DS INVESTMENT & SECURITIES

Sector Comment

[반도체]

This is never that (1) 꺾이지 않는 수요의 원인

이수림 반도체 02-709-2661 surim.lee@ds-sec.co.kr

2026.02.09

이번 사이클, 상승 → 둔화 → 고점 장기 체류(plateau) 형태로 갈 가능성이 높아 보인다

주가의 최대 탄력 구간은 2분기가 될 것이다. 그러나 이번 사이클은 3분기 이후에도 고점에서 오래 버틸 가능성이 높아 보인다. 주가는 예상보다 더 좋아질 여지에 반응한다. 그 여지가 가장 큰 시점은 2분기이다. 당사는 메모리 가격이 3분기까지 의미 있게 추가 상승하고 고점 갱신을 한 뒤 4분기 Flat한 상태를 유지할 것으로 전망하기 때문이다. 4분기에 공급 부족 구조는 유지되지만 1~3분기 급등 이후 고객사들이 출하와 구매 속도를 조절하면서 추가 인상을 받아줄 수요 탄력이 약해지기 때문에 가격 상승이 멈추고 고점에서 Flat해질 가능성이 높다.

DRAM 수요의 중심이 '서버 교체와 AI 인프라'로 이동했기 때문

과거 메모리 급등은 대부분 스마트폰/PC 출하 사이클 + 재고 사이클 위에서 발생했다. 그래서 수요가 당겨지고 재고가 쌓이고 가격이 급락했다. 지금은 완전히 다르다. 지금 DRAM 상승의 기반은 서버 교체 수요 + AI 인프라 확장 + 구조적 공급 제약이다. 지금의 서버 수요는 성능·전력·TCO 경쟁 기반 수요로 메모리 가격이 올라도 성능 확보가 더 중요하기 때문에 가격 저항이 약하다. 가수요도 재고 사이클도 아니며 메모리를 사지 않으면 경쟁력을 잃게 된다. 그래서 가격이 쉽게 꺾이지 않는다. 게다가 현재 서버 CPU 가격은 오히려 내려가고 있기 때문에 메모리 가격 상승에도 서버 교체 유인이 존재한다. 즉, 메모리가 비싸서 서버를 바꾸지 않는 상황은 없다는 것이다.

17~18 대비 천천히 오래 가는 수요가 될 것

2017~2018년은 신규 CPU 도입으로 서버 교체가 경쟁력의 핵심이었고 교체를 늦추면 성능 경쟁에서 바로 밀리는 구조였다. 이로 인해 수요가 앞당겨지며(front-loading) 가격이 급등한 뒤 재고가 쌓이며 급락하는 전형적인 사이클이 나타났다. 반면 현재는 경쟁력의 중심이 AI 인프라로 이동하면서 범용 서버는 유지·증설 성격의 수요로 바뀌었다. 교체를 서두를 필요는 없지만 노후화와 운영 효율 측면에서 완전히 미룰 수도 없는 구조다. 그 결과 수요가 단기간에 폭발적으로 늘지도 않지만 동시에 급격히 줄어드는 구간도 나타나지 않는다. 여기에 공급 측면에서는 HBM 전환 등으로 범용 DRAM Capa가 제한되면서 가격 협상보다는 물량 확보 경쟁이 나타나는 국면이다. 과거처럼 재고 축적 이후 급락하는 흐름이 아니라 고점에서 오래 버티다 늦게 꺾이는 구조가 나타날 가능성이 높다.

PC DRAM 스팟은 상승 속도를 조절하는 변수

이번 사이클에서는 서버 교체 수요가 완충제 역할을 하기 때문에 PC DRAM 스팟이 조정되더라도 계약가가 바로 꺾일 가능성은 낮다. PC DRAM 스팟은 여전히 가격 방향을 가장 먼저 알려주는 선행 지표이지만 과거처럼 사이클을 즉시 종료시키는 트리거가 되기보다는 상승 속도를 조절하는 변수로 작용할 가능성이 높다. 따라서 이번 사이클의 핵심은 PC DRAM 스팟의 단기 조정 여부를 넘어 그 하락의 강도와 지속성에 있다. 완만한 조정에 그칠 경우 계약가는 고점에서 유지되며 사이클이 길어질 수 있지만 스팟이 급락할 경우 OEM 협상 압력이 커지면서 계약가와 주가 모두 예상보다 빠르게 피크아웃할 가능성이 있다. 지속적으로 PC DRAM 스팟의 방향성과 강도를 핵심 체크포인트로 삼을 필요가 있다.

표1 1Q26 메모리 가격 전망치

QoQ %	제품군	4Q25	1Q26
DRAM	PC	38~43%	**105~110%**
	서버	53~58%	**88~93%**
	모바일	43~48%	**88~93%**
	Total DRAM	45~50%	**90~95%**
	HBM Blended	50~55%	**80~85%**
NAND	eSSD	25~30%	**53~58%**
	Total NAND	33~38%	**55~60%**

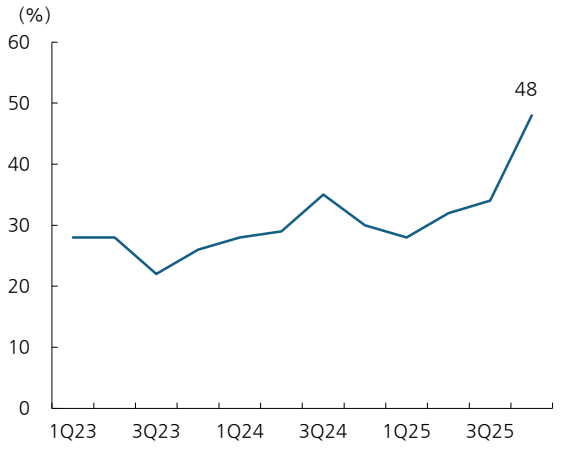
자료: Trendforce, DS투자증권 리서치센터
주) PC/서버는 D4와 D5 Mix 기준. 모바일은 LPDDR5X 기준

표2 메모리 가격과 반도체 주가 움직임 예측

구간	1Q	2Q	3Q	4Q~
가격	계약가 급등	가격이 안 꺾인다는 확신	가격 상승 속도 둔화	가격 고점 유지
주가	같이 상승	주가 최대 탄력	주가 둔화 (하지만 안 빠짐)	주가 고점 장기 체류

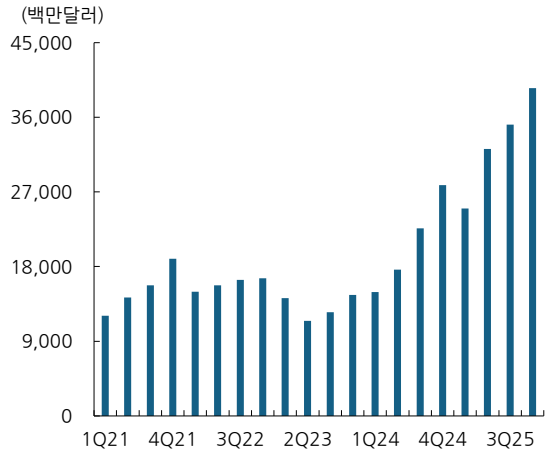
자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 Google Cloud 매출 YoY 성장률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 Amazon 분기별 Capex 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 현재 당사에서 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.