

## 글로벌 전략

글로벌전략 담당 김효진, Ph.D.  
kim.hyo-jin@shinyoung.com

# 미국은 부채를 줄이지 않는다 (1)

### 분석의 기본가정

- 그리스 재정 긴축은 10여년의 역성장으로 귀결. 미국 정부는 재정 건전화보다 국채 수요 창출에 집중할 것

### 미국은 부채를 줄이는 대신 제도로 사줄 사람을 만들어 왔다

미국 장기 금리가 상승세를 이어가며 40조 달러를 넘어서 미국 재정부채 관련 경계감도 높아지고 있다. 동시에 미국이 이 문제를 어떻게 해결할 것인지, 해결할 수는 있을 것인지에 대한 원론적인 의문도 커졌다.

미국은 지출을 줄이는 정석적인 재정건전화 방식으로 문제를 풀지 않을 것이다. 그리스가 보여주듯 지출 감축을 통한 재정 정상화는 10년 이상의 장기 경기 위축을 동반하기에 미국이 정치·경제적으로 감당할 수 있는 경로가 아니다. 미국은 역사적으로 문제를 줄이기보다 세제와 규제를 개편해 자금이 흘러가는 길목을 바꿔왔다. 1978년 401(k) 도입으로 가계 자금을 주식시장으로 유입시키고, 2014년 LCR 규제로 국채를 은행의 무제한 안전자산으로 지정했듯, 돈을 설득하는 것이 아니라 제도를 바꿔 특정 자산을 사게 만드는 방식이 미국이 반복해 온 해결법이다.

### 이번에도 제도로 수요를 만들지만, 수단은 단기물에 쏠려 있다

그렇다면 지금 미 당국은 어떤 제도로 국채 수요를 자극하고 있는가. 최근 수립된 스테이블코인 법안(GENIUS법)이나 은행 eSLR 규제 완화 등은 국채 수요를 인위적으로 만들어내려는 명확한 제도적 시도다. 문제는 이처럼 정부가 동원할 수 있는 수단 대부분이 단기물(T-bill)에 집중되어 있다는 점이다. 미 국채 보유 비중의 30%를 차지하는 해외 주체는 통제 영역 밖에 있고, 30년물 등 장기 국채를 받쳐줄 핵심인 연기금과 보험사는 구조적 변화로 인해 추가 매수 여력이 사실상 소진되어 있다. 즉, 제도를 통한 단기 유동성 방어선은 구축되었으나 장기 금리를 직접 안착시킬 정책적 통로는 아직 비어 있다. 미국 국채 금리가 쉽사리 안정되기 어려워보이는 대목이기도 하다.

### 파국 가능성은 낮으나 자금 재배분의 파장에 주목할 때

그렇다면 금리 상승세가 지속되며 주식시장이 전격적인 붕괴로 치달을 위험을 대비해야 하는가? 결론부터 말하면 그럴 가능성은 헤드라인이 주는 두려움보다 낮다. 연준의 준비금 관리 매입, 재무부의 바이백 재개, eSLR 완화에 더해 장기 금리 상승을 다분히 의식한 잭슨홀 연설 등 당국의 정책 방향과 방어선이 국채 시장 안정을 위해 정렬되어 있기 때문이다. 다만 장기물 수단의 한계로 금리의 완전한 하향 안정을 기대하기 어려운 만큼, 핵심은 '시장 파국'이 아닌 '자금의 재배분'이다. 제도로 국채 수요를 강제로 쥐어짜내는 과정에서 미국 내 크레딧이나 해외 자산 등 기존 자산군에서 돈이 빠져나가는 이동 현상이 불가피하므로, 자금 재배분이 가져올 자산별 파장을 고민할 때다.

## 미국은 부채를 줄여서 문제를 풀지 않는다

미국 재정적자가 심각하다는 이야기는 계속된 위험이다. 공공부채는 8월 말 40조 달러를 넘어섰고 유통 국채만 31.5조다. 그런데 그 다음 문장이 늘 비어 있다. 그래서 어떻게 되는가. 위기가 온다는 말은 십 년째 반복되고 있고, 그동안 미국 자산은 계속 올랐다.

정석의 시간표를 보면  
이유가 짐작된다

교과서적 해법인 재정건전화는 실제로 무엇을 의미하는지는 그리스가 보여준다. 그리스는 실패 사례가 아니라 EU에서 부채를 가장 많이 줄인 성공 사례다. 4년간 GDP 대비 67%p를 줄였고, 그렇게 도달한 자리가 2025년 146.1%다. 아이러니하게도 구제금융을 받으려 가던 2010년의 147.8%와 사실상 같다. 그 사이 GDP는 고점 대비 약 4분의 1이 사라졌다. 정석은 작동한다. 다만 한 세대가 걸린다.

미국은 그런 방식으로  
문제를 풀지 않아 왔다

뒤집어 얘기하면 그리스는 디폴트는 나지 않았지만, 10여년의 경제 위축을 감내해야 했다. 굳이 미국이 아니더라도 선택하고 싶지 않은 해결법이다.

미국은 어떤 선택을 할 것인가. 미국이 쓰는 방식은 부채를 줄이는 쪽이 아니라 사줄 사람을 늘리는 쪽을 선택할 것이다. 이는 새로운 이야기가 아니다. 1978년 세법 개정이 만든 401(k)가 가계 자금을 주식시장으로 자동 유입시켰고, 1997년 세법 개정이 주택 거래를 열었다. 켄 피셔가 2000년대 주택 붐의 방아쇠로 저금리가 아닌 1997년 세법을 지목한 것과 같은 관점이다. 수요의 방향은 가격보다 제도가 바꾼다.

그리고 미국은 국채에 대해서도 이미 같은 일을 두 번 해봤다. 2014년 유동성커버리지비율(LCR)이 국채를 은행의 무제한 무할인 안전자산으로 지정했고, 2016년 머니마켓펀드 규제 개혁은 규칙 하나로 1조 달러를 정부형 펀드로 옮겼다. 이번에도 같은 방식일 것이다. 다르다면, 이번에는 당국이 그 의도를 공개적으로 말하고 있다는 점이다.

### 이 자료가 다루는 것과 투자 관점

미국 국채를 들고 있는 여섯 주체를 돌아보고, 각각에 대해 정부가 쓸 수 있는 제도적 경로와 그 한계를 점검했다. 결론부터 적으면, 사용 가능한 수단 대부분이 단기물에 집중되어 있다. 30년물에 직접 작용하는 것은 연기금·보험 쪽인데 여기에는 미국 특유의 제약이 있다. 미국 금리를 낮출 방법이 아주 없지는 않으나, 쉽지만도 않을 거라는 얘기다. 금리가 급등하며 주식이 약세장으로 전격 진입할 가능성은 경제학 책에 적힌 두려움보다 낮다고 생각하지만, 재무부 바이백, G20 재무장관 회의 등에서의 협의 정도로 미국 국채 금리가 안정될 상황도 아니다.

그렇다면 재정 관련 악재는 늘 그렇듯 뉴스만 시끄럽고 아무 변화도 가져오지 않는 것일까. 미국 금리의 상승과 이로 인한 제도 변화는 자금의 배분 변화로 이어질 것에 주목한다. 국채 수요를 제도로 만들어낸다는 것은 그만큼 다른 자산에서 자금이 빠진다는 뜻이기도 하다. 일본은 일본 국채 수요가 늘어나는 가운데 환헤지 외국채권에서 자금이 이탈했다. 미국 입장에서의 금리 상승은 억제될 지언정, 어디선가 돈이 빠진다는 것은 동일하다.

## I. 정석의 시간표 : 그리스

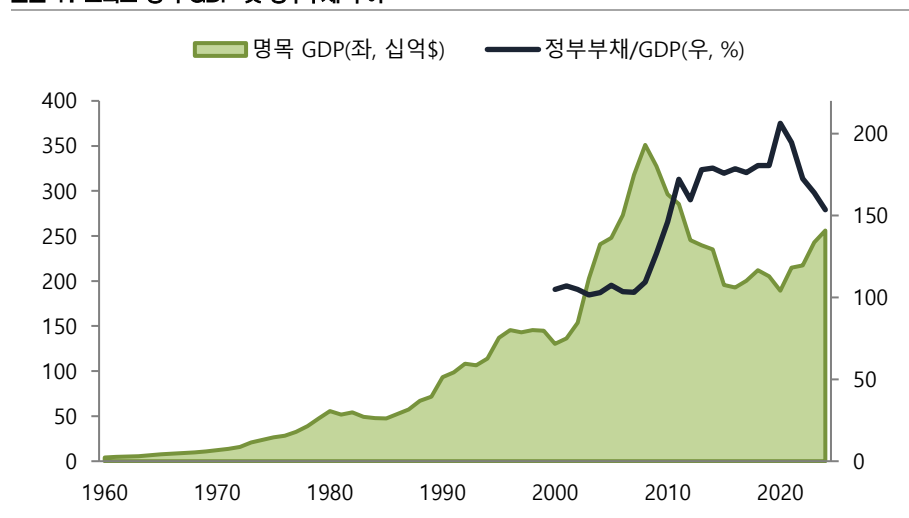
### 모범생의 성적표

그리스는 2021년 1분기 212.9%였던 정부부채 비율을 2025년 146.1%까지 4년 만에 67%p 줄였다. 같은 기간 EU 평균은 9.8%p, 독일 5.3%p, 프랑스 1.5%p였다. 2026년에는 구제금융 차입금 약 130억 유로를 조기상환할 계획이다. 여기까지만 보면 다수의 평가대로 재정건전화에 성공한 나라이다.

### 도착지점

그런데 146.1%가 어디인지를 보면 이야기가 달라진다. 그리스가 1차 구제금융을 받으러 가던 2010년의 부채비율이 146%였다. 15년의 긴축과 GDP 약 4분의 1의 감소, 27%의 실업률을 치르고 도달한 곳이 출발선이다. IMF 전망으로 100% 아래는 2035년이다.

도표 1. 그리스 명목 GDP 및 정부부채 추이



자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

현재 그리스 부채는 대부분 공적 채권자가 초장기 및 저리로 보유해 실제 이자 부담은 표면 비율보다 가볍고, 2023년 투자등급도 회복했다. 재정건전화가 무의미했다는 뜻은 아니다. 다만 그 경로가 요구하는 시간과 비용을, 미국이 지금 감당할 정치적 여건에 있지 않다는 점은 분명하다.

도표 2. 그리스 재정위기 경과



자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

## II. 미국의 선택은? 제도로 수요를 만들어 온 나라

미국이 자산 수요를 제도로 만들어 온 역사는 짧지 않다. 순서대로 보면 방식이 일정하다. 세제나 규제를 한 줄 바꿔 특정 자산으로 자금이 흘러가는 경로를 열고, 그 경로가 기본값이 되도록 만든다.

### (1978년) 401(k), 좁은 조항이 만든 자동 유입

1978년 11월 6일 서명된 세법 개정에서 제401조 k항이라는 조문이 하나 들어갔다. 원래 목적은 좁았다. 임원이 보너스를 나중에 받기로 하고 세금을 미루는 관행을 정리하려는 것이었다. 일반 직장인의 노후 자금과는 상관없는 조항이었다.

성격이 달라진 것은 3년 뒤다. 1981년 11월 국세청이 월급에서 미리 떼어 적립하는 방식도 이 조항에 해당한다고 명시하는 규칙을 제안했다. 이 한 줄로 구조가 완성됐다. 직장인이 매달 월급에서 일정액을 떼어 적립하면 그만큼 세금이 미뤄지고, 회사가 같은 금액을 얹어주는 경우도 많았다.

핵심은 '매달, 자동으로'다. 투자를 결심하고 계좌를 열고 종목을 고르는 과정이 필요 없어졌다. 월급날이 오면 돈이 알아서 들어갔다.

40년 뒤의 규모

401(k) 자산은 1984년 918억 달러에서 시작해 1990년 3,849억, 2000년 1조 7,161억을 거쳐 2026년 1분기 9조 9,000억 달러가 됐다. 40여 년 만에 100배가 넘는다.

이 돈이 어디로 갔는지는 가계 통계에 남아 있다. 주식을 보유한 미국 가계 비중은 1983년 19.0%에서 1999년 48.2%로 올랐다. 다섯 집 중 한 집에서 두 집 중 한 집이 된 것이다. 주식형 뮤추얼펀드 자산은 1990년 2,390억 달러에서 1999년 4조 420억 달러로 17배가 됐고, 가계가 직접 아니라 펀드를 통해 간접적으로 들고 있는 주식 비중도 1980년 12.0%에서 2000년 37.7%로 올랐다.

주식을 사기로 마음먹은 사람이 늘어난 것이 아니라, 마음먹지 않아도 사게 되는 통로가 생긴 것이다.

### (1997년)세법 개정과 주택 거래

1996년까지는 집을 팔면  
손해였다

1996년까지 미국에서 집을 팔아 차익을 남기면 길이 둘 뿐이었다. 하나는 그 돈으로 더 비싼 집을 사는 것이다. 그래야 세금이 다음으로 미뤄졌다. 다른 하나는 55세가 될 때까지 기다리는 것이다. 그 나이가 되면 평생 딱 한 번, 12.5만 달러까지 비과세로 팔 수 있었다.

두 조건 모두 사람을 집에 묶어 둔다. 집을 줄여 이사하면 세금을 내야 했고, 은퇴하며 규모를 줄이려는 사람에게 특히 불리했다. 한 번 쓰면 끝나는 공제라 아껴둘 이유도 있었다. 집은 파는 자산이 아니라 들고 있는 자산이었다.

1997년, 2년마다, 나이  
상관없이, 세금 없이

1997년 세법 개정이 이 구조를 통째로 바꿨다. 독신 25만 달러, 부부 50만 달러까지 매  
각 차익 비과세 혜택이 2년에 한 번씩 반복해서 가능했다. 나이 제한도, 더 비싼 집을 사  
야 한다는 조건도 사라졌다. 평생 한 번뿐이던 혜택이 2년마다 돌아오는 혜택이 된 것이  
다. 집을 줄여도, 다른 동네로 옮겨도, 차익을 실현해도 세금이 붙지 않는다. 집을 붙잡  
아 두던 이유가 없어졌고, 매도와 거래 회전이 늘었다.

켄 피셔는 《주식시장은 어떻게 반복되는가》에서 이렇게 적었다. "미국 주택시장에서 나타  
난 가격 상승과 버블에 대해 그린스펀의 책임에 관한 비난이 많지만, 금리가 유일한 동  
인은 아니었다. 내가 보기에 주요 요인은 1997년 세법 개정이었다."

저금리는 집을 살 여력을 키웠지만, 집을 팔 이유를 만든 것은 세법이었던 것이다. 거  
래가 늘어나 가격이 움직이고, 거래를 막고 있던 것은 금리가 아니라 세금이었다. 2000  
년대 주택 붐의 구조적 토대가 여기서 만들어졌다는 해석이다.

### (2006년)연금보호법과 QDIA, 기본값을 바꾸다

미국 퇴직연금에는 오래된 문제가 하나 있었다. 가입자 대부분이 투자 상품을 직접 고르  
지 않는다는 것이다. 고르지 않으면 돈은 기본값(디폴트) 상품으로 들어가는데, 그 기본  
값이 예금이나 MMF 같은 현금성 자산이었다. 30년을 굴려야 할 노후 자금이 이자 몇  
푼짜리 계좌에 잠겨 있었던 셈이다.

2006년 8월 연금보호법(PPA)이 이 구조를 두 군데 건드렸다. 하나는 회사가 직원을 자  
동으로 가입시켜도 법적 책임을 지지 않도록 안전장치를 준 것이고, 다른 하나는 노동부  
에 '그렇다면 기본값은 무엇이어서 하는가'를 정하라고 지시한 것이다.

기본값을 현금에서  
주식·채권으로 바꾸다

노동부의 답이 2007년 10월 나왔다. 은퇴 시점 기반 펀드(TDF)를 기본값으로 지정하고,  
원리금보장형과 MMF는 장기 기본값에서 제외했다. TDF는 은퇴가 멀면 주식을 많이 담  
고 가까워질수록 채권 비중을 자동으로 늘려주는 상품이다.

핵심은 여기다. 가입자가 아무것도 하지 않았을 때 돈이 도착하는 곳을 현금에서 주식과  
채권으로 바꿔놓은 것이다. 사람들의 선택을 바꾼 게 아니라, 선택하지 않았을 때의 결과  
를 바꿨다.

돈이 그대로 따라왔다

TDF 자산은 2010년 4,080억 달러에서 2024년 4조 340억 달러로, 14년 만에 약 10배  
가 됐다. 2025년에는 4조 8,000억 달러 수준이다. 자동가입도 마찬가지다. 자동가입 플  
랜의 가입률은 94%에 달한다. 그리고 2022년 말 SECURE 2.0이 마지막 단계를 밟았  
다. 신규 플랜은 2025년부터 자동가입이 의무다. 2006년의 '해도 된다'가 20년 만에 '해  
야 한다'가 됐다.

401(k) 등 위 제도 변화의 효과에 대해서는 인구, 금리, 기업 이익의 변화도 함께 보아  
야 한다는 의견도 있다. 다만 그럼에도 이들 제도의 변화가 돈의 물길을 바꿔놓은 것은  
분명하다.

## 그리고 국채에서도 이미 두 번

주식과 주택에만 쓴 방식이 아니다. 국채에도 같은 방식이 이미 적용됐다. 사람들의 판단을 설득한 게 아니라, 돈이 흘러갈 관을 다시 깔았다.

### (2014년) LCR, 국채를 유일한 무제한 안전자산으로

2008년 이후 규제 당국이 은행에 요구한 것은 자본만이 아니었다. 위기가 닥쳤을 때 당장 팔아서 현금으로 바꿀 수 있는 자산을 얼마나 들고 있느냐, 이걸 따지기 시작했다. 2014년 9월 연준 OCC·FDIC가 확정하고 2015년 1월 시행된 유동성커버리지비율(LCR)이다.

규칙은 안전자산에 등급을 매겼다.

Level 1) 중앙은행 지준과 미 국채. 할인율 없음, 보유 한도 없음. 액면 그대로 100% 인정되고, 얼마를 담아도 된다.

Level 2A) 에이전시채·MBS. 15% 깎고, 전체의 40%까지만.

Level 2B) 회사채·주식. 50% 깎고, 15%까지만.

같은 100달러라도 국채로 들고 있으면 100달러로 세어주고, 회사채로 들고 있으면 50달러로 센다. 게다가 회사채는 아무리 좋아도 일정 비율 이상은 아예 세어주지 않는다. 은행 입장에서 규제 비율을 맞추는 가장 싼 방법은 국채를 사는 것이다. 구조 자체가 국채를 다른 모든 자산보다 우대한다.

은행의 국채·에이전시 보유는 2012년 1조 8,723억 달러에서 2018년 2조 6,662억 달러로 42% 늘었다.

이 기간은 양적완화와 예금 증가가 겹쳐 있어 LCR만의 효과로 보기 어렵지만, 은행의 국채 보유 잔액이 늘어난 방향 자체는 분명하다.

2014년 이외에도 1983년과 2016년에 국채 관련 제도 변경이 있었다. 이 세 경우 모두 '국채를 사라'라고 말한 적은 없다. 대신 국채를 담으면 값이 흔들리지 않고, 국채를 담으면 규제 비율이 채워지는 형태였다. 401(k)가 주식을 권하지 않고 월급날의 기본 경로를 바꿨듯, 이 세 규칙도 국채를 권한 적 없이 국채로 가는 길만 넓혔다.

돈은 설득되지 않는다. 다만 뚫린 곳으로 흐른다.

방법은 일정하다,  
대상만 달라졌다

1978년에는 주식이었고, 1997년에는 주택이었고, 1983년과 2014년에는 국채였다. 세제나 규제를 한 줄 바꿔 특정 자산으로 가는 경로를 열고, 그 경로가 기본값이 되게 한다. 방식은 사십 년째 같다. 그렇다면 지금은 어디를 건드릴 차례인가. 그 답은 국채를 지금 누가 들고 있는지에서 단서를 찾을 수 있다.

도표 3. 제도가 돈의 물길을 바꾼 사례

| 시기 · 제도                        | 원래는 무엇이었나                                                             | 기본값이 어디로 바뀌었나                                       | 그래서 돈이 얼마나 갔나                                                                           |
|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1978</b><br>세법 § 401(k)     | 임원 이연보상을 정리하려던 좁은 조항. 1981년 국세청이 급여 차감 적립을 인정하며 성격이 달라졌다.             | <b>월급날 자동 적립</b><br>계좌를 열고 종목을 고르는 과정이 사라졌다         | <b>918억 달러 → 9.9조 달러</b><br>1984년에서 2026년 1분기. 주식 보유 가계 비중은 1983년 19.0%에서 1999년 48.2%로. |
| <b>1983</b><br>SEC Rule 2a-7   | MMF에 시가평가 의무를 면제한 회계 예외. 대신 가중평균만기 120일 이하 조건이 붙었다.                   | <b>1달러 고정 · 단기국채</b><br>예금의 대체재가 되면서 예금 규모의 돈이 들어왔다 | <b>T-bill의 약 35%</b><br>MMF 총자산 7.93조 달러. 단일 최대 보유자다.                                   |
| <b>1997</b><br>세법 § 121        | 그전까지 매각차익 비과세는 55세 이상 평생 1회 12.5만 달러였다. 집은 파는 자산이 아니라 들고 있는 자산이었다.    | <b>2년마다 · 나이 무관</b><br>집을 불잡아 두던 이유가 없어졌다           | <b>독신 25만 · 부부 50만 달러</b><br>매도와 거래 회전이 늘었다. 켄 피셔는 2000년대 주택 붐의 주요 요인으로 이 개정을 지목했다.     |
| <b>2014</b><br>유동성커버리지비율       | 고유동성자산에 등급을 매겼다. 회사채·주식은 50% 깎고 15%까지만, 예이전사·MBS는 15% 깎고 40%까지만 인정한다. | <b>국채만 무할인 · 무한도</b><br>규제 비율을 채우는 가장 싼 방법이 국채가 됐다  | <b>1조 8,723억 → 2조 6,662억 달러</b><br>은행의 국채·예이전사 보유. 2012년에서 2018년, 42% 증가.               |
| <b>2025~</b><br>GENIUS법 · eSLR | 스테이블코인 준비자산을 잔존만기 93일 이하 국채 등으로 한정하고, 국채를 살수록 레버리지비율이 떨어지던 구조를 손꿏다.   | <b>진행 중</b><br>이번엔 당국이 의도를 문서로 밝히고 있다               | <b>요구자본 2,190억 달러 감소</b><br>예금기관 자회사 기준 28%. eSLR 시행일은 2026년 4월 1일.                     |

자료: ICI, Fed, SEC, 언론보도 종합, 신영증권 리서치센터

III. 미국 국채는 누가 갖고 있다

미국 유통 국채는 2026년 7월 말 기준 31.5조 달러다. 보유 주체와, 각각에 대해 정부가 쓸 수 있는 제도적 경로는 다음과 같다.

도표 4. 미국 국채 보유 현황 및 제도

보유 구조

### 미국 국채는 누가 갖고 있다

연방정부 외부가 보유한 유통 국채 30조 6,415억 달러 · 2026년 1분기

신영증권 리서치센터

| 보유 주체                                | 보유액 · 비중 | 제도적 경로                                           | 작용 만기 |
|--------------------------------------|----------|--------------------------------------------------|-------|
| <b>해외</b><br>9조 3,172억 · 30.4%       |          | 상시 수단 없음. 스왑라인·FIMA 레포는 위기 대응 장치다                | 장기 중심 |
| <b>연준</b><br>4조 4억 · 13.1%           |          | QT 종료 후 준비금 관리 매입으로 T-bill 매입                    | 단기    |
| <b>MMF</b><br>3조 4,264억 · 11.2%      |          | Rule 2a-7 정부형 우대. GENIUS법 스테이블 코인 준비자산도 여기로 들어온다 | 단기    |
| <b>가계</b><br>3조 390억 · 9.9%          |          | 직접 경로 없음. 헤지펀드·개인신탁·비영리를 포함한 잔차 항목이다             | 혼재    |
| <b>뮤추얼펀드·ETF</b><br>2조 4,754억 · 8.1% |          | QDIA·TDF 디폴트 설계. 퇴직연금 자금이 채권을 담는 통로다             | 중장기   |
| <b>은행·예금기관</b><br>2조 496억 · 6.7%     |          | eSLR 완화. 요구자본 2,190억 달러 감소, 2026년 4월 시행          | 단기·중기 |
| <b>연기금·보험</b><br>1조 8,010억 · 5.9%    |          | DB연금·보험 자본규제. 초장기물의 직접 통로                        | 장기    |
| <b>주·지방정부</b><br>1조 5,605억 · 5.1%    |          | 주법 소관. 연방 규칙이 닿지 않는다                             | 경로 없음 |
| <b>그 밖의 보유</b><br>1조 3,282억 · 4.3%   |          | 브로커·딜러 6,204억, GSE 2,425억, 기업·지주 회사·ABS 등        | 부분    |
| <b>통계 불일치</b><br>1조 6,436억 · 5.4%    |          | Z.10이 부문에 배분하지 않고 공표하는 항목                        | 해당 없음 |

자료: Fed, 언론보도 종합, 신영증권 리서치센터

가장 큰 곳이 가장 쓸 수 없는 곳이다. 해외가 30%를 쥐고 있지만 여기에 쓸 상시 수단이 없다. 스왑라인과 FIMA 레포는 위기 대응 장치이고, 관세와 지정학은 오히려 반대로 작동한다. 게다가 살 만한 곳은 이미 살 만큼 샀다. 중국 보유는 2023년 12월 8,163억 달러에서 2026년 6월 6,334억으로 22% 줄어 영국에 밀린 3위가 됐고, 일본도 2025년 12월 1조 1,855억으로 고점을 찍은 뒤 감소로 돌아섰다. 공격 보유 전체가 줄고 있다. 해외 보유 총액 자체는 17% 늘었지만 늘어난 쪽은 민간과 커스텀디 중심지다. 규모의 문제가 아니라 손잡이의 문제다.

이미 작동 중인 두 곳은 전부 단기물이다

연준은 2025년 11월 QT를 끝내고 준비금 관리 매입으로 전환해 T-bill을 사고 있다. 보유 bills가 3,928억에서 5,378억으로 늘었다. MMF는 총자산 7.93조로 사상 최대이고

T-bill만 2.47조, 전체 bills의 약 35%를 쥔 단일 최대 보유자다. 다만 MMF는 양날이다. 금리를 내리면 이 자금이 빠져나간다. 실제로 T-bill 보유는 2025년 4분기 고점 이후 한 분기 만에 2,193억 줄었고, 완충 역할을 하던 역레포 잔고는 사실상 소진됐다.

이번 국면에서 새로 열린 것은 은행 한 곳이다. 2025년 11월 확정돼 2026년 4월 시행되는 eSLR 완화이다. 국채를 살수록 레버리지비율이 떨어지던 구조를 손봐 예금기관 자회사 요구자본을 2,190억 달러, 28% 줄였다. 작용 구간은 단기·중기다. 스테이블코인은 GENIUS법이 준비자산을 잔존만기 93일 이하로 못박아 경로 자체는 가장 강하지만, 0.6%라는 규모가 당분간의 한계다.

장기물에 직접 작용하는 통로는 둘이다. 하나는 연기금·보험이고, 다른 하나는 퇴직연금 디폴트를 통해 채권형 펀드로 흘러가는 자금이다. 후자는 II장에서 본 연금보호법과 QDIA 규칙이 만든 경로로, 뮤추얼펀드·ETF가 2조 5천억 달러를 쥐고 있다. 다만 이쪽은 가입자의 은퇴 시점에 따라 채권 비중이 자동으로 결정되므로 당국이 추가로 조일 여지가 크지 않다. 그리고 직접 겨냥할 수 있는 연기금·보험은 비어 있다. 국채 보유 비중은 2005년 11.8%에서 2026년 5.8%로 낮아졌고, 배경에는 확정급여형(DB) 연금의 축소가 있다. 남은 DB들도 주식을 채권으로 바꾸는 작업을 이미 마쳤다. 주식 비중 61.7%(2005) → 24.1%(2025), 채권 28.6% → 52.7%다. TBAC도 2026년 2월 자료에서 "그 갈아타기가 대체로 끝나 앞으로의 수요가 줄 수 있다"고 적었다. 여섯 중 다섯이 단기물이고, 남은 하나는 이미 소진된 상태다

### 이번엔 당국이 먼저 말하고 있다

앞선 사례들은 사후에 해석된 것이다. 401(k)도 1997년 세법도, 그것이 자산 수요를 만들었다는 평가는 한참 뒤에 붙었다. 이번 국면이 다른 점은 당국이 의도를 문서로 밝히고 있다는 것이다.

2025년 7월 18일 GENIUS법 서명 당일, 재무장관 스콧 베센트는 이렇게 밝혔다.

"이는 스테이블코인을 뒷받침하는 미 국채 수요의 급증으로 이어질 것이다."

2025년 11월 25일 확정된 eSLR 최종규칙도 마찬가지다. 규제당국은 개정 목적을 은행이 미 국채 중개와 같은 저위험 활동에 참여할 유인을 저해하는 요소를 줄이기 위해라고 명시했다. 여기에는 고령화로 현재 연금 수급자의 수요 증가가 중기물 국채의 장기 수요에 도움이 된다는 문장들이 나란히 놓여 있다.

방법은 바뀌지 않았다. 세제와 규제로 특정 자산의 기본값을 바꾸고, 그 경로를 통해 자금이 흘러가게 하는 방식이다. 이번 대상이 국채일 뿐이다.

**미국은 부채를 줄여서 문제를 풀지 않는다.**

그리스가 보여준 정석은 한 세대가 걸리고, 미국이 그 시간과 비용을 감당할 정치적 여건에 있지 않다. 대신 미국이 반복해서 써온 방법은 세제와 규제로 특정 자산의 기본값을 바꾸는 것이었다. 1978년에는 주식이었고, 1997년에는 주택이었고, 1983년과 2014년에는 국채였다. 이번 대상도 국채이고, 다른 점은 당국이 그 의도를 문서로 밝히고 있다는 것이다.

투자 관점의 함의는 두 가지다. 하나는 금리가 급등하며 시장이 전격적으로 깨지는 시나리오의 확률이 헤드라인이 시사하는 것보다 낮다는 것이다. 재무부는 바이백으로 장기물을 걷어내고 있고, 연준은 준비금 관리 매입으로 단기물을 사고 있으며, eSLR 완화가 2026년 4월 시행됐다. 방향이 정렬돼 있다. 다른 하나는 그럼에도 금리 안정을 기대하기는 이르다는 것이다. 쓸 수 있는 수단이 대부분 단기물에 작용하고, 30년물에 직접 작용하는 통로는 비어 있다.

이어지는 자료

남는 질문은 두 가지다. 이 방식이 실제로 작동하는가, 그리고 그렇게 만들어진 수요의 재원은 어디에서 나오는가. 즉 미국 국채 수요가 더해진다면, 돈이 떨어지는 쪽은 어디인가. 장기물 수요를 제도로 만든 선례가 일본이므로 거기서 시작해, 미국에 옮길 때 무엇이 다른지와 국채로 자금이 옮겨갈 때 어느 자산에서 돈이 빠지는지를 이어지는 자료에서 다룬다.

**Compliance Notice**

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.