100.76로 소폭 상승. 달러는 국제유가 상승으로 강세 압력을 받았으나, 뉴욕 증시에서 기술주 투매가 다소 진정되자 강세폭 일부 축소

주요뉴스

이란 전쟁 중 미군 전사
지난 17일 이란의 공격 과정에서 요르단에 있는 미군 2명이 전사하고 1명이 실종된 바에 이어, 18일 이란의 자폭용 드론을 처리하는 과정에서 미국 장병 1명이 전사
한편 트럼프 대통령은 19일 북해 유전을 전면 개방하는 것은 영국을 세계에서 가장 부유한 국가 중 하나로 바꿔놓을 것이라고 전망

New Publications

[선진국 전략] 미국 장단기 전략 - 1Q27 S&P 500 Target 9,000pt(2026-07-03)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 일본 기업 방문 후기 - Bottleneck 해소에는 시간 필요(2026-06-24)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 대만 Computex 방문 후기 - Agentic AI가 AX 견인(2026-06-10)
[경제] 2026년 하반기 경제 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide With Us(2026-06-02)
[주식전략] 2026년 하반기 주식전략 전망: AI 압축 포트폴리오로 돌파하라(2026-05-29)
[전기전자/디스플레이](OVERWEIGHT) 2026년 전기전자/디스플레이 하반기 전망 - 아직 Peak는 오지 않았다(2026-05-29)
[건설](OVERWEIGHT) 2026년 건설업종 하반기 전망 SCREENING(2026-05-28)
[자산배분] 하반기 자산배분 전략 - 한국 주식 중심, 채권은 캐리 중심 대응(2026-05-26)
[투자전략팀] 2026년 하반기 투자전략 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide with Us(요약)(2026-05-26)
[음식료/화학품](OVERWEIGHT) Glow Beauty, Select Food(2026-05-22)
[자동차/모빌리티](OVERWEIGHT) 전략적 실용주의, Legacy of the China Speed를 대응하는 생존형 Pivot(2026-

Rating, Target Price Changes

한화에어로스페이스	BUY	1,780,000 원	▷ BUY	1,390,000 원 (2026-07-16)
현대차	BUY	950,000 원	▷ BUY	630,000 원 (2026-07-15)
기아	BUY	210,000 원	▷ BUY	200,000 원 (2026-07-15)
현대모비스	BUY	810,000 원	▷ BUY	690,000 원 (2026-07-15)
현대위아	BUY	110,000 원	▷ BUY	85,000 원 (2026-07-15)
현대글로비스	BUY	300,000 원	▷ BUY	270,000 원 (2026-07-15)
현대오토에버	BUY	730,000 원	▷ BUY	610,000 원 (2026-07-15)
HL만도	BUY	73,000 원	▷ BUY	67,000 원 (2026-07-15)
한온시스템	M.PERFORM	4,700 원	▷ M.PERFORM	3,900 원 (2026-07-15)
SNT모티브	BUY	48,000 원	▷ BUY	38,000 원 (2026-07-15)
삼성E&A	BUY	75,000 원	▷ BUY	61,000 원 (2026-07-14)
풍산	BUY	138,400 원	▷ BUY	93,700 원 (2026-07-14)
세아베스틸지주	BUY	90,500 원	▷ BUY	45,200 원 (2026-07-14)
현대제철	BUY	55,900 원	▷ BUY	38,500 원 (2026-07-10)
LG전자	BUY	140,000 원	▷ BUY	260,000 원 (2026-07-08)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	97,686	SK이노베이션	156,725
KODEX 레버리지	69,159	대덕전자	115,923
현대차	43,075	SOL SK하이닉스선물단일종목인버스2	93,129
TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	33,808	SK텔레콤	58,018
NAVER	30,829	한화에어로스페이스	46,726
외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-881,213	삼성전자	-2,336,681
삼성전자	-218,284	SK하이닉스	-2,327,841
삼성전자우	-179,018	KODEX 레버리지	-268,580
삼성전기	-70,878	KODEX SK하이닉스단일종목레버리지	-234,417
대덕전자	-65,400	TIGER SK하이닉스단일종목레버리지	-90,749

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	6,820.60	(휴장)	-24.65
대형주	7,484.83	(휴장)	-25.62
중형주	3,903.39	(휴장)	-12.10
소형주	2,263.40	(휴장)	-6.18
KOSDAQ	791.84	(휴장)	-18.08

투자자별 매매동향	개인	외국인	기관
KOSPI	(억원)	(억원)	(억원)
순매수	36,647	-13,814	-23,831
누적순매수(D-20)	365,392	-407,281	29,218

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	(휴장)	(휴장)	(휴장)

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	140.20	(휴장)	-18.05
금융	1,156.52	(휴장)	-13.89
운수장비	5,171.54	(휴장)	-21.84
유통	623.30	(휴장)	-20.03
음식료	4,622.81	(휴장)	+3.10
의약품	14,877.00	(휴장)	+0.72
전기전자	110,054.90	(휴장)	-30.37
철강금속	6,337.94	(휴장)	-13.09
화학	4,495.02	(휴장)	-2.92
유틸리티	1,041.20	(휴장)	-9.43
통신	606.69	(휴장)	-3.43

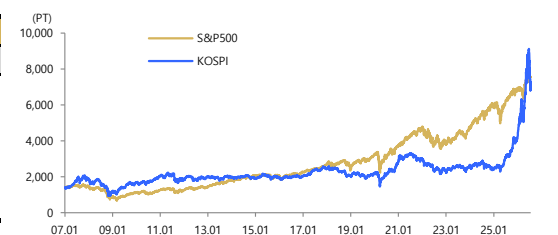
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,457.69	-1.01	+0.96
NASDAQ	25,520.24	-1.40	-0.94
일본	64,141.12	-4.03	-6.20
중국	3,764.15	-3.05	-5.09
독일	24,830.98	-0.34	-0.28

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.85	(휴장)	+6.40
국고채 (10년)	4.30	(휴장)	+12.60
은행채AAA (3년)	4.21	(휴장)	+9.40
미국국채 (2년)	4.18	+3.90	+0.10
미국국채 (10년)	4.55	-0.55	+9.40

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,478.50	(휴장)	-3.18
원/백 엔	915.70	(휴장)	-3.27
원/위안	219.26	(휴장)	-2.81
달러/유로	1.14	-0.03	-0.28
위안/달러	6.78	+0.13	+0.20
엔/달러	162.39	-0.00	+0.67
Dollar Index	100.76	+0.02	+0.01

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	82.49	+4.48	+7.69
금 (usd/oz)	4,018.80	+0.67	-5.35
BDI	2,752.00	-3.10	+3.50
천연가스(NYMEX)	2.91	+1.85	-9.96

KOSPI, S&P 추이



본 조서지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

7월 금통위 Review

방향은 확정 속도는 조건부

- 7월 금통위 만장일치로 기준금리 25bp 인상했고, 추가 금리 인상도 예고
- 통방문과 기자회견에서 성장을 전망 대폭 상향을 예고했고, 수요측 물가 압력 경계감 표출
- 인상 속도, 시기에 대한 답변 회피, 향후 금통위 회의가 살아있는(Live) 미팅이 될 것임을 강조
- 방향은 정해져 있으나 속도는 조건부, 성장-물가 경계감 높은 건 맞지만 움직임은 신중
- 당사 기존 전망대로 8월 매파적 동결 이후 10월에 추가 1회(25bp) 인상 예상

팩트: 만장일치로 25bp 인상/추가 인상 예고, 성장을 전망 큰 폭 상향&수요측 물가압력 강조

- (금리 결정) 3년 6개월만에 기준금리 25bp 인상(금통위원 7인 만장일치)
- (통방문) 통화정책 운용 측면에서는 비용압력과 더불어 수요측 물가 압력 대응 위한 “인상 기조 지속” 문구를 추가, 물가 측면에서는 비용과 더불어 수요 견인 인플레이션 압력 명시 및 “상당 기간 목표 상회” 표현 추가, 성장측면에서는 기존에 성장의 상하방 리스크가 상존한다는 표현과 달리 성장세 확대 평가 + 성장을 전망 큰 폭 상향을 예고

[한은 총재 기자회견 질의 응답 주요 내용]

- ① 반도체 호황으로 인한 교역조건 개선으로 국내총생산(GDP)과 국내총소득(GDI) 이례적 격차 발생. GDI 증가세 지속 여부를 수요측 물가압력 판단의 핵심 변수로 지목
- ② 금리 인상 예고, 향후 Live meeting 강조했으나 백투백에 무게는 실지 않았음. 최종금리 수준은 제시하지 않았고, 경기가 균형보다 강한 상황에서는 중립금리 상단 또는 그 이상 수준에서 정책 운영이 가능하다고 언급
- ③ 성장을 전망 상향 예고, 5월 전망치 2.6%를 8월 경제 전망에서 큰 폭 상향 조정 가능성 시사, 산출갭 플러스 전환 시점도 당초 예상(내년초)보다 앞당겨질 가능성 언급
- ④ 데이터 디펜던트 강조, 다음주 2분기 GDP와 GDI 내용, 8월 초 7월 CPI 내용(근원물가, 생활물가), 기대인플레이션 지표가 인상 속도 좌우

평가 및 전망: 방향은 확정 속도는 조건부. 기존 예상에 대체로 부합해 10월 인상 전망 유지

- 7월 금통위는 당사의 7월 금통위 프리뷰 내용에 대체로 부합하는 것으로 평가. 추가 인상은 예고했으나 속도와 최종금리에 대해서는 조건부(수요측 물가 압력 강도에 좌우)
- 백투백 인상 가능성을 담지도 않았지만 백투백 가능성에 크게 무게를 실지도 않은 것으로 판단. 이번 금통위 내용 종합해보면 금통위원들은 성장률과 물가 상방 리스크를 경계하고 있으나 연속 인상을 단행할 정도로 긴급성이 요구된다고 보고 있지는 않은 것으로 판단
- 성장률과 물가 상방 리스크에 대한 눈높이가 이미 높은 만큼 8월 전에 발표되는 지표 서프라이즈가 연속되지 않는다면 8월 매파적 동결, 10월 인상에 무게 실릴 전망
- 당사는 기존 전망대로 10월 추가 인상 예상. 최종금리는 현재로서는 3.25%까지 열어둘 필요

Economist 최재민 jmchoi@hmsec.com

RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

통화정책방향 결정문 변경사항

〈표1〉 통화정책방향 결정문 변경사항

구 분	2026년 5월	2026년 7월
정책금리 결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 중동전쟁 영향으로 물가상승 압력이 높아진 반면 성장세는 수출 호조 등에 힘입어 예상보다 확대되고 있고 금융안정 측면에서도 리스크가 지속되고 있지만, 중동사태 전개 및 파급영향과 관련한 불확실성이 여전히 높은 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 사태의 추이와 성장·물가에 미치는 영향을 좀 더 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 2.75%로 상향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 성장세가 수출과 투자를 중심으로 강화되고 있는 가운데 물가상승률은 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 보이고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 기준금리를 0.25%p 인상하는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계경제	세계경제는 SI 관련 투자 확대에도 중동전쟁에 따른 에너지·원자재 가격 상승 및 공급 차질의 영향으로 성장세가 둔화되었으나 물가상승 압력은 상당폭 확대될 것으로 보인다. 국제금융시장에서는 미국·이란 간 협상 지연, 주요국의 통화정책 기조 전환 가능성 등에 영향받아 국제금리가 큰 폭 상승하고 미 달러화는 강세를 나타내었다. 주가는 SI 투자수요 확대 전망, 양호한 기업 실적 등을 반영하여 큰 폭 상승하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 중동사태의 전개양상 및 SI 투자 흐름 , 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향받을 것으로 예상된다.	세계경제는 중동상황의 불확실성이 이어지고 있지만 건조한 SI 투자로 완만한 성장세를 지속할 것으로 보이며, 물가는 그간의 에너지 가격 상승이 시차를 두고 영향을 미치면서 당분간 높은 오름세를 나타낼 것으로 예상된다. 국제금융시장에서는 미 연준금리인상 기대 및 중동상황의 변화 등에 영향받아 미 달러화가 강세를 보이고 국제금리는 상승하였다. 주가는 SI·반도체 경기 전망 변화에 따라 상당폭 등락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국·이란 중전협상 이행 상황, SI 투자 전망 , 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향받을 것으로 예상된다.
국내경제	국내경제는 반도체를 중심으로 한 수출 호조 및 투자 확대, 양호한 소비 흐름 등이 지속되면서 성장세가 크게 확대되었다. 고용은 취업자수 증가 흐름이 이어졌으나 서비스업을 중심으로 증가 폭은 축소되었다. 앞으로 국내경제는 원자재 가격 상승 및 수급 차질 영향이 다소 확대되었지만 반도체 경기 호조, 추경 등의 영향으로 개선세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(2.0%)를 큰 폭 상회하는 2.6%를 나타낼 것으로 예상된다. 이러한 성장경로에는 반도체 경기의 확장 정도 및 내수 파급영향, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 높은 상·하방 리스크가 잠재해 있다.	국내경제는 반도체 부문을 중심으로 수출과 투자가 높은 증가세를 지속하고 소비도 양호한 흐름을 보이면서 성장세가 확대되었다. 고용 면에서는 취업자수가 서비스업을 중심으로 증가 전환하였으나, 제조업 등 주요 업종에서는 감소세가 이어졌다. 앞으로도 국내경제는 수출과 투자가 반도체 경기 호조 등으로 높은 증가세를 지속하고 소비도 소득 여건 개선에 힘입어 회복세가 확대되면서 건조한 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(2.6%)를 큰 폭 상회할 것으로 예상된다. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 정도 및 내수 파급영향, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재해 있다.
인플레이션	국내 물가를 보면, 4월 중 소비자물가 상승률이 석유류 가격이 큰 폭 상승하면서 2.6%로 상당폭 높아졌으나, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 2.2%를 유지하였다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2%대 후반을 나타내었다. 앞으로도 물가 오름세는 국제유가 상승의 파급영향이 확대되는 가운데 소득 증가에 따른 수요측 압력도 점차 증대되면서 좀 더 확대될 것으로 보인다. 이에 따라 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 2월 전망치(각각 2.2% 및 2.1%)를 크게 상회하는 2.7% 및 2.4%로 예상된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 비용상승의 파급 정도, 정부 물가안정 대책의 효과 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.	물가를 보면, 6월 중 소비자물가 상승률은 석유류가격이 높은 오름세를 지속하고 농축수산물가격 상승폭도 확대되면서 3.2%로 높아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.5%를 나타내었다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2%대 후반 수준을 이어갔다. 앞으로 물가상승률은 국제유가가 하락하였지만 그간 높아진 비용 및 환율의 영향이 지속되고 소득 개선에 따른 수요측 압력도 점차 확대되면서 상당기간 높은 수준을 나타낼 것으로 보인다. 이에 따라 금년 소비자물가 상승률은 5월 전망(2.7%)에 대체로 부합하겠지만 근원물가 상승률은 지난 전망치(2.4%)보다 다소 높아질 것으로 예상된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단된다.

금융시장

금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 높은 변동성이 이어졌다. 국고채금리가 국내외 인플레이션 우려 및 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 큰 폭 상승하였고, 다소 하락하였던 원/달러 환율도 미 달러화 강세, 외국인 주식 순매도 지속 등으로 1,500원 내외 수준으로 다시 높아졌다. 주가는 증동사태 전개상황 등에 영향 받으며 크게 등락하는 가운데서도 기업실적 개선 기대로 가파른 상승세를 지속하였다. 수도권 주택가격은 오름세가 다시 확대된 가운데 추가 상승 기대도 높아졌으며, 가계대출은 제한적인 증가세를 이어갔으나 주택관련대출 증가폭은 다소 확대되었다.

향후 정책방향

금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망되고 성장은 증동전쟁의 영향에도 불구하고 반도체 경기 호조에 힘입어 견조한 개선세를 지속할 것으로 보인다. 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택시장 및 가계부채 상황에 계속 유의해야 하는 상황이다. 따라서 향후 통화정책은 물가상승 압력의 확대 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 기준금리 인상 시기 등을 결정해 나갈 것이다. 금번 기준금리 결정에 대해 금융통화위원 5명은 찬성하였으며, 장용성 위원과 유상대 위원은 기준금리를 2.75%로 인상하는 것이 바람직하다는 의견을 나타냈다.

금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다. 원/달러 환율은 외국인 주식자금 유출, 미 달러화 강세 등으로 1,500원대 중반까지 높아졌다가 외환수급이 개선되면서 1,400원대 후반 수준으로 하락하였다. 국고채금리는 국내외 통화정책 기대 변화 등에 영향받아 상승하였고, 주가는 AI 투자 관련 우려 부각, 외국인의 대규모 주식 순매도 등으로 높은 변동성을 보이면서 상당폭 조정되었다. 가계대출은 주택관련대출과 기타대출이 모두 늘어나면서 큰 폭 증가하였으며, 수도권 주택가격의 오름세는 확대되었다.

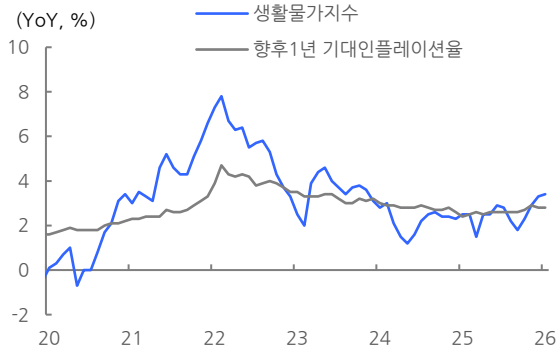
금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향이 파급되면서 수출과 내수 모두 견조한 개선 흐름을 이어갈 것으로 보이고, 물가는 그간 높아진 비용 압력이 당분간 이어지는 가운데 수요측 압력도 점차 높아지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의해야 하는 상황이다. 따라서 향후 통화정책은 금리인상 기조를 이어나갈 필요가 있다고 판단되며, 추가 인상의 시기와 속도는 물가상승 압력의 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 결정해 나갈 것이다.

금번 기준금리 인상 결정에 대해서는 금융통화위원 7명 모두 찬성하였다.

자료: 한국은행, 현대차증권

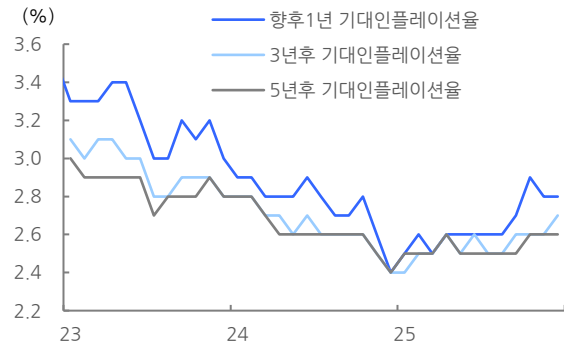
Key Chart

〈그림 1〉 6월 생활물가지수 3.4%, 상승세 지속



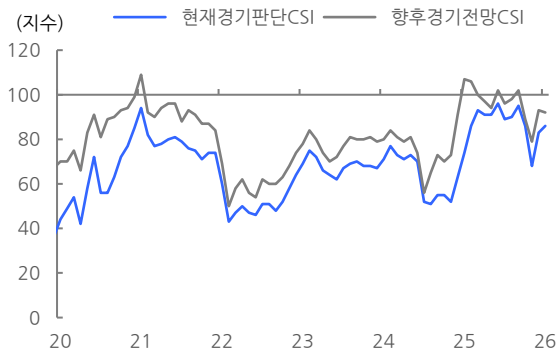
주: 생활물가지수는 전체 458개 품목 중 구입 빈도가 높고 지출비중이 높아 가격변동을 민감하게 느끼는 144개 품목으로 작성
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 2〉 중장기(3, 5년) 기대인플레이션 추이



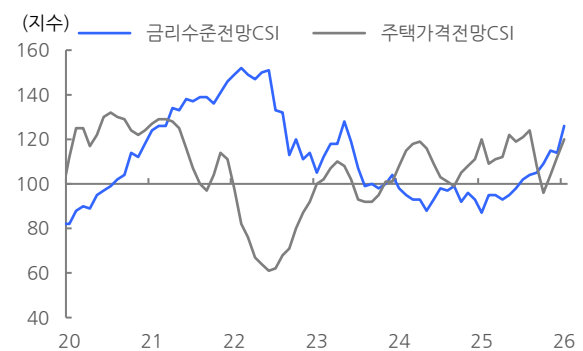
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 3〉 현재경기판단, 향후경기전망 CSI 추이



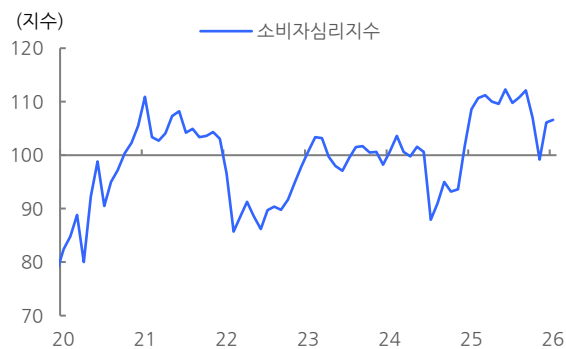
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 4〉 금리수준전망, 주택가격전망 CSI 추이



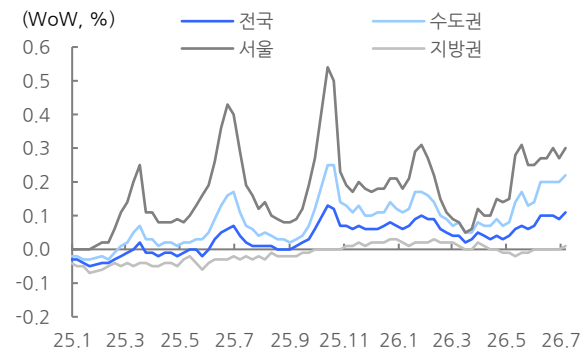
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 5〉 소비자심리지수 상승세



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 6〉 집값 상승세 지속



자료: 한국부동산원, 현대차증권

〈표2〉 5월 금통위 이후 경제 여건 변화

지표	5 월 금통위	7 월 금통위	변화	비고
26 년 성장을 전망치	2.6	2.7	+0.1%p	7 월은 블룸버그 전망치
26 년 물가 전망치	2.7	2.7	+0.0%p	7 월은 블룸버그 전망치
유가(WTI)	99.0	75.6	-23.6%	이전 한 달 평균
유가(Brent)	105.4	78.8	-25.2%	이전 한 달 평균
보통휘발유(오피넷)	2011.1	1978.1	-1.6%	이전 한 달 평균
CPI(YoY)	2.6	3.2	+0.6%p	4 월/6 월 발표치
근원 CPI(YoY)	2.2	2.5	+0.3%p	4 월/6 월 발표치
1 년 기대인플레이션(YoY)	2.9	2.8	-0.1%p	4 월/6 월 발표치
3 년 기대인플레이션(YoY)	2.6	2.7	+0.1%p	4 월/6 월 발표치
5 년 기대인플레이션(YoY)	2.6	2.6	+0.0%p	4 월/6 월 발표치
생활물가지수(YoY)	2.9	3.4	+0.5%p	4 월/6 월 발표치
서비스물가지수(YoY)	2.4	2.6	+0.2%p	4 월/6 월 발표치
수입물가지수(YoY)	20.5	24.8	+4.3%p	4 월/5 월 발표치
수도권 주택가격	101.3	102.4	+1.1%	이전 한 달 평균
코스피(평균)	7459	8284	+11.1%	이전 한 달 평균
코스피(증가)	8185.3	6806.9	-16.8%	5.28/7.13 기준
원/달러 환율	1490.2	1528.3	+2.6%	이전 한 달 평균
원/달러 환율(증가)	1502.8	1503.4	+0.04%	5.28/7.13 기준
달러인덱스	98.7	100.7	+2.0%	이전 한 달 평균
국고채 3 년물	3.66	3.78	+12.0bp	이전 한 달 평균
국고채 10 년물	4.05	4.18	+13.8bp	이전 한 달 평균
미국채 2 년물	4.00	4.14	+14.0bp	이전 한 달 평균
미국채 10 년물	4.48	4.47	-0.3bp	이전 한 달 평균
일본 10 년물	2.61	2.69	+7.2bp	이전 한 달 평균
독일 10 년물	3.06	2.95	-10.5bp	이전 한 달 평균

자료: Bloomberg, 현대차증권

한은 총재 기자회견 주요 내용

<표 3> 7월 한은 총재 기자회견 주요 내용 요약

Q. 8월 연속 금리인상 가능성과 최종금리(3.5%) 전망을 어떻게 보고 있나?

A. 구체적인 인상 시기나 최종금리 수준을 제시하기는 어렵다고 밝힘. 다만 현재는 물가·성장·금융안정 측면 모두에서 긴축 필요성이 커진 상황이며, 물가가 목표 수준으로 안정적으로 수렴한다는 확신이 들 때까지 통화정책 대응을 이어가겠다고 설명. 향후 인상 속도와 폭은 새롭게 발표될 GDP·GDI, 물가, 기대인플레이션 등 데이터를 확인하면서 결정하겠다고 밝힘

Q. 현재 물가 상황을 어떻게 평가하고 있나?

A. 에너지 가격 상승의 직접효과보다 비용 상승이 전 산업으로 확산되는 간접효과를 더욱 중요하게 보고 있다고 설명. 이러한 간접효과는 통상 6개월 정도 후 가장 크게 나타나며 1년 이상 지속되는 특징이 있어 현재도 물가 압력이 경제 전반으로 확산되는 과정이 진행 중이라고 평가. 유럽도 이러한 간접효과를 선제적으로 차단하기 위해 금리를 인상한 사례가 있다고 언급

Q. 성장세는 금리인상 필요성을 어떻게 뒷받침하고 있나?

A. 한국은 유럽과 달리 성장세가 상당히 견조하다고 평가. 수출뿐 아니라 투자와 소비도 모두 기존 전망을 웃돌고 있으며, GDP의 모든 구성요소가 강세를 보이고 있다고 설명. 이러한 수요 측 압력이 비용발 물가상승과 결합될 경우 인플레이션 압력이 더욱 커질 수 있다고 진단

Q. GDI(국내총소득)를 특히 강조한 이유는 무엇인가?

A. 반도체 호황으로 교역조건이 크게 개선되면서 국내총소득(GDI)이 GDP보다 훨씬 빠르게 증가하고 있다고 설명. 1분기에는 GDP가 전년동기 대비 3.8% 성장한 반면 GDI는 13.2% 증가에 매우 이례적인 차이를 보였다고 언급. 이러한 소득 증가가 일시적인지 지속적인지에 따라 수요 측 물가압력이 달라질 수 있기 때문에 매우 중요하게 보고 있다고 밝힘

Q. 수요 측 물가압력을 특히 경계하는 이유는 무엇인가?

A. 2021년 주요국 중앙은행들이 코로나 이후 수요 회복을 일시적 현상으로 판단해 대응이 늦어졌고, 결국 높은 인플레이션으로 이어졌던 경험을 교훈으로 삼고 있다고 설명. 당시 연준을 비롯한 주요국이 수요발 물가압력을 과소평가했던 점을 언급하며, 현재도 수요 측 인플레이션 압력을 간과해서는 안 된다는 데 금통위원들의 공감대가 형성됐다고 밝힘

Q. 향후 금리 결정에서 가장 중요하게 볼 데이터는 무엇인가?

A. 다음 주 발표될 2분기 GDP·GDI 통계와 8월 초 발표될 7월 소비자물가를 가장 중요하게 확인하겠다고 밝힘. 특히 GDI 증가세가 계속 이어지는지와 생활물가 및 기대인플레이션이 어떻게 움직이는지를 중점적으로 점검한 뒤 향후 금리인상 속도를 결정하겠다고 설명

Q. 환율과 부동산은 현재 통화정책에서 어떤 의미를 가지나?

A. 환율은 다소 안정됐지만 여전히 높은 수준이며 수입물가가 전년 대비 약 20% 높은 상황인 만큼 통화정책의 중요한 고려요인이라고 설명. 또한 부동산 가격과 가계대출 역시 금융안정 측면에서 지속적으로 면밀히 점검하고 있으며, 앞으로도 주요 정책 판단 변수로 활용하겠다고 밝힘

Q. 향후 금리인상 속도는 어떻게 결정되며, 8월 연속 인상 가능성도 열려 있나?

A. 통화정책 경로를 미리 정해두고 움직이는 것은 아니며, 앞으로 발표될 물가와 성장 등 경제지표를 보면서 결정하겠다고 밝힘. 모든 회의는 '라이브 미팅'으로 생각하고 있으며, 다음 회의 연속 인상을 포함한 모든 가능성을 열어둔 채 데이터를 중심으로 판단하겠다고 설명

Q. 물가가 목표 수준을 상당 기간 웃돌 것이라는 의미는 무엇인가?

A. 물가가 얼마나 오래 목표를 상회할지는 통화정책 대응에 따라 달라질 수 있다고 설명. 적절한 정책 대응이 이루어진다면 목표 수준을 장기간 상회하지 않을 것이며, 향후 금리 경로 전체를 고려해 신중하게 대응하겠다고 밝힘. 통화정책은 단기간에 방향을 급격히 바꾸는 것이 아니라 큰 유조선을 운항하듯 경제 전반에 미치는 영향을 감안하며 운영해야 한다고 설명

Q. MSCI 선진국지수 편입이 금융시장에 미칠 영향은 어떻게 평가하나?

A. MSCI 선진국지수 편입 시 이를 추종하는 패시브 자금 유입 효과는 있겠지만 규모는 크지 않을 것으로 예상. 또한 패시브 자금은 단기적으로 급격한 유출입이 발생하는 성격이 아니기 때문에 금융시장 변동성을 크게 확대시킬 가능성은 높지 않다고 평가

Q. 현재 산출갭(GDP Gap)은 이미 플러스로 전환됐다고 보나?

A. 성장세가 강화됐다는 점에는 동의하지만 아직 산출갭 추정 작업은 마무리되지 않았다고 설명. 다만 이전에는 내년 초 플러스 전환을 예상했으나 최근 경기 흐름을 감안하면 전환 시점이 다소 앞당겨질 가능성이 있다고 밝힘

Q. 현재 기준금리 2.75%는 중립금리 수준이라고 보나?

A. 중립금리는 경제가 장기 균형 상태에 있을 때 확장적이지도 긴축적이지도 않은 금리라고 설명. 현재처럼 경기가 균형보다 강한 상황에서는 중립금리 수준이나 그보다 높은 수준에서 정책을 운영할 수도 있으며, 향후 경제 상황을 보면서 중립금리 수준과 통화정책 기조를 지속적으로 점검하겠다고 밝힘

Q. 최근 주식시장 변동성이 금리정책에 부담이 될 수 있나?

A. 주식시장 변동성이 실물경제와 금융시스템에 미치는 영향을 면밀히 점검하고 있다고 밝힘. 다만 주식시장은 부채시장과 달리 시스템리스크로 연결되는 경로가 제한적이며, 소비에 미치는 부의 효과도 크지 않은 것으로 분석 설명. 과거 2000년 닷컴버블 붕괴 사례에서도 주가 급락이 금융시스템 전체의 위기로 이어지지는 않았던 만큼, 현재로서는 중시 변동성 자체가 통화정책을 크게 제약하는 요인은 아니라고 평가

Q. 금리 인상 기조가 취약차주 부담을 키울 수 있는데 금융안정과의 균형은 어떻게 맞출 것인가?

A. 취약차주 문제는 항상 염두에 두고 있으며 정부와 금융당국의 정책 공조가 무엇보다 중요하다고 밝힘. 부채가 지속 가능하지 않은 경우에는 부채조정 등 선별적인 정책이 필요할 수 있으며, 통화정책보다는 재정정책이나 금융정책이 보다 효과적인 수단이라고 설명. 한국은행도 정부 및 금융당국과 긴밀히 협력해 대응하겠다고 밝힘

Q. 긴축 기조와 정부의 확장재정이 엇박자를 낼 가능성은 없나?

A. 재정지출이 생산성과 잠재성장률을 높이는 투자로 이어진다면 반드시 통화정책과 상충하는 것은 아니라고 설명. 재정의 효과는 지출의 내용과 규모, 집행 속도에 따라 달라질 수 있으며, 성장잠재력을 높이는 재정은 통화정책과 조화를 이룰 수도 있다고 평가

Q. 최근 고용 부진을 어떻게 평가하나?

A. 최근 고용지표는 여전히 부진한 상황이라고 평가. 장기적으로는 제조업 중심에서 서비스업 중심으로 산업구조가 변화하는 영향이 있으며, 단기적으로는 중동전쟁에 따른 불확실성이 석유화학·건설 등 제조업 고용을 위축시킨 영향이 컸다고 설명. 향후 중동 관련 불확실성이 완화되면 서비스업을 중심으로 고용이 점진적으로 회복될 것으로 전망

Q. 금리 인상이 중시 조정의 계기가 될 수 있다는 우려와 레버리지 투자 확대는 어떻게 보나?

A. 금리만으로 주가 움직임을 설명하기는 어렵다고 밝힘. 현재 중시는 다양한 요인의 영향을 받고 있으며, 특히 한국 경제에서는 주가 자체보다 반도체 가격의 흐름이 더욱 중요하다고 설명. 반도체 가격 상승이 교역조건 개선과 GDI 급증으로 이어지고 있는 만큼 향후 통화정책과 경제전망에서도 핵심 변수는 반도체 가격이라고 평가

Q. 향후 한국 경제를 판단할 때 가장 주목해야 할 변수는 무엇인가?

A. 주가보다 반도체 가격을 주목해야 한다고 강조. 현재 한국 경제의 높은 성장과 국내총소득(GDI) 급증은 반도체 가격 상승의 영향이 크며, AI 산업 확산으로 반도체 가격 강세가 장기간 지속될 경우 한국 경제의 성장경로와 통화정책에도 매우 중요한 의미를 가질 것이라고 설명. 반도체 가격이 새로운 성장국면을 지속할 수 있는지가 앞으로 가장 중요한 관전 포인트라고 밝힘

Q. 반도체 중심의 주식시장 쏠림 현상이 통화정책에도 영향을 미칠 수 있다고 보나?

A. 주식시장보다는 실물경제를 더 중요하게 보고 있다고 밝힘. 주가 변동에는 글로벌 요인과 투자자 구성 등 다양한 요인이 작용하며, 통화정책은 실물경제를 중심으로 판단한다고 설명. 또한 주식시장이 실물경제에 미치는 영향은 주로 부의효과를 통해 나타나지만, 한국에서는 그 효과가 크지 않은 것으로 평가

Q. 5월 금통위에서 금리를 동결한 것은 결과적으로 실기였다는 지적에 대해 어떻게 생각하나?

A. 당시에도 금리 인상은 충분히 가능한 선택이었지만, 경제 상황을 판단하기 위한 데이터가 충분하지 않았고 중동 정세의 불확실성도 매우 컸다고 설명. 이후 발표된 지표들은 당시보다 성장세가 더욱 견조하다는 방향으로 확인됐으며, 현재는 5월 당시보다 경기 판단이 더욱 명확해졌다고 평가. 따라서 5월 동결은 실기가 아니었다고 밝힘

Q. 성장 전망은 앞으로 추가 상향될 가능성이 있나?

A. 5월에는 올해 성장률을 2.6%로 전망했지만 현재 판단으로는 2.6%도 낮은 수준이라고 평가. 최근 입수된 경제지표를 보면 성장세가 예상보다 더욱 견조한 만큼, 8월 경제전망에서는 성장률이 상당 폭 상향 조정될 가능성이 있다고 시사

Q. 5월에 공개한 K-점도표(K-Dot Plot)와 비교해 금통위원들의 인식에 변화가 있나?

A. 현재도 내부 논의는 당시 K-점도표의 방향성과 대체로 부합한다고 설명. 다만 이후 새롭게 확인된 경제지표들이 반영되면서 경기와 물가에 대한 판단은 보다 강해졌으며, 이러한 변화는 8월 금통위에서 공개될 새로운 점도표에 반영될 것이라고 밝힘

Q. 주택담보대출에 거시건전성 관리부담금을 부과하는 방안은 효과적인 정책이라고 보나?

A. 구체적인 정책안에 대해서는 언급을 자제했지만, 통화정책과 거시건전성 정책은 상호 보완적인 관계라고 설명. 통화정책만으로 집값이나 가계부채를 관리하기는 어렵고, 거시건전성 정책만으로도 한계가 있기 때문에 두 정책을 함께 운영할 때 금융안정 목표를 보다 효과적으로 달성할 수 있다고 평가

Q. 통화정책이 금융안정에 어떤 역할을 할 수 있다고 보나?

A. 통화정책의 주된 목적으로 주택가격을 직접 통제하는 것은 무리라고 밝힘. 다만 거시건전성 정책과 통화정책이 함께 작동하면 서로의 효과를 높이는 보완적 관계를 형성할 수 있으며, 이런 측면에서 중앙은행의 통화정책도 금융안정에 중요한 역할을 수행한다고 설명

Q. 거시건전성 정책과 통화정책의 병행 필요성에 대한 근거는 무엇인가?

A. 행정적 규제만으로는 금융안정 목표를 달성하기 어려운 경우가 있고, 반대로 통화정책만으로도 한계가 있다고 설명. 따라서 두 정책을 병행할 때 금융안정 효과가 더욱 커지며, 이러한 상호 보완성은 BIS 재직 시절 수행한 연구에서도 확인된 결과라고 밝힘

자료: 한국은행, 현대차증권

Strategy Weekly

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

코스피 우려 불식할 하이퍼스케일러 실적 발표 3가지 포인트

- AI 모델 범용화로 인한 AI 이익 창출 우려가 AI 인프라 투자 지속성 의구심 높임
- AI 모델의 범용화는 AI 시대 수혜주(Winner)에 대한 인식 바꾸는 중
- 국내 증시 우려를 불식할 열쇠는 반도체가 아닌 하이퍼스케일러의 실적 발표
- (1) 기존 실적 호조, (2) AI 매출 성장 모멘텀, (3) 알파벳과 MS의 CAPEX 가이드선 주목

반도체 실적 호조에도 불구하고 글로벌 반도체 기업 주가 조정 중

2분기 실적 시즌을 맞아 삼성전자와 TSMC 등 주요 반도체 기업들의 실적 호조 소식에도 불구하고 글로벌 증시에서 반도체 기업들의 주가는 조정이 이어지고 있다. 필라델피아 반도체지수는 지난주 -10% 급락하며 6월 22일 고점 대비 -20.2% 하락해 약세장(Bear Market)에 진입했다(그림1). 반도체 업종을 개별종목으로 보면 전고점 대비 일본 낸드 플래시 기업인 키옥시아가 -52% 하락했고, SK하이닉스(-38%), 웨스턴디지털(-36%), 삼성전자(-30%), 마이크론(-30%) 등 메모리 반도체 기업들 주가가 급락했다(그림2).

AI 모델 범용화로 인한 AI 이익 창출 우려가 AI 인프라 투자 지속성 의구심 높임

실적 호조에도 글로벌 반도체 업종이 조정을 받는 이유는 투자자들의 관심이 현재의 실적
이 아닌, 향후 대규모 AI 투자가 지속될 수 있을지 옮겨가고 있기 때문이다. AI에 대한 투자 지속성에 대한 의구심은 결국 현재 오픈AI와 엔트로픽, 구글과 같은 프론티어 AI 모델 개발 기업들과 미국의 하이퍼스케일러들이 이끌고 있는 AI 투자가 장기적으로 충분한 이익을 창출
할 수 있을지 우려가 높아지고 있기 때문이다.

미국 하이퍼스케일러들의 자본 지출(CAPEX)은 올해와 내년 각각 7,529억 달러, 9,500억 달러가 전망되고 있다(그림3). 미국 빅테크 기업들은 과거 영업현금흐름(OCF) 대비 CAPEX 비율이 50% 미만이었으나, 최근 AI 인프라 경쟁으로 인해 OCF 대비 CAPEX 비율이 100%에 근접하고 있다(그림4). 영업 활동을 통해 벌어들이는 현금흐름의 대부분을 AI 인프라에 재투자하고 있는 것이다. CAPEX가 경제적 해자를 만들어 미래의 독점적인 이익을 창출할 수 있다면 정당화될 수 있다. 프론티어 AI 모델 개발 기업들과 하이퍼스케일러의 AI 투자는 AI 시장이 과거 인터넷, 플랫폼 경쟁과 마찬가지로 ‘승자독식(Winner-takes-all)’ 구조로 흘러갈 것이라는 전망에 기반하며, 지금 뒤처지면 미래에 시장 전체를 잃고 도태된다는 FOMO를 만들어냈다. 과소 투자의 위험이 과잉 투자의 위험보다 크다는 전망이 지배했던 것이다.

이러한 시각이 변화하기 시작했다. 2026년 들어 에이전틱 AI의 확산과 함께 토큰 소비를 최대화하는 토큰 맥싱(TokenMaxxing) 움직임에 토큰 소비량이 폭발적으로 증가하자 기업들은 늘어난 AI 비용을 줄이기 위한 토큰 이코노믹스(Tokenomics)로 이동하기 시작했다. 이 과정에서 중국의 저렴한 오픈웨이트 AI 모델들이 주목받기 시작했다. AI 게이트웨이 플랫폼인 OpenRouter의 통계를 보면 GPT와 Claude, Gemini 등 미국 AI 모델 사용량은 정체된 반면, 중국산 AI 모델의 사용량이 급격히 늘고 있다(그림5). OpenRouter는 AI 중개 플랫폼으로 오픈AI와 앤트로픽, 구글과 직접 계약해 접속·이용하는 B2B 비즈니스에서의 AI 수요와는 무관하다. OpenRouter 통계는 가격에 민감한 개발자와 스타트업 생태계를 중심으로 중국의 저렴한 AI 모델이 사용량이 빠르게 확대되고 있다는 신호를 보내고 있는 것이다.

여기에 우려를 키운 것이 7월 16일 출시된 MoonShot AI의 Kimi-K3이다. AI 모델의 전반적인 지능과 업무 수행 능력을 측정하는 Artificial Analysis Intelligence Index에서 Kimi-K3는 57점을 기록해 3위에 올랐다(그림6). 물론 Kimi-K3가 DeepSeek와 MiniMax 등으로 대표되는 중국산 저렴한 AI 모델이 아니라는 점에서 당장의 미국 프론티어 AI 모델을 대체할 수 없겠지만(그림7), 중국의 오픈웨이트 기반의 AI 모델들의 성능이 미국의 폐쇄형 프론티어 모델 수준까지 도달했다는 점에서 미국의 대규모 AI 인프라 투자에 대한 당위성과 향후 수익화에 대한 우려를 키웠다. 중국 기업들은 엔비디아의 최첨단 GPU에 대한 구매가 제한되고 있지만 대규모 스케일업 모델 구조를 통해 미국의 프론티어 모델과의 격차를 줄이고 있다. 또한 고성능 오픈웨이트 AI 모델 등장은 AI 모델에 비용을 지불하는 기업들이 특정 프론티어 모델에 종속되기 보다는 여러 AI 모델을 선택적으로 사용하는 AI 범용화를 가속화할 것이다. 실제로 토큰 이코노믹스가 강조되면서 토큰당 비용은 점차 감소하고 있다(그림8). AI 모델의 범용화는 프론티어 AI 모델 기업들의 독점력을 감소시켜 미래 수익화를 제한하는 요인이다. 중국산 고성능·가성비 제품의 공세에 디스플레이, 태양광 셀·모듈, 2차전지, 석유화학, 조선 등 글로벌 많은 산업들이 점유율과 수익성을 잃었다는 점에서 AI 모델 경쟁에서 중국의 범용화 전략에 경계감이 드는 것은 자연스럽다.

AI 모델의 범용화는 AI 시대 수혜주(Winner)에 대한 인식 바꾸는 중

AI 모델의 범용화는 향후 AI 산업 성장에 대한 승자에 대한 인식을 바꾸면서 주가의 흐름도 변화시키고 있다. 7월 17일 개장초 애플이 엔비디아를 제치고 글로벌 시가총액 1위를 탈환했다. 2025년 4월 엔비디아에 1위를 내어준 뒤 1년 3개월만에 복귀였다. 이후 장 후반 주가가 회복되면서 종가 기준으로는 엔비디아가 시가총액 1위를 이어갔지만 이러한 변화는 투자자들의 인식 변화를 분명히 보여준다. 중국산 오픈 모델의 확산으로 AI 모델

을 교체 가능한 부품으로 보는 시각이 높아지고 있다. AI 범용화의 시대인 것이다. AI 범용화의 시대에 가치 중심은 AI 모델에서 고객과의 접점과 신뢰, 데이터와 로열티를 가진 애플리케이션 기업으로 이동하고 있다. 투자자들의 관심이 애플과 같이 소비자와 접점을 가지고 AI 모델을 선택적으로 사용해 수익화 할 수 있는 기업으로 물리는 이유이다.

메모리 반도체에 대한 우려는 바로 여기서 발생한다. AI 모델의 범용화는 프론티어 AI 모델 기업들과 하이퍼스케일러들의 대규모 AI 투자에 대해 수익화를 제한해 추가적인 AI 투자를 보수적으로 만들 수 있다. 엔비디아의 CEO 젠슨 황이 제시한 'AI 5단 케이크 전략'의 맨 위에는 고객이 실제 이용해 가치를 만들어내는 애플리케이션(디바이스, 로보틱스, 에이전트 AI 등)이 있고 그 아래로 AI 모델, AI 인프라, 칩, 에너지로 이어지는 계층이 존재한다. 다층의 밸류체인 형태는 채찍 효과(Bullwhip effect)를 만들어내 고객과의 접점이 먼 기업일수록 조금의 인식 변화에도 변동성이 확대될 수 있다(그림9). 애플이 지난 6월 25일 메모리 반도체 공급난과 가격 폭등을 이유로 맥북과 아이패드 등 주요 제품 가격을 인상한 이후 애플과 메모리 반도체 기업들의 주가가 상반되게 움직였다는 점은 조그만 변화에도 고객과의 접점이 약한 반도체의 투자 심리가 크게 영향을 받는 것이다(그림10).

국내 증시 우려를 불식할 열쇠는 반도체가 아닌 하이퍼스케일러의 실적 발표

국내 주식 투자 전략 관점에서 보면 이번 2분기 실적 발표에서 반도체 업종 스스로 투자자들의 우려를 해소하기 어렵다. 글로벌 반도체 업체 실적은 미국 하이퍼스케일러의 AI 인프라 투자로 인한 후행적 지표로 시장의 관심도가 낮아진 상황이다. 투자자들은 프론티어 AI 모델 기업들과 하이퍼스케일러가 AI 투자를 수익화해 2028년 이후에도 꾸준히 CAPEX 투자를 이어갈 수 있는지 확인하고 싶어한다. 오픈AI와 엔트로픽 등 주요 프론티어 AI 모델 기업들이 비상장이라는 점에서 AI 수요 확대와 수익화, 미래 CAPEX 확대 지속에 대한 단서는 하이퍼스케일러의 실적 발표에서 찾을 수 밖에 없다. 주목해야 할 포인트는 크게 3가지이다.

첫째, 기존 사업의 실적 호조이다. 하이퍼스케일러의 AI에 대한 대규모 CAPEX는 기존 사업의 이익과 현금흐름에 기반한다. 이번 실적 시즌에서 본업의 이익과 현금흐름이 중요하다. 기존 사업의 수익성이 둔화되거나 마진이 하락할 경우 CAPEX 축소에 대한 압력이 높아질 수 있다. 이는 국내 반도체 업종에 부정적으로 작용할 것이다.

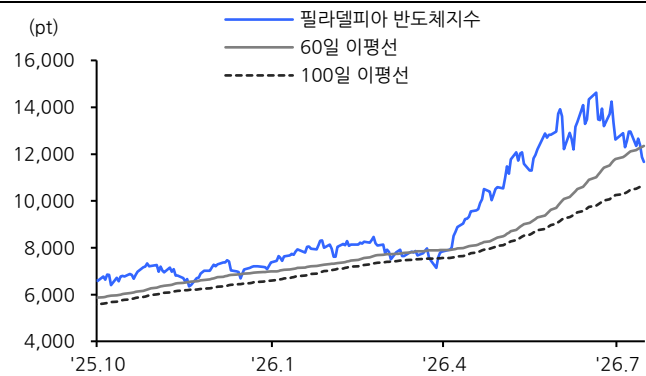
둘째, AI 매출 성장을 확대가 이어져야 한다. 현재 시장은 성장률의 변화인 모멘텀에 더욱 민감히 반응하고 있다. 국내 반도체 업종의 주가 변동성이 확대된 이유도 이익 규모가

아닌 성장률이 점차 둔화될 것이란 우려에 기인한다. 지난 1분기 AI 클라우드 부문의 매출 성장을 확대가 본격화되었다는 점에서 매출 성장률이 전분기 대비 낮아질 경우 시장에 상당한 충격으로 다가올 수 있다(그림 11). AI 클라우드 부문의 매출 성장을 둔화는 중국산 AI 모델의 성장과 멀티모델 활용 확대, 이에 따른 토큰당 비용 하락과 같은 AI 범용화 우려를 확대시킬 수 있다. 반대로 AI 클라우드 부문 매출 성장률 모멘텀이 확대될 경우 '제번스의 역설'에 대한 낙관론을 높일 수 있을 것이다.

셋째, 하이퍼스케일러의 CAPEX 가이드선 확대 여부에 주목해야 한다. 투자자들은 하이퍼스케일러의 내년 CAPEX 전망치의 변화에 주목하고 있다. 특히 알파벳과 마이크로소프트의 CAPEX 가이드선에 주목해야 한다. 알파벳과 마이크로소프트는 AI 경쟁을 이어가고 있지만, 영업현금흐름 대비 CAPEX 규모는 오라클과 아마존, 메타에 비해 보수적이다(그림 12). AI 경쟁에서 알파벳과 마이크로소프트가 소극적으로 비춰지는 상황에서 AI 투자에 상대적으로 보수적인 두 기업이 CAPEX 전망을 상향 조정하거나, AI 경쟁에 대해 보다 적극적으로 나설 경우 AI 인프라 투자 사이클 지속 기대감이 높아지면서 국내 반도체 업종의 투자심리가 빠르게 확대될 수 있다. 반대로 AI 데이터센터 투자에 대한 지역사회 반발과 규제, 반도체 가격 등을 이유로 후발주자로 포지셔닝을 강화할 경우 AI 범용화로 인한 투자 사이클 정점 우려가 가속화될 수 있다.

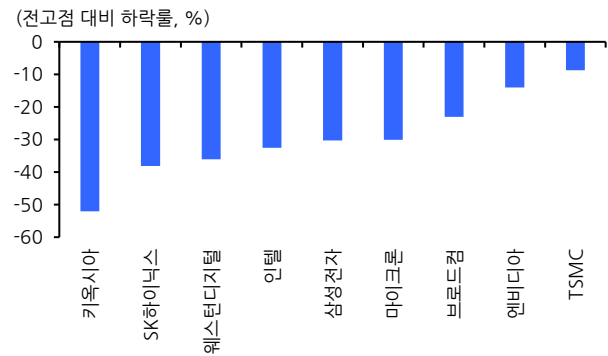
위 3가지 포인트를 중심으로 2분기 하이퍼스케일러의 실적 발표에 주목해야 한다. 알파벳(7월 22일)을 시작으로, 메타와 마이크로소프트(29일), 아마존(30일)의 실적 발표가 대기하고 있다. 코스피는 하이퍼스케일러 실적 발표 전까지 변동성이 확대될 전망이다.

〈그림 1〉 미국 필라델피아 반도체 지수 고점대비 -20% 하락



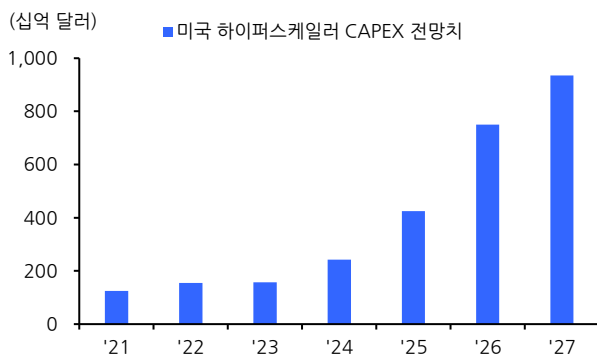
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 2〉 글로벌 반도체 주가, 메모리 중심 하락



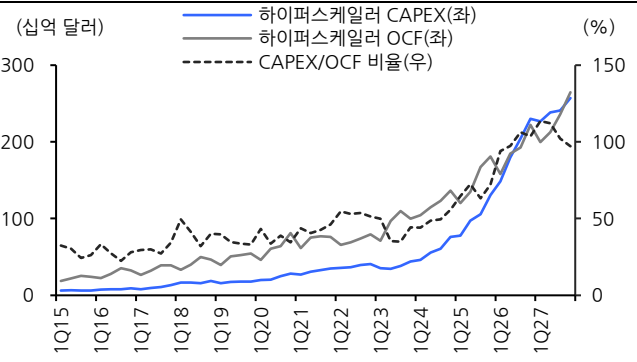
주: 각 종목의 전고점 대비 하락률로 전고점 시점은 종목마다 다소 차이 존재
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 3〉 늘어나는 하이퍼스케일러 CAPEX 전망치



주: 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클의 연간 CAPEX 전망치 컨센서스 합
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 4〉 빅테크 현금흐름 대비 CAPEX 비율, 부담 확대 중



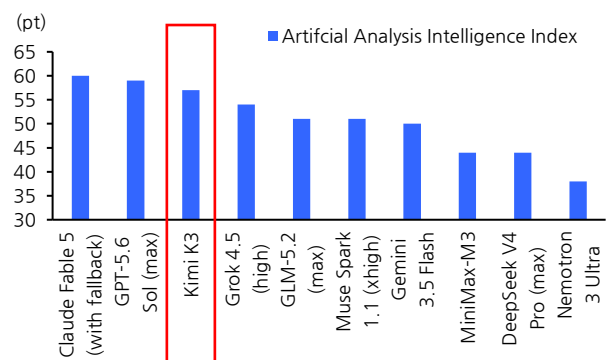
주: 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클의 분기별 OCF(영업현금흐름), CAPEX 전망치 컨센서스 합
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 5〉 OpenRouter에서 중국산 AI 모델 사용량 급증



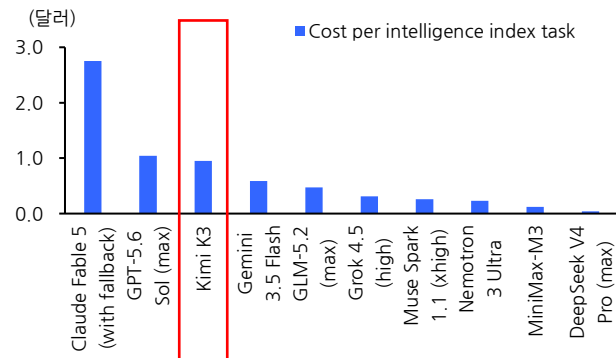
주: AI 게이트웨이 플랫폼 OpenRouter에서 2026년 중국 및 미국 AI 모델 사용량 추이
자료: OpenRouter, Financial Times 재인용, 현대차증권

〈그림 6〉 Kimi-K3, 주요 프론티어 AI 모델과 비등한 성능



주: Artificial Analysis Intelligence Index는 AI 모델의 전반적인 기능과 추론 성능 비교 점수
자료: Artificial Analysis, 현대차증권

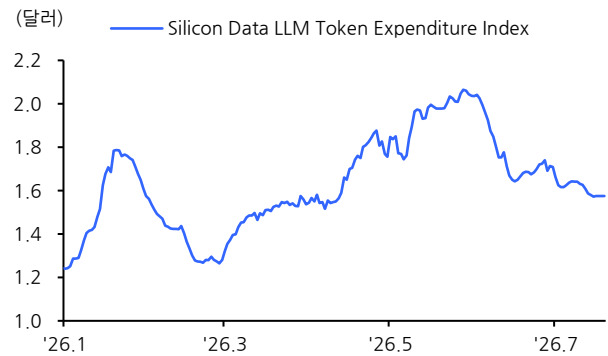
〈그림 7〉Kimi-K3, DeepSeek 같이 저렴한 모델은 아님



주: Cost per intelligence index task는 모델이 실제 지능형 과제를 처리하는 데 소비되는 평균 비용으로, AI 모델의 업무 경제성의 비교하는 지표

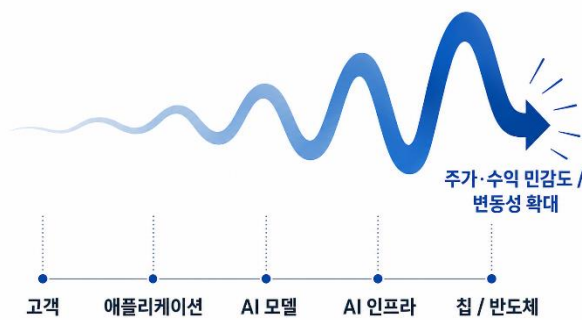
자료: Artificial Analysis, 현대차증권

〈그림 8〉저가 AI 모델 사용 확대에 토큰 사용 가격 하락 중



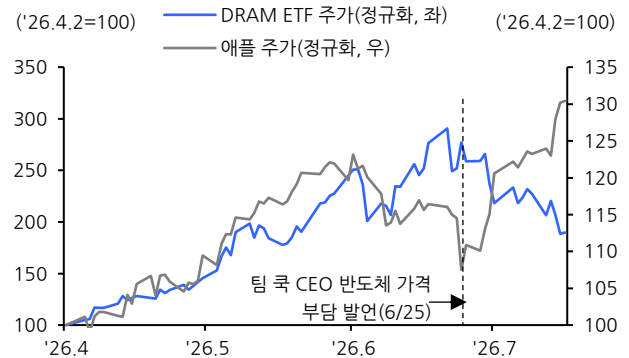
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 9〉AI5단 케이크 구조는 작은 변화에 채찍 효과 만듦



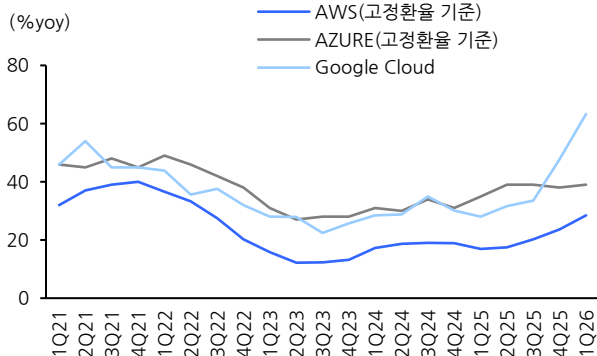
자료: 현대차증권

〈그림 10〉6월 25일 이후 엇갈린 반도체와 애플 주가



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

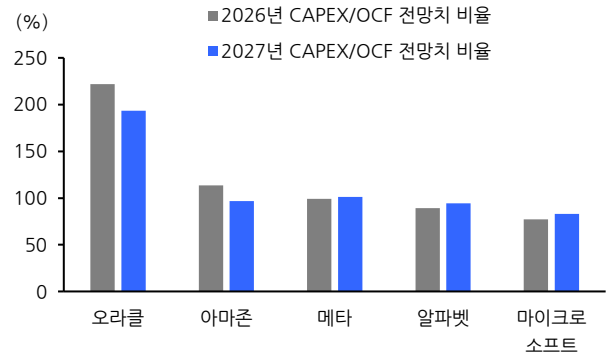
〈그림 11〉하이퍼스케일러 AI 매출 성장 모멘텀 이어질 지 주목



주: 고정환율 기준 성장률이란 전년 동기 환율을 그대로 적용한 성장률로 글로벌 매출에서 환율 효과를 제외해 실제 성장률을 계산하기 위한 방법론

자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 12〉보수적인 알파벳과 MS의 CAPEX 가이드스 주목



자료: FACTSET, 현대차증권

▶ Compliance Notice

-
- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 - 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
-

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-