

HK market insight



안전자산 선호로 미 국채 금리 하락

흥국투자전략 이영원 / (02)739-5848 / youngwon@heungkuksec.co.kr

- 미 국채 10년 금리, 인플레이션 압력 가중되는 가운데 안전자산 선호에 힘입어 하락
- 코어워브, 대규모 매출확약(RPO)에도 불구하고, CPAEX 부담으로 시장의 핵심 변동요인으로 부각
- 하이퍼스케일러를 포함, 자본지출 부담 가중되는 가운데 국제정세 불안정성도 가세

미국 10년 국채 금리 5.1%아래로 하락

지난 10/5일 5.3%를 넘겼던 미국 10년 만기 국채 금리가 지난 주말 5.074%까지 하락했다. 예상을 상회하며 전년대비 3.4% 상승한 소비자 물가에 이어 생산자 물가도 전년동기대비 6.3% 상승(2022년 12월 이후 최대 상승 폭을 기록)하는 등 물가 압력이 가중되고 있음에도 장기 금리가 하락한 것이다. 안전자산에 대한 선호는 위험 자산에 대한 회피로 이어지며 하이일드 스프레드 역시 급등하는 모습이다.

10월초까지 물가 상승 압력, 미국 재정 악화에 대한 부담, 하이퍼스케일러의 대규모 자금조달에 따른 자금 수요 경합 등으로 장기 국채금리가 상승해 왔으나 코어워브 등의 부채, 금리 리스크에 오히려 안전자산 선호 심리가 확산되며 금리가 하락했다.

코어워브는 AI특화 클라우드 기업으로 초대형 하이퍼스케일러 등에 비해 AI에 최적화된 인프라, 엔비디아와의 긴밀한 파트너십(최신 GPU의 우선 공급), 업계 최고 수준의 성능과 안정성, 대규모 계약 수주 등을 통해 경쟁력을 높여온 기업이다.

하지만 대규모 계약을 수주하고 높은 RPO(Remaining Performance Obligations, 잔여 수행의무)를 가지고 있음에도 계약이 매출로 인식되는 수년의 계약기간 동안 미리 지출되어야 하는 CAPEX의 부담에 직면하며 회사채 가격이 급락하고, CDS가 폭등하며, 주가가 급락하는 등의 불안정성을 노출한 것이다.

코어워브의 RPO는 현재 1,037억달러에 달하며(매출 백로그 1,040억달러) 이는 2025년 연간매출 51억달러의 20배에 달하는 규모에 해당한다. RPO가 매출로 인식되는 기간은 향후 2년내 40%, 2032년말까지 100%에 달할 것으로 예상되고 있으나 본격적인 대규모 매출 인식 이전 투입되는 막대한 CAPEX가 시장의 의구심을 불러일으키고 있는 상황이다. 설립된지 10년이 지나지 않은 코어워브는 2022년 이후 본격적인 영업이 전개되었으며 지난 2023년 CAPEX는 매출규모의 12배를 넘어서기도 했고 올 해에도 2.7배에 달할 것으로 예상된다.

현재 체결된 계약의 본격적인 매출인식이 확인되는 2028~2029년 이후 재무구조가 안정될 것으로 기대되고 있지만 당장의 의구심은 불가피한 상황이다.

AI산업의 막대한 투자 부담은 코어위브 등 특정기업에만 국한된 문제는 아니다. 최선두권의 핵심 하이퍼스케일러들의 경우에도 매출보다 빠르게 증가하는 CAPEX부담으로 인해 2026~2027년간에는 마이크로소프트를 제외한 오라클, 메타, 아마존, 알파벳 모두 Free Cash Flow가 (-)를 기록할 것으로 예상된다.

이에 따라 예고된 투자의 조절 가능성 등이 대두되며 AI투자 성장의 가장 큰 수혜가 기대되던 반도체 기업의 주가 하락까지 이어지고 있는 모습이다.

여기에 더해 중동 정세는 호르무즈 해협의 충돌을 넘어 사우디아라비아와 후티의 교전으로 범위가 확산되는 모습을 보이고 있으며, 프랑스 사회혼란 등 전세계의 위험 요인들이 모두 부각되는 양상으로 이어지고 있다. 안전 자산에 대한 선호심리가 작동할 만큼 변동성이 확대되고 리스크에 대한 경계가 증폭된 시점이다.

그림 1 미국 국채 10년



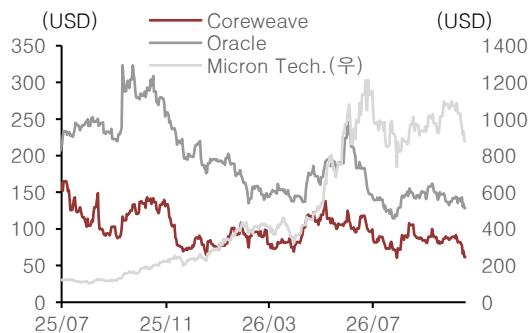
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 2 US High Yield Spread



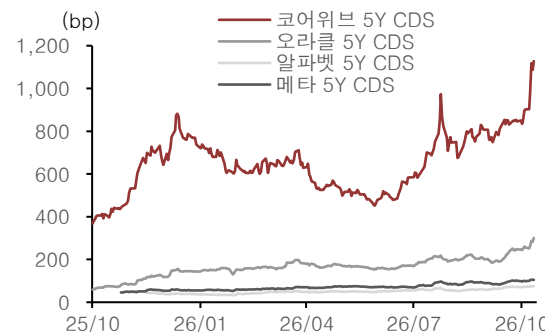
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 3 Coreweave, Oracle, Micron Tech. 주가



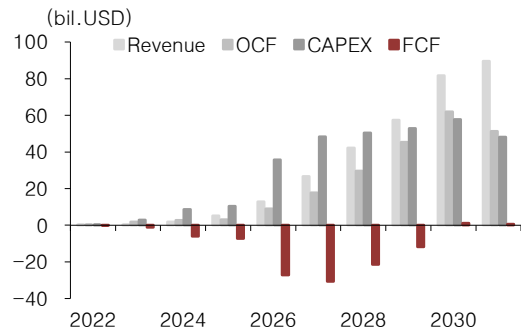
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 4 Coreweave, Oracle, META, Alphabet CDS 프리미엄



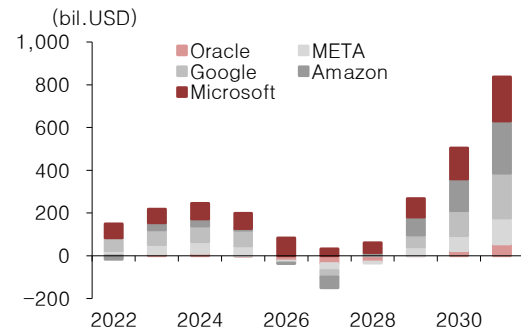
자료: Bloomberg, AAA, 홍콩증권 리서치센터

그림 5 CoreWeave 매출, OCF, CAPEX, FCF



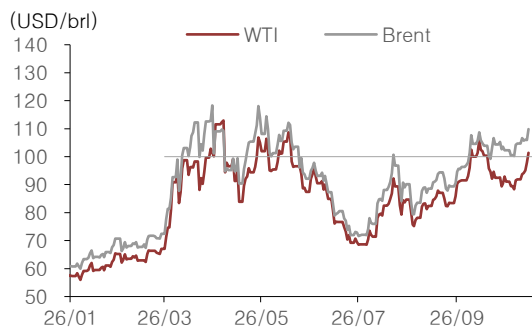
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 6 하이퍼스케일러 5사의 FCF



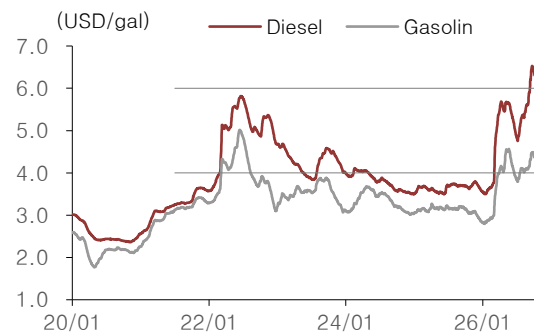
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 7 WTI, Brent 유가 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 8 미국 주유소 디젤, 가솔린 가격



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

본 보고서에 사용된 흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286