

# Strategy Weekly

## 반도체의 투자심리 회복에 무엇이 필요한가

Strategist 김재승  
jaeseung.kim@hmsec.com

- 하이퍼스케일러 AI 수요 증가, CAPEX 확대에도 반도체 중심 기술주 투자심리 악화
- 시장이 AI 관련 CAPEX 증가보다 잉여현금흐름(FCF) 감소에 더 주목하는 이유는
- (1) 고금리 상황, (2) 반도체 실적 호조에 CAPEX 확대 우려, (3) 다변화 전략 가능성 때문
- 반도체 투자심리는 하이퍼스케일러 핵심 사업 매출, 금리, 프론티어 모델 수요가 결정

### 하이퍼스케일러 AI 수요 증가, CAPEX 확대에도 반도체 중심 기술주 투자심리 악화

지난주 알파벳을 시작으로 미국 하이퍼스케일러의 실적 발표가 시작되었다. 구글 클라우드 부문의 2분기 매출 성장률이 전년대비 +81.8% 증가하며 지난분기 +63.4%를 상회하며 서프라이즈를 기록했지만(그림1), CAPEX 확대와 이에 따른 잉여현금흐름(FCF) 적자에 투자자들의 AI 투자 지속성에 대한 우려가 확대되면서 알파벳 주가는 급락했다. 알파벳은 올해 연간 CAPEX 가이드언스를 기존 1,800억~1,900억 달러에서 1,950억~2,050억 달러로 상향했고, 2027년에도 상당 부분 늘어날 것이라 밝혔다. 시장에서는 2027년 알파벳의 CAPEX가 3,000억 달러에 달할 것으로 전망되고 있다(그림2). 이와 함께 알파벳의 2분기 잉여현금흐름(FCF)은 -59억 달러를 기록하며 22년만에 처음으로 분기 기준 FCF 적자를 기록했다(그림3). 같은날 발표된 테슬라의 2분기 잉여현금흐름(FCF)도 -11억 달러 적자를 기록하자 투자자들은 현금흐름 악화에도 AI 투자 경쟁을 벌이고 있는 빅테크 기업들의 과도한 CAPEX가 지속될 수 있을 것인지 의구심이 커지고 있는 것이다.

이러한 하이퍼스케일러의 현금흐름 악화와 투자 지속성에 대한 의구심은 인텔의 실적 발표에도 영향을 미쳤다. 인텔의 2분기 매출은 전년대비 +25% 증가했고, 특히 AI 데이터센터용 CPU 수요 증가에 인텔의 데이터센터 및 AI 부문의 2분기 매출은 전년대비 +59% 증가했다(그림4). 파운드리 매출도 AI 인프라 관련 자사 제품 수요 확대에 전년대비 +31% 증가했다. AI 인프라 투자 확대에 수요가 구조적으로 늘고 있는 상황이다. 그러나 인텔의 주가는 24일 미국 증시에서 -7.9% 하락했다. 시장은 인텔이 올해 CAPEX 가이드언스를 기존 180억 달러에서 200억 달러로 상향 조정했다는 소식에 우려를 보이며 주가는 하락한 것이다. 투자자들은 AI발 수요 호조로 인한 매출 증가보다는 CAPEX 확대에 의한 현금흐름 감소에 더 민감하게 반응하고 있다.

### 시장이 AI 관련 CAPEX 증가보다 잉여현금흐름(FCF) 감소에 더 주목하는 이유

시장이 더 이상 AI 수요와 CAPEX 증가에 환호하지 않는 이유는 크게 3가지이다.

첫째, 잉여현금흐름(FCF) 감소는 외부 자금조달 필요성을 높이는데, 금리가 높아질수록 차입비용과 재무부담이 확대된다. 하이퍼스케일러의 CDS 스프레드는 확대되고 있다(그림 5). 대규모 CAPEX를 단기간에 회수할 만큼 AI의 수익화가 충분하지 않은 상황에서 금리가 높아짐에 따라 하이퍼스케일러가 잉여현금흐름(FCF) 감소에도 CAPEX 확대를 유지할 수 있을 것인지 의구심이 높아진 것이다. 나아가 하이퍼스케일러의 주가 약세에 자사주 소각을 줄이면서 CAPEX를 지속해야 하는지에 대한 시장의 압력이 커질 수 있다. 결국 반도체 업종도 하이퍼스케일러의 CAPEX 규모보다 투자재원의 지속 가능성과 향후 수익화 여부로 관심이 이동했으며, 이에 CAPEX가 확대되었지만 반도체 업종이 부진한 흐름을 보이고 있는 것이다.

둘째, 반도체 기업들의 CAPEX 확대는 미래 공급 과잉에 대한 불안감을 높인다. 지난 1분기 실적 발표가 있었던 4월 이후 반도체 강세장에서 인텔과 TSMC, 메모리 반도체 3사의 2027년 매출과 이익 전망치 상향 조정이 빠르게 나타났다(그림 6). 반면 CAPEX 전망치 상향 조정은 크지 않았다. 반면 이번 2분기 실적 발표를 앞두고 6월중순 이후부터 CAPEX 전망치 상향 수정이 나타나고 있다. 반도체 업종의 실적 호조가 CAPEX 전망 증가를 이끌고 있다. 반도체 업종은 사이클 산업으로 인식된다는 점에서 CAPEX 증가에 따른 2028년 이후 공급량 증가는 시장의 우려를 높이는 요인이다. 특히 AI 투자 기업들의 수익화에 대한 의구심이 높아진 상황이기 때문에 투자자들은 공급 증가 가능성에 더욱 민감히 반응하고 있다.

셋째, 하이퍼스케일러의 AI CAPEX가 확대될수록 메모리 조달비용 부담과 공급망 다변화 필요성이 높아진다. 7월 24일 WSJ에 따르면 애플은 미국 외 판매 제품에 대해 중국 창신메모리(CXMT)와 양쯔메모리(YMTC)가 생산한 메모리를 사용할 수 있도록 트럼프 행정부에 로비를 하고 있으며, 마이크론이 미국 메모리 산업과 국가 안보를 이유로 강력히 반대하고 있다고 보도했다. 이는 애플이 주장하는 소비자 물가 안정과 마이크론의 미국 반도체 산업 육성 필요성이 충돌하고 있는 사례로, AI 인프라에 대한 투자 확대가 반도체 가격 상승과 메모리 기업들의 수혜로만 이어질 경우 중국산 반도체 채택 위협이 커질 수 있다. 창신메모리(CXMT)는 2025년 메모리 슈퍼사이클을 바탕으로 2016년 창립 이후 처음으로 흑자를 기록했다. 창신메모리(CXMT)는 오는 27일 중국판 나스닥이라 불리는 창업판(Star Market)에 상장할 예정이다. 이번 IPO로 약 666억 위안(14조 5천억원) 조달 예정으로, 이는 올해 아시아 최대 IPO 규모이다. 이처럼 하이퍼스케일러의 CAPEX 확대

에 따른 글로벌 메모리 부족 사태는 중국산 반도체 굴기에 대한 우려를 높인다.

## 반도체 심리는 하이퍼스케일러 핵심 사업 매출, 금리, 프론티어 모델 수요가 결정

국내 및 글로벌 반도체 업종의 투자심리 회복을 위해서는 하이퍼스케일러의 핵심 사업 실적 호조와 주가 반등, 토큰 비용 지수 상승과, 매크로 환경 개선을 필요로 한다.

첫째, 하이퍼스케일러의 핵심 사업의 매출 증가와 주가 회복이다. 알파벳은 2분기 실적 호조에도 불구하고 주가가 약세를 보인 이유는 CAPEX 증가에 따른 현금흐름 감소 우려 때문이다. 기업의 잉여현금흐름(FCF)은 미래 수익원인 AI가 아닌 기존의 핵심 사업에서 나온다. 알파벳 실적 발표에서 유일하게 아쉬웠던 부분은 전체 매출의 52% 차지하는 핵심 사업인 '구글 검색 부문'이다. 구글 검색 부문의 매출은 2023년 4분기 이후 처음으로 시장 예상치를 하회했다(그림7). 메타와 마이크로소프트, 아마존의 실적 발표에서도 AI 수요 확대와 CAPEX 확대는 물론, 현금흐름을 창출하는 기존 캐시카우 사업의 시장 예상을 뛰어넘는 성장성이 유지되어야 한다. 나아가 본업의 매출 증가를 통한 FCF 감소 우려 완화, 이에 따른 하이퍼스케일러의 주가 개선이 반도체 업종의 반등에 필수적이다(그림8).

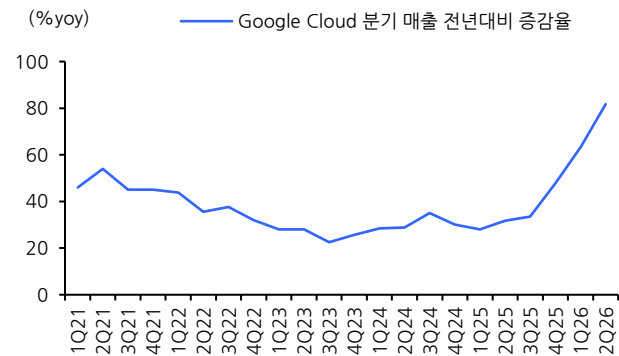
둘째, 중동의 지정학적 우려 완화와 함께 금리 하락이 나타나야 한다. 알파벳을 비롯해 메타, 아마존, 오라클은 이번 분기에 잉여현금흐름(FCF)의 적자가 전망된다. 외부 자금조달 의존도가 높아질 수밖에 없다. 고금리 환경에서 대규모 채권 발행은 이자 비용 부담과 신용 위험을 상승시키면서 CAPEX 확대에 대한 의구심을 키울 수 있다. 중동의 지정학적 우려가 완화되고, 유가가 낮아지면서, 미국채 금리가 하락 안정화를 보여야 한다. 13일간 연속으로 이어진 미군의 대이란 공습이 24일 기점으로 소강 상태에 들어서면서 미국과 이란간 대화 재개 기대감 다시 높아지고 있다는 점은 긍정적이다. 유가에서 중요한 것은 레벨이 아니라 방향성이다.

셋째, 토큰 비용 지수(Token Expenditure Index)의 상승이다. 2026년 3월 이후 AI 모델 개발 경쟁에 B200의 렌탈 가격은 꾸준히 상승하고 있다(그림9). AI 컴퓨팅 수요가 최신의 고성능 GPU로 집중되고 있는 것이다. 반면 토큰 비용 지수는 6월초 이후 하락 중이다. AI 사용자들이 평균적으로 최첨단 AI 모델보다 더 저렴한 모델과 서비스로 이동하고 있다. 일부 복잡한 업무에서 고가의 프론티어 모델을 사용하고, 일반적인 업무에서는 오픈웨이트 방식의 저가 모델을 사용하는 경향이 높아지고 있다. 토큰 비용 지수의 하락은 AI의 경제성을 개선하고 전체 수요를 확대시킬 수 있지만, 오픈AI, 앤트로픽, 제미니AI 등 프론티어 AI 모델 기업들의 수익성 악화를 의미하고, 프론티어 AI 모델의 수익화 지연에 이를 뒷

받침하고 있는 하이퍼스케일러의 수익성 악화가 나타날 수 있다. 반면 토큰 비용 지수 상승은 높은 성능을 기반으로 한 프론티어 모델의 수요 상승을 의미해 고성능 모델 가치에 대한 기대를 높이고, 수익화 지연 우려도 낮춰 AI 인프라 CAPEX 지속 가능성을 높일 수 있다. 프론티어 AI 모델 수요가 늘어나 토큰 비용 지수가 상승할 때 코스피와 필라델피아 반도체지수가 강세를 보이는 경향이 있다(그림10).

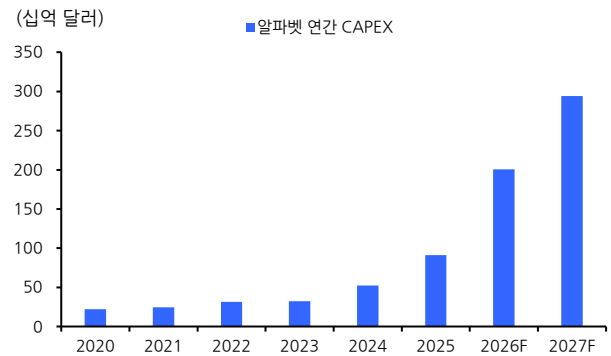
이번주에는 29일 미국 장 종료 후 메타와 마이크로소프트를 시작으로, 30일 아마존과 애플의 실적 발표가 대기하고 있다. AI 인프라에 투자하고, AI 애플리케이션을 만드는 기업들의 실적 발표가 AI 수익화와 투자 지속성에 대한 우려를 낮추고, 주가를 회복해 반도체의 투자심리를 반등 시킬 수 있을지 주목해야 한다.

〈그림 1〉알파벳 시 수요 호조에 클라우드 매출 성장 지속



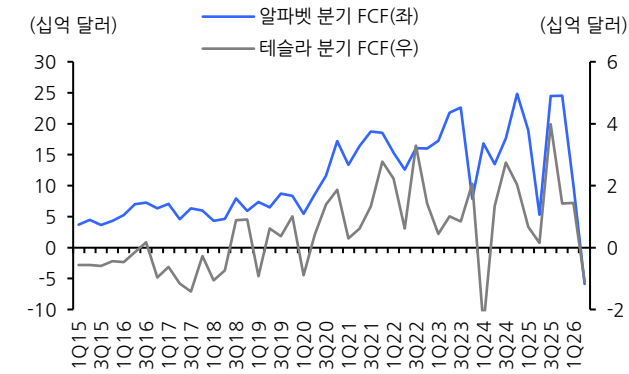
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 2〉알파벳 CAPEX 전망치, 2027년 3,000억 달러 육박



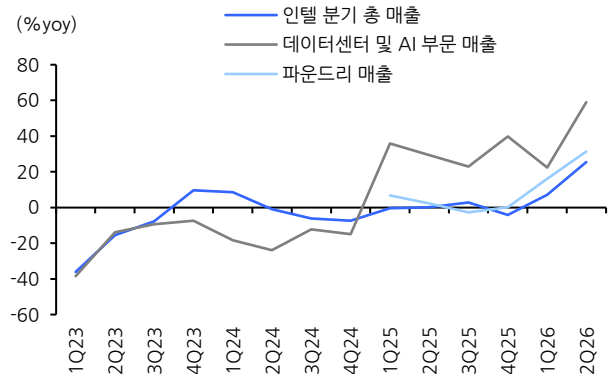
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 3〉알파벳과 테슬라 2분기 FCF 적자 기록



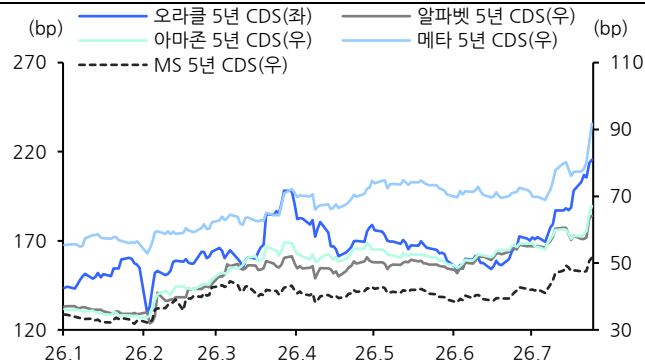
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 4〉인텔 시발 수요 확대에 실적 호조 보였지만 주가 하락



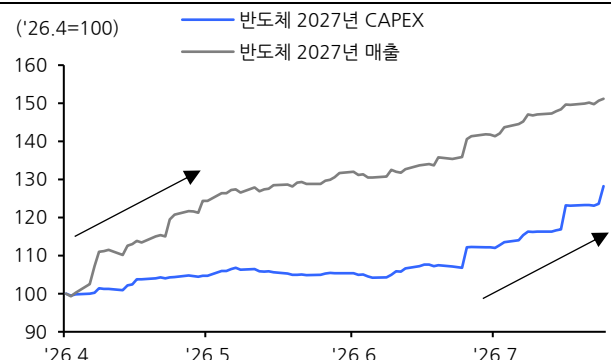
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 5〉하이퍼스케일러 CDS 스프레드 확대 중



자료: 블룸버그, 현대차증권

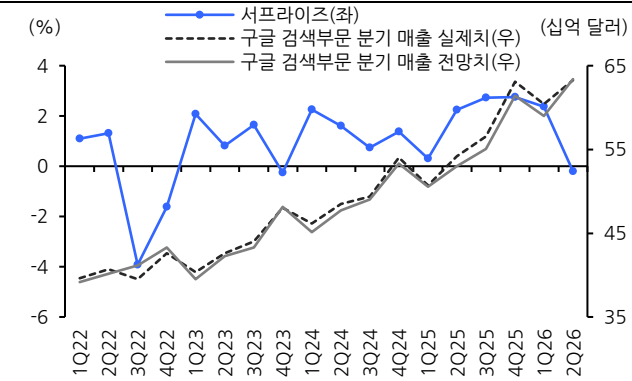
〈그림 6〉반도체 업종, 2분기 들어 CAPEX 전망 상향 본격화



주: 인텔, TSMC, 메모리3사(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)의 매출 및 CAPEX의 2026년 4월 1일 기준 정규화 추이

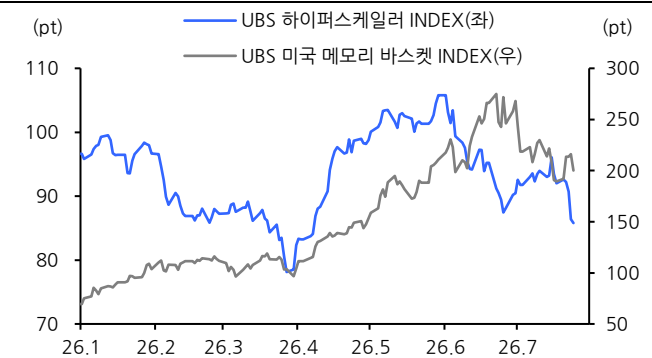
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 7〉 알파벳 검색부문 2분기 매출 시장 예상 부합 실패



자료: FACTSET, 현대차증권

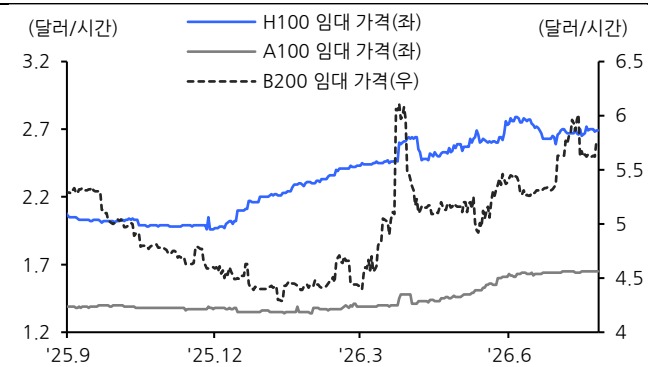
〈그림 8〉 반도체 반등 위해선 하이퍼스케일러 추가 반등 필요



주: UBS가 제공하는 하이퍼스케일러 Equal weight index와 미국 메모리 관련주 바스켓 index 추이

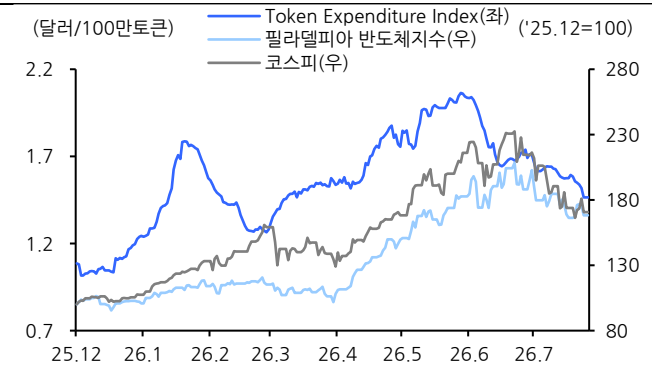
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 9〉 GPU 임대 가격은 상승하고 있음



자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 10〉 반면 저가 AI 사용 확대에 토큰 비용 하락 중



주: 필라델피아 반도체지수와 코스피는 2025년 12월 1일 기준으로 정규화

자료: 블룸버그, 현대차증권

---

#### ▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 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.
-