박종훈의 지식한방 · Fanding @kpunch

Part 4 — 국가 부채 급증 시대

금리 반란의 시대, 착각이 끝난 자리에 심판이 왔다

· 정리 2026-05-15

금리 반란의 시대, 착각이 끝난 자리에 심판이 왔다

Part 4의 핵심은 명확하다 — 국가 부채가 전 세계적으로 늘어나면서 돈을 너도나도 빌리고 있고, 그러면 당연히 돈의 가격(금리)이 올라간다. 이 현상은 2022년부터 이미 시작됐지만 1980~2022년 42년 금리 하락 관성 때문에 우리는 4년 넘게 **거대한 착각의 시대**를 살았다. 본 회차는 그 착각이 끝난 자리에 **심판**이 오는 흐름과, 시차 안에서 우리가 어떻게 대비해야 하는지를 다룬다.

핵심 통찰 하나 — 심판은 즉시 오지 않는다. 시차가 있다. 그 시차 동안 두 가지가 가능하다.

- **아직까지 위험 자산에 올라타기** (모든 사람이 자각하기 전까지) - **약간의 여유 자산을 달러로 보유** (바겐세일 결정적 순간 대비)

원화는 안 된다. **여유 현금은 항상 달러여야 한다.** 금리 반란이 본격화돼 사람들이 자각하기 시작할 때 바겐세일이 시작된다. 그 자각의 열쇠가 무엇인지를 파악하는 것이 부를 한 차원 끌어올리는 핵심이다.

세 거장이 같은 경고를 했다

인물	시점	발언
하워드 막스 (Oaktree 창업자)	2022.12	"방향이 아니라 물리 법칙이 바뀌었다. **Sea Change #3**"
제이미 다이먼 (JPMorgan CEO)	2025.10	"**바퀴벌레 한 마리**를 보면 더 많다는 뜻이다."
제프리 건들락 (DoubleLine CEO)	2025.11	"다음 금융위기는 **사모 대출**이다. **2006 서브프라임 냄새**가 난다."

세 거장이 같은 방향을 가리키고 있다. 다만 모두 "당장의 위기"가 아니라 **시차 있는 변화**를 경고한다는 점이 핵심이다. 건들락이 2008이 아니라 2006이라고 언급한 이유 — 위기가 임박한 게 아니라 조금씩 커지지만 아무도 모르고 있으며 소수 전문가만 자각한 상태라는 비유다. 2007년 가을부터 주가가 떨어졌고 2008년에 한 번 반등하는 듯하다 연말 대폭락했다.

하워드 막스 — 53년 경력의 세 번째 변화

하워드 막스는 자신의 53년 경력에서 **진정한 씨체인지(Sea Change)는 단 세 번뿐**이라고 말한다.

변화	시점	내용
①	1970s	고수익 채권(하이일드/정크본드) 탄생
②	2009 ~	QE + 제로 금리 시대
③	**2022 ~ (지금)**	**Sea Change**

①과 ②는 모두 **금리가 계속 내려가는** 시대를 배경으로 한다. 1970년대 이전 미국 시장 금리가 매우 높을 때(은행 예금 15%, 한국 30%+) 다른 투자처가 필요 없었으나, 1980년대 금리 급락으로 사람들이 더 나은 수익을 찾기 시작했다. 하이일드 펀드는 망하는 기업 2~3% 있어도 전체 수익률 15% 가능하게 설계됐고, 하워드 막스 같은 천재가 큰돈을 벌었다.

2009년 양적 완화와 제로 금리 시대는 하이일드 펀드를 더욱 인기로 만들었다. 강사 본인이 2010년 스탠퍼드 객원 시 뱅크 오브 아메리카 저축성 계좌 금리가 **연 0.01%**였다 — 저축성 계좌가 그 정도였으니 하이일드 펀드가 대안이 될 수밖에 없었다.

세 번째는 정반대 방향이다. **40년 만에 금리가 오르는 시대**다. 막스는 2022년 12월에 이를 짚었다 — 기준금리만 올라가는 게 아니라 **거대한 방향의 변화**라고 봤다. 강사는 막스의 통찰을 결정적으로 평가한다.

다이먼의 바퀴벌레 + 건들락의 사모 대출

다이먼 (2025-10-14) — First Brands · Tricolor 파산 직후

First Brands 파산	Tricolor 파산
$100억 숨겨진 부채 발견	JPMorgan **$1.7억 손실**

다이먼은 이러한 파산이 개별적으로는 미국 경제에 큰 영향을 주지 않을 만큼 작은 규모지만, **"바퀴벌레 한 마리가 보이면 안쪽에 더 많은 바퀴벌레가 숨어 있다"**고 경고했다. 한 마리 → 수십 마리 → 수백 마리 사이엔 시차가 있다는 의미.

건들락 (2025-11-17) — 사모 대출 = 2006 서브프라임

건들락은 신채권왕으로 채권 구조에 누구보다 정통하다. 그가 다음 금융 위기의 진원지로 **사모 대출**을 지목하면서 "**사모 대출 가격은 100 아니면 0, 두 가지뿐이다**"라는 흥미로운 표현을 썼다.

이게 서브프라임 모기지와 다른 점이다. 서브프라임은 주택 담보 대출 기반이라 집값 떨어지면 외부에서도 알 수 있었다. 그러나 **사모 대출은 완전히 블랙박스 안**이다. 외부에서는 가격이 0까지 떨어져도 알 수 없다. 그래서 2026년 3월에 그는 또 말했다 — "지금 균열이 보인다. 모두 괜찮다고 한다. 2006년과 똑같다." †3

사모 대출 $2조 그림자 금융 — 24년 만에 50배

사모 대출 규모의 폭발적 성장:

시점	규모
2000	**$0.04조** (400억 달러)
2010	$0.3조
2015	$0.6조
2020	$1.0조
2024	**$2.1조** (50배 ↑)
2024 추정	**$2.7조** ($3조 가까이)

이 $2.7조가 얼마나 큰지 비교 — 미국 작년 국방비가 $9,000억 (약 1,300조 원, '천조국'). 사모 대출 규모는 **약 4,000조 원으로 국방비의 3배**.

사모 대출은 그림자 금융이라 규제 사각지대에 있다. 은행 대출은 모든 것이 공개되지만 그림자 금융은 규제 회피용으로 만들어졌기에 규모도 부실도 외부 측정 불가. **금융 당국과 연준조차 정확히 파악 못 한다.** 그래서 "바퀴벌레 한 마리" 표현이 적합하다.

2008이 만든 괴물

사모 대출이 폭발한 이유는 역설적으로 2008 금융위기 이후의 규제 강화 때문이다.

① 2008 금융위기	② 은행 대출 위축	③ 진공 발생	④ 사모 대출 폭발
Basel III · 도드-프랭크	중소기업 대출 철수	수요 있는데 공급 X	규제 없이 높은 이자, 50배 성장

2008의 규제가 2008보다 더 위험한 괴물을 키웠다 — 강사 통찰. 은행 대출 규제 강화 → 은행이 중소기업 대출에서 철수 → 진공 → 규제 사각지대인 사모 대출이 폭발. 미국 대형 기관 투자자들이 본격 진출하면서 제도권 안으로 들어왔다. †2

1994 채권 대학살 — 결선 신호 시각화

채권 시장의 힘을 보여주는 역사 사례. 1994년 클린턴 행정부는 전 국민 의료보험 제도를 도입하려 했다 — 한국 건강보험처럼 모든 미국인이 보장받는 시스템.

시점	10년물 금리	채권 손실
1993.10	5.3%	—
1994.4	7%	손실 누적
1994.11	**8.0%**	**$1조**

클린턴 발표 후 채권 시장 반란. 미국 10년물 금리가 5.3 → 8.0%로 13개월간 상승. 결국 클린턴은 전 국민 의료보험을 포기했다. 수석 고문 제임스 카빌은 이렇게 말했다.

> "나는 대통령으로, 교황으로, 4할 타자로 환생하고 싶었다. 이제는 채권 시장으로 환생하고 싶다. 모든 사람을 겁줄 수 있으니까."

이 사례가 보여주는 것 — 채권 금리는 **모든 자산 가격을 끌어내리는 중력**이고, 시장 전체를 흔들 만큼 강력하다.

결선의 시기 파악 방법 — 10년물 국채 금리 주시

미국 정부가 적극 관리 중인 10년물 금리에서 **4.5% 돌파 = 경계 경보, 5.0% 돌파 = 진정한 위험**. 정부가 관리하는데 4.5%를 넘었다는 것은 "더 이상 관리 어렵다"는 신호다. †1

2008 vs 2026 — 연준의 무기 비교

정책 카드	2008	2026
금리 인하	5.25% → 0% (18개월)	이미 3.5~3.75%로 낮음
QE	연준 자산 $9조 매입	인플레 우려로 대규모 불가
TARP	$7,000억 은행 직접 구제	재정 적자 폭증 위험

2026년 연준은 어떤 선택도 할 수 없다:

금리 내리면	QE 하면	아무것도 안 하면
인플레 재점화	달러 신뢰 붕괴	사모 대출 연쇄 파산
채권 자경단 반란	장기금리 폭등	신용 경색 확산

어떤 선택을 해도 상황이 나빠진다 — 이것이 엔드게임이다.

우크라이나 vs 이란 — 달러 신뢰 약화

달러 인덱스(주요 6개 통화 대비 달러 가치):

전쟁	직전	발발 후
우크라이나	98	**110** (안전 자산 매수)
이란	98	**100** (강도 약화)

이번 이란 전쟁에서 유가가 폭등했음에도 달러 인덱스는 100에 그쳤다. **달러 신뢰가 과거보다 낮아진 결정적 신호**다. 양적 완화를 또 하면 달러 신뢰가 더 흔들리고 미국 장기채 매도로 장기 금리가 오히려 상승할 수 있다.

따라서 이번 반등은 **V자형이 아닌 U자형 또는 더 길게**가 될 가능성이 매우 크다. 강사 전망 — 연준은 결국 양적 완화와 금리 인하를 단행하지만 인플레이션이 다시 발생해 주가는 반등하되 물가 상승을 따라가지 못하는 독특한 현상이 나타날 것이다.

앞으로 세 갈래 길

① 연착륙	② 스태그플레이션	③ 채권 위기
사모 대출 질서 정리	성장 둔화 + 인플레 지속	채권 자경단 폭발
AI 생산성 유지	연준 진퇴양난	달러 신뢰 급락
생존: AI 인프라 · 단기채	**생존: 금 · 은 · 에너지**	**생존: 금 · 실물 자산**

시나리오 ① 연착륙 — 사모 대출 질서가 정리되고 AI 생산성 유지. 가장 강력한 투자는 AI 관련 + 단기채. 금·은·에너지도 상승하지만 AI보다 약함.

시나리오 ② 스태그플레이션 — 1970년대 재현. 확률적으로 250년 중 10년만 — 25분의 1. 그러나 현재는 유발 조건들이 모두 형성됨 (유가 ↑, 미국 경제 과열 후 식는 단계). 생존 자산: **금·은·에너지**가 핵심. 주식 중에는 **시장 장악 + 마진 50%+ 기업**만 살아남음 (가격 전가력). 단기채도 2위 그룹.

시나리오 ③ 채권 위기 — 가장 극단적. 달러 신뢰 급락 + 국채 금리 지속 상승. **금만 독보적으로 살아남음**. 원자재 실물 자산도 살아남을 수 있으나 부동산은 절대 X. 달러가 흔들리면 모든 원자재가 달러로 표시되기 때문에 가격 상승.

바벨 전략 — 양 극단 자산만

어떤 시나리오로 진행되든 결론은 명확하다 — **바벨 전략**.

- **양 극단 자산** (한쪽: AI 인프라 / 다른 한쪽: 금·은·에너지) — 모두 괜찮은 성과 - **중간 어정쩡 자산** — 버려야 함 (적당히 잘 나가는 기업 주식 / 미국 장기채 / 하이일드 펀드)

자산별 시나리오 성과:

자산	① 연착륙	② 스태그플레이션	③ 채권 위기
AI · 인프라	매우 좋음	중간	실패 가능
단기채	좋음	나쁘지 않음	좋음
금 · 은	AI보다 약함	**매우 좋음**	**매우 좋음**

금은 어떤 경우에도 살아남는다 — 강사 결론. 연착륙 시에만 AI보다 수익률이 떨어진다. 스태그플레이션 시 상승률 매우 높음. 채권 위기 시 모두가 금을 사므로 매우 유효.

살아남는 자산의 2 기준 — 실력 또는 희소성

기준	자산군
AI 핵심 인프라	고금리를 압도하는 현금 창출력, 생산성 혁명 중심
금 · 은	국가가 찍어낼 수 없음, 달러 약세 수혜, 중앙은행 5년째 매수 †4
에너지 · 구리	AI · 전기차 구조적 수요, 탈세계화 공급 부족, 희소성 기반

찍어낼 수 없는 것 + 지금 돈 버는 것 = 생존 기준.

은은 "악마의 금속" — 변동성이 금의 3배. 산업재라 경기 침체 시 가격 하락 가능. 그러나 방향성은 금과 동행. 구리는 개인이 투자할 방법이 별로 없으니 에너지·구리는 별도 강의에서 다룰 예정.

4강이 남기는 3 가지

본 회차 결론적 메시지:

- **① 바퀴벌레 한 마리는 신호다** — 사모 대출은 시작일 뿐, 더 많은 부채 폭탄이 기다린다. - **② 2026~2027년 연준엔 쓸 무기가 없다** — 엔드게임에 돌입했다. 어떤 선택도 부작용이 크다. - **③ 실력과 희소성이 살아남는다** — 이야기만 있는 자산, 빚으로 버티는 자산은 끝났다.

체스 게임에서 상대방 말과 내 말이 거의 다 잡혀 더 이상 둘 수 있는 수단이 별로 남지 않은 상황 = 엔드게임. 2027년까지 올 가능성이 매우 높다. 다만 부실을 덮어줄 PIK(현물 지급) 같은 방법이 존재해 정확히 언제 어떤 상황이 올지는 알 수 없다.

따라서 시기를 2026년 말이나 2027년으로 단정 짓는 게 아니라, **신호를 읽고 그때 바겐세일을 노릴 수 있는 준비**를 해야 한다. 강사 결론은 단순하다.

- 달러처럼 마음껏 찍어낼 수 없는 자산 - 원화처럼 쉽게 돈을 찍어 가치가 희석되는 것 피하기 - 어떠한 시나리오에도 살아남는 희소성 자산 + 아무리 금리 오르고 물가 올라도 계속 돈 버는 자산 - 바겐세일 시기에 꾸준히 사 모으기 - 20·30·40년 장기 투자

한국은 이 변화에 늦게 시작할 것이기에 대비할 시간이 더 있다. 하지만 그만큼 강도가 훨씬 심할 것이므로 더욱 단단하게 준비해야 한다.

Part 5·6 예고

Part 4 시리즈 4 회차 완결. 다음은 **Part 5 AI + Part 6 투자 기회** 본격 진입. 본 회차에서 정리한 바벨 전략의 한쪽 극단 = AI 인프라가 Part 5의 본격 주제다. 에너지 투자 방법은 별도 파트로 마련될 예정.

특히 AI 시대에 잘못하면 모든 직업이 파괴될 때, **바벨 전략만이 유일하게 살아남아 미래를 이끌어갈 수 있을 것** — 강사 시리즈 결론이다.

회차 자료 보강

본 회차 강의 본문(2026-05-08) 이후 약 1주 시점(2026-05-15)까지의 외부 출처 보강. 4 패러다임 — 권고 부속 X, 사실·정량만.

†1 (시간 연장) — 10년물 4.46~4.49%, 4.5% 임계 1bp 근접 강의 §결선 시기 파악: "4.5% 돌파 = 경계 경보, 5.0% 돌파 = 진정한 위험". 강의 1주 후(2026-05-15) **10년물 4.46~4.49%**, 임계 1bp 근접. **Standard Bank G10 strategy 책임자 Steven Barrow 5% 도달 예측** (Bloomberg 2026-05-12) — 평균 컨센서스 대비 +80bp 상회 (이는 2007년 이래 미돌파 수준). 4월 도매 물가 2022년 이래 최고 속도, 소비자 물가 3.8%. Fed 인하 가능성 0%로 가격 책정. 강의 명제의 정확 임계 위치 검증. ([federalreserve.gov H.15 2026-05-13](), [Bloomberg 5% 예측]())

†2 (각도 확장) — First Brands·Tricolor 사기 구조 + 사모 대출 디폴트율 정확화 강의 §다이먼 바퀴벌레: First Brands $100억 숨겨진 부채 + Tricolor JPMorgan $1.7억 손실. 보강 (Cambridge Associates + Neuberger Berman + Morgan Lewis) — **두 사례 모두 fraud 기반** (이중 담보 / off-balance sheet 미공개). Tricolor는 subprime auto 대상 (무서류 차주). First Brands는 supply chain·inventory finance 이중 담보. **NYT — '수십억 달러 대출이 사실상 증발'**. Middle market loan 가중 평균 이자 보상 비율 2.3 (Q3 2025, 전년 2.0에서 ↑). KBRA 2025 direct lending default rate 1.5% (by volume, 전년 1.8%에서 ↓). 일부는 idiosyncratic 사례로 분류 — 강사의 '바퀴벌레 더 있다' 명제와 다른 시각 존재. ([Cambridge Associates](), [NB]())

†3 (검증·반박) — Gundlach 2026-05 본인 후속 발언 일관 강의 §건들락 2006 서브프라임 경고. 검증 (Fortune 2025-11 원문 + Bloomberg 2026-05-06) — Gundlach 본인 2025-11 발언: "다음 금융 위기는 사모 대출 / **2006 서브프라임 repackaging과 같은 trappings**". 2026-05 추가 발언 (Bloomberg) — **'투자자들이 사모 대출 펀드에서 손실 볼 것'** 명시. 2026-03 인터뷰 (CNBC) — 'going nowhere market / private credit strains 심화 가능성'. 강사 인용 시점 후 6개월간 Gundlach 본인 입장 동일 유지·강화. 본인이 2004년 모기지 부정적 입장 → 3년 후 decay 시작 사례 비유. 검증 차원 — 강사 인용 정확. ([Fortune 원문](), [Bloomberg 2026-05-06]())

†4 (사례 후속) — Q1 2026 중앙은행 244톤 매수 + 금 $5,595 사상 최고 강의 §금·은 살아남는 자산 (중앙은행 5년째 매수). 정확 정량 후속 (World Gold Council Q1 2026) — **2026 Q1 중앙은행 244톤 net 매수** (직전 분기 대비 +17%, 전년 동기 +3%). 총 글로벌 금 수요 가치 $193B 사상 최고. 총 수요량 1,234톤 — **2011년 이래 최강 Q1. 금 2026-01-29 $5,595/oz 사상 최고** 후 4월 13일 $4,728 (~-15%). 매수 주도국 — 중국·폴란드·터키·인도·싱가포르 (USD 준비금 다변화). 2026 연간 전망 755톤 (직전 3년 1,000톤+ 피크 이후 둔화). USD 글로벌 공식 외환 보유 비중 — 2001년 72% → 2024년 58%. 강사 명제(중앙은행 5년째 매수)의 정확 정량 검증. ([World Gold Council Q1 2026]())

ONE LINE

찍어낼 수 없는 것 + 지금 돈 버는 것 = 생존 기준. 어떤 시나리오에도 살아남는 자산을 바겐세일 시기에 꾸준히 사 모은다.

출처

박종훈의 지식한방 — Part 4-4강 「금리 반란의 시대, 착각이 끝난 자리에 심판이 왔다」 (2026-05-08 게시, fanding.kr/@kpunch/post/190178).

지표 출처: federalreserve.gov · bloomberg.com · cambridgeassociates.com · nb.com · fortune.com · bloomberg.com · gold.org

정리 · content-forge · 2026-05-15