

Global Asset Allocation Team Market View

현재은, 이수민, 이윤이, 정원규, 엄관준, 박지훈

목차

1. 여신 및 유동성: 시장은 추가적인 레버리지를 창출할 수 있는가
 - 1.1 신용 창출과 경제 활성화
 - 1.1.1 장단기 금리차와 여신
 - 1.1.2 대출 심사 기준
 - 1.1.3 30년 모기지 금리와 10년 미국채 수익률 스프레드 분석
 - 1.2 장기 인플레이션
 - 1.2.1 인플레이션 예측치
 - 1.3 금융 안정성과 리스크 관리
 - 1.3.1 예대율 추이
 - 1.3.2 금융 건전성 지표
 - 1.3.3 연체율
 - 1.3.4 소득 분위별 부채 비율
 - 1.4 결론
2. 인플레이션 및 고용: 이번에도 Fed Put은 작동하는가
 - 2.1 고용 및 실업률
 - 2.1.1 3월 고용: 양적 회복은 강했지만, 질적 균열은 여전
 - 2.1.2 정부 부문 고용: 구조조정의 그림자
 - 2.1.3 실업률과 잠재 노동력: 질적 고용지표의 경고
 - 2.2 연준 및 기대 인플레이션
 - 2.2.1 연준의 정책 스탠스: 인플레이션 기대 고정이 우선
 - 2.2.2 기대 인플레이션과 Fed Put의 유효성
 - 2.3 美 국채금리 급등: 구조적 공급 증가와 수요 이이 만든 불안정한 균형
 - 2.4 Market의 흐름
 - 2.4.1 AI 산업과 나스닥 - 구조적 성장의 기회
 - 2.4.2 전략적 접근 - 나스닥 포지션 유지와 변동성 관리
 - 2.5 결론: 고용, 물가 그리고 국채 금리 - 균형적 시간과 유연한 전략이 필요한 시점
3. GDP 및 생산성: 생산성 증가가 실질 GDP 성장과 인플레이션 감소를 야기하는가 - 닷컴 버블 시기와 AI 사이클의 비교
 - 3.1 실질 GDP 비교: 닷컴 버블과 AI 사이클
 - 3.1.1 닷컴 버블 시기의 실질 GDP 변화: ICT 확산이 이끈 높은 성장세와 급격한 둔화의 흐름
 - 3.1.2 AI 사이클에서의 실질 GDP 변화
 - 3.1.3 CapEx와 GDP의 관계: AI vs 닷컴 사이클 비교
 - 3.1.4 금리 정책과의 연관성
 - 3.2 생산성: 닷컴 버블과 AI 사이클
 - 3.2.1 인당 생산성
 - 3.2.2 주당 노동시간
 - 3.2.3 생산 단위당 노동 비용과 생산성
 - 3.2.4 시간당 임금

3.2.5 기술 부문 생산성 향상

3.3 인플레이션: 왜 AI 사이클은 다르게 작동하는가?

3.4. 결론

4. 마켓뷰 종합

4.1 서론: 변동성이 일상화된 시장, 미국 경제의 사이클을 해석하는 새로운 렌즈가 필요하다

4.2 여신 및 유동성

4.3 인플레이션 및 고용

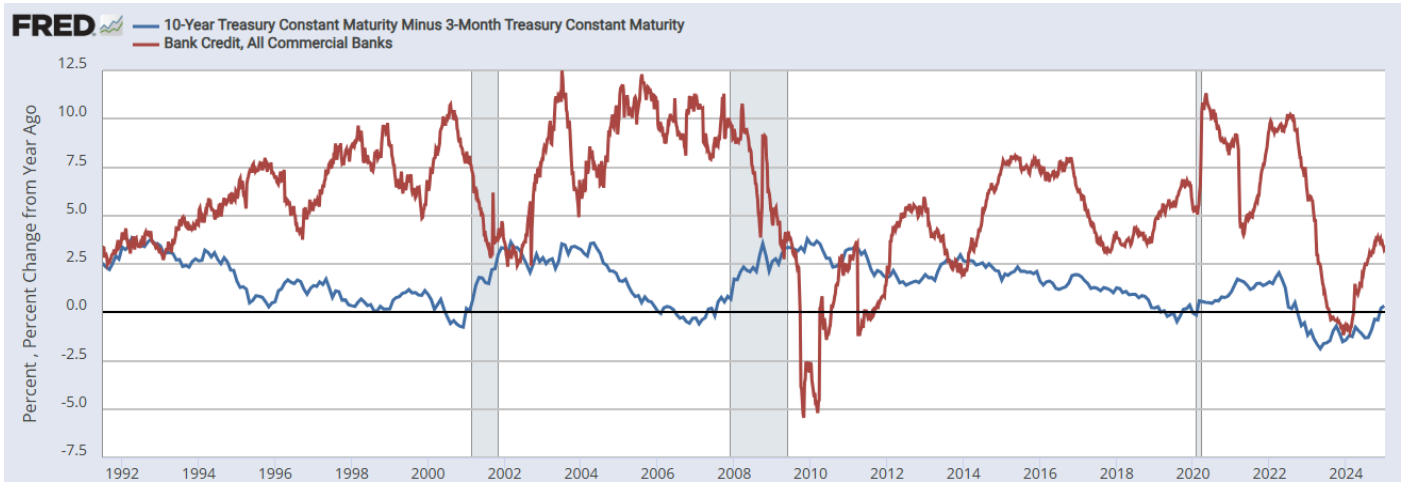
4.4 생산성과 인플레이션의 이중 신호

4.5 결론 및 자산배분 전략 방향성

여신 및 유동성: 시장은 추가적인 레버리지를 창출할 수 있는가

1.1 신용 창출과 경제 활성화

1.1.1 장단기 금리차와 여신



지난 몇 년 동안 장단기 금리차가 역전되었다. 2년 전보다는 장단기 금리차가 개선되고 있는 추세이지만, 2000년 닷컴 버블 붕괴 전, 2008년 금융위기 전 등 거의 모든 경기침체 전 수익률 곡선이 역전된 기록이 있다. 그렇다면 이번에도 동일한 양상을 보일까?

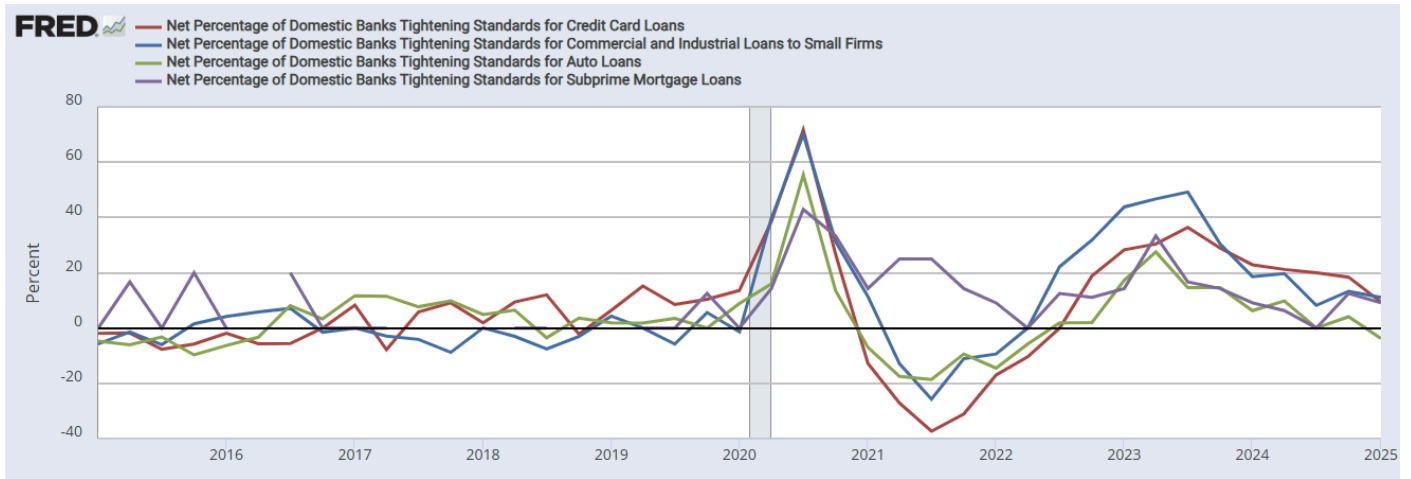
장단기 금리차가 역전된 경우, 장기 금리보다 단기 금리가 상대적으로 높다는 것이다. 이는 경기 불확실성에 대한 우려로 장기물에 대한 수요가 증가하면서 장기 금리가 하락한 결과일 수 있다. 동시에 단기 금리는 인플레이션 대응을 위한 중앙은행의 급격한 금리 인상으로 인해 상승했을 가능성도 있다.

두 지표가 비슷한 흐름을 보이는 이유는 은행은 단기로 자금을 조달하고 장기로 대출을 실행하는 구조를 갖는 만큼 장단기 금리차가 역전되면 은행의 수익활동에 제약이 걸리기 때문이다. 2008년 금융위기 이전의 반비례 관계는 정책적 요인에 따른 결과로, 연준이 기준금리를 통해 장단기 금리차를 조절했기 때문이다. 팬데믹 당시 양적완화 정책을 실행하며 기준금리와 장기금리를 함께 조작했다. 채권을 대량 매입하면 장기금리가 인위적으로 하락하고, 수익률곡선이 '비정상화'되는 것이다. 따라서 그래프에서 확인할 수 있듯, 장단기 금리차 역전 시기에는 은행의 레버리징 활동이 저해되어 여신증가율이 둔화되거나 감소세로 전환된 경향이 보인다.

최근 동향을 살펴보면 2022년부터 최근까지 장단기 금리차는 역사상 가장 오래, 가장 많은 차이로 역전된 바 있다. 2020년 경기침체 후 첫 역전은 2022년에 발생했으며 이후 약 2년간 큰 폭으로 역전 흐름을 이어갔다. 이러한 추세를 보아 과거 사례와 비슷한 경기 흐름을 이어간다면 향후 몇 년 안에 장기간에 걸친 경기 침체를 겪을 가능성이 없진 않다. 또한, 장기물 금리 변동이 잦으며, 이는 앞서 언급한 안전자산 선호 심리에 따른 결과로 볼 수 있다. 다만, 인플레이션 및 미국 경기침체

우려, 헤지펀드들의 베이스 트레이딩과 마진콜, 중국으로 국채 금리 매도 등으로 인해 장기 국채 금리가 상당히 큰 변동성을 보이고 있다.

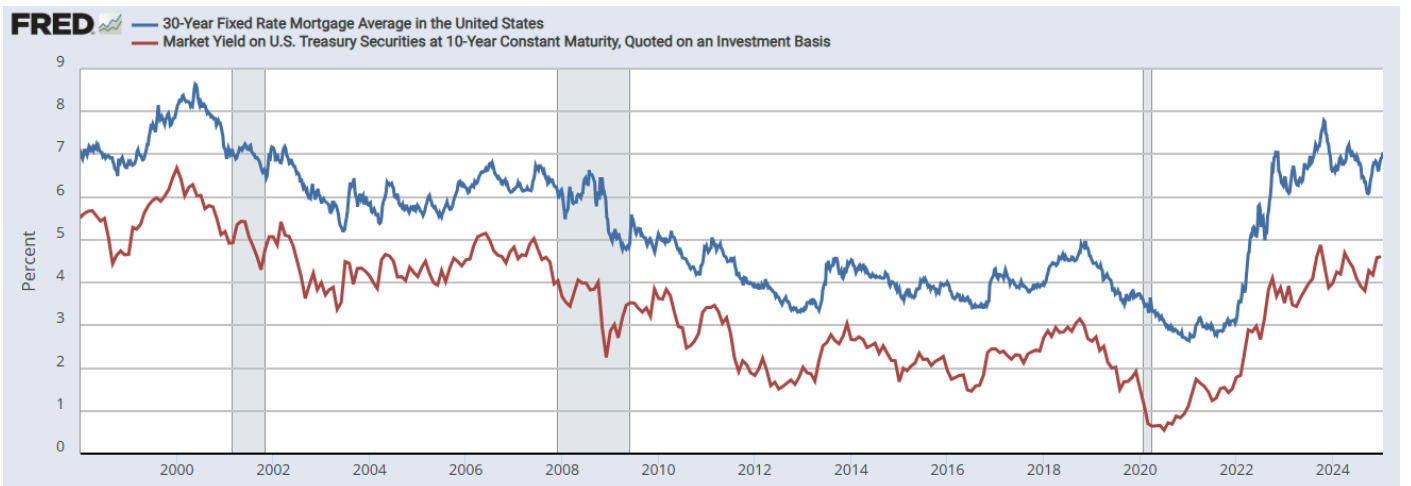
1.1.2 대출 심사 기준



대출 심사 기준은 2000년대 초반 닷컴 버블과 2008년 금융위기 시기와 비교해볼 수 있다. 양 경제침체 시기에서 신용카드 대출과 기업 대출 기준이 모두 강화되었으며, 특히 기업 대출이 소비자 중심의 카드 대출보다 높았다. 2008년의 경우, 서브프라임 모기지 또한 높았으며, 부동산 버블이나 금융 시스템의 리스크를 판단할 수 있는 지표이기에 해당 수치가 급등하면서 경제 침체가 악화되었다. 타이트닝이 증가한다는 것은 은행이 리스크를 우려해 대출을 줄이며 경기 냉각으로 이어지는 흐름인데, 지금 상황에서는 모든 지표가 하락 추세이다. 대출 심사 기준이 완화됨에 따라 금융기관은 적극적으로 신용을 공급할 수 있음을 의미한다.

또한, 총 다섯 개의 대출 중 서브프라임 모기지의 규모가 가장 크다. 동시에 가장 민감한 지표이기도 하다. 신용등급이 낮은 소비자 대상으로 기준보다 높은 이자를 부과하는 대출로, 위험도가 매우 높기에 은행의 리스크 회피 정도를 측정하는 선행 지표로 사용되기도 한다. 따라서 서브프라임 모기지에 대한 대출 기준이 높지 않은 점을 보아, 현황이 유지된다면 추가적인 레버리징을 통해 경제 성장을 지원할 힘이 존재할 것으로 판단한다.

1.1.3 30년 모기지 금리와 10년 미국채 수익률 스프레드 분석

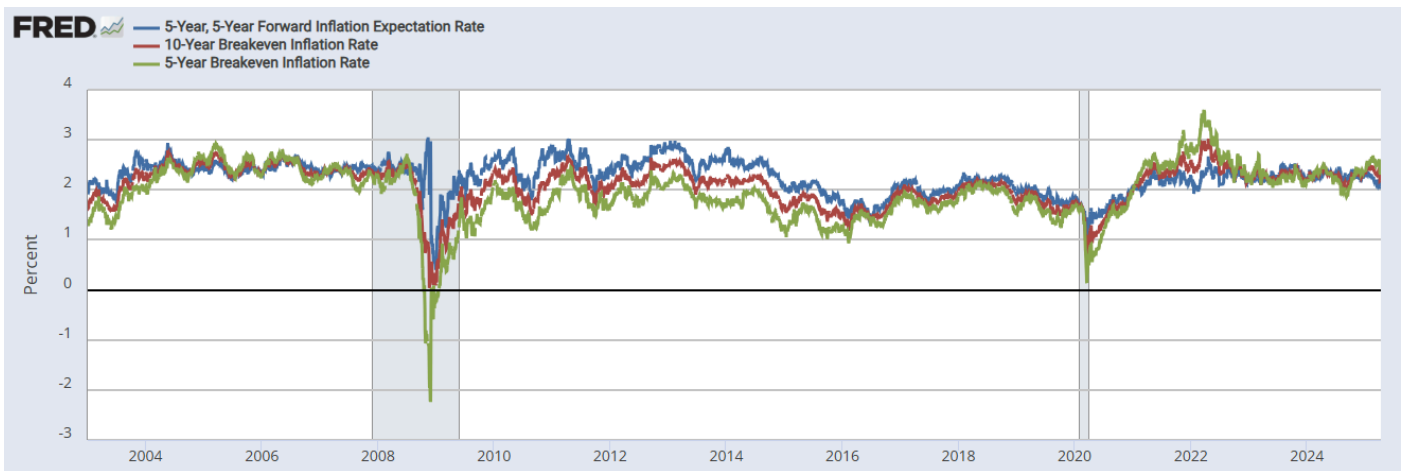


30년 모기지 금리와 10년 미국채 수익률의 스프레드가 클수록 대출 리스크가 증가한다고 볼 수 있다. 가장 최근 기준으로 계산한다면 30년 모기지 금리(2025.4.10 FRED 기준)는 6.62%, 10년 미국채 수익률(2025.4.10 Investing 기준)은

4.432%로, 스프레드는 2.188%이다. 이는 평균보다 약간 상회하는 수치라고 볼 수 있으며, 높은 스프레드는 금융기관이 리스크를 높게 반영하고 있다는 뜻이기도 하다. 뿐만 아니라 단기 금리보다 장기 금리가 평균치를 상회한다고 볼 수도 있다. 따라서 스프레드만 본다면 레버리징이 위험한 전략일 수 있다. 하지만 이후 소개될 주택건설 연체율은 총 다섯 가지의 연체율 지표 중 가장 낮은 수준이다. 이는 건설업체가 안정적으로 대출을 상환하고 있음을 시사한다. 따라서, 다소 높은 금리일 수 있지만 주택건설 연체율의 안정성을 기반으로 금리 변동에 따른 리스크를 관리한다면 레버리징을 통해 확장 가능성을 기대할 수 있다.

1.2 장기 인플레이션

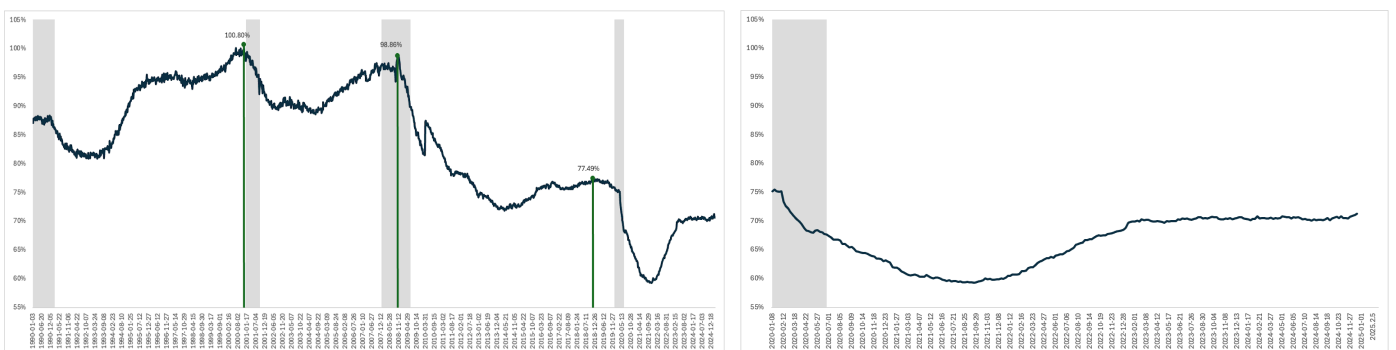
1.2.1 인플레이션 예측치



미국의 상호관세와 중국, 유럽 등의 보복조치로 인해 불확실성이 대폭 확대된 상태임에도 예측 인플레이션은 안정적이다. 5년 후 5년 기대 인플레이션율은 현재 시점부터 5년 후를 기준으로 그 후 5년 후 인플레이션을 예측하는 만큼, 지금의 불안정성을 고려하지 않은 해당 지표가 다른 두 지표와 비슷한 추세를 그린다는 것은 앞으로 인플레이션이 안정적일 것이라는 긍정적 신호로 이해할 수 있다. 특히 예측 인플레이션은 2%대로, 중앙은행이 목표로 삼는 가장 이상적인 수준에 근접하기에 단기적으로는 경기가 요동치더라도 장기적으로 큰 영향은 없을 것으로 보인다.

1.3 금융 안정성과 리스크 관리

1.3.1 예대율 추이

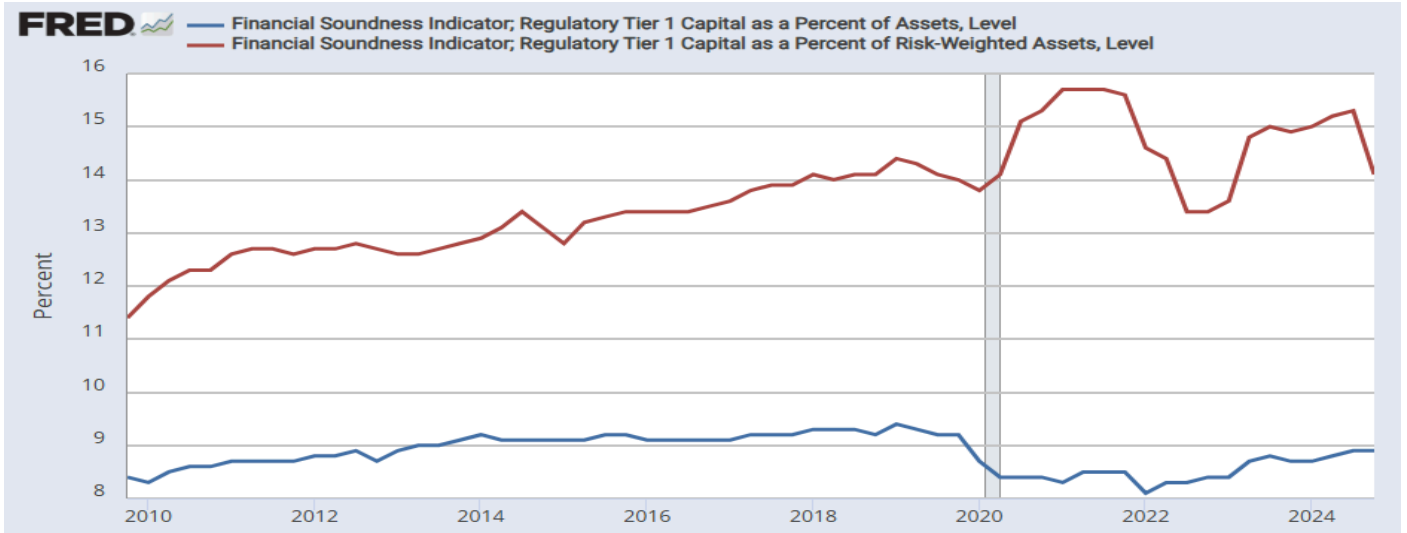


<미국 예대율>

<팬데믹 이후 예대율>

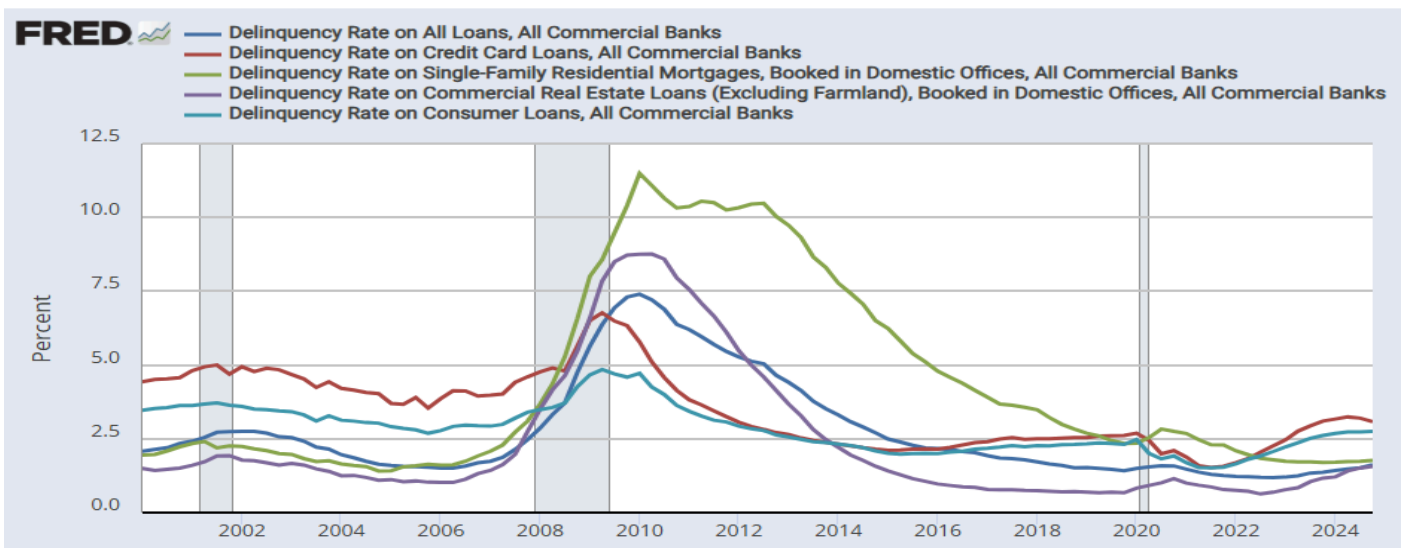
은행의 예대율은 예금 대비 대출 규모를 나타내는 지표로, 높을수록 은행은 보유한 예금의 많은 부분을 대출로 운용하고 있음을 의미한다. 이는 금융 시스템 내에서 신용 창출이 활발하다는 신호로 해석되기도 한다. 하지만 과도하게 높은 예대율은 금융 위기나 경기 불황 시 은행의 자산 건전성 문제로 이어질 수 있다. 닷컴 버블 시기에는 예대율이 100%를 넘었고, 2008년 금융 위기 때는 99%를 육박하는 등 과도한 예대율을 보였다. 60%에서 80% 사이가 적당한 예대율로 간주되고 있고, 팬데믹 이후 예대율은 60%에서 75%를 유지하는 만큼 안정적인 흐름을 보이고 있다. 따라서 충분한 현금을 유동성 자산으로 보유하고 있을 가능성이 크다고 해석할 수 있고, 레버리징 룬이 충분히 존재하는 상태로 판단된다.

1.3.2 금융 건전성 지표



우선 총 자산 대비 자기자본 비율의 경우, 보수적으로 측정하며 레버리지 수준을 나타낸다. 해당 지표가 높을 수록 전체 자산 대비 자본이 많다고 해석할 수 있는데 현재로는 소폭 하락 후 점차 상승하는 추세를 보아 레버리지 룬이 있다고 해석할 수 있다. 반면 위험가중자산 대비 자기자본 비율(RWA) 지표는 팬데믹 이후 급등했다 한 차례 하락 후 현재 상승 추세를 이어가고 있다. RWA는 국제적으로 통용되는 핵심 은행 건전성 지표로, 위험을 고려한 자산 대비 얼마나 충분한 자본이 있는지를 나타낸다. 해당 지표가 상승 추세이고 (통상적으로 우량 은행 기준이 10~12% 이상이라는 점을 고려했을 때) 해당 지표는 14% 수준을 상회하기에 안정적이고 리스크 노출이 적은 우량 은행으로 판단된다. 또한, 스프레드는 확대되고 있다. 따라서 안전자산 비중이 높고, 보수적인 자산 운용을 통해 위기 시 손실을 최소화할 수 있다.

1.3.3 연체율

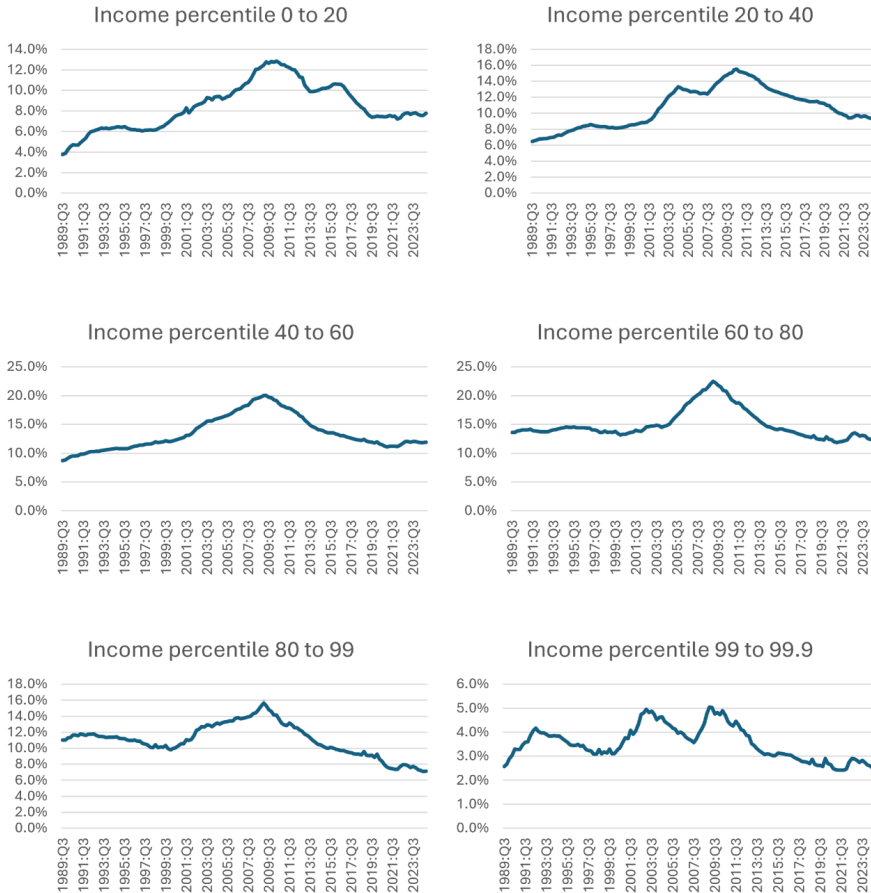


연체율은 낮을수록 가계나 기업의 재정 상태와 경기 흐름 모두 양호하고, 은행도 안정적으로 운영할 수 있어 금융 시스템 전반에 리스크가 낮다고 볼 수 있다. 닷컴 버블을 제외한 두 경기침체 시기는 특정 지표의 연체율이 과도하게 높았고, 닷컴 버블과 같은 상황을 해당 지표로만 판단할 수는 없기에 지표의 흐름을 분석한다면 비교적 최근 낮은 수준의 연체율은 긍정적으로 해석할 수 있다. 다만, 평균적으로 정상적인 경기 순환 범위는 2~3% 사이고, 약간의 상승 추세는 위험이 커지고 있다는 조기 경고 신호일 수도 있어 주의할 필요는 있다.

1.3.4 소득 분위별 부채 비율

Every income group is significantly less levered relative to history

Liabilities as percentage of Assets



Data source: Federal Reserve

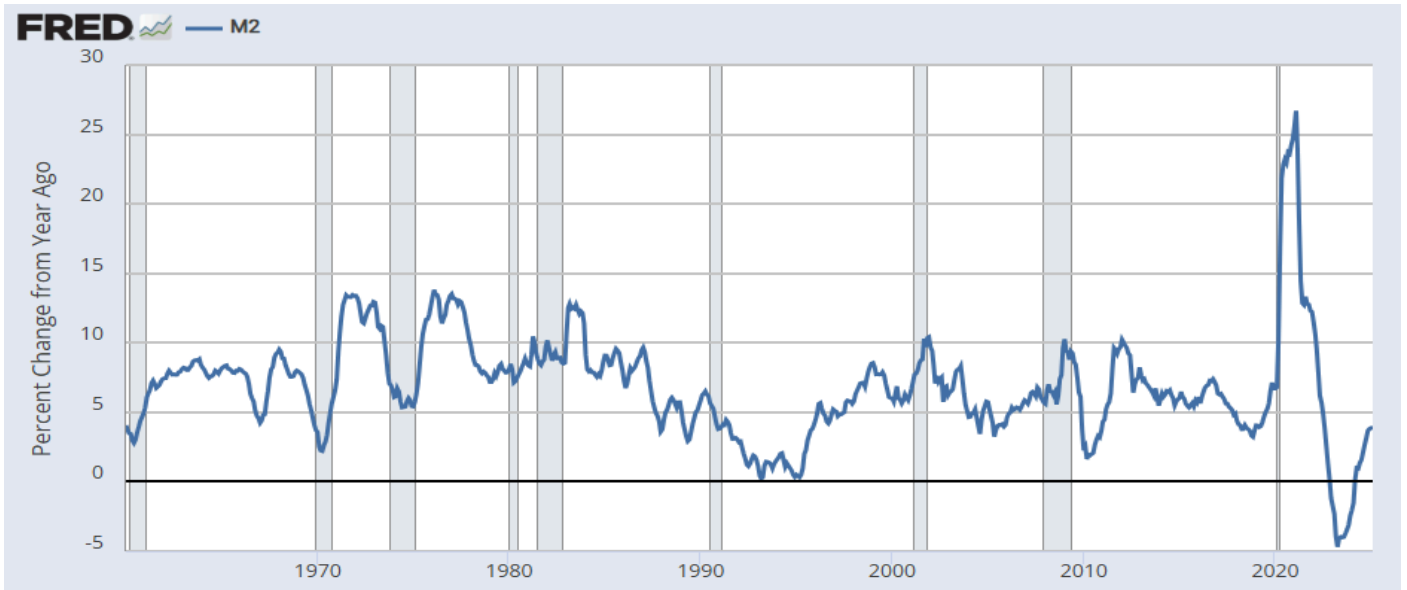
Data are as of Q4 2024

1989년부터 2024년 4분기까지 미국 가계의 자산 대비 부채 비율을 보면, 현재 모든 소득 분위에서 레버리징이 상당히 덜 일어난 디레버리지 상태라는 것을 볼 수 있다. 이는 개인 소비자들의 신용 건전성이 상당히 우수한 상태라는 것을 뜻한다. 2008년 서브프라임 모기지 사태와 같은 과도한 신용 차입 시기 이후에 지속적인 디레버리징이 나타났으며, 이러한 기반 위에서 저소득층의 부채 비율이 상당히 낮게 유지되고 있고, 고소득층의 부채비율은 오히려 계속해서 줄어들고 있다는 점은 현재 시장에서 말하는 경기 침체의 가능성을 더욱 낮추는 강력한 소비 지출의 펀디멘탈을 보여준다.

1.4 결론

팬데믹 당시 수직 상승했던 현금 유동성은 낮은 기준금리, 양적완화, 정부의 대규모 코로나19 지원금 보조 등의 정책적 요인이 그 이유이다. 하지만 팬데믹 상황이 완화됨에 따라 연준은 높아진 인플레이션을 잡기 위해 공격적인 금리 인상을 단행함과 동시에 양적 완화를 멈추는 정책을 시행하였다. 이에 따라 미국 주요 주가 지수는 급락했고, 시장이 하드랜딩을 가격에 반영하면서 성공적인 디레버리징이 어려울 것으로 보였다. 하지만 강력한 소비를 바탕으로 인플레이션으로 인한 가격 상승분을 소비자가 상쇄해줬다. 이러한 미국 예외주의를 바탕으로 달러 인덱스와 미국 주가지수는 상승세를 이어갔다. 유동성은 다시 양전에 성공하였으며 연준은 MBS와 국채를 재투자하지 않는 방식으로 양적 긴축 정책을 펼치고 있다.

관세 타격으로 인한 인플레이션에 대한 우려가 여전히 존재하기는 하지만, 향후 과세 협상 및 강세, AI로 인한 생산성 증가로 인해 1년 뒤 기대 인플레이션은 과도하게 올라갔다고 판단된다. 옵션 시장은 최대 4회 금리 인하 결정을 예측하고 있지만, FOMC의사록에 따르면 연준 위원들은 그러한 의견을 반박했다. 그들 관세의 인플레이션 상방압력을 인정하면서도 견고한 하드 데이터를 기반으로 2회의 금리 인하 경로를 제시했다. 양적 긴축을 수행함에도 불구하고, 여전히 금리 인하 사이클이 유효하다면 경기 회복과 현금 유동성의 상승 추세는 유지될 것으로 보인다.



또한, 앞서 언급된 기대 인플레이션의 안정성과 낮은 예대율은 이를 뒷받침한다.

기대 인플레이션이 안정적이라는 것은 물가가 과도하게 오르지 않고 예측 가능한 범위에서 움직인다는 기대를 반영한다. 특히 지금의 불안정한 경제는 단기적인 변동이라고 이해할 수 있으며, 인플레이션의 상방압력 완화로 물가가 완만하게 상승한다면 소비자의 미래 구매력에 대한 불안을 해소할 수 있을 것이다. 이는 소비 심리 완화로 이어지며 활발한 소비와 투자를 기대해볼 수 있는 지표가 되기도 한다. 또한 개인 소비자들의 신용이 건전하기 때문에 소비를 더욱 증가시킬 수 있는 좋은 환경이 나타나고 있다고 판단된다.

평균적인 수준의 예대율을 유지한다는 것은 은행이 과도한 리스크 없이 안정적인 신용 창출을 하고 있음을 시사한다. 이는 대출 여력을 확보하고 있다고 풀이할 수 있으며 대출 확대 가능성을 시사한다. 대출이 활발해지면 소비 및 투자로 이어지는 자금 흐름이 강화되어 결국 현금 유동성에 긍정적인 영향을 미친다.

레버리징 룬이 있는지 판단하기 위해서는 현금 유동성 뿐만 아니라 대출 현황도 살펴봐야 한다.

대출 심사 기준은 완화되었고, 그 중에서도 가장 민간하고 규모가 큰 서브프라임 모기지가 낮은 수준을 유지하고 있다는 점을 보아 추가적인 대출이 용이할 것이라고 해석할 수 있다. 신용등급이 낮은 소비자에게도 대출을 비교적 쉽게 해준다는 것이고 대출을 받은 소비자는 상환 가능성이 비교적 높다고 볼 수 있기 때문이다.

물론 30년 모기지 금리와 10년 미국채 수익률의 스프레드는 평균을 조금 웃도는 2.2%를 기록하고 있다. 30년 모기지가 높다는 것은 주택담보대출의 리스크가 높게 평가되고 있다는 신호로 볼 수 있다. 스프레드가 확대되면 대출 수요가 위축됨에 따라 대출 수요가 감소한다면 레버리징 전략에 불리하게 적용될 수 있다. 또한, 총 다섯 개의 연체율 지표가 다소 상승 추이를 보여 위험이 커지고 있다는 조기 경고 신호일 수도 있다.

하지만 주택건설 연체율은 총 다섯 지표 중 가장 낮은 수준을 유지하고 있어 건설업체가 안정적으로 대출을 상환하고 있다는 점, 아직까지 연체율은 평균치에서 크게 벗어나지 않은 상황인 점을 보아 시장에는 추가적인 레버리지를 창출할 충분한 몫이 존재한다고 판단된다.

인플레이션 및 고용: 이번에도 Fed Put은 작동하는가

2.1 고용 및 실업률

2.1.1 3월 고용: 양적 회복은 강했지만, 질적 균열은 여전

미국 3월 비농업 고용은 22.8만명 증가했으며 예상치(14만명)를 크게 상회했다. 이 수치만 놓고 보면 고용 시장이 탄탄해 보이지만, 세부적으로 살펴보면 구조적 약화와 잠재적 불안 요소가 적지 않음을 확인할 수 있다. 가장 먼저 이번 고용 증가를 견인한 주요 부분을 살펴보자면, 1~2월 폭설/한파 및 캘리포니아 산불의 영향으로 고용 감소가 이어졌던 레저/여가(2월 -1.7만→3월+4.3만) 부문이 회복하면서 정상화된 효과가 두드러졌다. 그리고 도소매(0.4만→2.2만, 이 중 식료품점: -1.7만→2.1만) 부문에서 파업 후 돌아온 취업자들의 증가폭 확대가 기여했다. 헬스케어/사회 서비스는 연초 이후 6.5만 명 전후의 일자리가 매월 늘고 있다(3월 +7.8만). 이는 고령화와 의료 수요 확대, 사회복지 정책 강화 등 구조적 요인이 맞물린 결과로 해석할 수 있다. 기타 부문에서는 과거 비농업 취업자수 증감 데이터와 비교했을 때 비슷한 흐름을 보였다.

2.1.2 정부 부문 고용: 구조조정의 그림자

정부 부문에서 연방정부 고용감소의 충격은 지방정부 취업자 증가로 일부 상쇄됐다. 3월 정부 취업자수 중 연방정부 고용은 감소(-0.4만)했지만 지방정부 고용은 증가(+2.3만)했다. 언론에 따르면, 3월에는 재향군인부(VA)에서 1000여명, 국제개발처(UAID)에서 1600명, 교육부에서 1300명 등이 해고됐다. 챌린저가 집계한 해고통보(2월 6.2만, 3월 21.6만) 건수 급증은 연말까지 VA 8만 명, 국방부 민간근로자 6만 명, 국세청 2.0~2.5만 명 등의 해고 계획이 반영되어 있다. 이는 앞으로 2분기 매월 2~3만 명, 하반기 3~5만 명 정도의 연방정부 고용감소가 전개될 가능성이 있는 것으로 판단된다.

2.1.3 실업률과 잠재 노동력: 질적 고용지표의 경고

3월 고용지표는 양호한 고용자 수 증가에도 불구하고, 세부 지표에서는 구조적인 우려가 감지된다. 대표적으로 광의 실업률(U-6)의 상승, 잠재 경제활동인구의 확대, 구인건수 감소 등은 노동시장의 질적 회복이 여전히 미진하다는 점을 시사한다. 3월 미국의 실업률은 4.2%로 전월(4.0%)보다 상승했으며, 시장 예상치(4.1%)도 상회했다. 경제활동참가율은 62.5%로 소폭 상승했지만, 핵심 경제활동참가율(25~64세)은 83.3%로 0.2%p 하락해 노동시장 참여의 질적 저하가 나타났다. 고용자 수가 늘었음에도 실업률이 상승한 배경에는 경제활동인구의 유입이 크게 작용한 것으로 분석된다.

특히, 실망 실업자와 한계 근로자를 포함하는 광의의 실업률은 7.9%로, 2024년 평균치인 7.5%를 상회하고 있다. 신규 실업자 수가 급증하고, 영구 실업자도 꾸준히 증가하고 있다는 점에서 구조적인 실업 문제로의 전환 가능성도 제기된다. 또한, 구직 요건을 충족하지 못해 공식 실업자로 분류되지 않는 잠재 경제활동인구도 두 달 연속 증가하고 있다. 이는 향후 노동시장에 추가적인 공급 압력을 가해 실업률 상승 요인으로 작용할 수 있다.

한편, 트럼프 행정부의 연방정부 인력 감축 정책은 정부 부문 고용 위축을 가속화시키고 있으며, 경기 둔화 우려가 확산되면서 기업들의 채용 수요도 빠르게 둔화되고 있다. 실제로 2월 JOLTs 기준 구인건수는 756.8만 명으로, 전월 대비 19.4만 명 감소했다. 경제활동인구의 유입 확대, 잠재 인력의 증가, 구인 수요 감소를 종합적으로 고려할 때, 노동시장 내 ‘빈 일자리’의 소진 시점은 2025년 7~8월경에 도달할 것이라는 전망이 시장 내에서 점차 설득력을 얻고 있다.

2.2 연준 및 기대 인플레이션

2.2.1 연준의 정책 스텐스: 인플레이션 기대 고정이 우선

하지만 미 연준 관계자들은 도널드 트럼프 대통령의 관세 정책이 인플레이션을 장기적으로 자극할 수 있다는 점을 고려해, 노동시장이 다소 약해지더라도 정책 금리를 쉽게 인하하지 않겠다는 입장을 밝혔다.

카시카리 미니애폴리스 연은 총재는 “장기 인플레이션 기대를 고정시키는 것은 매우 중요하다”며, “관세로 인해 단기적으로 물가가 상승할 수 있다는 점을 감안하면, 일부 경기 둔화나 실업률 상승이 있더라도 금리 인하의 문턱은 오히려 높아졌다”고 강조했다. 제롬 파월 의장도 “연준의 임무는 장기적인 인플레이션 기대를 안정적으로 유지하고, 일시적인 물가 상승이 구조적인 인플레이션으로 전이되지 않도록 통화정책을 설계하는 데 있다”고 밝혔다. 클리블랜드 연은 총재 베스 해맥은 “우리는 지금 상황을 신중히 지켜보고 있으며, 잘못된 방향으로 서두르기보다는 올바른 방향으로 천천히 나아가려는 의도적인 선택을 하고 있다”고 덧붙였다.

이처럼 연준은 노동시장 둔화보다 인플레이션 기대 심리를 안정시키는 데 정책의 우선순위를 두고 있으며, 트럼프 대통령의 관세 정책이 물가에 미칠 영향을 면밀히 판단한 뒤 정책 결정을 내리겠다는 신중한 태도를 유지하고 있다.

2.2.2 기대 인플레이션과 Fed Put의 유효성

2025년 2월 기준 개인소비지출(PCE) 물가지수는 전년 동기 대비 2.5% 상승하며, 연준의 중기 목표치인 2.0%를 상회했다. 더욱 주목할 점은 미시간대학교 소비자심리지수에 기반한 기대 인플레이션이 5.0% 수준에 달하고 있다는 사실이다. 이는 일시적인 물가 상승이 구조적으로 고착화될 수 있다는 시장의 우려를 반영하는 지표로, 연준의 통화정책 운용에 부담 요인으로 작용하고 있다.

최근 트럼프 행정부의 관세 정책은 공급망에 혼란을 야기하며 원자재 및 중간재 가격 상승을 유발하고 있으며, 이는 전반적인 비용 인상을 통해 물가 상승 압력을 장기화시킬 가능성을 높이고 있다. 이처럼 인플레이션이 구조화될 조짐을 보이는 상황에서, 연준이 섣불리 금리를 인하하기는 어려운 국면이다.

따라서 일부 투자자들이 기대하는 ‘Fed Put’—즉, 금융시장이 위축될 때마다 연준이 적극적으로 유동성을 공급해 시장을 방어해주는 역할—은 이번 사이클에서는 과거만큼 효과적으로 작동하지 않을 수 있다는 전망이 제기되고 있다. 이는 시장의 금리 기대와 실제 정책 방향 간 괴리가 커질 가능성을 시사한다.

2.3 美 국채금리 급등: 구조적 공급 증가와 수요 이탈이 만든 불안정한 균형

최근 미국 국채금리가 단기간 내 급등하면서 시장 전반에 불안정성이 확산되고 있다. 금리 상승의 주요 배경에는 미국 상원을 통과한 5조 8천억 달러 규모의 예산 결의안과, 이에 수반된 약 7조 달러 규모의 자금 조달 필요가 자리하고 있다. 이는 코로나19 당시 부양책을 상회하는 규모로, 향후 미 재무부의 대규모 국채 발행 가능성을 높이며 장기 금리에 상승 압력을 가하고 있다. 여기에 미·중 무역 갈등 심화와 관세 확대 가능성까지 겹치며, 교역 축소 우려와 함께 재정 보전 가능성에도 의문이 제기되고 있다.

수요 측면에서도 구조적 변화가 나타나고 있는데, 외국인과 연준의 보유 비중이 각각 50%→30%, 25%→15% 수준으로 낮아진 반면, 변동성이 높은 개인 투자자의 비중은 20%까지 확대되고 있다. 이는 국채 수요의 안정성이 약화되었음을 의미하며, 공급 증가와 수요 질 저하가 맞물린 구조적 금리 상방 압력을 만들어낸다. 이러한 환경에서는 장기물 보유에 따른 리스크가 확대될 수밖에 없으며, 투자 전략 차원에서는 장기채 비중을 점진적으로 축소하고, 단기채 중심의 포트폴리오 재편, 수익률 곡선 구조 변화에 대응한 유연한 운용 전략이 요구된다. 특히, 글로벌 투자자들의 미 국채 수요가 약화되는 흐름을 고려할 때, 중장기적으로는 보다 방어적인 채권 운용 기조가 필수적이다.

2.4 Market의 흐름

2.4.1 AI 산업과 나스닥 — 구조적 성장의 기회

그렇다면 이와 같은 거시경제 환경 속에서 우리의 투자 전략은 어떻게 설정해야 하는가. 최근 인공지능(AI) 산업의 가파른 성장세를 감안할 때, 중장기적으로 기술주 중심의 나스닥 시장은 여전히 유망한 투자처로 평가될 수 있다. 경기 둔화나 고용 둔화가 우려되는 상황에서도, 기업들은 비용 절감과 생산성 향상을 위해 AI, 빅데이터, 클라우드 기반 솔루션을 오히려 더 적극적으로 채택할 가능성이 크다. 이러한 기술은 고정비를 줄이고 업무 효율을 높이는 데 기여할 수 있어, 불확실성이 커질수록 AI 수요는 오히려 확대될 여지가 있다.

특히 AI 산업은 반도체, 로봇틱스, 자율주행, 헬스테크 등 다양한 첨단 분야와 깊게 연결되어 있으며, 국가 간 기술 패권 경쟁이 심화되는 현재의 글로벌 구조 속에서 중장기 성장 모멘텀을 확보하고 있다. 이러한 구조적 특성은 AI 관련 기업들이 경기 사이클에 일부 영향을 받더라도, 장기적인 성장 추세에는 큰 변화를 주지 않을 것이라는 시장의 기대를 뒷받침한다.

2.4.2 전략적 접근 - 나스닥 포지션 유지와 변동성 관리

최근 몇 년간 나스닥 시장에서는 AI 관련 기업들을 중심으로 꾸준한 투자 수요가 이어져 왔다. 이러한 흐름은 앞으로도 시장이 예상하는 성장 시나리오가 유효한 한, AI 기업들에 대한 밸류에이션 프리미엄이 일정 수준 유지될 가능성이 크다는 점을 시사한다. 다만, 금리 상승기나 유동성 축소 국면에서는 성장주, 특히 고밸류에이션 기술주가 금리 변화에 민감하게 반응할 수 있다는 점을 간과해서는 안 된다. 실제로 금리 민감도가 높은 나스닥 지수는 통화정책 변화에 따라 단기적 조정 압력을 받을 수 있기 때문에, 포지션 유지와 함께 철저한 변동성 관리가 병행되어야 한다.

따라서 투자 전략 측면에서는 나스닥 전반에 대한 긍정적 시각을 유지하되, 성장성과 실적 안정성을 함께 갖춘 AI 기업 위주로 포트폴리오를 구성하고, 금리 환경에 따라 포트폴리오의 리스크 익스포저를 유연하게 조정하는 전략적 접근이 필요하다.

2.5 결론: 고용, 물가 그리고 국채 금리 — 균형적 시각과 유연한 전략이 필요한 시점

3월 미국 고용지표는 수치상으로는 탄탄해 보이지만, 실업률 상승, 광의 실업률 확대, 잠재 경제활동인구 증가 등 질적 지표에서의 균열이 확인된다. 고용 증가가 일시적 반등과 정부 고용의 보정 효과에 기반한 가운데, 중장기적으로는 구조적 약화 흐름이 감지된다. 동시에, 소비자 기대 인플레이션은 5% 수준으로 상승하고 있으며, PCE 물가도 연준의 목표치를 지속 상회하고 있다. 이는 연준의 통화정책 기조가 단기간에 완화적으로 전환되기 어렵다는 점을 시사하며, 과거와 같이 시장 하락 때마다 개입하던 'Fed Put'이 이번 사이클에서는 작동하지 않을 수 있다는 신호로 해석된다.

이러한 환경 속에서 주목해야 할 산업은 단연 인공지능(AI)이다. 글로벌 공급망 재편, 기술 경쟁 심화, 생산성 혁신 수요 등 AI 산업은 중장기적인 구조적 성장 동인을 보유하고 있으며, 기술주 중심의 나스닥 지수는 이에 대한 대표적인 투자 경로로 여겨진다. AI는 경기 둔화 우려 속에서도 기업들의 비용 절감과 자동화 수요를 흡수하며 오히려 전략적 지위를 강화하고

있다. 따라서 투자자 입장에서는 나스닥 포지션을 유지하되, 금리 환경 변화에 따른 변동성에 대응해 종목 선별과 리스크 관리를 병행해야 할 것이다.

한편, 최근 미 국채금리의 급등은 단기적 현상이 아닌 구조적 요인에서 비롯된 흐름이다. 미 상원이 통과시킨 약 5조 8천억 달러 규모의 예산안과 이자 비용을 포함한 7조 달러에 달하는 재정 소요는 국채 발행 확대 압력으로 이어지고 있다. 동시에 관세 확대 및 무역 갈등 고조는 교역 위축과 재정 수입 악화를 불러올 가능성이 높으며, 이는 결국 국채 공급을 더 늘릴 수밖에 없는 구조다. 수요 측면에서도 외국인과 연준의 국채 보유 비중이 각각 50%에서 30%, 25%에서 15% 수준으로 축소되었고, 그 공백을 개인 투자자가 메우고 있는 현 상황은 국채 시장의 안정성을 훼손시키고 있다. 개인 수요는 중앙은행이나 연기금에 비해 가격 민감도가 높아 금리 변동성 확대에 취약하다. 이러한 수급 구조는 중장기적으로 금리에 상승 압력을 가하고 있으며, 채권 포트폴리오에 있어 전략적 대응이 요구된다.

이에 따라, 우리 팀은 다음과 같은 종합적 시사점을 제시한다.

첫째, 고용의 양호한 수치에도 구조적 약화를 간과하지 말고, 통화정책 정상화가 늦춰질 가능성에 대해 과도한 기대를 갖지 않아야 한다.

둘째, 기술 산업, 특히 AI 중심의 구조적 성장에 대한 신뢰는 유지하되, 금리 및 유동성 환경에 따라 나스닥 내 종목별 전략적 선택이 필요하다.

셋째, 채권 시장에서는 공급 확대와 수요 질 저하가 지속될 가능성에 대비해 장기물 비중 축소, 단기물 중심 포트폴리오, 수익률 곡선 변화 대응 전략이 요구된다.

요컨대, 지금과 같은 상반된 흐름 속에서는 단일 변수에 의존한 투자보다, 다층적인 거시 분석과 산업 구조 파악에 기반한 유연한 전략 수립이 중요하다. 우리 팀은 고용과 인플레이션, 정책 방향성과 기술 산업, 금리 구조 변화까지 종합적으로 반영한 멀티시나리오 기반 포트폴리오 운용 전략을 통해 시장 대응력을 높여갈 것이다.

[인플레이션 지표]

개인 소비 지출 Personal Consumption Expenditure, (PCE), 1년

발표일	시간	실제	예측	이전
2025년 04월 30일 (3월)	23:00			2.5%
2025년 03월 28일 (2월)	21:30	2.5%	2.5%	2.5%
2025년 02월 28일 (1월)	22:30	2.5%	2.5%	2.6%
2025년 01월 31일 (12월)	22:30	2.6%	2.6%	2.4%
2024년 12월 20일 (11월)	22:30	2.4%	2.5%	2.3%
2024년 11월 28일 (10월)	00:00	2.3%	2.3%	2.1%

美 소비자물가지수, CPI (전년대비)

발표일	시간	실제	예측	이전
2025년 04월 10일 (3월)	21:30	2.4%	2.5%	2.8%
2025년 03월 12일 (2월)	21:30	2.8%	2.9%	3.0%
2025년 02월 12일 (1월)	22:30	3.0%	2.9%	2.9%
2025년 01월 15일 (12월)	22:30	2.9%	2.9%	2.7%
2024년 12월 11일 (11월)	22:30	2.7%	2.7%	2.6%
2024년 11월 13일 (10월)	22:30	2.6%	2.6%	2.4%

美 근원 소비자물가지수, Core CPI (전년대비)

발표일	시간	실제	예측	이전
2025년 04월 10일 (3월)	21:30	2.8%	3.0%	3.1%
2025년 03월 12일 (2월)	21:30	3.1%	3.2%	3.3%
2025년 02월 12일 (1월)	22:30	3.3%	3.1%	3.2%
2025년 01월 15일 (12월)	22:30	3.2%	3.3%	3.3%
2024년 12월 11일 (11월)	22:30	3.3%	3.3%	3.3%
2024년 11월 13일 (10월)	22:30	3.3%	3.3%	3.3%

[고용지표]

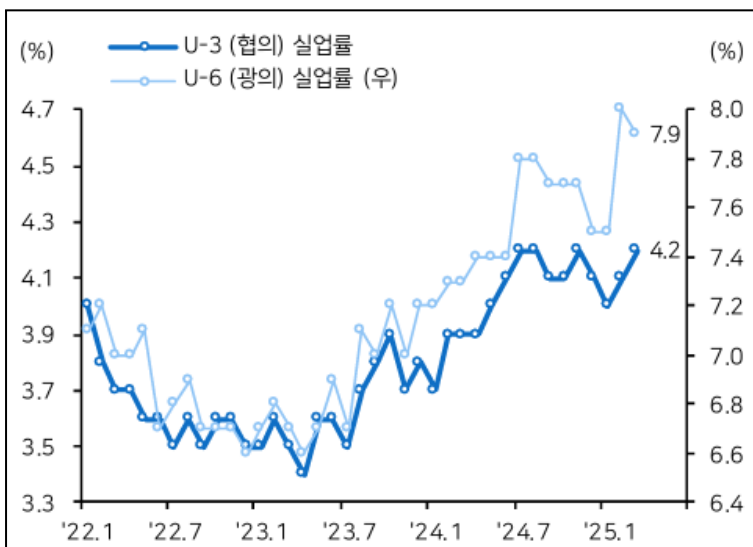
美 비농업고용지수

발표일	시간	실제	예측	이전
2025년 04월 04일 (3월)	21:30	228K	137K	117K ●
2025년 03월 07일 (2월)	22:30	151K	159K	125K ●
2025년 02월 07일 (1월)	22:30	143K	169K	307K ●
2025년 01월 10일 (12월)	22:30	256K	164K	212K ●
2024년 12월 06일 (11월)	22:30	227K	202K	36K ●
2024년 11월 01일 (10월)	21:30	12K	106K	223K ●

美 시간당 평균 임금 <전년대비>

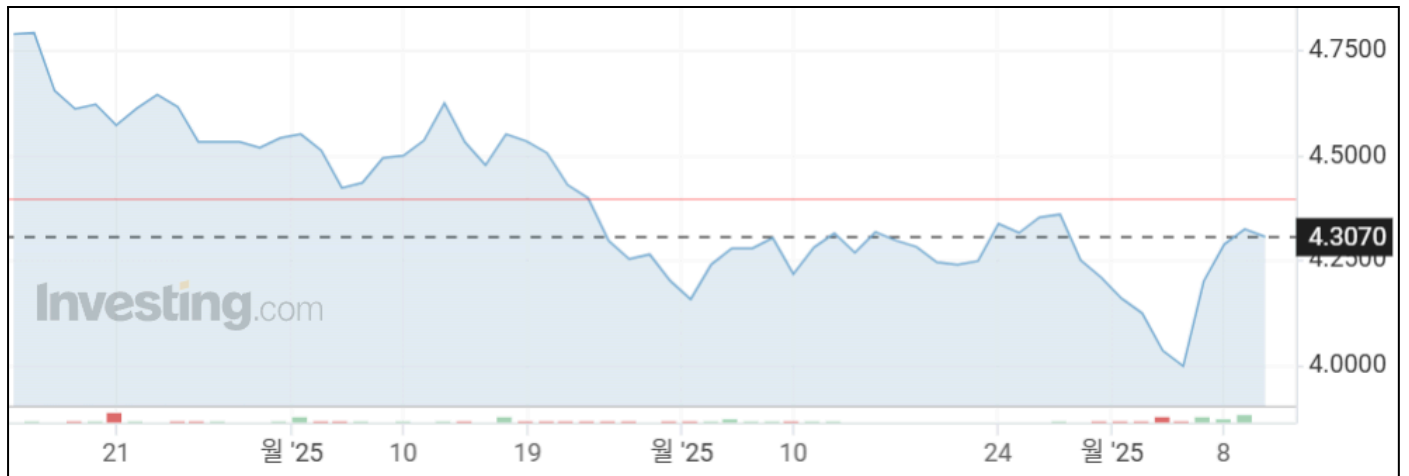
발표일	시간	실제	예측	이전
2025년 04월 04일 (3월)	21:30	3.8%	3.9%	4.0%
2025년 03월 07일 (2월)	22:30	4.0%	4.1%	3.9% ●
2025년 02월 07일 (1월)	22:30	4.1%	3.8%	4.1% ●
2025년 01월 10일 (12월)	22:30	3.9%	4.0%	4.0%
2024년 12월 06일 (11월)	22:30	4.0%	3.9%	4.0%
2024년 11월 01일 (10월)	21:30	4.0%	4.0%	3.9% ●

美 광의 실업률



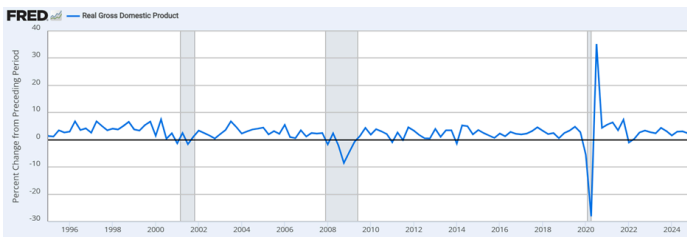
[국채금리]

미국채 10년물 금리



GDP 및 생산성: 생산성 증가가 실질 GDP 성장과 인플레이션 감소를 야기하는가 - 닷컴 버블 시기와 AI 사이클의 비교

3.1 실질 GDP 비교: 닷컴 버블과 AI 사이클



<분기별 변화율 그래프>



<실질 국내총생산 수치 그래프>

미국 실질 GDP는 장기적으로 우상향 추세를 유지해왔으며, 팬데믹으로 인한 일시적 급락을 제외하면 대체로 완만하고 지속적인 성장 흐름을 보여왔다. 2024년 4분기 GDP 확정치는 앞서 공개된 잠정치(2.3%)를 0.1%p 상회하는 2.4%를 기록하며, 미국 경제가 지난해 말까지도 탄탄한 성장세를 유지했음을 시사한다. 직전 분기였던 3분기의 3.1% 대비 다소 둔화된 수치로 경제 성장세가 다소 주춤했음을 보여주지만, 전체적으로 2024년 연간 GDP 성장률은 2.8%로 2023년의 2.9%와 비슷한 수준을 유지하면서 전반적인 성장 모멘텀은 지속되고 있음을 알 수 있다. 기업들이 관세 도입 우려 등으로 재고를 적극적으로 늘리지 않는 등의 비정기 요인의 영향을 일부 받았음에도 불구하고, 허리케인 ‘밀턴(Hurricane Milton)’ 등 일시적 충격에 대한 복구 수요가 소비 지출에 긍정적으로 작용 등 하방 리스크를 상쇄하는 역할을 했다.

이러한 장기 성장 경로 속에서 특히 주목할 수 있는 두 시기인 1990년대 말~2000년 초 닷컴버블 시기 그리고 2020년대 AI 사이클 진입 이후 시기를 중심으로 분석하려고 한다.

3.1.1 닷컴 버블 시기의 실질 GDP 변화: ICT 확산이 이끈 높은 성장세와 급격한 둔화의 흐름



닷컴 버블 시기인 1990년대 후반부터 2000년대 초반까지, 미국은 정보통신기술(ICT)의 발전을 바탕으로 실질 GDP

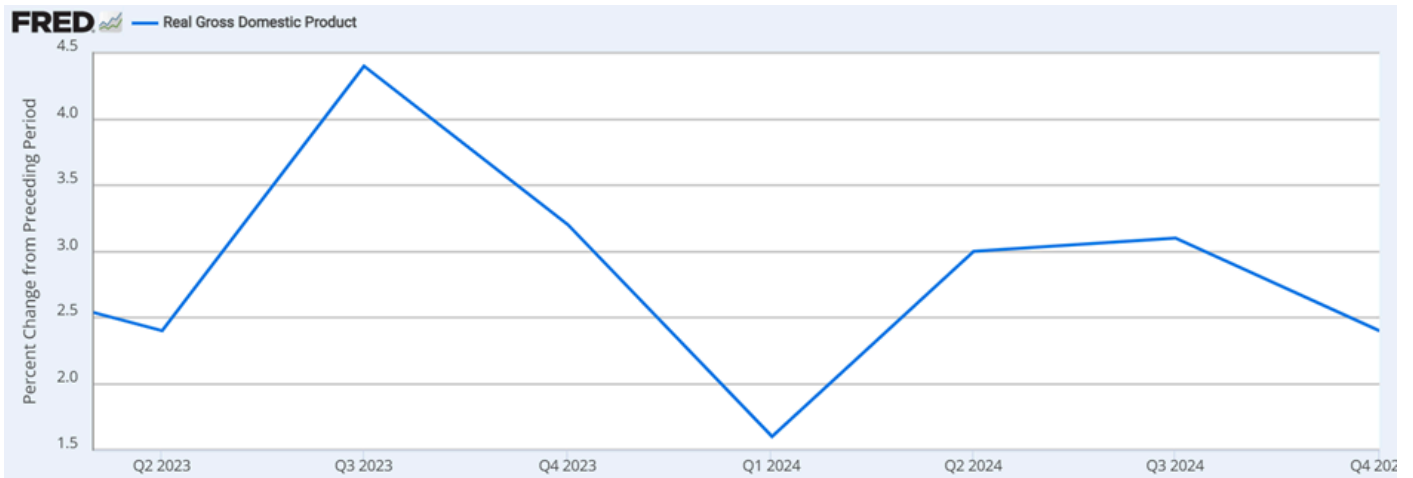
측면에서 강력한 성장세를 보였다.

위 그래프에 따르면, 1995년부터 2000년 사이 분기별 실질 GDP 성장률은 전반적으로 3~7% 사이에서 고르게 유지되는 강세 국면을 경험했다. 특히, 1996년과 1999년, 2000년은 6% 이상의 분기 성장률을 기록하며 기술주 중심의 호황을 반영했다.

이러한 경제 성장의 배경에는 데이터센터 구축, 네트워크 확장, 소프트웨어 개발 등으로 인해 기업들의 자본적 지출(CapEx)이 크게 증가한 것이 있었다. 기업들은 IT 인프라 확보를 위해 대규모 CapEx 지출을 감행했다. 초기에는 새로운 IT 시스템 도입에 따른 초기 비용이 높았으며, 인프라 확장과 인력 교육 비용이 증가했다. 기술이 안정화되면서 기업들이 비용을 절감할 수 있었으나, 이러한 효과가 나타나기까지 시간이 필요했다. 결국 이러한 투자는 단기적으로 GDP 성장률을 견인했지만, 소프트웨어 기업들의 매출 성장보다 높은 밸류에이션, 정량적 지표 중심의 가치평가, 그리고 과도한 IPO 러시가 시장 과열을 부추겼다.

결국 2000년 말부터 조정 국면이 본격적으로 시작되며 GDP 성장률도 급격히 하락세로 전환된다. 2000년 4분기부터 성장률은 2% 아래로 급락했고, 2001년 1분기에는 -1.3%, 3분기에는 -1.6%의 역성장을 기록하며 공식적인 경기침체(NBER 기준)에 진입했다. 이는 투자 과열로 인해 형성된 닷컴 버블의 붕괴와 그로 인한 경제적 영향이 반영될 결과로 해석할 수 있다.

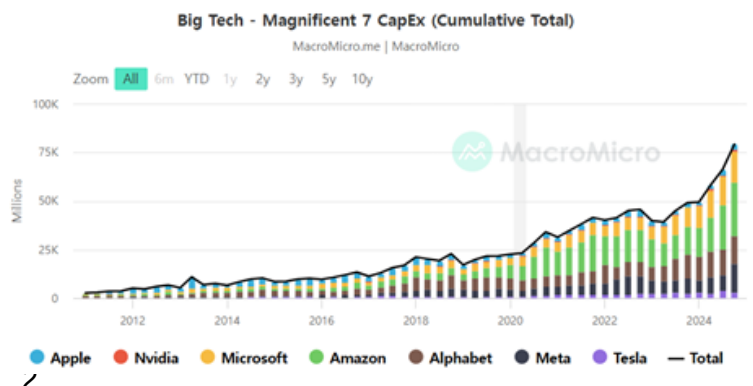
3.1.2 AI 사이클에서의 실질 GDP 변화:



2022년 이후, Chat GPT를 필두로 생성형 AI 기술이 급부상하며, 미국 내 기업들이 AI 인프라 구축에 적극적으로 나섰다. 생성형 AI 기술 기반의 AI 산업이 개화한 시점인 2023년 3월, AI 사이클이 본격적으로 시작하며 성장하기 시작했다.

AI 사이클이 개화한 2023년 이후, 실질 GDP는 완만한 속도로 증가세를 지속하고 있다. 2023년 3분기에는 4.3%라는 높은 분기 성장률을 기록했으며, 이후에도 안정적인 흐름을 보이고 있다. 이는 AI 인프라 구축과 관련한 기업의 설비 투자 확대로부터 일부 영향을 받은 것으로 해석된다.

AI 데이터 센터는 전통적인 데이터센터에 비해 4배 이상 높은 CapEx 투자를 필요로 하고 실제로 투자 또한 활발하게 이루어지고 있다. 일례로 Magnificent 7(M7)로 불리는 대형 기술기업들의 누적 CapEx는 2024년 들어 급증세를 보이고 있다. M7은 AI 관련 하드웨어 및 소프트웨어 인프라에 대해 연간 수십조 원대의 투자를 진행하고 있으며, 2025년 한 해 동안 AI 관련 비용으로만



520조원을 지출할 예정이라는 분석이 있다.

실제로 CapEx가 크게 증가한 닷컴 버블 시기와 AI 사이클 시작 이후의 흐름 모두 실질 GDP가 점진적으로 증가하는 경향을 보이는 것을 확인할 수 있다. 그럼에도 불구하고 닷컴버블 시기와 달리 AI 사이클은 비교적 점진적이고 안정적인 성장 경로를 보이고 있다. 이는 공급망 제약, 고금리 환경, 투자 속도 조절 등 복합적 요인에 기인한다. 예를 들어 AI 관련 하드웨어 및 컴퓨팅 인프라에 대한 CapEx이 예상보다 빠르게 증가하지 않았을 가능성도 존재하는데, 왜냐하면 중국의 DeepSeek와 같은 저비용 AI 모델 개발 소식은 고가의 하드웨어 의존도를 줄일 수 있다는 점에서 미국 기업들의 투자 전략에 변화를 초래했을 수 있다. 이는 단기적으로 투자 감소를 유발했으나, 장기적으로는 AI 플랫폼 및 애플리케이션 개발 경쟁을 가속화할 가능성을 시사한다.

그러나 이러한 대규모 투자는 실질 GDP 증가를 견인하면서도, 과도한 경기 자극으로 이어질 수 있다는 우려도 존재한다. 투자 사이클이 급격히 가속화될 경우, 실물경제의 펀더멘털 대비 과도한 성장 기대가 형성될 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 AI 사이클이 실질적 생산성 향상으로 이어지기 위해서는 균형 잡힌 투자가 시행되어야 한다.

3.1.3 CapEx와 GDP의 관계: AI vs 닷컴 사이클 비교

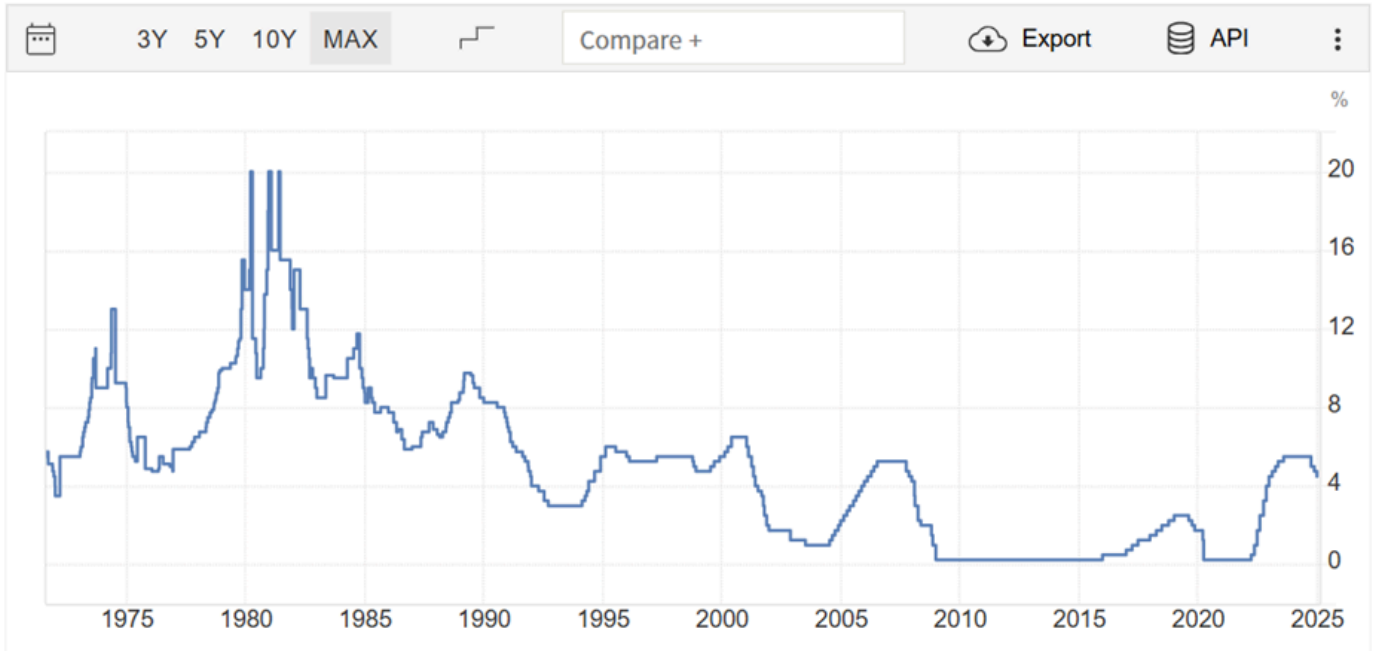
기술 산업의 확장은 닷컴 버블 시기부터 현재 AI 사이클에 이르기까지 실질 GDP 성장률에 유의미한 영향을 미쳐왔다는 걸 확인할 수 있다. 특히, CapEx은 초기에는 GDP를 견인하는 동력으로 작용하지만, 동시에 거품 형성이나 과도한 경기 자극 우려로 이어질 수 있다는 점에서 양면성을 지닌다.

항목	닷컴 버블(1995~2001)	AI 사이클 (2022~현재)
주요 투자 분야	인터넷 인프라, 서버, 소프트웨어	AI 칩셋, 고성능 데이터센터, 컴퓨팅 인프라
CapEx 증가 요인	네트워크 확장 수요, 초기 시스템 도입	생성형 AI 고도화, 대규모 연산 자원 필요성
GDP에 미친 영향	단기 GDP 고성장 (최대 7% 분기 성장률)	완만한 상승세 유지 (연간 2.8% 내외)
투자 수익 실현 시기	기술 불안정성으로 실현 지연	플랫폼 수익화로 점진적 실현 가능성
위험 요인	과잉 기대, 고밸류에이션, 버블 붕괴	인플레이션 압력, 기술 집중 리스크, 경기 자극 우려

1990년대 후반, 인터넷 인프라 구축과 IT 시스템 도입에 대한 과잉 기대 속에서 기업들의 CapEx는 급증했고, 이에 따라 미국의 실질 GDP도 분기 기준 최대 7%에 달하는 고성장을 기록했다. 그러나 기술의 수익화가 지연되면서 투자 회수가 어려워졌고, 2001년에는 -1.6%의 역성장으로 전환되며 버블이 붕괴됐다. 이는 기술의 수익화 불확실성과 과도한 기대가 결국 실물경제의 불안정성으로 전이된 것이다.

반면, AI 사이클에서는 생성형 AI 기술의 고도화에 따라 고성능 데이터센터와 AI 반도체 등 인프라 투자 수요가 확대되고 있으며, 특히 M7 기업들은 AI 인프라 구축에만 연간 수십조 원대의 CapEx을 집중하고 있다. 다만 기업들은 과거와 달리 기술 수익 모델과 장기 경쟁력을 감안해 보다 전략적으로 접근하고 있다. 이로 인해 실질 GDP는 완만한 상승세를 보이고 있으며, 과열보다는 구조적 성장에 가깝다는 평가가 많다. 다만 고강도 CapEx가 투자 부문의 가격을 상승시키면서 인플레이션 압력을 자극할 수 있다는 점에서, 경제 전반에 지속적인 파급 효과를 미칠 가능성은 여전히 존재한다. 이는 향후 통화정책 판단에 주요 변수가 될 수 있다.

3.1.4 금리 정책과의 연관성



이러한 기술 투자와 실질 GDP 간의 상호 작용은 결국 통화 정책과도 긴밀하게 연결되어 있다. 미국의 금리 추이를 보면 GDP가 상승하는 시기에 금리가 인상됐고, 경기 침체 시기가 시작되어 경제가 위기에 처했을 때는 금리 인하를 단행하는 것을 알 수 있다.

실제로 닷컴버블 당시인 1999년~2000년 미국 GDP 성장률이 5% 이상을 기록하고 투자 과열이 심화되자, 연준은 기준금리를 약 6.5%까지 인상하여 조정했다. 그러나 이후 투자 거품이 꺼지고 경기 침체가 본격화되자 2001년부터는 빠르게 금리 인하를 단행하여 시장 안정에 주력했다. 고상장이 금리 인상으로 이어지는 반면, 인플레이션이 잡혔다고 생각해서 금리를 인하했을 때는 GDP와 인플레이션이 폭등하게 되었다.

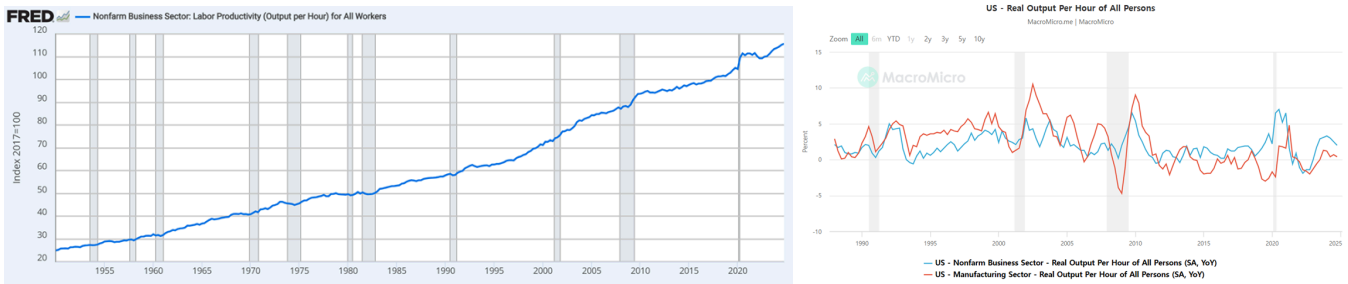
현재의 AI 사이클에서도 M7을 비롯한 대형 기술 기업들의 대규모 CapEx는 생산성 향상을 유도할 수 있지만, 인플레이션 압력을 자극할 수 있는 리스크 요인으로 작용하고 있다. AI 사이클은 보다 복합적인 거시환경 속에서 전개되고 있는 만큼 연준의 기준과는 다른 접근이 요구된다. 닷컴 버블의 사례를 참고한다면 AI 사이클의 투자가 인플레이션을 유발한다고 하더라도 급격한 인상 또는 인하보다는 금리 동결을 통해 금융 여건의 점진적인 조정과 경기 안정 사이의 균형을 꾀할 가능성이 있다고 예측할 수 있다. 연준은 AI 투자로 인한 인플레이션 압력을 일정 부분 수용하되, 정책 타이밍을 보다 유연하게 가져가며 실물경제 충격을 최소화하려는 기조를 선택할 수 있는 것이다.

AI 사이클에서 통화정책은 AI 투자와 생산성 증가가 실질 GDP에 얼마나 영향을 미치는지에 대한 판단에 기초해 결정될 가능성이 높다. 기술 혁신으로 인한 투자 흐름이 경기 과열로 이어질 가능성을 주시하면서, 향후 금리는 AI 주도 성장의 구조적 특성과 인플레이션 추이를 함께 고려하는 추세가 될 것이다.

3.2 생산성: 닷컴 버블과 AI 사이클

기술 혁신은 경제 성장의 핵심 동력이자, 생산성을 끌어올리는 가장 중요한 요인 중 하나다. 닷컴 버블 시기와 AI 사이클은 모두 기술 발전이 실질 경제에 어떤 방식으로 파급되는지를 잘 보여주는 사례다. 인당 생산성, 주당 노동시간, 생산 단위당 노동 비용, 시간당 임금 등 주요 지표를 중심으로 생산성 양상을 분석하고자 한다.

3.2.1 인당 생산성



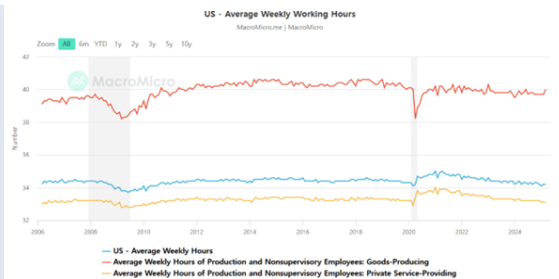
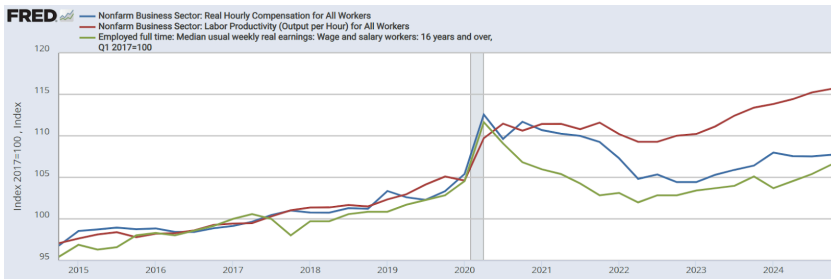
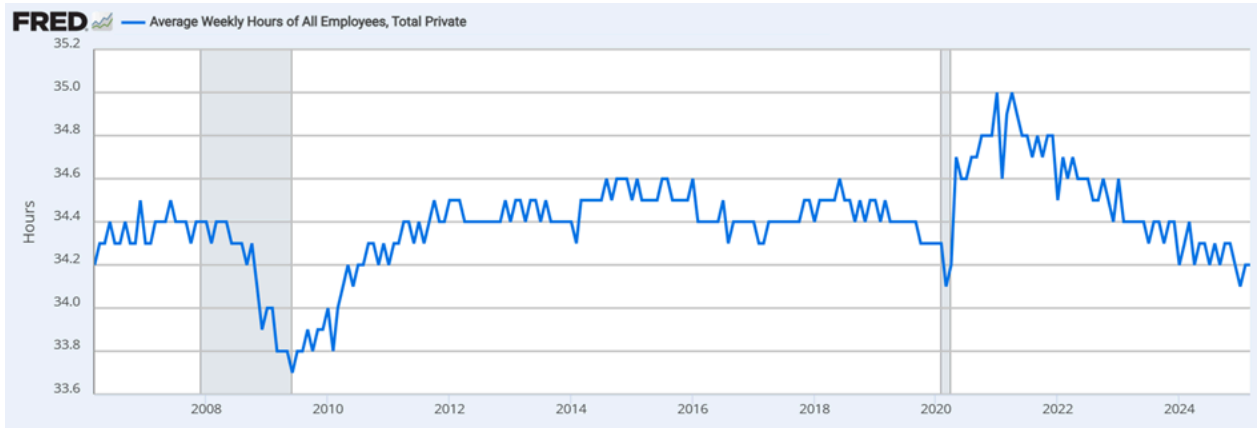
인당 생산성은 지속적으로 상승하고 있다. 이러한 생산성 향상은 과거부터 기술 혁신과 밀접한 관련을 맺어왔다. 그래프를 통해 기술 혁신이 본격화된 시기에는 생산성 기울기가 가팔라지는 경향을 보이는 것을 확인할 수 있다.

1990년대 후반, 즉 닷컴 버블 시기는 정보기술(IT)의 도입으로 비농업 부문 노동자의 시간당 생산성이 향상되는 대표적인 전환점이었다. 당시 컴퓨터와 인터넷의 확산은 업무 효율성을 높이는 데 크게 기여했다. 이에 비농업 부문 시간당 산출량도 상승세를 보였으며, 특히 제조업 부문은 생산성 증가율이 더 높게 나타나며 기술 투자의 영향이 두드러졌다. 그러나 이 시기에 국내 자본과 노동 투입은 IT 산업으로 집중되었고, 생산성 증가 또한 주로 IT 산업에서 이루어졌다. 다른 산업으로의 파급 효과는 비교적 제한적이었다. 기술의 활용이 특정 산업에 국한되면서 생산성 도약이 전체 경제로 확산되지 못했다는 한계가 존재했다.

반면 최근에는 AI 기술이 발전하면서 제조업, 금융, 의료 등 다양한 산업에서 영향을 미치며 비농업 부문 노동자의 시간당 생산성이 향상되고 있다. 특히 자동화와 데이터 분석 역량이 비약적으로 강화되면서, 반복적이고 시간이 많이 소요되던 작업들이 빠르게 대체되고 있고 이는 노동자의 부가가치 창출 능력을 확대시켰다. 특히 최근에는 AI의 범용적 활용 가능성으로 인해 기술 의존도가 급격히 높아지고 있어, AI가 노동 생산성을 끌어올릴 것이라는 분석이 나온다.

즉, 닷컴버블 시기가 산업 내 집중형 성장이었다면 최근 AI 사이클은 산업 간 확산형 성장 구조로 전환되고 있다고 볼 수 있다.

3.2.2 주당 노동시간



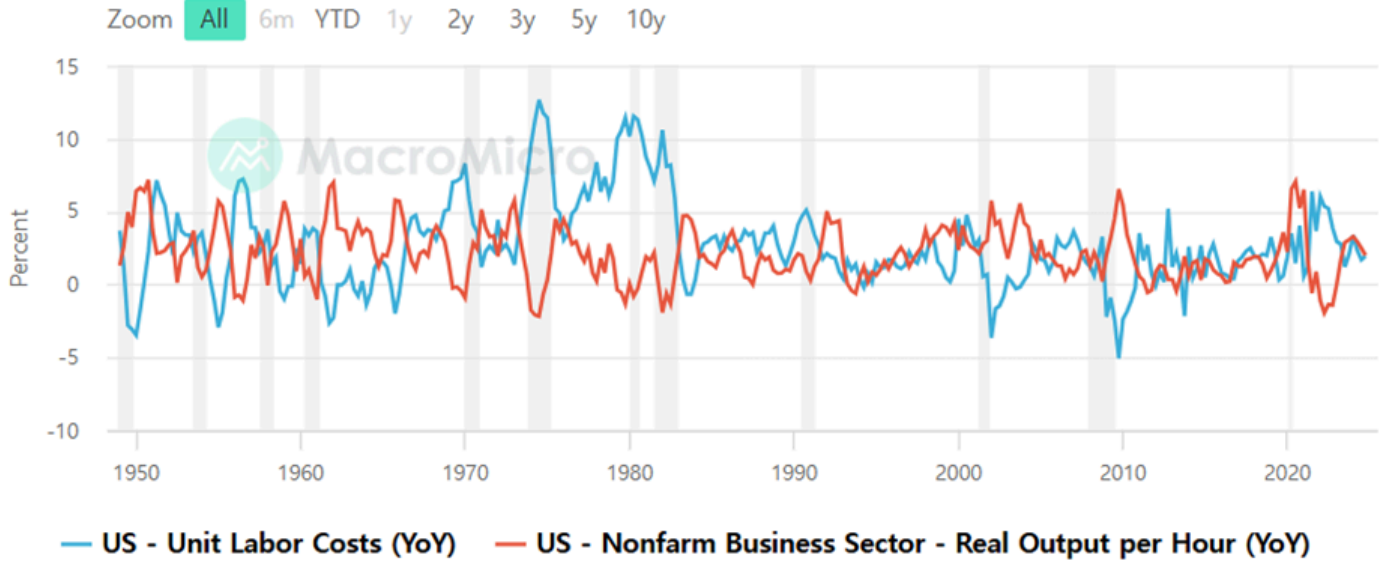
주당 노동시간 지표를 통해 기술 발전에 따라 효율성 중심으로 노동 구조가 전환되는 것을 알 수 있다. 그래프에 따르면 팬데믹 직후 일시적으로 급락한 후 반등했지만 2021년에서 약 35시간 수준까지 오르기도 했다. 하지만 2022년부터는 완만한 하락 추세를 보이며 최근에는 약 34.2시간 수준으로 과거 평균에 비해 소폭 낮은 편이다. 이는 단순히 노동 투입의 감소가 아니라 AI 및 자동화 기술로 인한 업무 효율성 향상을 반영한 결과로 해석된다.

그와 동시에 실질 임금과 평균 보상 수준은 꾸준히 상승하고 있다. 노동 생산성과 실질 평균 보상이 동반 상승하는 구조는 AI 기술이 실제로 노동자의 부가가치 창출 능력을 높이고 있음을 시사한다. 다만 이로 인해 인플레이션을 자극하는 효과가 있을 수 있다. 만약 임금 증가 속도가 인플레이션을 따라가지 못하는 경우 근로자들이 추가 노동을 택할 가능성도 존재하며, 이는 다시 노동 시간 증가로 이어져 노동시장 및 인플레이션의 상호작용에 영향을 미칠 것이다.

3.2.3 생산 단위당 노동 비용과 생산성

US - Unit Labor Costs vs. Nonfarm Business Real Hourly Output

MacroMicro.me | MacroMicro

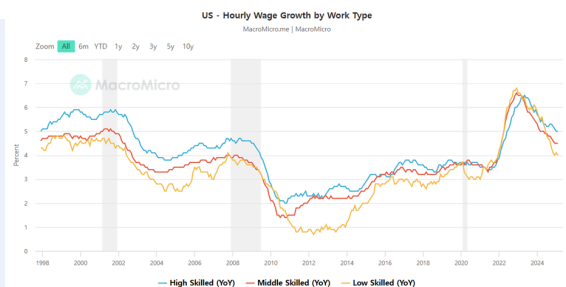
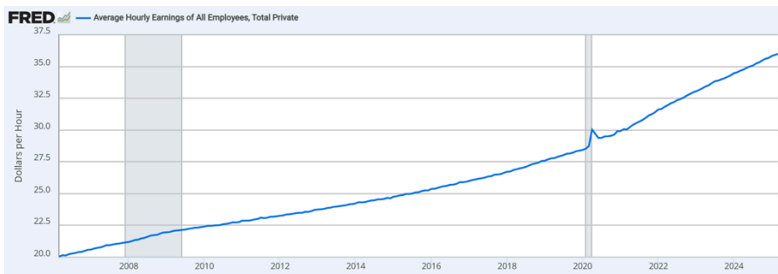


단위 노동 비용과 생산성의 관계는 기업의 비용 구조와 노동 효율성을 동시에 보여주는 지표이다. 일반적으로 생산성이 상승하면 단위 노동 비용은 하락하는 경향을 보이지만, 최근 흐름은 이와 다소 상반된 양상을 나타내고 있다. AI 기술은 생산성을 향상시켜 단위 노동비용을 감소시키는 데도 기여하지만, 최근 발표에 따르면 단위 노동 비용은 생산성 증가율을 상회하는 흐름을 보이고 있음을 확인할 수 있다. 이는 임금 상승 압력이 존재하며, 기업들이 노동 비용을 더 많이 지출했음을 나타낸다.

2024년 4분기 비농업 부문 단위 노동비용 확정치가 전분기 대비 2.2% 상승했으며, 이는 예측치인 3%보다는 낮았지만, 이전 0.8%보다 높은 수치였다. AI 도입이 본격화된 상황에서도 단기적으로는 인건비 상승이 생산성 개선 속도를 앞지르며 기업 수익성에 압박을 주고 있는 것으로 해석할 수 있다. 특히 고물가 환경과 맞물린 경향도 있는 것으로 보인다. 이는 인플레이션 확산 경로로도 이어질 가능성이 있다.

인플레이션이 발생하면 근로자들은 더 높은 임금을 요구하게 되고 이로 인해 시간당 노동 비용이 증가하고, 생산성이 이를 따라가지 못하면 단위 노동 비용이 상승한다. 이는 AI 사이클이 시작된 지 얼마 되지 않은 기술 도입기의 과도기적 특성으로도 볼 수 있으며, 향후 생산성 증가가 단위 노동 비용을 안정적으로 낮추는 국면으로 전환될 수 있는지가 중요하다.

3.2.4 시간당 임금



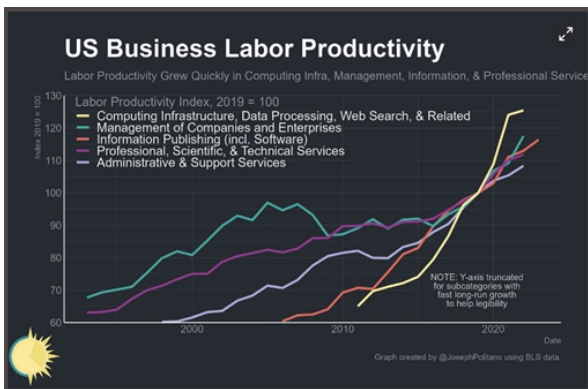
닷컴 버블 시기에는 IT 산업의 성장으로 인해 특정 기술 직종의 임금 상승이 있었으나, 전체 노동시장의 시간당 임금은 점진적으로 상승하는 추세이다. 그래프에서도 확인되듯, 2000년대 초반 시간당 평균임금은 비교적 완만한 기울기를 가지고

있다. 당시의 기술 혁신은 주로 소수의 기술직 및 IT 인력에 집중되어 있었기 때문에 전체 산업으로 파급되기까지는 한계가 있었다. 이로 인해 총요소생산성(TFP)은 일부 기술집약 산업에서만 개선되었으며, 전 산업 평균 임금의 구조적 상승으로 이어지지는 못했다.

반면 최근 2023년부터 본격화된 AI 사이클에서는 기술 확산의 폭과 속도 모두에서 다른 양상이 나온다. AI 기술이 다양한 산업으로 빠르게 확산되며, AI 기술을 보유한 노동자들의 수요 증가로 인해 광범위한 노동시장에서 구조적인 임금 상승 압력을 형성하고 있다. 위 자료에 따르면, 평균 시간당 임금은 고숙련, 중·저숙련 노동자 모두 팬데믹 이후 가파르게 상승하기 시작했다. 그리고 특히 고숙련 노동자의 임금 상승률은 현재 중·저숙련 대비 높은 수준을 보여준다. 이는 기술 활용 역량에 따라 노동 시장 내 기술 프리미엄이 강하게 작용하고 있음을 의미한다.

특히 주목할 점은, 임금 상승과 생산성 개선이 동시에 일어나고 있다는 사실이다. 2024년 1월 기준, 비농업 부문 노동 생산성은 1.2% 증가했으며, 이는 산출량 증가율이 근로 시간 증가율을 상회했기 때문이다. 즉, 현재의 AI 사이클은 닷컴 시기와 달리 보다 균형 잡힌 구조적 성장을 나타내고 있다. 이러한 흐름은 중장기적으로 미국 경제의 실질 구매력 확대와 노동 효율성 강화, 그리고 총요소생산성의 전 산업적 확산으로 이어질 수 있는 잠재력을 내포하고 있다.

3.2.5 기술 부문 생산성 향상

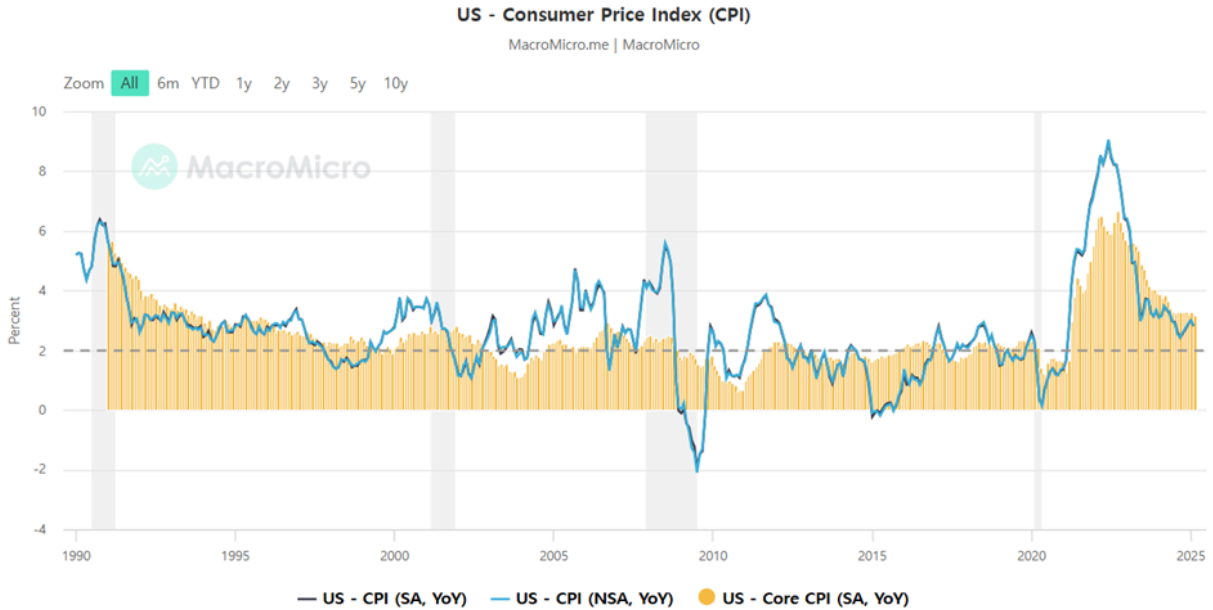


추가적으로 AI 기술이 빠르게 확산되면서, 컴퓨터 인프라, 데이터 처리 부문의 생산성과 기술 집약적 산업군으로 분류되는 산업이 향상되고 있음을 알 수 있다. 특히 AI 도입률이 높은 분야는 산업 내 업무 효율성과 단위당 산출량이 비약적으로 개선되고 있다. 첫 번째 그래프에 따르면, 'Computing Infrastructure, Data Processing, Web Search' 부문은 2019년 이후 가장 가파른 생산성 증가세를 보이고 있으며, 이는 AI 기반 인프라 혁신이 실제 노동 효율로 전이되고 있음을 시사한다. 이외에도 정보 출판, 과학·기술 서비스, 경영 관리 부문에서도 생산성 지수가 상승하고 있어, AI 파급력이 특정 부문에 그치지 않고 다중 산업으로 확산되고 있는 것까지 확인할 수 있다.

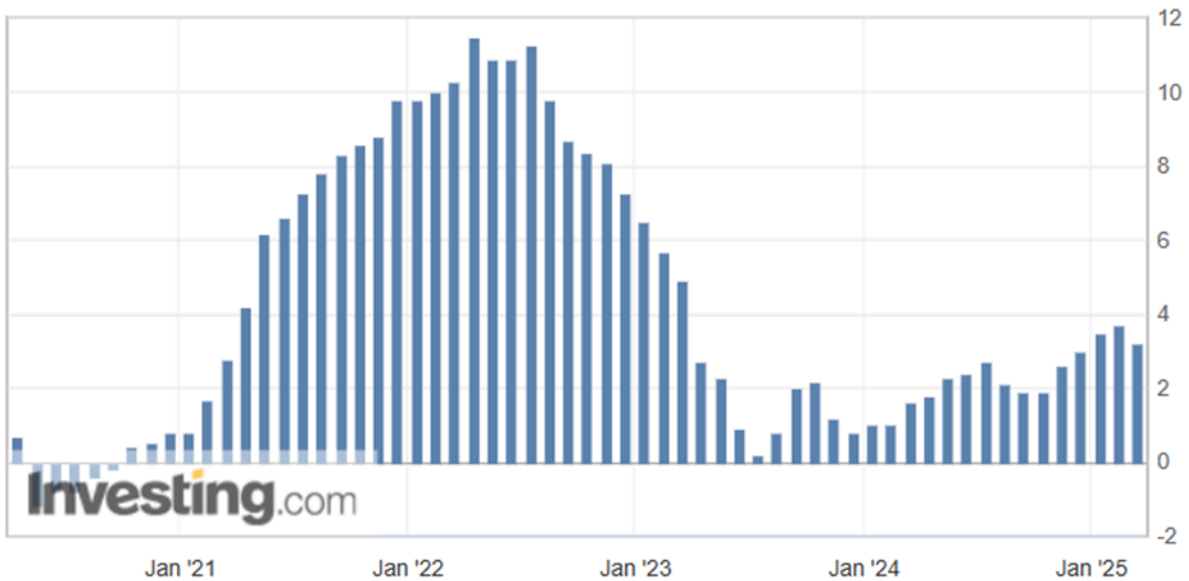
결국 AI 분야의 생산성 향상으로 여러 산업의 효율성을 향상시키고, 이로 인해 경기가 활성화되는 효과가 있음을 알 수 있다. 이러한 상황이 지속되면 임금 상승을 포함한 인플레이션을 유발할 수 있고 GDP 부분에서 언급했듯이 상황을 해결하기 위해 연준이 금리 동결 기조를 유지하는 신중한 태도를 가져올 수 있다. 추가적으로 현재 AI는 초기 단계에서 점진적 효율성 개선(의료, 소매 등)을 제공하지만, AI 인프라에 대한 투자가 일시적으로 둔화되고 있다는 점이 본격적인 효과를 제한시키고 있다. 다만, 중국의 저비용 AI 기술(예: DeepSeek 등)이 전 세계적으로 경쟁을 촉진하고 있으며, 이는 향후 채택률을 가속화시키고 생산성 전환의 타이밍을 앞당기는 요인으로 작용할 수 있다.

3.3 인플레이션: 왜 AI 사이클은 다르게 작동하는가?

닷컴버블 시기였던 1990년대 후반에서 2000년 초반, 미국 경제는 IT 기술의 확산과 생산성 증가 속에서도 안정적인 물가 흐름을 유지했다. 또한 IT 기술 발전으로 인해 생산 비용 상승을 억제하는 데 도움이 되기도 했다. 당시 CPI(소비자물가지수), PPI(생산자물가지수), PCE(개인소비지출) 모두 연평균 2% 내외의 안정된 상승률을 보이며, 기술 혁신이 인플레이션을 억제하는 대표적인 사례로 평가받았다.



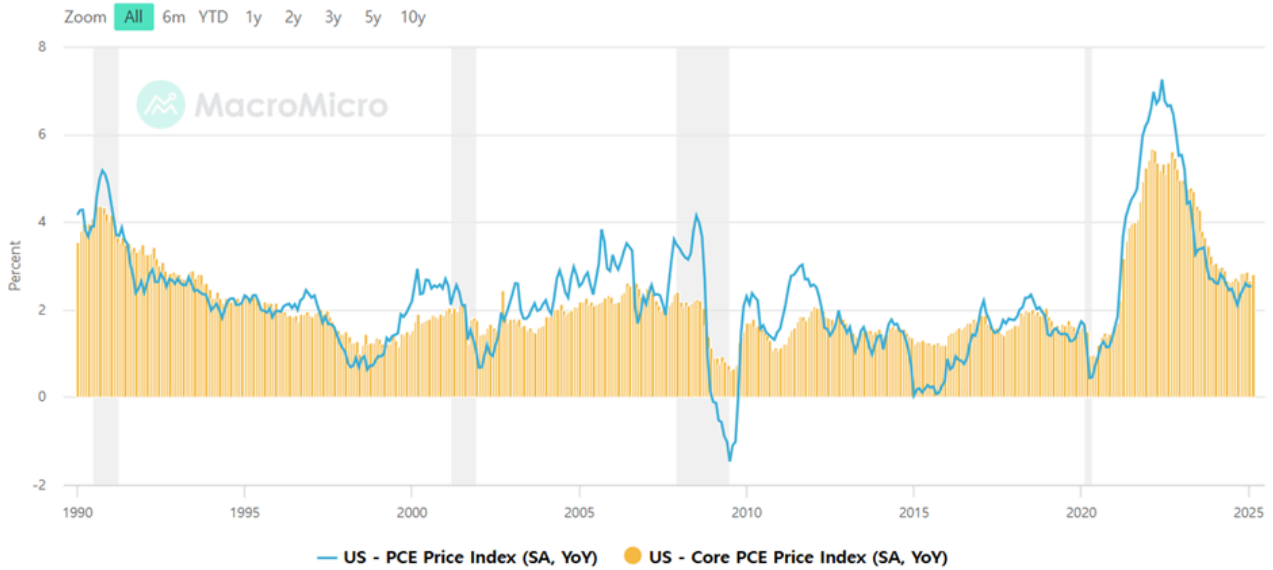
하지만 2023년부터 본격화된 AI 사이클에서는 양상이 완전히 다르다. AI 기술은 다양한 산업에 빠르게 확산되며 생산성 향상을 이끌고 있음에도 불구하고, 물가 지표는 오히려 불안정한 흐름을 보이고 있다. 소비자물가지수(CPI)는 2024년 말 2.9%, 2025년 1월 2.6% 상승하여 이전보다 높은 인플레이션을 기록했다. 동년 2월의 CPI 또한 2.8% 증가하였고 3월의 CPI는 2.4% 증가하였다.



생산자물가지수(PPI)의 2025년 2월 수치는 전월과 동일한 경로 나타났고 예상치를 하회했다. 그러나 2024년 전체 PPI 인플레이션은 3.3%로, 2023년의 1.1%에 비해 상당히 높아져 연준의 물가 목표를 상회하고 있다. 이는 원자재 가격 상승, 공급망 병목 현상 등 공급 측 충격이 겹치며 물가가 기술혁신 효과를 상쇄할 정도로 영향을 미친 결과로 해석된다. 즉, 닷컴 버블 시기와 비교했을 때 여러 요인들에 의해 크게 영향을 받고 있으며 이는 연준이 추가적인 금리 정책 변경에 대한 압박이 약해질 가능성이 있으므로 볼 수 있다.

US - Personal Consumption Expenditure Price Index [PCE]

MacroMicro.me | MacroMicro



개인소비지출(PCE) 가격 지수의 경우 전년 대비 2.5% 상승하였으며, 역시 연준의 목표치인 2%를 상회한다. 다만 일정하게 상승하는 추세를 유지하는 중으로 경제가 안정적으로 관리됨을 나타낼 수 있다.

결국, 기술혁신이 생산성 향상으로 이어지더라도, 물가 안정으로 직결되지는 않는 시대에 진입했음을 의미한다. 특히 AI 기술은 생산 비용을 줄이기보다 노동 대체, 서비스 개선, 예측 정확도 향상 등 수요 창출 중심의 혁신이 많기 때문에, 단기적으로는 인플레이션 압력을 누르기보다 새로운 가격 구조를 만들 가능성도 있다. 결국, AI 시대의 생산성은 GDP 성장에는 기여하겠지만, 인플레이션 억제라는 전통적인 역할은 제한적일 수 있음을 시사한다.

3.4 결론

최근 미국 실질 GDP는 AI 인프라 투자를 중심으로 완만한 상승세를 이어가고 있으며, 이는 M7을 비롯한 기술 대기업들의 대규모 CapEx 확대가 견인한 흐름으로 해석된다. 특히 AI 데이터센터와 고성능 연산 자원에 대한 수요 증가는 닷컴버블 시기와 유사한 구조적 흐름을 일부 공유하면서도, 당시에 달리 수익화 가능성과 전략적 투자 분산이라는 점에서 차별성을 보인다. 하지만 기업들의 투자 집중이 하드웨어에서 플랫폼·애플리케이션 경쟁으로 이동하고 있으며, 중국 등 외부 요인으로 CapEx 속도가 다소 조절되는 양상은 단기 GDP 모멘텀의 제한 요인으로 작용할 수 있다.

생산성 측면에서는 AI 기술이 제조업·의료·금융 등 다양한 산업으로 빠르게 확산되며 광범위한 생산성 제고를 이끌고 있다. 특히 비농업 부문 시간당 산출량 증가, 주당 노동시간 감소와 실질 보상 상승이라는 흐름은 구조적 효율성 개선의 징후다. 다만 단기적으로는 임금 상승이 생산성을 앞지르고 있어, 단위 노동 비용 상승과 인플레이션 압력이 동시에 나타나고 있다는 점은 주의가 필요하다. 실제로 CPI, PPI, PCE 등 주요 물가 지표가 여전히 연준 목표치를 상회하고 있으며, 기술 투자 효과가 단기 인플레이션 완화로 연결되지 못하고 있는 양상이 지속되고 있다.

AI 사이클은 인프라·하드웨어 중심 기업을 시작으로 빠르게 확산되고 있으며, 이에 대한 전략적 주목이 필요하다. 특히 M7을 비롯한 기업들이 AI 인프라에 대한 CapEx를 지속 확대하고 있는 점은, 관련 기업들의 중장기 수익 안정성과 성장성을 동시에 뒷받침하는 근거가 된다. 그러나, 기술 주도 경제가 본격화됨에 따라 인플레이션 압력이 장기화될 가능성이 있다는 점에서 과도한 낙관은 경계할 필요가 있다. 실제로 주요 물가 지표가 연준 목표치를 지속적으로 상회하는 흐름을 보였고, 금리 동결 기조가 유지될 것이라는 전망이 커지고 있다. 이 같은 환경에서는 에너지나 필수 소비재와 같이 인플레이션에 강한 자산군에 대한 비중 조절이 병행되어야 한다.

따라서 현 시점에서는 AI 중심 성장에 대한 신뢰를 유지하되, 금리와 물가 변동성에 대비한 방어적 포트폴리오 전략을 함께 고려해야 한다. 아울러 생산성 향상과 수익모델 확장이 가능한 기업, 즉 생태계를 확보한 AI 관련 기업에 대한 중장기 투자는 글로벌 경쟁 환경에서의 생존 가능성 측면에서도 중요한 대응 전략이 될 수 있다. 결국 AI 사이클은 생산성과 인플레이션이 동시에 전개되는 구조적 전환기인 만큼 투자자들은 AI 수혜와 물가 리스크를 함께 고려한 균형 잡힌 포트폴리오 구성을 통해 보다 유연하고 지속 가능한 전략을 마련해야 할 시점이다.

이에 따라, 우리 팀은 다음과 같은 종합적 시사점을 제시한다.

첫째, AI 사이클 이후 실질 GDP는 점진적 상승 흐름을 보이고 있으며, M7을 비롯한 주요 기술 기업들의 CapEx 확대는 중장기 성장 동력으로 작용하고 있다. 그러나 AI 투자가 하드웨어에서 소프트웨어 경쟁으로 이동하는 가운데 단기적인 투자 속도 조절과 외부 기술 압력은 성장 모멘텀의 불확실성을 키우고 있다.

둘째, AI 기술은 다양한 산업에서 생산성 제고를 유도하고 있으나 현재로서는 임금 상승률이 생산성을 상회하고 있어 단기적으로는 인플레이션 압력이 동반되고 있다. 주요 물가 지표가 연준 목표치를 지속 상회하는 상황에서, 기술 투자만으로 물가 안정을 기대하는 접근은 위험할 수 있다.

셋째, 이러한 환경에서는 기술 산업, 특히 생태계를 기반으로 한 AI 기업에 대한 중장기 신뢰는 유지하되 금리 및 인플레이션 변동성에 대응할 수 있는 방어적 자산군과의 포트폴리오 분산이 필요하다. 인프라·하드웨어 중심 기업 외에도, 생산성과 수익모델 확장이 가능한 종목에 대한 선별적 접근이 요구된다.

지금의 AI 사이클은 생산성과 인플레이션이 동시에 전개되는 구조적 전환기이며, 기술 주도 성장에 대한 기대와 물가 리스크에 대한 현실적 인식을 균형 있게 조율해야 할 시점이다. 우리 팀은 실질 성장률, 생산성 구조, 기술 확산의 속도, 통화정책 환경을 종합적으로 고려한 멀티 시나리오 기반 투자 전략을 통해 유연하고 지속가능한 시장 대응력을 강화해 나갈 것이다.

서론: 변동성이 일상화된 시장, 미국 경제의 사이클을 해석하는 새로운 렌즈가 필요하다

2025년의 미국은 복합적 리스크와 정책적 불확실성이 혼재된 상태에 진입하여 경제 환경의 복잡성이 더욱 깊어지고 있다. 겉으로는 여전히 성장의 불씨가 꺼지지 않은 듯 보이지만, 그 아래에서는 균형이 흔들리고 방향성을 판단하기 어려운 상반된 신호들이 공존하고 있다. 지금의 시장은 어느 때보다도 불확실성이 짙게 드리운 시기에 놓여 있다.

AI, 금리, 지정학이라는 세 개의 구조적 충격이 맞물리며 미국 경제는 다층적인 리스크 요인들이 얽힌 복합 국면에 진입했다. 인플레이션 압력은 완화되는 듯 보이지만, 시장은 긴축 기조와 구조적 금리 상단에 대한 인식 사이에서 여전히 혼란스러운 모습을 보이고 있다. 한편, 대형 기술기업을 중심으로 한 생성형 AI와 소버린 AI에 대한 대규모 자본 투자가 이어지며 생산성 사이클의 방향성과 지속 가능성에 대한 새로운 질문이 제기되고 있다. 여기에 미국 금융기관의 레버리지 창출 능력과 실물경제 간의 괴리는 정책과 시장이 바라보는 '정상 상태'의 기준마저 다시 묻고 있다.

이러한 괴리는 투자 전략의 수립을 더욱 어렵게 만들지만, 방향성 있는 분석은 여전히 가능하다. 신용 공급의 지속 가능성, 자산 시장의 유동성 수준, 기술 투자 기반의 생산성 회복 가능성 등은 과거와는 다른 방식으로 작동하는 시장의 구조를 읽어내는 핵심 변수들로 작용하고 있다.

이에 이번 분석에서는 여신 및 유동성, 인플레이션 및 고용, GDP 및 생산성의 세 축을 중심으로 미국 경제의 구조적 리스크 요인을 조망하고자 한다. 이 파트에서 중점을 둔 것은 지속 가능한 성장과 리스크 완화 간 균형점을 찾기 위한 거시적 해석틀이다. 과거 주요 사이클이 그러했듯, 현재의 상황 역시 하나의 지표로는 설명되지 않는다. 금융의 흐름, 생산성의 구조, 고용의 질적 전환을 입체적으로 해석할 수 있는 거시적 틀이 필요하다.

이번 파트는 그러한 틀을 제시하기 위한 시도다. 시장은 지금, 또 한 번의 사이클 전환기에 서 있다.

- 여신 및 유동성

최근 수년간 미국의 장단기 금리차가 역사상 유례없이 장기간에 걸쳐 역전되었다. 이는 과거 경기침체의 전조와 유사한 흐름을 나타내고 있다. 금리차 역전은 장기금리에 대한 수요 증가와 단기금리의 급등이라는 이중적 요인에서 비롯되며 은행의 전통적인 자금 운용 방식에 제약을 주는 구조적 문제를 수반한다. 과거 금융위기와 유사한 양상을 보이면서도, 현재는 AI 중심의 새로운 수요가 이질적인 신호를 만들어내고 있다

수익률 곡선이 최근 들어 비정상적으로 역전되었던 상황에도 불구하고 대출 심사 기준이 완화되고 있다. 특히 신용도가 낮은 차주에게 제공되는 서브프라임 모기지 규모가 크지 않다는 점은 금융기관이 건전한 리스크 관리 하에 적극적인 신용공급을 하고 있음을 시사한다. 또한, 미국 가계의 자산 대비 부채 비율이 낮은 수준을 유지하고 있고 모든 소득 분위에서 디레버리징 상태가 지속되고 있어 가계 소비의 전조함과 향후 추가 소비 여력 및 투자 잠재력을 보이고 있다.

예대율, 위험가중자산 대비 자기자본 비율, 연체율 등 주요 건전성 지표 역시 비교적 안정적인 흐름을 나타내고 있다. 특히 예대율은 과거 경기침체 국면에 비해 안정적인 60~75% 수준을 유지하고 있다. 이는 금융기관의 유동성 및 대출 여력이 충분하다고 보며 신용 창출의 기반이 견고하다고 해석할 수 있다. 연체율 지표 전반에서는 경고 신호가 일부 포착되고 있으나, 주택건설 부문은 여전히 가장 낮은 수준을 기록하며 안정적인 흐름을 유지하고 있다.

또한, 예측 인플레이션이 2%대에서 안정적으로 유지되고 있다는 점과 기준금리 인하 가능성이 점진적으로 논의되고 있다는 사실은 금융시장 전반에 걸친 불확실성을 완화시키고 있다. 소비심리가 개선될 것으로 보아 자산시장 전반의 회복 가능성을 지지하는 요인으로 작용할 수 있다.

30년 모기지 금리와 10년 미국채 수익률 간 스프레드가 평균을 상회하고 있는 점은 대출 리스크가 반영된 결과로 해석할 수 있으나, 동시에 시장이 리스크를 체계적으로 인식하고 있다고 판단할 수 있다. 이와 같은 신중한 리스크 프라이싱은 오히려 레버리징 전략을 보다 효율적이고 보수적으로 설계할 수 있는 기회를 제공할 수 있다.

결국, 현 시점에서 레버리징을 추진하기 위해서는 리스크 헤징이 필수적이다. 레버리징 전략을 방해할 수 있는 일부 위험 요소가 시장에 내포되어 있지만, 건전한 거시경제 흐름, 강한 소비 기반, 낮은 가계부채 비율, 양호한 금융기관의 자산 건전성 등을 고려한다면 철저한 리스크 관리 하에서의 선택적 레버리징 전략은 충분한 수익 기회를 제공할 수 있다고 판단된다. 향후 금리 안정화와 신용 환경의 점진적 완화가 이어진다면 레버리징을 통한 성장 촉진 전략은 더욱 긍정적인 효과를 발휘할 수 있을 것으로 기대된다.

- 인플레이션 및 고용

3월 미국 고용지표는 수치상으로는 탄탄해 보이지만, 실업률 상승, 광의 실업률 확대, 잠재 경제활동인구 증가 등 질적 지표에서의 균열이 확인된다. 고용 증가가 일시적 반등과 정부 고용의 보정 효과에 기반한 가운데, 중장기적으로는 구조적 약화 흐름이 감지된다. 동시에, 소비자 기대 인플레이션은 5% 수준으로 상승하고 있으며, PCE 물가도 연준의 목표치를 지속 상회하고 있다. 이는 연준의 통화정책 기조가 단기간에 완화적으로 전환되기 어렵다는 점을 시사하며, 과거와 같이 시장 하락 때마다 개입하던 'Fed Put'이 이번 사이클에서는 작동하지 않을 수 있다는 신호로 해석된다.

이러한 환경 속에서 주목해야 할 산업은 단연 인공지능(AI)이다. 글로벌 공급망 재편, 기술 경쟁 심화, 생산성 혁신 수요 등 AI 산업은 중장기적인 구조적 성장 동인을 보유하고 있으며, 기술주 중심의 나스닥 지수는 이에 대한 대표적인 투자 경로로 여겨진다. AI는 경기 둔화 우려 속에서도 기업들의 비용 절감과 자동화 수요를 흡수하며 오히려 전략적 지위를 강화하고 있다. 따라서 투자자 입장에서는 나스닥 포지션을 유지하되, 금리 환경 변화에 따른 변동성에 대응해 종목 선별과 리스크 관리를 병행해야 할 것이다.

한편, 최근 미 국채금리의 급등은 단기적 현상이 아닌 구조적 요인에서 비롯된 흐름이다. 미 상원이 통과시킨 약 5조 8천억 달러 규모의 예산안과 이자 비용을 포함한 7조 달러에 달하는 재정 소요는 국채 발행 확대 압력으로 이어지고 있다. 동시에 관세 확대 및 무역 갈등 고조는 교역 위축과 재정 수입 악화를 불러올 가능성이 높으며, 이는 결국 국채 공급을 더 늘릴 수밖에 없는 구조다. 수요 측면에서도 외국인과의 연준의 국채 보유 비중이 각각 50%에서 30%, 25%에서 15% 수준으로 축소되었고, 그 공백을 개인 투자자가 메우고 있는 현 상황은 국채 시장의 안정성을 훼손시키고 있다. 개인 수요는 중앙은행이나 연기금에 비해 가격 민감도가 높아 금리 변동성 확대에 취약하다. 이러한 수급 구조는 중장기적으로 금리에 상승 압력을 가하고 있으며, 채권 포트폴리오에 있어 전략적 대응이 요구된다.

이에 따라, 다음과 같은 종합적 시사점을 제시한다.

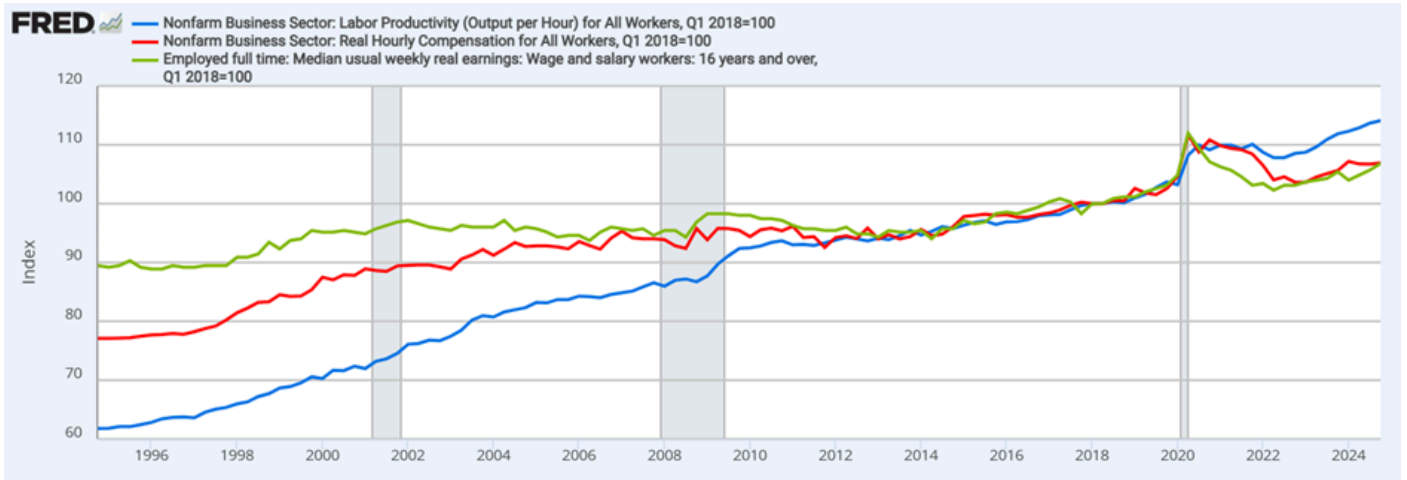
첫째, 고용의 양호한 수치에도 구조적 약화를 간과하지 말고, 통화정책 정상화가 조기에 이루어질 것이라는 기대는 경계할 필요가 있다.

둘째, 기술 산업, 특히 AI 중심의 구조적 성장에 대한 신뢰는 유지하되, 금리 및 유동성 환경에 따라 나스닥 내 종목별 전략적 선택이 필요하다.

셋째, 채권 시장에서는 공급 확대와 수요 질 저하가 지속될 가능성에 대비해 장기물 비중 축소, 단기물 중심의 포트폴리오 구성과 수익률 곡선 변화에 대응하는 전략이 필요하다.

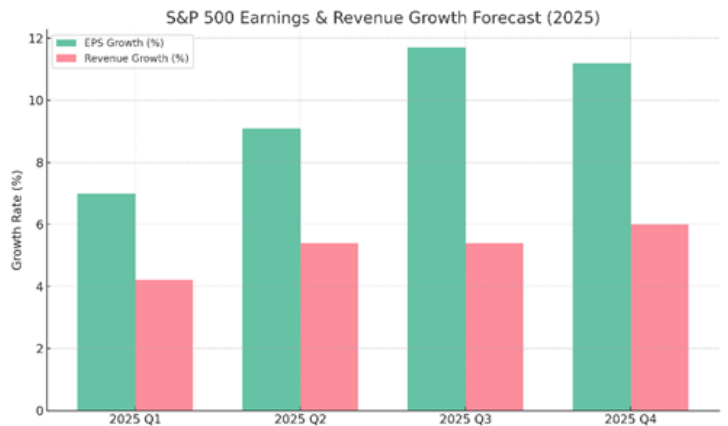
요컨대, 지금과 같은 상반된 흐름 속에서는 단일 변수에 의존한 투자보다, 다층적인 거시 분석과 산업 구조 파악에 기반한 유연한 전략 수립이 중요하다. 우리 팀은 고용과 인플레이션, 정책 방향성과 기술 산업, 금리 구조 변화까지 종합적으로 반영한 멀티시나리오 기반 포트폴리오 운용 전략을 통해 시장 대응력을 높여갈 것이다.

- 생산성과 인플레이션의 이중 신호

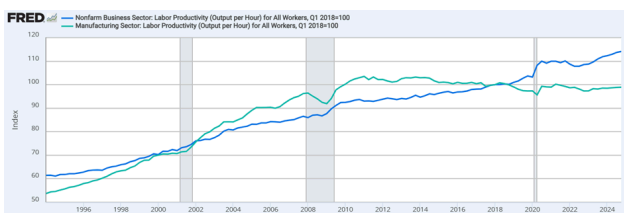


기술 혁신은 생산성 향상을 통해 경제 성장의 기반을 제공해왔다. 특히 AI 사이클이 본격화되며 미국 경제는 생산성과 인플레이션이 동시에 상승하는 복합적인 전환기에 진입했다. 그래프를 통해 생산성과 실질 보상이 함께 상승 중이나, 중위임금은 상대적으로 더디게 회복하고 있음을 확인할 수 있다. 한편, M7(Magnificent Seven)으로 불리는 대형 기술기업 중심의 AI 인프라 투자는 실질 GDP를 견인하고 있다. 제조업·금융·의료 등 비농업 부문 전반에서도 AI 기반 자동화와 데이터 활용이 확산되며 광범위한 생산성 향상이 나타나는 추세다.

2025년 S&P 500의 연간 EPS 성장률은 11.3%로 전망된다. M7로 불리는 대형 기술주들이 S&P 500의 실적을 주도하고 있다. 이들 기업은 전체 시가총액의 약 35%를 차지하며, 2023년 이후 S&P 500 수익의 70% 이상을 기여하고 있다. 2000년대 초 닷컴버블 당시의 '기대 기반' 성장과 달리 AI 사이클은 생산성과 실적이 동반되는 구조적 개선 흐름으로, 과거와의 차별성을 보여준다. 예컨대 Nvidia는 2024년 4분기 매출이 전년 동기 대비 78% 증가하며, AI 수요에 따라 실적이 급증한 대표적 사례다.



다만 이러한 생산성 향상에도 불구하고, CPI·PPI·PCE 등 주요 물가 지표는 여전히 연준 목표(2%)를 상회하고 있다. 특히 단위 노동비용 상승률이 생산성 증가율을 앞지르면서, 인건비가 기업 수익성에 부담을 주는 구조가 유지되고 있다. 이는 AI 도입 확산이 단기적으로는 수요 자극으로 작용하면서, 공급 측 가격 안정 효과를 상쇄하고 있음을 시사한다.



실질 GDP는 연간 2.6~2.9% 수준의 안정적 흐름을 유지하고 있으며, 이는 기존 미국 경제의 잠재 성장률보다 높은 수준이다. 특히, 대형 테크 기업들의 연산 자원 중심 CapEx 확장은 장기적으로 미국 경제의 총요소생산성(TFP) 개선에도 기여할 것으로 보인다. 다만 AI 투자 흐름이 하드웨어 중심에서 플랫폼·애플리케이션 경쟁으로 전환되고 있는 점, 중국발 기술 확산과 가격 경쟁 등의 외생 변수는 향후 투자 속도에 영향을 줄 수 있다.

결국, 현재 미국 경제는 생산성과 인플레이션이 함께 오르는 전환기의 한가운데에 있으며, 이는 장기적인 효율성 개선과 지속 가능한 투자 전략이 더 중요하다는 점을 시사한다.

결론

[AI 산업의 생산성 혁신과 인프라 투자: 여신 및 유동성이 뒷받침하는 긍정적 전망]

2025년 현재 글로벌 시장은 기술 혁신의 중심에서 AI를 통한 새로운 경제 패러다임 전환기에 놓여 있다. AI 산업의 확산은 생산, 소비, 금융, 의료, 물류 등 거의 전 산업군에 걸쳐 생산성 혁신과 효율성 향상을 유도하고 있으며 이는 실질 GDP 상승의 중요한 기반으로 작용하고 있다.

특히 AI 수요에 기반한 데이터 센터 및 인프라 확장은 고도화된 기술 생태계와 그에 필요한 물리적·금융적 인프라 투자가 동시에 진행되어야 하는 특수성을 띠며, 이에 따라 탄탄한 자본 구조와 대출 환경의 유연성 확보가 핵심 과제로 부상하고 있다.

현 시점에서 확인되는 다음의 구조적 특징들은 향후 중장기 투자 전략 수립에 있어 매우 중요한 시사점을 제공한다.

1. 현재 미국의 건설 및 설비 부문 연체율은 낮은 수준에서 안정적으로 유지되고 있으며, 이는 기업의 상환 능력과 투자 안정성을 뒷받침한다.
2. 상업 및 산업 대출 심사 기준이 완화되어 접근성이 높아지고 있는 흐름은 고CapEx 산업인 AI 인프라 분야에서 레버리지를 활용한 적극적인 투자 확대가 가능함을 시사한다.

다만, 금리 환경은 불안정성을 동반하고 있어 더욱 신중한 대응을 요구하고 있다. 최근 미국 국채금리의 급등은 재정 부담과 구조적인 수요기반 변화에서 비롯되고 있으며, 이는 특히 장기채 중심 포트폴리오에 리스크로 작용하고 있다. 따라서 채권은 금리 민감도를 낮추고 유동성을 확보할 수 있는 단기물 중심의 전략적 전환이 요구되는 시점이다.

[자산배분 전략 방향성]

우선, 주식은 전체 자산의 80% 비중을 유지할 예정이다. 단기적인 경기 불확실성이 존재하지만, 이러한 기술 기업들이 CapEx을 지속 확대하고 있다는 점은 장기적으로 바라볼 때 높은 잠재력을 기대할 수 있다. AI, 클라우드, 반도체 등 생산성 향상에 직접 기여하는 기술 분야 중심으로 선별 투자할 계획이며 실질적인 수익 모델과 기술 경쟁력을 갖춘 기업에 집중할 예정이다.

채권 부문은 20%의 비중을 유지하면서도, 최근 금리 변동성과 국채 시장 구조 변화를 고려하여 장기물의 비중은 축소하고, 만기가 짧은 단기물 중심으로 전략을 조정할 계획이다. 이를 통해 금리 상승에 따른 가격 변동 리스크를 줄이고, 동시에 유동성을 확보할 수 있도록 운용할 것이다. 구체적으로는 장기물 국채를 전략적으로 매도하고 만기가 짧은 국채의 비율을 높일 예정이다.

이러한 구조는 거시환경 변화에 유연하게 대응하면서도, 기술혁신 기반의 장기 성장 기회를 포착할 수 있는 균형 잡힌 자산 포트폴리오를 형성하는 데 가장 적절한 전략이라 할 수 있다.

또한 현재 AI 투자는 과거 닷컴버블과는 다르게, 실질적인 생산성 향상과 기술 내재화가 동반되고 있으며, 정부 정책과 글로벌 패권 경쟁이 이를 더욱 가속화하고 있다는 점에서 구조적으로 매우 강력한 성장 스토리를 형성하고 있다.

지금 필요한 것은 성장성에 대한 확신과 리스크에 대한 냉정한 관리가 균형을 이루는 전략이다.

우리는 이러한 원칙에 입각해, 향후 기술주 중심의 선별적 투자와 금리 환경에 최적화된 채권 포트폴리오 운영을 통해 지속가능한 수익률을 추구하는 중장기 전략을 유지할 것이다.