Strategy Idea

# 흔들린 US Tech, 위험성(credit) 점검

**채권/자산배분**
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 2026년 미국 AI관련 테크 기업들 '강한 chip vs 약한 software'사이 옥석 가리기 언급
- ✓ 미국 전반적 신용 스프레드 안정적이나 테크기업들의 차별화 속 미국경제 외강내유 점검
- ✓ 아직은 낮은 침체 가능성, 열심히 돈을 벌어야 하는 구간에서 위험지표 설정하며 대응해야

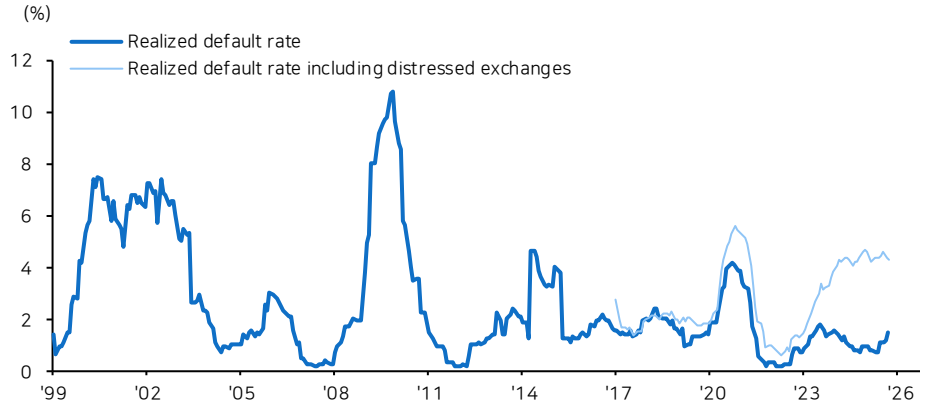
## 미국 AI 기반 외형적 양호함, 이면에 질적인 문제 고민 커

지난 주 글로벌 금융시장은 과도했던 위험 선호의 쏠림이 크게 흔들리는 것을 확인했다. 은 가격은 1월30일(금) 30%가 넘는 급락을 기록했다가 다시 반등하는 듯 보였으나 재차 저점을 경신하고 하락했고, 비트코인은 25%가 넘게 하락해 일시적으로 1BTC당 6만달러를 기록하기도 했다. 한국 증시 변동성도 엄청났다.

트리거는 1)워시의 연준의장 지명에 따른 달러약세 되돌림, 2)과도한 AI 소프트웨어(hyperscaler) 업체들의 투자문제, 3)엔트로픽 AI 코워크의 시장 장악 등이 거론된다. 미국경제는 성장률 전망에 대한 상향 조정이 지속될 정도로 양호한 편임에도 과도한 위험 선호가 지배해온 환경에 점검이 필요하다는 인식이 높아졌다.

우리는 트럼프 정책의 불확실성 이면에 미국 경제를 둘러싼 질적인 문제에 주목해 왔다. 그중 핵심이 고금리 장기화에 따른 부담이다.

그림1 **미국 법적 부도율보다 실질적 부도율 예상보다 높은 수준**



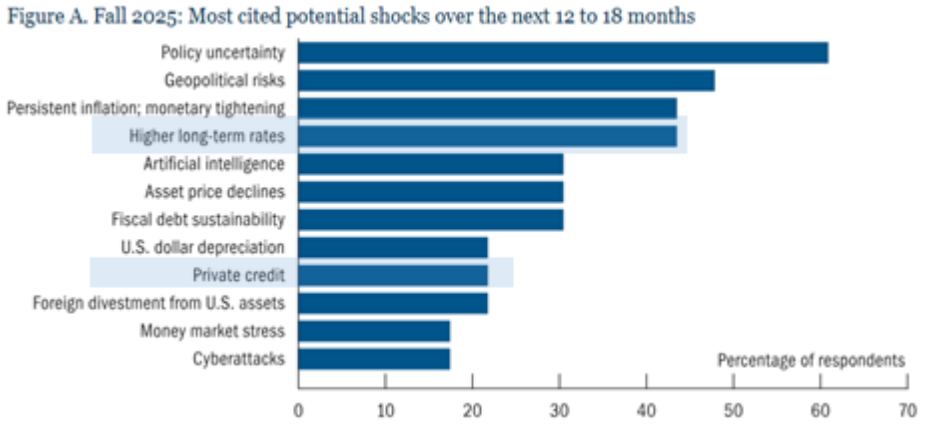

자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

이전 자료에도 강조한 차트인 〈그림 1〉을 보면 뉴욕 연준이 법적 부도율보다 실질적 부도율(만기연장 혹은 부채탕감, 현물출자 등)이 높게 유지되는 것을 염려하고 있다. 연준이 2024년부터 금리인하를 실시했고, 심지어 회사채 금리는 스프레드를 축소하며 안정되어 왔음에도 전반적 고금리 여건이 해소되지 않았다.

실제 향후 1년 ~ 1년반 경제에 가장 큰 위험요인으로 정치적 이슈 2개 정도를 제외하고는 인플레이션과 고금리 장기화, 사모대출(private credit) 등 금리 민감도가 높아진 것을 확인할 수 있다〈그림 2〉. 실제로 미국 종합채권지수 기준으로 가격 고점(2020년 8월)에서 조정 이후 마이너스 수익률을 이어간 기간이 역사적으로 가장 긴 66개월째이다〈그림 3〉.

시간이 돈(이자수익)인 채권시장이 오일쇼크 충격이 컸던 1980년대보다 수익성 회복에 더 오랜 시간이 걸리고 있다. 확대 재정 등 부담으로 미국채는 고금리를 유지하고 있으나, 그 유동성 수혜가 위험 선호로 연결되어 회사채 스프레드는 줄었다. 그러나 절대 수준은 역사적 평균으로 무시할 정도는 아니다〈그림 4〉.

그림2 **미국경제 위험요인: 정치적 위험 제외하면, 통화긴축과 고금리 장기화 우려 높아**




자료: NY Fed

그림3 **미국 채권수익률, 최장기간 마이너스 구간 경신 중**

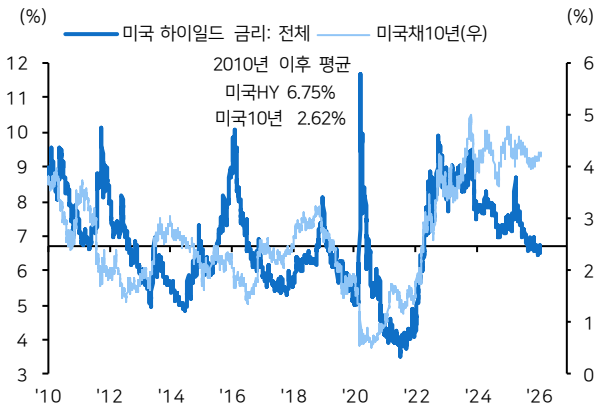
**Bloomberg US Aggregate Bond Index: Longest Drawdowns**
**(Monthly Data via YCharts, January 1976 - January 2026)**

| Start of Drawdown | End of Drawdown | # Months | Max Drawdown During Period (Monthly) |
|---|---|---|---|
| **Aug-20** | **?** | **66** | **-17.2%** |
| Jul-80 | Oct-81 | 16 | -9.0% |
| May-13 | Apr-14 | 12 | -3.7% |
| Aug-16 | Jul-17 | 12 | -3.3% |
| Feb-94 | Jan-95 | 12 | -5.1% |
| Mar-87 | Nov-87 | 9 | -4.9% |
| Aug-79 | Apr-80 | 9 | -12.7% |
| Apr-08 | Nov-08 | 8 | -3.8% |
| Feb-96 | Sep-96 | 8 | -3.2% |
| Jun-03 | Nov-03 | 6 | -3.6% |
| Feb-84 | Jun-84 | 5 | -4.9% |
| May-83 | Aug-83 | 4 | -3.5% |

CREATIVE PLANNING @CharlieBilello

자료: Creative Planning

그림4 **국채대비 회사채 상대적 양호하나 절대금리 레벨 부담**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

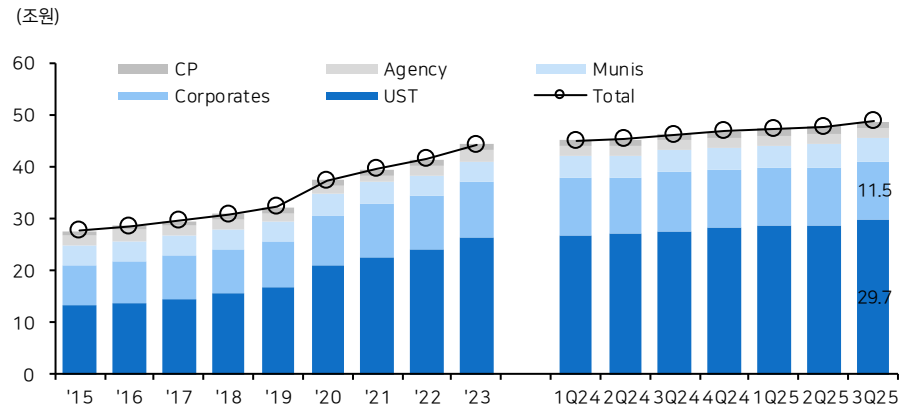
## 미국 회사채 발행 증가 속 테크 기업 취약성 일부 드러나

본 자료의 작성의 취지는 지난 주 단기간 과도하게 올랐던 가격지표들이 흔들리면서 전반적인 신용여건이나 취약영역으로 전이되는 과정이 있을지 여부이다.

그 과정에서 먼저 미국 부채 구조를 먼저 점검해보면, 미국 금융투자협회(SIFMA) 추정 총부채는 49조달러(MBS & ABS 유동화증권은 콜옵션으로 만기불명확 잔액 포함 안함) 국채가 29.7조 달러, 회사채는 11.5조달러 잔액을 기록 중이다. 잔액 기준 국채는 60.7% 다음 회사채는 23.5%로 규모가 큰 편인데, 발행단에서 MBS를 포함해도 19.4%인 회사채 시장을 무시할 수 없다.

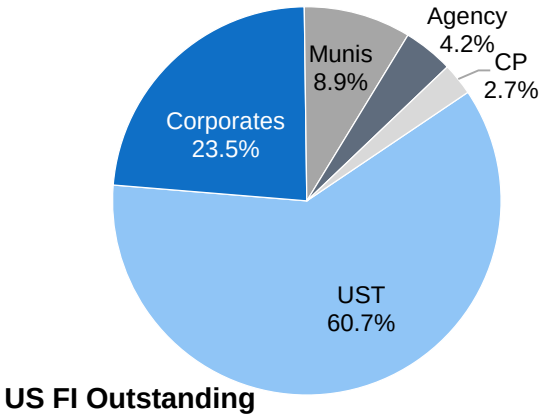
회사채는 BBB이상인 투자등급(IG)와 BB이하 투기등급인 하이일드(HY)로 나눠진다. 잔액 기준으로 투자등급 9조달러 내외 하이일드 채권이 2조달러 내외를 차지하고 있다. 미국에서 회사채 위상은 투자등급 평균 발행 만기가 미국채와 유사한 7년 수준으로 높은 신용도 기반 주요한 투자자산이다.

그림5 미국 채권시장 잔액(MBS&ABS 제외) 토탈 49조 달러 규모



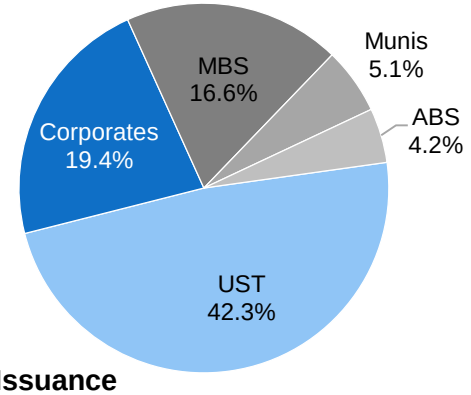

자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 채권시장 비중 잔액기준 회사채 23.5%




자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 발행기준은 유동화 포함, 19.4% 비중



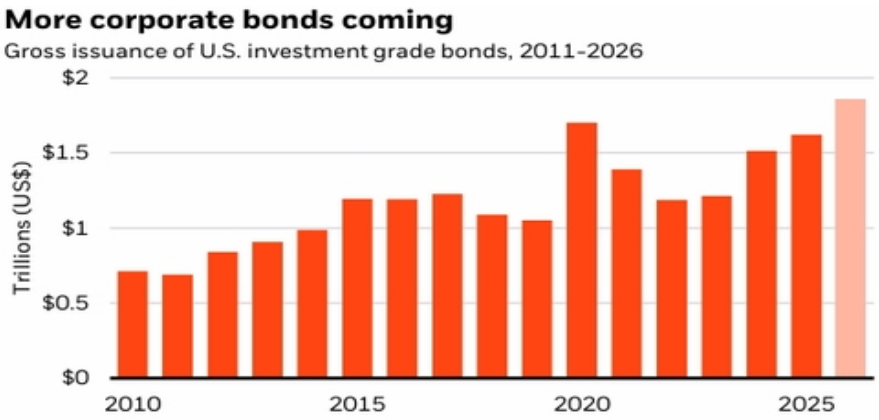

자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

최근 금융시장 변동성 확대를 두고 미국 회사채 시장의 규모를 점검하는 이유는 펜데믹 이후 발행이 불가피했다고 해도 올해 발행이 투자등급 중심 최대를 기록할 것이라는 것이다. 블랙록의 추정에 따르면 올해 미국 회사채 발행은 1.8조 달러를 넘어서 2020년 1.7조 달러 최대 발행을 초과할 예정이다〈그림 8〉.

확대재정으로 미국채 공급이 늘어나는 과정에서 국채금리 하락이 제한되었는데, 회사채 시장도 공급부담이 제기되는 상황이다. 투자등급의 경우 펜데믹 직후 발행이 줄었다고 해도 과거 평균 수준에서 크게 벗어나지 않는 수준이었다. 그러나 지난해 분기 평균으로 400억달러 발행 규모가 500억달러 내외로 높아진 것에 대해 공급 우려를 표명하는 자료가 늘기 시작했다〈그림 9〉.

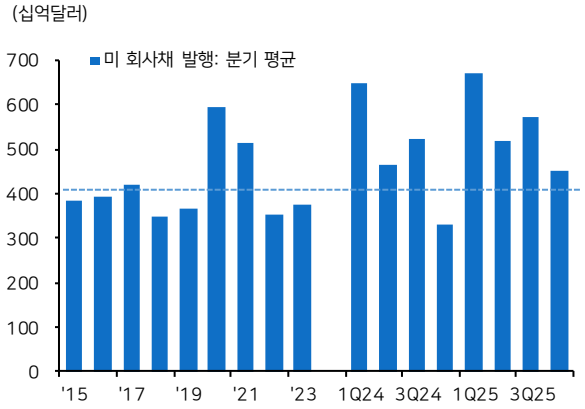
우량한 투자등급보다 시장의 관심이 더 높은 분야는 하이일드 쪽이다. 기존 발행이 투자등급의 1/5이 안되던 수준에서 펜데믹 당시 일시적으로 급등했었고, 22년과 23년 다시 발행량이 축소되었으나 지난해 갑자기 급증한 것이다〈그림 10〉.

그림8 **2026년 미국 투자등급 회사채 펜데믹 수준을 넘어서 1.8조달러 최대규모 발행**



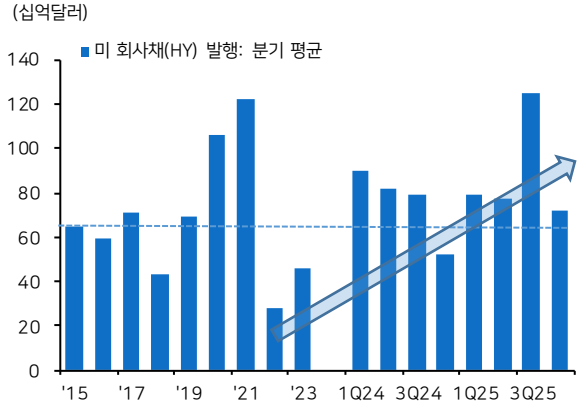

자료: Bloomberg, Black Rock

그림9 **투자등급 분기별 발행량 늘어나더라도 다소 부담인데**




자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **하이일드는 펜데믹 일시 급증 발행 수준 회귀 우려**



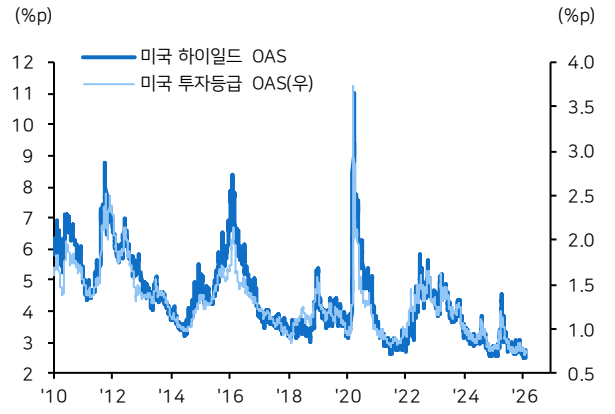

자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

필자의 미국 회사채 공급이 늘어날 것에 대한 우려와 달리 미국 신용 스프레드는 여전히 역사적 저점 수준에서 안정적인 흐름이다〈그림 11〉. 투자등급뿐만 아니라 하이일드까지 스프레드상 신용 여건은 문제가 없어 보인다. 금융환경지수와 비교해 보아도 회사채 시장의 안정도가 다른 자산보다 견고해 보인다〈그림 12〉.

우리는 현재 미국 회사채 시장이 글로벌 위험선호 과정에서 수혜가 크다는 점에서 고평가 구간에 있다고 보고 있다. 요즘 거론이 많이 되는 'K'자의 양극화 측면에서 하이일드 내에서도 차별화가 심화되고 있다. 특히, IT 관련 회사채 스프레드가 다른 분야의 안정대비 과도하게 확대된 부분에 주목한다〈그림 13〉.

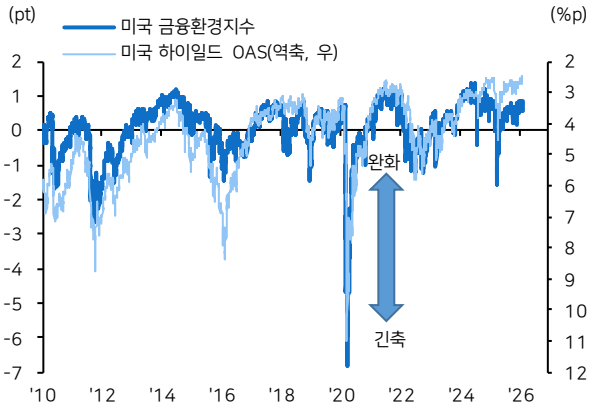
과거 경기사이클상 위험국면에서 회사채 민감도는 IT보다는 에너지나 소재 등 경기관련 산업의 주목도가 높았다. 그렇지만 2022년 이후 미국 AI 관련 테크업체들의 성장 속에 관련된 기업들의 조달이 많았고, 또한 높아진 금리에서의 비용에 대한 민감도 또한 높아진 부분이 부담으로 이어졌다〈그림 14〉.

**그림11 신용스프레드 안정적이어서 큰 문제는 없다는 인식**



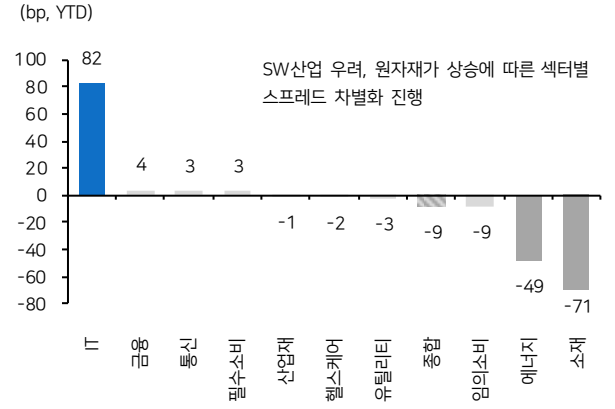

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림12 미국 완화적 금융환경보다 더 안정적인 신용스프레드**



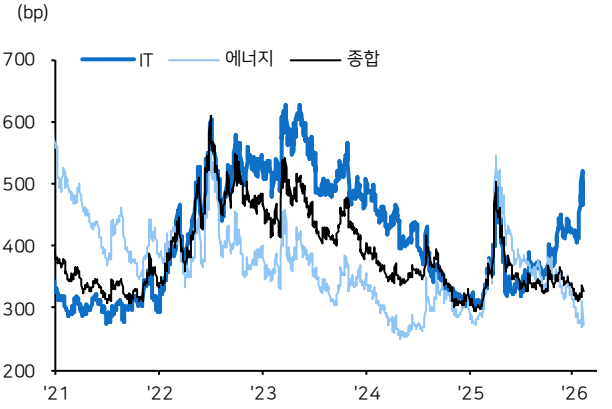

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림13 2026년 대부분 신용스프레드 축소, IT 테크만 확대**




자료: Bloomberg(25년 연말 이후 스프레드 확대), 메리츠증권 리서치센터

**그림14 평균보다 낮은 에너지대비 IT 관련 신용스프레드 급증**



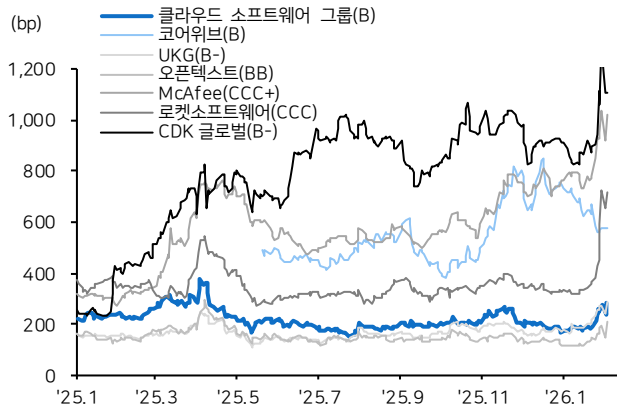

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이일드 IT 업체들의 스프레드가 500bp를 넘었다고 해도 과거 위험 구간대비 아직 높지 않다고 하나 그 안에서도 요즘 문제가 되는 소프트웨어 업체와 반도체 칩 업체의 스프레드 차이는 심하게 벌어지고 있다〈그림 15~17〉.

AI 인프라 관련 유명해진 코어위브는 작년 연말까지 신용 스프레드가 빠르게 확대되면서 우려가 높은 기업으로 평가되었다. 최근 엔비디아와의 추가 투자협의로 스프레드가 일부 축소되었음에도 600bp가 넘는 수준이다.

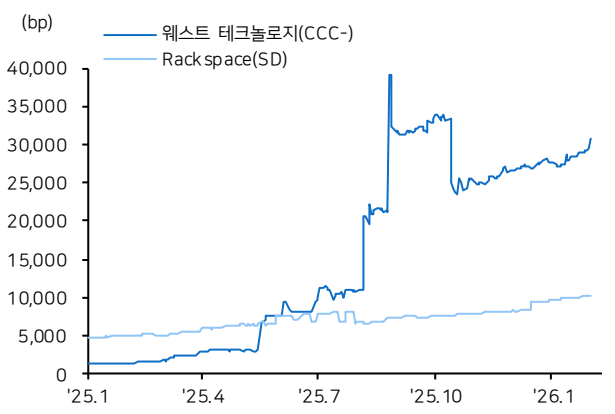
현재 수익구조가 투자확대 구간에서 비용이 늘어나는 소프트웨어보다는 안정적 매출을 유지하는 칩 업체에 유리한 것은 투자등급과 크게 다르지 않은 것이다. 그럼에도 IT 부분의 하이일드 스프레드가 큰 폭으로 확대되는 것은 하이일드 내에서 소프트웨어 업체들의 비중이 더 크기 때문이다〈그림 18〉.

**그림15 하이일드 기업 중 소프트웨어 관련 업체 급격한 확대**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림16 일부 부도위험 염려되는 기업들까지 관찰**

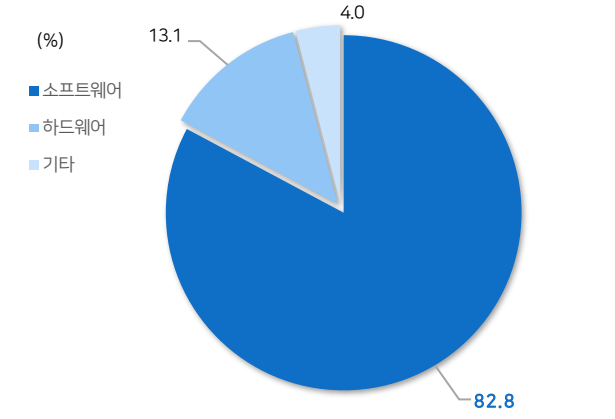



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림17 하이일드 기업 중 반도체 칩 관련 업체들은 안정 지속**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림18 Ishares 하이일드 3.9%가 IT, 그중 SW 〉 HW**



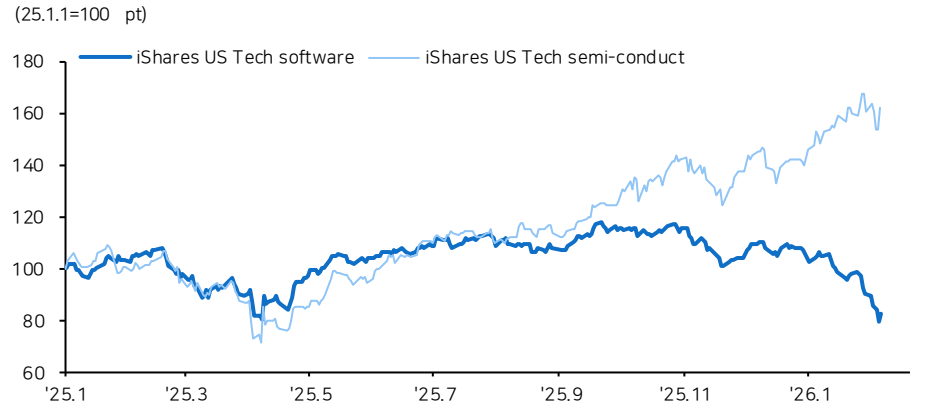

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

우리가 예민하다고 보는 시각이 있을 수 있으나 AI 소프트업체는 확실한 매출을 담보하고 있는 반도체 업체보다 투자비용 회수에 대한 불확실성이 높게 평가되는 상황이다. 우량 기업인 마이크로소프트와 아마존조차 최근 주가 약세 속 고비용 투자의 환수 우려가 높은 현실이다.

반면, 엔비디아를 중심으로 반도체 공급업체들은 하이퍼 스케일러의 대규모 투자 계획을 기반으로 아직도 양호한 실적과 이익에 대한 가시성이 담보되고 있다. 이는 현재 테크 내 두 산업의 엇갈린 주가로 대변되고 있다〈그림 19〉. 그에 맞춰 신용 스프레드 측면에서도 점검해 본 것이다.

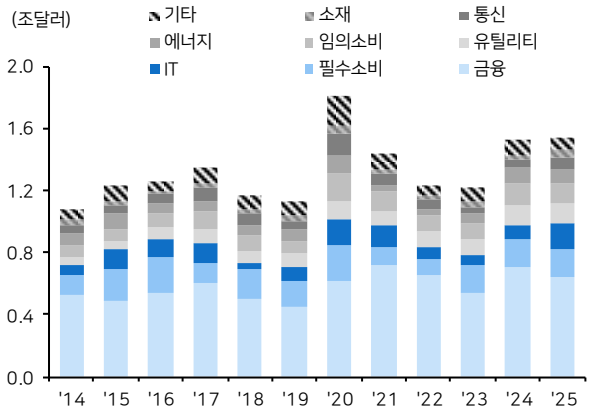
IT관련 주가와 신용 스프레드 반응은 유사했지만, 전체 주가지수 대비 회사채 시장의 스프레드가 더 안정적인 이유는 IT 테크의 영향력이 주식보다 채권에 적기 때문이다. 회사채 발행 비중이 2024년부터 늘었다고 하더라도 테크가 차지하는 비중은 주식시장에서 차지하는 비중보다 낮다〈그림 20, 21〉. 때문에 이번 소프트웨어 발 금융불안을 아직 심각하게 볼 상황은 아니다.

**그림19 미국 반도체 업체들의 주가상승대비 비용문제가 큰 소프트웨어 업체 주가 약세**



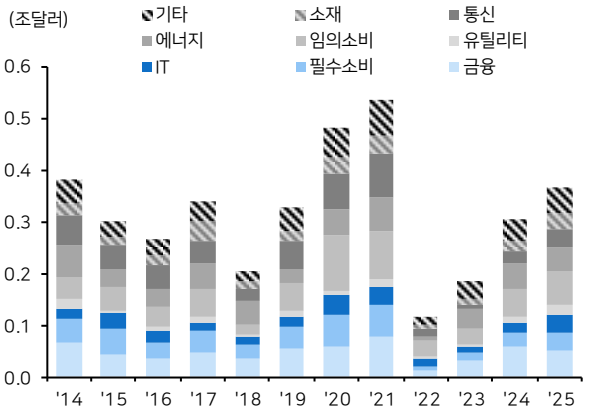

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림20 업종별 투자등급 발행, IT 비중 낮지만 지난해 증가**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림21 하이일드 역시 투자등급과 유사하나 올해 발행량 주목**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 당장 위험은 진정된 듯 보이나 올해 연간으로 점검할 부분

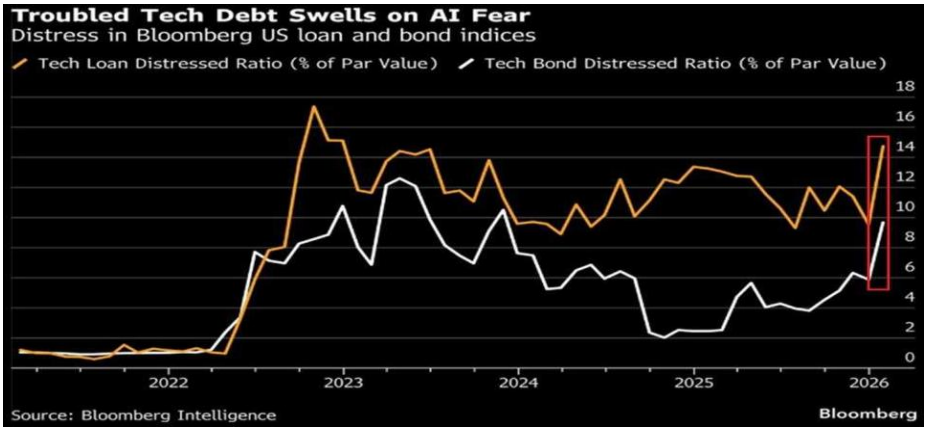
우리는 현재 올해 성장률 전망치가 2.4%까지 올라간 미국경제를 두고도 '외강내유'라는 평가로 질적인 문제를 고민하고 있다. 사실 성장률만 놓고 보면 현재 미국 금융시장을 걱정하는 것도 기우라는 평가가 맞을 수 있다. 전체 신용 스프레드의 안정성 역시나 시장 반응이 과도하다고 볼 수 있다.

그럼에도 경제가 좋은 미국증시가 상대적으로 non-US보다 약세를 보이는 이면에 위험성 지표들을 점검하는 것은 필요한 과정이다. 미국 테크기업들의 대출과 회사채 조달의 부실율이 각각 14%와 10% 수준으로 2023년 금리인상의 충격이 유입되던 시기와 유사한 부분은 문제가 있다〈그림 22〉.

연준이 고점에서 175bp나 금리를 인하했지만, 10년 이상 장기금리는 하락이 제한적이다. 고금리 장기화의 피로도는 누적적으로 문제를 유발할 수 있다. 올해 미국경제는 침체가 없을 것이고, 현재 IT 테크 업체들의 주가 및 신용 스프레드 변동성은 옥석가리기 과정에서 불가피한 과정일 수 있다.

그럼에도 고용없는 성장 속 미국 경제를 마냥 낙관하기에는 이미 바닥 수준 저축률의 가계 소비는 걱정이 된다. 직전 전략공감 보고서를 통해 '트럼프가 MBS를 매입하고 카드론 금리 상한을 절반인 10%로 낮춘다'는 이유가 테크 기업들의 안정적 옥석가리기에도 필요한 조건일 수 있다. 우리는 올해 연준이 6월부터 2차례 금리인하를 단행할 것이라는 전망을 유지한다.

그림22 **미국 테크 기업들의 차입 부실률 대출과 채권 공히 상승세 주목할 필요**




자료: Bloomberg Intelligence

**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.