

## FI COMMENT 5%의 시대

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com

미국 5년 금리가 2007년 이후 처음으로 5%를 상향 돌파. 10년과 30년 금리도 5.20%, 5.50%를 목전에 둔 상황. 수급환경은 미 국채금리 5% 시대를 공고히 하는 요인. 공급은 AI와 재정지출, 수요는 해외투자자 스탠스 변화가 금리의 하방 경직성을 강화하는 재료로 작용 중

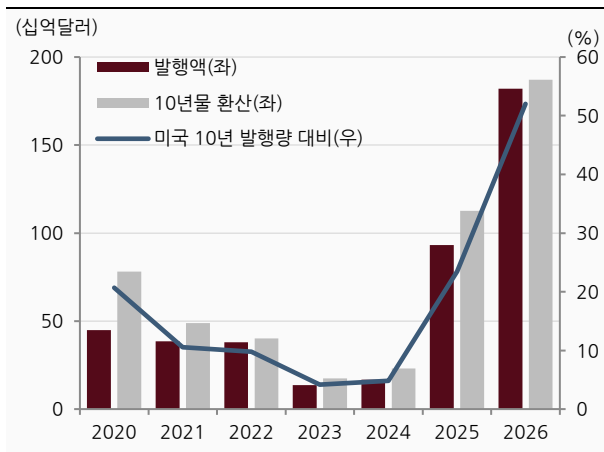
### 1. 공급: 재정에 AI 더하기

#### 1) AI 회사채 발행은 실제로 장기금리를 끌어올린다

AI 기업(하이퍼스케일러 5개사 + 엔비디아)의 회사채 발행이 국채 10년물 발행의 절반을 넘는 규모로 증가. 2026년 들어 10년 만기 미 국채로 환산한 발행금액은 1,871억달러. 같은 기간 미국 10년 발행량의 약 52%, 1분기에는 71%를 기록. 2023~2024년에는 동 비율이 4~5%였던 점을 감안하면 약 10배 증가한 것. 전체 이표채 발행량 대비 비율도 2023~2024년 1% 미만에서 올해 9.3%(1분기 11.8%)까지 늘어났음

문제는 이들의 회사채 발행이 일회성이 아니라 계속되는 추세일 가능성이 높다는 것. 2025년 4분기 이후 매 분기 500억~820억달러 회사채가 발행 중. 금리 상승으로 발행물 평균 듀레이션은 짧아졌지만(2020년 평균 13.9년에서 2026년 평균 8.2년) 물량이 늘어 환산 공급량은 증가. 외화 표시 채권 발행실적까지 포함할 경우 금년 'AI 기업 / 미 국채 공급량' 비율은 10년물 대비 69%, 이표채 전체 발행물량 대비 12.4%로 증가

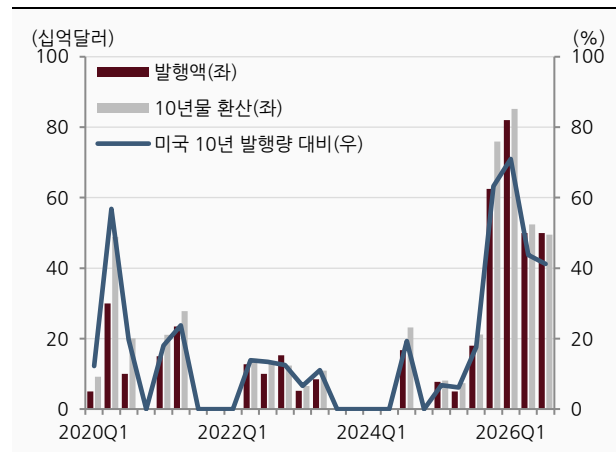
[그림1] AI 기업 회사채 발행량 추이(연간)



주: 달러스 연은 10년물 환산 방식 적용

자료: US Treasury, SEC, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

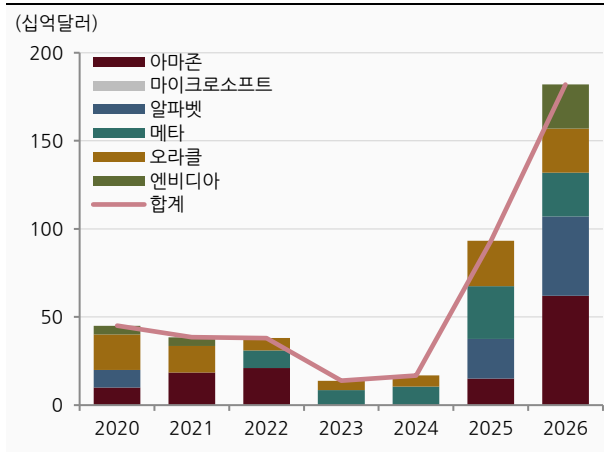
[그림2] AI 기업 회사채 발행량 추이(분기)



주: 달러스 연은 10년물 환산 방식 적용

자료: US Treasury, SEC, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

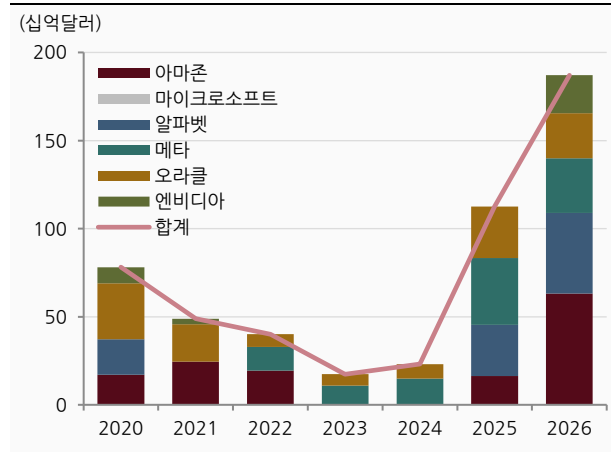
[그림3] AI 기업별 회사채 발행량 추이



주: 달러스 연은 10년물 환산 방식 적용

자료: US Treasury, SEC, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] AI 기업별 미 국채 10년 환산 회사채 발행량 추이



주1: 달러스 연은 10년물 환산 방식 적용

주2: 발행액 × 수정듀레이션 ÷ 8(10년 국채 수정듀레이션 가정), 발행일 기준

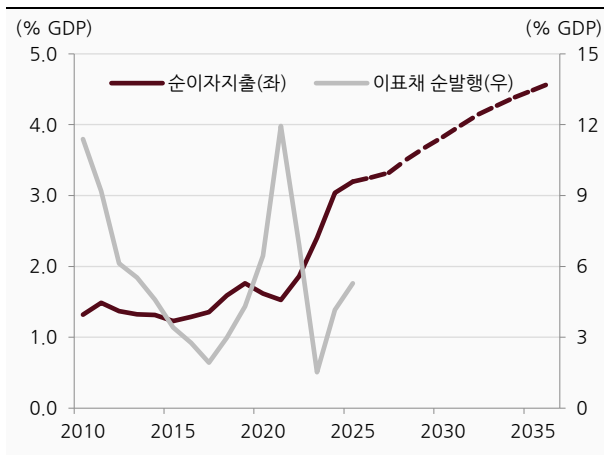
자료: US Treasury, SEC, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

## 2) 개선될 기미 없는 재정상황

미국 연방정부 재정적자는 경기 사이클과 상관없이 GDP의 6% 안팎으로 굳어지는 모습. 2016년부터 2019년까지는 재정수지 적자가 GDP의 3.1%에서 4.6% 사이. 경기침체(코로나)를 벗어난 2023년부터 2025년까지는 5.8~6.3%로 확대된 재정적자가 줄어들지 않았음. CBO는 2036년까지도 5.6% 밑으로 내려가지 않을 것으로 전망. 미국의 재정수지 악화는 일시적인 현상이 아니라 구조적으로 진행 중이고, 이는 국채 공급 부담이 계속된다는 의미

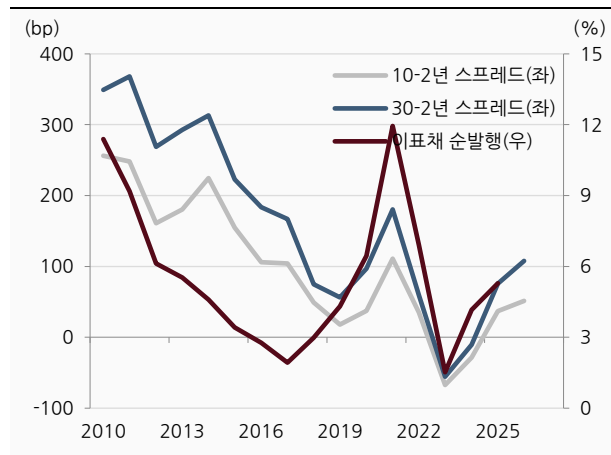
2025년부터 2036년까지 재정적자는 1.34조달러 늘어날 것으로 예상. 이 가운데 **1.17조달러(87.3%)가 순이자지출 증가분**. 이자지출을 제외한 적자규모는 GDP 대비 2.7%에서 2.1%로 축소. CBO는 미국 10년 국채금리를 2026 회계연도 평균 4.10%, 이후 4.23%에서 4.39%로 가정. 실제 2026 회계연도 평균은 4.35%이고, 9월 24일 종가 기준 금리는 5.18%. 금리가 높을수록 이자지출 비용과 이에 따른 적자가 커지고, 그만큼 국채 공급도 늘어나는 악순환의 고리가 형성

[그림5] 순이자지출 및 이표채 순발행량 추이



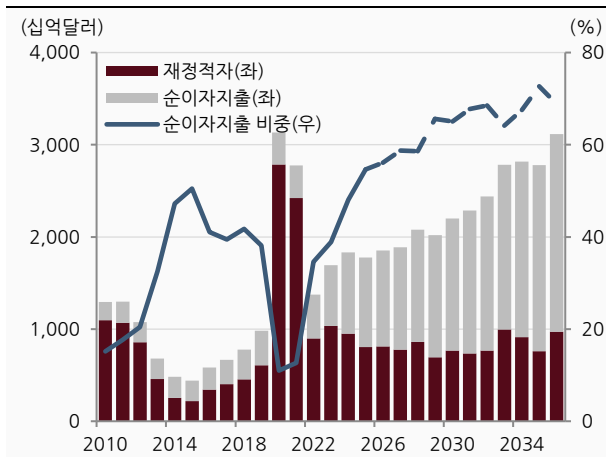
자료: US Treasury, CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 이표채 순발행량 및 주요 장단기 스프레드 추이



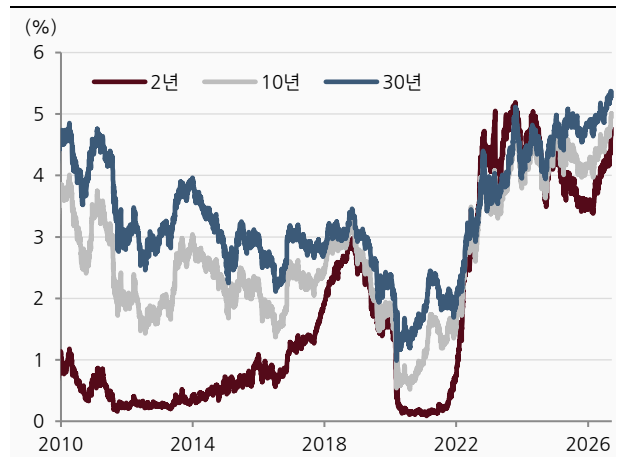
자료: US Treasury, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 재정적자 및 순이자지출 비용 추이



자료: CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 미국 주요 국채금리 추이



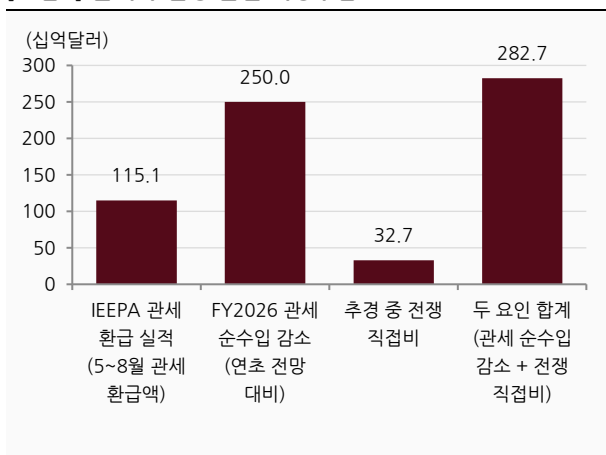
자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

### 3) 관세와 전쟁도 문제

2026년 5~8월 관세 환급금액은 1,151억달러. 6월에는 환급금액(492억달러)이 징수액(236억달러)을 두 배 넘게 상회. CBO는 올해 관세 순수입이 연초 전망보다 2,500억달러 줄 것으로 전망. GDP 대비 0.78%, 전체 재정적자의 11.9%. 추경예산 876억달러 중 전쟁 직접비는 327억달러이고, 아직 의회를 통과하지 못했음. 그러나 국방부가 추정한 전쟁비용 375억달러는 기존 예산에서 돌려쓰고 있는 상황. 두 요인 합계는 2,827억달러로 GDP 대비 0.88%, 재정적자의 13.5% 수준. CBO도 **2026년 관세와 전쟁으로 인한 적자 증가규모는 약 2,000억달러(일부 상쇄분 감안)로 전망**

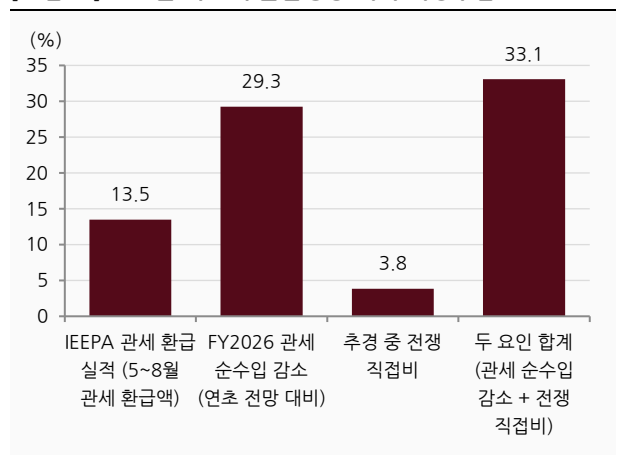
관세·전쟁관련 재정지출 확대(세입감소) 규모는 2026 회계연도 재무부의 이표채 순발행량인 1조 2,527억달러(2025년 10월~2026년 8월)의 약 22.6%. 1~8월 순발행량 8,544억달러와 비교했을 때는 33.1% 수준. IEEPA 관세 환급 대상 1,660억달러 중 약 3분의 2가 이미 집행된 만큼 관련 지출은 연내 대부분 마무리될 전망. 반면, 의회에 계류 중인 추경예산과 2027 회계연도 국방예산 증액 4,450억달러(GDP의 1.34%)는 2027년 국채 공급을 늘리는 또 다른 요인

[그림9] 관세와 전쟁 관련 재정부담



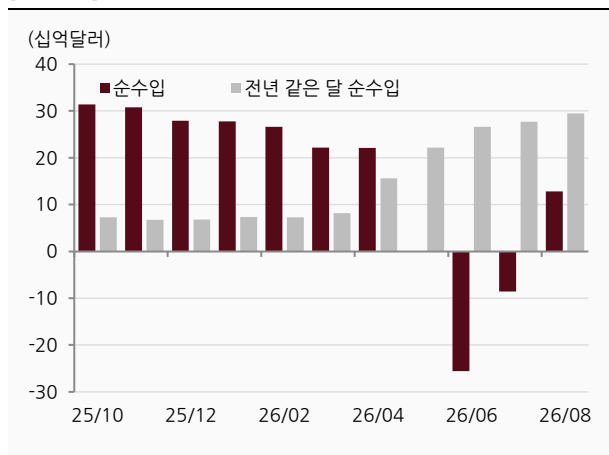
자료: US Treasury, CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 1~8월 이표채 순발행량 대비 재정부담



자료: US Treasury, CBO, 한화투자증권 리서치센터

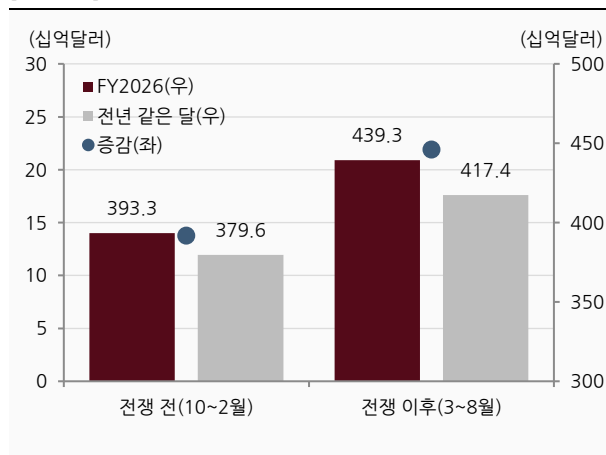
[그림11] 관세 순수입 추이



주: 2026년 회계연도 기준

자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 전쟁 전후 국방부 지출금액 비교



자료: US Treasury, CSIS, 한화투자증권 리서치센터

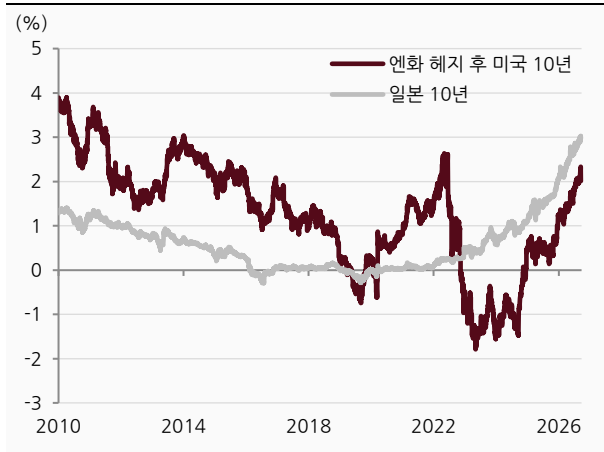
## 2. 수요: 사고 싶어서 사는 이들은 줄어든다

### 1) 환 헤지 후 미 국채 매력 감소

기축통화국(일본·유로존·영국)의 주요 투자자 입장에서 환 헤지 후 미 국채금리가 자국 국채금리보다 낮거나 비슷해졌음. 미 국채를 살 유인이 감소한 것. 9월 현재 환 헤지 후 미 10년 - 기축통화국 10년 스프레드는 엔화 -98bp, 파운드 -43bp, 유로 +6bp로 모두 7월 말 대비 축소. 여기에 더해 자국 국채금리도 가파른 상승세를 시현 중. JGB 10년 금리는 1996년 이후 처음 3%를 상향 돌파. 동일 만기 Bund와 Gilt도 각각 2009년, 2007년 이후 최고치. **자국 국채만으로도 높은 수익을 얻을 수 있게 된 상황**

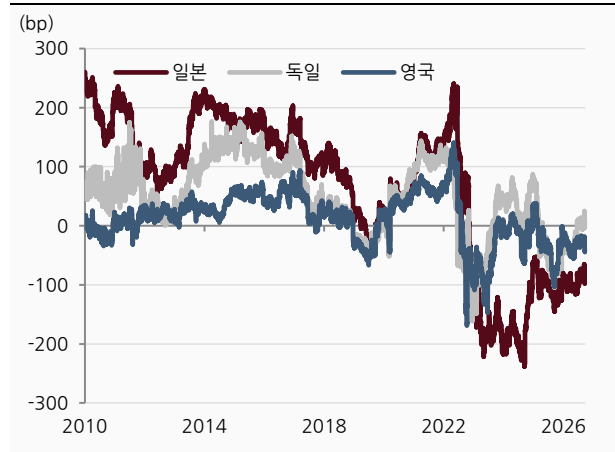
특히, 일본의 이탈 유인이 가장 크게 증가. 엔화 헤지 후 미국 10년 금리는 약 2.00%. 일본 10년 금리보다 대략 100bp 낮은 수준. 미 국채 최대 보유국인 일본계 자금이 자국으로 돌아갈 이유가 명확해짐. 추가적으로 연준의 기준금리 인상이 재개되며 단기금리가 상승, 헤지 후 수익률이 추가적으로 축소. 유로존 및 영국 투자자에게도 미 국채의 매력은 약화. 9/22 기준 헤지 후 미 10년은 독일 10년과 비슷하고(+6bp), 영국 10년보다는 낮음(-43bp). 통화 베이스까지 넣으면 헤지비용이 더 커져 세 나라 모두 격차가 더 벌어짐

[그림13] 엔화 헤지 후 미국 10년 및 일본 10년 금리 추이



자료: 일본 재무성, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 환 헤지 후 미국 - 기축통화국 10년 스프레드 추이



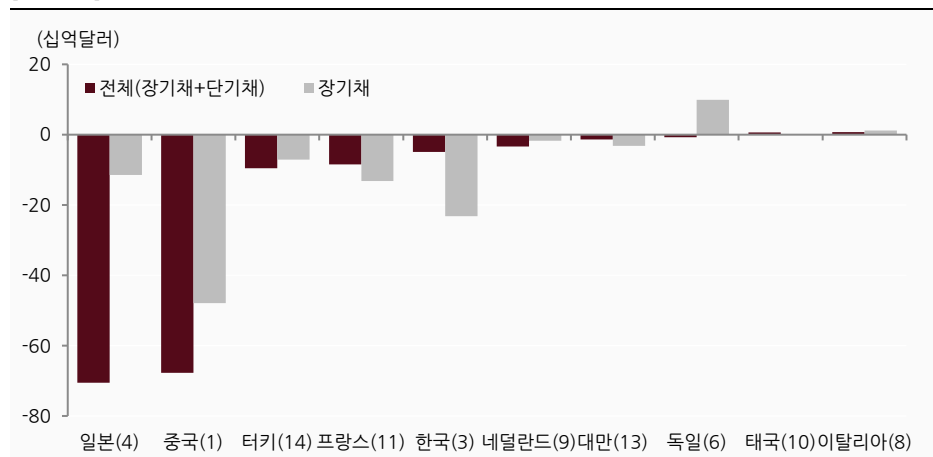
자료: 영란은행, Bundesbank, 일본 재무성, FRED, 한화투자증권 리서치센터

## 2) 통화가치 방어 목적만으로 설명이 어려운 미 국채 순매도

**외환보유액이 늘어난 국가들도 미 국채 보유량은 축소.** 중국은 외환보유액이 연초보다 1,106억달러 늘었는데도 미 국채를 678억달러 순매도. 대신 금 보유량을 2025년 말 7,415만온스에서 2026년 8월 말 7,673만온스로 확대. 한국(+49억달러)과 프랑스(+85억달러)도 외환보유액은 늘었지만 미 국채는 순매도. 해외 중앙은행과 공공기관도 미 국채 보유를 줄여 나가는 추세. 뉴욕 연은에 보관된 해외 공적 부문 국채는 연초대비 1,158억달러 감소. 8월 19일에는 2011년 3월 이후 최저치를 기록. TIC 기준 해외 공적 부문은 3월부터 7월까지 1,025억달러를 순매도

주요 원유 순수입국은 이란전쟁 직후 달러 확보 및 자국 **통화가치 방어를 위해 미 국채 매도와 함께 외환보유고를 활용**. 전쟁 첫 달 이들의 미 국채 보유량은 815억달러 줄어 2012년 이후 최저수준까지 떨어짐. 환율 방어를 위한 매도도 일본을 중심으로 지속. 일본은 올해 미 국채 순매도 1위(705억달러) 국가. 외환보유액은 1,623억달러 줄어들었고, 감소분이 엔화 방어 개입 시기인 5월~8월에 집중

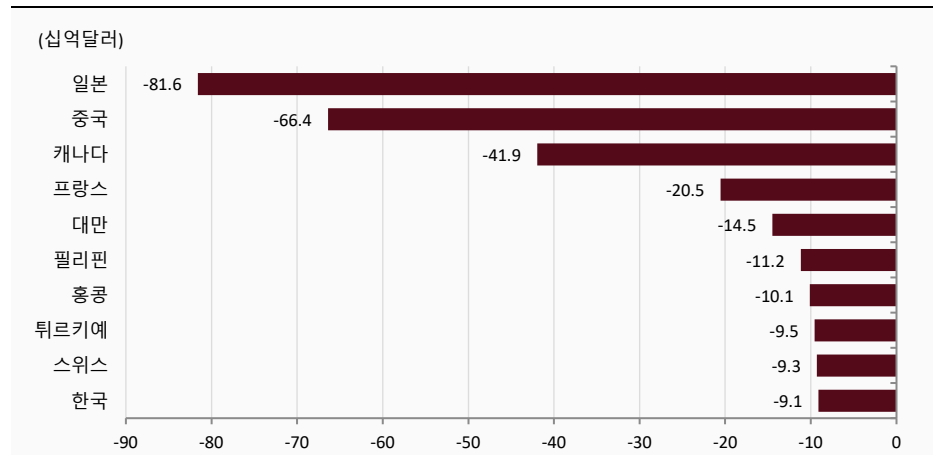
[그림15] 주요 원유 수입국의 미 국채 순매도 규모



주: 괄호 안은 2025년 원유 순수입량 순위, 2026년 초 대비 7월 TIC 기준

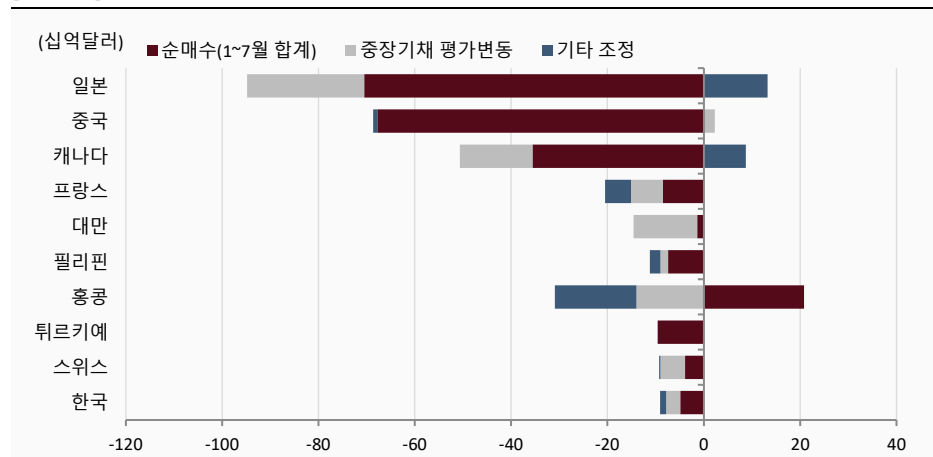
자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 미 국채 보유량 감소 상위 10개국(2025년 12월 대비 2026년 7월)



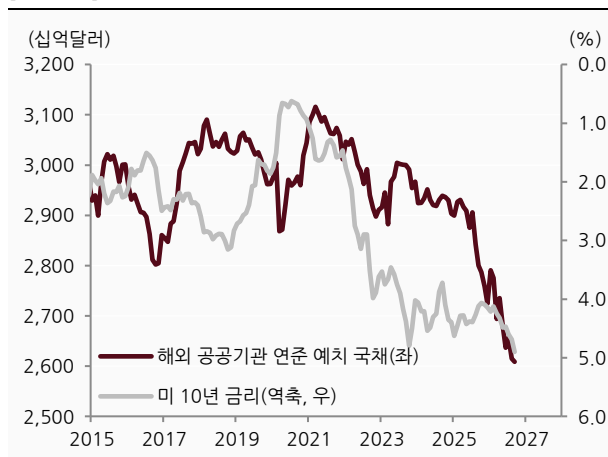
자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 보유량 감소 요인 분해



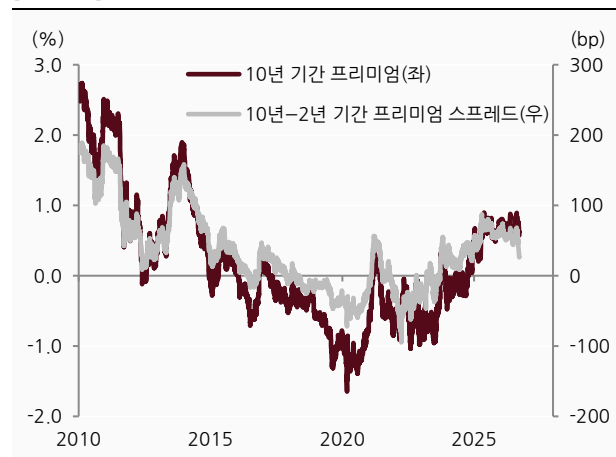
자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 연준 예치 해외 공공기관 미 국채 및 금리 추이



자료: the Fed, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 미국 기간 프리미엄 추이



주: 기간 프리미엄은 Adrian-Crump-Moench  
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

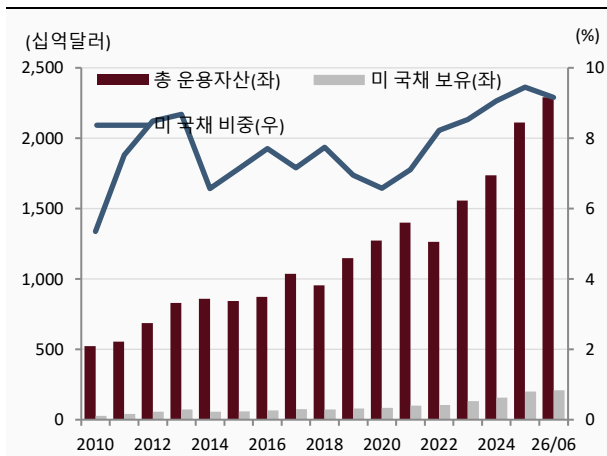
### 3) 연기금도 움직인다

노르웨이 국부펀드인 NBIM은 지금까지 미 국채를 계속 늘려온 펀드. 펀드 전체에서 미 국채 비중은 2010년 말 5.35%에서 2025년 말 9.45%(2026년 6월 말: 9.16%)로 확대. 보유규모도 279억달러에서 1,994억달러로 증가. 채권만 놓고 보면 비중이 13.9%에서 35.6%로 상승. 그러나 NBIM은 9월 1일 채권 기준 지수에서 국채 비중을 70%에서 50%로 줄이고, 국채 가중치를 GDP 기준에서 시가총액 기준으로 변경하는 안을 제시. 변경안이 반영될 경우 펀드 전체의 미 국채 비중은 9.2%에서 약 5.7%로 축소됨. 금액 기준으로는 약 800억달러 감소

네덜란드 공무원연금인 ABP는 이미 대부분의 미 국채를 매도. 동 기관의 미 국채 보유량은 2025년 3월 말 295억유로로 총자산의 5.67%. 이후, 미 국채 보유량은 같은 해 9월 말 약 190억유로로 감소한 뒤 2026년 3월 말에는 41억유로(비중: 0.78%)로 1년 새 약 86%가 줄어들었음. 보유 국채 가운데 미 국채 비중도 21.6%에서 2.9%로 축소

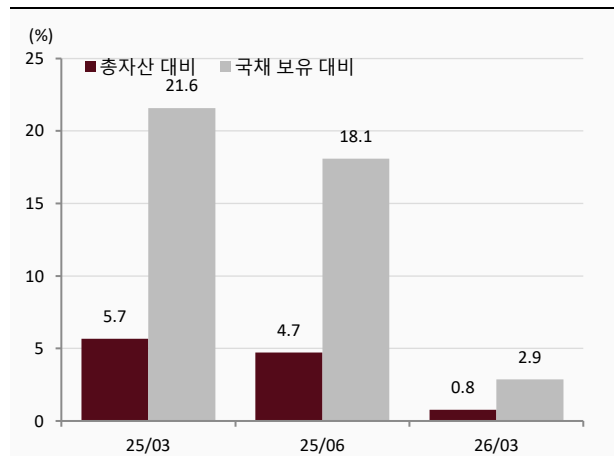
두 곳 모두 **사정이 급해서 미 국채를 매도하거나 매도를 제안한 것이 아니라 전략을 바꾼 것이 중요**. 상징성이 크다는 의미. NBIM은 채권 기준 지수의 설계를 바꾸려는 것. ABP는 새 연금제도(2027년 1월 전환)를 앞두고 외화 채권보다 유로화 표시 국채가 낫다고 판단. 달러가 급해서 판 공적 부문의 매도와 달리 쉽게 되돌아오지 않을 가능성이 큼

[그림20] NBIM 운용자산 및 미 국채 보유량 및 비중 추이



자료: NBIM, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] ABP 미 국채 보유비중 추이



자료: ABP, 한화투자증권 리서치센터

### [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].