

시가 채우는 만기



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

장기물 수급 구조의 변화와 거시경제적 함의

Summary

올해 하반기 글로벌 금융 시장과 거시경제에서 떠오르는 화두는 **미국 국채의 매력 저하와 그 공백을 파고든 높은 쿠폰의 빅테크 회사채의 부상**이다. 과연 빅테크 회사채가 국채의 자리를 온전히 대신할 수 있을지, 그리고 국채가 본원적 매력을 되찾기 위한 거시경제적 조건은 무엇인지 짚어볼 시점이다.

최근 장기 금리가 상승한 본질 역시 연준의 정책 경로 전망이 바뀌었기 때문이 아니라, 장기 채권을 보유할 때 요구되는 기간프리미엄이 가파르게 재평가된 데서 찾을 수 있다. 8월 28일 잭슨홀 직후의 금리 반응은 단기물에 국한되었다. 당사 자체 모형 추정 결과 **10년물 기간프리미엄은 6월 30일 이후 27bp 상승했다**. 통상적으로 이러한 프리미엄 급등은 시장에 채권 물량이 쏟아질 때 발생하지만, **현재 민간이 흡수해야 할 전체 듀레이션 총량은 GDP 대비 오히려 정체되어 있다**. 다시 말해, 단순한 '공급 수량'의 증가만으로는 현재의 금리 상승을 온전히 설명하기 어렵다는 의미다. 그 이면에는 공급과 수요 양측 모두에서 수급 주체의 뚜렷한 교대가 진행 중인 것으로 파악된다. 우선 공급 측면에서는 **장기물 발행을 동결한 재무부의 빈자리를 빅테크 기업들이 신규 듀레이션으로 채우며 진입하고 있다**. 반면 수요 측면에서는 연준과 해외 공적 부문이 후퇴한 공백을 가격에 민감한 실물 자금이 대체하는 양상을 띤다. 이처럼 대형 실물 자금이 국채 대신 우량 회사채를 강하게 흡수하는 현상은 다섯 배에 달하는 초과청약과 지수 편입, 그리고 사모 발행 등의 경로를 통해 뚜렷하게 관찰된다.

첫 번째 화두인 빅테크 회사채의 국채 대체 여부에 대한 분석 결과는 선별적이고 부분적인 대체 현상으로 정리해 볼 수 있다. 2026년 기준 초장기 5개사의 발행 초과 수익률은 156bp 수준이다. 여기서 국채가 스왑 금리보다 오히려 68bp가량 높은 금리에 거래되는 현상을 고려해야 하는데, 이는 국채 고유의 압도적인 유동성과 담보 가치 및 규제상 혜택인 이른바 국채 특권이 현재 가격에 거의 반영되지 않은 상태임을 뜻한다. 따라서 회사채로의 교체에서 투자자가 포기하는 특권의 기회비용은 당장은 크지 않으며, 추가적인 회사채 세제 비용 격차까지 차감하고 나면 일반 투자자 입장에서는 자산 교체의 매력이 반감된다. 무엇보다 빅테크 회사채를 통한 대체는 금리 수준이 투자 성과를 지배하는 현 체제에서만 유효한 조건부 현상으로 해석할 수 있다. 발행과 신용 펀더멘털 자체가 AI 투자 사이클의 함수로 연동된 자산은, 경기 하강 국면에서 가치가 상승하는 전통적 헤지 자산의 기능까지 온전히 대체하기는 구조적으로 어려워 보인다.

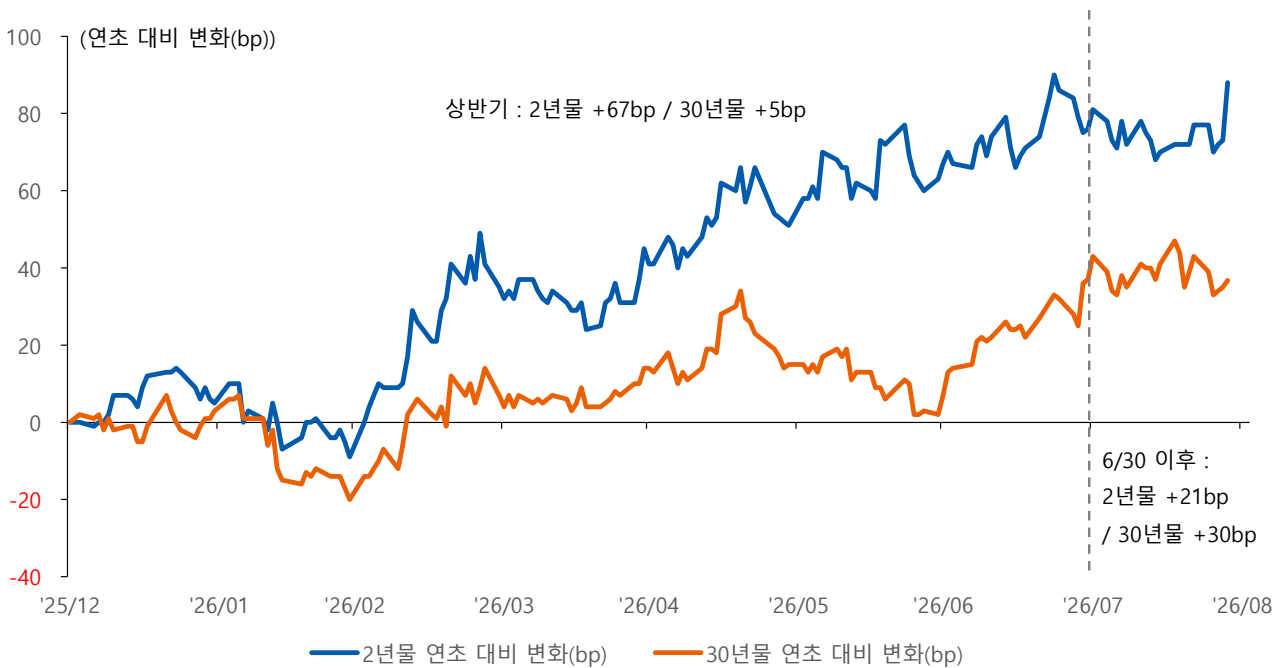
두 번째 화두인 국채 매력의 정상화는 단순한 금리 레벨의 하락이 아니라 자산 간 공분산의 정상화 과정으로 이해할 수 있다. 이러한 정상화가 이루어지기 위한 **최우선 전제 조건은 실제 물가가 성장 기대의 훼손 없이 목표치로 수렴한다는 굳건한 신뢰의 확보**이다. 이 신뢰가 확고해질 때 주식과 채권이 함께 등락하던 동조화 현상이 깨지며 국채 고유의 포트폴리오 방어 기능이 회복한다. 나아가 인플레이션 앵커에 대한 경계감이 해소되면서 현재 0.3%p 수준인 실질 정책금리와 2.3%대인 10년물 실질금리 역시 실물 경기를 부양할 수 있는 실효적인 통화 완화 여력으로 작동하게 된다. 이처럼 거시경제의 작동 원리가 제자리를 찾을 때 국채는 본연의 지위를 온전히 회복할 수 있다. 이러한 조건의 중요성은 과거 데이터에서도 확인된다. 2003년 이후 실질금리가 하락한 88개월의 실증 데이터는 기대인플레이션이 유지되거나 상승한 조건, 즉 디플레이션 우려 없이 실제 물가만 수렴하는 조건에서만 달러화 약세와 원화 강세, 그리고 위험자산의 상승 및 외국인 순매수 전환이 동반되었음을 뚜렷하게 보여준다. **따라서 국채 매력 회복의 관건은 물가 둔화 그 자체가 아니라 인플레이션 기대의 앵커를 지킨 채 실제 물가의 수렴을 완성하는 데 있다**. 2027년 재무부의 조달 격차와 빅테크 발행이 본격적으로 교차하는 국면을 앞두고 있다. 기간프리미엄의 하방 경직성을 전제로 앞선 두 가지 거시경제 회복 조건을 지속적으로 주시할 필요가 있다.

I. 장기물 약세의 본질인 기간프리미엄 상승과 수급 구조 재편

올해 미국 국채 시장은 상반기와 하반기에 상이한 쟁점이 시장을 지배하고 있다. 연초부터 6월 말까지 2년물 금리가 67bp 오르는 동안 30년물은 5bp 상승하는 데 그쳤다. 금리 인상 재개 여부, 즉 연준의 정책 경로가 시장을 지배한 구간이었다. 6월 말 이후 장단기 금리의 역학 관계가 반전되었다. 8월 28일까지 2년물이 21bp 오르는 동안 30년물은 30bp 올랐고, 장중 기준으로는 2007년 이후 최고치인 5.33%까지 상승했다(그림 1).

이 가운데 2년물 상승분의 대부분은 잭슨홀 연설에 반응한 8월 28일 하루의 움직임(2년물 +15bp, 30년물 +2bp)이며, 연설 직전인 8월 27일까지는 2년물 6bp 대 30년물 28bp로 장기물 주도가 뚜렷했다. 정책 경로에 대한 기대가 사실상 고정된 상태에서 장기물 금리가 가파르게 상승한 현상은, 시장의 쟁점이 향후 금리의 궤적에서 장기 채권을 보유하는 대가로 이동했음을 시사한다.

그림 1. 2026년 미국 국채 금리의 두 국면: 상반기는 단기물이, 하반기는 장기물이 상승을 주도

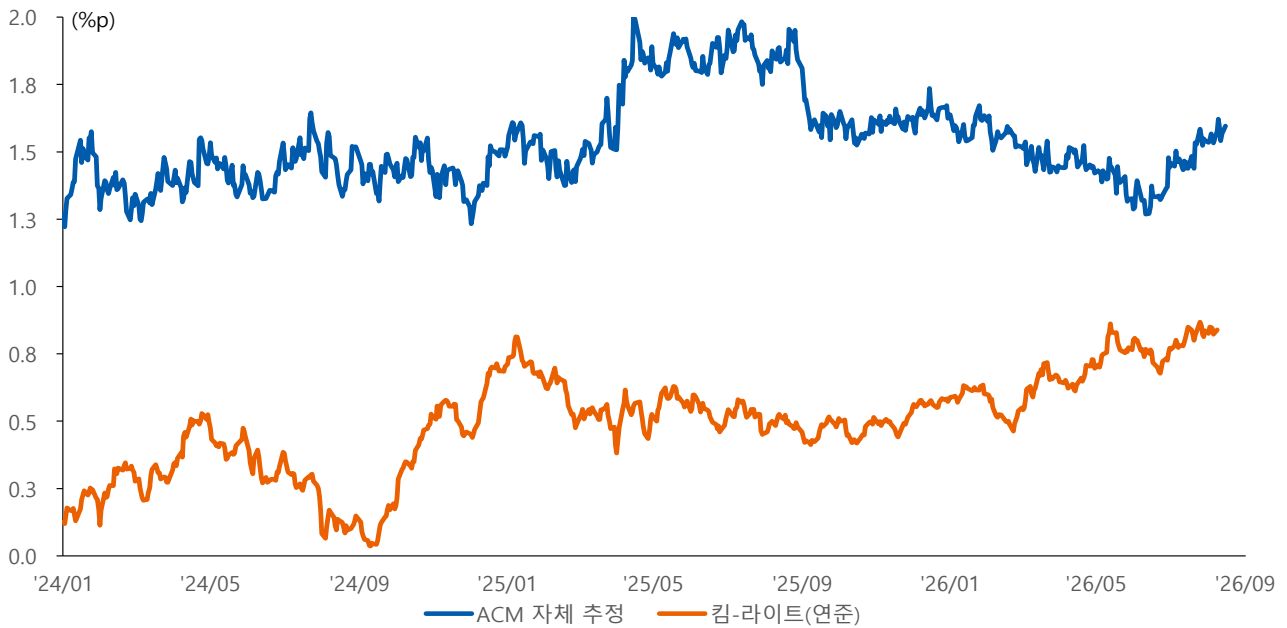


자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

그 대가를 계량화한 지표가 기간프리미엄이다. 기간프리미엄은 장기 국채 금리에서 향후 단기금리 경로에 대한 기대를 뺀 나머지로, 장기물 보유자가 금리 변동 위험을 떠안는 대가로 요구하는 추가 보상을 의미한다. 다만 해당 지표는 공표까지 시차가 있어 실시간 확인에는 구조적 한계가 따른다. 실제로 연준 이코노미스트들의 김-라이트(Kim-Wright) 추정치 역시 주 단위 시차를 두고 갱신되므로, 최근과 같이 장기 구간이 빠르게 움직이는 국면을 즉각적으로 반영하지 못한다. 당사는 이러한 데이터 시차를 보완하기 위해 학계 표준 모형의 하나인 ACM 모형을 자체 구축하여 일간 기간프리미엄을 추정했다.

추정 결과는 김-라이트 추정치와 월간 상관계수 0.87로 궤적이 일치하며, 절대적 수준보다는 변화 방향을 식별하는 용도로 설계되었다. 당사 추정 기준 10년물 기간프리미엄은 6월 30일 1.33%p에서 8월 21일 1.60%p로 27bp 상승해, 하반기 장기물 약세의 대부분이 정책 기대가 아니라 보유 보상의 상승에 기인했음을 시사한다(그림 2).

그림 2. ACM 모형으로 추정한 10년물 기간프리미엄의 일간 추이



자료: 연준(Kim-Wright), ACM 모형을 자체 구축하여 일간 기간프리미엄을 직접 추정, 유안타증권 리서치센터

10년물 기간프리미엄의 상승을 견인한 핵심 변수는 재정적자 확대에 따른 국채 공급, AI 투자에 기인한 회사채 공급, 그리고 이를 소화할 매수 기반의 변화라는 세 가지 요인으로 압축된다. 이 세 가지 요인을 동일한 수급 추정 프레임워크 하에서 검증한 결과, 단순한 듀레이션 공급 총량의 증가는 프리미엄 상승을 온전히 설명하지 못했다.

실제로 민간이 흡수해야 할 듀레이션 총량은 GDP 대비 2020년 106.8%를 정점으로 현재 77.8%까지 낮아졌고, 같은 기간 기간프리미엄은 오히려 129bp 상승했다(Ⅲ장). 프리미엄 상승의 본질적 원인은 장기물의 공급 주체가 재무부에서 빅테크로 교체되는 한편, 가격에 둔감한 전통적 수요층이 후퇴한 공백을 가격에 민감한 신규 수요가 대체하는 등 수급의 질적 구조가 근본적으로 재편된 데 있다.

II. 장기물 약세를 둘러싼 수급 논쟁과 절충적 시각

장기물 약세의 원인을 둘러싼 논쟁은 크게 구축론과 회의론으로 갈린다. 먼저 구축론은 회사채가 국채의 수요를 잠식하고 있다고 본다.뱅크오브아메리카는 회사채와 주택저당증권의 공급 증가가 올해 10년물 금리를 약 0.3%p 상승시켰다고 추정했고, 델러스 연은(2026년 2월)의 정리에 따르면 AI 관련 투자등급 발행은 올해 3,000억 달러, 10년물 등가로 환산하면 3,600억 달러 규모로 추산된다. 노무라는 장기 구간에 집중된 듀레이션 물량을 재무부가 우려해야 할 수준으로 진단하며, 정부가 장기물 입찰 규모를 줄여 민간 발행 물량 소화를 지원할 가능성까지 거론했다. 시장 가격 지표에서도 수급 소화 부담이 뚜렷하게 관찰된다. 알파벳의 30년물은 국채 대비 115bp 높은 6.4% 수준에 발행되었고, 주요 발행사의 20년 초과 구간 스프레드는 작년 108.5bp에서 118bp로 확대되었으며, 올해 발행된 91개 채권 가운데 78개가 발행 시점보다 높은 금리에 거래되고 있다.

반면 회의론은 장기물 매도의 주된 동력이 여전히 재정 공급과 인플레이션에 있고, 회사채와 국채는 완전한 대체재가 아니라고 반박한다. 시장이 올해의 기록적인 공급 물량을 실제로 소화해 냈다는 점도 강조한다. 회의론의 핵심 논거는 발행 주체의 신용등급에 기반한다. 이번 AI 투자 사이클에서 신규 발행 주체가 지수 내 최고 신용의 기업들인 만큼, 최상위 등급의 공급 증가를 시스템 위험의 원천으로 취급하는 것은 수급 문제와 신용 문제를 혼동한 오류라는 지적이다.

이 두 견해를 중재하는 절충적 시각도 존재한다. 금리 상승의 본질은 특정 발행 주체의 고유 위험이 아니라, 가격에 민감하지 않은 수요를 초과하는 과도한 채권 물량에 기인한 수량의 문제이며, 이러한 수량의 문제는 결국 실질금리를 통해 청산된다는 관점이다. 당사의 실증 분석 결과(8/21 기준), 연초 이후 10년물 명목금리 상승분을 분해하면 실질금리가 46bp 오르는 동안 기대인플레이션은 9bp 상승하는 데 그쳤다. 이는 결국 장기물 약세의 핵심 동인이 물가 우려가 아니라 실질 보상의 재조정에 있음을 시사한다.

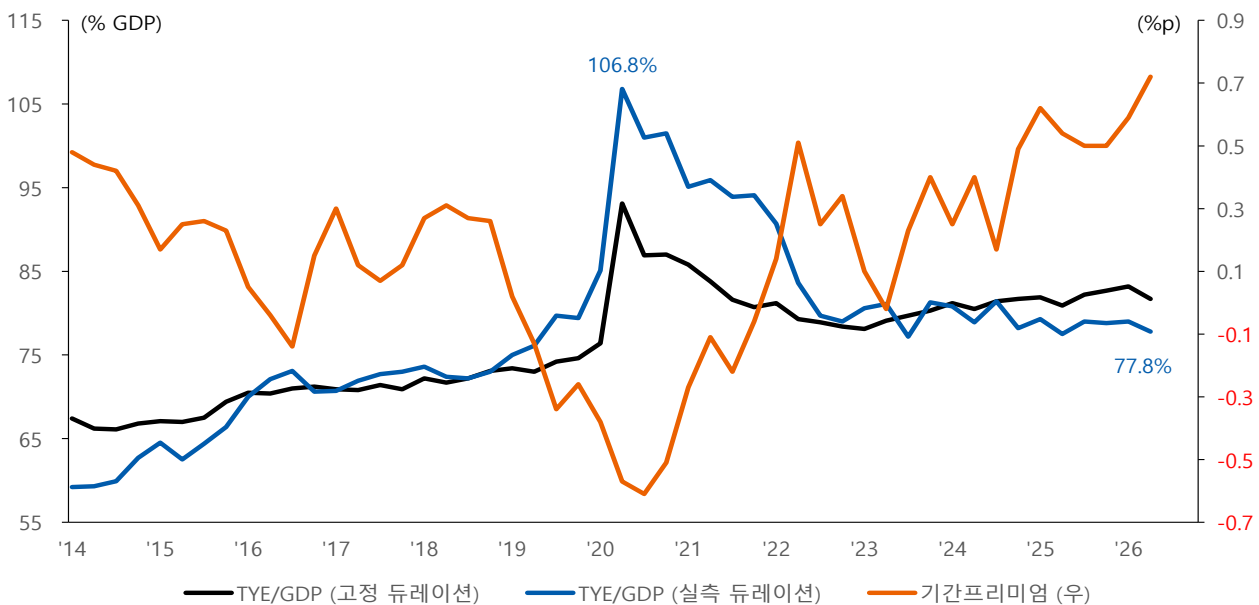
추가로 크레딧 스프레드의 동향을 살펴보면, 투자등급 스프레드는 연중 0.8%p 부근에서 유의미한 변동 없이 정체되어 있다. 이는 공급 충격이 신용 채널이 아닌 금리 채널로만 전이되고 있다는 증거로, 회의론 진영의 신용도 차별화 논리를 수용하면서도 금리에 대한 수급 부담 자체는 실제로 존재함을 보여준다. 결국 핵심 쟁점은 실질적인 공급 증가 폭, 그리고 이를 흡수할 수요 기반의 구조적 변화 여부에 있다고 판단한다.

III. 장기물 공급 주체의 구조적 전환과 부분 대체

본 장에서는 국채와 빅테크 기업의 회사채를 포괄하는 듀레이션 공급을 정량적으로 추정한다. 출발점은 단위의 통일이다. 액면 1억 달러의 2년물과 1억 달러의 30년물은 시장에 부과하는 금리 위험이 전혀 다르기 때문에, 단순 액면가의 합산은 실질적인 공급 부담의 척도가 될 수 없다. 이에 따라 학계와 정책 당국이 채택하고 있는 표준 척도가 10년물 등가(10-year equivalent, 이하 TYE)다. 이는 개별 채권의 금리 위험을 듀레이션 기준으로 측정하고, 이를 10년물 한 단위의 위험으로 환산하여 합산하는 방식이다. 예를 들어 듀레이션 16년인 30년물 1억 달러는 듀레이션 8.5년인 10년물 약 1.9억 달러와 동일한 위험을 내포하므로, TYE 기준으로는 1.9억 달러로 산출된다. 참고로 미국 재무부 역시 국채 입찰 통계를 해당 단위로 환산하여 발표하고 있다.

당사는 민간 투자자가 흡수해야 하는 채권의 총량을 TYE로 재구성했다. 분석 대상은 민간이 보유한 국채, 비금융 회사채, 그리고 연방준비제도 보유분을 제외한 주택저당증권(MBS)이며, 2014년 이후 분기 단위로 산출했다. **산출 결과, 구축론의 핵심 전제와 상충된 것으로 확인되었다(그림 3). 실측 듀레이션 기준 민간 흡수 TYE 물량은 2020년 GDP의 106.8%로 고점을 기록한 이후 현재 77.8%까지 축소되었다.** 또한 해당 비율이 29%p 감소하는 동안 기간프리미엄은 오히려 129bp 상승했다. 금리 상승에 따른 듀레이션의 기계적 축소 효과를 통제하기 위해 고정 듀레이션 기준으로 재측정한 결과에서도, 수량은 2023년 이후 GDP의 81~82% 수준에서 사실상 정체 상태로 확인된다. Li and Wei(2013), Bonis, Ihrig and Wei(2017) 등 국채 공급 문헌이 추정하는 탄력성, 즉 TYE가 GDP 대비 1%p 증가할 때 기간프리미엄이 3~6bp 상승한다는 범위다. 이를 적용하면 지난 1년간 수량 요인이 설명하는 프리미엄 상승분은 0에 수렴하거나 음(-)의 값을 갖는다는 결론에 도달할 수 있다.

그림 3. 민간이 흡수해야 할 듀레이션 총량(GDP 대비 TYE)과 기간프리미엄의 추이



자료: 연준 Z.1, 재무부, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

공급 총량이 정해진 상태에서 기간프리미엄이 상승한 원인은 공급의 구성에 있으며, 그 중에서도 공급 주체의 구조적 변화의 핵심축은 미국 재무부의 역할 축소다. 재무부는 지난해부터 장기물 발행을 사실상 동결해 왔으며, 재무부차입자문위원회(TBAC)의 최신 자료에 따르면 현행 발행 규모를 유지할 경우 자금 조달 가능액과 실제 필요액 사이에 2027 회계연도 4,360억 달러, 2028 회계연도 1조 100억 달러의 격차가 발생할 것으로 추산된다. 골드만삭스는 이 격차가 해소되더라도 신규 증액은 단기 및 중기 구간에 집중될 뿐, 장기물 발행 동결 기조는 유지될 것으로 전망한 바 있다. 더불어 8월 19일 발표로 두 배 규모로 확대된 장기물 바이백은 기발행 장기물을 시장에서 흡수하는 조치인 만큼, 결과적으로 장기 구간에서 재무부는 순공급을 확대하지 못하고 사실상 '음(-)의 공급자'로 전환되었다고 평가된다.

공급 주체 변화를 이끄는 다른 한 축은 미국 빅테크 기업들의 공격적인 시장 진입이다. 당사가 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타, 오라클, 엔비디아 등 6개 기업의 달러화 표시 채권 발행 내역 전수를 개별 분석한 결과, 합산 발행 액면은 2024년 200억 달러에서 2025년 930억 달러로 증가했으며, 올해는 8월 누적 기준 1,820억 달러(연율 환산 시 2,730억 달러)를 기록했다. 불과 2년 만에 10배 이상 급증한 수치다. 이는 유로화, 파운드화, 엔화 등 비달러화 표시 발행분 약 800억 달러가 제외된 규모로, 지난 2월 알파벳이 파운드화 시장에서 테크 기업으로는 수십 년 만에 최초로 발행한 10억 파운드 규모의 100년 만기 초장기채가 그 대표적인 사례로 꼽힌다. 그 결과 민간 시장이 신규 흡수한 전체 TYE 물량 중 회사채가 차지하는 비중은 2024년과 2025년 평균 14% 내외에서 올해 30% 수준까지 두 배 이상 확대되었다. 결과적으로 미국 재무부가 축소한 장기 만기 구간의 공급 공백을 민간 기업이 대체하며, 신규 듀레이션 공급의 3분의 1을 차지하는 구조적 재편이 이루어진 것이다.

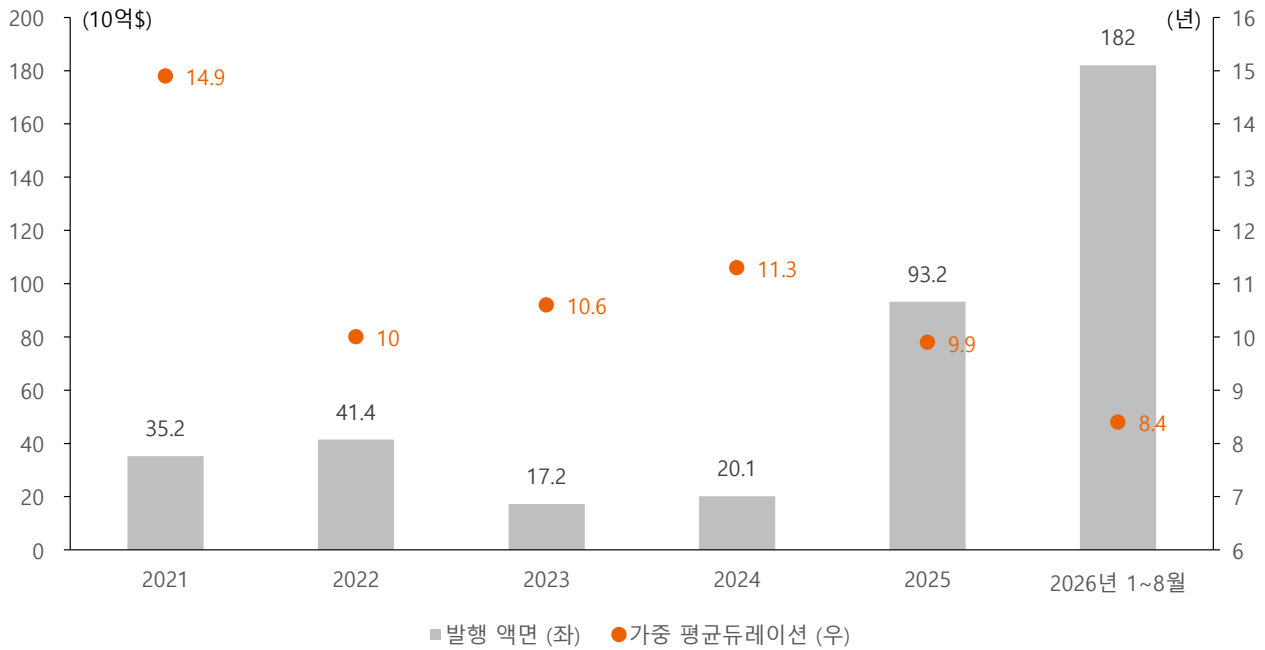
이러한 민간 기업들의 발행 행태는 갭-필링(Gap-filling) 이론에 부합한다. 갭-필링 이론은 정부가 상대적으로 단기물 위주로 자금을 조달할 경우, 민간 기업이 장기채 발행을 통해 그 듀레이션 공백을 메우며 거시적 유동성 공급자로 기능한다는 이론이다. Greenwood, Hanson and Stein(2010) 연구에서는 이를 실증하였다. 특히 이러한 대체 기제는 정부 부채 비율이 높은 시기에, 재무 건전성이 우수한 기업들에 의해 더욱 공격적으로 발현된다는 전제 조건을 명시하고 있다. 현재 40조 달러에 달하는 미국 정부의 총부채 규모와 연 5,770억 달러의 막대한 영업현금흐름을 창출하는 빅테크 발행자들의 조합을 감안하면, 올해 채권 시장은 정부 부채 비율과 발행 기업의 재무 여력이라는 두 가지 조건 모두에서 표본 기간 내 최고 수준의 환경에 해당한다고 평가할 수 있다.

다만 실제 발행 데이터를 확인해 보면, 갭-필링 이론이 함의하는 만기의 장기화가 절대 만기가 아니라 재무부 대비 상대적 의미에서만 성립한다는 단서가 관찰된다. 6개 빅테크 기업의 발행액 가중평균 듀레이션은 2024년 11.3년, 2025년 9.9년에서 올해 8.4년으로 오히려 단축되었다(그림 4). 액면가 대비 TYE 환산 배율 역시 당사의 개별 데이터 분석 기준으로는 1.0배 수준에 머물러, 지난 2월 달러스 연방준비은행이 제시했던 1.2배 환산 추정치와는 상당한 괴리를 보인다.

이는 신규 발행 물량이 주로 5~10년 만기 구간에 집중되고, 30년 및 50년 이상의 초장기물 비중은 제한적인 데 기인한다. 실제로 회사채 지수의 평균 만기 역시 2019년 11.5년에서 현재 10.3년으로 단축되었으며, 이에 따라 국채 지수와 비교한 듀레이션 격차는 1.44년에서 0.95년으로 축소되었다. 결국 이번 회사채 공급 확대의 본질은 만기의 장기화가 아니라 발행 물량의 급증이며, 기업이 채우는 것은 재무부가 비운 초장기 만기 그 자체라기보다는 시장 전체의 듀레이션 총량 가운데 재무부가 채우지 않기로 한 몫에 가깝다는 판단이다. **이는 현재의 수급 재편이 초장기물의 완전한 대체가 아닌, 물량 중심의 부분 대체에 그치고 있음을 시사한다.**

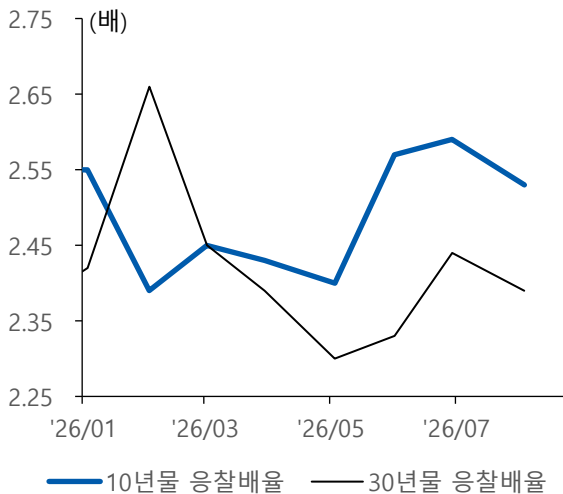
초장기 구간에 남은 부담은 재무부가 공표한 자료에서 확인된다. 2024년 5월 프로그램 개시 이후 올해 7월까지 진행된 유동성 지원 바이백에서 매도하겠다는 오퍼는 10~30년 구간에서 매입 한도의 평균 10배, 최대 18배에 달한 반면 7~10년 구간은 1.3배에 그쳤다. 이는 8월의 매입 확대에 앞서 장기물을 털어내려는 압력이 이미 쌓여 있었다는 뜻이다. 올해 30년물 입찰 방향성도 2월에는 응찰배율 2.66에 낙찰금리가 시장금리를 밑도는 강세였으나, 장기물 재평가가 시작된 5월과 6월에는 응찰배율이 2.30 수준으로 내려왔고, 낙찰금리가 입찰 직전의 시장금리를 웃도는 테일(Tail)이 나타났다. 참고로 테일은 수요가 예상에 못 미쳐 더 높은 금리를 치르고서야 물량이 소화됨을 뜻한다. 7월에는 간접낙찰 비중이 77.7%로 상승하며 해외 실수요가 물량을 받았고, 8월에는 2001년 이후 최고인 5.216%의 낙찰금리에서 물량이 소화되었다. 같은 기간 10년물 입찰이 응찰배율 2.4~2.6 수준으로 안정적으로 소화된 것과 대비하면(그림 5), 부담이 커브 전체가 아니라 초장기 구간에 국한되어 있다는 점, 그리고 물량을 소화하기 위한 금리 레벨이 지속적으로 높아졌다는 점이 함께 특징적으로 드러난다.

그림 4. 빅테크 6개사의 달러화 표시 채권 발행 규모와 발행액 가중 평균 듀레이션



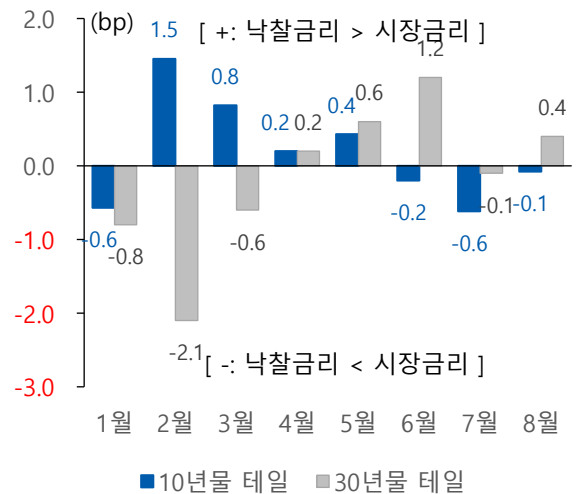
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 5-A. 2026년 10년물과 30년물 국채 응찰배율



자료: 재무부 공식 경매 결과, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 5-B. 2026년 10년물과 30년물 국채 테일



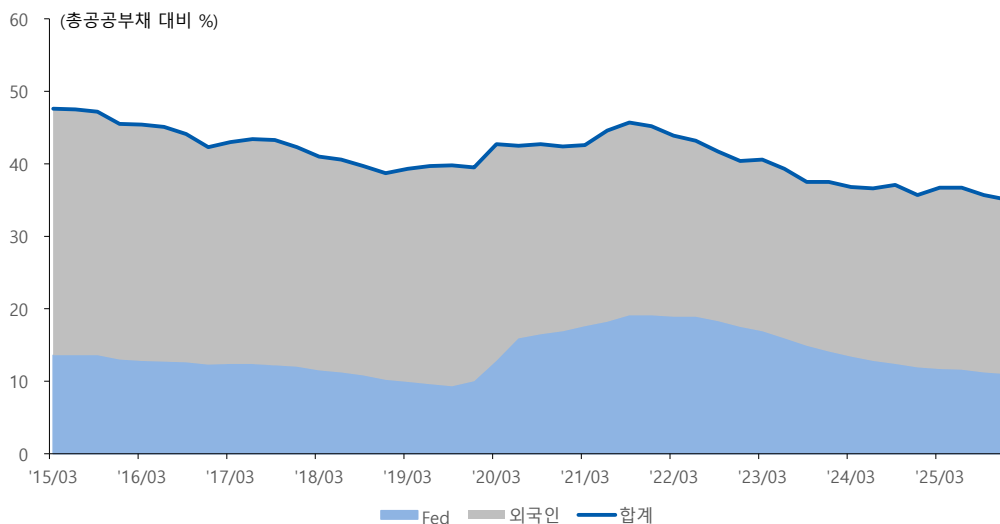
자료: 재무부 공식 경매 결과, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

IV. 전통적 수요 기반의 축소와 가격에 민감한 매수자로 변화

앞서 III장에서 살펴본 장기물 공급 주체의 구조적 전환에 이어, 기간프리미엄 상승을 설명하는 또 다른 핵심 축은 수요 축의 구조적 변화에서 찾을 수 있다. 국채 시장에는 전통적으로 가격 비탄력적인 양대 대형 매수 주체가 존재해 왔다. 통화정책 목적으로 국채를 보유하는 연준과 준비자산 목적으로 보유하는 해외 공적 부문이다. 지난 10년간 총공공부채에서 이 두 주체가 차지하는 비중의 합은 2015년 말 45.5%에서 2025년 4분기 기준 35.1%로 일관된 하락세를 보였다(그림 6).

연준의 보유 비중은 양적긴축(QT)의 영향으로 2021년 말 19.1%에서 2025년 말 11.0%로 축소되었으며, 지난해 12월 국채 축소를 중단한 이후에도 재투자 자금을 단기물 중심으로 운용함에 따라 장기 구간의 수요 공백은 해소되지 않고 있다. 같은 기간 외국인 보유 비중 역시 32.5%에서 24.1%로 낮아졌다. 보유 금액의 절대 규모 자체는 완만히 증가했으나, 전체 부채 증가 속도를 따라잡지 못한 결과이다.

그림 6. 미국 총공공부채에서 연준과 외국인이 차지하는 보유 비중의 추이



자료: 재무부, 연준, 유안타증권 리서치센터

이러한 매수 기반의 축소가 가격에 미친 영향을 회귀모형으로 추정한 결과, 2015년 이후 분기 시계열 기준 외국인 보유 비중이 1%p 하락할 때 기간프리미엄은 9.3bp 상승하는 유의미한 관계가 확인된다. 지난 10년간 외국인 비중이 8.4%p 하락했음을 감안하면, 이 경로만으로 약 78bp의 프리미엄 상승분이 설명된다. 다만 동일한 회귀모형에서 공급 수량 변수는 선행 연구와 반대 방향의 관계로 추정되었다. Li and Wei(2013) 등은 공급이 늘수록 요구 보상도 커진다는 양(+)의 관계를 제시하지만, 당사 추정에서는 공급이 늘 때 프리미엄이 오히려 낮아지는 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 2020년을 전후하여 국채 공급 급증과 프리미엄 급락이 동시에 발생했던 위기 국면의 특수성으로 인해 시계열 데이터만으로는 공급 효과가 온전히 식별되지 않기 때문으로 판단한다. 선행 연구들이 공급 효과를 발표일 기준 이벤트 분석으로 우회하여 추정하는 것도 바로 이러한 배경에 기인한다. 이에 당사 역시 수량 효과는 Li and Wei(2013), Bonis, Ihrig and Wei(2017)가 제시한 1%p당 3~6bp의 탄력성 범위를 준용하고, 매수 기반 축소 효과는 자체 회귀모형을 통해 분리하여 접근했다.

이처럼 전통적 매수 주체가 물러난 자리에서는, 대체 공급자로 부상한 빅테크 회사채로 향하는 새로운 수요가 관찰된다. 이러한 수요의 규모는 발행 시장의 초과 청약 데이터에서 즉각적으로 확인된다. 2월 오라클 발행에는 1,290억 달러라는 사상 최대 규모의 주문이 유입되었으며, 3월 아마존 발행에 약 1,260억 달러, 8월 알파벳 발행에도 1,150억 달러가 넘는 매수 주문이 접수되었다. 단일 회사채 발행에 미국 국채의 분기 리펀딩 규모에 필적하는 자금이 집중된 셈이다.

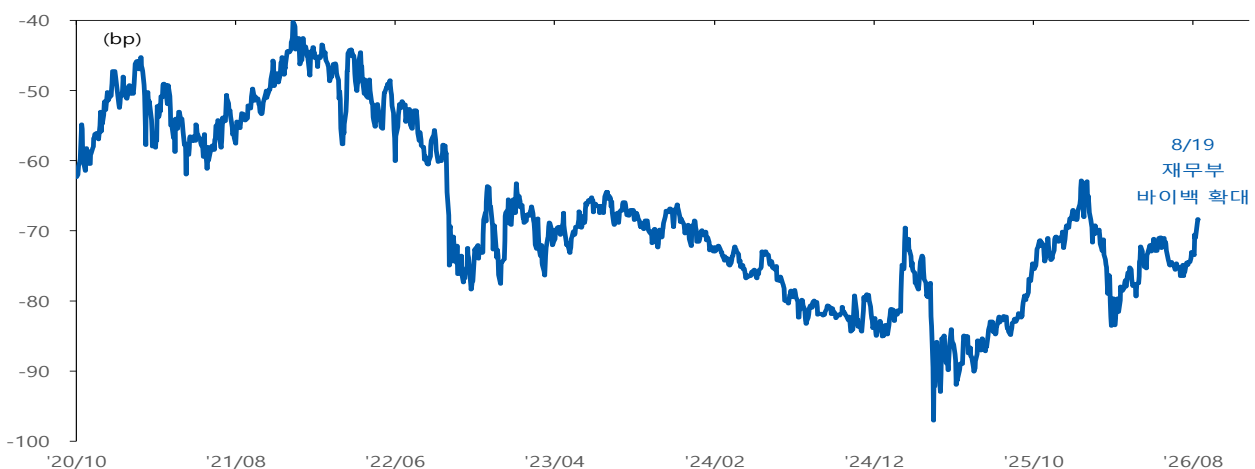
패시브 자금을 통한 기계적 매수 유입 역시 수요 기반을 다지고 있다. 8월 25일 기준 블룸버그 미국 회사채 지수(총액 7조 5,000억 달러) 내에서 아마존은 1,106억 달러로 지수의 1.5%, 오라클은 985억 달러로 1.3%를 차지하고 있다. 이는 각각 지수 내 5위와 6위에 해당하는 규모로 웰스파코, 씨티그룹, HSBC 등 대형 금융사의 비중을 상회한다. 참고로 6개 빅테크 기업의 지수 적격 발행 물량은 2023년 말 이후 2,860억 달러 증가하여 동 기간 지수 전체 증가분의 약 3분의 1을 차지했으며, 지수를 추종하는 자금은 이처럼 구성 종목의 변화에 따라 신규 발행 물량을 기계적으로 편입하게 된다. 지수 편입 외 구간에서도 대기 수요는 두텁다. 메타가 지난해 10월 데이터센터 투자를 위해 조달한 273억 달러 규모의 채권은 사모 형태로 발행되어 지수 산정에서 제외되었으나, 핼코가 약 180억 달러를 인수하고 블랙록과 주요 보험사 등이 잔여 물량을 소화한 것으로 파악된다. 포브스에 따르면, 해당 달을 벤치마크로 삼은 동종 구조의 사모 발행 물량은 이후 400억 달러를 넘었다.

전통적 매수 주체들의 보유 통계 역시 이러한 자산군 이동을 뒷받침한다. 연준 자금순환 데이터 기준 미국 생명보험사의 회사채 보유액은 지난 5년간 20% 증가해 3조 9,280억 달러에 이르렀고, 주정부 연금의 회사채 보유액은 같은 기간 49% 증가했다. 미국 확정급여형(DB) 연금의 운용 환경 변화 또한 이러한 수요를 반영하고 있다. 밀리먼 100 연금 적립 지수(Milliman 100 Pension Funding Index, PFI) 기준, 상위 100개 기업연금의 적립비율은 106% 안팎에서 개선되고 있다. 목표를 초과 달성한 연금들은 운용 성과를 고정하기 위해 주식 비중을 축소하고 장기 채권으로 자산을 이전하는 부채연계투자(LDI) 단계에 진입해 있다. 이 과정에서 집행되는 자금은 국채뿐만 아니라 장기 회사채와 스트립스(STRIPS)로 분산 유입되고 있으며, 30년과 40년, 나아가 100년 만기의 초장기 회사채 물량까지 시장에서 소화되고 있다.

반면, 미국 국채의 핵심 수요처였던 일본 생명보험사들은 반대 방향으로 움직이고 있다. 일본은행(BOJ)의 금리 인상으로 자국 초장기 국채 금리가 3%대 중후반까지 상승하면서, 환헤지 비용을 치른 미국 국채 대비 수익률 우위가 발생했다. 또한 주요 생보사들은 자국 초장기물의 금리 변동성을 경계하며 채권 매수 만기를 오히려 축소하고 있다. 결과적으로 초장기 듀레이션에 대한 전통적인 국채 매수 기반의 위축은 글로벌 채권 시장에서 공통적으로 관찰되는 현상이다.

국채의 상대 지위 변화는 가격 지표에도 반영되어 있다. 30년물 스왑 스프레드, 즉 스왑금리에서 국채금리를 뺀 값은 2008년 10월 처음 음전한 뒤 2015년 이후로는 단 하루도 플러스를 기록하지 못했고, 2021년 말 -45bp에서 2024년 말 -85bp까지 할인 폭을 키웠다(그림 7). 국채가 무위험 기준물이라는 지위에도 같은 만기의 금리스왑보다 높은 금리에 거래되는 상태가 10년 넘게 상시 지속된 것으로, 국채를 우선 보유해야 할 제도적 유인이 약해진 구조를 보여준다. 다만 국채에서 회사채로 옮겨간 이 새로운 수요는 할인율이 높을 때에만 움직이는 가격 민감 수요라는 점을 상기할 필요가 있다. 커버비율이 2월 5배 근처에서 7월 2배 미만으로 내려온 궤적과 20년 초과 구간 스프레드의 확대는 수요가 무한하지 않음을 보여주는 근거로 볼 수 있다.

그림 7. 30년물 스왑 스프레드(SOFR 기준)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

나아가 국채에서 회사채로의 이 대체 현상은 신용 위험 수용도와 투자 주체 측면에서 구조적 한계를 지닌다. 우선, 국채의 대안을 찾는 수요는 최상위 우량 신용에만 제한적으로 작용한다. 빅테크 6개사 중 유일하게 신용등급이 한 단계 낮은 오라클의 CDS 프리미엄만 상승한 점이 이를 뒷받침한다. 투자 주체의 층위 또한 뚜렷이 분리되어 있는 것으로 보인다. 장기 회사채와 장기 국채 ETF의 자금 유입은 2024년 이후 비슷한 규모로 유지되는 등, 개인 자금 단에서는 자산 간 이동이 관찰되지 않는다. 결과적으로 현재의 수급 재편은 시장 전반의 현상이 아니라, 최상위 신용등급을 대상으로 기관과 지수 층위에서만 작동하는 제한적 현상으로 판단한다.

이러한 한계는 신규 발행 물량이 투자자에게 배정되는 단계에서도 확인된다. 발행액의 다섯 배에 달하는 주문이 몰린 딜에서는 평균적으로 주문 금액의 20%도 배정받지 못하며, 관행상 배정은 앵커 투자자와 대형 실물자금이 우선된다. 여기에 메타의 사모 딜처럼 소수 기관이 물량을 나누는 구조까지 병행되면서, 그 밖의 투자자에게는 신규 물량이 사실상 돌아가지 않는다. 이러한 배정 구조를 감안하면, 빅테크 회사채의 부상이 국채 수요에 미치는 영향은 하나의 경로로만 설명되지 않는다. 가장 직접적인 경로는 배정을 받는 대형 실물자금의 선택으로, 이들이 한정된 듀레이션 예산을 국채 대신 회사채에 배분하면서 국채의 한계 수요가 그만큼 줄어든다. 두 번째는 지수를 통한 경로다. 빅테크 채권이 회사채 지수에 편입되면 물량을 배정받았는지와 무관하게, 지수를 추종하는 전 세계 자금의 포트폴리오에서 국채와 회사채의 구성이 자동으로 바뀐다. 마지막은 가격을 통한 경로로, 신규 물량을 전혀 받지 못하는 투자자라 하더라도 우량 듀레이션의 공급 확대가 시장 전체의 요구수익률을 끌어올리는 압력에서 벗어날 수 없어, 이미 보유한 국채의 가격 조건이 바뀌는 형태로 영향을 받게 된다.

수급 구조의 재편은 결국 한계 매수자의 성격 변화로 귀결된다. 현재 국채 시장에 남은 매수 주체는 빅테크 회사채라는 뚜렷한 대체재를 확보한 가격 민감 수요다. 한계 매수자가 가격에 민감해진 체제에서는 동일한 물량을 소화하는 데에도 더 높은 위험 보상이 요구될 수밖에 없다. 앞선 정성적 진단을 정량적으로 확인하기 위해 기간프리미엄 상승분을 요인별로 분해한 결과는 표 1과 같다. 2025년 연평균 대비 2026년 2분기 평균 기준 기간프리미엄 상승폭은 18bp다. 이 가운데 공급 수량 요인의 기여도는 0 이하에 그친다. 민간 흡수 총량이 정해진 만큼 선행 연구의 탄력성을 적용해도 유의미한 설명력이 도출되지 않으며, 발행이 늘어 금리가 올랐다는 통념이 적어도 듀레이션 공급 총량의 측면에서는 성립하지 않는다는 의미다.

표 1. 기간프리미엄 상승분의 요인별 분해(2025년 연평균 대비 2026년 2분기 평균, bp)

요인	기여(bp)	근거
기간프리미엄 상승분(합계)	+18	김-라이트 분기 평균 기준
공급 수량	0 이하	민간 흡수 TYE/GDP 정체, 선행 연구 탄력성(1%p당 3~6bp) 적용
흡수 주체의 이탈(연준, 외국인 비중 하락)	약 +6	당사 회귀: 외국인 비중 1%p 하락 시 +9.3bp
잔차(미래 공급 부담, 가격 결정 체제 변화)	약 +12 (2/3)	현재 보유 통계에 반영되지 않은 요인의 몫

자료: 연준, 재무부, 유안타증권 리서치센터

측정 가능한 수급 요인으로 설명되는 부분은 전통적 매수 주체의 이탈에서 확인된다. 연준과 외국인의 보유 비중 하락은 약 6bp를 설명하는데, 이는 10년에 걸쳐 진행된 구조적 변화로 기여의 방향은 뚜렷하지만 최근 1년의 급등에서 차지하는 부분은 3분의 1 수준에 머문다. 나머지는 이 두 측정 요인으로 설명되지 않는 잔차의 몫이다. 즉, 측정 가능한 현재의 수급만으로는 최근 상승의 대부분이 설명되지 않는다는 결론에 도달할 수 있다. 이 잔차는 현재의 보유 통계표에는 나타나지 않으나 시장을 구조적으로 압박하는 두 가지 핵심 요인을 포함하고 있다. 하나는 미래의 공급 부담 누적으로, 재무부의 만성적인 조달 격차와 기발행 국채의 만기 도래 집중이 예고하는 물량이다. 다른 하나는 가격 결정 체제의 변화로, 주식과 채권 수익률 간의 상관관계가 양(+)의 영역으로 전환된 것이다. 정리하면, 당장 수치로 잡히는 공급 총량은 정체되어 있더라도 예고된 공급 부담이 대기하고 있으며, 주식과 채권이 같은 방향으로 움직임에 따라 투자자들은 과거와 동일한 물량을 소화할 때조차 더 높은 위험 보상을 요구하게 된 것이다. 결국 금리 수준과 무관하게 국채를 매수하여 기간프리미엄을 낮추던 대형 수요가 축소되고, 수익률 보상이 충분히 높을 때만 제한적으로 매수에 나서는 수요가 그 자리를 대신하는 가운데, 시장은 현재의 공급 실추치보다 향후 쏟아질 공급 부담과 까다로워진 가격 결정 메커니즘을 금리에 선반영하게 된다.

V. 국채와 빅테크 회사채의 보유 손익 비교

III장과 IV장에서는 장기물의 공급이 재무부에서 빅테크로, 수요가 전통적 매수 기반에서 가격에 민감한 실물자금으로 옮겨 가는 구조적 교대를 실증했다. 이번에는 그 대체가 투자자에게 남기는 손익을 항목별로 측정한다. 분석 관점은 신규 물량을 실제로 배분받는 매수자, 즉 대형 실물자금의 포트폴리오 선택 문제에 집중된다. 비교 기준은 동일한 잔존만기의 국채를 보유할 때와 빅테크 회사채를 보유할 때 발생하는 수익률 격차이다. 국채 대신 회사채를 보유할 때 얻는 추가 보상과 포기하는 것을 항목별로 정리한 결과는 표 2와 같다.

표 2. 국채 vs 빅테크 회사채의 보유 손익 비교 (2026년 발행 기준, bp)

항목	최상위 신용 5개사	오라클 (BBB)	산출 근거
(+) 발행 초과 수익률(동일 만기 국채 대비)	+156 bp	+302 bp	2026년 발행분, 20년 초과 구간, 액면 가중
(-) 국채 특권의 기회비용	-	-	국채가 스왑 대비 68bp 높게 거래, 국채 특권 프리미엄 미반영
(-) 세제 격차(주 및 지방세 면제)	과세 65~70 bp / 면세 0 bp	동일	최고 주세율 13% × 5%대 수익률
(-) 규제자본과 담보 격차	3~5 bp	10 bp 초과	요구자본 0.3~0.5% 대 1% 초과 × 자기자본 요구수익률 10%
(=) 순이익 ① 면세 및 규제 중립 기관(연기금 등)	약 150 bp	약 290 bp	
(=) 순이익 ② 과세 및 규제 적용 투자자	약 80 bp	약 220 bp	
(-) 신용등급 한 단계의 대가	-	146 bp	5개사 대비 초과 수익률 격차 (전체 142 bp, 초장기 146 bp)
(=) 신용 대가를 제외한 순이익	① 150 bp / ② 80 bp	① 약 145 bp / ② 약 75 bp	신용 보상을 걷어내면 5개사 수준으로 수렴, 오라클의 프리미엄은 신용의 가격

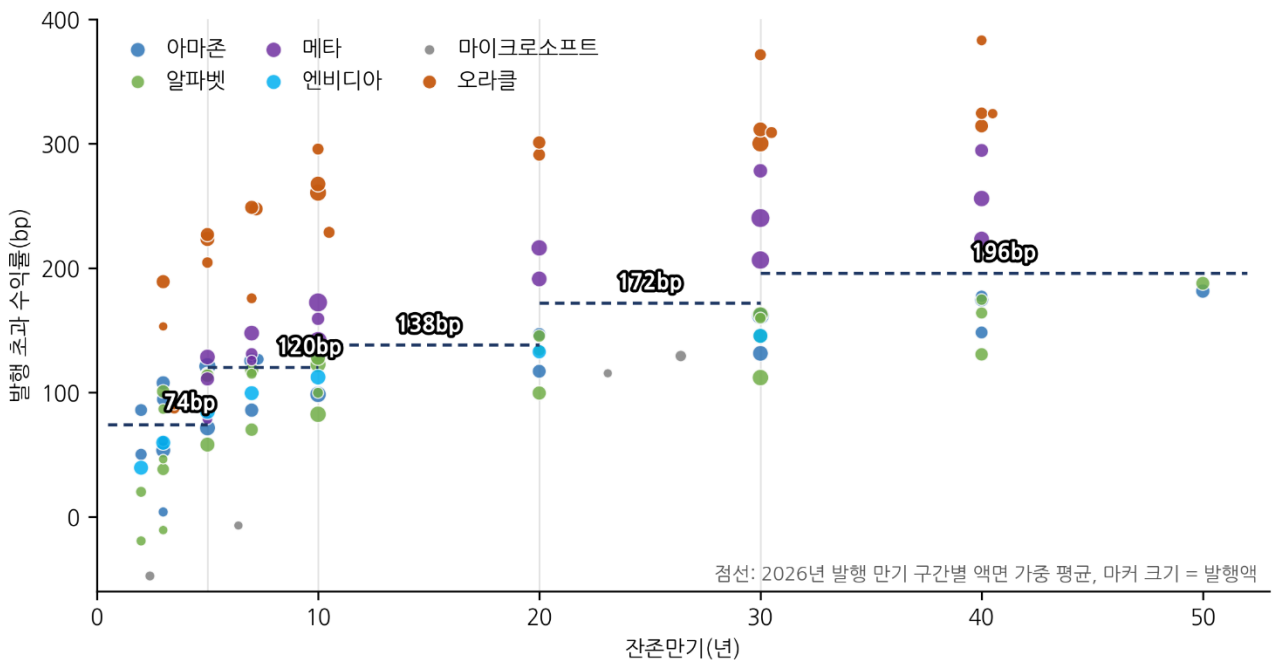
자료: Bloomberg, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 발행 초과 수익률은 발행 시점 수익률에서 동일한 시점과 동일한 잔존만기의 국채 금리를 차감(발행 후 45일 내 평가 표본).

국채 대비 초과 수익률의 실측치를 확보하기 위해, 당사는 빅테크 6개사의 2026년 발행 57건 전수(달러 표시)에 대해 각 채권의 발행 시점 수익률에서 동일한 시점과 동일한 잔존만기를 가진 국채 금리를 차감한 발행 초과 수익률을 산출했다(그림 8). 액면 가중 평균 초과 수익률은 137bp이며, 만기가 길어질수록 계단식으로 확대되어 1~5년 구간의 74bp에서 20~30년 구간 172bp, 30년 초과 구간 196bp에 이르는 것으로 확인되었다.

참고로 발행 규모가 2년 만에 10배로 급증했음에도 발행 초과 수익률은 2024년의 226bp에서 오히려 축소되어 왔다. 이는 매수 수요가 공급 확대 속도를 상회해 왔음을 보여주는 가격 측면의 증거로 볼 수 있다. 아울러 올해 발행된 91개 채권 가운데 78개가 발행 시점 대비 높은 금리에 거래되고 있는 현상을 감안할 때, 발행 시점 기준의 초과 수익률은 현재 유통시장에서 매수하는 투자자 기준으로는 보수적인 하한에 해당한다고 볼 수 있다.

그림 8. 빅테크 채권의 발행 시점 초과 수익률 분포(동일 만기 국채 대비, 2024~2026 년 발행분)



자료: Bloomberg, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 발행 후 45 일 내 평가 표본 106 건, Python matplotlib 활용 필자 직접 구성

초과 수익률을 국채 대비 순수한 이익으로 분해하기 위해서는 국채가 지닌 특권의 가격을 함께 살펴봐야 한다. IV장에서 확인한 대로 국채는 스왑 금리보다 오히려 68bp가량 높은 금리에 거래되고 있다. 국채 고유의 유동성과 담보 가치, 규제상 혜택인 이른바 국채 특권 (Treasury Privilege)이 현재 가격에는 거의 반영되어 있지 않은 상태임을 의미한다. 이 상태에서 회사채로 교체에 나서는 투자자가 포기하는 특권의 기회비용은 크지 않으며, 최상위 신용 5개사의 초장기 발행 초과 수익률 156bp는 대부분 실질적인 추가 보상으로 남는다. 물론 이 기회비용이 고정된 값은 아니다. 마이너스 스왑 스프레드가 축소되며 특권의 프리미엄이 회복하는 국면에서는 국채에서 회사채로의 포트폴리오 교체의 실익도 그만큼 줄어들게 된다.

여기에 두 가지 비용 항목이 추가로 차감되는데, 그 크기는 투자자가 어떤 세제와 규제를 적용받는지에 따라 달라진다. 첫째는 세제다. 국채 이자는 주와 지방정부 소득세가 면제되는 반면 회사채 이자는 과세 대상이어서, 고세율 지역의 과세 투자자에게는 최대 70bp 내외의 수익률 격차가 발생하지만 연금 등 면세 기관에는 해당하지 않는다. 둘째는 규제자본과 담보 인정 비율이다. 국채는 보험사 요구자본 산정에서 무위험 자산으로 분류되고 환매조건부 거래와 청산 담보에서 최소한의 할인율만 적용되는 반면, 회사채는 신용등급별로 자본이 부과되고 상대적으로 큰 폭의 담보 할인을 감수해야 한다. 현행 미국 보험 감독 기준으로 최상위 신용 회사채의 요구자본 0.3~0.5%에 자기자본 요구수익률 10%를 가정하면 3~5bp의 추가 자본비용에 해당하며, 오라클과 같은 BBB 등급은 요구자본이 1%를 넘어 국채와의 자본비용 격차가 10bp를 웃돈다. 결국 두 비용을 모두 부담하는 과세 대상이자 규제 적용을 받는 투자자는 초과 수익률의 상당 부분을 비용으로 잃는 반면, 연금처럼 세금과 규제자본 부담이 없는 기관은 초과 수익률을 거의 그대로 순이익으로 가져갈 수 있다.

비용 항목뿐 아니라 발행사 사이의 신용 차이 역시 초과 수익률에 그대로 반영되어 있다. 2026년 발행 기준 최상위 신용 5개사의 초과 수익률은 118bp인 반면 신용등급이 한 단계 낮은 오라클은 260bp로 집계되어, 142bp의 격차가 곧 등급 한 단계의 가격에 해당한다. 초장기 구간으로 가면 이 격차는 더욱 벌어져, 최상위 5개사가 156bp인 데 비해 오라클은 302bp에 이른다. 대체 수요가 최상위 우량 신용에만 머문다는 IV장의 진단이 발행 가격에 그대로 반영되어 있는 셈이다.

결국 자산 교체의 경제적 실익은 투자자 유형에 따라 뚜렷하게 엇갈린다. 세제와 규제 측면에서 중립적인 연기금과 일부 보험 계정에는 100bp를 웃도는 순이익이 남아 자산 교체의 유인이 뚜렷하다. 반면 과세와 규제자본 부담을 온전히 지는 투자자에게는 그 혜택이 80bp 안팎으로 얇아질 수밖에 없다. 앞선 IV장에서 확인한 수요의 이동이 연기금과 보험사를 중심으로 진행되는 현상은 이러한 손익 구조가 반영된 자연스러운 결과다. 다만 이러한 초과 수익을 누릴 수 있는 주체는 제한적이다. 추가적인 순이익은 신규 발행 물량에 대한 배분 우선순위가 높은 대형 실물 자금을 집중된다. 반대로 신규 물량에 접근하지 못하는 그 밖의 투자자들에게 작금의 수급 재편은 포트폴리오의 대안이 아니라, 기존에 보유한 국채의 요구수익률을 구조적으로 끌어올리는 거시적 가격 압력으로 작용하게 된다.

이상의 측정 결과가 시사하는 바는, 국채 수요의 구축 여부가 시장 환경에 따라 달라지는 조건부 현상이라는 점이다. 현재처럼 정책 경로에 대한 기대가 고정되어 금리의 수준이 투자 성과를 지배하는 체제에서는, 세제와 규제 비용을 차감하고 남은 순이익이 한계 매수자의 선택을 회사채 쪽으로 기울게 하며 국채 수요를 실질적으로 구축한다. 이는 앞선 IV장에서 진단한 가격 민감형 매수자로서의 수요 교체가 국채의 요구 보상 상승으로 이어지는 배경이기도 하다. 반면 실제 물가의 수렴 등으로 금리의 방향성이 하락 쪽으로 열리게 되면 자산 간의 상대적 우위는 역전된다. 듀레이션이 길고 중도상환 조항이 없는 국채는 금리 하락 국면의 자본이득과 볼록성 측면에서 우위에 있기 때문이다. 더욱이 통화 완화가 경기 둔화를 동반할 경우 크레딧 스프레드가 확대되면서 빅테크 회사채가 제공하던 초과 수익률 자체를 잠식할 수 있다.

정리하면 자산 교체에 따른 구축 효과는 항구적인 구조가 아니라 금리 수준이 지배하는 현재 체제가 만든 국면적 현상이며, 따라서 미국 국채의 매력 회복은 회사채 초과 수익률의 소멸보다는 금리 하락 경로가 본격적으로 열리는 시점에 가시화될 가능성이 높다.

VI. 수급 재편과 거시 변수 궤도가 결정짓는 거시경제 환경

앞선 V장의 분석은 국채 수요의 구축 현상이 지속될지 여부가 결국 금리 체제에 달려 있음을 보여준다. 이번에는 향후 이 체제를 결정할 변수들을 공급과 거시 경제 환경이라는 두 축으로 나누어 점검한다. 공급 측면에서는 재무부와 빅테크의 발행 일정을 살펴보고, 거시 경제 측면에서는 기대인플레이션의 수렴 여부와 실질금리의 레벨을 분석한다.

공급의 한 축인 재무부의 일정은 앞선 III장에서 살펴본 조달 격차의 해소 방식에 달려 있다. 시장에서는 해당 격차가 메워지더라도 차입 증액이 단기와 중기물에 집중되고 장기물 발행 동결 기조는 유지될 것으로 예상하고 있다. 아울러 8월 19일 발표로 두 배 규모로 확대된 장기물 바이백은 장기 구간의 순공급을 추가로 줄이는 요인이다. 다만 확대된 매입 규모를 듀레이션으로 환산하더라도 민간이 부담하는 10년물 환산 국채 공급(TYE)의 감소폭은 GDP 대비 0.5%p 안팎에 그치며, 선행 연구의 탄력성을 적용한 금리 인하 효과 역시 2~3bp 수준에 머문다는 것이 당사의 추정이다. 이번 매입 확대 일정은 차기 분기 국채발행계획(QRA)이 발표되는 11월 4일까지로 설정되어 있어, 해당 발표가 바이백의 지속 여부와 최종 규모를 확인할 핵심 분기점이 될 것으로 보인다. 반면 또 다른 축인 빅테크의 조달 규모는 뚜렷한 확장 국면에 진입하고 있다. 골드만삭스는 주요 5개사의 발행이 올해 약 2,500억 달러에서 내년 4,000억 달러로 늘어난다고 전망하고, JP모건은 내년 발행을 2,200억~3,000억 달러로 추정하고 있다. 재무부의 연간 조달 격차와 빅테크 발행이 처음으로 같은 자릿수에서 만나는 해가 2027년이다.

두 공급 일정의 조합이 민간의 듀레이션 소화에 미치는 영향을 표 3에 정리했다. 재무부가 조달 격차를 이표채(Coupon) 증액으로 메우고 빅테크 발행이 전망치대로 늘어나는 시나리오에서, 2027년 민간의 순 TYE(10년물 환산 공급) 증가는 1조 2,000억 달러 수준으로 GDP의 3.8%에 달한다. 반면 단기 국채(T-Bill) 위주의 조달과 빅테크의 발행 감소이 맞물리는 가장 보수적인 조합을 가정하더라도 그 규모는 8,000억 달러로 GDP의 2.6%를 하회하지 않는다. 선행 연구의 탄력성을 적용해 산출한 기간프리미엄 상승 압력은 시나리오 조합에 따라 8~23bp 범위로 추정된다. 결과적으로 어느 경로를 가정하더라도 시장에 쏟아지는 순공급 물량은 줄어들지 않는다. 이는 곧 기간프리미엄의 하방 경직성이 단순한 정책 경로 선택의 문제를 넘어 수급 자체의 구조적 현상임을 시사한다.

표 3. 2027년 민간 순 TYE 시나리오: 재무부 조달 방식 × 빅테크 발행 경로

재무부 조달 방식 × 빅테크 발행	지속(2027년 4,000억 달러)	감축(약 2,000억 달러)
쿠폰 증액(단기 및 중기 집중)	+\$1,205bn (GDP 3.8%) / 프리미엄 압력 +11~23bp	+\$1,010bn (3.2%) / +10~19bp
단기 국채 위주 조달(쿠폰 동결)	+\$1,014bn (3.2%) / +10~19bp	+\$819bn (2.6%) / +8~16bp

자료: 재무부, TBAC, 골드만삭스 등 마켓 컨센서스, 유안타증권 리서치센터

주: 국채 부문은 프라이머리 딜러 전망 중간값의 민간 순차입을, 빅테크 부문은 골드만삭스 전망(2027년 4,000억 달러)과 그 절반 경로를 당사 실적 환산 비율로 반영. 그 밖의 회사채와 MBS, 바이백에 대한 가정은 부록에 정리. 프리미엄 압력은 선행 연구의 탄력성(GDP 1%p 당 3~6bp)을 적용한 값.

거시 경제 측면의 첫 번째 변수는 기대인플레이션의 수렴이다. 5년 포워드 기대인플레이션은 2.32%, 연중 표준편차는 7bp 수준으로 장기 인플레이션 기대의 앵커 자체는 견고하게 유지되고 있다. 문제는 실제 물가의 정체 기조다. 근원 PCE 물가상승률은 5월 3.4%에서 6월과 7월 연속 3.3%를 기록하며 둔화세가 멈췄고, 그 사이 주식과 채권 수익률 간 90일 상관계수는 +0.53까지 상승해 연중 최고치에 도달했다.

장기 기대가 안정되어 있음에도 상관계수가 양(+)의 영역에 머무는 것은, 시장의 경계감이 기대의 수준이 아니라 실제 물가가 그 기대치로 수렴해 가는 속도에 쏠려 있음을 보여준다. 물가의 수렴 경로에 대한 신뢰가 형성되는 순간 개별 물가 지표의 서프라이즈는 일시적 노이즈로 해석될 수 있다. 이에 따라 채권 금리의 물가 민감도가 낮아지고, 자산 가격의 프라이싱을 주도하는 변수가 공급 및 인플레이션 충격에서 주요 충격으로 전환되면서 주식과 채권의 상관계수 역시 음(-)의 영역으로 복귀할 수 있게 된다. 인플레이션과 실질금리가 주식과 채권의 상관성을 결정하는 핵심 변수이며, 양(+)의 상관계수가 채권 위험 프리미엄 상승과 직결된다는 점은 Campbell, Pflueger and Viceira(2025) 등 다수의 실증 연구에서도 확인된다.

이는 단순한 자산 배분 지표의 정상화를 넘어, 거시경제적으로 중요한 시사점을 갖는다. 무엇보다 연준이 물가 제약에서 벗어나 경기 하방 위험에 대응할 수 있는 통화정책의 자유도를 회복함을 의미한다. 나아가 기업의 장기 자본조달 여건이 개선된다. 금리 변동성과 기간프리미엄의 확대가 장기 조달의 불확실성 비용을 키우는 국면에서는 기업의 발행 만기가 단축되며, 앞서 III장에서 확인한 빅테크의 조달 듀레이션 축소(11.3년에서 8.4년)가 이를 방증한다. 물가 수렴의 안착은 이러한 불확실성 비용을 낮춰 설비투자(CapEx) 자금 조달의 장기 안정화를 유도할 수 있다.

아울러 재무부 국채 발행에 따른 민간 구축 압력 역시 순환적으로 완화될 수 있으며, 상관계수의 음(-) 전환은 멀티에셋 펀드와 연기금의 구조적 채권 수요를 복원시키는 수요 측면의 경로로도 작동한다. 결국 IV장의 분해 잔차 가운데 가격 결정 체제 요인이 정상화되는 핵심 전제 조건은 바로 실제 물가가 목표 수준으로 수렴하는 궤도의 안착이며, 이는 곧 거시경제의 작동 원리가 제자리를 찾는 중요한 출발점이다. 물가 안착과 함께 상관계수의 음(-) 전환, 기간프리미엄의 하락, 그리고 재정 지표의 개선이 동시에 진행되었던 1990년대 후반은 이러한 거시적 균형이 실재했음을 보여주는 선례다.

거시 경제 측면의 두 번째 변수는 실질금리의 레벨이다. 정책금리에서 근원 PCE 물가상승률을 차감한 실질 정책금리는 +0.3%p로 양(+)의 영역에 있으며, 10년물 실질금리 역시 2.3%대로 통상적인 중립 실질금리 추정 범위(0.7~1.2%)를 130bp 가량 웃돌고 있다. 이는 연준의 정책금리 인하 여력 자체가 충분함을 시사한다. 다만 인하 여력이 존재하는 것과 정책적 유효성은 구분해야 한다. 인플레이션 기대의 앵커가 유지되는 환경에서 단행되는 금리 인하는 실질금리의 하락으로 그대로 전달되어 실물 경기와 국채 가격에 완충력을 제공한다. 반면, 인플레이션 기대의 앵커가 흔들리는 조건에서는 동일한 금리 인하라도 기대인플레이션의 상승으로 전가되어 실질금리를 낮추지 못하고, 오히려 기간프리미엄 상승과 통화 가치 약세 압력으로 분출될 수 있다. 결과적으로 실질금리 레벨의 유효성은 기대인플레이션의 수렴을 전제로 한다.

인플레이션 기대가 안착된 상태에서 실질금리의 하락은 단순한 포트폴리오의 성과 회복을 넘어, 거시경제 전반에 새로운 활로를 제공할 수 있다.

첫째, 수익률 곡선 기울기의 성격이 전환된다. 현재 곡선은 기간프리미엄이 장기 금리를 밀어 올린 결과(Bear Steepening)로, 은행권에 마진을 제공하는 대신 보유 채권의 평가손실과 금리 변동성 부담을 함께 지운다. 반면 실제 물가 수렴 이후의 기울기는 단기금리 하락이 주도하는 형태(Bull Steepening)로 재편되어, 조달비용의 하락과 안정적인 예대 마진이 결합하며 은행권의 금융 중개와 신용 창출 경로가 복원될 수 있다.

둘째, 경제성장을 대비 실질 조달비용($r-g$)이 낮아지면서 제어가 어려웠던 국가 채무의 팽창 궤도가 완만해지고, 거시적 차원의 재정 지속가능성 확보로 이어진다. 이는 기간프리미엄 상승이 이자비용과 미래 공급 우려를 키우고 이것이 다시 기간프리미엄 상승을 자극하는 악순환 고리를 끊고 정상 국면으로 되돌리는 전환점이 된다. 미래 공급 요인의 완화가 기간프리미엄을 추가로 낮추는 선순환으로 작용하는 것이다.

셋째, 미국 실질금리의 하향 안정화는 글로벌 강달러 압력을 구조적으로 제어함으로써, 중앙은행들이 외부 제약 없이 내수 경기에 집중할 수 있는 통화정책 독립성을 확보할 수 있다. 나아가 이러한 달러 압력 완화는 신흥국(EM) 위험자산의 투자 심리와 수급을 개선하는 경로로 확장된다. 미국 실질금리가 글로벌 위험자산의 공통 할인율로 작용한다는 점에서 신흥국 주식의 요구수익률이 낮아지고, 달러 표시 부채의 상환 부담 경감이 신흥국 국가 및 기업의 신용 위험을 낮춰주기 때문이다. 이는 미국의 통화 여건과 달러화의 향방이 글로벌 위험 선호를 동기화시킨다는 Rey(2013)의 글로벌 금융 사이클(Global Financial Cycle) 논의가 시사하듯, 포트폴리오 자금의 신흥국 유입 재개를 이끌어낼 수 있다. 다만 이러한 자금 유입 경로는 실질금리 하락의 성격(물가 안정에 따른 자연스러운 인하인지, 혹은 경기 침체 우려에 따른 방어적 하락인지)에 따라 그 발현 여부가 좌우된다.

당사가 2003년 이후의 월간 자료를 바탕으로 10년물 실질금리가 10bp 이상 하락한 88개월을 기대인플레이션의 방향에 따라 분해한 결과(표 4), 자산 시장의 반응은 뚜렷한 차별화 양상을 띤다. 기대인플레이션이 함께 상승한 33개월, 즉 성장 기대가 살아있는 리플레이션 국면에서는 달러지수가 월평균 1.0% 약세를 보이고 신흥국 주식 변동성이 2.8p 하락했다. 기대가 정체된 24개월에서도 방향성은 동일했으나 반응 폭은 제한적이었다.

반면, 기대인플레이션이 급락한 31개월의 경우 실질금리 하락 폭이 유사했음에도 불구하고 달러화는 보합에 머물렀으며 신흥국 주식 변동성은 오히려 3.0p 상승했다. 결과적으로 위험자산에 우호적인 실질금리 하락의 조건은 단순한 물가 둔화가 아니라 인플레이션 기대의 붕괴를 방어하는 것, 즉 실물 경기와 성장 기대가 온전히 유지되는 것임을 실증분석을 통해 확인하였다.

표 4. 실질금리 하락 국면의 기대인플레이션 방향별 자산 반응(2003년 2월 이후 월간, 각 국면의 월평균 변화)

구분	표본 (월)	실질금리 (bp)	기대인플레이션 (bp)	달러지수 (%)	원/달러 (%)	코스피 (%)	S&P500 (%)	나스닥 (%)	신흥국 변동성(p)
인플레이션 기대 상승 (리플레이션, $\Delta BEI > +5bp$)	33	-23	+18	-0.97	-1.58	+3.38	+3.21	+4.31	-2.8
인플레이션 기대 정체 ($ \Delta BEI \leq 5bp$)	24	-21	+0	-0.55	-0.44	+0.13	-0.40	-0.34	+0.5
인플레이션 기대 급락 (디플레이션 우려, $\Delta BEI < -5bp$)	31	-24	-15	-0.15	+0.20	+0.28	-0.49	-0.28	+3.0

자료: FRED, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 실질금리는 10년물 TIPS, 기대인플레이션은 10년물 BEI의 월간 변화, 신흥국 변동성은 CBOE 신흥국 ETF 변동성지수(2011년 3월 이후)

동일한 구분을 한국과 미국 시장에 적용하면 대비는 더욱 뚜렷하다. 기대인플레이션이 유지되거나 상승한 실질금리 하락 국면에서 원/달러 환율은 월평균 1.1% 하락해 원화가 강세를 보였고, 코스피는 2.0%, S&P500은 1.7%, 나스닥은 2.4% 상승했다. 반면 기대인플레이션이 급락한 국면에서는 글로벌 달러지수가 보합에 머문 가운데서도 원화가 약세로 반전했고, 코스피는 보합에 그쳤으며 S&P500과 나스닥은 하락했다.

리플레이션 국면만 보면 나스닥 지수의 월평균 상승률이 4.3%에 달하는데, 실질금리 민감도가 높은 자산에서 격차가 가장 크게 나타난 점은 이 채널이 할인율 경로를 통해 작동함을 뒷받침한다. 2017년(코스피 +22%, 원/달러 -11%)과 2020년 하반기(코스피 +42%, 원/달러 -12%)가 전자의 대표적 선례이며, 2011년 유럽 재정위기(코스피 -16%, 원/달러 +11%)와 2015년 말의 디플레이션 우려 국면이 후자의 역사적 궤적이다. 따라서 향후 통화정책 완화 국면이 물가 수렴과 성장 기대 유지를 동반하는 연착륙 시나리오로 전개될 경우 원화 강세와 코스피 및 나스닥 지수의 동반 상승, 신흥국 투자 심리의 개선이 나타날 수 있다. 반면 성장 둔화 우려가 이끄는 방어적 성격의 실질금리 하락이라면, 동일한 폭의 금리 인하에도 원화 약세와 주가 조정이 뒤따를 수 있다.

코스피를 섹터별로 나누어 보면 이러한 채널의 성격은 더욱 분명해진다(표 5). 2005년 이후 자료에서 기대인플레이션 유지 및 상승 국면과 기대 급락 국면 간의 수익률 격차가 가장 큰 섹터는 디스플레이와 에너지, 조선, 비철금속, 기계 등 경기 민감 소재 및 산업재와 증권으로 월평균 3~5%p에 이른다. 반면 건강관리와 IT 하드웨어 등 성장 섹터의 격차는 1%p 안팎에 그친다. 이러한 섹터 구성은 한국 증시에서 실질금리 하락이 전달되는 경로가 미국과 다르다는 점을 시사한다. 미국에서는 실질금리 민감도가 나스닥에 집중되는 반면, 한국에서는 달러 약세가 열어주는 글로벌 교역과 경기 회복 경로로 전달되고 있으며, 이 우위는 특히 성장 기대가 회복되는 리플레이션 국면이 주도한다.

표 5. 코스피 섹터별 반응: 기대인플레이션 유지 및 상승 국면 vs 기대인플레이션 급락 국면(2005 년 이후 월간, 월평균 수익률, %)

섹터	기대인플레이션 유지 +기대인플레이션 상승 국면	기대인플레이션 급락 국면	격차(%p)	기대인플레이션 유지 +기대인플레이션 상승 국면 코스피 대비 초과(%p)
디스플레이	+3.43	-1.74	+5.17	+1.25
에너지	+3.42	-1.63	+5.05	+1.24
조선	+3.53	-1.04	+4.58	+1.35
비철, 목재 등	+4.13	+0.38	+3.76	+1.95
기계	+4.47	+0.85	+3.62	+2.29
상사, 자본재	+2.84	-0.63	+3.47	+0.66
증권	+3.02	-0.30	+3.33	+0.84
화학	+4.42	+1.23	+3.19	+2.24
소프트웨어	+3.71	+0.58	+3.13	+1.52
건설, 건축관련	+3.31	+0.42	+2.88	+1.12
통신서비스	+1.39	-1.40	+2.79	-0.79
반도체	+2.59	-0.19	+2.78	+0.41
은행	+1.35	-1.40	+2.75	-0.83
미디어, 교육	+1.60	-1.12	+2.72	-0.58
유틸리티	+1.55	-1.17	+2.72	-0.63
철강	+2.96	+0.34	+2.62	+0.78
IT가전	+2.68	+0.44	+2.23	+0.50
보험	+0.91	-0.97	+1.88	-1.28
자동차	+1.39	-0.31	+1.70	-0.79
필수소비재	+1.51	+0.11	+1.40	-0.67
IT하드웨어	+2.52	+1.25	+1.27	+0.34
건강관리	+2.29	+1.40	+0.89	+0.11
소매(유통)	+0.17	-0.69	+0.87	-2.01
호텔, 레저서비스	+0.89	+0.10	+0.79	-1.29
운송	+1.88	+1.36	+0.52	-0.30
화장품, 의류, 완구	+1.66	+1.23	+0.43	-0.52

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

주: 격차는 기대 유지 및 상승 국면(50 개월)의 월평균 수익률에서 기대 급락 국면(28 개월)의 월평균 수익률을 뺀 값. 코스피 전체는 +2.2% 대 +0.1%, 외국인 순매수는 월평균 +400 억 원 대 -1 조 4,500 억 원.

자본 흐름 경로에서도 뚜렷한 대비가 확인된다. 외국인의 코스피 수급은 기대가 유지 및 상승한 실질금리 하락 월에 월평균 400억 원 순매수로 전환한 반면, 기대가 급락한 월에는 1조 4,500억 원의 순매도를 기록했다. 섹터별로는 반도체로의 유입 격차가 가장 컸다. 외국인 자금의 순매수 전환이 해당 채널의 핵심 통로라는 점에서, 향후 연착륙형 완화 국면에서는 경기 민감 대형 수출주와 반도체로의 외국인 유입이 코스피 상승을 견인할 가능성이 높다.

다만 통신과 유틸리티 등 방어 섹터가 기대 급락 국면에서도 하락하여 절대적인 방어력은 확인되지 않았고 지수 대비 상대 열위만 관찰된다는 점에서, 이들 섹터를 하락 국면의 피난처로 기대하기는 어렵다. 성장 둔화 우려에 따른 실질금리 하락 국면에서는 달러화가 안전자산 수요로 오히려 강세를 보여 위험자산이 할인율 하락의 수혜를 누리지 못한다. 따라서 이 경로 역시 첫 번째 거시 변수인 물가 수렴의 안착과 그 수렴이 성장 기대의 훼손 없이 진행된다는 조건이 전제되어야 한다.

결국 미국 국채 매력의 진정한 회복은 단순한 자산 가격의 상승이 아니라, 글로벌 거시경제의 작동 원리와 자본 배분 기능이 정상화됨을 의미한다. 이러한 회복 국면으로의 진입 여부는 시장 지표에서도 점검할 수 있다. 우선 30년물 스왑 스프레드의 마이너스 폭이 좁혀지는지가 관건이다. 국채가 같은 만기 금리스왑보다 높은 금리에 거래되는 폭이 줄어든다는 것은 V장에서 언급한 국채 특권(Treasury Privilege)에 대한 수요, 즉 담보와 헤지 목적의 보유 유인이 되살아난다는 신호이며, 8월 말 -73.5bp에서 -68.4bp로 좁혀진 최근의 움직임이 그 초기 형태일 가능성이 있다. 여기에 주식과 채권 수익률 간 90일 상관관계수가 연중 최고치인 +0.53에서 하락 전환해 0선을 하향 이탈하는 흐름까지 확인된다면, 가격 결정 체제의 교대가 본격적으로 진행되고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

지난주 있었던 7월 PCE 발표와 잭슨홀 미팅은 앞서 제시한 거시 경제 조건의 현재 위치를 확인시켜 주었다. 7월 근원 PCE 물가상승률의 정체는 실제 물가의 수렴 증거가 아직 충분히 확보되지 않았음을 방증한다. 잭슨홀 미팅 연설에서 케빈 워시 연준 의장은 시장의 중립적 기대와 달리 선명한 물가 안정 우선 기조를 피력했다. 여름철 물가 지표의 부분적 개선이 기저 물가 추세의 실질적 안정을 담보하지 않는다고 평가했으며, 인플레이션이 목표치를 향해 확고한 속도로 움직인다는 확신이 없다면 추가적인 정책 대응에 나설 가능성마저 열어두었다. 아울러 2% 물가 목표치가 결코 타협할 수 없는 확고한 기준임을 재확인하는 한편, 공식적인 포워드 가이드의 제시는 유보했다. 그러나 물가 둔화 신호에는 매우 엄격한 증거(확고한 수렴 속도)를 요구하면서도 추가 긴축의 가능성은 쉽게 열어두었다는 점에서, 사실상 긴축 방향으로 편향된 비대칭적 반응함수를 시사했다고 판단한다. 한편 대차대조표 정책에 대해서는 근시일의 정책 수단이 아니라는 입장을 밝히, 연준의 장기 구간 흡수 기능이 당분간 복원되기 어렵다는 기존 당사의 의견 역시 재확인되었다.

연설 직후 시장 금리가 상승 반응한 것(8월 28일 2년물 +15bp, 30년물 +2bp)에서 알 수 있듯 단기적으로는 긴축에 대한 부담이 가중되었으나, 물가 수렴에 대한 신뢰 측면에서는 인플레이션 기대의 앵커를 사수하겠다는 연준의 강력한 의지 표명으로 해석할 수 있다. 현재의 물가 안정 최우선 기조가 인플레이션 앵커를 성공적으로 방어해 낼수록, 향후 통화 완화 국면에서 금리 인하가 실질금리의 하락으로 그대로 전가될 여지, 즉 정책 여력의 유효성은 더욱 극대화될 것이다.

Ⅶ. 결론: 국채 매력 회복의 조건과 거시경제적 함의

이상의 분석은 세 가지 결론으로 요약해 볼 수 있다.

- 1) 올해 장기 금리를 밀어 올린 핵심 동인은 단순한 공급 총량의 증가라기보다는 공급자와 수요자가 함께 교대되는 수급 구조의 재편으로 해석할 수 있으며, 기간프리미엄의 상승은 이러한 재편 과정에서 시장이 요구하는 위험 보상의 성격을 띤다.
- 2) 빅테크 회사채의 국채 대체 현상은 금리 수준이 지배하는 현 체제에서 성립하는 조건부 구축 효과로 볼 수 있으며, 경기 하강 국면에서 가치가 상승하는 헤지 자산의 본원적 기능까지 온전히 대체하기는 어려워 보인다. 발행과 신용 자체가 AI 투자 사이클의 함수로 작용하는 자산은 해당 사이클의 하강 압력을 스스로 방어하는 데 구조적인 한계를 지닐 수밖에 없기 때문이다.
- 3) 국채 매력의 정상화는 단순한 금리 수준의 하향 안정이라기보다는 자산 간 공분산의 정상화 과정으로 이해할 수 있다. 실제 물가의 수렴이 신뢰를 얻어 주식과 채권의 상관관계수가 음(-)의 영역으로 복귀하고 실질금리의 인하 여력이 유효해질 때, 국채는 과거보다 높아진 프리미엄 구조 위에서 수익률 자산이 아닌 전통적인 헤지 자산으로서의 지위를 점진적으로 회복해 나갈 수 있을 것으로 판단된다.

앞선 결론을 VI장의 실증 분석(표 4, 표 5)과 결합하면, 이를 세 가지 거시경제적 명제로 정리해 볼 수 있다.

첫째, 금리 하락의 성격이 자산 시장의 반응을 좌우한다는 점이다. 동일한 폭의 실질금리 하락이 나타나더라도 물가 기대와 성장 기대가 유지되는 하락과 두 기대가 함께 무너지는 하락은 상반된 결과를 도출하는 경향을 보인다. 전자에서는 글로벌 달러화가 약세를 보이고 위험자산 및 신흥국 통화가 강세를 띠는 반면, 후자에서는 달러화가 안전자산 수요에 힘입어 지지력을 보이고 위험자산이 조정을 겪는 양상을 띤다. 이는 통화정책의 완화 효과가 실물 경기와 자산 시장에 우호적으로 전달되기 위한 조건과 미국 국채가 전통적인 헤지 자산으로 복귀하기 위한 조건이 본질적으로 동일한 궤적에 있음을 시사한다. 두 조건 모두 수요 충격이 가격 변수를 지배하는 체제, 즉 물가 수렴 궤도가 성장 기대의 훼손 없이 진행된다는 시장의 신뢰가 전제될 때 성립할 수 있다. 현재 연준이 물가 안정 우선 기조를 통해 기대인플레이션의 앵커를 방어하는 행보는 단기적으로 시장에 긴축 부담을 가중시키지만, 궁극적으로는 이러한 거시경제 정상화 체제로 이행하기 위한 필수적인 경로로 작용할 가능성이 높다.

둘째, 실질금리 하락의 전달 경로는 국가별로 차별화되어 나타난다. 미국 시장에서는 실질금리 하락의 수혜가 듀레이션이 긴 성장 자산에 집중되며 할인을 경로가 주로 작동하는 반면, 한국을 비롯한 신흥국에서는 달러화 약세가 열어주는 글로벌 교역 및 경기 회복, 그리고 외국인 자금 유입이라는 대외 경로의 영향력이 더욱 크게 관찰된다. 미국의 통화 여건과 달러화의 방향성이 글로벌 위험 선호를 동기화시킨다는 글로벌 금융 사이클의 논리는 이러한 비대칭성의 근거로 해석할 수 있으며, 한국의 통화정책과 자산 시장에는 미국 실질금리 하락의 성격이 핵심적인 외생 변수로 작용함을 시사한다. 따라서 한국 시장의 관점에서 향후 전개될 통화 완화 사이클의 성과를 가능할 핵심은 단순한 미국의 금리 인하 폭이 아니라, 금리 인하가 어떠한 거시적 맥락과 성격을 띠고 진행되는지에 달려 있다고 판단한다.

셋째, 재정과 통화, 그리고 안전자산 간의 순환 고리는 실제 물가의 수렴이라는 핵심 변수를 기점으로 그 방향성이 전환될 수 있음을 시사한다. 기간프리미엄의 상승은 이자비용과 조달 격차를 확대시키며, 이는 다시 미래 공급에 대한 우려로 이어져 프리미엄에 추가적인 상방 압력을 가하는 구조를 형성해 왔다. 앞서 IV장의 분해 모형에서 확인된 잔차의 두 축, 즉 미래 공급 부담과 가격 결정 체제의 변화는 이처럼 유기적으로 맞물려 작동하는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 실제 물가의 수렴 궤도가 시장의 신뢰를 확보할 경우, 이러한 악순환의 고리는 선순환으로 전환될 동력을 얻게 된다. 실질 조달비용이 경제성장을 아래로 안정화되면서 거시적 차원의 재정 지속가능성이 개선될 여지가 생기며, 이는 미래 공급 우려 완화 및 프리미엄의 추가 하락으로 이어져 미국 국채가 고유의 헤지 기능과 안전자산으로서의 지위를 회복하는 기반을 제공할 수 있다. 결국 이러한 국면 전환은 단순한 자산 가격의 회복을 넘어, 통화정책의 자유도, 기업의 장기 자본조달 여건, 그리고 은행의 신용 창출 경로가 제자리를 찾는 등 거시경제 전반의 작동 원리가 점진적으로 복원됨을 시사하는 것으로 풀이할 수 있다.

앞서 도출한 세 가지 명제가 주요 자산군별로 갖는 거시적 함의는 다음과 같이 요약해 볼 수 있다.

국채의 경우, 프리미엄이 수급 흡수 구조의 한계로 인해 높게 고정된 상태에서는 경기 둔화 국면에 열리는 금리 하락 경로가 정책 기대 하나에 국한될 가능성이 높다. 이로 인해 금리 하락의 무게가 단기 구간에 집중되고 장기물의 하락 폭은 과거 사이클 대비 낮아지면서, 경기 방어 수단으로서의 성과가 일정 부분 제약될 여지가 있다. 다만 이러한 제약은 VI장의 두 가지 조건이 충족되기 전까지 관찰되는 과도기적 현상으로 이해할 수 있다. 향후 물가 수렴에 대한 시장의 신뢰가 확보되는 국면에서는 자산 간 상관계수의 음(-) 전환과 실질금리 하락이 맞물리며 장기 국채 고유의 헤지 기능과 가격 완충력이 점진적으로 복원될 것으로 기대된다. 특히 신규 회사채 물량 확보에 제약이 있는 투자자 일수록 이러한 변화는 단순한 선택의 문제가 아닌, 보유 포트폴리오의 기반 조건이 바뀌는 핵심 변수로 작용할 것으로 판단된다.

크레딧 자산의 경우, 올해 관찰된 가격 조정이 신용 스프레드의 확대가 아닌 금리 레벨 자체의 상승에서 기인했다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 현재 회사채 시장이 직면한 핵심 위험이 신용 리스크가 아니라 듀레이션 리스크에 집중되어 있음을 시사한다. 최상위 신용 등급을 보유한 우량 기업들이 안전 장기물의 공급자 지위를 분담하는 현재 구조 하에서, 초장기 회사채의 상대적 매력도는 발행자의 펀더멘털보다는 국채 장기 구간의 방향성에 상당 부분 연동되는 경향을 보인다. 따라서 오라클과 같이 등급이 한 단계 낮은 발행자의 스프레드 움직임은 우량채 대체 수요의 실질적인 경계선이 어디에 위치해 있는지를 가늠할 수 있는 유효한 관찰 지표로 활용해 볼 수 있다.

실물 대체 자산의 경우, 기간프리미엄이 시장의 요구 보상으로서 높게 유지되는 환경 하에서는 동일한 수준의 통화 완화 기대라도 공급 부담과 프리미엄 상승 압력에서 자유로운 실물 안전자산의 가격 경로로 더욱 직접적으로 반영되는 경향이 짙다. 이는 기존 채권 포트폴리오의 방어적 기능을 보완하고자 하는 대체 수요가 꾸준히 유지될 수 있는 거시적 환경을 의미한다. 나아가 미국 재무부의 시장 개입을 둘러싼 최근의 논쟁이나 30년 만에 재개된 미국 당국의 엔화 매입 개입 사례 등은, 이러한 거시 정책의 기초가 단순한 채권 시장을 넘어 통화 영역 전반으로 파급되고 있음을 엿볼 수 있는 대목이다.

미국 재무부가 비워둔 장기물 만기의 공백을 빅테크 기업들이 채우기 시작하는 구조적 교대가 진행 중이다. **그러나 이 과정에서 채워지는 것은 상대적으로 높은 수익률의 영역일 뿐, 시장이 본원적으로 요구하는 헤지 자산의 역할은 여전히 비어 있다.** 실제 물가의 수렴 궤도가 성장 기대의 훼손 없이 온전하게 시장의 신뢰를 확보하는 순간, 바로 그 빈자리가 미국 국채가 고유의 지위를 되찾을 거시적 균형점일 것이다. 아울러 그 시점이 곧 통화 완화의 효과가 한국의 위험자산과 원화 가치에 우호적인 경로로 전달되기 시작하는 진정한 전환점이 될 것으로 판단한다.

Appendix. 분석 방법과 데이터

1. 기간프리미엄 추정 및 10년물 증가(TYE) 산출

- 기간프리미엄 추정: ACM 모형(Adrian, Crump and Moench, 2013) 적용. 재무부 고시 만기별 금리를 단조 스플라인으로 1~120개월 커브로 확장해 입력(일간 추정치는 1993년부터 산출).
- 기준일: 본문의 기간프리미엄 수치는 8월 21일 추정 기준(방법 고정). 이후 재추정은 변화 방향 확인용으로만 사용.
- 모형 간 정합성: 김-라이트 추정치와의 월간 상관은 0.87. 두 모형의 수준 차이는 모형 계열 간 알려진 고유한 차이로, 변화 방향 해석에는 영향 없음.
- 10년물 증가(TYE) 산출: 보유 잔액 또는 발행액에 듀레이션을 곱하고 10년물 듀레이션 8.5년으로 나누어 산출.
- 민간 흡수 총량: 민간 보유 연방부채, 비금융 회사채 잔액, 기관 주택저당증권(연준 보유분 제외)의 합산.
- 기준 적용: 실효 기준은 블룸버그 회사채 지수와 국제 지수의 실측 듀레이션, 수량 기준은 고정 듀레이션을 적용.

2. 빅테크 발행 분석 및 공급 수량 탄력성

- 빅테크(6개사) 발행 분석: 달러 표시 채권 전수 대상. 쿠폰과 만기에서 건별 수정듀레이션을 근사해 가중.
- 수량 탄력성 추정치: Li and Wei(2013), Bonis, Ihrig and Wei(2017) 등 국제 공급 문헌의 추정 범위 적용(TYE가 GDP 대비 1%p 변할 때 3~6bp). 중심 추정치는 1%p당 4~5bp 내외이며, 3~6bp는 관련 이벤트 연구의 하단과 상단을 포괄한 범위.
- 방법론 한계: 매수 기반 효과는 2015년 이후 분기 자료의 수준 회귀로 추정. 시계열 회귀에서 공급 수량 계수는 위기 국면의 동시성으로 식별되지 않아 문헌 값으로 대체.

3. 거시 지표 및 시나리오(표 3) 전제 조건

- 주식-채권 상관계수: S&P500 일간 수익률과 10년 국채 금리 일간 변화의 부호 반전값 간 90일 이동 상관으로 산출.
- 국채 부문 시나리오(표 3): 프라이머리 달러 전망 중간값의 민간 순차입 적용. 쿠폰 증액 조합에 1,900억 달러 가산, 바이백은 9월 9일 이후 확대 페이스의 연장 가정.
- 빅테크 부문 시나리오(표 3): 마켓 전망(골드만삭스 등 글로벌 IB)과 그 절반 경로를 당사 실측 환산 배율 1.0으로 반영.
- 국채 특권 기회비용: 30년물 스왑 스프레드(SOFR 기준, 8월 26일 종가) 참고. 마이너스 스프레드는 국채 금리가 스왑 금리를 상회함을 의미하며, 현재는 기회비용을 낮게 판단.

4. 실증 분석 국면 분류 및 대체 실익(초과 수익률) 계산

- 국면 분류(표 4): 2003년 2월 이후 월간 자료에서 10년물 실질금리가 10bp 이상 하락한 88개월을 기대인플레이션의 월간 변화($\pm 5\text{bp}$) 기준으로 상승, 정체, 급락 국면으로 분류해 각 국면의 자산 반응을 평균.
- 국면 분류(표 5): 위와 같은 분류를 KRX 업종지수와 외국인 순매수 자료의 가용 기간(2005년 이후, 각각 50개월과 28개월)에 적용.
- 초과 수익률 산출 식: 액면 가중 적용. 각 채권 발행 시점 수익률에서 같은 날짜의 국채 금리를 잔존만기에 맞춰 보간한 값을 차감해 산출.
- 표본 통제 및 해석 한계: 발행 후 45일 이내에 평가된 채권만을 표본으로 하며, 오래전 평가가 갱신되지 않은 기발행 채권은 표본 제외. 유통시장의 발행 대비 약세를 감안하면 산출된 초과 수익률은 현재 매수 기준의 하한에 해당.

5. 참고문헌

- Adrian, Crump and Moench(2013), "Pricing the Term Structure with Linear Regressions"
- Li and Wei(2013), "Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs"
- Bonis, Ihrig and Wei(2017), "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-Term Interest Rates"
- Greenwood, Hanson and Stein(2010), "A Gap-Filling Theory of Corporate Debt Maturity Choice"
- Campbell, Pflueger and Viceira(2025), "Inflation and the Stock-Bond Correlation"
- Rey(2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence"
- Miranda-Agrippino and Rey(2020), "U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle"

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.