



글로벌 주식전략

버블 템플릿: 2026-2027 미국 증시 버블 시나리오

 신한투자증권
투자전략부

김성환 수석연구원
☎ 02-3772-2637
✉ shwan.kim@shinhan.com

오한비 선임연구원
☎ 02-3772-1525
✉ hanbi.oh@shinhan.com



신한 리서치
투자정보



Contents

Summary	3
I. 지금 미리 버블 가능성을 따져봐야 하는 이유	4
II. 주식시장 버블 Template	12
III. 2025년의 미국 증시, 버블 선결조건 갖췄다	32
IV. 2026-2027년 미국 증시 버블 시나리오	43
V. 버블을 염두에 둔 스타일 투자전략	54



Summary

역사적으로 비싼 2025년의 미국 주식시장, 단지 비싸기 때문에 주식시장의 미래는 어두운가?

경제적 합리성, 균형으로의 수렴을 중시하는 보통의 Top-down 투자전략은 향후 미국 주식시장에 대한 전망을 좋게 도출할 수가 없다. 밸류에이션이 역사적으로 비싸기 때문이다. 싼 가격에 사고 비싼 가격에 파는 것은 모든 거래에 적용되는 일종의 상식으로, 상당한 설득력을 갖는다. 비싼 가격 앞에서 합리적 투자자들은 본능적으로 고소공포증을 떠올린다. 분명 미국 증시가 펀더멘탈 차원에서 비미국보다 우위에 서있었음에도, 금년 내내 AI 버블에 대한 경고음 속에 투자자들이 미국 증시를 이탈해 비미국 증시로 향했던 이유다.

이 같은 컨센서스에 반기를 들어보려 한다. 가격이 싼 자산을 매수하고 비싼 자산을 비중축소하는 전략이 설득력만큼 실리도 있었을까? 데이터를 살펴보면, 미국 주식시장에서 의미있었던 추세와 변곡점은 대부분 EPS에 의해 형성됐고, PER은 단독으로 사용됐을 때 좋은 의사결정도구가 아니었다. 작년 발간했던 《주세추종 투자전략 백서》의 주제였다. 심지어, 주식시장의 버블도 엄연히 존재하는 역사적 사실이기 때문에 우리는 버블 진입 가능성을 배제할 수도 없다. 이번 In-depth 리포트의 주제다. '주가 버블' 가능성을 따져보려 한다.

버블 템플릿과 2026-2027 미국 주식시장 버블 시나리오

현대 미국 주식시장에서 발생했던 버블(1929년, 1999년, 2020년) 사례들을 자세히 들여다보면 템플릿이라고 할 수 있을만큼 일련의 사건 전개 과정에서 강한 공통점이 관찰된다. ① 가장 중요한 공통점은 기술혁신 등으로 인해 주식시장에 구조적/대체적이고 낙관적인 충격이 발생해야 한다는 것이다. ② 이를 주도하는 주도주의 이익은 견고한데, 경기가 부진한 결어긋남이 형성된 상황에서 ③ 외압/천재지변 등 모종의 이유로 불필요한 금리 인하가 이뤄진다면 주도주를 중심으로 레버리징과 버블이 일어날 선결 조건은 완성됐다고 볼 수 있다.

대체적 상승 심리와 유동성 확대가 결합하면 주식시장 버블이 진행된다. 시장은 버블 국면으로 진입하면 다음 징후들을 노출한다. ④ 기관투자자의 영향력이 약화하는 대신 대중적 개인투자자들이 레버리징을 확대하면서 시장의 주도 수급으로 자리잡는다. ⑤ 투자자들이 새로운 투자 아이디어에 열광하면서 IPO 붐이 발생한다. ⑥ 광범위한 적자 성장주/투기주들의 득세가 1년 넘게 이어지고 ④ 연준은 뒤늦게 금리 인상을 단행한다.

2025년 8월 현재, 미국 주식시장은 버블이 일어날 선결 조건을 대부분 갖췄다. AI가 구조적 낙관을 가져온 가운데, 이를 주도하는 기업들의 이익은 강하지만 전체 경제는 그리 강하진 않다. 이 와중에 트럼프는 금리 인하를 계속 압박하고 있다. 또한 기관투자자의 영향력은 퇴조하고 개인투자자들의 강세도 관찰되고 있다. 그러나 높은 PER에도 불구하고 아직 버블은 아니라는 생각이다. 개인 투기는 이제 초입이며, IPO 붐은 아직 일어나지 않았고, 광범위한 투기주의 강세도 보여지지 않았다. 연준은 금리 인상을 고민하고 있지 않다.

요약하면 버블 진입은 무시할 수 없는 가능성이다. 물론 버블이 나타나지 않는 것이 대승적으로 좋겠지만, 어쨌든 나타난다면 수익률이 극도로 갈리기 때문에 투자자들은 최대한 실익을 따져볼 필요가 있다. 만약 버블이 도래한다면 2026~2027년 구간일 가능성이 높다는 판단이며 해당 구간에서 중기적 미국 주식시장의 비중확대 전략을 제시한다. 1) 현재의 주도주, 2) 대형주가 될 중소형주, 3) IPO 등의 투자 아이디어에 주목한다.

I. 지금 미리 버블 가능성을 따져봐야 하는 이유

‘균형’이란 경제적 논리와 Top-down 통념, 버블을 허용치 않기에

경제 논리를 기반으로 한 Top-down 투자전략,
1) ‘균형’을 중시하며
2) ‘적정 밸류’에 끝린다는 특징

너무나도 자명하게 가격은 수요와 공급이 균형을 이루는 지점에서 결정된다. 가격이 높다면 구매자(수요)의 구매 의지는 낮아질 것이고 판매자(공급)의 매도 의지는 높아질 것이다. 반대로, 가격이 낮다면 수요가 강해지고 매도 의지는 낮아질 것이다. 이런 이유로 시장 참여자들이 합리적이려면, 장기적으로 가격은 수요와 공급이 균형을 이루는 지점으로 수렴하게 될 것이다.

경제학은 수요-공급 균형 논리를 기반으로 전개되는 학문이다. Top-down 관점에서의 주식시장 투자전략은 경제학이 사용하는 논리를 주식시장에 접목시킨 형태로 볼 수 있다. 거시경제적 논리에 기반해 주식시장을 바라보는 것은 필자가 몸담고 있는 리서치에서 정도(正道)라고 여겨지는 Top-down 분석의 형태다.

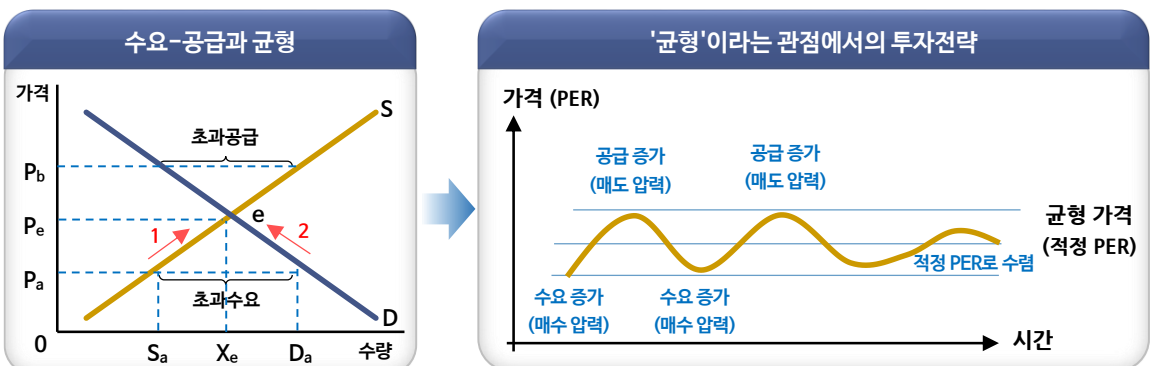
Top-down 관점에서의 투자전략은 여러가지 특징을 갖고 있지만, 그 중에서도 적정 가격(밸류에이션)이라는 개념을 강하게 받아들인다는 속성을 갖는다. 밸류에이션이 비싸면 잠재적인 매도자가 많아질 것이라는 관측을 하게되고, 밸류에이션이 저렴하면 매수자가 많아질거란 관측을 뿔어낼 수 밖에 없게 만든다.

수요-공급의 논리, 적정 가치 부근 박스에 PER이 머무른다는 대원칙 상정
→ Buy low-sell high

근본적으로 수요-공급-가격 간 ‘균형’ 논리를 내재하고 있기 때문에 그렇다. 가격이 이미 비싼 상태에서도 수요가 더욱 강해지는 현상은 경제학의 대원리를 벗어나는 상황이기 때문이다. 경제적 논리와 Top-down에 기반한 투자전략은 이미 밸류에이션이 한창 높은 상황에서 추가 상승을 예상하기가 극도로 어렵다. 그나마 유동성이 팽창되는 상황에서 높은 PER을 정당화시키는 경우가 있을 뿐이다.

만약 적정 PER이라는 개념이 실재하고, 투자자들간 정보의 비대칭성이 없는데다, 모든 사람들이 경제적으로 합리적이려면 아마 실제 주식시장의 PER은 적정 가격에서 크게 벗어나지 않고, 자주 평균으로 회귀할 것이다. 이런 세계관에서 투자자의 대원칙은 Buy low-sell high가 되고, 주가 버블이란건 존재하지 않을 것이다.

경제학의 수요와 공급의 ‘균형’ 개념 → Buy low-Sell high



자료: 신한투자증권

보통의 Top-down 투자자는 지금 미국 증시를 좋게 볼 수 없다

보통의 Top-down 시각,
PER이 22배를 상회하는
미국 주식시장의 운명을
좋게 전망할 수 없음

높은 PER을 뚫어낼
방법이 없는건 아니지만

- ① 강한 EPS 전망
- ② 금리 하락

기업이익의 원천인
경제도 강해보이지 않고,
지금 PER을 정당화하려면
금리 인하 수차례 나와야

‘균형’이라는 사고방식이 Top-down의 컨센서스로써 시장을 지배하는 투자 세계에서, 향후 미국 주식시장의 운명은 밝아보이지 않는다. 비싸기 때문이다.

2025년 8월 S&P 500의 12MF PER은 22.5배에 위치했다. 지난 40년간 상위 5% 수준이다. 1980년 이래 현재보다 PER이 높았던 시기는 1999년 닷컴 버블, 2020년 팬데믹 직후 장세밖에 없다. 투자자들은 ‘역사적 밸류에이션 상단에 있기 때문에 주가가 더 가기 어렵다’는 이야기를 매우 흔히 접한다. 균형 논리와 평균회귀에 의지하는 투자자는 강세를 전망하기보다 고소공포증을 떠올릴 것이다.

균형 논리 기반의 투자자가 높아진 밸류에이션을 뚫어내고 강세장을 전망할 방법이 없는 것은 아니다. 첫 번째 우회 루트는 기업이익 개선에 대한 강한 확신을 갖는 것이다. 밸류에이션은 주가/EPS의 비율로 측정되기에, 가격 부담은 EPS가 올라가면 그만이다. 팬데믹 직후 S&P 500 PER은 순간적으로 23.5배에 도달했는데, EPS가 역사적인 속도로 반등하면서 주가를 후행적으로 정당화시켜준 바 있다.

두 번째 우회 루트는 시장금리 하락이다. DCF 공식은 할인율이 하락하면 주가가 올라갈 수 있음을 직접적으로 시사하고, 시장금리는 할인율을 결정하는 지배적인 요소다. 뿐만 아니라 금융위기 이후 (정확히는 2013년 이후) 주식시장 밸류에이션은 연준과 시장금리에 의해 전적으로 좌지우지되는 모습을 보여줬다. 이후 많은 투자자들이 연준을 주식시장을 지배하는 요소로 인식하게 됐고, 강세장을 전망하기 위한 전가의 보도로 ‘금리 인하 기대감’이 사용되기 시작했다.

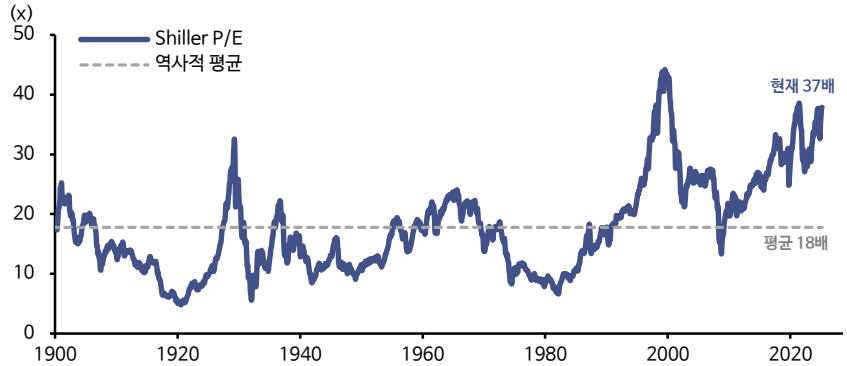
그런데 거시경제 전망을 기반으로 한 Top-down 투자자들의 시각에서는, 지금의 높은 PER을 우회하는 두 가지 루트(EPS 개선, 시장금리 하락)로 미국 주식시장의 추가적인 강세장을 전망하기도 마냥 쉽지 않은 환경이다.

① Top-down 투자자에게 있어 주식시장의 EPS는 철저히 경기의 함수다. 경제를 낙관적으로 전망해야 높아진 PER을 뚫어낼만한 EPS 개선을 전망할 수 있다. 2025년을 절반 통과한 시점에서, 미국 경제는 당장 잘 버티고 있지만 결국 관세로 인한 일정 부분의 물가 상승-소비 둔화를 감내해야 할거란 시각이 우세하다. 실물지표는 견고하지만 과거 EPS와 연관성이 높았던 서베이 지표들은 아직 부진하다. 내년으로 갈수록 성장률 전망은 둔화된다는 가정이 아직 많다.

② 금리의 경우, 금융시장은 이미 2025년내 금리가 2회 인하될거란 가정은 가격에 반영했기 때문에 금리가 이미 높은 PER을 더 견인하려면 내년 금리 인하가 수차례 더 이뤄져야한다는 가정이 필요하다. 대규모 금리 인하가 불가능한건 아니지만, 이 시나리오는 실현되기 전에 경기 침체와 주가 폭락이 되어야 가능하다. 단기적으로는 물가 불확실성이 아직 잔존하고, 감세안으로 재정적자가 늘어날 수 있기 때문에 기준금리 인하가 장기금리 하락으로 꼭 연결되지 않을수도 있다.

요컨대, 정론에 가까운 Top-down적 시각에서 미국 증시 미래는 전혀 밝지 않다. 비싼 미국 비중축소 - 저렴한 비미국 비중확대 call이 금년 내내 들리는 이유다.

Shiller PER: 역사적 평균 18배, 현재 37배



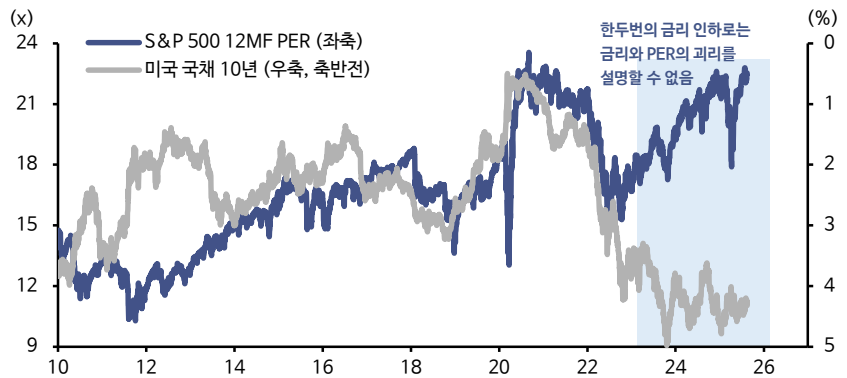
자료: Robert Shiller, 신한투자증권

미국 증시, 보통의 Top-down적 시각으로 암울할 것: 1) EPS 상승 여력 부족



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 증시, 보통의 Top-down적 시각으로 암울할 것: 2) 금리-PER 괴리 심화



자료: LSEG, 신한투자증권

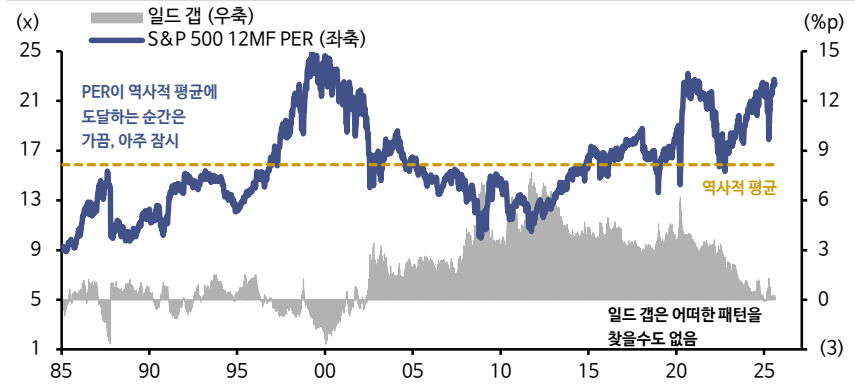
하나, 정말 균형과 PER이 현실 투자전략에서 의미있는 개념인가?

경제적 당위성과는 별개로
PER 균형회귀는 의미있는
의사결정수단이 아니었음

그러나 현실은 어떤가? S&P 500의 12MF PER은 과연 언더슈팅과 오버슈팅을 일
절 허용하지 않은채 균형 PER에서 크게 벗어나지 않으면서 잘 평균회귀해왔을
까? 따라서 고평가-저평가 인식에 기반한 투자전략도 잘 작동해왔을까?

S&P 500의 12MF PER이 집계되기 시작한 1985년 이후 장기 시계열을 살펴보면,
밸류에이션의 진행 방향은 꽤 일방적이다. 한번 확장을 시작하면 강세장이 끝날
때까지 확장하고, 한번 축소되기 시작하면 극단적인 지점까지 축소된다. 아주 멀
리서 바라보면 PER이 실제 역사적 평균을 중심으로 등락하기는 한다. 그러나 지
난 40년간 장기 평균 근처에서 PER이 머물렀던 적은 고작 8차례에 불과했다.
심지어 평균 수준에서 오래 머무르는 것도 아니었다.

PER과 일드 갭: 장기 평균에 아주 잠시만 머무르고, 수렴하지도 않는다

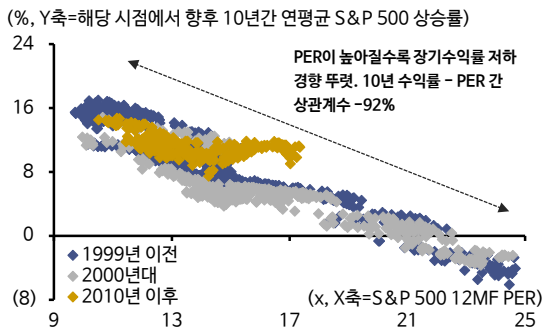


자료: LSEG, 신한투자증권

데이터는
‘비싸기 때문에 떨어진다’
라는 기대가 사실 요행을
바란다는 걸 시사

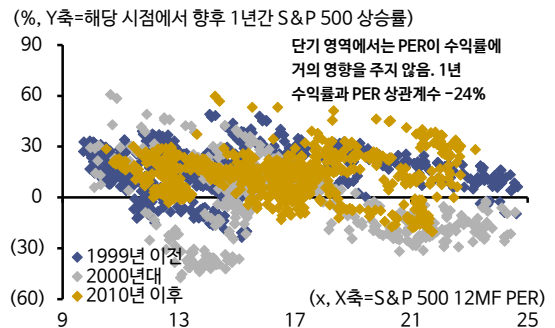
자연히 저평가-고평가 여부를 중단기 투자전략에 반영하는 것도 최소한 미국 주
식시장에서는 일절 효과가 없었다. PER과 향후 1년간 수익률은 거의 상관관계수가
없다. PER의 평균회귀가 작동하면서 수익률에 시사점을 주려면 최소 5~10년이
라는 기간이 필요했다. 요약해보자. ‘비싸기 때문에 곧 떨어질거라는 전망, 싸니까
좋다는 전망’은 냉정하게 과거 데이터를 살펴보면 요행을 바라는 것에 가깝다.

PER과 향후 10년 수익률 간의 상관관계



자료: LSEG, 신한투자증권

PER과 향후 1년 수익률 간의 상관관계



자료: LSEG, 신한투자증권

높아진 PER은 대부분 EPS 확장을 알리는 신호탄

EPS는 이평선과 동행,
추세와 변곡점 모두 공유.
의미있는 투자 시그널은
대부분 EPS에 의해 형성

데이터를 살펴보면 미국 주식시장 투자전략을 주도하는 것은 PER이 아니라 EPS였다. S&P 500의 경우 1) 100일 이동평균선과 12MF EPS의 시차가 없었고, 2) 상승/하락 추세와 저점/고점을 모두 공유한다. 기업이익이 우상향하는 한 이동평균선이 일시적으로 조정받는 경우는 있어도 추세적으로 하강하는 일은 없었다.

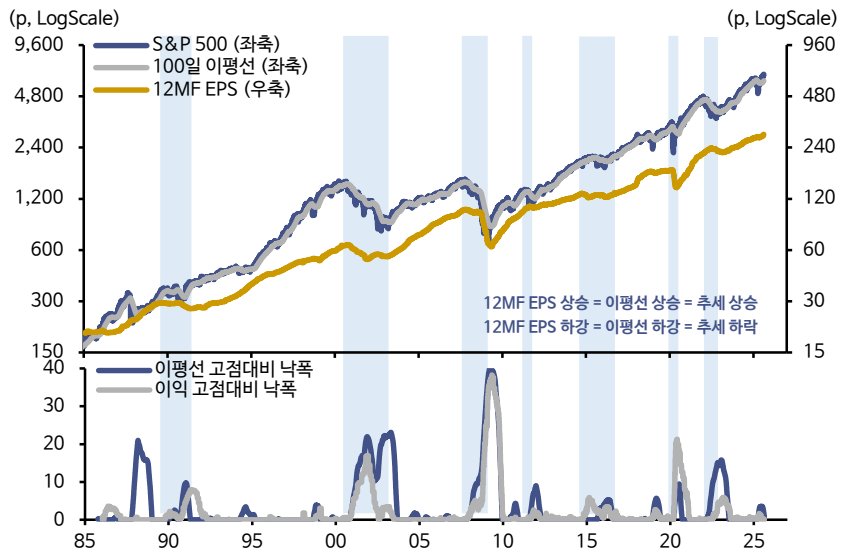
게다가 기업이익은 연속성이 매우 강하다. 한번 증가하면 계속 증가하고, 감소하면 계속 감소하는 속성이 있다. 전월 EPS 증가율과 당월 EPS 증가율 간 상관관계수(=순차 상관관계수)는 61%에 달한다. 자연히 기업이익과 같은 궤적을 공유하는 이동평균선도 연속성이 매우 강할 수밖에 없다. 이로 인해 미국 주식시장은 거의 대부분의 기간동안 평균회귀에 기반한 가치적 마인드보다, 모멘텀에 기반한 추세 추종 투자전략이 더 잘 들어맞는 시장이었다.

가격은 EPS를 대부분
따라왔다. PER 상승은
EPS 확장을 알리는
신호탄일 가능성이 높음

유념할 것은 시차다. 12MF EPS는 주가의 추세선인 100일 이동평균선과 동행하는데, 100일 이동평균선은 주가보다 늦다. 그러다보니 주가가 이익보다 먼저 이륙하고 PER이 치솟으면서 버블처럼 보여지는 현상이 상당히 빈번하게 관찰된다. 그러나 미국 주식시장에서 가격은 항상 옳은 신호였고, 주가는 기업이익을 정확하게 예견해왔다. 12MF EPS가 집계된 지난 40년간, 주가 상승 초기 PER이 버블처럼 보여져도 결국 EPS가 후행적으로 따라오지 않은 적은 한번도 없었다.

요약하면 최근 높아진 S&P 500의 PER을 두고 상승 여력이 제약된다고 해석하는 건 그동안 주가가 얼마나 이익을 잘 따왔는지를 도외시하는 것이다. 그보다는 EPS 확장을 알리는 신호탄일 가능성이 더 높다. 이 논리를 따라가면 투자자들이 걱정해야하는 상황은 오히려 PER이 저점을 깨고 내려가는 상황이 될 것이다. 주가가 순간 저렴해보이지만, 뒤이어 EPS가 무너질 가능성이 높기 때문이다.

주가의 추세(=이동평균선)는 기업이익이 결정한다



자료: LSEG, 신한투자증권

뿐만 아니라, 오버슈팅과 주가 버블 시나리오도 배제할 수 없다

자산가격, 방향성 잡으면
극단적인 점까지 전개가능
→ 투기적 매수세가 결부
된다면 버블로 비화

게다가, 주가가 버블 상태로 진입하는 시나리오를 과연 배제할 수 있을까?

자산가격이 한번 방향성을 잡으면 극단적인 지점까지 전개된다는 사실에서 추론할 수 있는 것은, 만약이라도 가격을 균형에서 이탈시키는 투기적 매수세가 결부된다면 자산가격의 오버슈팅과 버블이 종종 발생할 수 밖에 없다는 것이다.

실제 역사적으로 이런 사례는 무수히 많이 찾아볼 수 있다. 1600년대의 톨립 버블과 1700년대의 남해회사, 미시시피 회사로부터 시작해 미국의 주가와 부동산이 동시에 솟아올랐던 광란의 1920년대, 1970년대 후반의 원자재 투기, 1980년대 후반의 일본 버블 경제, 금융위기 직전 미국 주택시장 거품에 이르기까지 다양한 시대와 자산에 걸쳐 자산가격 버블은 발생해왔다.

다양한 버블 사례들이
주식시장 역사로 존재하며

주식시장에서도 투기적 매수세가 가격을 버블까지 밀어붙인 다양한 사례들을 발견할 수 있다. 미국 주식시장에서 찾을 수 있는 가장 대표적인 사례가 1929년 대공황 직전의 투기 버블, 1999년의 닷컴 버블이 될 것 같다. 팬데믹 직후에도 국소적인 버블이 존재했었다. 다른 국가에서도 사례(80년대 후반 일본 증시, 90년대 중반 아시아 증시, 2014년 중국 증시)를 찾아볼 수 있다.

버블의 실재(實在)는
Top-down적 사고방식에
도전. 시장, 합리적으로만
돌아가지 않음. Upside를
미리 제한할 필요가 없음

버블의 실재(實在)는 경제적 합리성을 기반으로 한 Top-down적 사고방식에 의문을 제기한다. 실제 세상은 경제학이 상정하는 것처럼 합리적으로만 돌아가지 않는다. 경제적 합리성이 주장하는, 균형으로의 수렴은 언젠가 일어날 것이지만, 그 시점이 언제인지 알 수 없다. 그전에 오버슈팅을 안 겪는다는 보장이 있는가?

지금 미국 주식시장의 PER이 비싸기 때문에 합리성을 기반으로 한 기대수익률과 투자 의견은 좋게 도출되기 어려운 것이 사실이나, 그렇다고 해서 주식시장의 추가 상승 가능성을 과연 완벽하게 배제할 수 있는가? 오버슈팅과 버블 시나리오 역시 향후 발생가능한 미래 중 하나로 다뤄져야한다. 현 시점에서 높은 PER과 Top-down 논리만을 가지고 주식시장의 상승 여력을 제한할 필요는 없다.

역사적인 투기 버블과 금융위기 개요: 버블은 상상 속의 동물이 아니라, 실재(實在)

발생연도	지역	관련사건 (변위 요인)	투기대상	통화 팽창 요인	붕괴
1636	네덜란드	대 스페인전쟁의 전시호황	주식, 부동산, 톨립 알뿌리	현물 선지급 통한 부분 결제	1637년 2월
1720	잉글랜드	위트레히트 조약	남해회사, 정부채권	스위드 블레이드 뱅크	1720년 9월
1720	프랑스	루이 14세 사망	미시시피 회사	존 로의 은행들	1720년 5월
1907	미국	러일전쟁, 샌프란시스코 대지진	커피, 유니언 피스픽 철도	신탁회사	1907년 10월
1921	영국, 미국	제1차 세계대전 후 경기 확장 종료	증권, 선박, 제반 상품	은행 다수	1921년 봄
1929	미국	장기화된 전후 경기 확장 종료	토지, 주식	마진 기반 신용 주식 매수	1929년 10월
1970~71	세계전반	거시경제조율 결여통화의 태환성 유지	외환시장, 금	해당없음	1970~71년
1974~75	미국/세계	브레튼즈 체제 붕괴, 1차 오일쇼크	원자재, 리츠, 유류 저장용 탱크	유로달러 시장 자금 범람	1974~75년
1979~82	미국/세계	은행의 제3세계 차관, 2차 오일쇼크	미국 남서부 부동산, 농지, 달러		1979~82년
1982~87	미국	디스인플레이션과 Fed 금리인하	주식, 부동산, 달러화	자본 유입	1987년 10월
1986~1990	일본	플라자 합의와 BOJ 금리인하	주식, 부동산	1986년 금리인하	1990년 1월
1997~98	아시아	규제 완화, 해외 차입	주식, 부동산	은행 대출, 건설경기 확장	1997~98년

자료: 찰스 칸들버거, 신한투자증권

자산가격 버블, 그래도 발생하지 않는 것이 좋지만

가격 버블, 붕괴된다면
일국의 경제가 파탄나는
경우 많아 부정적인
이미지로 곧잘 인식

PER이 23배에 육박한 미국 증시가 추가적으로 급등한다면 사람들은 훗날 이 시기를 일컬어 버블이 있었다고 회고할 것 같다. 그런데 버블은 부정적인 이미지로 곧잘 묘사된다. 찰스 킨들버거의 《광기, 패닉, 붕괴 금융위기 역사》에는 버블을 일으켰던 투기적 광기에 대해 사람들이 “정신나간 땅투기, 눈먼 열정, 방탕한 금융잔치, 들끓는 투기, 중독된 투자자들, 바보들의 낙원에 사는 투자자들, 자본증식을 노린 광적인 채도, 광풍, 귀먹고 눈먼 사람들...”라 표현한 대목이 등장한다.

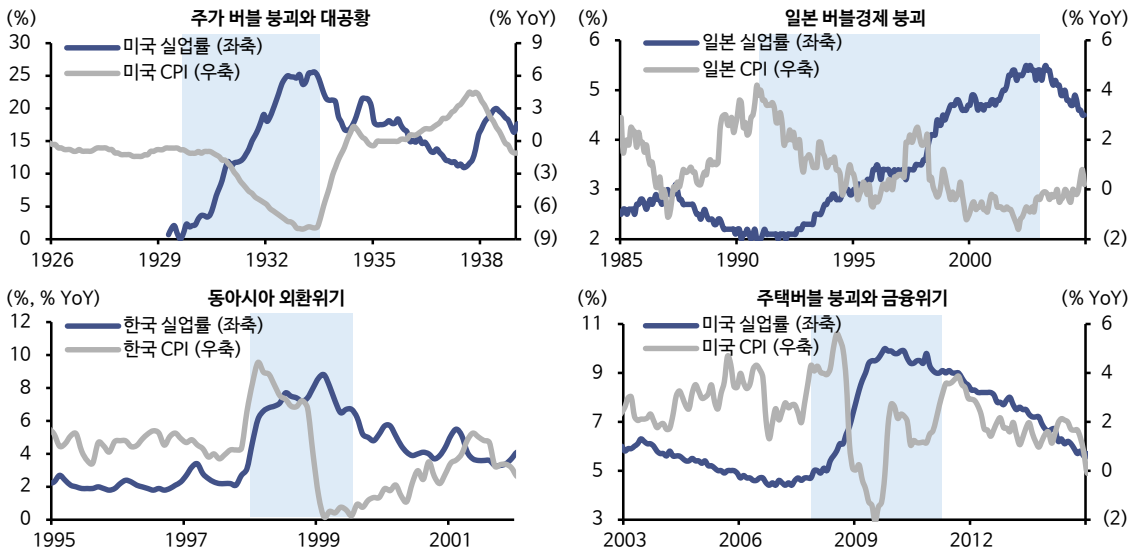
게다가 가격이 펀더멘탈로 더 이상 감당하기 어려울 정도로 부풀어오른 이후의 말로는 좋을 수가 없다. 일국의 경제가 버블 붕괴 후 금융 공황과 파탄을 겪었던 사례는 너무나 많다. 1929년 미국 주식시장 투기 버블 붕괴에 이은 대공황은 4년에 걸친 유례없는 경기 침체와 약세장을 불러왔고, 유럽까지 공황에 전염되면서 독일의 파시즘 정권 수립과 2차 세계대전의 간접적 배경으로까지 귀결됐다.

1990년 버블 경제의 붕괴는 일본에게 잃어버린 30년을 안겨다줬다. 닷컴 버블 이후 주식시장은 3년에 걸친 약세장 이후에야 바닥을 쳤고, 나스닥이 전고점을 회복하는 데에는 16년이 걸렸다. 1990년대 중반 아시아 국가들은 자산가격 과열이 붕괴한 이후 외환위기를 겪으면서 고통스러운 구조조정을 겪었다. 2000년대 중반 미국의 주택버블 붕괴는 글로벌 금융위기라는 상흔을 남겼다.

장기적/대승적 차원에선
안 생기게 최선이겠지만

따라서 대중과 경제정책 입안자들은 버블이라는 단어에 대해 부정적인 인식을 가질 수 밖에 없다. 주식시장 투자자로서도 시장에 버블이 끼는 것이 아주 반갑지는 않을 것이다. 버블은 마치 미래의 상승 여력을 극도로 빠른 속도로 현재에 반영하는 과정이다. 미래의 상승 여력을 당겨온 이후 시장의 모습이 좋을리 없다. 이래저래 장기적/대승적 차원에서는 자산가격에 버블이 끼지 않는 것이 좋다.

자산가격 버블, 붕괴한 이후 경제에 실업 급등과 디플레이션을 비롯한 장기적인 고통을 주는 경향



자료: LSEG, FRED, 신한투자증권

만약 버블이 불가피하다면, 챙길 수 있는 실익은 챙겨야 할 것

버블이 무시할 수 없는
가능성이라면 챙길 실익은
챙겨야. 순응-대항 여부에
따라 명암은 극도로 교차

다만, 만약 버블이 무시할 수 없을 만큼의 가능성이라면 투자자의 시각은 현실적으로 바뀔 필요가 있다. 챙길 수 있는 실익은 챙겨야 한다. 버블이 도래한다면 주가 상승 각도가 극도로 높아지기 때문에, 그 때 시장에 빨리 참여했는지 늦게 참여했는지 아니면 참여하지 못했는지, 혹은 버블에 순응했는지 대항했는지에 따라 투자성과는 극도로 갈릴 수 밖에 없다.

닷컴 버블이 절정이던 1999년을 일례로 들어보자. 1999년초 미국 증시 PER은 23배였는데 그해 나스닥은 85% 상승했다. 금융공학자들의 일대기를 다룬 《퀀트》라는 책에는 닷컴 버블 당시 시장이 비이성적이라고 여기면서 가치주 전략을 고수했던 (시장에 대항했던) 많은 퀀트 펀드들이 1999년 시장에서 퇴출되고, 극소수의 퀀트 펀드만이 버블 붕괴 이후의 수익을 누렸던 모습이 비쳐진다.

버블, 놓친다면 뼈아프고
너무 늦게 참여하면 더욱
뼈아파. 혼란 줄이려면
미리 시뮬레이션 필요

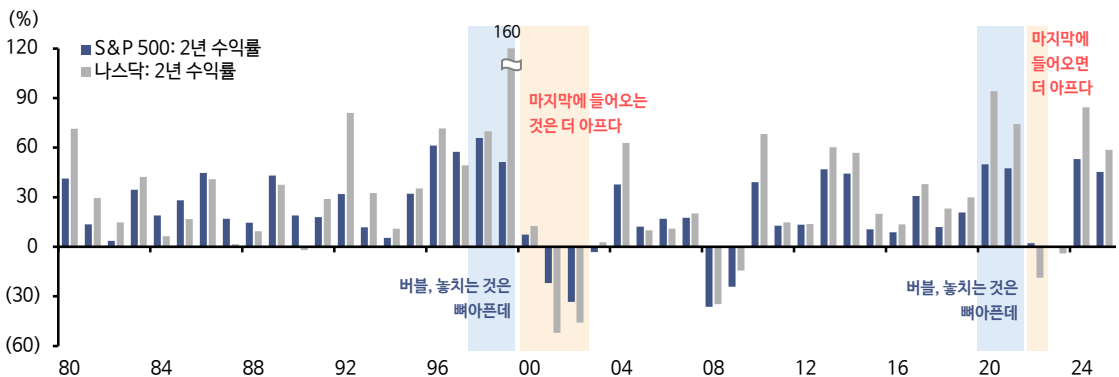
좋은 나쁜, 버블이 발생한다면 그 구간에서의 수익률을 놓치는 것은 투자자에게 뼈아프다. 버블 가능성을 아예 받아들이지 않는다면 버블 초입에서 너무 빨리 주식을 매도하게 될 수 있다. 평균회귀를 믿으면서 상승 랠리에 동참하지 않을 수도 있다. 이 선택은 장기적으로는 틀리지 않겠지만, 언제 평균회귀가 실현될지는 전혀 알 수 없다는 문제가 있다. S&P 500의 PER이 22배를 상회하는 지금 버블 시나리오를 시뮬레이션해봐야 주가가 더 오른 이후 전술적 혼란을 줄일 수 있다.

우리는 미국 증시가
버블로 진입할 가능성이
높다고 판단

이번 보고서의 핵심 주제는 주식시장이 버블로 진입할 가능성을 따져보는 것이다. 우리는 몇몇 조건들이 더 충족된다면 2026~2027년 미국 주식시장이 버블 단계로 진입할 가능성이 있다고 판단한다. 과거 굶주렸던 주가 버블 전후 거쳐왔던 수순/조건들을 현재 주식시장이 유사한 비슷하게 밟아나가고 있기 때문이다.

Part 2에서 1929년, 1999년, 2020년 발생했던 주식시장 버블은 어떤 템플릿으로 진행됐었는지, Part 3에서 현재 상황은 얼마나 버블 템플릿에 부합하는지 살펴본다. Part 4에서는 주식시장 버블이 2026~2027년에 도래할 수 있으며 만약 버블이 도래한다면 어떤 방식으로 투자전략을 짜야하는지 점검했다. Part 5에서는 버블 국면에서는 어떤 스타일/업종/종목에 집중해야 하는지 살펴보았다.

버블, 놓친다면 뼈아프고 늦게 참여한다면 더욱 뼈아프다



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 2025년은 8월 15일 시점에서의 2년 수익률

II. 주식시장 버블 Template

킨들버거의 고전적인 자산가격 버블 모델

킨들버거의 버블 모델,

- ① 변위 (자산가격 이륙)
 - ② 호황 (투자수요 증가)
 - ③ 광기 (비이성적 광기)
 - ④ 이익 실현 (추세 둔화)
 - ⑤ 붕괴 (신용경색)
- 단계로 구성

자산가격 버블은 무작위적으로 형성되지 않는다. 일정한 수순과 패턴이 있다. 찰스 킨들버거는 자산가격 버블이 다섯 가지의 발전 단계를 가진다고 봤다.

첫 번째 단계는 변위(Displacement)다. 필자도 익숙치 않은 표현인데 ‘새로운 투자 기회가 창출되는’ 단계라고 정리할 수 있다. 새로운 기술, 제도 변화, 규제 완화, 금리 인하 등의 외부 충격으로 인해 투자 환경에 변화가 발생하는 단계다. 새로운 투자 기회에 대한 인식이 확산되며 투자수익에 대한 기대치가 높아진다.

두 번째 단계는 호황(Boom)이다. 긍정적 뉴스와 큰 수익을 거둔 사례들이 퍼지면서 투자 수요가 폭발적으로 증가한다. 초기 투자자(현명한 투자자 or 기관투자자)가 시장에 진입하면서 거래량 증가를 동반한 가격 상승이 전개된다.

세 번째 단계는 광기(Euphoria)다. 시장 참여자들은 가격이 계속 오를 것이라고 믿으면서 비이성적인 투자에 몰입한다. FOMO가 심리를 지배하고, 대중적인 투자자들이 시장에 진입하며 투자자들은 레버리지 사용을 늘린다.

네 번째 단계는 이익 실현(Profit taking)이다. 일부 선도적인 투자자들이 차익 실현에 나서면서 시장이 흔들리기 시작한다. 가격은 상승하지만 그 모멘텀은 둔화하고, 변동성이 확대된다. 시장은 뉴스플로우나 데이터에 따라 출렁인다.

마지막 단계는 붕괴(Panic/Crash)다. 신용경색과 투자자산에 대한 신뢰 붕괴로 투자자들이 동시에 탈출을 시도한다. 대량매도의 출현은 레버리지의 연쇄적인 청산을 촉발하게 되고 자산가격은 폭락한다. 시장에 유동성 부족이 발생한다.

이 과정에서 투자자들의 심리는 [관심없음] → [낙관] → [광기] → [불안] → [공포] → [절망] → [냉소] → [관심없음] → [다시 관심]의 순서대로 순환한다. 투자자들의 심리 변화는 가격 움직임보다 조금 늦게 따라가는 경향이 있다.

자산가격 버블이 형성되는 다섯 가지 단계

단계	설명
변위 (Displacement)	· 새로운 투자 기회가 창출되면서 투자 환경이 구조적/낙관적으로 전환 · 새로운 기술, 제도 변화, 규제 완화, 금리 인하 등 외부 충격이 투자 환경 변화를 야기 · 투자수익 기대치가 높아지고 시장에 '새로운 기회' 인식이 확산하나, 대중은 반응하지 않음
호황 (Boom)	· 긍정적 뉴스와 큰 수익을 거둔 사례들이 널리 공유되며 투자수요 폭발적으로 증가 · 초기 투자자(현명한 투자자, 기관투자자)가 시장에 진입하며 거래량-가격 동반 상승
광기 (Euphoria)	· 투자자들, 가격 계속 오를거라 믿으며 비이성적 투자 몰입. FOMO, 이번엔 다르다는 심리 지배 · 투자자들은 점차 레버리지 사용 늘리고, 금융기관은 적극적으로 자금 공급. 대중적 투자자 진입 · 신용이 늘수록 수요가 늘고, 가격이 계속 오르는 자기강화적 피드백 루프 발생
이익 실현 (Taking profit)	· 선도적인 투자자들이 차익실현에 나서면서 시장이 흔들리기 시작 · 가격은 상승하지만 모멘텀은 둔화. 시장은 뉴스플로우나 데이터에 따라 출렁거림
붕괴 (Panic/Crash)	· 신용경색, 신뢰 붕괴 등으로 투자자들이 동시에 탈출 시도 → 자산가격 폭락 · 이전에 쌓았던 레버리지가 단번에 청산되면서 금융시장에 유동성 부족 발생

자료: 찰스 킨들버거, 신한투자증권

주가 버블에 선행하는 조건들: 1) 기술혁신과 낙관적 충격

버블의 선결조건: 1)
경제와 증시에 기술혁신,
정책 변화를 비롯한
구조적, 낙관적 충격이
가해지면서 자산시장 이륙

주식시장의 버블 역시, 공통적인 선결 조건과 전개 과정을 공유한다.

킨들버거가 정립한 이론의 틀을 따라간다면, 투기적 광기와 자산가격 버블이 촉발되려면 결국 경제 시스템 안에 무언가 구조적이고 낙관적인 충격, 즉 변위 요인(Displacement)이 가해져야 한다. 변위 요인은 상황의 변화, 지평의 확장, 기대의 변경을 일으키는 사건들로 이뤄진다. 이런 충격이 경제와 주식시장 전망에 영향을 미치려면 충분히 거대한 규모여야 한다. 1929년, 1999년, 2020년의 버블 장세를 돌아해보면 주식시장에서는 기술혁신이 초기의 낙관적인 충격을 제공했다.

Case study: ① 1920년대의 기술혁신, 자동차, 전기화, 통신기술

Case 1:
1920년대 미국 경제,
자동차/전기화/통신기술
분야에서 기술혁신 출현,
경제/증시에 낙관 촉발

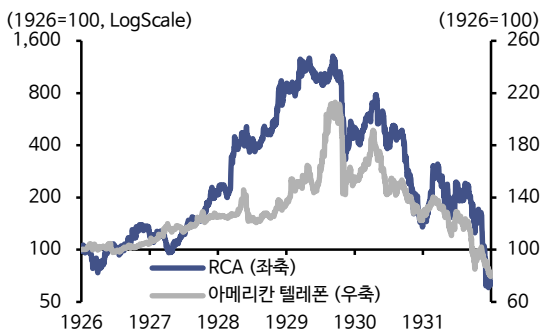
1920년대 미국은 경제적으로 역동적인 시기였고, 여러가지 기술적/사회적 변화들이 맞물리면서 자산시장에 대대적인 낙관론을 촉발했다. 특히 2차 산업혁명이 라고 일컬어질 정도로 다수의 영역에서 혁신적인 기술들이 출현했다.

단연 중요했던 산업은 자동차다. 헨리 포드의 컨베이어 벨트 방식의 생산 혁신으로 과거 수작업으로 조립됐던 자동차의 대량생산 시대가 개화했고 이로 인해 가격이 하락하면서 더 많은 소비자들이 자동차를 탈 수 있게 됐다. 이로 인해 철강, 고무, 유리, 도로건설, 주유소 등 연관 밸류체인들도 호황을 누렸다. GM은 1920년대 중반 주식시장에 처음 등장한 후 1929년까지 5배 상승했다.

전기화도 중요한 변화였다. 발전소가 다수 건립되면서 1910년대부터 전기 보급률이 급상승했고, 이 과정에서 GE, 웨스팅하우스 등 전기 관련 기업들의 부상이 눈에 띄었다. 전기 보급률의 상승은 냉장고 등 가전 수요 확대로도 이어졌다. 특히 라디오 산업이 폭발적으로 성장하면서 RCA(Radio corp. of america)가 신경제의 대표 주식처럼 취급됐다. RCA 역시 1925~1929년 구간에서 10배 상승했다.

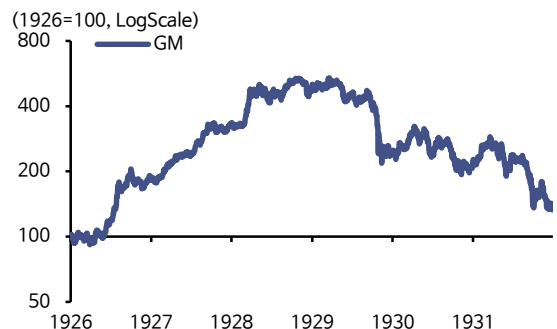
과학적 제조법과 조립라인은 제조업 전반으로 확대되면서 제 2의 산업혁명을 촉발했다. 생산성의 증가는 노동시간 단축과 생산량 증가, 임금-소비 동반 상승을 유도했다. 혁신을 주도한 종목들은 대부분 주식시장에서 주도주로 자리매김했다.

1920년대의 주도주: 1) 라디오, 전화, 통신



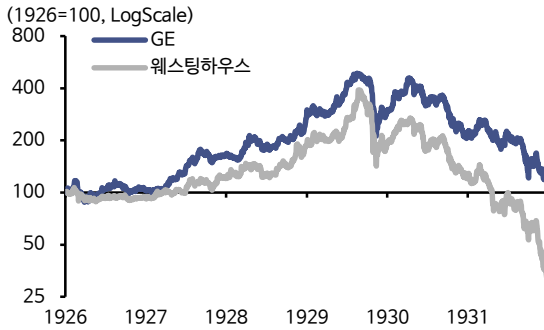
자료: CRSP, 신한투자증권

1920년대의 주도주: 2) 자동차



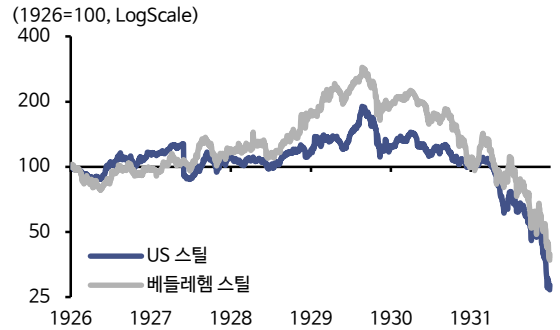
자료: CRSP, 신한투자증권

1920년대의 주도주: 3) 전기



자료: CRSP, 신한투자증권

1920년대의 주도주: 4) 철강



자료: CRSP, 신한투자증권

Case study: ② 1990년대의 기술혁신, IT 혁명

Case 2:

1990년대 미국 경제,
IT 기술의 보급으로 인해
생산성 개선 기대와
신경제론 촉발

20세기 후반 컴퓨터와 인공위성, 인터넷 등의 발명이 촉진한 3차 산업혁명(IT 혁명)이 도래했다. IT 혁명을 이끈 주역인 컴퓨터(1946년), 인공위성(1957년), 인터넷(1969년)은 진작 세상에 출현한 상태였지만 대중적으로 보급되지 못하고 있었는데, 1977년 출시된 개인용 컴퓨터(PC)와 1990년 발표된 월드와이드웹(WWW), 1993년 탄생한 최초의 웹 브라우저 모자이크를 기점으로 대중의 인터넷 접근성이 크게 개선됐다. 이때부터 IT 혁명이 대중적으로 급격하게 보급되기 시작했다.

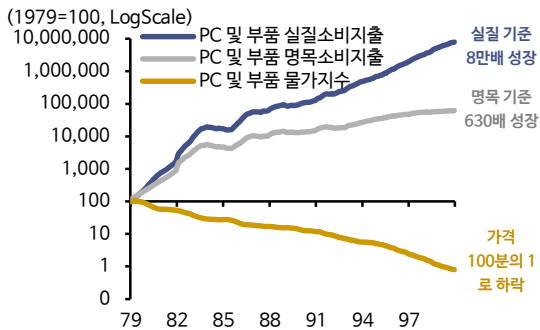
당시 PC가 보급되는 속도를 보면 그야말로 기하급수적이었다. 1980~2000년 구간에서 PC 및 부품 소비량은 연평균 71% 증가했는데, 이런 속도로 보급될 수 있었던 이유는 기술을 사용하기 위해 드는 비용이 빠른 속도로 하락했기 때문이다. PC 및 부품 물가지수는 연평균 20% 하락했다. 무어의 법칙과 황의 법칙으로 대변되는 반도체 기술 발전의 수혜를 입었던 덕이다.

2차 세계대전 직전만 하더라도 이런 기술혁신은 미국-소련 간 체제 경쟁의 일환으로 국가가 주도했지만, 1980년대 이후로 접어들면서 민간 기업들이 담당하게 됐다. 1990년대의 기술혁신 수혜는 온전히 미국의 기술주들에 집중됐다. 1993년 모자이크가 탄생한 1년여만에 배너 광고와 쇼핑 사이트가 생겨나면서 투자자들도 인터넷을 실질적인 산업으로 인식하기 시작했다.

1994~1995년쯤 인터넷은 본격적으로 상업화 단계로 진입하기 시작했다. 윈도우 95가 PC 보급률 확대를 촉발한 가운데 아마존, 이베이, 야후 등의 웹 서비스가 동시다발적으로 등장하면서 인터넷은 돈이 되는 플랫폼이라는 믿음이 확산했다. 1995년 넷스케이프는 IPO 당일 28달러에 상장한 주가가 58달러에 종가를 마감하면서 대박을 쳤고, 나스닥은 1995년부터 가파른 랠리를 시작했다.

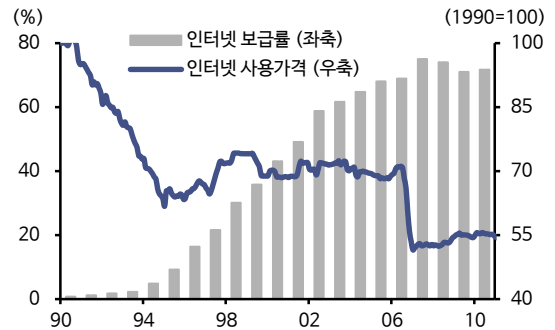
1990년대 후반 경제는 실제로 IT 투자 호황의 덕을 봤고, 주식시장에서는 IT 업종의 시가총액 비중이 크게 높아졌다. 이러한 분위기 속 신경제(New economy)론이 대두됐다. 인터넷이 경제의 비효율을 줄이고, 실물경제를 혁신함으로써 생산성이 급격하게 개선될 것이란 믿음이다. 1994년 12월 주가 랠리가 시작된 이후, 2000년 3월 정점에 이르기까지 나스닥은 600% 상승했다.

PC 소비량과 PC 가격



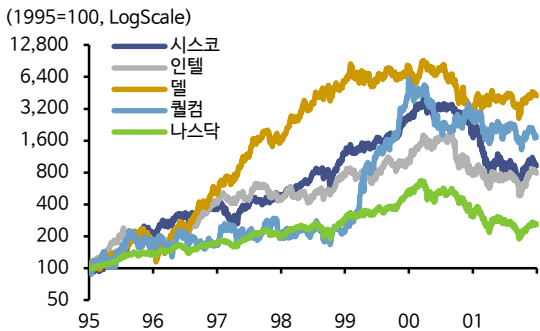
자료: LSEG, 신한투자증권

인터넷 보급률과 사용가격



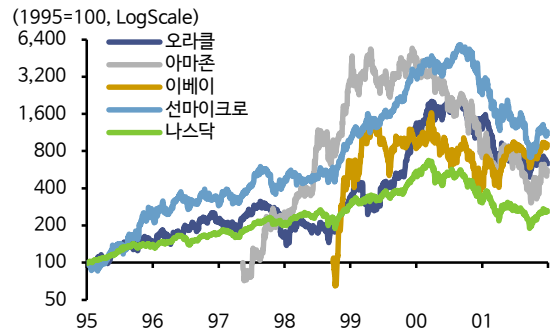
자료: FRED, LSEG, 신한투자증권

신경제를 이끈 기업들의 폭발적인 상승: 1) H/W



자료: LSEG, 신한투자증권

신경제를 이끈 기업들의 폭발적인 상승: 2) S/W



자료: LSEG, 신한투자증권

Case study: ③ 팬데믹, 대봉쇄로 인한 기술 수요의 폭발

Case 3:

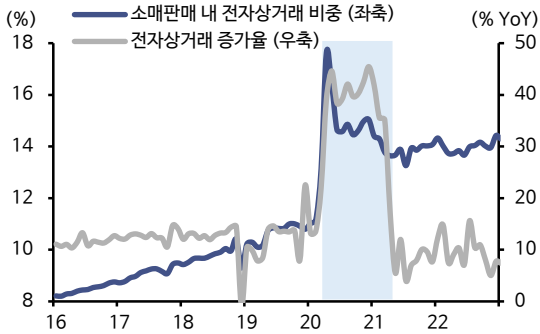
2020년 미국 경제,
팬데믹 대봉쇄가 의외의
기술 수요 폭발을 촉발

팬데믹에서도 국소적 버블이 발생하는 과정에서 기술혁신이 주목받았다. 팬데믹이라는 외부 충격(displacement)이 발생한 이후 일상생활이 온라인/플랫폼/비대면 공간으로 빠르게 이동하기 시작하면서 기술에 대한 수요가 폭발하기 시작했다. 팬데믹 이전 빅테크들이 깔아놓은 클라우드 환경은 비대면 전환을 원활하게 만들었다. 이로 인해 경제 구조가 급격하게 플랫폼 중심으로 재편되기 시작했다.

자연스레 플랫폼 경제를 선도하는 기업들이 주도주로 자리매김했다. 기존에 이미 주식시장을 주도하던 빅테크와 반도체, IT 하드웨어 뿐만 아니라 재택근무(줌, 트윌리오, 도큐사인), 이커머스(쇼피파이, 씨, 메르카도리브레), 결제(스퀘어, 페이팔), 콘텐츠/미디어(넷플릭스, 로쿠, 로블록스), 라스트마일/배송(도어대시, 우버)의 영역에서 기술 기반 기업들이 동시다발적으로 부상하는 모습이 관찰됐다.

IT와 플랫폼 관련 기업들은 이전부터도 기업이익 내 지배력을 키워가고 있었는데, 팬데믹을 기점으로 사실상 기업이익을 지배하기 시작했다. 아이디어는 있지만 수익성은 없었던 투자 아이디어들도 동시다발적으로 top-line 고속성장을 시작하면서 주식시장에서는 플랫폼이 경제를 재편할거란 기대감이 떠올랐다.

팬데믹 전후 이커머스의 침투율 급증



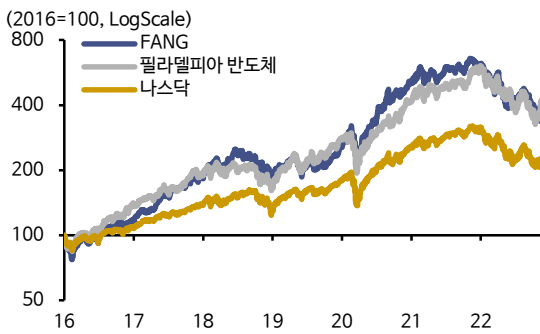
자료: LSEG, 신한투자증권

비대면 환경을 지원하기 위한 IT 수요 증가



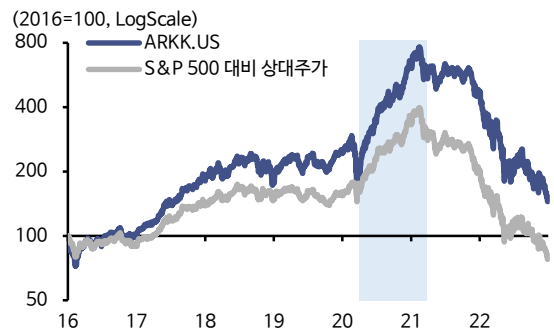
자료: LSEG, 신한투자증권

신경제를 주도한 실적 주도주들의 아웃퍼폼



자료: LSEG, 신한투자증권

아이디어 있지만 적자인 주식들의 후행적 주목



자료: LSEG, 신한투자증권

버블이 나타나려면, 기술 혁신과 구조적 충격이 더 중요한 선결조건. 돈만 풀다고 버블이 되진 않아

소결: 주가가 초기 '이륙'하기 위한 선결조건, 유동성이 아닌 기술혁신

시장에서는 흔히 돈만 풀면 자산가격이 급등할거란 인식이 있다. 2014년 이후 금리와 PER은 정확하게 반대 방향으로 움직였고, 이는 주식시장에 Fed watcher가 많아지게 된 이유가 됐다. 투기적 광기가 형성된 이후 통화확장과 신용의 팽창이 동반될 경우, 실제로 주가가 상승하는 속도는 빨라지는 것이 사실이다.

그러나 통화와 신용팽창의 대부분이 광기로 이어지는 것은 아니었다. 무수히 많은 반례가 있다. 만약 저금리만이 버블의 원천이었다면, 일본은 잃어버린 30년을 맞이하지 않았을 것이다. ECB가 제로금리를 장기간 유지했던 2010년대 유럽에서는 자산가격 버블이 생겼어야 한다. 2022년 이후 미국은 고금리 기조를 유지했고 그렇다면 PER은 쪼그라들었어야 했다. 그러나 그렇지 않았다.

주가가 이륙하기 위한 선결조건은 유동성이 아닌 구조적 충격에 의해 유발되는 낙관론이다. 어떠한 구조적인 충격으로 인해, 구조적인 내러티브를 켜 자산가격이 이미 이륙한 이후에야, 통화확장과 신용 팽창이 조합됐을 때 가격이 버블 상태로 이행할 수 있다. 미국 주식시장의 경우, 이런 구조적인 충격(displacement)은 대부분 기술혁신에 의해 기인하는 경우가 많았다는 점을 살펴볼 수 있다.

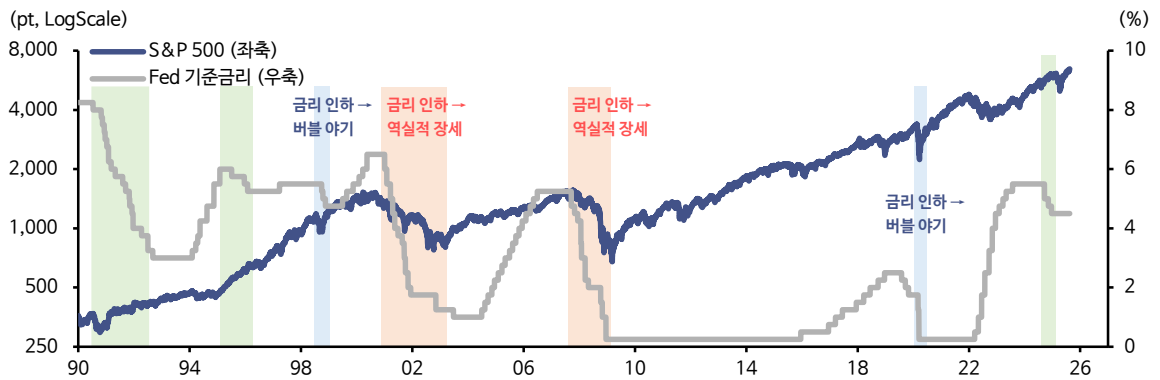
주가 버블에 선행하는 조건들: 2) 경기와 기업이익의 결어긋남

버블의 선결조건: 2)
혁신을 주도하는
기업이익은 강한데,
경제는 부진한 ‘결어긋남’
이란 포인트가 필요

구조적인 충격에 의해 형성된 낙관이 주가 버블로 비화하려면 레버리지의 확대(신용 팽창)가 조합되어야 한다. 금리 인하는 신용 팽창을 자극하는 요소이기 때문에, 버블의 형성엔 결국 금리 인하가 필요하다. 미국 주식시장에서 관찰됐던 버블들은 모두 금리 인하 이후 급속도로 부풀기 시작했다. 그러나 앞서 잠깐 언급했듯, 모든 금리 인하가 레버리지 확대와 주가 버블을 만드는 것은 아니었다.

주식시장은 주변 여건이 변하지 않는다는 가정 하에 금리 인하를 원한다. 그러나 막상 금리 인하를 마주할 때에는 경기 침체가 임박하거나 이미 도래한 시점일 가능성이 크다. 따라서 주식시장은 금리 인하를 원하긴 하지만 혹시라도 첫 번째 금리 인하가 역실적 장세의 신호탄은 아닐까라는 양가적인 감정을 갖는다.

모든 금리 인하가 꼭 주식시장 버블을 만드는 것은 아니다



자료: LSEG, 신한투자증권

그래야 금리 인하가
역실적 장세를 대변하는게
아니라 유동성 버블로
비화할 수 있기 때문

금리 인하를 역실적 장세가 아닌 버블과 엮으려면 ‘경기과 기업이익의 결어긋남’이라는 포인트가 필요하다. 통화정책은 전체적인 경제 상황을 살피며, 국소적인 산업의 호황/불황은 정책 목적이 아니다. 따라서, 만약 주식시장의 기업이익이 경기를 대변하거나 최소한 동행하고 있다면 금리 인하는 호재로 볼 수 없다. 경기 하강으로 인해 후행적으로 금리 인하가 나오는 국면이기 때문이다.

가장 대표적인 사례가 2007년의 금리 인하가 될 것 같다. 2003년부터 시작된 당시 미국 주식시장의 강세장을 이끌어온 주도주는 에너지, 소재, 금융, 부동산 등 경기민감주였다. 이들의 기업이익, 특히 금융과 부동산은 경기를 대변했고, 당시 금리 인하는 인플레이 압력이 남아있음에도 불구하고 경기 하강을 우려해서 단행됐기 때문에 주식시장 입장에서는 하락 추세를 돌릴만한 호재가 아니었다.

그러나 연준과 통화정책이 살피는 전체적인 경제와 주식시장을 주도하는 산업들의 기업이익의 궤적이 어긋나 있다면 상황은 달라진다. 주도 산업들의 기업이익 모멘텀은 살아있는데, 경기를 걱정해 통화완화가 겹쳐지는 상황이 종종 연출된다. 이런 정책 조합에서 금리 인하는 역실적 장세의 신호탄으로 볼 수 없다. 지난 세 번의 주가 버블(1929년, 1999년, 2020년)은 모두 비슷한 전개 과정을 보였다.

Case 1:

1927년 미국 금융시장,
주도 산업은 견고한데
일반 경제는 부진하면서
금리 인하 빌미 제공 →
유동성 버블로 비화

Case study: ① 1927년의 금리 인하 당시 경기와 기업이익의 결어긋남

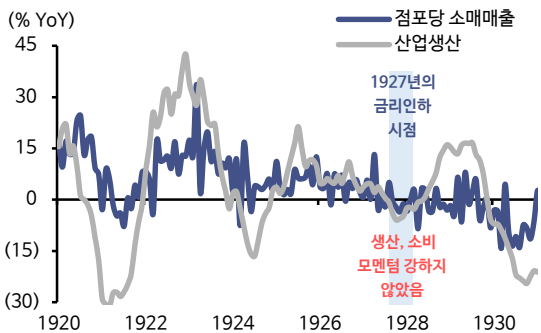
연준은 1927년 8월 재할인율을 3.5%에서 3.0%으로 인하했다. 밀튼 프리드먼과 애나 슈워츠는 대공황을 다룬 기념비적인 저작 [미국의 통화사]에서 1927년의 금리 인하로 인해 1929년 발생한 주식시장 버블 형성과 붕괴에 일조했다고 비판한 바 있다. 이 금리 인하 이후 다우존스 지수는 2년간 정확하게 2배 상승했다.

이때의 금리 인하가 왜 실수였고, 왜 버블로 귀결됐는지 이유를 따지고 들어가보면 경기와 기업이익(주식시장)의 결어긋남이 존재한다. 당시 금리 인하의 표면적인 이유로는 1926년 10월부터 1927년 11월까지 이어진 경기 침체가 제시된다. 해당 기간동안 부진한 섹터는 2년간 착공건수가 감소했던 주택건설, 2년간 산출물 가격이 하락을 겪은 농업이었다. 산업생산 증가율도 둔화했다.

그러나 이 산업들은 주식시장 주도 산업을 대변하지 않았다. 앞서 광란의 1920년대를 이끌었던 산업들로 자동차, 전기, 가전 등을 언급한 바 있다. 이 산업들은 불황을 겪지 않았다. 자동차 등록대수와 전력 생산량은 짧은 경기 침체 구간에서도 계속 증가했고, 가전이 포함된 자동차 이외의 소비재 생산도 양호했었다.

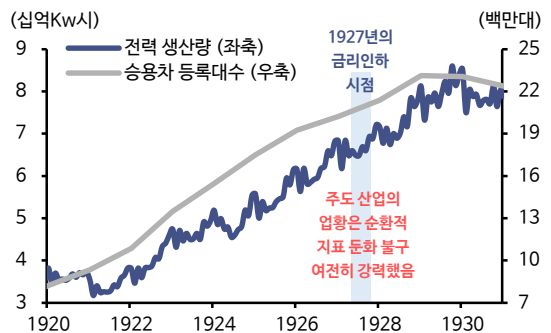
당대의 신산업들이 주축이 된 주식시장은 NBER가 공식적인 경기 침체로 판단했던 1년간의 구간(1926.10~1927.10) 동안 30% 넘게 올랐고, 금리 인하는 이러한 랠리가 이미 진행된 이후 이뤄졌다. 주식시장이 경기를 대변하지 못하고 과열된 상황에서 금리 인하는 기름에 불을 부은 격이라고 볼 수 있다.

1927년 금리 인하 전후 경기 상황: 소비, 생산



자료: FRED, 신한투자증권

그러나, 전기와 자동차 업황은 경기 무관 호조



자료: FRED, 신한투자증권

Case 2:

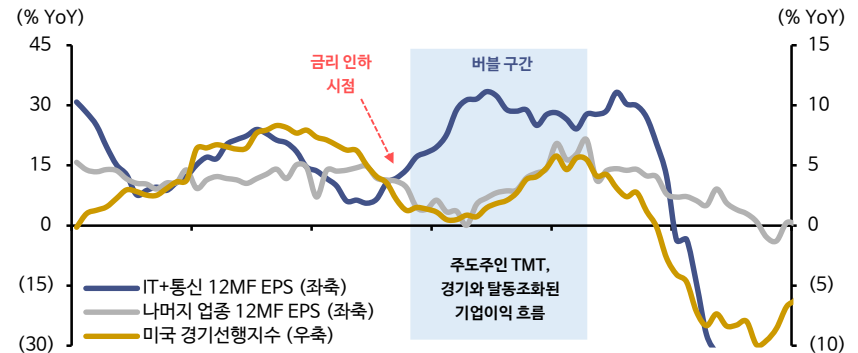
1998년 미국 금융시장,
TMT 업황 강력한데
전체 경제는 부진 →
금리 인하는 역설적 장세
아닌 유동성 버블로 비화

Case study: ② 1998년의 금리 인하 당시 경기와 기업이익의 결어긋남

연준은 1998년 가을 세 차례의 금리 인하를 단행했다. 미국은 1990년대 내내 강력한 경기 확장을 구가했지만 1998년은 아시아 국가들의 불황이 제조업과 글로벌 공급망에 영향을 주면서 모멘텀이 강하지 않았다. 1998년 하반기 제조업 PMI는 50을 하회했고, 경기선행지수 증가율은 0으로 떨어졌다. 당시 제조업과 금융이 중심이 된 대다수 구경제 업종들의 기업이익은 경제지표와 동행했다.

그러나 기술혁신 사이클을 주도하던 TMT(IT+통신)는 1998년부터 경제지표와는 완벽하게 동떨어진 기업이익 확장세를 보여줬다. 1998년 가을 금리 인하가 단행 되던 당시 TMT 업황은 이미 바닥을 통과하고 가속화가 시작되고 있던 시점이 었다. 결정적으로 주식시장은 구경제 업종들이 아니라 TMT에 의해 지배되고 있었기 때문에, 경기 인식과 기업이익 간 결어긋남이 있었다. 따라서 당시의 금리 인하는 역설적 장세 신호로 작동하지 않았고, 시장은 유동성 장세로 직행했다.

금리 인하와 버블을 엮으려면, 경기와 이익의 결어긋남이 필요: 1) 1999년



자료: LSEG, 신한투자증권

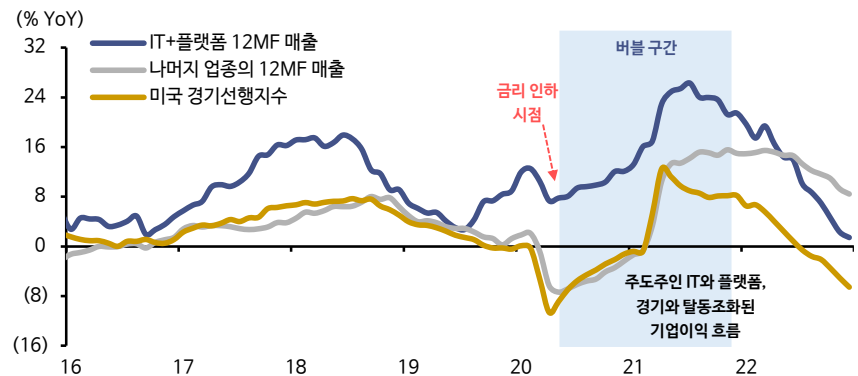
Case study: ③ 2020년의 금리 인하 당시 경기와 기업이익의 결어긋남

Case 3:

2020년 미국 금융시장, 구경제가 극도로 부진하나 신경제는 실적 가속화 → 금리 인하는 역설적 장세 아닌 유동성 버블로 비화

2020년 3월의 금리 인하에서도 경기와 (주도주)기업이익의 결어긋남이 있었다. 당시 구경제 업종들의 실적은 철저히 미국의 경기선행지수에 연동된 모습을 보였고, 팬데믹發 경기 충격이 가해지자 실제로 기업이익이 급락하는 모습을 보였다. 그러나 주도 업종이던 IT와 플랫폼은 경기와 동떨어진 이익 궤적을 보였고, 나머지 업종이 2021년 상반기까지 역성장에서 허우적거릴 동안 IT와 플랫폼은 실적이 가속화하는 모습을 보여줬다. 당시 주식시장은 구경제가 아니라 신경제에 의해 지배됐다. 구경제를 걱정한 금리 인하가 신경제 주가 버블로 이어진 이유다.

금리 인하와 버블을 엮으려면, 경기와 이익의 결어긋남이 필요: 2) 2020년



자료: LSEG, 신한투자증권

버블의 선결조건: 3)
불필요한 타이밍에
외부 충격과 압박에 의해
주도되는 금리 인하

주가 버블에 선행하는 조건들: 3) '외부 요인'에 의한 금리 인하

앞서 버블에 선행하는 두 가지 조건들, 1) 기술혁신과 낙관적 충격과 2) 경기와 기업이익 간 결어긋남이라는 조건들을 살펴봤다. 결국 이러한 환경이 버블로 비화하려면 통화량/유동성/신용의 증가를 지원할 금리 인하가 화룡점정을 찍어줘야 한다. 그러나 '기술혁신과 낙관적 충격'으로 인해 이미 기술주 중심의 구조적 강세장과 경제 성장이 만들어진 국면이라면 금리 인하는 생각보다 녹록치 않다. 통화정책은 통상 경기역행적(호황 시 긴축, 불황 시 완화) 정책이기 때문이다.

이 대목에서 흥미롭게 살펴볼 것은 1929년, 1999년, 2020년의 주가 버블을 불러왔던 1927년, 1998년, 2020년 금리 인하의 성격이다. 상기 세 번의 금리 인하는 미국 경기 내부적인 요인보다 외부 충격/압박에 의해 주도됐다. 좀 더 직설적으로 표현하면 금리 인하를 할 수밖에 없는 사고 같은 일들이 벌어졌다는 것이다.

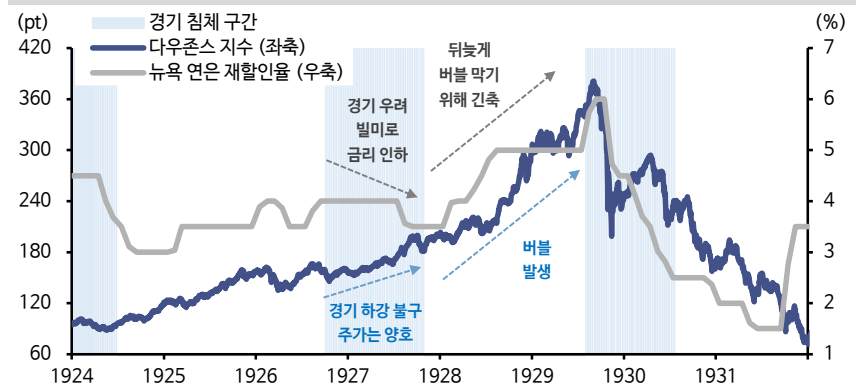
Case study: ① 1927년의 금리 인하, 영국의 금본위제를 지원하기 위한 것

Case 1:
1927년 연준, 미국 경제
양호한데도 영국 지원하기
위한 국제적 공조로 인하
→ 과잉 유동성 공급

1927년의 금리 인하는 미국 경기 부진을 걱정하기보다는, 영국이 1925년 금본위제로 복귀한 이후 겪은 경기 침체를 타개하기 위한 국제적 공조 과정에서 이뤄졌다. 당시 영국은 1차대전 이전의 환율을 무리하게 유지했는데, 고금리 정책을 유지해야만 자본 유입 → 금 유입 → 금본위제 유지가 가능했다. 그러나 국내 경제는 경기 침체를 겪다보니 저금리를 원하는 상황이었다.

1920년대 미국은 무역수지 흑자와 자본유입으로 세계의 금을 빨아들이면서 글로벌 금본위 시스템의 균형 붕괴를 초래하고 있었다. 이에 대한 타개책으로 유럽의 중앙은행들은 미국의 롱아일랜드에 모여 연준의 재할인을 인하를 설득했다. 1927년의 금리 인하는 이런 국제적 통화정책 공조의 산물이었다. 만약 미국 경기와 주도 산업의 업황만 봤더라면 금리 인하가 굳이 '필요하지 않은 상황'에서 외부적 압박으로 인해 금리 인하가 나왔다는 점을 주목해야 한다. 필요하지 않은 과잉 유동성이 시장에 뿌려졌다는 것을 의미하기 때문이다.

1927년: 양호한 경기/주가에도 영국 지원하기 위해 금리 인하 → 버블 촉발



자료: Bloomberg, FRED, 신한투자증권

Case 2:

1998년 연준, LTCM 발
신용경색 막기 위해 개입.
다만 가격 정상화 이후
한동안 저금리 유지
→ 과잉 유동성 공급

Case study: ② 1998년의 금리 인하, LTCM 붕괴 전염 막기 위한 것

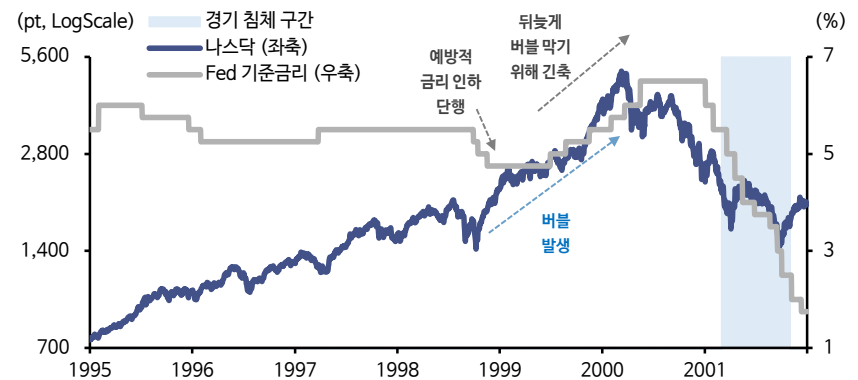
1998년 이뤄진 세 차례의 금리 인하 역시 미국의 실물경제 하강을 걱정하는 성격으로 단행된 것이 아니었다. 1998년 미국 성장률은 4.5%였고 실업률도 4.5%를 하회했다. 실물 차원에서는 제조업과 글로벌 공급망에서 중요한 위치를 차지 하던 아시아 국가들이 1997년 이미 외환위기에 직면했지만, 미국 경제는 견조했고 연준과 주식시장도 아시아 외환위기에 일절 반응하지 않았다. 미국 국내 경기만 놓고보면 금리를 인하할 만한 이유는 없었다.

주지하다시피 1998년의 금리 인하는 LTCM이 파산위기에 몰린 이후 발생했다. 테일 리스크라고도 볼 수 있는게, LTCM은 25배 이상의 레버리지로 예측 가능한 자산 pair를 찾아 수렴에 베팅하는 ‘상대가치 전략’을 취해왔고 이전 5년간 연평균 40%에 달하는 수익률을 거뒀다. 그러나 비슷한 전략이 유행하면서 알파가 감소하고, 수익률을 내기 위해 레버리지를 더 늘렸는데, LTCM이 상정하지 않았던 러시아의 모라토리움 선언 이후 수익률은 붕괴되기 시작했다.

여기까지는 일반적인 헤지펀드의 흥망성쇠라고 볼 수 있지만 문제는 LTCM이 쌓았던 레버리지가 너무 컸다는 것이다. LTCM이 거래하던 파생상품 규모가 1조 달러를 넘었기 때문에 이들의 붕괴는 파생상품 결제 마비를 초래하면서 시스템 리스크로 전이될 우려가 있었다. 먼저 LTCM 구제금융을 단행한 후 연준은 ‘경제는 견조하지만 금융 스트레스는 커졌다’는 판단 하에 세 번의 인하를 가져갔다.

금융 시스템 붕괴 우려에 대응했던 이 금리 인하는 정당했다. 구제금융과 금리 인하의 결과로 붕괴했던 자산가격은 2개월만에 모두 회복됐다, LTCM의 포지션도 구원에 성공했다. 소기의 성과를 거뒀다고 볼 수 있는데, 문제는 자산가격이 모두 회복된 이후에도 기준금리가 6개월동안 낮은 상태에 머물렀다는 것이다. 앞서 살펴봤듯 1998년은 기술주 업황이 모멘텀을 더해가던 시기였다. 결국 금리 인하가 잉여 유동성으로 작동하면서 1999년 테크 버블의 단초로 작용하게 된다.

1998년: 주가가 다 회복된 이후에도 통화완화 끌고 나가며 버블 촉발



자료: LSEG, 신한투자증권

Case 3:

2020년, 팬데믹이라는
전지구적 재난에 대응해
무제한적 완화 실시, 다만
정책 회수 너무 늦어
→ 과잉 유동성 공급

Case study: ③ 2020년의 금리 인하, 팬데믹으로 인한 외부 충격

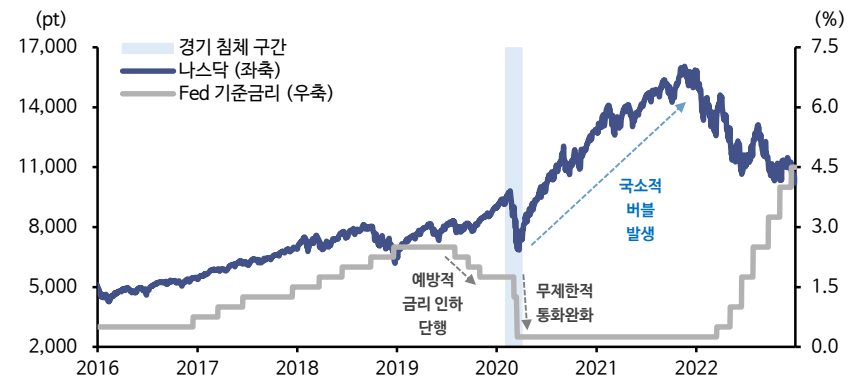
비교적 최근인 2020년의 금리 인하는 팬데믹으로 인해 촉발됐다. 팬데믹은 그야말로 전례없는 경기 하강 리스크였지만 경기 사이클에 내재된 요인이라기보다는 자연재해와 다른 없는 외부충격에 가까운 사건이었다.

고작 1개월동안 주가가 33% 하락하는 등 금융시장 경색도 전례없는 속도와 강도로 이뤄졌기 때문에, 단순히 금리 인하 뿐만 아니라 QE를 비롯한 갖가지 정책이 필요할 수밖에 없는, 교통사고와 같은 이벤트였다는 표현이 가장 잘 어울리며 당시의 정책 역시 집행 시점에서는 정당했다고 볼 수 있다.

다만 생각해볼 점은 세 가지다. 1) 팬데믹으로부터의 펀더멘탈 회복 속도가 아주 빨랐다. 2) 정책은 정당했지만, 워낙 정책 강도가 강했기 때문에 주식시장과 경제 펀더멘탈이 회복되기 시작한 2020년말~2021년초의 시점에서는 무제한적 통화완화는 잉여 유동성화되면서 시장의 투기성을 촉발했다. 3) 시장은 이미 2020년말부터 투기성을 보였고, 2021년 상반기부터 물가 상승 조짐이 있었는데 연준은 연 말께나 되어 테이퍼링 논의를 시작하고 있었다. 실질적인 정책 회수는 2022년부터 이뤄지기 시작했다. 투기와 긴축의 시차가 너무 길었다.

만약 세계구급 자연재해인 팬데믹이 아니었다면 이런 유례없는 강도의 통화정책이 단행되지 않았을 뿐만 아니라, 펀더멘탈이 이미 회복 조짐을 보임에도 불구하고 정책 회수가 미뤄지지도 않았을 것이다. 따라서 2020년의 금리 인하는, 1927년과 1998년처럼 외부 충격에 의한 잉여 유동성 확대라는 속성을 분명히 갖는다.

2020년: 팬데믹에 의한 무제한적 완화 장기화, 너무 늦은 회수 → 버블 촉발



자료: LSEG, 신한투자증권

버블이 진행되면 보이는 것: 1) 레버리징 동반한 대중적 매수세

버블 형성의 징후: 1)
레버리징을 동반한
대중적인 매수세

앞서 우리는 주식시장이 버블 국면으로 들어가기 전에 어떤 조건이 갖춰져야 하는지를 살펴보았다. ① 기술혁신을 비롯한 낙관적 충격의 발생으로 투자자들이 새로운 투자 기회를 인지하면서 구조적 강세장이 만들어진 이후, ② 경기는 그렇게 강하지 않은데 기업이익은 강세를 보이는 결어긋남이 존재하는 상황에서, ③ 마치 교통사고 같은 외부 요인에 의한 금리 인하가 촉발되면 레버리지가 용이해지면서 자산가격에 버블이 형성될 수 있는 여건은 갖춰져있다고 볼 수 있다.

이제 살펴볼 것은 주식시장이 버블 국면으로 이행했을 때 어떤 징후를 노출하는 것이다. 우선 짚어볼 것은 ‘대중적인 매수세’다. 하이먼 민스키와 찰스 킨들버거, 조지 소로스 등이 정립한 다수의 고전적인 버블 모형은, 버블이 발생하는 과정에서 수급 순서가 [현명한 투자자] → [기관투자자] → [대중적 투자자] 순대로 이행한다고 본다. 이들의 버블 모형은 대중적 투자자들이 열정적으로 유입될 때 자산가격에 버블이 형성되고 이후 붕괴하는 과정을 거친다고 설명한다.

대중적 투자자는
강세장의 끝에 참여하고,
가격의 합리성보다
내러티브에 열광
→ 버블로 이어지는 경향

현명한 투자자와 기관투자자들은 가격의 합리성을 따진다. 그러나 대중들은 가격의 합리성보다 이전에 얼마나 수익률을 거뒀는지, 얼마나 내러티브가 화려한지에 열광한다. 따라서 대중이 열정적으로 시장에 참여하면 자산가격은 펀더멘탈보다 과도하게 오버슈팅하는 경향이 있다. 역사에 남은 다수의 실증적인 정황들이 존재한다. 1999년 닷컴 버블의 경우 홈트레이딩 시스템의 보급으로 다수의 개인투자자들이 데이트레이더의 형태로 시장에 뛰어들었다. 2020년 팬데믹 당시 국소적인 버블 당시에는 레딧과 WSB 커뮤니티를 중심으로 개인들의 투기가 있었다.

대중적 광기는 금융기관의
지원 하에 레버리징 수반.
주식시장의 레버리지는
신용매수 잔고로 측정

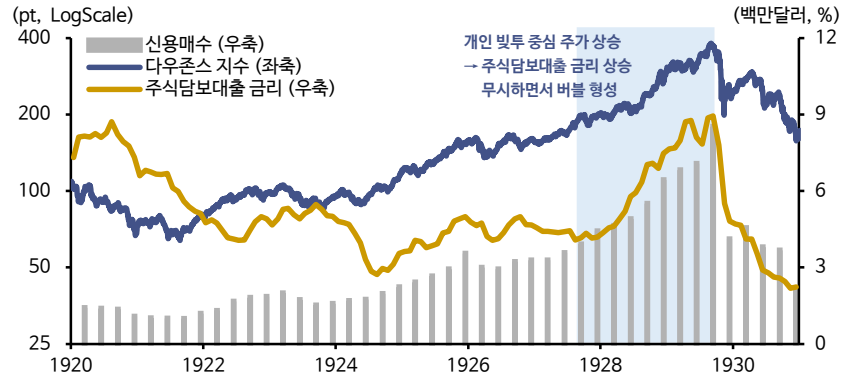
다음으로 짚어볼 것은 ‘레버리징’이 발생한다는 것이다. 레버리징이 항상 광기로 연결되는 것은 아니었지만, 대중적인 광기는 레버리징을 동반한다. 금융기관들은 광기가 발생하면 더 많은 수수료 수입을 기대하면서 레버리징을 지원한다. 17세기 톨립 버블은 톨립 판매자들이 제공하는 ‘판매자 금융’과 함께 부풀어올랐고, 대공황 직전의 주식 투기 버블은 주식 브로커가 하루동안 투자자들에게 빌려주는 콜머니의 확대와 함께 나타났다. 금융위기 직전 주택시장에 발생한 버블은 은행들의 NINA(No Income, No Asset) 대출과 함께 부풀어올랐다.

역사적으로 미국 주식시장에서 레버리지를 동반했던 대중적인 매수세는 신용매수 (Margin debt) 잔고로 측정할 수 있다. 투자자들이 증권사를 통해 주식을 매수할때 차입한 금액을 의미한다. 주식시장에 버블이 형성됐었던 세 번의 사례에서 (1929, 1999, 2020년) 모두 신용매수 잔고가 급증하는 현상이 관찰된다.

1929년, 1999년, 2020년
세 차례의 버블 당시
신용매수 규모는 직전
2년 저점대비 2배 급증

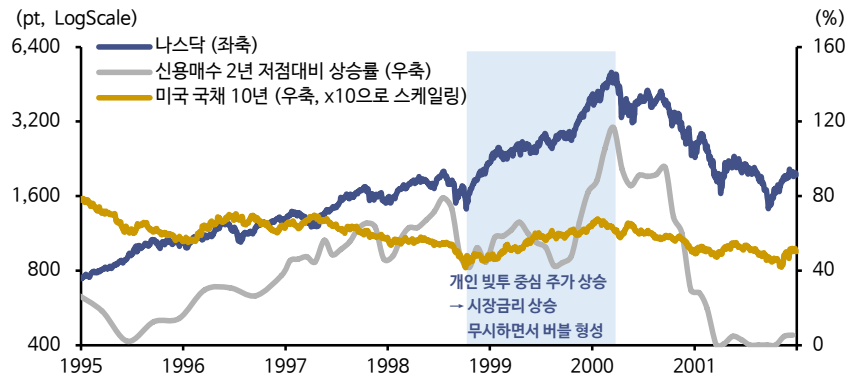
① 1929년 9월 정점을 친 버블의 경우 2년동안 신용매수는 118% 증가했는데 같은 기간동안 다우존스 지수는 100% 상승했다. ② 닷컴 버블이 정점에 도달했던 2000년 3월 기준으로 신용매수는 직전 2년간 117% 증가해 S&P 500 상승률 36%를 크게 상회했다. 이 자금은 나스닥(150% 상승)에 집중되면서 버블을 만들었다. ③ 팬데믹 이후 강세장 구간에서 신용매수는 2년동안 95% 상승해 나스닥의 상승률 85%를 웃돌았다. 세 번의 사례 모두, 명백하게 레버리지를 낀 대중적인 매수세가 시장을 들어올렸다고 볼 수 있는 대목이다.

1929년의 버블 과정에서 발생한 신용매수의 폭증



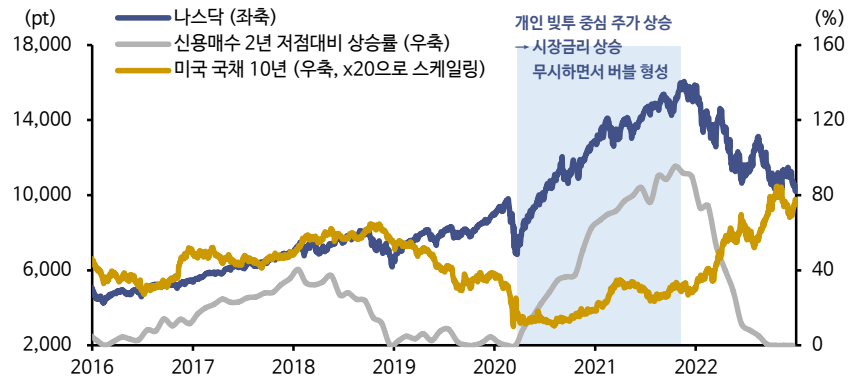
자료: Bloomberg, FRED, 신한투자증권

1999년의 버블 과정에서 발생한 신용매수의 폭증



자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권

2020~2021년의 국소적인 버블 과정에서 발생한 신용매수의 폭증



자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권

버블이 진행되면 보이는 것: 2) IPO 붐

버블 형성의 징후: 2)
IPO 붐

경제학은 가격이
가용한 모든 정보를
'반영'한다고 보지만

가격은 현실을 조작할 수
있음. 가격과 현실이 서로
긍정적으로 상호작용하면
'자기강화적 거품' 발생

민스키와 킨들버거가 정립한 고전적인 버블 모델들은 '자기강화적 피드백'을 버블이 형성되는 아주 중요한 메커니즘으로 강조한다. 자기강화적 피드백을 이해하려면, 행동금융론과 인지심리학을 기반으로 비이성적인 시장의 행태를 이용하는 투자전략을 정립한 조지 소로스의 설명을 같이 참고하면 좋을 것 같다.

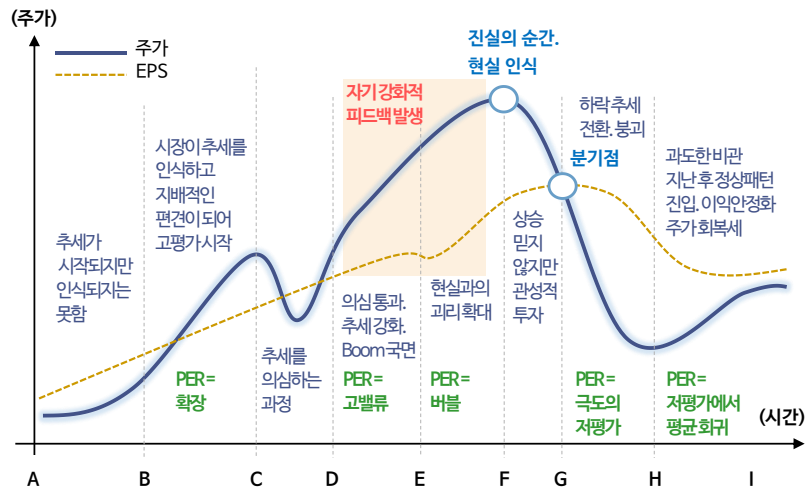
효율적 시장가설(EMH)은 시장 가격은 가용한 모든 정보를 반영하므로 항상 합리적인 가격이 형성된다고 상정한다. 그러나 소로스는 시장 참여자들은 불완전한 정보와 편향된 인식을 바탕으로 행동한다고 가정한다. 더 나아가 시장 참여자들의 인식(생각과 기대)은 단순히 현실을 반영하는 것 뿐만 아니라 현실에 영향을 미칠 수 있다고 본다. 그렇게 변형된 현실이 다시 인식에 영향을 준다고 본다.

현실과 기대가 서로를 강화시키는 방향으로 작동한다면, 자기강화적 피드백이 형성된다. [기대]가 [행동]을 낳고, [행동]은 [현실]을 변화시키며, [현실]의 개선은 더 강한 [기대]로 귀결된다는 것을 의미한다. 따라서 보통 자산가격은 비이성적이며, 자기강화적 거품은 종종 발생하게 된다고 소로스는 주장한다.

부동산의 예를 들어보자. ① 모종의 이유로 집값 상승 기대가 확산된다. ② 가격 상승 전망에 기댄 투자자들이 레버리지로 부동산을 매수한다. ③ 이로 인해 부동산 가격이 상승한다. ④ 이 부분이 핵심인데, 부동산 가격이 올라가니 부동산 담보대출에 대한 위험이 낮게 평가되고(=할인을 하락) 담보 가치도 상승하면서 대출이 확대될 여지가 생긴다. ⑤ 이로 인해 대출이 확대되면서 다시 가격을 끌어 올린다. ⑥ 이 같은 상황이 반복되면서 가격이 내재가치 대비 과도하게 뛴다.

가격이 임계점을 넘어가면 어느 순간 진실의 순간이 찾아오고, 지금까지 긍정적으로 작동했던 자기강화적 피드백은 부정적인 방향으로 변한다. 여기서부터는 자기강화적 하락의 단계다. 버블이 붕괴되고 언더슈팅이 발생하는 지점이다.

조지 소로스의 boom-bust 모델



자료: George Soros, 신한투자증권

주식시장에서 자기강화적
피드백과 거품의 징후로
볼 수 있는 것이 IPO 붐

자기강화적 피드백의 핵심을 요약하면, 가격의 긍정적(부정적) 변화는 펀더멘탈도 긍정적(부정적)으로 만들면서 다시 가격을 상승(하락)시키기 때문에 주가의 오버슈팅(언더슈팅)이 만들어질 수 있다는 것이다. 주식시장에서도 이런 자기강화적 피드백을 탐지할 수 있는 효과적인 연결고리가 있다. 바로 IPO 붐이다. 유상증자와 전환사채 발행을 포함한 신주공급 증가의 개념으로도 포괄할 수 있다.

어떤 기업과 산업이 강력한 업황을 구가한다면 이 전망에 기반한 투자자들의 매수세로 주가가 상승할텐데, 높아진 주가는 기업 입장에서 자본을 조달하기 유리(=낮은 할인율)한 환경을 뜻한다. 조달한 자금은 재투자되는데, 때때로 재투자된 자금은 해당 기업과 산업의 업황을 더욱 개선(=피드백)시키면서 투자자들의 성장 기대를 다시 강화하는 요소로 작용하곤 한다.

비싼 주가, 새로운 투자
아이디어 수요, 광기가
맞아떨어지면 IPO 호황
→ 강력한 버블의 신호

이런 자기강화적 피드백이 지속되면 궁극적으로 투자자들은 비단 상장주식뿐만 아니라 IPO도 매력적인 투자 아이디어로 인지하게 되며, 비상장 기업들과 투자은행은 비싼 주가(=유리한 자본 조달 환경)를 이용하려는 생각을 갖게 된다. 투자자와 기업들의 이해관계가 일치하면 주식시장에 버블이 끼는 과정에서 IPO 붐이 발생한다. IPO가 대거 등장하는데, 상장하자마자 투자자들이 몰리면서 주가가 급등하고 이것이 기업들의 자금 조달 욕구를 자극해 IPO를 촉발하는 현상이다.

그러나 궁극적으로 IPO 붐은 주식시장에 버블이 끼고 있다는 확실한 징후로 볼 수 있다. 근본적으로 IPO(및 유상증자와 전환사채)는 주식 공급의 증가를 의미한다. 물론 균형에서의 이탈은 가능하나, 공급이 급증하는데도 가격이 오르는 것은 수요-공급에 따른 가격 결정 논리를 정면으로 틀어막는 것이다. 균형에서의 이탈이 심한 상황이기 때문에 이런 구도가 영구적으로 지속되기는 어렵다.

또한 많은 기업들이 동시에 자금 조달해 똑같은 방식의 자본적 투자, 인적 투자에 나서면 업황 차원에서도 과잉투자과 공급 과잉으로 이어질 개연성을 만들어 주게 된다. 역사적인 데이터들은 버블이 정점을 향해 가는 과정에서 IPO 붐이 항상 동반됐었고, 이후 버블이 붕괴되는 패턴을 밟아나갔음을 확인시켜준다.

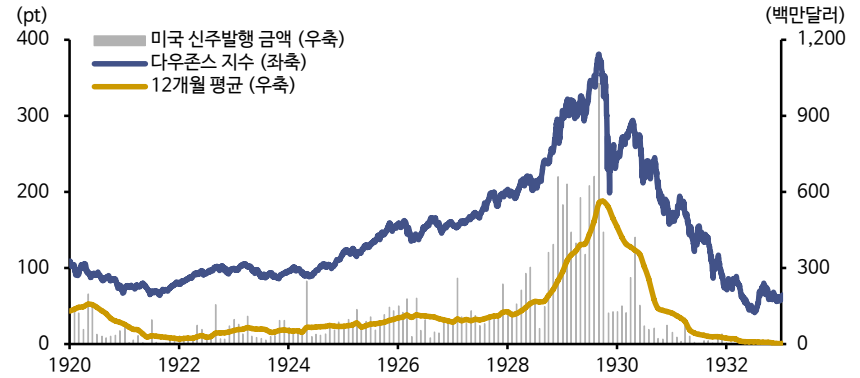
1920년대, 닷컴 버블,
팬데믹 국면 모두
IPO 건수의 급증과
상장 당일 급등 확인 가능

① 1920년대 중반 신주발행 금액은 평균 13억달러 수준이었는데, 이 수치는 버블이 정점에 달했던 1929년 60억달러로 급증했고 그 직후 버블 붕괴가 있었다.

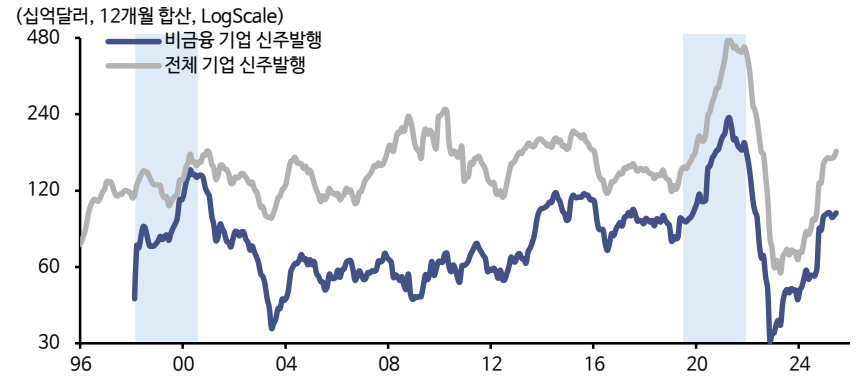
② 닷컴 랠리가 버블로 비화하기 직전인 1998년 비금융 기업의 신주발행은 740억달러였는데, 이는 버블이 형성되던 1999년 1,100억달러, 주식시장이 정점을 쳤던 2000년에는 1,200억달러로 증가했다. 1999년 한해에만 인터넷 기업들의 IPO가 전체 IPO의 60%를 차지했다. 1999년 IPO 기업들의 상장 첫날 주가 상승률은 평균 70%를 웃돌았고, 인터넷 기업들은 연말까지 평균 266% 상승했다.

③ 팬데믹 시기 국소적 버블 국면의 경우, 버블 발생 이전 연평균 신주발행 금액은 1,500억달러 수준이었다. 이 수치는 2020년 3,300억달러, 2021년 4,200억달러 수준으로 급격히 뛰어올랐다. IPO 기업들을 추적하는 ETF인 IPO.US는 팬데믹 저점부터 1년 구간동안 188% 상승해 S&P 500 상승률(63%)를 크게 상회했다. 이후 2022년 주식시장은 급락장으로 전환했다.

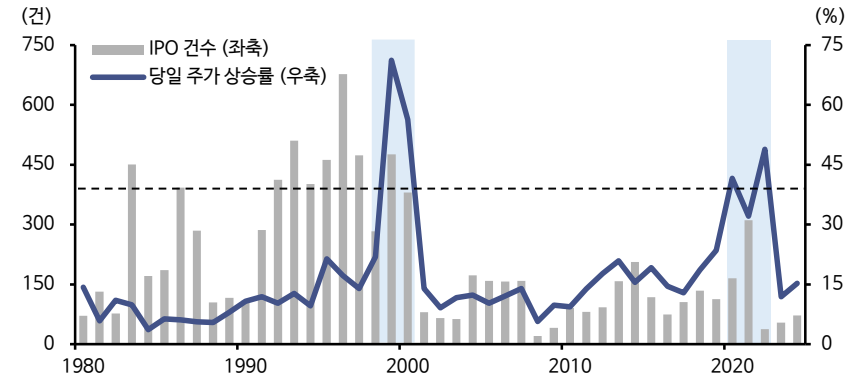
1929년의 버블 과정에서 발생한 신주공급의 폭발적인 증가



1999년, 2020년 버블 과정에서 발생한 신주 공급의 증가



연도별 IPO 건수와 IPO 발표 당일 주가 상승률: 평균 40% 급등 시 버블



버블이 진행되면 보이는 것: 3) 투기적 주식들의 초강세

버블 형성의 징후: 3)
헤지 금융이 폰지 금융화.
→ 투기적 주식 초강세

하이먼 민스키는 자산가격의 버블과 금융 시스템의 불안정을 설명하기 위해 금융 불안정성 가설이라는 이론을 제시했고, 이는 3단계의 금융 구조로 이뤄진다.

첫 번째 단계는 헤지 금융(Hedge finance)이다. 현금 흐름으로 원금과 이자를 모두 상환할 수 있는 구조의 금융이다. 보수적이며 안정적인 형태로 위험이 낮다. 두 번째는 투기 금융(Speculative finance)이다. 이자만 상환 가능하고, 원금은 계속 롤오버해야하는 금융이다. 자산가격이 하락할 경우 위험한 구조로, 유동성 공급에 대한 의존도가 증가한다. 세 번째 단계는 폰지 금융(Ponzi finance)이다. 이자도 상환 불가해, 자산가치 상승만을 믿고 계속 차입을 확대하는 구조다.

경제가 안정화될수록,
투자자들은 위험을 더욱
감수하며 폰지 금융화

민스키는 경제가 안정화되고 수익성이 높을수록 투자자들은 더욱 위험을 감수한다고 본다. 이 과정에서 헤지 금융(경기 회복 초반 국면) → 투기 금융(경기 확장 국면)을 지나 폰지 금융(정점) 순으로 금융 구조가 변하게 되고, 한계에 도달하면 신용경색과 디레버리징 및 가격 붕괴가 시작된다고 설명한다.

헤지 금융: 실적/퀄리티주
폰지 금융: 투기/저퀄리티.
강세장 막판이 되면
적자 성장주, 로우 퀄리티,
페니 스탁이 1년이상 강세

헤지 금융 → 투기 금융 → 폰지 금융은 앞서 언급한, 버블 국면에서 투자자들이 레버리지를 늘린다는 표현과 크게 다르지 않다. 그럼에도 이를 굳이 언급하는 이유는 3단계 금융 구조가 주식시장의 스타일 선호도에도 그대로 투영이 될 수 있다는 점이다. 헤지 금융은 재무제표의 품질과 이익의 안정성이 높은 실적주, 퀄리티 주식에 비유할 수 있고, 폰지 금융은 재무제표의 품질이 낮고 이익도 창출하지 못하는 로우퀄리티 혹은 적자성장주에 해당한다고 볼 수 있다.

이를 통해 우리가 유추해볼 수 있는 건, 강세장 초중반에는 하이퀄리티 주식들이 주도주가 돼 시장을 이끌어나갔지만 강세장 말미 버블 국면으로 이행하면 로우퀄리티/적자 주식들이 아웃퍼폼한다는 명제가 될 것 같다. 이런 현상은 주식시장에도 ‘페니스탁들이 득세하면 시장이 거의 다 왔다’는 격언으로도 존재한다. 비교적 최근이기 때문에 스타일 수익률을 알 수 있는 1999년, 2020년의 버블 국면에서는 이런 현상이 실증적으로 드러난다.

1999년, 2020년 공히
강세장 말미에 중소형
성장주가 1년 가까이
폭발적으로 상승하는 모습

① 닷컴 버블의 경우, 본격적인 강세 국면은 1995년에 시작됐는데 1998년에 이르기까지 대형 성장주의 주도력이 타 스타일을 압도하는 공고한 아웃퍼폼이 이어졌다. 그러나 버블 국면으로 진입한 1999년부터는 이전까지 시장을 전혀 아웃퍼폼하지 못했던, 중소형 성장주가 대폭등세를 시현했다. 랠리를 이끈 종목들은 대체로 적자 성장주였고, 폰지 금융 투자에 해당한다. 숫자와 합리성이 아니라 내러티브에 의지하는 장세로 시장이 변모한다는 것을 시사한다.

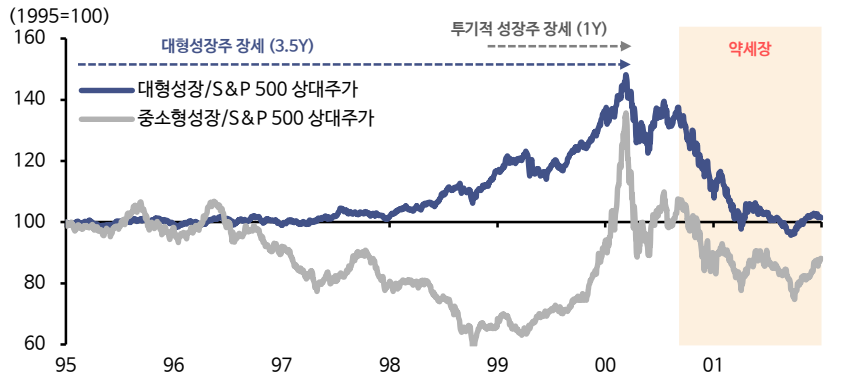
② 팬데믹 구간에서의 강세 국면은, 주도주와 주도 산업의 연속성 등 그 구조를 고려했을 때 사실상 2016년부터 시작됐다고 봐야한다. 2016년부터 2020년 상반기까지는 FANG으로 대변되는 대형성장주가 다른 스타일을 압도하는 아웃퍼폼을 보여줬다. 그러나 팬데믹 이후 시장에 국소적 버블이 형성된 2020년 하반기부터는, 이전까지 전혀 주도력을 보여주지 못했던 중소형 성장주가 최소 1년은 폭발적으로 상승하는 모습이 보여진다. 숫자에서 내러티브로의 이전을 의미한다.

민스키 금융 불안정성 모델의 3단계 금융 구도

구분	설명	부채 상환 가능성	경제 성장 단계	주식시장 스타일
헤지 금융 (Hedge Finance)	현금흐름으로 이자와 원금 모두 상환 가능	안정적	붕괴~회복 초기	실적주, 가치주, 퀄리티주, 우량주
투기적 금융 (Speculative Finance)	이자만 상환 가능. 원금은 차환 필요	불안정성 증가	확장 국면	성장주, 민감주, 중대형주
폰지 금융 (Ponzi Finance)	이자조차 자체 상환 불가능. 자산가격 상승에 의존	매우 불안정, 버블의 핵심	정점	적자주, 투기주, 중소형주

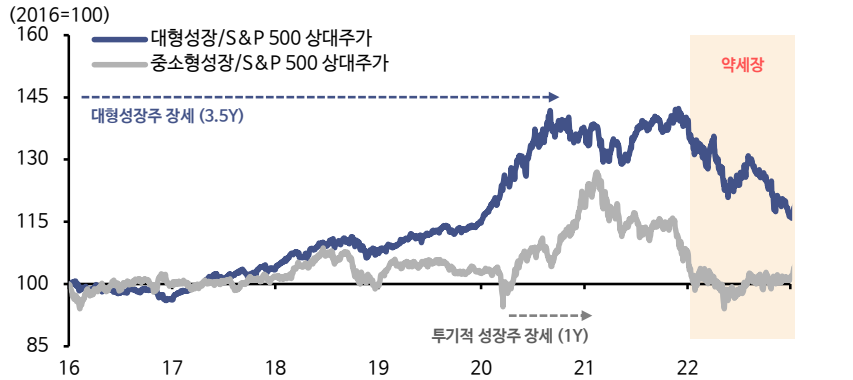
자료: 하이먼 민스키, 신한투자증권

1999년 닷컴 버블, 가장 마지막에 중소형주의 전반적인 상승 전개되기 시작



자료: LSEG, 신한투자증권

2020년 버블, 강세장 가장 막바지에 중소형주의 시세 폭등 관찰



자료: LSEG, 신한투자증권

버블이 진행되면 보이는 것: 4) 뒤늦은 통화긴축과 금리 상승

버블 형성의 징후: 4)
이전의 인하폭을 뛰어넘는
뒤늦은 긴축과 금리 상승

주식시장의 투기적 버블이 형성되는 과정에서 1) 개인투자자들이 레버리징을 수반하면서 주식시장에 뛰어들고, 2) 자본조달과 업황 개선의 자기강화적 피드백 현상이 형성되면서 IPO 붐이 일어나고, 3) 실적주가 아니라 적자성장주가 큰 폭으로 아웃퍼폼하면서, 주식시장의 밸류에이션이 그냥 높은 수준을 넘어 오버슈팅해버리면 이전에 연준이 단행했던 금리 인하는 실수로 판명나게 된다.

이 정도 상황으로 비화하면 어지간한 이벤트로는 버블을 막기가 어려워진다. 상승 추세를 담보하는 12MF EPS는 주가에 1개분기 후행하고, 실제 업황은 주가에 2~3개분기 후행한다. 경험적으로, 업황은 주가 버블이 붕괴하고 하락 추세로 반전됐다는 것을 사후적으로 확인시켜주는 요소였다. 한창 버블이 진행되고 있을때 '업황의 고점 통과'가 버블을 꺾는 요소로 작동한다고 보기는 어렵다.

소순환적 경기 하강도 버블을 막지 못한다. 근대의 철도 버블부터 현대에 이르기까지, 미국 주식시장에서 형성됐던 버블들은 대체로 구경제의 호황보다는 기술혁신의 등장으로 말미암은 것들이었다. 앞서 [경기와 기업이익의 결어긋남] 주제에서 살펴봤듯 이런 국면에서 주도 산업의 호황과 구경제의 불황이 대부분 어긋나 있고 K자형 형태를 띠기 때문에, 소순환적 경기 하강은 외려 금리 인하를 불러와 시장에 유동성을 공급하는 요소로 자리할 것이다.

버블, 일단 도래하면
어지간하면 저지 어려움.
통화긴축과 디레버리징이
유도돼야 진정 가능

결국은 금리를 높여서 디레버리징이 유도돼야 한다. 앞서서 살펴본 세 번(1929년, 1999년, 2020년)의 case에서 공통적으로 버블을 꺼트린 것은, 인플레이션과 버블을 저지하기 위해 공격적으로 단행됐던 금리 인상이었다. 경험적으로 투기 버블이 불타오르는 상황을 꺼트리려면 이전에 인하했던 만큼의 금리 인상으로는 역부족이다. 인하 폭보다 훨씬 더 큰 폭의 인상이 필요했다. 저점대비 200bp 이상 정책금리나 시장금리가 올라야 버블이 꺼지는 패턴이 공통적으로 반복된다.

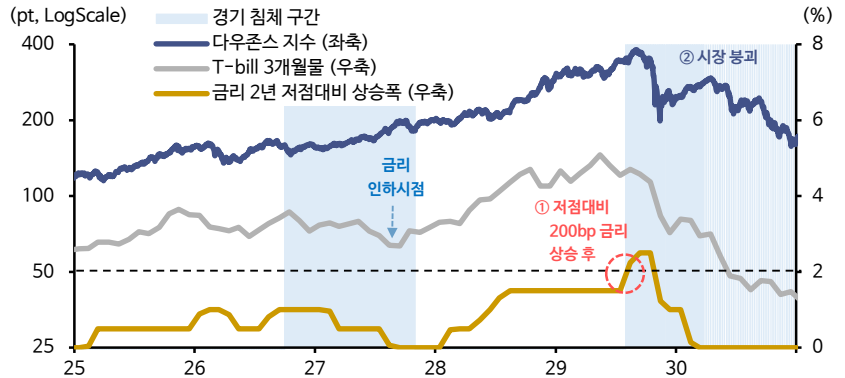
세 번의 버블 사례 모두,
연준은 금리 인하폭보다
더 많이 인상. 시장금리가
2년 저점대비 200bp
상승하면 정점 임박한 것

① 1927년 연준은 재할인율을 50bp 인하했는데, 이후 재할인율을 250bp 올렸고 주식담보대출 금리는 500bp 올렸다. 이 시기는 연준이 순전히 자산시장(주식) 과열을 억제하기 위해 금리를 인상했던 드문 사례다. 1928년 7월에는 주식시장 과열 억제 목적을 명확화했고, 1929년 1월에는 신용확장에 대해 경고를 날렸다.

② LTCM이 붕괴되던 1998년 연준은 기준금리를 75bp 인하했다. 이후 기술주 버블이 진행되는 시기 연준은 1999년 중반부터 기준금리를 175bp 인상했다. 당시 긴축의 목적은 주가 버블을 직접적으로 겨냥한 것은 아니었고, 실물 과열과 인플레이션을 막기 위한 후행적 통화정책 성격이 강했다. 다만 그린스펀 의장은 1997년 3월 비이성적 과열에 대해 경고한 바 있었고, 1999년에도 '생산성 향상이 환영하나, 과도한 신용팽창과 자산시장 투기는 경계해야 한다'는 입장을 남겼다.

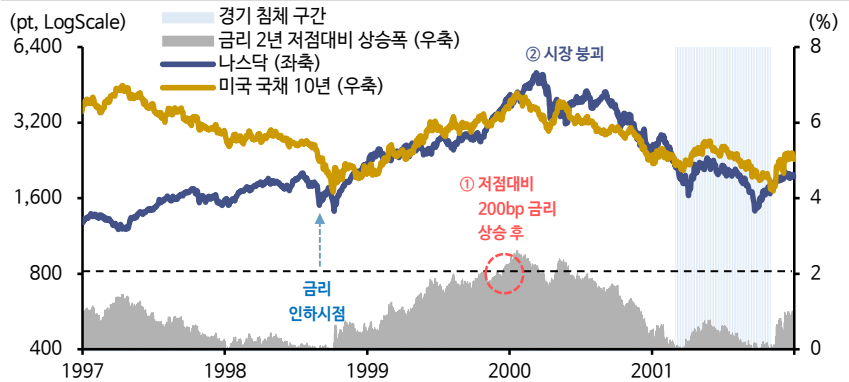
③ 팬데믹이 닥쳤던 2020년 연준은 기준금리를 150bp 인하하고 무제한적 양적완화를 단행했다. 그러나 실물 영역에서 전방위적인 인플레이션 조짐이 보여지면서 기준금리를 최종적으로 525bp 인상했다. 역시 주식시장을 직접적으로 겨냥한 건 않았지만, 투기 과열 이후 인하 폭보다 인상 폭이 더 컸던 패턴은 반복된다.

금리 인하 → 버블 → 주위담기 위한 뒤늦은 금리 인상 → 붕괴: 1) 1929년



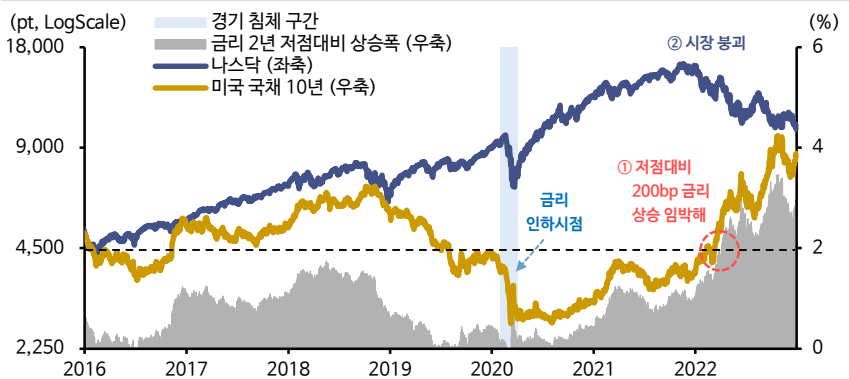
자료: Bloomberg, FRED, LSEG, 신한투자증권

금리 인하 → 버블 → 주위담기 위한 뒤늦은 금리 인상 → 붕괴: 2) 2000년



자료: LSEG, 신한투자증권

금리 인하 → 버블 → 주위담기 위한 뒤늦은 금리 인상 → 붕괴: 3) 2021년



자료: LSEG, 신한투자증권

III. 2025년의 미국 증시, 버블 선결조건 갖췄다

갖춰진 조건: 1) AI가 투자 환경에 가져온 낙관적/구조적인 충격

2010년대 저성장-저물가-저금리 시대에는 구조적인 비관이 있었지만

2025년 주식시장, 버블
선결조건 대부분 충족

갖춰진 조건: 1)
AI가 시장에 구조적,
낙관적인 충격을 촉발

앞서 우리는 역사적인 case들을 통해 1) 주식시장 버블의 선결조건과 2) 버블로 진입한 이후 보이는 현상을 짚어봤다. 이제 현재로 돌아올 시점이다. 우선, 현재 시장은 버블이 형성되기 위한 선결 조건들을 대부분 만족하고 있다는 생각이다.

첫 번째 조건으로 우리가 꼽았던 것은 ‘기술혁신을 통해 발생한 구조적이고 낙관적 충격’이다. 지난 2년동안 익히 확인되어 왔듯 이번 사이클에서는 AI 붐이라는 형태로 이 충격이 출현했다. AI 산업에 막대한 기회가 발생하면서 관련 밸류체인에 속한 기업들은 업종을 불문하고 고속 실적 성장을 거듭하고 있다.

AI가 만들어내는 투자 기회가 얼마나 강력하고 얼마나 광범위하며 유망한지는 다른 많은 보고서들이 알려줄 것이라 믿는다. 우리가 주목하려는 것은 AI의 출현이 투자 환경에 어떤 구조적이고 낙관적인 충격을 가져왔느냐는 점이다. AI가 본격적인 주도 산업으로 출현하기 이전인 2010년대를 떠올려볼 필요가 있다. 금융시장은 당시 ‘저성장-저물가-저금리 시대가 뉴 노멀이 되었다’고 말했다.

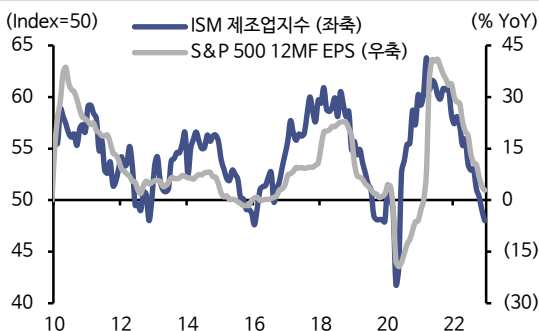
이 세계관에서는 8~10년 단위의 중장기 사이클에 편승하는 전략은 대체로 고려되지 않았다. 중장기 사이클이 사라졌다고 보였기 때문이다. 그보다 3~4년 단위의 소순환 사이클을 이용하는 것이 최우선시됐다. 경기와 주도 업황의 상승 사이클은 1~2년에 그치는 경우가 많았고, 투자자들은 소순환적 변곡점의 타이밍을 잡기 위해 기저효과(Base effect)¹⁾를 곧잘 애용했다. 연속적인 실적 성장 기대가 없었다는 뜻이다. 전년의 고성장은 금년 성장 여력이 없다는 것으로 해석됐다.

1) 기저효과: 기준 시점의 극단적 수치가 현재 시점의 증가율 데이터에 착시를 주는 현상.
ex. 전년 수치가 약(강)하면 금년이 강(약)해 보이는 현상

2010년대 금융시장은
소순환 사이클 지표와
연준 정책에 의존했지만

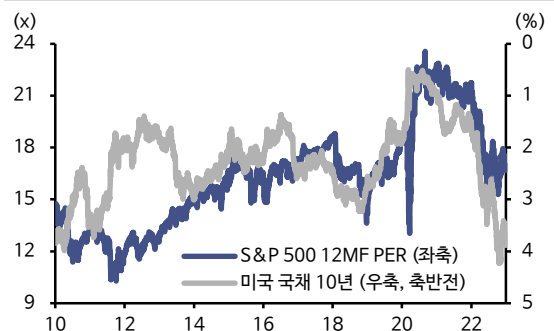
중장기적인 성장에 대한 신뢰가 없었으니 유동성 기대감으로 주식시장이 움직이는 경우가 더 많았다. 2010년대 미국 주식시장에서 ISM 제조업지수나 OECD 경기선행지수를 비롯한 소순환 사이클 지표들의 가격 설명력이 높았고, 주가 상승 모멘텀을 찾기 위해 Fed watcher들이 양산됐던 이유다.

2010년대: 1) ISM 제조업을 정확히 따라갔던 이익



자료: LSEG, 신한투자증권

2010년대: 2) 금리에 전적으로 연동됐던 PER



자료: LSEG, 신한투자증권

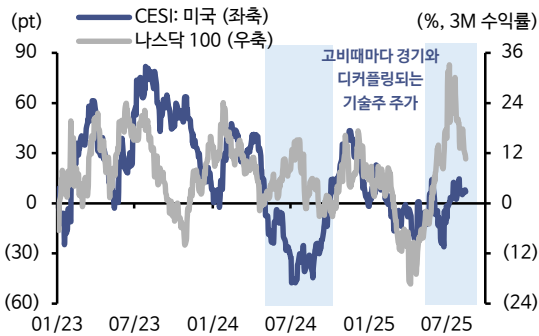
AI가 출현한 이후,
2010년대의 비관적 상식
더 이상 통하지 않음.
AI가 경제를 지배하는
구도로 변하고 있기 때문

AI가 출현한 이후 '저성장-저물가-저금리' 시대 구조적 비관은 낙관으로 대체

그러나, AI가 주도 산업으로 자리잡은 이후 '저성장-저물가-저금리' 시대에 통용
됐던 투자전략 차원에서의 상식은 일절 통하지 않고 있다.

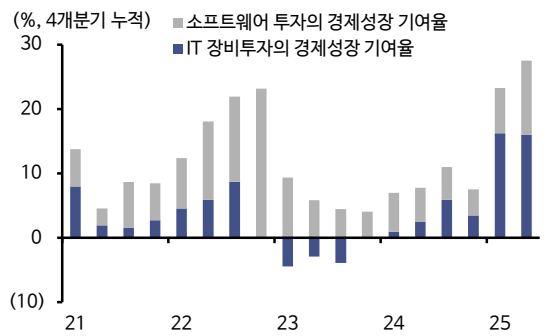
1) AI가 경제에 지배되는 게 아니라, 경제를 지배하는 구도로 변하고 있다. 지난
2년간 '미국 경제가 침체하면 빅테크 매출이 줄어들고 AI도 꺾일 수밖에 없다'는
주장이 주가 급락(08/24, 03/25) 때마다 등장해왔다. 경제가 AI를 결정한다는 논
지다. 그러나 2025년은 선후가 뒤바뀌고 있다. 전체 GDP에서 4%에 불과한 IT
장비+소프트웨어 투자가 2025년 상반기 경제 성장 증분의 75%를 차지한다. AI
는 이제 단순한 미시적 요소가 아니라, 경기를 결정하는 주요 변수로 부상했다.

경기 모멘텀과 기술주 주가의 관계



자료: LSEG, 신한투자증권

경제 4%에 해당하는 AI가 전체 경제를 캐리 중



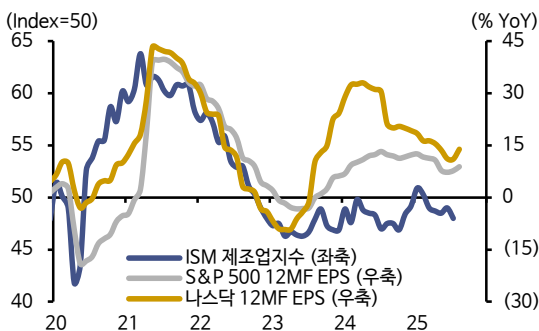
자료: LSEG, 신한투자증권

소순환 사이클 지표,
더 이상 기업이익을
설명하지 못하고 있음

2) 소순환 사이클 지표들과 기업이익/주가와의 관계가 깨졌다. 2010년대 ISM 제
조업지수는 S&P 500의 12MF EPS를 설명하는 가장 강력한 변수였지만, 2023년
이후 예측력과 설명력을 상실했고 이제는 방향성조차 일치하지 않는다. 지난 2년
간 제조업지수가 기준선 밑에 머무르는 동안, EPS는 계속 증가했다.

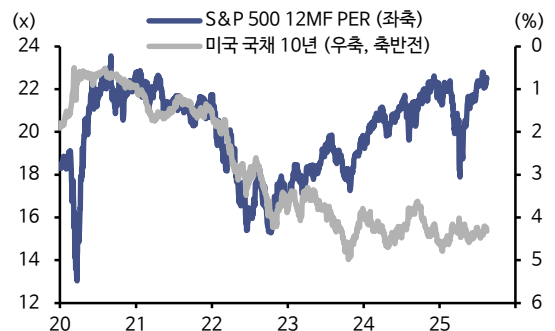
또한, 주가와 기업이익 상승세가 더 이상 1~2년 소순환 업사이클에 구애받지 않
고 있다. 2010년대 이익을 지배했던 소순환 파동(사이클)보다 더 강력한 중장기
파동(사이클)인 AI가 등장해 기업이익 궤적에 긍정적 충격을 일으켰기 때문이다.

2023년 이후, PMI와 이익과의 연계성 약화



자료: LSEG, 신한투자증권

금리와 PER 간 역의 관계도 약화



자료: LSEG, 신한투자증권

금리도 더 이상 PER을
설명하지 못하고 있음

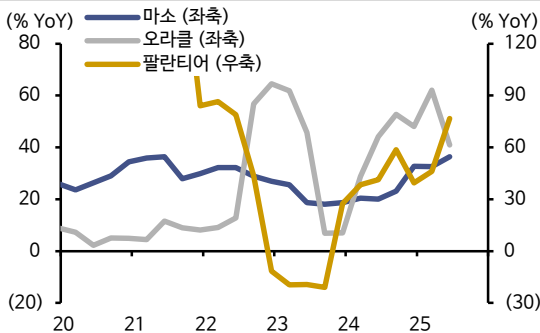
AI 출현 이후, 순환적인
요소들은 꺾을 수 없는
낙관론이 견고해지는 중
→ 버블 선결조건 충족

3) 금리와 PER의 연관관계도 깨졌다. 2023년 이후 미국 국채 10년물은 4%를 구조적으로 상회하고 있다. 만약 금리가 PER을 지배하던 2014~2022년의 관계를 대입할 경우, 국채 10년물 금리가 2025년 등락했던 레인지인 4.0~4.8%에 해당하는 S&P 500의 PER은 12.5배~14배여야 한다. 그러나 2025년 S&P 500이 기록한 평균 PER은 21.3배로 괴리율이 50~70%에 달한다. 이제 주식시장은 높은 금리를 그리 무서워하지 않고 있다. 금리가 AI 업황을 건드리지 못하기 때문이다.

물론 AI의 출현만으로 모든 변화가 도래한 것은 아니나, AI와 기술혁신이 지대한 영향을 끼친 것은 분명하다. 그리고 이 구조적 사이클이 아직 끝났다고 평가하기에는 너무 이른 시점이다. SaaS 기업들의 매출선행지표인 RPO의 성장 가속화는 내년 실적을 담보한다. 이들은 실적 발표에서 공급이 수요를 따라가지 못한다고 평가하며, 반도체와 전력 등에서 공히 병목현상이 존재한다. B2B 영역에서는 AI의 머니타이징이 시작되고 있지만, B2C AI 서비스 기업은 현재 주식시장에 전무하다. 기업들은 마진을 희생하면서까지 과잉투자를 하고 있지 않다.

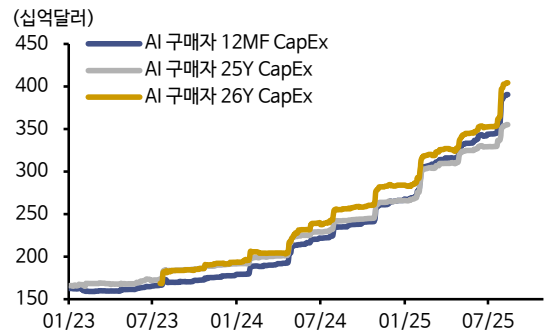
AI 출현 이전과 이후, 주식시장은 구조 자체가 변했고 순환적인 요인들로 꺾을 수 없는 낙관론이 견고해졌다. 버블로 가는 첫 번째 조건을 충족했다는 생각이다.

SaaS 기업들의 RPO 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

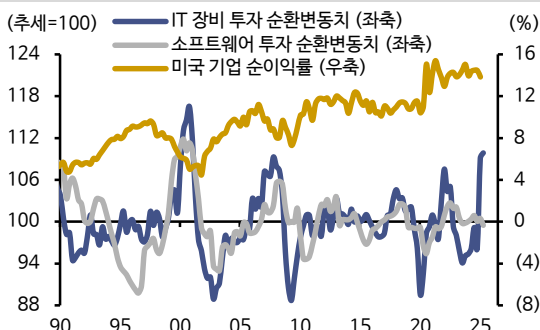
AI CapEx 컨센서스의 믿을 수 없는 상향 러시



자료: LSEG, 신한투자증권

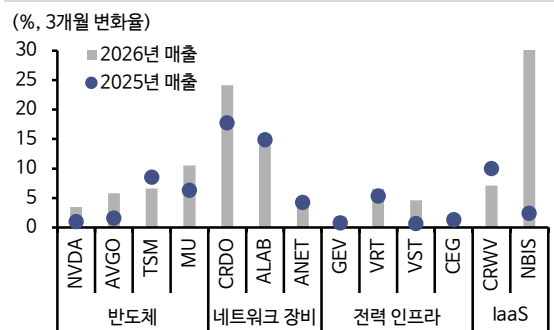
주: 마소 + 알파벳 + 아마존 + 메타 + 오라클

미국 기업들의 순이익률과 설비투자 순환변동치



자료: LSEG, 신한투자증권

AI 인프라 관련 기업들의 컨센서스 변화



자료: LSEG, 신한투자증권

갖춰진 조건: 2) 경기와 기업이익의 결어긋남

갖춰진 조건: 2)
경기과 기업이익의
꺾적이 다름

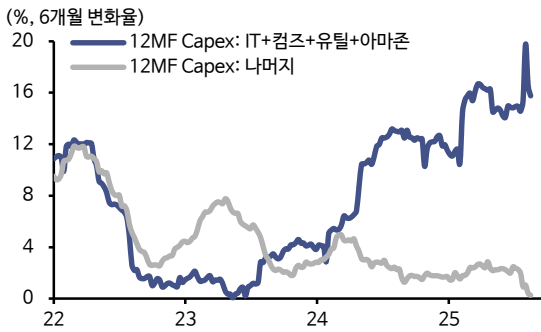
우리가 쫓았던 버블을 만들 수 있는 두 번째 선결조건은 ‘경기과 기업이익의 결어긋남’이었다. 경제가 결코 좋다고 볼 수 없는데 기업이익은 강세를 보이는 상황이다. 이 조건이 갖춰져야 금리 인하가 역설적 장세의 신호가 아닌, 유동성 버블의 신호탄으로 기능할 수 있다. 흔히 K자형 경제, 양극화로 많이 표현된다.

작금의 경제와 기업이익 흐름은 이 구도에 부합한다. 2025년 3분기 현재, 미국의 경제지표들은 강하다고 평가하기 어렵다. 심리지표들은 대부분 바닥권이고, 신규 고용 창출은 감소했고, 작년말 소비가 집중된 이후 관세 여파에 직면하면서 소비도 강세를 보이지 못하고 있다. 경기 서프라이즈 지수는 금년 내내 기준선(=0) 수준을 맴돌고 있다. 그러나 AI 업황은 경기 흐름을 무시하는 구도다.

기술주 실적, 과거
구경제에 어느정도
연동은 됐었지만
지금엔 완전한 디커플링

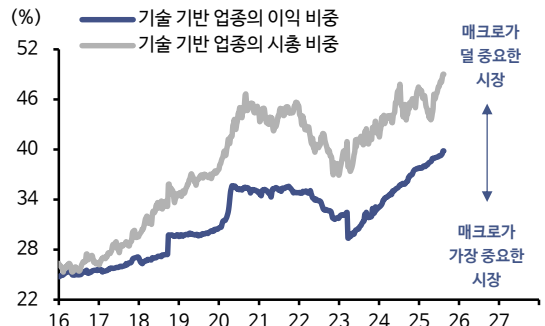
2010년대 기술주들은 구경제 대비 구조적 강세를 보이긴 했어도 경제를 무시하지는 않았는데, 이번에는 완전히 무시되고 있다. 전체 기업이익에서 AI 관련 업종의 이익 비중은 역사상 최고 수준에 도달했다. 심지어 AI뿐만 아니라 구경제 업종들도 부정적인 경기 인식을 딛고 지난 2분기중 기대를 크게 뛰어넘는 실적을 시현했다. 경제가 덜 중요한 시장으로의 이행을 의미하며, 이런 상황에서 일반 경제를 걱정한 금리 인하는 버블을 불러올 트리거가 된다.

AI + 전력 업황, 구경제와 완벽하게 차별화



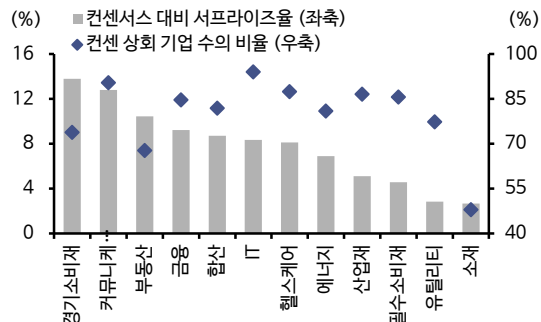
자료: LSEG, 신한투자증권

경제가 덜 중요한 기업이익 구도로 이행 중



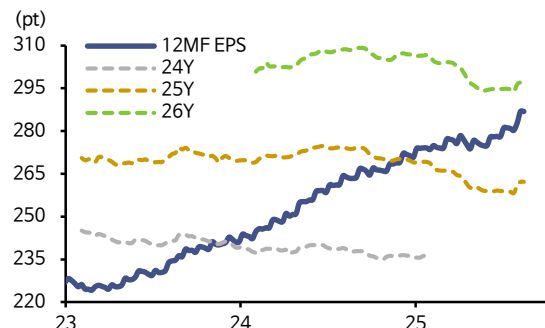
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: IT + 미디어&엔터 + 전자상거래 비중 합산

경제와는 상반되게, 2분기 실적 시즌 대폭 호조



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: S&P 500 기업들 기준

S&P 500의 이익 컨센서스, 상향되기 시작



자료: LSEG, 신한투자증권

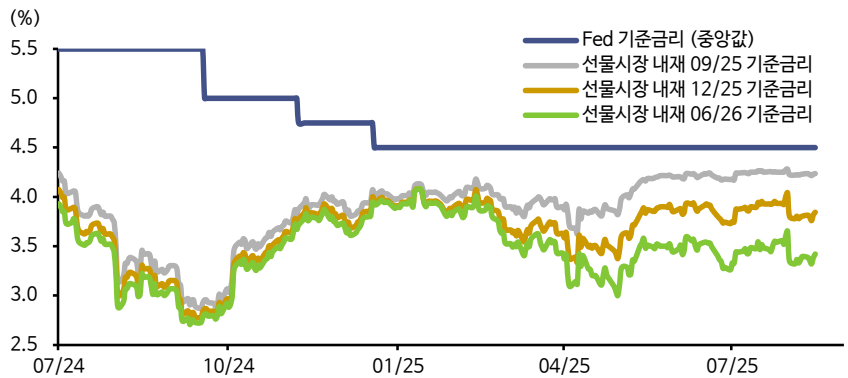
갖춰진 조건: 3) 강세장에서의 금리 인하 논의와 유동성 창출

갖춰진 조건: 3)
AI 업황/주가가 호황이고,
금리 인하 요건은 충분치
않음에도 금리 인하 논의
진행되는 중

1) 낙관적이고 구조적인 충격이 발생한 이후, 2) 경제와 기업이익의 결어긋남이 존재하는 상황에서의 3) 유동성/신용 확대는 버블을 만드는 기폭제 역할을 한다.

이 조건까지도 완성될 참이다. 5~6월 신규 고용이 대폭 하향조정됐던 7월 고용 보고서를 확인한 이후 몇몇 시장 참여자들은 한동안 잊혀졌던 경기 침체 우려감을 다시 꺼내들고 있다. 연준 위원들도 연내 2회 가량의 금리 인하가 필요하다는 의견을 연이어 피력하고 있다. 트럼프는 취임 이후 파월 의장을 지속적으로 흔들고 있고, 본인이 원하는 금리 인하를 단행할 의장으로 교체할 것이다. 선물시장은 2025년말까지 2회, 2026년말까지 4회의 금리 인하를 가격에 반영하고 있다.

금융시장, 9월 이후 금리 인하 사이클 도래 확실히



자료: LSEG, 신한투자증권

금리 인하가 시급한 고용-물가 상황이 아닌데도 진행되고 있는 인하 논의

고용, 모멘텀 약화하나
대량해고 조짐 없고
일부 섹터는 수급 타이트

‘미국 주식시장 담당자’ 관점에서 현재 진행되는 금리 인하 논의는 다소 놀랍다. 신규 고용 창출은 약화했지만 대량해고 조짐은 없고, 구인구직비율은 일부 섹터에서 수급이 타이트함을 시사하고 있으며, 지난 1년간 실업률은 거의 움직이지 않았다. 이런 상황에서의 금리 인하는, 실업률이 움직이지 않은 상황에서 단행돼 과잉 유동성과 주식시장 버블을 만든 1927년과 1998년을 정확히 떠올리게 한다.

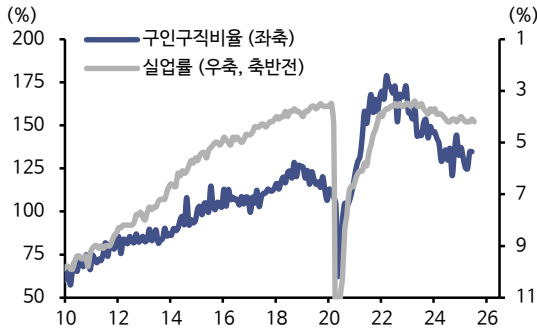
물가, 인하 고려할 만큼
상방 위험이 제거됐다
단정하기 이른 상황

최근 시장의 우려보다 인플레이 지표들이 낮게 발표면서 안도감을 형성하고 있지만, 금리 인하를 고려할만큼 인플레이션 위험이 충분히 낮아졌다고 볼수는 없는 상황이다. CPI 상승률은 유가 하락에도 불구하고 2% 중후반에 위치했다. 애당초 관세 부과 이후 걱정했던 물가 상승은 없지만, 대신 유통업체와 완성차 업체들이 점유율 경쟁 과정에서 관세 부담을 소비자들에게 전가하지 못하면서 실적이 급락하고 있다. 이들이 더 이상 버티지 못한다면 물가 안정을 자신할 수 없다.

주식시장, 지난 1년간
30% 상승할 정도로
구조적 낙관 존재

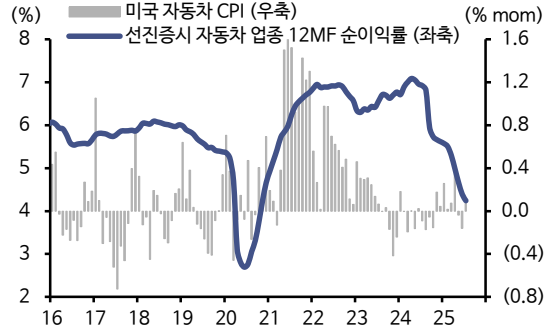
주식시장이 뜨겁다는 점도 같이 고려되어야 한다. 지난 1년동안 나스닥은 30% 상승할 정도로 구조적 낙관이 형성되어있다. 비록 연준이 주가를 목적으로 정책을 운용하지 않지만, 주가가 뜨거운 상황에서의 금리 인하는 투기적인 레버리지를 만들어내면서 금융 불안정성의 씨앗으로 작용할 수는 있다.

고용시장, 모멘텀 약화하나 평균 이상의 강도



자료: LSEG, 신한투자증권

2% 중반 물가, 소비자재(특히 자동차) 희생 덕



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 증시, 금리 인하
없어도 강세장 전망할 수
있는 상황

현재 미국 증시는 강세장을 전망하는데 굳이 금리 인하를 필요로 하지 않음

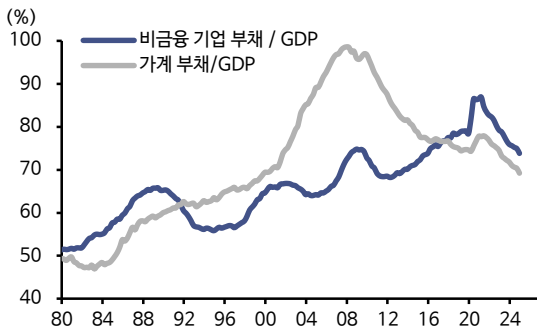
현재 미국 주식시장은 강세장의 추가적인 연장을 전망하는데 있어서 굳이 금리 인하와 잉여 유동성의 존재를 필요로 하지 않는다. 앞서 살펴봤듯 2014~2022년 구간에서 S&P 500의 PER과 국채 10년 금리는 강한 음(-)의 상관관계를 보였는데 2023년 이후 이 관계는 이미 타파됐다. ‘금리 인하가 없어도 괜찮는데 플러스 알파로 금리 인하 모멘텀까지 주신다고?’ 라는게 필자의 감정이다.

과거 금리가 PER에 영향을 주는 메커니즘은 크게 두 가지 경로였다. 1) 할인율 상승(하락)에 따른 기계적인 미래가치 하락(상승)이 첫 번째 경로다. 2) 그런데 이보다 더 중요한 메커니즘은 금리가 상승(하락)하면 경기 후퇴(확장)가 뒤이어 찾아오고, 궁극적으로 EPS의 변곡점을 형성한다는 것이다. 2022년 이전에는 실제로 금리 인상 이후 경제가 꺾이는 모습들이 빈번히 확인됐었다.

금리와 펀더멘탈, PER의
관계가 단절됐기 때문

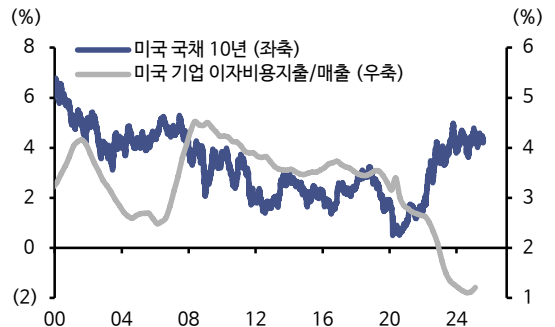
2023년 이후 금리와 PER의 상관관계가 청산된 이유는, 금리가 펀더멘탈에 전혀 영향을 주지 못하고 있기 때문이다. 미국 가계와 민간 기업들은 금융위기 이후 디레버리징을 지속해왔기 때문에 금리가 높아져도 부담이 크지 않다. 기업들의 경우, 전체 매출에서 이자비용이 차지하는 비중이 저금리 시대였던 2010년대 평균 7%였는데, 기준금리가 4% 중반인 2024년에는 오히려 1%로 감소했다.

민간 디레버리징, 금리 영향력 약화시킨 요인



자료: LSEG, 신한투자증권

금리는 높아졌는데, 이자 부담은 낮아진 역설



자료: LSEG, 신한투자증권

지금부터 증가하는 유동성은 잉여 유동성으로 작동할 공산, 버블의 단초

과거의 Capex 사이클은
레버리지를 수반했지만,
AI Capex는 그렇지 않음

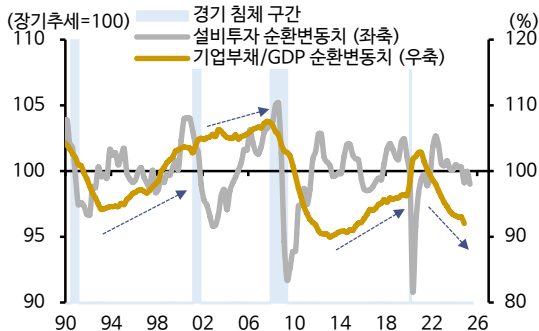
미시적으로 들어가보면, 빅테크와 AI의 존재가 금리와 업황의 연결고리를 제거시킨 핵심 동인이다. 과거 제조업 시대 Capex는 부채를 기반으로 이뤄졌는데, 빅테크는 전례없는 규모의 AI Capex를 단행하면서도 부채의 도움을 일절 받고 있지 않다. 워낙 수익성과 성장성도 좋았고, 현금흐름을 동반한 재무적으로 품질이 높은 순이익을 창출하고 있기 때문이다.

2023년 이후 미국 경제는 기준금리가 5.5%까지 상승하는 과정에서도 고용시장이 무너지지 않았다. 주식시장은 주택건설주나 중소은행, 레버리지가 높은 프로젝트 성격의 산업재 기업 정도를 제외하면 펀더멘탈에 균열을 거의 드러내지 않았다. AI의 경우, 금리를 내린다고 해도 특별히 업황에 도움이 될 것이 없다. 펀더멘탈 강세를 전망하기 위해 금리 인하를 굳이 필요로 하지 않는다는 것이다.

지금부터 나타날
금리 인하+유동성 증가는
증시에 과잉 유동성으로
작용할 가능성이 높음

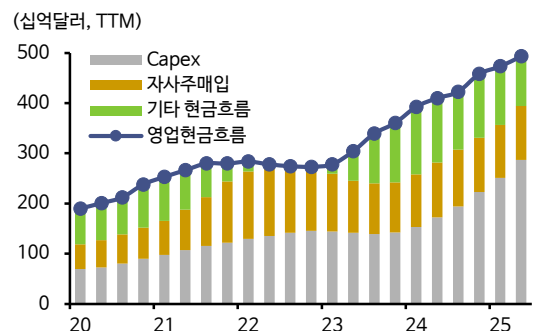
그럼에도 불구하고 연준은 금리 인하를 예비하고 있는데, 금리가 인하되면 시중 유동성(M2)은 곧바로 늘어난다. 안그래도 글로벌 M2는 연초부터 순환적으로 반등 중이었고, 주가는 성장성만으로 높은 밸류에이션에 이미 2024년초 도달해있었다. 모든 정황을 고려하면 지금부터 늘어나는 시중 유동성(M2)은 잉여 유동성으로 작동할 수 있다. 이는 PER을 적정 수준 위로 밀어올릴 공산이 커보인다. 소결하면, 버블에 선행하는 여건들은 금리 인하 이후 대부분 갖춰질 듯 하다.

과거 Capex는 레버리지 수반했지만, 이번엔 아님



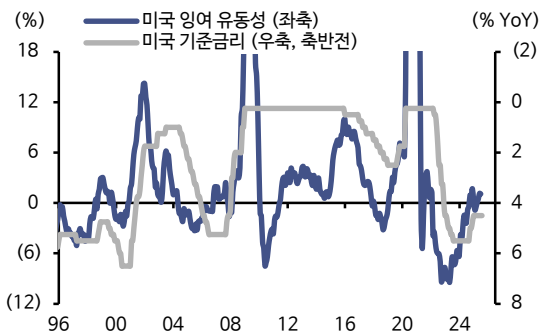
자료: LSEG, 신한투자증권

Cash Flow만으로 Capex 충당하는 빅테크 때문



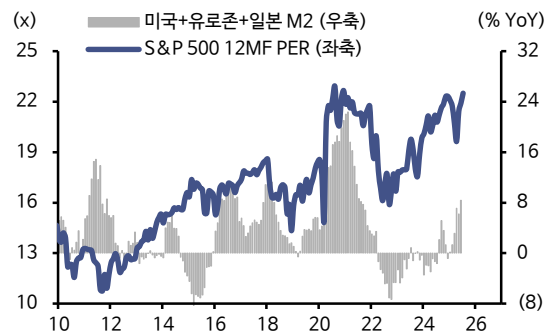
자료: LSEG, 신한투자증권

금리 인하, 시중/잉여 유동성 증가로 직결되는데



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 잉여유동성 = M2 - 산업생산 - CPI

세계적인 잉여 유동성 증가는 PER을 부양할 것



자료: LSEG, 신한투자증권

금리 인하 이외에도
투기성 촉발할 요소 다분
1) 금융 규제 완화
2) 스테이블 코인 대두와
3) 토큰화 증권 등장

잉여 유동성을 자극할 또다른 요소들: 금융 규제, 스테이블 코인, 토큰화 증권

금리 인하 이외에도 레버리징과 시장의 투기성을 촉발할 요소들이 다수 보인다.

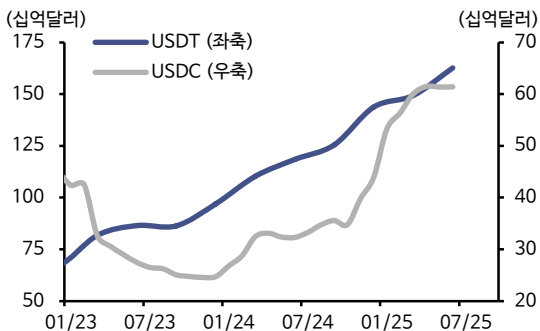
1) 금융 규제 완화 분위기다. 연준은 연초 스트레스 테스트 요건을 완화했고, 6월 들어서는 SLR 규제도 완화했다. 대출에 묶여있던 은행들의 유동성이 증권투자자로 선화하면서 금융시장에 유동성이 확대될 수 있는 조치다. 또한 행정부는 SEC와 소비자금융보호국 등 규제당국의 감독 기능을 축소했다. 통화감독청(OCC)은 은행들의 암호화폐 업무 수행을 용이하도록 규제를 완화했다. 이 같은 환경은 대체로 은행들이 수익성을 추구하고 레버리지를 일으키는 방향으로 유도한다.

2) 스테이블 코인의 대두다. 스테이블 코인의 확대로 민간이 발권력을 휘두를거란 우려가 있었지만, 지니어스 법안은 스테이블 코인 발행사들이 테더나 서클처럼 달러나 단기국채로 스테이블 코인을 완전히 담보하도록 규제한다. 발권력이나 신용이 창출되는 구조는 아니다. 다만 이 자금이 국채로 유입되면서 시장금리 하락이 유도될 가능성은 아직 남아있다.

3) 토큰화 증권 대두다. 과거 블록체인은 속도, 수수료 문제로 증권거래에 부적합했지만 최근 L1/L2 기술과 프라이빗 블록체인의 확산으로 실시간 증권거래가 가능할만큼 블록체인의 성능이 향상됐다. 여기에 결제주기 단축, 소액거래 등 금융거래 혁신 수요와 각국 정부의 토큰화 증권 규제 확립에 힘입어 토큰화 증권거래가 2025년 중반을 지나가면서 급격하게 활성화되고 있다. 암호화폐 거래소와 로빈후드 등의 플랫폼이 이 트렌드를 주도하고 있다.

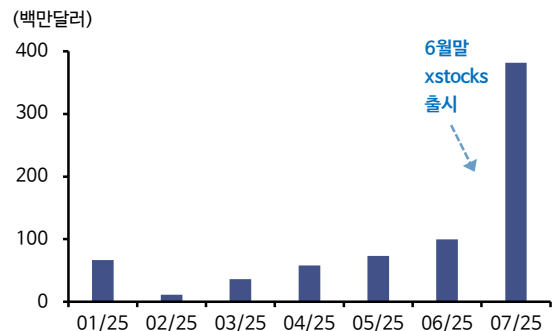
스테이블 코인은 토큰화 증권이 조합될때 주식시장에 버블을 불러올 진정한 잠재력을 갖추게 된다. 투자자는 테슬라 주식을 담보로 Defi 네트워크에서 스테이블 코인을 대출받을수도 있고, 암호화폐 지갑을 이용해 토큰화된 엔비디아 주식을 24/7으로 거래할 수 있다. 심지어 이 거래는 기존의 T+2D 결제가 아닌 몇초만에 결제가 가능하다. 이로 인한 주식거래의 시공간적 지평 확대는 거래성을 용이하게 하고 많은 대중들을 더 쉽게 주식시장으로 유인(=유동성 확대)할 수 있다. 거래 편의성은 순작용도 있지만, 중국에는 투기를 불러올 가능성도 높게 만든다.

스테이블 코인 발행사들의 자산 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

토큰화 증권 거래 규모



자료: rwa.xyz, 신한투자증권

이미 보이는 조짐: 기관투자자에서 개인으로 수급 권력 이동

2024년까지 수급을 지배했던 기관투자자, 2025년들어 가격 영향력 상실

이미 보이는 조짐:
기관투자자에서 개인으로
수급의 주도권 이동

앞서 주식시장이 오버슈팅 국면으로 진입했을 때 수급의 주도권이 대중적인 투자자(개인투자자)로 넘어간다는 것을 살펴봤다. 그런데 2025년 상반기기를 기점으로, 수급의 주도권이 실제 기관에서 개인투자자로 이전되는 듯한 모습이 보인다.

AI 사이클의 상승 초기였던 2023~2024년 구간에서 시장 상승을 주도한 주체는 기관투자자와 전문투자자들이었다. 자산운용사의 S&P 500 선물옵션 순매수 데이터는 S&P 500의 200일 이격도와 정확하게 일치하는 모습을 보여왔고, 이는 자산운용사가 작년까지의 주도 수급 주체였다는 것을 시사한다.

2024년에는 펀드플로우도 가세했었다. 2024년 내내 미국 주식시장으로 펀드 자금이 유입되는 흐름을 보였는데 이는 패시브 수급과 기관투자자의 영향력 확대를 의미한다. 패시브 수급은 시장 전체에 작용하는 경향이 있다. 이를 따라 2024년 미국 주식시장은 전반적인 혹은 모든 종목들의 상승세가 나타났었다.

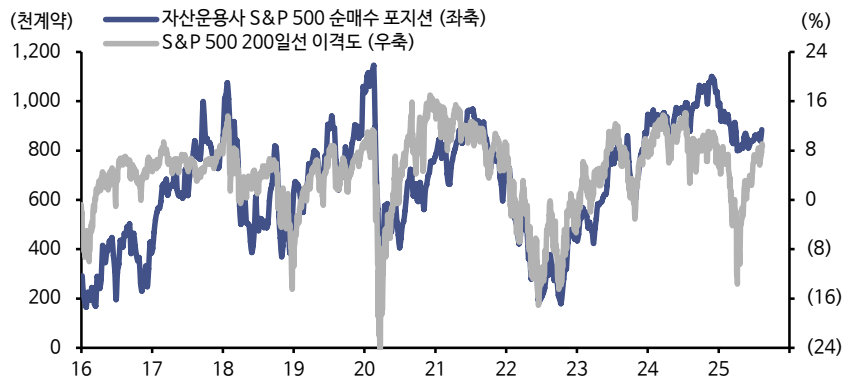
주가를 결정해왔던
자산운용사와 펀드플로우,
올해 포지션 축소 불구
주가는 계속 상승 중
→ 영향력 상실 의미

그러나 2025년으로 접어들면서 이 두 가지 형태의 수급은 모두 미국 주식시장에서 영향력을 상실하고 있다. 2024년 12월부터 자산운용사는 S&P 500 순매수 포지션을 지속적으로 축소해나가고 있다. 1분기까지는 실제 자산운용사의 포지션 축소를 따라 주식시장이 약세 흐름을 보여줬지만 2분기 이후에는 포지션을 전혀 늘리지 못했음에도 불구하고 주식시장은 강력한 반등세를 보이고 있다.

펀드플로우도 마찬가지다. 2024년까지는 미국 주식으로의 유입세가 강력했지만, 관세 전쟁이 고조된 2025년 1분기는 유입세가 약화했고, 2분기부터는 줄곧 유출세다. 미국을 떠난 수급은 비미국(특히 유럽)에 집중됐다. 이들이 미국을 떠난 논리는 미국이 너무나도 비싸고 그리고 관세 전쟁으로 인해 미국이 피해를 더 많이 볼 것이라는 것이었다. 그러나 2분기 이후 펀드플로우가 떠난 미국 주식시장이 더 강한 상승세를 보여줬고, 자금이 집중된 유럽은 외려 상승하지 못했다.

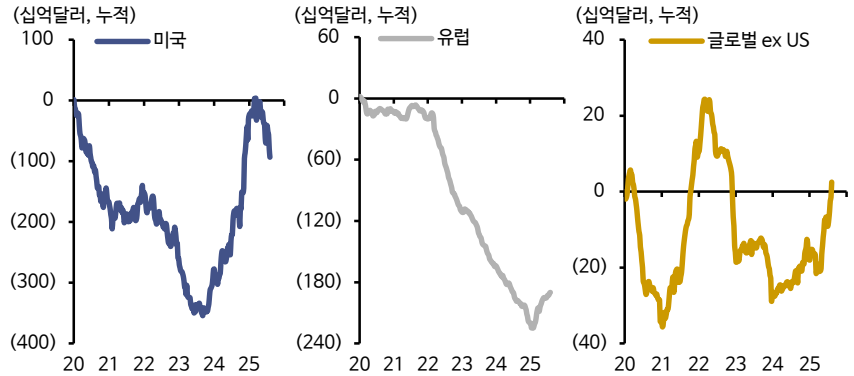
소결하면, 기관투자자들의 주가 결정력은 2025년들어 현저하게 약화했다.

S&P 500 자산운용사 순매수 포지션과 200일 이격도



자료: LSEG, 신한투자증권

국가별 펀드 플로우 흐름



자료: LSEG, 신한투자증권

2025년 기관투자자를 대체한 첫 번째 수급 자사주 매입

자사주 매입, 2025년
기관 영향력을 대체한
첫 번째 수급

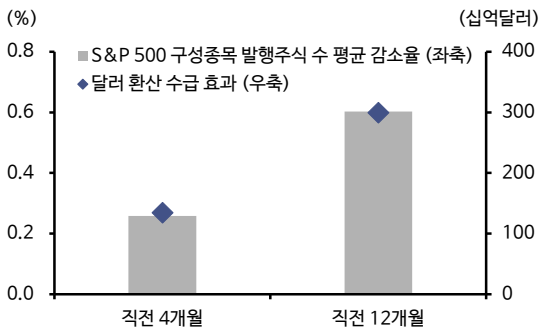
가격은 수요와 공급의 균형에 따라 결정된다. 기관투자자/전문투자자들이 주식을 매도하면서 공급을 확대시키는 요소로 작동했는데, 가격이 올랐다는 건 다른 수급주체들의 주식 매수 수요가 더 강력했다는 것이다.

해방의 날 이후 시장을 지탱한 두 가지 수급 주체를 꼽아봐야 할 것 같다. 첫 번째는 자사주 매입이다. S&P 500 기업들은 2분기에만 1,200억달러어치의 발행주식을 줄였는데, 이전 3개 분기의 평균 발행주식 수 감소분은 300억달러였다. 산술적으로 900억달러의 추가 수요가 발생했던 셈이고 이는 미국 주식시장이 4월 9일의 바닥에서 빠른 속도로 회복하는 데 큰 영향을 줬다.

자사주 매입의 주가 영향력이 상당히 강력했다는 사실은, 유틸리티를 제외하면 2분기 중 자사주 매입을 적극적으로 단행한 섹터들(IT, 금융, 산업재, 커뮤니케이션)만이 주가가 하락하기 이전의 고점을 경신했다는 점에서 확인할 수 있다.

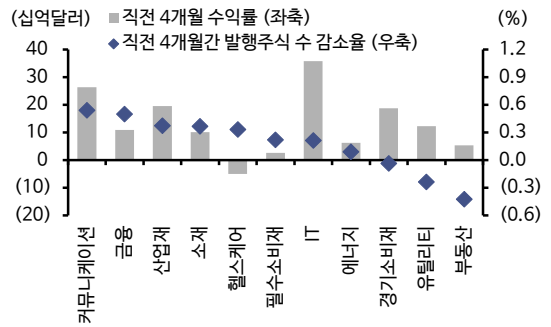
자사주 매입은 2분기 이후 주식시장 수급 판도 자체를 바꿔버렸다고 평가할 수 있는데, 저가매수는 하지만 고가매도는 나오지 않는 수급이기 때문이다. 이는 약세론자보다 강세론자가 유리한 수급적 불균형이 형성됐음을 의미한다.

4월 이후 자사주 매입 강도 강화



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 직전 4개월 구간

자사주 매입 많이 한 섹터들의 주가 상대적 우위



자료: LSEG, 신한투자증권

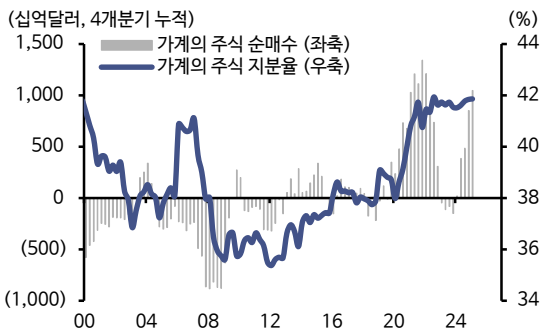
개인투자자도 수급의 주도 권력으로 등장, 추가 매수 여력까지 존재

상반기부터 개인투자자의 득세 뚜렷. 펀드플로우와 정반대로 움직이고 있고, 추가 확대 여지도 있음

두 번째가 바로 이번 단락의 핵심 논지인 개인투자자들이다. 1Q25 데이터까지만 발표된 연준의 Fund of flows 데이터 상 가계의 주식 순매수는 4분기 누적 1조 달러를 기록해 팬데믹 수준에 근접했다. 이 수치는 2분기 사상 최고치를 경신했을 것이다. 다수의 브로커들이 2분기 중 개인투자자 활동이 강력해졌음을 보고하고 있다. AAI 개인 낙관 심리는 펀드플로우와 정확하게 반대로 움직이고 있다.

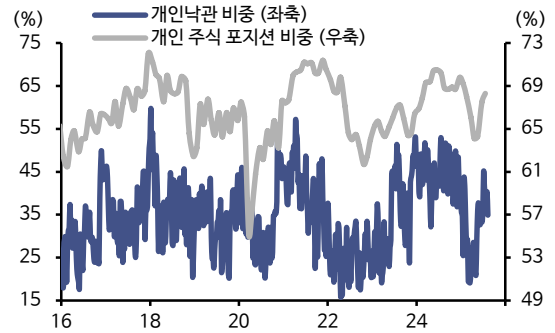
개인투자자들의 매수세가 더 강해질만한 여력도 있다. 최근 반등하긴 했지만 8월 기준 개인투자자들의 낙관 심리는 지난 10년간 이후 상위 30% 수준에 위치한다. 주식 배분 비중은 닷컴 버블, 2017년 상승장, 팬데믹 버블처럼 대중적인 주식 투기가 있었던 당시의 고점에는 미치지 못한다.

개인투자자들의 주식시장 지배력 강화



자료: LSEG, 신한투자증권

AAII 개인낙관 심리와 주식투자 비중

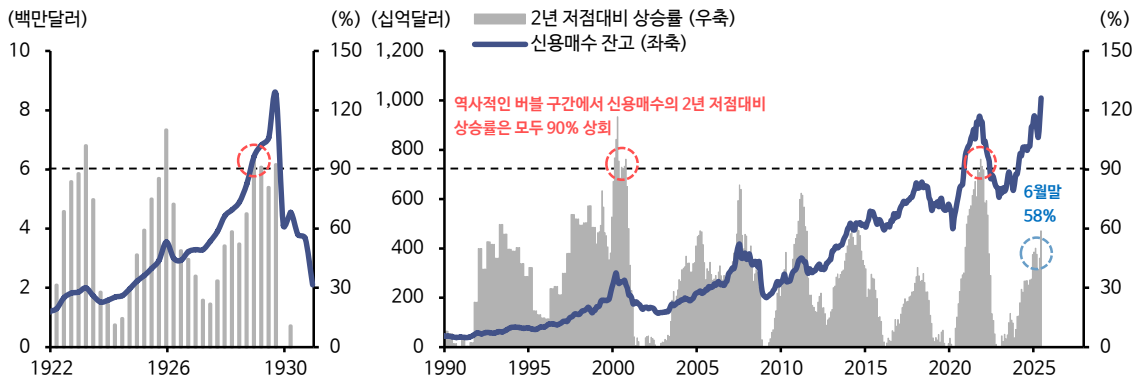


자료: LSEG, 신한투자증권

신용매수 데이터 역시, 대중적 투기 심리가 추가 확대될 여력 있음을 시사

신용매수 역시, 개인투자자들의 대중적인 투기 심리가 더 확대될 여지가 있다는 점을 시사한다. 앞서 신용매수는 투기 버블이 극심할 당시, 2년 저점 대비 100%까지 상승하는 경향이 있음을 살펴봤다. 그러나 현재는 2년 저점 대비 58% 증가하는데 그친다. 이로 미루어보아 최근 개인투자자들이 수급 구도에서 지배력을 빼앗기 시작하고 있지만, 과거 버블들의 사례와 비교했을 때 [레버리지를 동반한 대중적인 매수세]의 진행 단계는 아직 초중반에 위치했다고 판단한다.

신용매수 잔고: 2025년 현재, 레버리지를 동반한 대중적인 매수세가 광범위하지는 않음



자료: FINRA, FRED, 신한투자증권

IV. 2026~2027년 미국 증시 버블 시나리오

2025년의 주식시장, 선결 조건은 갖췄지만 아직 버블은 아니다

2025년 주식시장,
버블 선결조건 갖췄지만
아직 버블 진입하진 않아

앞서 우리는 현재 주식시장이 버블의 선결 조건을 대체로 갖췄다는 점을 살펴왔다. 1) AI가 투자 환경에 구조적이고 낙관적인 충격을 불러일으켰고, 2) 경제와 기업이익은 단절되고 있다. 3) 금리 인하 논의까지 가시화되고 있다. 4) 기관투자자에서 개인투자자로의 수급 권력이 이동하는 초기 조짐도 보여진다. 1929년, 1999년, 2020년 버블 이전에 출현했었던 상황들을 조금씩 갖춰나가고 있다.

일각에서는 23배에 달하는 PER을 들어 이미 미국 주식시장이 버블 영역에 있다고 평가하나, 2025년 8월 현재 미국 주식시장은 버블에 있다고 평가할 수는 없다. 버블의 강력한 증거인 레버리지를 수반한 대중적 매수세는 이제 시작 단계에 있다고 직전 섹션에서 언급했다. 뿐만 아니라 IPO가 활황을 보인대거나 적자 성장주/중소형주가 급등한다거나, 연준이 뒤늦게 금리를 올리는 국면도 아니다. 단지 PER이 높을 뿐, 주식시장이 버블일 때 보여지는 질적 조건들은 충족되지 않았다.

① IPO, 시장 관심을 모으고 있지만 호황(Boom)과는 거리가 멀다

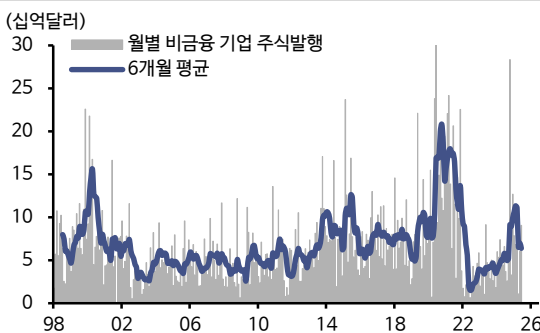
아직 버블 아닌 이유: 1)
IPO, 시장 관심 모으지만
호황과는 거리가 멀다

코어위브와 서클의 흥행으로 IPO가 시장 관심을 모으고 있지만, 과거 버블 당시 누렸던 IPO 붐과는 거리가 멀다는 생각이다. 두 가지 이유에서다.

첫 번째로 신주발행 금액이 많다고 볼 수 없다. 2025년 상반기 비금융 기업의 신주발행 규모는 2000년 이후 상위 50% 수준인데, 그동안 시가총액이 증가한 걸 감안할 필요가 있다. 시총 대비 IPO 비율은 하위 10%다. 새롭고 혁신적인 기업들의 신규 공급이 오히려 시장의 수요에 미치지 못한다고 볼 수 있다.

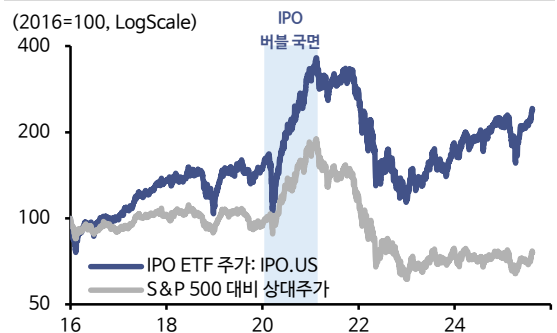
두 번째로 IPO 주식들의 초과성과다. 코어위브와 서클이 놀랄만한 랠리를 보여줬지만, 피그마/파이어플라이/불리시는 그에 미치지 못했다. 신규 상장주를 추적하는 ETF인 IPO.US의 퍼포먼스는 벤치마크와 크게 차이가 없다. 2020년 당시 IPO 주식들이 시세를 분출하면서 연쇄적인 IPO를 자극했던 점과 크게 대조된다.

2025년 상반기 IPO, 2000년 이후 중위 수준



자료: LSEG, 신한투자증권

현재, IPO 주식들의 초과성과는 없음



자료: LSEG, 신한투자증권

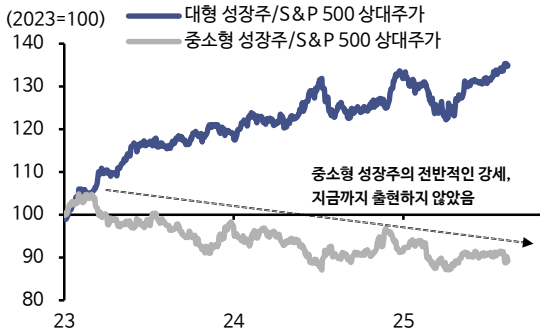
② 폰지 금융 스타일-중소형주의 '전반적인 강세'는 아직 보여지지 않는다

아직 버블 아닌 이유: 2)
일부 중소형주가 강하나,
모든 투기적 주식들이
강한 것은 아니다

4월 이후 주식시장 반등 과정에서 S&P 500에 편입되지 않거나, 개인투자자들이 선호하는 중형주들이 주도주로 등극하면서 대형주를 능가하고 있다.

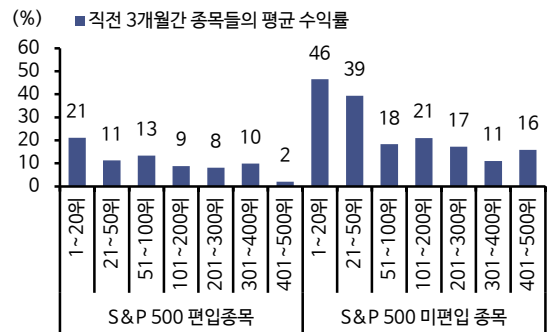
얼핏 과거 버블 국면에서 보여졌던 중소형주 장세와 비슷하지 않냐는 생각을 할 수 있지만 다르다. 1999년, 2020년 버블 당시에는 중소형주/적자 성장주가 전반적/무차별적으로 대형주를 아웃퍼폼하는 모습이 보여졌었다. 그러나 2025년 현재 중소형 성장주는 무차별적으로 상승하고 있지 않다. 지금 강한 중소형주들은 대다수가 아니라 소수이며, 테마만으로 상승하는 종목도 있지만 대형주를 능가하는 강력한 실적 개선세를 시현하는 종목들도 있다.

대형 성장주와 중소형 성장주의 상대주가



자료: LSEG, 신한투자증권

직전 3개월간 시총 분포별 평균 주가 상승률



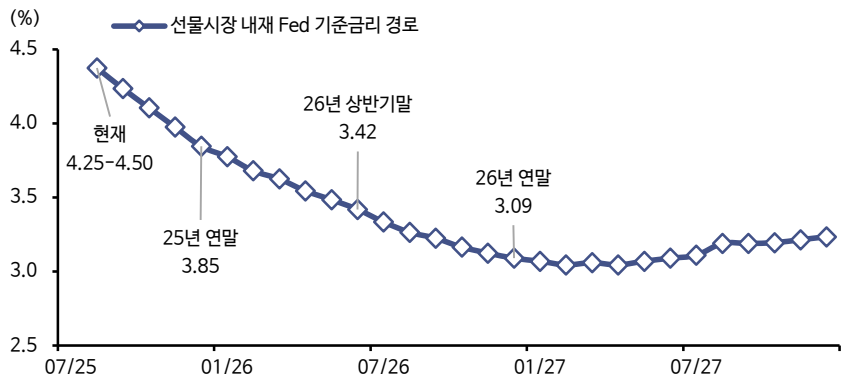
자료: LSEG, 신한투자증권

③ 버블이 한창일 때 보통 연준은 기준금리를 올리는데, 지금은 인하 논의 중

아직 버블 아닌 이유: 3)
연준은 버블 국면에서
보통 금리를 올리고 있고,
지금은 아니다

금리와 주가 버블이 상호작용하는 과정은 [불필요한 금리 인하] → [레버리징 촉발] → [주가 버블 형성] → [뒤늦은 금리 인상] 수순을 밟는다. 따라서 버블이 한창일 때 연준은 보통 기준금리를 올린다. 2025년 8월 현재, 우리는 첫 번째 단계에 있다. 연준은 아직 금리를 내리지 않았고, 인하 논의가 이뤄지는 중이다.

2025년 8월 기준 선물시장에 내재된 향후 기준금리 경로



자료: LSEG, 신한투자증권

주식시장 버블, 도래한다면 2026~2027년 도래 예상

① 금리 인하 이후 버블의 지속기간은 통상 2년

버블, 도래한다면

2026~2027년일 것:

1) 마지막 금리 인하부터
고점까지 21개월 소요

앞선 선결 조건들이 잘 조합되면서 주식시장의 버블이라는 결과로 도래한다면, 그 시점은 2026~2027년이 될 가능성이 높다는 생각이다. 첫 번째 근거는 금리 인하와 주가 정점 간 시차다. 과거 잉여 유동성을 촉발했던 마지막 금리 인하로부터 주식시장 정점까지의 시차가 평균 21개월이었기 때문이다.

1) 1929년의 대공황 직전 주가 버블의 경우, 연준의 마지막 금리 인하는 1927년 9월에 단행됐는데 주식시장 버블 정점은 1929년 9월에 형성됐다. 시차는 23개월이다. 그 사이 다우존스 지수는 85% 상승했다.

2) 1999년 닷컴 버블의 경우, 연준의 마지막 금리 인하는 1998년 10월에 단행됐는데 주식시장 버블 정점은 2000년 3월에 형성됐다. 시차는 16개월이었다. 해당 기간 동안 S&P 500은 59% 상승했고 PER은 최대 25.2배에 도달했다. 특히 나스닥 지수는 나스닥 지수는 168% 상승하는 폭등세를 보였다.

3) 2020년의 팬데믹 버블의 경우, 연준의 마지막 금리 인하는 2020년 3월에 단행됐는데 주식시장의 정점은 2021년 12월에 형성됐다. 시차는 20개월이었다. 해당 기간 동안 S&P 500은 101% 상승했고 PER은 최대 23.5배에 도달했다. 나스닥 지수는 같은 기간 130% 상승하면서 시장을 주도했다.

금융시장 내년 상반기까지
인하 사이클 기대 중.

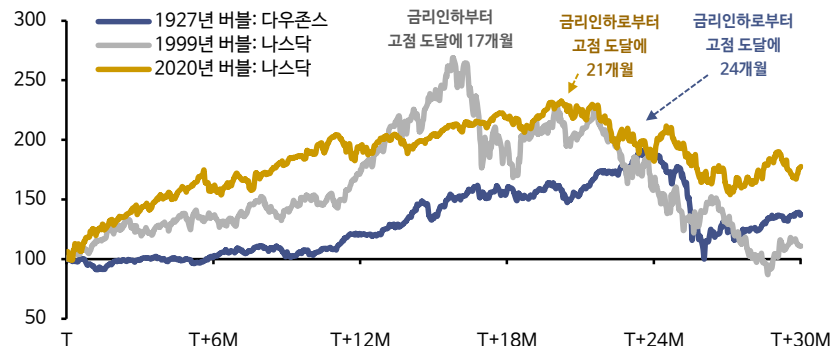
여기에 21개월 시차
적용 시 2027년이 고점

현재 선물시장을 살펴보면, 금융시장은 내년 6월까지 인하 사이클이 이어질 것으로 예상하고 있다. 이 전망을 수용한 다음, 1.5~2년의 기간을 적용하면 주가의 정점이 확인될 시기는 2027년 말~2028년 초가 된다.

과거 버블 국면에서의 수익률을 토대로 S&P 500의 도달 가능 범위도 가늠해볼 수 있다. 세 차례의 버블 국면에서 벤치마크(다우존스, S&P 500)는 연평균 43% 상승했다. 이 수익률로 18개월 상승한다면 금리 인하 시점부터 버블 정점 도달까지 70%를 상회하는 상승률이 도출된다. 향후 주식시장의 미래가 버블 시나리오대로 흘러간다면 2027년말 S&P 500은 10,000pt를 돌파할 수 있다.

각 버블 사례에서 마지막 금리 인하로부터의 주가 궤적

(T=100, T는 금리인하 시점)



자료: Bloomberg, LSEG, 신한투자증권

버블, 도래한다면
2026~2027년일 것:
2) AI 실물투자 사이클

AI Capex 사이클,
① 업사이클은 최소 5년
② 이번 사이클 출발은
'23년 하반기
③ '28년까지 확장 기대
④ 주가는 '27년까지
상승 추세 지속 기대

② AI 중심 투자 사이클, 2027년까지 진행 여력 있음

비단 금리 인하 연관 패턴뿐만 아니라, AI 투자 사이클 관점에서도 2027년까지 강세장 진행 여력을 발견할 수 있다.

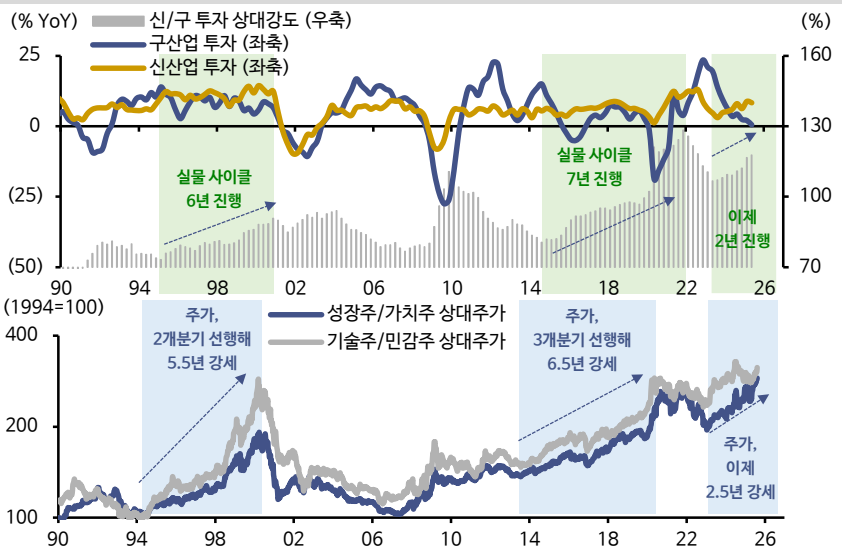
미국의 설비투자 사이클에 힌트가 있다. 1990년 이후 미국 설비투자를 신경제(IT 장비+S/W+R&D)와 구경제(구조물+산업장비+운송장비)로 나눈 후, 상대강도를 구해보면 어떤 산업이 설비투자의 우위를 잡고 있는지 확인할 수 있다.

신경제/구경제 설비투자의 상대강도는 몇 가지 흥미로운 패턴을 나타낸다. 1) 특정 경기 확장 사이클에서 산업의 주도권은 바뀌지 않는다. 한번 신경제가 우위를 잡으면 경기 후퇴기가 도래할 때까지 신경제가 계속 우위를 잡는다. 2) 어떤 산업의 호황이 시작되면, 그 우위는 최소 5년간 지속되고 하강기로 진입했다. 3) 신경제/구경제 설비투자의 궤적은 성장주/가치주 (혹은 기술주/민감주) 상대주가 궤적과 구조적으로 동행한다. 다만 주가가 2개분기 정도 빠르다.

이제 시사점을 도출해보자. 실물지표 차원에서 AI가 구경제 대비 우위를 잡은 최초의 시점은 2023년 하반기다. 5년정도 진행된다면 2028년 하반기까지는 AI 사이클이 진행될 수 있다는 뜻이다. 그보다 주가는 2개분기 빠르게 반응하니, AI가 중심이 된 주식시장 상승세도 2028년초까지 유지가 가능하다는 결론이 도출된다.

투자전략 차원에서 부수적인 시사점도 도출할 수 있다. 주도 산업과 주도 스타일은 사이클이 한계에 도달하거나 경기 후퇴에 이르기 전까지 바뀌지 않는다. 이를 투자전략 관점에서의 표현으로 치환해보면, 미국 주식시장은 순환적이라기보다 구조적으로 작동한다. 순환적 접근(가격 매력, 기저효과, 순환적 실적 반등)의 알파는 적으며, 구조적인 논리(장기 성장성, 구조적인 변화)에 편승하는 것이 유리하다. 향후 버블이 도래한다면, 역시 구조적인 투자 아이디어를 따라가야 한다.

AI Capex 사이클은 3~4년 추가 진행 가능, 주가는 2.5년의 추가 진행 여력



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 구산업=산업장비, 운송장비, 구조물투자. 신산업=IT장비, S/W, R&D

버블, 도래한다면

2026~2027년일 것:

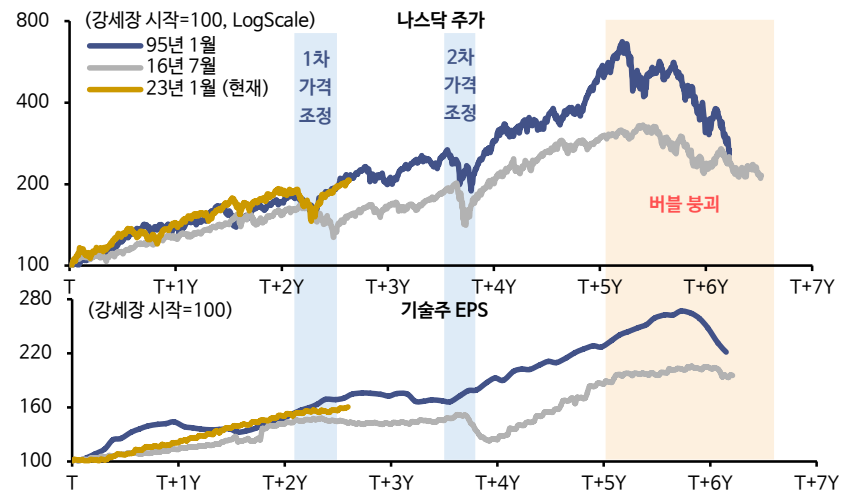
3) 기술혁신 강세장의 길이는 보통 5년

③ 기술혁신 주도 강세장의 패턴 역시 2027년까지 강세장 연장 지지

우리는 작년말 발간된 2025년 연간전망을 통해 AI가 주도하는 강세장이 2027년까지 지속될 수 있다고 전망한 바 있다. 두 가지 가격 정황을 근거로 한다.

1) 2023년부터 시작된 AI 강세장은 과거 기술혁신이 주도했던 강세장들의 궤적을 그대로 따라가고 있다. 1995년 상반기부터 2000년까지 이어진 닷컴 강세장, 2016년 하반기부터 시작된 클라우드/FANG 사이클이 그것이다. 이 사이클들은 미국 경제가 아닌 기술혁신에 의해 주도됐고, 현재 시점까지 수익률도 큰 차이가 없다는 공통점이 있다. 닷컴과 클라우드/FANG 사이클은 강세장 개막 후 5년을 꼭 채우고 마무리됐다. 지금은 3년차 중반부로, 2027년까지의 여력을 시사한다. 다만 중간에 조정이 아주 없진 않았다. 4년차 후반부에 매번 급락이 있었다.

과거 굵직한 테크 사이클과 똑같은 주가 경로를 밟고 있는 AI 사이클



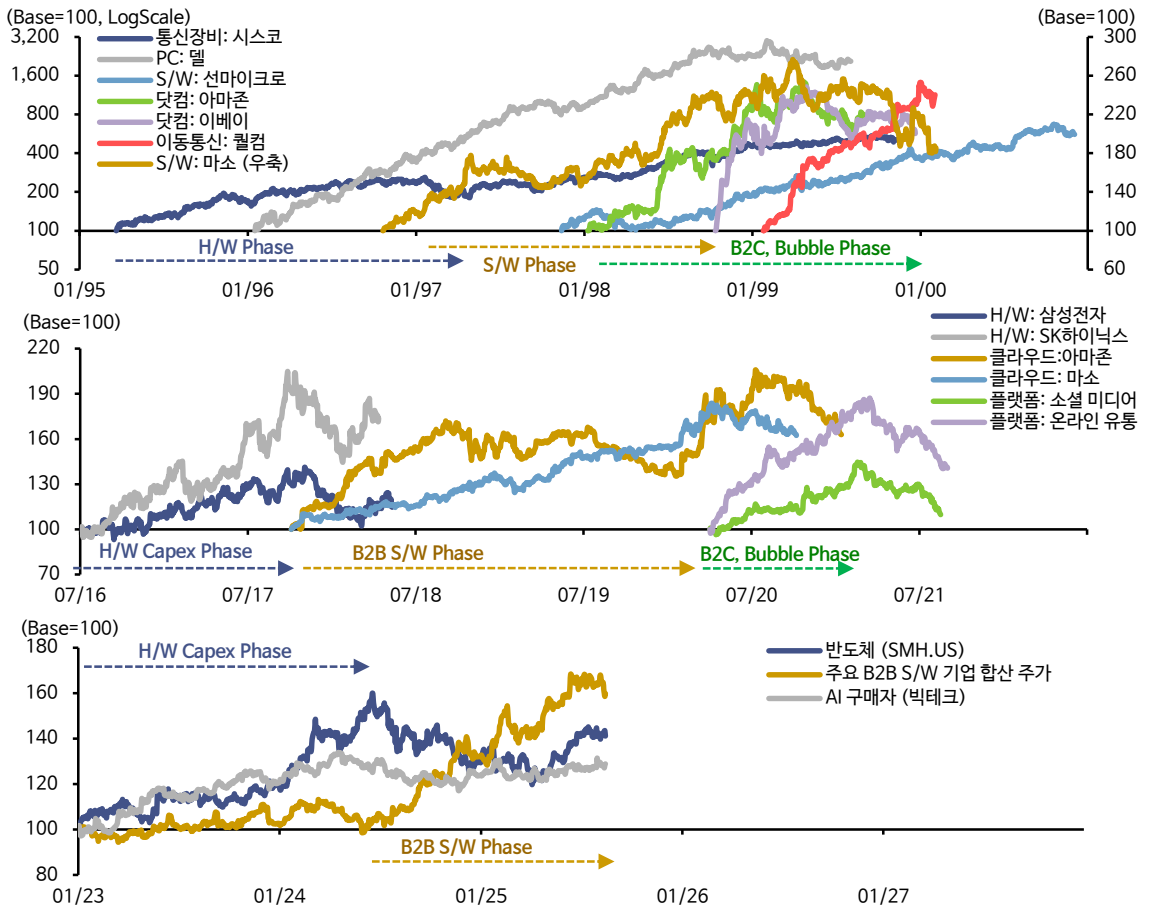
자료: LSEG, 신한투자증권

AI 강세장,
닷컴과 FANG 강세장의
궤적 그대로 따라가는 중.
과거 궤적 대입 시
2027년 하반기가 고점

② 만약 주가지수의 패턴만 유사하다면 과거 사이클들을 참고할 필요가 없었을 것이다. 주도 업종의 순서도 유사하다는 점은 과거 기술혁신 사이클이 밟았던 수순을 적극적으로 참고하게 만드는 요인이다. 테크 버블, 클라우드 사이클에서 초반 2~3년 구간은 인프라에 해당하는 하드웨어 주식들이 좋았다. 통상 기술 혁신 사이클 초기 구간에서는 Capex와 하드웨어 수요가 폭발하면서 높은 가격이 형성되기 때문이다. 닷컴 사이클 초반부에는 PC와 인터넷 가격이 높았고, 클라우드/FANG 사이클 초반부에는 메모리와 서버용 반도체 가격이 강세였다.

그러나 하드웨어나 기술의 가성비 개선이후 3~4년차 구간으로 진입하면서 B2B S/W 주식들이 공통적으로 시장을 주도했다(2번째 단계). 기술 가격이 대중적으로 보급될 만큼 싸지면 사이클 가장 막판에 B2C 기업들이 강세를 보이는 데(3번째 단계) 이때가 통상 버블의 정점이었다. 2025년 중반 현재 AI 사이클은 이제 2번째 단계의 중후반 구간으로 이해할 수 있다. 2024년 하반기부터 B2B 소프트웨어 기업들이 어닝 서프라이즈와 함께 주도주로 출현했기 때문이다.

시대별 기술 주도주들의 나스닥 대비 상대주가: B2C 출현을 기다리는 S/W 주도 국면



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: B2B S/W = ORCL + IBM + SAP + SNOW + PLTR + APP + AI + NET + CRWD + NOW

소결: 구조적 관점에서 비중확대 전략 제시. '26년 버블 초기 → '27년 정점

미국 증시 '27년까지
상승 기대, 버블 가능성은
투자자에게 줘어진 옵션

종합하면, 버블 프레임워크에 굳이 끼워넣지 않더라도 기술혁신이 주도하는 강세장 패턴은 2027년까지 주가의 추세적인 상승이 가능하다는 점을 시사한다. 여기에 우리가 지금까지 살펴본 버블 선결조건들과 임박한 금리 인하까지 감안한다면 미국 주식시장은 2027년으로 향하면서 버블이 형성될 수 있다는 생각이다.

'26년 버블 초입,
'27년 버블 정점 가능성.
향후 2년간 미국, 기술주,
주도주군 비중확대 가능

국면별로 따져보면, 금리 인하가 완료된 2026년에 버블 초입이라는 징후를 노출할 가능성이 있고 2027년 버블의 정점이 될 공간이 크다. 이를 고려하면 2027년 이후 시점까지 미국 주식시장, AI로 대변되는 주도주군, 기술주/성장주에 대한 구조적 비중확대 전략을 가져가야 한다는 결론이 도출된다.

조정 없진 않을 것. 과거
패턴 따라간다면 내년
하반기쯤. 다만 버블 징후
없다면 저가매수 기회

중간중간 아주 조정이 없지는 않을 것이다. 바로 직전 page에서 기술혁신 강세장이 4년차 후반부에는 나스닥이 20%에 달하는 큰 폭의 조정을 겪었다는 경험들도 살펴봤다. 경험적으로는 2026년 하반기였다. 다만 버블이 더 이상 유지가 불가능할 정도로 부풀었다는 증거가 없다면 조정은 저가매수 기회가 될 수 있다.

어떻게 버블의 정점을 탐지할 것인가?

다섯 가지 Checklist: 신용매수, IPO, 중소형주 급등, 금리 인상, 공급 과잉

버블의 정점을 탐지하기 위한 다섯 가지 checklist

- ① 신용매수 급증
- ② IPO 호황
- ③ 중소형주 1년간 급등
- ④ 연준의 긴축 전환
- ⑤ 공급과잉 신호

다만 향후 시장은 조정을 받아도 비싸보일 것이고, 합리적인 진입 시점을 주지 않을 것이다. 추후 출현할 조정을 향후 나타날 버블을 효과적으로 이용할 저가매수 기회로 사용하려면, 시장이 버블 정점에서 보이는 전형적인 현상들이 동시다발적으로 보여졌는지 아닌지를 모니터링할 필요가 있다. Part 2에서 살펴본 내용들을 checklist로 사용한다면 저가매수 가능 여부를 점검할 수 있겠다.

① 신용매수: 투자자들의 레버리징을 의미하는 신용매수 데이터는 지난 2년 저점대비 상승률로 보면 규칙성이 보인다. 과거 2년 저점대비 100% 상승하면 버블이 정점에 근접한 것이었다. 최근에는 ODTE 옵션, 레버리지 ETF등을 통해서도 개인투자자들의 레버리징이 이뤄지고 있어 과열 보조지표로 쓸 수 있다.

② IPO 붐: 신주발행 금액이 전년대비 2배 이상 증가하거나, IPO 기업들의 상장 당일 평균 수익률이 40%를 넘을 정도로 높거나, 이후에도 시장을 크게 아웃퍼폼하면 시장이 정점에 근접했다는 신호로 볼 수 있다.

③ 중소형주 급등: 닷컴 버블과 클라우드/FANG 사이클은 대부분의 기간동안 대형성장주가 시장을 이끌었다. 중소형 성장주는 사이클 막판에 급하게 아웃퍼폼한다. 이런 스타일 전개가 1년 가까이 이어지면 정점 신호 중 하나로 볼 수 있다.

④ 연준이 후행적으로 금리 인상 전환: 연준이 이전에 단행했던 금리 인하 기조를 뒤집고 인상에 나서면 시장이 정점에 근접했다는 신호로 볼 수 있다. 1929년과 1999년의 경우 금리가 150bp 이상 인상되는 동안에도 버블이 지속됐다. 다만 2022년의 경우는 금리 인상이 시작되자마자 약세장으로 반전됐다.

⑤ 공급과잉 신호: 자기강화적 피드백이 극에 달하면 주가 버블뿐만 아니라 실물 영역에도 과투자를 만든다. 1999년 버블은 통신장비에 과잉투자가 이뤄졌는데 생각보다 인터넷 트래픽이 늘지 못하는 과정에서 Capex의 상승과 마진 하락이 조합되는 공급 과잉 신호를 보였다. 2020년 버블의 경우 각종 플랫폼이 범람하면서, 매출은 급성장하는데 투자/비용 부담이 늘어나면서 이들의 적자가 줄어들지 못하고 확대되는 player 과잉 조짐이 있었다.

주식시장이 버블 영역에 들어갔는지 확인하기 위한 checklist

항목	설명
① 신용매수	경험적으로 2년 저점 대비 100% 상승하면 버블 정점에 근접했다는 신호
② IPO 붐	신주발행 금액이 전년대비 2배 이상 증가하거나, IPO 평균 수익률이 40% 넘는다면 정점 근접 신호
③ 중소형주 급등	중소형 성장주 스타일의 대세적 아웃퍼폼이 1년 가까이 이어지면 정점 근접 신호
④ 연준의 후행적 금리 인상	연준이 버블을 촉발했던 금리 인하폭 이상으로 금리 인상을 단행
⑤ 공급과잉/과투자 신호	Capex는 우상향하나 마진이 하락하고, 매출 성장은 하는데 적자가 확대되면 공급과잉/과투자 신호

자료: 신한투자증권 정리

기술적 접근: 윌리엄 오닐의 '최후의 정점' checklist

윌리엄 오닐이 정의한
'지속 불가능한 과열'

- ① 가격/거래량 급가속
- ② 주도주 이격 크게 확대
- ③ 다수의 주식분할 발생
- ④ 주가 상승 각도 갱신
- ⑤ 대중적 추격매수 열풍
- ⑥ 비주도주로 수급 분산

펀더멘탈 관점에서의 접근 뿐만 아니라, 기술적인 접근 방식도 버블 고점을 탐지하는 방편으로 고려될 수 있다. 윌리엄 오닐은 『최고의 주식, 최적의 타이밍』 등에서 마지막 시세 분출(Climax run)에 대한 기술적 정황, 최후의 정점(Climax top)에서의 매도 고려 조건들을 정리한 바 있다. 이 내용들을 참고해볼만 하다.

윌리엄 오닐은 다음 상황이 갖춰지면 주가가 '지속 불가능한 과열'에 있다고 봤다. ① 가격과 거래량이 비정상적으로 가속된다. 건강한 상승은 완만하고 조정이 섞이지만 버블은 숨 고르기 없이 치솟는다. ② 주도주들이 50일선 대비 30~50% 이상 이격도가 벌어진 상태에 있다. ③ 주식 분할이 2~4회 이상 이뤄진다. ④ 주가 상승 각도가 급격히 치솟는다. 상승 초기/중기 각도가 완만했지만 후기에는 수직에 가깝게 치솟는다. ⑤ 대중적인 추격 매수 열풍이 일다. ⑥ 우량주와 주도주뿐만 아니라 중소형주/저품질 주식들로 수급이 확산되기 시작한다.

⑤번과 ⑥번 조건은 우리가 이미 앞에서도 지적했던 버블의 징후다. 오닐 역시 이 조건들이 조합된다면 기술적으로 지속 불가능한 과열의 징후가 있다고 본다.

윌리엄 오닐이 정의한 기술적인 '지속불가능한 과열' 조건 checklist

항목	설명
① 가격과 거래량의 비정상적 가속	건강한 상승은 완만하고 조정이 섞이지만, 버블은 숨 고르기 없이 가격/거래량 가속화
② 주도주 50일선 대비 이격	주도주의 50일 이동평균선 대비 이격도가 30~50% 이상 벌어졌다면 과열 신호
③ 주식 분할	주도주의 주식 분할이 2~4회 이상 이뤄짐. 주식 분할 발표한 이후에도 급등 지속
④ 주가 상승 각도 상향 갱신	대세 상승 초기, 중기의 각도는 완만하나 후기에 이를수록 수직에 가깝게 치솟음
⑤ 대중적인 추격 매수 열풍	일반 대중이 주식시장에 투기적으로 참여
⑥ 수급 분산	선도주와 우량주 뿐만 아니라 중소형주, 저품질주, 저가주가 무차별적으로 급등하면 경계 신호

자료: How to make money in Stocks: A winning system in good times or bad (William O'neil)

역사적 버블들은 정점에서
6가지 조건 대부분 만족.
그러나 현재는 해당 조건
대부분 충족하지 않음

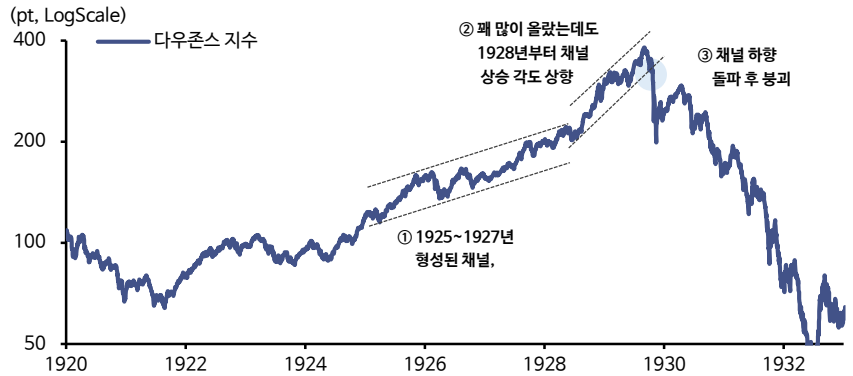
미국 주식시장에 버블이 발생했었던 사례들은 위의 여섯가지 조건 중 상당수를 만족했었다. 1929년의 경우, 대중적인 추격 매수 속 주가 상승 각도가 급격하게 치솟는 현상이 관찰됐었다. 1999년 닷컴 버블의 경우 위 6가지 모든 조건이 충족됐었다. 2020년말~2021년초 팬데믹 버블때도 대다수의 현상이 충족됐었다.

그러나 현재는 6가지 조건이 모두 충족됐다고 보기는 어렵다. ① 나스닥은 2023년 이후 상승 채널 하단에 있다. 비정상적으로 가속됐다고 보기 어렵다. ② 현재 엔비디아, 팔란티어, 로빈후드 등 주도주들은 50일과의 이격이 40%를 넘지 않았다. ③ 이들 최고의 주식들은 주식분할을 2~4회 이상 단행하지 않았다. ④ 지수 상승 각도는 2023~2024년과 유사하다. ⑤ 신용매수는 2년 저점대비 50% 상승한 수준이다. ⑥ 일부 중소형주가 급등 중이나, 모든 중소형주가 강세는 아니다.

앞으로 생길거라 보는 게
합리적

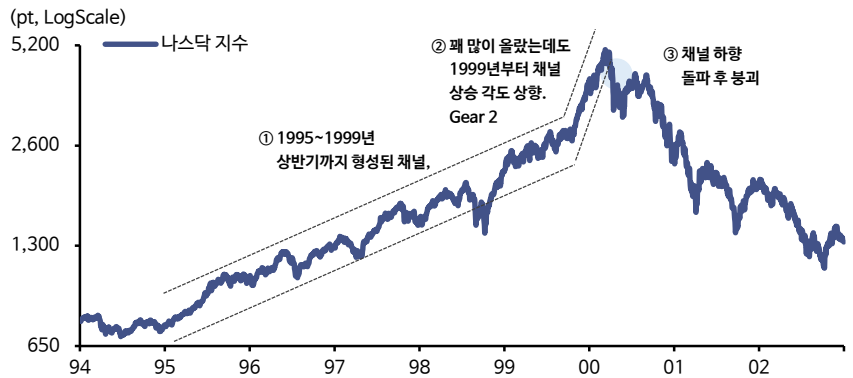
8월 미국 주식시장 전략에서 언급했듯, 현재 미국 주식시장에는 단기 관점에서의 기술적 과열이 있다. 8~9월 주도주/테마주들의 급등을 추격매수하기 유리한 단기 시황은 아니다. 그러나 그것과 별개로, 과거 경험에 빗대면 중기적인 관점에서 '지속불가능한 과열'이 있진 않다. 앞으로 생길 것이라고 보는 게 합리적이다.

지속불가능한 과열 징후: ①, ④ 가격/거래량 비정상적 가속 - 1929년 case



자료: LSEG, 신한투자증권

지속불가능한 과열 징후: ①, ④ 가격/거래량 비정상적 가속 - 1999년 case



자료: LSEG, 신한투자증권

지속불가능한 과열 징후: ①, ④ 가격/거래량 비정상적 가속 - 2017년 BTC



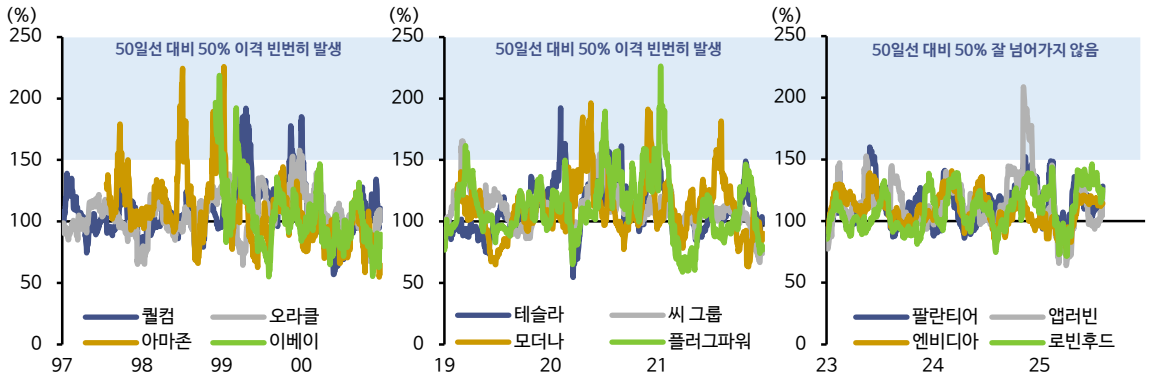
자료: LSEG, 신한투자증권

지속불가능한 과열 징후: ①, ④ 가격/거래량 비정상적 가속 - 2025년 상황



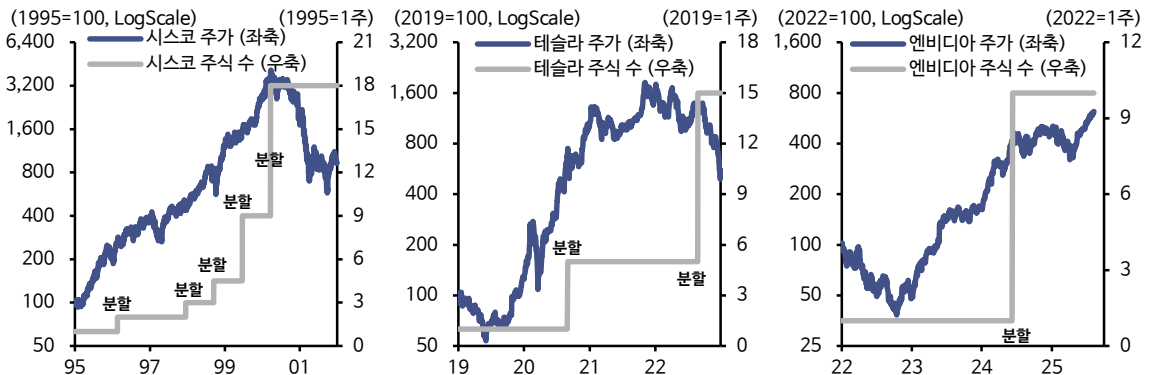
자료: LSEG, 신한투자증권

지속불가능한 과열 징후: ② 주도주 50일 이격도 - 버블 시 50% 상회, 2025년의 경우 해당 징후 없음



자료: LSEG, 신한투자증권

지속불가능한 과열 징후: ③ 주도주의 2~4회 주식 분할. 현재 사이클에서는 해당사항 없음



자료: LSEG, 신한투자증권

전술한 '지속 불가능한 과열' 조건이 충족된 상태에서 '최후의 정점' 징후가 보이면 선제적 비중축소 고려

비록 지속불가능한 과열이라고 할지라도, 주가 상승 추세와 강한 모멘텀은 추세 추종을 기반으로 한 기술적 접근방식의 좋은 친구다. 어지간한 상황에서 추세추종 투자전략은 상승하는 주식을 미리 매도하지 않는다. 계속 홀딩하다가 주가가 이동평균선을 하회하거나, 고점대비 일정 수준 하락하면 매도하는 식이다. 그러나 윌리엄 오닐은 만약 '지속불가능한 과열' 조건이 갖춰진 상황에서, 다음의 최후의 정점(Climax run) 징후가 보인다면 선제적 비중축소를 고려하라 조언한다.

- ①, ② 고점에서 일간 상승폭/거래량 최대 기록: 오랜 기간 대세 상승한 주도주가 본격 상승 국면에 접어든 이후 가장 큰 폭으로 상승한다면 정점에 근접했다는 징후일 수 있다. 천장을 치는 날의 거래량은 본격 상승 이후 최대일 수 있다.
- ③ 소진 갭: 소진 갭은 이미 주가가 대세 상승을 구가한 이후, 고점에서 또 한번의 갭 상승을 보이는 것이다. 얼핏 긍정적 차트로 보여지지만 매수자들이 끝까지 밀어붙였다는 의미로, 전통적으로 추세 종료를 암시하는 것으로 해석된다.
- ④ 최후의 정점: 상승세가 주간 기준 2~3주간, 일간 기준 7~8일 연속으로 급등한다면 최후의 정점(Climax top) 징후다. 매도를 고려할 수 있다.
- ⑤ 매물 출회의 징후들: 상당 기간 오름세를 탄 주식이 아무 상승 없이 매일 대량 거래만 이뤄지고 있다면 매물 출회의 신호다.
- ⑥ 주식 분할: 주식 분할 발표 후 1~2주간 25~50% 상승했다면 매도를 고려할 수 있다. 한 번의 강세 사이클에서 최대 주식 분할은 2~4회 정도다. 1999년말 쉐컴은 주식 분할을 발표 후 100% 급등했고, 실제 분할하는 날이 고점이었다.
- ⑦ 연속 하락일 수의 증가: 만약 고점을 친 주식이라면 연속 상승하는 날보다 연속 하락하는 날이 많아진다. 정점을 통과했다는 징후일 수 있다.
- ⑧ 상승 채널 돌파: 큰 폭으로 대세 상승한 주식이 상승 채널을 돌파해 각도를 높인다면 선제적 매도를 고려할 수 있다.
- ⑨ 200일선: 장기간 대세 상승을 구가한 주식이 200일선 대비 70~100% 이상 상승하는 경우는 흔하지 않기에, 선제적 매도를 고려할 수 있다.

윌리엄 오닐이 정의하는 최후의 정점 신호

항목	설명
1) 하루 상승폭 최대 기록	본격적인 상승 이후 가장 큰 폭으로 올랐을 때 주의
2) 하루 거래량 최대 기록	고점의 거래량은 본격적인 상승 이후 최대를 기록할 수 있음
3) 소진 갭 발생	맨 처음 모양 형성 뒤 여러 달 동안 상승한 종목이 갭 상승할 때 주의
4) 최후의 정점 징후	상승세가 주간 기준 2~3주간, 일간 기준 7~8일 연속 빠르게 이뤄질 경우 매도
5) 매물 출회 징후	상당 기간 상승 후 추가적인 상승 없이 대량 거래만 이뤄질 경우 매도
6) 주식 분할	주식 분할 발표 후 1~2주간 25~50% 상승했다면 매도
7) 연속 하락일 수 증가	연속 하락일 수가 연속 상승일 수보다 증가할 때 주의
8) 상승 추세선 돌파	상승 추세선까지 뚫고 올라가면 매도
9) 200일 이평선 돌파	주가가 200일 이평선보다 70~100% 이상 상승하면 매도
10) 천장을 치고 내려올 때 매도	상승장에서 매도하지 못했다면 고점 찍고 내려올 때라도 매도

자료: How to make money in Stocks: A winning system in good times or bad (William O'neil)

V. 버블을 염두에 둔 스타일 투자전략

어떻게 버블을 이용할 것인가: 핵심은 섹터보다 종목

앞서 논의한 것처럼 현재의 강세장이 버블로 비화해 2027년까지 이어진다고 가정한다면, 투자자는 단순히 버블 여부를 따지는 차원을 넘어 그 버블을 활용해 알파를 적시에 포착하고 활용하는 것까지 나아가야 한다. 닷컴 버블과 팬데믹 랠리 모두 버블 논쟁이 끝없이 이어졌지만, 결국 강세장 후반까지 수익을 극대화한 투자자는 논쟁보다 활용에 집중한 쪽이었다.

강세장이 진행될수록 알파는 종목단에서 나온다

강세장을 효율적으로 이용하는 방법은 언제나 지수/섹터보다 주도주가 될 개별 종목 선정이었다. 펀더멘탈 개선을 수반하는 강세장은 거시 요인(=베타)보다 기업 고유 요인(=알파)을 더 강조하기 때문이다. 버블 국면이라면 더욱 그렇다.

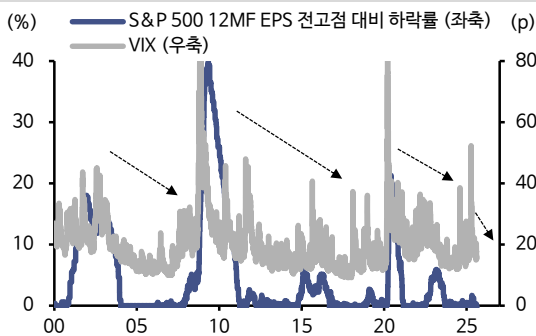
펀더멘탈 개선이 주도하는
강세장에서는 금융시장
변동성이 완화되는 경향

지금까지 이번 강세장도 크게 다르지 않았다. 지수/섹터보다 기업 고유 요인과 종목(=알파)이 강조되는 분위기는 이미 2025년 내내 연출되어왔었고, 4월부터는 ETF를 통한 초과수익 창출이 극도로 어려운 국면이었다.

향후 전개될 강세장 역시 주도주를 잘 고르는 것이 핵심일 것이다. VIX로 이 현상을 설명할 수 있다. 강세장은 실적에 의해 뒷받침이 되는데, 12MF EPS가 고점을 경신하면 VIX는 경험적으로 저점/고점을 같이 갖춰나갔다. VIX가 하락하면 주가가 따로 움직이면서 종목 간 상관계수는 낮아지는 경향이 있다. VIX가 상승하는 하락장에서는 일괄적인 매도세로 종목들이 동반 하락하는 반면, 반대로 하락하면 특정 종목들만 선별적으로 상승하는 경향이 있음을 시사한다.

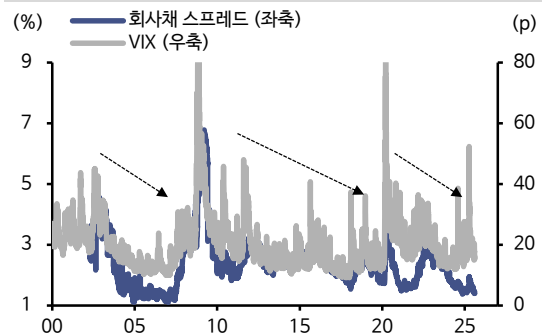
현재(8월 중순) 기준 S&P 500의 12MF EPS는 연초대비 4.5% 상향 조정돼 사상 최고 수준을 경신했다. VIX는 15pt 수준까지 내려왔다. VIX와 동행하는 종목 간 상관계수도 4월 관세 충격으로 급등한 이후 지속적으로 하락세를 이어가고 있다. 강세장이 모든 종목에게 공평하지 않을 것이라는 점을 시사한다.

EPS 고점 경신 구간에서 VIX 안정화



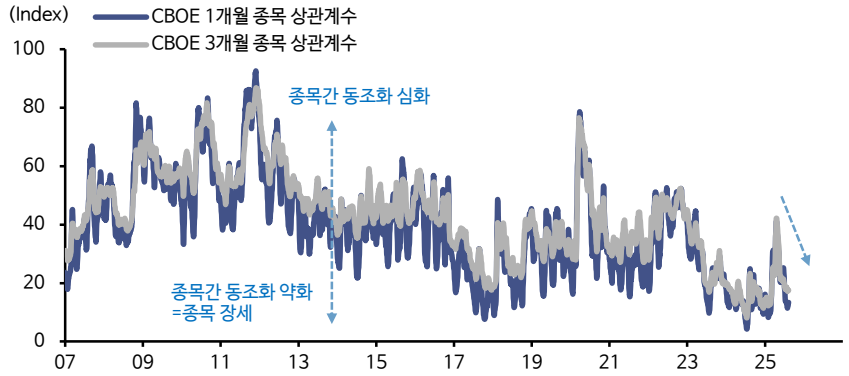
자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

위험 프리미엄 개선 구간에서 VIX 안정화



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

주식시장 변동성 완화는 종목 알파로 직결



자료: Bloomberg, 신한투자증권

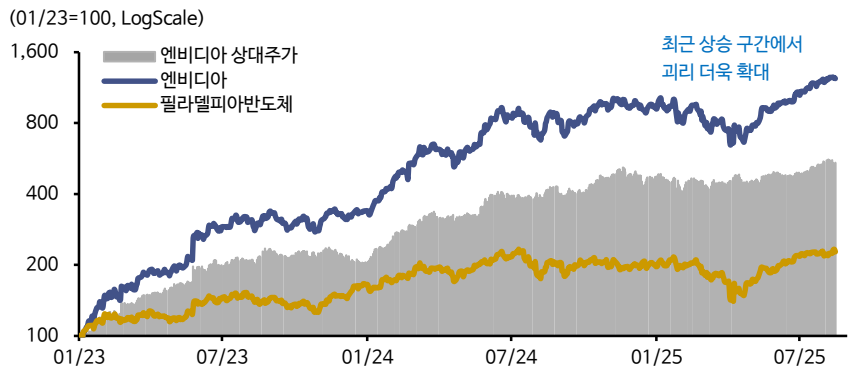
향후 주가의 명암은
매크로 요인보다
기업 고유 요인에 의해
더 많이 좌우될 것

두 번째로, 강세장이 진행되면서 기업 실적과 같은 기업 고유 요인이 주가를 결정하는 비중이 높아진다. 강세장 중반에는 이미 경제/산업 전반이 좋아질 것이라는 기대가 가격에 상당 부분 반영돼 있다. 이때 남은 변수는 각 기업이 그 기대를 실제 실적과 가이던스로 얼마나 충족시키느냐다. 또한 시간이 갈수록 기업 간 공급망 전략, 제품 경쟁력, 경영 전략의 차이가 드러나게 된다. 현재 GLP-1 계열 신약의 상용화 이후 기업간 경쟁이 부각되는 헬스케어 업종이 대표적이다.

섹터 배팅의 한계도 분명하다. 섹터 ETF나 인덱스는 매크로 변수와의 연동성이 높아 신호가 지연되거나 방향성이 왜곡될 위험이 있다. 반면 개별 종목 차원에서는 실적 서프라이즈, 시장 점유율 변화, 기술 경쟁력 확보 등 알파 요인이 신속하게 주가에 반영된다. 필라델피아 반도체 지수와 엔비디아 간의 괴리가 대표적 사례로, 엔비디아의 강세가 지수 내 다른 종목들의 부진으로 희석되고 있다.

결론적으로 강세장이 진행될수록 매크로와 섹터보다 종목 단에서 알파를 창출한다. 특히 버블 국면에서는 이 격차가 더욱 커진다.

섹터 배팅의 한계: 엔비디아를 못 따라가는 필라델피아 반도체지수



자료: LSEG, 신한투자증권

업종 전략: 주도주와 주도 스타일, 이번 사이클 끝까지 유지

버블 가능성을 염두에 둔
투자전략:

- 1) 실적 우위 주도주
- 2) 단/중기 투기성 알파

종목 선별의 알파와 중요성이 높아지는 상황에서, 향후 버블의 진행까지 염두에 둔다면 두 가지의 종목 선별 전략을 고려할 수 있다. 첫째, 구조적인 실적 우위를 지속적으로 확보해나갈 주도주 buy & hold 전략이다. 둘째, 시장 유동성과 투자심리가 강화되는 국면에서 단기/중기 투기성 알파를 추구하는 전략이다. 특히 IPO와 중소형주 가운데 중장기 성장 동력을 갖춘 종목을 선제적으로 발굴해 초과수익을 노리는 방식에서 알파 추구가 가능해보인다.

강세장에서 주도 업종과 주도주는 잘 무너지지 않는다

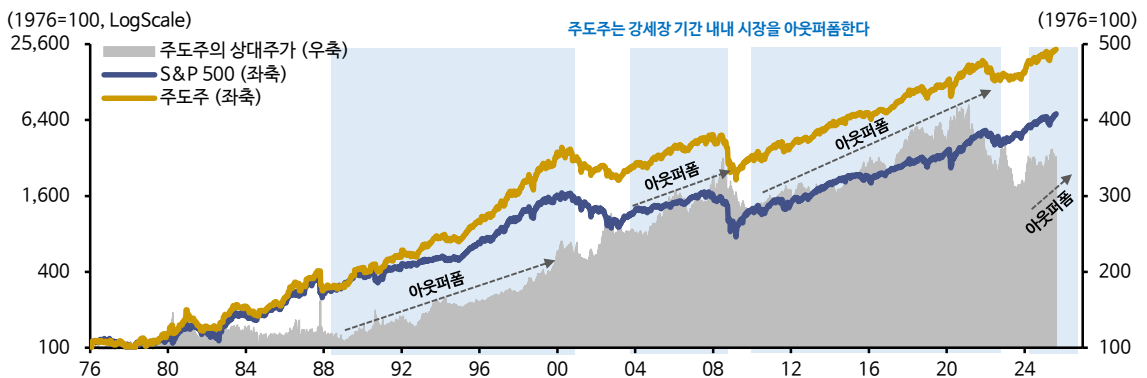
먼저 살펴볼 것은 주도주 투자전략이다. 주도주에 대해 우리가 강조하고 싶은 점은, 강세장에서 주도 업종과 주도주는 생각보다 잘 바뀌지 않는다는 점이다.

이를 확인할 수 있는 방법이 바로 모멘텀 스타일의 초과성과다. 모멘텀 스타일은 통상 ‘지난 12개월 수익률 - 1개월 수익률’이 높은 종목들로 정의된다. 이 스타일의 S&P 500 대비 초과성과를 추적해보면, 강세장에 있을 경우 모멘텀 스타일이 항상 아웃퍼폼하는 모습을 확인할 수 있다. 모멘텀(=주도주) 스타일은 시황과 무관하게 장기적으로 시장을 이겨온 거의 유일한 스타일이다.

이 현상에서 전체 주식시장의 상승 추세를 이용하는 단서가 들어있다. 상승 추세가 확고하다면, 이미 퍼포먼스가 좋았던 주도 업종과 주도주를 매수하는 전략이 시장을 이기는 가장 단순하면서 효과적인 방법이다. 보통 투자자들은 많이 오른 주식에 대해 거부감을 느끼면서 아직 저평가된 주식을 찾지만 이는 알파를 가져다주지 못했다. 많이 오른 주식을 사는 것은 마음이 불편하나 알파를 갖다줬다. 1999년의 닷컴 버블, 2020년의 팬데믹 버블에서 공통적으로 나타났던 현상이다.

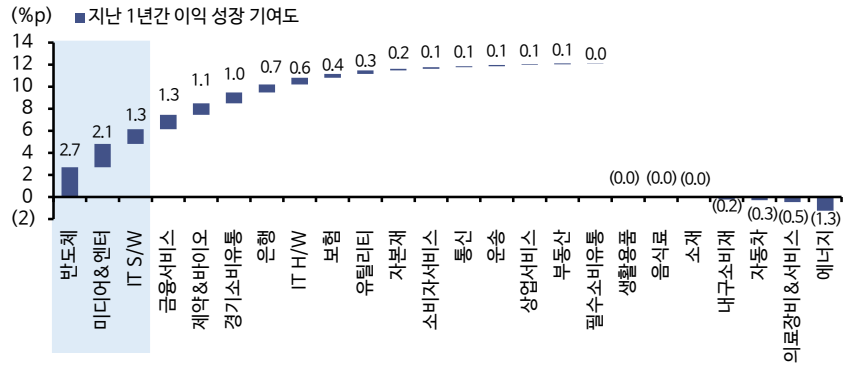
보통 주도주가 시장을 계속 이기는 이유는 실적의 우위가 연속되기 때문이었다. 2025년의 상황도 그렇다. 지난 12개월간 S&P 500의 이익은 9.9% 성장했는데 이 중 AI 업종의 이익이 전체 실적 성장의 62%를 설명하고 있다. 이들이 무너지면, 새로운 주도주가 탄생하는 게 아니라 시장 전반의 하락을 걱정해야 한다.

모멘텀 스타일의 초과성과 추이: 주도주는 강세장을 이용하는 가장 확실한 방법



자료: LSEG, 신한투자증권

AI 관련주가 지난 1년간 S&P500 이익 성장의 60% 이상을 설명



자료: LSEG, 신한투자증권

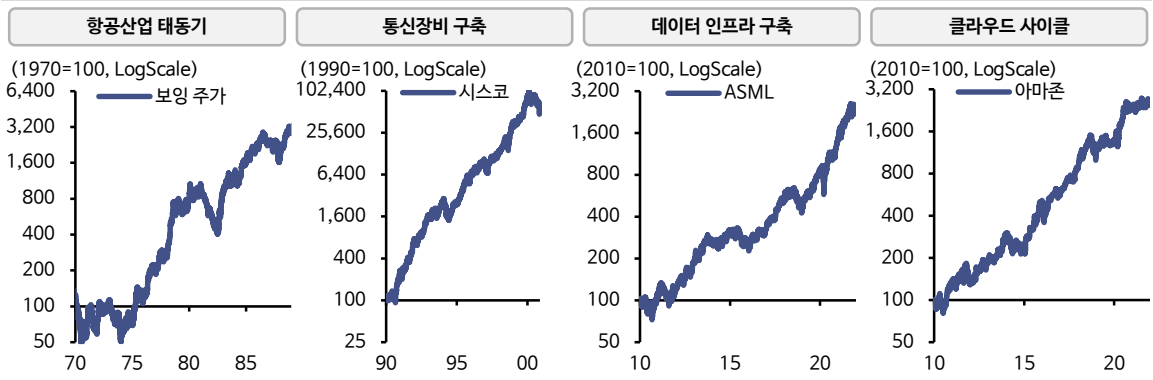
강세장에서 주도 업종은 잘 바뀌지 않음. 주도주는 더더욱 바뀌지 않는 경향

주도주/산업이 다른 산업에게 추격을 허용하지 않으면서 강세장에서 아웃퍼폼한다는 사실은, part 4에서 점검했었던 특정 경기 확장 국면이 진행되는 과정에서 주도 경제(신경제 or 구경제 여부)가 잘 바뀌지 않는다는 사실에 부합한다.

이 같은 특성은 시대정신을 대표하는 대장주에서 더욱 두드러진다. 단독 player거나 타의 추종을 불허하는 기술력을 가지거나, 공급망에서 대체 불가능한 입지를 가지기 때문에 가격 교섭력이 높고 펀더멘탈 차원에서 지배적인 지위를 가진다면 주도 산업 내에서 발생하는 순환매에서도 자유로운 경우가 많았다. 뿐만 아니라 장기간 시장 평균을 초과하는 성과를 지속하는 경우가 많았다.

역사적으로 닷컴 버블기의 시스코·마이크로소프트, 클라우드 사이클기의 아마존·ASML이 대표 사례다. 인터넷 인프라와 반도체 장비라는 산업 필수재를 장악하며 업종 변동과 무관하게 10년 이상 지속적인 아웃퍼폼을 기록했다. 더 거슬러 올라가면, 항공산업 태동기인 1960~1970년대 보잉 역시 상업용 제트기 시장에서 사실상 독점적 지위를 확보하며 장기간 주도주 지위를 유지했다.

사이클을 대변하는 주도주 자체는 더더욱 주도 지위를 잃기 힘들다



자료: LSEG, 신한투자증권

실적 우위 주도주 그룹:

- 1) 엔비디아(반도체)
- 2) 팔란티어(AI S/W)
- 3) 마소(클라우드)
- 4) 메타(AI/광고)
- 5) 로빈후드(결제 인프라)
- 6) GE베르노바(전력)

과거 주도주들의 흥망성쇠를 살펴보면, 주도주들의 아웃퍼폼이 멈추려면 둘 중 하나의 트리거가 발동되면 된다. 1) 첫 번째는 경기 침체와 대세 약세장의 도래다. 2) 주도주가 압도적인 기업이익 우위를 잃고 평범해지는 것이다.

우리는 앞서 2027년까지 시장의 상승 여력이 있음을 살펴봤다. 그렇다면 이들이 언제 주도주가 교체될지에 대한 판단은 의미가 없게 되며, 이 흐름에 맞서기보다 강세 흐름에 편승해 수익률을 극대화하는 것이 합리적이다. 이들이 펀더멘탈 우위를 잃는지/아닌지에 대한 판단만 하면 된다.

2025년 현재 AI 주도주들은 완전히 새로운 길을 개척하거나 다른 기업으로 대체가 불가능해 구조적인 펀더멘탈 우위를 누리고 있다. 자연스럽게 실적, 가이던스, 투자계획도 우위를 보여주고 있다. 엔비디아(반도체), 팔란티어(AI S/W), 마소(클라우드), 메타(AI/광고), 로빈후드(결제 인프라), GE베르노바(전력 인프라) 등이다.

이외에 브로드컴(반도체), 애플비·스포티파이(AI/광고), 오라클(AI S/W), 버티브(전력 인프라), 코인베이스(결제 인프라)도 강한 상승 추세를 타는데 주목한다. ETF에선 JTEK.US(IT 리더), MAGS.US(M7), SMH.US (주도주 비중 높음), FDN.US(인터넷), SOCL.US(소셜미디어), GRID.US(전력망)도 대안이 될 수 있다.

주도주 List 및 퍼포먼스 요약

업종/테마	종목	티커	시총 (\$bil)	주가 상승률 (%)		12MF EPS 3M (%)	펀더멘탈 성장률 (% YoY)		
				3M	12M		25Y EPS	26Y EPS	26Y 매출
반도체 (AI H/W)	엔비디아	NVDA	4,469	68.2	56.5	12.1	51.3	37.0	29.5
	브로드컴	AVGO	1,471	62.5	94.7	10.2	33.7	22.8	20.3
AI S/W	팔란티어	PLTR	443	57.9	595.3	28.9	67.5	33.1	34.3
	오라클	ORCL	713	80.4	82.0	7.8	10.9	18.1	18.6
하이퍼 스케일러	마이크로소프트	MSFT	3,934	33.9	26.5	8.9	14.7	16.5	14.9
	알파벳	GOOGL	2,362	20.1	18.4	10.8	29.5	13.9	10.3
AI/광고/ 플랫폼	메타	META	1,985	43.9	66.4	12.7	24.8	5.7	16.0
	넷플릭스	NFLX	521	8.3	95.0	10.8	32.6	23.1	12.9
	스포티파이	SPOT	150	19.4	113.1	(4.6)	9.6	93.4	15.5
	애플비	APP	158	73.5	505.7	46.2	107.2	51.1	26.9
결제 인프라	로빈후드	HOOD	101	132.3	454.6	31.1	70.8	21.0	19.1
	코인베이스	COIN	83	59.0	43.8	(6.3)	3.5	8.1	12.2
전력 인프라	GE베르노바	GEV	179	77.3	268.9	33.9	129.1	69.2	9.9
	버티브	VRT	55	68.3	82.6	16.2	40.6	24.6	14.8

자료: LSEG, 신한투자증권

관련 ETF List 및 퍼포먼스 요약

ETF명	티커	시총 (Mil\$)	일거래량 (천주)	주가 3M (%)	주가 12M (%)
JPMORGAN US TECH LEADERS ETF	JTEK	2,228	236	10.2	33.1
ROUNDHILL MAGNIFICENT SEVEN ETF	MAGS	2,545	1,865	16.5	37.7
VANECK SEMICONDUCTOR ETF	SMH	27,670	8,960	22.7	27.6
FIRST DOW JONES INTERNET ETF	FDN	7,201	319	8.4	40.1
GLOBAL X SOCIAL MEDIA ETF	SOCL	150	33	26.7	50.1
FT. CLN EDGE SMRT.GRID INFRA ETF	GRID	3,066	227	13.2	24.4

자료: LSEG, 신한투자증권

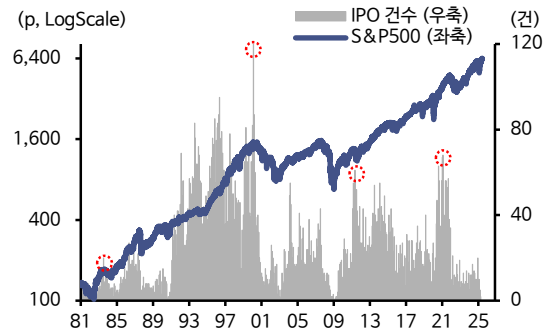
알파를 찾는다면: 1) 버블에 올라타는 가장 직접적인 방법, IPO

버블 정점 이전 단계에선
IPO가 중단기적으로
높은 알파 창출 가능

주식시장이 버블 국면에 진입하면 과잉 유동성, 저금리 기초, 미래 산업에 대한 과도한 낙관과 FOMO 심리까지 중첩되어 지수가 비정상적인 속도로 상승한다. 이때 가장 민감하게 반응하는 지표 중 하나가 IPO다. IPO는 단순한 상장 절차가 아니라, 기업과 주관사가 시장 심리와 수급 환경을 측정해 자본을 조달하는 전략적 이벤트다. 유리한 여건이 형성된다면 기업들은 IPO를 마다할 이유가 없다.

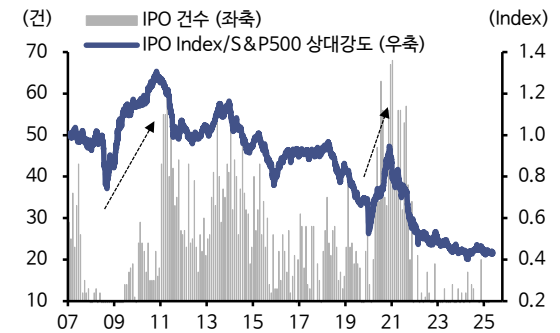
IPO 붐은 대개 시장 과열의 전형적인 신호로 작용하지만, 역설적으로 정점 이전 단계에서는 단기적으로 높은 알파를 창출할 수 있는 구간이 된다. 특히 신산업 분야의 신규 상장은 희소성과 주목도를 기반으로 대형주보다 훨씬 유리하게 자금을 끌어들이는 경향이 있다. 이러한 종목들은 상장 직후 단기간에 높은 주가 상승률을 기록하면서 버블 시기에 직접적인 수익 기회를 창출한다. 1999년, 2020년의 경우 상장일 평균 주가 상승률이 40%를 상회했었다.

IPO 급증은 통상 과열 신호로 여겨지지만



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

반대로 과열 전이라면 가장 직접적인 투자 기회



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

버블 시기 IPO 패턴 비교 분석: 닷컴 버블과 팬데믹 버블의 Case

앞서 버블 사례로 언급했던 1929년 대공황 전 버블 국면에서는 스타트업이나 벤처기업의 대규모 IPO는 거의 나타나지 않았다. 당시 시장을 주도한 기업은 이미 성숙 단계에 있던 대형 제조업체였으며, 신규 상장보다는 기존 발행주의 추가 발행이나 유통 물량 확대를 통해 자본을 주로 조달했다.

반면, 1999년 닷컴 버블과 2020년 팬데믹 이후 국소적 버블 국면에서는 기술주/스타트업이 주도하는 IPO 붐의 패턴을 뚜렷하게 관찰할 수 있다. 1) 초기에는 이미 사업모델이 검증된 대형 혁신기업이 상장하여 주도권을 잡는다. 2) 이후 중기에는 성장성이 높지만 수익성이 불확실한 중소형주로 상장 대열이 확산되고, 3) 이런 종목들까지도 급등하면 버블 말기에는 본질적 가치보다 테마·유행에 의존하는 종목들이 시장에 대거 쏟아져 나온다.

버블 국면 IPO 과열 패턴:

- 1) 대형 혁신주 등장
- 2) 성장성이 높지만 실적이 불확실한 종목 등장, 주가 변동성 확대
- 3) 테마·유행에 의존하는 종목 대거 상장

구체적으로 살펴보자. 닷컴 버블의 초입은 아마존과 이베이같은 ‘실체가 있는’ 혁신주가 이끌었다. 아마존은 당시 적자였지만 온라인 서점에서 종합 전자상거래 플랫폼으로 확장하며 시장의 장기 성장 내러티브를 대표했다. 이러한 종목들은 상장 후에도 일정 기간 견조한 흐름을 유지하며 시장 신뢰를 형성했다.

중간 단계로 넘어가면 애플 테크놀로지와 이트레이드 같은 종목이 시장에 합류한다. 애플 테크놀로지는 반도체 기업으로 IT 산업 전반의 성장 서사에 편승했다. 이트레이드는 온라인 증권거래 플랫폼으로, 개인투자의 폭발적인 증가로 실질 수요 기반이 있었지만 시장 기대치가 급격히 높아지며 상장 후 단기 랠리와 빠른 조정을 반복했다. 이 시기부터는 과대평가된 종목의 비중이 늘어나기 시작했다.

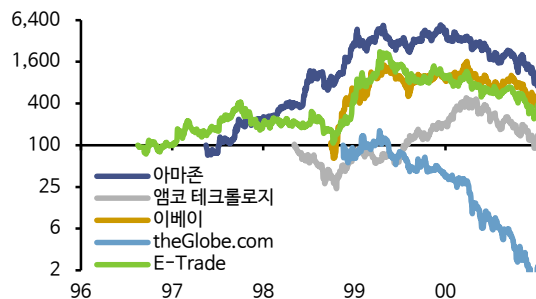
버블 말기에는 Pets.com, theGlobe.com처럼 매출 기반이 거의 없고 성장 내러티브만으로 상장하는 순수 테마주가 대거 등장했다. 상장 당일 공모가 대비 수백 퍼센트 급등했지만, 대부분 상장 직후 몇 달 안에 급격히 하락했다. 이 시기 중요한 신호는 IPO 건수 급증뿐만 아니라, 상장 직후 단기간에 주가가 식어버리는 종목의 비중이 눈에 띄게 늘어났다는 점이다.

팬데믹 버블의 초입 역시 검증된 대형 혁신주가 중심이었다. 스노우플레이크, 에어비엔비가 대표적이다. 이들 기업은 상장 직후 단기 랠리를 기록했지만, 이후 점진적인 조정에 들어가면서도 시가총액 방어에 성공했다. 이후 로블록스, 코인베이스 같은 종목이 등장했다. 로블록스는 메타버스 내러티브로 주목을 받았지만 매출 구조가 취약했고, 코인베이스는 수익성이 암호화폐 가격에 크게 의존했다. 이들 종목은 상장 후 단기 랠리와 빠른 조정을 오갔다.

버블 말기에는 애플비스트, 리비안, 로즈타운 모터스처럼 펀더멘털이 미약하거나 사업 실행력이 불안정한 기업이 상장 대열에 합류했다. 애플비스트는 스마트팜 모델을 내세웠으나 현금 소진 속도가 빠르고 수익화가 불투명했다. 리비안은 상장 직후 시가총액이 1,000억 달러를 넘었으나 생산 차질과 비용 부담으로 1년 만에 주가가 75% 이상 하락했다. 이 시기에도 상장 직후 급등세가 불과 몇 주 만에 주가가 식어버리는 종목이 급격히 늘어나면서 버블 말기 신호가 나타났다.

닷컴 버블 시기 IPO 사례

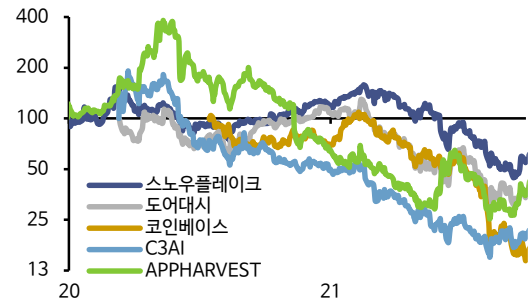
(상장일=100, LogScale)



자료: LSEG, 신한투자증권

팬데믹 버블 시기 IPO 사례

(상장일=100, LogScale)



자료: LSEG, 신한투자증권

향후 IPO에 적극적으로 참여해봐도 될 이유

지금 IPO에 관심을

가져야 할 이유:

- 1) 언더프라이싱의 특성
- 2) IPO 과잉 시그널 부재
- 3) 기업 질적 수준 재고
- 4) 유동성 직접 수혜

과거 경험과 대조해보면, 추후 IPO를 통해 알파를 창출할 수 있다는 생각이다.

첫째, IPO의 구조적 언더프라이싱이다. 정상적인 시장 환경에서 상장 당일 공모가 대비 수익률은 7~15% 구간에 집중되는데, 이는 가격 산정 과정에서 발생하는 의도적 언더프라이싱(underpricing) 때문이다. 발행사와 주관사는 수요예측 과정에서 청약 흥행과 배정 원활화를 위해 공모가를 내재가치보다 낮게 설정하는 경향이 있다. 이러한 구조적 현상은 단기간에 사라지기 어렵다.

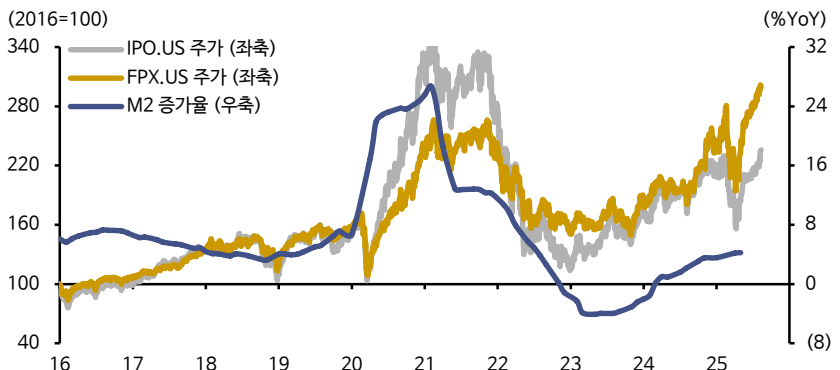
둘째, IPO 과잉 시그널이 아직 없다. 버블 말기에는 펀더멘털이 취약한 순수 테마주가 대거 상장하고, 상장 직후 단기 급등 후 급락하는 종목 비중이 급증한다. 그러나 현재는 IPO 건수 자체가 많지 않고, 과거 과열기에서 나타났던 무차별적 추격 매매 양상도 제한적이다. 이는 현재의 IPO 시장이 무분별한 투기 국면이 아니라 종목별로 선별적인 접근이 가능한 환경임을 의미한다.

셋째, 상장 기업의 질적 수준 제고다. 2025년에는 제품과 시장 적합성이 입증된 민간 유니콘 기업들이 상장을 공식화하고 있다. 디자인 협업 플랫폼 피그마, 스테이블코인 인프라 기업 서클 등이 이미 상장했고, 원전 대장주 홀텍도 대기 중이다. 과거 과열기와 달리 상장 기업의 평균 업력은 높아졌으며, 매출과 현금흐름 가시성이 개선된 기업들이 상장 대열에 합류하고 있다.

넷째, 가장 중요한 점인데 IPO 주식의 유동성 확대의 직접적 수혜처라는 점이다. 신규 상장은 본질적으로 자금 유입이 발생하는 이벤트이고, 상장 초기 시장 유동성을 끌어모으는 경향이 있다. IPO 주식을 편입한 ETF(IPO.US, FPX.US) 주가와 미국 M2 증가율은 동행하는 경향이 있다. 특히 2020~2021년 유동성 급증기에 IPO ETF 주가는 1년만에 1배 가까이 상승했다.

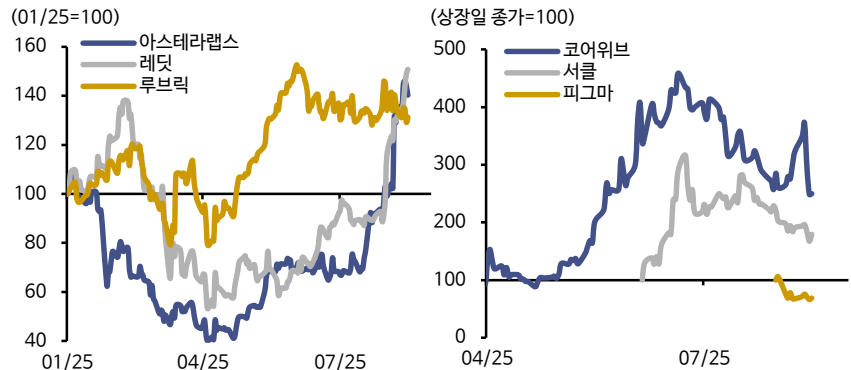
결론적으로 현재 IPO 시장은 과열 징후가 없고, 질적 수준이 높아진 기업들이 등장하는 동시에, 유동성 회복 국면에서 직접적인 수혜를 받을 수 있는 구조적 장점을 갖추고 있다. IPO 주식에 대한 전략적 투자를 검토할 만한 국면이다.

IPO 주식은 유동성 그 자체라고 볼 수 있음



자료: LSEG, 신한투자증권

최근 상장된 IPO 주식 퍼포먼스



자료: LSEG, 신한투자증권/ 주: 오른쪽 올해 상장 종목들은 상장 당일 증가 기준

과거 및 예정된 예정된 주요 IPO

기업명	티커	섹터/테마	상장(예정)일	조달금액 (십억달러)
아스테라랩스	ALAB	반도체/연결 솔루션	24/03/20	0.53
레딧	RDDT	소셜미디어/광고	24/03/21	0.75
아이보타	IBTA	광고/미디어	24/04/18	0.56
루브릭	RBRK	사이버보안	24/04/25	0.75
코어위브	CRWV	AI 인프라	25/03/28	2.7
서클	CRCL	스테이블코인/결제	25/06/05	1.05
차임	CHYM	핀테크	25/06/12	0.86
피그마	FIG	AI 디자인 플랫폼	25/07/31	1.22
블리시	BLSH	암호화폐 거래소	25/08/13	1.1
홀텍	-	원전/SMR	25년 중	-
클라나	-	BNPL	9월 재추진 예정	-
볼트	-	모빌리티	26년 예정	-
데이터브릭	-	데이터/AI플랫폼	25~26년 예정	-
디스코드	-	커뮤니케이션	25~26년 예정	-

자료: 언론 종합, 신한투자증권

알파를 찾는다면: 2) 대형주가 될 중소형주 발굴하기

지금부터 '포스트 대형주'를 발굴해야 하는 이유

- 포스트 대형주를 지금
미리 발굴해야 하는 이유:
- 1) 리테일 자금 유입 확대
 - 2) 금융여건 완화
 - 3) 시장 폭 확대
 - 4) 과잉 시그널 부재

IPO와 비슷한 맥락으로 중소형주에서 '포스트 대형주'를 선별하기에 유리한 시기다. 대형주에 집중됐던 유동성이 완화 신호와 함께 시장 전반으로 확산되면 그간 소외됐던 종목 중 가격과 펀더멘털이 동반 개선되는 기업이 부각된다. 수급 구조 변화와 실적 모멘텀이 맞물리는 종목 중에서 차기 대형주 후보군이 탄생한다.

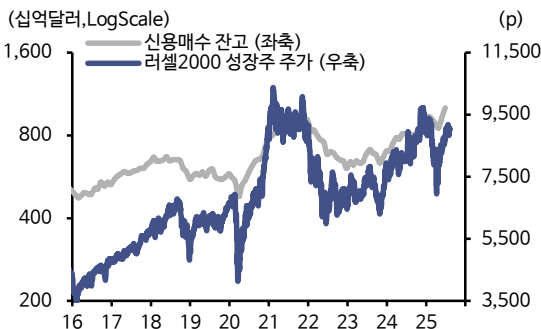
지금부터 미리 차기 대형주 후보군을 발굴해야 하는 가장 큰 이유는 리테일과 옵션 자금 유입 확대다. 중소형주는 개인 신용매수와 주식 강세 베팅 흐름과 밀접하게 연동되며, 특히 개별주식 콜/풋 비율과 ARKK ETF의 상대주가가 이를 잘 반영한다. 현재 리테일 자금은 꾸준히 유입되고 있고, 콜옵션 베팅도 증가세를 보이고 있어 중소형 성장주에 우호적인 수급 환경이 형성되고 있다.

크레딧 스프레드 축소와 금융여건 완화는 차입 의존도가 높은 중소형주에 즉각적인 비용 절감 효과를 준다. 특히 금리 인하 전환기에 중소형주의 상대 강도가 바닥을 찍고 반등하는 패턴이 역사적으로 반복됐다. 2003년 IT버블 붕괴 이후, 2009년 금융위기 직후, 2020년 팬데믹 초기 등 모두 금융 긴축→완화 전환 국면에서 중소형주가 시장 대비 아웃퍼폼했다. 버블 환경에서는 이 완화 효과가 레버리지 높은 성장주에 더 크게 작용해 단기간 가격 레벨을 크게 끌어올린다.

대형주 주도 장세가 후반부에 진입하면 상승폭이 점차 전 종목군으로 확산된다. 과거 버블 시기에도 주요 중장기 이동평균을 동시에 상회하는 종목 비중이 일정 수준 이상으로 올라설 때, 중소형주가 박스권을 돌파하는 경우가 많았다.

IPO와 마찬가지로 중소형주도 아직 오르게 없다. 버블은 초기 대형 성장주의 쏠림 구간 → 후발주-중소형주로 매수세 확산 → 전반적 과열로 이어진다. 후발 랠리 구간은 종종 지수 대비 중소형주 상대수익률이 가파르게 치솟는 시기와 겹친다. 이후 테마스토리 기반의 중소형주 가격 왜곡이 극대화되면서 유동성만 남고 펀더멘털이 빠진 적자 성장주 단독 랠리로 이어진다. ARKK ETF의 최근 주가 강세가 두드러지지만 상대강도는 지난 3년여간 오르게 아직 없는 수준이다.

중소형 성장주는 곧 리테일: 1) 신용매수와 연계성



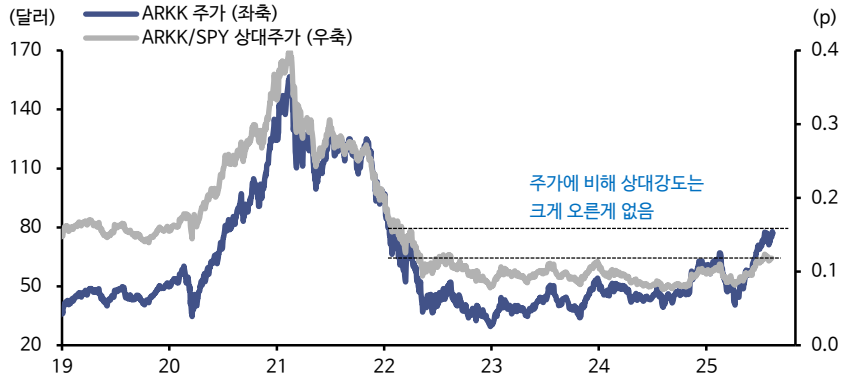
자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권

중소형 성장주는 곧 리테일: 2) 옵션과의 연계성



자료: LSEG, 신한투자증권

ARKK 주가 오른 것 같지만 상대강도로 놓고 보면 오른 게 없는 수준

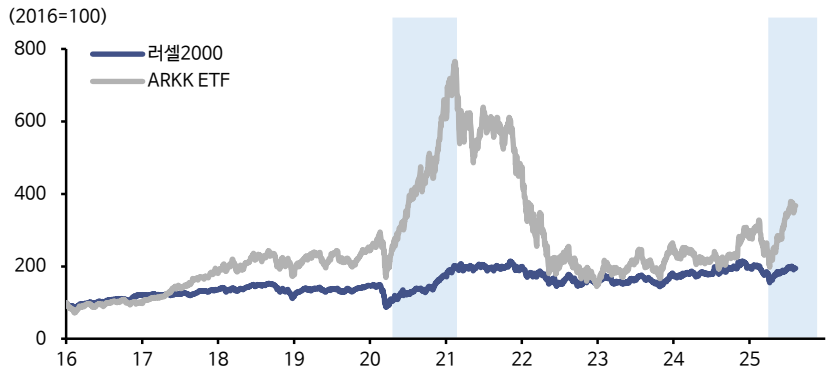


자료: LSEG, 신한투자증권

버블을 염두에 둔다면,
중소형주 투자심리 확인과
투자는 러셀 2000이 아닌
ARKK가 더 적합

한 가지 짚고 넘어갈 부분으로 통상 중소형주의 동향을 가늠할 때 러셀 2000을 사용하는 경우가 많은데, 2010년 이후처럼 구조적 성장주가 시장을 주도한 시기에는 러셀 2000보다 ARKK가 risk-onセンチ먼트를 더 정확하게 반영한다는 생각이다. 러셀 2000은 이익 없는 좀비기업, 고정비가 높은 산업주, 과도한 레버리지가 낀 지역은행 등 가치주 비중이 높아 고성장 테마를 추적하는 데 한계가 있다. 반면 ARKK는 미래 성장 스토리에 투자하는 고밸류-하이퍼그로스 비중이 높다. 향후 국면에서도 단순 중소형주보다 ARKK가 보다 유용한 지표이자 투자처겠다.

중소형주センチ먼트를 확인할 때 러셀2000이 아닌 ARKK를 봐야한다



자료: LSEG, 신한투자증권

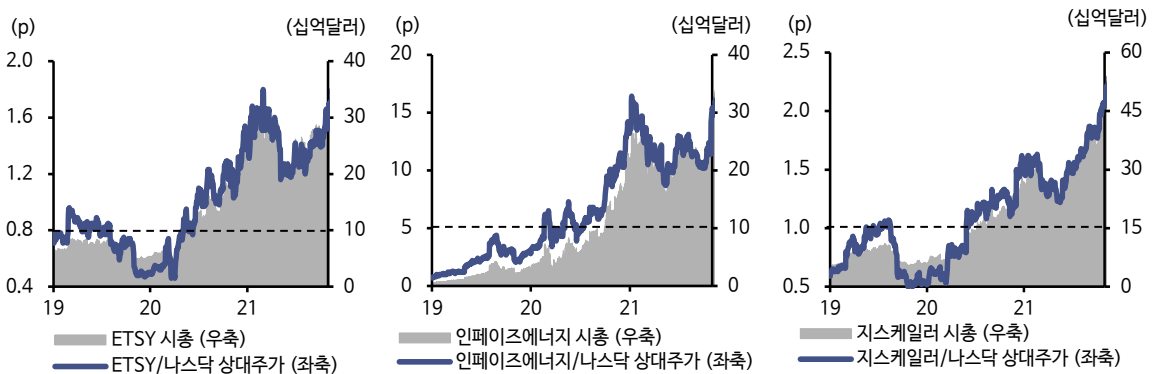
팬데믹 시기 중소형주에서 대형주로 전환된 사례 다수 출현. 전환 시점부터 주가 상승 탄력 배가

팬데믹 국면에서 중소형주로 출발해 이후 대형주로 턴어라운드 성공한 사례가 다수 존재했다. 대표적인 예가 지스케일러다. 상장 당시에는 중형 보안주였으나, 원격 근무 확산과 함께 제로 트러스트 아키텍처에 대한 수요가 급증하면서 존재감을 키웠다. 인페이즈 에너지는 한때 틈새 태양광 인버터 제조업체로 분류됐지만, 태양광 패널 수요 확대와 함께 스마트 홈·배터리 솔루션까지 사업을 확장하며 외형을 키웠다. 이커머스 업체 엡시도 지속적인 GMV(총 거래액) 성장과 수익모델 다변화를 바탕으로, 이들 종목 모두 시가총액이 100억달러를 돌파한 시점 이후부터 주가 상승 탄력이 더욱 부각됐던 특징을 공유한다.

이들의 공통점은 명확하다. 팬데믹 이후 완화적 금융 환경과 리테일·옵션 자금 유입이 주가를 선행적으로 끌어올렸고, 이후 매출·ARR(연간 반복 매출) 확대, 대형 고객 침투, 지수 편입 등 실질적 성과가 뒤따르면서 체급을 빠르게 키웠다. 이는 버블 국면 중반에서의 중소형주 선별 전략이 단순한 투기적 접근이 아닌 알파 창출의 유효한 수단이었음을 입증한다.

결론적으로 일부 중소형주에서 금융여건 완화와 유동성 확산, 시장 폭 확대, 특히 실적 가시성 회복까지 맞물리는 강세장 중반부는 포스트 대형주 발굴하기에 최적의 타이밍이다. 이 조건이 충족되면 대형주 대비 월등한 알파를 기대할 수 있다. 현재 시장은 그 방향으로 수렴 중이다.

팬데믹 시기 중소형주에서 대형주로 등극한 사례들



자료: LSEG, 신한투자증권

중형주에서 주목할 테마:

- 1) AI 인프라·반도체
- 2) AI SW·플랫폼
- 3) 온디맨드경제/MZ소비
- 4) 우주항공
- 5) 결제 인프라
- 6) 바이오테크
- 7) CapEx

최근 몇 년내 상장을 했거나 기존 중소형주 중에서 시대 흐름을 반영하는 테마에 부합하고, 실적이 개선되거나 턴어라운드 국면에 있는 종목들을 선별했다. 이들은 차기 대형주로 성장할 잠재력이 높으며, 주로 AI 인프라·반도체, AI 소프트웨어·플랫폼, 온디맨드 경제(On-Demand Economy)/MZ세대 소비, 우주항공, 소비자 금융/결제 인프라, 바이오테크, CapEx 등 테마에 집중되어 있다.

ETF 대안으로는 최근 3~4년 내 상장된 IPO 기업을 선별 편입하는 IPO.US와 FPX.US를 제시한다. 또한 혁신 성장주에 투자하는 ARKK.US, 중소형 성장주 비중이 높고 밀레니얼 소비 트렌드를 반영하는 MILN.US도 추천한다.

IPO 및 중소형주내 주도주 후보군 List													
테마	종목	티커	시총 (Bil\$)	업종	12MF PER	주가 변화율		이익 증가율		지난 실적 추이 (순이익, Mil\$)			
						3M	12M	25F	26F	23	24	25F	26F
AI 인프라 /반도체	코어위브	CRWW	49	IT서비스	-	24.5	-	-	93.8	-	-	(614)	(38)
	아스테라랩스	ALAB	31	반도체&장비	100	105.2	354.3	91.9	29.7	-	143	275	357
	크레도	CRDO	20	반도체&장비	65	94.1	283.8	268.8	49.8	(3)	63	234	351
	시에나	CIEN	13	통신 장비	29	11.9	68.9	33.7	38.2	407	264	354	489
	루멘텀홀딩스	LITE	8	통신 장비	23	48.6	122.9	295.5	76.7	137	66	260	460
	시타임	SITM	6	반도체&장비	77	5.1	58.4	157.2	55.2	4	22	57	89
AI SW /플랫폼	스노우플레이크	SNOW	66	IT서비스	145	8.7	55.5	27.2	43.9	327	307	390	561
	가이드와이어	GWRE	18	SW	73	(2.6)	43.0	44.9	23.5	76	155	224	277
	루브릭	RBRK	17	SW	-	0.6	156.9	-	적축	-	-	(201)	(116)
	유니티	U	16	SW	-	66.6	130.2	적축	적축	13	(664)	(326)	(123)
	컴볼트시스템	CVLT	8	SW	41	1.1	19.8	15.2	17.4	132	154	177	208
온디맨드경제 /MZ소비	도어대시	DASH	106	여행레저	73	22.8	92.2	409.5	64.7	(558)	206	1050	1728
	씨	SE	105	엔터테인먼트	44	9.8	124.9	311.4	53.9	156	447	1839	2829
	카바나	CVNA	75	전문 소매	60	16.7	124.5	344.8	37.7	(428)	210	934	1286
	레딧	RDDT	46	인터넷티브미디어	95	117.7	348.8	흑전	75.6	-	(484)	357	627
	드래프트킹스	DKNG	22	여행레저	46	21.8	31.6	흑전	203.8	(682)	(507)	218	664
	아머스포츠	AS	21	의류	42	24.3	237.8	90.2	29.5	-	225	428	555
	츄이	CHWY	17	전문 리테일	58	(3.0)	49.4	83.6	35.4	38	125	229	311
	듀오링고	DUOL	15	다각화서비스	78	(38.2)	60.9	79.0	47.3	16	89	159	234
셀시어스	CELH	15	음료	44	45.5	42.6	172.0	29.6	182	105	286	371	
결제/ 자본시장	소파이	SOFI	28	소비자금융	51	70.8	239.6	145.6	79.1	(107)	150	367	658
	토스트	TOST	25	금융서비스	62	(3.5)	74.4	흑전	52.4	(246)	(10)	341	519
	홀리한로키	HLI	13	자본시장	23	5.5	24.9	29.9	16.9	300	386	501	586
	미스터쿠퍼	COOP	12	금융서비스	14	45.1	112.2	13.6	24.3	500	681	773	962
	에버코어	EVR	12	자본시장	19	27.4	27.9	30.2	44.0	277	416	541	779
	UMB파이낸셜	UMBF	9	은행	10	7.5	18.2	59.7	24.0	350	442	706	875
우주항공	로켓랩	RKLB	21	항공우주	-	73.1	574.8	적지	적축	(181)	(190)	(199)	(47)
	AST스페이스모바일	ASTS	17	종합 통신	-	80.3	54.9	적축	적축	(88)	(300)	(279)	(231)
	에어로바이런먼트	AVAV	12	항공우주	64	50.3	29.5	121.9	52.0	91	62	137	208
바이오 테크	뉴로크린바이오	NBIX	13	바이오테크	23	9.8	(8.4)	31.4	48.1	250	341	449	664
	엑셀리시스	EXEL	10	바이오테크	14	(15.6)	45.4	19.9	80.4	208	546	655	1182
	페넌브라	PEN	10	헬스케어장비	55	(9.9)	32.8	32.6	32.3	82	113	149	197
CapEx	마스텍	MTZ	14	건설	25	12.7	60.5	54.5	20.7	157	325	502	606
	차트인더스트리	GTLS	9	기계	15	15.3	71.8	21.2	30.9	204	405	492	643
	내셔널퓨얼가스	NFG	8	가스 유틸리티	10	7.5	47.9	38.2	16.2	443	479	662	770
IPO	서클	CRCL	34	SW	168	-	-	-	흑전	-	-	(31)	299
	아메리칸홈즈포렌트	AHR	7	헬스케어리츠	72	13.9	112.8	흑전	148.1	-	(38)	49	122
	라이프360	LIF	7	SW	190	41.8	133.1	-	125.1	-	-	21	48
	샌디스크	SNDK	7	하드웨어	7	10.1	-	-	72.2	-	-	612	1054

자료: LSEG, 신한투자증권

관련 ETF List 및 퍼포먼스 요약

ETF명	티커	시총 (Mil\$)	일거래량 (천주)	주가 3M (%)	주가 12M (%)
RENAISSANCE IPO ETF	IPO	164	147	16.4	30.1
FT US EQUITY OPPORTUNITIES ETF	FPX	1,039	35	15.0	56.3
GLOBAL X MILLENNIAL CONSUMER ETF	MILN	128	5	6.7	29.6
ARK INNOVATION ETF	ARKK	10,120	25,061	35.7	82.9

자료: LSEG, 신한투자증권

 Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김성환, 오한비).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 당사는 상회사 메타 플랫폼스, 넷플릭스, 엔비디아, 구글을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상회 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상회 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상회 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상회 회사 및 상회 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.