

Market Issue

금리 상승 우려: 빅테크 자금 여력 점검

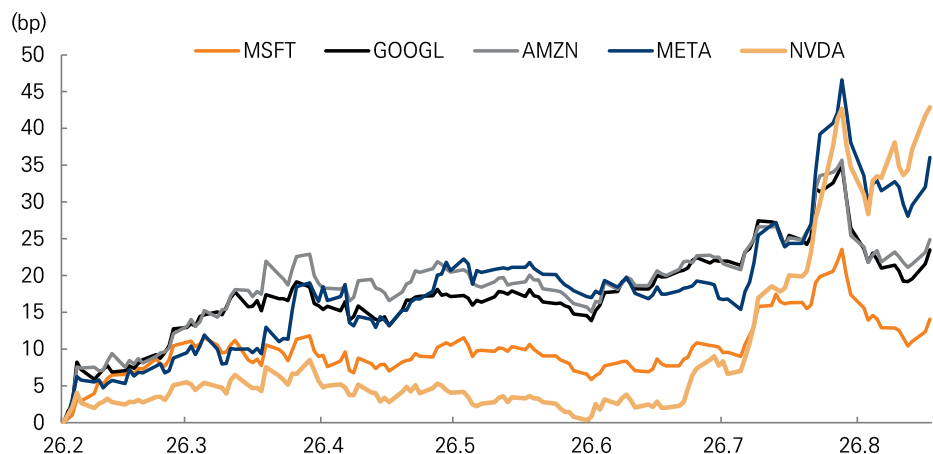
- 미국 장기 국채 상승으로 빅테크 기업들의 자금 조달 우려가 재차 고조된 모습. 엔비디아는 OpenAI에 대한 신용보증과 펀드 출자에 대한 우려에 노출
- 빅테크 기업들은 capex를 감내할 수 있는 여력 보유. 클라우드 매출 증가율 가속화 흐름 지속, 엔비디아의 FCF도 신용보증 감내할 수 있는 수준
- 빅테크 기업들의 자금 여력 확인되며 주식 시장도 점차 안정을 되찾을 전망. 국채 금리에 변수가 될 수 있는 이란 전쟁, 부채한도 협상에는 유의

국채 금리 상승으로 자금 조달 우려 부각: 그러나 빅테크들의 자금 여력 충분

미국 30년 국채 금리가 2007년 이후 역대 최고 레벨인 5.3%까지 높아지면서 주식 시장에 타격을 주는 모습이다. 국채 금리가 올라가면 단순 밸류에이션에 대한 타격 외에 자금 조달에 문제가 생길 수 있다는 우려가 작용한 영향이다. 빅테크 기업들의 CDS 프리미엄도 3개월 연속 상승했다. 엔비디아의 CDS가 8.98bp 상승했고, 메타는 8.07bp, 아마존, 구글, 마이크로소프트는 각각 3.90, 4.05, 4.38bp 올랐다. 상대적으로 재무 환경이 더 취약한 오라클이나 코어위브는 14.91bp, 73.18bp의 상승폭을 기록했다. 자금 조달 비용의 상승은 해당 기업들이 제시한 capex의 실현 가능성에 대한 의문을 제기해 반도체, 전력기기 등 데이터센터 capex 관련 기업들에게도 부정적 영향을 미치게 된다.

엔비디아 관련 자금 우려는 신용보증 합의에서 비롯된다. 지난 17일 엔비디아는 OpenAI의 신규 오하이오 데이터센터 프로젝트에 대해 1,050억달러 규모의 신용보증 제공을 공식화했다. 처음 제시된 2,500억달러에 비해서는 낮은 수준이지만 상당한 금액임에는 변함이 없다. 여기에 엔비디아는 지난주 발표된 Apollo, Blackstone, Goldman 등 6개의 금융사들과 함께 5,000억달러 규모의 펀드를 구성하는데에도 합의했다. 해당 자금을 지원 받은 기업들이 예상보다 낮은 매출을 기록해 상환하는데 어려움을 겪는 시나리오가 리스크다.

그림 1. 빅테크 기업들의 CDS 프리미엄 증감폭

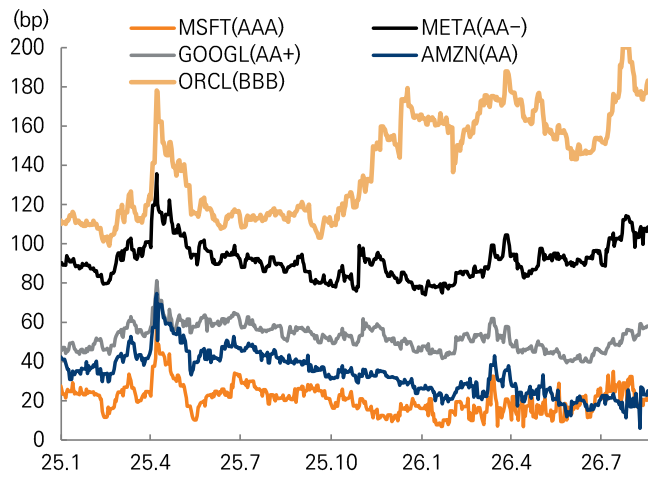


자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

다만 빅테크 기업들은 제시한 capex를 충분히 감내할 수 있는 여력을 보유하고 있다. 해당 기업들은 2분기 실적발표에서 capex 가이드스를 유지하고 클라우드 매출이 전분기 대비 높아져 capex를 감당할 수 있다는 신호를 제공했다. 아마존 AWS 매출 증가율이 전분기 28%에서 37%에서 가속화됐고, 구글 클라우드는 63%에서 82%로 증가폭이 높아졌다. 기업들의 토큰 사용량도 5조에서 76조로 올해 가파르게 늘어났는데, 토큰 사용량 증가는 향후 토큰 처리에 필요한 클라우드 서비스에 대한 수요 증가를 시사한다.

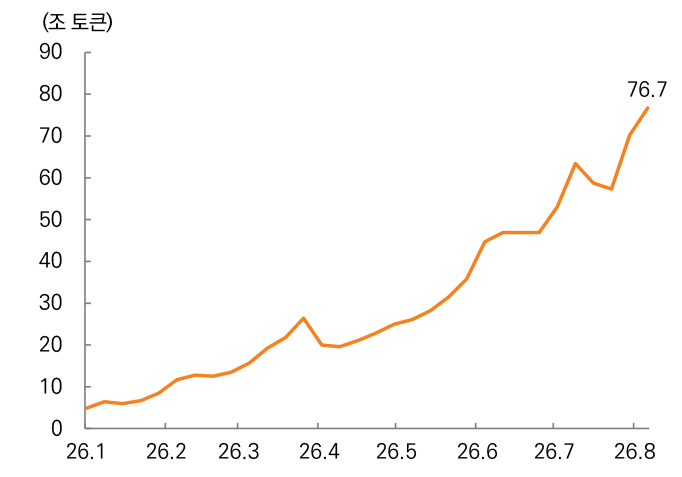
엔비디아의 자금 출자에 대한 우려도 점차 완화될 전망이다. 무디스는 지난 18일 엔비디아 회사채에 대해 두번째로 높은 등급인 Aa1 등급을 재확인했다. 엔비디아가 1,060억달러 규모의 현금성 자산을 보유하고 있는데다 FY27, FY28년에 각각 전년대비 77%, 54%의 매출 증가율을 예상하면서 해당 기간 동안 약 4,200억달러 규모의 잉여현금을 창출할 것으로 예상한 영향이다. 6개의 금융사와 함께 구성할 5,000억달러 규모의 펀드 관련해서도 엔비디아의 노출도에 대한 불확실성이 줄었다. 엔비디아의 노출도도 해당 펀드가 투자하는 프로젝트의 잔존 가치(residual value)의 25%로 제한되는 것으로 밝혀졌다.

그림 2. 빅테크 기업들의 회사채 스프레드 추이



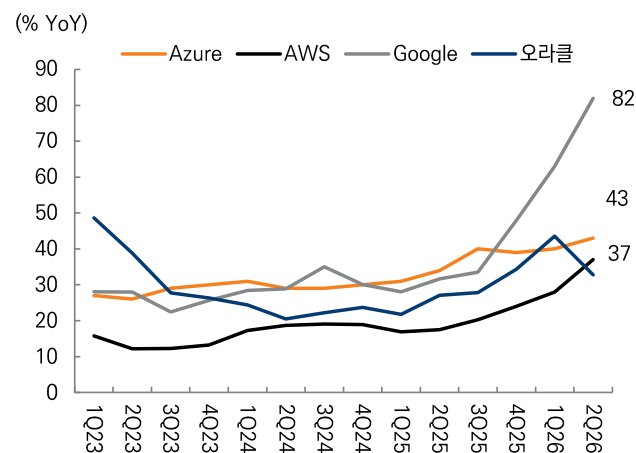
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 기업들의 상위 10개 모델 토큰 사용량



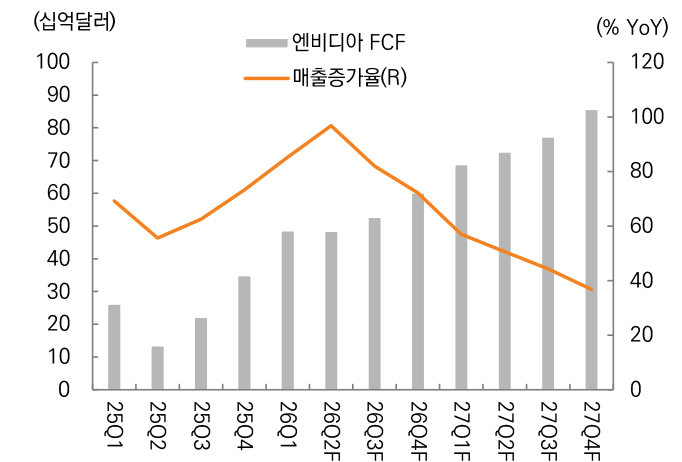
자료: OpenRouter, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 빅테크 기업들의 클라우드 매출 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 엔비디아의 매출과 FCF 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

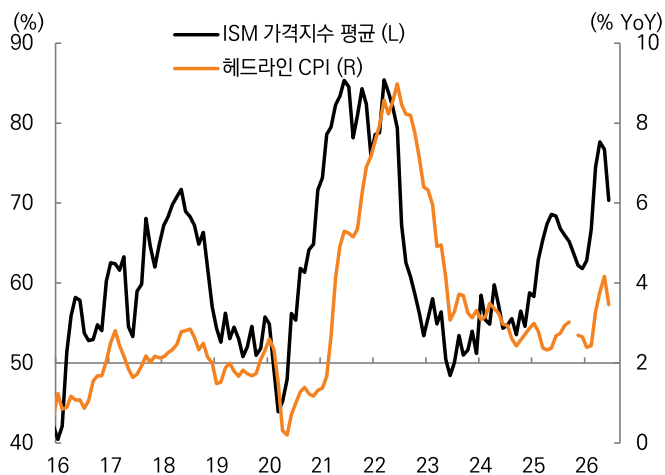
미국 인플레이션 환경도 안정적: 이란, 부채한도 협상은 변수

국채 금리 관련해서는 미국내 인플레이션 환경이 긍정적이다. 헤드라인 인플레이션을 선행하는 ISM 가격 지수는 지난 5월을 계기로 하락세를 이어가고 있고, 7월 고용지표에서도 비농업고용자수가 전월 대비 2.3만명이 감소해 고용 시장으로 인한 인플레이션 압력도 적다는 신호를 줬다. 금리에 변수로 작용할 수 있는 이란 전쟁과 같은 이슈는 계속 모니터링 해야겠지만, 기업들의 펀더멘털이 양호한 만큼 주식 시장에 대한 긍정적 관점을 유지한다.

향후 잠정 변수로는 이란 전쟁 외에도 부채한도 협상에 주목할 필요가 있다. 트럼프 행정부가 25년 7월에 OBBA 법안을 통과하면서 미국 부채한도는 41.1조달러로 5조달러를 상향 조정됐다. 그러나 대법원 판결로 인해 관세 수입을 환급하고, OBBA 법안의 영향으로 재정 부담이 늘어나는 등의 원인으로 미국 부채 규모는 예상보다 빠른 속도로 부채 한도에 다다르고 있다. 연초 국회예산국(CBO)은 FY2026년말에 39.4조달러 부채를 예상했지만, 이미 39.8조달러까지 높아졌다. 부채한도 협상을 예상보다 서둘러야한다는 의미다. 양당정책센터(BPC)는 부채한도에 도달하는 시점이 이르면 연말이 될수도 있다는 전망을 내놓았다.

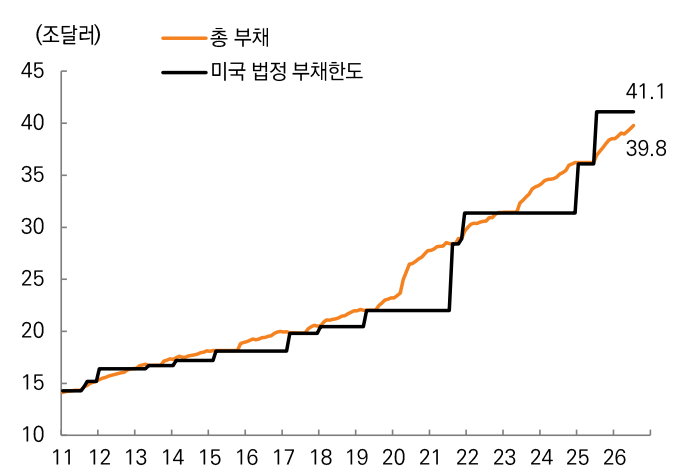
특히 중간선거 결과가 반영되는 27년부터는 협상과 관련된 민주당의 입김이 더욱 거세질 수 있어 부채한도 협상이 난항을 겪을 가능성이 높아진다. 과거 부채한도 협상이 무디스를 비롯한 신용평가사들의 신용등급 평가에 부정적 영향을 미친 점을 감안하면, 공화당이 상하원을 모두 장악한 26년중에 부채한도를 추가 상향 조정하는 방안이 국채 금리 안정에 더 유리하다.

그림 6. 미국 헤드라인 CPI 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 부채와 부채한도 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.