

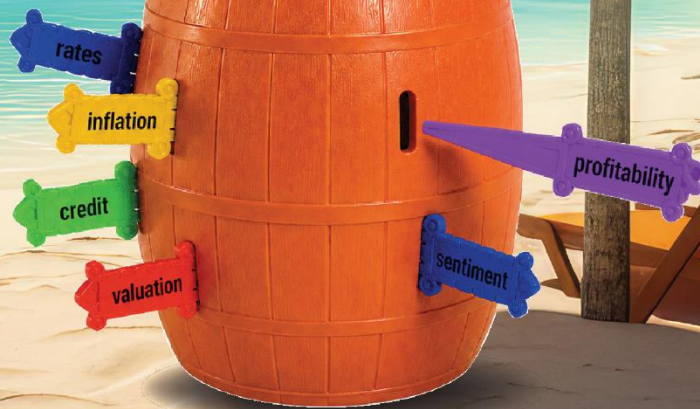
2026-05-22



2026년 하반기 매크로/자산배분 전망

한판 더?

퀀트/자산배분. 황지우 경제/FX. 신윤정



Contents

Summary	3
Part 1 Growth Erosion Regime의 시작	… 경제/FX. 신윤정 7
Part 2 메마른 지반	… 퀀트/자산배분. 황지우 31
Part 3 얽힌 뿌리	… 퀀트/자산배분. 황지우 42
Part 4 미국 & 한국 경제 전망	… 경제/FX. 신윤정 60

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

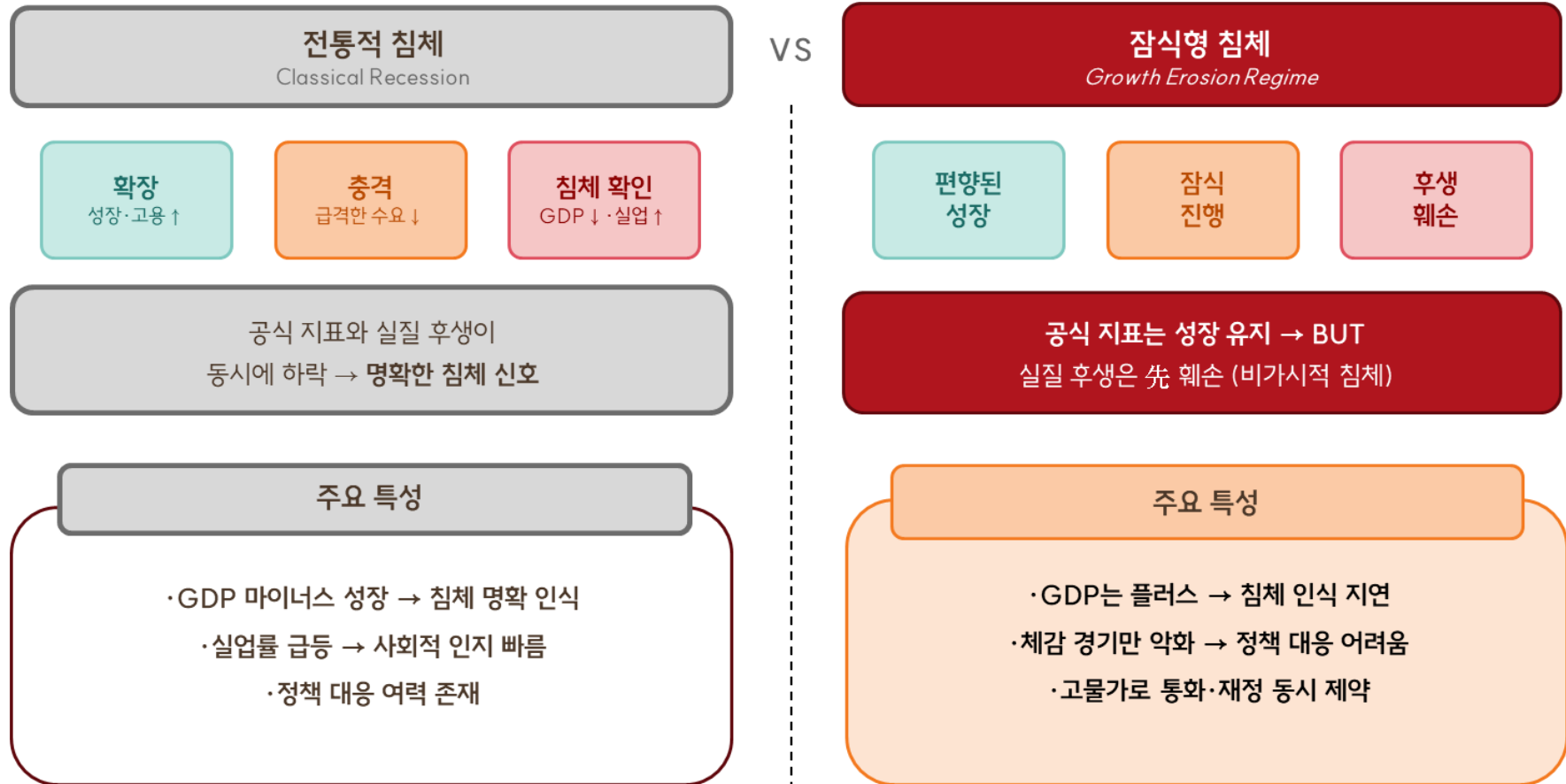


Summary

- 주식시장이 견조한 흐름을 유지하며 긍정적 모멘텀이 부각되는 국면. 그러나 헤드라인 이면에서 가계·기업·정부의 실질 체력은 조용히 약화되고 있으며, 정책 대응 여력 역시 구조적으로 소진되는 상황. 좋아 보이는 지표들이 오히려 내부 취약성을 가리는 역할을 하고 있다는 점에서, 지금이 리스크를 직시하고 선제적으로 점검해야 하는 시점이라는 판단
- 글로벌 경기는 성장을 유지하고 있으나, 그 기반은 점점 약해지는 국면. AI·국방 투자와 고소득층소비가 헤드라인 지표를 지탱하고 있으나, 내수와 비핵심 산업은 이미 동반 약화 중. 성장률이 유지될수록 내부 취약성과의 괴리는 구조적으로 심화되는 상황
- 이를 **잠식형 침체(Growth Erosion Regime)**로 규정. 통계적 침체와는 다른 국면으로, **실질지표는 성장을 가리키지만 가계·기업·정부의 실질 후생은 이미 훼손되고 있는 구조**. 이 상황의 현실 가능성이 확대되고 있다는 점이 핵심 우려 요인
- 고물가 고착과 통화·재정 정책의 동시 제약으로 대응 여력이 구조적으로 소진되는 가운데, 이 가능성이 현실화되고 있다는 점이 핵심 우려. 공급발 인플레이션 지속과 지정학 리스크 상존이 정책 여력을 옥죄는 동시에 성장 동력의 편향을 심화시키는 악순환 구조. 지금은 성장 여부가 아닌 균열의 조건을 봐야하는 시점. 기대인플레이션 재상승과 자산시장 변동성 확대가 동시에 나타날 경우 지금의 취약한 균형은 빠르게 무너질 수 있어, 선제적 리스크 관리가 필요한 국면
- AI CAPEX 사이클은 주식시장의 핵심 동력으로 작동하며 금리·물가·경기 둔화 부담을 상당 부분 가려왔음. 다만 하이퍼스케일러의 CAPEX 확대는 FCF 완충력을 낮추었고, **향후 핵심 변수는 투입 자본이 매출·마진·FCF로 전환되는 속도가 될 것으로 예상**. 낮아진 현금 여력, 높은 할인율, CAPEX 비용 변동성은 모두 AI 투자금 회수 시간표를 압박하는 불확실성 요인
- 한편 AI 밸류체인이 확장될수록 작은 병목이 다른 영역으로 전이될 가능성도 확대됨. 핵심 리스크는 AI 실패가 아니라 **성공 기대가 과도하게 선반영된 상황에서 매출 전환 속도가 기대에 미달하는 경우**라고 판단함. 방향성이 유효하더라도 높은 성공 기대가 이미 가격에 반영된 국면에서는 손익비가 비대칭적이며, 내러티브 둔화만으로도 가려왔던 매크로 고통이 부각되어 심리가 훼손될 수 있음. 따라서 AI 익스포저는 유지하되, 관련성이 낮은 성장 업종과 단기채·금 등 방어 자산을 배분할 필요성이 높아진 시점

Key Chart

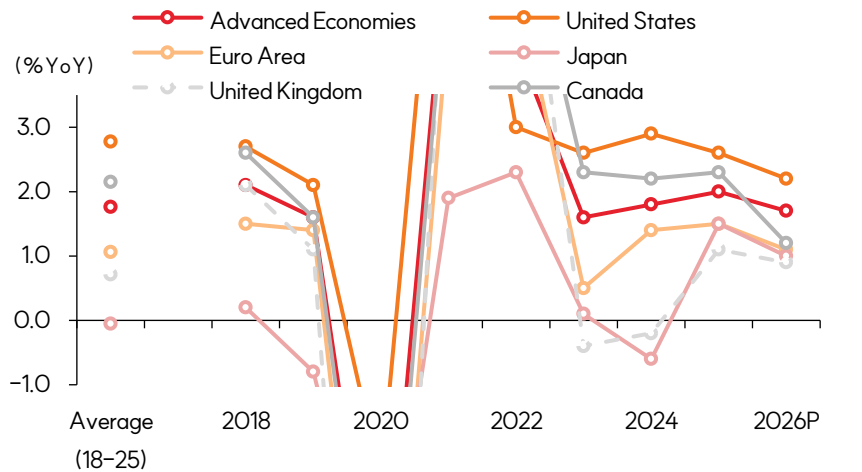
기존 침체와 잠식형 침체와 구조적 차이



자료: SK증권

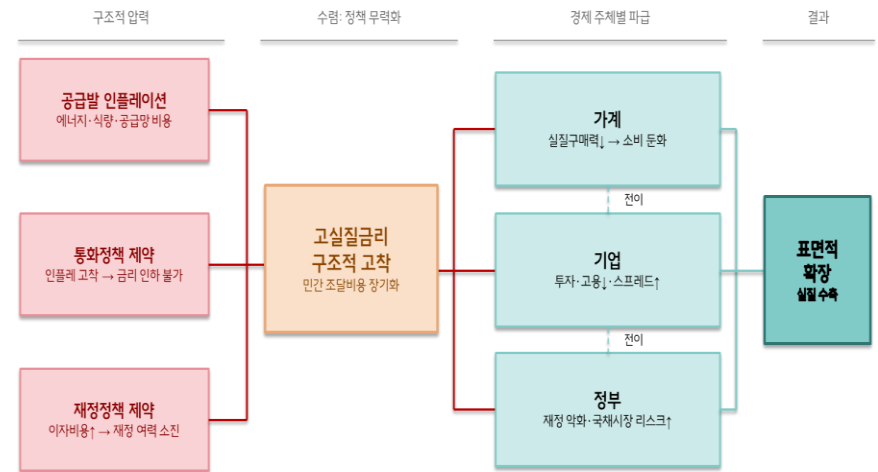
Key Chart

IMF 민간 소비자 지출 증가율 추이 및 전망



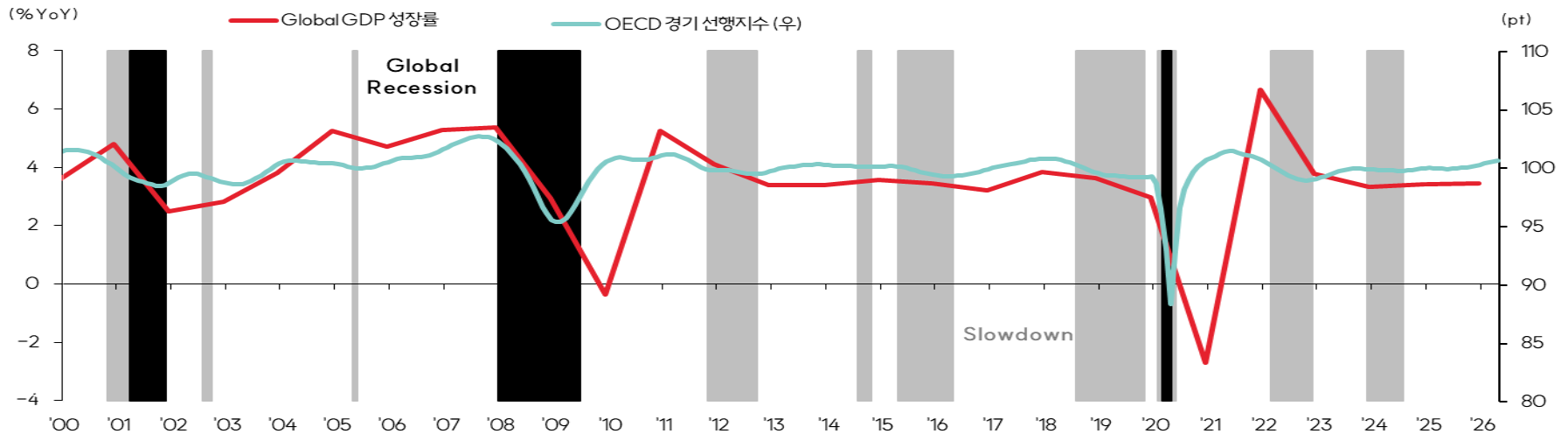
자료: IMF, SK증권

구조적 침체가 경제 주체들에게 미치는 파급효과 경로



자료: SK증권

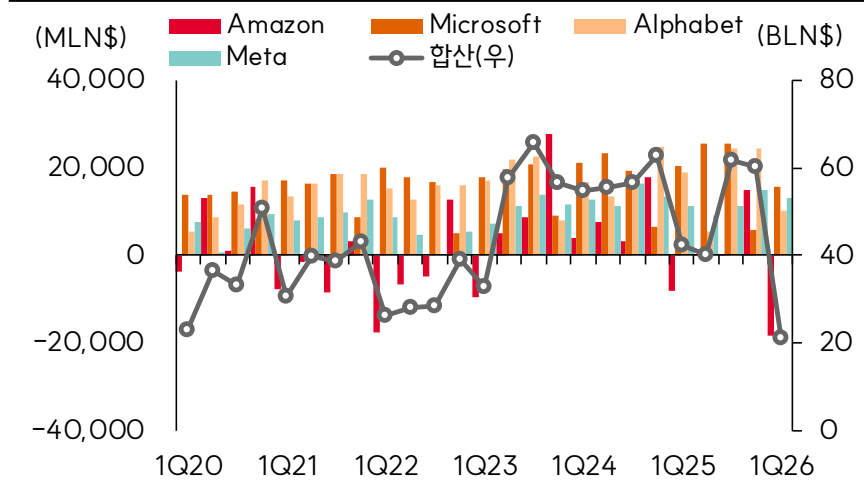
경기 구간별 Global GDP 성장률과 OECD 경기 선행지수



자료: Bloomberg, SK증권

Key Chart

CSP+Meta의 Free Cash Flow 추이



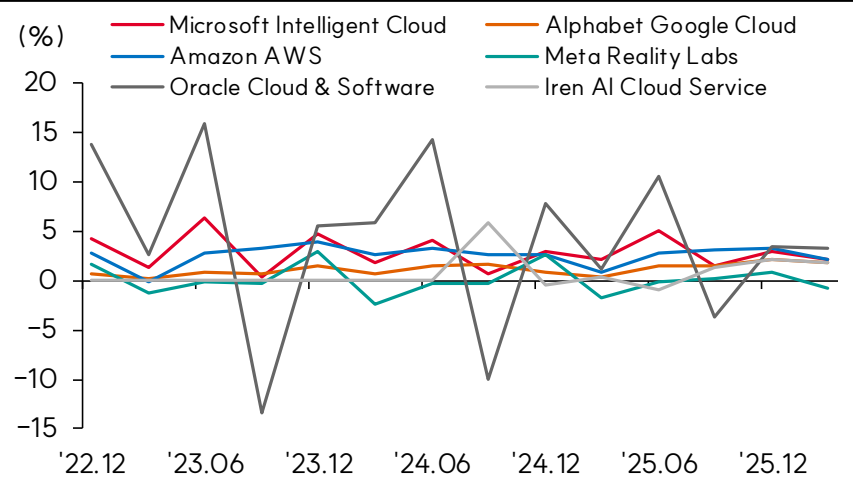
자료: Bloomberg, SK증권

밸류 체인이 넓을수록 병목 변수 확장



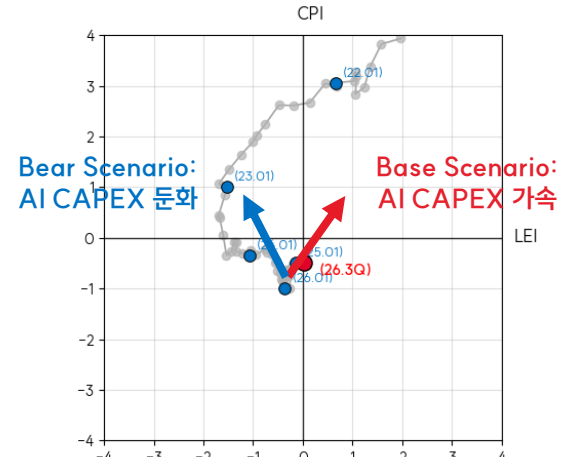
자료: SK증권

AI 투입자본의 매출전환속도



자료: Bloomberg, SK증권

미국 경기 국면 시나리오별 예상 경로

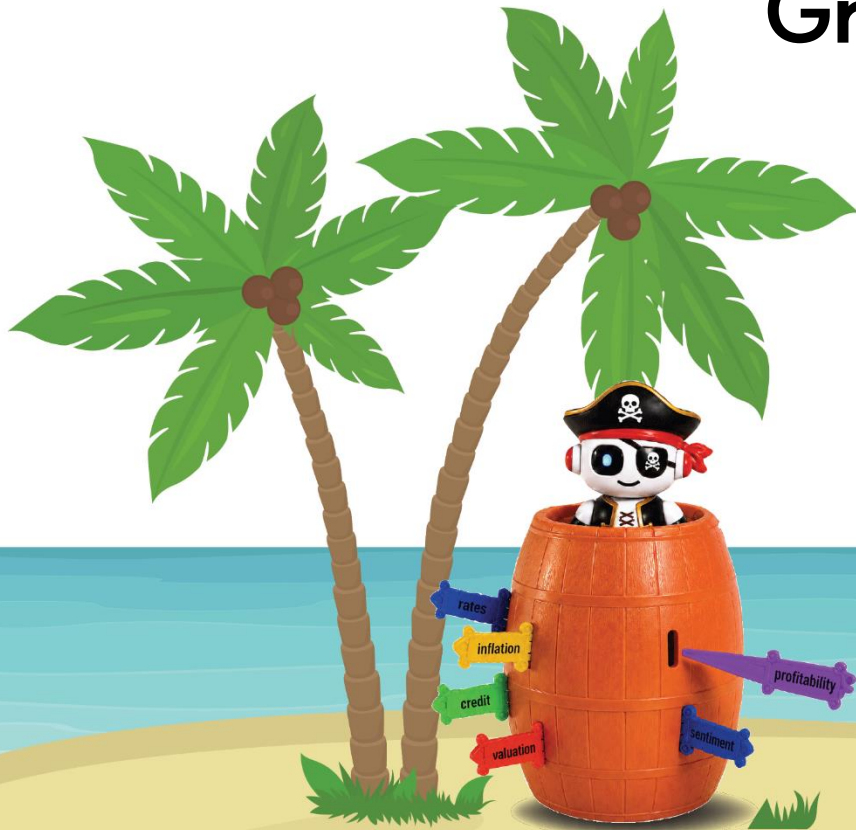


자료: Bloomberg, SK증권

Part 1.

Growth Erosion Regime의 시작

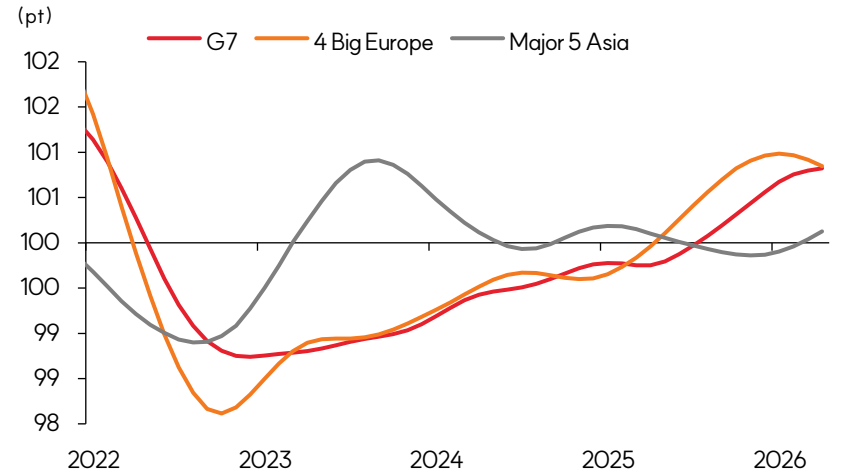
경제/FX. 신윤정



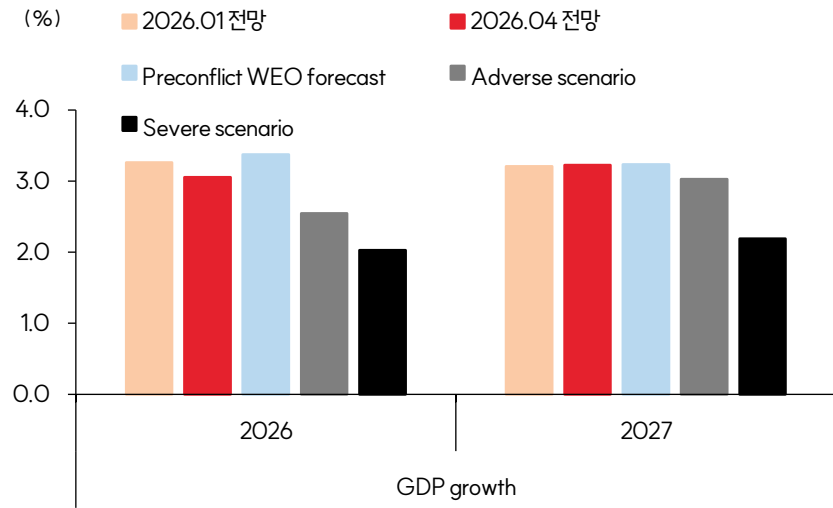
글로벌 경기: 견조한 성장 이면에 누적되는 리스크

- 현재 글로벌 경기는 공식 지표 기준 침체와는 거리가 있는 상황. 주요국 선행지수는 기준선부근에서 유지되고 있으며, IMF 역시 2026~2027년 글로벌 성장률을 3%대 초반 수준으로 전망하는 베이스 시나리오를 유지
- 그러나 이 성장이 광범위한 기반 위에 있지 않다는 점이 문제. 제조업 경기는 수축과 확장의 경계에서 벗어나지 못하고 있으며, 성장의 실질적 기여는 소수 국가와 제한된 섹터에 편중된 양상

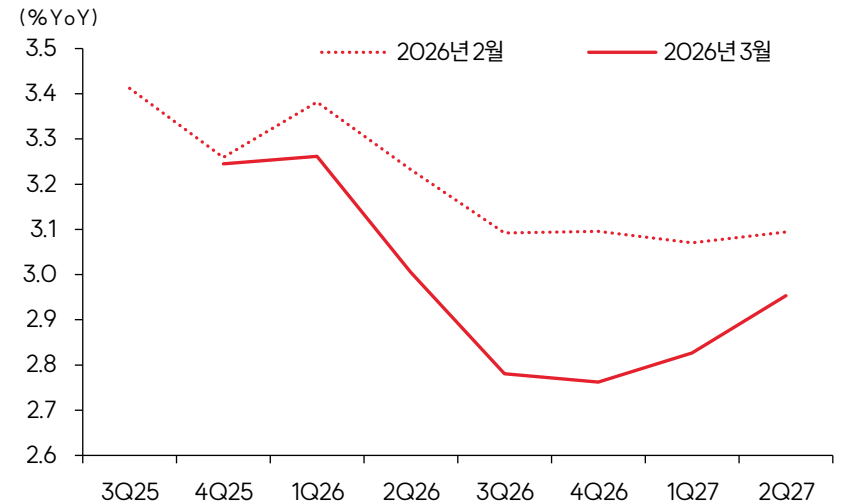
OECD 주요 지역별 경기 선행지수



IMF 시나리오별 글로벌 GDP 성장률 전망 추이

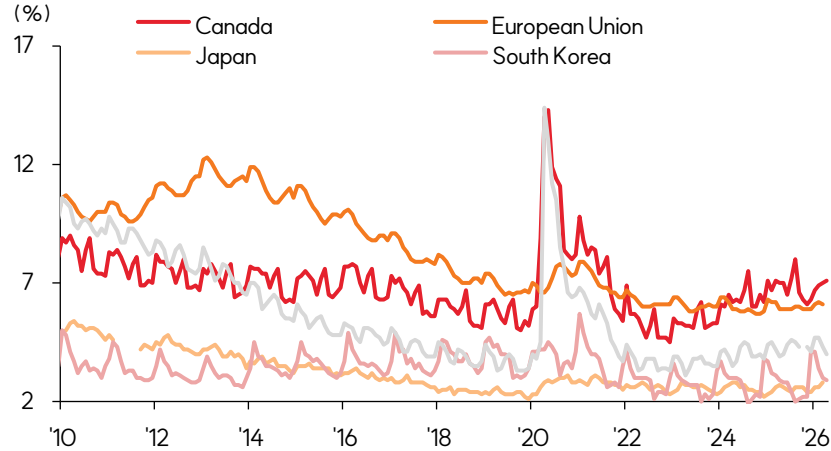


글로벌 제조업 및 서비스업 PMI



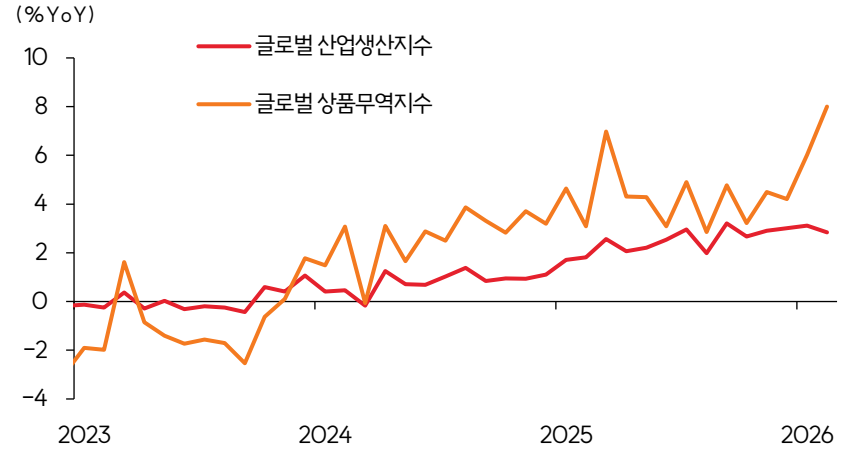
무너지지 않는 것과 건강함은 다른 얘기

글로벌 주요 국가 실업률



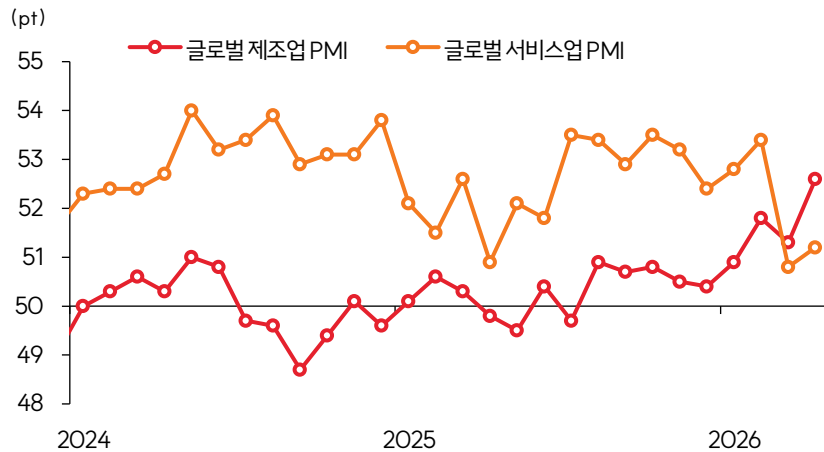
자료: CEIC, SK증권

글로벌 산업생산 및 상품 무역 증가율



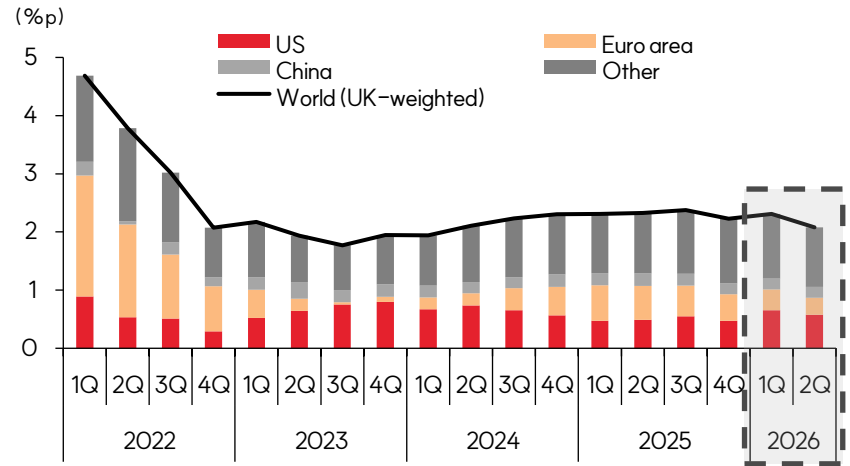
자료: CPB, SK증권

글로벌 제조업 및 서비스업 PMI



자료: CEIC, SK증권

분기별 글로벌 세계 GDP 성장률 추정 및 세부 국가 기여도

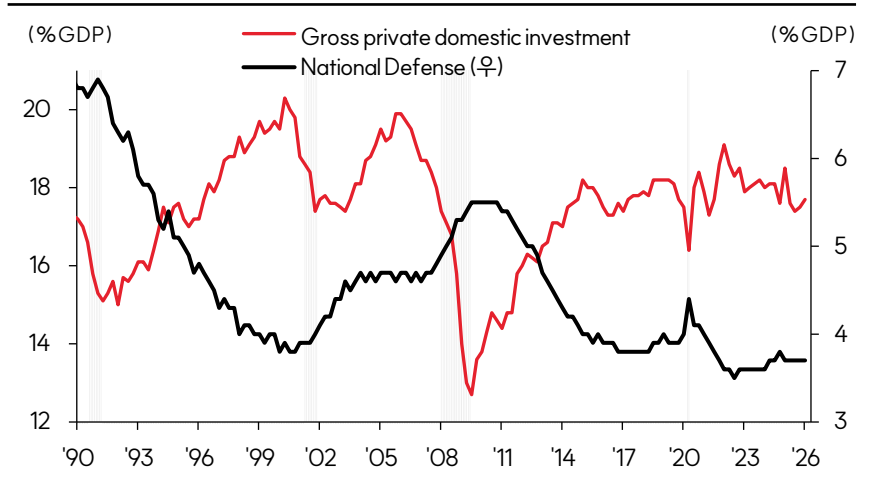


자료: NYFED, SK증권

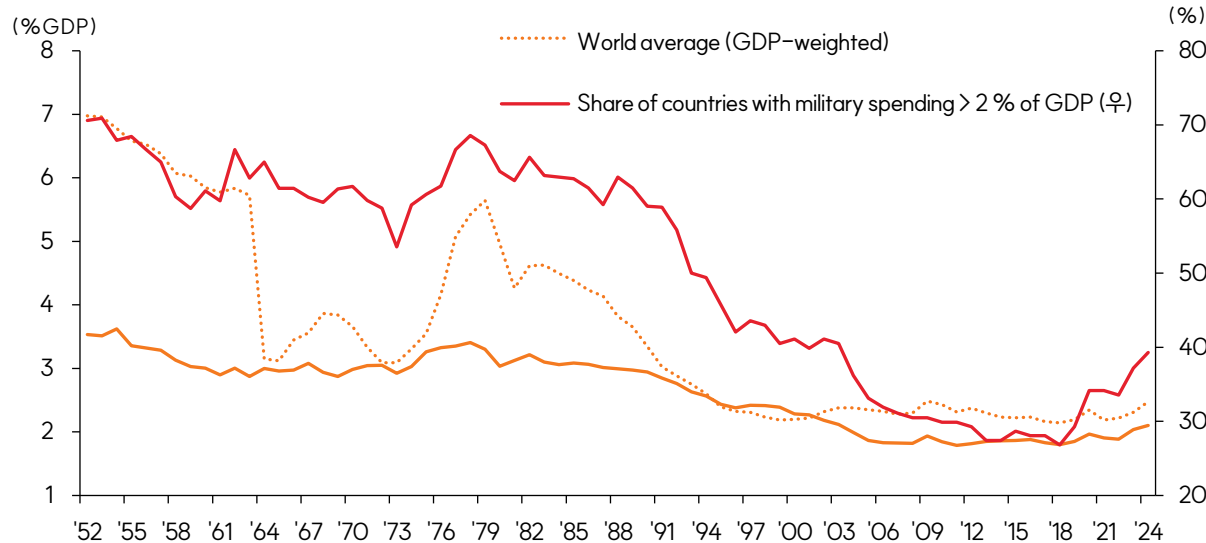
재정 지출의 주요 축이 된 국방

- 지정학적 리스크 확대와 자국 중심주의 강화를 배경으로 주요국의 국방 지출이 구조적 확대국면에 진입. GDP 대비 국방비 2% 초과 국가비중 역시 빠르게 증가하고 있으며, 이러한 흐름은 단기에 그치지 않고 중장기적으로 이어질 것으로 예상
- 문제는 국방 지출의 경제적 성격. 재정 지출항목 중 승수효과가 가장 낮은 분야로, 인프라나 교육·보건 대비 민간 경제로의 파급 효과제한적. 오히려 민간 투자를 구축하는 효과가 높아 실질적인 경제 체력 강화로 이어지기 어려운 구조

미국 구축효과: GDP 대비 민간 지출 비중과 국방 지출 비중 추이



주요 국가들 국방 지출 추이와 국방비 지출이 GDP 대비 2%를 초과하는 국가들 비중

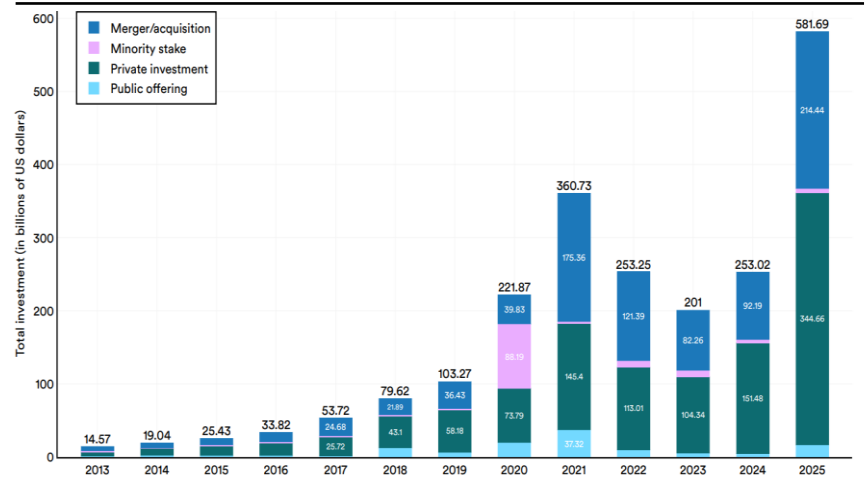


지출 항목	승수 추정	경제적 성격
인프라 투자	1.5 ~ 2.0	민간 생산성 향상, 강력한 유인 효과
교육/보건	1.3 ~ 1.7	인적 자본 축적, 장기적 성장 동력
국방 지출	0.6 ~ 1.2	단기 수요 창출, 소모적/방어적 성격

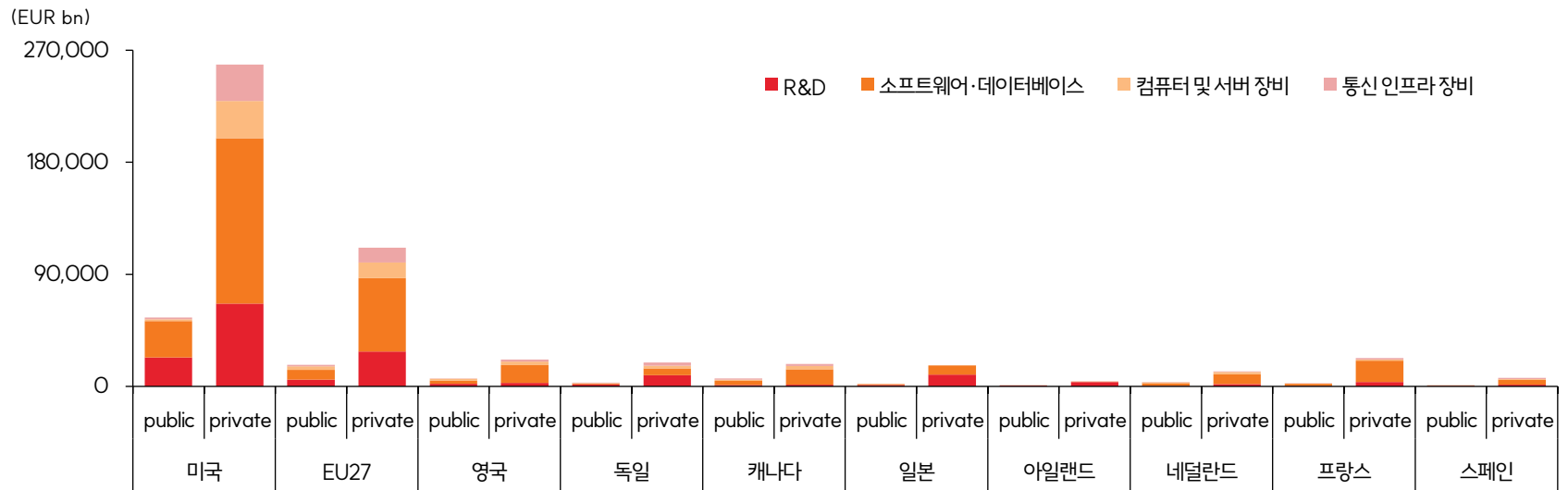
민간과 정부의 콜라보: AI 밀어주기

- 국방에 이어 현재 글로벌 투자의 또 다른 축을 형성하고 있는 것이 AI. 민간 투자자가 전체투자의 60%를 차지하며 가장 빠른 성장세를 기록
- 주요 선진국 정부 역시 AI인프라와 반도체 생태계 구축에 재정을 적극투입 중
- AI 도입은 전 산업에 걸쳐 확대되고 있으나 실질적인 투자 집중은 빅테크 중심의 소수기업에 편중된 구조

투자 활동 유형별 글로벌 기업의 AI 투자 규모, 2013~2025년



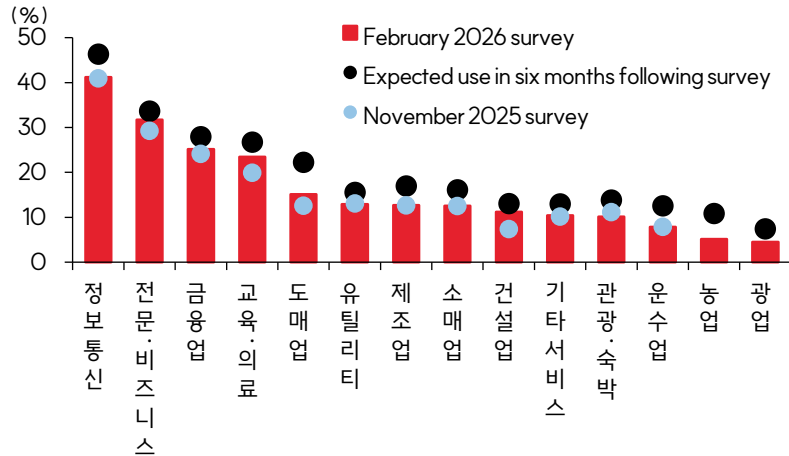
국가별 민간 및 정부 AI 투자 추이



자료: Stanford HAI, OECD, SK증권

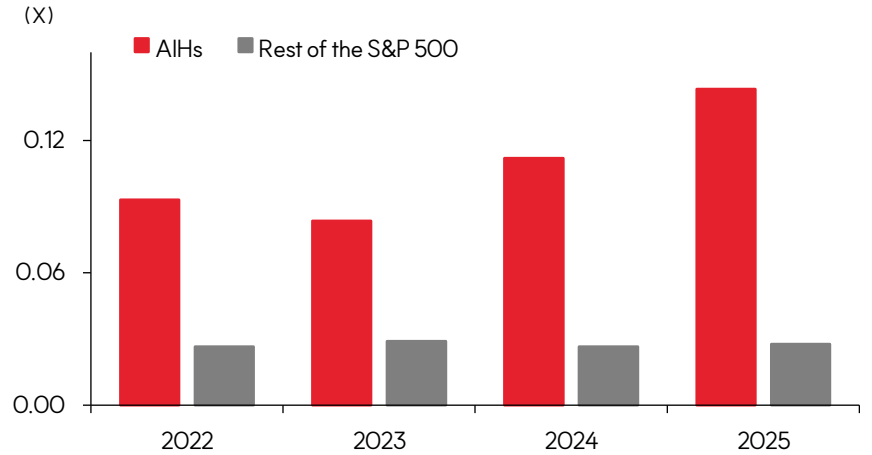
지지대 역할을 한 반도체 중심의 투자 활동

업종별 AI 사용 정도와 전망



자료: IMF, SK증권

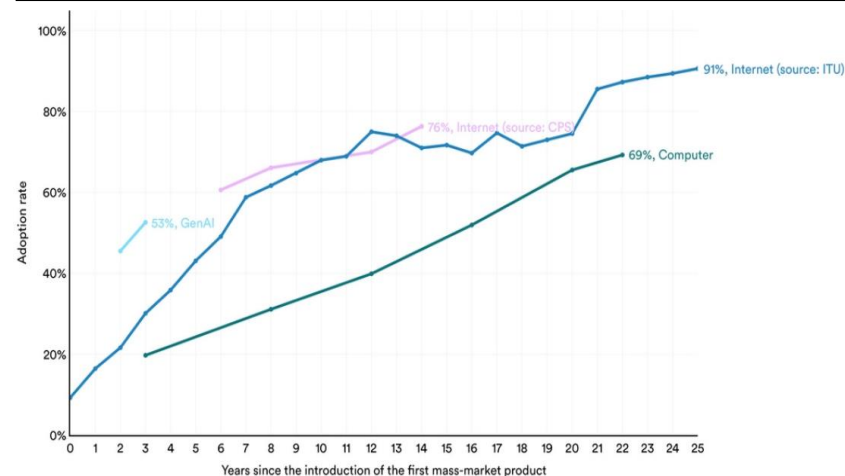
전체 자산 대비 CAPEX 비중 추이



주: Capex 산정 기업: 아마존, 알파벳, 마이크로소프트, 메타, 오라클

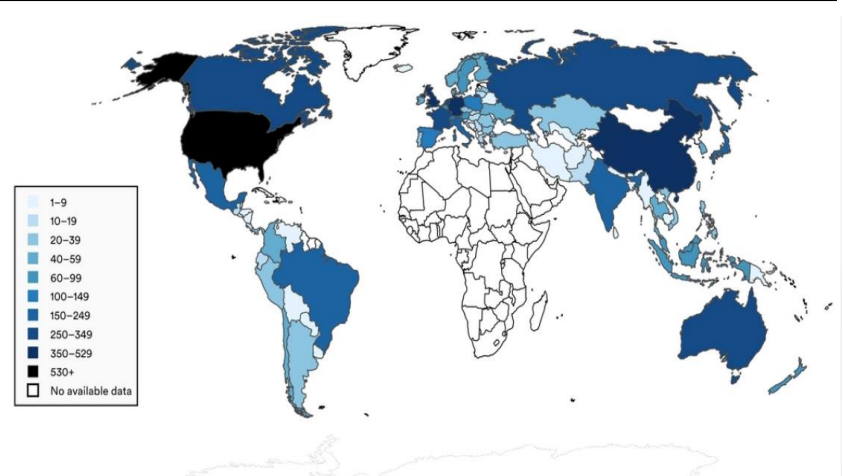
자료: NYFED, SK증권

기술별 AI 도입 속도 비교



자료: Stanford HAI, SK증권

글로벌 데이터센터 분포 추이(2025년 기준)

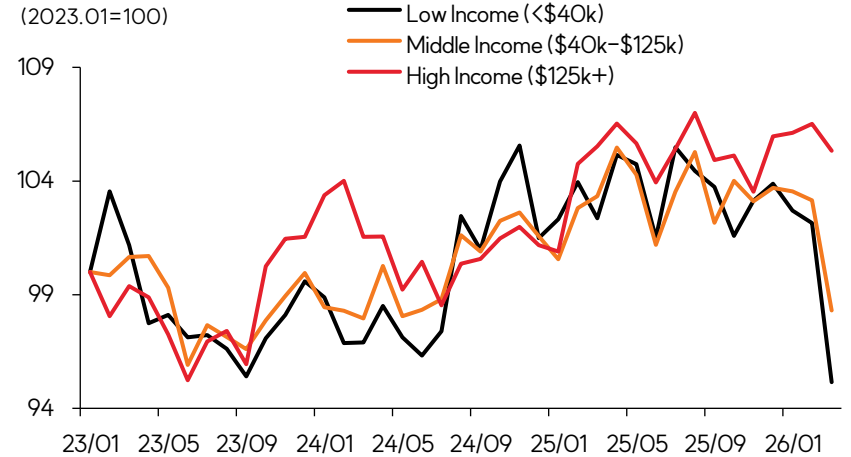


자료: Stanford HAI, SK증권

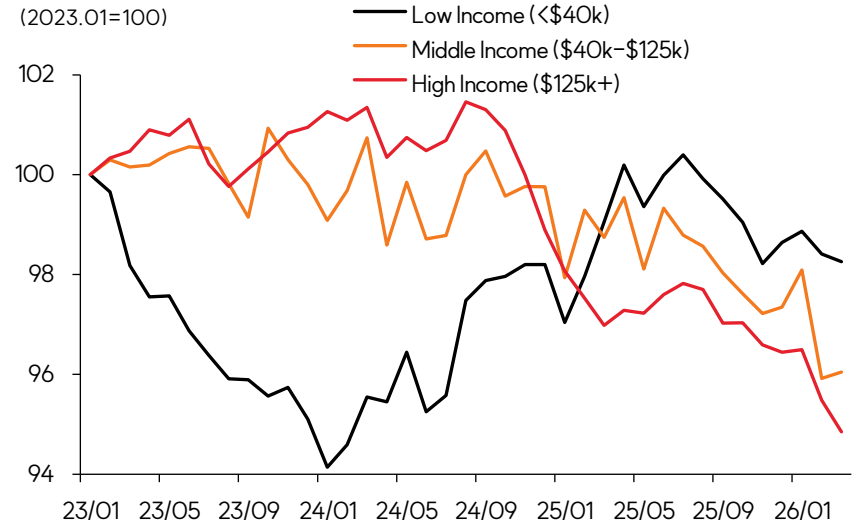
K자형 소비: 소비를 버텨주게 하는 힘

- 글로벌 소비 지표가 표면적으로 견조함을 유지하는 배경에는 고소득 계층의 소비 모멘텀이 자리.사치품 소비는 꾸준한 증가세를 이어가는 반면,저소득층의 필수품 및 에너지 지출은 오히려 감소하는 흐름. 소비 총량이 버텨주고 있는 것은 사실이나, 그 내부 구조는 이미 극명하게 분화
- 고소득 계층의 소비 여력은 자산가격 상승에 따른 부의 효과에 크게 의존
- 이 구조가 지속되는 한 소비가 경기 확장의 동력으로 작동하기는 어려우며,자산시장의 변동성이 확대되는 순간 소비전반이 빠르게 위축될 수 있는 취약한 균형

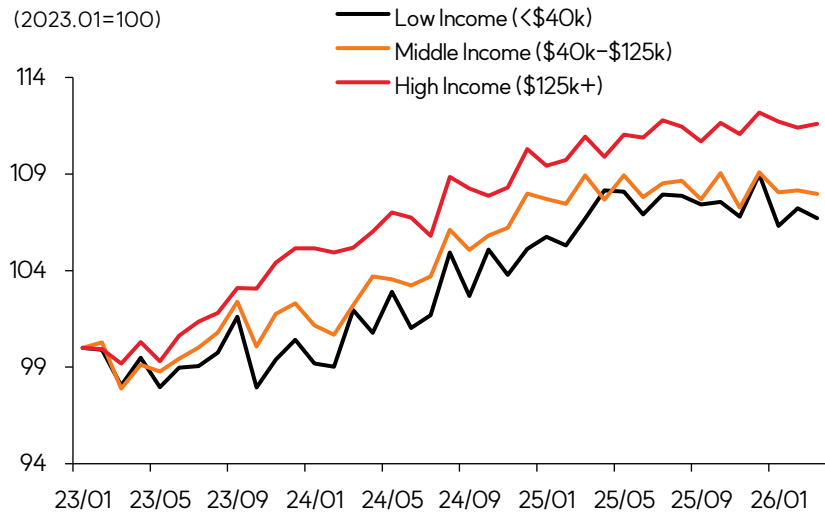
미국 소득 분위별 식품 누적 구매 추이



미국 소득 분위별 가스 누적 구매 추이

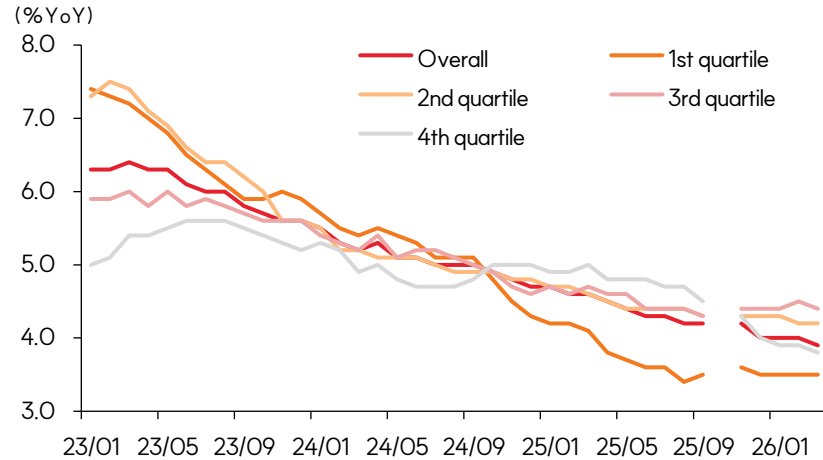


미국 소득 분위별 사치품 누적 구매 추이



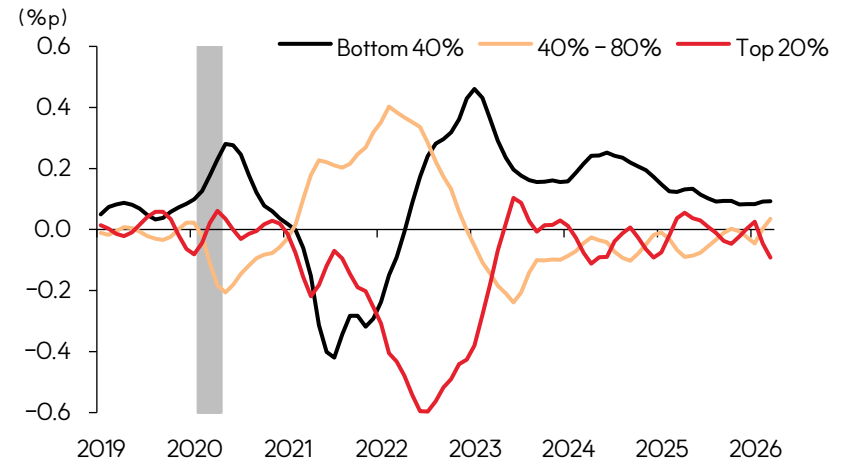
자산시장이 만들어준 소비 모멘텀

미국 소득분위별 임금상승률



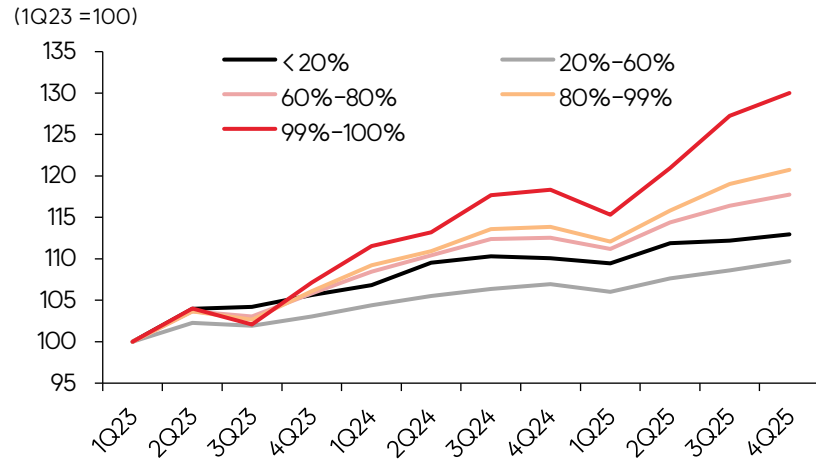
자료: NYFED, SK증권

미국 소득분위별 인플레이션율 격차



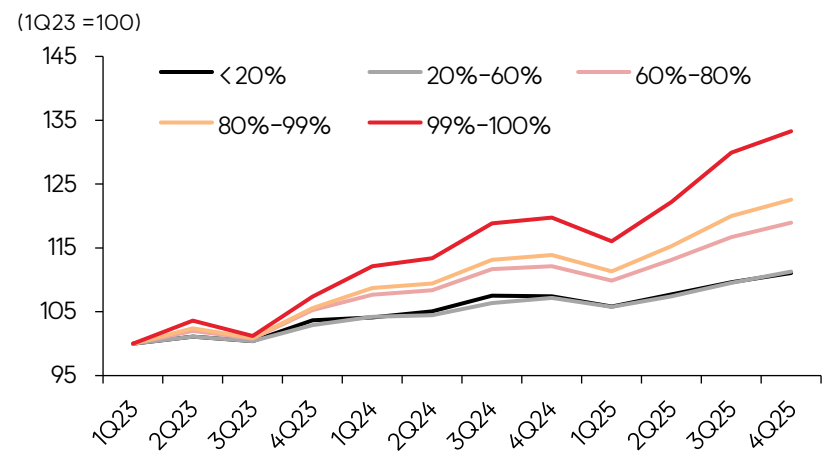
자료: NYFED, SK증권

미국 소득분위별 실질 순자산 추이



자료: NYFED, SK증권

미국 소득분위별 금융자산 추이



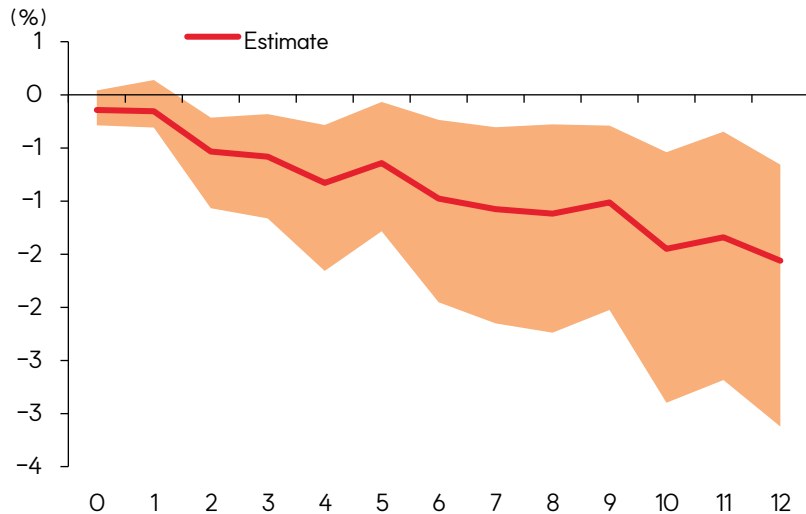
자료: NYFED, SK증권

강한게 아니라 편향된 경기, 그 차이가 만드는 리스크

- 지금까지의 성장을 견인해온 동력은 AI·국방투자와 고소득층 소비로 압축. 이 두 축이 지표를 지탱해왔으나, 내수와 비핵심산업은 동반 약화되는 흐름 지속. 성장률이 유지되고 있다는 사실이 경기의 폭과 질을 담보하지는 않는 상황
- 여기에 지정학적 리스크라는 변수가 더해질 경우, 성장에 대한 하방 압력은 시차를 두고 실물경제 전반으로 전이될 가능성
- 결국 지금의 경기는 '강한 성장'이 아닌 '버티는 성장'. 2026년 하반기 경기의 핵심 질문은 성장의 지속 여부가 아닌 이 균형이 언제, 어떤 방식으로 균열을 드러내는가가 될 것

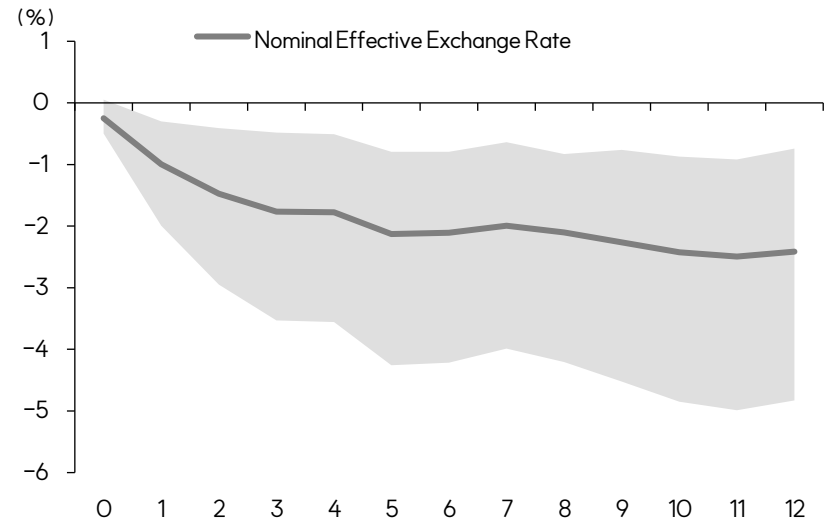


IMF 지정학적 리스크가 GDP에 미치는 영향



자료: IMF, SK증권

IMF 지정학적 리스크가 금리에 미치는 영향

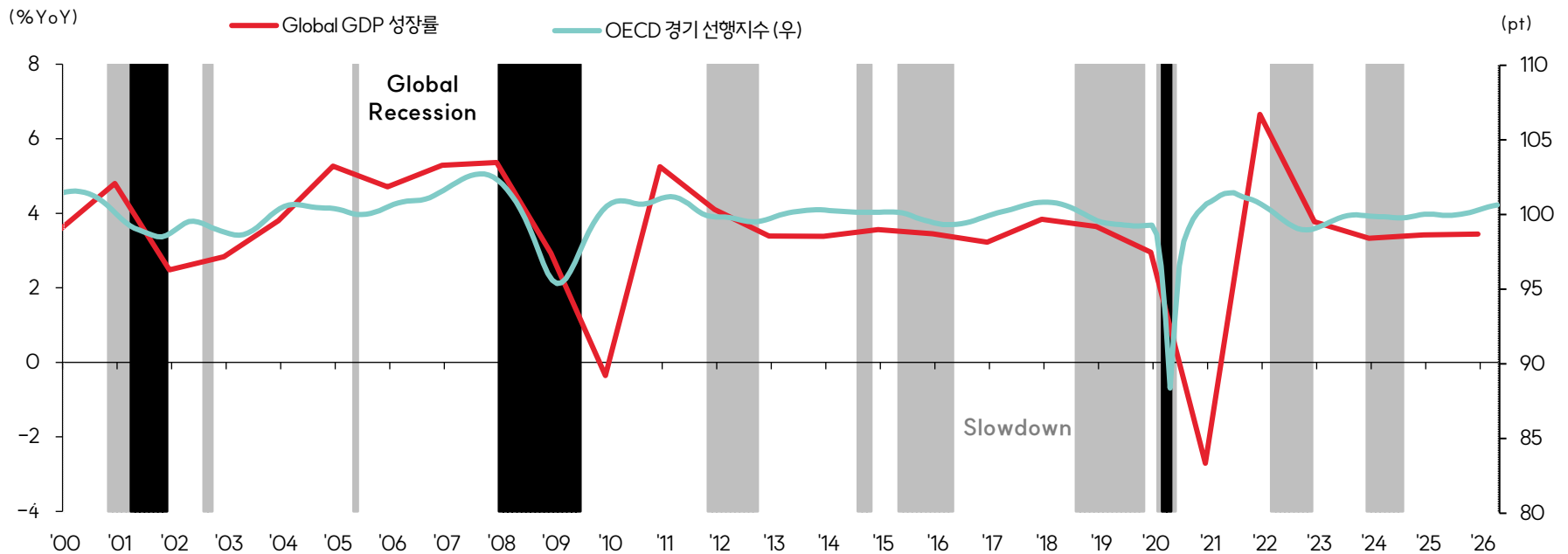


자료: IMF, SK증권

잠식형 침체(Erosive downturn)의 서막

- 현재 글로벌 경기는 통계적 침체 기준에는 미치지 못하는 상황. 그러나 공식 지표의 견조함이 경제 주체들의 실질 후생을 반영하지 못하고 있다는 점이 핵심. 고물가·고실질금리·지정학 리스크가 장기간 누적되면서 가계 구매력과 내수, 비핵심 산업의 수익성이 서서히 악화되는 국면이 이미 진행 중
- 이러한 경제 상황이 의미하는 건 잠식형 침체(Growth Erosion Regime)라는 판단
- 성장률이 급락하거나 실업률이 급등하는 전형적 침체가 아닌, 표면적 성장이 유지되는 동안 실질 후생이 먼저 훼손되는 비가시적 침체 국면. 2026년 하반기, 이 가능성이 현실화되고 있다는 점에 주목할 필요

경기 구간별 Global GDP 성장률과 OECD 경기 선행지수



같은 성장률, 다른 현실

<기존 침체와의 구조적 차이>

전통적 침체 Classical Recession

확장
성장·고용 ↑

충격
급격한 수요 ↓

침체 확인
GDP ↓ · 실업 ↑

공식 지표와 실질 후생이
동시에 하락 → **명확한 침체 신호**

주요 특성

- GDP 마이너스 성장 → 침체 명확 인식
- 실업률 급등 → 사회적 인지 빠름
- 정책 대응 여력 존재

VS

잠식형 침체 Growth Erosion Regime

**편향된
성장**

**잠식
진행**

**후생
훼손**

공식 지표는 성장 유지 → BUT
실질 후생은 先 훼손 (비가시적 침체)

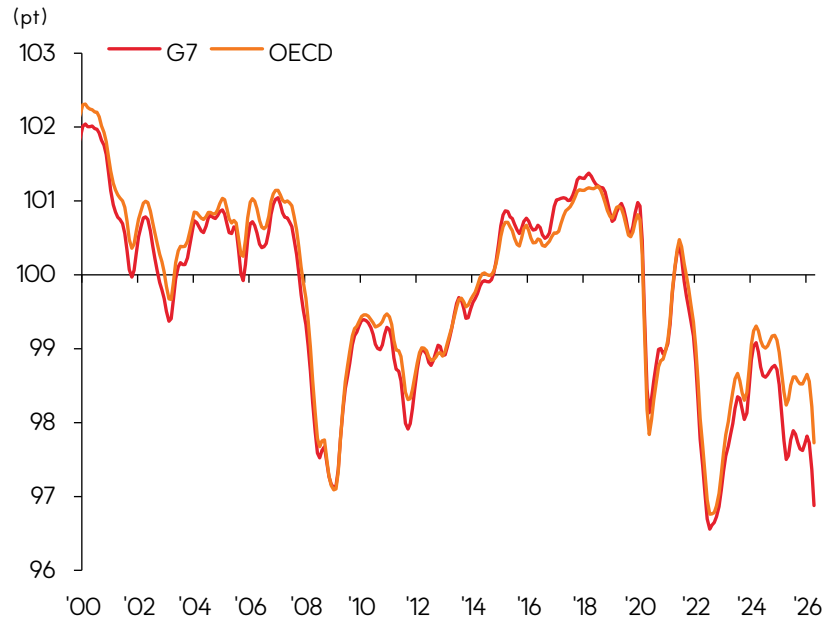
주요 특성

- GDP는 플러스 → 침체 인식 지연
- 체감 경기만 악화 → 정책 대응 어려움
- 고물가로 통화·재정 동시 제약

① 통계는 성장, 가계는 이미 위축

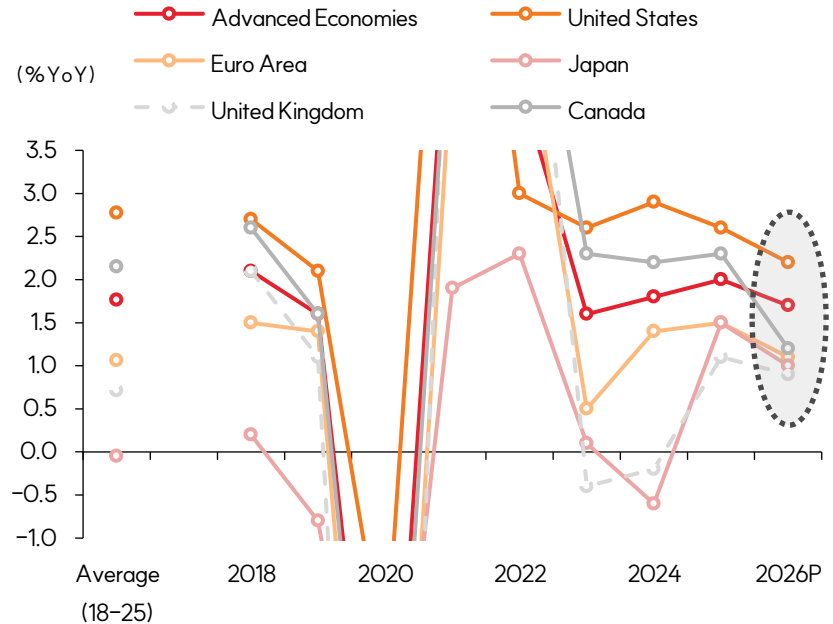
- 잠식형 침체 가능성이 높아지고 있는 첫 번째 근거는 통계적 경기와 체감 경기의 괴리 확대
- GDP와 실업률이 안정적 수준을 유지하는 동안소비자신뢰지수는 장기 기준선을 하회하는 흐름이 지속되고 있으며, 주요국 민간 소비증가율 전망 역시 과거 평균을 하회하는 방향으로 수렴 중
- K자형 소비 구조의 양극화가 더욱 뚜렷해지면서 내수의 근간이 약해지고 있는 상황. 경기를 지탱하는 소비의 역할인데, 그 기반이 이미 좁아지고 있다는 점이 핵심. 통계적 경기와 체감 경기의 디커플링 심화는 실질 후생 훼손이 공식 지표에 반영되기이전부터 이미 진행되고 있음을 의미

OECD 소비자신뢰지수 추이



자료: CEIC, SK증권

IMF 민간 소비자 지출 증가율 추이 및 전망

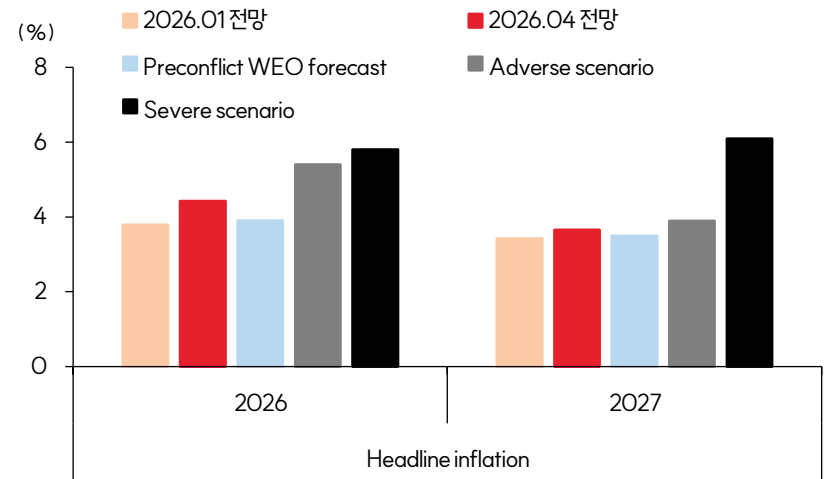


자료: IMF, SK증권

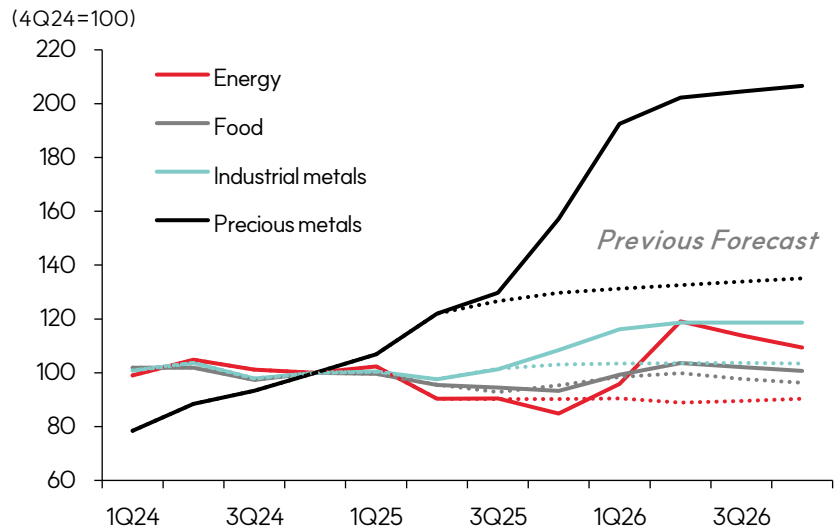
② 구조적으로 장기화될 공급발 인플레이션

- 잠식형 침체 가능성을 높이는 두 번째 근거는 인플레이션의 구조적 지속. 현재의 물가 압력은 공급 측 요인에서 기인하고 있어 통화정책만으로 제어하기 어려운 성격
- 에너지·식량·공급망 재편 비용이 물가의 하방을 지지하는 가운데, 비료 가격 상승이 식품생산 비용으로 전가되고 이것이 다시 서비스·보험료 등 광범위한 항목의 가격 인상으로 이어지는 연쇄 구조가 형성 중

IMF 시나리오별 글로벌 인플레이션 전망

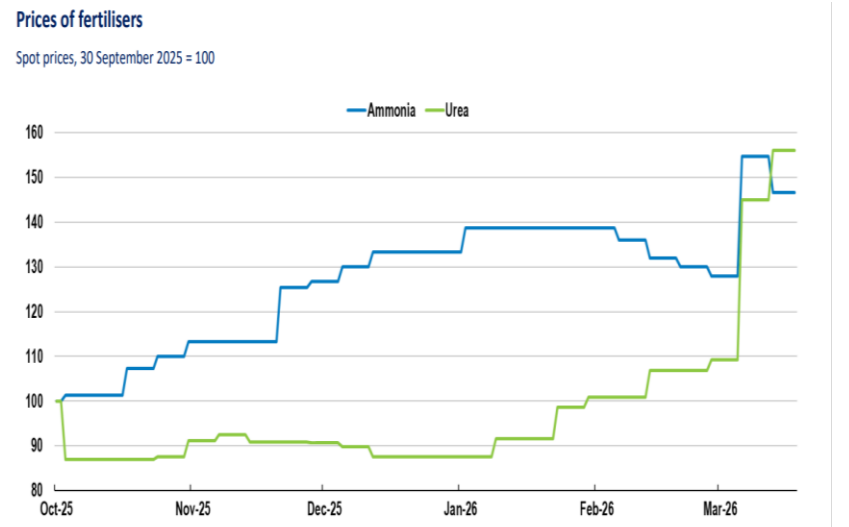


IMF 원자재 가격 가정 추이



자료: IMF, SK증권

비료 가격 추이

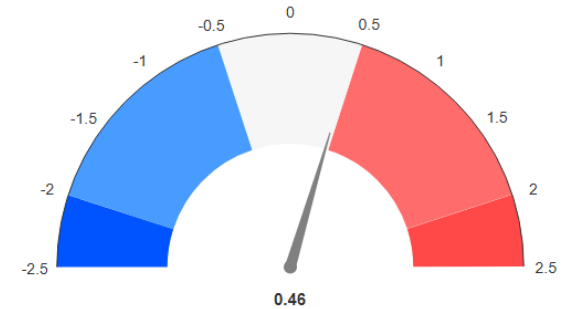


자료: IMF, OECD, SK증권

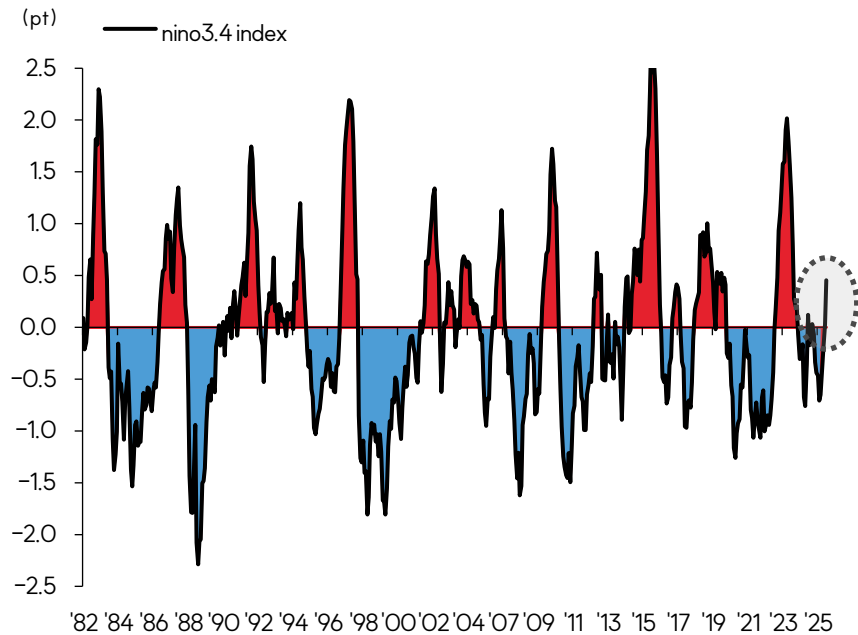
엘니뇨, 식품·에너지 물가의 추가 상방 리스크

- 현재 엘니뇨 발생 확률은 하반기로 갈수록 높아지는 방향으로 수렴하고 있으며, 이는 식품·에너지 중심의 공급발 물가에 추가적인상방 압력으로 작용할 수 있는 요인
- 엘니뇨 국면에서는 주요 농산물 생산지의기상 조건이 악화되면서 식품 생산 차질과 운송 비용 상승이 동시에 발생하는 경향.앞서 언급한 비료 가격 상승과 맞물릴 경우식품 인플레이션의 하방 경직성은 더욱 강화될 수 있는 구조

Nino3.4 Index (2026-04)

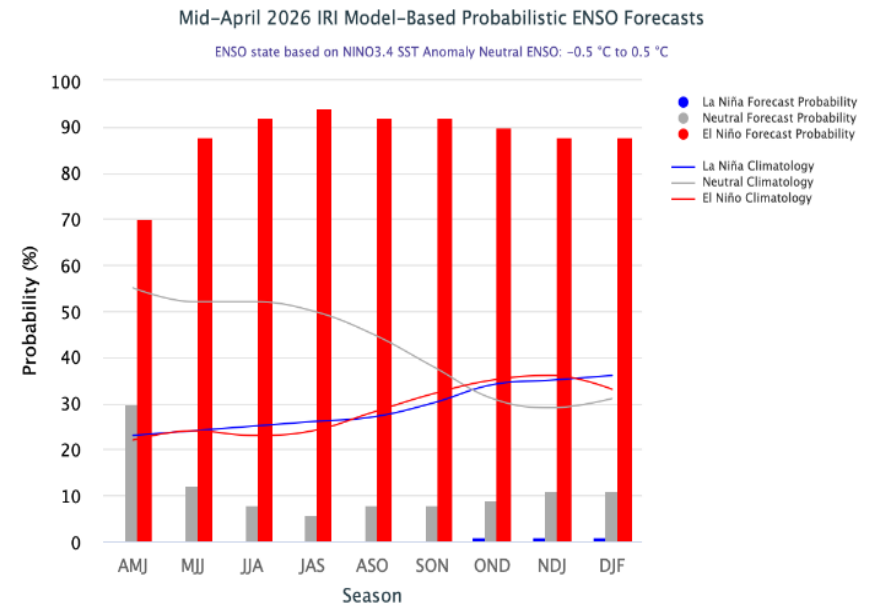


엘니뇨/라니냐 지수



자료: OCP, SK증권

엘니뇨 발생 확률 추정

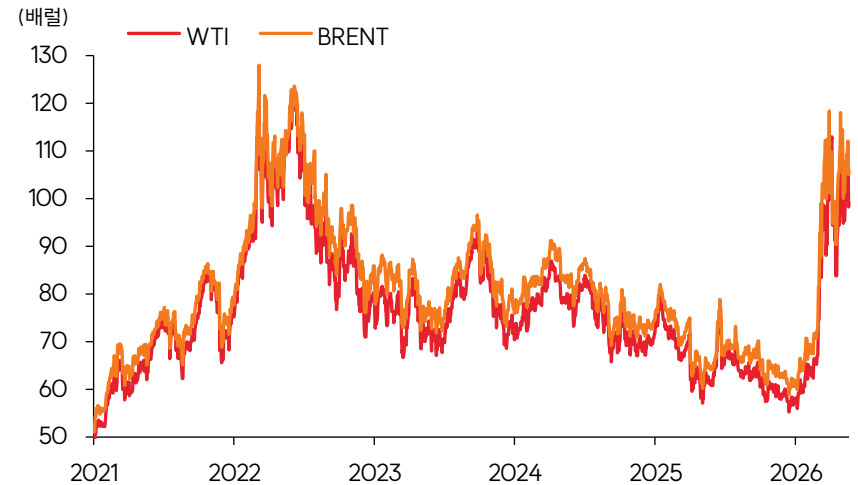


자료: IRI, SK증권

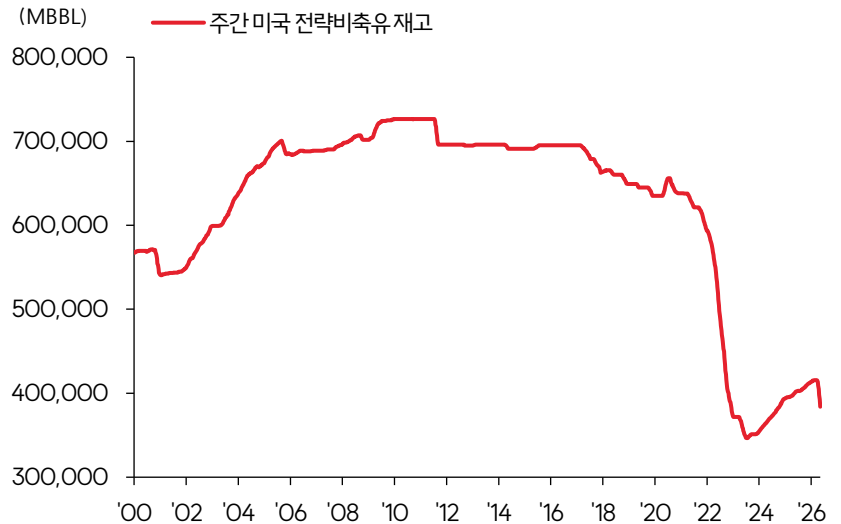
에너지 수급 균형의 어려움도 지속

- 공급발 인플레이션의 또 다른 축은 에너지
- 전략비축유 소진이 진행되는 가운데 생산시설 복구에 시간이 필요하다는 점 등은 이란 이슈완화 시에도 잠재 수요 모멘텀으로 연결
- 구조적으로도 문제는 지속. 주요 선진국들은 석유·천연가스 의존도가 높은 에너지 믹스를 유지하고 있는 반면, 수급 불균형에 대응 할 완충 장치는 상대적으로 부족한 상황

WTI, Brent 유가 추이

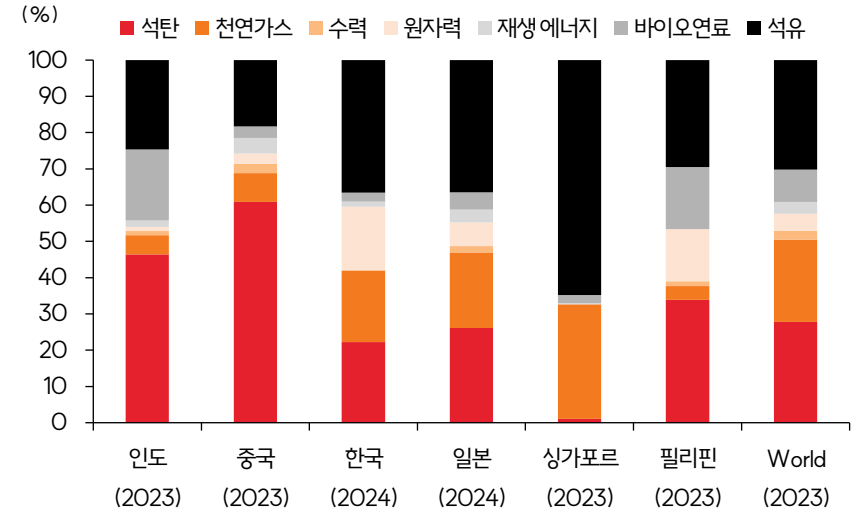


미국 전략 비축유 재고 추이



자료: IMF, SK증권

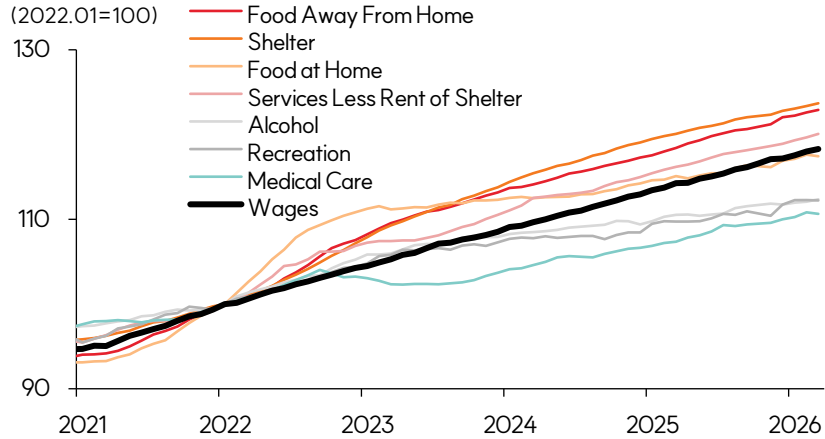
글로벌 주요 국가별 공급원별 에너지 소비 정도



자료: IMF, OECD, SK증권

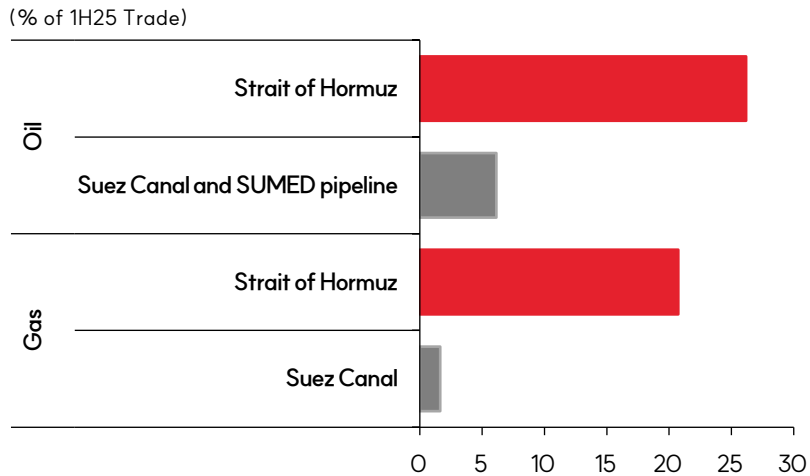
공급망 재편과 지정학 리스크는 비용

미국 주요 물가 상승 추이



자료: CEIC, SK증권

글로벌 에너지 무역의 해상 병목 지점



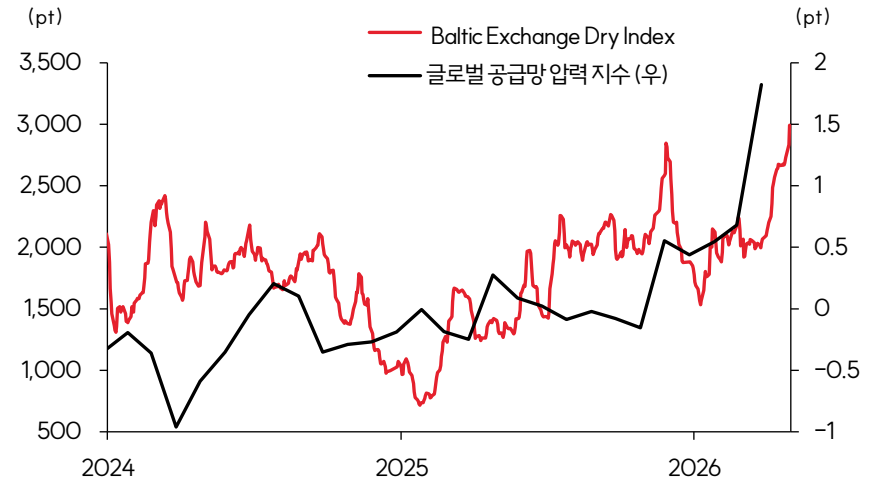
자료: OECD, SK증권

2025년 기준 호르무즈 해협 통과 상품 흐름 추이



자료: KKR, SK증권

글로벌 공급망 압력지수와 발틱 운임 지수

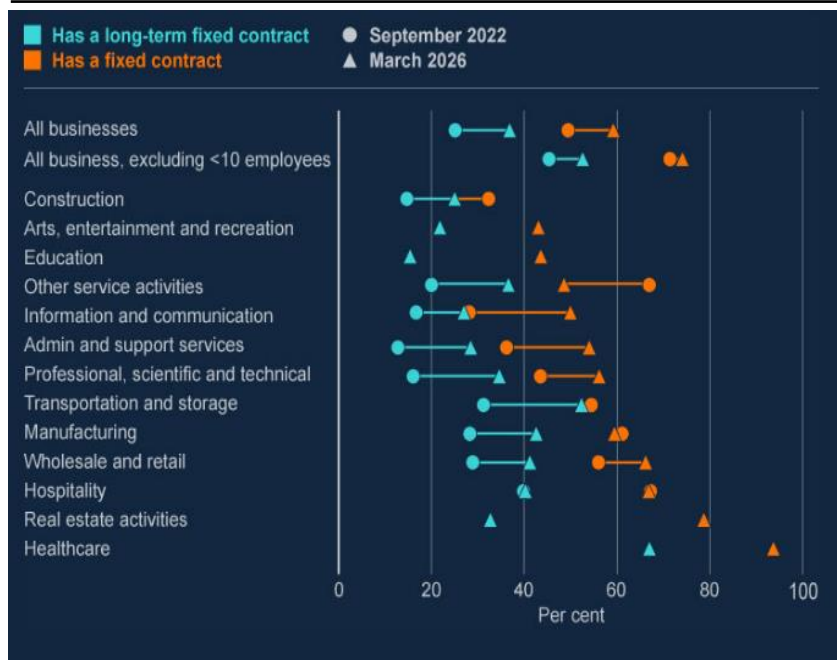


자료: CEIC, SK증권

③ 물가는 서서히 전가되고, 정책은 그보다 늦게 온다

- 공급발 물가 압력이 실물 경제에 반영되는 데는 구조적 시차가 존재. 기업마다 계약 갱신 시점이 다르고 업종별로도 그 노출 정도가 다르기 때문에 물가 압력이 분산 및 지연되어 나타나는 특성이 있기 때문
- 에너지 비용 상승에 직면한 기업들의 대응은 가격 인상과 이윤 폭 축소로 집중되는 양상. 이는 소비자 물가로의 전가가 이어지는 동시에 기업 수익성 악화로도 연결되는 이중 압력
- 결국 이번 사이클의 핵심은 물가 압력이 언제, 어떤 속도로 반영될지 예측하기 어렵다는 점. 경기 둔화가 나타나도 중앙은행과 정부가 동시에 공격적으로 대응하기 어려운 구조가 형성되어 있으며, 이것이 통화 및 재정 정책 제약으로 이어지는 배경

고정 가격 가스 계약을 체결한 기업의 비율



자료: BOE, SK증권

향후 1년간 에너지 가격 상승이 사업에 미칠 영향에 대해 응답한 기업의 비율

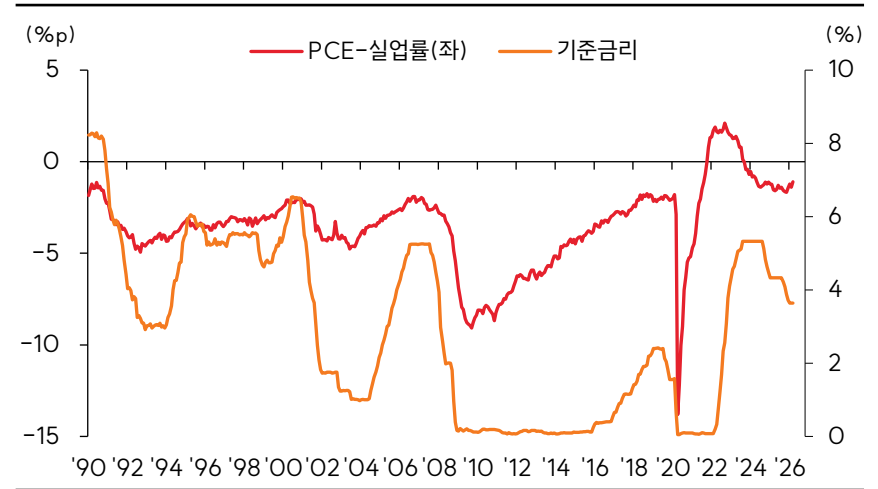


자료: BOE, SK증권

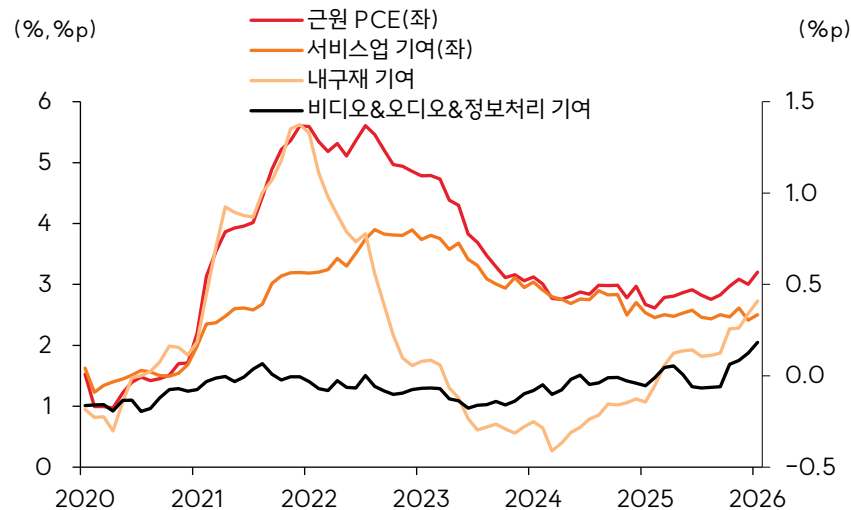
딜레마 속 통화정책

- 물가가 목표 수준으로 복귀하지 못하고 있는 가운데, 경기 지표는 아직 가시적인 둔화 신호를 보이지 않는 상황. 이 두 가지가 맞물리면서 중앙은행은 완화로의 전환 명분을 확보하기 어려운 구조
- 문제는 중앙은행이 현재의 물가만이 아닌 잠재적 인플레이션 경로까지 고려해야 한다는 점. 반도체 가격 상승에 따른 제품가격 전가 움직임, 그리고 기업들의 비용상승분 가격 전가가 본격화될 경우 물가압력은 재차 확대될 가능성 존재
- 선제적 완화전환이 인플레이션 재점화로 이어질 수 있다는 리스크를 중앙은행이 외면하기 어려운 상황

미국 기준금리와 PCE 실업률 스프레드 추이

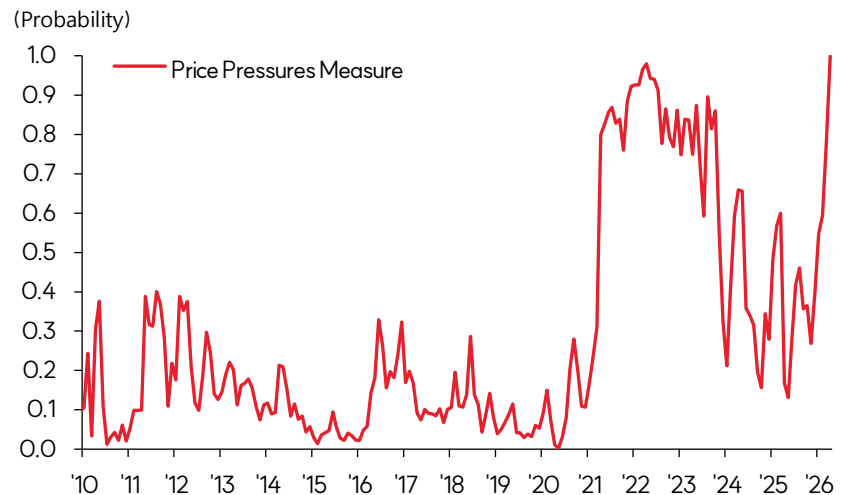


미국 PCE 항목 세부항목 기여도



자료: IMF, SK증권

물가 압력 추이

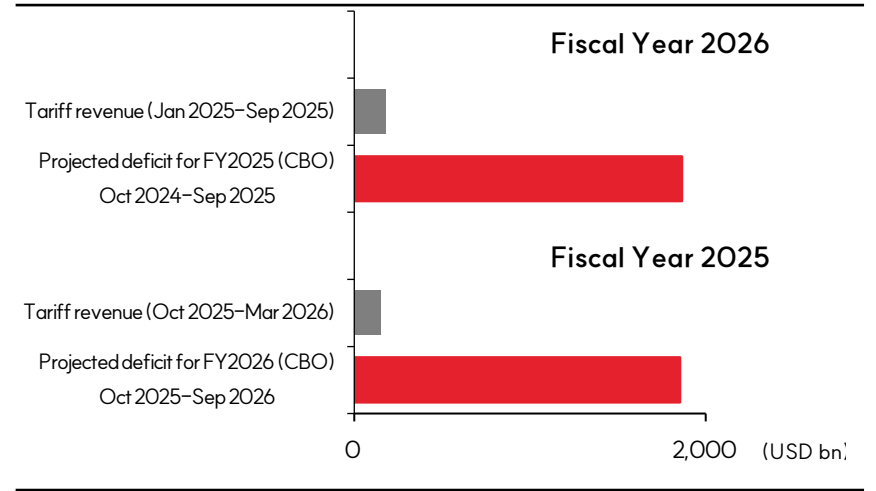


자료: IMF, Fidelity, SK증권

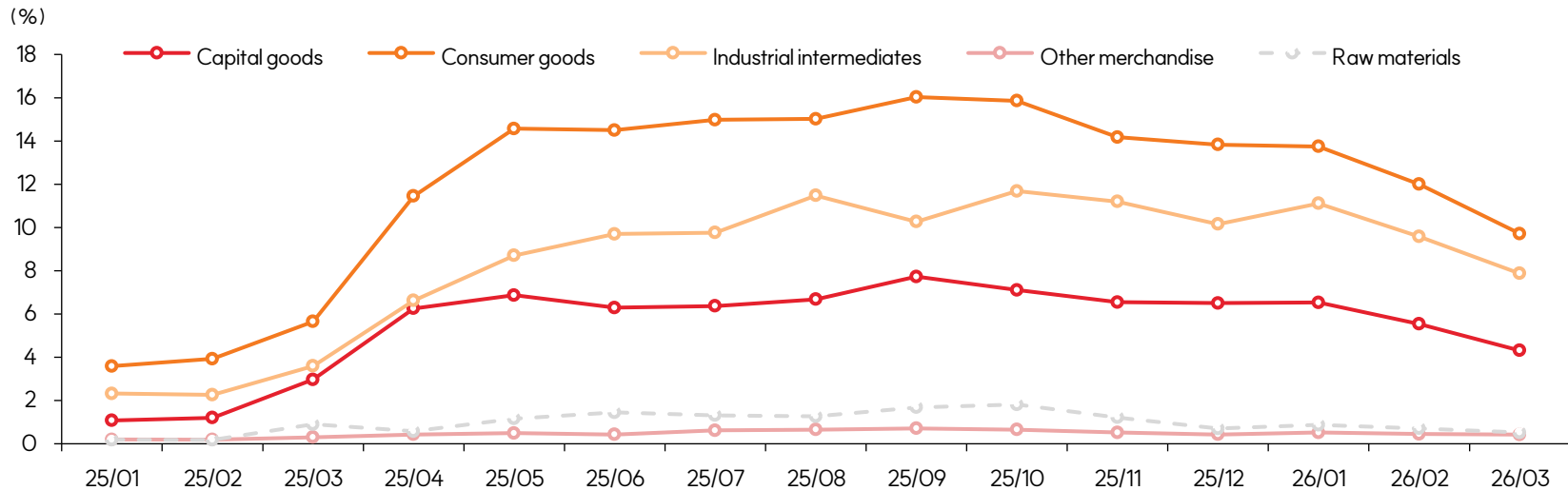
관세, 아직 끝나지 않은 물가 상방 리스크

- 통화정책 제약을 심화시키는 또 다른 변수는 관세. 미국의 관세 정책은 위헌 판결 이후 스탠스가 불명확한 상황이나, 재정 적자보전 수단으로서의 관세 수입 의존도를 고려할 때 완전한 철회를 기대하기는 어려운 구조
- 앞서 살펴본 에너지·식품·반도체 비용 상승과 맞물릴 경우 가격전가 압력은 복수의 채널을 통해 동시에 작동하는 구조
- 통화정책 제약의 장기화 가능성을 높이는 배경

관세 수입의 재정적자 보전 효과



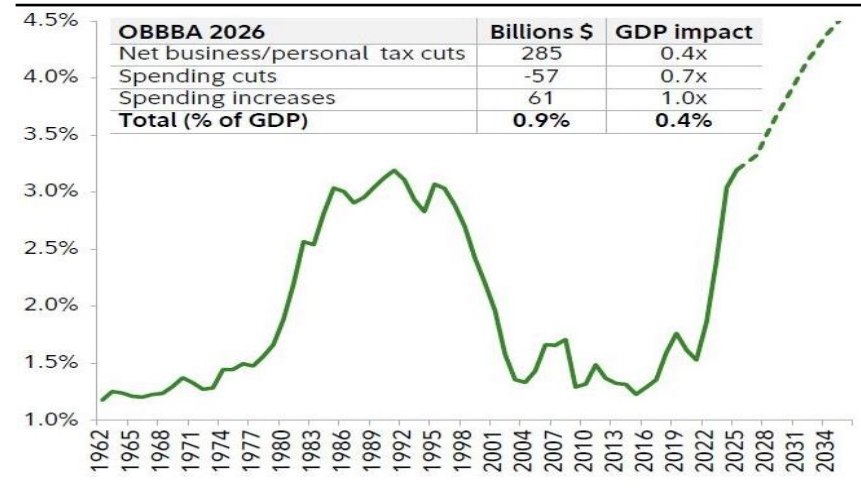
상품별 미국 관세 수입 추이



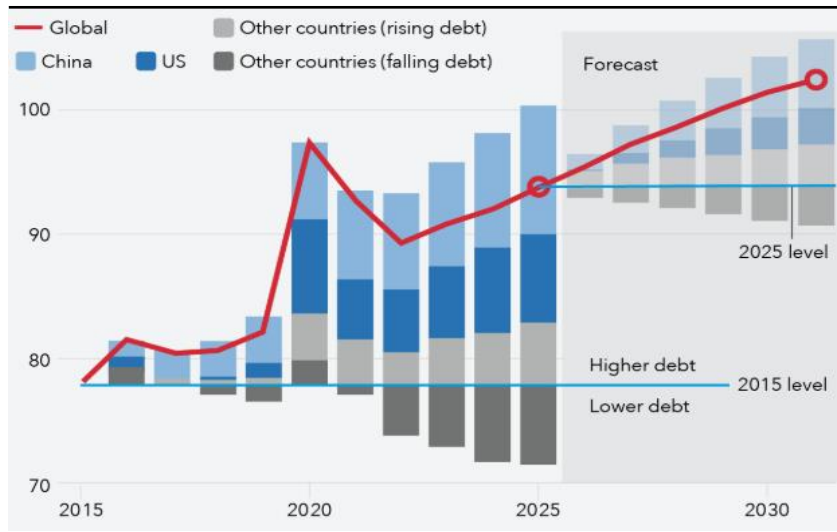
고금리 장기화: 재정 여력의 구조적 소진

- 통화정책 제약으로 고금리가 장기화되면서 그 부담은 재정으로 전이. 국채 이자 비용이 빠르게 증가하는 가운데 세입 증가는 이를 따라가지 못하면서 주요국 재정 적자는 구조적 확대 국면에 진입
- 글로벌 공공 부채 역시 팬데믹 이후 빠르게 증가한 수준에서 추가 상승이 전망되는 상황. 이자 부담이 예산을 잠식하는 속도가 빨라질 수록 실질적인 재정 지출 여력은 좁아지는 구조

미국 GDP 대비 순이자 지출

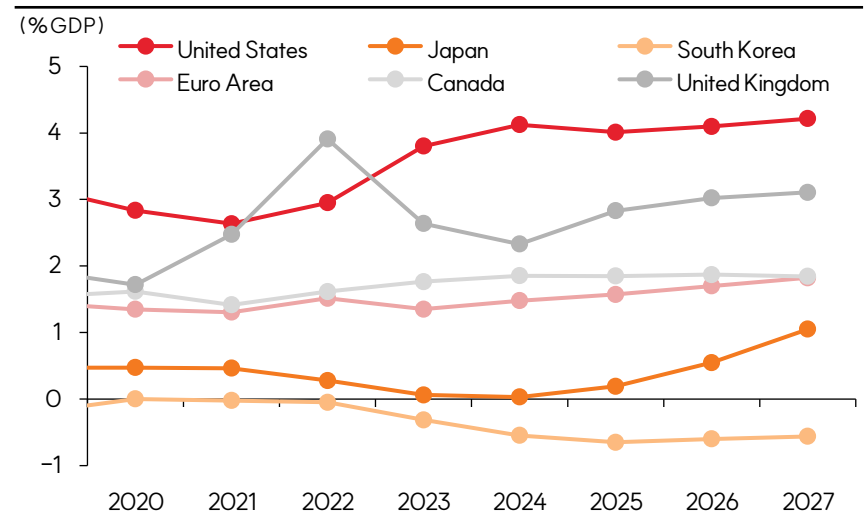


글로벌 GDP 대비 공공 부채 추이 및 전망



자료: IMF, SK증권

글로벌 주요 국가 GDP 대비 정부 순이자 지출 비중



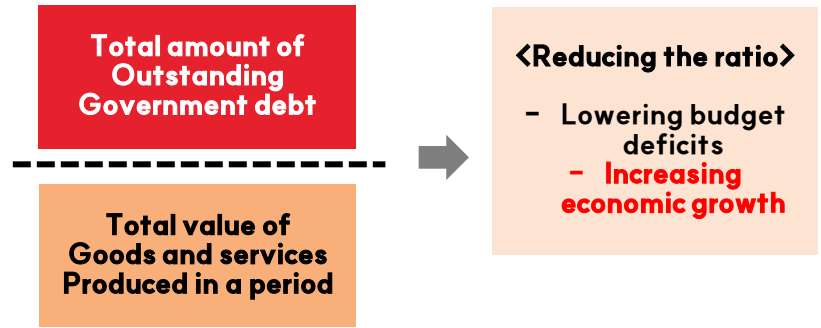
자료: IMF, Fidelity, SK증권

재정 여력은 줄어도, 지출은 멈추지 않는다

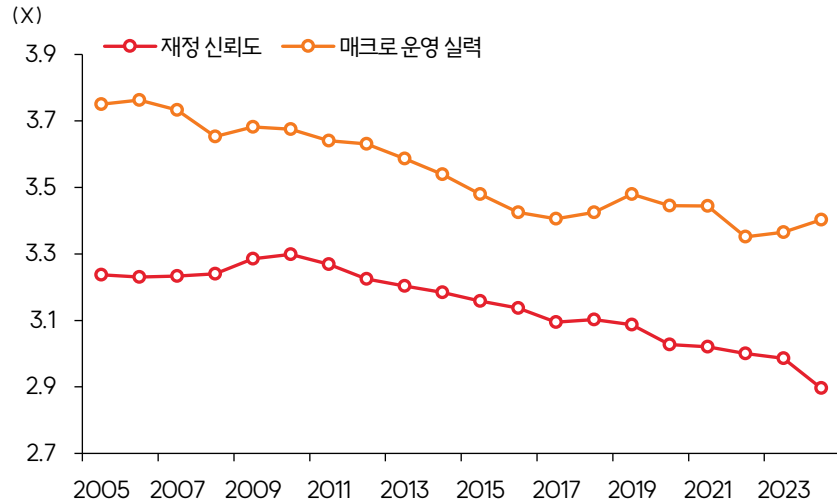
- 부채비율을 낮출 수 있는 수단인 재정 건전화와 성장을 제고 모두 현재 환경에서는 쉽지 않은 상황
- 재정 신뢰도와 거시 운영 실력 지표가 동반하락하고 있다는 점도 주목할 필요. 재정확대가 지속될수록 시장의 신뢰를 유지하기 위한 비용은 높아지고, 국채 공급 증가에 따른 금리 상방 압력은 통화정책의 제약을 한층 강화하는 악순환 구조
- 결국 지금의 확장 재정은 단기 하방을 제한하는 효과는 있으나, 동시에 향후 정책 대응 여력을 소진하는 양면적 성격. 국채 공급이 계속 늘어나는 환경에서 이를 소화하는 주체와 그 안정성이 다음 리스크의 핵심

Debt to GDP Ratio 구조

How to calculate

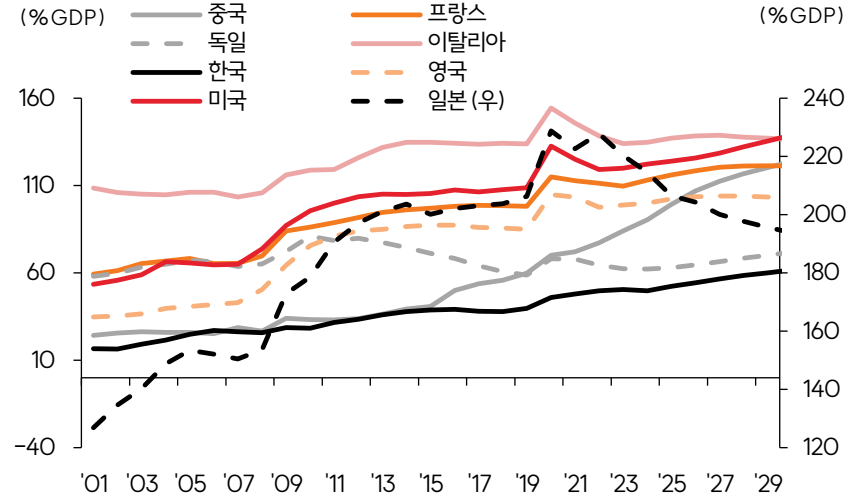


Country Policy and Institutional Assessment



자료: CEIC, SK증권

글로벌 주요 국가 GDP 대비 정부 부채 비중



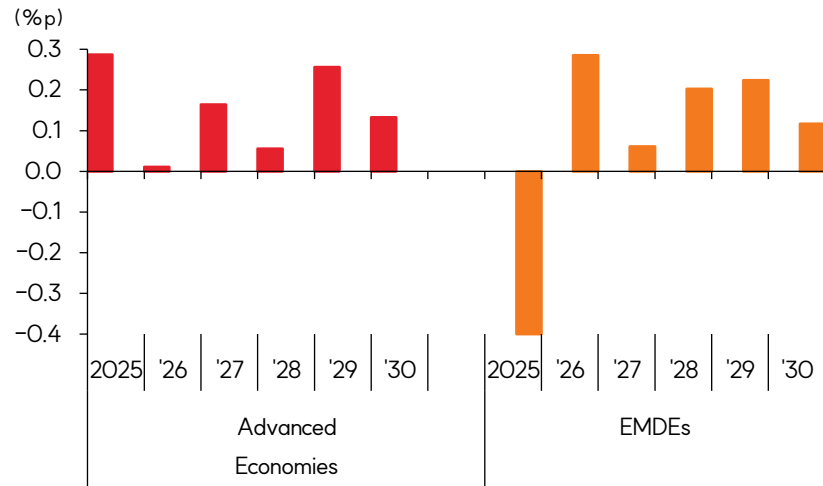
자료: IMF, SK증권

고금리 장기화 재정 여력의 구조적 소진

헤지펀드 미 국채 보유 비중 추정



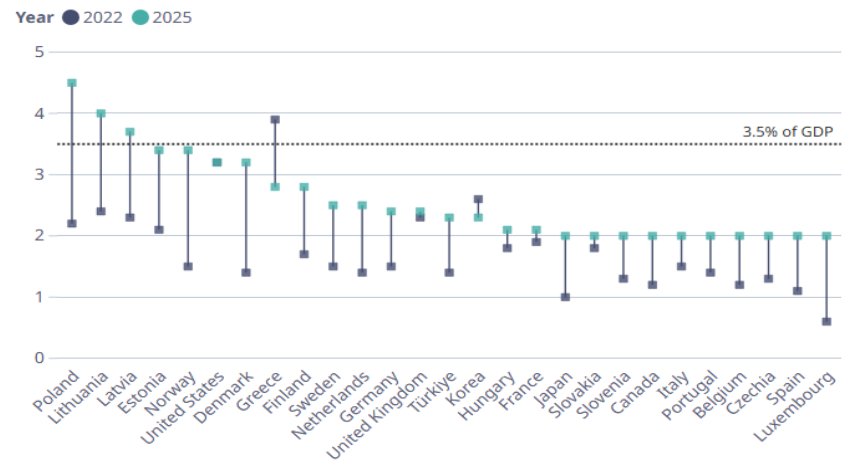
글로벌 경제권별 재정 정책 전망



자료: OECD, SK증권

글로벌 주요 국가들 국방비 지출 추이

Military spending in selected OECD countries, % of GDP

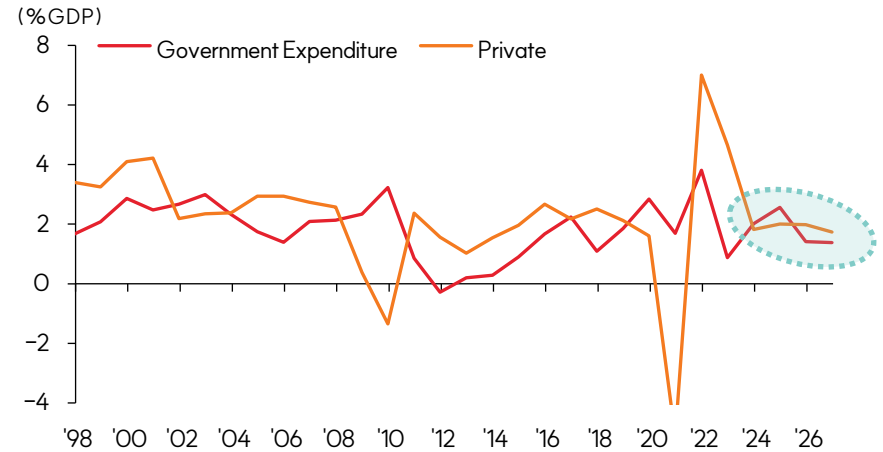


자료: OECD, SK증권

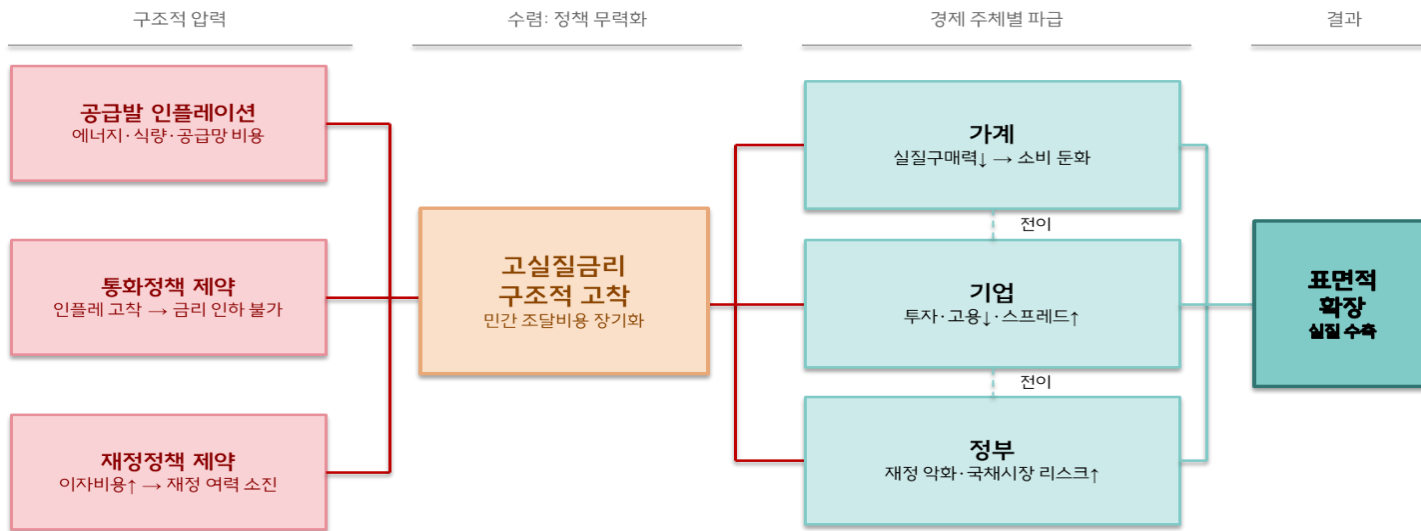
高 실질금리의 구조적 고착 -> 경제 주체에 파급

- 통화·재정 정책이 동시에 제약된 환경에서 고실질금리는 구조적으로 고착. 기대 인플레이션 고착화로 민간의 조달비용 부담이 장기화 되는 가운데, 정부 지출이 민간 지출을 대체하는 구조로의 전환이 가속되고 있는 상황
- 이 압력은 경제 주체 각각에 순차적으로 전이. 주목할 점은 이 과정이 급격하지 않고 서서히 진행된다는 것. 표면적 성장이 유지되는 동안 실질 후생은 조용히 훼손되고, 그 결과가지표로 가시화될 때는 이미 상당한 체력이 소진된 이후

GDP 대비 민간 지출 및 정부 지출 비중 추이

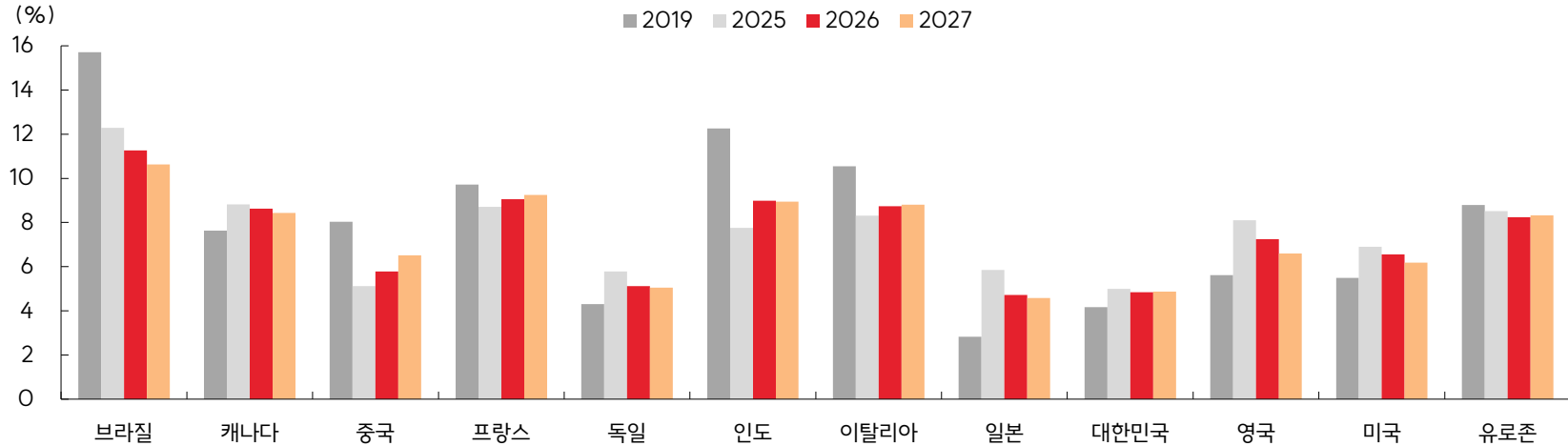


구조적 침체가 경제 주체들에게 미치는 파급효과 경로

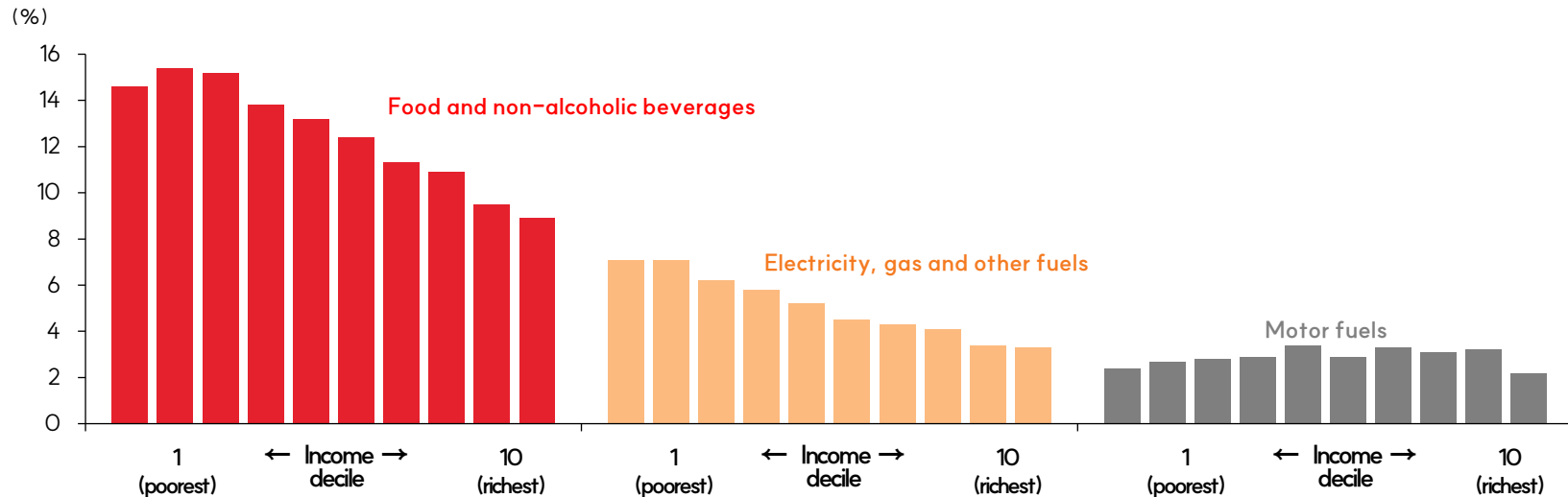


가계부터 시작될 잠식형 침체의 그림자

글로벌 주요 국가별 경제적 고통지수(Economic Misery Index)



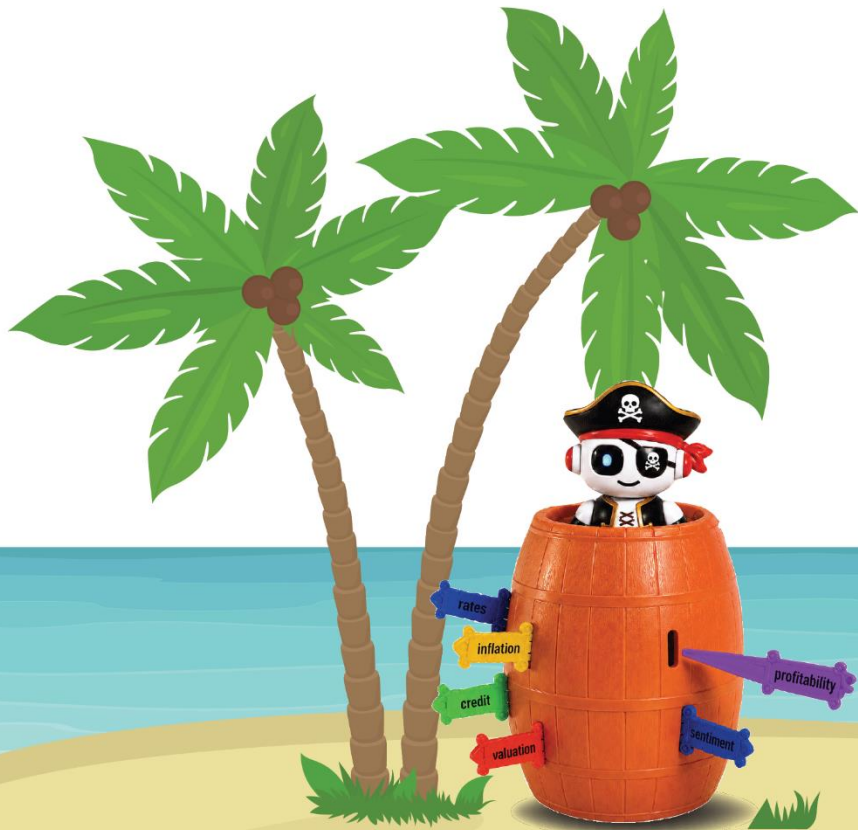
소득 십분위별 에너지 가격 상승에 특히 취약한 항목에 대한 가계 지출 비중



Part 2.

메마른 지반

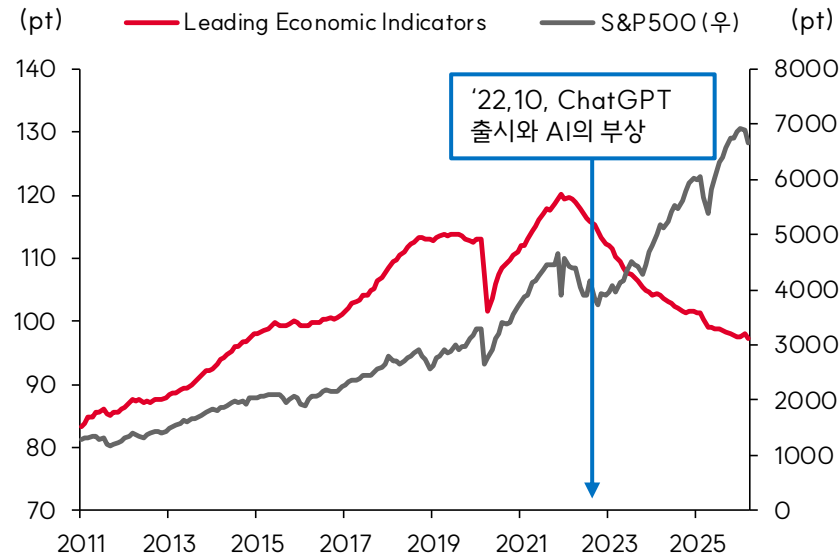
퀀트/자산배분. 황지우



무시되었던 과거의 규범

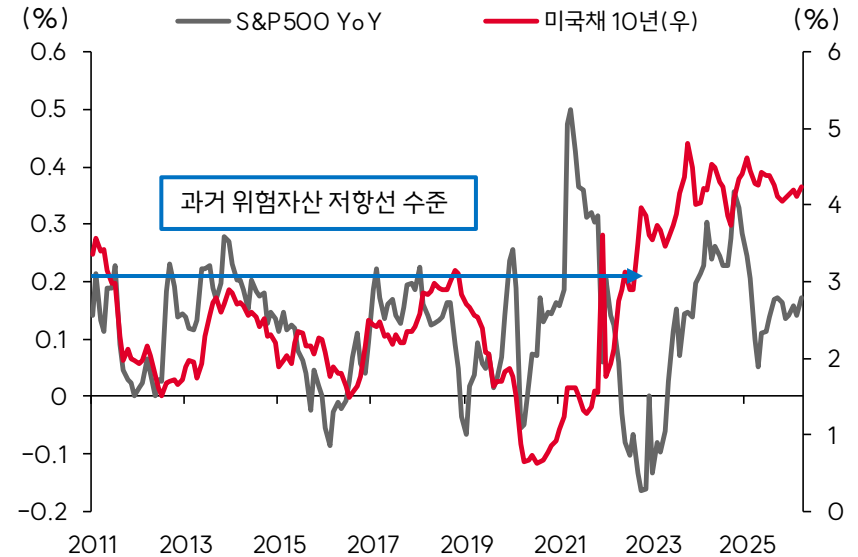
- 금리·물가·경기지표의 부담이 확대됐음에도 주식 시장은 AI 수요 서사를 중심으로 상승 지속
- 시장의 관심은 경제 전반보다 AI 인프라를 보유한 소수 초대형 기업의 이익 귀속에 집중
- 다만 하이퍼스케일러 역시 금리·소비·경기 여건의 제약에서 완전히 자유롭지 않음
- AI 서사는 거시 변수 민감도를 낮췄지만 이를 제거한 것은 아님

AI의 부상 이후 설명력을 잃어버린 경기민감도



자료: Bloomberg, SK증권

높은 금리도 극복해낸 주식 수요



자료: Bloomberg, SK증권

AI 선점 경쟁이 만든 CAPEX 약속

- 매크로 환경은 비우호적이거나, AI는 국가와 초대형 기업 모두에게 선택 가능한 투자가 아닌 전략 경쟁으로 인식됨
- 시장은 이를 하이퍼스케일러(Microsoft · Amazon · Alphabet · Meta 등)의 CAPEX commitment를 통해 가격에 반영
- AI 최종 수요의 방향성은 유효하나, 투자 사이클을 지속할 재무적 체력 점검이 필요한 시점

AI에 진심인 강대국들

EU launches InvestAI initiative to mobilise €200 billion of investment in artificial intelligence

Winning the Race
AMERICA'S AI ACTION PLAN

JULY 2025

China issues guideline to accelerate 'AI Plus' integration across key sectors

자료: 보도자료

AI에 진심인 하이퍼 스케일러들

BUSINESS INSIDER

Mark Zuckerberg says he'd rather risk 'misspending a couple of hundred billion' than be late to superintelligence

Amazon News

Amazon CEO Andy Jassy on why Amazon is spending big on AI infrastructure

In a recent interview, Jassy explained the long-term approach to Amazon's capital expenditures—and why you have to invest in momentous shifts.

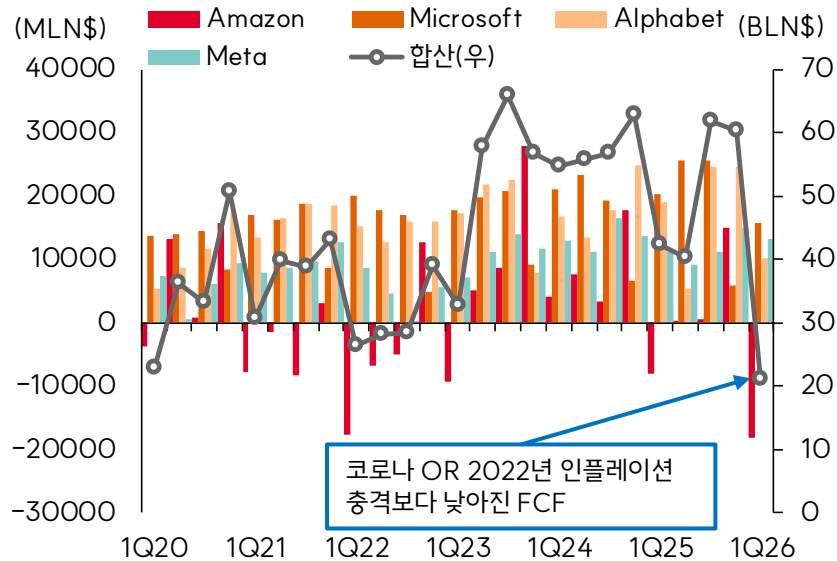
Microsoft, BlackRock to launch \$100 billion AI partnership for data centres and power

자료: 보도자료

노란불이 들어온 FCF

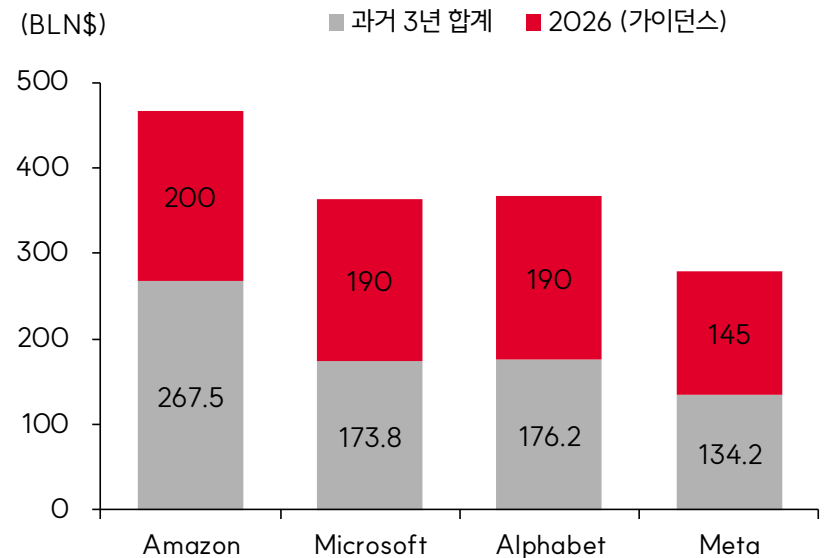
- 클라우드·AI 투자가 본격화되면서 주요 하이퍼스케일러들의 Free Cash Flow가 근래의 주요 위기(COVID-19, 러·우 전쟁 & 인플레이션) 국면 수준으로 하락
- 합산 FCF 하락이 당장의 시스템 리스크를 의미하지는 않지만 기업별 완충력 차이는 확대
- FCF 음전 구간에서는 자금조달 여력, 투자 효율성, 주주환원 지속 가능성에 대한 검증이 강화됨
- 일부 기업은 2027년 CAPEX가 2026년 대비해서도 유의미하게 증가할 가능성을 제시

CSP+Meta의 Free Cash Flow 추이



자료: Bloomberg, SK증권

과거 3년, 2026년 가이드스 CAPEX

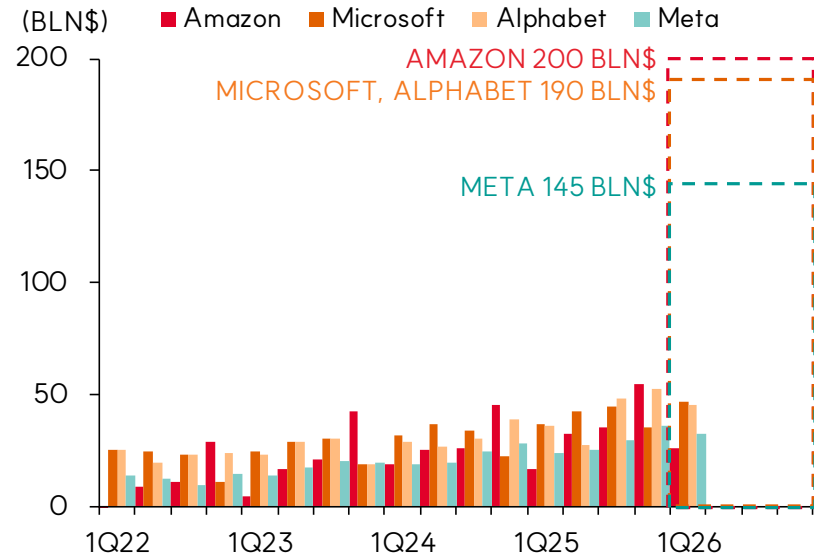


자료: 각 사, Bloomberg, SK증권

FCF는 바닥을 통과할까

- AI CAPEX의 상당 부분은 가이던스·장기계약·공급망 발주를 통해 이미 고정된 성격
- 단기 FCF의 핵심 변수는 CAPEX 규모보다 손익계산서 상단의 매출·마진이 될 것으로 판단
- 본업 현금흐름이 유지되면 FCF 저점 통과 논리가 가능할 수 있지만, 매출 충격이 발생하면 회복이 지연될 수 있음
- 특히 B2C 노출이 큰 기업은 소비·광고·클라우드 사용량 둔화 민감도 점검이 필요함

CSP+ 영업현금흐름(OCF)와 CAPEX 전망



주: 막대는 현재까지 확정된 OCF, 점선은 각사가 제시한 2026년 CAPEX 가이드라인 규모
 자료: 각사, Bloomberg, SK증권

단기 FCF의 핵심 변수는 영업현금흐름의 지속성

업황에 따라 변동성이 높은 OCF는 경기와 인플레이션으로부터 얼마나 자유로울까?

$$\text{Free Cash Flow} \approx \text{OCF} - \text{CAPEX}$$

현재 경고등

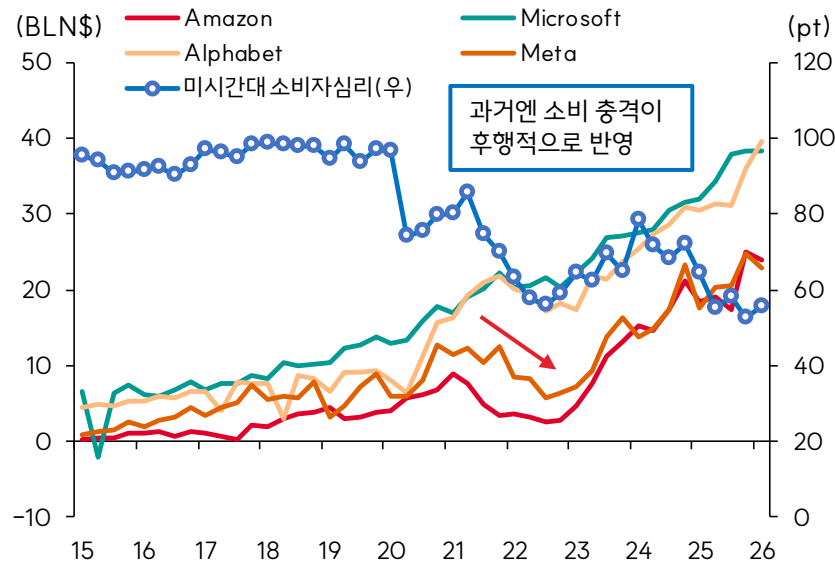
시장이 반영하는 어느정도 고정된 값

자료: SK증권

인플레이션은 매출 압박 요인

- 하이퍼스케일러 내에서도 B2C·광고·커머스 노출이 높은 기업은 소비심리 둔화에 민감
- 2022년 사례처럼 물가 상승과 실질소득 압박은 광고·커머스·클라우드 사용량에 후행적으로 반영될 수 있음
- 본업 매출이 둔화되면 이미 낮아진 FCF 완충력이 추가로 약화
- 단기적으로 일부 하이퍼스케일러들의 AI CAPEX의 정당성은 인플레이션 국면에서의 현금흐름 지속성에 좌우될 가능성

소비자 심리 지수, CSP+ 영업이익 추이



자료: Bloomberg, SK증권

Amazon, Meta의 사업부 비중

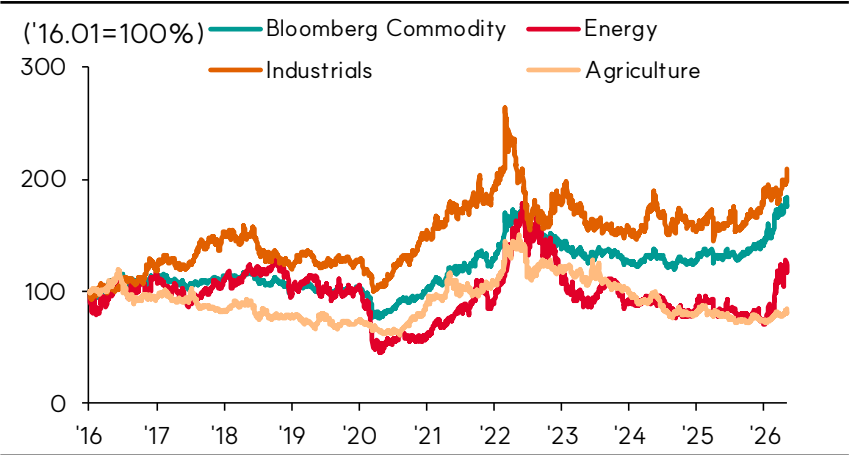
Amazon			Meta			
사업부	22년	현재	사업부	22년	현재	
Online Stores	42.8%	35.4%	Family of Apps	49.5%	49.8%	
Physical Stores	3.7%	3.2%		Advertising	49.2%	49.0%
Third-Party Seller Services	22.9%	22.9%	Others		0.4%	0.8%
Subscription Services	6.9%	7.4%		Reality Labs	0.9%	0.4%
AWS	15.6%	20.7%			합계	100%
Advertising Services	7.3%	9.5%				
Other Services	0.8%	0.9%				
합계	100%	100%	합계	100%	100%	

자료: Bloomberg, SK증권

CAPEX는 고정일까?

- 공급망·전력·원자재·물류 가격 상승은 데이터센터 건설 비용과 리드 타임을 동시에 확대
- FCF 완충력이 축소된 상태에서 CAPEX가 추가 상승할 경우 AI 투자 회수 시점에 대한 투자자의 압박이 강화됨
- 비용 상승은 일부 기업에 단가 수혜로 작용할 수 있으나, 최종 가동이 지연된다면 변동성이 전염될 가능성이 있음

원자재 비용은 2022년 고점을 상회



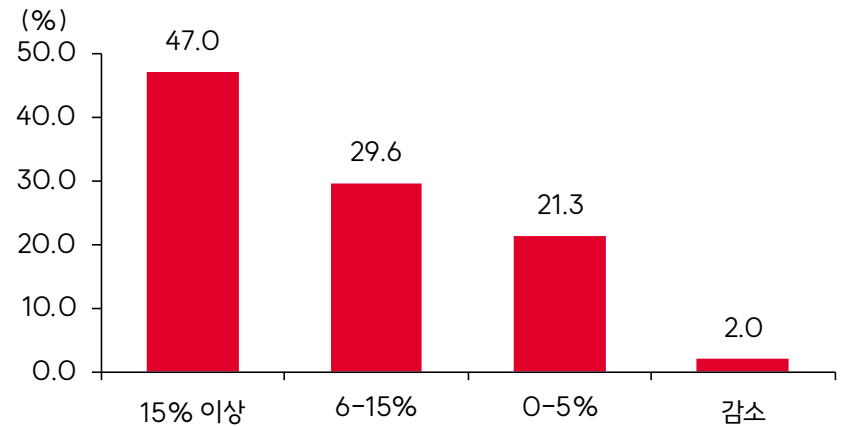
자료: Bloomberg, SK증권

데이터센터 건설 비용 구조 예시

구분	Air-cooled	Liquid-cooled
GC/GR 및 GC 수수료	10%	10%
코어 / 셸 / 건축 공사	14%	9%
기계 설비	22%	33%
전기 설비	54%	48%
합계	100%	100%

자료: Turner & Townsend, SK증권

데이터 센터 건설 비용 증분 설문조사



자료: Turner & Townsend, SK증권

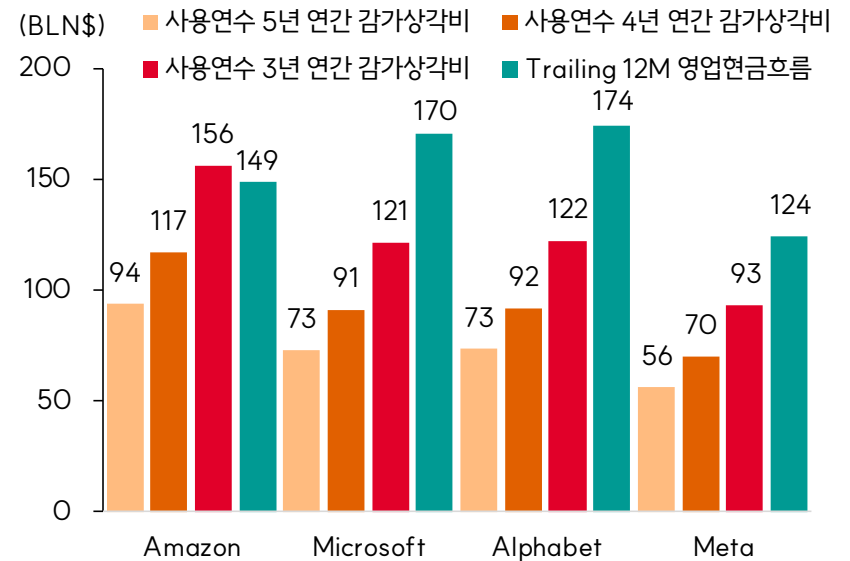
서버 내용연수는 숨은 변수

- 서버·네트워크 장비 내용연수 변경은 AI 투자비 회수기간 논의의 핵심 변수
- 내용연수 연장은 단기 EPS와 FCF를 개선하는 효과가 있지만, 실제 경제 수명과 괴리될 경우 미래 비용으로 재평가됨
- AI 데이터센터는 철도·통신망과 달리 기술 교체 주기가 짧아 ROIC 회수기간의 불확실성이 더 높음
- 핵심은 시장이 AI 서버, 네트워크 장비의 경제 수명을 과대평가했는지 여부

빅테크 서버/네트워크 장비 내용연수 변경 내역

변경 시점	회사	내용연수 변경	내용
2025-12	Amazon	서버, 네트워크 장비 6년 → 5년	축소
2025-01	Meta	서버, 네트워크 장비 4년 → 5.5년	연장
2024-01	Amazon	서버 5년 → 6년	연장
2023-01	Alphabet	서버 4년 → 6년, 네트워크 장비 5년 → 6년	연장
2022-07	Microsoft	서버, 네트워크 장비 4년 → 6년	연장
2022-Q2	Meta	서버, 네트워크 장비 4년 → 5년	연장
2022-01	Amazon	서버 4년 → 5년, 네트워크 장비 5년 → 6년	연장
2021-01	Alphabet	서버 3년 → 4년, 일부 네트워크 장비 3년 → 5년	연장

현재까지 CAPEX의 연간 감가상각비 추정치 (2026년 가이드스 제외)



더 엄격해질 CAPEX 검증

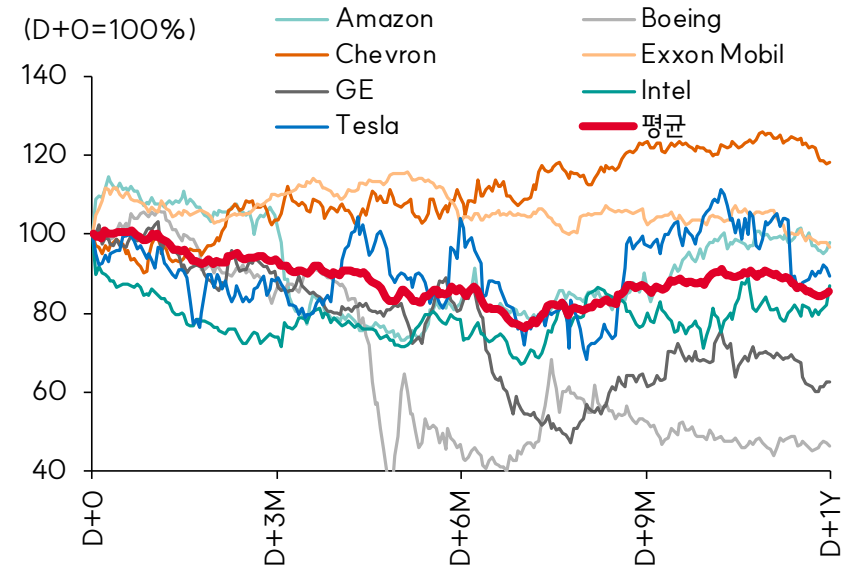
- FCF 음전이 곧바로 주가 급락을 의미하지는 않으며, 과거 반응은 수요 불확실성·재무구조·업종에 따라 차별화
- 하이퍼스케일러는 현금성 자산·신용도·확정 수요·장기 계약이라는 완충 장치를 보유
- 다만 FCF 음전은 CAPEX 중단 신호는 아니지만 CAPEX의 정당화 기준이 성장에서 회수 가능성으로 전환되는 계기가 될 수 있음
- 증시가 CAPEX 우상향을 성장 신호로 반영한 만큼 CAPEX 변동성 또는 가이던스 변화에 민감하게 반응할 것

2010년 이후 연속적으로 - FCF가 발생한 초대형(Tesla제외) 기업 사례

기업	기간	FCF 음전 원인	FCF 음전/압박 이후 Action
Amazon	2022 Q1, Q2	OCF 둔화, 설비투자 확대	2023 capex -\$10.2bn
Boeing	2019 Q2, Q3	737 MAX 인도 지연, 선금금 감소	buyback 중단, 생산/유동성 조정
Chevron	2015~2016	upstream 급감, capex 부담	capital spending 축소, 비용절감, 자산매각
Exxon - Mobil	2015 Q4	upstream 급감, capex 부담	2016년 capex 25% 감축
GE	2018 Q1	Power 부진, 운전 자본 비효율	cost-out·구조조정
Intel	2022~2023	foundry 투자, PC 수요 둔화	capex 20%+ 축소, 독일·폴란드 프로젝트 중단
Tesla	2017 Q4	Model 3 램프업 지연, capex 부담	capex 축소·효율화, 비용절감

자료: SK증권

FCF 첫 음전 발표 이후 S&P500대비 초과수익률



자료: Bloomberg, SK증권

앞당겨진 수익화 시계

- 자금 조달 규모가 커질수록 AI 투자 수익화의 시간표는 앞당겨짐
- 금리 인하 기대가 약해진 환경에서는 미래 현금흐름의 할인 부담과 재차입 비용이 동시에 상승
- AI는 이미 매출을 창출하고 있으나 CAPEX 증가 속도는 현금흐름 개선 속도를 앞서고 있음
- 시장은 매출 성장보다 FCF 개선, 수주잔고의 매출 전환, CAPEX 집행 규율 및 조건을 더 엄격하게 확인하고자 할 것

CME FedWatch 기준금리 전망치

구분	예상 기준금리			
	회의 날짜	3.50~3.75	3.75~4.00	4.00~4.25
'26-06-17	98.91%	1.09%	0.00%	
'26-07-29	92.50%	7.50%	0.00%	
'26-09-16	79.79%	20.21%	0.00%	
'26-10-28	66.50%	33.50%	0.00%	
'26-12-09	39.57%	60.43%	0.00%	
'27-01-27	23.50%	76.50%	0.00%	
'27-03-17	0.00%	96.50%	3.50%	
'27-06-09	0.00%	75.93%	24.07%	
'27-07-28	0.00%	71.50%	28.50%	
'27-09-15	0.00%	76.72%	23.28%	

자료: CME Group, SK증권

미 재무부 30년물 입찰이 2007년 이후 처음으로 5%를 통과

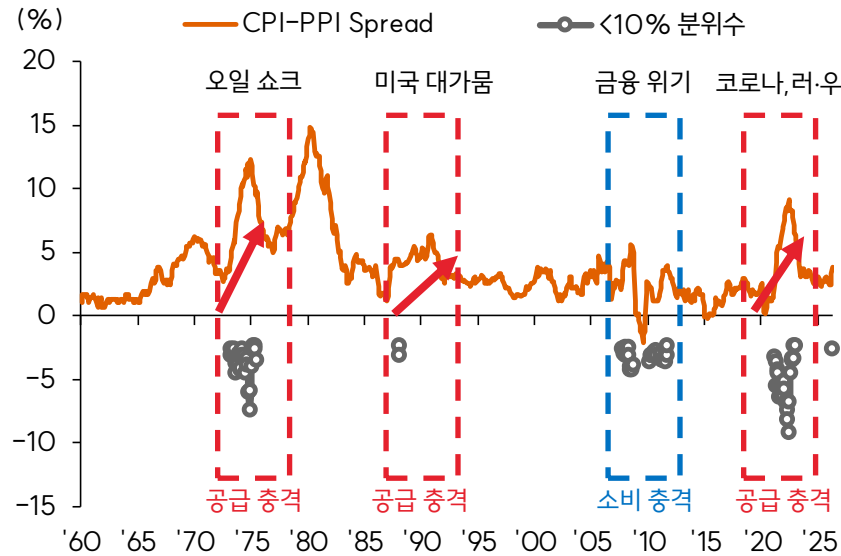
Security Term	CUSIP	Reopening	Issue Date	Maturity Date	High Yield	Interest Rate
30-Year	912810UU0	No	05/15/2026	05/15/2056	5.046%	5.000%
20-Year	912810UT3	Yes	04/30/2026	02/15/2046	4.883%	4.625%
30-Year	912810UR7	Yes	04/15/2026	02/15/2056	4.876%	4.750%
20-Year	912810UT3	Yes	03/31/2026	02/15/2046	4.817%	4.625%
30-Year	912810UR7	Yes	03/16/2026	02/15/2056	4.871%	4.750%
20-Year	912810UT3	No	03/02/2026	02/15/2046	4.664%	4.625%
30-Year	912810UR7	No	02/17/2026	02/15/2056	4.750%	4.750%
20-Year	912810UQ9	Yes	02/02/2026	11/15/2045	4.846%	4.625%
30-Year	912810UP1	Yes	01/15/2026	11/15/2055	4.825%	4.625%
20-Year	912810UQ9	Yes	12/31/2025	11/15/2045	4.798%	4.625%
30-Year	912810UP1	Yes	12/15/2025	11/15/2055	4.773%	4.625%

자료: TreasuryDirect, SK증권

시간 배속 x1.25

- 시장 예상에 부합한 미국 CPI에 안도했던 분위기가 PPI 6.0% 발표 이후 일부 반전
- 일본도 PPI 4.9%의 높은 상승률을 기록하며 공급 측 물가 부담이 재부각되고 있음
- 공급 충격 국면에서는 PPI가 CPI보다 선행해서 상승하는 사례가 빈번하게 발생
- 생산자 가격이 소비자 가격으로 점진적으로 전가되면 CPI-PPI 스프레드가 축소되면서 인플레이션이 표면화되는 패턴
- 물가와 금리 상승은 무위험금리, 즉 할인율 상승으로 이어지며 장기채·성장주 등 장기 듀레이션 자산에 더 큰 부담으로 작용

소비자 물가 연간 변화율 - 생산자 물가 연간 변화율 차이



자료: Bloomberg, SK증권

듀레이션이 길수록(장기채, High 멀티플) 할인율 민감도가 높음

1 CAPM 기반 할인율

$$k = r_f + \beta(E[R_m] - r_f) \quad \left| \quad P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

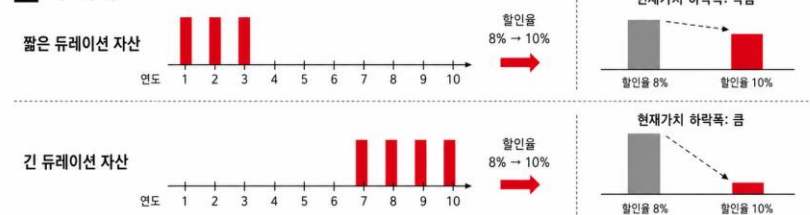
요구수익률(k) 상승 시 미래 현금흐름의 현재가치 하락

2 왜 먼 현금흐름일수록 더 크게 흔들리나?

$$\frac{\partial P}{\partial k} = - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t \cdot CF_t}{(1+k)^{t+1}}$$

t가 클수록 할인율 변화 영향 확대. 현금흐름이 먼 미래에 몰린 자산일수록 현재가치 변동폭 확대

3 직관적 비교



결론: 성장 기대가 먼 미래에 집중된 자산일수록 할인율 상승 시 가격 스윙 폭 확대

자료: SK증권

Part 3.

업힌 뿌리

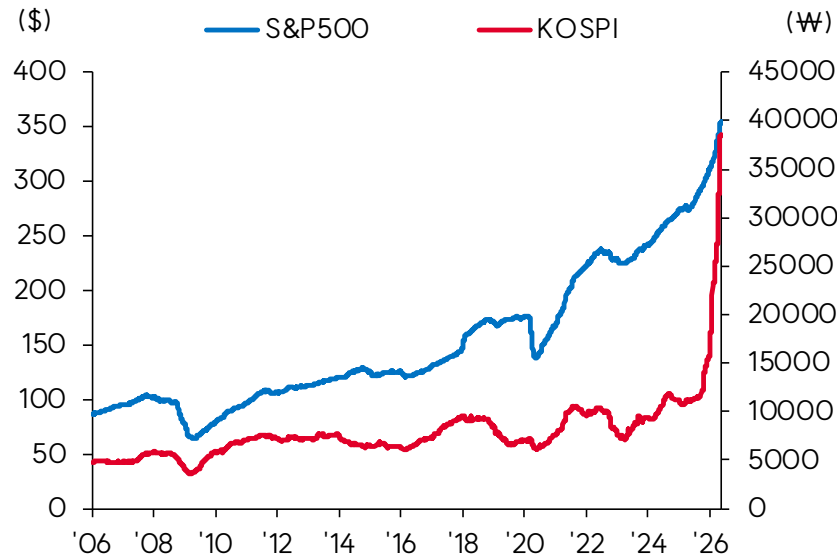
퀀트/자산배분. 황지우



낮은 밸류에이션은 이익의 현실화를 요구

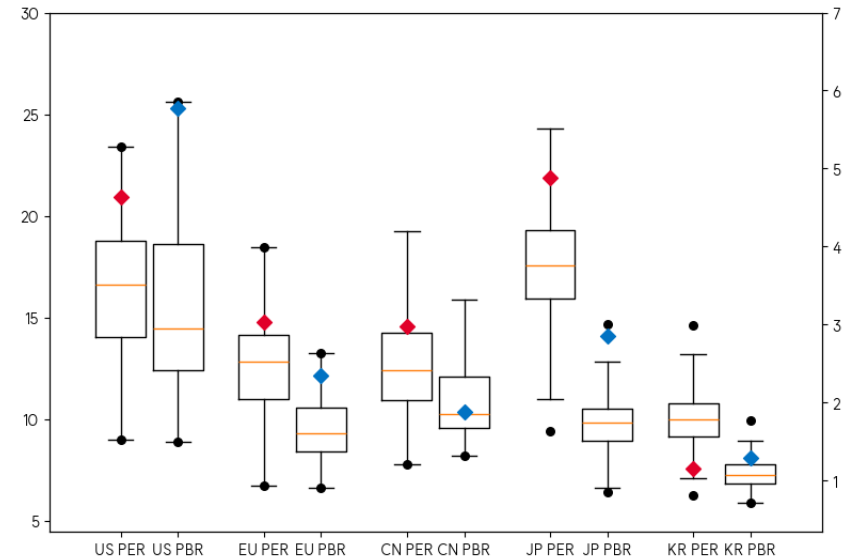
- 이번 상승장은 이익이 뒷받침된다는 시장 합의 속에서 단순 가격 상승보다 구조적 상승으로 인식됨
- S&P500 Forward PER은 닷컴버블 고점이 24.4배, 현재는 22.5배 수준
- KOSPI Forward PER은 높은 EPS 성장에 힘입어 금융위기 이후 가장 낮은 7배 초중반을 유지 중 (평균 10배 수준)
- 다만 Trailing 기준으로는 역사적 고점을 상회하며 Forward와 Trailing의 괴리도 전례없이 확대
- 즉 현재 밸류에이션은 AI 밸류체인 전반의 가치 창출이 차질없이 진행될 것을 전제

12개월 선행 EPS 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, SK증권

주요 증시 밸류에이션 현황 (표본기간 과거 5년)

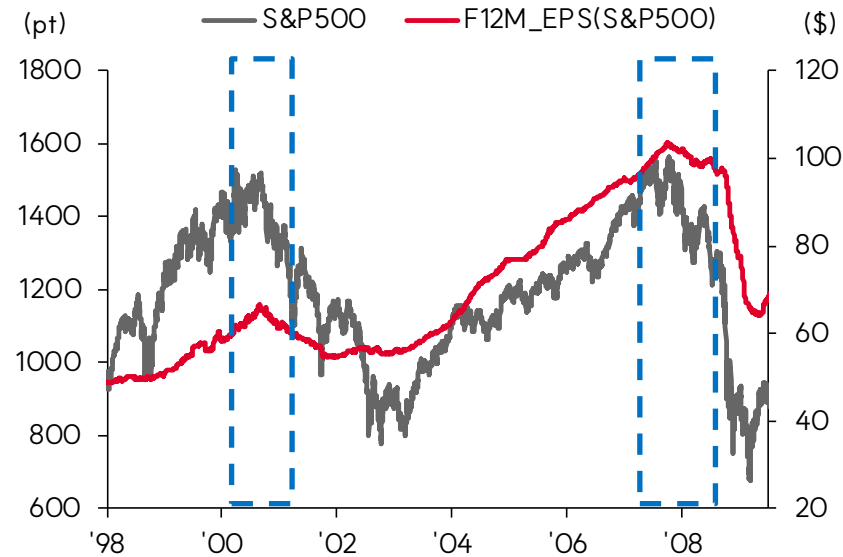


주: ◆은 현재 위치, ●은 최소값 또는 최대값. F12M PER은 좌축, T12M PBR은 우축
 자료: Bloomberg, SK증권

이익 추정은 위기를 선행하지 않음

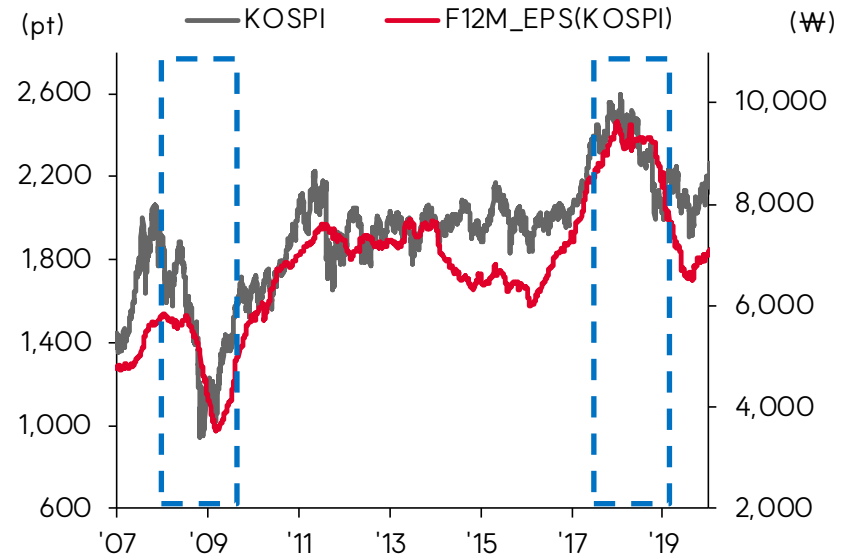
- 과거 위기 국면에서 12개월 선행 EPS는 주가 하락을 선제적으로 경고하기보다 조정 이후 후행적으로 하향됨
- 미국 닷컴버블·금융위기, 국내 금융위기 및 '17~'18 반도체 사이클 둔화 모두 이익 추정치가 먼저 훼손된 사례가 아님
- 강한 이익 모멘텀은 주가 상승의 지지 기반이지만 주가 조정 전 선행 신호로 작동한다고 보기는 어려움

주요 위기 기간 미국 주가지수 & 선행 이익 추정치



자료: Bloomberg, SK증권

주요 위기 기간 국내 주가지수 & 선행 이익 추정치



자료: Quantiwise, SK증권

방향이 맞아도 길은 험할 수 있다

- 닷컴버블은 인터넷 보급의 방향성이 틀린 사례가 아니라 경제적 이익의 귀속 속도·규모·마진을 과도하게 선반영한 결과
 - AI CAPEX 논의와 닮은 지점은 기술 방향성이 아니라 중간 현금흐름 공백
 - 현금흐름 공백은 주가 상승이 지속되는 동안에는 환경 변수일 뿐 그 자체로 붕괴의 방아쇠는 아님
- 과거 위기의 공통점은 단일 자산의 과대평가가 아니라 연결된 포지션의 상관관계를 시장이 과소평가했다는 점
- 잠재 방아쇠는 확대된 AI 투자가 정해진 시간 안에 충분한 매출과 마진으로 전환되지 못할 때의 실망감

닷컴버블 당시 관련 기업들의 영업현금흐름 - CAPEX (단위:MLN\$)

구분	Amazon	eBay	AOL	Akamai
1998	2.7	-2.6	44	-1.5
1999	-378.0	-24.1	816	-58.0
2000	-265.2	50.4	1,166	-254.8
구분	Uniphase	Lucent	Cisco	Microsoft
1998	26.1	-163	2,436	7,777
1999	20.4	-3,004	3,723	11,563
2000	1.1	-2,397	5,055	10,547

자료: SEC, SK증권

금융위기 당시 주요 CDO 투자등급

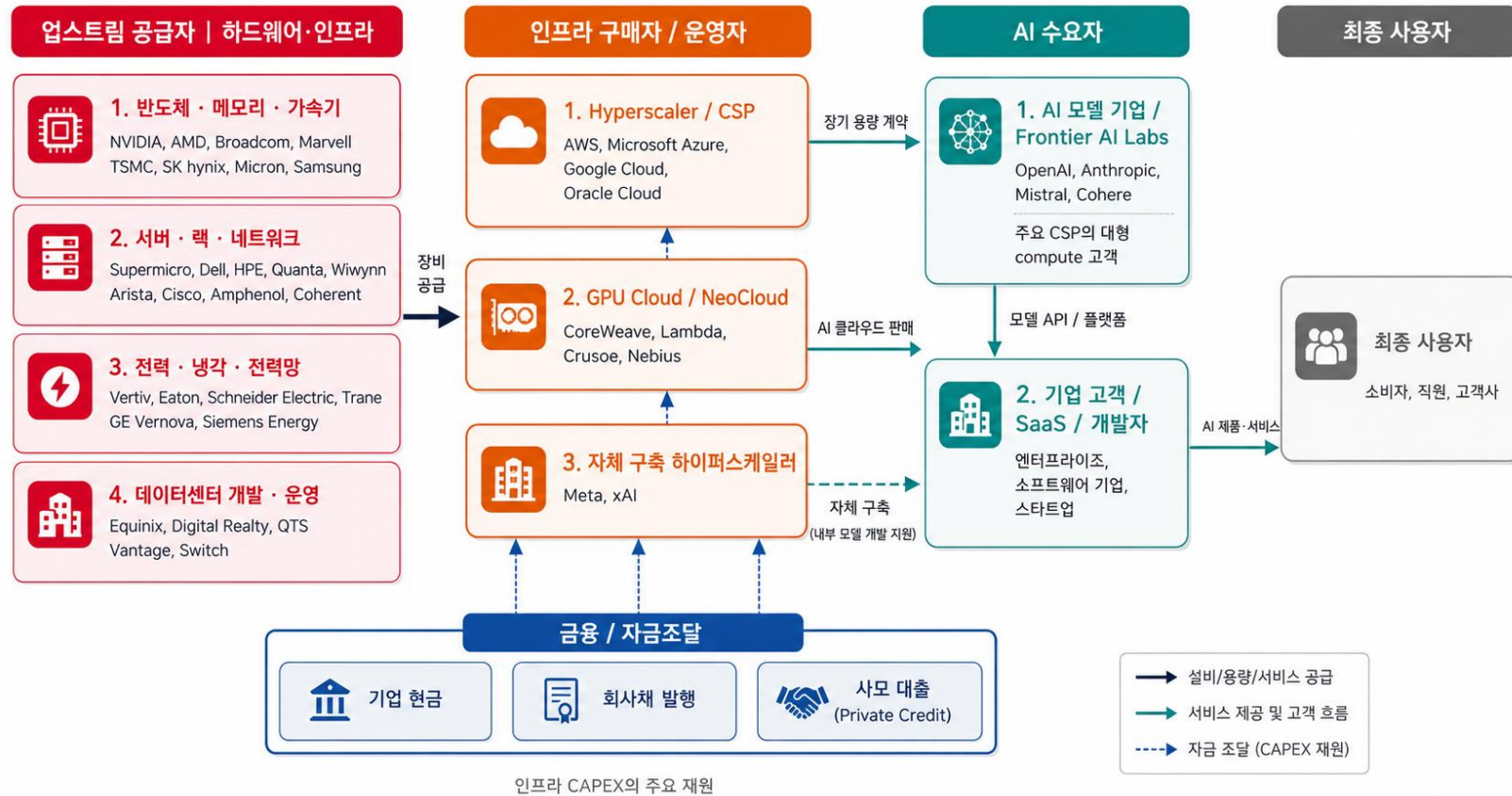
ABAC 2007-AC1A			AURIG 2006-1A A1			TWOLF 2007-1A S1		
날짜	기관	등급	날짜	기관	등급	날짜	기관	등급
07/05	S&P	AAA	06/12	무디스	Aaa	07/03	무디스	Aaa
07/05	무디스	Aaa	07/10	무디스	Aaa *-	07/04	S&P	AAA
07/10	S&P	AA+	08/01	S&P	AAA *-	08/02	S&P	AAA *-
07/11	무디스	Baa2 *-	08/02	S&P	B-	08/03	무디스	Aa2 *-
08/01	S&P	AA+ *-	08/02	무디스	Ba1 *-	08/05	S&P	BB *-
08/02	S&P	CCC-	08/05	무디스	B3 *-	08/07	S&P	B- *-
08/04	무디스	Ca	08/06	S&P	B- *-	08/07	무디스	Caa1 *-
09/05	S&P	D	08/07	S&P	CC	08/07	S&P	D
10/08	S&P	NR	08/09	무디스	Ca	08/08	무디스	Caa1 *-
			08/10	S&P	NR	09/05	S&P	NR
10/09	무디스	WR	09/07	무디스	C	09/07	무디스	Caa1 *-
			09/07	무디스	WR	09/07	무디스	WR

자료: Bloomberg, SK증권

Chain reaction

- AI 가동에는 토지·전력·냉각·네트워크·GPU·물류·자금조달·허가가 모두 필요
- 밸류 체인 특정 영역의 작은 병목도 가동률 지연을 유발하여 다른 영역 병목으로 전염될 여지가 있음

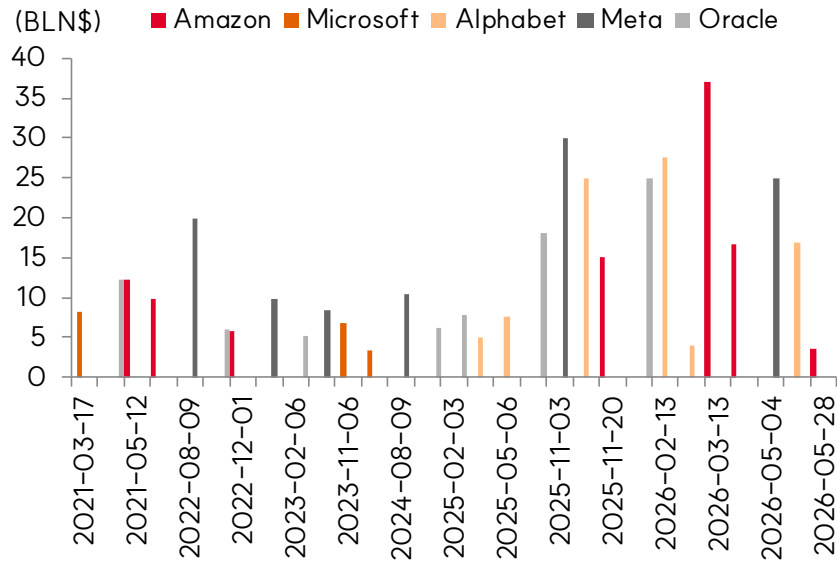
AI CAPEX 밸류 체인



부채 확장은 양날의 검

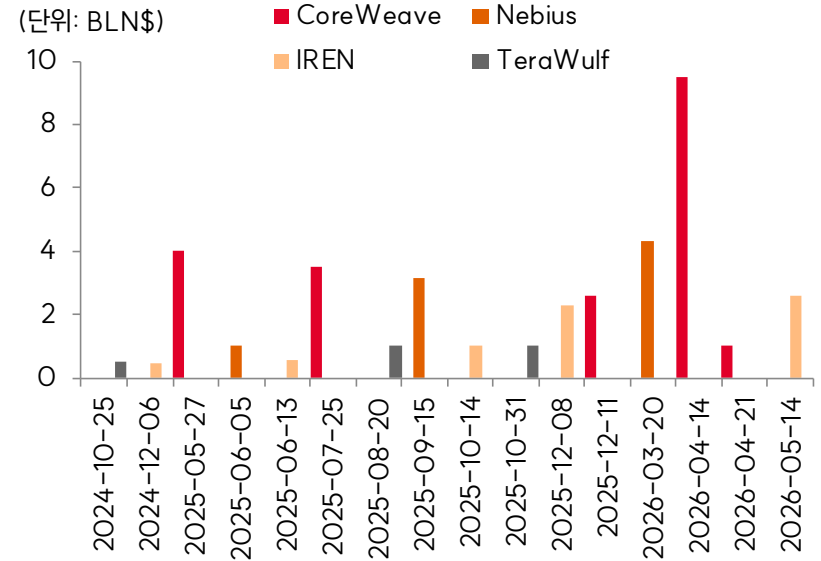
- AI 낙관론은 크레딧 스프레드와 자금 조달 비용을 낮게 유지하지만 작은 실패가 연쇄 조정으로 연결될 수 있음
- 최근 네오클라우드는 고객계약·GPU·현금흐름을 담보화하여 부채를 조달하는 구조 확대
- 일정대로 매출 전환이 발생하면 자기강화적 성장이 가능하지만, 고객 계획 변화 또는 가동 지연 시 신용위험이 표면화 됨
- 호황기에는 관대한 대출이 증가하고 이 중 손실이 발생하면서 사이클 고점을 통과하는게 부채 사이클의 기본 경로
- 현재 부채 발행 방식은 호황기적 성격이 강하며, 수요 붕괴보다 현금흐름 전환 지연이 현실성 높은 꼬리 위험

CSP+, Oracle 부채 발행 내역 (2020년 이후)



자료: Bloomberg, SK증권

NeoCloud 부채 발행 내역

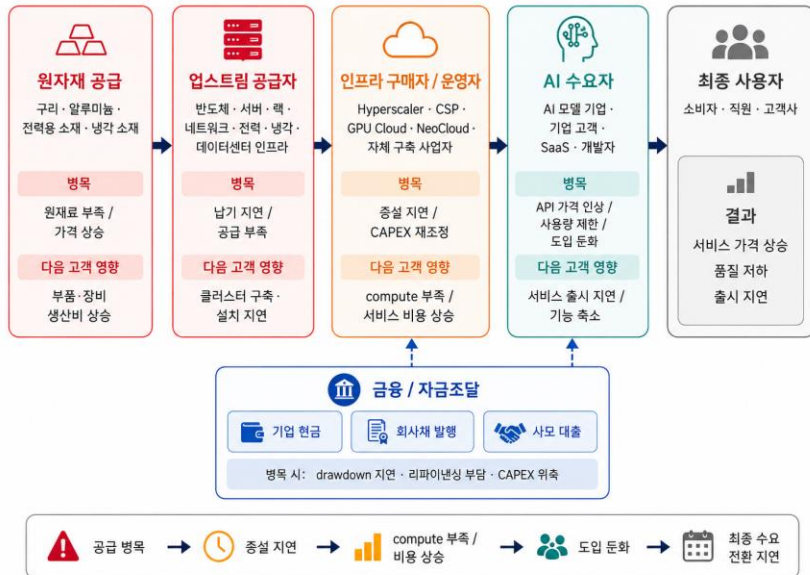


자료: Bloomberg, SK증권

더욱 중요해질 매출전환속도

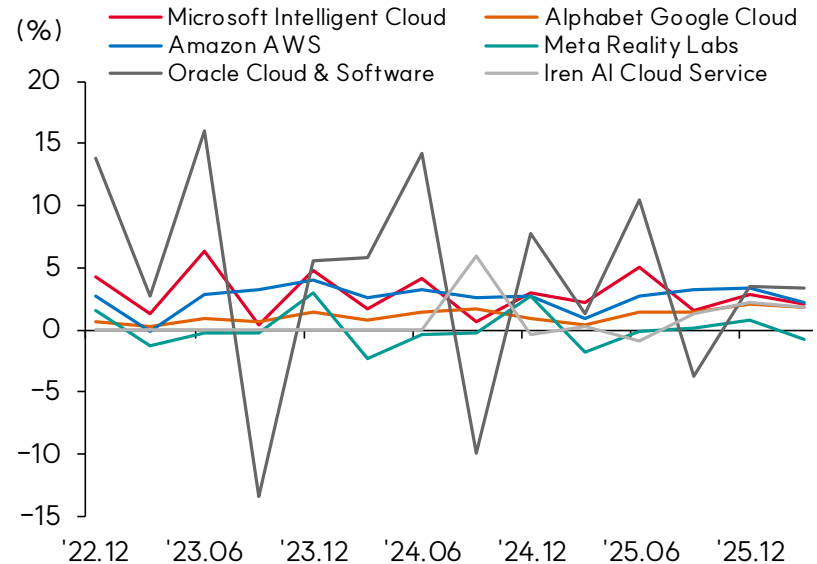
- 시장은 CAPEX 증가를 AI 수요 강도의 증거로 해석하며, 초기에는 공급 불균형과 가격 상승을 통해 밸류체인에 긍정적으로 작용
- 그러나 가동률이 예상보다 늦어질수록 같은 CAPEX는 미가동자산으로 재해석될 가능성
- 고금리·FCF 완충력 축소 상태에서 핵심은 CAPEX 절대 금액이 아니라 투입된 자본이 매출·마진·FCF로 전환되는 속도
- 주요 리스크는 CAPEX 가이던스 하향, 서버 내용연수 재평가, 프로젝트 지연, 공급망 꼬리 위험 등

밸류 체인이 넓을수록 병목 변수 확장



자료: SK증권

AI 사업부 매출전환속도



주: 매출전환속도 = AI 사업부의 매출변화율 / 과거 4분기 투입된 CAPEX

자료: Bloomberg, SK증권

잠재적 병목: 원자재

- 데이터센터 전력수요는 AI 성장의 가장 직접적인 병목 지표
- IEA는 글로벌 데이터센터 전력소비가 2030년 약 945TWh로 현재의 약 두 배 수준에 이를 것으로 전망
- 구리·황산·알루미늄 등 기초 소재와 물류 차질은 데이터센터 CAPEX와 리드 타임을 동시에 자극
- AI 투자 열풍 이후 구리 가격은 고점을 갱신하는 가운데 중국의 황산 수출 금지 조치는 공급 부담을 심화시키는 요인
- 공급망이 넓어질수록 가시성이 낮은 영역에서 병목 발생 가능성 확대

중국 황산 수출 금지 조치 시행

Amid disruption from Iran war, China quietly turns off sulphuric acid supply

By Megan Hughes ABC Rural Chemical Industry

15h ago

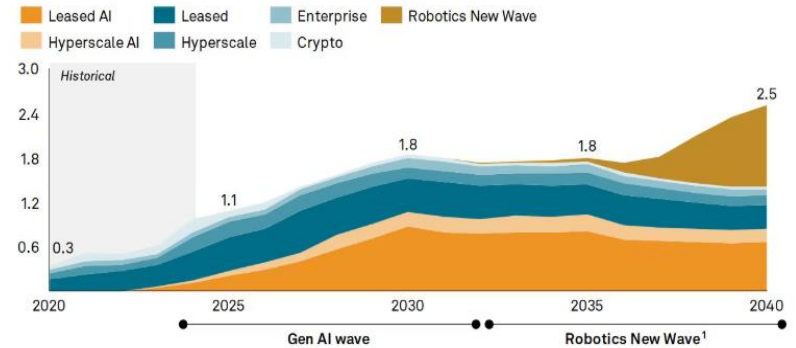


자료: ABC News

데이터센터의 구리 수요

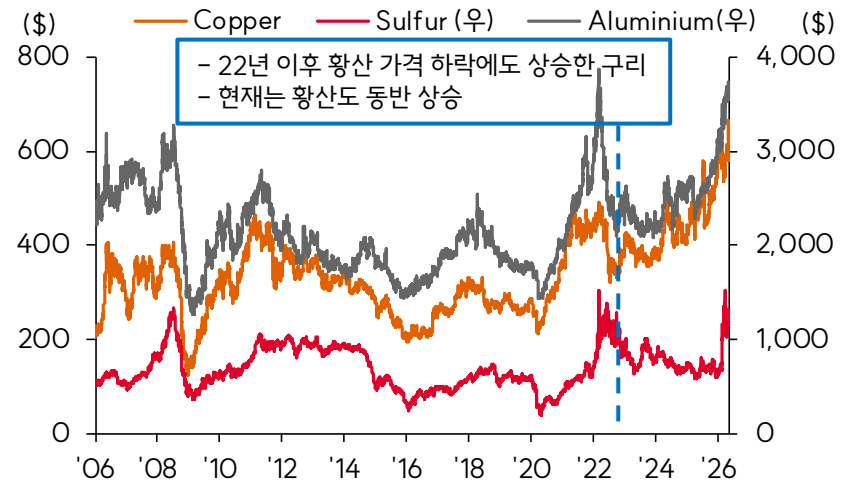
(단위: MLN Metric ton)

Figure 36. Data center copper demand by archetype (2020–2040)
MMt Cu



자료: S&P Global

황산 가격, 구리 가격



자료: Bloomberg, SK증권

잠재적 병목: 운송

- 변압기, 발전기, 냉각설비 등 대형·중량 장비는 일반 드라이벤보다 flatbed 및 heavy-haul capacity를 필요로 함
- Trucking Dive는 AI 데이터센터 건설이 flatbed spot rate 상승을 이끌고 있다고 보도
- 전력 장비 리드타임 장기화와 공정별 납기 조율 난도 상승으로 특수 운송 여력 부족이 심화되고 있다는 분석
- 미국 트럭 운송은 장비 규격·운전자 숙련도·도로 허가·crane/rigging 일정이 모두 맞아야 해서 공급 탄력성이 생각보다 낮은 산업

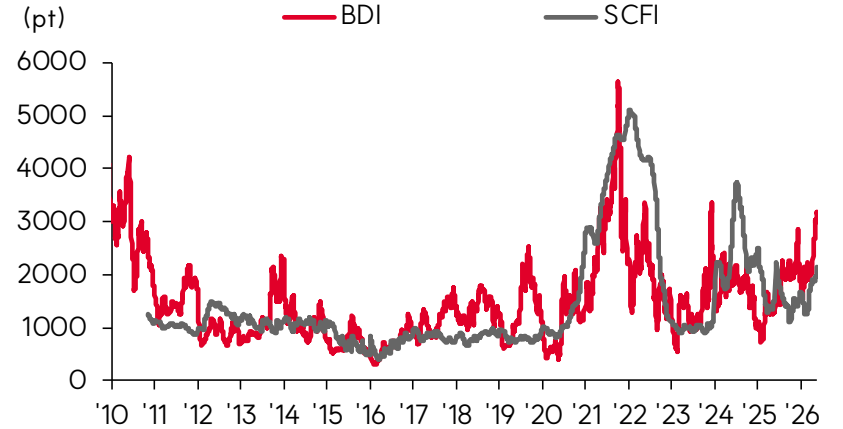
Flatbed Spot Rate

(단위: \$/mile)



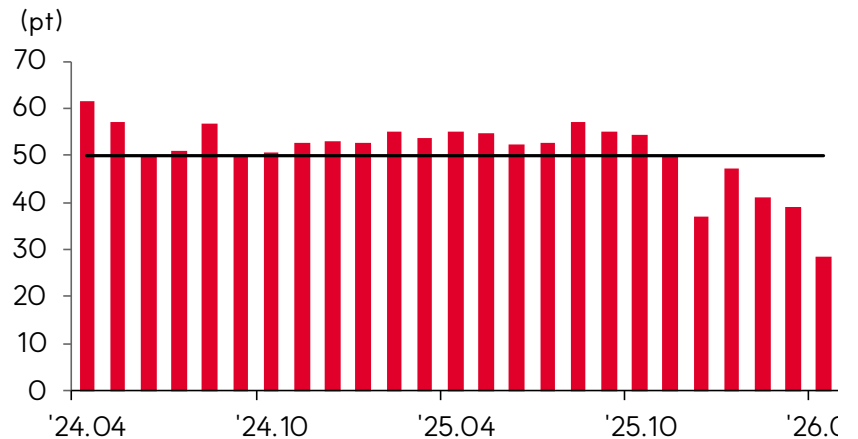
자료: DAT Freight & Analytics, Trucking Dive

주요 운임 지수 상승



자료: S&P Global

미국 화물 운송 여력 축소



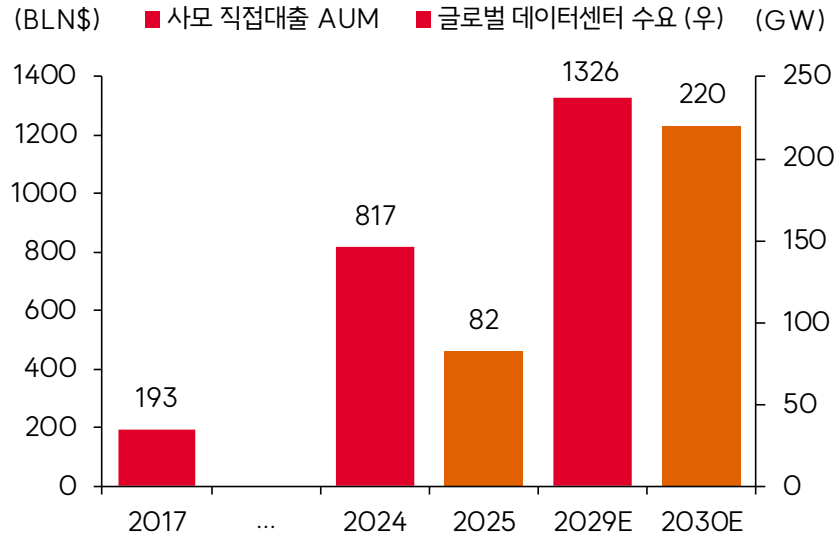
주: 50 이상은 운송 여력 확장, 50 이하는 운송 여력 축소

자료: Logistics Managers' Index, SK증권

잠재적 병목: 자금

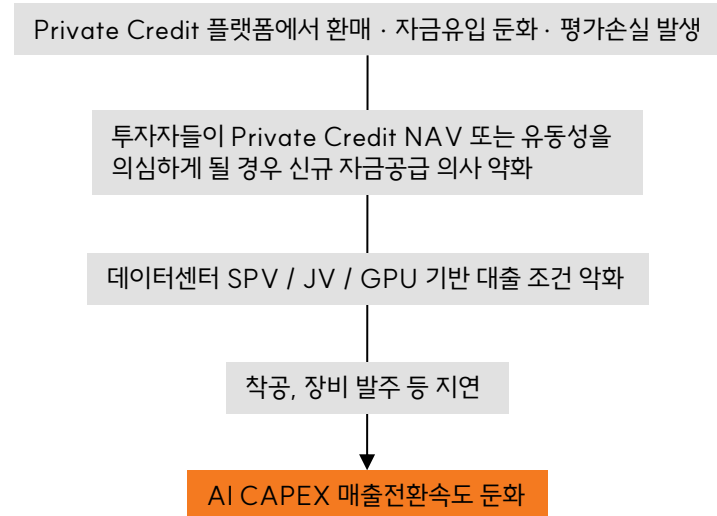
- AI 인프라 조달은 회사채 등의 전통적 부채를 넘어 SPV·JV·사모 신용·장기 리스 구조로 확장
- 최근 일부 기업들은 회사채가 아닌 사모 대출을 통해 약 1,200억 달러 규모의 부외(off-Balance Sheet) 부채를 조달하였음
- 향후 사모 대출자의 자금공급 의지가 약화될 경우 프로젝트 금융 지연이 데이터센터 착공·장비 발주 지연으로 연결될 가능성

사모 직접 대출 의존이 확대된 데이터센터



자료: BlueOwl, SK증권

사모 대출 시장이 AI 매출 전환에 미치는 파급 경로

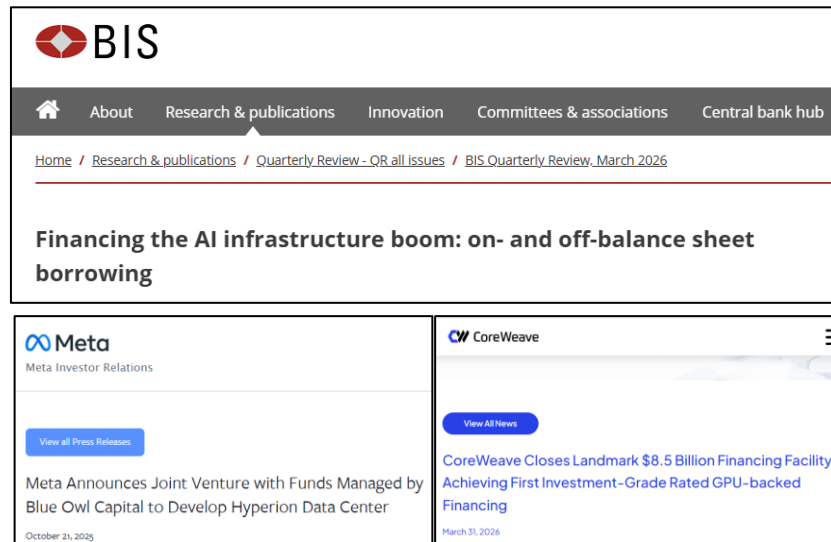


자료: SK증권

부외부채는 새로운 충격 전파 경로

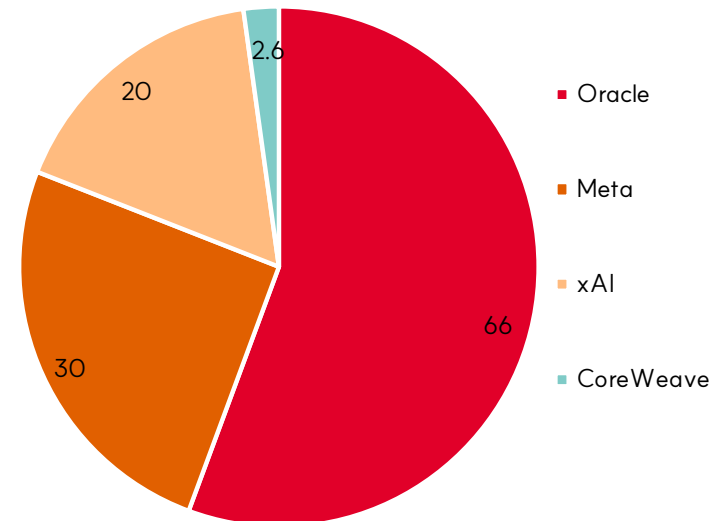
- 사모 금융은 경제적으로 부채와 유사하지만 기업 재무상태표에 직접적으로 드러나지 않으며, 대부분 AI 투자로 인한 미래 현금흐름을 담보로 함
- 해당 구조는 재무제표상 건전성을 유지하는 효과가 있으나 AI 투자 수익화에 실패할 경우 실질적 부채로 잔존하게 됨
- BIS는 이러한 구조를 off-balance sheet 성격의 shadow borrowing으로 설명하며, 사모 신용 대출자들의 투자 심리 변화가 새로운 충격 전파 경로가 될 수 있다고 진단

Shadow Borrowing : 재무상태표에 드러나지 않는 실질적 부채



120 BLN \$에 육박하는 기업들의 부외 부채

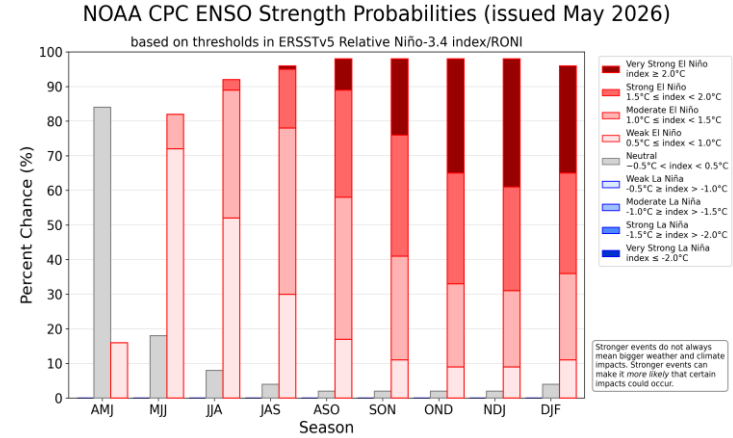
(단위: BLN\$)



식료품 물가의 간접 충격

- 엘니뇨는 원자재 중 농산품에 영향을 미칠 수 있는 기상 요인
- 슈퍼 엘니뇨 발생 확률 상승은 식료품 물가를 통해 소비 심리 둔화 압력으로 전이될 가능성
- 농산품은 AI CAPEX에 직접적인 영향을 미치지 않지만, 가격 상승 시 소비자가 가장 직접적으로 체감하는 원자재
- 소비심리가 추가 악화될 경우 B2C 사업부 노출도가 큰 기업의 현금흐름에 부정적

엘니뇨 발생 확률. 8월 이후 Strong 엘니뇨 발생 확률 급등



자료: NOAA CPC

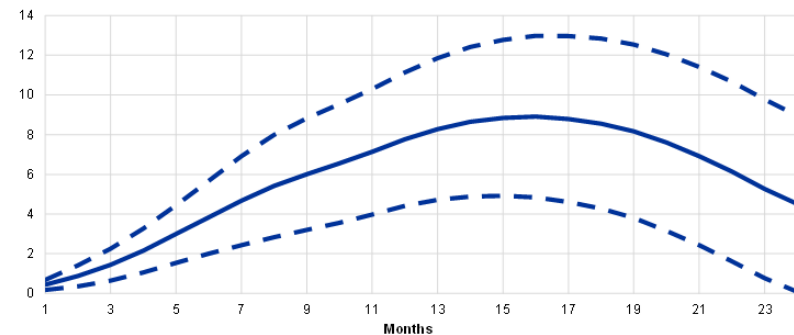
소비자 심리에 대한 타격은 농산품이 가장 높음

Strong 엘니뇨 진입 시 글로벌 식료품 가격은 평균 9% 상승

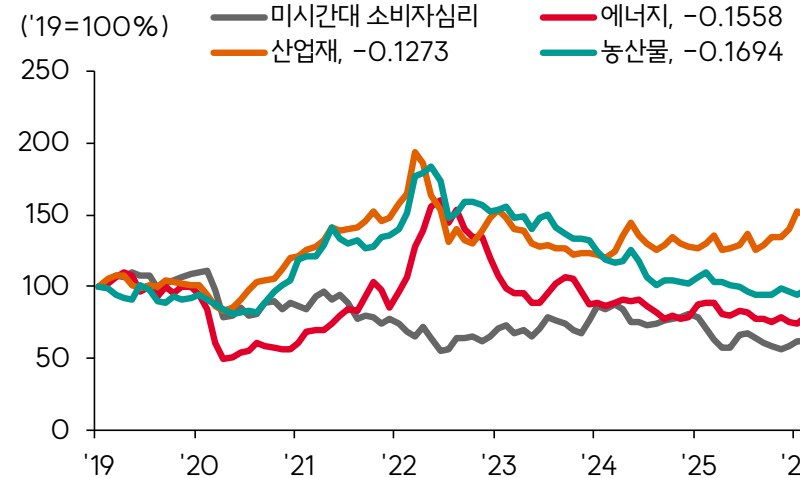
Estimated global food commodity price effects of a transition from a normal to a strong El Niño

a) Price effects following the start of a strong El Niño period

(percentage changes)



자료: European Central Bank



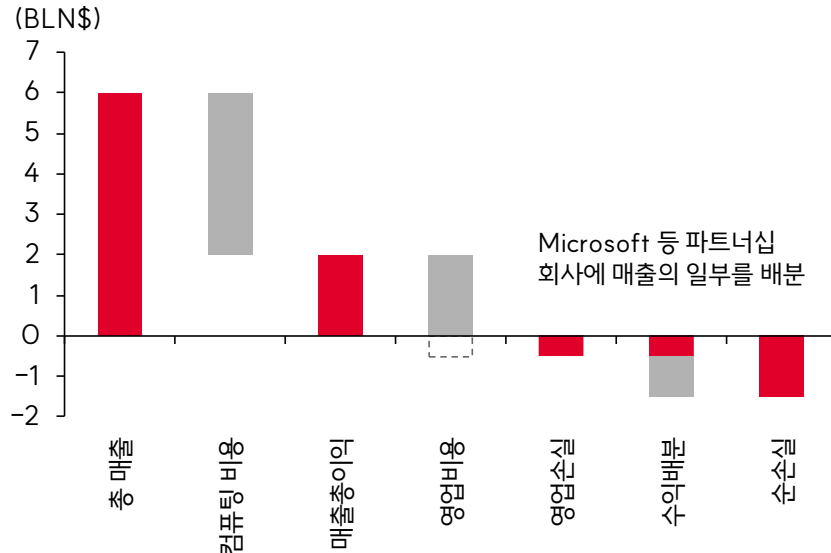
주: 각 원자재 항목 오른쪽 숫자는 상승했을 때 소비자 심리와의 상관관계

자료: Bloomberg, SK증권

AI 서비스는 수익성 검증 국면으로 전환

- 현재 AI 서비스 가격 체계는 점유율 확대와 사용 습관 형성을 위해 비용 전가가 일부 지연된 구조로 판단
- 사용자 수·점유율·토큰 호출량이 핵심 성장 지표로 평가됐으나, 향후 수익성 검증 국면에서는 토큰 비용 회수율이 더 중요해질 전망
- 특히 주요 AI 서비스 기업들의 상장 이후 수익성 제고 요구가 높아질 가능성
 - 다만 상장 전까지는 수요의 proxy 지표인 토큰 사용량을 위축시킬 가격 정책 시행이 제한될 것으로 예상

'25.08(GPT-5출시) ~ '25.12(GPT-5.2 출시) 사이 OpenAI 추정 수익



자료: Epoch AI, SK증권

AI관련 대형 IPO 후보군

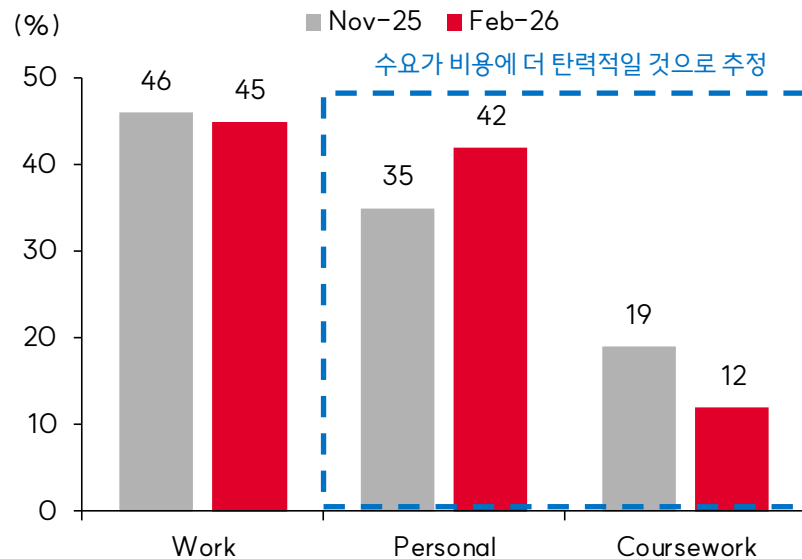
기업	거론된 규모	예상 시점	상태
OpenAI	~\$1 tn	'26년 하반기~'27년	미확정
Anthropic	~\$900 bn	'26년 하반기~'27년	미확정
Databricks	~\$134 bn	'26년 하반기~'27년	미확정
Lambda	~\$5.9 bn	'26년 하반기~'27년	미확정
SpaceX/xAI	~\$1.75 수	'26년 6월 목표	순수 AI X

자료: 언론 보도, SK증권

수익화 전환은 토큰 수요의 하방 변수

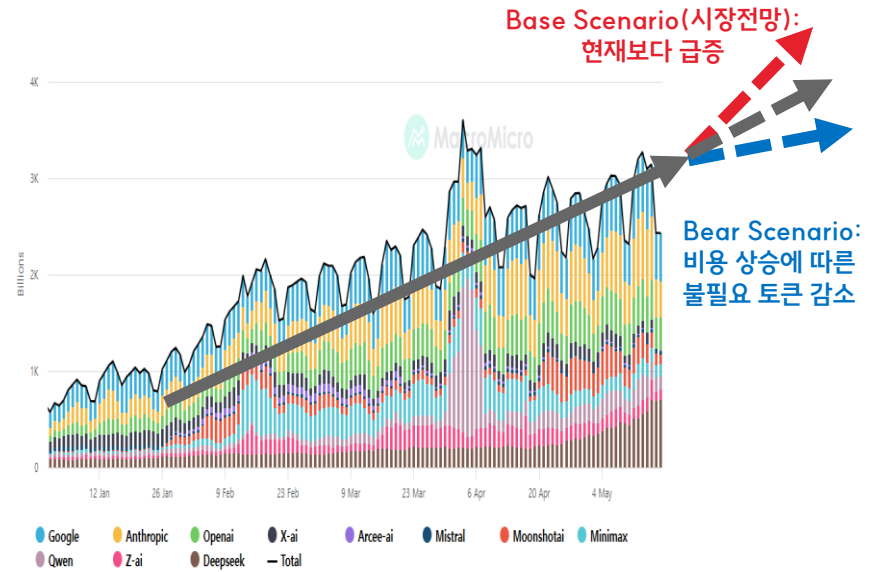
- AI 서비스는 사용량이 추론 비용으로 직결되며, agent, coding, long-context 작업은 컴퓨팅 사용량이 높음
- 토큰 사용량이 증가할수록 기존 월간 정액제·무제한형 가격 구조의 지속 가능성은 낮아질 전망
- 정액제 가격 인상 또는 usage-based fee 도입 시 실험적 사용·저효용 반복 호출·장시간 agent 사용 등은 감소할 가능성
- 가격 정상화는 토큰 사용량 성장을 둔화로 연결될 수 있으며 이는 AI 인프라 수요의 하방 리스크로 작용

Anthropic이 공개한 현재 AI 사용처 비중



자료: Anthropic Economic Index, SK증권

OpenRouter 처리 토큰 추이



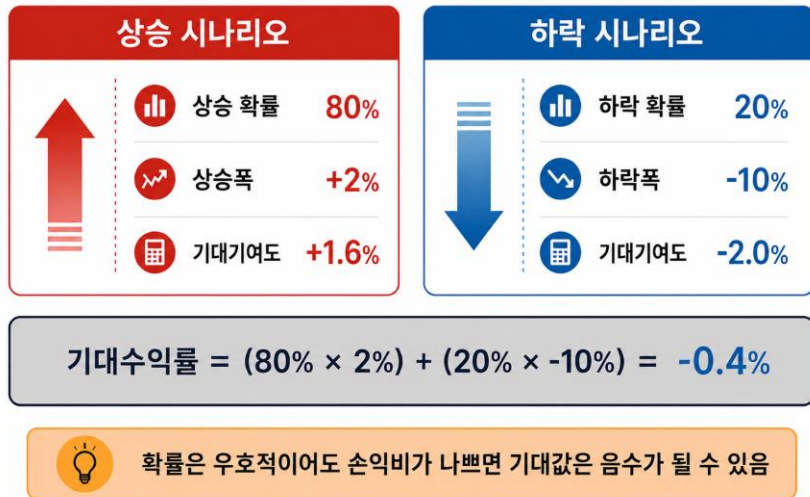
주: OpenRouter 데이터는 전체 AI 사용량이 아닌 서드파티 앱·Agent 사용량 프록시 지표

자료: OpenRouter, SK증권

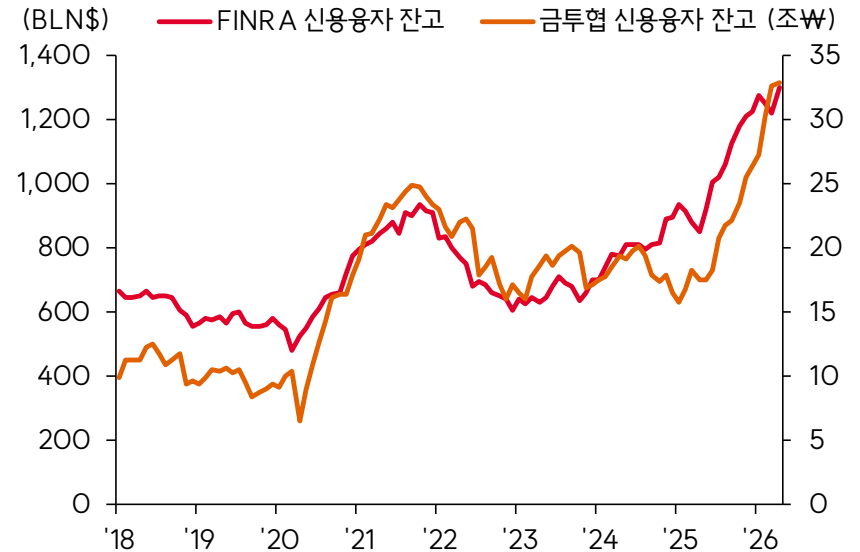
비대칭적 손익비

- AI 서사의 성공 확률이 높더라도, 이미 높은 확률이 가격에 반영되어 있다면 기대수익률은 제한될 수 있음
- 투자에서는 낮은 확률의 하락 이벤트가 전체 성과를 좌우할 수 있으며, 확률뿐 아니라 손익비와 꼬리 위험도 중요
- 현재 시장은 AI 수요와 초과수익 가능성에 대한 베팅이 집중된 상태이며, 포지셔닝 쓸림이 강할수록 반대 시나리오의 충격은 비선형적으로 확대
- 리스크는 "AI 실패"보다 "성공 기대가 과도하게 반영된 상태에서 내러티브가 둔화되는 경우"에 있음

기대수익률 = 확률 x 손익비



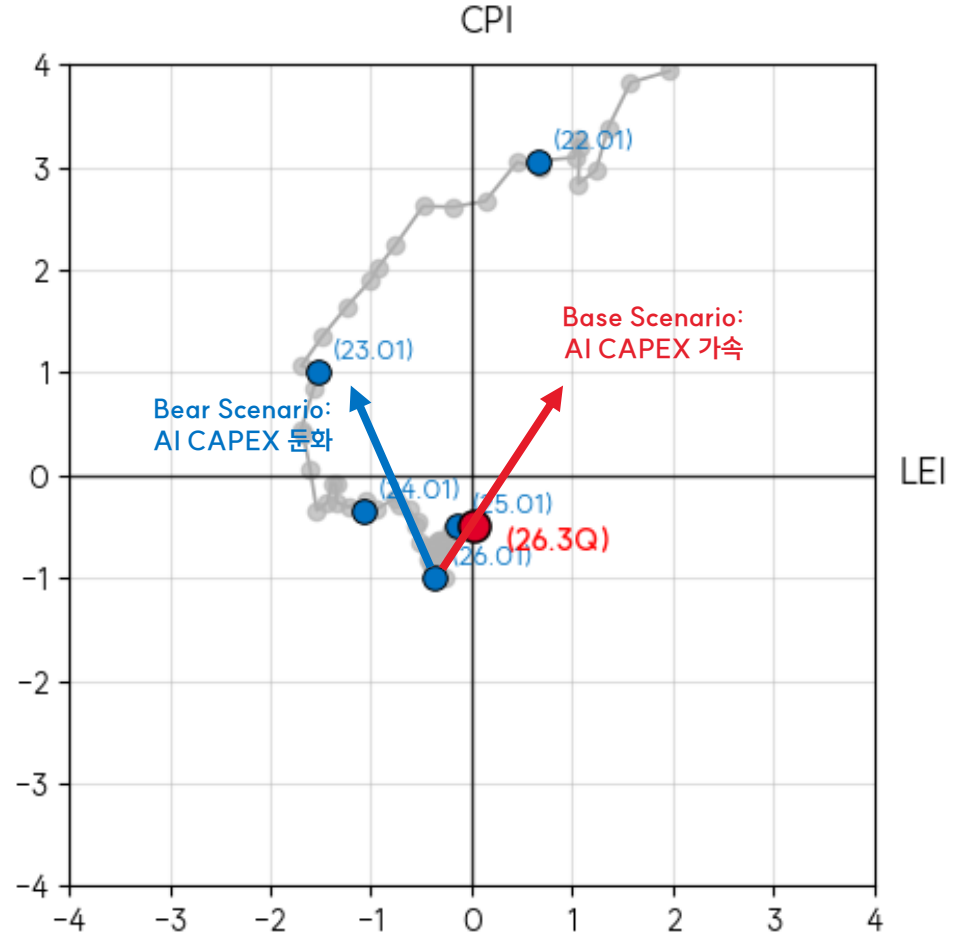
글로벌 주식시장 상승 베팅 역대 최고 수준



양발운전: AI Exposure와 Hedge 병행

- AI CAPEX 둔화는 tail risk이나, FCF·금리·공급망 여유가 축소된 것은 사실
- AI가 매크로 고통을 가려온 장막이었다면, 서사 둔화는 물가·금리·경기 지표가 재차 가격에 반영되는 계기가 될 수 있음
- 통화·재정 정책 여력도 제한된 상황에서 고물가·성장 둔화는 스태그플레이션 국면 진입을 의미
- AI는 실체가 있는 비가역적 기술 발전인 만큼 관련 투자 자산은 유지하는 것이 합리적
- 다만 손익비가 과도하게 한 방향으로 쏠려 있어 유동성·실물·저변동 hedge 비중을 포함하여 Bear Scenario 대비 필요

미국 경기 국면

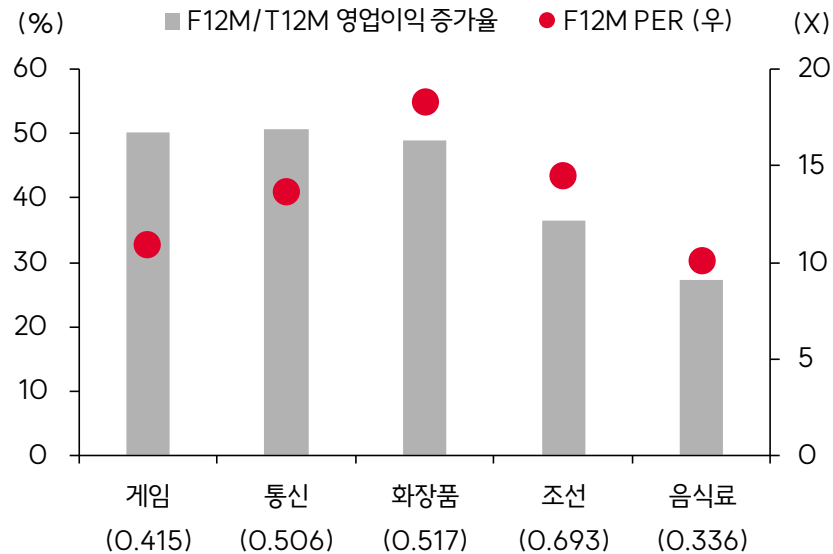


주: X축은 경기, Y축은 물가. AI CAPEX가 지속되면 1/4분면, 모종의 이유로 둔화되면 2/4분면으로 진행 예상
 자료: Bloomberg, SK증권

주식 hedge: non-AI, Duration ↓, 이익 성장

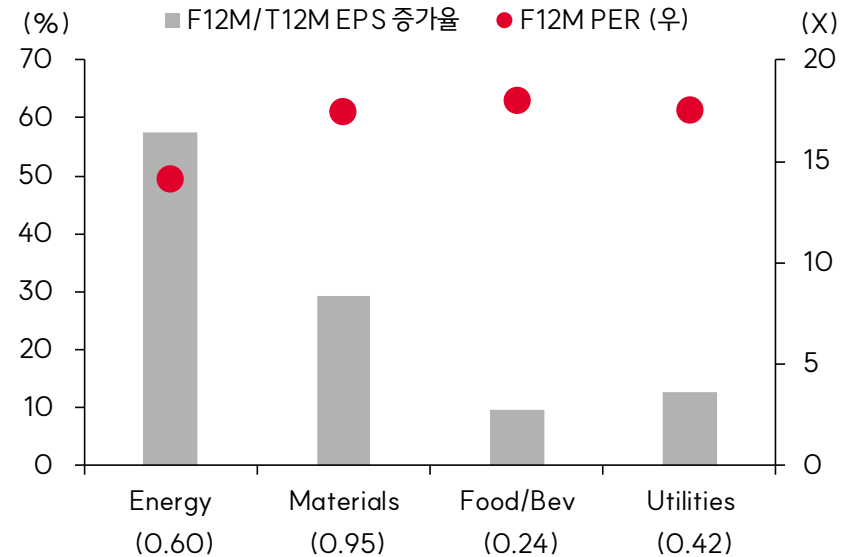
- AI CAPEX가 둔화될 경우 단순 차익 실현을 넘어 매크로 부담이 재차 부각되며 시장センチメント가 다소 악화될 것으로 예상
- AI CAPEX와 병행할 주식 hedge 업종은 다음의 세 가지 팩터를 기준으로 선별할 필요
 - AI 테마와 독립적일 것: Low β
 - 단기 듀레이션일 것: 먼 미래 현금흐름으로 기업 가치를 설명하는 고PER은 제외
 - 이익이 성장할 것 (F12M 이익 / T12M 이익 비율 ↑)

국내 hedge 업종 추천 리스트



자료: Quantiwise, SK증권

미국 hedge 업종 추천 리스트

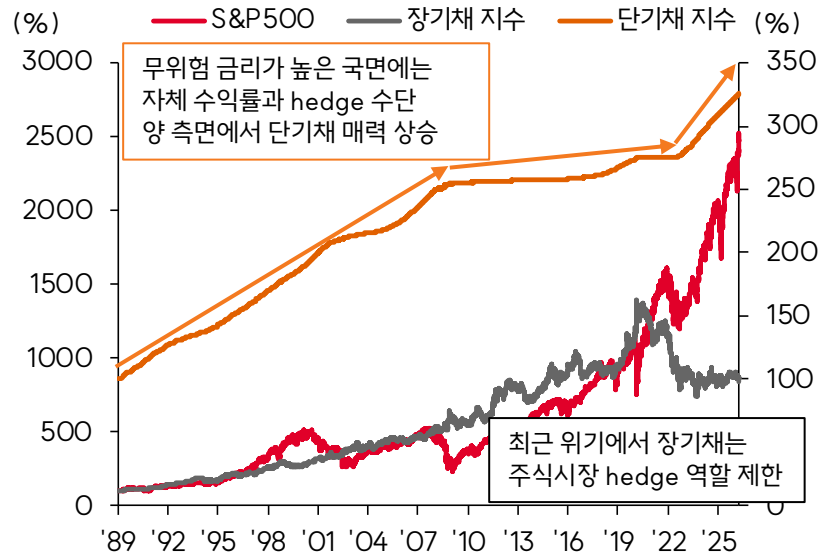


자료: Bloomberg, SK증권

자산 hedge: 단기채와 금의 방어력

- AI 밸류체인에 단순 둔화가 아닌 tail risk가 발생하여 위험자산 선호 심리가 악화될 경우 다른 자산에서의 방어력 및 유동성 필요
- 금은 대표적 hedge 자산이지만 ETF 확장 과정에서 유입된 유동성 영향이 커져 유동성 축소 국면에서는 가격 변동성이 확대될 수 있음
- 장기채는 성장 둔화에는 우호적이지만 물가 고착 국면에서는 듀레이션 리스크로 단기채 대비 매력 낮음
- 미국 통화 완화 여력이 확대될 경우 점진적 비중 확대가 가능할 것

미국 주식 vs 채권 성과



자료: Bloomberg, SK증권

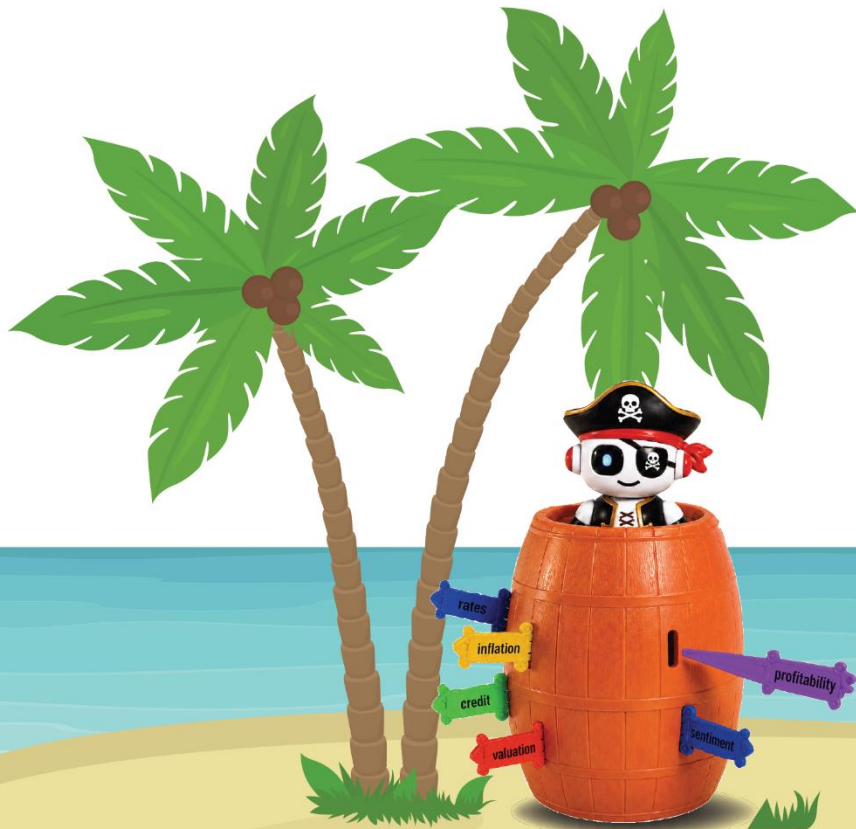
미국 주식 vs 금 성과



자료: Bloomberg, SK증권

Part 4. 미국 & 한국 경제 전망

경제/FX. 신윤정



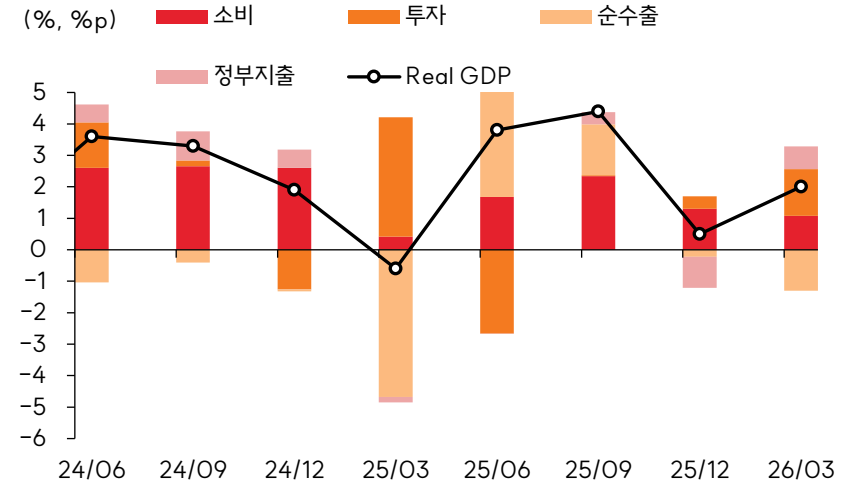
주요 경제 지표 전망 테이블

		2025				2026				2024	2025	2026
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간	연간(E)
한국	GDP (%YoY)	-0.3	0.6	1.9	1.6	3.6	3.2	2.0	2.6	2.0	1.0	2.9
	CPI	2.0	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.9	2.5	2.3	2.1	2.6
미국	GDP (%QoQ saar)	-0.6	3.8	4.4	0.5	2.0	2.8	2.4	1.9	2.8	2.2	2.4
	CPI	2.7	2.4	2.9	2.7	2.7	3.9	3.6	3.5	3.0	2.7	3.4
원/달러 환율		1,452	1,399	1,387	1,449	1,465	1,480	1,470	1,455	1,364	1,420	1,465

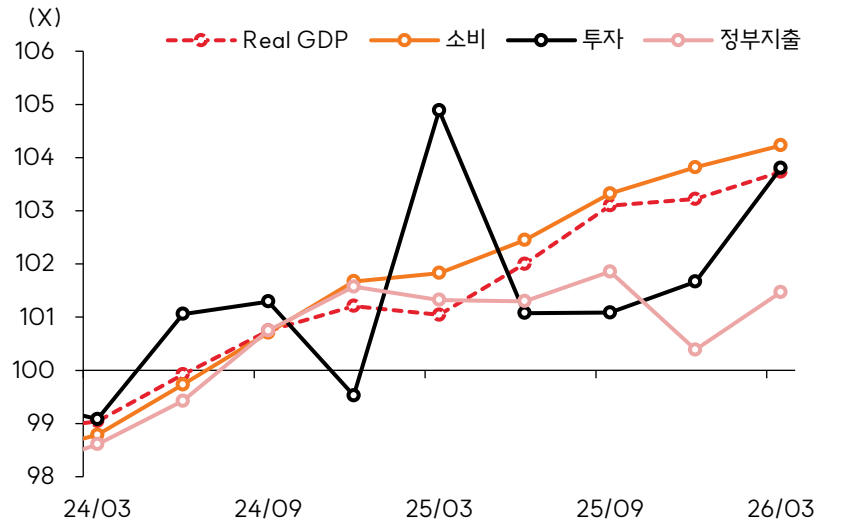
무엇이 미국을 버티게 할까

- 본문:글로벌 경기 불확실성이 확대되는 가운데서도 미국 경제는 상대적으로 견조한 성장을 유지.성장의 배경을 들여다보면 소비와 투자가 주된 기여를 하는 구조이나, 그 중심에는 AI 투자
- 데이터센터,반도체 인프라를 중심으로 한 민간 투자 집중이 전체 투자항목 내에서 차지하는 비중을 빠르게 증가

미국 실질 GDP 상승률과 세부항목 기여도

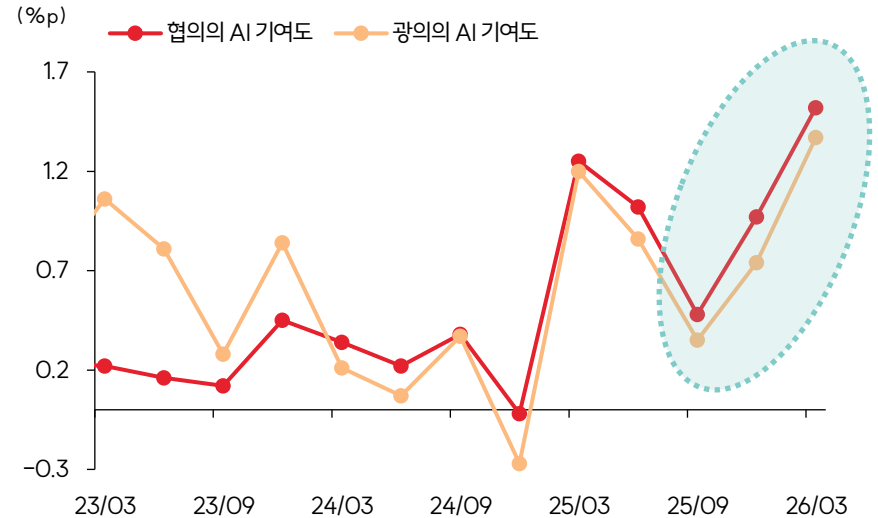


2024년 대비 세부 항목별 실질 GDP 상승 정도



자료: CEIC, SK증권

미국 실질 GDP 내 협의 및 광의의 AI 기여도 추이

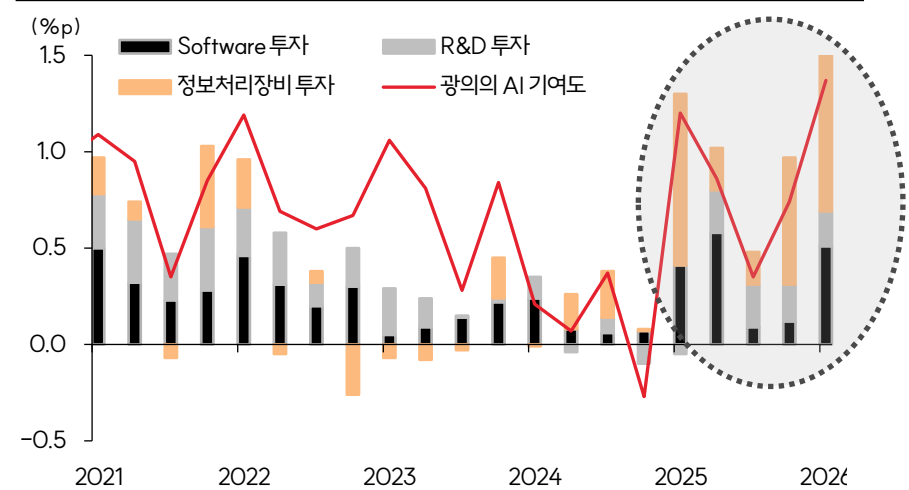


자료: CEIC, SK증권

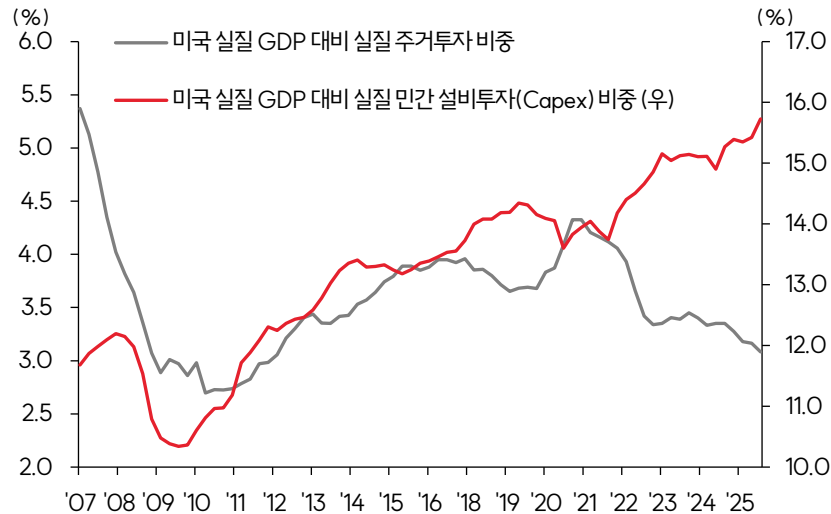
AI 투자의 압도적 기여

- AI 투자 확대는 단순한 트렌드가 아닌 미국민간 투자 구조의 실질적 재편. 민간 설비투자내 AI 관련 항목의 기여도는 소프트웨어·R&D·정보처리장비 전반에 걸쳐 확대되고 있으며, 최근 들어 그 폭이 가파르게 커지는 양상
- 글로벌 AI 민간투자에서 미국이 차지하는 비중은 유럽·중국과의 격차를 빠르게 벌리며 독주 체제를 형성 중. 이는 미국 GDP 내 실질 민간 설비투자 비중의 상승 추세와도 맞닿아 있는 흐름
- 다만 주거투자 비중이 동반 하락하고 있다는 점은 AI 외 영역으로의 투자 온기 확산이 제한적임을 시사

미국 GDP 내 AI 관련 세부항목 기여도 추이

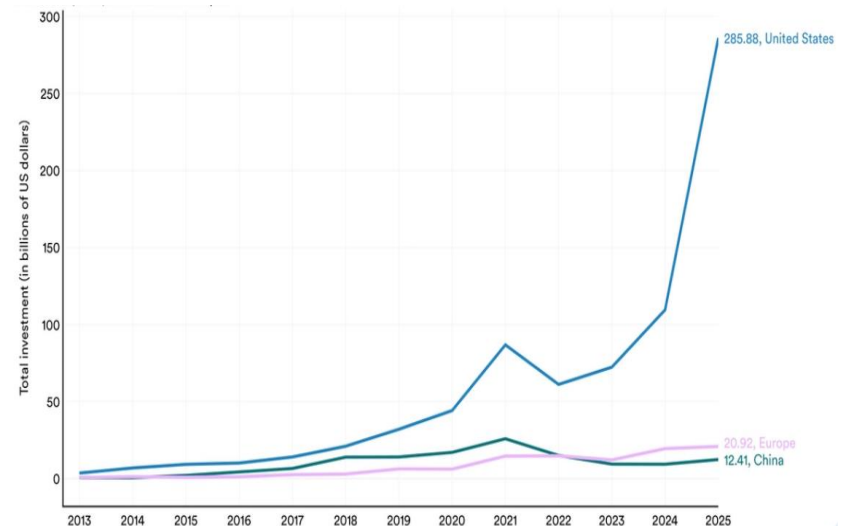


미국 GDP 내 AI 관련 기여도 추이



자료: CEIC, SK증권

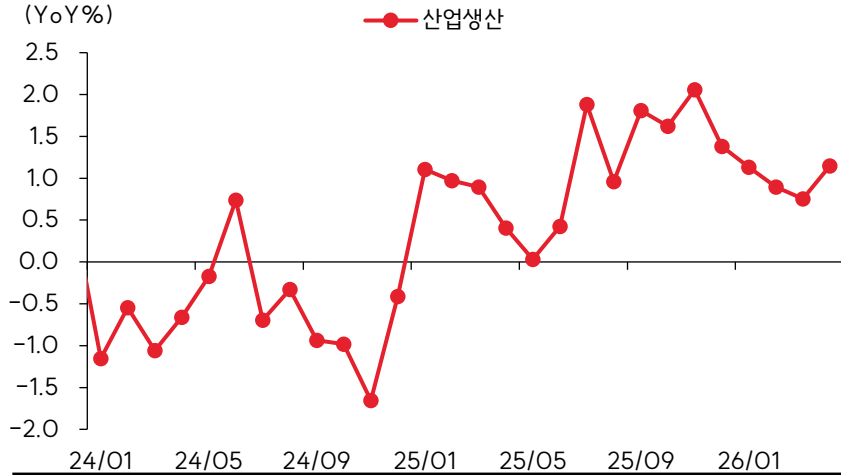
지역별 글로벌 AI 민간투자 규모, 2013~2025년



자료: CEIC, OECD, SK증권

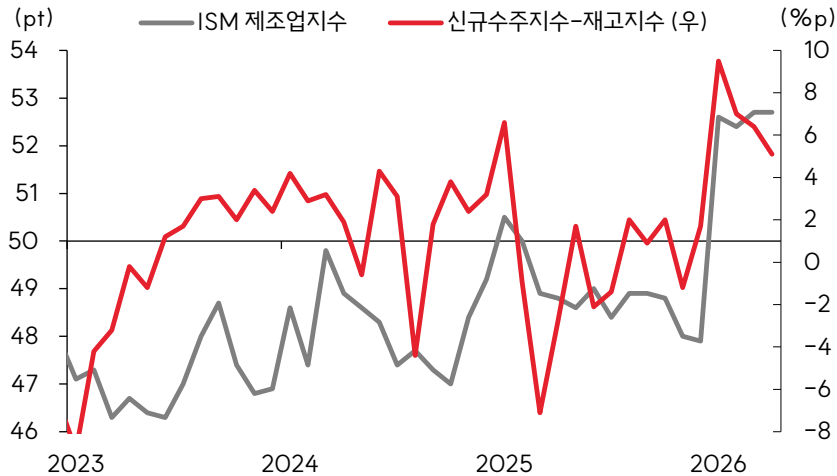
경제 활동의 주축이 된 기업

미국 산업생산 증가율



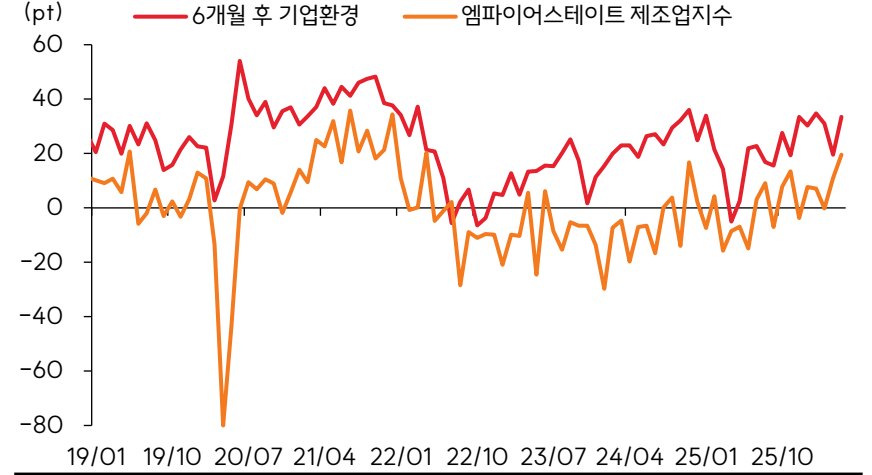
자료: CEIC, SK증권

ISM 제조업지수와 신규 및 재고 스프레드



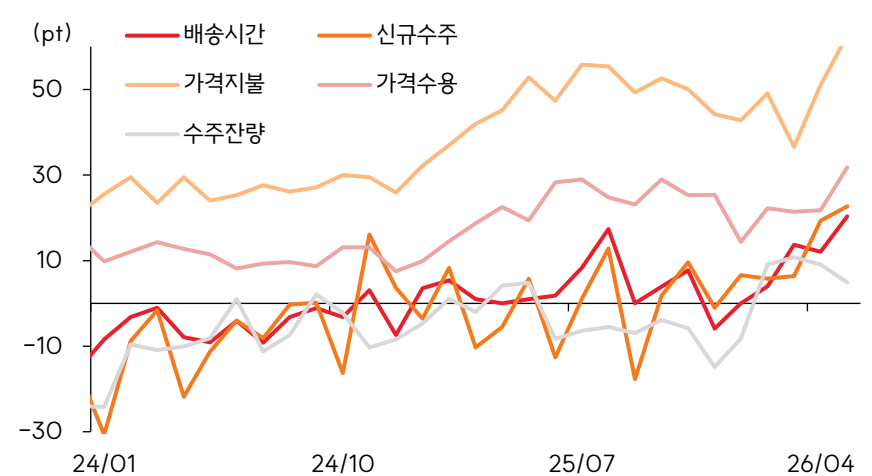
자료: CEIC, SK증권

엠파이어스테이트 제조업지수와 기업환경 전망



자료: CEIC, SK증권

ISM 제조업 지수 세부항목 추이



자료: CEIC, SK증권

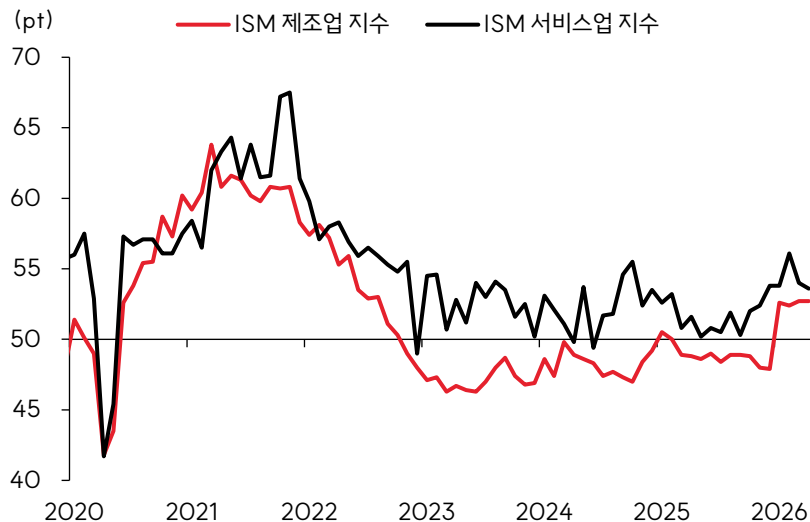
서비스업 소비도 유지되고 있는 상황

- AI 투자와 함께 미국 경기를 지탱하는 또 다른 축은 소비. 상품 소비가 둔화되는 흐름 속에서도 서비스 지출은 꾸준한 모멘텀을 유지하고 있으며, 서비스업 매출 역시 완만한 증가세를 이어가는 상황
- 이 소비를 실질적으로 견인하고 있는 것은 고소득층
- 결국 미국 소비는 서비스와 고소득층이라는 두 개의 좁은 기반 위에서 유지되는 구조. 이 기반이 흔들리지 않는 한 소비 지표는 버텨 주겠지만, 동시에 그만큼 충격에 취약한 균형이기도 한 상황

미국 GDP 내 민간 소비 증가율과 상품 및 서비스 지출 기여도

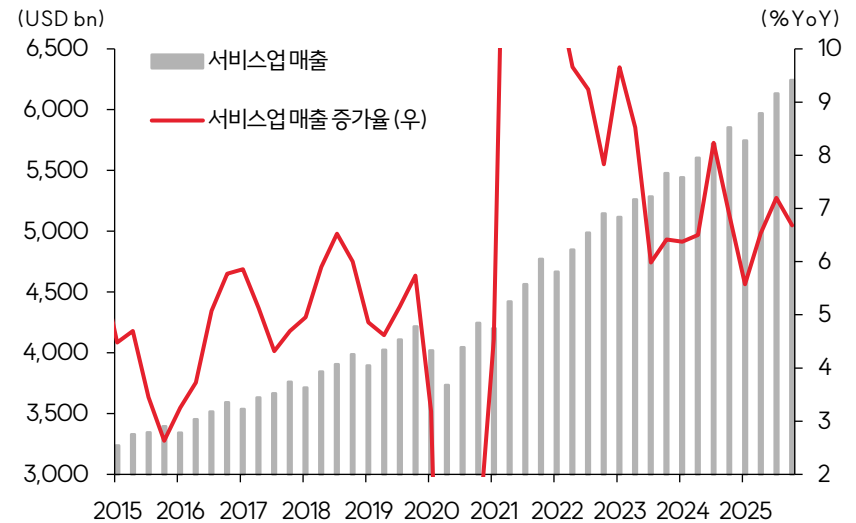


미국 ISM 서비스업 및 제조업 지수



자료: CEIC, SK증권

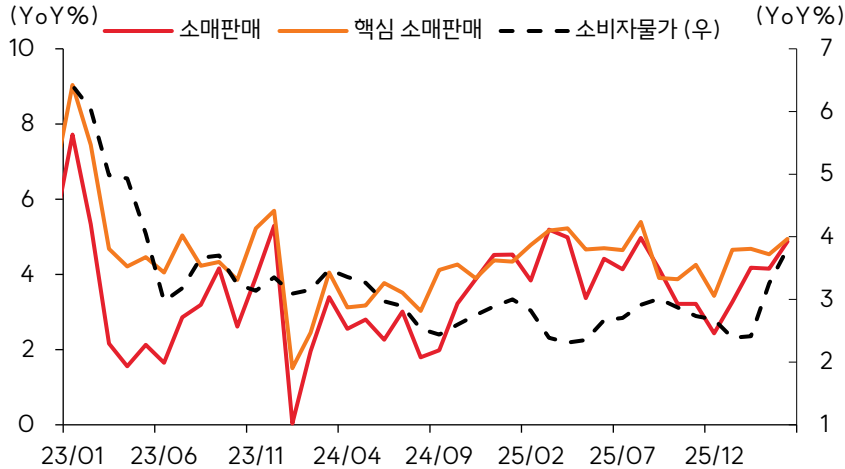
미국 상무부 서비스업 매출 조사



자료: CEIC, SK증권

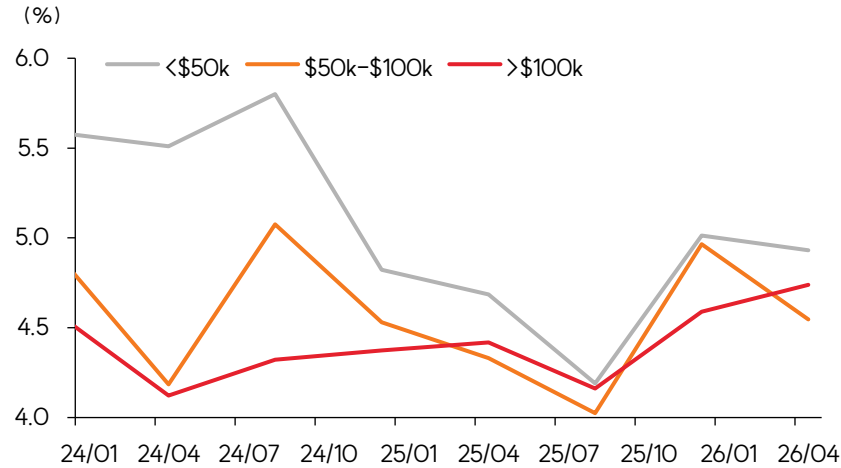
고소득자를 중심으로 유지되는 소비 모멘텀

미국 소매판매 증가율과 소비자물가상승률



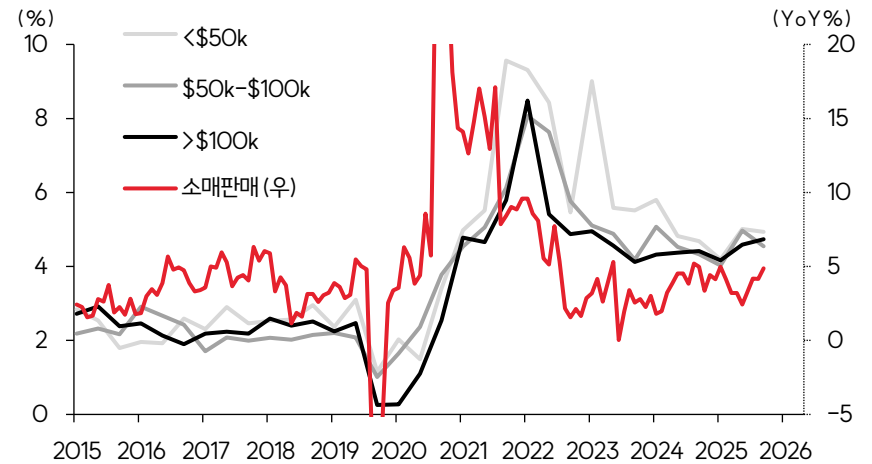
자료: CEIC, SK증권

미국 가계 소득별 1년 전 대비 월간 가계지출 변화율



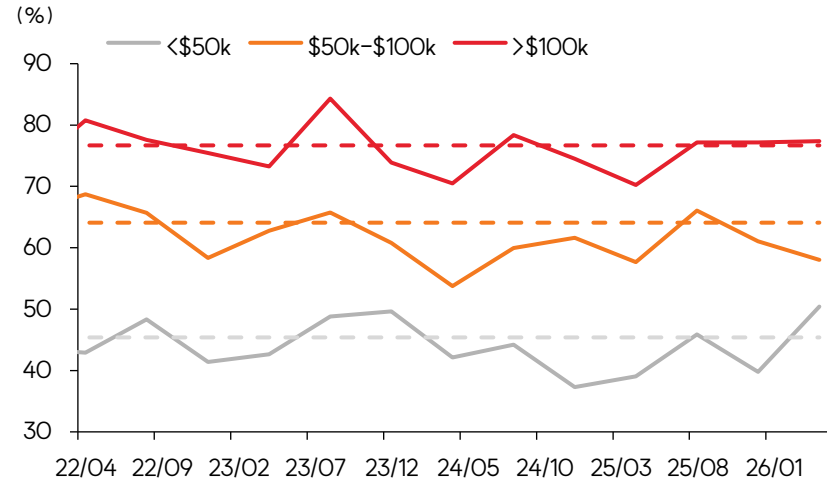
자료: CEIC, SK증권

미국 소매판매 증가율과 소득 분위별 가계 지출 변화율



자료: CEIC, SK증권

미국 가계 소득별 1년 전 대비 월간 가계 대형구매 지출 변화율

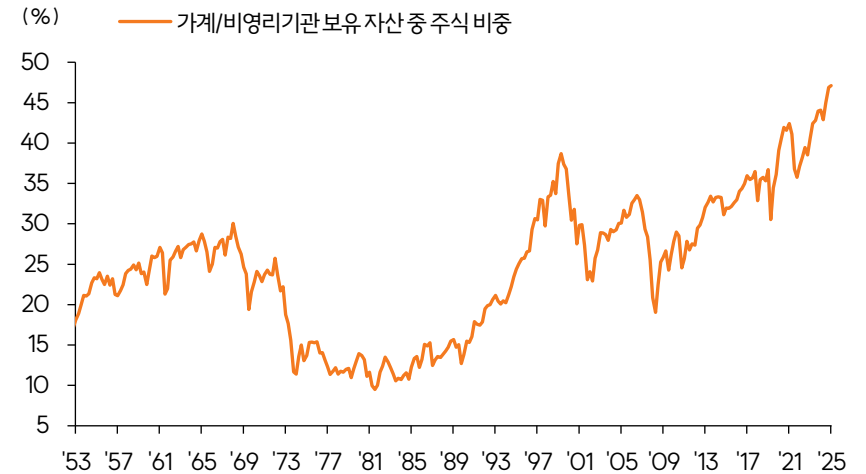


자료: CEIC, SK증권

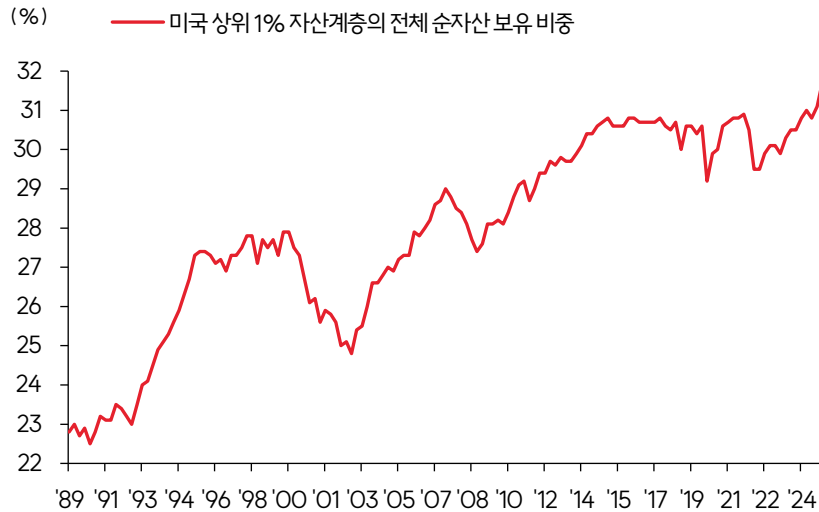
부의 효과를 누리고 있는 미국 소비 시장

- 미국 고소득층 소비의 실질적 동력은 임금과 고용이 아닌 자산가격 상승에 기반한 부의효과. 가계·비영리기관 보유 자산 중 주식비중이 역사적 고점 수준까지 상승한 가운데, 상위 1% 자산계층의 순자산 보유 비중 역시구조적 확대 추세를 지속 중
- 최근 자산시장 변동성이 확대되면서 고소득층소비 모멘텀 둔화에 대한 신호가 나타나기 시작
- 부의 효과에 기댄 소비 구조는 자산시장이 안정적인 동안에는 강점이지만, 변동성이 지속될 경우 미국 소비 전반의 하방 리스크로 빠르게 전환될 수 있는 취약한 기반

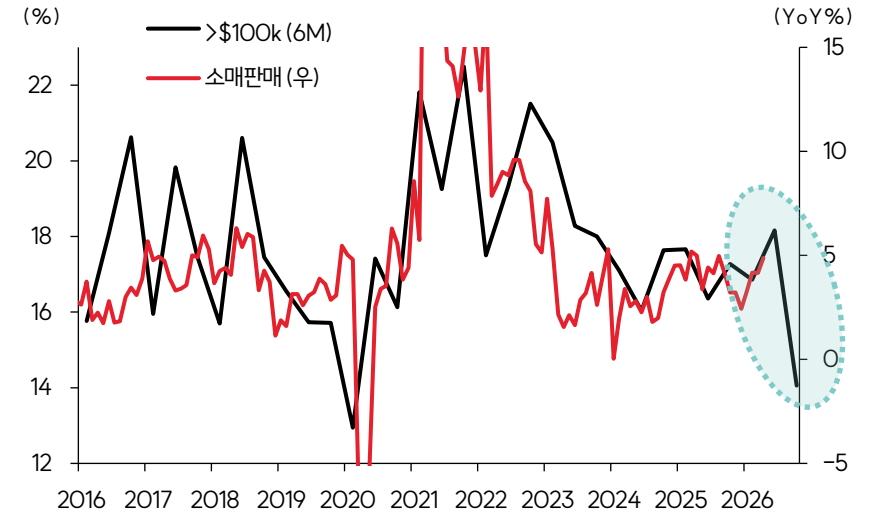
가계/비영리기관 보유 자산 중 주식 비중



미국 상위 1% 자산계층의 전체 순자산 보유 비중



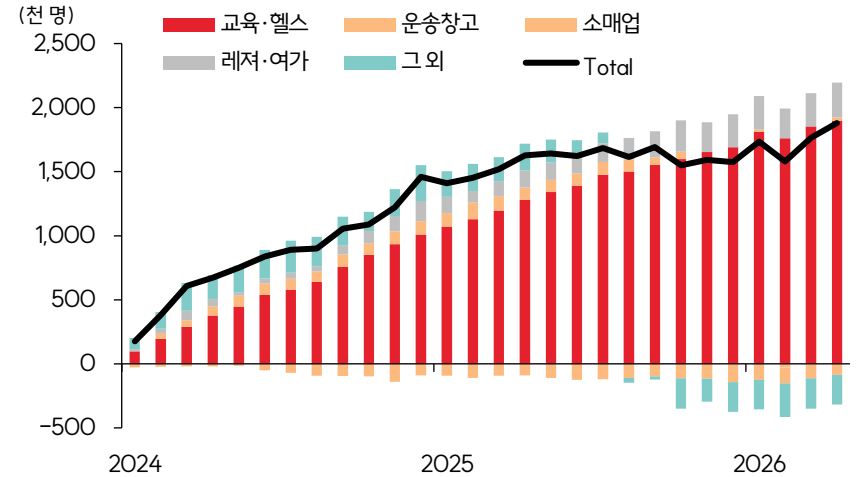
미국 가계 소득별 1년 전 대비 월간 가계 대형구매 지출 변화율



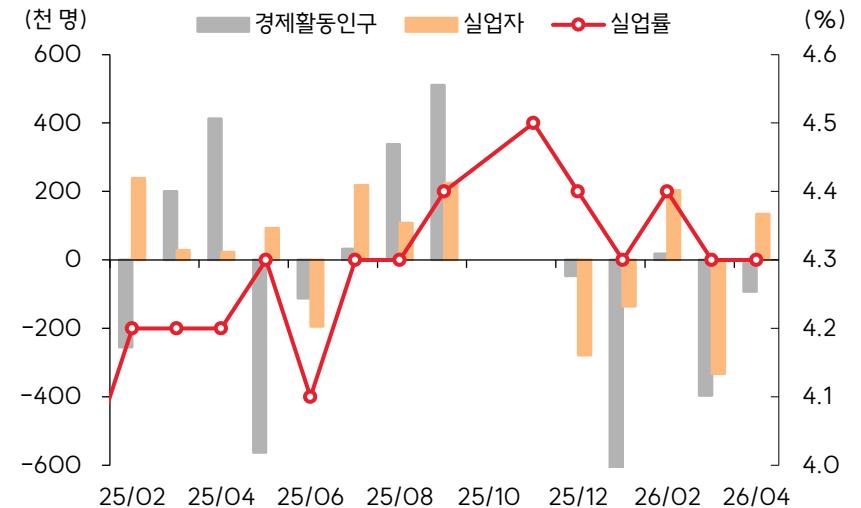
고용의 견조함을 믿을 수 있을까

- 고소득층 소비가 자산에 기대고 있다면, 소비의 하방을 받쳐주어야 할 저소득층의 기반은 고용과 임금 소득. 그런데 이 기반은 이미 흔들리고 있다는 점
- 헤드라인 실업률은 표면적으로 안정적 수준을 유지 중. 그러나 내부를 들여다보면 고용 증가는 특정 섹터에 집중되어 있으며, 경제활동참가율은 감소하고 실업자 수는 증가하는 흐름이 동시에 진행 중
- 결국 고소득층 소비는 자산시장에, 저소득층 소비는 고용시장에 각각 의존하는 구조인데 두 기반 모두에서 균열 신호가 동시에 나타나고 있는 상황.

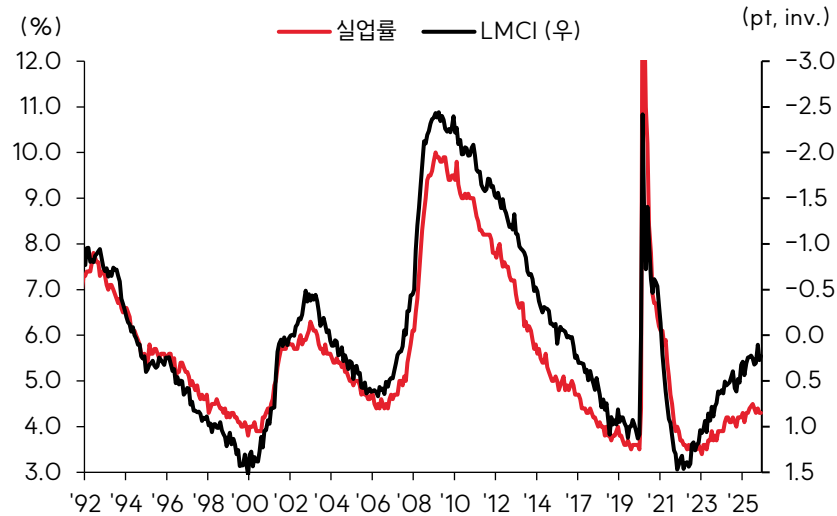
미국 주요 산업 고용 추이(2024년 누적)



미국 실업률과 경제활동인구 및 실업자 변동 추이



미국 실업률과 고용시장여건지수



자료: CEIC, SK증권

자료: CEIC, SK증권

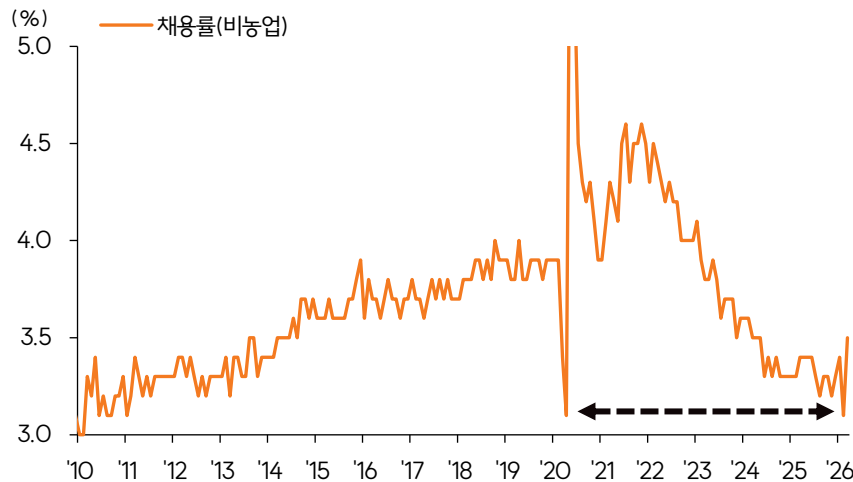
디테일에 숨겨진 그림자

미국 27주 이상 장기 실업 노동자 추이



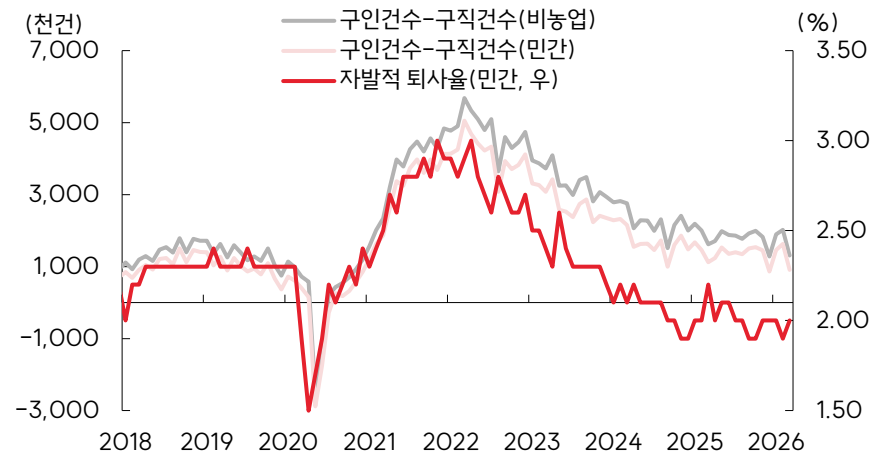
자료: CEIC, SK증권

미국 비농업 채용률 추이



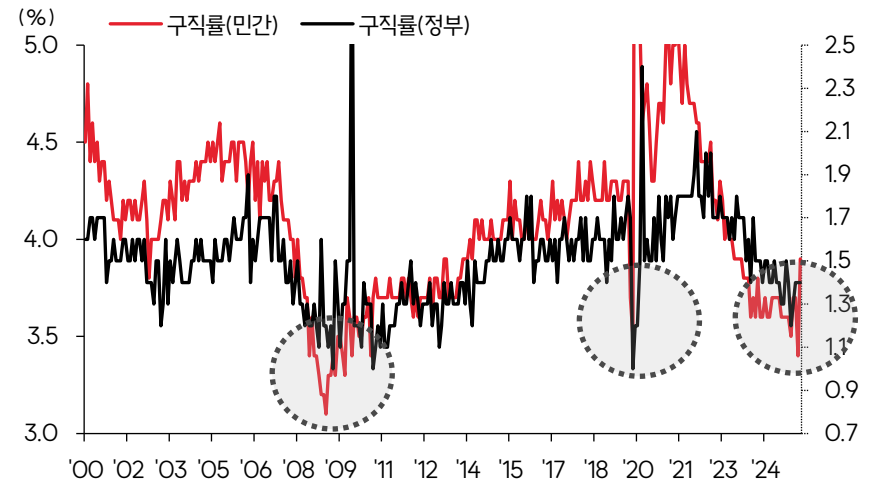
자료: CEIC, SK증권

미국 구인-구직건수 스프레드와 민간 자발적 퇴사율



자료: CEIC, SK증권

미국 정부 및 민간 구직률

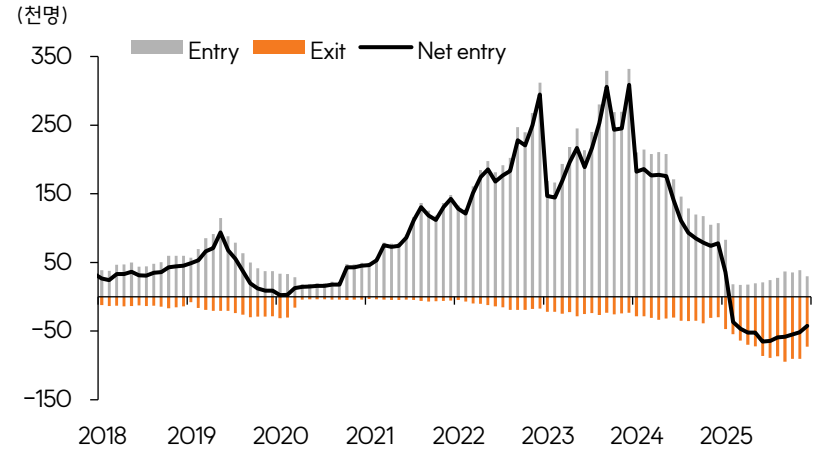


자료: CEIC, SK증권

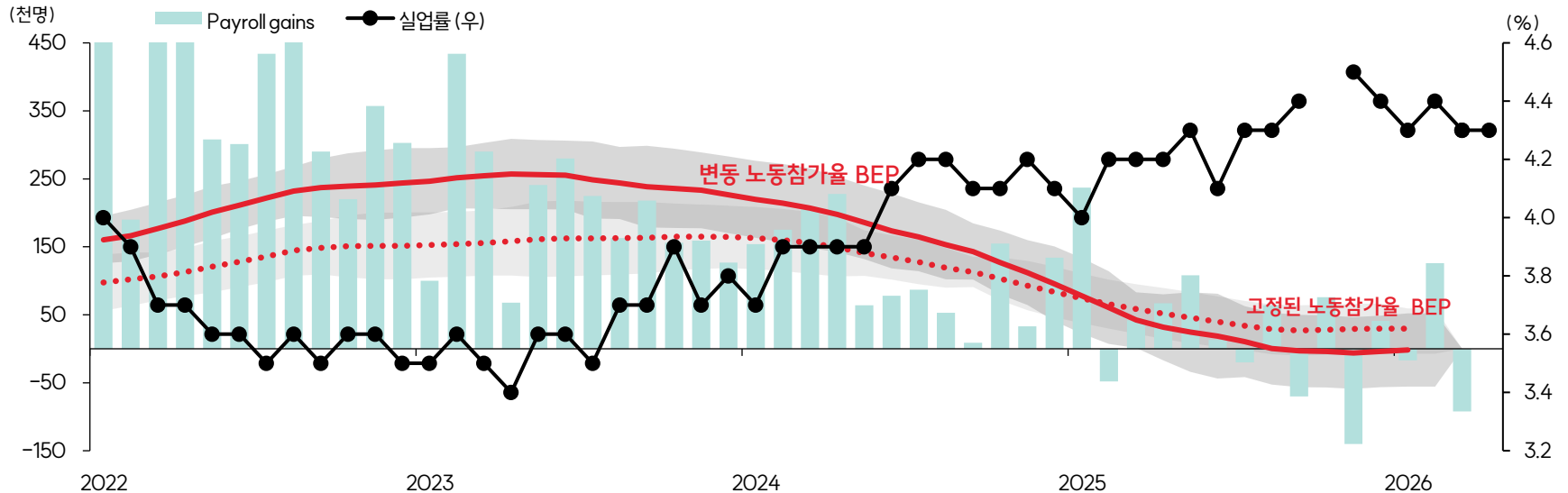
어려울 건 없는 안정적인 실업률 유지

불법 이민 순유출

- 실업률이 안정적으로 유지되고 있는 배경에는 고용 시장의 견조함보다 구조적 요인이 작용하고있을 가능성. 불법 이민 순유출이 마이너스로 전환되면서 노동 공급 자체가 줄어든 가운데, 실업률 유지에 필요한 손익분기점 고용 수준 역시 빠르게 하락하는 추세
- 이는 실제 고용 여건이 악화되고 있더라도 실업률 지표에는 그 신호가 늦게, 그리고 작게 반영될 수 있음을 의미
- 정책당국 입장에서도 지표가 명확한 신호를 보내기 전까지 적극적 대응에 나서기 어려운 구조로, 결국 대응 시점이 늦어지는 악순환가능성



미국 손익분기점 고용과 실업률 추이

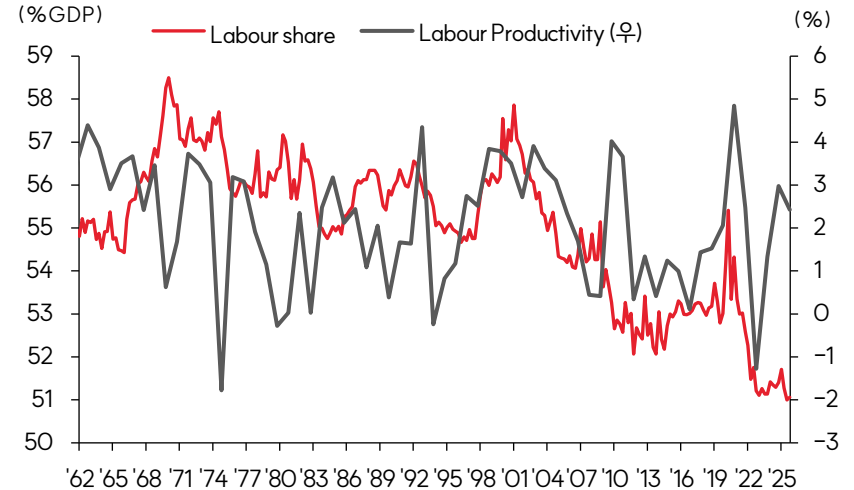


자료: CEIC, Dallas Fed, SK증권

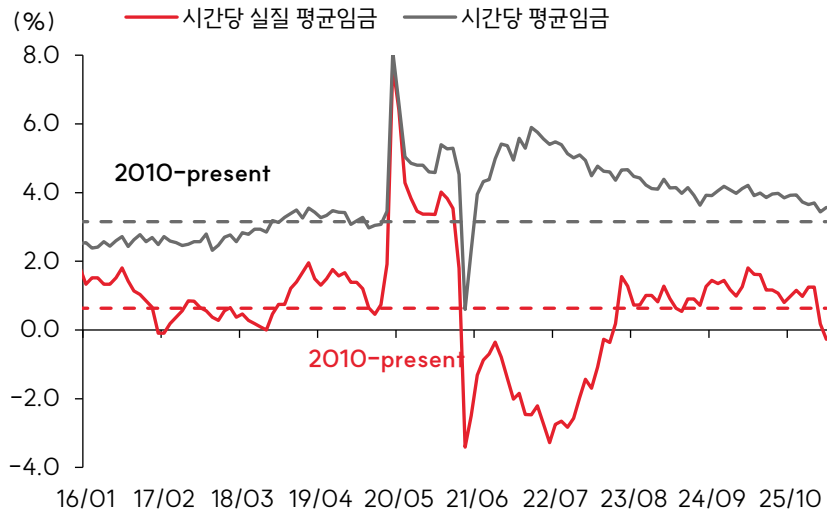
낮아지는 임금협상력

- 고용 여건 악화는 임금 협상력 악화로 직결
- GDP성장 내 근로자의 몫은 사상 최저 수준까지 하락한 반면, 노동 생산성 증가의 수혜는 자본으로 집중되는 방향으로 심화. 임금 변동이 없는 제로 임금 변화 비율이 여전히 높은 수준을 유지하고 있다는 점 역시 노동시장내 협상력 악화를 구조적으로 확인
- 결국 미국 경제가 성장하는 동안에도 그 성과가 근로자 소득으로 환류되지 않는 구조가 가시화될 가능성 존재

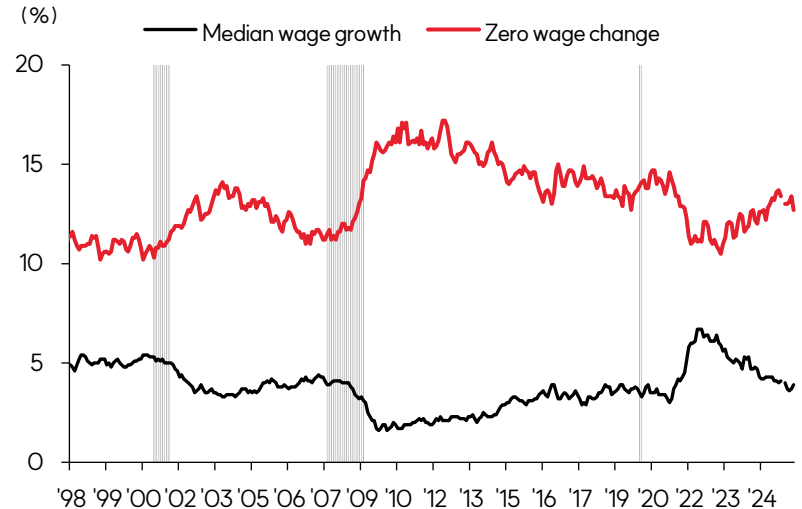
미국 GDP 성장 내 근로자의 몫과 노동생산성 추이



미국 명목 및 실질 시간당 평균 임금 상승률



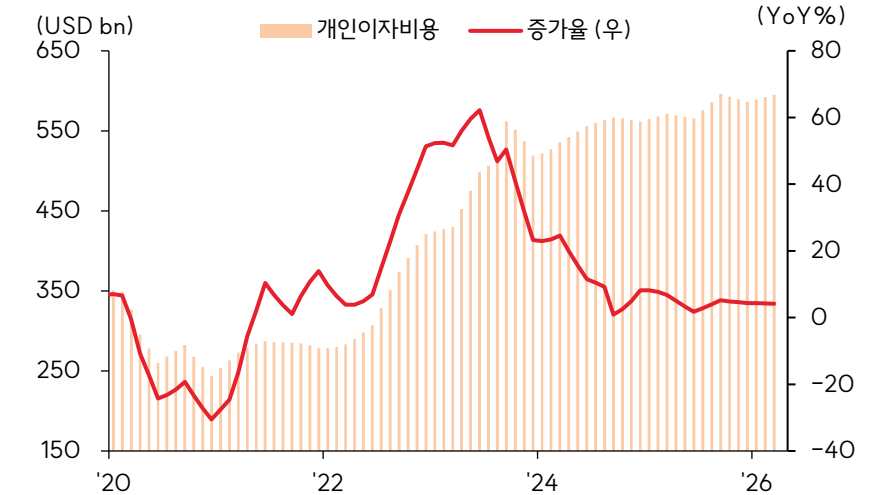
미국 개인별 임금 상승률 중위값 중 제한적인 변동성 비율



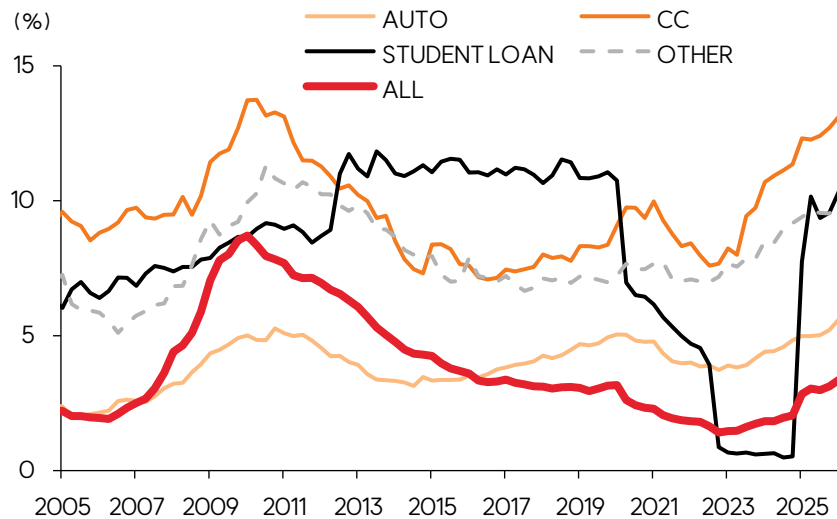
현실적으로 더욱 확대될 가계 부채 부담

- 가계의 소비 여력을 유지시켜온 핵심 수단 중 하나는 부채
- 부채 상환 부담이 가중될수록 가처분소득에서 소비로 전환될 수 있는 여력은 그만큼 줄어드는 구조
- 임금이 뒷받침되지 않는 상황에서 부채에 기댄 소비는 지속 가능하지 않음. 고금리장기화와 연체율 상승이 동시에 진행되고 있는 지금, 저소득층을 중심으로 한 가계부채 부담은 미국 소비의 하방 리스크

미국 개인 이자비용 규모와 증가율 추이



미국 항목별 90일 이상 연체율 추이

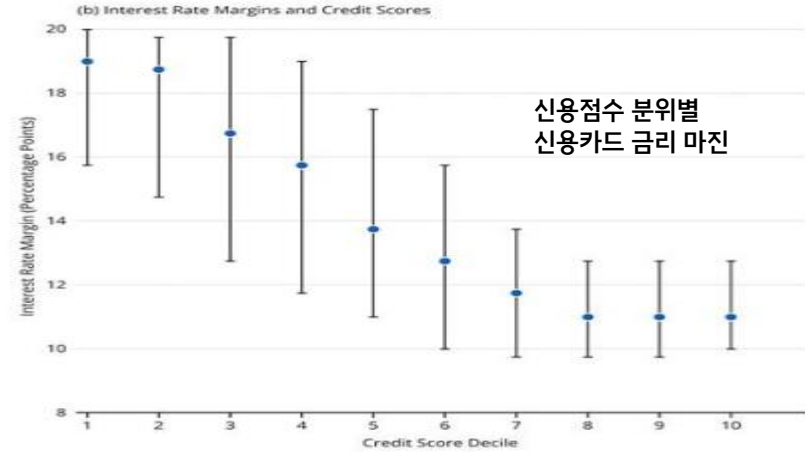
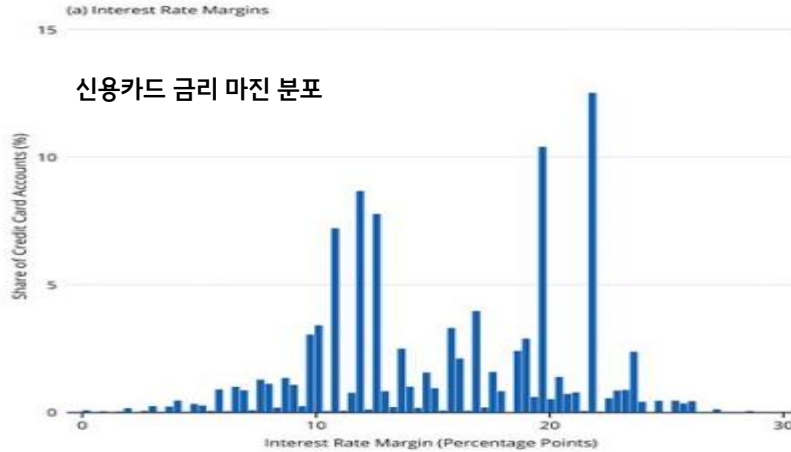


미국 신용카드 이자율 추이

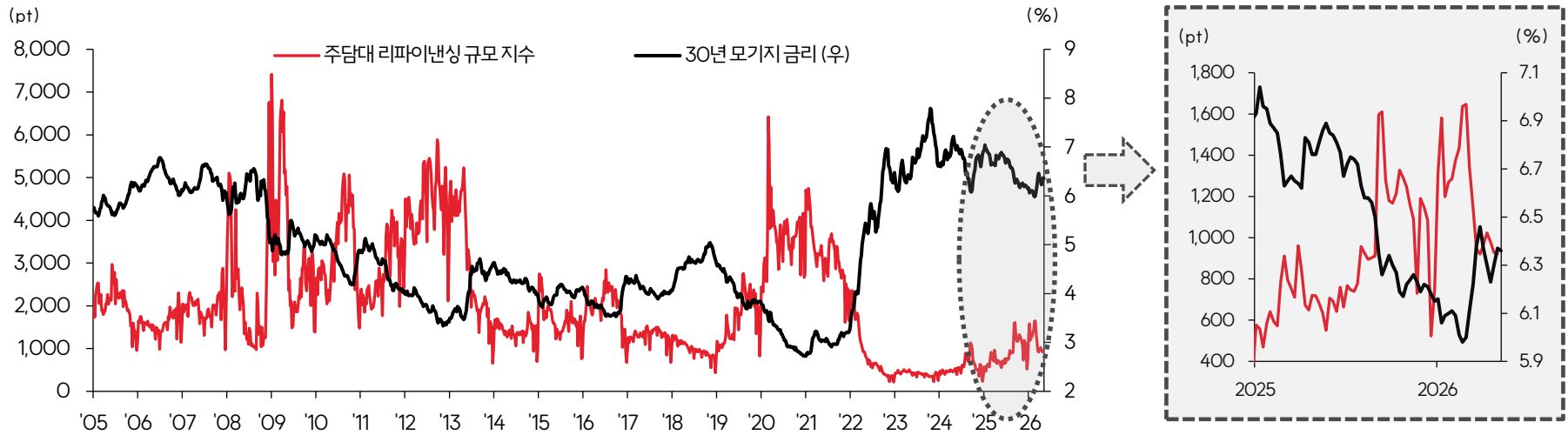


높은 금리, 낮은 신용 등급의 부담은 연쇄적으로 가중

신용카드 금리 마진 분포와 신용점수별 차이



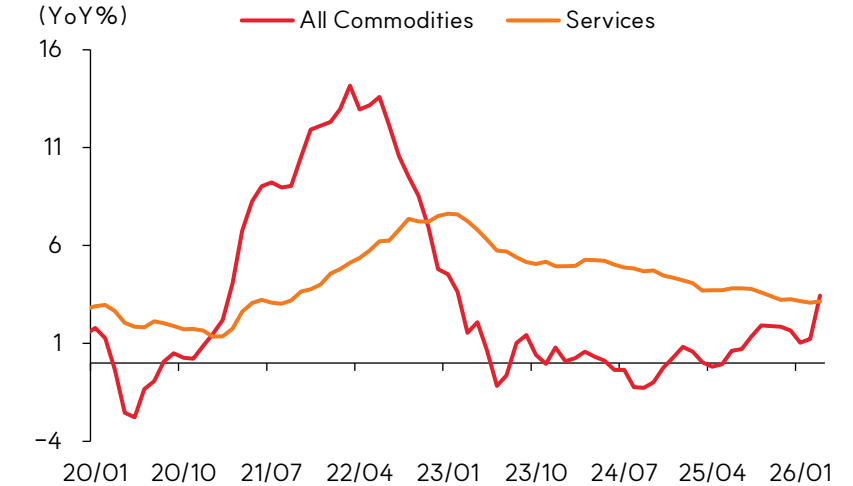
미국 주택담보대출 리파이낸싱 규모와 30년 모기지 금리



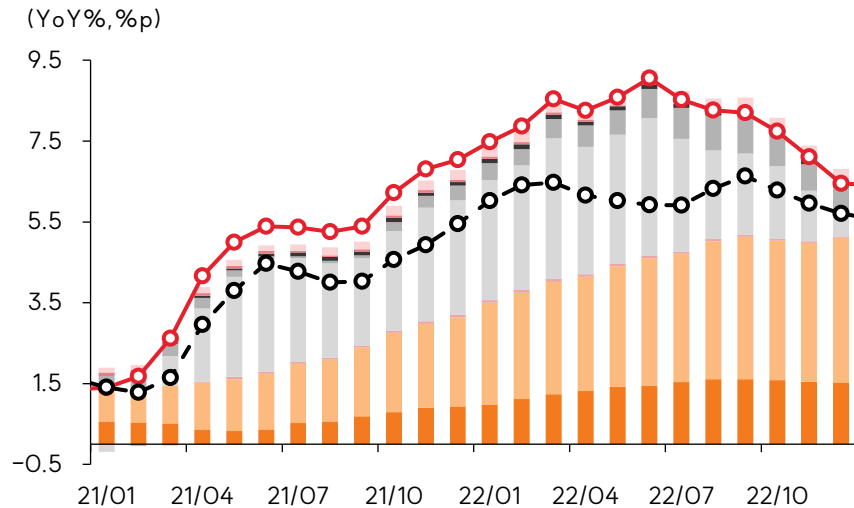
핵심은 중물가와 높은 실질금리 고착화 리스크

- 소비 기반 약화와 함께 미국 경제 체력을 동시에 잠식하고 있는 또 다른 요인은 물가의 구조적 고착
- 에너지 가격의 경우 추가적인 대폭 상승가능성은 제한적이거나, 전쟁 이전 수준으로의 복귀 역시 쉽지 않은 환경. 지정학적 분쟁의 장기화와 생산시설 재건 지연, 비축유 감소에 따른 수요 모멘텀 상존이 에너지 가격의 하방을 지지하는 구조. 계절적 수요 확대구간이 맞물릴 경우 단기 상방 압력도 배제하기 어려운 상황

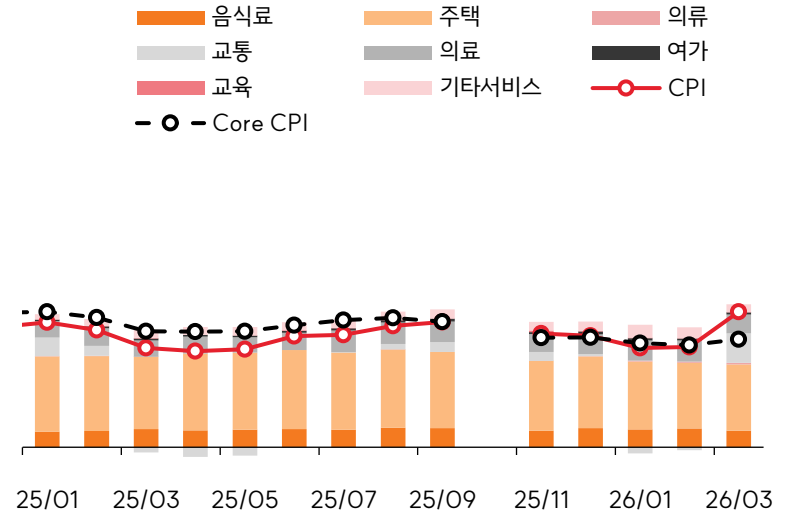
미국 상품 및 서비스 가격 상승률



미국 소비자물가상승률과 세부항목 기여도(2021-2022)



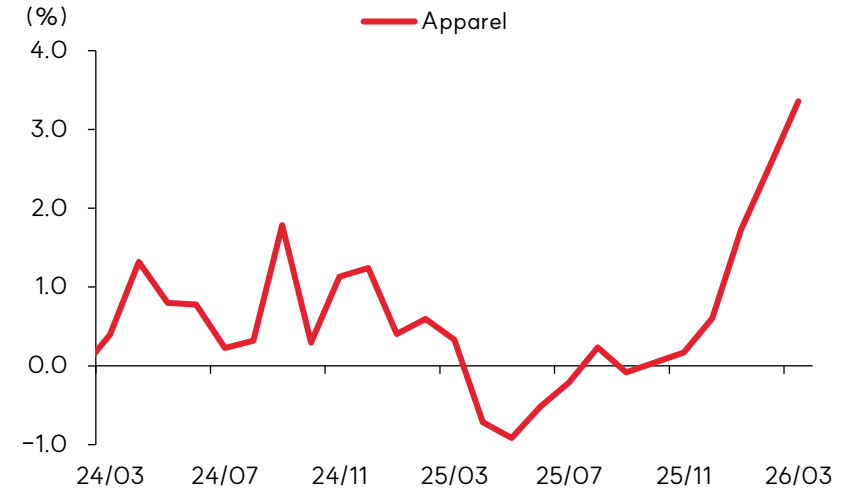
미국 소비자물가상승률과 세부항목 기여도(2025-)



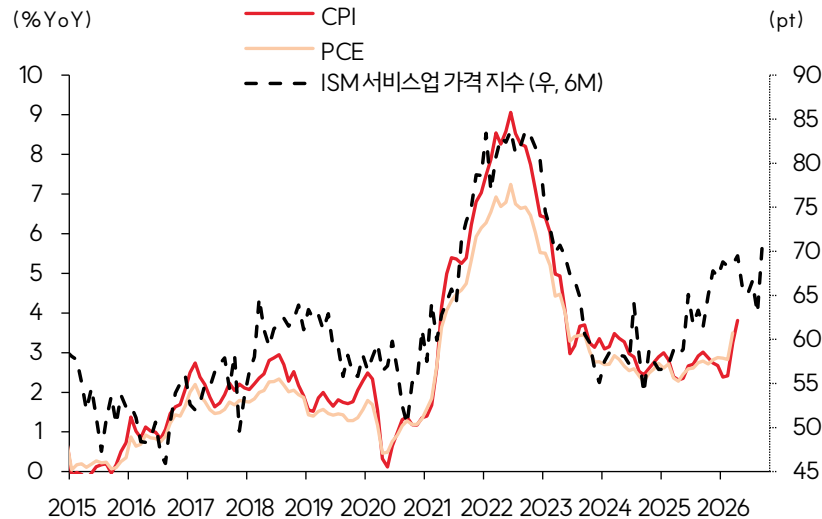
상품 및 서비스 전반으로 가격 전가 시작

- 물가 고착의 성격이 변화하고 있는 구간.에너지와 원자재 비용 상승이 1차적으로 소비자 직접 부담으로 작용하는 것을 넘어, 모든 생산 활동에 투입되는 에너지 비용 상승분이 상품과 서비스 전반의 가격으로 점진적으로 전가되기 시작하는 흐름
- 결국 에너지와 식품에서 시작된 공급발 물가 압력이 상품과 서비스 전반으로 확산되는 2차 전가 국면에 진입
- 물가의 하향 안정화를 기대하기 어려운 이유가 공급 측면에서 추가로 쌓이고 있는 상황

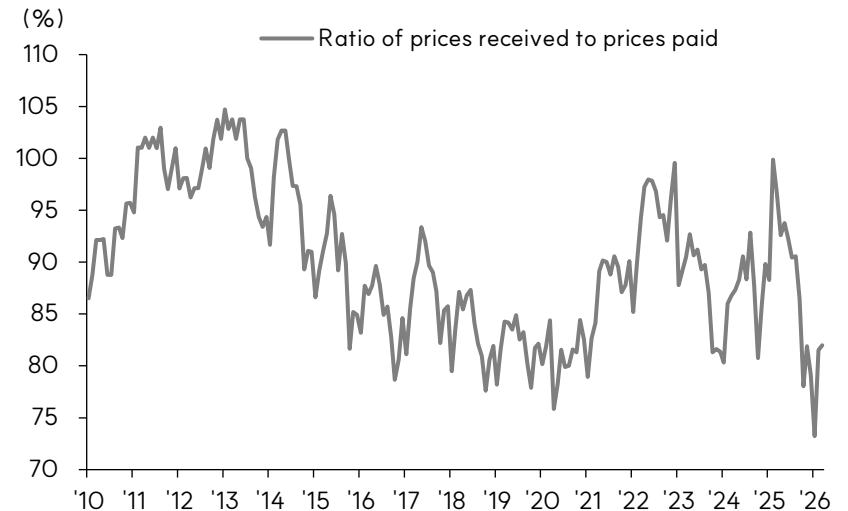
미국 의류 항목 가격 상승률



미국 CPI와 ISM 서비스업 가격 지수 추이

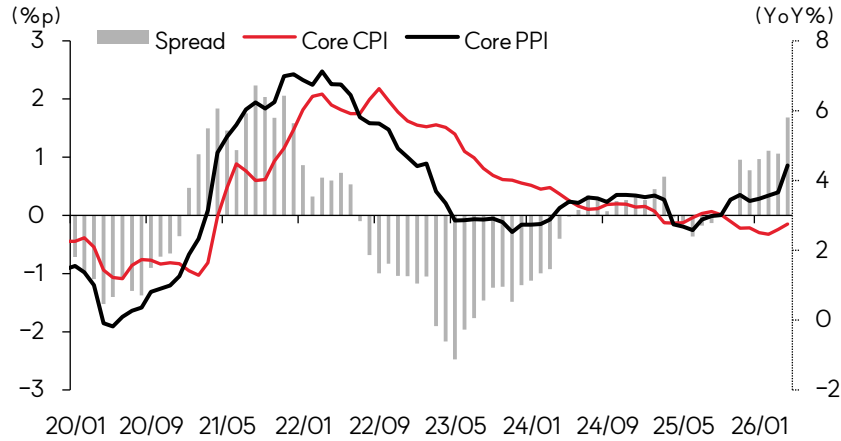


미국 농부 지급 금액 대비 지불 금액 추이



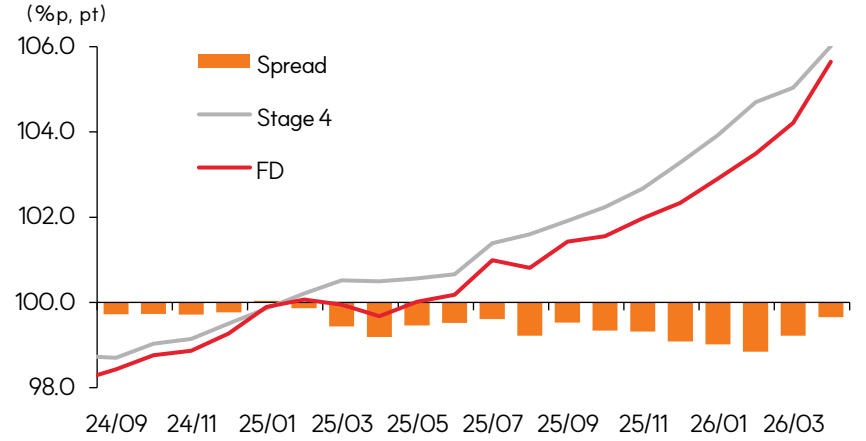
기업들의 가격 전가 움직임

미국 근원 CPI와 PPI 상승률과 스프레드



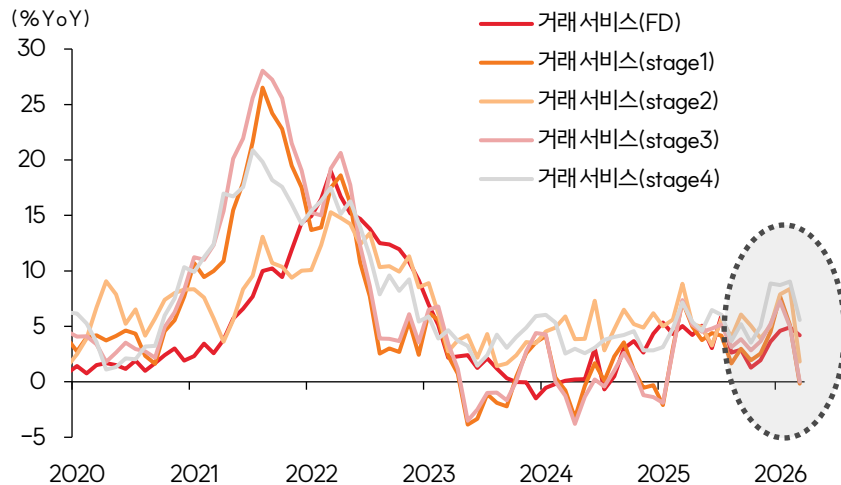
자료: CEIC, SK증권

미국 생산자물가지수 단계별 추이



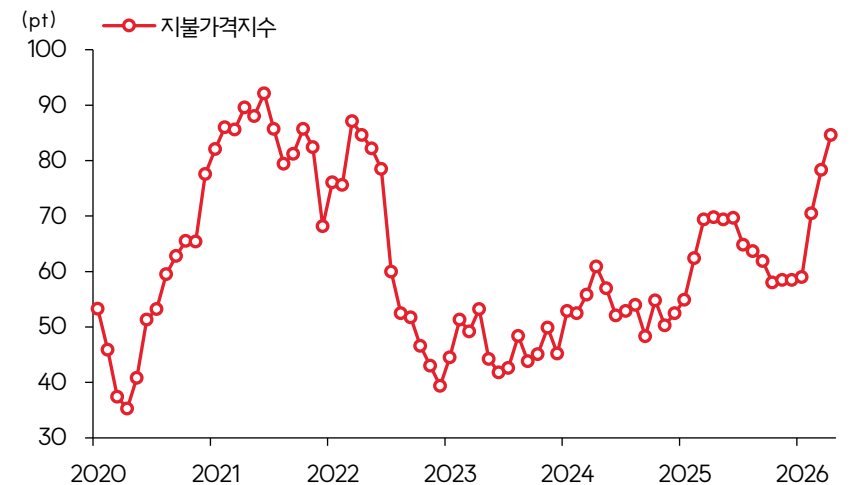
자료: CEIC, SK증권

미국 기업 거래서비스 물가 상승률



자료: CEIC, SK증권

미국 ISM 지불가격지수

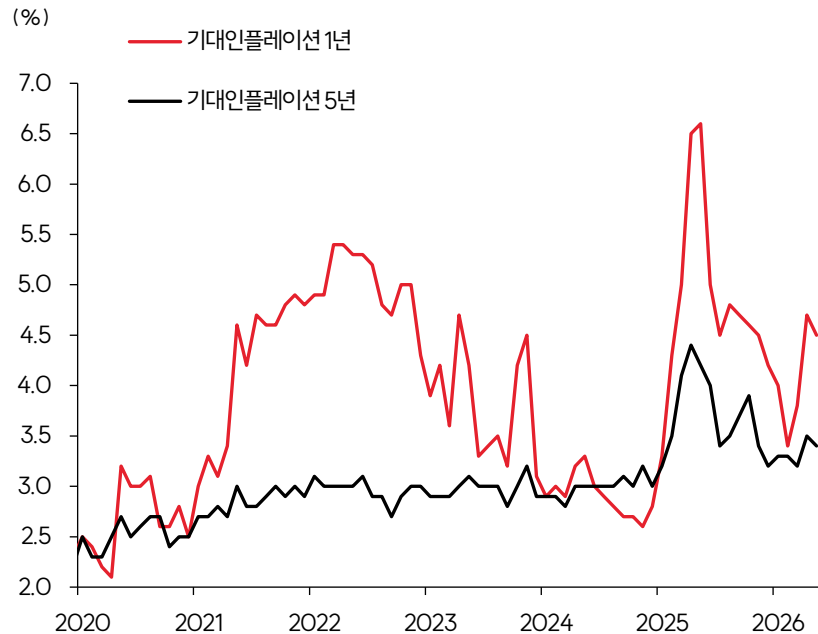


자료: CEIC, SK증권

취약성은 높아졌고, 안정을 기대하기도 어려워진 환경

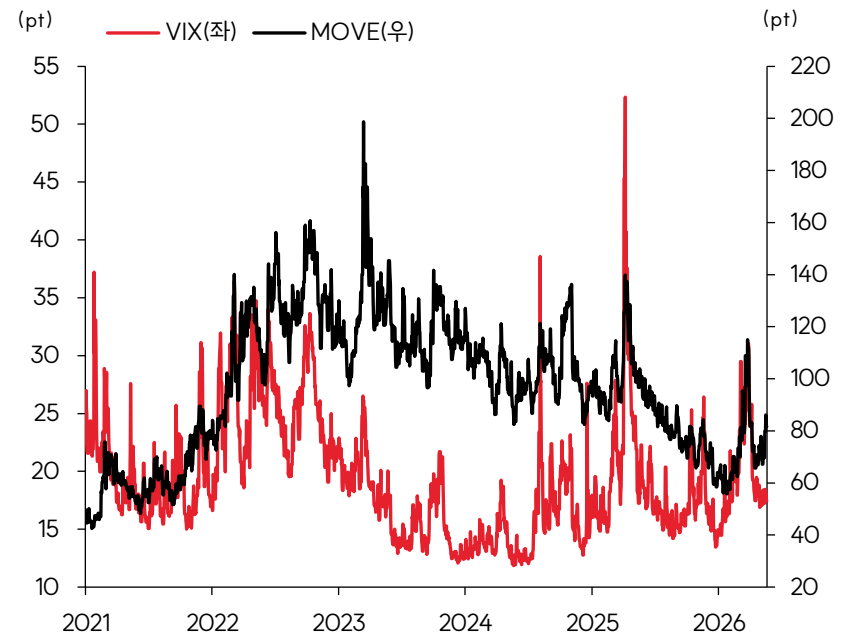
- 지금까지 살펴본 압력들이 누적되면서 미국경기의 실질적 체력은 지표가 보여주는 것보다 이미 약화된 상태
- 고소득층 소비는 자산시장에, 저소득층 기반은 고용과 임금에 의존하는 구조인데 양쪽 모두에서 균열 신호가 동시에 진행 중. 실질금리 고착과 체감경기 악화가 맞물리면서 통화·재정 정책 모두 적극적 대응이 어려운 상황에서 그 부담은 민간부문이 고스란히 감내하는 구조
- 결과적으로 미국 경기는 둔화 기초를 유지하는 가운데 하방 압력을 크게 키울 수 있는 트리거에 대한 경계심을 높여야 하는 국면. 기대 인플레이션이 재차 상승할 경우 실질금리 고착이 장기화되며 민간 조달비용 부담이 심화되고, 자산시장 변동성이 확대될 경우 고소득층 소비 모멘텀이 빠르게 꺾이면서 내수 전반의 하방 압력이 현실화될 수 있는 경로

미국 기대인플레이션 추이



자료: CEIC, SK증권

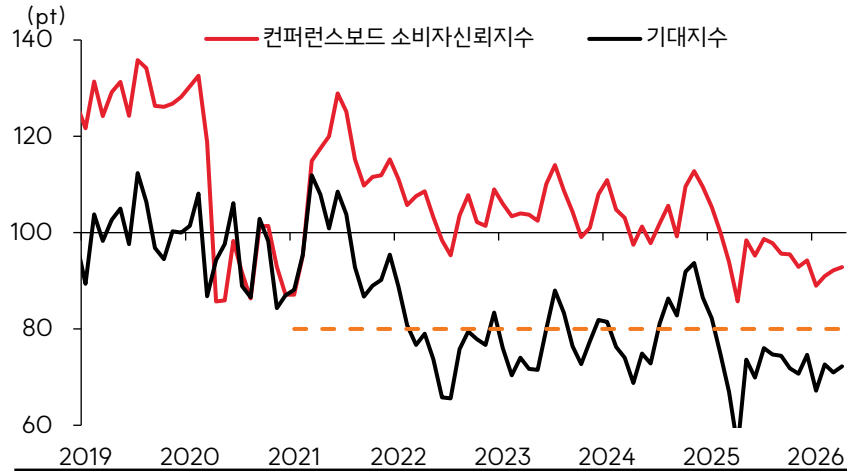
자산시장 변동성



자료: CEIC, SK증권

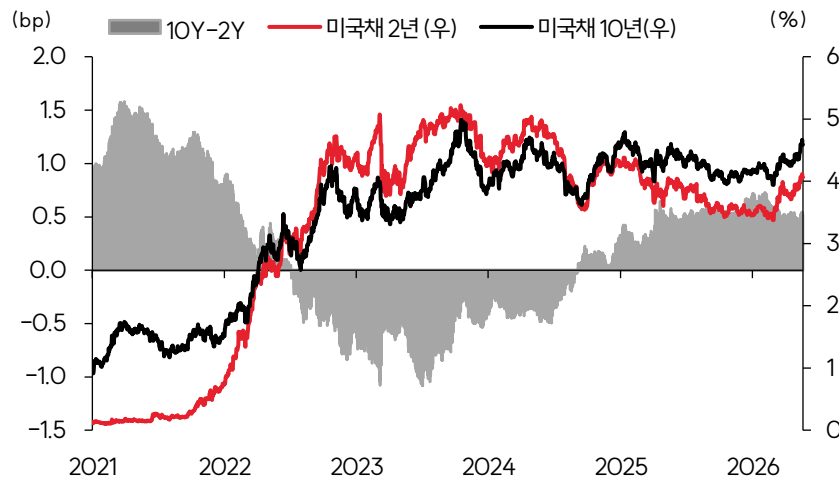
취약성이 높아지고 있는 항목에 대한 경계심 필요

미국 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수



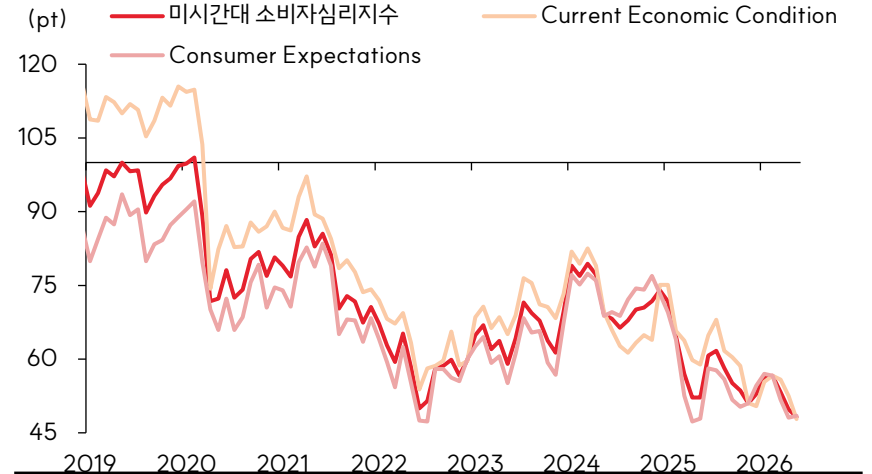
자료: CEIC, SK증권

미국 장단기 금리차



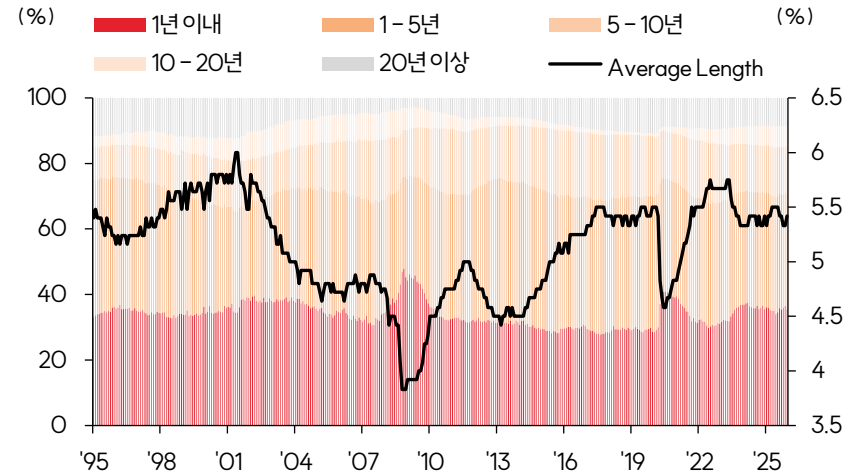
자료: CEIC, SK증권

미국 미시간대 소비자심리지수



자료: CEIC, SK증권

민간 투자자 보유 미국채의 잔존만기별 비중

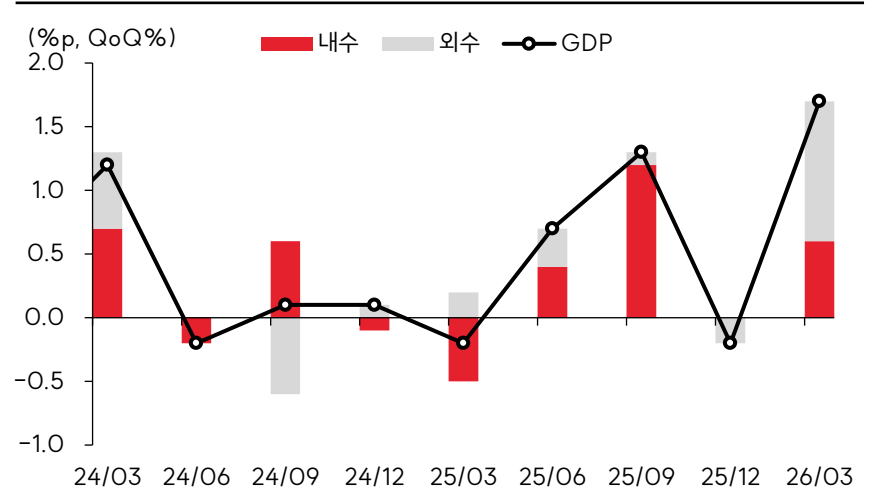


자료: CEIC, SK증권

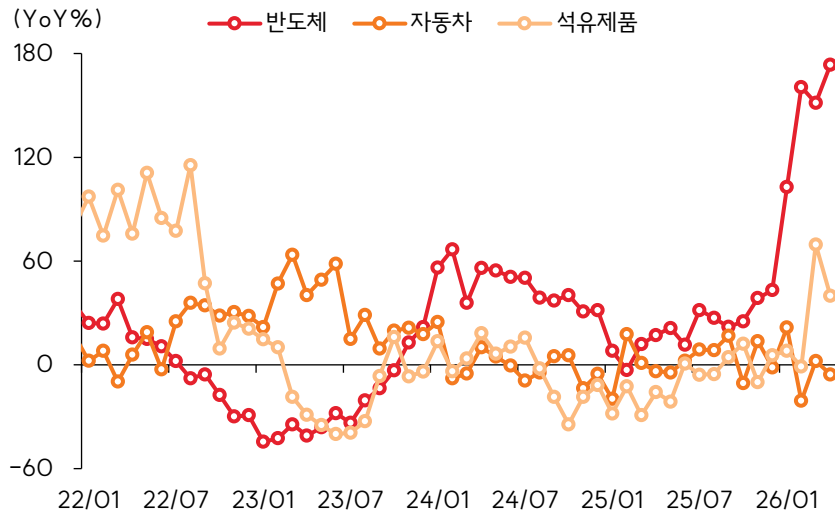
무엇이 한국을 버티게 할까

- 미국과 마찬가지로 한국 경제 역시 우려 대비 견조한 흐름을 유지 중. 그러나 그 배경을 들여다보면 성장의 기반은 매우 좁은 상황
- 수출, 그 중에서도 반도체가 사실상 경제 성장의 대부분을 견인하는 구조
- 전체 수출 대비 반도체 비중이 빠르게 확대. 자동차·석유제품 등 여타주력 수출 품목이 동반 약화되는 가운데 반도체 혼자 성장을 지탱하는 편향 구조가 심화

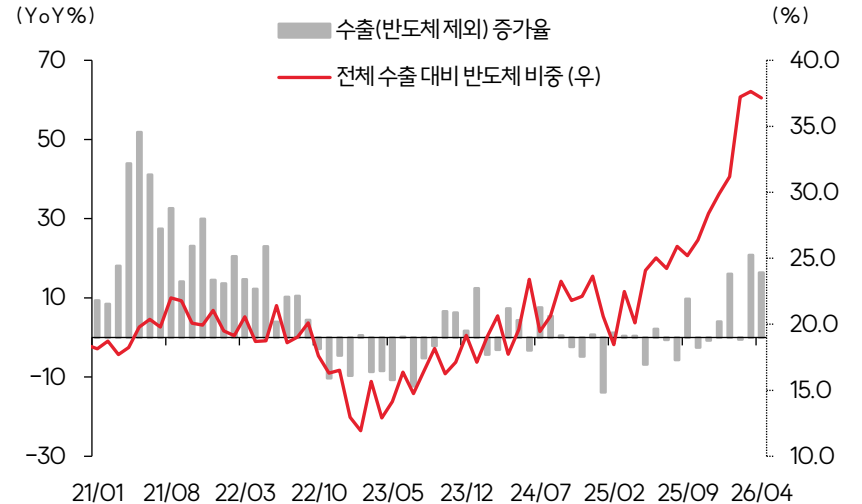
미국 실질 GDP 상승률과 세부항목 기여도



2024년 대비 세부 항목별 실질 GDP 상승 정도

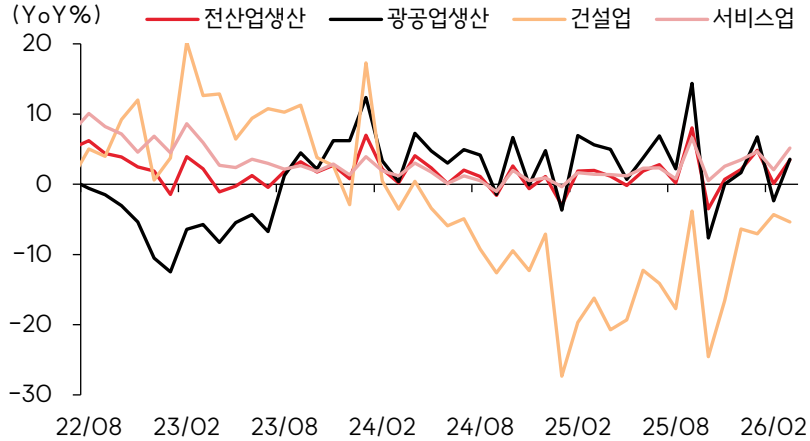


미국 실질 GDP 내 협의 및 광의의 AI 기여도 추이



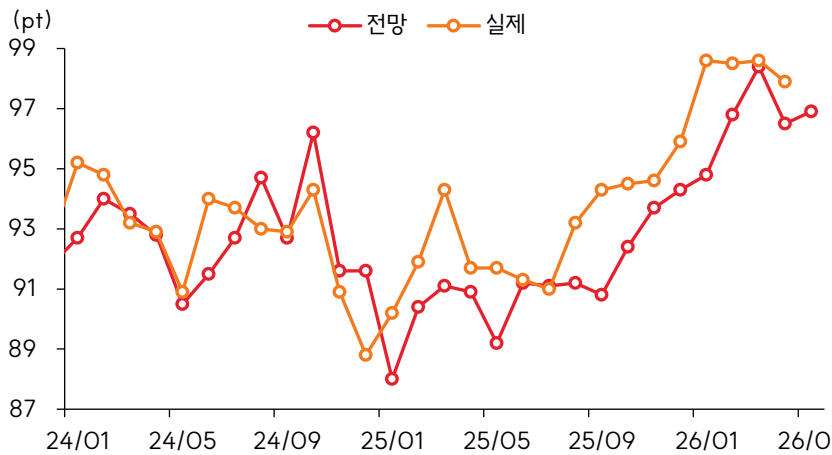
한국 경제의 핵심 주축, 반도체 활동

한국 산업생산 증가율 추이



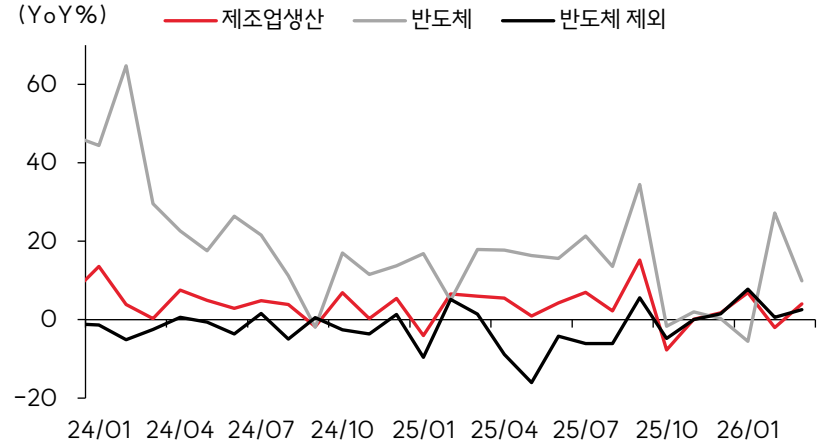
자료: CEIC, SK증권

한국 제조업 기업 심리 지수



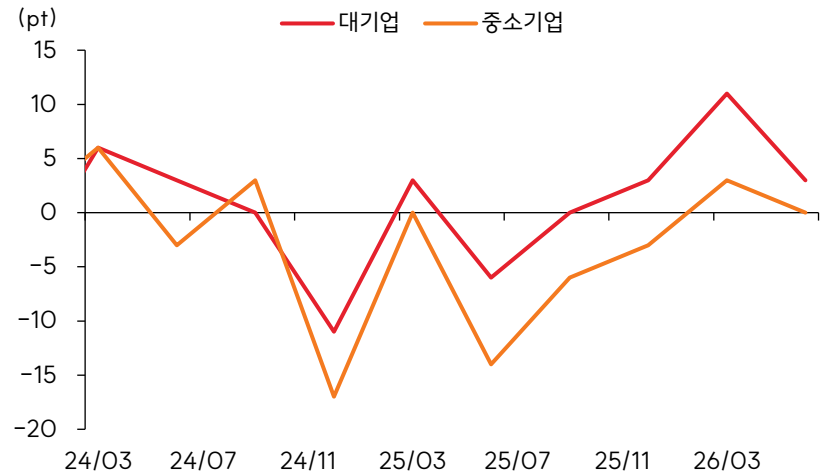
자료: CEIC, SK증권

한국 반도체와 반도체 제외 항목 생산 증가율 추이



자료: CEIC, SK증권

한국 대기업 및 중소기업 금융기관 대출 태도

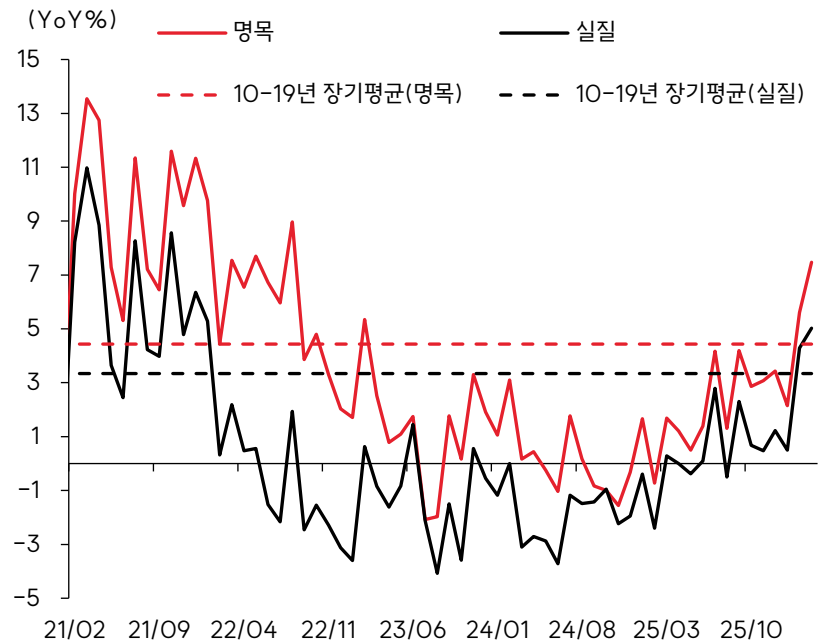


자료: CEIC, SK증권

회복에 대한 기대감이 크지 못한 가계 소비

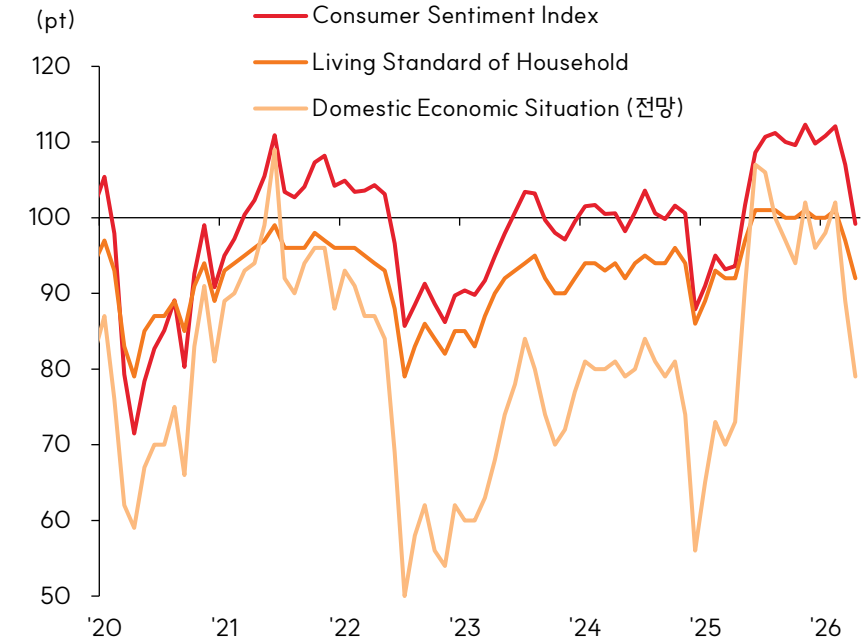
- 한국 가계 소비는 하방을 형성했다는 점에서 긍정적. 명목 소매판매가 장기 평균 수준을 회복하는 흐름이 나타나고 있으며, 고용여건 개선과 정부 지원이 상승 모멘텀으로 작용하는 구간
- 가계 생활 수준과 국내 경기 전망에 대한 체감은 기준선을 하회하는 흐름이 지속되고 있어, 소비 지표의 개선이 심리적회복으로 이어지지 못하는 괴리가 존재
- 높은 체감 물가와 가계 부채 부담이 소비개선 모멘텀을 부분적으로 상쇄하는 요인으로 작용 중. 소비가 무너지지 않는다는 것과 소비가 경기 회복을 견인한다는 것은 여전히 다른 이야기인 상황

한국 명목 및 실질 소매판매 증가율과 장기평균 추이



자료: CEIC, SK증권

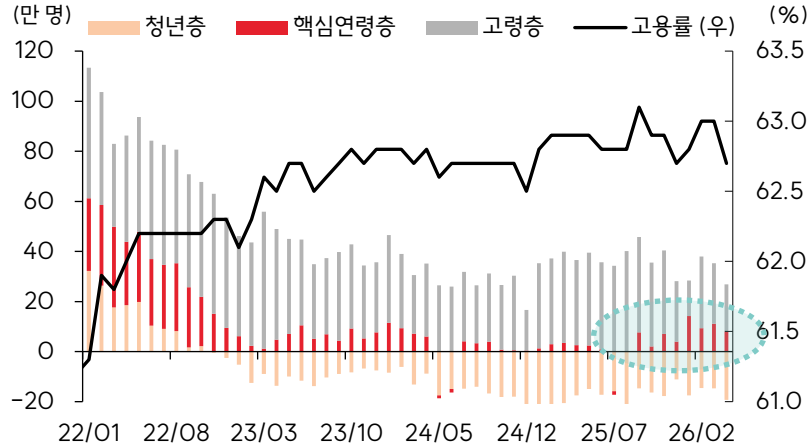
한국 소비자신뢰지수



자료: CEIC, SK증권

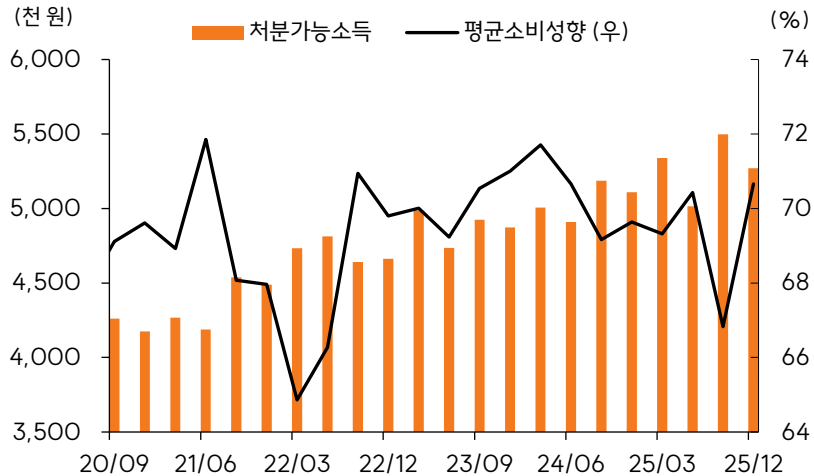
개선되고 있는 소비 여건

한국 고용률과 연령별 고용 증감



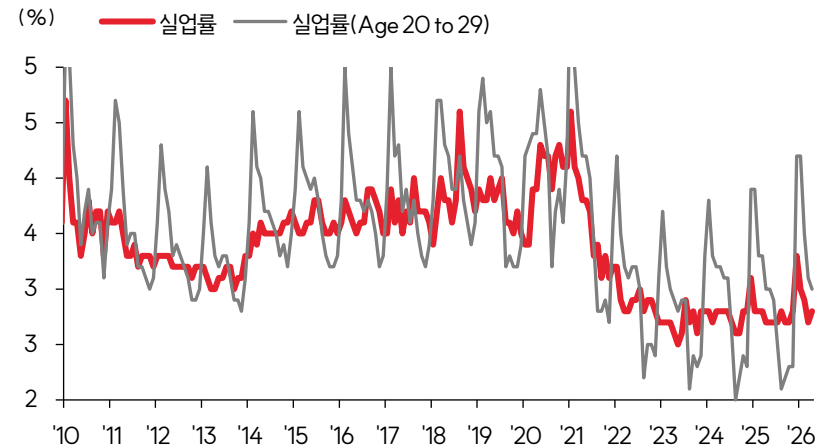
자료: CEIC, SK증권

한국평균소비성향과 처분가능소득



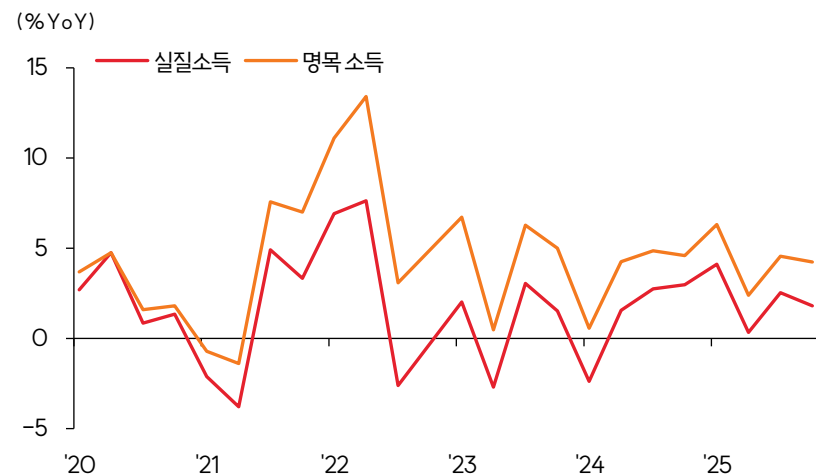
자료: CEIC, SK증권

한국 전체 및 청년 실업률 추이



자료: CEIC, SK증권

한국 실질 및 명목 소득 증가율

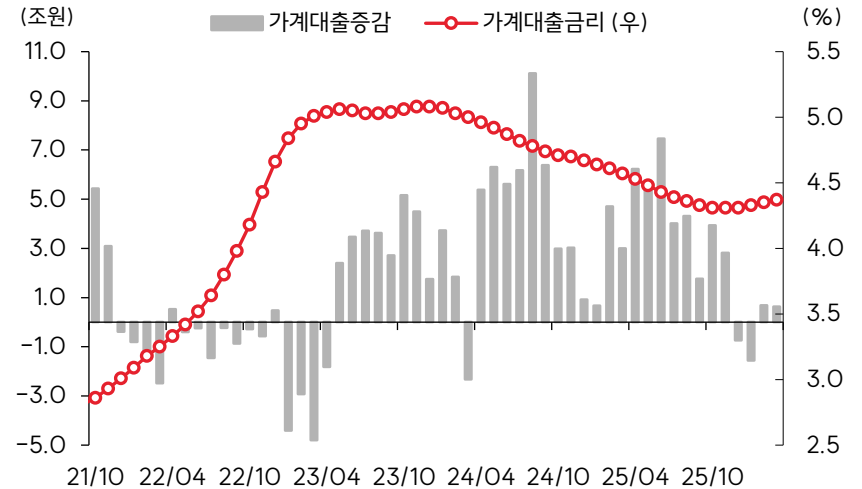


자료: CEIC, SK증권

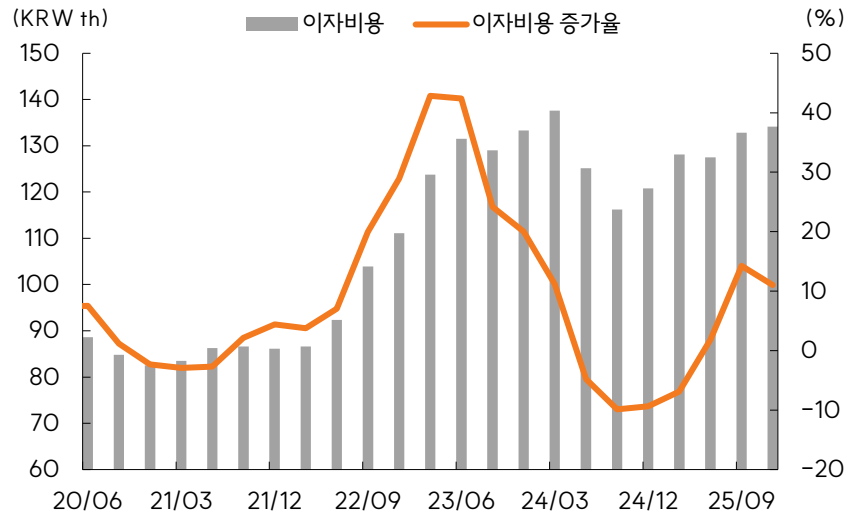
여전한 이자부담, 어려운 신용 창출

- 한국 가계 소비 회복을 제약하는 핵심은 부채 구조. 이자비용 증가율이 둔화되고 있다는 점은 긍정적이나 절대적인 부담 수준 자체가 높고 연체율도 높은 레벨이라는 점에서 실질 소비 여력은 여전히 제약적
- 결국 이자 부담이 낮아지지 않고 신용창출 여력도 제한된 상황에서 한국 가계의 소비 회복 경로는 완만할 수밖에 없는 구조. 소비 개선의 속도보다 부채 부담의 무게가 더 무거운 국면

미국 실질 GDP 상승률과 세부항목 기여도

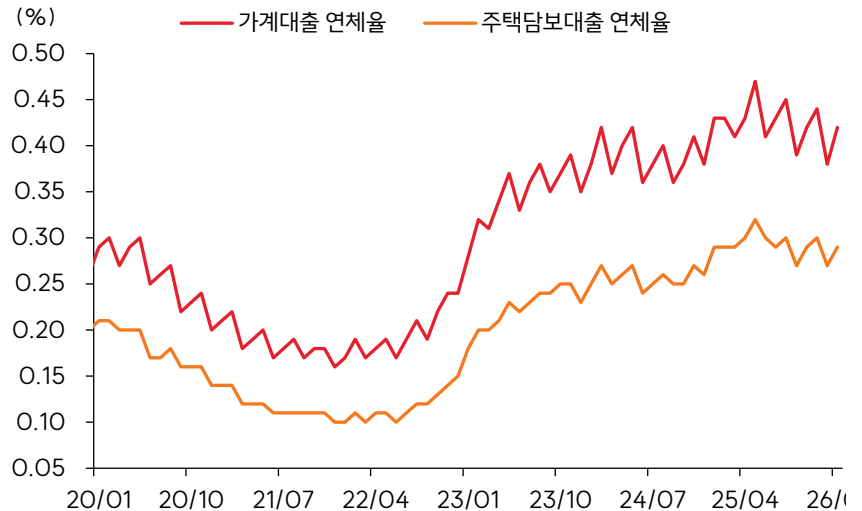


2024년 대비 세부 항목별 실질 GDP 상승 정도



자료: CEIC, SK증권

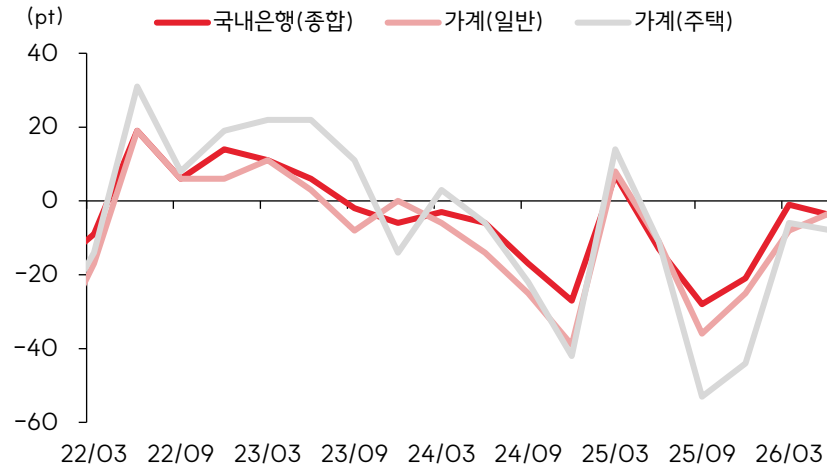
미국 실질 GDP 내 협의 및 광의의 AI 기여도 추이



자료: CEIC, SK증권

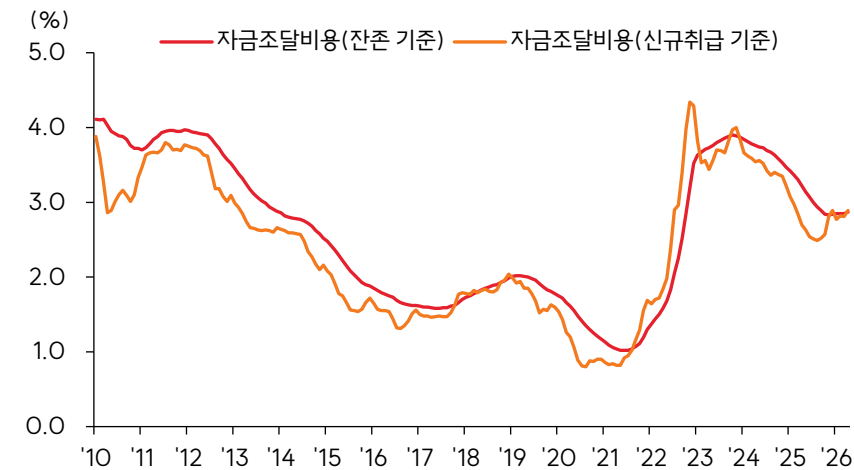
가계 소비 회복의 제약 요인

한국 가계 대출 태도



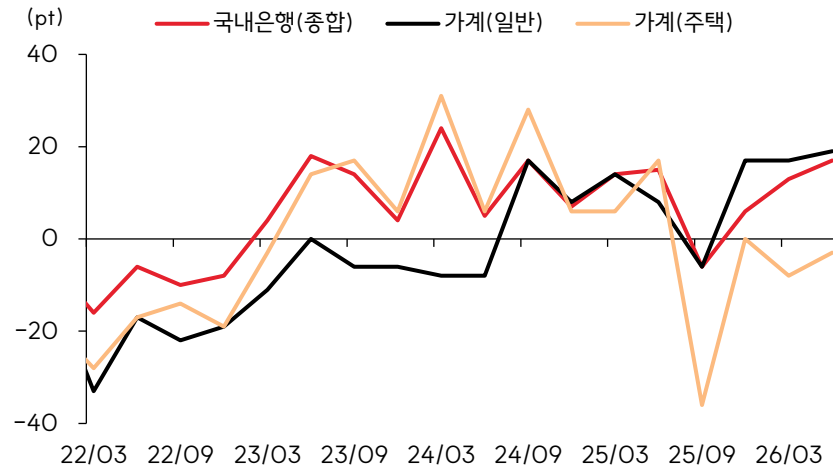
자료: CEIC, SK증권

한국 자금조달비용 증가율



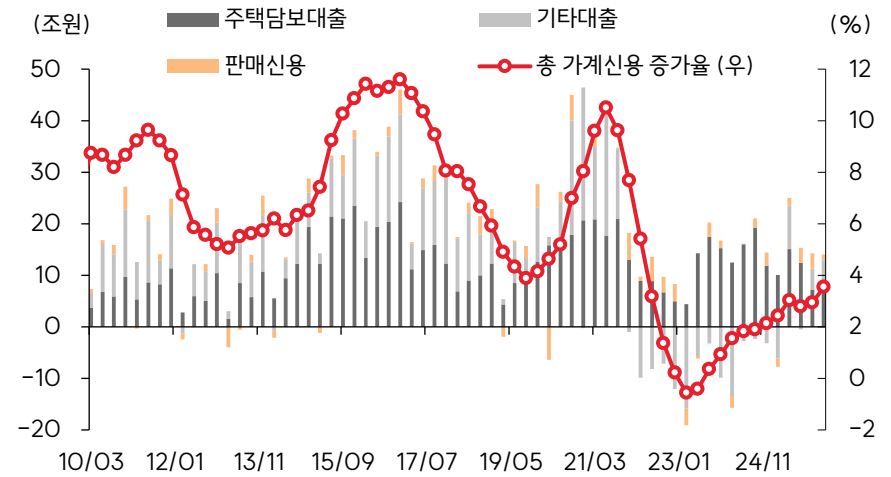
자료: CEIC, SK증권

한국가계 대출 수요



자료: CEIC, SK증권

한국 가계 신용 세부항목 증감과 신용 증가율



자료: CEIC, SK증권