FIXED INCOME ISSUE REPORT

2026. 2. 20

글로벌채권팀

김지만 Senior Analyst
jiman8.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

미국 국채 SWOT 분석

금리 상하방 리스크 모두 존재, 환율 변동에는 유의

- 장기간 횡보중인 미 국채 금리. 미 국채 금리는 상하방의 리스크가 균형을 이루며 10년물 기준 지난 반년간 주로 4.0~4.3% 범위에서 거래
- 미 국채는 여타 선진 국가 대비 상대적 고금리의 매력이 강점. 기회요인은 연내 2차례의 기준금리 인하 여력 및 포트폴리오에서의 보험적 가치
- 재정적자에 따른 금리의 하방경직성, 트럼프 정부의 정책 불확실성, 환율 변동에 따른 환차손 가능성에는 유의할 필요

Great Anchoring, 박스권에 갇힌 금리

미 국채 10년물 금리는 4.0~4.3% 범위에서 반년 이상 횡보하고 있다. 미국의 구조적 재정적자 우려가 금리 하단을, 점차 완만해지는 인플레이션과 Fed 금리인하 기대가 금리 상단을 제한하고 있다. 이 환경에서 미 국채 투자는 금리 방향성에 베팅하기보다, 4% 수준의 캐리 수익 자체를 수익원으로 확보하는 접근이 유효하다.

미 국채 투자의 기회와 위협요인

미 국채 투자에 있어서의 기회 요인으로는 연내 2차례(당사는 6월 및 9월 Fed 금리 인하를 전망)를 포함해 중립금리까지 총 3차례 수준의 기준금리 인하 여력이 있다는 점, 그리고 위험자산 조정시 금리 하락에 따른 채권 가격 상승이 포트폴리오 전체 성과를 방어하는 보험적 가치를 들 수 있다. 물론 현 시점 미국의 경기는 견조한 상태이며, 경기에 대한 우려는 높지 않다.

트럼프 행정부의 정책 리스크는 미 국채 투자에서의 위협 요인으로 볼 수 있다. 즉, 혼란스러운 정책 행보가 지속됨에 따라 유럽 연기금을 중심으로 미 국채 투자를 기피하는 움직임이 있다는 점, 관세나 이민 정책에 따른 물가의 상방 리스크가 열려있다는 점이다. 그 밖에 향후 케빈 워시 신임 연준의장 체제에서의 QT 재개 가능성은 커브 스티프닝을 강화시킬 수 있는 요인이고, 미 장기채 투자에 있어 리스크로 볼 부분이 있다.

캐리 전략 + 재정리스크 감안한 선별적 접근 필요

우리나라 투자자 입장에서는 원/달러 환율이 이미 높은 수준에서 형성되어 있어, 환헤지를 하지 않는 경우, 환차손이 이자 수익을 상쇄할 수 있다는 점에 대해서도 유의해야 한다. 종합하면, 미 국채는 중기물(5~7년) 중심의 캐리 전략이 듀레이션 리스크 대비 효율적이며, 초장기물은 재정 리스크 프리미엄을 감안한 선별적 접근이 바람직하다.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

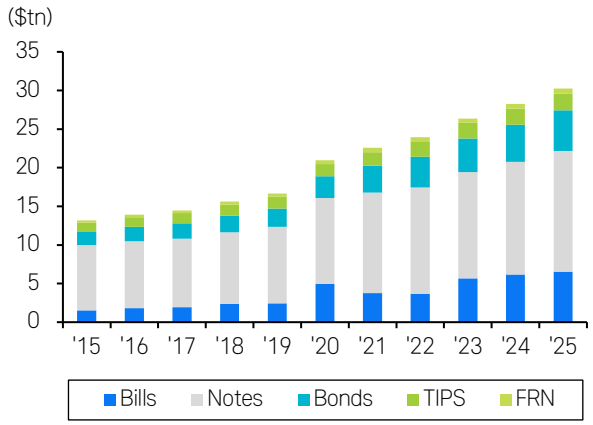
S (Strengths)

상대적 고금리와 유동성 높은 기축통화 국채라는 장점

미 국채의 가장 직관적인 강점은 선진국 중 상대적으로 높은 금리 수준이다. 미 국채 10년물 금리는 4%대로, 한국(3.5%대)은 물론 독일(2.7%대), 일본(2.3%대) 등과 비교해 절대적인 캐리 매력이 있다. 단순히 금리 하락에 베팅하지 않더라도, 보유 자체만으로 연 4% 이상의 수익을 확보할 수 있다는 점은 매력적이다.

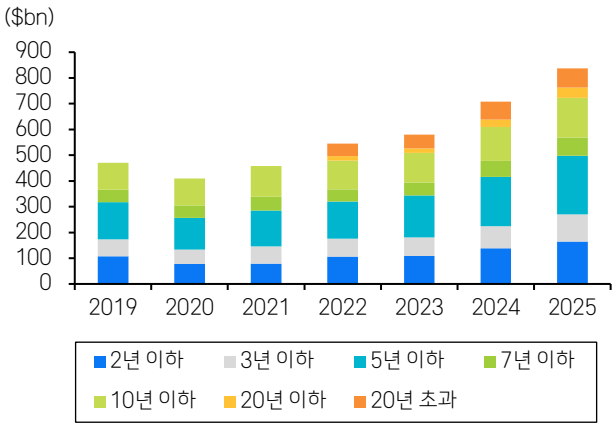
아울러, 미 국채는 $30.2조 규모의 세계 최대 채권 시장이자 글로벌 기축통화 자산이다. IMF COFER 기준 전 세계 외환보유고의 약 57%가 달러 표시 자산이며, 미 국채의 일평균 거래량은 여타 선진국 국채를 압도한다. 위기 상황에서의 유동성 확보 측면에서, 이 규모와 깊이를 대체할 수 있는 시장은 현실적으로 존재하지 않는다.

미 국채시장은 $30.2tn 규모



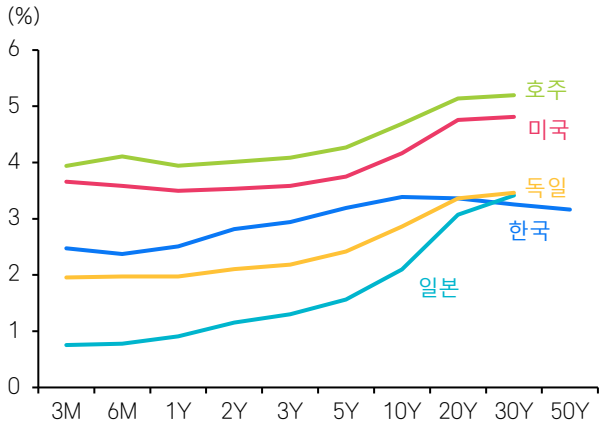
자료: SIFMA, 삼성증권

미 국채 일평균 거래량



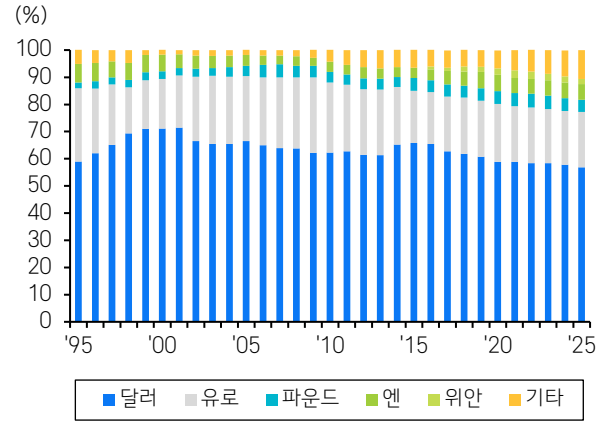
자료: SIFMA, 삼성증권

주요국 수익률곡선 비교



자료: Bloomberg, 삼성증권

전세계 외환보유고 통화 비율 추이



자료: IMF COFER, 삼성증권

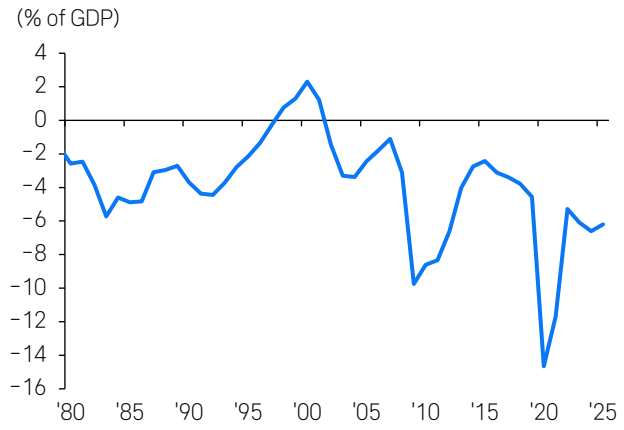
W (Weaknesses)

재정적자에 따른 금리의 하방경직성

미국의 재정적자는 2001년 흑자를 마지막으로 20년 넘게 지속되어온 구조적 문제다. 2008년 금융위기(GDP 대비 9.8%), 2020년 코로나19 팬데믹(GDP 대비 약 15%) 등 위기 국면마다 대규모 재정 지출이 이루어졌고, 그 사이 트럼프 1기의 감세(2017년 TCJA), 바이든 행정부의 인프라·기후 투자법안 등이 겹치면서 적자는 구조화되었다. FY2025 적자는 GDP 대비 5.9%, 민간보유 부채는 GDP의 약 100%에 근접했다. 트럼프 2기 집권 이후에도 OBBBA를 통한 감세 연장 등 재정 건전화의 동력은 약하다.

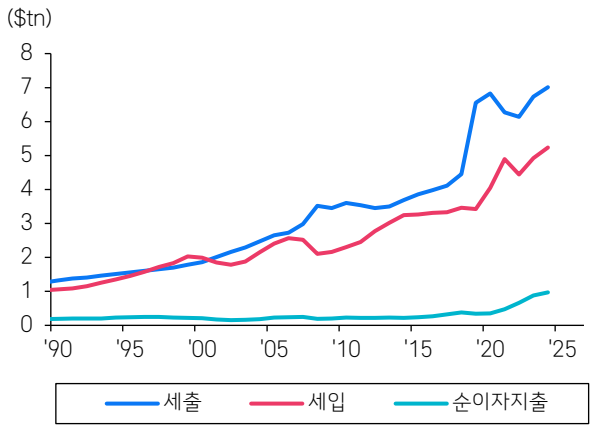
물론, 재정적자가 곧바로 미 국채의 신용 리스크로 이어지는 것은 아니다. 미국은 기축통화 발행국이자 세계 최대 채권 시장을 보유하고 있어, 다른 국가와 동일한 잣대로 재정 건전성을 평가하기는 어렵다. 실제로 미국의 부채/GDP 비율은 일본(약 250%)이나 이탈리아(약 140%)보다 낮은 수준이고, 달러 표시 자산에 대한 글로벌 수요는 견조한 편이다. FY2025 실적이 CBO 전망 대비 양호했고(다음페이지 FY2025 재정수지 실적 참고), 경제 성장에 따른 세수 증가 및 관세 수입이 적자 축소에 기여한 점도 참고할 만하다. 다만, 신용 리스크 측면은 걱정하지 않더라도 미 국채 투자자 입장에서는 재정적자가 장기화되면서 금리의 하방경직성이 강화되고 있는 측면은 고민해야 할 점이다. 적자가 지속되면 국채 공급이 늘어나고, 이는 장기물 금리에 텀 프리미엄(term premium)으로 반영되기 때문이다.

미국 연방정부 재정적자 추이



자료: FRED, 삼성증권

미국 정부 세입, 세출, 순이자지출 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

[참고] 미국 FY2025 재정수지 실적

총 재정적자는 GDP 대비 -5.8%($1.78조)로, CBO가 2025년 1월에 전망했던 -6.2%($1.87조) 대비 약 $90bn 개선되었다. 세입 측면에서는 경기 확장에 따른 개인소득세 증가(FY24 $2,426bn → FY25 $2,656bn)가 기여했으며, 특히 관세 수입이 $195bn을 기록하며 추가 세원으로 작용했다. 반면, 법인세는 OBBBA의 즉시상각(100% expensing) 확대 등으로 FY24 $530bn에서 FY25 $452bn으로 감소했다. 세출은 $7.0조로 전망치($7.0조)와 거의 일치했으나, 순이자 비용이 $970bn으로 전체 세출의 약 14%를 차지하며 재량지출($1.87조)의 절반을 넘어섰다는 점도 주목할 만하다.

CBO의 FY2026 전망에 따르면, 총 재정적자는 GDP 대비 -5.8%($1.85조)로 FY2025와 유사한 수준이 예상된다. 관세 수입이 $418bn으로 배 이상 증가하며 세수를 보강하지만, 의무지출 증가($4.17조 → $4.53조)와 순이자 비용 $1.0조 돌파가 상쇄 요인이다. 민간보유 부채는 GDP의 100.6%로 100%를 넘어서게 된다.

요약하면, FY2025 실적은 전망 대비 양호했으나 이는 관세라는 요인에 상당 부분 기인한 것이며, 적자의 절대 규모 자체는 여전히 GDP 대비 6% 내외의 높은 수준을 유지하고 있다.

미국 세입, 세출, 재정적자 전망과 실제: FY25는 당초 CBO의 전망보다 재정적자 규모 감소

	FY24 실제	FY25 실제	FY25 전망	FY26 전망	FY24 실제	FY25 실제	FY25 전망	FY26 전망
	% of GDP				$bn			
세입(Revenues)	17.1	17.2	17.1	17.5	4,918	5,235	5,163	5,596
소득세(개인 연방소득세)	8.4	8.7	8.7	8.6	2,426	2,656	2,621	2,751
급여세(사회보장세)	5.9	5.8	5.8	5.7	1,709	1,748	1,759	1,826
법인세	1.8	1.5	1.7	1.3	530	452	524	404
관세		0.6		1.3		195		418
기타 세입	0.9	0.6	0.9	0.6	253	183	259	197
세출(Outlays)	23.7	23.1	23.3	23.3	6,826	7,010	7,028	7,449
의무지출	14.3	13.7	14	14.2	4,130	4,168	4,228	4,529
재량지출	6.3	6.2	6.1	5.9	1,815	1,872	1,848	1,880
순이자지출	3.1	3.2	3.2	3.3	881	970	952	1,039
총 재정적자 (Total deficit)	-6.6	-5.8	-6.2	-5.8	-1,907	-1,775	-1,865	-1,853
기초재정적자 (Primary deficit)	-3.6	-2.7	-3.0	-2.6	-1,026	-805	-913	-814
민간보유부채	97.8	99.4	99.9	100.6	28,199	30,172	30,103	32,095

참고: FY25 전망은 '25.1 월 CBO, FY26 전망은 '26.2 월 CBO
자료: CBO

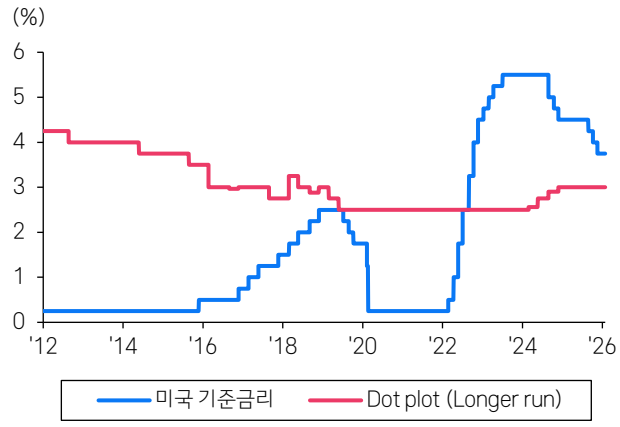
O (Opportunities)

기준금리 인하 여력과 포트폴리오에서의 보험적 가치

현재 Fed 기준금리는 4.25~4.50%이고, FOMC 점도표(Longer-run)가 시사하는 중립금리 수준은 약 3.0%이다. 인플레이션은 헤드라인 CPI 기준 2.4%(1월)로 Fed 목표에 더 가까워지고 있으며, 기대인플레이션도 안정세를 유지하고 있어 추가 인하의 여건은 조성되고 있다. 당사는 연내 6월과 9월에 각 25bp씩 총 2차례의 인하를 전망하고 있으며, 이를 포함해 중립금리까지는 총 3차례 수준의 추가 인하 여력이 남아 있다. 다만, 시장이 이미 연내 2회 인하를 상당 부분 반영하고 있어, 인하 자체가 채권 가격의 큰 상승으로 이어지기보다는 현재 금리 수준을 지지하는 역할을 할 가능성이 높다.

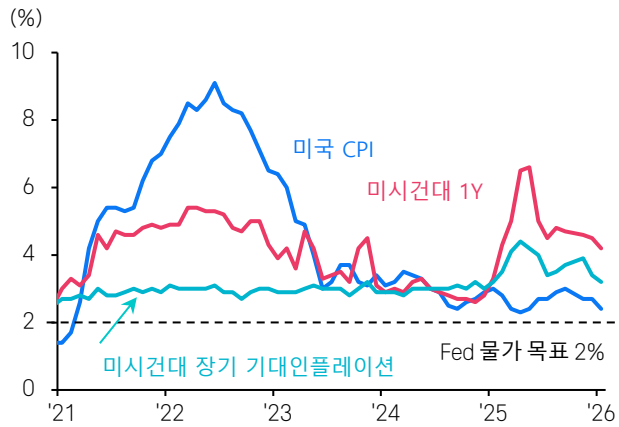
포트폴리오 보험적 가치도 중요한 기회 요인이다. 주식이나 크레딧 자산이 조정을 받을 때, 미 국채는 안전자산 선호(flight to quality)에 따라 금리가 하락하면서 가격이 상승하게 된다. 가까운 예로, 2023년 3월 실리콘밸리 은행 파산 당시 미 10년물 국채금리는 단기간 80bp 하락해 3.2%대를 기록한 바 있고, 지난해 4월에는 트럼프 정부의 관세 정책에 따른 경기 우려가 커지자 미 10년물 금리가 일주일 사이 50bp 급락한 사례가 있다. 이른바 주식-채권 간 음(-)의 상관관계가 작동하는 것인데, 이는 포트폴리오 전체의 변동성을 축소하고 하방 리스크를 방어하는 역할을 한다. 물론 현 시점 미국 경기는 견조한 상태이며 경기 우려가 높지는 않다.

미국 기준금리와 연준 점도표의 Longer run dot 중간값 추이



자료: Fed, 삼성증권

미국 소비자물가 상승률 및 기대인플레이션 안정세



자료: Bloomberg, 삼성증권

T (Threats):

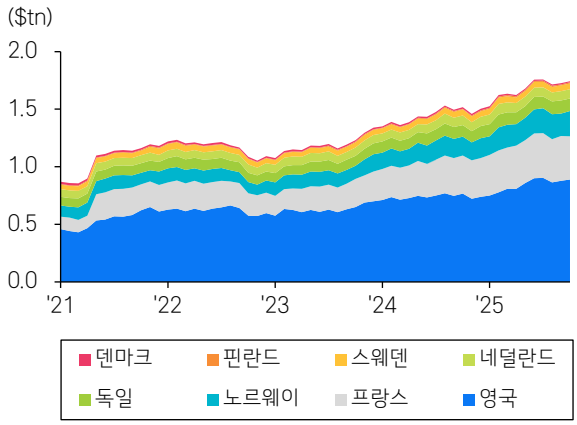
트럼프 정부 정책 리스크

트럼프 행정부의 정책 불확실성은 미 국채 투자의 위협 요인으로 부상하고 있다. 트럼프 대통령은 지난 1월 4일 국가안보를 명분으로 그린란드 병합 의지를 공개적으로 천명했고, 이후 미국의 그린란드 구상에 반발해 병력을 파견한 유럽 8개국(덴마크·노르웨이·스웨덴·프랑스·독일·영국·네덜란드·핀란드)에 대한 관세 부과 방침을 발표하면서 미·유럽 동맹 간 긴장이 고조되었다. 미국은 이후 관세 부과 계획을 철회했으나, 그린란드의 전략적 중요성에 대한 입장은 변함없이 유지되고 있어 갈등의 불씨는 여전히 남아 있다.

이러한 정책 불확실성을 배경으로 유럽 일부 연기금을 중심으로 미 국채 보유를 축소하거나 전량 매각을 선언하는 움직임이 가시화되고 있다. 스웨덴 연기금 Alecta는 2025년 초부터 단계적으로 미 국채를 매각해 약 $7.7~8.8bn을 처분했으며, 덴마크 학자 연기금 AkademikerPension은 보유 중인 미 국채 전량($0.1bn)을 매각한다고 발표했다. 다만, 이 같은 움직임은 현재까지 중소 규모 기관에 한정되어 있긴 하다.

총 자산이 $2.1tn에 달하는 세계 최대 규모의 노르웨이 국부펀드(GPFG)는 동 사태 이후에도 "미국 시장에서 철수해야 할 어떠한 이유도 찾지 못했다"는 공식 입장을 유지하고 있다. 이는 단순한 수사에 그치지 않으며, 포트폴리오 구조 측면에서도 일정한 설명력을 갖는다. GPFG의 채권 투자 총액은 약 $560bn이며, 그 중 미국 채권이 $285bn으로 절반을 차지한다. 이는 미 국채 $199bn, 미국 공사채 $3bn, 미국 회사채 $82bn으로 구성된다. 운용 규모가 클수록 세계 최대 채권 시장인 미국을 배제하기가 현실적으로 어렵다는 점을 감안하면, GPFG의 입장은 전략적 불가피성을 반영한 것으로 볼 수 있다.

'그린란드 관세' 대상(현재는 철회) 8개국 미 국채 보유 추이



참고: 트럼프 대통령은 지난 1/17일 위 8개국에 대해 관세 부과 계획을 밝힌 후 철회
자료: 미국 재무부, 삼성증권

미국 '그린란드 관세' 계획 후 유럽 연기금 및 국부펀드 반응

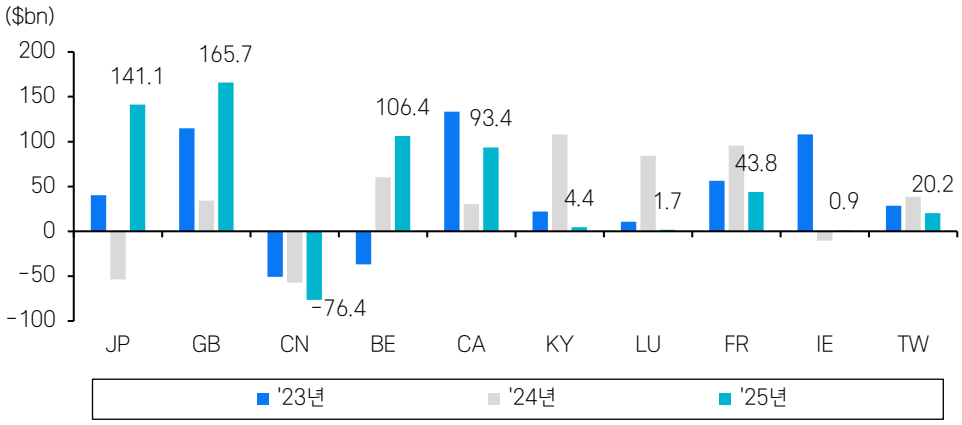
스웨덴 연기금 (Alecta)	미 국채 대부분 매도 ($8bn 규모)
덴마크 학자 연기금 (AkademikerPension)	미 국채 전부 매각한다고 발표 ($0.1bn 규모)
덴마크 연기금 (PFA)	미 국채를 축소하고 달러 헤지 비율을 높였다고 밝힘
노르웨이 국부펀드 (GPFG)	공식입장: "미국 시장에서 철수해야 할 어떠한 이유도 보지 못했다" 전체 자산 $2.1tn 중 채권은 $560bn 그 중 미국 채권은 $285bn 로 절반을 차지(미 국채 $199bn + 미국 공사채 $3bn + 미국 회사채 $82bn)

자료: 언론 보도

미 국채에 대한 해외 수요 감소는 매년 제기되는 우려이나, 실제 데이터는 해외에서의 미 국채 수요가 이어지고 있음을 보여주고 있다. TIC 통계에 따르면 해외의 미 국채 보유 규모는 최근 20년간 거의 매년 증가해왔으며, 순감소를 기록한 해는 2022년이 유일하다.

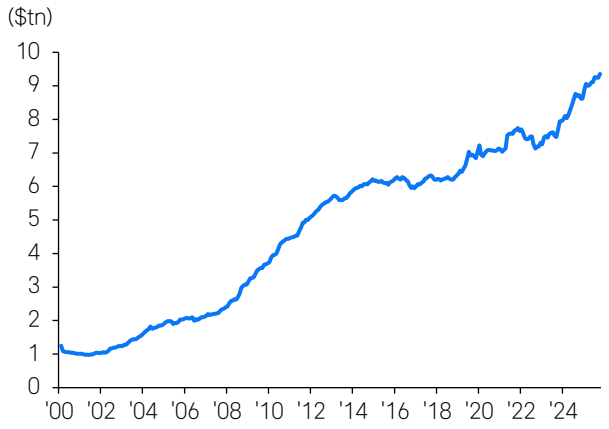
지난해에는 해외에서의 미국채 보유가 $736.1bn 증가했다. 중국의 미 국채 보유 규모는 표면적으로 감소 추세이나, 유럽 예탁결제기관(유로클리어·클리어스트림)을 통한 우회 보유 가능성을 고려하면(이전 자료에서도 다룬 바 있듯) 실질적인 감소 폭은 제한적일 수 있다. 한편, 일본과 영국 등에서의 투자 증가가 중국의 감소분을 훨씬 상회하고 있어, 해외 수요 기반이 약화되고 있다는 징후는 아직 약하다.

국가별 미 국채 보유 증감



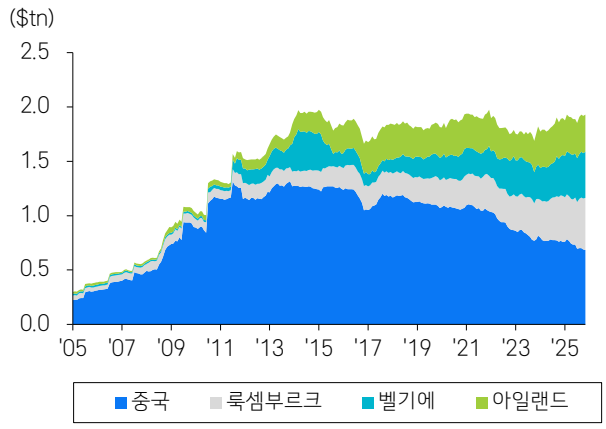
참고 1: 미 국채 보유량 많은 순서. '25 년은 11 월까지 데이터
참고 2: 국가명은 순서대로 일본, 영국, 중국, 벨기에, 캐나다, 케이맨제도, 룩셈부르크, 프랑스, 아일랜드, 대만
자료: 미국 재무부, 삼성증권

해외에서의 미 국채 보유 규모



자료: 미국 재무부, 삼성증권

중국 미국채 보유 규모 추이 + 우회 보유 관련



참고: 룩셈부르크, 벨기에, 아일랜드 보유분은 중국의 미국채 우회 보유와 관련
자료: 미국 재무부, 삼성증권

향후 QT 재개 가능성

최근 차기 연준의장으로 케빈 워시가 지명됨에 따라 향후 양적긴축(QT) 재개 가능성이 높아진 점도 경계 요인이다. 케빈 워시는 글로벌 금융위기 당시 Fed 이사 재임 시절부터 대규모 자산 매입에 대해 일관되게 비판적 입장을 취해왔다.

현재 Fed의 대차대조표는 약 $6.6조 수준으로, 팬데믹 이전($4.2조) 대비 여전히 크게 확대된 상태다. 워시 체제에서 QT가 재개될 경우, Fed의 국채 보유 축소는 시장에 추가적인 공급 부담으로 작용하며, 이는 특히 장기물 금리의 텀 프리미엄 상승 → 커브 스티프닝으로 이어질 수 있다. 장기채 투자자 입장에서는 금리 하락에 따른 자본이득 기대를 제한하는 요인이다.

차기 Fed 의장 케빈 워시, 수익률곡선 스티프닝 강화 요인으로 평가

- **Kevin Warsh 는 Fed 의 자산 매입을 비판하고 B/S 축소를 주장**

: Fed 의 B/S 축소는 국채 수요 축소 및 term premium 확대와 달러화 강세 유발 요인

: B/S 축소로 인플레이션 압력을 낮추면 금리 인하 여력도 확보할 수 있다고 주장

- **현실은 워시 지명자의 주장보다 훨씬 복잡함**

1) Fed 의 자산 규모가 6.6 조 달러까지 급증하여, 글로벌 금융시장과 머니 마켓 등에 영향력 커졌음
2) 의미 있는 규모의 B/S 축소는 장기 금리 상승을 통해 금융 여건의 악화를 유발
3) FOMC 참여자 대부분 현재의 'ample reserves' 체제의 유용성에 대해 폭넓은 컨센서스
4) 대규모의 B/S 축소와 이에 따른 금융시장의 충격은 미국 경제의 침체 우려를 확대시킬 가능성

- **3~4 월 중 예정된 의회 청문회 과정에서 보다 실용적이고, 점진적인 스탠스로 변화할 가능성**

: 시장이 우려하는 수준의 축소가 단시일 내 현실화될 가능성 낮음. 점진적인 B/S 축소를 추진 예상

「워시 차기 Fed 의장 지명의 시사점 – 후보자와 지명자는 다르다; 보다 실용적/점진적 변화 예상」(2026. 2. 2., 삼성증권 허진욱) 요약

환율 변동에 따른 환차손 여지

우리나라 투자자 입장에서 환율 변동은 미 국채 투자의 실질 수익률을 좌우하는 핵심 변수이다. 원/달러 환율이 이미 1,400원대 중반의 높은 수준에 형성되어 있어, 환헤지를 하지 않는 경우 환차손이 이자 수익을 상쇄할 수 있다.

지난 1월 국민연금의 MP목표 변화, 금융당국의 '국내시장 복귀계좌'(RIA계좌, Reshoring Investment Account) 추진, WGBI 편입에 따른 한국 국채시장 자본유입 등 향후 환율이 추가로 상승할 재료보다는 하락을 기대할 수 있는 요인이 많아지고 있다는 점을 고려할 필요가 있다.

또한, 한미 금리차에 따른 헤지 비용은 연 1.3~1.5%p 수준으로 헤지 후 수익률은 우리나라 국채 투자 수익률 대비 열위에 놓일 가능성이 크다.

본문에서 다룬 SWOT을 하나의 도표로 정리하면 다음과 같다.

미 국채 투자에 관한 SWOT Matrix

S (Strengths)	W (Weaknesses)
상대적 고금리 유동성 높은 기축통화 국채	재정적자에 따른 금리의 하방경직성
O (Opportunities)	**T (Threats)**
기준금리 인하 여력 포트폴리오에서의 보험적 가치 (단, 미국의 경기 우려는 낮음)	트럼프 정부 정책 리스크 향후 QT 재개 가능성 환율 변동에 따른 환차손 여지

자료: 삼성증권

종합: 캐리 중심의 중기물 전략이 유효

이상의 내용을 종합하면, 미 국채는 4%대 절대 금리의 캐리 매력(S)과 기준금리 인하 여력 및 포트폴리오 보험적 가치(O)가 강점인 반면, 구조적 재정적자에 따른 금리 하방경직성(W)과 트럼프 행정부의 정책 불확실성, 향후 케빈 워시가 이끌게 될 Fed의 QT 재개 가능성, 환율 변동에 따른 이자수익 상쇄 가능성(T)이 상존한다.

금리의 상하방 리스크가 균형을 이루는 Great Anchoring 환경에서는, 금리 방향성에 베팅하기보다 캐리 수익 자체를 수익원으로 확보하는 채권 본질에 집중한 접근이 유효하다.

만기별로는 5~7년 중기물이 리스크 대비 가장 효율적이다. 아래 표에서 확인할 수 있듯, 중기물은 6개월 Carry + Rolldown 대비 듀레이션이 적절해 금리 상승 시에도 손실이 제한적이며, 재정 리스크 프리미엄이 집중되는 20~30년 초장기물 대비 커브 스티프닝에 대한 노출도 낮다. 우리나라 투자자 입장에서는 환헤지 후 실질 수익률이 국내 채권 대비 열위일 수 있는 만큼, 비헤지 포지션의 환율 방향성이나 헤지 타이밍에 대한 판단이 수반되어야 한다. 20~30년 초장기물은 절대 캐리는 높으나 재정 리스크 프리미엄과 QT 재개에 따른 커브 스티프닝 리스크에 노출되어 있어, 전술적 접근이 바람직하다.

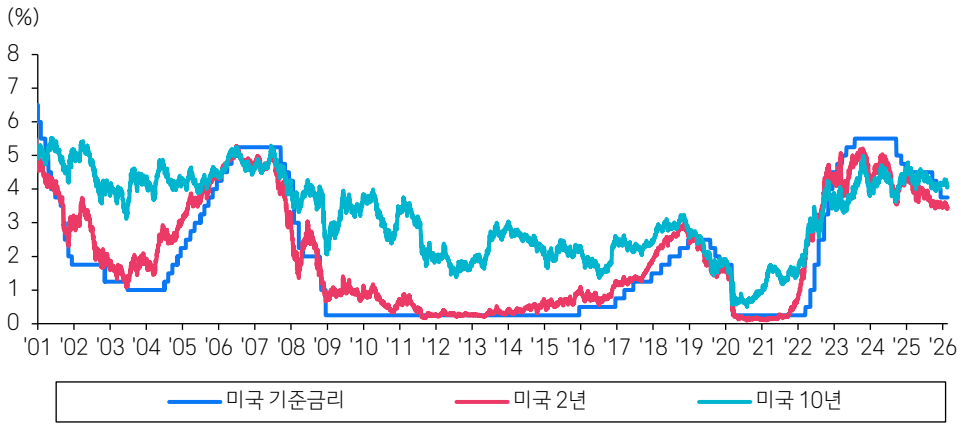
미 국채 Carry + Rolldown 핵심 결과

만기	금리(%)	M.Duration	C+R(%)	C+R/Dur(bp)
2Y	3.47	1.9	-0.1	-3.9
5Y	3.66	4.5	0.3	5.9
7Y	3.86	6.1	0.5	7.8
10Y	4.09	8.1	0.3	4.1
20Y	4.65	12.9	1.0	7.8
30Y	4.71	16.0	1.0	6.5

참고: 6 개월 Horizon 기준, C 는 Carry, R 은 Roll down, 일반화를 위해 현재 금리로 발행된 par bond (coupon=yield) 가정. 조달금리=FFR 가정
자료: 삼성증권

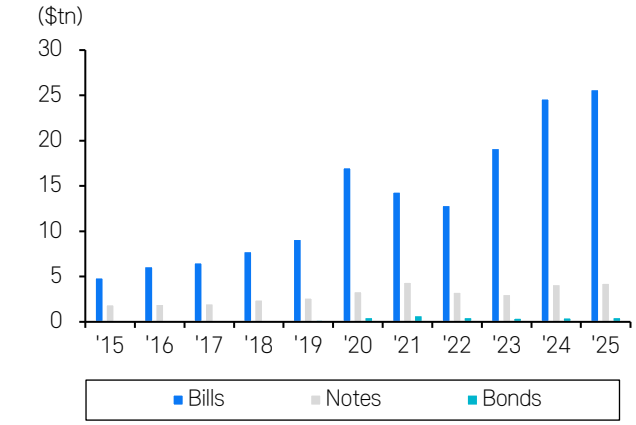
Appendix

미 국채 금리 추이



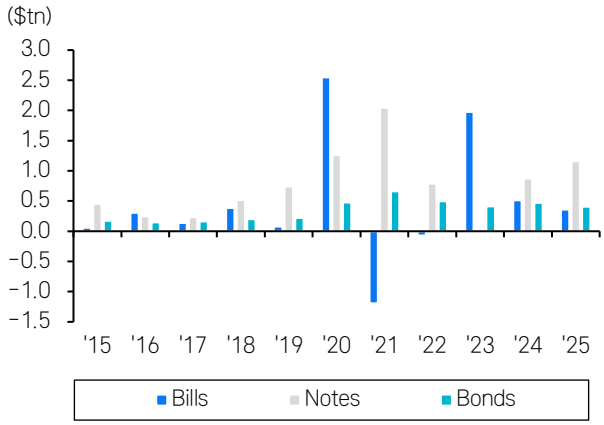
자료: Bloomberg, 삼성증권

미 국채 발행 추이: 팬데믹 이후 Bills 발행 급증



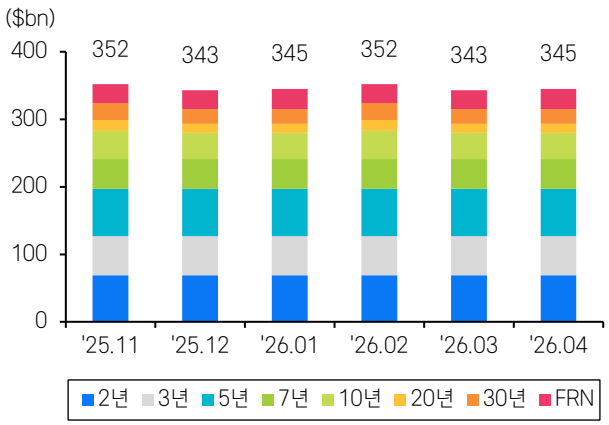
자료: SIFMA, 삼성증권

미 국채 순발행 추이: '24년부터 Notes 위주 증가



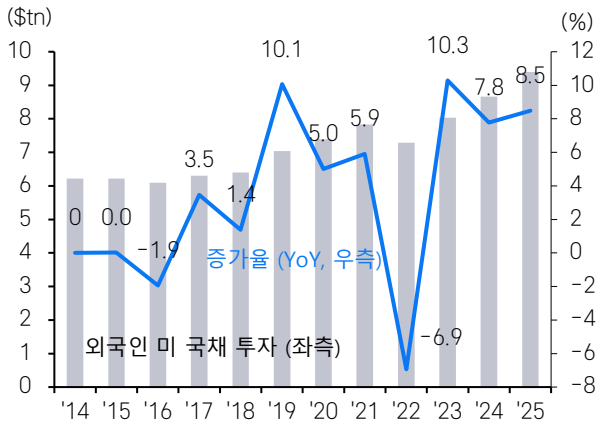
자료: SIFMA, 삼성증권

재무부 QRA: 2~4월 국채 발행 계획, 지난 11~1월과 동일



자료: 미국 재무부, 삼성증권

외국인의 미 국채 투자규모 및 증가율 추이



자료: 미국 재무부, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA