iM증권 리서치본부 투자전략부

[경제/외환]

트럼프 2기 2년차 이슈와 리스크

iM증권

2026.1.5

In-Depth Report

[경제/외환]
박상현 2122-9196
shpark@imfnsec.com

Summary : 트럼프 2기 2년차 이슈와 리스크(1)

- 26년 글로벌 경제와 금융시장은 K 사이클로 대변되는 양극화 현상 심화 속에서도 AI 투자 붐과 미 연준의 완화적 통화정책 기조에 힘입어 성장 흐름을 이어가는 동시에 주요 자산가격도 랠리를 이어갈 것으로 예상함. 이는 미국 경제와 금융시장의 예외주의 현상을 뒷받침하겠지만 한편으로는 미국 경제 예외주의 현상이 흔들릴 수 있는 이슈와 리스크도 잠재해 있음을 주목해야 함. 특히, 집권 2기 2년차에 접어드는 트럼프 대통령은 이전 트럼프 1기 2년차와 유사하게 예상치 못한 리스크에 직면할 수 있음

- 당장 관세 정책 혼란에 따른 레임덕 현상에 직면할 수 있음. 미국 연방 대법원에서 트럼프 행정부의 관세정책에 대해 위법 판결을 내릴 경우 미국 금융시장이 단기 변동성 리스크에 직면하게 될 것임. 관세 위법 판결 시에도 트럼프 행정부가 또 다른 관세 조치를 시행할 것으로 예상되지만 단기 혼란은 피하기 어려움. 무엇보다 관세 환급 논란은 미국 재정 우려를 재차 증폭시켜 국채 금리 불안과 달러 약세 압력을 높일 것임. 미 연준의 금리인하 사이클에도 불구하고 장기 국채금리가 하방 경직 현상을 보이고 있는 상황에서 관세 환급 논란이 장기 국채금리 급등으로 이어질 경우 경기와 금융시장에 부담을 줄 것임

- 더욱이 관세 정책의 혼란은 가뜩이나 생활물가 등으로 지지율 하락에 직면해 있는 트럼프 대통령의 지지율 하락으로 이어지면서 레임덕 현상 가속화와 중간선거 패배 확률을 높일 것임

- 다만, 관세 위법 판결 시 비미국 경제와 금융시장에는 단기 호재로 작용할 것으로 예상됨. 일시적이겠지만 고율관세 폐지가 미국내 수입 수요 급증으로 이어질 수 있고 관세 환급이 비미국 기업들에게는 긍정적 영향을 미칠 수 있기 때문임. 또한 달러화 약세 가능성도 비미국 금융시장에는 호재 역할을 할 것임

- 26년 글로벌 경제와 금융시장이 주목해야 할 이슈로 미 연준의 금리정책을 들 수 있음. 26년 미 연준의 금리인하 횟수가 1~2차례에 그칠 것으로 예상되고 있지만 중간선거를 앞두고 있는 트럼프 대통령 입장과 연준의장 교체 등을 고려하면 금리인하 횟수 혹은 금리인하 폭이 확대될 여지가 있다는 판단임. 미국 경제도 K 사이클(양극화 현상)이 심화되면서 중하위 계층을 중심으로 한 소비여력 등이 급격히 약화되고 있음. 따라서 트럼프 대통령은 미 연준에게 더욱 적극적인 금리인하를 요구할 공산이 높음. 특히 차기 연준의장이 친트럼프 인사가 될 공산이 높다는 점은 올해 미 연준의 통화정책 기조가 예상보다 더욱 완화적일 수 있음을 의미함

- 금리인하 폭 확대와 더불어 장기 국채금리 안정을 위해 현재 미 연준이 실시하고 있는 지급준비금 관리매입 프로그램이 확대될 가능성도 잠재해 있음. 소위 양적완화 정책이 재개될 수도 있다는 판단임

- 미국은 물론 여타 주요국 역시 장기 국채금리 안정을 위해 정책이 추진될 수도 있음. 재정 리스크 등으로 장기 국채금리의 추가 상승 시 초래될 수 있는 금리발작 현상을 방어하기 위한 차원에서 장기 국채금리 안정을 위한 금융억압 정책이 가시화될 여지가 충분함

Summary : 트럼프 2기 2년차 이슈와 리스크(2)

- 주식시장 등 자산시장은 강력한 AI 투자 사이클 지속에 힘입은 랠리를 지속하겠지만 버블론 목소리도 만만치 않을 것임. 특히, 26년 하반기에는 AI 사이클의 수익성과 이에 따른 부채 리스크가 본격적인 시험대에 오를 것임. 다만, 당사는 AI 사이클에 긍정적 시각을 유지함. 일부 AI 기업들의 부채 리스크가 잠재해 있지만 우려할 단계는 아니라는 판단임. 우선, 미 연준의 완화적 통화정책 기조가 유지될 공산이 높고 AI 혹은 빅테크 기업들의 부채 상환 능력이라고 할 수 있는 현금 창출능력이 양호하기 때문임. 특히, 미국 AI 기업을 포함한 빅테크 기업들이 글로벌 플랫폼 경제를 장악하고 있는 현실은 이들 기업들의 현금 창출 능력을 대변함

- 트럼프 행정부의 경제안보 전략 강화 역시 AI 사이클의 지속 가능성을 높여주고 있음. 대표적으로 트럼프 행정부는 제2의 맨해튼 프로젝트로 알려지고 있는 '제네시스 미션'을 올해 본격적으로 추진할 계획임. 국가 주도하의 '민관 합작 모델'로 평가되는 제네시스 미션은 AI 산업 육성을 토대로 미국의 안보를 강화시키려는 경제안보 전략의 일환임. 동시에 미국 주도의 신공급망을 구축하기 위한 포석임. 따라서 국가 주도로 AI 투자사이클이 추진되고 육성될 것이라는 점에서 AI 버블론이 당장 현실화될 가능성은 크지 않음

- 한편으로 AI 사이클과 유동성 확대로 인한 칩플레이션(Chipflation: 반도체 가격 상승이 주요 원인이 되어 노트북, 스마트폰 등 다양한 전자기기 제품의 가격까지 오르는 현상)은 경계해야 할 리스크임. 이미 AI 투자 붐으로 반도체 가격이 이례적으로 급등하고 있으며 일부 원자재 가격 역시 들썩이고 있음. 여기에 유동성 확대로 인한 자산가격 상승 역시 물가에 부담을 주고 있음. 상반기 물가 리스크가 현실화될 가능성은 크지 않지만 AI 투자 사이클발 칩플레이션(Chipflation)이 하반기 중 일부 현실화될 위험은 잠재해 있음

- 26년 국내 주식시장도 반도체 중심의 강한 랠리를 예상하지만 K 사이클, 즉 다양한 양극화 현상 해소 여부가 중요 변수임

- 25년 글로벌 경제와 금융시장 특징을 반전이라는 단어로 요약할 수 있듯이 26년 글로벌 경제와 금융시장에도 반전의 키워드를 내포하고 있음. 즉, 25년 글로벌 경제와 금융시장이 관세 리스크 반전 속에 '우려보다 풍요'를 즐겼지만 26년 글로벌 경제와 금융시장은 AI 패러다임 변화 속 '풍요와 위험(=리스크)이 공존' 하는 국면을 통과할 수 있음을 명심해야 함

트럼프 1기 1~2년 차 당시와 2기 주요 지표 비교(1)

- 트럼프 1기 2년차(18년) 당시 중간선거를 앞두고 금융시장 변동성 확대. 26년 물가 및 금리 리스크와 관련된 트럼프 행정부 정책이 달러 환율에도 큰 영향을 미칠 듯

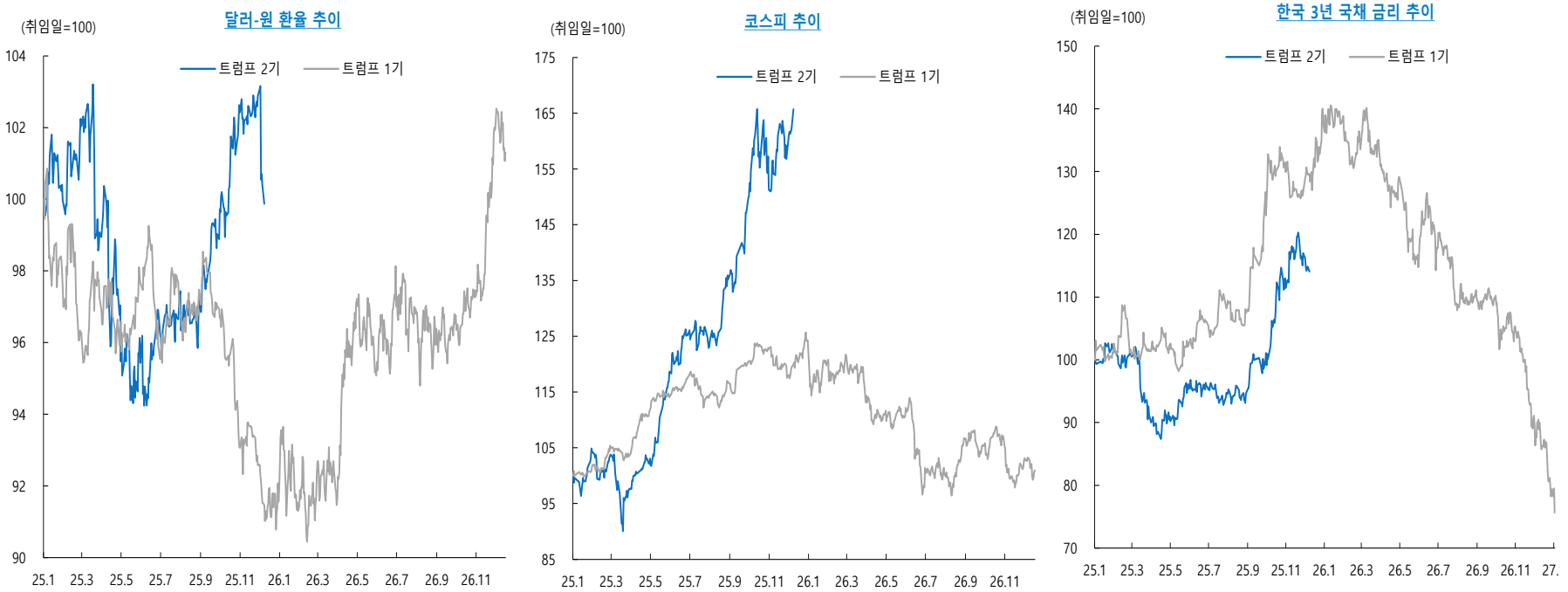
<그림1> 달러화, 주가 및 국채금리가 트럼프 1기 1~2년차 흐름을 답습할 것인지 주목됨

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

트럼프 1기 1~2년 차 당시와 2기 주요 지표 비교(2)

- 트럼프 1기 1~2년차(17~18년) 당시와는 차별화되고 있는 국내 증시와 환율
- 트럼프 1기 당시에는 18년부터 반도체 사이클 둔화와 미-중 무역갈등이 격화되었지만 현재 반도체 슈퍼 사이클이 진행 중이며 국내 경제와 금융시장에 중국 리스크가 크게 줄어듦

<그림2> 트럼프 1기 1~2년차 당시와 차별화되고 있는 국내 코스피 지수, 달러-원 환율 및 국채 금리

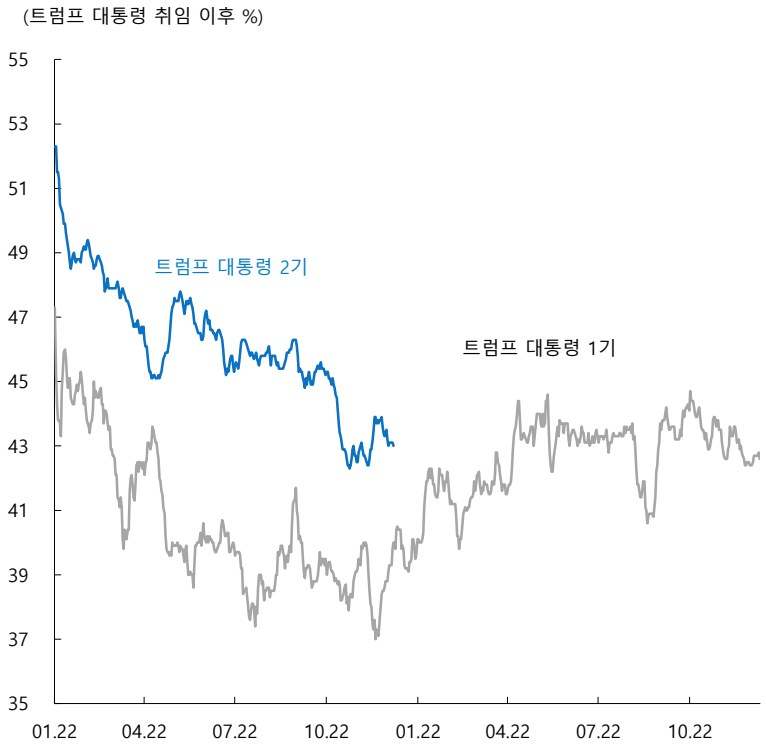


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

지지율 하락 속에 중간 선거를 앞두고 있는 트럼프 대통령

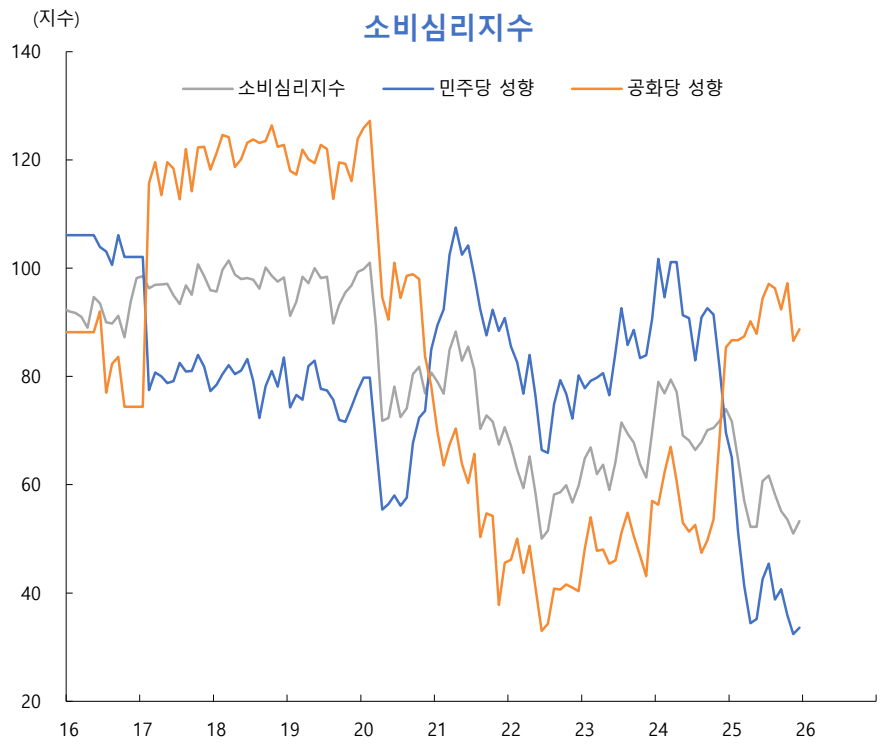
– 집권 1기 당시 2년차(18년) 보다 상대적으로 더욱 어려운 집권 2기 2년차(26년)가 될 수 있음

<그림3> 불안한 추세를 보이고 있는 트럼프 대통령 지지율



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림4> 공화당 성향의 소비자들의 소비심리도 둔화되고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

연방 법원에서 관세 위헌 판결이 난다면 트럼프 대통령 레임덕 현상이 심화될 수 있음

- 관세 위법 판결 시 일시적으로 관세정책 혼란과 관세 환급 등으로 미국 재정 리스크가 확산되면서 국채 금리 불안과 달러 약세 압력을 높일 수 있음
- 관세 위법 판결 시 미국 경제와 금융시장에는 단기 악재, 비미국 경제와 금융시장에는 단기 호재로 작용할 것으로 예상

<그림5> 관세에 대한 대법원 판사 성향

성명	임명 연도	임명 대통령	이념 성향	트럼프 관세(IEEPA, 국제비상경제권한법) 관련 태도
존 로버츠 (John G. Roberts)	2005	조지 W. 부시	보수 (온건)	의문제기 → 대통령 권한 남용 우려 표명
클래런스 토머스 (Clarence Thomas)	1991	조지 H.W.부시	강경 보수	지원 가능성 → 행정부 권한 확대 지지 성향
샤무엘 얼리토 (Samuel Alito)	2006	조지 W. 부시	강경 보수	지원 가능성 → 국가 안보 및 향정권 강조
소니아 소토마요르 (Sonia Sotomayor)	2009	버락 오바마	진보	명확 반대 → 과세권은 의회 소관 주장
엘레나 케이건 (Elena Kagan)	2010	버락 오바마	진보	명확 반대 → IEEPA 남용 비판
닐 고서치 (Neil Gorsuch)	2017	도널드 트럼프	보수	의문제기 → 법률 해석 엄격주의, 행정권 제한 성향
브렛 캐버노 (Brett Kavanaugh)	2018	도널드 트럼프	보수	의문제기 → 절차적 정당성 강조, IEEPA 적용 범위에 회의적
에이미 코니 베럿 (amy Coney Barret)	2020	도널드 트럼프	강경 보수	테도 불명확 → 아직 공개 의견 없음. 성향 고려 시 지원 가능성
카트린지 잭슨 (Ketanji Brown Jackson)	2022	조 바이든	진보	명확 반대 → 의회 입법권 존중 입장

자료 : 전병서 블로그 참조

<그림6> 관세 위법 판결 시 예상되는 시나리오(국제금융센터 자료 참고)

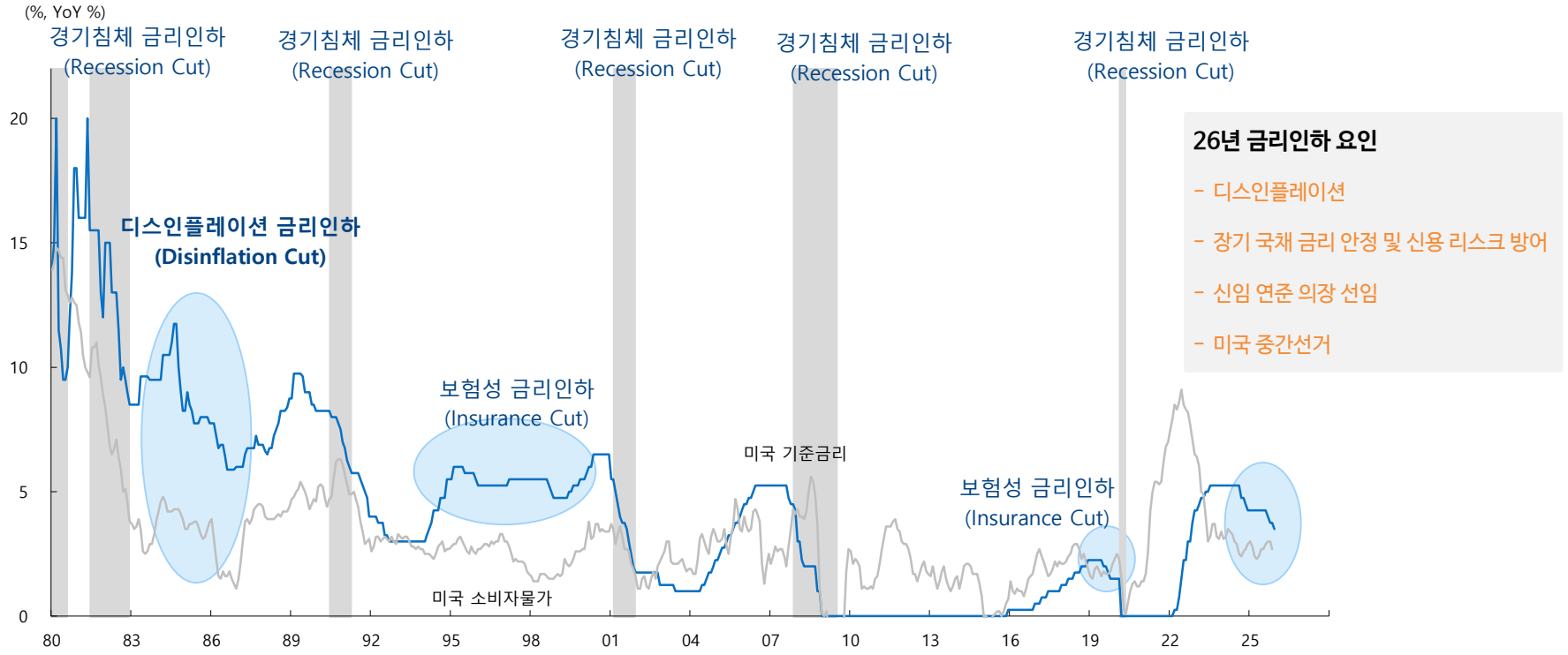
시나리오	영향
절반대체 + 환급발생	- 연간 약 750억 달러의 세수 감소와 약 1,500억 달러 규모의 일회성 환급 부담이 중첩 → FY2026에 약 2,250억 달러의 추가 차입이 필요: 재정부담이 가장 큰 시나리오
절반 대체 + 환급 미발생	- 연간 약 750억 달러의 세수 감소가 발생 → 재정부담이 중장기적으로 누적
완전 대체 + 환급 발생	- 약 1,500억 달러의 일회성 환급이 발생 → 재정 부담이 단기적으로 높아지나 중장기적으로 제한적
완전 대체 + 환급 미발생	- 관세 세수의 연속성이 유지되면서 연방 재정에 미치는 영향은 미미 → 재정 부담이 가장 제한적

자료 : 국제금융센터, iM증권 리서치본부
주: 절반 대체 : 국제비상경제권한법(IEEPA) 관세가 기존대비 절반 수준

26년 미 연준 금리인하 폭은?

- 물가와 고용을 감안하면 추가 금리인하를 단행할 공산이 크지만 추가 금리인하 폭은 사실상 제한적
- 그러나 차기 연준의장 성향 및 트럼프 대통령 압박 등을 고려하면 금리인하 폭을 예단하기 어려움: 최대 1% 추가 금리인하 가능성은 열려 있음
- 금리인하 폭 확대는 물론 지급준비금 관리 프로그램(RMP) 확대 가능성도 잠재

<그림7> 미 연준의 이번 금리인하 배경에는 복합적 요인들이 작용할 것임

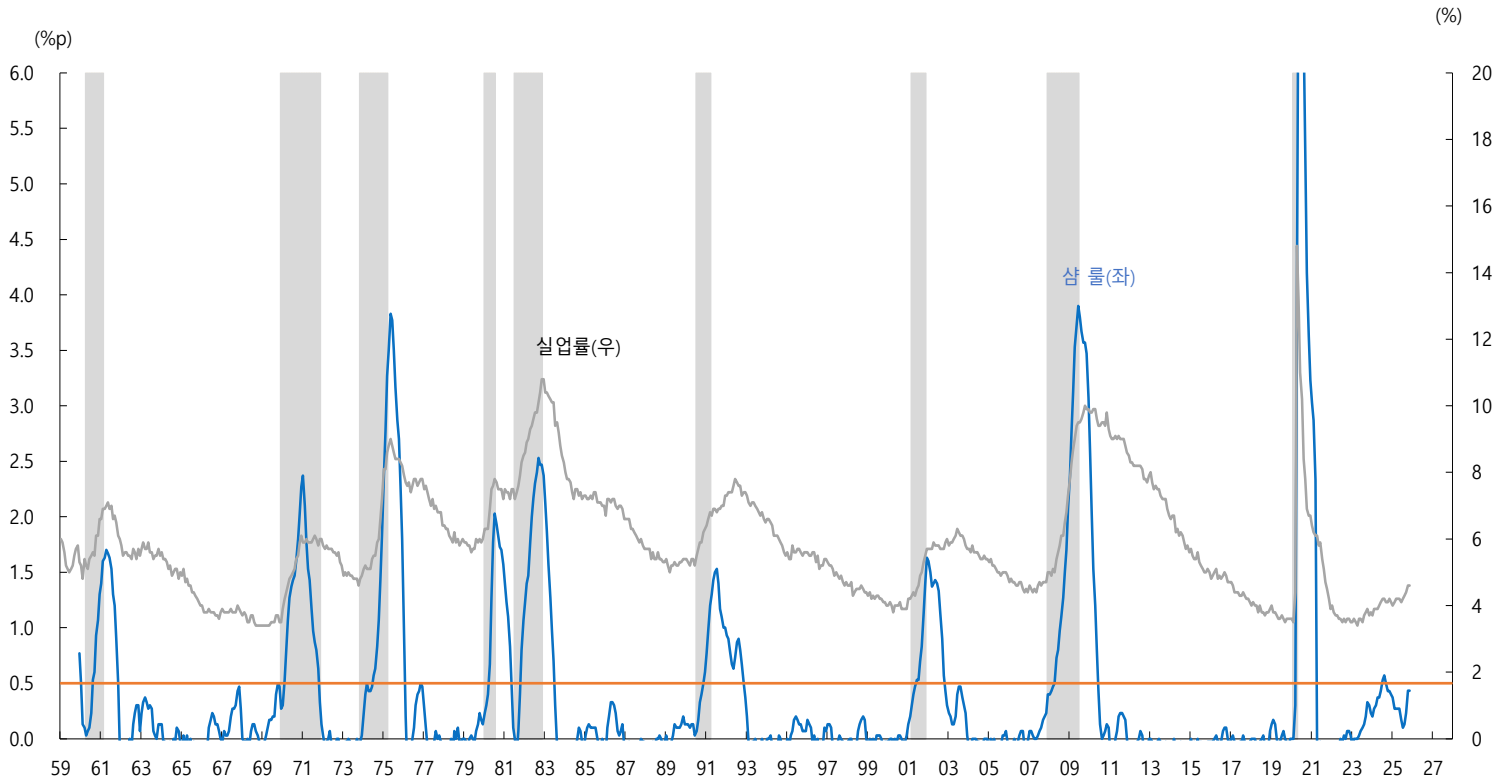


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

26년 트럼프 대통령의 금리인하 압박은 더욱 거세질 공산이 높음

- 생활 물가가 제대로 잡히지 않고 있는 가운데 고용시장마저 둔화된다면 트럼프 대통령의 지지율은 더욱 하락할 것임
- 고용지표가 다소 왜곡된 점이 있지만 샴룰에 따르면 미국 경기는 둔화 국면

<그림8> 샴룰 추이: 실업률 상승으로 경기 둔화 혹은 경기침체 리스크가 재차 부각될 수 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

중하위 계층 유권자를 달래기 위해서도 금리인하가 필요

<표1> 소득 분위별 자산구성 비중

자산 종류	상위 0.1%	상위 1%	상위 10%	중산층(50~90%)	하위 50%
부동산	8.4	15.0	23.3	38.6	47.8
내구재 (자동차 및 가전 등)	2.9	1.4	2.8	6.1	19.7
기업주식 및 뮤추얼펀드	52.1	45.3	29.4	10.2	5.3
확정 급여형 연금(DB)	1.3	3.1	10.6	16.0	4.7
확정 기여형 연금 (DC, 401K)	0.9	5.3	10.4	10.3	7.1
비상장 사업체	18.3	13.2	7.6	3.8	1.7
기타 자산	16.2	15.7	15.9	15.0	13.7

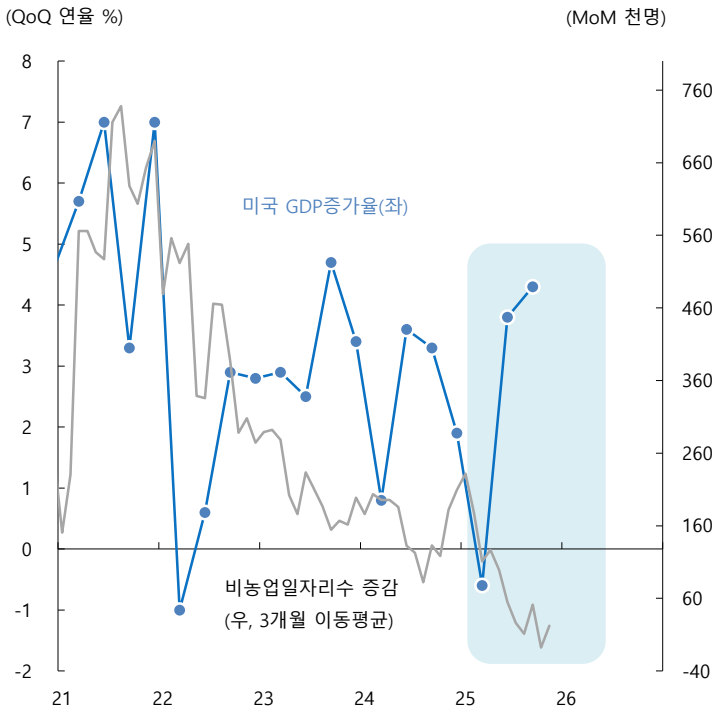
저소득 유권자를 달래기 위해서도 금리인하 필요

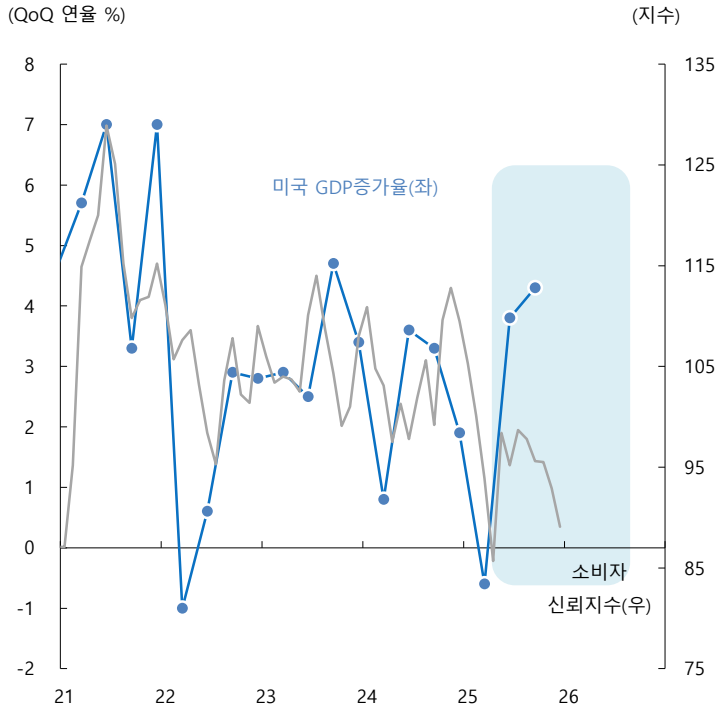
자료 : FRB, iM증권 리서치본부

미국 경제, 풍요 속 빈곤

- 미국 경제내 양극화, 소위 K사이클의 그림자는 더욱 짙어지고 있음
- 미국 경제 예외주의 현상이 지속되고 있지만 막상 소비자들은 생활물가 상승과 고용 둔화로 미국 경제 예외주의 현상에서 소외되면서 미국 경제내 양극화(=K 사이클) 현상이 더욱 심화되고 있음

<그림9> 양호한 성장 속에 양극화 현상은 더욱 두드러지고 있음



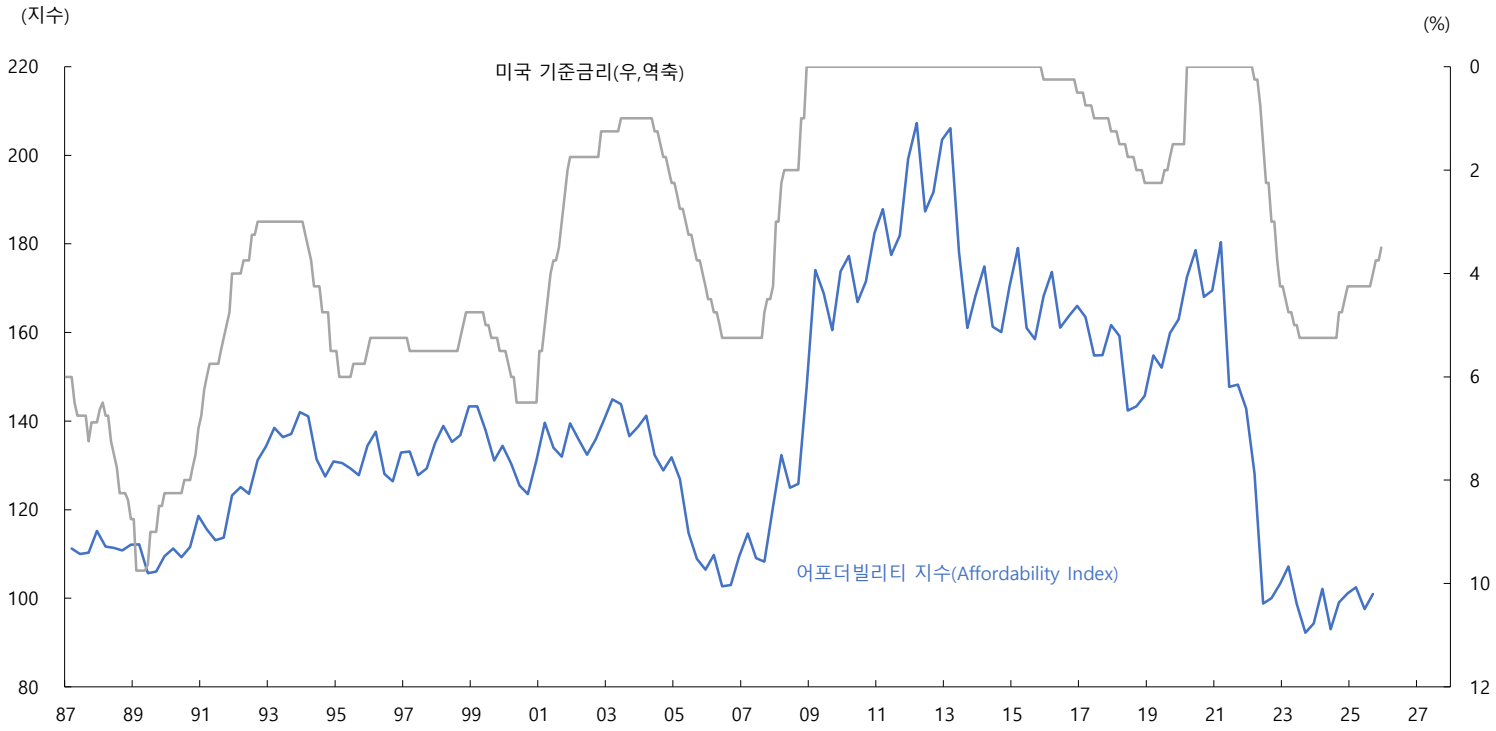


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

어포더빌리티 위기: 바보야, 문제는 경제(=생활물가) 야!

- 어포더빌리티 지수(Affordability Index)는 소득 대비 주택, 식료품, 의료 등 필수 생활비의 감당 가능성을 나타내는 지표로, 단순 물가 상승률(CPI)과는 달리 실질적인 가계의 구매력과 생활 수준을 체감하는 경제 지표임
- 이는 공식 물가가 안정되어도 서민들의 삶이 팍팍한 현상("물가는 내렸는데 왜 더 비싸게 느껴질까?")을 설명하며, 최근 미국 정치권에서 중요한 이슈로 떠오른 '생활비 정치'의 핵심 키워드임

<그림10> 어포더빌리티 지수(Affordability Index) 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

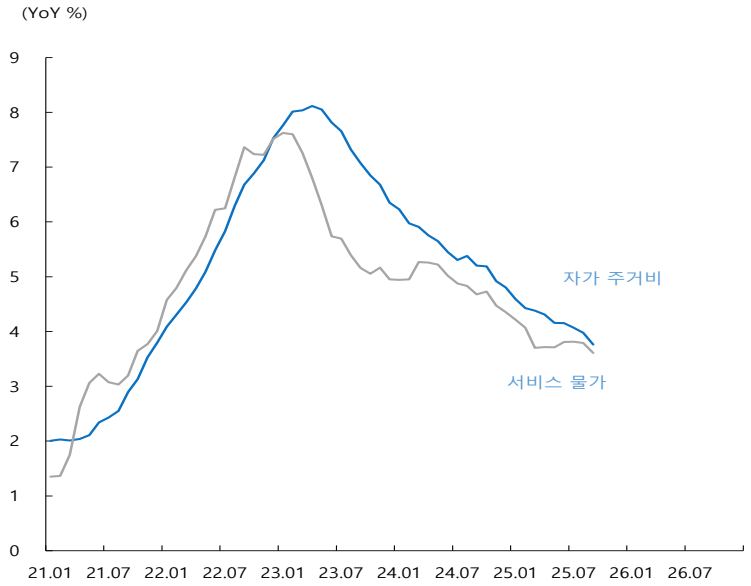
논란은 있지만 미국 소비자물가 상승세가 한 풀 꺾임

– 자가 주거비 등 서비스물가 안정과 더불어 관세발 물가압력도 일단 제한적 수준에 그치고 있음

<표2> 서비스물가를 중심으로 대부분 항목의 물가상승률이 큰 폭 둔화됨

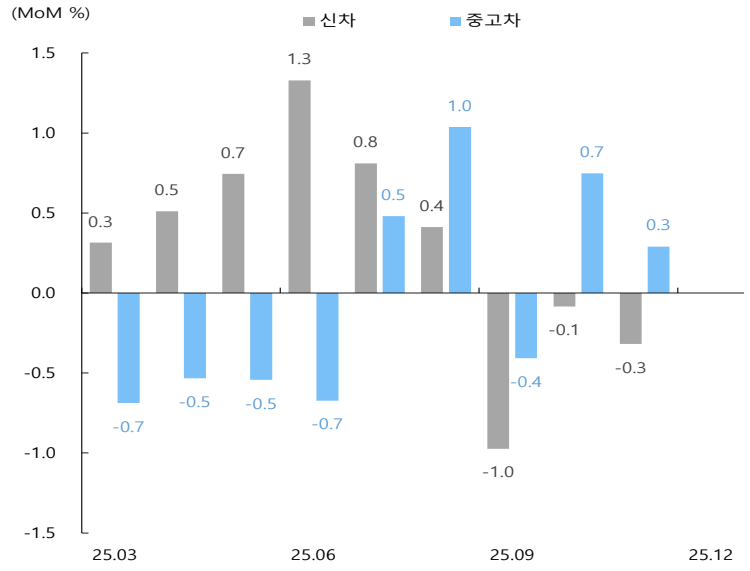
(YoY %)	소비자물가	코어 소비자물가	식료품	에너지	상품	서비스	임대료	자가 주거비	운송	의료 서비스	신차	중고차
25년 6월	2.7	2.9	2.9	-0.8	0.6	3.8	3.8	4.2	2.6	3.7	0.2	2.8
7월	2.7	3.1	2.8	-1.6	0.7	3.8	3.6	4.1	2.7	4.3	0.4	4.8
8월	2.9	3.1	3.1	0.2	1.3	3.8	3.6	4.0	2.7	3.7	0.7	6.0
9월	3.0	3.0	3.0	2.8	1.9	3.6	3.5	3.8	2.8	3.9	0.8	5.1
10월	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9	4.6
11월	2.7	2.6	2.6	4.2	1.8	3.2	3.0	3.4	2.6	3.3	0.6	3.6

<그림11> 자가 주거비 등 서비스물가 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림12> 관세발 악영향이 제한적임을 보여주는 신차 및 중고차 가격

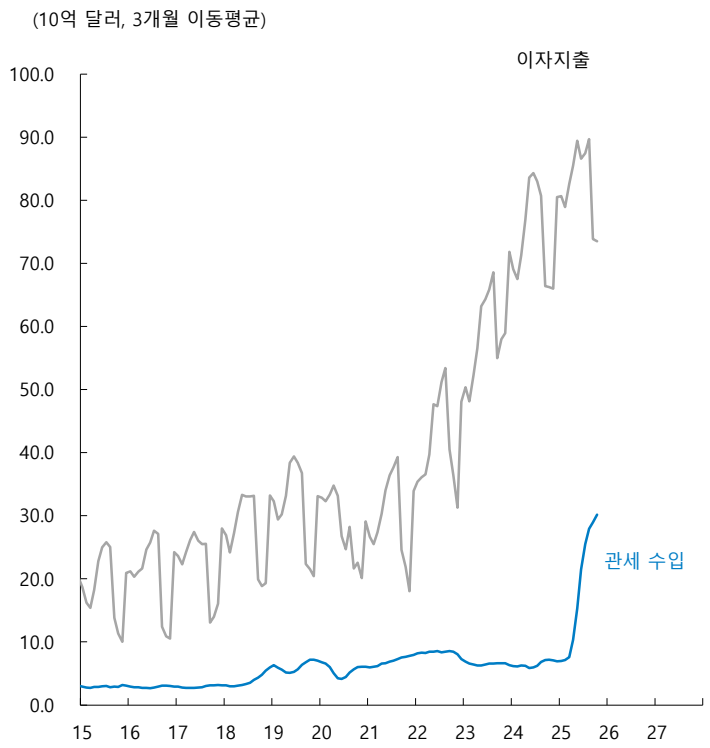


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

재정 리스크 완화를 위해 금리를 적극적으로 인하할 필요성이 큼

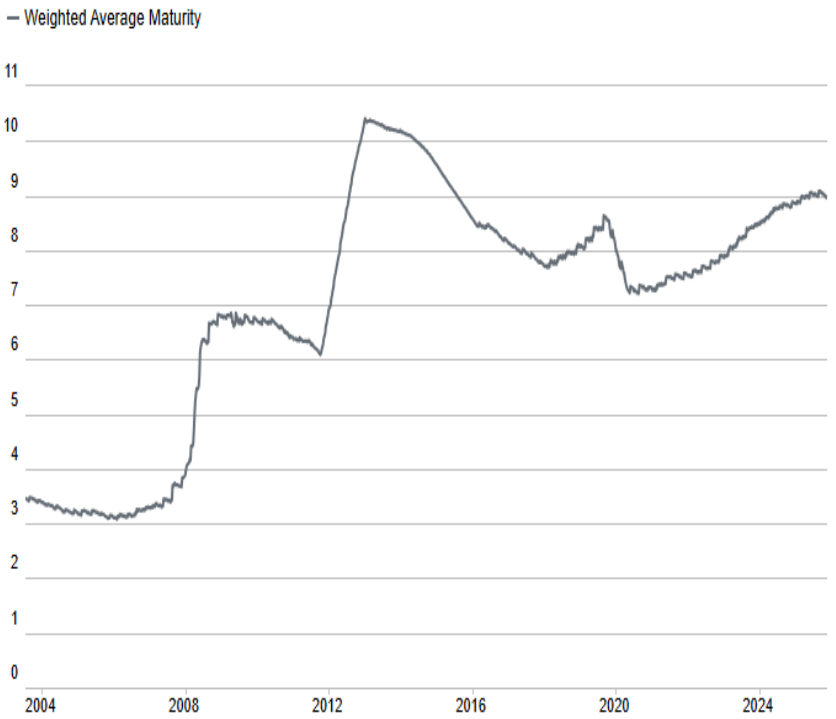
- 이자지출 부담 완화를 위한 대책이 필요

<그림13> 미국 관세 수입 급증이 재정수지 개선에 기여



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림14> 미 연준 보유 채권 듀레이션 추이: 장기 비중을 낮출 필요성이 높음

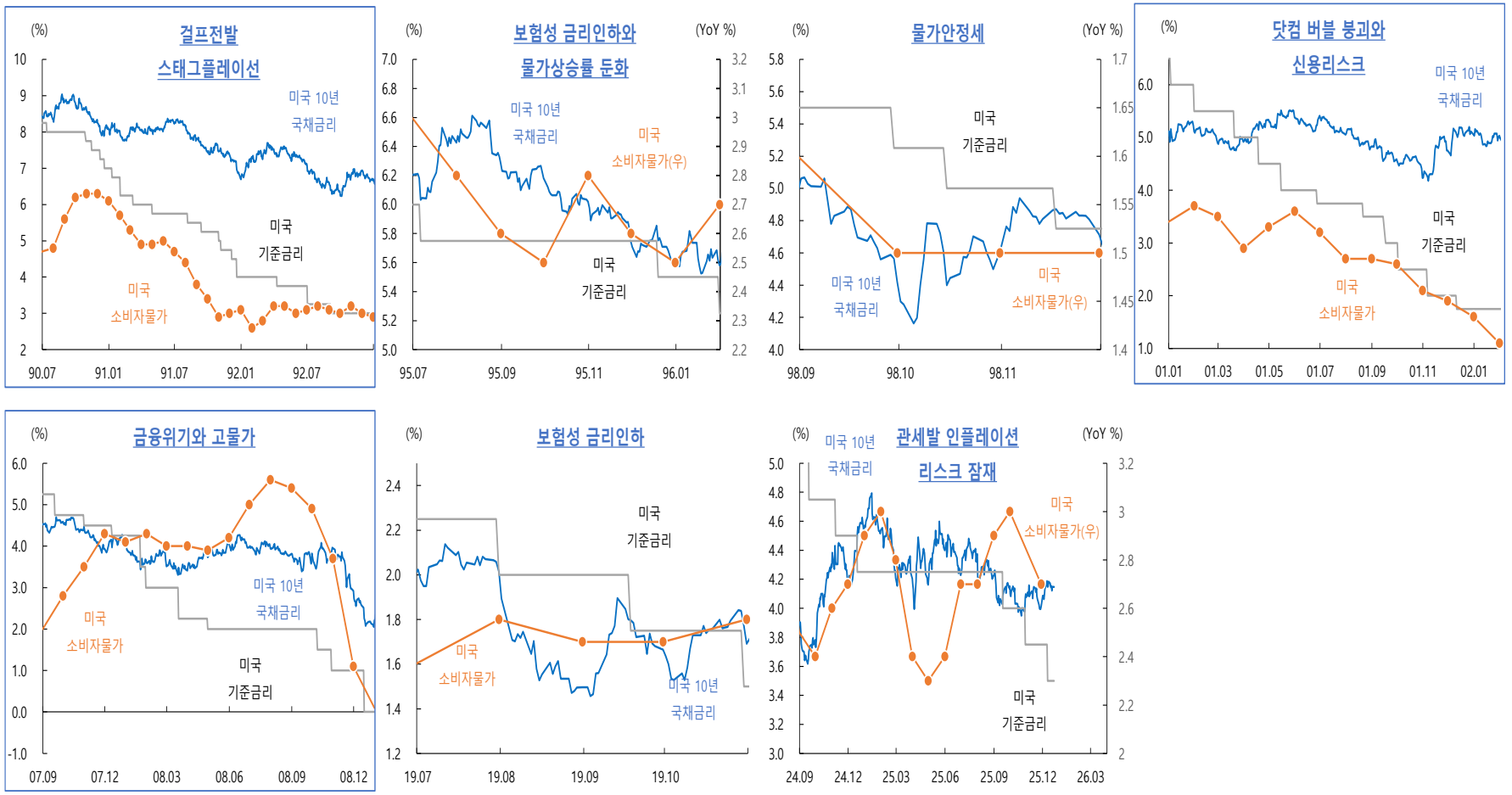


자료 : 뉴욕 연준, iM증권 리서치본부

26년 트럼프 행정부의 금융 억압 기조가 강화될 수 있음

– 이전 금리인하 사이클 당시 장기 국채 금리가 하방 경직성을 보였던 사례는 주로 인플레이션 압력이 잠재해 있던 국면

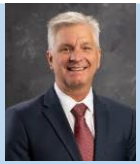
<그림15> 금리인하 사이클 국면에서 10년 국채 금리와 소비자물가 상승률



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

차기 연준의장도 미 연준 통화정책, 금리인하 폭에 큰 영향을 미칠 것임

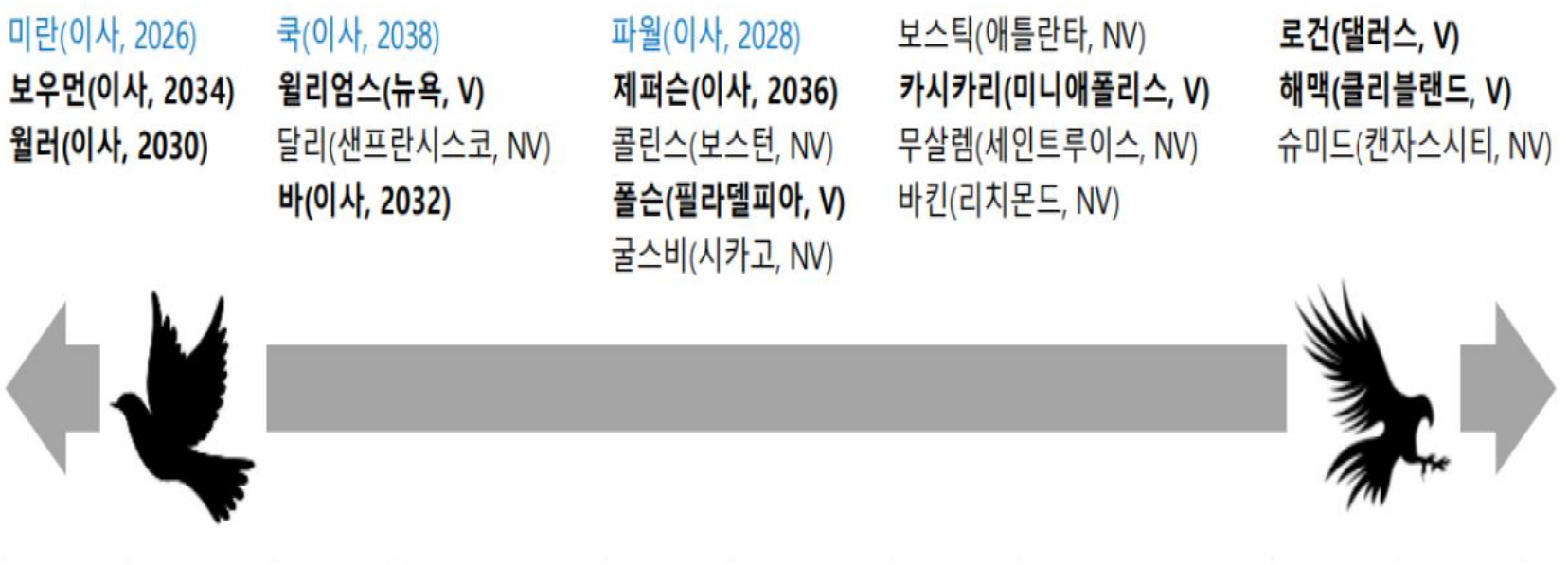
<그림16> 미 재무장관이 공개한 차기 연준의장 후보 및 특징 정리

	차기 연준 의장 후보	주요 특징	금리정책 관련 최근 발언
	**크리스토퍼 월러 (현 연준이사)**	매파적이었고 데이터를 중시하는 성향이었지만 최근 들어 친트럼프 성향 인물로 분류됨 노동 시장 둔화에 대한 우려를 표하며 12월 FOMC 회의에서 기준금리를 추가로 인하해야 한다는 입장을 밝혔음	크리스토퍼 월러 연방준비제도(연준·Fed) 이사는 17일(현지시간) 오는 12월 연방공개시장위원회(FOMC)에서 정책금리 인하가 필요하다는 종전 입장을 재확인
	미셸 보우먼 (현 연준부의장)	인플레 경계 강함, 통화정책 완화 속도 경계, 규제완화 선호 물가와 금융안정 균형 우선시 최근에는 금리 인하 가능성을 언급하기도 했으며 트럼프 대통령이 연준 이사에 선임	"올해가 끝나기 전 두 번 더 금리를 인하할 것으로 보고 있다"고 말함(10월 14일 발언)
	케빈 워시 (전 연준이사)	2006년부터 2011년까지 역대 최연소(35세) 연준 이사 역임 QE 회의론자 연준에 대한 정치적 영향 차단을 강하게 주장 매크로, 거버넌스 중심 현 연준의 통화 정책에 대해 비판적인 입장을 보이며, AI 기술이 물가 억제에 도움이 될 것이라는 견해를 밝힘	"연준은 경제 대국 미국의 주요 장애물 중 하나"라면서 "세계는 더 빠르게 움직이지만 연준 지도자들은 더 느리게 움직인다."라고 깎아내림. "연준이 해야 할 일 네 가지 중 첫째는 향후 몇 년간 스태그플레이션 예측을 폐기해야 한다." "AI가 생산성을 높이고 미국의 경쟁력을 강화하며 물가 억제 요인이 될 것이기 때문이다." 라고 언급
	케빈 헤셋 (백악관 국가경제위원회 위원장)	통화정책 실무자는 아님 연준의 완전한 독립성 지지 정책 전달력, 미디어 친화성 높은 편 감세와 규제 완화, 관세 정책 등을 강력히 옹호하는 인물	-
	릭 라이더 (블랙록 CIO)	시장친화적 속도감 있는 금리인하 지지 완화적 커뮤니케이션 기대	-

자료 : iM증권 리서치본부

26년 미 FOMC 회의 구성은 올해보다 비둘기적일 수 있으며 추가 금리인하 폭 확대 가능성을 높임

<그림17> 26년 FOMC 구성을 보면 비둘기파 비중이 높을 수 있음

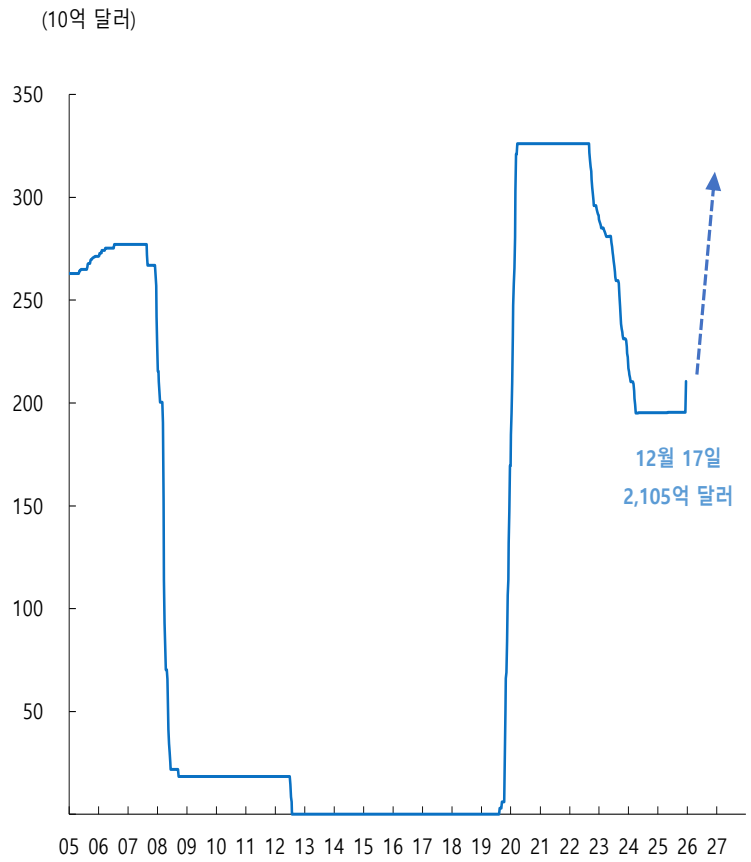


자료 : iM증권 리서치본부

미국 통화정책: 파월 이후의 연준과 재무부의 공조 시나리오

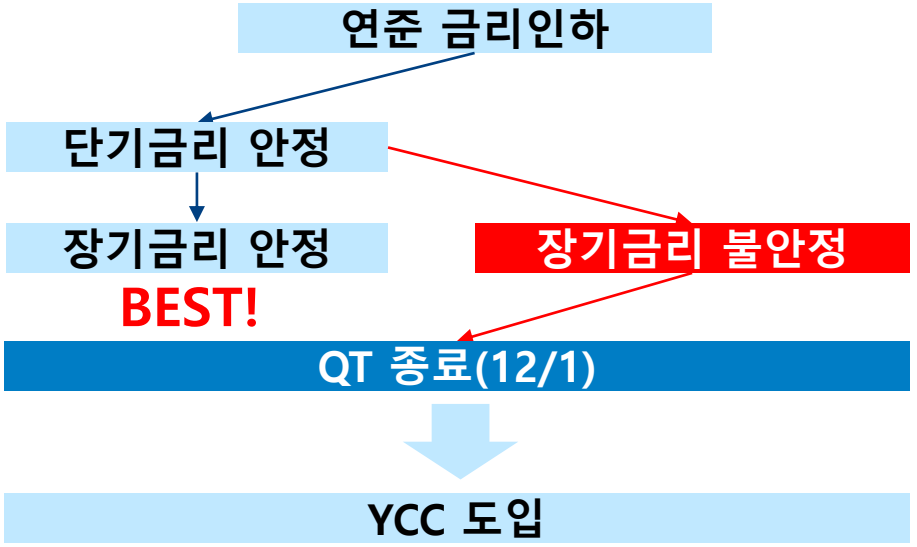
- 미 연준 금리인하 사이클에도 불구하고 장기금리 불안정시 26년 중 YCC 또는 mini-QE 정책 등이 도입될 가능성이 잠재해 있음
- JP모건은 RMP(Reserve Management Purchases)와 MBS 재투자 차원의 매입을 더하면 연준은 내년에 약 4,900억 달러어치의 재정증권을 사들일 것으로 추정

<그림18> 미 연준의 재정증권(1년 이하 국채) 매입 규모가 예상보다 확대될 수 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림19> 연준의 통화정책 및 시장개입 정책 정리



20년 팬데믹 시기에도 일부에서 YCC 가능성을 논의했지만, 연준 내부에서는 '부작용이 크다'는 반론 다수. 매우 예외적인 위기(국채시장 마비, 정부발행 실패)가 아니라면 YCC 시행 가능성은 낮은 편

mini QE(한정적 자산매입) 도입

과거 전례가 있고, 경기침체+물가안정+국채발행 부담이라는 삼박자가 맞으면 재개가능성 있음. 장기금리가 금리인하에도 불구하고 내려가지 않는다면 연준은 우선 포워드가이던스 강화, 만기구조별 발행 조정(재무부 협조) 등의 정책을 쓰고, 불충분하다고 판단할 시 QE재개 카드 꺼낼 것

자료 : iM증권 리서치본부

K 경기 사이클과 정치 양극화가 정책 양극화라는 불확실성 리스크를 초래할 수 있음

<그림20> K(=양극화) 경기 사이클과 정치적 양극화로 분열되고 있는 미 연준

매파: 반트럼프

굴스비(시카고 연은 총재)
: 12월 FOMC회의에서 금리 동결 주장
슈미드(캔자스시티 연은 총재)
: 10월에 이어 12월에도 금리 동결 주장

굴스비(시카고 연은 총재)
: 지금은 금리를 빠르게 내릴 때가 아니라 천천히 신중하게 갈 때(11월 6일)
콜린스(보스턴 연은 총재)
: 당분간 기준금리를 현 수준에서 유지하는 게 적절할 것 같다(11월 14일)
무살렘(세인트루이스 연은 총재)
: 우리는 매우 조심스럽게 나아가야 한다. 통화정책이 지나치게 완화적이지 않으면서 추가 완화를 할 수 있는 여지는 제한적이라고 보기 때문(11월 13일)

파월 의장

윌리엄스(뉴욕 연은 총재)
: 단기 금리에 대한 통제를 유지하기 위해 채권 매입을 재개해야 할 시점이 다가오고 있다(11월 12일)
제퍼슨(연준 부의장)
: 앞으로 금리 경로 관련해서는 유입되는 데이터와 변화하는 전망, 위험의 균형에 따라 정책을 결정할 것(11월 7일)
쿡 이사 : 해임 통보 중
바 이사
: 연준은 노동시장이 견조하도록 보장하는 데 주의를 기울여야 한다 " 고 강조했다. 현재 경제에는 상위 40%와 나머지 인구 사이에 상당한 격차가 존재한다(11월 7일)

비둘기파: 친트럼프

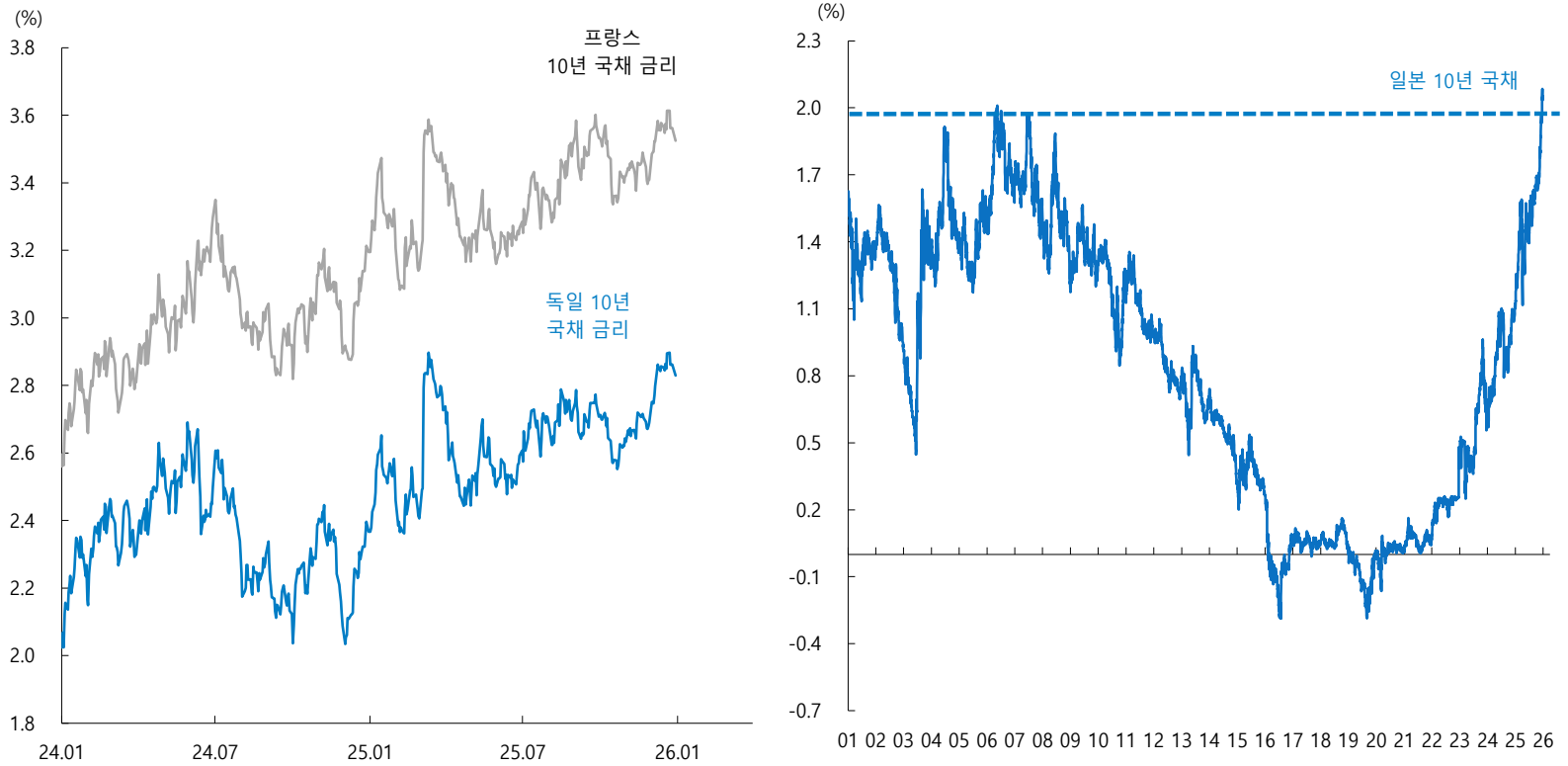
월러 이사
보먼 이사
마이런 이사

자료 : iM증권 리서치본부

글로벌 차원에서도 장기 금리 안정을 위한 금융억압 정책 필요성 점증

– 재정 리스크와 더불어 중앙은행의 통화정책 기조 전환 리스크 등으로 주요국 장기 국채 금리 불안이 연초 중요한 이슈로 대두될 수 있음. 소위 금리 발작 리스크가 잠재해 있음

<그림21> 주요국 10년 국채 금리 추이: 미 연준의 금리인하와 물가안정에도 불구하고 장기물 중심의 금리 급등세 이어지고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

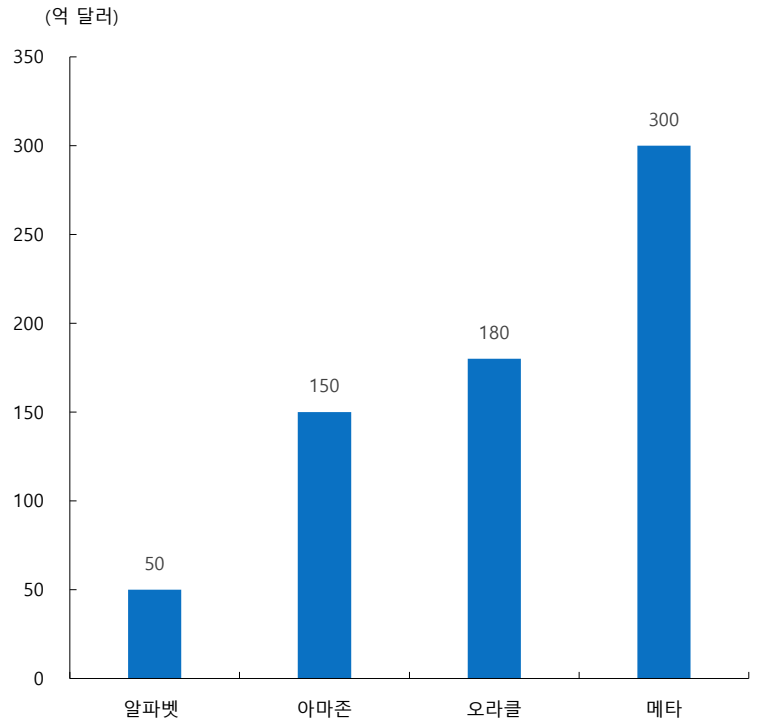
신용 리스크에 선제적으로 대응하기 위해서 미 연준의 완화적 통화기조가 이어질 것임

- AI 기업들의 부채 리스크 및 비트코인 등 일부 자산가격 급락, 즉 민스키 모멘트(부채의 확대에 기대어 경기호황이 이어지다 호황이 끝나면서 금융위기가 도래하는 시점)를 회피하기 위해 미 연준의 정책적 배려가 이어질 듯

<그림22> 금융시장 불안 요인으로 대두되고 있는 오라클 CDS와 비트코인 가격

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림23> 빅테크 기업들의 회사채 발행 급등

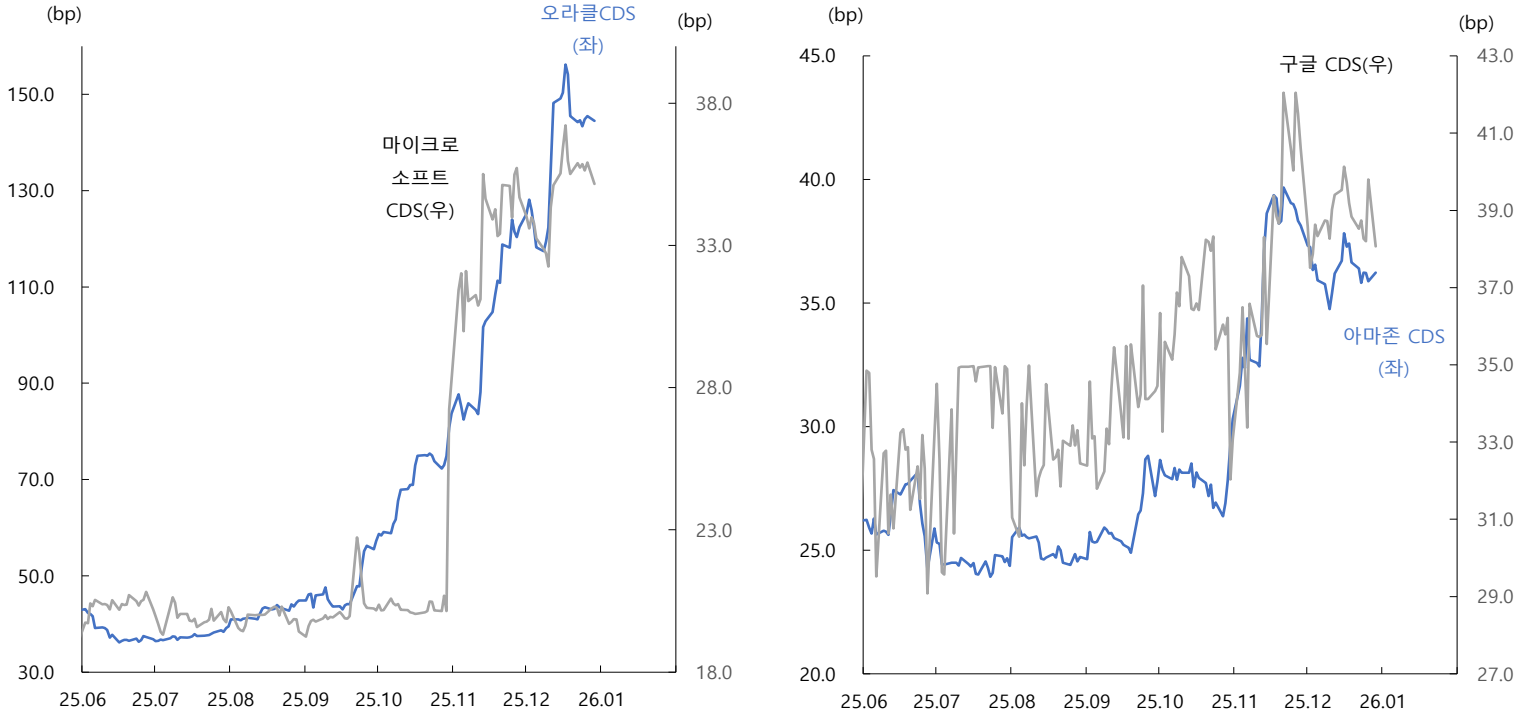


자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

AI발 부채 리스크도 또 다른 민스키 모멘트의 잠재적 위험

- 이전과 달리 오라클을 중심으로 주요 AI 기업들의 CDS 상승세
- 다만, AI 부채 리스크가 전방위적으로 확산될 가능성은 낮은 상황임

<그림24> 주요 빅테크 업체들의 CDS 추이



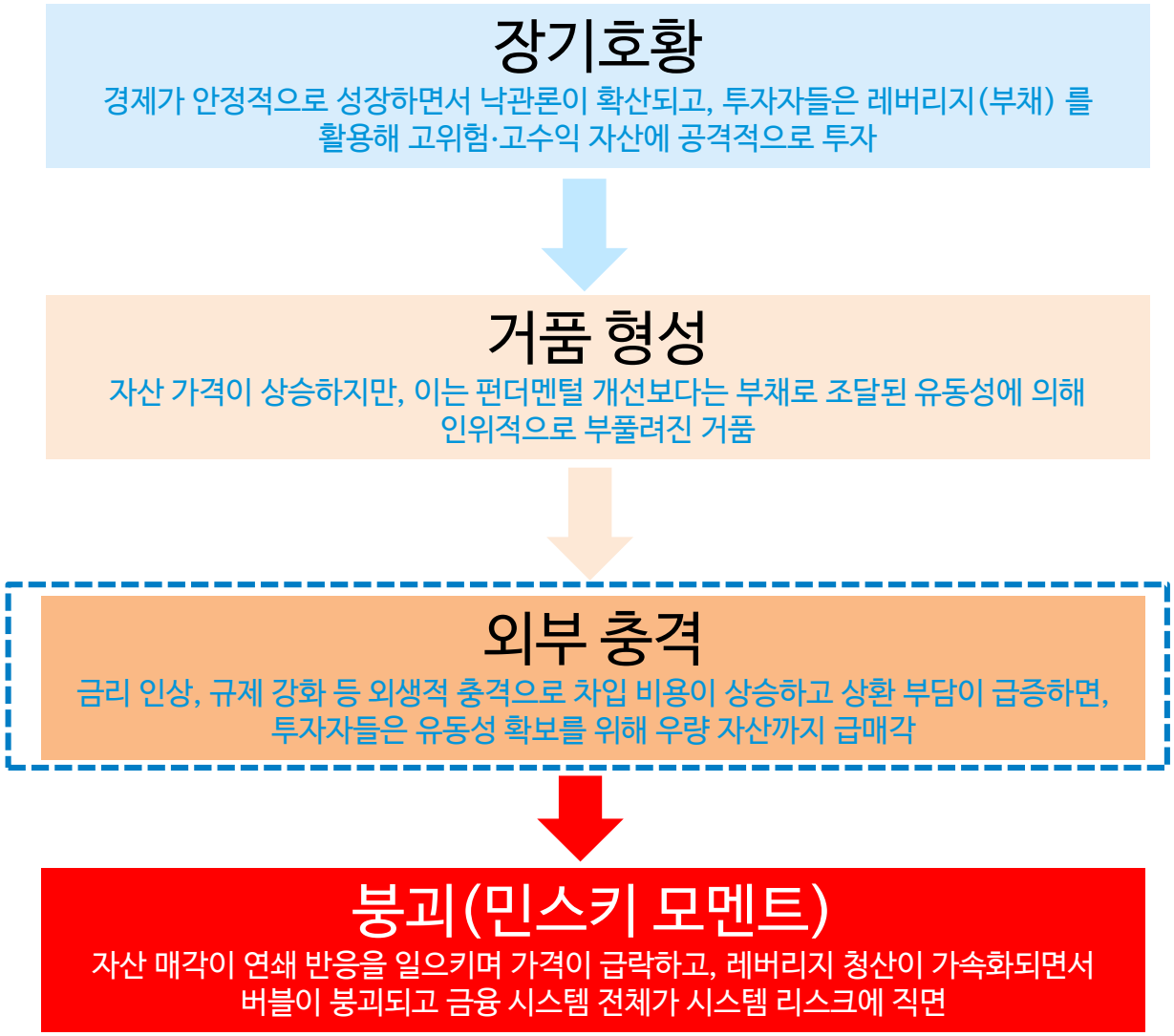
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

부외금융(Off-Balance-Sheet Financing) 리스크

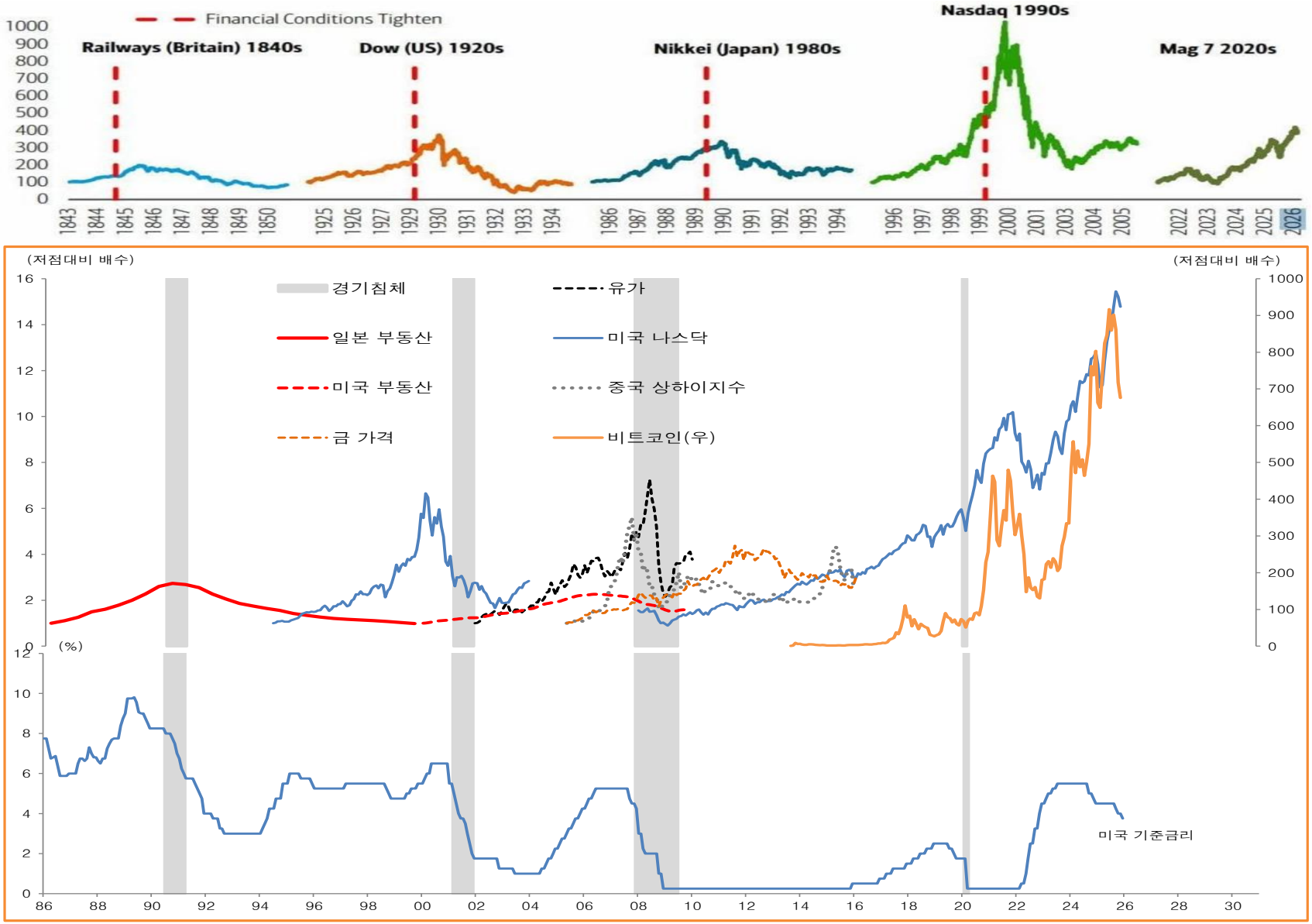
- FT, 메타와 일론 머스크의 xAI, 오라클, 코어위브 등 테크 기업들은 복잡한 금융 구조를 통해 데이터센터 건립 자금을 조달하고 있으며 핌코와 블랙록, 아폴로, 블루아울 캐피털, JP모건 등 주요 금융기관들은 이들의 인프라 구축에 최소 1,200억 달러의 부채와 자본을 공급
- 문제는 조달한 자금은 빅테크가 아닌 별도로 설립된 SPV로 들어가며 테크 기업들의 대차대조표에는 부채로 잡히지 않는 부외금융이라는 점임
- 만약 핵심 고객사가 흔들리면 서로 다른 데이터센터에 돈을 댄 금융기관들이 동시다발적인 타격을 입을 수 있다고 FT는 지적함(연합인포맥스, 25년 12월 4일 기사 참조)

자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

AI 버블론과 민스키 모멘트: 부채의 확대에 기대어 경기호황이 이어지다 호황이 끝나면서 금융위기가 도래하는 시점



버블 붕괴는 긴축사이클과 경기침체에서 시작



AI 버블론과 민스키 모멘트: 부채의 확대에 기대어 경기호황이 이어지다 호황이 끝나면서 금융위기가 도래하는 시점

버블 과정

헤지 금융(hedge financing): 가장 건전한 단계

- 영업현금흐름으로 부채 원금과 이자 모두를 상환할 수 있는 상태

투기 금융(speculative financing): 부채 리스크 누적 단계

- 영업이익으로 이자는 상환 가능하나 원금 상환은 불가능하여, 만기 연장 또는 차환에 의존하는 상태
- 막대한 매출을 기록하고 있으나, 주가가 현재 실적보다 미래 성장 기대에 과하게 의존
- 실적이 소폭 둔화되거나 시장 기대치를 하회할 경우 주가 급락 가능성 상존. 금리 인상 또는 차환 거절 시 즉각적인 유동성 위기가 발생할 우려

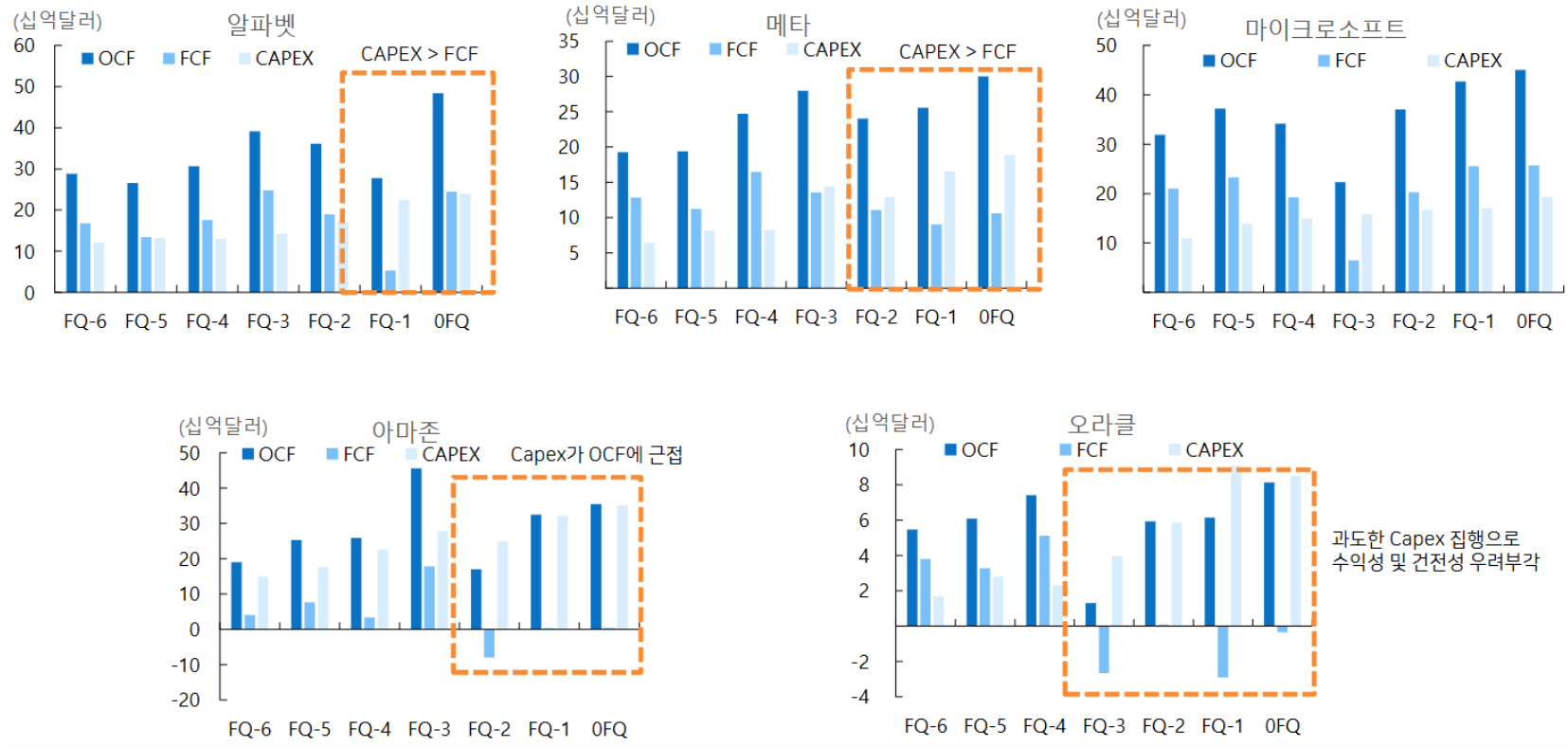
폰지 금융(ponzi financing): 민스키 모멘트 직전의 최고 위험 단계

- 영업현금흐름이 원금과 이자 비용조차 충당하지 못하는 상태
- 오직 자산 가격(주가, 부동산, GPU 등)의 지속적 상승을 전제로 차입을 유지하며, 자산 담보 가치 증가를 통한 추가 차입 또는 자산 매각을 통한 상환에 전적으로 의존
- 부채를 더 이상 감당하지 못하거나 자산 가격 상승이 둔화·정체되는 순간, 연쇄적 청산이 발생하며 시스템 붕괴로 이어짐 → 이 지점이 바로 민스키 모멘트 도달 시점

빅테크 부채 조달 리스크가 커지고 있지만 현금흐름을 감안할 때 아직 우려할 수준은 아님

미국 빅테크 기업들이 글로벌 플랫폼 경제를 장악하고 주도하고 있음

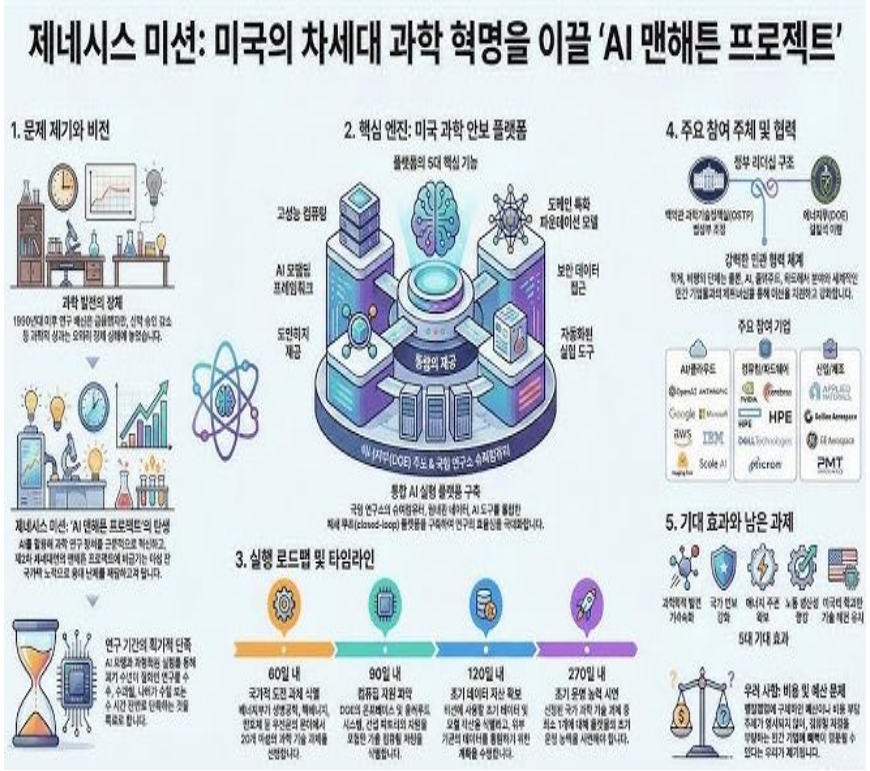
<그림25> 주요 빅테크 현금흐름 비교 : 대다수의 Capex 비용이 FCF(잉여현금흐름을 상회하기 시작. 비용압박 지속은 불가피)



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

본격화되는 미국 경제안보 전략 : 제네시스 미션(Genesis Mission)

- **제네시스 미션(Genesis Mission)**: 미국 연방 정부가 AI 기술을 활용해 과학 연구를 가속화하기 위해 2025년 11월 발표한 대규모 국가 주도 프로젝트로, 과학 데이터를 기반으로 AI 모델을 훈련시켜 신약 개발, 양자 컴퓨팅 등 혁신을 이루는 것을 목표하며, 엔비디아, 구글 등 빅테크 기업들도 참여하는 'AI 맨해튼 프로젝트'로 불림
- **목표**: 연방 정부의 방대한 과학 데이터를 통합하여 AI 기반 연구 플랫폼을 구축하고, 새로운 과학적 발견과 혁신을 가속화하는 것
- **핵심 기술**: 과학용 기초 모델(foundation models)과 AI 에이전트 개발 및 활용
- **참여 기업**: 마이크로소프트, 구글, 오픈AI, 엔비디아 등 24개 주요 기술 기업
- **비유**: 2차 세계대전 당시 핵개발 계획인 '맨해튼 프로젝트'에 비견될 만큼 국가적 총력을 기울이는 프로젝트
- NIH(국립보건원), NASA(항공우주국), NOAA(해양대기청) 등이 수십년간 축적한 고순도 데이터 활용
- 제네시스 미션 달성을 위해서는 필연적으로 **'전력 전쟁'**이 수반될 수 밖에 없음
- 제네시스 미션은 **'민관 합작 모델'**로 평가되면서 미국 정부와 실리콘 밸리의 관계도 재정립 예상
- 제네시스 미션의 표면적 목표는 '과학 AI'지만, 이면에는 과학·에너지·우주·양자 연구를 엮는 이 거대 플랫폼이 결국은 장기적인 군사·정보 우위를 위한 토대가 될 것이라는 분석임. AI를 단순한 산업 기술이 아닌 전략 무기로 취급하는 대전환점이라고 평가됨(연합인포맥스, 12월 27일 기사 참조)

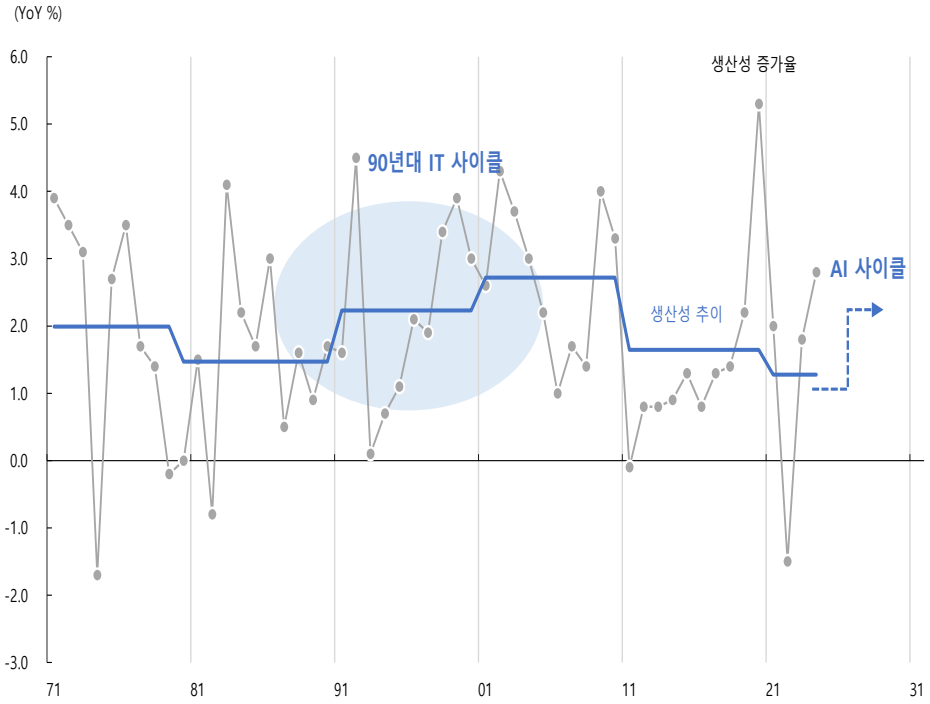


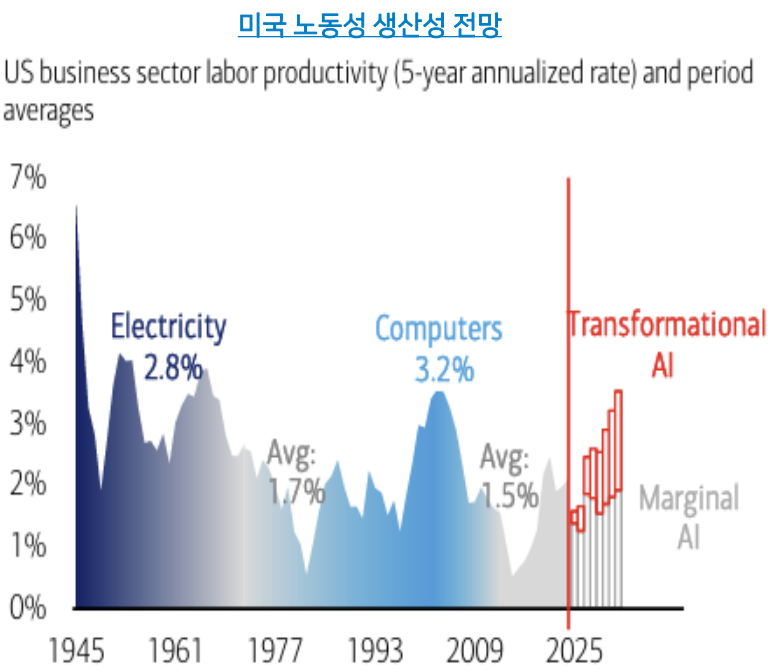
자료 : Google, iM증권 리서치본부

26년 AI 사이클과 관련하여 주목해야 할 이슈는 AI발 생산성 확대임

– 90년대 IT 투자 붐 당시와 같이 AI 사이클이 생산성 확대로 이어지면서 성장 잠재력을 높일 수 있음

<그림26> AI 투자 확대와 산업 성장이 미국내 생산성 증가로 이어지면서 미국 경제 호황을 지지할 것으로 예상





자료 : BofA, Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

비트코인 가격 추가 급락 가능성도 민스키 모멘트의 잠재적 위험

<그림27> 비트코인 가격의 추가 하락 시 신용경색 우려가 확산될 위험이 잠재해 있음

기간	고점	저점	하락률(%)	하락 원인
2017-12-17~2018-12-16	19,042.63	3156.89	-83.4	2017년 급등 후 거품 붕괴, 과도한 레버리지 및 투자자 심리 악화, 중국 등 각국 규제 리스크
2019-06-26~2020-03-16	12733.71	4904.48	-61.5	코로나 쇼크로 위험자산 회피 매도 강화
2021-04-15~2021-07-20	63410.29	29865.53	-52.9	중국 채굴 단속/환경 규제 우려
2021-11-09~2022-11-21	67734.04	15631.95	-76.9	FTX 거래소 파산, 시장 신뢰 급격 약화
2024-03-13~2024-09-06	73157.29	52856.51	-27.7	4차 반감기 기대감 차익실현 매물 출회
2025-01-21~2025-04-08	106788.72	77052.89	-27.8	트럼프 대통령 관세 정책 발표
2025-10-06~2025-12-17	125260.81	85948.73	-31.4	4차 반감기 위축 국면, AI 거품론 우려 확대

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

물가 리스크 : 칩플레이션(Chipflation) + 유동성발 인플레이션

- 칩플레이션(Chipflation): 반도체 가격 상승이 주요 원인이 되어 노트북, 스마트폰 등 다양한 전자기기 제품의 가격까지 오르는 현상
- 당사는 25년 한 해 강한 유동성 사이클을 강조한 바와 있고 이러한 유동성 확대 현상은 최소한 26년 상반기까지는 지속될 것으로 전망함
- 금과 은 가격 슈퍼 랠리 원인 중 유동성 효과도 무시할 수 없음

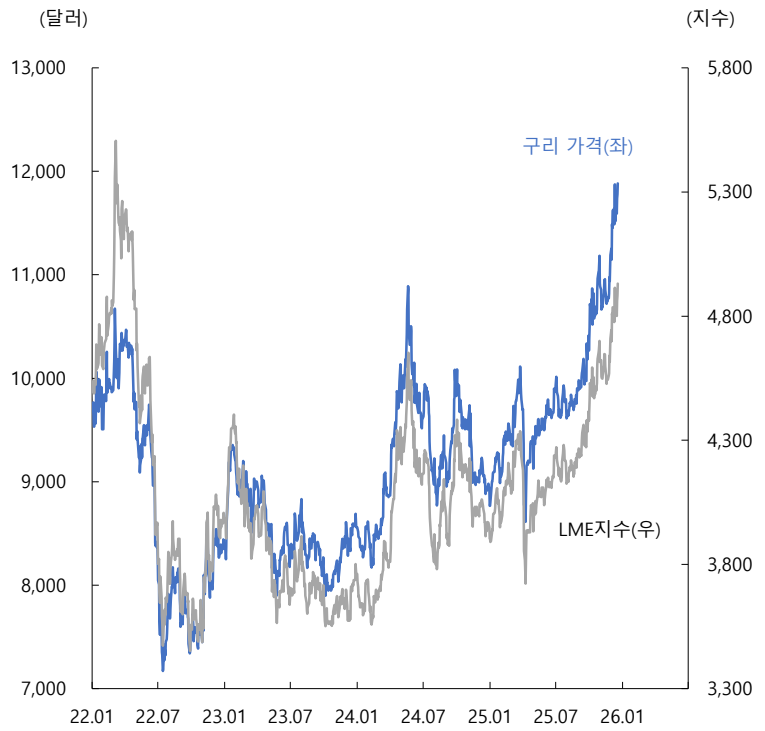
<그림28> 슈퍼 랠리를 보여주고 있는 은 가격

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

물가 리스크 : AI 투자발 일부 원자재 가격 급등세 지속

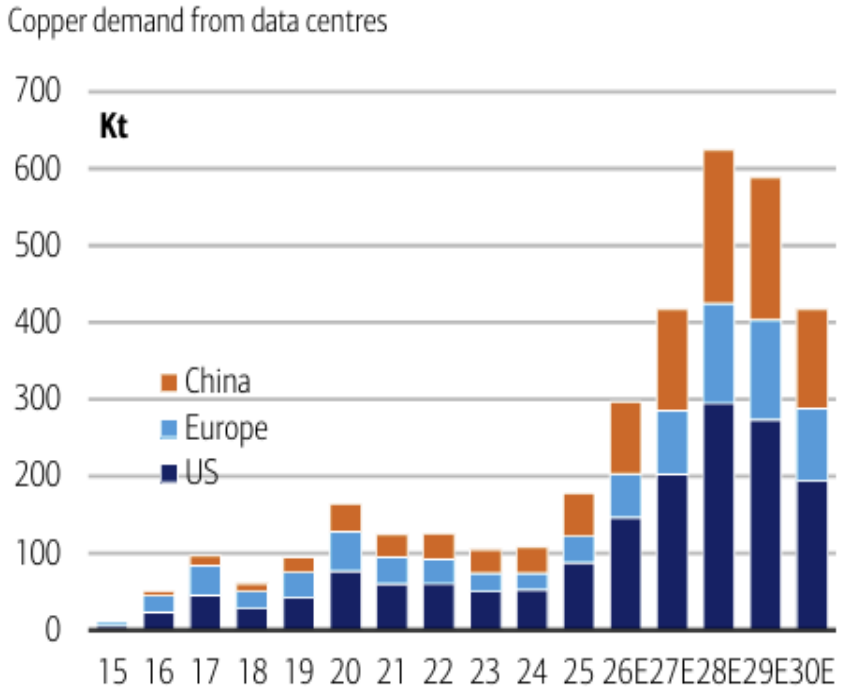
- AI 관련 투자 증가 및 수급 불안 등으로 구리 가격 등 일부 산업용 원자재 가격 급등 시 물가압력이 높아질 수 있음
- 다만, 유가 하락이 일부 산업재 물가압력을 상쇄시켜 줄 가능성은 있음

<그림29> 급등 추세를 이어가고 있는 구리가격



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림30> 데이터센터발 구리 수요 전망

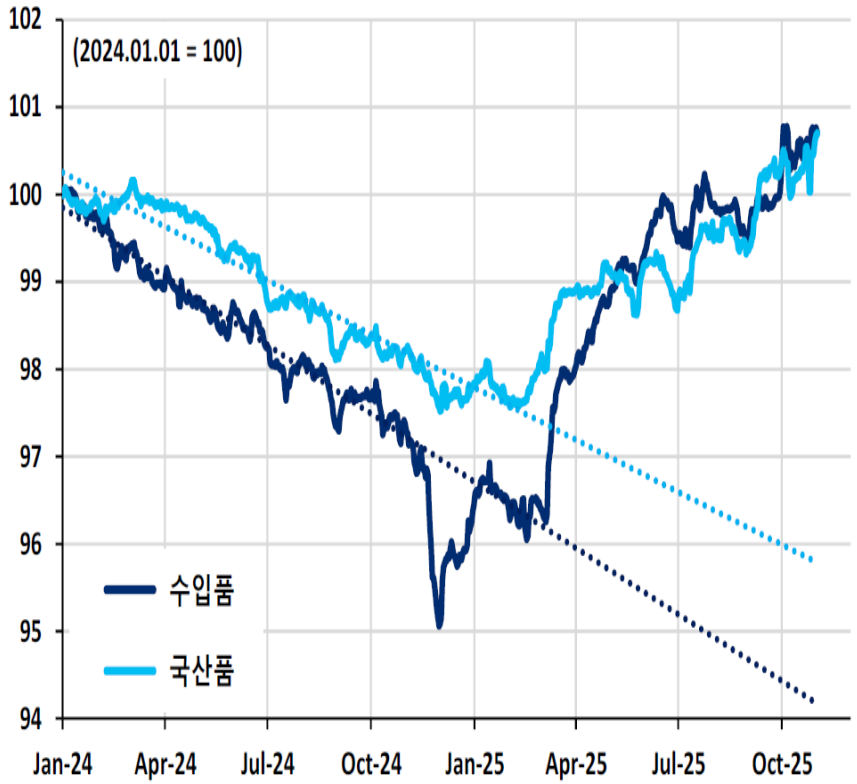


자료 : BofA, iM증권 리서치본부

물가 리스크 : 관세 영향의 장기화 가능성

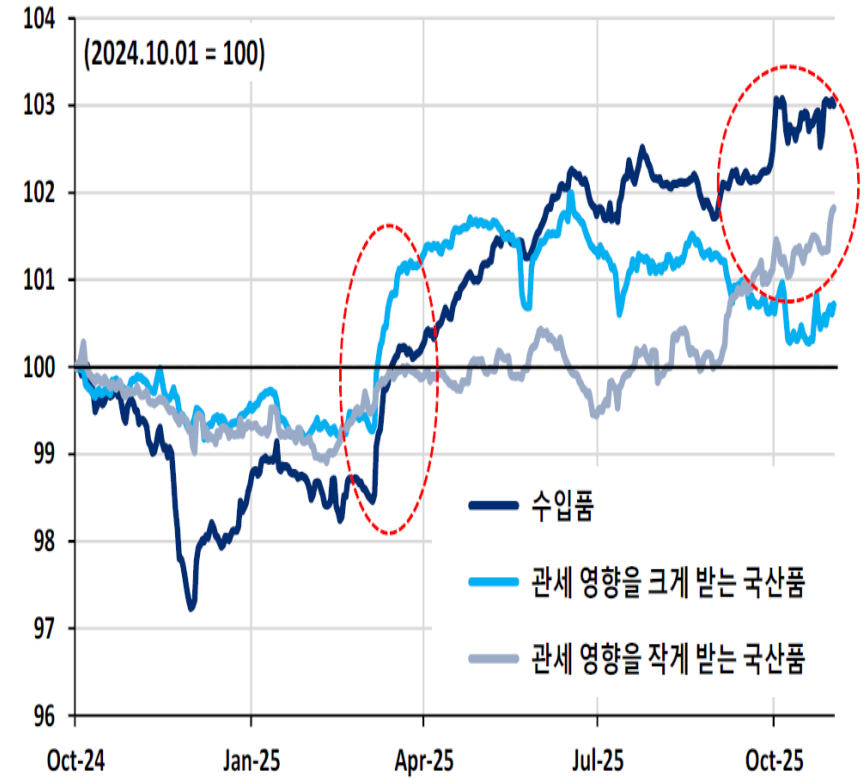
- 가격전가 효과: 트럼프 행정부의 관세발표 이후 수입품 가격이 뚜렷하게 상승
- 대체효과: 관세로 인한 수입품 가격상승은 즉각적으로 국산품으로의 수요전환을 유발하여 국산품 가격이 수입품 가격을 따라 상승하는 구조를 형성
- 편승효과: 관세로 인한 가격상승 기대가 형성될 경우 상대적으로 관세 부담이 크지 않은 기업들도 가격인상에 동참하면서 산업 전반의 가격 기준선이 상향되는 효과가 유발(국제금융센터 자료 참조)

<그림31> 원산지별 소매가격지수 변화 추이



주: 점선은 관세 부과 이전 가격지수의 추세를 표시
자료 : 국제금융센터, PRICING LAB, iM증권 리서치본부

<그림32> 관세 영향을 크게 받는 국산품 가격지수 추이

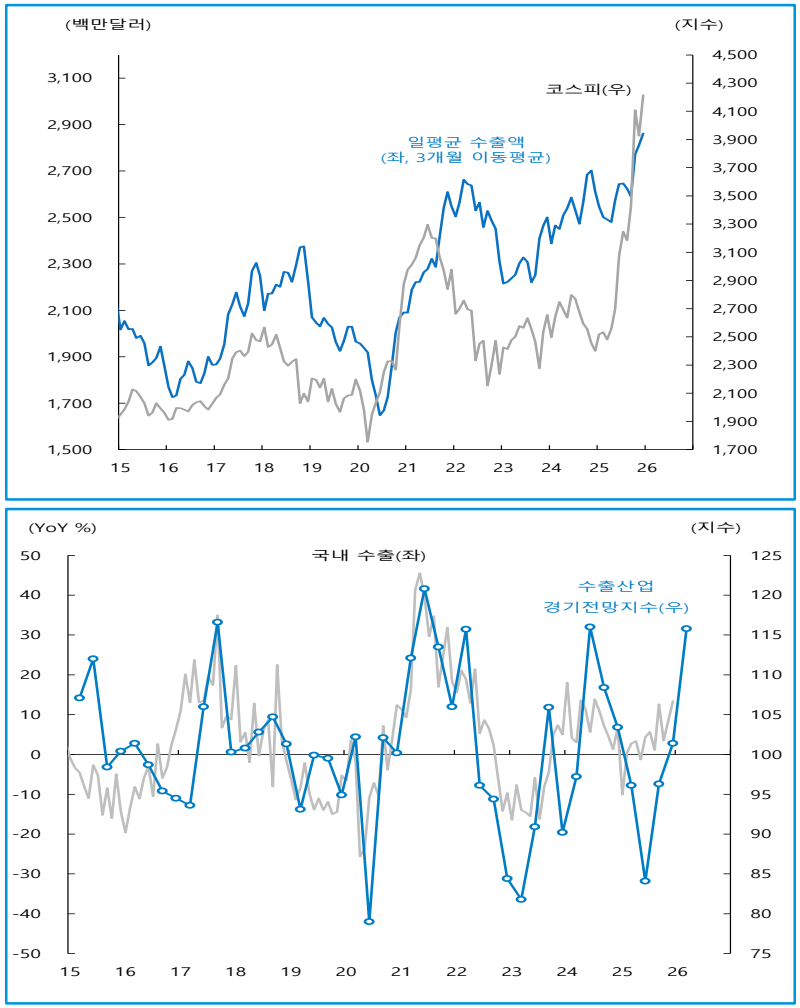


자료 : 국제금융센터, PRICING LAB, iM증권 리서치본부

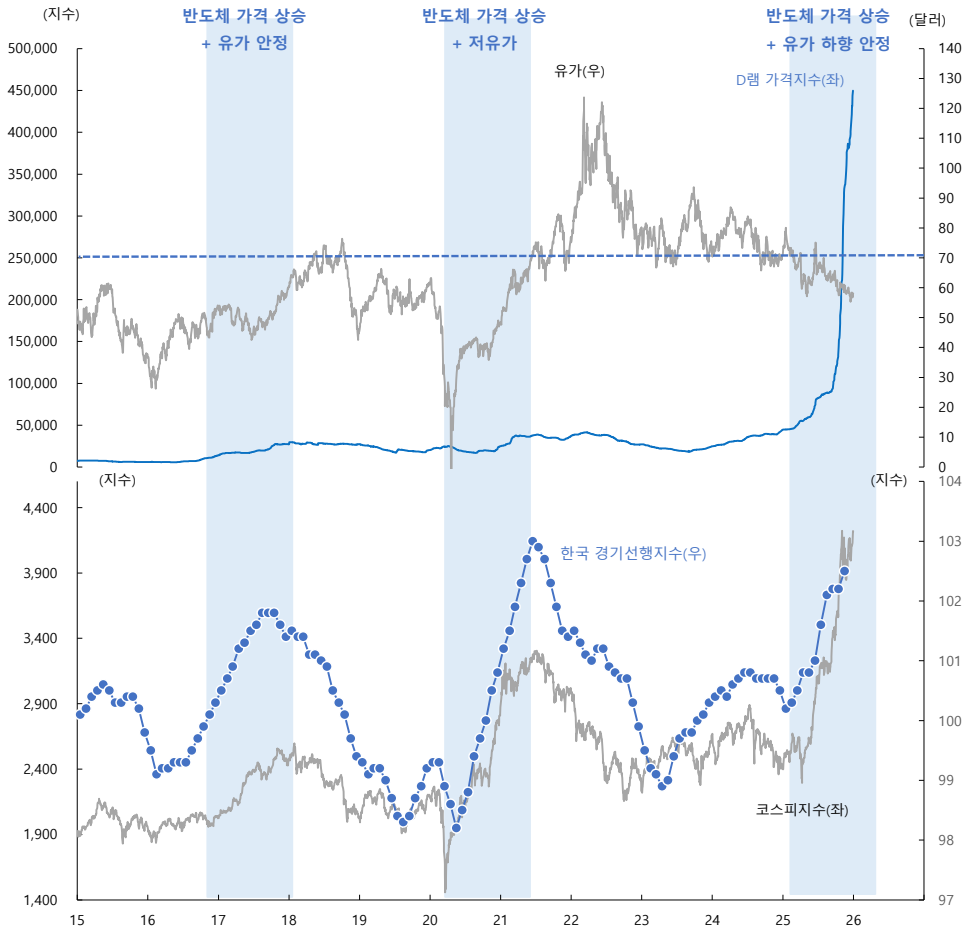
AI 사이클 낙수효과와 3저 효과(저금리, 저유가, 저신용리스크(=유동성 확대)) 및 반도체 슈퍼 랠리 효과 기대

– AI발 낙수효과(=반도체 슈퍼 랠리)와 3저 효과 등으로 국내 수출 경기 개선 기대

<그림33> 국내 일 평균 수출액 사상 최고치 경신 속에 양호한 수출 전망



<그림34> 국내 경기, 3저 + 반도체 슈퍼 사이클 효과 기대



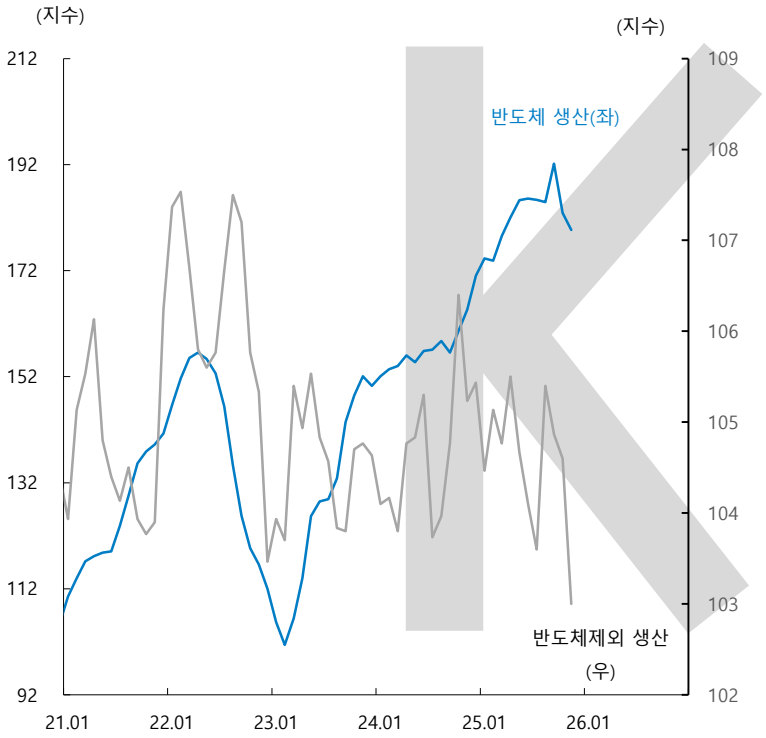
자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

국내 경기, K(양극화) 사이클 현상 심화 중

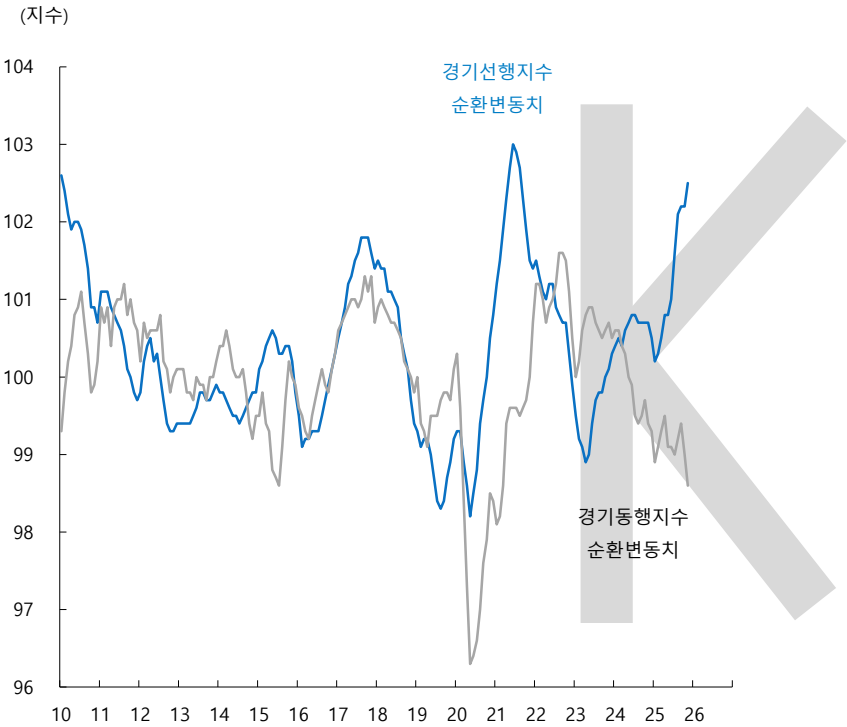
- 반도체 슈퍼 랠리 영향으로 국내 수출경기가 예상외로 호조를 보이고 있지만 반도체 제외 여타 업종의 부진 현상은 더욱 짙어지고 있음
- 반도체 경기와 주식시장 랠리 등에 힘입어 국내 경기선행지수 반등이 이어지고 있지만 현 경기 상황을 보여주는 동행지수는 큰 폭으로 하락하고 있음. 국내 경기에도 드리워진 K(양극화) 사이클 심화가 국내 성장 모멘텀 개선을 제약하는 동시에 주식시장의 추가 랠리를 제약하는 요인으로 작용할 수 있음

<그림35> 국내 업종별 양극화 현상 심화



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림36> 국내 경기선행지수와 동행지수간 차별화 현상도 심화



자료 : Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

Compliance Notice

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.