



미국 장기 금리 상승 요인 분석 및 전망

미국 국채 10년 적정 금리는 4.7~5.0%

- 미국 장기 금리는 고유가 완화, 물가 상승률 둔화 등의 하방 요인과 재정 적자 확대, 수급 주체의 변화 등의 상방 요인을 감안할 때, 4.7~5.0%가 Fair Value
- 중장기적으로는 고령화로 인한 사회보장 지출 확대가 상방 요인, 한편 연준에 대한 압박은 통화정책 신뢰도 약화, 인플레이션 기대 상승으로 역효과가 더욱 클 것

연초에 비해 미국 장기 국채(만기 10년 기준) 금리는 90bps 상승하여 5.2% 내외를 기록 중이다. 이는 1) AI 투자 붐에 따른 금융시장의 미국의 성장률 전망 상향, 2) 중동 지역 전쟁 장기화로에 따른 고유가 지속, 3) 미국 정부 부채 및 재정 적자 확대와 AI 관련 채권 발행 증가 전망, 4) 신임 Warsh 의장 취임 이후 불거진 통화정책 신뢰도 우려 등이 모두 금리 상승 요인으로 작용했기 때문이다.

당장 장기 금리에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 중동 지역 전쟁에 따른 고유가다. 인플레이션 기대를 감안할 때, 금융시장은 고유가 국면이 2년 정도 지속되는 경우를 반영하고 있다. 전반적인 전쟁 수행 능력을 감안할 때 고유가 국면 장기화는 당사의 기본 시나리오가 아니다. 아울러, 물가와 노동시장 그리고 통화정책 측면에서도 마찬가지로 우선 향후 6~12개월 동안 주거비 하락이 뚜렷하게 나타나고, 관세 영향도 점차 사라질 전망이다. 노동시장은 일부 개선 징후가 나타나고 있으나, 임금 상승이 가속화되거나 고유가의 2차 효과가 나타날 징후는 사실상 거의 없다. 그에 따라 당사는 '27년 말까지 4회 인상을 반영하는 금융시장의 기대는 다소 과도하다고 판단한다(당사는 전망은 올해 추가 1회 인상 이후 '27년 2회 인하).

반면 수급 측면에서는 기초 재정 수지 적자와 이자 지급 확대로 국채 발행은 지속적으로 확대될 전망이고, 장기적으로 고령화에 따른 사회보장 지출의 증가도 예상된다. 이는 미국의 재정을 압박하면서 금리 상승 요인으로 작용할 전망이다. 또한, '90년대 사례를 감안할 때 GDP 대비 3% 내외 순이자 지급 규모, 장기 금리를 상회하는 명목 성장률 등을 감안할 때, 재정 건전화는 당장 정치적으로 우선 순위가 될 가능성은 낮다. 아울러 '22년 이후 금리 수준에 민감하지 않은 중앙은행, 연기금 등의 투자자 비중이 낮아지는 점은 장기 금리의 수준 및 변동성을 높이고 있으며, 중국과 미국의 갈등과 같은 지정학적 요인을 감안하면 당분간 이러한 현상은 지속될 가능성이 높다. 반면, AI 투자 확대에 따른 채권 발행 증가가 장기 금리에 미치는 여타 부문의 투자 둔화를 감안하면 제한적 수준에 그친다.

전반적으로 볼 때 당사는 유가를 제외한 나머지 요인들은 상방과 하방 리스크가 균형을 이루고 있다고 판단한다. 그에 따라 당분간 미국의 장기 금리는 4.7~5.0% 내외에 머물 가능성이 높다. 한편 최근 베센트 재무장관 등의 연준에 대한 금리 인하 압박은 높은 정부 부채 비율, 2%를 상회하는 물가, 잠재 수준의 성장률 등을 감안할 때, 당사는 통화정책의 신뢰성 약화, 인플레이션 기대 상승 등을 통해 장기 금리를 낮추기보다는 높이는 방향으로 작용할 가능성이 높다고 판단한다.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

연초 이후 미국 장기 국채 금리 상승의 요인별 분해

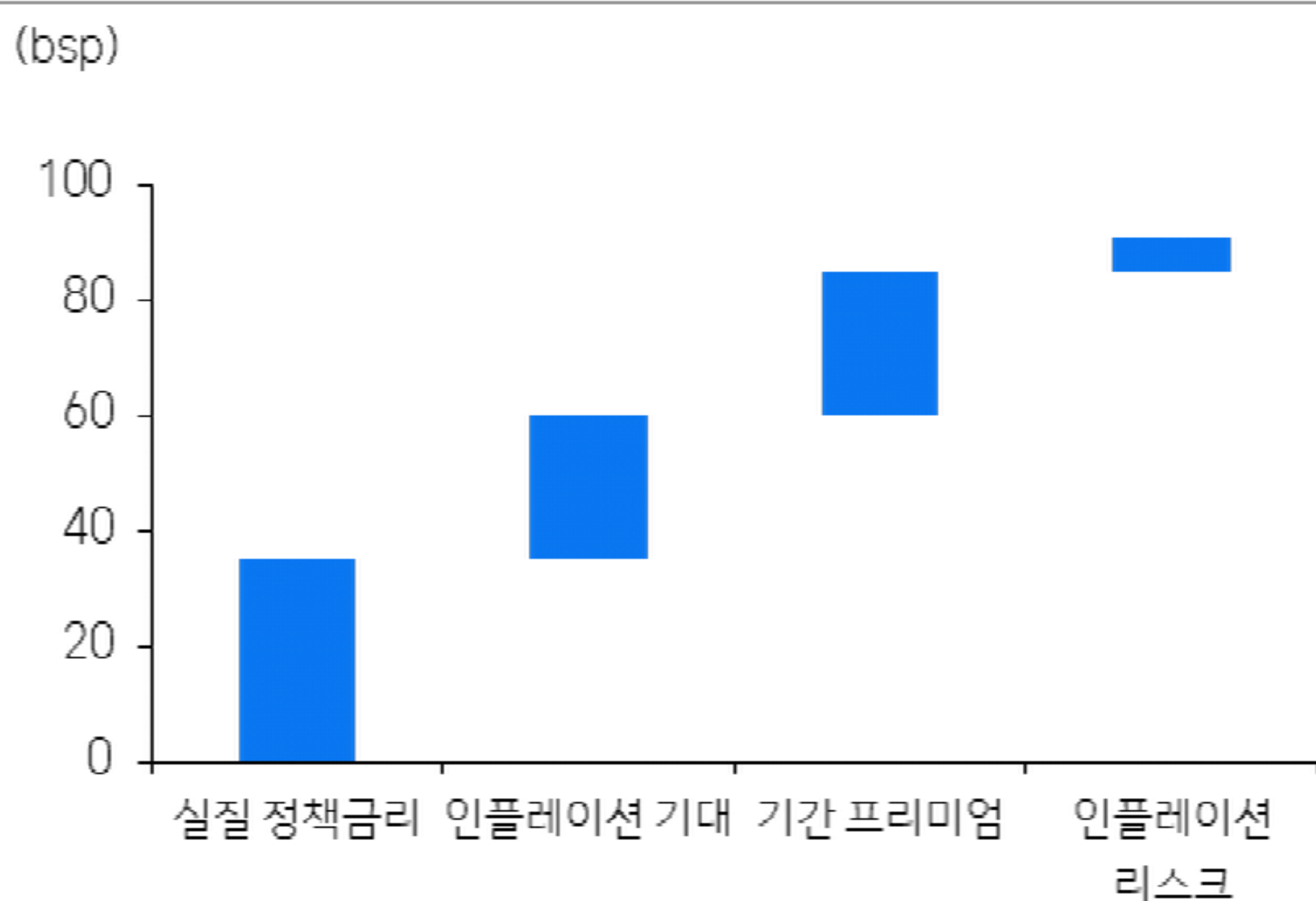
금융시장에서는 고유가 충격의 장기화를 반영 중

연초에 비해 미국 장기 국채(미국 장기 국채(만기 10년 기준) 금리는 90bps 내외 상승하여 5.2% 내외를 기록 중이다. 장기 금리의 구성 요소를 분해해서 살펴보면, 실질 정책 금리 기대, 인플레이션 기대, 기간 프리미엄 등 모든 요소들이 연초에 비해 상승했다. 사실 올해 내내 장기 국채 금리는 하락보다는 상승 요인의 많았다. AI 투자 붐으로 올해 금융시장의 미국의 성장률 전망은 연초보다 상향 조정되었으며, 고유가로 인플레이션에 대한 우려는 커졌다. 또한, 전쟁의 장기화와 금리 상승으로 미국 정부의 부채와 재정 적자는 확대되었으며, 취임 초기 Kevin Warsh Fed 의장의 행보는 미국 통화정책 신뢰도에 부정적인 영향을 미치기도 했다. 물론 8월 28일 Warsh 의장의 Jackson Hole 연설 이후 기간 프리미엄이 하락했다는 점을 감안하면, 통화정책에 대한 신뢰도는 어느 정도 회복된 것으로 보인다.

현재 시점에서 단기적으로 미국 장기 금리에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 역시 국제 유가이다. 다만, 당사는 금융시장이 현재의 고유가를 일시적인 아니라 장기간 이어질 영구적인 충격(permanent shock)으로 간주하고 있다고 판단한다. 금융시장에서 거래되고 있는 1~10년 만기 인플레이션 스왑을 살펴보면, 미국과 이란의 협상이 결렬되어 국제 유가가 상승하기 시작한 8월 3일 이후 1년물과 2년물의 상승 폭은 해당 기간 중 국제 유가 상승 및 그로 인한 물가 상승을 거의 대부분 반영하고 있다. 이는 유가가 최소한 현재 수준에서 장기간 머물며, 여타 물가에도 상방 압력을 가할 것이라는 점을 의미한다(second-round effect의 현실화). 또한 5~10년의 상승 폭에 만기를 곱한 값에서도 유가 충격을 찾아볼 수 있는데, 해당 수치는 유가 충격에 대한 장기적인 수요 변화, 기술 변화 등을 감안할 탄력성 변화에 부합한다. 물론 현재 시점에서 전쟁의 종료 시점을 가늠하기는 어렵다. 그렇지만 당사국들의 정치적 지형 변화(10월 27일 이스라엘 총선, 11월 3일 미국 중간선거), 전쟁 수행 능력(탄약 부족과 경제적 타격) 등을 감안하면, 중동 지역 전쟁이 장기간 이어질 가능성은 낮다.

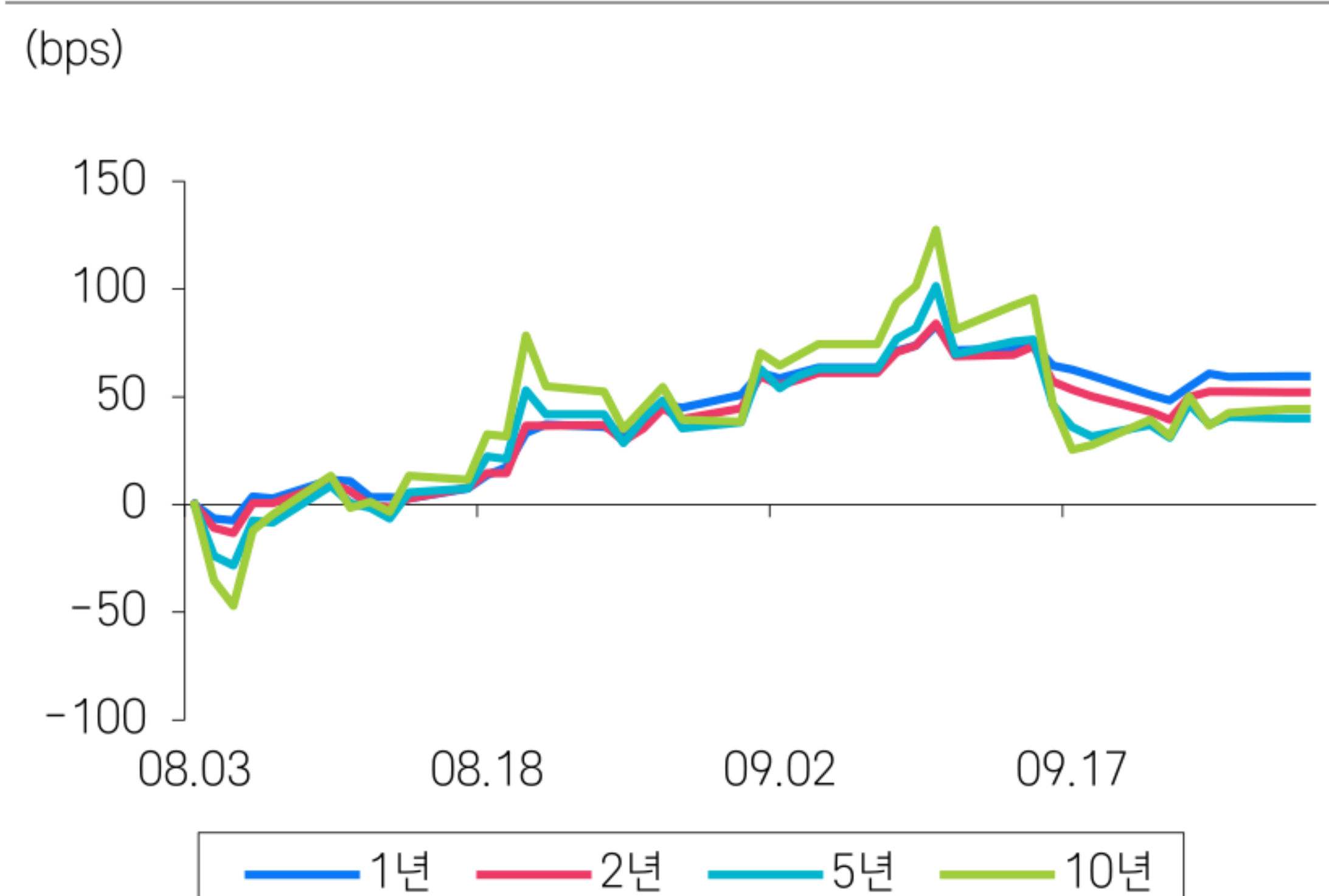
물론 장기 금리의 상승을 전적으로 유가 탓으로 돌릴 수는 없다. 올해 5월 초를 기점으로 연준 금리 인상에 대한 기대가 형성되어 점차 확대되었고, 베센트 장관의 장기 국채 바이백(일종의 'Operation Twist') 언급 이후 미국 정부 부채에 대한 우려가 높아졌고, 수급 측면에서는 전통적인 수요 기반이던 해외 중앙은행의 국채 보유 비중이 축소되고 있는 것도 사실이다. 다음에서는 미국 장기 국채 금리에 미치는 다양한 요인들에 대한 당사의 판단을 제시한다.

연초 이후 미국 장기 금리 구성 요소의 변화



참고: DKW Model 8월 말 기준에 당사 추정을 더한 수치
자료: NY Fed, 삼성증권

인플레이션 스왑을 통해 살펴본 유가 상승의 영향력



참고: 8월 3일 이후 만기별 상승 폭에 만기를 곱한 값
자료: Bloomberg, 삼성증권

경기 순환적 요인: 물가, 노동시장, 통화정책은 금리 하방 요인

향후 6개월 동안 주거비 하락이 미국 소비자 물가 하향을 견인할 것

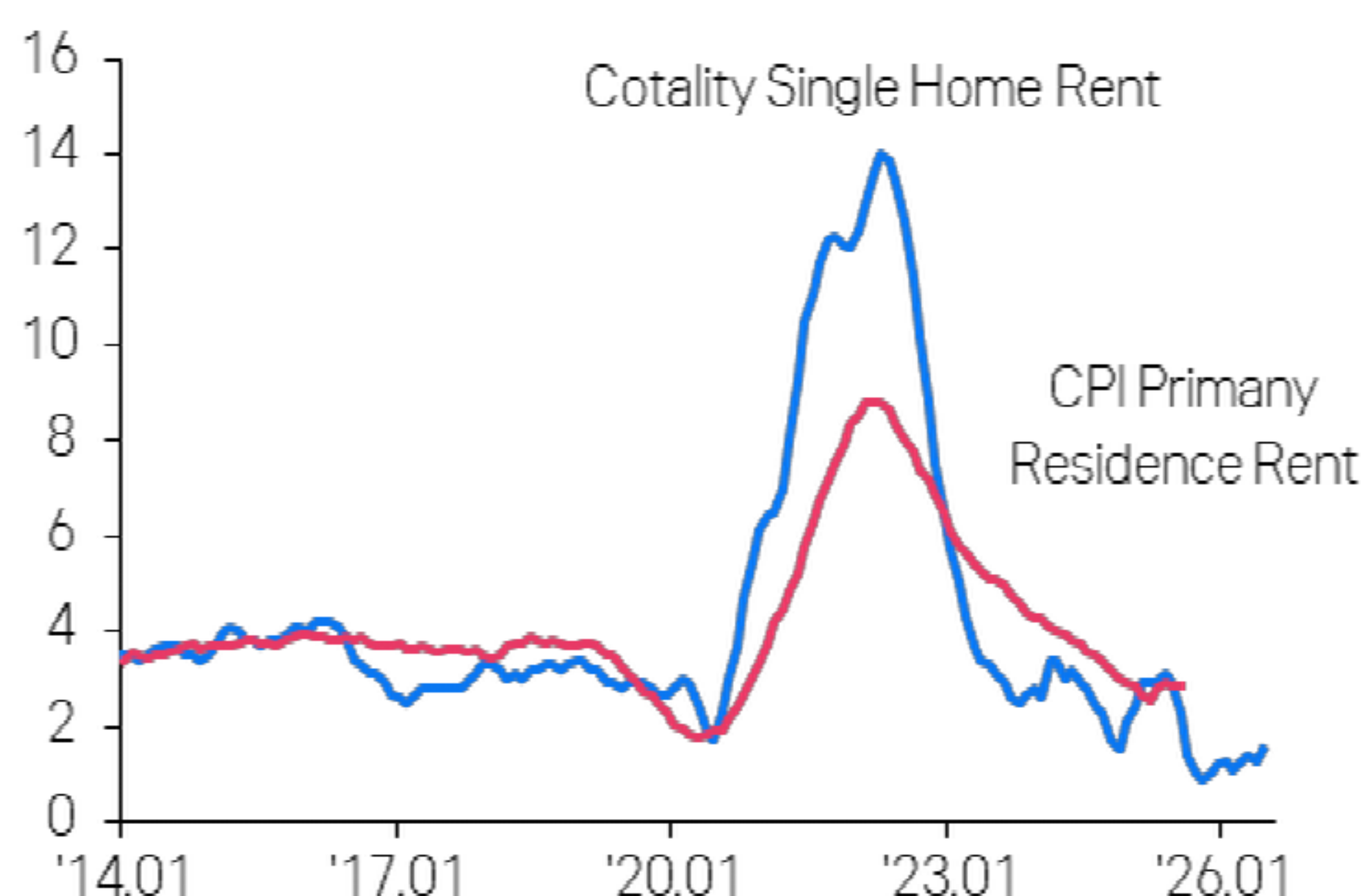
지난 9월 11일 발표된 미국의 8월 소비자 물가는 전년 대비 3.4%(전월 대비 0.4%), 핵심 소비자 물가는 2.4%(전월 대비 0.3%)를 기록했다. 이처럼 8월 물가가 당사 및 금융시장 예상을 소폭 상회하면서 Fed의 통화정책 기조는 금리 인상으로 전환되었다. 다만 당사는 4번의 금리 인상을 예상하는 금융시장과는 달리, 금리 인상은 연내 추가 1회에 그칠 것으로 전망한다. 즉 9월 인상은 통화정책 전환의 시발점이 아니라 중앙은행에 대한 신뢰도를 제고하기 위한 조치(credibility hike)라고 판단한다.

이는 여전히 미국의 디스인플레이션 요인들이 효과를 발휘하고 있기 때문이다. 8월 핵심 소비자 물가에는 예기치 못한 무선통신 요금 상승(5.9%)과 유가 상승에 따른 항공요금 상승(2.7%)의 영향이 크다. 해당 품목을 제외할 경우, 8월 핵심 소비자 물가는 전년 대비 2.24%, 전기 대비 0.16%에 그쳤을 것이다. 또한, 8월 지표에서 주거비와 관세의 영향을 받는 상품 물가의 디스인플레이션이 지속되었다. 8월 주거비 중에서 주된 주거비의 임차료(rent of primary residence)는 전년 대비 2.8%, (전월 대비 0.17%)를 기록했다. 자가 주거비(owner's equivalent of rent, OER)도 3.1%(0.18%)로 둔화 추세를 지속했다. 당사는 주거비 항목 대비 12~13개월 선행하는 지표(Cotality Single Home Rent Index)의 하락세를 감안할 때, 향후 6개월 동안 주거비 물가의 상승률은 전월 대비 0.05% 내외에 그치며 뚜렷하게 둔화될 것으로 전망한다. 이러한 주거비의 하향 안정세는 주로 이민자 급감에 따른 수요 축소(텍사스 등 남부 지역)와 풍수해로 인한 주택 가격 하락(플로리다 등)에서 비롯된다.

관세가 미치는 영향도 거의 사라지고 있다. 핵심상품물가(commodity less food and energy) 지수는 '26년 4월 이후 정체 중이고, 그에 따라 8월에도 전년 대비 0.7%에 그쳤다. 또한, 도소매 판매업체의 마진율(매출 가격과 매입 가격과의 차이)을 나타내는 도매 물가의 trade service 지수는 '26년 4월 이후 하락세를 지속하고 있다. 해당 품목은 수입품의 비중이 높다는 점에서 관세 효과가 사라지고 있다는 증거이다. 아울러 미국의 실질 개인 소비 중 상품(goods) 소비는 장기 추세를 하회하면서 전체 소비에서 차지하는 비중도 점차 낮아지고 있다. 이는 관세 인상 부담으로 소비자들이 상품 소비를 줄이면서 판매자들이 올라간 관세 부담을 전가하기 어려운 상황이라는 점을 시사한다.

미국 주거비에 선행하는 지표 뚜렷하게 둔화

(전년 대비, %)

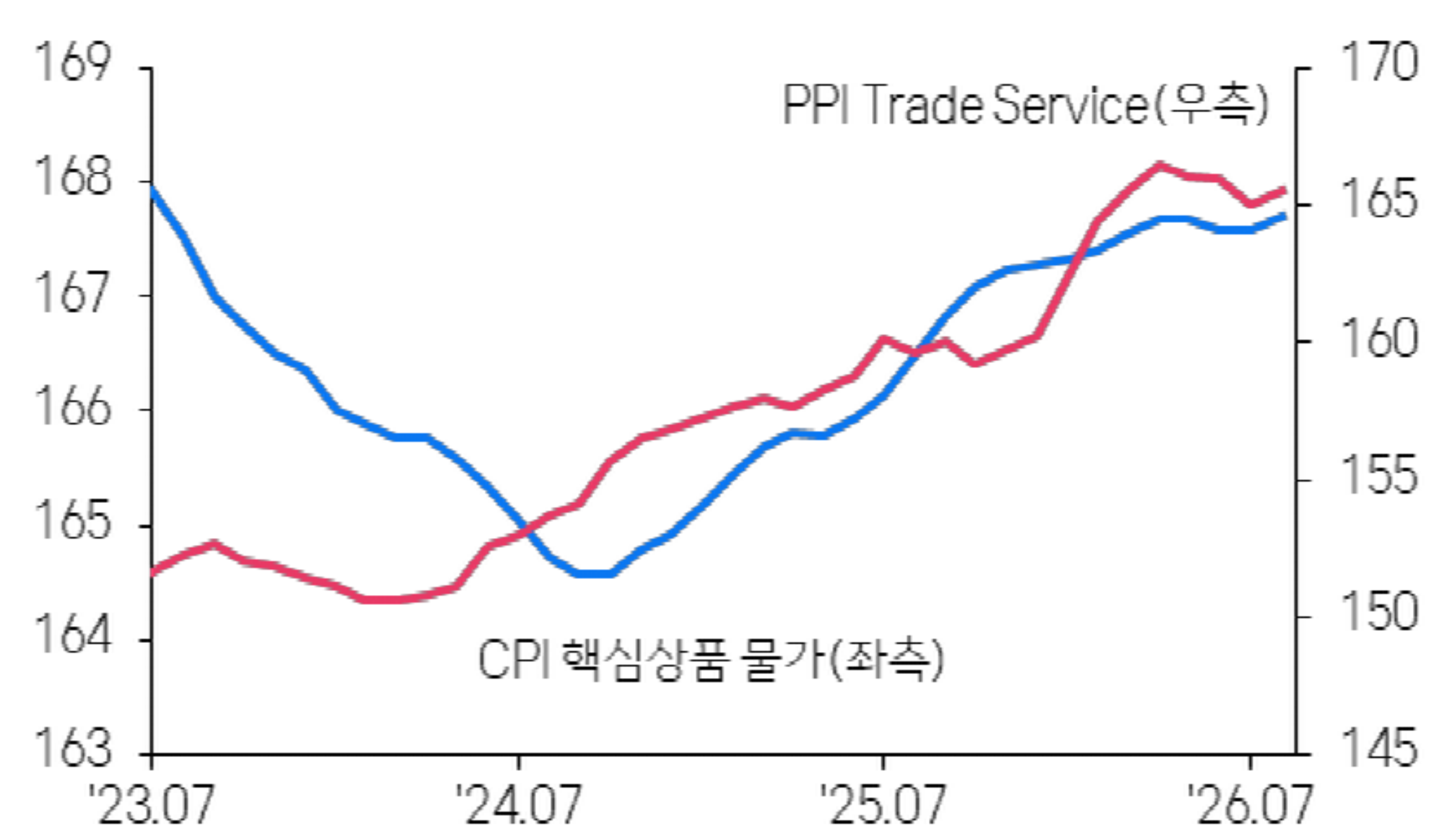


자료: BLS, Cotality, BLS, 삼성증권

관세 효과 사라지며 핵심 상품 물가 둔화 지속

(지수)

(지수)



자료: BLS, 삼성증권

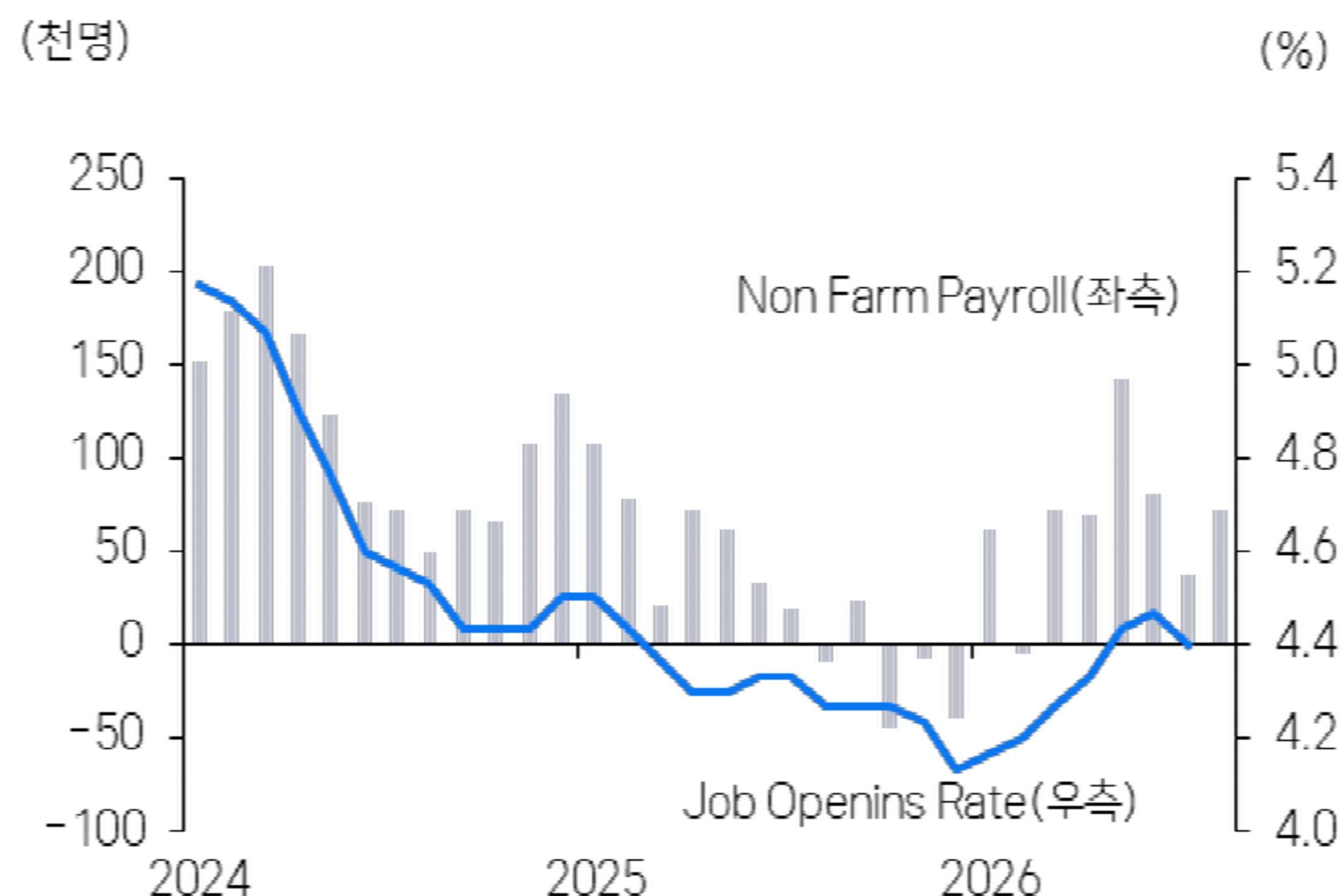
현재 미국 노동시장에서 임금 상승 확대나 고용가의 2차 효과 징후는 없음

한편 미국의 노동시장은 완만한 개선 징후를 보이고 있다. 노동 수요를 나타내는 Job Openings나 Hiring Labs의 Job Postings는 '23년 이후의 하락세를 멈추고 소폭이나마 상승하고 있다. 또한 비농업 고용도 3개월 평균 7.1만, 6개월 평균은 10.7만을 기록하며, 지난해의 정체에서 벗어나고 있다. 임금 증가율도 8월 전년 대비 4.1%로 상승하고 있으며, 특히 이직자(job switchers)의 임금 상승률은 5.0%로 점차 높아지고 있다. 그간 이직자의 임금 상승률 확대는 노동 시장의 선행 지표였다는 점에서 노동시장 점차 공급 우위로 변하고 있다는 징후이다. 그에 따라 노동 공급이 이민 축소와 고령화로 인한 노동 참가율 하락으로 제약된 상태에서, 노동 수요 증가에 따른 임금 상승이 인플레이션을 높일 수 있다는 우려도 점차 높아지고 있는 상황이다. 심지어는 노동시장의 개선이 고용가와 결합하면서 2차 효과(second-round effect)가 나타날 수 있다는 가능성도 있다.

반면 NY Fed와 SF Fed의 노동시장 분석 지표에 따르면, 아직까지는 미국 노동시장이 과열(tight)되고 있다는 징후는 없다. JOLTs의 자발적 사직 비율, 유효 구인/구직 비율, 고용비용 지수(Employment Cost Index, ECI) 등을 활용하여 산출한 NY Fed의 HPW 지수의 8월 수치는 노동시장이 완전고용 수준에 부합한다. 오히려 SF Fed에서 주간 실업급여를 활용하여 산출한 주간 노동시장 스트레스 지수(weekly labor market stress indicator)는 낮은 수준이지만 최근 3개월 동안 상승했다. 이는 노동시장이 점차 완화(soft)되는 징후이다. 이러한 점들을 감안할 때 당사는 현재 미국 노동시장은 미시적인 수준에서 수요가 증가하는 현상이 나타나고 있지만, 아직까지는 전반적으로 완전 고용(또는 균형 수준) 상태로 판단한다.

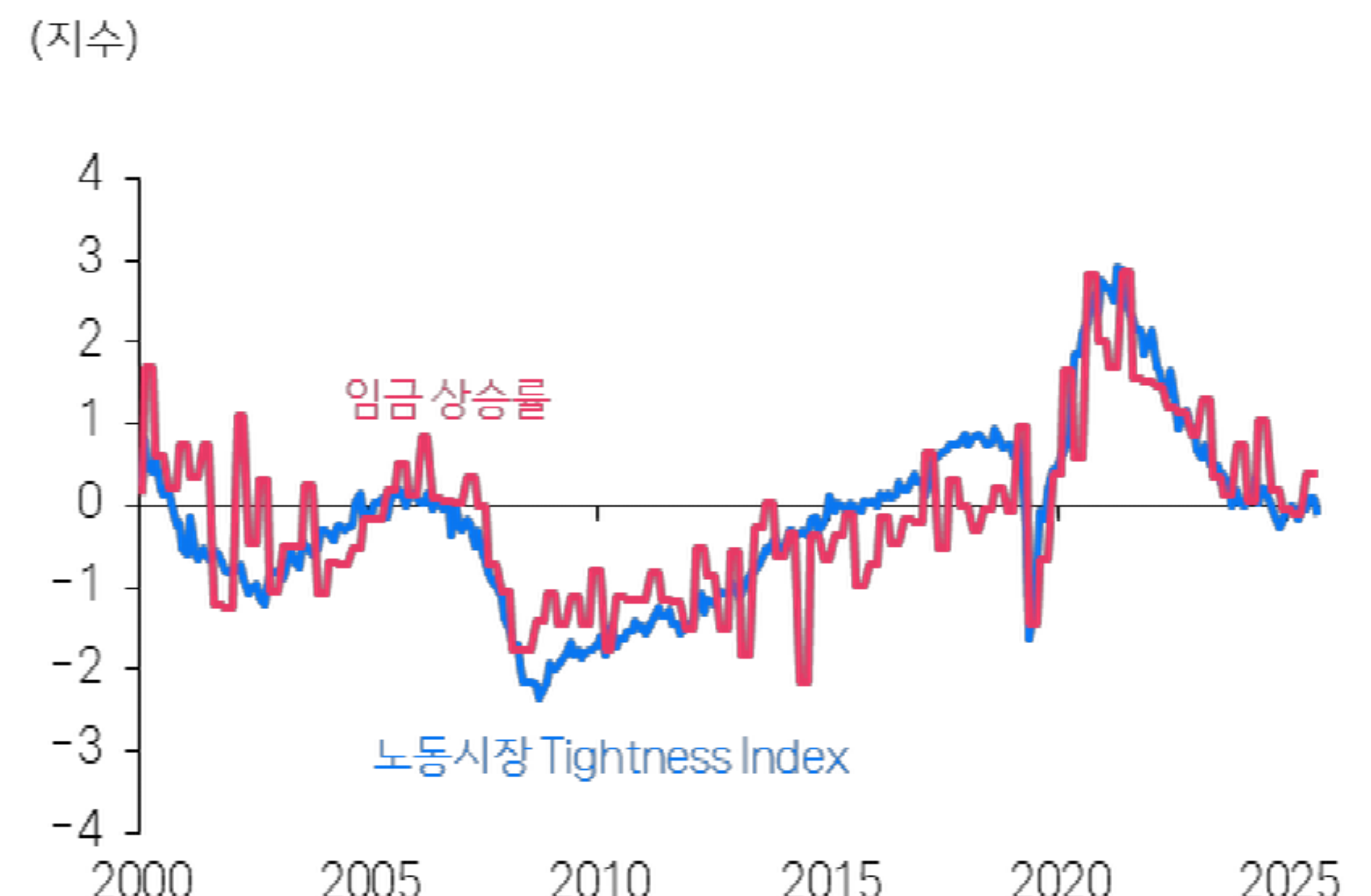
한편, 노동시장이 균형 상태에 있다는 점에서 당사는 고용가의 2차 효과에 대한 우려는 크지 않다고 판단된다. 즉, 노동 수요가 노동 공급을 상회하고, 재정지출까지 확대되었던 '22~'23년과 현재 상황은 다르다. 무엇보다 당사는 임금과 물가의 순환 작용(선순환이든 악순환이든)이 발생하기 위해서는 1) 일본처럼 인구 구조의 변화로 노동 수요가 공급을 장기적이고 지속적으로 상회하거나, 2) 노동시장에서 제도적인 노동 공급 우위(노조 조직률의 상승이나 파업 증가)가 필수적이라고 판단한다. 그렇지만, 현재 미국 노동시장에서 그러한 징후는 나타나고 있지 않으며, 그에 따라 당사는 고용가의 2차 효과 발생 가능성이 낮다고 판단한다. 설사, 2차 효과가 발생하더라도 물가가 높아지는 효과는 제한적이다. Fed의 연구에 따르면, 유가가 영구적으로 10% 상승하면 핵심 물가는 2년간 0.1% 상승한다(Fed Note, '23년 12월). 해석에 주의할 점은 유가의 영구적인 상승(permanent shock)을 가정했다는 점이다.

미국 노동시장 완만한 회복세



참고: 3개월 이동평균
자료: BLS, 삼성증권

미국 노동시장 과열 징후는 없음



자료: NY Fed, 삼성증권

구조적인 요인 분석: 재정 적자 증가와 수급 주체 변화는 상승 요인

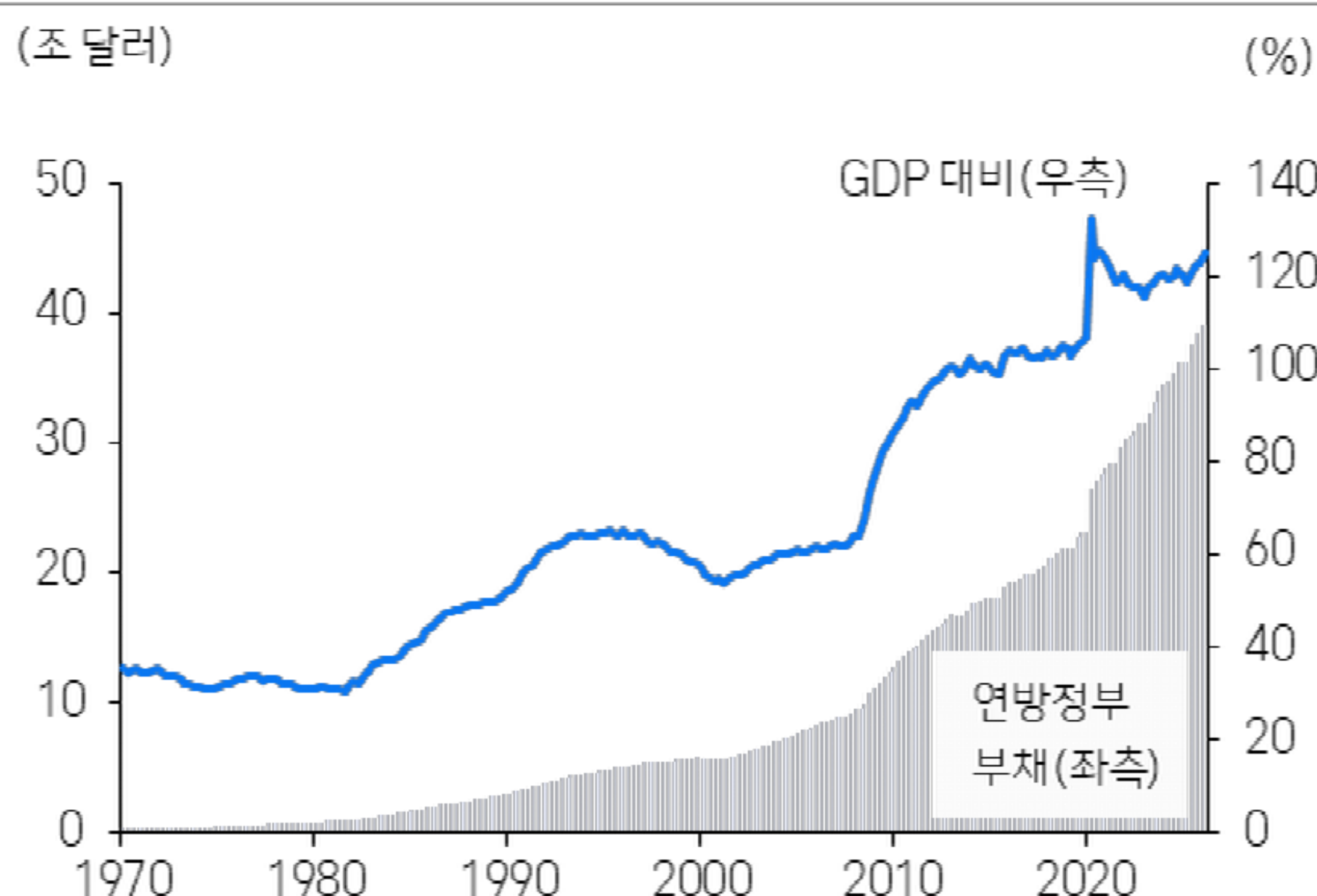
미국 연방정부 이자 지급 증가 추세이나, 위험 수준은 아님

미국 연방정부 부채가 40조 달러를 넘어서고, 지난해에 비해 재정 수지가 더욱 악화되면서 미국 10년 만기 국채금리는 연초 대비 90ps 내외 상승한 5.2%로 상승했다. 물론 앞서 살펴본 것처럼 금리 상승에는 다양한 요인들이 영향을 미쳤지만, GDP 대비 국가부채 비율이 높을 경우, 투자자들은 더 높은 금리 수준을 요구하게 된다. 이는 수요와 공급은 기본적인 원리이다. 최근 연구를 바탕으로 추정하면, 올해 미국 국채 공급 증가로 장기 금리는 35bps 정도 상승한 것으로 추정된다.

다만 주의할 점은 적어도 선진국 정부는 원금을 상환해야하는 부담을 지지 않는다 사실이다. 그에 따라 부채상환 부담(debt service ratio)이 GDP 대비 부채 비율보다는 적합한 지표이다. 이러한 점에서 당사는 미국 국채에 대한 우려는 다소 과장되어 있다고 판단한다. 미국의 GDP 대비 재정 적자는 '25년 5.8%, '26년 5.9%이나, GDP 대비 이자 지급 비율은 '24년~'26년 3.8% 내외를 유지했다. 해당 수치는 지난 30년래 가장 높은 수준이지만, '91년 5.0%보다는 낮은 수준이다. 아울러, 순이자 지급을 제외하고 산정되는 GDP 대비 기초 재정 수지(primary balance/GDP)는 '25년 -2.7%, '26년에도 -2.6%로 추정된다. 또한, '27년에도 GDP 대비 이자 지출 비율은 3.9~4.0% 범위에 머무를 전망이다. 이는 미국 재무부가 팬데믹 당시 증가한 부채의 상당 부분을 단기 국채로 조달하여, 이자 부담이 추가로 크게 상승할 여지가 크지 않기 때문이다. 해당 조치는 팬데믹으로 인한 재정 부담 증가를 다음 세대로 전가하지 않겠다는 정책적 판단에서 비롯된다. 그에 따라 팬데믹 이전('15~'19년)에는 1년 이하 국채(T-bill) 비중이 13~16% 내외였으나, 현재는 22%까지 확대되었다. 2년 이하 만기까지 포함할 경우 팬데믹 이전에는 25~28% 정도였으나, 현재는 30~35%에 달한다. 그에 따라 연간 총 발행액 기준으로는 2년 이하 만기가 85%에 달한다.

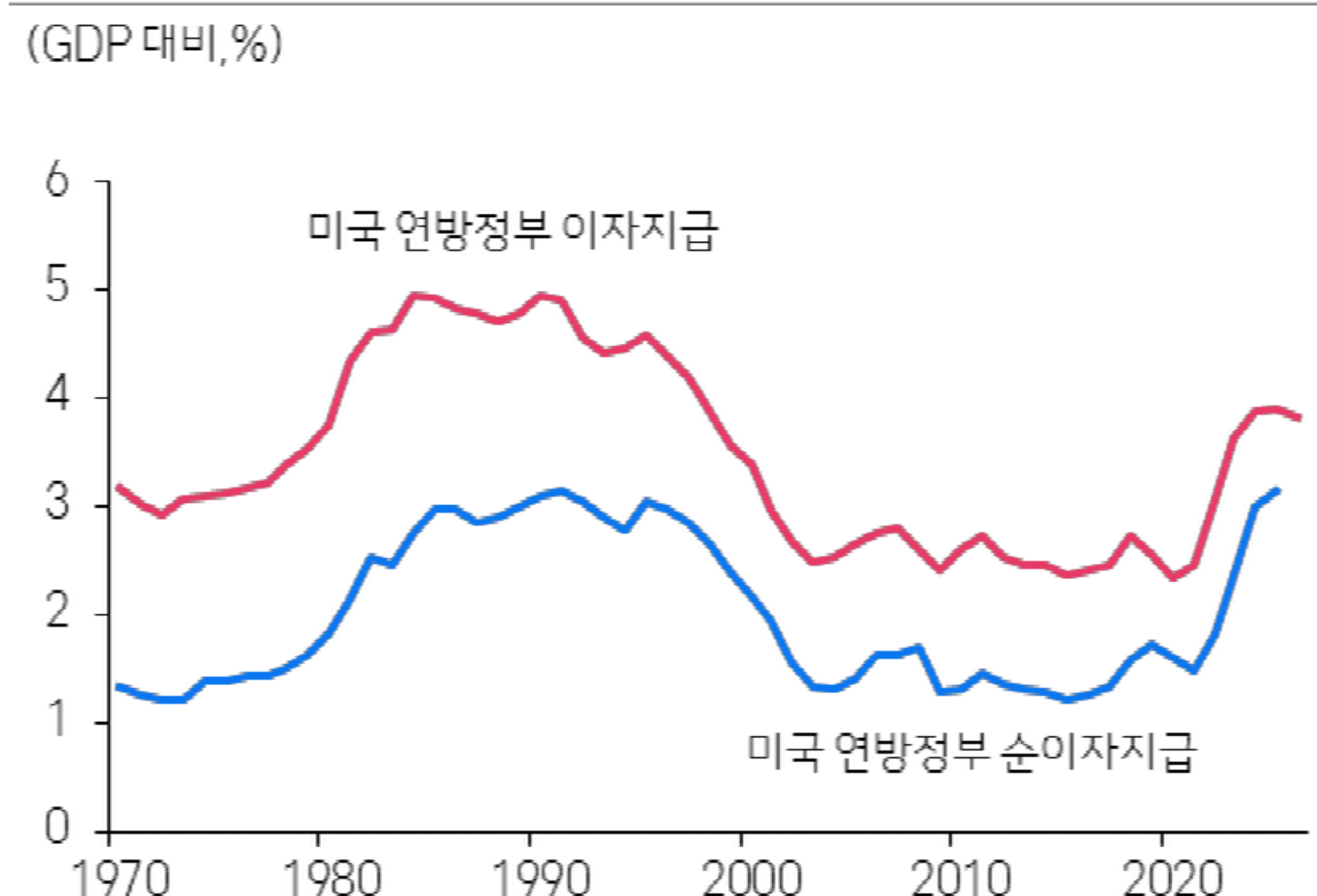
아울러 여전히 성장률은 금리 수준($g > r$)을 상회하고 있다. 26년 2Q 미국의 실질 성장률은 6.5%. 장기 기국채 금리는 4.5%에 머물렀으며, 3Q에도 성장이 금리 수준을 상회할 전망이다. 물론 성장률이 금리보다 높더라도, 조세 수입 증가가 동반되지 않는다면 부채에 대한 우려는 낮아지지 않는다. '26년 회계 연도 연방정부 세수는 예산안에서 제시한 수치를 하회할 것으로 예상되는데, 이는 트럼프 정부의 관세 인상이 위헌으로 판정되었기 때문이다. 그에 따라, 해당 항목에서 8월까지 2천억 달러 내외의 세수가 부족한 상황이다. 다만, 8월까지 세수 증가율은 전년 대비 6% 내외로 명목 GDP에 부합하는 수준이라는 점에서, 최소한 단기적으로 미국 재정의 지속 가능성에 대한 우려는 크지 않다고 판단된다.

미국의 정부 부채 추이



자료: BIS, 삼성증권

미국 연방정부의 GDP 대비 이자 지급 추이



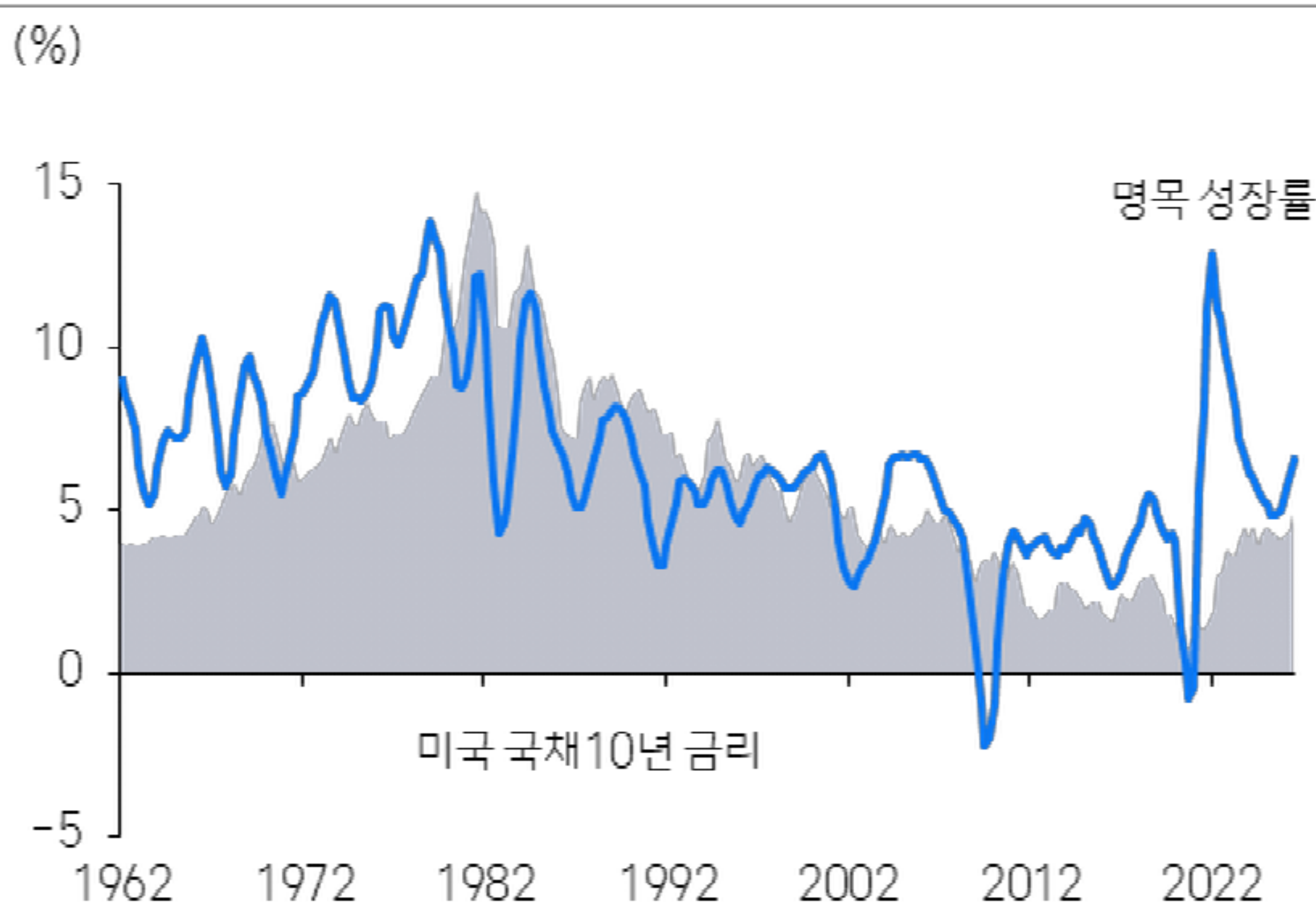
자료: FRED, 삼성증권

고령화에 따른 사회보장 지출은 미국의 재정 적자를 중장기적으로 확대시키는 요인

그렇지만 중장기적인 관점에서 미국의 재정 상황은 개선되기보다는 악화될 가능성이 높다. 주된 요인은 고령화로 인한 의료비 등 사회보장(social security) 지출의 급증이다. 미국의 사회보장 지출은 지난 10년간 연평균 5.8% 증가했으며, 향후 고령화에 따라 지출 증가율은 더욱 높아질 전망이다. 그에 따라 사회보장 기금 규모는 '24년을 정점으로 하락하고 있으며, CBO(미국 의회예산국)는 해당 기금이 '32~'33년 중 고갈될 것으로 전망한다. 이 경우 해법은 두 가지로, 하나는 해당 연도의 사회보장 기금 지출을 수입 수준으로 15~20% 내외 삭감하거나, 또 다른 하나는 부족분을 예산에서 지원하는 것이다. 기금 지출의 삭감은 공화, 민주 양당 모두 정치적으로 수용할 수 없으며, 그에 따라 그만큼의 재정 적자 확대가 불가피하다. 아울러, 기금 규모가 축소되면서 GDP 대비 연방정부의 이자 지급 비율은 점차 확대될 것이다. 법적으로 연방정부와 사회보장 기금과의 이자 거래는 정부간 거래(intra-government)로 분류 및 상쇄되어, 연방정부의 이자 지급 비율은 '25년 3.1%로 앞서 언급한 비율보다는 낮은 수준이다. 그렇지만 현재 속도로 기금이 축소되면 순이자 지급 비율은 점차 높아지게 되며, CBO는 동 수치가 '36년 4.6%에 달할 것으로 전망했다.

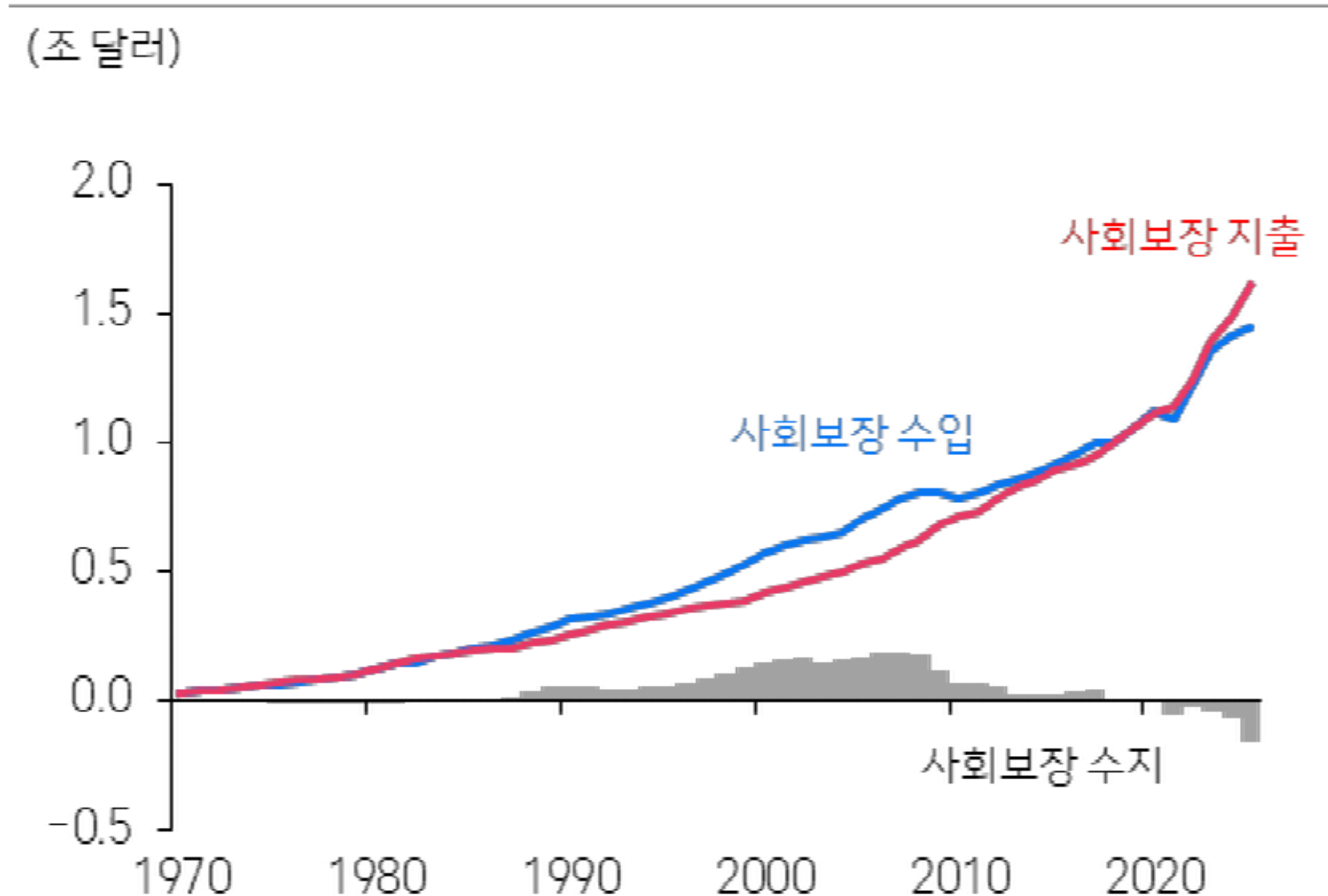
이처럼 사회보장 지출 급증에 따른 부채 비율 증가와 재정 적자 확대는 결국 세입 증가와 세출 축소를 통한 재정 건전화로 귀결될 가능성도 있다. 예를 들어, '80년대 내내 높은 실질 금리와 80년대 후반의 낮은 성장률이 겹치면서 미국 연방정부의 이자 지급/GDP 비율은 '91년 5.1%에 달했으며, 이는 '93년 일괄 예산조정법(OBRA-93)의 제정으로 이어진 바 있다. 해당 법안의 골자는 개인 및 법인세율의 최고 구간 신설, 메디케어 지출 삭감 등이었다. 이에 더해 '94년 중간 선거에서 작은 정부를 기치로 내걸었던 공화당(뉴트 킹그리치의 Contract with America)이 상하 양원을 석권하면서, 재정 적자는 더욱 축소되었다. 이러한 재정 건전화에 힘입어, 연준의 금리 인상과 IT 투자 붐에 따른 높은 성장률에도 미국의 실질 장기 금리는 완만하게 하락한 바 있다. 물론 재정은 정치적인 타협의 결과물로 현재 시점에서 재정 적자의 일방적인 확대를 점치기는 어렵다. 다만 팬데믹 이후 에너지, 주거, 식료품 등의 가격 상승으로 생계비 위기(affordability crisis)가 주요 정치적 의제로 자리잡고 있다는 점에서 '90년대 중반과 같은 재정 건전화 방안이 실현될 가능성은 낮다고 볼 수 있다.

미국의 명목 성장률과 장기 금리 추이



자료: BEA, Bloomberg, 삼성증권

미국 사회보장 기금 적자 확대 추세



자료: Social Security Administration, 삼성증권

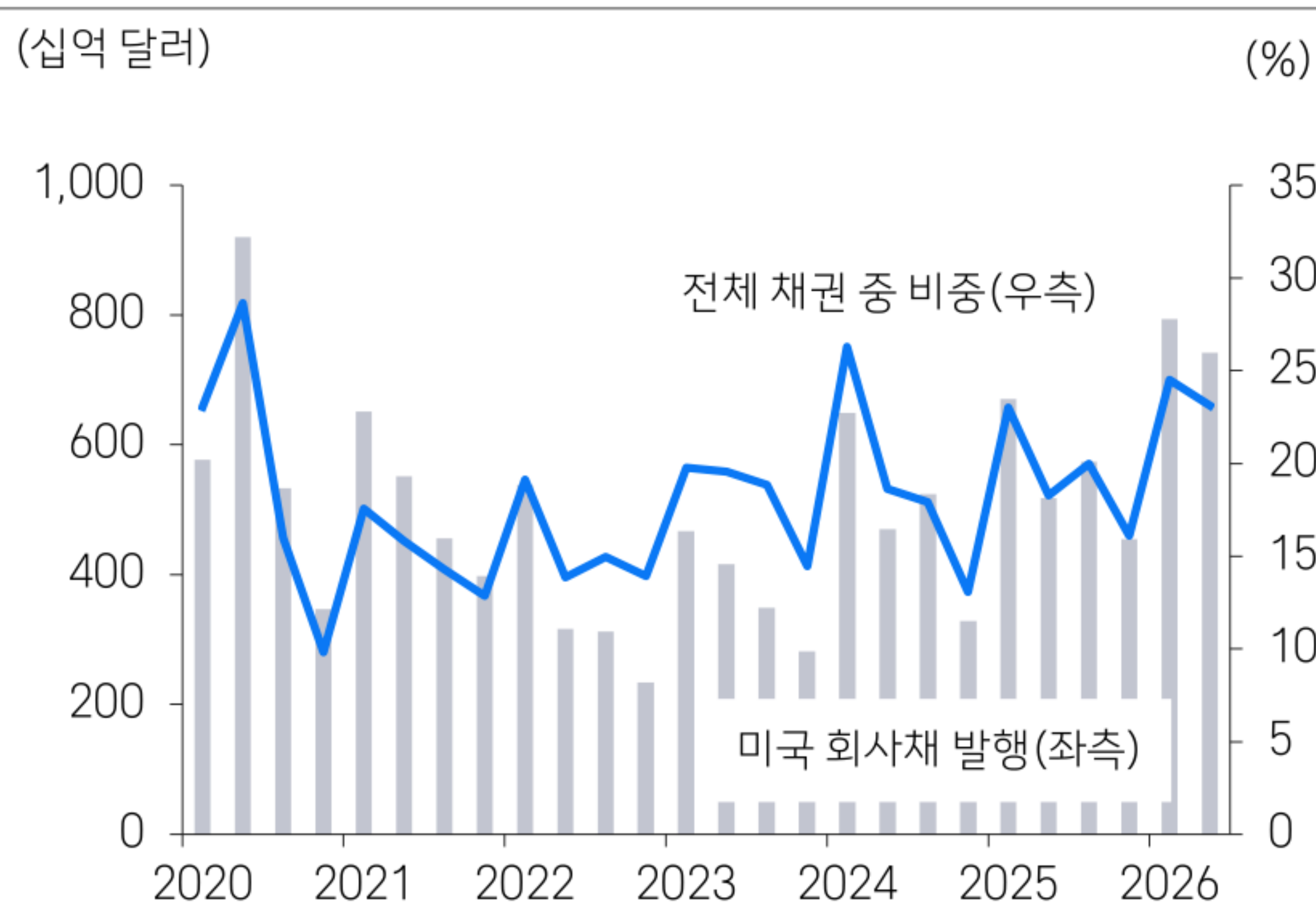
AI 투자 확대가 장기 국채 금리 올린다는 우려는 과장

'26년 미국의 AI 투자 규모는 '25년에 비해 100% 증가한 0.8조 달러로 추정되며, '27년에는 '26년보다 50% 증가한 1.2조 달러로 예상된다(Bloomberg 집계 기준). 사실 AI 투자의 주체는 그간 대규모의 잉여 현금을 창출하며, 사실상 자금 수요자보다는 자금 공급자 역할을 수행했던 hyper-scaler들이다. 그렇지만, AI 투자가 확대되면서 더 이상 잉여 현금으로만 투자를 진행하기 어려워, 이들의 차입금 의존도가 점차 높아지고 있다. 이러한 변화는 신용도가 높은 채권의 공급 증가를 의미한다. SIFMA(Securities Industry and Financial Markets Association)에 따르면, '26년 상반기 미국의 회사채 발행 규모는 26.8% 증가한 1.2조 달러에 달했다. 또한, 전체 채권 발행에서 회사채가 차지하는 비중은 '26년 상반기 23%로 지난 10년간 평균인 20%를 상회했다.

이러한 회사채 발행 증가에도 당사는 AI 투자 증가가 미국 장기 국채 금리에 미치는 영향이 크지 않다고 판단한다. 무엇보다 AI 인프라 투자는 급증하고 있으나, 나머지 부문의 투자(기업 투자 및 주택 투자)는 정체하거나 감소하고 있기 때문이다. '26년 2Q 미국의 민간 고정자본투자(private fixed investments)는 명목 GDP를 소폭 상회하는 전년 대비 7.5% 증가에 그쳤으며, 이는 '90년대 중반이나 '21~22년 팬데믹 당시의 투자 붐보다는 낮은 수준이다. 아울러, GDP 대비 민간 고정자산 투자의 비중은 17.6%로 '47년 이후 장기 평균 수준에 머물고 있다.

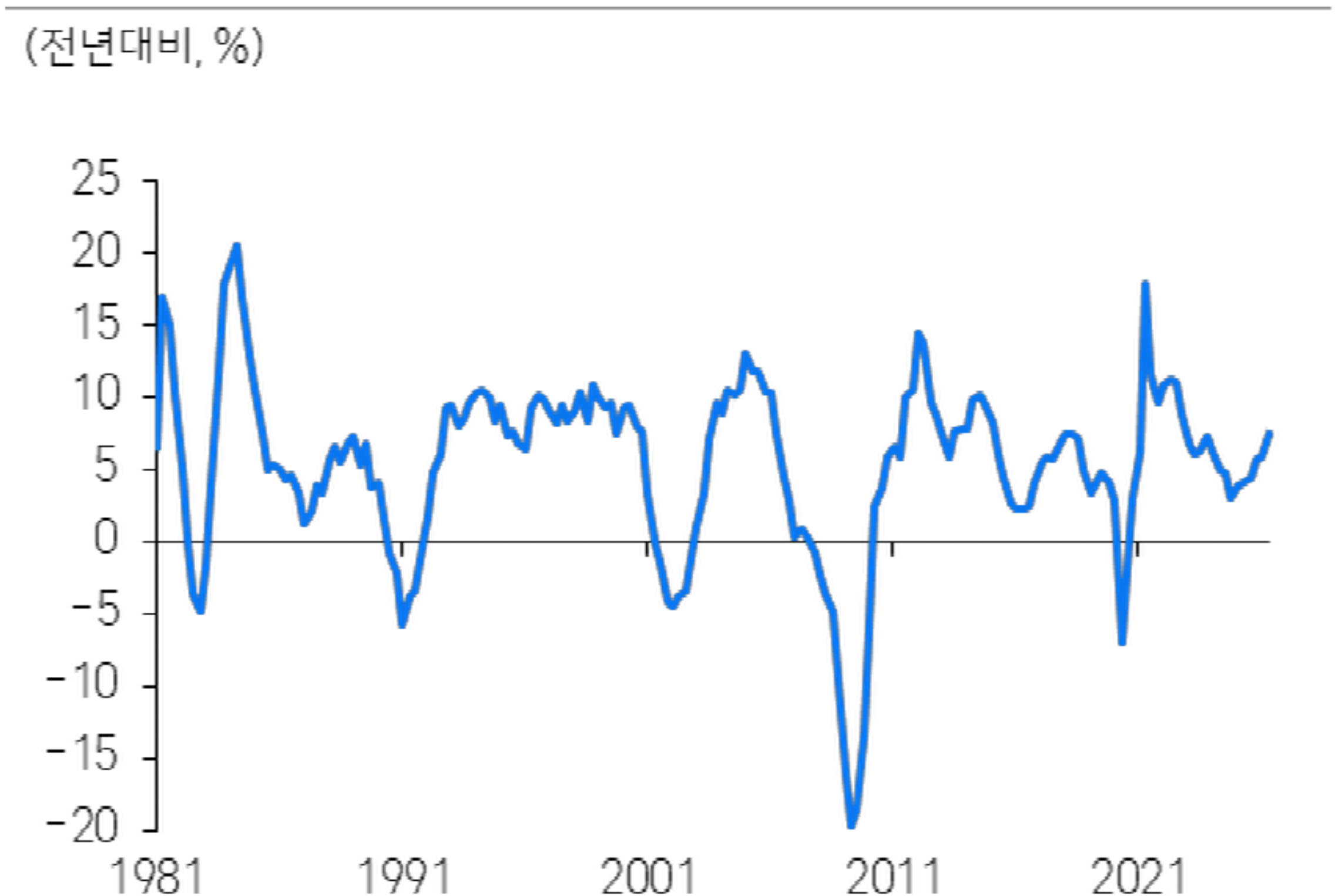
물론 AI 투자 증가율이 매 분기 금융시장의 예상을 상회하면서 점차 확대되는 양상이라는 점에서, hyper-scaler들의 회사채 발행은 더욱 증가할 전망이다. 이들의 회사채 발행 증가가 장기 국채에 미치는 영향을 구체적으로 추산하기는 어렵다. 다만, 금융시장의 가정처럼 한정된 재원을 두고 국채와 이들의 회사채가 경쟁하는 경우, 해당 회사채 증가를 국채를 간주한다면 금리에 미치는 영향의 상한을 대략적으로 가늠할 수 있다. CBO의 연구에 따르면, 국채 발행 증가가 금리에 미치는 영향은 1) 부채 비율의 상승(stock 효과), 2) 재정 적자 및 신규 발행 물량 증가(flow 효과), 3) 기간 프리미엄(term premium) 상승 등으로 분해할 수 있다. 만약, '27년 Hyper-scaler 투자의 1/3(0.4조 달러)이 회사채로 조달된다고 가정하면, 그로 인한 금리 상승 효과는 최대 35bps로 추정된다. 다만 앞서 언급한 여타 민간 투자의 둔화, 신용도 차이 등을 감안하면, 실제 효과는 10bps 이하로 추정된다.

미국 회사채 발행 추이



자료: SIFMA, 삼성증권

AI를 제외한 투자 부진, 미국 고정자본 투자 증가율 7% 내외



자료: BEA, 삼성증권

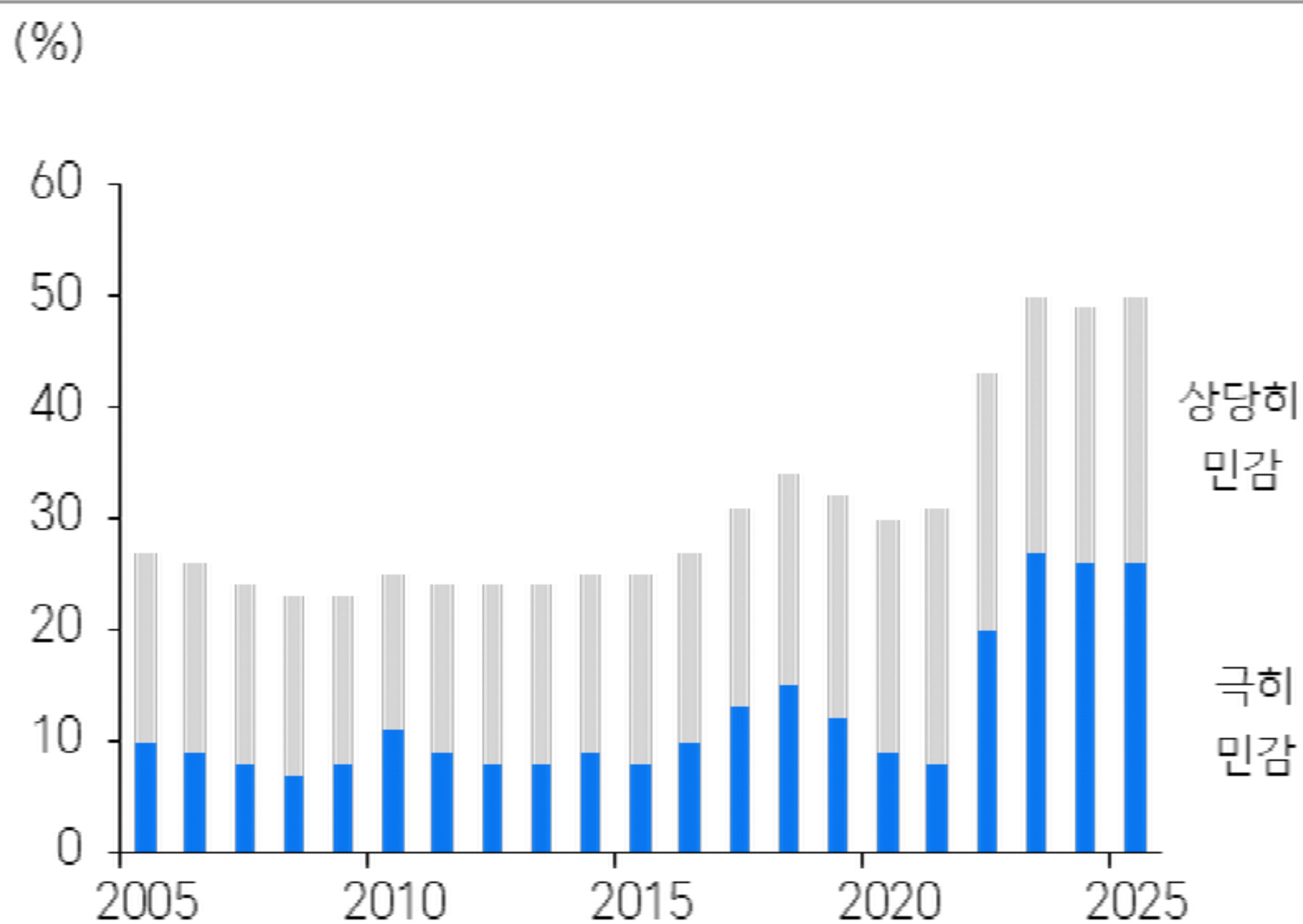
미국 국채에 대한 수요기반 변화: 이자 민감 투자자의 비중 증가

최근의 미국 장기 금리 상승에는 수요 기반 변화의 영향도 작지 않다. 무엇보다 미국 국채 투자자 중에서 21년 이후 금리에 민감한 투자자(price sensitive)의 비중이 꾸준히 증가하여 '25년 말에는 50%에 달했다. 이들(가계, 기업, 보험 등)은 정부 부채와 인플레이션이 높아질수록 더 높은 수익률을 요구하는 경향이 있다. 반면, 연준을 비롯한 각국 중앙은행과 같이 금리 변화에 둔감한(insensitive) 투자자의 비중은 '25년 말 30%까지 하락했다. 이는 연준의 QT 개시 및 러-우 전쟁 이후 미국, 유럽 등의 러시아 정부자산 동결의 영향이다. 이러한 수급 구조의 변화는 그간 미국 국채가 누려왔던 premium이 축소(term premium은 반대로 확대)되는 방향으로 작용한다.

이러한 현상은 장기 국채 시장에서 과거 미국채의 주요 해외 수요처였던 일본, 중국 등 외환 당국의 영향력은 상대적으로 낮아진 반면, 최근에는 헤지펀드 등 민간 투자자의 영향력이 크게 확대되었다는 연준의 연구들과 일맥상통한다(The Cross Border Trail of the Treasury Basis Trade, Decomposing Hedge Fund's US Treasury Exposure, Estimating Yield Impacts of Treasury Demand and Supply Changes 등). 해당 연구에 따르면, 케이맨 제도 소재 헤지 펀드들이 2022년 이후 미국 중장기 국채 순발행의 37%, 약 1.2조 달러를 흡수했으며, 이는 기타 해외 민간투자자 전체와 비슷한 규모다. 그에 따라 헤지펀드의 미국 국채 익스포저는 '25년 9월 말 4조원(발행 규모의 8% 내외)로 증가했다. 따라서 현재 미국채 시장의 수급을 좌우하는 주된 주체는 일본, 중국 등 해외 중앙은행보다는 레포를 통한 레버리지 및 베이스스 트레이드, 스왑 스프레드 트레이딩 등 다양한 전략을 구사하는 민간 금융기관으로 변모하고 있다. 이러한 변화는 양면의 칼날로 작용한다. 헤지펀드는 국채시장에 유동성을 공급하며 증가하는 국채물량 증가를 흡수하며, 그로 인해 채권 공급 증가의 금리 탄력성(elasticity)이 이전에 비해 낮아졌다. 반면 작은 충격에도 국채금리가 급등하고 금융시장 전반으로 스트레스가 파급될 가능성이 높아진다.

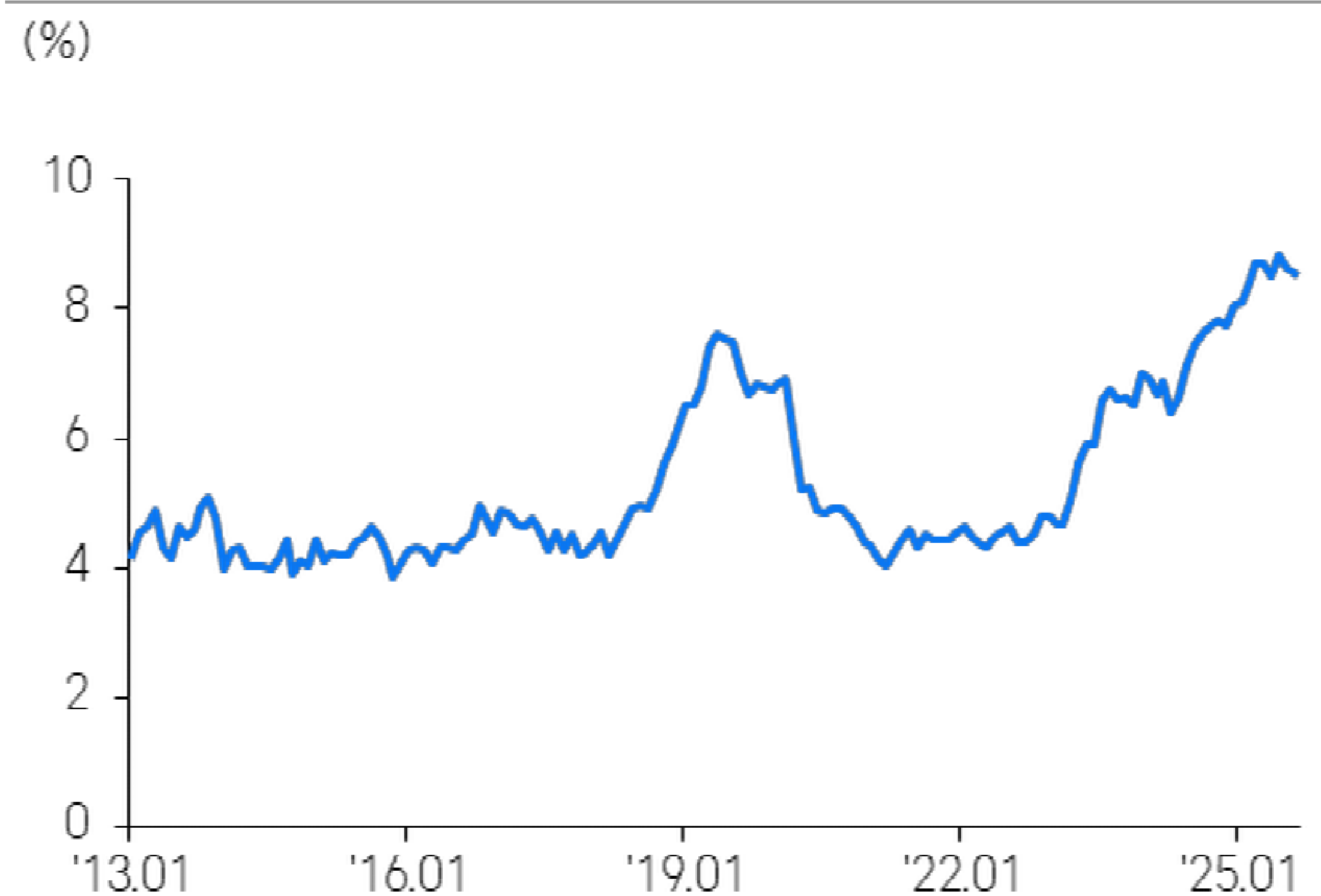
한편, 미국채 시장 투자자의 변화는 두 가지 의미가 있다. 첫째, 헤지펀드가 보유한 미국채가 가계 순자산으로 분류되어 개인 저축률이 1~2%pts 과대 평가될 가능성이 있다. 이는 '26년 7월 3.0%인 개인 저축률이 1~2%에 불과할 수 있다는 의미이다. 물론 그로 인한 영향은 순자산의 1% 내외로 크지 않다. 둘째, 엔화 강세를 통해 미국 장기 금리를 안정시키려던 베센트 재무장관의 시도는 국채 시장의 변화를 감안하지 적절하지 않은 것일 수 있다. 즉, 장기 국채 금리의 안정은 외환시장 개입이 아니라 금융시장 참가자들의 기대 관리에서 비롯된다는 점이다.

미국 국채 보유자의 성향 분석



참고: Estimating Yield Impacts of Treasury Demand and Supply Changes(26년 9월)
자료: Federal Reserve, 삼성증권

미국 국채시장에서 헤지펀드 비중(잔액 기준)



참고: Decomposing Hedge Fund's US Treasury Exposure
자료: Federal Reserve, 삼성증권

미국 장기 금리, 4.7~5%가 적정 수준

현재까지 내용을 간략하면 요약하면, 현재 5.2% 내외 수준에서 머물고 있는 미국 장기 금리는 단기적으로는 고유가가 장기간 지속된다는 기대를 반영하고 있다. 당사의 시나리오는 중동 지역 전쟁의 장기화가 아니며, 그에 따라 장기 금리에 반영된 인플레이션 기대는 장기 수준(5년/5년 인플레이션 스왑)에 수렴하면서 소폭 낮아질 여지가 있다.

유가를 제외한 나머지 요인들은 상방과 하방 리스크가 균형을 이루고 있다고 판단한다. 우선, 금리 하락 요인으로 앞서 살펴본 것처럼, 주거비 하락과 관세 영향의 축소이며, 그에 따라 장기 금리에 내재된 Fed의 정책 금리 예상 궤적과 인플레이션 기대 및 리스크 요인들은 낮아질 것이다. 그에 따라 당사는 '27년 말까지 약 4회 인상을 반영하고 있는 금융시장의 기대는 과도하다고 판단한다. 반면, 재정 적자의 확대는 금리 상승 요인이다. 구체적인 예산안이 마련되기 전이지만, '27년에도 미국 정부는 재정 적자로 인해 국채 순발행 규모는 '26년 수준을 넘어설 전망이다. 이는 실질 정책 금리, 인플레이션 기대 및 리스크, 기간 프리미엄 등을 높이는 요인으로 작용할 것이다. 현재 시점에서 금리 하락과 상승 요인의 크기는 대체로 유사하며, 그에 따라 당분간 미국의 장기 금리는 4.7~5% 내외에 머물 가능성이 높다.

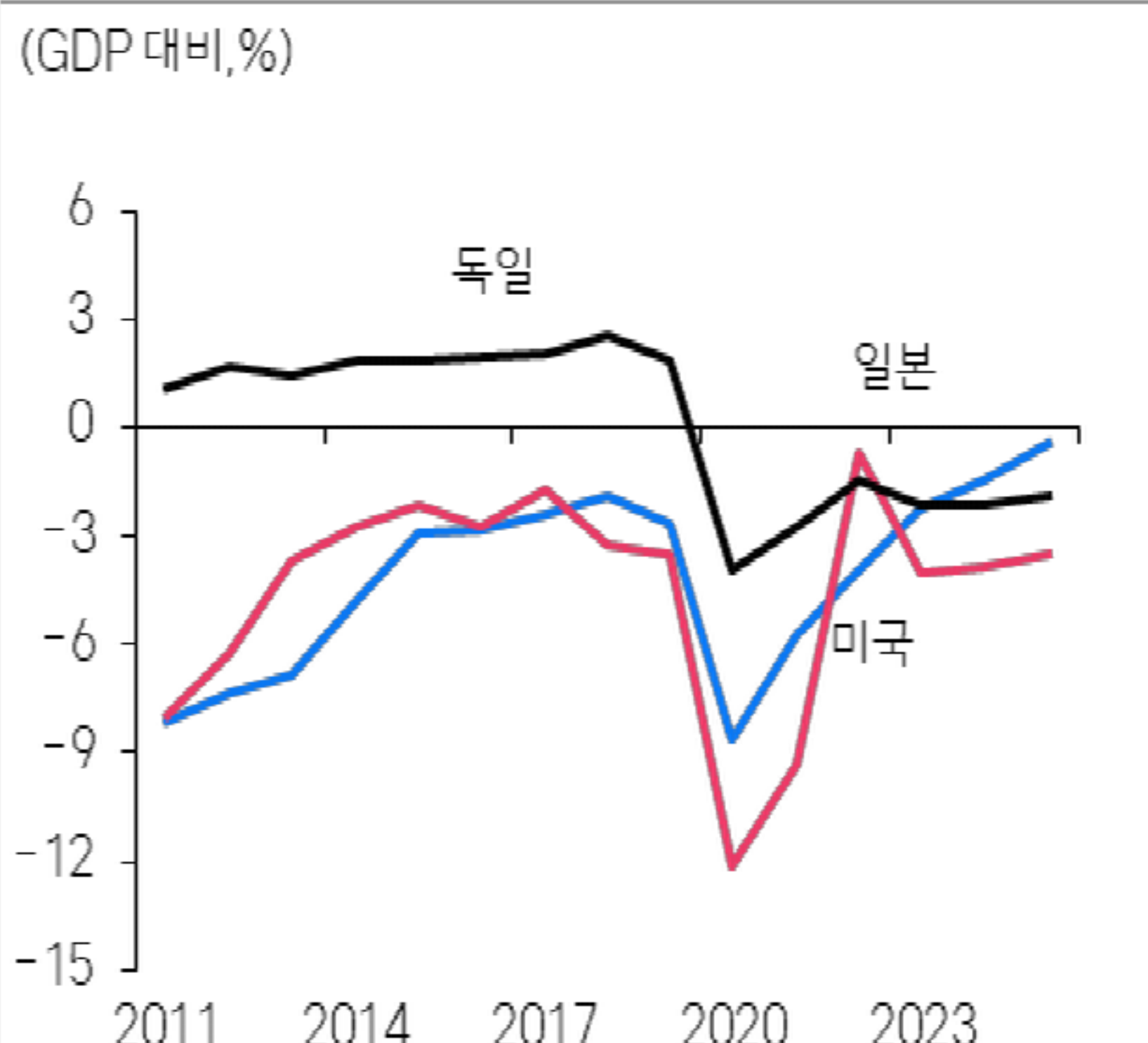
중장기적 관점에서 고령화에 따른 사회보장 지출의 확대 및 그로 인한 국채 이자 부담 증가로 미국의 재정 적자는 확대될 전망이다. 그렇지만 성장이 금리보다 현저하게 낮아지지 않는다면, 재정 적자 증가는 금융시장의 재정 건전성에 대한 우려를 높이기보다는 금리 수준에 상방 압력을 가할 것이다. 당사는 미국 정부가 본격적으로 금융시장으로부터 재정 건전화 압박을 받을 시점을 사회보장 기금 축소가 가속화되어 GDP 대비 이자 지급 비율이 5%에 근접하게 되는 2030년대 초반으로 예상한다.

재정적 물가 이론의 도래(Redux of Fiscal Theory of Price Level)

팬데믹을 거치면서 각국에서 재정 우위(fiscal dominance)의 경제정책이 지속되고 있다. 트럼프 2기의 OBBBA(one big beautiful bill act), 일본 다카이치 정부의 '책임 있는 적극적인 재정정책', 독일의 재정 확대 기조 등이 대표적이다. 각 정책의 목표는 다르지만 수단은 재정 적자의 확대에 같다. 중국의 경우에도 '21년 주택시장 붕괴 이후 재정 적자/GDP 비율이 급격하게 확대되었다는 점에서 마찬가지다. 주목할 점은 미국, 일본 등 주요국의 성장률이 잠재 수준을 기록하는 상황에서 재정 우위가 나타나고 있다는 사실이다. 역사적으로 재정 지출의 확대가 급격한 경기 수축 국면에서 나타났다는 점에서 이례적이다. 성장률이 잠재 수준에 부합하는 국면에서의 재정 적자 확대는 인플레이션의 상승을 초래할 가능성이 높다. 특히, 재정 적자 및 부채의 증가가 이후의 재정 흑자를 통해서 축소되지 않을 가능성이 높다면, 부채 부담은 인플레이션을 통해서 해소될 수밖에 없다는 기대도 형성된다. 게다가 주요국의 정부 부채는 2차 세계대전 이후 가장 높은 수준이다.

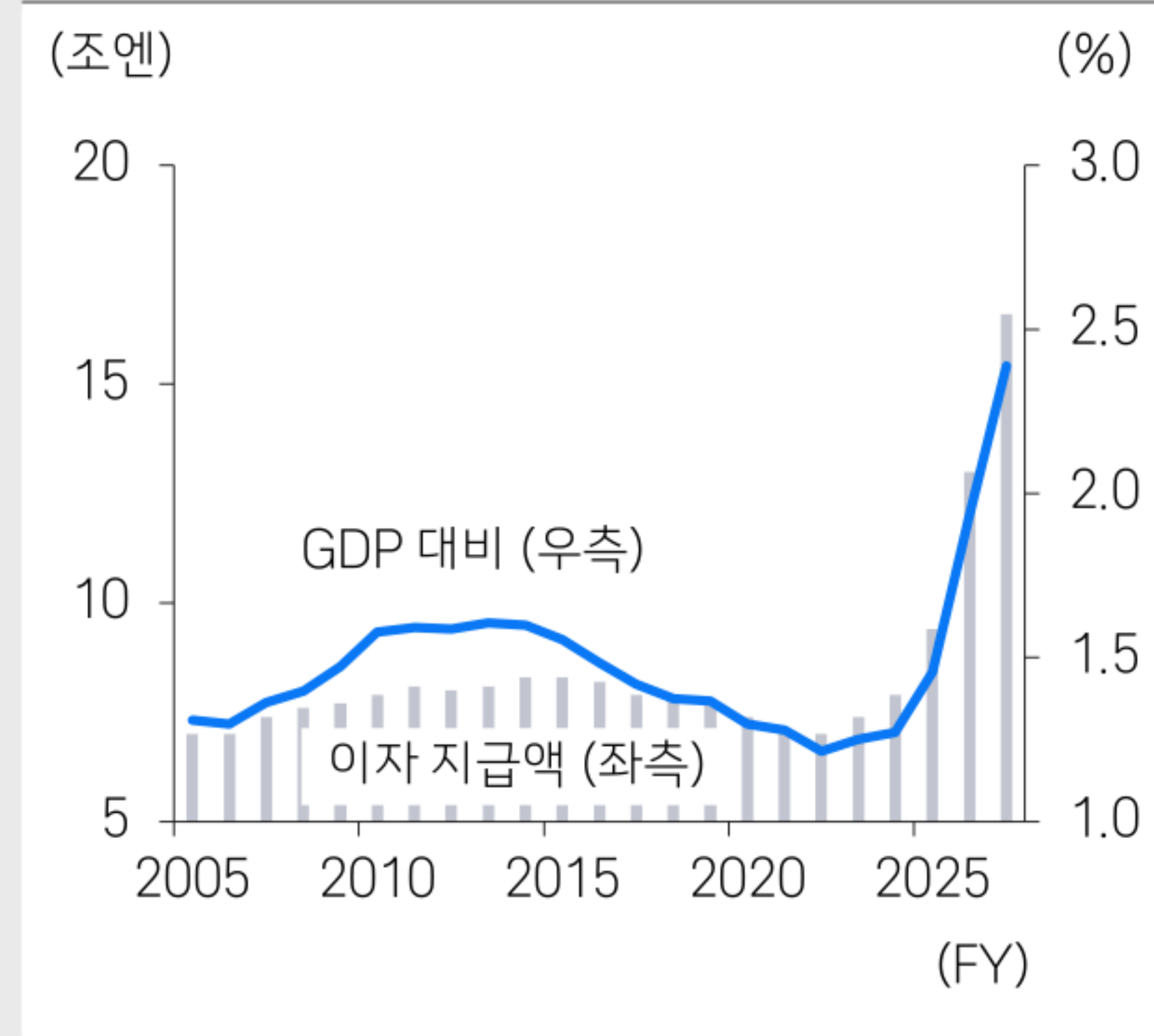
현재 일본의 상황은 높은 정부 부채가 인플레이션 국면에서 재정 및 통화정책을 제약할 수 있다는 점을 명확하게 보여주는 사례이다. '25년 일본의 재정 수지(일반 정부 기준)는 GDP의 -0.6%, 기초 재정 수지는 -0.4%로 주요 선진국 중에서 가장 낮은 수준이다. 또한, 정부 부채 비율도 '20년 228.8%에서 '25년 206.5%로 낮아졌고, '26년에는 204.4%로 전망된다. 이처럼 재정 상황이 개선되었지만, 다카이치 정부는 GDP의 0.7% 수준의 식료품 소비세 인하를 추진하는 데도 어려움을 겪고 있다. 감세의 재원도 문제지만, 일시적인 감세일지도 불확실하기 때문이다. 또한, 높은 정부 부채와 인플레이션에 따른 금리 상승이 재정 여력을 압박하고 있다. 과거 초저금리로 조달한 부채의 만기가 도래하면서, 일본 정부가 지급하는 국채 이자는 '25년 GDP의 1.4%에서 '27년에는 2.4%로 확대되고, '30년에는 금리가 현재 수준에 머무른다면 3.5%에 육박할 전망이다. 이러한 재정 상황에서 다카이치 내각이 대규모 투자 계획을 추진한다면, 재정 수지의 악화와 부채 비율의 확대가 예상된다. 해결책은 인플레이션을 통한 실질 부담의 축소나 중앙은행에 의한 부채의 화폐화(monetization)밖에 없으며, 두 가지 모두 물가 상승 및 금리 상승으로 이어진다. 그 결과 재정 수지는 더욱 악화되고 정부 부채는 더욱 늘어나는 악순환에 빠진다. 비록 디플레이션 국면에서 유효 수요를 떠받치기 위해 확대되었다고는 하지만, 결국 부채 확대는 공짜 점심이 아닌 셈이다. 이러한 상황에서 중앙은행이 긴축에 나설 경우 금리가 상승하여 이자 부담이 높아지고, 반면 금리를 낮출 경우에는 인플레이션이 확대되며 마찬가지로 금리가 상승하게 된다. 그에 따라, 사실상 재정이 물가 수준을 결정하게 된다(Fiscal Theory of Price Level).

주요 선진국의 기초 재정 수지 비교



자료: 일본 재무성, 삼성증권

일본 정부의 이자 지급 규모 급증



참고: '27년은 당사 전망
자료: 일본 재무성, 삼성증권

Samsung Securities

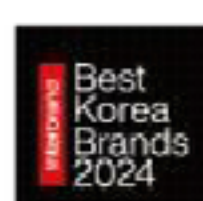
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA