Asset Allocation

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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 5월 27일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

지금 미국 경제는 무엇으로 버티고 있는가

지표 불안 속에서도 시장은 강하다

최근 미국 경제에서는 상반된 장면이 동시에 나타나고 있다. 카드대출 연체율은 13%를 넘어 금융위기 이후 가장 높은 수준에 근접했고, 중소기업 파산과 소비심리 악화도 이어지고 있다. 체감 경기만 놓고 보면 이미 침체에 가까운 영역들이 적지 않다. 그런데도 미국 GDP는 2026년 1분기 연율 기준 2.0% 성장하며 전분기 대비 반등했고, S&P500 역시 높은 수준을 유지하고 있다. S&P500 시가총액은 GDP 대비 기준 역사적 고평가 영역에 근접해 있으며, AI 대형 기술주들이 시장 흐름을 주도하고 있다.

많은 사람들이 느끼는 질문은 결국 하나다. 연체율과 파산, 소비 둔화 신호가 동시에 나타나는데도 왜 미국 경제와 자산시장은 여전히 견고하게 버티고 있는가 하는 점이다

미국 소비는 이미 같은 방향으로 움직이지 않는다

그 배경에는 달라진 소비 구조가 있다. 현재 미국 상위 10% 가계는 미국 주식의 약 87.5%를 보유하고 있으며, 전체 Wealth의 약 67.5%를 차지하고 있다. 자산가격 상승의 혜택이 상위 계층에 집중된 구조다. 반면 하위 계층은 카드대출·자동차 대출·주거비 부담에 직접 노출되어 있다.

중요한 점은 미국 소비에서 상위층 영향력이 과거보다 훨씬 커졌다는 점이다. 하위층 소비가 둔화되더라도, 금융자산 상승 효과를 기반으로 상위층 소비가 유지되면 전체 소비와 GDP는 생각보다 쉽게 무너지지 않는다. 지금 미국 경제는 모두가 동시에 좋아야 유지되는 구조보다, 자산 보유층 소비가 경제를 떠받치는 구조로 이동하고 있다.

지금 미국 경제를 움직이는 것은 소비보다 기업 투자다

미국 성장의 핵심은 이제 소비보다 AI 인프라 투자에 있다. 2026년 1분기 미국 비주거 고정투자는 전년 대비 약 5.7% 증가했고, GDP 성장 기여도는 약 1.38%p에 달했다. 특히 데이터센터·서버·네트워크 장비 중심의 컴퓨터 및 주변기기 투자는 전년 대비 73%, 2022년 말 이후로는 약 149% 증가했다.

빅테크 기업들의 CAPEX 확대는 반도체·전력·산업재·네트워크 장비 산업까지 동시에 자극하고 있다. 과거 미국 경제가 광범위한 소비와 주택시장 회복에 의해 움직였다면, 지금은 AI 중심 CAPEX가 성장률을 유지시키는 구조에 가까워지고 있는 셈이다.

시장은 어떻게 버티고 있는가

여기에 더해 시장은 과거보다 훨씬 느리게 부실을 인식하고 있다. 사모신용 시장에서는 약한 차주를 중심으로 현금 이자 부담을 줄이기 위한 PIK 전환과 만기연장이 이어지고 있다. 팬데믹 이후 저금리 환경에서는 일부 미들마켓 차주들이 PIK나 구조화된 이자 이연 방식을 활용해 왔는데, 최근에는 높은 금리 부담 속에서 이러한 구조가 다시 늘고 있다.

상업용 부동산 시장 역시 비슷한 과정을 겪고 있다. 오피스 담보 CMBS 연체율은 팬데믹 이전 1~2% 수준에서 26년 약 12%까지 상승했다. 일부 오피스 자산은 이미 몇 년에 걸쳐 거래가격 기준 큰 폭의 조정을 받았지만, 시장 전체가 한 번에 손실을 인식하며 정리되고 있는 상황은 아니다. 거래량이 줄어든 가운데 은행권은 즉각적인 자산 매각보다 만기연장과 구조조정을 선택하고 있으며, 차환 부담 역시 계속 누적되고 있다. 즉 상업용 부동산 부실은 아직 진행 중이며, 손실 인식 역시 긴 시간에 걸쳐 이어지고 있는 셈이다.

중요한 점은 미들마켓 신용 역시 비슷한 경로를 따라갈 가능성이 높다는 점이다. 현재는 PIK 전환과 만기연장으로 현금 부담이 이연되고 있지만, 높은 금리와 차환 부담이 지속될 경우 손실 인식이 장기화되는 구조로 이어질 가능성을 배제하기 어렵다. 다시 말해 시장은 문제가 없는 상태가 아니라, 손실과 부담이 긴 시간에 걸쳐 분산되고 있는 상태이다.

시장을 지탱하는 구조와 핵심 변수

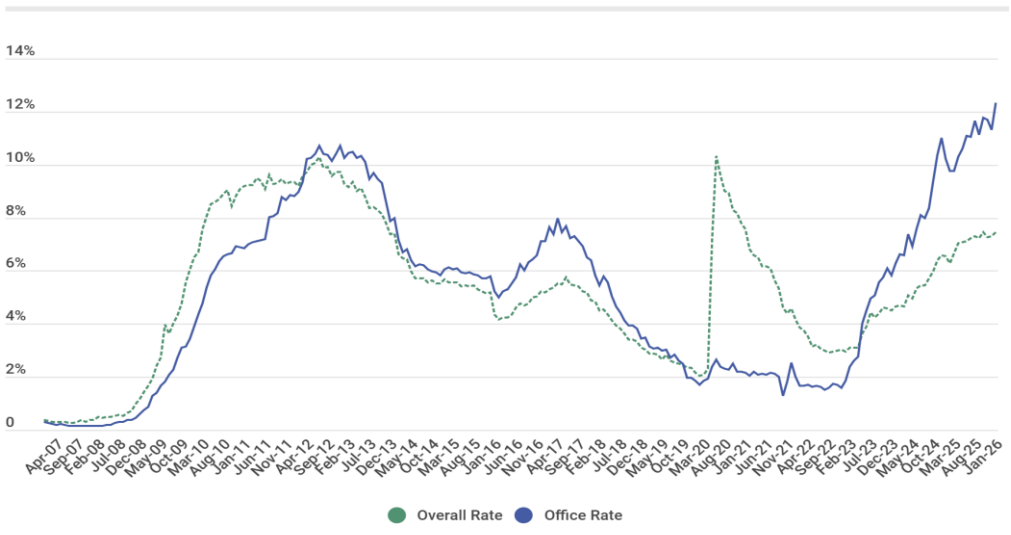
결국 미국 시장이 가장 중요하게 보는 것은 단기 소비 둔화 자체가 아니다. AI 투자 확대가 이어질 수 있는지, 높은 금리 환경에서도 신용 차환이 가능한지, 자산가격이 유지될 수 있는지가 핵심 변수다.

체감 경기는 둔화되고 있지만 자금은 여전히 미국 자산시장으로 몰리고 있다. 미국 경제는 점점 더 “전체 경기”보다 “자산·투자·신용 플랫폼” 중심 구조로 이동하고 있다. 따라서 지금 시장을 이해하려면 단순히 소비 둔화나 연체율만 볼 것이 아니라, 실제로 어떤 영역이 유동성과 자본을 계속 흡수하며 경제를 지탱하고 있는지를 함께 볼 필요가 있다.

도표 1. 미국 CMBS 연체율 추이 (CRE 전반과 Office 부문)

* 오피스 담보 CMBS 연체율은 팬데믹 이전 1~2% 수준에서 최근 약 12%까지 상승

* 일부 자산은 거래가격 기준 큰 폭의 조정을 받았으나, 거래량 감소와 만기연장 증가로 시장 전체 재평가는 천천히 진행 중

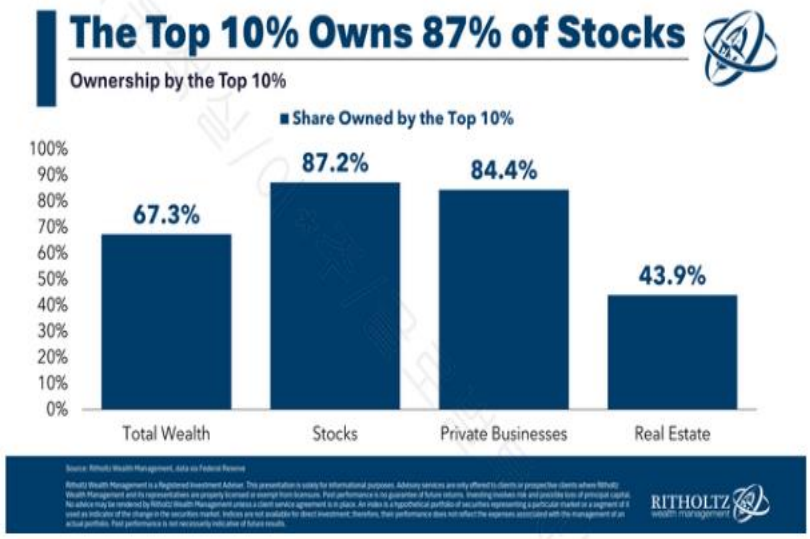


자료: Trepp, 하나증권

* 소비심리 전반이 크게 위축되어 있어도, 주식시장 영향이 제한된 이유는 미국 상위 10% 고소득 가구가 전체 주식의 7/8을 보유하고 있기 때문

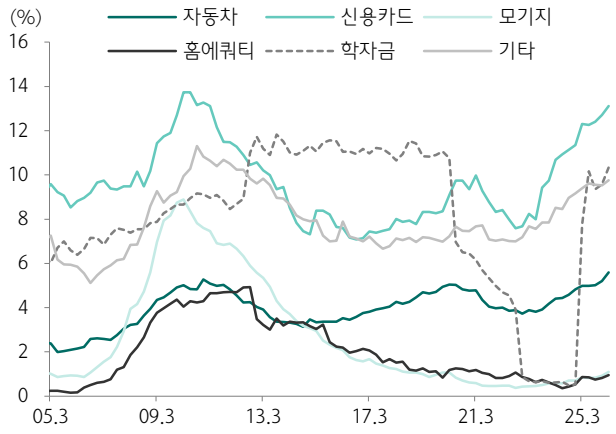
* 즉, 미국 경제 내 '가진 계층 (The Haves)'은 2022년 급락 이후 2023~26년 동안 이어진 큰 폭의 주가 상승 수혜를 누리며 여전히 매우 양호한 상황을 보내고 있음

도표 2. 미국 부의 편중 현상 (미국 Top10%의 자산 보유 현황)



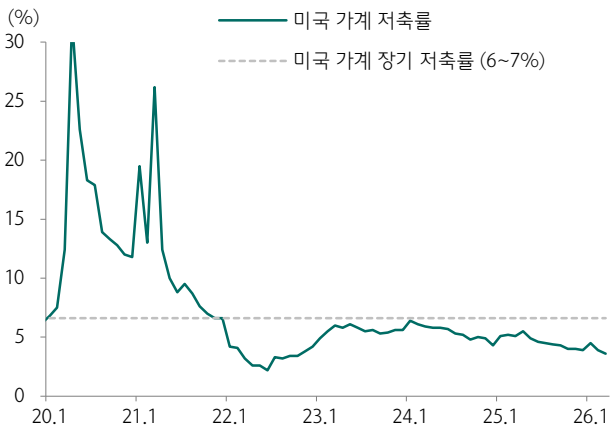
자료: Ritholtz, 하나증권

도표 3. 미국 주요 연체율 (90일 이상) 추이



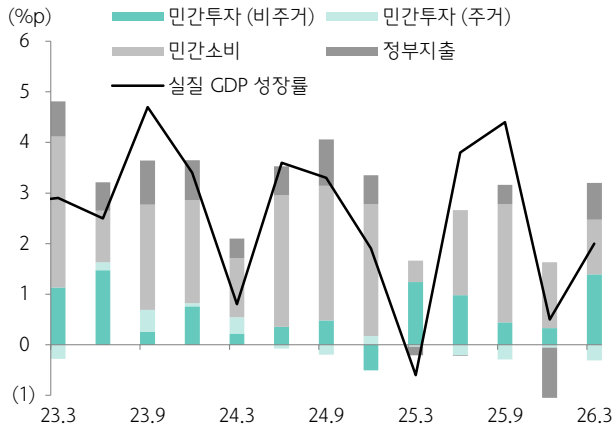
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 저축률 하락



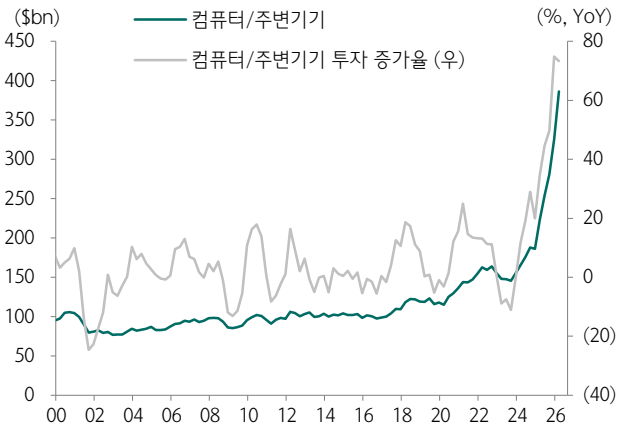
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 미국 실질 GDP 성장률 (QoQ) 및 세부 항목 기여도



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미국 GDP 세부 내역 성장률 (컴퓨터 및 주변기기)



자료: Bloomberg, 하나증권