



2025.11. 21 (금)

급락 코멘트: 시간이 지나면 깨닫는 것들

- 최근 미국 증시 누르는 금리인하 기대 되돌림과 유동성 우려, AI 버블 논란
- 고용 지표의 구조적 취약성 확인 지속, 12월 인하와 단기 변동성 구간 탈출 가능성
- 엔비디아 매출채권 우려는 기우에 불과, 닷컴버블/late-cycle과 차이

글로벌 투자전략-선진국

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

반도체/디스플레이

Analyst 김선우

sunwoo.kim@meritz.co.kr

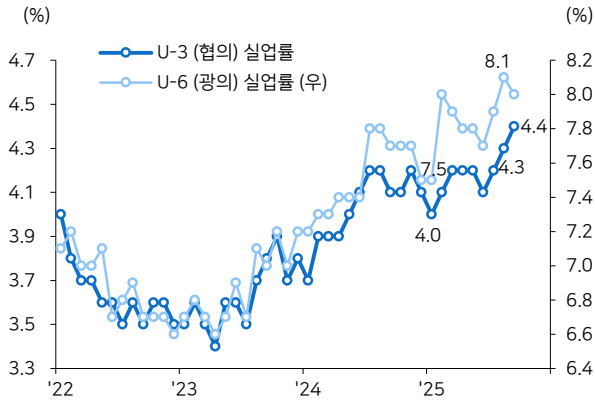
엔비디아 실적발표 이후 반등하던 미국 증시 급락. 최근 미국 증시 하방압력으로 작용하던 AI 버블 우려, 통화정책 기대 되돌림에 따른 유동성 우려 등이 복합적으로 작용하던 가운데, 어제는 리사 쿡 이사 발언과 엔비디아 매출 채권 우려 등이 주요 하락 원인으로 지목

금리인하 기대 되돌림 등 유동성 우려는 장기화되지 않을 것으로 봄. 당사는 12월 FOMC 금리 인하 전망 유지 중. 어제 확인된 고용 지표에서 비농업 취업자수 데이터가 컨센서스를 상회했으나, 지속적인 실업률 상승 및 영구 실직자 증가 등 구조적인 취약성이 확인되기 때문. 금리 인하 현실화시 유동성 문제에 기인한 위험 자산 가격도 단기 변동성 구간을 지나게 될 것

엔비디아 매출채권 우려는 기우에 불과하다는 의견. 매출채권 증가 추이는 매출 증가 추이와 비교할 때 닷컴 버블 붕괴 직전 시스코와 달리 과하지 않은 수준으로 봄. 매출채권 증가율이 매출 증가율을 상회한다는 것을 문제 삼는다면, 1년전부터 매출채권 증가율이 더 높았기 때문에 이번 분기 새로운 트리거로 볼 수 없음

시장에서 걱정하는 회수 위험 문제를 보려면 매출채권회전일수를 확인해야 함. 닷컴버블 시기에도 매출채권회전일수가 증가하며 재고자산회전율이 하락하는 시점에 버블 붕괴 발생. 엔비디아도 2017년, 2021년 사이클 종료에서 같은 패턴 나타남. 그런데 현재 엔비디아 매출채권회전일수는 역사적 평균 수준으로 안정적. 한편 재고자산회전율도 상승 추세. 이번 분기 재고 회전율이 소폭 하락했으나, 'off the charts(기록을 뛰어 넘는)'라고 표현할 정도의 강한 Blackwell 수요에 대응하는 선행 재고 구축에 기인, late-cycle/버블 신호로 보기 어려움

그림1 미국 실업률 상승 추세 지속



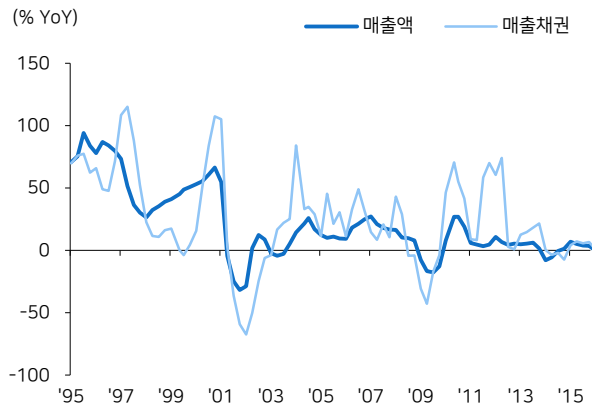
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 영구 실업자수 추이



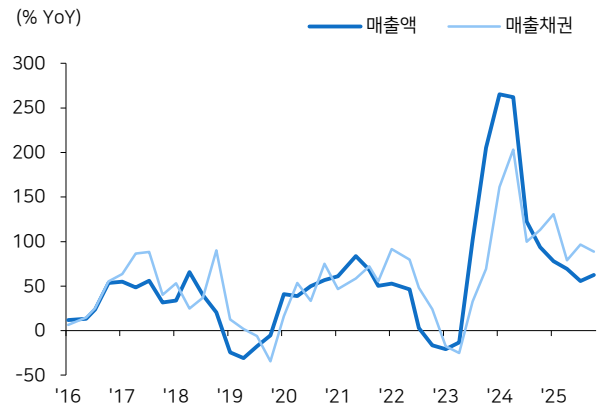
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 닷컴버블 시기 시스코 매출액 및 매출채권 증감율



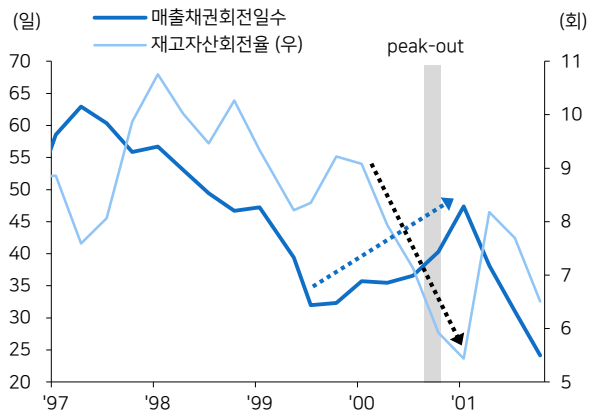
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 엔비디아 매출액 및 매출채권 증감율



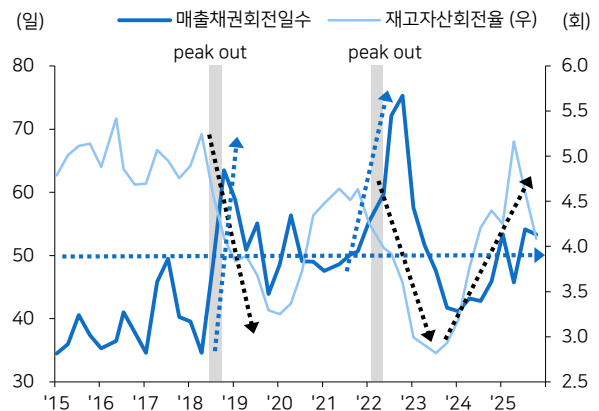
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 닷컴버블 시기 시스코 매출채권회전일수, 재고자산회전율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 엔비디아 매출채권회전일수, 재고자산회전율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
