

2026.06.11

Strategy Issue

DS 전략이슈



양형모 투자전략
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

시장이 맞닥뜨린 첫 시험대

실질임금 둔화와 AI 수익성 의문

6월 10일 미국 증시는 나스닥 -1.98%, S&P500 -1.62%로 마감했다. 이번 하락은 V자 반등으로 단정하기 어렵고 단순 변동성 장세로 보기도 어렵다. 매크로와 펀더멘털이 동시에 작동하는 복합 국면이며 펀더멘털 이슈가 일부 확인되고 있기 때문에 기간 조정으로 가고 있다.

시장이 보는 것은 단순 CPI가 아니다. 6월 10일 데이터에서 중요한 것은 고유가가 CPI를 밀어 올렸다는 점인데 문제는 실질임금이 역성장하고 있다는 것이다. 미국 실질 시간당 임금은 최근 석 달 연속 마이너스다. 인플레이션은 연준의 인화 명분을 약화시키고 실질임금 역성장은 소비를 압박한다. 이것이 시장이 바라보고 있는 위험 신호일 수 있겠다.

더군다나 펀더멘털 이슈가 발생하고 있다. 브로드컴 실적 노이즈가 시작됐고 오늘 새벽 발표된 오라클 실적은 기존 비즈니스인 소프트웨어 부문이 눈높이를 채우지 못해 시간외 약 6% 하락 중이다. 구글의 \$85B 주식 발행, 소프트뱅크의 오픈AI 지분 담보 마진론 교착, SMCI의 \$7B 증자(주가 -28%)가 악재로 작용하고 있다. 또한 스페이스X 상장으로 xAI의 적자 구조가 공개됐고 오픈AI, 엔트로픽은 외부 자금 조달이 더는 쉽지 않아 증시 상장으로 향하고 있다.

그리고 5~6월 오픈AI, 엔트로픽의 API 호출 비용이 중국 모델 대비 너무 비싸 OpenRouter 순위권에서 밀려나는 모양새다. AI 데이터센터 Capex를 정당화하는 가정은 양대 랩의 매출이 매년 두 배로 커지는 것인데 사용량이 더 싼 중국 모델로 이동하면 그 가정이 흔들린다. 개별로는 노이즈지만 겹치면 외부 자금이 예전처럼 들어오지 않고 비싼 미국 모델의 수요 가정도 흔들린다는 악재로 시장은 받아들일 수 있다.

여전히 본질은 변하지 않았다는 판단이다. 그렇다면 S&P500은 2025년 4월 지지선인 18.3x(최대 -9.2%)가 저점일 것이다. 만약 EPS 하향이 동반된다면 2005년부터의 PER Mean값인 16.7x(-17.2%)가 최대 저점일 것으로 예상된다.



DS투자증권
리서치센터

성장보다 검증의 시간

펀더멘탈 이슈 점검

수요 측에서도 균열이 보인다. 오픈AI, 엔트로픽의 API 호출 비용이 중국 모델 대비 너무 비싸다는 점이다

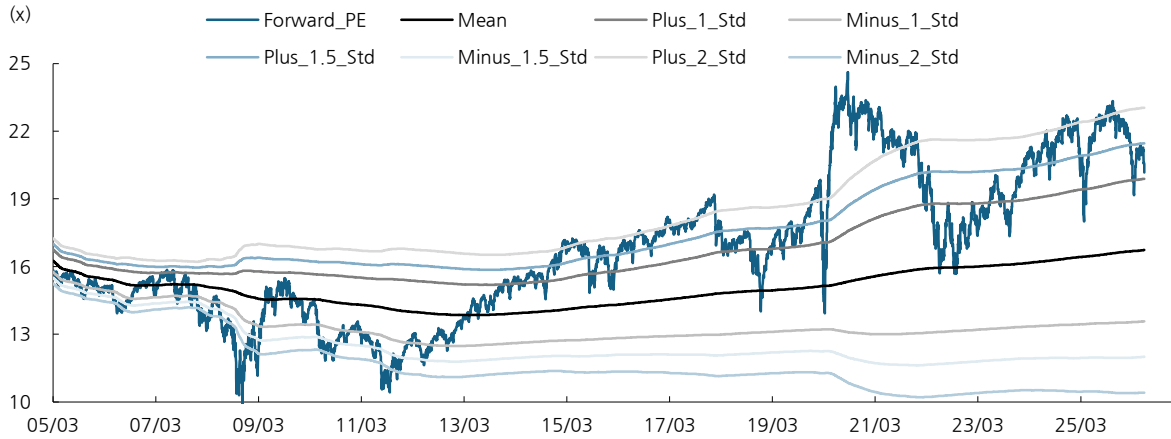
1) 새벽 발표된 오라클 F4Q26 실적은 매출 191.8억 달러(+21%)로 컨센서스를 소폭 상회했고 RPO (Remaining Performance Obligations)는 6,380억 달러로 급증했다. 그러나 소프트웨어 부문이 눈높이를 채우지 못했다. 레거시 소프트웨어 매출 -2%, 클라우드 소프트웨어도 기대를 하회해 합산 +2%에 그쳤다. 시간외에서 약 6% 하락 중이다. 더 중요한 것은 Capex다. 분기 Capex가 164.9억 달러로 컨센서스(116.1억 달러)를 크게 상회했다. OCI(Oracle Cloud Infrastructure) 백로그 5,530억 달러의 절반 이상이 오픈AI 단일 계약이며 오픈AI의 지속적 수요 성장에 베풀하는 구조다. 부채 및 리스 부채는 분기 68% 늘어 1,620억 달러, 아직 개시되지 않은 리스 부채가 2,610억 달러 더 있다. 감가상각비는 전사 매출의 12.5%로 1년 전 7.1%에서 급증해 영업마진을 압박했다.

2) 오픈AI·엔트로픽의 IPO 추진은 의미가 크다. 사모 시장에서의 외부 조달이 한계에 도달했다는 신호다. 마지막 오픈AI 조달이 엔비디아 등 벤더 파이낸싱 성격, 즉 칩을 파는 쪽이 사는 쪽에 자금을 대주는 순환 구조였다는 점이 이를 뒷받침한다. 소프트웨어가 오픈AI 투자용 브릿지 400억 달러를 2027년 3월까지 상환해야 하는 점도 부담이다. 브로드컴 실적 노이즈도 같은 맥락이다. 「과열 청구서」에서 지적한 재고(+91%)·매출채권(+52%) 급증은 출하는 늘었으나 현금 회수가 따라오지 못할 가능성이며, 자금조달이 뻣뻣해지는 국면에서 이 리스크는 커진다.

3) 수요 측에서도 균열이 보인다. 오픈AI, 엔트로픽의 API 호출 비용이 중국 모델 대비 너무 비싸다는 점이다. OpenRouter 토큰 사용량 데이터를 보면 상위권을 중국 모델이 메우고 있다. 6월 1일 기준 상위 10위 안에 DeepSeek 계열·Hy3·MiniMax·MiMo·Owl 등 중국 모델이 다수를 차지했고, Claude는 순위가 밀렸다. 3월만 해도 비중국 진영에서 가장 강세였던 Claude가 두 달 만에 더 뒤로 밀린 것이다.

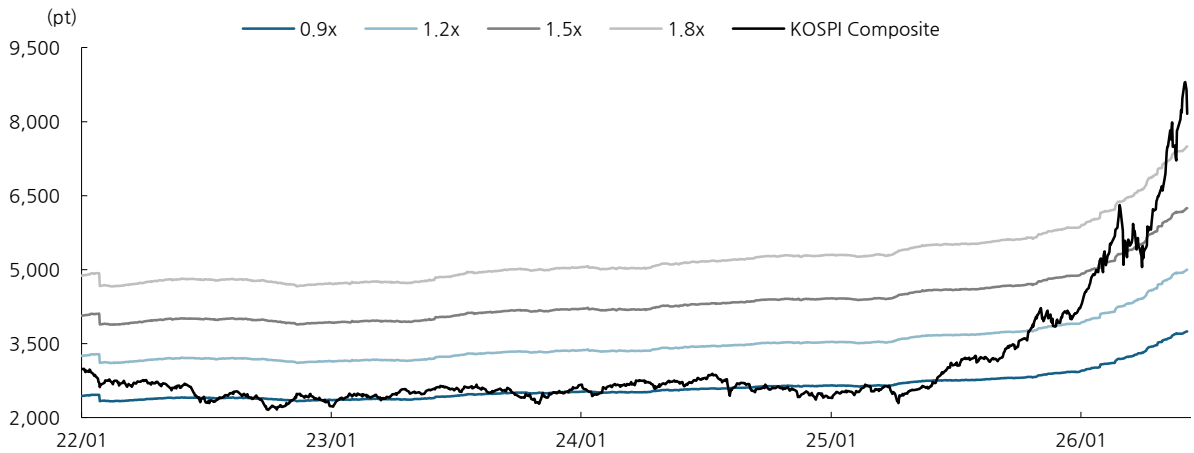
이 데이터가 중요한 이유는 AI 데이터센터 Capex를 정당화하는 핵심 가정이 오픈AI, 엔트로픽의 매출이 매년 두 배로 성장한다는 데 있기 때문이다. 토큰 사용량이 더 싼 중국 모델로 이동하면 이 가정이 흔들린다. 토큰 종량제 전환 이후 기업들이 비용을 통제하기 시작한 상황에서, 비싼 미국 모델은 가격 경쟁에 노출된다. 수익화 곡선이 Capex 곡선을 따라가지 못한다는 문제가 비용 경쟁이라는 형태로 구체화되고 있다.

그림1 미국 S&P500 Forward PER



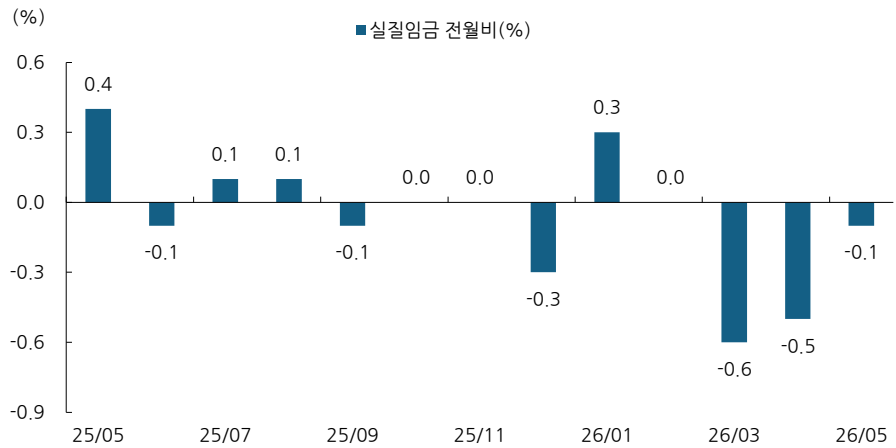
자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

그림2 한국 코스피 Forward PBR



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

그림3 실질임금



자료: BLS, DS투자증권 리서치센터

표1 6월 10일 하락 기여

티커	종목	수익률(%)	기여도(bp)	PER
NVDA	NVIDIA Corporation	-3.7	-30.0	19.7
AVGO	Broadcom Inc.	-5.1	-15.2	22.7
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	-2.1	-14.1	24.6
AMZN	Amazon.com, Inc.	-2.5	-10.6	25.4
TSLA	Tesla, Inc.	-3.8	-9.0	179.9
MU	Micron Technology, Inc.	-4.7	-7.9	9.2
MSFT	Microsoft Corporation	-1.5	-7.2	20.6
AMD	Advanced Micro Devices, Inc.	-4.8	-6.0	45.2
META	Meta Platforms Inc Class A	-2.3	-4.8	16.9
CAT	Caterpillar Inc.	-6.4	-4.3	31.6
QCOM	QUALCOMM Incorporated	-6.9	-2.4	18.0
GEV	GE Vernova Inc.	-5.7	-2.3	32.0

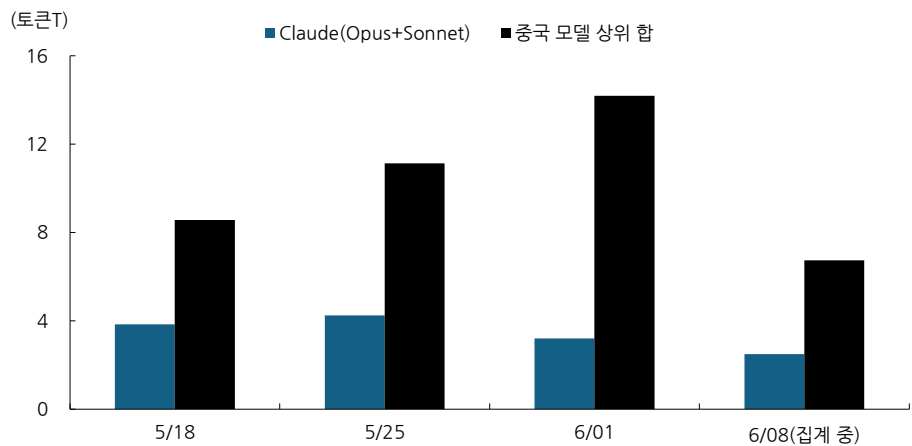
자료: DS투자증권 리서치센터

표2 6월 10일 방어 기여

티커	종목	수익률(%)	기여도(bp)	섹터
AAPL	Apple Inc.	0.35	2.41	Consumer Electronics
WMT	Walmart Inc.	1.44	2.17	Discount Stores
KO	Coca-Cola Company	2.77	1.54	Beverages - Non-Alcoholic
XOM	Exxon Mobil Corporation	1.15	1.13	Oil & Gas Integrated
TMUS	T-Mobile US, Inc.	3.39	1.05	Telecom Services
COST	Costco Wholesale Corporation	1.53	1.05	Discount Stores
CVX	Chevron Corporation	1.63	0.97	Oil & Gas Integrated
VZ	Verizon Communications Inc.	2.56	0.78	Telecom Services
COP	ConocoPhillips	2.68	0.61	Oil & Gas Exploration & Production
JNJ	Johnson & Johnson	0.63	0.57	Drug Manufacturers - General
T	AT&T Inc	2.20	0.55	Telecom Services
WELL	Welltower Inc.	2.22	0.52	REIT - Healthcare Facilities

자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 OpenRouter 통계



자료: OpenRouter, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 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 조사자료는 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.
-