

미국은 지금

금리와 반도체(Feat, 대응 전략)

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

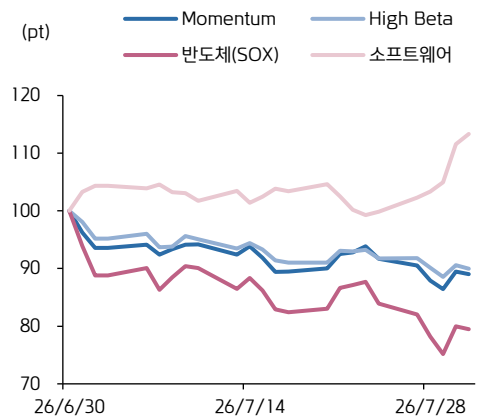
7 월 증시에서 우리가 주목해야 할 부분

7 월 미국 증시는 지수 전체보다 내부의 변화에 주목할 만하다. S&P500 은 7 월 한 달 -0.1%의 제한적 하락세를 기록했으나, 모멘텀과 하이베타 팩터는 각각 11.1%, 10.1% 급락했다. 유가 급등과 금리 상승, 반도체 솔림 부담에 의한 충격이 업종 간 자리 교체로 분산된 결과다. 반도체(-20.6%)와 자동차(-22.4%)에서 이탈한 자금은 소프트웨어(+13.2%), 에너지(+12.5%)로 이동해 지수 전체 수익률을 방어했다. 이 과정에서 AI 투자에 대한 시장의 판단 기준도 분명해졌다. 12 개월 잉여현금흐름이 적자인 아마존은 AWS 성장 가속에 힘입어 15.3% 급등한 반면, 메타는 광고 매출이 27% 늘고도 비용 증가를 상쇄하지 못해 9% 하락했다. FCF 수준보다는 CapEx 에 대한 이익 가시성이 판단 기준이 된 것이다. AI 설비투자가 연간 7,000 억 달러대로 불어난 만큼, 기업별 투자 회수 속도를 검토해야 한다.

AI 투자 회수와 금리 변화

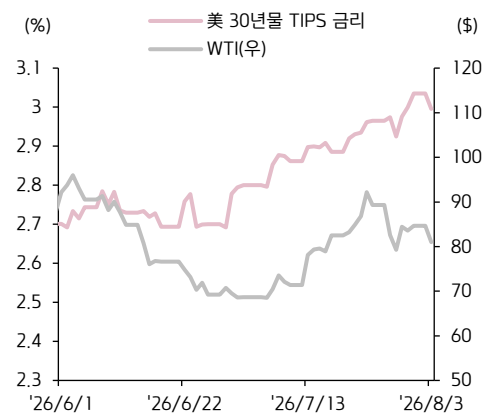
문제는 위 판단 기준이 국채 수급과 연동되기 시작했다는 점이다. 차입을 통한 자금 조달이 많아진 상황에서 회수가 낮은 투자일수록 금리에 민감하다. 전주 FOMC 이후 9 월 인상 확률은 82%에서 63%로 낮아졌는데도 30 년물 금리는 5.27%로 2007 년 이후 최고치를 기록했고, 10 년 실질금리도 2.43%에서 2.47%로 올랐다. 2 년물 금리가 주간기준 5bp 하락한 것과는 반대의 흐름이다. 원인은 국채 공급이다. 역레포 잔고 소진과 해외 채권 수요 부진 속 신규 발행을 흡수할 유동성이 부족하다는 우려가 금리 레벨에 반영됐고, 이는 AI 투자 회수를 평가하는 기준이 금리 방향만이 아니라 국채 수급에 의해 움직이게 됐다는 뜻이다. 8 월 5 일 QRA 가 개별 기업 실적보다 중요한 이유다. 다만 중장기물 발행이 증액될 가능성은 아직 높지 않다고 판단한다. 단기물 소화는 아직 원활한 데다, 베넷 재무장관의 방일 회동은 일본의 외환시장 개입 재원이 미 국채 매각보다 달러 차입으로 조달됐을 가능성을 높인다. 해외발 장기물 공급 압력은 아직 확인되지 않았다는 뜻이다. 기존의 단기물 중심 조달 기조가 유지된다면 시장은 QRA 를 앞두고 높아진 경계를 되돌리며 안도할 가능성이 있다.

S&P500 대비 상대성과 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 26년 6월 30일 = 100

미국 30 년물 실질금리 변화와 유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

회수 가시성을 조이는 변수는 금리만이 아니다. 메모리 가격 상승은 반도체와 AI 투자 생태계의 비용 부담으로 번지고 있다. 퀄컴이 메모리 원가 상승을 이유로 전 제품 가격 인상을 발표했고, 아마존도 설비투자 증액 배경으로 메모리 비용을 지목했다. 8월 확인해야 할 것은 제조사가 늘어난 비용을 얼마나 전가하고 수요처가 어디까지 받아들이는지이며, 그 결과가 곧 기업별 이익 가시성에 영향을 행사할 수 있다.

금리 경로에 따라 갈릴 8월 대응 전략

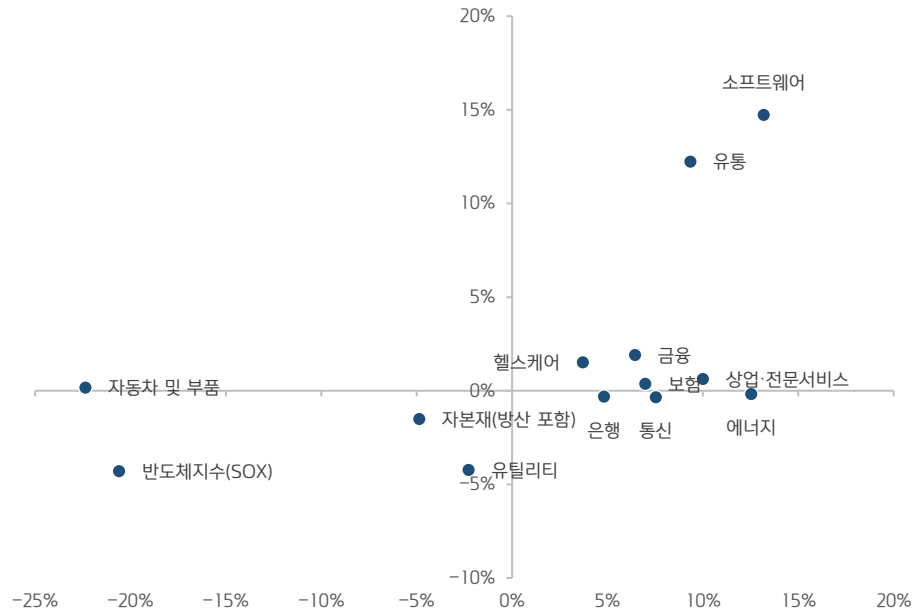
8월 전략의 출발점은 두 가지다. 시장 내부에서는 AI 투자의 회수 가능성을, 외부에서는 이를 평가할 금리 환경을 확인해야 한다. 금리의 확인 일정은 정해져 있다. 8월 5일 QRA의 단기물 중심 조달 기조 유지 여부를 시작으로, 고용보고서의 제한적 둔화, 이란 협상에 따른 유가 안정, 월말 잭스홀에서 제시될 9월 이후 통화정책 경로가 차례로 대기하고 있다.

앞서 언급했듯 반도체 반등과 금리가 얹혀 있는 상황이기에 위 일정은 매크로만의 문제가 아니다. 이번 반도체의 저점 도달 속도는 27 거래일로 과거 추세 하락 중앙값(59 거래일)의 절반이 안 될 만큼 빨라 과매도 반등의 여지는 있다. 다만 전주 목요일 SOX +8.2%는 하루짜리 반등인 데다 회복분이 전체 낙폭의 21%에 그쳐 V자 반등의 근거로는 약하다. 과거 추세 하락 구간에서 이 정도 반등은 소멸한 경우가 많았다. 하락 추세가 V자로 전환될 조건은 2019년 금리 인하, 2025년 관세 유예처럼 정책의 개입이고, 이번 사이클에서 그 조합은 이란 협상 타결과 국채 발행 부담 완화에 따른 실질금리 하락 등이다.

한편, 낙폭을 분산해주던 업종들의 저항력이 약해지기 시작했다. 최근 5주간 자금은 소프트웨어·보험 → AI 인프라 → 에너지·방어주 → 전력·방산 → 소프트웨어·유통 순으로 옮겨 다니며 반도체 하락에도 지수를 지켰다. 그런데 이 역할을 해줄 업종이 줄고 있다. AI 전력 수혜로 오르던 유틸리티는 금리 상승에 -4.2%로 꺾였고, 에너지는 주말 유가 급락을 마주했으며, M7 안에서 피난처 역할을 하던 애플마저 실적 발표 이후 -7.2% 밀렸다. 시장의 하단도 얇다. 전주 기준 52주 신저가 부근 종목이 760개로 신고가권(254개)의 세 배에 달하고, 지수 상승분의 대부분은 MSFT와 아마존 두 종목에서 나왔다. 금리가 다시 오르는 국면 속 조정이 재발하면 이를 받아낼 업종이 부족한 만큼, 이번 낙폭은 업종 간 순환에 그치지 않고 지수 전반으로 확산될 가능성도 있다. 금리 부담이 완화되기 전까지 경계가 필요한 부분이다.

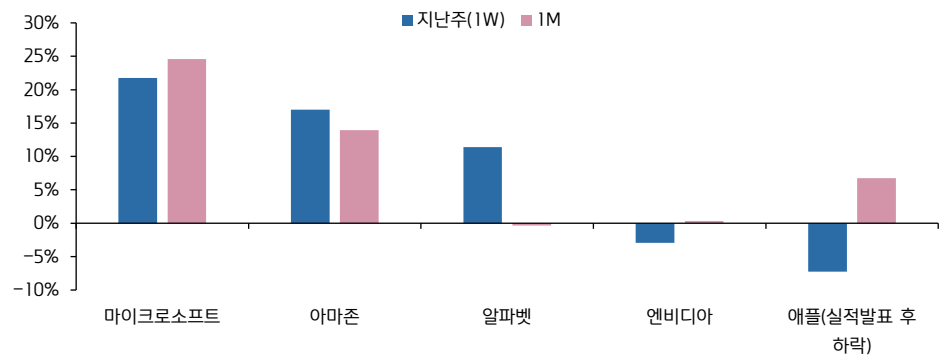
그럼에도 긍정적인 점은 FCF가 적자이더라도 투자 회수 가능성과 수익성 개선을 입증한 기업에는 주가 보상이 이어지고 있다는 것이다. AI 사이클 자체에 대한 신뢰가 아직 남아 있다는 뜻이다. 알파벳과 아마존을 제외해도 2분기 이익 증가율이 28.8%에 달한다는 점도 이를 뒷받침한다. 아직 이러한 온기가 지수 전반으로 확산되지는 않았지만, AI 이익 성장이 이어지는 가운데 지난해 관세 유예 이후처럼 실질금리가 안정된다면 시장 전반의 V자 반등도 가능하다. 다만, 그 시점을 특정하기 어려운 만큼 현시점에서는 바벨 전략이 합리적이다. 한쪽에는 순환매 여력이 남은 은행·금융과 방어력이 높은 헬스케어를, 다른 쪽에는 금리 부담이 완화될 때 반등을 주도할 AI·반도체를 두는 방식이다. 은행·금융은 수익률곡선 스티프닝이 순이자마진에 우호적인 데다 2분기 실적도 견조했다. 헬스케어는 정책 불확실성이 완화되는 가운데 제약업종이 최근 3개월간 14.3% 상승하며 안정적인 흐름을 이어갔다. 금리 환경이 개선되면 AI·반도체가 수익을 이끌고, 반대로 악화되면 은행·금융과 헬스케어가 성과를 방어하는 구조다. 그 첫 번째 분기점이 QRA다.

7월 수익률과 최근 1주 수익률 비교(X=1M, Y=1W)



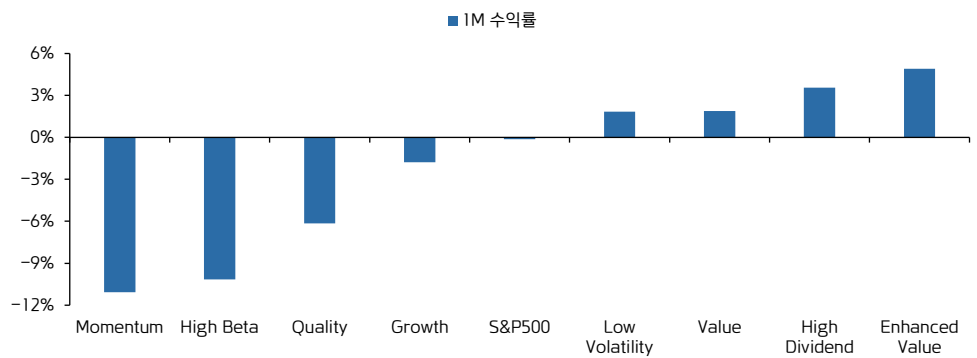
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

실적 이후 차별화된 빅테크 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 7월 31일 기준 1주일 및 1개월 수익률

7월 팩터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 7월 31일 기준 1개월 수익률

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.