

전략공감 2.0

Strategy Idea

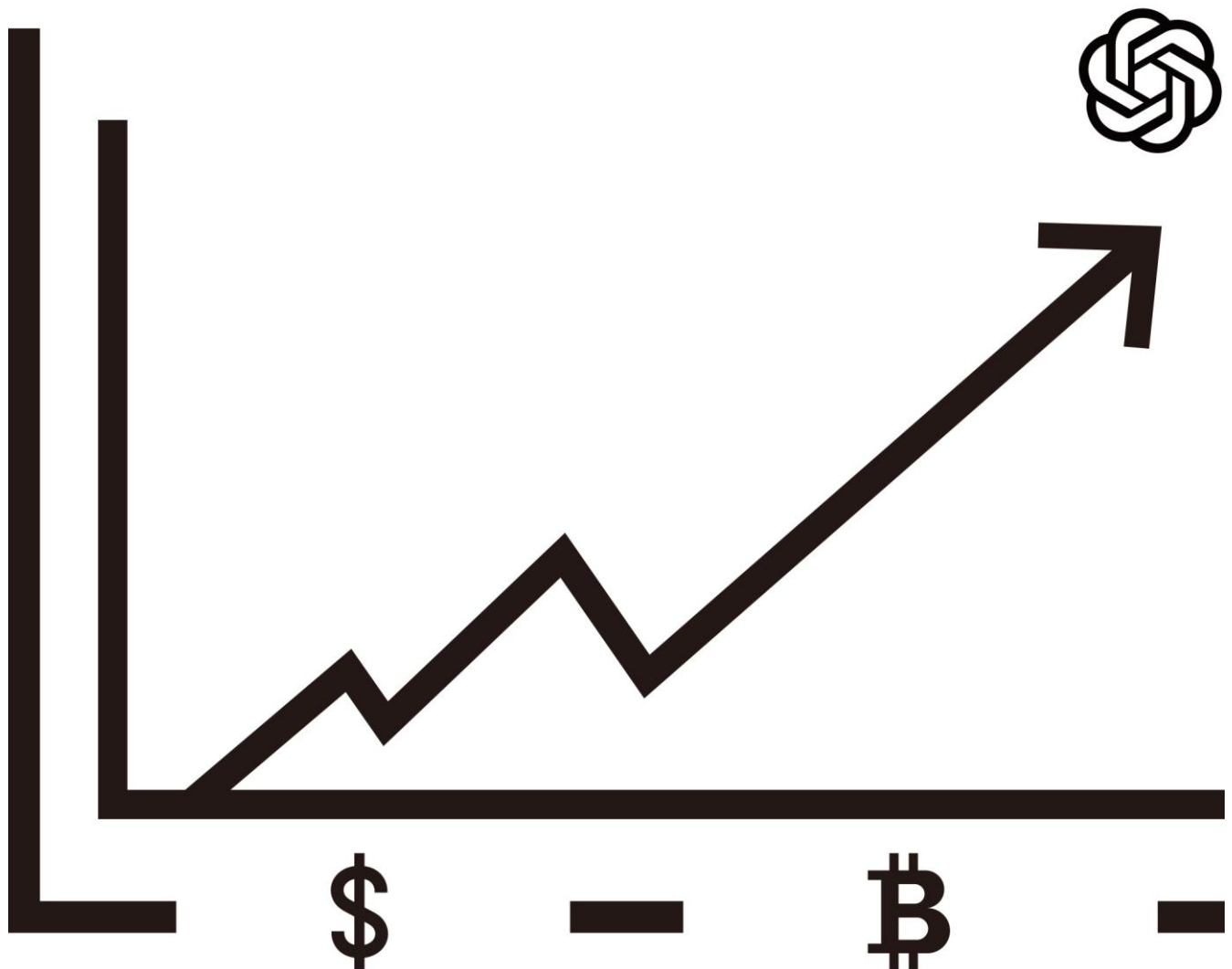
AI 성장성 vs 비용 부담의 시험대

오늘의 차트

바이백의 가치를 희석시킨 재정건전성 고민

칼럼의 재해석

미국에서 주류가 되어 가는 K-뷰티,
앞으로 더 성장할 수 있는 이유



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.

Strategy Idea

AI 성장성 vs 비용 부담의 시험대



투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

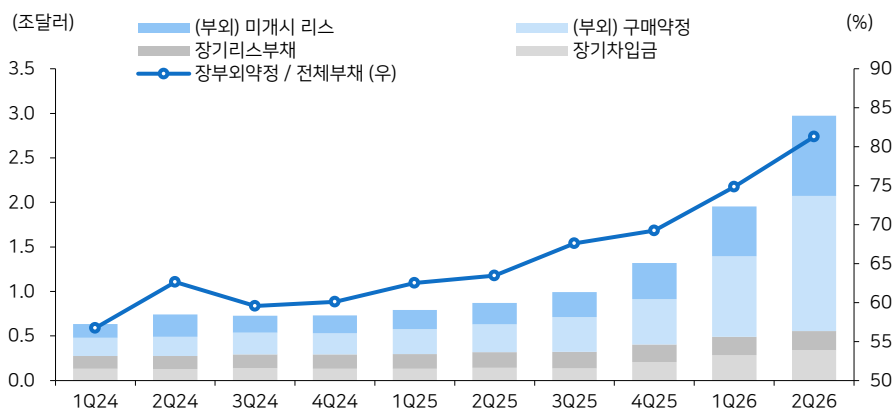
- ✓ 시장과 주도산업의 우상향 방향성에는 의심 없음. 지금은 고금리를 어떻게 소화하는가 문제
- ✓ 매크로 장세. 이번주 AI가 비용(금리) 넘는 성장성을 재증명 vs 금리 불편함이 이어지나 변곡점
- ✓ 금리는 미국 상업은행 규제완화가 안정 카드 될 수도. 잭슨홀, FOMC 관전 포인트 중 하나

주식시장 빅위크: 성장성 vs 비용 부담 시험대

글로벌 주식시장은 이번주를 또 한 번의 빅위크로 인식 중이다. 엔비디아 실적발표를 중심으로 2027년 반도체 수요 예측 등 AI 산업의 펀더멘털 관련한 주요 이슈들을 이번주, 다음주 소화할 예정이다. 동시에 금리 부담을 인식하기 시작한 매크로 장세에서 잭슨홀 미팅 연준의장 발언에도 관심이 쏠린다.

하이퍼 스케일러 4개사의 장부상 부채 투자 금액은 2Q26 기준으로 누적 5,500억 달러다. 그런데 대차대조표에 반영되지 않는 부외부채까지 추산하면 약 3조 달러로 추산된다. 이는 상반된 두가지로 해석 가능하다. AI 인프라 시장이 눈에 보이는 것보다 크다는 것, 혹은 부채가 이미 매우 크게 쌓여 있어 건전성 및 이자 부담이 클 수 있다는 것이다. 시장이 어느 쪽에 무게를 실어 해석하느냐에 따라 주가 방향이 달라질 수 있는 변곡점으로 생각한다.

그림1 빅테크 4사 투자 금액(장부상 부채+장부 외 약정): 비용 부담이나, 시장 외연 확장이나



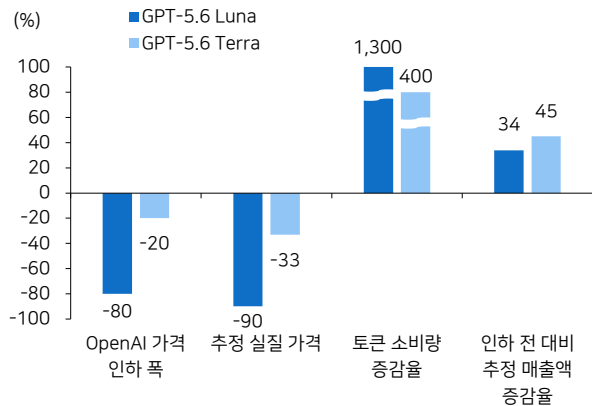
주: (부외) 구매 약정, 미개시리스 항목은 SEC 10-K, 10-Q 보고서 주석 항목 기반으로 추계
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 산업 방향성에는 의심 없음

펀더멘탈의 방향에는 의심이 없다. AI 산업을 주도하는 미국, 중국 공히 가중치 공개 모델(open weight)을 중심으로 산업이 재편되고 있음에도 AI 프론티어들은 여전히 경쟁하며 외연 성장한다. OpenAI의 GPT는 토큰 가격 인하에도 토큰 소비량이 가격 인하를 상쇄하며 가격 인하 전 대비 매출이 성장 중이며, Codex 사용자 수는 5월말 예측 궤적 대비 가파르게 아웃퍼폼 중이다. 이런 형국에서 Anthropic이 OpenAI에게 3분기 성장률 우위 자리를 내줬다. 여전히 승리하는 기업을 맞출 필요는 없고, 산업 외연 성장의 촉매인 프론티어의 경쟁 지속 여부가 중요하다.

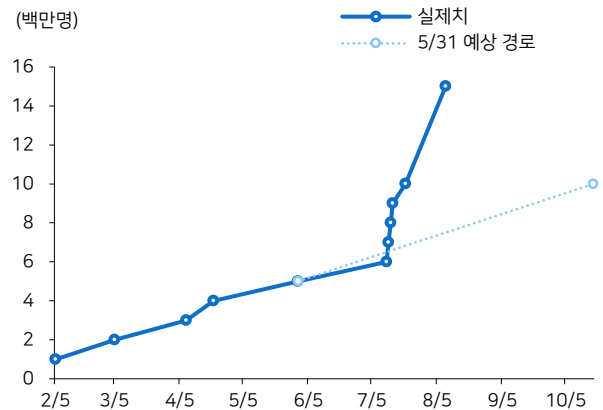
8월 10일자 데일리 코멘트에서도 정리했지만, 21일 기준 미국 소프트웨어 기업들의 마진 추이를 보면, AI 확산에 따른 마진 개선 추이가 확인된다. 토큰 사용이 늘면서 GP마진은 하락하지만, 인건비 감소와 코딩 비용 감소 등에 기인해 영업이익률이 개선되고 이 점이 순이익 마진 개선까지 연결된다는 점이 고무적이다. 비용 단에서 AI를 수익화하는 것이 산업 단에서 확인되는 셈이다.

그림2 GPT 토큰 단가 인하에도 매출성장: 가격탄력성 1 이상



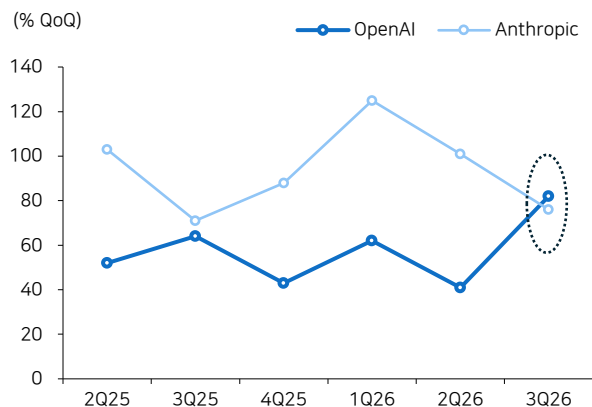
자료: TD Cowen, Business Insider, OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림3 OpenAI Codex 사용자 수 추이 (8.13 기준)



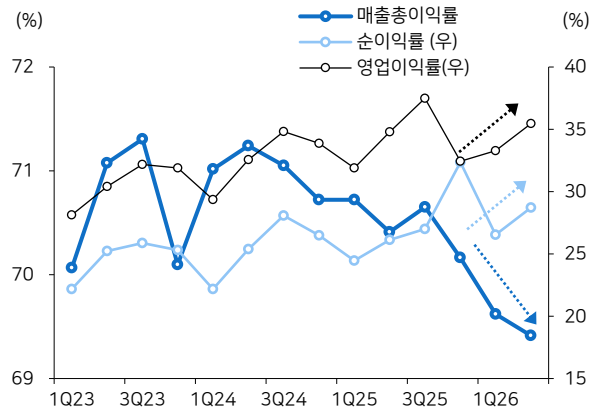
자료: OpenAI(2026.8.13), 메리츠증권 리서치센터

그림4 API 기업 지출 증가율: 3Q26 OpenAI > Anthropic



자료: Ramp AI, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2Q26 실적 발표한 미국 SW 기업들의 마진 추이



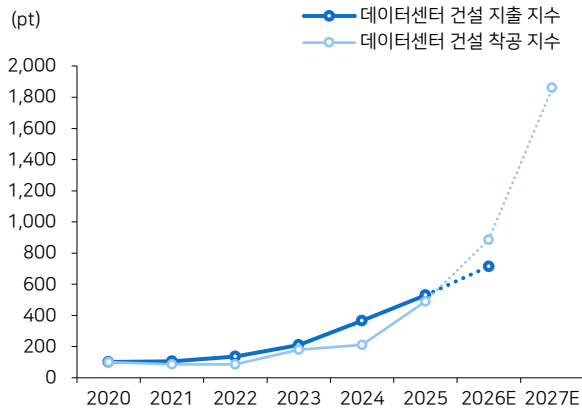
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 인프라 온기 확산 추가 확인

데이터센터 건설 지출은 착공에 후행한다. 골드만삭스가 Census Bureau 등의 데이터를 통해 집계한 미국 데이터센터 건설, 착공 지수 추이를 보면, 건설 지수에 선행하는 데이터센터 착공 지수가 2027년 기준 2025년 대비 3.8배 증가한다. 여기에 후행하는 데이터센터 건설 지출의 성장 속도도 올해보다 내년이 훨씬 가파를 수 있다는 방증이다.

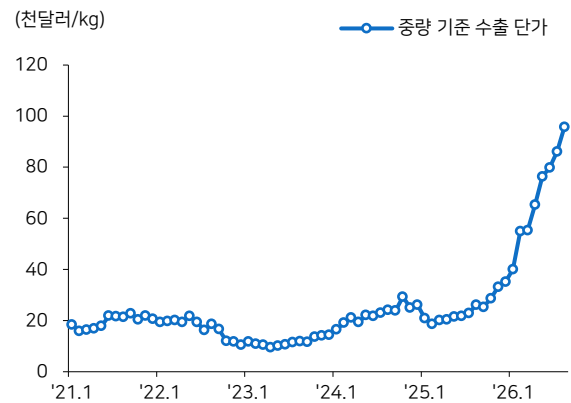
가파른 AI 인프라 수요 속 메모리 가격은 계속 상승하고, 여기에 엔비디아가 주요 고객사에게 내년부터 AI 서버 가격을 15% 인상할 방침을 통보했다. 핵심 배경은 메모리 가격 급등에 따른 원가 상승이다. 이번주 엔비디아 실적발표에서 가격 인상을 얼마나 내년 매출 가이드에 반영하게 될지, 이를 넘어서는 성장성이 하이퍼스케일러 뿐만 아니라 다른 주체들의 데이터센터 투자 모멘텀에서 비롯될지 등이 주요 관전 포인트가 될 것으로 생각한다.

그림6 데이터센터 건설지출에 선행하는 착공



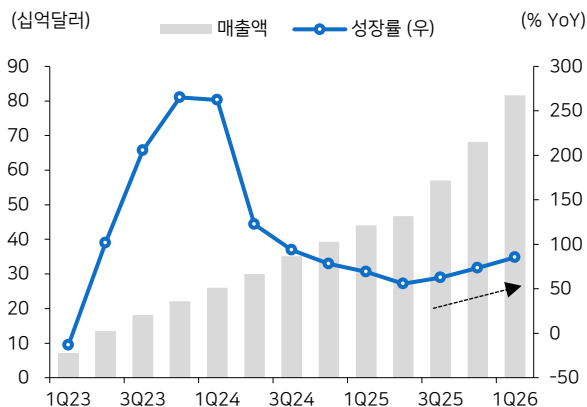
자료: Census Bureau, Dodge Construction Network, Goldman Sachs, 메리츠증권 리서치센터

그림7 메모리 수출단가: 8월에도 상승 추이 지속



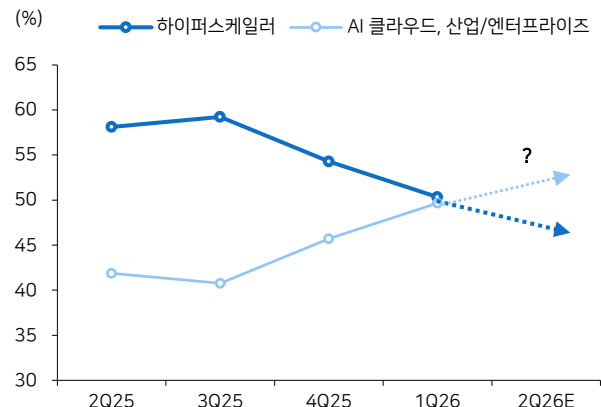
자료: TRASS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔비디아 매출액과 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔비디아 데이터센터 매출 비중 추이



자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

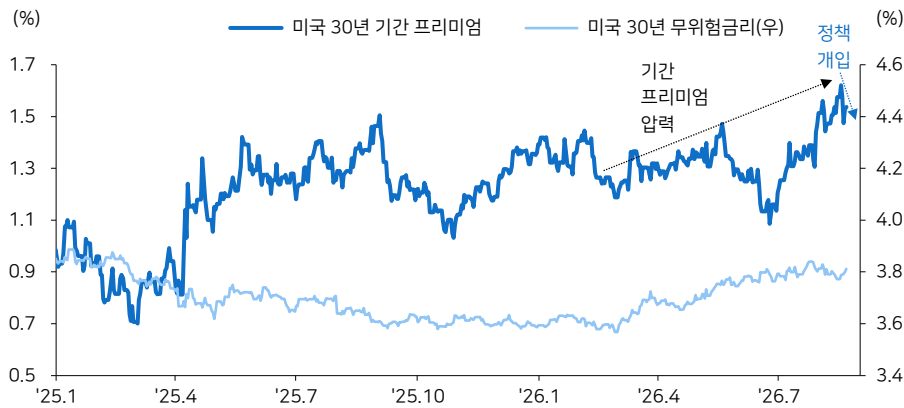
매크로 장세, 주가는 펀더멘털보다는 금리가 관건

AI 인프라가 레버리지 투자라는 인식이 본격화되면서 시장 변수는 펀더멘털에서 매크로로 넘어왔다. 지금 시장 제1변수는 금리다. 장기금리 급등이 부담이다.

최근 장기금리가 상승한 것은 기간 프리미엄 영향이 크다고 본다. 최근 유가 급등에도 인플레이 기대는 크게 변화하지 않은 반면, 기간 프리미엄이 급등하며 장기금리가 급등했는데, AI 투자에 따른 회사채 발행 및 수요 증가가 미국채 금리 수급에 영향을 준 것으로 풀이된다. 연초 이후 기간 프리미엄 상승, 스왑 스프레드 하락을 그 근거로 생각하며, 재무부 개입 이후 해당 부분이 축소된 점은 재무부의 핀셋 개입이 효과를 낸 것으로 생각한다. 다만 채권시장(채권 자경단)은 이것을 재정 건전성 문제로 끌고 들어와 문제삼는 노이즈는 지속중이다.

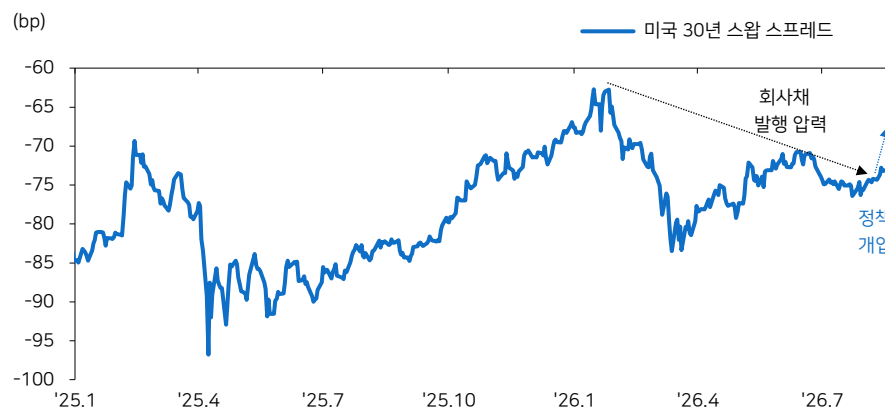
결국 금리가 낮아지는 게 필요한데, 1) 유가 안정, 2) AI 투자 둔화, 3) 연준 개입이 키라고 생각한다. 이중 1)은 예측이 어렵고 2)는 실현 가능성이 낮다고 본다.

그림10 미국 30년 금리 기간 프리미엄, 무위험금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 30년 금리 스왑 스프레드(스왑금리-명목금리): 스프레드 하락 = 수급/발행 압력



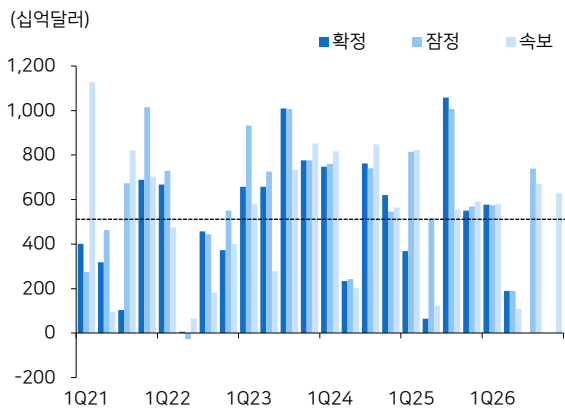
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 상업은행 규제 완화

전쟁 종결에 이은 유가 안정이 금리 걱정을 덜겠지만, 정책적으로는 3) 연준 개입이 어떤 형태로 나타나느냐에 주목한다. 재무부의 바이백은 장기채 시장의 유동성을 보완하지만 듀레이션 공급 자체를 제거하지 못한다. Fed 역시 QE를 통해 다시 장기채를 직접 떠안을 가능성이 낮다면, 정책의 다음 단계는 연준 B/S가 아니라 민간 은행 B/S를 동원하는 것이다.

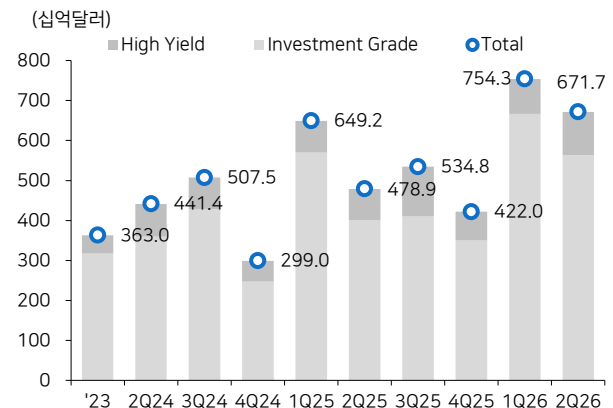
이미 eSLR은 Treasury를 담을 leverage capacity를 크게 늘렸고, 이어지는 IG corporate RW·GSIB·market-risk 개편은 회사채·기업신용과 달러 보유 채권 물량의 자본비용을 낮춘다. 그러나 은행이 여전히 막대한 현금/HQLA 버퍼를 유지한다면 실제 수급으로 연결되는 속도는 제한적이다. 이후 LCR/내부 유동성 규제 완화가 은행 유동성 활용의 마지막 퍼즐이 될 수 있다고 보는데, 다가오는 연준 공식 발언에서 이 포인트가 구체화되는지가 핵심일 수 있다.

그림12 미국 분기별 채권발행 계획 및 발행액



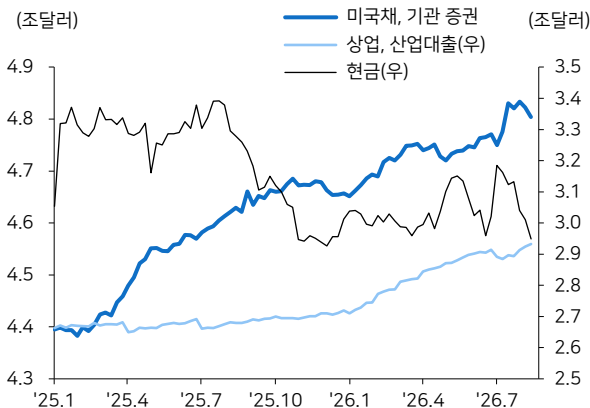
자료: 미국 재무부, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 회사채 분기별 발행량



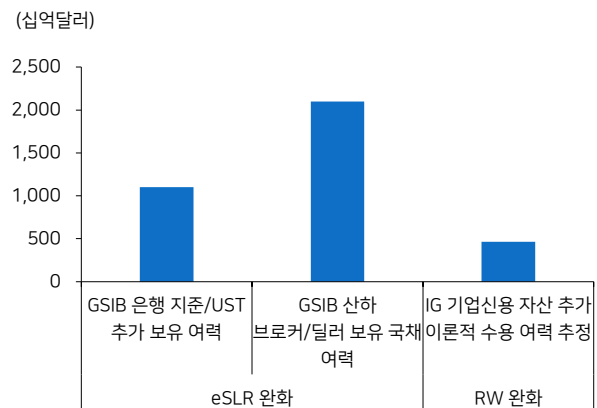
자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 상업은행 대차대조표 항목별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 준비중인 규제 완화 정책들의 채권 수급 여력 추정치



자료: FDIC, Federal Reserve, OCC, BIS, 메리츠증권 리서치센터

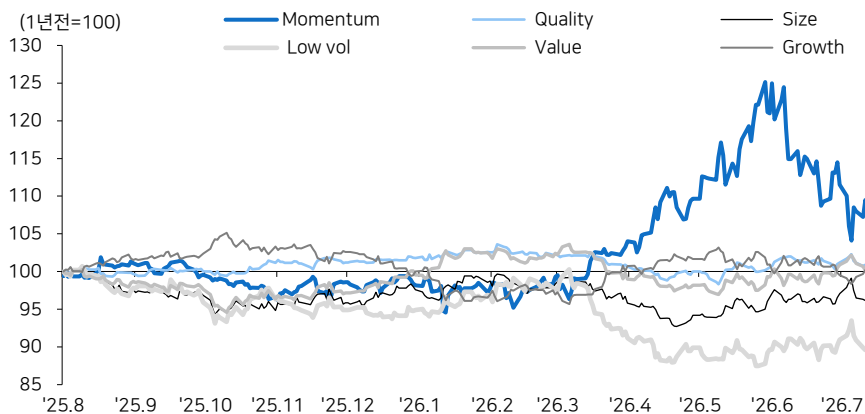
단기 투자전략: 금리 둔감 포트폴리오

글로벌 주식시장은 금리 우려를 소화하지 못하고 있고, 미국 시장은 스타일 측면에서 뚜렷한 방향성이 잡히지 않는 상황이다. 미국 장기금리 안정 전까지 글로벌 위험자산의 밸류에이션의 확장을 기대하기는 어렵다.

금리가 높아질수록 외부 자원에 의존하는 성장보다 자체 현금흐름으로 투자를 감당하고 이익 증가분을 주주에게 환원할 수 있는 기업의 회소성이 상승한다. 한국 시장은 7월말 저점 이후 확산되던 시장이 다시 AI 메모리 이익 상향에 대규모 주주환원이 더해진 반도체 Top2로 수급이 압축될 가능성에 무게를 둔다.

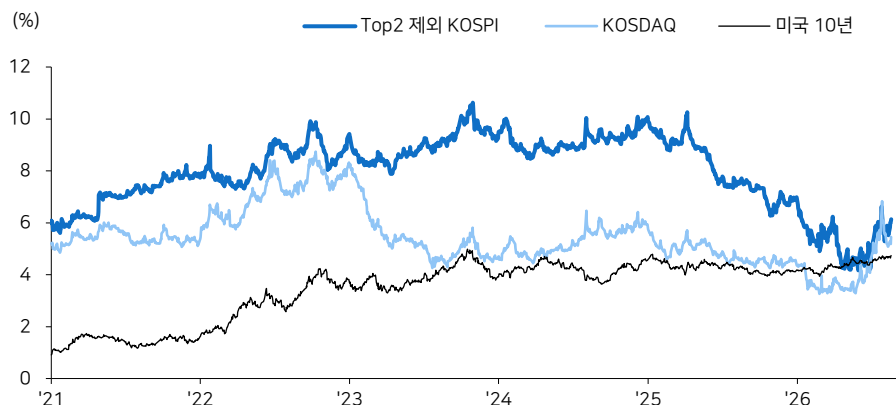
5월 하반기 전망에서 하반기 핵심 전략 중 하나로 금리 레벨에 따른 종목의 압축과 확산 대응 전략을 제시한 바 있는데, 지금은 전반적으로 위험자산이 비선택되는 상황에서 반도체 Top2가 피난처일 수 있다고 생각한다.

그림16 S&P500 스타일 팩터 상대강도: 스타일 방향성이 안보이는 미국 시장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국 어닝스 일드, 미국 10년 금리: Top2 제외한 한국시장 금리 레벨에 민감할 수 있음

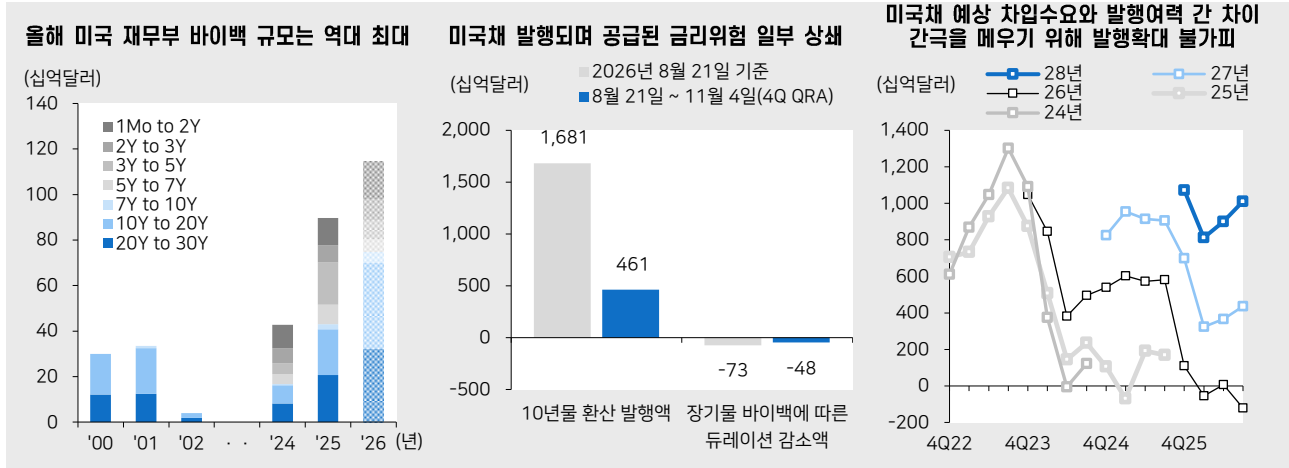


주: 삼성전자, SK하이닉스 제외 KOSPI 내 Top2의 더블카운팅 이익을 제외한 PER 기반. 8/21 기준 16.3배 추정
자료: FnGuide, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

김영준 연구원

바이백의 가치를 희석시킨 재정건전성 고민



주: (좌) 유동성 지원 목적 한정이며 올해 11월 4일까지의 계획을 반영. 바이백은 '03년에 중단되고 '14년부터 재개되었으나 '23년까지 소액인 관계로 생략
(중) 금리위험액을 비교하기 위해 만기가 서로 다른 국채 발행액을 단순 금액으로 더하지 않고, 10년물 상당액으로 환산
(우) 분기별 PD의 Net marketable borrowing 전망치와 재무부 Net borrowing capacity를 차감. 발행여력은 현시점 민간에서 T-bill을 추가로 흡수해주지 않고, 명목 이표채 발행을 늘리지 않으며 만기도래액까지 소화한 뒤의 가능한 순조달액
자료: TreasuryDirect, U.S. Department of the Treasury QRA, 메리츠증권 리서치센터

지난주 미국 재무부에서는 장기물 바이백 규모를 2배로 증액하겠다고 발표했다. 이미 시행횟수를 늘리며 역대 규모의 바이백을 기록하고 있음에도 시장의 반응은 냉담했다. 정부 부채에 대한 고민이 깊은 와중에 바이백 재원은 다른 만기의 국채 발행으로 마련될 가능성이 높아 재정건전성과는 거리가 멀었기 때문이다. 올해 예상되는 바이백 총액이 미국채 잔액의 0.4% 내외에 불과하다는 점도 한몫한다.

분명 긍정적으로 바라볼 측면도 존재한다. 바이백은 시장의 듀레이션 부담을 가장 빠르게 줄일 수 있는 조치이다. 올해동안 미국채 발행으로 시장에 공급된 듀레이션 노출액은 10년물 환산 기준 약 1.7조달러에 달할 것으로 추정되며 남은 기간 동안 0.5조달러 이상 추가된다. 그런데 이중 6%를 바이백을 통해 줄일 수 있을 것으로 추산되었다. 이후에도 바이백 기조를 유지하거나 강화한다면 매년 미국채 발행에 따른 금리 리스크를 10% 이상 상쇄할 수 있을 것으로 판단한다.

즉, 시장이 흡수해야 할 금리 델타를 줄여주는 것 만으로도 바이백의 가치는 있다고 생각한다. 그리고 보유 부담이 큰 비지표(off the run) 장기물 채권을 받아줌으로써 지표물의 신규 매수여력을 만들어준다는 점 역시 긍정적이다. 실제로 연내 바이백 결과를 살펴보면 단기물보다 장기물 응찰 강도가 훨씬 강하다.

그렇지만 시장이 원하는 것은 재정건전성과 관련된 내용인 만큼 바이백의 효과는 무색했다. 조달만기 균형 관점에서 구조상 바이백이 영원할 수도 없다. 향후 미국 재무부의 필요 차입액 대비 조달능력 간 괴리는 계속해서 존재하고 QRA에서 명목 이표채 발행 증액은 불가피하다. 미국채 수급 긴장감은 유지될 전망이다.

칼럼의 재해석

김건우 연구원

미국에서 주류가 되어 가는 K-뷰티, 앞으로 더 성장할 수 있는 이유 (CNBC)

한국 뷰티 리테일러 올리브영은 올해 초 캘리포니아에 신규 매장을 오픈했으며, 회사에 따르면 현재 일평균 1,600명 이상의 방문객이 매장을 찾고 있다. 이 같은 인기는 현재 미국에서 나타나고 있는 보다 큰 흐름을 단적으로 보여준다. 미국 소비자들의 K-뷰티 제품에 대한 수요가 지속 확대되면서, 일부 기업들에게는 이러한 트렌드를 선점할 수 있는 기회가 열리고 있다. K-뷰티의 인기는 미국 소비자들에게 장기적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 현재 K-뷰티 매출의 상당 부분은 TikTok Shop과 Amazon 등 온라인 플랫폼을 통해 발생하고 있지만, 향후 오프라인 리테일이 시장점유율을 확대할 수 있는 여지는 충분하다. K-뷰티 카테고리를 온라인에서 오프라인 매장으로 확장하고, 이를 통해 새로운 소비자층에 접근할 수 있는 매우 큰 기회가 존재한다.

K-뷰티의 미국 진출은 도전이 아닌 수확

지난 5월 말, 올리브영이 미국 캘리포니아 패서디나에 첫 오프라인 매장을 오픈했을 당시, 매장이 열리기 전부터 이미 수 블록에 걸친 소비자들의 밤샘 대기 행렬이 이어지고 있었다. 올리브영에 따르면 미국 1호점에는 오픈 첫 주말동안 6,000명의 고객이 방문했으며, 지금도 일평균 1,600명 이상의 방문객을 기록하고 있다. 올리브영은 현재 캘리포니아 샌주리시시에 추가 매장을 오픈 완료했으며 2027년 상반기까지 캘리포니아에 최소 5개 매장을 추가 출점하고, 이후 뉴욕을 비롯한 다른 시장까지 확장할 계획이다.

올리브영의 미국 진출은 새로운 시장을 개척하는 것이 아닌, 이미 미국 시장에서 나타나는 강력한 트렌드에 기반한 사업 권역 확장에 가깝다. 미국 오프라인 출점 이전에도 이미 올리브영 글로벌 매출의 50% 이상이 미국 소비자로부터 발생하고 있었다. 오프라인 매장 진출은 이미 K-뷰티의 강력한 성장이 증명 완료된 미국 시장을 선점하기 위한 자연스럽고 전략적인 스텝이었던 셈이다. 나아가 올리브영은 지난 21일 미국 내 670여개 세포라 매장 중 580곳에 '올리브영 K뷰티 에딧'을 동시 오픈했다.

그림1 올리브영 패서디나 1호점 오픈 대기열



자료: CNBC

그림2 세포라 '올리브영 K뷰티 에딧' 매장 내부

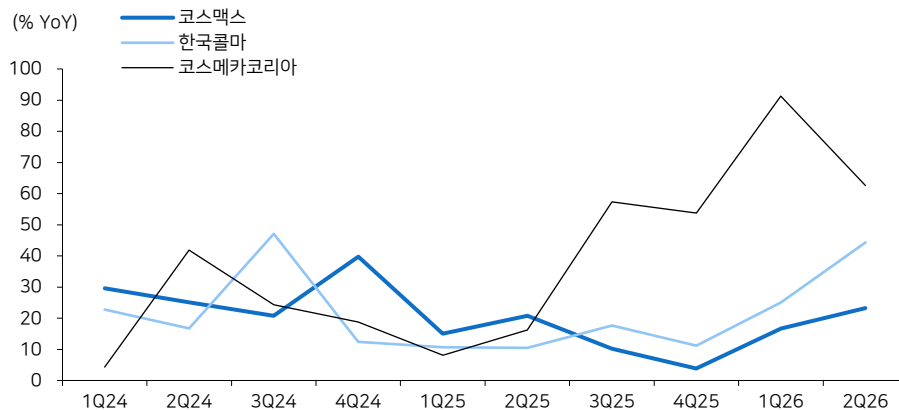


자료: 조선비즈

세포라 매장 내 흡인습 형태 별도 매장을 입점시키면서 이미 미국 전역에 전개되던 세포라의 인프라를 활용, 미국 현지 소비자들의 생활권과 더욱 밀접해졌다. ‘올리브영 K-뷰티 에디션’에는 리쥬란·아렌시아·바이오희보·토리든 등 19개 브랜드 스킨케어 및 뷰티 디바이스 등 150여 제품이 입점했는데, 단순한 판매 목적을 넘어 소비자들에게 유망 K-뷰티 브랜드를 소개하는 쇼케이스 역할을 겸비하고 있다.

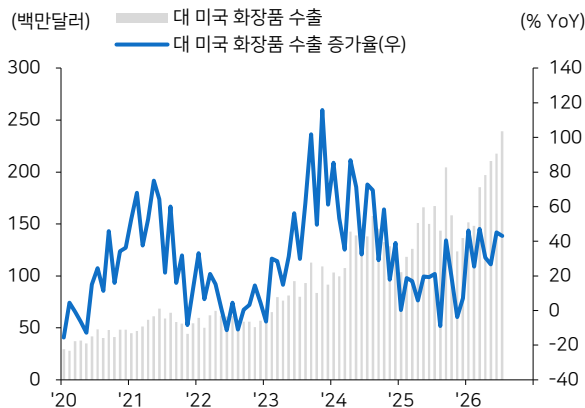
K-뷰티의 미국 내 오프라인 침투가 본격화되며, 성장 속도는 전례 없는 수준으로 빨라지고 있다. 이미 우리에게 익숙한 에이피알, 달바글로벌과 같은 상장 업체들 뿐 아니라, 비상장 인디 브랜드까지 산업 전반의 스케일업이 가속화되고 있다. 대 미국 화장품 수출은 연일 역대 최대치를 경신하고 있으며 미국 내 한국 화장품 수입 점유율은 30%에 육박한다. 인디 브랜드의 폭발적인 확장은 ODM·용기 등 제조업체와 무역벤더들의 실적 가시성도 키우고 있다. 제조업체들은 물밑 듯 들어오는 오더에 대응하느라 바쁘고, 무역벤더들은 오프라인 리테일러 발주 효과를 톡톡히 누리고 있다. 강력한 업황에 힘입어 올해 화장품 업종 실적은 상고하저가 아닌, 상저하고 흐름을 보일 것으로 예상된다.

그림3 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아 국내 법인 매출 성장률



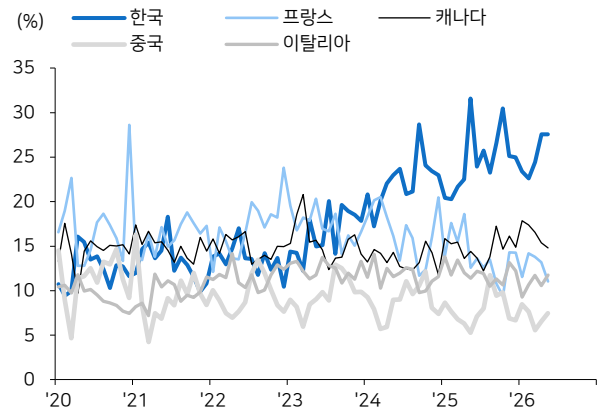
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대 미국 화장품 수출 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국의 국가별 화장품 수입 점유율



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

이제는 미국 시장의 게임 체인저

K-뷰티의 첫번째 웨이브는 2010년대에 시작되어 코로나 팬데믹 기간까지 이어졌다. NielsenIQ의 뷰티 부문 전문가 Anna Mayo에 따르면, 당시 소비자들은 집에 머무르며 한국식 10단계 스킨케어 루틴과, 각각의 제품, 성분이 어떤 역할을 하는지 학습했다. 해당 기간 'Glass Skin' 트렌드가 부상했으며, 스킨케어를 통한 피부 개선과 유지에 익숙해지면서 이를 일상적인 소비 방식으로 받아들이게 되었다.

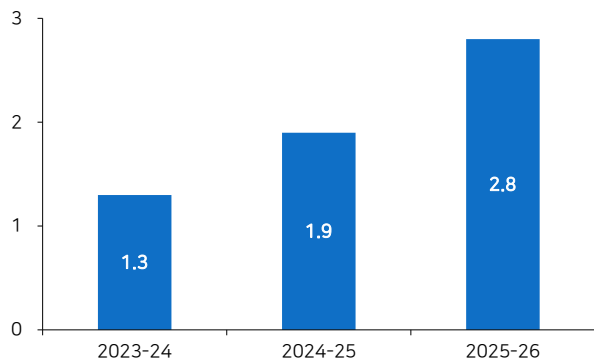
현재는 K-뷰티 브랜드들이 미국 소비자들의 높아진 스킨케어 수요를 적극 공략하며 K-뷰티의 '2차 웨이브'가 본격화되고 있다. 2025년 4월~2026년 3월 기준 미국 내 K-뷰티 전체 매출은 약 28억달러로 전년 대비 약 48% 증가했다. 미국 가가 내 K-뷰티 침투율도 28.7%까지 증가하며 빠르게 증가하고 있다. 흥미로운 점은 매출과 침투율 모두 전년 대비 성장률이 오히려 가속화되고 있다는 점이다. 이러한 추세는 K-뷰티가 미국 시장에서 일시적인 유행을 넘어, 지속적인 소비 카테고리로 완전히 자리잡았음을 시사한다.

온라인 대비 오프라인 소비 비중이 훨씬 높은 미국 시장에서, 오프라인 리테일러 전개가 확대된다는 것은 훨씬 더 넓은 소비자 접점을 확보할 수 있음을 의미한다. 실제로 얼타뷰티·타겟·코스트코 등 주요 오프라인 채널은 빠르게 K-뷰티 SKU를 확대하고 있다.

이는 K-뷰티가 야기한 미국 뷰티 시장의 구조적 변화를 보여준다. 온라인에서 형성된 성분·기능 중심의 뷰티 트렌드가 개별 브랜드의 유행을 넘어 오프라인 유통으로 확산되며 미국 스킨케어 시장의 제품·가격·유통 구조 자체를 변화시키고 있는 것이다. K-뷰티의 영향력을 단순히 한국 브랜드의 매출과 점유율 상승만으로 이야기할 수 없는 이유이다.

그림6 미국 내 K-뷰티 매출

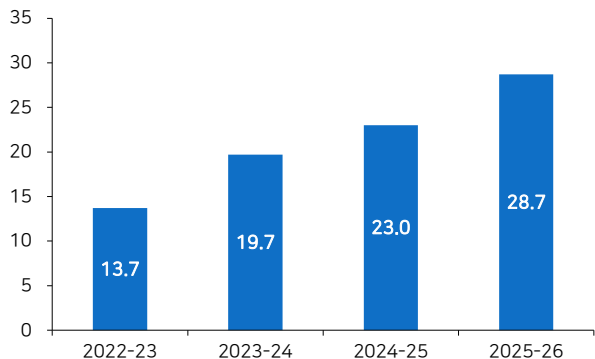
(십억달러) ■미국 내 K-뷰티 매출



자료: NielsenIQ, 메리츠증권 리서치센터
주: 3월 말 마감 기준

그림7 미국 가정 K-뷰티 침투율

(%) ■미국 가정 K-뷰티 침투율



자료: NielsenIQ, 메리츠증권 리서치센터
주: 3월 말 마감 기준

원문: Korean beauty products are becoming mainstream in the U.S.