

STRATEGY NOTE

수급 변화에 따른 금리의 영향

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com

미 국채시장은 가격에 민감한 헤지펀드·가계의 보유비중이 크게 늘어나면서 공급 증가 관련 금리 상승 민감도가 감소. 이표채 1,000억달러 추가 공급에 따른 5년 금리 상승 압력이 2000년대 초 65bp에서 3bp로 약화. 매도주체가 누구냐에 따라 금리 등락폭도 크게 상이. 같은 5,000억달러 매도물량이 출회되어도 해외 중앙은행 매도 시 약 14bp, 헤지펀드가 매도하면 55bp 상승하고, 연준의 자산 축소와 재무부 순발행이 겹치면 2년간 누적 112bp의 상승 압력이 발생

보유주체별 금리 변화 민감도

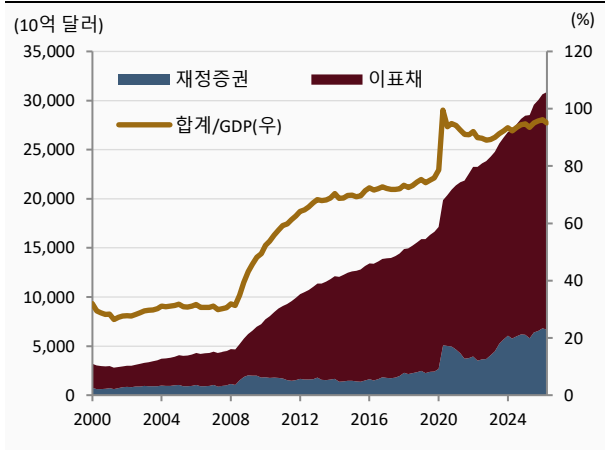
1) 쌀수록 더 사는 가계와 헤지펀드

연준은 보고서(Estimating Yield Impacts of Treasury Demand and Supply Changes)를 통해 5년 만기 미 국채금리 변화에 따른 **13개 보유주체별 민감도(semi-elasticity: 5년 금리 100bp 상승 시 보유주체별 미 국채 보유량 변화율)**를 평가. 2026년 1분기 기준 미국 시장성 국채(이표채) 잔액은 총 23조 8,220억달러. 이 중 가계·헤지펀드 보유량이 4조 9,010억달러로 전체 이표채의 약 5분의 1인 20.6%. 이들의 국채시장 비중은 2010년대 평균 8.7%였으나 2022년 2분기를 기점으로 가파르게 증가. 나머지 주요 보유기관들은 연준(3조 6,080억달러), 해외 공공기관(3조 4,610억달러), 해외 민간기관(3조 3,380억달러), 뮤추얼펀드(1조 7,210억달러), 은행(1조 6,820억달러), 연기금(9,030억달러) 등

이들의 금리 민감도는 가계·헤지펀드 40.53(가계 및 국내펀드 26.74, 해외펀드 3.41), 딜러 및 브로커 12.14, ETF 10.37, ABS 발행기관 10.16, 해외 민간 9.60, 손해보험 8.27, 뮤추얼펀드 7.29, 비금융기업 5.50, 연기금 2.69, 생명보험 2.45, 해외 공적 2.11, 폐쇄형펀드 2.05, 은행 -6.36 순. **미국 5년 금리가 100bp 상승했을 경우 가계·헤지펀드는 국채 보유량을 40.53%p 늘린다는 의미**

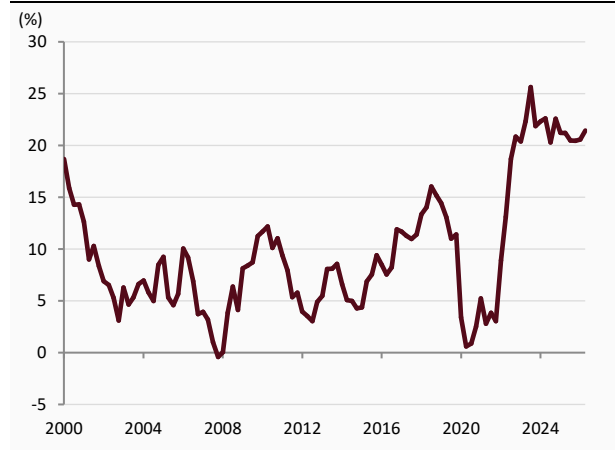
해외 공공기관의 낮은 민감도는 수익률이 아니라 안전성과 유동성을 위해 보유하는 준비자산 운용 성격(exorbitant privilege)에 기인. 연기금과 생보는 만기보유형(buy-and-hold) 투자 성격에 낮은 민감도를 보임. 은행이 마이너스(국채 금리 상승 시 보유량 축소)인 것은 국채를 규제 목적으로 보유하면서 금융위기 이후 금리가 하락하는 동안에도 국채를 계속 늘렸기 때문

[그림1] 미국 시장성 국채 잔액 및 GDP 대비 비율 추이



자료: TIC, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 가계·헤지펀드의 국채시장 비중 추이



주: 카리브해 조세피난처·아일랜드·룩셈부르크 국채 보유량도 포함

자료: TIC, 한화투자증권 리서치센터

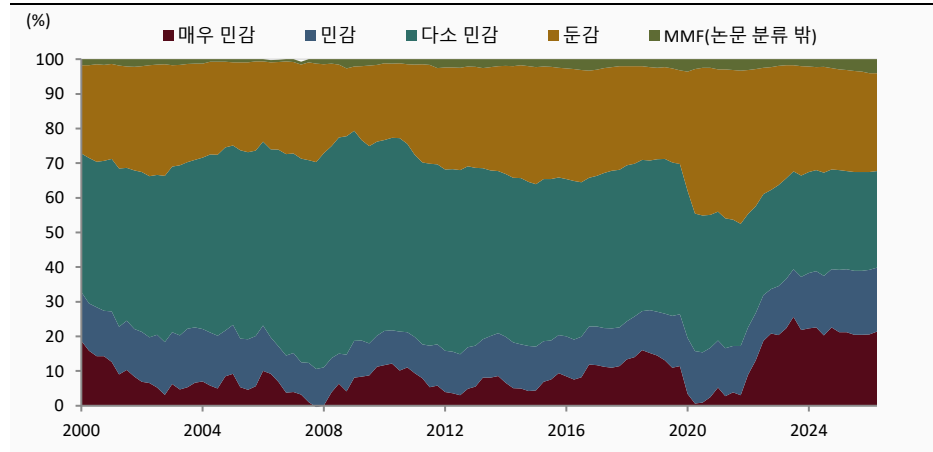
2) 금리에 민감한 이들이 공급 증가 국면에서는 변동성을 낮춘다

수요: 2000년대에는 해외 공적투자자 비중(평균 비중 33.9%)이 컸지만 탄력성이 낮아 시장 전체 민감도를 키우지 않았음. 이후 해외 공적자금 비중이 줄고(2026년 1분기: 14.5%) 가계·헤지펀드 비중이 커지면서 2022년 이후 시장 탄력성이 크게 증가. 평상시에는 탄력적인 투자자들은 충격을 완충하는 역할. 그러나 2020년 3월처럼 위기 국면에서 이들 비중이 크게 축소되면 시장이 갑자기 비탄력적으로 바뀌어 같은 충격에도 금리가 크게 움직이는 경향(취약성 위험(fragility risk))

공급: 이표채 공급이 1,000억 달러 증가할 때의 5년 금리 상승폭은 2000년대 초 약 65bp에서 현재 약 3bp(2026년 1분기 3.2bp)로 축소. 하락분의 대부분은 시장규모 증가에 기인. 정부 내부 보유를 뺀 일반 보유(held by the public, 연준 보유 포함) 이표채 잔액은 2000년 2조 5,000억 달러에서 2026년 1분기 23조 8,000억 달러로 약 10배 증가. 나머지는 탄력적인 투자자 비중이 커진 효과. 국채 공급이 잔존 국채 대비 1% 증가했을 때 미국 5년 금리 상승폭은 금융위기(2007년 4분기: 30.2bp)를 기점으로 2018년까지 꾸준히 하락(2018년 4분기: 10.7bp) 축소. 이후, 2020년대 초에는 연준의 대규모 QE + 가계·헤지펀드 비중 급감으로 재차 상승(약 15bp)한 뒤 2026년 1분기 기준 7.6bp로 재차 하락

즉, 금액 기준 민감도는 시장 규모 증가에 영향받아 감소. 공급량 증가를 비율 측면에서 보아도 최근 국채시장은 2010년대 중반이나 2021년보다 공급 충격을 절반 정도의 금리 변화로 소화. 그 이유는 연준 같은 둔감한 매수자가 물러나고 가격을 민감하게 따지는 헤지펀드 등이 주요 플레이어로 활동하기 때문. 역설적인 것은 연준이 QE를 시행하던 2021년 공급 충격의 효과가 커졌다는 점. 연준의 매입 자체는 금리를 낮췄지만, 당시 주요 민간 매수자는 민감도가 낮았기 때문에 더 큰 금리 상승이 필요했음. **공급이 증가할 때는 금리 변동에 민감한 투자자들이 오히려 변동성을 제어하는 역할을 하게 됨**

[그림3] 가격 민감도 그룹별 이표채 보유 비중 추이

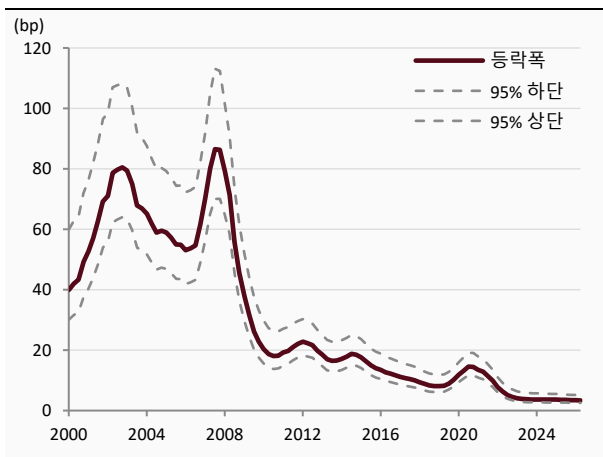


자료: the Fed, TIC, 한화투자증권 리서치센터

3) 시나리오별 금리 상승 압력

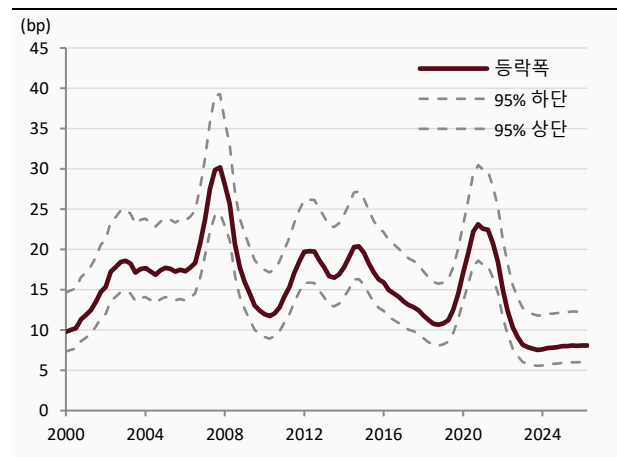
해외 공공기관이 이표채 5,000억달러를 매도한 뒤 매수가 없을 경우 5년 금리는 약 14bp 상승. 연준에 따르면 이 정도 규모는 다른 시장 참가자들이 흡수할 수 있는 수준. 같은 5,000억달러를 **가계·헤지펀드가** 매도하면 금리는 55bp 상승. 가장 탄력적인 투자자가 빠지면서 남은 시장의 탄력성이 크게 떨어지는 것. **연준이** 8분기(시점은 미명시)에 걸쳐 국채 보유량을 GDP 대비 5%까지 줄이고, 같은 기간 국채 발행이 매년 5%, GDP가 연간 2.5%씩 성장한다고 가정하면 누적 금리 상승폭은 112bp. 이 가운데 대차대조표 축소가 약 50bp, 국채 순발행이 약 62bp 상승 효과를 일으킴. 상당한 금융여건 긴축이지만 연준은 이 역시 민간이 흡수 못 할 정도는 아니라고 판단

[그림4] 이표채 공급 1,000억달러 증가 시 5년 금리 영향



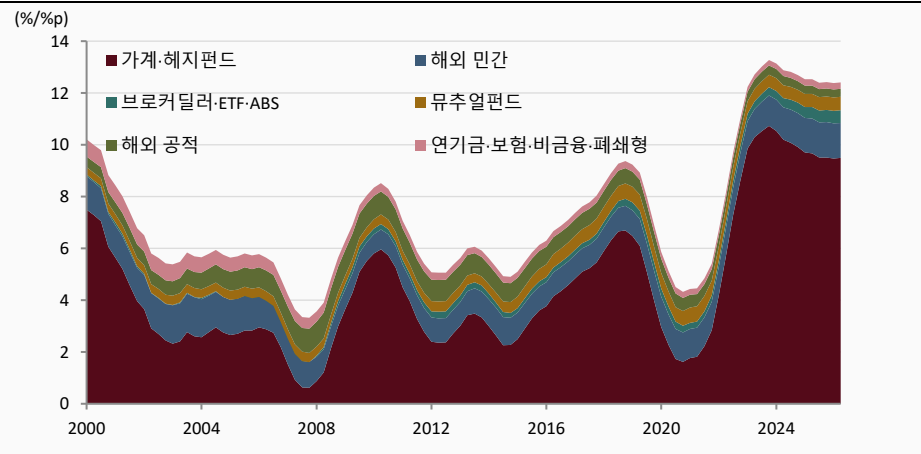
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 이표채 잔액 기준 1% 공급 증가 시 5년 금리 영향



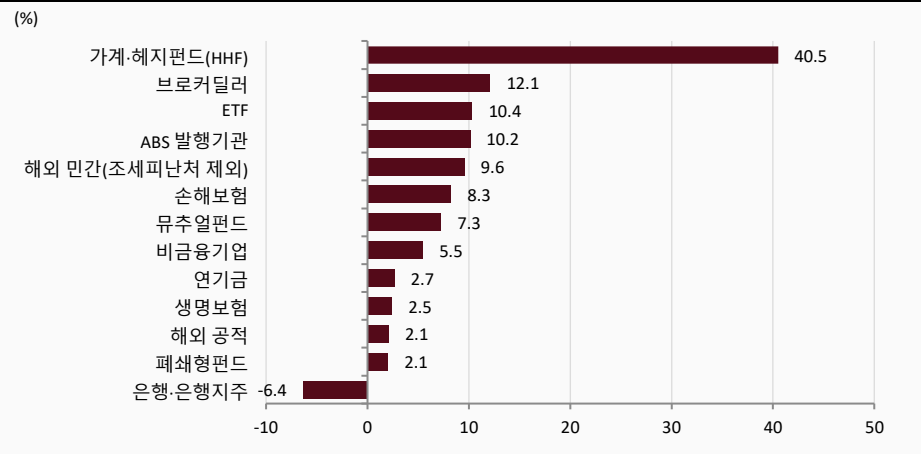
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 시장 탄력성의 보유주체별 기여



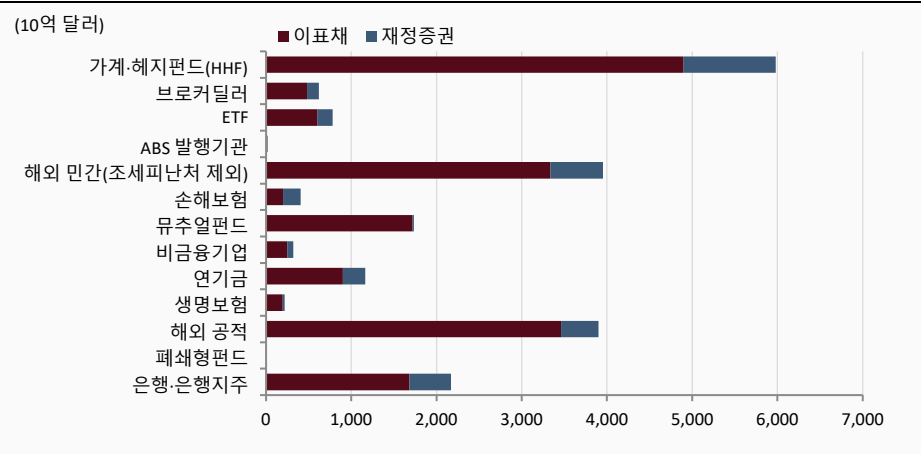
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 보유주체별 수요탄력성(5년 금리 1%p 상승 시 보유 증가율, %)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 보유주체별 국채 보유량



주: 2026년 1분기 기준

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 가격 민감도 그룹별 보유주체 (2026년 1분기, 이표채 기준)

그룹	보유주체	탄력성 (%/%p)	이표채 보유 (10억 달러)	이표채 시장 비중
매우 민감	가계·헤지펀드(HHF)	40.53	4,901	20.6%
	가계(국내 헤지펀드 포함)	26.74	2,073	8.7%
	조세피난처 소재 해외 투자펀드	3.41	1,037	4.4%
	통계 불일치 재계산분	-	1,791	7.5%
민감	해외 민간(조세피난처 제외)	9.60	3,338	14.0%
	ETF	10.37	605	2.5%
	브로커딜러	12.14	481	2.0%
	ABS 발행기관	10.16	15	0.1%
	소계		4,439	18.6%
다소 민감	해외 공적	2.11	3,461	14.5%
	뮤추얼펀드	7.29	1,721	7.2%
	연기금	2.69	903	3.8%
	비금융기업	5.50	247	1.0%
	손해보험	8.27	199	0.8%
	생명보험	2.45	196	0.8%
	폐쇄형펀드	2.05	2	0.0%
	소계		6,729	28.2%
둔감	연준	도구변수(0으로 취급)	3,608	15.1%
	은행·은행지주	-6.36 (0으로 취급)	1,682	7.1%
	주·지방정부	도구변수(0으로 취급)	1,239	5.2%
	정부지원기관(GSE)	도구변수(0으로 취급)	188	0.8%
	기타(청산소 등)	도구변수(0으로 취급)	79	0.3%
	소계		6,796	28.5%
논외	MMF	추정 안 함(재정증권만 보유한 것으로 가정)	959	4.0%
합계			23,822	100.0%

주: 탄력성은 5년 금리가 1%p 오를 때 보유가 늘어나는 비율(%)로, 논문 표 2의 2SLS 추정치. 연준·주·지방정부·GSE·기타는 도구변수로 쓰여 탄력성을 추정하지 않았고, 은행·은행지주는 -6.36으로 추정됐으나 시장 탄력성 계산에서는 둔감 그룹 다섯 부문 모두 0으로 처리. 그룹 구분은 논문 그림 3 기준이며, 폐쇄형펀드는 그림 3 주석에 없어 탄력성 크기에 따라 다소 민감으로 분류. 가계·주정부·은행지주·ETF·브로커딜러·GSE·기타의 이표채는 재정증권을 비례 추정해 났. MMF는 Z.1에 이표채 보유가 잡히지만 논문은 재정증권만 보유하는 부문으로 취급

자료: 연준 자금순환표(Z.1, 2026년 9월 11일 공표), 미 재무부 TIC, IFDP 1447, 한화투자증권

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].