



Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 17일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

AI 회사채 시대, 늘어나는 장기 듀레이션 공급

국채에서 민간으로 확산되는 장기 듀레이션 공급

美 10년 국채금리는 연초 저점 이래 현재까지 100bp 넘게 상승했다 (2/27 3.94%, 9/15 4.97%, 재무부 제공 Par Yield 기준). 고유가 부담이 기대 인플레이션을 자극한 가운데, 견조한 경기를 반영해 Fed 금리경로에 대한 기대가 상향되었으며, 국채·회사채 공급 확대는 텀 프리미엄 (Term Premium) 상승 요인으로 작용했다.

명목 국채 수익률 $\approx$ 기대 인플레이션 + 기대 실질 단기금리 평균 + 텀 프리미엄 (DKW Model)

최근에는 텀 프리미엄에 영향을 줄 수 있는 채권 공급의 성격도 달라지고 있다. 그동안 장기 듀레이션 공급 증가는 미 재정적자 확대에 따른 국채 발행이 중심이었지만, AI 투자 확대와 함께 대형 테크기업의 외부자금 조달이 빠르게 증가하고 있다. 특히 AI 관련 우량 회사채 발행이 장기 만기에 집중되면서 민간에서도 새로운 장기 듀레이션 공급이 늘고 있다.

이번 보고서에서는 국채에 이어 민간까지 가세하고 있는 장기 듀레이션 공급의 변화와 이것이 텀 프리미엄 및 장기금리에 미칠 영향을 점검해 보려 한다.

중요한 것은 국채와 회사채의 공급 주체는 다르지만, 장기 듀레이션을 받아들이는 투자자 기반은 일부 겹친다는 점이다. 국채와 우량 회사채는 안전성과 유동성 측면에서 차이가 있지만, 보험사·연기금 등 장기 듀레이션 투자자는 각각의 수익률과 위험을 비교해 두 시장에 자금을 배분한다.

예를 들어 초우량 등급의 30년 회사채와 30년 국채는 만기와 듀레이션이 유사하기 때문에 투자자는 국채 수익률과 회사채가 제공하는 추가 credit spread를 함께 비교한다. 국채금리가 상승하면 회사채도 더 높은 금리로 발행해야 하고, 반대로 대규모 회사채 공급으로 회사채 수익률이 높아지면 국채의 상대적인 투자매력도 낮아질 수 있다. 국채와 회사채 공급이 동시에 늘어나는 환경에서는 두 시장의 요구수익률이 서로 영향을 주면서 장기금리 전반에 상승 압력을 더할 수 있다.

AI 회사채, 발행액보다 커지는 금리위험

주요 하이퍼스케일러 및 AI 관련 기업 20개의 회사채 발행액은 2023~24년 연평균 약 \$53bn이었으나, 2025년 \$158bn, 2026년에는 8월까지 \$257bn으로 증가했다.

Dallas Fed는 2026년 AI 관련 IG 회사채 발행액이 약 \$300bn에 이를 것으로 전망하고 있다. 다양한 만기와 금리 민감도를 반영해 듀레이션 공급 (duration supply)을 10년 국채 기준으로 환산하면 최대 \$360bn의 *10-year equivalent로 계산된다. 즉, AI 관련 회사채가 공급하는 금리위험이 10년 국채 약 \$360bn을 발행했을 때와 유사하다는 의미이며, 이는 미 재무부가 공급하는 전체 duration의 약 1/8에 해당한다.

*10-year equivalent는 서로 다른 만기의 채권을 금리변화에 대한 민감도 (duration)를 반영해 동일한 금리위험을 갖는 10년 국채 발행액으로 환산한 값을 의미함

AI 관련 우량 회사채가 장기 만기에 집중된다는 점도 중요하다. 같은 금액을 발행하더라도 만기가 길고 금리 민감도가 높을수록 투자자가 흡수해야 할 듀레이션 리스크도 커진다. 데이터센터처럼 장기간 사용되는 자산을 조달하기 위해 기업들이 장기 고정금리 부채를 활용하면서 단순 발행액보다 듀레이션 공급이 크게 나타날 수 있다.

늘어난 발행물량은 회사채 자체의 조달금리에도 부담이 될 수 있다. AI 투자가 장기화되면서 신규 발행과 차환 물량이 계속 늘어난다면 투자자는 이를 소화하기 위해 더 높은 신용 스프레드를 요구할 수 있으며, 실제 주요 테크기업의 CDS와 credit spread에서도 이러한 부담이 관측되고 있다.

공모채 밖에서도 만들어지는 장기 듀레이션

한편, AI 인프라 투자 확대는 공모 회사채에만 의존하지 않는다. 투자 규모가 커지면서 공모 회사채 (public debt)와 함께 private market을 통한 외부자금 조달도 활용되고 있다.

데이터센터처럼 초기 투자비가 큰 사업에서는 장기 임대계약과 향후 현금흐름을 기반으로 별도의 프로젝트에서 자금을 조달하기도 한다. SPV가 장기 고정금리 채권을 발행할 수도 있고, 은행이나 private credit을 통해 대출 형태로 자금을 조달할 수도 있다.

private credit을 통한 대출은 변동금리 형태로 공급되는 경우가 많다. 반면 데이터센터는 장기간 운영되는 자산이기 때문에 사업자는 금융비용을 장기간 고정하려는 유인이 크다. 이에 따라 변동금리로 자금을 조달한 뒤 pay-fixed 금리스왑을 결합해 실질적인 조달금리를 고정할 수 있으며, 이 과정에서 합성 장기 듀레이션 (synthetic duration)이 생성된다. 즉, 장기 고정금리 채권을 직접 발행하지 않더라도 금리 고정 과정에서 시장에는 장기 듀레이션 risk가 새롭게 만들어질 수 있다.

Dallas Fed는 2025년 4분기 private financing에서 발생한 합성 장기 듀레이션이 10-year equivalent 기준 \$50bn 이상이었을 가능성을 제기하였다. 실제 PF 조달액이나 관련 거래 규모가 모두 공개되지 않아 이를 단순히 연간 규모로 환산하기는 어렵다. 이후 AI 데이터센터를 위한 외부자금 조달이 확대되고 있다는 점을 감안하면, private market에서 생성되는 합성 듀레이션 역시 장기금리 수급에서 무시하기 어려운 규모로 커지고 있을 가능성이 있다.

늘어난 듀레이션 공급과 장기금리의 변화

그렇다면 이렇게 늘어난 장기 듀레이션 공급은 실제 장기금리와 Yield Curve에 어떤 영향을 미칠까? Dallas Fed는 AI 관련 회사채 발행이 장기 만기에 집중되고 있다는 점에 주목해, 이러한 듀레이션 공급이 장기금리의 레벨과 Yield Curve에 미치는 영향을 분석했다.

- Dallas Fed Note, 2026. 「장기구간에서 시장이 흡수해야 할 duration risk가 늘어나면 투자자는 더 높은 보상 (Term Premium)을 요구하게 되고, 이는 금리 레벨을 높이고 Yield Curve를 steepening시키는 방향으로 작용할 수 있다. 실제 10Y-30Y Yield Curve가 10Y 텀 프리미엄 변화에 과거보다 민감하게 반응하였으며, Dallas Fed는 이러한 변화가 늘어난 장기 듀레이션 공급의 영향에 부합한다고 평가하고 있다.」

하나증권도 동일한 로직으로 2026년 7월까지 데이터를 업데이트한 결과, Dallas Fed가 제시한 방향성이 최근까지 이어지고 있음을 확인할 수 있었다. 10Y-30Y Yield Curve의 10Y 텀 프리미엄 민감도는 2021~25년 7월 0.13에서 2025년 하반기 0.31, 2026년 1~7월 0.33으로 높아졌다. [도표 2 참고]

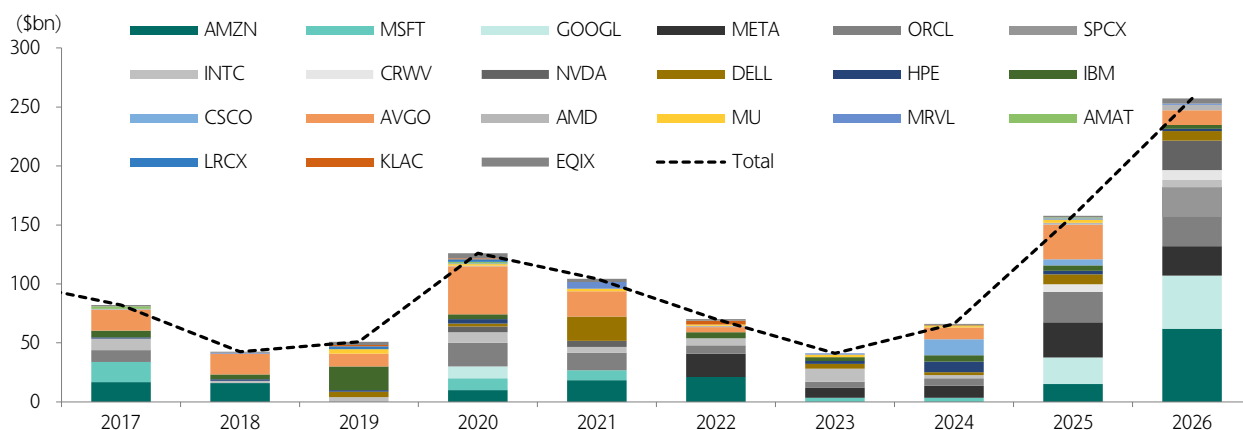
이러한 결과를 경기 국면별로 확장해 보면, 늘어난 장기 듀레이션 공급은 장기금리의 움직임을 비대칭적으로 만들 수 있다. 현재처럼 견조한 경기에서는 기대 단기금리 경로가 높아지는 가운데 장기 듀레이션 공급이 텀 프리미엄의 상방 압력을 키울 수 있다. 이 경우 장기금리의 상승폭이 확대되는 동시에, 텀 프리미엄 변화에 대한 10Y-30Y Curve의 높은 민감도로 만기가 길어질수록 (long-end) steepening도 심화될 수 있다.

반대로 높은 금리가 기업과 가계의 금융비용을 높여 투자와 수요를 조정하고 경기와 물가가 둔화되면, 기대 단기금리 경로는 다시 낮아질 수 있다. 따라서 늘어난 듀레이션 공급이 장기금리의 일방적인 상승을 의미하는 것은 아니다. 다만 장기 듀레이션 공급이 지속된다면 텀 프리미엄이 금리 하락폭을 제한해, 기대 금리경로가 낮아지는 만큼 장기금리가 충분히 내려오지 않을 수 있다.

경기의 시클리컬한 흐름에 따라 장기금리도 등락하겠지만, 구조적으로 확대된 장기 듀레이션 공급이 텀 프리미엄에 상방 압력을 더하면서 장기금리의 하단은 과거보다 점차 높아질 가능성이 있다.

다음 자료에서는 이러한 민간 듀레이션이 공모 회사채를 통한 ‘direct duration’과 private financing에서 만들어지는 ‘synthetic duration’으로 어떻게 구분되는지, 그리고 금리 위험이 swap과 Treasury 시장을 통해 어떻게 이전·해지되면서 실제 금리곡선에 영향을 미치는지 살펴볼 예정이다.

도표 1. AI 투자 확대와 함께 빠르게 증가한 회사채 발행



자료: Bloomberg, 하나증권

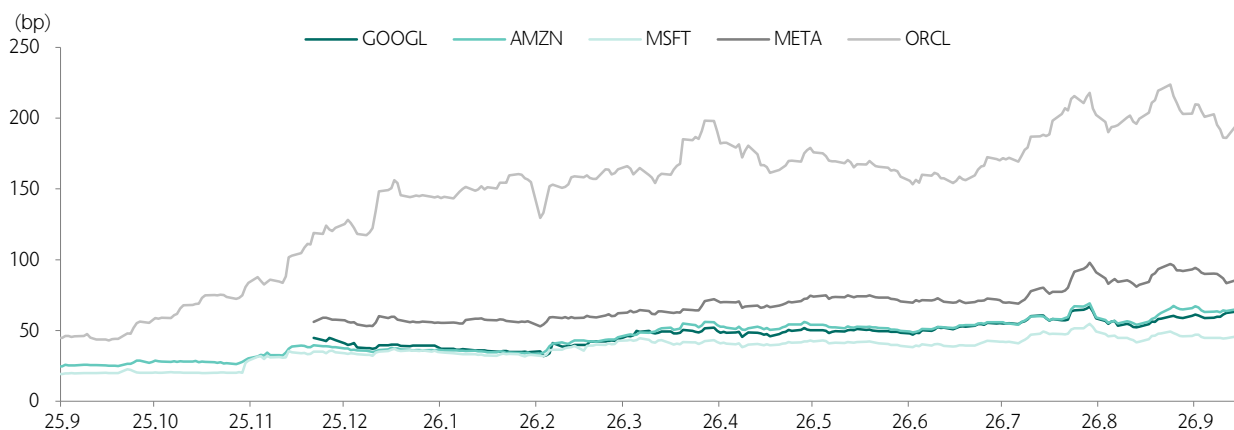
도표 2. Term Premium에 대한 장기 Yield Curve 민감도 상승

분석기간	10Y Term Premium 민감도 (β)	해석	비고
2021.1~2025.7	0.126	과거 기준	Dallas Fed 결과와 일치
2025.8~2025.12	0.311	민감도 크게 상승	Dallas Fed 결과와 일치
2026.1~2026.7	0.329	높은 민감도 지속	당사 업데이트

- ▶ 자체 분석 결과, 10Y-30Y Yield Curve의 Term Premium 민감도는 2021년~2025년 7월 0.13에서 2025년 하반기 0.31로 상승해, Dallas Fed 분석 결과와 일치. 동일한 방법으로 기간을 연장한 결과, 2026년 1~7월에도 0.33으로 높은 민감도가 유지됨
- Dallas Fed는 이러한 변화를 장기 듀레이션 공급의 영향력이 커진 것과 부합하는 움직임으로 해석
- ▶ 다만, 이번 분석은 늘어난 듀레이션 공급과 Yield Curve 간 직접적인 인과관계를 추정한 결과가 아님.
Term Premium 변화에 대한 10Y-30Y Yield Curve의 민감도가 어떻게 달라졌는지를 통해 장기 듀레이션 공급의 영향을 간접적으로 점검한 결과임
- ▶ 특히 전체 듀레이션 공급에는 private financing에서 발생하는 합성 듀레이션 (synthetic duration)까지 포함해야 하는 만큼 정확한 시계열 측정이 어려움. 이에 Dallas Fed는 공급량을 직접 추정하기보다 Term Premium에 대한 장기 Yield Curve의 민감도 변화를 통해 그 영향력을 간접적으로 점검한 것으로 추정됨

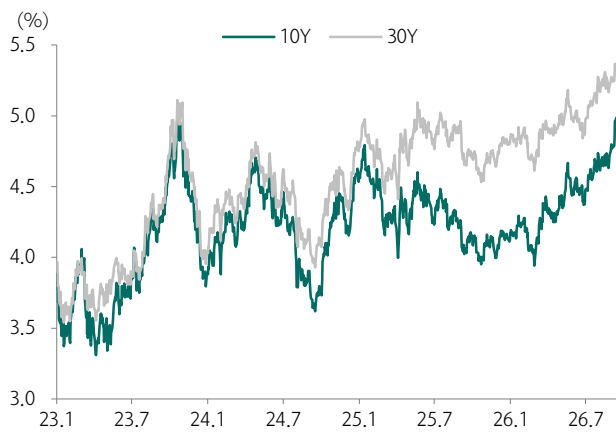
주: 10Y-30Y Treasury Yield Curve를 10Y Term Premium에 회귀한 계수(β)는 Dallas Fed Note, 2026 Chart 5의 방법론을 적용하여 추정하였으며, 시계열은 1) 2021.1~2025.7, 2) 2025.8~12월 3) 2026.1~7월로 구분하여 진행
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 하나증권

도표 3. 주요 5대 하이퍼스케일러 CDS 추이



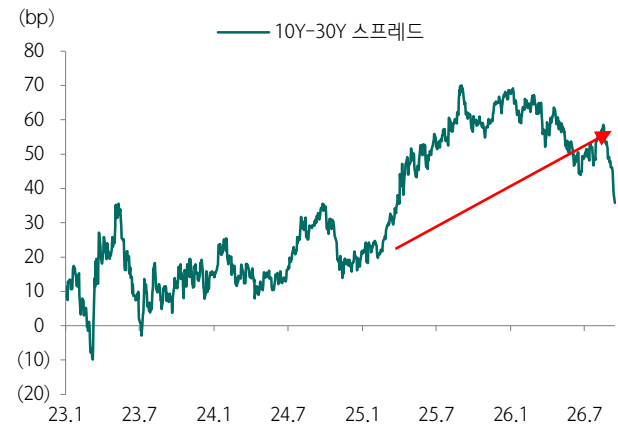
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 10년 명목금리와 30년 명목금리



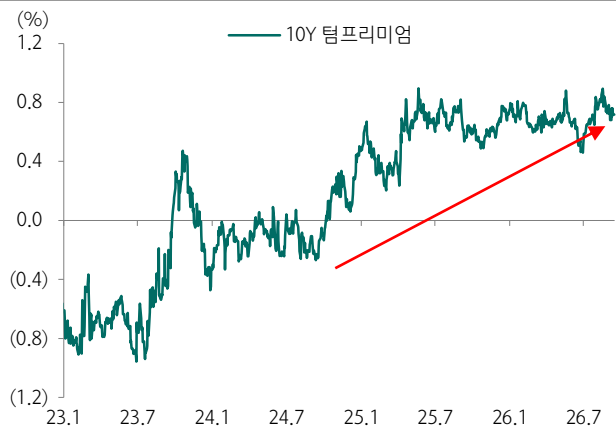
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 10Y-30Y 스프레드



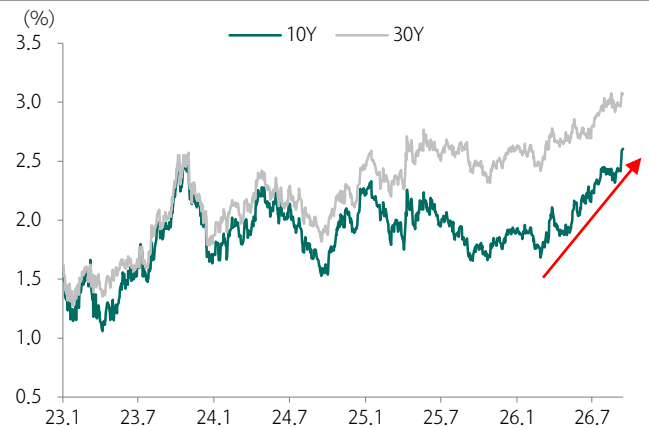
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 국채 10년 텀프리미엄



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 10년 실질금리와 30년 실질금리



자료: Bloomberg, 하나증권