



2026년 9월

채권전략

AI CAPEX, 디베이스먼트 그리고 금리

상상인증권 리서치센터

투자전략팀 신얼 | 채권전략/부동산분석 02-3779-3184, e.shin@sangsanginib.com

미 금리, CAPEX발 수급 매칭 여부와 직결. 디베이스먼트는 장기 과제

- **채권 투자자는 무엇을 바라보고 있는가? 그리고 왜 금융시장은 금리에 민감해진 것인가? 공급 앞에 장사 없다**
 - 미 국채 금리 불안 이전, 이미 독일, 영국 및 일본발 장기 국채 금리 상승 현상 뚜렷해지는 국면 진입. 미 국채발 임계점 터치 이상 수준
 - 그간의 물가, 경기 그리고 재정 및 지정학적 리스크를 뛰어넘는 새로운 factor의 발현에 시장의 대응 부재 노출
 - 이는 금융시장을 관통하는 AI발 산업혁신. AI CAPEX는 필수. 현금 흐름 소진 이후 타인자본 활용 국면 진입
 - 빅테크 주도 하에 진행 중인 CAPEX. 회사채 발행 ('26년 +38% YoY) 급증 및 미 채권 순증 약 4조 달러 등이 금리 발작 주요인
- **베센트의 디베이스먼트와 케빈 워시의 연준 의장 자리매김**
 - 재무부의 확고한 미 국채 금리 안정화 의지 피력. '25년 관세발 쇼크, '26년 유가 및 재정발 우려 확산 등에서의 TACO
 - 미 연방정부부채 40조달러 돌파. 미 이자지급액 1조 달러 확실히. 그럼에도 재정 우려는 불필요하다는 입장
 - 과거 재무부, 생산성 증대 및 화폐 가치 하락 등 조합으로 디베이스먼트 성사 사례 참조. 단, 연준의 독립성은 새로운 변수
 - 케빈 워시, 포워드 가이던스 축소를 통한 연준 통화정책 독립성 추구 재정립 시도
 - QT 시사하지 않음으로 재무부 바이백과의 정책 충돌 회피. 동시에, 연준 내부 인식 반영하며 연준 의장으로의 자리매김 중
- **미 국채 금리 안정, 결국 선택지의 축소에 달린 사안. 디베이스먼트 전략은 중장기적이되 재무부의 개입 수반**
 - 최근 미 국채 금리 상승 및 커브 스틱은 연준 통화정책, 지정학적 리스크발 물가, 재정 건전성 이슈, QRA 등 국채 발행, 미 재무부의 TGA를 활용한 바이백 재원 마련 및 CAPEX발 회사채 발행 등 단일 요인이 아닌 복합적 이슈가 중첩된 결과
 - 연준 통화정책에서 물가 안정은 근원적 목표. 플러스 실질 기준금리 국면 위치 중. 향후 가시성 확보되더라도 중립 요인에 그침. 재정 건전성 이슈는 재정적자 감축법 또는 디베이스먼트 전략 성사 등 장기적 이슈에 해당. 당면 과제 될 수가 없음. 트럼프의 정책 신뢰도에 대한 시장 호응 가능성 소멸 중. 즉, AI CAPEX 증대 흐름 속에서 마진율 상향 및 FCF를 통한 자체 해결 능력이 시장금리 안정의 관건

주요국 기준금리 및 국채 시장금리 전망 Table

표 1. 주요국 기준금리 및 국채 금리 전망

단위: %	2026		2027				2026F	2027F
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
한은 기준금리	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.00	3.25
연준 기준금리	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.00	4.25
ECB 기준금리	2.65	2.65	2.90	2.90	2.90	2.90	2.65	2.90
국고 3년	3.83	3.87	3.90	3.88	3.80	3.75	3.63	3.83
국고 5년	4.06	4.08	4.11	4.08	3.98	3.90	3.86	4.02
국고 10년	4.32	4.33	4.37	4.33	4.20	4.10	4.06	4.25
국고 30년	4.56	4.55	4.60	4.53	4.40	4.25	4.15	4.45
미 국채 2년	4.26	4.33	4.35	4.30	4.25	4.20	4.05	4.28
미 국채 10년	4.63	4.68	4.70	4.60	4.55	4.50	4.48	4.58

자료: Bloomberg, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터 / 주: 기준금리, 기말 값 기준. 시장금리 기간 평균 값 기준

CONTENTS

01	미 국채 장기물 금리의 노이즈	5
02	수급 미스매칭의 심화	10
03	미국 재정건전성 점검	16
04	연준과 인플레이션	23
05	디베이스먼트 관점으로 본 결론	29

PART 01

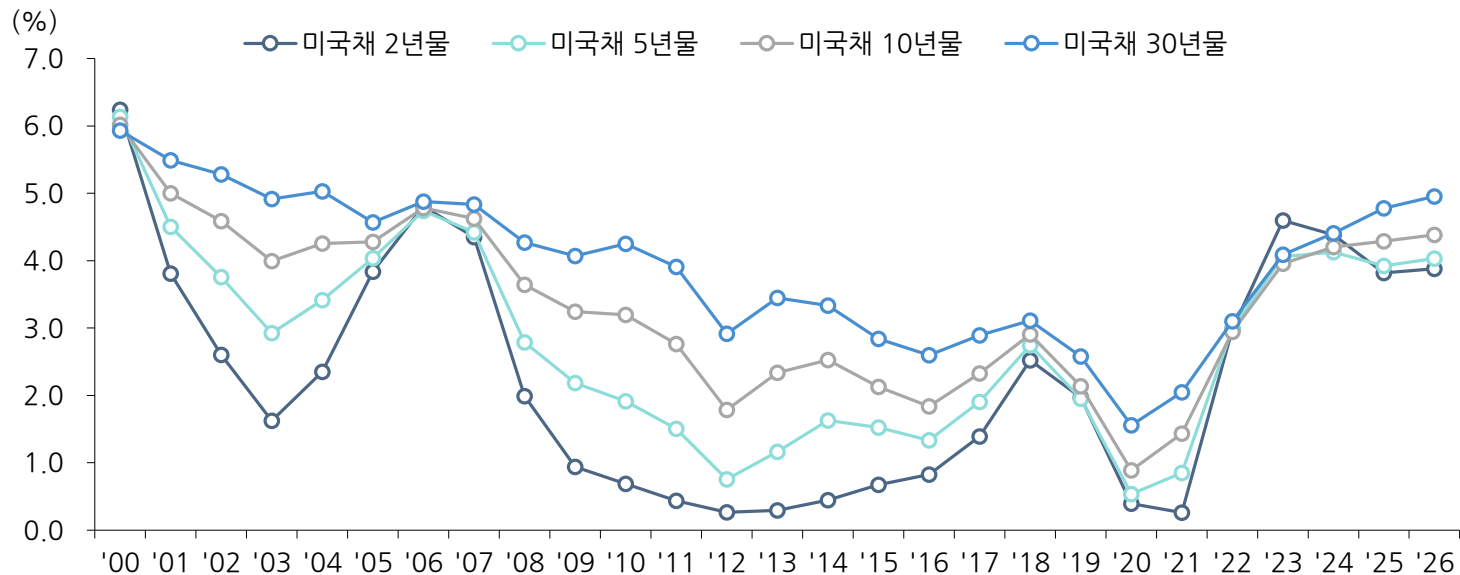
미 국채 장기물 금리의 노이즈

01 미 국채 장기물 금리의 노이즈

미 국채 금리 상승세, 그 이유 단순하지 않고 복잡적

- 미 국채 2년물 4.36%, 10년물 4.79%, 30년물 5.28%(9/1 기준). 장기채 중심 금리 상승 압력 두드러진 상황.
- 30년물 금리는 2007년 이후 최고 수준까지 상승하며 장기금리 부담 확대 중
- 9월 FOMC 동결 가능성이 잭슨홀 회의 이후 인상으로 급변하면서 2년물 금리 4.3% 레벨 상회
- 커브 스티프닝 심화 이후 베어리쉬 커브 플랫트닝 압력 후행. 공통점은 금리 상방 압력 우위
- 최근 금리 상승 흐름, 연준 통화정책과 물가 흐름만으로 설명하기는 복잡다단한 상황

그림 1. 미 국채 주요 만기물 금리 추이



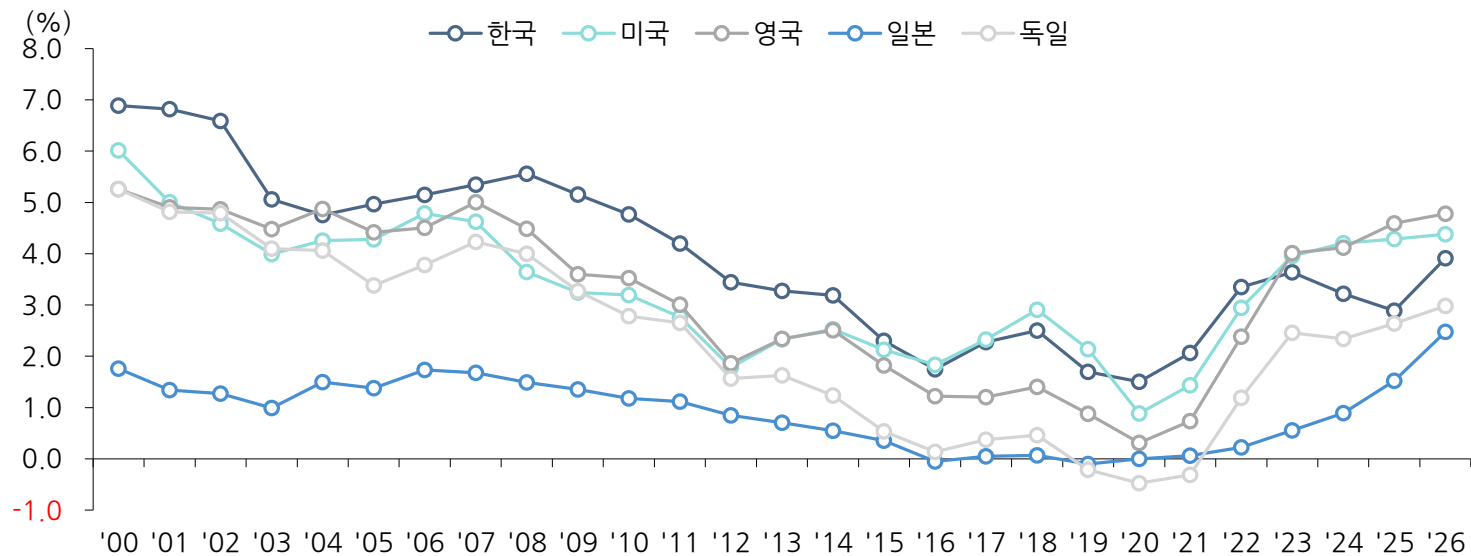
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 국채 장기물 금리의 노이즈

미국 만의 문제가 아닌 선진국채 금리 동반 상승세

- 일본 국채 10년물 2.99%로 3% 레벨 등락. 1990년대 이후 최고. 독일 3.37%, 영국 5.15%로 동반 상승세
- 선진국 공통의 긴축 종료와 재정지출 확대가 배경. 자국채 선호로 자금 환류 압력
- 글로벌 장기금리 동조화 심화 → 미 국채의 상대적 매력도 일부 저하

그림 2. 주요국 국채 10년물 금리 추이(연평균)



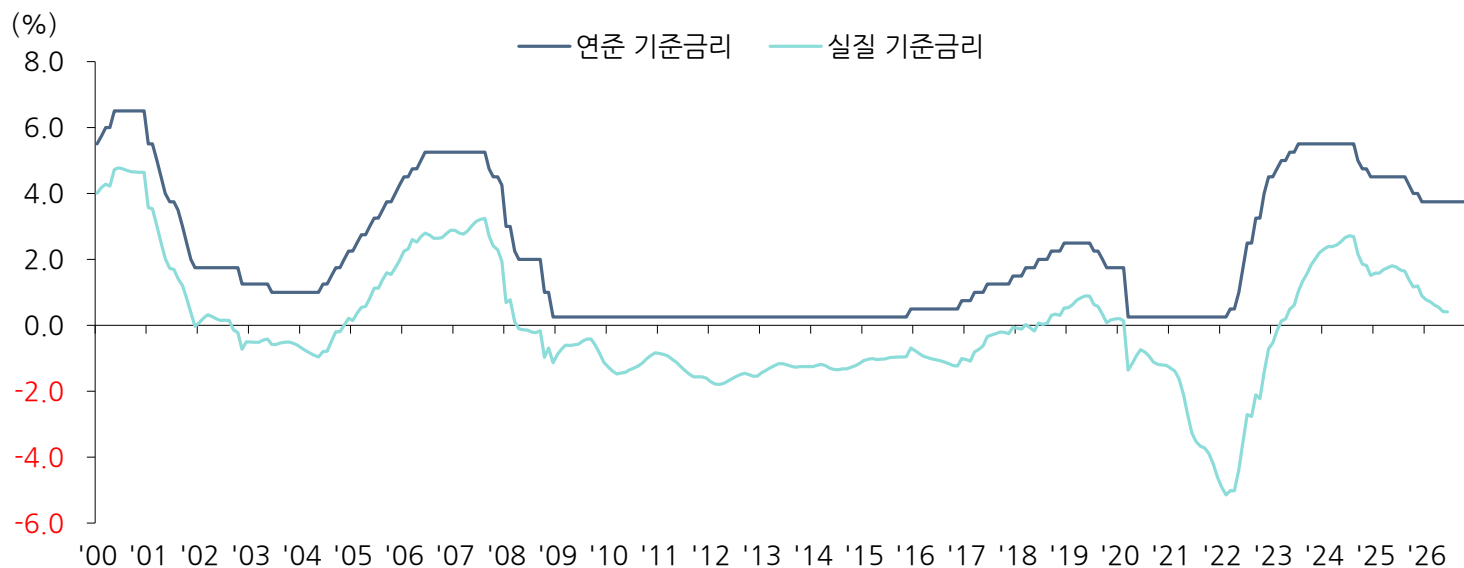
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 국채 장기물 금리의 노이즈

연준 정책 경로 가시성 확보, 금리 하락이 아닌 안정화 요인

- 연준 기준금리 '26년 9월 FOMC 이후 연내 1회 인상 전망. 연내 인상 시, 추가 1~2회 인상 가능성 확대. 잭슨홀 컨퍼런스에서 분명한 입장 표명한 케빈 워시 의장
- 금리 조정보다 QT에 대한 선제적 의지 피력. 재무부 바이백 등 정책 목표 충돌은 난제
- 물가 상승 -> 실질 기준금리 하향 -> 긴축 정책 효과 강화 필요 -> 금리 인상 -> 물가 안정 목표

그림 3. 연준 기준금리 및 실질 기준금리

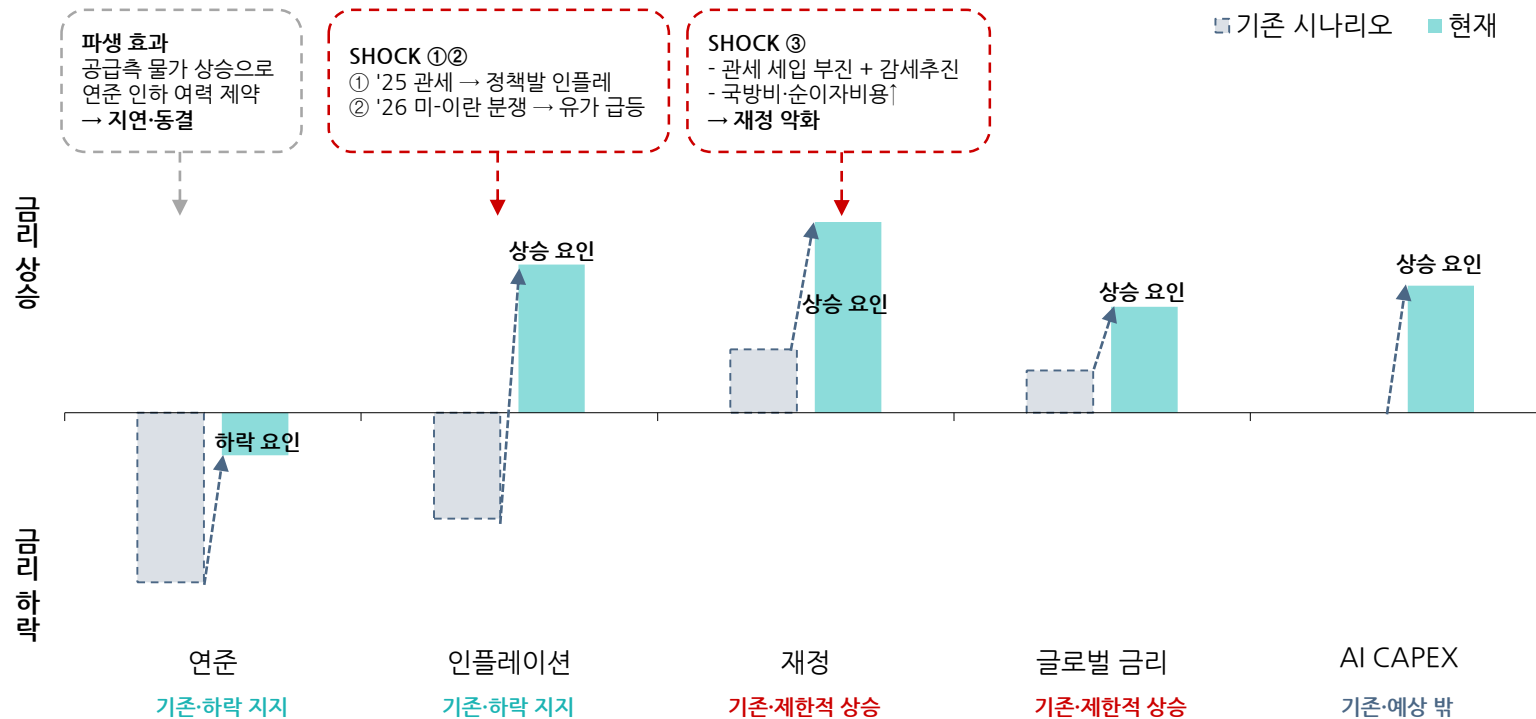


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

01 미 국채 장기물 금리의 노이즈

그림 4. 미 국채 금리 Factor의 변화 분석 – 금리를 떠받치던 하락 지지 요인이 무너지는 중

트럼프 2기 정책 충격 – 공급측 인플레 자극 + 재정 악화



자료: 상상인증권 리서치센터

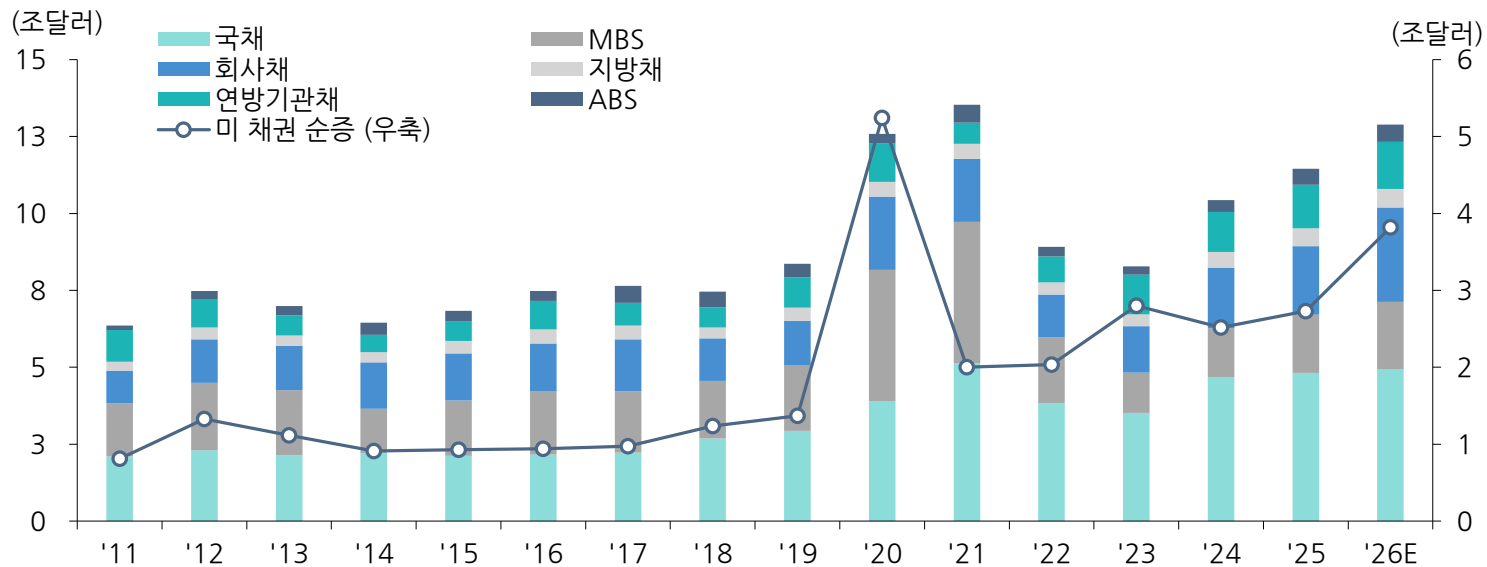
PART 02

수급 미스매칭의 심화

발행도 순증도 부담. 공급발 수급 mismatch 심화

- '25년 발행 11.5조달러(+9.8% YoY)로 2년 연속 10조달러 상회. '26년 12.9조달러 발행 추정
- 회사채 +38%로 국채 +2.6%, MBS +14.9% 대비 압도적. AI발 CAPEX 타인자본 조달 필요 확대
- 채권 순증 '24년 2.5조 → '25년 2.7조 → '26년 3.8조 달러로 확대
- 발행 규모 확대 추세가 가팔라지며 채권 가격 하락 → 시장금리 상승 → 스프레드 확대 흐름 지지

그림 1. 미국 채권시장 발행 규모 및 순증 규모



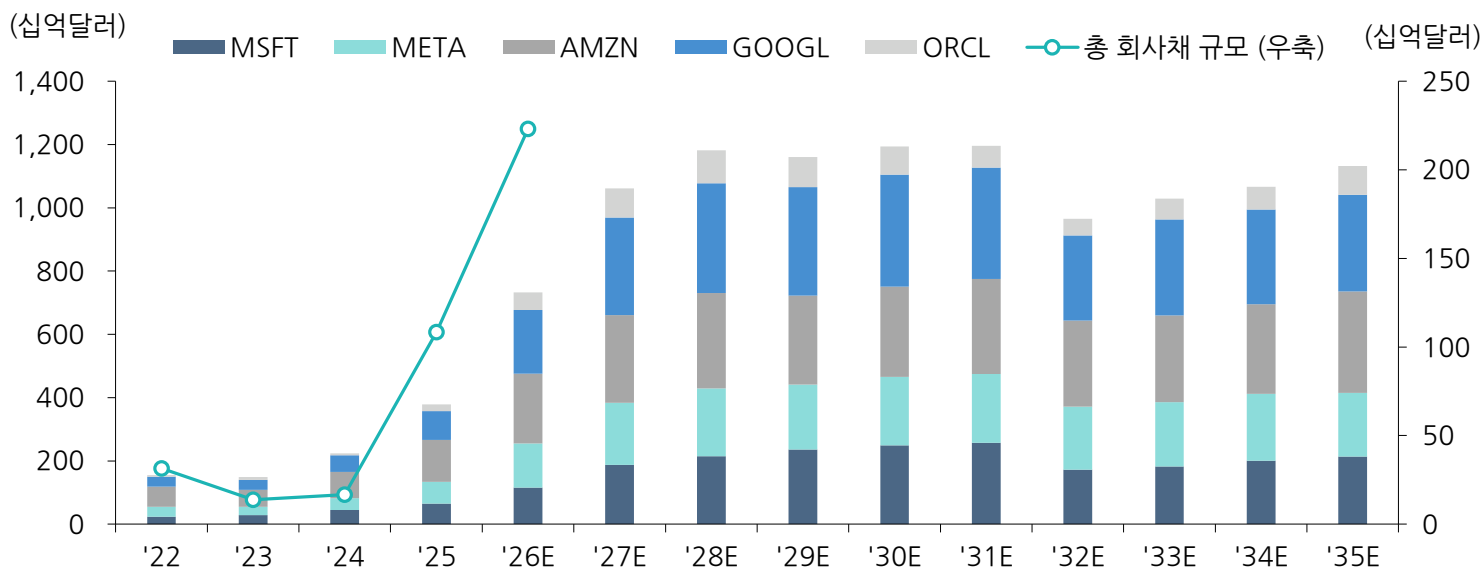
자료: 상상인증권 리서치센터

02 수급 mismatch의 심화

AI CAPEX 확대, 새로운 예상치 못 한 장기금리 상승 요인

- 빅테크 5사 CAPEX '25년 3,787억 → '26년 7,330억 달러로 약 2배 확대 전망(보수적 전망치 기준)
- 매 분기 실적발표마다 하이퍼스케일러 주요 기업 CAPEX 규모 5~7% 증액 발표 중
- 과거 영업현금흐름 조달에서 외부자금 조달로 전환. 회사채 발행 '25년 1,084억 → '26년 2,231억 달러로 이미 채권 발행. GBP·CHF·CAD·JPY·AUD 등 조달 통화도 USD 단일에서 다변화
- 정부는 재정적자 보전용 국채, 기업은 AI 투자용 회사채 발행 → 국채 수요 측면 부담

그림 2. 빅테크 5사 CAPEX 및 부채 조달 규모



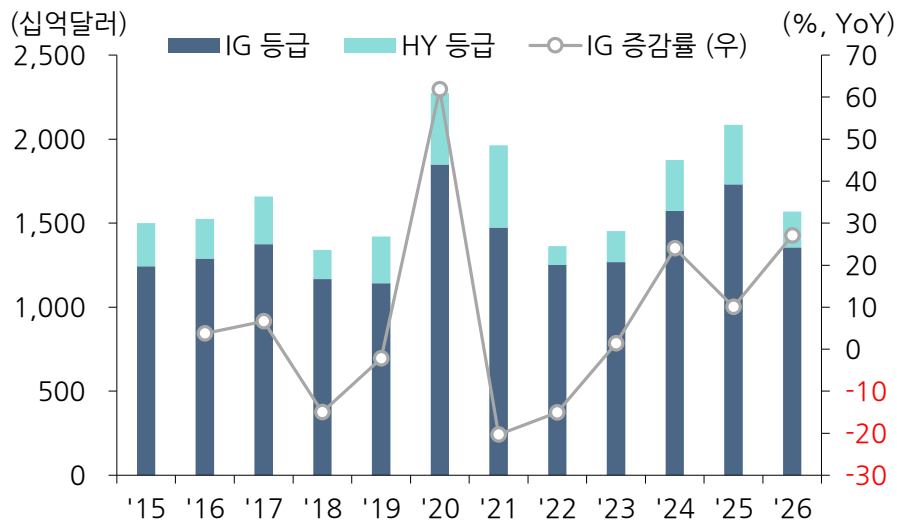
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

02 수급 mismatch의 심화

AI가 IG 크레딧 시장 수급을 바꾸고 있다

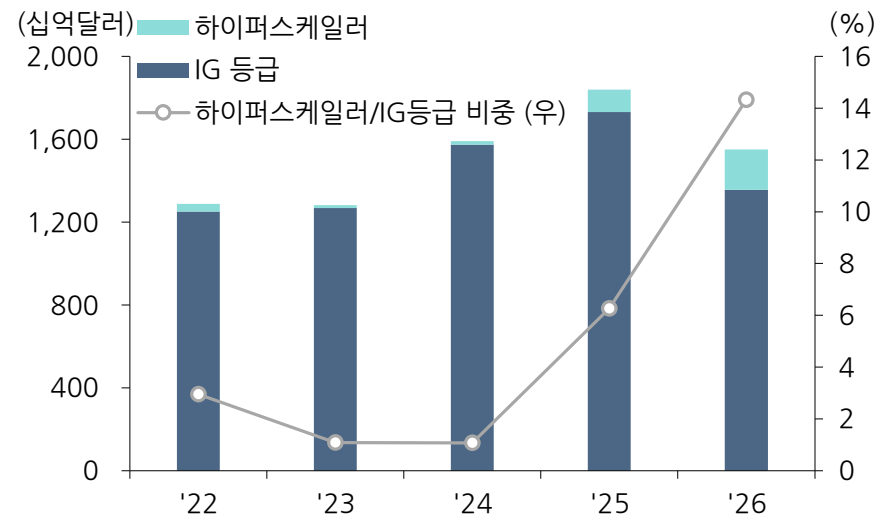
- IG 회사채 발행 1.36조 달러(+27.1% YoY, '26년 7월 기준). 5대 빅테크 기업 1,941억 달러 발행하며 IG 총 발행의 14.3% 비중 차지
- '20년 팬데믹 대응 위한 일회성 조달 증액 vs. 현재 다년간의 CAPEX 계획에 연동된 반복 조달 진행형
- HY +11.7%. IG 발행 대비 상대적 부진 → 신용 과열 아닌 우량기업 장기 조달.
- 발행 지속 불가피성 선반영되며 기간 프리미엄 확대

그림 3. 미국 회사채 등급별 발행 규모 및 증감률



자료: SIFMA, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터 / 주: 2026년은 7월 기준

그림 4. 미국 IG 회사채 발행 및 하이퍼스케일러 5사 비중



자료: SIFMA, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터 / 주: 2026년은 7월 기준

02 수급 mismatch의 심화

표 1. 2022년 이후 빅테크 회사채 발행 규모

단위: USD 백만		연도별 발행 규모					'22~'26 합계	발행 통화	최장 만기
회사	등급	2022	2023	2024	2025	2026 YTD			
알파벳	AA	-	-	-	37,680	80,818	118,498	USD, EUR, GBP, CHF, CAD, AUD, JPY	100년
아마존	AA-	20,969	-	-	15,000	92,288	128,257	USD, EUR, CHF, CAD	50년
메타	AA-	10,000	8,500	10,500	30,000	25,000	84,000	USD	40년
오라클	BBB-	6,000	5,250	6,250	25,750	25,000	68,250	USD	40년
5사 합계		36,969	13,750	16,750	108,430	223,106	399,005	7개 통화	100년

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 2026년은 8월까지 USD 환산 누적, 통화·만기는 '22년 이후 기준(알파벳 GBP 100년물), 마이크로소프트 발행 없음

02 수급 미스매칭의 심화

표 2. 2026년 빅테크 USD 회사채 발행 조건 – 만기별 국채 벤치마크 스프레드 및 수익률

단위: bp, %				중장기 5~10년			초장기 20~40년		
회사	등급	발행일	구분	5년	7년	10년	20년	30년	40년
알파벳	AA	2026-08-10	스프레드(bp)	60	75	85	105	115	130
			수익률(%)	4.99	5.28	5.52	6.28	6.38	6.53
아마존	AA-	2026-07-09	스프레드(bp)	55	70	80	100	110	125
			수익률(%)	4.83	-	5.34	6.05	6.15	6.30
메타	AA-	2026-05-04	스프레드(bp)	53	68	90	122	132	147
			수익률(%)	4.55	4.88	5.29	6.20	6.31	6.46
오라클	BBB-	2026-02-04	스프레드(bp)	115	130	145	170	180	195
			수익률(%)	4.99	5.35	5.73	6.56	6.71	6.86

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
 주: 각 사 2026년 최근 USD 딜 기준, 마이크로소프트 2026년 발행 없음

PART 03

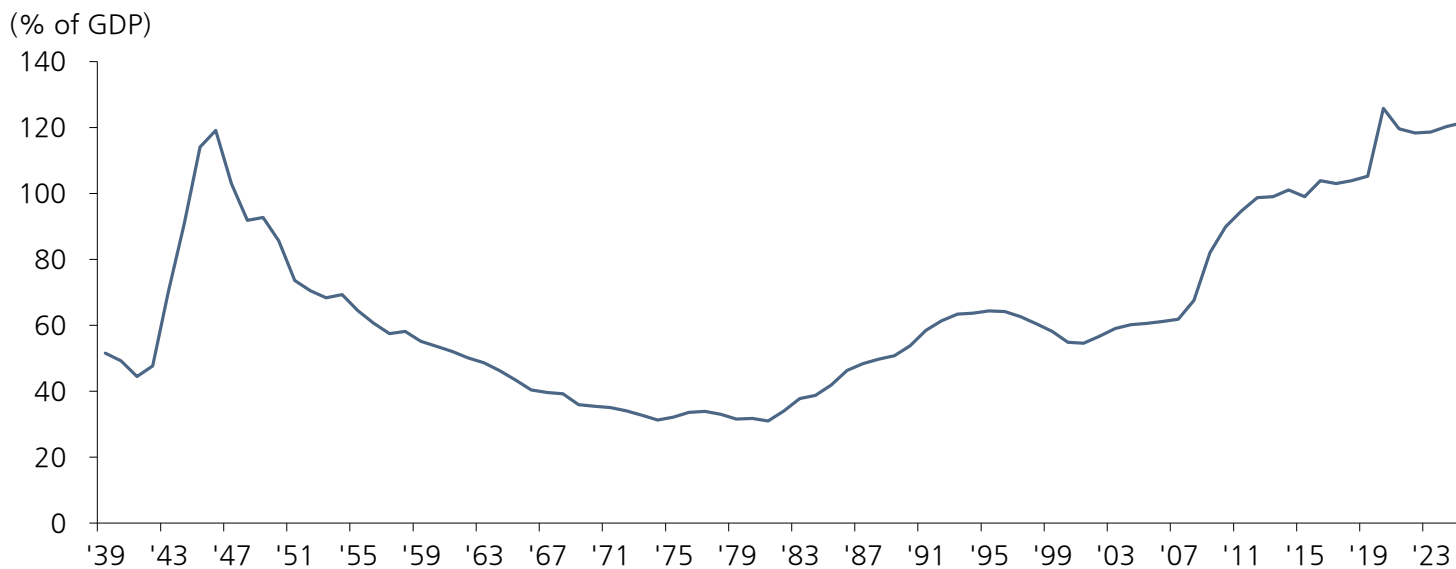
미국 재정건전성 점검

03 미국 재정건전성 점검

연방정부부채 비율 121.5%. 40조 달러 돌파

- 연방부채비율 '25년 121.5%로 팬데믹기 125.9%를 제외하면 사상 최고 수준 도달.
- 2차 세계전쟁 직후의 정점 119.1%도 상회
- 견조한 GDP 증가에도 부채 증가 속도가 더 빠르게 진행 중인 점이 문제의 본질
- 부채 누증 → 국채 발행 확대 → 금리 상승 → 이자비용 증가의 연결 고리 강화

그림 1. 미국 연방정부부채 비율

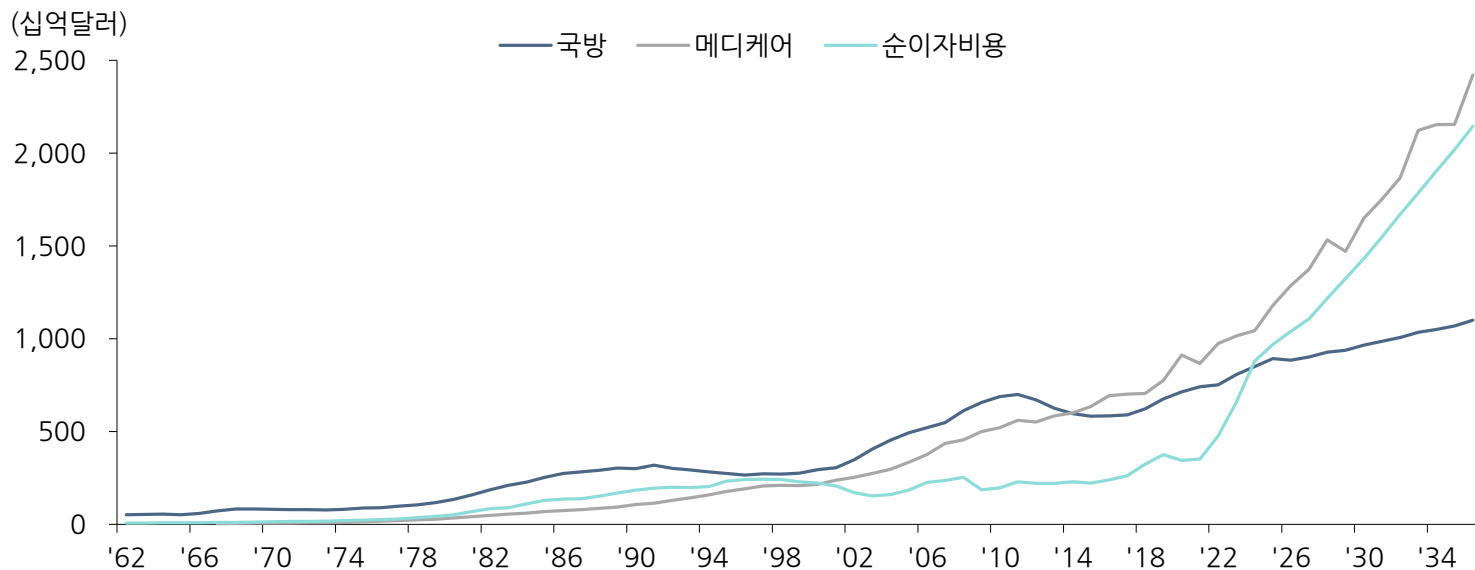


자료: FRED, 상상인증권 리서치센터

부채의 반대급부인 순이자비용, 이미 국방비 추월

- 국방비는 재량지출 최대, 메디케어는 의무지출 대표 항목
- '24년 순이자비용 8,799억달러 지급. 당해 년도 국방비 이미 추월. 역전 이후 격차 확대 국면
- CBO 전망상 '36년 순이자비용 2.14조달러로 국방비 1.10조달러의 약 2배 수준
- 메디케어 대비로도 '25년 82% → '35년 94%까지 근접. 최대 의무지출과 어깨를 나란히 하는 구조

그림 2. 미 연방정부 주요 지출 항목 추이 및 전망

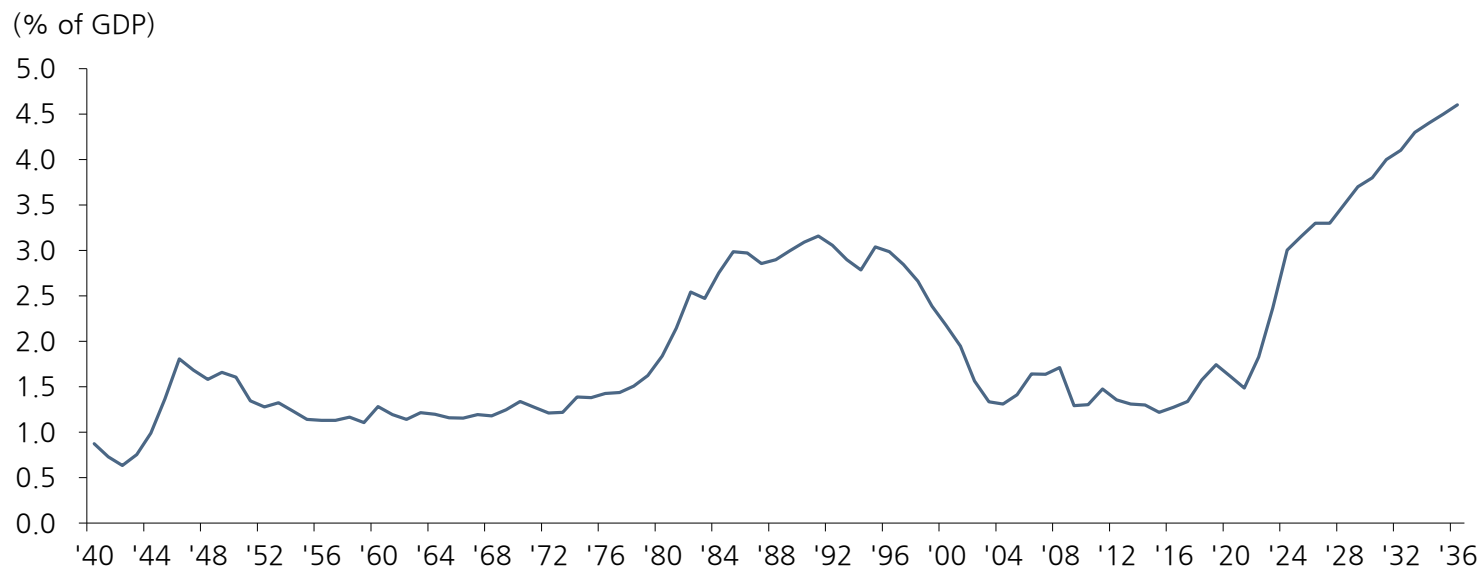


자료: CBO, 상상인증권 리서치센터

미국 순이자비용 비율 급증의 압박

- '25년 순이자비용 9,700억달러 사상 최대. '26년 1조 달러 돌파 확실시. '35년 2조 달러 상회 추정
- GDP 대비 순이자비용 '25년 3.15%로 1991년 이후 최고 수준. '26년 3.3%로 경신 전망.
- 순이자비용 비율 매년 0.1%p씩 상승하며 '36년 4.6% 예상 by CBO
- 중성장·중물가·중금리 시대 지속 시 동 비율 상승 속도는 더 빨라질 수 있음

그림 3. 미국 연방정부부채 이자비용 비율

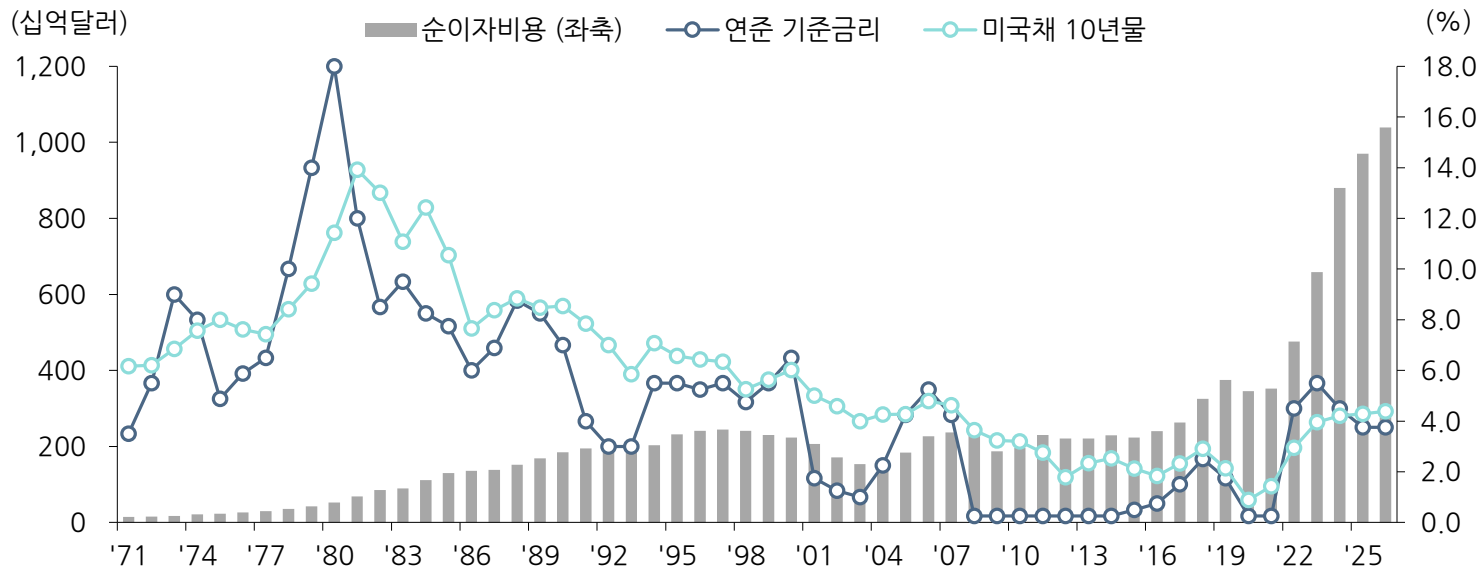


자료: FRED, 상상인증권 리서치센터

기준금리를 내려도 이자비용은 줄지 않는다

- 연준 기준금리 '23년 5.5% 정점 후 3.75%로 하향 조정. 그럼에도 연방정부 순이자비용 6,583억 → 1.04조달러
- 트럼프 대통령, 베센트 재무장관의 재정 관련 발언은 이자 등 재정 압박에서 비롯
- 저금리기 발행분의 고금리 차환이 누적되며 이자비용은 시차를 두고 반영되는 구조
- 이자비용 경로를 결정하는 것은 기준금리가 아니라 10년물 등 장기금리 레벨

그림 4. 연준 기준금리, 미 국채 10년물 금리 및 연방정부 순이자비용

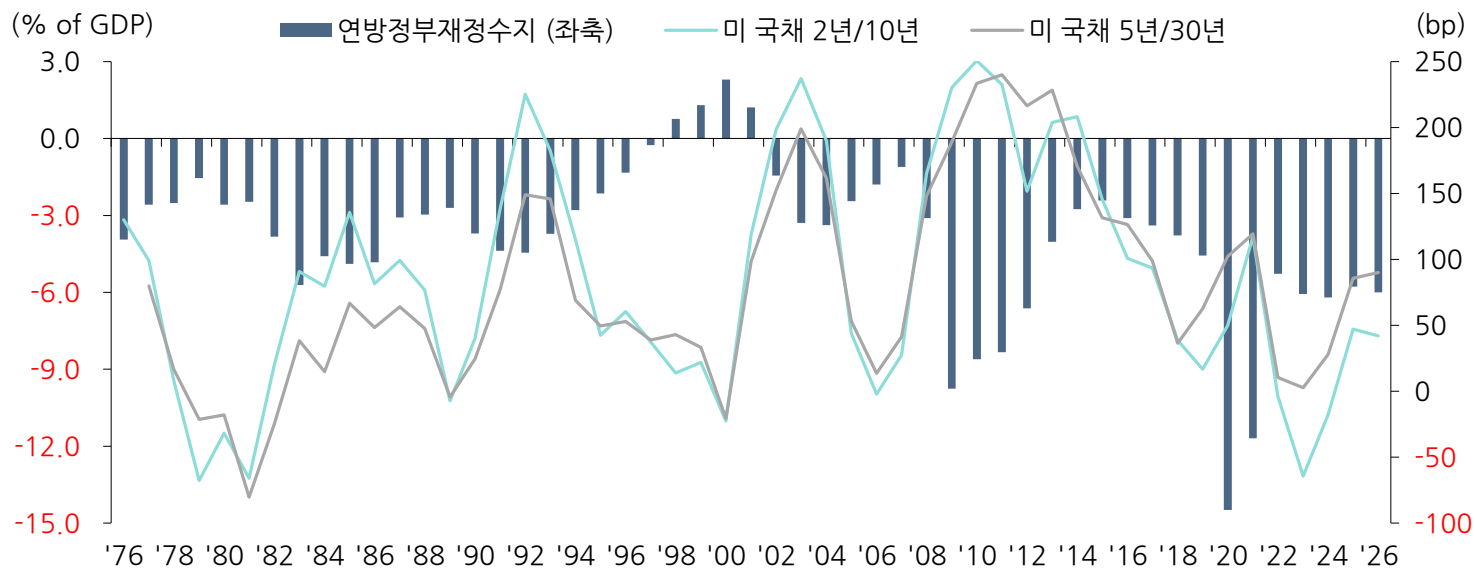


자료: Bloomberg, CBO, 상상인증권 리서치센터

관건은 장기채 금리, 재정건전성 우려 확대

- '26년 연방정부 재정수지비율 GDP 대비 -6% 예상. CBO 전망(-5.8%) 대비 악화 가능성
- 관세발 세입 감소와 국채금리 상승에 따른 이자비용 증가가 배경
- 재정수지 악화 시 5/30년 스프레드 확대 압력 우세. 30년물 5%대가 증거
- 재정적자 → 국채 공급 ↑ → 리스크 프리미엄 ↑ → 이자비용 ↑ 악순환 가능성

그림 5. 미국 연방정부 재정수지비율 및 미 국채 장단기물 금리 스프레드



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

03 미국 재정건전성 점검

표 1. CBO 연방 재정수지 전망 요약 (회계연도 기준)

구분	GDP 대비 (%)						금액 (십억 달러)					
	실적 '25	'26	'27	'28	합계		실적 '25	'26	'27	'28	합계	
					'27~'31	'27~'36					'27~'31	'27~'36
총수입	17.2	17.5	17.7	17.5	17.6	17.7	5,235	5,596	5,885	6,071	31,741	70,204
총지출	23.1	23.3	23.3	23.5	23.4	23.8	7,010	7,449	7,772	8,151	42,214	94,610
의무지출	13.7	14.2	14.4	14.4	14.3	14.6	4,168	4,529	4,783	5,005	25,812	57,933
재량지출	6.2	5.9	5.6	5.6	5.4	5.2	1,872	1,880	1,882	1,929	9,772	20,524
순이자비용	3.2	3.3	3.3	3.5	3.7	4.1	970	1,039	1,108	1,218	6,630	16,152
재정수지	-5.8	-5.8	-5.7	-6.0	-5.8	-6.1	-1,775	-1,853	-1,887	-2,080	-10,473	-24,406
기초재정수지	-2.7	-2.6	-2.3	-2.5	-2.1	-2.1	-805	-814	-779	-862	-3,843	-8,254
공공보유부채	99.4	100.6	102.1	104.1	-	-	30,172	32,095	34,005	36,093	-	-

주 : 기초재정수지는 순이자비용을 제외한 재정수지. 음(-)은 적자를 의미
 자료 : CBO, 상상인증권 리서치센터

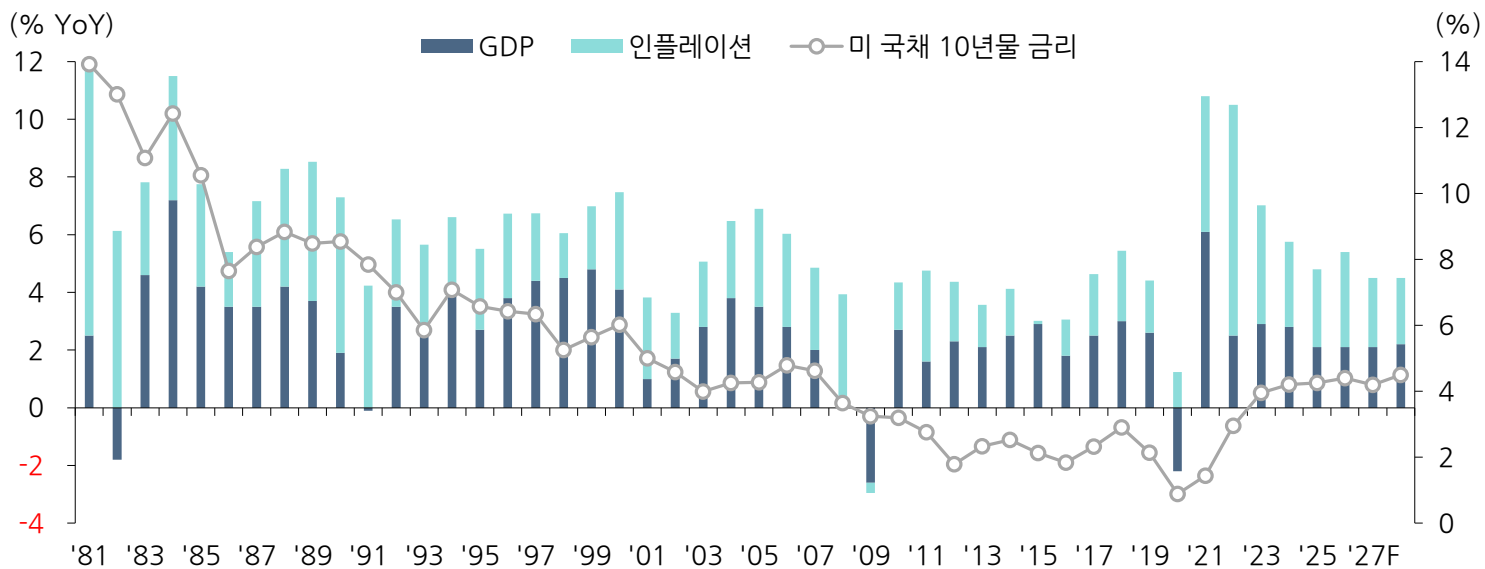
PART 04

연준과 인플레이션

인플레이션 리스크, 여전히 진행 중

- 지정학 리스크 → 유가 → 기대인플레 → 장기금리 상승. 연준 인하 여력 제약
- '25년 성장률 2.1%로 마감, 소프트 랜딩과도 거리 먼 흐름. 향후 3년간 2% 초중반 성장 전망
- 관세와 지정학 리스크 지속으로 물가안정목표 2% 요원. 견조한 경상성장률이 시장금리 하단 지지

그림 1. 미국 성장률, 물가상승률 및 미 국채 10년물 금리

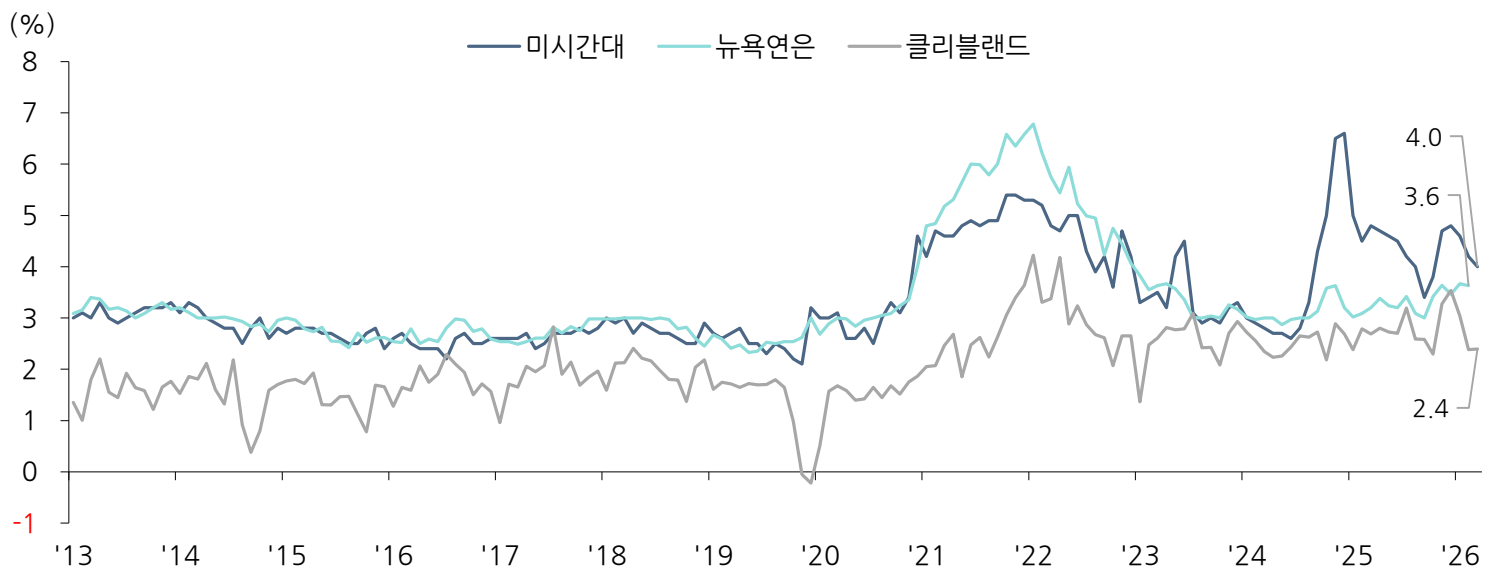


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

아서 번스 전 연준 의장의 뼈 때리는 교훈

- 아서 번스 전 연준 의장과 닉슨 대통령 등 백악관과의 친밀한 교류 => 최근 미 의회의 케빈 워치와 백악관의 통화 횡수질의 등 연준 독립성 의구심 분명 존재
- 베트남 전쟁과 중동 전쟁발 막대한 재정 지출, 그리고 오일쇼크발 유가 변동성 등에 대한 연준의 느슨하고 면밀하지 못했던 통화정책. 이는 미 가계의 인플레이션 기대심리를 제대로 잡지 못 한 최대 실책

그림 2. 미국 1년 기대인플레이션 추이(미시간대, 뉴욕 연은, 클리블랜드 연은)

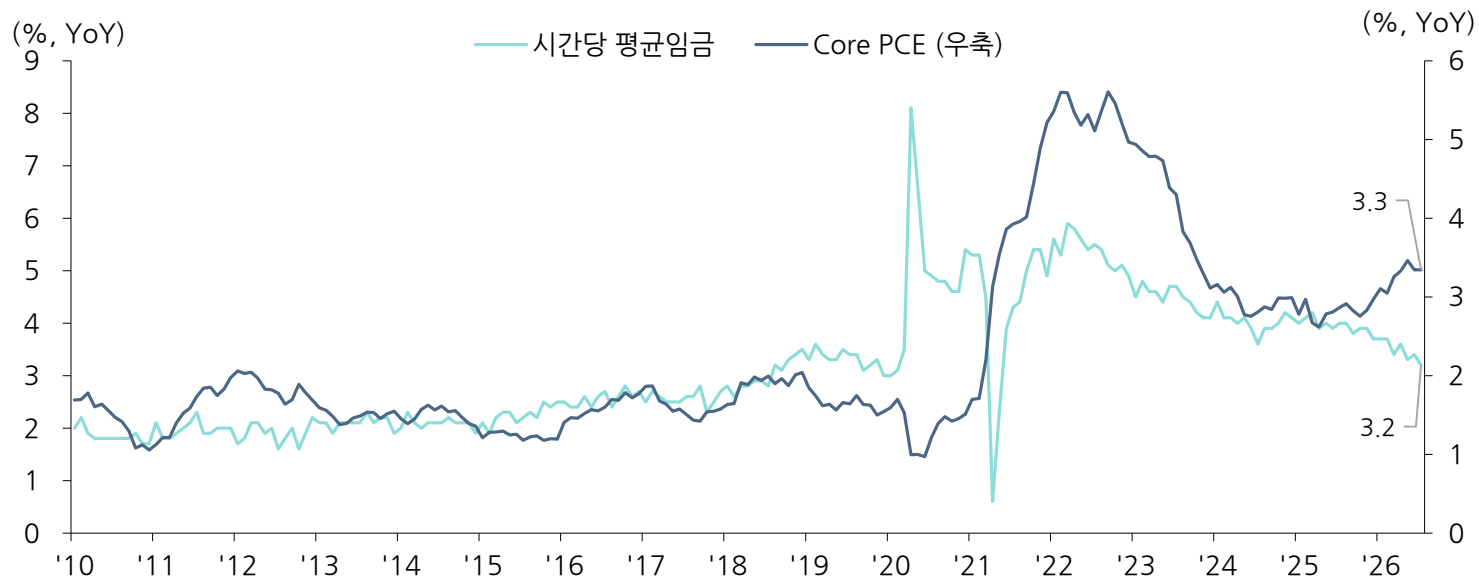


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Dual Mandate, 물가와 고용 사이에서 시소를 타는 연준

- '26년 잔여 금리 결정 FOMC 9월, 11월, 12월 예정. 매 회의 직전 발표될 고용, 물가 지표 및 유가 흐름 등이 향후 연준 기준금리 결정 요인
- 신뢰도 저하된 비농업 취업자수 지표. 대신 평균임금, 경제활동참가율 및 실업률 중요성 확대
- 65개월 이상 물가안정목표 2%를 상회 하고 있는 Core PCE 상승률. 이를 잡기 위한 연준의 매파 발톱이 나온다면 수익률 곡선 자체의 상향 이동 요인

그림 3. 미국 시간당 평균임금 및 근원 PCE 상승률 추이

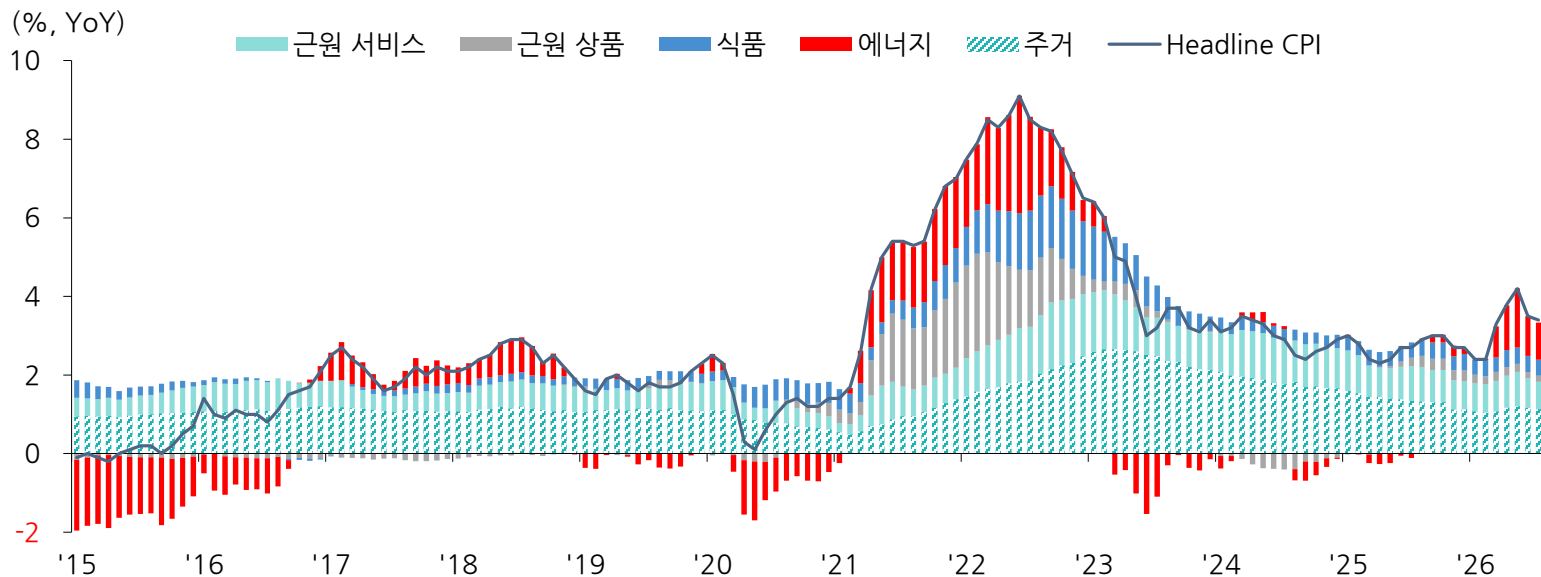


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

에너지가 쏠아올린 4.2%, 최근 둔화는 되돌림일 뿐

- 코로나 이후 헤드라인 CPI '25.4월 2.3% 저점 → '26.5월 4.2%, '23.4월 이후 최고
- 미-이란 전쟁발 에너지 기여도 확대(연초 0%p → 5월 +1.5%p)가 재가속 주도
- '25.4월 플러스 전환 이후 관세발 근원 상품 +0.2%p 고착. 주거 등 경직 속 코어 CPI 2.5%
- 5월→7월 낙폭 0.8%p 중 0.55%p는 에너지 되돌림. 유가 재반등 시 4%대 재진입 리스크

그림 4. 미국 CPI 및 항목별 기여도 분해



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

케빈 워시가 구상하는 시나리오

- 1. 금리 인하 환상 탈피 – 트럼프가 압박하는 금리 인하 카드와 대책점으로 돌아서는 안. 2~3회 금리 인상 시나리오. 채권 듀레이션 축소를 통한 단기 금리 상승 리스크 대응
- 2. QT 개시를 통한 유동성 축소 – 물가안정을 넘어 통화량 관리로 확장 의지를 피력 중인 워시. 한계 기업 및 자산 버블 등에 대한 유동성 공급 제어. 자산 가격 충격 소화 수반. 레베리지 활용도 제약 필수
- 3. AI발 생산성 견인 성장 가속 및 물가 안정 추구 – AI 혁신이 이끌 생산성 증대라는 key를 향한 로드맵. 초단기 채권 및 AI 대표 주식의 바벨 전략 필요

표 1. 2026년 잭슨홀 심포지엄 워시 연준 의장 연설 주요 내용 종합

구분	주요 내용
인플레이션 평가	- PCE 상승률 12개월 3.7%, 6개월 4.1%로 2% 목표 상회 - 여름 지표 개선에도 기초적 인플레 개선으로 평가하지 않음
물가 확산·기대	- PCE 199개 품목 중 54%가 3% 이상 상승(팬데믹 이전 32%) - 중기 기대인플레는 안정적이나 "무너지기 전까지 견고해 보일 뿐"
긴축 강도	- 크레딧 스프레드 역사적 범위 내 최저 수준 근접, 신용 및 대출 시장에서는 긴축 조짐 거의 보이지 않음 - 주택 및 농업 부문에는 압박 나타나고 있으나, 전반적 금융여건을 제약적이라 보기 어려움
성장·고용	- 실질소비 +2%, 국내 민간 최종 구매 +3% 내외, 설비투자 +9%로 내수 견조 - 노동시장은 완전고용에 부합
기준금리	- "결정이 아닌 원칙에 전념" - 향후 금리 결정에 사전에 정해진 것 없음. 기초 인플레의 2% 수렴 확신 없으면 "할 일이 남아 있음"
포워드가이드런스	- 평시 금리 경로 예고 최소화 및 '조용한 연준' 지향 - 테일러 준칙 등 기계적 준칙 거부 → 시장 스스로 전망 형성 필요

자료: Federal Reserve, 상상인증권 리서치센터

PART 05

디베이스먼트 관점으로 본 결론

베센트가 바라는 미국 중심의 세계

- 1. 미 국채 탭트럼 가능성 제어 – '25년 관세 정책, '26년 미 재정 우려 등에 의한 미 국채 금리 상승 국면 속 베센트의 등장. 국채 금리 상단 박스권 형성에 의한 Term premium의 변동성 제약. 장기채 분할 매수 포인트 활용 가능
- 2. 디스인플레이션의 도래 신뢰 – AI 생산성 향상 -> 공급 확대 -> 고용 안정화 -> 저물가 안정화 -> 실질 성장 가속화. 이는 미 국채 금리의 상승이 불필요하다는 입장인 동시에 연준에 대한 무언의 압박. 커브 하향 조정 및 AI 대형주 포트 반영 필요
- 3. NO Crowding-out effect – 국채 발행과는 별개의 AI발 기업 회사채 발행 일정 유지. 빅테크 기업의 자금 조달 필요성 인정함에 따라 AI 산업 지원 의지 간접 시사. 이 또한, 생산성 향상 지지 발언. 미국 국채 및 미국 빅테크 기업 우호적 시각

표 1. 2026년 베센트 미 재무장관 주요 발언 종합

구분	주요 내용
인플레이션 평가	- "핵심 인플레이션은 통제되고 있고 실제 하락 중" → 지속 하락 확신 (4월) - 이란 전쟁발 물가 상승은 일시적, 종전 시 빠른 하락 기대 (4월)
물가 확산·기대	- AI 생산성 및 에너지 수출 확대로 "인플레이션 재점화 없는 3% 성장" 가능 (6월) - 1990년대 생산성 주도 확장 재현 → 공급 확대가 물가 압력 흡수 주장 (6월)
긴축 강도	- 추가 인하가 "더 강한 성장에 유일하게 부족한 요소" → 현 기조는 제약적 인식 (1월) - 재정적자/GDP 6.8%에서 5.4%(25년)로 축소 → 재정 건전화 병행 강조 (6월)
성장·고용	- 26년 성장률 최소 3.5% 전망, 25.4Q 1.4%는 섣다운 등 일시 요인 탓 (2월) - 연말 "3으로 시작하는" 성장률 복귀 → '3-3-3' 목표 유지 (6월)
기준금리	- "연준은 인하를 지체하지 말아야"(1월) → "관망 이해, 결국 인하 필요" (4월) - "워시 의장은 물가·성장 양대책무 모두 충족 가능"하다며 궁극적 인하 기대 (6월)
장기금리·시장 개입	- 장기 바이백 회당 20억 → 40억달러+ 확대, "그 이상도 가능" (8월) - "금리는 펀더멘털 미반영"·미-일 엔 공동개입·TGA 투입 검토 보도 (8월)

자료: 언론 종합, 상상인증권 리서치센터

베센트의 디베이스먼트 전략, 의구심 확대

- 명목 부채를 화폐가치 하락 및 인플레이션으로 녹이는 전략, 이에 대한 시장 의구심 커지는 중
- ①듀레이션 축소 ②명목금리 관리, ③실질금리 억제, ④환율의 4개 채널로 작동
- 명목금리를 누르면서 물가를 방치하면 실질금리 하락 → 부채 실질가치 희석
- 단, 30년 실질금리 3% 근접하며 고점권. 현 국면은 화폐 희석보다 시장의 재정 프리미엄 요구 확대

표 2. 디베이스먼트 전략 작동 수단과 시장 반영

	구체적 수단	확인된 정황	시장 반영
① 듀레이션 축소	장기물 바이백 + 단기물 발행 (‘Treasury Twist’)	8/19 한도 20억 → 40억달러 9/9~11/4 시행	bill 비중 및 롤오버 리스크 상승
② 명목금리 상단 관리	바이백 확대 TGA(약 9,500억달러) 투입 검토	8/24 소식통 인용 보도	8/19 금리 하락 하루만에 소멸
③ 실질금리 음(-) 유도	물가 목표 상회 용인, 인하 선호	인플레 5년째 2% 상회(3%대)	30년 실질금리 2.97%, 아직 고점권
④ 환율	엔화 개입 연준 FIMA 레포 확대 요구	7월말~8월 마-일 공동 개입	달러 약세, 금·비트코인 랠리

자료: 상상인증권 리서치센터

세 번 사례 중, 한 번의 성공을 목표로 하는 베센트 디베이스먼트

- '42~'51년, 금리 페그 정책. 고부채를 금융 억압발 저금리, 인플레이션을 결합해 낮춘 사례. 연준 협조가 전제 조건
- '33~'34년, 금 재평가(by Gold Reserve Act, 금 1온스 \$20.7 → \$35)를 통한 명시적 절하. 부채보다 물가 부양 목적
- '71년 금태환 폐지, 앞선 억압의 최종 청구서. 이후 금융억압 정책의 왜곡발 70년대 인플레이션 압력 표출
- 현재는 1) 연준의 비협조 및 독립성(정책 목표 – 물가안정, 완전고용), 2) 자본 자유화에 의한 Term & Fiscal Premium의 시장 결정, 3) 국채 만기 단축 등으로 '42~'51년 조건이 부재한 상황

표 3. 과거 디베이스먼트 사례 및 현재 비교

시기	수단	결과	귀결 및 한계
1942~51 금리 페그	연준이 단기 0.375%·장기 2.5% 금리 상한 유지, 실질금리 마이너스 (금리를 성장률, 물가상승률 보다 낮게 유지) 유도	부채/GDP 106%('46) → 23%('74)	'51.2월 CPI 연율 21% → '51.3월 Treasury - Fed Accord로 연준 독립 회복
1933~34 명시적 통화 절하	EO 6102로 민간 금 회수, 금준비법으로 온스당 \$20.67 → \$35 재평가	달러의 금 가치 59%로 축소 (약 40% 절하)	대내 금태환 영구 금지, 대외 태환만 존치
1971 신뢰 붕괴의 종착점	금태환 창구 폐쇄, 수입 10% 부가세 및 임금·물가 통제	브레튼우즈 종식, 금 \$35 → 자유 변동	스미소니언(\$38) 1년여 만에 붕괴 → 70년대 대인플레이션
2026 현재	바이백 확대, TGA 활용, 단기물 편중 발행, 엔화 개입	부채/GDP 121.5%('25) 30년물 5.2%대 고착	금·BTC 강세·달러 약세로 반응, 디베이스먼트 트레이드 재점화

자료: 상상인증권 리서치센터

재무부는 사들이고 연준은 팔고, 정책 목표의 정면 충돌

- 재무부, 8/19 장기 바이백 한도 20억 → 최소 40억달러로 2배 확대(9/9~11/4, 중간선거 11/3)
- 재원은 단기물 발행 또는 TGA(약 0.95조달러). 이를 'Treasury Twist'로 지칭
- 반면, 워시 체제 연준은 6.7조달러 대차대조표 축소 지향. 장기채 금리 상방 요인
- 양 정책의 듀레이션 방향이 정반대. 충돌 자체가 기간 프리미엄 확대 요인

표 4. 베센트 재무장관과 워시 연준 의장의 정책 스탠스 비교

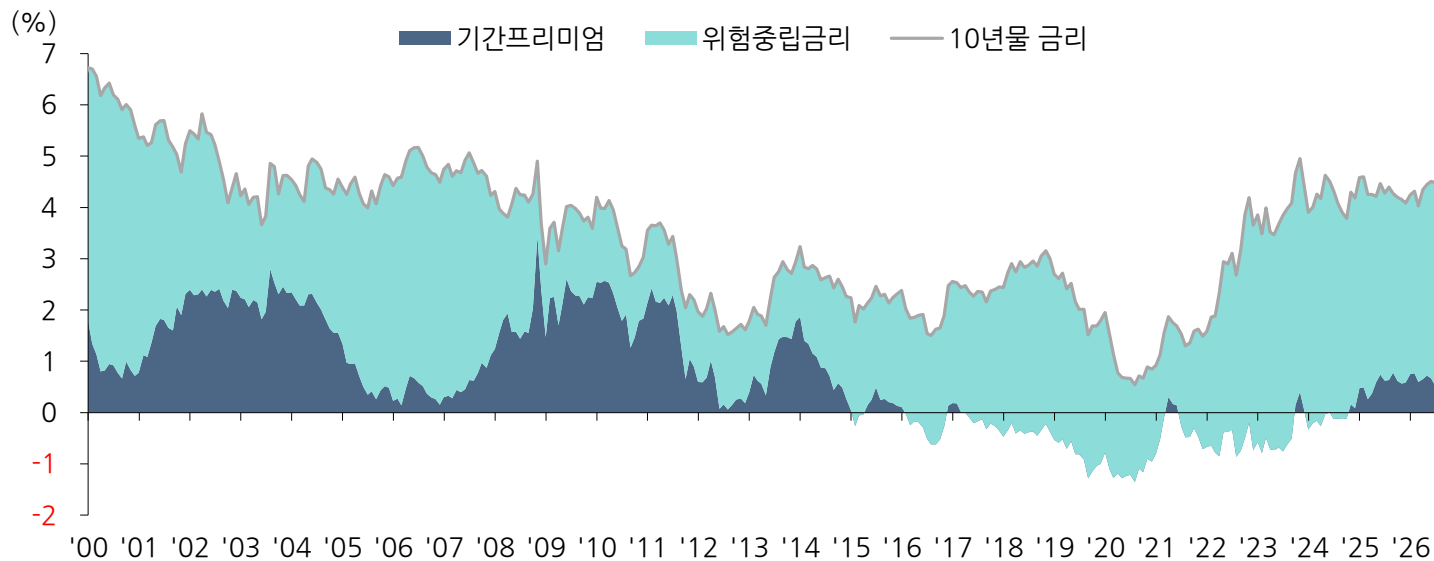
구분	베센트 (재무부)	워시 (연준)
장기금리 인식	편더멘탈 미반영, 유동성 문제로 규정	시장 신호로 용인, 상승 자체를 문제 삼지 않음
핵심 수단	바이백 확대, TGA 활용, FIMA 확대 요구	QT, 대차대조표 축소(GDP 대비 '08년 이전 수준 지향)
듀레이션 방향	시장에서 흡수 (장기 매입·단기 발행)	시장으로 방출 (중장기물 → T-bill 전환)
커브 영향	Treasury Twist, 장기금리 하방 압력	Reverse Twist, 장기금리 상방 압력
'51년 Accord	재무부의 금리 관리 영역 확대	연준 발자국 축소, 독립성 강화
재정 규율	성장 및 재정 통합 패키지로 해결	고금리가 재정 규율을 강제해야
인플레이션	후순위, 성장 우선	최우선 과제

자료: 상상인증권 리서치센터

연준 정책 및 장기채 금리의 상관성 보다 희미해지는 중

- 연준 금리 인하가 장기채 금리 하락을 견인한다는 과거 공식의 무력화 국면 진입
- 인하에도 재정 이슈, 국채 발행, AI CAPEX, 인플레이션 기대가 장기금리 하방을 제한할 가능성
- 본질은 금리 인상 우려가 아님. 장기채 수요 대비 공급 과잉. 국채를 대체할 우량 채권의 대량 공급. 구조적 수급 미스매칭 심화
- 결과는 기간 프리미엄 확대. 수요자에게 더 높은 기대수익률을 제공해야 하는 문제

그림 1. 미 국채 10년물 분해, 정책금리 기대 및 기간 프리미엄(ACM) 추이

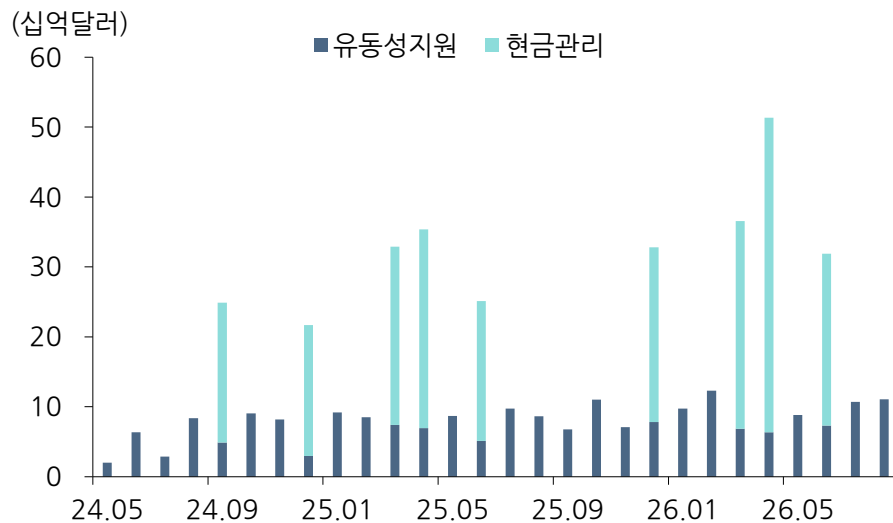


자료: NY Fed, 상상인증권 리서치센터

금리 발작 시, 재무부의 시장 개입은 필수. $r < g$ 를 위함

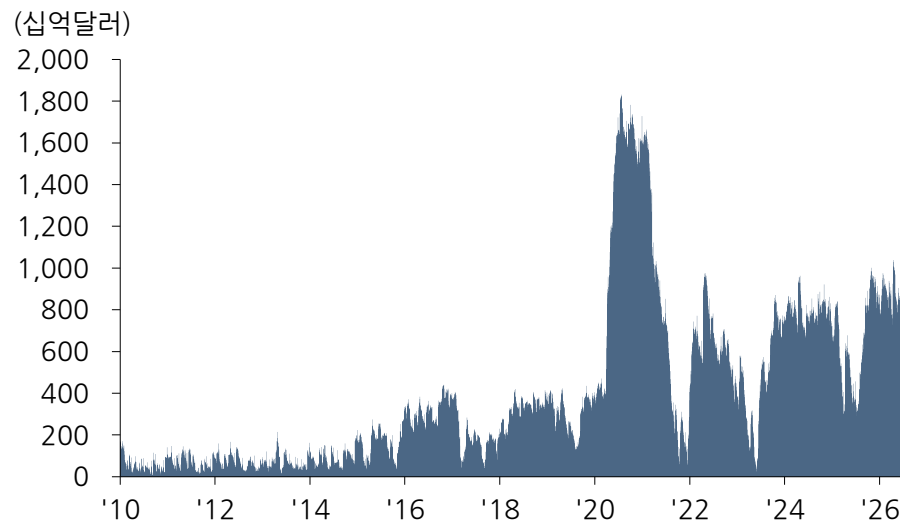
- 베센트 재무장관, 미 국채 10년물 금리 안정화 의지 지속 피력. 과거 옐런 비판 태도에서 QRA 장기채 발행 비중 유지하며 옐런과 동일한 미 국채 발행 비중 스탠스 고착화
- 중간선거를 앞두고 Clarity Act 의회 통과 불확실함에도 재추진 중. 미 국채 단기물의 수요 주체로서의 입지 강화 시도
- 금리발 금융시장 발작 확대 시 미 정부의 시장 개입 필연적으로 나올 가능성 높음
- 8월 3주차 바이백 2배 이상 확대 발표. 효과 소멸 시 TGA 활용 바이백 재원 가능성도 언급한 상황
- 중간선거를 앞두고 재정지출에 의한 경기 부양보다 재정발 금리 하향 안정화 추진함이 보다 시급한 중대 과제. 이는 향후 지속적인 재무부의 미 국채 장기채 금리 관리 및 개입 시사로 해석 => 명목금리(r)보다 높은 성장(g)이 필요한 미국

그림 2. 미 재무부 국채 바이백 낙찰액



자료: 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

그림 3. TGA 잔고 추이



자료: 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신얼)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

