Weekly

리서치센터 투자전략팀

vol. 323 2026. 02. 03

Fed Watcher

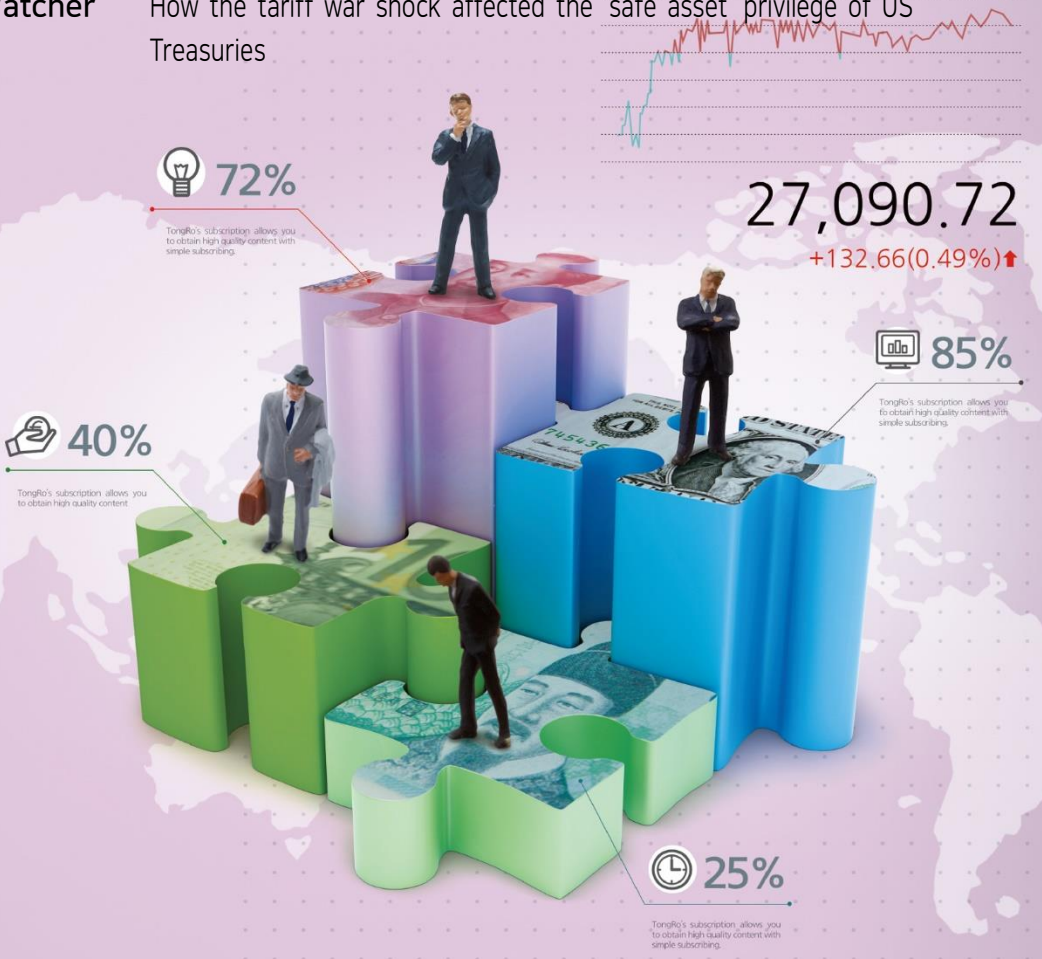
정부 부채에 빠진 세계 경제

Part I Funds Watcher

Part II Fed/Issue Watcher

The World Economy Is Hooked on Government Debt

How the tariff war shock affected the 'safe asset' privilege of US Treasuries



LS증권

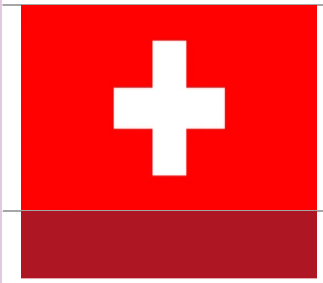
Money & Policy Tracker

NBIM, 대형 기술주 보유 축소 (2026.01.29) 4P

노르웨이 국부펀드(NBIM)가 '25년 하반기 엔비디아(1.32→1.26%), 마이크로소프트(1.35→1.26%) 등 미국 대형 기술주 지분을 축소했다고 발표. 또한 포트폴리오 단순화 전략에 따라 1,000개 종목 이상 매각. 몰도바, 아이슬란드, 크로아티아, 에스토니아 주식시장을 완전 철수하고 요르단과 파나마를 신규 추가

L'imad, ADQ와 통합돼 $500B 규모로 강화 (2026.01.30) 5P

아부다비 국부펀드(L'imad)가 $263B 규모의 ADQ와 합병함으로써 최대 $500B 규모의 국부펀드로 등극. 이번 조치는 국부펀드 간 통합을 통한 효율성 제고 및 글로벌 경쟁력 확보 전략의 일환이며, ADQ의 자산은 L'imad 아래로 편입. 새 통합체는 에너지·인프라·금융 중심의 육성을 목표로 하며, 아부다비의 지정학적 경쟁력 확대에 집중할 계획



스위스 연기금, 동일가중지수 및 스몰캡 투자 확대 (2026.01.28) 7P

스위스 연기금들이 동일가중지수 채택 및 스몰캡과 스위스 국내 주식 투자를 확대했다는 연구 결과 발표. 이는 글로벌 주식시장, 특히 대형 미국 기술 기업들에 집중된 리스크를 감소시키기 위함. 다만 여전히 많은 연기금들은 비용 절감을 위해 시가총액 가중 지수추종형 전략을 유지

네덜란드 연기금, 달러표시 채권 보유 축소 (2026.01.26) 9P

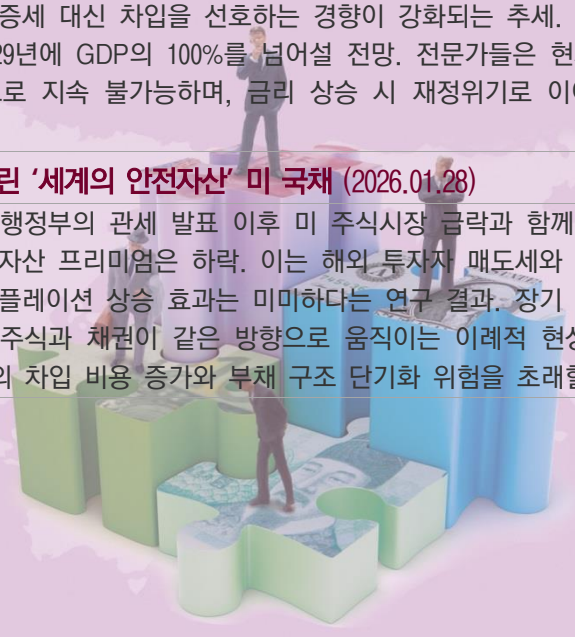
네덜란드 연기금들이 미국 국채 및 달러 표시 채권의 보유를 축소. 이는 달러 변동성 확대와 LDI(부채연계투자) 전략에서 미 국채의 중요성 감소 때문. 가장 큰 매도자는 네덜란드 최대 연기금인 ABP로, 해당 연기금은 미 국채를 네덜란드, 독일, 벨기에 국채로 대체

정부 부채에 빠진 세계 경제 (2026.01.26) 12P

세계 주요국들은 경기 둔화 대응을 위해 대규모 재정지출을 감행하는 중. 미국, 유럽, 일본, 중국 모두 GDP 대비 5~9% 수준의 재정적자를 기록. 이는 단기 GDP 성장을 견인. 정치적으로 증세 대신 차입을 선호하는 경향이 강화되는 추세. 이에 따라 글로벌 공공부채는 2029년에 GDP의 100%를 넘어설 전망. 전문가들은 현재의 확장적 재정정책이 장기적으로 지속 불가능하며, 금리 상승 시 재정위기로 이어질 수 있다고 경고

관세 충격에 흔들린 '세계의 안전자산' 미 국채 (2026.01.28) 15P

'25년 4월 트럼프 행정부의 관세 발표 이후 미 주식시장 급락과 함께 장기 국채금리 급등, 국채의 안전자산 프리미엄은 하락. 이는 해외 투자자 매도세와 금 비중 확대의 영향이며, 기대 인플레이션 상승 효과는 미미하다는 연구 결과. 장기 채권의 헤지 기능이 약화하면서, 주식과 채권이 같은 방향으로 움직이는 이례적 현상 발생. 이러한 변화는 미국 정부의 차입 비용 증가와 부채 구조 단기화 위험을 초래할 가능성



Part I

Funds Watcher

글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의
최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

국부펀드 (Sovereign Fund)

- ✓ NBIM, 대형 기술주 보유 축소
- ✓ L'imad, ADQ와 통합돼 $500B 규모로 강화

연기금 (Pension Fund)

- ✓ 스위스 연기금, 동일가중지수 및 스몰캡 투자 확대
- ✓ 네덜란드 연기금, 달러표시 채권 보유 축소

Funds Watcher

NBIM, 대형 기술주 보유 축소 – 2026.01.29, Bloomberg

노르웨이의 2.2 조 달러 규모 국부펀드가 2025 년 하반기에 Nvidia Corp 를 포함한 미국 최대 테크 기업들의 지분을 줄였다고 새로 발표된 보유 현황 목록에 나타났다.

연말 기준으로 펀드를 운용하는 Norges Bank Investment Management 는 상위 4 개 테크 보유 종목 모두를 축소했는데, Apple Inc, Microsoft Corp, Alphabet Inc 도 포함된다.

Nvidia 의 지분은 6 월 말 1.32%에서 연말 1.26%로 줄었고, Microsoft 는 1.35%에서 1.26%로 감소했다.

이 두 회사는 여전히 펀드의 상위 5 대 투자처에 속하며, Alphabet 과 Amazon.com Inc 가 뒤를 잇고 Apple 은 2 위다.

전 세계 상장 기업의 약 1.5%를 보유한 이 펀드는 2025 년 하반기 1,000 개 이상 기업을 매도하며 총 보유 종목을 7,201 개(60 개국)로 줄였다. 이는 포트폴리오 단순화 전략에 따른 것이다.

펀드는 몰도바, 아이슬란드, 크로아티아, 에스토니아 주식시장을 완전 철수하고 요르단과 파나마를 신규 추가했다.

가장 큰 채권 보유는 미국 국채, 일본 국채, 독일 분트였다. 전체 자산군에서 미국 투자 비중은 약 53%다.

이번 주 정부 임명 자문위원회는 펀드가 지정학적 리스크 대응 준비를 강화해야 한다고 경고했다.

관세, 금융 제재, 무역 통제 등 지정학적 도구 사용 증거가 늘고 있으며, 펀드는 지난해 Caterpillar Inc 전량 매도로 미국 공화당 의원들의 비판을 받았다.

1990 년대 초 설립된 NBIM 은 노르웨이 재무부가 정한 벤치마크 지수를 따라가며 적극적 운용 여지는 제한적이다.

포트폴리오는 주식, 채권, 부동산, 재생에너지 인프라로 구성되며 모두 노르웨이 외 투자다.

〈 Norway's $2.2 Trillion Wealth Fund Trims Biggest US Tech Stocks 〉
https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-28/norway-s-2-2-trillion-wealth-fund-trims-biggest-us-tech-stocks

L'imad, ADQ와 통합돼 $500B 규모로 강화감소 - 2026.01.30, Bloomberg

아부다비는 2,630 억 달러 규모의 국부펀드 ADQ 를 L'imad Holding Co.와 통합하여, 왕세자 셰이크 칼리드 빈 모함마드가 감독하는 새로운 주권 투자 기관으로 개편한다. 이번 개편은 에미리트의 투자 중심 인물로 왕세자를 부상시키는 중요한 변화로 평가된다.

ADQ 와 L'imad 의 합병은 아부다비 내에 이미 총 2 조 달러에 육박하는 자산을 운용하는 다른 투자기관들에 이어 또 하나의 거대 투자체를 만들어낸다. 성명에 따르면, 이는 아부다비가 국내외에서 국부펀드의 성장을 도모하려는 비전을 반영한 것이다.

킹스 칼리지 런던의 중동 안보 전문가 안드레아스 크리그는 "ADQ 를 능가할 수 있는 5,000 억 달러 규모의 새 플랫폼 창설은 셰이크 칼리드의 전략적 자율성과 위상을 크게 높이는 조치"라고 평가했다.

이번 개편은 글로벌 금융계의 주목을 받고 있다. 아부다비의 국영 기업들은 금융·인공지능 등 다양한 분야에서 세계적으로 활발히 투자해왔으며, 사모시장과 헤지펀드에도 대규모 자금을 투입해왔다.

글로벌 SWF 의 창립자 디에고 로페즈는 "ADQ 의 자산은 아부다비 경제의 중추이므로, 이번 신규 국부펀드는 막대한 영향력과 파급력을 갖게 될 것"이라고 말했다.

셰이크 칼리드(44 세)가 의장을 맡는 L'imad 는 투자뿐 아니라 산업·기술·운영 역량을 두루 갖출 예정이며, 사적 및 공적 시장 전반에 걸친 투자 플랫폼을 운영하게 된다. 이는 그가 정치적 영향력에 더해, 아부다비의 주요 딜메이커로서의 역할을 강화하도록 만든다.

L'imad 는 이미 글로벌 무대에서 영향력을 드러내고 있다. 최근 파라마운트-스카이댄스가 워너브라더스 디스커버리를 인수하려 한 적대적 인수전에서도 걸프 지역 국부펀드들과 함께 참여했다.

이번 개편 전에는 셰이크 타흐눈이 ADQ 의장이었다. ADQ 는 2018 년 설립 후 세계에서 가장 빠르게 성장한 국부펀드 중 하나였다. 그러나 이번 발표에서는 그의 향후 역할이 명시되지 않았다.

ADQ 는 소더비나 아부다비 항공 등 다양한 자산을 보유하고 있으며, 최근 5 년간 체결한 약 280 건의 거래 중 3 분의 1 이상이 UAE 내 기업 투자였다.

ADQ 를 L'imad 아래 편입시키는 것은 의사결정 속도와 효율성을 높이고, 특히 핵심 인프라 및 글로벌 공급망과 같은 ADQ 의 강점을 강화할 수 있을 것으로 평가된다.

이는 아부다비 정부가 최근 규모 확대와 글로벌 경쟁력 강화를 위해 여러 국영 기업들을 통합하는 흐름과도 맞닿아 있다.

예컨대, IHC(International Holding Co 는 2025 년 10 월 Multiply Group, 2PointZero, Ghitha Holding 을 합병해 330 억 달러 규모의 투자 대기업을 탄생시켰다.

L'imad 는 에너지, 부동산 개발, 인프라, 금융 등 국가 핵심 산업을 육성하는 '국가 챔피언'을 만들겠다고 밝힌 상태다.

최근에는 맥라렌 오토모티브의 모회사 및 중국 전기차기업 니오(NIO)의 지분을 L'imad 아래로 이관해, 투자 관리체계를 단순화하고 자산 규모를 확대했다.

또한 L'imad 는 지난해 말 ADQ 와 IHC 로부터 부동산 개발업체 모돈 홀딩(시가총액 약 150 억 달러)의 지분을 인수하며 공식 무대에 등판했다.

킹스칼리지 안드레아스 크리그는 "사우디아라비아로부터의 지정학적·경제적 경쟁 압력에 대응해야 하는 현재 상황에서, 이러한 자산 통합은 신속하고 전략적인 의사결정을 가능케 한다"고 진단했다.

〈 Abu Dhabi to Consolidate Wealth Fund ADQ, L'imad Assets 〉
https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-30/abu-dhabi-to-consolidate-wealth-fund-adq-l-imad-assets

스위스 연기금, 동일가중지수 및 스몰캡 투자 확대 – 2026.01.28, IPE

스위스 연금기금들이 글로벌 주식시장의 집중 리스크를 줄이기 위해 점점 더 동일가중지수와 스몰캡 주식에 투자하고 있다.

스위스칸토가 발표한 연금기금 연구를 총괄한 프란체스카 피치는 IPE 와의 인터뷰에서 두 가지 주요 트렌드가 두드러진다고 언급했다.

"첫째, 외환 리스크 헤지가 더욱 빈번해지고 있으며 둘째, 대형 미국 테크기업들의 높은 집중도로 인해, 동일가중 혹은 펀더멘털 가중지수에 대한 관심이 커지고 있다."

그러나 피치는 이러한 접근법이 시장의 표준이 되기는 어렵다고 덧붙였다.

따라서 연금기금들은 스몰캡 또는 스위스 주식의 전략적 비중을 높일 것으로 예상한다고 밝혔다.

스위스 주식은 지난해 약 16.7%의 평균 이상 성과를 보였으며, 2024 년의 6.2% 대비 크게 개선되었다고 스위스칸토의 'Pensionskassen-Monitor' 보고서는 전했다.

스위스 연금기금들은 평균적으로 자산의 약 30%를 주식에 투자하며, 이 중 약 3 분의 1 은 국내, 3 분의 2 는 해외에 투자되어 있다.

그러나 PPC 매트릭스(PPCmetrics)의 로마노 그루버(Romano Gruber)는 스위스 주식시장 자체의 집중도도 높기 때문에 국내 주식을 과도하게 늘리는 것은 오히려 비효율적이라고 지적했다.

또한 그는 현 시점에서 스위스 연금기금들이 미국 주식 비중을 크게 줄일 가능성은 낮다고 덧붙였다.

예를 들어, 바젤시 연금기금(PKBS)은 지수추종형 주식전략(index-oriented strategy)을 유지하고 있으며, 높은 밸류에이션과 집중 리스크에도 불구하고 미국 주식 비중을 줄일 계획이 없다.

그루버는 많은 연금기금들이 비용 절감과 분산투자 확보를 위해 지수연동방식을 선호한다고 말했다.

또한 직접투자에는 인지세가 부과되기 때문에 펀드 구조를 활용하는 경우가 많다고 덧붙였다.

한편, 스위스 연금기금들은 주식 비중이 지나치게 낮아 장기수익 기회를 놓치고 있다는 비판도 받고 있다.

다수 고용주 연금기금인 프로폰드(Profond) 는 2024 년에 운용자산 128 억 스위스프랑 중 절반 이상을 주식에 투자했고, 2025 년 말에는 총자산이 169 억 스위스프랑으로 증가하며 연 5.3%의 잠정수익률을 기록했다.

프로폰드는 성명에서 "채권보다 실물자산을 선호한다"고 밝혔다.

이는 이들이 높은 실질수익률을 제공하며, 구매력 보호에도 도움이 되기 때문이다.

그루버는 많은 연금기금이 장기수익을 높이기 위해 주식 비중을 늘리고 싶어도, 법적 제약과 위험 허용도 제한 때문에 쉽지 않다고 설명했다.

"연금은 보장되어야 하며, 퇴직자의 연금저축은 원금 보호 대상이다. 따라서 주가 하락 시, 리스크는 현직 가입자와 고용주가 부담한다."

따라서 주식 비중을 크게 늘릴 가능성은 낮다고 그는 덧붙였다.

직업연금법에 따르면, 연금기금은 포트폴리오의 최대 50%까지 주식에 투자할 수 있으며, 충분히 근거가 있으면 이를 초과할 수도 있다.

피치에 따르면, 지난 5 년간 순수익 기준 상위 10%의 연금기금은 다른 기금에 비해 주식과 대체자산 비중이 높고, 채권 비중은 낮은 경향을 보였다..

〈 Swiss pension funds shift focus on equal-weighted, small-cap equities 〉
https://www.ipe.com/news/swiss-pension-funds-shift-focus-on-equal-weighted-small-cap-equities/10134842.article

네덜란드 연기금, 달러표시 채권 보유 축소 – 2026.01.26, IPE

네덜란드의 연금기금들이 미국 국채와 달러 표시 채권의 보유 규모를 줄이고 있다. 이는 달러 변동성 확대와 부채연계투자(LDI) 전략에서 미국 국채의 중요성 감소 때문으로 분석된다.

가장 큰 매도자는 네덜란드 최대 연금기금인 ABP(자산 5,380 억 유로 규모)다. 2025 년 3 월 말 ABP 는 290 억 유로의 미국 국채를 보유했으나, 6 월 말에는 240 억 유로, 9 월 말에는 186 억 유로(총자산의 3.6%)로 줄었다.

이 감소는 단순한 시장가격 변동 때문이 아니다. 9 월 말의 미국 10 년물 금리는 3 월보다 낮았기 때문에, 오히려 국채 가격은 상승했어야 했다. 또한 ABP 는 미국 국채 포트폴리오의 통화위험을 전면 헤지하고 있어, 달러 약세가 자산가치에 직접적인 영향을 미치지도 않았다.

ABP 는 자사 웹사이트의 투자 개요를 통해 미국 국채를 네덜란드, 독일, 벨기에 국채로 대체하고 있다고 밝혔다.

2025 년 9 월 말 기준, ABP 는 유럽 국채에 990 억 유로를 투자했으며 이는 6 월 말 대비 70 억 유로 증가한 수치다.

미국 국채를 줄였음에도 불구하고 ABP 는 여전히 다른 모든 네덜란드 연금기금을 합친 것보다 많은 미국 국채를 보유하고 있다.

대부분의 연금기금은 이 자산군을 거의 보유하지 않는다.

예를 들어, 보건연금기금 PFZW 는 2,000 만 유로 미만을 투자하고 있으며, 건설 부문 연금기금 Bpf Bouw 는 2023 년에 미국 국채를 전량 매도했다. 해당 기금은 미국 국채가 부채 및 금리 위험 헤지에 더 이상 적합하지 않다는 LDI 연구 결과에 따라 결정을 내렸다.

ABP 대변인은 보유 축소의 구체적인 이유에 대해 언급을 거부했다.

그러나 컨설팅사 WTW 의 산더르 스테베링크(Sandor Steverink)는 달러 표시 채권이 금리 헤지 수단으로서의 효율성이 떨어지고 있다고 설명한다.

그는 앞으로 미국의 금리정책이 중앙은행 독립성에 대한 우려로 ECB 와 더 크게 괴리될 가능성이 있으며, 이로 인해 금리의 상관관계가 약화될 수 있다고 지적했다.

또한 그는 달러 변동성이 최근 크게 높아지고 있으며, 옵션시장에서도 그 영향이 감지되고 있음을 덧붙였다.

"달러가 유로 대비 급격히 움직일 가능성이 커졌고, 이에 따라 통화헤지에 필요한 유동성이 증가했습니다. 결국 이 유동성을 금리헤지에 사용할 수 없게 됩니다."

새로운 확정기여형(DC) 연금제도로 아직 이행하지 않은 연금기금들은 금리헤지를 확대하기 위한 추가 유동성을 확보해야 한다. 이러한 이유도 달러 표시 채권 축소를 자극하고 있다.

네덜란드 중앙은행(DNB) 자료에 따르면, 미국 주식시장이 상승세를 보였음에도 불구하고 연금기금들은 달러자산 전반의 비중을 줄이고 있다.

2021 년 말 6,480 억 유로였던 달러자산 규모는 2025 년 9 월 말 5,510 억 유로로 줄었고, 같은 기간 유로화 자산은 7,520 억 유로에서 9,020 억 유로로 늘었다.

이는 달러채권 비중 축소와 미국 주식 시장 상승에 따른 평가이익이 동시에 작용한 결과로 보인다.

정치적, 규제적 요인도 자산배분 결정에 영향을 미치고 있다고 컨설턴시 bfinance 의 마티아스 나이더트(Mathias Neidert)는 설명했다.

그는 "일부 유럽 연금기금 고객들은 ESG 정책 관련 우려 때문에 미국보다 유럽 투자를 늘리고 있으며, 미국 기업들이 ESG 데이터를 제공하지 못하게 될 가능성을 우려하고 있다"고 말했다.

bfinance 의 또 다른 컨설턴트 토비 굿워스(Toby Goodworth)는 "적어도 한 연금기금 고객은 미국이 파리협정을 탈퇴하고 여러 국제조약에서 이탈했다는 이유로 미국 국채를 투자대상에서 제외했다"고 밝혔다.

〈 Dutch pension funds reduce dollar bond holdings 〉
https://www.ipe.com/analysis/dutch-pension-funds-reduce-dollar-bond-holdings/10134804.article

Part II

Fed/Issue Watcher

미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.

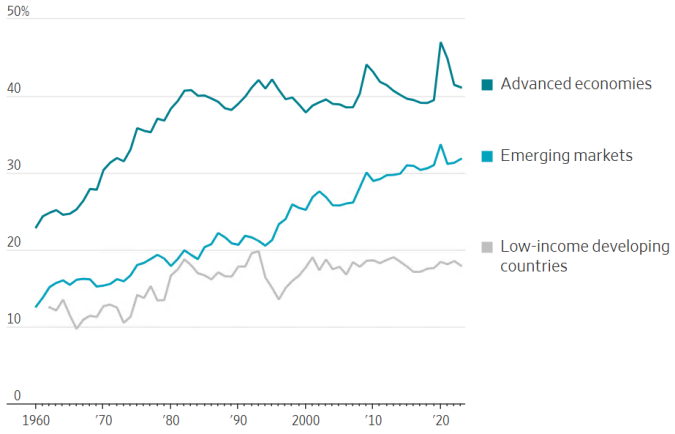
정부 부채에 빠진 세계 경제

** Wall Street Journal의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 Wall Street Journal에 있습니다.*

세계 주요국들은 경기 둔화 대응을 위해 대규모 재정지출을 감행하는 중이다. 미국, 유럽, 일본, 중국 모두 GDP 대비 5~9% 수준의 재정적자를 기록했다. 이는 단기 GDP 성장을 견인한다. 정치적으로 증세 대신 차입을 선호하는 경향이 강화되는 추세이다. 이에 따라 글로벌 공공부채는 2029년에 GDP의 100%를 넘어설 전망이다. 전문가들은 현재의 확장적 재정정책이 장기적으로 지속 불가능하며, 금리 상승 시 재정위기로 이어질 수 있다고 경고한다.

- 올해 전 세계 경제 성장의 주요 동력은 정부 재정지출일 것으로 보인다.
- 각국은 성장 둔화의 충격에 대응하기 위해 긴축 계획을 포기하고 대규모 적자 재정을 동원하고 있다.
- 미국, 유럽, 아시아 일부에서는 수조 달러 규모의 AI 투자로 경기 부양이 이루어지고 있으며, JP모건은 향후 6개월간 세계 성장률이 연 3%에 이를 수 있다고 전망했다.
- 그러나 경기 과열과 고금리 상황에서 이러한 확장적 재정정책은 위험할 수 있다고 경제학자들은 경고한다.
- 예컨대 일본에서는 다카이치 사나에 총리가 소비세 인하와 재정지출 확대 계획을 발표하자 장기국채 금리가 급등했고, 이 여파가 미국 국채시장으로 번졌다.
- 이는 선진국 경제의 구조적 취약성을 드러내는 신호라고 런던 경제(TLE)의 닐 시어링은 평가했다.
- 미국과 독일에서 올해 재정지출은 경제성장을 각각 1%포인트가량 끌어올릴 전망이다.
- 일본에서도 0.5%포인트의 경제성장을 재정지출로 견인할 것으로 예상된다.
- 중국은 GDP 대비 약 9%의 재정적자를 두 해 연속 기록할 예정이다.
- 각국 정부는 AI, 무역갈등, 고령화, 국방 분야에서 늘어난 부담을 지탱하기 위해 막대한 재정을 쏟고 있다.

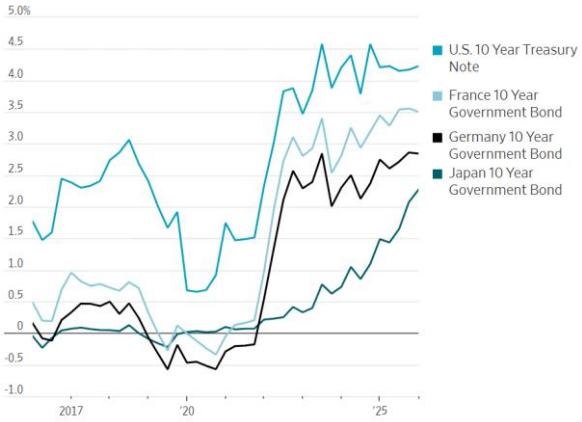
그림1 Global government spending as a percentage of GDP



자료: Wall Street Journal, LS증권 리서치센터

- 재정 지출을 이후 세금 인상으로 대응하던 과거와 달리, 현재의 정치인들은 국민 부담을 회피하는 경향이 두드러진다.
- IMF에 따르면 지난해 선진국의 평균 재정적자는 GDP의 4.6%, 신흥국은 6.3%로 10년 전보다 크게 증가했다.
- 미국의 올해 재정적자는 6%로 예상되며, 이는 감세 정책을 유지한 결과이다.
- 반면 독일은 국방과 인프라 투자에 1조 유로 규모의 지출을 추진 중인데, 이미 세율이 매우 높아 증세 여력은 거의 없다.
- 한편, 글로벌 공공부채는 2029년까지 GDP의 100%를 초과해 1948년 이후 최고 수준에 도달할 전망이다.
- 팬데믹을 거치며 각국은 대규모 재정 확대가 즉각적인 부작용을 낳지 않는다는 경험을 얻었지만, 그 대가로 인플레이션과 부채 상환 비용이 급등했다.

그림2 Government borrowing costs have soared since the COVID-19



자료: Wall Street Journal, LS증권 리서치센터

- 러시아의 우크라이나 침공 이후 국방지출은 다시 급증했으며, 캐나다는 트럼프 행정부의 관세 정책에 맞서 향후 5년간 1,400억 캐나다달러 규모의 새로운 지출을 승인했다.
- 유럽의 극우 정당들조차도 더 많은 정부 지출을 공약으로 내세우고 있다.
- 미국에서는 사회보장비 증가와 감세 정책으로 인해 대규모 재정적자가 지속되고 있다.
- 전 미 의회예산국(CBO) 수석이었던 웬디 에델버그는 "연방 차입이 금리를 올리고 경제 규모를 줄이지만, 그 영향은 크지 않다"고 언급했다.
- 그러나 금리 상승으로 인해 부채 이자 부담이 급격히 늘며, 미국의 부채이자 비용은 최근 4년 사이 2배 이상 증가했다. 독일과 일본에서도 부채 서비스 비용이 2배로 늘었다.
- 경제학자들은 언젠가 세금 인상이나 지출 축소가 불가피할 것이라 경고한다. 이는 투자자 신뢰의 상실이나 AI의 경제적 성과에 대한 재평가가 계기가 될 수 있다.
- 런던정치경제대학(LSE) 리카르도 레이스 교수는 "이자 비용이 역사적으로 매우 높은 수준에 도달하고 있어 우려스럽다"고 말했다.

〈 The World Economy Is Hooked on Government Debt〉
By Tom Fairless, 2026.01.26.
https://www.wsj.com/economy/global/the-world-economy-is-hooked-on-government-debt-71491482?mod=economy_lead_story

관세 충격에 흔들린 '세계의 안전자산' 미 국채

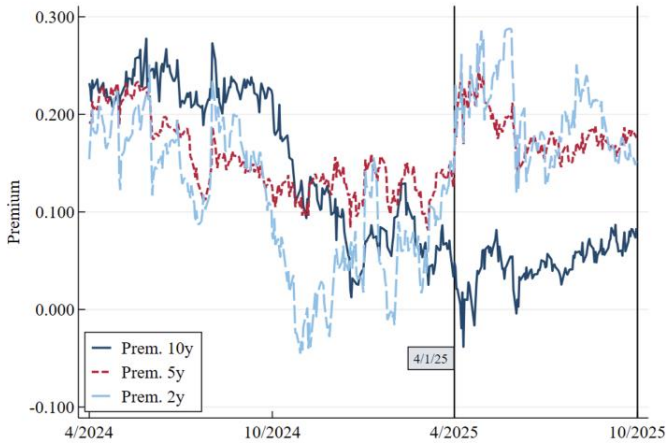
** CEPR의 게시 내용을 요약, 편집했습니다. 저작권은 CEPR에 있습니다.*

'25년 4월 트럼프 행정부의 관세 발표 이후 미 주식시장 급락과 함께 장기 국채금리가 급등하며 국채의 안전자산 프리미엄이 하락했다. 이는 인플레이션 기대보다는, (1)해외 투자자 이탈 (2)금으로의 대체 수요 증가에서 기인한다. 장기 채권의 헤지 기능이 약화되면서, 주식과 채권이 같은 방향으로 움직이는 이례적 현상이 발생했다. 이러한 변화는 미국 정부의 차입 비용 증가와 부채 구조 단기화 위험을 초래할 가능성이 있다.

- 미국 국채는 글로벌 금융 시스템에서 안전성과 유동성으로 인해 세계의 안전자산 역할을 한다고 설명했다.
- 이러한 특수 지위는 국채 가격을 끌어올려 미국 정부의 차입비용을 낮추는 효과를 낸다. AAA 회사채와 국채 간 스프레드 분석에서, 이러한 '안전자산 프리미엄'이 약 70bp에 달한다고 추정됐다.
- 반면, 트럼프 행정부 계열의 경제학자들은 외국의 국채 수요가 달러 가치를 과대평가시키고, 무역적자를 고착화해 미국 제조업에 불리하다고 비판했다
- 이 상반된 견해는 2025년 4월 2일의 관세 전쟁 선언과 함께 본격적으로 부각됐다.
- 발표 이후 S&P500 지수는 6거래일 만에 11% 이상 폭락했고, 30년물 국채금리는 5.2%로 급등했다.
- 이러한 장기 금리 급등의 상당 부분은 편의수익의 하락에서 기인한다. 즉, 투자자들이 미국 국채의 장기적 안전자산으로서의 지위를 의심하기 시작했다는 뜻이다.
- Acharya와 Laarits(출간 예정)는 국채의 편의수익이 경기 침체기에 수익률이 상대적으로 높아지는 '헤지(hedge)' 성질과 밀접히 연관돼 있음을 보인다. 관세 전쟁 발발 당시, 이 헤지 기능 자체가 의심받게 된 것이다.
- 연구의 핵심은 국채 편의수익이다. 이는 국채가 제공하는 특별한 서비스(유동성, 안전성, 담보 활용도)로 인해 금리가 낮아지는 폭을 말한다.
- Fleckenstein 등(2014)의 방법을 따라, 연구진은 인플레이션연동국채(TIPS)와 인플레이션 스왑으로 구성한 '가상 채권'과 일반 국채의 수익률을 비교해 편의수익을 추정했다.

- 역사적으로 10년물 편의수익은 평균 약 24bp였다. 그러나 2025년 4월에는 이 값이 약 10bp 급락했고, 단기·장기 간 괴리가 전례 없이 벌어졌다. 보통 2년물과 10년물 편의수익은 2bp 이내로 같게 움직였지만, 관세 전쟁기에는 2년물이 10년물보다 7bp 높았다.
- 이는 투자자들이 단기 안전성은 여전히 인정하면서도 장기 안전성에는 의구심을 품기 시작했음을 시사한다.

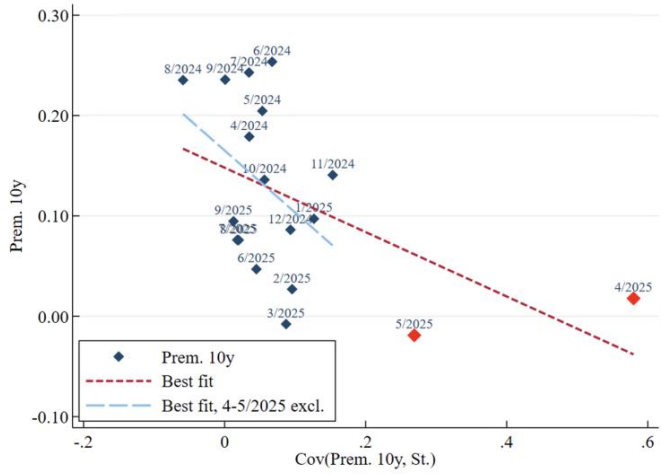
그림3 Time series of short-term and long-term US Treasury convenience yields



자료: CEPR, LS증권 리서치센터

- 다음으로 연구진은 국채의 헤지 기능을 고빈도(5분 간격) 데이터로 분석했다. 2008년 금융위기나 2020년 팬데믹 초기처럼 위기 시기에는 주식과 채권이 보통 음(−)의 상관관계를 보였다.
- 그러나 관세 전쟁기엔 이러한 전통적 관계가 깨졌다. 4월 3~4일, 7~8일에는 여전히 음의 상관관계를 보였으나, 4월 9일·11일·23일 등의 관세 관련 소식일에는 주식과 채권이 같은 방향으로 움직였다.
- 4월 23일의 주식-채권 공분산은 2005년 이후 데이터의 상위 0.25% 수준으로 이례적으로 높았다.
- 역사적으로 편의수익과 헤지 기능은 밀접히 연관돼 왔는데, 이 관계도 2025년 4월에 붕괴되었다.
- 과거 데이터를 활용한 분석에 따르면, 이런 헤지 붕괴로 인해 편의수익이 약 12bp 감소했다고 추정된다.
- 이는 미국 납세자가 안전자산 발행 혜택을 잃음으로써 발생한 암묵적 비용을 의미한다.

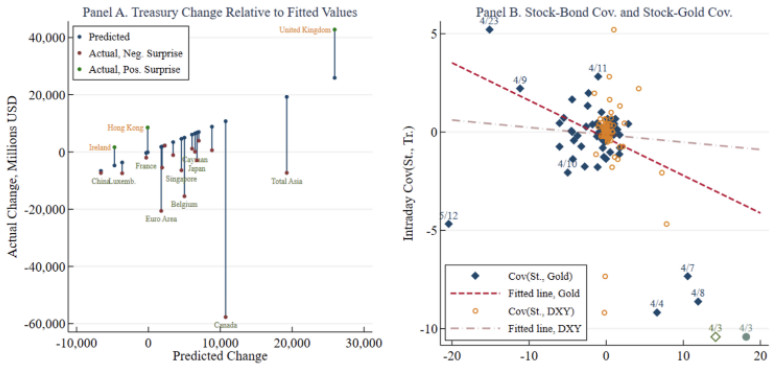
그림4 Relationship between convenience yield and stock-convenience yield co-movement



자료: CEPR, LS증권 리서치센터

- 이러한 변화의 원인을 세 가지 경로로 분석했다.
- 첫째, 기대 인플레이션 상승 가능성이다. 일부 전문가들은 높은 기대 인플레이션이 낮은 편의수익과 연관된다고 보고했다.
- 하지만 실제로는 인플레이션 기대는 소폭 상승에 그쳤고, 장기물에서는 오히려 인플레이션 기대금리가 하락했다.
- 둘째, 해외 투자자 행동이다. 미국 재무부 TIC 자료에 따르면, 2025년 4월에 장기 국채에서 470억 달러의 순유출이 발생했는데,
- 이는 기존의 월평균 470억 달러 순유입과 완전히 반대다. 특히 유럽, 캐나다, 아시아 등 전통적인 안전자산 수요 지역에서도 매도세가 나타났다.
- 셋째, 금으로의 이동이다. 금 가격은 2025년 4월~10월 사이 30% 이상 급등했다.
- 분석 결과, 주식과 국채가 같은 방향으로 움직일 때(즉, 채권이 '위험자산'처럼 행동할 때), 금은 주식과 반대로 움직였다. 이는 과거 국채로 향하던 flight-to-safety가 이제 금으로 이동했음을 보여준다.

그림5 Change in long-term Treasury positions across countries and flight to gold



자료: CEPR, LS증권 리서치센터

- 2026년 1월 현재, 대부분의 관세는 여전히 유지 중이며 무역 불확실성도 크다. 주식시장은 반등했고 국채금리도 하락했지만, 편의수익 구조는 여전히 변화된 상태다.
- 장기물 편의수익이 단기물보다 낮게 남아 있어, 투자자들이 장기 국채의 안전자산 서비스가 이전만큼 믿을 만하다고 보지 않음을 시사한다.
- 이 변화는 정책적 함의가 크다. 국채금리 상승은 미국 정부의 이자비용 증가로 이어진다.
- 동시에 단기 금리가 더 유리해진다면, 재무부는 단기 발행 비중을 늘릴 유인을 가지나, 이는 롤오버 리스크(rollover risk)를 높이는 부작용이 있다.
- 한편, 2025년 9월 관세 수입은 작년의 80억 달러에서 317억 달러로 급증했지만, 이는 금리 상승으로 인한 추가 이자비용을 완전히 상쇄하지는 못한다.
- 장기적으로 미국 국채의 안전자산 지위가 약화된다면, 이는 미국 재정구조와 글로벌 금융안정성 모두에 중요한 영향을 미칠 것이다.

〈 How the tariff war shock affected the 'safe asset' privilege of US Treasuries 〉
By Viral Acharya, Toomas Laarits, 2026-01-28.
https://cepr.org/voxeu/columns/how-tariff-war-shock-affected-safe-asset-privilege-us-treasuries

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최광혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

Vol 323. 2026. 01. 26 (월) ~ 2026. 02. 02 (월)

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.