Weekly

리서치센터 투자전략팀

vol. 317 2025. 12. 23

Fed Watcher

뱅크런의 이면: SVB 사태의 교훈과 스테이블코인

Part I Funds Watcher

Part II Fed/Issue Watcher

In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins

LS증권

Money & Policy Tracker

영국 국부펀드, 인프라 민간 투자 직접 지원 확대 (2025.12.16) 4P

영국 국부펀드는 높은 수수료의 외부 위탁 펀드 대신, 인프라 프로젝트에 대한 직접 투자 및 공동 투자로 기조를 전환하여 민간 자본 유도를 강화할 계획. 인프라 은행, 지역 성장 및 클린 에너지 프로젝트 등 정부 정책에 부합하는 프로젝트에 자금을 투입하여, 민간 투자 활성화 촉진에 집중할 예정

아부다비 국부펀드, 베어링스와 부동산 대출 파트너십 출범 (2025.12.16) 6P

아부다비 국부펀드는 베어링스와 5억 달러 규모 글로벌 부동산 대출 파트너십 체결. 은행 대출 축소 속 사모 신용 시장의 기회가 확대되며 기관투자가들의 관심 증가하는 상황에서의 전략적 행보. 무바달라는 부동산·인프라·신용·에너지 등 글로벌 투자 영역 전반에서 활동을 확대하는 추세

인도 연금 시장, 외국인 지분 100% 개방에 따른 산업 구조 재편 (2025.12.18) 8P

인도 정부의 연금 및 보험 산업 외국인 지분 제한 철폐(74% → 100%)는 1,770억 달러 규모의 시장을 글로벌 자본에 전면 개방함으로써 산업 구조의 근본적인 변혁을 유도. 특히 외국인 투자자의 완전한 경영권 확보는 인도 금융 시장의 글로벌 통합을 가속화하는 핵심 동력이 될 것이며, 향후 대통령 서명을 거쳐 법제화될 경우 글로벌 투자자들의 인도 금융업 진출이 더욱 가팔라질 것으로 전망

호주 연기금, AI 우려로 글로벌 주식 비중 축소 예정 (2025.12.20) 9P

호주 최대 연기금이 AI 투자 열풍 둔화와 미국 빅테크 고평가 우려를 이유로 내년 글로벌 주식 비중 축소를 검토. 미국 기술주 중심의 시장 과열과 레버리지 증가에 대한 경계심이 커지는 가운데, 영국·캐나다 주요 연기금도 미국 AI와 빅테크 편중 리스크를 지적. 상장 인프라와 사모펀드 등으로 분산 투자 확대를 예고하며, 연준의 2027년 금리 인상 재평가가 고평가 자산에 충격을 줄 수 있다고 경고

뱅크런의 이면: SVB 사태의 교훈과 스테이블코인 (2025.12.17) 12P

전통 금융권의 뱅크런 사태는 가상자산 시장 전반의 가격 하락을 유도. 스테이블코인의 준비자산 접근성이 낮아지고 상환 기능을 마비시키기 때문. 특히 디파이 생태계 내 설계된 스마트 컨트랙트는 자산 간 리스크를 기계적으로 연결해 전염을 증폭시킴. 고품질 담보자산을 보유한 스테이블 코인도 전통 시스템과의 접점에서 발생하는 유동성 리스크를 완전히 해소하기 어려움. 이에 향후 양방향 간 통합 확대에 따른 전염 리스크에 면밀한 관리가 요구됨

국가 부채, 임계점에 도달했는가? (2025.12.20) 16P

선진국의 국가부채가 저성장·고금리 고착화로 한계치에 도달해 가는 중. 과거와 달리 인플레이션과 금융 제재를 통한 부채 탕감 기제가 작동하기 어려운 상태. 고령화 및 지정학 리스크에 따른 재정 부담은 지속적으로 가중되고 있으며, AI의 생산성 개선 효과도 부채 증가 추세를 반전시키기엔 역부족. 일련의 이유로 본 칼럼은 국가 부채를 글로벌 금융 위기와 정치적 불안정 촉발 요소임을 재차 강조

Part I

Funds Watcher

글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의
최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

국부펀드 (Sovereign Fund)

- ✓ 영국 국부펀드, 인프라 민간 투자 직접 지원 확대
- ✓ 아부다비 국부펀드, 베어링스와 부동산 대출 파트너십 출범

연기금 (Pension Fund)

- ✓ 인도 연금 시장, 외국인 지분 100% 개방에 따른 산업 구조 재편
- ✓ 호주 연기금, AI 우려로 글로벌 주식 비중 축소 예정

Funds Watcher

영국 국부펀드, 인프라 민간 투자 직접 지원 확대 – 2025.12.16, FT

영국 국부펀드(NWF)는 외부 위탁 펀드(Third-party funds)에 출자하던 기존 방식에서 벗어나, 인프라 분야의 민간 투자 활성화를 직접 지원하는 방향으로 전략을 수정하고 있다.

과거 '영국 인프라 은행(UK Infrastructure Bank)'으로 불렸던 NWF는 내년 1월, 지역 균형 발전 및 클린 에너지 등 정부 정책에 부합하는 프로젝트에 자금을 공급함으로써 민간 투자를 촉진하는 내용의 개편 전략을 발표할 예정이다.

이달 초 NWF의 신임 CEO로 부임한 올리버 홀번(Oliver Holbourn)은 파이낸셜타임스와의 인터뷰에서 향후 직접 투자 또는 공동 투자를 외부 위탁 운용 펀드보다 우선시할 것이라고 밝혔다.

일반적으로 위탁 운용 펀드는 투자자에게 높은 수수료를 부과하기 때문에, NWF 입장에서는 투자 매력도가 떨어지는 것으로 평가된다.

총 220억 파운드 규모의 공적 자금으로 운영되는 NWF는 그동안 인프라 프로젝트에 직접 집행하기보다 외부 펀드에 출자해 왔으며, 이미 민간 자본이 유입되고 있는 프로젝트에 자금을 투입한다는 점에서 영국 의회의 비판을 받아왔다.

NWF의 주요 위탁 투자 사례로는 옥토퍼스 인베스트먼트(Octopus Investments)가 운용하는 '옥토퍼스 지속가능 인프라 펀드'에 1억 파운드, 넥스트에너지 캐피탈(NextEnergy Capital)의 5억 파운드 규모 태양광 펀드에 최대 2억 5,000만 파운드를 출자한 건 등이 있다. 또한 작년에는 바이오 과학 및 신재생 에너지 자산에 투자하는 그린스피어 캐피탈(Greensphere Capital)에도 투자한 바 있다.

올해 초 영국 하원 재무위원회는 NWF에 대한 조사 후, 해당 기구의 명칭이 "오해의 소지가 있다"는 결론을 내렸습니다. NWF는 노르웨이처럼 석유·가스 등 천연자원 수입을 재원으로 하는 전통적인 의미의 국부펀드가 아니기 때문이다. 대신 조세와 국채 발행을 통해 재원을 조달하며, '브리티시 뱅크(British Bank)', '이노베이트 UK(Innovate UK)' 등과 함께 정부가 지원하는 투자 기구 중 하나로 운영된다.

현재 NWF의 가장 큰 딜은 '사이즈웰 C(Sizewell C)' 원전 프로젝트로, 건설 지원을 위해 최대 366억 파운드의 대출을 제공할 예정이다. NWF의 대출은 센트리카(Centrica), 프랑스 EDF, 라 케스(La Caisse), 앰버 인프라스트럭처(Amber Infrastructure) 등 민간 투자자들의 리스크를 경감시켜 민간 자본을 유인하는 대표적인 사례로 거론되고 있다. 다만, 해당 구조는 건설 기간 중 금융 비용을 소비자 요금 가산금 형태로 전가하며, 비용 초과나 공기 지연 리스크의 상당 부분을 납세자가 부담하게 된다.

또한, NWF는 영국 전력망 확충을 위해 스페인의 에너지 거물 이베르드로라(Iberdrola)에 6억 파운드 규모의 대출을 제공한다고 발표했다.

연례 보고서에 따르면 NWF는 4년 전 설립 이후 총 54억 파운드의 대출 및 지분투자를 집행했다. 이 중 46억 파운드는 민간 섹터 프로젝트에, 8억 파운드는 지방 자치 단체 프로젝트에 할당되었다.

NWF의 설립 정관상 각 투자는 수익을 창출해야 하지만, 현재까지 전체적인 실적은 적자를 기록 중이다. 지난 사업연도 세전 손실은 1억 5,220만 파운드로, 전년도(8,560만 파운드) 대비 손실 폭이 확대되었다.

이에 대해 NWF 측은 포트폴리오 성장 단계에서 예상된 손실이라며, 특정 자산의 당면 과제와 디지털 인프라 섹터의 시장 상황 악화로 인해 예산 대비 손실 규모가 커졌다고 설명했다.

〈 UK National Wealth Fund to prioritise direct investments over third-party funds 〉
https://www.ft.com/content/df952f7a-afea-4883-b483-1d27b7c0dd35

아부다비 국부펀드, 베어링스와 부동산 대출 파트너십 출범 – 2025.12.16, The National

아부다비의 무바달라 투자회사(Mubadala Investment Company)가 미국 자산운용사 베어링스(Barings)와 함께 5억 달러 규모의 글로벌 부동산 대출 파트너십을 체결했다. 은행 대출 축소와 차환 수요 증가로 사모 신용 시장의 기회가 확대되면서 대형 기관투자가들의 움직임이 빨라지는 모습이다.

약 3,300억 달러의 운용자산을 보유한 무바달라는 베어링스의 모회사 매스뮤추얼(MassMutual)과 함께 해당 플랫폼에 투자한다고 밝혔다. 이번 공동 플랫폼은 미국 노스캐롤라이나에 기반한 베어링스가 운용하며, 미국·유럽·아시아태평양 지역 전반에서 선순위·후순위 부동산 대출에 투자할 예정이다.

무바달라 신용 및 특수상황 부문 부대표 오마르 에라이나앗(Omar Eraiqaat)은 무바달라의 기존 전략은 글로벌 부동산 신용 시장의 고품질 기회를 더욱 넓혀준다고 말했다. 베어링스 회장 겸 CEO 마이크 프레노(Mike Freno)는 이번 플랫폼이 시장 교란으로 발생한 기회를 포착하는 데 목적이 있다고 설명했다.

최근 부동산 대출은 안정적 수익과 하방 보호 성격을 갖춰, 주식과 전통 채권 변동성이 큰 환경에서 대형 기관투자가들이 선호하는 자산군으로 떠오르고 있다.

무바달라를 포함한 주요 국부펀드들은 최근 사모 신용 비중을 확대하며 직접 대출, 실물자산 담보 금융 등 다양한 전략으로 포트폴리오 다각화를 추진하고 있다.

두 기관은 2020년에도 유럽 중견기업을 지원하기 위한 플랫폼을 공동 설립한 바 있다. 당시 출범한 베어링스 무바달라 엔터프라이즈(Barings Mubadala Enterprise)는 최대 35억 달러 규모의 자본을 제공하는 것이 목표였다.

이번 신규 파트너십은 글로벌 부동산 시장에서 차환 수요가 확대되고 사모 신용에 대한 관심이 커지는 상황에서 출범했다.

무바달라는 지역 내 부동산 투자에 관심을 가진 글로벌 기관투자가들과의 협력도 적극 강화하고 있다. 최근 열린 아부다비 파이낸스 위크에서 무바달라 실물자산 부문 CEO 할레드 알 마리(Khaled Al Marri)는 더 내셔널과의 인터뷰에서 운송 인프라 분야로 전략적 전환을 모색하고 있다고 밝혔다. 다만 규제와 우량 자산 부족이 제약요인이라고 덧붙였다.

이달에는 무바달라 캐피털(Mubadala Capital)과 아부다비 알다르 프로퍼티즈(Aldar Properties)가 함께 UAE·걸프 지역의 부동산 및 인프라 투자 기회를 글로벌 기관투자가들에게 연결하는 신규 운용 플랫폼을 설립했다.

이 플랫폼은 ADGM(Abu Dhabi Global Market)에 기반한 알다르 캐피털(Aldar Capital)을 통해 운영되며, 2026년 출시 예정인 첫 번째 펀드는 10억 달러 조성을 목표로 한다.

지난주에는 무바달라와 알파다비 홀딩(Alpha Dhabi Holding)의 합작법인이 미국 아폴로 글로벌 매니지먼트가 운용하던 유럽 직접대출 포트폴리오를 인수하며 신용 투자 역량을 확대했다.

또한 무바달라는 올해 8월 미국 에너지 시장에서의 첫 대규모 투자로 키메리지(Kimmeridge)의 SoTex HoldCo 지분을 확보하며 천연가스 분야에 진출했다.

1762년 설립된 베어링스는 공모채·자본 솔루션·실물자산 중심으로 사업을 운영하고 있으며, 북미·유럽·아시아태평양 지역에 2,000명 이상의 투자 전문가를 두고 있다. 지난해에는 중동 고객 수요 증가에 대응해 두바이 사무소를 열었다.

〈 Mubadala and Barings launch $500m global real estate debt partnership〉
https://www.thenationalnews.com/business/property/2025/12/15/mubadala-and-barings-launch-500m-global-real-estate-debt-partnership/

인도 연금 시장, 외국인 지분 100% 개방에 따른 산업 구조 재편 – 2025.12.18, Bloomberg

인도 의회는 보험사 및 연금 펀드 부문에 적용되던 기존 74%의 외국인 소유 지분 제한을 철폐하는 법안을 승인했다. 이번 조치는 1,770억 달러 규모의 인도 연금 시장에 글로벌 투자자들의 100% 지분 보유가 가능해지는 법적 토대를 마련했다.

인도 연금관리개발청(PFRDA) 의장인 Sivasubramanian Ramann은 이번 조치를 글로벌 투자자들의 관심을 끌어들이기 위한 전략적 '조력자'라고 정의했다. 규제 당국은 이미 과거부터 인도 연금 법인 투자에 대한 외국계 기관들의 피드백을 수렴해 왔으며, 이번 개방이 장기적인 투자 유입의 촉매제가 될 것으로 전망했다.

인도 규제 당국은 인구 대국의 저소득층을 위한 노후 자금 마련을 목표로 일련의 개혁 조치를 시행해 왔다. 이번 지분 개방 역시 광범위한 금융 개혁의 일환으로, 민간 부문의 효율성을 도입하여 보편적인 연금 혜택을 확대하려는 의도가 반영되었다.

외국인 투자자가 100% 지분을 확보하여 완전한 통제권을 갖게 될 경우, 인도 내 경영 전략 수립 및 포지셔닝에 있어 비약적인 유연성을 확보하게 되었다. 이는 급격한 경제 성장 속에서 금융 미래를 설계하려는 인도의 젊은 인구층을 공략하는 데 있어 핵심적인 경쟁 우위로 작용할 전망이다.

이번 연금 시장 개방은 최근 인도 은행권에 대한 외국인 투자 급증 및 글로벌 월스트리트 금융사들이 인도 기술 허브에 대한 의존도를 높이는 흐름과 궤를 같이한다. 이는 인도 금융 시장 전반이 글로벌 스탠다드에 맞춰 개방되고 있음을 입증했다.

인도의 이번 조치는 글로벌 자본에 대한 진입 장벽을 완전히 제거함으로써, 인도가 글로벌 금융 허브로 도약하려는 강력한 의지를 보여주었다. 이는 단순히 자본 유입을 넘어 선진 금융 기법의 도입과 연금 시스템의 질적 개선으로 이어지는 선순환 구조를 형성할 가능성이 높음을 시사한다.

〈 India Insurance Move Opens Pension Firms to 100% Foreign Holding 〉
https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-12-18/india-insurance-move-opens-pension-firms-to-100-foreign-holding

호주 연기금, AI 우려로 글로벌 주식 비중 축소 예정 – 2025.12.20, FT

호주 최대 연기금이 미국 증시에서 AI 열풍이 약화 조짐을 보인다는 판단에 따라 내년에 글로벌 주식 비중을 줄일 계획이다.

운용자산 4,000억 호주달러를 보유한 AustralianSuper의 존 노먼드(John Normand) 투자전략총괄은 파이낸셜타임스와의 인터뷰에서 미국 대형 기술주의 밸류에이션이 과거 대비 높을 뿐 아니라 AI 투자 재원을 마련하기 위해 사용되는 레버리지가 매우 가파르게 증가하고 있으며, 인수합병, 벤처캐피털 및 기업공개(IPO)를 통한 자금 조달 역시 빠르게 늘고 있다고 지적했다.

노먼드는 인터뷰에서 "AI 사이클이 성숙 단계에 접어드는 시점과 2027년 미 연준(Fed)의 긴축 전환이 맞물리면서, 내년 중 어느 시점에는 공모주식 비중을 축소할 필요가 있다고 보고 있다"고 전달했다.

이는 기술주 비중이 높은 나스닥 종합지수는 올해 약 19% 상승한 데 이어 지난 2년 동안 각각 약 43%, 29% 오르며 AI 설비투자 열풍이 일부 종목의 밸류에이션을 지속 불가능한 수준으로 끌어올렸다는 투자자들의 우려 제기 상황과 맞물려 있다.

반도체 기업 엔비디아는 트럼프 대통령의 해방의 날 관세 발표 이후 4월 저점 대비 두 배로 뛰었으며, 올해만 30% 이상 오르면서 주가수익비율(PER) 43배를 기록하고 있다. 구글 모회사 알파벳 역시 약 60% 급등해 30배 수준에서 거래되고 있다.

국제주가지수는 미국 주식, 특히 빅테크와 AI 관련 종목 비중이 크며, 미국의 매그니피센트 7 대형 기술주만으로도 MSCI 월드지수의 약 4분의 1을 차지한다.

AustralianSuper는 현재 기준으로 글로벌 주식에서 벤치마크 대비 3%포인트 높은 비중을 두고 있는 것이 가장 큰 초과배분 영역이다.

노먼드는 AI 관련 주식이 아직 거품 단계에 진입했다고 보지는 않지만, 10월 이후 해외 주식 비중을 다각화하기 위해 상장 인프라 기업 비중을 확대하고 있다고 밝혔다.

AI에 대한 경계심은 AustralianSuper만의 판단이 아니다. 영국의 여러 연기금 역시 미국 주식 비중이 소수의 초대형 기술주에 집중된 데 대해 우려하며 비중을 축소하고 있다. 일부는 지역 분산을 강화하거나 주가 하락 위험을 헤지하는 전략을 취하고 있다.

캐나다 최대 연기금 CPPIB의 존 그레이엄(John Graham) 최고경영자도 최근 FT와의 인터뷰에서 미국 주식시장의 편중 리스크를 우려한다며, 7,775억 캐나다달러 규모의 미국 자산 배분에서 AI에 대해 의도적으로 언더웨이트(underweight)하고 있다고 말했다.

노먼드는 2026년을 바라보며, 최근 몇 년간 금리 급등으로 거래 규모가 줄고 투자자 배당금도 감소해 자금 유입이 위축된 사모펀드(PE) 분야 비중을 다시 확대할 계획이라고 밝혔다.

그는 "2026년 말까지는 사모펀드가 공모주식보다 더 높은 성과를 낼 것으로 보이며, 이는 큰 변화가 될 것"이라고 말했다.

시장조사기관 프레킨(Preqin)에 따르면 6월까지 12개월 동안 전 세계 사모펀드 조달액은 592억 달러로 7년 만에 최저 수준을 기록했다.

노먼드는 또 채권시장에도 "기저 취약성"이 존재한다고 진단했다. 현재 투자자들이 2027년 연준의 금리 인상 폭을 0.25%포인트로만 반영하고 있으나, 역사적으로는 통화 완화 사이클 이후 첫해에 연준이 그보다 큰 폭으로 금리를 올리는 사례가 많았다는 것이다.

그는 "이런 재평가가 일어나면 비싼 자산이 가장 큰 영향을 받을 것"이라고 말했다. 이어 "고평가된 자산은 대체로 기술 섹터와 AI 테마에 집중돼 있다"며, "이것이 이야기의 끝이라는 뜻은 아니지만, 우리가 관리해야 할 리스크가 존재한다는 의미"라고 강조했다.

〈Australia's biggest pension fund to cut global stocks allocation on AI concerns〉
https://www.ft.com/content/4be26ef3-3f06-44c0-8878-60370336581c

Part II

Fed/Issue Watcher

미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.

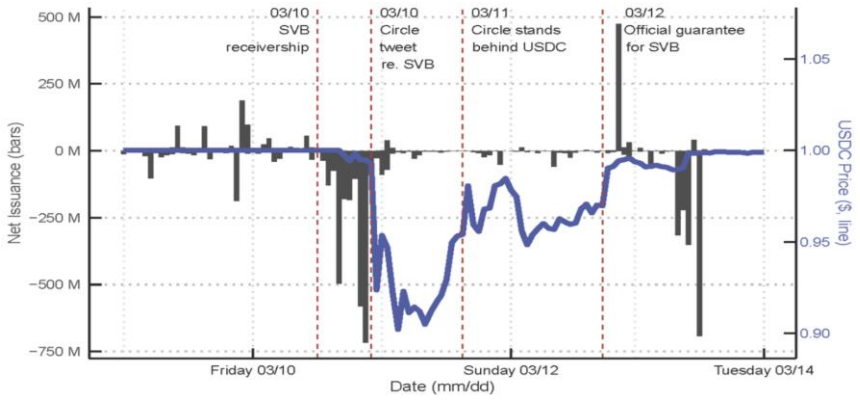
뱅크런의 이면: SVB 사태의 교훈과 스테이블코인

** FEDS Notes의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 FEDS Notes에 있습니다.*

전통 금융권의 뱅크런 사태는 가상자산 시장 전반의 가격 하락을 유도하였다. 스테이블코인의 준비자산 접근성이 낮아지고 상환 기능을 마비시키기 때문이다. 특히 디파이 생태계 내 설계된 스마트 컨트랙트는 자산 간 리스크를 기계적으로 연결해 전염을 증폭시켰다. 고품질 담보자산을 보유한 스테이블 코인도 전통 시스템과의 접점에서 발생하는 유동성 리스크를 완전히 해소하기는 어렵다. 이에 향후 양방향 간 통합 확대에 따른 전염 리스크에 면밀한 관리가 요구된다.

- 2023년 3월 10일 발생한 실리콘밸리은행(SVB)의 법정관리 돌입은 USDC 발행사인 Circle이 해당 은행에 약 33억 달러의 비보험 예금을 보유하고 있음을 공표하며 시장에 직접적인 충격을 가했다.
- 특히 당시 Circle의 자본 총계는 SVB 내 예치 자산의 약 10분의 1 수준인 3.4억 달러에 불과했으며, 이는 발행사의 실질적인 지급 능력(Solvency)에 대한 시장의 의구심을 증폭시키는 결과를 초래했다.
- 분석에 따르면 SVB 법정관리 발표 직후부터 Circle의 공식 발표 이전 시점까지 이미 대규모 USDC 상환 요청이 집중되는 양상을 경험했다.
- 특히 주말 동안 미국 은행 시스템의 영업 시간 제한으로 인해 발행 시장의 업무가 중단되자 유동성 공급이 단절되었으며, 이는 2차 시장의 매도 압력을 극대화하여 USDC 가격이 86센트까지 급락하는 디페깅(Depegging)을 유발했다.

그림1 USDC Primary Market Net Issuance and Secondary Market Price

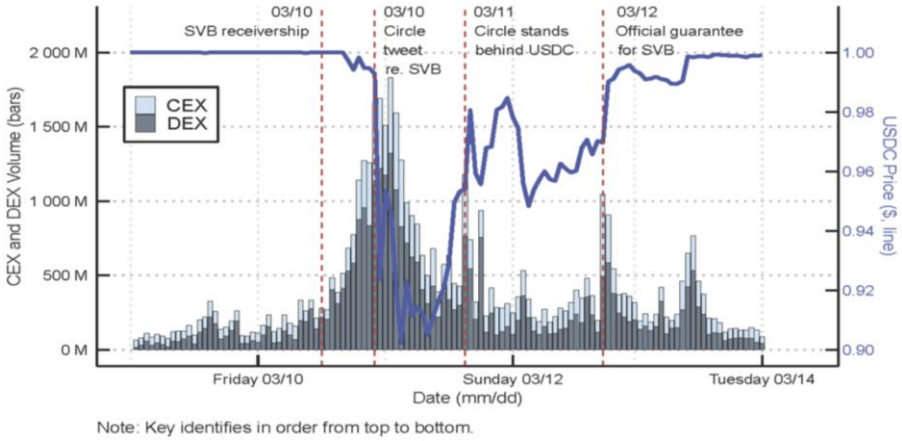


자료: FEDS Notes, LS증권 리서치센터

- 위기 기간 중 USDC의 거래 활동은 중앙화 거래소(CEX)보다 탈중앙화 거래소(DEX)에 집중되는 경향을 보였다.

- 3월 11일 USDC의 시간당 거래량은 약 20억 달러에 육박했으며, 발행 시장을 통한 직접 상환이 차단된 상황에서 투자자들이 자산 탈출을 위한 주요 유동성 통로로 DEX를 활용했음이 데이터로 확인된다.

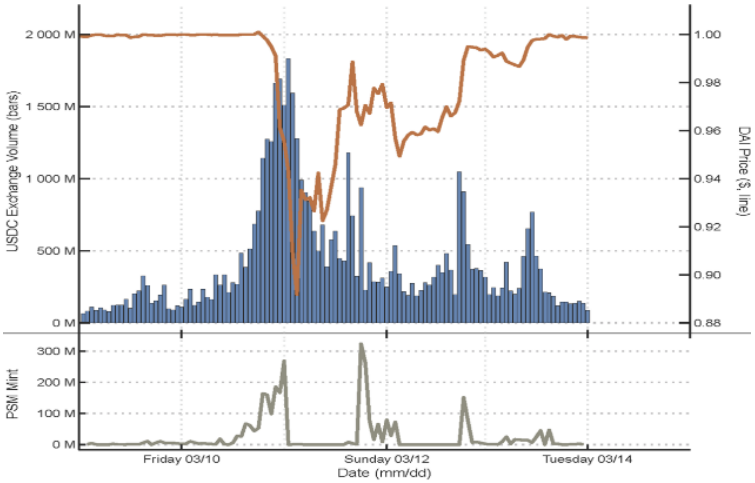
그림2 USDC trading volume on centralized and decentralized exchanges



자료: FEDS Notes, LS증권 리서치센터

- SVB에 직접 노출되지 않았던 스테이블코인 Dai는 USDC와 1:1 교환을 지원하는 'PSM'이라는 스마트 컨트랙트 기반 시스템을 통해 위험에 노출되었다.

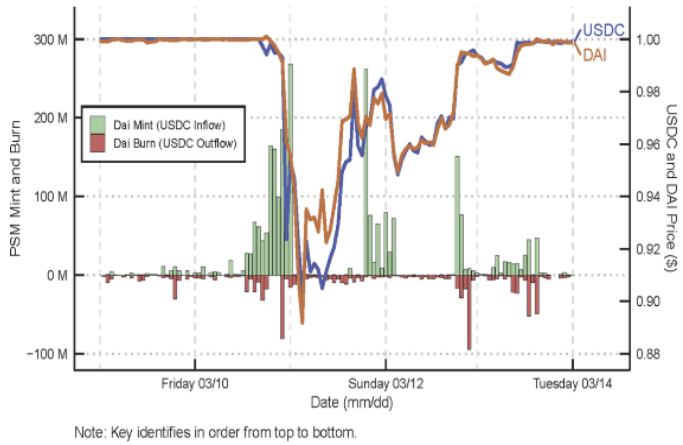
그림3 PSM activity and Dai price



자료: FEDS Notes, LS증권 리서치센터

- USDC 보유자들이 가치 하락을 회피하기 위해 PSM을 '탈출구(Escape Valve)'로 활용하여 Dai를 발행(Minting)함에 따라, Dai의 가격 또한 USDC의 하락분과 동조화되어 동반 하락했다.

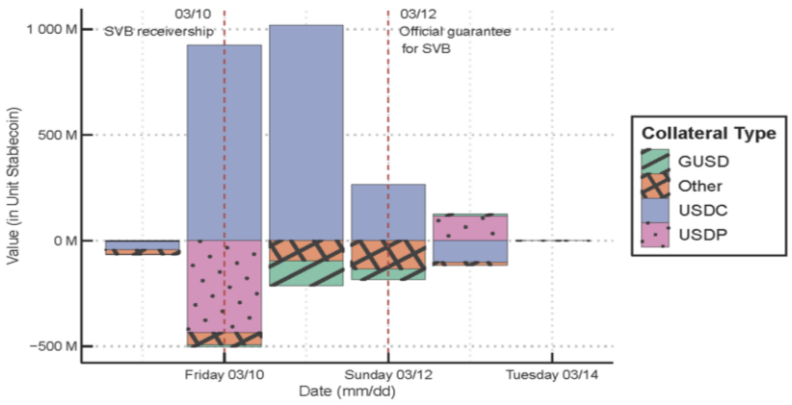
그림4 PSM activity, dollar price for USDC and Dai



자료: FEDS Notes, LS증권 리서치센터

- 위기 기간 중 Dai의 담보 구조는 급격한 리밸런싱을 겪으며 악화되었다.
- 이더리움(ETH) 등 기존 우량 과담보 자산 비중은 축소된 반면, 디페깅이 발생한 USDC가 PSM을 통해 대거 유입(일일 한도 9.5억 달러 도달)되며 담보의 질이 저하되었다.
- 이는 스마트 컨트랙트 기반 시스템이 스트레스 상황에서 부실 자산을 기계적으로 흡수하여 전체 건전성을 훼손할 수 있다는 구조적 취약성을 시사한다.

그림5 Dai primary market activity (PSM vs non-PSM)

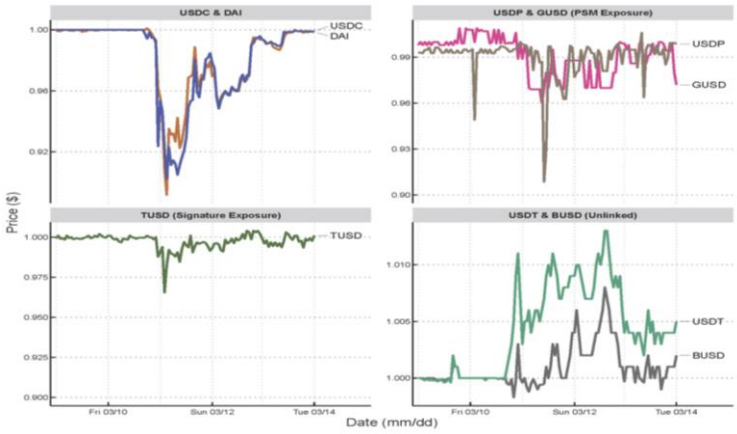


자료: FEDS Notes, LS증권 리서치센터

- 전염 효과는 USDC와 Dai를 넘어 USDP(Paxos), GUSD(Gemini) 등 소형 스테이블코인까지 확대되었다.

- 투자자들이 가치가 하락한 Dai를 저가 매수하여 PSM을 통해 USDP나 GUSD로 교환함에 따라, USDP는 91센트, GUSD는 96센트까지 하락하는 등 2차 시장의 가격 불안정이 연쇄적으로 발생했다.
- 특히 USDP는 전체 발행량의 절반 이상이 상환되는 극심한 유동성 유출을 경험했다.

그림6 Stablecoin Prices (USDC, DAI, USDP, GUSD, TUSD, USDT, and BUSD)



자료: FEDS Notes, LS증권 리서치센터

- 시장 전반의 혼란 속에서도 리스크 노출 정도가 낮았던 USDT(Tether)와 BUSD(Binance USD)는 오히려 1달러를 상회하는 프리미엄에 거래되는 '안전 자산으로의 도피(Flight-to-Safety)' 현상을 보였다.
- 이는 스테이블코인 시장 내에서도 담보 구성 및 발행사의 리스크 노출 정도에 따라 투자자의 신뢰가 뚜렷하게 차별화됨을 시사한다.
- 전통 은행 시스템의 부실이 스테이블코인의 페깅을 무너뜨리는 경로뿐만 아니라, 역으로 가상자산 시장의 위기가 전통 금융으로 환류될 수 있는 가능성이 확인되었다.
- 만약 미 당국의 예금자 보호 조치가 부재했다면, 발행사는 상환 재원 마련을 위해 보유 중인 미 국채를 급매(Fire-sale)해야 했을 것이며, 이는 국채 시장의 유동성 충격을 유발하여 금융 시스템 전반의 불안을 가중시켰을 가능성이 높음을 시사한다.

〈 In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins 〉
By Chuan Du, Ria Sonawane, and Cy Watsky, 2025.12.17
https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/in-the-shadow-of-bank-run-lessons-from-the-silicon-valley-bank-failure-and-its-impact-on-stablecoins-20251217.html

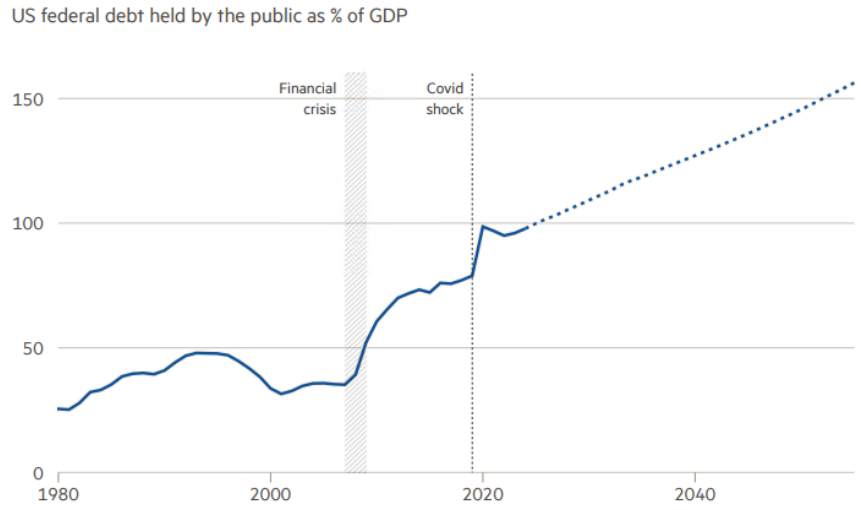
국가 부채, 임계점에 도달했는가?

** Financial Times의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 Financial Times에 있습니다.*

선진국의 국가부채가 저성장·고금리 고착화로 한계치에 도달해 가는 중이며, 과거와 달리 인플레이션과 금융 제재를 통한 부채 탕감 기제가 작동하기 어려운 상태이다. 고령화 및 지정학 리스크에 따른 재정 부담은 지속적으로 가중되고 있으며, AI의 생산성 개선 효과도 부채 증가 추세를 반전시키기엔 역부족이다. 일련의 이유로 본 칼럼은 국가부채를 글로벌 금융 위기와 정치적 불안정 촉발 요소임을 재차 강조하고 있다.

- 선진국들의 국가부채는 이제 근본적으로 관리 불가능한 수준에 도달했는가? 이 질문은 결코 과장이 아니다.
- 최근의 부채 지표들은 전쟁 시기에 부채를 늘리고 평시에 이를 상환하던 전통적인 공공재정 패러다임에서 우리가 얼마나 멀어졌는지를 극명하게 보여준다.
- 먼저 미국을 살펴보자. 세계 최대 경제국인 미국의 GDP 대비 부채 비율은 1946년 106%에서 1990~91년 21.6%까지 하락했으나, 이후 금융위기와 코로나19 팬데믹 등을 거치며 다시 100% 수준으로 급등했다.
- 당혹스러운 사실은 미국을 비롯한 주요국들의 경제성장률이 전후 수십 년간에 비해 낮아진 반면, 금리는 높아지고 재정 적자 폭은 확대되었다는 점이다.
- 미 의회예산처(CBO)는 2055년까지 부채 비율이 지속 불가능한 수준인 156%까지 상승할 것으로 전망하고 있으며, 이는 글로벌 금융 시장의 핵심 앵커(Anchor)인 미 국채의 역할을 위협할 수 있다.
- 유럽 상황도 마찬가지다. IMF는 정책 변화가 없을 경우 향후 15년 내에 평균적인 국가들의 공공부채가 두 배로 늘어날 것이라 경고했다.
- 이는 조달 비용 상승, 성장률 저하, 금융 불안정으로 이어져 미래 세대에게 감내하기 어려운 부담이 될 것이다.
- 물론 부채 비율을 낮추는 전통적인 방법들은 존재한다. 이자 비용 제외 전 수지인 기초재정수지(Primary Balance) 흑자 달성은 필수적인 정책 수단이다.
- 세수 증대와 경기 부양적 지출 감소를 유도하는 경제 성장도 당연히 도움이 된다.
- 또한, 실질 금리를 성장률보다 낮게 유지하는 것은 강력한 부채 감축 기제다.
- 인플레이션을 통한 비공식적 디폴트(Informal Default)나, 정부가 투자자들에게 시장 금리보다 낮은 가격으로 국채매입을 강요하는 금융 억압정책도 중요한 역할을 한다.

그림7 US public debt is on course to reach record levels



자료: FT, LS증권 리서치센터

- 전후 영국의 사례는 이러한 요인들이 어떻게 상호작용하는지 보여준다.
- 영국의 GDP 대비 부채 비율은 1946년 250% 이상에서 30년 후 42%까지 떨어졌다.
- 배리 아이켄그린과 루이 에스테베스의 연구에 따르면, 영국은 당시 노동당 정부의 방대한 복지 확대 정책에도 불구하고 지속적으로 대규모 기초재정수지 흑자를 기록했다.
- 그러나 부채 감축에 가장 크게 기여한 것은 인플레이션으로, 해당 기간 부채 조정의 80% 이상을 차지했다.
- 1955년부터는 재정 준칙과 경제 성장이 주된 역할을 했다.
- 1975년 소비자물가 상승률이 24%에 달했음에도 불구하고, 금리가 급등하면서 인플레이션의 기여도가 상쇄되었기 때문이다.
- 이러한 극적인 부채 감축의 이면에는 소득을 둘러싼 분쟁이 자리 잡고 있다.
- 즉, 금리 생활자(Rentier)의 희생을 강요할 것인지, 노동자의 고혈을 짤 것인지, 혹은 기업가에게 징벌적 과세를 할 것인지에 대한 정치적 갈등이다.
- 오늘날의 금리 생활자에는 수백만 명의 연금 가입자가 포함되어 있어 이러한 구분은 더욱 복잡해졌다.
- 현재의 갈등은 인구 고령화에 따른 연금, 의료비 지출 압박으로 더욱 심화되고 있다. 여기에 지정학적 갈등과 기후 변화 대응 비용까지 추가되는 상황이다.

- 인공지능(AI)을 통한 생산성 증대가 구원투수가 될 수 있을까?
- 도이치뱅크 리서치 연구소는 AI가 연간 생산성을 0.5~0.7%p 끌어올릴 수 있다고 추정하지만, 이는 부채의 상승 속도를 늦출 뿐 추세를 반전시키기에는 역부족이라고 결론지었다.
- 성장이 점점 더 부채에 의존하는 환경에서 정치적 양극화와 포퓰리즘은 지출 확대와 감세라는 상충하는 요구를 만들어낸다.
- 한편, 중앙은행들은 시장 급락 시 안전망을 제공하면서도 시장의 과열을 억제하지 못하는 경향을 보이며 부채의 '톱니 효과(Ratchet Effect)'를 키웠다.
- 또한 물가안정목표제로 인해 인플레이션을 통한 부채 탕감도 어려워졌다.
- 인플레이션이 부채 감축으로 이어지려면 금리 상승에 의해 상쇄되지 않는 '예상치 못한 인플레이션'이어야 하는데, 이는 결국 중앙은행의 정책 실패나 정치적 외압에 의한 부채 화폐화(Monetization)에 의존해야 함을 의미한다.
- 정교해진 금융 환경에서 자본 통제가 수반되어야 하는 금융 억압 정책 역시 실효성을 거두기 어렵다.
- 결론적으로 부채 조정의 열쇠는 정치적 의지가 아닌, 가혹한 채권 시장의 규율(Bond Market Discipline) 이 쥐게 될 것이다.
- 이는 머지않아 금융 위기와 정치적 불안정으로 귀결될 가능성이 높다.
- 스웨덴 경제학자 안데르스 오슬룬드는 현 상황이 1929년 대공황 직전과 유사하다고 경고한다.
- 그의 견해가 극단적이라 할지라도, 현 상황이 좋게 끝나기 어렵다는 점에는 동의하지 않기 어렵다.

〈 Have we reached a tipping point on public debt? 〉
By John Plender, 2025.12.20
https://www.ft.com/content/bee3d60f-adfd-49d2-9e82-a7e35ecf867a

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최광혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

Vol 317 2025. 12. 15(월) ~ 2025. 12. 22(월)

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.