

# AI Debt, 공급은 계속된다

늘어난 듀레이션,  
이연된 신용위험

- Part I AI 투자 확대, 조달 다변화
- Part II 발행액보다 듀레이션
- Part III 부외 부담, 갈리는 신용
- Part IV 공급은 계속된다



LS증권 박지빈입니다.

AI 인프라 투자가 확대되면서 Hyperscaler는 채권시장의 주요 장기자금 조달 주체로 떠올랐습니다. 설비투자가 빨라지면서 자금 조달 수요가 확대됐고, 조달 방식은 리스·SPV·백스톱 등으로 넓어졌습니다. 이제 회사채 발행만으로 시장에 쌓이는 부담을 모두 설명하기 어려워졌습니다.

이번 자료에서는 AI투자가 채권시장에 남기는 부담을 두 가지로 나눠 살펴봤습니다.

하나는 **대규모 장기채 발행으로 늘어나는 듀레이션**입니다. 발행액이 같더라도 만기가 길수록 투자자가 받아야 할 금리위험은 커집니다. 반복 발행에 대한 시장의 반응 역시 발행 성공 여부보다 주문 강도와 신규채·기존채의 가격 조건에서 확인할 필요가 있습니다.

다른 하나는 **공모채 밖의 재무부담**입니다. 미개시 리스, SPV, 백스톱은 현재의 회사채 발행액이나 공시 차입금에 드러나지 않지만 향후 현금흐름과 차입 부담에 영향을 줄 수 있습니다. 따라서 발행 규모뿐 아니라 공모채 밖의 지급 의무와 이를 감당할 현금창출력을 함께 봐야 합니다. 핵심 기업의 반복 발행에 따른 가격 부담과 Oracle의 신용 재평가를 같은 기준으로 해석할 수 없는 이유입니다.

발행사 중에서는 Alphabet이 순현금 구조와 높은 현금창출력을 유지하고 있으며, 미개시 리스를 반영한 부채/OCF도 분석 대상 중 가장 낮습니다. Oracle은 현금흐름 대비 차입 부담이 높고, 향후 이익 증가가 현금흐름 개선으로 이어질지 확인이 필요합니다.

**AI 투자 확대에 따른 공급은 2027년에도 이어질 전망입니다.**

채권시장이 받아내야 할 듀레이션도 늘어나고 있습니다.

늘어나는 공급 속, 이번 자료가 발행사와 만기, 공모채 밖의 약정과 진입 시점을 선별하는 데 도움이 되길 바랍니다.

감사합니다.

해외채권/크레딧

Analyst 박지빈  
jjbin@ls-sec.co.kr



자료는 크게 4 가지 Part 로 구성했습니다.

### **[Part I. AI 투자 확대, 조달 다변화]**

AI 설비투자가 빠르게 늘면서 내부 현금만으로 이를 감당하는 정도가 기업마다 달라졌습니다. Amazon 과 Oracle 은 이미 Capex 가 OCF 를 웃돌고, Alphabet 과 Meta 는 내부현금 여력에도 외부 자금을 조달하고 있습니다. 기업별 현금 부족 정도는 다르지만 회사채·주식·리스·SPV·고객 선지급금 등으로 조달 수단을 넓히는 흐름은 공통적으로 나타나고 있습니다.

### **[Part II. 발행액보다 듀레이션]**

Hyperscaler 회사채 발행을 명목 발행액이 아닌 DV01 과 10 년물 환산 듀레이션 기준으로 분석했습니다. 2026 년 주요 4 개사의 신규채에서 20 년 이상 장기물은 발행액의 42.3%였지만, DV01 기준으로는 64.1%로 약 3 분의 2 를 차지합니다. 반복 발행 과정에서 주문 강도가 약해지고, 신규 발행일 기존 유통채의 스프레드도 확대됐습니다. 추가 공급을 흡수하기 위해 요구되는 보상이 커지고 있다는 판단입니다.

### **[Part III. 부외 부담, 갈리는 신용]**

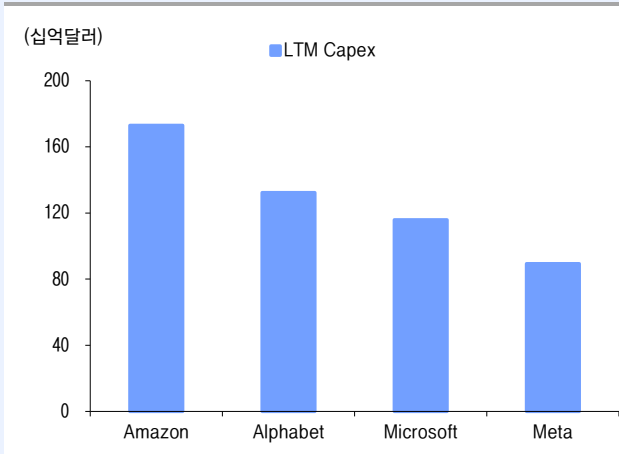
회사채 발행만으로는 AI 투자에 따른 재무부담을 파악하기 어렵습니다. 미개시 리스·SPV·백스톱 은 공모채 밖에 남아 향후 현금흐름과 신용지표에 영향을 줄 수 있습니다. 핵심 발행사의 스프레드 변화에서는 공급 부담을 먼저 점검할 필요가 있지만, Oracle 은 현금흐름 악화와 신용등급 하향이 함께 나타나고 있습니다. 같은 AI 관련 발행사라도 가격 조정의 배경과 신용의 방향성은 다릅니다.

### **[Part IV. 공급은 계속된다]**

2027 년에도 Capex 확대와 FCF 악화가 예상됩니다. 공모채 외 조달 수단이 다변화되더라도 장기자금 수요는 이어질 것으로 전망됩니다. Hyperscaler 채권의 반복 발행에 따른 가격 조건과 기업별 부외 약정을 함께 점검했습니다. Alphabet 은 현금창출력과 부채 부담 측면에서 재무완충력이 가장 높게 나타났고, Oracle 은 현금흐름 개선 여부가 신용 부담을 판단할 핵심 변수입니다.

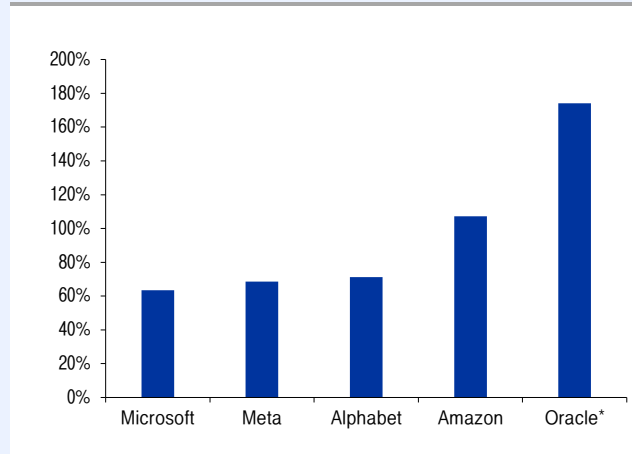
## Key Charts

2026년 6월 말 LTM Capex 수준



자료: SEC, LS증권 리서치센터

Hyperscaler Capex/OCF

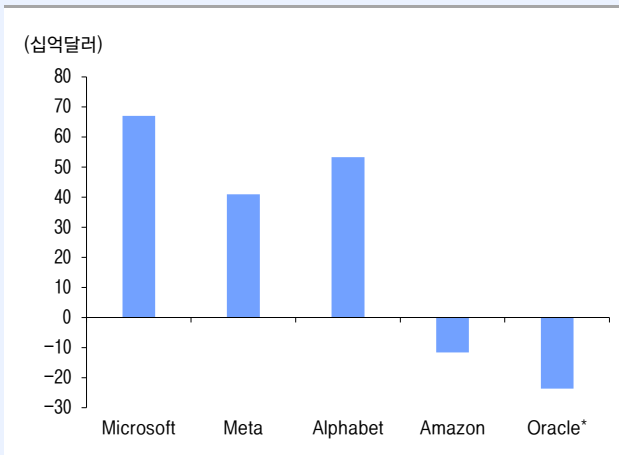


주: 2026년 6월 말 LTM 기준, Oracle은 FY26 기준

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- 4개사 LTM Capex 합산 약 5,106 억달러. Amazon, Alphabet, Meta 는 2026 가이던스 상향
- 동일한 투자 확대에도 Capex/OCF 는 기업별 차이 발생. 발행액보다 조달 여력 차별화 비교 필요

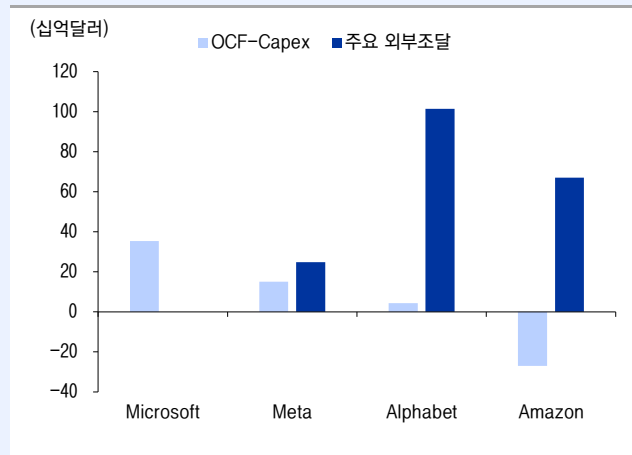
Hyperscaler OCF - Capex



주: 2026년 6월 말 LTM 기준, Oracle은 FY26 기준

자료: SEC, LS증권 리서치센터

내부 Funding 여력과 실제 외부조달 비교



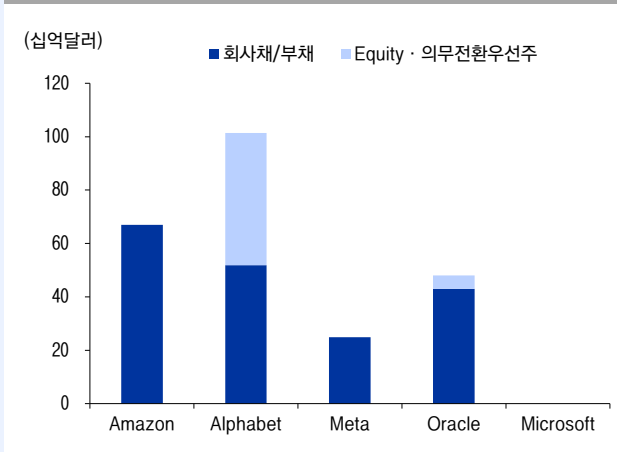
주: 2026년 6월 말 LTM 기준, Oracle은 FY26 기준

자료: SEC, LS증권 리서치센터

- Amazon·Oracle 은 Capex 가 OCF 를 상회. Alphabet 은 1H26 OCF 849 억달러 중 806 억달러를 Capex 에 투입
- Alphabet·Meta 는 현금이 남아도 외부 자금 조달. 장기 투자에 대한 선제적 자원 확보 성격

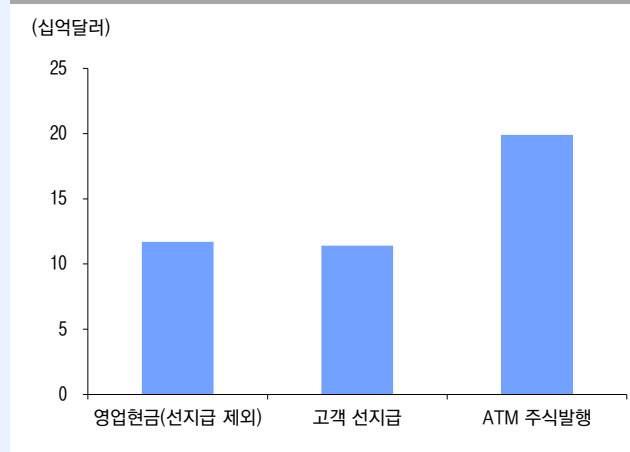
## Key Charts

2026 년 주요 Hyperscaler 외부자금 조달



주: Amazon·Alphabet·Meta는 1H26, Oracle은 FY26 기준  
자료: SEC, LS증권 리서치센터

Oracle 1QFY27 자금 원천



자료: Oracle 10-Q(2026.8), LS증권 리서치센터

- 2026 년 외부조달 중심은 회사채. Alphabet 은 주식 발행(496 억달러)으로 조달 수단 확대
- Oracle 은 1QFY27 에 신규 차입 없이 ATM 199 억달러와 고객 선지급금 114 억달러로 조달. 선지급금 제외 OCF 는 117 억달러로 동기간 Capex 285 억달러의 절반에도 못 미치는 규모

자금조달 구조의 다변화

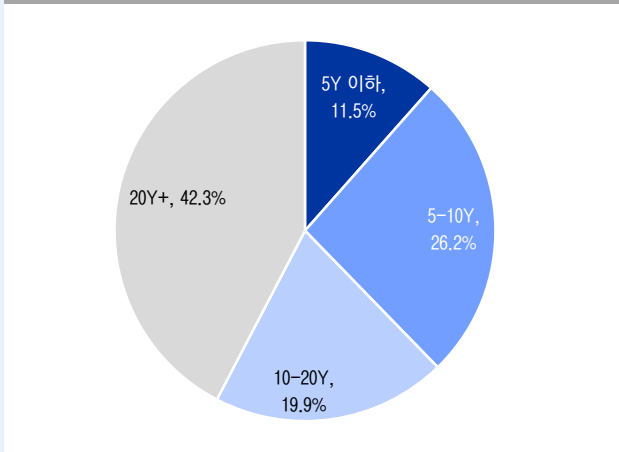


자료: LS증권 리서치센터

- 회사채 발행 통계 밖에서도 주식·리스·SPV·고객 선지급금으로 AI 투자 재원을 확보
- 미개시 리스는 Microsoft 3,291 억달러, Meta 2,790 억달러.
- 향후 지급의무가 현재 차입금에 앞서 증가

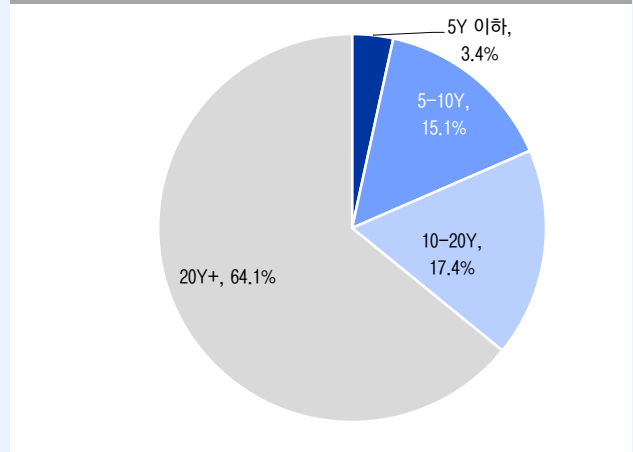
## Key Charts

전체 발행액 중 연물별 비중



자료: SEC, LS증권 리서치센터

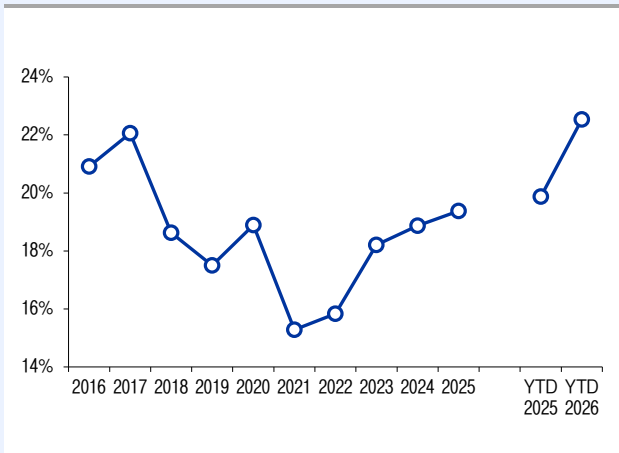
총 DV01의 연물별 비중



자료: SEC, LS증권 리서치센터

- 20년 이상 장기물은 총 발행액의 42.3%이지만, DV01의 64.1%를 차지
- 투자자가 흡수해야 할 금리 위험은 발행액 비중보다 장기 구간에 더 집중

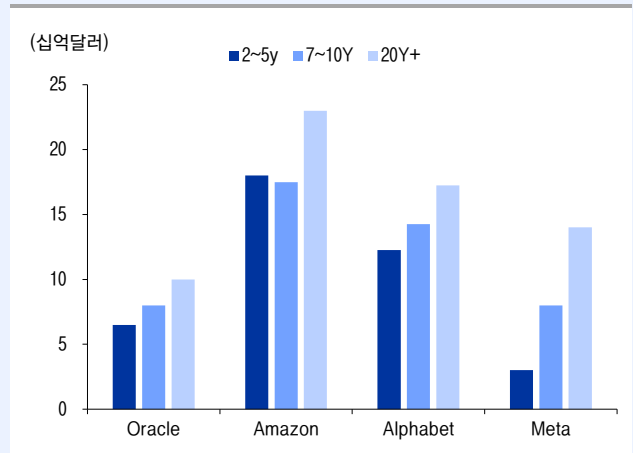
전체 채권 신규 발행 중 회사채 비중



주: YTD는 1~8월까지의 수치

자료: SIFMA, LS증권 리서치센터

Hyperscaler 발행 연물별 규모(2026 YTD)

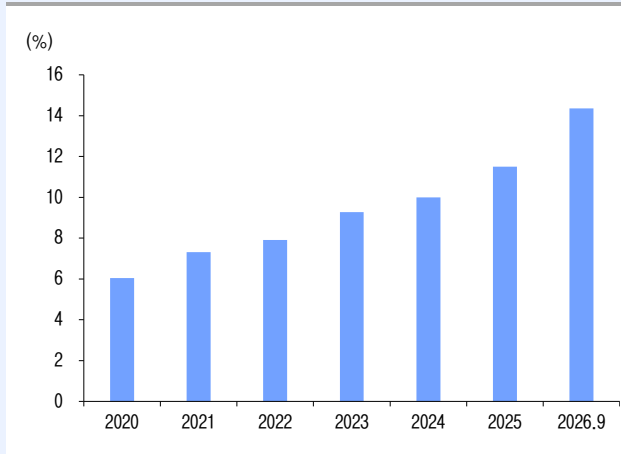


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- 2026년 1~8월 회사채 발행은 1조 8,998억달러로 29.8%YoY 증가
- Hyperscaler 20년 이상 발행은 이미 2025년 연간 규모를 상회. 증가분 중 Amazon 가장 큰 비중

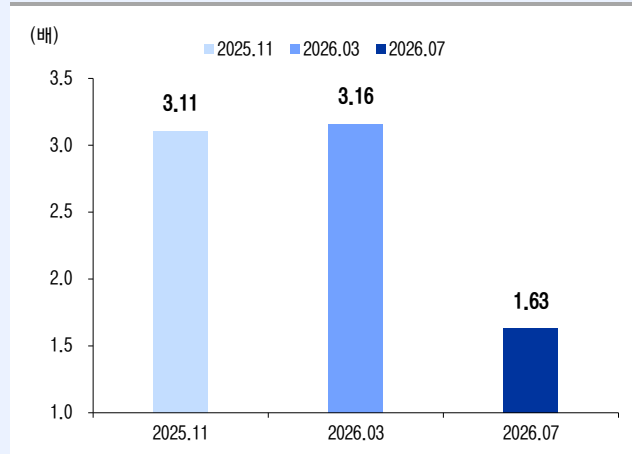
## Key Charts

iBoxx 미국 IG 회사채 지수 Tech 산업 비중 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

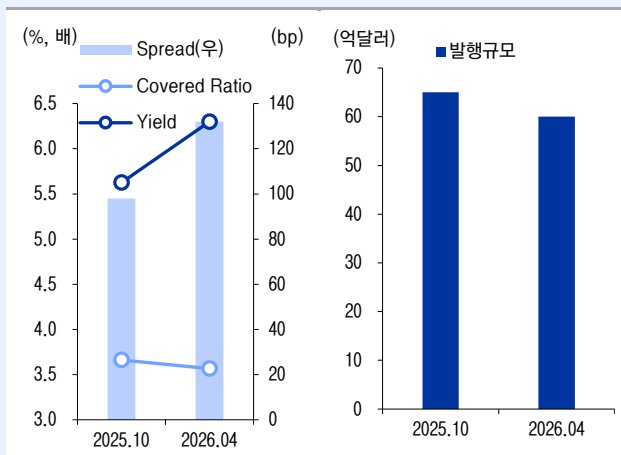
Amazon 고정금리채 가중 Covered Ratio



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

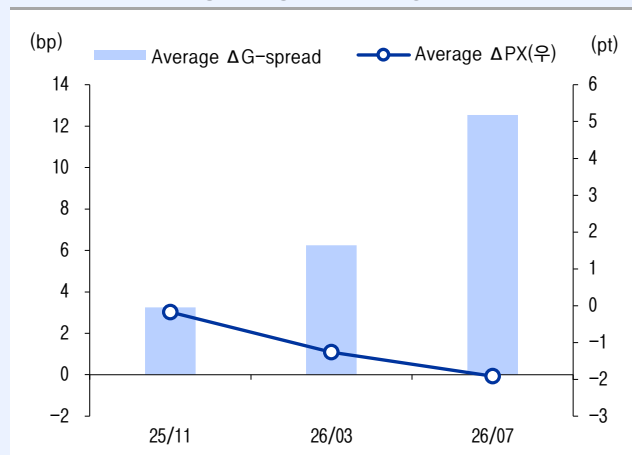
- iBoxx 미국 IG Technology 비중은 2024년 10%에서 2026년 9월 14.4%로 상승
- Amazon 가중 주문배수는 3.16 배에서 1.63 배로 하락. 신규 발행일에 기존 유통채 스프레드도 확대

Meta 채권 30년 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Amazon 신규 발행일 유통물의 변화 평균값

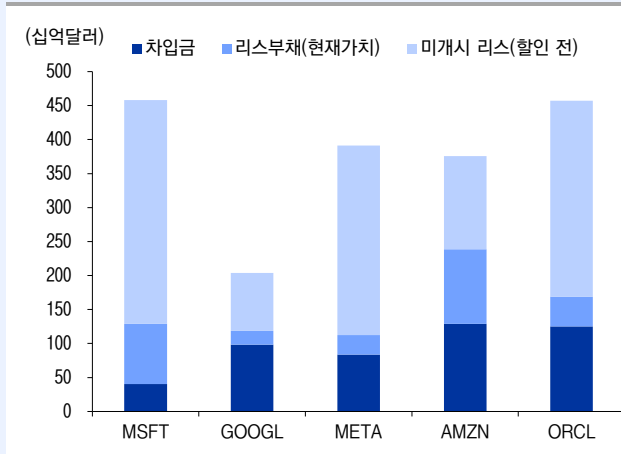


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- Meta 30년물은 주문배수가 3.66 배에서 3.57 배로 소폭 낮아졌지만 발행 스프레드는 98bp에서 132bp로 확대
- 신규 발행일에 3사 기존 유통채의 94.3%에서 G-spread 확대.
- 흡수력 변화가 발행 실패보다 가격에서 먼저 나타남

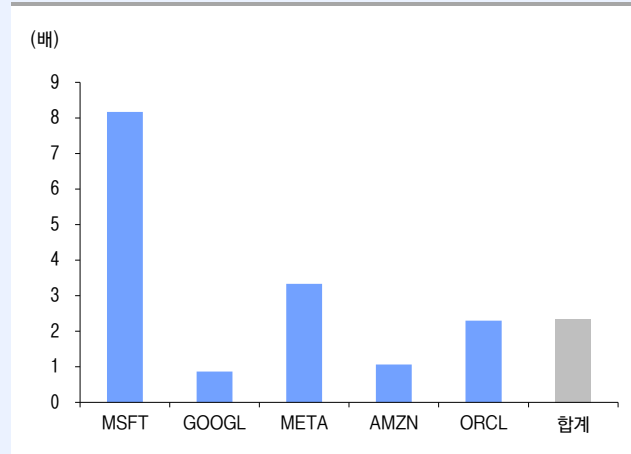
## Key Charts

차입금·리스부채·미개시 리스 비교



자료: 각 사 SEC 공시(10-K·10-Q), LS증권 리서치센터

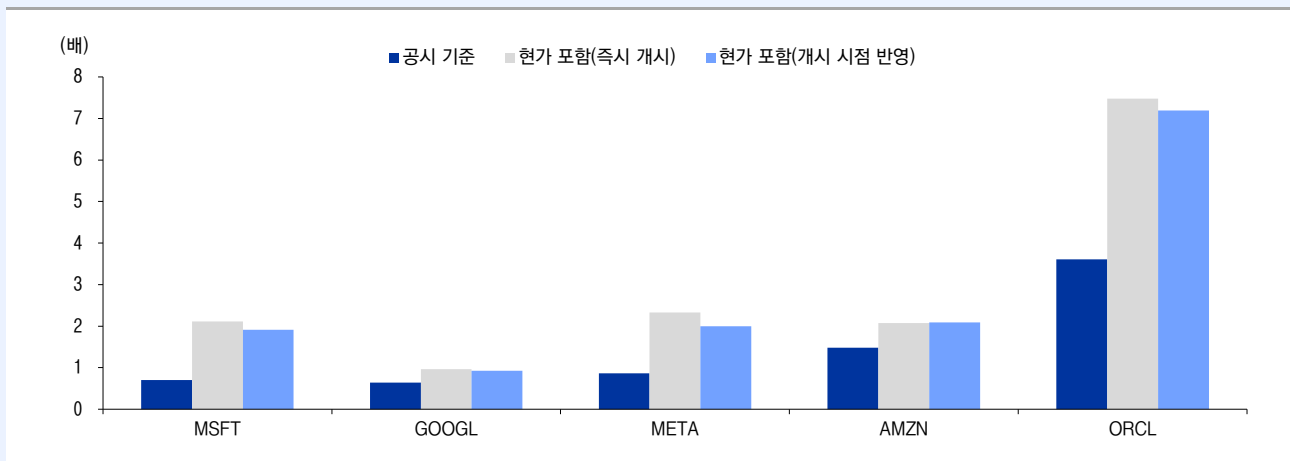
차입금 대비 미개시 리스 배율



자료: 각 사 SEC 공시(10-K·10-Q), LS증권 리서치센터

- 5개사 미개시 리스는 1조 1,185억달러, 차입금의 2.3배. 공모채 밖 지급의무가 더 큰 상황
- 미개시 리스/차입금은 Microsoft 8.2배, Meta 3.3배, Oracle 2.3배, Amazon 1.1배, Alphabet 0.9배. 회사채 발행과 실질조달 부담의 순위가 달라짐

공시 기준과 미개시 리스 반영 부채/OCF

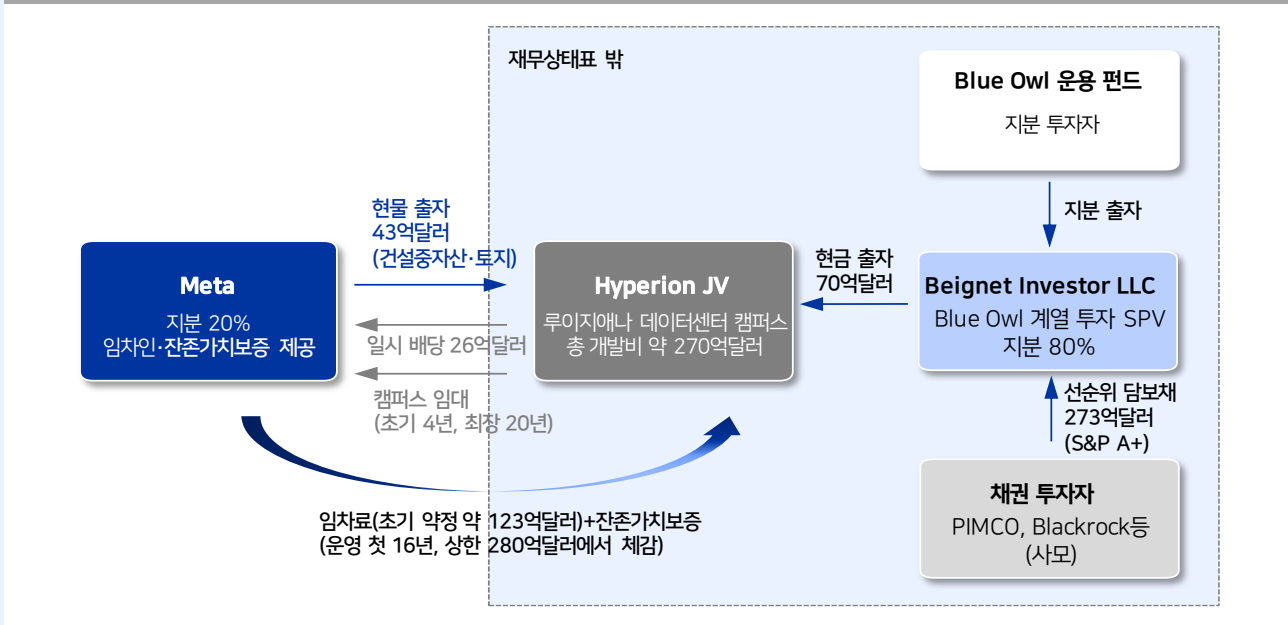


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- 미개시 리스를 당사 가정으로 현가 반영하면 공시 부채/OCF만으로 본 기업별 격차는 축소

## Key Charts

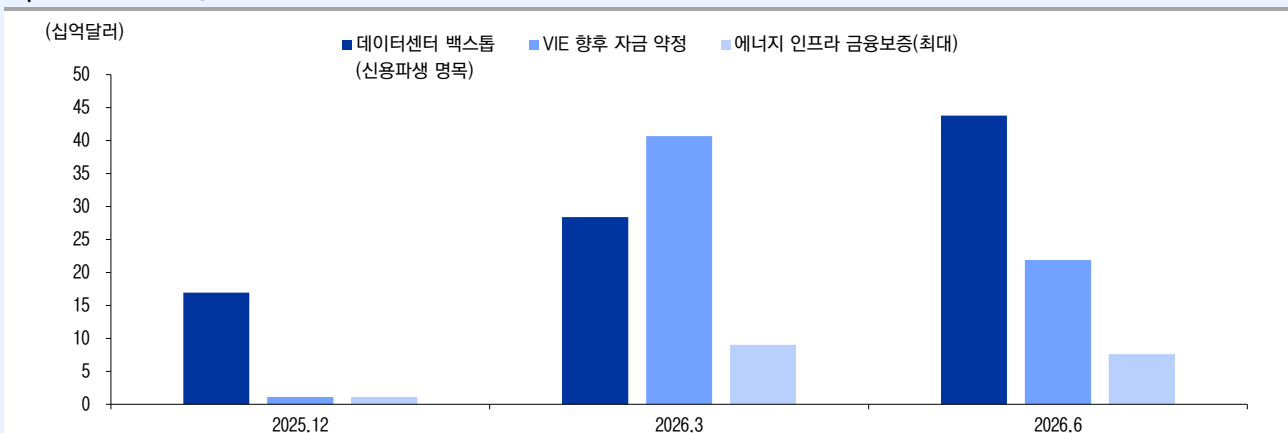
Hyperion 구조도



자료: LS증권 리서치센터

- Meta의 Hyperion SPV 사모채 273 억달러는 Meta 재무상태표 밖에 위치
- 잔존가치보증 상한 280 억달러는 공모채 발행 250 억달러 규모를 상회

Alphabet 부외 약정 분기 추이

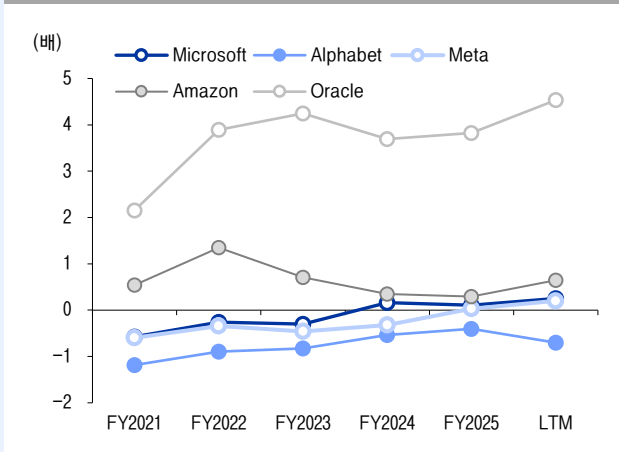


자료: Alphabet 10-Q(2026.6), LS증권 리서치센터

- Alphabet 백스톱은 반년간 169 억달러에서 438 억달러로 2.6 배 증가, VIE 약정은 219 억달러.
- 백스톱·VIE 자금 약정은 현재 차입금에 반영되지 않아 증가 속도 별도 확인 필요

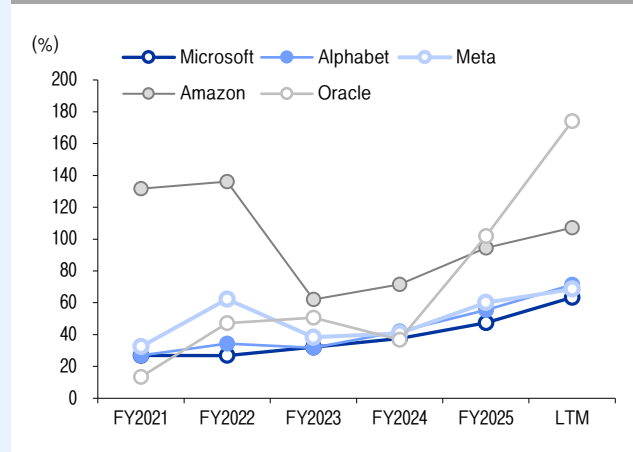
## Key Charts

Hyperscaler 순차입금/EBITDA 추이



주: 총부채(기존 리스부채 포함) - 현금 - 단기투자상품. 미개시 리스 미포함  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

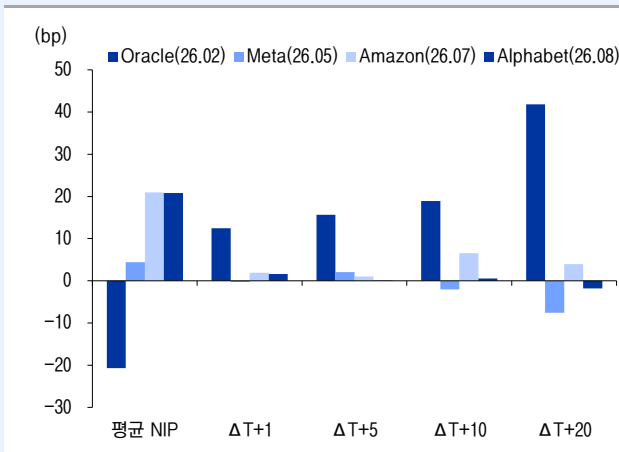
Hyperscaler Capex/OCF 추이



주: LTM은 2026년 6월 말(Oracle 5월 말) 기준  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

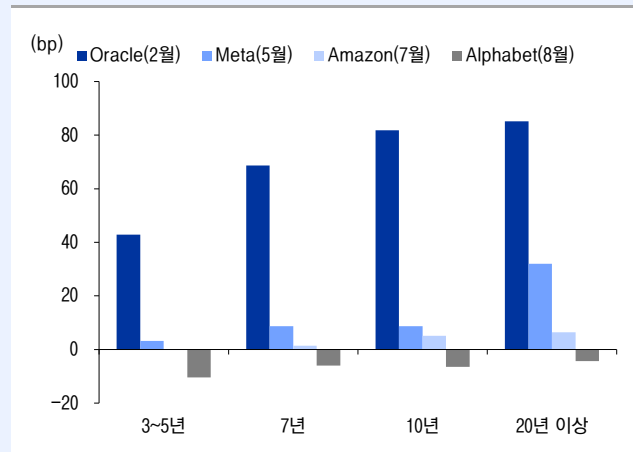
- 순차입금/EBITDA는 핵심사 대부분 1배 미만. Alphabet은 순현금(-0.70배) 유지
- 현재 차입금보다 Capex/OCF 악화와 부외약정 증가에서 향후 신용 부담의 차이가 먼저 드러남

발행일 평균 NIP와 G-Spread 변화



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

발행일 대비 만기별 G-spread 변화

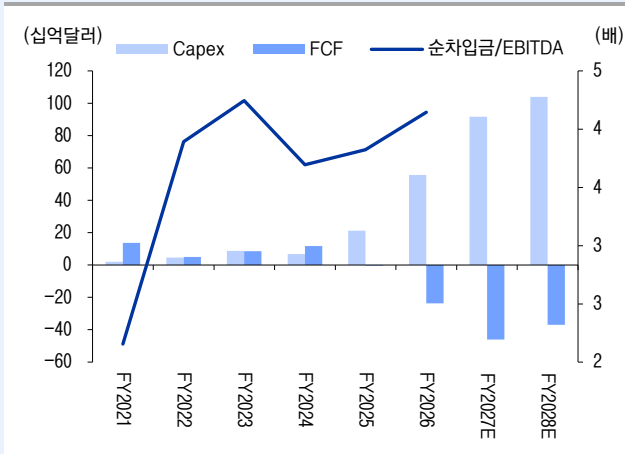


주: 2026년 발행 건별 고정금리 신규채, 9/25 기준, 발행일 대비 평균  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- Meta·Alphabet의 NIP는 20영업일 내 해소. Amazon은 NIP 20.9bp에도 4bp 추가 확대
- Oracle은 커브 안쪽에서 발행 후 70bp까지 확대. 가격 조정의 지속성도 발행사별로 차별화

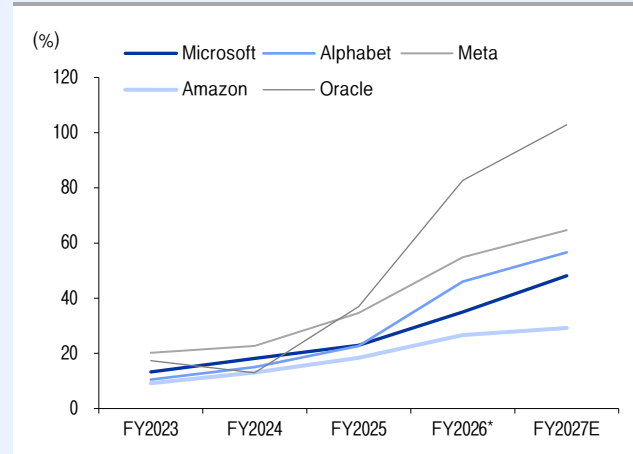
## Key Charts

Oracle Capex·FCF 와 레버리지



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

매출 대비 Capex 비율



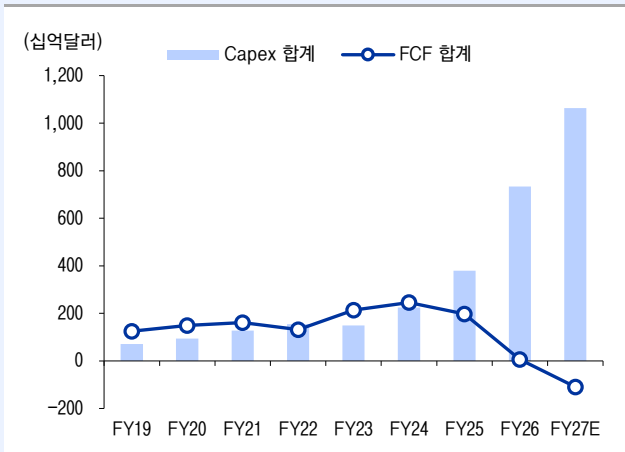
주: FY26은 Microsoft·Oracle 실적, 나머지 추정

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- Oracle FY27E FCF는 -460억달러. EBITDA가 컨센서스 부합하면 레버리지 3.6배, FY26 수준에 머물면 5.6배

- FY27E 매출 대비 Capex는 Oracle 103%, Meta 65%, Alphabet 57%

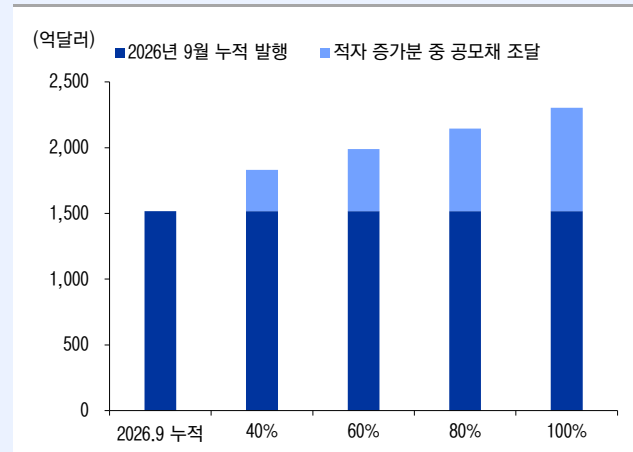
5개사 합산 Capex와 FCF



주: FY26은 Microsoft·Oracle 실적, 나머지 추정

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

2027년 공모채 발행 추정



주: Alphabet·Meta·Amazon·Oracle 기준. 2026년은 9월 말 누적. 적자 증가분 중 공모채 조달 비중별, 2026년 적자 외 조달 수요 유지 가정

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- 5개사 합산 FCF는 2027년 적자 전망. 조달 수단이 바뀌어도 외부 자금 수요는 확대
- 2027년 공모채 발행은 조달 비중 가정별 1,832~2,303억달러로 2026년 9월 누적보다 21~52% 많을 전망

## 크레딧

# AI Debt, 공급은 계속된다

늘어난 듀레이션, 이연된 신용위험

## Contents

|                         |    |
|-------------------------|----|
| Part I AI 투자 확대, 조달 다변화 | 13 |
| Part II 발행액보다 듀레이션      | 18 |
| Part III 부외 부담, 갈리는 신용  | 32 |
| Part IV 공급은 계속된다        | 50 |

---

Part I

---

# AI 투자 확대 조달 다변화

---

# AI Capex, 아직 끝나지 않았다

## AI Capex, 가이드نس 상향과 실제 집행 확대

AI 인프라 확보 경쟁이 이어지면서 주요 hyperscaler의 설비투자 규모는 2026년에도 빠르게 확대되고 있다. Amazon은 올해 Capex 전망을 기존 2,000억달러→약 2,200억달러로, Alphabet은 1,800~1,900억달러→1,950~2,050억달러로, Meta는 1,150~1,350억달러→1,300~1,450억달러로 상향했다. Microsoft는 1,750억달러(회계연도 기준)로 낮아졌으나 이는 일부 데이터센터 리스의 회계분류 변경에 따른 것으로, 실질적인 투자 계획 자체는 유지되고 있다.

가이드نس 상향은 실제 투자 집행에서도 확인된다. 2026년 6월 말 기준 Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta의 최근 12개월 설비투자는 각각 1,730억달러, 1,324억달러, 1,159억달러, 893억달러로 합산 약 5,106억달러에 달했다. Oracle 역시 FY26(2026년 5월까지) 557억달러를 집행해 기존 500억달러 가이드نس를 상회했으며, FY27에는 투자 규모가 더욱 확대될 전망이다.

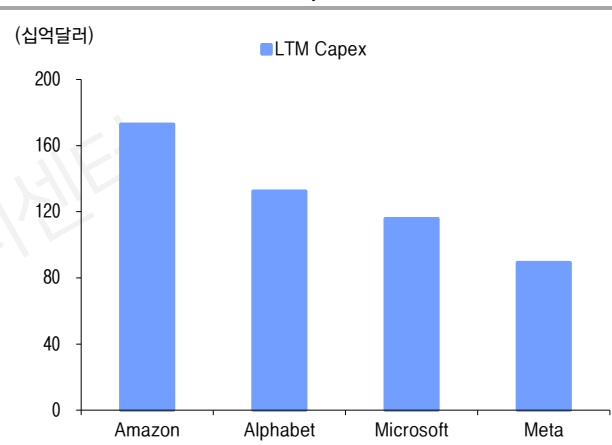
대규모 AI-클라우드 인프라 투자가 실제 현금지출로 이어지고 있는 만큼, 향후 크레딧 시장에서는 투자 규모 자체보다 이를 내부 현금창출력으로 얼마나 충당할 수 있는지가 보다 중요한 변수로 작용할 전망이다.

표1 2026 Capex 가이드نس

| 기업        | 2026 Capex 가이드نس |
|-----------|------------------|
| Amazon    | \$220bn          |
| Alphabet  | \$195~205bn      |
| Microsoft | \$175bn          |
| Meta      | \$130~145bn      |

주: Microsoft는 회계연도 기준  
자료: SEC, LS증권 리서치센터

그림1 2026년 6월 말 LTM Capex 수준

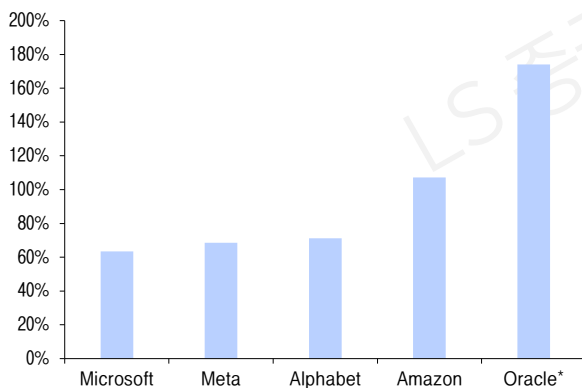


자료: SEC, LS증권 리서치센터

## Capex 부담 확대, 내부조달 여력은 기업별 차별화

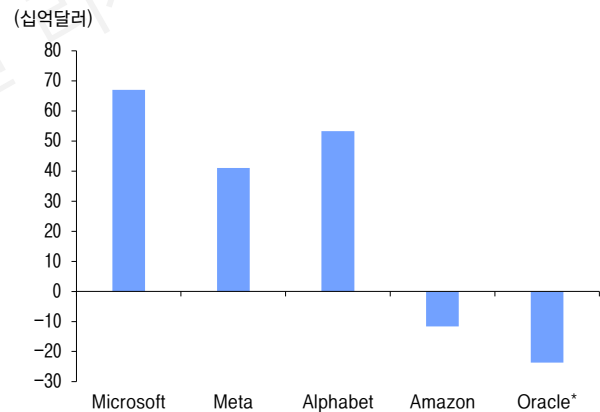
대규모 AI 투자에도 주요 hyperscaler의 영업현금창출력은 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 다만 투자 확대 속도가 현금창출력 개선 속도를 앞서면서 내부자금 여력은 빠르게 축소되고 있다. 2026년 6월 말 기준 최근 12개월 Capex/OCF 비중은 Microsoft 63%, Meta 69%, Alphabet 71% 수준으로 아직 설비투자를 내부현금으로 충당할 수 있는 여력을 유지하고 있다. 반면 Amazon은 107%까지 상승했고, Oracle은 FY26 기준 174%에 달했다. 기업별 투자 규모보다 내부 현금창출력 대비 투자 부담의 차이가 벌어지고 있다.

그림2 Hyperscaler Capex/OCF



주: 2026년 6월 말 LTM 기준, Oracle은 FY26 기준  
자료: SEC, LS증권 리서치센터

그림3 Hyperscaler OCF - Capex



주1: 2026년 6월 말 LTM 기준, Oracle은 FY26 기준  
주2: 차감액은 기업 실제 funding gap을 의미하지 않음. 배당·자사주매입/인수·지분 투자·만기도래 부채 상환 등 자금수요도 존재하기 때문  
자료: SEC, LS증권 리서치센터

최근 흐름을 보면 이러한 차별화는 더욱 선명하다. 2026년 상반기 Alphabet의 OCF는 전년동기 639억달러→849억달러로 증가했지만, 동기간 Capex는 396억달러→806억달러로 두 배 이상 확대됐다. Meta와 Amazon 역시 OCF 증가보다 설비투자 증가폭이 더 컸다 (Meta OCF: 496억달러→641억달러/Capex: 295억달러→491억달러, Amazon OCF: 495억달러→714억달러/Capex: 572억달러→984억달러). 즉 현금창출력이 약화됐다기보다 AI 인프라 투자가 현금창출력 개선 속도를 훨씬 빠르게 추월하면서 내부조달 여력이 축소되고 있다.

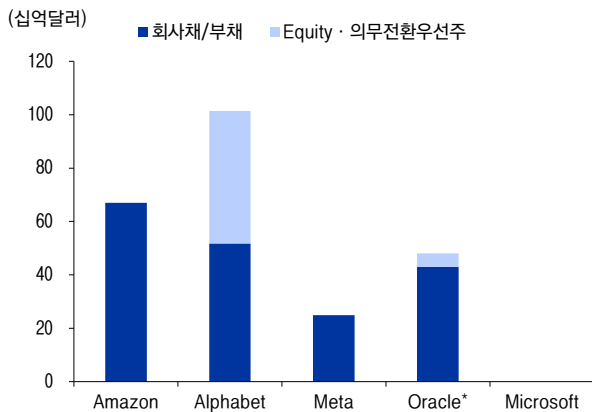
Microsoft와 Meta는 투자 이후에도 비교적 충분한 내부현금을 남기고 있어 여전히 self-funded investment 구조가 유지되고 있다. Alphabet은 LTM 기준으로는 여력이 남아 있지만, 2026년 상반기 OCF 849억달러 가운데 806억달러가 Capex로 투입돼 잔여 현금 여력이 크게 줄어든 상태다. 반면 Amazon과 Oracle은 이미 cash Capex가 OCF를 상회하면서 설비투자만 놓고도 외부자금 조달 필요성이 발생하는 구간에 진입했다. 향후 투자 확대가 지속될 경우 내부현금만으로 충당하던 기존 구조에서 회사채와 리스 등 외부자금 조달의 역할이 더욱 확대될 것으로 보인다.

# AI 투자 Funding, 내부현금에서 자본시장으로 확장

## 외부조달 확대, 채권에서 Equity·Lease까지 다변화

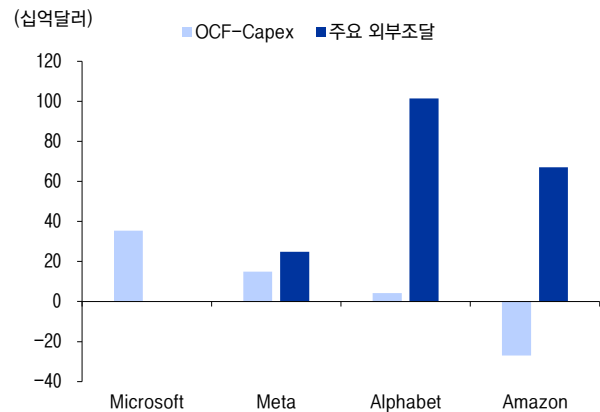
AI 인프라 투자가 빠르게 확대되면서 hyperscaler의 자금조달 구조 역시 내부현금 중심에서 외부자금을 병행하는 방향으로 변화하고 있다. 특히 2026년 들어 Amazon과 Alphabet, Meta의 대규모 회사채 발행이 이어졌다. Amazon은 상반기 달러·유로·스위스프랑·캐나다달러 표시 채권을 통해 약 669억달러를 조달했으며, 추가로 최대 175억달러의 지연인출대출(delayed-draw term loan)을 확보했다. Alphabet 역시 상반기 518억달러의 달러 및 외화표시 선순위 회사채(senior notes)를 발행했고, Meta도 4월 30일 250억달러 규모의 선순위 무담보 회사채(senior unsecured notes)를 발행했다. AI 투자 확대가 실제 회사채 공급 증가로 연결되기 시작한 것이다.

그림4 2026년 주요 Hyperscaler 외부자금 조달



주: Amazon·Alphabet·Meta는 1H26, Oracle은 FY26 기준  
자료: SEC, LS증권 리서치센터

그림5 내부 Funding 여력과 실제 외부조달 비교



자료: SEC, LS증권 리서치센터

다만 최근 발행을 현재 발생한 funding gap을 단순히 메우기 위한 차입으로 해석하는 것은 경계할 필요가 있다. Amazon은 Capex가 OCF를 넘어선 만큼 외부자금 필요성이 이미 현실화됐지만, Alphabet과 Meta는 아직 설비투자 이후에도 내부현금이 남는 구조다. 그럼에도 두 회사가 대규모 자금을 조달한 것은 향후 AI 투자가 장기간 지속될 가능성에 대비해 보유현금을 급격히 소진하지 않으면서 투자재원을 선제적으로 확보하려는 성격이 강하다. 특히 Alphabet은 518억달러의 회사채 발행과 동시에 보통주 및 의무전환우선주(mandatory convertible preferred)를 통해 약 496억달러의 자본을 조달했으며, 조달 자금 용도에 AI 인프라 및 글로벌 컴퓨팅 용량(global compute) 확대를 명시했다. 향후 AI 투자를 전적으로 부채에 의존하기보다 부채와 자본을 병행해 재무부담을 분산하는 모습이다.

AI 투자 자금조달의 범위는 전통적인 회사채를 넘어 리스 및 장기계약으로도 확대되고 있다. Meta는 2026년 6월 말 기준 아직 개시되지 않은 데이터센터·코로케이션(co-location) 관련 리스 약정(lease obligation)을 약 2,790억달러 보유하고 있으며, 별도의 취소 불가능 계약상 지급의무(non-cancelable contractual commitments)도 약 3,493억달러에 달한다. Microsoft 역시 아직 개시되지 않은 데이터센터 중심 리스가 약 3,291억달러이며, 데이터센터 등을 중심으로 한 구매약정(purchase commitments)도 약 1,941억달러를 기록하고 있다. 이러한 계약은 현재의 현금 Capex에는 포함되지 않거나 아직 재무상태표상 부채로 충분히 인식되지 않았지만, 향후 수년에 걸쳐 고정적인 현금유출을 발생시킬 수 있다는 점에서 실질적인 투자부담으로 볼 필요가 있다.

Oracle에서는 이러한 변화가 더욱 선명하다. FY26 영업현금흐름이 320억달러에 그친 반면 Capex는 557억달러까지 확대되면서 자체 현금만으로 투자비를 충당하기 어려운 구조에 진입했다. 이에 Oracle은 FY26 중 430억달러의 차입성 조달(debt financing)과 50억달러의 자본성 조달(equity financing)을 실행했으며, FY27에도 약 400억달러의 부채 및 자본 조달을 계획하고 있다. 다만 모든 AI 투자비가 Oracle의 재무상태표에서 조달되는 것은 아니다. 대형 AI 계약에서 고객이 GPU 구입비를 선지급하거나 직접 GPU를 제공하는 금액이 약 750억달러에 달해 데이터센터 확장에 필요한 자체 자본조달 규모를 일부 낮춰주고 있다. AI 투자 자금조달이 회사채뿐 아니라 자본, 고객 선지급금(customer prepayment) 등 다양한 형태로 다변화되고 있다.

결국 현재 hyperscaler의 변화는 단순한 레버리지 확대보다 AI 투자에 대한 재무부담이 어느 재무주체에 귀속되는지의 변화로 해석할 필요가 있다. 현금창출력이 충분한 기업은 회사채 발행을 통해 기존 현금 여력을 유지하거나 리스를 활용해 투자비를 장기간 분산하고 있으며, funding gap이 큰 기업은 부채와 자본을 동시에 활용하거나 고객에게 자본부담 일부를 이전하는 방식까지 동원하고 있다. 이에 따라 향후 AI 투자에 따른 크레딧 부담을 판단할 때는 회사채 발행액과 순차입금(Net Debt)뿐 아니라 미개시 리스, 장기 구매계약 및 기타 구조화된 자금조달까지 함께 고려해야 한다.

그림6 AI 투자 확대에 따른 자금조달 구조의 다변화



주: 상기 조달수단은 순서를 의미하지 않으며 기업별 상황에 따라 병행 활용 가능  
자료: LS증권 리서치센터

---

Part II

---

발행액보다  
듀레이션

---

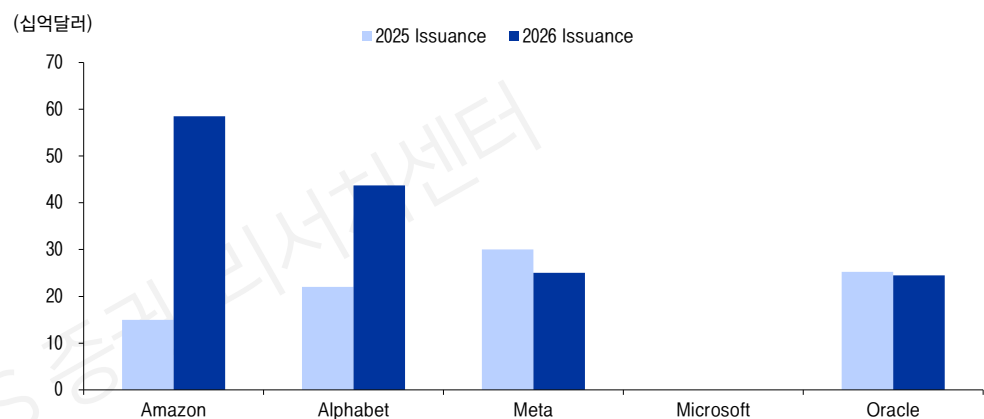
# AI Debt, 새로운 Duration Supply의 등장

## 발행액을 넘어 AI가 공급하는 듀레이션

Hyperscaler의 회사채 발행 확대가 채권시장에 미치는 영향을 판단하기 위해서는 명목 발행액뿐만 아니라 시장이 실제로 부담해야 하는 금리위험을 함께 살펴볼 필요가 있다. 동일한 규모의 자금을 조달하더라도 단기채와 장기채가 시장에 공급하는 듀레이션은 크게 다르기 때문이다. 특히 데이터센터와 전력 인프라 등 장기간에 걸쳐 현금흐름이 발생하는 자산에 대한 투자가 확대되면서 최근 AI 관련 회사채 발행 역시 장기물 비중이 높은 특징을 보이고 있다. Dallas Fed 역시 최근 AI 관련 기업의 회사채 발행이 규모뿐만 아니라 만기 측면에서도 장기 영역에 집중되고 있다는 점을 지적하며, AI 인프라 투자가 미국 금리시장에 새로운 민간 듀레이션 공급원으로 부상하고 있다고 평가했다.

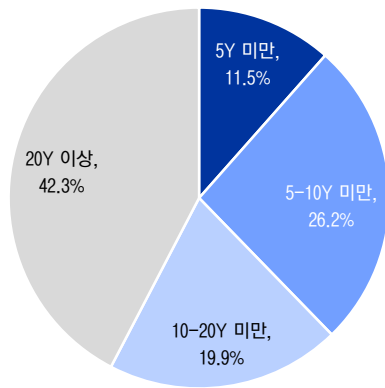
당사 집계에 따르면 2026년 Alphabet, Amazon, Meta, Oracle이 발행한 달러화 고정금리 선순위채는 총 1,517.5억달러에 달한다. 이 가운데 만기 20년 이상 장기물은 약 642.5억달러로 전체 발행액의 42.3%를 차지했다. 10년 미만 채권의 발행 비중은 37.7%로 장기물 대비 소폭 낮은 수준이었다. 명목 발행액만 놓고 보면 중·단기 영역과 장기 영역의 공급 부담에 큰 차이가 없는 것처럼 보인다. 그러나 개별 채권의 금리 민감도를 반영한 DV01(Dollar Value of 1bp, 금리가 1bp 변할 때 채권 가격이 변하는 금액) 기준으로 환산할 경우 결과는 크게 달라진다.

그림7 회사별 채권 발행 규모



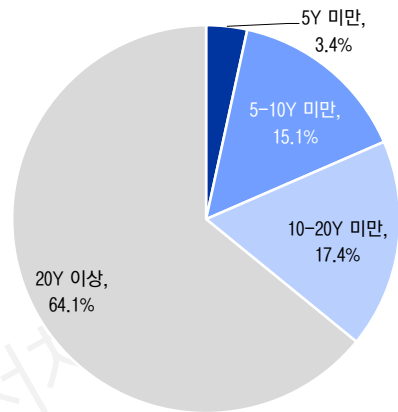
자료: SEC, LS증권 리서치센터

그림8 전체 발행액 중 연물별 비중(2026)



자료: SEC, LS증권 리서치센터

그림9 총 DV01의 연물별 비중(2026)

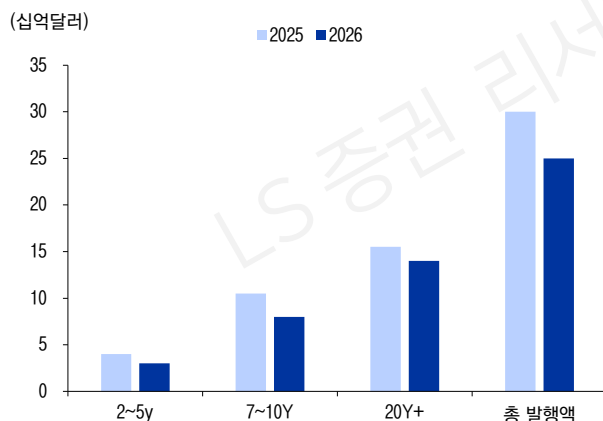


자료: SEC, LS증권 리서치센터

2026년 Hyperscaler의 신규 발행 규모는 1,517.5억달러지만, 장기물 비중이 높아 시장이 흡수해야 하는 금리 민감도(DV01)는 약 1억 3,420만달러/bp로 추정된다. 이 중 20년 이상 장기물이 차지하는 비중은 64.1%에 달한다. 장기물은 전체 발행금액의 42.3%에 불과하지만 금리위험 기준으로는 전체의 약 3분의 2를 차지하는 셈이다. 반대로 10년 미만 채권은 전체 발행액의 37.7%를 차지했지만 DV01 기준 비중은 18.5%에 그쳤다. 결과적으로 Hyperscaler 발행을 명목금액만으로 평가할 경우 장기금리 영역에 집중되는 실제 시장 부담을 과소평가할 가능성이 존재한다.

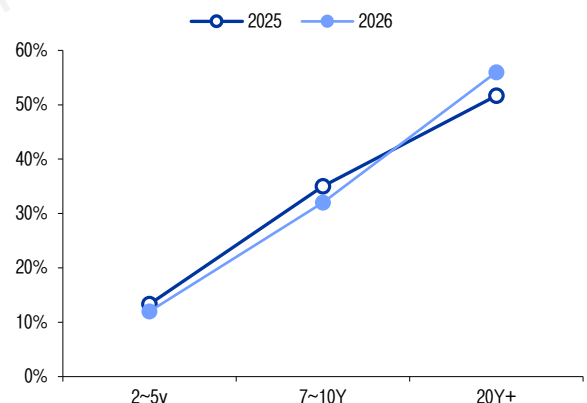
기업별로도 발행규모와 듀레이션 공급 간 차이가 확인됐다. Meta의 2026년 달러화 고정금리채 발행액은 250억달러로 Amazon과 Alphabet보다 작았지만, 발행액 가중 평균 만기는 20.4년으로 4개사 가운데 가장 길었다. 20년 이상 연물의 발행액은 140억달러로 전체 발행액의 약 56%를 차지했다. 단순 발행액은 상대적으로 작더라도 장기물 중심의 조달구조를 가진 기업이 채권시장에 공급하는 듀레이션 리스크는 더 클 수 있음을 시사한다.

그림10 Meta 회사채 발행액



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

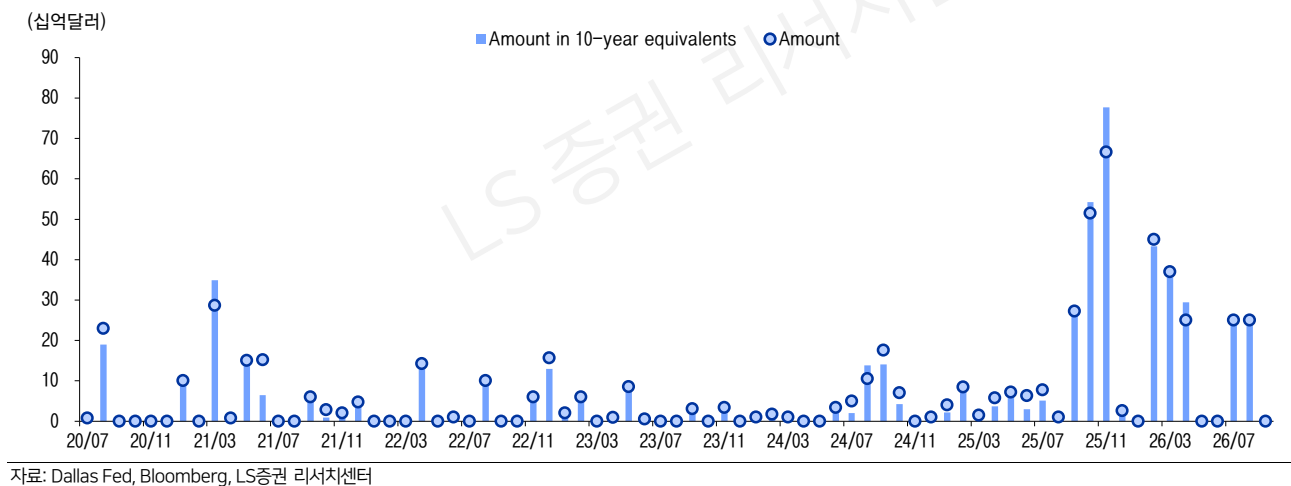
그림11 Meta 회사채 발행 비중



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

전체 발행을 미국채 10년물과 동일한 금리 민감도를 갖는 명목금액으로 환산할 경우에도 유사한 특징이 확인된다. 당사 추정 기준 4개사의 1,517.5억달러 신규 발행은 약 1,669억 달러의 10년물 국채와 유사한 수준의 듀레이션을 시장에 공급한 것으로 추산된다. 명목 발행액보다 약 10% 큰 규모이다. 절대적인 차이가 매우 크다고 평가하기는 어렵지만 이는 회사채 발행규모 자체보다 만기구조가 시장 수급에 미치는 영향을 함께 고려해야 함을 보여준다. 특히 동일한 1달러의 발행이라도 장기물 비중이 높은 기업일수록 시장이 추가적으로 부담해야 하는 듀레이션이 커진다는 점이 중요하다.

그림12 AI 관련 회사채 발행:



자료: Dallas Fed, Bloomberg, LS증권 리서치센터

이러한 변화는 Hyperscaler의 신용위험과 구분해서 평가해야 한다. 주요 Hyperscaler의 높은 신용등급과 현금창출력이 유지되는 상황에서도 대규모 장기채 공급이 반복되면 채권 투자자는 추가적인 신용 익스포저뿐 아니라 상당한 금리 위험을 동시에 인수해야 한다. 기업의 부도확률이 크게 변하지 않더라도 특정 섹터의 장기 듀레이션이 빠르게 누적될 경우 투자자가 신규 물량을 소화하기 위해 요구되는 가격 보상은 확대될 수 있다. 즉 현 단계에서 AI 관련 회사채의 핵심 위험은 반드시 펀더멘털 훼손에서 시작되는 것이 아니라 시장이 추가적인 듀레이션을 어느 가격에 받아들일 것인가의 문제에서 먼저 나타날 수 있다.

이 같은 현상은 미국 금리시장 전체에서도 무시하기 어려운 규모로 확대될 수 있다. 댈러스 연은은 2026년 AI 관련 투자등급 회사채 발행이 약 3,000억달러에 이를 경우 최대 약 3,600억달러의 10년물 환산 듀레이션이 신규 공급될 수 있으며, 이는 같은 기간 미 국채가 공급하는 듀레이션의 약 8분의 1에 해당할 수 있다고 추정했다. 미국채가 여전히 금리시장의 압도적인 듀레이션 공급원이라는 점에는 변화가 없지만, AI 인프라 투자에 따른 민간부문의 장기채 공급이 장기금리와 기간 프리미엄에 영향을 미칠 수 있는 새로운 수급 요인으로 등장하고 있다는 의미이다.

결국 AI 투자 확대에 따른 회사채 시장의 부담은 '얼마를 발행했는가'만으로 판단하기 어렵다. 2026년 Hyperscaler 발행의 경우 장기물이 명목 발행액에서 차지하는 비중보다 전체 DV01에서 차지하는 비중이 훨씬 높게 나타나면서 금리위험이 장기 영역에 집중되고 있다.

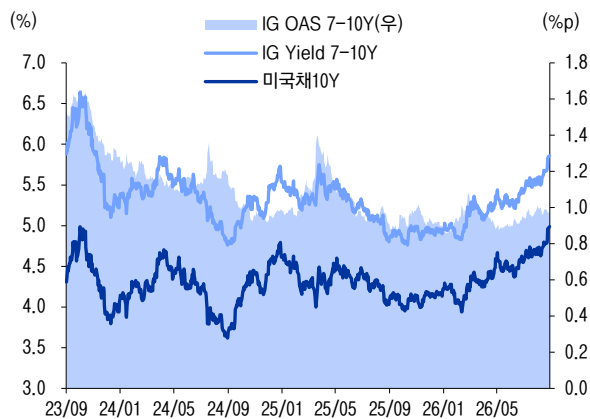
## Credit에서 Treasury로: AI Debt이 미국채 시장에도 중요한 이유

### 미국채를 따라 움직이던 회사채 금리

미국 회사채 금리는 동일 만기의 미국채 금리에 신용 위험과 유동성, 수급에 대한 보상인 스프레드를 더해 형성된다. IG 회사채 금리는 미국채 금리와 높은 방향성을 유지해 왔으며, 미국 금리곡선의 변화가 회사채 절대금리를 결정하는 주요 요인으로 작용하고 있다.

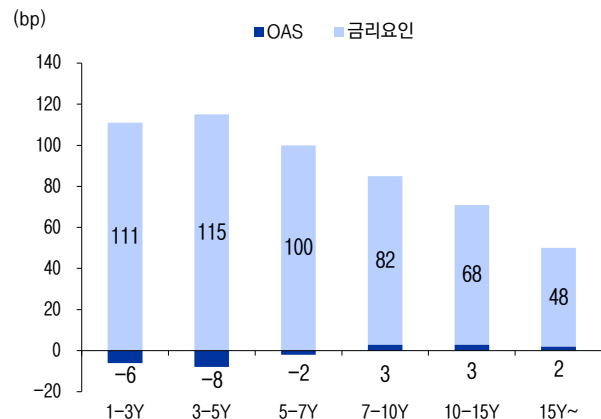
올해 IG 회사채 금리 상승 역시 금리 요인이 주도했다. 단기물에서는 OAS 축소가 금리 상승분을 일부 상쇄했지만, 장기물에서는 금리 요인과 OAS가 함께 상승했다. Treasury→Credit 경로가 여전히 지배적인 셈이다. 다만 금리 요인은 3-5년 구간(+115bp)에서 가장 크고 15년 이상 구간(+48bp)에서 가장 작았다. 장기구간에서 금리 상승폭이 상대적으로 작았음에도 OAS가 확대됐다는 점은 장기물 공급 부담이 금리보다 스프레드에서 먼저 나타나고 있음을 시사한다.

그림13 미국채 금리와 회사채 10년물 금리



자료: Fred, LS증권 리서치센터

그림14 IG Yield YTD 변화 요인 분석



자료: Fred, LS증권 리서치센터

**AI Debt이 더한 Credit→Treasury 경로**

회사채 금리가 미국채 금리에 민감하다는 사실은 회사채가 신용상품인 동시에 듀레이션 상품이라는 의미이기도 하다. 개별 기업의 발행 규모가 작을 때에는 회사채 공급이 미국 금리시장에 미치는 영향이 크지 않았다. 최근 Hyperscaler의 AI 투자를 위한 자금조달이 대형화 및 반복되고, 발행이 장기물에 집중되면서 회사채 시장에서 발생한 듀레이션 공급이 미국채 수급에도 영향을 줄 수 있는 규모로 확대되고 있다.

다섯 차례의 1,272.5억달러 규모 Hyperscaler 발행을 분석해본 결과 이 가운데 만기 20년 이상 장기물은 542.5억달러로 전체의 42.6%를 차지했다. 장기물 비중이 높아지면서 투자자가 인수해야 하는 금리 위험은 명목 발행액보다 크게 나타났다. 신규 발행 Pricing 당일 국채 금리는 다섯 차례 발행 중 세 차례 상승했다. 발행사의 금리 고정(rate-lock) 거래와 인수단의 헤지성 국채 매도, 신규물 편입을 위한 투자자의 기존 장기채 매도가 겹치면서 발행 시점에 국채 장기물에 매도 압력이 생길 수 있다. Hyperscaler의 대규모 장기채 발행이 거시 요인에 더해 국채 금리에 상방 압력을 가하는 수급 요인이 될 수 있음을 시사한다.

물론 모든 발행에서 미국채 금리가 상승한 것은 아니다. Meta가 발행한 4월 30일에는 전일 매파적이었던 FOMC 이후 미국채 금리가 먼저 급등한 뒤 일부 되돌림이 나타나며 대규모 회사채 발행에도 금리는 하락했다. 2월 9일 Alphabet의 200억달러 회사채 발행 당시에는 수급 영향과 별개로 해닛 NEC 위원장의 경기 및 노동시장 관련 발언이 금리 하락 요인으로 작용했다. 통화정책과 경제지표 등 거시 변수가 여전히 미국채 금리의 방향을 결정하는데 우세함을 보여준다.

**표2 Hyperscaler 신규 발행 시기 미국채 금리 변화폭**

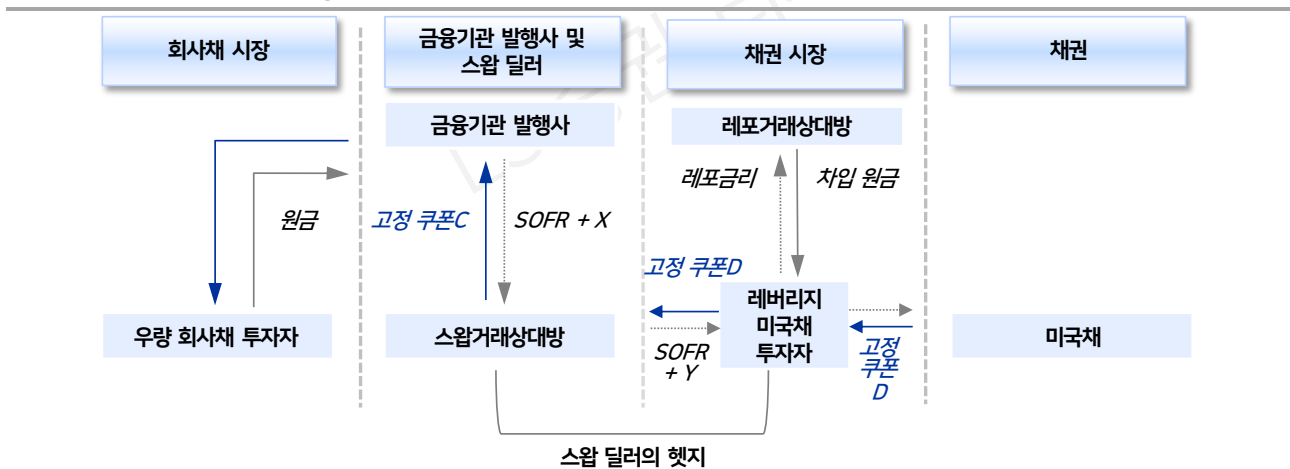
| 발행사       | Pricing date (DO) | 총 발행액 (\$bn) | 20Y+ 발행액 (\$bn) | 20Y+ 비중 (%) | D-1 대비 금리 상승폭(bp) |      |      |      |      | 비고                                                                                            |
|-----------|-------------------|--------------|-----------------|-------------|-------------------|------|------|------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
|           |                   |              |                 |             | 2Y                | 5Y   | 10Y  | 20Y  | 30Y  |                                                                                               |
| ①Amazon   | 2026-03-10        | 34.25        | 14              | 40.9        | 5.3               | 5.5  | 6.2  | 7.3  | 7.7  | 2~50년 9개 트랜치, 대규모 전 구간 발행                                                                     |
| ②Amazon   | 2026-07-07        | 24.25        | 9               | 37.1        | 7.6               | 8.8  | 8.2  | 7.9  | 7.2  | 3~40년 7개 트랜치, 금리 상승이 가장 뚜렷                                                                    |
| ③Alphabet | 2026-08-06        | 23.75        | 10              | 42.1        | 6.4               | 6.9  | 6.4  | 6.4  | 5.5  | 2~40년 8개 트랜치, 장기물 포함 대규모 발행                                                                   |
| ④Meta     | 2026-04-30        | 25           | 14              | 56.0        | -7.8              | -7.5 | -5.9 | -4.8 | -3.5 | 5~40년 6개 트랜치, 20년 이상 비중 56%<br>전일 매파적인 FOMC 회의 이후 금리 급등<br>(2년물: +11.3bp, 10년물: +8.5bp)       |
| ⑤Alphabet | 2026-02-09        | 20           | 7.25            | 36.3        | -1.3              | -1.3 | -0.4 | 0.4  | 0.7  | 3~40년 7개 트랜치<br>Alphabet의 회사채 발행에 국채 금리 상승했으나, 케빈 해닛 국가경제위원회(NEC)위원장의 성장 예상 부합 등 언급에 금리 하락 전환 |

자료: LS증권 리서치센터

### Credit→Treasury 경로를 강화하는 두 가지 변화

첫째, 발행 주체가 바뀌고 있다. Dallas Fed에 따르면 2025년 미국 IG 회사채 공급의 38%를 차지한 최대 발행주체는 금융사다. 금융사는 고정금리 회사채를 발행한 뒤 receive-fixed 스왑으로 부채를 변동금리로 바꾸는 경우가 많다. 이때 스왑 딜러는 반대편 위험을 헤지하기 위해 국채 투자자로부터 듀레이션을 사들이고, 결과적으로 국채의 듀레이션이 회사채 투자자에게 옮겨갈뿐 시장 전체의 순듀레이션은 크게 늘지 않는다. 반면 데이터센터 등 장기 실물자산에 투자하는 Hyperscaler는 장기 고정금리 부채를 그대로 유지하려는 유인이 크다. 전체 발행 규모가 같더라도 금융채 대신 Hyperscaler 채권의 비중이 커질수록 금리 시장이 최종적으로 흡수해야 하는 순듀레이션은 늘어날 수 있다.

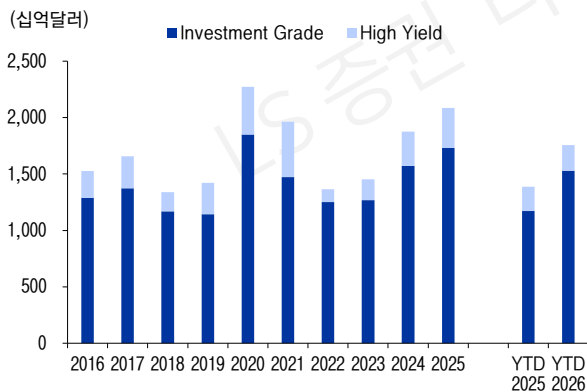
그림15 스왑을 수반한 회사채 발행은 미국채 듀레이션 위험을 회사채 투자자에게 이전



주: 남색 화살표는 듀레이션 위험이 이전되는 방향을 의미  
 자료: Dallas Fed, LS증권 리서치센터

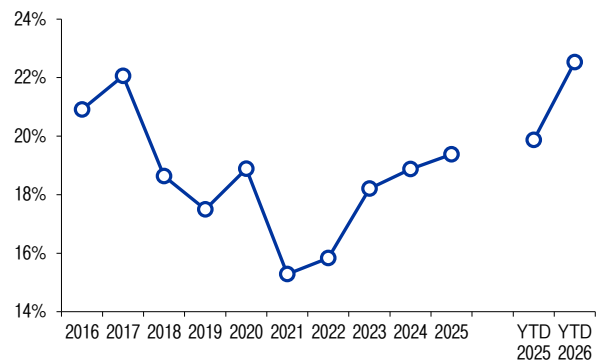
둘째, 회사채 공급 자체도 커졌다. SIFMA에 따르면 2026년 1~8월 미국 회사채 신규 발행은 1조 8,998억달러로 29.8%YoY 증가했고, 같은 기간 미국 전체 채권 발행(8조 4,311억달러)의 22.5%를 차지했다. 회사채 공급 규모가 커진 만큼, 신규 발행이 금리 시장과 수급에 미치는 영향도 더 이상 작다고 보기 어렵다.

그림16 회사채 발행 규모 확대



주: YTD는 1~8월까지의 수치  
 자료: SIFMA, LS증권 리서치센터

그림17 전체 채권 신규 발행 중 회사채 비중



주: YTD는 1~8월까지의 수치, IG+HY 합계 기준  
 자료: SIFMA, LS증권 리서치센터

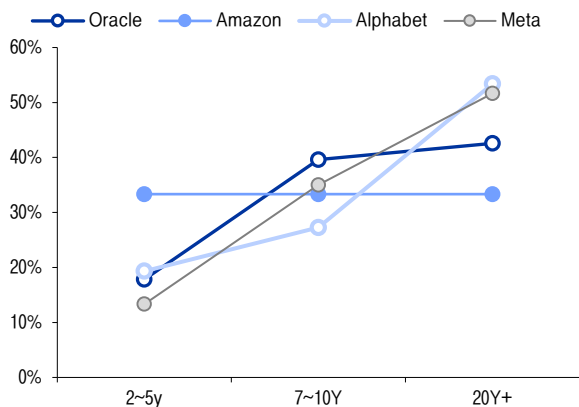
## 장기물 공급 부담은 오히려 커졌다

이 가운데서도 부담이 가장 크게 쌓이는 곳은 장기 구간이다. 장기 회사채는 신용위험과 함께 장기간의 금리위험을 투자자에게 이전한다. 따라서 신규 발행이 늘어날수록 회사채 시장은 미국채 금리의 변화를 반영하는 데 그치지 않고, 장기 투자자가 흡수해야 할 듀레이션 자체를 늘린다.

2026년 YTD 기준 20년 이상 연물의 채권 발행액은 2025년 연간 발행액(212.5억달러)을 상회했다. 전체 발행에서 장기물이 차지하는 비중은 낮아졌지만, 장기 구간의 공급 부담은 오히려 확대된 셈이다. 증가분 가운데 180억달러는 Amazon이 차지했다. Alphabet은 발행 규모를 확대했지만 장기물 비중은 53.4%에서 39.4%로 낮아졌다.

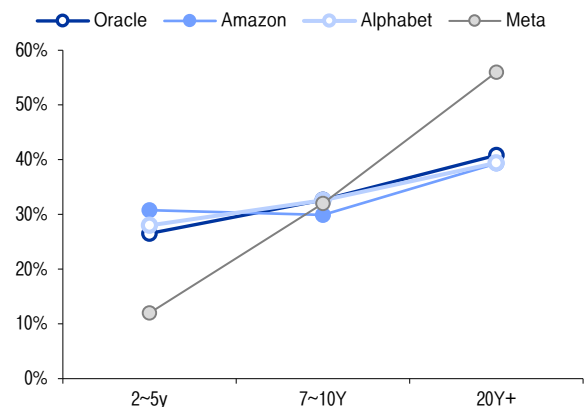
장기 회사채 발행 확대는 해당 연물의 투자자가 흡수해야 할 듀레이션을 늘린다. 특히 Amazon처럼 대규모 발행이 반복될 경우, 추가 물량의 가격은 기업 신용도뿐 아니라 장기 듀레이션을 받아들일 투자 수요와 헤지 여건에도 좌우된다.

그림18 Hyperscaler 발행 연물별 비중(2025)



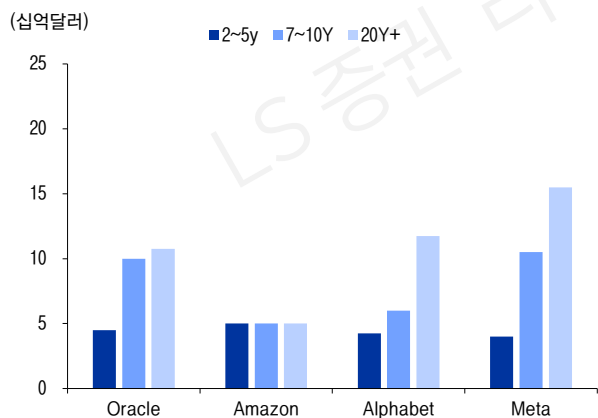
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림19 Hyperscaler 발행 연물별 비중(2026 YTD)



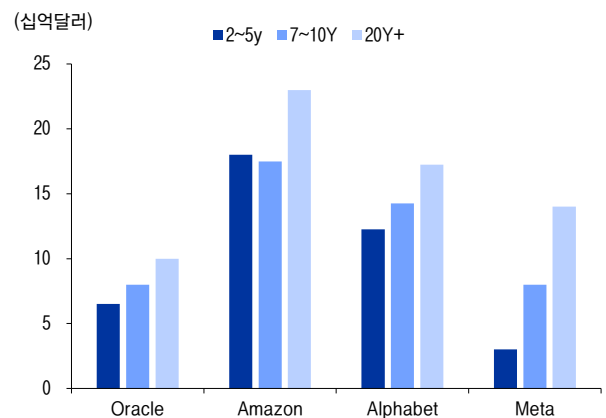
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림20 Hyperscaler 발행 연물별 규모(2025)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림21 Hyperscaler 발행 연물별 규모(2026 YTD)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

## 누가 AI 듀레이션을 흡수하고 있는가

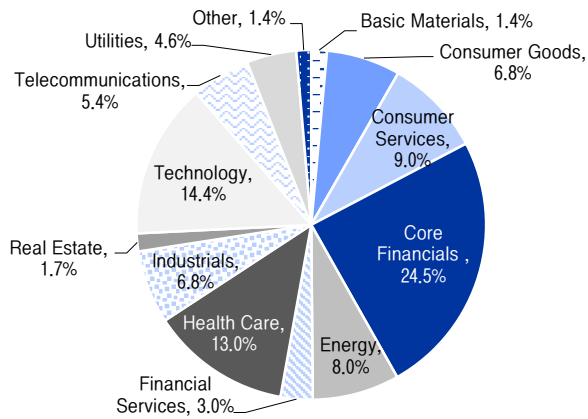
Hyperscaler의 대규모 장기채 발행이 지속되기 위해서는 이를 보유할 투자자 기반이 필요하다. 현재까지 AI 관련 회사채 공급은 비교적 원활하게 소화되고 있다. 주요 Hyperscaler의 높은 신용등급과 견조한 현금창출력이 투자수요를 뒷받침하는 가운데, 미국 투자등급 회사채의 절대금리 수준 역시 장기 투자자의 수요를 유인하고 있기 때문이다. 실제로 미국 회사채 시장의 장기 수요 기반은 넓어지고 있다. 연준 Financial Accounts(Z.1)에 따르면 2026년 2분기 말 해외 투자자의 미국 회사채 보유 잔액은 4.7143조달러로 8.8%YoY 증가했고, 생명보험사의 회사채·외국채 보유 잔액은 3.94조달러로 6.1% 늘었다. 장기 고정금리 회사채는 보험부채 및 연금부채의 듀레이션 매칭에 활용될 수 있어 절대금리가 충분히 높은 환경에서는 구조적인 수요가 존재한다. UBS 역시 Hyperscaler 채권의 주요 매수 주체로 보험사와 연기금, 재단을 지목한 바 있다.

다만 현재의 수요가 향후 공급 확대를 무제한으로 흡수할 수 있다는 의미는 아니다. 보험사와 연기금 등 장기 기관투자자는 일반적으로 개별 발행사 및 섹터에 대한 투자 한도를 관리한다. 로이터에 따르면 모회사가 보증하는 데이터센터 금융 등 관련 구조로 조달된 채무까지 동일 기업으로 합산할 경우, 일부 기관투자자는 이미 개별 발행사 한도에 근접하고 있다. 앞서 살펴본 리스·SPV 등 재무상태표 밖 조달이 늘어날수록 투자자가 인식하는 실질 익스포저는 공모채 발행액보다 빠르게 증가할 수 있다. 즉 Hyperscaler의 높은 신용도와 별개로 동일 발행사에 대한 익스포저가 누적되면 추가 발행물을 흡수하기 위해 더 높은 금리 또는 스프레드가 필요해질 수 있다.

벤치마크 투자자의 역할도 중요하다. 회사채 지수는 일반적으로 시가총액이 아닌 채권 잔액에 따라 비중이 결정되기 때문에 특정 기업이 부채 발행을 확대할수록 해당 기업의 지수 내 비중 역시 상승하는 구조이다. iBoxx 미국 투자등급 회사채 지수 내 기술 업종 비중은 2024년 말 10%에서 2025년 말 11.5%, 2026년 9월 14.4%로 높아졌다. 기술업종은 헬스케어(13%)를 제치고 금융(Core Financials, 24.5%)에 이어 두 번째로 큰 업종이 됐다. 올해 들어 지수 전체의 액면 잔액은 0.9% 늘어나는데 그쳤지만 기술업종 액면 잔액은 24.7% 증가했다. 벤치마크를 추종하는 투자자의 Hyperscaler 익스포저가 자연스럽게 확대되고 있음을 알 수 있다.

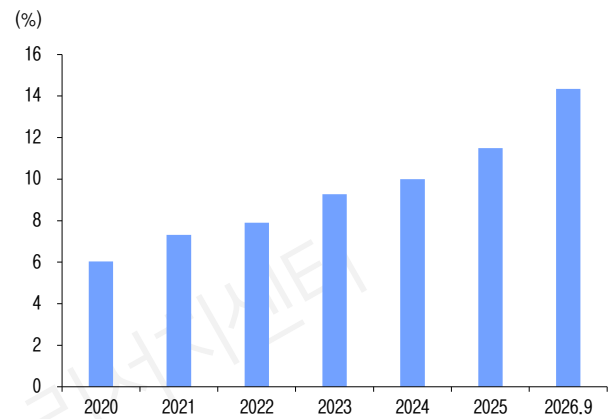
따라서 AI Debt의 수요 기반에는 서로 다른 두 가지 힘이 동시에 존재한다. 벤치마크 추종 자금은 Hyperscaler의 발행 잔액 증가에 비례해 익스포저를 늘리지만, 이는 지수 비중만큼만 편입하는 중립적 수요로 기존 가격에서 추가 물량을 받아주는 한계 매수자는 아니다. 반면 액티브 투자자와 보험사·연기금 등은 개별 발행사 한도와 상대가치, 듀레이션 부담을 고려해 추가 매수 여부를 결정한다. 발행 초기에는 높은 신용도와 절대금리 매력이 공급 확대를 충분히 흡수할 수 있지만, 발행이 반복되면서 기존 투자자의 포트폴리오 한도가 소진될 경우 신규 물량의 가격결정에는 보다 높은 수준의 스프레드 보상이 필요할 가능성이 있다.

그림22 iBoxx 미국 IG 회사채 지수 산업 비중



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림23 iBoxx 미국 IG 회사채 지수 Tech 산업 비중 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

결국 향후 AI Debt의 지속 가능성을 판단하는 핵심은 전체 채권시장에 존재하는 자금 규모가 아니라 추가 발행물을 받아줄 한계 투자자, 즉 marginal buyer의 매수 여력이다. 기존 장기 투자자가 개별 발행사 및 기술업종 익스포저 한도에 접근할수록 신규 발행물은 더 넓은 투자자 기반을 확보하거나 더 높은 가격 보상을 제공해야 한다.

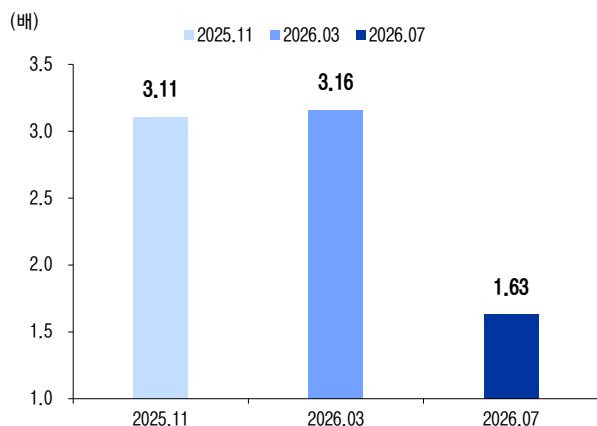
## 늘어나는 공급, 한계수요는 약화되고 있는가

### 투자자들의 주문 강도는 약화되고 있다

Hyperscaler의 반복적인 대규모 발행 속에서 최근 신규 발행에 대한 투자자의 주문 강도가 낮아지는 모습이 나타나고 있다. Amazon과 Meta는 직전 거래보다 발행규모를 줄였음에도 주문액이 더 크게 감소하면서 전체 가중 주문배수가 하락했다. 특히 일부 장기물에서는 국채 대비 발행 스프레드가 확대된 가운데 주문배수도 낮아져 추가 듀레이션을 인수하는 투자 수요와 가격 조건의 변화가 함께 확인된다. 공급을 소화할 수요 기반은 유지되고 있으나, 신규 물량을 받아들이는 여건은 이전보다 약해지는 모습이다.

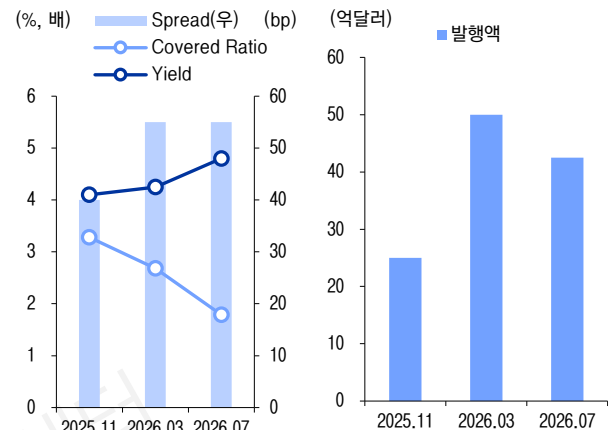
Amazon은 대규모 공급을 흡수하던 수요가 2026년 7월 들어 뚜렷하게 둔화됐다. 달러화 고정금리채 발행액은 2025년 11월 150억달러에서 2026년 3월 342.5억달러로 증가했지만, 주문액도 466억달러에서 1,082.5억달러로 늘어나면서 가중 주문배수는 3.11배에서 3.16배로 유지됐다. 반면 7월에는 발행액이 242.5억달러로 3월 대비 29.2% 감소한 가운데 주문액은 63.5% 줄어들며 가중 평균 주문배수는 1.63배로 하락했다. 3월까지의 공급 확대에 상응하는 주문이 유입됐지만, 7월에는 공급 축소폭보다 주문 감소폭이 더 크게 나타났다.

그림24 Amazon 고정금리채 가중 Covered Ratio



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

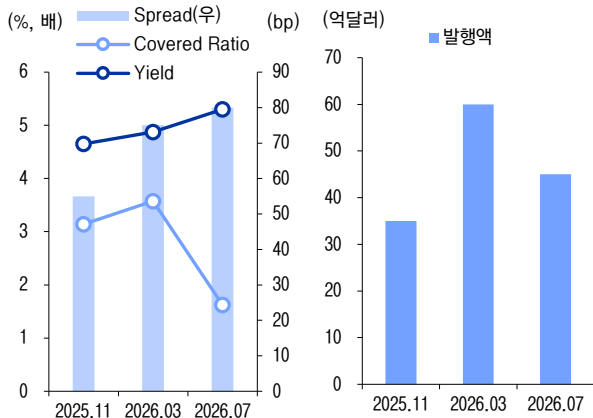
그림25 Amazon 채권 5년물 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

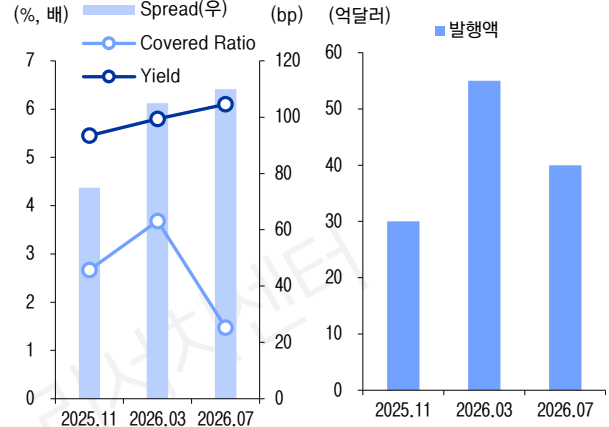
이러한 변화는 5·10·30년물에서 공통적으로 확인된다. 3월 대비 7월의 5년물 발행액은 50억달러→42.5억달러로 축소되고, 미국채 대비 발행 스프레드가 55bp로 유지된 가운데, 주문배수는 2.68배→1.79배로 하락했다. 10년물 역시 발행액이 60억달러에서 45억달러로 감소했지만, 주문배수는 3.58배→1.62배로 하락했다. 30년물에서는 주문 감소가 더욱 두드러졌다. 발행액은 55억달러→40억달러로 27.3% 감소했으나, 주문액은 202.5억달러→59억달러로 70.9% 감소하며 주문배수는 3.68배→1.48배로 급락했다. 특히 장기 구간에서는 더 넓어진 스프레드와 주문액 감소가 동시에 확인된다.

그림26 Amazon 채권 10년물 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

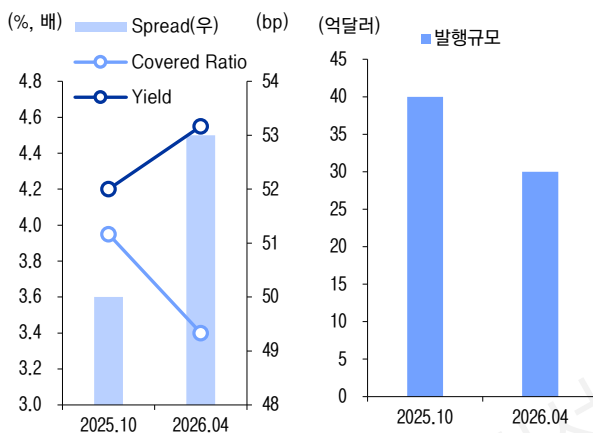
그림27 Amazon 채권 30년물 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

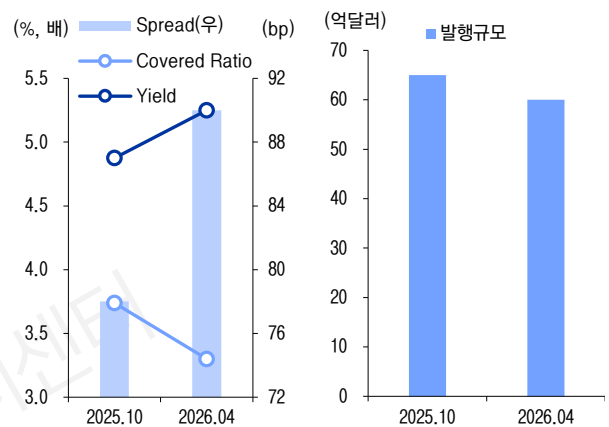
Meta는 Amazon보다 완만한 수요 둔화를 보였다. 2025년 10월 대비 2026년 4월 발행액은 300억달러→250억달러로 16.7% 감소했으나, 주문액은 1,163억달러→847.5억달러로 27.1% 감소했다. 이에 가중 주문배수는 3.88배에서 3.39배로 낮아졌다. 모든 비교 연물에서 발행 규모와 주문배수가 감소함을 확인할 수 있다.

그림28 Meta 채권 5년물 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

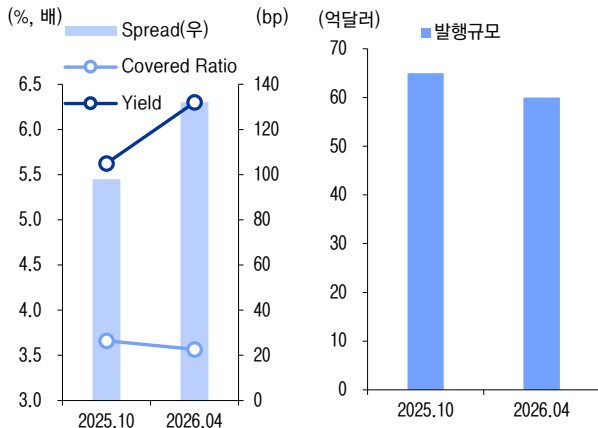
그림29 Meta 채권 10년물 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

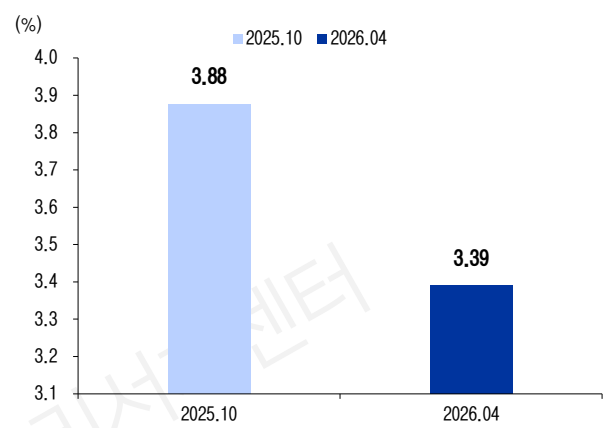
Meta의 장기물에서는 주문배수와 함께 가격 조건의 변화가 중요하다. 30년물 발행액이 65억달러에서 60억달러로 감소한 가운데 주문배수는 3.66배에서 3.57배로 비교적 안정적으로 유지됐다. 다만 동기간 발행스프레드는 98bp에서 132bp로 34bp 확대됐다. 장기물 수요가 유지됐으나 투자자에게 제공된 스프레드 보상도 함께 높아졌다는 점에 주목할 필요가 있다. 40년물의 경우 발행액이 45억달러에서 40억달러로 줄어든데 발행스프레드가 37bp 확대됐지만 주문배수는 3.67배에서 3배로 하락해 초장기 구간의 주문강도 저하가 더 선명하게 나타났다.

그림30 Meta 채권 30년 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림31 Meta 고정금리채 가중 Covered Ratio



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

결론적으로 Amazon에서는 주문 규모의 감소가, Meta에서는 완전한 주문배수 하락과 장기 물의 가격 보상 확대가 두드러졌다. 추가 공급을 흡수하는 여건이 주문과 가격 양쪽에서 변화하고 있음을 알 수 있다. 발행 시점별 시장 여건이 함께 반영된 결과라는 점을 감안하더라도, 향후 AI Debt의 시장 흡수력을 좌우할 변수는 발행 성공 여부를 넘어 반복되는 공급에 주문이 얼마나 따라붙고, 이를 확보하기 위해 어느 수준의 보상이 필요한가로 이동하고 있다.

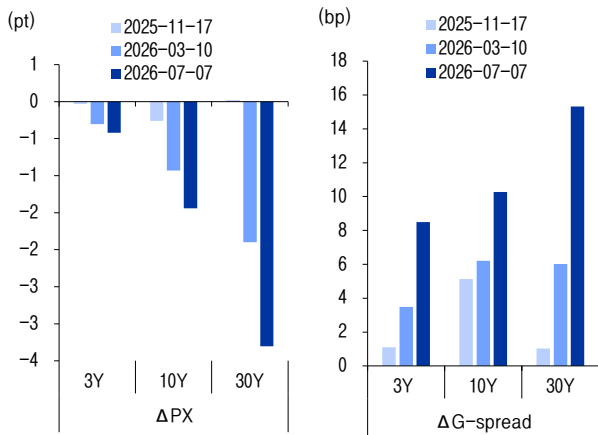
### 시장 흡수력의 변화는 발행 실패보다 먼저 가격에서 나타나고 있다

신규 발행시장에서 나타나는 수요 변화는 발행 당일 기존 유통채의 가격에서도 확인된다. Alphabet, Amazon, Meta의 2026년 신규 발행일 기존 유통채의 94.3%에서 G-spread(회사채 수익률과 동일 만기 국채 수익률 간 차이)가 확대됐다. 신규 물량을 소화하기 위해 제 공된 가격 보상이 신규채에만 영향을 미치지 않고, 동일 발행사의 기존 유통채까지 더 낮은 가격으로 repricing된 것이다. 반복되는 대규모 공급이 유통시장 전반의 상대가치를 낮추기 시작했음을 의미한다.

Amazon에서는 발행시장과 유통시장의 연결이 더욱 뚜렷했다. 가중 주문배수가 3월 3.16배에서 7월 1.63배로 낮아지는 동안, 발행 당일 기준 30년물 G-spread 확대폭은 6bp에서 15bp로 커졌다. 주문 감소와 기존채의 가격 조정이 함께 심화됐다는 것은 추가 공급을 기존 가격 수준에서 받아줄 한계 수요가 약해졌음을 시사한다.

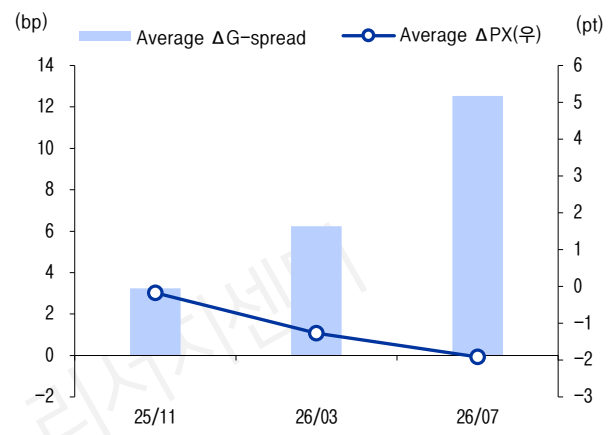
현재 Hyperscaler 채권에 대한 수요가 부족하다고 볼 수는 없다. 대규모 발행은 여전히 소화되고 있다. 다만 신규 물량을 흡수하기 위해 더 높은 스프레드가 필요해졌고, 그 가격 조정이 기존 유통채로 확산되고 있다. 시장 흡수력의 변화는 발행 실패보다 먼저 가격에서 나타나고 있다.

그림32 신규 발행일 유동물 가격과 G-spread(Amazon)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림33 신규 발행일 유동물의 변화 평균값(Amazon)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림34 신규 발행일 유동물 가격 움직임(Alphabet)

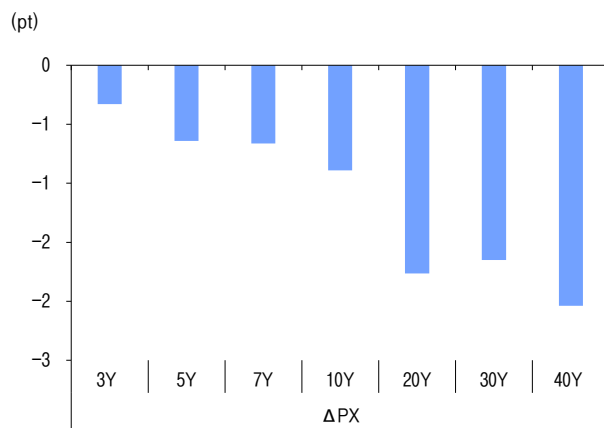
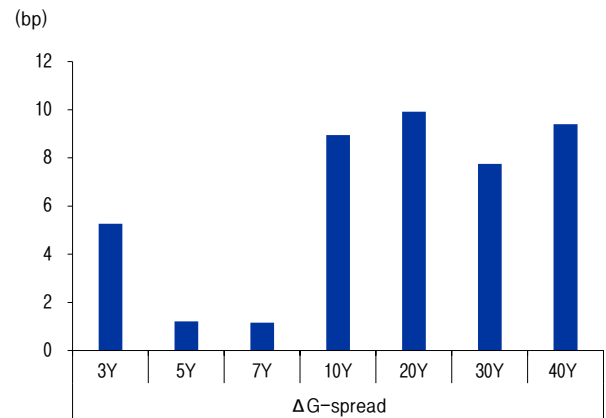
주: 신규 발행일은 2026년 8월 6일 기준  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림35 신규 발행일 유동물 스프레드 변동(Alphabet)

주: 신규 발행일은 2026년 8월 6일 기준  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

물론 이를 Hyperscaler 채권에 대한 절대적인 수요 부족으로 해석하기는 어렵다. 주요 발행은 여전히 충분한 주문을 확보하고 있으며 기업들의 전반적인 채무상환능력 역시 견조한 수준이다. 변화의 핵심은 투자자의 매수 의지가 사라지고 있다는 것이 아니라 추가 물량을 흡수하기 위해 요구하는 보상이 커지고 있다는 점이다. 즉 현재 AI Debt 시장은 수요 부족 보다는 공급 증가에 따른 가격 민감도 상승이 나타나는 단계로 평가할 수 있다.

---

Part III

---

부외 부담,  
갈리는 신용

---

## 회사채는 빙산의 일각

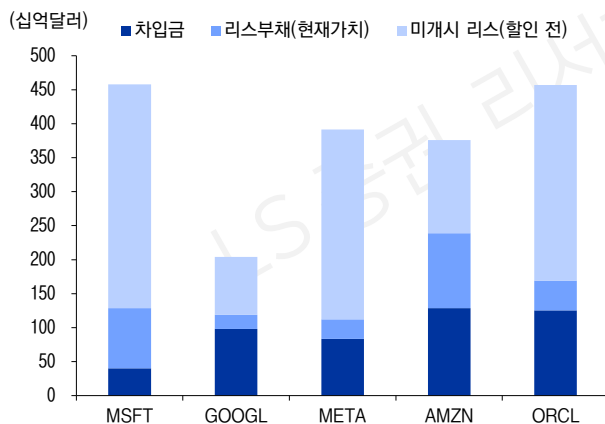
Hyperscaler의 AI 인프라 투자 재원은 공모 회사채로만 조달되지 않는다. 데이터센터를 직접 짓는 대신 장기로 빌려쓰는 리스, 별도 법인(SPV)을 세워 외부 투자자의 자금으로 캠퍼스를 짓는 합작투자(JV), 제 3자의 채무를 대신 보증하는 백스톱, 주식과 고객 선지급금까지 조달 수단은 빠르게 다변화되고 있다. 이들 대부분은 재무상태표의 차입금이 아니라 주석에만 공시된다.

규모는 회사채를 넘어선다. 5개사의 최근 분기 공시(Microsoft·Alphabet·Meta·Amazon 2026.6월 말, Oracle 8월 말)를 합산하면 재무상태표상 차입금은 4,764억달러, 리스부채(현재가치)는 2,914억달러다. 반면 주석으로만 공시되는 미개시 리스 약정은 1조 1,185억달러로 차입금의 2.3배에 달한다. 여기에 구매·계약 약정(Microsoft 제외 4개사) 1조 2,205억달러와 보증·백스톱 751억달러가 별도로 존재한다.

미개시 리스는 회계기준(ASC 842)상 리스가 개시되는 시점에야 부채로 인식된다. 그 전까지 순차입금이나 EBITDA 대비 레버리지 같은 통상적인 신용지표에 잡히지 않는다. 핵심 4개사의 순차입금/EBITDA가 낮게 나타나는 것도 이 때문이다. 반대로 말하면 향후 2~3년 사이 대규모 리스가 순차적으로 개시되면서 공시 부채가 계단식으로 늘어날 수 있다.

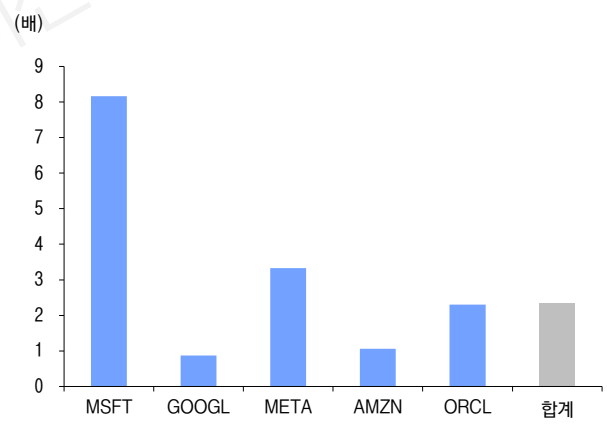
기업별 편차도 크다. Microsoft의 미개시 리스(3,291억달러)는 차입금(403억달러)의 8.2배로 5개사 중 가장 높다. Meta 3.3배, Oracle 2.3배, Amazon 1.1배, Alphabet 0.9배 순이다. 특히 Microsoft는 FY26(2025.7~2026.6) 중 신규 차입이 전혀 없었고 30억달러를 상환했다. 다만 주목할 점은 리스까지 포함하면 Microsoft가 5개사 가운데 가장 큰 부외 약정을 보유한 기업이라는 점이다. 회사채 발행 순위와 실질적인 조달 순위가 다르다는 것이다.

그림36 차입금·리스부채·미개시 리스 비교



자료: 각 사 SEC 공시(10-K·10-Q), LS증권 리서치센터

그림37 차입금 대비 미개시 리스 배율



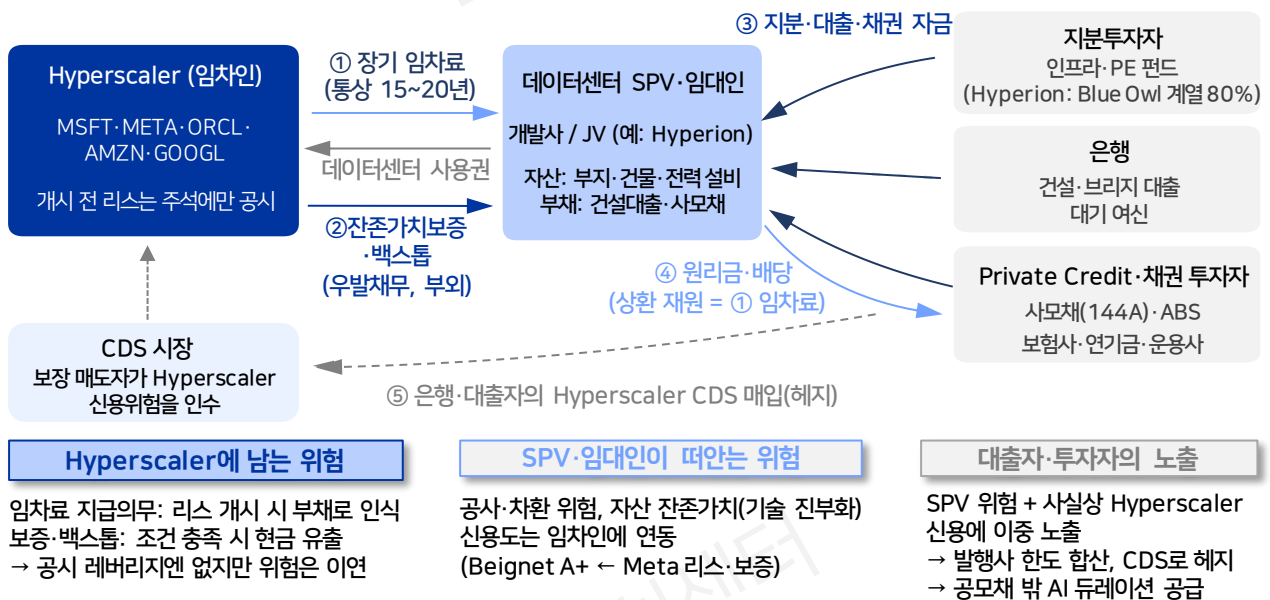
자료: 각 사 SEC 공시(10-K·10-Q), LS증권 리서치센터

## 리스: 가장 큰 부외 조달 수단

### 데이터센터를 짓는 대신 빌린다

리스 구조에서는 데이터센터 개발사나 임대인이 부지를 확보하고 건물을 지으며, Hyperscaler는 완공된 시설을 15~20년 장기로 임차한다. 건설자금은 임대인이 은행대출, 사모채, 자산유동화 등으로 조달하고, Hyperscaler가 내는 임차료는 상환 재원이 된다. Hyperscaler의 신용에 기대는 부채가 제3자의 재무상태표에 쌓이는 것이다. Hyperscaler 입장에서 대규모 선투자 없이 설비를 확보하고, 비용을 장기간에 걸쳐 분산할 수 있다.

그림38 데이터센터 리스 구조와 신용위험의 이동

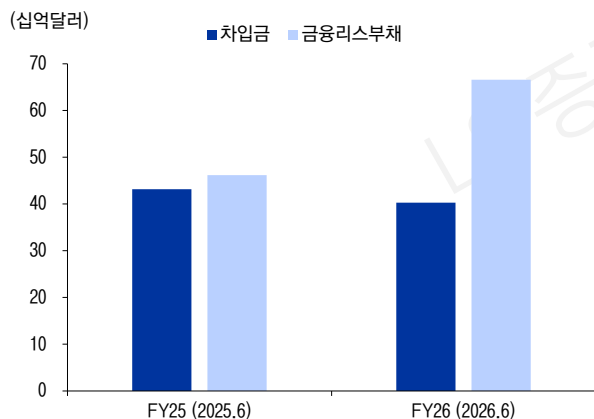


자료: LS증권 리서치센터

## Microsoft: 회사채 대신 금융리스

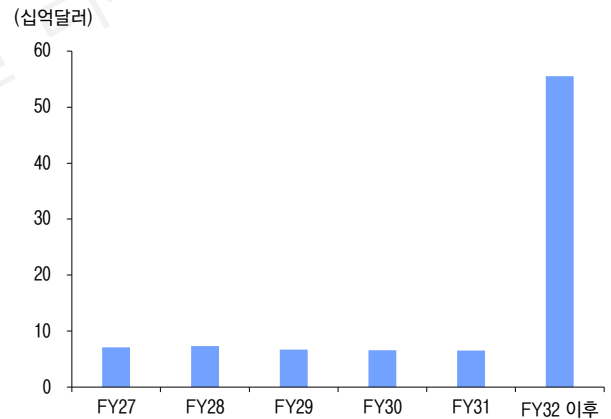
Microsoft는 리스 의존도가 가장 뚜렷하다. 2026년 6월 말 금융리스부채는 666억달러로 1년 전(462억달러)보다 44% 늘었고, 차입금(403억달러)을 크게 상회했다. 금융리스의 가중 평균 잔존기간은 13년, 할인율은 4.5%다. 향후 금융리스 지급액은 FY27 71억달러를 시작으로 5년간 연 65~73억달러이며, FY32 이후에만 555억달러가 남아있다. 여기에 아직 개시되지 않은 리스가 3,291억달러다. 각 리스는 FY27~FY33에 개시되며 개시 후 계약 기간은 각각 1~20년이다. 회사는 일부가 계약상 조건 충족을 전제로 한다고 밝혔다. Microsoft의 AI 투자 부담은 회사채 대신 장기 고정 임차료의 형태로 쌓이고 있다.

그림39 Microsoft 차입금 vs 금융리스부채



자료: Microsoft 10-K(FY26), LS증권 리서치센터

그림40 Microsoft 금융리스 연도별 지급 예정액(할인 전)



자료: Microsoft 10-K(FY26), LS증권 리서치센터

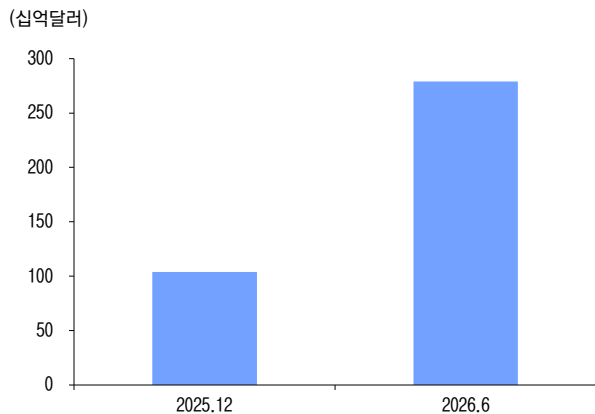
## Meta: 반년 동안 2.7배로 늘어난 미개시 리스

Meta의 인프라 확보 속도는 현재 재무상태표보다 미개시 리스 약정에서 먼저 드러난다. 데이터센터·코로케이션·네트워크 인프라 관련 미개시 리스는 2025년 말 1,037.7억달러에서 2026년 6월 말 2,789.9억달러로 2.7배 증가했다. 계약은 체결됐지만 사용이 시작되지 않아 아직 리스부채로 인식되지 않았다. 개시는 2026~2036년에 걸쳐 예정돼 있다. 여기에 Meta는 데이터센터 리스 680억달러(2027~28년 개시 예정, 18~20년)를 추가로 체결했다.

리스와 별개로, Meta는 2026년 6월 말 3,493.1억달러의 취소 불가능한 계약상 지급의무를 공시했다. 주로 외부 클라우드 용량과 서버·네트워크·데이터센터 등 기술 인프라에 관한 계약이다. 이 중 2026년 도래분은 535.2억달러, 2027년 도래분은 816.5억달러다. 여기에 최대 147.2억달러의 조건부 클라우드 용량 구매의무도 있다.

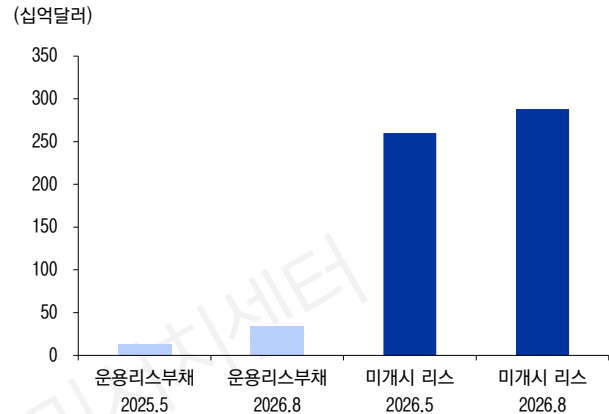
계약 확대는 현금 운용에도 영향을 미쳤다. Meta는 일부 다년 인프라 구매계약의 에스스로 조건에 따라 보유 MMF 108억달러를 사용제한 현금성자산으로 재분류했다. 이미 투자비로 지출한 금액이나 새로 발생한 부채는 아니다. 다만 계약상 구매의무를 이행하기 전까지 일반적인 기업 운영에 사용할 수 없으며, 2028~2030년에 제한이 해제될 것으로 예상된다. Meta의 부담은 현재 차입금 증가뿐 아니라, 향후 리스 개시에 따른 부채 인식과 장기계약에 묶이는 현금에서도 확인된다.

그림41 Meta 미개시 리스 추이



자료: Meta 10-K(2025), 10-Q(2Q26), LS증권 리서치센터

그림42 Oracle 운용리스부채와 미개시 리스



자료: Oracle 10-K(FY25-FY26), 10-Q(1QFY27), LS증권 리서치센터

### Oracle: 1년 동안 2.6배로 늘어난 운용리스부채

Oracle의 미개시 리스는 2026년 5월 말 2,600억달러에서 8월 말 2,880억달러로 3개월 새 280억달러 늘었다. 대부분 데이터센터 관련이며 2QFY27~FY29에 개시되고 기간은 15~19년이다. 이미 개시된 리스도 빠르게 늘고 있다. 운용리스부채는 2025년 5월 말 135억달러에서 2026년 8월 말 346억달러로 2.6배가 됐다. 운용리스의 가중평균 잔존기간은 12년, 할인율은 5.7%다. Oracle은 임대인의 차입 33억달러(2026년 5월 말 기준, 9월 만기)를 보증하기도 했다. 임차인이 임대인의 부채까지 보증하는 구조로, 리스와 보증의 경계가 흐려지고 있다.

### Amazon·Alphabet: 상대적으로 낮은 리스 의존도

Amazon의 미개시 리스는 1,372억달러로 이미 개시된 리스부채(1,098억달러)와 비슷하다. 이 중 935억달러가 2031년 이후에 지급된다. 이와 별도로 금융약정(financing obligations) 111억달러(이자 포함)가 있다. Alphabet의 미개시 리스는 852억달러(2026~2031년 개시, 1~26년)와 3분기 개시 예정인 단기 리스 58억달러다. 두 회사는 차입금 대비 미개시 리스 비율이 1배 안팎으로 5개사 중 낮다. 대신 Amazon은 회사채를, Alphabet은 뒤에서 살펴볼 백스톱과 주식을 주된 외부 조달 수단으로 쓰고 있다.

표3 기업별 미개시 리스 약정

| 회사        | 금액(\$bn) | 기준일    | 개시 시기         | 리스 기간  | 비고                             |
|-----------|----------|--------|---------------|--------|--------------------------------|
| Microsoft | 329.1    | 2026.6 | FY27~FY33     | 1~20년  | 일부 계약조건 충족 전제                  |
| Meta      | 279      | 2026.6 | 2026~2036     | 1~30년  | 7월 68.0 추가(2027~28 개시, 18~20년) |
| Oracle    | 288      | 2026.8 | 2QFY27~FY29   | 15~19년 | 5월 말 260.0                     |
| Amazon    | 137.2    | 2026.6 | 2031년 이후 93.5 | n/d    | 연도별 지급액만 공시. 금융약정 11.1 별도      |
| Alphabet  | 85.2     | 2026.6 | 2026~2031     | 1~26년  | 단기 리스 5.8 별도                   |

자료: LS증권 리서치센터

## SPV·JV: Hyperion 해부

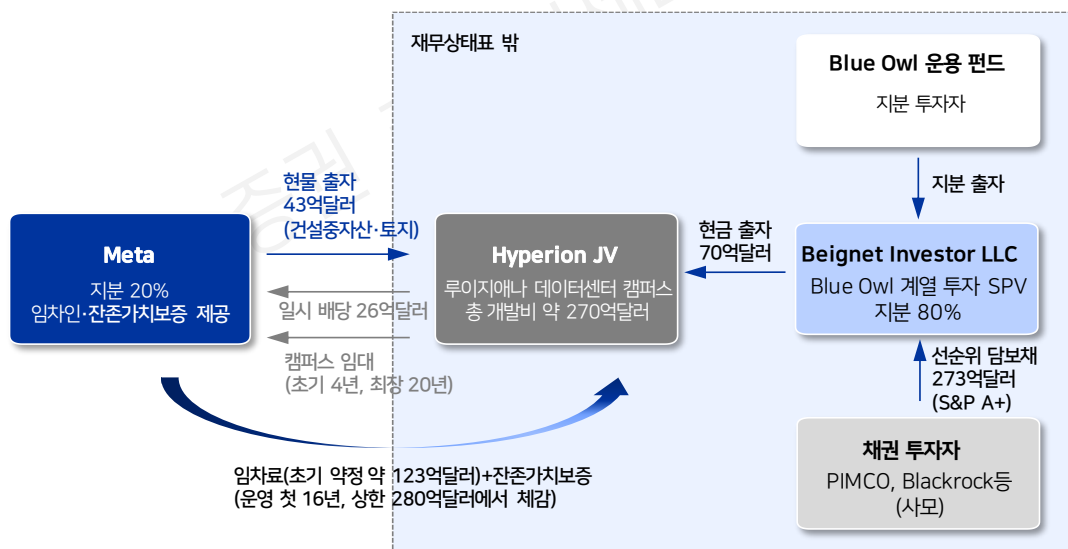
리스가 ‘빌려 쓰는 방식’ 이라면 SPV·JV는 한 걸음 더 나아가 ‘남의 돈으로 짓고 빌려 쓰는 방식’이다. 대표 사례로 Meta의 루이지애나 Hyperion 데이터센터 캠퍼스가 있다.

### 거래 구조

Meta의 공시에 따르면 2025년 10월 Meta는 Blue Owl Capital 계열 투자자와 JV를 설립했다. 설립 시점에 Meta는 매각예정으로 분류해 두었던 건설중자산과 토지 등 43억달러(부채 차감 후)를 출자했고, 투자자는 현금 70억달러를 출자했다. 지분은 Meta 20%, 투자자 80%이며, Meta는 설립 시점에 26억달러의 일시 배당(one-time distribution)을 돌려받아 초기 비용을 회수했다. 양측은 건물과 전력·냉각·통신 인프라에 드는 약 270억달러의 총 개발비를 지분율대로 부담하기로 했다. 투자자 측 자금은 SPV인 Beignet Investor LLC가 PIMCO 등 채권투자자를 대상으로 발행한 273억달러 규모 선순위 담보채(사모)로 대부분 조달됐고, S&P는 해당 채권에 A+ 등급을 부여했다. 이후 Meta는 2026년 7월 캠퍼스를 5GW 이상으로 확장하면서 총사업비(칩 제외)를 500억달러 이상으로 제시했다. JV 설립 당시 개발비의 두 배에 가까우나 확장분의 조달 구조는 아직 공개되지 않았다.

Meta는 완공된 캠퍼스를 JV로부터 임차한다. 초기 리스는 4년이며 갱신을 통해 최장 20년까지 연장할 수 있고, 초기 리스 약정은 약 123억달러다. 동시에 Meta는 운영 개시 후 첫 16년간 잔존가치보증(RVG)을 제공한다. 리스를 갱신하지 않거나 종료하는 등 일정 조건이 충족되면, Meta가 당시 캠퍼스 가치에 따라 상한이 있는 현금을 JV에 지급하는 구조이다. 보증 상한은 280억달러에서 시작해 시간이 지나며 줄어든다.

그림43 Hyperion 구조도



자료: LS증권 리서치센터

## 왜 부외인가

Meta의 2026년 6월 말 장기차입금(837억달러)은 공모 선순위채 액면(840억달러)과 사실상 일치한다. SPV가 발행한 273억달러는 Meta의 재무상태표 어디에도 없다는 뜻이다. Meta는 20% 지분만 보유하고, 설립 과정에서 오히려 현금을 돌려받았다. 그러나 경제적 실질을 보면 캠퍼스의 사용자도, 임차료를 내는 주체도, 리스를 갹신하지 않을 때 자산가치 하락 위험을 떠안는 것도 Meta다. 채권은 한 번에 전액 조달됐지만 담보가 될 캠퍼스는 수년에 걸쳐 지어진다. 그래서 건설 기간 동안 SPV 채권의 상환 재원은 사실상 Meta가 약속한 향후 임차료와 보증뿐이다. 따라서 해당 채권의 신용도는 사실상 Meta의 신용에서 파생된다.

## 신용 관점: 280억달러의 조건부 부채

잔존가치보증 상한 280억달러는 Meta가 2026년 4월 발행한 공모 회사채(250억달러)보다 크다. 초기 리스가 4년에 불과하다는 점도 중요하다. 4년 뒤 AI 수요나 기술 환경이 달라져 Meta가 리스를 갹신하지 않으면 보증이 현실화될 수 있다. 결국 Meta는 장기 차입의 신용위험을 단기 리스와 장기 보증의 조합으로 바꿔 놓은 셈이다. 신용평가사가 이런 약정을 조정부채에 반영하기 시작하면 공시 레버리지와 평가 레버리지의 괴리가 드러날 수 있다.

## 수급 관점: 공모채 통계 밖의 듀레이션

Beignet의 273억달러는 공모채 발행 통계와 주요 회사채 지수에는 포함되지 않지만, 기관 투자자의 자금으로 소화됐다. PIMCO가 주요 앵커 투자자로 참여한 만큼, 공모 회사채와 Beignet 채권 사이에는 투자자 기반이 일부 중첩될 가능성이 있다. 2025년 10월 Meta가 공모로 300억달러를 발행한 것과 같은 시기에 SPV를 통해 273억달러를 추가로 조달했다는 점을 감안하면, 공모채 통계만으로는 Meta 관련 장기채 공급이 절반 가까이 과소평가 된다. 투자자들이 SPV 물량을 모회사 익스포저로 합산해 한도를 관리하기 시작하면, 이는 흡수 여력 악화로 직결된다.

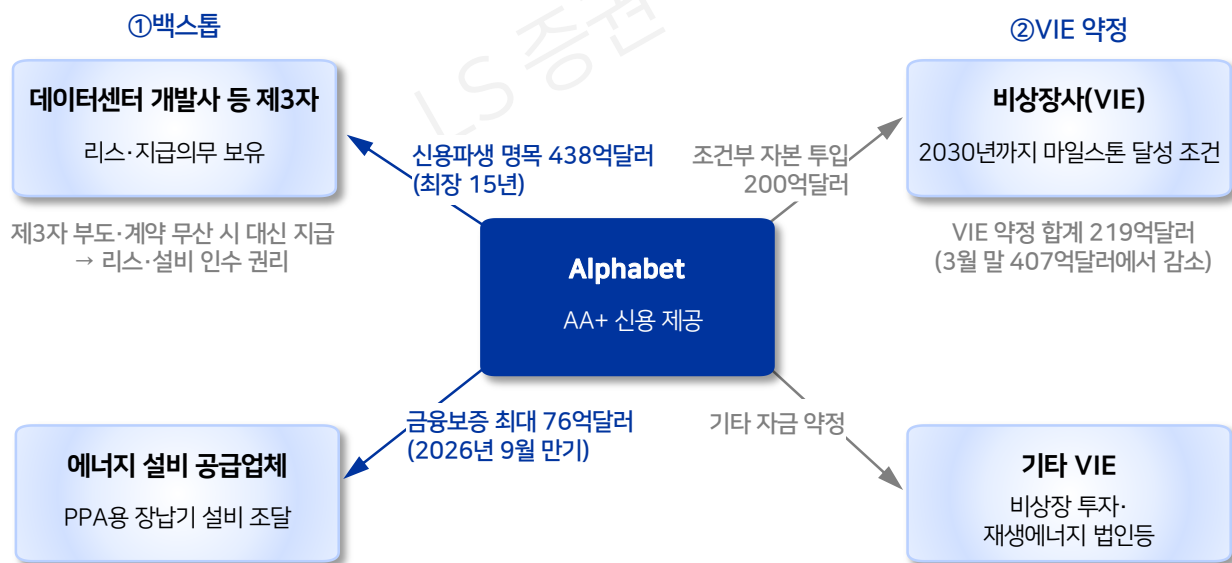
## 반복되는 템플릿

Hyperion은 한 번에 그친 일회성 이벤트가 아니다. Meta는 2026년 3월 장부가 15억달러의 데이터센터 자산을 매각예정으로 분류했다. 7월에는 텍사스 El Paso 데이터센터 캠퍼스를 20% 지분의 합작 법인으로 공동 개발하는 독점 계약을 맺었다. 본계약과 종결 조건이 남아 있지만, 3분기 중 종결되면 Meta는 약 23억달러의 매각예정 자산(부채 차감 후)을 출자하고 약 10억달러를 일시 배당으로 받는다. 이후 캠퍼스 시설을 리스하고, 최대 약 130억달러의 잔존가치보증을 제공할 예정이다. 자산을 매각예정으로 분류하고, 20% 지분 JV에 출자하고, 배당을 받고, 리스와 보증으로 되빌리는 구조가 반복되고 있다. Hyperion 확장분까지 같은 구조로 조달된다면 SPV 채권과 리스 약정, 잔존가치보증은 함께 더 커질 수 있다.

## 보증·백스톱: 신용을 빌려주는 Alphabet

Alphabet은 직접 빌리거나 빌려 쓰는 대신 자신의 신용을 제3자에게 빌려주는 방식을 확대하고 있다. 종류는 크게 두 가지이다. 하나는 다른 회사의 빚을 대신 갚겠다고 약속하는 백스톱이고, 다른 하나는 다른 회사에 나중에 돈을 넣겠다고 약속하는 변동지분실체(VIE) 자금 약정이다. 두 약정 모두 2026년 들어 급격히 증가했지만, 재무상태표의 차입금에는 나타나지 않고, 주석에만 공시된다.

그림44 Alphabet 약정 구조도



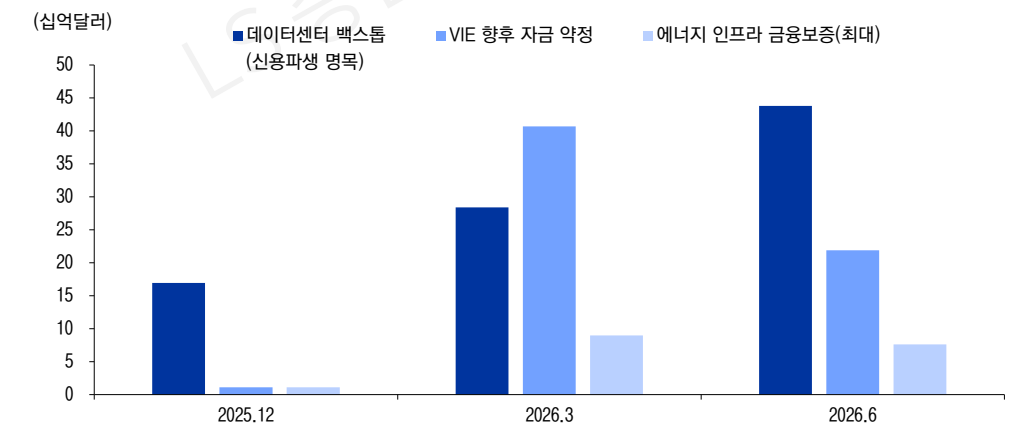
자료: LS증권 리서치센터

Alphabet은 데이터센터와 관련된 제3자의 지급의무를 보증하는 백스톱 계약을 신용파생상품으로 회계처리한다. 명목금액은 2025년 말 169억달러에서 2026년 3월 말 284억달러, 6월 말 438억달러로 반년 동안 2.6배로 증가했다. 명목금액은 기초 당사자가 채무불이행할 때 Alphabet이 부담할 수 있는 최대 잠재 익스포저를 뜻한다. 계약의 잔존기간은 최장 15년이며, 기초 당사자가 채무를 이행할수록 익스포저가 줄어든다. 채무불이행이 발생하면 Alphabet은 해당 리스를 인수해 직접 쓰거나 제3자에게 전대할 권리를 가진다.

두 번째는 VIE 자금 약정이다. Alphabet의 VIE에 대한 향후 자금 약정은 2025년 말 11억 달러에서 2026년 3월 말 407억달러로 급증했다가, 6월 말 219억달러로 감소했다. 6월 말 잔액의 대부분은 2030년까지 특정 운영·재무 마일스톤을 달성하면 비상장사에 200억달러의 자본을 투입하기로 한 약정이며, 이는 주식파생상품으로 회계처리된다. 채무불이행 시에만 지급하는 백스톱과 달리, 이 약정은 상대가 목표를 달성하면 이행되는 투자 의무라는 점에서 실제 현금 유출로 이어질 가능성이 높다.

약정은 에너지와 공급망으로도 이어진다. 에너지 서비스 계약은 2~26년(2054년까지)에 걸쳐 있으며, 대체로 사용 여부와 관계없이 최소 공급량에 대해 대금을 지불하는 take-or-pay 조건을 담고 있다. 장기 공급계약 등 고정·보장 구매약정은 7,070억달러로 5개사 중 압도적으로 크고, 대부분 2030년까지 이행된다.

그림45 Alphabet 부외 약정 분기 추이



자료: Alphabet 10-Q(2026.6), LS증권 리서치센터

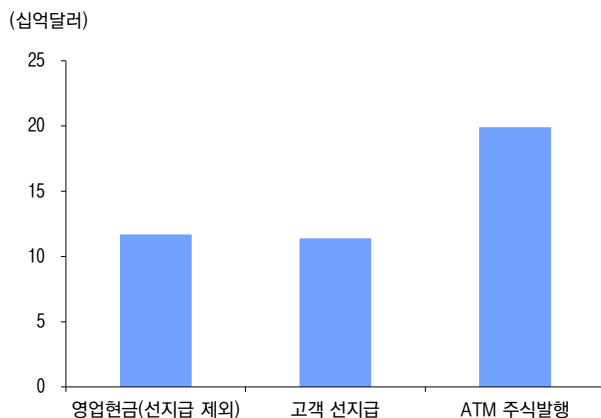
백스톱과 VIE 약정의 효과는 양면적이다. 데이터센터 개발사와 에너지 사업자는 Alphabet의 신용을 등에 업고 더 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있고, Alphabet은 자체 차입 없이 컴퓨팅 용량과 전력을 확보한다. 그러나 이 부채 역시 Alphabet의 신용에 연동된 AI 투자 부담이며, 기초 당사자의 부실이나 마일스톤 달성은 곧바로 Alphabet의 현금 유출로 이어진다. 차입금과 순차입금 어디에도 나타나지 않는 만큼, 신용 분석에서 별도로 추적해야 할 항목이다.

## 주식과 고객 돈: Oracle의 조달 전환(feat. Alphabet)

Oracle은 데이터센터 투자 확대에 필요한 자금을 회사채 외의 경로에서도 확보하고 있다. FY26(2025.6~2026.5)에는 선순위채 430억달러, 변동금리채 5억달러, 기간대출 등으로 차입을 크게 늘렸다. 그러나 1QFY27(2026.6~8)에는 신규 차입 없이 42억달러를 상환했다. 대신 200억달러 한도의 ATM(at-the-market) 주식발행 프로그램을 한 분기 만에 모두 소진해 1.41억주, 순 199억달러를 조달했다. 앞서 2월에는 6.50% 의무전환우선주(MCPS)로 약 50억달러를 조달했다. 자본총계는 3개월 새 431억달러에서 672억달러로 증가했다.

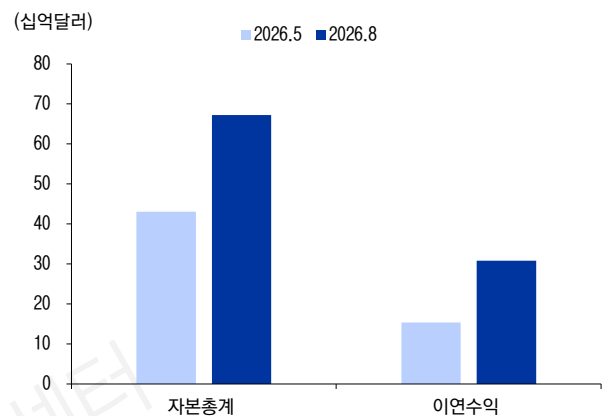
고객의 선지급금도 투자 재원이 됐다. 1QFY27 영업현금흐름은 231억달러로 전년 동기(81억달러)의 약 2.8배지만, 이 중 114억달러가 서비스 제공에 앞서 ‘유의적인 금융요소(significant financing component)’가 있는 고객 선지급금이다. 이를 제외한 영업현금흐름은 약 117억달러로, 같은 기간 설비투자 285억달러에 절반도 못미친다. 실제로 이연수익은 5월 말 154억달러→8월 말 308억달러로 증가했고, 이 중 161억달러가 비유동 항목이다.

그림46 Oracle 1QFY27 자금 원천



자료: Oracle 10-Q(2026.8), LS증권 리서치센터

그림47 Oracle 자본총계와 이연수익



자료: Oracle 10-K(FY26), 10-Q(1QFY27), LS증권 리서치센터

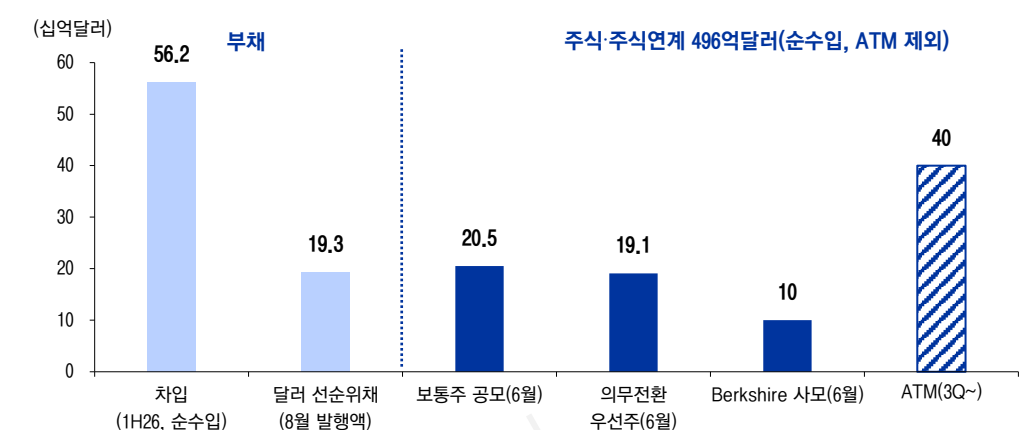
계약 규모와 현금 회수 시점도 구분해야 한다. 8월 말 잔여이행의무(RPO)는 6,640억달러다. 이는 이미 들어온 현금이나 확정 이익이 아니라, 계약에 따라 앞으로 재화·서비스를 제공하며 매출로 인식할 금액이다. Oracle은 그중 약 13%를 향후 12개월, 37%를 그다음 24개월에 매출로 인식할 것으로 예상한다. 데이터센터 투자비는 먼저 집행되는 반면 계약 매출은 장기간에 걸쳐 인식되는 구조다. 대규모 RPO는 향후 매출의 기반이지만, 단기 설비 투자를 얼마나 자체 현금으로 충당할 수 있는지는 확인이 필요하다.

결국 Oracle의 단기 차입 부담은 주식 발행과 고객 선지급금으로 완화됐다. 주식 발행은 레버리지를 직접 낮추는 가장 확실한 수단이고, 실제로 차입금은 5월 말 1,295억달러에서 8월 말 1,253억달러로 줄었다. 그러나 '유의적인 금융요소'가 있는 선지급금은 회계상 고객으로부터 이자를 부담하며 자금을 받은 것과 같아 부채 성격을 띤다. 또한 대부분 장기에 걸쳐 인식될 RPO에 의존하는 만큼, 주요 고객의 계약 이행 여부가 곧 Oracle의 현금흐름 위험이 된다. Oracle의 부채비율 개선을 신용 개선으로 곧바로 해석하기 어려운 이유다.

### Alphabet의 주식 조달

주식 조달은 Oracle만의 이야기가 아니다. Alphabet은 AI 투자 확대에 대응해 부채와 자본을 병행하고 있다. 2026년 6월 보통주와 의무전환우선주 발행으로 확보한 순조달액은 495.6억달러다. 보통주 305.0억달러와 6.25% 의무전환우선주 190.6억달러로 구성되며, 회사는 AI 인프라와 글로벌 컴퓨팅 확대를 위한 설비투자 등을 자금 용도로 명시했다. 우선주는 배당 부담이 있지만 2029년 보통주로 전환되는 구조로, 일반 회사채처럼 만기에 원금을 현금으로 상환해야 하는 부담을 줄인다.

그림48 Alphabet 2026년 조달 구성



주: 차입·주식·주식연계는 10-Q 순수입 기준. 8월 달러 선순위채는 발행액 기준. ATM은 한도  
자료: Alphabet 10-Q(2Q26), 보도자료, Bloomberg, LS증권 리서치센터

별도로 설정한 400억달러 한도의 ATM은 주식보상에 따른 현금 유출을 보전하는 역할을 한다. Alphabet은 임직원 주식보상의 권리가 확정되면 세금에 해당하는 주식을 차감해 지급하고, 원천징수세액은 회사 현금으로 납부한다. 향후에는 이 납부액에 상응하는 자금을 ATM 신주 발행으로 조달할 계획이다. 회사가 제시한 2026년 관련 세금 총당 예정액은 약 300억달러이며, 2분기 주식보상 관련 순현금지출은 65.7억달러였다. ATM을 집행하면 이러한 지출로 감소하는 현금을 보충해 설비투자에 사용할 여력을 확보할 수 있다. 다만 6월 말까지 발행 실적은 없었다.

주주환원에서도 현금 보전 기조가 나타난다. Alphabet은 2026년 상반기 자사주 매입을 집행하지 않았으며, 2분기 현금배당은 26.0억달러를 지급했다. 자사주 매입 프로그램을 유지하고 있지만, 매입을 유보하는 동시에 주식 발행으로 외부 자본을 확보했다. 이는 투자 확대에 따른 자금 소요를 추가 차입으로만 충당하지 않겠다는 재무 정책으로 해석된다. 주주에게는 지분 희석 부담이 발생하지만, 채권자에게는 현금 보유와 차입 의존도 측면에서 우호적인 변화다.

다만 자본 조달은 투자비의 부담 주체를 분산할 뿐, 향후 지급의무 자체를 줄이지는 않는다. Alphabet은 6월 말 신용파생 형태의 백스톱에서 최대 438억달러의 지급 노출을 보유하고 있으며, VIE 관련 향후 자금 약정도 219억달러에 달한다. 이들 약정은 각각의 발동 조건과 지급 시점을 따로 평가해야 한다. 따라서 이번 주식 조달은 신용에 긍정적이지만, 그 효과가 지속되려면 확보한 현금이 설비투자와 약정 이행으로 소진되는 속도를 함께 봐야 한다. Alphabet의 채권 투자 논거는 주식 발행으로 확보한 현금과 자사주 매입 유보가 추가 차입 필요를 얼마나 낮추느냐에 있다.

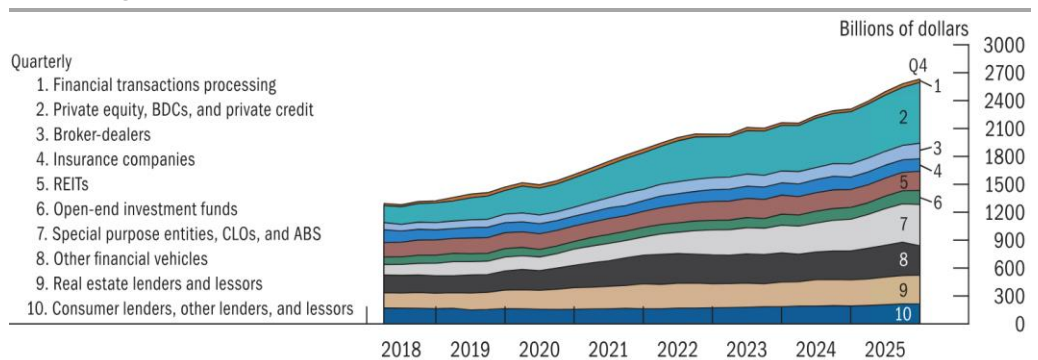
LS 증권 리서치센터

## 은행과 Private Credit: 부외 조달을 지탱하는 자금

부외 조달의 최종 자금 공급자는 은행과 Private Credit이다. BIS(2026년 1월)에 따르면 AI 관련 기업에 대한 Private Credit 대출 잔액은 거의 0에서 2,000억달러 이상으로 늘었다. 전체 Private Credit 대출에서 차지하는 비중도 1% 미만에서 약 8%로 높아졌다. 2025년 한 해에만 400억달러 이상의 신규 대출이 이뤄졌고, BIS는 2030년 잔액이 3,000~6,000억달러에 이를 수 있다고 전망했다. 주목할 점은 가격이다. AI 관련 기업 대출의 스프레드는 6.2%p로 비AI 기업(6.1%p)과 거의 차이가 없다(2026.1). 불확실성이 큰 신규 투자에 돈을 빌려주면서 위험 프리미엄을 거의 받지 않는 셈이다. BIS는 대출자가 AI 투자 위험을 과소 평가하고 있거나, 주식시장이 AI의 미래 현금흐름을 과대평가하고 있을 수 있다고 지적하며, "레버리지는 보이지 않는다고 사라지지 않는다"고 경고했다.

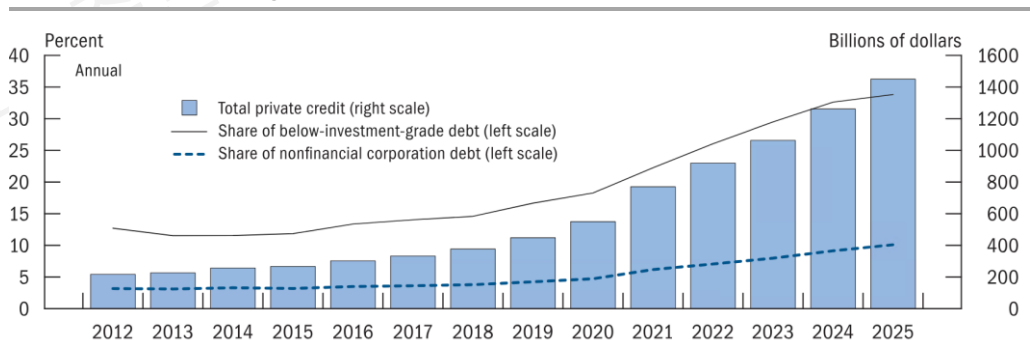
은행은 이 사슬의 뒤편에 있다. 은행은 SPV에 직접 여신을 제공하는 한편 Private Credit 펀드에도 자금을 공급한다. 연준 금융안정보고서(2026년 5월)에 따르면 은행의 기타 금융 기관 앞 신용공여 약정은 2025년 4분기 2.6조달러로 크게 증가했다. 특히 SPV, CLO, ABS 부문의 증가세가 두드러졌다. Private Credit 대출은 약 1.4조달러로 미국 비금융기업 부채의 약 10%를 차지했다.

그림49 비은행 금융기관에 대한 은행 신용 약정은 지속적으로 증가. 사모펀드, BDC 및 사모대출이 가장 큰 비중을 차지



자료: Fed, LS증권 리서치센터

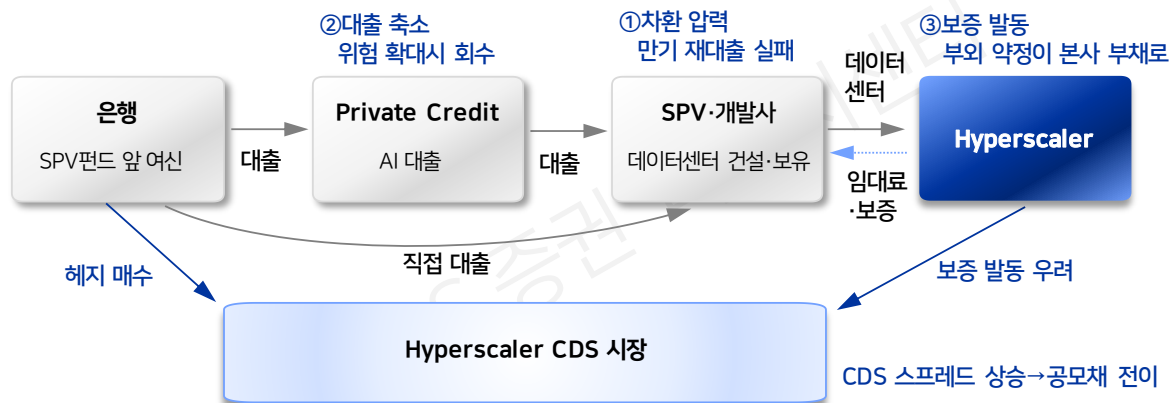
그림50 Private Credit 시장 규모



자료: Fed, LS증권 리서치센터

BIS는 2026년 3월 분기보고서에서 은행의 SPV 앞 여신이 새로운 충격 전이 경로를 만들 수 있음을 지적했다. 경로는 세가지이다. 개별 SPV 차원의 차환 압력, Private Credit의 경기순응적 태도 변화, Hyperscaler 보증의 발동이다. 초기 리스는 짧고 보증은 긴 Hyperion 같은 구조에서는 리스 갱신 시점에 차환과 보증 발동이 동시에 시험대에 오른다.

그림51 부외 조달의 충격 전이 경로



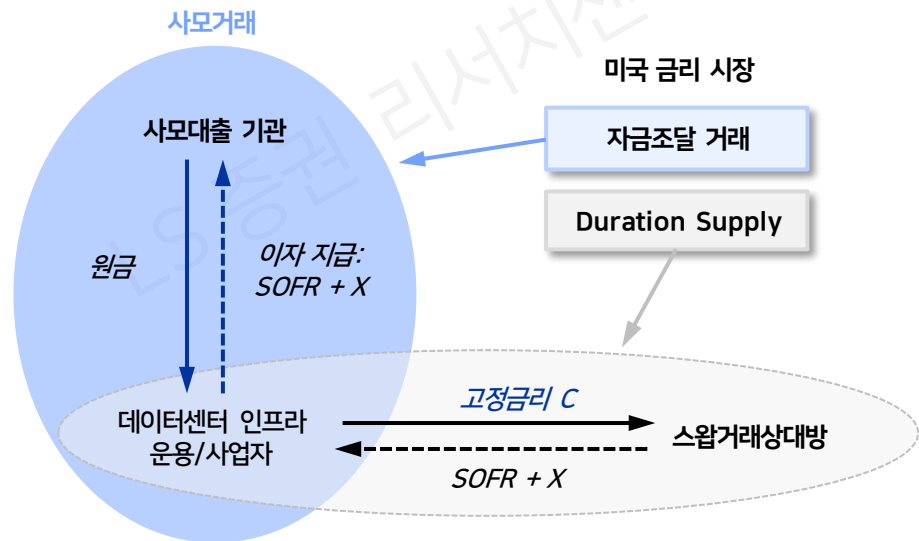
자료: LS증권 리서치센터

신용 측면의 영향은 CDS 시장에서 먼저 나타나고 있다. BIS는 Hyperscaler의 CDS 스프레드가 공급 물량과 사업 불확실성을 반영해 특히 낮은 신용등급 기업 중심으로 상승했다고 지목했다. 부외 조달은 여기에 헤지 수요를 더한다. SPV나 개발사에 돈을 빌려준 은행이 부담해야 하는 최종 신용위험은 임차인이자 보증인인 Hyperscaler에게 있기 때문이다. SPV 채권이나 대출에는 따로 CDS가 없으므로, 은행은 Hyperscaler의 단일종목 CDS를 매수해 위험을 헤지할 유인이 있다.

Bloomberg(5/24)가 인용한 DTCC 자료에 따르면 Microsoft·Amazon·Oracle의 CDS 거래량은 2026년 1분기 46억달러로 전년 동기(7.6억달러)의 약 6배였다. 2025년 10월에야 거래가 시작된 Meta CDS도 1분기에 5.3억달러가 거래돼 직전 분기의 두 배를 넘었다. DTCC는 건당 보고 금액을 500만달러로 제한하기 때문에 실제 거래는 이보다 많을 가능성이 크다. 주요 매수 주체로는 은행의 CVA 데스크가 지목되며, 이들은 데이터센터 거래나 GPU 담보 대출에서 생기는 간접 익스포저까지 CDS로 헤지할 수 있다.

금리 측면의 영향도 있다. Private Credit 대출은 대부분 변동금리여서 장기 고정금리를 원하는 데이터센터 운영사는 고정금리 지급 스왑을 함께 체결한다. 이 스왑이 시장에 듀레이션을 공급한다. Dallas Fed(2026.2)는 이 경로로 2025년 4분기에만 10년물 환산 최대 500억달러 이상의 듀레이션이 공급됐을 수 있다고 추정했다. 또한 IG 회사채 발행이 2026년 한 해 동안 10년물 환산 최대 3,600억달러의 듀레이션을 새로 공급할 수 있다고 분석했다. 부외 조달이 신용과 금리 양쪽에서 공모채 통계에 잡히지 않는 공급을 만들어내고 있다.

그림52 공모채 밖에서도 발생하는 AI Duration Supply



자료: Dallas Fed, LS증권 리서치센터

Hyperscaler 본체 역시 미사용 은행 신용한도를 예비 유동성(backstop liquidity)으로 확보하고 있다. Amazon은 6월 175억달러 규모의 무담보 지연인출 기간대출(Unsecured Delayed Draw Term Loan, DDTL)을 약정했다. 인출하게 된다면 3년 만기 대출로 전환되고, 9월 30일까지 인출하지 않은 한도는 소멸한다. 6월 말 기준 미인출 상태이며, 7월 회사채 발행 당시 Amazon은 연내 추가 채무 발행 계획이 없다고 인수단에 전한 것으로 알려졌다. 인출 여부는 3분기 공시에서 확인할 수 있으며, 만약 인출되었다면 은행 차입이 3년 짜리 부채로 전환된 것이고, 소멸했다면 대기 유동성 175억달러가 사라진 것이다. 이와 별도로 150억달러(2028년 11월 만기)와 50억달러(2026년 10월 만기)의 리볼빙 신용공여가 있다.

Alphabet은 117억달러의 신용공여 중 13억달러를 인출했고, 인출분 금리는 SOFR+1.5~2.25%로, AA+ 기업의 본사 여신으로 보기에는 가산금리가 높게 측정됐다. 2026년 5월 말 기준 Oracle은 100억달러의 미인출 리볼빙 신용공여(2031년 3월 만기)를 보유하고 있으며, 기간대출과 CP 잔액은 각각 51.4억달러, 14.7억달러다.

## 조정 레버리지: 부외 약정을 넣으면 격차가 줄어든다

부외 약정의 영향을 가늠하기 위해 5개사의 부채를 영업현금흐름(OCF, LTM) 대비로 재계산을 해보았다. 공시 기준(차입금+리스부채)으로는 Oracle(3.61배)을 제외한 4개사가 모두 1.5배 이하다. 핵심 4개사 중에서는 Amazon(1.48배)이 가장 높고 Meta(0.86배), Microsoft(0.70배), Alphabet(0.64배)은 1배를 하회한다.

미개시 리스를 더하면 상황은 바뀐다. 미개시 리스는 향후 지불할 임대료를 단순 합산한 금액이므로 현재가치로 잡히는 차입금+리스부채와 바로 더할 수 없다. 이에 각 사가 공시한 리스기간 범위의 중간값을 평균 기간으로 두고(Microsoft 1~20년 → 10.5년, Alphabet 1~26년 → 13.5년, Meta 1~30년 → 15.5년, Oracle 15~19년 → 17년), 리스 할인율(Microsoft 4.5%, Oracle 5.7%, 나머지 5%)로 현재가치를 계산했다. 리스가 실제로 시작되기까지의 기간도 반영해 공개된 개시 구간(예: Meta 2026~2036년)의 중간 시점까지 추가로 할인했다. 기간 범위를 공시하지 않은 Amazon은 10-Q에 공시된 연도별 지급 일정으로 직접 할인했다.

표4 부외 약정 포함 레버리지 (당사 단순 현재 추정)

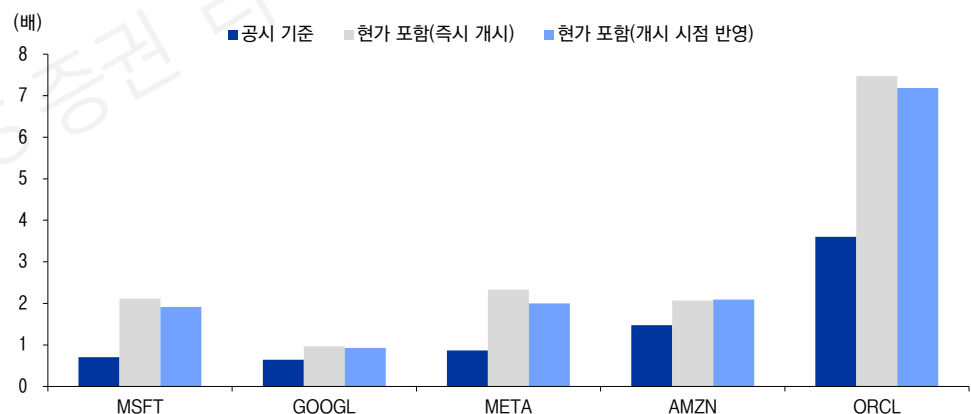
| 구분                     | MSFT  | GOOGL | META  | AMZN  | ORCL  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 공시 부채(차입금+리스부채)/OCF    | 0.70  | 0.64  | 0.86  | 1.48  | 3.61  |
| 미개시 리스 현재 포함(지급 시점 반영) | 1.91  | 0.93  | 2.00  | 2.09  | 7.19  |
| 미개시 리스 현재 포함(즉시 개시 가정) | 2.11  | 0.97  | 2.33  | 2.07  | 7.47  |
| 미개시 리스 명목 포함           | 2.50  | 1.10  | 3.00  | 2.33  | 9.75  |
| 미개시 리스(명목, \$bn)       | 329.1 | 85.2  | 279.0 | 137.2 | 288.0 |
| OCF(LTM, \$bn)         | 182.9 | 185.7 | 130.3 | 161.4 | 46.9  |

주1: 평균 기간은 공시 리스 기간 범위의 중간값. Amazon은 공시 지급 일정 기준(2030년 지급 수준이 이후 지속된다고 가정, 역산 기간 14.6년)

주2: MSFT·GOOGL·META·AMZN OCF는 LTM(2026.6), ORCL은 10-Q LTM(2026.8, 고객 선지급금 114억달러 포함). 보증 백스톱은 발동 확률을 알 수 없어 제외

자료: 각 사 10-K·10-Q, Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림53 부채/OCF: 공시 기준 vs 미개시 리스 포함 (당사 단순 현재 추정)



자료: 각 사 10-K·10-Q, Bloomberg, LS증권 리서치센터

결과는 분명하다. 미개시 리스를 현재가치로 더하면 Meta는 0.86배에서 2.00배, Microsoft는 0.70배에서 1.91배로 높아져 Amazon(2.09배)과 같은 수준으로 확대됐다. 공시 지표에서는 Amazon만 레버리지가 높아 보였지만, 부외 리스를 넣으면 그 격차가 축소된다. Alphabet은 0.93배로 여전히 가장 낮고, Oracle은 3.61배에서 7.19배로 두 배 가까이 증가한다.

핵심 3개사 간 순위는 가정에 따라 바뀐다. 리스가 모두 현재 개시된다고 가정하면 Meta(2.33배)와 Microsoft(2.11배)가 Amazon(2.07배)을 넘어서고, 명목 기준으로는 Meta가 3.00배로 가장 높다. 개시 시점을 반영하면 Amazon이 근소하게 앞서지만, 할인율을 1%p만 낮춰도 Meta(2.14배)가 Amazon(2.13배)을 다시 앞선다. 세 회사의 차이가 가정 하나로 뒤집힐 만큼 작다는 뜻이다. 순위보다 중요한 것은, 공시 지표로 본 Amazon과 나머지 기업 사이의 격차가 부외 리스를 넣으면 사실상 사라진다는 점이다.

물론 이 수치가 신용위험의 크기로 직결되지는 않는다. 미개시 리스는 앞으로 매출을 만들어낼 설비와 결합돼 있고, 리스가 개시되는 동안 OCF도 늘어날 것이다. 반대로 과소평가된 부분도 있다. Alphabet의 백스톱(438억달러)과 VIE 자금 약정(219억달러), Meta의 잔존 가치보증(최대 280억달러)은 이 계산에 들어가 있지 않다. Alphabet의 배수가 가장 낮게 나오는 데에는 이 계산 범위의 영향도 있다는 뜻이다. Oracle의 OCF에는 고객 선지급금 114억달러가 포함돼 있는데, 이를 빼면 공시 기준 배수는 4.76배, 미개시 리스 포함 배수는 9.50배로 높아진다.

LS증권 리서치센터

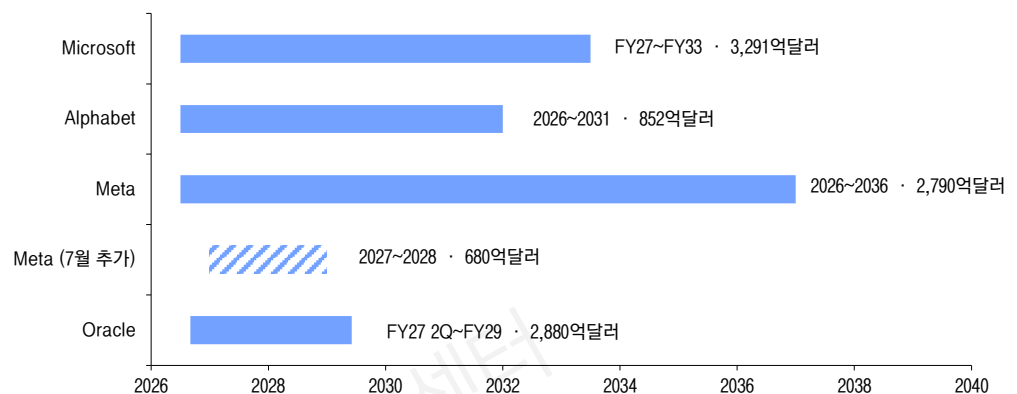
## 신용위험은 이연되고, 공급은 과소평가되고 있다

### 신용: 없는 것이 아니라 이연된 것

공시 신용지표만 보면 핵심 4개사는 여전히 견조하고, 스프레드 확대는 신용보다 수급 요인이 크다고 볼 수 있다. 그러나 부외 약정을 고려하면 핵심사의 신용위험은 없는 것이 아니라 뒤로 미뤄져 있을 뿐이다.

이연된 위험이 표면화되는 경로는 세 가지다. 첫째, 미개시 리스의 개시다. Meta(2026~2036), Oracle(FY27~FY29), Microsoft(FY27~FY33)의 리스가 순차적으로 개시되면 공시 부채가 계단식으로 늘어난다. 둘째, 신용평가사의 조정이다. 평가사가 리스 약정과 보증을 조정부채에 반영하는 범위를 넓히면 등급 여력이 줄어든다. 셋째, 보증의 발동이다. Hyperion처럼 초기 리스가 짧고 보증이 긴 구조에서는 리스 갹신 여부가 곧 신용 이벤트가 된다.

그림54 기업별 미개시 리스 개시 구간



주: 막대는 공시된 개시 예정 구간, 라벨은 명목 약정액 리스 기간. Meta 7월 추가분은 6월 말 이후 계약으로 조정 레버리지 계산에서 제외. Amazon은 개시 시점 미공시로 제외

자료: 각 사 10-K·10-Q, LS증권 리서치센터

### 수급: 공모채 통계 밖의 듀레이션

Part II의 DV01 분석은 공모 회사채만을 대상으로 했다. 그러나 SPV의 사모 담보채, 임대인과 개발사의 건설·프로젝트 금융, Private Credit 대출과 수반된 스왑은 모두 Hyperscaler의 신용과 AI 수요에 기대는 장기 부채다. 이들은 공모채 지수에 잡히지 않지만 같은 투자자군의 자금을 두고 공모채와 경쟁한다. 투자자들이 이를 모회사 익스포저로 합산하기 시작하면, 공모채 발행이 줄어도 흡수 여력은 계속 약해질 수 있다. AI Debt의 수급 부담은 공모채 통계가 보여주는 것보다 크다.

---

Part IV

---

공급은  
계속된다

---

## 발행 후 스프레드가 말해주는 것

### 등급과 공시 지표는 그대로다

Part II에서 확인한 가격 조정은 발행시장과 유통시장 양측에서 나타났다. Amazon과 Meta의 후속 발행에서는 주문 강도와 발행 가격 조건이 약해졌고, 신규 발행일에는 동일 발행사 기존 유통채의 G-spread도 함께 확대됐다. 그렇다면 지금의 가격 조정은 이연된 신용위험이 반영되기 시작한 것인가, 아니면 공급부담에 따른 기술적 조정인가.

신용등급에서는 아직 뚜렷한 변화가 확인되지 않는다. S&P는 Microsoft(AAA), Alphabet(AA+), Amazon(AA), Meta(AA-)에 모두 Stable 전망을 유지하고 있다. Moody's도 Aaa~A1 범위에서 Stable 전망을 유지 중이다. 같은 AI 투자 국면에서 등급이 하향된 곳은 Oracle뿐이다(S&P BBB-, Moody's Baa2 Negative).

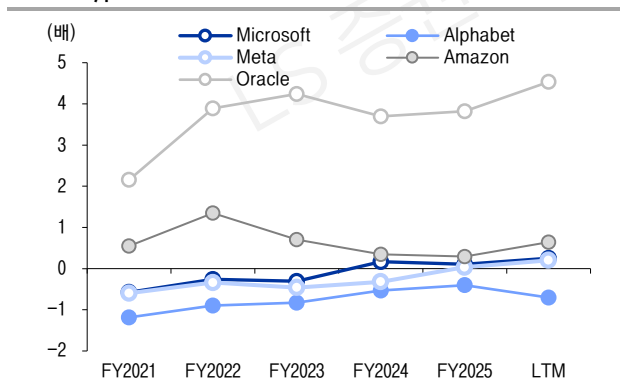
표5 주요 Hyperscaler 신용등급

| 기업             | Moody's |          | S&P  |        | Fitch |        |
|----------------|---------|----------|------|--------|-------|--------|
|                | 등급      | 전망       | 등급   | 전망     | 등급    | 전망     |
| Microsoft      | Aaa     | Stable   | AAA  | Stable | NR    | NR     |
| Alphabet       | Aa2     | Stable   | AA+  | Stable | NR    | NR     |
| Meta Platforms | Aa3     | Stable   | AA-  | Stable | NR    | NR     |
| Amazon         | A1      | Stable   | AA   | Stable | AA-   | Stable |
| Oracle         | Baa2    | Negative | BBB- | Stable | BBB   | Stable |

자료: LS증권 리서치센터

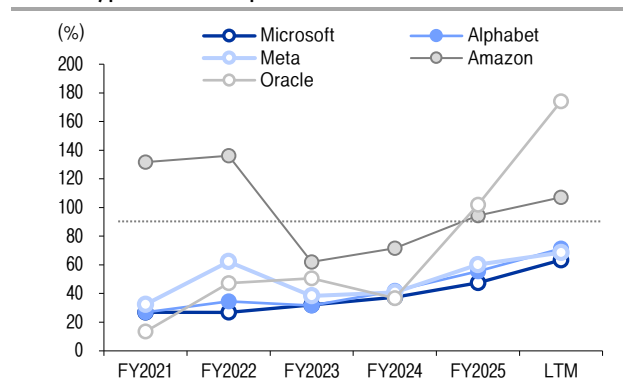
공시 재무지표에서도 신용사이클 악화 신호는 제한적이다. 6월 말 LTM 순차입금/EBITDA(총부채 기준, 기존 리스부채 포함)는 Microsoft 0.25배, Meta 0.20배, Amazon 0.65배이고, Alphabet은 순현금(-0.70배)이다. 변화는 레버리지보다 현금흐름에서 뚜렷하다. Capex/OCF는 FY2021 Microsoft 27%, Alphabet 27%, Meta 32%에서 LTM 63%, 71%, 69%로 두 배 이상 높아졌고, Amazon은 107%로 이미 영업현금흐름을 넘어섰다.

그림55 Hyperscaler 순차입금/EBITDA 추이



주: 총부채(기존 리스부채 포함) - 현금 - 단기투자상품, 미개시 리스 미포함  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림56 Hyperscaler Capex/OCF 추이



주: LTM은 2026년 6월 말(Oracle 5월 말) 기준  
자료: LS증권 리서치센터

## 발행 후 가격 경로: 신용과 수급 부담의 차이

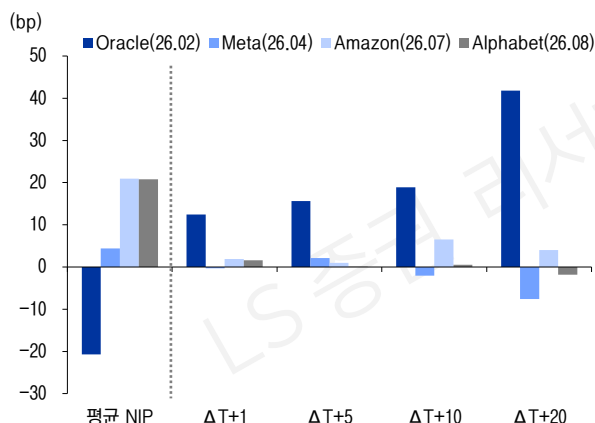
발행 후 스프레드 경로는 가격 조정의 성격을 가늠하는 단서다. 발행 물량이 소화되면 신규 발행 프리미엄이 축소될 수 있지만, 스프레드 확대가 지속된다면 수급과 신용 부담을 고민해볼 수 있다. 2026년 주요 발행 4건의 신규채를 대상으로 분석해 본 결과, 스프레드 확대의 성격은 발행사마다 달랐다. Meta와 Alphabet은 발행 때 붙은 신규발행 프리미엄(NIP)이 20영업일 안에 되돌려져 일시적 수급 부담에 그쳤다. 반면 Amazon은 약 21bp의 NIP를 주고도 스프레드가 되돌려지지 않아, 반복 발행에 따른 수급 부담이 쌓이고 있다. Oracle은 기존 커브보다 안쪽에서 발행했는데도 이후 스프레드가 계속 확대돼, 수급이 아닌 신용 재평가가 진행되고 있다는 판단이다.

Meta의 4월 발행은 평균 신규발행 프리미엄(NIP)이 4.4bp로 크지 않았고, 발행 후 20영업일 동안 스프레드가 7.6bp 줄어 프리미엄을 모두 되돌렸다. 발행 이벤트에 따른 일시적 수급 부담 영향으로 해석할 수 있다. 9월 25일까지는 평균 19.4bp 확대됐지만, 확대는 장기 물에 집중됐다(30년물 +38.3bp, 5년물 +3.2bp). 발행 이벤트가 아니라 이후 이어진 대규모 장기물 공급으로 장기 구간 전반이 재평가된 영향으로 보인다.

Amazon의 7월 발행은 20.9bp의 높은 프리미엄을 주고도 20영업일 후 스프레드가 발행일 보다 4.0bp 확대됐다. 프리미엄을 주고도 되돌려지지 않은 것은 물량이 투자자의 흡수 여력을 제한했을 수 있으며, 반복 발행이 누적되는 구조적 수급 부담으로 이어질 수 있음을 의미한다. Alphabet의 8월 발행도 20.8bp의 프리미엄으로 출발했지만 이후 스프레드가 7bp 축소되며 수급에 따른 요인에 가깝다.

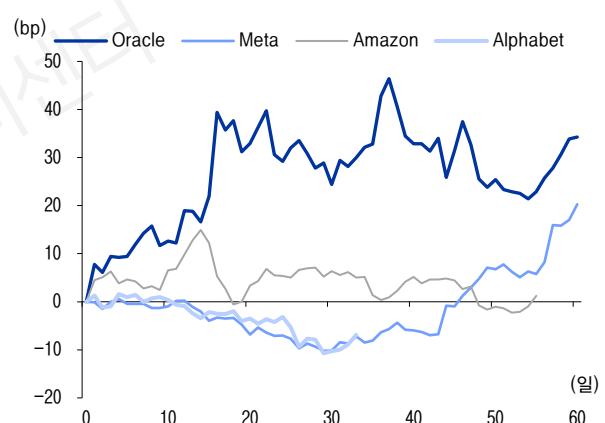
Oracle은 반대 방향에서 출발했다. 2월 발행은 기존 커브보다 평균 20.7bp 안쪽에서 가격이 정해질 수요가 강했지만, 20영업일 만에 41.8bp, 9월 25일까지 70.2bp 확대됐다. 발행 조건이 아니라 발행사 자체에 대한 평가가 바뀌었다는 뜻이다.

그림57 발행일 평균 NIP와 G-Spread 변화



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림58 5년물 신규채 발행 G-spread 변화



주: 각 발행 건의 2031년 만기 채권 기준

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

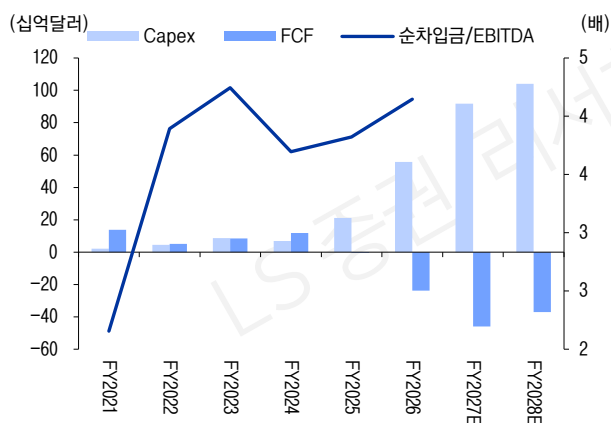
## Oracle, 공급이 아닌 신용의 문제

Oracle의 신용 부담은 대규모 투자가 영업현금흐름을 초과하면서 차입 수요가 지속된다는 데 있다. FY2026 잉여현금흐름(FCF)은 237억달러 적자를 기록했다. 컨센서스는 FY2027 설비투자가 917억달러로 늘고, FCF 적자도 460억달러로 확대될 것으로 예상한다. 주식 발행과 고객 선지급금을 차입 필요액을 줄일 수 있지만, 투자 지출을 자체 현금창출력으로 충당하기까지는 외부 조달이 필요하다.

향후 레버리지를 좌우하는 것은 이익 증가 속도다. FY2027 EBITDA 컨센서스는 509억달러로 전년 대비 56% 증가한 수준이다. 이 전망이 실현되면 FCF 적자를 전액 차입으로 충당해도 순차입금/EBITDA는 약 3.6배로 낮아진다. 반면 동일한 차입 증가를 가정하고 EBITDA만 FY2026 수준에 머물면 5.6배로 높아진다. 예상되는 레버리지 하락은 부채 축소보다 이익의 빠른 증가에 의존한다. 따라서 수주잔고의 규모보다 계약이 실제 매출과 이익으로 전환되는 속도가 중요하다. RPO 6,640억달러 중 향후 12개월 내 매출 인식 예정 비중은 약 13%로, 수주 확대가 단기간의 이익 증가로 모두 연결되는 것은 아니다.

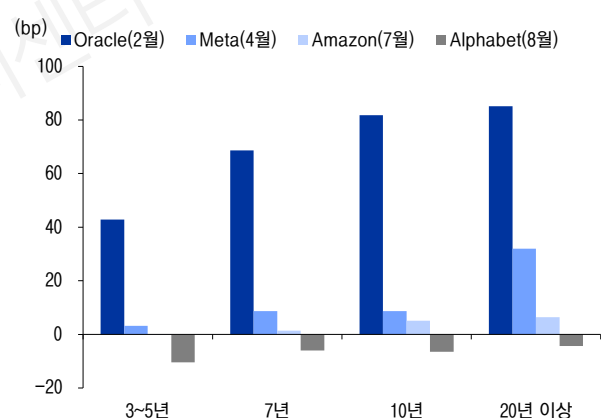
시장 가격에서는 신용 부담의 확대가 나타나고 있다. 5년물 CDS는 2025년 말 144.7bp에서 9월 23일 223.9bp로 상승했고, 현물 회사채의 G-spread도 확대됐다. 2026년 발행한 고정금리채의 발행일 대비 스프레드 확대폭은 9월 25일 기준 20년 이상에서 평균 85.2bp로, 3~5년 42.9bp를 웃돌았다. 장기물의 확대에는 공급과 듀레이션 부담도 작용하지만, 현금흐름 적자와 CDS 상승을 함께 고려하면 Oracle을 일시적인 발행 물량 부담만으로 설명하기 어렵다. 신용 부담이 완화되려면 조달 수단 확보에 더해, 매출 전환과 이익 증가가 예상 경로를 따라가는지 확인돼야 한다.

그림59 Oracle Capex·FCF와 레버리지



주: FY2027~28은 컨센서스  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림60 발행일 대비 만기별 G-spread 변화



주: 2026년 발행 건별 고정금리 신규채, 9/25 기준, 발행일 대비 평균  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

등급 경로에서는 지수 편입 규칙을 함께 봐야 한다. 주요 미국 회사채 지수는 세 신용평가사의 등급을 서로 다른 방식으로 합친다. Bloomberg와 J.P. Morgan은 세 등급의 중간값을, iBoxx와 ICE BofA는 평균을 지수 등급으로 쓴다. FTSE는 Fitch를 쓰지 않고, S&P와 Moody's 가운데 한 곳만 투자등급이어도 투자등급으로 분류한다.

표6 주요 미국 회사채 지수의 등급 산정 규칙

| 지수          | 대표 지수                                       | 사용 평가사            | 지수 등급 산정                                      | 투자등급 기준·비고                    |
|-------------|---------------------------------------------|-------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------|
| Bloomberg   | US Corporate /<br>US Corporate High Yield   | Moody's·S&P·Fitch | 중간값<br>(2 곳이면 낮은 쪽, 1 곳이면 해당 등급)              | Baa3/BBB- 이상                  |
| J.P. Morgan | Global Corporate Index(GCI)                 | Moody's·S&P·Fitch | 중간값<br>(2 곳이면 낮은 쪽, 1 곳이면 해당 등급)              | Baa3/BBB- 이상                  |
| iBoxx       | USD Liquid Investment Grade /<br>High Yield | Moody's·S&P·Fitch | 점수 평균 후 정수로 반올림(4.5→5)                        | BBB-/Baa3 이상                  |
| ICE BofA    | US Corporate(COAO) /<br>US High Yield(HOAO) | Moody's·S&P·Fitch | 점수 평균 후 정수로 반올림(4.5→5)                        | 평균 등급이 투자등급                   |
| FTSE        | US Broad Investment-<br>Grade(USBIG)        | Moody's·S&P       | S&P 우선/ S&P와 Moody's 등급 같릴<br>시(IG/HY) IG로 판단 | BBB-(S&P) 또는<br>Baa3(Moody's) |

주: J.P. Morgan은 GCI 방법론 기준

자료: Bloomberg US Corporate Index 방법론(2023.12), J.P. Morgan GCI 방법론(2025.3), iBoxx Rating Methodology(2025.11), ICE Data Indices 지수 규칙, FTSE Fixed Income Index Guide(2026.9), LS증권 리서치센터

표7 Oracle 등급 시나리오별 지수 분류

| 시나리오                     | Moody's | S&P  | Fitch | Bloomberg·<br>J.P. | iBoxx(평균) | ICE<br>BofA(평균) | FTSE |
|--------------------------|---------|------|-------|--------------------|-----------|-----------------|------|
| 현재                       | Baa2    | BBB- | BBB   | IG (BBB)           | IG (9.3)  | IG              | IG   |
| S&P 1 단계 하향              | Baa2    | BB+  | BBB   | IG (BBB)           | IG (9.7)  | IG              | IG   |
| S&P·Moody's 각 1 단계 하향    | Baa3    | BB+  | BBB   | IG (BBB-)          | IG (10.0) | IG              | IG   |
| Moody's·Fitch 각 1 단계 하향  | Baa3    | BBB- | BBB-  | IG (BBB-)          | IG (10.0) | IG              | IG   |
| S&P 1 단계 + Moody's 2 단계  | Ba1     | BB+  | BBB   | HY (BB+)           | IG (10.3) | IG              | HY   |
| S&P 1 단계 + Fitch 2 단계 하향 | Baa2    | BB+  | BB+   | HY (BB+)           | IG (10.3) | IG              | IG   |
| Moody's·Fitch 각 2 단계 하향  | Ba1     | BBB- | BB+   | HY (BB+)           | HY (10.7) | HY              | IG   |

주: 괄호 안은 중간값 등급 또는 평균 점수(BBB=9, BBB-=10, BB+=11; 10.5 미만이면 IG).

자료: 각 지수 방법론, LS증권 리서치센터

S&P가 한 단계 더 내려 투기등급이 되더라도 어느 지수에서든 Oracle은 여전히 투자등급에 남는다. 차이는 그 다음에 발생한다. S&P의 추가 하향에 Moody's의 두 단계 하향이 겹치면 중간값을 쓰는 Bloomberg·J.P. Morgan 지수와 FTSE에서는 HY로 분류되지만, 평균을 쓰는 iBoxx와 ICE BofA에서는 투자등급에 남는다. 반대로 Moody's와 Fitch가 두 단계씩 내려도 S&P가 BBB-를 지키면 FTSE에서는 투자등급이 유지된다. 같은 Oracle 채권이 벤치마크에 따라 IG와 HY로 갈리는 구간이 넓다는 뜻이다. 강제 매도도 한 번에 몰리기보다 지수별로 시차를 두고 나타날 수 있다. 어느 지수 기준으로든 fallen angel까지는 거리가 있지만, 가격 위험은 먼저 나타난다. S&P 단독 투기등급 하향만으로도 평가사별 등급 기준을 적용하는 투자자의 매도나 추가 매수 제한이 생길 수 있다. 차입금만 1,253억달러(8월 말)에 이르는 만큼, 등급 이벤트가 현실화되면 HY 시장의 흡수 부담도 상당하다.

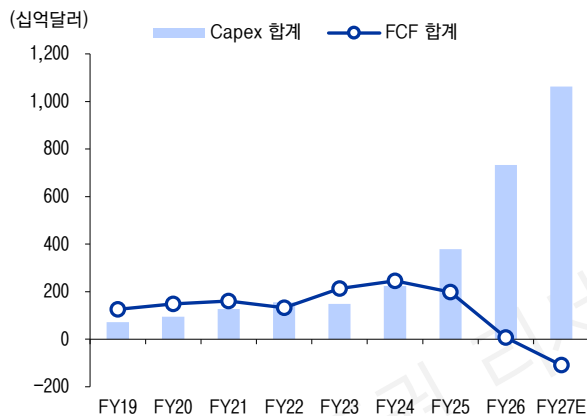
# 공급은 멈추지 않는다

## 2027년, 내부조달 여력의 추가 축소

5개사의 Capex 합계는 FY2025 3,787억달러에서 FY2026 7,330억달러로 94% 늘고, FY2027에는 1조 630억달러로 45% 더 늘어날 전망이다. 증가율은 둔화되지만, 절대 증가 폭은 FY2026 약 3,540억달러, FY2027 약 3,300억달러로 비슷하다. 매출 대비 Capex 비율은 FY2023 9~20%에서 FY2027E Oracle 103%, Meta 65%, Alphabet 57%, Microsoft 48%, Amazon 29%로 높아진다. 과거 기술기업의 자산경량 모델과는 전혀 다른 재무구조다.

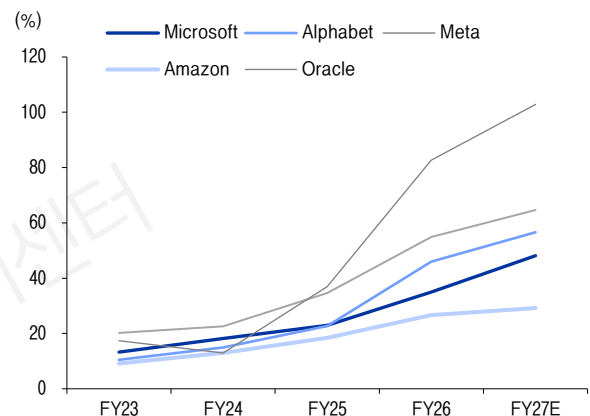
현금흐름은 이 속도를 따라가지 못한다. FY2027 Capex/OCF는 Alphabet 111%, Meta 118%, Amazon 113%, Oracle 201%로 네 곳이 100%를 넘고, Microsoft(86%)만 내부 현금으로 충당한다. FY2027 FCF 적자는 Alphabet 310억달러, Meta 296억달러, Amazon 321억달러, Oracle 460억달러로 합계 약 1,387억달러다. 5개사 합산 FCF는 FY2024 2,456억달러 정점에서 FY2027 -1,091억달러로, 3년 만에 3,500억달러 넘게 줄어든다. 1,387억달러는 배당·자사주 매입과 차환을 제외하고도 내부 현금흐름으로 충당되지 않는 투자 규모이며, 2026년 4개사의 달러 고정금리 선순위채 발행(1,517.5억달러)과 유사한 규모다.

그림61 5개사 합산 Capex와 FCF



주: FY26은 Microsoft·Oracle 실적, 나머지 추정  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림62 매출 대비 Capex 비율



주: FY26은 Microsoft·Oracle 실적, 나머지 추정  
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

## 조달 믹스: 공모채 비중은 낮아져도, 전체 공급은 커진다

Part III에서 확인했듯 조달 수요가 전부 공모채로 이어지지는 않는다. Microsoft는 FY26 신규 차입 없이 리스로, Meta는 SPV·JV와 리스로 재원을 넓히고 있다. Alphabet은 주식(496억달러)과 배스톱으로, Oracle은 ATM 주식과 고객 선지급금으로 재원을 넓히고 있다. 공모채 의존도가 가장 높은 곳은 Amazon이다. 그러나 적자가 늘어나는 속도는 더 빠르다. 4개사(Alphabet·Meta·Amazon·Oracle)의 FCF 적자는 FY2026 602억달러에서 FY2027 1,387억달러로 785억달러 증가할 예정이다. 2026년 달러 고정금리 선순위채 발행(1,517.5억달러)은 적자의 2.5배였다. 적자 보전뿐 아니라 배당·자사주매입, 차환, 현금 확보까지 채권으로 충당했기 때문이다. 이러한 수요가 2027년에도 유지되고, 적자 증가분 중 공모채 조달 비중을 40~100%로 가정하면, 2027년 발행 규모는 2026년 9월까지 누적보다 314억~785억달러 많은 1,832억~2,303억달러로 예상된다. 부외 조달이 늘어 공모채 비중이 하단에 머물더라도 총 발행은 2026년(9월 누적분)을 상회한다.

표8 2027년 공모채 공급 민감도(FCF 적자 기준)

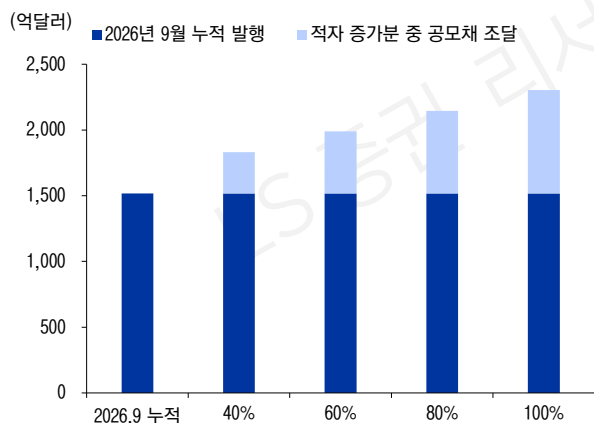
| 적자 증가분 중 공모채 비중 | 2026년 9월 누적 대비 규모(억달러) | 2027년 발행 (억달러) | 2026년 9월 누적 대비 |
|-----------------|------------------------|----------------|----------------|
| 40%             | 314                    | 1,832          | +21%           |
| 60%             | 471                    | 1,989          | +31%           |
| 80%             | 628                    | 2,146          | +41%           |
| 100%            | 785                    | 2,303          | +52%           |

주: Alphabet·Meta·Amazon·Oracle 기준. 적자 증가분 = FY2027E FCF 적자(1,387억달러) - FY2026 FCF 적자(602억달러). 2026년의 적자 외 조달 수요(배당·자사주매입, 차환, 현금 확보)가 2027년에도 유지된다고 가정

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

여기에 부외 조달이 더해진다. SPV 사모 담보채, 개발사의 프로젝트 금융, Private Credit 대출과 여기에 붙은 스왑도 결국 장기 부채의 형태로 같은 투자자 기반에 공급된다. 공모채 비중이 낮아질수록 공모채 통계는 AI Debt 전체 공급을 더 과소평가하게 된다.

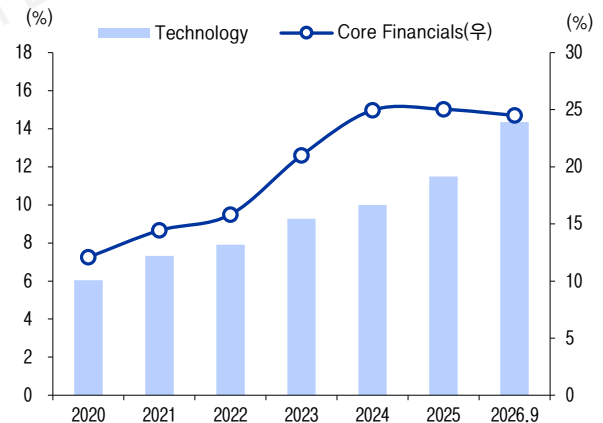
그림63 2027년 공모채 발행 추정



주: Alphabet·Meta·Amazon·Oracle 기준. 2026년은 9월 말 누적. 적자 증가분 중 공모채 조달 비중별, 2026년 적자 외 조달 수요 유지 가정

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림64 iBoxx USD IG 내 Technology 비중



주: iBoxx Level 5 분류, 2026년은 9/24 기준. Technology에 Microsoft·Alphabet·Meta·Oracle 포함, Amazon은 Consumer 업종으로 제외

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

## 흡수 여력: 수요는 있지만, 가격을 요구한다

대규모 발행에도 주문은 확보되고 있다. 다만 반복 발행에 대한 가격 조건은 약해지고 있다. Amazon과 Meta의 후속 발행에서는 주문 강도와 발행 가격 조건이 약해졌다. Amazon 7월 발행은 20.9bp의 프리미엄을 주고도 20영업일 후 스프레드가 발행일보다 4.0bp 확대됐다. 같은 발행사가 짧은 간격으로 대규모 물량을 반복 공급하면서, 투자자가 추가 물량마다 더 높은 보상을 요구하고 있다고 해석할 수 있다.

공급 증가가 누적되는 곳도 확인된다. iBoxx USD IG 지수에서 Microsoft·Alphabet·Meta·Oracle이 속한 Technology 비중은 2020년 말 6.0%에서 2025년 말 11.5%, 2026년 9월 14.4%로 높아졌고, 올해 증가폭(2.9%p)은 연간 기준 가장 크다(Amazon은 Consumer 업종으로 분류돼 이 수치에 포함되지 않는다). 기술업종 비중만으로 AI 관련 발행사에 대한 전체 익스포저를 파악하기 어렵지만, 투자자의 업종·발행사별 보유 한도가 채워질수록 후속 발행을 흡수하는 데 필요한 보상 가격은 커질 수 있다.

2027년 공모채 발행이 확대된다면 관건은 발행 성공 여부보다 신규채의 가격 조건과 발행 후 유통채의 스프레드에 있다. 반복 발행에도 프리미엄이 빠르게 해소된다면 시장의 흡수 여력은 유지되고 있다고 볼 수 있다. 반대로 프리미엄을 제공한 뒤에도 기존채와 신규채의 스프레드 확대가 이어진다면, 늘어난 공급이 가격에 지속적으로 반영되고 있다는 신호다.

# 신용이 아닌 가격을 고르되 이연 신용을 잊지말자

## 발행사: 가격 부담과 재무완충력에서 차이 발생

Alphabet은 대규모 AI 투자에도 순현금 구조를 유지하고 있다. 주식·의무전환우선주 조달을 병행하면서 차입 부담의 증가 속도를 낮췄다. 미개시 리스의 현재가치 추정치를 포함한 부채/OCF도 분석 대상 중 가장 낮다. 대규모 발행에 따른 수급 부담은 있지만, 현재 관찰되는 스프레드 변동은 신용지표 악화보다는 공급 증가에 따른 가격 조정의 성격이 강하다.

Meta는 발행 후 프리미엄 해소가 상대적으로 빠른 반면, 미개시 리스와 SPV 관련 보증부담이 크다. Amazon은 반복 발행 과정에서 신규 발행 프리미엄이 누적되고, 일부 유통채에서는 발행 이후에도 스프레드 확대가 이어졌다. Microsoft는 공모채 공급이 희소하고 FCF도 흑자여서 수급 부담에서는 가장 자유롭다. 그러나 5년 안팎 만기 G-spread가 이미 좁고 미개시 리스가 차입금의 8.2배에 달해 5개사 중 가장 높다.

Oracle은 신용 재평가가 진행 중이다. ATM을 통한 주식 발행이 차입 부담을 일부 낮췄지만, 미개시 리스를 포함한 부채/OCF는 7.19배로 핵심 발행사와 격차가 크다. 예상되는 이익증가가 FCF 개선으로 이어지기 전까지 재무부담은 높은 수준에 머물 전망이다. 향후 분기 EBITDA가 컨센서스 경로(FY2027 509억달러)에 부합하는지, RPO의 매출 전환이 현금흐름 개선으로 연결되는지가 중요하다.

## 결론: 가격은 수급이, 방향은 이연된 신용이 결정한다

2027년에도 투자 확대에 따른 조달 수요는 이어질 전망이다. 컨센서스는 Capex 증가와 FCF 적자 확대를 가리키고, 부외 조달이 공모채 비중을 낮추더라도 AI Debt 전체의 공급은 줄지 않는다. 지수 비중과 모회사 한도가 함께 차오르면서, 신규발행 프리미엄은 발행사의 상시 비용이 되어가고 있다. 따라서 반복 발행사의 공급 부담이 가격에 충분히 반영됐는지 확인하고 진입하되, 부외 약정이 빠르게 늘어나는 발행사를 구분해야 한다. Alphabet은 현재까지 재무완충력이 가장 높게 나타나는 반면, Oracle은 투자 확대에 따른 차입 부담을 현금흐름 개선으로 상쇄할 수 있을지가 남은 과제다.

## 점검 지표: 10월 말 3분기 실적 첫 시험대

가장 가까운 점검 시점은 10월 말 3분기 실적이다. Meta, Alphabet, Amazon이 2027년 Capex 방향을 제시할 것으로 예상되며, 2025년에도 3분기 실적 직후 세 회사가 연이어 발행에 나섰다. 4분기 첫 발행의 주문배수와 신규발행 프리미엄을 점검해야 한다. 수급 문제가 신용 문제로 넘어가는 신호는 세 가지다. ①발행 공백기에도 CDS와 현물 스프레드가 함께 확대되는지, ②주문배수 하락이 여러 발행사로 번지는지, ③신용평가사가 부외 약정을 레버리지에 반영하기 시작하는지다.

## APPENDIX: 관련 용어 설명

### DV01(Dollar Value of 1bp)

$$DV01 \approx \text{Market Value} \times \text{Modified Duration} \times 0.0001$$

채권 수익률이 1bp 변할 때 채권의 시장가치가 달러 기준으로 얼마나 변하는지를 금액으로 나타낸 지표

예를 들어, \$100mn짜리 채권의 Modified Duration이 8이라면,  $DV01 = \$100mn \times 8 \times 0.0001 = \text{약 } \$80,000/bp$  로 계산할 수 있음. 이는 해당 채권의 수익률이 1bp 상승하면 채권 가치가 약 8만달러 하락하고, 1bp 하락하면 약 8만달러 상승함을 의미.

Market Value는 발행 당시 시장가치. 예를 들어 \$10bn 액면을 99.5에 발행했다면:  $\text{Market Value} = \$10bn \times 99.5\% = \$9.95bn$ . 발행액을 시장가치 대신 사용하는 계산으로 발행가격이 액면에 가깝다는 가정에 따른 근사치

### 수정듀레이션(Modified Duration)

채권 수익률 변화에 대한 가격 민감도를 비율로 나타낸 지표. 수정듀레이션이 길수록 같은 수익률 변화에 따른 가격 변동폭이 큼

예를 들어 수정듀레이션이 8이면, 금리가 100bp 상승할 때 가격이 약 8% 하락함을 의미. 다만 이는 선형 근사치로 수익률 변화폭이 커질수록 볼록성 등의 영향으로 실제 가격 변화와 차이 발생 가능

### 10년물 환산액(10-year equivalent)

만기가 제각각인 채권들을 "10년 만기 국채를 얼마 보유한 것과 같은 금리 위험인가"라는 단위로 바꾸는 방식. 쉽게 말하면 발행금액을 10년물 기준으로 듀레이션 보정하는 것. Duration Supply를 비교할 때 10-year equivalent로 환산해 사용

$$10y \text{ equivalent} = DV01 \div 10Y \text{ Treasury의 단위금액당 } DV01$$

$$10y \text{ equivalent} = \text{발행액} \times \text{회사채 Duration} \div 10Y \text{ Treasury Duration}$$

장기물 발행이 많을 경우 nominal issuance보다 10y-equivalent supply 커짐

### 변동지분실체(VIE, Variable Interest Entity)

VIE는 지분율과 상관없이 실질적으로 누가 통제하고 손익을 떠안는지를 따져 연결 여부를 판단해야 하는 회사(미국 회계 기준 ASC 810). 회사가 자기 자본만으로 사업을 영위하지 못하고 보증·리스·자금 약정 같은 외부 자원에 의지하거나, 지분 투자자가 실제 의사결정권을 갖지 못하면 VIE라고 판단 가능. 회계기준은 이런 회사에 대해 지분율이 아닌 실질적 의사결정과 손익을 떠안는 대상을 따져 연결 여부를 결정

### 백스톱(Backstop)

제 3자가 자금을 조달하거나 장기 계약을 체결할 수 있도록 일정한 지급의무를 대신 이행하기로 하는 신용보강 약정. Alphabet의 경우 데이터센터 사업자가 리스료 등을 지급하지 못하는 특정 상황에서 Alphabet이 대신 지급하며, 이를 통해 사업자의 자금조달을 지원

### 유의적인 금융요소(significant financing component)가 있는 고객 선지급금

고객이 재화·서비스를 제공받기 상당 기간 전에 대금을 지급해, 단순 선수금뿐 아니라 기업에 자금을 제공하는 금융 효과가 발생하는 선지급금. 지급과 서비스 제공 간 시차가 길고 금융 효과가 유의적인 경우 해당하며, 기업은 이를 이연수익으로 인식한 뒤 서비스 제공 기간에 걸쳐 매출로 인식

### SEC의 보고서

10-K: 연차보고서(Annual Report) – 연간 재무제표와 사업 현황, 위험요인 등 공시

10-Q: 분기보고서(Quarterly Report) – 분기 재무제표와 주요 변동사항 등 공시

8-K: 중요사항 수시공시(Current Report) – 주요 계약 체결 등 특정 중요 사건 발생 공시

S-3: 증권 발행 등록신고서

### 무담보 지연인출 기간대출(Unsecured Delayed Draw Term Loan, DDTL)

기업의 신용을 기반으로 대출 한도를 사전에 약정한 뒤, 정해진 기간 동안 자금 수요에 맞춰 분할 인출할 수 있는 무담보 기간대출. 대규모 투자·인수 등 자금 집행 시점이 분산된 경우 필요한 시점에만 차입할 수 있어 자금조달의 유연성을 높임

예를 들어 은행과 100억달러 한도를 먼저 확보한 뒤, Capex 집행 시점에 맞춰 20억달러→30억달러→50억달러 형태로 나눠 인출

### 미개시 리스(Uncommenced Leases)

리스 계약은 체결했지만 임차 자산을 사용할 수 있는 시점이 아직 도래하지 않아 개시되지 않은 리스. 데이터센터의 건설이나 인도 이전에 장기 사용계약을 체결한 경우 등이 해당.

공시되는 미개시 리스 약정액은 이미 재무상태표에 인식된 리스부채와 구분해야 함. 일반적으로 리스 개시 시점에 사용권자산과 리스부채를 인식하며, 리스부채는 관련 리스료를 할인한 현재가치로 측정하므로 공시 약정액과 일치하지 않을 수 있음.

‘개시 예정 시점’은 자산 사용이 시작되는 때이고, ‘리스 기간’은 개시 후 사용하는 기간. 예를 들어 FY27~FY33에 개시되고 기간이 1~20년이라는 설명은, 각 계약이 해당 회계연도 중 개시되어 개별 계약에 따라 1~20년간 지속된다는 의미.

### 시장가 매출 방식의 신주 발행(ATM, At-the-Market Offering)

기업이 판매대리인 등을 통해 기존 거래시장에 당시 시장가격으로 신주를 수시 매각하여 자금을 조달하는 방식. 일시에 발행 규모와 가격을 정하는 방식보다 발행 시점과 물량을 조절하기 용이함

프로그램 설정이나 발행 가능 한도의 공시가 곧 실제 발행을 의미하지는 않으며, 실제 매각한 주식에 대해서만 자금이 유입. 신주 발행에 따라 기존 주주의 지분이 희석될 수 있음

### 잔존가치보증(RVG, Residual Value Guarantee)

계약에서 정한 평가 시점에 자산의 잔존가치가 약정한 보증가치에 미달할 경우, 그 부족분을 계약상 범위와 한도 내에서 보전하는 약정

자산 소유자나 자금 제공자의 회수 위험을 낮추는 역할을 하지만, 보증 제공자에게는 미래의 조건부 지급 부담이 발생할 수 있음. 최대 보증액 전체가 확정적으로 지출되는 것은 아니며, 실제 부담은 평가 시점의 자산가치와 계약상 지급 조건 등에 따라 달라짐

### 잔여이행의무(RPO, Remaining Performance Obligations)

고객과 체결한 계약 중 아직 재화서비스를 제공하지 않아 매출로 인식하지 않은 부분에 배분된 거래가격. 계약에 근거한 향후 매출의 규모와 인식 시기를 파악하는 지표. 이미 대금을 받은 이연수익뿐 아니라 앞으로 청구하거나 받을 금액도 포함할 수 있으므로, RPO가 늘었다고 같은 금액의 현금이 유입된 것은 아님. 또한 계약기간이 길어지면 RPO가 크게 증가할 수 있어, 총액과 함께 향후 12개월 등 기간별 매출 인식 예정 비중을 확인해야 함. RPO 자체가 이익이나 현금흐름을 보장하지는 않음

#### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박지빈).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.