Strategy Idea

투자전략
Analyst **이수정**
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

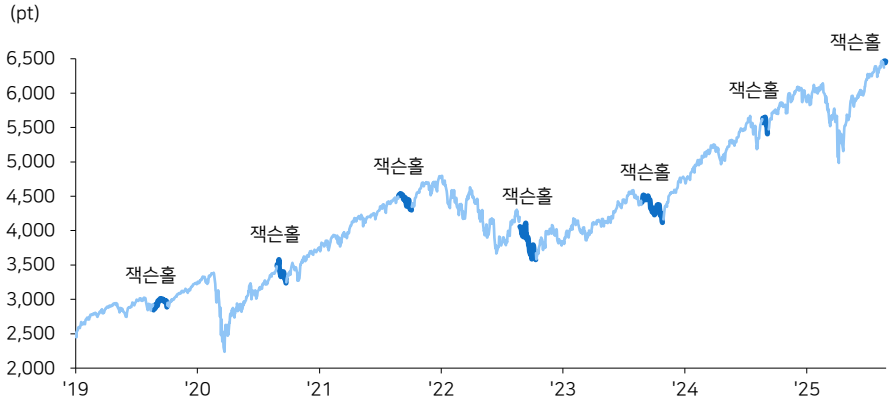
초과 수요

- ✓ 물가 우려와 밸류에이션 부담에 쉬어가는 구간
- ✓ AI 주식 수요 증가 ↔ 미국 균형 금리 하락, AI 주식 수요 감소 ↔ 미국 균형 금리 상승
- ✓ 자사주 소각, 기업 합병, MSCI 편입 등 주식 초과 수요를 만드는 이벤트 유효

자산 수요와 금리

미국 증시는 잭슨홀 이후 비우호적인 계절성 구간에 진입했다. 동시에 미국을 비롯한 주요국에서 장기금리가 단기금리보다 빠르게 오르는 Bear steepening이 관찰된다.

그림1 **역대 잭슨홀 회의와 S&P 500 지수**

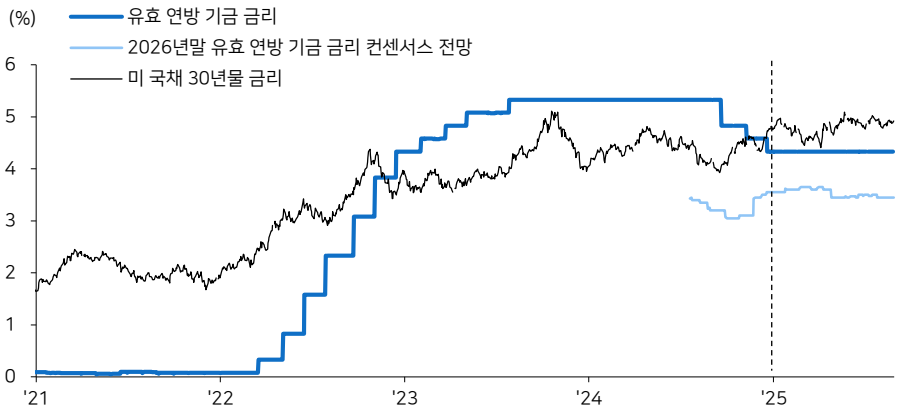


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Bear steepening은 주로 인플레이션 기대 상승, 재정적자 확대, 국채 공급 증가로 인해 발생한다. 고용지표 둔화는 연준 기준금리 인하 가능성을 부각시킨다. 그러나 물가 상승 우려가 여전히 잔존하며, 재정적자 확대에 따른 국채 발행 증가가 예정되어 있다. 결과적으로 단기금리는 하락하고 장기금리는 상승하는 수익률 곡선 steepening이 유발된다.

게다가 트럼프의 쿡 연준 이사 해임 및 연준 이사회 과반 장악(7명 중 4명) 가능성이 단기 금리 하방 압력을 가중시키고 있다. 미 국채 30년-2년물 금리 차는 3년 만에 최고치를 기록했다.

그림2 미국 유효 연방 기금 금리 vs. 국채 30년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미 국채 30년물 - 2년물 금리차

자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 메리츠증권 리서치센터

장기금리가 오르면 정책이 제약되고 자산시장은 타격을 받는다. 그런데 일각에서는 재정적자가 확대되더라도 자산 수요가 여전히 강력하다면 장기금리가 급등하지 않을 수 있다고 주장한다. 이번 잭슨홀 회의에서 발표된 논문 "The Race Between Asset Supply and Asset Demand"다.

이 보고서의 핵심 방정식은 자산 공급 곡선과 수요 곡선이 만나는 지점에서 장기 균형금리(r*)를 정의한다.

$$d\log(A/Y) = \partial \log A^s + \varepsilon^s dr^* = \partial \log A^d - \varepsilon^d dr^*$$

그림4 자산 공급곡선의 이동 → 균형 이자율 상승

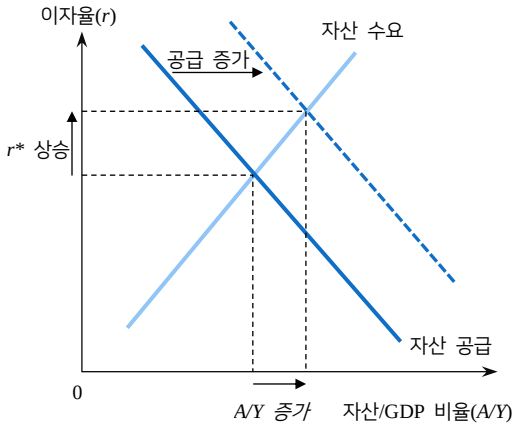
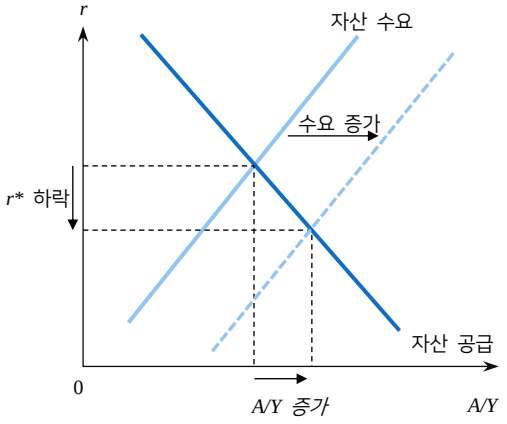


그림5 자산 수요곡선의 이동 → 균형 이자율 하락



자료: Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Matthew Rognlie, and Ludwig Straub. 2025. "The Race Between Asset Supply and Asset Demand." Federal Reserve Bank of Kansas City

자산 공급 = 정부부채 + 기업자본 + 기업이윤 자본화(주식 등), 자산 수요 = 가계 저축 + 해외 수요로 구성되어 있다.

미국의 GDP 대비 자산 공급 비율은 1982년 이후 두 배로 증가했다. 그러나 고령화, 불평등 심화, 미국 자산에 대한 외국인의 수요 증가, 생산성 증가율 감소로 인해 자산 수요는 GDP의 4배로 증가했다.

그림6 1950~2024년 자산 공급(A^s)의 실현 추정치

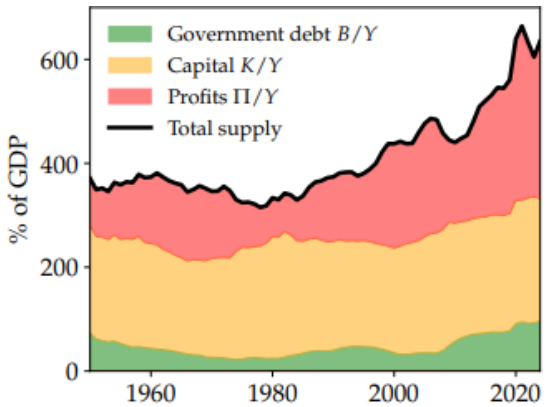
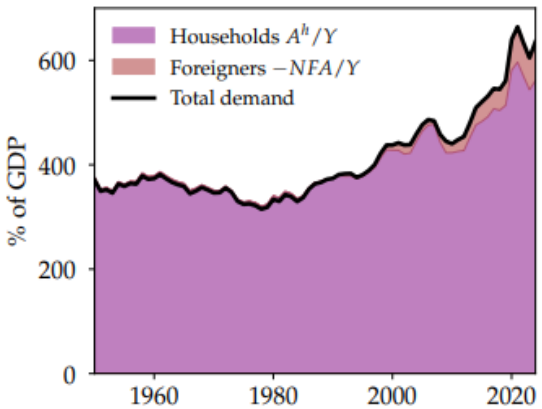


그림7 1950~2024년 자산 수요(A^d)의 실현 추정치

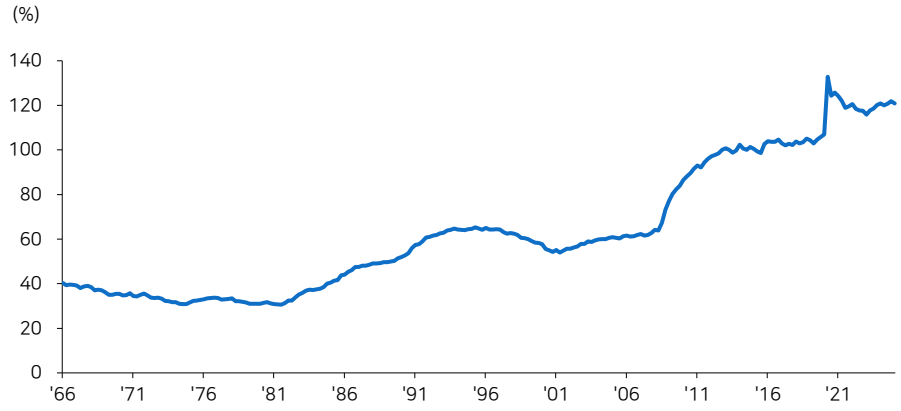


자료: Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Matthew Rognlie, and Ludwig Straub. 2025. "The Race Between Asset Supply and Asset Demand." Federal Reserve Bank of Kansas City

논문은 지난 70여 년간 실질금리 구조적 하락의 원인이 저축 증가, 자산 선호 확대와 같은 수요 요인이었음을 실증적으로 입증한다. 정부부채 증가 = 장기금리 급등이라는 단순한 서사와 달리, 실제 금리 레벨은 자산 수요에 의해 억제될 수 있다는 시각이다.

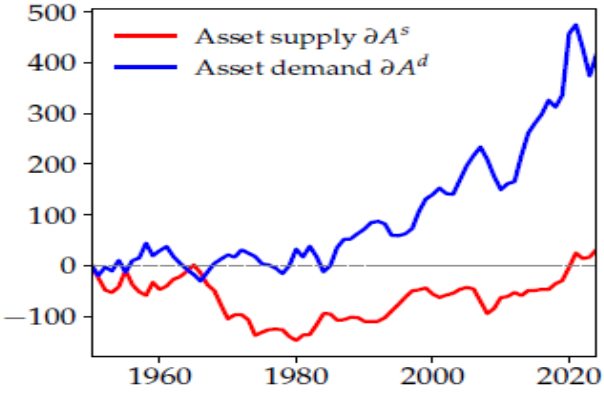
저자들에 따르면, 금리 상승 없이도 부채가 GDP 대비 250%에 도달할 수 있다. AI 투자 열풍, 불평등 확대(부자의 초과 저축), 고령화 등 장기 요인이 자산 수요를 지지하기 때문이다.

그림8 미국 정부 부채 / GDP 비율



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, U.S. Office of Management and Budget, 메리츠증권 리서치센터

그림9 1950년 이후 미국 자산 수요 · 공급곡선의 이동($\partial \log A^s$, $\partial \log A^d$) 추정치



자료: Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Matthew Rognlie, and Ludwig Straub. 2025. "The Race Between Asset Supply and Asset Demand." Federal Reserve Bank of Kansas City

그림10 이자율 균형(*r**)을 수요·공급곡선 이동으로 분해

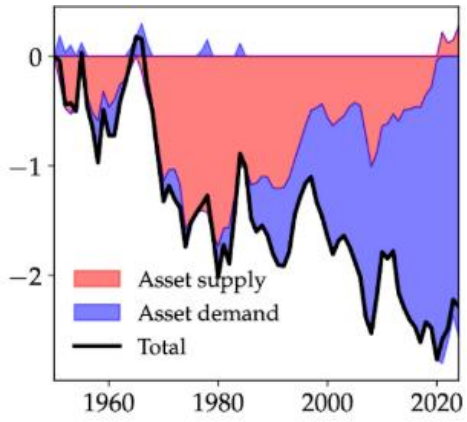
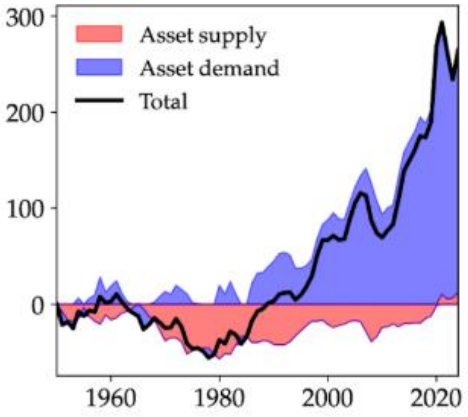


그림11 자산/GDP 비율(A/Y)을 수요·공급곡선 이동으로 분해



자료: Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Matthew Rognlie, and Ludwig Straub. 2025. "The Race Between Asset Supply and Asset Demand." Federal Reserve Bank of Kansas City

그림12 미국 평균 실질 금리(*r*, %)

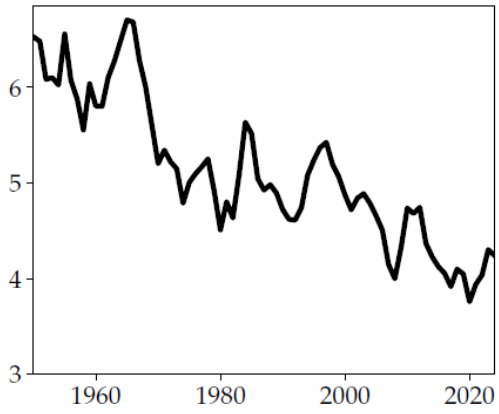
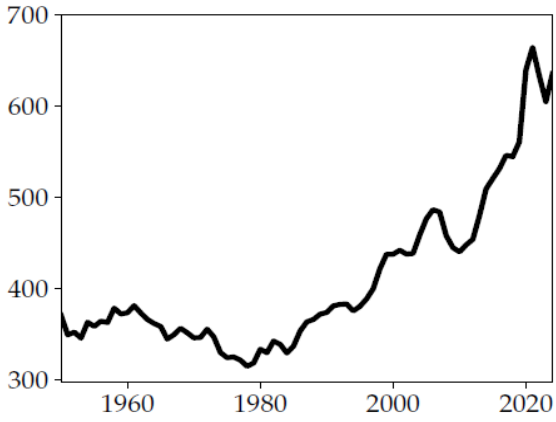


그림13 미국 총 자산/GDP 비율(*A/Y*, %)



자료: Auclert, Adrien, Hannes Malmberg, Matthew Rognlie, and Ludwig Straub. 2025. "The Race Between Asset Supply and Asset Demand." Federal Reserve Bank of Kansas City

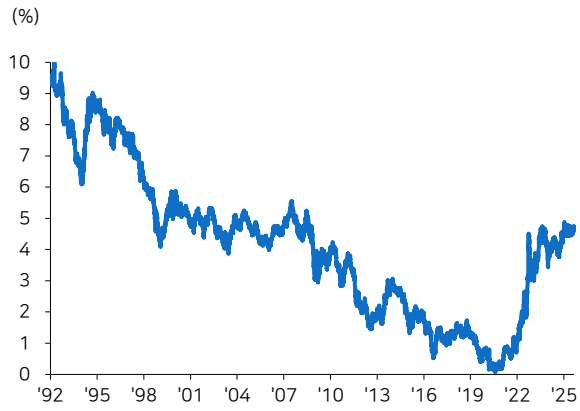
같은 맥락에서 일본과 영국의 금리 상승은 자산의 초과 수요가 약화된 탓이다. 영국은 장기 국채금리가 5%를 넘어서며 27년 만에 최고 수준을 기록했다. 양적긴축(QT)과 재정 신뢰 약화가 맞물리면서 투자자들이 장기채 요구수익률을 높인 결과다.

일본은 YCC(수익률곡선통제) 완화 이후 장기 국채금리가 사상 최고치 부근까지 상승했다. 오랫동안 자산 수요가 공급보다 과도하게 크던 구조에서 통화정책 및 인플레 환경 변화로 균형점이 이동하고 있다.

그림14 일본 국채 10년물 금리

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 영국 국채 10년물 금리

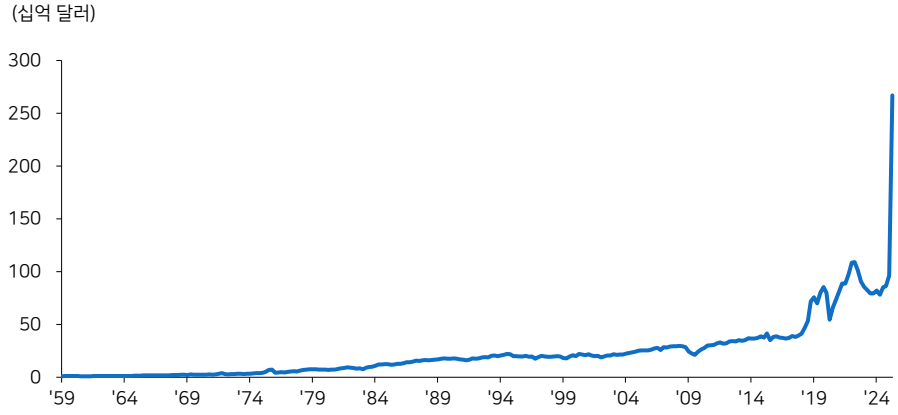


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 의회예산국(CBO)에 따르면, 미국 연방 재정 적자는 OBBBA 법안 시행으로 향후 10년간 $3.4조 늘어날 전망이다.

한편 베센트 재무장관은 올해 미국 관세 수입이 $5,000억을 훨씬 웃돌고 $1조 가까이 될 수도 있다고 주장한다. 최근 CBO 역시 관세율이 이대로 유지된다면 증가한 세수 덕분에 향후 10년간 재정적자가 $3.3조달러 줄어들고, 재정적자에 따른 연방정부의 이자 지급액도 $7,000억 감소할 수 있다고 밝혔다. 늘어난 관세 수입은 대규모 감세법안 실행에 따르는 재정적자 증가를 상쇄시키는 효과를 낼 수 있다는 것이다.

그림16 미국 분기 관세 수입



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

나아진 미국 경기 상황과 자산 수요를 반영하듯 상반기 급격히 하락하던 달러 지수도 7월 들어 바닥을 다지고 있다.

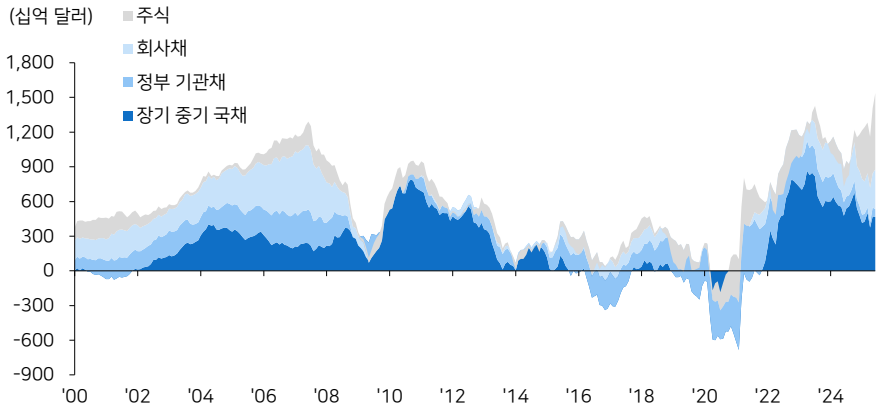
그림17 미국 분기 관세 수입

자료: StockCharts, 메리츠증권 리서치센터

미국은 달러의 기축통화 지위에서 비롯된 국채의 안전자산 수요가 일본·영국에 비해 견고하다. 또한 AI 주식에 대한 대규모 수요가 차별적인 자산시장 수급 구조를 완성시킨다.

미국 재무부 국제자본흐름 통계(TIC)에 따르면 외국인들은 6월 미국 증권자산을 총 $2,020억(주식 $1,631억, 채권 $389억) 순매수 했다. 채권 순투자의 규모는 5월 대비 줄어들었으나, 주식 순매수 규모는 2020년 TIC 통계 개편 이후 월간 최대치를 기록했다.

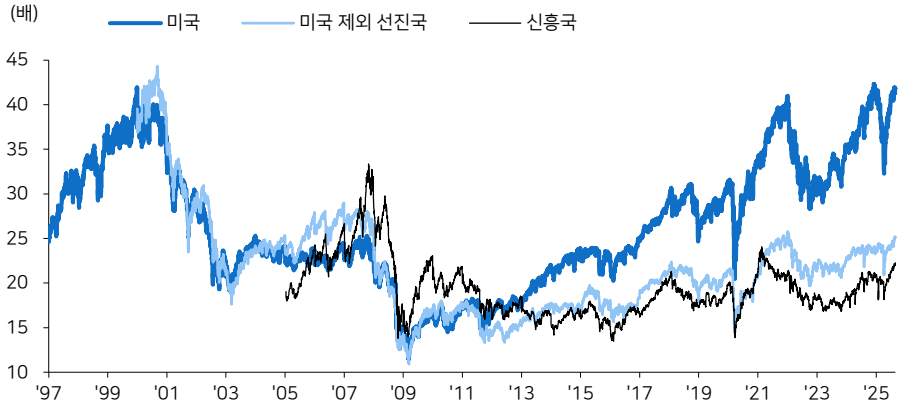
그림18 외국인의 미국 증권 순매입 금액



주: 12개월 합계
자료: U.S. Department of the Treasury, 메리츠증권 리서치센터

미국 주식 밸류에이션은 이러한 글로벌 선호를 반영해 또 한 번 역사적 상단 수준에 도달했다. 비우호적인 계절성과 맞물려 주가도 쉬어갈 개연성이 높다.

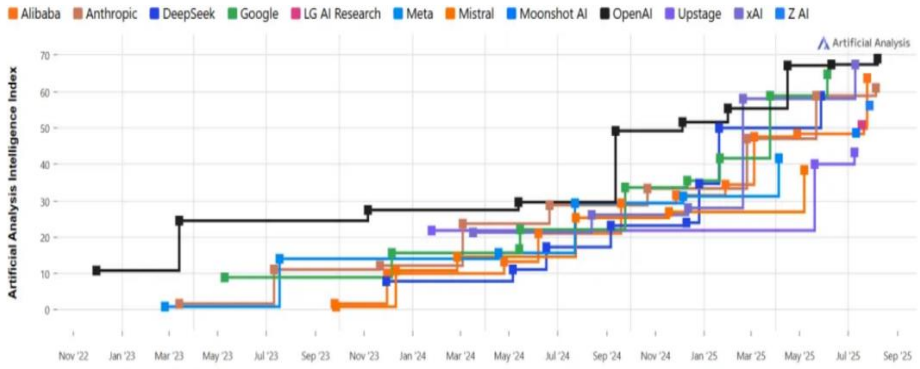
그림19 미국 vs. 여타 지역 Shiller PER(10년 평균 EPS 대비 주가 비율)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

GTP-5 출시 이후 미온적 반응은 대형언어모델(LLM) 성능의 수렴을 시사한다. 더 많은 데이터와 컴퓨팅을 공급하면 성능이 향상되던 시대가 지나가고 있다는 예고다. 이제 AI는 LLM을 넘어 Agent로 진화해야 하고, 새로운 폼 팩터(Form Factor)를 통해 물리적 AI 단계로 나아가야 한다. 주도주에도 변화가 필요하다.

그림20 프론티어 언어 모델 AI 지능 지수

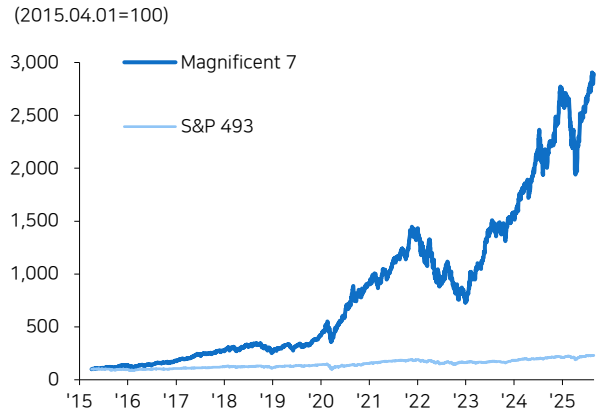


자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

하반기 상품 가격 인플레이션 우려와 장기채 수요 부진으로 장기금리는 쉽게 내려오기 어려워 보인다. 높은 주식 밸류에이션은 언제든 투매를 유발할 수 있다. AI 주식 매수가 균형 금리 수준을 안정시켰듯이, AI 주식 매도는 균형 이자율에도 위협 요인이다.

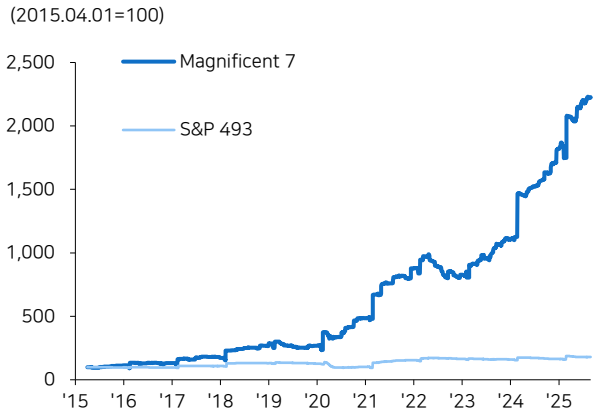
그러나 나아지는 재정 전망과 미국 주식에 대한 대규모 대기 수요를 감안하면, 금리 우려와 동시에 발생하는 주가 조정을 어느 시점에서는 저가 매수의 기회로 활용하는 것이 바람직하다. 어쨌든 글로벌 자금의 최종적인 귀착지는 여전히 미국 시장이다.

그림21 Magnificent 7 vs. S&P 493: 주가



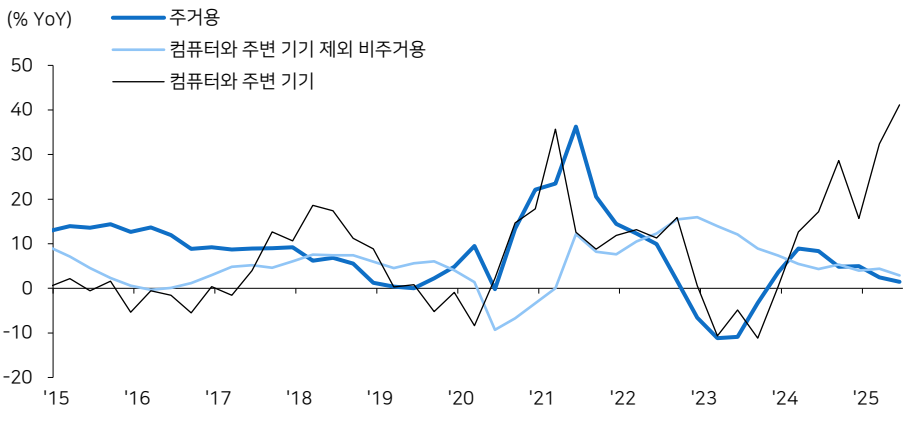
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 Magnificent 7 vs. S&P 493: EPS



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

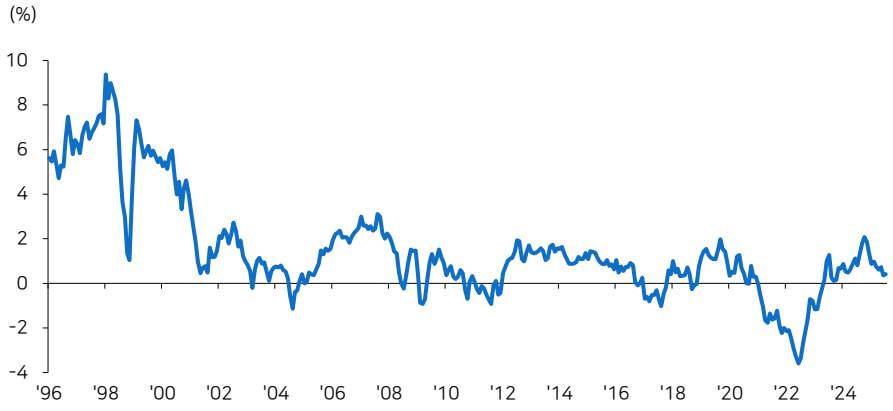
그림23 미국 GDP 총 고정 투자



자료: 메리츠증권 리서치센터

한국 역시 실질금리의 구조적 하락이 관측된다. 생산성 및 성장률의 둔화, 고령화와 기대수명 증가, 소득 불평등 심화, 안전자산 선호 유지가 글로벌 공통 금리 하락 요인이다.

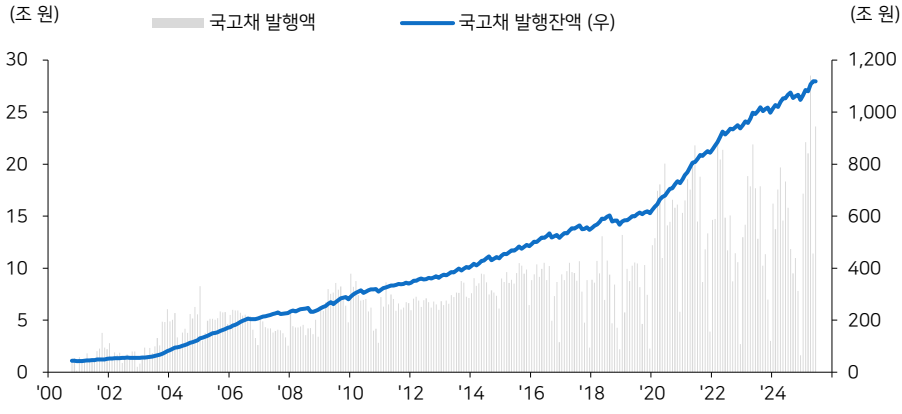
그림24 한국 실질금리(수신금리 - CPI 상승률)



자료: ECOS, 메리츠증권 리서치센터

신정부 출범 이후 확장재정 기조가 지속되는 가운데 'KOSPI 5000' 공약은 자산 수요를 자극시키는 슬기로운 정책이다.

그림25 월간 국고채 발행액 및 발행잔액



자료: ECOS, 메리츠증권 리서치센터

한국 채권은 2026년 4월 WGBI 편입을 앞두고 외국인 자금 유입 추세가 강하다.

표1 신흥국 채권자금 유출입

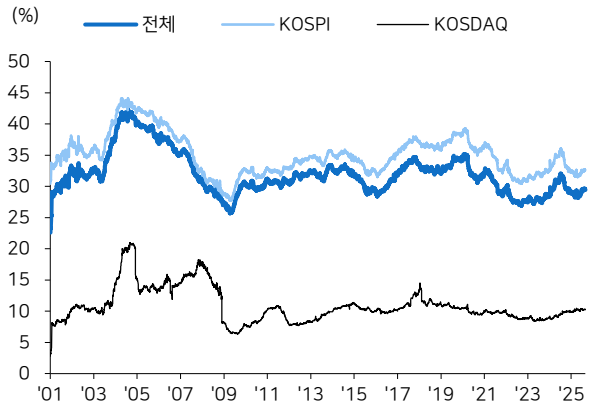
(십억 달러)	2022년	2023년	2024년	2025년 상반기	6월 CPI (%)	정책금리 상반기 변동(bp)	통화가치 상반기 변동(%)
한국	**5**	**10**	**13**	**25.5**	**2.2**	**-50**	**8.6**
중국	-90	39	69	10.8	0.1	-10	1.9
인도	-2	7	16	2.2	2.1	-100	-0.2
인도네시아	-9	5	2	2.6	1.87	-50	-0.8
말레이시아	-2	5	1	5.0	1.2	0	6.2
태국	2	-4	-2	1.7	-0.25	-50	4.9
필리핀	12	7	9	0.2	1.4	-50	2.7
멕시코	4	5	2	-2.3	4.32	-200	11.1
브라질	-7	12	22	2.9	5.35	+275	13.7
폴란드	5	-3	4	2.1	4.1	-50	14.7
체코	4	16	-7	-2.4	2.9	-50	16.0
헝가리	3	2	-2	1.7	4.6	0	17.3
튀르키예	-2	1	15	-5.6	35.05	-150	-11.2
남아공	1	3	5	2.2	2.8	-50	6.4
합계	**-78**	**105**	**147**	**46**	-	-	-

주: 현지통화(LC)채 보유잔액 증감 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

반면 한국 주식은 해외 수요보다 국내 수요가 개선됐다. 그런데 국내 증시의 대기 자금인 투자자 예탁금은 8월 1일 71.8조 원을 고점으로 소폭 줄어들어 60조 원대로 돌아왔다.

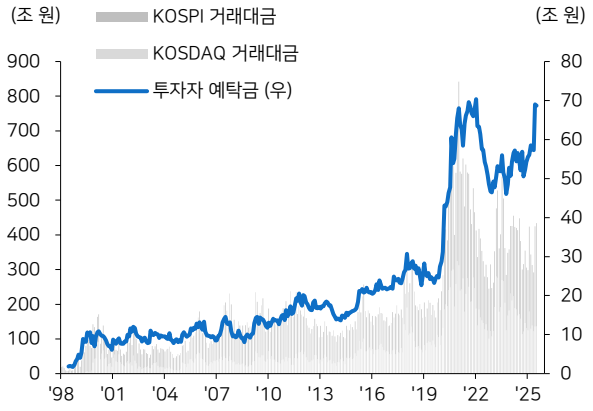
관세 부과의 영향이 확인되는 3분기 실적 발표까지는 한국 주식에 대한 수요도 미적지근할 전망이다. 박스권 증시에서는 자사주 소각, 기업 합병, 글로벌 지수 편입 등 차별적인 주식 초과 수요를 만드는 이벤트가 유효하다.

그림26 외국인 한국 주식 보유 비중



주: 시가총액 기준
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한국 주식 거래대금 및 투자자 예탁금



주: 주식거래대금은 월 합계, 투자자 예탁금은 월 말잔 기준
자료: KRX, ECOS, 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.