

글로벌 전략

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

미국은 부채를 줄이지 않는다 (2)

분석의 기본가정

- 일본이 했던 제도 그대로를 접목시키기는 어렵다 하더라도, 미국은 이전 자료에서 보았듯 미국 국채 수요를 만들어내는 여러 제도를 시도할 것
- 제도로 만들어진 국채 수요가 타 자산의 자금을 흡수하는 과정에서 발생할 해외채권 및 사모·크레딧 시장의 자금 이탈 여파를 주시

벤치마크로서의 일본: 제도가 만든 초장기 국채 수요

일본은 GDP 대비 200%가 넘는 재정부채 속에서도 제도로 국채 수요를 만들어내며 재정을 유지해 왔다. 이는 지출 감축을 통한 재정건전화 대신 세제와 규제 개편으로 자금의 길목을 바꿔 부채 문제를 해결해 온 미국 입장에서 중요한 벤치마크 대상이다.

일본은 고부채 환경 속에서도 생명보험사의 자산-부채 매칭(LDI), 부채 시가평가 규제(ESR) 도입, 연기금(GPIF) 자산배분 목표 비중의 직접 지정이라는 세 가지 장치를 통해 초장기 국채 수요를 창출하고 금리를 낮게 유지해 왔다. 이 모델은 장기 디플레이션 환경 덕분에 유지될 수 있었으나, 최근 물가 상승, LDI 작업이 마무리되면서 제도적 수요가 포화 지점에 도달했고 이에 따라 국채 금리도 가파른 상승세로 돌아섰다.

미국 적용의 한계: 규제 수단과 거시 환경의 차이

미국 당국 역시 행정부 재량으로 활용할 수 있는 규제 레버를 보유하고 있어 이러한 일본 모델을 벤치마크하려 하지만, 실제 적용에는 한계가 크다. 미국 확정급여형(DB) 연금은 이미 채권 전환을 마쳐 여유 자금이 없고 수탁자가 수천 개로 분산되어 일괄 통제가 힘들며, 부채 시가평가 규제가 없어 초장기물 매수 압력도 작다. 무엇보다 3%대 근원 PCE 물가 상승률로 인해 실질 수익률이 마이너스인 상태에서는 강제 매수를 지속하기 어렵기 때문에, 물가를 잡기 위한 금리 대응이 선행되어야 장기 국채 수요의 전제가 마련된다.

자금 차출의 가능성: 공모 크레딧, 해외채권, 사모신용

일본이 했던 제도 그대로를 접목시키기는 어렵다 하더라도, 미국은 이전 자료에서 보았듯 미국 국채 수요를 만들어내는 여러 제도를 시도할 것이다. 미국의 재정 부채가 시스템 위기로 비화될 가능성은 숫자가 나타내는 위험보다 훨씬 낮다고 판단한다.

오히려 경계해야 하는 것은 미국 국채 수요를 만들어내는 과정에서 나타날 타 자산에서의 자금 이탈 가능성이다. 기존 보유 자산을 직접 매각하는 방식이라면 유동성이 확보되고 시가평가 중인 해외채권과 공모 크레딧이 주요 대상이 되는 반면, 매각 없이 신규 유입 자금의 배분만 바꾸는 방식이라면 사모·비유동 채권으로의 신규 자금 공급이 줄어드는 형태로 나타나게 된다.

결론적으로 재무부 바이백, 연준 준비금 매입, eSLR 완화 등 정책 방향이 정렬되어 있다는 점에서 당장 금리 급등으로 주식 시장이 급락할 확률은 낮다. 미국은 부채 자체를 줄이기보다 돈의 흐름을 바꾸는 방식을 이어갈 것이며, 향후 취약한 지점은 유럽 등 주요국 채권 금리 상승 및 사모·크레딧 시장에서의 자금 이탈 가능성이다.

제도로 만든 국채 수요

앞선 자료에서 지출 감축을 통한 재정 정상화는 그리스가 보여주듯 10년 이상의 장기 경기 위축을 동반하기에 미국이 선택할 경로가 아니며, 미국은 역사적으로 문제를 줄이기보다 세제와 규제를 개편해 자금이 흘러가는 길목을 바꿔왔음을 확인했다. 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.

이번 대상이 국채이며 당국이 그 의도를 문서로 밝히고 있다는 점까지 확인했다.

남는 질문은 두 가지다. 그 방식이 실제로 작동하는가, 그리고 그렇게 만들어진 수요의 재원은 어디에서 나오는가. 장기물 수요를 제도로 만든 선례가 일본이므로 거기서 시작한다.

I. 일본은 국채 수요를 어떻게 만들었나

세 개의 장치

장기물 수요를 제도로 만든 대표 사례가 일본이다. 세 개의 장치가 겹쳐 있는데, 성격이 각각 다르다. 하나는 업계의 위험관리 필요에서 나왔고, 하나는 규제가 강제했고, 하나는 국가가 직접 비율을 정했다.

첫째, 부채가 길면 자산도 길어야 한다

생명보험사가 파는 상품은 대부분 아주 긴 약속이다. 지금 보험료를 받고 30년, 40년 뒤에 보험금을 준다. 회계상 부채의 듀레이션이 20년을 넘는다는 뜻이다.

그런데 일본 생보사가 들고 있던 자산은 그보다 훨씬 짧았다. 이 어긋남을 그대로 두면 금리가 움직일 때마다 회사가 흔들린다. 그래서 자산과 부채의 만기를 맞추는 작업, LDI(자산-부채 매칭)가 필요해진다.

여기서 나오는 수요의 성격이 중요하다. "지금 금리가 매력적인가"를 따져서 사는 것이 아니다. 부채가 30년짜리니까 자산도 30년짜리를 갖춰야 하는 것이고, 금리가 낮은 높은 사야 한다. 시장의 판단이 아니라 위험관리의 필요에서 나오는 고정 수요다.

둘째, 부채를 시세로 계산하기 시작했다

LDI가 필요를 만들었다면, 그것을 강제로 앞당긴 것은 규제였다.

보험사의 장부에는 30년 뒤에 지급할 보험금이 적혀 있다. 문제는 그 금액을 얼마로 적느냐다. 종전 규제는 계약 당시 정한 값, 즉 장부가로 고정해두었다. 자산 쪽만 시세로 흔들리고 부채는 가만히 있었다는 뜻이다. 그러다 보니 자산과 부채의 만기가 심하게 어

곳나 있어도 자본비율에는 아무 표시가 나지 않았다. 위험이 있어도 숫자에 안 보이니 고칠 이유도 없었다.

새 규제인 ESR(경제가치 기반 지급여력비율)은 부채도 시세로 다시 계산한다. 여기서 판이 바뀐다.

금리가 움직일 때마다 자본비율이 출렁이게 된 것이다. 대응 수단은 여럿이지만 가장 직접적인 방법은 부채와 같은 만기의 자산을 갖추는 것이다. 자산도 30년짜리면 금리가 움직여도 양쪽이 같이 움직이니 차이가 남지 않는다.

그래서 보험사는 금리가 매력적인지를 따지기 전에, 20년·30년·40년물 초장기 국채를 사야만 하는 처지가 된다. 규제가 만든 고정 수요가 여기서 나온다. 유럽이 2016년에 적용한 Solvency II가 같은 계열의 규제다.

셋째, 국가가 비율을 직접 정한다

세 번째 장치는 앞의 둘과 성격이 아예 다르다. 규제로 유인을 만든 것이 아니라, 국가가 얼마를 사라고 숫자로 정해둔 것이다.

GPIF는 세계 최대 연기금으로 자산이 320조 엔, 약 2.0조 달러다. 이 돈을 어디에 얼마나 넣을지는 국가가 정하는 중기계획이 결정한다.

초기의 숫자는 60%였다. 2014년 10월 이전 국내채권 목표 비중이 60%(±8%)였고, 당시 GPIF 자산은 2014회계연도 기초 126.6조 엔이었다. 130조 엔 안팎의 절반 이상이 국내채권에 묶여 있었다는 뜻이다. 이 시기 GPIF는 사실상 국채 소화 기관이었다. 시장이 국채를 매력적으로 보서가 아니라, 그렇게 담으라고 정해져 있었기 때문이다.

그리고 그 숫자가 바뀌자
돈도 바뀌었다

2014년 10월 31일, GPIF는 국내채권 목표를 35%(±10%)로 내리고 주식 비중을 크게 올렸다. 2020년 개편에서 25%가 됐고, 2025년 4월 시작된 5차 중기계획에서도 25%가 유지된다.

숫자만 보면 국채 수요를 줄인 조치다. 그런데 같은 날 일본은행이 양적질적완화 확대를 결정했다. 국채를 사주던 주체가 연금에서 중앙은행으로 넘어간 것이다. 일본은행의 JGB 보유 비중은 2017년 초 처음 40%를 넘었고 현재 42~48% 수준이다.

이 대목이 오히려 이 장치의 힘을 보여준다. 국채 60%를 담던 자금이 35%로 내려가는데 필요한 것은 시장의 설득도, 금리의 변화도 아니었다. 목표 비중이라는 숫자 하나가 바뀌자 수십조 엔이 자리를 옮겼다. 방향은 반대였지만 작동 방식은 같았다.

부수 효과 하나

정리하면 이렇다. 국가가 비중을 정하는 구조에서는, 그 숫자가 60%일 때 국채가 팔리고 25%로 내려가면 국채가 덜 팔린다. 어느 쪽이든 결정하는 것은 시장이 아니다.

목표 비중 방식에는 따라오는 효과가 있다. 국채 가격이 떨어지면 포트폴리오에서 국채가 차지하는 비중이 밀린다. 허용 범위를 벗어나면 목표를 맞추기 위해 되사야 한다. 판

단이 개입하지 않는 기계적 매수가 여기서 발생한다.

일본우정보험도 비슷한 역할을 해왔다. 총자산 중 JGB를 60% 이상 보유하고 있다. 전체 JGB의 약 3.2%에 해당한다. 민영화 이후에도 자금이 자연스럽게 국채로 흘러가는 구조가 오래 유지됐다.

도표 1. 일본의 국채 수요 형성 장치와 보유 구조

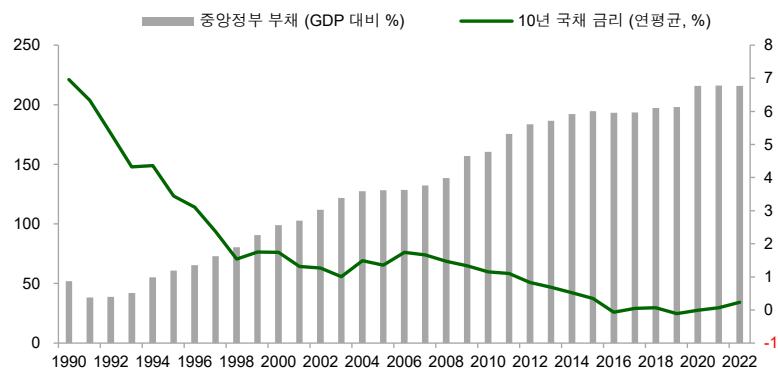


자료: 신영증권 리서치센터

성과) 제도가 만들어낸 것

일본은 GDP 대비 200%가 넘는 부채를 지고도 오랜 기간 국채금리를 낮게 유지했다. 교과서대로라면 있기 어려운 조합이다.

도표 2. 일본 정부부채와 금리 추이



자료: Fred, 신영증권 리서치센터

다만 이 조합이 가능했던 조건을 짚어줄 필요가 있다. 중앙은행이 국채를 대량으로 살 수 있는 것은 물가가 목표를 밑돌 때뿐이다. 일본은행의 매입은 재정 보조가 아니라 인플레이를 만들어내려는 통화정책 그 자체였고, 20년 넘게 물가가 0 근처였기에 성립했다. 그 위에 규제와 자산배분 규칙이 만든 고정 수요가 없었다는 것이 이 사례의 핵심이다. 보유 구조가 그것을 보여준다. 일본은행이 40% 중반, 은행 17%, 보험 14%, 공적연금 6.4%, 연기금 2.8%다. 국내 기관이 절대적이고 해외 비중은 약 14%에 그친다.

도표 3. 일본 채권 보유 현황

보유 주체	금액(¥조)	비중
일본은행	485.4	42.2%
은행	193.7	16.8%
해외	157.8	13.7%
보험	157.1	13.7%
공적연금(GPIF 등)	73.4	6.4%
연기금	31.7	2.8%
가계	20.0	1.7%

자료: MOF, BOJ, 신영증권 리서치센터

바꿔 말하면 일본 국채를 사는 주체 대부분이, 사야 할 제도적 이유를 가진 곳들이다.

다만 최근 역풍이 있다

최근 이 모델도 포화 국면에 들어섰다.

일본 국채 금리는 최근 가파른 상승세를 나타내고 있다. 2015년~2025년 일본 10년물 금리는 평균 0.34% 였으나, 최근에는 3%에 육박하는 수준으로 높아졌다.

디플레이 아래에서는 명목 1%짜리 30년물도 실질로는 플러스였다. 규제가 사라고 강제해도 사는 쪽에서 손해가 아니었고, GPIF가 국내채권을 60% 담아도 수급자의 구매력이 꺾이지 않았다. 물가가 오르면 이 전제가 사라진다. 강제 수요를 유지하는 비용이 그제서야 드러나는 것이다.

이에 재무성은 초장기 발행을 두 차례 축소했다. 만들어낸 수요보다 공급이 앞서기 시작했다는 신호인 셈이다.

일본은행 금융시스템리포트(2026년 4월)의 평가가 더 직접적이다. 생보사가 ESR에 대응해 듀레이션 갭을 메워온 작업에 대해 "이미 다 했다"고 적었다. 규제가 만든 수요는 갭이 메워지는 순간까지만 나온다. 채워야 할 것을 다 채우고 나면 그 뒤로는 추가 매수 유인이 없다.

제도로 만든 수요에도 포화 지점이 있다는 것, 그리고 그 지점이 생각보다 빨리 온다는 것. 이것이 일본 사례의 마지막 교훈이다. 미국에 같은 방식을 적용할 수 있는지를 따질 때 이 대목을 함께 봐야 한다.

II. 미국에 적용한다면

권한 자체는 대체로 확보돼 있다

국채 수요를 만드는 핵심 레버 상당수는 의회를 거치지 않는다. 은행 자본규제는 연준·OCC·FDIC의 공동 규칙제정으로 가능하고, 발행 구성과 바이백은 재무장관 재량이며, 보험 자본규제(RBC)는 NAIC와 각 주 보험청 소관이다. 세제 유인 신설이나 401(k) 편입 의무화는 입법이 필요하지만, 그 앞 단계까지는 행정부와 규제당국이 재량으로 움직일 수 있다.

그래서 불가능한 이야기는 아니다. 다만 일본·유럽 사례와는 네 가지 차이가 있다.

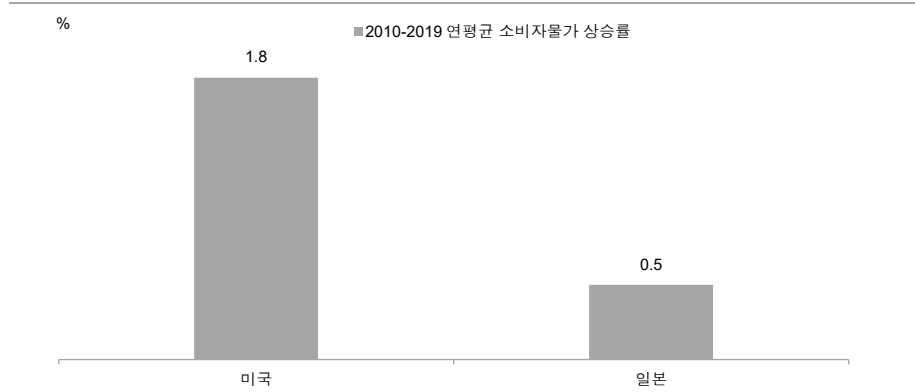
우선 국채로 전환 가능한 자금이 없다. 미국의 확정급여형 연금은 계속 축소돼 왔고, 남은 DB도 채권 전환을 이미 마쳤다. 주식 비중은 2005년 61.7%에서 2025년 24.1%로 내려갔고 채권은 28.6%에서 52.7%로 올랐다. 일본이 규제를 걸었을 때는 움직일 잔량이 있었지만, 미국은 규제를 만들어도 걸릴 것이 크지 않다.

다음으로 명령을 내릴 대상이 분산돼 있다. 일본은 국가가 GPIF 한 곳의 비중을 정해 수요를 만들었지만, 미국 민간 DB는 수천 개의 독립 수탁자이고 가장 큰 풀인 주·지방 DB 10조 달러는 주법 소관이라 연방 규칙이 닿지 않는다.

일본과 유럽에서 초장기물 수요를 만든 것은 부채를 시세로 평가하게 한 규제였는데, 미국의 보험 자본규제는 부채를 장부가로 둔다. 만기가 어긋나도 숫자에 드러나지 않으니 메울 이유도 생기지 않는다. 국제기준은 시가평가 방식이지만 미국은 이를 따르는 대신 기존 방식을 고수했고, 2024년 11월 IAS가 미국 방식도 동등하다고 인정하면서 바깥 외부 압력마저 사라졌다. 요컨대 길이 닫혀 있다기보다, 일본식 강제 수요를 기대하기는 어렵고 완만한 유인 조정 수준이 현실적이다.

마지막으로 거시 조건이 다르다. 일본의 이 장치들이 수요를 만들어내던 기간은 디플레이션 국면이어서 명목 1%짜리 초장기물도 실질로는 플러스였다. 미국은 근원 PCE가 3.3%인 상태에서 시작해야 한다. 2010년대 일본의 물가 상승률은 0.5%에 불과했으나 미국은 2%에 가까웠다. 실질 마이너스가 예상되는 자산을 사도록 강제하는 것은 비용이 다르고, ERISA 404조가 수탁자에게 수익자 전속 이익을 요구하는 만큼 법적 부담도 따른다. 일본은행이 JGB의 40% 중반을 질 수 있었던 것도 같은 조건 위에서였고, 그 조건은 지금 미국에 없다.

도표 4. 미국과 일본의 물가 상승률 추이



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

결국 물가부터다

여기서 순서가 하나 드러난다. 제도로 수요를 만들려면 사는 쪽의 실질 수익률이 마이너스가 아니어야 한다. 물가가 3%대에 머무는 한 어떤 규제를 걸어도 사는 주체는 손실을 예상하고 사는 셈이 된다. 한두 해는 강제할 수 있어도 오래 가지 못한다.

일본이 그 사례다. 디플레 아래에서 20년 넘게 작동하던 장치가, 물가가 돌아오자 1~2년 만에 흔들렸다. 생보사는 초장기물을 순매도로 돌렸고 재무성은 발행을 줄였다. 장치가 사라진 것이 아니라 그 장치를 떠받치던 조건이 사라진 것이다.

역설적이지만 그래서 기준금리 인상이 필요한 대목이 나온다. 금리를 올리는 것은 국채 수요를 만드는 일과 충돌하는 것처럼 보인다. 그러나 물가를 어느 정도 잡아 실질 수익률을 플러스로 돌려놓지 않으면 제도가 만든 수요도 유지되지 않는다. 물가에 필요한 만큼 올리는 것이 오히려 장기적으로 국채 수요의 전제를 만드는 셈이다. 2022년의 경험도 같은 방향을 가리킨다. 시장이 못 견딘 것은 인상 그 자체가 아니라 대응이 늦어진 뒤의 급격한 조정이었다.

III. 같은 압력, 다른 자원

원론적으로 국채 비중을 늘리려면 줄일 수 있는 항목은 넷이다. 주식, 공모 크레딧, 해외 자산, 사모·비유동 채권이다.

미 생보사 기준으로 규모는 크게 다르다. 2025년 말 현재 총 현금·운용자산 6조 달러 중 채권이 약 4조 달러로 66%를 차지하고, 보통주는 4%에 그친다.

어느 항목이 실제 재원이 되는지는 세 가지 기준으로 좁혀진다.

만기 정합성

첫째, 만기 정합성이다. 보험사가 자산을 고르는 기준은 두 가지다. 부채와 만기가 맞아 야 하고, 부채에 약속한 이율을 낼 수 있어야 한다. 사모신용 중 데이터센터 같은 15~20

년 임대차 기반 딜은 정확히 그 두 조건을 보고 산 자산이다. 만기가 길어 부채와 맞고, 국채보다 높은 이율을 준다.

이걸 팔아 국채로 바꾸면 만기는 유지된다. 30년짜리를 팔고 30년짜리를 사면 되기 때문이다. 문제는 수익률이다. 사모신용을 산 이유 자체가 국채로는 부채가 요구하는 이율을 못 맞추기 때문이었다. 갈아타는 순간 그 이유가 그대로 되살아난다. 즉 팔지 못하는 것이 아니라, 팔면 애초에 그 자산을 산 목적이 사라진다.

회계처리

둘째, 회계 처리다. 회계 처리가 왜 매각 여부를 가르는지는 손실이 언제 드러나느냐의 문제로 보면 쉽다. 보험사가 채권을 장부에 적는 방식은 둘이다. 시가로 평가하는 것과 상각원가로 적어두는 것이다. 시가로 평가하는 자산은 금리가 올라 가격이 떨어지면 그 손실이 곧바로 장부에 반영된다. 아프지만 이미 아파둔 상태다. 그래서 실제로 팔아도 새로 드러날 손실이 없다. 매각의 추가 부담이 작다는 말이 이 뜻이다.

상각원가로 들고 있는 자산은 다르다. 가격이 떨어져도 장부에는 산 값이 거의 그대로 남아 있다. 손실이 숨어 있는 셈이다. 그런데 파는 순간 장부가와 실제 가격의 차이가 한꺼번에 손익계산서에 찍힌다. 몇 년치 손실이 매각한 분기에 몰려서 나온다.

사모·비유동 채권은 후자다. 그리고 여기에 한 겹이 더 있다. 시세가 없으면 팔 때 가격을 새로 만들어야 하고, 그 과정에서 장부가보다 낮은 값이 확인될 가능성이 크다. 정리하면 이 자산군을 파는 데는 두 겹의 비용이 든다. 숨어 있던 손실이 한꺼번에 실현되고, 그 손실이 얼마인지도 팔아봐야 알게 된다

유동성

셋째, 유동성이다. 사모·비유동 채권은 유통시장이 얇다. 공모 회사채처럼 호가가 상시로서 있는 시장이 아니라 상대매매로 거래되기 때문에, 원하는 시점에 원하는 규모를 처분하기 어렵다.

집중도가 이 문제를 키운다. 상위 10개 생보사가 이 자산의 거의 절반을 가지고 있다. 전체 채권의 4분의 1을 가진 열 곳이 문제 자산의 절반 가까이를 들고 있는 셈이다. 문제는 이들이 같은 규제와 같은 유인을 받는다는 점이다. 국채로 옮기라는 압력이 생기면 열 곳이 같은 방향으로 동시에 움직인다. 얇은 시장에 큰 물량이 한꺼번에 나오면 가격은 팔려는 쪽에 불리하게 형성된다. 앞의 회계 문제와 겹치면, 서둘러 판 회사일수록 손실을 더 크게 확정하게 된다.

세 기준을 적용하면 결론이 갈린다. 보유 자산을 실제로 매각하는 방식이라면 재원은 해외채권과 공모 크레딧이다. 유동적이고 이미 시가로 평가돼 있어 팔 수 있는 것부터 나간다. 다만 매각 유인은 일본과 다르다. 미국 보험사가 보유한 해외채권은 NAIC 기준 약 80%가 달러표시여서 환헤지 비용이 걸려 있지 않고, 움직인다면 상대가치 판단에 따른 것이 된다.

반대로 매각 없이 신규 자금의 배분만 바꾸는 방식이라면 재원은 사모·비유동 채권이다. 보험료와 만기 상환금이 지속적으로 유입되므로 그 자금의 행선지를 국채로 돌리면 기존 자산을 처분하지 않고도 비중이 조정된다. ECB 연구가 유료존 보험사에서 관찰한 것도

매각이 아니라 신규 배분의 이동이었다.

두 경로는 파급 시점과 대상이 다르다. 매각은 해외채권 시장의 가격 변동으로 단기간에 나타나고, 신규 배분 전환은 사모신용 조달 여건이 서서히 타이트해지는 형태로 나타난다.

도표 5. 어디서 돈이 빠질 것인가

재원 판별

무엇을 줄여야 국채를 살 수 있나

미 생명보험사 일반계정 기준 · 2025년 말 · 세 기준으로 재원 후보를 거른다

신영증권 리서치센터

재원 후보	기준 ① 부채 정합성	기준 ② 손실이 언제 드러나나	기준 ③ 받아줄 곳이 있나
주식 2,454억 · 자산의 4.0%	해당 없음	이미 반영	유동적
공모 크레딧 약 3조 1,900억 · 채권의 80%	대체 가능	이미 반영	유동적
해외채권 2,183억~7,590억 · 집계 기준차	대체 가능	이미 반영	유동적
사모·비유동 채권 8,070억 · 채권의 20%	요구수익률 미달	팔 때 한꺼번에	알고 집중돼 있다

보유 자산을 실제로 매각한다면

해외채권과 공모 크레딧

이미 시가로 평가돼 있어 팔아도 새로 드러날 손실이 없고, 받아줄 시장도 있다. 다만 미 보험사 해외채권의 약 80%가 달러표시라 일본식 환헤지 비용 유인은 없고, 움직인다면 상대가치 판단에 따른 것이 된다.

매각 없이 신규 배분만 바꾼다면

사모·비유동 채권

팔면 손실이 한꺼번에 실현되지만, 팔지 않는 길이 있다. 보험료와 만기 상환금의 행선지를 국채로 돌리면 비중이 조정된다. 1년 새 1,220억 달러 늘어난 흐름이 멈추는 형태다.

자료: 신영증권 리서치센터

IV. 미국의 선택

미국은 부채를 줄여서
문제를 해결하지 않는다

정말 위험한 시나리오는 따로 있다. 미국이 교과서대로 재정건전화에 들어가고, 거기에 급격한 금리 조정이 겹치는 경우다. 그리스가 그 길을 보여줬다. 4년간 GDP 대비 67%p를 줄여 도달한 자리가 구제금융을 받으려 가던 2010년과 사실상 같았고, 그 사이 GDP의 4분의 1이 사라졌다. 정석은 작동하지만 한 세대가 걸린다. 미국이 그 시간과 비용을 감당할 정치적 여건에 있지 않다.

그래서 미국이 쓸 방식은 부채를 줄이는 쪽이 아니라 사줄 사람을 늘리는 쪽이다. 새로운 이야기가 아니다. 1978년 세법 개정이 가게 자금을 주식으로 자동 유입시켰고, 1997년 세법 개정이 주택 거래를 열었으며, 1983년과 2014년에는 회계 규칙과 유동성 규제가 국채로 가는 길을 넓혔다. 이번에도 같은 방식이고, 다른 점은 당국이 그 의도를 문서로 밝히고 있다는 것뿐이다.

물가 대응은 이 방식과 충돌하지 않는다. 앞 장에서 본 대로 실질 수익률이 마이너스인 동안에는 제도가 만든 수요도 유지되지 않기 때문이다. 문제가 되는 것은 재정긴축과 늦은 대응 뒤의 급격한 조정이 겹치는 경우이고, 미국이 향하는 곳은 그쪽이 아니다.

다만 매수세를 당장 만들어
내기에는 제약이 많다

수단 대부분이 단기물에 작용한다. 연준의 준비금 관리 매입도, MMF도, GENIUS법이 만든 스테이블코인 준비자산도 모두 bills 구간이다. 장기물로 이어지는 통로는 돌인데, 퇴직연금 디폴트를 통한 채권형 펀드 쪽은 이미 자동으로 작동하고 있어 당국이 추가로 조일 여지가 크지 않고, 직접 겨냥할 수 있는 연기금·보험은 걸 자금도 엔진도 없다. 일본식 강제 수요를 기대하기 어렵다.

물가도 제약이다. 근원 PCE가 3.3%에서 내려오지 않는 한 앞 장에서 본 전제가 갖춰지지 않는다. 결국 현재 금리 수준에서의 할인이 당분간 이어진다고 보는 편이 현실적이다. 밸류에이션의 기준선이 내려오기를 기다리는 전략은 시간이 오래 걸릴 수 있다.

주식: 금리 급등발 약세장
진입 가능성은 뉴스가 시사
하는 것보다 낮다

재무부는 바이백으로 장기물을 걷어내고 있고, 연준은 준비금 관리 매입으로 단기물을 사고 있으며, eSLR 완화가 2026년 4월 시행됐다. 방향이 하나로 정렬돼 있다. 군데 군데 금리가 주식에 무겁게 작용할 것이나, 금리가 급등하며 시장이 전격적으로 깨지는 시나리오의 확률은 헤드라인이 시사하는 것보다 낮다고 판단한다.

살펴야 할 곳
해외채권과 크레딧

다만 국채 수요를 제도로 만든다는 것은 그만큼 다른 자산에서 자금이 빠진다는 뜻이다. 앞 장에서 본 두 경로가 그대로 관찰 지점이 된다.

첫째, 해외채권 시장의 변동성이다. 실제 매각이 일어난다면 유동적이고 이미 시가로 평가된 자산부터 나간다. 일본이 2022년에 보여준 것이 그 경로다. 그해 일본 투자자의 외국 장기채 순매도는 22.9조 엔으로 1996년 이후 최대였고, 예금취급기관과 생명보험사가 주도했다. 파급이 문제가 되는 이유는 보유 집중도다. 2022년 말 일본은 프랑스 국채의 6%, 미 국채의 3%를 보유하고 있었다.

둘째, 크레딧 조달 여건이다. 매각 없이 신규 자금의 행선지만 바뀌는 경로이고, 가격보

다 발행 여건에 먼저 나타난다. 미 생보사의 사모·비유동 채권 증가세가 둔화되는지, AI·데이터센터 관련 자산유동화증권 발행이 위축되는지가 신호다.

두 신호는 성격이 다르다. 전자는 빠르고 눈에 보이며, 후자는 느리고 발행 통계로만 잡힌다.

이 자료가 확인한 것은 여기까지다. 미국 금리 안정을 바라기에는 카드가 부족해보일 수 있다. 다만, 장기간 강세장을 이끌었던 1978년의 401(k)도 시작은 임원 보너스를 정리하려던 좁은 조항이었고, 1983년의 Rule 2a-7은 회계 처리에 관한 예외였다. 어느 것도 당시에는 자산 수요를 만드는 장치로 임하지 않았다.

채권시장은 발행 만기, 담보, 회계, 자본규제, 결제 인프라가 얹혀 있어 손덜 곳이 많다. 미국은 그중 어디를 건드려야 돈의 방향이 바뀌는지를 반복해서 찾아냈다. 미국 국채 금리의 추가 급등 보다, 다른 주요국의 채권 금리 상승, 미국 크레딧 시장에서의 자금 이탈이 더 중요한 신호이다.

도표 6. 주요국 금리 추이



Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투지에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 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 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.