

## 글로벌 전략

# 마르는 돈줄, 트이는 AI

### 분석의 기본 가정

- 美 10년물은 유가 하락에도 2023년 긴축 정점 수준까지 상승, 테일러 준칙으로 추정한 적정금리 등 감안시 연말까지 미 국채금리 하락은 소폭에 그칠 것
- 전반적인 시중 유동성은 점차 타이트해질 것이나, 이 와중에 AI는 엔비디아-블랙록 등이 설계한 컴퓨팅 금융으로 자금 물길을 여는 중

글로벌 전략 김효진 Ph.D.

T.02)2004-9419 / Kim.hyo-jin@shinyoung.com

### 국채시장은 연준을 신뢰하는가. 금리는 유가가 아니라 적정금리를 본다

빅테크 실적 시즌이 마무리되면서 시장의 시선은 다시 매크로로 돌아오고 있다. 그리고 가장 먼저 마음에 걸리는 것이 상승세가 지속 중인 미국 장기금리다. 미 국채 10년물 금리는 정책금리를 5.5%까지 끌어올렸던 긴축의 정점과 비슷한 수준으로 높아졌다. 중동 전쟁 종전 가능성을 반영하며 유가는 지난 6월 배럴당 \$60 후반으로 하락, 최근 올랐다고 해도 \$80 내외에 머물러 있지만, 금리는 오르내리는 유가를 반영하지 않고 꾸준히 상승 중이다. 유가가 4월 고점 대비 30% 가까이 하락하는 동안, 10년물은 오히려 0.4%p 가량 올랐다.

그렇다면 장기금리는 무엇을 보고 움직이는가. 최근 10년물은 기준금리가 아니라 테일러 룰로 추정된 ‘적정금리’에 붙어 있다. 테일러 룰은 물가와 실업률로 경제 체력에 어울리는 금리를 계산해내는 공식인데, 시장이 연준의 ‘말’ 대신 ‘공식’을 택한 배경에는 신뢰의 문제가 있다. 7월 FOMC의 최종 결정은 동결이었지만 인상을 투표한 소수의견이 세 표였고, 의장의 발언도 모호했다. 방향을 읽기 어려워진 상황에서 미국 국채 시장은 값이 딱 하나로 떨어지는 준거를 차선으로 선택 중이다.

문제는 그 적정금리가 높다는 데 있다. 현재 5.10%로 기준금리와 크게 벌어져 있고, 물가와 고용의 월가 전망을 대입한 연말 값도 4% 후반이다. 연말까지 국채 금리 하락은 작은 폭에 그칠 가능성이 높다. 금주 확인한 소비자물가는 예상치에 부합했으나 물가는 과연 잡히고 있을까. 테일러 룰에 적용되는 근원 PCE(개인소비지출 물가)는 3.3%로 올해 이후 오히려 높아졌다. 그 안을 들여다보면 유가나 일부 품목의 상승이 아닌, 물가 상승 압력은 내구재·서비스까지 전방위로 퍼져 있다.

정리하면, 신뢰가 흔들린 시장은 연준의 말이 아니라 공식을 보고, 그 공식은 연말에도 4% 대 후반을 가리킨다. 실물 자금조달의 잣대인 장기금리가 이 적정금리에 묶여 있는 한, 정책금리를 내려도 시중의 유동성은 점차 타이트해질 것이다. 다만 유동성이 점차 타이트해지는 와중에도 예외가 하나 있다. 엔비디아와 월가가 설계한 5,000억 달러 규모의 자산 유동화 펀드를 통해, 유독 AI만은 별도의 파이프로 자금을 물길을 열고 있다.

## 실적이 걷힌 자리, 다시 매크로

시선은 실적에서  
경제·금리로

빅테크의 실적발표가 마무리되면서 시장의 관심도 조금씩 매크로로 돌아오고 있다. 그동안 실적 보느라 바빴는데, 경제는 괜찮은가, 금리는 괜찮은가를 다시 물을 만한 타이밍이라는 뜻이다. 그리고 이 질문을 꺼내는 순간, 가장 먼저 마음에 걸리는 것이 바로 미국 장기금리다.

### 10년물 4.7%, 기준금리를 5.5%까지 올렸던 때와 같은 레벨

무엇이 그렇게 걸리는가. 기준금리는 분명 인하 국면에 들어섰는데, 정작 10년물 금리는 4.7% 부근에서 좀처럼 내려오질 않고 있다. 사실 이 수준은 연준이 긴축의 정점에서 정책금리를 5.5%까지 끌어올렸을 때와 사실상 같다.

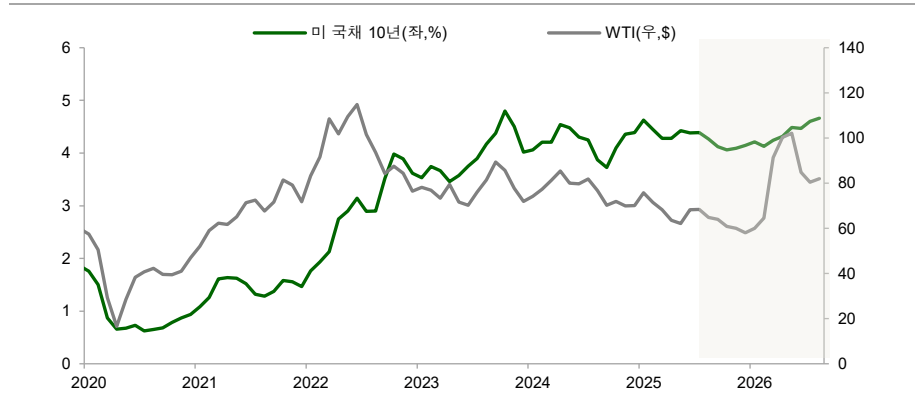
다시 말해 금리를 내리고 있는데도, 시장에서 실제로 거래되는 돈값은 긴축이 가장 됐던 때만큼 높다는 이야기다. 게다가 증시가 신고가를 쓰며 탐욕 구간에 들어설수록, 이런 장기금리는 평소보다 더 큰 리스크로 작동하기 쉽다. ‘주가는 좋은데 금리가 마음에 걸린다’는 말이 나오는 이유가 여기에 있다.

## 유가와 금리의 결별

‘유가 내리면 금리도 내린다’  
는 공식의 균열

그렇다면 이 금리는 왜 안 내려올까. 우리가 익숙하게 써온 설명은 유가였다. 전쟁이 격화되면 유가와 금리가 함께 오르고, 협상이 진전되면 함께 안도한다는 식이다. 실제로 올해 3월 전쟁이 막 터진 직후에는 둘이 나란히 움직이는 것처럼 보였다. 그런데 5~6월을 지나면서 그림이 달라졌다. 유가는 4월 고점인 \$115 대비 -28% 하락한 \$80 내외로 내려왔는데, 같은 기간 10년물은 내리기는커녕 오히려 +0.37%p 상승했다. 오랫동안 당연하게 여겨온 유가-금리 연결고리가 눈앞에서 끊어진 것이다.

도표 1. 미국 금리와 유가 추이



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

## 전쟁이 끝나도 유가가 금리를 끌어내리긴 어렵다

‘그래도 전쟁이 끝나 유가가 더 빠지면 금리도 따라 내려가지 않을까’ 하고 기대할 수 있다. 그러나 조금 더 따져보면 그 힘도 세지 않다. 유가는 전쟁이 한창이던 때조차 70불대까지 내려간 적이 있는데, 지금의 80불 초반은 이미 종전 시나리오를 상당 부분 반영하고 있다. 전쟁이 실제로 끝난다 해도 40~50불까지 더 빠질 여지는 크지 않다는 얘기다. 결국 유가가 금리를 아래로 끌어내리는 힘은 우리 생각만큼 강하지 않다. 그렇다면 금리는 대체 무엇을 보고 움직이는 걸까.

## 국채시장은 연준을 신뢰하는가

기준금리는 멈췄는데,  
국채금리는 계속 오른다

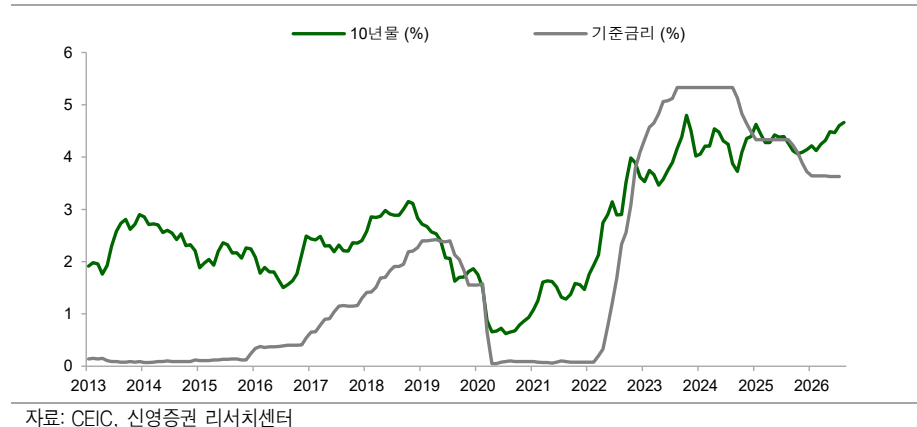
질문의 실마리는 기준금리와 국채금리의 관계에 있다. 원래 이 둘은 방향을 같이한다. 인하가 끝나면 국채금리가 슬며시 오르고, 인상이 끝나면 내리면서 서로 정상화되는 것이 보통이다. 그런데 지금은 다르다. 연준이 기준금리를 약 1년 반이나 동결하는 동안, 국채금리는 그와 무관하게 끊임없이 올라왔다. 두 금리가 손을 잡고 가는 게 아니라, 따로 움직이고 있는 것이다.

연준의 미세조정이  
흔들린다

이게 왜 예사롭지 않은가. 연준이 기준금리를 정하는 이유는 숫자 하나를 고시하기 위해서가 아니다. 단기물부터 30년물 초장기물까지 시장 전체에 영향을 주며 경제를 미세하게 조율하기 위해서다.

그런데 이 미세조정이 먹히려면 한 가지 전제가 필요하다. 시장이 연준의 말과 결정을 믿어줘야 한다는 것이다. 국채금리가 기준금리와 이렇게까지 디커플링 되었다는 건, 시장이 연준의 말 이면에서 다른 무언가를 보기 시작했다는 신호일 수 있다. 오늘 던지고 싶은 가장 무거운 질문이 바로 이것이다. 국채시장은 과연 연준을 신뢰하고 있는가.

도표 2. 미 국채 10년물과 미국 기준금리 추이



## 다시 소환된 기준, 테일러룰

그렇다면 시장은 연준의 말 대신 무엇을 기준으로 삼고 있을까. 아래 그림에서 그 실마리가 보인다. 최근 10년물은 기준금리가 아니라 ‘테일러룰 적정금리’에 바짝 붙어 움직인다. 숫자로 봐도 그렇다. 테일러 룰로 추정된 적정금리는 5.10%, 실제 기준금리는 3.75%, 10년물은 4.7% 내외로, 10년물이 기준금리보다 적정금리 쪽에 서 있음을 알 수 있다. 정책이 정상 궤도에 있던 2016~19년에는 이 둘의 동행성이 무려 +0.87에 이르렀다.

### 테일러 준칙 (Taylor Rule)

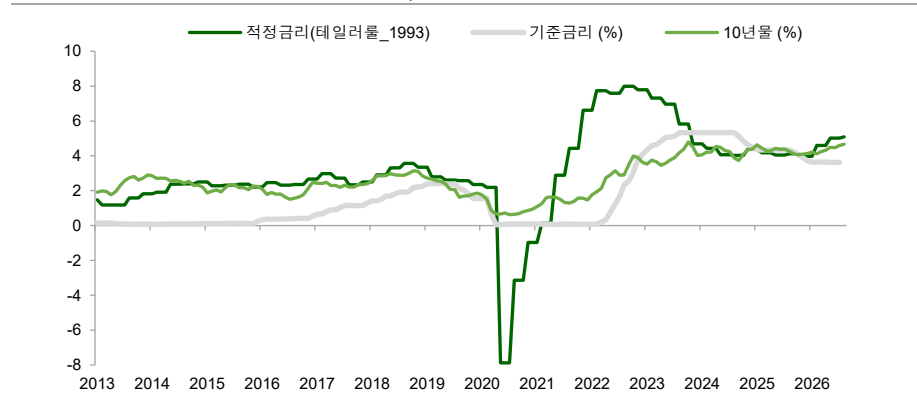
1993년 테일러(John B. Taylor)가 제시한 통화정책 준칙. 중앙은행의 적정 정책금리를 물가 갭과 경기(산출) 갭의 함수로 산출한다.

$$i_t = i^* + 0.5 (\pi_t - \pi^*) + 0.5 (y_t - y^*)$$

- $i_t$  : 적정 정책금리
- $i^*$  : 명목 중립금리(경기가 과열도 침체도 아닐 때의 기준금리)
- $\pi_t - \pi^*$  : 물가 갭, 즉 물가가 얼마나 뜨거운지 (실제 물가 - 목표(2%))
- $y_t - y^*$  : 경기 갭, 즉 경기가 얼마나 뜨거운지 (실제 GDP - 잠재 GDP)
- 0.5 : 가중치

테일러 룰은 물가가 목표를 웃돌거나 경기가 잠재수준을 넘어 과열되면 금리를 올리고, 그 반대면 내리도록 처방하게 고안되었다. 2010년대 이후, 특히 팬데믹 당시 기준금리와 크게 벌어지며 유효성이 떨어졌으나, 미 국채 금리는 여전히 테일러 룰로 추정된 적정금리와 붙어서 움직이고 있다.

도표 3. 테일러 룰로 추정된 적정금리와 기준금리, 미 국채 10년물 추이 비교



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

10년 잊었다 다시 소환된  
공식

‘그런 공식이 있었나’ 싶은 분도 많을 것이다. 그럴 만도 한 것이, 이 공식은 지난 10년간, 특히 팬데믹 국면에서 잘 맞지 않아 한동안 시장의 관심에서 멀어져 있었다. 그런데 팬데믹이 진정된 이후 3~4년간, 미 국채금리는 다시 이 테일러룰을 준거로 움직이기 시작했다. 1993년, 강산이 두 번 바뀔 만큼 오래전에 만들어진 공식을 시장이 지금도 따라가고 있다. 테일러 룰이 딱 맞는 하나의 준칙은 아닐 것이나, 30년도 더 전에 만들어진 이 준칙을 대체할 더 나은 룰이 나오지 않았기 때문이 아닐까 생각한다.

### 왜 ‘말’ 대신 ‘공식’인가. 재량과 준칙

연준의 엇갈린 목소리

이쯤에서 자연스러운 의문이 든다. 왜 시장은 살아 있는 연준의 말 대신, 30년 묵은 공식을 택했을까. 최근 연준의 모습을 보면 짐작이 간다. 7월 회의는 동결이었지만, 금리를 올리자는 소수의견이 세 표나 나왔고, 신임 의장 케빈 워시의 발언도 올리겠다는 건지 말겠다는 건지 아리송했다. 연준 위원들이 충분히 논의해 하나의 합치된 신호를 줘야, 기업도 가계도 국채시장도 그 결정이 최선이라 생각하며 따라간다. 그런데 누구는 우회전, 누구는 좌회전, 또 누구는 직진이라고 하면, 시장은 그만 따라갈 기준을 잃어버리게 될 것이다.

채권 투자자가  
공식을 택하는 이유

특히 채권 투자자에게 이견 예민한 문제다. 이들의 운용 계좌에는 길게는 30년물 이상 장기 국채가 담겨 있어서, 앞으로 물가가 잘 통제될 것이라는 신뢰가 중요하다. 오늘 하루가 아니라 10년, 20년 뒤를 내다봐야 하기 때문이다. 그런데 연준 위원들간의 말은 엇갈리고, 물가 전망마저 자주 빗나간다면 신뢰는 자연히 떨어질 것이다. 차라리 값이 하나로 딱 떨어지는 공식이 든든한 기준이 된다. 몇 년간 잊혔던 테일러룰이 다시 소환된 배경이 바로 이것이다.

### 이론적 배경. ‘재량보다 준칙’

이 직관은 사실 노벨상이 뒷받침하는 이야기이기도 하다. 키들런드와 프레스콧은 1977년 논문 『Rules Rather than Discretion』에서 ‘시간 비일관성’이라는 역설을 보였다.

요지는 이렇다. 당국이 언제든 개입할 재량을 쥐고 있다는 사실 그 자체가, 설령 의도가 선하더라도 사람들의 기대를 미리 나쁜 쪽으로 바꿔 결과를 악화시킨다는 것이다. 이 글은 2004년에 노벨 경제학상을 받았고, 그 이후 중앙은행은 독립성·물가목표제·정책준칙처럼 스스로 손을 묶는 방향으로 진화해왔다.

그리고 30여년이 지난 지금도 여전히 시장은 바로 그 규칙을 신뢰하기에 장기금리를 규칙이 가리키는 적정금리에 묶어두는 것이다.

인위적 개입의 역설  
오히려 올려야 내려간다

여기서 한 가지 역설이 나온다. 규칙에 대한 신뢰가 흔들릴수록 시장은 더 높은 기간 프리미엄을 요구하기 때문에, 장기금리를 억지로 끌어내리려는 인위적 개입은 오히려 금리를 밀어올릴 수 있다. 실제로 월가 일각에서는 ‘기준금리를 올려야 채권금리가 내려간다’는, 언뜻 거꾸로 들리는 전망까지 나온다. 결국 장기금리를 낮추는 가장 확실한 길은, 규칙이 요구하는 만큼 단기금리를 충분히 조여 물가는 잡힌다는 믿음을 시장에 심어주는 것이다.

도표 4. 월가 일각에서는 ‘기준금리를 올려야 채권금리가 내려간다’는, 언뜻 거꾸로 들리는 전망까지 나온다

BONDS

### Treasury yields follow oil prices higher as Fed officials say rate hikes are needed

PUBLISHED FRI, JUL 31 2026-3:05 AM EDT UPDATED FRI, JUL 31 2026-4:08 PM EDT



Liz Napolitano  
@LIZKNAPOLITANO



Sawdah Bhaimiya

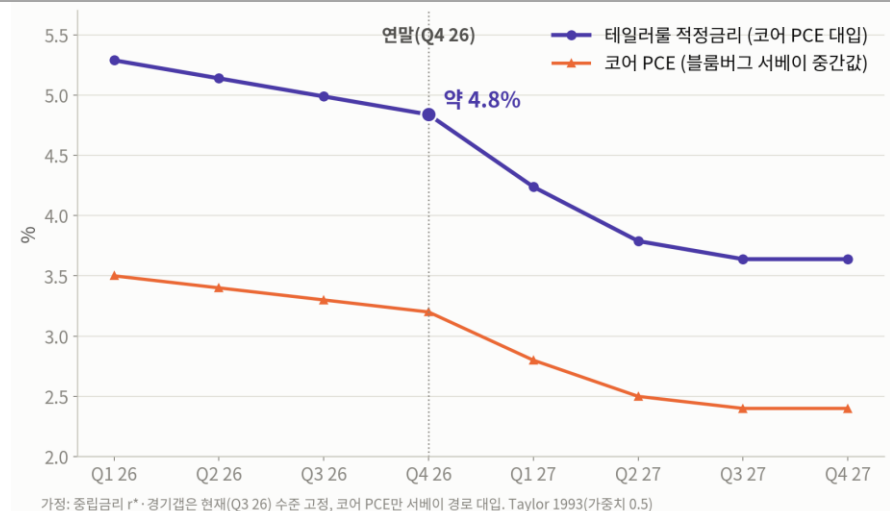
WATCH LIVE

자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

## 적정금리는 왜 안 내려오나

그렇다면 채권 시장이 바라보는 그 적정금리는 지금 얼마이고, 앞으로 어디로 갈까. 테일러 룰로 계산한 현재 적정금리는 5.10%로, 기준금리 상단인 3.75%와 140bp 가량 벌어져 있다. 문제는 이게 쉽게 내려오지 않고 있다는 점이다. 월가의 물가, 생산 갭(실업률 갭) 전망을 그대로 대입해 연말까지 그려봐도 적정금리는 약 4.8%에 머문다. ‘이제 금리가 슬슬 내려가겠지’ 하고 기대했던 투자자라면 다소 실망스러울 수 있는 숫자다.

도표 5. 서베이 경로를 대입해도 연말 적정금리는 약 4.8%



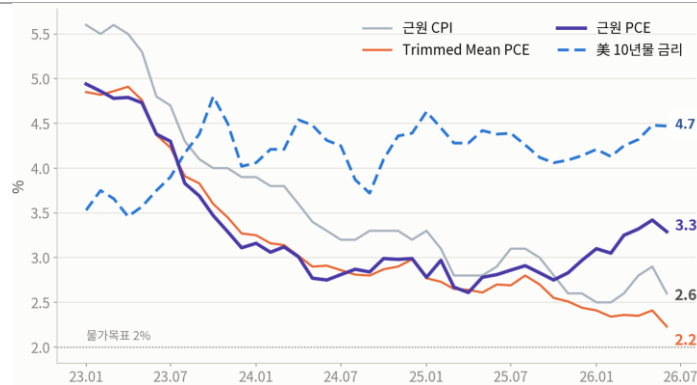
자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

## 근원 PCE, 유독 이 물가만 3%대에 눌러앉았다

적정금리가 이렇게 높게 버티는 이유는 결국 물가에 있다. 그런데 여기엔 함정이 하나 있다. 물가가 다 내려온 것처럼 보이지만 실은 그렇지 않다는 점이다. 근원 CPI는 2%대 중반, 위시 의장이 즐겨 보는 절사 평균 CPI(Trimmed Mean CPI)는 2% 초반까지 낮아졌다. 여기까지만 보면 안심할 만하다.

그런데 정작 연준이 메인으로 삼고 테일러 룰에도 넣는 근원 PCE는 3.3%로, 오히려 최근 다시 반등했다. 국채시장이 유가 하락에 꿈쩍도 하지 않은 이유가 여기에 있다. 정작 봐야 할 물가가 꺾이지 않았기 때문이다.

도표 6. 오히려 높아지고 있는 개인소비지출 물가 상승률

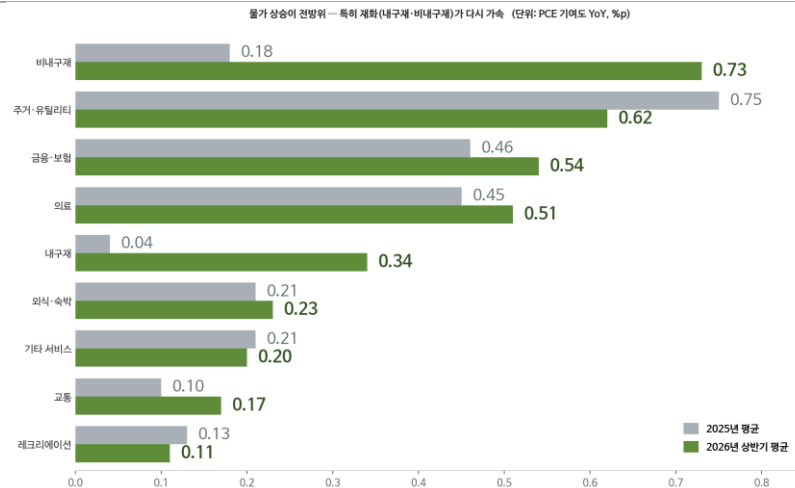


자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

전방위로 끈적한 물가

게다가 이 상승은 몇몇 항목의 일시적 문제가 아니다. 팬데믹 때 중고차값이 튀어 물가를 밀어올렸던 것처럼 특정 품목 몇 개가 범인이라면, 그것만 잡히면 물가는 도로 내려온다. 그런데 지금은 그렇지 않다. 지난해와 견줘 올 상반기, 가전·자동차 같은 내구재부터 비내구재, 그리고 주거·의료·금융보험 같은 서비스까지 대부분 품목의 물가 기여도가 오히려 높아졌다. 비내구재는 0.18에서 0.73%p로, 내구재는 0.04에서 0.34%p로 뛰었다. 이처럼 안 오른 걸 찾기 어려울 만큼 전방위로 오르는 물가는, 시간이 지나도 좀처럼 잡히기 어렵다.

도표 7. 개인소비지출 물가 상승 기여도 비교



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

## 늦고 급한 긴축보다, 이르고 완만한 긴축이 주식 투자에 편한 환경

그러면 연준은 어떻게 해야 하고, 우리는 무엇을 준비해야 할까. 2022년의 기억을 떠올려보면 실마리가 보인다. 그때 연준은 물가가 '일시적'이라며 인상 시점을 미루다 적기를 놓쳤고, 그 대가로 25, 50, 75bp의 자이언트 스텝을 몰아 밟아야 했다. 시장이 정작 못 견뎌낸 것은 금리 인상 그 자체가 아니라, 리더가 허둥지둥하는 그 모습이었다. 그러니 어차피 올려야 할 상황이라면, 늦게 몰아치기보다 이르게 시작해 완만히 올리면서 '물가는 우리가 잡는다'는 자신감을 보여주는 편이 시장에는 오히려 안심이 된다.

단, 중간선거라는 제약

다만 현실의 경로는 정치 일정에 어느 정도 발이 묶여 있다. 11월 중간선거를 앞둔 9월에는, 연준이 웬만하면 하던 대로 현상을 유지해온 전례가 있어 동결 가능성이 높다. 반면 선물시장은 9월 인상 확률을 절반 정도로 본다. 시장의 셈법이 그만큼 엇갈린다는 얘기다. 만약 워시 의장이 이번에도 시장이 알아서 잘 하고 있다며 분명한 신호를 주지 않는다면, 지난 7월에 그랬듯 그 모호함 자체가 새로운 불확실성이 될 수 있다.

정책금리는 내려도 돈줄은  
마른다

정리해보자. 연준을 향한 신뢰가 흔들린 시장은 이제 연준의 말이 아니라 공식을 바라보고, 그 공식은 연말에도 4%대 후반을 가리킨다. 기업의 회사채도, 가계의 대출도, 프로젝트 파이낸싱도 결국 이 장기금리를 기준으로 조달된다. 그러니 실물로 흘러가는 돈 값의 잣대인 장기금리가 이 적정금리에 묶여 있는 한, 연준이 정책금리를 내려도 시중의 돈줄은 서서히 마르는 쪽에 가깝다. 외형은 완화지만, 실제 효과는 긴축인 셈이다.

### 전면 긴축 속, AI만은 물꼬가 트였다

그런데 이 마르는 돈줄에는 예외가 하나 있다. 전체 유동성이 점차 타이트해지는 와중에도, 유독 AI만은 별도의 파이프를 통해 자금을 빨아들이고 있다. 엔비디아와 월가가 함께 설계한 5,000억 달러 규모의 자산 유동화 펀드가 그것이다. 메마른 대지 위로 AI에 물꼬가 트인 이 비대칭을, 다음 2편 「AI는 어떻게 돈줄을 풀었나」에서 다뤄보겠다.



### 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 배포 할 수 없습니다.