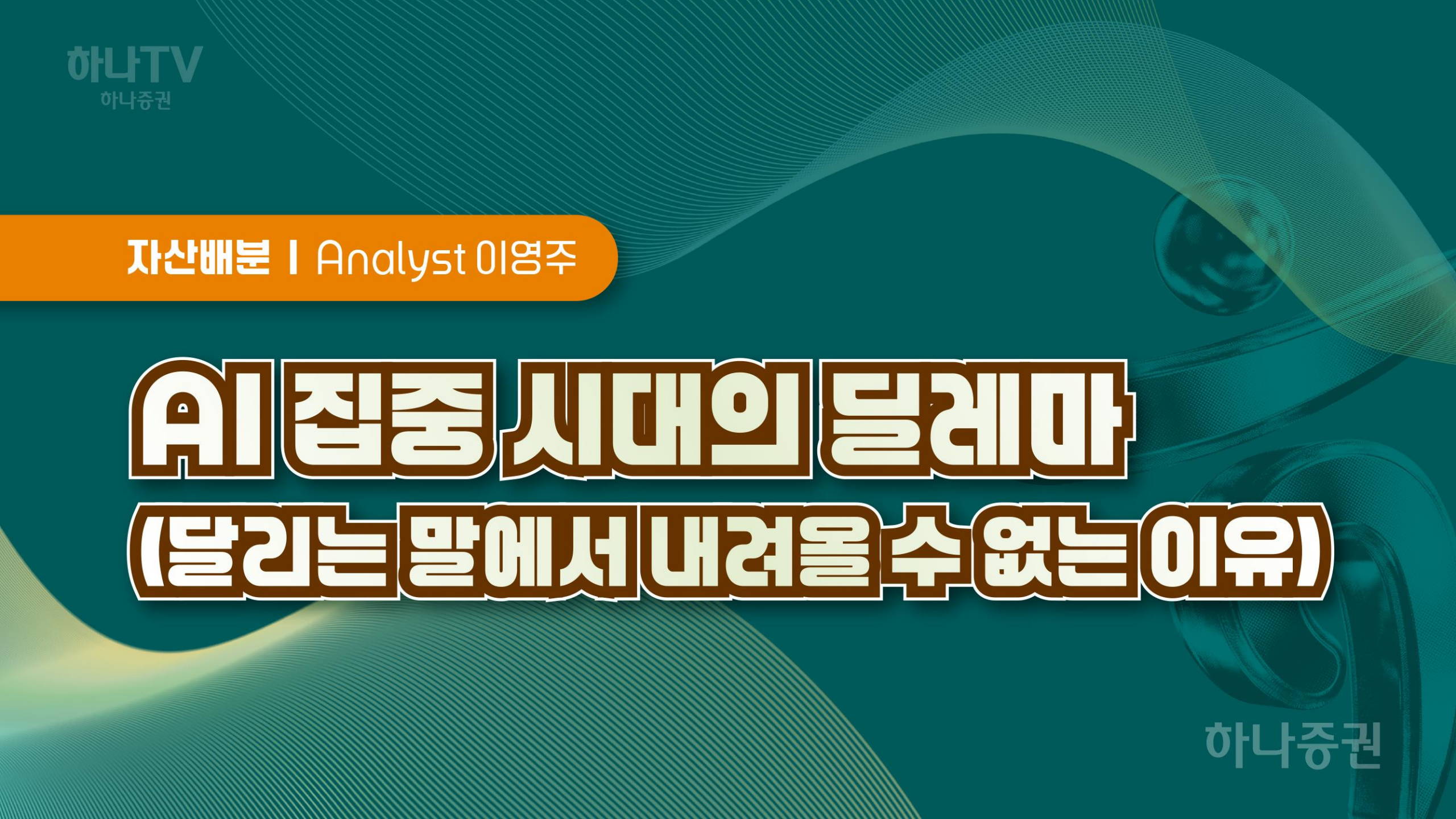
하나TV
하나증권

자산배분 I Analyst 이영주

AI 집중 시대의 딜레마
(달리는 말에서 내려올 수 없는 이유)

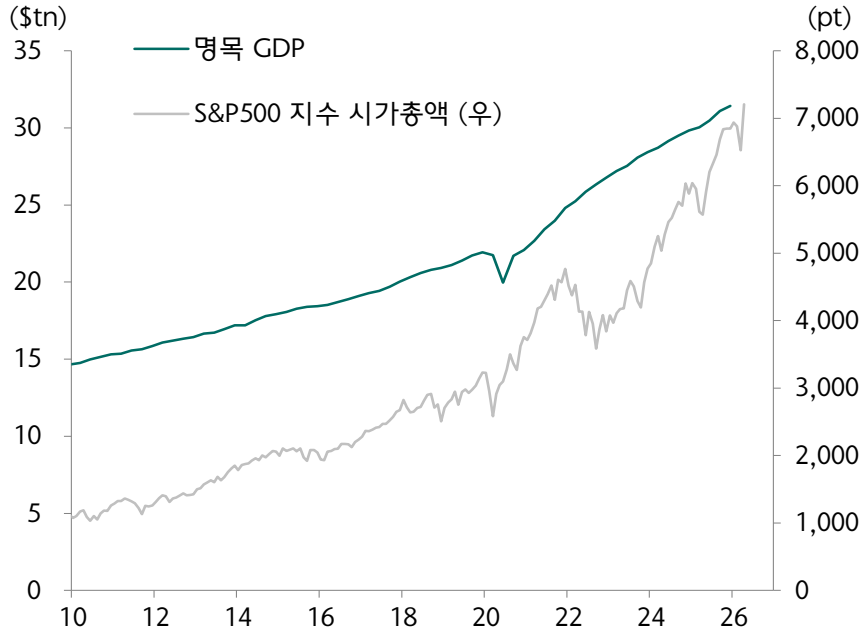


하나증권

하반기 자산배분의 Key : “결국 시장은 수익률을 선택한다”

- 지정학 리스크와 물가 부담 속에서도 미국은 AI 중심 성장 구조를 기반으로 글로벌 성장 모멘텀을 주도
- 반면 유럽·일본은 고물가 부담에도 성장 둔화가 이어지며 정책 여력마저 제한되는 상황
- 정치적 서사와 무관하게 글로벌 자금은 결국 더 높은 투자 수익률과 성장 모멘텀이 집중되는 미국 자산으로 재집중되는 경향

미국 금융시장으로의 글로벌 자금 유입 흐름



자료: Bloomberg, TIC, 하나증권

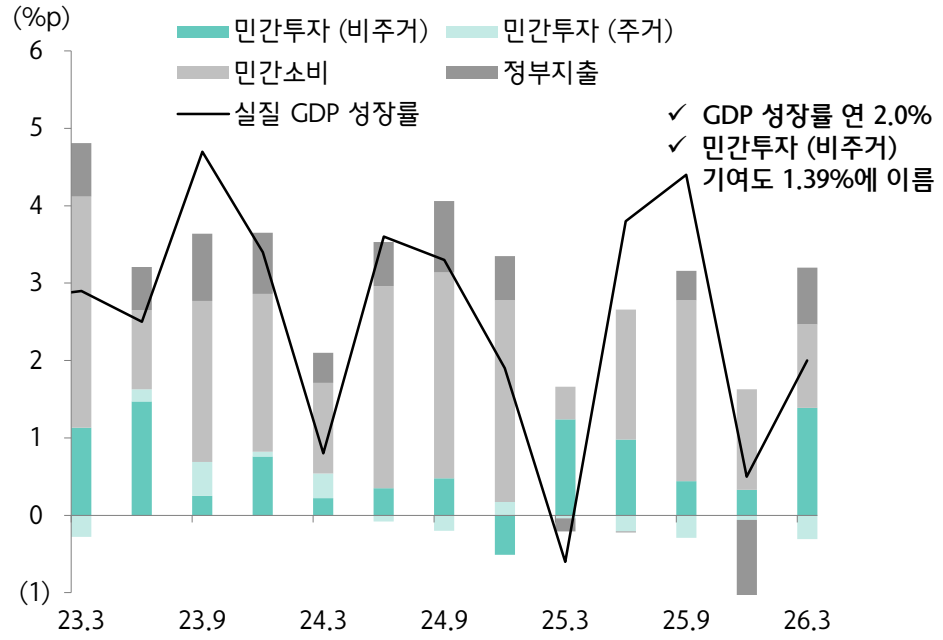
월	3개월 누적 Flow ($bn) < 미국 재무부가 집계하는 해외 자금의 미국 금융자산 순유입 확대 지속 >
2025.09	+310.9
2025.10	+322.4
2025.11	+343.1
2025.12	+285.6
2026.01	+269.8
2026.02	+263.2

주) U.S. Treasury TIC의 Line30 (Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflows) 기준
미국 주식·채권뿐 아니라 단기 달러자산 및 은행 달러 흐름까지 포함.
3개월 누적은 월별 TIC Flow의 rolling cumulative 방식으로 계산

AI 중심으로 재편되는 미국 성장

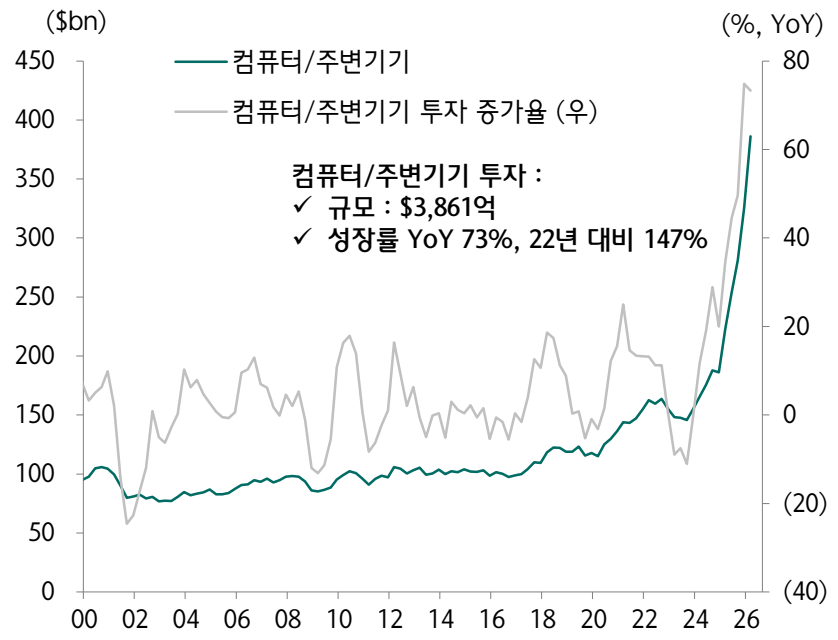
- 최근 미국 경제는 소비·주택·고용 전반의 확장보다 AI 인프라 투자 중심의 성장 구조로 재편되는 모습
- 26.1Q GDP 반등 역시 데이터센터·반도체·네트워크 장비 중심의 非주거 민간투자 확대가 핵심 기여 요인이 됨
- 주요 빅테크 기업들의 CAPEX 확대와 컴퓨터/주변기기 투자 급증이 AI 투자 사이클이 심화되고 있음을 시사

(26.1Q) 미국 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 하나증권

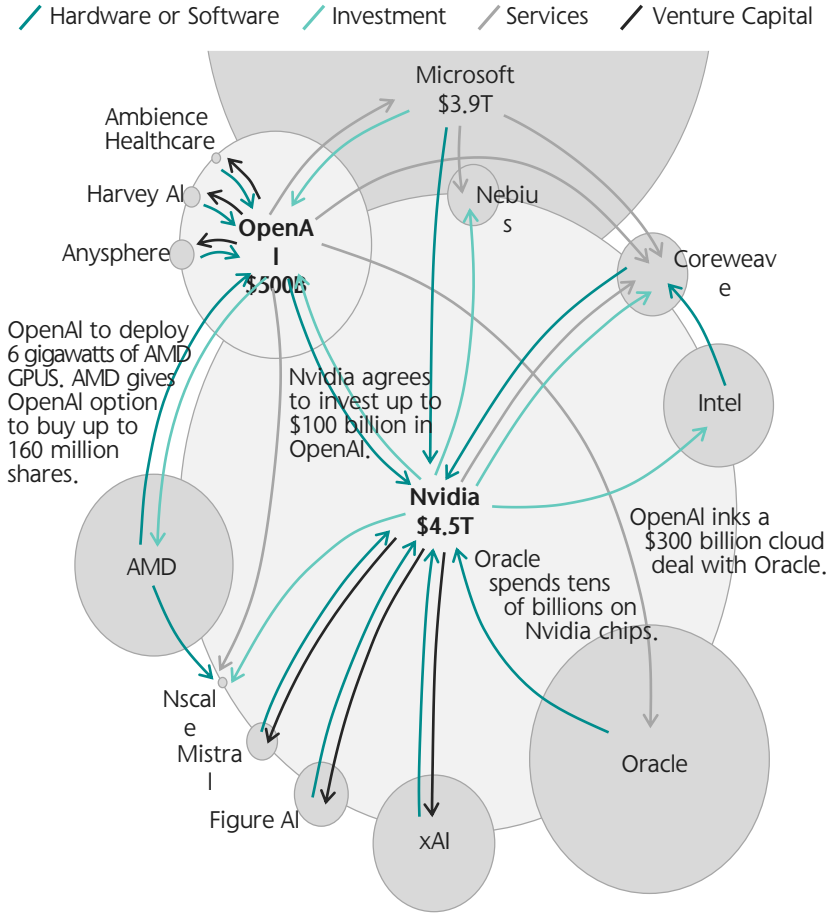
(26.1Q) 컴퓨터/주변기기 투자 및 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

‘특정 부분 투자’가 시장을 움직이는 좁아진 성장 구조

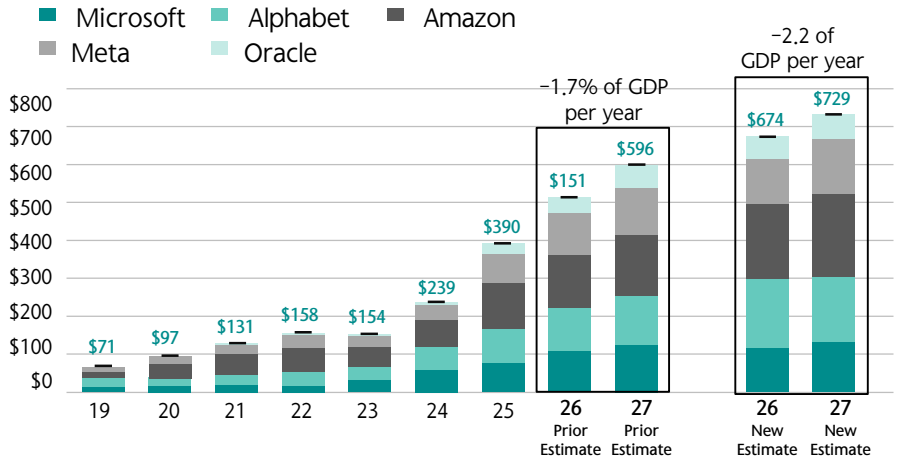
주요 빅테크들은 하나의 거대한 투자 생태계로 연결 (단순 경쟁이 아님)



자료: Statista, 하나증권

- 실제 빅테크의 데이터센터 증설과 GPU·CPU 확보 경쟁은 반도체·전력·클라우드·네트워크 산업 전반의 매출 증가로 연결
- 투자 자체가 추가 투자·수요를 유발하는 순환구조 형성
- 이에 美 증시는 최종 소비보다 AI 생태계 내부의 자금 흐름과 투자 지속 여부에 의해 더 민감하게 반응

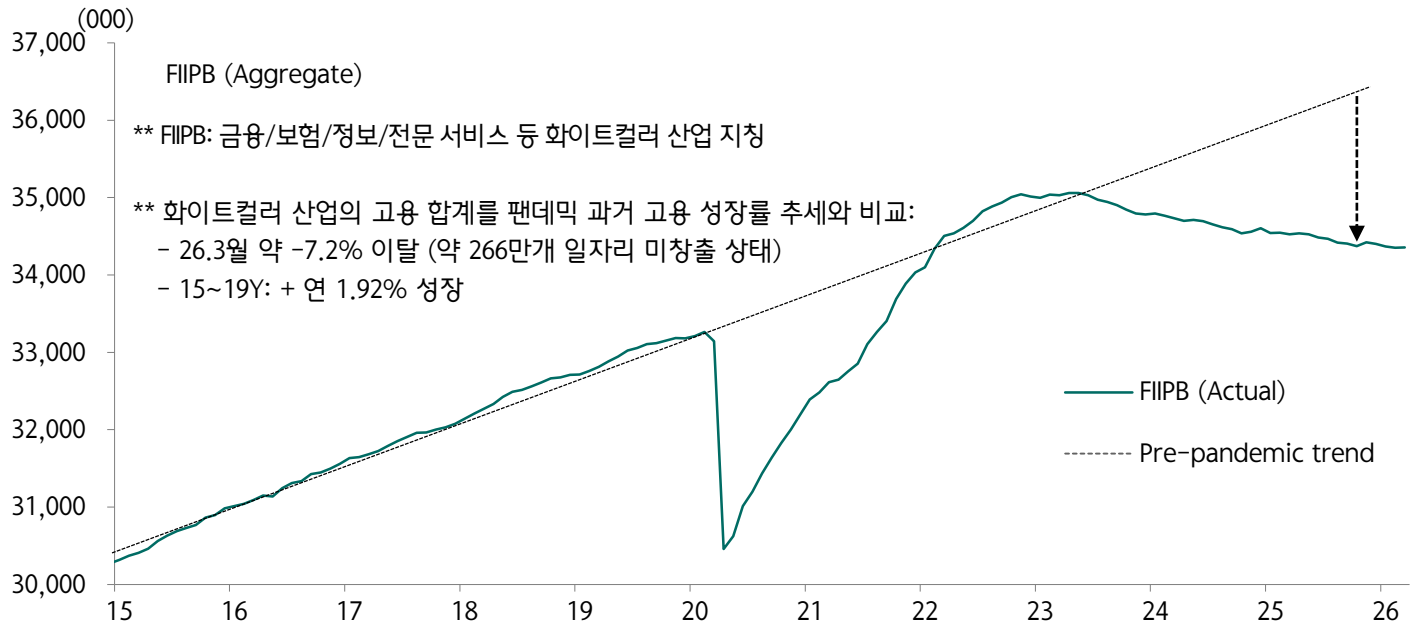
Big Tech Capital Expenditures ($Bn)



미국 노동시장은 안정적으로 보여도 변화하고 있다

- 미국 노동 지표는 전반적 안정된 흐름을 보이나 최근 고용 둔화 현상은 해고보다 신규 채용 감소 중심으로 나타나고 있음
- 특히, 화이트컬러 산업 (기술·금융·전문 컨설팅 등)의 신규 일자리 창출은 팬데믹 이전 추세를 크게 하회 (-7.2%)
- 이는 기업들이 성장 전략을 인력 확대보다 AI 기반 생산성 향상 중심으로 전환하고 있음을 시사

화이트컬러 산업의 신규 채용 감소 추세

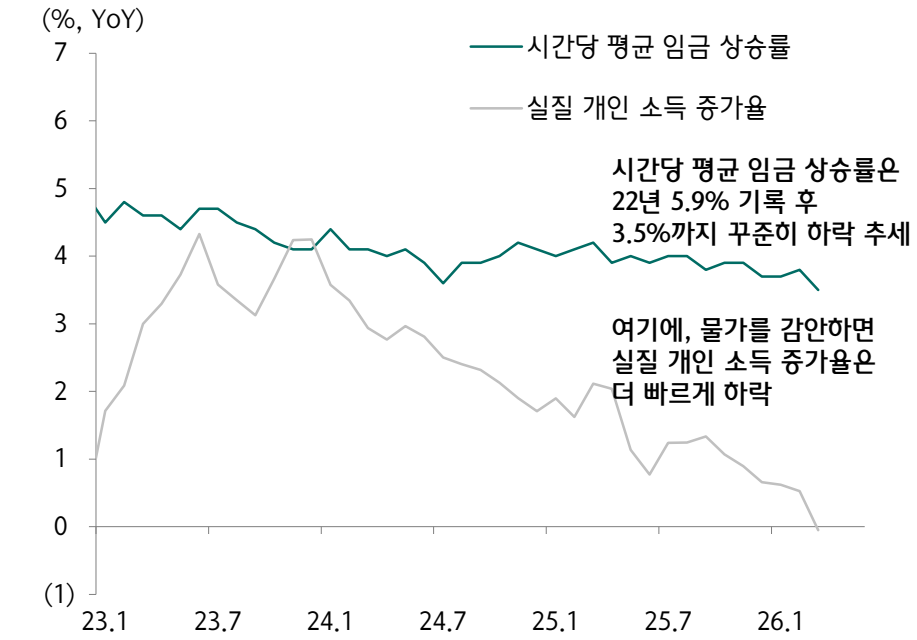


자료: Bloomberg, 하나증권

생산성 중심 전략은 노동 수요와 소득 기반에 영향을 미친다

- 특히, 엔트리·중간 직무 중심의 고용 수요 둔화를 예상하며, 이들의 신규 소득 창출 또는 소득 성장 경로 자체가 약화될 가능성
- AI 확산에 따른 기업의 성장 전략 변화는 노동 수요와 중간 계층의 소득 기반까지 함께 재편할 가능성
- 블루컬러 (건설/제조) 노동력 확대가 전망되고 있으나, 해당 산업군의 임금·자산 축적 속도는 화이트컬러 대비 상대적으로 제한

시간당 평균 임금 성장률과 실질 소득 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

업종별 명목 임금 및 성장률 추이 (26년 4월 기준)

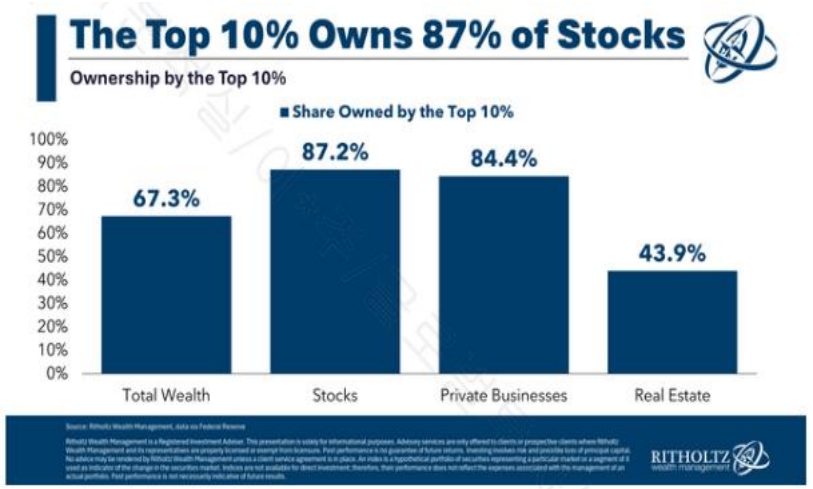
업종	명목 시간당 평균 임금 (달러)	전년 대비 성장률
금융	48.99	3.8%
정보	54.83	5.4%
전문/사업	45.47	3.9%
유틸리티	55.08	6.2%
레저/접객	23.56	3.8%
교육/의료	36.23	2.6%
도매	39.84	3.6%
운송/창고	32.38	3.3%
소매	26.11	3.3%

자료: Bloomberg, 하나증권

AI 중심 성장은 부의 양극화 (K)를 심화

- AI 투자 확대는 기업 이익 증가와 자산 가격 상승으로 연결되고 있음
- 다만, 이러한 자산 가격 상승 효과는 금융자산 보유 비중이 높은 상위 계층 (10%)에게 집중
- 결국, 미국 경제의 견조함 역시 광범위한 경기 회복보다 상위 계층의 자산 가격 상승 효과에 의해 설명되는 부분이 큼

미국 Top10%의 자산 보유 현황



✓ 소비심리 전반이 위축되어도, 주식시장 영향이 제한된 이유는 美 상위 10% 고소득 가구가 전체 주식의 7/8을 보유하고 있기 때문

✓ 소위 '가진 계층 (The Haves)'은 22년 급락. 이후 23~26년 동안 이어진 큰 폭의 주가 상승 수혜를 누리며 여전히 매우 양호한 상황

자료: Bloomberg, 하나증권

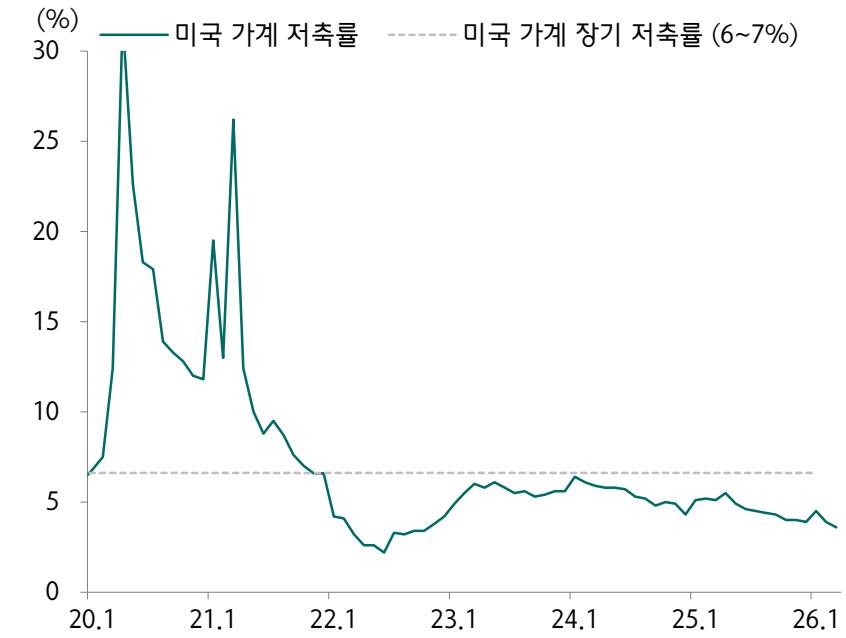
미국 소비자의 심리지수

자료: Bloomberg, 하나증권

부의 양극화는 소비 구조에도 영향

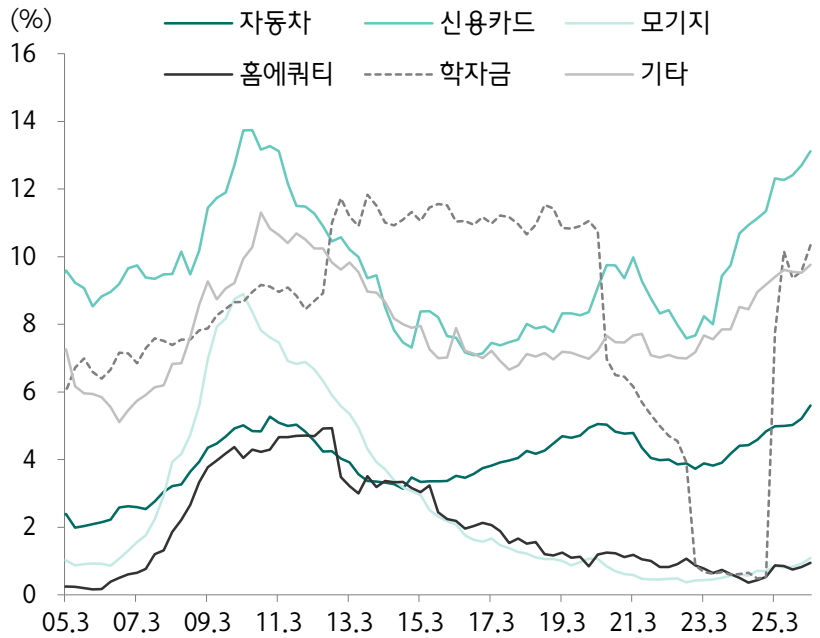
- 상위층은 자산 가격 상승을 기반으로 소비를 확대하고 있으나, 하위층은 저축 감소와 신용에 의존하며 소비 유지하는 경향
- 특히, 노동 소득 기반 계층은 고용 둔화와 제한적 임금 상승 속에 소득 증가세도 약화되는 상황
- 미래 소득 및 소비 구조는 투자와 자산을 통해 소득을 얻는 계층과 노동을 통해 소득을 얻는 계층 간 격차가 더욱 커질 것

저축률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

주요 연체율 (90일 이상) 추이

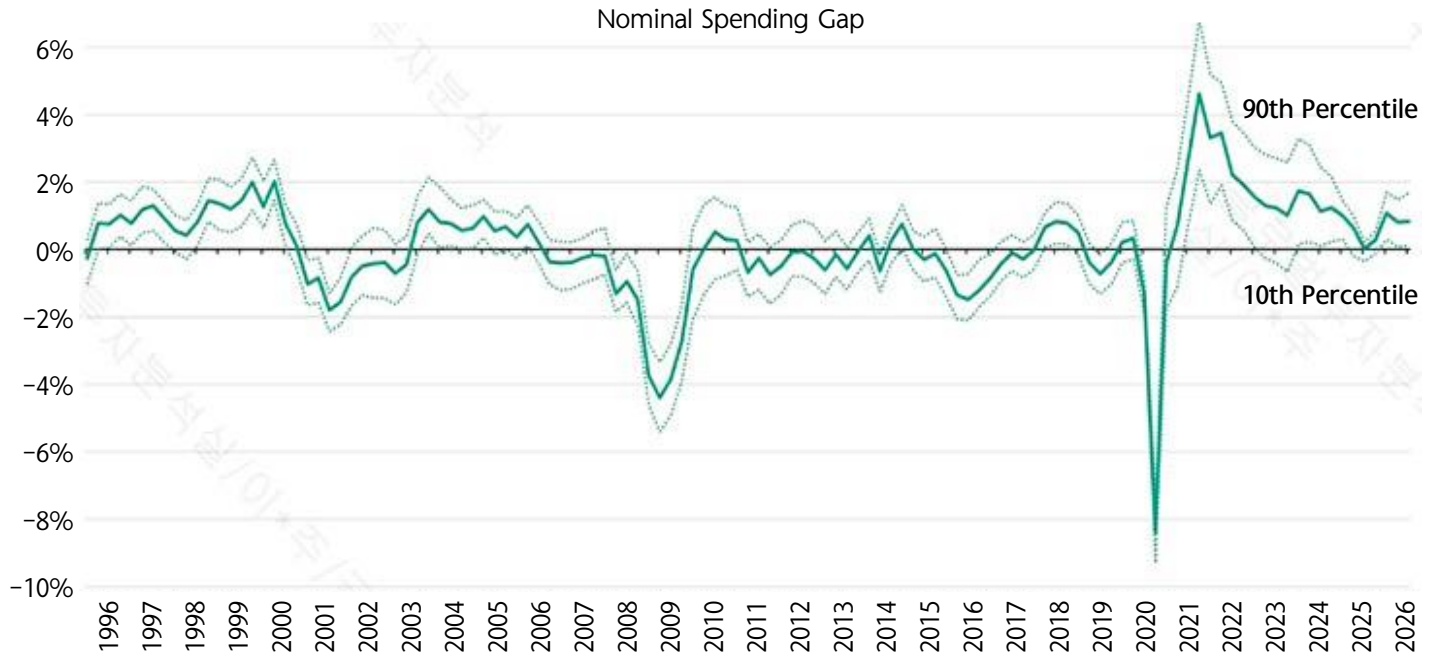


자료: Bloomberg, 하나증권

물가는 단순한 에너지 문제가 아니다

- Core inflation 또한 목표치 2%를 상회하며 하방 경직성 지속 ▷ 단순 에너지 가격 이외에 경제 전반의 구조적 압력과도 관련
- 최근 4분기 연속 美 명목지출 증가율 (5%)은 중립 수준 (4~4.5%) 상회 ▷ 성장 대비 높은 지출은 물가 안정 속도를 제한
- 재정 확대, 소비 유지, 지정학 리스크와 공급망 불안 또한 구조적 가격 불확실성을 유발 ▷ 연초 대비 높아진 기대 인플레이션

미국 명목지출 과열 상태 (명목지출 - 중립지출)



자료: AIER, 하나증권

** 美 명목지출 규모 ($31.9조)는
증립 수준 대비 $2,600억 초과(+0.82%)

** 4개 분기 연속 명목지출 과열 상태

** 인플레의 본질은
에너지 가격 이외 구조적으로
높은 명목지출이란 판단

***주) AIER의 명목지출 정의는
경제 전반에서 돈이 얼마나 빠르게
쓰이고 있는가*

✓ *명목지출 5% =
실질성장 2% + 인플레 3% 내외*
✓ *중립지출 4~4.5% =
실질성장 1.8~2% + 목표 인플레 2%*

달러는 여전히 글로벌 시스템의 중심축

- 달러 약세가 반복될 때마다 “달러 붕괴, 탈달러화 우려”가 등장하나 달러 약세 자체가 달러 시스템 붕괴를 의미하진 않음
- 글로벌 외환 거래에서 달러 사용 비중은 여전히 90%을 차지. 달러는 여전히 글로벌 결제/유동성/자금 조달의 핵심축
- 즉, 글로벌 자금은 달러를 떠나기보다 달러 시스템 내부에서 자금을 재배치하는 흐름이 나타나고 있다고 판단

국가별 달러 사용 (BRICS, 중국 등)

구분	2022	2025
달러 비중 (FX 거래 기준)	88.40%	89.20%
유로 비중	30.60%	28.90%
위안화 비중	7.00%	8.50%
파운드화	12.90%	10.20%
글로벌 FX 거래 규모	$7.5tn/day	$9.6tn/day

자료: BIS, 하나증권

** BIS 외환거래 비중은 거래 통화쌍 (예: EUR/USD)을 양쪽 통화에 모두 포함해 집계하는 방식. 전체 합산은 구조적으로 200%를 초과 가능

✓전 세계 FX 거래의 89.2%에 달러가 포함되어 있음 (압도적 비중)

✓국가별 외환보유고 내 달러 비중이 감소하더라도, 실제 거래 통화로서의 사용은 지속

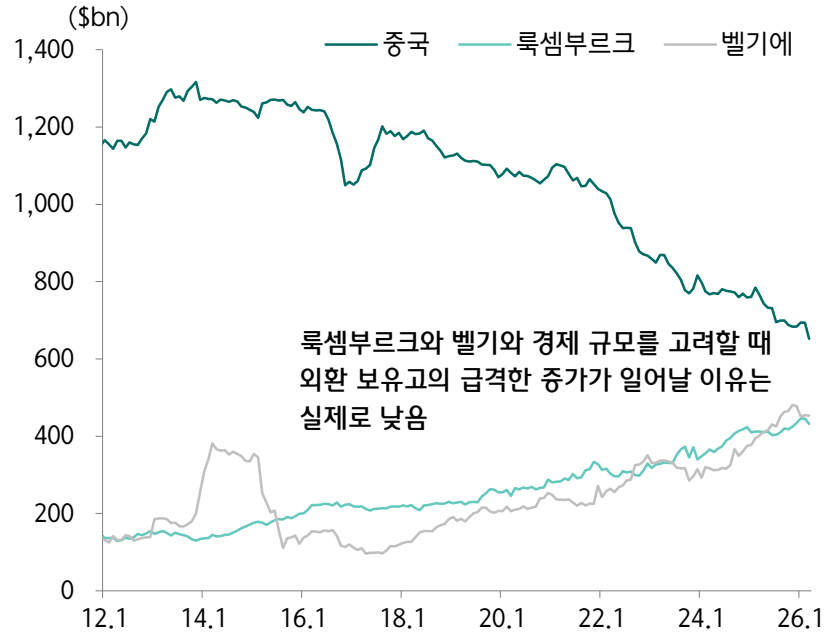
>> **즉, 달러 보유 비중은 낮아질 수 있어도 ‘사용과 수요’는 여전히 유지되고 있음**

개념	의미
달러 약세	달러 환율 하락
달러 매도	일부 자산 이동
탈달러화	시스템 자체 이탈
시스템 내부 재배치	달러는 유지하되 운용 방식 변경

중국의 미국채 감소는 수탁 구조 변화에서 발생한 통계 착시

- 중국의 미국채 보유 감소를 두고 탈달러화의 근거로 해석하는 경향
- 그러나 중국의 달러 자산 축소로 해석하기보다 달러자산 (특히, 미국채)의 보관·결제·접근 경로를 다변화하는 흐름으로 평가
- 22년 러시아 외환 보유고 동결 이후, 주요국들은 "달러자산"보다 "달러 접근성" 리스크를 함께 고려하는 분위기

중국의 미국채 감소 Vs. 룩셈부르크와 벨기에 미국채 증가 ??



자료: Bloomberg, 하나증권

국채 커스터디에 대한 연준 FAQ

"If a Treasury security purchased by a foreign resident is held in a custodial account in a third country, ***the true country of ownership will not be reflected."***

➢ *연준 FAQ: 외국인이 구매한 미국 국채가 제3국 커스터디 (수탁고)에 보관되는 경우, 실제 보유국은 반영되지 않음*

"Policymakers [in Beijing] are mindful of the precedent set in 2022, when the US and its allies froze about $300 billion of Russia's central bank reserves after the invasion of Ukraine. The worry is that if tensions were to escalate, the US could – in an extreme scenario – restrict access to China's state and privately held dollar assets in a similar fashion." (Bloomberg)

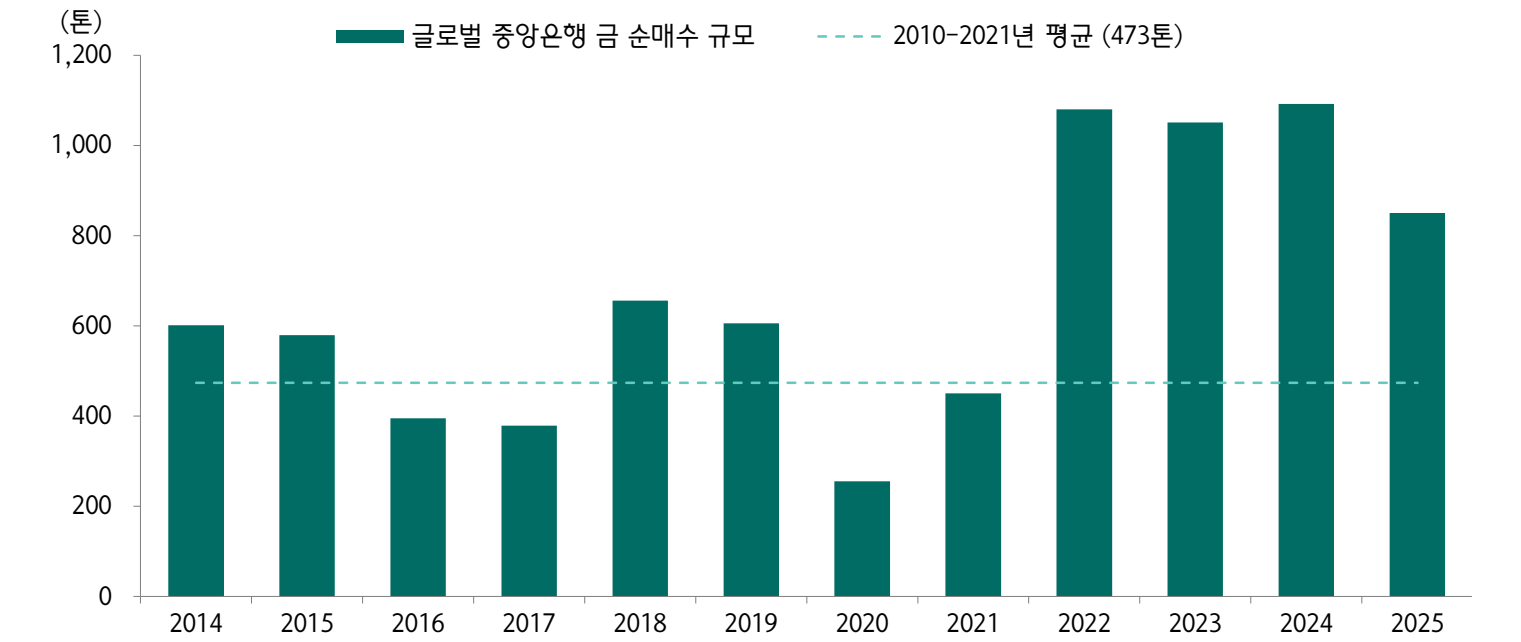
➢ *러시아 외환 보유고 동결 사례 이후, 중국은 자산 자체보다 '보관 및 접근 구조'에 대한 리스크를 의식하는 모습*

자료: FRB, Bloomberg, 하나증권

금은 달러의 대체가 아닌 '지정학 불확실성 대응 자산'

- 금은 더 이상 단순 인플레 헤지 자산이 아님 ▷ 지정학 리스크, 재정 확대, 금리 변동성이 커지며 전략 자산으로 역할 강화
- 최근 중앙은행들의 금 매입 확대 역시 달러 자체를 대체하는 움직임이라기보다 리스크 분산 성격이 커 보임
- 결국 금은 달러 시스템 밖의 자산이 아닌 달러 시스템 내부의 불확실성에 대응하는 수단이 되고 있음

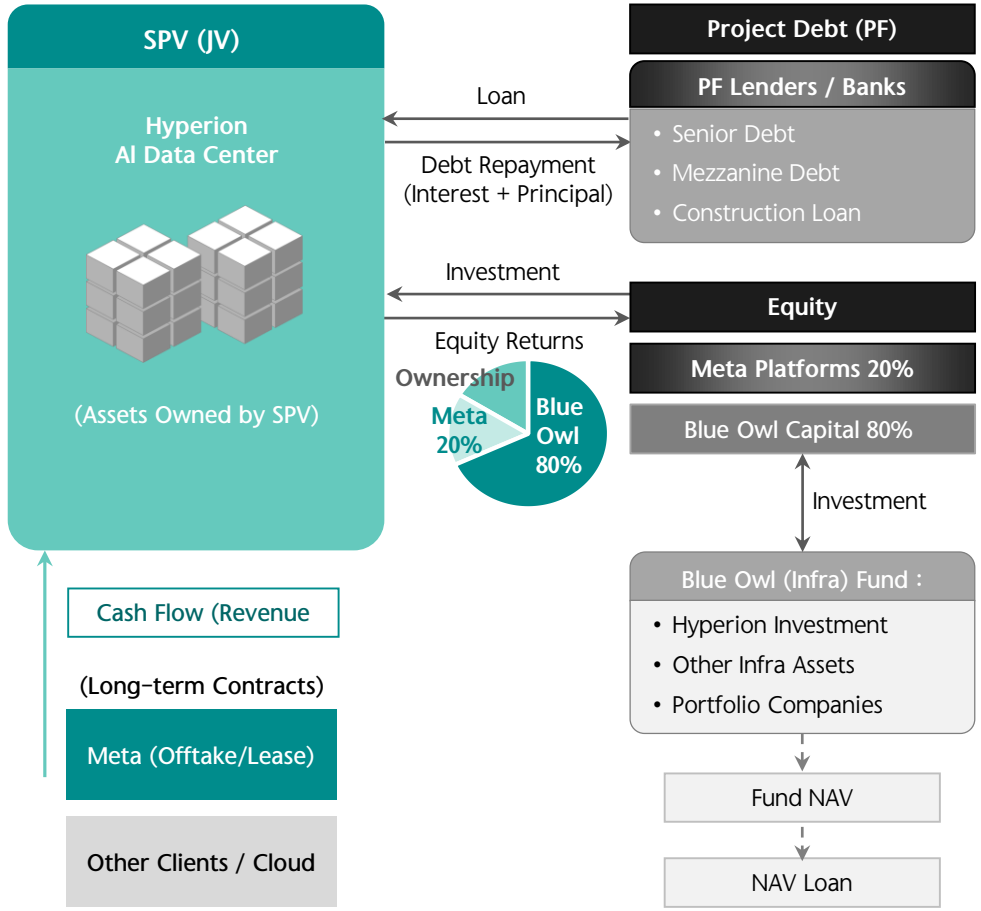
주요 중앙은행들의 금 매수 현황



자료: WGC, 하나증권

사모신용, AI 팽창을 흡수하고 지탱하는 역할로 진화

데이터 센터 Project 구조 도식화 (Ex. Hyperion Project)



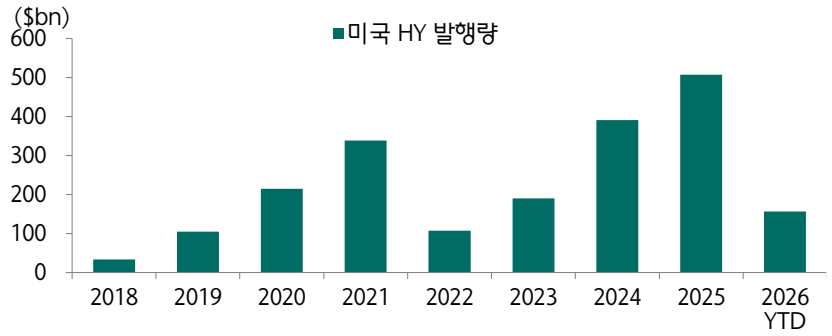
자료: 하나증권

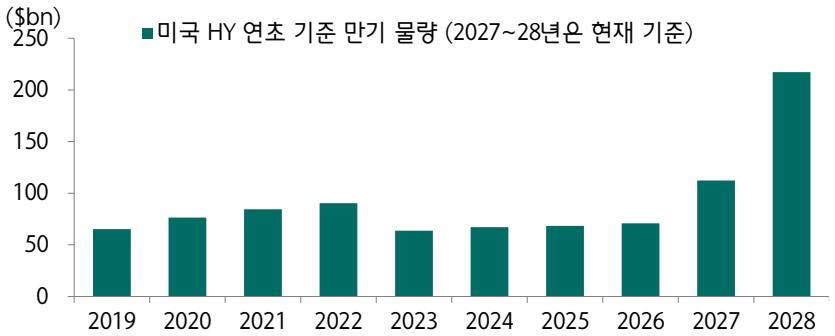
- 사모신용 시장은 미들마켓 부실을 이연하는 동시에, AI 신용 팽창까지 흡수하고 지탱하는 역할
- 美 성장 구조는 AI 인프라 투자 확대에 크게 의존하며, 실제 빅테크의 AI 인프라 투자는 美 성장과 자산가격 상승을 설명하는 핵심 축이 되고 있음
- 다만 이러한 CAPEX 투자에는 단순 빅테크 자체 자금 외 상당한 자금 조달을 필요로 하며, 사모신용 시장은 이에 깊게 관여
  - 프로젝트 구조 위에 여러 층의 금융을 동시 조달 (Project Debt·Equity, 펀드 차입 (Nav loan))
- 단, 구조적 리스크도 동반 적층되고 있음
  - Off-balance 부담
  - 전통 장기 인프라 대비 AI 인프라는 짧은 감가상각 주기로 인해 지속적인 재투자와 차환 수요가 반복적 발생

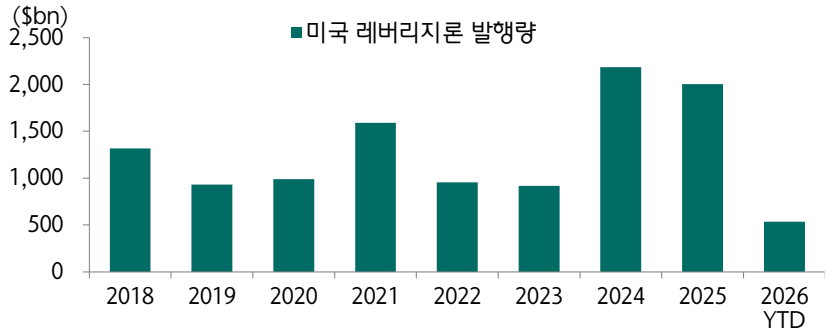
금리 인하 사이클이 종료되고, 누가 이 부채를 다시 받아줄까?

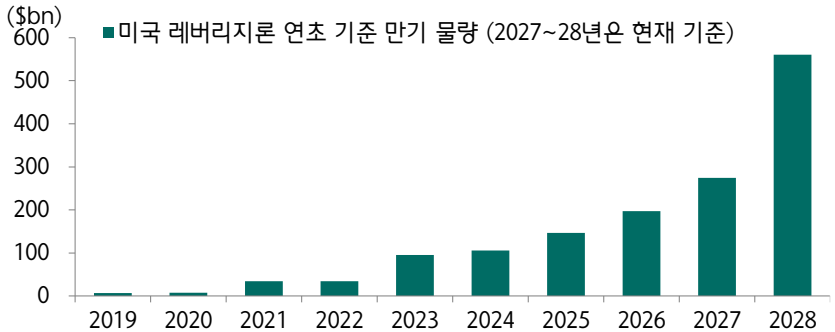
- 26년 하반기, 은행 규제 완화와 AI 인프라 투자 확대 기조 아래 Private Credit 팽창도 지속될 것
- 다만, 사모신용 시장은 향후 미들마켓부터 인프라 금융까지 지속된 차환과 투자를 전제하는 구조가 만들어지고 있는 만큼 미래 핵심 변수는 “부실 발생 자체”보다 “누가 다시 자금을 공급할 것 인가”에 있음을 경계할 필요

만기 벽을 기다리며 (20년 이래 발행 확대)









자료: Bloomberg, 하나증권

자산배분 어떻게? 좁아진 성장 구조 속 선택적 강세는 이어질 가능성

자산배분 전략

구분	선호 영역	핵심 배경
AI 플랫폼	M7 중심 초대형 빅테크	AI CAPEX·현금흐름·실적 우위
AI 인프라	반도체·전력·네트워크	데이터센터 투자 확대
산업재	전력망·냉각·설비	AI 인프라 실물 투자 수혜
우량 크레딧	Big Tech 회사채	안정적 현금흐름 기반
유동성	미국 단기채·달러	변동성 대응 및 대기 자금

구분	대응 전략	핵심 배경
장기국채	듀레이션 확대 신중 접근	재정 확대·금리 변동성
단기채·달러	유동성 및 방어력 확보	시장 변동성 대응
우량 회사채	Big Tech 중심 크레딧	현금흐름 안정성
에너지·원자재	공급 부담 대응	AI 인프라·지정학 리스크
산업재·경기민감	실물 투자 수혜	전력·설비·인프라 확대
금	정책·지정학 리스크 헤지	안전자산 대체 수요

자료: 하나증권

- 미국 경제는 전반적인 경기 확장보다 AI 중심 CAPEX가 성장과 시장 흐름을 주도하는 구조로 변화
- 이 과정에서 시장 역시 경기 흐름보다 AI 투자 지속 여부와 관련 자산 가격 변화에 대한 민감도가 높아지는 모습
- 한편, 재정 확대와 물가 부담, 유동성 공급 지속은 장기금리 변동성을 높여 장기국채의 전통적 안전자산 역할을 약화
- 실제 위험 회피 국면에서도 장기채보다 달러 유동성·금·초대형 우량 크레딧 등으로 자금이 분산되는 흐름이 관측
- 동시에 AI 인프라 확대는 전력·에너지·구리·산업설비 등 실물 공급 부담을 자극해 구조적 인플레 압력을 높이고 있음
- 이에 자산배분 시, 특정 AI 성장 자산뿐 아니라 에너지·원자재·산업재·일부 경기민감 자산까지 포지션을 넓혀 공급 부담과 인플레 리스크에 대응할 필요

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.