

Strategy Idea

AI 성장성 vs 비용 부담의 시험대



투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

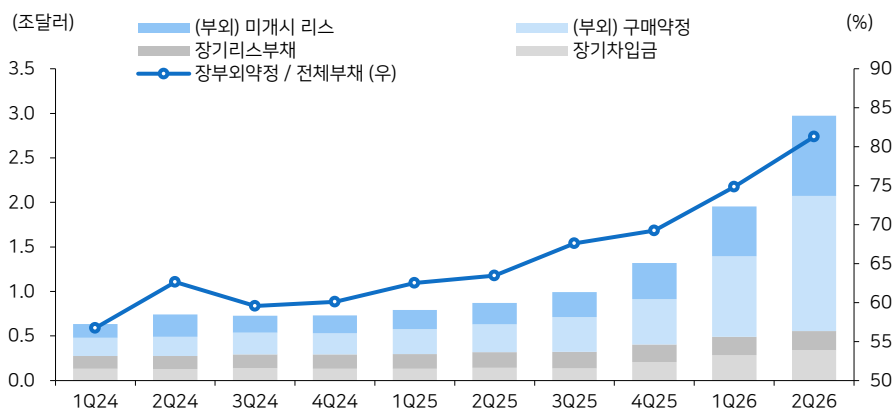
- ✓ 시장과 주도산업의 우상향 방향성에는 의심 없음. 지금은 고금리를 어떻게 소화하는가 문제
- ✓ 매크로 장세. 이번주 AI가 비용(금리) 넘는 성장성을 재증명 vs 금리 불편함이 이어지나 변곡점
- ✓ 금리는 미국 상업은행 규제완화가 안정 카드 될 수도. 잭슨홀, FOMC 관전 포인트 중 하나

주식시장 빅위크: 성장성 vs 비용 부담 시험대

글로벌 주식시장은 이번주를 또 한 번의 빅위크로 인식 중이다. 엔비디아 실적발표를 중심으로 2027년 반도체 수요 예측 등 AI 산업의 펀더멘털 관련한 주요 이슈들을 이번주, 다음주 소화할 예정이다. 동시에 금리 부담을 인식하기 시작한 매크로 장세에서 잭슨홀 미팅 연준의장 발언에도 관심이 쏠린다.

하이퍼 스케일러 4개사의 장부상 부채 투자 금액은 2Q26 기준으로 누적 5,500억 달러다. 그런데 대차대조표에 반영되지 않는 부외부채까지 추산하면 약 3조 달러로 추산된다. 이는 상반된 두가지로 해석 가능하다. AI 인프라 시장이 눈에 보이는 것보다 크다는 것, 혹은 부채가 이미 매우 크게 쌓여 있어 건전성 및 이자 부담이 클 수 있다는 것이다. 시장이 어느 쪽에 무게를 실어 해석하느냐에 따라 주가 방향이 달라질 수 있는 변곡점으로 생각한다.

그림1 빅테크 4사 투자 금액(장부상 부채+장부 외 약정): 비용 부담이나, 시장 외연 확장이나



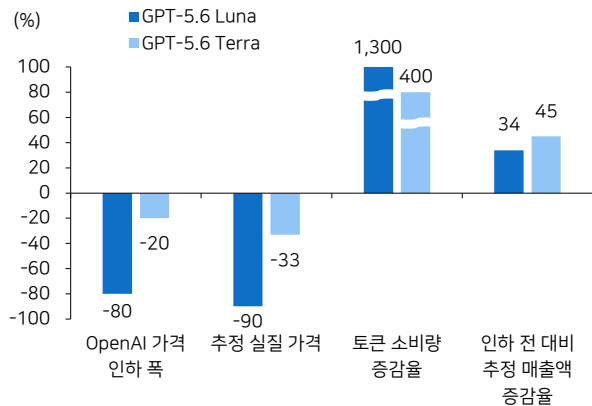
주: (부외) 구매 약정, 미개시리스 항목은 SEC 10-K, 10-Q 보고서 주석 항목 기반으로 추계
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 산업 방향성에는 의심 없음

펀더멘털의 방향에는 의심이 없다. AI 산업을 주도하는 미국, 중국 공히 가중치 공개 모델(open weight)을 중심으로 산업이 재편되고 있음에도 AI 프론티어들은 여전히 경쟁하며 외연 성장한다. OpenAI의 GPT는 토큰 가격 인하에도 토큰 소비량이 가격 인하를 상쇄하며 가격 인하 전 대비 매출이 성장 중이며, Codex 사용자 수는 5월말 예측 궤적 대비 가파르게 아웃퍼폼 중이다. 이런 형국에서 Anthropic이 OpenAI에게 3분기 성장률 우위 자리를 내줬다. 여전히 승리하는 기업을 맞출 필요는 없고, 산업 외연 성장의 촉매인 프론티어의 경쟁 지속 여부가 중요하다.

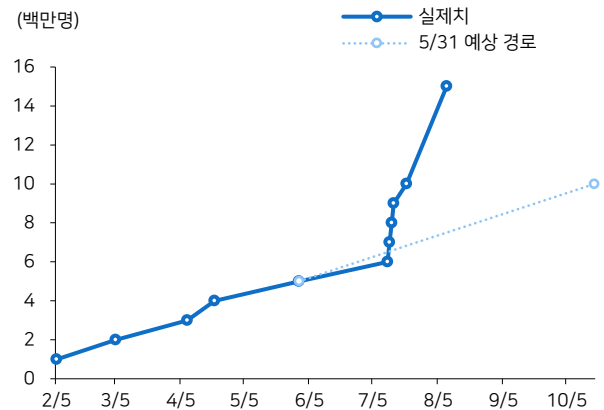
8월 10일자 데일리 코멘트에서도 정리했지만, 21일 기준 미국 소프트웨어 기업들의 마진 추이를 보면, AI 확산에 따른 마진 개선 추이가 확인된다. 토큰 사용이 늘면서 GP마진은 하락하지만, 인건비 감소와 코딩 비용 감소 등에 기인해 영업이익률이 개선되고 이 점이 순이익 마진 개선까지 연결된다는 점이 고무적이다. 비용 단에서 AI를 수익화하는 것이 산업 단에서 확인되는 셈이다.

그림2 GPT 토큰 단가 인하에도 매출성장: 가격탄력성 1 이상



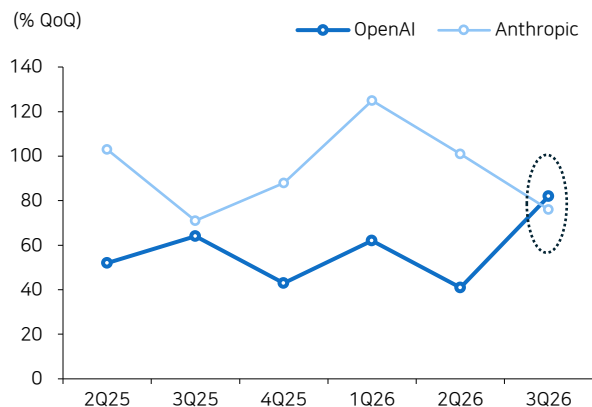
자료: TD Cowen, Business Insider, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림3 OpenAI Codex 사용자 수 추이 (8.13 기준)



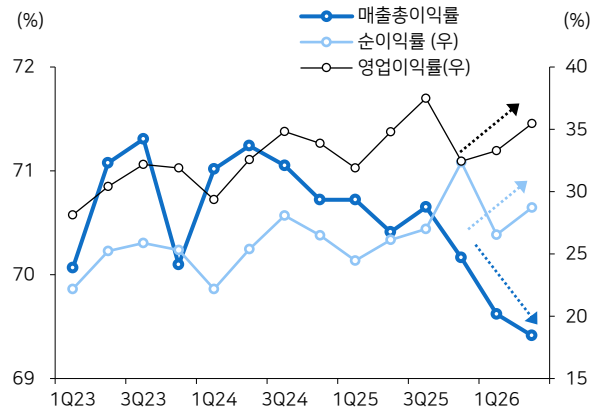
자료: OpenAI(2026.8.13), 메리츠증권 리서치센터

그림4 API 기업 지출 증가율: 3Q26 OpenAI > Anthropic



자료: Ramp AI, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2Q26 실적 발표한 미국 SW 기업들의 마진 추이



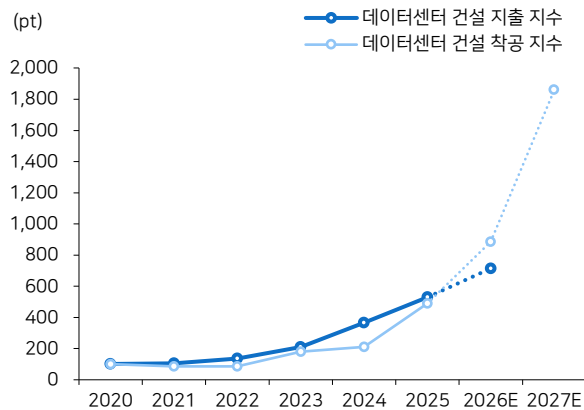
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 인프라 온기 확산 추가 확인

데이터센터 건설 지출은 착공에 후행한다. 골드만삭스가 Census Bureau 등의 데이터를 통해 집계한 미국 데이터센터 건설, 착공 지수 추이를 보면, 건설 지수에 선행하는 데이터센터 착공 지수가 2027년 기준 2025년 대비 3.8배 증가한다. 여기에 후행하는 데이터센터 건설 지출의 성장 속도도 올해보다 내년이 훨씬 가파를 수 있다는 방증이다.

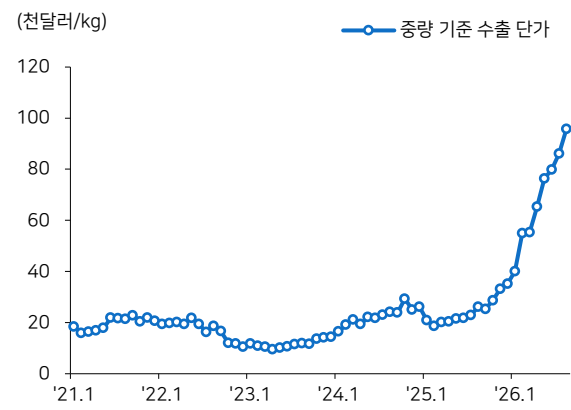
가파른 AI 인프라 수요 속 메모리 가격은 계속 상승하고, 여기에 엔비디아가 주요 고객사에게 내년부터 AI 서버 가격을 15% 인상할 방침을 통보했다. 핵심 배경은 메모리 가격 급등에 따른 원가 상승이다. 이번주 엔비디아 실적발표에서 가격 인상을 얼마나 내년 매출 가이드에 반영하게 될지, 이를 넘어서는 성장성이 하이퍼스케일러 뿐만 아니라 다른 주체들의 데이터센터 투자 모멘텀에서 비롯될지 등이 주요 관전 포인트가 될 것으로 생각한다.

그림6 데이터센터 건설지출에 선행하는 착공



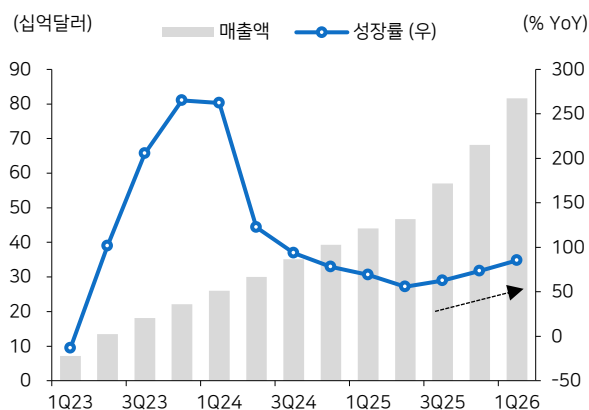
자료: Census Bureau, Dodge Construction Network, Goldman Sachs, 메리츠증권 리서치센터

그림7 메모리 수출단가: 8월에도 상승 추이 지속



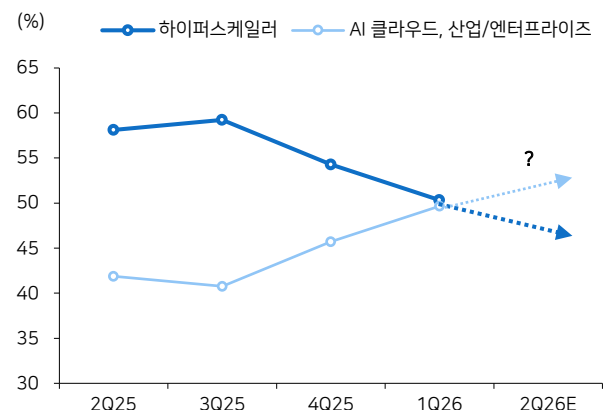
자료: TRASS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔비디아 매출액과 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔비디아 데이터센터 매출 비중 추이



자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

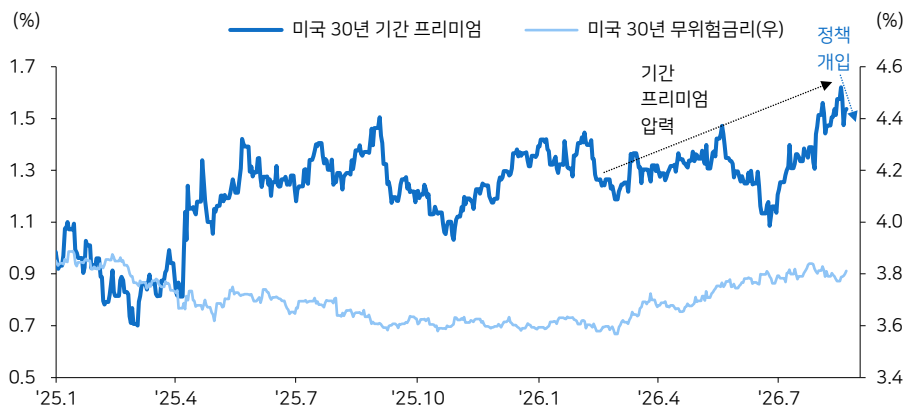
매크로 장세, 주가는 펀더멘털보다는 금리가 관건

AI 인프라가 레버리지 투자라는 인식이 본격화되면서 시장 변수는 펀더멘털에서 매크로로 넘어왔다. 지금 시장 제1변수는 금리다. 장기금리 급등이 부담이다.

최근 장기금리가 상승한 것은 기간 프리미엄 영향이 크다고 본다. 최근 유가 급등에도 인플레이 기대는 크게 변화하지 않은 반면, 기간 프리미엄이 급등하며 장기금리가 급등했는데, AI 투자에 따른 회사채 발행 및 수요 증가가 미국채 금리 수급에 영향을 준 것으로 풀이된다. 연초 이후 기간 프리미엄 상승, 스왑 스프레드 하락을 그 근거로 생각하며, 재무부 개입 이후 해당 부분이 축소된 점은 재무부의 핀셋 개입이 효과를 낸 것으로 생각한다. 다만 채권시장(채권 자정단)은 이것을 재정 건전성 문제로 끌고 들어와 문제삼는 노이즈는 지속중이다.

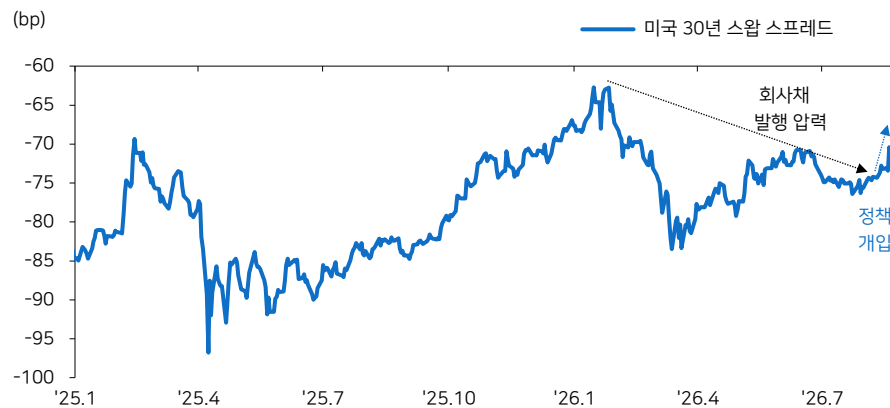
결국 금리가 낮아지는 게 필요한데, 1) 유가 안정, 2) AI 투자 둔화, 3) 연준 개입이 키라고 생각한다. 이중 1)은 예측이 어렵고 2)는 실현 가능성이 낮다고 본다.

그림10 미국 30년 금리 기간 프리미엄, 무위험금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 30년 금리 스왑 스프레드(스왑금리-명목금리): 스프레드 하락 = 수급/발행 압력



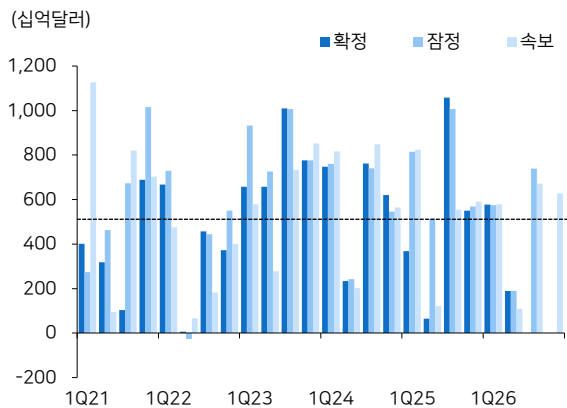
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 상업은행 규제 완화

전쟁 종결에 이은 유가 안정이 금리 걱정을 덜겠지만, 정책적으로는 3) 연준 개입이 어떤 형태로 나타나느냐에 주목한다. 재무부의 바이백은 장기채 시장의 유동성을 보완하지만 듀레이션 공급 자체를 제거하지 못한다. Fed 역시 QE를 통해 다시 장기채를 직접 떠안을 가능성이 낮다면, 정책의 다음 단계는 연준 B/S가 아니라 민간 은행 B/S를 동원하는 것이다.

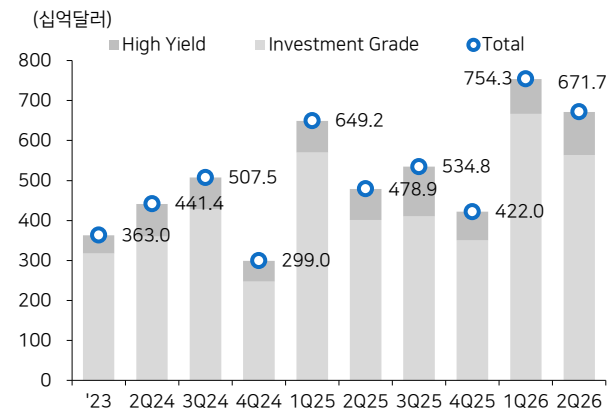
이미 eSLR은 Treasury를 담을 leverage capacity를 크게 늘렸고, 이어지는 IG corporate RW·GSIB·market-risk 개편은 회사채·기업신용과 달러 보유 채권 물량의 자본비용을 낮춘다. 그러나 은행이 여전히 막대한 현금/HQLA 버퍼를 유지한다면 실제 수급으로 연결되는 속도는 제한적이다. 이후 LCR/내부 유동성 규제 완화가 은행 유동성 활용의 마지막 퍼즐이 될 수 있다고 보는데, 다가오는 연준 공식 발언에서 이 포인트가 구체화되는지가 핵심일 수 있다.

그림12 미국 분기별 채권발행 계획 및 발행액



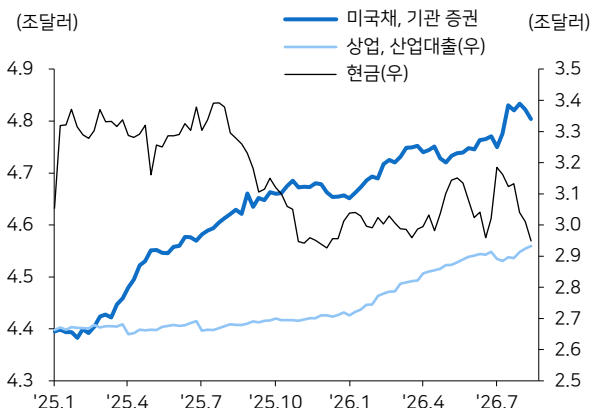
자료: 미국 재무부, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 회사채 분기별 발행량



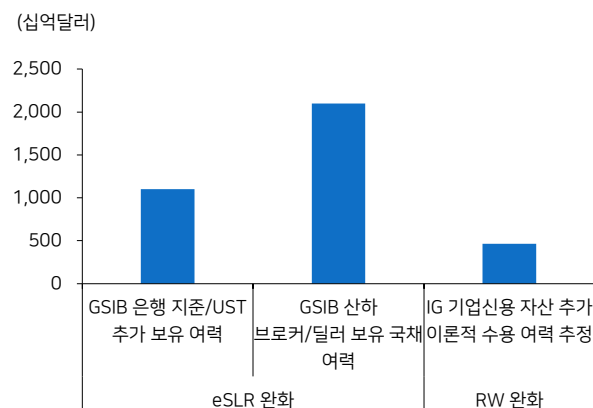
자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 상업은행 대차대조표 항목별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 준비중인 규제 완화 정책들의 채권 수급 여력 추정치



자료: FDIC, Federal Reserve, OCC, BIS, 메리츠증권 리서치센터

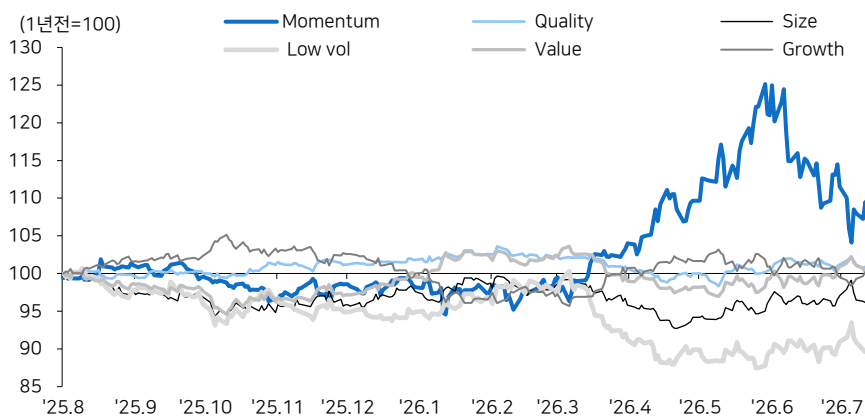
단기 투자전략: 금리 둔감 포트폴리오

글로벌 주식시장은 금리 우려를 소화하지 못하고 있고, 미국 시장은 스타일 측면에서 뚜렷한 방향성이 잡히지 않는 상황이다. 미국 장기금리 안정 전까지 글로벌 위험자산의 밸류에이션의 확장을 기대하기는 어렵다.

금리가 높아질수록 외부 자원에 의존하는 성장보다 자체 현금흐름으로 투자를 감당하고 이익 증가분을 주주에게 환원할 수 있는 기업의 회소성이 상승한다. 한국 시장은 7월말 저점 이후 확산되던 시장이 다시 AI 메모리 이익 상향에 대규모 주주환원이 더해진 반도체 Top2로 수급이 압축될 가능성에 무게를 둔다.

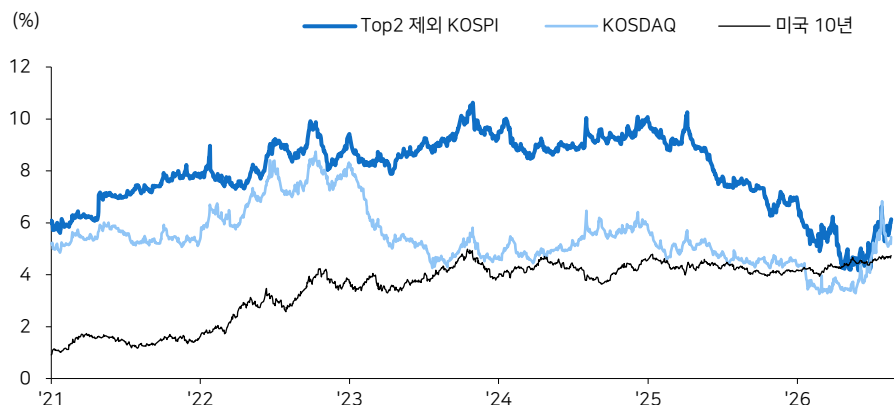
5월 하반기 전망에서 하반기 핵심 전략 중 하나로 금리 레벨에 따른 종목의 압축과 확산 대응 전략을 제시한 바 있는데, 지금은 전반적으로 위험자산이 비선호되는 상황에서 반도체 Top2가 피난처일 수 있다고 생각한다.

그림16 S&P500 스타일 팩터 상대강도: 스타일 방향성이 안보이는 미국 시장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국 어닝스 일드, 미국 10년 금리: Top2 제외한 한국시장 금리 레벨에 민감할 수 있음



주: 삼성전자, SK하이닉스 제외 KOSPI 내 Top2의 더블카운팅 이익을 제외한 PER 기반. 8/21 기준 16.3배 추정
자료: FnGuide, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
