

미국 경제 진단 & 전망



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

빅테크 자본지출과 실질금리: 검증의 시간

Summary

미국 성장에서 AI·데이터센터 투자의 비중은 점점 커지고 있다. 2026년 1분기 실질 GDP 2.1% 가운데 설비·지식재산 투자 기여가 +1.55%p로, 소비가 약해진 자리를 AI·테크 설비투자가 더 큰 비중으로 메우는 구도다. 더 중요한 변화는 자금이 조달되는 방식이다. 투자가 내부 현금을 넘어서며 회사채·주식, 나아가 고객 예치금과 장기 구매계약으로 옮겨갔고, 이는 AI 투자를 기술 사이클에서 신용·유동성 사이클로 끌어온다. 마이크로론의 전략적 고객 계약(SCA)이 그 정점이다. 수요자가 예치금을 걸고 다년 물량을 선약정하면서, 위험은 줄어든 것이 아니라 가격이 매겨지는 공개 채권시장에서 경고 장치가 없는 부외 약정으로 자리를 옮겼다.

투자가 장기계약으로 더 끈적해진 만큼, 그것이 정당했는지를 묻는 검증의 문턱도 높아졌다. 생산성은 약하지 않지만(현 사이클 연 2.1%) 막대한 자본지출을 정당화할 가속은 아직 데이터로는 나타나지 않고 있고, 시장이 요구하는 증거도 '투자가 많다'에서 '투자만큼 매출과 현금흐름이 따라온다'로 옮겨갔다. 그 검증을 더 어렵게 만드는 것이 자본의 가격, 곧 높아진 실질금리다. 6월 FOMC가 점도표에서 금리 인상에 무게를 두며 명목금리를 끌어올렸고, 이후 유가가 빠지며 기대 인플레이션이 낮아졌지만 여전히 실질금리는 높은 상태이다.

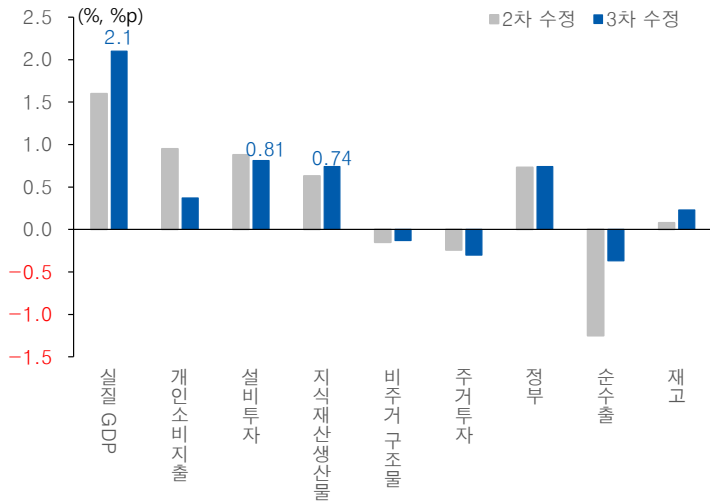
따라서 전환점은 유가의 하락이 아닌 근원·서비스 물가의 둔화이다. 현재 높은 명목금리의 동인은 Fed의 금리 경로이고, 그 경로가 완화되려면 연준이 실제로 보는 근원물가의 추세적 둔화가 확인돼야 한다. 케빈 워시 체제의 데이터 디펜던시는 그 문턱을 '전망'에서 '확인된 둔화'로 높여 놓았지만, 그 안에는 조건부의 비둘기적 출구도 함께 열려 있다. 즉, 절사평균 PCE가 2.3~2.4% 박스에 머무는 한 헤드라인·근원의 상방은 에너지·관세라는 소수 품목의 일이며, 피벗은 무산된 것이 아니라 4분기 전후로 지연된 형태로 열린다. 물가 둔화가 확인되면 정책금리 기대가 가장 많이 실린 단기물 금리가 먼저, 더 크게 내려 단기물이 장기물보다 더 크게 빠지는 볼 스틱프닝이 나타날 가능성이 높다.

다만 금리 경로와 검증은 다른 문제다. 설령 Fed 경로가 풀려 실질금리가 내려가더라도, 그것은 계약에 묶인 투자의 할인율과 조달비용을 낮춰 시간을 벌어들인 투자수익률을 대신 입증해주지는 않는다. 게다가 이 환경은 AI 테마에 균일하게 작용하지 않는다. 고실질금리가 길어질수록 시장은 'AI냐 아니냐'가 아니라 '자체조달이나 외부·계약 의존이냐'로 신용과 밸류에이션을 가른다. 결국 시장의 방향은 반도체 실적 하나보다, 근원·서비스 물가 둔화가 Fed 경로를 낮춰 실질금리를 끌어내릴 수 있는지, 그리고 그렇게 벌어들인 시간 안에 선약정된 투자가 매출·현금흐름으로 스스로를 입증하는지에 달려 있다.

I. AI 자본지출: 성장의 버팀목과 자금조달 방식의 변화

1. 성장 기여도 — 단일 동력보다 ‘좁아진 성장 기반’으로 보는 것이 맞다

[1] 설비투자·지식재산생산물 기여도 +1.55%p, 성장률의 절반 이상 차지



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 성장에서 AI·데이터센터 투자가 차지하는 비중이 커졌다는 점은 분명하다. 2026년 1분기 실질 GDP 성장률 2.1%(3차 수정) 가운데 설비투자 기여도는 +0.81%p, 지식재산생산물은 +0.74%p였고, 두 항목을 합친 기여도는 +1.55%p에 달했다. 정보처리장비와 소프트웨어가 이 두 항목의 핵심 구성이라는 점에서, AI 자본지출이 성장의 한계 기여를 크게 끌어올렸다고 볼 수 있다. 규모로도 작지 않다.

다만 이를 "미국 경제가 AI 하나로만 서 있다"로 읽는 것은 과하다. 같은 분기 정부 기여가 +0.74%p였고 개인소비도 플러스 기여를 유지했다. 그럼에도 이번 1분기 GDP 수정치 상향의 성격은 짚어줄 필요가 있다. 성장률이 1.6%에서 2.1%로 오른 것은 내수가 강해져서가 아니라, 수입이 큰 폭으로 하향 수정되며 순수출의 마이너스 기여가 -1.25%p에서 -0.37%p로 줄어든 회계적 효과다.

실제로 연준이 중시하는 민간 국내수요(민간 최종판매)는 2.4%에서 1.7%로 오히려 하향됐고, 개인소비 기여도는 +0.95%p에서 +0.37%p로 절반 이하로 깎였다. 소비는 완만해지고 주거투자와 비주거 구조물은 여전히 성장을 깎았으며, 투자 내부에서도 AI 관련 설비·소프트웨어에 기여가 몰려 있다. 요컨대 헤드라인은 올랐지만 성장의 폭은 더 좁아졌다. 소비가 약해진 자리를 AI·테크 설비투자가 더 큰 비중으로 메우는 구도가 3차 수정에서 더 뚜렷해졌다. 실제로 설비와 지식재산 두 항목을 산술적으로 덜어내면 1분기 성장률은 0%대 중반(약 0.5%)으로 낮아진다. 즉 문제는 성장 부재가 아니라 더 심해진 성장의 편중이다.

2분기 GDPNow 둔화도 AI 엔진 약화로 공장 읽기는 어렵다. 전망치는 5월 중순 4%대(고점 4.3%, 5/15)에서 6월 25일 5월 소비·소득 지표 반영 후 약 2.5%까지 내려왔다. 5월 중순 이후 하락은 순수출과 재고 같은 변동성 항목이 주도했고, 6월 25일의 추가 하락은 거의 전적으로 개인소비 기여도 하락(약 1.88%p→1.36%p)에서 나왔다. 반면 설비투자(AI 자본지출의 대리지표) 기여도는 같은 기간 오히려 소폭 높아졌다. 요컨대 핵심은 "AI 투자가 꺾였다"가 아니라 소비와 전통 투자 부문이 충분히 넓게 받쳐주지 못하는 가운데 AI 자본지출의 거시적 비중이 더 커졌다는 데 있다.

2. 자금조달 사다리 — 현금에서 외부시장, 다시 계약으로

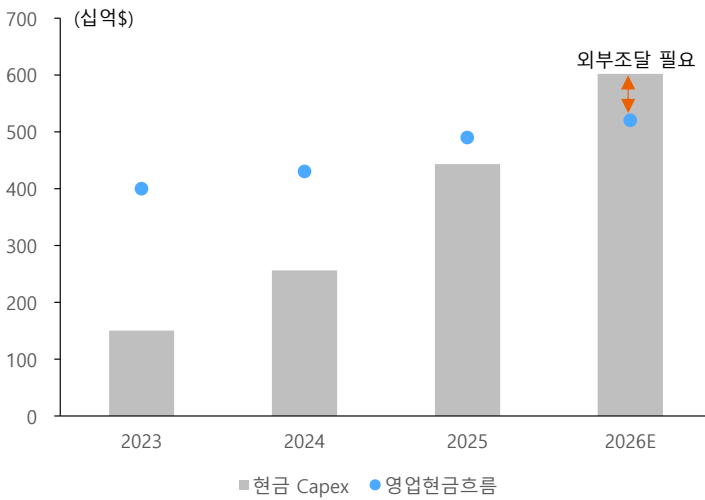
AI 자본지출이 거시 이슈가 된 이유는 규모만이 아니다. 더 중요한 변화는 자금이 조달되는 방식이다. 초기에는 내부 현금흐름과 현금성 자산으로 감당하던 투자였지만, Capex가 영업현금흐름을 잠식하기 시작하면서 회사채와 주식, 고객 예치금과 장기 구매계약이 차레로 동원되고 있다. ①에서 ④로 갈수록 자금은 더 비싸지고, 외부에 더 의존하게 되며, 계약에 더 묶인다. 이 전환은 AI 투자를 기술 사이클에서 신용·유동성 사이클로 끌어온다.

[2] AI 자본지출 자금조달 사다리 — ①에서 ④로 갈수록 외부 의존계약 구속 심화

단계	자금원	거시적 의미
①	내부 현금·유보이익	가장 싸고 구속이 적은 자금. 그러나 Capex가 커질수록 FCF 여력을 잠식
②	회사채(IG)	외부 자본시장 노출 확대. 금리·스프레드가 투자 허들레이트로 작동
③	자사주 축소·신주 발행	주주환원에서 조달로 기능 전환. 희석·자본비용 논쟁 발생
④	고객 예치금·최소구매 의무 (take-or-pay)	공급업체엔 유동성, 고객엔 계약 의무. 가격 신호가 약한 부담으로 이동

자료: 유안타증권 리서치센터

[3] 빅테크 5사의 현금 Capex는 잉여현금 흐름을 초과, 외부조달이 필요

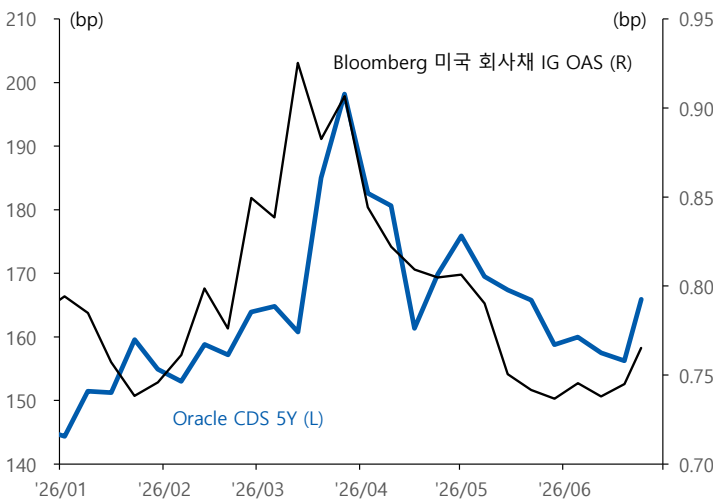


자료: CreditSights, 유안타증권 리서치센터

각 단계의 실제 진행도는 다음과 같다. ① 내부 현금도 더 이상 충분하지 않다. 5대 하이퍼스케일러의 2026년 투자는 약 \$755B(YoY +83%)에 달해 내부 현금만으로 감당하기 어렵다. 실제로 빅테크 5사의 현금성 자본지출은 2026년 들어 영업현금흐름을 넘어서며, 그 차액만큼 외부조달이 불가피해졌다.

② 그래서 채권시장으로 이동했고, 그 속도가 빨라지고 있다. 올해 들어 아마존이 약 \$54B, 오라클이 \$25B, 알파벳이 약 \$31.5B를 발행했다. 2026년 하이퍼스케일러·데이터센터·반도체 관련 채권 발행은 이미 \$165B로 2025년 연간 전체보다 \$27B 많으며, 스페이스X 또한 상장 열흘 만에 \$25B 규모의 첫 회사채를 발행했다.

[4] 하이퍼스케일러 신용은 IG 시장과 동조, 변동을 증폭시킴



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

③ 주식마저 조달원이 됐다. 마이크로소프트를 제외한 하이퍼스케일러의 자사주 매입은 1분기에 전년비 약 64% 감소했다. 자사주를 줄이는 데서 나아가 신주를 발행하는 단계로도 넘어갔다. 오라클은 2026년에 총 \$45~50B를 조달하겠다고 밝혔는데, 단일 회사채와 ATM 주식·강제전환우선주 발행을 섞어 마련한다. 주주환원의 원천이던 주식이 조달의 원천으로 뒤집힌 것이다. 아마존은 잉여현금흐름이 \$1.2B까지 줄었고, 메타는 잉여현금흐름이 마이너스로 돌아설 것으로 전망된다.

그리고 ④ 고객이 직접 자금을 대는 단계 — 마이크로론이 드러낸 새 국면이다.

II. 마이크론 이벤트: 계약 구조의 변화

6월 24일 마이크론은 분기 사상 최고 실적(매출 전년비 4배 이상·매출총이익률 +84.9%)을 기록했다. 그러나 매크로 관점에서 중요한 것은 HBM 가격이나 점유율이 아니라, AI 인프라 수요자가 공급망 상류의 물량을 얼마나 길게 잠그고 있는가다. **그 핵심이 '전략적 고객 계약(SCA)', 대형 수요자가 예치금을 걸고 공급 물량을 다년간 선약정하는 계약이다.** 이는 앞 절 자금조달 사다리의 ④단계, 곧 고객이 직접 공급업체에 자금을 대는 국면이 실제로 구현된 사례다. 마이크론은 16건의 SCA로 \$22B를 예치금·신용장으로 받았고, 그중 14건의 최저가 기준 잔여 계약(RPO)은 약 \$100B로 향후 5년 물량을 포괄한다.

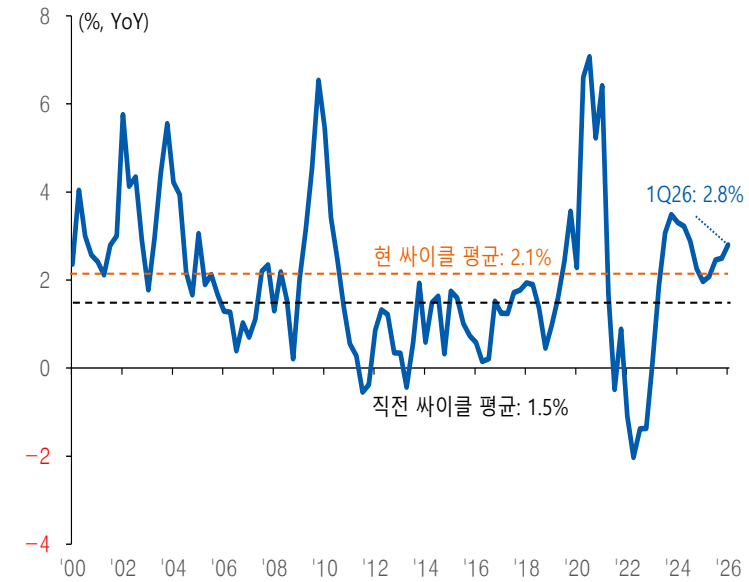
핵심은 가격 구조다. SCA가 잠그는 것은 주로 물량이고, 단가에는 하한만 두는 가격 밴드 방식이다. RPO가 '최저가 기준'이라는 건 실제 단가가 그 하한을 웃돌면 매출이 더 커진다는 뜻이고, 단가는 지금 가파르게 오르고 있다(1분기 DRAM 계약가 전분기비 +90~95%). 가격을 묶은 게 아니라, 비싸지는 국면에서 5년치 물량 할당을 선점한 것이다. 그리고 이는 마이크론만의 일이 아니라, SK하이닉스·삼성도 선급금과 최저가 조항을 담은 장기계약으로 옮겨가는 과점 전체의 구조 변화다.

매크로적으로 중요한 건 위험의 총량이 줄어든 게 아니라 위치가 바뀌었다는 점이다. 고객이 예치금과 장기계약으로 공급업체의 증설을 떠받치면 마이크론·하이닉스·삼성 같은 공급자는 투자 회수 가시성을 얻어 위험을 덜어낸다. 그 대가로 **최소구매 의무(take-or-pay)는 수요가 식어도 약정 물량을 떠안아야 하는 수요자의 부외 약정으로 쌓인다.** 위험은 가격이 매겨지고 스프레드·CDS로 조기 경고가 뜨는 공개 채권시장에서, 그런 경고 장치가 없는 불투명한 부외 약정으로 옮겨간다. 측정의 문제도 더해진다. 고객 선급금이 공급업체의 공개시장 조달 필요를 줄이는 만큼 공급측 자본조달의 일부가 공개 발행 통계에서 빠지므로, 눈에 보이는 IG 발행은 실제 자본 투입 강도를 과소표시하고, 부외 의무까지 더하면 시스템이 짊어진 자본 부담은 통계가 보여주는 것보다 크다.

그런데 공급업체가 위험을 더는 대가는 이미 **수요자 쪽에서 가시화되고 있다.** AI 데이터센터가 HBM 수요로 메모리 생산능력을 빨아들이면서 범용 DRAM·NAND가 품귀에 빠졌고, 그 비용은 곧장 최종 수요자에게 전가됐다. 애플(Apple)은 출시 중이던 맥·아이패드 등의 가격을 이례적으로 인상하며 "더는 흡수할 수 없는" 메모리 비용을 이유로 들었고 공급선 다변화를 위해 미국 정부에 중국 CXMT의 메모리 구매 승인을 요청하고 있다. 안보 논란을 감수하면서까지 대체 공급을 찾을 만큼 압박이 크다는 뜻이다. 요컨대 SCA가 공급업체에 안긴 안전판은, 수요자에게는 부외 의무로, 그 바깥에는 범용 메모리 가격 급등이라는 비용 인플레이션 경로로 되돌아온다. 결국 장기계약으로 투자가 더 끈적해진 만큼, 그 투자가 정당했는지는 향후 매출과 생산성으로 검증해야 하는 부담이 커진 단계다.

III. 높아진 검증 문턱: 투자는 끈적해졌지만 생산성은 입증되지 않았다

[5] 노동 생산성 증가율은 직전 사이클 대비 개선됐으나, 뚜렷한 고성장세는 아직 제한적



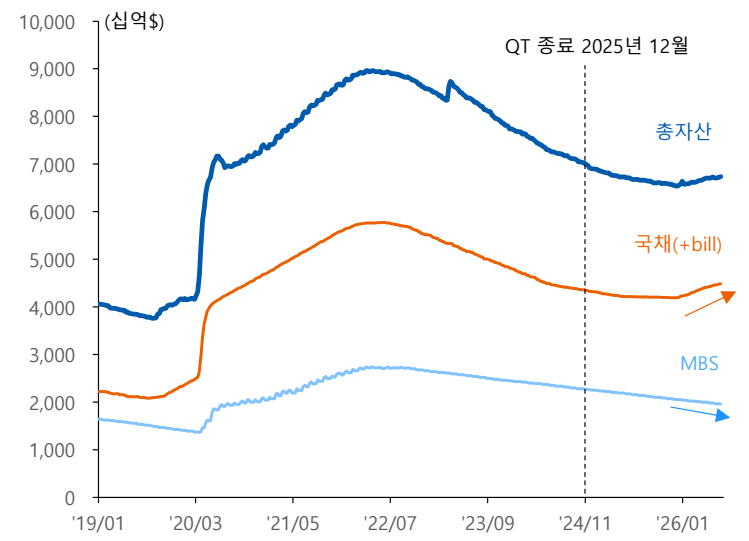
자료: BLS, 유안타증권 리서치센터
 주: BLS 생산성 증가율은 NBER 경기 전환점을 기준으로 직전 사이클(4Q07~4Q19)과 현 사이클(4Q19~)을 구분

그러나 아직까지 그 생산성이 가시적으로 확인되고 있지 않다. 현 경기사이클(2019년 4분기 이후) 비농업 노동생산성은 연 2.1%로, 직전 사이클(2007~2019년)의 1.5%를 웃돌고 장기 평균과 같다. **문제는 수준이 아니라 가속의 부재다.** 2026년 1분기 생산성은 QoQ +0.3%에 그쳐 속보치 +0.8%에서 하향 수정됐고, 2025년 총요소생산성(TFP)도 +0.8%에 머물렀다. 연수천억 달러 규모의 자본지출을 정당화할 만한 생산성의 단계적 도약은 아직 데이터에 나타나지 않는다. **AI의 기여를 따로 떼어내기도 어렵다.** 통계는 AI 사용을 생산에 투입된 소프트웨어 자본으로 간접 포착할 뿐이다. 베팅이 부정된 것은 아니지만, 입증되지 않은 채 남아 있다.

따라서 자본지출이 계속된다는 사실만으로 시장이 더 높은 멀티플을 주기는 어렵다. 시장이 요구하는 증거는 '투자가 많다'가 아니라 '투자만큼 매출과 현금흐름이 따라온다'이다. 단기적으로는 높아진 자본비용을 흡수할 만한 매출 성장률이 생산성 서사보다 더 중요하다.

IV. 유동성 환경: 조이는 것은 양이 아니라 가격이다

[6] QT 종료 이후에도 국채 중심으로 총자산이 채워지고 있는 상태

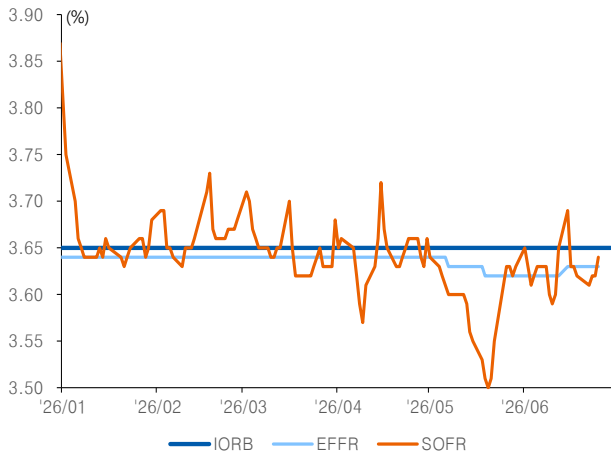


자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

그 매출과 현금흐름의 검증을 더 어렵게 만드는 것이 자본의 가격이다. 실질금리가 높으면 자본지출이 계속되더라도 먼 미래 현금흐름의 현재가치는 낮아지고, 채권 발행비용과 주식 희석비용은 올라간다. **다만 이것은 유동성 총량이 마르는 경색 국면이 아니다.** 연준은 2025년 말 QT를 종료하고 지준을 방어하고 있으며, 단기자금시장 지표도 아직 안정적이다. 조이는 것은 양이 아니라 가격, 즉 높아진 실질금리다.

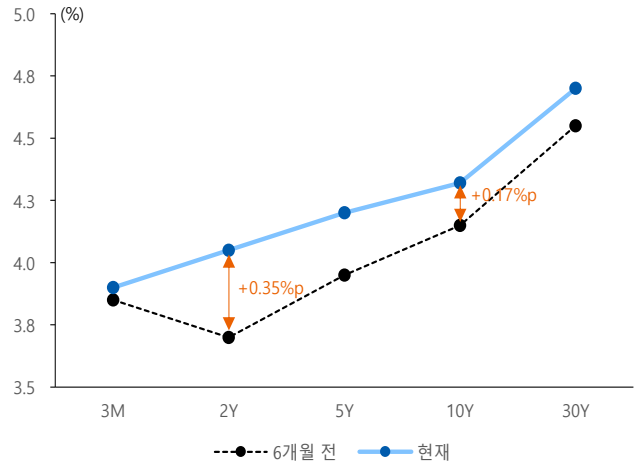
6월 17일 FOMC는 동결이었지만 점도표가 인하를 지우고 인상 쪽으로 돌아섰다. 정책금리에 민감한 2년물이 급등해 2025년 2월 이래 최고치를 기록했고, 연방기금선물예 반영된 9월 인상 확률은 약 1주 전 25%에서 약 50%로 뛰었다. **단기물 주도의 베어 플래트닝이었다.** 즉 명목금리 상승의 동력은 거시 펀더멘털이 아니라 정책 경로의 재가격화(Re-pricing)다.

[7] EFRR은 IORB를 하회, SOFR도 안정적 흐름 유지



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

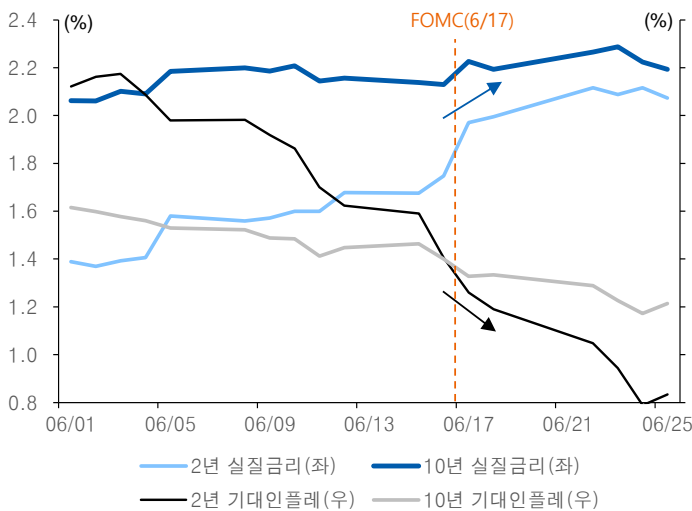
[8] 금리 인하 기대는 기간 커브에서 실종



자료: Fed, 유안타증권 리서치센터

이후 되돌림이 있었다. 6월 23~25일 유가 하락과 지정학 리스크 완화에 컨센서스에 부합한 5월 PCE까지 겹치며 금리인상 확률이 일부 축소됐고, 6월 25일 2년물은 고점 대비 약 15bp 내린 4.09%로 FOMC 직후 급등분을 사실상 반납했다. 2년 BEI는 약 2.0%, 10년 BEI는 약 2.2%로 유가와 함께 내려왔으나, 같은 날 2년 실질금리는 약 2.1%, 10년 실질금리는 약 2.2%로 6월 23일 전후 고점 대비로는 완화됐을 뿐 FOMC 이전보다 여전히 높은 상태다.

[9] QT 종료 이후에도 국채 중심으로 총자산이 채워지고 있는 상태



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

따라서 현재 국면은 '유가 하락 = 실질금리 하락'이 아니다. 유가가 먼저 낮추는 것은 BEI이고, 실질금리가 내려가려면 명목금리가 더 크게 내려와야 한다. 그리고 그 명목금리가 내려가려면, 다시 말해 Fed 경로가 완화되려면 연준이 실제로 보는 근원·서비스 물가의 둔화가 확인돼야 한다. 외부조달 비중이 커진 AI 자본지출은 바로 이 실질 할인율 채널에 노출돼 있다. 결국 관건은 명목금리를 붙들고 있는 Fed 경로가 언제 낮아지느냐다.

V. 전망: 전환점은 유가가 아니라 근원·서비스 물가다

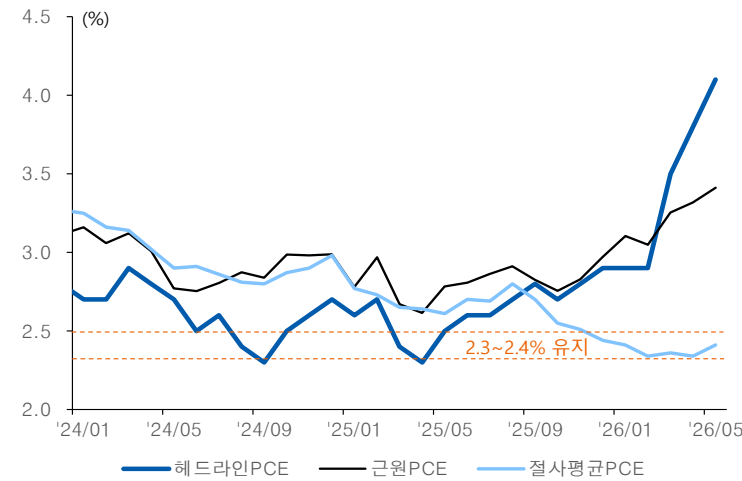
1. 명목금리를 붙들고 있는 것은 유가가 아니라 Fed 경로다

유가 자체는 분명히 빠졌다. WTI는 6월 25일 약 \$69로 하락하며 이란 사태 이전 수준으로 되돌아갔다. 그럼에도 명목금리가 버티는 데는 세 가지가 걸친다. **첫째, 6월 FOMC가 매파였다.** 위원회는 3.50~3.75% 동결, 점도표 근원 PCE 전망을 3.3%로 상향했고, 18명 중 9명이 연내 인상을 보며 장기 중립금리는 3.1%로 제시됐다. 시장은 '곧 인하'가 아니라 '고금리 장기화 또는 추가 인상'을 반영한다. **둘째, 연준이 보는 것은 유가가 아니다.** 에너지는 변동성이 큰 항목이라, 연준의 반응함수는 근원·서비스 물가, 임금, 렌트, 기대인플레이 등에 무게를 둔다. **셋째, 가장 중요한 것은 이 유가 하락이 침체 신호가 아니라는 점이다.** 호르무즈 통항 정상화에 따른 지정학 프리미엄 반납이 수요 붕괴가 아니며, AI 자본지출과 민간투자 모멘텀은 살아 있다. 통상 실질금리가 내려가려면 인하 기대가 강해져 명목이 내려가거나 침체 우려로 안전자산 매수가 들어와야 하는데, 지금은 어느 쪽도 켜지지 않았다. 그래서 명목은 덜 내려가고 BEI만 내려가며, 실질금리가 높게 남는다.

이 '확인되어야 움직인다'는 조건을 제도가 강화한다. 워시 의장은 데이터 디펜던시를 구조적으로 못 박았다. 포워드 가이던스를 덜어내고 성명을 축약했으며, 본인 점도를 제출하지 않아 점도표의 무게를 낮췄다. 피벗의 문턱이 '전망'이 아니라 '확인된 근원물가 둔화'로 올라간 것이다.

2. 첫 재료는 5월 PCE, 그리고 워시의 비둘기적 출구

[10] '26년 5월 절사평균 PCE는 약 2.41%로, 2.3~2.4% 박스권을 유지



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그 '확인'의 첫 재료가 6월 25일 5월 PCE로 나왔다. 표면 숫자는 매파에 가까웠다. 헤드라인은 전년대비 4.1%로 2023년 4월 이래 최고, 근원은 3.4%로 2023년 10월 이래 최고였고, 근원은 연준이 6월에 상향한 연말 전망(3.3%)을 이미 웃돈다. 그러나 이는 상당 부분 기저효과와 에너지가 만든 그림이다. 헤드라인 전월비는 컨센(0.5%)을 밑돈 0.4%, 근원 전월비는 0.3%로 월간 모멘텀은 가속이 아니라 진정 쪽이었다.

더 결정적인 단서는 분포의 중심에 있다. **달러스 연준의 절사평균 PCE(가격 변화가 가장 큰 위·아래 극단을 잘라내고 남은 가운데만 평균한 근원의 대안지표)는 5월 12개월 기준 2.4%로, 2025년 12월 이래 2.3~2.4% 박스에 머물러 있다.** 헤드라인이 +1.2%p, 근원이 +0.4%p 오르는 동안 절사평균은 사실상 제자리였다.

즉 헤드라인·근원의 상승은 소수의 극단 품목(에너지와 관세 전가 품목)에 집중됐을 뿐, 물가 바스켓의 중심 경향은 2%대 중반에서 크게 벗어나지 않았다. 마침 워시는 인준 청문회에서 근원 PCE를 '대략적 추정'이라 깎아내리며 절사평균을 선호한다고 밝힌 바 있다. 절사평균이 2.4%에 머무는 한, 에너지 충격이 가시고 나면 워시는 '기조적 물가는 목표 부근'이라는 논리로 완화 쪽 명분을 세울 수 있다. 그렇다면 6월의 매파적 동결은 구조적 매파라기보다, 에너지 충격기에 기대를 묶어두기 위한 전술적 선택이고 그 안에 비둘기적 출구가 설계돼 있다고 읽을 여지가 있다.

다만 이 해석을 절대화할 수는 없다. 가격 변화가 위쪽으로 쏠린 국면에서 절사평균은 그 상승분을 잘라내며 추세를 과소평가하는 경향이 있고, 달러스 연준 또한 중동발 공급 충격이 분포의 상방 쓸림을 키우고 있다고 경고했다. **결국 위시의 비둘기적 출구는 무조건적이지 않다. 서비스·근원의 광범위한 둔화가 함께 확인될 때에만 유효하다.** 요컨대 위시는 하드 데이터가 말할 때까지 기다리는 전술적 매파에 가깝고, 그의 반응함수는 절사평균이라는 비둘기적 옵션을 품고 있다. 방향을 가르는 것은 6월 이후 근원·서비스 물가가 추세적 둔화를 연속으로 확인해 주느냐다.

본 보고서는 이 둘 가운데 전술적 매파 쪽에 무게를 둔다. 절사평균 PCE가 2025년 12월 이래 2.3~2.4% 박스를 벗어나지 않는 한, 헤드라인과 근원의 상방은 에너지와 관세 전가라는 소수 품목의 일이고 물가의 중심 경향은 목표에서 크게 벗어나 있지 않다고 보기 때문이다. 그렇다면 에너지 충격이 어느정도 해소되고, **근원·서비스의 둔화가 한두 차례 더 확인되는 4분기 전후에, 위시는 '기조적 물가는 목표 부근'이라는 절사평균의 논리로 완화의 명분을 세울 수 있다.** 요컨대 6월의 매파는 방향이 아니라 시점의 문제이며, 피벗은 지연됐을 뿐 무산된 것은 아니라는 것이 본 보고서의 기본 가정이다.

다만 이 판단은 무조건적이지 않으며, 다음 신호가 커지면 철회되어야 한다. **첫째, 절사평균 PCE가 2.5%를 위로 뚫으면 물가 상방이 더는 소수 품목에 국한되지 않는다는 뜻이다. 둘째, 렌트와 비주거 서비스의 둔화가 멈추거나 되돌려지면 비둘기적 출구는 닫힌다. 셋째, 노동시장이 임금 가속으로 돌아서면 Fed 경로는 인하가 아니라 추가 인상으로 기운다.** 이 경우 실질금리는 높은 수준에 더 오래 머물고, 외부조달 비중이 큰 AI 자본지출은 할인율 부담을 가장 먼저 받는다.

3. 해소된다면 평행 랠리보다 볼 스티프닝

근원·서비스 물가 둔화가 확인되면 가장 먼저 반응할 구간은 단기물이다. 2년물에는 연내 인상 확률과 고금리 장기화 기대가 가장 많이 들어가 있기 때문이다. 반면 10년 이상 장기물은 재정적자, 국채 발행, 텀프리미엄이 하단을 받칠 가능성이 높다. 따라서 금리 부담이 해소될 경우, 모든 만기가 똑같이 내려가는 평행 랠리보다 단기물이 더 많이 내리는 볼 스티프닝이 나타날 가능성이 높다. 그 첫 신호는 6월 23~25일에 이미 나타났다. **고점 대비 2년물이 약 15bp, 10년물이 약 11bp 내리며 단기물이 더 크게 빠졌고, 10년-2년 스프레드는 +0.27%p에서 +0.31%p로 재차 벌어졌다.** 다만 이 움직임의 동력은 처음에는 에너지·호르무즈였고, 5월 PCE에서 월간 모멘텀이 진정으로 확인되며 비로소 Fed 경로 쪽으로 옮겨가기 시작했다. 아직은 잠정적이며, 추세로 굳어지는 6월 이후 근원·서비스 물가의 연속 확인에 달려 있다.

반대로 근원·서비스 물가가 충분히 식지 않으면 실질금리는 높은 수준에 머문다. 이 경우 AI 자본지출은 계속되더라도 밸류에이션과 신용 차별화는 더 민감해진다. 특히 외부조달 비중이 높은 기업, 계약 의무가 큰 기업은 같은 AI 테마 안에서도 다르게 가격이 매겨질 수 있다.

종합 판단

투자는 장기계약과 고객 예치금으로 더 끈적해졌다. 그러나 자금조달이 내부 현금에서 외부시장과 계약 의무로 넘어간 만큼, 투자 사이클을 검증하는 기준도 달라졌다. 이제 시장은 자본지출의 규모보다 그것을 정당화할 매출·현금흐름·생산성의 증거를 요구한다.

유동성 환경도 같은 방식으로 봐야 한다. 지금은 유동성 총량이 갑자기 말라붙는 경색 국면이 아니다. 연준은 QT를 종료하고 기준 하한을 방어하며, 단기자금시장 지표도 아직 안정적이다. 조이는 것은 양이 아니라 가격이다. 그리고 그 가격, 즉 실질금리가 추세적으로 내려가려면 유가 하락만으로는 부족하고, 근원·서비스 물가의 둔화를 통해 Fed 경로가 낮아져야 한다. 본 보고서는 그 둔화가 4분기 전후에 확인되며 피벗이 지연된 형태로 열린다는 쪽에 무게를 두되, 절사평균 PCE의 박스 이탈을 그 판단의 반증선으로 둔다.

그리고 이 환경의 효과는 AI 테마 전체에 균일하게 작용하지 않는다. **조달이 외부시장과 계약으로 넘어간 만큼, 어떤 자금원에 얼마나 의존하는가가 곧 신용의 차별화 축이 된다.** 오라클처럼 회사채에 더해 ATM 주식과 강제전환우선주까지 동원해 외부조달에 깊이 기대고 RPO가 소수 대형 고객에 집중된 기업은, 내부 현금흐름 여력이 남은 마이크로소프트와 같은 멀티플, 같은 스프레드로 묶이기 어렵다. 잉여현금흐름이 \$1.2B까지 줄어든 아마존, 마이너스 전환이 전망되는 메타 역시 외부조달 의존이 커지는 쪽에 가깝다. 고실질금리가 길어질수록, 그리고 검증이 지연될수록, 시장은 'AI냐 아니냐'가 아니라 '자체조달이나 외부·계약 의존이냐'로 신용과 밸류에이션을 가른다.

결론적으로 AI 자본지출은 미국 성장의 핵심 버팀목이지만, 자금조달이 내부 현금에서 외부시장과 계약 의무로 넘어간 지금, 그 정당성은 더 이상 규모가 아니라 검증으로 평가된다. 마이크로 실적은 수요의 장기성을 보여주는 공급망 데이터포인트일 뿐, 투자수익률의 최종 증거가 아니다. 향후 시장의 방향은 반도체 실적 하나보다, 근원·서비스 물가 둔화가 Fed 경로를 낮춰 실질금리를 롤 오버시킬 수 있는지, 그리고 그렇게 벌어들이는 시간 안에 선약정된 투자가 매출·현금흐름으로 스스로를 입증하는지에 달려 있다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.