

2026년 04월 15일 | 키움증권 리서치센터
글로벌리서치팀 | 미국주식

머니쇼어링 U.S.로의 자금 복귀

▶ US Strategy Analyst 김승혁





목차

Summary	03
머니쇼어링 - U.S.로의 자금 복귀	
I. 하나의 착각, 두 개의 숫자	05
II. Non-US 증시 강세의 해부	09
III. 달러 약세의 메커니즘	22
IV. 준비통화·재정 경로·국채	27
V. 미국이 극복해야 할 과제	37
VI. 귀환의 논리는 이탈 안에 있다	46
VII. 결론: 데이터가 확인한 것과 서사가 앞서간 것	53
VIII. 시나리오 별 포트폴리오 전략	56

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민형사상 책임을 지게 됩니다.

Summary

머니쇼어링 - U.S.로의 자금 복귀

2025년, MSCI ACWI 내 비미국 국가의 78%가 미국을 아웃퍼폼했다. 평균 초과수익은 25%p. 14년간 이어진 미국 주식의 구조적 우위가 1년 만에 흔들린 것처럼 보였고, 시장은 이를 "Sell America"라 불렀다. 그러나 이는 실질적 데이터를 확인할 경우 일부 과장되었음을 알 수 있다.

데이터를 확인해보면, 미국 장기 펀드에는 7,650억 달러가 순유입됐고(2021년 이후 최대), 미 국채의 외국인 보유잔액은 8.6조에서 9.3조 달러로 오히려 늘었다. 미국 주식에서 빠진 320억 달러는 미국 채권(역대 최대 5,400억 달러 순유입)으로 향했고, 일부만 비미국 주식(570억 달러)으로 이동했다. "이탈"이 아니라 "재편"이었다.

비미국의 상대 성과도 여러 관점으로 바라볼 필요가 있다. MSCI EAFE의 USD 기준 초과수익 약 14%p 가운데 62%는 주가 상승이 아니라 달러 하락에서 왔다. HAWX(환헤지 ACWI ex-US ETF) 수익률과 비교할 경우 해당 사실은 더욱 명확해진다. 이에 따라 달러 약세가 멈추는 순간, 비미국 지역의 상대적 초과수익 중 절반은 사라질 수 있다.

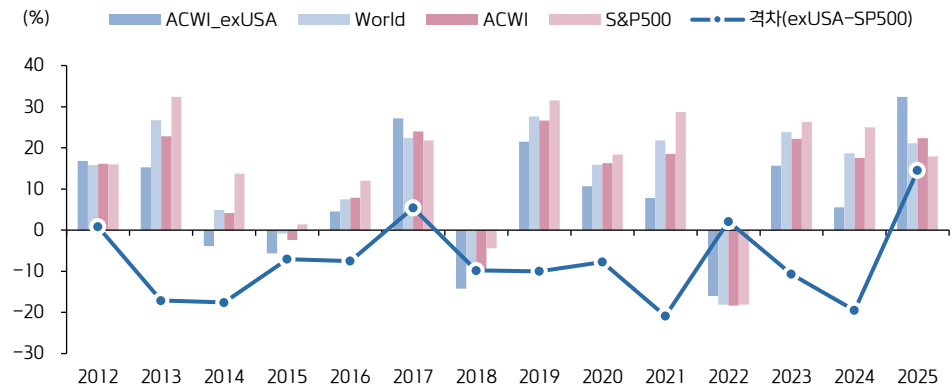
달러 약세의 성격도 수급적 측면에서 확인해 볼 필요가 있다. BIS Bulletin 105에 따르면 2025년 달러는 31조 달러 규모 비미국 기관의 헤지 포지션에 의해 매도압력을 받았다. IMF에 따르면 "탈달러" 서사의 근거로 쓰이는 COFER 비중 하락의 92% 역시 환율 가치평가 효과였다.

물론 비미국 지역의 저평가 해소, 유럽·일본의 펀더멘털 촉매, 달러 약세로 인해 미국과 비미국 사이의 2025년의 수익률 격차는 실재했다. 문제는 세 힘 모두 영구적이지 않다는 것이다.

미국의 S&P 500 Forward P/E는 19~20배로 내려온 반면, CY2026 EPS 성장률 컨센서스는 연초 대비 3%p 이상 상향된 17.6%다. 주가는 빠지고 이익 전망은 올라갔다. MSCI USA ROE는 EAFE의 1.6배이며, 영업이익률 격차는 오히려 확대 중이다. 87년간 단 한 번의 예외도 없었던 중간선거 후 12개월 수익률 패턴도 2026년 하반기를 향하고 있다.

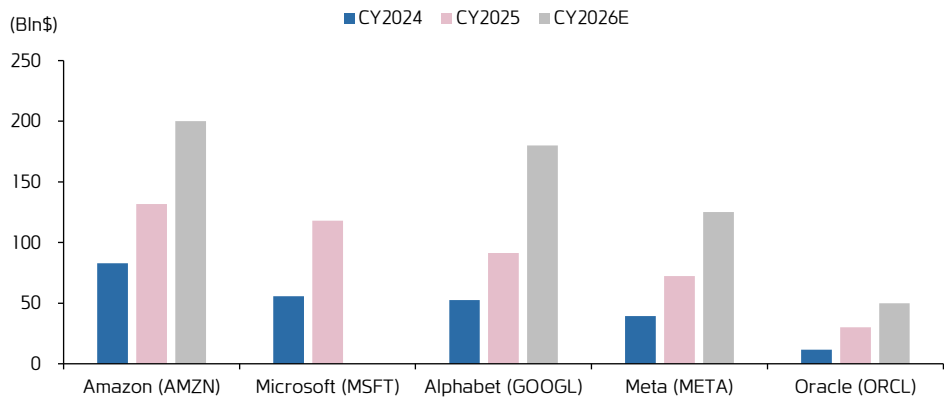
이에 현재 시점으로는 사이클 조정 및 자금 미국 복귀 실현 가능성이 높다고 판단하며, 이 경우 미국 증시는 '부진'의 단계에서 '확장'의 단계로 넘어갈 확률이 높다. 물론 구조적 탈달러의 시작이란 꼬리 리스크를 무시할 수는 없다. 가능성은 높지 않으나, 현실화될 경우 상당한 여파가 예상되기 때문이다. 이에 탈달러 시나리오 모니터링을 위해 1)빅테크들의 AI ROI 감소 시점, 2)하이일드 스프레드 700bp 임계 돌파(현재 317bp), 3)달러 인덱스 급락 등의 지표들 역시 지속적으로 관찰할 필요가 있다.

MSCI 지역별 연간 총수익률 (USD Net, 2012~2025)



자료: MSCI, 키움증권 리서치

하이퍼스케일러 연간 Capex (CY2024/2025/2026E)



자료: 각사 IR, CreditSights, 키움증권 리서치

I. 하나의 착각, 두 개의 숫자

“Sell America”에 대한 검증

2025년 상반기, "Sell America"와 "The Great Rotation"의 용어가 시장에서 자주 등장했다. 4월 관세 충격 이후 주식·채권·달러가 동반 하락한 영향이다.

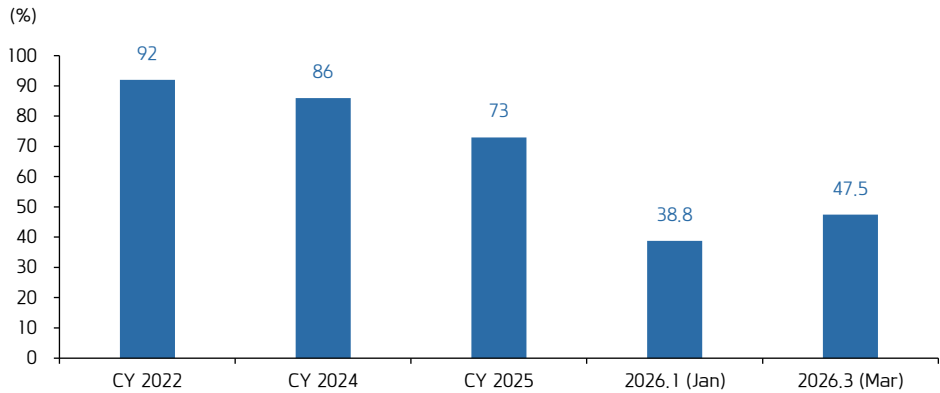
하지만 2025년, Morningstar 집계상 미국 장기 펀드(주식+채권) 순유입은 7,650억 달러로 2021년 이후 최대치를 기록했다. 미 재무부 TIC 데이터 기준 외국인의 미국 국채 보유 잔액도 2024년 말 8.6조 달러에서 2025년 말 9.3조 달러로 7,000억 달러가량 늘었다. Sell America의 전제인 미국 자산 전체가 청산되고 있다는 주장과 위 데이터는 양립하지 않는다.

내부를 열어보면 어긋남의 원인이 드러난다. Morningstar 기준 2025년 미국 주식 펀드는 320억 달러 순유출, 과세 채권 펀드는 5,400억 달러 순유입(역대 최대)이었다. 해외 주식 펀드 순유입은 570억 달러. 2025년 미국에서 나간 자금은 7,650억 달러 중 4% 남짓에 불과했고, 그 대부분은 미국을 떠난 것이 아니라 미국 주식에서 미국 채권으로 이동했다.

그렇다고 "Sell America"란 주장이 전혀 일리가 없는 것은 아니다. SSGA 차트팩(2026년 4월) 기준 2025년 MSCI ACWI 내 비미국 국가의 78%가 미국을 아웃퍼폼했고, 평균 초과수익은 25%p에 달했다. 로컬 통화 기준으로도 MSCI EAFE의 2025년 수익률은 S&P 500을 상회했다. 2011년 이후 14년간 이어진 미국 주식의 구조적 아웃퍼폼 구간에서 이 정도 폭의 역전은 이례적이다.

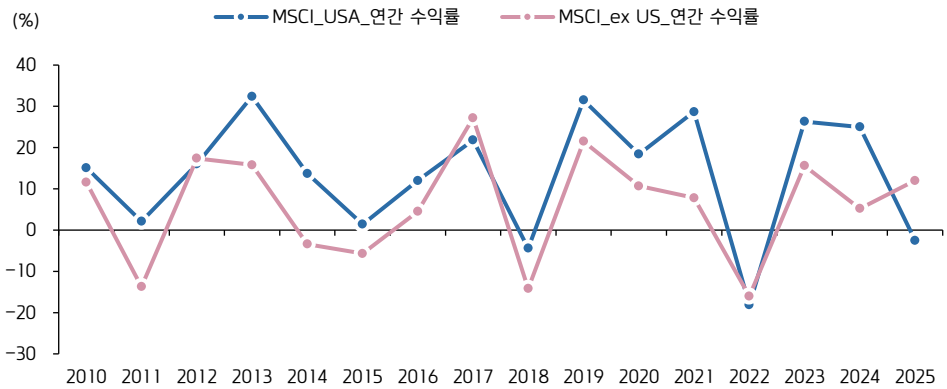
정리하면 2025년에 일어난 일은 두 방향의 움직임이 겹쳐 있는 상태다. 한쪽에는 미국 안에서 주식→채권으로의 자산군 재배치가 있고, 다른 한쪽에는 미국 밖으로의 실물 로테이션이 있다. 서사는 이 둘을 구분하지 않고 하나로 묶어 "Sell America"라고 불렀다. 이 보고서의 과제는 두 움직임을 분리한 뒤 각각의 지속성을 따로 평가하는 것이다. 비미국 증시의 강세 중 어디까지가 이익 체력의 실질 개선이고 어디부터가 달러 약세의 환율 효과인가, 달러 약세는 구조적 신뢰 상실인가, 사후 해지 조정과 금리차가 만들어낸 소진 가능한 조정인가, CBO가 제시하는 장기 재정 경로의 악화는 1~3년 투자 지평의 자금 흐름을 실제로 바꾸고 있는가, 아니면 배경 리스크로 머물러 있는가 등을 검토해야 한다.

글로벌 주식 ETF 유입 중 미국 비중



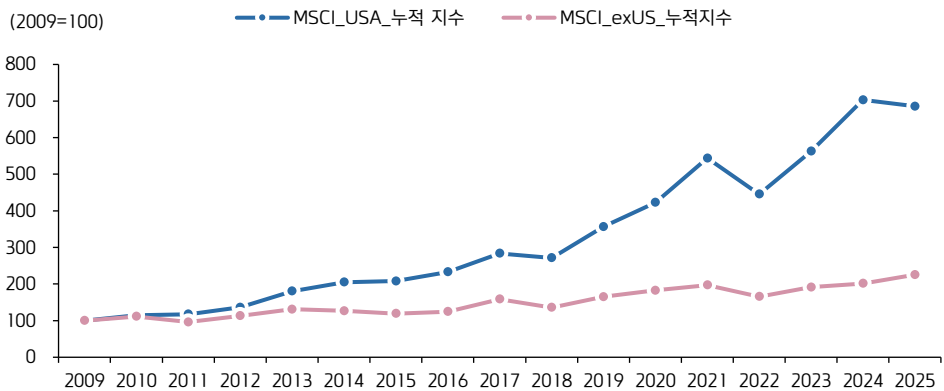
자료: State Street SPDR, 키움증권 리서치

MSCI USA vs ACWI ex-US 누적지수 (2009=100)



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI USA vs ACWI ex-US 누적지수 (2009=100)



자료: MSCI, 키움증권 리서치

세 개의 질문, 세 개의 답변

"Sell America"라는 서사는 단순하다. 미국 바깥이 더 많이 올랐고, 달러는 약해졌으며, 미국 재정은 지속 불가능한 경로에 있다는 주장이다. 그러나 단순한 서사일수록 물어야 할 질문이 많아진다.

첫 번째 질문: 비미국 증시의 강세는 실체인가, 환율 착시인가?

2025년 MSCI ACWI ex-USA는 32.4%를 기록했고, S&P 500은 16.4%에 그쳤다. 15.8%p의 격차는 인상적이지만, 그 안을 뜯어보면 이야기가 달라진다. 달러-외화 간 환율 변동을 선물환으로 헤지한 HAWX ETF(iShares Currency Hedged MSCI ACWI ex US ETF)의 2025년 수익률은 22.6%였다. 환헤지 상품은 순수하게 주가 상승분만 반영하기 때문에, MSCI ACWI ex-USA와의 9.8%p 차이는 고스란히 통화 효과다. 즉 비미국 증시의 아웃퍼폼 중 약 62%는 주가가 오른 것이 아니라 달러가 내린 것에서 왔다. 첫 번째 질문은 이 62%를 솔직하게 인정하는 데서 시작한다.

두 번째 질문: 달러 약세는 구조적 신뢰 상실인가, 아니면 금리차와 포지셔닝의 정상적 결과인가.

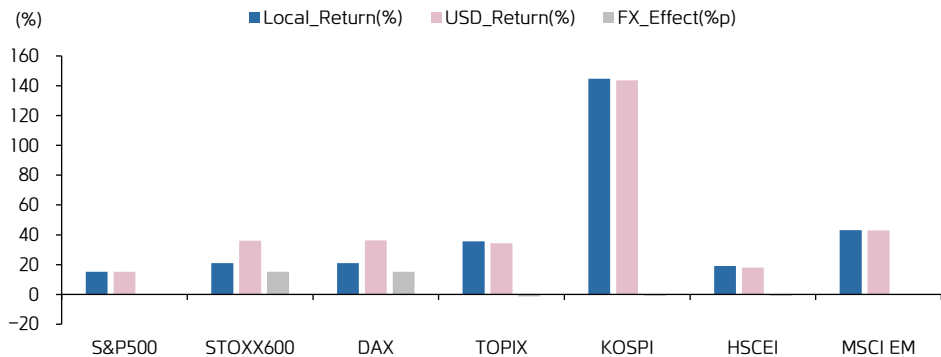
2025년 4월 Liberation Day 이후, 주식·채권·달러가 동시에 하락했다. 미국 자산 전반에 대한 신뢰가 흔들리는 것처럼 보였다. 이를 달러 헤게모니 약화의 신호로 읽는 시각도 있다. 그러나 이 해석이 구조적 결론으로 이어지려면 단일 학술 논문(CEPR, 2026년 1월) 이상의 증거가 필요하다. 몇 주간의 동시 하락이 수십 년에 걸쳐 형성된 안전자산 지위를 훼손했다고 보기 위해서는, 그것이 반복되는 패턴인지 일시적 충격인지를 먼저 분리해야 한다.

세 번째 질문: 미국의 재정 경로 악화가 "지금" 자금 흐름을 바꾸고 있는가.

CBO의 2036년 부채/GDP 120% 전망은 사실이다. 그리고 그 경로가 장기적으로 달러 자산에 부담이 된다는 논리도 타당하다. 그러나 시장 참여자의 투자 지평은 1~3년이다. 10년 뒤의 재정 악화가 지금의 포트폴리오 결정을 바꾸려면, 그 사이를 잇는 구체적인 트리거-국채 소화 위기, 신용등급 강등, 외국인 보유 급감-가 실제로 작동하고 있어야 한다. 세 번째 질문은 장기 우려가 단기 행동으로 전환되는 조건을 묻는 것이다.

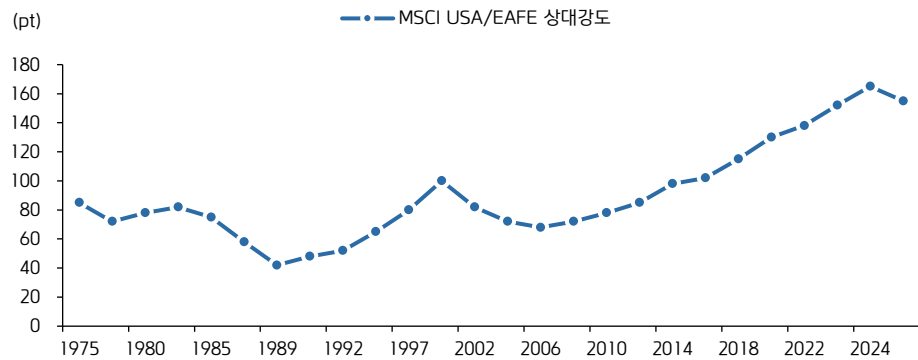
세 질문은 각각 독립적이지 않다. 비미국 증시의 강세가 환율 효과라면, 달러 약세의 원인이 무엇인지가 핵심이 된다. 달러 약세가 구조적이라면, 미국 재정 경로가 그것을 가속하고 있는지를 봐야 한다. 이 보고서는 세 질문을 이 순서로 추적하고, 마지막에 그 답들이 교차하는 지점에서 투자 전략을 도출한다.

지역별 누적수익률: 로컬 통화 vs USD 환산 (2025.1~2026.3)



자료: MSCI, Bloomberg, 키움증권 리서치

MSCI USA / EAFE 상대강도 50년 (1975~2025)



자료: MSCI, 키움증권 리서치

II. Non-US 증시 강세의 해부

밸류에이션 갭은 왜 2025년에야 작동했는가?

미국과 비미국 간 밸류에이션 격차는 어제오늘의 이야기가 아니다. 비미국 주식이 미국 대비 싸다는 사실은 2022년에도, 2023년에도, 2024년에도 성립했다. 그런데 자금은 움직이지 않았다. 그렇다면 2025년에 무엇이 달라졌는가?

숫자부터 확인하자. 2026년 3월 말 기준, MSCI EAFE(선진국 비미국 지수)의 12개월 선행 주가수익비율(Fwd P/E-현재 주가를 향후 12개월 예상 이익으로 나눈 배수로, 높을수록 비싸고 낮을수록 싸다)은 17.33배였다. S&P 500은 20.3배였다. 17%의 프리미엄이다. 연초 S&P 500이 23배 수준까지 올라갔을 때는 이 프리미엄이 29%까지 벌어지기도 했다. 과거 2025년 하반기까지 유지됐던 47~50%의 프리미엄이 절반 이하로 줄어든 셈이다.

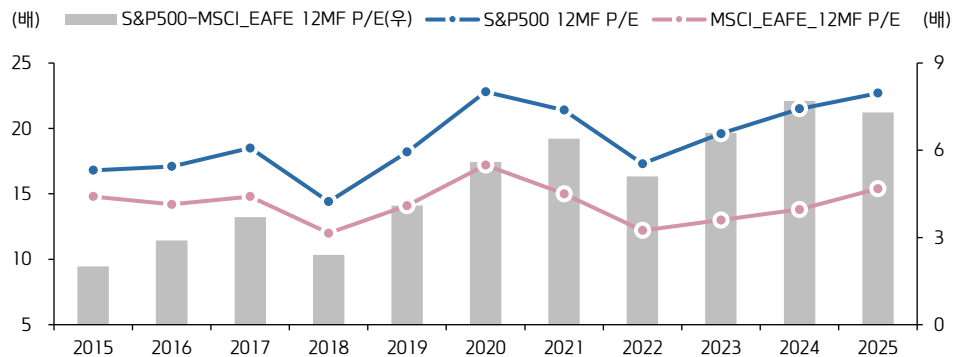
그런데 이 수렴을 "미국이 싸졌다"고 읽으면 절반만 맞다. MSCI EAFE의 10년 평균 Fwd P/E는 약 14.5배인데, 현재 17.33배는 이를 약 20% 상회한다. S&P 500 역시 10년 평균(18.7배) 대비 약 9% 높다. 양쪽 모두 역사적 기준으로 비싸다. 프리미엄이 좁혀진 것은 미국이 싸진 덕분이 아니라, 비미국의 밸류에이션이 빠르게 확장한 결과이기도 하다. '비미국이 절대적으로 싸다'는 논거는 이미 약해졌고, '미국 대비 상대적으로 싸다'는 논거만이 남아 있다.

그렇다면 비교는 섹터 단위에서 해야 더 의미가 있다. 2025년 12월 기준, MSCI EAFE 지수 내 모든 섹터의 Fwd P/E가 S&P 500 동일 섹터 대비 낮다(Charles Schwab, 2025.12). 지수 구성의 차이-미국은 기술주 비중이 높고 유럽은 금융·산업주 비중이 높다-를 통제하고 같은 업종끼리 비교해도 비미국이 더 싸다.

그러나 이 갭은 원래부터 있었다. 시장이 그것을 무시한 데는 이유가 있었다. 2022~2024년, 비미국 시장의 이익 성장은 미국을 따라가지 못했다. "싸지만 싼 이유가 있다"는 것이 당시 컨센서스였고, 밸류에이션 갭은 리스크 프리미엄으로 해석됐다. 밸류에이션이 자금 흐름을 만들려면 갭 그 자체만으로는 부족하다. "이제 진짜 좁혀질 것"이라는 펀더멘털 근거가 함께 서야 한다.

2025년에 그 근거가 처음으로 윤곽을 드러냈다. 유럽과 일본에서, 수년간 부재했던 이익 성장의 촉매가 등장한 것이다. 그 촉매는 얼마나 견고한가?

글로벌 지수 12M Forward P/E 추이 (2015~2025)



자료: FactSet, MSCI, 키움증권 리서치

유럽 re-rating - 발표 효과와 집행 현실 사이의 간극

시장은 기다리지 않았다. 2025년 3월 3일, 독일 연방의회에서 재정 패키지 논의가 공개되던 날 DAX는 하루 만에 2.6% 급등했다. 이후 일주일 누적 3.9%, 의회 가결 시점(3월 18일) 기준 연초 대비 +17.4%였다. STOXX Europe Aerospace & Defence ETF는 같은 날 YTD +48.8%까지 치솟았고, 3월 말 종가 기준으로도 +38.3%를 유지했다.

패키지의 내용은 두 가지였다. GDP 대비 1%를 초과하는 국방 지출을 헌법상 재정 준칙(debt brake)의 적용에서 제외하고, 향후 12년간 5,000억 유로(약 5,460억 달러) 규모의 인프라·기후 기금을 조성한다(독일 연방의회, 2025년 3월; Euronews, 2025년 3월). 배경에는 안보 환경의 급변이 있었다. 2025년 초 미국이 NATO 내 안보 공약을 흔드는 신호를 보내면서 유럽 각국은 자체 방위 역량 확충이 불가피하다고 판단했다. 2025년 6월 헤이그 NATO 정상회의에서 회원국 국방비 목표는 2035년까지 GDP 대비 2%에서 5%(핵심 국방 3.5% + 방위 관련 1.5%)로 상향됐고(NATO 헤이그 정상선언, 2025년 6월), 독일의 방위 예산은 940억 유로에서 1,628억 유로로 72% 확대되는 경로가 제시됐다(독일 연방재무부, 2025년 예산안).

문제는 시장이 무엇을 가격에 반영했는가이다.

DAX는 상위 5개 종목이 지수의 약 40% 이상을 차지하는 집중된 구조를 갖고 있다. 통상 집중도가 높은 지수는 시총가중 지수와 동일가중 지수 간의 수익률 격차가 크게 벌어진다. 그런데 2025년 DAX(시총가중) +23.0% 대비 DAX Equal Weight는 +21.2%로, 그 격차는 1.8%p에 불과했다. 2021년(6.6%p), 2019년(5.3%p), 2023~24년(4.3~4.7%p)과 비교하면 최근 10년 중 가장 좁은 수준이다. 대형주만 오른 것이 아니라, 재정 패키지에 대한 기대가 방산·인프라·금융·산업재 등 지수 전반으로 광범위하게 선반영됐다는 의미다.

이것은 양날의 검이다. S&P 500의 M7 집중을 비판하면서 DAX의 유사한 구조를 간과하는 것은 논리적으로 일관성이 없다. 그리고 기대가 소수 종목이 아닌 지수 전체에 녹아들었다는 것은, 집행이 기대에 못 미칠 경우 되돌림의 범위 역시 지수 전체가 된다는 뜻이다. 실제로 2026년 들어 DAX는 YTD -2.8%를 기록하고 있으며, DAX Equal Weight(-1.7%)보다 낙폭이 크다. 상승 국면에서 드러나지 않았던 대형주 집중 리스크가 하락 국면에서 먼저 확인되고 있다.

집행 속도는 별개의 문제다. 독일 정부는 2025년 9월에야 예산안을 통과시켰고, 실제 지출 증가는 2026년에 본격화될 전망이다. DIW(독일 경제연구소)에 따르면 2025년 독일 성장률은 거의 제로에 가깝다. 독일의 인프라 프로젝트는 허가·환경 규제·주(州) 간 배분 문제로 인해 발표에서 실행까지 통상 3~5년이 걸린다. 선례도 있다. 2020년 코로나 경기부양책에서도 독일이 승인한 예산의 상당 부분은 집행되지 않은 채 남았다.

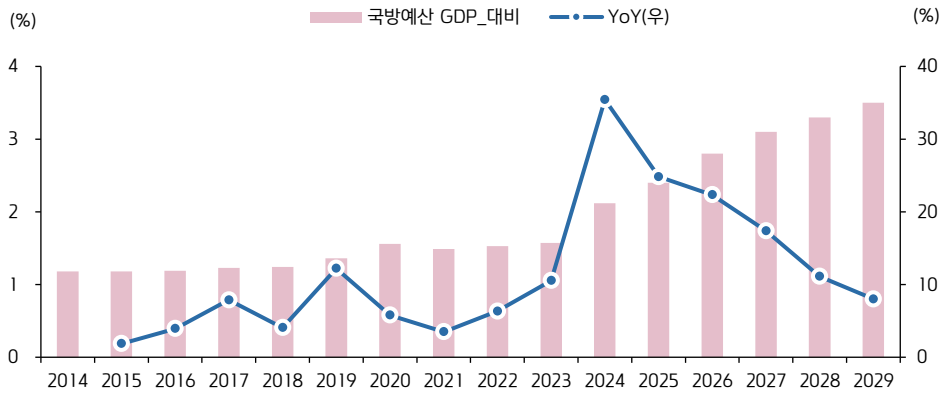
유럽 re-rating이 얼마나 실질인지는 2027년까지 확인이 필요하다. 현재까지 확실한 것은 하나다. 시장은 5,000억 유로의 청사진에 이미 가격을 매겼다. 그 청사진이 현실로 전환되는 속도가 주가를 정당화할 수 있는지가, 지금부터의 핵심 변수다.

독일 국방예산 (2014~2029)



자료: Bundesregierung, NATO, 키움증권 리서치

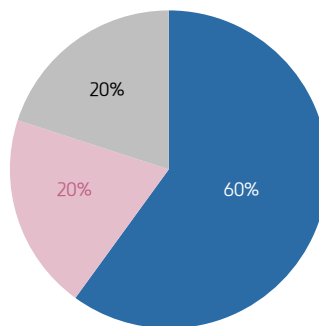
독일 국방예산 성장률



자료: Bundesregierung, 키움증권 리서치

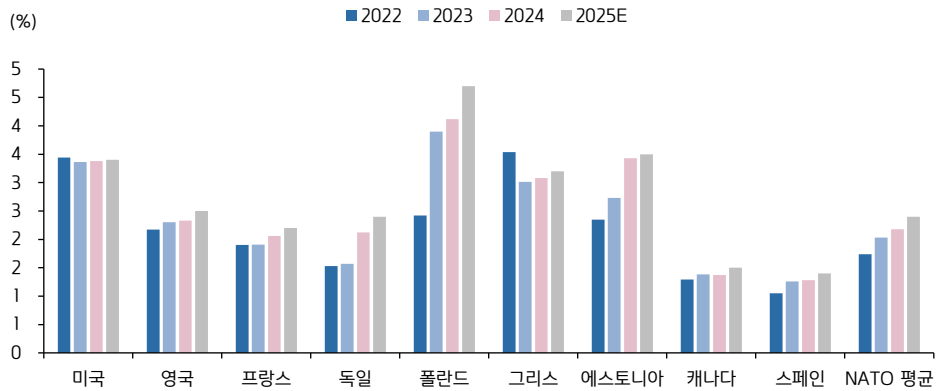
독일 €500B 인프라기금 배분

■ 연방 인프라 투자 ■ 기후·에너지전환 기금 ■ 주·지자체 인프라



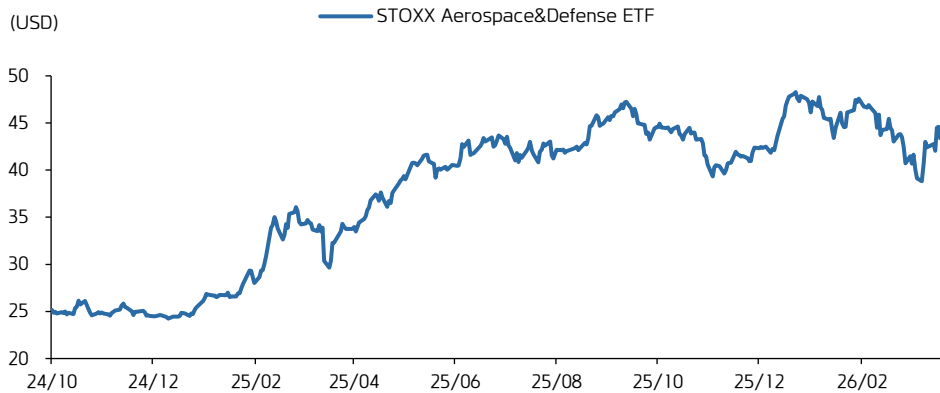
자료: Bundesregierung, 키움증권 리서치

NATO 주요국 국방비/GDP 비율 (2022~2025E)



자료: NATO, 키움증권 리서치

STOXX Aerospace & Defense ETF (EUAD) 일별 (2024.10~2026.04)



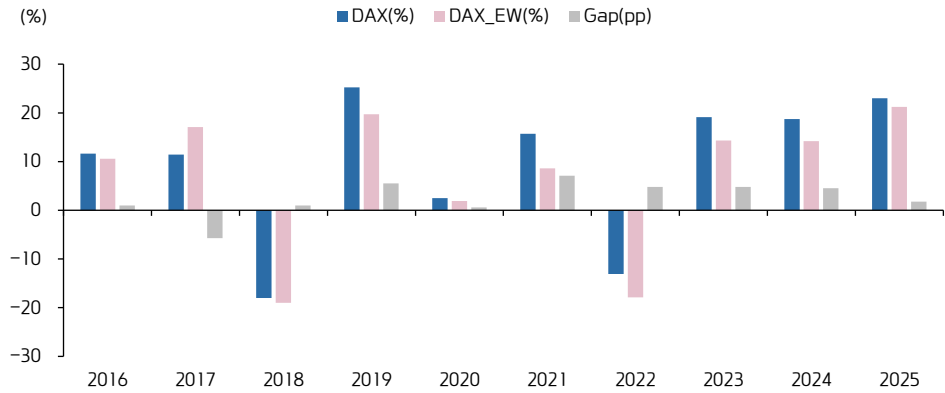
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

STOXX A&D ETF (EUAD) 변동성 - 보조



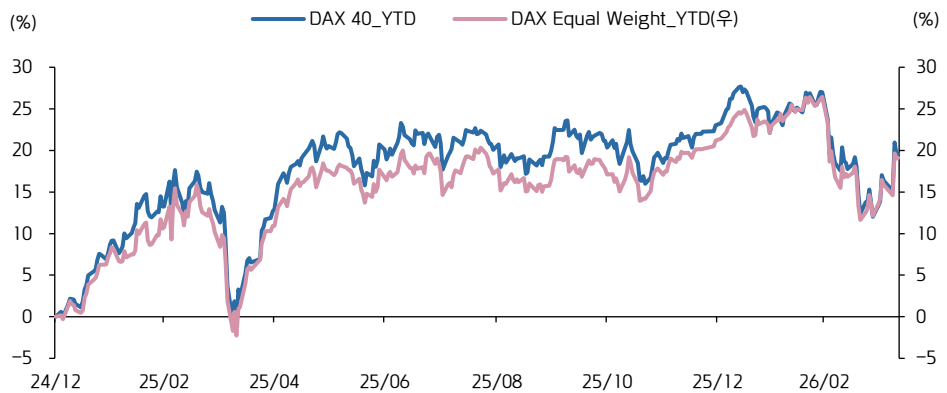
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

DAX vs DAX Equal Weight 연간수익률 (2016~2025)



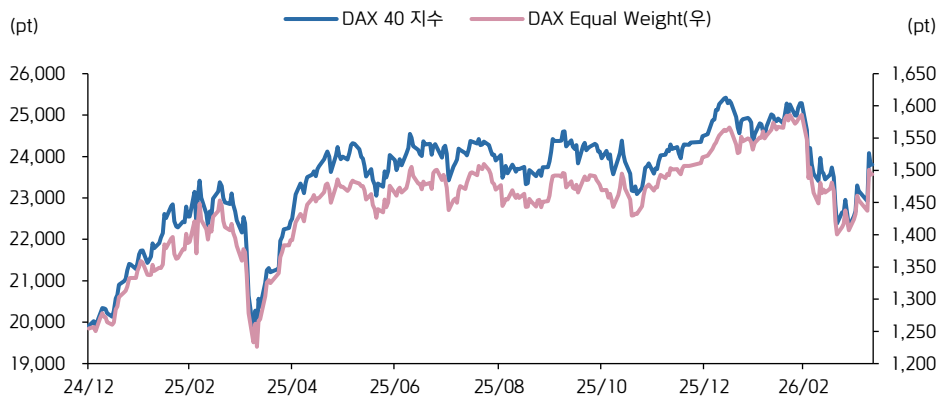
자료: Deutsche Börse, FactSet, 키움증권 리서치

DAX 집중도 지표



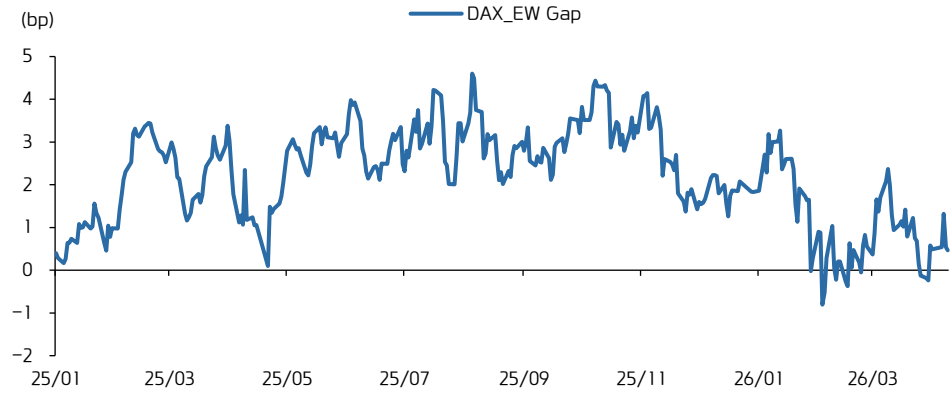
자료: Deutsche Börse, FactSet, 키움증권 리서치

DAX vs DAX Equal Weight 일별 가격 (2024.12~2026.04)



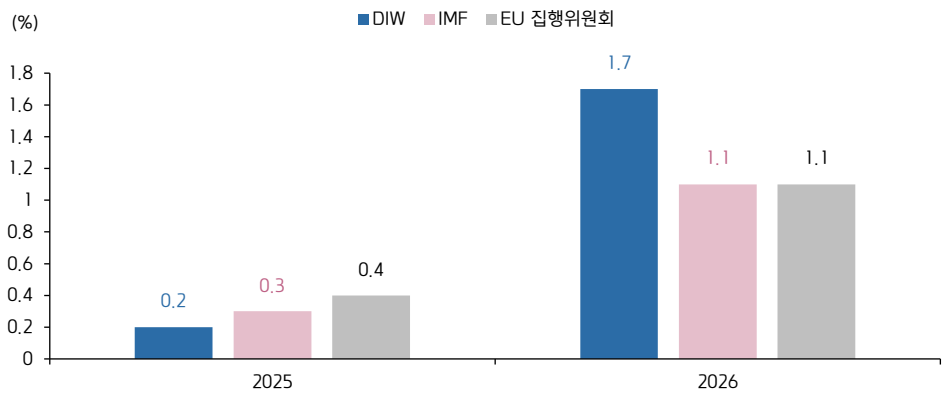
자료: Deutsche Börse, 키움증권 리서치

DAX vs DAX Equal Weight YTD 격차 추이



자료: Deutsche Börse, 키움증권 리서치

독일 GDP 성장률 및 전망(2025 vs 2026)



자료: Bundesbank, IMF, OECD, 키움증권 리서치

일본 거버넌스 개혁: ROE 개선인가?

유럽의 강세가 재정 정책의 선반영이었다면, 일본의 강세는 다른 종류의 질문을 던진다. 기업이 실제로 더 잘 벌게 된 것인가, 아니면 더 잘 버는 것처럼 보이도록 숫자를 바꾼 것인가?

출발점은 2023년 3월 도쿄증권거래소(TSE)의 요구였다. PBR(주가순자산비율) 1배 미만 기업에 개선 방안 공시를 의무화한 이후, 수치는 빠르게 움직였다. TSE 프라임 마켓 기업의 평균 PBR은 2022년 7월 1.1배에서 2025년 중반 1.4배로 올라갔고, ROE(자기자본이익률)는 같은 기간 8.4%에서 9.0%로 높아졌다. 자본 환원도 급증했다. 2024 회계연도 자사주 매입은 약 18.7조 엔으로 사상 최대를 기록했고, 배당금은 18.3조 엔으로 4년 연속 최고치를 경신했다. 자사주 매입과 배당을 합산한 총 주주환원은 약 32조 엔에 달했다(Daiwa Asset Management 기준). NLI Research(2026년 1월) 전망에 따르면 2025 회계연도에는 총 주주환원이 40조 엔대에 근접할 것으로 추정된다. 2019년(약 17조 엔) 대비 6년 만에 2배 이상으로 확대된 수치다.

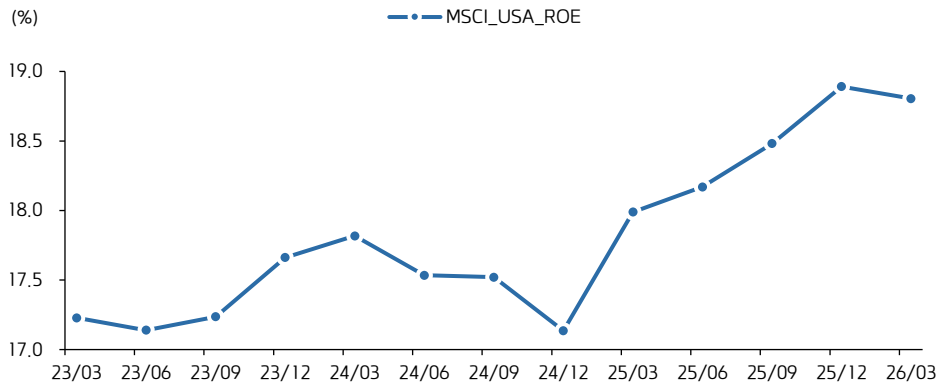
그런데 이 개선의 구성을 분해하면 다른 그림이 나온다.

ROE는 듀폰트 분해(DuPont Decomposition)로 세 가지 요소로 쪼갤 수 있다: 순이익률 × 자산회전율 × 재무레버리지. 같은 이익을 내더라도 분모인 자기자본이 줄어들면 ROE는 기계적으로 올라간다. 일본 기업의 자사주 매입이 2019년 대비 약 4배 폭증한 반면 배당은 약 1.5배 증가에 그쳤다는 사실은 이 맥락에서 다시 읽힌다. 기업이 더 잘 벌어서 ROE가 오른 것인지, 자사주를 사들여 자기자본의 총량을 줄임으로써 같은 이익으로도 ROE가 높아 보이는 구조를 만든 것인지-이 둘을 분리하지 않으면 "일본 기업의 수익성이 구조적으로 개선됐다"는 주장은 근거가 불충분하다.

외형적 진전도 같은 시각으로 봐야 한다. TSE 프라임 시장 상장사의 약 90%가 자본비용·주가 의식 경영 공시 요청에 응답했다. 그러나 TSE 스스로 "공시율에서 질적 심화로" 초점을 전환하겠다고 밝혔다라는 사실이 역설적으로 현재의 한계를 드러낸다. 공시는 했지만 실질은 아직이라는 뜻이다. 실제로 일본 대형기업 ROE는 지난 10여 년간 4~11% 범위에 머물러 있다. 자사주 매입이 ROE를 끌어올렸다면, 매입이 둔화되는 순간 개선도 함께 멈춘다.

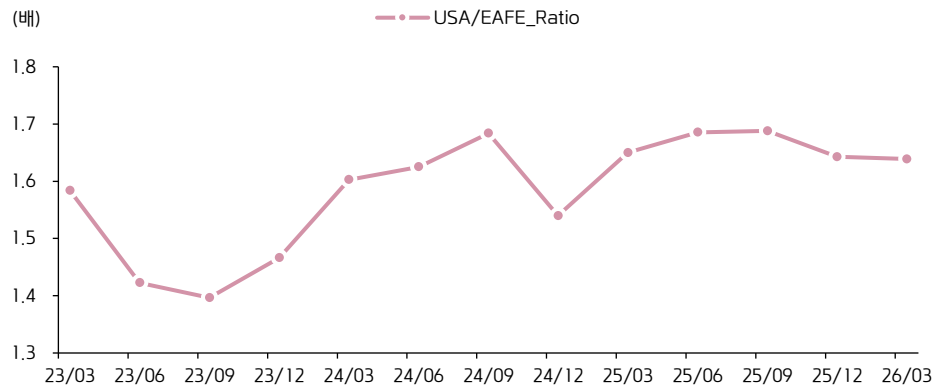
일본 거버넌스 개혁은 "진행 중"이지 "완료"가 아니다. 그리고 지금까지의 개선 중 얼마가 이익률(분자)의 진짜 변화이고 얼마가 자기자본 축소(분모)의 착시인지는, 자사주 매입이 정상화되는 시점에야 비로소 확인된다. 유럽이 재정 집행의 속도를 증명해야 한다면, 일본은 수익성 개선의 실체를 증명해야 한다.

MSCI USA vs EAFE ROE (2023Q1~2026Q1)



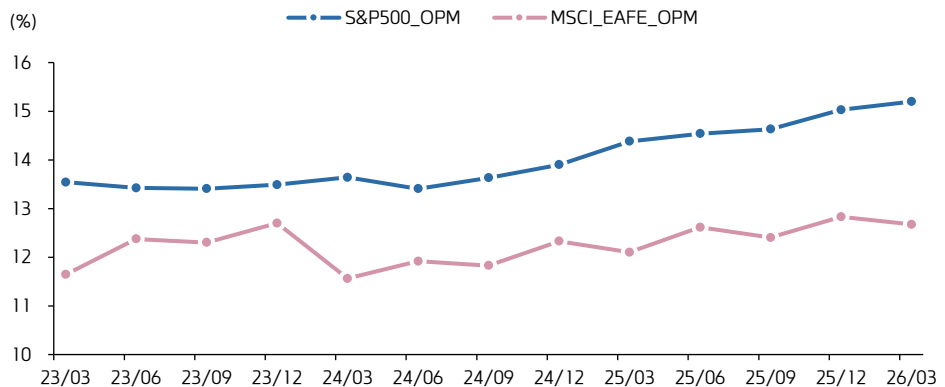
자료: MSCI, FactSet, 키움증권 리서치

MSCI USA vs EAFE ROE 추이 (분기)



자료: MSCI, FactSet, 키움증권 리서치

S&P500 vs MSCI EAFE 영업이익률 OPM (2023Q1~2026Q1)



자료: MSCI, FactSet, 키움증권 리서치

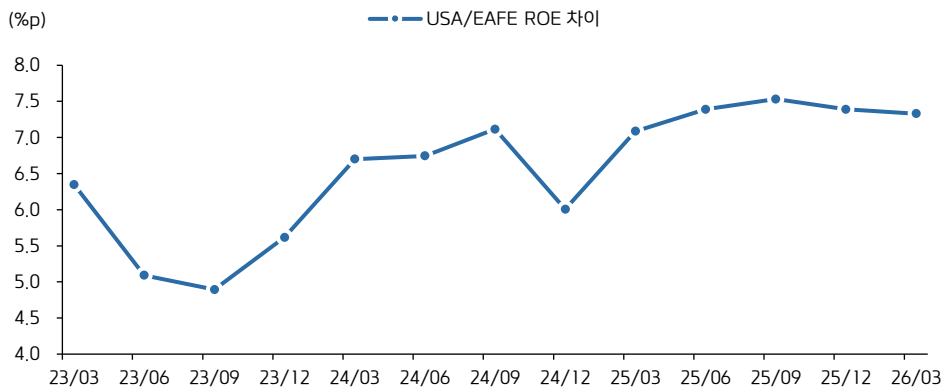
중국·EM: AI 내러티브의 균열

수익성 지표만 놓고 보면 EM의 재평가는 진행형이다. 2025년 MSCI EM의 ROE는 13.0%로 전년 대비 약 11% 개선됐다. 같은 기간 EAFE는 3% 개선에 그쳐 11.5%에 머물렀다. 격차는 2026년 전망치에서 더 벌어진다. EM ROE는 16.2%로 24% 성장이 예상되는 반면, EAFE는 12.6%로 10% 수준에 그칠 것으로 추정된다. 밸류에이션 갭이 수렴하는 게 아니라, 이익 체력 자체가 달라지고 있다는 뜻이다.

중국은 그 중심에 있다. 2025년 초, DeepSeek-R1 모델이 공개되면서 시장의 전제 하나가 흔들렸다. 미국 최상위 AI 시스템에 필적하는 성능을, 훨씬 낮은 비용으로 구현할 수 있다는 사실이 확인된 것이다. 그간 시장이 암묵적으로 받아들여 온 등식인 "AI 인프라 투자는 곧 미국 빅테크 투자"에 균열이 생긴 순간이었다. 이후 투자자들은 중국 AI 생태계를 다시 들여다보기 시작했고, 미국 반도체·AI 하드웨어주의 수익 기여 독점성에도 의문이 제기됐다.

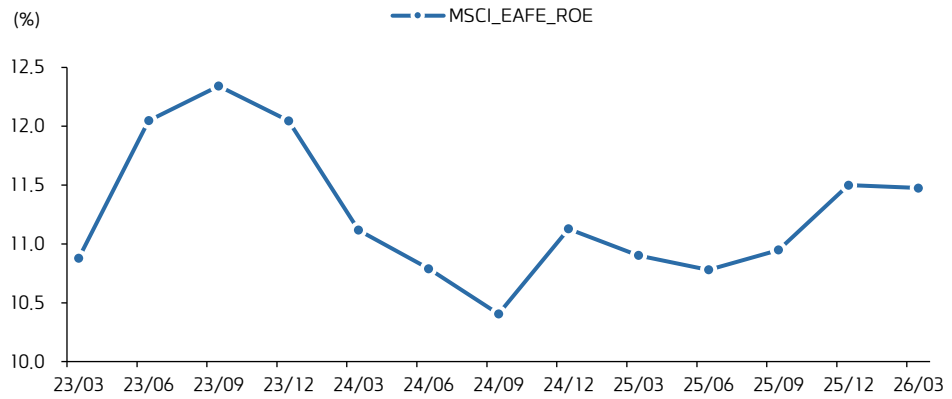
물론 중국 주식에 대한 구조적 리스크가 사라진 것은 아니다. 규제 불확실성, 지정학적 디커플링 압력, 데이터 신뢰성 문제는 여전히 현재진행형이다. 그러나 이번 로테이션의 핵심 질문은 "중국이 안전한가"가 아니다. "AI 패권이 미국에만 있다는 전제가 흔들렸을 때, 자본은 어디로 이동하는가"다. DeepSeek는 그 질문을 처음으로 시장 한복판에 던졌다.

MSCI USA vs EAFE ROE 격차 변화



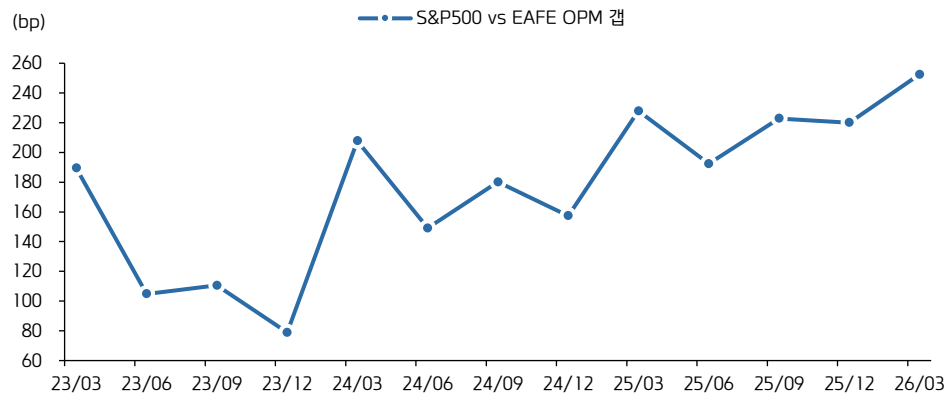
자료: MSCI, FactSet, 키움증권 리서치

MSCI USA vs EAFE ROE 격차 (장기 추세)



자료: MSCI, FactSet, 키움증권 리서치

S&P500 vs MSCI EAFE OPM 격차 추이



자료: MSCI, FactSet, 키움증권 리서치

비미국 수익률의 “숨겨진 보조 엔진” - 달러 약세

그런데 여기서 한 가지 불편한 질문을 던져야 한다. 2025년 비미국 주식의 강세는 얼마나 '진짜'였는가? 이다.

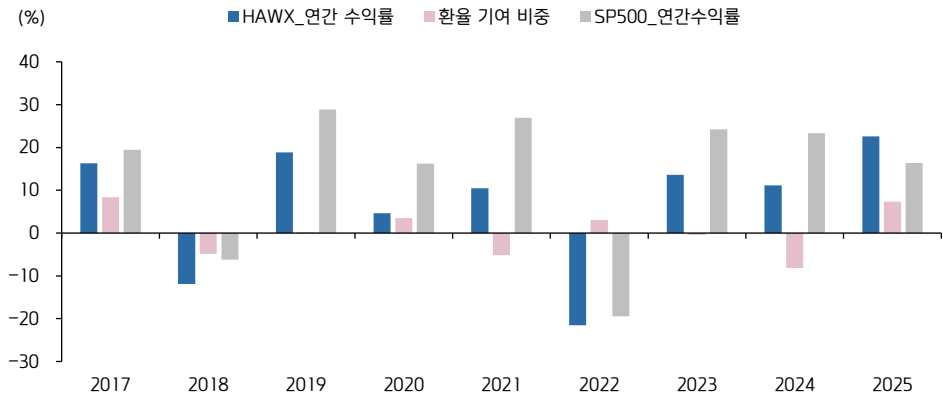
MSCI EAFE의 2025년 USD 기준 수익률은 +31.9%였다. 수치만 보면 압도적이다. 그런데 환헤지 기준으로 계산하면 +23.1%로 낮아진다. 8.8%p가 추가 상승이 아닌 달러 약세에서 나왔다는 뜻이다. 같은 기간 배당 포함 S&P 500 수익률이 17.9%였으니, EAFE의 대미 초과수익은 약 14%p다. 그 초과수익 중 약 62%의 비중이 환율 효과에서 비롯되었다.

달리 말하면, 비미국 주식을 샀던 투자자 상당수는 사실 달러 약세에 베팅하고 있었던 셈이다. 유럽 기업의 이익 개선을, 일본 거버넌스 개혁을, 중국 AI 생태계의 재평가를 샀다고 생각했지만, 포트폴리오 수익의 절반 이상은 환율이 만들어줬다.

이 사실은 두 가지 함의를 가진다. 하나는 비미국 강세 자체를 부정하는 게 아니라는 점이다. 로컬 통화 기준 수익률도 S&P 500을 웃돌았고, 이익 체력의 개선은 실제로 진행 중이다. 그러나 다른 하나가 중요하다. 달러가 방향을 틀기 시작하는 순간, 지금의 수익률 격차는 생각보다 훨씬 빠르게 좁혀질 수 있다. 비미국 아웃퍼폼의 규모가 아니라 성격이 달라지는 것이다.

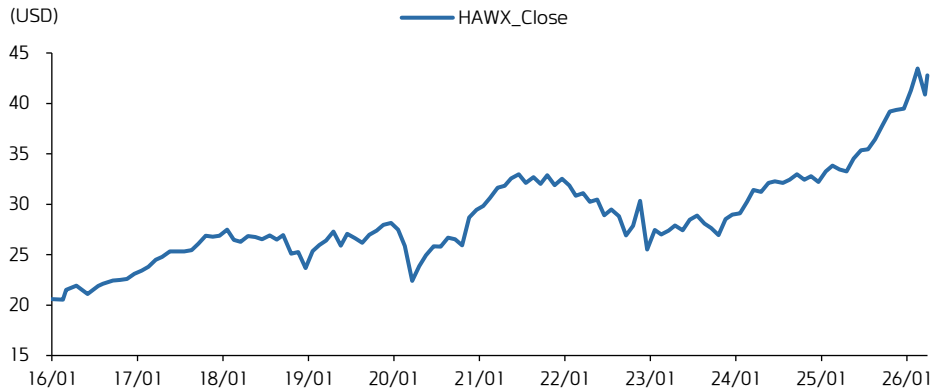
그리고 바로 그 지점, 달러의 향방이 미국으로의 자금 복귀 시나리오를 가능하게 첫 번째 열쇠가 된다.

HAWX 환헤지 vs USD 환율효과 분해 (2017~2025)



자료: MSCI, Bloomberg, 키움증권 리서치

HAWX ETF 월별 증가 (환헤지 ACWI ex-US, 2016~2026)



자료: iShares, Bloomberg, 키움증권 리서치

“Sell America”의 정량적 해체

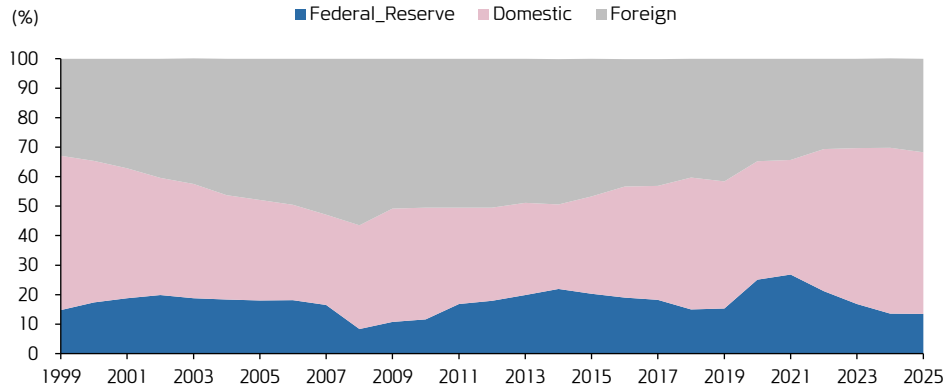
2025년 시장을 관통한 서사가 있다면 단연 “Sell America”였다. 미국 자산에서 자금이 빠져나가고 있다는 이 표현은 수없이 반복됐고, 어느 순간부터는 검증보다 인용이 앞서기 시작했다. 그렇다면 데이터는 뭐라고 말하는가?

우선 이 서사가 틀린 지점부터 짚자. Morningstar 집계 기준, 2025년 미국 장기 펀드에는 7,650억 달러가 순유입됐다. 2021년 이후 최대 규모다. 그 중 과세 채권 펀드에만 5,400억 달러가 들어왔는데, 이는 역대 최대다. 미 재무부 TIC(Treasury International Capital) 데이터를 보면 외국인의 미 국채 보유 총액은 2024년 말 8.6조 달러에서 2025년 말 9.3조 달러로 오히려 늘었다. 2025년 4월에 외국인 순매도가 약 583억 달러에 달하며 시장을 긴장시켰지만, 5월에는 1,387억 달러 순매수로 즉각 반전됐다. 미국 자산 전체가 팔리고 있다는 그림은 데이터와 맞지 않는다.

그러나 서사의 근거가 전혀 없는 것도 아니다. 같은 Morningstar 데이터에서 미국 주식 펀드는 연간 320억 달러 순유출을 기록했다. 반면 해외 주식 펀드에는 8개월 연속 자금이 들어왔고, 연간 유입액은 570억 달러를 넘었다. SSGA 차트팩(2026년 4월) 기준으로 2025년 MSCI ACWI 내 비미국 국가의 78%가 미국을 아웃퍼폼했으며, 평균 초과수익은 25%p에 달했다.

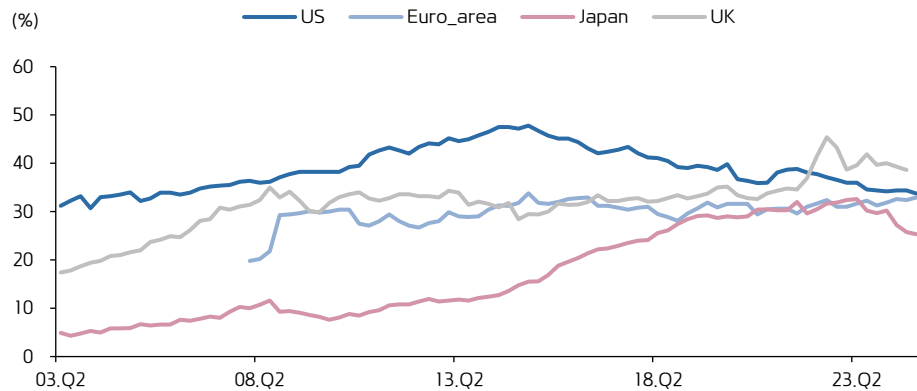
결국 “Sell America”는 절반만 맞는 서사다. 자금은 미국을 떠난 게 아니라, 미국 안에서 재편됐다. 주식에서 빠진 돈이 채권으로 흘렀고, 일부가 비미국 주식으로 향했다. 미국 자산 전체를 하나의 덩어리로 보는 순간 이 흐름은 보이지 않는다. 그리고 바로 이 구분이 중요한 이유는, 이후 자금의 방향을 읽을 때도 동일한 정밀도가 필요하기 때문이다. “비미국으로 갔던 돈이 언제 돌아오는가”라는 질문에 답하려면, 먼저 그 돈이 정확히 어디서 왔는지를 알아야 한다.

미 국채 보유 주체별 비중 (1999~2025)



자료: TIC Data, U.S. Treasury, 키움증권 리서치

주요국 정부부채 해외 보유 비중 (1999Q1~2024Q4)



자료: Federal Reserve, IMF, 키움증권 리서치

이 챕터의 잠정 결론

2025년 비미국 강세는 단일한 현상이 아니었다. 세 가지 힘이 동시에 같은 방향을 가리켰다.

첫째는 포지셔닝 복원이다. 오랜 기간 비미국 시장을 구조적으로 언더웨이트했던 투자자들이 그 과소보유를 메우는 과정에서 매수세가 발생했다. 한 번 소진되면 되돌아오지 않는 힘이다. 둘째는 유럽 재정 확장과 일본 거버넌스 개선이다. 진행 중인 변화이지만, 기대가 현실을 앞서간 구간이 있었다는 점은 부정하기 어렵다. 셋째는 달러 약세다. 앞서 살펴봤듯 EAFE 초과수익의 약 62%가 여기서 나왔다.

세 요인이 동시에 작동했기에 2025년의 수익률 격차는 인상적이었다. 그러나 이 구조는 역으로 읽힐 수도 있다. 하나라도 방향이 바뀌면 아웃퍼폼의 규모는 빠르게 수렴한다. 그리고 세 요인 중 가장 먼저 반전될 가능성이 높은 것은 셋째, 달러다.

달러가 어디로 향하느냐는 질문이 다음 챕터의 출발점이다.

III. 달러 약세의 메커니즘

구조적 전환인가, 정상적 되돌림인가

달러의 2025년 움직임에 대한 해석은 이 보고서 전체의 결론을 좌우한다. 달러 약세가 구조적이라면 비미국 아웃퍼폼도 구조적이고, 사이클적이라면 비미국 아웃퍼폼도 사이클적이다. 그래서 이 챗터는 단순한 환율 분석이 아니다. 앞서 쌓아온 모든 논거의 유효기간을 검증하는 작업이다.

2025년 4월의 비정상성 - 세 자산의 동시 하락

주식이 빠질 때 채권이 오르고, 달러가 강해진다. 수십 년간 시장이 학습해온 리스크오프의 문법이다. 2025년 4월, 그 문법이 작동하지 않았다.

Liberation Day로 불린 4월 2일 관세 발표 이후, 주식·채권·달러가 동시에 하락했다. ECB는 이를 "전형적 패턴의 현저한 변화"로 기록했다(ECB 금융안정보고서, 2025년 11월). 달러 인덱스는 4월 1일 104.3에서 이틀 만에 102.1로 밀렸고, 4월 14일에는 99.6까지 내려앉았다. 하락은 거기서 멈추지 않았다. 상반기 말 달러 인덱스는 96.9를 기록했고, 연초 대비 낙폭은 10.7%에 달했다. 1973년 이후 최대 반기 낙폭이었다.

이 현상을 두고 CEPR(유럽경제정책연구센터)은 2026년 1월 발간한 보고서에서 달러가 "전통적 안전자산이 아니다"라는 주장을 내놓았다. 달러는 글로벌 펀딩 스트레스, 즉 달러 차입이 갑자기 어려워지는 유동성 경색 상황에서만 일관되게 강세를 보이고, 단순 리스크오프에서는 엔화나 스위스 프랑처럼 반응하지 않는다는 것이다.

주목할 만한 주장이지만, 그대로 받아들이기 전에 세 가지를 짚어야 한다.

첫째, 이 주장은 아직 동료 심사를 거치지 않은 working paper에 기반한다. 유사한 결론에 도달한 연구로는 미 연준 FEDS Notes에 실린 Bertaut, von Beschwitz, Curcuro(2025년 7월)가 있는데, 이들조차 달러의 안전자산 지위 자체가 사라졌다고 보지는 않는다. 안전자산으로 기능하는 조건이 좁아지고 있다는 것이 더 정확한 표현이다.

둘째, 2025년 4월의 리스크오프는 성격이 달랐다. 충격의 진원지가 미국 정책, 즉 관세 그 자체였다. 리스크의 발원지 통화가 약해지는 건 오히려 정상적 반응이다. 2018~2019년 무역전쟁 당시 달러가 강세였던 건 당시 미국 경제가 상대적으로 건강했고, 연준이 긴축 중이었으며, 신흥국 스트레스가 달러 수요를 높였기 때문이다. 2025년에는 그 조건들이 모두 반대로 작동했다.

셋째, 달러는 이후 반등했다. 달러 인덱스는 2025년 9월 96.5에서 저점을 찍은 뒤 연말 97.96으로 마감했고, 2026년 3월 중동 지정학 리스크가 불거지자 99 근방까지 되돌아왔다. 안전자산 지위가 구조적으로 상실됐다면, 지정학 충격에 달러가 반응하는 이 패턴 자체가 모순이다.

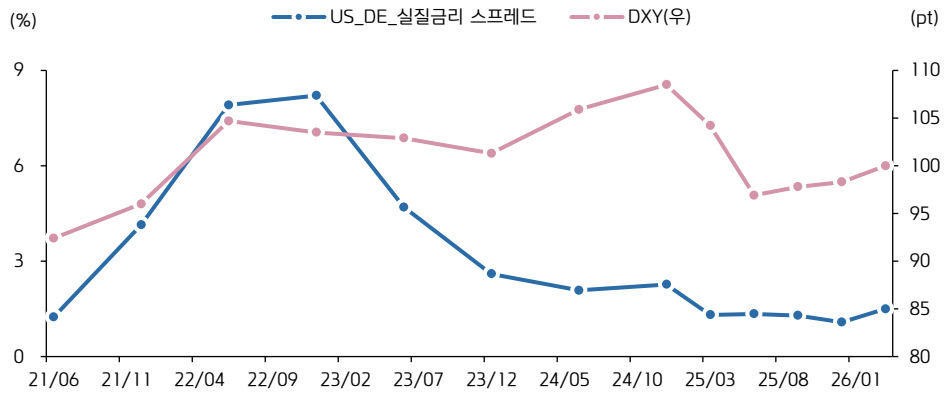
데이터와 가장 정합적인 해석은 이것이다. 달러의 안전자산 기능이 소멸한 게 아니라, 작동하는 조건이 더 좁아졌다. 글로벌 유동성 경색에서는 여전히 강세를 보이고, 미국 정책 자체가 리스크의 원인일 때는 약세를 보인다. 역으로 말하면, 미국발 정책 불확실성이 완화되는 순간 달러 약세의 조건도 일부 해소된다. 그리고 그것이 바로, 이 보고서가 주목하는 변곡점이다.

달러 인덱스 달러 인덱스 월별 (1990~2026)



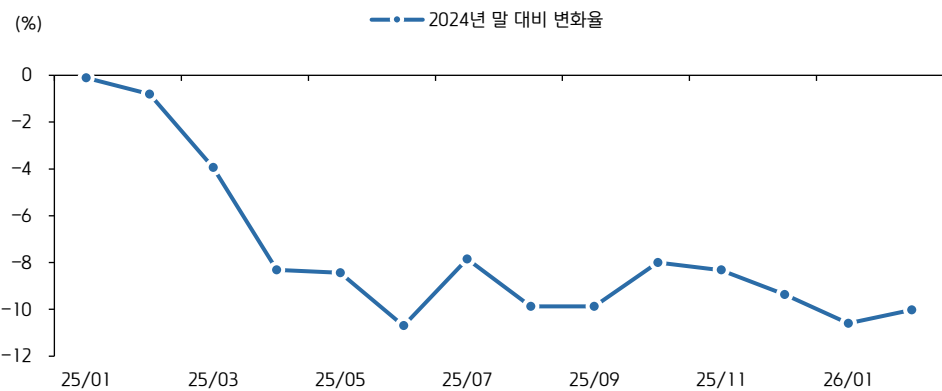
자료: Bloomberg, ICE, 키움증권 리서치

US-DE 실질금리 스프레드 vs 달러 인덱스 (2021~2026)



자료: Bloomberg, ECB, Federal Reserve, 키움증권 리서치

달러 인덱스 2024년 말 대비 변화율 추이



자료: Bloomberg, ICE, 키움증권 리서치

FX 헤지 행태 변화 - BIS Bulletin 105의 함의와 한계

2025년 4월 달러 급락을 설명하는 시도는 많았다. 관세 충격, 재정 불안, 미국 예외주의의 균열. 그러나 이 중 어느 것도 왜 달러가 하필 아시아 거래시간대에 집중적으로 무너졌는지를 설명하지 못했다. BIS(국제결제은행) Bulletin 105(2025년 6월)는 그 질문에 달러를 버린 것이 아니라, 환위험을 줄인 것이란 답을 내놓는다.

비미국 기관투자자들은 지난 10여 년간 미국 자산을 대규모로 매집해왔다. 2025년 3월 기준, BIS 집계에 따르면 비미국 투자자의 미국 자산 익스포저는 주식 17.6조 달러, 채권 13.6조 달러에 달한다. 합산 31조 달러가 넘는 이 포지션이 쌓였던 상황이다.

문제는 이 포지션의 상당 부분이 환 헤지(FX hedge)로 감싸여 있었다는 점이다. FX 헤지 비율이란 외화 자산 중 환율 변동 위험을 선물환 계약 등으로 상쇄해 둔 비율을 말한다. 가령 일본 생명보험사가 미국 국채 100억 달러를 보유하고 있고 헤지 비율이 50%라면, 50억 달러어치는 달러·엔 선물환 계약으로 환위험이 차단된 상태다. 나머지 50억 달러는 환율 변동에 그대로 노출되어 있다.

4월 관세 쇼크 이후 미국 자산 가격이 하락하자 이 구조에 균열이 생겼다. 헤지의 논리는 단순하다. 자산 가치가 줄어든다면, 그 자산에 설정해둔 헤지 포지션의 규모도 비례해서 줄여야 한다. 자산 가격이 하락했는데 헤지는 이전 규모 그대로라면, 실질적으로 과잉 헤지(over-hedge) 상태가 된다. 이를 바로잡기 위해 투자자들은 선물환 계약을 축소하게 되는데, 이것이 곧 달러 매도 압력으로 전환된다. BIS Bulletin 105가 명명한 사후 헤지 조정(ex post hedging)의 메커니즘이 바로 이것이다. 자산 가격 하락 → 헤지 초과 → 선물환 매도 → 달러 약세 → 자산 가격 추가 하락의 자기강화 루프가 작동한 것이다.

이 메커니즘이 이론으로 그치지 않고 실제 시장에 충격을 줄 수 있었던 것은 그 배후에 있는 포지션의 규모 때문이다. 일본 9대 생명보험사의 FX 헤지 비율은 2025년 9월 기준 45.7%로, 2011년 이후 최저 수준으로 하락했다. 대만 생보의 헤지 비율도 2024년 12월 기준 50.2%로 2020년 이후 최저를 기록했다. 단순히 낮아진 것이 아니라, 역사적 저점을 경신하면서 내려왔다.

이 수치만 봐서는 피부에 잘 닿지 않을 수 있다. 비율이 아닌 절대 규모로 환산해보면 이야기가 달라진다. 일본과 대만 생보의 외화자산은 각각 2025년 기준 7,000억 달러를 상회한다. 두 국가만 합산해도 1조 4,000억 달러 이상의 외화자산이 움직이는 것이다. 헤지 비율이 1%p 변동하면, 이론상 140억 달러 이상의 달러 매수 또는 매도 압력이 발생한다. 2025 내내 헤지 비율이 구조적으로 낮아지는 과정에서 발생한 누적 달러 매도 압력이 상당한 규모였음을 뜻한다.

BIS의 분석은 이 압력이 단지 이론적 추정치 아님을 지지한다. 2025년 4월 달러 급락은 뉴욕 개장 이후가 아니라 아시아 거래시간대에 집중되었다. 달러 매도가 도쿄와 타이베이 시간에 쏠렸다는 사실은 아시아 기관의 ex post 헤지 메커니즘과 일치한다.

이 메커니즘의 진짜 의미는 달러 약세의 성격 자체를 재정의한다는 데 있다. 4월 이후 시장의 지배적 서사는 "Sell America"였다. 외국인 투자자들이 미국 자산을 팔고 나가고 있다는, 미국 예외주의의 종언을 고하는 내러티브였다. 그러나 BIS가 묘사하는 장면은 전혀 다르다.

비미국 기관들은 미국 자산을 팔지 않았다. 그들은 여전히 미국 자산을 들고 있으면서, 달러 환위험에 대한 노출을 줄였다. 미국 주식과 채권에 대한 투자 판단은 유지되었고, 달러라는 통화에 대한 판단만 바뀐 것이다. 이 둘의 차이는 결정적이다. 전자라면 미국 자산 시장의 구조적 위기를 의미하지만, 후자는 통화 리스크 관리 행태의 변화에 불과하다.

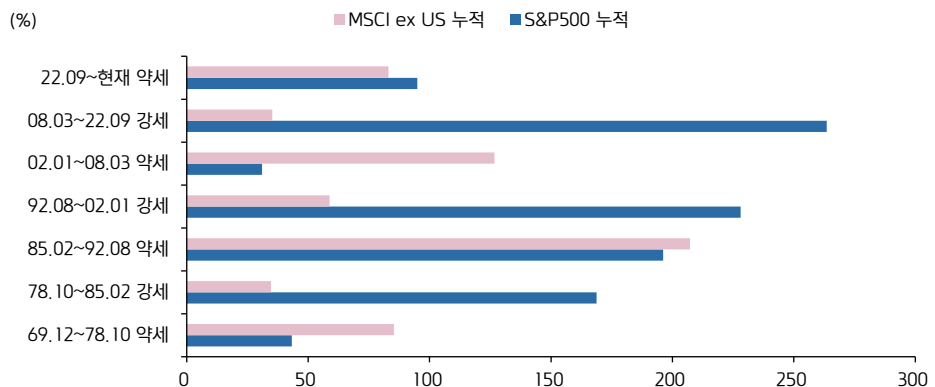
"Sell America" 서사가 틀렸다는 증거는 TIC(미국 재무부 국제자본이동 데이터) 데이터에서도 확인된다. 2025년 1분기 외국인의 미국 장기채 순매수는 여전히 양(+)을 유지했다. 자금이 빠져나간 것이 아니라, 그 자금이 쓰워진 환 헤지의 두께가 얇아진 것이다. 달러 약세는 미국 자산의 매력 상실이 아니라, 달러 자체에 대한 재평가의 산물이었다.

그러나 여기서 멈추면 분석의 절반만 한 것이다. 사후 헤지 조정이라는 메커니즘은 구조적으로 자기소진적(self-exhausting)이다. 헤지 비율이 과잉 상태에서 새로운 균형으로 조정되는 과정이 달러 매도 압력을 만들어낸다. 그러나 그 조정이 완료되면, 즉 헤지 비율이 투자자들이 적정하다고 판단하는 수준에 도달하면, 추가적인 달러 매도 압력은 사라진다. 1회성 조정이 반복되는 구조적 흐름으로 오인될 위험이 있다.

더불어 헤지 비율의 급격한 상승을 억제하는 구조적 제약도 존재한다. 헤지 비용 자체가 높다. EUR/USD 선물환 프리미엄은 약 3.5%, USD/JPY는 약 5.5% 수준이다. 이것은 달러 자산에 투자하면서 환위험을 선물환으로 차단할 때 연간으로 지불해야 하는 비용이다. 달러 자산의 수익률이 5.5%라면, 헤지 후 실질 수익은 사실상 0에 수렴한다. 이 비용 구조는 투자자들이 헤지 비율을 높이는 것을 경제적으로 억제하는 강한 장벽이다.

결국 이 메커니즘은 달러 약세를 설명하는 데는 탁월하지만, 달러 약세의 지속 기간을 예측하는 데는 한계가 있다. 사후 헤지 조정이 주도하는 달러 약세는 격렬하지만 소진 가능하다. 반면 진짜 위험은 이 조정이 완료된 이후에도 달러 약세가 지속되는 시나리오다. 그것은 더 이상 포지션 조정의 문제가 아니라, 미국의 재정 신뢰도와 달러의 기축통화 지위에 대한 근본적 재평가가 시작된다는 신호이기 때문이다. 두 국면의 구분이 2026년 달러 경로를 읽는 핵심 분기점이 될 것이다.

달러 사이클별 주식 수익률: S&P500 vs MSCI ex-US



자료: Bloomberg, MSCI, 키움증권 리서치 (사이클 구분: 키움증권 정의)

달러 반등과 자금 복귀 조건

달러 약세가 구조적이라는 주장은 조건부로만 성립한다. 그리고 그 조건들은 지금 이 순간에도 변화하고 있다. 달러를 다시 끌어올릴 수 있는 경로는 네 가지다.

첫 번째는 M7 AI Capex의 ROI 가시화다. 2026년 하반기 어닝콜에서 AI 응용 레이어의 실질적 매출 기여가 확인되는 순간, 시장의 무게중심은 다시 미국으로 쏠린다. M7 밸류에이션 재평가, 미국 주식 상대 강세, 달러 수요 복귀로 이어지는 경로다. 지금까지 Capex 규모 발표만으로 주가를 지탱해왔다면, 2026년 이후는 그 투자가 실제로 돈을 버는지를 시장이 묻기 시작하는 시점이다.

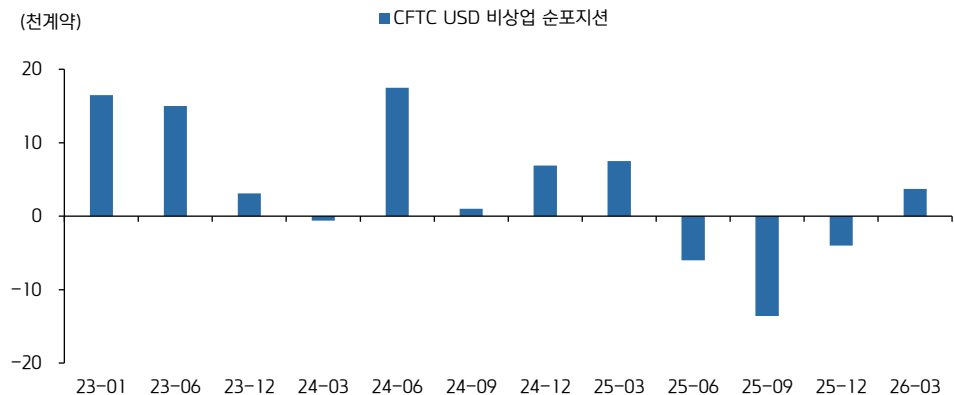
두 번째는 중간선거 정치 사이클이다. 2026년 중간선거를 앞두고 행정부가 관세 유연화나 성장 친화적 정책으로 선회할 경우, 트럼프 1기 초반 패턴이 반복될 수 있다. 당시 달러 인덱스는 10% 하락 후 중간선거 전 회복했다. 정책 불확실성이 달러 약세의 핵심 원인이었다면, 그 불확실성을 거두는 것만으로도 흐름은 바뀐다.

세 번째는 유럽·일본 촉매의 소진이다. 유럽 재정 확장은 발표 효과와 실물 집행 사이에 시차가 존재한다. 일본의 자사주 매입 모멘텀도 영구적이지 않다. 비미국 시장을 끌어올린 두 엔진이 동시에 출력을 낮추기 시작하면, 자금이 머물 이유도 함께 약해진다.

네 번째는 지정학적 펀딩 스트레스다. 중동 전쟁 확대이나 대만해협 긴장 등으로 글로벌 달러 유동성 경색이 발생할 경우, 앞서 CEPR이 확인했듯 달러는 이 국면에서 여전히 강세를 보인다. 안전자산 기능이 소멸한 게 아니라 작동 조건이 좁아진 것이라면, 그 조건이 충족되는 순간 달러는 되돌아온다.

네 가지 중 하나라도 현실화되면 연쇄 반응이 시작된다. 달러 반등, 비미국 수익률의 환율 부스트 소멸, 그리고 "대전환" 서사의 약화. 2025년을 설명하는 세 요인이 동시에 한 방향을 가리켰듯, 이번엔 반대 방향으로 작동할 수 있다. 이 보고서가 비미국 강세를 인정하면서도 그것의 지속 가능성에 유보를 두는 이유가 바로 여기에 있다.

CFTC 비상업 USD 순포지션 (2023.01~2026.03)



자료: CFTC, Bloomberg, 키움증권 리서치

IV. 준비통화·재정 경로·국채

과장된 서사를 데이터로 교정하며

"탈달러" 서사를 지탱하는 근거는 세 가지다. COFER 비중 하락, 재정 경로 악화, 4월 국채 매도. 이 세 가지를 데이터로 하나씩 분해한다.

COFER 데이터가 말하는 것과 말하지 않는 것

"탈달러"를 주장할 때 가장 자주 등장하는 수치가 있다. IMF COFER(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, 각국 중앙은행 외환보유액의 통화별 구성 비율 통계) 기준 달러의 외환보유액 비중이다. 2025년 4분기 기준 56.8%로, 2000년대 초 약 71%에서 장기 하락해온 것은 사실이다. 숫자만 보면 설득력 있는 근거처럼 보인다.

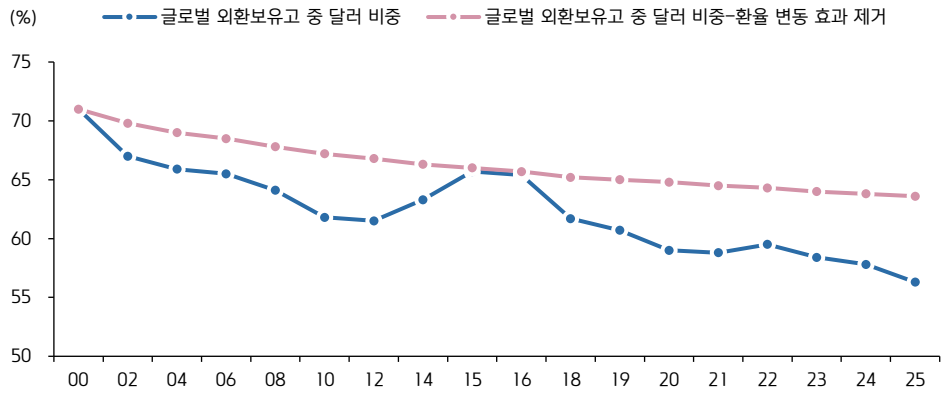
그런데 이 수치에는 구조적 함정이 있다. COFER는 각국 외환보유액을 달러로 환산해 집계한다. 달러 약세기에는 유로·엔 표시 자산의 환산 가치가 올라가면서 달러 비중이 기계적으로 낮아진다. 중앙은행이 달러 자산을 한 푼도 팔지 않았더라도, 달러 가치가 떨어지면 달러 비중이 줄어드는 것처럼 수치에 나타나는 것이다. IMF 자체 분석에 따르면 2025년 2분기 달러 비중 하락분의 92%가 이 가치평가 효과에서 비롯됐다. 환율을 고정하고 실제 포트폴리오 변화만 측정하면 0.12%p에 불과했다(IMF Blog, 2025년 10월). 중앙은행들은 달러를 팔지 않았다.

금 비중 확대도 마찬가지다. 공식 준비자산 대비 금의 비중은 2015년 10% 미만에서 2025년 중반 23%를 넘어섰다(IMF IFS, 금 시가 기준). 달러 이탈의 증거처럼 읽히는 수치다. 그러나 연준 분석을 보면 이 증가의 대부분은 같은 기간 금 가격이 200% 이상 오른 데서 비롯됐다. 물리적 금 보유량 자체는 10% 미만 증가에 그쳤다(Federal Reserve FEDS Notes, 2025년 7월). 연준 이코노미스트 Weiss는 중국·러시아·터키를 제외하면 금 보유 확대와 달러 보유 감소 사이에 유의미한 상관성이 없다고 밝혔다.

장기 추세는 실재한다. 2000년대 초 약 71%에서 2024년 58.5%까지, 연간 약 0.5%p씩 달러 비중이 낮아져온 것은 부정할 수 없다. 그러나 속도는 완만하고, 2025년의 급격한 비중 하락은 대부분 환율 착시다. 현재 COFER 데이터는 "탈달러" 서사를 지지하지 않는다.

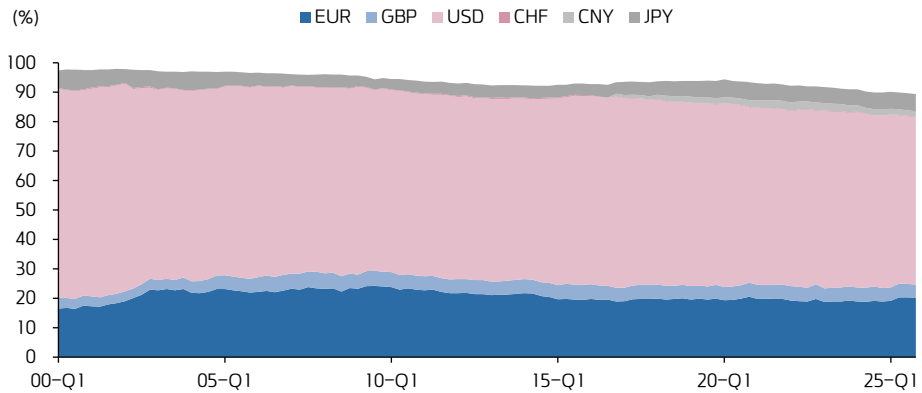
대안의 부재도 달러의 자리를 지키는 현실적 이유다. BIS 3년 주기 서베이(2025년 4월) 기준, 전 세계 외환거래의 89.2%가 달러를 한쪽으로 포함한다. 유로화는 유럽 채권시장의 분절화 문제를 여전히 해결하지 못했고, 위안화는 자본통제 아래 있는 한 기축통화로 기능하기 어렵다. 달러를 밀어낼 대안이 없다는 것, 그것이 지금 달러 체제를 지탱하는 근거다.

IMF COFER USD 비중: 원계열 vs 환율조정 (2000~2025)



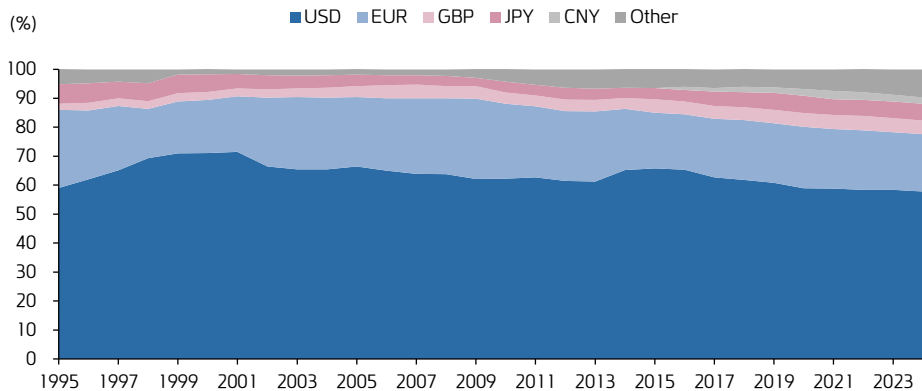
자료: IMF COFER, IMF Blog, 키움증권 리서치

IMF COFER 통화별 외환보유고 비중 (분기, 2000~2025)



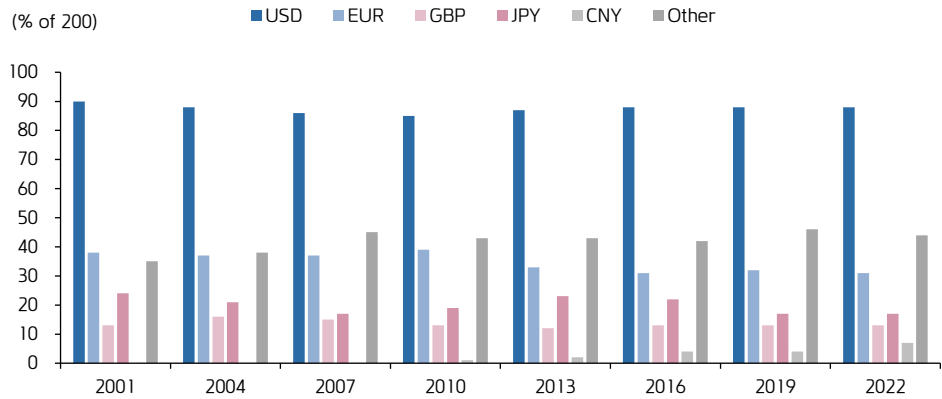
자료: IMF COFER, 키움증권 리서치

글로벌 외환보유고 통화구성 (1995~2024)



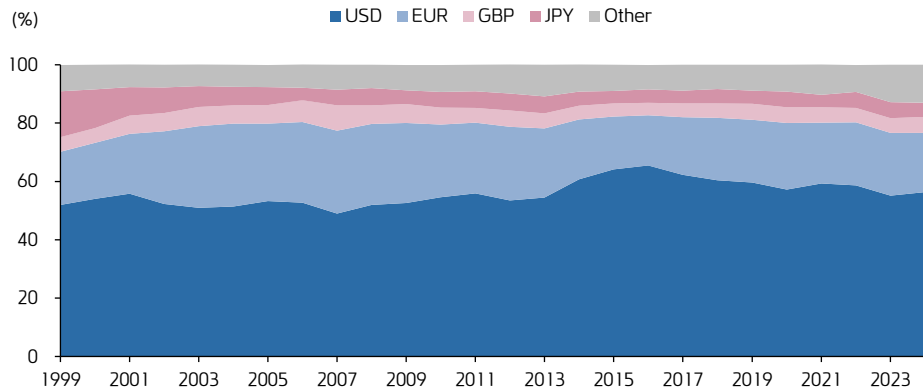
자료: IMF COFER, 키움증권 리서치

글로벌 FX 거래 통화 - BIS Triennial Survey (2001~2022)



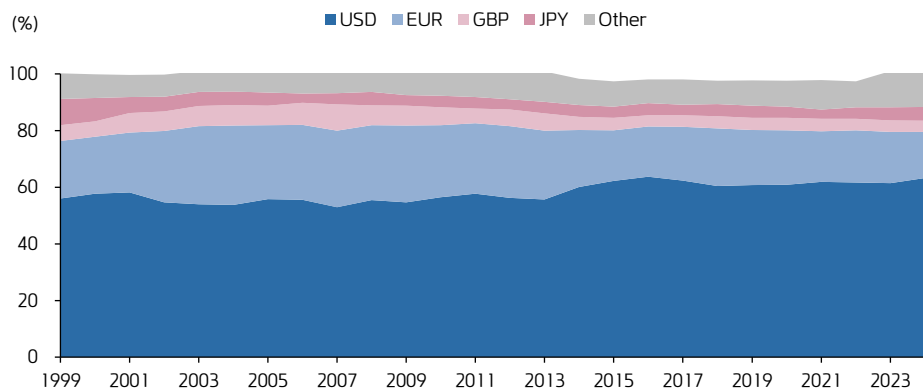
자료: BIS Triennial Survey 2025, 키움증권 리서치

BIS 국제은행 Claims 통화 구성 (1999~2024)



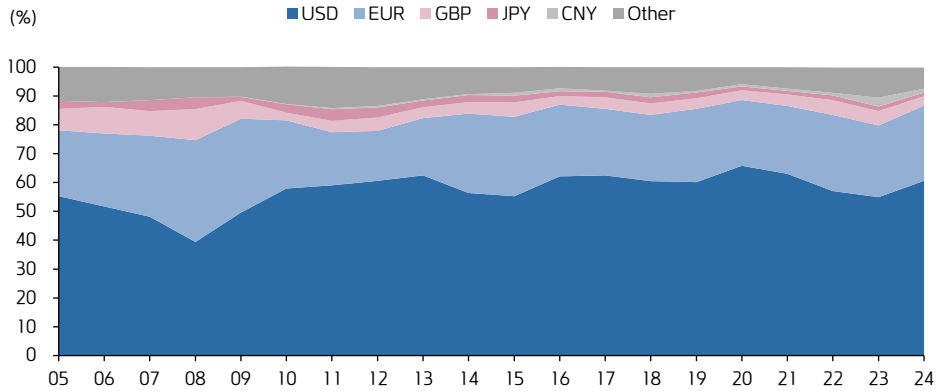
자료: BIS Quarterly Review, 키움증권 리서치

BIS 국제은행 Liabilities 통화 구성 (1999~2024)



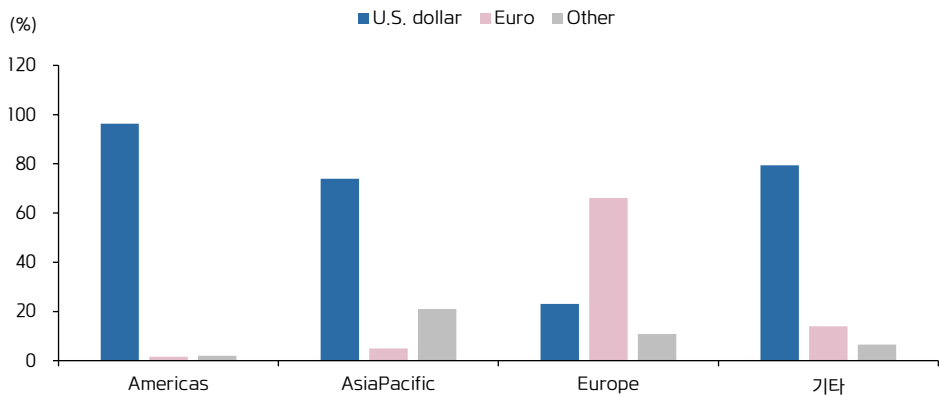
자료: BIS Quarterly Review, 키움증권 리서치

국제채권 발행 통화 구성 (2005~2024)



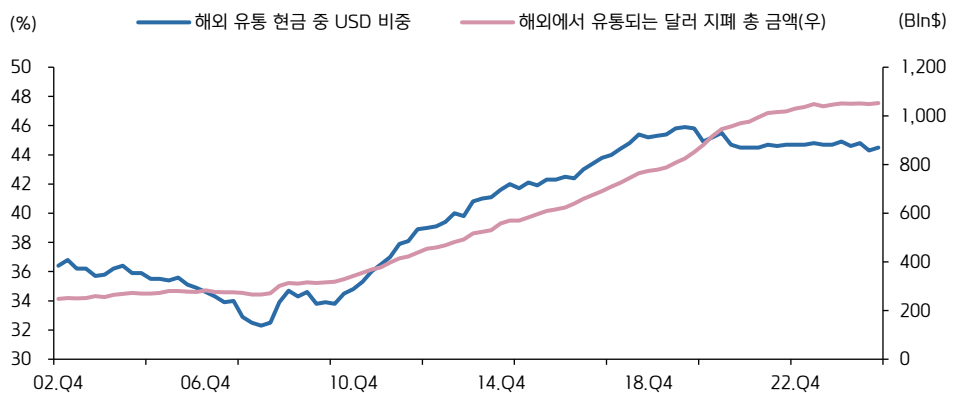
자료: BIS, Federal Reserve, 키움증권 리서치

수출 송장 통화 비중 (지역별)



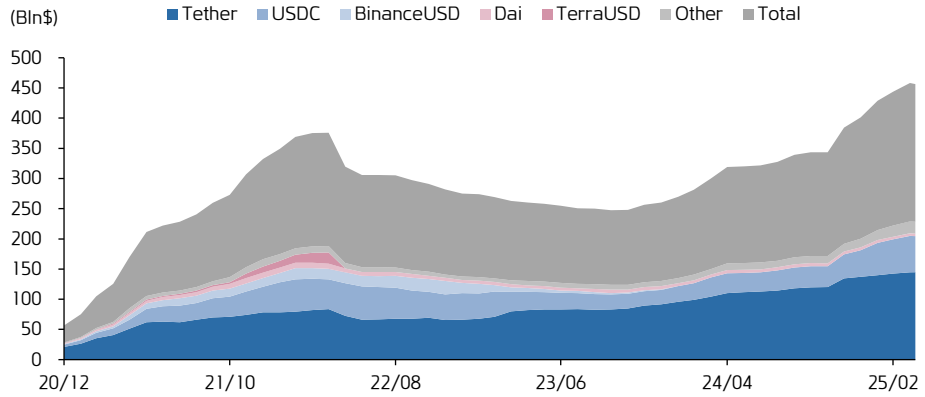
자료: Federal Reserve, IMF, 키움증권 리서치

해외 유통 미 달러 지폐 비중 & 규모 (2002Q4~2025Q1)



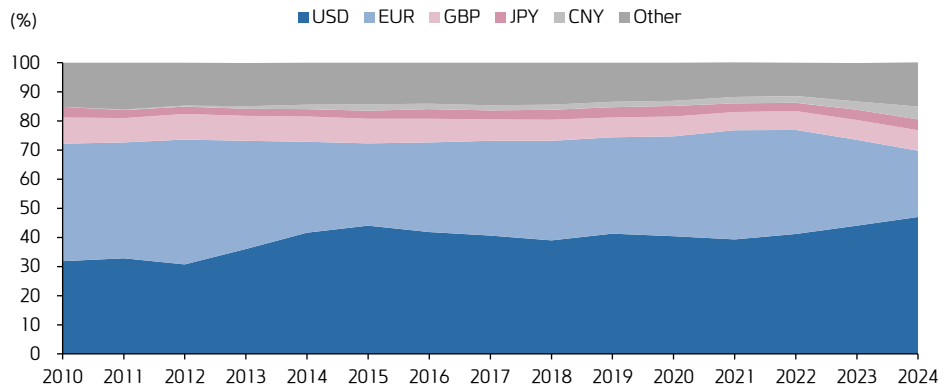
자료: Federal Reserve, 키움증권 리서치

주요 스테이블코인 시가총액 (2020.12~2025.04)



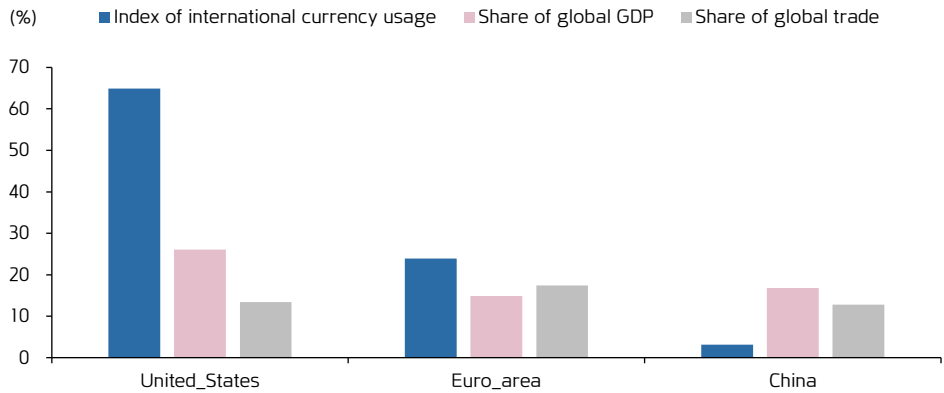
자료: Federal Reserve, CoinGecko, 키움증권 리서치

SWIFT 결제 통화 비중 (2010~2024)



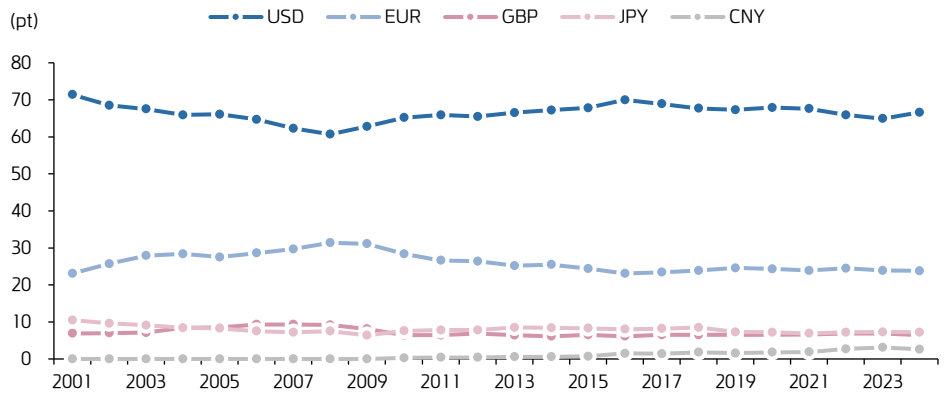
자료: SWIFT, Federal Reserve, 키움증권 리서치

국제통화 사용지수 vs GDP vs 교역 비중



자료: Federal Reserve, 키움증권 리서치

국제통화 종합 사용지수 (2001~2024)



자료: Federal Reserve, BIS, 키움증권 리서치

재정 경로: 사실과 해석의 분리

미국 재정이 악화되고 있다는 것은 논쟁의 여지가 없다. CBO의 2026년 2월 전망을 보면, 2025년 7월 통과된 대규모 감세·지출 법안인 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 반영 기준 FY2026 재정적자는 1조 9천억 달러에 달한다. 2036년 부채/GDP는 120%로 전망되고, CRFB의 대안 시나리오에서는 134%까지 올라간다. 이자 비용은 2024년 9,000억 달러에서 2034년 1조 8,000억 달러로 두 배가 되며(CRFB, 2025년 8월), CBO는 2031년부터 실질 금리가 경제 성장률을 초과하는 R>G 전환을 전망한다. 숫자들은 모두 같은 방향을 가리킨다.

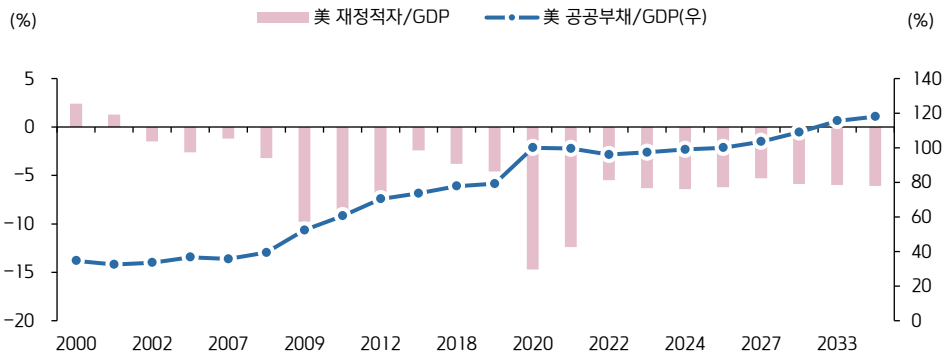
문제는 이것이 "지금" 자금 흐름에 어떻게 연결되느냐다.

재정 경로 악화가 시장에 전달되는 경로는 텀 프리미엄을 통해서다. 장기 채권을 보유하는 대가로 투자자가 요구하는 추가 수익률인 텀 프리미엄이 올라가면 장기 금리가 상승하고, 모든 자산의 할인율이 높아지면서 가격을 짓누른다. 그러나 텀 프리미엄은 재정적자 하나로 결정되지 않는다. 인플레이션 불확실성, 금리 변동성, 국채 순공급, 외국인 수요, 이 네 가지가 복합적으로 작용한다. 재정이 나빠졌다는 사실이 곧 텀 프리미엄 급등으로 이어지지는 않는다는 뜻이다.

더 근본적인 문제는 시간 지평의 불일치다. CBO의 전망 지평은 10년에서 30년이다. 시장 참여자의 투자 지평은 1년에서 3년이다. 그 간극 사이에서 재정 악화는 배경 리스크로 존재하지만, 행동을 촉발하는 트리거가 되려면 구체적인 사건이 필요하다. Moody's 강등, 국채 입찰 부진, 텀 프리미엄 급등 같은 가시적 충격이 그것이다.

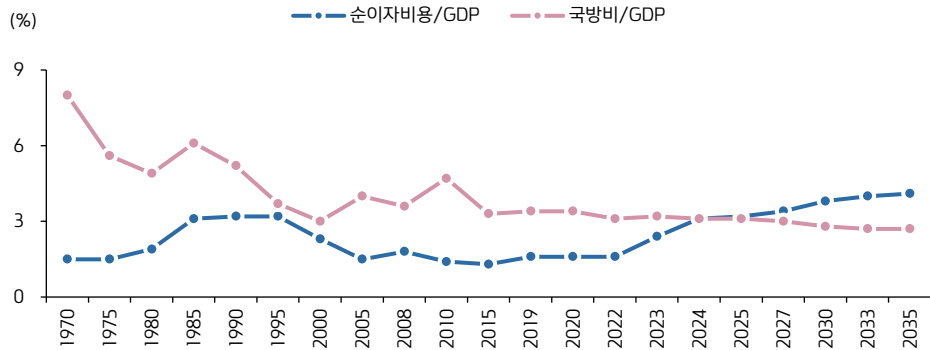
미국의 재정 경로는 장기적으로 우려스럽다. 그러나 그 우려가 "지금 당장 달러 자산을 팔아야 할 이유"가 되려면 한 단계가 더 필요하다. 데이터는 경고를 보내고 있지만, 시장이 그 경고를 가격에 반영하는 시점은 아직 오지 않았다.

미국 재정적자·공공부채/GDP (1990~2035)



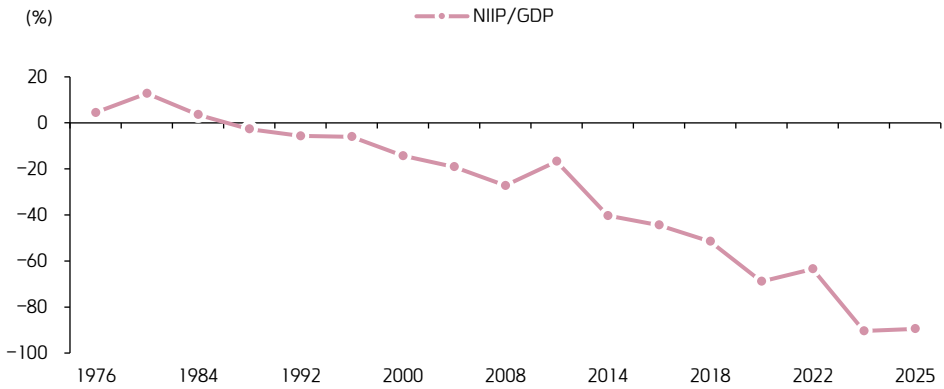
자료: CBO, CRFB, 키움증권 리서치

미국 순이자비용 vs 국방비/GDP (1970~2035)



자료: CBO, CRFB, 키움증권 리서치

미국 NIIP/GDP - 순국채투자포지션 (1976~2025)



자료: BEA, Federal Reserve, 키움증권 리서치

4월 국채 convenience yield 훼손: 일시적 충격인가, 구조적 전환인가

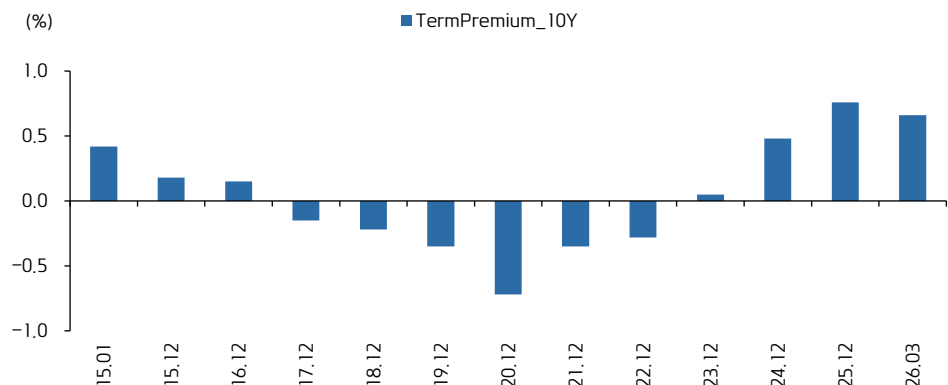
2025년 4월, 시장에는 흔치 않은 신호가 포착됐다. 미국 10년물 국채의 convenience yield가 3월 말 대비 약 10bp 하락해 4월 10일 저점을 기록한 것이다(CEPR, Acharya & Laarits, 2026년 1월).

convenience yield란 국채를 보유함으로써 얻는 유동성·담보 가치의 암묵적 이익이다. 국채는 repo 거래나 파생상품 담보로 즉시 활용할 수 있어, 투자자들은 이 편의성 프리미엄만큼 수익률을 낮게 받아도 기꺼이 보유한다. 따라서 이 값이 하락한다는 것은 단순한 금리 변동이 아니다. 시장이 미국 국채의 '안전자산·담보 자산'으로서의 지위 자체에 의문을 품기 시작했다는 신호다. 같은 기간 외국인의 미국 국채 순매도는 583억 달러에 달했다(TIC 데이터). 주가, 채권, 달러가 동반 하락하는 이례적 장면이 연출됐고, "미국 자산 전반에 대한 신뢰가 무너지는 것 아니냐"는 우려가 시장을 짓눌렀다.

그러나 이후 데이터는 다른 이야기를 한다. 5월 외국인의 미국 국채 순매수는 1,387억 달러로 급반전했다. 4월 매도의 두 배가 넘는 자금이 한 달 만에 되돌아온 것이다. 6월부터 9월까지도 월평균 약 300억 달러의 순매수가 이어졌다(TIC 데이터). 10월에 일시적 매도 전환(-579억 달러)이 있었지만, 4월과 같은 주가·채권·달러 동반 하락은 재현되지 않았다.

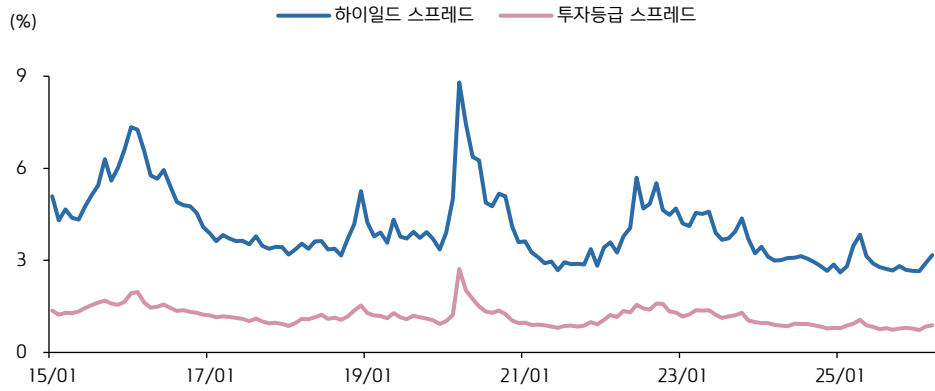
결론적으로 4월 충격은 구조적 단절보다 관세 발표라는 극단적 이벤트에 대한 일시적 과반응에 가까웠다. 미국 국채의 convenience yield는 훼손됐지만 파괴되지는 않았다. 균열의 흔적은 남아 있다. 그러나 그것이 돌이킬 수 없는 전환점이었는지는, 아직 데이터가 확정적으로 답하지 않는다.

10년물 텀프리미엄 - ACM 모델 (2015~2026)



자료: Federal Reserve (ACM), 키움증권 리서치

미국 채권 수익률 스프레드 추이



자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치

V. 미국이 극복해야 할 과제

M7 Capex, 사모 신용, 금, 만기 벽

외부 자금 이탈이 진행되는 동안, 미국 내부에서는 더 조용하지만 근본적인 변화가 축적되고 있다. 낮은 금리, 풍부한 유동성, 미국 자산 선호라는 세 기둥 위에 수년간 쌓여온 구조에 네 가지 균열이 동시에 나타나고 있다. 이 균열들은 각자 독립적으로 작동하지만, 하나의 공통된 의미를 가리킨다. 시나리오 C, 즉 비선형적 전환의 확률을 결정하는 변수들이라는 것이다.

M7 Capex: "ROI 의문"이라는 해석의 검증

숫자부터 보자. M7 기업의 합산 Capex는 CY2025 약 4,410억 달러로 전년 대비 74% 급증했다. 분기별로도 Q1 817억 달러에서 Q4 1,333억 달러로 가속도가 붙었다. CY2026년은 더하다. 2026년 초 실적발표에서 Amazon은 약 2,000억 달러, Alphabet은 1,750억~1,850억 달러, Meta는 1,150억~1,350억 달러의 연간 Capex 가이드를 제시했다. M7 전체로는 6,000억~7,000억 달러 수준이 예상된다. 불과 3년 전과 비교하면 투자 규모가 완전히 다른 차원으로 올라섰다.

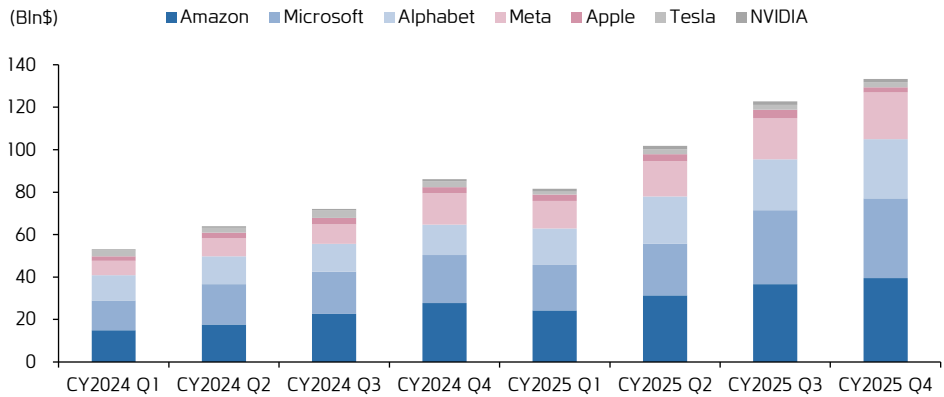
그런데 시장의 반응이 달라졌다. 2023~2024년에는 같은 규모의 Capex 발표가 주가 급등을 낳았다. 2025~2026년에는 그렇지 않다. 이 비대칭성을 두고 시장이 AI 투자의 ROI를 의심하기 시작했다는 해석이 빠르게 퍼졌다. 그러나 이 해석에는 인과 방향의 혼동이 있다. 주가가 Capex 발표에 반응하지 않은 것은 ROI 의문 때문이 아니라, 기대가 이미 가격에 충분히 반영되어 있었기 때문일 수 있다. 금리, 지정학, 관세라는 매크로 역풍이 동시에 강해지면서 Capex 호재를 상쇄했을 가능성도 있다. 주가 무반응을 ROI 회의론의 직접 증거로 읽는 것은 성급하다.

그럼에도 무시하기 어려운 사실이 있다. 투자와 매출 사이의 괴리가 벌어지고 있다. M7 합산 Capex는 CY2024 2,543억 달러에서 CY2025 4,410억 달러로 1년 만에 거의 두 배가 됐다. 같은 기간 합산 매출 증가분은 3,148억 달러였다. 새로 벌어들인 돈의 절반 이상인 1,870억 달러가 다시 설비투자로 재투입된 셈이다. 투자의 가속도가 매출의 가속도를 압도하는 이 괴리가 좁혀지는 시점이, 미국 증시 상대 강세 복귀의 핵심 변수다.

다만 여기서 균형을 잃으면 안 된다. 미국의 구조적 수익성 우위는 여전히 건재하다. 2026년 3월 말 기준 MSCI USA의 ROE는 18.8%로 MSCI EAFE(11.5%)의 약 1.6배다. S&P 500의 영업이익이익률은 15.2%로 MSCI EAFE(12.7%) 대비 약 250bp 높으며, 이 격차는 2023년 초 약 190bp에서 2026년 3월 말 253bp로 꾸준히 확대되고 있다. AI 투자 사이클이 이 수익성 해자를 더 넓힐 가능성을 배제하는 것은, ROI 의문론과 반대 방향의 확증편향이다.

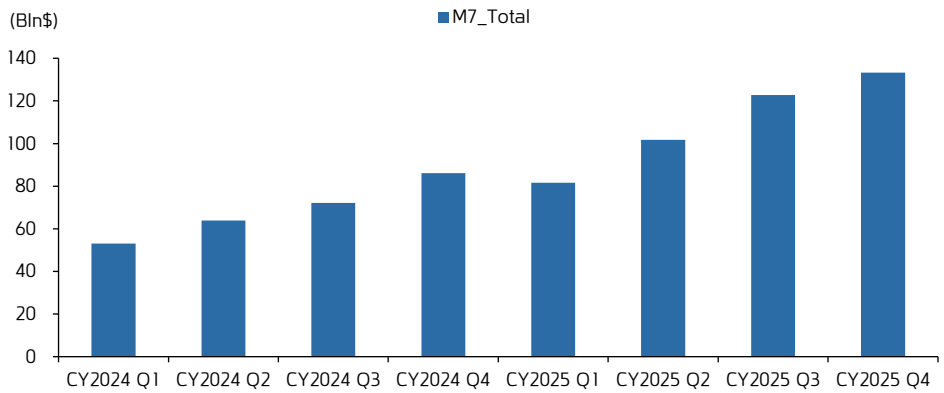
결국 M7 Capex는 지금 두 개의 시계 위에 동시에 놓여 있다. 단기적으로는 투자-매출 갭의 확대가 밸류에이션 부담으로 작용한다. 그러나 중장기적으로는 이 투자가 수익성 해자를 더 깊게 파는 재료가 될 수 있다. 어느 시계를 보느냐에 따라 같은 숫자가 전혀 다른 결론을 가리킨다.

M7 분기별 Capex 추이 (CY2024Q1~CY2025Q4)



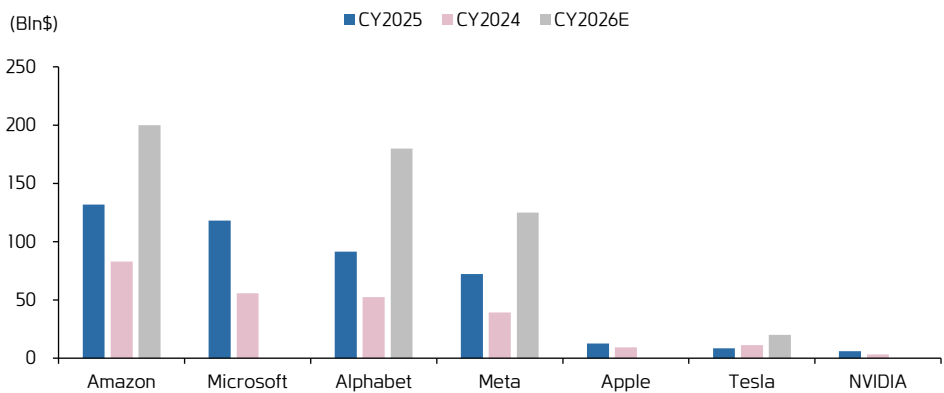
자료: CreditSights, 각사 IR, 키움증권 리서치

M7 분기별 합산 Capex



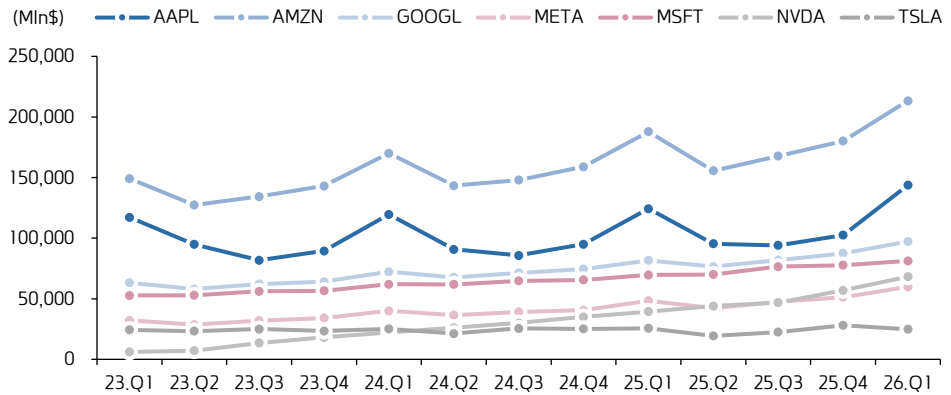
자료: CreditSights, 각사 IR, 키움증권 리서치

M7 연간 Capex 실적 및 2026 가이드스



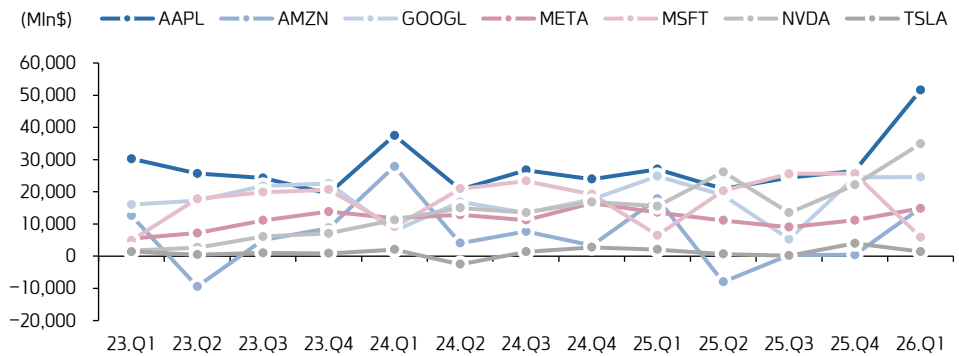
자료: 각사 IR, CreditSights, 키움증권 리서치

M7 분기별 매출액 (2023Q1~2026Q1)



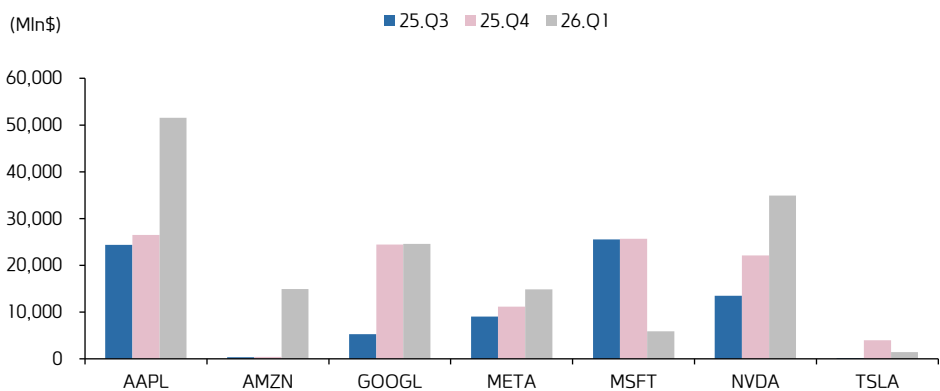
자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

M7 분기별 Free Cash Flow (2023Q1~2026Q1)



자료: 각사 10-K, 키움증권 리서치

M7 분기별 FCF 분기별 비교



자료: 각사 10-K, 키움증권 리서치

사모 신용 시장: 10년 팽창 후 첫 번째 균열

사모 신용(private credit)은 2008년 금융위기 이후 조용히, 그러나 빠르게 성장해온 시장이다. 은행이 강화된 건전성 규제(바젤 III)로 중소·중견 기업 대출에서 물러나면서 생긴 공백을 사모 펀드와 기관 자본이 채웠다. 은행도 아니고 공모 채권 시장도 아닌, 제3의 기업 대출 채널이 10년 넘게 팽창해온 것이다. 그 규모는 연준 추산 기준 2024년 말 1.7조 달러로, 이미 레버리지 론 시장(1.4조 달러)과 하이일드 채권 시장(1.3조 달러)을 각각 앞질렀다(Federal Reserve, Moody's Analytics, 2024년 말 기준). 그리고 지금, 이 시장에 10년 팽창 이후 처음으로 균열이 나타나고 있다.

숫자가 말하는 스트레스의 실체는 이렇다. IMF(2025 Global Financial Stability Report)에 따르면 사모 신용 차주의 약 40%가 마이너스 잉여현금흐름 상태다. 2021년의 25%에서 불과 4년 만에 급격히 악화됐다. 이자보상비율(ICR)은 영업이익이 이자 비용의 몇 배인지를 나타내는 지표다. 1배 미만이면 영업이익으로 이자조차 감당하지 못하는 상태를 의미한다. IMF(2025 GFSR)에 따르면 사모 신용 차주의 평균 ICR은 2021년 약 3.2배에서 2025년 약 1.5배로 반토막 났다. 분포를 보면 상황은 더 선명해진다. With Intelligence(2025년) 집계 기준으로 ICR 1.5배 미만인 차주가 전체의 47%에 달하며, 이 중 상당수는 1배 부근에 몰려 있는 것으로 추정된다. 평균의 하락보다 하위 분포의 두꺼움이, 이 시장의 실질적 취약성을 더 정확하게 보여준다. 이자는 내고 있지만, 가까스로 내고 있는 기업이 절반에 가깝다는 뜻이다.

더 주목해야 할 것은 공식 디폴트 수치가 이 상황을 제대로 반영하지 못하고 있다는 점이다. PIK(Payment-in-Kind) 토글이 확산되고 있기 때문이다. PIK 토글이란 차입 기업이 현금 대신 추가 부채를 이자로 지급하는 옵션을 행사하는 것이다. 실질적으로는 이자를 납부할 능력이 없으면서도 공식 디폴트 처리를 유예하는 방법이다. 겉으로는 멀쩡해 보이지만 속으로는 부실이 쌓이는 구조다. 실제로 Fitch는 2025년 미국 사모 신용 디폴트율이 9.2%로 사상 최고치를 기록했다고 보고했고, 블랙스톤의 820억 달러 규모 대표 펀드(BCRED)에는 37억 달러(NAV의 약 7.9%)에 달하는 환매 요청이 몰렸다(Reuters·SEC 파일링, 2026년 3월).

그러나 여기서 균열이 필요하다. 이것이 시스템 리스크로 확대되려면 추가 조건이 필요하다. 2025년 4분기 기준 사모 신용 시장의 규모(약 1.8조 달러)는 미국 회사채 시장(11.5조 달러)이나 국채 시장(30.3조 달러)에 비하면 여전히 제한적이다(SIFMA 4Q25, Vanguard). 대규모 환매 사태, 유동성 자산의 강제 매각, BDC와 은행 신용라인의 동시 경색, 이 세 가지가 동시에 발생해야 전염이 시작된다. 현재로서는 그 확률이 낮다.

균열은 맞다. 그러나 균열이 붕괴는 아니다. 사모 신용 시장의 스트레스는 미국 내부 자금 흐름의 구조적 취약성을 보여주는 경고 신호다. 디폴트율 사상 최고치, ICR 절반 붕괴, PIK 토글로 감춰진 부실. 이 신호들이 독립적으로 작동하는 한 충격은 제한적이다. 그러나 이것이 국채 만기 벽, 금리 경로의 불확실성과 맞물리는 순간, 국지적 균열은 전혀 다른 무게를 가지게 된다.

금: 안전자산에서 전략자산으로의 재정의

WGC(세계금협회)가 2026년 1월 발표한 Gold Demand Trends에 따르면, 2025년 연간 평균 금 가격은 온스당 3,431달러로 전년 대비 44% 상승했다. LBMA 기준 연중 53개의 사상 최고치를 갱신했고, 4분기 평균은 4,135달러로 전년 동기 대비 55% 높았다. 장외거래(OTC)를 포함한 전 세계 금 수요는 처음으로 5,000톤을 돌파해 5,002톤을 기록했으며, 달러 가치로는 5,550억 달러로 전년 대비 45% 급증했다.

숫자는 인상적이다. 그런데 이 숫자들이 말하는 본질은 가격 상승이 아니다. 금의 역할이 바뀌었다는 것이다.

전환점은 2022년 2월이었다. G7과 EU가 러시아의 우크라이나 침공에 대한 제재로 러시아 외환보유액 약 3,000억 달러를 동결했다. 서방 기관에 예치된 달러 자산이 제재의 도구로 쓰일 수 있다는 사실이 전 세계 비동맹 국가 중앙은행들 앞에 선명하게 드러난 순간이었다. 반면 자국 금고에 보관된 금은 몰수할 수 없다. 이 단순한 물리적 사실이 중앙은행들의 포트폴리오 논리를 바꿨다. 금은 수익률 자산이 아니라 지정학적 보험으로 재정의됐다.

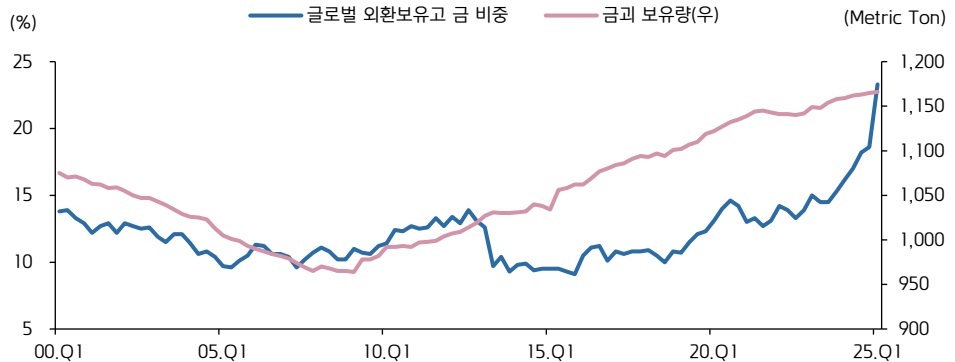
숫자로 확인된다. 중앙은행 금 매입은 2022년부터 2024년까지 3년 연속 연간 1,000톤을 넘었다. 2025년에는 863톤으로 다소 둔화됐지만, 2010~2021년 연평균 473톤과 비교하면 여전히 82% 높은 수준이다(WGC). BRICS+ 국가들이 보유한 금은 약 6,000톤으로 전 세계 중앙은행 보유량의 17.4%에 해당하며, 이는 2019년 11.2%에서 크게 높아진 수치다(EBC Financial Group, 2026년 4월).

기관 수요도 가세했다. 2025년 글로벌 금 ETF 순유입은 801톤으로 역대 두 번째 규모를 기록했고, 미국 상장 금 ETF 보유량은 2,019톤, AUM 기준 2,800억 달러로 사상 최대치를 경신했다(WGC, 2026년 1월). 안전자산을 찾는 기관 자금이 채권 대신 금으로 향하기 시작했다는 신호다.

공급 측의 반응은 더 이례적이다. 연평균 가격이 44% 급등했는데도 연간 공급은 1% 늘어나는 데 그쳤다. 사상 최고가 환경에서 통상 빠르게 반응하는 재활용 공급조차 3% 증가에 머물렀다. 가격이 오르면 공급이 늘어야 한다는 교과서적 논리가 작동하지 않은 것이다. 경제적 고통에 의한 매각 유인이 없었고, 추가 상승 기대가 보유 동기를 압도했다. 공급이 수요 증가에 반응하지 않는다는 것은 금 가격의 전통적 분석 프레임이 더 이상 유효하지 않을 수 있음을 시사한다.

달러 약세의 맥락에서 금의 급등을 읽으면 한 가지 흐름이 보인다. 자금의 일부는 달러 자산을 떠나 비미국 주식으로 향했고, 또 다른 일부는 어떤 통화로도 표시되지 않는 자산, 즉 금으로 향했다. "탈달러"가 아니라 "탈달러 의존"이라고 부르는 편이 더 정확한 이유다.

금: FX 준비자산 비중 & 보유량 (2000Q1~2025Q1)



자료: IMF IFS, Federal Reserve, 키움증권 리서치

2026년 만기 벽: 저금리 시대의 유산과 쿠폰 충격

2020~2021년, 미국 기업들은 역사적 저금리를 놓치지 않았다. 제로금리에 가까운 환경에서 대규모로 채권을 발행했다. 당시 고수익 채권(ICE BofA HY Index) 평균 금리는 4.29%, 투자등급 채권(ICE BofA Corp Index)은 2.13%였다. 싸게 빌릴 수 있을 때 최대한 빌렸다. 그 5년짜리 청구서가 지금 돌아오고 있다.

2026년 3월 현재 미국 10년물 국채 수익률은 4.32%다. 여기에 신용 스프레드를 더하면 고수익 채권의 차환 금리는 7.25%, 투자등급은 5.14%에 달한다. 발행 당시와 비교하면 고수익·투자등급 모두 약 3%p의 쿠폰 충격이다. 빌릴 때 4%였던 이자를 7%로 갚아야 하는 기업들이 줄을 서고 있다.

규모부터 짚자. 투자등급을 포함한 전체 비금융 회사채 기준으로 2026년 한 해에만 약 1.35조 달러의 만기가 돌아온다(FinancialContent, 2026년 3월). 이것이 첫 번째 파고다. 신용등급이 높은 우량 기업들이 포함돼 있어 차환 자체가 막히지는 않겠지만, 절대 규모가 크기에 시장 전체의 차환 수요가 한꺼번에 집중된다.

첫 번째 파고를 넘으면 더 험한 구간이 기다린다. 하이일드 채권과 레버리지드론이다. 레버리지드론은 신용등급이 낮은 기업이 은행 컨소시엄으로부터 고금리로 조달하는 변동금리 대출로, 주로 인수합병(M&A) 등 레버리지 거래에 쓰인다. 이 두 시장에서 2027~2029년에 집중되는 만기는 각각 약 5,800억 달러, 약 6,250억 달러로 합산 약 1.2조 달러에 달한다(PitchBook LCD, 2025년 12월). 문제는 이 구간이 질적으로 다르다는 것이다. 이미 체력이 약해진 기업들이 더 높은 금리 환경에서 대환해야 한다.

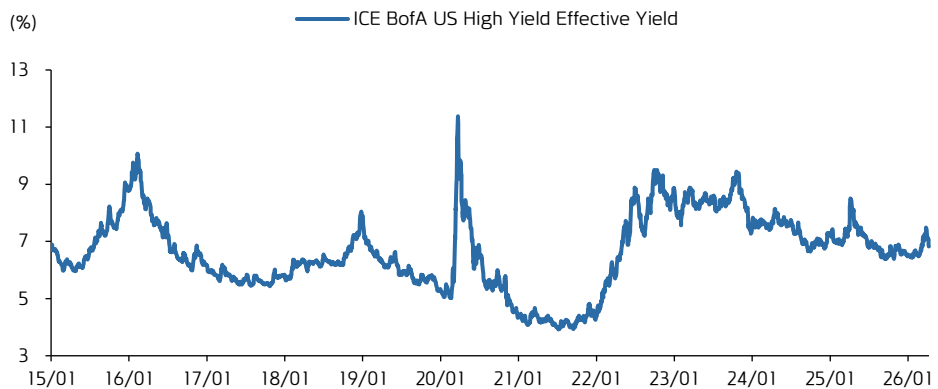
그 체력 저하는 수치로 확인된다. 레버리지드론 차주의 평균 이자보상배율은 2025년 3분기 기준 4.6배로, 2022년의 약 6배에서 하락했다(PitchBook LCD, 2025년 12월). 고금리가 누적되면서 이자비용이 먼저 불어나고, 영업이익이 그 속도를 따라가지 못하고 있다. 차환에 실패하는 기업이 나오기 시작하면 디폴트율은 올라간다.

세 번째 층위는 상업용 부동산(CRE)이다. 재택근무 정착과 공실률 상승으로 오피스 부문의 담보가치 하락이 누적돼 왔다. 2026년 말까지 누적 만기 도래분은 1.5조 달러를 넘어설 전망이다(MMG Real Estate Advisors). 담보가치가 대출 원금을 밀도는 구간이 늘어날 경우, 차환 거부와 손실 인식이 지역은행 자본 건전성으로 전이될 수 있다. 2026년 3월 18일 기준 IG 스프레드 120bp, HY 스프레드 230bp는 역사적 저점 부근으로, 채권 시장이 만기 벽과 쿠폰 충격의 리스크를 아직 충분히 가격에 반영하지 않고 있을 가능성을 시사한다.

세 파고를 시계열로 보면 구조가 선명해진다. 2026년은 투자등급 중심의 대규모 차환이 첫 시험대에 오른다. 그 직후 2027~2029년에는 하이일드-레버리지드론이라는 질적으로 취약한 구간이 이어진다. 같은 기간 CRE 만기 벽이 누적된다. 각각의 파고가 독립적으로 존재하는 게 아니라 순서대로 밀려온다.

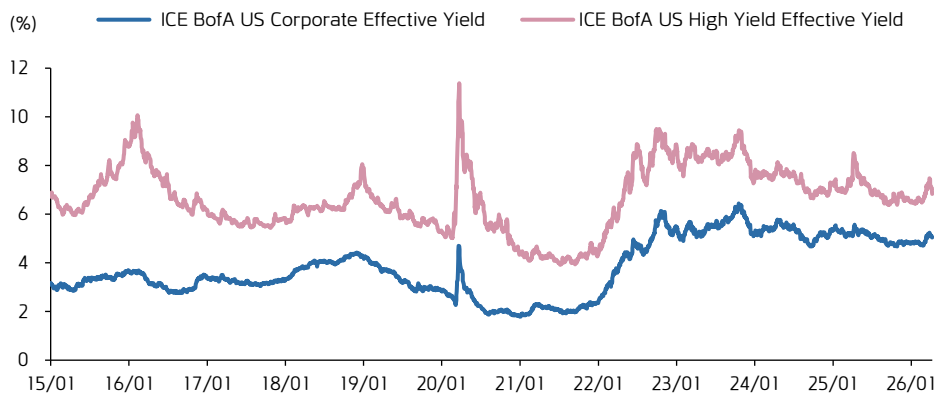
이 만기 벽이 이 챕터의 다른 두 주제, 사모신용 스트레스와 금의 구조적 재정의와 함께 말하는 것은 결국 하나다. 수년간 미국 자산 선호를 지탱해온 세 기둥, 낮은 금리, 풍부한 유동성, 안전자산으로서의 달러, 이 기둥들이 하나씩 흔들리기 시작했다. 그리고 이 균열이 본격적으로 가시화되는 시점이 바로 지금이다.

High Yield 수익률 일별 (2015~2026)



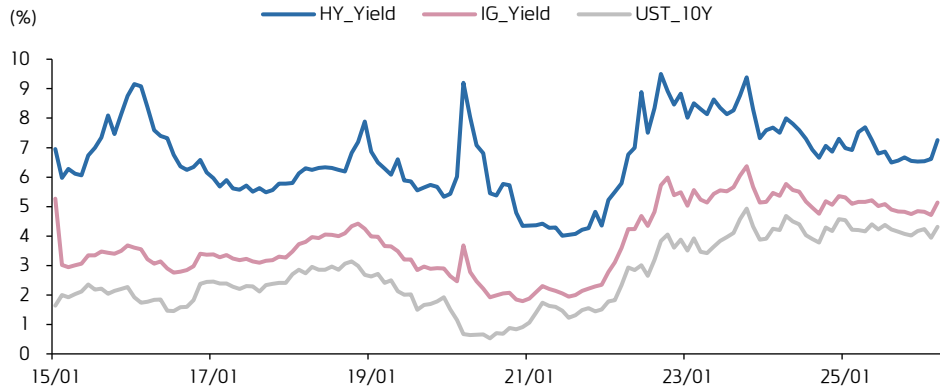
자료: Bloomberg, ICE, 키움증권 리서치

Investment Grade 수익률 일별 (2015~2026)



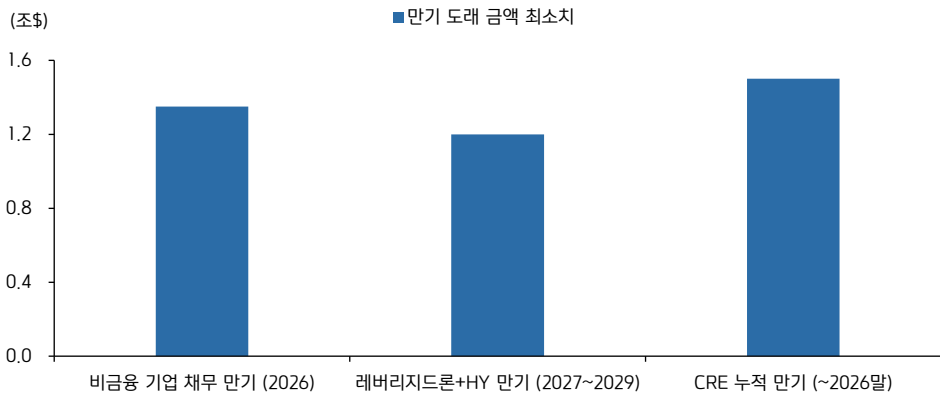
자료: Bloomberg, ICE, 키움증권 리서치

미국 채권 수익률 - HY-IG-UST 10Y 월별 (2015~2026)



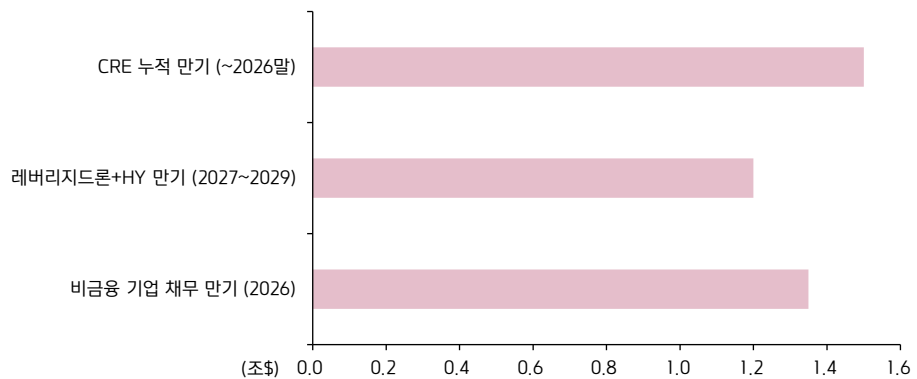
자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치

미국 비금융/LL/CRE 만기 벽



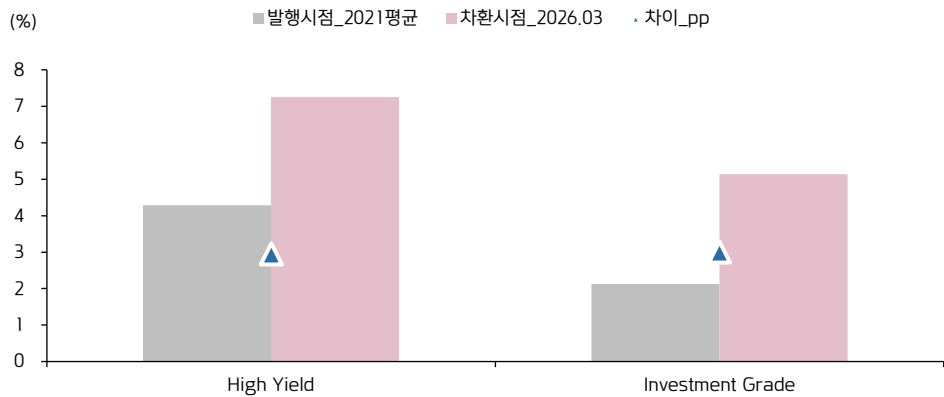
자료: PitchBook LCD, MMG, 키움증권 리서치

미국 비금융/LL/CRE 만기 벽 (USD Trillion, 스냅샷)



자료: PitchBook LCD, 키움증권 리서치

쿠폰 총격 정량화 - 차환 금리 차이



자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치

VI. 귀환의 논리는 이탈 안에 있다

현재 위치를 알아야 갈 방향을 안다

앞선 다섯 챕터는 자본이 왜 미국을 떠났는지를 추적했다. 그런데 그 이탈의 논리 안에는, 역설적으로, 귀환의 조건도 함께 들어 있다. 언더웨이트 포지션의 복원이 매수세를 만들었다면, 복원이 완료되는 순간 그 매수세는 소진된다. 달러 약세가 수익률의 절반을 설명했다면, 달러가 방향을 틀면 그 절반도 함께 사라진다. 이탈을 가능하게 한 바로 그 힘들, 조건이 바뀌는 순간 반대 방향으로 작동한다. 그 전환점이 어디에 있는지를 읽기 위해, 먼저 지금 우리가 서 있는 위치를 정확히 짚어야 한다.

가격은 내려왔고, 이익은 올라가고 있다

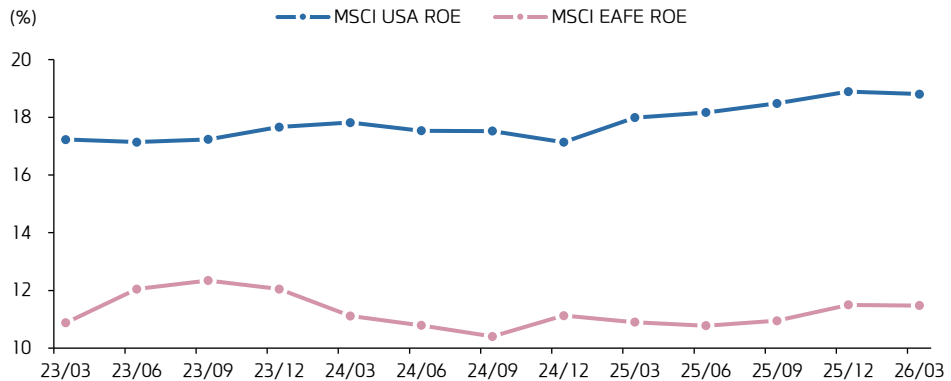
S&P 500의 12개월 선행 P/E는 2025년 말 23배에서 2026년 들어 19.0~20.0배로 내려왔다(FactSet, 2026년 4월). 5년 평균(19.9배)과 거의 같은 수준이다. 두 가지 힘이 동시에 작용한 결과다. 주가는 10% 조정에 근접하도록 빠졌고, 이익 추정치는 오히려 올라갔다. 거품이 꺼진 것이 아니다. 가격과 이익이 함께 움직이며 밸류에이션이 정상화된 것이다.

이익 전망의 방향이 주목할 만하다. FactSet 기준 2026년 연간 EPS 성장을 컨센서스는 연초 12.8%에서 현재 13.2%를 넘어섰고, 일부 추정치는 17.4%에 달한다(FactSet Earnings Insight, 2026년 4월). 주가는 빠졌는데 이익 전망은 올라갔다. 분자는 내려가고 분모는 올라가는 이 구조가, 밸류에이션 부담을 빠르게 해소하고 있다.

그런데 더 중요한 변화는 숫자의 크기가 아니라 그 구성에 있다. 2025년 S&P 500 상승분의 53%는 M7 단 7개 기업이 책임졌다. 극단적 집중이었다. 그러나 2026년 이익 전망에서는 다른 그림이 나타나기 시작했다. S&P 493의 CY2026 이익성장을 추정치는 11.8%로, M7(23.5%)과의 갭이 약 12%p까지 좁혀질 것으로 예상된다. 2025년 분기 평균 갭(약 15%p)에서 의미 있는 수렴이다(FactSet, 2026년 2월). 4월 현재 S&P 500 전체의 CY2026 이익성장을 추정치는 17.6%로, 연초 대비 3%p 이상 상향 조정됐다(FactSet, 2026년 4월 10일).

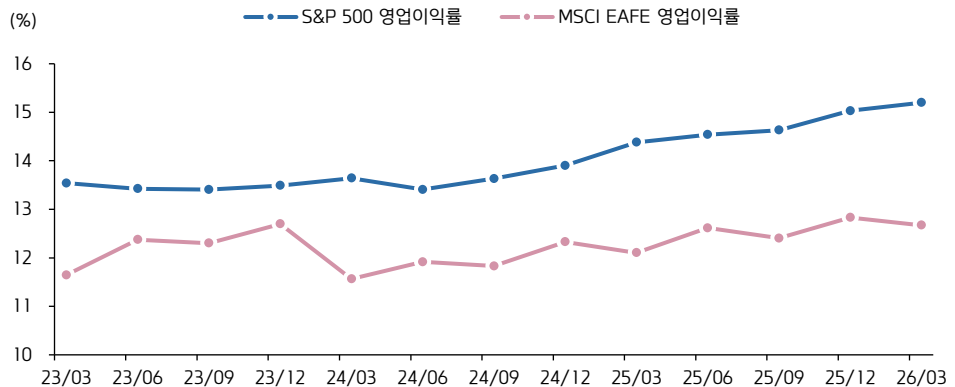
7개 기업의 독주가 아니라 493개 기업의 동반 성장으로 무게중심이 이동하고 있다. 이것이 단순한 수치 변화가 아닌 이유다. 미국 증시가 다음 국면으로 넘어가기 위해 필요한 토대가, 지금 조용히 쌓이고 있다.

MSCI USA ROE vs MSCI EAFE ROE



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P 500 vs MSCI EAFE 영업이익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

자본이 돌아올 수 있는 세 가지 조건 - 조건 1: AI 생산성의 가시화

2026년 들어, 투자와 매출 사이의 괴리가 좁혀지고 있다는 데이터 신호들이 나타나기 시작했다.

애틀랜타-리치몬드 연방준비은행 공동 연구(NBER Working Paper 34984, 2026년 3월)는 약 750개 기업 CFO를 대상으로 AI 도입과 생산성의 관계를 실증적으로 추적했다. 핵심 발견은 세 가지다. AI에 투자한 기업들이 실제로 노동생산성 향상을 보고하고 있다는 것, 그 효과가 2026년에 더 강화될 것으로 예상된다는 것, 그리고 금융 등 고숙련 서비스 분야에서 연간 노동생산성 향상이 약 0.8%로 추산된다는 것이다. 거시 지표도 같은 방향을 가리킨다. 스탠퍼드대 에릭 브린올프슨은 개정 BLS 데이터가 2025년 미국 노동생산성 증가율을 약 2.7%로 보여주고 있으며, 이는 과거 10년 평균의 거의 두 배에 해당한다고 지적했다(Fortune, 2026년 2월).

기업 현장의 체감도 같은 방향으로 수렴하고 있다. NVIDIA 조사에 따르면 2026년 기업의 88%가 AI가 연간 매출 증대에 기여하고 있다고 답했고, 87%는 비용 절감 효과를 확인했다(NVIDIA State of AI Report, 2026년). M7이 수년간 쌓아올린 인프라의 수익이 그 너머의 493개 기업으로 확산되기 시작하는 국면의 초입, 그 윤곽이 처음으로 데이터에 잡히고 있다.

단, 결정적인 단서가 있다. 같은 NBER 논문은 경영진이 인식하는 생산성 향상이 실제 매출 데이터보다 훨씬 크다는 "생산성 역설"을 명시적으로 기록하고 있다. 체감과 수치 사이의 괴리는 아직 존재한다. 변곡점의 신호는 보인다. 그러나 그것이 확정적 전환인지, 기대의 선반영인지는 2026년 하반기 어닝 시즌이 비로소 답할 것이다.

밸류에이션 갭의 역전: 미국 자산의 상대적 매력이 돌아오고 있다

비미국 강세장이 만들어낸 역설이 있다. 자금이 유럽과 일본으로 이동하면서 EAFE의 멀티플도 함께 올라갔다. 반면 미국은 주가 조정과 이익 추정치 상향이 동시에 작용하며 S&P 500의 Forward P/E가 19.0배까지 내려왔다. 불과 1년 전만 해도 미국이 비싸고 비미국이 싸다는 것이 자본 이동의 핵심 논거였다. 그 논거가 지금 조용히, 그러나 빠르게 희석되고 있다.

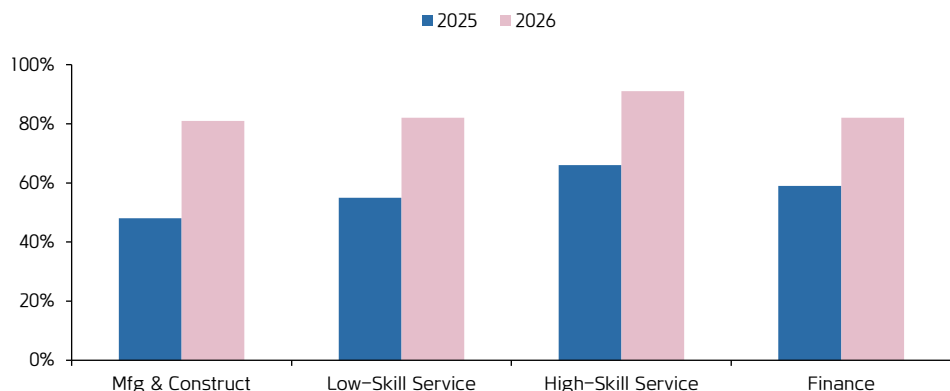
밸류에이션 갭이 의미 있게 좁혀진다는 것은 두 가지를 동시에 의미한다. 미국 자산의 상대적 매력이 회복되는 것, 그리고 비미국 자산에 대한 신규 매수 동기가 약해지는 것이다. 대전환 서사를 지탱해온 가격 논거가 무너지는 순간이다.

그러나 진짜 핵심은 밸류에이션이 아니다. 이익이다. S&P 500의 CY2026 이익성장을 추정치는 현재 17.6%로, 연초 12.0~14.5% 수준에서 3%p 이상 상향 조정됐다. 지난 10년 CAGR(약 8.7%)의 두 배를 넘는 속도다(FactSet, 2026년 4월). 주가가 빠지는 동안 이익 전망은 올라갔다. 분자는 내려가고 분모는 올라가는 이 구조가, 밸류에이션 정상화를 이끌고 있다.

더 중요한 것은 이 성장의 폭이다. CY2026 전망 기준으로 S&P 500의 11개 섹터 전부가 이익 성장을 기록할 것으로 예상된다. 가장 더딘 Real Estate조차 4.4% 성장이 전망된다. M7 몇 개 기업이 지수를 끌어올리던 구조에서, 500개 기업이 고르게 성장하는 구조로 무게중심이 이동하고 있다. 순이익 마진도 Q1 2026 기준 13.2%로, 전년(12.8%)과 5년 평균(12.2%)을 모두 웃돌며 역대 최고 수준 부근에 있다.

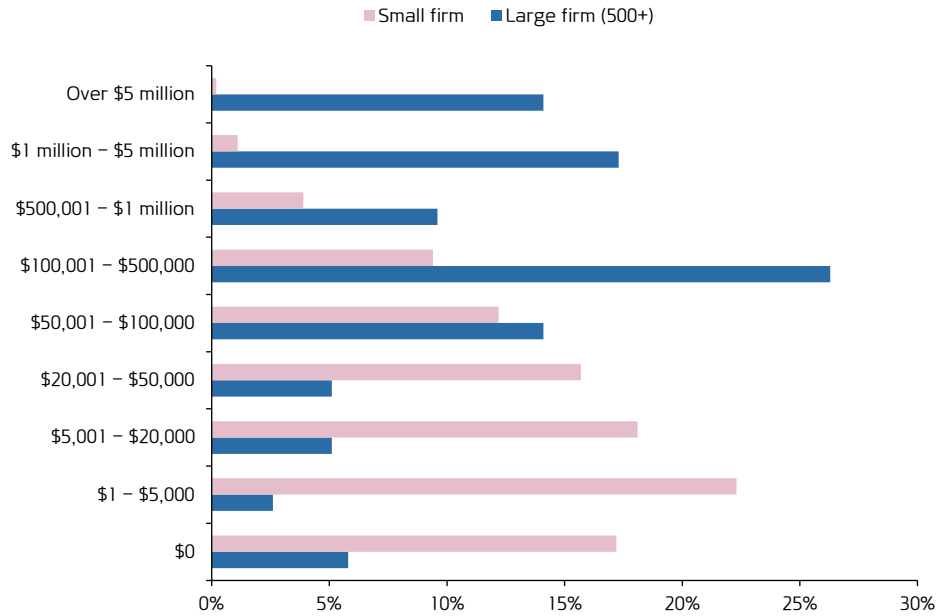
밸류에이션 정상화, 이익 성장의 가속, 그리고 그 성장의 광범위한 확산. 이 세 가지가 동시에 확인되는 국면은 흔하지 않다. 대전환의 서사가 "미국에서 빠져나가라"는 방향을 가리키는 동안, 미국 증시의 펀더멘털은 조용히 다음 국면을 준비하고 있었다.

섹터별 AI 투자 기업 비중



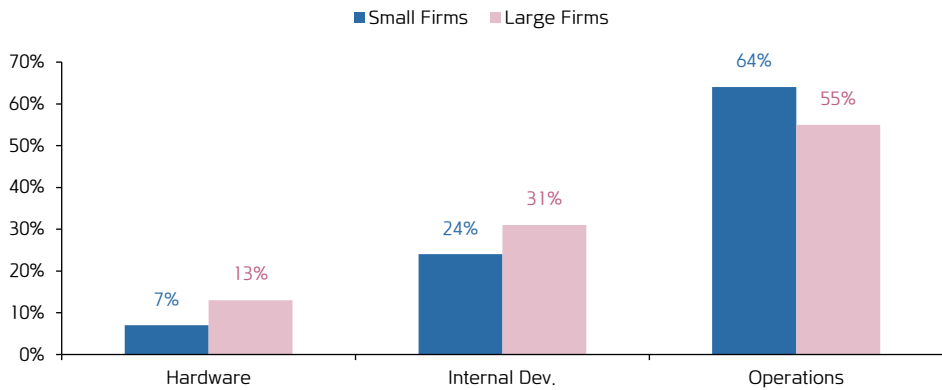
자료: Atlanta Fed, 키움증권 리서치

AI 투자 금액별 응답 분포 (2026, 대기업 500+ vs 소기업)



자료: Atlanta Fed, 키움증권 리서치

AI 투자 금액별 응답 분포 (2026, 대기업 500+ vs 소기업)



자료: Atlanta Fed, 키움증권 리서치

중간선거 사이클: 87년의 패턴이 말하는 것

역사는 때로 가장 냉정한 분석가다. U.S. Bank가 1901년 이후 125년, 31회의 중간선거 데이터를 분석한 결과, 중간선거 직후 12개월 S&P 500 평균 수익률은 12.4%였다. 분석 범위를 S&P 500 지수가 현재 형태로 도입된 1957년 이후(17회)로 좁히면, 중간선거 해에 70% 이상의 확률로 조정 국면이 나타났고 연중 최대 낙폭은 평균 18%에 달했다(Motley Fool, 2026년 2월).

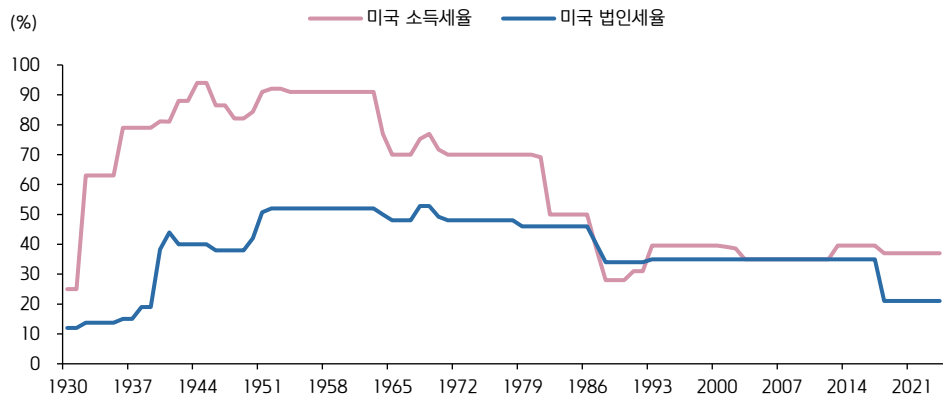
그러나 진짜 주목할 패턴은 선거 이후다. 최근 60년(15회)으로 한정하면 중간선거 후 12개월 평균 수익률은 16.3%로 높아진다. 그리고 결정적인 사실이 있다. 1939년을 마지막으로, 87년간 중간선거 후 12개월 수익률이 마이너스를 기록한 적이 단 한 번도 없다.

왜 이 패턴이 반복되는가. 중간선거는 정치적 불확실성의 해소 장치다. 선거 전까지 시장을 짓누르던 정책 불확실성이 결과가 나오는 순간 걷히고, 어느 당이 이기든 행정부는 남은 임기 동안 성장 실적을 쌓아야 하는 강한 인센티브를 갖게 된다. 불확실성 프리미엄의 소멸과 정책의 친성장 전환이 맞물리는 구조다.

2026년에는 여기에 추가 변수가 있다. OBBBA 재정 패키지가 이미 집행 궤도에 올라 있다는 것이다. CBO는 OBBBA가 2026년 GDP를 0.7% 추가 부양할 것으로 추정했다(CBO, 2026년 2월). 재정 부양이 경기에 실제로 침투하는 시차를 감안하면, 그 효과가 가시화되는 시점은 공교롭게도 중간선거 전후와 겹친다. 125년의 패턴에 재정 순풍이 더해지는 구조다.

물론 역사적 패턴은 보장이 아니다. 그러나 87년간 단 한 번의 예외도 없었던 통계적 규칙성과, 그것을 뒷받침하는 구조적 논리가 동시에 작동하는 국면에서, 이 신호를 무시하는 것은 분석이 아니라 외면이다.

미국 소득세율 & 법인세율 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

자본 귀환의 세 가지 경로

자본이 돌아오는 세 갈래 길

비미국으로 이동한 자금이 영구적으로 머문다는 보장은 없다. 챗터 II에서 확인했듯, 이번 자금 이동의 상당 부분은 구조적 재배분이 아니라 언더웨이트 포지션의 복원이었다. 복원에는 자연스러운 한계점이 있다. 적정 배분 수준으로 돌아오는 과정이 완료되는 순간, 추가 매수 동기는 사라진다. 그때 자금은 다시 방향을 찾는다. 미국으로 돌아오는 경로는 세 가지다.

첫째는 상대 이익 성장의 역전이다. 자금은 결국 이익을 따라간다. 미국의 CY2026 이익성장을 추정치는 현재 17.6%로 가속하고 있는 반면, 비미국 시장의 이익 성장은 재정 확장의 실물 전달 시차와 글로벌 교역 위축의 역풍을 동시에 맞고 있다. 이 격차가 확대되는 순간, 자금 흐름의 방향은 논리적으로 역전된다. 밸류에이션이 아니라 이익 모멘텀이 자본 배분의 나침반이 되는 국면으로의 전환이다.

둘째는 달러 약세의 피로감이다. 달러 인덱스는 2025년 상반기에 1973년 이후 최대 반기 낙폭을 기록했다. 그 에너지의 상당 부분은 이미 소진됐다. 앞서 살펴본 사후 헤지 조정 메커니즘도 새로운 균형에 도달하면 추가 달러 매도 압력을 만들어내지 않는다. 달러 약세가 멈추는 순간, 비미국 자산이 제공했던 환율 효과는 사라진다. 반대로 달러가 안정되거나 반등하면, 달러 표시 자산의 통화 환산 수익률이 개선되면서 비미국 투자자들의 미국 자산 귀환을 유도하는 구심력이 작동하기 시작한다.

셋째는, 그리고 가장 구조적인 경로는 AI 2.0으로의 전환이다. RBC Wealth Management(2025년 12월)는 지금까지의 AI 투자 사이클을 "AI 1.0", 즉 인프라 구축의 시대로 규정하고, 다음 국면인 "AI 2.0"을 생산성과 재무적 이익이 실제로 가시화되는 시대로 구분한다. AI 1.0 국면에서는 Capex를 집행하는 하이퍼스케일러들이 수혜의 중심이었다. AI 2.0 국면에서는 그 인프라 위에서 실제 가치를 창출하는 응용 레이어가 전면에 나선다.

그리고 이 응용 레이어의 압도적 다수는 미국 기업이다. AI 응용 플랫폼, 클라우드 서비스, 반도체 설계, 기업용 소프트웨어 - 이 생태계를 실질적으로 장악하고 있는 기업들의 국적은 예외 없이 미국이다. 유럽도, 일본도, 중국도 이 구조적 우위를 단기간에 대체할 수 없다. AI 2.0의 수혜가 미국에 집중된다는 것은 전망이 아니라 현재 산업 구조의 귀결이다. 자본은 결국 그 우위가 이익으로 전환되는 지점으로 모인다.

세 경로는 각자 독립적이지만 동시에 작동할 때 그 힘이 배가된다. 이익 역전, 달러 안정, AI 2.0 전환. 이 중 하나만 현실화되어도 자본 귀환의 논리는 성립한다. 셋이 동시에 맞물리면, 대전환의 서사는 새로운 국면을 맞는다.

낙관론의 천장 - 귀환을 가로막는 구조적 제약

자본 귀환의 논리가 설득력을 가지더라도, 그 속도와 폭을 제한하는 세 가지 구조적 제약이 존재한다.

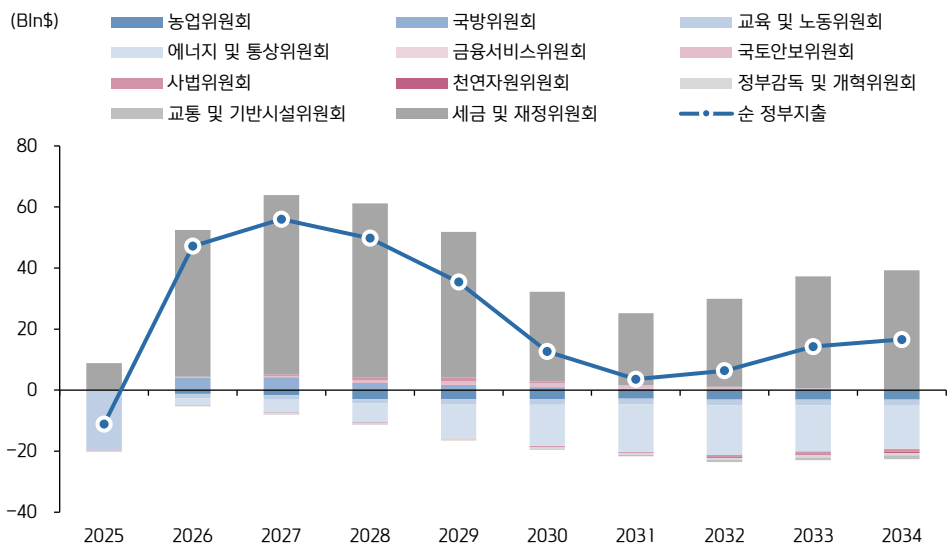
첫째는 멀티플의 천장이다. Forward P/E 19.7배는 5년 평균과 비슷해 보이지만, Shiller CAPE는 현재 39 근처에 있다(Investing.com, 2025년 12월). CAPE는 10년 평균 실질 이익으로 나눈 장기 밸류에이션 지표로, 단기 이익 급등에 덜 민감하다. 역사적으로 이 수준에서 매수한 투자자의 이후 10년 수익률은 구조적으로 제약됐다. 단기 이익 성장이 강해도, 출발점의 밸류에이션이 높으면 장기 복리 수익의 천장은 낮아진다.

둘째는 재정-금리의 구조적 압박이다. CBO는 재정 이자 비용이 향후 GDP의 4%를 넘어설 것으로 예상하고 있으며, 2031년에는 RYG, 즉 금리가 성장률을 추월하는 전환점이 될 것으로 전망한다(CBO, 2026년 2월). 이 구조에서 장기 금리는 상방 압력을 벗어나기 어렵다. 금리가 높은 환경은 밸류에이션 회복의 속도를 제한하는 가장 강력한 천장이다.

셋째는 AI 생산성의 불균등성이다. NBER 조사에 따르면 2026년 AI에 100만 달러 이상 투자를 계획한 기업 비중은 대기업 약 30%인 반면 소기업은 1%에 그쳤다(NBER, 2026년 2월). AI 2.0의 수혜가 광범위하게 확산된다는 기대와 달리, 실제 투자 여력의 양극화는 S&P 500 내에서도 승자와 패자를 가를 가능성이 높다. 이익 성장의 확산이 기대만큼 고르지 않을 수 있다는 뜻이다.

귀환의 논리는 성립한다. 그러나 그 귀환이 직선으로 이어지리라는 보장은 없다. 세 가지 제약은 자본 복귀의 속도를 늦추고, 폭을 좁히며, 수혜의 분포를 왜곡할 수 있다. 낙관론의 근거를 인정하면서도, 그 천장을 직시하는 것이 지금 필요한 균형이다.

미국 10년 지출액 변화 및 구성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Ⅶ. 결론: 데이터가 확인한 것과 서사가 앞서간 것 변곡점의 근처에서

이 보고서가 추적한 것은 하나의 질문이었다. 2025년의 대전환은 실체인가, 과장인가. 답은 둘다다. 그리고 그 구분이 지금부터의 투자 판단을 가른다.

데이터가 확인한 것부터 짚자. 비미국 시장으로의 자금 유입은 실재한다. 2026년 1월 Non-US ETF에 600억 달러가 유입됐고, Morningstar 기준 해외 주식 펀드에는 8개월 연속 자금이 들어왔다. 달러는 2025년 상반기 달러 인덱스 기준 10.7% 하락했고, 이것이 비미국 수익률의 약 절반을 설명한다. 미국의 재정 경로는 CBO 기준으로 악화 추세에 있으며, FX 헤지 비율의 구조적 변화가 달러 매도 압력의 실제 경로로 작동했다. 이 사실들은 논쟁의 여지가 없다.

그러나 서사는 데이터보다 훨씬 멀리 달려갔다. "Sell America"라는 표현이 암시하는 미국 자산의 전면 이탈은 데이터와 맞지 않는다. 같은 기간 미국 장기 펀드에는 7,650억 달러가 순유입됐다. 미국 주식에서 빠진 돈이 미국 채권으로 흘렀고, 일부가 비미국 주식으로 향했다. 이탈이 아니라 재편이었다. "탈달러" 서사를 지탱하는 COFER 비중 하락의 92%는 환율 가격 효과였다. 중앙은행들은 달러를 팔지 않았다. "달러 안전자산 지위 상실"은 아직 동료 심사를 거치지 않은 단일 논문에 과도하게 기댄 주장이다. 유럽 re-rating은 발표 효과 단계이며 실물 집행은 미확인이다. 일본의 ROE 개선은 자사주 매입에 의한 분모 축소와 수익성 개선에 의한 분자 확대가 아직 분리되지 않은 상태다. 금의 물리적 보유량 증가는 10% 미만이다. 가격이 오른 것이지, 구조가 바뀐 것이 아니다.

냉정하게 보면, 2025년의 대전환은 세 가지 힘이 동시에 같은 방향을 가리킨 결과였다. 언더웨이트 포지션의 복원, 유럽·일본의 펀더멘털 촉매, 그리고 달러 약세. 이 세 힘이 겹친 국면은 인상적인 수익률 격차를 만들어냈다. 그러나 세 힘 모두 영구적이지 않다. 복원은 소진되고, 촉매는 집행으로 검증받아야 하며, 달러 약세는 이미 상당 부분 에너지를 소진했다.

지금 시장이 서 있는 위치는 그 힘들이 동시에 약해지기 시작하는 변곡점 근처다. 대전환의 서사를 전면 부정할 근거도 없고, 그것을 구조적 레짐 체인지로 확정할 근거도 없다. 현재 증거의 무게중심은 시나리오 A, 즉 사이클적 조정과 미국 복귀 가능성이 가장 높다. 그러나 시나리오 B·C의 꼬리 리스크는 비대칭적으로 크다. 확률이 낮다고 무시할 수 있는 크기가 아니다.

분석의 결론은 하나의 확신이 아니라 하나의 프레임이다. 무엇이 바뀌면 시나리오가 전환되는지를 알고, 그 신호를 실시간으로 추적하는 것. 대전환이 사이클인지 레짐 체인지인지는 아직 데이터가 답하지 않았다. 그 답은 2026년 하반기 여닝 시즌, 달러의 방향, 그리고 유럽 재정의 실물 집행 속도가 순서대로 써 내려갈 것이다.

세 가지 시나리오

여러 변수들이 상황을 복잡하게 만들지만, 현재 상황에서는 세 가지 시나리오 제시가 가능하다.

시나리오 A: 사이클 조정 - 미국 복귀

현재 증거가 가장 강하게 지지하는 시나리오다. COFER 실질 배분 변화는 0.12%p에 불과하고, 중앙은행들은 달러를 팔지 않았다. 미국 장기 펀드에는 7,650억 달러가 순유입됐고, 비미국 수익률의 절반은 달러 약세 효과였다. 미국 기업 ROE는 여전히 EAFE의 1.6배다. M7 Capex ROI가 가시화되는 순간 밸류에이션 재평가가 뒤따른다. 이 시나리오에서 비미국 아웃퍼폼은 15~18개월 내 모멘텀이 약해지고, 달러는 달러 인덱스 102~105 수준으로 부분 회복한다.

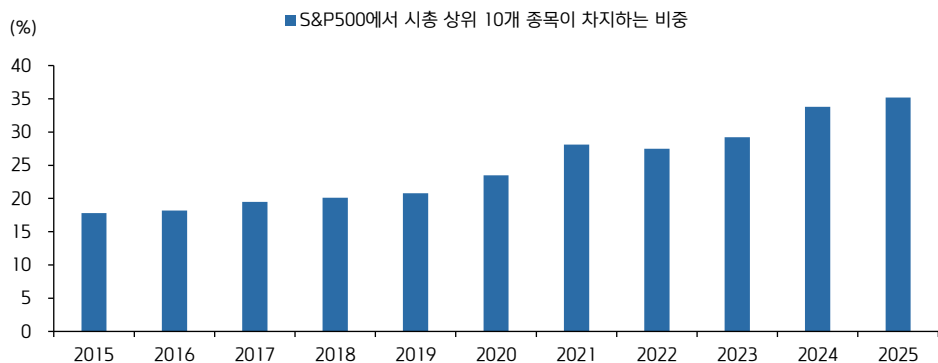
시나리오 B: 점진적 구조 변화 - 10년 단위의 느린 이동

방향은 달러 약세·비미국 강세지만, 속도가 시장의 기대보다 훨씬 느리다. 달러 비중의 장기 하락 추세(연간 0.5~0.6%p)는 실재하고, FX 헤지 비율의 완만한 상승이 구조적 달러 매도 압력을 형성한다. 미국 재정의 R)G 전환(2031년~)은 장기 제약으로 작용한다. 그러나 이 시나리오에서도 달러 패권은 10년 이상 유지된다. 대안 통화의 시장 깊이가 아직 그 자리를 채울 수준이 아니기 때문이다.

시나리오 C: 비선형적 전환 - 복수 취약성의 동시 발화

확률은 낮지만 꼬리 리스크가 비대칭적으로 크다. 재정 적자 구조화, AI 레버리지 축적, 달러 안전자산 지위 훼손, 만기 벽 충돌이 동시에 터지는 시나리오다. 현재 데이터는 개별 취약성은 확인하되, 동시 발화의 증거는 보여주지 않는다. 가능성이 낮다고 무시할 수 없는 이유는 단 하나다. 이 시나리오가 현실화되면, 대응할 시간이 없다.

S&P500 상위 10종목 시총 비중 (2015~2025)



자료: S&P DJI, FactSet, 키움증권 리서치

방향을 가늠케 하는 세 가지 지표

시나리오는 고정되어 있지 않다. 아래 세 가지 지표가 방향을 바꾸면, 시나리오도 함께 움직인다.

지표 1: M7 어닝콜과 ROI

분기별 어닝콜에서 "충당 이상의 수요(demand exceeding capacity)"에서 "활용률 하락"으로 언급이 전환되면, Capex 사이클 피크의 첫 번째 신호다. 반대로 AI 응용 레이어의 구체적 매출 기여가 수치로 확인되면 시나리오 A의 확률이 올라간다. 숫자보다 언어가 먼저 바뀐다. 어닝콜의 단어 선택이 분기 실적보다 더 빠른 선행 지표인 이유다.

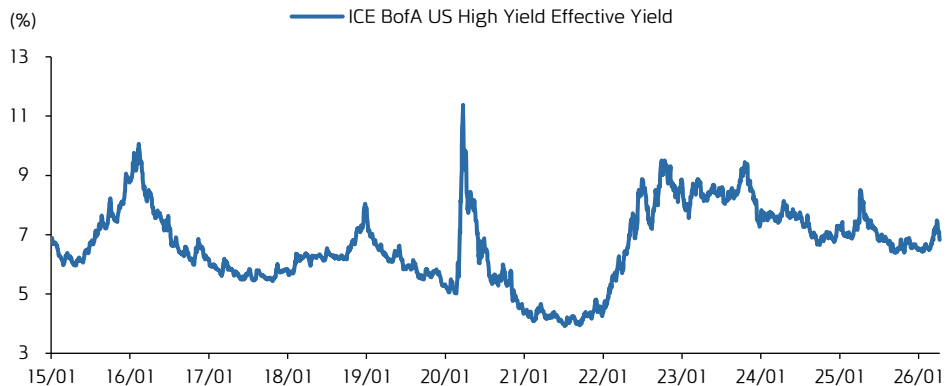
지표 2: 하이일드 스프레드 700bp 임계치

2026년 3월 말 기준 Bloomberg HY OAS는 317bp다. 700bp까지 확대되려면 약 383bp의 추가 확대가 필요하다. 역사적으로 700bp를 돌파한 시기는 2016년 초 에너지 크레딧 위기(734bp)와 2020년 3월 코로나 충격(880bp), 단 두 차례뿐이다. 현 수준에서 700bp 도달은 신용등급 대량 강등이나 경기 침체급 이벤트 없이는 쉽지 않다. 그러나 일단 그 수준을 돌파하면, 차환이 아닌 디폴트가 기본 경로가 되는 기업이 급증한다. 문턱을 넘는 순간 속도가 달라진다.

지표 3: 달러 인덱스 93 vs 105

달러 인덱스가 93 이하로 하락하면 시나리오 B/C의 확률이 높아지고, 105 이상으로 반등하면 시나리오 A의 확률이 높아진다. 현재 99 근방은 세 시나리오가 모두 열려 있는 중간 지대다. 달러는 지금 판정을 유보하고 있다. 그 유보가 끝나는 방향이, 결론을 완성할 마지막 변수다.

High Yield 수익률



자료: Bloomberg, ICE, 키움증권 리서치

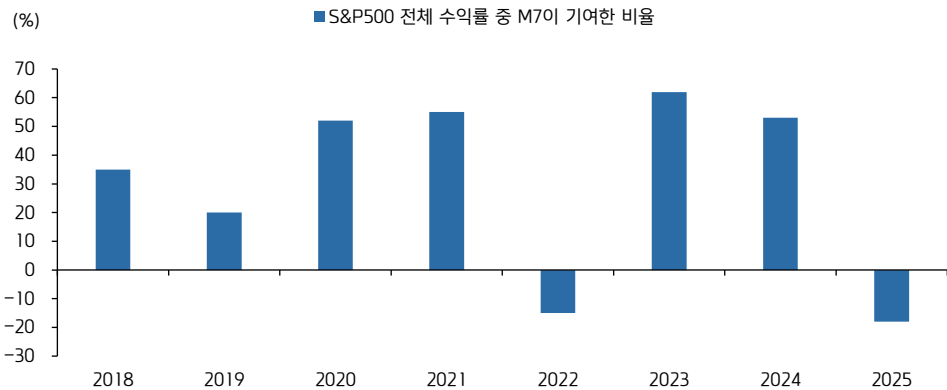
VIII. 시나리오 별 포트폴리오 전략

쏟림을 피하여

2025년 말 기준 S&P 500 상위 10개 기업이 지수 시가총액의 약 39~40%를 차지했다. 닷컴 버블 정점(2000년)의 26%를 넘어서는 역사적 최고 집중도다. 이 집중도 자체가 섹터·스타일·시가총액 전략에서 "M7 쏠림 위험"을 독립 변수로 만든다. 어떤 시나리오가 펼쳐지든, 이 구조적 사실에서 출발해야 한다.

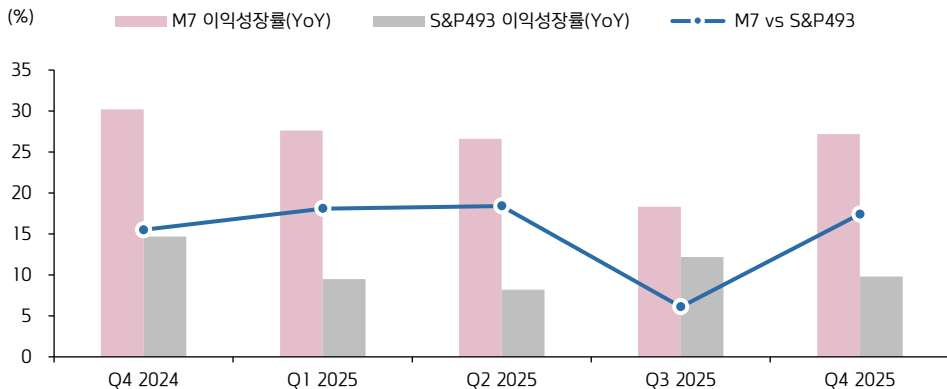
밸류에이션 격차도 극단적이다. Russell 1000 Growth의 Trailing P/E는 약 30배로 장기 평균(19배) 대비 58% 높으며, Value 대비 83% 프리미엄은 2021년 고점에 버금간다. 반면 Russell 2000은 P/E 약 19배로 S&P 500(약 23배) 대비 유의미한 할인 구간에 있다. 집중도 리스크와 밸류에이션 양극화가 동시에 극단에 있다는 것은, 시나리오와 무관하게 분산의 논거가 이미 성립해 있다는 뜻이다.

M7 수익 기여도 추이



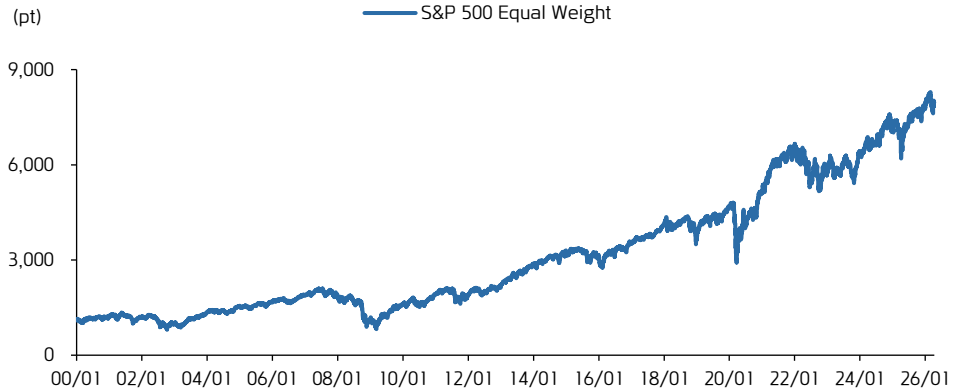
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

M7 vs S&P 493 분기별 이익성장률 (Q4 2024~Q3 2025 실적, Q4 2025 blended)



자료: FactSet Earnings Insight, 키움증권 리서치

S&P 500 Equal Weight 일별 증가 (2000~2026)



자료: S&P DJI, 키움증권 리서치

시나리오 A: 사이클 조정 - 미국 우위의 재확인

섹터 전략은 AI 인프라 수혜를 중심으로 세 레이어로 구분해 접근해야 한다.

첫 번째 레이어는 유틸리티와 산업재다. AI 데이터센터의 전력 수요 급증으로 전력망 증설 수요가 빠르게 늘고 있다. NextEra Energy의 신재생·저장 프로젝트 총 백로그는 4Q25 기준 30GW에 달하며, 이 중 상당 부분이 데이터센터 수요에 대응한다. 회사는 2035년까지 데이터센터 전력 공급 허브를 최소 15GW, 최대 30GW 규모로 구축할 계획이다. 반도체 제조 장비, 냉각 시스템, 네트워크 인프라 관련 산업재도 같은 범주에 있다.

두 번째 레이어인 AI 소프트웨어·응용 분야는 M7 ROI 가시화가 확인된 이후에 진입해야 한다. 지금 들어가면 추가 설비투자 부담이 주가에 먼저 반영될 위험이 있다. 신호를 확인하고 움직여도 늦지 않다.

세 번째 레이어는 금융 섹터다. 경기 확장기에 시장 수익률을 웃돈 역사적 확률이 높다. Conference Board LEI 기반 경기 사이클 분석에서 1960년 이후 13번의 확장 국면 중 11번에서 금융 섹터가 시장을 상회했다(State Street SPDR, 2025년 10월).

스타일 전략으로는 퀄리티 성장주의의 귀환이 유효하다. S&P 500 퀄리티 팩터 지수는 자기자본이익률, 이익의 질(발생주의 비율), 재무 레버리지 기준 상위 100개 종목을 추적한다. 고성장이되 이익의 실질이 높고 부채 의존도가 낮은 기업들이다. 단순 고배율 성장주의와의 핵심 차이는 금리 민감도다. 현재 이익이 풍부한 퀄리티 성장주는 금리 상승의 충격을 상대적으로 덜 받는다.

시가총액 전략으로는 지수 쏠림 리스크를 감안해 S&P 500 균등가중 지수로의 분산이 유효하다. 균등가중 방식은 500개 종목 모두에 동일 비중(약 0.2%)을 부여해, 초대형주가 지수를 독식하지 않고 중형주까지 고르게 담는 구조다. 닷컴 버블 붕괴 이후(2000~2007년) 지수 쏠림이 해소되는 과정에서 균등가중 S&P 500은 시가총액 가중 지수를 누적 기준 큰 폭으로 웃돌았다.

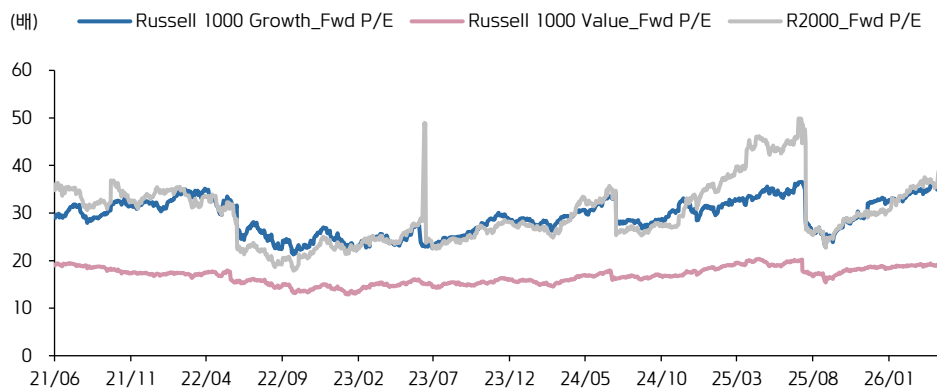
시나리오 B: 점진적 구조 변화 - 새로운 중력 중심의 형성

섹터 전략으로는 실물 자산과 내수 중심의 배분이 적합하다. 에너지(2026년 1분기 기준 S&P 500 내 연초 대비 +25%로 가장 강한 섹터), 소재(기초소재 +9.05%, 구리 가격 파운드당 6.11달러로 데이터센터 배선 수요 반영), 산업재(국내 생산 회귀 수혜, OBBBA 국내 제조업 우대 정책), 헬스케어(방어적 성격, AI 응용 중 가장 빠른 수익 가시화 기대)를 주목해야 한다.

스타일 전략으로는 가치와 퀄리티의 병행 접근이 유효하다. JP Morgan Asset Management 분석에 따르면 밸류 투자는 인플레이션과 금리가 상승하는 국면에서 시장을 웃도는 경향이 있다(JPM, 2022년 2월). 단, 순수 가치주의 리스크를 감안해 낮은 주가순자산비율, 높은 자기자본이익률, 안정적 잉여현금흐름을 동시에 만족하는 '퀄리티 가치주' 접근이 더 유효하다. 2022년 연준의 급격한 금리 인상 사이클에서 Russell 1000 가치주는 -7.5%로 방어한 반면 성장주는 -29.1%를 기록했다(FTSE Russell, 2022년).

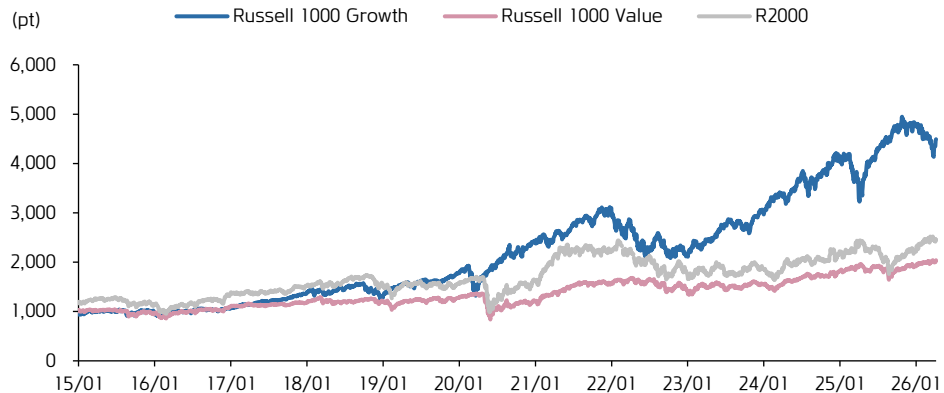
시가총액 전략에서는 소형주의 구조적 유리함에 주목해야 한다. 이유는 세 가지다. 첫째, Russell 2000 구성 종목 매출의 약 80%가 이미 2024년부터 미국 내에서 발생하고 있어 관세 역풍에 대한 노출이 상대적으로 제한적이다. 둘째, 구성 기업의 약 40%가 변동금리 부채를 보유해 기준금리 인가가 직접적인 이자비용 절감으로 이어진다. 셋째, 30년 만의 최대 밸류에이션 격차는 역사적으로 3~5년의 연속 강세로 이어졌다. 실제로 2026년 1월 Russell 2000은 5.4% 상승하며 역사상 두 번째로 긴 15거래일 연속 강세를 기록했다. 단, 이자보상배율 2배 이상, 플러스 잉여현금흐름 기업으로 걸러내야 한다.

Russell 1000 G/V & Russell 2000 12M Forward P/E



자료: FactSet, FTSE Russell, 키움증권 리서치

Russell 1000 G/V & Russell 2000 일별 가격 (2015~2026)



자료: FTSE Russell, Bloomberg, 키움증권 리서치

시나리오 C: 비선형 전환 - 꼬리 리스크의 방어

1차 방어 포지션은 세 축으로 구성한다. 금(2025년 수요 5,000톤 돌파, 연간 +55%, 공급 비대칭 확인), 중간 에너지 인프라, 저변동성 배당주다. 중간 에너지 인프라란 석유·가스의 채굴과 정제·판매 사이에서 파이프라인·저장·처리 시설을 운영하는 사업을 말한다. 원유 가격이 오르내려도 통과량 기반의 고정 수수료 구조 덕분에 현금흐름이 안정적이다. 원자재 가격 변동에 직접 노출되지 않으면서 실물 자산 가격 상승의 수혜를 간접적으로 누린다. 저변동성 배당주는 S&P 500 Low Volatility High Dividend 지수 기준 1년 베타가 0.49로, 시장 충격의 절반 수준만 흡수한다(S&P DJI, 2026년 2월).

방어 섹터는 선별적으로 활용해야 한다. 금리가 구조적으로 높은 환경에서 유틸리티와 리츠는 방어적이지 않다. 안정적 고배당이 채권 대안처럼 보이지만, 금리가 오르면 채권 자체의 매력이 커지면서 이들 섹터는 오히려 외면받는다. 진정한 방어는 수요 비탄력성, 가격결정력, 낮은 부채 의존도를 동시에 갖춘 곳이다. 내수 중심 필수소비재와 헬스케어(제약·의료기기)가 그 기준을 충족한다.

충격 이후의 회복을 위한 포지션도 미리 설계해둬야 한다. 2009년 3월 S&P 500 저점 이후 1년간 금융 섹터는 168%, 산업재는 77% 반등하며 가장 빠른 회복을 기록했다. 신용 스프레드가 다시 좁혀지는 신호가 나타나는 순간 빠르게 진입할 수 있도록, 지금부터 '기다리는 포지션'으로 관리해야 한다. 충격은 예측하는 것이 아니라 대비하는 것이다.

시나리오 공통 전략: 어떤 시나리오에서도 유효한 포지셔닝

시나리오가 어느 방향으로 펼쳐지든 흔들리지 않는 포지션이 있다. 에너지·소재·산업재 섹터다. AI 인프라 구축에 필요한 물리적 자원인 구리·전력·강재의 수요는 시나리오와 무관하게 유지된다. 국내 생산 회귀에 따른 제조업 수요도 정책 기조가 바뀌지 않는 한 구조적 추세다. 이미 숫자가 말하고 있다. 2026년 1분기 기준 에너지 +25%, 소재 +9%, 반면 기술은 -5%다. 서사가 기술을 가리키는 동안, 돈은 이미 다른 곳으로 움직이고 있었다.

종목 선별의 기준은 잉여현금흐름 수익률이다. 기업이 영업과 투자를 마치고 실제로 손에 쥔 현금이 시가총액 대비 얼마나 되는지를 보여주는 이 지표가, 지금 국면에서 가장 믿을 수 있는 필터다. BofA(2025년)에 따르면 AI 설비투자는 2025~2026년 운영현금흐름에서 배당과 자사주 매입을 차감한 잔여 현금의 94%를 소진하는 구조다. 현금을 태우는 기업과 현금을 쌓는 기업의 차이가, 이 사이클의 승자와 패자를 가를 것이다.

지수 쏠림에 대한 분산도 유지해야 한다. 2000~2007년, 시가총액 가중 지수는 7년간 제자리를 맴돌았다. 같은 기간 균등가중 지수와 가치주 지수는 누적 기준 크게 앞섰다. 집중이 해소되는 국면에서 분산은 리스크 관리가 아니라 수익의 원천이었다.

마지막으로, 시나리오 전환의 신호를 실시간으로 추적해야 한다. M7 어닝콜에서 AI 수익화의 증거가 구체화될수록 시나리오 A의 확률이 올라간다. 하이일드 스프레드가 약 300bp 수준에서 700bp 이상으로 확대되면 소형주 비중을 줄이고 방어 섹터로 이동한다. 10년물 국채 수익률이 4.5%를 넘어 지속 상승하면 장기 듀레이션 성장주의 비중을 추가로 축소한다. 확신은 하나의 시나리오에 거는 것이 아니라, 전환의 신호를 먼저 읽는 데서 나온다.

역사적 사례의 종합: 가장 유사한 구간

지금의 환경과 가장 구조적으로 유사한 역사적 구간은 2000~2007년이다. 유사성의 근거는 네 가지다. 극단적 주가 쏠림 이후의 해소 과정(2000년 IT 섹터 비중 33%, 상위 10개 기업 26%), 성장주와 가치주 간 극단적 프리미엄 이후 7년간의 가치주 우위, 달러 약세 사이클 속 비미국 시장의 강세와 미국 내 에너지·소재·금융이 기술을 압도한 구조, 그리고 2001~2007년 Russell 2000의 누적 강세. 네 가지 모두 지금의 시장 구조와 겹친다.

그러나 결정적으로 다른 점이 있다. 당시 부채/GDP는 약 55%였고, 금리가 성장률을 밑도는 R<G 환경이 유지됐다. 지금은 다르다. CBO는 2031년 금리가 성장률을 추월하는 R>G 전환을 전망하고 있다. 2000년대의 달러 약세와 비미국 강세는 상대적으로 건강한 재정 기반 위에서 전개됐다. 지금의 같은 흐름은 구조적으로 더 취약한 토대 위에서 진행되고 있다. 역사적 유사성은 방향을 가리키는 나침반이 될 수 있지만, 그 강도와 지속성은 2000년대와 같지 않을 수 있다. 시나리오 B·C의 꼬리 확률이 그 시절보다 높게 설정되어야 하는 이유가 바로 여기에 있다.

맷음말 - 바뀐 것과 바뀌지 않은 것 사이에서

바뀐 것이 있다. 달러는 더 이상 모든 위기에서 자동으로 강해지는 통화가 아니다. 미국 정책 자체가 리스크의 진원지가 될 때, 달러는 약해진다는 사실이 2025년에 처음으로 시장 한복판에서 확인됐다. 유럽 재정 확장과 일본 거버넌스 개혁이라는, 수년간 부재했던 비미국 시장의 실제 촉매가 등장했다. 아시아 기관투자자들의 환헤지 행태가 구조적으로 변화하기 시작했다. 미국의 재정 경로는 악화 방향으로 사실상 확정됐다. 이 변화들은 일시적 노이즈가 아니다. 앞으로의 자본 흐름을 읽을 때 반드시 체계 안에 넣어야 할 새로운 변수들이다.

그러나 바뀌지 않은 것도 있다. 미국 기업의 수익성 우위는 건재하다. MSCI USA ROE 19%는 EAFE 12%의 1.6배다. COFER 데이터의 실질 배분은 거의 변하지 않았고, 중앙은행들은 달러를 팔지 않았다. 달러는 글로벌 외환거래의 89.2%, 국제결제의 57%, 무역금융의 82%를 여전히 점유하며 기축통화 인프라 지배력에 변동이 없다. 미국 장기 펀드에는 7,650억 달러가 유입되고 있다. 달러를 대체할 통화는 아직 존재하지 않는다.

대전환은 실재한다. 그러나 그 전환의 속도와 깊이는 시장의 서사가 앞서간 만큼 크지 않을 수 있다. 현재 증거의 무게중심은 시나리오 A, 즉 사이클적 조정과 미국 복귀 가능성이 가장 높다. 동시에 시나리오 B·C의 꼬리 리스크는 비대칭적으로 크다. 낮은 확률이라고 무시할 수 있는 크기가 아니다.

실무적 결론은 하나의 시나리오에 대한 확신이 아니다. 세 가지 지표, M7 어닝콜의 ROI 언어, 하이일드 스프레드 700bp, 달러인덱스 93과 105를 통해 시나리오 간 전환을 실시간으로 추적하는 것이다. 대전환이 사이클로 끝나는지, 레짐 체인지로 이어지는지는 아직 데이터가 답하지 않았다. 그 답을 가장 먼저 읽는 것, 그것이 지금 이 시장에서 할 수 있는 가장 정직한 전략이다.