

냉전과 버블사이



 Claude

2026.03.05

양형모 투자전략
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

강근재 연구원
02-709-2667
kkg812@ds-sec.co.kr

Executive Summary



- 한국 증시는 이란 전쟁이라는 대외 변수로 인해 역대급 폭락을 겪었으나 본질적으로는 실적 성장세가 주가 하락을 압도하는 '극단적 저평가' 구간에 진입해 있다. 미국 증시가 전쟁 여파를 AI 사이클과 기업 실적이라는 펀더멘털로 빠르게 소화하고 있는 것과 달리 한국은 반도체 집중도와 에너지 의존성, 레버리지 반대매매 및 휴장으로 인한 공포 응축이 복합적으로 작용하며 밸류에이션 디레이팅(PER 10.1배→8.0배)이 발생했다. 그러나 한국 기업의 이익 수정치(NI Revision)가 미국을 압도하고 있으며 특히 반도체 섹터의 ROE 대비 PER 비율이 미국 유사 기업들보다 월등히 저렴하다는 점에서 현재의 폭락은 구조적 붕괴가 아닌 과도한 공황 프리미엄의 결과다. 따라서 이익 감소 없는 주가 하락은 반드시 정상화된다는 원칙에 근거하여 밸류에이션 수렴 시 코스피 7,000p 달성이 가능하다는 전략적 비중 확대(OVERWEIGHT) 관점을 유지한다.
- 현재의 AI Capex 사이클은 냉전기 기술 붐과 달리 민간 기업 간의 '최수의 딜레마'와 미·중 패권 경쟁이라는 이중 잠금장치에 의해 중단될 수 없는 비가역적 성격을 띠고 있으며 막대한 현금 흐름과 수익화 구조를 갖춘 빅테크들이 주도하고 있다는 점에서 밸류에이션 버블이 아닌 구조적 성장 국면에 있다. 결국 에픽 퓨리 작전은 AI가 국가 안보의 핵심 자산임을 입증하며 민간과 정부의 AI 투자를 더욱 가속화하는 피드백 루프를 형성하고 있고 이는 기술적 해자와 반복 매출을 확보한 빅테크 기업들의 밸류에이션 정당성을 강화하는 근거가 된다.

Con- tents

한국 증시 하락 원인 전격 분석 04

미국 증시는 전쟁이 이미 가격에 반영되거나 무시
한국 증시 하락 원인 전격 분석

AI(LLM) 전쟁의 시대 26

에픽 퓨리 작전
75년간의 전쟁 경제학

냉전과 버블 사이 44

Executive Summary
냉전기 기술주의 정량적 해부
AI Capex 사이클은 왜 중단될 수 없는가

한국 증시 하락 원인 전격 분석

미국 증시는 전쟁이 이미 가격에 반영되거나 무시

Executive Summary

전쟁은 이미 가격에 반영되거나 무시되고 있으며 시장은 다시 AI Capex 사이클과 기업 실적이라는 본질로 눈을 돌리고 있다는 것

2025년 11월 초부터 2026년 3월 3일까지 미국 증시는 세 가지 키워드가 교차하며 박스권을 형성했다.

첫 번째 키워드(2025년 11월~12월): AI Capex 버블 공포의 확산이다. Oracle이 2025년 12월 11일 실적 발표에서 분기 매출 \$160.6억(컨센서스 \$162.1억 미달)에 자본지출 \$500억(기존 \$350억에서 상향) 가이드언스를 내놓자 주가가 장중 16.5% 폭락했다. 이는 단순한 Oracle 개별 이슈가 아니었다. 시장은 이 사건을 AI 인프라 과잉투자의 첫 번째 균열 신호로 받아들였다. Oracle의 분기 FCF은 1년 전 +\$95억에서 -\$132억으로 역전되었고 이는 하이퍼스케일러 전반의 Free Cash Flow 압박 우려로 이어졌다. 같은 주에 엔비디아 실적 발표 이후에도 매그니피센트7 중 알파벳을 제외한 전 종목이 주간 기준 하락했다.

두 번째 키워드(2026년 1월~2월): AI 인프라 투자 과잉 공포가 소프트웨어 섹터를 강타했다. ServiceNow(-41.3%), Oracle(-44.6%), Salesforce(-25.2%), Intuit(-38.7%), Palantir(-31.6%) 등이 BM 하락 기여 상위를 차지했다. Microsoft의 Azure 성장 둔화 우려, AI 에이전트가 전통 소프트웨어를 대체한다는 서사가 확산되며 소프트웨어 전반의 Multiple이 하향되었다. 다른 한편에서는 로테이션 자금이 가치주 방어주-에너지주로 유입되었다. Micron이 84.3% 급등(AI 메모리 수요 폭발), Walmart +26.5%, Johnson & Johnson +31.5%, Exxon Mobil +33.4%, Applied Materials +59.7%, Lam Research +48.5% 등이 BM 방어·상승 기여 상위를 차지했다. 이 국면에서 BM은 +0.80%로 보합이었지만 내부는 격렬하게 로테이션이 진행되고 있었다.

세 번째 키워드(2026년 2월 28일~3월 3일): 이란 전쟁에 대해 시장은 의외로 냉정한 반응을 보였다. 2026년 2월 28일 트럼프 대통령은 8분짜리 영상 성명으로 미국-이스라엘 합동 '오퍼레이션 에픽 퓨리를 공표했다. 이란 최고지도자 하메네이가 공습으로 사망하고 IRGC 말렉-아쉬타르 건물이 완전히 파괴되었으며 이란이 UAE와 사우디아라비아, 미군 기지에 드론 및 미사일로 반격하면서 분쟁은 급속히 확산되었다. 호르무즈 해협이 봉쇄되었고, 브렌트유는 10일 사이 10% 급등해 \$80 수준을 돌파했다.

그런데 시장의 반응이 흥미롭다. 3월 2일(전쟁 첫 거래일) S&P 500은 장중 -1% 이상까지 밀렸다가 낙폭을 거의 회복해 +0.04%로 마감했다. 방산주(LMT +6%, NOC +5%, AeroVironment +10%)와 에너지주(XOM +4%, CVX +4%)가 상승했고, 전쟁은 짧을 것이라는 기대감에 기술주도 반등했다.

3월 3일(전쟁 3일차) S&P 500이 -0.94%를 기록했다. 이날의 핵심은 방산주가 BM 상승 기여 상위권에서 사라졌다는 것이다.

Microsoft가 +1.3%로 최대 기여주(+6.6bp), JPMorgan +0.9%, IBM +2.5%, Palo Alto Networks +4.0%, Palantir +1.4%, Adobe +3.9%, Intuit +3.4%, ServiceNow +3.4%가 상위를 차지했다. RTX, NOC, LMT는 소폭 상승했지만 기여도는 각각 0.9bp, 0.8bp, 0.4bp에 불과했다. 반면 반도체(NVDA -1.3%, MU -8.0%, LRCX -5.9%, AMAT -5.6%, KLAC -6.1%)가 하락을 주도했다.

이 패탄을 분석해 본다면 전쟁은 이미 가격에 반영되거나 무시되고 있으며, 시장은 다시 AI Capex 사이클과 기업 실적이라는 본질로 눈을 돌리고 있다는 것이다.

표1 미국 BM 수익률 요약

분석 기간	BM 수익률	성격	핵심 드라이버
20251031~20260227 (126 일)	0.80%	보합 (내부 격렬한 로테이션)	AI Capex 우려, 소프트웨어 밸류에이션 급락, 가치주/방어주 강세
20260227~20260303 (4 거래일)	-0.90%	단기 약세	이란 전쟁 개시, 유가 급등, 하지만 소프트웨어 반등
20260303 일간	-0.94%	전쟁 3 일차 조정 지속	반도체 약세, 소프트웨어 저가 매수 지속, 방산 미미한 상승

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

미국 증시 기간 분석 결과 종합

1. 실적 성장 2025년 11월 초부터 2026년 2월 27일 기간 분석, 2026년 3월 1일부터 2026년 3월
2. 전쟁 단기 충격 3일 기간 분석, 그리고 2026년 3월 3일 일간 분석 결과 다음의 다섯 가지 결과를 발견했다.
3. 소프트웨어 저가 매수
4. AI 사이클 우려
5. 사모대출 리스크는 시스템 리스크가 아닌 변동성
 1. AI Capex 피크 공포가 시장 전반을 지배했으나 실제 실적은 성장 중이다. 2025년 11월부터 2026년 2월까지 시장을 지배한 서사는 하이퍼스케일러들의 천문학적 Capex가 실제 수익 창출로 이어지지 않을 것이라는 공포였다. Oracle의 FCF가 -\$132억으로 역전되고 Microsoft의 Azure 성장률 둔화 우려가 제기되면서 소프트웨어 섹터 전반이 40~55%의 52주 고점 대비 급락을 경험했다. 그러나 실제 데이터는 다른 이야기를 한다. BM 전체 1M 순이익 리비전은 +2.51~2.70%로 꾸준히 상향 중이며 하락 기여 상위 종목들도 대부분 컨센서스가 올라가고 있다. 시장은 이익 성장의 속도보다 Capex 대비 이익 성장의 충분성을 우려한 셈인데 이 우려는 과장되었을 가능성이 높다.
 2. 이란 전쟁은 시장의 궤적을 바꾸지 못하고 있다. 역사적으로 지정학 이벤트는 시장에 단기 충격을 주지만 6개월 평균 S&P 500 수익률은 +3.4%였다. 3월 3일 소프트웨어 저가 매수 유입과 방산주의 미미한 존재감은 시장이 전쟁 = 방산 매수라는 단순 공식보다 기업 펀더멘탈에 더 큰 가중치를 두고 있음을 보여준다. 트럼프 대통령 자신도 4~5주 안에 결론낼 것이라고 언급했으며 옥스퍼드 이코노믹스는 2개월 이내에 분쟁 종결을 베이스케이스로 제시했다.
 3. 소프트웨어 저가 매수는 구조적 반등의 선행 신호다. Period 2(전쟁 이후)에서 BM 상승 기여 3위는 Palantir(+7.3%), 6위는 Intuit(+5.9%), 10위는 Palo Alto Networks(+4.8%), 11위는 ServiceNow(+4.8%)였다. 이들 모두 52주 고점 대비 -29~-46% 수준에서 저가 매수세가 유입되었다. 3월 3일에도 Adobe(+3.9%), ServiceNow(+3.4%), Intuit(+3.4%)가 상승 상위권을 차지했다. 이는 AI가 전통 소프트웨어를 완전 대체한다는 서사에 대한 시장의 반박이다.
 4. 반도체 약세는 이란이 아닌 AI 사이클 재평가 때문이다. 3월 3일 하락 기여 상위는 NVDA(-1.3%, -9.7bp), MU(-8.0%, -6.1bp), LRCX(-5.9%, -2.8bp), AMAT(-5.6%, -2.7bp), KLAC(-6.1%, -2.0bp)였다. 이란 전쟁과 가장 거리가 먼 기업들이다. 반면 방산주는 소폭 상승에 그쳤다. Micron의 1M 순이익 리비전은 +11.0%이지만 주가는 -7.9%. 이는 AI 메모리 수요 증가라는 펀더멘탈이 Capex 피크 우려 서사에 일시적으로 묻혀 있는 상태임을 의미한다.

5. 사모대출(Private Credit) 리스크는 시스템 리스크로 변하지 않을 것이다. Blue Owl의 환매 동결(2026년 2월 19일)이 사모대출 버블 붕괴의 전조로 해석되었다. 그러나 BIS 데이터에 따르면 기업 부채상환비율(Debt Service Ratio)은 2008년 수준을 크게 하회하며 실제 디폴트율은 2% 미만이다(숨겨진 디폴트를 포함해도 5% 수준). ICG, State Street 등 주요 기관들은 시스템 리스크가 아닌 산발적 변동성으로 평가한다. 다만 소프트웨어 스타트업 대출 비중이 높은 사모대출 포트폴리오는 AI 대체 리스크에 취약하므로 이 채널을 통한 간접적 리스크는 모니터링이 필요하다.

표2 미국 BM 전체 밸류에이션 및 실적 리비전 분석

지표	Period 1 (20251031~20260227)	Period 2 (20260227~20260303)	변화	시사점
시가총액 가중 PER	29.4 배	29.0 배	-0.4 배	밸류에이션 소폭 하락 (실적 성장 반영)
시가총액 가중 ROE	128.20%	127.60%	-0.6%p	안정적 수익성 유지
시가총액 가중 52 주 고점 대비	-13.50%	-13.70%	-0.2%p	전반적 고점 대비 조정 유지
1M 순이익 컨센서스 리비전	2.70%	2.51%	-0.19%p	여전히 상향 리비전 지속
1M 매출 컨센서스 리비전	2.86%	2.62%	-0.24%p	매출 추정치도 꾸준히 상향

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

1. 기간 분석 Period1 (20251031~20260227) - BM Return: +0.80%

Period1은 격렬한 리밸런싱의 장

Period1 기간 분석 결과 표면적으로는 보합(+0.80%)이었으나 내부는 AI Capex 우려가 성장주를 강타하는 동안 가치주·에너지·헬스케어로 자금이 대이동하는 격렬한 리밸런싱의 장이었다. 하락 종목 대부분은 실적 추정치가 상향됨에도 불구하고 PER 멀티플이 급격히 압축되었다.

이 기간의 하락 기여 종목들에는 세 가지 공통 특징이 있다. 첫째, 대부분 소프트웨어 인프라, 반도체, AI 관련 기업이라는 점이다. Microsoft, NVIDIA, Oracle, Broadcom, Palantir, ServiceNow 등 전형적인 AI 수혜 기업들이 상위 10위 안에 집중되었다.

둘째, 역설적이게도 이들의 1M 순이익 컨센서스는 대부분 상향 리비전 중이다. Microsoft +4.55%, NVIDIA +9.13%, Broadcom +4.26%, Palantir +32.08%, AMD +6.98%로 실적 추정치는 꾸준히 올라갔다. 이는 주가 하락이 펀더멘털 훼손이 아닌 Multiple Compression(밸류에이션 재평가)임을 명확히 보여준다.

셋째, 52주 고점 대비 하락폭이 매우 크다. Oracle -55.7%, ServiceNow -48.3%, Palantir -33.8% 등은 기술적으로 과매도 구간에 진입했다.

표3 Top 10 하락 기여 종목

Rank	종목명	섹터	비중(%)	수익률(%)	기여도(bp)	PER	ROE(%)	52주 고점대비(%)	1M NI 리비전(%)
1	Microsoft	Software-Infrastructure	6.37	-24.2	-153.9	21.6	25.7	-27.5	4.55
2	NVIDIA	Semiconductors	8.15	-12.5	-101.8	21.1	61.9	-14.4	9.13
3	Amazon	Internet Retail	4.32	-14	-60.6	26.2	16.4	-17.3	-0.42
4	Oracle	Software-Infrastructure	1.24	-44.6	-55.3	18.7	46.2	-55.7	1.4
5	Broadcom	Semiconductors	2.89	-13.5	-39.2	27.5	44.8	-22.6	4.26
6	Tesla	Auto Manufacturers	2.51	-11.8	-29.8	192.3	7.8	-17.8	-2.33
7	Palantir	Software-Infrastructure	0.76	-31.6	-23.9	99.5	28.2	-33.8	32.08
8	Apple	Consumer Electronics	6.62	-2.3	-15.1	29.9	126.4	-7.7	3.49
9	AMD	Semiconductors	0.69	-21.8	-15.1	26.9	16.9	-24.3	6.98
10	ServiceNow	Software-Application	0.32	-41.3	-13.1	25	27.5	-48.3	3

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

1. 실적 성장 확인 주도형 이 기간 BM을 방어한 종목들의 공통 특성을 세 가지로 분류할 수 있다. 첫 번째 그룹은 실적 성장 확인 주도형 (Micron, Applied Materials, Lam Research, Analog Devices)이다. 이들은 소프트웨어 중심 AI Capex 우려와 달리 실제 하드웨어 수요 증가가 실적으로 확인된 반도체 장비 및 메모리 기업들이다. 특히 Micron(+84.3%)은 HBM 수요 폭발로 역대급 실적 서프라이즈를 기록했다. AI 모델 학습과 추론에 필수적인 메모리 칩의 공급 부족이 극심했고, 컨센서스를 대폭 상회하는 분기 실적 이 주가를 급등시켰다. PER 10.2배는 반도체 기업 중 극도로 낮은 밸류에이션으로 메모리 사이클 상승기에 있음을 시장이 인정한 것이다.

두 번째 그룹은 방어적 가치주 (Walmart, J&J, Merck, Philip Morris, Berkshire)이다. AI Capex 논쟁에서 상대적으로 자유로운 내수·소비·헬스케어·금융 기업들에 로테이션 자금이 유입되었다. Walmart는 이커머스 성장 가속화와 공급망 내재화(AI 재고 관리, 로봇 물류)로 26.5% 상승했다. J&J(+31.5%), Merck(+44.0%)는 의약품 파이프라인 호조와 배당 수익률의 상대적 매력에 부각되었다. 이들의 공통점은 낮은 PER(21~22배), 안정적 ROE, 52주 고점 대비 하락폭 최소화다.

세 번째 그룹은 에너지·산업재 (Exxon, Chevron, GE Vernova, Caterpillar)이다. 이란 전쟁 리스크 고조가 2월 중순부터 시장에 선반영되기 시작하면서 에너지주와 방위산업 인접 산업재에 선행 매수세가 유입되었다. GE Vernova(+49.3%)는 전력망 인프라 수요와 AI 데이터센터용 전력 공급 장비 공급자로서의 독점적 지위가 부각되며 대형 수혜주로 부상했다.

표4 지수 방어/상승 기여 종목 분석

Rank	종목명	섹터	수익률(%)	기여도(bp)	PER	ROE(%)	52 주고점대비(%)
1	Alphabet Class A	Internet Content	10.9	56.9	26.5	25.4	-9.3
2	Walmart	Discount Stores	26.5	35.3	43.3	20.9	-4.4
3	Micron Technology	Semiconductors	84.3	35.1	10.2	38.8	-5.8
4	Eli Lilly	Drug Manufacturers	21.9	29.6	29.7	60.5	-5.2
5	Exxon Mobil	Oil & Gas Integrated	33.4	26.6	21.7	11.4	-2
6	Johnson & Johnson	Drug Manufacturers	31.5	23.8	21.2	31.6	0
7	Applied Materials	Semiconductor Equip	59.7	18.4	31.2	35.9	-5.7
8	Lam Research	Semiconductor Equip	48.5	15.9	36.3	55.4	-6.2
9	Merck	Drug Manufacturers	44	15.7	21.2	24.3	-0.1
10	GE Vernova	Industrial Machinery	49.3	13	56	30.4	-0.7

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

2. 기간 분석 Period2 (20260227~20260303) - BM Return: -0.90%

시장이 전쟁보다 AI Capex
논쟁 해소에 집중

Period2 기간 분석 결과 이란 전쟁이라는 외부 충격이 가해졌지만 시장은 예상보다 냉정하게 반응했다. 첫날(3/2) 방산·에너지 급등 후 V자 반등으로 손실 대부분 회복되었다. 2~4일차(3/2~3/3)에는 전쟁 지속 우려로 재차 조정되었으나 하락 종목은 이란 전쟁과 무관한 반도체이고 상승 종목은 소프트웨어·IT다. 이는 시장이 전쟁보다 AI Capex 논쟁 해소에 집중하고 있음을 보여준다.

Period 1에서 방어주였던 Micron(+84.3%, +35.1bp)과 Applied Materials(+59.7%, +18.4bp), Lam Research(+48.5%, +15.9bp)가 이 기간에는 하락 기여 종목으로 전환되었다.

이들의 1M 순이익 리비전은 여전히 강력하게 상향 중(Micron +11.0%, AMAT +17.6%)인데도 주가가 하락하고 있다.

이는 이란 전쟁 리스크가 반도체 섹터에 이상 과매도를 불러오고 있음을 시사한다. 반도체 공급망이 중동과 직접 연관이 없음에도 전쟁 = 글로벌 경기 침체 우려 = 반도체 수요 피크라는 공식이 기계적으로 작동하고 있는 것이다.

표5 Top 10 하락 기여 종목

Rank	종목명	섹터	비중(%)	수익률(%)	기여도(bp)	PER	ROE(%)	52 주 고점대비(%)	1MNI 리비전(%)
1	Alphabet	Internet Content	-2.6	-15.1	25.8	25.4	-11.7	4.2	1
2	Berkshire Hathaway	Insurance-Diversified	-4.7	-8.4	23.1	6	-10.8	-3.8	2
3	Eli Lilly	Drug Manufacturers	-4.2	-6.9	28.4	60.3	-9.2	4.8	3
4	Tesla	Auto Manufacturers	-2.5	-6.2	186.8	7.9	-19.9	5.8	4
5	Micron	Semiconductors	-7.9	-6	9.3	38.7	-13.3	11	5
6	Broadcom	Semiconductors	-1.8	-4.4	26.9	44.6	-24	4.3	6
7	Lam Research	Semiconductor Equip	-7.1	-3.4	33.6	55.4	-12.9	3.3	7
8	Amphenol	Electronic Components	-11.3	-3.3	28.8	30.8	-22.1	1.4	8
9	Procter & Gamble	Household Products	-4.5	-2.9	22.1	29.1	-9.4	0.4	9
10	Applied Materials	Semiconductor Equip	-5.6	-2.7	29.4	35.9	-11	17.6	10

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

1. Microsoft와 NVIDIA가 이 기간 BM을 방어하는 핵심 종목
2. 방산주 기여도 크지 않음

이 기간 방어 기여 종목들의 패턴에서 중요한 신호를 읽을 수 있다.

Microsoft와 NVIDIA가 이 기간 BM을 방어하는 핵심 종목으로 전환되었다. Period 1에서 각각 -153.9bp, -101.8bp로 최대 하락 기여를 했던 두 종목이 이 기간에는 +13.7bp, +11.4bp로 BM 방어의 쌍두마차가 되었다. 이는 중요한 패러다임 전환이다. 투자자들이 전쟁 불확실성 속에서 현금 창출력이 강하고 AI 사이클의 핵심에 위치한 기업으로 다시 눈을 돌리기 시작했음을 의미한다.

방산주가 상승하기는 했지만 기여도가 크지 않다. RTX +0.9bp, NOC +0.8bp, Axon +0.5bp, LMT +0.4bp로 총 합산 기여도가 약 2.6bp에 불과하다. 전쟁으로 방산 수요가 구조적으로 늘어나는 것은 맞지만 3월 3일 시점에서 시장은 방산 보다 소프트웨어 저가 매수에 훨씬 더 강한 관심을 보이고 있다. Palantir(+3.8bp), ServiceNow(+0.9bp), Palo Alto Networks(+1.0bp), CrowdStrike(+0.8bp) 등 소프트웨어 섹터의 합산 기여도가 방산을 크게 상회한다.

표6 지수 방어/상승 기여 종목 분석

Rank	종목명	섹터	수익률(%)	기여도(bp)	PER	ROE(%)	52 주고점대비(%)
1	Microsoft	Software-Infrastructure	2.8	13.7	22.2	25.7	-25.5
2	NVIDIA	Semiconductors	1.6	11.4	21.3	61.7	-13
3	Palantir	Software-Infrastructure	7.3	3.8	106.3	28.2	-28.9
4	Meta Platforms	Internet Content	1.1	2.5	21.4	24.8	-17.1
5	Oracle	Software-Infrastructure	2.5	1.7	19.2	46.1	-54.6
6	Intuit	Software-Application	5.9	1.1	17.3	28.1	-46.3
7	Mastercard	Credit Services	1.4	1	26.1	148.2	-12.5
8	ConocoPhillips	Oil & Gas E&P	4.5	1	22.5	10.2	0
9	Netflix	Entertainment	1.5	1	29.9	38.7	-27
10	Palo Alto Networks	Software-Infrastructure	4.8	1	40.3	21.7	-29.5

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

3. 20260303 일간 분석 - BM Return: -0.94%

전쟁이 시장을 움직이는 주요 변수가 아니라는 것을 가장 명확하게 보여주는 날

3월 3일은 이란 전쟁 3일차 시장으로, 전쟁이 시장을 움직이는 주요 변수가 아니라는 것을 가장 명확하게 보여주는 날이었다.

하락 기여 상위 20개 중 방산 관련은 GE Aerospace(-2.0bp) 하나에 불과하며, 나머지는 반도체 7개, 산업재 2개, 에너지/소재 2개, 방어주 3개 등으로 구성된다.

이란 전쟁의 직접 희생양은 반도체가 아님에도, 반도체가 하락을 주도하고 있다. 이는 전쟁이 아닌 AI Capex 피크 우려가 여전히 지배적 서사임을 확인해준다. 물론 전쟁이 매우 격화된다면 AI Capex 사이클에도 영향을 끼칠 수 있기는 하다.

Applied Materials(1M NI 리비전 +17.6%), Micron(+11.0%), Lam Research(+3.3%)의 경우 실적 추정치가 강하게 올라가고 있음에도 주가가 하락하고 있어 과매도 해소 가능성이 높다.

표7 일간 하락 기여 Top 20

Rank	종목명	섹터	수익률(%)	기여도(bp)	비고
1	NVIDIA	Semiconductors	-1.3	-9.7	이란과 무관, AI Capex 우려
2	Tesla	Auto Manufacturers	-2.7	-6.7	브랜드 우려 지속
3	Micron Technology	Semiconductors	-8	-6.1	1MNI 리비전 +11%, 과매도
4	Alphabet Class A	Internet Content	-1	-5.4	2026년 Capex \$1,750~1,850억 부담
5	Broadcom	Semiconductors	-1.6	-3.9	반도체 전반 약세 동조
6	Lam Research	Semiconductor Equip	-5.9	-2.8	반도체 장비 사이클 우려
7	Applied Materials	Semiconductor Equip	-5.6	-2.7	1MNI 리비전 +17.6%, 강한 과매도
8	Apple	Consumer Electronics	-0.4	-2.3	중국 이슈 지속
9	Caterpillar	Heavy Machinery	-4	-2.3	경기 침체 우려 반영
10	AMD	Semiconductors	-3.9	-2.1	반도체 섹터 동조
11	KLA Corporation	Semiconductor Equip	-6.1	-2	반도체 장비 과매도 구간
12	GE Aerospace	Aerospace & Defense	-3.4	-2	방산인데 하락 — 이란 전쟁 방산 수혜 제한적
13	Intel	Semiconductors	-5.3	-2	구조적 약세 지속
14	Newmont	Gold	-7.9	-1.8	금 가격 조정
15	GE Vernova	Industrial Machinery	-4.4	-1.7	차익 실현
16	Exxon Mobil	Oil & Gas	-1.5	-1.6	유가 안정화 기대에 에너지 차익실현
17	Eli Lilly	Drug Manufacturers	-1	-1.6	헬스케어 섹터 조정
18	Philip Morris	Tobacco	-3.2	-1.5	방어주 차익실현
19	Corning	Electronic Components	-6.5	-1.5	AI 광케이블 수요 불확실성
20	P&G	Household Products	-2.3	-1.4	방어주 조정

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

1. Microsoft와 NVIDIA가 이 기간 BM을 방어하는 핵심 종목
2. 방산주 기여도 크지 않음

3월 3일 상승 기여 Top 20에서 소프트웨어/IT 기업(Microsoft, IBM, Palo Alto, Palantir, Adobe, Intuit, ServiceNow, Salesforce, Accenture)의 합산 기여도는 약 10bp에 달한다. 방산(Palo Alto 포함 시)을 제외한 순수 방산주(방산 상승 기여는 Period 2 목록에서 별도 집계)의 기여도는 미미하다.

이날의 최대 기여 상승 종목 Microsoft +6.6bp는 전쟁과 무관한 소프트웨어 저가 매수의 결과다.

Adobe(52주 고점 -39.9%), Intuit(-46.3%), ServiceNow(-45.8%), Salesforce(-33.1%)에서 동시에 저가 매수세가 유입되는 것은 우연이 아니다. 이는 LLM이 전통 소프트웨어를 완전 대체한다는 서사에 대한 시장의 반박이다.

실제로 이들 기업들은 AI를 자사 플랫폼에 통합하며 AI 위협을 AI 수익화 기회로 전환하고 있다. Salesforce의 Agentforce는 전년 대비 330% 성장의 반복 매출을 기록했고, ServiceNow의 Now Assist는 연간 계약 가치가 \$6억을 돌파했다.

표8 일간 상승 기여 Top 20

Rank	종목명	섹터	수익률(%)	기여도(bp)	비고
1	Microsoft	Software-Infrastructure	1.3	6.6	소프트웨어 저가 매수 지속
2	JPMorgan Chase	Banks-Diversified	0.9	1.2	금융 안정 기대
3	Walmart	Discount Stores	0.6	1.1	방어주
4	IBM	IT Services	2.5	0.9	AI 기업 솔루션 성장
5	Palo Alto Networks	Software-Infrastructure	4	0.8	사이버보안 전쟁 수혜
6	Palantir	Software-Infrastructure	1.4	0.8	방산 AI
7	AT&T	Telecom Services	2.4	0.8	방어주
8	Adobe	Software-Application	3.9	0.7	저가 매수 가속
9	Intuit	Software-Application	3.4	0.6	저가 매수
10	ServiceNow	Software-Application	3.4	0.6	저가 매수
11	Verizon	Telecom Services	1.8	0.6	방어주
12	Amazon	Internet Retail	0.2	0.6	미미한 상승
13	Target	Discount Stores	6.7	0.6	소비재 저가 매수
14	Meta Platforms	Internet Content	0.2	0.5	빅테크 안정세
15	Mastercard	Credit Services	0.6	0.5	결제 인프라 안정
16	Salesforce	Software-Application	1.6	0.5	소프트웨어 저가 매수
17	T-Mobile	Telecom Services	1.1	0.4	통신 방어주
18	Netflix	Entertainment	0.6	0.4	구독 모델 안정성
19	Berkshire Hathaway B	Insurance-Diversified	0.2	0.4	안전 자산
20	Accenture	IT Services	1.9	0.4	AI 컨설팅 수요

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

매크로 → 증시 → 종목 인과 체인 종합

체인 1: AI Capex 성장률 피크 우려 → 소프트웨어·반도체 하락

Oracle 실적 쇼크(FCF -\$132억, 2025년 12월 11일) → AI Capex의 FCF 잠식 우려 확산 → 하이퍼스케일러 수익성 회의론 → 소프트웨어 구독 수요 피크 우려 → ServiceNow -41.3%, Oracle -44.6%, Palantir -31.6%, Intuit -38.7% (Period 1 하락 기여 핵심)

체인 2: AI Capex 우려 → Microsoft Azure 둔화 우려 → MSFT 폭락

Microsoft Azure 성장률 Q3 가이드스 하향 우려 → 클라우드 이전 수요 포화 서사 → AI 투자 ROI 불확실 → MSFT PER 프리미엄 급격 압축 → -24.2%, -153.9bp (전체 BM 중 최대 하락 기여)

체인 3: AI 수요 실제 검증 → 반도체 장비/메모리 강세

HBM 공급 부족 확인 + NVIDIA 블랙웰 수요 폭발 → Micron HBM3E 독점 공급 → EPS 쇼크 서프라이즈 → MU +84.3%, AMAT +59.7%, LRCX +48.5% (Period 1 방어 핵심)

체인 4: 관세·통상 불확실성 → 방어주 강세

트럼프 관세 정책 지속(실효 관세율 11.7% 도달) → 글로벌 공급망 재편 우려 → 내수 소비·에너지·방어적 헬스케어 선호 → Walmart +26.5%, J&J +31.5%, Exxon +33.4%

체인 5: 이란 전쟁 발발(2/28) → 유가 급등 → 에너지 강세·방산 급등·성장주 조정

트럼프 오퍼레이션 에픽 퓨리 선언 → 호르무즈 봉쇄 → 브렌트유 +10% → 인플레이션 재점화 우려 → 연준 금리인하 기대 후퇴 → 성장주 할인율 상승 우려 → 반도체 약세 과잉 반응 + 에너지·방산 강세

체인 6: 전쟁 3일차, 시장의 재평가 → 소프트웨어 저가 매수 시작

전쟁이 제한적·단기적 성격임 인식(트럼프 4~5주 내 종결) + 방산주 기여 미미 확인 → 투자자들 AI 실적 성장이라는 본질로 회귀 → Microsoft, Adobe, ServiceNow, Intuit, Salesforce 저가 매수 가속 → 소프트웨어 섹터 바닥 형성 시그널

향후 모니터링 포인트 Top5

1. NVIDIA GTC 2026 (3월 16~19일): Jensen Huang의 키노트에서 Blackwell 이후 로드맵, 방산 AI 적용 사례, 추론(Inference) 칩 수요 데이터가 제시될 경우 AI 사이클 내구성 재확인. 관련 종목: NVDA, AMD, AMAT, LRCX, KLAC.
2. 이란 분쟁 진전 (3월 내): 트럼프의 4~5주 내 종결 약속 이행 여부. 호르무즈 해협 정상화 → 유가 \$70 하락 → 에너지 차익실현 + 인플레이션 우려 완화 + 성장주 반등. 관련 종목: 전체 성장주 상방, 에너지주 하방.
3. 소프트웨어 실적 시즌 (4월 말): ServiceNow, Salesforce, Adobe, Intuit의 AI 에이전트 수익화 초기 지표(ARR, NRR, AI 계약 건수). 컨센서스 대비 서프라이즈 여부가 소프트웨어 멀티플 재팽창의 트리거. 관련 종목: NOW, CRM, ADBE, INTU.
4. 연준 차기 의장 지명 (5월 이전): 트럼프가 파월의 뒤를 이을 의장을 지명하는 과정에서 친금리 인하 성향 인사 지명 시 성장주 상방, 연준 독립성 훼손 우려 시 전체 시장 변동성 증가. 관련 지표: 10년 국채 금리, TIPS 기대인플레이션.
5. 사모대출 디폴트율 추이 (분기별): 현재 헤드라인 2% / 실질 5% 수준의 디폴트율이 분기를 거듭하며 상승하는지 모니터링. 특히 소프트웨어 스타트업 대출 포트폴리오의 AI 대체 관련 부실화 여부. 관련 지표: Blue Owl, Ares, Apollo BDC 실적, 고수익채권 스프레드.

한국 증시 하락 원인 전격 분석

Executive Summary

주가 하락은 공포가 만든
밸류에이션 디레이팅

한국 코스피는 2026년 3월 4일 현재 글로벌 증시 역사상 가장 극단적인 밸류에이션 디스카운트 구간 중 하나에 위치해 있다. 이란 전쟁 발발 이후 4거래일 동안 코스피 BM은 -12.12% 폭락했고 같은 기간 미국 S&P500(-0.91%) 대비 낙폭은 13.3배에 달한다. 주가 하락은 공포가 만든 밸류에이션 디레이팅이라는 판단이다.

이 공황을 단기 시각이 아니라 미국 증시가 박스권 횡보를 시작한 2025년 11월 1일부터 이어지는 선행 기간의 펀더멘털 데이터와 연결해서 읽어야 한다. 전체 기간(2025.11.01~2026.03.04)을 관통하는 핵심 사실은 다음과 같다.

한국 기업들의 누적 NI(순이익) Revision은 +65.01%로 미국 S&P500(+7.06%)의 9.2배다. 한국 반도체의 누적 NI Revision은 +139.20%로 미국 반도체 Comparable(한국 반도체 유사 기업그룹화 +76.01%)의 1.8배다. 이 압도적인 이익 성장 우위에도 불구하고 이란 전쟁 4거래일 만에 한국 Composite BM의 PER은 10.06배에서 7.99배로 20.6% 급락했다.

미국 S&P500의 PER은 같은 기간 21.55배에서 21.30배로 1.2% 하락에 그쳤다. 이익 성장이 미국을 압도하는 기업들의 주가가 현재 미국 대비 62.5% 낮은 PER에 거래되고 있다. 이 구조적 괴리는 정상화 것으로 기대한다.

미증시와 마찬가지로 한국 증시도 세 개의 연속된 시장 국면을 분석했다. 국면 1(20251101~20260227, +53.15%)은 코스피가 글로벌 주요 지수 수익률 1위를 기록한 대세 강세장이다.

국면 2(2026.02.27~2026.03.04, -18.48%)는 오퍼레이션 에픽 퓨리(Operation Epic Fury)로 명명된 미국·이스라엘의 이란 동시 공습 이후 패닉 매도 국면이다.

일간 분석(2026.03.04 단일 세션, -12.12%)은 2001년 9·11 테러(-12.02%)를 초과한 한국 증시 역대 최대 단일 세션 낙폭이다.

한국 증시만 폭락한 5대 구조적 원인

5대 구조적 원인이 복합적으로 작용하면서 증시 폭락을 일으킴

1. 한국 코스피의 가장 치명적 취약성은 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 극단적 집중도다. 이 두 종목의 코스피 시가총액 합산 비중은 약 38%에 달했다. 국면 2에서 삼성전자(-20.5%, 기여도 -532.8bp)와 SK하이닉스(-20.0%, -307.0bp)의 합산 하락 기여도는 -839.8bp로, 전체 BM 낙폭(-1,848bp)의 45.4%를 이 두 종목이 설명한다.

2. 한국은 전 세계에서 이란 전쟁으로 인한 에너지 충격에 가장 취약한 국가 중 하나다. 연간 원유 수요의 100%를 수입하며, 이 중 중동 의존도는 약 65~70%에 달한다. 세계 8위의 원유 소비 대국이기도 하다. 호르무즈 해협 봉쇄는 한국 경제 전체를 위협하는 에너지 안보 위기다.

3. 국면 1의 +53.15% 급등 과정에서 개인 투자자들의 신용매수 잔액이 사상 최고치를 경신했다. 대형주에 30~40%의 증거금만 넣고 레버리지를 사용한 매수세가 폭발했다. 3월 3일 -7.24% 하락은 반대매매 물량을 대규모로 쏟아냈고, 이것이 다시 추가 하락, 추가 반대매매의 악순환을 만들었다. 코스피200 선물도 -5% 이상 하락 시 사이드카(매도프로그램 일시 중단)가 작동했으며, 이는 하락 속도를 일시적으로 둔화시킨 반면 매도 압력을 다음 세션으로 이연시키는 부작용을 낳았다. 3월 4일 서킷브레이커(-8%)는 이 누적된 매도 압력의 집약된 표출이었다.

4. 이란 전쟁 이전 한국 코스피는 글로벌 포트폴리오에서 '오버웨이트 1순위' 국가였다. JP모건, 맥쿼리 등 글로벌 IB들이 코스피 목표치를 6,000~7,500까지 상향하는 보고서를 쏟아냈고 이 과정에서 외국인 보유 주식 잔액이 사상 최대 수준까지 쌓였다. 전쟁이 발발하자 가장 수익이 많이 난 포지션부터 청산하는 위험 관리 원칙에 따라 한국이 첫 번째 청산 대상이 되었다. 3월 3일 외국인 순매도는 5.17조 원(약 \$35억)으로 역대 2위를 기록했다. 원/달러 환율 급등(1,466.1원)이 외국인 투자자들에게 환손실을 더해 매도 압력을 가중시켰다.

5. 전 세계 주요 시장 중 한국만 3월 2일(삼일절 공휴일)에 휴장했다. 2월 28일 공습 발표 이후 전 세계 시장이 3월 2일(S&P500 +0.04%로 V자 반등), 3월 3일(S&P500 -0.94%) 2단계에 걸쳐 충격을 나누어 소화하는 동안 한국은 3월 3일 단 하루에 이 전부를 소화해야 했다. 여기에 3월 2일 호르무즈 봉쇄 위협 성명, 이란의 UAE 드론 공격, 사우디 미국 대사관 공격 등 전쟁 에스컬레이션 소식들이 누적되어 있었다. 3일치 공포를 1일에 압축한 것이 -7.24%라는 역사적 낙폭의 직접 원인이었다.

국면 1 (2025.10.31~2026.02.27) 분석 — BM Return +53.15%

국면 1 기간 동안 한국 증시는 글로벌 1위 수익률을 달성

국면1은 반도체, 현대차(로봇), 금융, 우주/방산, 지주 등 전 섹터에 걸쳐 리레이팅 되는 시기였기 때문에 한국 증시는 글로벌 1위 수익률을 달성했다. 삼성전자와 SK하이닉스 두 종목만으로 전체 BM 기여도의 29%를 설명하는 극단적 집중 랠리였으며, 이 쏠림 구조가 이후 급락의 씨앗이 되었다. 상승 분석에 대한 코멘트는 생략한다.

하락 기여 종목 분석에서 두 가지 패턴이 중요하다. 첫째, 2차전지 전반의 구조적 약세다. LG에너지솔루션(-9.7%, -33.5bp)의 1M NI 리비전 -34.4%는 실적 컨센서스가 실제로 대폭 하향 조정되고 있음을 보여준다. 전기차 수요 성장률 둔화, 중국 BYD의 가격 경쟁 심화, CATL의 시장 지배력 강화가 한국 2차전지 기업들의 경쟁력에 구조적 의문을 제기하여 증시에 반영되었다.

둘째, 조선 일부 종목의 차익실현이다. HD현대마린솔루션(-23.4%), HD현대미포(-7.7%)는 수주 모멘텀이 강한데도 하락했으나 같은 조선 섹터인 HD한국조선해양(-5.1%)의 낙폭이 제한적이었다는 점에서 섹터 자체의 펀더멘털 훼손이 아닌 종목 간 차별화가 진행된 것으로 해석된다.

표9 하락 기여 Top 10 종목

Rank	종목명	섹터	수익률(%)	기여도(bp)	PER(배)	ROE(%)	1M NI 리비전(%)
1	LG 에너지솔루션	2차전지 셀	-9.7	-33.5	108.4	2.9	-34.4
2	알테오젠	항체 플랫폼	-16.6	-13.5	60.5	62.8	5.6
3	HD 현대마린솔루션	조선 기타	-23.4	-7.8	22.4	39.5	1.7
4	NAVER	인터넷 플랫폼	-4.9	-6.3	18.2	7.2	-5.2
5	파마리서치	재생의료	-35.4	-6.2	17.7	26.2	-8.1
6	HD 한국조선해양	조선	-5.1	-5.3	7.2	23.8	4.9
7	크래프톤	FPS 게임	-10	-4.1	11.5	12.6	-3.6
8	카카오	인터넷 플랫폼	-4.3	-3.9	36.9	4.9	0.5
9	삼양식품	라면	-9.4	-3	16.6	36.5	0.6
10	HD 현대미포	중형 조선	-7.7	-2.3	16	19.5	-5.6

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

국면 2 (2026.02.27~2026.03.04) 분석 — BM Return -18.48%

국면 2 기간 동안 전 섹터
동시 급락으로 방어처 없음

국면 2 기간 동안 반도체 제외 한국(-12.94%)이 반도체 제외 미국(-0.76%) 대비 16.2배 더 빠졌다. 이 하락이 반도체 사이클 문제가 아님을 방증한다. 공황 프리미엄의 계량화 측면에서 한국 BM 비중을 미국 Comparable 섹터에 적용해 산출한 이론적 수익률(정규화)은 -4.20%다. 한국 BM 실제 수익률은 -12.12%다. 그 차이 -7.92%p가 이란 전쟁 자체의 합리적 충격을 초과한 순수 공황 프리미엄이다.

이 기간 하락 기여 종목들에서 세 가지 패턴이 나타난다. 첫째, 전 섹터 동시 급락으로 방어처가 없었다. 반도체, 자동차, 2차전지, 조선, 바이오, 금융, 에너지·소재로 섹터를 가리지 않는 광범위한 동반 하락이었다. 국면 1에서 서로 다른 이유로 강세를 보였던 섹터들이 이란 전쟁이라는 단 하나의 충격 앞에서 일제히 무너진 것이다.

둘째, 반도체의 과잉 낙폭과 극단적 저평가다. 삼성전자와 SK하이닉스의 국면 2 하락은 각각 -20.5%, -20.0%로 이 하락은 순수하게 외국인 매도, 신용매수 반대매매, 공황 심리의 산물이다.

셋째, 조선의 딜레마다. 한화오션(-23.2%)과 HD현대중공업(-15.3%)의 급락은 이란 전쟁이 오히려 LNG 운반선 수요를 중장기적으로 늘릴 수 있다는 수혜 논리와 상반된다. 단기적으로는 호르무즈 봉쇄로 인한 선박 운항 리스크, 수주 불확실성으로 연결되는 공포 심리가 우세했다. 이 하락은 조선 펀더멘털 훼손이 아닌 단기 공포 프리미엄이다.

표10 한국과 미국 유사 섹터 수익률 분석

한국 섹터	KR 비중	KR 수익률	미국 대응 수익률	수익률 차이(KR-US)
반도체	46.80%	-11.19%	-6.65%	-4.54%p
금융	9.00%	-10.86%	0.24%	-11.10%p
자동차	6.40%	-14.75%	-2.56%	-12.19%p
헬스케어/바이오	5.40%	-12.19%	-1.21%	-10.98%p
2차전지	4.70%	-13.89%	-2.70%	-11.19%p
항공우주/방산	3.90%	-13.39%	-1.77%	-11.62%p
미디어/엔터/게임	2.70%	-11.93%	-0.44%	-11.49%p
전력기기/중전기	2.30%	-12.55%	-4.76%	-7.79%p
철강/비철금속	1.80%	-16.24%	-5.29%	-10.95%p
원자력	1.60%	-16.63%	-1.30%	-15.33%p

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

2026년 3월 4일 단일 세션 분석 및 기간 분석 종합

한국의 밸류에이션 배수만 일방적으로 무너진 것

이날 가장 주목할 패턴은 방산주의 완전한 급반전이다. 국면 2에서 유일한 상승 기여 섹터였던 방산(한화에어로스페이스 +13.4bp, LIG넥스원 +4.9bp, 한화시스템 +0.9bp)이 3월 4일 단 하루에 한화시스템(-20.9%, -12.7bp), 한화에어로스페이스(-7.6%, -12.3bp), 현대로템(-18.9%, -11.2bp)으로 모두 하락 기여 상위에 재진입했다. 시장이 이란 전쟁을 방산 수혜 이벤트로 인식하는 단계를 넘어 전면적 패닉 청산 이벤트로 전환했다는 것을 이 패턴이 명확하게 보여준다.

3월 4일 코스피는 개장 초부터 가파른 하락세를 보이며 오전 10시경 8% 이상 하락 하자 20분간 서킷브레이커가 발동되었다. 코스닥도 8% 이상 하락하며 서킷브레이커가 별도로 발동됐다. 서킷브레이커 발동은 매도 패닉을 일시 중단시켜 투자자들에게 냉각 기간을 제공하지만 역설적으로 발동 자체가 시장이 역사적 공황 상태에 진입했다는 신호를 전달해 재개장 후 추가 매도를 자극하는 부작용도 있다. 실제로 3월 4일 재개장 후 코스피는 하락을 지속해 최종 -12.12%로 마감했다.

그러나 한국 Composite BM의 국면1~국면2까지의 누적 NI 변화율은 +65.01%로 미국 S&P500(+7.06%)의 9.2배다. 한국 반도체는 +139.20%로 미국 반도체 Comparable(+76.01%)의 1.8배, 미국 반도체 S&P500급(+36.02%)의 3.9배에 달한다. 이익 성장 속도는 한국이 압도적으로 빠르다.

그런데 지금 한국 반도체의 PER은 5.80배, 미국 반도체(Comparable)의 PER은 18.09배다. 이익 성장이 더 빠른 기업들이 더 낮은 가격에 팔리고 있다. 이 조합은 역사적으로 지속 가능하지 않다.

선행 4개월 동안 코스피는 +51.19% 급등했지만 PER은 10.98배에서 10.06배로 오히려 내려갔다. 주가 상승보다 이익 성장이 더 빨랐다는 의미이며, 이 장세가 펀더멘털에 의해 뒷받침되었음을 증명한다.

그런데 이란 전쟁 4거래일 만에 PER이 10.06배에서 7.99배로 20.6% 급락했다. 이익 추정치 변화는 0.0%다. 반면 미국 S&P500의 PER은 이 4거래일 동안 21.55배에서 21.30배로 1.2% 하락에 그쳤다. 동일한 지정학적 충격 앞에서 한국의 밸류에이션 배수만 일방적으로 무너진 것이다.

표11 순이익 변화율

세그먼트	NI 변화율 (국면1)	NI 변화율 (국면2)	누적 NI 변화율
한국 반도체	139.20%	0.00%	139.20%
한국 Composite BM	65.01%	0.00%	65.01%
한국 BM (반도체 제외)	5.05%	0.00%	5.05%
미국 반도체 (Comparable)	75.84%	0.17%	76.01%
미국 반도체 (S&P500급)	35.85%	0.17%	36.02%
미국 빅테크 (Mag 7)	12.54%	0.10%	12.64%
미국 S&P500급 BM	6.97%	0.09%	7.06%
미국 S&P500 (빅테크+반도체 제외)	2.72%	0.08%	2.80%

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

표12 전체 기간 PER 변화

세그먼트	PER (2025.11.01 시작)	PER (2026.02.27 전쟁 직전)	PER (2026.03.04 현재)	전쟁 후 PER 변화
한국 Composite BM	10.98 배	10.06 배	7.99 배	10.06 배 → 7.99 배 (-20.6%)
한국 반도체	9.37 배	7.51 배	5.80 배	7.51 배 → 5.80 배 (-22.8%)
한국 BM (반도체 제외)	12.28 배	14.77 배	12.10 배	14.77 배 → 12.10 배 (-18.1%)
미국 S&P500 급 BM	22.90 배	21.55 배	21.30 배	21.55 배 → 21.30 배 (-1.2%)
미국 반도체 (Comparable)	21.89 배	19.50 배	18.09 배	19.50 배 → 18.09 배 (-7.2%)
미국 빅테크 (Mag 7)	31.19 배	25.28 배	25.21 배	25.28 배 → 25.21 배 (-0.3%)

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

반도체 제외 BM과 ROE/PER 분석

한국 BM의 PER 12.10배
는 코리아 디스카운트의 역
사적 평균(미국 대비
20~30% 할인)을 훨씬 초
과하는 수준

비반도체 한국 BM의 PER은 전쟁 직전 14.77배였다. 4거래일 만에 12.10배로 하락했다. 조선의 수주 잔고, 방산의 수출 계약, 은행의 밸류업 배당 계획, 헬스케어의 CMO 계약이 이란 전쟁으로 취소된 것은 하나도 없다. 비반도체 한국 BM의 PBR 1.04배, PER 12.10배는 코리아 디스카운트의 역사적 평균(미국 대비 20~30% 할인)을 훨씬 초과하는 수준이다.

또한 ROE/PER 분석 결과 한국 반도체 및 한국 BM, 반도체 제외한 한국 BM은 상대적으로 저평가 구간이다. 한국 반도체의 ROE/PER 비율 6.90은 미국 반도체 Comparable(2.67)의 2.6배, 미국 반도체 S&P500급(2.35)의 2.9배다. 즉 동일한 수익성 1단위를 얻기 위해 한국 반도체에 지불하는 가격이 미국 대비 3배 저렴하다. 아래의 표를 참고하자.

표13 반도체 제외 한국 BM vs 미국 직접 비교

지표	한국 BM (반도체 제외)	미국 (빅테크+반도체 제외)	한국 디스카운트
PER	12.10배	19.59배	-38.20%
PBR	1.04배	3.56배	-70.80%
PSR	0.82배	2.25배	-63.60%
EV/EBITDA	8.71배	11.83배	-26.40%
4거래일 수익률	-12.94%	-0.80%	-12.14%p 초과 하락
누적 NI Revision	5.05%	2.80%	한국 우위

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

표14 ROE/PER 분석

세그먼트	PER	ROE	ROE/PER 비율	해석
한국 반도체	5.80배	40.00%	6.9	역대급 저평가
한국 Composite BM	7.99배	27.89%	3.49	극단적 저평가
한국 BM (반도체 제외)	12.10배	17.03%	1.41	저평가
미국 빅테크 (Mag 7)	25.21배	50.78%	2.01	중립
미국 반도체 (S&P500급)	21.70배	50.98%	2.35	중립
미국 반도체 (Comparable)	18.09배	48.37%	2.67	중립

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

증시 폭락과 전략적 결론

현 시점 코스피에 대한 포지션은 OVERWEIGHT(비중 확대)이며, 2026년 코스피 전망치 목표인 7,000p를 유지

이익이 늘었는데 PER이 내려갔다는 사실이 핵심이다. 선행 기간 한국 기업들의 누적 NI Revision은 +65.01%로 미국 S&P500(+7.06%)의 9.2배였다. 이 탁월한 이익 성장에도 불구하고 PER은 10.98배에서 10.06배로 오히려 하락했다. 공황이 이 PER을 10.06배에서 7.99배로 20.6% 추가 하락시켰다. 이익 감소 없는 PER 하락은 반드시 정상화된다.

반도체를 제외해도 한국은 싸다. 비반도체 한국 BM의 PER 12.10배는 코리아 디스카운트의 역사적 평균을 훨씬 초과하는 수준이다. 밸류업 프로그램, 조선 수주, 방산 계약이라는 한국 고유 재료는 이란 전쟁으로 소멸하지 않았다.

4월 초 삼성전자SK하이닉스 1분기 잠정실적에서 HBM 매출 폭증이 확인되면, Revision 우위가 재확인되며 PER 정상화의 촉매가 될 것이다.

하방은 제한되고 상방은 열려 있다. PER 7.99배는 Bear 시나리오 적정 하단에 근접해 있다. 역사적으로 서킷브레이커 발동 이후 코스피는 1개월 이내에 하락폭의 50~70%를 회복했다. 삼성전자(PER 7.3배), SK하이닉스(PER 4.7배)의 현 주가는 역대 메모리 반도체 사이클 저점 밸류에이션과 동일한 수준이다. 이란 전쟁은 한국 기업들의 실적을 구조적으로 훼손하지 않았다. 하락의 크기가 크다고 해서 하락의 이유가 구조적임을 의미하지는 않는다.

현 시점 코스피에 대한 포지션은 OVERWEIGHT(비중 확대)이며, 2026년 코스피 전망치 목표인 7,000p를 유지한다.

표15 확률 분석

시나리오	핵심 가정	적정 PER	코스피 예상	현재 대비	확률
Bull (조기 종전)	4~6 주 내 분쟁 안정화, 유가 \$70 대 복귀, 외국인 재유입	10~12.5 배	5,700~7,000	+12~+39%	40%
Base (점진 안정)	2~3 개월 내 분쟁 축소, 환율 1,450 원대 안정	9~10 배	5,300~5,700	+4~+12%	30%
Bear (장기화)	3 개월 이상 지속, 유가 \$100 돌파, 원/달러 1,500 원 이상	7~8 배	4,700~5,100	-6~0%	30%

자료: DS투자증권 리서치센터

밸류에이션 시나리오 - 코스피 7,000 이상 산출 가능

동일 이익 하에 한국의 밸류에이션이 미국 수준으로 수렴하는 경우를 가정

밸류에이션 수렴 시나리오는 "한국 기업의 이익 수준이 현재와 동일하다고 가정할 때 밸류에이션 배수가 미국 수준으로 수렴하면 한국 지수가 얼마나 추가로 상승할 수 있는가"를 측정하는 도구다. 이 분석에서 사용한 두 가지 핵심 시나리오의 수학적 구조는 아래와 같다.

첫째, 한국 각 섹터의 PER이 미국 대응 섹터의 PER과 동일한 수준으로 수렴한다고 가정한다. "한국 디스카운트"를 0%로 적용하므로 한국이 미국과 동일한 밸류에이션을 받아야 한다는 전제다. 한국 성장률이 더 크기 때문이다.

이 시나리오에서 Composite BM 전체의 예상 상승 여력은 +36.1%다. 가중기여도를 분해하면 반도체 섹터가 +21.3%p로 전체 상승 여력의 59.0%를 설명한다. 반도체의 KR PER 6.74x가 US PER 9.81x로 수렴하는 것만으로도 지수 수준에서 21.3%p의 상승이 가능하다는 계산이다.

금융(+3.1%p), 2차전지(+2.4%p), 항공우주/방산(+2.3%p), 유통/소매(+1.5%p)가 그 뒤를 잇는다. 주목할 점은 유통/소매 섹터로 비중이 0.5%에 불과하지만 KR PER 10.5x 대비 US PER 41.3x의 격차가 워낙 커서 +292.7%의 Upside가 산출되었다. 물론 이는 한미 유통 산업의 구조적 차이(미국의 Amazon, Costco 등 플랫폼 기업 포함 여부)를 반영하므로 해석에 주의가 필요하지만 시총 비중을 감안한 가중 기여도 자체가 크지 않기 때문에 수학적 로직 그대로 산출했다.

NI Change Only(순이익 변화율만 고려)로 대체된 섹터의 비중 합계는 약 23.0%다. 이 섹터들은 PER 수렴이 아닌 순이익 변화율로 상승 여력을 추정했으므로 시나리오의 주요 동인은 PER 수렴이 적용된 나머지 77% 섹터에 집중된다.

둘째, 모든 한국 섹터에 미국 PER을 일률적으로 적용하는 것이 아니라 각 섹터의 수익성(ROE)과 성장성(3M EPS Growth 변화율)을 반영하여 "정당화 가능한 목표 PER"을 섹터별로 개별 산출한다. 이론적 근거는 $PBR = PER \times ROE$ (회계 항등식). 이 항등식에서 동일한 PBR 수준이면 ROE가 높을수록 높은 PER이 정당화된다. 바꿔 말하면 ROE가 미국 대비 우수한 한국 섹터는 미국 PER을 초과하는 프리미엄을 받을 자격이 있다. 여기에 EPS 성장 모멘텀이 강한 섹터에 40%의 가중치를 추가로 부여한다.

**반도체 섹터 내 상승 여력
이 큰 모습**

Premium_Outperform 시나리오의 전체 상승 여력은 +39.0%로 Base_PER_0%할인(+36.1%)보다 2.9%p 높다. 이 차이는 주로 반도체 섹터에서 발생한다. 반도체의 경우 Base 시나리오에서는 US PER 9.81x를 그대로 적용하여 Upside +45.5%였으나 Premium 시나리오에서는 EPS 팩터 1.50(한국의 3M EPS Growth 변화율 118.9%가 미국 51.8% 대비 우수)이 반영되어 목표 PER이 11.13x로 상향되었고 Upside는 +65.1%로 확대되었다. 가중기여도는 +21.3%p에서 +30.5%p로 9.2%p 증가했다.

한국 반도체 PER이 분석 기간 동안 8.15x → 6.74x로 하락했다. 주가가 +81.2% 올랐는데 PER이 떨어졌다? 이것은 순이익이 +118.9% 폭증하며 주가 상승을 압도했기 때문이다. 이것은 버블의 정반대 현상이다. 즉 펀더멘털 개선 속도가 주가 상승 속도를 능가하는 밸류에이션 압축이 일어나고 있다.

미국 반도체(Nvidia, Broadcom, AMD, Micron 등 8종)는 같은 기간 PER 21.2x → 19.4x(-8.5%)로 한국보다 절대 수준이 훨씬 높으면서도 동일한 압축 방향을 보인다. 그러나 한국 반도체 PER 6.74x vs 미국 19.4x의 격차(약 2.9배)는 단순히 '한국 디스카운트'로 설명하기엔 과도하다.

전력기기/중전기 섹터는 ROE 비율이 1.08(KR ROE 27.8% > US ROE 25.8%)로 유일하게 1.0을 초과하여 목표 PER(35.76x)이 US PER(34.19x)보다 높게 산출된 섹터다. 이는 한국 전력기기 기업들의 수익성이 미국 대비 우수하여 프리미엄 밸류에이션이 정당화된다는 논리다.

표16 Premium Outperform 시나리오

섹터	비중	KR PER	US PER	KR ROE	US ROE	ROE 비율	EPS 배율	목표 PER	Upside	가중기여
반도체	46.80%	6.74x	9.81x	43.00%	48.30%	0.89	1.13	11.13x	65.10%	+30.5%p
금융	9.00%	9.28x	12.52x	10.50%	14.50%	0.72	1.03	12.94x	39.50%	+3.6%p
헬스케어/바이오	5.40%	40.86x	20.35x	63.80%	95.20%	0.67	1	20.38x	5.30%	+0.3%p
자동차	6.40%	9.55x	6.87x	10.80%	16.30%	0.66	0.8	5.48x	1.70%	+0.1%p
2 차전지	4.70%	133.85x	200.56x	2.20%	7.90%	0.28	0.57	113.79x	-52.30%	-2.5%p
조선	4.70%	12.37x	—	23.60%	—	—	—	—	15.20%	+0.7%p
항공우주/방산	3.90%	20.10x	31.91x	18.30%	25.50%	0.72	0.83	26.49x	31.80%	+1.2%p
전력기기/중전기	2.30%	29.14x	34.19x	27.80%	25.80%	1.08	1.05	35.76x	22.70%	+0.5%p
소비재/화장품	1.00%	12.44x	22.19x	26.30%	28.30%	0.93	1.16	25.72x	106.70%	+1.1%p
정유/가스	1.20%	15.32x	22.38x	7.20%	11.30%	0.63	0.98	21.90x	42.90%	+0.5%p
음식료/담배	1.00%	11.30x	20.32x	15.40%	38.90%	0.4	0.84	17.02x	50.70%	+0.5%p
전체	100%								39.00%	+39.0%p

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

AI(LLM) 전쟁의 시대

에픽 퓨리 작전

지정학적 배경

외교적 진전이 나타나기는
했으나 미국의 군사 작전은
예정대로 개시

2026년 2월 28일 개시된 에픽 퓨리 작전을 이해하기 위해서는 2025년 하반기부터
의 이란 내부 정세를 선행적으로 파악해야 한다.

2025년 12월 말 이란에서는 경제 위기, 자국 통화 리알화의 급격한 가치 하락, 물가
상승을 원인으로 한 대규모 반정부 시위가 전국적으로 발생했다. 이 시위는 1979년
이슬람 혁명 이후 최대 규모로 100개 이상의 도시로 확산되었다. 이란 정부는 시위
대를 무력 진압했으며 가장 큰 규모의 유혈 사태는 2026년 1월 8일과 10일에 발생
했다. 사망자 수 추정치는 미국 측이 32,000명, 이란 정부가 3,117명, 미국 소재 인
권활동가통신(HRANA)이 7,000명으로 발표하여 상당한 편차가 존재한다.

2026년 1월 13일 트럼프 대통령은 이란 반정부 시위대에 대한 지지를 표명했고, 1
월 23일에는 항공모함 에이브러햄 링컨(CVN-72)과 제럴드 R. 포드(CVN-78) 및
다수의 유도미사일 구축함을 포함한 함대가 중동으로 이동 중이라고 발표했다. 2026
년 2월 초 이란과 미국은 오만 수도 무스카트에서 간접 핵 협상을 개시했으며 제네
바에서 2차 회담이 예정되어 있었다. 작전 개시 직전인 2월 27일, 오만 외무장관 바
드르 알부사이드는 이란이 농축 우라늄을 비축하지 않겠다는 합의와 IAEA의 완전
한 검증을 수용하는 돌파구에 도달했다고 발표했다. 그러나 이 외교적 진전에도 불
구하고, 군사 작전은 예정대로 개시되었다.

그림1 LLM이 본격 참전한 이란 전쟁



자료: NDTV, DS투자증권 리서치센터

에픽 퓨리 작전 개요

에픽 퓨리는 종래의 군사작전과 근본적으로 다른

에픽 퓨리(Operation Epic Fury)는 2026년 2월 28일 미국이 개시한 대이란 군사작전의 공식 명칭이다. 이스라엘은 동일 작전을 포효하는 사자(Operation Roaring Lion)로 명명했다. 트럼프 대통령은 Truth Social을 통해 네 가지 군사 목표를 제시했다. 이란의 핵무기 획득 저지, 미사일 전력 및 생산시설 파괴, 대리세력(하마스, 헤즈볼라, 후터 등) 네트워크 약화, 해군 전력 소멸이며 정치적 목표로는 내부로부터의 정권 교체를 명시했다.

작전 첫날 테헤란, 이스파한, 곶, 카라지, 케르만샤에서 공격이 개시되었다. 이란 최고국가안보회의 서기 알리 샴카니, 최고지도자 하메네이를 포함한 다수의 정부 관리가 사망했다. 이스라엘 공군은 약 200대의 전투기를 투입하여 이란 서부 및 중부의 방공 체계와 미사일 발사대를 포함한 500개의 군사 표적을 타격했으며 이는 이스라엘 공군 역사상 최대 규모의 전투 출격이었다.

미군은 B-2 스텔스 폭격기를 투입하여 작전 개시 24시간 내에 1,000개 이상의 표적을 타격했다. 초기 3명의 미군 사망자가 발생했으며 이후 6명으로 증가했다. 트럼프 대통령은 작전이 4~5주간 지속될 것이라고 밝혔다.

이번 작전은 2025년 6월의 미드나이트 해머 작전(Operation Midnight Hammer)과 근본적으로 구별된다. 미드나이트 해머 작전은 2025년 6월 이스라엘-이란 12일 전쟁 당시 미국이 실행한 작전으로 이란의 핵 관련 시설에 대한 제한적 정밀 타격에 국한되었다. 즉 사전에 지정된 소수의 핵 시설만을 표적으로 한 수술적 접근이었다. 반면 에픽 퓨리는 지도부, 군사 시설, 미사일 생산기지, 잔존 핵 프로그램을 포괄하는 광범위한 작전이다. 이 작전이 종래의 군사작전과 근본적으로 다른 점은 세 가지로 요약된다.

첫째, AI가 킬 체인 전반에 걸쳐 통합적으로 운용되었다. 정보 수집과 분석에서 표적 식별, 전투 시나리오 시뮬레이션, 전자전 실행, 드론 편대 제어에 이르는 전 과정에 AI 시스템이 개입했다.

둘째, 사이버 공격이 물리적 타격과 동시에 실행되었다. 전문가들이 역사상 가장 광범위한 사이버 공세로 평가한 이 디지털 공격은 이란의 핵심 인프라, 공식 뉴스 포털, 대중적 모바일 애플리케이션을 대상으로 전국적 마비를 유발했다.

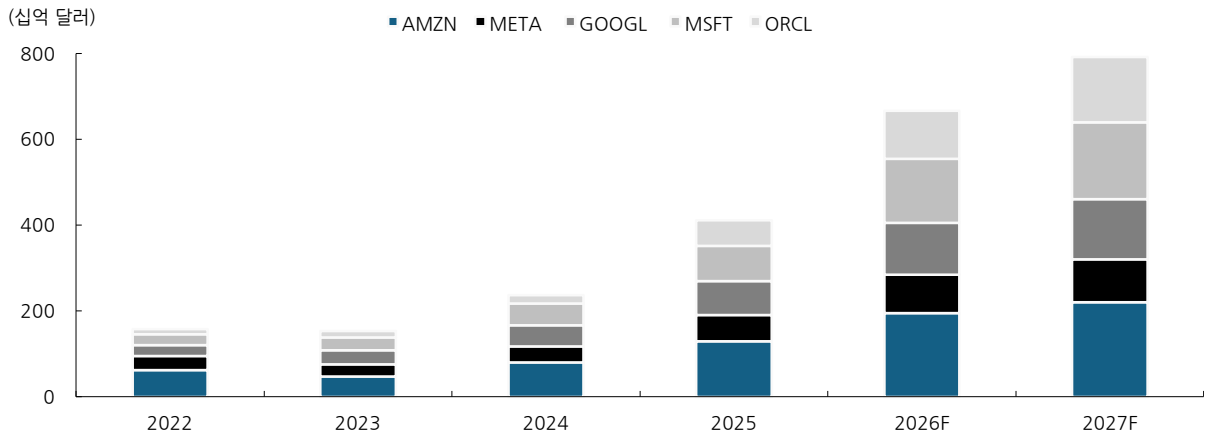
셋째, 전통적 대규모 병력 투사 없이 소프트웨어 중심의 정밀 타격이 이루어졌다. 특히 이란 최고지도자 하메네이 제거 작전의 경우 MQ-9B 시가디언 드론 1대와 8명의 특수부대 선발대만이 투입되었으며 핵심 전투력은 AI 조합이 담당했다.

표17 에픽 퓨리 작전 AI 활용 성과 요약

항목	수치/내용
이란 통신 초기 마비 소요 시간	11초
AI 식별/분류 신호 수	50,000개 이상
이란 지휘 체계 마비 지속 시간	47분
하메네이 제거 작전 소요 시간	11분 23초 (보도 기준)
페르시아어 전사 정확도	98.70%
암호화 문서 분석 속도 (인간 대비)	82배
타격 지역	31개 주 중 24개 주
투입 병력 (하메네이 작전)	드론 1대, 특수부대 8명

자료: Fares Solution, eCbasis, DS투자증권 리서치센터

그림2 냉전의 시대 AI Capex는 지속될 것



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

AI 킬 체인의 구조

이번 작전은 거의 모든 단계에서 AI 시스템이 통합하여 작동함

킬 체인(Kill Chain)은 군사 용어로 적을 탐지(Find)하고, 식별(Fix)하고, 추적(Track)하고, 표적 지정(Target)하고, 교전(Engage)하고, 효과를 평가(Assess)하는 일련의 순차적 과정 전체를 지칭한다. 이 각 단계가 사슬처럼 연결되어 있어 어느 한 단계가 지연되면 전체 작전 속도가 저하된다. 이번 작전의 구조적 특성은 이 킬 체인의 거의 모든 단계에 AI 시스템이 통합되어 작동했다는 점이다.

JADC2(Joint All-Domain Command and Control)는 미 국방부가 추진하는 차세대 지휘통제 아키텍처다. 전통적으로 육군, 해군, 공군, 해병대, 우주군은 각각 독립적인 통신 체계와 데이터 시스템을 운용해 왔다. 한 군종이 수집한 정보가 다른 군종에 전달되기까지 수분에서 수시간의 지연이 발생했으며 데이터 형식의 비호환성으로 인해 통합 분석이 구조적으로 제한되었다. JADC2는 이 모든 군종의 센서, 무기 체계, 통신 네트워크를 단일 디지털 네트워크로 연결하여 실시간 정보 공유와 동시 지휘를 가능하게 하는 시스템이다.

이번 작전의 데이터에 따르면 CENTCOM(미 중부사령부)이 작전 실행 명령을 발령한 후 0.5초 내에 MQ-9B 드론, EA-18G 전자전기, 특수부대 선발대에 명령이 동기화되었다. 교차 영역 지휘 지연은 3초 이내 각 전투 단위의 응답 동기화율은 100%였다.

여기서 CENTCOM(미 중부사령부)은 미군의 6개 통합전투사령부 중 하나로 중동, 중앙아시아, 북아프리카 일부를 관할한다. 이란 작전의 미군 측 총괄 지휘부다.

MQ-9B 시가디언(SeaGuardian)은 미군의 대형 무인항공기(드론)로, MQ-9 리퍼(Reaper)의 차세대 모델이다. 날개 폭 약 24m, 체공 시간 40시간 이상으로 장시간 감시·정찰 및 정밀유도 무기 투발이 가능하다. 하메네이 제거 작전에서는 초저고도(고도 50m) 침투 비행을 수행한 것으로 보고되었다.

EA-18G 그라울러(Growler)는 미 해군의 전자전 전용 항공기다. 직접적인 폭격이 아닌 적의 레이더와 통신 시스템을 전자기파로 교란·억제하는 것이 주 임무다. 이번 작전에서 EA-18G는 전대역 전자기 억제(Full-Spectrum Electromagnetic Suppression)를 실행하여 이란 방공 체계의 신호 전송을 차단했다. 전대역 전자기 억제란 적이 사용하는 모든 주파수 대역에 동시에 방해 전파를 송출하여 레이더, 무선 통신, 데이터 링크를 일시에 무력화하는 기술이다.

B-2 스피릿(Spirit)은 미 공군의 스텔스 전략폭격기로 레이더 반사 면적을 극단적으로 줄인 전익(flying wing) 설계를 적용했다. 해당 가격은 약 20억 달러이며 현재 미 공군이 약 20대를 보유하고 있다. 적국 영공 깊숙이 침투하여 병커 관통 폭탄(GBU-57 MOP 등 지하 시설 파괴용 초중량 폭탄)을 투하하는 데 주로 사용된다.

표18 에픽 퓨리 작전 AI 킬 체인 핵심 구성

기능	담당 주체	핵심 기술/플랫폼	역할
데이터 통합분석	Palantir Technologies	Gotham/Foundry, AIP, 온톨로지 엔진	위성감청·SNS 등 다원 데이터의 실시간 통합, 공통 작전 상황도(COP) 구축
정보 종합·시나리오 생성	Anthropic (Claude Gov)	Claude 대규모 언어모델 (기밀 네트워크 운용)	페르시아어 문서 분석, 지휘 체계 취약점 식별, 게임이론 기반 공격 시나리오 시뮬레이션
전장 통신	SpaceX	Starshield/MILNET 위성군	전파 방해 환경에서 레이저 위성간 링크를 통한 고대역 군사 통신
자율 드론 편대 제어	Anduril Industries	Lattice OS, YFQ-44A CCA	드론 편대의 자율적 대형 조정, 위협 공유, 대레이더 공격
자율 비행 소프트웨어	Shield AI	Hivemind, EdgeOS	GPS·통신·조종사 없는 환경에서의 자율 임무 수행
표적 추적·식별	이스라엘 IDF AI	Lavender, Gospel, "Where's Daddy?"	대량 데이터 기반 표적 자동 식별, 행동 패턴 추적, 거주지 연관 분석

자료: CENTCOM 브리핑, DS투자증권 리서치센터

Claude Gov(LLM) 실전 배치

Anthropic은 모델, 팔란티어는 모델을 통합, AWS는 클라우드 인프라를 제공하는 삼중 파트너십 구조

2024년 11월 Anthropic은 팔란티어 및 Amazon Web Services(AWS)와 파트너십을 체결하여 Claude를 미국 국방 및 정보 시스템에 공급하기 시작했으며 기밀 환경에의 배치가 포함되었다. 2025년 6월 Anthropic은 정부 및 국가안보 워크플로에 특화된 Claude Gov를 출시했으며 2025년 하반기까지 미국 정보기관 및 국방 기관에서 실제 운용에 들어갔다.

IL(Impact Level)은 미 국방부가 클라우드 컴퓨팅 환경의 보안 수준을 분류하는 체계다. IL2는 비기밀 공개 정보, IL4는 통제비밀정보(CUI: Controlled Unclassified Information), IL5는 국가안보 관련 통제비밀정보, IL6는 기밀(Classified) 정보까지 처리할 수 있는 수준이다. IL6 인증 획득은 기술적·행정적으로 통상 12~24개월이 소요되며 이것이 팔란티어와 Claude의 구조적 경쟁 해자(competitive moat)로 기능했다.

이 배치는 삼중 파트너십 구조로 이루어졌다. Anthropic은 모델을 제공하고, 팔란티어는 기밀 네트워크상의 임무 워크플로에 모델을 통합하며 AWS(Amazon Web Services Top Secret Cloud)는 기밀 등급의 클라우드 인프라를 제공하는 구조다. Claude Gov는 IL6 인증을 받아 기밀 정보를 처리할 수 있으며 기밀 정보 처리 시 민감한 자료에 대한 응답 거부 빈도를 줄이도록 설계된 표준 모델과 구별되는 특성을 갖는다. Anthropic의 Claude는 군의 기밀 네트워크에서 운용된 최초의 AI 모델이었다.

이란 공습에서 Claude AI 모델은 정보 평가, 표적 식별, 전투 시나리오 시뮬레이션에 사용되었다. 구체적으로 확인된 기능은 세 가지다.

첫째, 페르시아어 기밀 문서의 대량 처리다. 실시간 페르시아어 대화 전사(음성을 텍스트로 변환)에서 98.7%의 정확도를 달성했으며 이란 혁명수비대(IRGC: Islamic Revolutionary Guard Corps, 이란의 정규군과 별도로 운용되는 엘리트 군사조직으로 최고지도자 직속)의 암호화 문서를 인간 분석가 대비 82배 빠른 속도로 분석한 것으로 보도되었다.

둘째, 지휘 체계 취약점 식별이다. Claude는 수천 시간 분량의 감청 통신을 분석하여 이란 혁명수비대 내 지휘 체계의 균열 지점을 파악하고 지휘관을 위한 수십 개의 동적 게임이론 기반 타격 시나리오 시뮬레이션을 생성했다.

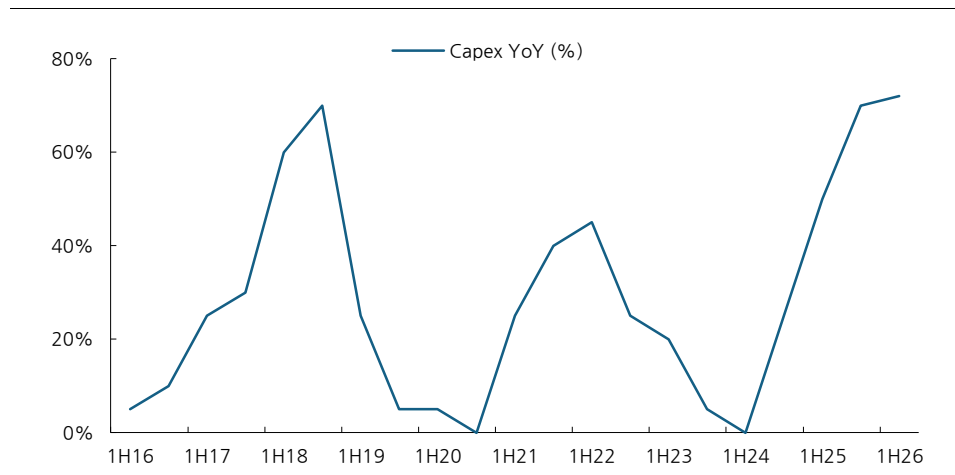
셋째, 게임이론 기반 공격 시나리오 시뮬레이션이다. 분석가는 현 시점에서 테헤란에 전자전 역제를 실시하면서 동시 공습을 개시할 경우 하메네이의 가장 가능성 높은 이탈 경로는 무엇인가?와 같은 질의를 자연어로 입력할 수 있으며 Claude는 군사 이론 훈련과 실시간 정보 흐름을 기반으로 최적화된 요격 확률 분석을 제공했다.

표19 국방부 AI 서비스 계약 구조 (2025년 7월 수여)

기업	계약 상한	All Lawful Use 동의	기밀 운용 상태	비고
Anthropic	최대 \$2 억 (2년 OTA)	거부	IL6 운용 (유일) → 6개월 페이즈아웃	블랙리스트 지정, 법적 대응 예고
OpenAI	최대 \$2 억	법률 준수 조건부 동의	기밀 배치 계약 체결 (2/28)	비기밀에서 기밀로 전환 중
xAI	최대 \$2 억	무조건 동의	기밀 합의 서명	IL5 배치 진행 중, 기밀 확장 계획
Google DeepMind	최대 \$2 억	유연한 입장	협상 중	Gemini, GenAI.mil 최초 모델

자료 NPR, Axios, CNBC, Fortune, Fox News, DS투자증권 리서치센터

그림3 하이퍼스케일러 Capex 성장은 지속될 것



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

펜타곤과의 갈등

Anthropic이 설정한 두 가지 레드라인에 대해 정부는 공급망 리스크 지정 제재 부과

Anthropic과 펜타곤 사이의 갈등이 발생했다. 갈등의 핵심은 두 가지 조항이었다. 펜타곤은 Claude를 모든 합법적 목적(all lawful purposes)에 무제한 사용할 수 있기를 요구했다. Anthropic은 두 가지 레드라인을 설정했다. Claude가 미국 시민에 대한 대규모 감시에 사용되어서는 안 되며 완전 자율 무기 체계에 통합되어서는 안 된다는 것이었다.

Anthropic의 거부에 대해 정부는 통상 중국의 화웨이와 같은 적대국 기업에 적용하는 공급망 리스크 지정이라는 제재를 부과했다.

트럼프 대통령은 2월 27일 Truth Social에 Anthropic을 좌파 및 woke 기업으로 지칭하며 미국의 생명, 군인, 국가안보를 위협에 빠뜨리고 있다고 비판하는 글을 게시했다. 이어서 모든 연방기관에 Anthropic 기술 사용 즉시 중단을 명령했으며 이미 내장된 시스템에 대해서는 6개월의 단계적 퇴출 기간을 부여했다.

Anthropic은 공급망 리스크 지정에 대해 법적으로 이의를 제기하겠다고 발표하고 Hegseth의 주장(군사 계약업체의 Anthropic 거래 금지)에 대해서도 반박했다.

표20 Anthropic-펜타곤 갈등 타임라인

시점	사건
2024년 11월	Anthropic-팔란티어-AWS 파트너십 체결, Claude 기밀 네트워크 배치 시작
2025년 6월	Claude Gov 출시, 국가안보 기관 대상 배포
2025년 7월	국방부, Anthropic/OpenAI/Google/xAI에 각 최대 \$2억 AI 계약 수여
2025년 8월	Anthropic, 국가안보/공공부문 자문위원회 구성
2026년 1월	마두로 체포 작전에서 Claude 대규모 투입 (팔란티어 기밀 플랫폼 경우)
2026년 02월 15일	Axios, 펜타곤의 Anthropic 관계 단절 검토 최초 보도
2026년 02월 20일	NBC News, 갈등 격화 보도; Hegseth-Amodei 회담 예정
2026년 02월 24일	NPR, Hegseth의 블랙리스트 위협 보도; DPA(국방생산법) 발동 검토
2026년 02월 25일	펜타곤, Anthropic에 '최종 제안(best and final offer)' 전달, 2월 27일 17:01 마감
2026년 02월 27일	트럼프, Truth Social에서 Anthropic을 좌파로 비판, 전 연방기관 사용 중단 명령
2026년 02월 27일	Hegseth, Anthropic을 '공급망 리스크(Supply-Chain Risk)'로 지정
2026년 02월 28일	에픽 퓨리 작전 개시; CENTCOM, 금지 명령 후에도 수시간 Claude 계속 사용
2026년 02월 28일	OpenAI, 기밀 네트워크 배치를 위한 펜타곤 계약 체결 발표

자료: NPR, Axios, CNBC, DS투자증권 리서치센터

75년간의 전쟁 경제학

75년의 데이터가 말하는 것

19개의 전쟁/분쟁 동안
평균 수익률(+26.21%)과
중앙값 수익률(+2.70%)
사이에 큰 괴리가 존재

1950년 한국전쟁부터 2026년 이란-미국 전쟁까지, 미국이 직간접적으로 관여한 19개 전쟁 및 군사 분쟁 기간 동안 S&P 500의 가격 행태를 정량적으로 분석한다. 분석 대상에는 대규모 전면전(한국전쟁, 베트남전쟁), 제한적 군사작전(그레나다, 파나마), 핵위기(쿠바 미사일), 대테러전(아프가니스탄, 시리아/ISIS), 그리고 가장 최근의 이란 관련 분쟁이 포함된다.

19개 전쟁/분쟁의 핵심 통계는 다음과 같다. 평균 수익률(+26.21%)과 중앙값 수익률(+2.70%) 사이에 큰 괴리가 존재한다. 이는 아프가니스탄 전쟁(+326.26%), 시리아/ISIS 작전(+62.00%), 이라크 전쟁(+39.28%) 등 장기 분쟁의 높은 누적 수익률이 평균을 끌어올린 결과다. 중앙값이 보다 대표성 있는 수치이며 전형적인 전쟁에서 시장은 소폭의 양의 수익률을 기록한다.

표21 전체 요약 통계

항목	값
총 분석 전쟁 수	19개
전쟁 기간 평균 수익률	26.21%
전쟁 기간 중앙값 수익률	2.70%
수익률 > 0 비율	63.2% (12/19)
평균 시작가 대비 MDD	-8.84%
최악 시작가 대비 MDD	-36.32% (아프가니스탄 전쟁)
평균 연환산 변동성	15.87%

자료: DS투자증권 리서치센터

전쟁 발발 직후 S&P 500의 평균적 반응 경로는 다음과 같다. D+1 시점에서 평균과 중앙값이 모두 음수(-0.15%, -0.16%)로 전쟁 발발 첫날 시장은 일관되게 소폭 하락하는 경향을 보인다. 그러나 D+3부터 중앙값은 이미 양수(+0.07%)로 전환되며, D+5에서는 중앙값이 +0.58%에 도달한다. D+10 이후에는 평균과 중앙값이 모두 양수로 전환된다. 즉, 시장의 초기 충격은 통상 1주일 내에 흡수되며, 2주 이후부터는 정상적인 상승 궤도를 회복한다.

19개 전쟁 중 12개(63.2%)에서 전쟁 기간 전체 수익률이 양수를 기록했다. 양수 수익률을 기록한 전쟁의 평균 수익률은 +48.47%이고 음수를 기록한 7개 전쟁의 평균 수익률은 -5.04%다. 상승 사례의 절대값이 하락 사례보다 월등히 크며 이는 시장의 장기적 우상향 추세가 전쟁이라는 부정적 이벤트를 압도하는 경우가 다수임을 의미한다.

다만 이 수치는 장기 분쟁(베트남 2,678거래일, 아프가니스탄 5,009거래일)에 의해 왜곡된 측면이 있다. 1년 이하 단기 분쟁 13개만 놓고 보면 수익률 양수 비율은 61.5%이며 평균 수익률은 +2.93%로 축소된다.

평균 시작가 대비 MDD는 -8.84%다. 이는 전쟁 기간 중 시장이 시작가 대비 평균적으로 약 9% 하락하는 구간을 경험한다는 뜻이다. 그러나 최악의 경우(아프가니스탄 -36.32%, 베트남 -23.92%, 이라크 -22.74%)를 제외하면 대부분의 전쟁에서 MDD는 -10% 이내에 머문다.

회복 시간의 경우 최저점에서 시작가를 회복하기까지 평균 40.4거래일(약 2개월)이 소요되었다. 레바논 위기, 보스니아, 코소보 등에서는 1거래일 만에 회복했고 피그만 침공(136거래일)과 아프가니스탄 전쟁(133거래일)에서는 회복에 상당한 시간이 걸렸다.

표22 전쟁별 단기 수익률 비교

전쟁/분쟁	D+1(%)	D+2(%)	D+3(%)	D+5(%)	D+10(%)
한국전쟁	-1.1	0	-3.7	-2.6	-4.36
레바논 위기	0.31	0.98	1.46	2.88	4.1
피그만 침공	-3.61	-4.18	-4.16	-6.23	-5.11
쿠바 미사일 위기	-0.33	-1.3	-2.61	-6.29	-0.95
베트남전쟁	-0.1	-0.12	0.38	0.6	0.26
도미니카 내전	-0.08	0.12	0.26	0.8	1.06
레바논 다국적군	0.82	-0.4	0.07	0.57	3.73
그레나다 침공	-0.65	-0.98	-1.86	-1.69	-2.83
파나마 침공	0.57	1.34	1.16	2.28	2.73
걸프전쟁	-1.88	-4.85	-4.74	-3.28	-5.43
소말리아	-0.23	-0.44	-0.65	-0.95	0.78
보스니아 NATO	0.17	0.52	1.47	1.67	4.05
코소보 전쟁	1.69	1.12	3.28	1.4	5.94
아프가니스탄 전쟁	-0.54	1.75	3.29	2.59	2.58
이라크 전쟁	2.3	-1.31	-0.11	-0.82	0.09
리비아 개입	-0.36	-0.06	0.87	0.91	2.66
시리아/ISIS	-0.58	0.2	-1.42	-0.83	-1.48
이스라엘-이란	0.94	0.1	0.07	0.81	3.81
이란-미국 2026	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: DS투자증권 리서치센터

단기 충격이 가장 컸던 전쟁 Top5

불확실성이 가중되는 경우
충격이 더욱 큼

D+5 수익률 기준으로 단기 충격이 가장 컸던 전쟁 5건은 다음과 같다.

1위: 쿠바 미사일 위기 (D+5: -6.29%) 1962년 10월 발생한 미소 핵대결은 D+1 - 0.33%로 시작해 D+5까지 -6.29%로 급격히 하락했다. 핵전쟁이라는 인류 존망 수준의 위협이 반영된 결과다. 당시 시장은 이미 1961년 12월 고점(72.64) 대비 약 21% 하락한 상태에서 위기를 맞았으며 추가 하방 압력이 작용했다.

2위: 피그만 침공 (D+5: -6.23%) 1961년 4월 쿠바 피그만 침공은 D+1에서 - 3.61%를 기록하며 단일 일 기준 두 번째로 큰 첫날 충격을 보였다. D+5까지 - 6.23%로 확대됐다. 3일간의 극히 짧은 작전이었으나 냉전 질서의 불안정성에 대한 공포가 반영되었다.

3위: 걸프전쟁 (D+5: -3.28%) 1990년 8월 이라크의 쿠웨이트 침공으로 시작된 걸프전쟁은 D+1 -1.88%, D+2 -4.85%로 급락한 뒤 D+5에서 -3.28%로 일부 반등했다. D+2의 -4.85%는 전체 19개 전쟁 중 D+2 기준 최대 낙폭이다. 유가 급등과 글로벌 공급망 교란 우려가 주요 원인이었다.

4위: 한국전쟁 (D+5: -2.60%) 1950년 6월, 북한의 남침으로 시작된 한국전쟁은 D+1 -1.10%, D+3 -3.70%, D+5 -2.60%를 기록했다. 2차 세계대전 종전 후 5년 만에 발생한 대규모 지상전이었으며 소련의 배후 지원으로 3차 세계대전 확전 가능성이 시장을 압박했다.

5위: 그레나다 침공 (D+5: -1.69%) 1983년 10월 미국의 그레나다 침공은 D+1 - 0.65%, D+5 -1.69%를 기록했다. 침공 자체의 규모는 소형이었으나 레바논 미 해병대 막사 폭탄 테러(10월 23일, 241명 사망)와 시기적으로 겹치면서 시장 불안이 증폭되었다.

단기 충격이 거의 없었던 전쟁과 단기 충격 요인 분석

시장이 예상하고 있을 경우에는 단기 충격이 제한적으로 나타남

단기 충격이 미미하거나 오히려 양수를 기록한 사례는 세 가지 유형으로 분류된다. 첫째, 충분히 예상된 전쟁이다. 이라크 전쟁(2003년)은 D+1에 +2.30%를 기록했다. 2002년 하반기부터 UN 사찰 분쟁, 미국의 군사력 증강이 수개월간 진행되었기 때문에 시장은 개전을 이미 가격에 반영하고 있었다. 실제 개전은 불확실성 해소로 작용했다.

둘째, 제한적 군사작전이다. 보스니아 NATO 폭격(D+1: +0.17%, D+5: +1.67%)과 코소보 전쟁(D+1: +1.69%, D+5: +1.40%)은 미국 지상군 투입 없이 공중 폭격 위주로 수행되었으며 미국 경제에 대한 직접적 영향이 제한적이라는 시장의 판단이 반영되었다.

셋째, 시장 상승 추세 속 발생한 전쟁이다. 이스라엘-이란 전쟁(2025년 6월, D+1: +0.94%)은 S&P 500이 이미 2025년 4월 저점에서 강하게 반등하는 구간에서 발생했으며 미국의 직접적 참전 기간이 11일로 극히 짧아 시장 영향이 제한적이었다. 다음은 단기 충격 요인 분석이다.

단기 충격 요인을 분석하면 다음의 세 가지 유형이다. 첫째, 대규모 전면전(한국전쟁 D+5: -2.60%, 걸프전 D+5: -3.28%)이 제한적 작전(보스니아 D+5: +1.67%, 코소보 D+5: +1.40%)보다 큰 단기 충격을 유발했다. 그러나 베트남전쟁(D+5: +0.60%)처럼 대규모 전쟁이지만 점진적으로 확전된 경우에는 단기 충격이 미미했다. 단기 충격의 핵심 변수는 전쟁의 절대 규모가 아니라 기습성과 불확실성의 크기다.

둘째, 기습적 전쟁의 D+5 평균 수익률은 -3.56%(한국전쟁, 피그만, 쿠바, 걸프전)인 반면 충분히 예상된 전쟁의 D+5 평균 수익률은 +0.49%(베트남, 이라크, 보스니아, 코소보)다. 시장은 알려진 위험보다 알려지지 않은 위험에 훨씬 민감하게 반응한다.

셋째, 냉전기 전쟁(1950~1989, 8개)의 D+5 평균 수익률은 -1.53%인 반면 탈냉전기 전쟁(1990~2026, 11개)의 D+5 평균 수익률은 +0.36%다. 이 차이는 냉전기 전쟁이 핵전쟁 확전 리스크를 내포했던 반면 탈냉전기 전쟁은 대부분 지역적 분쟁으로 제한되었다는 점에서 설명된다.

전쟁 기간 중 시장이 크게 하락한 사례와 전쟁 유형별 영향 분석

대규모 전면전은 D+20 시점에서 평균 -2.76%, 장기적으로 평균+20.82%

전쟁 기간 중 시장이 크게 하락한 사례는 다음과 같다.

첫째, 도미니카 내전 개입 (-12.69%, 355거래일): 1965년 4월부터 1966년 9월까지의 이 분쟁에서 S&P 500은 시작가 대비 -16.26%의 MDD를 기록했다. 1966년은 베트남전쟁 확산에 따른 인플레이션 우려와 연준의 긴축(신용경색), 이른바 1966년 크레딧 크런치가 동시에 작용한 시기였다.

둘째, 쿠바 미사일 위기 (-4.45%, 9거래일): 불과 9거래일의 분쟁 기간 동안 -4.45%를 기록했다. 연환산 변동성 26.90%로 전체 전쟁 중 4위에 해당하며 승률 12.50%(9거래일 중 상승 1일, 하락 7일)는 19개 전쟁 중 최저치다.

셋째, 파나마 침공 (-4.01%, 29거래일): 1989년 12월 시작된 파나마 침공은 D+5까지 +2.28%로 양호했으나 이후 1990년 1월의 미니 조정(일본 자산 버블 붕괴 시작, 미국 S&L 위기 여파)과 맞물리며 하락으로 전환되었다.

대규모 전면전은 D+20 시점에서 평균 -2.76%로 가장 부정적인 단기 반응을 보이지만 장기적으로는 평균 +20.82%의 양수 수익률을 기록한다. 단기 군사작전은 전체 수익률이 평균 -3.63%로 유일하게 음수인데 이는 작전 자체보다 해당 시기의 거시경제 환경(1961년 경기 둔화, 1983~1984년 금리 상승기, 1990년 경기 침체 진입)이 영향을 미친 것으로 판단된다. 핵위기/긴장 사례는 MDD가 평균 -3.22%로 가장 얕으며 이는 분쟁 기간이 극히 짧아(9~12일) 시장 충격이 확대될 시간이 부족했기 때문이다.

표23 전쟁 유형별 시장 영향 비교

전쟁 유형	해당 전쟁	평균 D+20(%)	평균 전체 수익률(%)	평균 MDD(%)
대규모 전면전	한국, 베트남, 걸프, 이라크	-2.76	20.82	-17.65
단기 군사작전	피그만, 그레나다, 파나마, 리비아	-0.76	-3.63	-7.05
핵위기/긴장	쿠바 미사일, 이스라엘-이란	4.93	-1.26	-3.22
대테러/비대칭전	아프가니스탄, 시리아/ISIS	-0.37	194.13	-22.3
지역 개입	레바논 위기, 도미니카, 레바논 MNF, 소말리아, 보스니아, 코소보	3.38	7.29	-3.21

자료: DS투자증권 리서치센터

MDD가 가장 컸던 전쟁 Top5

2008년 금융위기, 오일쇼크 등이 겹친 결과

1위: 아프가니스탄 전쟁 (시작가 대비 MDD: -36.32%) 시작가 1,062.44 대비 최저가 676.53으로 36.32% 하락했다. 최저점은 전쟁 개시 후 1,866거래일 뒤인 2009년 3월 9일에 기록되었다. 이 MDD는 전쟁이 아닌 2008년 글로벌 금융위기의 직접적 결과다.

2위: 베트남전쟁 (시작가 대비 MDD: -23.92%) 시작가 81.86 대비 최저가 62.28로 23.92%가 하락했다. 최저점은 전쟁 개시 후 2,533거래일(약 10년) 뒤인 1974년 10월 3일에 기록되었다. 1973~1974년의 오일쇼크, 워터게이트 사태, 스태그플레이션이 복합적으로 작용한 결과다.

3위: 이라크 전쟁 (시작가 대비 MDD: -22.74%) 시작가 875.67 대비 최저가 676.53으로 22.74% 하락했다. 최저점은 2009년 3월 9일로, 아프가니스탄 전쟁과 동일한 날이다(두 전쟁이 동시 진행 중이었으므로). 2008년 금융위기가 원인이며 전쟁 자체와의 인과관계는 미약하다. 4위: 도미니카 내전 개입 (시작가 대비 MDD: -16.26%) 338거래일(약 1년 4개월) 뒤에 최저점에 도달했다. 1966년의 금리 급등과 신용경색이 주요 원인이다. 5위: 걸프전쟁 (시작가 대비 MDD: -15.94%) 49거래일(약 2.5개월) 만에 최저점에 도달했다. 이라크의 쿠웨이트 침공 이후 유가가 배럴당 21달러에서 46달러로 급등하면서 경기침체 우려가 확대된 것이 핵심 요인이다.

표24 전쟁 유형별 MDD(%) 비교

전쟁/분쟁	시작가 대비 MDD(%)	고점 대비 MDD(%)	최저점까지 거래일
한국전쟁	-7.9	-11.7	14
레바논 위기	0	-2.01	N/A
피그만 침공	-4.18	-4.18	2
쿠바 미사일	-6.29	-6.29	5
베트남전쟁	-23.92	-48.2	2,533
도미니카 내전	-16.26	-20.76	338
레바논 다국적군	-0.4	-10.63	2
그레나다 침공	-2.89	-3.72	36
파나마 침공	-5.79	-10.21	27
걸프전쟁	-15.94	-15.94	49
소말리아	-1.51	-7.56	20
보스니아 NATO	0	-0.14	N/A
코소보 전쟁	0	-6.3	N/A
아프가니스탄	-36.32	-56.78	1,866
이라크 전쟁	-22.74	-56.78	1,502
리비아 개입	-15.34	-19.39	136
시리아/ISIS	-8.28	-19.78	350
이스라엘-이란	-0.15	-1.08	4
이란-미국 2026	0	N/A	N/A

자료: DS투자증권 리서치센터

현재 이란 전쟁과 유사한 전쟁

역사적으로 현재 이란-미국 전쟁과 가장 유사한 전쟁 → 1) 걸프전쟁
2) 이스라엘-이란 전쟁
3) 리비아 군사 개입

이란-미국 전쟁의 현재까지 드러난 특성(중동 지역 분쟁, 미국의 직접 군사 개입, 전쟁 초기 단계, 에너지 공급 관련 리스크)을 기준으로 역사적으로 가장 유사한 전쟁 3개를 선정한다.

유사 전쟁 1: 걸프전쟁 (1990년 8월 ~ 1991년 2월)

유사성 근거는 다음과 같다. 첫째, 양 전쟁 모두 중동 지역 분쟁으로 에너지 공급에 직접적인 영향을 미친다. 걸프전쟁 당시 이라크의 쿠웨이트 점령은 글로벌 원유 공급의 약 9%를 차단했고 이는 현재 이란-미국 전쟁도 호르무즈 해협 통과 물량(글로벌 해상 원유 수송의 약 20%)에 대한 리스크를 내포한다. 둘째, 걸프전쟁 당시 전쟁 직전 동일기간 수익률(-0.04%)과 이란-미국 전쟁(-1.29%) 모두 전쟁 직전 시장이 약세였다. 셋째, 미국이 주도적인 군사작전을 수행한다는 점이 동일하다.

걸프전쟁의 이후 경로를 보면, D+1 -1.88%, D+5 -3.28%, D+20 -9.32%, D+40 -12.93%로 개전 후 약 2개월간 지속적으로 하락했다. MDD는 -15.94%(49거래일 후)였다. 그러나 D+120에서 -6.05%, D+250에서 +10.02%로 회복했으며 전체 수익률은 +4.44%를 기록했다. 핵심 전환점은 1991년 1월 17일 다국적군 공세 개시일로 이날 시장은 +3.73% 급등했다.

유사 전쟁 2: 이스라엘-이란 전쟁 / 미국 참전 (2025년 6월)

유사성 근거는 이란을 상대로 한 전쟁이라는 점에서 가장 직접적인 비교 대상이다. 불과 8개월 전에 종료된 전쟁이므로 거시경제 환경(금리, 경기순환 단계, 인플레이션)이 현재와 거의 동일하다.

이스라엘-이란 전쟁의 경로를 보면 D+1 +0.94%, D+5 +0.81%, D+10 +3.81%, D+20 +4.46%으로 시작부터 양수를 유지했다. MDD는 -0.15%에 불과했고 1거래일 만에 시작가를 회복했다. 전체 수익률은 +1.93%(7거래일)이며 종전 후 1개월 +4.38%, 3개월 +8.86%, 6개월 +12.91%로 강한 상승세가 이어졌다.

다만 이 전쟁은 미국의 직접 참전 기간이 11일로 극히 짧았고 군사작전 규모가 제한적이었다. 현재의 이란-미국 전쟁이 보다 확대된 형태로 진행될 경우 이 사례의 유사성은 제한적일 수 있다.

유사 전쟁 3: 리비아 군사개입 (2011년 3월 ~ 10월)

유사성 근거는 다음과 같다. 첫째, 중동/북아프리카 산유국에 대한 미국의 군사개입이라는 점에서 구조가 유사하다. 둘째, 전쟁 직전 동일기간 수익률(리비아 +13.63%, 이란 -1.29%)은 다르지만 리비아 개입 당시에도 시장은 고점 근처에서 전쟁을 맞이했다(전쟁 전 고점 1,343.01 대비 시작가 1,298.38, 약 -3.3%). 셋째, 리비아 개입은 처음에는 단기 작전으로 예상되었으나 7개월로 장기화되었으며 현재 이란-미국 전쟁도 기간이 불확실하다는 점에서 유사하다.

리비아 개입의 경로를 보면, D+1 -0.36%, D+5 +0.91%, D+10 +2.66%, D+20 +0.52%로 초반에는 양호했다. 그러나 D+60 -2.54%, D+120 -11.10%로 중반부에 급락했고 MDD는 -15.34%(136거래일 후)를 기록했다. 최저점에서 시작가 회복까지 73거래일이 소요되었다. 2011년 여름 미국 신용등급 강등과 유럽 재정위기가 하락의 주요 원인이었다.

결론 : 75년간 19개 전쟁 데이터에서 도출되는 핵심 투자 원칙

전쟁은 시장의 추세를 전환이 아닌 변동성을 높이는 요인

전쟁은 단기적으로 시장에 하방 압력을 가하지만(D+1 평균 -0.15%) 그 충격은 대부분 2주 이내에 흡수된다(D+10 중앙값 +0.92%). 전쟁 기간 전체 수익률은 63.2%의 확률로 양수이며 종전 후 1년 수익률은 88.2%의 확률로 양수다. 시장의 장기 상승 추세는 전쟁이라는 극단적 이벤트에도 불구하고 유지된다.

그러나 전쟁 자체는 시장의 방향을 결정하는 독립변수가 아니다. 전쟁 기간 중 최대 하락은 전쟁이 아닌 동시기의 거시경제 위기(오일쇼크, 금융위기, 팬데믹)에 의해 결정되었으며 종전 후 시장 반응도 당시의 통화/재정 정책 환경에 좌우되었다. 전쟁은 시장의 추세를 바꾸는 것이 아니라 변동성을 높이는 요인이다.

현재의 이란-미국 전쟁에 대해서는 역사적 패턴이 중립에서 낙관 사이를 지지하나(19개 전쟁 중 63.2% 양수 수익률, 이스라엘-이란 전쟁 선례) 호르무즈 해협 리스크와 미국의 직접 교전이라는 변수가 하방 리스크를 상향 조정하는 요인이다. 그렇지 않겠지만 최악의 경우 걸프전쟁의 경로(MDD -15.94%, 49거래일 후 최저점, 이후 완전 회복)가 가장 현실적인 하방 시나리오로 참조할 가치가 있다. 핵심 투자 원칙은 다음과 같다.

원칙 1: 전쟁 발발 직후의 공포는 통계적으로 과도하다. 19개 전쟁의 D+1 평균 수익률은 -0.15%에 불과하고 D+10에는 중앙값이 +0.92%로 양수 전환된다. 전쟁 기간 전체 수익률이 양수인 확률은 63.2%다. 첫날의 감정적 매도는 대부분의 경우 10거래일 이내에 손실로 귀결되었다.

원칙 2: 전쟁의 시장 영향은 전쟁 자체가 아닌 거시경제 환경에 의해 결정된다. MDD 상위 3개 전쟁(아프가니스탄 -36.32%, 베트남 -23.92%, 이라크 -22.74%)에서 최저점은 모두 전쟁이 아닌 별도의 경제위기(금융위기, 오일쇼크) 시점에 기록되었다. 전쟁은 독립적인 하락 원인이 아니라 기존 추세에 대한 교란 요인이다.

원칙 3: 기습적 전쟁은 단기 충격이 크지만 예상된 전쟁보다 회복이 빠를 수 있다. 기습적 전쟁의 D+5 평균 -3.56%는 예상된 전쟁의 +0.49%보다 열위이지만, 쿠바 미사일 위기(D+5 -6.29% → D+20 +5.40%)처럼 불확실성 해소 시 반등이 급격하다. 시장은 불확실성(uncertainty) 자체를 가격에 반영하며 이것이 해소되면 빠르게 재조정된다.

원칙 4: 전쟁의 MDD는 10% 이내에 그치는 경우가 다수이며 회복은 반드시 이루어진다. 19개 전쟁 중 13개(68.4%)에서 시작가 대비 MDD가 -10% 이내였다. 시작가 미회복 사례는 분석 대상 중 현재 진행 중인 이란-미국 전쟁을 제외하면 사실상 없다. MDD가 -36.32%로 가장 깊었던 아프가니스탄 전쟁도 133거래일(약 6.5개월) 만에 시작가를 회복했다.

원칙 5: 종전은 유의미한 양의 시그널이지만 만능 지표는 아니다. 종전 후 1년 수익률 양수 확률 88.2%, 평균 +13.38%는 통계적으로 유의미하다. 그러나 아프가니스탄(-11.98%), 시리아/ISIS 종전 후 3개월(-21.34%)의 사례처럼 거시경제 악재가 동반되면 종전 랠리는 발현되지 않는다.

냉전과 버블 사이

Executive Summary

버블 내러티브에 대한 반론

현재 AI 자본지출 사이클은 투자의 규모·지속성·수익화 구조·경쟁의 비가역성에서 근본적으로 다름

2020년대 AI 자본지출(Capex) 사이클이 1960~70년대 냉전기 기술주 투자 붐과 표면적으로 유사하나, 투자의 규모·지속성·수익화 구조·경쟁의 비가역성에서 근본적으로 다르며 현재 밸류에이션이 버블이 아님을 정량적으로 논증한다. 핵심 발견은 여섯 가지로 요약된다.

첫째, 빅테크 5사(Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Oracle)의 합산 Capex는 2024년 2,560억 달러에서 2025년 4,430억 달러(+73% YoY), 2026년 6,600~6,900억 달러(+49% YoY)로 폭증하고 있으며 이 중 약 75%(4,500억 달러)가 AI 인프라에 직접 투입된다. 이 규모는 20세기 최대의 단일 자본 프로젝트들을 모두 합산한 것을 초과한다. 2025년 빅테크 Capex는 GDP의 약 1.9%에 달했는데 이는 아폴로 프로그램(GDP의 ~0.6%), 주간고속도로 건설(~0.6%), 전국 전력화(~0.6%), 광대역 인터넷 구축(~1.2%)의 개별 수치를 모두 상회하는 수준이다.

둘째, 현재 Magnificent 7(Tesla 제외)의 Forward P/E는 20~40배 범위로 냉전기 Nifty Fifty의 평균 42배, 주요 기술주(CDC 143배, DEC 80~100배, EDS 500배+)와 비교하면 질적으로 다른 수준에 있다. 특히 Meta(23~25배)와 Alphabet(20~22배)은 S&P 500 평균과 유사하거나 오히려 낮은 밸류에이션에 거래되고 있다.

셋째, AI 투자가 버블이 아닌 이유는 수익화가 실제로 가속화되고 있기 때문이다. OpenAI의 ARR은 2023년 20억 달러에서 2024년 60억 달러, 2025년 200억 달러 이상으로 매년 3배씩 성장했다. Microsoft Azure의 AI 관련 매출 기여도는 16%p에 달하며 Google Cloud 매출은 2025년 4분기 48% YoY 성장했다. 글로벌 소프트웨어 지출은 2026년 14.7% 성장한 1.43조 달러로 전망되며 AI 관련 지출은 2025~2026년 사이에 3배 증가할 것으로 예상된다.

넷째, 현재 AI Capex 사이클이 냉전기보다 구조적으로 더 오래, 더 강력하게 지속될 수밖에 없는 이유는 죄수의 딜레마 구조에 있다. 냉전은 소련의 경제적 붕괴로 한쪽이 이탈하면서 종결되었으나 AI 경쟁은 민간 기업 간 경쟁(빅테크 vs. 빅테크)과 국가 간 경쟁(미국 vs. 중국)이 동시에 작동하는 이중 구조다.

멈추면 기술 패권은 사라지는 구조

어느 한 빅테크도 Capex를 줄이면 시장점유율을 잃고 어느 한 국가도 AI 투자를 줄이면 기술 패권을 상실한다. Amazon CEO 앤디 재시의 말처럼 수요를 보고 있으며 용량을 추가하는 만큼 즉시 수익화되고 있다.

다섯째, 냉전기 기술주의 5대 구조적 취약점(정부 의존, 일회성 매출, 고객 집중, 약한 해자, 제한적 재무 여력)이 현재 Mag 7에는 적용되지 않는다. 냉전기 기술주는 매출의 50~100%를 정부에 의존했으나 현재 Mag 7의 정부 매출 비중은 5~10% 미만이다. 반복 매출 비중은 10% 미만에서 70~95%, 고객 기반은 수십~수백 곳에서 수십억 명으로 FCF는 제한적 수준에서 연간 4,000억 달러 이상으로 전환되었다.

여섯째, 미 국방부가 FY2026 예산에서 AI·자율시스템 전용 항목으로 사상 최초 134억 달러를 편성하고 OpenAI·Google·xAI 등과 직접 기밀 네트워크 배치 계약을 체결한 것은 AI Capex의 비가역성을 더욱 강화하는 요인이다. 이는 AI 기업이 냉전기 방산 기업의 위치를 대체하고 있음을 의미하며 정부 수요라는 추가적 Capex 동인이 민간 수요에 더해져 투자 사이클의 지속 기간을 연장시킨다.

표25 냉전기 기술주와 Mag7 비교

비교 항목	냉전기 기술주 (1960~1972)	AI 시대 Mag 7 (2024~2026)	판정
대표 기업 P/E	CDC 143x, DEC 80~100x, EDS 500x+	Mag 7 평균 28~31x (Tesla 제외)	현재 압도적 저평가
반복 매출 비중	5~15%	70~95%	현재 우월
정부 매출 의존도	50~100%	<5~10%	현재 우월
합산 FCF	제한적	\$400B+ (TTM)	현재 압도적 우월
현금 보유	제한적	\$420~490B+	현재 압도적 우월
고객 기반	수십~수백 곳	수십억 사용자, 수백만 기업	현재 압도적 우월
Capex 자금 조달	정부 예산 의존	자체 현금흐름 + 채권 시장	현재 우월
Capex/GDP 규모	정부 R&D 1.86% (1964 정점)	빅테크 Capex ~1.9% + 정부 R&D 0.63%	현재 합산 우위
경쟁 구조	국가 vs. 국가 (제로섬)	국가+민간 vs. 국가+민간 (이중 엔진)	현재 더 복잡적
중도 이탈 가능성	소련 붕괴로 이탈 발생	구조적으로 불가능	현재 더 비가역적

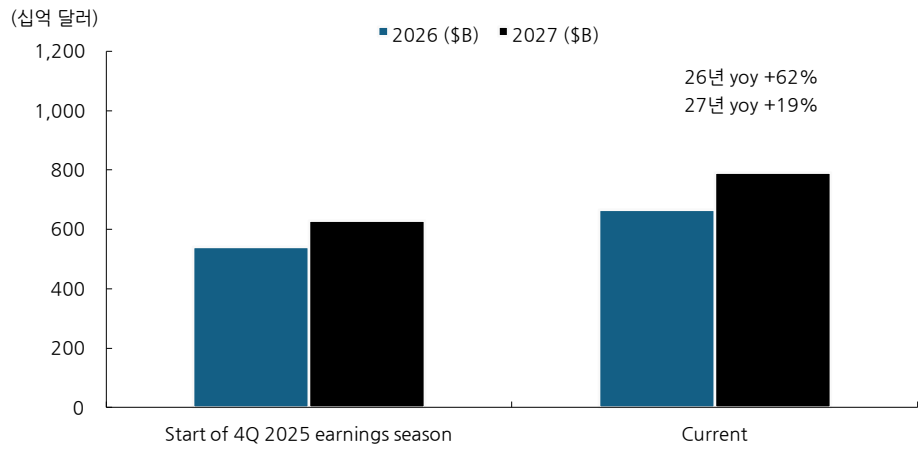
자료: NSF, Stanford HAI, Gartner, DS투자증권 리서치센터

표26 미국과 중국 제2의 냉전

	냉전 (미국 vs. 소련)	현재 (미국 vs. 중국)
핵심 기술	반도체, 컴퓨터, 네트워크	AI, LLM, 자율 시스템
미국 우위	집적회로, 정밀유도, 위성	프론티어 모델 성능, GPU 생태계
경쟁국 대응	소련: 서방 기술 복제 → 실패	중국: 소프트웨어 최적화(DeepSeek) + 자국 칩
군사 수요의 민간 파급	ARPANET → 인터넷	미정
수출통제	코콤(COCOM) 체제	엔비디아 칩 수출 규제
경쟁국 취약점	소련: 경직된 관료 체제, 혁신 부재	중국: 반도체 제조 격차, 데이터 품질
경쟁국 강점	소련: 핵무기 수량, 재래식 병력	중국: 비용 효율, 제조 규모, 제약 부재
결정적 차이	소련은 복제에 의존, 독자 혁신 실패	중국은 독자 모델(DeepSeek)로 경쟁력 확보

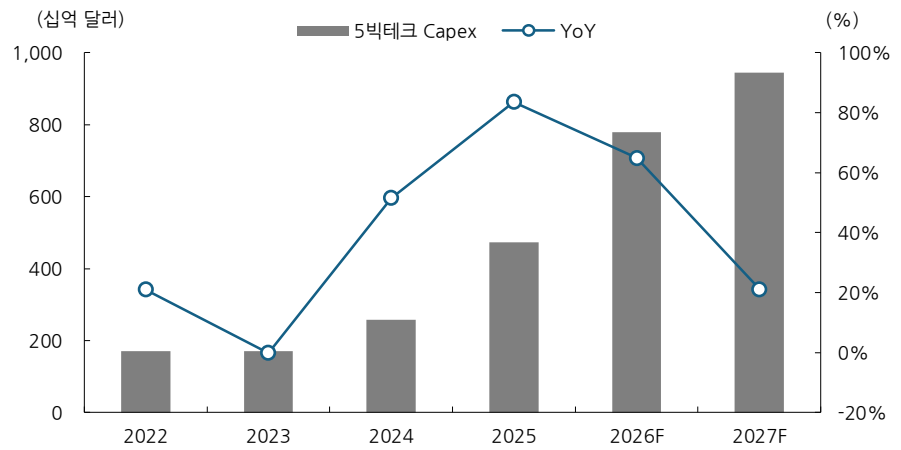
자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 AI 하이퍼스케일러 Capex



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 AI 하이퍼스케일러 Capex YoY 2027 Growth는 상향 조정될 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

냉전기 기술주의 정량적 해부

정부가 만든 냉전기 기술 산업의 구조

현재 AI 자본지출 사이클은
투자의 규모·지속성·수익
화 구조·경쟁의 비가역성
에서 근본적으로 다름

냉전기 미국 기술 산업을 이해하는 출발점은 하나의 사실에 있다. 시장 자체가 정부에 의해 창조되었다는 것이다. 1957년 소련의 스푸트니크 충격 이후 미국 연방정부는 R&D 지출을 급격히 확대했고 1964년에는 연방 R&D가 GDP의 1.86%로 역대 최고치를 기록했다. 이 시기 전체 국내 R&D의 67%를 연방정부가 부담했으며 기술 기업의 매출은 사실상 정부 조달에 의해 결정되었다. NASA 예산만 해도 1966년에 연방 총지출의 4.41%에 달했고 아폴로 프로그램에만 총 254억 달러(2024년 가치 약 1,870억 달러)가 투입되었다. 이 환경에서 CDC, DEC, Fairchild, EDS 같은 기업이 탄생하고 성장했다.

이 구조가 만들어낸 결과는 두 가지였다. 하나는 정부의 가격 비민감성(price insensitivity)이 기업의 초고속 성장을 가능하게 했다는 점이다. 정부는 국가 안보라는 목적 하에 가격보다 성능을 우선시했고 이는 기업이 극소수의 초고가 제품을 판매하는 것만으로도 급성장할 수 있는 환경을 조성했다. 다른 하나는 이 성장이 극도로 취약한 기반 위에 세워졌다는 점이다. 정부 예산이 삭감되면 매출의 근간이 흔들리는 단일 고객 의존형 비즈니스 모델이었다.

아래의 표를 참조하면 연방 R&D의 GDP 비중이 1964년 1.86%에서 1991년 0.95%로 거의 절반으로 하락했다는 점이다. 정부 주도 기술 투자는 스푸트니크 충격에서 아폴로 달 착륙까지 약 12년간 급증한 후 이후 25년에 걸쳐 서서히 축소되었다. 이 축소 과정에서 정부 의존도가 높았던 기업들은 하나씩 도태되었고, 민간 시장으로의 전환에 성공한 기업만이 생존했다. 1980년에 이르러서야 비로소 민간 부문이 연방정부를 제치고 최대 R&D 자금 공급원이 되었다. 이 전환에 약 20년이 소요된 것이다.

표27 미국 연방 R&D 지출 추이 (1957~1991)

연도	연방 R&D (GDP%)	총 R&D (GDP%)	연방 비중 (총 R&D 대비)	NASA 예산 (연방지출%)
1957	1.40%	2.40%	~63%	0.50%
1964 (정점)	1.86%	2.87%	67%	4.41%
1972	1.20%	2.35%	~51%	1.60%
1978 (저점)	1.00%	2.12%	~47%	~1.0%
1985	1.25%	2.70%	~46%	~0.8%
1991 (냉전종식)	0.95%	2.60%	~38%	~0.9%

자료: NSF Science & Engineering Indicators, DS투자증권 리서치센터

냉전기 기술주의 정량적 해부

Control Data Corporation(CDC): 냉전의 Nvidia

CDC와 현재의 Nvidia는 많은 차이가 있음

CDC는 현재의 Nvidia와 가장 빈번하게 비교되는 기업이다. 1957년 William Norris가 설립한 이 회사는 세계 최초의 슈퍼컴퓨터 CDC 6600을 만들었고 대당 700만 달러라는 천문학적 가격에 약 100대를 판매하면서 1960년대 기술주의 상징이 되었다. 주가는 설립 이후 1960년대 중반까지 수십 배 상승했으며 1967~68년 피크 시점의 P/E는 100~143배에 달했다.

그러나 CDC의 성장은 구조적 취약점 위에 세워져 있었다. 매출의 60~70%가 국방부와 에너지부에 집중되어 있었고 연간 판매 대수가 100대 남짓한 슈퍼컴퓨터의 일회성 판매에 전적으로 의존했다. 한 대의 계약 취소가 연간 매출의 수 퍼센트를 즉시 증발시키는 구조였다. 1972년 핵심 인재 Seymour Cray가 독립하여 Cray Research를 설립한 후 CDC는 기술적 리더십을 상실했고 1980년대 PC 혁명에 대응하지 못하면서 직원 수가 6만 명에서 1만 7천 명으로 70% 이상 감축되었으며 1992년 컴퓨터 사업에서 완전히 철수했다.

CDC를 Nvidia와 직접 비교하면 양자의 구조적 차이가 극명하게 드러난다. P/S에서 Nvidia가 표면적으로 더 높아 보이지만 이 수치는 매출의 질적 차이를 전혀 반영하지 못한다. CDC의 매출 1달러는 대당 700만 달러 슈퍼컴퓨터의 일회성 판매에서 발생한 것이며 후속 매출 보장이 없었다. 반면 Nvidia의 매출 1달러는 수백만 개의 GPU를 전 세계 수천 개 고객에게 공급하는 분산된 구조에서 발생하며 CUDA 소프트웨어 생태계가 고객의 전환 비용(switching cost)을 극적으로 높여 반복 구매를 사실상 보장한다. 수십만 개의 CUDA 기반 애플리케이션과 수백만 명의 CUDA 개발자가 만들어내는 네트워크 효과는 CDC 시대에는 존재조차 하지 않았던 구조적 해자다.

표28 CDC (1967~68 피크) vs. Nvidia (2025~26)

지표	CDC (1967~68)	Nvidia (2025~26)	배수 차이
P/E (피크/Forward)	100~143x	35~40x (FWD)	CDC 3~4 배 비쌌
PEG 비율	2.9~3.6	0.5~0.8	CDC 4~5 배 비쌌
P/S	8~9x	25~30x	Nvidia 표면적 높음*
매출 성장률 (YoY)	40~50%	50~80%	Nvidia 우위
총 판매 대수/고객	~100 대 슈퍼컴퓨터	수백만 개 GPU, 다수 고객	Nvidia 압도적 분산
정부 매출 의존도	60~70%	<5%	Nvidia 압도적 우위
반복 매출 비중	<10%	30~40% (CUDA 생태계)	Nvidia 우위
핵심 인재 리스크	Cray 이탈 → 기술력 상실	CUDA 생태계 → 개인 의존도 낮음	Nvidia 우위

자료: Computer History Museum, DS투자증권 리서치센터

Digital Equipment Corporation (DEC): 미니컴퓨터의 왕

Microsoft의 매출은 DEC보다 훨씬 높은 경제적 가치 내포

DEC는 1957년 MIT 출신 Ken Olsen이 벤처캐피털 AR&D로부터 7만 달러를 투자 받아 설립한 회사로 역사상 가장 성공적인 벤처 투자 중 하나로 기록된다. PDP-8(대당 1만 8천 달러)과 PDP-11(60만 대 이상 판매)의 성공에 힘입어 1990년까지 12만 명 이상의 직원과 약 130억 달러의 연매출을 기록하며 IBM에 이어 세계 2위 컴퓨터 회사로 성장했다.

DEC의 1968~69년 피크 시점 P/E는 80~100배였다. 이를 현재 Microsoft (Forward P/E 30~33배)와 비교하면 DEC가 2.5~3배 비쌌음을 알 수 있다. 그러나 더 중요한 차이는 P/E 숫자가 아니라 매출의 반복성에 있다. DEC의 PDP-8은 대당 1만 8천 달러의 일회성 판매였으며 후속 매출은 유지보수 수수료 정도에 불과했다. 반면 Microsoft의 매출 구조는 Office 365 구독, Azure 클라우드 사용량 과금, Windows 라이선스 등 반복 매출이 전체의 80% 이상을 차지한다. 동일한 P/S 배수라 하더라도 Microsoft의 매출 1달러가 DEC의 매출 1달러보다 훨씬 높은 경제적 가치를 내포한다.

Ken Olsen의 개인이 컴퓨터를 가질 이유가 없다는 발언은 기술 역사상 가장 유명한 오판 중 하나다. DEC는 PC 혁명이라는 패러다임 전환을 명시적으로 거부했고 결국 1998년 Compaq에 96억 달러에 인수되며 독립 기업으로서의 역사를 마감했다. 그러나 이 사례를 현재 Mag 7에 직접 적용하는 데에는 결정적 한계가 있다. DEC는 새로운 패러다임을 거부했으나 현재 Mag 7은 AI라는 패러다임에 각사가 1,000억 달러 이상의 Capex를 투입하며 역사상 가장 적극적인 전환을 전개하고 있다. Meta의 AI 피봇, Microsoft의 OpenAI 투자 및 Copilot 통합, Alphabet의 Gemini 개발, Amazon의 AWS AI 확장은 모두 수개월 내에 이루어진 전략적 전환이었다. DEC가 수년간 PC를 무시한 것과는 속도와 규모 모두에서 질적으로 다른 대응이다.

표29 DEC (1968~69 피크) vs. Microsoft (2025~26)

지표	DEC (1968~69)	Microsoft (2025~26)	판정
P/E (피크/Forward)	80~100x	30~33x (FWD)	MSFT 2.5~3 배 저렴
P/S	10~12x	12~13x	표면적 유사
매출 반복성	<15% (하드웨어 판매)	80%+ (구독+클라우드)	MSFT 압도적 우위
고객당 전환 비용	중간	매우 높음 (Office+Azure 생태계)	MSFT 우위
패러다임 대응	PC 명시적 거부	AI에 \$100B+ Capex 투입	MSFT 압도적 우위
합산 FCF	제한적	~\$70B+ (TTM)	MSFT 압도적 우위
현금 보유	제한적	~\$80B+	MSFT 압도적 우위

자료: Computer History Museum, DS투자증권 리서치센터

Fairchild Semiconductor: 실리콘밸리 전체 생태계의 기원

혁신의 원천이 반드시 최적의 투자 대상은 아님

1957년 반역의 8인(Traitorous Eight)이 설립한 Fairchild Semiconductor는 Robert Noyce의 평면 집적회로(IC) 발명이 이루어진 곳이며, 실리콘밸리 전체 생태계의 기원이다. Fairchild의 사례에서 가장 주목해야 할 데이터는 반도체 가격의 학습 곡선과 정부 구매 비중의 역전 현상이다.

이 데이터가 전달하는 메시지는 세 가지이며, 세 가지 모두 현재 AI 시장의 미래를 조망하는 데 직접적으로 적용된다. 첫째, 정부의 가격 비민감성이 초기 기술 개발과 기업 생존의 결정적 촉매 역할을 했다. 1962년 IC의 구매자는 100% 정부였고 50달러라는 고가를 기꺼이 지불했다. 이는 현재 AI 초기 시장에서 기업 고객이 GPU와 클라우드 컴퓨팅에 프리미엄 가격을 지불하는 것과 구조적으로 동일한 패턴이다.

둘째, 9년 만에 97.5%가 하락하는 극단적 학습 곡선이 작동했다. 이것은 현재 AI 추론 비용의 급격한 하락과 정확히 동일한 역학이다. OpenAI의 GPT-4 API 가격은 출시 이후 1년 만에 90% 이상 하락했으며 DeepSeek의 등장은 동일 성능 대비 추론 비용을 추가적으로 수십 배 절감시켰다.

셋째, 그리고 가장 결정적인 점은 정부 비중이 100%에서 20%로 하락하는 동안 총 시장 규모는 수백 배 폭발적으로 성장했다는 것이다. 정부가 시장의 100%였던 1962년의 총 시장 가치보다 정부가 20%에 불과한 1971년의 총 시장 가치가 압도적으로 더 컸다. 이것이 AI 시장의 향후 경로를 시사하는 가장 강력한 역사적 선례다. 초기에는 기업 고객(Enterprise)이 대부분을 차지하지만 비용 하락과 함께 소비자 시장이 열리면서 총 시장이 수십~수백 배 확대될 수 있다.

그러나 Fairchild 자체는 1979년 Schlumberger에 인수되어 독립 기업으로 생존하지 못했다. 이것은 투자자에게 핵심적 교훈을 제공한다. 혁신의 원천(origin of innovation)이 반드시 최적의 투자 대상(optimal investment vehicle)은 아니라는 것이다. Fairchild에서 나온 Intel, AMD가 수십 년간 시장을 지배했듯 현재 AI 혁명에서도 OpenAI나 Anthropic 같은 모델 개발사 자체보다 그 생태계에서 가장 안정적으로 이익을 포획하는 기업(Nvidia의 GPU 인프라, Microsoft의 Azure 플랫폼, Alphabet의 검색 광고 및 클라우드)이 장기 투자 관점에서 더 우월한 선택일 수 있다.

표30 집적회로(IC) 가격 하락과 정부 구매 비중 변화 (1962~1971)

연도	IC 평균 단가	하락률 (1962 대비)	정부 구매 비중	총 생산량 (백만 개)
1962	\$50.00	기준	100%	극소량
1963	\$31.60	-37%	94%	~10
1965	\$8.33	-83%	72%	~60
1968	\$2.33	-95%	37%	~350
1971	\$1.27	-97.50%	20%	~1,000

자료: Semiconductor Industry Association, DS투자증권 리서치센터

5대 구조적 취약점

냉전기 기술주의 공통적 구조적 취약점은 현재 Mag 7에 적용되지 않음

개별 기업 분석을 통해 도출된 냉전기 기술주의 공통적 구조적 취약점을 종합하면 다섯 가지 축으로 정리된다. 이 다섯 가지가 현재 Mag 7에 적용되지 않는다는 것이 본 보고서의 핵심 논지 중 하나다.

반복 매출 비중의 차이는 밸류에이션에 가장 직접적인 영향을 미치는 변수다. 업계 표준에 따르면 반복 매출 비중 80% 이상의 플랫폼 기업이 정당화할 수 있는 P/S 프리미엄은 일회성 하드웨어 기업 대비 3.0~5.0배에 달한다. 이 프레임워크를 적용하면 CDC의 P/S 8~9배는 반복 매출을 감안한 실질 P/S 그대로인 반면 Alphabet의 P/S 6~7배는 반복 매출 프리미엄을 적용하면 실질 1.7~2.0배에 해당한다. 반복 매출의 질을 감안한 실질 밸류에이션에서 현재 빅테크는 1960년대 기술주의 4분의 1에서 5분의 1 수준이라는 것이 정량적 결론이다.

표31 1960~70년대 기술주 vs. 현재 Mag 7 차이

구조적 취약점	1960~70년대 기술주	현재 Mag 7	정량적 차이
1. 매출의 일회성	메인프레임/슈퍼컴퓨터 1대 판매	광고/클라우드/구독 반복 매출	반복 매출 비중: 10% vs. 70~95%
2. 정부 매출 의존	50~100%	<5~10%	10~20배 차이
3. 고객 집중	수십~수백 개 대형 고객	수십억 사용자, 수백만 기업	10,000배+ 차이
4. 기술적 해자	하드웨어 기술 (대체 용이)	플랫폼 네트워크 효과+데이터+생태계	질적 전환
5. 재무적 여력	제한적 현금, 낮은 차입 능력	FCF \$400B+, 현금 \$420~490B+	수백 배 차이

자료: DS투자증권 리서치센터

표32 기업별 매출 유형, 반복 매출 비중 및 밸류에이션 조정

기업	시대	매출 유형	반복 매출 비중	P/S (명목)	P/S (반복매출 조정)
CDC	1960s	슈퍼컴퓨터 판매	<10%	8~9x	8~9x (조정 없음)
DEC	1960s	미니컴퓨터 판매	<15%	10~12x	10~12x
EDS	1960s	데이터 처리 계약	50~60%	30x+	~18~20x
Alphabet	현재	검색 광고+클라우드	90%+	6~7x	~1.7~2.0x
Meta	현재	소셜 광고	95%+	8~9x	~2.0~2.3x
Microsoft	현재	구독+클라우드	80%+	12~13x	~3.3~3.7x
Amazon	현재	커머스+AWS	70%+	3~4x	~1.2~1.5x
Nvidia	현재	GPU+CUDA 생태계	30~40%	25~30x	~16~20x

자료: DS투자증권 리서치센터

AI Capex 사이클의 정량적 해부

빅테크 Capex의 폭발적 확대

현재 빅테크 Capex 투자 규모는 전례 없는 수준

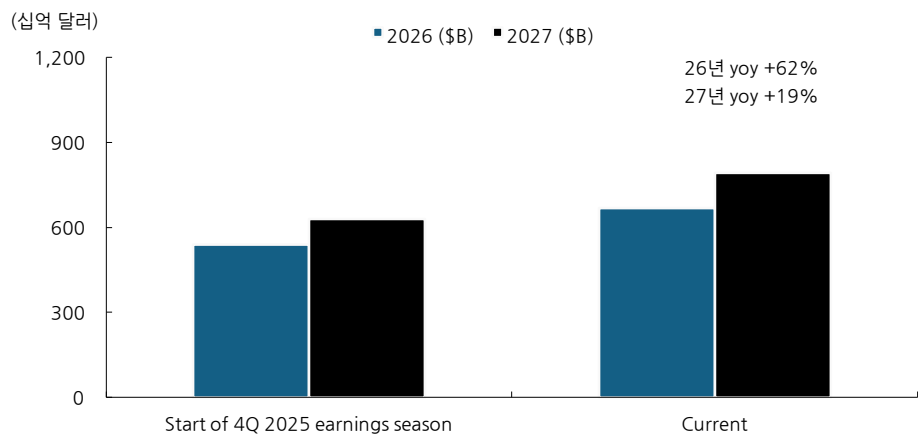
현재 진행 중인 AI 자본지출 사이클의 규모를 이해하기 위해서는 먼저 그 성장 궤적을 연도별로 추적해야 한다. 빅테크 8사(Alphabet, Amazon, Apple, Broadcom, Meta, Microsoft, Nvidia, Oracle)의 합산 Capex는 2020년 1,070억 달러에서 2024년 2,560억 달러로 4년 만에 2.4배 증가했다.

그러나 진정한 가속은 2025년부터 시작되었다. 2025년 합산 Capex는 4,270억 달러(+67% YoY)로 추정되며, 2026년에는 5,620억 달러(+30% YoY), 2027년에는 6,370억 달러(+13% YoY)로 전망된다.

특히 AI 인프라에 직접 투입되는 비중은 2026년 기준 약 75%, 금액으로 약 4,500억 달러에 달한다. 이는 전통적 클라우드 인프라와 기타 사업 부문을 제외한 순수 AI 관련 지출만으로도 냉전기 미국 정부의 연간 총 R&D 지출을 수배 초과하는 규모다.

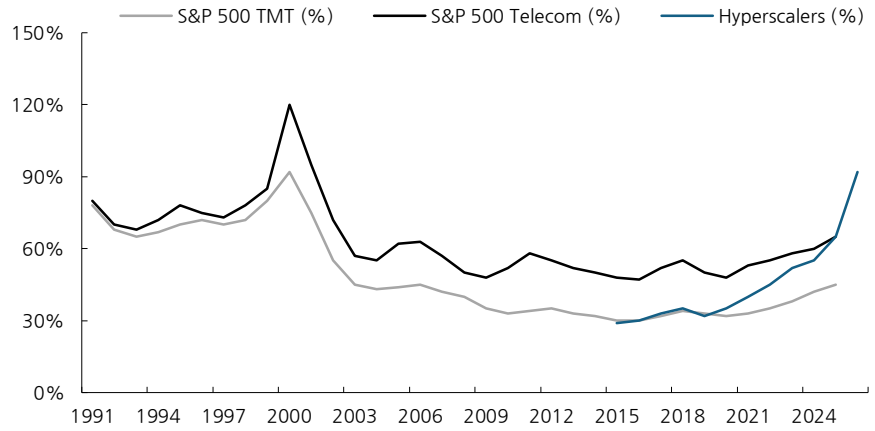
2025~2027년 하이퍼스케일러 Capex가 합산 1.15조 달러에 이를 것으로 전망하며 이는 2022~2024년(4,770억 달러)의 2.4배에 해당한다. 이 규모는 단일 산업의 3년간 자본지출로는 인류 역사상 전례가 없다. 제2차 세계대전 당시 미국의 총 군사비 지출(인플레이션 조정 약 4조 달러, 4년간)과 비교해도 AI Capex의 GDP 대비 집중도(단일 산업 기준)는 그에 필적하는 수준이다.

그림6 AI 하이퍼스케일러 Capex



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 S&P500 섹터 Capex



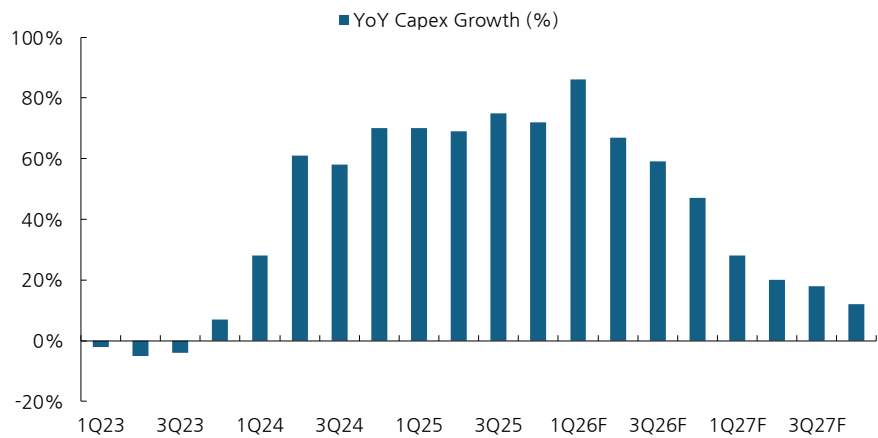
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
 주) TMT는 테크, 미디어, 통신 줄임말

표33 2025년 말 기준 추정된 Capex(지속 상향 조정 중)

연도	합산 Capex (\$B)	YoY 성장률	AI 인프라 비중 (추정)	AI Capex (\$B, 추정)
2020	\$107	—	~30%	~\$32
2021	\$143	34%	~35%	~\$50
2022	\$172	20%	~40%	~\$69
2023	\$168	-2%	~45%	~\$76
2024	\$256	52%	~60%	~\$154
2025E	\$427	67%	~70%	~\$299
2026E	\$562	32%	~75%	~\$422
2027E	\$637	13%	~75%	~\$478

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 YoY Growth가 1Q26 피크 아웃 우려



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

냉전기 정부 R&D 사이클과의 직접 비교

AI 사이클의 Capex는
민간이 주도

냉전기 미국 정부의 R&D 지출과 현재 빅테크의 AI Capex를 절대 금액, GDP 대비 비율, 성장 속도, 지속 기간의 네 가지 축에서 직접 비교했다. 이 비교에서 네 가지 핵심 발견이 도출됐다.

첫째, 절대 금액 기준으로 현재 AI Capex는 냉전기 정부 R&D를 인플레이션 조정 후에도 3.8~5.5배 초과한다. 아폴로 프로그램 전체 비용(인플레이션 조정 약 1,870억 달러)은 Amazon 하나의 2026년 Capex 계획(2,000억 달러)보다 작다. 빅테크 5사의 2025~2027년 예상 Capex 합산(약 1.7조 달러)은 냉전 전 기간(1957~1991, 34년) 미국 우주 프로그램 총비용의 수배를 초과한다.

둘째, GDP 대비로 보면 양자가 거의 동일한 수준(약 1.9%)에 도달했다는 점이다. 냉전기에는 연방 R&D가 GDP의 1.86%로 정점을 찍었고 2025년 빅테크 Capex가 GDP의 약 1.9%에 달했다. 그러나 결정적 차이는 투자 주체에 있다. 냉전기에는 이 1.86%가 전액 납세자의 돈(정부 예산)이었으나 현재의 1.9%는 민간 기업의 자체 현금흐름과 자본시장 조달에 의한 것이다. 정부 R&D까지 포함하면 현재 미국의 총 R&D/GDP 비율은 3%를 상회하며 역사적 최고치를 기록 중이고 냉전 정점기의 2.87%를 이미 초과했다.

셋째, 성장 속도에서 양자는 유사하다. NASA 예산은 1958~1964년 연평균 약 42% 증가했고 빅테크 총 Capex는 2022~2026년 연평균 약 40% 증가하고 있다. 그러나 AI에 직접 투입되는 Capex만 분리하면 CAGR이 55~60%로 냉전기 어떤 단일 프로그램의 예산 증가 속도도 상회한다.

넷째, AI Capex 사이클은 아직 초중기에 해당한다. 냉전기 R&D 급증기가 1957~1966년의 약 9년간 지속된 후 서서히 정상화된 것과 비교하면 AI Capex 급증은 2022년에서 시작하여 현재 약 4년차에 해당한다. Gartner의 글로벌 AI 지출 전망(2025년 1.5조 달러 → 2026년 2조 달러+), McKinsey의 데이터센터 투자 전망(2025~2030년 3~8조 달러), 글로벌 IB의 하이퍼스케일러 Capex 궤적을 종합하면 투자 사이클의 정점은 2028~2030년에 형성될 가능성이 높으며 현재 시점에서 4~6년의 잔여 성장 구간이 존재한다.

표34 냉전기 정부 R&D vs AI 시대 빅테크 Capex

비교 축	냉전기 (1957~1966 급증기)	AI 시대 (2022~2027E)	배수 차이
절대 금액 (연간 피크)			
연방 R&D (1964, 명목)	\$12.5B	—	—
연방 R&D (1964, 2025\$ 조정)	~\$120B	—	—
빅테크 AI Capex (2026E)	—	~\$450B (시만)	AI가 3.8배
빅테크 총 Capex (2026E)	—	~\$660~690B	총 Capex 5.5배
GDP 대비 비율 (피크)			
연방 R&D / GDP (1964)	1.86%	—	—
빅테크 Capex / GDP (2025)	—	~1.9%	유사~소폭 초과
총 R&D / GDP (1964)	2.87%	—	—
총 R&D / GDP (2022, 최신)	—	3.43%	현재 역대 최고
성장 속도 (급증기 YoY)			
NASA 예산 CAGR (1958~64)	~42%/년	—	—
빅테크 Capex CAGR (2022~26E)	—	~40%/년	유사
빅테크 AI Capex CAGR (2022~26E)	—	~55~60%/년	AI Capex가 더 빠름
지속 기간			
R&D 급증기	1957~1966 (약 9년)	—	—
R&D 정상화까지	1966~1978 (약 12년)	—	—
AI Capex 급증 시작	—	2022~ (현재 4년차)	초중기, 정점 미도달
AI Capex 정점 예상	—	2028~2030 (추정)	4~6년 잔여

자료: NSF; AAAS; OMB; NASA Budget Office, DS투자증권 리서치센터

정부 주도에서 민간 주도로의 패러다임 전환

냉전 당시 기술 투자는
투자 주체가 정부 → 목표
달성 or 정치적 우선순위
변경시 급격히 축소 가능

냉전기 기술 투자의 가장 근본적인 한계는 투자 주체가 정부였다는 점이다. 정부 R&D 예산은 정치적 의지, 선거 주기, 재정 상황에 의해 좌우된다. 아폴로 프로그램은 1969년 달 착륙이라는 목표 달성 이후 정치적 동력을 상실했고 NASA 예산은 연방 총지출의 4.41%(1966년)에서 0.9%(1991년)로 급감했다. 1978년까지 연방 R&D/GDP 비율은 1.00%로 정점 대비 거의 절반으로 하락했다. 정부 주도 투자는 목표가 달성되거나 정치적 우선순위가 변하면 급격히 축소될 수 있는 구조적 취약점을 내재하고 있었다.

반면, 현재 AI Capex의 주체는 민간 기업이며 이들의 투자 결정은 정치적 의지가 아닌 시장 수요, 경쟁 압력, 주주 기대에 의해 결정된다. 이 구조가 Capex 지속성을 강화하는 이유는 세 가지다.

첫째, 경쟁 압력이 개별 기업의 Capex 감축을 허용하지 않는다. Amazon이 Capex를 줄이면 AWS의 시장점유율을 Azure와 GCP에 빼앗기고 Microsoft가 줄이면 Alphabet에 빼앗긴다. 각 기업의 경영진이 실적 발표에서 반복적으로 강조하는 것은 투자 부족의 리스크가 과잉 투자의 리스크보다 크다는 인식이다. Meta CEO 마크 저커버그는 우리가 과소 투자하지 않도록 확실히 하고 싶다(We want to make sure we're not underinvesting)고 명시적으로 밝혔다.

둘째, 수요가 공급 제약 상태에 있다. 모든 하이퍼스케일러가 현재 시장이 수요 부족이 아닌 공급 부족 상태라고 보고하고 있다. Amazon CEO 앤디 재시는 용량을 추가하는 만큼 빠르게 수익화되고 있으며 수요가 보이기 때문에 적극 투자를 계속할 것이라고 밝혔다. 이는 냉전기 정부 R&D가 국가 목표 달성이라는 비시장적 동기에 의해 추진된 것과 근본적으로 다르다. 시장 신호가 투자의 지속을 명확히 지지하고 있는 것이다.

셋째, 투자의 세금 혜택이 구조적으로 설계되어 있다. 2025년 GOP 세제 법안(One Big Beautiful Bill Act)은 AI 관련 Capex에 대한 대규모 세금 공제를 포함하고 있어 기업들의 세후 투자 비용을 낮추고 Capex 확대의 경제적 유인을 강화한다.

표35 역대 최대 기술 프로그램/프로젝트

프로그램/프로젝트	총 예산 (명목)	총 예산 (2025\$ 조정)	기간	연간 평균	투자 주체
맨해튼 프로젝트	\$2B	~\$30B	4년	~\$7.5B	미 정부
아폴로 프로그램	\$25.4B	~\$187B	12년	~\$16B	미 정부 (NASA)
SDI (스타워즈)	~\$30B	~\$80B	10년	~\$8B	미 정부 (DoD)
인터넷 (ARPANET→상용)	~\$1B (초기)	~\$10B (초기)	25년+	미미 (초기)	정부→민간
Stargate Project	\$500B	\$500B	4년	~\$125B	민간(OpenAI/SB/Oracle)
Amazon 2026 Capex	\$200B	\$200B	1년	\$200B	민간 (Amazon)
빅테크 5사 2026 Capex	\$660~690B	\$660~690B	1년	\$660~690B	민간

자료: NASA Budget Office, DS투자증권 리서치센터

Capex 사이클의 역사적 위치

AI Capex 급증은 현재 약 4년차의 가속 국면

냉전기 R&D 급증기가 1957년 스푸트니크에서 1966년 NASA 예산 정점까지 약 9년간 지속된 것과 비교하면, AI Capex 급증은 2022년 ChatGPT 출시를 기점으로 시작하여 현재 약 4년차의 가속 국면에 해당한다. 정점은 2028~2030년에 형성될 가능성이 높으며 이는 4~6년의 추가 성장 구간이 남아 있음을 시사한다. 다만 냉전과 달리 AI 사이클은 명확한 목표 달성(달 착륙 같은) 시점이 없으므로 정점 이후의 하강도 훨씬 완만할 것으로 전망된다. AGI 달성이라는 목표는 달 착륙과 달리 단일 시점에 완료되는 성격이 아니며 지속적인 개선과 확장이 필요한 과정이기 때문이다.

현재 10년 AI 도입 곡선의 3년차로 규정하며 Capex 사이클이 최소 2030년대 초반까지 지속될 것으로 전망했다. 이는 냉전기 R&D 사이클의 총 기간(9년 급증 + 12년 정상화 = 약 21년)과 유사하거나 이를 초과하는 장기 사이클의 가능성을 열어둔다.

표36 Capex 사이클 냉전 대비 현재 위치

사이클 단계	냉전 R&D (1957~1991)	AI Capex (2020~)	현재 위치
촉발 사건	스푸트니크 (1957)	GPT-3/ChatGPT (2020/2022)	—
초기 급증기	1957~1961 (4년)	2022~2024 (3년)	✓ 통과
가속 국면	1961~1964 (3년)	2025~2027E (추정)	◀ 현재 여기
정점	1964~1966	2028~2030E (추정)	미도달
고원기	1966~1972	2030~2033E (추정)	미도달
정상화/하강	1972~1991	미정	미도달
총 급증기 기간	~9년 (1957~1966)	~8년+ (2022~2030E)	진행중
촉발→정점	9년	6~8년 (추정)	더 빠른 속도

자료: DS투자증권 리서치센터

1969~74년 대붕괴 조건

이전 대붕괴와 달리 현재는 1969~74년 대붕괴는 극단적 밸류에이션, 금리 급등, 스태그플레이션, 정부 R&D 삭감, 오일 쇼크, 통화 체계 변동이라는 6개의 거시적 악재가 동시에 작용한 퍼펙트 스톱이었다. 현재 이 6개 조건 중 해당되는 것은 사실상 없다. 밸류에이션은 현저히 낮고, 금리는 인하 방향에 있으며, 인플레이션은 안정되어 있고, 기술 투자는 미·중 경쟁으로 인해 삭감이 불가능하며 기업 이익은 역대 최대 수준이다.

이것이 과거가 반복될 것이라는 단순한 역사적 유비가 위험한 이유다. 1973~74년의 대붕괴를 촉발한 구조적 조건의 집합이 현재에는 부재하며 표면적 유사성(시장 집중, 높은 기대감)에 기반한 비교는 구조적 조건의 근본적 차이를 무시할 때 분석적 오류로 전락한다.

표37 냉전 vs 현재 매크로 상황

조건	1969~74년 수치	현재 수치 (2025~26)	방향
P/E 수준	Nifty Fifty 평균 42x, 기술주 80~500x	Mag 7 평균 28~31x	현저히 낮음
Fed Funds Rate	5.5% → 10%+ (급등)	4.25~4.50% → 인하 기대	반대 방향
CPI 인플레이션	6% → 12%+ (스태그플레이션)	2.5~3.0% (안정)	반대 방향
10Y Treasury	5.5% → 8%+	4.0~4.5%	현저히 낮음
연방 R&D/GDP	2.2% → 1.2% (삭감)	0.63% + 민간 확대 중	삭감 불가
기업 합산 이익	미미 (대부분 소형)	\$400B+ (역대 최대)	압도적 차이
매출 반복성	<15%	70~95%	질적 전환
외부 충격	오일쇼크, 워터게이트, 베트남	지정학적 불확실성 존재	경제 구조와 약한 연결
통화 체계	브레턴우즈 붕괴 (1971)	변동환율제 안정기	시스템 리스크 낮음

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표38 밸류에이션 — 과거 버블기 vs. 현재

평가 축	냉전 기술주 (1967~72)	Nifty Fifty (1972)	닷컴 (1999~2000)	Mag 7 (2025~26)
1. P/E 절대 수준	80~500x	42x (평균)	60x+ (Nasdaq)	28~31x
2. PEG 비율	2.3~12.5	2.1~2.8	2.4~6.7	0.9~1.4
3. EPS 성장률	10~50% (불안정)	15~20%	20~30% (다수 적자)	22~25% (안정적)
4. FCF 수익률	추정 불가	1~2%	<1%	2.5~3.0%
5. 이익 절대 규모	\$1~2B (명목)	중간	\$50~80B	\$400B+
6. 시총/이익 비중 정합성	불일치	부분 일치	2.3x 괴리	~1.0x 정합
7. 구조적 붕괴 조건	다수 해당	다수 해당	다수 해당	해당 없음
종합 판정	극단적 과열	과열	극단적 과열	적정~소폭 프리미엄

자료: DS투자증권 리서치센터

냉전기 기술 파급효과와의 비교

AI는 투자와 수익화 사이의 시차가 수개월~수년으로 압축

냉전기 핵심 기술들은 최초 R&D에서 대중 시장 보급까지 평균 15~30년이 소요되었다. 인터넷은 25~30년, GPS는 25~30년이 걸렸다. 반면 GenAI(LLM)는 Transformer 논문(2017)에서 ChatGPT 대중 출시(2022)까지 불과 5~6년, 대중 시장 보급(2023~24)까지 6~7년에 불과하다.

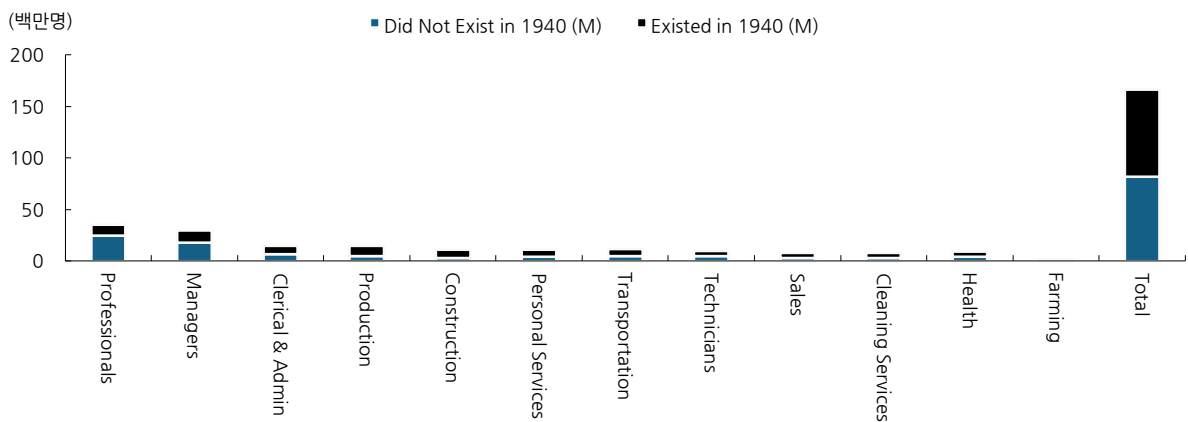
냉전기에는 R&D 투자의 경제적 수익이 수십 년에 걸쳐 분산되어 나타났기 때문에 투자 시점에서는 ROI가 불확실하게 보였고 실제로 많은 투자가 직접적 경제적 수익을 창출하지 못했다. GPS가 상업적 가치를 창출하기 시작한 것은 최초 투자로부터 25년 후였다. 반면 AI의 경우 Capex 투자와 수익화 사이의 시차가 수개월~수년으로 압축되어 있다. 빅테크가 2024년에 투자한 데이터센터는 2025년에 이미 클라우드 매출을 창출하고 있다. 이 시간적 압축이 AI Capex의 ROI를 냉전기 R&D 대비 구조적으로 높이는 핵심 요인이다.

표39 최초 R&D에서 대중 시장 보급까지 평균 15~30년(AI는 6~7년)

기술	최초 R&D/발명	군/정부 배치	상업적 출시	대중 시장 보급	R&D→대중 시간
반도체 (IC)	1958	1962 (군수)	1965 (민간)	1970년대	~12~15년
인터넷 (ARPANET)	1969	1969 (DoD)	1991 (WWW)	1995~2000	~25~30년
GPS	1973	1978 (군용)	1996 (민간)	2000년대	~25~30년
마이크로프로세서	1971	1970s (군수)	1974 (Altair)	1981 (IBM PC)	~10년
음성 인식	1952 (Bell Labs)	1960~70s (NSA)	2011 (Siri)	2014~16	~60년
GenAI (LLM)	2017 (Transformer)	2024 (DoD 계약)	2022 (ChatGPT)	2023~24	~6~7년
AI 에이전트	2022~23	2025 (DoD)	2024~25	2025~26	~3~4년

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림9 1940년대에 존재했던, 그리고 존재하지 않았던 직업군별 고용 수치(항상 새로운 직업 탄생)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

AI Capex 사이클은 왜 중단될 수 없는가

국가 레벨 죄수의 딜레마

현재 AI 사이클은 종결 메커니즘이 구조적으로 부재

AI Capex 사이클의 지속 가능성을 평가하는 데 있어 가장 중요한 질문은 무엇이 투자를 멈추게 할 수 있는가?이다. 냉전기 R&D 사이클은 명확한 종결 메커니즘을 갖고 있었다. 아폴로 프로그램은 달 착륙이라는 목표 달성 후 정치적 동력을 상실했고 냉전 자체는 소련의 경제적 붕괴로 종식되었다. 투자의 근거가 소멸하면 투자도 소멸한다.

현재 AI Capex 사이클에는 이러한 종결 메커니즘이 구조적으로 부재하다. 그 이유는 세 겹의 상호 강화적 잠금 장치가 작동하고 있기 때문이다. 첫째, 빅테크 간 경쟁의 게임이론적 구조(기업 레벨 죄수의 딜레마). 둘째, 미·중 AI 패권 경쟁의 지정학적 구조(국가 레벨 죄수의 딜레마). 셋째, 국방부 AI 예산이 민간 Capex에 미치는 강화 효과(정부-민간 피드백 루프). 이 세 장치는 독립적으로도 각각 Capex 사이클을 지속시킬 수 있으나 동시에 작동함으로써 상호 강화하는 구조를 형성한다.

시나리오 D(모두 축소)가 업계 전체에 가장 합리적이지만 각 개별 기업의 관점에서는 시나리오 B(나만 확대)가 최선이고 시나리오 C(나만 축소)가 최악이다. 따라서 경쟁사의 전략에 관계없이 확대가 지배 전략(dominant strategy)이 되며 게임의 균형(Nash Equilibrium)은 시나리오 A(모두 확대)에 수렴한다.

이 게임이론적 분석이 현실에서 작동하고 있음은 각 경영진의 발언에서 직접 확인된다.

Amazon CEO 앤디 재시: 수요가 보이며 용량을 추가하는 만큼 즉시 수익화된다. 이 시점에서 과소 투자의 리스크가 과잉 투자의 리스크보다 훨씬 크다.

Meta CEO 마크 저커버그: 과소 투자하지 않도록 확실히 하고 싶다. 이 분야에서 뒤처지면 따라잡을 수 없다.

Microsoft CEO 사티아 나델라: AI에서의 투자 부족은 용서할 수 없는 실수가 될 것이다.

과소 투자에 대한 리스크가 과잉 투자의 리스크보다 큰 상황

세 경영진 모두 동일한 논리 구조를 사용하고 있다. 과소 투자의 위험 > 과잉 투자의 위험. 이것이 죄수의 딜레마의 핵심이다. 각 플레이어가 합리적으로 자신의 최선을 추구할 때 결과적으로 모두가 확대를 선택하는 균형에 도달하는 것이다.

클라우드 시장 점유율 변동의 실증 데이터가 이 분석을 뒷받침한다. AI 투자를 가장 공격적으로 확대한 Microsoft의 Azure는 2023~2025년 사이 글로벌 클라우드 IaaS 시장 점유율을 약 2~3%p 확대한 반면 상대적으로 AI 투자가 늦었던 AWS의 성장률은 둔화되었다(2023년 Q1 16% → 2024년 Q2 19%로 회복, 공격적 재투자 이후). 이 실증적 사례가 보여주는 것은 AI Capex 축소의 대가가 즉각적 시장 점유율 상실로 나타난다는 것이며 이것이 죄수의 딜레마를 현실에서 강제하는 메커니즘이다.

냉전기와의 결정적 차이는 경쟁 구조의 이탈 가능성에 있다. 냉전기에는 소련이라는 단일 경쟁자가 경제적으로 붕괴함으로써 미국이 군비 경쟁에서 이탈할 수 있었다. 경쟁자가 사라지면 경쟁의 필요도 사라진다.

그러나 현재 클라우드/AI 시장의 경쟁자는 3~5개 기업이며 이들 중 어느 하나가 붕괴할 가능성은 극히 낮다. AWS, Azure, GCP, Meta, Oracle 모두 수백억~수천억 달러의 연간 매출과 수십~수백억 달러의 FCF를 보유한 기업으로 재무적 지속 가능성이 보장되어 있다. 경쟁자가 사라지지 않는 한 경쟁은 계속되며 경쟁이 계속되는 한 Capex는 축소될 수 없다.

표40 게임이론 분석

시나리오	나의 전략	경쟁사 전략	나의 결과	시장 점유율 영향
A	확대	확대	높은 Capex 부담, 시장 유지	현상 유지
B	확대	축소	높은 Capex, 시장 점유율 확대	+3~5%p 획득
C	축소	확대	비용 절감, 시장 점유율 상실	-3~5%p 상실
D	축소	축소	비용 절감, 시장 유지	현상 유지 (최선)

자료: DS투자증권 리서치센터

미·중 AI 패권 경쟁

기업 레벨의 죄수 딜레마가 국가 차원으로 확대됨에 따라 패권 경쟁은 더욱 격화

기업 간 경쟁 위에 국가 간 경쟁이라는 더 거대한 잠금 장치가 중첩되어 있다. 미·중 AI 패권 경쟁은 기업 레벨 죄수의 딜레마를 국가 레벨로 확대 재생산하며 이 두 레벨의 게임은 상호 강화한다.

민간 AI 투자의 절대적 격차(미국 \$109B vs. 중국 \$9.3B, 11.7배)와 이에도 불구하고 중국이 빠르게 추격하고 있다는 사실이다. Stanford HAI의 2025 AI Index에 따르면 중국은 AI 관련 특허에서 양적으로 세계 최대이며 2024년에는 글로벌 주요 AI 벤치마크에서 경쟁력 있는 모델(DeepSeek, Qwen 등)을 출시했다. 특히 DeepSeek의 등장은 미국의 GPU 수출 통제에도 불구하고 중국이 알고리즘 혁신을 통해 격차를 좁힐 수 있음을 보여주었다.

이 경쟁 구조가 AI Capex 사이클의 잠금 장치로 작동하는 메커니즘은 세 단계로 분해된다.

첫째, 미국 정부는 AI를 국가 안보의 핵심으로 규정하고 있다. 2025년 1월 트럼프 대통령은 취임 직후 AI 인프라에 대한 대규모 투자를 장려하는 행정명령을 발동했으며 Stargate Project(\$500B) 발표가 이를 상징한다. NDSA(National Defense Science Advisor) 체제 하에서 AI는 핵무기와 동등한 수준의 국가 안보 자산으로 취급되고 있다.

둘째, 이 국가 안보 프레임이 민간 AI 투자에 대한 정치적 지지를 보장한다. 냉전기 R&D 삭감이 가능했던 것은 국방비 절감이 정치적으로 허용 가능한 선택이었기 때문이다. 그러나 현재 AI 투자 축소는 중국에 AI 패권을 넘겨주는 것과 동일시되며 이는 미국 정치 스펙트럼 양극(공화·민주 양당) 모두에서 허용 불가능한 선택이다. 이 양당적 합의가 AI Capex에 대한 규제 리스크, 세금 불이익, 반독점 리스크 등을 구조적으로 제한한다.

셋째, 중국의 AI 발전이 미국의 투자를 더욱 자극하는 피드백 루프가 작동한다. DeepSeek의 등장은 한시적으로 AI Capex 축소 논거를 제공하는 듯 보였으나 실제로는 반대 효과를 낳았다. DeepSeek이 보여준 것은 적은 자원으로도 경쟁력 있는 AI를 만들 수 있다가 아니라 중국이 GPU 제한에도 불구하고 추격하고 있으므로 미국은 더 많이 투자해야 한다는 메시지로 해석되었다. 빅테크의 2026년 Capex 가이드가 DeepSeek 이후 하향이 아닌 상향 조정된 것이 이를 실증한다.

중국이라는 단일 경쟁자의 경제적 붕괴를 생각하는 것은 비합리적

냉전은 소련이라는 단일 경쟁자의 경제적 붕괴로 종식될 수 있었다. 그러나 현재 AI 경쟁에서 중국의 경제적 붕괴를 합리적 시나리오로 상정하기는 어렵다. 중국은 세계 2위 경제대국이며 AI R&D에 투입하는 비용은 GDP의 1~2%에 불과하여 경제적으로 충분히 지속 가능하다. 소련이 GDP의 15~20%를 군비에 투입하다가 경제적으로 붕괴한 것과는 구조적으로 다르다. 따라서 경쟁자의 퇴장이라는 냉전식 종결 메커니즘은 AI 경쟁에는 적용되지 않으며 이 경쟁은 구조적으로 장기 지속될 수밖에 없다.

표41 미국과 중국 AI 경쟁

지표	미국	중국	미국 우위/격차
민간 AI 투자 (2024, \$B)	\$109	\$9.30	미국 11.7배
GenAI VC 투자 (2024, \$B)	\$44	데이터 제한적	미국 압도적
AI 관련 특허 (연간)	높음	최고 (양적)	중국 양적 우위, 미국 질적 우위
최고 성능 AI 모델 수	40개+	15개+	미국 양적-질적 우위
반도체 제조 역량 (첨단)	TSMC 접근 가능	제한적 (수출 통제)	미국 압도적 우위
AI 인재 (Top-tier)	글로벌 최대	글로벌 2위	미국 소폭 우위
정부 AI R&D 예산	\$25.2B (FY2025)	비공개 (추정 \$15~20B)	미국 우위
GPU 접근성	무제한	수출 통제로 제한	미국 결정적 우위

자료: DS투자증권 리서치센터

표42 냉전 시대와 현재 AI 경쟁 분석

구조적 요소	냉전 (1947~1991)	AI 경쟁 (2020~)	함의
경쟁 주체 수	2 (마소 양극)	다수 (미중 + 빅테크 5사+)	종결 가능성 극히 낮음
경쟁 종결 메커니즘	한쪽 경제 붕괴 (소련 1991)	해당 메커니즘 부재	중국 경제 붕괴 가능성 극히 낮음
경쟁의 경제적 부담	소련 GDP의 15~20% (군비)	미중 모두 GDP의 1~2% (AI)	경제적 부담이 지속 가능 수준
경쟁 영역	군사 (제로섬)	군사 + 경제 + 기술 (부분적 포지티브섬)	경쟁 유인이 다층적
협력적 해결 가능성	낮았으나 군축 협상 존재	극히 낮음 (기술 패권은 분할 불가)	AI 군축 협상 비현실적
투자 주체	정부 (정치적 결정)	민간 기업 (시장 결정) + 정부	정치적 종결 메커니즘 불충분

자료: DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양형모)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-