

미국은 지금

금리와 AI 투자: 우리는 이 게임을 해봤어요



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy Analyst 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

AI 투자의 제약 조건은 금리보다 공급

연준은 9월 회의에서 기준금리를 만장일치로 25bp 인상했고, 10년물 금리 역시 5% 수준을 기록했다. 조달 금리가 올랐음에도 필라델피아 반도체지수(SOX)는 인상 당일 0.63% 상승했다. FOMC의 금리 인상이 AI 투자를 제약할 것이라는 우려를 예상만큼 크게 자극하지 않은 것으로 보인다. **실제로 연준의 금리 인상 목적은 투자 억제가 아니며, 투자 속도를 정하는 변수도 금리가 아니기에, 연준의 긴축적 스탠스가 AI 투자 관점에서 바꿀 수 있는 것은 투자의 총량이 아니라 고금리를 감당할 수 있는 기업의 범위다.**

연준은 금리를 올리는 동시에 경기 판단을 상향했다. 올해 성장률 전망치를 2.2%에서 2.3%로 올리고, 실업률 전망치는 4.3%에서 4.1%로 낮췄으며, 성명서에서는 “물가 상승이 에너지 등 공급 충격을 일부 반영한다”는 문장이 빠지고 “국내 지출이 견조하다”가 들어갔다. 성장률 전망 상향은 연준이 공급 충격뿐 아니라 견조한 수요도 함께 고려했음을 시사한다. 워시 의장 역시 금융여건을 긴축적이라고 보기 어렵다고 밝혔다. 점도표의 장기 중립금리 추정치는 3.1%에서 3.2%로 높아졌는데, 바 이사는 2월에 AI 투자로 자본 수요가 늘고 저축률이 낮아지면 중립금리가 오른다고 설명했다. **견고한 경기 상황 속에서 자본 수요가 금리를 밀어올린 것이라면, 금리 상승만으로 자본 지출이 꺾일 것이라고 보기는 어렵다.**

실제로 금리가 오르는 동안 기업이 한 행동은 투자 축소가 아니었다. 10년물 금리가 연초 4.19%에서 5.01%로 오르는 사이 알파벳은 올해 투자 계획을 1,750~1,850억 달러에서 1,950~2,050억 달러로, 메타는 1,150~1,350억 달러에서 1,300~1,450억 달러로 올렸다. 아마존은 메모리 가격 상승을 이유로 2,000억 달러에서 2,200억 달러로 상향했다. 비용 상승에 물량 축소가 아니라 예산 증액으로 대응한 셈이다. 이는 투자 계획이 이미 체결된 계약에 연동돼 있기 때문이다. 6월 말 기준 MSFT의 상업 계약 잔고는 6,780억 달러로 YoY 84% 늘었고, 아마존과 오라클도 각각 4,960억 달러, 6,640억 달러를 공시했다. 초과 수요 상황에서 투자 속도를 정하는 쪽은 공급이다. 엔비디아가 다음 회계연도 매출 성장률 70%를 제시하며 이 수준이 수요가 아니라 확보한 공급에 따른 것이라고 밝힌 것도 이러한 맥락이다. 전력 연결 지연과 데이터센터 건설 부지 부족 역시 공급 부족을 심화시키고 있다. **과거에도 더 높은 금리 수준에서 기업들은 초과 수요에 대응하여 투자를 확대한 사례가 있다.** 앞서 언급한 5사의 분기 설비투자를 공시 기준으로 합산하면 2023년 2분기 368억 달러로 바닥을 찍고 3분기부터 다시 늘어 2025년 4분기 1,406억 달러가 되었다. 설비투자 재가속이 시작된 시점의 기준금리는 지금보다 1.5%p 높은 5.25~5.50%였다.

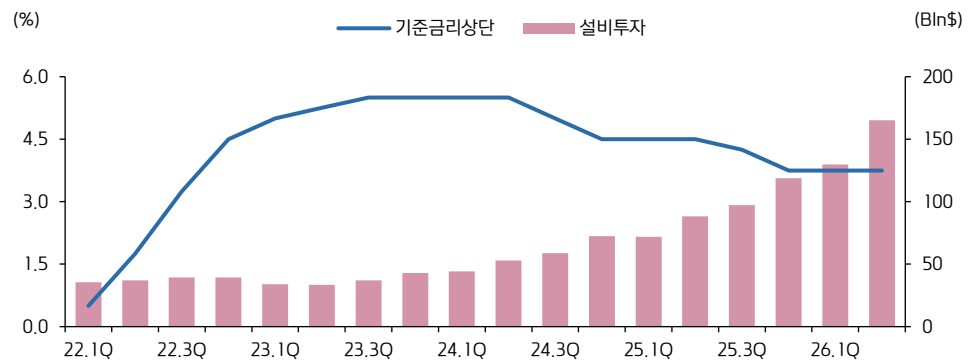
비용 구조에서도 같은 결론이 나온다. 메타의 6월 말 장기부채 837억 달러 전체의 적용금리가 일괄적으로 1%p 높아진다고 가정해도 늘어나는 이자는 연 8.4억 달러다. 이는 연간 감가상각비 254억 달러(연환산)의 3.3%, 올해 투자 계획 중간값인 1,375억 달러의 0.6%밖에 안 된다. 이에 투자 지속에 대한 판단은 이자비용보다는 투자의 매출 전환에 달려 있다. 연준 이코노미스트들이 CFO 설문을 분석한 2014년 연구에서도 기업의 평균 투자 기준수익률(투자를 집행하는 최소 요구수익률)은 14.1%였고, 응답 기업의 37%는 차입금리가 상승하더라도 투자 계획을 변경하지 않을 것이라고 답했다. 이는 기업 투자가 금리 변화에 반드시 민감하게 반응하는 것은 아님을 뒷받침한다. 실제로 클라우드 단계에서는 이미 매출이 붙고 있다. 2분기 AWS는 매출이 36.7% 늘어 영업이익률 39.4%를, 구글 클라우드는 82% 늘어 35.6%를 기록했고 Azure는 43% 성장했다. 이익률이 30%대인 사업에서 조달금리 1%p는 투자 결정을 바꾸는 크기가 아니다.

물론 자금조달 구조는 바뀌고 있다. 2분기 알파벳(설비투자 449억 달러, 영업현금흐름 391억 달러)과 아마존(542억, 454억 달러)은 설비투자가 영업현금흐름을 넘어섰고, 알파벳의 장기부채는 연초 160억 달러에서 6월 말 982억 달러로 늘었다. 조달 조건도 나빠지는 쪽이다. 메타가 4월 말 가격을 확정된 250억 달러 회사채에는 대부분의 만기 구간에서 지난해 10월보다 높은 가산금리가 붙었다. 부담은 차입 의존도가 높은 기업에 먼저 나타난다.

오라클은 분기 잉여현금흐름 -54억 달러에 이자비용이 YoY 55% 늘며 7월 S&P 신용등급이 BBB-로 내려갔고, 코어워브의 2분기 이자비용은 매출의 25%다. 계약 잔고도 상대방의 지급 능력이 전제다. 오라클 잔고의 45%를 차지하는 OpenAI 는 2분기 매출 67억 달러에 영업손실 123억 달러를 기록했다. 영업현금으로 지을 때는 투자에 외부의 동기가 필요 없지만, 조달 시장으로 넘어온 이상 회수 경로를 증명해야 투자를 이어갈 수 있다. **고금리와 긴축적 환경은 투자 회수 가능성에 대한 입증 요구를 높인다.**

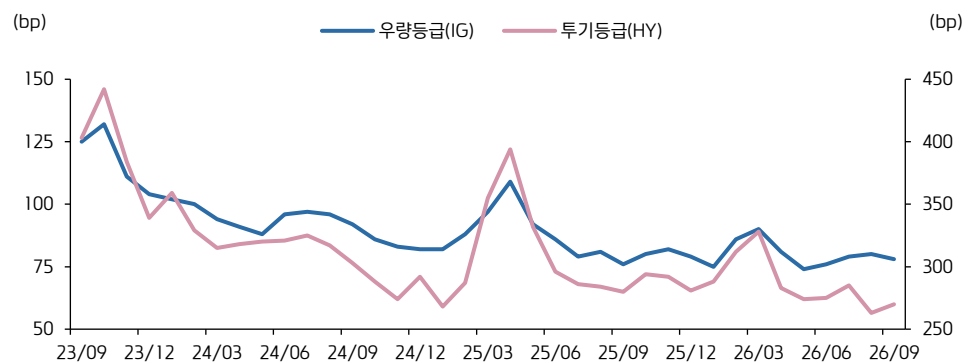
투자 사이클의 급격한 위축을 판단하려면 조달 비용 상승뿐 아니라 발행시장 접근성의 악화도 확인해야 한다. 과거에도 발행 창구의 폐쇄는 설비투자 사이클의 위축을 심화시켰다. 1999~2000년 통신 투자가 그런 경우로, 하이일드 신규 발행의 절반 안팎을 가져가던 통신·미디어의 조달 창구가 2001년 들어 닫히자 통신장비 투자가 일곱 분기 연속 줄었다. 현재는 비용이 오른 국면이지 창구가 닫힌 국면이 아니다. 9월 15일 투자등급 회사채 가산금리는 80bp로 시장 전반의 경색 신호는 확인되지 않는다. 조달 여건이 실제로 악화되면 연준이 인상의 근거로 삼은 기업 자금조달의 원활함이 먼저 훼손된다. **금리 부담과 조달 부담이 동시에 커지기는 어려운 구조 속에 놓여 있다는 뜻이다.**

4사의 분기별 설비투자과 기준금리



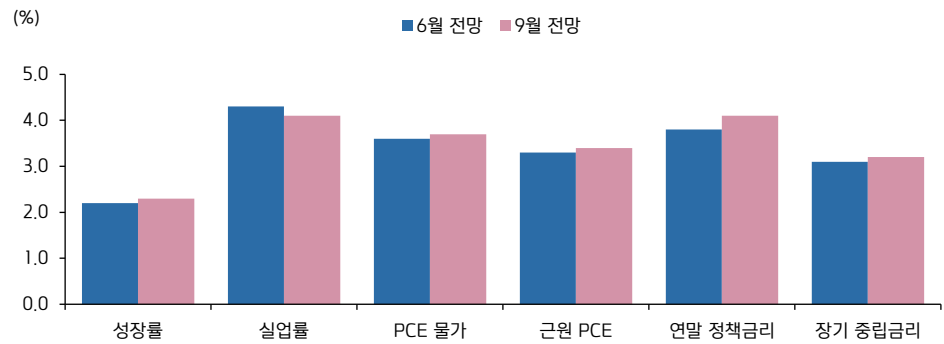
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 4사는

미국 회사채 가산금리



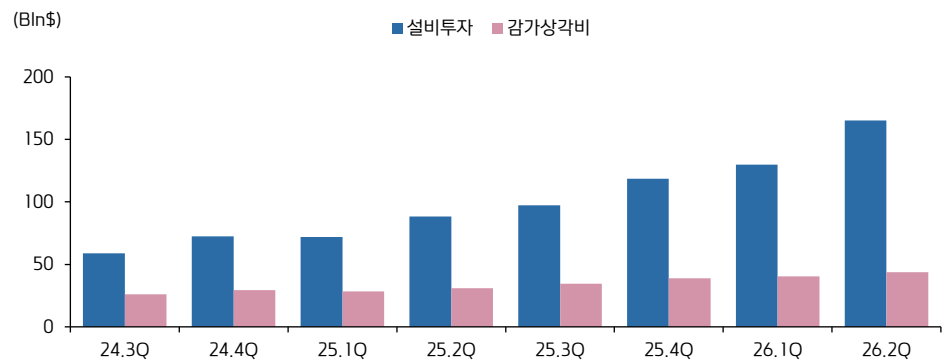
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

9월 FOMC 경제전망 개정



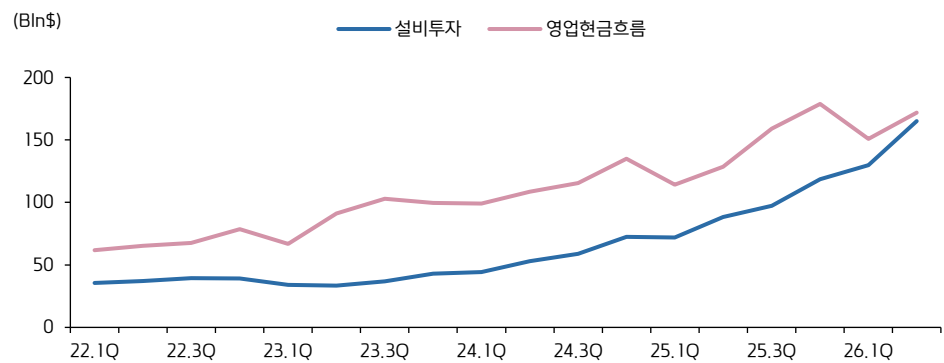
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

4사의 분기별 설비투자과 감가상각비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 4사는 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타

4사의 설비투자과 영업현금흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 4사는 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타

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.