



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 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.



해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 28일 | Global Fixed Income

해외채권

재무부와 연준의 엇박자 (feat. 금리 페그)

- 재무부의 개입으로 금리가 낮아진다면 금융여건이 연준의 의도보다 완화될 수 있음
- 매파적인 위원들은 더욱 공격적으로 추가 긴축 필요성을 언급할 것. 워시는 중립 유지
- 완화된 금융 여건 방지할 경우 연준이 짊어져야 할 긴축의 부담과 필요성은 더 커질 것

베센트는 조달 비용을 낮추기 위해 금리 하락을 유도하고 있지만 연준이 금융여건을 긴축 하려는 상황에서는 오히려 그 효과를 상쇄할 수 있다. 이미 연준 내부에서는 추가 금리 인상 필요성을 주장하는 위원들이 늘어나고 있으며, 워시 의장 역시 시장과의 소통 방식을 바꾸며 시장 가격에서 신호를 읽으려 한다.

이러한 맥락에서 베센트의 최근 행보를 주목할 필요가 있다. 7월 BOJ를 전후로 미·일 환율 공조를 주도했고, 미 국채 매각을 방지하기 위한 수단으로 FIMA 레포를 언급했다(다만 8/26까지 이용 규모는 '0'). 여기에 QRA를 발표한 지 불과 2주 만에 바이백 한도를 2배 이상 확대했다. 결과적으로 장기금리 안정을 지원하려는 일관된 방향으로 볼 수 있다.

문제는 이러한 정책이 연준의 통화정책과 충돌할 가능성이다. 7월 FOMC 의사록에서도 연준의 정책 논의는 여전히 성장보다 물가에 비중을 두고 있었다. 인플레이션을 낮추기에 현재 금리가 충분히 높은지를 두고 연준 내부의 의견이 갈리는 상황에서, 재무부의 개입으로 장기금리와 차입 비용이 낮아진다면 금융여건이 연준의 의도보다 완화될 수 있다.

이 경우 매파적인 성향의 위원들은 더욱 공격적으로 추가 긴축 필요성을 언급할 가능성이 높다. 워시가 당장 매파적 기조를 강화해 긴축에 나설 가능성은 낮아 보이지만, 재무부의 개입으로 완화된 금융 여건을 방지할 경우 향후 인플레이션을 제압하기 위해 연준이 짊어져야 할 긴축의 부담과 필요성은 나중에 훨씬 더 커질 수 있음을 감안할 필요가 있겠다.

특히 워시 의장이 시장 가격을 통해 금융여건을 판단하려 한다는 점에서 이 문제는 더욱 중요하다. 워시는 최근 장기금리 상승을 채권시장이 스스로 금융여건을 긴축하고 있다는 신호로 해석했다. 그러나 재무부의 정책들이 장기금리에 영향을 미친다면, 금리가 경제의 기초여건을 반영하는 것인지 정부의 개입을 반영하는 것인지 구분하기 어려워질 수 있다.

지금의 상황은 1951년과 동일하지 않지만, 재무부의 부채관리 필요성과 연준의 물가 안정 목표가 충돌할 가능성이 높다. 제2차 세계대전 당시 연준은 전쟁 비용 조달을 지원하기 위해 국채금리를 낮게 유지했고, 이 과정에서 통화정책의 독립성이 제약됐다. 연준이 다시 긴축을 강화해야 하는 상황이 전개된다면, 재무부와 연준의 역할 경계가 다시 중요한 시장 변수로 부상할 수 있다. 관련 역사적 배경을 살펴봤다.

1942년 연준의 금리 페그

1942년 연준 금리 페그(YCC)

목적: 전쟁 자금을 낮은 금리로 조달하기 위함

방법: T-bill 금리 3/8%,
장기금리 2.5% 수준으로 고정

초기에는 T-bill 발행 확대에도
상업은행의 수요가 많았음. 이자가
붙는 초과지준 역할을 했기 때문

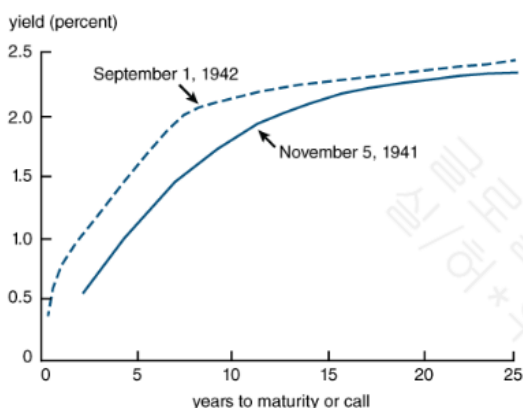
1942년부터 1951년까지 연준은 제2차 세계대전으로 급증한 정부부채를 낮은 금리로 조달할 수 있도록 재무부와 함께 사실상 수익률곡선 통제(Yield Curve Control, YCC)를 시행했다[[도표 1](#)]. 당시 재무부는 전쟁비용을 충당하기 위해 막대한 규모의 국채를 발행해야 했는데, 국채 공급이 증가하면 정부의 이자비용이 커지게 된다.

이에 연준은 1942년 3월부터 T-bill 금리를 3/8% 수준에 고정하고 장기금리는 2.5%를 넘지 않도록 관리했다. 단기부터 장기까지 수익률곡선 자체를 특정한 형태로 유지하려 한 것이다. 이를 위해 연준은 금리가 목표 수준을 넘어설 경우 국채 매입을 통해 금리 상승을 억제했다.

흥미로운 점은 금리 페그가 시작된 직후부터 연준이 대규모로 T-bill을 매입한 것은 아니라는 점이다. 1943년 중반까지는 오히려 민간, 특히 상업은행들이 상당한 규모의 T-bill을 매입했다[[도표 2](#)]. 그 배경에는 연준이 만든 특별한 T-bill 매입 및 매각 시설이 있었기 때문이다. 연준은 은행들이 T-bill이 필요할 때 언제든지 3/8%의 가격으로 되팔 수 있도록 했고, 이후에는 같은 가격으로 다시 살 수 있도록 했다.

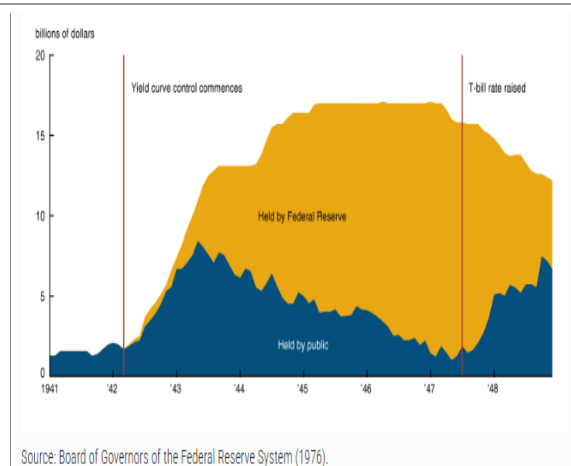
은행 입장에서는 T-bill이 법적으로는 국채였지만 경제적으로는 사실상 이자가 붙는 초과지준과 비슷한 역할을 한 것이다. 초과지준을 그대로 보유하는 대신 T-bill을 보유하면 이자를 얻으면서도 필요할 경우 연준으로 통해 즉시 지준으로 전환할 수 있었기 때문이다. 실제로 1943년 중반까지 초과지준은 감소한 반면, T-bill 보유는 증가했으며 시카고 연은은 당시 T-bill 증가분의 약 40%가 기존 초과지준의 재투자였다고 추정했다([미국의 YCC by Chicago Fed](#) 자료 참고). 결국 초기에는 연준이 국채를 대규모로 흡수하지 않아도 민간 금융기관이 상당한 국채 공급을 받아줄 수 있었다.

도표 1. 1942년 금리 페그 전후 수익률곡선
: 수익률곡선 자체를 관리



자료: Chicago Fed, 하나증권

도표 2. 보유 주체 별 T-bill 보유 추이
: 1943년 중반까지는 상업은행들이 T-bill을 대량으로 매입



자료: Chicago Fed, 하나증권

초과지준이 소진되면서 은행의 T-bill 수요 약화. 이후 연준이 본격적으로 매입하기 시작

YCC 정책은 국채 수요에 따라 연준의 국채 보유 규모와 만기 구성이 달라지게 됨

하지만 1943년 중반 이후 상황이 달라졌다. 대형 금융기관들이 보유하던 초과지준이 상당 부분 소진되면서 더 이상 초과지준을 T-bill로 바꿀 수 있는 여력이 줄어들었고, 이에 민간의 T-bill 수요가 약해졌다. 반면 재무부는 계속해서 전쟁 자금 조달을 위해 국채를 발행해야 했다. 그 결과 연준의 T-bill 보유량이 급증했다[도표 3].

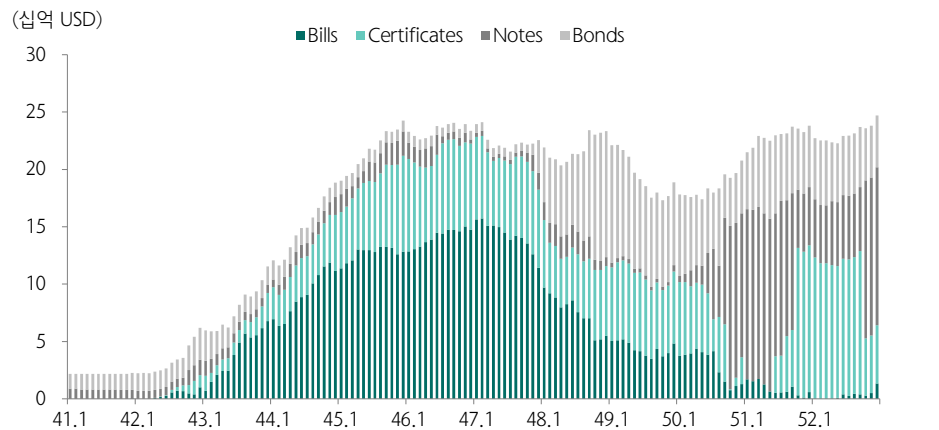
중요한 것은 금리 페그가 중앙은행이 국채 매입 규모를 자유롭게 결정하는 정책이 아니라는 점이다. 투자자들의 국채 수요가 약해질 경우 중앙은행이 부족분을 사실상 떠안아야 하기 때문에, 연준의 국채 보유 규모와 만기 구성은 시장의 국채 수요에 의해 상당 부분 결정된다. 따라서 수익률곡선 통제는 중앙은행이 채권시장에 개입할 수 있는 강력한 수단인 동시에 대차대조표 변화가 시장의 국채 수요에 따라 변할 수 밖에 없다.

연준의 수익률곡선 통제는 정부의 자금조달 비용을 낮추는 데 그치지 않는다. 금리가 낮게 고정된 상태에서 인플레이션이 상승하면 실질금리가 낮아진다. 결국 정부의 실질적인 부채 부담이 줄어드는 효과가 발생한다. 즉, 정부는 낮은 명목 금리로 부채를 조달하면서 동시에 인플레이션을 통해 기존 부채의 실질가치를 낮출 수 있었다. 이 때문에 금리 페그는 금융억압(Financial repression)의 대표적인 사례로 평가된다.

도표 3. 제2차 세계대전 전후 연준 국채 보유 추이

: 상업은행 수요가 줄어들자 연준은 1943년부터 T-bill을 대량으로 매입하기 시작

1943년 은행의 T-bill 수요 줄어들자 연준이 매입하기 시작



자료: US Treasury, 하나증권

1951년 ‘재무부-연준 합의’

1946년 제2차 세계대전 종료 후
물가 급등하기 시작

전쟁이 끝난 1946년 당시 미국 정부부채는 GDP의 100%를 상회했고, 재무부 입장에서는 금리가 상승할 경우 막대한 전쟁부채의 이자비용이 늘어나는 동시에 기존에 발행한 국채 가격이 하락하는 문제가 발생할 수 있었다[도표 4].

장기금리는 여전히 2.5% 수준
실질금리는 마이너스 영역 진입

반면 전쟁 중 억눌려 있던 인플레이션 압력이 가격 통제와 임금 통제 해제 이후 본격적으로 나타나면서 연준의 고민은 달라지기 시작했다. 1946년 7월부터 물가가 급등하기 시작했기 때문이다. 하지만 장기 금리는 여전히 2.5% 수준에서 유지되고 있었기에 실질금리는 크게 낮아졌다[도표 5]. 연준 내부에서는 낮은 국채금리를 유지하기 위해 필요한 국채 매입이 오히려 인플레이션을 더 심화시키고 있다는 우려가 커졌다. 금리 페그 아래에서는 연준이 인상을 한다면 정부의 조달비용이 높아지기에 재무부가 반발할 수 밖에 없었다. 결국 연준이 물가 안정을 위해 금리를 인상하려 해도 정부부채 관리라는 제약 때문에 충분히 긴축적인 통화정책을 시행하기 어려운 환경이었던 것이다.

금리 페그 아래에서는 물가 안정
vs 정부 부채 딜레마 발생

인플레이션 압력 높아지자
연준과 재무부 간 갈등 심화

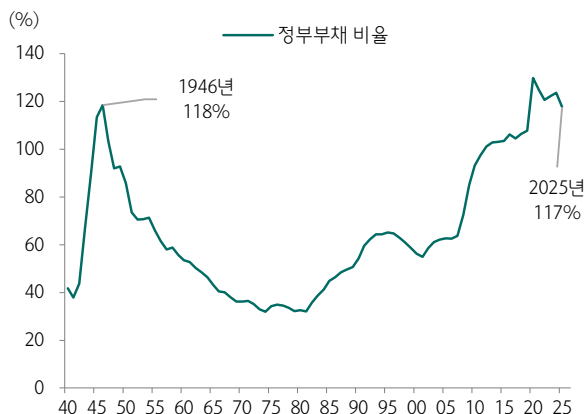
문제는 1950년 미국이 한국전쟁에 참여하면서 국방지출과 자금조달 수요가 증가했고, 동시에 인플레이션 압력도 더욱 높아졌다. 연준 입장에서 기존의 금리 페그를 유지할 경우 국채를 중앙은행이 사실상 계속해서 화폐화해야하고, 그 결과 통화와 신용이 추가로 확대되면서 인플레이션 압력이 더욱 커질 수 있다고 우려했다.

1951년 ‘재무부-연준 합의’ 발표
→ 연준 독립성의 시초

이 시점에서 연준과 재무부 간 갈등이 심화되기 시작했고, 결국 연준은 1951년 2월 더 이상 기존의 금리 페그를 유지하지 않겠다는 의사를 재무부에게 전달했다.

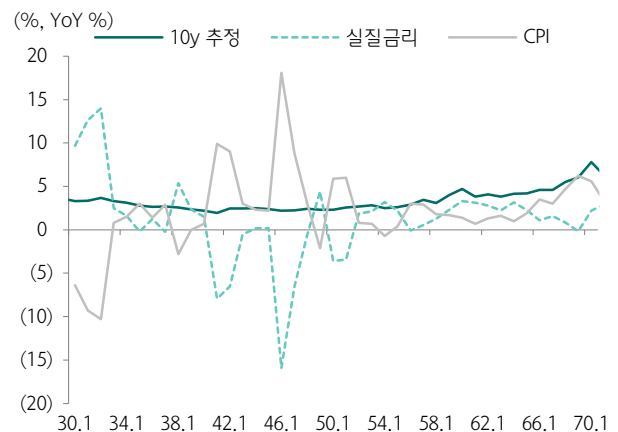
이에 1951년 3월 재무부-연준 합의(Treasury-Federal Reserve Accord)가 발표됐다[도표 6]. 사실상 연준이 더 이상 금리 안정을 위해 무제한으로 국채를 매입해야 하는 의무에서 벗어난 것이다. 이후 국채금리는 통화정책과 시장 수급에 의해 자유롭게 결정될 수 있게 됐고, 연준은 정부의 차입비용보다 물가 안정 및 거시경제 상황을 고려해 금리를 결정할 수 있는 여지가 생겼다. 즉, 정부의 부채관리(debt management)와 통화정책(monetary policy)을 분리한 것이다. 금리 페그 종료 후 연준은 물가를 잡기 위해 급격한 인상을 단행했고, 장단기 금리는 큰 폭으로 상승했다[도표 7].

도표 4. 미국 GDP 대비 정부부채 비율
: 전쟁 채권 발행하면서 정부부채 비율은 100%를 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 제2차 세계대전 전후 실질금리 추이
: 물가 급등에도 장기금리 고정되자 실질금리 빠르게 하락



주: 미국 10년 금리 추정치는 Yale Robert Shiller Data 활용

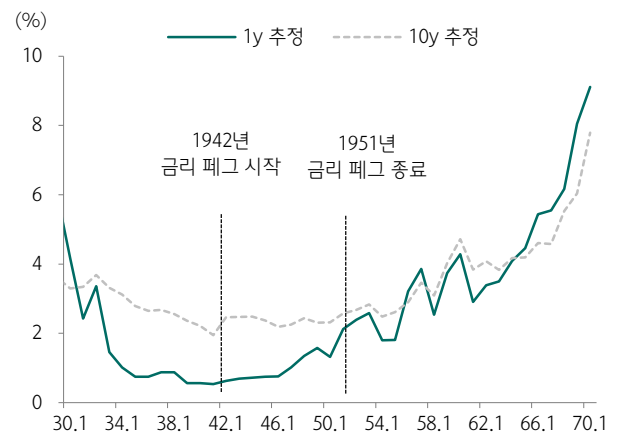
자료: Bloomberg, Yale, 하나증권

도표 6. 1951년 '재무부-연준 합의'
: 연준 독립성의 시초



자료: Federal Reserve History, 하나증권

도표 7. 1951년 합의 이후 금리 추이
: 금리 페그 종료 후 금리 변동성은 큰 폭으로 확대



주: Yale Robert Shiller Data 활용

자료: Yale, 하나증권