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

해외채권

TACO가 초래한 신뢰 훼손 (미국 vs 유럽)

- 유럽의 EU-미국 무역 협정 비준 동결은 단순히 '무역 전쟁'을 넘어선 '금융 전쟁'의 서막
- 유럽 당국의 미 국채 위험 가중치 상향 조정 시 유럽 은행들의 미 국채 매도로 이어질 것
- 신뢰도 훼손 → 장기물 텀 프리미엄 추가 상승 → 커브 스티프닝 장세(금리차 확대)

트럼프 TACO에 맞선 유럽의 대응 전략

결론: 트럼프가 영토(그린란드) 사수와 관세 철회를 결정한 배경 중 하나는 유럽이 법(규제)와 돈(자본)으로 미국 금융시장에 타격을 줄 수 있는 카드가 있기 때문이라고 판단. 올해도 트럼프의 TACO는 지속될 전망. 미국에 대한 신뢰도 훼손은 장기물 텀 프리미엄 상승에 기름을 붓는 격. 커브 스티프닝 장세는 이어질 전망

트럼프 대통령이 유럽 8개국에 대한 추가 관세 위협을 철회하며 그린란드에 대한 '미래 협상 프레임워크' 합의를 이끌어냈다고 주장했다. 그러나 해당 프레임워크는 구체적인 실체와 이행 방안이 불분명하다.

라가르드 ECB 총재는 CNN 인터뷰를 통해 "나는 신뢰가 훼손되었다고 생각한다(I think the trust is undermined)"며 "법치주의를 훼손하고, 계약을 훼손하며, 당사자 간에 합의된 사항을 훼손하는 동일한 패턴을 계속 반복하면, 상대측(유럽)은 의구심을 갖기 시작한다"며 미국에 경고장을 날렸다.

해당 발언 이후 유럽 의회는 EU-미국 무역 협정 비준을 전격 동결했다. 동명의 영토를 탐내고 일방적인 관세를 매기는 국가와는 신뢰를 바탕으로 한 계약을 맺을 수 없다는 강력한 거부 의사의 표현이다. 이는 단순히 '무역 전쟁'을 넘어선 '금융 전쟁'의 서막이다. 미국이 영토(그린란드)와 관세라는 물리적 카드로 위협한다면, 유럽은 법과 규제, 그리고 자본이라는 정교한 수단으로 대응할 수 있기 때문이다.

무역 협정 비준 동결은 미국 금융기관과 기업들이 누려온 '동등성(Equivalence)' 지위의 상실을 의미한다. 이는 미국 자산이 더 이상 유럽 자산과 동일한 안전성을 보장받지 못한다는 의미와 같다. 현재 바젤 Ⅲ(Basel Ⅲ)의 신용리스크 표준방법론(CRE20.7)에 따르면, 미국을 포함해 신용도가 높은 OECD 국가의 국채는 위험 가중치가 0%로 설정되어 있다.

만약 유럽 당국이 미국을 '신뢰할 수 없는 국가'로 재규정해 위험 가중치를 상향 조정한다면, 미 국채시장에 큰 파장을 불러일으킬 수 있다. 자본 비율 유지가 시급해진 유럽 은행들이 미 국채를 매도할 수 밖에 없기 때문이다. 나아가 유럽 보험사들에 적용되는 솔벤시 Ⅱ(Solvency Ⅱ) 규정까지 동원되어 미국 자산 보유 한도가 설정되거나 금리 민감도가 조정된다면, 파급력이 은행권보다 훨씬 더 클 수 있다. 물론 현재로서는 가능성이 낮다.

2025년 12월 기준 해외 투자자의 미 국채 보유 비중은 전체 발행 잔액의 30% 수준이다. 중장기 국채만 살펴보면 해외 공식 기관(Foreign official)는 2022년 10월 이후 미 국채를 크게 늘리지 않고 있는 반면, 해외 민간 투자자의 미 국채 보유 규모는 꾸준히 증가하는 추세이다.

특히 이번 관세 위협 대상이었던 유럽 8개국(영국, 프랑스, 노르웨이, 독일, 네덜란드, 스웨덴, 핀란드, 덴마크)의 미 국채 보유 규모는 약 1.7조 달러로, 전체 해외 보유분의 19%이자 전체 미 국채 발행 잔액의 6%를 차지한다. 8개국 합산 규모가 최대 보유국인 일본보다 크다. 결국 미국이 영토(그린란드)와 관세로 위협한다면, 유럽은 법(규제)와 돈(자본)으로 금융시장, 특히 채권시장에 타격을 줄 수 있는 카드가 있다. 결국 트럼프가 영토 사수와 관세 철회를 결정한 배경에는 이러한 우려가 작용했을 것으로 판단한다.

결론적으로 트럼프의 TACO는 올해도 계속될 전망이다. 작년 4월 '해방의 날' 선언 이후 깎여 나간 미국의 신뢰도는 이제 가파르게 상승 중인 장기물 텀 프리미엄에 기름을 붓는 격이 되었다. 신뢰 훼손이 장기물 금리를 밀어올리는 가운데, 커브 스티프닝(장단기 금리차 확대) 장세는 이어질 전망이다.

도표 1. 바젤 III 규정상 글로벌 신용평가사로부터 AAA~AA- 사이 등급을 받은 국가의 국채는 위험 가중치 0%를 적용

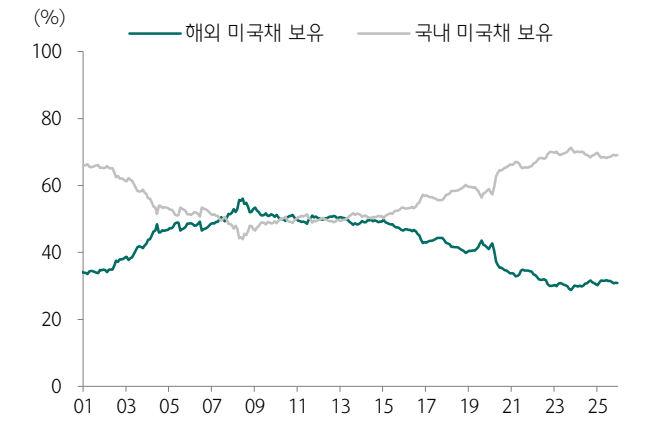
Exposures to sovereigns

20.7 Exposures to sovereigns and their central banks will be risk-weighted as follows:

Risk weight table for sovereigns and central banks						Table 1
External rating	AAA to AA–	A+ to A–	BBB+ to BBB–	BB+ to B–	Below B–	Unrated
Risk weight	0%	20%	50%	100%	150%	100%

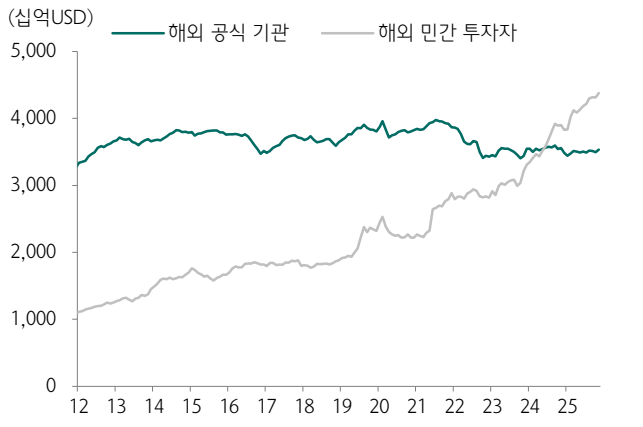
자료: BIS, 하나증권
주: 외부 신용평가도에 따른 국채에 대한 위험 노출도

도표 2. 해외 투자자의 미 국채 보유 비중은 약 30%



자료: TIC, 하나증권

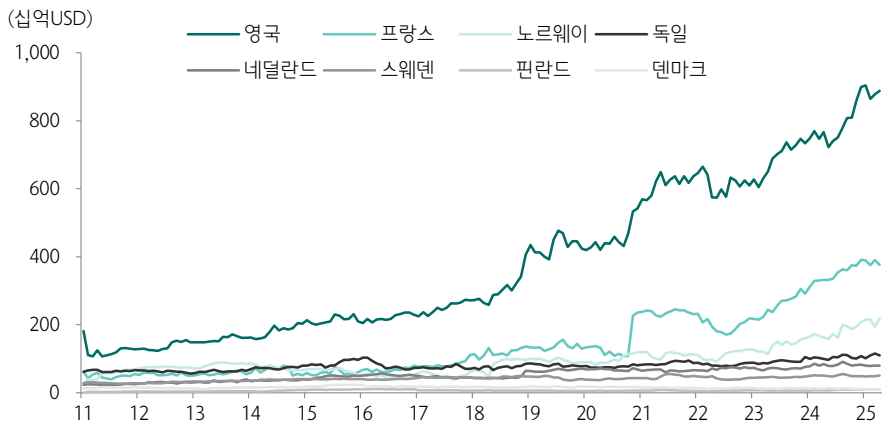
도표 3. 해외 민간 투자자의 미 국채 보유 규모는 꾸준히 증가



자료: TIC, 하나증권

관세 위협 대상 유럽 8개국의
미 국채 보유 규모는
최대 보유국인 일본보다 많음

도표 4. 관세 위협 대상 유럽 8개국의 미 국채 보유 현황

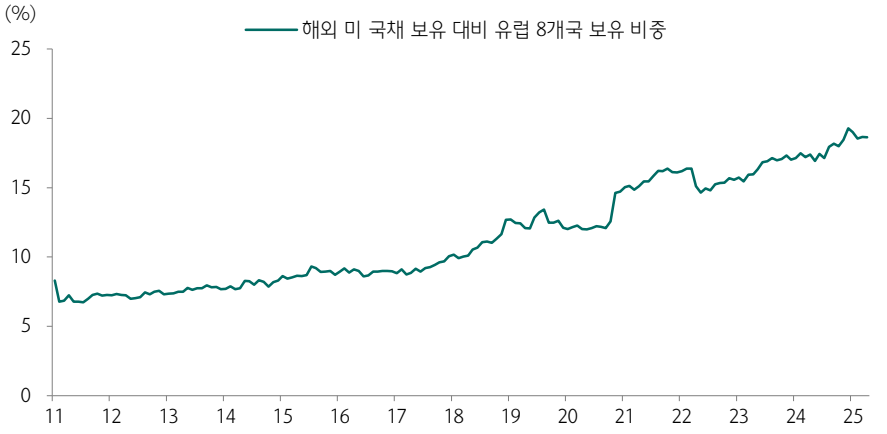


자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 8개국의 미 국채 규모는
약 1.7조 달러

전체 해외 보유분의 19%이자
미 국채 발행 잔액의 6%를 차지

도표 5. 유럽 8개국의 미 국채 보유 비중은 전체 해외 보유분의 19%를 차지

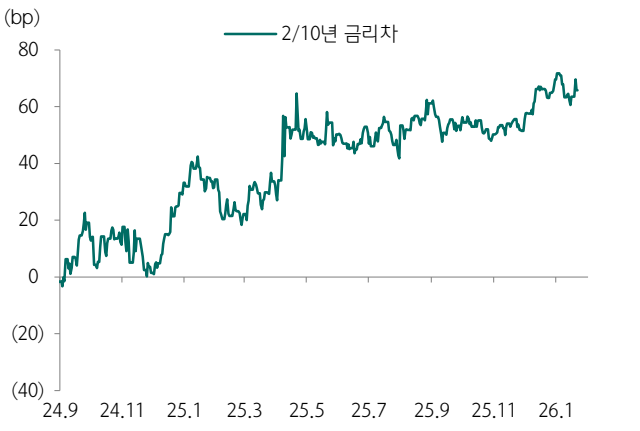


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 신뢰도 훼손은 텀 프리미엄 추가 상승 요인

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 텀 프리미엄 상승은 금리차 확대로 이어질 수 있음



자료: 인포맥스, 하나증권