

# Economy Brief

## 3인 3색 목소리와 국채금리 지뢰밭

Economy Brief

[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

### Check Point

근본적으로 주요국 장기 국채금리 급등의 가장 주된 두가지 원인은 1) 대(大) 차입 리스크와 2) 인플레이션 리스크  
단기 국채금리 상승 요인: 미국 경제와 금융시장을 사실상 주도하는 트럼프 대통령, 베센트 재무장관 및 케빈 워시의장의 정책 혹은 발언의 엇박자 리스크임

심각한 금리발작 가능성은 낮지만 지표 혹은 이벤트마다 국채금리 변동성이 커질 수 있음을 경계해야 함

### 대(大) 차입 시대와 국채 금리 급등

국채금리 발작 우려가 일부 현실화되는 분위기다. 미국을 위시한 주요국 국채금리가 동반 상승하면서 수십년 최고치 역시 동반 경신 중이다. 특히, 장기 국채금리 불안이 눈에 띈다. 미국 10년과 30년 국채금리는 각각 4.8%, 5.3% 내외까지 상승하면서 투자 심리 악화를 초래할 수 있는 심리적 마지노선인 5.0%와 5.5% 수준에 바짝 근접했다. 미국 장기 국채금리 뿐만 아니라 당사가 글로벌 자금 흐름에 있어 중요한 변수로 바라보고 있는 일본 10년 국채금리 역시 3.0%를 넘어서면서 1996년 이후 최고치를 기록했다. 유럽 주요국 장기 국채금리도 예외는 아니다. 영국 30년 국채금리는 1998년 이후 최고치를, 독일 10년 국채금리는 유럽 재정위기 당시였던 2011년 수준에 바짝 다가서고 있다. 주요국 국채 금리 수준이 공교롭게 각종 금융위기, 즉 미국 서브프라임, 일본 장기 불황 및 유럽 재정위기를 촉발했던 수준에 이르고 있어 국채금리 급등에 대한 공포심은 커질 수 밖에 없다.

더욱이 문제는 국채금리가 하락할 요인이 잘 보이지 않고 오히려 추가 상승 리스크만 부각되고 있다는 점이다. 근본적으로 주요국 장기 국채금리 급등의 가장 주된 두 가지 원인은 1) 대(大) 차입 리스크와 2) 인플레이션 리스크다.

우선, 최근 글로벌 경제를 요약할 수 있는 단어는 AI 경제도 있지만 대(大) 차입 경제 시대이다. 미국을 포함한 주요국 정부는 경쟁적으로 재정지출을 확대하고 있다. AI 투자 사이클을 제외하고 성장 모멘텀 부재, 즉 K 사이클(양극화 현상) 심화로 내수 부양 차원과 고령화 인구 사이클 등으로 재정지출을 더욱 확대할 수 밖에 없는 상황에 직면했다. 여기에 AI 패권 및 AI 공급망에서 배제되지 않기 위한 정부 주도의 AI 관련 투자가 급속히 증가하고 있다. 이른바 국가주도 자본주의 기조가 강화되면서 미국과 중국에서 국가주도의 AI 투자가 증가하고 있음은 물론 AI 공급망의 한 축을 담당하고 있는 한국과 일본 역시 국가 주도의 재정투자가 급속히 증가하고 있다. 단적인 사례로 한국이 800조원이 넘는 내년 슈퍼 예산안을 편성했으며 일본 역시 재정부담에 불구하고 내년에 슈퍼 예산안을 마련했다. 이처럼 고령화에 따른 복지 확대는 물론 AI 산업 육성 혹은 경쟁력을 유지하기 위한 재정지출을 위해 막대한 자금이 필요한 것은 당연하다.

정부뿐만 아니라 하이퍼스케일러로 대변되는 초대형 AI 기업들의 회사채 발행 급증과 초대형 유니콘 기업들의 상장은 또 다른 자금 수요의 블랙홀이 되고 있다. 올해도 하이퍼스케일러 기업들이 막대한 투자를 위해 회사채 발행을 확대했지만 내년에는 하이퍼스케일러의 자본지출이 올해보다 늘어나는 반면 잉여현금흐름은 고갈된다는 점을 고려하면 회사채 발행 규모는 더욱 늘어날 수 밖에 없다.

인플레이션 리스크도 여전히 국채금리에는 부담 요인이다. 인플레이션 압력이 재차 급격히 확대될 가능성은 낮다는 판단이지만 지정학적 리스크 빈발에 따른 공급망 불안, 반도체 가격 등으로 대변되는 칩플레이션(Chipflation)과 함께 기후변화에 따른 히트플레이션(Heatflation) 그리고 정부와 기업발 지출확대(=유동성 확대)는 중물가 현상의 지속 가능성을 뒷받침해준다. '고물가-고금리' 시대는 아니더라도 '중물가-중금리' 시대가 상당기간 이어질 수 있다는 것은 국채금리 안정을 제약하는 요인으로 작용하고

있다. 요약하면 대(大) 차입 경제와 '중물가-중금리' 시대라는 글로벌 경제 패러다임 지속이 국채금리에 상승 압박으로 작용할 것이다.

### 미국 3인(트럼프, 베센트 및 워시) 3색 발언과 국채 금리 급등

국채금리 상승의 구조적 요인과 함께 최근 국채금리 급등의 또 다른 요인, 즉 단기 요인으로는 미국 경제와 금융시장을 사실상 주도하는 트럼프 대통령, 베센트 재무장관 및 케빈 워시 의장의 정책 혹은 발언의 엇박자 리스크다.

베센트 장관은 8월초 일본과의 외환시장 공조, 바이백 규모 확대 그리고 '트레저리 트위스트(Treasury twist)' 등을 통해 장기 국채금리 안정을 위한 조치를 실시 중이다. 물론 베센트 장관 주도의 일련의 장기 국채금리 안정 조치에 대한 시장의 평가는 냉랭하지만 효과는 좀 더 지켜봐야 하는 상황이다.

※ 참고: '트레저리 트위스트(Treasury twist)'는 미국 재무부 장관 스콧 베센트(Scott Bessent)가 추진하는 적극적인 부채 관리 전략으로, 장기 채권 금리를 낮추기 위해 단기 국채를 팔고 장기 국채를 사들이는 시장 개입 조치임

베센트 장관이 장기 국채금리 안정을 위한 목소리를 내고 있는 반면에 케빈 워시 의장은 잭슨홀 연설에서 국채금리 불안을 가중시키는 발언을 했다. 중앙은행 수장으로서 물가안정을 위해 금리인상 가능성을 언급한 것이 실수는 아니지만 국채금리가 급등하는 국면에서 예상치 못한 발언을 함으로써 시장을 달래기 보다 불안을 더욱 자극하는 모양새가 되었다. 특히, 장기 국채금리 안정의 최후 수단 중에 하나인 연준의 국채매입(=양적완화) 가능성을 완전히 차단하는 듯한 발언은 국채금리 추가 상승에 또 다른 불씨 역할을 한 것으로 판단된다. 무엇보다 국채금리 안정을 위해 노력하는 베센트 장관의 노력에 다소 어긋장을 놓는 모양새가 되었다.

트럼프 대통령의 변덕 혹은 인내심도 국채금리 급등의 악재이다. 케빈 워시 의장에게 금리 인하를 요구하는 발언을 하는 동시에 이란에 대한 군사적 공격을 재개한 것은 앞뒤가 맞지 않고 트럼프 대통령 리스크를 다시 증폭시켰다. 금리인하 요구는 당연히 미 연준의 독립성에 대한 의문을 소환시켰고 인내심을 가지고 강력한 경제 제재를 통해 이란 문제를 해결하겠다는 트럼프 행정부 기조는 일주만에 뒤집어졌다. 이는 80달러 초반 수준에서 안정세를 보이던 유가를 다시 90달러대로 상승시키는 동시에 인플레이션 우려를 자극하는 결과를 초래했다. 이처럼 3인(트럼프, 베센트 및 워시) 3색의 정책과 발언은 가뜩이나 불안한 국채금리의 추가 상승 압력으로 이어지고 있다.

이 밖에도 베센트 재무 장관이 일본은행의 추가 금리인상을 요구하는 등 공조인듯 압박인듯 한 발언을 하고 있음이 오히려 주요국의 미국 국채 매도 리스크를 자극하는 현상으로 나타나고 있다.

트럼프 행정부와 연준의 엇박자와 과거와 달리 미국 주도하의 정책 공조 약화 리스크가 국채금리에 단기 악재로 작용하고 있다.

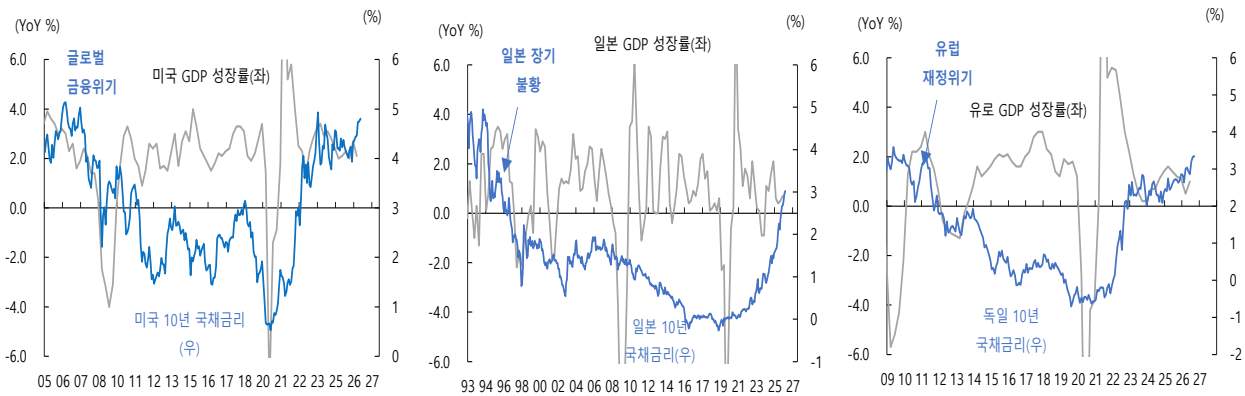
### 지뢰를 하나씩 점검하는 것이 최선

앞서 설명한 바와 같이 국채금리의 단기적으로 급락하기는 쉽지 않은 것이 사실이다. 무엇보다 정부와 기업의 자금수요가 줄어들 가능성이 낮다는 점은 국채금리에는 부담이다. 현시점에서 기대할 수 있는 것은 국채금리 추가 상승이 제한되고 다소나마 금리 수준이 소폭 하락하는 것이다. 결국 9월 중 예정된 경제지표와 미 연준 그리고 주요국 중앙은행(BOJ, ECB, BOE)의 통화정책회의 결과를 통해 지뢰가 하나씩 제거되기를 바라야 하는 입장이다.

다만, 9월에 발표될 8월 고용지표와 물가지표는 미 연준의 9월 금리인상을 자극하는 시그널은 나타나지 않을 것으로 보인다. 당사는 9월 FOMC회의에서 금리동결이 될 것으로 전망한다. 결국 9월 FOMC회의 내용(점도표 및 물가 수정 전망 등) 및 케빈 워시의 발언 등이 국채금리 안정 혹은 추가 상승에 변수가 될 것이다. 그리고 금리인상 가능성이 높은 일본은행의 9월 금융정책결정회의 이후 엔화 흐름도 주목해야 한다. 최소한 엔화가 추가 약세 흐름을 보이지 않고 강세 기조를 보여야 금융시장이 안정을 찾을 것이다. 마지막으로 8월 국채금리 상승 원인 중에 하나였던 재정수지 지표도 주시해야 한다. 7월 재정수지 적자폭이 시장 예상치를 크게 상회하면서 국채금리를 자극했다는 점에서 8월 재정수지 적자폭에 대한 국채시장에 관심이 높을 것이다.

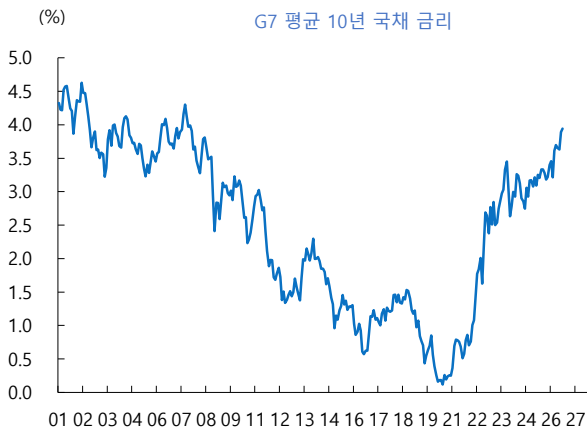
국채금리가 상승하기는 쉽지만 빠르게 하향 안정되기는 쉽지 않다. 심각한 금리발작 가능성은 낮지만 지표 혹은 이벤트마다 국채금리 변동성이 커질 수 있음을 경계해야 한다. 국채금리가 단기적으로 빠르게 안정을 찾기 위해서는 일단 유가 급락이 필요해 보인다.

그림1. 주요 선진국 국채금리가 이전 위기수준에 당시 금리 수준까지 상승



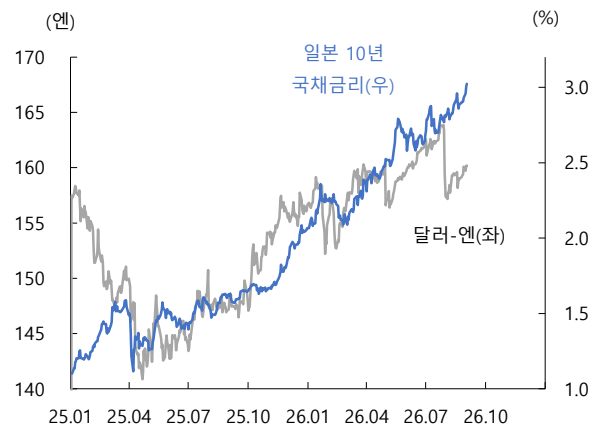
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림2. 차입비용의 대용지표(Proxy)인 G7 국채금리 수준이 급격히 상승



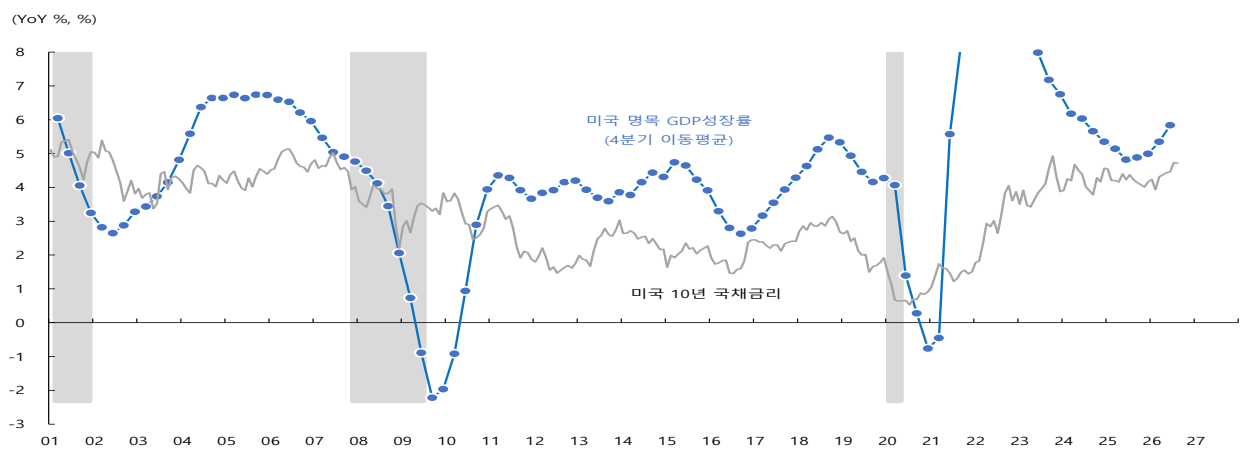
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 일본 국채금리 상승 속 엔 약세 현상이 일본계 자금의 리패트리эй이션 리스크를 촉발시킬 수 있음



주: 리패트리эй이션: 해외에 투자되었던 일본계 자금(보험사, 연기금, 기업, 개인 투자자 등)이 일본 본국으로 환류(되돌아오는 것)하는 현상

그림4. 다행히 미국 명목GDP 성장률(=수익률)이 10년 국채금리(=비용) 수준을 상회 중



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

#### Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(박상현)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.