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 20일 | Global Asset Research

해외채권

헤지펀드의 국경 없는 자금줄

- 헤지펀드 포지션 청산 시 금리 상승을 가속화하는 악순환의 기폭제가 될 수 있음
- 역외 레포 시장을 통해 자금을 차입하는 이유는 규제 회피, 비용 절감, 유동성 분산 때문
- 미국을 제외하면 일본, 영국, 프랑스계 은행 자금이 국외로 많이 송금됨. 특히 일본 금리 인상은 헤지펀드 입장에서 가장 저렴했던 자금 조달 창구의 비용 상승을 의미

대차대조표 속에 숨겨진 역외 레포 시장

결론: 헤지펀드가 역외 레포 시장에서 자금을 차입하는 이유는 규제 회피, 비용 절감, 유동성 분산 때문. 미 국채 시장은 단순히 미국 내 경제 지표를 넘어, 일본과 유럽을 포함한 글로벌 통화정책 변화와 밀접하게 동조화된 상황. 일본계 은행 자금에 주목할 필요

최근 미 국채 시장은 과거의 안정적인 수급 구조에서 벗어나 헤지펀드를 필두로 한 민간 레버리지 투자자 중심으로 체질이 변하는 구조적 전환기를 맞이하고 있다. 1/9에 발간한 자료(채권시장의 복병, 헤지펀드의 모든 것)에서 다루었듯, 헤지펀드는 정상적인 시장 상황에서는 현-선물 베이시스 거래와 이자율 스왑(IRS) 스프레드 거래를 통해 시장에 유동성을 공급하고 효율성을 높이는 순기능을 수행한다.

만약 금리가 예상치 못하게 급등할 경우, 고레버리지 포지션에서 발생하는 마진콜과 강제 청산은 헤지펀드의 국채 투매로 이어지며 금리 상승을 가속화하는 악순환의 기폭제가 될 수 있다는 것이 자료의 결론이었다.

이러한 리스크의 핵심은 레포 시장을 활용한 '무한 반복' 레버리지 전략에 있다. 헤지펀드는 자기자본으로 국채 현물을 매수한 뒤, 이를 레포 시장에 담보로 제공해 자금을 차입한다. 이렇게 빌린 돈으로 다시 국채 현물을 매수하고, 또다시 이를 담보로 추가 자금을 차입하는 과정을 반복한다. 연준의 EFA(Enhanaced Financial Account) 데이터에 따르면, 2025년 1분기 기준 헤지펀드의 레포 차입 규모는 약 2.9조 달러이다. 이 중 미국 내에서 자금을 차입한 규모는 1.5조 달러, 해외에서 자금을 차입한 규모는 1.4조 달러이다.

이번 자료에서는 미국 내 헤지펀드가 해외 기관을 통해서도 자금을 차입하는 이유를 다루었다. 결론은 미국 내 자금 부족이 아닌 전략적 선택에 기인한다.

첫째는 규제 회피이다. 미국 대형 상업은행들은 보완레버리지 비율(SLR) 규제로 인해 자산 규모를 무한정 늘리기 어렵지만, 상대적으로 규제가 유연한 일본계(MUFG, 노무라)나 유럽계(도이치방크, 바클레이즈) 은행들은 이 틈새를 공략해 헤지펀드에 자금을 공급한다.

둘째는 비용 절감이다. 일본이나 유럽 시장에 달러 유동성이 풍부할 때, 헤지펀드는 미국 내 레포 금리보다 낮은 수준으로 자금을 조달할 수 있다. 마지막으로는 유동성 분산이다. 특정 은행의 위기가 헤지펀드 전체의 위기로 전이되는 것을 방지하기 위함이다. 뉴욕 시장이 닫힌 시간에도 유럽이나 아시아 세션에서 활용한 해외 기관을 통하면 실시간으로 포지션 조정 및 자금을 조달할 수 있게 된다.

국제결제은행(BIS)의 은행 국적별(Nationality) 국경 간 포지션 데이터는 이러한 자금의 실질적인 주체를 명확히 보여준다. 특히 비은행 금융기관(NBFI, Non-Bank Financial Institution) 섹터를 살펴보면 헤지펀드와 직접적인 연결고리를 찾을 수 있다. 미국은 국외로 보내는 자금(Claim)보다 들어오는 자금(Liabilitiy)이 더 큰 반면, 일본과 영국, 프랑스는 NBFI 섹터에 대한 대출 잔액(Liabilitiy)이 압도적으로 많다. 이는 헤지펀드가 레버리지 전략을 구사할 때 이들 국가의 은행 자금을 주된 '연료'로 사용하고 있음을 뜻한다.

주목해야 할 대상은 일본이다. 일본 은행들은 자국의 저금리 환경을 바탕으로 해외에 엄청난 규모의 자금을 공급해 '엔 캐리 트레이드'의 핵심 공급원 역할을 하고 있다. 시장이 일본은행(BOJ)의 추가 금리 인상에 극도로 예민하게 반응하는 이유도 여기에 있다. 일본의 금리 인상은 헤지펀드 입장에서 가장 저렴했던 자금 조달 창구의 비용 상승을 의미한다. 이는 엔 캐리 트레이드 수익성을 약화시킴은 물론, 고레버리지를 유지해 온 헤지펀드들이 자산을 매각해야만 하는 디레버리징의 트리거가 될 가능성이 크다.

과거에 비해 수급 구조가 취약해진 미 국채 시장에서 해외 자본 의존도가 커지고 있는 헤지펀드의 포지션 변화는 더 이상 개별 헤지펀드의 차원을 넘어선 문제이다. 시장 전체의 유동성 경색을 유발하고 미 국채 금리의 변동성을 확대시킬 수 있는 잠재적 변수인 것이다. 이제 미 국채 시장은 단순히 미국 내 경제 지표를 넘어, 일본과 유럽을 포함한 글로벌 통화정책 변화와 밀접하게 동조화된 상황이다.

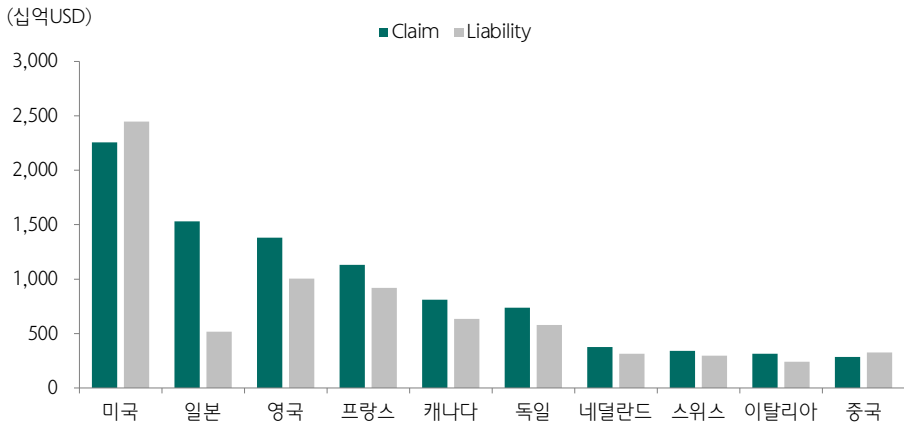
도표 1. 헤지펀드 대차대조표

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

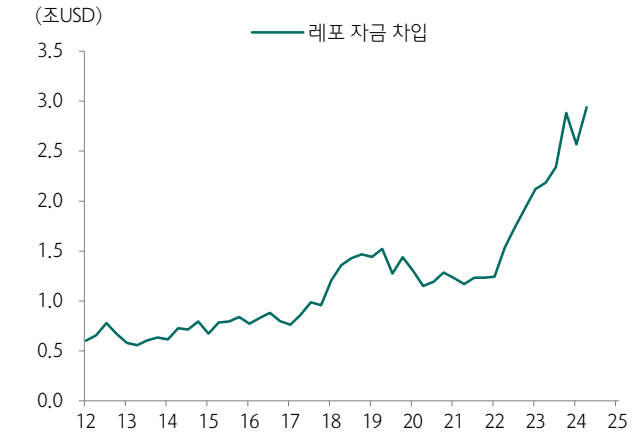
일본은 저금리 환경을 바탕으로
해외에 엄청난 자금을 공급 중

도표 2. 역외 레포 시장에서 일본계 은행 자금을 주로 차입



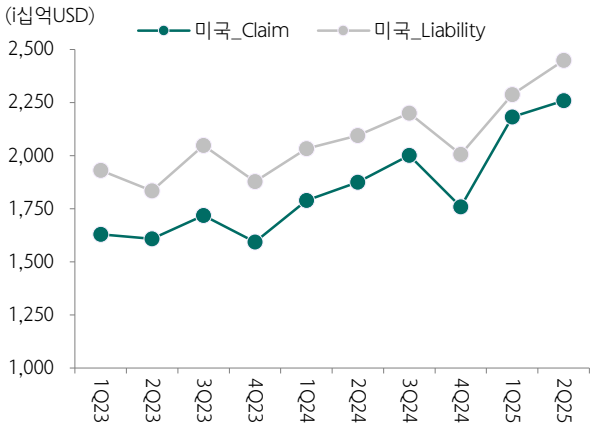
자료: BIS, 하나증권
주: Claim이란 국외로 자금 송금, Liability란 국외로부터 들어오는 자금

도표 3. 헤지펀드의 레포 차입금은 2.9조로 사상 최대치



자료: Fed, 하나증권

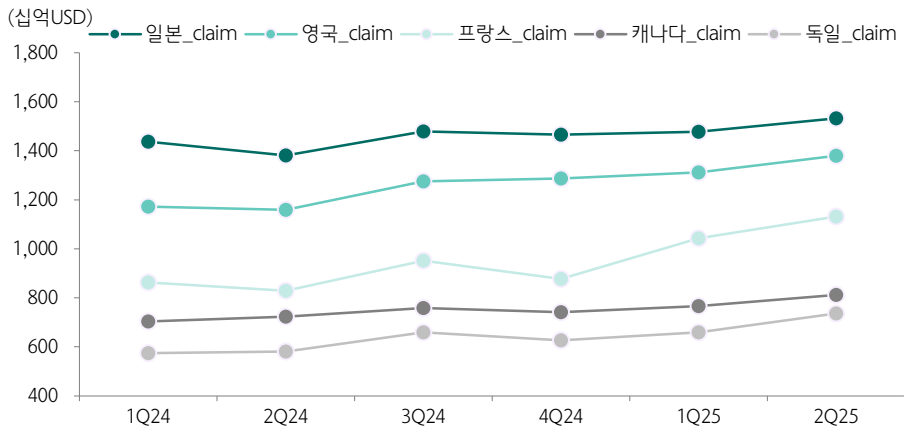
도표 4. 미국은 다른 국가와 달리 국외로부터 들어오는 자금이 많음



자료: BIS, 하나증권
주: Claim이란 국외로 자금 송금, Liability란 국외로부터 들어오는 자금

미국을 제외한 Top 5 국가를 보면
국외 비은행 금융기관
(헤지펀드 등)에 자금을 송금하는
규모가 꾸준히 확대되는 추세

도표 5. 일본과 영국계 은행 자금이 헤지펀드의 주요 차입원



자료: BIS, 하나증권
주: Claim이란 국외로 자금 송금, Liability란 국외로부터 들어오는 자금