

2026/07/30

[경제/환율]

위재현 선임연구원

Jhwee11@iprovest.com

경제의 금리 민감도 (feat.AI)

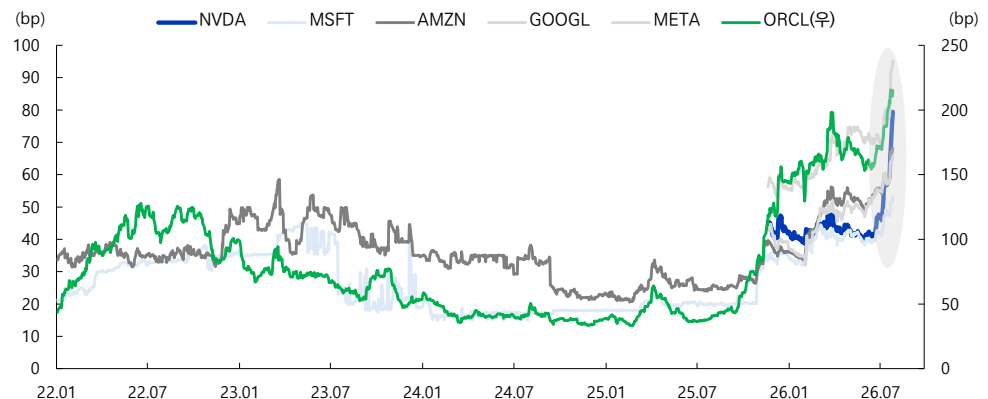
매크로가 AI 투자 사이클에 미치는 영향은 제한, 반대의 경로는 취약

중동 전쟁 발발 이후 시장금리는 꾸준히 상승했다. 다만 금리 상승을 요인별로 분해해보면 고유가에 따른 기대인플레이션보다 텀프리미엄 영향이 더 강했던 것으로 판단된다. 텀프리미엄은 통상 재정확장에 대한 우려와 수급 불안에 의해 형성되지만, 현재는 AI 기업들의 장기물 중심 회사채 발행이 텀프리미엄 증가에 일정 부분을 기여하고 있다.

금리의 절대적 레벨이 높아지면 경제 전반의 차입비용이 상승해 경기가 위축된다. 현재는 금리 뿐만 아니라 대형 AI 기업들의 신용 위험도 부각되며 차입비용의 추가 상승이 우려된다. 다만 금리와 경기의 관계는 단순한 인과관계가 아니다. 자금 수요자의 차입 형태(고정금리/변동금리)와 만기 도래 시점의 차환 리스크, 투자의 성격에 따라 영향이 달라질 수 있기 때문이다. 최근 빅테크 기업들의 자금 조달 구조를 보면 금리 자체보다 소수 기업의 신용도에 더 민감하게 반응하는 구조가 확인된다. 회사채 발행량 증가로 금리 민감도 자체는 과거보다 높아졌으나, 투자 사이클을 저해할 수 있는 국면은 아니다. 현재 AI 투자 사이클은 금리 환경으로 인한 외부 충격보다 투자자들의 신뢰 상실에 따른 내부 붕괴에 더욱 취약한 상황이다.

거꾸로 AI 투자 사이클이 매크로에 미치는 전달 경로는 더욱 취약해졌다. AI 기업들의 대규모 자금조달 수요는 시장의 흡수 여력을 소진해 비AI 기업들의 조달 여건을 악화시키는 구축효과가 발생할 수 있다. 게다가 빅테크 기업들의 신용이 조달 비용을 크게 좌우하는 상황에서 주가 반응도 더욱 민감해졌다. 현재 미국의 소비를 주도하고 있는 고소득층의 소비 기반은 자산가격에 크게 의존하고 있는데, 투자 사이클 지속과 별개로 자산가격이 부진할 경우 예상보다 빠르게 경기가 둔화될 위험이 있다.

[도표 1] 하이퍼스케일러 5개사의 CDS 프리미엄 (5년) 추이: 최근들어 동반 상승



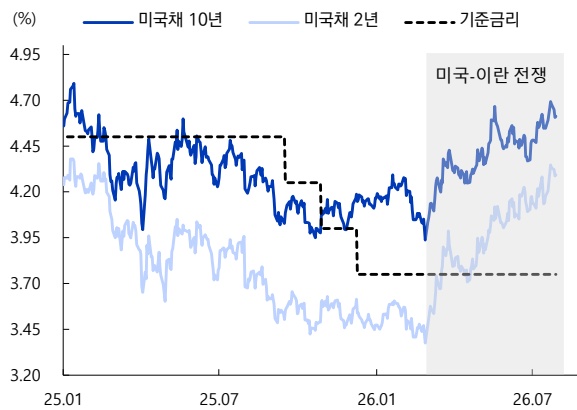
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

금리 상승은 기대인플레이션이 아닌 텀프리미엄에 의해 주도

미국 국채금리는 미국과 이란의 전쟁 발발 이후 꾸준히 상승했다. 다만 금리 상승의 요인을 분해해보면 원자재 가격 상승에 따른 기대인플레이션 영향이 크지 않다(도표3). 오히려 빅테크 기업들의 투자 수요 확대와 재정 불안에 대한 텀프리미엄이 더 크게 작용하고 있는 것으로 드러난다. 연준에서 추정하는 Kim-Wright 모델을 기준으로 보면 전쟁 이후 텀프리미엄은 약 30bp 이상 증가했는데, 이는 실질금리 상승의 약 절반 가량을 설명한다. 시장금리가 연준의 금리 인상 기대감만으로 상승했다고 보기 어려운 측면이 있다.

금리 레벨에 더해 시장에서 반영중인 빅테크 기업들의 CDS 프리미엄도 문제가 되고 있다. 엔비디아가 오픈AI의 데이터센터 투자에 2,500억 달러의 재무 보증을 한다는 내용 발표 이후 빅테크들의 신용 위험 지표가 동반 상승했다. 절대적인 금리 레벨에 더해 신용위험까지 상승한다면 가산금리가 붙어 현재 투자 사이클을 주도하는 기업들의 조달 비용을 상승시킨다. 최근 AI 밸류체인 자금 조달 구조를 보면 소수 빅테크의 신용위험은 AI 산업 전반의 자금 조달 비용 상승으로 확산될 위험이 있다.

[도표 2] 미국채 2년물과 10년물 금리: 기준금리 4.5% 수준과 유사



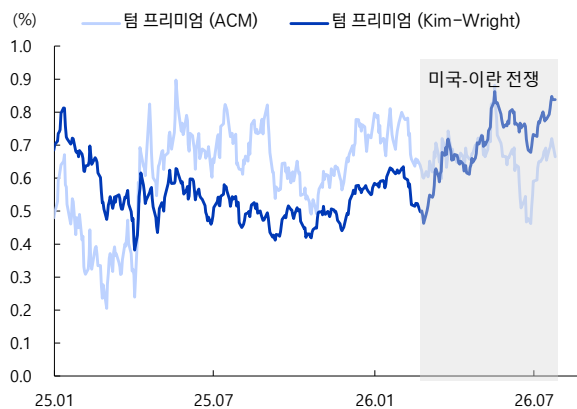
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] TIPS를 통해 금리를 분해하면 기대인플레이션 영향은 제한



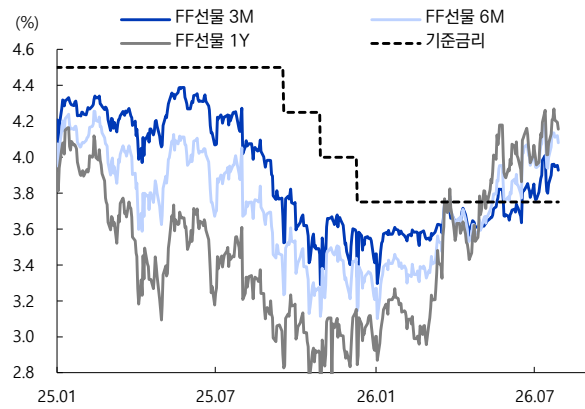
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 연준이 추정하는 텀프리미엄은 상승



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 선물시장에 반영된 기준금리 인상 기대감



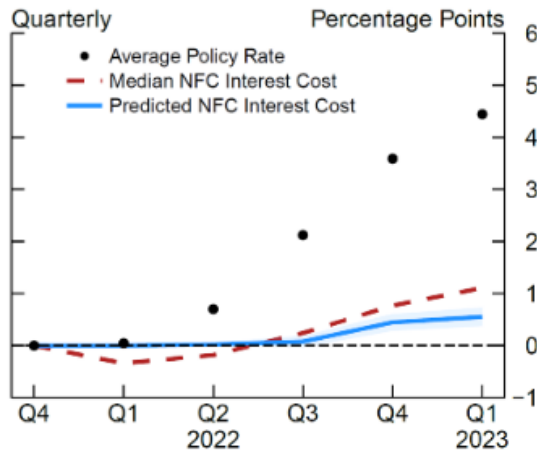
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

높아지는 경제의 금리 민감도

전통적으로 고금리는 가계와 기업의 높은 차입비용으로 이어져 소비와 투자를 동반 위축시키는 경로로 작동했다. 다만 2022년 미국의 기준금리 인상 사이클에도 미국 경기는 장기간 양호한 흐름을 보였는데, 이는 차입구조의 변화에서 비롯된다. 저금리 시기에 고정금리로 장기간 조달 비용을 고정시킨 기업들이 대부분을 차지하자 연준의 기준금리 인상에도 실제 이자비용의 증가 속도는 제한적이었다(도표6). 게다가 2022년부터 투자 사이클을 주도했던 빅테크 기업들은 양호한 현금흐름을 바탕으로 지출을 충당하며 전반적으로 경제의 금리 민감도가 낮은 상황이었다.

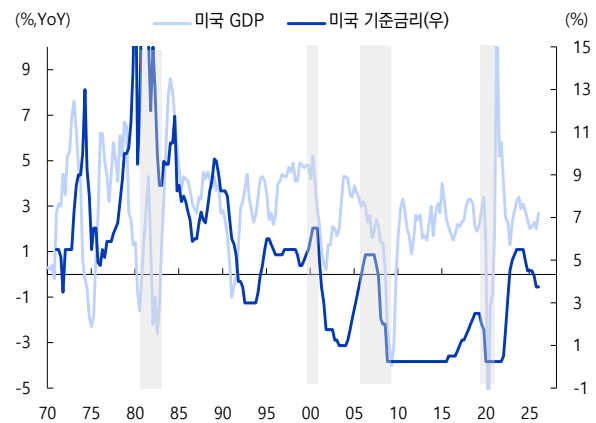
그런데 최근 이러한 흐름에 변화가 생기고 있다. 빅테크들의 자본지출은 영업활동 현금흐름을 상회하는 수준으로 늘어나고 있고(도표8) 부족한 자금을 회사채 시장에서 조달하며 금리 민감도가 높아지고 있다. 2025년 1,000억 달러 수준이었던 하이퍼스케일러 5개사의 회사채 발행량은 올해 상반기에만 2,000억 달러로 늘어났으며, Capex 가이드스가 현실화 될 경우 추가 발행이 불가피하다. 현금흐름이 불안정하고 단기 변동금리로 조달하는 중소형 기업에게는 더 큰 부담이다.

[도표 6] 2022년 인상기 비금융기업의 실제 이자비용 부담은 저조



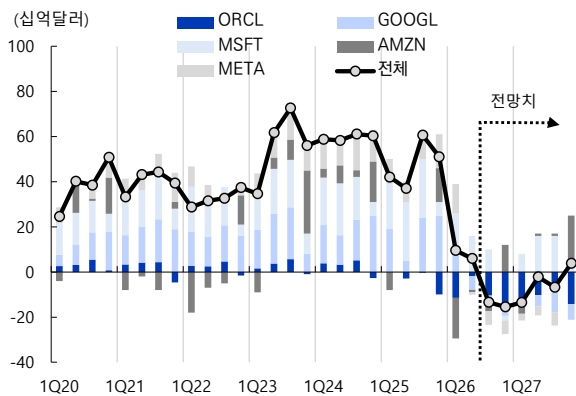
자료: FRB, 교보증권 리서치센터
주: 검은 점은 기준금리, 파란선은 비금융기업의 이자비용 누적 변화

[도표 7] 미국 GDP와 기준금리: 고금리는 통상 경기침체를 유발



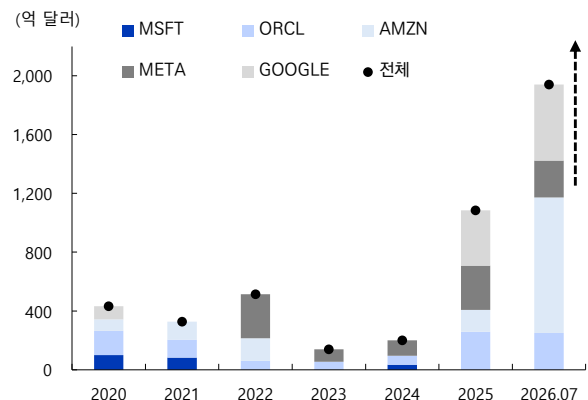
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 하이퍼스케일러의 잉여현금흐름(FCF)은 26년부터 마이너스



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 하이퍼스케일러의 회사채 발행량은 연말까지 급증 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

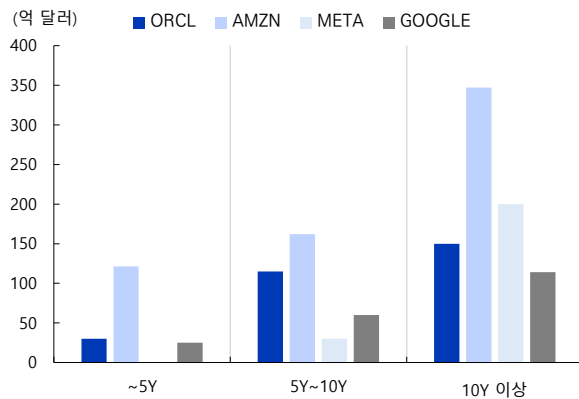
금리보다 중요한 빅테크 기업의 신용, 외부 충격보다 내부 붕괴에 더욱 취약한 구조

높은 금리 레벨이 당장의 경제 둔화로 이어질 개연성은 낮다. 금리의 형태(고정/변동)와 만기 도래 시점의 차환 리스크, 투자의 성격이 더욱 중요하기 때문이다. 특히 빅테크 기업들의 회사채 발행량은 2026년부터 본격적으로 확대됐는데, 발행 만기의 트랜치 구조를 보면 10년 이상 발행량 비중이 높아 당장의 상환이나 차환 부담은 작다(도표10). 게다가 BIS가 지적했듯 현재 AI 투자의 성격은 재무 효율성이 목표가 아닌 경쟁적 승자독식에 가까워 조달 비용이 높다고 해서 투자를 축소할 유인이 적다.

빅테크를 제외하고 AI 밸류체인 전반으로 넓혀보면 금리에 민감한 기업들은 네오클라우드와 데이터센터 개발사로 추정된다(도표12). AI 모델을 보유한 주요 최상단의 개발사(OpenAI, Anthropic) 같은 경우 지분투자 형태로 자금을 조달 받고 있으며, 공급 최상단에 위치한 반도체와 장비 제조업체는 막대한 잉여 현금이 존재해 자금 조달의 필요성 자체가 낮다. 반대로 네오클라우드와 데이터센터 개발사, SPV는 신용등급이 없거나 낮고, 현금흐름이 불안정해 자금조달 수요가 빈번하다. 게다가 담보 자체가 GPU이고 채무상환의 재원이 장기계약 매출을 기반으로 하는 만큼 AI 수요 변화에 크게 반응할 수 있는 구조다.

다만 네오클라우드와 데이터센터 개발사들의 조달비용은 금리보다 앵커 고객의 신용에 더 의존하는 상황이다. 대표적인 네오클라우드 기업인 코어위브의 최근 자금조달 사례가 이를 명확히 보여주는데, 비슷한 시기의 조달 내용이라 하더라도 담보 계약의 상대 고객 신용등급에 따라 가산금리가 두배 가까이 벌어졌다(도표11). 즉 금리 레벨 자체보다 하이퍼스케일러와 같은 빅테크 기업들의 신용이 AI 밸류체인 전반의 조달비용을 좌우하고 있는 양상이다. 한편 단기 변동금리에 민감한 사모대출의 경우 1분기 환매 요청이 급증했으나, 가장 익스포저가 높은 섹터는 AI 밸류체인 바깥에 있는 서비스(SaaS)업체로 추정된다. 일부 데이터센터 인프라 제조업체는 사모대출을 활용하고 있으나 전체 투자를 위축시킬 정도로 규모가 크지 않다. 게다가 변동금리로 조달한 개발사들은 스왑시장에서 변동금리를 고정금리로 스왑하며 금리 영향을 줄인 것으로 판단된다.

[도표 10] 올해 발행된 빅테크 회사채 트랜치 구조: 장기물 비중 ↑



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

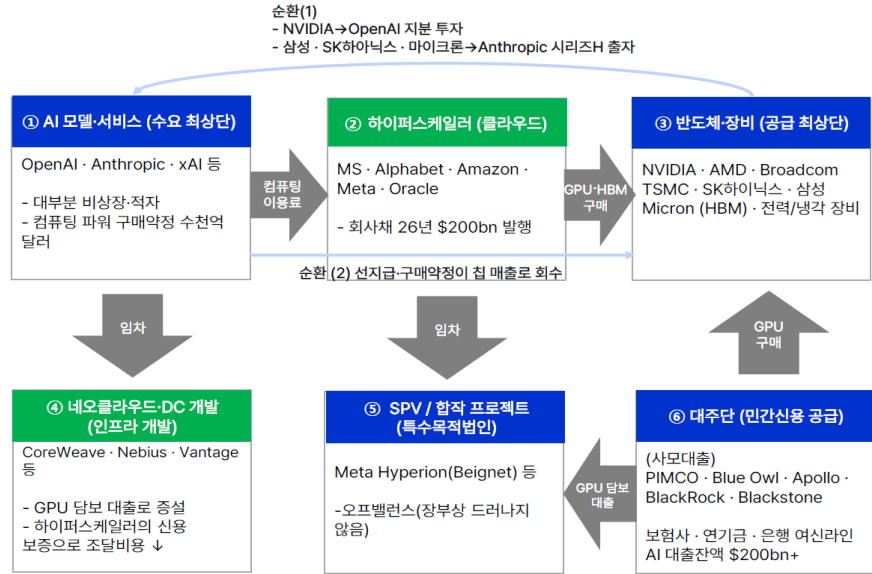
[도표 11] 네오클라우드 업체 코어위브의 최근 자금조달 내역

구분	DDTL 4.0	DDTL 5.0
계약시기	26.03.31	26.05.18
규모	850억 달러	310억 달러
담보 계약 상대	투자등급 AI 기업	비투자등급
신용등급(Moody's)	A3	Ba2
스프레드	SOFR +225bp	SOFR +450bp
만기	6년	5.5년
담보	SPV 전자산	그룹 자산 및 지분
DSCR 유지약정	1.15x	1.35x

자료: CoreWeave, 교보증권 리서치센터

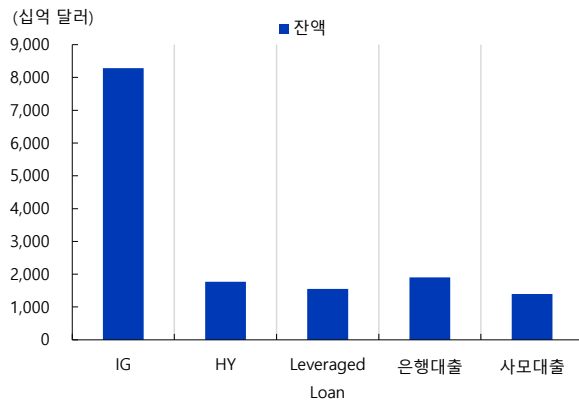
주: DDTL(Delayed Draw Term Loan): 한도 내에서 필요할 때마다 나눠 인출하는 장기 대출

[도표 12] AI 밸류체인: 하이퍼스케일러와 네오클라우드 및 데이터센터 개발사 중심으로 금리 영향력 상승



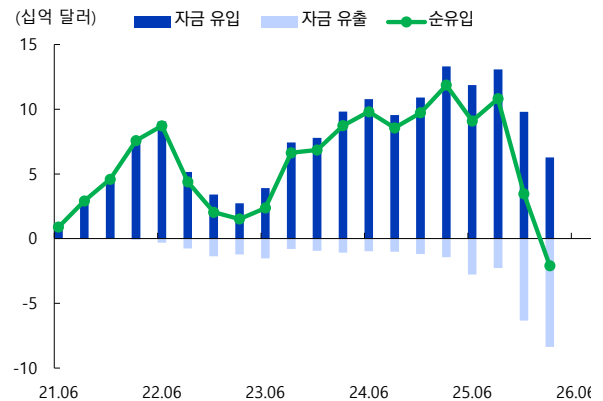
자료: 교보증권 리서치센터 / 주: 초록색은 자금 조달 필요성이 높고 금리에 민감할 수 있는 AI 관련 기업

[도표 13] 비금융기업 자금 조달 시장별 잔액 규모 (4Q25 기준)



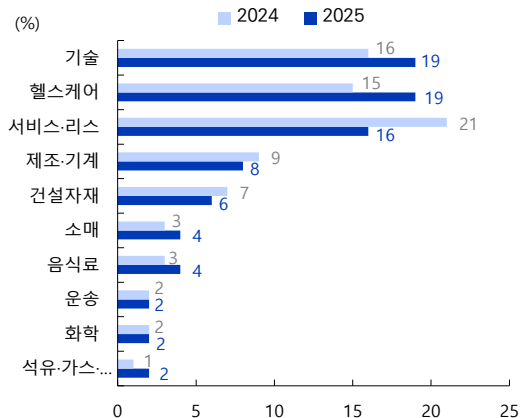
자료: FRB(Financial Stability Report, 2026), 교보증권 리서치센터

[도표 14] 사모대출 중 환매가능 BDC 자금 흐름: 올해 1분기 순유출



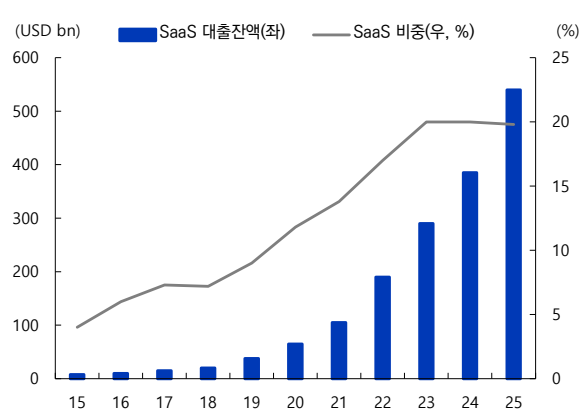
자료: FRB(Financial Stability Report, 2026), 교보증권 리서치센터

[도표 15] 2025년 미국 사모대출 섹터별 비중: 기술 섹터 높으나



자료: PitchBook, 교보증권 리서치센터

[도표 16] BIS 데이터를 보면 대부분 서비스(SaaS) 제공업체



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

구축효과와 주가 조정은 경기에 부담, 전달 경로는 취약해진 상황

금리 레벨이 투자 사이클을 종료시키기는 어렵지만, 거꾸로 AI 부문의 자금 조달이 시장 흡수 여력을 소진해 다른 차입자의 조달 여건을 악화시키는 구축효과는 고려할 필요가 있다. AI 기업들의 자금 조달이 채권시장 텀프리미엄 증가로 이어지며 금리 레벨을 높이고 있기 때문이다. 댈러스 연은은 올해 AI 관련 회사채 발행으로 인해 약 3,600억 달러의 듀레이션이 공급될 것으로 추정했으며, 이는 미국채 발행 듀레이션 공급의 약 1/8에 해당한다. AI 수혜 없이 조달비용만 오르는 '저신용 비AI' 기업들로 피해가 확산될 경우 시차를 두고 경제 전반에 타격을 줄 수 있다.

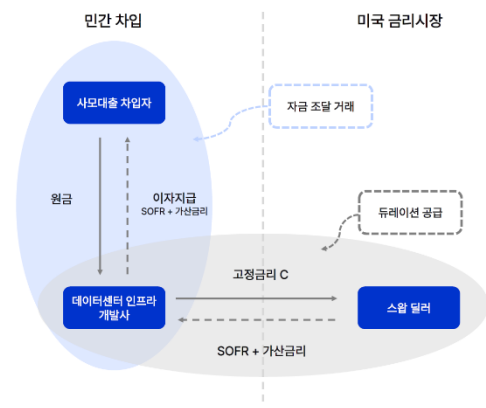
무엇보다 현재는 조달시장의 리스크(CDS 프리미엄)를 자산시장(주가)이 먼저 반영하고 있는데, 이는 자산효과를 통해 미국의 소비를 급격히 위축시킬 가능성을 제공한다. 최근 미국의 소비는 주식 보유 비중이 높은 고소득층이 주도하고 있는 만큼, AI 기업들의 투자 지속 여부와 별개로 주가가 부진할 경우 경기가 예상보다 빠르게 경기가 둔화될 위험이 있다. 빅테크 기업들의 과도한 자본지출, 현금 회수 능력에 대한 의구심은 현재 신용지표와 주가에 빠르게 반영되고 있다. 매크로가 AI 생태계에 미치는 영향은 제한적이나 반대의 경로는 더욱 취약해진 상황이다.

[도표 17] 미국 하이일드 시장 섹터별 CDS 프리미엄(5Y)



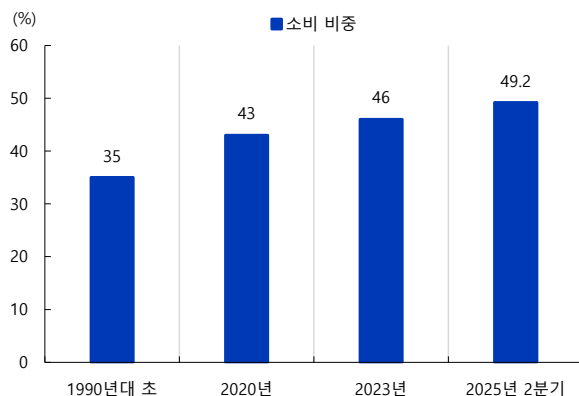
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 데이터센터 개발사의 자금 조달 구조: 고정금리 스왑



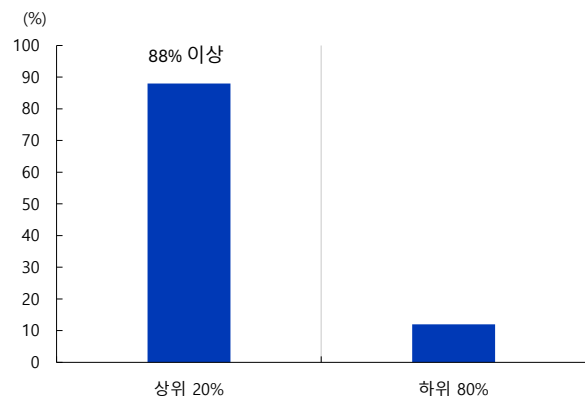
자료: Dallas Fed, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 미국 소득 상위 10%의 소비 비중



자료: Moody's, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 미국 소득 계층별 주식·펀드 보유 비중

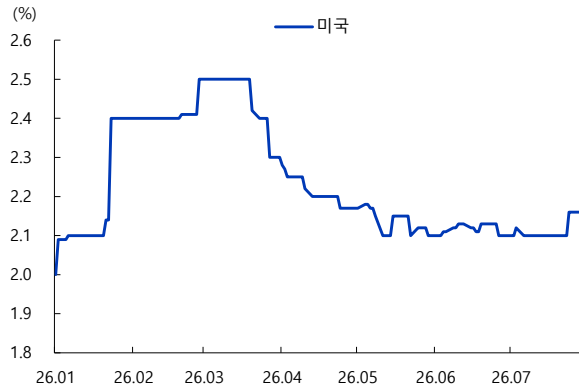


자료: FRB, 교보증권 리서치센터



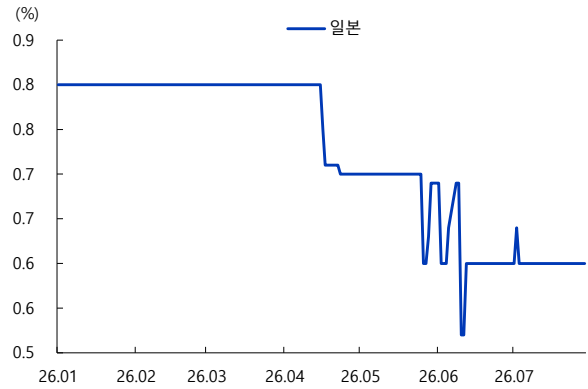
Appendix. Chart Book

[도표 21] 미국 26년 성장률 전망 컨센서스 (Bloomberg)



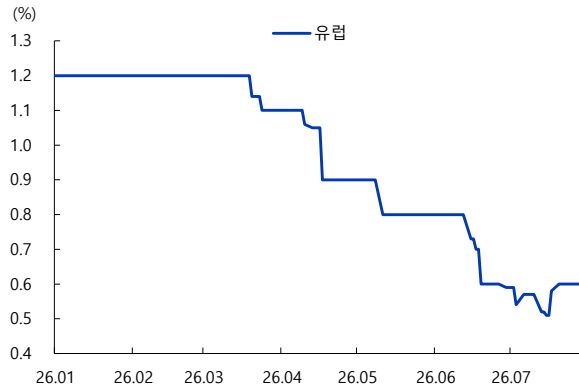
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 일본 26년 성장률 전망 컨센서스 (Bloomberg)



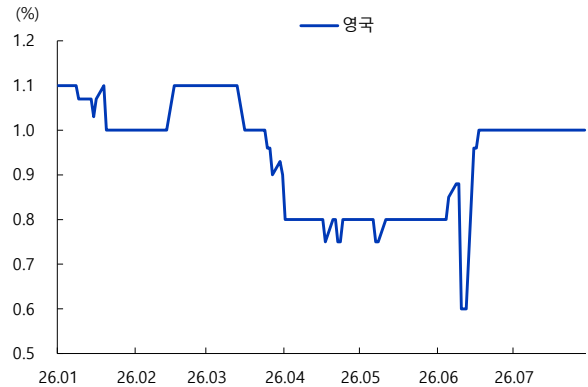
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 유럽 26년 성장률 전망 컨센서스 (Bloomberg)



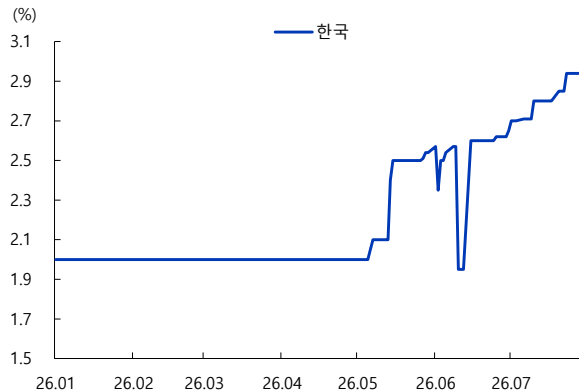
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 영국 26년 성장률 전망 컨센서스 (Bloomberg)



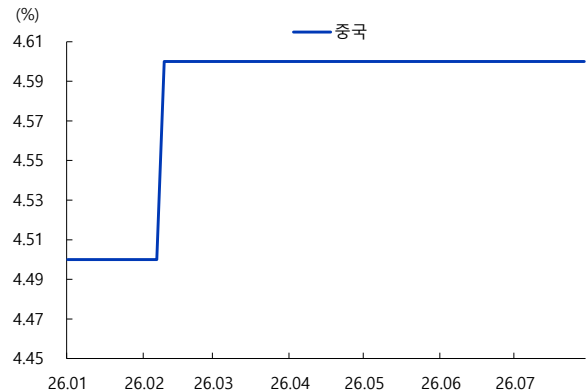
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 한국 26년 성장률 전망 컨센서스 (Bloomberg)



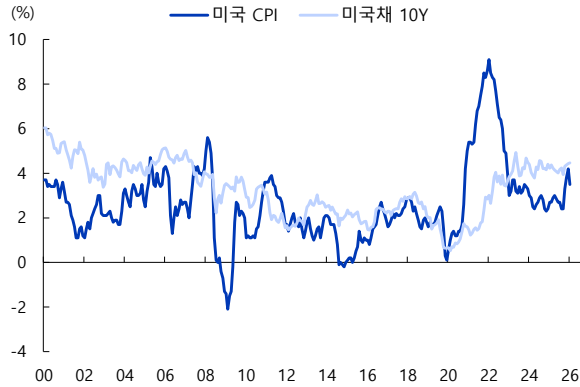
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 중국 26년 성장률 전망 컨센서스 (Bloomberg)



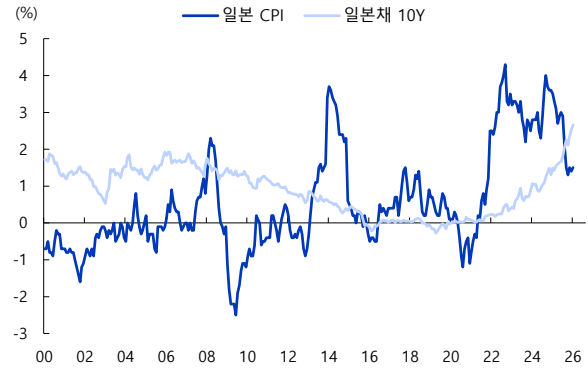
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 미국 CPI와 10년물 금리



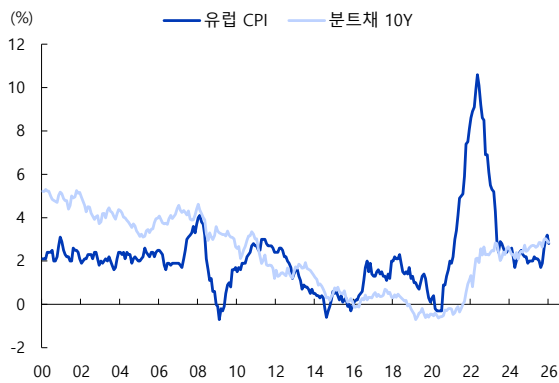
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 일본 CPI와 10년물 금리



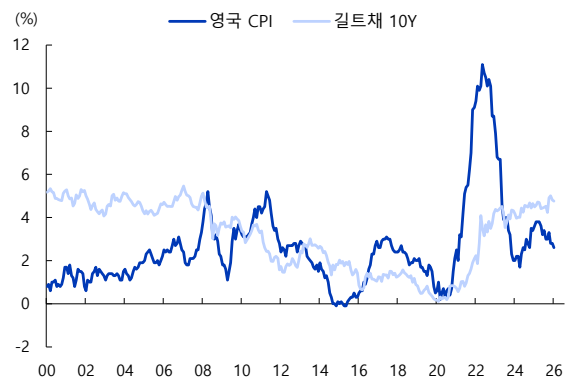
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 유럽 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 영국 CPI와 10년물 금리



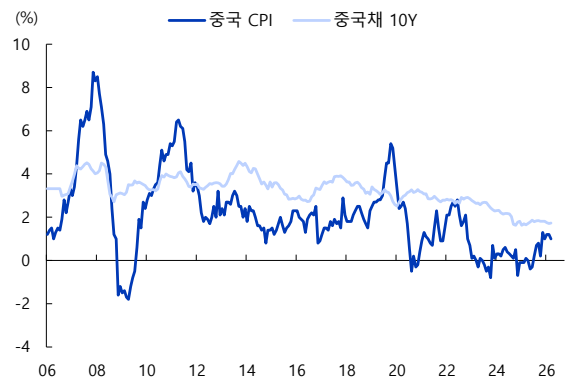
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 한국 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 중국 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.