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

미국 국채 수요는 여전히 견조하다

- 미 국채 해외 수요는 견조. 수요 주체는 공식 기관에서 민간 투자자로 넘어간 상황
- 미 국채 순 발행액 대비 해외 민간 투자자 매수 비중 트럼프 1기 5% vs 2기 30%. 트럼프 1기 때와 같이 '유동성 발작'에 의한 해외 수요 감소 가능성 낮음
- 중국의 미 국채 보유 축소에도 일본과 영국이 꾸준히 보유 규모를 확대 중. 중국 이슈는 일시적 노이즈에 불과

미 국채 해외 수요는 민간 투자자가 주도

1월 중순 트럼프의 그린란드 사수와 관세 위협은 유럽 의회의 'EU-미국 무역 협정 비준 동결'이라는 강경 대응을 불러왔다. 2/10 유럽의회 주요 정당들이 무역협정 수정안에 합의하면서 비준 절차가 재개되었다.

재개된 협상안에는 트럼프의 향후 관세 위협에 대비한 안전장치가 추가되었다. 주요 내용을 보면 1) 미국이 협정 규칙을 위반하거나 EU 회원국의 영토 보전을 위협할 경우 협정을 중단할 수 있는 중단조항(Suspension clause) 포함 2) 철강 관련 제품에 대한 미국의 관세가 15%로 인하되지 않으면 EU가 자동으로 미국산 철강 및 관련 제품에 대한 관세를 재부과하도록 명시했다. 다만, 2/24 국제협력위원회 표결부터 이르면 3월 본회의 표결이 진행될 예정이며, 이후 EU 27개 회원국 정부와의 협상이 필요해 최종 승인까지는 1~2개월이 추가로 소요될 것으로 보인다.

덴마크 연기금의 미 국채 전량 매도 선언이나 라가르드 ECB 총재의 신뢰 훼손 발언이 시장 변동성을 잠시 키우기도 했으나, 이러한 정치적 갈등이 미 국채의 '실질적 수요 붕괴'로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다.

미 국채 해외 수요에 대한 우려가 과도한 이유는 수요의 주체가 이미 해외 공식 기관에서 민간 투자자로 완전히 넘어왔기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후 정체된 공식 기관의 수요와 달리, 해외 민간 투자자들의 미 국채 비중은 꾸준히 상승해왔다. 2023년 6월을 기점으로 해외 민간 투자자의 보유 규모는 공식 기관을 추월했다.

트럼프 1기(2017~20년) 당시 해외 민간 투자자들의 미 국채 매수 비중은 순 발행액(Net Issuance)의 5%에 불과했으나, 2기(2025년~현재) 들어서는 30%까지 급증했다. 1기 때는 1) 감세로 인한 국채 공급 급증과 2) 연준의 대차대조표 축소(QT)가 맞물려 유동성 경색 이슈가 불거졌다.

트럼프 1기 당시 미 국채 순 발행액은 2017년 0.53조 달러에서 2018년 1.1조 달러까지 2배 이상 급증했다. 공급 부담이 가중되는 가운데 연준의 QT가 진행되면서 시중의 유동성을 흡수하고 있었다. 이는 미 시중 은행들의 자금 여력을 위축시켰다.

당시 미 국채 지수의 최저수익률(Yield to worst, YTW)은 약 1.8% 수준으로 낮았는데, 유동성 부족으로 인해 달러 조달 및 환헤지 비용이 상승하면서 해외 민간 투자자들에게 미 국채는 가성비 낮은 자산으로 전락했다.

(단기간에 이뤄지지는 않겠지만) 올해 역시 케빈 워시 체제하의 대차대조표 축소 가능성에 따른 공급 우려가 존재하지만, 상황은 1기와 확연히 다르다. 베센트 재무장관을 필두로 한 은행 규제 완화 등 유동성 공급 옵션이 존재하기 때문이다. 이는 은행의 국채 매수 여력을 확대하고 달러 조달 비용을 낮춰 트럼프 1기 때와 같은 '유동성 발작'에 의한 수요 감소 가능성을 낮출 것으로 판단한다.

민간 투자자를 유인하는 핵심 동력인 '상대적 수익률' 측면에서 미 국채는 글로벌 국채 대비 여전히 매력적이다. 환헤지를 하지 않은 기준으로 미 국채 지수는 글로벌 국채 지수 대비 약 0.75%p의 추가 수익을 제공한다. 이는 과거 10년 평균(0.84%p)과 유사하며, 20년 평균(0.45%p)보다 높은 수준이다.

투자등급(IG) 회사채 및 MBS를 포함한 미국 채권 종합 지수와의 수익률 격차는 0.39%p로 2000년 이후 최저 수준이다. 즉, 굳이 위험한 회사채를 사서 적은 추가 수익을 얻느니, 안전한 미 국채를 보유하는 것이 '가성비' 측면에서 유리한 상황인 것이다.

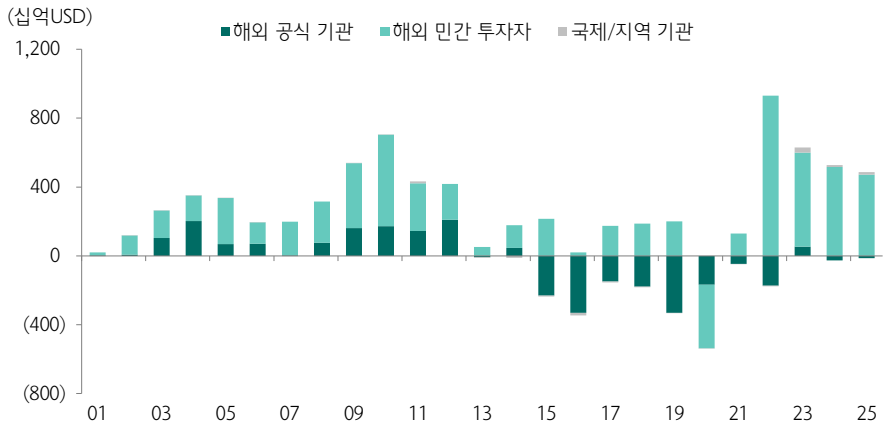
최근 중국 당국이 자국 은행에 미 국채 보유 조절을 권고한 것을 두고 '리스크 관리' 차원임을 강조했으나, 실질적으로는 4월 미중 정상회담을 앞둔 정치적 압박 카드라고 판단한다. 현재 미 국채를 가장 많이 보유하고 있는 국가는 일본, 영국, 중국이다. 중국은 2014년부터 보유량을 꾸준히 축소해오고 있는 반면, 일본과 영국은 꾸준히 미 국채를 담고 있다. 2025년 한 해 동안 일본과 영국의 미 국채 보유 증가분이 중국의 미 국채 보유 축소분을 상쇄하고도 남는다. 세 국가를 제외한 나머지 국가들의 미 국채 보유 규모도 꾸준히 증가 중이다. 미 국채 수요는 여전히 견조하다.

공급 부담과 정치적 노이즈에도 불구하고, 미 국채는 1) 재무부의 유동성 관리 능력 2) 글로벌 대비 높은 수익률 3) 위험 자산 대비 뛰어난 가성비를 바탕으로 견조한 수요를 유지할 것으로 전망한다. 중국 이슈는 일시적 노이즈에 그칠 것으로 판단한다.

지난 10년 간 미 중장기 국채 해외 수요는 민간이 주도

해외 공식 기관은 2013년 이후 유의미한 순매수가 부재한 모습

도표 1. 해외 투자자의 미 중장기 국채 순매수 현황

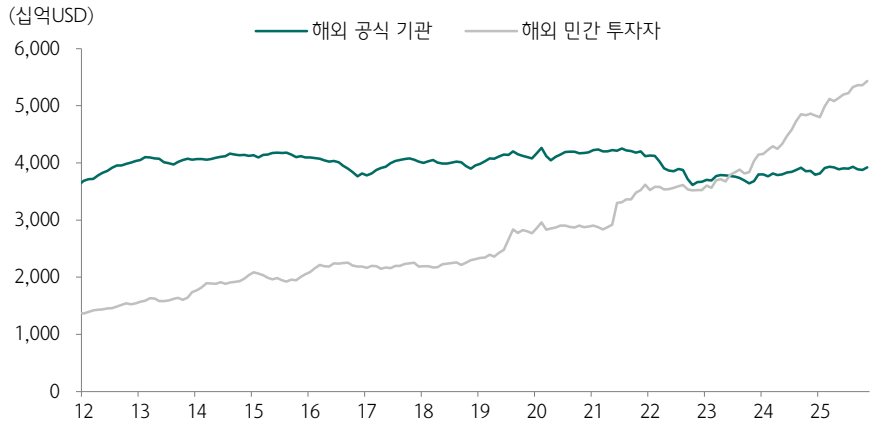


자료: TIC, 하나증권

글로벌 금융위기 이후 해외 공식 기관 수요는 정체된 모습

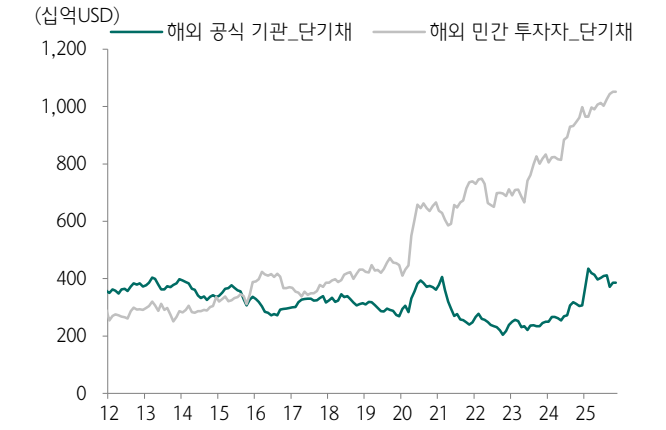
2023년 6월을 기점으로 해외 민간 수요는 공식 기관을 추월하기 시작

도표 2. 해외 투자자의 미 국채 보유 현황



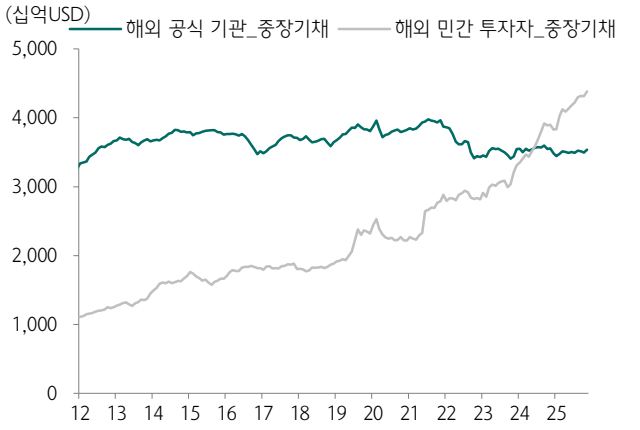
자료: TIC, 하나증권
주: 미 국채는 단기채와 이표채 합산

도표 3. 해외 투자자 단기채 수요



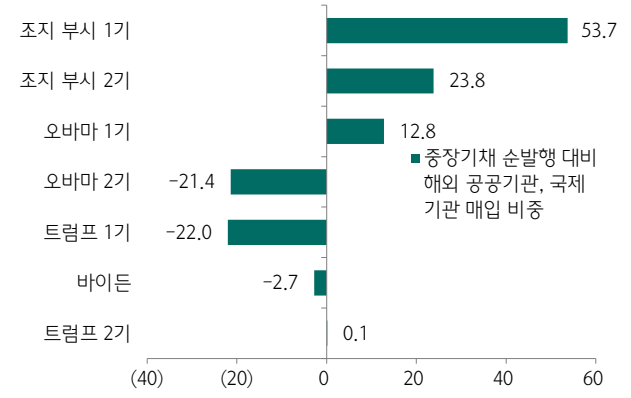
자료: TIC, 하나증권

도표 4. 해외 투자자 중장기채 수요



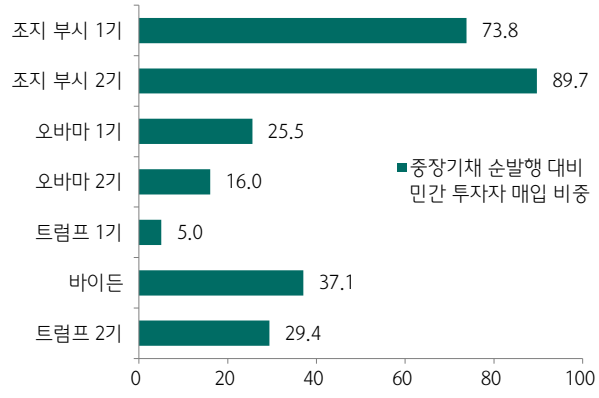
자료: TIC, 하나증권

도표 5. 중장기채 순 발행 대비 해외 공식 기관 매수 비중



자료: TIC, 하나증권

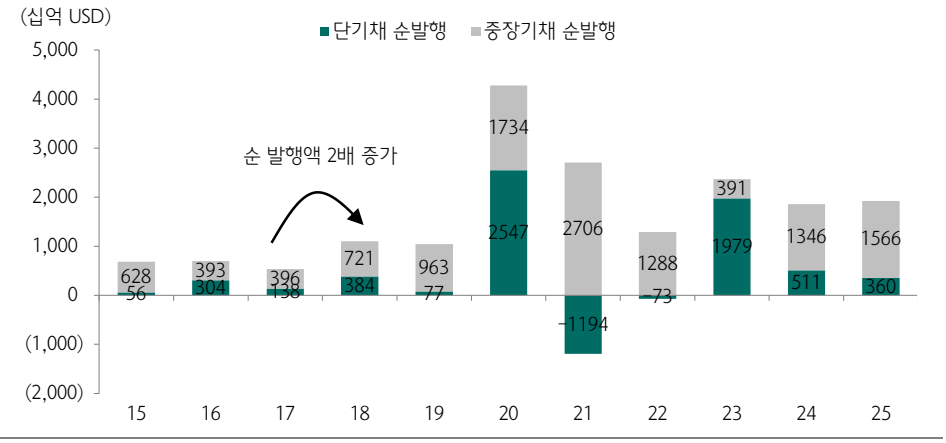
도표 6. 중장기채 순 발행 대비 해외 민간 투자자 매수 비중 : 트럼프 1기(2017~20년) 5% vs 트럼프 2기(2025년~현재) 30%



자료: TIC, 하나증권

2017년 트럼프 감세안 발표 이후
2018년 미 국채 순 발행액이
2배 이상 증가

도표 7. 연도별 미 국채 순 발행 추이

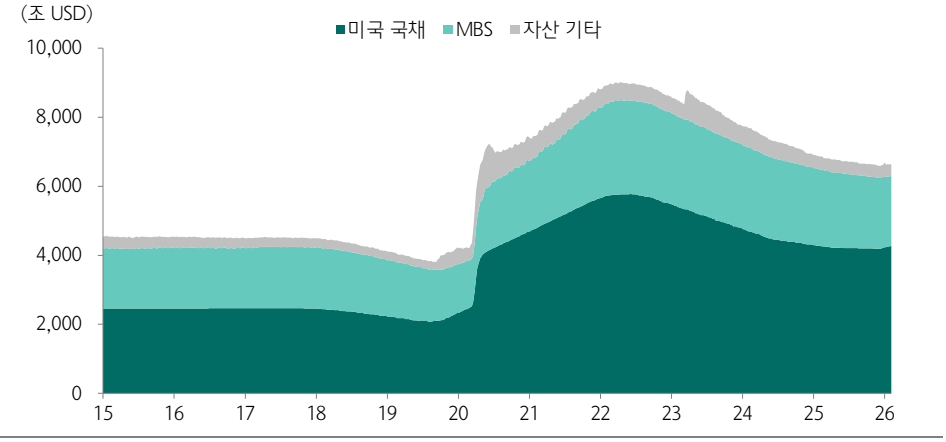


자료: SIFMA, 하나증권

연준의 대차대조표 축소(QT)로
시중 유동성을 흡수

국채 공급 부담이 가중된 상황에서
QT로 인한 유동성 압박으로
해외 투자자들의 달러 조달
및 환헤지 비용 증가

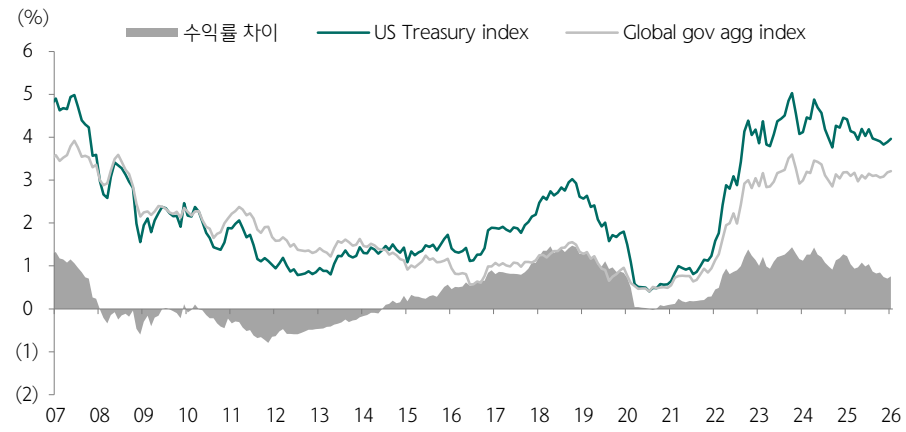
도표 8. 트럼프 1기 당시 연준은 QT를 진행 중



자료: Bloomberg, 하나증권

환헤지를 하지 않은 기준으로 미 국채 지수는 글로벌 국채 지수 대비 0.75%p의 추가 수익을 제공

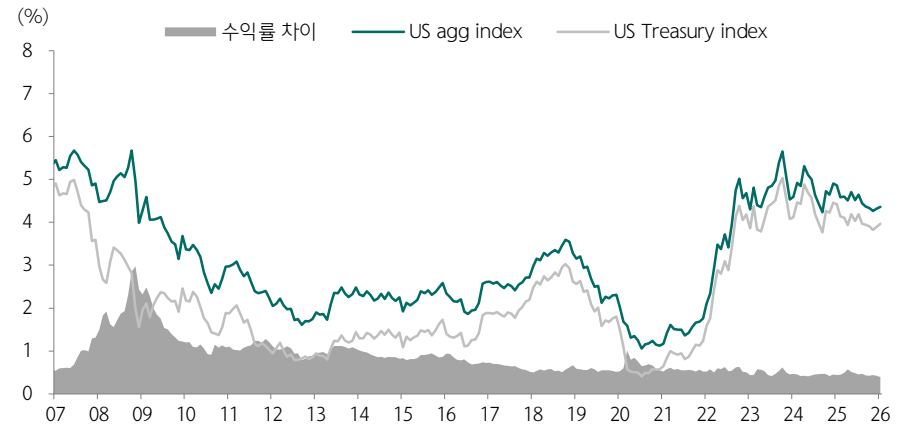
도표 9. 미 국채는 여전히 글로벌 국채 대비 매력적



자료: Bloomberg, 하나증권
주: 수익률 차이는 미 국채 지수에서 글로벌 국채 지수 최저수익률(YTW)을 차감한 수치

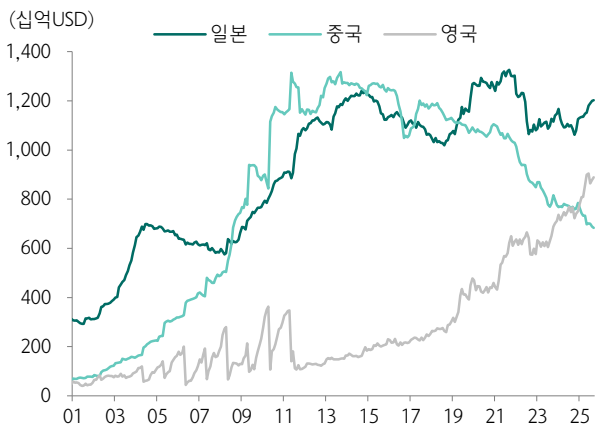
투자등급(IG) 회사채 및 MBS를 포함한 미국 채권 종합 지수와의 수익률 격차는 0.39%p로 2000년 이후 최저 수준

도표 10. 미국 채권 종합 지수와 국채 지수 간 수익률 격차는 역대 최저치



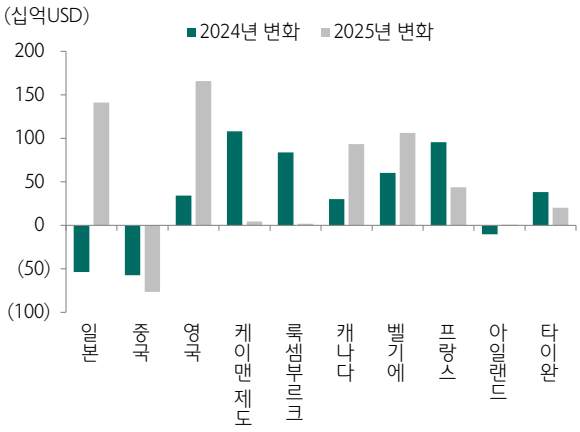
자료: Bloomberg, 하나증권
주: 수익률 차이는 미 채권 지수에서 미 국채 지수에서 최저수익률(YTW)을 차감한 수치

도표 11. 미 국채 보유 국가 Top 3: 일본, 영국, 중국



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 미 국채 보유 국가 Top 10
: 일본, 영국의 보유 증가분이 중국의 보유 축소분을 상쇄하고도 남음



자료: Bloomberg, 하나증권