

2026.07.28

Strategy Report

2026년 하반기전망 :순환주기론



양형모 투자전략
02-709-2660
yhm@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT
& SECURITIES



03	순환주기론
14	트럼프 운세는 쇠하는 중
20	01.국면 진단
24	02.중국 — 표적은 트럼프의 정치기반
33	03.물가 — 연준이 공식 인정
39	04.중간선거 — 민주당의 정치 논리
47	05.물리적 병목 — 성 안의 균열
53	06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

New Theory

순환주기론

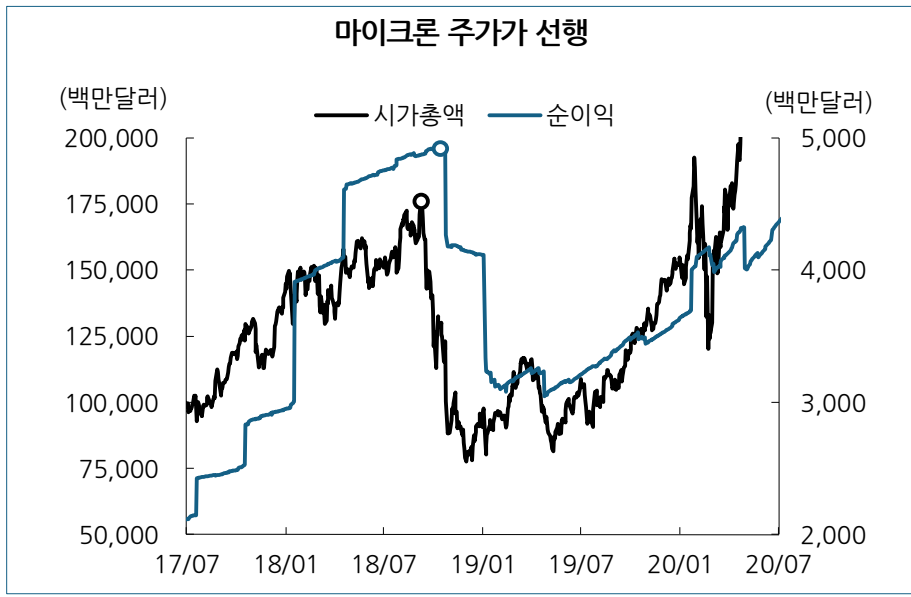
주도주는 어느 날 갑자기 오르고 어느 날 갑자기 끝나지 않음. 바닥에서 저항을 뚫고 올라서는 구간, 추세를 타고 달리는 구간, 고점 부근에서 물량이 도는 구간, 추세가 무너져 되돌리는 구간이 순서대로 나타남

주식에는 순환주기가 있음

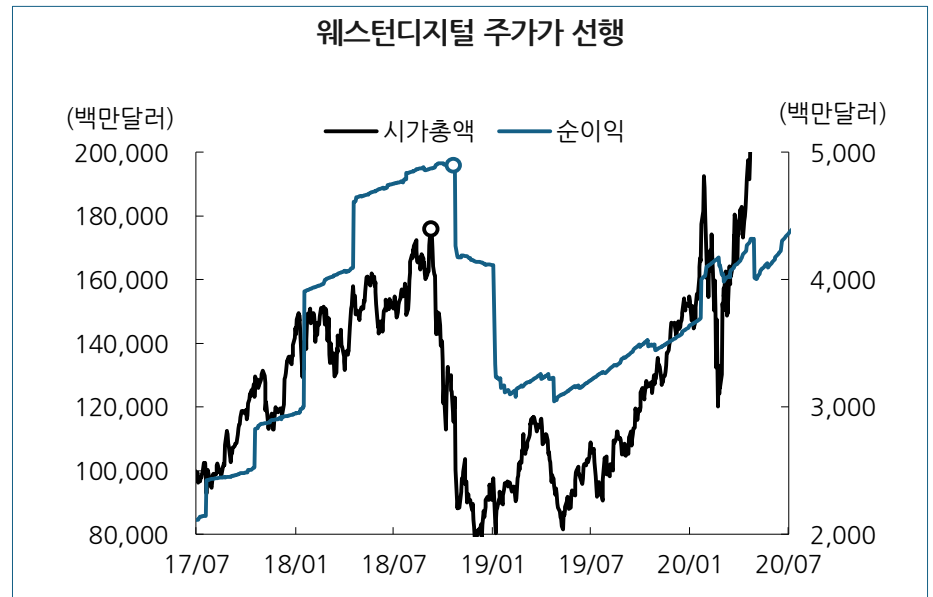
▪ 개별 종목의 상승은 사건이 아니라 호흡을 가진 과정임

- 주도주는 어느 날 갑자기 오르고 어느 날 갑자기 끝나지 않음. 바닥에서 저항을 뚫고 올라서는 구간, 추세를 타고 달리는 구간, 고점 부근에서 물량이 도는 구간, 추세가 무너져 되돌리는 구간이 순서대로 나타남. 네 구간의 길이와 강도는 종목마다 다름
- 문제는 실무에서 이 순서를 사후에만 안다는 것임. 사고 나서야 무릎이었는지 어깨였는지 알게 되고, 팔고 나서야 아직 상승 구간이었음을 알게 됨. 오늘 오른 것이 무릎인지 데드캣 반등인지 실시간으로는 구분되지 않음
- 개별 종목의 순환을 유니버스 전체로 합산하면 시장의 순환이 나옴. 상승 국면에 있는 종목의 시총 비중이 크면 지수 에너지가 강하고, 되돌림 국면 종목이 많으면 지수가 올라도 힘이 약함. 지수만 보면 이 차이가 보이지 않음

구간	가격 경로에서의 모습	실무 판단	흔한 오류
바닥 탈출	직전 저점권에서 일정 폭 이상 올라 직전 고점을 상향 돌파	매수 시작 구간	반등을 돌파로 오인
추세 주행	이동평균 정배열, 신고가 경신 반복, 눌림이 얇음	보유·비중 확대	중간에 차익 실현
고점 분배	정점 대비 일정 폭 이탈, 신고가 실패, 거래는 남아 있음	비중 축소 시작	눌림으로 오인해 추가 매수
추세 붕괴	정점 대비 깊은 낙폭, 이평 역배열, 저점 하향	전량 정리·회피	저가 매수로 오인



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

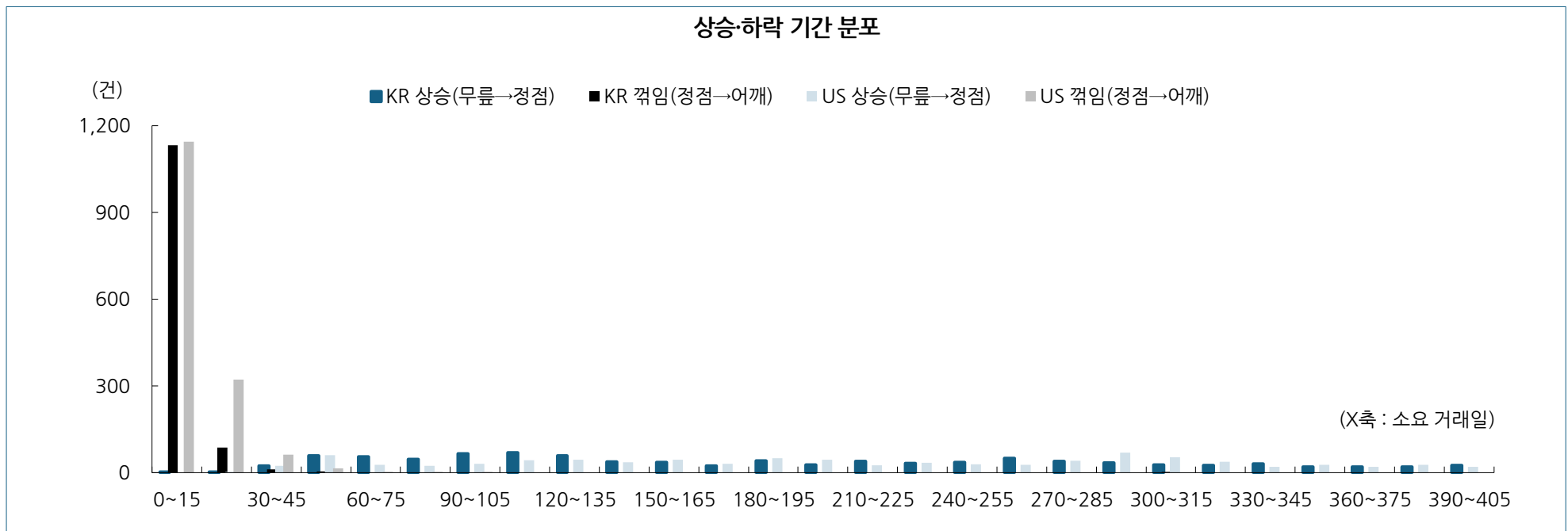


자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

통계 : 오르는 데 1년, 꺾이는 데 1주

■ 한국/미국 합산 2,811건의 기간 분포 통계. 이 비대칭이 어깨에서 팔아야 하는 통계적 근거임

- 한 종목이 무릎에서 정점까지 올라가는 데 국내 기준 중앙값 237거래일, 약 11개월이 걸림. 반면 정점을 찍고 어깨까지 내려오는 데는 15거래일밖에 걸리지 않음
- 한국의 경우 총 1234건 중 1,131건이 0~15일 내 정점에서 어깨(꺾임), 미국의 경우 총 1,577건 중 1,144건이 0~15일 내 정점에서 어깨(꺾임) 기록
- 이 비대칭이 실무에서 갖는 의미는 명확함. 상승은 천천히 진행되므로 놓쳐도 따라잡을 시간이 있지만 꺾임은 1~2주일 안(평균 5거래일)에 끝나므로 확인하고 대응할 여유가 없음. 어깨를 지나고 나서 파는 것과 어깨에서 파는 것의 차이가 크게 벌어지는 이유임
- 다음 장에서 쇠 체류 평균 9.2거래일도 같은 구조의 다른 표현임. 정점에서 어깨까지 5거래일, 어깨에서 사까지 9거래일이므로 정점 이후 대응 가능 시간은 통틀어 3주가 되지 않음



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

생왕쇠사 순환주기엔진 — 무릎에서 사서 어깨에서 판다

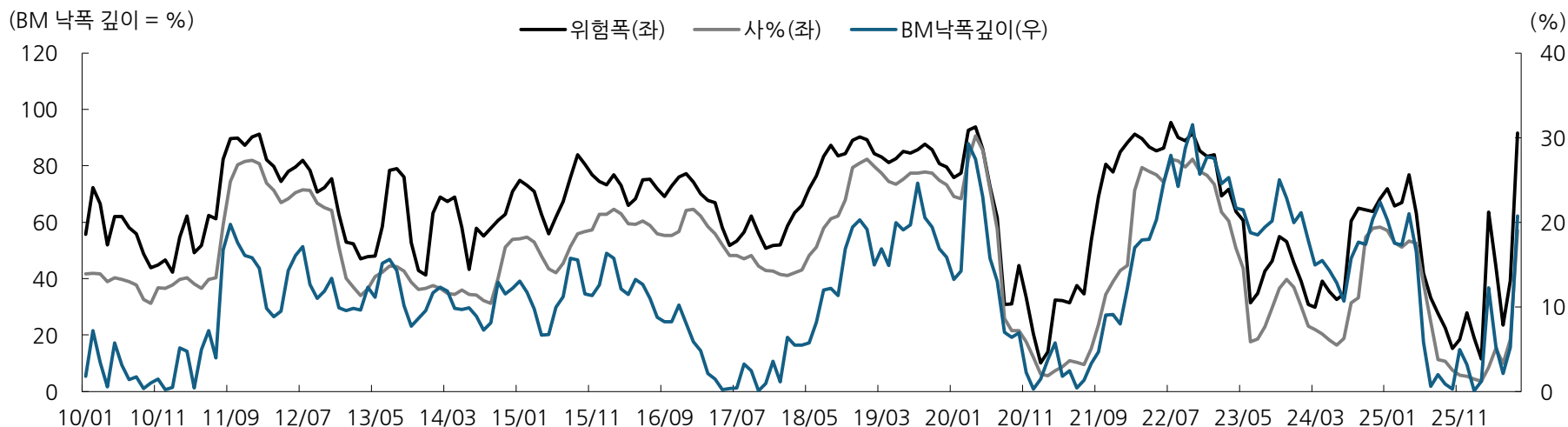
2026년 하반기전망: 순환주기론

■ 2010년 이후 연간 BM 수익률 매년 Beat

- 엔진의 목표는 하나임. 한 종목이 바닥에서 올라 정점을 찍고 내려오는 사이클에서 무릎에 사고 어깨에 파는 것임. 이 목표를 달성하려면 두 가지가 필요한데 지금 어느 국면인지 실시간으로 판정하는 장치와 어느 종목을 살지 고르는 장치임
- 엔진은 이 둘을 분리하지 않고 하나로 묶었음. 국면을 판정하는 임계값과 종목을 고르는 신호 가중치를 같은 목적함수 아래에서 함께 학습시킴
- 사람이 정한 상수가 최소화되어 있음. 무릎을 몇 퍼센트로 볼 것인지, 어깨를 몇 퍼센트 하락으로 볼 것인지를 사람이 정하면 그 값이 시장과 기간에 따라 틀리게 됨. 엔진은 이 값들을 데이터가 결정하게 했음. 그래서 국내에서 학습한 구조를 미국에 그대로 적용해도 판정이 작동함

축	하는 일	학습되는 것	용도
국면 판정축	각 종목이 지금 생·왕·쇠·사 중 어디인지 실시간 판정. 돌파 창 의 길이, 돌파 인정 폭, 왕 승격 상승폭, 쇠·사 전이 하락폭 판정 기준	전이 임계값 묶음	진단 겸 매매 게이트
종목 선택축	수십 개 신호가 각각 종목을 랭킹하고 그 랭크를 가중평균해 모델 점수를 산출. 점수 상위만 후보가 됨	신호별 가중치	종목 선택과 비중 결정
합쳐서	점수로 후보를 좁히고 그 안에서 국면을 확인해 매수. 국면은 진입 허가이지 선택 기준이 아님	두 축 합계 50~60차원을 학습	수익률 최대화

BM 낙폭깊이(좌) vs 쇠+사 비중(우) — 둘 다 위로 갈수록 나뉘. 같이 올라가야 진단이 맞는 것



자료: DS투자증권 리서치센터

생왕쇠사(生旺衰死) — 네 국면의 이름

2026년 하반기전망: 순환주기론

- 모델 점수로 후보를 좁히고 학습된 임계가 국면을 확정함. 기운의 흥망을 가리키는 네 글자로 표기

生 생 · 무릎

기운이 태어나 자라기 시작함

직전 일정 봉수 고점을 학습된 폭 이상 상향 돌파. 거래량 확인 동반

旺 왕 · 성장

기운이 가장 왕성함

돌파 대비 학습된 상승폭 이상 진행. 이평 정배열·신고가 경신

衰 쇠 · 어깨

기운이 꺾이기 시작함

보유 정점 대비 학습된 폭 하락. 비중 절반 축소

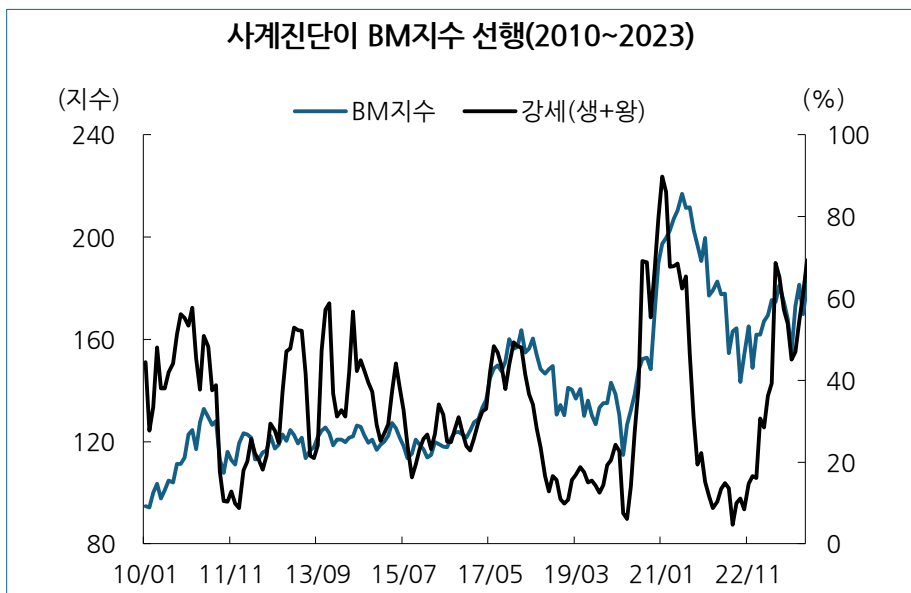
死 사 · 쇠퇴

기운이 다함

정점 대비 더 깊은 폭 하락 또는 쇠 장기화. 전량 정리

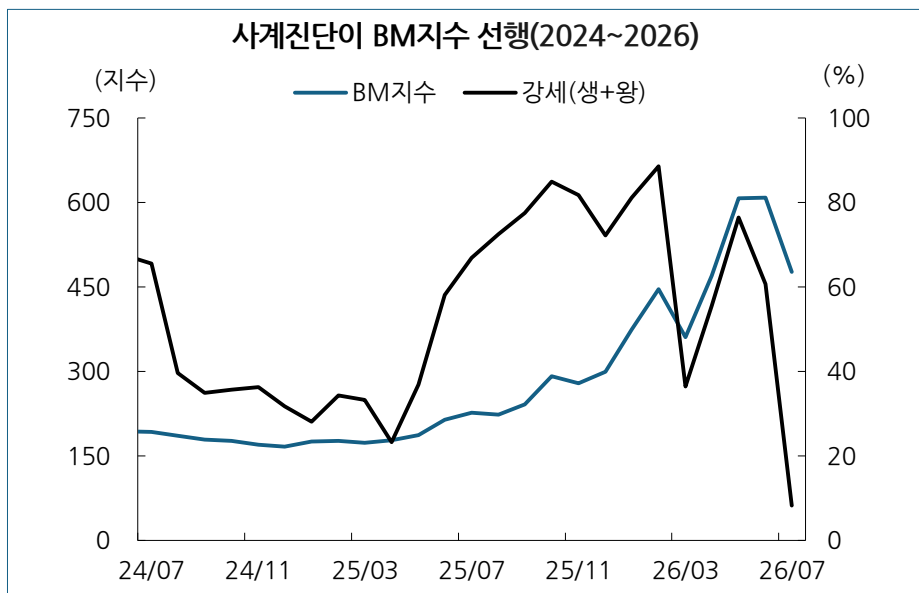
- 주식은 살아 움직이는 생물과 같아서 순환하는 경우도 있지만 사(死)는 다음 생(生)을 보장하지 않음. 어떤 종목은 사에 들어간 뒤 몇 년을 그 자리에 머무르기도 함
- 국면마다 취해야 할 행동이 이름 자체에 드러남. 생은 진입, 왕은 보유, 쇠는 축소, 사는 정리. 백테스트 게이트도 이 순서로 작동하며 사에서 벗어나려면 최소 숙려 기간을 채운 뒤 새로운 돌파가 나와야 함. 급락 후 데드캣 반동을 생으로 오인하지 않기 위한 장치임

사계진단이 BM지수 선행(2010~2023)



자료: DS투자증권 리서치센터

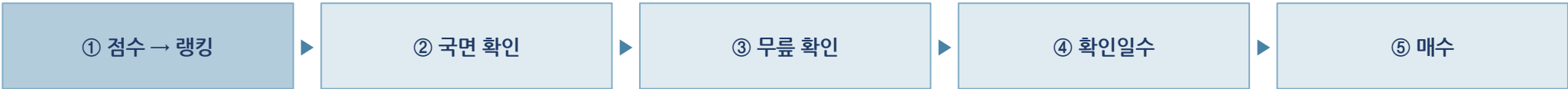
사계진단이 BM지수 선행(2024~2026)



자료: DS투자증권 리서치센터

점수가 먼저, 국면이 나중

- 모델 점수로 후보를 좁히고 그 안에서 국면을 확인함. 비중도 순위가 아니라 점수 크기로 결정
 - 순서가 중요함. 먼저 모델 점수로 상위 후보를 추리고 그 후보 중에서 생 또는 왕에 있는 것만 매수함. 시장에 생 종목이 200개여도 점수 상위에 들지 못하면 아예 후보가 아님. 국면은 진입 허가이지 종목 선택 기준이 아님
 - 비중도 순위가 아니라 점수 크기로 정함. 1등이라고 정해진 비중을 주는 것이 아니라 점수 차이만큼 차등을 두고 여기에 시장 게이트와 브레이크를 곱해 최종 비중을 산출함. 따라서 같은 1등이라도 시장 국면에 따라 실제 비중이 달라짐
 - 체결 규약은 엄격함. 신호는 신호일 종가까지의 정보만 쓰고 체결은 다음 거래일 종가임. 손절만 예외로 장중 스탑가 터치 시 그 가격에 즉시 체결함. 이 규약이 백테스트 성과에 선행매매 이득이 섞이지 않았음을 보증



생+왕(강세폭)이 많을 때 BM 이 실제로 좋았는가

강세폭(생+왕)	일수	비중	BM당일연율	BM향후20일	BM향후60일	평균투자율	평균BM낙폭	평균강세폭
0~20%	967	+23.7%	-1.0%	+1.0%	+2.4%	+84.6%	-19.1%	+13.3%
20~40%	1548	+38.0%	+1.4%	+0.6%	+1.6%	+89.2%	-11.7%	+29.3%
40~60%	947	+23.2%	+0.4%	+0.1%	+2.2%	+87.9%	-7.3%	+49.8%
60~80%	488	+12.0%	+55.0%	+3.2%	+7.6%	+92.3%	-7.2%	+68.6%
80~100%	125	+3.1%	+276.6%	+4.8%	+20.3%	+92.1%	-1.4%	+85.9%

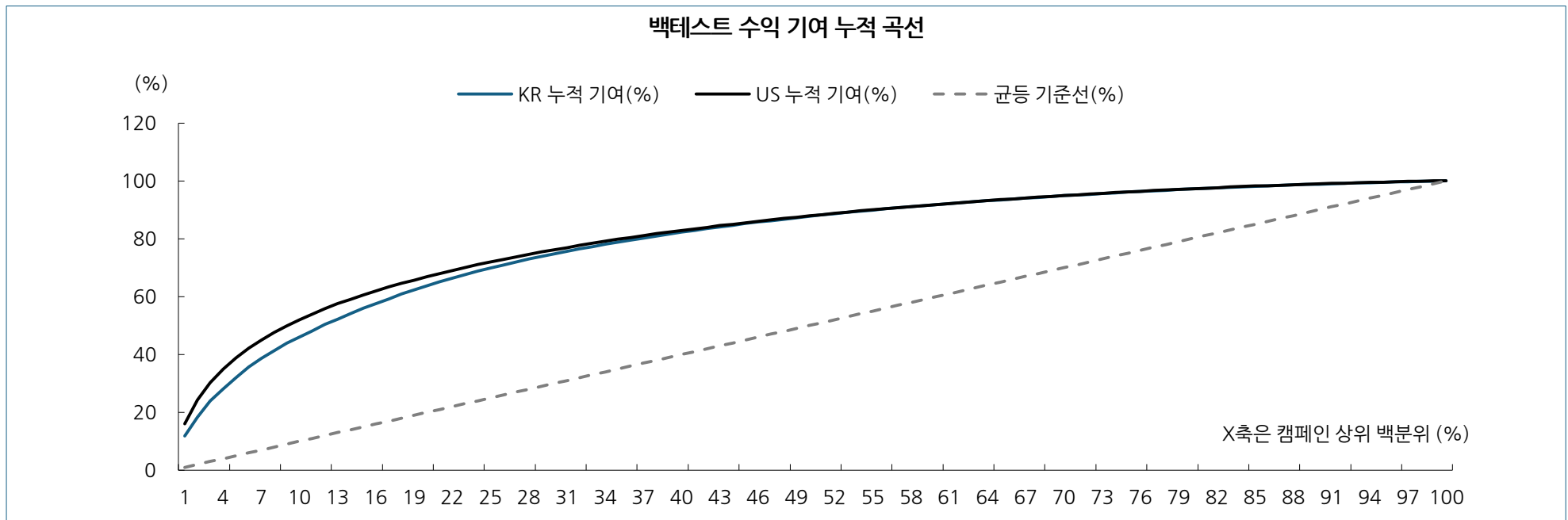
엔진이 투자를 늘린 날에 BM 이 좋았는가(BM연수익은 해당 구간 수익률만 모아놓은 표본값)

BM상태	일수	비중	BM연수익	평균가을겨울	평균겨울	평균투자율	평균현금비율
약세장 (-20%↓)	588	+14.4%	-32.1%	+78.1%	+67.0%	+84.8%	+15.2%
하락 (-10~-20%)	1701	+41.7%	-4.2%	+70.4%	+54.5%	+87.5%	+12.5%
조정 (-5~-10%)	837	+20.5%	-5.9%	+60.6%	+41.2%	+89.9%	+10.1%
고점권 (0~-5%)	949	+23.3%	+119.4%	+43.8%	+30.0%	+90.3%	+9.7%

소수가 전부를 만든다

■ 수익 기여의 집중도. 상위 10~20%가 전체의 대부분을 설명

- 백테스트를 수익률 순으로 정렬해 누적 기여를 그리면 강한 집중이 나타남. 상위 10%가 전체 수익의 상당 부분을 만들고 상위 30%를 넘어가면 곡선이 완만해짐. 대각선은 모든 백테스팅이 균등하게 기여할 때의 기준선인데 실제 곡선은 그보다 훨씬 위에 있음
- 국내 백테스팅의 무릎에서 어깨까지 수익률은 중앙값 +106%인데 평균은 +224%임. 평균이 중앙값의 두 배를 넘는다는 것은 소수의 극단적 성공이 분포를 끌어올린다는 뜻이며 상위 10%는 +501%를 넘음
- 실무 함의는 두 가지임. 첫째 종목을 넓게 분산하면 이 소수를 놓칠 확률이 커짐
- 반대로 위험도 여기서 나옴. 소수에 집중하므로 그 소수가 어깨를 지났는데 팔지 못하면 누적 수익의 상당 부분을 되돌리게 됨. 쇠 신호를 지켜야 하는 이유



자료: DS투자증권 리서치센터

국내 진단 — 유니버스의 83%가 사(死)에 있음

▪ 2026년 7월 23일 기준 레짐 판정 「약세」. 강세폭 4.4% 대 위험폭 95.7%

生 (무류) 0.1% 282종목 중 2종목	旺 (성장) 5.3% 15종목	衰 (어깨) 9.5% 27종목	死 (쇠퇴) 83.0% 236종목 — 유니버스의 83%
---	--	--	--

- 시총가중 기준 사(死)가 93.0%임. 종목 수로 세면 282개 중 236개가 사에 있음. 앞 장의 표에서 강세폭 0~20% 구간에 해당하며 그 구간의 과거 평균 벤치마크 낙폭은 -19.1%였음. 엔진의 처방은 현금 확대와 브레이크 최대임. 신규 편입을 자제하고 사로 전이된 보유분을 즉시 정리하라는 것
- 주목할 것은 사에 들어간 시점이 대부분 최근이라는 점임. 6월 이후 한 달 반 사이에 대장주가 순차적으로 무너진 것이며 오래 눌러 있던 종목들이 아님
- 국내 AI 인프라의 쇠 진입일을 늘어놓으면 두 개의 파도가 뚜렷함. 1차는 5월 15~19일로 전력기기와 후공정·소재이고 2차는 7월 2~6일로 메모리와 반도체 장비임. 두 파도 사이에 약 7주의 간격이 있었음
- 7월 24일 기준 보유 종목은 신한지주, 하나금융지주, KB금융 등(삼성전자 7월 1일 매도, SK하이닉스/스퀘어 7월 2일 매도, 테스/피에스케이 7월 6일 매도)

국내 AI 인프라 쇠(衰) 진입일 — 매도 신호 발생 순서

쇠 진입	종목	계열	사 진입	쇠 체류	해석
05-15	두산에너지빌리티	원자력	06-08	16td	1차 파도 — 전력 공급 계열 동시 전이
05-15	효성중공업	변압기	06-26	30td	1차 파도. 쇠 체류가 가장 길었음
05-15	솔브레인·리노공업	소재·부품	06-08	16td	1차 파도 — 후공정 소재
05-18	한미반도체	HBM 패키징	05-29	9td	1차 파도 — HBM 장비가 메모리보다 7주 선행
05-18	HD현대일렉트릭	변압기	06-05	14td	1차 파도
06-02	LG이노텍	카메라모듈	06-12	8td	파도 사이 구간
06-23	이오테크닉스	레이저 장비	07-02	7td	2차 파도의 선행
07-02	삼성전자	종합반도체	07-20	12td	2차 파도 — 메모리 동시 전이
07-02	SK하이닉스	HBM	07-13	7td	2차 파도. 매도 신호는 7월 2일
07-02	SK·SK스퀘어	HBM 지주	07-13 / 07-07	7td / 3td	2차 파도 — 지주까지 동반
07-02	원익IPS	반도체 장비	07-06	2td	쇠 체류 최단. 대응 시간이 사실상 없었음
07-06	삼성전기	MLCC	07-08	2td	쇠 체류 최단

쇠(衰)에 머무는 시간은 평균 9거래일뿐

■ 쇠에서 팔지 못하면 대응할 시간이 없음. 최단은 2거래일이었음

국내 AI 인프라 쇠 체류 평균 9.2td 14개 종목 · 약 2주	중앙값 7.5td 절반은 8거래일 이내에 사로 전이	최단 사례 2td 원익IPS · 삼성전기	최장 사례 30td 효성중공업
--	---	-------------------------------------	-------------------------------

- 유니버스 전체로 넓히면 쇠 체류는 평균 15.8거래일, 중앙값 14거래일임. 그런데 AI 인프라 14종목만 떼어 보면 평균 9.2거래일, 중앙값 7.5거래일로 절반 수준임. 같은 테마로 동조해 움직인 종목군이라 전이 속도가 빨랐다는 뜻임
- 이것이 쇠 신호를 무시하면 안 되는 이유임. 쇠 판정의 지표 시그니처를 보면 대부분 점수 상 애매한데 지표상 아직 나쁘지 않아 보이는 그 구간이 실제로는 2주 남짓의 마지막 창구임. 놀림으로 오인해 추가 매수하면 곧바로 사에 갇힘
- 반대로 쇠 체류가 길었던 종목도 있음. 효성중공업 30거래일, SKC 25거래일, SK가스 27거래일임. 다만 길게 버틴 종목도 결국 사로 갔으므로 체류가 길다는 것이 회복 신호는 아니었음. 다만 쇠에서 사로 가지 않고 생과 왕으로 경우도 있기는 함
- 미국은 아직 다른 국면임. 마이크론·인텔·어플라이드머티리얼즈·램리서치가 7월 7일 동시에 쇠로 들어가 14거래일이 지났는데 아직 사로 내려가지 않았음. 국내 평균 9.2거래일 기준으로는 이미 지난 구간이며 향후 2~3주가 미국이 국내 경로를 따라가는지 판별하는 구간임

미국 AI 인프라 — 쇠 진입 후 경과와 국내 대비 위치

종목	쇠 진입	경과	현재 국면	국내 평균 9.2거래일 기준 위치
Broadcom	06-10	31td	衰 유지	국내 최장(30td)을 넘김. 예외적으로 오래 버티는 중
Oracle	06-11	9td	死 전이	9거래일 만에 사로. 국내 평균과 유사
Western Digital	06-26	14td	死 전이	14거래일 만에 사로
Seagate	07-02	16td	衰 유지	국내 평균 초과. 전이 임박 구간
Micron · Intel · AMAT · Lam	07-07	14td	衰 유지	4종목 동시 전이. 국내 평균 초과 — 판별 구간
Alphabet	07-23	2td	衰 진입	가장 최근. 자본지출 재상향 발표 당일
Microsoft	01-29	125td	死 전이	쇠에 6개월 머문 뒤 7월 23일 사로. 예외 사례

미국 진단 — 쇠(衰)로 이동 중이나 종목별 차별화로 모멘텀 완전히 끝은 아님

■ 7월 7일 반도체 4종목이 하루에 동시 전이하고 일부는 이미 사(死). 다만 엔비디아·AMD는 여전히 왕(旺)

- 7월 7일 하루에 마이크론·인텔·AMAT·램리서치가 동시에 쇠로 전이된 것이 결정적
- 개별 종목의 문제가 아니라 반도체 계열 전체의 국면 전환이라는 뜻
- 알파벳이 자본지출 2,000억 달러 재상향을 발표한 7월 23일 당일에 쇠로 진입하고 마이크로소프트가 사로 들어간 것도 같은 맥락
- 미국에서 왕에 남은 것도 성격이 갈림. 엔비디아와 AMD는 매출이 실증된 종목이고 GE버노바·판타·이튼은 전력 인프라 실물 수요처임. 반면 기대만으로 올랐던 소프트웨어와 장비는 쇠와 사로 내려갔음
- 미국의 생 66종목에 에퀴닉스가 포함되어 있다는 점임. 본편 IX장에서 코로케이션 임대인을 가장 유리한 층으로 분류했는데 국면 판정도 같은 결론에 도달했음. GPU를 소유하지 않고 부동산과 상호접속으로 수익을 내는 구조가 진부화 위험에서 자유롭다는 판단이 추가 경로에도 나타남
- 7월 24일 기준 보유 종목은 AMD, MGM, Humana, NetApp, AES Corporation 등 (WDC 6월 26일 매도, Intel/Seagate 7월 7일 매도, Micron 7월 13일 매도)

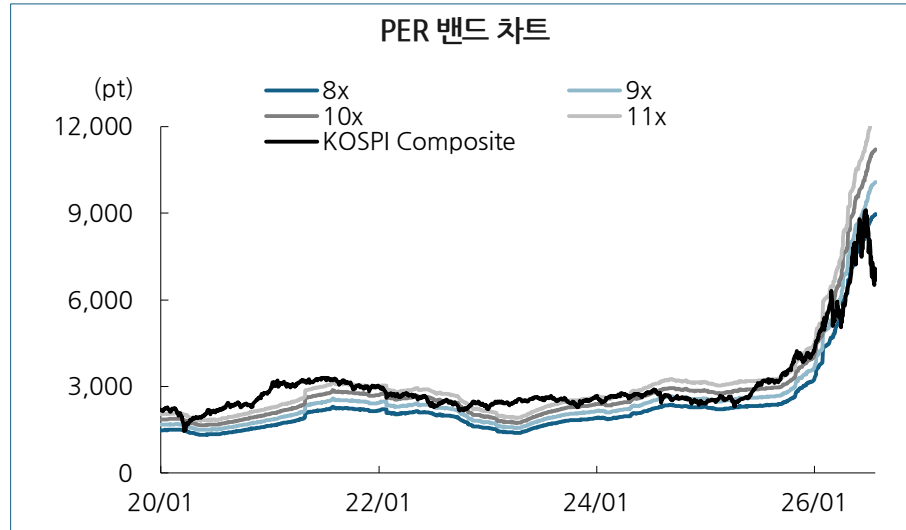
미국 AI 인프라 관련 종목의 현재 국면

종목	티커	국면	진입일	경과
NVIDIA	NVDA	旺	2026-04-13	72td
Advanced Micro	AMD	旺	2026-04-10	72td
Arista Networks	ANET	旺	2026-06-01	37td
GE Vernova	GEV	旺	2026-06-24	21td
Micron	MU	衰	2026-07-07	14td
Intel	INTC	衰	2026-07-07	14td
Applied Materials	AMAT	衰	2026-07-07	14td
Lam Research	LRCX	衰	2026-07-07	14td
Broadcom	AVGO	衰	2026-06-10	31td
Alphabet	GOOGL	衰	2026-07-23	1td
Microsoft	MSFT	死	2026-07-23	2td
Oracle	ORCL	死	2026-06-24	22td
KLA	KLAC	死	2026-06-01	38td
Western Digital	WDC	死	2026-07-16	7td

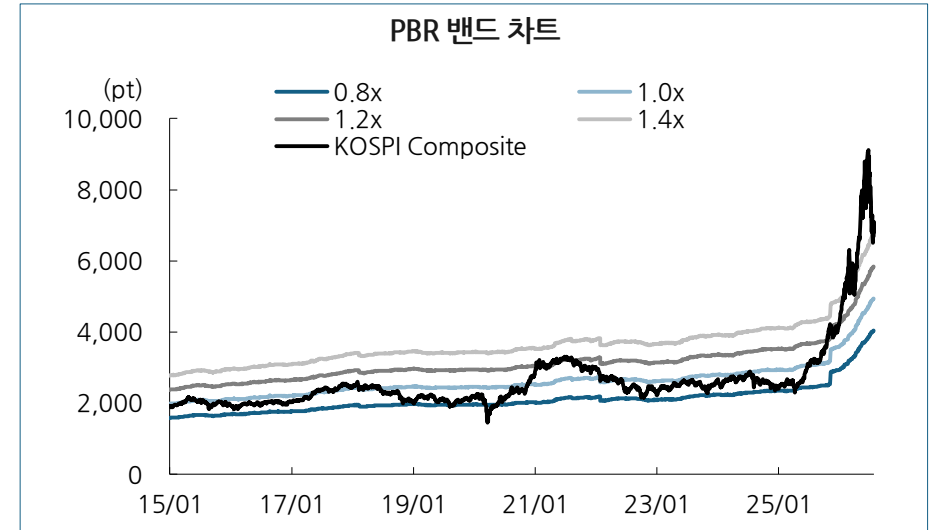
하반기 Kospì 타겟 9,000으로 상향 조정(최악 시나리오 EPS -30% 반영해도 저평가)

2026년 하반기전망:순환주기론

■ 회사 비중 90% 상회는 저점 반등 시그널



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터



자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

	12MF EPS	10.0	10.5	11.0	11.5	12.00	12.50	13.00	13.50	14.00	14.50	15.00
-40%	672.2	6,722	7,058	7,395	7,731	8,067	8,403	8,739	9,075	9,411	9,747	10,083
-30%	784.3	7,843	8,235	8,627	9,019	9,411	9,803	10,195	10,588	10,980	11,372	11,764
-20%	896.3	8,963	9,411	9,859	10,308	10,756	11,204	11,652	12,100	12,548	12,996	13,445
-10%	1008.3	10,083	10,588	11,092	11,596	12,100	12,604	13,108	13,613	14,117	14,621	15,125
	1120.4	11,204	11,764	12,324	12,884	13,445	14,005	14,565	15,125	15,685	16,246	16,806
5%	1176.4	11,764	12,352	12,940	13,529	14,117	14,705	15,293	15,881	16,470	17,058	17,646
10%	1232.4	12,324	12,940	13,557	14,173	14,789	15,405	16,021	16,638	17,254	17,870	18,486
15%	1288.4	12,884	13,529	14,173	14,817	15,461	16,106	16,750	17,394	18,038	18,682	19,327
20%	1344.5	13,445	14,117	14,789	15,461	16,134	16,806	17,478	18,150	18,822	19,495	20,167

자료: Factset, DS투자증권 리서치센터

Appendix

트럼프 운세는 쇠하는 중

2026년 6월부터 2027년 6월까지 운세는 무엇이 벌어질지 단정할 수 없으나 결코 쉽지 않은 버티고 견뎌야 하는 한 해로 분석. 화성 6하우스 에너지는 일이 진행되지 않거나 뜻대로 안 풀리거나 원치 않는데도 떠밀려 해야 하는 힘든 상황을 만들고 8하우스 극대화는 완전한 변혁, 위기 등으로 해석 가능하기 때문

2026년 트럼프 운세는 생왕쇠사(生旺衰死) 중 쇠

2026년 하반기전망: 순환주기론
트럼프 운세는 쇠하는 중

■ 올해는 승리의 해가 아니라 버티고 견뎌야 하는 한 해

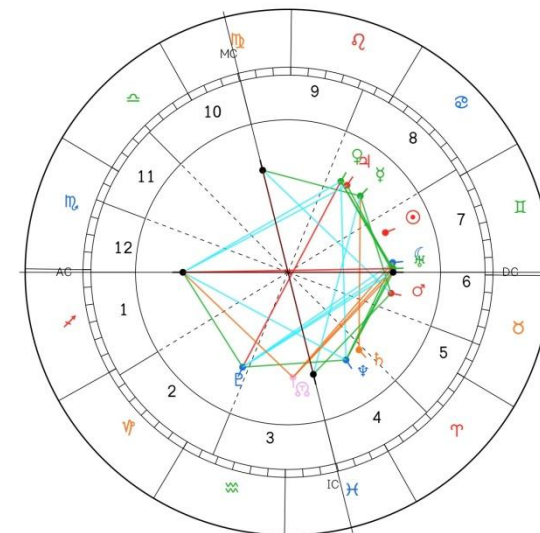
- 매년 CLSA는 Feng Shui Index(사주팔자 지표 = 동양 관점)를 발표. 우리는 점성술(서양 관점)로 트럼프의 운세(미국 주식관점 운세)를 분석해보고자 함
- 기초 용어 : 네이탈 차트는 태어난 순간의 하늘 지도로 평생 안 바뀌는 기본 설계도(=사주 팔자). 솔라리턴은 매년 태양이 태어났을 때 자리로 돌아오는 순간(생일 무렵)의 천체 지도이며 그 생일부터 1년 운세 예측 가능. 어센던트(출생 당시 동쪽 지평선 사인)는 그 해의 테마, 정체성을 뜻하는 가장 중요한 출발점이고 하우스는 하늘을 12칸으로 나눈 삶의 영역. 고전 점성술에서 사용하는 7개 행성 중 태양☉은 강조, 목성♃과 금성♀은 길성, 화성♂과 토성♄은 흉성, 달은 감정, 수성은 영향력 미미하며 화성과 토성이 1, 6, 8, 12와 같은 흉한 하우스에 들면 조심. 리로케이션은 솔라리턴 시점에 위/경도를 이동하여 운세를 변화시키는 기법
- 정치 지도자의 차트는 국가적 의미로도 해석 가능. 트럼프는 1946년 6월 14일 10시 54분 뉴욕에서 출생
- 트럼프는 뉴욕 출생이나 워싱턴에서 2026년 생일을 보내 리로케이션 케이스. 2026년 솔라리턴은 뉴욕 시간 기준 6월 13일 저녁 6시 42분
- 올해 활성화된 차트 : 솔라리턴 어센던트가 네이탈 4하우스, 스텔리움 8하우스, 화성 6하우스, 토성 4하우스, 태양 7하우스
- 2026년 6월부터 2027년 6월 생일까지 운세는 무엇이 벌어질지 단정할 수 없으나 결코 쉽지 않은 버티고 견뎌야 하는 한 해로 분석. 화성 6하우스 에너지는 일이 진행되지 않거나 뜻대로 안 풀리거나 원치 않는데도 떠밀려 해야 하는 힘든 상황을 만들고 8하우스 극대화는 완전한 변혁, 위기 등으로 해석 가능하기 때문

80세 생일 백악관에서 UFC 개최



자료: DS투자증권 리서치센터
주: 점성술은 단순 상징적 해석. 선거 결과, 개인 운명 단정짓는 것도 아니고, 투자판단 근거도 아님

2026년 트럼프 솔라리턴 차트



자료: DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 2026년 트럼프 행정부 관련 노이즈

2026년 하반기전망: 순환주기론
트럼프 운세는 쇠하는 중

이란전 장기화, 유가 100달러, 지지율 최저권, 사법 마찰

근거 · 원문 주소	일자	주요 내용
Bloomberg — 이란 전쟁 장기화·트럼프 좌절 bloomberg.com/news/articles/2026-07-24/trump-seethes-as-iran-war-spirals-aw	2026.07.24	몇 주면 끝난다던 전쟁이 5개월째로 접어들며 교전 격화, 트럼프 좌절감 표출
CNN — 유가 100달러·홍해 확산 cnn.com/2026/07/23/world/live-news/iran-war-trump	2026.07.23	유가 배럴당 100달러 돌파, 후티의 홍해 공격으로 확산, 새 정전엔 아직 유보
Newsweek — 지지율 역대 최저권 newsweek.com/donald-trumps-approval-rating-stuck-at-record-low-for-third-straight-month-12233182	2026.07 (17~20 조사)	3개월 연속 역대 최저권 지지율, 경제·인플레 평가 특히 취약, 11월 중간선거 앞둔
Daily Kos — 연방검사 해임 논란 dailykos.com/stories/2026/7/17/800071428/community/another-u-s-attorney-scandal	2026.07.15	임명 54분 만에 연방검사(로고프) 이메일 해임 등 법조·검찰 겨냥 논란 반복
The White House — 선거 개입 주장 연설 whitehouse.gov/releases/2026/07/what-they-are-saying-president-trump-exposes-bombshell-evidence-of-foreign-election-interference	2026.07.17	프라임타임 연설서 기밀 문서 공개하며 외국 선거 개입 주장, SAVE America Act 촉구

선거 국면 대치, 지지층 균열, 집행 논란, 중간선거 전망

근거 · 원문 주소	일자	주요 내용
NBC News — DHS, 주정부 압박 nbcnews.com/politics/trump-administration/live-blog/trump-congress-2026-election-china-iran-ice-doj-live-updates-rcna587892	2026.07.17	국토안보부 장관, 선거 지침 미준수 주정부에 자금 중단·형사처벌 가능성 경고
Wikipedia — 트럼프·칼슨 갈등 en.wikipedia.org/wiki/Trump-Carlson_feud	2026.02~ (진행 중)	이란전·아메리카 퍼스트 노선 두고 핵심 지지자 칼슨과 공개 갈등 지속
Wikipedia — 2기 행정부 논란(ICE 등) en.wikipedia.org/wiki/Category:Second_Trump_administration_controversies	2026 (진행 중)	ICE 작전·미국 시민 추방·국내 군 배치·DOGE 감원 등 이민·집행 논란, 전국 시위
Slate — FIFA 월드컵 논란 slate.com/news-and-politics/2026/07/world-cup-fifa-trump-red-card.html	2026.07.07	미국 선수 징계 뒤집으려 FIFA 회장에게 전화했다는 논란
The Hill — 중간선거 전망(DDHQ) thehill.com/homenews/campaign/5968556-ddhq-midterm-election-forecast	2026.07	민주당 하원 우세(약 61%, 226~209), 공화당 상원 50~50 근소 유지 전망

중간선거 전망 — 하원은 민주당 우세, 상원은 접전

2026년 하반기전망: 순환주기론
트럼프 운세는 쇠하는 중

- 선거플랫폼인 DDHQ 첫 종합 전망 기준 민주당 하원 승리 확률 61%, 공화당 상원 유지 확률 57%
 - 분점 정부가 유력한 구도임. 하원은 민주당, 상원은 공화당이 각각 우세한 조합이 나오면 입법은 사실상 멈추고 행정명령과 규제 집행이 정책 수단으로 남음. 데이터 센터 규제가 연방 입법보다 주 단위 인허가와 요금 심사에서 계속 결정되는 이유가 여기 있음
 - 다만 전망의 방향이 최근 역전되고 있다는 점을 함께 봐야 함. 6월 초 민주당의 하원 승리 확률은 70%를 넘었으나 현재 61%로 낮아졌고, 일반투표 격차도 5월 7%p에서 3.5%p로 좁혀졌음. 중간 구역 재확정이 공화당의 하한을 올리고 민주당의 상한을 낮춘 효과도 반영됨
 - 투자 관점에서는 결과보다 과정이 중요함. 어느 쪽이 이기든 선거까지의 4개월 동안 전기요금·이란전·수질/환경오염이 쟁점으로 유지되고 그 압력이 데이터센터 인허가와 요금 심사에 그대로 작용함. 민주당의 동기가 해결이 아니라 공격이므로 쟁점은 해소되지 않고 지속됨
 - 선거 이후에는 두 가지가 동시에 열릴 수 있음. 희토류 유예 만료(11월 10일)로 중국 레버리지가 복원되고 캐פק스 조절이 GDP·고용 부담을 거쳐 금리 하향으로 이어지는 경로가 작동하기 시작함

중간선거 전망과 캐팩스 합의

구도	내용	캐팩스, 시장 합의
하원 민주당 (61%)	평균 226-209석으로 11석 순증. 다만 6월 초 70% 초과에서 하락	조사, 청문 권한 확보. 데이터센터 전기요금과 수질이 상임위 의제로 상설화
상원 공화당 (57%)	평균 50-50에 부통령 캐스팅보트	연방 입법 저지선 유지. 규제는 주 단위와 행정부 재량에 집중
분점 정부 시나리오	민주당 최소 한 원 확보 65%, 양원 전부 40%	입법 교착. 데이터센터 규제가 인허가, 요금 심사 등 집행 층위에서 결정
선거 직후 (11.10)	희토류 수출통제 유예 자동 만료	중국 레버리지 복원, 공급망 변수가 선거 결과와 무관하게 재점화

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
DDHQ 2026년 중간선거 종합 전망 The Hill (Decision Desk HQ 인용) thehill.com/homenews/campaign/5968556-ddhq-midterm-election-forecast	2026.07.21	민주당 하원 승리 확률 61%로 평균 226-209석, 공화당 상원 유지 확률 57%로 평균 50-50. 민주당 최소 한 원 확보 65%, 양원 전부 40%	분점 정부가 유력. 입법 교착 시 데이터센터 규제는 주 단위 집행 층위로 이동
DDHQ 일반투표 격차와 지지율 추이 Decision Desk HQ (Substack) decisiondeskHQ.substack.com/p/where-the-polls-stand-as-decision	2026.07.21	민주당 일반투표 우위가 5월 7%p에서 3.5%p로 축소. 대통령 지지율은 3월 이후 40% 근처에서 약 42.5%로 개선. 6월 초 민주당 하원 승리 확률은 70% 초과였음	노이즈 총량과 선거 결과가 선형으로 연결되지 않음. 전망의 방향이 최근 역전 중

DS INVESTMENT
& SECURITIES

2026.07.28

Strategy Report

2026년 하반기전망 :순환주기론



PART 01

01.국면 진단

6월부터 시장은 무조건적 성장을 전제로 한 가격 형성에서 벗어나
자본 효율과 현금흐름을 재평가하는 국면으로 전환 중

※ Part 01 ~ 06의 작성 과정에서 자료 검색과 원문 대조, 문서 편집에 AI도구를 활용했습니다.
다만 논지의 구성과 근거의 채택, 기각, 투자 판단 및 모든 아이디어는 작성자가 결정했습니다.

■ 성장 프리미엄에서 자본효율로 — 그리고 하반기에는 수익화 입증 요구로

- 상반기까지 시장은 캐פק스 총액과 성장률만 보았고 조달 방식은 배경으로 취급. 가이던스 상황이 곧 호재로 읽혔고 누가 자금을 대는지는 가격에 반영되지 않았음
- 6월 이후 이 태도가 바뀜. 밸류체인 하단부터 되돌려지는 현상은 누가 사느냐와 어떻게 자금을 대느냐에 노출된 종목이 먼저 타격받는 구조에서 나옴. 조달 구조가 종목 차별화의 변수로 작동하기 시작했음
- 하반기 들어 논쟁의 축이 다시 한 번 이동했음. 얼마나 큰가에서 누가 수익화를 입증할 수 있는가로 바뀌었고 그 결과 7월 22일 Alphabet이 자본지출 가이던스를 2,000억 달러로 상향하자 다음 날 주가가 7% 내외 하락했음. 4월 실적 시즌에는 네 곳 모두의 상황이 수용되었던 것과 정반대임
- 같은 기간 물리적 지표는 이미 방향을 틀었음. 2025년 4분기 신규 파이프라인 추가가 25GW로 3분기의 절반에 그쳤고 착공 용량은 2020년 이후 처음으로 전년비 감소했음. 총 공개 파이프라인은 241GW이나 실제 활발히 개발 중인 것은 33%에 불과함

4대 하이퍼스케일러 2026 캐פק스

\$7,250억

2025년 3,780억 대비 77~92% 증가

영업현금흐름 대비 자본지출

93%

2023년 33% → 올해 추정

미국 주요시장 건설 중 용량

5,994MW

2024년말 6,350MW에서 감소

신규 파이프라인 추가

25GW

전분기의 절반 (2025년 4분기)

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
Alphabet 가이던스 재상향과 시장 반응 2026년 7월 22일 실적 fool.com/investing/2026/07/23/alphabet-just-tied-amazons-200-billion-capex-guidance-could-amazon-raise-the-bar-even-higher-on-july-30	2026.07.22	Alphabet이 7월 22일 2분기 실적에서 자본지출 가이던스를 2,000억 달러로 재상향. 다음 날 Alphabet이 7% 내외, Amazon이 4.5% 하락	가이던스 상황이 주가 하락으로 이어짐. 4월 실적 때는 네 곳 모두 상황에도 시장이 수용했는데 7월에는 반대임. 논쟁의 전환이 실제 주가 반응으로 나타남. 자본지출 증가가 더 이상 성장 신호로
영업현금흐름 대비 자본지출 비율 2026년 2분기 실적 프리뷰 분석 nextwavesinsight.com/hyperscaler-q2-2026-earnings-ai-capex-roi	2026.07.21	4대 하이퍼스케일러 AI 자본지출이 그룹 영업활동 현금흐름 대비 2023년 33%에서 올해 추정 93%로 상승. 상위 3사 2027년 자본지출 8,010억 달러 전망	그룹 단위로 영업현금흐름의 93%가 자본지출로 나간다는 것은 구조적 한계에 근접했다는 뜻. 100%를 넘으면 부채 조달 없이는 지출이 불가함
미국 건설 중 용량의 감소 CBRE North America Data Center Trends H2 2025 cbre.com/insights/reports/north-america-data-center-trends-h2-2025	2026.02.11	미국 주요 시장 건설 중 용량이 2024년 말 6,350MW에서 2025년 말 5,994.4MW로 감소. 2020년 이후 첫 감소이며 원인은 인허가, 용도지역 규제, 전력 조달 지연	착공 자체가 이미 꺾였음. 미국 주요 시장에서는 신규 착공이 감소 전환했음. 과잉 공급 시나리오의 확률을 낮추는 요인이며 동시에 병목이 심화되고 있다는 증거.
소화 국면 전망의 무산 2026년 1분기 실적 분석 nextwavesinsight.com/hyperscaler-q2-2026-earnings-ai-capex-roi	2026.07.21	2026년 1분기 실적에서 네 곳 모두 1월 가이던스를 초과했고 소화 논지는 실현되지 않음. 구축이 수익화 곡선보다 빠르게 가속	1분기까지 DeepSeek 충격 후에도 지출이 줄지 않은 선례와 같은 패턴임. 다만 2분기 부터 조절 가능성을 재점검해야 함

세 축이 한 지점으로 수렴함

- 표면은 물가, 고용, 금리의 상호작용이지만 그 이면에 중간선거와 시진핑 체제의 전략이 동시에 작동함
 - 이번 국면이 단일 요인의 결과가 아니라는 판단
 - 거시 축에서는 데이터센터 건설이 고용을 만들고 전력, 장비 수요가 물가를 밀어올리며, 물가는 금리 하락을 제약하고 높은 금리는 조달 비용과 고용에 부담을 줌
 - 정치 축에서는 11월 중간선거를 앞두고 민주당이 이란 군사개입, 전기요금, 데이터센터로 인한 환경 오염을 쟁점으로 삼을 수 있음
 - 지정학 축에서는 시진핑 체제가 트럼프 행정부의 정치적 기반 약화를 목표로 이란 영향력, 저가 LLM, 프론티어 랩 조달 악화를 수단으로 삼을 수 있음
 - 세 축이 공통으로 도달하는 지점이 AI 데이터센터 투자

세 축의 작동 경로와 검증 상태

축	작동 경로	2026년 7월 현재 확인된 사실
거시	건설 → 고용, 전력수요 → 물가 → 금리 인하 제약 → 조달비용 상승	FOMC 의사록이 AI 인프라를 기술제품-전기 가격의 상방 압력으로 명시. 물가 전망 2.7%→3.6%
정치	전기요금, 이란전쟁, 환경 오염을 생활비 프레임으로 묶어 여당 공격	NDAA 표결에서 민주당 205명 반대. 2025년 11월 선거에서 전기요금 전술이 이미 검증
지정학	이란 분쟁 지속, 저가 LLM, 조달 악화 유도로 간접 압박	중국 최고위 미국통이 중간선거를 기회로 규정. 유가 100달러, 호르무즈 사실상 폐쇄

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
FOMC 의사록 6월 16~17일 회의 federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20260617.htm	2026.06.17	AI 인프라 수요 급증이 핵심재 가격 압력에 기여했고, 지속되는 AI 인프라 수요가 기술제품과 전기 가격에 상방 압력을 유지시킬 것이라는 취지 명시	AI가 생산성, 금융안정 이슈에서 현재형 물가 압력으로 분류 변경
관찰자망 연말대담 — 우신보·황징 [중국 1차] guancha.cn/wuxinbo/2025_12_31_802301_1.shtml	2025.12.31	기사 제목이 「2026년 미국 정치에는 하나의 결정적 분기점이 있다, 우리는 이 기회를 잘 이용해야 한다」. 민주당의 하원 장악을 중국이 이용할 기회로 규정	중간선거를 중국 스스로 기회로 명시
MS NOW — NDAA 하원 표결 ms.now/news/democrats-annual-defense-bill-vote-trump-iran-war	2026.07.22	통상 초당적으로 통과되는 국방수권법안이 216대 212로 통과. 반대는 공화 7명, 민주 205명. 민주당의 조직적 반대는 이례적. 사실상 이란 전쟁 표결로 전환	이란 전쟁이 정당 대결 쟁점으로 확정. 선거 프레임 고정

캐팩스 조절이 걸리는 네 개의 레벨

■ 상이한 네 개 관점이 동일한 결론으로 수렴

- 네 레벨의 공통점은 각각이 독립적으로 작동한다는 것임
- 중국이 압박을 거두어도 연준의 물가 인식은 남고 연준이 인하로 돌아서도 지역사회의 반대는 남으며 정치 국면이 정리되어도 물리적 병목은 남음
- 반대로 말하면 어느 하나가 완화되어도 캐팩스 조절의 방향은 바뀌지 않음. 네 레벨을 병렬로 제시한 이유이며 하반기 전망의 골격

네 개 레벨의 작동 방식과 현재 상태

레벨	주체	작동 방식	2026년 7월 현재
01	미·중 국가	희토류, 이란, 저가 LLM, 인과 귀속이 어렵도록 설계된 간접 수단이며 어느 것도 중국이 미국 AI를 겨냥했다는 문장으로 직접 연결되지 않음	희토류 유예 만료 11월 10일 & 유가 100달러 & 중국 저가 모델 공세
02	미국 정당	전기요금, 환경 오염, 이란을 하나의 생활비 프레임으로 묶어 여당을 공격. 통과가 아니라 기록을 남기는 반복 표결이 전술	NDAA 민주당 205명 반대 & 반대 단체 396→800곳 & 125개 지역 동시 집회
03	LLM 자금조달	프론티어 랩의 조달 여건. IPO 창구와 사모신용 스프레드가 변수	채권 주문배수 2월 5배→7월 2배 미만 & 유럽 발행 무산 사례
04	빅테크 현금흐름	감가상각과 부외조달 부담이 커지면 조절의 명분과 유인을 동시에 확보	영업현금흐름 대비 캐팩스 93% & Amazon FCF 95% 감소

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
중국 견제 수단 네 가지 modeldiplomat.com/story/us-ai-chip-export-controls-tighten	2026.07	저가 모델 공급과 프론티어 랩 조달 악화를 수단으로 지목. 하드웨어 시장 배제가 세 번째 수단으로 작동하며 NVIDIA가 연 140~180억 달러 매출을 상실	중국의 견제 수단이 세 가지가 아니라 네 가지. 이란 영향력, 저가 모델, 프론티어 랩 조달 악화에 하드웨어 시장 배제가 추가됨. 이 수단은 귀속이 명확하지 않음
본편 캐팩스 조절 전제의 재검토 fool.com/investing/2026/07/23/alphabet-just-tied-amazons-200-billion-capex-guidance-could-amazon-raise-the-bar-even-higher-on-july-30	2026.07.24	본편은 하반기 캐팩스 조절을 반동의 선행 조건으로 제시했으나 1분기에 네 곳 모두 가이드언스를 상향. 조절을 강제하는 것은 경영진 판단이 아니라 주가와 조달 여건일 수 있음	4월에는 상향을 수용했으나 7월에는 Alphabet 7% 하락. 조절을 강제하는 것은 경영진 판단이 아니라 주가와 조달 여건일 수 있음
AI 자본 지출 검증 nextwavesinsight.com/hyperscaler-q2-2026-earnings-ai-capex-roi	2026.07.24	AI 자본지출이 4대 하이퍼스케일러 영업현금흐름의 93%를 차지. 100%를 넘으면 부채 없이 지출이 불가능하며 2027년 전망대로면 세 곳이 2028년까지 FCF 마이너스	개별 기업의 잉여현금흐름보다 그룹 단위 압축 비율이 구조적 한계를 더 명확히 보여줌. 30라운드에서 확인한 채권 발행 급증과 51라운드의 차환 벽이 이 비율의 귀결임

PART 02

02.중국 – 표적은 트럼프의 정치기반

시진핑 체제의 전략 목표가 현 행정부의 정치적 기반 약화에 맞춰져 있을 가능성을 제시

중국 최고위 미국통 2인이 중간선거를 기회로 규정

- 기사 제목이 곧 결론 - 「2026년 미국 정치에는 결정적 분기점이 있다, 우리는 이 기회를 이용해야 한다」
 - 2025년 12월 24일 관찰자망이 주최한 연말 대담의 텍스트 전문이 관찰자망과 푸단대 국제문제연구원 홈페이지에 공개되어 있음
 - 대담자는 푸단대 국제문제연구원장 겸 미국연구센터 주임 우신보와 상하이외국어대 석좌교수 황징이며 재게재된 푸단대 국제문제연구원은 페이지 상단에 중국 외교부 정책연구 중점협력단위(2025~2027년)임을 표기하고 있음
 - 우신보는 내년 중간선거에서 민주당이 재기해 하원을 장악하면 트럼프의 잔여 임기 내정이 더 많은 견제를 받게 되고 일반적으로 이런 상황에서 대통령은 더 많은 에너지를 외교로 돌려 정치적 유산을 남기려 하므로 중국은 이 기회를 이용할 수 있다고 말했음
 - 그가 제시한 유산 후보는 우크라이나 전쟁 종식과 대만 문제 처리
 - 미국 정보당국의 익명 평가나 서방 매체의 추정이 아니라 중국 측이 스스로 공개한 1차자료. 발언자가 중국 외교부 정책연구 중점협력기관의 수장이며 대담록이 그 기관 홈페이지에 재게재되었음. 브루킹스도 2026년 2월 보고서에서 이 대담을 인용하며 중국 내 광범위한 인식으로 정리했음

발언자와 발언 요지

발언자	직위	발언 요지
우신보 (吴心伯)	푸단대 국제문제연구원장 미국연구센터 주임	민주당의 하원 장악은 트럼프 내정을 견제하고 대통령을 외교로 돌리게 만들. 중국은 이 기회를 이용할 수 있음. 과거 미중관계 의제 설정이 대체로 미국에 의해 결정되었으나 앞으로는 중국 요인의 비중이 크게 상승함
황징 (黄靖)	상하이외국어대 석좌교수 전 리관유공공정책대학원 교수	어떤 의미에서 오직 중국만이 트럼프를 구할 수 있음. 그는 국내에서 양립 불가능한 두 정치 세력에 직면했고 상대는 그를 제거하려 하므로 국내 정치에서 주도적 지위를 지키는 것이 최대 소망이자 최대 이익임

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
관찰자망 연말대담 — 우신보·황징 [중국 1차] guancha.cn/wuxinbo/2025_12_31_802301_1.shtml	2025.12.31	기사 제목이 「2026년 미국 정치에는 하나의 결정적 분기점이 있다, 우리는 이 기회를 잘 이용해야 한다」. 민주당의 하원 장악을 중국이 이용할 기회로 규정	중간선거를 중국 스스로 기회로 명시
푸단대 국제문제연구원 대담록 재게재 [중국 1차] iis.fudan.edu.cn/b0/e3/c6893a766179/page.htm	—	중국 외교부 정책연구 중점협력기관(2025~2027) 홈페이지에 대담 전문이 그대로 재게재됨	개인 사건이 아니라 정책 서클에 연결된 공식 담론이라는 근거
China Leadership Monitor 87호 전 NSC 중국담당 국장 prcleader.org/post/occidental-fall-assessing-chinese-views-of-u-s-decline	2026.02.28	중국 신문의 "미국 쇠퇴" 용어 사용이 급증. 일부 분석가가 하원 다수 상실 가능성과 경제의 공허화 때문에 미국이 향후 1년간 특히 취약하다고 평가. 각주가 우신보·황징 대담	중국 측 인식이 광범위하다는 제3자 교차확인

세 개의 카드 — 농산물, 희토류, 에너지

- 베이징의 최고위 미국통이 이 셋을 트럼프의 정치적 생존과 직결된다고 공개 규정했음
 - 황징은 같은 대답에서 트럼프가 중국과 협상하는 핵심 항목을 세 가지로 명시했음. 중국이 그의 대두, 수수, 옥수수를 사고, 희토류 통제를 완화하고, 에너지와 휘발유, 천연가스를 사는 것임
 - 그리고 그 이유를 오직 중국만이 그가 국내 국면을 안정시키게 해줄 수 있기 때문이라고 설명했음
 - 이 발언의 투자 함의는 세 카드의 인출 시점과 강도가 선거 일정과 연동될 수 있다는 추론의 근거가 된다는 점임

세 카드의 현재 상태와 선거 일정과의 연동

카드	표적	2026년 7월 현재 상태	선거 일정과의 관계
농산물	중서부 농촌 (공화당 지지 기반)	NDSU 연구로 2025년 3월~2026년 2월 보복관세에 따른 농산물 대중 수출이 연율 149억 달러 감소하고 대두가 손실의 절반. 아이오와 최대 수출 12억 달러. 7월 구매를 재개했으나 USDA 연간 목표의 5%로 최근 25년 중 다섯 번째로 부진한 출발	구매 속도 자체가 협상 수단. 허드슨연구소는 베이징이 대두를 천천히 풀어 행정부를 장기 협상에 묶어둘 것으로 전망
희토류	전 산업 공급망	1년 유예 만료일이 11월 10일이며 연장되지 않으면 별도 입법 없이 자동 재개. 2025년 4월 라이선스 규제와 2026년 6월 기업별 규제는 유예 대상이 아니어서 계속 작동 중이고 2026년 1월 목록 확대에 화합물이 추가	중간선거 11월 3일의 7일 뒤. IEA는 전면 시행 시 중국 외 지역 연 6.5조 달러 생산활동 노출 추정
에너지	유가 · 생활비	이란 석유 구매를 통해 호르무즈 정세와 연결. 중국이 이란 석유 수출의 약 90%를 구매하며 3월 대중국 수입이 일 180만 배럴로 사상 최고. 7월 유가 100달러	유가 경로가 곧 생활비 경로이며 이는 선거 쟁점과 직결

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
황징 — "오직 중국만이 트럼프를 구할 수 있다" [중국 1차] guancha.cn/wuxinbo/2025_12_31_802301_1.shtml	2025.12.31	트럼프가 중국과 협상하는 핵심 항목으로 대두·수수·옥수수 구매, 희토류 통제 완화, 에너지 구매를 명시. 국내 정치 주도권이 그의 최대 이익이라고 규정	세 카드의 인출 시점·강도가 선거 일정과 연동될 수 있다는 추론의 직접 근거
NDSU 연구 (Agri-Pulse 인용) — 보복관세의 농업 타격 agri-pulse.com/articles/24715-chinas-tariff-retaliation-caused-almost-15-billion-in-lost-sales-study-finds	2026.05.20	2025년 3월~2026년 2월 중국 보복관세로 미국 농산물 대중 수출이 연율 149억 달러 감소, 대두가 손실의 절반. 아이오와 최대 수출 12억 달러	트럼프 1기 무역분쟁 첫째 손실을 크게 상회. 표적이 공화당 지지 기반과 겹침
China Briefing — 희토류 수출통제 유예 구조 china-briefing.com/news/chinas-rare-earth-export-controls-impacts-on-businesses	2025.11.12	유예 만료일이 2026년 11월 10일이며 연장되지 않으면 별도 입법 없이 자동 재개. 규제 인프라는 해체되지 않았고 IEA는 전면 시행 시 중국 외 지역 연 6.5조 달러 생산활동 노출 추정	중간선거 11월 3일의 7일 뒤. 선거 직후 최대 레버리지가 복원되는 일정

중국은 미국 AI 캐팩스를 취약점으로 진단하고 있음

- 같은 대담에서 황징이 제시한 수치는 이 자료가 다루는 논점과 정확히 겹침
 - 황징은 미국 경제가 이미 공허화, 거품화되었다고 규정하면서 구체적 수치를 제시했음
 - 월가 시가총액 72조 달러가 미국 GDP 약 30조 달러의 240%이며 이는 버핏 지수 기준을 크게 상회한다는 것, 72조 달러 중 실리콘밸리 7개사가 21조 달러 이상을 차지하는데 이는 유럽 GDP 19조 달러를 넘는 규모라는 것, 그리고 2025년 미국의 AI 투자가 8,000억 달러에 달한 반면 AI 산업 전체 산출은 약 450억 달러에 그친다는 것임
 - 그는 MIT가 발표한 미국 AI 프로젝트 95% 실패 연구를 직접 인용했음
 - 시진핑 주석은 서방 국가들이 갈수록 곤경에 빠지고 있으며 동방의 부상과 서방의 쇠퇴 추세를 명시했고 정법 계통 최고위 인사의 기고도 같은 정세 판단을 공유함
 - 브루킹스는 중국 신문에서 미국 쇠퇴 관련 용어 사용이 지난 1년간 급증했으며 이는 일부 중국 분석가들이 중간선거를 앞두고 미국의 내부 모순이 심화될 것으로 예상하고 있음을 보여준다고 정리했음
 - 이 문장의 각주가 바로 우신보, 황징 대담임

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
황징의 미국 AI 캐팩스 진단 — 공허화·거품화 [중국 1차] guancha.cn/wuxinbo/2025_12_31_802301_1.shtml	2025.12.31	월가 시총 72조 달러가 GDP 30조의 240%. 2025년 AI 투자 8,000억 달러 대 AI 산업 산출 약 450억 달러. MIT의 95% 실패 연구를 직접 인용	중국 최고위 미국통이 AI 캐팩스를 미국의 취약점으로 지목. 견제 표적이 여기임을 시사
시진핑 연설 (求是 게재) [중국 1차] qstheory.cn/20241231/d21bd57c012d4d29824219effd18ca35/c.html	2025.01	서방 국가들이 갈수록 곤경에 빠지고 있으며 "동방의 부상, 서방의 쇠퇴" 추세를 명시	최고 지도부 차원의 공식 정세 인식. 개별 학자 견해가 아님
복단대 발전연구원 미국 생활비 분석 [중국 1차] fddi.fudan.edu.cn/ef/2d/c21253a782125/page.htm	2026.06.04	팬데믹 이후 5년간 미국 가구 공공요금 누적 41% 상승(전기 32%·수도 43%·가스 60%), 약 17%가 월 전기요금을 제때 못 냄. 트럼프 인플레이 대응 지지율 30%	중국이 미국의 생활비 취약점을 정밀 추적하고 있다는 증거

■ 무차별 보복이 아니라 선거 지형을 계산한 선별 타격이며 그 자체가 목표를 드러냄

- 중국의 보복이 선거 지형을 겨냥한다는 판단에는 미국 정부 자신이 만든 선례가 있음
- 트럼프 대통령은 2018년 9월 유엔 안보리에서 중국의 중간선거 개입을 주장. 당시 미 정부 관계자가 제시한 구체적 사례가 대통령을 지지한 주와 지역구의 농민, 노동자에게 고통을 주는 것이었음
- 무역 보복을 선거 개입으로 규정한 것은 미국 정부. 2026년의 구도는 그 선례의 반복이며 규모는 더 큼. NDSU 연구 기준 손실이 트럼프 1기 무역분쟁 첫해를 크게 상회함

표적 선정의 정밀성 — 확인된 사실

항목	확인된 사실	선거 관련성
농산물 수출 손실	2025년 3월~2026년 2월 연율 149억 달러 감소. 대두가 손실의 절반	아이오와 12억 달러 최대 노출. 캘리포니아·일리노이 유사 규모
구매 재개의 성격	USDA 연간 목표의 5%. 최근 25년 중 다섯 번째로 부진한 출발	완전 중단이 아니라 속도 조절. 협상 지렛대를 유지하는 방식
희토류 만료 시점	11월 10일. 유에 미연장 시 자동 재개	선거 11월 3일 직후. 레버리지가 선거 뒤에 복원되는 배열
정보수집 대상화	중국 관리들이 접촉 목적으로 중간선거가 대중정책을 어떻게 바꿀지 평가를 명시	선거를 정책 변수로 직접 추적하고 있다는 근거
영향력 공작 정황	330개 이상 비진성 계정이 반미 음모론 유포. 홍콩 기반 또는 중국 앱 경유, 중국 업무시간대 집중	여론 총위의 개입 정황. 다만 효과는 계량되지 않음

11월 첫 2주의 일정 배열

일자	사건	내용
11.03	미국 중간선거	하원 435석 전원, 상원 35석, 주지사 39석
11.10	희토류 수출통제 유에 만료	미연장 시 자동 재개. IEA 추정 연 6.5조 달러 생산활동 노출
11.18	APEC 정상회의 · 선전	우신보가 대담에서 트럼프의 참석 가능성을 직접 언급

자료: NDSU, Agri-Pulse, China Briefing, Bloomberg, Brennan Center-FDD, DS투자증권 리서치센터

이란 지원1 : 석유 — 가장 확실하게 입증된 경로

2026년 하반기전망: 순환주기론
02. 중국 — 표적은 트럼프의 정치기반

■ 미 재무부 제재 문서로 확인됨. 이란 석유 수출의 약 90%를 중국이 구매하며 그 수익이 무기 프로그램으로 이동

- 재무부는 4월 28일 경보에서 중국이 이란 석유 수출의 약 90%를 구매하며 대부분이 산동성 티팟 정유사라고 명시하고 이 수입은 최종적으로 이란 정권과 그 무기 프로그램, 그리고 군에 이익이 된다고 적음
- 4월 24일에는 중국 2위 티팟 정유사 형리석유화학(다렌)을 제재하면서 이 회사가 이란 무장군 총참모부 산하 석유판매 조직을 통해 2023년부터 원유를 받아 이란 군에 수익 달러 수익을 창출했다고 지목했고 그림자 선단 선박과 해운사 약 40곳을 동시 제재했음

이란 석유 수출 중 중국 비중

90%

대부분 산동성 티팟 정유사

3월 대중국 이란산 원유

180만 b/d

Vortexa 기준 사상 최고

해상 부유 채고

1.55억 배럴

Kpler 추정. 중국 두 달치 이상

7월 수입 (봉쇄 효과)

55.6만 b/d

2023년 1월 이후 최저

제재와 중국의 대응 — 순응과 저항의 이중 신호

일자	주체	내용
04.24	미 재무부	형리석유화학(다렌) 제재. 그림자 선단 선박·해운사 약 40곳 동시 제재. 3척만으로 이란산 원유 500만 배럴 이상 운송
04.28	미 재무부	티팟 정유사 경보 발령. 이란 석유 수출 약 90%가 중국행이며 수익이 무기 프로그램과 군으로 간다고 명시
05.01	미 국무부	중국 석유테미널 운영사 칭다오 하이에 제재. 물류 전 단계로 압박 확대
05.01~02	중국 금융감독총국	은행에 제재 대상 정유사 5곳 신규 대출 중단 지시 — 사실상 순응
05.01~02	중국 상무부	반외국제재법상 차단규칙을 사상 처음 발동. 기업·은행에 미국 제재를 인정·집행·준수하지 말라고 명령 — 저항
07.15	미 재무부	누적 200곳 이상 제재. 제재 강도가 계속 오르는데도 거래가 지속

자료: 미 재무부·국무부 보도자료, NYT, DS투자증권 리서치센터

이란 지원2 : 무기와 정보 — 입증 수준을 등급으로 구분해야 함

- 완제품 무기의 대량 공급은 확정 증거가 없음. 반면 미사일 연료 원료와 조달망은 제재 문서에 기업명까지 명시됐음
- 중국의 이란 지원은 층위별로 입증 수준이 크게 다름. 완제품 무기의 대량 공급은 확정 증거가 공개되지 않았으나 미사일 연료 원료와 조달망은 선박추적, 유출문서, 제재문서로 뒷받침됨
- 인용할 때 등급을 함께 표기해야 함. 익명 정보평가와 정부 제재문서를 같은 무게로 다루면 논지 전체의 신뢰도가 떨어짐

지원 유형별 입증 수준

입증	유형	핵심 내용	근거의 성격
★★★	미사일 연료 원료	가오란항 출항 5척의 과염소산나트륨이 이론상 탄도미사일 785발분. 하원 중국특위는 2025년 9월 이후 누적 2,000톤(약 500발분)을 지적하며 유엔 제재 위반이라고 규정	선박추적 + 유출 문서 + 의회 서한. 복수 경로 교차확인
★★☆	MANPADS 조달망	이란 CITC 대표가 중국 소재 Yushita Shanghai를 통해 휴대용 대공미사일 조달 시도. 6월 10일 추가 지정에서 Liu Boyu가 홍콩 등록 Mustad Limited 단독 이사로 적시	국무부·재무부 제재 문서에 기업명, 개인명 명시, 직접 열람 확인
★★☆	위성, 지리정보	Earth Eye 제작 0.5m급 TEE-01B가 이란에 제공되어 정찰→타격→피해평가 킬체인이 작동. 국무부가 창광·MizarVision·Earth Eye 제재	FT 유출문서 + 제재 문서 이중 확인. 중국은 부인
★☆☆	레이더, 완제품	X밴드 레이더와 JY-27A 4기 제공 검토, HQ-9B 방공과 J-10B 전투기 협상설	DIA 익명 평가 또는 지역매체. 실제 이전 미확인이므로 인용 시 명기

자료: 미 국무부·재무부 제재 문서 직접 열람, The Telegraph, Iran International, FT, CNN, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
The Telegraph 단독 — 탄도미사일 연료 원료 선적 telegraph.co.uk/world-news/2026/04/03/china-delivers-missile-fuel-chemicals-to-iran	2026.04.03	가오란항 출항 5척의 과염소산나트륨이 이론상 탄도미사일 785발분. 2025년 1~2월 IRISL 선박이 약 1,000톤을 운송(미사일 200~260발분 추정)	이란의 미사일 재고 보충이 곧 전쟁 장기화. 유가 고착 요인
미 국무부 팩트시트 — 조달망 기업명 명시 state.gov/releases/office-of-the-spokesperson/2026/06/disrupting-irans-weapons-procurement-fact-sheet	2026.06.10	이란 CITC 대표 Sajjad Ahadzadeh가 중국 소재 Yushita Shanghai를 통해 MANPADS 조달 시도. Yushita는 5월 8일 재무부 지정. 6월 10일 추가 지정에서 Liu Boyu가 홍콩 등록 Mustad Limited의 단독 이사로 적시 [원문 대조로 소재지 정정]	기업명, 개인명까지 명시된 유일한 무기 항목. 입증 수준 최상
Financial Times 단독 — 정찰위성 TEE-01B ft.com/content/1fddd2cd-1294-4e9c-a17d-5ea06b399355	2026.04.15	중국 Earth Eye사 제작 0.5m급 위성이 이란에 제공되어 정찰→타격→피해평가의 킬체인이 작동. 지상국은 Emposat이 담당하며 미 의회는 이를 인민해방군과 연결지어 평가	이란 미사일 정확도 향상의 배경. 미군 피해 확대가 정치 쟁점을 키움

■ 이란 영향력을 활용한 고금리 유도가 실제 가격으로 작동하고 있음

- 세 축의 연결이 여기서 완성됨
- 중국의 이란 지원이 전쟁을 지탱하고 전쟁이 호르무즈를 막고 유가가 오르고 휘발유 가격이 생활비 쟁점이 됨. 그 쟁점이 선거를 통해 정치 압력으로 전환되며 동시에 중동 에너지 비용이 연준의 인하 여력을 제약함
- 각 단계는 개별 뉴스로는 무관해 보이지만 하나의 회로를 이룸. 중요한 것은 어느 단계에서도 중국이 미국 AI 산업을 겨냥했다는 문장으로 직접 연결되지 않는다는 점임
- Foreign Affairs는 미군이 중동에 묶이면서 중국이 동아시아에서 더 자유로운 손을 갖게 되었고 미국이 군사·정치 자본을 소모하는 동안 시진핑이 상당한 레버리지를 갖고 정상회담에 임하게 되었다고 평가했음
- 전쟁 지속 자체가 중국의 전략적 자산이라면 종전 유인은 약함

휘발유, 유가 경로

시점	가격	내용
개전 (2월 28일)	\$2.98	전국 평균 휘발유. 미국·이스라엘의 대이란 공습으로 개전
5월	\$4.50 초과	개전 시점 대비 51% 상승. DCCC가 주유소 가격 광고를 집행한 구간
7월 초	\$3.75	일시 하락. 이슬라마바드 양해각서 체결의 효과
7월 하순	\$4.00 근접	7월 8일 이란의 상선 공격과 미국 재타격으로 정전 붕괴, 교전 재개
유가 (7월 23일)	\$100	호르무즈 해협은 전 세계 원유 약 20%가 통과하는 통로로 사실상 폐쇄

자료: Axios, Fortune, Britannica, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Axios — 이란 전쟁과 유가·휘발유 경로 axios.com/2026/07/19/gas-prices-iran-war-trump-election	2026.07.19	개전 시점 휘발유 갤런당 2.98달러에서 5월 4.50달러 돌파, 7월 초 3.75달러로 내렸다가 교전 재개로 4달러선 재접근. 7월 23일 유가 100달러. 호르무즈 사실상 폐쇄	고금리 환경 유도 경로가 실제 가격으로 작동 중
Foreign Affairs — 이란 전쟁의 대중국 이익 foreignaffairs.com/united-states/iran-war-win-china	2026.05.06	미군이 중동에 묶이면서 중국이 동아시아에서 더 자유로운 손을 갖게 되었고, 미국이 군사·정치 자본을 소모하는 동안 시진핑이 상당한 레버리지를 갖고 정상회담에 임하게 되었다는 평가	전쟁 지속 자체가 중국의 전략적 자산. 종전 유인이 약하다는 뜻
Brookings — 이란 전쟁이 중국의 야망에 주는 이익 brookings.edu/articles/how-the-iran-war-benefits-chinas-global-ambitions	2026.06.08	이란 전쟁이 워싱턴의 대만·아시아 공약 이행 능력에 의문을 제기할 선전 도구를 중국에 제공했고, 세계 리더십을 놓고 결전할 필요가 없다는 베이징의 판단을 재확인시켰다고 평가	대만 변수와 직접 연결

결론 — 지정학적 이슈라 Sticky

- 네 수단의 공통점은 어느 것도 제재나 보복으로 규정되지 않아 미국이 항의할 명분을 잡기 어려움
- 즉 석유 구매는 상업 거래이고 저가 모델은 시장 경쟁이며 조달 악화는 투자자 판단이고 하드웨어 배제는 구매 선택임
- 어느 것도 제재나 보복으로 규정되지 않으며 그것이 이 전략의 설계 원리임. 다만 개입 강도에는 자체 상한이 있음
- Asia Times는 이란산 석유와 호르무즈 안정성이라는 에너지 이익 때문에 이란을 우방으로 유지하되 미국과의 직접 충돌은 피하는 계산된 애매모호함으로 규정했음
- 표면적으로 보면 확전 가능성 제한적일 수 있으나 우리는 국지적 분쟁이 지속될 것으로 전망

네 개의 견제 수단

	수단	작동 방식	검증 결과
①	이란 영향력	간헐적 분쟁 지속으로 유가를 밀어올려 고금리 환경을 유도. 석유 구매와 제재 회피로 전쟁 지속 능력을 지탱	유가 100달러, 호르무즈 사실상 폐쇄
②	저가 LLM 공급	프론티어 모델 수요를 가격으로 잠식. 성능이 상향 평준화되면 차별화가 비용 대비 성능으로 이동	입력 100만 토큰당 0.14달러, 3개 랩이 항구 정책화
③	프론티어랩 조달 악화	미국 AI 순환 구조의 핵심 고리인 자금조달 여건을 압박	채권 주문배수 2월 5배에서 7월 2배 미만
④	하드웨어 시장 배제	중국이 NVIDIA를 사지 않는 방식. 화웨이가 그 자리를 대체하며 국내 컴퓨팅이 250% 늘 수 있다는 추정	NVIDIA 연 140~180억 달러 매출 상실

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
US AI Chip Export Controls Tighten modeldiplomat.com/story/us-ai-chip-export-controls-tighten	2026.07	하드웨어 시장 배제가 추가되며 이 수단은 귀속이 명확하지 않음	중국의 견제 수단이 세 가지가 아니라 네 가지. 이란 영향력, 저가 모델, 프론티어 랩 조달 악화에 하드웨어 시장 배제가 추가됨. 이 수단은 귀속이 명확하지 않다는 코멘트의 지적과도 부합함
NVIDIA의 중국 손실 규모 NVIDIA 공시 및 업계 추정 modeldiplomat.com/story/us-ai-chip-export-controls-tighten	2026	2024년 H20 판매만으로 120억~150억 달러를 창출한 시장을 사실상 상각. 55억 달러 상각과 연간 140억~180억 달러 매출 상실이 추정되며 FY2027 1분기 중국 데이터센터 매출은 전망에 미반영	연 140억~180억 달러는 분기 매출 816억 달러 대비 크지 않으나 성장을 기여분으로는 유의미
중국 자체 공급 능력 업계 집계 및 싱크탱크 추정 introl.com/blog/bis-h200-china-export-policy-ai-overwatch-act-2026	2026.02	화웨이는 2026년 Ascend 910C 60만 개 출하를 계획. 싱크탱크들은 수출 상한 자체가 중국 국내 AI 컴퓨팅을 250% 늘릴 수 있다고 경고	수출 통제가 국내 대체 생산을 촉진하는 역효과가 정량화됨. 19라운드에서 확인한 GLM-5의 Ascend 훈련이 60만 개 출하 계획으로 뒷받침됨

PART 03

03.물가 — 연준이 공식 인정

Fed 위원들이 AI 인프라를 물가 상승 요인으로 언급하기 시작한 점에 주목
이미 언급 단계를 넘어 의사록과 의장 반기보고에 명시된 공식 인식

6월 FOMC 의사록이 AI 인프라를 현재형 물가 압력으로 명시했음

2026년 하반기전망:순환주기론
03.물가—연준이 공식 인정

- 직전 회의까지 AI가 주로 생산성 또는 금융안정 이슈로 다뤄지던 것과 대비되는 분류 변화
 - 6월 16~17일 회의 의사록은 7월 8일 공개
 - 주요 내용으로는 AI 인프라 수요가 기술제품과 전기 가격에 상방 압력을 유지시킬 것이라는 대목임
 - 그 밖에 AI 인프라 관련 수요 급증이 핵심재 가격 압력에 기여했다는 서술, 강한 AI 기업투자가 인플레이션의 지속성을 높일 수 있다는 서술이 함께 나옴
 - 자산가격 논의에서도 중동 분쟁과 견조한 실물지표, 높은 물가지표와 함께 AI 투자가 병렬로 언급됨
 - 정책금리는 3.50~3.75%로 동결되었으나 스태프가 2026년과 2027년 물가 전망을 모두 상향했음

6월 회의의 수치 변화

항목	이전	6월 회의	합의
2026년 물가 전망 중간값	2.7%	3.6%	0.9%p 상향. 지속성을 전제한 조정
점도표 중간값	3.4%	3.8%	고금리 장기화를 시사
정책금리	3.50~3.75%	동결	동결이나 의사록상 일부 참석자는 인상을 주장
2026년 중 인상 예상 위원	—	18명 중 9명	절반이 최소 1회 인상을 예상. 그중 6명은 두 차례

자료: Federal Reserve FOMC Minutes(2026.6.17) 직접 열람, Kiplinger, Crypto Briefing, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
FOMC 의사록 6월 16~17일 회의 federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20260617.htm	2026.06.17	AI 인프라 수요 급증이 핵심재 가격 압력에 기여했고, 지속되는 AI 인프라 수요가 기술제품과 전기 가격에 상방 압력을 유지시킬 것이라는 취지 명시	AI가 생산성·금융안정 이슈에서 현재형 물가 압력으로 분류 변경
6월 SEP 및 점도표 Kiplinger kiplinger.com/investing/economy/june-cpi-preview-dont-let-a-negative-headline-fool-you	2026.07	18명 중 9명이 2026년 중 최소 1회 인상 예상. 2026년 물가 전망 중간값 2.7%→3.6%, 점도표 3.4%→3.8% 상향. 정책금리 3.50~3.75% 동결	물가 경로가 이미 금리 전망에 반영. 인하 사이클 진입이 지연
Crypto Briefing — 의사록의 AI 수요 위험 정리 cryptobriefing.com/fed-ai-demand-inflation-risk-minutes	2026.07.08	6월 회의에서 일부 참석자가 인상을 주장했다는 의사록 내용. AI 수요가 인플레이션 위험 항목으로 별도 정리됨	소수 의견이 아니라 회의 안건으로 다뤄졌다는 근거

워시 의장이 물가를 목표 위에 붙드는 세 가지 힘을 지목

2026년 하반기전망:순환주기론
03.물가 — 연준이 공식 인정

■ AI 인프라 수요가 관세와 중동 에너지 비용과 나란히 배치되었음

- 워시 의장은 7월 14일 의회 반기보고에서 통화정책이 갈림길에 있다고 규정하면서 물가를 2% 목표 위에 붙들어 두는 세 가지 힘으로 2025년 관세, 중동 에너지 비용, AI 인프라 수요를 지목했음
- 같은 증언에서 FOMC가 지속적으로 높은 물가를 용인할 뜻이 없다고 강조했다
- 그는 5월 22일 취임했고 장기적으로는 AI가 효율성을 높여 물가를 낮출 것이라는 입장이지만 7월 1일 발언에서 AI 투자가 현재 수요를 밀어올리고 있다는 점은 인정
- 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 7월 9일 AI 투자 수요가 자신의 최우선 인플레이션 우려 사항이라고 밝히고 전기, 반도체 가격 상승 우려를 함께 언급했음
- 이어 수요와 공급의 불균형이 지속적 물가 충격을 만든다면 그때는 이를 무시하고 넘어갈 상황이 아니라고 발언했음
- 금리 동결을 지지해온 인물의 발언이라는 점에서 특정 시나리오에서 인상을 지지할 수 있음을 시사하며 그는 판단 기준으로 하반기 월간 코어 PCE 0.2%를 제시했음
- 파월 전 의장도 3월 기자회견에서 데이터센터를 도처에 짓고 있으며 이것이 건설에 투입되는 온갖 재화와 서비스에 압력을 가해 물가를 밀어올리고 있을 것이라고 전함
- 전임 의장부터 이어진 일관된 인식이라는 뜻

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
워시 의장 의회 반기보고 TechTimes 정리 techtimes.com/articles/320507/20260714/stunning-cpi-miss-kills-july-rate-hike-hormuz-puts-september-back-table.htm	2026.07.14	통화정책이 갈림길에 있다고 규정하며 물가를 2% 위에 붙들어 두는 세 힘으로 2025년 관세, 중동 에너지 비용, AI 인프라 수요를 지목. FOMC가 높은 물가를 용인할 뜻이 없다고 강조	의장이 AI 인프라를 물가 3대 요인으로 공식 지목. 최상위 근거
윌리엄스 뉴욕 연은 총재 Fortune fortune.com/2026/07/09/federal-reserve-john-williams-says-ai-is-now-his-main-inflation-concern	2026.07.09	AI 투자 수요가 자신의 최우선 인플레이션 우려. 수요-공급 불균형이 지속적 충격을 만든다면 무시하고 넘어갈 상황이 아니라고 발언. 판단 기준으로 하반기 월간 코어 PCE 0.2% 제시	동결 지지 인물의 발언. 특정 시나리오에서 인상 지지 가능성
파월 전 의장 FOMC 기자회견 Fortune fortune.com/2026/03/19/jerome-powell-ai-data-centers-causing-inflation-electricity-bills-affordability	2026.03.19	데이터센터를 도처에 짓고 있으며 건설에 투입되는 온갖 재화·서비스에 압력을 가해 물가를 밀어올리고 있을 것. AI가 단기적으로 중립금리를 높인다는 취지	전임 의장부터 이어진 일관된 인식. 일시적 견해가 아님
바 이사·윌러 이사 발언 TechTimes techtimes.com/articles/320237/20260712/fed-ai-panel-lead-has-90b-invested-technology-hell-judging.htm	2026.07.12	마이클 바 이사는 AI 붐이 정책금리 인하의 근거가 되기 어렵다고 언급. 크리스토퍼 윌러 이사는 코어 물가가 한 번 더 높게 나오면 근시일 긴축을 검토해야 한다고 발언	이사회 내에서도 인하 저항이 확산. 인하 기대의 근거가 약함

전달 경로는 세 갈래이며 지속기간이 다름

2026년 하반기전망:순환주기론
03.물가 — 연준이 공식 인정

- 반도체·메모리, 전기요금, 건설·설비·노동 — 세 경로 모두 공급 제약형임
 - 세 경로의 지속기간 차이가 실무적으로 가장 중요함
 - 반도체 가격은 정점을 찍고 내려갈 수 있지만 시발 전력 수요가 유틸리티 비용을 밀어올리는 효과는 2028년 또는 그 이후까지 지속될 전망
 - 즉 캐팩스 조절이 시작되어도 전기요금 경로는 남으며 이것이 물가 압력이 조절과 무관하게 유지되는 이유

세 전달 경로의 비교

경로	확인된 사실	지속기간	함의
① 반도체·메모리 → 소비재	일부 메모리 가격이 2024년부터 2026년 말까지 최대 400% 상승. Apple이 노트북, 아이패드를 15~25% 인상하며 AI 데이터센터 메모리 수요를 사유로 명시. Microsoft Xbox 100달러 인상, 소니, Dell, HP 동반 인상	Capex 수요에 따라 길 수도, 짧을 수도	국내 메모리 기업에는 매출, 하이퍼스케일러에는 원가
② 전기요금	5월 전기요금이 전년대비 5.9%로 전체 물가 4.2%를 상회. 2025년 평균 소매 전기요금 7.1% 상승. 워싱턴DC 26.3%, 펜실베이니아 18.9%. 데이터센터 밀집지 도매는 5년간 최대 267% 상승	길 수 있음 — 2028년 이후까지	캐팩스 조절이 시작되어도 시차를 두고 남는 경로
③ 건설, 설비, 노동	JLL 기준 MW당 건설비가 2020년 770만 달러에서 2025년 1,070만 달러로 연평균 7% 상승하고 2026년 6% 추가 상승 전망. 전력 장비 가격은 60~95% 상승, 대형 필지 토지 가격은 전년대비 23% 상승	중간 수준 — 병목 해소에 연동	병목이 해소되지 않는 한 계속 작동

자료: PBS/AP, Fast Company, BLS, EIA, EESI, JLL(Build.inc 인용), DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Fast Company — JP모건 메모리 가격 추정 fastcompany.com/91572617/massive-ai-spending-driving-up-prices-laptops-electricity-as-fed-watches-closely	2026.07	일부 컴퓨터 메모리 반도체 가격이 2024년부터 2026년 말까지 최대 400% 상승 전망. Evercore ISI는 AI발 비용 압력의 소비자물가 전이가 아직 초기 단계라고 평가	국내 메모리 기업에는 매출, 하이퍼스케일러에는 원가. 같은 사실의 양면
PBS/AP — AI발 메모리 가격의 소비재 전이 pbs.org/newshour/economy/massive-data-center-buildout-poses-latest-inflation-threat-for-consumers	2026.07.14	Apple이 노트북·아이패드를 15~25% 인상하며 AI 데이터센터 메모리 수요를 사유로 명시. Microsoft Xbox 100달러 인상, 소니·Dell·HP 동반 인상	데이터센터 투자가 소비자물가로 번지는 경로가 실물로 확인
JLL (Build.inc 인용) — 데이터센터 건설비 build.inc/insights/data-center-construction-labor-shortage-2026	2026.05.12	MW당 건설비가 2020년 770만 달러에서 2025년 1,070만 달러로 연평균 7% 상승. 2026년 6% 추가 상승 전망. 2025~2030년 97GW 증설에 최대 3조 달러	건설 단계에서도 가격 요인이 금액을 부풀림

전기요금 — 전국 평균이 아니라 지역 편차가 문제임

2026년 하반기전망: 순환주기론
03. 물가 — 연준이 공식 인정

■ 이 경로가 선거 쟁점과 직결되는 지점임

- EESI 집계로 전국 kWh당 요금은 2019년 약 13센트에서 2025년 말 19센트로 27% 올랐고 2025년 주거용 요금은 11.5% 상승해 물가를 상회했음
- 2030년까지 2025년 대비 최대 40% 추가 상승이 전망됨
- 더 중요한 수치는 2025년 유틸리티가 접수한 데이터센터 계통연계 요청이 최소 700GW로 2023년 미국 전체 전력 소비 477GW를 초과한다는 것임
- 요청 물량이 전체 소비를 넘는다는 것은 물리적으로 실현 불가능하다는 뜻이며 지연이 이미 예정되어 있음을 보여줌. 아직 청구서에 반영되지 않은 물량도 큼
- 2025년 유틸리티 요금인상 신청이 310억 달러로 사상 최대이며 전년의 두 배를 넘는데 상당수가 승인되었으나 절반 가까이가 2026년에도 계류 중임
- 미국인 약 8,000만 명이 공공요금 납부에 어려움을 겪고 있다는 추정이 있고, 중국 복단대 발전연구원은 팬데믹 이후 5년간 미국 가구 공공요금이 누적 41% 상승했고 약 17%의 가구가 월 전기요금을 제때 내지 못한다고 정리했음
- 글로벌IB는 소비자 전기요금이 2026~2027년 6%, 2028년 3% 상승하며 코어 인플레이션 기여도가 연 0.1%p일 것으로 전망하고, 부담이 저소득층과 데이터센터 밀집 지역에 집중된다고 지적

2025년 전국 평균 소매요금

+7.1%

EIA. 2026년에도 상승 지속 전망

워싱턴 DC

+26.3%

지역 편차 최대

펜실베이니아

+18.9%

PJM 권역

데이터센터 밀집지 도매

+267%

2020~2025년 최대 상승폭

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
BLS CPI · EIA — 전기요금 지역 편차 bls.gov/cpi	—	5월 전기요금 전년비 5.9%로 전체 물가 4.2% 상회. 2025년 평균 소매 전기요금 7.1% 상승. 워싱턴DC 26.3%, 펜실베이니아 18.9%, 로드아일랜드 16.3%	전국 평균이 아니라 지역 편차가 정치 쟁점화의 실제 동력
EESI — 데이터센터 밀집지 전력비 eesi.org/articles/view/data-center-power-demands-are-contributing-to-higher-energy-bills	—	2019년 kWh당 13센트에서 2025년 말 19센트로 27% 상승. 2025년 계통연계 요청이 최소 700GW로 2023년 미국 전체 소비 477GW를 초과. 2030년까지 최대 40% 추가 상승 전망	요청 물량이 전체 소비를 넘는다는 것은 물리적으로 실현 불가
골드만삭스 전기요금 전망 인용 보도 aol.com/finance/middle-class-americans-paying-data-121200519.html	—	소비자 전기요금이 2026~2027년 6%, 2028년 3% 상승 전망. 코어 인플레 기여도 연 0.1%p. 부담이 저소득층과 데이터센터 밀집 지역에 집중	캐פק스 조절이 시작되어도 전기요금 경로는 2028년까지 시차를 두고 남음
AP — 요금인상 신청 규모와 미납 가구 aol.com/articles/voters-anger-over-high-electricity-050526352.html	2025.11	2025년 유틸리티 요금인상 신청이 310억 달러로 사상 최대이며 전년의 두 배 이상. 미국인 약 8,000만 명이 공공요금 납부에 어려움	아직 청구서에 반영되지 않은 물량이 큼. 압력이 시차를 두고 지속

이 매커니즘은 순환적이 아니라 구조적이어서 Sticky

- 금리를 올려 수요를 눌러도 해소되지 않는다는 점이 통화정책의 딜레마를 만들
 - 업계도 이 위험을 인식하고 선제 대응에 나서고 있음
 - Anthropic은 2월 자사 데이터센터가 전기요금을 올리지 않도록 하겠다는 약속을 내놓았고 3월에는 주요 AI 기업들이 요금 납부자 보호 서약을 확보했으며 복수의 주와는 PJM 관할 구역 내 신규 발전소 자금을 테크 기업이 부담하도록 하는 협약을 체결했음
 - 업계의 선제 대응 자체가 리스크 인식의 방증임

순환적 압력과 구조적 압력의 구분

구분	순환적 물가 압력이라면	그러나 실제 구조는
작동 경로	금리 인상 → 수요 위축 → 가격 하락	금리 인상 → 조달비용 상승 → 그러나 이미 약정된 캐פק스는 집행
정책 대응	대응이 명확하고 시차도 예측 가능	변압기 최대 60개월, 터빈 243주, 계통연계 4~7년은 금리와 무관
연준의 선택	look through 할 수 있는 성격	수요를 눌러도 공급이 늘지 않으므로 가격이 유지됨
해법	통화정책으로 해소	캐팩스 자체의 조절이 유일한 해법이 되는 구조

자료: TechTimes, Wood Mackenzie, Sightline Climate, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
TechTimes — 통화정책만으로 해소되지 않는 구조 techtimes.com/articles/320637/20260715/back-back-inflation-surprise-collapse-july-rate-hike-odds-war-threatens-reversal.htm	2026.07.15	세 경로 모두 공급 제약형이라 통화정책만으로는 해소되지 않으며 결국 캐팩스 자체의 조절이 유일한 해법이 되는 구조라고 정리	우리의 의견과 외부 분석이 동일하게 도출
Anthropic — 전기요금 보호 서약 anthropic.com/news/covering-electricity-price-increases	2026.02.11	자사 데이터센터가 전기요금을 올리지 않도록 하겠다는 약속. 3월 주요 AI 기업들의 Ratepayer Protection Pledge 확보, 복수 주와 신규 발전소 자금을 테크기업이 부담하는 협약 체결	업계의 선제 대응 자체가 리스크 인식의 방증
Fortune — 전기기술자 부족 fortune.com/2026/03/02/ai-data-centers-electrician-shortage-gen-z-training-careers	2026.03.02	데이터센터 건설에 필요한 전기기술자가 크게 부족. 현장 규모가 과거 피크 750명에서 2026년 초 4,000~5,000명으로 확대되며 인력 부족 심화	2024~2025년 계약 물량이 2026년 하반기 착공에 들어가며 병목 심화

PART 04

04.중간선거 – 민주당의 정치 논리

민주당이 이란 군사 개입, 데이터센터발 환경 오염, 전기요금을 주요 쟁점으로 활용할 가능성 높음.

검증 결과 세 쟁점 모두 형성되었음. 다만 그 동기는 민생 해결이 아니라 여당 공격이며 이 구분이 지속성을 결정함.

민주당에게 데이터센터는 민생 의제가 아니라 정치 수단임

- 해결이 목적이면 법안 통과를 노리지만 공격이 목적이면 표결 기록을 노린다 — 실제 전술은 후자
 - 민주당의 행태를 민생 대응으로 읽으면 하반기 전망을 잘못 짚음. 민생 해결이 목적이라면 초당적 합의를 만들어 법안을 통과시키는 것이 합리적. 그런데 실제로 관찰되는 전술은 정반대
 - 전쟁권한결의는 3~4월 하원에서 두 차례 표결이 무산된 뒤 유사 결의안을 연속 제출하는 방식으로 전환되었고 더힐은 그 목적이 통과 자체보다 장시간 본회의 토론을 강제하고 공화당 의원들의 표를 기록에 남기는 것이라고 정리했음
 - 상원에서는 5건의 결의를 제출하고 청문회가 열리면 매일 표결과 토론을 강제할 수 있다고 예고하면서 의사일정 중단을 시사했음. 통과가 아니라 기록과 시간이 목표라는 뜻임

두 가지 동기의 구분 — 어느 쪽인지가 하반기 지속성을 결정함

구분	민생 해결이 목적이라면	정치 공격이 목적이라면 (관찰된 행태)
입법 전략	초당적 합의로 통과 가능한 법안을 설계	통과 불가능한 결의를 반복 제출해 표결 기록을 축적
NDAА 표결	국방예산은 초당적으로 처리하고 이란 조항만 분리 대응	민주당 205명이 조직적 반대. 216대 212로 가까스로 통과
메시지 구성	요금 인하 대책과 재원을 함께 제시	전기요금을 새로운 계란값으로 표현하고 지속 상기 장치로 규정
광고 집행	정책 설명 중심	DCCC가 휘발유 4달러 돌파 시점에 주유소 가격 광고 집행
쟁점 수명	해결되면 종료	11월까지 계속 살려두는 설계. 선거 이후에도 재활용 가능

자료: The Hill, Fox News, MS NOW, DCCC 관련 보도, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
The Hill — 반복 표결 전술 thehill.com/homenews/house/5846206-democrats-iran-war-powers-votes	2026.04.24	통과 자체보다 장시간 본회의 토론을 강제하고 공화당 의원 표를 기록에 남기는 것이 목적. 3~4월 두 차례 무산 후 유사 결의안 연속 제출로 전환	선거까지 이슈를 계속 살려두는 설계. 단발성 쟁점이 아님
MS NOW — NDAА 하원 표결 ms.now/news/democrats-annual-defense-bill-vote-trump-iran-war	2026.07.22	통상 초당적으로 통과되는 국방수권법안이 216대 212로 통과. 반대는 공화 7명·민주 205명. 민주당의 조직적 반대는 이례적이며 사실상 이란 전쟁 표결로 전환	이란 전쟁이 정당 대결 쟁점으로 확정. 선거 프레임 고정

이란 전쟁 — NDAA 표결로 정당 대결 쟁점이 확정되었음

2026년 하반기전망:순환주기론
04.중간선거 — 민주당의 정치 논리

- 통상 초당적으로 통과되는 국방수권법안에 민주당 205명이 반대표를 던진 것은 이례적임
 - 민주당이 국방수권법에 조직적으로 반대표를 던진 것은 이례적이며 사실상 이란 전쟁에 대한 표결로 전환된 것임. 상원에서는 민주당이 이 법안을 저지했음
 - 같은 달 하원 전쟁권한결의 표결에서는 공화당 4명이 이탈해 찬성했고 대통령은 이들을 비애국적이라고 비판했음. 여당 내부 균열이 시작되었다는 뜻임
 - 전쟁의 실제 비용도 누적되고 있음. 미군은 7월 중순 이후 12일 연속 이란 타격을 이어가고 있으며 7월 22일 도버 공군기지에서 전사자 유해 봉송식이 열림
 - 개전은 2월 28일이고 4월 8일 파키스탄 중재로 2주 정전, 6월 이슬라마바드 양해각서를 거쳤으나 7월 8일 이란의 상선 공격과 미국의 재타격으로 정전이 붕괴했음
 - 두 차례 정전이 모두 무너졌으므로 장기화 전제가 합리적

하원 NDAA 표결 (7월 22일) 216 : 212 통상 초당적 법안이 4표 차로 통과	반대 구성 민주 205 공화 7명 포함 총 212명 반대	찬성 구성 공화 209 민주 6명·무소속 1명 포함 216명	승인 국방예산 \$1.15조 국방부를 전쟁부로 개칭하는 내용 포함
--	--	--	---

여론 지표

조사	결과	함의
Fox News (2026년 7월)	지지 34% / 부정 66%	트럼프의 이란 대응에 대한 평가
메릴랜드대 Critical Issues Poll	즉시 종전 52%	민주 76% · 무당층 65% · 공화 23%. 무당층이 종전 지지
MAGA 지지층 (4월)	약 절반이 전환 의향	중간선거에서 민주당 후보 지지로 전환하겠다고 응답

자료: Fox News, 메릴랜드대, The Bulwark, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
MS NOW — NDAA 하원 표결 ms.now/news/democrats-annual-defense-bill-vote-trump-iran-war	2026.07.22	통상 초당적으로 통과되는 국방수권법안이 216대 212로 통과. 반대는 공화 7명·민주 205명. 민주당의 조직적 반대는 이례적이며 사실상 이란 전쟁 표결로 전환	이란 전쟁이 정당 대결 쟁점으로 확정. 선거 프레임 고정
Fox News — 공화당 이탈 표결 foxnews.com/politics/4-house-republicans-rebel-against-trump-vote-dems-block-iran-war-powers	2026.07.24	하원 전쟁권한결의에서 공화당 4명이 이탈해 찬성. 미군은 7월 중순 이후 12일 연속 이란 타격을 이어가며 4월 기준 전사자 13명, 부상자 수백 명	여당 내부 균열. 전쟁 지속의 정치적 비용이 상승
The Bulwark — 이란 대응 여론 종합 thebulwark.com/p/whats-more-unpopular-than-starting-war-iran-hormuz-booming-energy-oil-crude-prices-trump-houthis-poll-midterms-democrats-congress-gop	2026.07.23	트럼프의 이란 대응 지지 34%/부정 66%. 즉시 종전 52%(민주 76%·무당층 65%·공화 23%). MAGA 지지층의 약 절반이 중간선거에서 민주당 지지로 전환하겠다고 응답	무당층 65%가 종전 지지. 전쟁 지속이 선거에 불리

지정학 쟁점이 생활비 쟁점과 하나로 묶였음

- **affordability 프레임과의 결합이 이 쟁점의 파급력을 배가**
 - DCCC(민주당 의회선거 대책위원회) 위원장은 전쟁을 약속 파기로 규정하고 생활비 문제와 연결했음
 - 3월 말 휘발유가 4달러를 돌파한 시점에 DCCC는 주유소 가격 상승을 보여주는 디지털 광고를 집행. DNC(민주당 전국위원회)도 같은 날 관련 메시지를 발송했음
 - 초기 공습에 조심스러운 지지를 표했던 뉴욕 수오지 의원조차 3월 유가 급등 이후 행정부가 경제적 비용을 충분히 계산하지 않았다고 비판
 - 이 프레임의 효율성은 두 가지에서 나옴. 첫째 유가와 전기요금은 유권자가 매주 직접 체감하는 가격이므로 설명이 필요하지 않음
 - 둘째 두 가격 모두 데이터센터라는 하나의 원인으로 연결할 수 있음
 - 이란 전쟁이 유가를 올리고 데이터센터가 전기요금을 올리는데, 전자는 행정부의 군사 결정이고 후자는 행정부가 지원하는 산업 정책임. 민주당은 이 둘을 하나의 문장으로 묶음

affordability 프레임의 구성 요소

소재	체감 가격	데이터센터와의 연결	집행 사례
휘발유·유가	갤런당 2.98 → 4.50달러	이란 전쟁 → 호르무즈 봉쇄 → 유가 100달러	DCCC 주유소 가격 디지털 광고 (3월 말)
전기요금	데이터센터 밀집지 최대 +267%	PJM 용량경매 상승분의 63%가 데이터센터 귀속	진보 슈퍼팩이 요금 3% 인상 광고 집행
수돗물·수질	갈색 물병 시연	냉각수 취수와 배출이 지하수원에 영향	조지아 현지 채취 시료 공개, 주민 영상 배포

자료: Fox News, CNBC, POLITICO, NewsNation, Monitoring Analytics, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Fox News — affordability 프레임과 유가 결합 foxnews.com/politics/democrats-pounce-4-gallon-gas-blame-trumps-iran-war-broken-promise.print	2026.03.31	DCCC가 휘발유 4달러 돌파 시점에 주유소 가격 디지털 광고를 집행하고 추가 집행 예고. DNC도 같은 날 메시지 발송. 스윙 지역 의원조차 경제적 비용을 문제 삼음	지정학 쟁점과 생활비 쟁점이 하나로 묶임. 파급력 배가
POLITICO — 접전지와 데이터센터 yahoo.com/news/politics/articles/most-battleground-house-races-data-20000-0501.html	2026.06.13	대부분의 접전 하원 지역에 데이터센터 건설이 예정. 진보 슈퍼팩이 AI 데이터센터 전력수요로 주민 전기요금이 3% 오를 것이라는 광고 집행. 우호적 현역조차 소비자 보호 단서를 붙임	지역구 단위로 쟁점이 확산. 정당 구분 없이 방어적 태도
NewsNation — 조지아 갈색 물병 시연 newsnationnow.com/us-news/southeast/meta-data-center-georgia-muddy-water	2026.05.24	지역 의원이 직접 채취한 시료를 들고 시연. 메타가 운영하는 데이터센터 인근 지하수원에서 물을 받는 주민 영상이 공개되었고 주민들은 공사 이후 물을 마실 수 없게 되었다고 주장	수질 쟁점의 시각적 상징. 코멘트가 지목한 세 번째 쟁점의 형성

전기요금은 가설이 아니라 이미 결과로 검증된 전술임

2026년 하반기전망:순환주기론
04.중간선거 — 민주당의 정치 논리

- 2025년 11월 선거에서 확인되었고 코멘트의 당파 귀속만 수정됨
 - 2026년에는 후보 단위로 집행이 확산되었음. 오하이오 상원 후보 셰러드 브라운은 7월에 데이터센터 반대 광고 2편을 집행했고 메시지는 대기업이 전력망을 게임처럼 다루며 데이터센터에 에너지를 쏟아붓아 요금을 올린다는 것이었음
 - 2024년 3.6%p 차로 패했던 인물이 이번에는 데이터센터 반대를 캠페인 전면에 놓았음
 - 헤일리 스티븐스 의원은 Stop Unfair Electricity Prices Act를 발의했고 샌더스 계열 하원 후보는 첫 캠페인 광고를 데이터센터 저지로 구성했음
 - 미시간 주지사 선거에서 국무장관 물 사용과 에너지 비용 규제를 요구, 조지아 주지사 선거에서는 부지사가 부친 회사의 데이터센터 개발 연루로 공격 광고를 받고 있음
 - 다만 대통령도 데이터센터를 짓는 대형 기술기업이 자기 몫을 부담해야 한다고 언급했고 에너지장관은 농촌 지역 주민들이 이미 화가 나 있다고 말했음
 - 텍사스 농업담당관은 물과 전력 부담을 이유로 신규 하이퍼스케일 데이터센터의 임시 유예를 공개 요구. 반대로 펜실베이니아 주지사는 민주당 소속이면서 개발 지지함

2025년 11월 선거의 검증 결과

선거	결과	내용
뉴저지 주지사	전기요금이 핵심 쟁점	민주당 대변인이 전기요금을 새로운 계란값으로 표현
버지니아 주지사	데이터센터 밀집지 쟁점화	데이터센터 골목으로 불리는 지역에서 요금이 선거 이슈로 작동
조지아 공익사업규제위	현직 공화당 2명 낙선	규제위원 선거에서 요금 인상이 직접 심판 대상이 됨

자료: Brookings(2026.3.20), The Hill, AP, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
Brookings — 2025년 선거에서 검증된 전기요금 전술 brookings.edu/articles/how-rising-electric-rates-could-affect-the-2026-midterms	2026.03.20	뉴저지·버지니아 주지사 선거에서 전기요금이 핵심 쟁점. 조지아에서는 주 공익사업규제위 현직 공화당 2명이 낙선	가설이 아니라 이미 결과로 검증된 전술. 2026년 확대 적용
Washington Examiner — 오하이오 상원 캠페인 washingtosexaminer.com/news/campaigns/congressional/4655279/sherrod-brown-courts-anti-data-center-voters-latest-ohio-senate-ad	2026.07.21	셰러드 브라운이 7월에 데이터센터 반대 광고 2편을 집행. 대기업이 전력망을 게임처럼 다루며 요금을 올린다는 메시지. 2024년 3.6%p 차 패배 후 데이터센터 반대를 전면에 배치	개별 후보 캠페인의 핵심 소재로 격상. 접전지에서 실제 집행
The Hill — "전기요금은 새로운 계란값" thehill.com/policy/energy-environment/5602960-democrats-electricity-prices-power-bills-2026-midterms	2025.11.13	민주당 대변인이 전기요금을 새로운 계란값으로 표현. DCCC는 오르는 에너지 요금이 유권자에게 지속 상기되는 장치라며 2026년에도 계속 다루겠다고 밝힘	캠페인 메시지로 공식 채택. 일회성 이슈가 아님

데이터센터 반대 운동이 정치 쟁점의 물적 토대

- 분기 1,300억 달러가 차단되고 반대 단체가 두 배로 늘었으며 전국 동시 집회로 조직화되었음
 - Data Center Watch 1분기 보고서에서 어떤 경우에는 프로젝트 정식으로 접수도 전에 데이터센터가 들어온다는 소문만으로 조직적 저항이 촉발되었다고 언급
 - 14개 주에서 주 단위 모라토리엄이 발의되었고 최소 15개 주에서 카운티, 시, 부족 단위 임시 유예가 통과되었음
 - 반대가 농촌에서 대도시로 확산된 것도 중요함. 덴버 시의회는 5월 19일 신규 데이터센터 용도지역 허가에 1년 유예를 만장일치로 의결했음
 - 농촌 카운티나 정치 기반이 약한 교외가 아니라 콜로라도 주도가 산업을 멈춰 세운 것임
 - 시의회 의장은 18개월 전 900만 달러 세제 혜택을 요청받았을 때 이를 준 것을 후회한다고 공개 발언했음
 - 지자체의 유인 구조가 바뀌고 있다는 뜻이며 유치 경쟁이 악화되면 부지 확보 비용이 오름

2026년 1분기 차단·지연 \$1,300억 최소 75개 프로젝트. 2025년 연간 1,560억	반대 단체 수 396 → 800+ 49개 주로 확산	주 데이터센터 법안 300건+ 2026년 첫 6주 만에 제출	전국 동시 집회 125개 지역 HumansFirst 조직. 11월 선거를 목표로 명시
--	---	--	--

인센티브 철회와 과세 전환

주	조치	내용
버지니아	전력세 신규 도입	7월 1일부터 kWh당 1.1센트 데이터센터 전력세 — 전국 최초. 주 상원 16억 달러 규모 세제혜택 폐지 예산안 통과
애리조나 · 일리노이	세제 인센티브 중단	각각 6월 13일과 7월 1일 시행
연방	모라토리엄 법안 발의	샌더스 의원이 3월 25일 AI Data Center Moratorium Act 발의, 오카시오큐르테스 의원이 6월 24일 공동발의자 9인과 유사 법안 제출

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Data Center Watch Q1 2026 리포트 datacenterwatch.org/q1-2026	2026	2026년 첫 6주 만에 300건 이상의 주 데이터센터 법안 제출, 14개 주에서 모라토리엄 발의. 프로젝트가 정식 접수되기 전 소문만으로 조직적 저항이 촉발된 사례도 보고	인센티브 중심 정책에서 규제 감독으로의 명확한 전환
Forbes — 1분기 1,300억 달러 차단 forbes.com/sites/robertszczerba/2026/07/22/130-billion-in-ai-data-centers-stalled-the-bottleneck-is-consent	2026.07.22	2026년 1분기에만 지역 반대로 최소 75개 프로젝트, 약 1,300억 달러 규모가 차단·지연. 2025년 연간 1,560억 달러에 근접하는 규모를 3개월 만에 기록	분기 1,300억 달러는 하이퍼스케일러 분기 캐פק스와 같은 자릿수
TechTimes — 125개 지역 동시 집회 techtimes.com/articles/320932/20260718/anti-data-center-protests-hit-125-cities-first-national-mobilization.htm	2026.07.18	HumansFirst가 미국 125개 지역에서 동시 집회를 조직. 이 운동이 980억 달러 규모 프로젝트를 차단한 것으로 집계되며 11월 중간선거를 목표로 명시	전국적으로 조율된 첫 행동. 선거 변수로 편입

접전지와 데이터센터가 지리적으로 겹침

■ 지역구 단위로 쟁점이 확산되면 정당 구분 없이 방어적 태도가 나타남

- POLITICO는 대부분의 접전 하원 지역구에 데이터센터 건설이 예정되어 있다고 정리했음
- 진보 성향 슈퍼팩 Priorities USA는 AI 데이터센터 전력수요로 주민 전기요금이 3% 오를 것이라는 광고를 집행했고 데이터센터에 우호적인 현역 의원들조차 소비자 보호 단서를 붙이고 있다는 것이 POLITICO의 평가
- 하원 에너지상업위 민주당 최고위 인사가 전국 모라토리엄을 지지한 것이 분기점이었고 그가 든 사유는 물 부족 지역에서 물 사용 분석 없이 승인되는 사례, 만성적 소음·광공해, EPA가 데이터센터용 신규 PFAS 화학물질 승인을 신속 처리하려 한다는 점임
- 더빈 상원 원내총무는 데이터센터의 에너지·물 사용 공시를 의무화하고 가정 전기요금이 데이터센터 증가와 함께 어떻게 변했는지 보고하도록 하는 법안을 발의했음

수질 쟁점의 법적·과학적 근거 축적

영역	확인된 사실	함의
무허가 취수 적발	QTS가 2025년 아이오와 시더래피즈 부지에서 무허가 우물 40개 적발되어 카운티가 과징금 추진. 투손 시의회는 아마존 연계 프로젝트를 물·전력 사용을 이유로 만장일치 부결	계량·과금 체계 미비가 반대 운동의 실질 근거
과학적 근거	일부 비수계 냉매에 PFAS가 포함되어 특수 처리가 필요하고 공랭식 불화가스도 PFAS의 일종으로 제거가 어렵다는 UGA 정리	자료가 축적되면 사전 허가 조건으로 전환. 규제로 이어지는 경로
입법 패키지	H.R.6984는 착공 전 위치·자원 소요·환경영향 공개, 제3자 독립 환경분석, 다국어 지역사회 소통, 정부기관과의 비밀유지계약 제한을 요구	비밀유지계약 제한은 인허가 관행 자체를 바꾸는 조항

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
하원 에너지상업위 민주당 — 전국 모라토리엄 지지 democrats-energycommerce.house.gov/media/press-releases/pallone-calls-national-ai-data-center-moratorium-energy-subcommittee-markup	—	물 부족 지역에서 물 사용 분석 없이 승인되는 사례, 만성적 소음·광공해, EPA의 데이터센터용 신규 PFAS 신속 승인 등을 이유로 전국 모라토리엄 지지	위원회 최고위 인사의 지지는 분기점. 연방 차원 쟁점화
WilmerHale — 수질 소송의 첫 금전 회수 wilmerhale.com/en/insights/client-alerts/20260713-data-centers-in-court-the-emerging-wave-of-nuisance-environmental-and-land-use-litigation	2026.07.13	데이터센터가 서버 냉각에 하루 수십만 갤런을 사용하고 순환 과정에서 증발한다는 원고 측 주장. 데이터센터 자회사가 기여를 부인하면서 2,050만 달러에 합의	수질 분야에서 실제 금전 회수가 이뤄진 첫 사례. 소송 리스크 현실화
Congress.gov H.R.6984 congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/6984/text	—	착공 전 위치·자원 소요·환경영향 공개, 제3자 독립 환경분석, 다국어 지역사회 소통, 정부기관과의 비밀유지계약 제한을 요구	비밀유지계약 제한은 인허가 관행 자체를 바꾸는 조항
Durbin 상원 원내총무 — 공시 의무화 법안 durbin.senate.gov/newsroom/press-releases/as-utility-costs-rise-durbin-introduces-new-legislation-to-bring-transparency-to-energy-and-water-consumption-by-data-centers	2026.03.25	Data Center Water and Energy Transparency Act 발의. 데이터센터의 에너지·물 사용 공시를 의무화하고 가정 전기요금이 데이터센터 증가와 함께 어떻게 변했는지 보고하도록 규정	공시가 의무화되면 비용 귀속 논쟁의 근거가 축적

- **쟁점이 해결되지 않고 유지되는 구조이므로 하반기 내내 캐פק스 압력으로 작동함**
 - 세 쟁점의 공통 구조는 데이터센터가 원인으로 지목된다는 점임. 이란 전쟁은 유가를 통해, 전기요금은 용량경매를 통해, 수질은 냉각수를 통해 연결됨
 - 그리고 각 연결에는 독립 감시자나 정부 문서의 뒷받침이 있음
 - PJM 독립 시장감시자는 최근 경매 비용 164억 달러 중 63억 달러를 데이터센터에 귀속. 최근 4회 경매 총 636억 달러 중 거의 절반이 데이터센터 관련이라고 집계
 - 정치 쟁점의 근거가 추정이 아니라 공식 집계라는 뜻이며 이는 반박이 어렵다는 의미이기도 하다
 - 투자 관점에서 중요한 것은 이 압력이 프로젝트 단위로 작동한다는 점. 총량 규제가 아니라 개별 인허가/요금 심사에서 걸리므로 같은 사업자라도 지역 따라 결과 갈림
 - 물리적 병목과 결합하면 발표 물량 대비 실현 물량의 괴리가 커지는 방향임

세 쟁점의 형성 단계

쟁점	형성 단계	현재 상태	하반기 작동 방식
이란 군사개입	완료 — 정당 대결	NDAA 민주당 205명 반대. 상원에서 법안 저지. 공화당 4명 이탈. 무당층 65%가 즉시 종전 지지	반복 표결로 기록 축적. 전사자 발생 시마다 재점화
전기요금	완료 — 검증됨	2025년 11월 선거에서 결과로 확인. 후보 단위 광고 집행. 다만 초당적 쟁점	요금 인상 신청 310억 달러 중 절반이 계류 중이라 청구서 반영이 남아 있음
데이터센터 수질	진행 — 법안 단계	전국 모라토리엄 지지, 물 관련 법안 패키지, 2,050만 달러 합의 사례	과학적 근거가 축적되면 사전 허가 조건으로 전환

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Utility Dive — 데이터센터 귀속 집계 utilitydive.com/news/data-centers-pjm-capacity-auction/808951	2026.01.07	최근 경매 비용 164억 달러 중 데이터센터가 63억 달러(38%). 최근 4회 경매 총 636억 달러 중 데이터센터 관련이 거의 절반. 2025-26년에는 상승분의 63%를 유발해 93억 달러를 소비자가 부담	독립 감시자의 공식 귀속. 정치 쟁점의 근거가 추정이 아니라 집계
NBC News — 반대 운동의 급증 nbcnews.com/tech/tech-news/data-center-opposition-sharply-rising-2026-study-finds-rcna349728	2026.06.12	데이터센터 반대가 2026년 들어 가파르게 증가. 반대 단체가 396곳에서 800곳 이상으로 늘고 49개 주로 확산	지역 단위 현상이 아니라 전국 현상으로 전환
Cato Institute — 연방 모라토리엄 법안 cato.org/blog/turning-local-issue-federal-headache-problem-data-center-moratoriums	2026.07	샌더스 의원이 2026년 3월 25일 AI Data Center Moratorium Act 발의(포괄적 연방 AI 규제 입법 시까지 건설 중단). 오카시오크테스 의원은 6월 24일 공동발의자 9인과 유사 법안 제출	지역 이슈가 연방 입법으로 상승. 통과 여부와 무관하게 불확실성
DataCenterBans.com — 세제혜택 철회 datacenterbans.com	—	버지니아가 7월 1일부터 kWh당 1.1센트 데이터센터 전력세를 도입 (전국 최초)하고 주 상원은 16억 달러 세제혜택 폐지 예산안 통과. 애리조나·일리노이도 인센티브 중단	지자체 유인 구조가 역전. 부지 확보 비용 상승 요인

자료: 7.13 코멘트 논거 보강자료, DS투자증권 리서치센터

PART 05

05.물리적 병목 – 성 안의 균열

포위군이 도착하기 전에 성은 이미 안에서 금이 가고 있었음.

계통연계 4~7년, 고압변압기 최대 60개월, 가스터빈 3사 매진. 자금으로 풀리지 않는 제약이며 캐팩스 조절의 물리적 선행 지표

7월 22일 북버지니아에서 3GW가 순간 이탈

■ 데이터센터가 전력망의 교란 요인이 될 수 있음을 보여준 사건

- 로이터 보도와 PJM 운영 데이터로 확인된 사건임
- 오전 7시 55분경 지역 송전선 1개가 정지되자 데이터센터들의 자체 제어시스템이 스스로 전력망에서 분리하고 백업 전원으로 전환했다고 Dominion Energy가 밝힘
- PJM은 3기가와트 이상의 전력 수요가 사라졌고 이는 당시 전체 수요의 약 3%에 해당한다고 보고했음
- 진앙은 세계 최대 데이터센터 집적지인 북버지니아이며 전압 교란이 워싱턴DC에서 시카고까지 감지되었음
- 현지 협동조합 측은 고객들이 조명 깜박임과 에어컨, 냉장고 소음을 신고했고 전력 품질이 상당히 훼손되었다고 설명했음
- Dominion은 수 분 내에 안정시켰고 PJM은 신뢰도에 영향은 없었다고 보고했으나 로이터는 이 사고가 데이터센터와 암호화폐 채굴장의 급작스러운 수요 감소를 관리할 방안을 연방 및 주 규제당국이 검토하는 이유를 보여준다고 정리했음

2024년 7월 페어팩스 선례와 제도적 파급

항목	내용	함의
사고 규모	데이터센터 60곳이 일제히 백업 발전기로 전환해 1.5GW 소실. 그대로 두었다면 잉여 전력이 전압 급등을 유발해 버지니아 전역 정전으로 이어질 수 있었다는 것이 NERC 기록	NERC 김 룩: 전력망이 1,500MW를 한꺼번에 잃도록 설계되어 있지 않음
수요 증가 속도	Dominion의 데이터센터 계약 전력이 2024년 12월 기준 40GW로 같은 해 7월 대비 88% 증가	반복 발생 가능성이 구조적으로 커지는 중
송전 투자와 전가	PJM 이사회가 59억 달러 규모 신규 송전 프로젝트를 승인하고 재원은 13개 주 요금 부과로 조달	지역 내 모든 코로케이션 임차인의 운영비가 상승
신뢰성의 조건부화	비상시 주거 고객보다 먼저 대형 데이터센터를 차단하는 비동시 피크부하 분류를 PJM이 제안하고 ERCOT도 유사 검토. 중부대서양 사업중단 보험료 12~18% 상승	전력 신뢰성이 보장된 서비스에서 조건부로 전환

자료: Reuters(2026.7.22), DataCenterDynamics, Global Data Center Hub, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Reuters — 북버지니아 전력망 사고 usnews.com/news/us/articles/2026-07-22/massive-disconnect-of-power-roile-d-largest-us-electric-grid	2026.07.22	송전선 1개 정지에 데이터센터들이 자체 제어시스템으로 스스로 전력망에서 분리. PJM은 3GW 이상 수요가 사라졌고 전체 수요의 약 3%라고 보고. 워싱턴DC~시카고 전압 교란	데이터센터가 전력망의 안정 요인이 아니라 교란 요인. 규제 강화 촉매

가장 큰 구조적 병목은 계통연계 대기열

2026년 하반기전망: 순환주기론
05. 물리적 병목 — 성 안의 균열

■ 2026년 5월 대기열에 진입한 캠퍼스는 자본을 아무리 투입해도 2030~2033년 이전에 유틸리티 전력을 받을 수 없음

- 대기열 총량은 오히려 줄고 있으나 병목이 풀린 것은 아님. LBNL 집계로 2025년 말 활성 대기가 2,060GW인데 전년 2,290GW 대비 10% 감소했고 2024년에도 12% 줄었음. 다만 감소의 원인은 대량 철회임. 2000~2020년 접수분 중 상업운전에 도달한 것은 용량 기준 13%뿐이고 75%가 철회됨. 줄이 짧아진 것이 아니라 서 있다가 포기한 것임
- 주목할 것은 구성 변화임. 2025년에 태양광 -19%, 저장 -16%, 풍력 -19%로 줄어드는 동안 가스만 253GW로 86% 급증했음. 데이터센터 전용 발전 수요가 대기열의 성격을 바꾸고 있다는 뜻임
- 우회 서사는 실재하나 총량에서는 미미함. 2026년 미국 데이터센터 프로젝트의 절반 이상이 여전히 계통연계 방식이고 자체 발전만으로 설계된 것은 약 3%뿐임. 나머지는 하이브리드로 최소한 부하 일부를 유틸리티에 의존함
- 자체 발전을 시도해도 새 인허가 트랙이 붙음. 제트엔진 파생 가스터빈 우회는 대기 배출 인허가·소음 심사·지역사회 수용이라는 별도 트랙을 촉발해 수개월씩 일정을 늘림. 실제로 뉴멕시코는 Stargate의 2.45GW 자체 발전용 가스 파이프라인을 차단했고 뉴저지에서는 Microsoft 파트너가 400MW 자체 발전 배출 허가를 받지 못하고 있음. 174억 달러 계약의 인도 구간 대부분이 허가 하나에 걸려 있음

북버지니아·피닉스·댈러스 대기

4~7년

Sightline Climate (블룸버그 인용)

전체 대기 용량

2,060GW+

미국 전체 설비용량의 2배 초과

중간 대기기간

5년 초과

지난 15년간 2배 이상 증가

자체 발전만으로 설계

약 3%

2026년 파이프라인 기준

장비 리드타임 — 가장 저렴한 부품이 일정을 지배함

품목	리드타임	수급 구조	함의
고압 변압기	최대 60개월	2020년 이전 24~30주에서 확대. 미국 내 생산이 사실상 중단되어 수입 의존	원가 비중 10% 미만인 부품이 병목의 100%를 결정
대형 가스터빈	243주 (4.7년)	GE Vernova 수주잔고 100GW 대 연 처리능력 약 10GW. 3사가 공급망 통제	2026년 발주해도 2030년 이후 인도. 10년치 예약 상태
CoWoS 첨단 패키징	2026년 중반 매진	월 3.5만장에서 13만장으로 271% 증설에도 수요 100만장 미달	웨이퍼가 아니라 후공정이 AI 가속기 출하의 실제 상한
극자외선 장비	2028년까지 소진	ASML 수주가 2028년까지 차 있음	상류로 갈수록 리드타임이 길어지는 구조

자료: Sightline Climate, LBNL, Wood Mackenzie, TSMC, ASML, Cleanview, DS투자증권 리서치센터

다섯 층의 제약 — 어느 하나도 자금으로 해소되지 않음

2026년 하반기전망:순환주기론
05.물리적 병목 — 성 안의 균열

- 조달이 원활해져도 해소되지 않고 조달이 막혀도 이미 지연 중
 - 제약이 다섯 층에서 동시에 작동하며 각 층의 리드타임이 서로 다름. 하나가 풀려도 나머지가 남는 구조이므로 발표 물량 기준 과잉 공급 계산이 성립하지 않음
 - 핵심은 다섯 층 모두 자금으로 해소되지 않는다는 점임. 조달이 원활해져도 터빈 공장 처리 능력은 그대로이고, 조달이 막혀도 이미 지연이 진행 중임

다섯 층의 물리적 제약

제약 층	수요 대비 공급 능력	해소 시점	자금으로 해소되는가
① 전력 장비	GE Vernova 수주잔고 100GW 대 연 생산 10GW. 3사 과점이며 Siemens Energy는 1,360억 유로 사상 최대 수주잔고, Mitsubishi는 약 5년치	2028년 연 24GW 목표	NO — 중공업 증설에 3~5년
② 첨단 패키징	CoWoS 271% 증설에도 2026년 수요 미달. NVIDIA가 총 생산의 약 60% 예약. Rubin은 면적 부담으로 33% 추가 증설 필요	외부 공급 2027년 말	NO — 제조 능력이 상한
③ 반도체 장비	극자외선 수주가 2028년까지 소진. 전공정은 5사 과점 구조	2028년 이후	NO — 과점이 공급 반응을 늦춤
④ 인허가·동의	1분기에만 약 1,300억 달러 차단. 주 법안 300건 이상, 반대 단체 800곳 이상	미정	NO — 실리콘보다 사기 어려움
⑤ 보험 인수	최대 규모 프로젝트는 완전 부보 불가. 건물·장비·발전소가 별도 프로그램으로 제시되어 위험 축적 추적이 곤란	확대 중	부분적 — 인수 능력이 관문

자료: GE Vernova SEC 8-K, TSMC, ASML, Data Center Watch, Swiss Re Institute, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
가스터빈 수주잔고와 생산능력 GE Vernova 2026년 1분기 8-K (SEC) sec.gov/Archives/edgar/data/0001996810/000199681026000063/gev1q2026form8-k04222026.pdf	2026.04.22	가스터빈 수주잔고가 2026년 1분기 100GW에 도달하고 연말까지 최소 110GW 전망. 대형 가스터빈 공장 처리 능력은 2030년까지 연 약 10GW로 이미 10년치 생산량이 예약	가장 강한 물리적 제약임. 자본이나 반도체가 아니라 터빈 공장 처리 능력이 상한을 결정함. 이 제약이 존재하는 한 단기간에 대규모 과잉 공급이 발생하기 어려움
CoWoS 증설 속도와 부족 TSMC 발표 및 업계 집계 indmoney.com/blog/us-stocks/tsmc-cowos-bottleneck-ai-chip-supply-squeeze-explained	2026	CoWoS 생산능력이 2024년 말 월 3.5만장에서 2026년 말 목표 12.5~13만장으로 271% 증설되나 2026년 수요 약 100만장을 충족하지 못함. NVIDIA가 80만~85만장을 예약해 약 60% 차지	271% 증설로도 부족하다는 것이 핵심임. 터빈과 같은 구조이며 자본이 아니라 제조 능력이 상한을 결정함. 발표 물량 기준 과잉 공급 계산이 성립하지 않는 두 번째 이유
삼중 동시 제약 2026년 3월 분석 paradoxiintelligence.com/news/tsmc-2nm-three-layer-constraint-2026	2026.03	TSMC 2나노는 3개 팹 전량 예약으로 78~104주 대기이며 신규 주문은 2028년으로 이월. CoWoS는 2026년 중반까지 매진. SK하이닉스는 2026년 HBM 물량 전량 배정 완료를 공개	단일 병목이 아니라 삼중 병목임. 하나가 풀려도 나머지가 남음. SK하이닉스 완판이 이 구조의 한 축임

결과 — 파이프라인 증가세가 이미 꺾였음

2026년 하반기전망: 순환주기론
05. 물리적 병목 — 성 안의 균열

■ 캐פק스 조절 논쟁 이전에 물리적 착공이 먼저 꺾였음. 이것이 조절이 이미 시작됐다고 보는 근거

- Wood Mackenzie 그리드엠티 총괄은 유틸리티가 이 신규 대형 수요처를 수용할 만큼 빠르게 전력망 용량이나 발전 용량을 지을 수 없다는 점을 지적하며 기업들이 끝없이 신규 프로젝트를 추가하기보다 당면 프로젝트에 집중해야 함을 깨닫고 있는 궤적의 굴절이 나타나고 있다고 표현했음
- 2026년 1분기 후속 집계에서도 신규 추가는 36GW로 4분기 대비 19% 감소했음
- 약정 숫자를 수요로 읽으면 두 배 이상 과대 추정한다는 점도 확인됨
- 유틸리티와 계약을 체결한 대형부하가 195GW로 2025년 미국 피크부하의 26%에 달하는데, PJM 대형부하 약정 78GW 대비 발전 파이프라인 인정용량은 36GW에 불과하고 ERCOT 약정의 86%는 투기적이거나 초기 검토 단계임
- 약정 부하의 58%는 공급 적정성 책임이 없는 송배전 전용 유틸리티와 계약되어 있음
- Wood Mackenzie는 PJM을 대형부하 파이프라인이 신뢰 가능한 발전 대기열을 초과할 위험이 가장 큰 시장으로 지목했음

2025년 4분기 신규 파이프라인

25GW

3분기의 절반 수준

미국 착공 용량

전년비 감소

2020년 이후 첫 감소

총 공개 파이프라인

241GW

다만 활발히 개발 중인 것은 33%

2026년 캐פק스 증가액

\$940억

전년 증가액의 58%. 2023년 이후 첫 감소

PJM 용량경매 낙찰가와 데이터센터 귀속

항목	수치	내용
2024-25 인도연도	\$28.92 /MW-day	기준 시점
2025-26	\$269.92	833% 급등. 가격 상한 협상을 촉발
2026-27	\$329.17	가격 상한 도달 (밴드 175~325달러)
2027-28	\$333.44	2년 만에 약 11배. 2026년 7월 경매도 상한 도달로 4회 연속
데이터센터 귀속	164억 중 63억 달러	최근 경매의 38%. 최근 4회 총 636억 달러 중 거의 절반

자료: PJM, Monitoring Analytics, Utility Dive, NRDC, IEEFA, DS투자증권 리서치센터

병목의 성격 — 기술 문제에서 정치 문제로 이동

■ 전력 공급 측 승인이 까다로워지면 준공 지연이 심해짐

- 유틸리티 업계의 2026년 서사가 무조건적 자본지출 성장에서 고객 동의를 전제로 한 자본지출 성장으로 이동하고 있음
- 유틸리티가 부담 가능성을 신경 쓴다고 말하는 것만으로는 부족하며 규제당국과 투자자가 선제적 행동의 증거를 요구한다는 것임. 이것이 병목의 성격 변화를 요약함
- 종전의 병목은 변압기와 터빈이라는 기술적 제약이었으나 이제는 그 위에 요금 심사와 인허가라는 정치적 제약이 얹혔음
- 전력 제약을 세 층위로 정리하면 첫째 물리적 제조 능력으로 수주잔고 100GW 대 연 10GW, 개별 발주 리드타임 최대 243주
- 둘째 시장 가격으로 PJM 용량경매가 4회 연속 상한에 도달했고 2024/25 대비 약 11배. 셋째 제도로 가격 밴드와 전용 요금제, 비용 배분 규칙임
- 제조 능력이 물량을 제한하고 시장이 가격으로 반응하며 제도가 그 가격을 누구에게 부과할지 정함. 순차적으로 작동하는 구조임

2026년 9월 PJM 백스톱 신뢰도 경매 — 하반기 최대 확인 이벤트

항목	내용
성격	PJM이 데이터센터처럼 대량 전력을 요구하는 고객을 위한 전용 발전 용량을 조달하는 특별 경매
결정적 이유	이 경매는 자체 상한을 갖되 현재와 향후 두 차례 경매에 적용되는 325달러 가격 밴드에는 구속되지 않음
드러나는 것	데이터센터 전력 비용의 시장 가격이 처음으로 드러남. 계통 우회 자체 발전의 경제성도 이 가격과 비교해 판별됨
미해결 쟁점	PJM이 주 정부에 다른 요금 납부자를 보호할 규칙을 촉구했으나 분석가들은 신뢰도 경매 비용을 하이퍼스케일러에게만 배분할 방법이 여전히 불분명하다고 지적

자료: PJM, Utility Dive, DS투자증권 리서치센터

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
전력 제약의 세 층위 정리 penncapital-star.com/economy/pjm-interconnection-electricity-price-hits-cap-again-in-latest-auction	2026.07.24	전력 제약이 세 층위로 정리됨. 제조 능력이 물량을 제한하고 시장이 가격으로 반응하며 제도가 그 가격을 누구에게 부과할지 정함	세 층위가 순차적으로 작동함. 제조 능력이 물량을 제한하고 시장이 가격으로 반응하며 제도가 그 가격을 누구에게 부과할지 정함
백스톱 신뢰도 경매 PJM 백스톱 신뢰도 경매 계획 (예정) utilitydive.com/news/pjm-data-centers-capacity-auction-imm-bowring/825626	2026.09	PJM이 2026년 9월 특별 백스톱 신뢰도 경매를 열어 데이터센터 전용 발전 용량을 조달할 계획. 이 경매는 325달러 가격 밴드에 구속되지 않음	데이터센터 전용 조달 시장이 만들어짐. 가격 밴드를 적용받지 않으므로 실제 부담이 드러나는 첫 사례. 9월 결과가 데이터센터 전력 비용의 시장 가격을 보여줄 것
병목의 성격 규명 2026년 7월 업계 분석 maktinta.com/post/ai-data-center-power-and-hiring-2026	2026.07	지연 원인이 자금이나 반도체가 부족해서가 아니라 아무도 장비를 제때 확보할 수 없기 때문. 병목 요소는 변압기, 가스터빈, 개폐기, 계통 연계 대기열	특정 장비의 제조 처리 능력임. 자금 조달이 원활해져도 해소되지 않는 제약이며 반대로 조달이 막혀도 이미 지연 중임. 조달 위축 시나리오와 병목 시나리오가 별개

PART 06

06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건임

세 층이 서로 다른 방향을 가리킴

2026년 하반기전망:순환주기론
06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

■ 이것이 2026년 7월 국면의 핵심 특징이며 전달 시차가 얼마인지가 관건임

- 하류에서 시작된 조정이 중간층의 주가 반응으로 전달되는 데 약 3개월이 걸렸다면 상류까지는 그 이상 걸림. 다만 시장 인식과 본 자료의 판단이 어긋나는 지점이 있음
- 본 자료는 문제를 과잉이 아니라 지연으로 봄. 두 해석의 차이는 대상임
- 본 자료는 물리적 구축 현황을 보고 시장은 개별 기업의 여유 용량을 봄
- 전체 공급 과잉과 개별 기업의 수요 미달은 다른 문제이며 시장이 둘을 혼동하고 있다면 그 혼동 자체가 재평가의 동력

세 층의 방향과 확인된 사실

층	방향	확인된 사실	함의
상류 공급망	확장 중	ASML 2026년 매출 전망을 492억~515억 달러로 상향해 애널리스트 평균과 중견 가이드런스 상단을 모두 초과. TSMC 2분기 매출 68% 증가에 3나노가 2028년까지 완전 예약. 극자외선 수주도 2028년까지 소진	조정의 전달이 가장 늦게 도달. 장비 수주는 팹 건설 시점에 발생
중간 하이퍼스케일러	지출 유지 수익화 압박	4사 2026년 캐פק스 6,800~7,250억 달러 확정. 그러나 7월 22일 Alphabet의 2,000억 달러 재상향에 다음 날 주가 7% 내외 하락. 영업현금흐름 대비 캐פק스 93%	자본지출이 더 이상 성장 신호로 읽히지 않음. 자기자본이 두터워 출구는 있음
하류 네오클라우드 응용 계층	재평가 중	1개월간 Nebius 36%, CoreWeave 28%, IREN 37% 하락. Applied Digital은 매출 61% 상회에도 급락. 기업용 소프트웨어는 2월 초 한 주 만에 시가총액 약 1조 달러 소멸	실적이 좋아도 주가가 빠짐. 시장이 조달 구조를 보고 있다는 뜻

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
현재 국면의 정리 brownstoneresearch.com/bleeding-edge/ai-infrastructure-investment-continues-to-increase	2026.07.24	2026년 7월 현재 세 층에서 서로 다른 방향이 관측. 상류는 확장 중이고 중간은 지출 유지에 수익화 압박이며 하류는 재평가 중	세 층의 방향이 다르다는 것이 현재 국면의 특징임. 하류에서 시작된 조정이 상류로 전달되는 데 시차가 있으며 그 시차가 얼마나 되는지가 관건임.
Alphabet 가이드런스 재상향과 시장 반응 2026년 7월 22일 실적 fool.com/investing/2026/07/23/alphabet-just-tied-amazons-200-billion-capex-guidance-could-amazon-raise-the-bar-even-higher-on-july-30	2026.07.22	Alphabet이 7월 22일 자본지출 가이드نس를 2,000억 달러로 재상향. 시장 반응은 부정적이었고 다음 날 Alphabet 7% 내외, Amazon 4.5% 하락	가이드런스 상향이 주가 하락으로 이어짐. 4월 실적 때는 네 곳 모두 상향에도 시장이 수용했는데 7월에는 반대임. 자본지출 증가가 더 이상 성장 신호가 아님
네오클라우드 부문의 실시간 급락 2026년 7월 시장 데이터 247wallst.com/investing/2026/07/16/nebius-sinks-13-as-the-neocloud-trade-unravels-how-coreweave-iren-and-the-ai-data-center-stocks-stack-up	2026.07.16	최근 1개월간 Nebius 36%, CoreWeave 28%, IREN 37% 하락. Applied Digital은 회계연도 3분기 매출 61% 상회에도 급락. 부문 전체의 밸류에이션 재평가	실적이 좋아도 주가가 빠진다는 것은 시장이 실적이 아니라 조달 구조를 보고 있다는 뜻임. 7월 16일 자료에서 지적한 밸류체인 하단 되돌림이 네오클라우드 부문으로 확산 중

하이퍼스케일러 — 잉여현금흐름이 먼저 소멸하고 있음

2026년 하반기전망: 순환주기론
06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

■ 영업이익률은 사상 최고인데 잉여현금흐름은 사실상 사라지는 중

- 상위 3사 2027년 캐פק스 전망 8,010억 달러는 세 곳 모두를 2028년까지 잉여현금흐름 마이너스로 밀어낼 규모. 부채 의존이 구조적으로 고착된다는 뜻임
- 백로그의 집중도도 확인 필요
- AWS 백로그 3,640억 달러는 최근 발표한 1,000억 달러 이상 규모 Anthropic 계약을 제외한 수치이며, 단일 계약 하나가 백로그의 20% 이상을 차지함
- 백로그가 광범위하다는 설명과 실제 구성이 어긋나는 지점임

4사 재무 지표와 하반기 확인 사항

기업	확인된 사실	함의	하반기 확인
Amazon	후행 12개월 잉여현금흐름이 259억 달러에서 12억 달러로 95% 감소. 1분기 캐פק스 442억 달러로 77% 증가하고 2026년 계획은 약 2,000억 달러. 6월 8일 175억 달러 지연인출 대출 체결	영업이익률은 사상 최고인데 FCF는 소멸. 자체 현금흐름만으로 캐פק스를 감당하지 못하는 국면 진입	7월 30일 실적. Bedrock·Trainium 개별 매출 공개 여부
Alphabet	캐פק스 가이드언스를 4월 1,800~1,900억에서 7월 2,000억 달러로 재상향. 다음 날 주가 7% 내외 하락	4월에는 수용됐던 상향이 이제 악재. 자본지출이 성장 신호로 읽히지 않음	2027년 가이드언스 제시 여부
Microsoft	FY26 3분기 캐פק스 319억 달러로 직전 375억에서 순차 감소. 회사는 인도 시점 문제로 설명. 클라우드 총이익률 69→66% 압축	하이퍼스케일러 캐פק스의 첫 순차 감소 사례	7월 29일 실적. FY2027 가이드언스 동시 제시
Meta	부채자본비율 24.11%로 Alphabet 15.77%를 상회. 이자보상배율이 전년 대비 26.74% 하락해 71.5배	건전하나 부채 의존이 커지는 중. 유휴 용량 외부 판매를 추진	7월 29일 실적. AI 광고 효과 정량화 여부

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
Amazon 잉여현금흐름 붕괴 Amazon 2026년 1분기 실적 globaldatacenterhub.com/p/amazon-q1-fy2026-the-silicon-pivot	2026.04.29	후행 12개월 잉여현금흐름이 259억 달러에서 12억 달러로 95% 감소. 1분기 자본지출은 442억 달러로 전년 대비 77% 증가하고 2026년 계획은 약 2,000억 달러	하이퍼스케일러 중 가장 극적인 재무 악화다. 영업이익률은 사상 최고인데 잉여현금흐름은 사실상 소멸했음. 본편이 지적한 자본지출 증가율과 영업현금흐름 증가율의 괴리가 Amazon에서 가장 뚜렷하게 나타남.
2027년 전망과 잉여현금흐름 Refinitiv 기반 분석 ig.com/ae/news-and-trade-ideas/meta-q2-2026-earnings-preview-260723	2026.07.23	상위 3사 하이퍼스케일러 자본지출이 2027년 8,010억 달러에 이를 전망이며 이는 세 곳 모두를 2028년까지 잉여현금흐름 마이너스로 밀어낼 규모	Amazon 잉여현금흐름 95% 감소가 예외가 아니라 부문 전체의 경로. 2028년까지 세 곳 모두 마이너스라면 부채 의존이 구조적으로 고착
AWS 백로그와 Anthropic 제외 처리 Amazon 2026년 1분기 실적 문답 finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/amazon-com-inc-amzn-q1-071842104.html	2026.04.29	2026년 1분기 말 AWS 백로그는 3,640억 달러이며 이는 최근 발표한 1,000억 달러 이상 규모 Anthropic 계약을 제외한 수치	단일 계약 하나가 백로그의 20% 이상을 차지함. Google Cloud 백로그의 40% 이상이 Anthropic이라는 앞선 확인과 같은 패턴

조달 구조 노출도에 따른 상대 강도

2026년 하반기전망:순환주기론
06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

▪ 같은 부문 안에서도 조달 방식에 따라 갈림

- 스택 하단일수록 안전하고 상단으로 갈수록 취약함. 기술 진부화 위험과 마진 완충의 두께가 상대 강도를 가름
- 같은 부문 안에서도 조달 방식에 따라 결과가 갈림. 방향이 아니라 구조로 종목을 나누어야 함

상대 강도 매트릭스

구분	상대 강도	근거	핵심 위험
코로케이션 임대인	가장 유리	GPU를 소유하지 않고 부동산과 상호접속으로 수익. Equinix 1분기 매출 24억 4,000만 달러에 수주 사상 최대, EBITDA 마진 51%로 도매 사업자 약 40%를 크게 상회. 15년 임대가 표준화되고 인도 24~36개월 전 선임대를 임차인이 수용	전력비 상승이 순영업이익을 압박. 임대료 전가 구조가 계약마다 다름
상류 장비·소재	유리	ASML·TSMC 수주가 2028년까지 소진. 장비 업체는 팹이 지어질 때 대금을 받지 칩 가격이 유지될 때 받지 않음	조정의 전달이 늦게 도달하나 결국 도달. 자본지출 계획 수정이 선행 신호
하이퍼스케일러	중립	지출은 유지되나 수익화 입증 압박. 자기자본이 두터워 유휴 용량을 외부 판매로 전환하는 출구가 있음	영업현금흐름 대비 캐פק스 93%. 100% 초과 시 부채 없이 지출 불가
대만 ODM	취약	매출은 급증. Foxconn 30%, Wistron 144.3%, Quanta 66.6% 증가. 다만 AI 서버 매출 마진이 5.3~8.3% 범위	물량 의존도가 높아 발주 둔화에 취약. 마진 완충이 없음
네오클라우드	가장 취약	차환 벽이 2026~2028년에 집중되고 자기자본이 얇으며 차주 다섯 곳 중 둘이 비상장이라 관측 불가	중고 시세가 담보인정비를 아래로 내려가면 담보 부족이 즉시 발생

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
코로케이션 임대인의 실적 Equinix-Digital Realty 2026년 1분기 theaiconsultingnetwork.com/blog/equinix-q1-2026-ai-inference-data-center-reit-cre-investors	2026.05.03	Equinix 1분기 매출 24억 4,000만 달러이고 수주는 3억 7,800만 달러로 사상 최대. 상각전영업이익률 51%로 도매 사업자 약 40%를 크게 상회	코로케이션 사업자는 GPU를 소유하지 않고 부동산과 상호접속으로 수익을 내므로 기술 진부화 위험이 낮음
고객이자 경쟁자가 되는 구조 업계 분석 techtimes.com/articles/319486/20260701/meta-enters-ai-cloud-market-neocloud-rivals-coreweave-nebius-crater.htm	2026.07.01	Meta는 2026년 4월 CoreWeave와 210억, Nebius와 270억 달러 계약을 체결하고 이제 그 컴퓨팅을 시장에 되팔려 함. Meta는 GPU 담보 부채를 지지 않음	하이퍼스케일러가 유휴 용량을 외부 판매로 전환하면 손실이 시스템 전체가 아니라 네오클라우드로 이전됨. 무담보 자기자본 사업자가 GPU 담보 부채 사업자를 가격

세 개의 시나리오

■ 각 시나리오의 확인, 반증 신호를 함께 제시

- 세 시나리오에 공통으로 작용하는 완화 요인도 정리
- 냉각 전환으로 전력사용효율이 1.45~1.60에서 1.03~1.08로 낮아지면 동일 부하의 총 전력이 약 28% 줄고 폐쇄루프 설계로 현장 물 소비가 사실상 0이 되며 커스텀 실리콘이 범용 대비 30~50% 낮은 비용을 제공함
- 인프라 펀드는 2025년 9월 기준 1조 7,000억 달러 이상 자산과 4,000억 달러 미집행 자금을 보유하며 이는 2026년 데이터센터 조달 소요와 같은 자릿수
- 제약과 완화가 동시에 진행되므로 어느 한쪽만 강조하면 편향이 생김

시나리오별 경로와 신호

시나리오	확률	경로	확인 · 반증 신호
기본 재편	50%	조달이 막히지 않고 조건만 나빠짐. 물리적 제약이 과잉을 막는 동안 자기자본이 얇은 사업자가 정리되고 구조에 따라 결과가 갈림. Hut 8은 운영사 기반 현금흐름으로 32억 5,000만 달러를 조달한 반면 Oracle 연계 부채는 임차인 집중을 이유로 재가격되었음	확인: 차환이 조건 악화로 성사 · 착공 감소 지속 · 코로케이션 수주 유지 반증: 차환 실패 사례 발생 · 하이퍼스케일러 가이드런스 하향
악화 조달 경색	30%	2027~2028년에 네오클라우드 차환 만기 집중, 메모리 가격 조정, 물리적 제약 해소에 따른 공급 증가, 하이퍼스케일러 잉여현금흐름 마이너스 전환이 동시에 작동함	확인: 네오클라우드 차환 실패 · 압축비율 100% 초과 · 증권화 발행 중단 반증: 인프라 펀드 미집행 자금 4,000억 달러 집행 지속 · 국부펀드 유입 유지
전환 마진 변곡	20%	토큰 물량 증가와 단위 원가 하락이 동시에 진행되어 수익화가 입증되고 자본지출이 정당화됨. 토큰 소비 24배와 추론 토큰당 연 60~70% 원가 절감이 함께 성립하는 경로	확인: 하이퍼스케일러 AI 개별 매출 공시 · 총이익률 개선 · 에이전트 양산 전환을 상승 반증: 프론티어 가격 추가 하락에도 총이익률 미개선

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
신용 계층의 분화 Global Data Center Hub globaldatacenterhub.com/p/this-week-in-data-centers-why-credit	2026.05.03	부채가 더 이상 AI 데이터센터 전반에 균일하게 가격이 매겨지지 않음. Hut 8은 운영사 기반 현금흐름으로 32억 5,000만 달러를 조달한 반면 Oracle 연계 부채는 임차인 집중을 이유로 재가격	조달 가능 여부가 아니라 구조가 조건을 결정하는 국면임. 본편이 붕괴가 아니라 재편이라고 판단한 것과 정합하며 같은 부문 안에서 구조에 따라 결과가 갈림
인프라 펀드의 여력 Goldman Sachs Research goldmansachs.com/insights/articles/private-markets-expected-to-have-grown-g-role-in-data-center-financing	2026.06.12	인프라 펀드는 2025년 9월 기준 1조 7,000억 달러 이상 자산과 4,000억 달러 미집행 자금을 보유하며 몇 년 전보다 빠른 속도로 자금을 모으고 있음	미집행 자금 4,000억 달러는 2026년 데이터센터 조달 소요와 같은 자릿수다. 조달 여력이 아직 남아 있다는 뜻이며 조달 위축 시나리오의 시점을 늦추는 요인임
완화 요인의 통합 정리 adamsilvaconsulting.com/insights/data-center-cooling-economics-2026	2026.07.24	냉각 전환으로 전력사용효율이 1.45~1.60에서 1.03~1.08로 낮아지면 동일 IT 부하의 총 전력이 약 28% 감소. 폐쇄루프 설계로 현장 물 소비가 사실상 0	제약과 완화가 동시에 진행됨. 본편이 제약만 강조하면 편향이 생기므로 두 방향을 함께 제시해야 한다. 특히 전력사용효율 개선은 본 자료가 사용한 1.35 가정을 보수적으로 만들

감시 지표를 금액에서 물량으로 재편함

2026년 하반기전망:순환주기론
06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

- 물량 지표가 실제 구축을 보여주고 금액 지표가 조달 부담을 보여줌 — 두 계열을 분리해서 봐야함
 - 선행 순서로 배열하면 가장 앞선 것은 반도체 장비 수주
 - 장비 업체는 팹이 지어질 때 대금을 받지 칩 가격이 유지될 때 받지 않으며 수주 장부는 자본지출 약정을 따르고 그 약정은 다음 해 전망에 근거해 움직임
 - 다음이 전력 장비 수주와 계통연계 신청, 그다음이 착공 통계와 인허가 결과, 그다음이 채권 발행 조건과 주문 배수. 실적에 나타나는 자본지출과 백로그가 가장 늦음
 - 장비 수주와 인허가 결과가 가장 이른 신호이고 매출은 가장 늦음

감시 지표 — 선행 순서로 배열

계열	지표	확인 주기 · 출처	판단 기준
물량	착공 기가와트와 활성 전력 증가분	분기 · CBRE, Sightline Climate	2020년 이후 첫 감소가 이미 확인. 추세 지속 여부
물량	CoWoS 웨이퍼 투입량과 극자외선 출하 대수	분기 · TSMC, ASML 실적	271% 증설에도 부족한 상태의 해소 여부
물량	터빈 인도 대수와 계통연계 완료 건수	분기 · GE Vernova 8-K	연 10GW 처리능력의 확대 여부
물량	랙 출하 대수	분기 · 대만 ODM 실적	금액이 아닌 물량 기준 성장률
금액	영업현금흐름 대비 자본지출 비율	분기 · 4사 실적 합산	현재 93%. 100% 초과 시 부채 없이 지출 불가
금액	2027년 자본지출 가이드نس	7월 실적에서 첫 확인	2026년은 이미 약정. 조절 여부는 2027년 숫자에서 드러남
조달	네오클라우드 차환 결과 — 최우선	분기 · 개별 공시	첫 차환 실패 또는 조건 급악화가 최우선 신호
조달	채권 주문 배수	발행 시점	2월 5배에서 7월 2배 미만으로 하락한 추세의 지속
제도	PJM 백스톱 신뢰도 경매 낙찰가	2026년 9월 · 가격 밴드 미적용	데이터센터 전력비의 시장 가격이 처음 드러남
제도	NAIC 세분화 공시 반영분	2026년 보고분	보험 부문 실제 노출 규모가 드러나는 시점

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 합의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	합의
선행 지표의 계층 techi.com/ai-memory-equipment	2026.07.24	선행 순서로 배열하면 반도체 장비 수주가 가장 앞서고 다음이 전력 장비 수주와 계통연계 신청, 착공 통계와 인허가 결과, 채권 발행 조건, 실적의 자본지출과 백로그 순	장비 수주와 인허가 결과가 가장 이른 신호이고 매출은 가장 늦음
감시 지표의 최종 재편 delloro.com/news/ai-infrastructure-buildouts-and-memory-cost-inflation-drove-data-center-capex-higher-in-1q-2026	2026.07.24	금액 기준 지표를 물량 기준으로 대체. 착공 기가와트, CoWoS 웨이퍼 투입량, 터빈 인도 대수, 랙 출하 대수. 금액 지표는 부품가 상승분과 가수요를 차감한 뒤에만 사용	물량 지표가 실제 구축을 보여주고 금액 지표가 조달 부담을 보여주므로 두 계열을 분리해서 봐야함

6주 안에 확인되는 것

2026년 하반기전망: 순환주기론
06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

■ 상당수가 이 기간에 검증

- 본 자료의 판단 중 상당수가 6주 안에 검증됨. 2026년 지출은 이미 약정되어 있으므로 조절 여부는 2027년 가이드스 숫자에서 드러남
- 결정적인 것은 셋임. Microsoft의 2027 회계연도 가이드스, NVIDIA 재고의 성격, 9월 PJM 백스톱 경매 낙찰가

확인 기준일 이후 6주 일정

일자	사건	무엇을 확인하는가	중요도
07.29	Microsoft · Meta 실적	Microsoft는 6월 종료 회계연도이므로 FY2027 가이드스를 동시 제시. Meta는 AI로 인한 광고 단가나 노출 수율 개선을 정량화하는지	최상 — 2027년 숫자가 조절 여부를 결정
07.30	Amazon 실적	AWS가 종합 AI 런레이트가 아니라 Bedrock이나 Trainium의 개별 매출 수치를 제공하는지. 개별 수치가 공개되면 정보 비대칭이 축소되고 실제 규모가 드러남	상
08.01 이전	백악관 자율 프레임워크	신규 프론티어 모델 공개 전 연방기관에 최대 30일 검토 기회를 주는 내용. Meta가 명시적으로 빠져 규제 비대칭이 발생하는지	중 — 출시 일정에 30일 지연 요인
08.02	EU AI Act 집행 권한 발효	범용 AI 모델에 대한 제재 권한 개시. 과징금 상한이 전 세계 매출의 7%로 GDPR보다 높음	중
08월 말	NVIDIA 실적	재고 258억 달러와 원재료 74% 증가가 수요 확인인지 과잉 확보인지 판별. AI 인프라 논지 전체에 대해 가장 중대한 단일 보고	최상
09월	PJM 백스톱 신뢰도 경매	가격 밴드 미적용이므로 데이터센터 전력비의 시장 가격이 처음 드러남. 계통 우회 자체 발전의 경제성도 이 가격과 비교해 판별	최상 — 전력비 가정의 기준점

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
다음 확인 시점 ig.com/uk/trading-strategies/big-tech-q2-2026-earnings---the-ai-capex-quest-on-and-what-uk-in-260716	2026.07.24	확인 기준일 직후 사건이 순차 배열. 7월 29일 Microsoft·Meta, 7월 30일 Amazon, 8월 1일 이전 백악관 프레임워크, 8월 2일 유럽 집행 권한, 9월 PJM 백스톱 경매	6주 안에 여섯 개 사건이 순차 발생함. 본 자료의 판단 중 상당수가 이 기간에 검증됨. 특히 Microsoft 2027 가이드스와 NVIDIA 재고, PJM 백스톱 낙찰가가 결정적임
가이드스가 담는 정보 실적 프리뷰 분석 vaasblock.com/news/q2-2026-earnings-season-preview-mega-cap-tech-capex-margins	2026.06.11	2분기 실적의 2026년 하반기와 2027년 자본지출 가이드스가 경영진이 실제로 AI 사이클을 어떻게 보는지에 대한 가장 정보량이 많은 자료	본편 감시 지표에 2027년 가이드스를 추가함. 2026년 지출은 이미 약정되었으므로 조절 여부는 2027년 숫자에서 드러남

결론 — 붕괴가 아니라 재편임

▪ 과잉이 아니라 지연이고, 붕괴가 아니라 재편이며, 손실은 자기자본이 얇은 쪽에 귀착됨

한 줄	현재의 회의론은 사이클 종료가 아니라 다음 국면을 위한 조정 단계임. 다만 산이 높았기 때문에 골도 깊을 수밖에 없음
-----	---

세 가지 최종 판단

판단	근거	투자 함의
과잉이 아니라 지연임	물리적 제조 능력이 발표 물량의 실현을 막고 있으며 공실을 사상 최저 1.4%는 현재 초과 공급이 없음을 보여줌. 2026년 가동 예정 12GW 중 약 3분의 1만 착공	2026년의 실제 문제는 과잉이 아니라 부족임. 공급 부족은 기존 사업자의 가격 결정력을 높임
붕괴가 아니라 재편임	조달 자체가 막히는 것이 아니라 조건이 나빠지고 있음. Hut 8은 조달에 성공했고 Pure Data Centres는 무산됐음. 자본은 있으나 구조가 조건을 결정함	방향이 아니라 구조로 종목을 가른다. 같은 부문 안에서도 조달 방식에 따라 결과가 갈림
손실은 얇은 쪽에 귀착됨	하이퍼스케일러는 만기 5년 이상 장기물로 고정했고 네오클라우드는 18개월 창구에 물렸음. Meta Compute는 손실이 시스템 전체가 아닌 하류로 이전되는 경로를 보여줌	스택 하단과 상류를 완충재로, GPU 담보 부채 노출을 회피 대상으로 뒤야함

반등의 선행 조건과 확인할 사항

	원칙	내용
01	스택 하단을 완충재로 사용	코로케이션 임대인과 상류 장비, 소재는 GPU를 소유하지 않아 진부화 위험이 낮고 계약이 깊. 조정의 전달이 가장 늦게 도달함
02	GPU 담보 부채 노출을 피함	자기자본이 얇고 차환이 2026~2028년에 몰린 사업자가 손실의 귀착점임. 실적이 좋아도 주가가 빠지는 구간임
03	국내는 가격과 물량을 분리해서 봄	2027년 상반기까지는 가격 주도 성장이며 물량 기여가 제한적임. 가격이 꺾이면 상쇄할 요인이 없다는 점을 비중에 반영함
04	병목 수혜는 국내 공급 가능성으로 분리	대형 가스터빈은 3사 과점이라 국내 참여가 어렵지만 변압기·개폐기·후공정 장비는 다름
05	금액 지표를 조절 신호로 쓰지 않음	부품가 상승분과 가수요를 차감한 뒤에만 사용함. 물량 지표가 먼저 꺾였다는 사실이 이미 확인됐음
06	조절을 반등의 선행 조건으로 봄	지출 둔화 → GDP·고용 부담 → 달러 약세·금리 하향 → 인하 사이클 진입. AI 재주도의 조건이 여기서 형성됨

미국이 빠진 상충 회로

2026년 하반기전망: 순환주기론
06.조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건

▪ 투자를 줄이면 고용이 둔화되고 유지하면 물가를 자극한다 — 조절이 유일한 해법이 되는 구조



- 이 회로의 핵심은 세 물가 요인이 모두 공급 제약형이라는 점. 워시 의장이 지목한 관세는 정책 변수, 중동 에너지는 지정학 변수, AI 인프라는 물리적 제약 변수임
- 금리를 올려 수요를 눌러도 변압기가 빨리 나오지 않고 계통연계 대기열이 줄지 않음
- 윌리엄스 뉴욕 연은 총재가 수요와 공급의 불균형이 지속적 물가 충격을 만든다면 그때는 무시하고 넘어갈 상황이 아니라고 말한 것이 이 지점을 가리킴
- 금리 동결을 지지해온 인물의 발언이라는 점에서 특정 시나리오에서 인상을 지지할 수 있음을 시사함

▪ 출구 — 조절은 붕괴가 아니라 반등의 선행 조건임



- 지출 둔화는 GDP와 고용에 부담으로 작용하고 이는 달러 약세 및 금리 하향 안정으로 이어지며 하반기 이후 금리 인하 사이클의 진입 요건을 형성할 수 있음
- 금리 하락 국면에서 AI는 재차 혁신을 주도하며 중간선거 이후 주도 섹터로 부상할 가능성이 있음
- 현재의 시장 회의론은 사이클 종료가 아니라 다음 국면을 위한 조정 단계로 해석되지만 산이 높았기 때문에 골도 깊을 수밖에 없음

근거 대조표 — 출처·매체 · 원문 주소 · 자료 일자 · 확인 내용 · 함의

근거 · 출처 매체 · 원문 주소	자료 일자	확인 내용	함의
FOMC 의사록 6월 16~17일 회의 federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20260617.htm	2026.06.17	AI 인프라 수요 급증이 핵심재 가격 압력에 기여했고, 지속되는 AI 인프라 수요가 기술제품과 전기 가격에 상방 압력을 유지시킬 것 명시	AI가 생산성·금융안정 이슈에서 현재형 물가 압력으로 분류 변경
윌리엄스 뉴욕 연은 총재 Fortune fortune.com/2026/07/09/federal-reserve-john-williams-says-ai-is-now-his-main-inflation-concern	2026.07.09	AI 투자 수요가 자신의 최우선 인플레이션 우려. 수요-공급 불균형이 지속적 충격을 만든다면 무시하고 넘어갈 상황이 아니라고 발언. 판단 기준으로 하반기 월간 코어 PCE 0.2% 제시	동결 지지 인물의 발언. 특정 시나리오에서 인상 지지 가능성
워시 의장 의회 반기보고 TechTimes 정리 techtimes.com/articles/320507/20260714/stunning-cpi-miss-kills-july-rate-hike-hormuz-puts-september-back-table.htm	2026.07.14	통화정책이 갈림길에 있다고 규정하며 물가를 2% 위에 붙들어 두는 세 힘으로 2025년 관세, 중동 에너지 비용, AI 인프라 수요를 지목. FOMC가 높은 물가를 용인할 뜻이 없다고 강조	의장이 AI 인프라를 물가 3대 요인으로 공식 지목. 최상위 근거
6월 SEP 및 점도표 Kiplinger kiplinger.com/investing/economy/june-cpi-preview-dont-let-a-negative-headline-fool-you	2026.07	18명 중 9명 2026년 최소 1회 인상 예상. 2026년 물가 전망 중간값 2.7%→3.6%, 점도표 3.4%→3.8% 상향. 정책금리 3.50~3.75% 동결	물가 경로가 이미 금리 전망에 반영. 인하 사이클 진입이 지연

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.
-