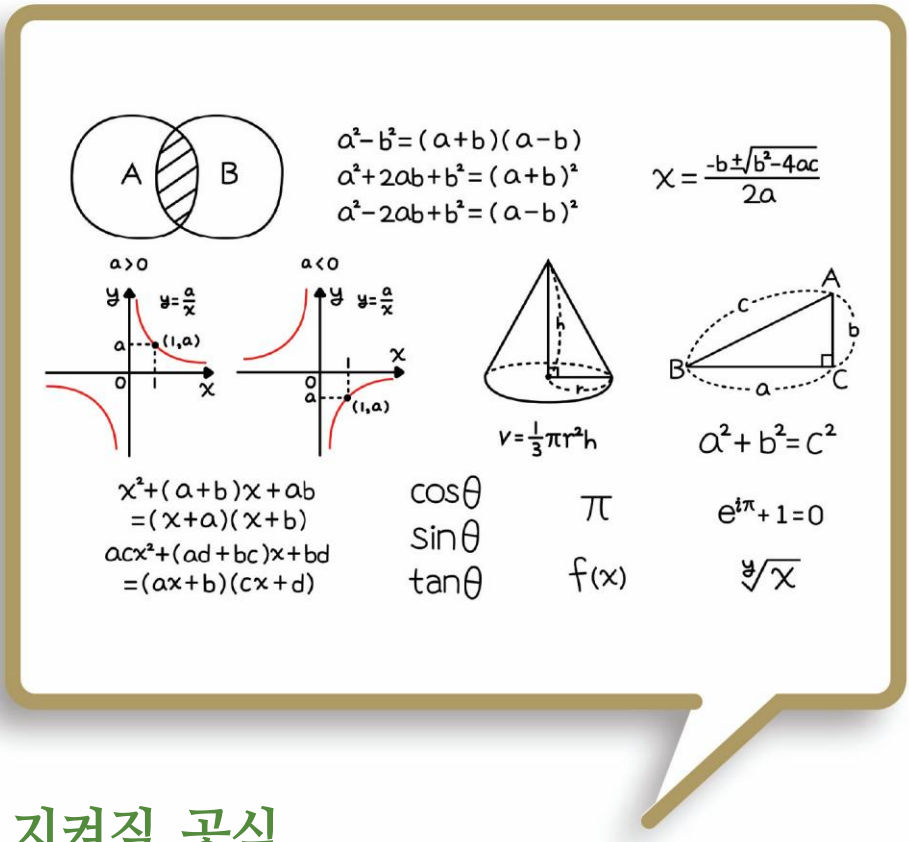
글로벌 전략



지켜질 공식

글로벌 전략 김효진 Ph.D.
T.02)2004-9419
Kim.hyo-jin@shinyoung.com

기술이 시장을 이끌 때는 이를 더 적극적으로 받아들이고 과감하게 투자한 젊은 세대가 대게 더 수익률이 좋다. 젊은 투자자가 대세가 되고, 선배들은 리스크를 함께 살피다 부진해진다.

여기에 역설이 있다. 시장 평균 연령이 어려진다는 것은, 1999년 닷컴의 폭락이나 2008년 리먼의 직접 겪은 사람의 비중이 줄어든다는 뜻이다. 위기의 교훈이 글과 수익률로만 남을 때, 시장의 위험 인식은 자연스럽게 낮아진다.

그래서 아이러니하게도 지켜질 공식은 깨지지 않는다. 이번엔 다르다가 아닌 이번에도 같을, 정점을 가려낼 4가지 공식을 꼽아보았다.

	지켜질 공식	내용
1	주도주 쏠림	막바지 상승장은 대장주로 압착된다
2	채권 자경단	재정이 방만해지면 시장이 먼저 반응한다
3	사모 크레딧	블랙박스 속 레버리지는 위기 때 한꺼번에 터진다
4	IPO 급증	상승장의 마지막 축포는 늘 대형 공모였다

Content

I. 지켜질 공식 1. 주도주 쏠림, 압착 4

II. 지켜질 공식 2. 채권 자경단의 귀환 12

III. 지켜질 공식 3. 사모 크레딧 28

IV. 지켜질 공식 4. IPO 36

V. 결론 : 강세론의 유효함과 후방 카메라의 경고 43

Summary

깨져 버린 공식이 경제학이었다면, 지켜질 공식은 심리학에 가깝다.

신기술이 시장을 이끌 때는 신기술을 더 적극적으로 받아들이고 과감하게 투자한 젊은 세대가 더 좋은 수익률을 낸다. 젊은 운용자에게 자금이 쏠리고, 부진한 선배 펀드에서는 자금이 빠져나간다. 한 사이클이 진행되는 동안 시장의 의사결정자는 매년 더 어려진다.

여기에 역설이 있다. 시장 평균 연령이 어려진다는 것은, 1999년 닷컴의 폭락이나 2008년 리먼의 비명을 직접 들은 사람의 비중이 매년 줄어든다는 뜻이다. 위기의 교훈이 직접 경험이 아닌 글과 수익률로 남을 때, 시장의 위험 인식은 자연스럽게 낮아진다. 그래서 아이러니하게도 지켜질 공식은 깨지지 않는다. 몸으로 경험한 사람들의 목소리가 작아지는 것 자체가, 같은 실수가 다른 옷을 입고 반복되게 만드는 동인이기 때문이다. 이번엔 다르다가 아닌 이번에도 같을, 정점을 가려낼 4가지 공식을 꼽아보았다.

[주도주 쏠림] 자본은 한정된 화력을 가장 화려한 대장주에 집중시키기 위해 주변부부터 식혀 나간다. 식음의 속도가 첫 번째 좌표다.
[채권 자경단] 부채 부담이 높아진 미국은 이미 성장률 보다 금리가 높은, 즉 가만히 있어도 빚이 늘어나는 국면에 진입했다. FOMC 회의록보다 미 국채 입찰 결과가 더 중요해진 시대다.
[사모 크레딧] 사모 크레딧은 공시 의무가 없는 블랙박스라는 점이 가장 두려운 지점이다. AI Capex 투자 붐은 여전히 뜨겁지만 이미 몇몇 펀드가 환매 게이트를 열었다.
[IPO 급증] 사이클 정점을 알리는 광경은 매번 가장 화려한 IPO였다. SpaceX, OpenAI, Anthropic이 상장을 준비 중이다. 셋 중 하나만 상장해도 주식 공급은 급증한다.

강세론은 유효하다. 다만 운전할 때 앞 유리창만으로는 부족하다. 사이드미러도, 백미러도 봐야 한다. AI가 그려내는 미래의 풍경이 앞 유리창이라면, 본 시리즈가 짚은 네 가지 신호(주도주 쏠림, 채권 자경단, 사모 크레딧, IPO 급증)는 백미러다. 본 시리즈가 그 좌표 매핑에 작은 이정표가 되기를 바란다.

I. 주도주 쏠림, 압착

상승장 막판, 반복된 패턴

금융시장 내 유동성은 여전히 풍부하다. 인플레이션 경계감이 남아있으나, 연준은 금리 인하라는 카드를 여전히 유효한 옵션으로 간주하고 있다. 설령 연준이 고금리 동결 기조를 예상보다 길게 가져가더라도, 이를 상쇄할 강력한 자본 규제 완화 조치가 대기 중이다.

바젤 III 엔드게임의 후퇴와 자본의 해방

최근 미 연준(Fed)과 FDIC가 바젤 III 엔드게임(Basel III Endgame)의 자본 확충 요구치를 기존 19%에서 9% 수준으로 대폭 하향 조정했다. 이는 은행들이 의무적으로 쌓아두어야 했던 막대한 자본의 제한을 풀어준 것으로, 사실상 금융 시스템 내부에서 민간의 가용 자금이 실물과 자산 시장으로 흘러 나갈 수 있는 통로를 넓혀준 셈이다. 중앙은행이 직접 돈을 찍어내는 양적 완화(QE)를 단행하지 않더라도, 규제의 문턱을 낮춤으로써 시장에는 끊임없이 유동성이 공급되는 환경이 조성되었다. 당분간 시중 유동성이 급격히 위축될 가능성보다 확대될 가능성이 높다.

비선형적 상승의 한계와 심리전의 시작

그럼에도 주식에 투입될 수 있는 돈은 화수분이 아니다. 주가는 결국 누군가 계속 더 비싼 가격에 사줄 '새로운 돈'이 들어와야 오른다. 하지만 우리 모두의 지갑은 무한하지 않다. 예금도 깨고, 마이너스 통장까지 한계치에 다다랐을 때 투자자들은 아주 합리적이지만 리스크가 높은 선택을 내리는 경우가 많다.

합리적 판단이 만들어낸 주도주 압착

바로 "내 계좌에서 비리비리한 종목들은 팔아서, 지금 제일 잘나가는 대장주 한 놈에 몰아넣자"는 전략이다. 사람들이 대장주로만 몰리기 때문에 오히려 대장주의 상승 각도는 이전보다 훨씬 가파르다. 지수는 최고치를 연일 경신하는 '지수의 착시' 현상이 나타나지만, 파티는 끝나가고 있는 셈이다. 종목을 잘못 선택한 투자자들에게는 주가지수 최고치가 다른 은하에 있는 남의 이야기가 된다. AI 기술의 파급력과 M7의 압도적인 자금력, 그리고 구조적 수혜라는 방향성은 분명하나, 영원히 오른 시장은 존재하지 않았다.

I-1. 주도주 쏠림의 패턴을 찾아서

테마에서 멀수록 빨리 식는다

테마에서 멀수록 빨리 식는다. 이 한 줄이 본 자료의 시작이다. 사이클의 후반부로 갈수록 그 문장은 더 강하게 정답이 된다. 「사이클 후반으로 갈수록 주도주가 좋다」는 말이 후반으로 갈수록 더 자주 정답이 되는 이유도 같은 곳에 있다.

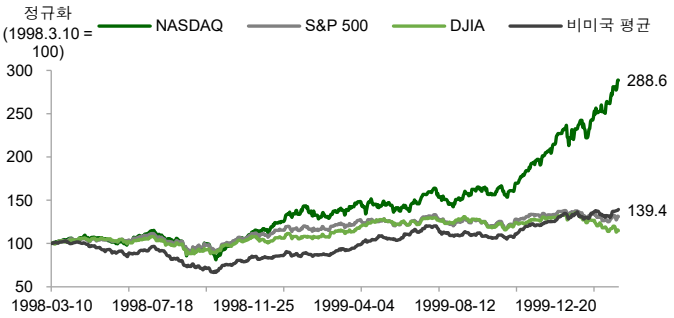
이유는 단순하다. 시장에 들어와 있는 자본은 화수분이 아니다. 사이클이 후반에 다가갈수록 신규 자본 유입은 둔화되고, 이미 들어와 있는 자본이 어디로 흘러갈지가 가격을 결정한다. 한정된 화력이 한정된 표적에 집중될 때, 표적은 점점 좁아진다. 2000년 미국, 2007년 글로벌 사이클 모두에서 동일한 패턴이 관찰된다.

사이클의 정점에서 주도 자산은 매번 달랐지만, 주도주와 비주도주의 누적 수익률 격차는 매번 세 자릿수였다.

- (1998년 3월 ~ 2000년 3월) NASDAQ
  : +188.7%, 비미국 시장 8개 평균은 +39.4%. 격차 +149.3%p.
- (2005년 10월 ~ 2007년 10월) CSI 300
  : +518.7%, 미국 평균은 +34.2%. 격차 +484.5%p.

주도주는 사이클마다 달랐지만, 변두리에서부터 힘이 빠지고 중심으로 자본이 집결하는 메커니즘은 동일하다. 화수분이 아닌 자본이 한정된 표적을 향해 좁아지는 그림이다.

도표 1. 테마에서 가까울수록 더 뜨겁다



자료: 신영증권 리서치센터
주: 비 미국은 KOSPI, Nikkei225, DAX, CAC40, ASX200, IDX(인도네시아), IPC(멕시코), RTS(러시아)의 평균으로 산출

I-2. 이격은 시간이 갈수록 가속된다

마지막 1년이 가장 가파르다

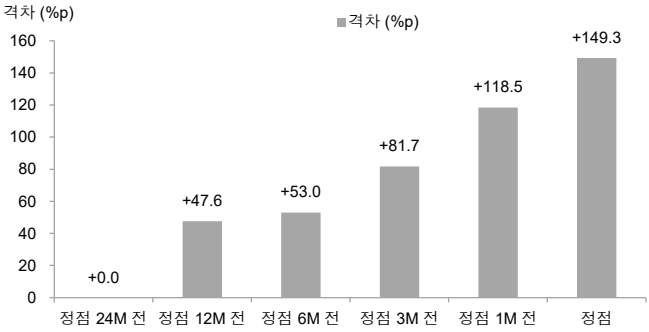
더 중요한 것은 격차의 가속 패턴이다. 정점이 가까워질수록 누적 격차는 가팔라진다. 닷컴 사이클을 예로 들면, NASDAQ과 비미국 평균의 누적 격차는 정점 24개월 전 0%p, 12개월 전 +48%p, 6개월 전 +53%p, 3개월 전 +82%p, 1개월 전 +119%p, 정점 +149%p. 2년여의 랠리 동안 마지막 6개월에 이격이 집중되었다.

도표 2. 닷컴 사이클 : 나스닥 vs non-US

시점	날짜	NASDAQ	비미국 평균	격차 (%p)	비고
정점 24M 전	1998-03-10	100.0	100.0	+0.0	기준점
정점 12M 전	1999-03-10	137.6	90.0	+47.6	격차 가속 구간
정점 6M 전	1999-09-10	165.1	112.1	+53.0	
정점 3M 전	1999-12-10	207.0	125.4	+81.7	
정점 1M 전	2000-02-10	256.5	138.1	+118.5	격차 가속 구간
정점	2000-03-10	288.7	139.4	+149.3	역대 정점

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 비 미국은 KOSPI, Nikkei225, DAX, CAC40, ASX200, IDX(인도네시아), IPC(멕시코), RTS(러시아)의 평균으로 산출

도표 3. 닷컴 사이클 : 나스닥 vs non-US의 시기별 누적 격차



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 비 미국은 KOSPI, Nikkei225, DAX, CAC40, ASX200, IDX(인도네시아), IPC(멕시코), RTS(러시아)의 평균으로 산출

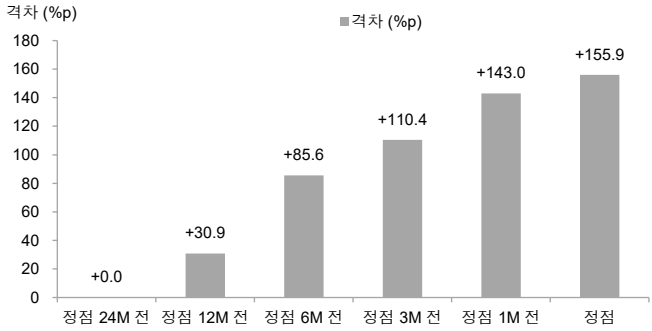
서브프라임 사이클도 동일하다. 신흥국과 미국의 누적 격차는 12개월 전 +31%p, 6개월 전 +86%p, 3개월 전 +110%p, 1개월 전 +143%p, 정점 +156%p. 마지막 6개월에 추가로 벌어졌다. 같은 6개월 동안 신흥국이 +40.9%, 미국이 +11.6%. 신흥국이 미국 대비 +29%p 추가 아웃 퍼폼했다.

도표 4. 서브프라임 사이클 : 신흥국 VS. 미국

시점	날짜	신흥국 평균	미국 평균	격차 (%p)	비고
정점 24M 전	2005-10-09	100.0	100.0	+0.0	기준점
정점 12M 전	2006-10-09	143.8	112.9	+30.9	격차 가속
정점 6M 전	2007-04-09	205.9	120.3	+85.6	격차 가속
정점 3M 전	2007-07-09	239.9	129.5	+110.4	
정점 1M 전	2007-09-09	266.9	123.9	+143.0	격차 가속
정점	2007-10-09	290.1	134.2	+155.9	역대 정점

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주 : 신흥국은 CSI300, KOSPI, IDX(인도네시아), IPC(멕시코), RTS(러시아) 평균 / 미국은 S&P 500, NASDAQ, DJIA의 평균 기준

도표 5. 서브프라임 사이클 : 신흥국 VS. 미국의 시기별 누적 격차



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주 : 신흥국은 CSI300, KOSPI, IDX(인도네시아), IPC(멕시코), RTS(러시아) 평균 / 미국은 S&P 500, NASDAQ, DJIA 의 평균 기준

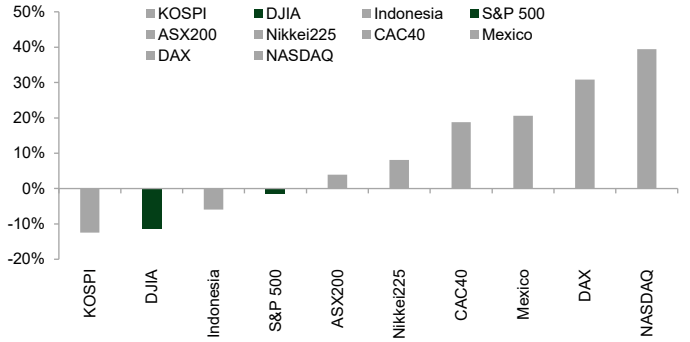
두 사이클 모두 마지막 6개월에 격차 가속이 집중됐다. 정점이 가까울수록 시장 폭은 좁아지고, 이미 들어와 있는 자본이 마지막 화력을 주도주에 집중한다.

I-3. 정점 직전 변두리는 이미 식어 있다

변두리에서 마이너스가 먼저 시작된다

국가간 뿐 아니라 국가내, 업종 사이에서도 차별화 양상이 발견된다. 닷컴 사이클의 정점 직전 3개월(1999년 12월 ~ 2000년 3월)을 보면, NASDAQ만 단독으로 +39.5% 추가 상승하는 사이 미국 내 S&P 500은 -1.6%, DJIA는 -11.5%로 이미 마이너스에 진입했다. 인도네시아 IDX(-5.9%)와 KOSPI(-12.5%)도 같은 시점에 식어 있었다.

도표 6. 닷컴 붐 고점 3 개월 이전 수익률의 국가간 비교



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

다만 한가지 현재 시점에서는 지수 해석에 주의를 요하는 부분이 있다. 2000년 닷컴 사이클 당시에는 자산 쏠림이 나스닥에 국한되어 지수 간 움직임만으로도 버블 식별이 가능했다. 그러나 현재는 M7이 나스닥, S&P 500, 다우존스 지수를 동시에 장악하며 '지수 동조화' 현상이 심화되었다. 이는 특정 지수의 상대적 강세만으로는 시장 위험을 감지하기 어려워졌음을 의미한다.

동일 가중(Equal Weight) 지수의 필요성

M7 중심의 시가총액 가중 지수는 시장 전체의 민낯을 가리는 착시를 일으킨다. 따라서 종합 지수와 동일 가중 지수 간의 괴율을 추적하는 것이 필수적이다. 이는 M7이 지수를 견인하는 동안 대다수 종목이 소외되는 '에너지의 압착' 현상을 포착하는 데 활용 가능하다.

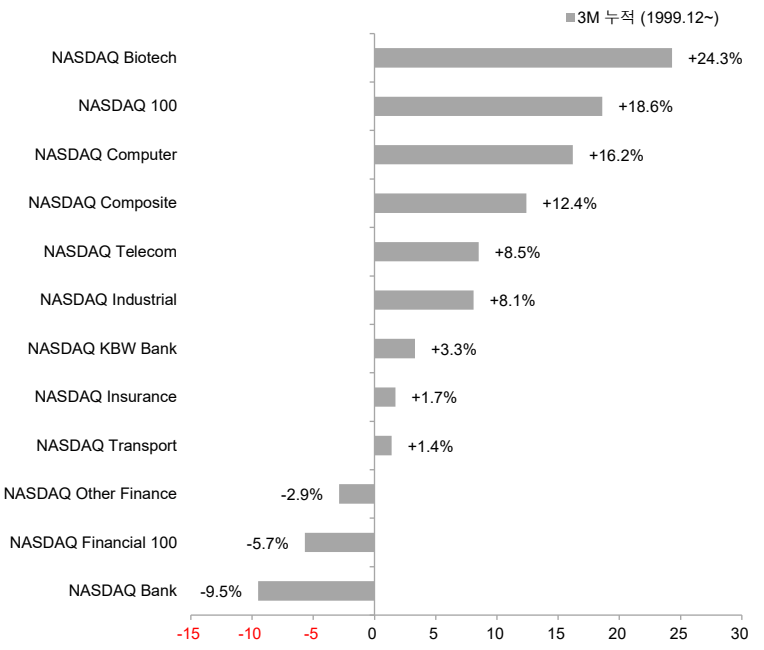
종합 지수는 신고가를 경신하나 동일 가중 지수가 횡보하거나 하락한다면, 이는 자본이 최후의 승자에게만 몰리는 극단적 쏠림의 증거이다.

같은 Nasdaq 안에서도 양극화는 예외없다

아울러 나스닥 지수라는 큰 흐름 안에서도 사이클의 마지막 3개월은 '가장 좁고 가장 새로운 분야'로의 자본 압착이 일어났다. 24개월의 전체 사이클을 주도한 메인 스토리는 컴퓨터(+249.5%)와 통신(+183.8%)이었지만, 정점 직전 3개월의 풍경은 달랐다. 이 시기 바이오텍(Biotech) 수익률은 +24.3%로 컴퓨터(+16.2%)와 통신(+8.5%)을 압도하며 순위가 뒤집혔다.

당시 셀레라 제노믹스(Celera Genomics)를 필두로 한 게놈 기업들은 2000년 6월로 예정된 '인간 게놈 프로젝트 완성'이라는 거대한 내러티브에 올라타 폭등했다. 그러나 나스닥이 정점을 찍은 2000년 3월 10일 직후인 3월 14일, 클린턴과 블레어의 공동성명("유전자 정보는 인류의 공동자산")이 트리거가 되어 거품은 순식간에 하락세로 전환되었다.

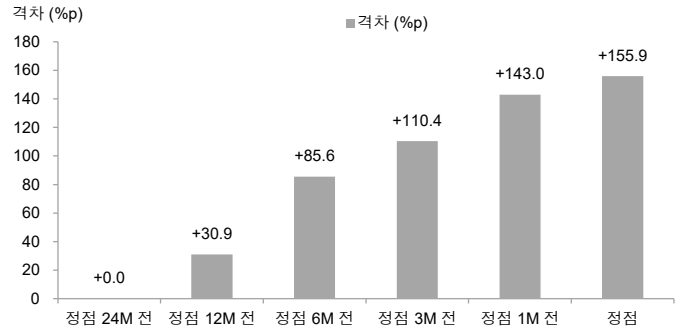
도표 7. 닷컴 붐 정점 -3M Nasdaq 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

서브프라임 사이클은 더 분명하다. 정점 직전 3개월(2007년 7월 ~ 10월)에 CSI 300이 단독으로 +48.5% 폭발하는 사이, 일본 Nikkei는 -6.0%, 프랑스 CAC는 -4.0%, 독일 DAX는 -1.2%, 멕시코 IPC는 -0.9%로 이미 하락 사이클에 들어가 있었다.

도표 8. 서브프라임 정점 직전 24개월 신흥국과 미국의 수익률 격차



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주 : 신흥국은 CSI300, KOSPI, IDX(인도네시아), IPC(멕시코), RTS(러시아) / 미국은 S&P 500, NASDAQ, DJIA 지수 평균

정점에 닿는 마지막 1개월의 모습은 사이클마다 달랐다. 서브프라임은 마지막 1개월에 신흥국과 미국이 거의 동률로 올랐다(+8.7% vs +8.3%, 구간 격차 +0.4%p). 주도주의 추가 아웃퍼폼이 사라진 시점이 정점이었다. 반면 닷컴은 마지막 1개월에도 NASDAQ만 단독으로 +12.6% 폭발하면서(비미국 +1.0%, 구간 격차 +11.6%p) 정점을 찍었다.

이는 이른 바 파괴적 혁신으로 평가받는 기술의 유무 여부, 국가의 성격 등에 기인한다. 미국 등 선진국으로 유입될 수 있는 자금의 양과, 리스크를 더 많이 감수해야 하는 신흥국으로 들어갈 수 있는 자금의 양에 차이가 있기 때문이다.

다만 그럼에도 주도주 압축의 양상은 사이클마다 정도가 다르지만, 변두리가 먼저 식는다는 신호는 두 사이클 모두에서 동일하게 잡혔다.

I-4. 소결론 : AI 사이클의 좌표

지금 우리는 어디 서 있는가

2026년 5월 현재, AI 사이클의 압축은 이미 진행 중이다. M7 시가총액은 이미 S&P 500의 35%를 초과했다. M7 외 중소형주의 자금 흐름은 1999년의 Nasdaq Bank, 2007년의 일본·유럽 4개국이 서 있던 위치와 유사하다.

변두리에서 시작된 식음이 안쪽으로 들어오는 속도가 사이클의 잔여 시간을 측정하는데 도움을 줄 것이다. 만약 같은 패턴이 반복된다면, 정점 직전 3~6개월 동안 M7 외 종목, 글로벌 비주도 시장, 미국 내 비기술 섹터에서 마이너스 신호가 먼저 잡힐 것이다.

이번엔 다를까 오히려 더 강한 압축 예상

이번엔 다를까. 오히려 이번 사이클은 더 강한 압축을 예상된다. AI는 신산업이 옆에 자라나는 사이클이 아니라, 기존 산업을 흡수하고 일부 파괴하면서 진행되는 사이클이다. 미디어·광고·유통·화이트칼라 노동에 이르기까지, 새로운 캐시플로우가 옆에서 만들어지는 게 아니라 기존 산업의 캐시플로우가 빅테크로 이동한다.

실물 투자도 마찬가지다. M7의 2025년 자체 CAPEX 6,000억 달러는 데이터센터·GPU·전력 어느 쪽도 산업 전체로 분산되지 않는다는 신호다. 자본의 화력이 좁아지는 데 더해, 산업의 캐시플로우 자체가 좁은 곳으로 흡수된다. 이번엔 다르다가 아니라, 이번엔 오히려 더 강하게 같은 패턴이 작동할 가능성이다. 변두리는 더 빨리, 더 깊이 식을 수 있다.

한 가지 더 짚을 모니터링 포인트가 있다. 앞서 살펴보았듯 닷컴 사이클은 24개월 동안 컴퓨터·통신이 끌었지만 정점 직전 3개월에는 게놈으로 좁혀졌다. 가장 마지막 펌프는 가장 새로운 기술에서 나왔다. 이 패턴이 AI 사이클에서 반복된다면, 현재의 AI 인프라 사이클이 후반에 가까워질수록 인접한 더 새로운 분야로 자본이 한 번 더 좁아지는 마지막 펌프가 잡힐 지 여부는 추후 자료에서 다루고자 한다.

II. 지켜질 공식 2. 채권 자경단(Bond Vigilantes)의 귀환

재정이 방만해지면 시장이 먼저 반응한다

카빌의 한탄

『깨진 공식』의 결말부에 짧게 등장했던 인물이 있다. 클린턴 행정부의 백악관 전략가 제임스 카빌. 다시 태어난다면 대통령이나 교황이 아니라 채권 시장이 되고 싶다는 그의 한탄은 농담이 아니라, 자신이 모시는 대통령이 의회보다 채권 시장에 더 휘둘리는 풍경을 본 사람의 진심이었다.

깨진 공식이 아닌, 가장 안 깨질 공식

『깨진 공식』 자료에서 정리한 네 가지 통념, 즉 금리, 전쟁, 효율, 병목은 모두 작동을 멈췄다. 그러나 모든 것이 깨진 것은 아니다. 본 자료는 이전 자료에서 잠깐 짚었던 자경단의 정체를, 다섯 개의 사건사와 두 권의 책 그리고 한 줄의 수식을 통해 입체화하려 한다.

채권 자경단이란 재정적자나 인플레이션, 중앙은행의 통화정책에 불만이 있을 때 국채를 대량 매도해 금리를 급등시키고, 종국에는 국가 정책을 강제로 수정하게 만드는 시장 참여자들의 집단행동을 의미한다. 1990 년대 초 클린턴 행정부 시절, 정부의 방만한 재정 지출에 분노한 이들이 국채를 내던지며 금리를 폭등시키자 당시 백악관 전략가 제임스 카빌은 "다시 태어난다면 대통령이나 교황보다 채권 시장이 되어 모두를 겁주고 싶다"고 한탄했을 정도로 이들의 위력은 막강하다.

도표 9. 채권 자경단의 다섯 개 사건사

시기	현장	방아쇠	충격 폭	결말
1994	미국	Fed 급격 인상 + 클린턴 재정확장 시그널	10Y 230bp 상승, 채권가격 9% 하락	균형재정 노선, 1990년대 흑자기
2010-12	유로존 PIIGS	재정 취약국 부채 부담 + 단일통화	그리스 10Y 35%, 이탈리아 7% 돌파	ECB "whatever it takes", 대차대조표 폭증
2022	영국	Truss 무재원 감세안 (450억 파운드)	30Y 100bp 폭등, 파운드 사상 최저	Truss 49일 만에 사임
2024	프랑스	예산안 의회 좌초, 정치 통제력 의문	프랑스 10Y가 그리스 10Y 추월	Moody's 강등, 신용 신화 균열
2025	미국	Trump 상호관세 발표 (4월 2일)	10Y +50bp, 30Y 주간 상승폭 46bp (40년 최대)	관세 90일 유예 발표 (4월 9일)

자료: 신영증권 리서치센터

II-1. 자경단의 귀환 : 다섯 개의 현장

자경단이라는 단어는 언뜻 정의의 사도를 떠올리게 하지만, 수익률을 지키려는 자본의 속성에 따른 결과이다. 정부 재정이 방만해지거나 인플레이션이 통제 불능이거나 중앙은행이 독립성을 잃어가는 신호가 포착될 때, 채권 투자자는 출구, 즉 매도를 선택한다. 이것이 집단적 매도로 진화하는 순간, 어떤 정치적 항의보다 강력한 실력 행사가 되는 것이다. 많은 사례 중 다섯개를 소개한다.

(1) 1994 : 채권 학살(Bond Massacre)

1994년 한 해 동안 미국 10년물 국채 금리는 5.7%대에서 8.0% 부근까지 230bp 가까이 뛰었다. 채권 가격으로는 16% 하락. 채권 보유로 6%대의 쿠폰을 기대했던 채권 투자자들이 감내하기 어려운 수준이었다. 글로벌 채권시장에서 수조 달러 단위의 평가손이 발생했다. 시장은 이 사건을 "Bond Massacre"라 불렀다.

그린스펀의 기선제압과 클린턴의 확장 시그널

방아쇠는 둘이었다. 첫째, 그린스펀이 인플레이션 선제 진압을 명분으로 기준금리를 3%에서 6%로 두 배 올렸다. 둘째, 클린턴 행정부 초기의 재정 확장 시그널을 시장이 의심했다. 카빌의 한탄이 새어 나온 것이 이 시점이다. 클린턴은 결국 이내 균형재정 노선으로 선회했고, 임기 후반의 미국은 30년 만의 재정흑자기를 맞이했다. 자경단의 작동 원리가 처음으로 공개적으로 확인된 사건이었고, 이후 30년간 시장 참여자들에게 표준 사례로 자리 잡았다.

(2) 2010-2012 : 유로존 PIIGS

2010년 그리스에서 시작된 위기는 곧 아일랜드, 포르투갈, 스페인, 이탈리아로 번졌다. 그리스 10년물 금리는 한때 35%까지 폭등했고, 이탈리아도 7%를 돌파하며 선진국이라는 사실을 무색하게 만들었다.

PIIGS
: 돼지로 읽힌 다섯 글자

이 시기 시장은 다섯 나라를 묶어 PIIGS(Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain)라 불렀다. 재정 취약국의 머리글자를 딴 것이지만, 어떻게 발음하든 결국 'pigs(돼지)'였다. 채권 시장의 냉혹함이 가장 직설적으로 드러난 단어이기도 하다.

유럽을 다시 보게 된 계기

개인적으로도 인상 깊은 시기였다. 그 전까지 유럽은 그저 여행지였다. 독일, 프랑스, 그리스 등이 EU로 묶여 같은 화폐를 쓰는 국가들이었고 굳이 남유럽과 북유럽을 구분해 들여다볼 일이 없었다. 굳이 말하면 유럽 경제에 대해 아는 것은 별로 없었다. 하지만 PIIGS 사태가 이를 깨뜨렸다. 같은 유로를 쓰지만 독일과 그리스의 재정 상황이 다르고, 프랑스와 스페인의 노동시장도 다르며, 단일 통화가 그 격차를 흡수해주지 않는다는 사실도 알게 되었다. '서유럽 vs 남유럽'이라는 구도를 머릿속에 처음 그려본 것도 그때다. 자경단을 알게 된 것은 책이 아니라 PIIGS라는 다섯 글자였다.

그리스 경제 재정긴축으로 무려 9년간 역성장

Adam Tooze는 『Crashed』(2018)에서 유로존 주변국의 처지를 "자기 통화를 가지지 않은 채 외화 표시 부채를 짊어진 신흥국과 같았다"고 했다. 이탈리아는 명목상 G7이었지만, 시장 입장에서 그것은 무의미했다. 단일 통화 채택은 자국 통화 발행을 통한 채무 구제 가능성의 포기였고, 자경단은 정확히 그 약점을 가격에 반영했다. 드라기의 "whatever it takes" 한 마디가 자경단을 일시 후퇴시켰지만, 그 대가는 ECB 대차대조표의 폭증이었다. 그리스 등 재정문제국가들은 수년간 걸친 고통스러운 재정긴축을 계속했다. 그리스의 GDP는 2008년부터 2016년까지 거의 9년간 마이너스 성장을 이어갔다.

(3) 2022 : 영국, 49일의 총리

2022년 9월 23일, 신임 총리 트러스와 재무장관 콰텡이 약 450억 파운드 규모의 무재원 감세안을 발표했다. 트러스 정부는 '성장'이라는 명분을 내세웠지만, 시장은 이를 '대책 없는 부채 증가'로 해석했다. 시장의 반응은 즉각적이고 폭력적이었다. 30년물 길트 금리는 며칠 만에 100bp 가까이 폭등했고, 파운드는 사상 최저치를 갈아치웠다. LDI(Liability-Driven Investment) 전략을 운용하던 영국 연기금이 마진콜 연쇄에 휘말리며 시스템 위기의 불안을 몰고 왔다. 영란은행의 긴급 국채 매입이 없었다면 금리는 더 많이 올랐을지 모른다. 결과적으로 트러스 총리는 49일 만에 사임했다. 영국 헌정사상 최단명 총리가 되었다.

*LDI(부채 연계 투자) : 연기금이 지급해야 할 미래의 부채 가치에 맞춰 보유 자산인 채권의 듀레이션과 비중을 설계하는 전략. 평소에는 안정적이나 금리가 단기간 급등락시 마진콜을 유발하는 단점 내포.

핵심은 트러스의 감세안 철회가 의회의 토론도, 야당의 공세도 거치지 않았다는 사실이다. 시장이 직접 나섰다. 정치 절차보다 빠른 자경단의 표결권. G7 국가의 정부조차 시장 앞에서 무력하다는 사실이 다시 한 번 입증된 사건이었다.

(4) 2024 : 프랑스가 그리스보다 비싸졌다

프랑스, 공공지출 비중 1위

2024년 4분기, 프랑스 10년물 국채 금리가 그리스 10년물을 추월했다. 한 세대 전에는 상상할 수 없는 광경이었다. 프랑스 부채는 GDP 대비 110%를 넘었고, 정부의 예산안이 의회에서 좌초되며 정치적 통제력에 의문이 제기된 결과였다. 프랑스는 GDP 대비 공공지출 비중이 약 57~58%에 달한다. 이는 북유럽 복지 국가들(덴마크, 스웨덴 등)보다도 높으며, 유로존 평균(약 50%)을 크게 상회하는 압도적 1위이다.

자경단은 수준이 아니라 방향을 본다

흥미로운 점은 그리스 부채 비율이 경제대비 여전히 150% 안팎으로 프랑스보다 한참 높았다는 사실이다. 시장은 절대값이 아니라 변화의 방향과 통제 의지를 본다는 점을 알 수 있는 대목이다. 그리스는 위기 이후 10년간에 걸친 긴축으로 신뢰를 회복했고, 프랑스는 안정 신화의 균열을 드러냈다. 자경단은 이 차이를 정확히 가격으로 환산한다.

(5) 2025 : 트럼프의 관세와 채권 시장의 거부권

클린턴 당시의 미국이나, 유럽의 사례에 생소했던 투자자들 중에서도 2025년의 미국 사례는 익숙한 분들이 있을 것 같다. 2025년 4월 2일, 트럼프 행정부는 사상 최대 규모의 상호관세를 발표했다. 주식시장도 급락했지만, 정작 정부의 손을 멈추게 만든 것은 채권시장이었다.

관세 발표 일주일 만에 미국 10년물 국채 금리는 50bp 가까이 폭등했다. 특히 장기물인 30년물 금리의 주간 상승폭은 46bp에 달했는데, 이는 볼커 시대 이후 약 40년 만의 최대 기록이었다. 관세가 불러올 인플레이션 재점화와 재정 적자 확대에 대해 시장이 '가격'으로 반응한 것이다. 4월 9일, 트럼프 본인이 "채권 시장이 까다로워졌다"는 표현과 함께 90일 관세 유예를 발표했다.

트럼프조차 채권에는 진다

핵심은 트럼프 본인의 입에서 "채권 시장(bond market)"이라는 단어가 나왔다는 점이다. 1994년 클린턴이 "다음 생에는 채권 시장이 되겠다"고 분노했던 카빌의 한탄이 31년 만에 재현된 셈이다.

유럽만의 이야기가 아니다

불과 1년여 전 미국에서 벌어졌던 소동에서 짚어야 하는 점은, 자경단이 PIIGS처럼 재정이 약한 유럽에서만 작동하는 현상이 아니라는 점이다. 1990년대 중반의 채권 학살만큼 극적이지는 않더라도, 우리는 최근에도 장기 금리가 정책의 방향을 바꾼 사례를 여러 차례 목격했다. 2023년 가을 미 10년물 금리가 잠시 5%를 돌파했을 때, 파월 의장은 11월 FOMC에서 "장기 금리 상승이 추가 긴축의 일을 대신하고 있다"고 발언하며 시장이 기대하던 매파 입장에서 한 발 물러섰다.

다섯 개의 현장이 다른 시점, 다른 나라, 다른 정책을 다루지만 결말은 같다. 채권 시장이 나섰다.

II-2. 자경단을 부르는 조건 : 두 권의 책과 한 줄의 수식

자경단이 언제 깨어나는지에 대한 연구는 1980년대의 정성적 분석에서 2019년의 한 줄 수식까지, 시간이 지나며 점점 더 정량적으로 정리되어 왔다.

Sargent-Wallace : 재정 우위(Fiscal Dominance)

학계에서 1980년대부터 논의되어 온 Fiscal Dominance 가설은 정부 부채가 일정 임계를 넘어서면 중앙은행이 더 이상 독립적으로 통화정책을 운영할 수 없다고 본다. Thomas Sargent와 Neil Wallace의 『Some Unpleasant Monetarist Arithmetic』(1981)이 출발점이다.

논리는 단순하다. 정부 이자비용이 일정 수준을 넘어서면 중앙은행이 금리를 올리는 행위가 그 자체로 재정을 악화시킨다. 결국 중앙은행은 정치적 압력에 굴복해 인플레이션을 용인하거나, 자산매입으로 장기금리를 인위적으로 누르게 된다. 그 순간 자경단은 중앙은행의 신뢰를 가격에 반영하기 시작한다. 『깨진 공식』 1호에서 다룬 케빈 워시 지명자의 인사청문회와 트럼프의 인하 압박은 그 자체로 fiscal dominance의 신호다.

Chancellor : 시간의 가격

저금리와 이로 인한 잘못된 부채 누적의 청구서, 채권 자경단

Edward Chancellor의 『The Price of Time』(2022)은 5천 년에 걸친 금리의 역사를 추적한다. Chancellor가 강조하는 것은 금리가 단순한 자금 가격이 아니라 "시간 자체의 가격"이라는 명제다. 금리가 인위적으로 낮게 유지되면 자본은 잘못된 곳으로 흘러가고, 만성 저금리는 자산 거품과 부채 누적을 동반한다. 그리고 청구서가 도착한다. Chancellor가 보기에 그 청구서를 들고 오는 자가 바로 채권 자경단이다.

Blanchard : r-g, 자경단을 부르는 한 줄 수식

20세기 후반 재정학의 표준 명제는 단순했다. 부채는 위험하다. 부채/GDP가 일정 수준을 넘으면 위기가 온다는 것. 그런데 2008년 글로벌 금융위기 이후 이상한 일이 벌어졌다. 미국·일본·유럽이 부채를 폭발적으로 늘렸는데, 금리는 오히려 더 떨어졌다. 부채가 늘면 차입 수요가 늘어 금리가 올라야 하는데 정반대였다. 시장이 부채에 대해 갖고 있던 두려움이 한 세대 동안 잠시 잠들어 있었던 셈이다.

핵심은 성장률과 금리의 비교

이 잠든 풍경에 학술적 답을 준 사람이 Olivier Blanchard였다. IMF 수석 이코노미스트 출신, MIT 교수. 2019년 1월 그가 미국경제학회(AEA) 회장 연설에서 던진 한 줄이 시장의 표준 화법이 되었다. 제목은 『Public Debt and Low Interest Rates』. 핵심 명제는 한 문장이다.

"금리(R)가 성장률(G)보다 낮은 환경에서는

정부 부채는 그 자체로 재정 위기를 일으키지 않는다"

논리는 부채 동학을 정리한 한 줄 식에 담겨 있다.

부채/GDP의 변화 ≈

(R − G) × 직전 부채/GDP − 기초재정수지/GDP

여기서 r은 정부 평균 차입금리, g는 명목 GDP 성장률, 기초재정수지는 이자비용을 제외한 재정수지다.

[Case 1] r < g : 부채는 자기 제한적
(r − g) 항이 음수라 직전 부채/GDP에 곱하면 부채 비율을 낮추는 힘으로 작용한다. 정부가 매년 적자를 내도 적자가 너무 크지만 않으면 부채 비율은 자연 감소하거나 안정된다. 시간이 흐르면 알아서 줄어드는 영역이다.
[Case 2] r > g : 부채는 발산적
(r − g) 항이 양수라 직전 부채/GDP에 곱하면 부채 비율을 늘리는 힘으로 작용한다. 정부가 흑자를 내지 않는 한, 부채는 가만히 둬도 매년 가속해서 증가한다. 재정 지출이 방만하지 않아도 부채는 늘어난다.

2008-2021 vs 2022-현재 : 영역이 바뀌었다

2008-2021년의 미국은 또렷이 경우 1에 있었다. 양적완화로 r은 0% 부근, 명목 g는 4-5%. (r-g)가 -3~-5%포인트. 부채를 아무리 늘려도 비율은 자연스럽게 안정되었다. 자경단이 잠들어 있던 이유다. 즉, 깨어날 명분이 없었다.

2022년부터 그림이 뒤집혔다. 연준이 5%대로 금리를 올리고, 정부의 평균 차입금리도 가파르게 상승하며 금리와 성장률의 격차가 좁혀졌다. 그때부터 미국은 Blanchard가 경고했던 (경우 2), 즉 발산 영역에 들어가 있다. 이전과 무엇이 다른가를 한 줄로 정리하면 이렇다.

2008-2021: "부채 늘려도 괜찮아, 어차피 자라면서 줄어드니까"
2022-현재: "부채는 가만히 둬도 매년 가속해서 늘어난다"

자경단이 깨어나는 조건은 결국 시장이 미국의 r-g가 다시 마이너스로 돌아가지 못한다고 판단하는 순간

Blanchard의 r-g 프레임은 자경단의 정체를 학술적으로 정량화하는 도구다. 자경단이 깨어나는 핵심 조건은 결국 시장이 미국의 r-g가 다시 마이너스로 돌아가지 못한다고 판단하는 순간이다. 그 순간이 자경단의 호출 신호다. Sargent-Wallace의 정성적 fiscal dominance가, Blanchard에 와서 한 줄 수식으로 압축된 셈이다.

자경단의 세가지 호출 조건

이를 모두 종합하면 자경단의 출현 조건은 셋이다. (1) Blanchard의 r-g가 양수로 굳어지는 신호, (2) 인플레이션 기대의 닻 풀림, (3) 중앙은행 독립성에 대한 신뢰 훼손

인플레이션 부담, 중앙은행 독립성 훼손의 조건은 이미 충족

불과 3년여 전 10% 가까이 치솟았던 물가, 연준 총재에 대한 노골적인 대통령의 불만 등을 보면 세가지 조건 중 (2),(3)이 충족되었음은 부인하기 어렵다. 한가지 남은 것은 r-g가 양수로 굳어지는 신호이다.

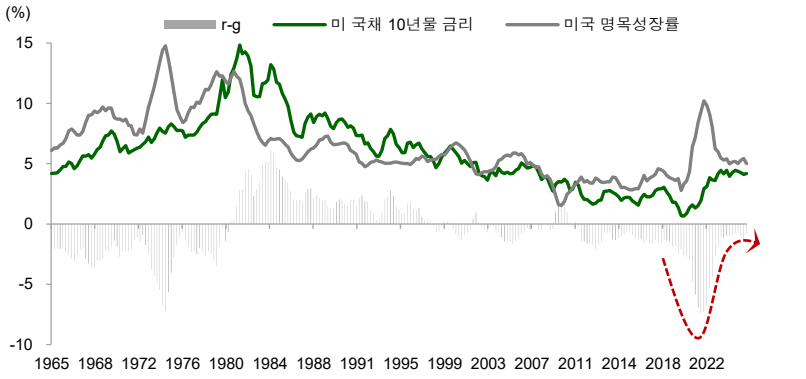
현재 미국은 AI Capex 투자 붐으로 성장률 호조

미국 경제 성장률은 미국 빅테크의 감원, 전쟁으로 인한 휘발유 가격 상승 등의 잡음에도 AI 투자 붐을 바탕으로 순항 중이다. 2022년 이후 빠르게 상승했던 r-g, 즉 금리-성장률 값도 성장률 호조를 바탕으로 소폭이지만 마이너스에 머물러 있다. AI 투자 붐이 단순 주식, 무형의 소프트웨어에 머물러 있지 않고 데이터센터와 전력으로 옮겨간 덕분이다.

하지만 매끄럽게 우상향만 하는 것은 없다

지금의 AI Capex가 버블이 아니라고 생각하더라도 아래의 차트를 한번씩 업데이트해서 보아야 할 것이다. 그 어느것도 매끄럽게만 우상향 하는 것은 없기 때문이다.

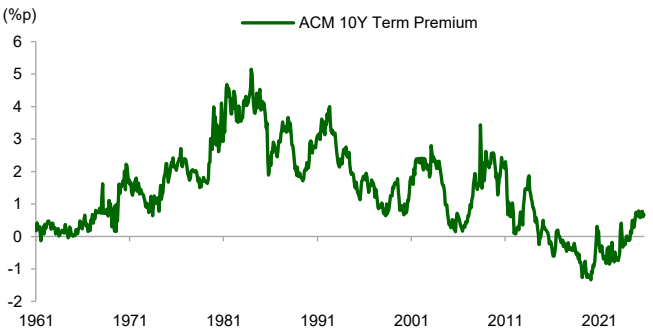
도표 10. 미국의 r-g 추이



자료: FRED, 신영증권 리서치센터

분기별로 발표되는 GDP 성장률이 답답하다면 뉴욕 연은에서 발표하는 미국채 기간 프리미엄을 참고할 만한다. ACM 기간 프리미엄이 플러스로 돌아섰다는 것은, 단순히 시장 금리가 높다는 것을 의미하지 않는다. 이는 투자자들이 미래의 인플레이션 변동성과 수급 불균형에 대해 더 높은 '보험료'를 요구하기 시작했음을 시사한다. 즉, 시장이 더 이상 미국의 빚을 '무조건적인 안전'으로 간주하지 않는다는 증거다. 자경단은 이제 장기 채권을 보유하는 대가로 0.5%p 내외의 위험 수당을 꼬박꼬박 챙기기 시작했다.

도표 11. 미 국채 10년물 기간 프리미엄



자료: 뉴욕 연은, 신영증권 리서치센터

※ 기간 프리미엄 (Term Premium)

- 정의: 투자자가 단기 채권을 계속 굴리는 대신, 불확실성이 큰 장기 채권을 보유하는 대가로 요구하는 '위험 수당'

- 산출 모델: 뉴욕 연방준비은행의 에이드리언(Adrian), 크럼프(Crump), 뮌슈(Moench)가 개발한 ACM 모델이 글로벌 표준 지표로 통용

- 플러스(+) 영역: 미래 경제 상황이나 재정 건전성에 대한 불확실성이 커진 상태. 채권 투자자가 장기 보유에 따른 위험 보상을 더 강하게 요구하고 있음을 의미

- 마이너스(-) 영역: 저물가 기조가 고착화되거나 양적 완화 등으로 인해 '안전 자산'인 장기 채권에 대한 수요가 공급을 압도할 때 나타남. 2010년대 중반 이후 장기간 지속

II-3. 미국 국채는 안전 자산인가

흔들리는 신화: 무위험 자산이라는 신뢰의 균열

그간의 외교 공식을 한 순간에 뒤집어 버린 대통령의 당선과 재선, 급격하게 불어난 부채 부담, 중국의 추격, 중앙은행의 독립성 훼손과 물가 통제 능력 약화 등을 보며 미국 국채는 과연 안전 자산인가 하는 질문이 수년간 필자를 괴롭힌다. 솔직히 말하자면, 아직 뚜렷한 대안을 찾지 못했다. 블록체인을 기반으로 한 가상화폐가 매력적으로 보인다 하더라도 아직 미국 채권을 대체하기에는 턱 없이 부족하다.

기묘한 안정: 대안 부재가 만든 강요된 평화

수년간 소외되었던 금 가격이 최근 급등한 것을 보면 미국 국채에 대한 의구심은 나만이 가진 고민이 아닌 듯 하다. 그럼에도 수많은 디스카운트 요인을 뒤로 하고 아직은 꽤나 안정적으로 유지되고 있는 미국 금리를 보고 있자면 아직 아무도 미국 국채를 버리고 돈을 옮겨갈 자신있는 대안은 찾지 못했다. 이 장에서는 많이 다뤄졌던 부채 부담 등은 제외하고 미국 국채가 누구에 의해 소화되고 있는지를 짚어보고자 한다.

도표 12. 미 국채 보유자 구성

보유자	잔액 (조 달러)	비중
외국 보유자 (정부+민간)	약 9.9	34.5%
미국 뮤추얼펀드 (MMF 포함)	약 5.1	17.9%
연방준비제도 (Fed)	약 4.1	14.2%
미국 가계·비영리	약 3.0	10.3%
미국 상업은행	약 2.6	9.2%
미국 주·지방정부	약 1.7	6.1%
연기금 (사적+공적)	약 1.1	3.9%
보험회사	약 0.6	2.2%
기타	약 0.5	1.9%
전체 시장성 미 국채	약 28.7	100%

자료: SIFMA Research, US Fixed Income Quarterly Report(2Q25), 신영증권 리서치센터

외국인 동학 : 아직은 미 국채의 대안을 찾지 못했다

미 국채는 자국 안에서만 소화되는 자산이 아니다. 2026년 2월 기준 외국 보유 분이 약 9.5조 달러로, 시장성 미 국채 약 28.7조 달러의 34% 안팎을 차지한다.

도표 13. 주요 국가별 미 국채 보유 잔액 (단위: 십억 달러, 기말 기준)

국가	2026.2	2025.12	2024.12	2023.12	2022.12	2000년래 최고치
일본	1,239.3	1,185.5	1,061.5	1,115.3	1,075.1	1,325.5 (2021.11)
영국	897.3	866	722.8	688.6	573.7	901.4 (2025.8)
중국 본토	693.3	683.5	759	816.3	867.1	1,316.7 (2013.11)
벨기에	454.7	477.3	374.6	314.4	351.2	481.0 (2025.11)
캐나다	446.3	468.2	378.8	348.5	215.1	475.8 (2025.9)
룩셈부르크	445.7	435.1	423.9	339.9	329.3	445.7 (2026.2)
케이맨제도	443	421.2	423	314.8	292.6	453.6 (2025.3)
프랑스	395.1	368.9	332.3	236.7	180.3	395.1 (2026.2)
아일랜드	350.6	340.7	339.4	349.7	241.7	356.3 (2024.9)
대만	313.5	310.6	292.3	254	225.4	313.5 (2025.8)
스위스	286.7	294.1	298.7	287.4	269.5	311.7 (2025.3)
싱가포르	280	278.4	249	196	182.9	280.0 (2026.2)
홍콩	269.2	267.8	255	238	214.5	273.8 (2025.2)
인도	190.6	182.9	219.1	233.7	224.1	247.2 (2024.9)
사우디	160.4	149.5	137.5	132	119.7	184.4 (2020.2)
한국	140.9	140.6	124.9	117.2	102.6	145.1 (2025.11)
외국인 합	9,487.1	9,271.0	8,619.3	7,940.0	7,194.7	9,487.1 (2026.2)

자료: U.S. Department of the Treasury, Treasury International Capital (TIC) : Major Foreign Holders of Treasury Securities, 신영증권 리서치센터

주 : 영국·벨기에·룩셈부르크·아일랜드·케이맨제도 수치에는 자국 거주자가 아닌 글로벌 헤지펀드·머니매니저의 커스터디 잔고가 포함되므로, 국적 기준 보유자가 아닌 보관 위치 기준 잔고

금이 미국 국채를 대신할 수 있을까

미국 국채를 대체하려는 시도가 금에서 나타나고 있다. 2022년 미국·EU가 러시아 중앙은행 자산 약 $3,000억을 동결한 사건이 트리거였다. 자국 금고의 금은 제재할 수 없다는 사실이 비서방 중앙은행들에 분명히 각인되었다. 이후 중앙은행 순매입은 2022년 이후 3년 연속 1,000톤을 상회했다. 직전 10년 평균(약 400~500톤)의 2배 이상이다. 2024년에는 금이 유로화를 제치고 달러 다음의 2위 글로벌 준비자산으로 올라섰다.

다만 금이 미 국채를 전면 대체하기엔 시장의 물리적 한계가 있다. 시가총액만 보면 비슷해 보인다. 금 시가총액 약 $30조, 시장성 미 국채 약 $28.7조. 그러나 실제 거래·이전 가능한 '유동 물량'으로 들어가면 격차가 크다. 중앙은행이 이미 보유 중인 금은 약 39,000톤·$5조 규모로 외국인의 미 국채 보유액($9.5조)의 절반에 불과하고, 매년 광산 신규 공급은 약 3,661톤 = 현 시세로 약 $5,000~5,500억뿐이다. 미국이 한 해 사고파는 시장성 국채 거래대금(2024년 일평균 거래량 $9,000억+)과는 자릿수 자체가 다르다. 결국 깊이와 유동성에서 적절한 대체재가 없기 때문이다. 금은 보완재이지 대체재가 아니다. 표에서 나타나듯이 대부분의 국가가 미국 채권을 조금씩이라도 늘려가고 있다는 것도 같은 맥락이다.

일본 1위, 중국은 반토막으로 축소

중국은 다른 행보를 보이고 있는데, 일본이 1.2조 달러대로 부동의 1위, 영국이 2위로 빠르게 늘어나고 있는데 반해, 중국은 빠르게 줄고 있다. 2013년 11월 정점 1.3조 달러였던 중국 보유액은 2026년 2월 0.7조 달러로 거의 반토막이 났다. 같은 기간 다른 어떤 나라보다 큰 폭의 감소다.

팔지 않는다, 다만 사주지 않을 뿐이다

여기서 흔한 오해를 짚고 가야 한다. 보유액 감소 패턴을 분석한 연구자들은, 중국의 동향을 적극적인 매도가 아니라 만기가 돌아오는 미 국채를 재투자 하지 않는 것으로 보고 있다. 중국이 미국 채권을 '인질'로 잡고 있다는 사실은 여전하나, 중국은 시장 충격을 피하면서도 미 국채 보유량을 점진적으로 비중을 낮추는 전략을 쓰고 있다.

일본의 자국 채권 회귀 모니터링 필요

비슷한 시각에서 일본도 거론된다. 2025년 봄, 일본 재무성 관계자가 "엔화 방어를 위해 미 국채 매각도 카드"라고 시사하며 시장이 출렁였던 일이 있다. 직접 매각이 아니더라도, BOJ가 YCC를 종료하고 30년 JGB 금리가 3% 부근까지 올라온 환경에서는 일본 보험사·연기금이 헤지 비용을 감안한 자국 채권 회귀를 늘릴 유인이 충분하다. 일본은 매도자가 아닌 비매수자가 되는 것만으로도 미 국채 시장에 공급 부담을 키운다.

진짜 큰 손은 트라우마를 안고 있다

2022년의 기억은 사라지지 않는다

아울러 한가지 짚고 싶은 것은 2022년 발생했던 Tantrum, 즉 발작이다. 연준의 급격한 금리 인상 과정에서 장기 미 국채는 가격 기준으로 30% 이상 하락했다. 30년물 ETF는 정점 대비 50% 가까이 떨어진 구간을 지났다. 안전 자산이라 믿었던 자산이 한 해 만에 주식 베어 마켓 수준의 손실을 안긴 사건이다. 듀레이션이 긴 부채를 짊어진 연기금들은 이때의 손실을 잊지 않았다. 다시 장기 미 국채를 적극 추가 매수해 줄 것이라고 기대하는 것은, 이들의 위원회 회의실에서 통하지 않는 이야기다. 채권 가격에 가장 민감해진 사람이 바로 그동안 가장 큰 손이었던 사람들이다.

흔들리는 안전자산의 경계 : M7 회사채 > 프랑스 국채

부채와 금리가 미국만의 문제일까. 미국이 AI Capex 붐을 누리고 있는 반면, 유럽은 자금 부족과 전쟁으로 고전 중이다. 특히 M7과 유럽 국가들을 비교해보면 과연 어느 것에 투자하는게 좋을지 망설여진다.

마이크로소프트가 프랑스보다 신용등급이 높다

신용등급은 이를 여실히 반영 중이다. 미국 기업 중 단 두곳이 AAA 등급인데 그 중 하나가 바로 마이크로소프트(다른 하나는 존슨 앤드 존슨)이다. 애플과 알파벳은 AA+, 아마존은 AA이다.

같은 시점, 프랑스의 국가신용등급은 S&P 기준 AA–다. 마이크로소프트보다 두 노치 낮다. 무디스는 2024년 말 프랑스를 Aa3로 강등시켰다. 한 미국 IT 기업의 회사채가 G7 일원의 국채보다 신용평가상 더 안전한 자산이 된 것이다.

이익만 봐도 그렇다

비교는 매출과 이익으로 옮겨가도 어색하지 않다. M7 7개사의 합산 시가총액은 2025년 10월 약 20.8조 달러로 EU 전체 GDP(19.4조 달러)를 추월했다. 연간 합산 순이익은 2025년 약 5,700억 달러 안팎인데 프랑스의 2025년 재정적자가 약 1,600억 달러임을 감안하면, M7이 한 해 벌어들이는 이익만으로 프랑스 적자를 세 번 메우고도 남는다. M7의 합산 현금성 자산도 6,000억 달러를 넘어, 외부 차입 없이도 데이터센터를 짓고 GPU를 사들인다. 온탕과 냉탕을 넘어서는 온도차다.

도표 14. 프랑스와 M7의 비교

구분	M7 (합산)	프랑스 (단일 국가)
규모 지표	20.8조 달러 (시가총액)	3.1조 달러 (GDP)
이익/수지	+ 5,700억 달러 (순이익)	- 1,600억 달러 (재정적자)
현금/자본	6,000억 달러 (현금성 자산)	약 3.4조 달러 (국가채무)
성장 동력	AI 인프라 및 소프트웨어	공공 지출 및 서비스업
재무 건전성	사실상 '무부채' 경영 가능	GDP 대비 부채 112%

자료: 각사, World Bank, 신영증권 리서치센터

그러나 전환은 어렵다

물론 이것이 곧바로 "M7 회사채를 사고 프랑스 국채를 팔라"는 결론으로 이어지는 것은 아니다. 글로벌 연기금과 국부펀드의 운용 위임 약정은 'investment-grade sovereign'과 'corporate'을 엄연히 별도 자산군으로 분리한다. 듀레이션 매칭 의무, 위험가중자산 산식, 담보 인정 범위까지 수많은 규제와 내규가 '국채'라는 자산 클래스를 별도 카테고리로 묶어둔다. 숫자만 보고 사고팔 수 있는 시장이 아니다.

인지부조화는 조용히 누적된다

그럼에도 문제는 그 경계의 안쪽에서 인지부조화가 매년 커지고 있다는 점이다. 펀드매니저의 머릿속에서는 마이크로소프트 회사채가 프랑스 국채보다 안전하다는 사실이 이미 자명하지만, 시스템은 그를 프랑스 국채에 묶어둔다.

이 부조화는 한꺼번에 터지지 않는다. 다만 매년 신규 자금 배분에서 국채 비중을 슬그머니 줄이고 회사채·주식·프라이빗 크레딧·실물 자산을 조금씩 늘리는 식으로 조용히 누적된다. 자경단이 깨어나기 위해 누군가 거대한 매도를 일으켜야 하는 것은 아니다. 예전만큼 사주지 않는 것 자체가 자경단의 가장 강력하고 조용한 무기다. 중국의 만기 재투자 중단, 일본의 자국 회귀, 그리고 글로벌 연기금이 신규 자금을 국채 밖으로 옮기는 흐름은 모두 같은 동작의 다른 이름이다.

II-4. 소결론 : 시장이 먼저 본다

세 가지를 강조하며 두번째 장을 마무리 하고자 한다.

첫째, 자본의 논리

첫째, 자경단은 도덕이 아니라 자본의 논리로 움직인다. 그래서 막을 수 없다. 도덕적 비난도 정치적 호소도 자경단을 멈추지 못한다. 자본이 자기 가치를 지키려는 본능을 멈출 방법은 없기 때문이다.

둘째, 절대값이 아닌 방향

둘째, 자경단은 수준이 아니라 방향에 반응한다. 그리스보다 부채 수준이 낮은 프랑스가 더 비싸게 차환된 이유다. 시장은 절대값이 아니라 통제 가능성과 정치적 의지를 본다. 그리고 자경단은 PIIGS처럼 약한 나라에서만 작동하는 현상이 아니다. 2023년 미국 10년물이 5%를 건드렸을 때 파월이 입장을 바꾸었고, 2025년 트럼프 본인이 채권 시장을 입에 담으며 관세를 유예했다. 선진국과 신흥국을 가리지 않고 자경단은 깨어난다.

셋째, 미 국채가 불안하지만 대체재 부재

셋째, 미 국채는 여전히 불안하지만, 아직 대안이 없다. 부채 부담, 중앙은행 독립성 훼손, 외국인 보유 동학의 균열까지 디스카운트 요인은 매년 늘어나고 있다. 그럼에도 미 국채를 대체할 만큼의 깊이와 유동성을 갖춘 자산은 아직 등장하지 않았다. 금 가격의 급등이나 가상자산 시장의 부상은 그 빈자리를 메우려는 시도이지만, 규모와 신뢰의 측면에서 본격적인 대체재가 되기에는 갈 길이 멀다. 결국 시장은 미 국채를 버리지는 못한 채, 예전만큼 사주지도 않는 어정쩡한 균형 위에 서 있다. 이 균형이 무너지는 신호는 한 번에 오지 않는다. 매년 신규 자금 배분에서 국채 비중이 슬그머니 줄고, 만기 도래분이 차환되지 않으며, 입찰 응찰률이 한 단계씩 낮아지는 식으로 조용히 누적된다.

모니터링의 좌표

따라서 우리가 모니터링해야 할 것도 한두 가지가 아니다. r-g 격차의 부호 전환, 뉴욕 연은의 ACM 기간 프리미엄 추이, 미 국채 입찰의 응찰률과 간접 응찰자 비중, 외국 보유 잔액의 국가별 동학, 그리고 신용등급 강등 사이클까지. 어느 하나가 임계를 넘어서는 순간이 자경단의 호출 신호이며, 화려한 주식시장이 아니라 조용한 채권시장의 입찰장이 그 신호를 먼저 보낸다. 시장이 먼저 보고, 정치는 나중에 따라온다. 카빌이 30년 전에 깨달은 그 사실이, 2026년에 다시 한 번 전면에 등장하고 있다.

Ⅲ. 지켜질 공식 3. 사모 크레딧

블랙박스 속의 청구서

20년 전 보고서의 데자뷔

필자의 책상 서랍에는 2007년 사원 시절에 썼던 보고서 한 부가 남아 있다. 제목은 「서브프라임 모기지란 무엇인가」. 구글 번역기조차 없던 시절 외신을 한 줄씩 짚어가며 정리했던 자료다. 당시 시장의 분위기는 "규모가 크지 않으니 통제 가능하다."였고, 나도 용감하게도 같은 결론을 냈다.

하지만 우리는 이미 결말을 알고 있다. 그 폐쇄적인 균열이 이듬해 전 세계 금융 시스템을 멈춰 세웠고 미국 주가를 50% 끌어내렸으며, 1930년대 대공황 이후 처음으로 글로벌 GDP를 마이너스로 돌려놓았다.

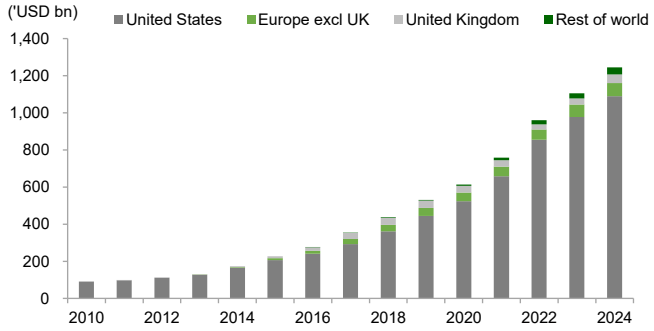
이번엔 다르냐는 질문

2026년 봄, 사모 크레딧(Private Credit) 시장에서 들려오는 뉴스가 그때의 쎄한 기분과 닮아 있다. 시장 규모는 1.7조 달러까지 부풀어 올랐고, 1분기에는 유럽과 북미의 몇몇 대형 사모 부채 펀드가 환매 게이트를 가동했다는 소식이 전해졌다. "이번엔 다르다"는 말은 시장에서 가장 비싼 한 문장이다. 그래서 한 번 더 묻는다. 이번엔 진짜 다른가.

유동성 파티의 청구서

3장에서는 사모 크레딧이라는 보이지 않는 돈줄이 어디까지 부풀었는지, 어디에서 균열이 시작되고 있는지, 그리고 2007년의 데자뷔가 될 수 있는 이유와 될 수 없는 이유를 차례로 짚는다. 가장 화려한 요새 아래에서 조용히 시작되는 자본의 이탈, 이것이 세 번째 시그널이다.

도표 15. 국가별 사모 크레딧 규모 추이



자료: BIS, 신영증권 리서치센터

III-1. 광장이 아닌 사랑방

공모와 사모의 구조적 차이

사모 크레딧이 가진 위험을 이해하려면 우리가 익숙한 자금 조달 방식인 공모(Public)와 사모(Private)가 어떻게 다른지부터 짚어야 한다. 공모가 불특정 다수에게 공개적으로 자금을 모으는 투명한 광장이라면, 사모는 소수의 큰손들이 모여 은밀하게 거래하는 사랑방에 가깝다. 공모 시장은 절차가 까다롭고 규제가 많아 자금 조달에 시간이 걸리지만, 시장에 공개되어 매일 가격이 매겨지고 위험 신호도 빨리 감지된다.

은행을 건너뛰는 자금 통로

사모 크레딧은 은행이나 증권사를 통하지 않고 사모펀드가 기업에 직접 돈을 빌려주는 방식이다. 투자처만 확실하다면 복잡한 공시 절차 없이 자금을 순식간에 모을 수 있고, 빌려주는 쪽과 빌리는 쪽이 입맛에 맞게 계약 조건을 유연하게 짤 수 있다. 사모 시장은 '아는 사람들끼리' 모인 곳이다 보니 정보의 전파가 폐쇄적이면서도, 때로는 공모 시장보다 빠르고 민감하게 반응한다는 특성이 있다. 시장의 공기가 조금만 바뀌어도 그들만의 네트워크를 통해 가장 먼저 돈줄을 대기도, 가장 먼저 짐을 싸기도 한다.

AI 투자 붐과의 만남

이 '유연함'과 '속도'는 최근의 AI 투자 붐과 만나 폭발적인 시너지를 냈다. 핫하디 핫한 데이터센터를 짓거나 칩을 확보해야 하는 기업들에 사모 크레딧은 중요한 자금줄이었고, 거대 자산가들에게는 줄을 서서라도 참여하고 싶은 고수익의 기회였다.

블랙박스 속의 착시

그러나 이 장점은 위기 시에 독이 된다. 사모 시장은 매일 가격을 매기는 시가평가나 엄격한 공시 의무가 적다. 담보 가치가 떨어지고 기업의 상환 능력이 나빠져도 장부상으로는 여전히 건전해 보이는 '블랙박스 속의 착시'가 유지될 수 있다는 뜻이다. 공모 채권이라면 매일 호가창에서 떨어지는 가격이 경고음 역할을 하지만, 사모 채권은 분기별 NAV 산정 시점에야 비로소 손실이 인식된다. 위험을 인지하는 시점 자체가 늦다.

도표 16. 공모 VS. 사모

비교 축	공모 시장	사모 크레딧
가격 발견	수시 시가평가	분기 NAV (또는 외부 평가 시)
공시 의무	SEC·증권법상 의무	사실상 면제
유동성	2차 시장 존재	환매 한도·게이트
계약 구조	표준화된 약관, covenant-lite 확산	맞춤형, covenant-heavy

자료: BIS QR March 2025; IMF GFSR April 2024; 신영증권 리서치센터

III-2. 1.7조 달러의 통로 : 무엇이 이 시장을 키웠는가

저금리 시대의 부산물

사모 크레딧 시장이 폭발적으로 성장한 출발점은 2010년대의 만성적인 저금리 환경이었다. Edward Chancellor의 표현을 빌리자면, 금리가 인위적으로 낮게 유지되는 한 자본은 잘못된 곳으로 흘러간다. 보험사·연기금·국부펀드 같은 장기 자본이 국채에서 충분한 수익을 얻지 못하자 그 다음 단계의 수익원으로 눈을 돌렸고, 그 자리에 등장한 것이 사모 크레딧 펀드였다. 0%대 국채로는 만족할 수 없었던 거대 기관들이 사모 시장의 큰손이 되었다.

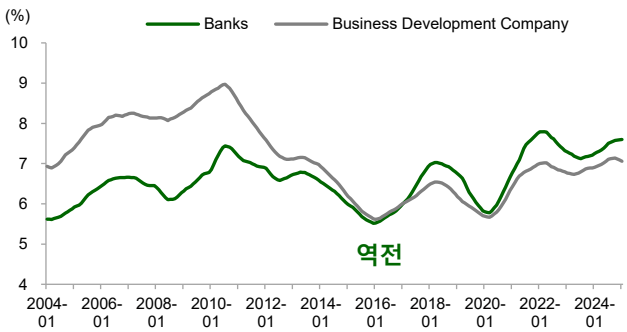
은행 규제가 빚어낸 공백

사모 크레딧의 급성장에는 은행 규제도 한 몫 했다. 2010년대 이후 강화된 바젤 III 규제는 은행이 위험가중자산을 함부로 늘리지 못하도록 묶었다. 중견·중소 기업, 인수금융(LBO) 차입자, 그리고 신생 기술기업에 대한 대출은 은행 입장에서 자본을 많이 잡아먹는 영역이었다. 이 공백을 메운 것이 사모 크레딧이다.

자본 조달 비용의 역전

여기에 자본 조달 비용 자체가 은행보다 낮아지자 사모 크레딧 시장은 그야말로 급성장했다. 2008년 이전까지 은행은 BDC(Business Development Company)보다 130~200bp 싸게 자금을 조달했다. 글로벌 금융위기가 이 구도를 영구적으로 뒤집었다. 은행에게는 예금이라는 막강한 지원군이 있으니 자금 조달 비용이 높은 것은 오히려 이상한 일이었다.

도표 17. 자금조달비용 : 은행과 사모 크레딧 비교



자료: BIS, 신영증권 리서치센터

하지만 은행이 주범 역할을 했던 2008년 금융위기 이후 은행 관련 위험이 구조적으로 상승하며 자기자본 비용이 영구적으로 올라갔고, 동시에 BDC는 부채비율(Debt-to-Equity)을 0.4에서 1.0 이상으로 두 배 넘게 끌어올렸다. 가중 평균 자본조달비용(WACC) 곡선은 2017년 중반에 처음으로 교차했고, 2025년 초 기준 BDC는 은행보다 약 50bp 싸게 자금을 조달한다.

흉터와 레버리지

이 역전은 두 개의 메커니즘이 합쳐진 결과다. 첫째, 2008년 금융위기가 은행에 남긴 흉터는 시간이 가도 사라지지 않았다. 시장이 인식하는 은행 주식의 베타가 영구적으로 높아졌고, CAPM 공식상 요구수익률은 자동으로 따라 올랐다. 둘째, 은행은 이미 레버리지가 워낙 높아 바젤 III가 자본 비율을 더 쌓으라고 압박하는 가운데, BDC는 거꾸로 레버리지를 늘릴 여지가 충분했다. 같은 부채 비용을 쓰더라도 가중치가 부채 쪽으로 기울면 평균 비용은 내려간다. 사모 크레딧이 은행 대출의 빈자리를 채운 것이 아니다. 같은 자금원을 두고 은행보다 더 싸게 구할 수 있게 된 것이다.

이렇듯 저금리 환경이 잠재 수요를 키웠고, 바젤 III가 은행 공급에 공백을 만들었다면, 자본 조달 비용의 역전은 그 빈자리를 채울 사모 크레딧 펀드의 화력을 만들었다. 깨진 공식 1호에서 짚은 M7의 6,000억 달러 자체 현금이 빅테크 CAPEX의 앞문을 열었다면, 그 옆 문을 연 것은 은행보다 싸게 자금을 부를 수 있게 된 BDC와 사모 부채 펀드들이다. 1.7조 달러라는 시장 규모는 수요만의 결과가 아니라 공급 측 자본 비용이 만들어낸 결과이기도 하다.

AI 인프라 자금줄로의 진화

2023년 이후의 추가 동력은 분명하다. AI 데이터센터, 전력 인프라, GPU 확보전 등 이 모든 영역은 막대한 초기 투자가 필요하지만 회수 기간이 길어 전통 은행 대출이 감당하기 어렵다. 동시에 사모 크레딧은 듀레이션이 길고 변동금리 구조라 고금리 환경에서 오히려 매력적인 수익률을 제공했다. 파티의 음악이 가장 시끄러웠을 때, 무대 뒷편에서 줄을 섰던 자본이 바로 사모 크레딧이었다.

III-3. 균열의 신호

2026년 1분기, 환매 게이트의 발동

2026년 1분기, 유럽과 북미의 몇몇 대형 사모 부채 펀드들은 투자자들의 자금 회수 요청이 분기별 한도를 초과하자 환매 게이트를 가동했다. AI 인프라와 소프트웨어 섹터에 집중 투자했던 이 펀드들은, 고금리 장기화로 피투자 기업들의 이자 보상 능력이 악화되자 자산 가치를 재산정해야 하는 압박에 직면했다. 자산의 실제 가치와 장부상 가치 사이의 괴리가 커진 상황에서, 기관 투자자들이 자금 회수에 나서자 펀드 측이 유동성 방어를 위해 출구를 좁힌 것이다.

2007년의 데자뷔인가 : 그때와 지금의 차이

유사점
: 폐쇄성과 평가 지연

20년 전 서브프라임 사태와 사모 크레딧 시장의 공통점은 본질적으로 두 가지다. 첫째, 정보의 비대칭과 평가의 지연이다. 서브프라임 모기지가 CDO·CDS 등으로 재포장되며 실제 위험이 흐려졌듯, 사모 크레딧 역시 NAV 산정 빈도와 외부 검증의 부재로 부실이 쌓이는 동안에도 장부는 잠잠하다. 둘째, 잘못된 가격 신호 위에 쌓인 레버리지다. 저금리가 만든 위험 인식의 무뎌짐은 두 시장 모두에서 동일하게 작동했다.

결정적 차이
: 시스템 리스크 채널의 거리

그러나 결정적 차이가 있다. 서브프라임은 상업은행의 대차대조표 한가운데에 자리 잡고 있었다. 시중 은행이 무너지면 결제 시스템이 무너지고, 결제 시스템이 무너지면 실물 경제가 멈춘다. 2008년의 충격은 이 채널을 따라 증폭됐다. 반면 사모 크레딧의 주요 LP는 보험사·연기금·국부펀드, 그리고 자산가다. 이들이 손실을 입을 경우 펀드 NAV는 분명히 흔들리지만, 그 충격이 시중 은행 결제 시스템으로 직결되는 채널은 2008년만큼 두텁지 않다.

도표 18. 사모 크레딧 자금 공급자 구성

구분	사모 크레딧 출자자 구성
Pension funds	30.68
Private funds	13.59
Insurance	9.84
Individuals	8.69
Sovereign wealth funds	7.23
Non-profits	6.48
Other	23.49

자료: BIS, 신영증권 리서치센터

그러나 새로운 채널이 만들어졌다

다만 이는 절반의 위안이다. 사모 크레딧이 성장하는 동안 새로운 전이 채널이 만들어졌다. 첫째, BDC는 사모 크레딧을 공모 시장에 노출시키는 통로다. BDC 주가가 떨어지면 사모 크레딧의 충격이 곧장 공모 시장 기관 투자자에게 전파된다. 둘째, 일부 대형 사모 운용사가 보험사와의 결합을 통해 보험사 자산 한복판에 사모 크레딧을 끼워 넣었다. 이는 보험 가입자의 장기 보험금이 사모 크레딧 NAV의 변동에 노출됨을 뜻한다. 위험은 약해진 것이 아니라 다른 통로로 이동한 것이다.

규제의 사각지대

공모 시장에서는 시장 충격이 발생하면 SEC, FDIC, 연준이 차례로 개입할 명분과 도구를 가진다. 사모 시장은 그 도구 자체가 빈약하다. 손실이 사후적으로 인식되는 구조는 위기 대응 골든타임 자체를 늦춘다. 깨진 공식 2호에서 짚은 채권 자경단이 정부 부채에 빠르게 반응한다면, 사모 크레딧 위기는 정반대 메커니즘이다. 시장이 너무 늦게 반응하기 때문에 위험이 누적된다.

도표 19. 2007 서브프라임 vs 2026 사모 크레딧

구분	2007 서브프라임	2026 사모 크레딧
위험 자산 형태	RMBS·CDO 등 증권화 상품	직접 대출, 메자닌
핵심 보유자	상업은행, 투자은행, MMF, AIG·모노라인 보험사	보험사, 연기금, 국부펀드, 자산가
운용 Vehicle	SIV·구조화 Vehicle	BDC, 사모 부채 펀드
평가 빈도	거래 부재로 사실상 mark-to-model	분기 NAV (외부 평가사 의존)
시스템 전이 채널	결제·단기자금시장 직결	BDC·보험사 자산 침투를 통한 우회 전이
규제 강도	사각지대 광범 (CDS·OTC)	대출 단계 사각지대, BDC·보험은 일부 규제
정책 대응 도구	TARP, 연준 긴급 대출, AIG 직접 구제	환매 게이트 외 제한적; 연준 직접 지원 대상 아님

자료: 신영증권 리서치센터

III-4. 소결론

가격이 늦게 움직인다는 것의 의미

사모 크레딧 시장의 가장 위험한 특성은 가격이 늦게 움직인다는 점이다. 공모 시장이라면 매일 변동성으로 진동하며 위험을 분산 인식시키지만, 사모 시장은 분기 한 번의 NAV 산정으로 위험을 압축해 인식한다. 따라서 시장이 위험을 감지한 시점은 위험의 발생 시점이 아니라, 한참 누적된 뒤의 보고 시점이다. 사모 크레딧을 모니터링해야 하는 이유는 거기서 새로운 균열이 시작되기 때문이 아니라, 다른 시장에서 진작 시작된 균열이 가장 늦게 보고되는 곳이기 때문이다.

모니터링의 좌표

모니터링해야 할 지표도 정해진다. 환매 게이트를 가동하는 사모 부채 펀드의 수, 분기 NAV 인하 폭과 빈도, PIK 옵션 사용 차입자 비중, BDC 주가의 NAV 대비 디스카운트율, Direct Lending Index의 부도율과 회수율 등이 대상이 될 것이다. 이들이 임계점을 넘으면, 그것은 사모 시장 내부의 신호가 아니라 실은 그 너머 실물 자본 비용이 변하고 있다는 가장 마지막 보고다. 깨진 공식 2호에서 채권 자경단이 깨어나는 신호로 기간 프리미엄과 입찰 응찰률을 짚었다면, 본 장에서는 사모 시장 NAV 산정 보고서가 그에 상응하는 좌표다.

분기별로 발표되는 단점을 보완할 수 있는 방안 중 하나는 상장된 사모 크레딧 관련 기업의 주가를 추적하는 것이다. 사모 운용사 모회사인 Apollo, Blackstone, KKR, Ares, Blue Owl과, 사모 크레딧을 직접 보유한 상장 BDC인 Ares Capital, Blue Owl Capital, FS KKR Capital의 주가는 매일 매겨진다.

도표 20. 사모 크레딧 관련 기업

종목	티커	사모 크레딧 비중
Apollo Global Management	APO	약 80% (Credit $723B / Total $908B = 79.6%, Q3 2025)
Blackstone	BX	약 35% (Credit & Insurance $443B / Total $1,275B = 34.7%)
KKR	KKR	약 38% (Credit $280B / Total $744B)
Ares Management	ARES	약 65% (Credit $407B / Total $623B = 65.4%)
Blue Owl Capital	OWL	직접대출만 37%, Credit 플랫폼 전체 약 50%

자료: 각사, 신영증권 리서치센터

깨진 공식과의 연결

깨진 공식 시리즈의 결론은 한국 증시의 강세론은 유효하다는 한 줄이었다. 그 강세론이 의지하는 토대는 M7의 자체 현금 동원력과 한국 제조업의 병목 선점 능력의 두 가지였다. 사모 크레딧은 이 두 토대 어느 쪽에도 직접 균열을 내지 않는다. 다만 그 토대 사이의 빈틈, 즉 빅테크와 한국 대기업 사이에 위치한 중간층 AI 인프라 자금 조달 시장에 균열을 낸다. 이 빈틈이 커지면 빅테크의 CAPEX 사이클은 일시적으로 둔화될 수 있고, 한국 제조업의 수주 모멘텀도 단기 충격을 받을 수 있다. 사모 크레딧은 강세론을 끝내지 않지만, 강세론에 가속도가 붙는 구간을 늦출 수 있는 변수다.

2007년의 내가 묻는 질문

20년 전의 내가 지금의 나에게 묻는다. "진짜 이번엔 다르냐?" 채널의 두께는 다르지만, 평가 지연이라는 본질적 결함은 그대로다. 그래서 본 자료의 결론은 이렇다. 환희의 끝자락에서 가장 먼저 봐야 할 곳은 가장 화려한 빅테크의 주가가 아니라, 가장 보고가 늦는 사모 시장의 분기 보고서다.

IV. 지켜질 공식 4. IPO

가격은 수요와 공급으로 결정된다

1999년의 데자뷔

1999년 11월, 슈퍼볼이 한 달도 채 남지 않은 시점. Pets.com이라는 회사가 NYSE에 상장 신청서를 냈다. 매출 약 600만 달러, 누적 손실 6,200만 달러지만 시장은 이 회사를 IPO 첫날 시가총액 약 3억 달러로 받아들였다. 그러나 Pets.com은 2000년 11월에 폐업했고, Webvan은 2001년 7월에 파산했다.

2014년의 알리바바

2014년 9월 19일, 알리바바가 NYSE에 상장됐다. 시가총액 1,690억 달러. 당시 미국 사상 최대 IPO 기록을 갈아치웠다. "더 큰 IPO는 없을 것"이라는 말이 자주 나왔다. 미국 시장과 신흥국의 자금을 빨아들이며 증시는 한동안 고전했다.

2026년의 SpaceX

그리고 2026년 봄, IPO 줄을 선 회사가 한 곳이 아니라 셋이다. SpaceX는 이미 IPO 서류를 접수했고 3분기 상장이 예정되어 있다. 시장 추정 시가총액 1.25조에서 1.75조 달러. OpenAI는 $852B 가치로 Q4 2026 또는 2027년 초 상장을 검토 중이다. Anthropic은 $380B(2026년 10월 상장 추진 중)로 그 뒤에 줄을 섰다. 셋 중 어느 하나만 단독으로 상장해도 알리바바가 12년 전에 세웠던 기록을 갈아치우고도 남는다.

도표 21. 역대 주요 IPO 현황

기업	시기	IPO 당시 시가총액
Visa	2008	$45B
페이스북	2012	$81B
알리바바	2014	$231B
Uber	2019	$70B
아람코	2019	$1,880B
Coinbase	2021	$86B
Rivian	2021	$86B
OpenAI	2026~2027 예정	$852B+
Anthropic	2026~2027 예정	$380B+
SpaceX	2026 예정	$1,500B+

자료: Dealogic, Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 2019년 아람코 IPO는 신주 발행 없는 100% 구주매출 방식이었으며, 유통 물량(Free Float)을 1.5%로 제한하고 사우디 국내 거래소에만 상장

2019년 아람코 IPO의 특수성

역사상 최대 규모로 기록된 2019년 사우디 아람코의 상장은 초대형 IPO가 반드시 시장의 유동성 위기를 초래하지는 않는다는 반론의 근거로 자주 인용된다. 그러나 당시 아람코의 사례를 면밀히 분석해보면, 현재 우리가 마주한 기술주 중심의 IPO 환경과는 구조적 궤를 달리함을 알 수 있다.

당시 아람코 IPO는 성장을 위한 신규 자본 조달(Primary)이 아닌, 사우디 정부의 국가 개조 프로젝트인 '비전 2030'의 재원을 마련하기 위해 기존 지분을 현금화한 100% 구주매출(Secondary) 방식이었다. 또한 상장처를 사우디 국내 거래소인 Tadawul로 한정하고, 실제 시장에서 유통되는 물량(Free Float)을 전체의 1.5% 수준으로 극도로 통제함으로써 글로벌 증시 전반에 미치는 '블랙홀 효과'를 제한했다.

반면, 현재 상장을 앞둔 SpaceX나 OpenAI, Anthropic 등 파괴적 혁신 기업들의 IPO는 양상이 다르다. 이들은 막대한 AI 인프라 투자 비용을 충당하기 위한 대규모 신주 발행을 동반하며, 전 세계의 액티브 및 패시브 자금을 동시에 빨아들이는 글로벌 공모 방식을 추진 중인 것으로 알려지고 있다.

결국 아람코가 '국가 자산의 제한적 현금화'라는 폐쇄적 수급 구조를 가졌다면, 지금의 IPO 대어들은 시장의 생생한 유동성을 직접 흡수하는 개방적 구조로 추진 중이다. 따라서 향후 이들이 본격적으로 시장에 등장할 때 발생할 수급 충격의 강도는 2019년의 경험보다 훨씬 더 광범위할 것이다.

IV-1. 사이클 정점의 일관된 신호

시리즈의 마지막 벨

지금의 AI 기업들의 체력이 닷컴 붐 때의 기업과는 판이하게 다르다는 것은 자세히 다루지 않겠다. 대신에 4장에서는 두 가지 질문에 집중하고자 한다. 첫째, 가장 화려한 IPO가 사이클 정점의 일관된 신호라는 역사적 패턴이 이번에도 작동하는가. 둘째, 시장이 이 신호를 읽지 못한다면, 그 이유는 무엇인가. 두 번째 질문이 본 자료의 진짜 메시지다.

상승장 막판의 마지막 축포

시장이 정점에 가까워질 때마다 등장하는 일관된 패턴이 있다. 가장 큰, 가장 화려한, 가장 비싼 IPO가 마지막 광경을 장식한다는 것이다. 1999~2000년 닷컴 사이클에서 Pets.com, Webvan, eToys가, 2007년 직전 사이클에서 Visa(2008년 3월, 당시 사상 최대 450억 달러)와 블랙스톤(2007년 6월)이, 2021년 코로나 후 사이클에서 Coinbase(860억 달러)와 Rivian(860억 달러)이 그 자리에 있었다. 어느 경우에도 IPO 그 자체가 정점을 만든 것은 아니다. 다만 정점이 가까워졌다는 신호였다.

왜 마지막에 등장하는가

이유는 단순하다. IPO를 결정하는 것은 매도자와 매수자의 합의다. 매도자(기존 주주·창업자·VC)는 가장 비싸게 팔고 싶고, 매수자(공모 투자자)는 비싸지만 살 의사가 있을 때 비로소 거래, 즉 IPO가 성립한다. 이 두 의사가 만나는 가격대는 시장 전체의 위험 인식이 가장 낮을 때 가장 높이 형성된다. 그래서 가장 큰 IPO는 시장이 가장 낙관적일 때, 즉 위험 인식이 가장 무뎌져 있을 때 들어온다. 이것이 IPO가 후행 지표가 아니라 정점 신호인 이유다.

유동성 흡수의 블랙홀

낙관적인 분위기에서의 대규모 IPO는 유동성을 흡수하는 블랙홀이 된다. 시장의 한정된 자금이 신규 공모로 빨려 들어가면, 기존 종목에 배분되던 매수세가 줄어든다. 사이클 정점에서 자금은 가장 매력적인 곳, 가장 화려한 곳으로 쏠리고, 그 쏠림 자체가 다른 곳을 식게 만든다. 본 보고서 1호에서 짚은 「테마에서 멀수록 먼저 꺾인다」는 패턴이, IPO에 의해 가속된다.

IV-2. 두 거인의 줄서기 : OpenAI와 Anthropic

두 회사가 같은 줄에 섰다

2026년 봄 현재, OpenAI는 $852B, Anthropic은 $380B 가치로 평가받고 있다. 둘 다 아직 SEC에 접수하지 않았지만, 시장은 두 회사가 같은 시기에 상장될 것이라고 가정하고 움직이고 있다. 월스트리트 저널은 2026년 4월 인용 기사에서 투자은행들이 두 회사에 던진 메시지를 그대로 옮겼다. "먼저 시장에 진입하는 쪽이 이 산업을 정의한다."

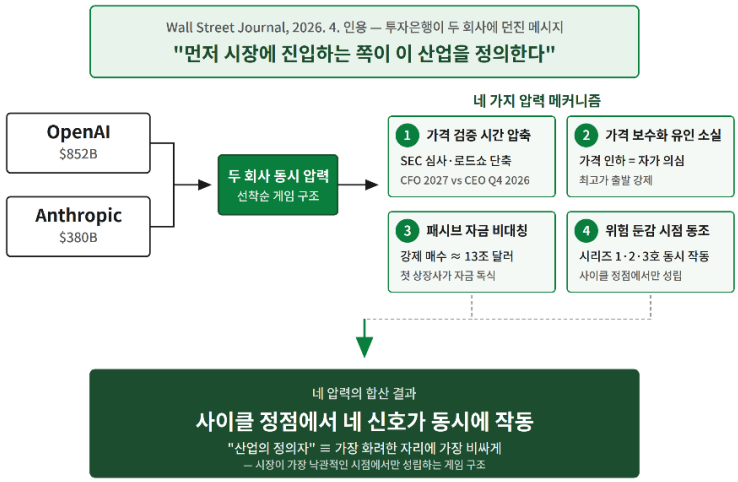
누가 정의하는가

이는 자본 시장의 메커니즘을 가리킨다. 첫째, 두 회사 모두에게 가격 검증의 시간을 줄이라는 압력으로 작용한다. 평소라면 SEC 심사·로드쇼·기관 투자자의 실사를 통해 천천히 검증되어야 할 가격이, 경쟁자보다 먼저 들어가야 한다는 명분 아래 압축된다. OpenAI 내부에서 CFO와 CEO 사이에 시간차가 생긴 이유도 여기에 있다.

둘째, 양쪽 모두 가격을 보수적으로 잡을 유인이 사라진다. 가격을 낮추는 것이 자신의 가치를 의심하는 신호로 해석되는 게임 구조다. 셋째, 인덱스 패시브 자금의 강제 매수가 첫 번째 상장사에 비대칭적으로 쏠린다. 미국 시장의 패시브 자금 규모가 약 13조 달러에 달하는 환경에서, 인덱스 편입 시점의 자금은 첫 번째에 유입되고 두 번째 회사에는 잔여분만 남는다.

즉 "산업을 정의한다"는 표현은 마케팅 수사가 아니라 자본 시장 구조가 만들어내는 실질적 결과다. 그리고 이 결과는 시장이 가장 낙관적인 시점, 즉 위험 인식이 가장 둔해진 시점에만 성립한다.

도표 22. OpenAI와 Anthropic의 눈치게임



자료: WSJ, 신영증권 리서치센터

SpaceX, 단일 IPO 1.5조 달러

사상 최대의 단일 IPO

OpenAI, Anthropic 이외에도 SpaceX는 2026년 봄 IPO 서류를 이미 접수했고, Q3 상장이 예정되어 있다. 시장 추정 시가총액은 1.25조에서 1.75조 달러 사이. 한 회사의 단독 IPO로서 알리바바의 7배에서 10배에 해당한다.

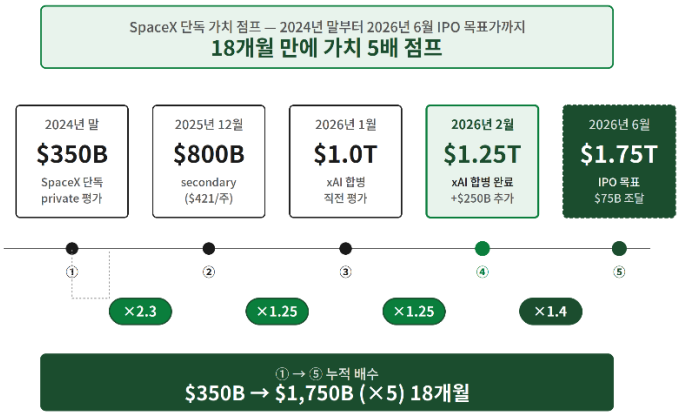
xAI 합병의 의미

2026년 2월, 머스크는 SpaceX와 xAI(자신의 AI 회사)를 합병시켰다. 우주 기업과 AI 기업을 한 법인으로 묶은 것이다. 표면적인 이유는 시너지지만, 자본 시장의 시각에서는 다른 메시지가 읽힌다. 단독 기업이라면 받기 어려웠을 valuation을 합산 효과로 정당화하는 구조다. 시너지가 실제로 존재하는지에 대한 검증은 상장 이후의 몇 분기가 지나야 가능하다. 그 사이 IPO는 이미 마무리되어 있을 것이다.

SpaceX, 검증보다 빠른 가격

SpaceX의 2025년 매출은 약 180억 달러, 손실은 약 50억 달러다. PSR 약 70~100배. 이는 닷컴 정점이나 2021년 SPAC 정점 어느 시점보다 높은 수준이다. 시장이 이 가격을 받아들이는 근거는 둘이다. 첫째, Starlink 위성 통신의 미래 시장. 둘째, 일론 머스크라는 인물의 브랜드 프리미엄. 두 근거 모두 합리성을 검증하기 어려운 영역이다.

도표 23. SpaceX, 검증보다 빠른 가격



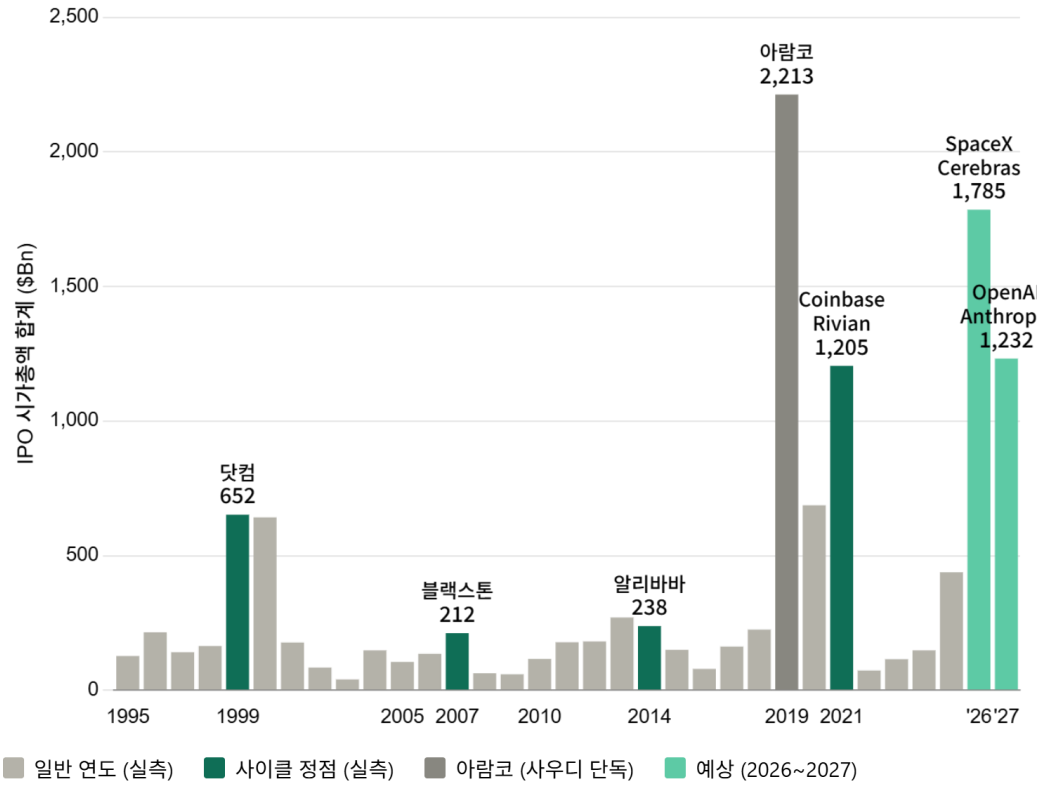
자료: 언론보도 종합, 신영증권 리서치센터

세 IPO의 동시 발생이 의미하는 것

OpenAI($852B) + Anthropic($380B) + SpaceX($1,500B 가정)
= 약 2.7조 달러

미국 IPO 사상 그 어느 12개월 구간에도 이 규모의 신규 공모 자본이 한 꺼번에 시장에 등장한 적이 없다. 알리바바 단독 IPO가 신흥국 자금을 빨아들였던 흡인력의 약 16배 규모의 자본이, 2026년 하반기에서 2027년 상반기 사이에 시장에 흡수될 가능성이 있다. 이 흡인력은 다른 어딘가에서 자금이 빠져나간다는 것을 의미한다.

도표 24. IPO Time Line



주 1) 1995~2025 는 실측, 2026~2027 은 추정
주 2) 비상장 회사의 시가총액은 직전 라운드 valuation 또는 IPO 목표가
주 3) 2019 년 아람코 IPO 는 신주 발행 없는 100% 구주매출 방식이었으며, 유통 물량(Free Float)을 1.5%로 제한하고 사우디 국내 거래소에만 상장
자료: Jay Ritter (Univ of Florida); CNBC, Bloomberg, Reuters, WSJ, TechCrunch; 신영증권 리서치센터

IV-4. 세대교체가 만드는 사이클의 정점

시장 평균 연령과 리스크 감수 성향의 상관관계

기술이 시장을 주도하는 국면에서는 젊은 투자층의 영향력이 확대된다. 오랜 경험을 가진 운용자들은 과거의 데이터와 트라우마로 인해 방어적 태도를 취하기 쉬우나, 새로운 기술에 기민하게 반응하는 세대는 더 과감한 의사결정을 내린다. 결과적으로 시장 주도권은 점점 더 젊은 세대에게 이동한다. 신기술에 더욱 친숙하고, 과감하게 투자하며, 결과적으로 수익률도 좋기 때문이다.

망각이 만드는 새로운 표준

2026년 현재 20~30대는 2000년 닷컴 버블의 폭락이나 2008년 금융위기를 글자로 경험한 세대다. 위기의 교훈이 직접적인 경험이 아닌 학습된 데이터로 남을 때, 시장의 위험 인식은 자연스럽게 낮아진다. 신기술과 새로운 주도주에 더욱 과감한 투자가 가능해지며, 수익률도 덩달아 좋아진다.

선배 투자자들의 경고가 소멸하는 구조적 메커니즘

반면, 사이클의 정점에 다가갈수록 보수적인 선배 투자자들은 위험자산의 비중을 줄이며 시장 수익률을 밑돌게 된다. 자산은 자연스럽게 높은 수익률을 기록 중인 적극적인 젊은 투자자들에게 쏠린다. 결국 시장 전체의 가중평균 의사결정권은 점점 더 위험에 둔감한 쪽으로 이동하며, 사이클의 끝자락에 이르러서는 가격의 거품을 지적하는 목소리가 시장에서 가장 작은 비중을 차지하게 된다.

IPO의 화려함이 보내는 역설적 신호

OpenAI의 기업가치가 1조 달러에 육박해도 이를 수용하는 주체가 존재할 수 있는 이유는 두가지다. 첫째는, Chat-GPT라는 전에 없던 기술의 범용화, 둘째는 한 사이클을 거치며 시장 전체의 위험 인식이 집단적으로 낮아진 결과다. 정점이 항상 사후에 확인되는 이유도 여기에 있다. 가격이 비정상이라는 신호를 보낼 경험 많은 관찰자들이 시장에서 이미 퇴출당하거나 영향력을 잃은 시점에서야 비로소 정점은 완성된다.

Ⅴ. 강세론의 유효함과 후방 카메라의 경고

강세론의 유효성
: 여전히 견고한 전방

본 시리즈의 결론은 상승장의 종언이 아니다. AI의 압도적인 파급력, 빅테크의 막강한 자본력, 그리고 한국 제조업의 전략적 지위는 여전히 유효하다. 저금리·저유가·저원화로 대표되는 '신3저 호황'의 기둥 역시 건재하다. 강세론은 타당하다. 그러나 시장이 가장 단단해 보이는 시점에 위험 또한 가장 두텁게 누적된다는 사실을 망각해서는 안 된다.

운전법의 재정의
: 전방 주시와 후방 카메라

미래의 AI가 앞 유리창에 펼쳐진 풍경이라면, 본 시리즈가 짚어낸 네 가지 신호(주도주 쏠림, 채권 자경단, 사모 크레딧, IPO 급증)는 우리가 지나온 길을 비추는 후방 카메라다. 전방의 장밋빛 미래에만 몰두하는 것이 아니라, 뒤에서 들려오는 경고음을 동시에 살피는 것. 그것이 지금 우리에게 필요한 유일한 운전법이다.

임계점의 좌표
: 우리가 주시해야 할 4가지

우리가 주시해야 할 네 가지 시리즈를 마무리하며 모니터링해야 할 실전 좌표를 제안한다. 1장에서 짚은 주도주 쏠림의 가속, 2장에서 짚은 채권 자경단의 저항, 3장에서 짚은 사모 크레딧의 균열, 4장에서 짚은 IPO의 과열. 어느 한 신호만으로는 부족하다. 이 네 좌표가 동시에 임계를 넘어서는 시점이 후방 카메라의 경고음이 본격화되는 순간이다.

고점은 언제나 사후에야 확인되기에 이를 예단하는 것은 불가능에 가깝다. 예측은 늘 어렵지만, 시장이 후방 카메라를 통해 경고의 신호를 보낼 때마다 본 리포트가 제시한 네 가지 좌표가 여러분의 길을 비추는 이정표가 되기를 소망한다.

도표 25. 지켜질 공식

구분	지켜질 공식	체크 리스트
주도주 쏠림	막바지 상승장은 소수 종목으로 압착된다.	M7 외 중소형주 자금 흐름
채권 자경단	재정이 방만해지면 시장이 먼저 반응한다.	미 국채 응찰률, ACM 기간 프리미엄
사모 크레딧	블랙박스 속 레버리지는 위기 때 한꺼번에 터진다.	BDC 관련 기업의 주가, 환매 게이트
IPO 급증	상승장의 마지막 축포는 늘 대형 공모였다.	거대 IPO 시가총액과 첫날·1개월 가격

자료: 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.