2026. 11. 20

금융으로 만나는 새로운세상

IBKS 2027년 미국 증시 전망

Approaching An Inflection Point

글로벌 전략 김 예 슬
02) 6915-5526
chchu93@ibks.com



* AI를 활용한 이미지 입니다.

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

Summary 3

AI 투자 사이클은 계속된다 4

- 기술혁명과 투자 사이클의 반복 4
- 6번째 기술 혁명, AI 사이클 8
- 멈추기 어려운 선점 경쟁 9
- 미·중 기술 경쟁이 뒷받침하는 AI 사이클 10
- AI 사이클은 지금 어디에 있는가 12

수익성 검증의 시간 14

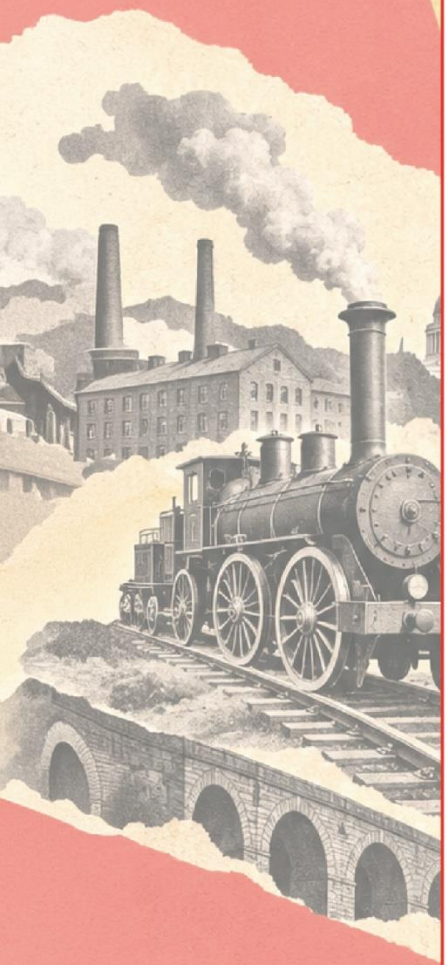
- 시장의 질문은 투자에서 회수로 14
- 사용량 증가와 토큰 단가 하락의 줄다리기 14
- 기업의 AI 도입 현황 점검 16
- 기업 유료 지출 확대 17
- 수요는 확인, 다음 차례는 수익성 18

AI 사이클의 균열은 어디서 시작될까 19

- 과거 버블 붕괴가 남긴 공통 신호 19
- 조달 부담 확대, 신용위험은 차별화 21
- 네오클라우드, 성장과 차환 부담 사이 24

2027년 미국 증시 투자전략 27

- AI 투자가 지탱하는 경기와 기업이익 27
- 미국 증시 상고하저 전망, 2028년 성장 둔화에 대비 29







Summary

AI 투자 사이클은 계속된다

2027년에도 AI 인프라 투자는 확대될 전망이다. AI 시장 선점 경쟁과 미·중 기술 패권 경쟁이 지속되는 가운데, GPU·메모리·전력 등 인프라 공급 부족이 투자 확대를 뒷받침하고 있다. 2027년 하이퍼스케일러의 CAPEX는 1조 달러를 넘어설 것으로 예상한다. 현재 AI 사이클은 과거 기술혁명의 광란기(Frenzy)와 유사한 특징을 보이고 있으나, 높은 선점 편익과 구조적인 수요 확대를 고려하면 투자 사이클이 단기간에 종료될 가능성은 낮다고 판단한다.

수요는 확인, 2027년은 수익성 검증의 시간

AI 도입과 지출 확대는 이미 실적에 반영되고 있다. 2026년 3분기 하이퍼스케일러의 클라우드 매출은 전년 동기 대비 56%, 백로그는 142% 증가했다. 다만 대규모 투자가 잉여현금흐름과 감가상각 부담을 높이면서 시장의 관심은 투자 규모에서 회수 가능성으로 이동하고 있다. 백로그의 매출 전환은 2027년부터 진행되겠지만 2028~2029년 이후까지 이어질 전망이다. 향후 주가 상승의 핵심은 매출 성장이 투자 부담을 흡수하며 이익과 현금흐름 개선으로 연결되는지에 달려 있다.

신용위험의 시스템 위기 확산은 제한적

AI 투자 확대에 따라 자금조달 구조는 내부 현금 중심에서 회사채·사모신용 등 외부 조달로 다변화되고 있다. 회사채 발행 증가와 투자비 회수에 대한 불확실성이 신용스프레드 확대를 자극하고 있지만, 대형 하이퍼스케일러는 기존 사업의 높은 현금창출력과 양호한 재무건전성을 보유하고 있다. 따라서 AI 투자 부담이 시스템 전반의 신용위기로 확산될 가능성은 제한적이라고 판단한다. 다만 차입 의존도가 높은 오라클과 네오클라우드는 차환 부담 및 프로젝트 지연에 따른 위험에 유의할 필요가 있다.

2027년 미국 증시 상고하저, S&P500 7,200~8,900P 전망

2027년 미국 증시는 상고하저 흐름을 예상한다. 상반기에는 AI 투자 확대와 양호한 기업이익이 주가를 뒷받침하겠으나, 하반기에는 2028년 경기 성장률과 AI CAPEX 증가율 둔화 우려가 선반영될 가능성이 높다. 특히 데이터센터 규제 구체화와 기업별 자금조달 부담이 변동성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 강세장이 지속되는 동안 AI 인프라 관련 주도주의 상대적 우위는 이어지겠지만, 하반기로 갈수록 수익성과 재무건전성을 중심으로 차별화가 심화될 것으로 판단한다. 이에 따라 경기와 이익 전망의 변화를 확인하며 점진적인 비중 조절이 필요하다.

AI 투자 사이클은 계속된다

기술혁명과 투자 사이클의 반복

기술혁명은 반세기에 걸쳐 경제 전반으로 확산

신기술의 등장은 경제 전반의 생산성과 효율성의 기준을 바꾸는 거대한 발전의 물결이다. Carlota Perez의 《Technological Revolutions and Financial Capital》에 따르면 산업혁명 이후 다섯 차례의 기술혁명은 유사한 발전 경로를 거쳐왔다.

기술혁명의 확산 과정은 크게 설치기(Installation)와 전개기(Deployment)로 구분되며, 세부적으로는 분출기(Irruption) → 광란기(Frenzy) → 전환점(Turning Point) → 시너지기(Synergy) → 성숙기(Maturity)의 과정을 거친다.

설치기 후반에는 투기적 버블 형성

설치기에는 신기술을 기반으로 새로운 산업이 빠르게 성장하는 반면, 기존 산업은 경쟁력을 잃고 점차 쇠퇴한다. 설치기 후반에는 투기적 버블이 형성된다. 1790년대 운하 광풍, 1840년대 철도 광풍, 광란의 1920년대, 1990년대 닷컴 버블이 대표적이다. 이 시기에는 금융자본이 신기술 투자를 주도하며, 신산업의 성장 속도보다 빠르게 자금이 유입된다. 그 결과 주가는 기업의 내재가치를 크게 웃도는 수준까지 상승한다. 신기술이 세상을 바꿀 것이라는 기대는 높아진 주가를 정당화하는 내러티브로 작용하고, 이는 다시 낙관론과 자금 유입을 자극한다. 이처럼 기대와 가격 상승이 서로를 강화하는 순환 속에서 버블이 확산된다. 그러나 높아진 밸류에이션을 실적으로 정당화하는 기업은 일부에 불과하다. 결국 주가는 하락하고 설치기는 전환점으로 넘어가게 된다.

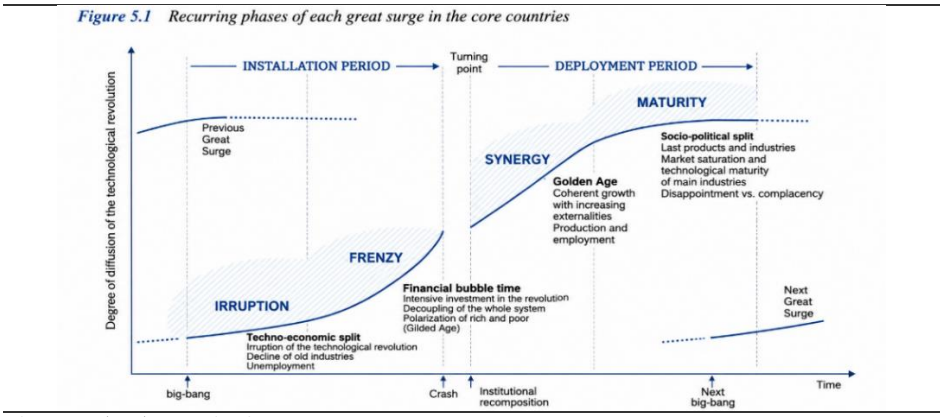
버블 붕괴 후 생산자본으로 주도권 이동

전환점은 지속 기간을 가늠하기 어려운 조정 국면으로 대개 버블 붕괴 이후의 침체와 겹친다. 버블이 남긴 부작용이 드러나면서 새로운 기술 패러다임에 맞게 규제와 제도적 틀이 재편되는 시기다. 이 과정을 거치며 경제의 주도권은 금융자본에서 생산자본으로 넘어가게 된다.

기술확산의 과실은 전개기에 본격화

이후 시너지기에는 새로운 기술경제 패러다임이 경제 전반의 상식으로 자리 잡으면서 생산성과 기업 이익의 성장이 본격화된다. 그러나 성숙기에 진입하면 주도 산업의 시장이 포화되고 패러다임 내 혁신 여지가 소진되면서 생산성과 이익의 성장이 둔화된다. 결국 잉여자본은 새로운 기술과 산업으로 이동하고, 이는 다음 기술혁명의 기반이 된다.

그림 1. 기술혁명 확산 5단계



자료: Perez (2002), IBK투자증권

표 1. 과거 대표적인 기술 혁명 사례

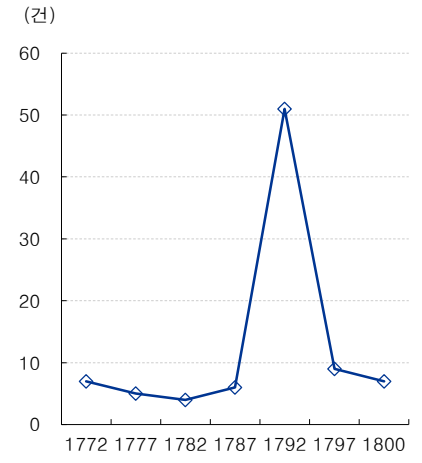
연도	명칭	중심국	시작·계기	새로운 기술·산업	새로운 인프라	기술경제 패러다임
1771~	산업혁명	영국	아크라이트의 크롬퍼드 방적 공장	기계화된 면직 공업, 연철, 기계류	운하 · 수로, 유료도로, 수력	공장 생산, 기계화, 시간 절약과 생산성, 지역 단위 네트워크
1829~	증기와 철도의 시대	영국 (유럽 · 미국으로 확산)	리버풀-맨체스터 철도의 로켓호 시험	증기기관과 기계, 철·석탄 채굴, 철도 건설과 차량 제작	철도, 우편, 전신, 대형 항만, 도시가스	집적의 경제와 산업도시, 전국 시장, 규모가 곧 진보, 표준 부품
1875~	철강·전기·중공업의 시대	미국 · 독일	피츠버그 카네기 베서머 제강소	값싼 강철, 중화학과 토목, 전기장비, 구리·전선, 통조림·포장	강철 증기선 해운, 대륙 철도망, 대형교량·터널, 전신·전화, 전력망	거대 구조물, 규모의 경제와 수직 통합, 과학의 생산력화, 세계적 네트워크, 표준화와 원가 관리
1908~	석유·자동차·대량생산의 시대	미국 (독일과 경쟁, 유럽으로 확산)	디트로이트 포드 공장에서 첫 Model T 출고	대량생산 자동차, 값싼 석유와 석유화학, 내연기관, 가전제품, 냉장·냉동 식품	도로 · 고속도로, 공항, 송유관, 보편적 전력 공급, 유무선 통신	대량생산과 대량소비, 규모의 경제와 수평 통합, 제품 표준화, 에너지 집약, 교외화
1971~	정보통신의 시대	미국 (유럽 · 아시아로 확산)	인텔 마이크로프로세서 발표	값싼 마이크로전자, 컴퓨터, 소프트웨어, 통신, 바이오·신소재	인터넷, 이메일, 디지털 통신망(케이블·광섬유·위성), 유연한 전력망, 고속 운송망	정보 집약, 분산형 네트워크 구조, 지식이 곧 자본, 시장 세분화, 범위의 경제, 세계화

자료: Perez (2009), IBK투자증권

신기술 등장과 함께 자금 유입과 주가 상승 가속

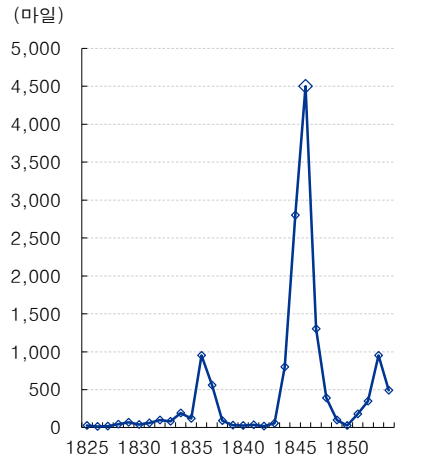
과거 기술혁명 초기에는 신기술의 등장 이후 금융자본이 유입되며 신규 사업의 인가와 상장이 급증했다. 영국 운하 승인 건수는 1790년 1건에서 1793년 21건으로, 철도 인가 노선은 1843년 90마일에서 1846년 4,540마일로 늘었다. 미국 인터넷 기업 IPO도 전체의 60%를 차지했다. 개별 사업의 수익성이 검증되기 전에 자본이 먼저 몰리며 신규 회사가 우후죽순 등장한 것이다. 주가도 신기술 업종이 주도했다. 1920년대 라디오 대표주 RCA 주가는 1921년 1.5달러에서 1929년 549달러로 올랐고, 자동차·전기·통신·전력 등 하이테크 업종 지수는 1926~29년 약 3.5배 상승했다. 1990년대 닷컴버블 때도 다우존스 기술지수가 1997~2000년 4배 이상 오르며 시장을 웃돌았다.

그림 2. 영국 운하 건설 관련 의회 승인 건수



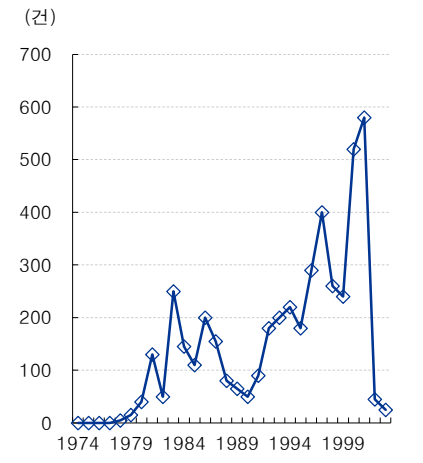
자료: Canals from Ward (1974), IBK투자증권
주: 5년 합계

그림 3. 영국 철도 인가 마일



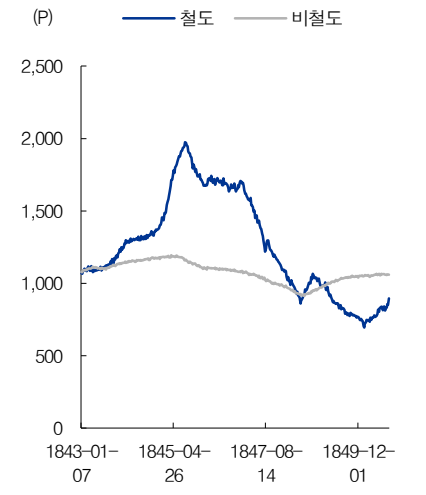
자료: railway from pollins (2002), IBK투자증권

그림 4. 미국 정보통신기술(ICT) 기업 IPO 건수



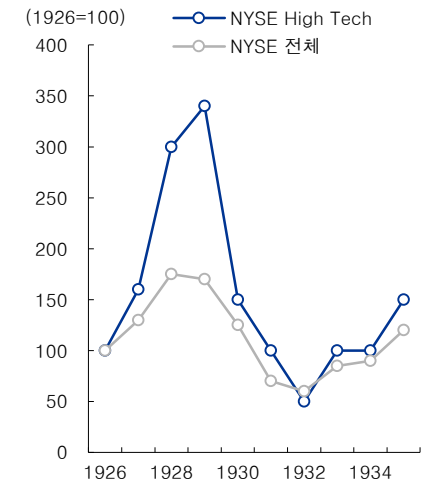
자료: Jay Ritter, WilmerHale, IBK투자증권

그림 5. 영국 철도와 비철도 기업의 주가



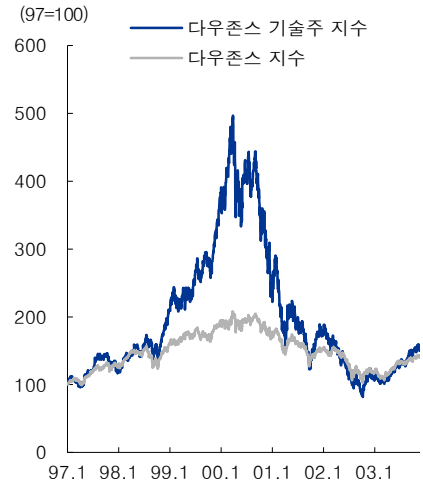
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 1920년대 미국



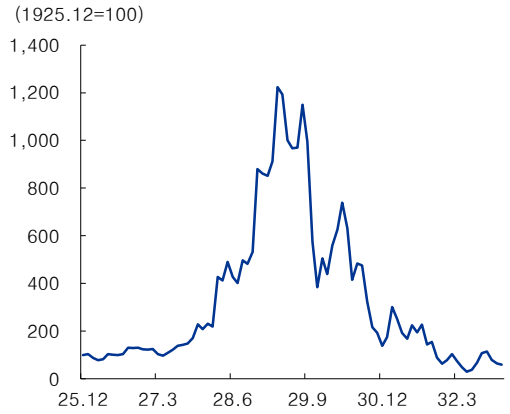
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. 1990년대 닷컴 버블



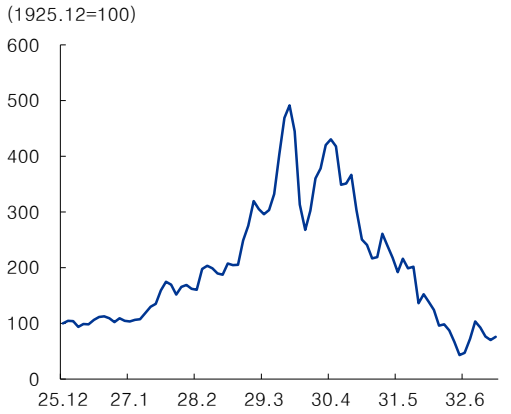
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. 1920년대 ① 라디오: RCA



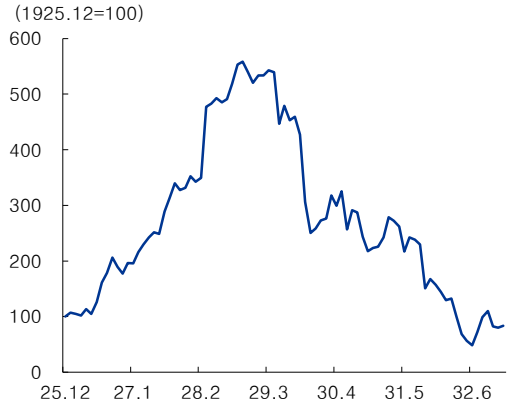
자료: CRSP, Nicholas (2008), IBK투자증권

그림 9. 1920년대 ② 전기화: GE



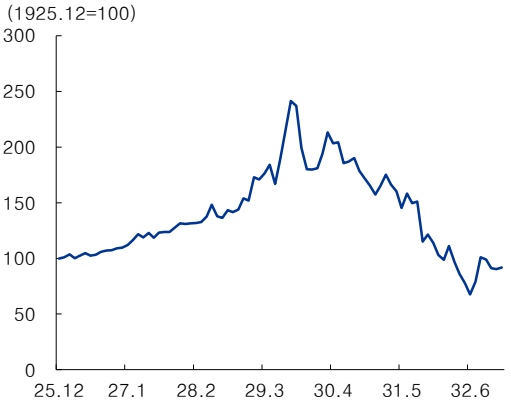
자료: CRSP, Nicholas (2008), IBK투자증권

그림 10. 1920년대 ③ 자동차: GM



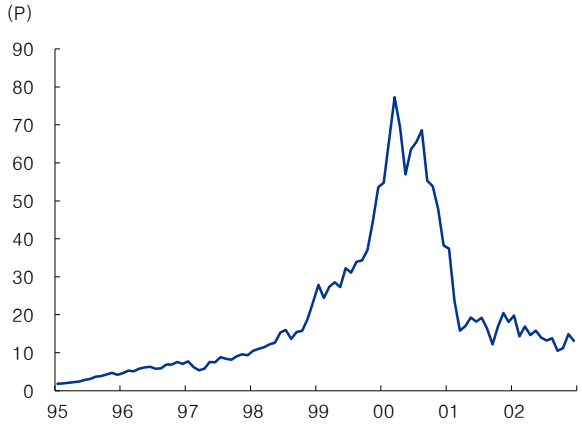
자료: CRSP, Nicholas (2008), IBK투자증권

그림 11. 1920년대 ④ 전화 · 통신: AT&T



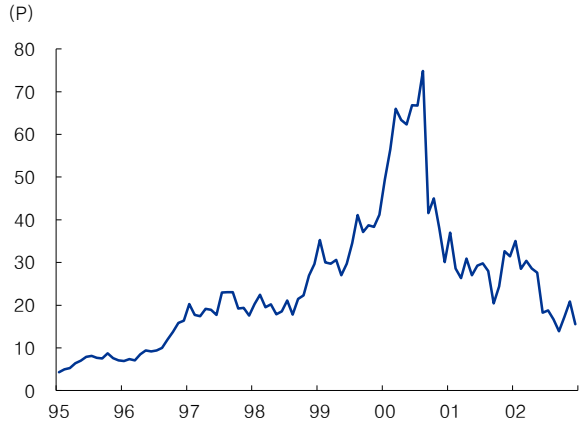
자료: CRSP, Nicholas (2008), IBK투자증권

그림 12. 1990년대 ① 네트워크 장비: 시스코



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 1990년대 ② 반도체: 인텔



자료: Bloomberg, IBK투자증권

6번째 기술 혁명, AI 사이클

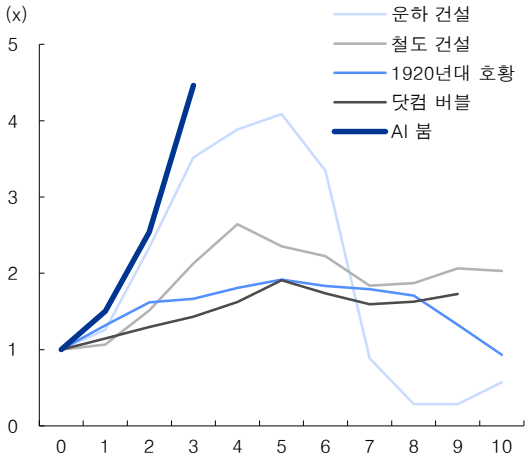
AI 투자는 과거 혁명보다 속도와 규모에서 두드러짐

이번 AI 사이클은 6번째 기술 혁명으로 정의할 수 있다. 과거 기술 혁명과 비교해 AI 사이클은 투자 속도와 규모 모두에서 두드러진다. AI 투자 지출은 사이클 진입 3년 차에 초기 대비 약 4.5배로 확대되며, 19세기 운하와 철도, 1920년대, 닷컴 버블을 모두 웃돌았다. 투자 규모 역시 이례적이다. 2025~2032년 AI 인프라 투자액은 누적 10.3조 달러로 연평균 GDP의 3.63%에 달할 것으로 추정된다. 이는 19세기 철도 건설기를 상회하는 수준이다.

생성형 AI 채택률 53%

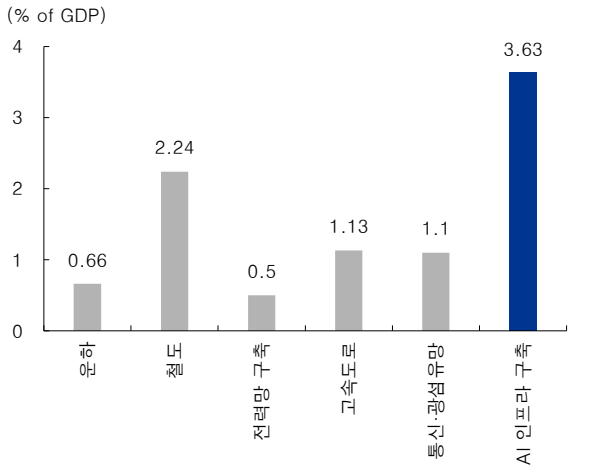
이번 AI 사이클은 인프라 투자뿐 아니라 기술 확산 속도에서도 과거 혁명과 차별화된다. 생성형 AI 도입률은 대중화 이후 3년 만에 약 53%에 도달하며 과거 인터넷과 PC의 보급보다 빠르게 대중화됐다.

그림 14. 과거 투자 붐과 AI 투자 속도 비교



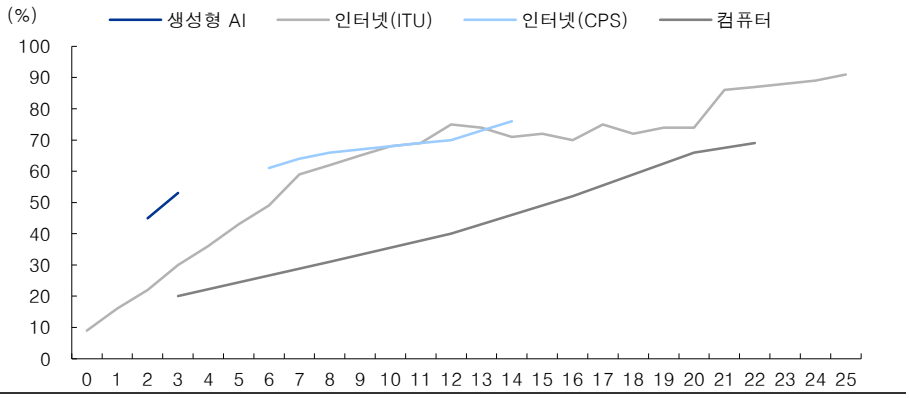
자료: BIS, IBK투자증권

그림 15. GDP 대비 연평균 투자액



자료: Van Nieuwerburgh(2026), Brookings, IBK투자증권

그림 16. 생성형 AI·인터넷·PC의 도입 속도 비교



자료: Stanford HAI, IBK투자증권

멈추기 어려운 선점 경쟁

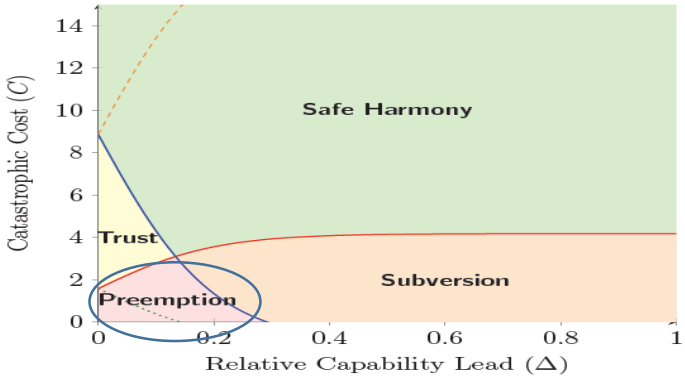
높은 선점 편익이
AI 투자 지속을 견인

AI CAPEX 확대는 높은 투자 부담에도 당분간 이어질 것으로 예상한다. AI 사이클이 지속될 것으로 보는 이유는 높은 시장 선점 효과 때문이다. AI 시장은 우월한 기술을 확보한 소수 기업이 시장 점유율의 대부분을 지배하는 Winner -take-most 구조가 될 가능성이 높다. 이에 기업들은 경쟁에서 뒤처지지 않기 위해 경쟁사보다 먼저 기술을 확보하려는 유인이 크다.

AI 경쟁에서의 전략은 경쟁에서 뒤처질 위험뿐만 아니라 참여자 간 기술 격차에 따라서도 달라지게 된다. 참여자 간 기술 격차가 크지 않고, 통제 실패 비용보다 기술 선점에 따른 편익을 크게 인식할수록 경쟁자는 개발을 지속하는 Preemption(선점) 영역에 진입할 가능성이 높아진다.

현재 AI 시장은 Preemption 영역과 가깝다고 볼 수 있다. 기술 발전 속도가 빨라지면서 경쟁자 간 기술 우위가 고정되기 어려운 가운데, 시장 선점에 따른 편익은 여전히 크다. 반면 통제 실패에 따른 잠재적 비용은 확대되고 있으나 당장의 경쟁 열위에 따른 손실보다 후순위로 인식되고 있다. 이에 따라 개별 기업에게는 개발을 지속하는 것이 합리적인 선택이 되며, 결과적으로 시장 전체의 AI 개발 경쟁이 지속될 가능성이 높다.

그림 17. AI 개발 경쟁에서 전략적 선택



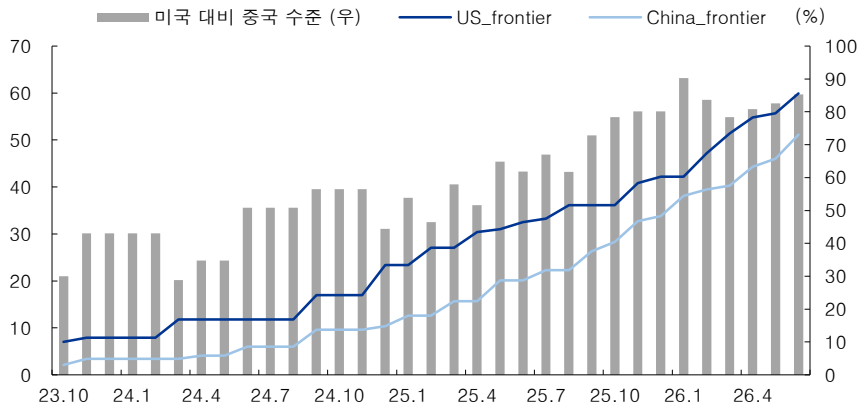
자료: Roussel et al. (2026), IBK투자증권

미 · 중 기술 경쟁이 뒷받침하는 AI 사이클

중국 모델의 추격이 미국 빅테크 투자 유인 강화

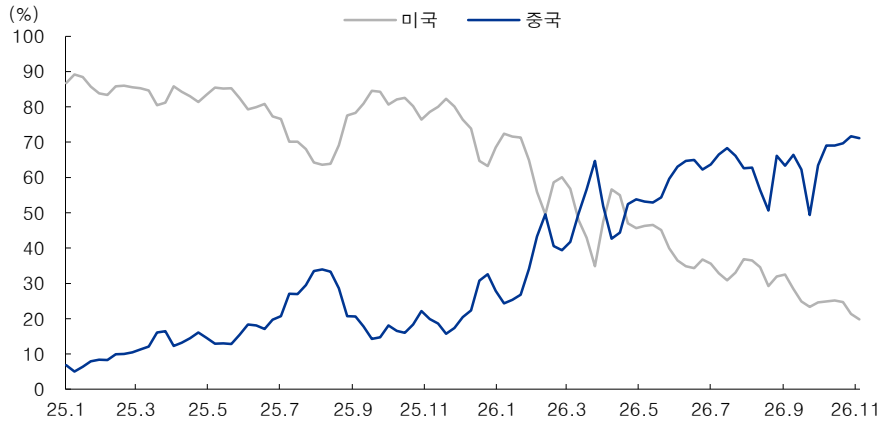
중국은 오픈소스 전략을 기반으로 기업과 개발자의 참여를 확대하며 생태계를 빠르게 확장하고 있으며, 성능 측면에서도 Frontier 모델을 추격하는 단계에 진입하고 있다. 이러한 변화는 실제 개발자들의 모델 선택에서도 확인된다. OpenRouter 데이터에 따르면 중국 AI 모델의 토큰 소비량 점유율은 70% 수준까지 확대되었다. 반면 한때 80%를 상회했던 미국 모델의 점유율은 빠르게 하락하며 양국 간 격차가 빠르게 축소되고 있다. 개방형 모델의 수요가 높아지면서 AI 산업이 소수 Frontier 기업 중심의 경쟁에서 미국 폐쇄형 모델과 중국 오픈소스 모델이 경쟁하는 새로운 구도로 전환되고 있다. 앞으로 중국산의 시장 침투가 더욱 가속화할 것으로 전망되며, 이에 따라 미국 빅테크 기업들의 기술 우위 유지와 시장 지배력 확보를 위한 투자 유인도 더욱 커질 것으로 예상된다. 특히 미·중 간 기술 격차가 축소될수록 경쟁에서 뒤처질 위험이 높아진 만큼 AI 개발 투자는 지속될 가능성이 높다.

그림 18. 미·중 프론티어 모델 간 지능 격차



자료: Roussel et al. (2026), IBK투자증권

그림 19. 국가별 AI 모델 토큰 소비량 점유율



자료: Openrouter, IBK투자증권

짧아진 모델 출시 주기가 인프라 투자 경쟁을 뒷받침

이러한 선점 경쟁은 AI 모델 출시 주기에서 확인된다. AI CAPEX 규모 증가와 함께 AI 모델 출시 주기도 빨라지고 있다. 2022년 11월 오픈AI의 ChatGPT 출시 이후 다음 신규 모델 발표까지 통상 1년 정도 소요되던 기간이 최근에는 1~2개월로 단축됐다. 오픈AI는 2026년 3월과 4월에 연달아 GPT 5.4와 GPT 5.5를 출시하였고, 앤트로픽은 7월에 클로드 오퍼스 5를 출시한 이후 9월에 오퍼스 5.5, 페이블5, 소넷5.5를 출시했다. 1~9월 미국 개발사가 출시한 모델은 59개이며, 분기별로는 각각 10개, 15개, 34개로 가파르게 늘었다. 중국 기업 역시 AI 모델 개발 속도가 빨라지고 있다. 어느 기업도 기술 우위를 오래 유지하지 못하는 만큼 미국과 중국을 중심으로 한 AI 패권 경쟁은 지속될 것으로 전망한다.

그림 20. 미국 주요 AI 기업 신모델 출시 시점

	2026년 1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
오픈AI		GPT-5.3 -코덱스	GPT-5.4	GPT-5.5			GPT-5.6		GPT-6 GPT-6.1 솔	GPT-6.1 테라
구글		제미나이 3.1 프로			제미나이 3.5 플래시		제미나이 3.6 플래시	제미나이 3.7 플래시	제미나이 4 아르곤	제미나이 4 카본
앤트로픽		클로드 오퍼스 4.6		오퍼스 4.7 미토스 프리뷰	클로드 오퍼스 4.8	페이블 5 소넷 5	클로드 오퍼스 5		오퍼스 5.5 페이블 5.1 소넷 5.5	클로드 하이쿠 5.5
xAI			그록 4.20	그록 4.3			그록 4.5	그록 4.6	그록 4.7	

자료: 각 사, IBK투자증권

그림 21. 중국 주요 AI 기업 신모델 출시 시점

	2026년 1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
알리바바		큐원3.5		큐원3.6 플러스	큐원3.7 맥스			큐원3.8 맥스		
딥시크							V4 플래시 업데이트	V4 프로 업데이트	V4.1 플래시	
지푸(Z.AI)		GLM-5		GLM-5.1		GLM-5.2		GLM-5.3		
문샷AI	키미 K2.5			키미 K2.6			키미 K3			키미 K3.1 프로

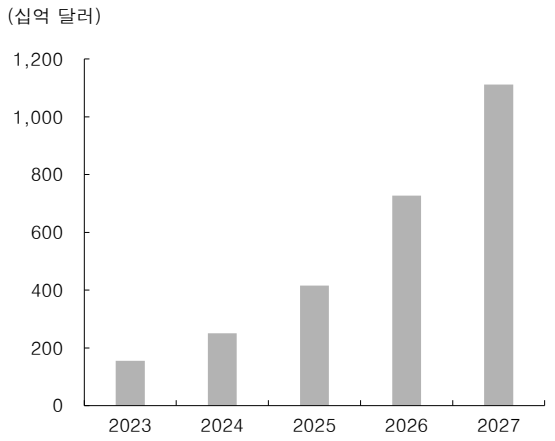
자료: 각 사, IBK투자증권

AI 사이클은 지금 어디에 있는가

빅테크의 CAPEX 확대는 2027년에도 지속될 전망

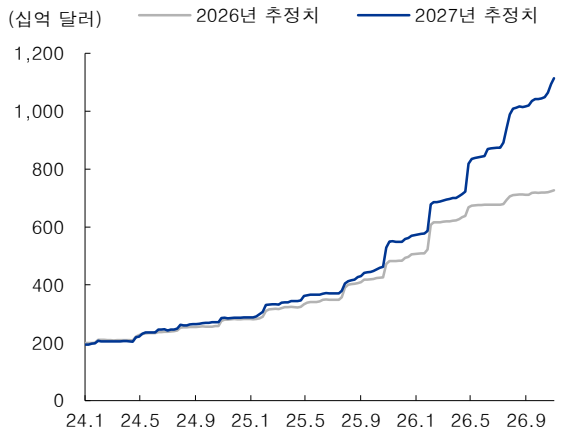
하이퍼스케일러의 AI CAPEX 금액은 2027년에 더 증가할 전망이다. 주요 빅테크 기업들도 내년에 추가적인 설비투자 확대를 예고하고 있다. 알파벳은 2027년에도 CAPEX가 상당폭 증가할 것으로 예상한다고 밝혔으며, 아마존은 2026년 약 2,200억 달러의 현금 CAPEX를 집행한 데 이어 2027년에는 투자 규모를 더욱 확대할 계획이라고 밝혔다. 마이크로소프트 역시 2027년 상반기 CPU·GPU 구매와 지연된 외부 데이터센터 용량 인도가 집중되면서 CAPEX 집행이 가속화될 전망이라고 밝혔다.

그림 22. 미국 하이퍼스케일러 CAPEX 추이 및 전망



자료: Refinitiv, IBK투자증권 주: 26~27년은 전망치

그림 23. 미국 하이퍼스케일러 CAPEX 전망치 변화



자료: Refinitiv, IBK투자증권

Frenzy 기간의 특징
1) 신규 기술 낙관론 확산
2) 인프라 선제적 구축
3) 금융 자본 유입 가속
4) 자산가격 상승 및 쏠림
5) 수익성에 대한 불확실성

AI 사이클은 기술확산 5단계 중 광란기(Frenzy)와 유사한 특징을 보이고 있다.

1) 신기술에 대한 낙관적 기대가 확산되고 있다. AI가 산업 전반의 생산성을 혁신할 것이라는 기대가 높아지면서 미래 성장 가능성이 주가에 선반영되고 있다.

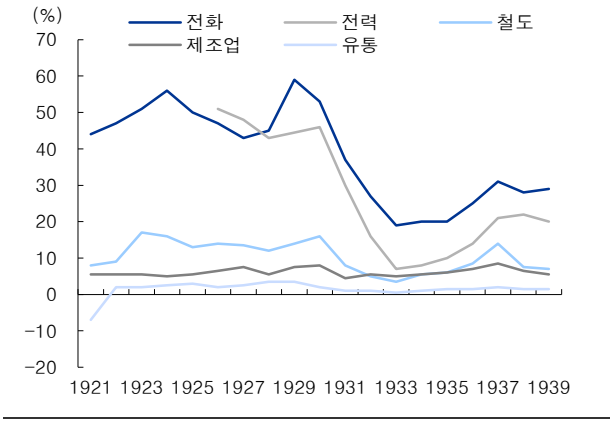
2) 대규모 선제적 투자가 빠르게 확대되고 있다. 빅테크 기업들은 AI 시장 선점을 위해 GPU·데이터센터·전력 설비 등 인프라 확보에 막대한 자본을 투입하고 있다.

3) 금융자본의 유입과 외부자금 조달이 증가하고 있다. AI 인프라 구축에 필요한 자금 규모가 커지면서 회사채 발행과 사모신용, GPU 담보대출 등 자금조달 방식이 다변화되고 있다.

4) 주식시장의 쏠림 현상이 심화되고 있다. AI 관련 기업들이 증시 상승을 주도하면서 소수 기업에 대한 시가총액 집중도가 높아지고 있다.

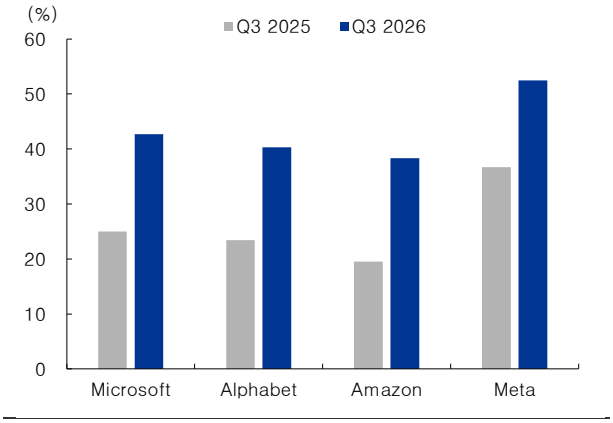
5) 투자 규모와 수익화 속도 간 괴리가 나타나고 있다. AI 수요와 매출은 증가하고 있으나, 대규모 선제적 투자에 상응하는 수익성과 투자 회수 가능성에 대한 불확실성은 여전히 남아 있다.

그림 24. 1921~39년 연도별 매출 대비 설비투자 비율



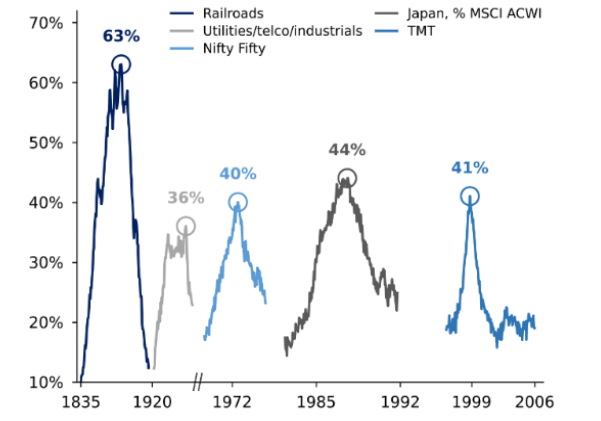
자료: *The Financing of Large Corporations*, IBK투자증권

그림 25. 하이퍼스케일러 매출액 대비 설비투자 비율



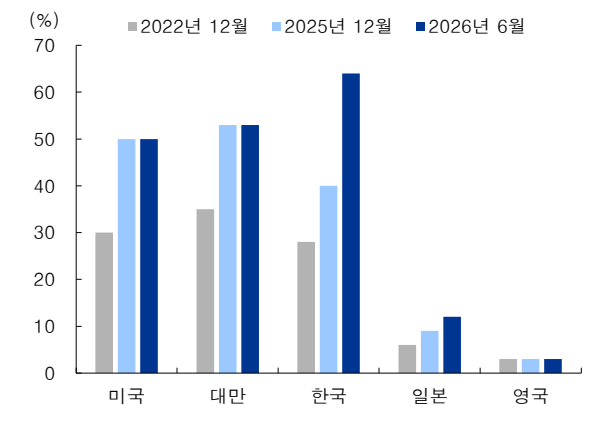
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 26. 역대 버블 주도주의 시장 집중도



자료: BIS, IBK투자증권

그림 27. AI 관련 기업이 시가총액에서 차지하는 비중



자료: Van Nieuwerburgh(2026), Brookings, IBK투자증권 주: 2026년 6월 기준

수익성 검증의 시간

시장의 질문은 투자에서 회수로

2027년 관건은 투자의 수익 전환

하이퍼스케일러들의 잉여현금흐름이 마이너스로 전환되면서 시장은 CAPEX 확대를 현금흐름 악화와 자금조달 부담의 관점에서 평가하기 시작했다.

시장의 질문은 얼마나 투자하는가에서 언제 회수되는가로 옮겨가고 있다. 자금은 계속 집행되고 있는 가운데 이를 정당화할 매출이 언제 본격화될 것인가가 중요해진 시점이다. 2027년은 현금흐름 적자가 가장 큰 해가 될 전망이다. 투자와 회수 사이의 간극이 발생함에 따라 수익화에 대한 의문이 계속 제기될 것이다.

닷컴 버블 당시 인터넷지수가 10주간 45% 하락했을 때도 매출총이익이 컸던 기업은 주가 하락 폭이 상대적으로 제한적이었으며, 비용 부담이 컸던 기업은 더 크게 하락했다. 따라서 2027년에는 AI 투자가 매출과 이익으로 전환되는 기업과 그렇지 못한 기업 간 주가 차별화가 본격화될 전망이다.

사용량 증가와 토큰 단가 하락의 줄다리기

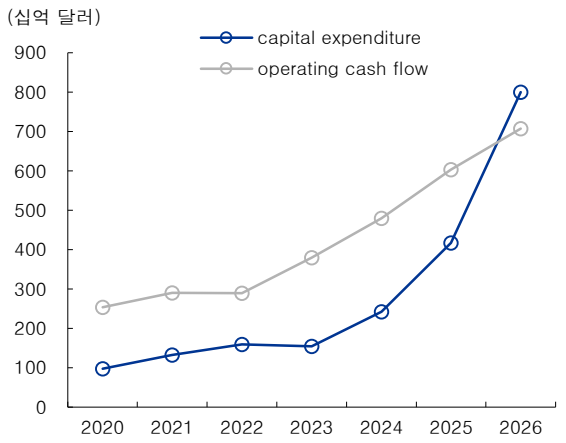
토큰 단가 하락 압력 지속

AI 모델의 토큰 처리량은 빠르게 증가하고 있다. 오픈라우터에 따르면 주간 토큰 처리량은 2025년 4월 약 5조 개에서 2026년 4월 20조 개 이상으로 1년 만에 4배 넘게 증가했다. 반면, 토큰 단가는 하락하고 있다. 100만 토큰당 가격지수는 5월 말 2.07달러에서 11월 9일 0.82달러로 약 60% 하락했다. 실제로 오픈AI는 GPT-5.6 Luna의 사용 요금을 80% 인하한 데 이어 GPT-6 Luna의 사용요금도 50% 인하하였다. 낮은 가격을 책정한 중국 오픈소스 모델 확산 등 AI 모델 간 경쟁이 심화되면서 토큰 가격의 추가 하락 압력도 이어질 전망이다.

사용량 증가가 단가 하락을 상쇄할 수 있는지가 관건

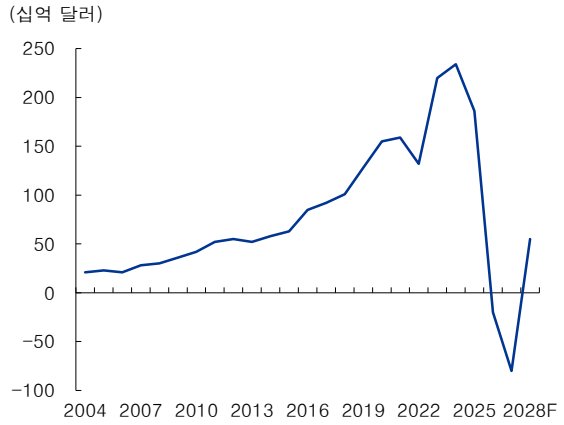
사용량 증가는 매출 확대 요인이지만, 단가 하락은 매출과 수익성을 압박하는 요인이다. AI 모델 성능이 평준화되면서 향후에는 고난도 작업에만 고가의 고성능 모델을 쓰고 일상적인 작업은 저가 모델로 처리하는 혼합 사용이 보편화될 전망이다. 이 경우 사용량이 늘어도 토큰당 평균 단가는 낮아지고, 고성능 모델의 가격 프리미엄이 적용되는 영역은 좁아진다. 결국 수요 증가가 가격 하락을 얼마나 상쇄할 수 있을지가 핵심이 될 것이다.

그림 28. 하이퍼스케일러 영업현금흐름 및 자본적 지출



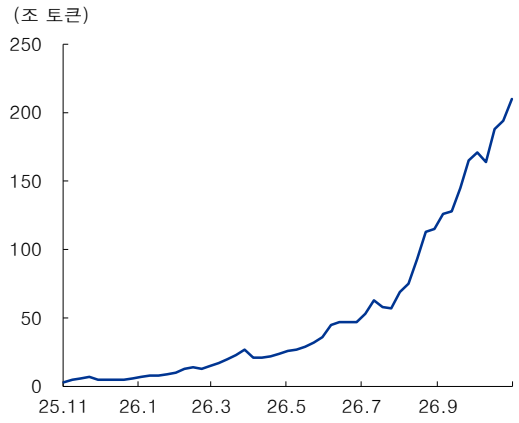
자료: Brookings, IBK투자증권

그림 29. 하이퍼스케일러 잉여현금흐름 추이 및 전망



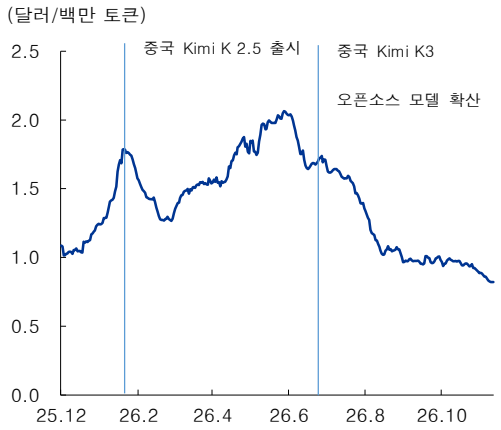
자료: SEC, IBK투자증권

그림 30. AI 모델 주간 토큰 처리량



자료: OpenRouter, IBK투자증권

그림 31. 토큰 가격지수



자료: Silicon Data, IBK투자증권

기업의 AI 도입 현황 점검

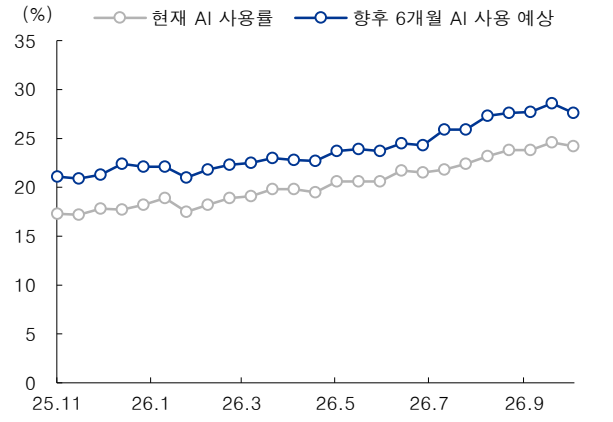
예상을 웃도는 기업의 AI 도입 속도

미국 기업의 AI 도입은 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 미국 센서스국(BTOS)에 따르면 미국 기업의 AI 도입률은 2026년 10월 기준 약 24%이며, 정보통신 · 금융 · 전문서비스 등 지식집약 업종에서는 50%에 근접한다. 특히 최근 6개월간 실제 도입률이 6개월 전 기업들이 제시한 전망치를 1.5%p 안팎으로 꾸준히 상회했다.

정기적 업무 활용과 에이전트가 사용량 확대를 견인

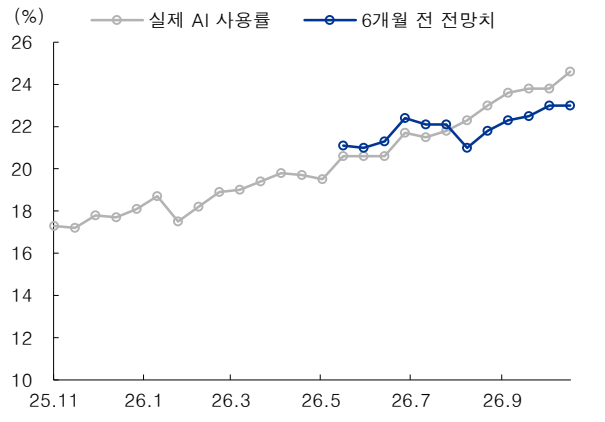
도입 확산과 함께 활용 강도도 높아지고 있다. AI가 일회성 도구에서 정기적인 업무 수행 수단으로 자리 잡으면서 업무에서 생성형 AI를 사용하는 응답자 비중은 2023년 11%에서 2026년 62%로 상승했고, 주 1회 이상 사용하는 비중도 37%에서 91%로 확대됐다. 특히 AI 에이전트는 독립적 · 병렬적으로 작업을 수행하고 장시간 작동할 수 있어 사용자당 토큰 소비량과 연산 수요를 구조적으로 확대할 전망이다.

그림 32. 미국 기업 AI 사용률 추이



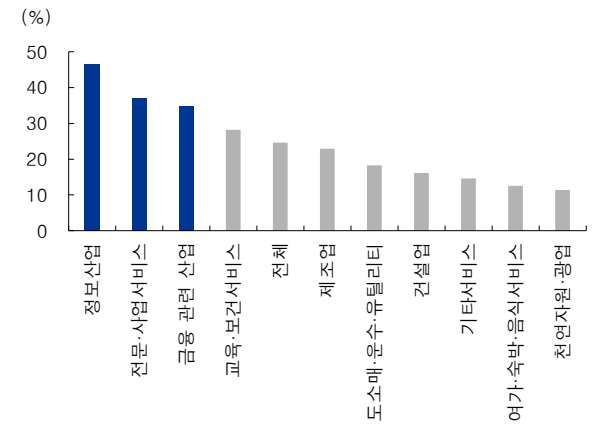
자료: US Census Bureau, BTOS, IBK투자증권

그림 33. 미국 기업의 AI 사용률 및 과거 전망치 비교



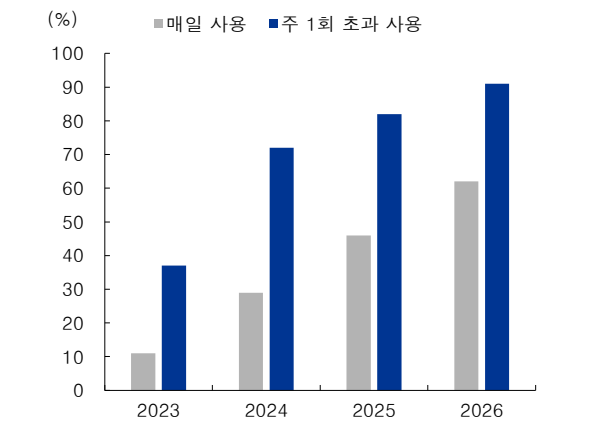
자료: BTOS, IBK투자증권

그림 34. 업종별 AI 도입률



자료: Wharton-GBK, IBK투자증권

그림 35. 기업 내 생성형 AI 활용 빈도 추이



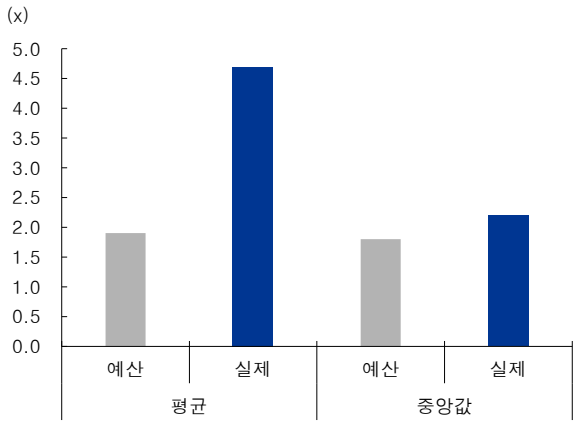
자료: Wharton-GBK, IBK투자증권

기업 유료 지출 확대

유료 구매와 백로그 증가가 AI 수익화 가능성을 뒷받침

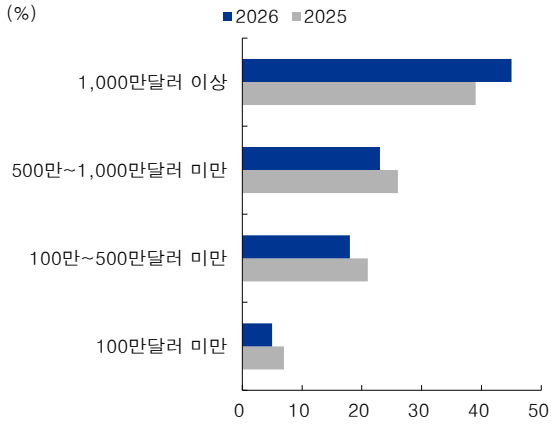
이러한 사용 확대는 기업의 실제 지출 증가로 이어지고 있다. 기업들은 2026년 AI 지출을 2025년의 1.9배 수준으로 계획했지만, 실제 지출은 평균 4.7배 수준에 달했다. 조사 대상 기업 중 연간 AI 예산이 1,000만 달러 이상인 비중도 2025년 39%에서 2026년 45%로 상승한 반면, 100만 달러 미만인 비중은 7%에서 5%로 낮아졌다. AI 도입이 일회성 사용을 넘어 실제 업무와 지출로 확장되고 있는 흐름이 이어지고 있다. 실제 결제 데이터에서도 기업의 AI 구매 확산이 확인된다. Ramp AI Index에 따르면 2026년 9월 Ramp 이용 기업 중 AI 제품·서비스에 지출한 기업의 비중은 55.9%로, 1년 전보다 12.1%p 상승했다. 이는 기업의 AI 도입이 관심이나 시험 사용을 넘어 유료 구매로 확산되고 있음을 보여준다.

그림 36. 기업 AI 지출, 예산 증가폭 상회



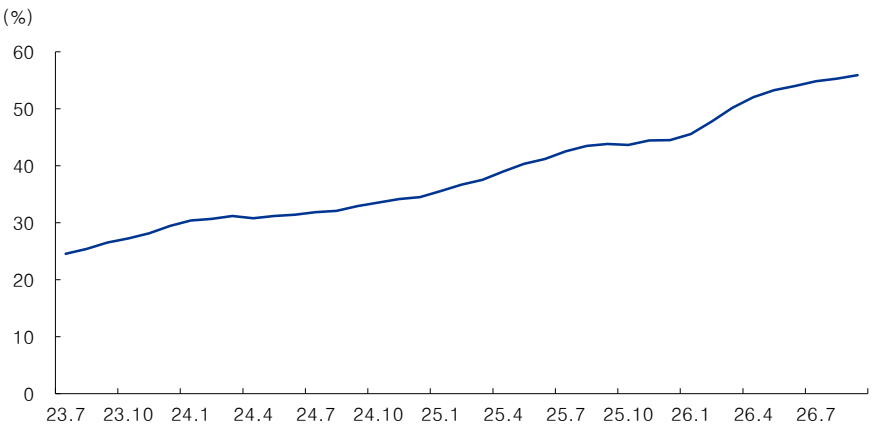
자료: MENLO, IBK투자증권

그림 37. 기업의 연간 AI 투자 예산 규모별 비중



자료: Wharton-GBK, IBK투자증권

그림 38. RAMP AI Index



자료: RAMP, IBK투자증권

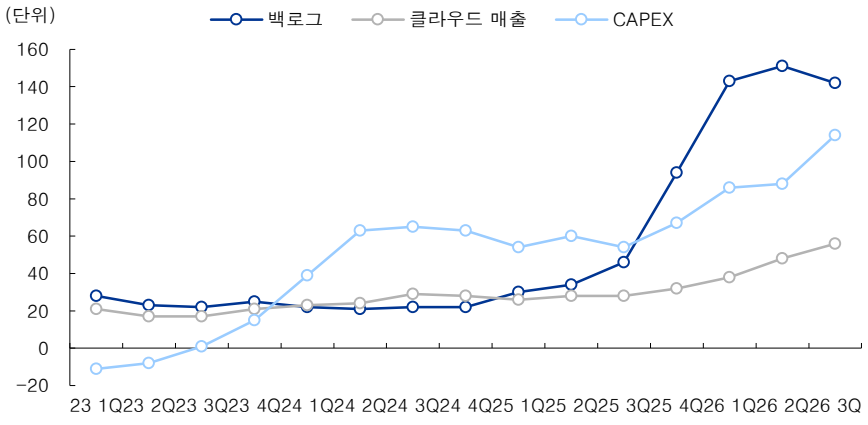
수요는 확인, 다음 차례는 수익성

AI 수요 확대는 클라우드 매출과 수주잔고에서 확인되고 있다. 2026년 3분기 주요 하이퍼스케일러의 클라우드 매출은 전년 동기 대비 56% 증가했다. 기업 고객과 체결한 계약 가운데 아직 매출로 인식하지 않은 잔여 계약금액도 142% 늘었다. 이는 향후 서비스 제공에 따라 매출로 인식될 계약 수요가 빠르게 축적되고 있음을 의미한다. 데이터센터 증설로 공급능력이 확대되면 백로그의 매출 전환이 진행되면서 AI 인프라 투자 지속을 뒷받침할 전망이다.

그럼에도 시장은 수요 확대를 넘어 수익성 개선에 대한 증명을 요구하고 있다. 실제로 3분기 실적 발표에서 주요 하이퍼스케일러의 클라우드 매출 성장률은 양호했으나, 주가는 부진했다. 대규모 CAPEX에 따른 잉여현금흐름 악화 및 감가상각 부담이 투자심리를 제약한 것으로 판단한다.

2027년에는 누적된 백로그가 매출로 전환되며 수익성을 증명하는 것이 중요한 시기이다. 다만 대규모 계약의 매출 인식은 2028~2029년 이후까지 진행될 것으로 예상한다. 실제로 구글은 백로그의 55% 이상을 향후 2년간, 오라클은 약 50%를 향후 3년간 매출로 인식한다고 밝혔다. 이에 따라 투자비 회수에는 시차가 존재하는 만큼 수익성과 현금흐름 개선은 점진적으로 나타날 가능성이 높다.

그림 39. 백로그 증가와 클라우드 매출 성장 가시화



자료: Bloomberg Finance L.P, IBK투자증권

표 2. 주요 하이퍼스케일러의 백로그 규모 및 매출 인식 기간

기업	백로그	매출 인식 예상 시점
MSFT	6,770억 달러	2027년 9월까지 약 30%
GOOGL	5,677억 달러	2028년 9월까지 55% 이상
ORCL	6,640억 달러	2027년 8월까지 13%, 2029년 8월까지 누적 50%
AMZN	5,780억 달러	가중평균 잔여 계약기간 6.1년, 연도별 비중 미공개

자료: 각 기업의 10-Q, IBK 투자증권

AI 사이클의 균열은 어디서 시작될까

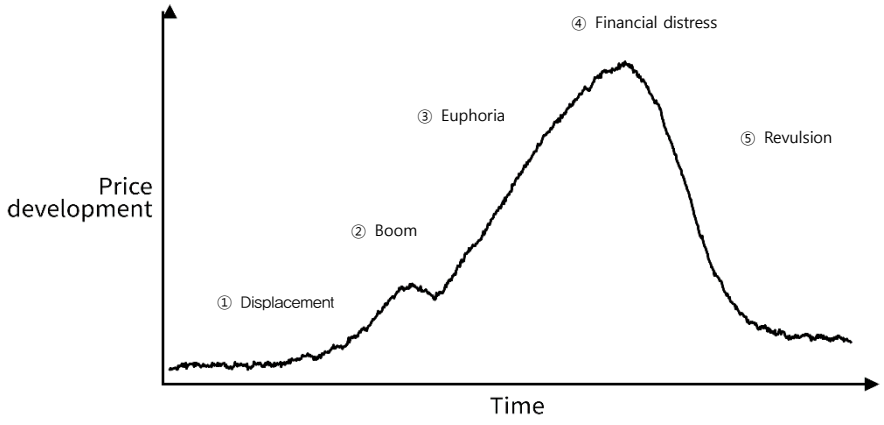
과거 버블 붕괴가 남긴 공통 신호

신용 팽창으로
형성된 버블은
조달 여건 악화에 취약

킨들버거(Kindleberger)는 버블의 형성과 붕괴 과정을 촉발 → 확장 → 과열 → 균열 → 붕괴의 5단계로 구분했다. 먼저 신기술의 등장이 새로운 수익 기회를 만들어내며 버블을 촉발한다. 초기 성공 사례가 확신을 키우면 신용이 팽창하고 투자와 가격이 함께 상승하는 확장 국면에 들어선다. 과열 국면에서는 '이번엔 다르다'는 낙관 속에 차입 투자가 급증하고, 가격은 펀더멘털에서 멀어진다. 이후 차익 실현과 신용 여건 악화로 약한 고리부터 균열이 생기고 가격은 급락하며 붕괴에 이른다.

투자자 입장에서 가장 궁금한 질문은 투자 사이클이 얼마나 오래 지속되는가, 그리고 무엇이 그 속도를 둔화시키는가 일 것이다. 여러 외생 변수들이 급변하는 환경 속에서 버블의 붕괴시점을 예측하는 것은 어렵다. 다만 우리는 과거 투자 사이클을 통해 현실적인 대응 방안을 고민해볼 필요가 있다.

그림 40. Kindleberger-Minsky 버블 패턴



자료: IBK투자증권 재구성

과거 신기술 버블의 붕괴 경로:
1) 공급과잉과 수익성 저하
2) 외부 자금 의존 확대
3) 자금 여건 악화
4) 취약 부문의 선행 조정
5) 밸류 조정 후 실적 악화

과거 신기술 버블은 투자 과잉으로 수익성 우려가 커진 가운데, 다음과 같은 특징을 보이며 주가는 하락했다.

1) 투자 확대가 수익성을 압박했다. 영국 철도는 노선 길이가 세 배로 늘어나는 동안 노선 1마일당 매출이 약 40% 감소했다. 닷컴 버블 시기에는 광섬유망이 과잉 구축됐고, 막대한 설비투자에 따른 감가상각비와 이자비용 부담이 더해져 수익성이 악화됐다.

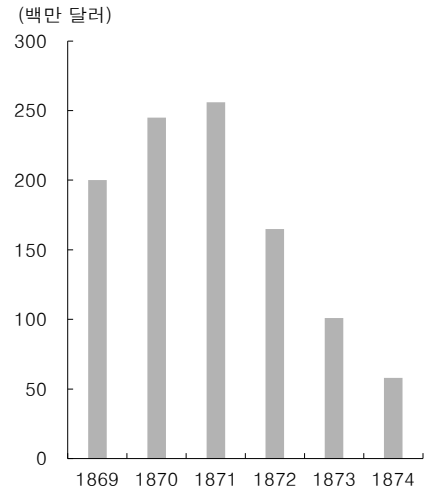
2) 외부 자금조달 확대가 투자를 가속화하고, 조달 여건 악화가 하락 압력으로 작용했다. 1840년대의 부분납입 주식, 1873년 철도채, 1929년 브로커론, 2000년 하이일드 채권 등 자금 조달 방식은 시대마다 달랐다. 다만 외부 자금에 의존해 투자가 확대된 뒤 자금 조달이 어려워지자 투자와 자산 가격이 함께 위축되는 양상이 나타났다.

3) 금리 인상과 자금시장 경색이 하락의 계기가 됐다. 주가 고점 전후로 중앙은행의 긴축과 신용스프레드 확대 등이 나타나면서 자금조달 비용이 높아졌고, 이러한 변화는 취약해진 시장에서 매도와 투자 축소를 촉발하는 계기로 작용했다.

4) 외부 자금 의존도가 높은 주체부터 충격을 받았다. 증거금으로 주식을 매수한 투자자, 차환에 의존한 철도회사, 차입을 통해 광섬유망을 구축한 통신사 등이 자금 여건 악화에 취약했다. 주도주는 지수보다 더 큰 폭으로 조정받는 경우가 있었다.

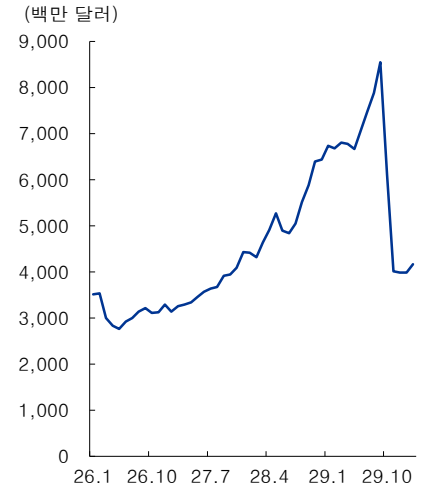
5) 초기에는 밸류에이션이 조정되고, 이후 이익 감소가 하락을 심화했다. 기대가 낮아지면서 주가가 먼저 하락하고, 이후 실적 악화가 확인되며 하락 압력이 이어지는 흐름이 관찰됐다.

그림 41. 미국 회사채 발행 규모 추이



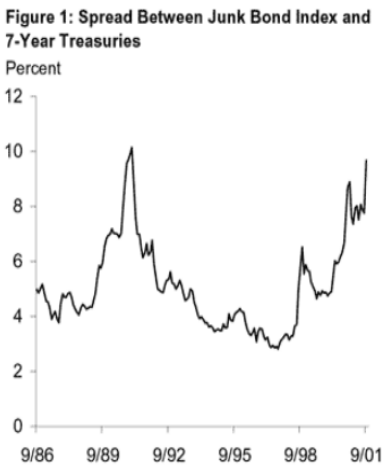
자료: Canals from Ward (1974), IBK투자증권

그림 42. 1920년대 주식담보대출 추이



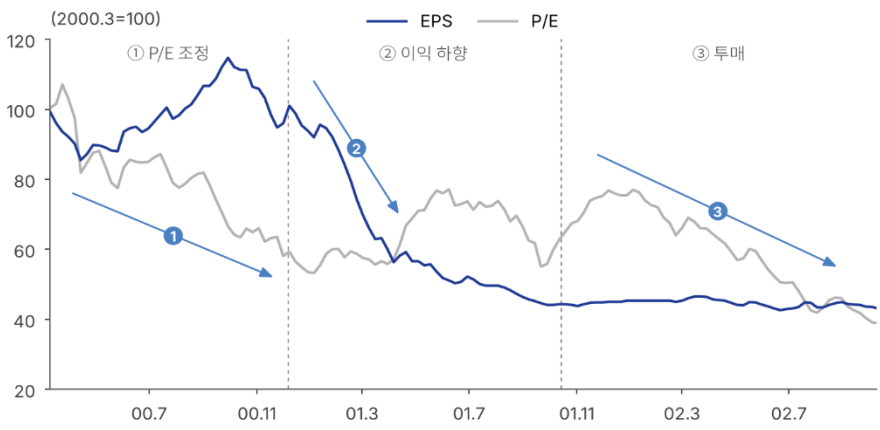
자료: Federal Reserve Bulletin, IBK투자증권

그림 43. 1990년대 닷컴 버블 하이일드채권



자료: FRBSF, IBK투자증권

그림 44. 닷컴 버블 붕괴 당시 PER과 EPS 변화



자료: IBK투자증권 재구성

조달 부담 확대, 신용위험은 차별화

투자 규모 확대에 따라 자금조달 방식이 핵심 쟁점

2027년 하이퍼스케일러의 CAPEX는 1조 달러를 넘어설 전망이다. 그러나 시장이 물어야 할 질문은 '얼마나' 조달할 것인가 아니라 '어떻게'로 바뀌었다. AI 경쟁이 본격적으로 심화되면서 투자 규모가 급격히 확대됐고, 이제 개별 기업의 현금흐름만으로는 이를 충당하기 어려운 국면으로 진입하고 있다.

내부 현금을 넘어선 투자가 회사채 발행 확대로 연결

2026년에는 하이퍼스케일러의 자본적 지출이 영업현금흐름을 넘어설 것으로 추정된다. 하이퍼스케일러는 점차 외부 조달 중심으로 전환하고 있으며, 회사채 규모도 빠르게 확대되고 있다. 하이퍼스케일러의 회사채 발행은 2025년 연간 1,070억 달러로 사상 최대를 기록했으며, 2026년에는 4월 중순에 이미 전년 연간 수준(1,070억 달러)을 넘어섰다. 올해 1월에서 9월까지 회사채 발행규모는 약 2,300억 달러로 추정된다. 2024년의 연간 발행이 200억 달러 수준이었음을 감안하면 하이퍼스케일러의 회사채 발행규모는 빠른 속도로 증가하고 있다.

조달 통화 다변화 속 크레딧 위험 점검 필요

발행통화도 다양해지고 있다. 2024년까지만 해도 하이퍼스케일러의 회사채는 달러로 발행되었다. 그러나 2025년부터 달러뿐 아니라 유로, 파운드, 스위스 프랑으로 확대되었으며 2026년에는 기타 통화의 비중이 30%까지 증가했다. 현금흐름 압박 속에서 하이퍼스케일러의 자금조달 전략은 달러 중심 구조에서 벗어나 다변화된 유동성 확보 경쟁으로 전환되고 있다. 내부 현금으로 충당하던 투자가 부채와 장부 밖 약정으로 이동하는 지금, CAPEX 사이클의 리스크는 크레딧에서 먼저 드러날 것이다.

발행 물량 부담은 있으나, 그러나 리스크 확산은 제한적

회사채 발행이 급증하면서 하이퍼스케일러의 신용스프레드도 확대됐다. 하이퍼스케일러의 장기물 신용스프레드는 2025년 초 60bp대에서 최근 160bp 안팎까지 상승했으나, 아직 시스템 전반의 신용위기로 확산될 수준은 아니라고 판단한다. 스프레드 확대는 AI 투자 회수에 대한 불확실성도 반영하고 있지만, 대규모 회사채 발행에 따른 수급 부담이 주요 요인으로 작용하고 있다. 실제로 하이퍼스케일러를 제외한 투자등급 회사채 스프레드는 상대적으로 안정적인 흐름을 유지하고 있어 신용 불안이 시장 전반으로 확산되는 모습은 제한적이다. 또한 오라클을 제외한 CDS 스프레드의 절대적인 수준도 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다.

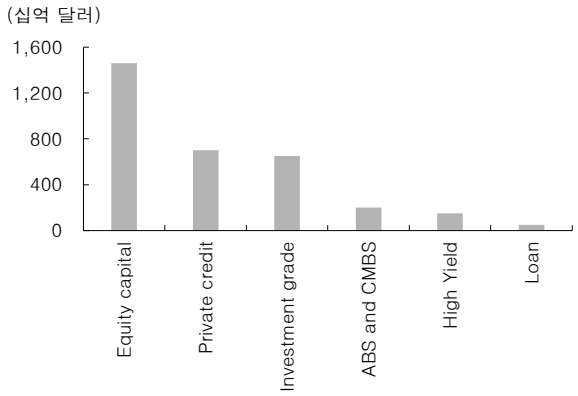
하이퍼스케일러는 우량한 기존 사업을 보유

대형 하이퍼스케일러는 AI 투자 이전부터 우량한 기존 사업을 보유하고 있다. 알파벳의 검색 · 광고, 메타의 SNS 광고, 마이크로소프트의 기업용 소프트웨어, 아마존의 전자상거래 등이 대표적이다. 이들 사업은 높은 시장 지배력을 가지고 있으며, 하이퍼스케일러는 다른 미국 기업보다 높은 수익성과 현금창출력을 보유하고 있다. 이러한 기존 사업의 현금창출력은 AI 투자 확대에 따른 자금조달 부담을 완충하는 요인으로 작용할 수 있다. 또한 오라클을 제외한 4개사의 총차입금/EBITDA는 2026년 6월 말 기준 1배 미만으로 차입금 상환 여력도 여전히 양호한 수준으로 판단한다.

하이퍼스케일러 내 신용위험 차별화

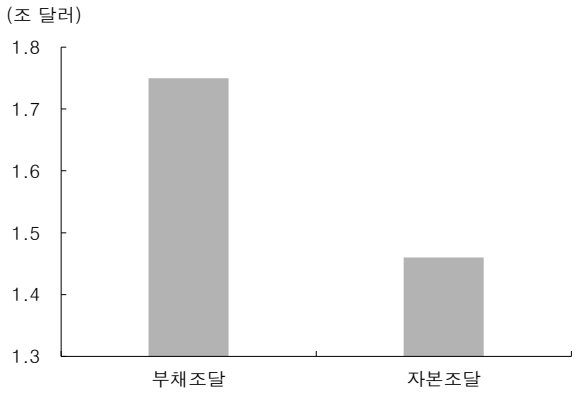
다만 오라클은 대규모 AI 인프라 투자로 재무 부담이 확대되고 있어 보수적으로 접근할 필요가 있다. 설비투자는 2026년 557억 달러에서 2028년 1,000억 달러까지 증가할 전망이다. 이에 따라 잉여현금흐름 적자는 2027년 416억 달러까지 확대될 것으로 예상된다. 부채/EBITDA 역시 2028년 4.4배로 상승하며 추가 신용등급 강등 기준인 4.5배에 근접할 전망이다.

그림 45. AI 인프라 외부 자금조달원별 규모



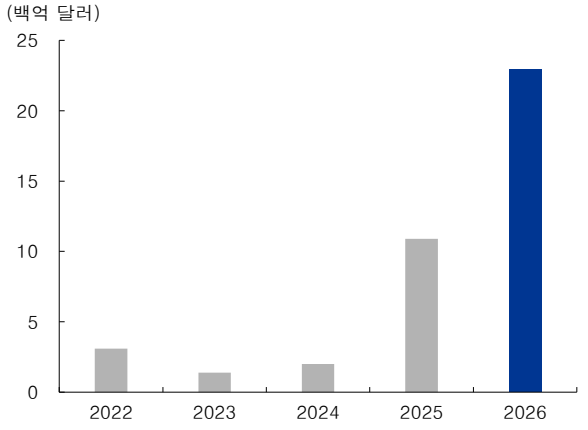
자료: BOE, Morgan Stanley Research, IBK투자증권

그림 46. AI 인프라 외부 자금조달원 중 부채와 자본 규모



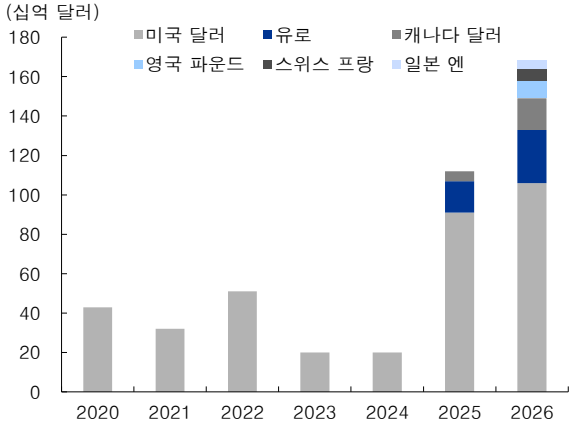
자료: BOE, IBK투자증권 주: 2026년 6월 기준

그림 47. 하이퍼스케일러 회사채 발행액



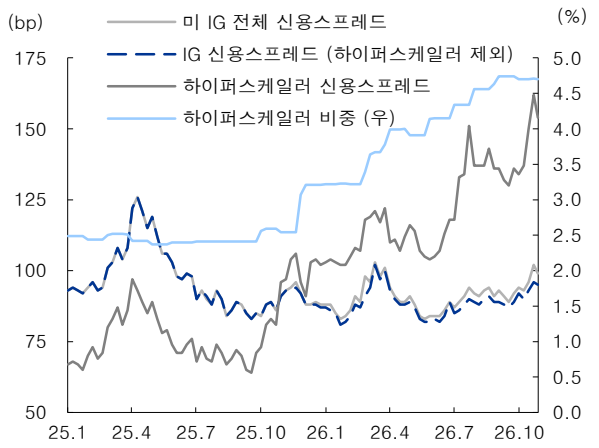
자료: Bloomberg, IBK투자증권 주: 알파벳, 마이크로소프트, 아마존, 메타, 오라클

그림 48. 하이퍼스케일러 통화별 채권 발행액



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 49. 하이퍼스케일러 신용스프레드



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 50. 하이퍼스케일러 CDS



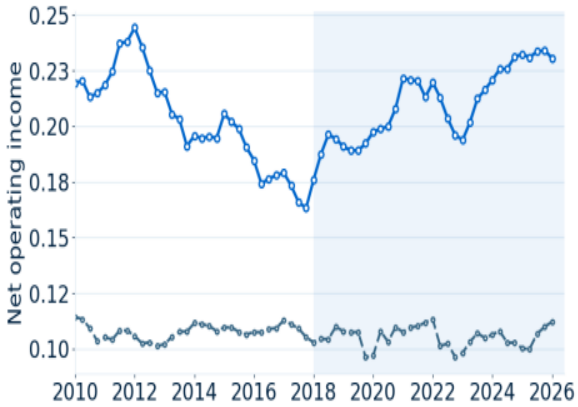
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 51. 하이퍼스케일러 vs 타기업 Operating income/Assets



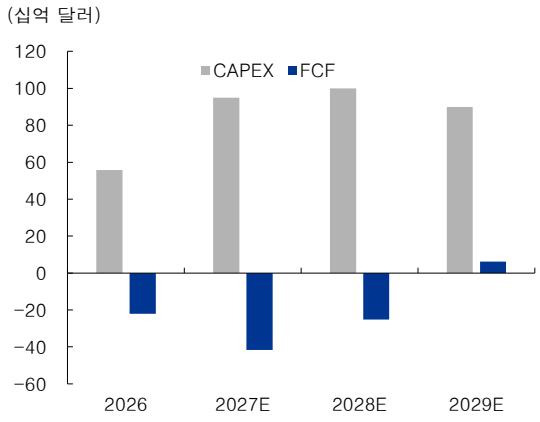
자료: Federal Reserve Bank of ST.LOUIS, IBK투자증권

그림 52. 하이퍼스케일러 vs 타기업 Operating Cash flow/Assets



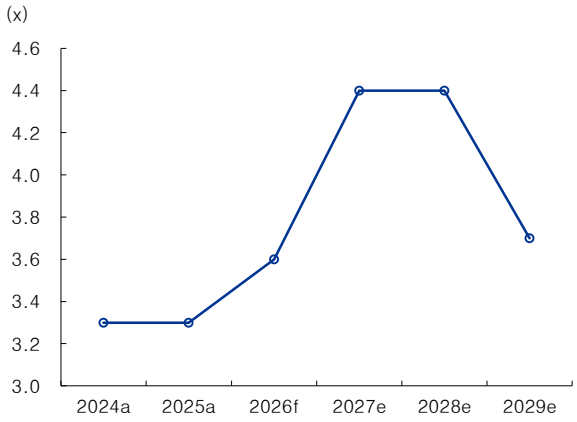
자료: Federal Reserve Bank of ST.LOUIS, IBK투자증권

그림 53. 오라클, 설비투자 확대로잉여현금흐름 적자 지속



자료: S&P Global Ratings, IBK투자증권

그림 54. 오라클 차입금/EBITDA



자료: S&P Global Ratings, IBK투자증권

네오클라우드, 성장과 차환 부담 사이

기대보다 양호한 실적에도 자금조달 부담은 지속

과거 기술혁신 사이클에서도 외부 자금 의존도가 높은 취약 부문에서 균열이 시작됐다. 이번 AI 사이클에서는 대규모 선투자와 차입 부담을 안고 있는 네오클라우드가 약한 고리가 될 가능성이 높다. 코어위브의 3분기 실적은 시장의 우려를 일부 덜어냈다. 매출은 36.6억 달러로 전년 동기 대비 168% 증가했고, 연간 매출 가이던스도 130억~133억 달러로 상향됐다. 가동 중인 전력 용량은 1.7GW인 반면 계약으로 확보한 용량은 4.6GW에 달하며, 백로그는 전년 동기대비 138% 증가한 1,325억 달러를 기록했다.

다만 백로그가 실제 매출로 전환되기까지는 상당한 시간이 소요된다. 3분기 말 잔여 수행의무(RPO) 가운데 향후 2년 이내 매출로 인식될 비중은 36%에 그치며, 나머지 64%는 그 이후에 인식될 예정이다. 이는 견조한 수요에도 불구하고 투자 집행과 매출 인식 사이의 시차가 지속될 수 있음을 의미한다.

선투자·후회수 구조로 외부 조달 의존도 확대

네오클라우드는 GPU · 서버 · 데이터센터 투자가 선행되고 고객 대금은 장기간에 걸쳐 유입되는 구조다. 코어위브의 3분기 설비투자는 145억 달러이며, 연간 투자 규모는 370억 달러를 상회할 전망이다. 투자 확대에 따라 차입금은 2024년 말 약 79억 달러에서 2026년 3분기 말 469억 달러로 급증했다. 향후 3개월간 약 90억 달러의 고객 선수금 유입이 예상되지만, 대규모 투자 집행이 지속되는 만큼 외부 자금조달 필요성은 여전히 높다.

차입 증가에 따른 이자와 원금 상환 부담도 확대되고 있다. 코어위브의 3분기 순이자비용은 전년 동기 3.10억 달러에서 8.46억 달러로 증가하며 조정 영업이익 3.79억 달러를 크게 상회했다. 4분기 이자비용도 10.5억~11.5억 달러에 이를 전망이다. 2026년 9월 말 기준 총차입 원금 475억 달러 가운데 2028년까지 약 189억 달러의 상환이 예정되어 있다. 이는 전체 차입 원금의 약 40%에 해당하는 규모로, 향후 차입금 상환에 부담으로 작용할 수 있다.

차입금 외에 향후 발생할 리스 부담도 상당하다. 아직 개시되지 않은 리스 계약에 따른 미래 지급 예정액은 할인 전 기준 474억 달러에 달한다. 해당 리스는 2026~2029년 순차적으로 개시될 예정으로, 데이터센터 가동 확대와 함께 장기적인 고정비 부담이 증가할 가능성이 있다.

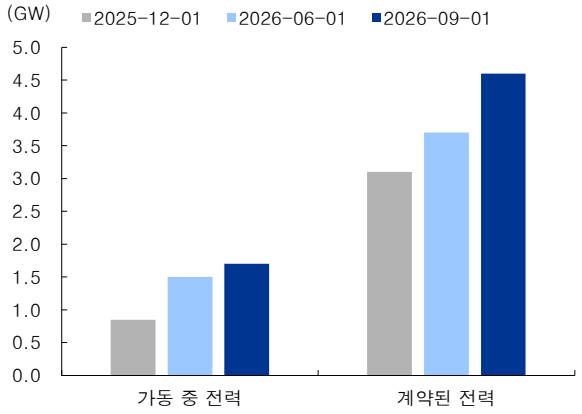
소수 고객에 매출과 자금조달 기반이 집중

고객 집중도 역시 위험 요인이다. 코어위브의 3분기 매출에서 상위 2개 고객이 차지하는 비중은 각각 30%, 24%로 합계 54%에 달한다. 매출채권에서도 상위 4개 고객의 비중이 77%를 차지한다. 주요 고객의 투자 계획 변경이나 대금 지급 지연이 발생할 경우 매출뿐 아니라 현금 회수에도 영향을 미칠 수 있다.

실적 개선 이후에도 여전히 불안

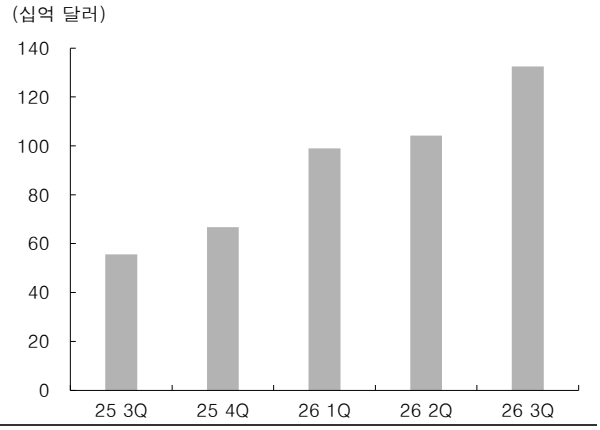
코어위브의 실적 개선에도 크레딧 시장의 경계는 이어지고 있다. 코어위브가 2026년 4월 발행한 표면금리 9.75%의 선순위 무담보 회사채(2031년 만기) 수익률은 15%대로 상승했으며, CDS 스프레드도 실적 발표 이후 여전히 1,100bp를 웃돌고 있다. 높은 회사채 수익률과 CDS 스프레드는 시장이 향후 자금조달 지속 가능성에 여전히 높은 위험을 반영하고 있음을 보여주고 있다.

그림 55. 코어위브 가동 중인 전력 vs 계약된 전력



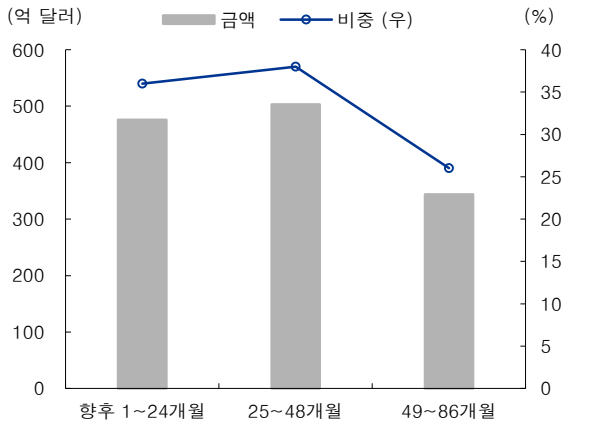
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 56. 코어위브 백로그 추이



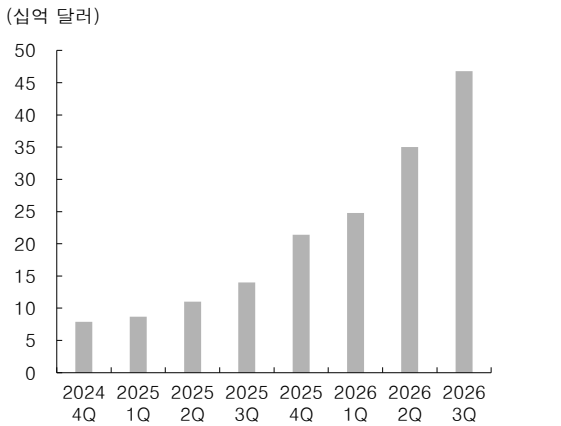
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 57. 코어위브 백로그의 예상 매출 인식 시점별 비중



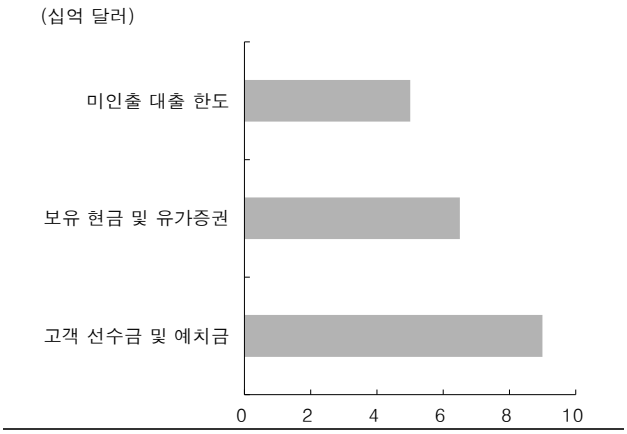
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 58. 코어위브 차입금 추이



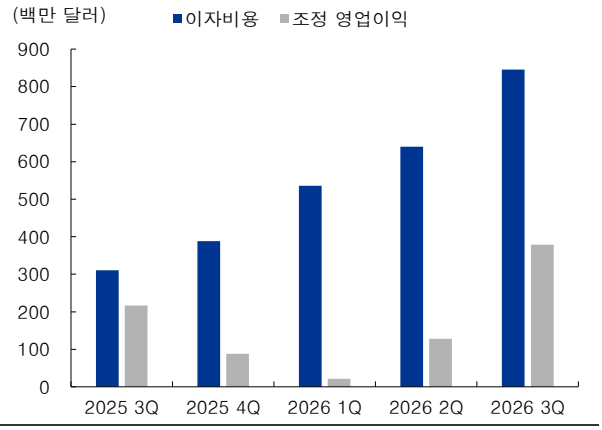
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 59. 코어위브 자금 조달원별 규모



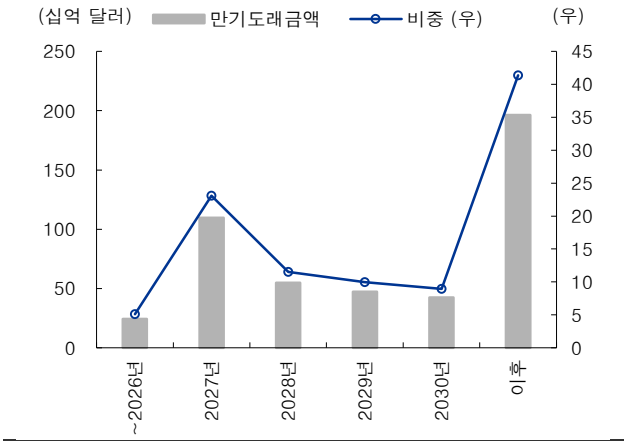
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 60. 코어위브 분기별 이자비용 및 조정 영업이익 추이



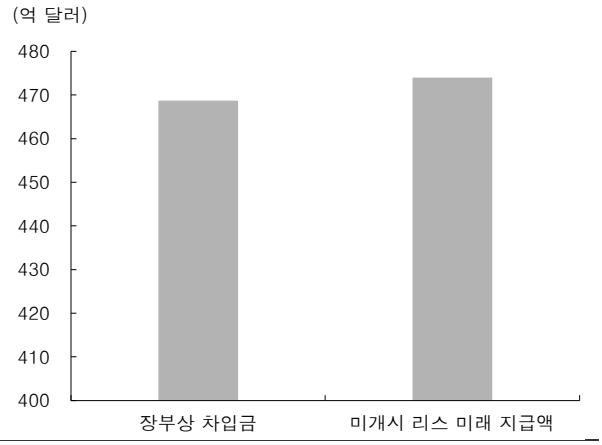
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 61. 코어위브 차입금 만기 도래 규모



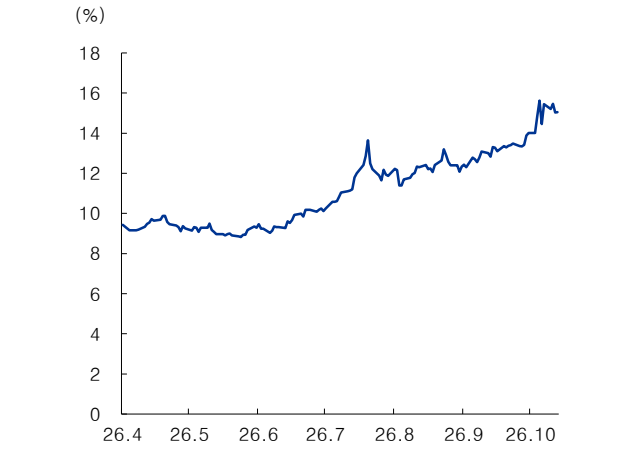
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 62. 코어위브 차입금 및 리스 약정 규모



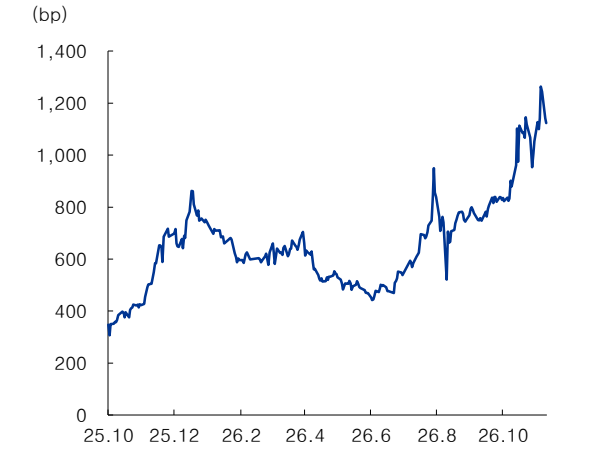
자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 63. 코어위브 무담보 회사채 수익률



자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 64. 코어위브 CDS 스프레드



자료: CoreWeave, IBK투자증권

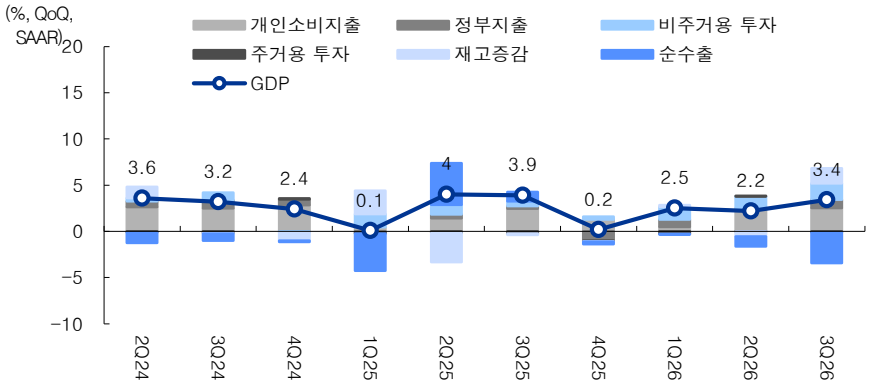
2027년 미국 증시 투자전략

AI 투자가 지탱하는 경기와 기업이익

2027년에도 미국 경제 성장을 견인하는 핵심 동력은 AI 투자

고물가·고금리가 누적된 상황 속에서도 미국의 경제성장률은 양호한 흐름을 이어가고 있는데, 세부 부문별 기여도를 살펴보면 순수출 부문의 기여도는 마이너스로 전체 성장에 부담을 주고 있다. 이는 AI 데이터센터 구축에 필요한 컴퓨팅·주변기기 등 해외 장비 수입이 증가했기 때문이다.

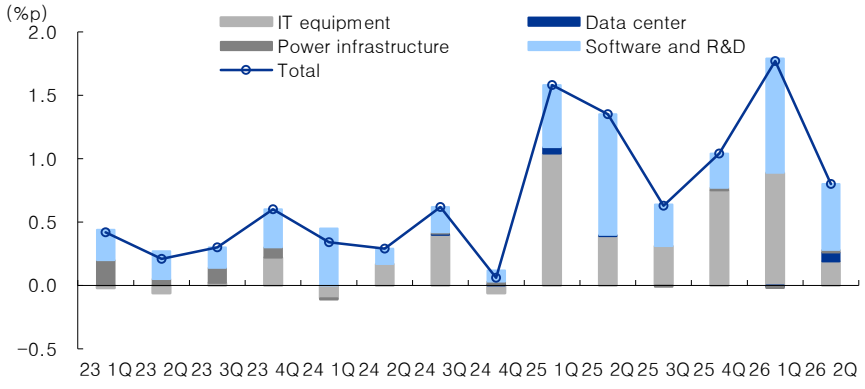
그림 65. 미국 GDP 성장률의 부문별 기여도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

AI 관련 자본재 수입 확대가 순수출의 성장기여도를 낮췄으나, AI 인프라 구축은 미국 내 수요를 뒷받침하고 있다. 2025년 이후 미국 국내 수요의 연율 평균 성장률이 2.7%였으며 이 가운데 정보처리장비, 소프트웨어, 데이터센터 등 AI 관련 투자의 기여도는 1.2%p로 추정된다. AI 투자는 자본재 수입 증가를 통해 순수출의 성장 기여도를 낮추고 있으나, 비주거용 고정투자 확대에 따른 국내수요 증가가 이를 상쇄하고 있다. 2027년에도 주요 하이퍼스케일러의 CAPEX 확대가 이어지면서, 데이터센터 등 AI 관련 투자가 미국의 국내 수요와 경제 성장을 뒷받침할 전망이다.

그림 66. AI 관련 투자의 미국 국내수요 성장 기여도



자료: BEA, PMICO, IBK투자증권

AI 중심의 이익 성장 지속

2023년 시작된 AI 사이클에서는 메모리와 반도체 등 인프라 투자 수혜 업종을 중심으로 주가 상승이 두드러졌다. 반면 AI 관련 기업을 제외한 S&P 500의 상승폭은 상대적으로 제한적이었다. AI 투자 확대에 따른 성장 기대와 이익 개선이 특정 업종에 집중된 결과로 판단한다. 2027년에도 AI 중심의 투자와 이익 성장 구도는 이어질 가능성이 높다.

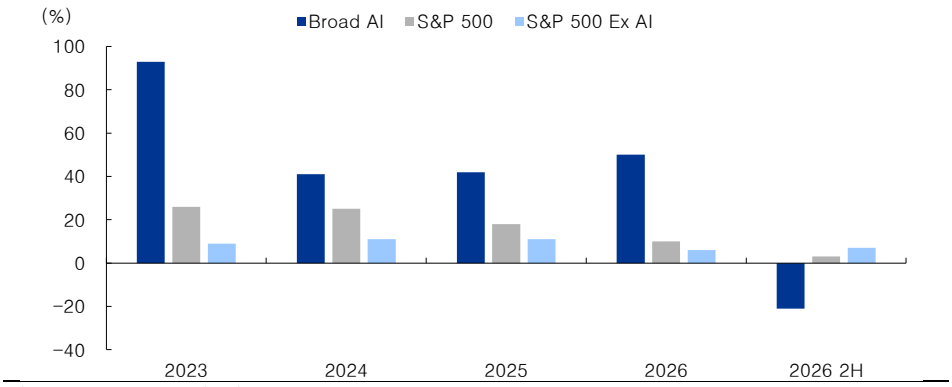
공급 병목 해소를 위한 인프라 투자 지속

2027년에도 공급 부족을 해소하기 위한 AI 인프라 투자는 이어질 전망이다. 대규모 투자에도 불구하고 연산 수요가 가용 공급을 초과하고 있으며, 병목은 GPU·메모리에서 전력과 전력망으로 확산되고 있다. 주요 설비의 긴 납기와 인프라 구축 기간을 고려하면 공급 부족이 단기간에 해소되기는 어려워 증설 필요성이 투자 사이클의 지속을 뒷받침할 것으로 판단한다.

텍사스 노출도 높은 기업의 프로젝트 지연 위험에 유의

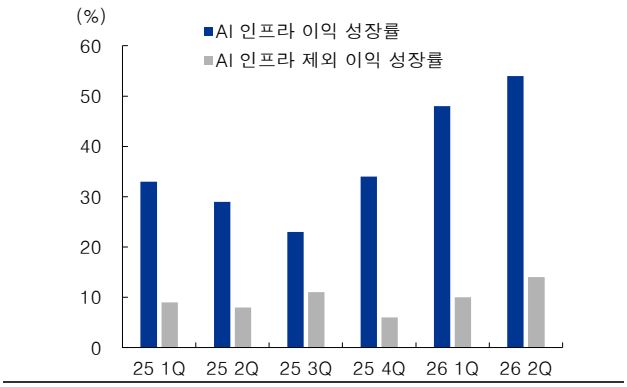
AI/HPC 데이터센터 개발 · 임대업체인 사이퍼 디지털은 텍사스에 사업이 집중돼 있어 정책 변화에 주의할 필요가 있다. 텍사스 주지사 당선인이 신규 데이터센터 승인 중단을 공약한 가운데, 회사의 전력망 기반 포트폴리오 약 4.3GW 중 약 95%가 텍사스에 위치해 향후 개발 일정이 지연될 위험이 있다.

그림 67. AI 관련주와 비AI 종목의 누적 수익률



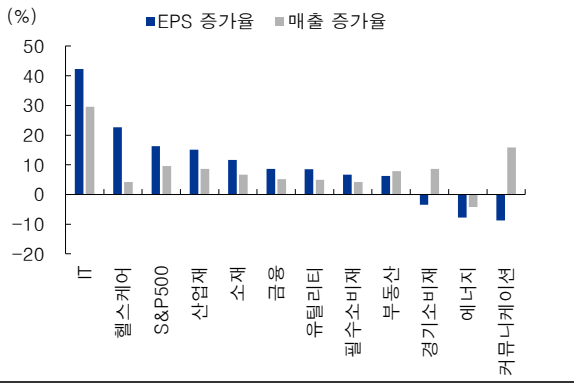
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 68. AI가 주도하는 이익 성장



자료: Factset, IBK투자증권

그림 69. 2027년 S&P 500 업종별 EPS 및 매출 증가율



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 증시 상고하저 전망, 2028년 성장 둔화에 대비

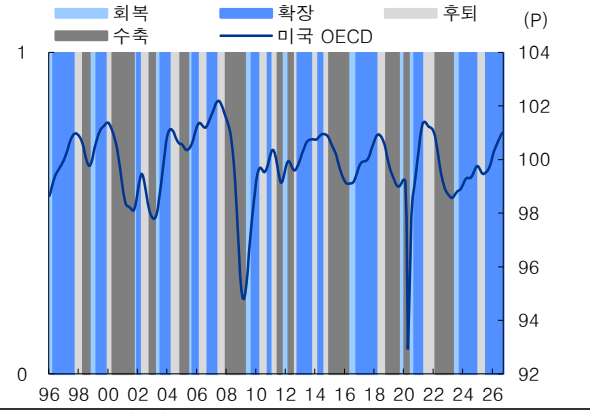
2028년 경제 성장률 완만한 둔화 가능성

2027년 미국 증시는 상고하저 흐름을 예상한다. AI 사이클이 지속되며 상반기에는 견조한 경기와 기업 실적이 주가를 뒷받침하겠으나, 하반기 시장의 관심이 2028년 성장 전망으로 이동하면서 경기 둔화 우려가 부각될 수 있다. 이에 따라 하반기로 갈수록 경기와 이익 전망의 변화를 확인하며 주식 비중을 점진적으로 조절할 필요가 있다.

2028년 미국 경제는 완만하게 둔화될 것으로 전망한다. 연준은 9월 경제전망(SEP)에서 실질 GDP 성장률을 2027년 2.4%, 2028년 2.2%로 제시했다. 과거 경기 확장 국면은 평균 10.6개월, 최장 18개월 지속됐다. 이를 감안하면 2027년 중반에는 경기 확장 국면이 마무리되고 후퇴 국면에 진입할 가능성을 배제하기 어렵다.

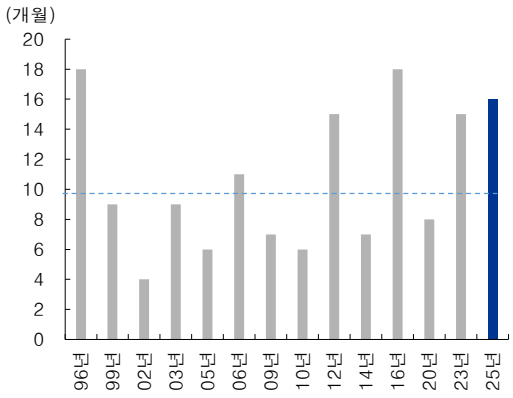
성장 둔화 배경에는 누적된 물가 부담과 높은 금리 수준이 있다. 고물가에 따른 구매력 약화가 누적됨에 따라 물가 목표 복귀 시점은 2028년 이후가 될 것으로 예상한다. 여기에 고금리 환경도 가계의 소비와 기업의 투자 여력을 제약할 공산이 크다. 재정 측면에서는 기존 감세의 부양 효과가 약해지는 가운데, 높은 재정적자에 따른 국채 발행과 장기금리 부담이 경기 회복을 제약할 전망이다.

그림 70. 미국 OECD 경기 확장 국면



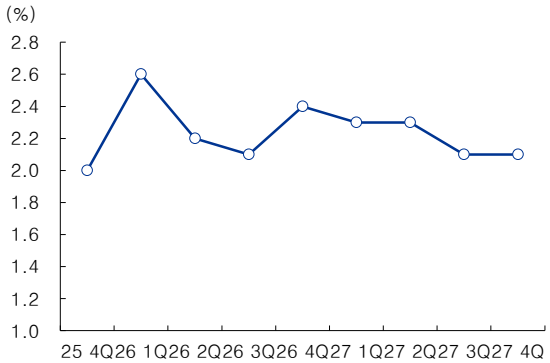
자료: OECD, IBK투자증권

그림 71. 과거 경기 확장 국면 지속 개월 수



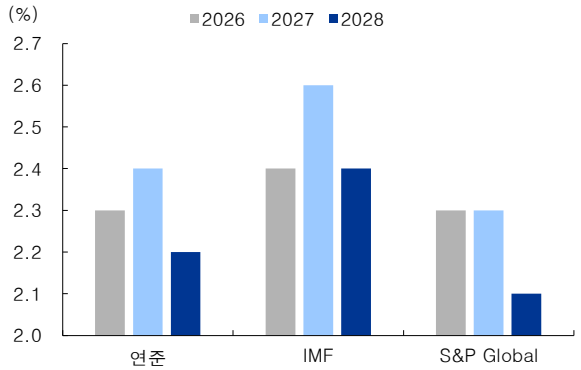
자료: OECD, IBK투자증권

그림 72. 미국 분기별 GDP 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 73. 주요 기관 GDP 전망치



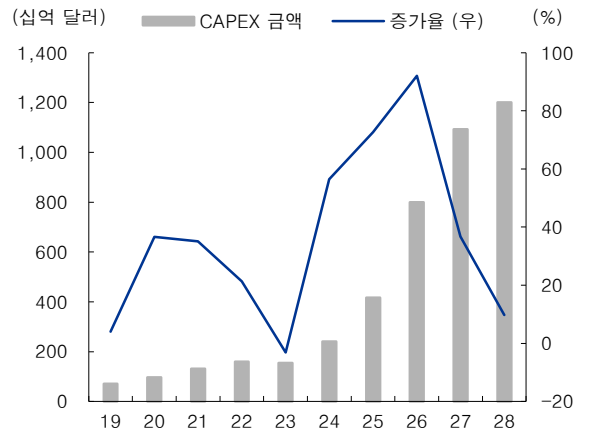
자료: FED, IMF, S&P Global, IBK투자증권

2028년은 AI 투자 사이클의 변곡점이 될 수도 있다

2028년은 AI 투자 사이클의 변곡점이 될 가능성이 높다. 2027년에도 AI 인프라 투자는 확대되고 수익화가 진전되겠지만, 높아진 기저와 투자 부담으로 CAPEX 증가율은 점차 둔화될 전망이다. 이에 따라 2027년 하반기로 갈수록 2028년의 AI 투자 속도 우려를 선반영하면서 관련주의 모멘텀 약화에 대한 우려가 높아질 수 있다.

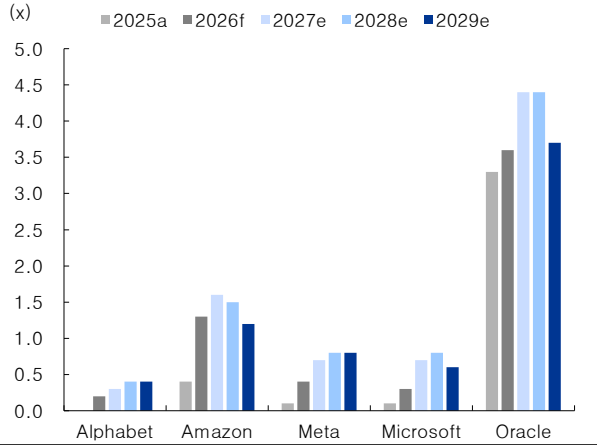
2026~2027년 대규모 설비투자와 외부 자금조달 확대로 상승한 레버리지는 CAPEX 증가세가 완만해지는 2028년 전후 일부 기업에서 정점에 도달할 것으로 예상된다. 다만, 기업별 현금창출력과 재무건전성에 따라 차별화가 나타날 전망이다. 마이크로소프트는 높은 현금창출력을 바탕으로 투자 부담을 상대적으로 원활하게 흡수할 것으로 예상된다. 반면 메타는 리스 의무 확대에 따른 재무 유연성 저하가 부담 요인이다. 특히 오라클은 높은 차입 의존도와 잉여현금흐름 적자로 신용지표가 상대적으로 취약해 기업 간 차별화가 더욱 뚜렷해질 가능성이 있다.

그림 74. 하이퍼스케일러 CAPEX 금액 및 증가율 전망



자료: Refinitiv, IBK투자증권

그림 75. 하이퍼스케일러 차입금/EBITDA



자료: Refinitiv, IBK투자증권

2027년 중반 정책 구체화 가능성

2027년 중반에는 주 단위 데이터센터 규제가 구체화될 가능성에 주목할 필요가 있다. 텍사스·오하이오의 신임 주지사들이 규제 강화를 공약한 가운데, 취임 이후 행정부의 정책 검토와 주의회 논의를 거치며 신규 승인 요건과 전력·용수 비용 부담 기준이 보다 명확해질 수 있다. 특히 텍사스는 2027년 1월 신임 주지사 취임 이후 데이터센터 규제 논의가 본격화되면서, 5월 말 정기회 종료를 전후로 규제의 방향과 강도가 구체화될 전망이다. 하반기에는 신규 규제의 시행으로 데이터센터 인허가 및 전력망 연결 절차가 강화될 가능성이 있다. 이에 따라 일부 프로젝트의 착공 및 가동 일정이 지연되면서 2028년 예정된 투자가 2029년으로 이연될 가능성도 배제하기 어렵다. 이는 AI 인프라 투자 증가율 둔화 우려와 맞물려 관련 기업의 수익성 불확실성을 높이는 요인으로 작용할 수 있다.

표 3. 중간선거 결과에 따른 데이터센터 영향

주	선거 결과	주요 데이터센터 정책
텍사스	Gina Hinojosa (민주당)	① **인허가 중단**: 신규 데이터센터 관련 주정부 인허가를 법률 제정 전까지 일시 중단 ② **전력비용 부담**: 전력망 확충·송전·발전설비 비용을 일반 가정에 전가하지 못하도록 규제 ③ **용수 사용 제한**: 주민 생활용수 공급을 위협하는 데이터센터 용수 계약의 효력 제한 ④ **세제 혜택 폐지**: 데이터센터에 제공되는 세금 감면 및 보조금 축소·폐지 ⑤ **지역사회 동의**: 주민의 데이터센터 건설 여부 및 조건 결정에 대한 참여 권한 확대 ⑥ **노동·정보공개**: 노조 소속 숙련 노동자 고용, 안전기준 강화, 비밀유지계약(NDA) 제한
오하이오	Amy Acton (민주당)	① **조건부 건설 중단**: 규제 요건을 충족하지 않는 신규 데이터센터 건설 제한 ② **전력비용 부담**: 전기·가스·수도 비용 100% 자체 부담, 전력요금 상승 및 전력망 안정성 훼손 방지 ③ **자체 전력 확보**: 데이터센터 사업자의 자체 발전설비 투자 요구 ④ **환경규제 강화**: 수자원·지하수·대기 보호 및 환경기준 준수 ⑤ **입지 제한**: 농지·주거지역보다 기존 산업단지와 브라운필드(유휴 산업부지) 우선 ⑥ **노동·정보공개**: 노조 노동자 고용, 비밀유지계약(NDA) 금지, 지역사회 편익 확보
펜실베이니아	Josh Shapiro (민주당)	① **인허가 강화**: GRID 요건을 인허가 절차에 반영하고 법적 구속력 있는 준수 약정 요구 ② **신속 승인 폐지**: AI 데이터센터를 주정부의 Fast Track 인허가 프로그램에서 제외 ③ **지역사회 승인**: 주정부 허가 발급 전 필요한 지방정부 승인 확보 의무화 ④ **전력비용 부담**: 신규 발전·송전·배전 인프라 구축비용을 데이터센터 사업자가 부담 ⑤ **환경규제 강화**: 용수 절약, 전력·용수 사용량 보고 및 환경기준 강화 ⑥ **세제 혜택 제한**: GRID 요건을 충족하지 못하면 데이터센터 장비 세금 감면 배제 ⑦ **정보공개 확대**: 비밀유지계약(NDA) 금지 및 데이터센터 인허가 현황 공개
조지아	Keisha Lance Bottoms (민주당)	① **건설 일시 중단**: 신규 데이터센터 건설을 일시 중단하는 모라토리엄 추진 ② **영향 평가**: 데이터센터가 전력요금·환경·지역사회에 미치는 영향을 종합적으로 검토한 후 개발 재개 ③ **전력비용 부담**: 데이터센터의 전력 인프라 구축비용을 일반 소비자에게 전가하지 않도록 규제 강화 지지 ④ **세제 혜택 재검토**: 데이터센터에 제공되는 세금 감면 및 인센티브 재검토 ⑤ **지역사회 참여**: 주민과 전문가의 의견을 반영해 데이터센터 개발 기준 마련 ⑥ **친환경 전력 확대**: 데이터센터의 청정에너지 사용 및 관련 인프라 비용 자체 부담 방안 지지
뉴멕시코	Deb Haaland (민주당)	① **건설 일시 중단**: 데이터센터 규제 기준 마련 전까지 신규 대형 데이터센터 건설 모라토리엄 추진 ② **자체 전력 확보**: 데이터센터 사업자의 자체 재생에너지 발전 인프라 구축 의무화 추진 ③ **용수 사용 제한**: 폐쇄형 냉각시스템 도입 의무화 및 과도한 용수 사용에 대한 벌칙 강화 ④ **환경규제 강화**: 대기오염·소음·빛 공해·생태계 훼손 방지 기준 강화 ⑤ **세제 혜택 제한**: 재생에너지·탄소중립 기준 미충족 시 인센티브 제한 및 지원금 환수 ⑥ **지역사회 참여**: 주민 및 원주민 공동체의 사전 협의 확대, 비밀유지계약(NDA) 제한 ⑦ **노동·사후관리**: 지역 노조 노동자 우선 고용, 설비 폐쇄 후 복구를 위한 보증금 적립 의무화
애리조나	Katie Hobbs (민주당)	① **세제 혜택 중단**: 2026년 6월부터 신규 데이터센터 세액공제에 대한 3년간 모라토리엄 시행 ② **세제 혜택 폐지 검토**: 데이터센터 세액공제의 영구 폐지 가능성에 긍정적 ③ **용수 사용 규제**: 데이터센터 용수 사용 부담금 부과 및 수자원 보전 재원 마련 검토 ④ **냉각시설 개선**: 폐쇄형 냉각시스템·공랭식 냉각기술 등 물 사용을 줄이는 기술 도입 장려 ⑤ **건설 중단에는 신중**: 주 전체 데이터센터 건설 모라토리엄에는 반대하며, 지속가능한 개발을 위한 규제 강화 선호
일리노이	J.B. Pritzker (민주당)	① **세제 혜택 중단**: 2026년 7월 1일부터 데이터센터 투자 인센티브 프로그램의 신규 협약 심사 중단 ② **전력비용 부담**: 데이터센터 전용 전기요금 체계 신설 및 발전·송전·배전 비용의 사업자 부담 추진 ③ **자체 전력 확보**: 데이터센터의 자체 청정에너지 발전 또는 신규 발전설비 비용 부담 요구 ④ **전력 공급 제한**: 전력망 부담이 심화될 경우 자체 청정에너지를 충분히 확보하지 않은 데이터센터에 대한 전력 공급 일시 제한 추진 ⑤ **용수·환경규제 강화**: 용수 사용 허가 및 정보공개 의무 강화, 물 재활용 촉진, 대기오염 규제 강화 ⑥ **지역사회 참여**: 비밀유지계약(NDA) 금지, 지역사회 편익 협약 체결 및 전력·용수 사용량 공개 추진
뉴욕	Kathy Hochul (민주당)	① **신규 인허가 중단**: 2026년 7월부터 최대 1년간 신규 초대형 데이터센터에 대한 주정부 환경 인허가 일시 중단 ② **환경영향 평가**: 데이터센터의 전력·용수 사용, 대기오염 등 환경영향을 종합적으로 평가한 후 규제 기준 마련 ③ **전력비용 부담**: 데이터센터의 전력망 확충 비용 자체 부담 또는 자체 전력 확보 추진 ④ **세제 혜택 폐지**: 대형 데이터센터에 대한 판매세 면제 폐지 입법 추진 ⑤ **지역사회 편익 확대**: 데이터센터 개발에 따른 지역 인프라 투자 및 경제적 혜택 제공 기준 마련 ⑥ **노동·고용 기준 강화**: 지역 인력 채용, 노조 참여, 적정임금 및 직업훈련 확대

아이오와	Rob Sand (민주당)	① **전력비용 부담**: 데이터센터의 전력·용수 사용 및 인프라 확충 비용 100% 자체 부담 의무화 추진 ② **세제 혜택 폐지**: 데이터센터 대기업에 제공되는 세금 감면 폐지 추진 ③ **용수·에너지 규제**: 데이터센터의 전력·용수 사용량에 대한 관리·감독 강화 ④ **지역사회 동의**: 신규 데이터센터 개발 시 공개 주민설명회 개최 및 지방정부 결정권 강화 ⑤ **입지 제한**: 기존 주택에 소음·빛 공해가 발생하지 않도록 최소 이격거리 기준 도입 ⑥ **지역 고용 확대**: 아이오와주 노조 노동자 우선 고용 및 지역 인력양성 투자 요구
오클라호마	Mike Mazzei (공화당)	① **조건부 개발 허용**: 데이터센터 건설을 허용하되 전력·용수·입지 관련 규제 요건 충족 요구 ② **자체 전력 확보**: 데이터센터 사업자가 필요한 전력을 직접 확보해 일반 소비자의 전기요금 상승 방지 ③ **용수 사용 제한**: 첨단 폐쇄형 냉각시스템 도입을 통한 용수 사용량 최소화 ④ **입지 제한**: 지방정부가 승인한 산업용 부지에 한해 데이터센터 건설 허용 추진 ⑤ **세제 혜택 폐지**: 데이터센터에 대한 특별 세금 감면 및 재정지원 폐지 추진 ⑥ **비용 전가 방지**: 데이터센터의 전력·용수 사용 비용을 일반 가정에 전가하지 않도록 규제

자료: dcmap, 언론, IBK투자증권

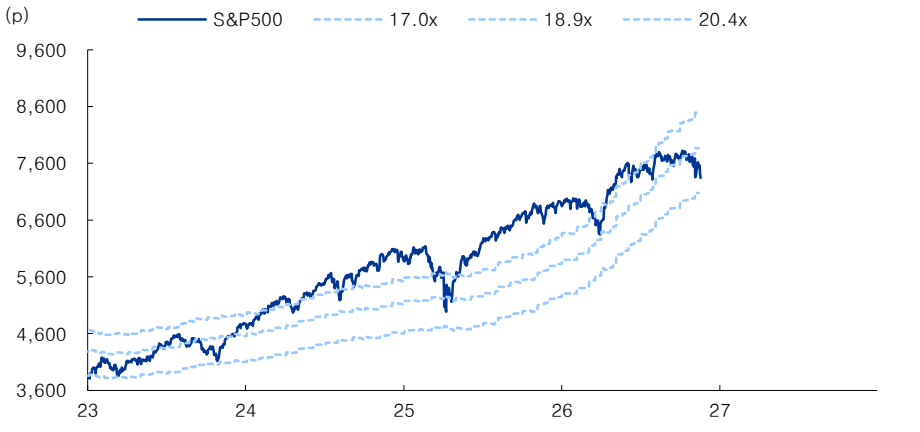
2027년 S&P 500 밴드 7,200~8,900

S&P 500 EPS는 견조한 경제성장과 AI 도입에 따른 생산성 개선이 기업 이익 증가를 뒷받침하며 양호한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. ISM 제조업지수는 10월 55.5를 기록하며 10개월 연속 확장 국면을 이어가고 있는데, 1991년 이후 ISM 제조업지수는 S&P 500 기업이익에 약 8개월 정도 선행해왔다. 올해 1월 이후 이어진 ISM의 반등은 2027년 이익 증가 흐름이 이어질 가능성을 시사한다.

2027년 S&P 500 목표 범위는 7,200~8,900p로 제시한다. 상반기에는 기업이익 증가와 AI 인프라 투자 확대가 지속되면서 밸류에이션이 일부 회복될 전망이다. 다만, 수익화에 대한 불확실성과 자금조달 부담이 지속되면서 과거 평균 수준까지의 회복은 제한될 것으로 판단한다. 상단은 EPS 470에 2023년 이후 평균 PER 20.4배보다 1표준편차 낮은 18.9배를 적용한 8,900p로 산정했다.

반면 하반기에는 2028년 경기 둔화 및 AI 투자 증가율 둔화 우려를 선반영하면서 밸류에이션 조정이 나타날 것으로 예상한다. 하단은 EPS 425에 과거 강세장 저점권인 PER 17.0배를 적용한 7,200p로 제시한다.

그림 76. S&P 500지수 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com
투자분석부				
변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
정상휘	연구원	Quant	6915-5663	sh.jeong@ibks.com
김예슬	연구원	글로벌 전략	6915-5526	chchu93@ibks.com
기간산업분석부				
이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
장성호	연구원	조선/기계/운송	6915-5661	cpszoo9080@ibks.com
혁신기업분석부				
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	유틸리티/방산/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	화장품	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산/은행	6915-5660	controlh@ibks.com
코스닥리서치센터				
이건재	연구위원	코스닥 리서치	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
조은애	연구위원	코스닥 헬스케어	6915-5689	goodkid@ibks.com
정이수	연구위원	코스닥 제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	코스닥 반도체/장비	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	코스닥 로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	코스닥 스몰캡	6915-5655	changsic12@ibks.com
김승규	연구원	코스닥 IT	6915-5686	kimsg@ibks.com

신뢰를 바탕으로 함께 성장 하는 IBK투자증권

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.