Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 1월 9일 | Global Asset Research

해외채권

채권시장의 복병, 헤지펀드의 모든 것

- 미 국채 시장의 수급 구조가 취약해진 상황에서 헤지펀드 영향력이 나날이 확대되는 중
- 미 국채 시장 내 헤지펀드 비중은 약 9%로 데이터 집계 이래 역대 최고치
- 최근 1년간 헤지펀드의 스왑 거래 규모가 큰 폭으로 증가. 금리가 예상치 못하게 급등할 경우 헤지펀드 포지션 변화는 금리 변동성을 추가로 확대시킬 수 있는 요인

결론: 미 국채 시장 내 헤지펀드 영향력이 가파르게 확대되는 중. 특히 최근 1년간 스왑 거래 규모가 기록적인 수준으로 급증. 문제는 저금리 차입에 기반한 고레버리지 전략이라는 점. 금리 급등 시 헤지펀드의 포지션 변화는 금리 변동성 추가 확대 요인

2025년 1분기 기준 미국 헤지펀드 산업은 총 자산 12.4조 달러, 파생상품 계약 가치 11.5조 달러를 기록하며 역대급 규모로 성장 중이다. 특히 2022년 이후 미 국채 보유량이 급증해 미 국채 시장 내 헤지펀드 비중은 약 9%로 외국인→연준→MMF 다음으로 가장 많다. 헤지펀드 총 자산에서도 채권 비중이 40%(미국채 20%)로 가장 많다.

헤지펀드 성장 동력은 레포(Repo) 시장을 활용한 레버리지 전략에 있다. 보유한 국채를 담보로 자금을 차입해 다시 자산을 매수하는 과정을 반복하며 레버리지 지표를 사상 최고치로 끌어올렸다. 현재 미 국채 시장은 연준의 양적 긴축(QT)과 정부의 대규모 부채 발행으로 인해 과거의 안정적인 수급 구조에서 벗어나, 헤지펀드를 필두로 한 민간 레버리지 투자자 중심으로 체질이 변하는 구조적 전환이 진행되고 있다.

헤지펀드는 평상시 현-선물 베이시스 거래와 이자율 스왑(IRS) 스프레드 거래를 통해 유동성을 공급하고 시장 효율성을 높이는 순기능을 수행한다. 그러나 레포 거래에 기반한 과도한 레버리지는 잠재적 리스크 요인이다. 금리가 예상치 못하게 급등할 경우, 담보 가치 하락에 따른 마진콜과 포지션 강제 청산이 발생해 헤지펀드의 국채 투매가 금리 상승을 다시 가속화하는 악순환으로 이어질 수 있기 때문이다.

2025년 4월 '해방의 날' 선언 당시 금리 급등으로 인해 헤지펀드의 스왑 거래 포지션 10% 이상이 청산된 경험이 있다. 최근 상업은행의 SLR 규제 완화와 기대인플레이션 안정, 고용 둔화 우려 속에 스왑 거래가 재차 활성화되고 있으나, 수급 구조가 취약해진 상황에서 헤지펀드의 포지션 변화는 향후 금리 변동성을 확대시킬 수 있는 변수로 작용할 전망이다.

1. 헤지펀드?

1) 헤지펀드 대차대조표는 어떻게 구성되어 있나

연준 대차대조표

연준이 정의하는 헤지펀드는 투자자들의 자금을 모아 다양한 자산에 투자하는 사모펀드이다. 고액 자산가나 기관 투자자 등 적격 투자자만을 대상으로 하며, 레버리지 활용이나 파생상품, 부동산 등 다양한 자산에 대한 유연한 투자 전략을 펼칠 수 있다.

미국 증권거래위원회(SEC)에 등록되었거나, 등록 의무가 있는 투자 자문을 두고 있고, 하나 이상의 사모펀드를 운용하며, 운용 자산(AUM)이 최소 1.5억 달러 이상인 헤지펀드는 'Form PF'를 제출해야 한다. 운용 자산이 5억 달러 이상인 '적격 헤지펀드'는 매 분기 자산과 부채 현황을 보고할 의무가 있다.

헤지펀드의 대차대조표(Balance Sheet)를 살펴봤다. 2025년 1분기 기준 등록된 모든 헤지펀드의 총 자산은 12.4조 달러, 총 부채는 7.1조 달러 이며, 자산과 부채를 차감한 순 자산은 5.3조 달러이다. 파생상품 계약의 현재 가치는 11.5조 달러 수준이다.

자산 주요 항목으로는 크게 1) 현금성 자산(Cash and cash equivalent) 2) 역레포 자산(Security repurchase agreement) 3) 채권 보유(Total debt securities) 4) 기업들에 대여해준 돈(Total loan) 5) 상장/비상장 주식 보유(Corporate equities) 6) 부동산, 금, 원자재 등 기타 자산(Miscellaneous assets)으로 구성된다.

부채 주요 항목으로는 크게 1) 레포 거래(Security repurchase agreements) 2) 은행 등 기관에게 빌린 돈(Total loans) 3) 미지급금이나 기타 갚아야 할 비용(Miscellaneous liabilities)으로 구성된다. 여기서 레포 거래란 헤지펀드가 레포(Repo) 시장에서 채권을 담보로 자금을 조달하는 것을 의미한다.

도표 1. 헤지펀드 대차대조표

헤지펀드 자산 항목 (Asset)			헤지펀드 부채 항목 (Liability)		
Foreign currency	**달러 제외 현금**	**202**	**Total security repurchase agreements**	**레포 거래. 채권 담보로 자금 조달**	**2,940**
Deposits	**은행 예금 형태 자산**	**268**	with domestic institutions	국내에서 레포 거래로 돈 빌린 것	1,521
Other cash and cash equivalents	**현금과 유사한 단기 금융 상품**	**565**	with foreign institutions	해외에서 레포 거래로 돈 빌린 것	1,419
Money market fund shares	**MMF에 넣어둔 돈**	**212**	**Total loans**	**은행 등 직접 빌린 대출금**	**3,668**
Security repurchase agreements	**돈 빌려주고 채권 받아온 상태**	**1,287**	via prime brokerage	글로벌 IB 통해 주식 등 담보로 빌린 돈	2,969
Total debt securities	**채권 투자액**	**5,125**	via domestic prime brokerages		2,305
Treasury securities	미국채 보유	2,442	via foreign prime brokerages		664
Corporate and foreign bonds	회사채, 외국 국채 보유	2,579	total other secured borrowing	기타 담보로 빌린 돈	656
Other debt securities	기타 채권 보유	104	from domestic institutions		387
Total loans	**다른 기업에 직접 빌려준 돈**	**637**	from foreign institutions		268
Leveraged loans		441	Loans, total unsecured borrowing	신용으로 빌린 돈	43
Other loans		196	**Miscellaneous liabilities**	**미지급금이나 갚아야 할 비용들**	**549**
Corporate equities	**상장자 주식 보유**	**3,186**			
Miscellaneous assets	**부동산, 금, 원자재 등 기타 자산**	**982**			
Total Assets	헤지펀드가 보유한 총 자산	**12,465**	**Total liabilities**	**헤지펀드가 보유한 총 부채**	**7,157**
			Total net assets	진짜 헤지펀드 규모	5,307
			Derivatives (Long value)	보유 파생상품 현재 가치	11,542

자료: Bloomberg, 하나증권
주: 모든 단위는 십억 달러. 주요 항목은 굵은 선으로 표시

2) 헤지펀드 채권 보유 비중 증가

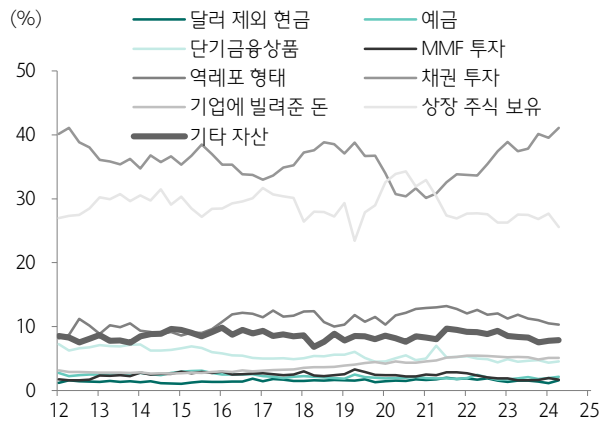
자산 내 채권 비중 크게 증가

2025년 1분기 기준 헤지펀드의 총 자산은 12.4조 달러로 꾸준히 늘어나고 있다. 자산 주요 항목 별로 보면 보유한 채권이 40%로 가장 많고, 상장/비상장 주식이 26%, 역레포 자산이 10%로 뒤를 잇는다. 역레포 자산이란 헤지펀드가 돈을 빌려주고 채권을 담보로 받은 것을 의미한다.

헤지펀드는 약 5조 달러의 채권을 보유하고 있는데, 미 국채를 2.4조 달러, 미 국채를 제외한 기타 채권을 2.7조 달러 보유 중이다. 총 자산 대비 비중으로는 미 국채가 20%, 기타 채권은 22% 수준이다. 하지만 2022년부터 헤지펀드들의 미 국채 보유 잔고가 급증하면서 기타 채권 잔고와 유사한 수준까지 근접했다.

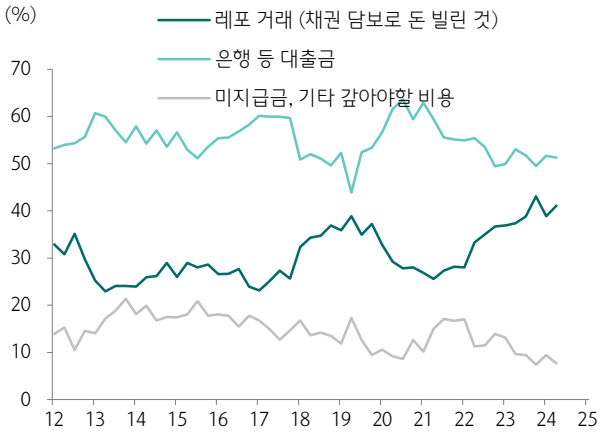
2025년 1분기 기준 헤지펀드의 총 부채는 약 7.1조 달러로, 은행 등 기관으로부터의 대출금이 3.7조 달러로 가장 많고, 레포 거래가 2.9조 달러로 뒤를 잇는다. 총 부채 대비 비중으로는 대출 비중이 50%, 레포 시장을 통해 조달한 자금 비중이 40%를 차지한다.

도표 2. 헤지펀드 자산 주요 항목 비중



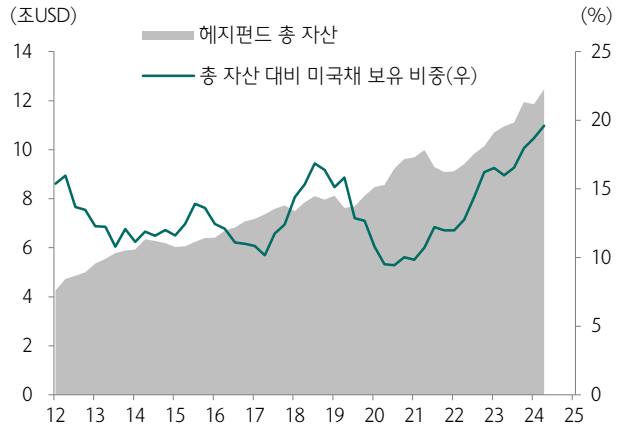
자료: Fed, 하나증권

도표 3. 헤지펀드 부채 주요 항목 비중



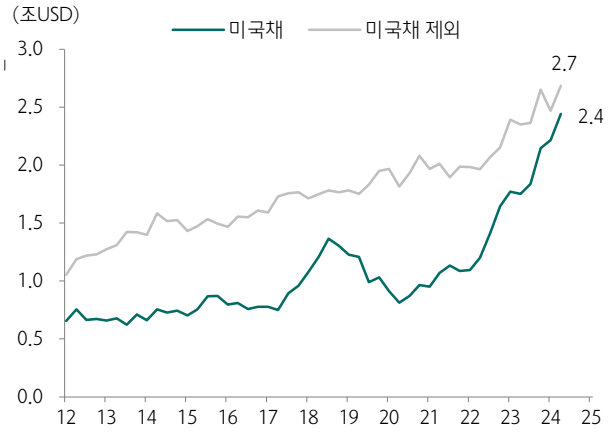
자료: Fed, 하나증권

도표 4. '22년 이후 헤지펀드 미 국채 보유 규모 큰 폭으로 증가



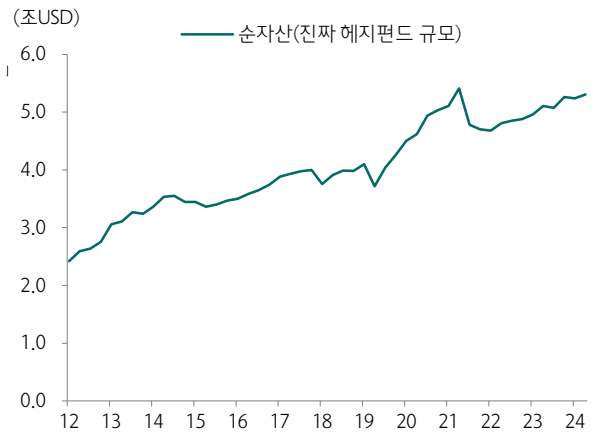
자료: Fed, 하나증권

도표 5. 헤지펀드는 미 국채를 2.4조 달러 보유



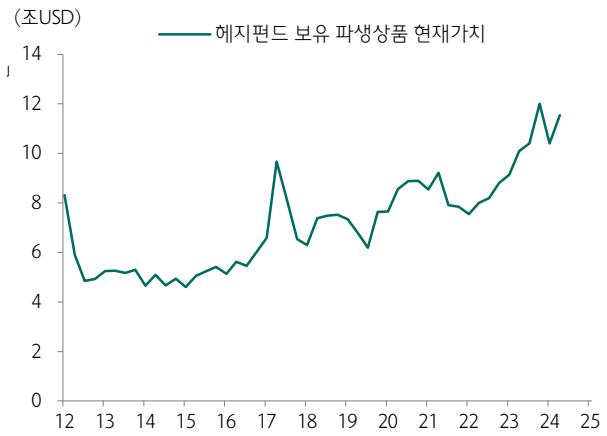
자료: Fed, 하나증권

도표 6. 헤지펀드 순 자산 꾸준히 증가



자료: Fed, 하나증권

도표 7. 레포를 통한 레버리지 확대. 파생상품 11.5조 달러 보유



자료: Fed, 하나증권

레포 거래를 통한 레버리지 투자 규모는 역대 최고치 기록 중

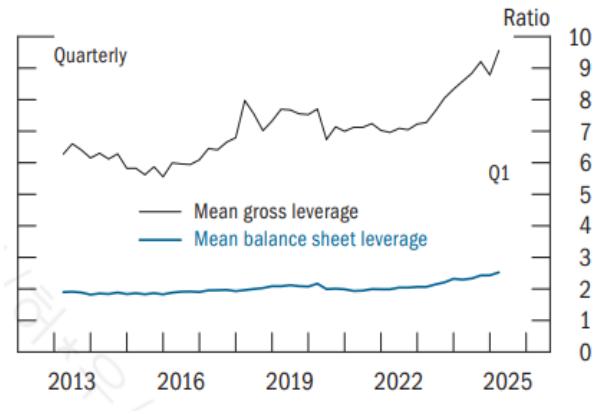
자산에서 부채를 차감한 순 자산(Net Asset)은 5.3조 달러로 꾸준히 증가했다. 주목할 점은 헤지펀드의 파생상품 현재 가치인데, 2025년 1분기 기준 11.5조 달러를 기록했다. 즉, 레포 거래를 통해 자금을 차입해 레버리지를 확대한 것이다.

헤지펀드는 파생상품뿐만 아니라 다양한 자산에 레포 거래로 자금을 차입해 투자한다. 대표적으로 자금을 차입해 국채를 투자할 때는 자기자본으로 국채 현물 매수 → 레포 시장에서 국채 담보로 자금 차입 → 차입금으로 국채 현물 매수 → 레포 시장에서 국채 담보로 자금 추가 차입하는 과정을 반복한다.

연준은 11월 금융안정보고서를 통해 헤지펀드의 레포를 통한 레버리지 지표가 2013년 Form PF 도입 이후 최고 수준을 기록했다고 분석했다. 레버리지 사용은 미 국채, 이자율 파생상품 및 주식과 같이 다양한 자산군에 걸쳐 증가했으며, 상위 15개 대형 헤지펀드의 레버리지 사용이 큰 폭으로 증가한 것으로 나타났다.

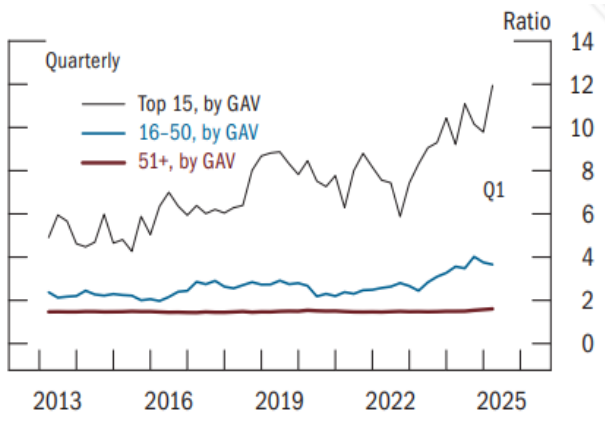
한편, 고위 금융직 공무원 의견 조사(Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms, SCOOS) 데이터에 따르면, 딜러들은 헤지펀드의 레버리지 사용이 작년 4월 '해방의 날' 발표 당시 줄어들었다고 보고했다. 일부 헤지펀드가 레버리지를 일으킨 포지션을 정리했기 때문이라고 추측된다.

도표 8. '25년 1분기 헤지펀드 레버리지는 데이터 집계 이후 최고 수준



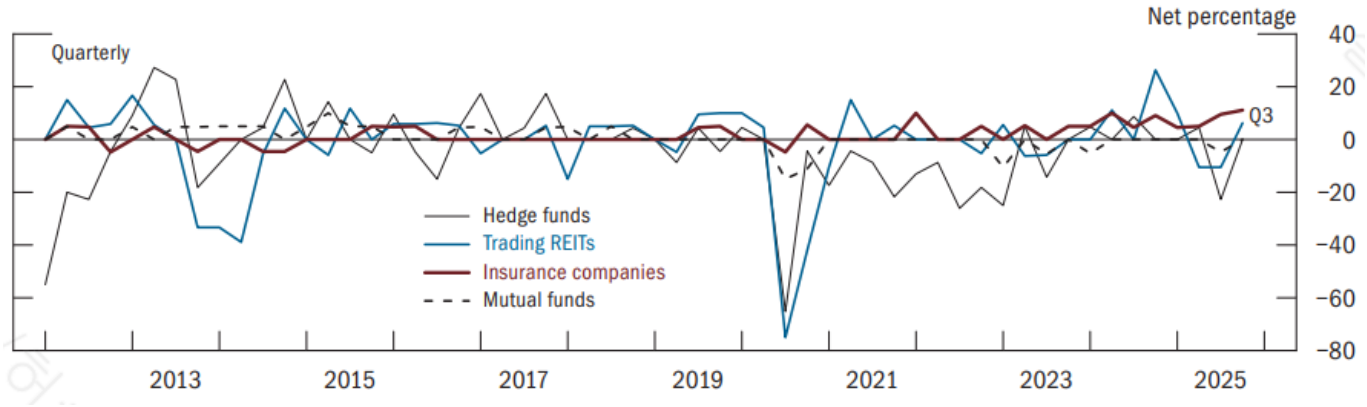
자료: Fed, SEC Form PF, 하나증권

도표 9. 상위 15개 대형 헤지펀드의 레버리지 사용이 큰 폭으로 증가



자료: Fed, SEC Form PF, 하나증권

도표 10. '25년 4월 관세 발표 직후 일부 헤지펀드들은 레버리지를 일으킨 포지션을 일부 정리한 것으로 추정



자료: Fed, SCOOS, 하나증권

2. 헤지펀드 채권 투자 전략

1) 현-선물 베이시스 거래 (Cash-futures basis trade)

현-선물 베이시스 거래는 국채 현물과 선물 간 가격 차이를 활용해 차익을 얻는 전략

헤지펀드의 대표적인 채권 투자 전략은 크게 1) 현-선물 베이시스 거래와 2) 스왑 스프레드 거래로 나뉜다. 먼저 현-선물 베이시스 거래는 국채 현물과 선물 계약 간 가격 차이를 이용해 차익을 얻는 전략이다. 보통 선물 만기 시점에 베이시스가 수렴할 때 수익이 발생한다. 거래소 파생상품 시장(XTD), 특히 장기채 선물 시장에 유의미한 영향을 미친다.

일반적으로 헤지펀드는 레포 거래를 통해 자금을 조달해 미 국채 현물 국채 매수+선물 매도 포지션을 취한다. 레버리지를 일으켜 수익을 극대화하고 싶어 하기 때문이다.

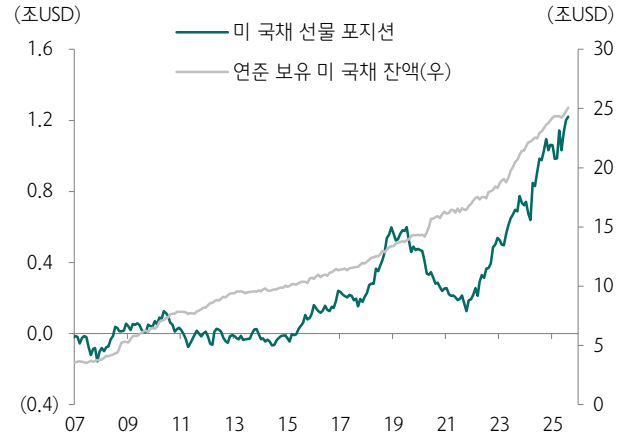
그러나 팬데믹이나 작년 4월 관세 발표 직후처럼 예기치 못한 이벤트가 발생할 경우 증거금(margin)이 급등하면서 자금 조달 위험에 노출될 수 있다. 자금 경색 상황에서 거래가 강세로 청산될 경우 헤지펀드의 레버리지 포지션 정리가 시장 변동성을 확대시킬 수 있다. 연준에 따르면 작년 4월 헤지펀드와 부동산 투자 신탁(REITs)의 포지션 정리가 일부 이루어졌었다.

한편, 미 국채 선물 계약 포지션은 큰 폭으로 증가했다. 미 재정적자 조달을 위한 정부 부채 발행이 증가했고, 연준의 양적 긴축(QT)이 진행되면서 시장이 흡수해야 하는 국채 물량을 소화하기 위한 헤지(Hedge) 수요와 차익 거래 기회가 많아졌기 때문이다. 즉, 시장의 유동성과 참여자가 모두 늘어나며 '거래의 판' 자체가 커진 것이다.

국채 선물 계약 규모가 커진 만큼, 기관별 포지션을 살펴봤다. 헤지펀드와 자산운용사 간 포지션 차이가 극명하다. 2022년 이후 헤지펀드는 선물 시장에서 엄청난 규모로 매도 포지션을 취하고 있었다. 국채 현물을 매수하는 대신 선물을 매도해 가격 차이를 노리는 '베이시스 거래'를 해왔던 것이다. 반면, 자산운용사는 헤지펀드가 매도한 선물 물량을 그대로 매수하고 있었다. 역시 2022년 이후 선물 매수 포지션이 4배 이상 급증했다.

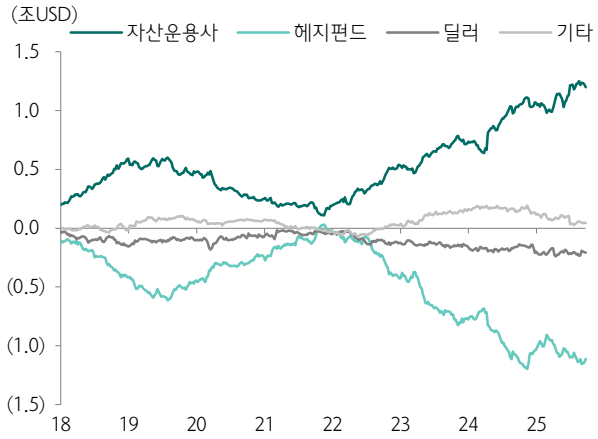
베이시스 거래 전략은 미 국채 시장에서 영향력이 가장 크지만, 선진국(독일, 캐나다, 일본) 국채 시장에서도 유사한 거래가 존재한다. 다만, 상대적으로 규모가 작고 최근에 나타난 현상일 가능성이 높다.

도표 11. '25년 1분기 헤지펀드 레버리지는 데이터 집계 이후 최고치



자료: Fed, 하나증권

도표 12. 상위 15개 대형 헤지펀드의 레버리지 사용이 큰 폭으로 증가



자료: Fed, 하나증권

수요와 공급 측면에서의 레포 금리 상승 요인 분석

작년 9월 중순 레포 금리가 4.5%까지 급등하며 단기 금융 시장(머니 마킷)에서 변동성이 확대되기 시작했다. 이에 SOFR-EFFR 금리 스프레드는 팬데믹 이후 가장 높은 수준을 기록했다.

변동성 확대 주범인 레포 금리가 상승했던 이유를 수요와 공급 측면에서 살펴봤다.

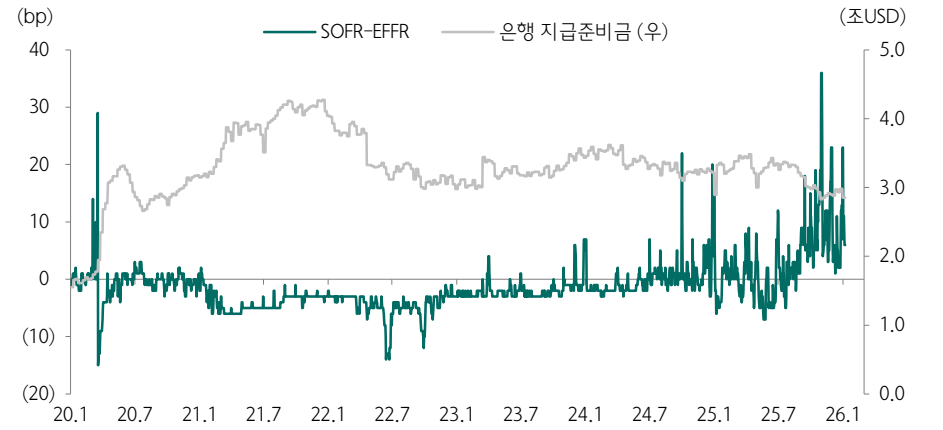
1) 수요 측면: 헤지펀드의 레포 거래를 통한 레버리지 수요 증가. 레포를 통해 자금을 차입해 투자하는 대표적인 레버리지 전략 중 하나가 현-선물 베이시스 거래. 현물과 선물 간 가격 사이의 미세한 차익을 챙기는 방식. 2025년 1분기 기준 헤지펀드의 레포 자금 차입 규모는 2.9조 달러. 차입한 자금으로 국채 선물 매도 포지션을 잡은 규모는 약 1.2조 달러. 대표적인 만기로 보면 2년물 0.5조 달러, 5년물 0.4조 달러, 10년물 0.3조 달러 순

2) 공급 측면: 2022년부터 시작된 연준의 양적 긴축(QT)으로 인해 지급준비금은 줄어들고 있었으며, 대규모 국채 발행이 유동성을 추가로 흡수. 따라서 자금 공급 부족이 레포 시장 압박을 가중시켰을 가능성. 여기에 정부 셧다운 및 기술적 요인까지 겹치며 유동성 부족 현상 심화

레포 거래는 국채를 담보로 하므로 신용위험이 매우 낮아, 헤지펀드는 낮은 금리에 자금을 차입할 수 있다. 상대적으로 거래가 활발하지 않은 비지표물(Off-the-run) 국채나 미세한 가격 괴리가 발생한 자산을 집중적으로 매입한다. 이를 통해 시장에 유동성을 공급하는 동시에 비정상적인 가격 차이를 해소해 시장 효율성을 높이는 역할을 수행한다.

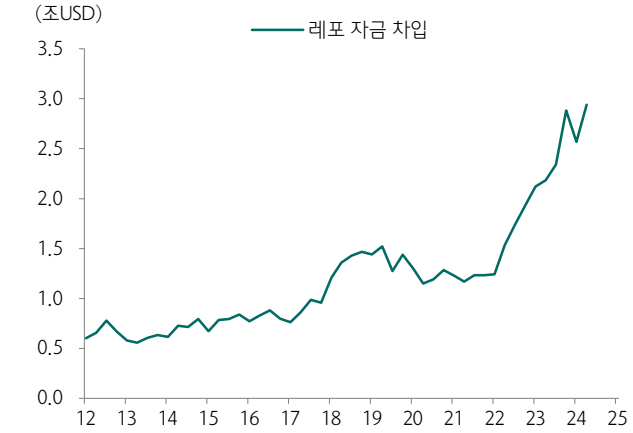
작년 9월 이후 레포 금리가 급등하면서 SOFR-EFFR 스프레드 확대

도표 13. 작년 9월 이후 SOFR-EFFR 스프레드 변동성 확대되기 시작



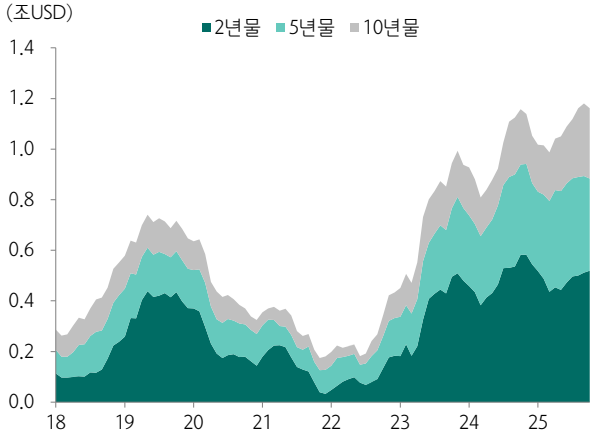
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 헤지펀드의 레포 자금 차입 규모는 약 2.9조 달러



자료: Fed, 하나증권

도표 15. 만기별로 보면 2년 국채 선물 매도 포지션이 가장 많음



자료: Fed, 하나증권

금리 급등 시 마진콜과 포지션 청산 가능성

하지만 국채 금리가 예상과 달리 급등해 손실이 심화될 경우, 헤지펀드는 보유한 국채를 대량으로 투매하면서 금리 추가 상승을 부추길 수 있다. 마진콜 요구에 직면하거나, 레포 차입금 차환이 어려워질 수 있으며, 손실 확대로 인해 기존 포지션을 강제로 청산해야 하는 상황에 몰릴 수도 있게 된다.

금리가 급등할 때 헤지펀드가 베이시스 거래에서 마진콜이나 포지션 청산 압력에 직면하는 가장 큰 이유는 현물과 선물의 유동성 격차 때문이다. 유동성 격차가 발생하는 이유는 간단하다. 금리 급등 시 국채 선물은 유동성이 높아 즉각적으로 반응하는 반면, 주로 비지표물로 구성된 국채 현물은 유동성이 상대적으로 낮아 이론적인 적정 가치보다 더 크게 하락하는 경향이 있다.

결국 전체 포지션에 손실이 발생하게 된다. 이때 현물 채권을 담보로 돈을 빌려준 레포 딜러들은 담보 가치 하락을 이유로 마진콜을 요구한다.

2) 이자율 스왑 거래 (Interest rate swap spread trade)

이자율 스왑 거래는 IRS 고정금리 이자보다 국채 이자가 더 높을 때 확정 수익 발생

2022년 양적 긴축(QT) 시작과 대규모 정부 부채 발행으로 인해 미 국채 시장에서 헤지펀드의 영향력이 확대되고 있다. 특히 최근 1년 동안은 '이자율 스왑 스프레드 거래(스왑 거래)' 전략이 급격한 성장세를 보이며 헤지펀드 레버리지 확대를 주도하고 있다.

스왑 거래는 미 국채 현물을 매수하는 동시에 이자율 스왑(IRS) 시장에서 고정금리를 지급(매도)하는 포지션을 취하는 전략이다. 두 가지 포지션을 동시에 잡는 것인데, 1) 국채를 매수해 국채 금리만큼 이자를 받고 2) 이자율 스왑(IRS) 시장에서 상대방에게 스왑 시장의 고정금리를 지급하기로 약속하는 IRS 고정금리 지급(매도) 포지션을 설정한다.

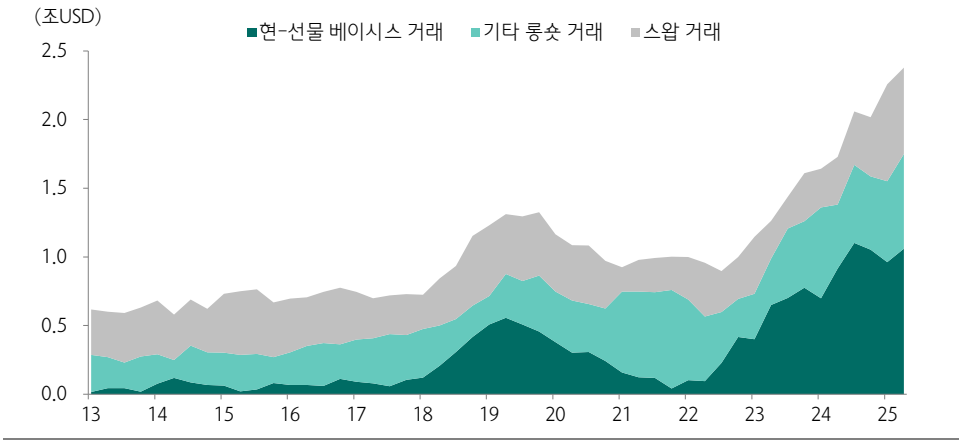
즉, 스왑 시장에서 지급하는 고정금리보다 국채 금리가 더 높을 때 수익을 얻는 구조이다. 헤지펀드는 국채 이자 수입에서 스왑 시장 상대방에게 주는 낮은 고정 이자를 뺀 차액만큼을 확정 수익으로 가져가게 된다.

규모를 보면 아직까지는 현-선물 베이시스 거래가 스왑 거래보다 크지만, 최근 헤지펀드의 레버리지 확대는 스왑 거래가 주도하는 양상이다. 2024년 1분기 2,810억 달러였던 스왑 거래는 2025년 2분기 6,310억 달러까지 급증했다. 반면, 동기간 현-선물 베이시스 거래는 정체된 모습이다.

도표 16. 최근 1년 간 헤지펀드의 스왑 거래가 레버리지 확대를 주도

아직까지는 현-선물 베이시스 거래 규모가 스왑 거래보다 많음

최근 1년 간 스왑 거래 큰 폭 증가



자료: Fed, 하나증권

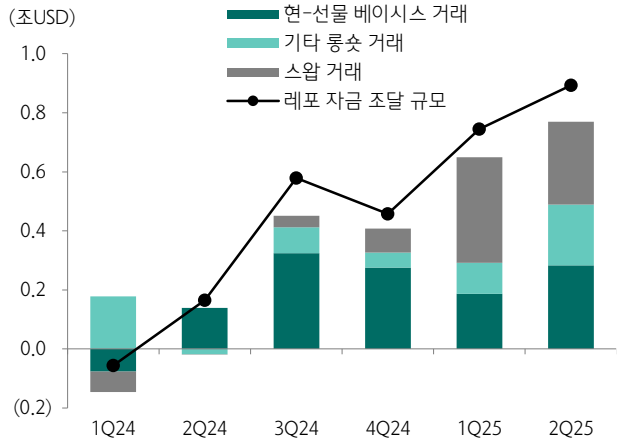
최근 들어 스왑 스프레드 재차 축소되는 모습

최근 1년 간 스왑 거래가 활발했던 배경에는 미 상업은행의 보완레버리지비율(SLR) 규제 완화에 대한 기대감이 자리 잡고 있었다. 2025년 1월 이후 규제 완화 가능성에 베팅한 헤지펀드는 은행들의 국채 보유 여력이 늘어나 수급이 개선될 것으로 판단하고 공격적으로 포지션을 늘렸다.

하지만 2025년 4월 '해방의 날' 선언 이후 국채 금리 급등으로 스왑 거래 포지션에서 대규모 손실과 함께 부분적인 청산이 이루어졌다. 실제로 2025년 1분기 7,070억 달러에서 2분기 6,310억 달러로 스왑 거래 규모가 10% 이상 축소됐다.

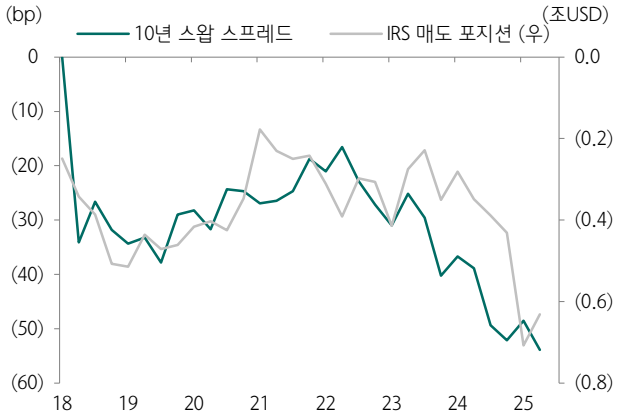
최근 들어 스왑 스프레드가 재차 축소되고 있다. 이는 헤지펀드가 상업은행의 SLR 규제 완화에 따른 국채 수급 부담 완화에 재차 베팅하고 있을 가능성을 시사한다.

도표 17. 4월 국채 금리 급등으로 스왑 거래 포지션 축소



자료: Fed, 하나증권
주: 2024년 이후 누적 규모 산출

도표 18. 스왑 스프레드는 재차 축소되는 중



자료: Fed, 하나증권
주: 스왑 스프레드=10년 IRS 금리에서 10년 국채 금리를 차감

스왑 스프레드 축소는 헤지펀드의 스왑 거래 증가로 이어짐

미국, 유로존 국채 금리는 작년 4분기 들어 횡보하기 시작했다. 미국의 경우 10월 셧다운 여파로 공식 데이터 발표가 지연되면서 불확실성이 가중되었다. 12월 FOMC에서는 1월 금리 동결 가능성을 시사했으나, 시장에서는 여전히 연내 추가 금리 인하에 대한 기대감이 유효하다.

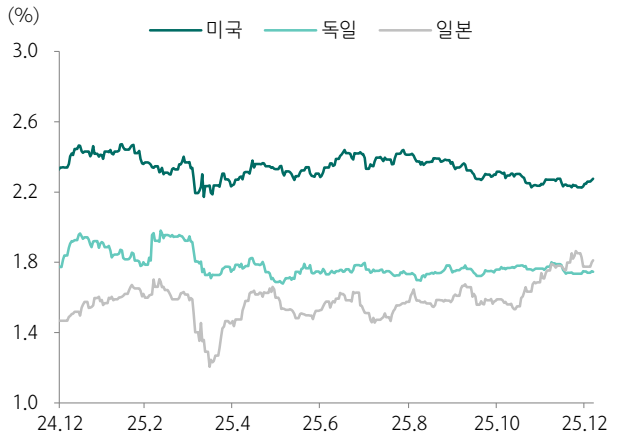
현재 연준은 올해 한 차례 인하를 예고한 반면 시장은 두 차례 이상의 인하를 가격에 반영하고 있다. 기대 인플레이션이 상대적으로 잘 고정되어 있기 때문이다. 다만, 일본의 경우 12월 BOJ 회의에서 밝힌 바와 같이 올해 추가 금리 인상 가능성이 높은 상황이다.

선진국 전반의 느슨한 재정 기조는 국채 발행량 증가, 특히 단기물 중심 발행 확대로 이어지고 있는 모습이다. 국채 공급 부담이 가중되면서 금리 상승을 유발했으며, 이 과정에서 국채 금리가 민간 금리인 스왑 금리보다 높아져 스왑 스프레드의 역전폭이 확대됐다. 스왑 스프레드 축소는 헤지펀드의 스왑 거래 증가로 이어졌다. 참고로 미국뿐만 아니라 유로존, 영국, 일본 모두 10년 스왑 스프레드가 마이너스를 기록 중이다.

도표 19. 작년 하반기 들어 미국과 유로존 금리는 횡보세

자료: Bloomberg, 하나증권

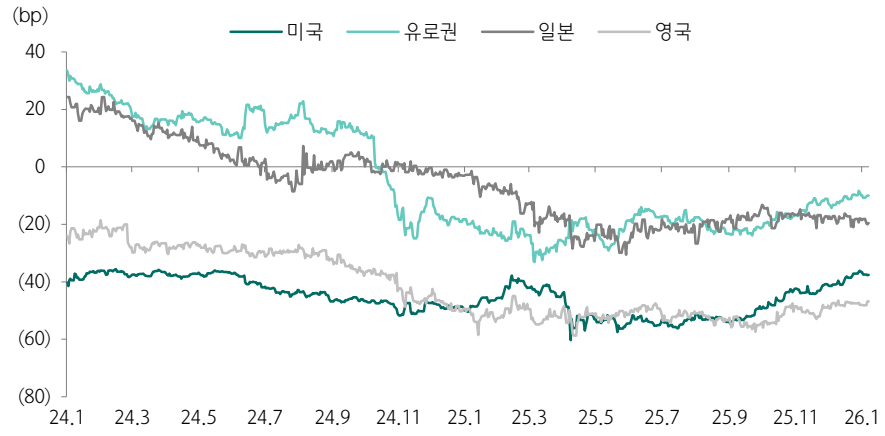
도표 20. 일본을 제외한 주요 선진국 기대 인플레이션은 대체로 안정적



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. 주요국 10년 스왑 스프레드는 모두 마이너스 국면

주요국 스왑 스프레드는 마이너스 국면 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

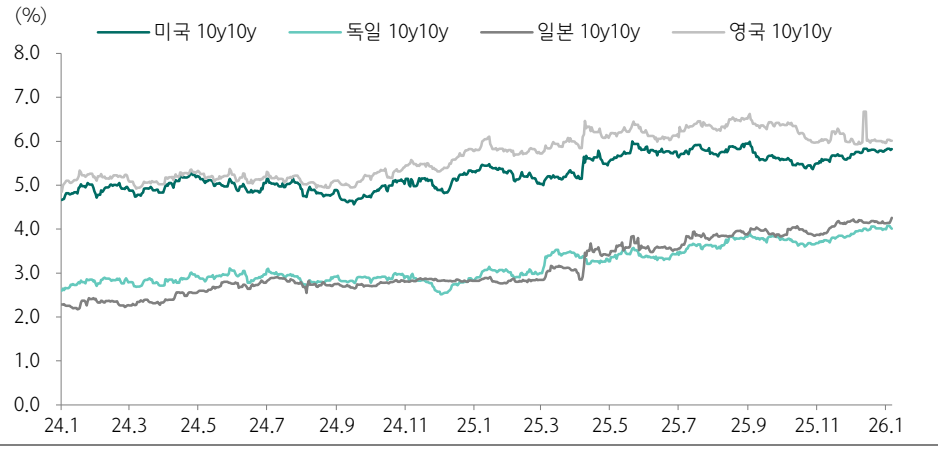
스왑 스프레드 역전폭 해소는 시간이 걸릴 것

주요국의 스왑 스프레드 역전폭은 당분간 축소되기 어렵다고 판단한다. 주요국의 10년 후 10년물 금리(10y10y)는 재정 지속 가능성에 대한 투자자들의 우려를 반영하며 지난 4년간 상승 추세가 지속되고 있기 때문이다.

물론 최근 들어 일본과 독일을 제외한 주요국에서는 향후 10년 후의 10년물 금리 상승 추세가 둔화되고 있다. 하지만 근본적인 재정 문제가 해결되기 보다는 최근 정부의 채권 발행이 장기물보다 단기물에 집중된 영향이 크다고 판단한다.

도표 22. 주요국 10년 후 10년물 국채 금리는 재정 우려 반영하며 상승 추세

주요국 10y10y 금리 상승 추세 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

3) 결론: 헤지펀드 포지션 변화는 변동성 확대 요인

헤지펀드 포지션 변화는 금리 변동성 추가 확대 요인

연준은 자금순환표(Flow of Fund)를 통해 투자자 별 미 국채 보유 규모를 발표한다. 보유 비중이 높은 순서대로 보면 외국인이 34%로 가장 많고, 연준 14%, 가계/헤지펀드 10%, MMF 10%, 뮤추얼펀드 8%가 뒤를 잇는다.

연준의 자금순환표 편제 방식상, 헤지펀드는 '가계' 섹터에 잔여분 형태로 포함되어 헤지펀드만의 미 국채 보유 규모를 파악하기 어렵다.

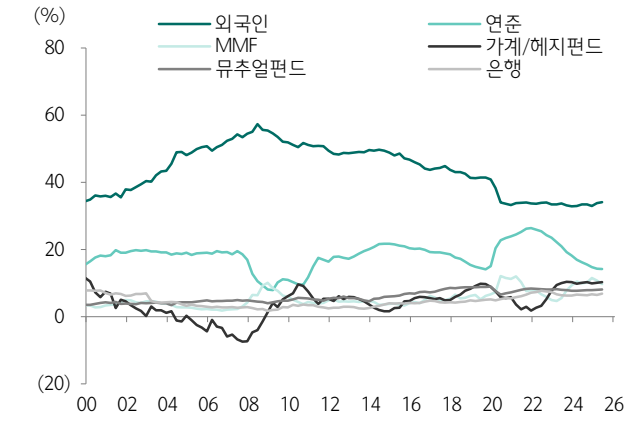
정확한 헤지펀드 미 국채 보유 규모는 연준이 발표하는 보완 금융계정(Enhanced Financial Accounts, EFA)에서 확인할 수 있다. 2025년 1분기까지 발표된 데이터에 따르면 미 국채시장 내 헤지펀드 비중은 9.1%로 2012년 데이터 집계 이래 역대 최고치를 경신했다. 이제는 미 국채시장에서의 헤지펀드 영향력을 간과할 수 없는 수준에 도달했다.

헤지펀드는 평상시에는 시장 유동성을 공급하고 자산 간 비정상적인 가격 괴리를 해소함으로써 시장 효율성을 제고하는 순기능을 수행한다. 그러나 최근처럼 레버리지를 활용한 1) 스왑 거래와 2) 현-선물 베이시스 거래 비중이 높아진 상황에서는 금리 급등과 같은 예기치 못한 매크로 충격이 발생할 경우 리스크가 증폭될 가능성이 크다.

담보 가치 하락에 따른 마진콜과 포지션 강제 청산(디레버리징)이 동시다발적으로 일어날 경우, 금리 변동성을 더욱 확대시키는 기폭제가 될 수 있는 것이다.

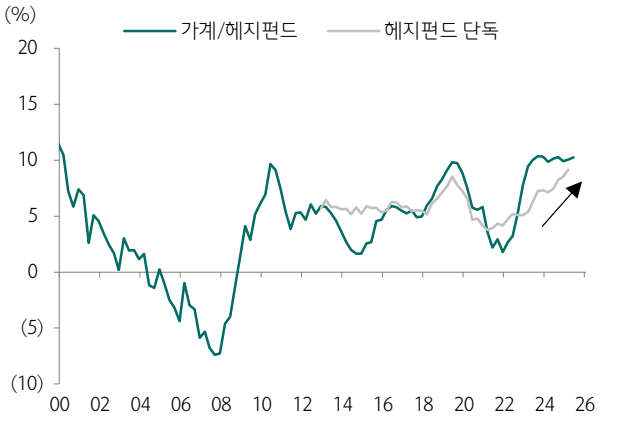
결론적으로, 미 국채시장은 안정적인 수급 구조에서 벗어나 헤지펀드와 같은 민간 레버리지 투자자의 역할이 비대해진 구조적 변화를 맞이하고 있다. 향후 통화정책 전환기나 재정 건전성 우려가 붉어지는 국면에서 헤지펀드의 포지션 변화는 금리 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

도표 23. 주요 투자자별 미 국채 보유 비중



자료: Fed, 하나증권

도표 24. 미 국채시장 내 헤지펀드 비중은 역대 최고치



자료: Fed, 하나증권

Appendix. 헤지펀드 스왑 거래 규모 추정

2022년 이후 헤지펀드의 미 국채 노출액(Exposure)은 두 배 이상 급증했다. 미 금융연구국(OFR)은 미 국채 매수 및 매도 노출액 데이터를 발표한다. OFR의 집계 방식에 따르면, 매수 노출액은 레포 시장에서 자금을 조달해 보유한 국채 현물과 선물, 선도, 옵션의 매수 포지션 합계를 의미한다.

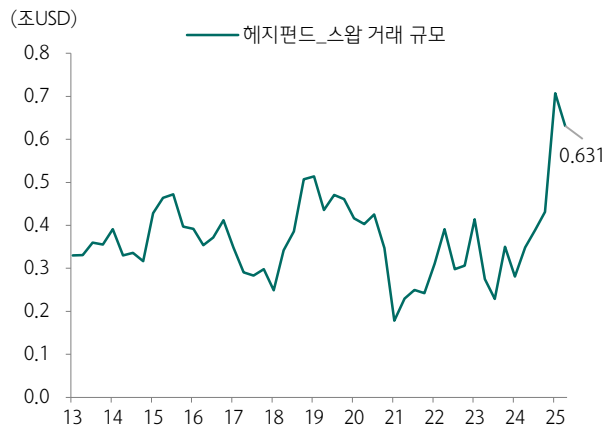
반면, 매도 노출액은 역레포를 통해 담보로 받은 채권을 시장에 매도한 물량과 선물, 선도, 옵션의 매도 포지션 합계를 의미한다.

여기서 역레포를 통해 담보로 받은 채권은 공매도와 원리가 유사하다. 헤지펀드가 자금을 빌려주고 담보로 받은 채권을 시장에 매도하는 것이다. 금리가 상승할 것 같을 때(채권 가격이 하락할 것 같을 때) 담보로 받은 채권을 팔고 나중에 시장에서 싼 가격에 채권을 사서 차익을 남길 수 있다. 즉, 채권 가격이 하락해야 수익이 나는 구조이기 때문에 OFR은 미 국채 매도 노출액으로 분류한다.

2025년 2분기 기준으로 헤지펀드의 매수 노출액은 민간 국채 보유량의 10%에 달하는 2.3조 달러를 기록했으며, 매도 노출액은 1.7조 달러로 집계된다. 여기서 주목할 점은 매수 노출액과 매도 노출액의 차이인 6,310억 달러이다. 이는 헤지펀드가 국채 현물을 매수했음에도 국채 선물로 헤지하지 않은 공백을 의미하는데, 실제로는 이 물량을 국채 선물이 아닌 이자율 스왑(IRS)을 통해 헤지한 것이다.

결과적으로 헤지펀드의 스왑 거래 규모는 매수 노출액에서 매도 노출액을 차감한 수치를 상한선으로 추정할 수 있다.

도표 1. 헤지펀드 스왑 거래 규모 큰 폭으로 증가



자료: OFR, 하나증권
주: 스왑 거래 규모 상한선은 매수 노출액에서 매도 노출액을 차감

도표 2. 헤지펀드의 미 국채 투자 전략

B. Deriving the upper bound on hedge funds' swap spread trade from long and short UST exposures[1, 2, 3]

	Long ($2,379 bn)	Short ($1,748 bn)
Cash-futures basis trade	Cash USTs ($1,060 bn)	UST futures ($1,060 bn)
All other long/ short trades	Cash USTs & UST derivatives ($688 bn)	Cash USTs & UST derivatives ($688 bn)
Swap spread trade (residual long)	Cash USTs (≤ $631 bn)	No UST short

자료: BIS, 하나증권