

2026.07.16

Strategy Issue

DS 전략이슈



양형모 투자전략
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

밸류체인 하단부터 되돌려지는 AI 트레이드

메모리, Oracle, CoreWeave 약세 VS 빅테크 강세

7월 15일 미국 증시는 6월 랠리를 주도했던 메모리, 스토리지가 당일 낙폭 상위를 채웠다(Micron -8.0%, Western Digital -8.8%, Seagate -5.7%). 6월부터 발간한 보고서(과열 청구서 등)에서 진단한 멀티플 압축과 디레버리징은 이제 종목 간 차별화로 구체화되고 있다. 현재 투자자의 시선은 AI 자본지출의 지속성과 수익화의 숫자로 향하고 있다. 주도주는 교체 중이며, 이로 인한 변동성 확대가 진행 중이라는 판단이다. 펀더멘탈 이슈는 다음과 같다.

첫째, AI 자본지출 트레이드가 밸류체인 하단부터 되돌려지고 있다. 6월의 주도주였던 메모리, 스토리지는 HBM 수급과 가격 상승 내러티브로 올랐으나 6월 초 이후 이미 벤치마크 순기여가 마이너스로 전환했고 7월 들어 낙폭이 커졌다. Intel(1개월 -17%), Super Micro(52주 고점 대비 -56%) 등 AI 하드웨어도 동반 약세다. 이는 개별 기업 이슈가 아니라 하이퍼스케일러 자본지출의 지속성에 대한 재평가가 메모리, 서버 등 밸류체인 하단부터 반영되는 과정이라는 판단이다. 왜냐하면 누가 사느냐, 어떻게 자금을 대느냐에 노출돼 있어 매수 주체가 바뀌거나 부채 조달이 막히면 바로 타격을 받기 때문이다.

반면 상대적으로 Nvidia(사실상 독점)는 견조한데 원인은 총량으로 사느냐에만 노출되었기 때문이다. 지금까지는 수요의 '총량 감소'라기 보다는 '주체 간 로테이션'이었기에 밸류체인 상단에서 버티고 있다.

둘째, 자본지출의 최대 단일 수요처인 OpenAI에 연동된 부채, 인프라 자산이 신저가로 향하고 있다. Oracle은 6월 초 이후 -47% 하락해 52주 고점 대비 -60% 수준의 신저가에 진입했다. S&P Global은 Oracle을 투기등급 직전(BBB/A-2)으로 강등하며 OpenAI가 주요 신용 위험이라고 명시했다. 미착공 용량을 부채로 조달하는 네오클라우드 CoreWeave도 백로그 약 990억 달러에도 조정 영업마진 1%, 자본지출 310~350억 달러의 구조로 52주 신저가(고점 대비 약 -48%)에 근접했으며 최대 고객이던 Meta의 컴퓨팅 외부판매 진출이 결정타였다.



Oracle과 CoreWeave의 동반 약세는 OpenAI 수요에 연동된 부채, 인프라라는 동일한 취약점에서 비롯된다는 판단이다.

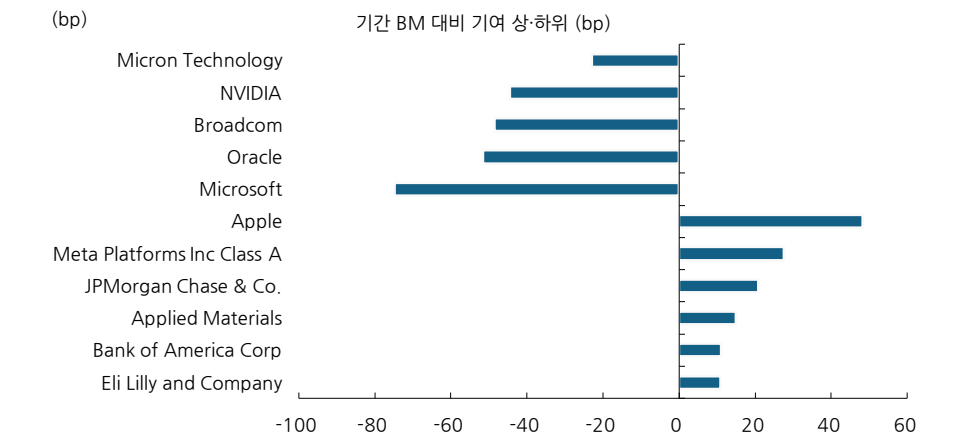
셋째, 시장은 자본지출을 '성장 비용'이 아니라 '재무 테스트'로 보기 시작했다. 2026년 4대 하이퍼스케일러의 자본지출 계획은 합산 약 7,000~7,250억 달러로 전년(약 4,100억 달러) 대비 60~75% 증가했으나, 자본지출 증가율(연 약 70%)이 영업현금흐름 증가율(연 약 23%)을 크게 앞질러 합산 잉여현금흐름이 3분기 전후 제로에 근접한다. 그 결과 빅테크 강세는 자본지출 강도에 따른 차별화로 나타났다. 자본지출을 부채로 조달하는 Microsoft(6월 초 이후 -14%), Oracle이 밀리는 반면 자본지출 부담이 없는 Apple은 당일 +4%로 52주 신고가를 기록했다.

6월 22일주부터는 아마존, 마이크로소프트, 알파벳 등이 강세다. 이 점을 고민해보면 투자자가 향후 빅테크 Capex 속도 조절에 대한 베팅을 시작했다고 짐작해 볼 수 있겠다.

현재 Apple의 강세는 그 전략의 구조적 차이에서 나온다. Apple은 자체 프런티어 모델 훈련을 위한 대규모 자본지출을 지지 않고, 외부 모델을 저비용으로 조달해 하드웨어, OS에 얹는다. 7월 15일 중국 당국이 Apple Intelligence를 승인하며 Alibaba Qwen 모델 통합이 확정됐다. 대형 플랫폼조차 고가 프런티어 모델 대신 저가, 오픈 모델을 채택한다는 것은 우리가 지적한 중국 모델(DeepSeek, Kimi 등)의 가격 추격과 맞물려 고가 프런티어 모델에 대한 기업(B2B) 수요가 기대만큼 견고하지 않을 수 있음을 시사한다. 이는 프런티어 모델 매출에 의존하는 OpenAI와 Anthropic에 부정적 신호라는 판단이다.

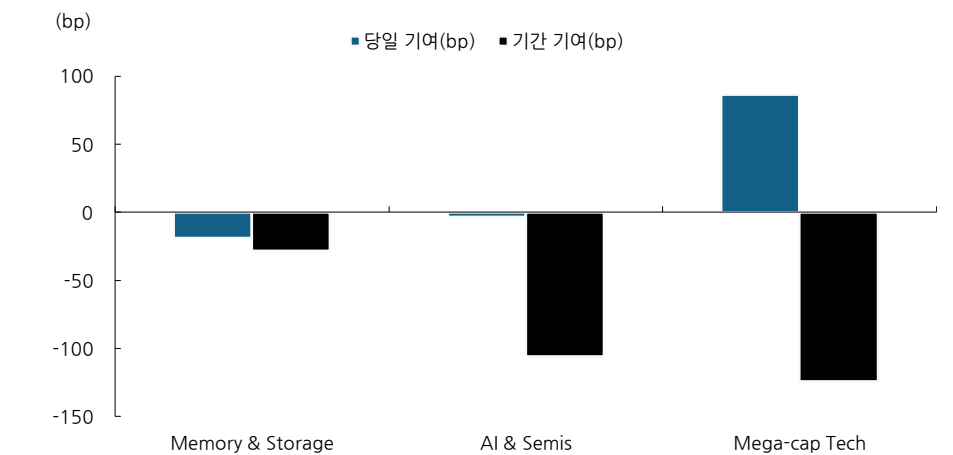
이 모든 것이 또 다시 데이터센터 수요 가정으로 수렴한다. OpenAI는 2026년 컴퓨팅에만 약 500억 달러, 2030년까지 누적 약 6,000억 달러 지출을 제시했으나 2030년까지 잉여현금흐름 흑자를 기대하지 않으며, 계약 이행을 위해 매년 수백억 달러를 반복 조달해야 한다. 가격 경쟁과 해비유저 이탈, 중국 모델로의 대체, B2B 수요 둔화가 겹치면 이 매출 증가율 가정이 흔들리고, Oracle, CoreWeave, 메모리로 이어지는 데이터센터 자본지출을 정당화하는 전제도 함께 흔들린다.

그림1 6월1일 ~ 7월 15일 BM 대비 기여도



자료: DS투자증권 리서치센터

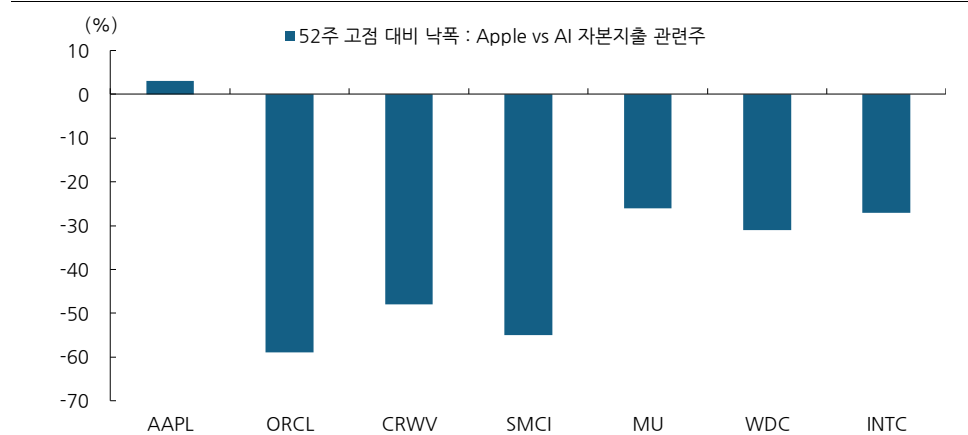
그림2 테마 그룹별 BM 대비 기여도



자료: DS투자증권 리서치센터

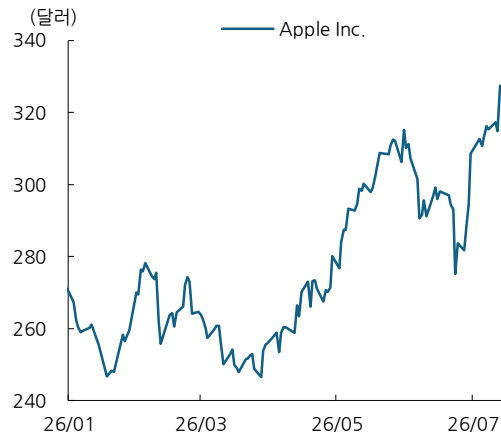
주) 메모리, 스토리자=MU, WDC, STX, NTAP, AI반도체=NVDA, AVGO, AMD, INTC 등 11종,
빅테크=AAPL, MSFT, GOOGL, AMZN, META, NVDA, AVGO, TSLA

그림3 52주 고점 대비 낙폭



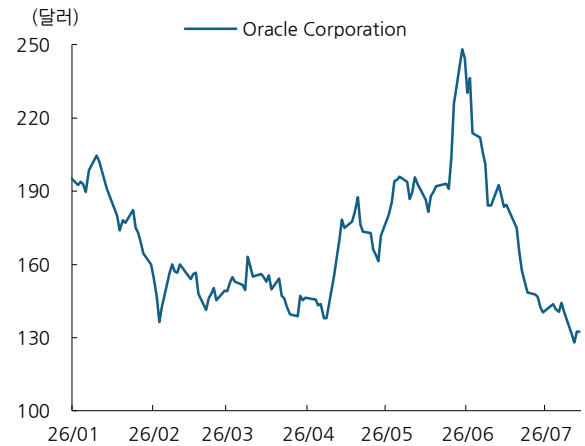
자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 Apple 신고가



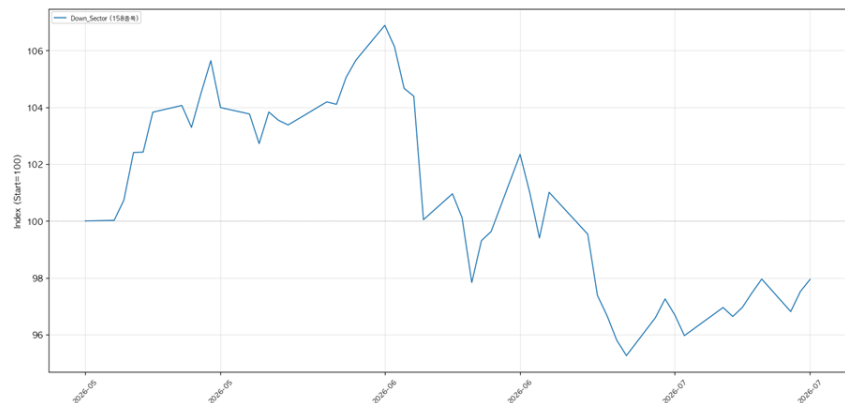
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 Oracle 신저가



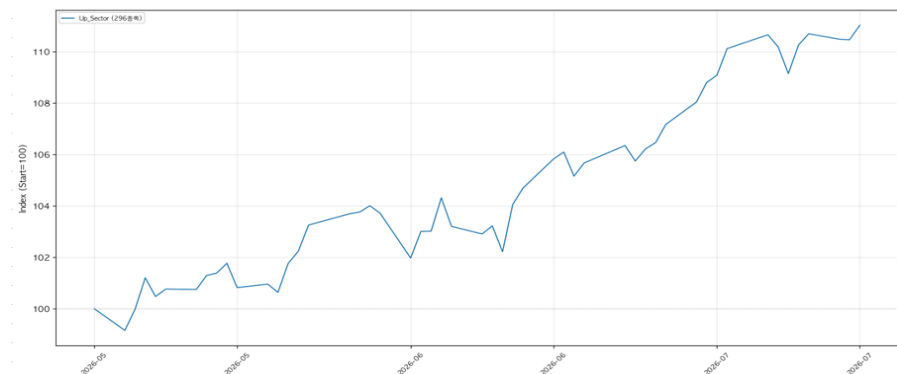
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 6월1일 ~ 7월 15일 BM 대비 기여도 하위 종목군 차트(미국 158종목)



자료: DS투자증권 리서치센터

그림7 6월1일 ~ 7월 15일 BM 대비 기여도 상위 종목군 차트(미국 296종목)



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 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.
-