

OPINION

선임연구위원
강소현

한국 증시 코스피 4000 달성과 향후 과제*

2025년 하반기 한국 주식시장은 이례적으로 빠른 속도로 상승하며 코스피 4,000선을 돌파했고, 이는 장기간 ‘코리아 디스카운트’에 직면했던 국내 시장이 구조적 전환 국면에 들어섰음을 시사하는 상징적이자 실질적 이정표로 평가되고 있다. 다만, 지수 상승 기여가 소수 초대형주에 과도하게 집중되고 업종·시가총액 규모별 승자 편중이 심화된 한계도 분명하다. 특히 개인투자자는 상승 구간에서 승자를 팔고 패자를 매수하는 역추세적 행태를 보여 초과성과 달성이 어려웠던 것으로 나타났다. 코스피 4,000이 일시적 고점이 아닌 뉴노멀로 자리 잡기 위해서는 AI·반도체 등 차세대 핵심 기업의 발굴과 함께 R&D 및 자금조달에 대한 체계적 지원이 필요하다. 아울러 중소형주에 대해서는 공시 체계를 현실화하고 기업의 질을 제고하며, 한계기업 정리 기준을 정교화해야 한다. 개인투자자 측면에서는 장기 보유에 대한 세제 인센티브 등을 통해 장기·분산투자를 유도하고, 시장에서의 단계별 성장과 시장 신뢰 인프라를 강화하는 정책·제도 개선을 병행하는 등 지속적 노력이 필요할 것이다.

2025년 하반기 한국 주식시장은 이례적으로 빠른 속도로 상승하여 코스피 4,000선을 돌파하였고, 11월 초에는 4,222pt까지 기록하는 등 명목 지수 기준 사상 최고 수준을 경신하였다. 2020년 3월 팬데믹 직후 1,458pt에서 불과 6개월 만에 3,153pt로 2.2배 급등했던 사례가 있으나, 이는 단기 급락에 따른 기술적 반등 성격이 강하였다. 반면 2025년의 랠리는 삼성전자와 SK하이닉스 등 반도체 핵심 기업의 실적 개선과 AI 인프라 수요 확대라는 성과 기반의 동력이 중심이 되어, 2025년 중순 2,500~2,600pt 구간에서 출발해 기록적인 속도로 4,000선을 넘어선 점에서 성격이 다르다.

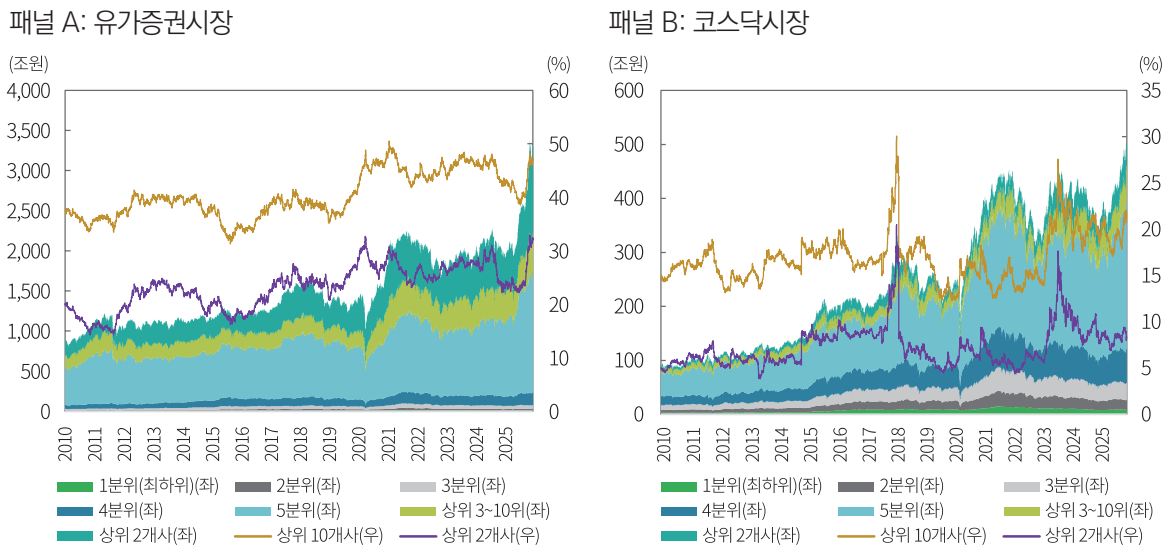
이 같은 성과는 장기간 ‘코리아 디스카운트’에 놓여있던 한국 주식시장이 구조적 전환점에 진입했음을 시사하는 상징적이면서도 실질적인 이정표라 할 수 있다. 다만 지수의 고속 레벨업이 곧바로 시장 전반의 질적 도약을 의미하는 것은 아니다. 상승 기여의 편중, 업종·규모 간 성과 격차, 투자자군별 매매 행태의 비대칭 등 구조적 이슈가 병존하고 있기 때문이다. 이에 본고는 2025년 하반기 성과의 성격을 객관적으로 진단하고, 코스피 4,000 시대가 일시적 국면이 아니라 지속 가능한 추진력으로 정착하기 위한 향후 과제를 제시하고자 한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

주식시장 상승 동력과 편중 현상

코스피 4,000 돌파는 한국 시장의 체력과 핵심 산업 경쟁력이 성과 기반으로 재평가되고 있음을 보여주는 긍정적 신호이다. 다만 상승 기여가 일부 상위 종목에 과도하게 집중되고 있다는 점은 우려 요인이다. <그림 1>의 2010년 이후 시가총액 분위별 추이를 보면, 유가증권시장에서 상위 종목 비중이 최근 들어 가파르게 상승하였다. 11월 초 기준 상위 2개사 비중은 약 1/3까지 확대되었고, 이는 불과 몇 달 사이 약 10%p 상승한 것으로 2010년 이후 최고치이다(<그림 1> 패널 A의 '상위2개사(우)'). 반면 상위 10개사 중 해당 2개사를 제외한 나머지의 비중은 약 15%로, 완만한 하락 추세가 이어졌다. 즉, 유가증권시장은 전반적으로 상위 종목 집중도가 높고, 특히 상위 2개사 편중이 최근 크게 심화되었다. 코스닥시장 역시 유가증권시장만큼은 아니지만 상위 10개사 비중이 21.7%까지 높아지는 추세가 확인된다(<그림 1> 패널 B의 '상위10개사(우)'). 이는 최근 밸리가 광범위한 업종 전반이 아니라 극소수 초대형주 중심으로 전개되었음을 시사하며, 지수의 변동성 민감도 확대와 투자자 체감 수익 격차를 키울 수 있는 편중 리스크를 내포한다.

<그림 1> 시가총액 분위별 규모 및 상위기업 규모 추이



주 : 1) 일별 시가총액을 기준으로 종목을 5분위로 분류하고, 최상위(5분위)는 다시 '상위 1·2위', '상위 3~10위', '그 외'로 세분화함

2) 각 구간의 시가총액은 해당 구간에 속한 종목들의 시가총액을 합산하여 산출함

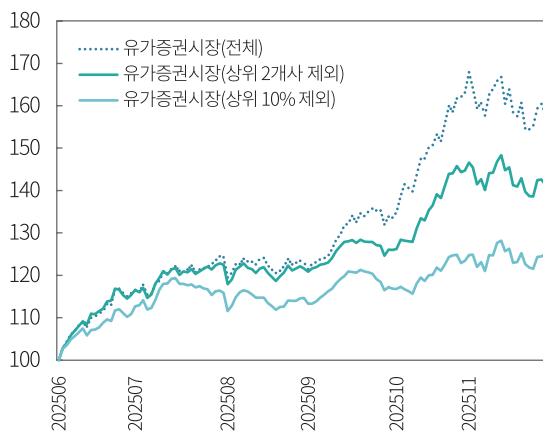
자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

상위 종목의 최근 주가 상승 기여도를 평가하기 위해 해당 종목을 제외한 지수 성과를 비교한 결과(<그림 2>), 지수 수익률이 소수 종목에 고도로 의존하고 있음을 확인하였다. 유가증권시장의 경우 6월 이후 11월 초까지 시가총액가중 수익률 기준 누적 상승률이 약 66%였으나, 상위 2개사를 제

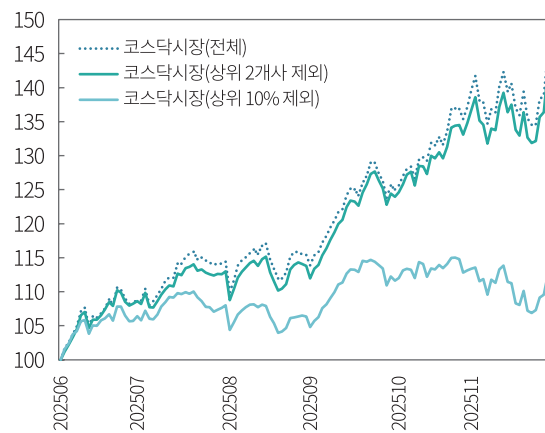
외하면 동일 기간 상승률은 40.6%로 축소된다. 이에 따라 상위 2개사의 기여도는 전체 상승폭의 약 38.5%(=25.4%p/66%)로 추정된다. 더 나아가 시가총액 상위 10%를 제외하면 하위 종목군의 누적 상승률은 약 25%에 그쳐, 이번 랠리가 광범위한 업종·종목으로 확산되지 않았음을 시사한다. 코스닥시장도 유사하며, 상위 10% 제외 시 누적 상승률이 12%에 불과해 대형주의 재평가가 지수 성과를 사실상 좌우하였다.

〈그림 2〉 상위 종목 지수 성과 기여도 분석

패널 A: 유가증권시장



패널 B: 코스닥시장

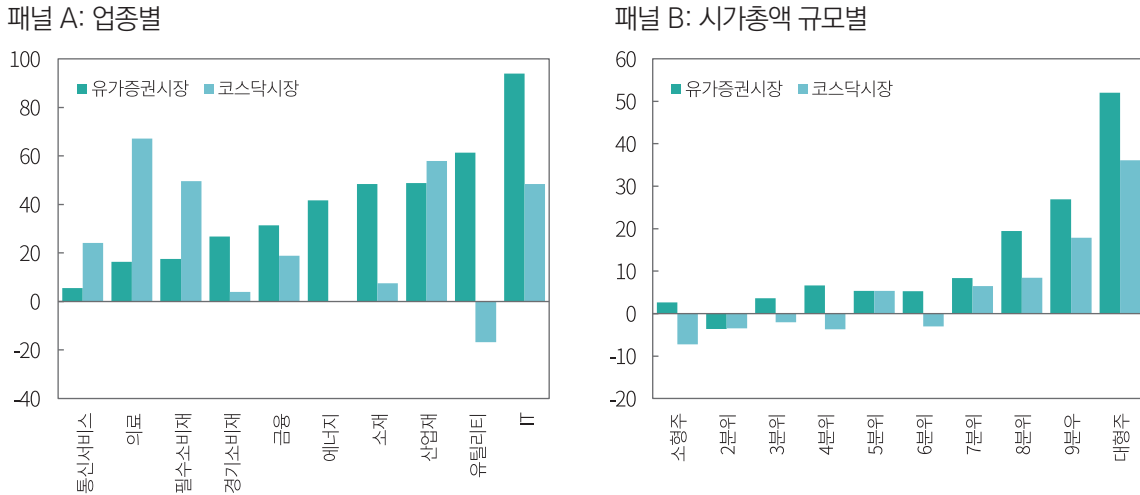


주 : 종목별 일별 수익률을 시가총액으로 가중평균하여 일별로 해당 포트폴리오의 수익률을 산출한 후, 포트폴리오 수익률을 2025년 6월 이후 누적하고, 2025년 6월 2일을 100으로 가정하여 가상의 지수를 도출함

자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

2025년 하반기 업종 성과는 소수 업종이 랠리를 견인한 구조였다. 시장별로 보면 유가증권시장은 IT가 압도적 우위를 보였고, 코스닥시장은 의료·산업재가 상대적으로 높은 수익률을 기록하였다(〈그림 3〉 패널 A). 시가총액 규모별로는 두 시장 공통으로 규모가 클수록 수익률이 높아지는 단조 증가 패턴이 확인된다(〈그림 3〉 패널 B). 최하위 버킷은 마이너스 또는 저수익에 머문 반면, 최상위 버킷은 유가증권시장에서 약 52%, 코스닥시장에서 약 36%의 높은 수익률을 시현하였다. 유가증권시장은 메가·대형주의 지수 기여가 강화되었고, 코스닥시장은 상위 대형 바이오를 중심으로 상승세가 두드러졌다. 결과적으로, 성과가 상위 시가총액 종목군에 집중되며 하위 종목군과의 확연한 격차가 관측된다.

〈그림 3〉 2025년 하반기 산업군 및 시가총액 규모별 주가 성과



주 : 1) 2025년 6월 대비 10월 증가수익률을 각 그룹별로 시가총액으로 가중평균한 값임
 2) 시가총액 10개 분위 구분은 2025년 5월말 시가총액을 기준으로 함
 자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

종합하면 하반기 시장 상승은 산업 측면에서 반도체·AI 인프라, 규모 측면에서 초대형주 편중이 나타난다. 이익·수급의 차별성이 커질수록 상위 편중과 의존도가 높아져 지수의 변동성 민감도와 투자자 체감 수익 격차가 확대될 가능성이 있다.

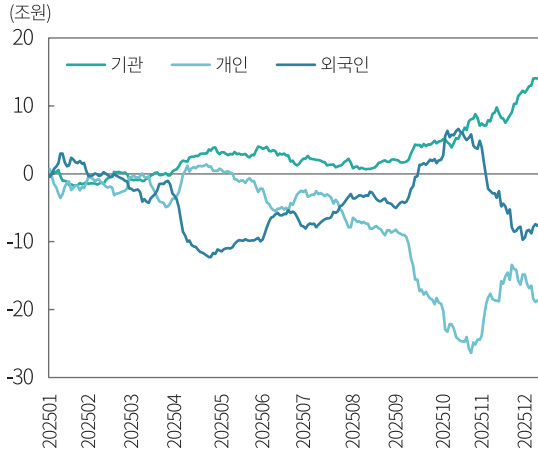
상승국면에서의 투자자 행태

최근 6~11월 상승 구간을 대상으로 투자자군별 누적 순매수 흐름을 점검한 결과, 개인투자자는 승자군을 순매도하고 패자군을 순매수하는 역추세 성향이 뚜렷하였다. 높은 성과를 보였던 유가증권시장 대형주(상위 10%)와 업종 1위(IT)에서는 외국인·기관의 순매수가 상승을 견인한 반면, 개인은 일관된 순매도를 누적하였다(〈그림 4〉 패널 A·B). 반대로 성과가 저조한 하위 업종군에서는 개인의 저가매수가 강화되었고, 6~10월에만 약 3.3조원을 순매수한 것으로 나타난다(〈그림 4〉 패널 D). 같은 구간에서 기관과 외국인은 해당 하위 업종을 지속적으로 축소하였다.

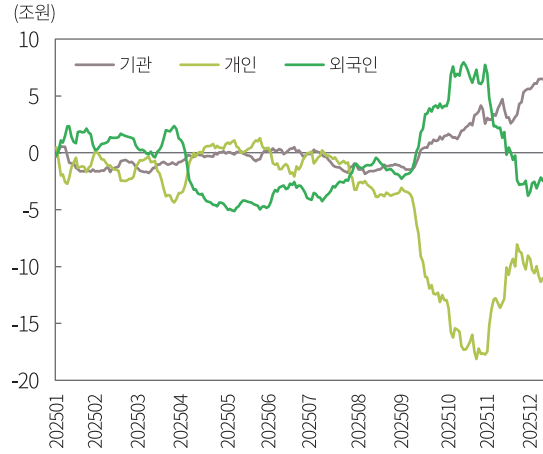
이러한 수급 구조로 개인의 실현 성과가 제약될 가능성이 크다. 첫째, 승자군 순매도는 상승 초과수익의 포기로 이어지며, 추세가 연장될수록 기회손실이 확대된다. 둘째, 부진군 순매수는 가치 회복 지연 및 유동성 취약 구간에서의 평가손 확대로 연결되기 쉽다. 셋째, 외국인과 기관의 모멘텀 편승과 대비되는 개인의 역추세 매매가 지속되면, 지수는 오르더라도 개인의 체감수익은 낮아질 가능성이 높다. 결과적으로 6월 이후 강한 랠리에도 불구하고 개인이 성과를 온전히 실현하지 못했을 가능성이 높다.

〈그림 4〉 유가증권시장 주가성과 고저에 따른 투자자별 누적순매수

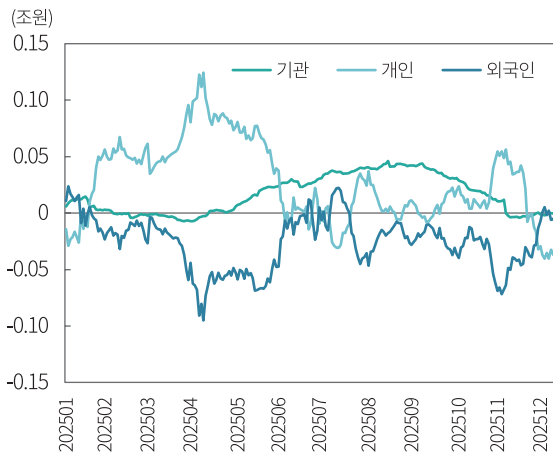
패널 A: 주가성과 고-대형주(상위 10%)



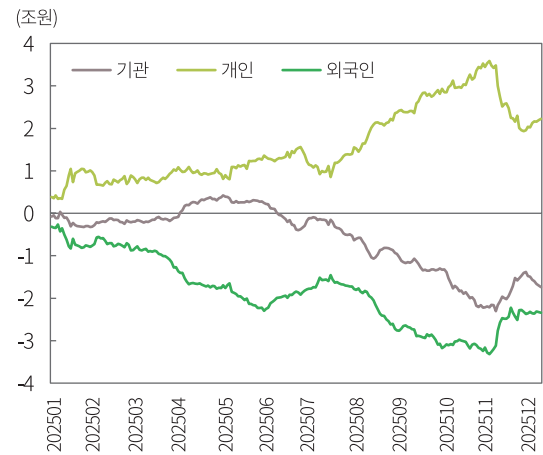
패널 B: 주가성과 고-상위 1위 업종(IT)



패널 C: 주가성과 저-소형주(하위 40%)



패널 D: 주가성과 저-하위 3개 업종

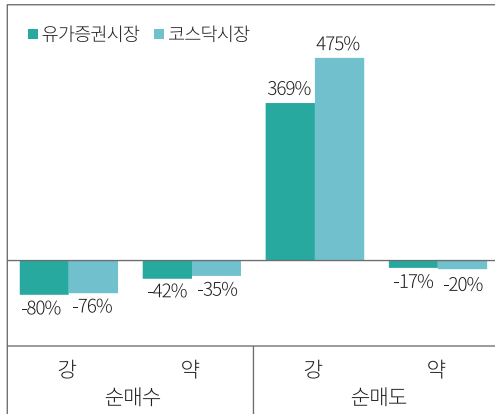


자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

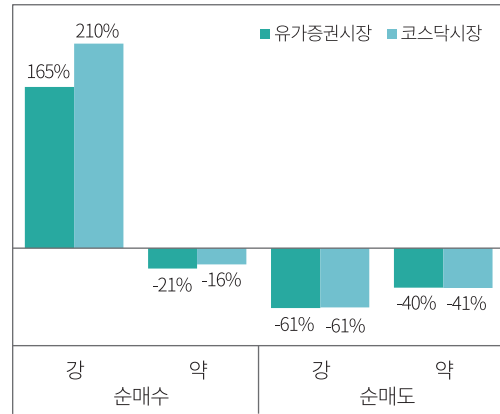
추가적으로, 개인의 순매수 또는 순매도 정도에 따라 성과를 살펴본 결과, 개인의 역추세 성향이 성과 부진으로 연결되었을 가능성이 높은 것으로 보인다. 개인의 일별 거래를 순매수와 순매도로 구분하고, 각 집단을 강(상위 구간)·약(하위 구간)으로 세분하여 누적 초과수익을 산출한 결과, 개인이 순매수한 종목군의 초과수익은 일관되게 음(-)으로 나타났다. 반대로 개인이 강하게 순매도한 종목군은 랠리 구간에서 큰 폭의 양(+)의 초과수익을 기록하였다(〈그림 5〉 패널 A). 즉 개인이 판 종목은 오르고, 산 종목은 덜 오르거나 하락하는 결과가 반복되었다고 해석된다. 같은 방법으로 외국인의 초과수익을 살펴본 결과, 강 순매수 종목에서 양의 초과수익, 순매도 종목에서 음의 초과수익이 관찰되어, 승자 편승형 매매가 성과로 연결되는 대조적 패턴이 확인된다(〈그림 5〉 패널 B). 6~11월 강세 국면에서 개인은 추세를 역행하는 행태로 인해 지수 대비 성과를 달성하기 어려웠을 가능성이 높다.

〈그림 5〉 투자자별 순매수 강도에 따른 누적 초과수익률

패널 A: 개인투자자



패널 B: 외국인투자자



주 : 1) 초과수익률은 개별 종목의 2020년 1월부터 2025년 11월까지의 일별 주가 자료를 이용하여 시장모형을 바탕으로 시장수익률에 대한 개별 종목의 기대수익률을 통제한 후 도출한 초과수익률로 계산함
 2) 산출한 개별 종목의 일별 초과수익률을 기준으로, 2025년 6월부터 2025년 11월 동안 투자자 유형별 순매수·순매도 강도(강·약)에 따라 각기 두 개의 그룹으로 구분함
 3) 각 그룹에 포함된 종목의 초과수익률을 시가총액으로 가중 평균하여 포트폴리오 초과수익률을 산출하고, 이를 해당 기간 전체에 대해 누적하여 누적초과수익률을 계산함

자료: FnGuide, KRX, 저자 계산

개인투자자의 이러한 행태는 이례적인 것은 아니다. 제한된 정보, 주의집중의 제약, 처분효과 등 행동편향으로 인해 개인은 상승 국면에서 추세를 역행해 손실을 보는 경향이 다수의 연구에서 지적된 바 있다. 대표적으로, 개인이 빈번하게 거래할수록 시장대비 수익률이 유의하게 낮아지며 과도한 회전율이 성과 저하의 핵심 요인임이 보고되었고¹⁾, 개인 손실의 상당 부분이 공격적 주문과 비효율적 타이밍에서 발생함도 확인된다.²⁾ 더불어 개인은 뉴스나 거래급증 등 주의를 끄는 종목을 순매수하는 반면 승자는 조기에 처분하는 경향이 확인되어, 강세장에서 승자 회피, 패자 선호가 성과열위를 키울 수 있음을 시사한다.³⁾ 요컨대, 이번 국면에서 관측된 개인의 승자 순매도, 패자 순매수는 기존 연구와 일관된

1) Barber, B. M., Terrance, O., 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *The Journal of Finance* 55(2), 773-806.
 2) Barber, B. M., Lee, Y., Liu, Y., Odean, T., 2009, Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?, *The Review of Financial Studies* 22(2), 609-632.
 3) Barber, B. M., Odean, T., 2008, All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors, *The Review of Financial Studies* 21(2), 785-818.
 Barber, B. M., Lin S, Odean, T., 2024, Resolving a paradox: Retail trades positively predict returns but are not profitable, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 59(6), 2547-2581.
 Haghghi, A., Faff, R., Oliver, B., 2024, Retail traders and co-movement: Evidence from Robinhood trading activity, *International Review of Financial Analysis*, 1-20.
 Luo, C., Ravina, E., Sammon, M., Viceira, L. M., 2025, Retail investors' contrarian behavior around news, attention, and the momentum effect, NBER Working Paper 34086.

현상으로, 행동 편향이 지속될 경우 강한 상승장에도 불구하고 개인투자자의 실현 성과가 시장 수익률에 미달할 가능성이 높다.

평가 및 향후 과제

코스피 4,000은 한국 시장의 펀더멘털과 핵심 산업의 재평가가 결합해 달성된 성과이지만, 지수 기여가 소수 초대형주에 과도하게 집중되고 업종·시가총액 규모별 승자 편중이 심화되었다는 한계가 존재한다. 특히 개인투자자는 상승 국면에서 승자 순매도·패자 순매수의 역추세 행태를 보여 초과성과 실현이 어려웠던 점이 확인된다. 이러한 편중 위험을 완화하고 코스피 4,000이 일시적 고점이 아니라 뉴노멀로 정착하려면, 산업·종목 다변화를 통해 상위 종목 집중을 완화하고, AI·반도체 등 차세대 핵심 기업을 발굴하여, R&D 및 자금조달을 체계적으로 지원해야 한다. 아울러 대형 종목의 성과에만 의존하는 구조에서 벗어나, 중소형주의 공시를 특성에 맞춰 구성하고 공시의 실질적인 질을 높이고, 한계기업 정리 기준을 정교화할 필요가 있다. 또한, 개인투자자에 대해서는 장기보유 세제 인센티브 등으로 장기·분산투자를 유도하고, 시장에서의 단계별 성장과 시장 신뢰 인프라를 강화하는 정책·제도 개선이 병행되어야 할 것이다.

Odean, T., 1998, Are investors reluctant to realize their losses?, *The Journal of Finance* 53(5), 1775-1798.

OPINION

선임연구위원
강현주

최근 원화 약세의 배경과 거시경제적 영향 평가*

최근 원달러 환율 상승은 고령화·저성장에 따른 해외증권 투자 확대라는 구조적 요인과 엔화 동조화·AI 투자붐 등 순환적 요인이 복합적으로 작용한 결과로 평가된다. 다만 순대외금융자산 확대, 외국인 자금 순유입, 낮은 환율 변동성, CDS 프리미엄 및 단기외채 지표의 양호한 흐름 등을 감안하면 대외 건전성은 대체로 견조하다. 또한 환율 상승에 따른 수입물가 부담에 대한 우려에도 불구하고, 2025년 중 평균 환율의 전년 대비 상승폭을 감안하면 소비자물가에 미치는 직접 영향은 제한적인 것으로 추정된다. 아울러 최근과 같이 통상환경의 불확실성이 큰 국면에서는 원화 약세가 수출 기업의 가격경쟁력 제고에 긍정적으로 작용할 여지도 있다. 종합적으로, 대외 건전성이 견조하고 실물경제에 대한 충격 가능성도 크지 않은 만큼 환율 수준에 대한 단선적 해석을 경계하되, 변동성 관리와 취약부문의 비용 부담을 중심으로 점검할 필요가 있다.

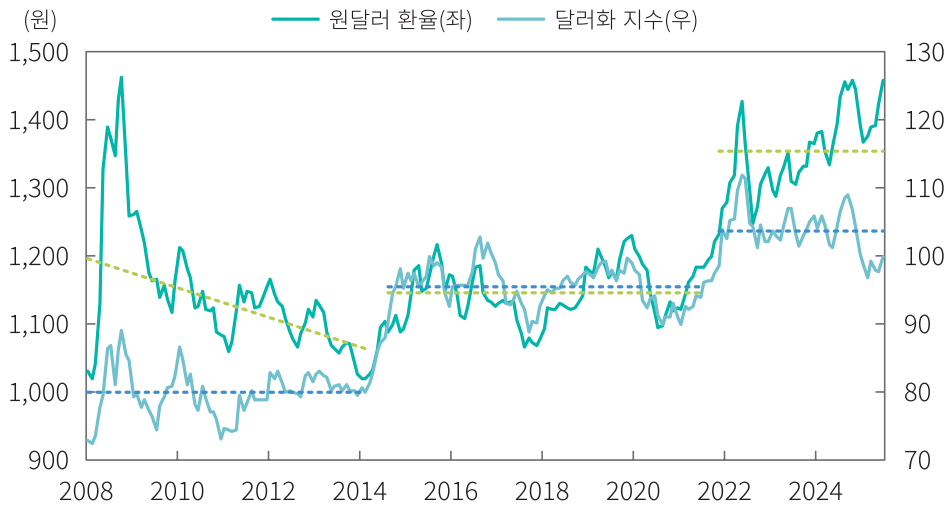
최근 원달러 환율이 한때 1,480원을 상회하는 등 높은 수준을 유지하면서 금융시장 불안과 수입물가 상승에 따른 인플레이션 우려가 증폭되고 있다. 수입 원자재 가격 상승으로 기업 수익성과 가계 실질소득이 악화되어 저소득층과 중소기업에 큰 부담이 될 것이라는 지적이 나온다. 이러한 상황에서 환율 수준에 대한 객관적이고 합리적인 평가를 통해 과도한 공포를 경계하고, 필요한 정책 대응을 모색할 시점이다. 최근의 원화 약세는 한국 경제의 구조적 변화를 반영하고 있는 만큼 본고에서는 최근 환율 상승의 구조적·순환적 배경을 분석하고 대외 신인도 및 거시경제에 미치는 영향을 평가하고자 한다.

원달러 환율 상승의 구조적 동인

원달러 환율은 <그림1>에서 나타난 바와 같이 2015~2021년중 평균 1,150원 내외에서 거래되었으나, 2022년 이후에는 평균 약 200원 높은 1,350원 수준에서 새로운 균형 구간을 형성한 모습이다. 이 같은 환율 레벨의 구조적 상향 이동은 대외 요인과 대내 요인이 복합적으로 작용한 결과로 이해할 수 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

〈그림1〉 글로벌 금융위기 이후 원달러 환율 및 달러화 지수의 장기 추이



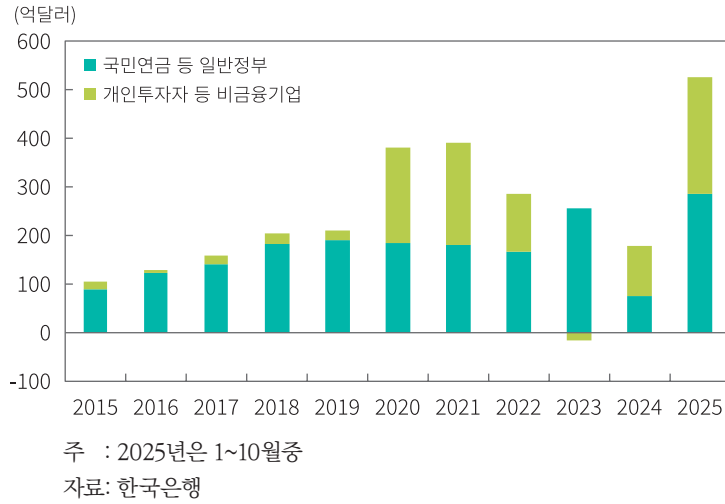
주 : 월평균 환율. 점선은 기간중 추세선으로 첫 번째 기간은 2008년 6월 ~ 2014년 6월, 두 번째 기간은 2015년 1월 ~ 2021년 12월, 세 번째 기간은 2022년 4월 이후.
 자료: Refinitiv, 한국은행

대외적으로는 팬데믹 이후 미국 연방준비제도가이사회가 주요국 대비 가파른 기준금리 인상을 단행하면서 달러화 지수가 크게 상승한 영향이 컸다. 다만 환율의 중기 레벨은 달러 강세만으로 설명되기 보다, 국내 자금흐름과 투자구조 변화가 함께 누적되며 형성되는 측면이 있다. 대내적으로 고령화가 진전되면서 국내 저축, 특히 연기금 등 장기자금의 규모가 확대되고 있으나, 국내 성장동력 약화와 투자대상 제약으로 기관 및 개인 투자자의 해외자산 선호가 강화되고 있다. 이는 외환시장에서 달러 수요를 구조적으로 확대하는 방향으로 작용할 수 있다.

이러한 구조적 흐름은 거주자의 해외증권 투자 추이에서도 확인된다. 〈그림2〉는 2015년 이후 거주자의 해외주식 투자를 ‘국민연금 등 일반정부’와 ‘개인투자자 등 비금융부문’으로 구분해 보여준다. 2018년 이후 거주자의 해외증권 투자는 대체로 연간 200억달러를 상회하며 높은 수준을 지속해 왔는데, 이는 일시적 쏠림이라기보다 해외자산 비중 확대라는 중장기 포트폴리오 재편이 진행됐음을 시사한다. 이 과정에서 국민연금 등 일반정부의 해외투자는 경기·심리에 따른 변동에도 불구하고 비교적 견조한 기저 흐름을 형성해 왔고, 개인투자자 등의 해외주식 투자는 2020~2022년 중 급증한 이후 조정 국면을 거쳤다가 2024년 이후 다시 확대되는 모습이다. 나아가 이러한 수급 구조의 변화는 국내외 상대수익률에 대한 기대, 특히 시장이 인식하는 중기 장기금리의 균형 수준과 결합되면서 금리 격차 및 환율 기대 형성에 영향을 줄 수 있다. 실제로 채권시장은 미국의 균형금리 수준을 4%에 근접한 것으로, 한국은 2% 중반 수준으로 평가¹⁾하고 있는데, 이러한 인식은 중기적으로 금리차 전망이 해외투자 유인을 통해 원화 약세 기대를 강화하는 요인으로 작용할 여지가 있다.

1) 강현주, 2024, 달러화 강세 장기화에 따른 원달러 환율 변동 및 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-11호

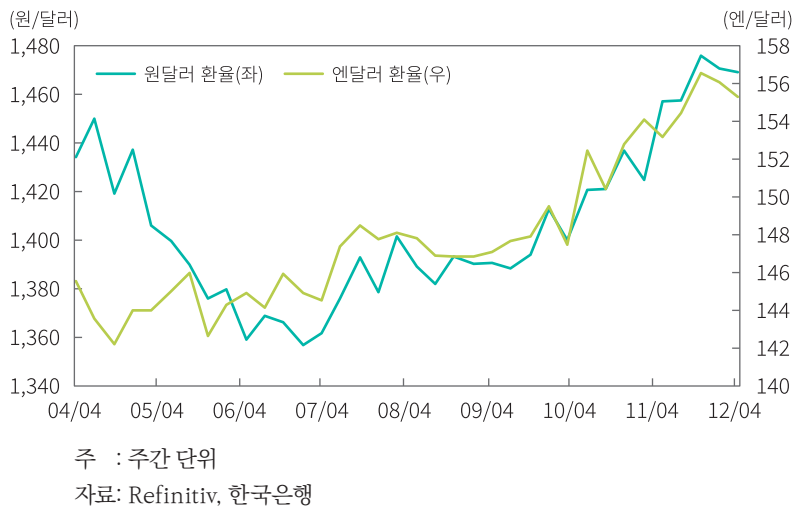
〈그림2〉 주체별 거주자의 해외주식 투자



순환적 요인과 엔화 동조화

다만 최근 환율 상승은 구조적 요인만으로 설명되기 어렵고, 순환적 요인이 상승 속도를 가속화한 측면이 있다. 2024년 말 이후 원달러 환율은 달러화 지수의 움직임과 괴리되는 모습이 관찰되었다. 예컨대 2025년 들어 달러화 지수가 하락하는 구간에서도 원달러 환율은 엔달러 환율과 동조화되며 상승 압력이 이어졌다. 금년중 엔화 약세의 배경으로는 일본은행의 금리인상 속도에 대한 기대 조정, 일본 내 재정확대 기대 등 정책 조합에 대한 시장 해석이 작용한 것으로 볼 수 있다. 여기에 미국의 보호무역 기조 강화와 대미 투자 압박 등 한국과 일본이 공통적으로 직면한 이슈가 부각되면서, 시장에서는 엔달러 환율을 원달러 환율의 중요한 준거(reference rate)로 보는 경향이 강화되었다(〈그림3〉 참조).

〈그림3〉 2025년 4월 이후 원달러 환율 및 엔달러 환율



이러한 순환적 환경은 금년 중 AI 투자붐에 따른 미국 주식시장 투자 확대와 맞물리면서 단기적으로 환율 상승 압력을 증폭시킨 것으로 해석할 수 있다. 즉, 앞서 언급한 바와 같이 해외증권 투자는 중장기적으로 확대되는 추세(구조적 기저)가 존재하되, 특정 연도에는 민간의 위험선호와 환율 기대에 따라 변동 폭이 크게 확대될 수 있음을 시사한다. 실제로 <그림2>에서 나타난 바와 같이 2025년 1~10월 중 국민연금 등 일반정부와 개인투자자의 해외주식 투자는 2024년 연간 규모의 각각 3.8배와 2.3배에 달하는 이례적 수준으로 확대되었다. 즉 해외투자 확대라는 구조적 흐름 위에서 2025년에는 거주자의 해외투자가 단기간에 집중되며 달러 수요가 급증했고, 단기 수급과 기대를 통해 환율을 추가로 끌어올리는 요인으로 작용했을 가능성이 있다.

한편, 글로벌 투자은행들은 최근 환율 상승을 자극했던 순환적 요인이 점차 완화될 가능성을 언급한다. 연방준비제도의 금리인하와 이에 상반된 일본은행의 점진적 정상화, 국내 채권시장의 선진국 채권지수(WGBI) 편입에 따른 자금유입, 국내 경기 회복 등이 원화에 우호적인 요인으로 거론된다. 로이터(Reuters)가 집계한 글로벌 투자은행들의 2026년 말 원달러 환율 전망치 중간값은 1,418.5원으로, 현재 수준보다 낮다. 다만 이러한 전망치가 시사하는 바와 같이, 순환적 요인이 완화되더라도, 앞서 본 것처럼 해외증권 투자 확대 등 구조적 요인이 유지되는 한 환율 레벨의 하향 조정 폭은 제한적일 수 있다. 따라서 향후 원달러 환율 경로는 구조적 요인이 결정하는 높아진 기저 레벨 위에서, 금리 기대와 위험선호, 여타 통화와의 동조화 등과 같은 순환적 요인이 환율의 방향 및 변동성을 좌우하는 형태로 전개될 가능성이 크다.

거시경제적 영향과 대외 신인도 평가

원달러 환율 상승은 가격경쟁력 제고를 통한 수출 증가와 수입물가 상승에 따른 국내 실질소득 감소 및 금융불안이라는 양면적 효과를 지닌다. 팬데믹 이후 인플레이션이 상승하면서 에너지와 식품 등 수입물가 급등으로 국내 물가와 소비에 부담이 가중되었고, 환율 상승의 부정적 영향에 대한 우려가 확대되었다. 또한 환율이 단기간에 급등하고 변동성이 확대될 경우 원화 가치에 대한 신뢰가 약화되면서 자금유출이 확대되는 등 금융안정 측면의 위험이 상존한다.

우선, 여러 우려에도 불구하고 최근 대외 건전성 지표들은 안정적인 모습을 보이고 있다. <표1>에서 나타나듯 원달러 환율이 상승세를 보이는 동안에도 변동성은 지난해 수준을 소폭 하회하고 있으며, 한국물 CDS 프리미엄이나 외국인 자금 동향 등 대외 신인도 지표에 별다른 이상 징후는 나타나지 않았다.²⁾ 2025년 9월부터 11월까지 외국인 증권투자 자금은 월평균 47억 달러 순유입을 기록했으며, 외평채 CDS 프리미엄은 20bp대 초반 수준을 유지하며 안정세를 보였다.

2) 11월중 외국인 주식자금 유출은 AI 고평가 우려와 함께 금년중 큰 폭의 국내주가 상승에 따른 차익실현 매도에 기인한 것으로 판단된다.

〈표1〉 최근 환율 변동성, CDS 프리미엄 및 외국인 증권투자자금 순유입 추이

	24년	25년	25년		
			9월	10월	11월
■ 평균 일간 변동성	0.46	0.50	0.39	0.44	0.43
■ 외국인 증권투자자금 순유입(억달러)	207.7	346.2	91.2	22.9	26.8
(주 식)	20.2	-82.5	43.4	30.2	-91.3
(채 권)	187.6	428.7	47.8	-7.2	118.1
■ 외평채 CDS 프리미엄(bp)	34	28	20	24	23

주 : 25년은 1~11월중. 평균 일간 변동성은 일별 환율 수익률에 대해 GARCH 모형을 추정하여 산출한 조건부 변동성이며, 외국인 증권투자자금은 기간중 순유입, 외평채 CDS 프리미엄은 기간중 평균임

자료: 한국은행

이는 한국 경제의 견조한 기초여건과 더불어, 환율 상승의 원인으로 지목된 해외투자 확대로 순대외금융자산(Net Foreign Assets: NFA)이 크게 축적된 점과도 관련이 있는 것으로 풀이된다. 한국의 NFA는 2024년 말 사상 처음으로 1조 달러를 넘어섰고, 2025년 3분기 기준 GDP 대비 약 54% 수준이다. NFA 규모가 크다는 것은 필요시 해외자산을 회수하여 외화유동성을 확보할 수 있는 버퍼가 그만큼 크다는 의미이며, 원화 가치가 과도하게 저평가될 경우 민간 부문의 역송금을 통해 시장 안정화에 기여할 수 있다.³⁾ 아울러 과거 두 차례 위기 당시 단기 외화차입 급증이 주요 취약요인이었던 것과 달리, 외화건전성 규제 강화와 단기외채 관리 등을 통해 구조적 리스크가 완화된 점도 이러한 안정세에 기여하고 있다. 1997년과 2008년 위기 직전 GDP 대비 단기외채 비율은 짧은 기간 동안 가파르게 상승하여 GDP 대비 50%를 상회했으나, 2025년 3분기 기준으로는 14% 수준으로 크게 낮아졌다. 이창용 한국은행 총재가 “과거 1,400원을 넘으면 금융안정을 걱정하던 때와 달리 지금은 외환시장 불안이 없다”⁴⁾고 언급한 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

또한 환율 상승이 소비자물가에 미치는 직접 영향은 제한적인 것으로 평가된다. 한국은행 분석에 따르면 원달러 환율이 1% 상승할 때 소비자물가를 약 0.03%p 끌어올리는 수준으로 추정된다.⁵⁾ 이를 바탕으로 2025년 평균 원달러 환율이 전년 대비 약 4% 상승(2025년 12월 12일까지의 평균환율 1,420원 기준)한다고 가정하면, 소비자물가 상승률에 대한 직접 영향은 약 0.1%p로 시산된다. 여기에 더해 국제유가를 비롯한 글로벌 원자재 가격이 향후 하향 안정될 것이라는 전망이 우세한 점도 물가 부담을 완화하는 요인이다. 특히, 유가 하락은 수입물가를 낮추는 경로로 작용해, 환율 상승에 따른

3) 원화의 외환 거래량이 확대되고 시장 접근성과 유동성이 제고되는 등 국제화가 진전될 경우, 장기적으로 높은 NFA를 기반으로 엔화와 같은 안전통화적 성격이 부각될 수 있다.

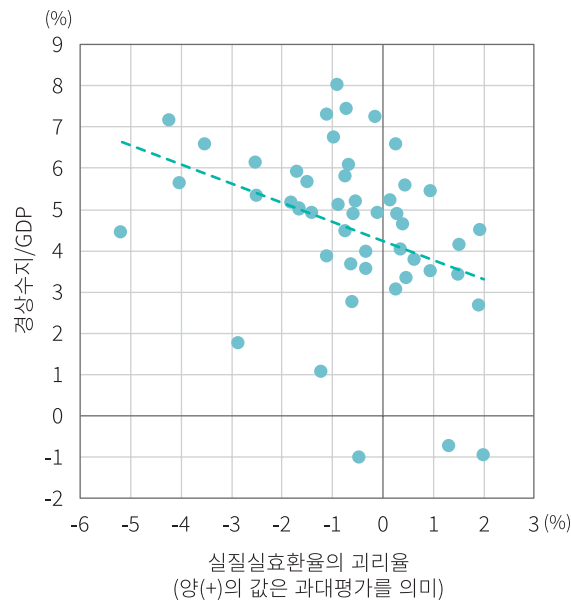
4) 이창용 한국은행 총재, 2025년 11월 27일 금융통화위원회 직후 기자간담회 발언.

5) 한국은행, 2025, 경제전망(2025년 2월).

국내 물가 압력을 상당 부분 상쇄할 가능성이 있다.⁶⁾

한편, 환율 상승의 수출 촉진 효과는 수출의 기술집약화와 중간재 수입 비중 확대로 과거에 비해 약화⁷⁾되었으나, 여전히 가격경쟁력 측면에서 수출과 경상수지의 완충 역할을 수행할 여지가 있다. <그림4>에서도 원화가 과소평가될수록 경상수지가 개선되는 경향이 관찰된다. 특히 최근처럼 통상환경의 불확실성이 큰 국면에서는, 환율 상승이 미국의 관세 인상에 따른 가격경쟁력 훼손을 일부 상쇄해 수출 둔화 압력을 완화하는 데 기여할 가능성이 있다. 예를 들어 관세 인상에 대응한 단가 인하의 영향으로 2025년 11월 자동차 수출물가지수는 계약통화 기준 전년동기대비 8.5% 하락했다. 그러나 원화 기준으로는 하락 폭이 2.8%에 그쳐, 환율이 가격조정 충격을 일부 흡수한 것으로 해석할 수 있다.

<그림4> 원화의 실질실효환율과 경상수지



주: 2013년 1분기~2025년 3분기. 실질실효환율의 괴리율은 Berger&Kempa(2014) 모형을 한국 데이터로 추정하였으며, (-)는 원화 가치의 과소평가를 의미한다. J-curve 효과를 반영하여 경상수지는 실질실효환율 대비 2분기 후행 값을 사용하였다. (Berger, T., Kempa, B., 2014, Time-varying equilibrium rates in small open economies: Evidence for Canada, Journal of Macroeconomics)

종합하면, 순대외금융자산 축적 등 대외 완충력이 과거보다 확대되었고 환율 변동의 물가 전가도 제한적일 것으로 추정되는 만큼, 고환율이 실물경제 전반에 즉각적·광범위한 충격으로 전개될 가능성은 과거 금융위기 당시의 고환율 국면에 비해 낮은 것으로 판단된다. 결국 중요한 것은 환율의 수준 그 자체보다 변화의 속도이다. 급격한 변동 없이 높은 수준의 환율이 일정 기간 지속될 경우, 경제주체가

6) 실제로 한국은행은 최근(2025년 11월) 경제전망을 통해 2025년 및 2026년 물가상승률 전망치를 각각 2.1%로 발표한 바 있다.

7) Lee, 2024, Real exchange rate misalignment and economic fundamentals in Korea, *East Asian Economic Review* 28(3), 277-314. 이소라·강성우, 2022, 원화 환율의 수출영향 감소와 시사점, 한국산업연구원 산업경제이슈 제43호.

비용과 가격을 조정할 시간을 확보함으로써 충격을 흡수할 여지가 커지고, 나아가 생산·수입구조의 조정 등 구조전환을 위한 시간을 벌 수 있기 때문이다. 따라서 환율 수준에 대한 단선적 해석을 경계하되, 변동성 확대 여부와 취약부문의 비용 부담, 그리고 해외투자 흐름 변화가 외환수급과 금융시장에 미치는 영향을 중심으로 균형 있게 점검할 필요가 있다.

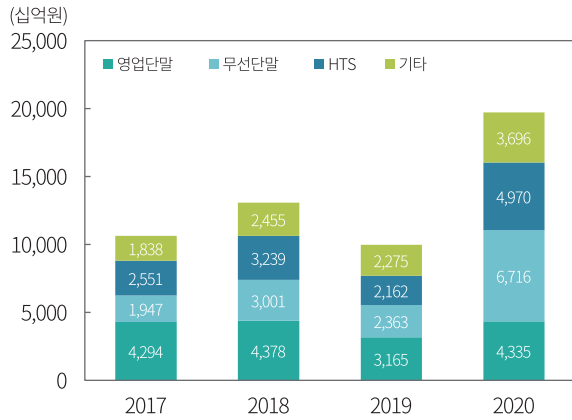
ZOOM
-IN디지털 참여 투자 설계 및 유도 관행의
증가와 시사점

- 기술 발전과 팬데믹을 겪으면서 모바일 및 커뮤니티 등을 기반으로 하는 디지털 참여 투자가 보편화
- 디지털 참여 투자는 행동 유도, 차별화된 마케팅, 게임화 등 디지털 플랫폼을 사용할 때 상호작용하는 특징들인 디지털 참여 관행(DEPs)을 수반
- DEPs는 개인 맞춤형 상품 및 정보 제공, 접근성 향상 등의 장점도 있으나 불필요한 거래 빈도 증가로 인한 이해상충, 고위험 투자 노출 증가 등의 단점도 존재
- IOSCO는 DEPs 보고서를 통해 이러한 장단점 및 최소한의 모범관행을 제시하였으며, 미국과 영국 등 주요국은 DEPs에 대해 논의 중
- AI 발전 등으로 디지털 참여 투자는 더욱 증가할 것으로 예상되며 소비자보호를 위한 규제 뿐 아니라 DEPs의 이점을 살릴 수 있는 가이드라인이 필요

- 기술이 발전하고 팬데믹을 겪으면서 모바일을 통한 금융 투자가 활성화되었으며, 밈(Meme) 주식과 SNS가 확산되면서 커뮤니티 기반 투자도 증가
 - 우리나라 유가증권시장에서 MTS(Mobile Trading System)는 2019년 전체 거래대금의 24%를 차지했으나 2020년에는 약 34%를 차지하였고 이후에도 증가 추세가 이어진 것으로 추정¹⁾
 - 미국의 온라인 투자 플랫폼인 로빈후드는 2020년 활성 계좌 수가 1,250만 개, 월간 활성 유저(Monthly Active Users: MAU)는 1,170만 명이었으나 2025년 3분기 기준 활성 계좌는 2,680만 개, MAU 1,380만 명으로 증가
 - 연간 세계 주식거래 앱 사용자 수도 팬데믹 이후 2021년 약 1억 4,000만 명으로 최고치를 기록한 뒤 약간 감소하였다가 우상향
 - 밈 주식으로 자주 언급되는 게임스탑(GameStop) 사례도 미국 온라인 커뮤니티인 레딧(Reddit)에서부터 시작되었으며, 이후 밈 주식과 커뮤니티 기반 투자도 증가

1) 삼성증권, 전균·진중현, 2020. 7. 17, 주문매체 트렌드 변화의 함의

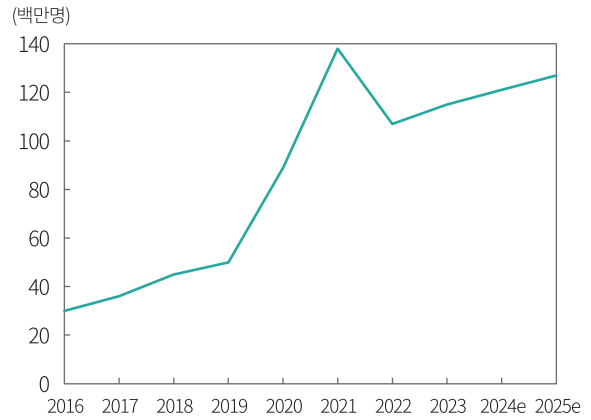
〈그림 1〉 KOSPI 시장 주문매체별 거래대금 추이



주 : 영업단말은 영업점방문, 전화주문 등을, 무선단말은 스마트폰, PDA 등을 HTS는 증권사 자체 HTS를, 기타는 DMA 등 주문전용회선 등을 의미

자료: KRX, 삼성증권

〈그림 2〉 연간 세계 주식거래 앱 사용자 수



자료: World Economic Forum

□ 이러한 디지털 참여 투자(Digital Engagement Investing)로의 변화는 편리한 서비스와 투자자 수 증대 등의 긍정적 효과도 있으나 고위험 투자, 불완전 판매 혹은 사기 등 범죄 행위 노출 증가, 확장 편향 등의 부정적인 효과도 존재

- 모바일을 통한 투자는 미션 달성, 포인트 보상, 레벨업 등 다양한 게임화(gamification) 요소를 도입하여 친숙하고 쉬운 투자를 유도하는 한편, 고위험 투자를 유도하고 더 나아가 불완전판매의 가능성이 있다는 우려가 있음
- 미국 FBI는 2025년 7월, SNS 광고나 메시지 등으로 ‘투자 클럽’으로 유인한 뒤 주가를 인위적으로 올린 뒤 매도하는 ‘ramp and dump’ 방식의 사기 수법에 주의를 당부하는 경고를 발표²⁾
 - 2025년 7월 기준으로 2024년에 비해 SNS 기반 투자사기 피해 신고가 최소 300% 증가
- 우리나라 금융감독원에서 2025년 10월 보도자료를 통해 SNS 유인을 통한 불법 리딩 사례에 대해 주의³⁾
 - 금감원은 2024년 8월부터 카카오, 구글과 협력하여 불법금융광고, 불법투자 권유 행위 근절을 위해 자율규제를 도입하여 27.3만 건의 부정사용 계정을 적발하고 불법금융광고를 사전 차단함⁴⁾
- 한편, CFA협회는 SNS와 커뮤니티를 통한 투자 시 ‘확증편향’과 ‘에코 챔버 효과’에 따른 판단 왜곡 가능성을 경계하라고 조언⁵⁾

2) FBI, 2025. 7. 3, Fraudsters target US stock investors through investment clubs accessed on social media and messaging applications.

3) 금융감독원, 2025. 10. 30, 누군가 해외주식 투자를 미끼로 당신의 재산을 노리고 있습니다, 보도자료.

4) 금융감독원, 2025. 8. 6, 불법금융광고와 불법투자권유로부터 안전한 온라인 플랫폼 이용 환경을 조성하겠습니다, 보도자료.

5) CFA Institute, 2024. 10. 29, From tweets to trades: The risks of social media in investing.

- 확증편향(Confirmation bias)은 기존의 믿음과 일치하는 정보는 선호하고 반대되는 증거는 무시하는 경향으로 SNS에서 선호하는 사람들만을 팔로우하다보면 발생하기 쉬움
- 에코 챔버 효과(Echo chamber effect)는 비슷한 생각을 가진 사람들이 모여 서로에게 영향을 주어 신념과 믿음이 강화되는 현상으로 커뮤니티에서 사람들이 추천하는 글은 더욱 노출되는 특징을 통해 발생할 수 있음

□ 이에 대응하여 국제증권감독위원회(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)는 디지털 참여 관행(Digital Engagement Practices: DEPs) 보고서를 통해 DEPs의 장단점과 모범관행을 제시⁶⁾

- DEPs는 디지털 플랫폼에서 투자자의 행동·의사결정에 영향을 주는 설계 및 기법
 - 구체적인 예시로는 가격 변동 등에 대한 푸쉬 알림, 가장 많이 거래된 목록 노출, 동료집단 정보(peer information), 성취 뱃지 및 포인트, 게임화, 차별화된 마케팅 등이 있음
- DEPs 활용의 이점으로는 접근성 향상, 개인투자자의 참여 확대, 투자자 교육 등이 존재
 - 구체적인 예시로는 개인맞춤형 은퇴 자금 마련, 포트폴리오 모니터링을 통한 숨은 자금 찾기 및 집중 위험 점검, 마진콜, 만기 예정일, 증권 이슈 등의 시간에 민감한 정보 제공, 신규 투자자에 대한 교육용 등이 있음
- 한편, DEPs가 초래할 수 있는 위험에는 과도한 거래 유도, 투자자와 디지털 플랫폼 사이의 이해상충, 투자자들의 위험 인식 저하 등이 존재
 - 인센티브 메커니즘은 회사의 최대 이익을 위해 개인투자자의 필요 이상으로 더 많은 거래를 유도하여 이해상충이 발생할 수 있음
 - 차별화된 마케팅 및 모방투자 등은 개인투자자들이 위험하고 복잡한 상품을 단순하게 생각하게 할 여지를 주며, 또한 스스로의 전문 지식을 과신하게 만들 수 있음
- DEPs 활용 사례들을 관찰 빈도 기준으로 살펴보면 계좌 개설(8.8%), 온라인 거래(7.2%), 앱 혹은 플랫폼에 대한 이용자 참여 제고(4.1%), 개인투자자 교육(2.2%) 순서

6) IOSCO, 2025. 5, *Digital Engagement Practices(DEPs)*

〈표 1〉 DEPs 활용 사례(관찰 빈도 기준 순위)

DEPs 활용 사례	관찰 비중
계좌 개설	8.8%
온라인 거래 유도	7.2%
앱 또는 플랫폼에 대한 이용자 참여 제고	4.1%
개인투자자 교육	2.2%
계좌 입금 ¹⁾ (funding of accounts)	1.7%
개인투자자 거래 시작 및 계좌 개설	1.7%
거래 증가 또는 특정 행동을 유도하는 기능	1.3%
거래 빈도 증가 유도	1.0%
앱을 통한 계좌 관리 기능 제공	0.7%
고위험 상품의 교차 판매 ²⁾	0.5%

주 : 1) 투자자가 초기 자금 입금 없이 거래를 시작할 수 있도록 계좌 자금을 조달해주는 행위

2) 특정 상품을 이용하는 고객에게 관련된 다른 상품을 함께 판매하는 방식

자료: IOSCO

□ IOSCO는 투자자의 최선 이익, DEPs의 활용 및 투자 조언의 모니터링, 적합성, 이해상충 및 거버넌스의 관리, 공시, 투자자 교육 부문에 대한 모범관행을 제시

— 설계 요소와 투자자의 최선이익 준수

- 투자조언 또는 투자권유에 사용되는 DEPs가 시장중개기관에게 유리하고 소매투자자에게 불리한 방향으로 영향을 미치지 않도록 합리적인 조치를 취해야 하며, 테스트를 실시
- 소매투자자의 이익과 무관하게 단순 거래량 증가나 수수료 확대를 목적으로 하지 않도록 합리적 조치를 취해야 함

— DEPs 활용 및 투자조언 제공의 모니터링

- DEPs 사용이 투자조언 또는 권유 제공인 경우, 관련 투자서비스를 제공하기 위해 필요한 라이선스 및 지위를 보유하고 규정 준수

— 적합성

- 투자조언 또는 권유 목적의 DEPs 사용이 관할 규제체계에서 정한 적합성 규정에 부합하도록 해야 함
- 개인투자자의 프로필과 부합하지 않는 상품 및 서비스에 사용되지 않아야 함
- 정기적인 모니터링을 통해 DEPs가 시장중개기관의 이익을 소매투자자의 이익보다 우선하는지 확인

— 거버넌스 및 이해상충 관리

- DEPs를 이용한 투자조언 또는 권유 과정에서 발생할 수 있는 이해상충을 식별, 방지, 관리하기 위한 적절한 절차를 마련

— 공시

- 투자조언 또는 권유에 DEPs를 사용하는 경우 거래 시점에 수수료, 비용, 보상, 혜택, 이해상충 등 중요 사실을 개인투자자에게 충분히 공시해야 함
- 인플루언서⁷⁾ 또는 외부 파트너가 DEPs로 분류된다면, 이들에 대한 보상, 지급 관련 정보 또한 공시 해야함

— 투자자 교육

- IOSCO 회원국은 투자자 교육 목적으로 DEPs를 활용하는 방안을 고려해야 함

□ 이번 IOSCO의 보고서 발간 이전에도 미국, 영국 등 주요 국가들은 DEPs와 관련된 논의를 시작

— 미국은 SEC를 통해 DEPs에 대해 2023년부터 논의하였으며 관련 규칙을 제정하려 하였으나 SEC 권한을 넘는다는 반발이 있어 아직 진행 중

- SEC의 투자자자문위원회는 브로커나 자문사의 DEPs가 투자자보다 회사 이익을 우선하는지 평가 및 통제해야 한다고 권고⁸⁾

— 영국은 온라인 실험을 통해 DEPs의 영향력을 알아보고 2024년 보도자료를 통해 거래 앱의 게임화를 상시 모니터링 하겠다고 발표

- 9,000명을 대상으로 한 온라인 실험을 통해 푸시 알림 등의 DEPs가 거래 빈도와 위험 추구 성향을 유의미하게 높인다는 결과를 발표
- 2024년 6월 20일 보도자료를 통해 거래 앱의 게임화를 상시 모니터링 하겠다고 발표⁹⁾

— 우리나라는 DEPs라는 용어를 통한 직접적인 논의는 이루어지고 있지 않지만 금감원과 금융위를 통하여 기존의 법규 체계 안에서 소비자 보호를 위해 노력

□ AI가 발전함에 따라 DEPs의 사례가 더욱 늘어날 것으로 예상되며, 소비자보호를 위한 규제뿐 아니라 기술을 더욱 잘 활용할 수 있도록 가이드라인을 제시할 필요가 있음

— 과도한 거래 빈도 등 디지털 플랫폼의 이익을 극대화하면서 발생하는 투자자 이익과의 이해상충 문제를 해결하는 것이 우선과제

— 개인맞춤형 상품 제안, 사회초년생 및 고령자 금융 교육 등에 활용할 수 있을 것으로 예상

연구원 최지은

7) 금융(Finance)과 인플루언서(Influencer)의 합성어로 온라인 및 SNS를 통해 금융 정보와 투자 조언을 제공하는 개인을 의미

8) SEC, 2024. 11. 21, Recommendation of the SEC Investor Advisory Committee's Disclosure Subcommittee regarding Digital Engagement Practices

9) FCA, 2024. 6. 20, FCA keeps trading apps under review over gaming concerns

ZOOM
-INAI 인프라 투자 확대에 따른 글로벌
채권시장 영향

- 최근 글로벌 테크 기업들을 중심으로 AI 인프라 구축을 위한 투자가 본격화되면서 자금조달 수단으로 채권 발행이 급격히 확대
- 채권을 통한 자금조달 확대는 테크 기업의 재무전략 및 글로벌 자본시장의 구조 변화를 반영
- 그 결과 채권시장 내 특정 산업 및 소수의 대형 기업으로 자금이 집중되는 현상이 나타나고 있으며 이에 따른 신용리스크 확대 우려와 금융시장의 구조적 변화를 초래
- 다만, 아직은 상위 빅테크 기업을 중심으로 단기적 안정성이 유지되고 있으나 향후에는 재무여력의 차이에 따라 기업별 신용리스크가 달라질 수 있으므로 상황을 주시할 필요

□ AI 관련 산업이 급격히 성장하면서 글로벌 테크기업들을 중심으로 AI 인프라 구축을 위한 투자가 본격화

- AI 기술의 확산으로 데이터센터, 반도체, 전력 인프라 등에 대한 투자가 빠르게 확대
 - AI 모델 구동을 위해서는 수많은 서버를 수용할 수 있는 대규모 데이터센터가 필수적이고 고성능 컴퓨팅의 핵심인 그래픽 처리 장치(Graphics Processing Unit: GPU)와 같은 첨단 반도체 수요도 급증
 - 특히 데이터 센터는 막대한 전력을 소비하고 고열을 발생시키는 특성이 있어 안정적인 전력 공급망 확보와 고도화된 냉각 기술이 필요하며 AI 모델의 학습과 추론 과정에서 생성되는 방대한 데이터가 지연 없이 이동할 수 있도록 초고속 네트워크 구축과 연결성 강화도 핵심 인프라로 부각
- 이러한 AI 인프라 확충 흐름은 글로벌 빅테크 기업들의 투자 사례에서도 확인
 - 메타는 초대형 데이터 센터(Hyperscale Data Centers) 건설에 대한 대규모 투자를 예고했고 구글은 TPU(Tensor Processing Unit)와 같은 자체 AI 전용 가속기에 꾸준히 투자해 왔으며, 엔비디아도 AI 인프라 구축에 투자를 확대하며 공격적인 투자 전략을 추진¹⁾
 - 빅테크 기업뿐 아니라 다수의 스타트업들도 AI 붐에 적극적으로 뛰어들고 있으며 올해 1분기에만 전 세계 AI 스타트업들의 투자 유치 규모가 700억달러를 상회²⁾

1) CNBC, 2025. 11. 7, Google's decade-long bet on custom chips is turning into company's secret weapon in AI race; Financial Times, 2025. 9. 23, Nvidia to invest up to \$100bn in OpenAI; Reuters, 2025. 10. 15, Meta commits \$1.5 billion for AI data center in Texas.

2) Munjal, M., Sachdev, V., 2025. 12. 5, Investment in AI is exploding.

- 이처럼 AI 인프라 구축을 위해서는 앞으로도 상당 기간 기업들의 대규모 자본지출 확대와 외부 자금조달 수요가 지속될 것으로 예상
 - AI 인프라 구축에는 막대한 초기 투자비용이 수반되기 때문에 기업들의 외부 자금조달 의존이 불가피
 - 실제로 전세계 AI 수요를 충족하기 위해서는 2030년까지 데이터센터에만 5조 2천억달러 이상의 투자가 필요할 것으로 전망³⁾

□ 이에 따라 자금조달 수단으로 여러 방법이 활용되고 있는 가운데, 최근에는 채권 발행이 급격히 확대되었고 이는 테크 기업의 재무전략 및 글로벌 자본시장의 구조 변화를 반영

- AI 인프라 투자가 본격화되면서 기업들은 자금조달 수단을 다각화
 - 과거에는 대규모 설비투자에 대해 기업의 영업이익과 내부 유보자금으로 상당 부분 충당 가능했지만 AI 인프라 구축에는 막대한 비용이 요구되면서 내부 자원만으로 대응하기 어려운 상황에 직면
 - 이에 현금 보유고에 의존해 자본지출을 충당해 온 기존 방식에서 점차 벗어나는 추세가 뚜렷⁴⁾
- 빅테크 기업들은 최근 AI 투자 재원 확보를 위해 채권 발행을 점차 핵심적인 자금조달 수단으로 활용하는 추세
 - 2025년 들어 AI 인프라 관련 회사채 발행 규모가 크게 확대된 것으로 나타났으며 특히 9월 이후 주요 빅테크 기업들의 회사채 발행액이 900억 달러에 달하며 2026년에는 더욱 증가할 것으로 예상⁵⁾
 - 오라클(9월)은 180억 달러, 메타(10월)는 300억달러, 아마존(11월)은 150억 달러 규모의 채권을 발행했고, 구글(11월)은 미국에서 175억 달러, 유럽에서 65억 유로(약 74억9천만 달러)를 채권 발행을 통해 조달⁶⁾
 - 또한 공모 채권 발행 외에도 사모채(Private Placement)나 특수목적회사(Special Purpose Vehicle: SPV)를 활용한 프로젝트 금융 등 다양하고 투명성이 낮은 부채 구조도 활용⁷⁾

3) McKinsey, 2025. 4. 28, The cost of compute: A \$7 trillion race to scale data centers.

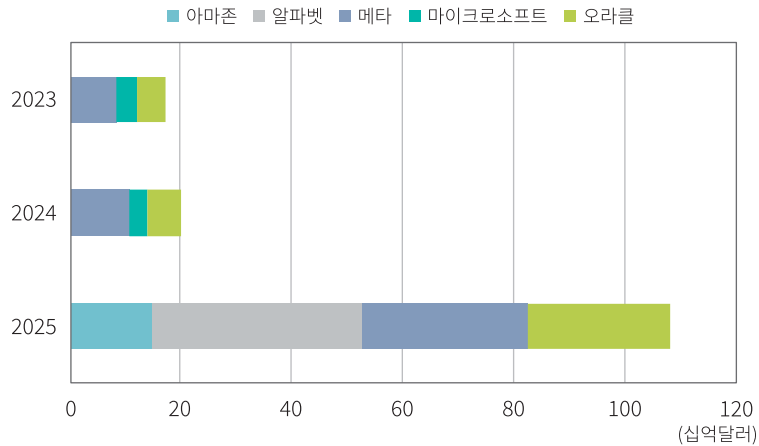
4) Bloomberg, 2025. 11. 24, Big Tech's AI Debt Wave Threatening to Swamp Credit Markets.

5) The Economic Times, 2025. 11. 21, Google owner Alphabet, Meta, Oracle, Amazon are selling bonds worth nearly \$90 billion. What is going on with US Tech giants?

6) Reuters, 2025. 11. 25, Tech companies tap debt markets to fund AI and cloud expansion.

7) El Pais, 2025. 11. 22, Tech's AI debt surge cools market fever.

〈그림 1〉 최근 3년 동안 주요 테크 기업의 채권 발행 현황



자료: Bloomberg

— 이처럼 테크 기업들은 높은 주가 수준에도 불구하고 AI 인프라 투자를 위한 대규모 자금조달에 채권 발행을 주된 수단으로 활용

- 주식 발행은 기존 주주의 지분 희석을 수반하는 반면, 채권 발행은 지분 구조를 유지한 채 자금을 조달할 수 있는 수단⁸⁾
- 또한 채권 발행은 장기간에 걸쳐 자금이 소요되는 AI 인프라 프로젝트의 특성을 고려할 때, 안정적인 장기 자금 확보 수단으로서 장기채권이 효율적인 선택지로 작용

□ 그 결과 채권시장 내 특정 산업 및 소수의 대형 기업으로 자금이 집중되는 현상이 나타나고 있으며 이에 따른 신용리스크 확대 우려와 금융시장의 구조적 변화를 초래

— 채권시장에서는 테크 섹터 중심의 자금 쏠림과 발행 구조의 불균형이 심화⁹⁾

- JP모건에 따르면 AI 관련 기업들이 투자등급 회사채 지수에서 차지하는 비중이 14%에 달하며 미국 은행 섹터를 제치고 최대 비중을 차지하는 섹터로 부상¹⁰⁾
- 최근 메타가 300억 달러 규모의 채권을 발행했을 때 1,250억 달러의 투자수요가 몰린 사례는 테크 기업의 발행 채권이 투자자들 사이에서 사실상 ‘AI 테마 투자’로 인식될 만큼 강한 수요를 형성하고 있음을 보여줌¹¹⁾
- 이에 대해 UBS는 소수 빅테크 기업의 채권 발행이 집중되는 현상을 ‘집중리스크 (concentration risk)’로 지적했으며, 이미 일부 채권에서는 스프레드 확대 현상도 관측¹²⁾

8) Simply Wall St, 2025. 12. 11, AI companies hit the bond market

9) Pensions & investments, 2025. 8. 18, Private credit-powered AI boom at risk of overheating, UBS says.

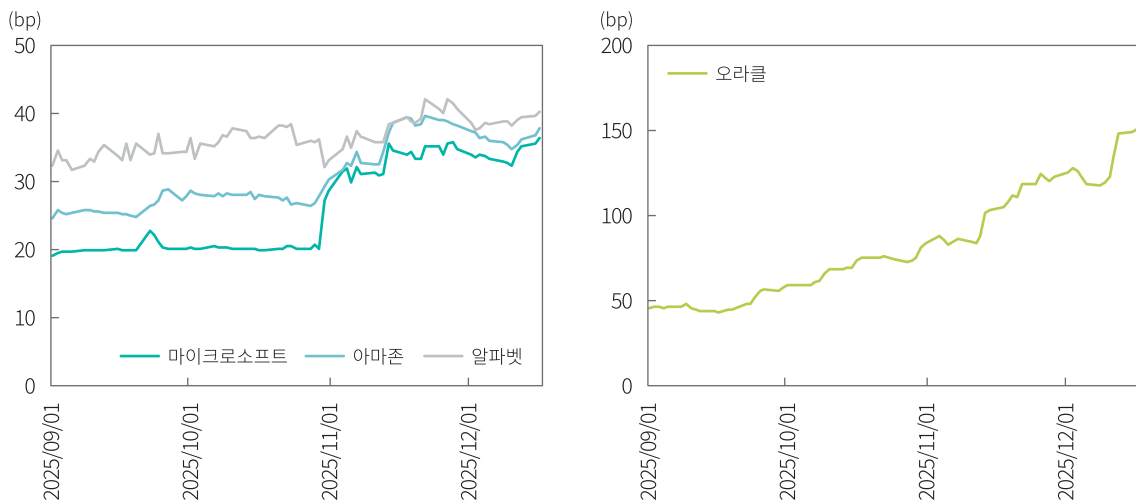
10) Reuters, 2025. 12. 12, Five debt hotspots in the AI data centre boom.

11) Portfolio Adviser, 2025. 12. 11, AI debt issuance is ‘transforming’ the corporate bond market.

12) El Pais, 2025. 11. 22, Tech’s AI debt surge cools market fever.

- 반면 제조업, 전통 에너지 등 기존 산업 부문의 기업들은 상대적으로 채권 발행 여력이 축소되고 제한된 자본이 특정 섹터로 집중되면서 신용시장 전반의 자금 배분 구조가 왜곡될 가능성이 확대
- 이와 더불어 기업들이 은행 대출보다 채권시장 중심의 직접금융을 선호하면서 신용시장 내 리스크 분산 구조에도 변화
 - 과거에는 기업 신용리스크가 은행에 집중되는 경향이 강했지만 채권시장 중심의 직접금융 체제에서는 리스크가 다수의 기관 및 개인 투자자에게 광범위하게 분산
 - 이에 따라 신용 충격 발생 시 리스크가 광범위한 투자자층으로 동시에 전이될 잠재적 위험이 존재
- 이러한 상황 속에서 대규모의 채권을 발행한 기업들을 중심으로 신용리스크 우려가 제기
 - 모건스탠리는 기업들이 AI와 데이터센터 확장을 위해 대규모의 부채 조달이 지속될 경우 시장 전체의 신용 스프레드가 확대될 가능성을 지적
 - 또한 빅테크 기업들의 대규모 채권 발행이 2026년 이후에도 지속될 경우, 글로벌 신용시장에 부담이 될 수 있다는 전문가 및 투자자들의 우려도 제기¹³⁾
 - 실제로 주요 테크 기업들의 CDS 스프레드가 11월 이후 가파르게 확대되었으며, 특히 오라클은 9월 대비 3배 가량 확대

〈그림 2〉 주요 테크 기업의 CDS 스프레드 추이



주 : 5년물 CDS 스프레드
 자료: Bloomberg

13) Bloomberg, 2025. 11. 24, Big Tech's AI debt wave threatening to swamp credit markets.

— 아직까지는 현금흐름이 건조하고 재무여력이 충분한 상위 빅테크 기업의 경우 부채비율이 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있으며, 채권 발행에 대한 시장 수요도 충분하기 때문에 단기적인 문제는 나타나지 않고 있으나 부채비율 높고 현금창출력이 약한 기업을 중심으로 위험이 현실화될 수 있는 가능성이 있으므로 주의가 필요¹⁴⁾

- AI 인프라 기업 관련 채권은 테마 수요에 힘입어 스프레드가 억제되는 반면, 그렇지 않은 기업의 채권은 상대적으로 수요가 위축되면서 스프레드가 확대되는 양극화 현상이 심화될 가능성
- 일부에서는 AI 산업 전망에 비해 과도하게 낙관적인 기대를 반영하고 있다는 이른바 ‘AI 거품’ 논란도 제기되고 있으므로 채권시장과 관련 기업의 재무 여건 변화를 살펴볼 필요

선임연구원 홍지연

14) JP Morgan, 2025. 11. 19, Is AI-related debt an issuer problem or a concern for broader credit markets?