

미국은 지금

중간선거가 내민 데이터센터 청구서

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

중간선거를 앞둔 정부의 정책 개입

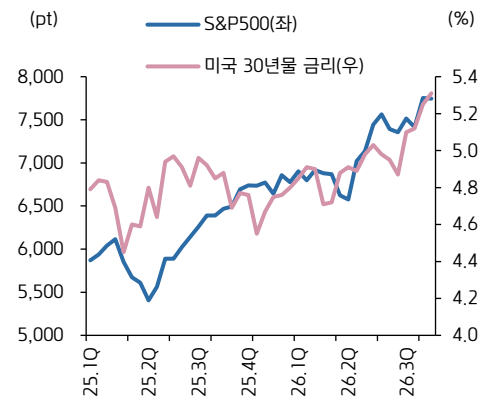
전주 S&P500은 3주 연속 상승했지만, 11~18일에는 시장 흐름이 달라졌다. S&P500 과 나스닥은 각각 0.5%, 0.6%, SOX 는 0.9% 하락했고, 업종과 종목 간 차별화도 심화됐다. 에너지 업종은 한 주간 4.2% 올라 3 월 이후 처음으로 사상 최고치를 경신했지만, 데이터센터 전력 관련주는 탈렌에너지 -11.2%, 버티브 -3.3%, 컨스텔레이션 -4.1%로 약세를 보였다. 데이터센터 전력 관련주에서 에너지 업종으로 자금이 이동한 주였다.

18 일에는 이러한 흐름이 뚜렷해졌다. 미국 30 년물 금리가 장중 5.34%까지 오르며 2007 년 이후 최고치를 기록한 가운데 SOX 는 4.9% 하락했다. 또한 탈렌에너지는 11.0%, GE 버노바는 6.9%, 버티브는 6.8% 급락해 전력 관련주의 낙폭이 지수를 웃돌았다. 같은 날 펜실베이니아 주지사는 데이터센터가 전력을 자체 조달하고 관련 비용을 소비자 요금에 전가하지 못하도록 하는 행정명령에 서명했다. 2 주 전인 4 일에는 텍사스가 데이터센터의 계통 연결을 전면 중단했다. 전력을 매개로 한 AI 투자비용을 누가 부담하는지가 새로운 변수로 부상하고 있으며, 중간선거를 76 일 앞두고 비용 배분을 둘러싼 정책 개입이 점차 두드러지고 있다.

물가에 반응할 수밖에 없는 정치

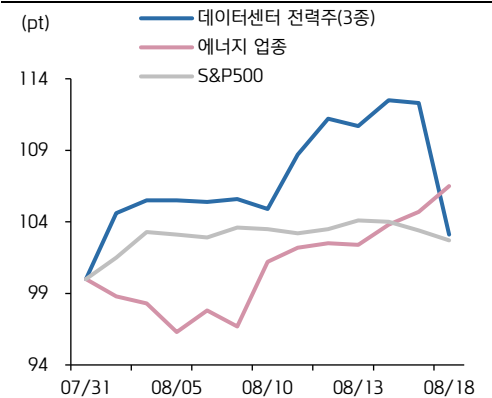
선거 결과 자체는 시장에 상당 부분 반영돼 있다. 현재 하원은 공화당 220 석, 민주당 215 석으로 1930 년 이후 가장 격차가 작다. 폴리마켓은 민주당의 하원 탈환 가능성을 88%로 보고 있으며 상원 판세도 팽팽하다. 따라서 시장이 봐야 할 것은 선거 결과보다 선거 전까지 진행될 정책 변화다. 7 월 CPI 상승률은 3.5%로 5 월 고점인 4.3%에서 내려왔다. 그러나 유권자가 체감하는 것은 물가 상승률보다 이미 높아진 가격 수준이다. 휘발유 가격은 8 월 들어 다시 갤런당 4 달러를 넘어섰고, 주거용 전기요금은 전년 대비 6.2% 올랐다. 특히 펜실베이니아는 11.7%, 일리노이는 28.4% 상승하는 등 주요 격전지의 부담이 더 크다.

미국 30 년물 금리와 S&P500 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

데이터센터 전력주 vs 에너지 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

물가 부담은 지지율에도 반영되고 있다. 트럼프 대통령의 지지율은 33%로 2기 들어 가장 낮다. 폭스뉴스 조사에서도 '경제를 더 잘 다룰 정당'이라는 질문에 민주당이 공화당을 9%p 앞섰다. 2022~2023년에는 공화당이 15%p 우위였던 지표다. 문제는 행정부가 물가를 낮추기 위해 사용할 수 있는 수단이 많지 않다는 점이다. 관세 환급은 7월 말까지 1,000억달러가 지급됐다. 전략비축유는 3월 방출 이후 2억 9,900만배럴로 줄어 1983년 이후 최저치를 기록했다. 8월 초 미·일 공동 엔화 매수와 8월 5일 QRA의 장기물 발행 조정 시사에도 30년물 금리는 5.3%대, 10년물은 4.7%대에서 내려오지 않고 있다.

남은 변수는 이란과의 협상과 연준의 금리 동결 정도다. 그러나 이란과의 60일 협상 시한은 17일 합의 없이 종료됐고, 7월 FOMC에서 소수의견을 낸 3명은 모두 금리 인상을 주장했다. 정책을 통해 물가를 직접 낮추기 어려워지면 정치권은 비용을 특정 주체에 부담시키는 방식을 택할 가능성이 높다. 전기요금 상승의 원인으로 지목하기 쉬운 데이터센터가 그 대상이 되고 있다.

비용은 수요를 만드는 주체가 부담할 것

데이터센터에 대한 지역사회의 반대는 이미 당파를 넘었다. 건설에 반대한다는 응답은 갤럽 조사에서 71%, 펜실베이니아 쿼니피랙 조사에서는 74%에 달했다. 공화당 지지층에서도 64%가 반대했다. 가장 큰 배경은 전기요금이다. 미국 동부 전력망인 PJM의 용량 경매 가격은 2년 만에 MW-day 당 28.9달러에서 상한인 325달러까지 올랐다. PJM 시장감시자는 전체 비용의 38%가 데이터센터 수요에서 발생한 것으로 추정했다. 계통 전체가 사상 처음으로 공급 부족에 들어간 가운데 최신 경매에서도 6.8GW가 부족했다. 빠르게 늘어난 수요를 발전 공급이 따라가지 못하면서 요금도 오르는 것이다.

뉴욕의 1년간 허가 중단, 텍사스의 계통 연결 중단, 펜실베이니아의 조건부 허가는 지역과 정당은 다르지만 방향은 같다. 데이터센터가 신규 발전과 계통 연결 비용을 직접 부담하고, 비상시에는 전력 공급도 먼저 줄이는 구조다. 백악관이 추진하는 전기요금 보호 서약도 같은 방향이다. AI 성장에 필요한 비용을 수요를 만드는 기업에 부담시키는 원칙은 선거 결과와 무관하게 유지될 가능성이 높다.

정책은 AI 투자를 막기보다 투자비용을 높이는 쪽으로 움직이고 있다. 빅테크 4사의 올해 설비투자 가이드는 합산 7,300억달러 안팎까지 상향됐고, 여기에 자체 발전설비와 계통 연결 비용, 지역사회 기금 등이 추가되고 있다. 알파벳의 잉여현금흐름이 상장 이후 처음으로 적자를 기록한 것도 달라진 비용 부담을 보여준다. 내부 현금만으로 투자비를 감당하기 어려울수록 회사채 발행 의존도가 높아지고, 이는 장기금리와 AI 기업의 조달 비용에 다시 부담을 준다. 기존의 AI 투자 자원 우려가 전력 규제와 정치적 비용을 통해 강화되는 구조다.

전력 생태계 안에서 부담이 확산되는 과정은 텍사스와 펜실베이니아 조치 사이의 시차에서 확인된다. 텍사스가 계통 연결을 중단한 4일에는 기존 발전사가 먼저 충격을 받았다. 발표 당일 NRG 에너지는 16% 급락했고, 이후 2주 동안 NRG와 비스트라는 각각 16.5%, 9.9% 하락했다. 반면 탈렌에너지·GE 버노바·버티브는 같은 기간 상승하며 17일까지 버텼다. 그러나 펜실베이니아 행정명령과 금리 급등이 겹친 18일에는 이들 3사도 일제히 하락했다. 특정 발전사에 국한됐던 정책 부담이 2주 만에 전력 생태계 전반으로 확산된 것이다.

연초 이후 수익률도 같은 구분을 보여준다. 기존 발전사인 컨스텔레이션에너지(CEG)는 25%, 비스트라(VST)는 13%, NRG 에너지(NRG)는 27% 하락했다. 이들은 용량 가격 상한 압력과 발전소 병설 규칙의 불확실성을 함께 부담하고 있다. 반면 신규 발전설비와 자가발전 장비를 공급하는 GE 버노바(GEV)와 캐터필러(CAT)는 각각 54%, 47% 상승했다. ETF에서도 발전사 비중이 큰 유틸리티 액티브 ETF(UTES)는 4% 하락한 반면, 전력망·설비 중심 ETF(GRID)는 20%, 데이터센터 인프라 ETF(DTCR)는 35% 올랐다. 규제가 겨냥하는 것은 데이터센터 수요 자체가 아니라 비용을 소비자에게 넘기는 구조다. 시장도 비용을 부담하는 기업과 이를 매출로 전환할 수 있는 기업을 구분하고 있다.

중간선거 앞둔 대응 전략

중간선거를 앞둔 계절적 부담도 겹치고 있다. 1962년 이후 중간선거가 있었던 16차례 가운데 11차례는 S&P500이 8월 고점보다 선거일에 낮았다. 8월 고점에서 선거 전 저점까지 평균 조정 폭은 12%였으며, 16차례 중 10차례는 10월에 저점이 형성됐다.

현재 펀드매니저의 현금 비중은 3.5%로 통상적인 매도 신호 구간에 진입했다. 반도체 매수 포지션은 응답자의 53%가 가장 쏠려있는 포지션으로 꼽았다. 포지션 여력이 크지 않은 상황에서 정치권이 물가에 가장 민감하게 반응하는 9~10월로 진입하고 있어 변동성 확대 가능성을 열어둘 필요가 있다.

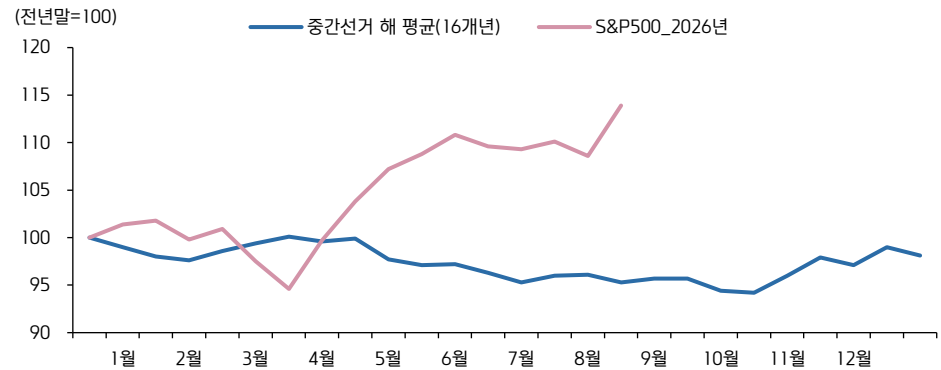
물론, 선거를 앞둔 조정은 주식 비중을 늘리는 기회일 수 있다. 1950년 이후 중간선거가 끝난 뒤 12개월 동안 S&P500이 하락한 사례는 없었기에 선거 이후까지 보수적으로 대응할 이유는 없고, 선거 전 반도체 분할 매수의 필요성은 여전히 존재한다.

다만, 담을 대상을 가릴 필요가 있다. 물가를 직접 낮출 수단이 줄어든 행정부와 주 정부는 전기요금 상승의 책임을 데이터센터에 묻기 시작했다. 텍사스(4일)와 펜실베이니아(18일)의 조치가 2주 간격으로 이어진 것처럼 관련 규제는 표가 걸린 선거 전에 집중될 수 있다. 가장 먼저 영향을 받는 곳은 관련 비용을 부담해야 하는 기존 발전사다. 용량 가격은 상한에 막혀 있고 발전소 병설 규칙도 내년 2분기에나 확정된다. 규칙이 나오기 전까지 기존 발전사 보다는 발전설비와 자가발전 장비, 요금 기반이 확대되는 규제 유틸리티가 유리하다.

이 구도에서 빅테크는 비용을 최종적으로 부담하는 쪽에 선다. 데이터센터가 전력과 계통 비용을 전액 부담하는 구조가 굳어질수록 그 청구서는 빅테크의 설비투자과 운영비로 들어오기 때문이다. 따라서 빅테크에서 확인할 것은 투자가 줄어드는지가 아니라, 조달 비용 상승과 잉여현금흐름 훼손이 밸류에이션에 반영되기 시작하는지다.

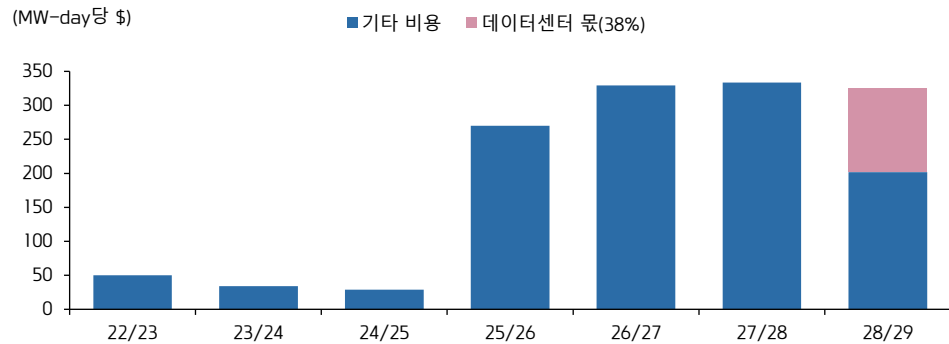
앞서 언급한 점들을 확인하기 위한 향후 일정으로 26일 엔비디아 실적의 보증 규모와 가이드언스는 AI 기업의 조달 부담을 보여준다. 28일 잭슨홀에서 워시 의장이 금리 인상 가능성을 얼마나 열어두는지는 조달 금리의 방향을 가늠할 기준이다. 9월 말 PJM의 장기계약 조달 조건과 텍사스의 데이터센터 감사 진행은 전력 규제의 강도를 보여준다.

중간선거 해 S&P500 평균 경로(1962년 이후)와 2026년



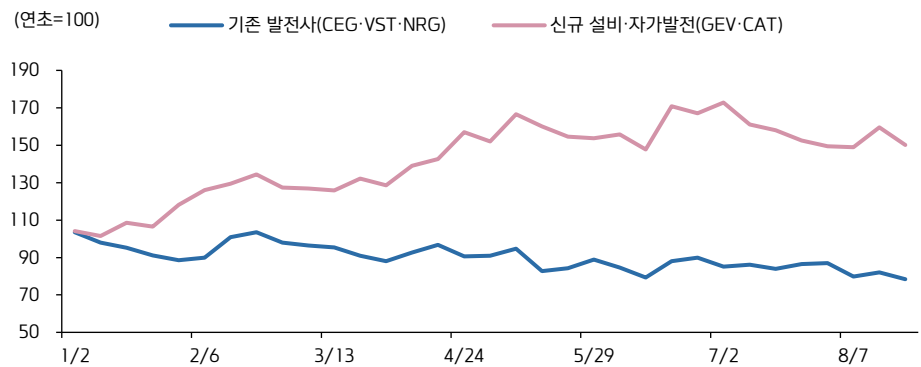
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PJM 용량 경매 가격과 데이터센터 비용 뭉



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) X 축은 경매/인도연도로 표기

AI 전력 생태계: 기존 발전사 vs 신규 설비(연초=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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.