

2025년 07월 23일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 채권전략

거래처를 찾습니다 미국채 수급과 금리 방향 점검

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com





Summary

- ▶ 미국채 10년물 금리는 4%의 시대가 지속될 것으로 예상합니다. 트럼프의 금리 인하 압박에도 트럼프의 관세정책과 감세정책은 미국 공급 및 수요측 인플레 압력을 수시로 불러일으켜, 미 연준은 물가 안정이라는 목표 하에 금리 인하를 연내 2회로 마무리 후 동결기에 접어들 것으로 예상하기 때문입니다.
- ▶ 향후 채권시장은 재정정책의 영향으로 국가간 디커플링이 고착화될 것으로 예상합니다. 재정을 통한 부양 정책 속에 국채 발행 확대는 불가피한만큼 장기금리는 수시로 상승 압력에 노출될 것입니다. 그 과정에서 과거 저금리 시대와 달리, 중물가 환경에서 중앙은행은 더 이상 양적완화 정책을 시행하기 어렵습니다. 중장기적으로 국채 수요 확보 여부와 재정정책이 가져오는 성장 차별화가 디커플링을 지속시키는 요소일 것입니다.
- ▶ 2025년 4분기 초까지 미국채 10년물 금리는 하락 압력을 받을 것으로 예상합니다. 미국채 공급 부담에 금리 상방 압력이 상존하겠으나 미 연준 정책금리 인하, QT 정책 종료 기대, SLR 규제 완화 등으로 그 부담이 약화될 것으로 기대하기 때문입니다. 높아진 기간 프리미엄이 낮아지며 10년물 금리는 4% 이하로 떨어질 것으로 전망합니다. (하반기 3.9~4.5% 예상)
- ▶ 다만 이후 미국채 10년물 금리는 재차 4% 선으로 올라서며 한국 국고채와의 디커플링은 지속될 것으로 예상합니다. 재정정책의 투입 여부와 그로 인한 기대의 차이가 두 국가간의 디커플링을 지속시킬 것입니다. 미국은 재정을 통한 성장과 수요 회복에 인플레 우려가 금리 상승 요인으로 작용하는 한편, 한국은 수출 경쟁력 약화 등에 따라 상대적으로 성장 기대는 낮아지며 금리 하락 압력이 높아질 전망입니다. 두 국가 모두 늘어나는 국채 발행을 소화해야 하는 과정에서 한국은행은 추가 인하 기대가 열려 있으며, WGBI 편입으로 인한 외국인 자금 유입에 따라 내년 상반기까지의 수급 불안을 완화시켜줄 것으로 판단합니다.

Contents

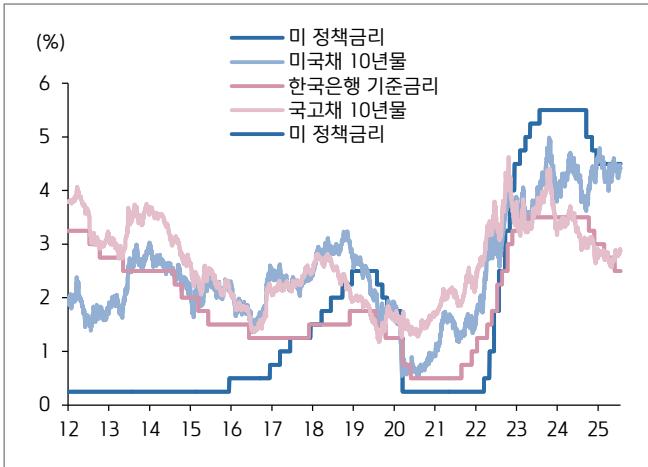
- I. 미국채와 국고채, 디커플링 계속될까? P. 04
- II. 채권 공급 우위의 시대, 누가 사주나? P. 15
- III. 미국채 및 국고채 금리 방향 점검 P. 32

I. 미국채와 국고채, 디커플링 계속될까?



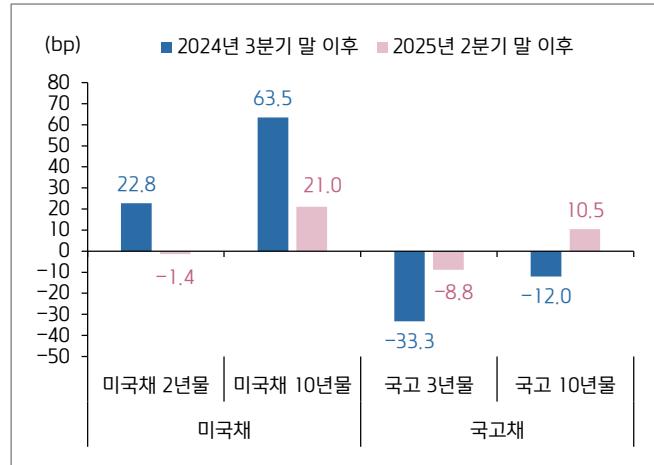
- ▶ 미국채과 국고채 금리는 2024년 4분기 들어서부터 방향성이 엇갈리는 양상. 미국채 금리는 상승 리스크에 수시로 노출되어 있어 상승 압력을 받는 한편, 국고채 금리는 하방 압력이 우세한 양상이 나타남
 - 미국채 10년물 금리는 2024년 3분기 말 이후 최근까지 약 60bp 상승 압력을 받은 한편, 국고채 10년물 금리는 동일 기간 약 12bp 하락 압력을 받음
- ▶ 한편, 최근 들어 두 국가 모두 장기물 금리 중심으로 상승 압력을 받고 있어 디커플링이 해소되어가는지를 점검해볼 시점
 - 미국채 10년물, 2025년 2분기 말 이후 약 20bp 상승하는 동안 국고 10년물 약 10bp 상승

한미 정책금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국채와 국고채 금리 변화

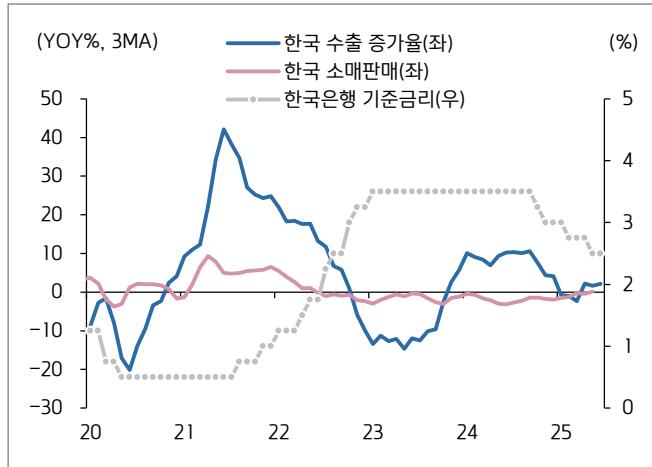


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주) 7/18 종가 기준

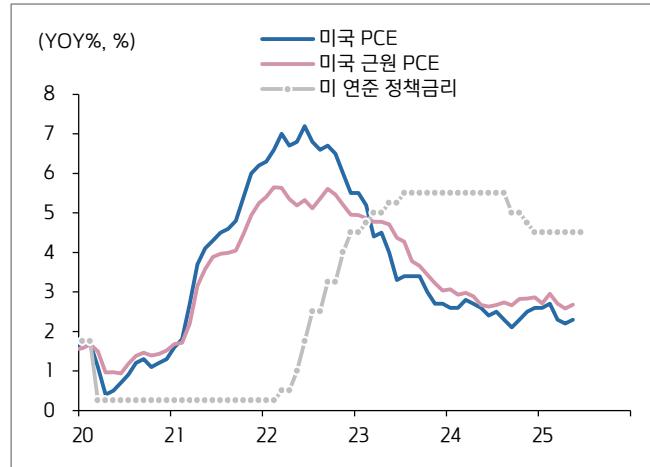
- ▶ 우선 2024년 4분기부터 이어진 디커플링의 원인 중 가장 큰 영향을 미친 요소는 통화정책임.
한국은행은 2024년 10월부터 2025년 5월까지 금리 인하를 지속한 한편, 미 연준은 2024년 9, 11, 12월에
금리 인하 후 2025년 들어서는 동결기를 유지하고 있는 점이 가장 큰 차이점
- ▶ 한국은 미국 관세 정책으로 인해 금리 인하기가 지속. 미국 트럼프 대통령 취임 이후 상호 관세 부과 정책을
예상보다 빠르고 큰 규모로 도입함으로써 무역환경에서 불리한 한국은 경기 둔화 우려가 높아졌으며, 여기에
정치 불확실성 장기화로 인한 내수 부진도 금리 인하 원인
- ▶ 반면 미국은 관세정책으로 인한 국내 물가 상방 우려와 경기 둔화 우려 등 스태그플레이션 우려로
통화정책 방향성을 뚜렷하게 갖지 못하고 관망하는 것으로 대응

한국 수출, 소매판매 증가율과 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 PCE 물가와 미국 정책금리 추이



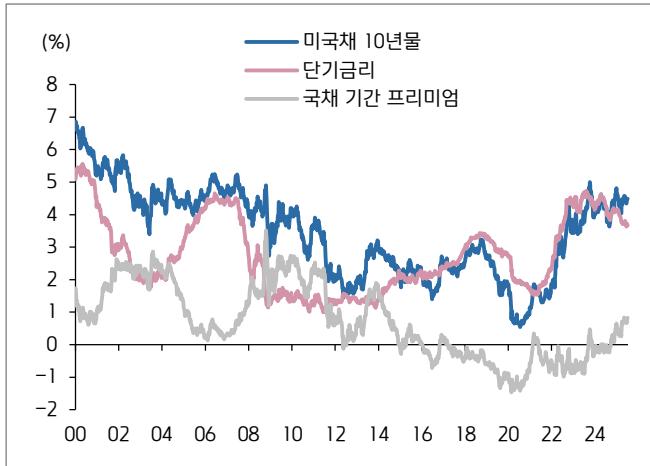
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

03.

미국채와 국고채, 디커플링의 원인은? -(2) 재정정책

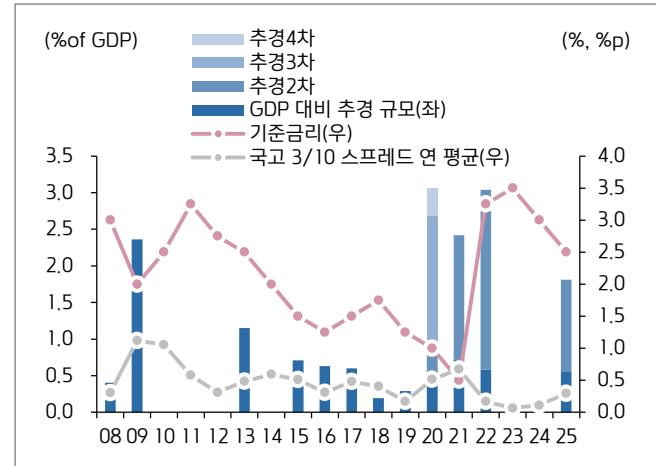
- ▶ 통화정책의 차별화뿐만 아니라 재정정책의 차이도 국고채와 미국채의 디커플링을 가져온 원인. 트럼프 당선 이후 감세안 정책 추진에 대한 기대 또한 시장 금리에 반영된 것으로 판단
 - 관세 정책으로 인한 성장 둔화 우려는 금리에 하방 압력을 높이기도 했으나, 감세안 추진에 따른 경기 수요 진작 효과 또한 금리 상방 압력을 높인 것으로 판단
 - 감세안으로 미국채 발행이 불가피하게 뒤따르는 것이 미국채 기간 프리미엄 상승으로 이어진 것
- ▶ 한국의 경우 동일 기간 정치 불확실성이 강화됨에 따라 정책이 부재한 상황에서 상대적으로 미국채 대비 강세를 보임. 정치 불확실성 해소와 함께 재정 확장 정책이 가시화되는 부분은 최근 미국채와 국고채의 디커플링을 해소 가능성은 높이는 지점

미국채 10년물 금리 분해



자료: 뉴욕연은, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국 추경과 국고 3-10년 스프레드 추이



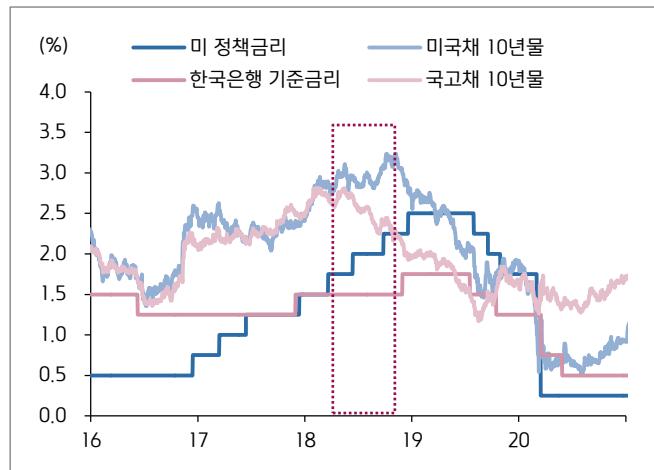
자료: 기획재정부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

04.

과거에도 디커플링 구간이 있었나?

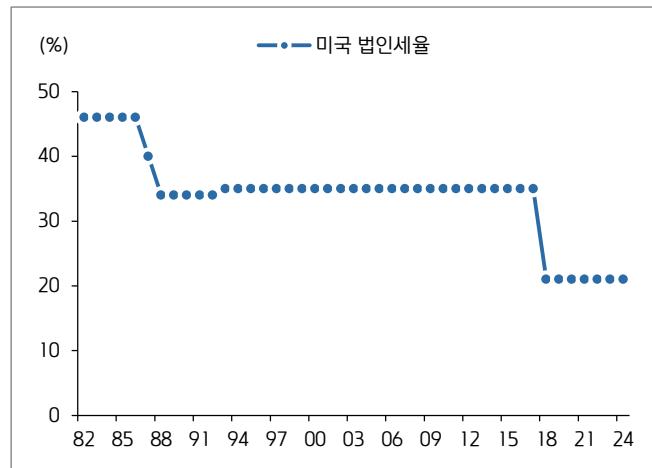
- ▶ 과거에도 한미 국채 디커플링의 구간이 있었음. 해당 구간은 2018년 2~4분기 구간으로 당시에도 통화정책과 재정정책의 차이가 디커플링을 가져옴
 - 한국은행은 2018년 미국 관세 불확실성에 성장 둔화 우려 vs. 부동산 가격 상승 및 가계대출 증가세 등의 요인이 충돌하면서 금리 동결기를 가졌던 반면, 미 연준은 정책금리를 인상하며 미국채 금리는 상승한 가운데, 국고채 금리는 하락
 - 미국의 경우 법인세 인하 등 감세 정책이라는 재정 정책이 투입되면서 경기 개선 기대가 높아졌으며, 기대인플레 상승 등에 대응으로 미 연준 금리 인상이 지속. 미국채와 국고채 디커플링의 주요 변수는 감세 등 재정 정책이 기여했다고 볼 수 있음

미국채과 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 법인세율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

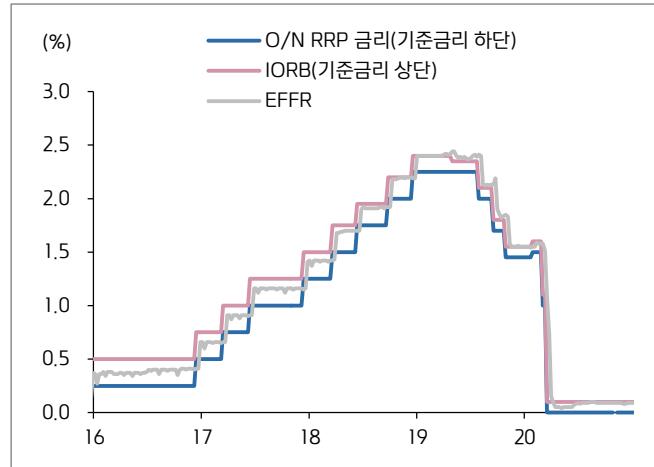
- ▶ 과거 미국채와 국고채의 디커플링이 해소된 시점은 미 연준의 완화 정책 시행 시점이었음.
 미 연준은 2016년 말부터 금리 인상 사이클을 이어가다 2018년 중반부터는 양적긴축(QT, Quantitative Tightening)도 함께 시행하면서 유동성 긴축 정책을 시행. 그 과정에서 미 연준의 지준이 가파르게 감소하는 등 미국 금융시장 내 유동성 발작 우려가 부각되면서 2019년 들어 미 연준은 금리 인하와 함께 QT 정책을 종료. 이후 미국채 금리 하락과 함께 국고채 금리도 동반 하락
 - 미중 무역갈등이 지속되면서 미국 경기둔화 우려가 높아지고 있었던 점 또한 금리 인하의 배경으로 작용했으며, 미 연준의 금리 인하와 QT 종료는 미국채 금리 하락 요인으로 작용하면서 국고채와 미국채의 동조화 재차 시작

미 연준 대차대조표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

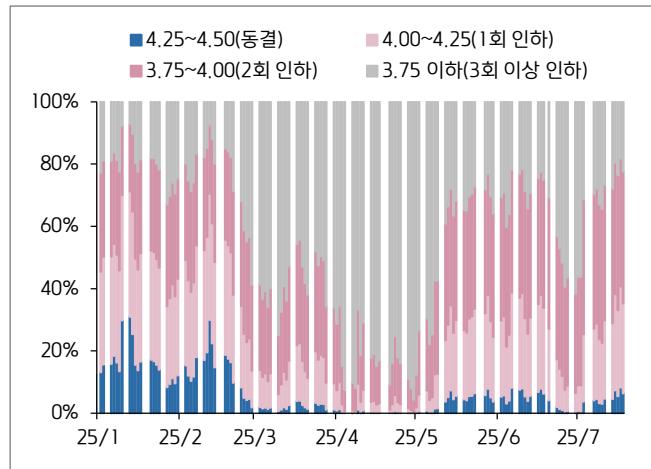
미국 실효 연방기금금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

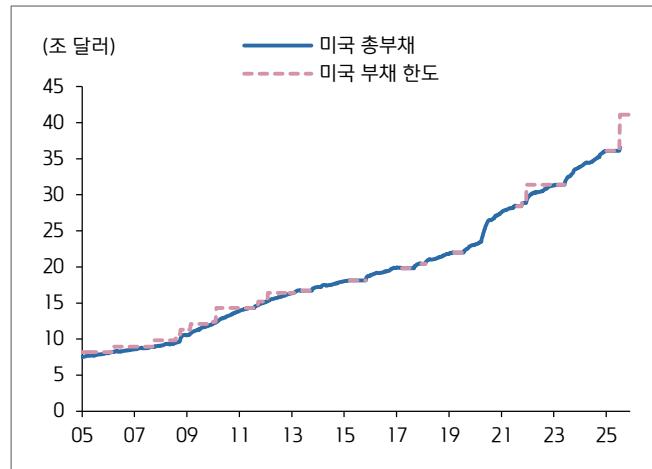
- ▶ 그렇다면 현재 또한 미 연준의 금리 인하와 QT 종료 가능성이 부각되고 있는 점은 미국채와 국고채의 커플링 가능성을 높이는 요인일까?
- ▶ 최근 미 연준 위원들 내 의견이 엇갈리고 있는 점, 트럼프의 파월 압박, 관세정책으로 인한 수요 둔화 등을 고려하면 하반기 내 금리 인하 가능성은 열려 있음. 뿐만 아니라 재정증권 발행을 통한 유동성 긴축에 대한 우려 요인도 미 연준의 QT 종료 기대감을 높이는 요인

2025년 12월 정책금리 수준 전망 변화 추이



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

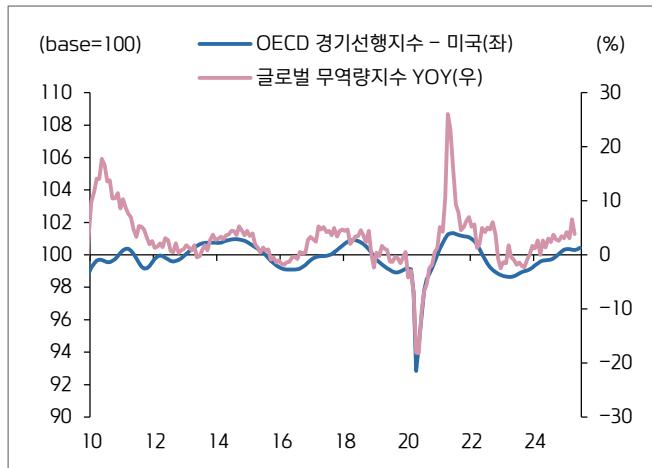
미국 부채 한도 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

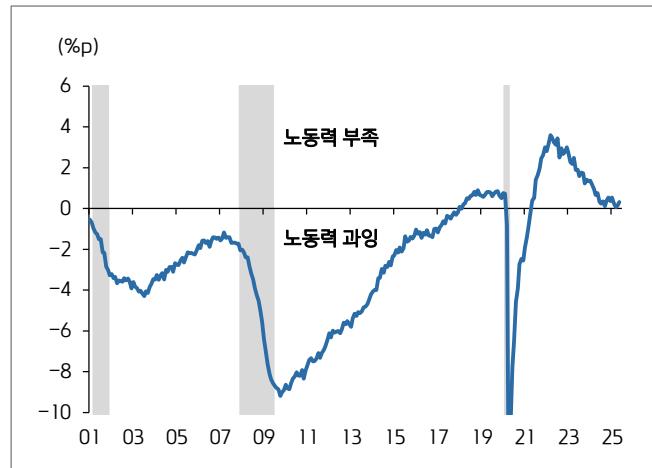
- ▶ 단기적으로 미 연준의 금리 인하와 QT 종료 가능성이 부각되는 점은 미국채 장기물 금리의 하방 압력을 높일 요인일 것
- ▶ 아직 관세로 인한 수요 둔화 국면이 가시화되지 않고 있으나, 점차 고용시장을 통한 수요 둔화 국면이 무역량 감소 등과 함께 나타날 것으로 예상. 따라서 수요 둔화를 완충시킬 만큼의 미 연준의 완만한 금리 인하 사이클이 재개될 것으로 예상

OECD 경기 선행지수와 글로벌 무역량지수 추이



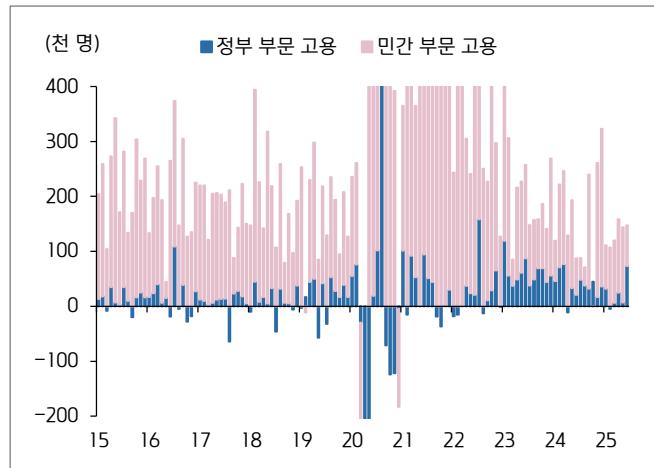
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 고용시장 갭

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주) 음영은 경기 침체기

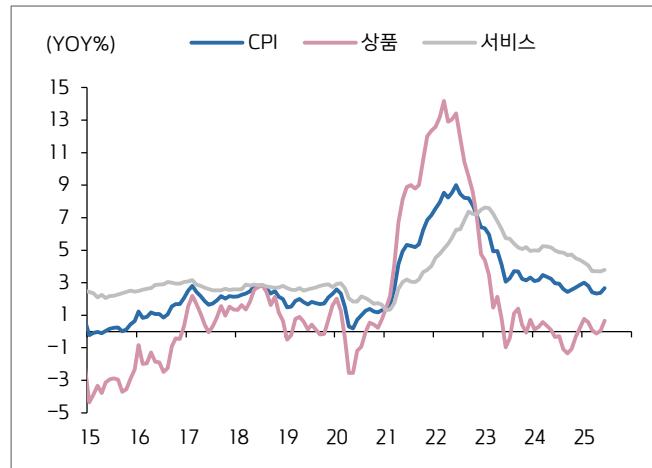
- ▶ 미국 서비스업 중심으로도 고용지표가 둔화되고 있는 점, 소매판매와 소비심리지수가 둔화되고 있는 점 등을 고려할 때 관세 정책으로 인한 수요 둔화는 시차를 두고 나타날 것으로 예상
 - 미국 6월 고용보고서에서도 정부 부문의 고용 증가가 베퍼로 작용했다는 점을 고려, 민간 부문의 수요 둔화는 점진적으로 나타날 것
 - 인플레 경계감은 여전히 남아있지만, 상품 물가를 제외한 서비스업 물가는 둔화 지속. 관세 정책 강행으로 인한 수요 둔화가 나타나고 있는 것을 확인

미국 정부 및 민간 고용 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

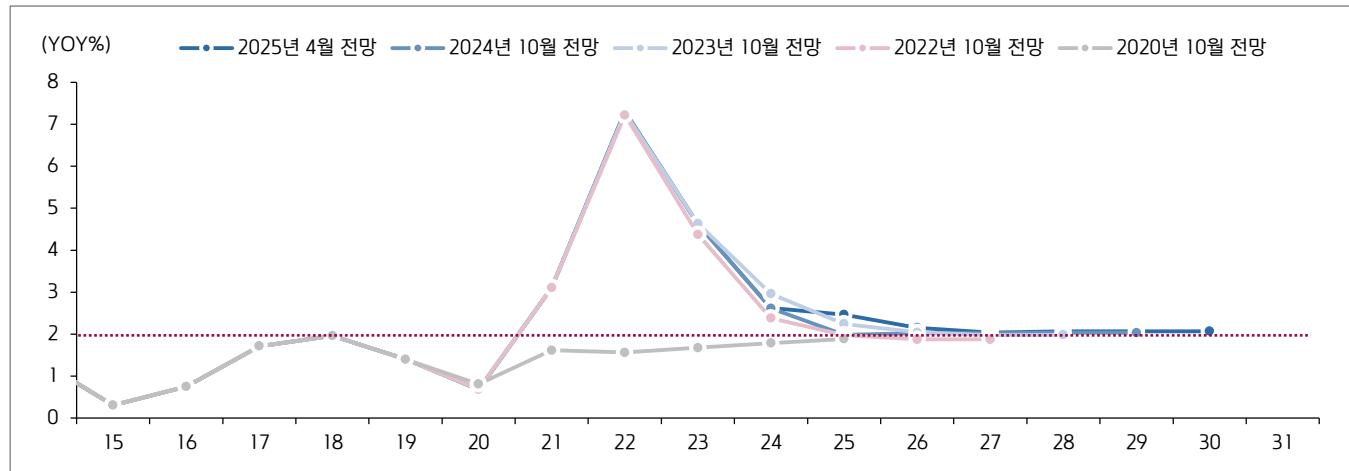
미국 CPI 상품 및 서비스 물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 단, 미국 감세안 등이 경기 하방의 버퍼로 작용하면서 미국 경기 연착륙 및 중물가 환경 지속 가능성을 고려할 필요. 이는 결국 미 연준이 향후 선택할 수 있는 옵션은 긴축적인 환경을 유지해 기대인플레를 낮추는 정책일 것
- ▶ 따라서 미 연준은 중립금리 수준에서 인하를 멈추고 동결기를 통해 기대인플레를 낮출 것으로 보며, 월러 이사가 제안해왔던 역 오퍼레이션 트위스트(단기채 매수, 장기채 매도) 등의 정책 시행 가능성도 높게 평가
- ▶ 단기적으로 미 연준의 인하 재개는 채권시장 디커플링을 일시적으로 해소시키는 요인이 되겠으나, 중장기적으로 재정정책이 가져오는 성장 효과에 따라 달라지면서 국가간 채권시장의 디커플링이 고착화될 것

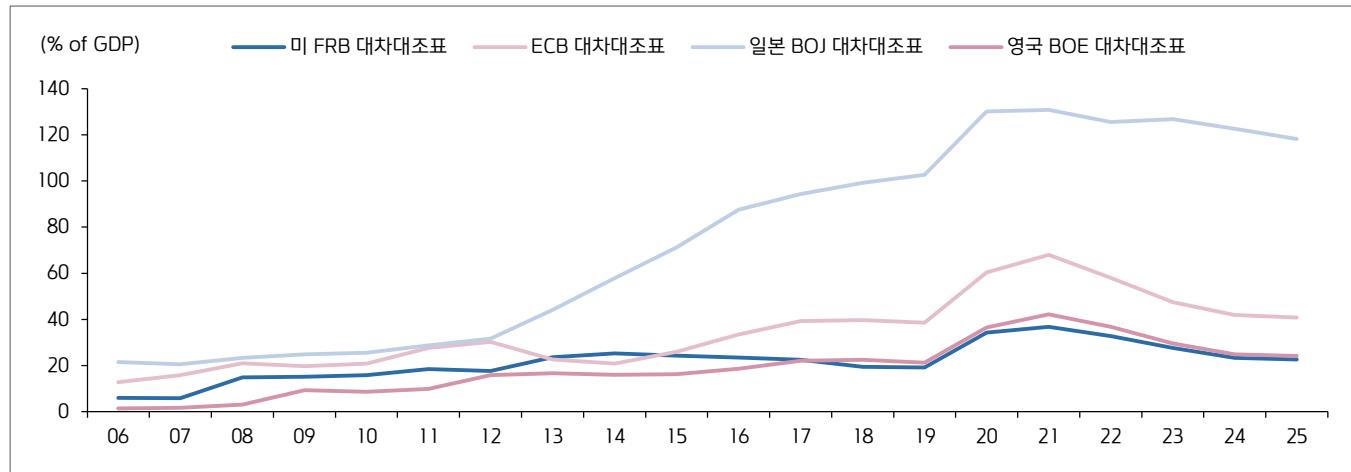
IMF 선진국 물가 전망 변화



자료: IMF WEO, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 결국 미국채 금리에 영향을 미치는 주된 변수는 '수요'보다는 '공급'이 자리잡게 될 것
 - 그간 미 연준을 비롯한 주요 중앙은행의 QE 정책이 기간 프리미엄을 낮추는 상황이었다면, 이제는 미 연준의 긴축 정책 지속 환경에서 미국 재무부의 공급 조정이 시장 금리 방향의 주된 변수일 것
- ▶ 연준이라는 주된 수요처의 공백으로, 민간의 국채 수요가 안정되기 전까지 공급 우위의 시장이 형성될 것.
 - 그 과정에서 국가별로 수요처의 존재 여부에 따라 공급 요인에 대한 민감도가 달라지는 점도 국가별 채권시장의 디커플링이 수시로 부각시킬 요인

주요국 중앙은행 GDP 대비 대차대조표 비율 추이



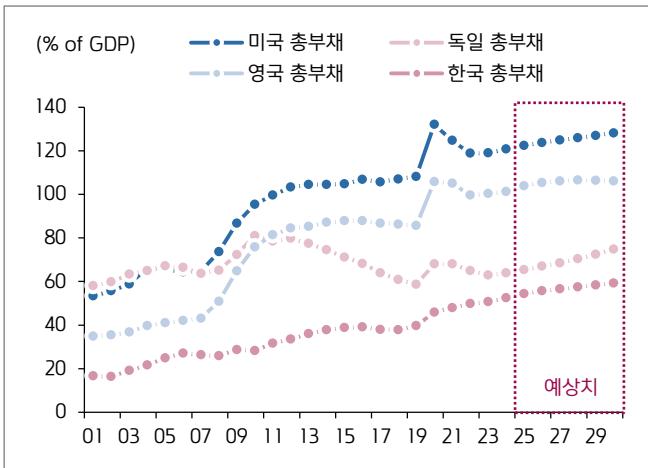
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

II. 채권 공급 우위의 시대, 누가 사주나?



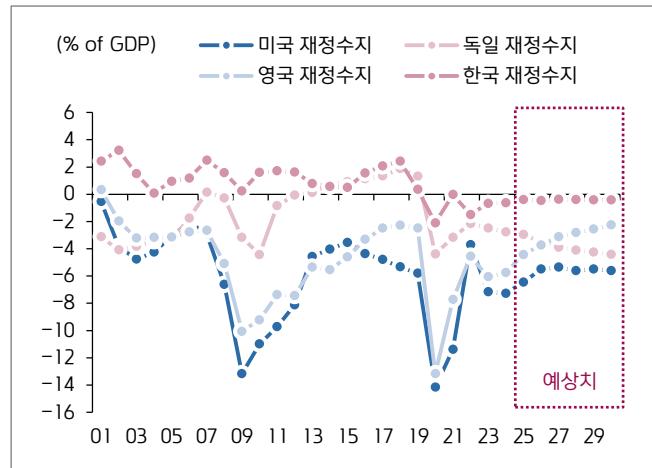
- ▶ IMF에 따르면 주요국 재정 확장 기조가 2030년까지 이어질 것으로 예상. 이와 함께 대부분 국가에서는 재정 적자 흐름이 지속될 것으로 예상
 - 영국은 재정적자 비율이 줄어들 것으로 예상되나, 그간 재정 균형을 이뤄왔던 독일이 재정 수지 적자폭을 확대하는 정책으로 전환될 것으로 예상되며, 미국 또한 재정적자 흐름이 지속될 것으로 예상
- ▶ 독일은 2025년 2월 총선 이후 독일 의회에서 향후 10년간 5,000억 유로 규모의 인프라 투자 특별 기금을 편성하겠다고 발표. 부채 브레이크 정책 기조를 뒤로하고 재정 확장 정책을 추진할 것을 예고. 일본은 최근 참의원 선거에서 야당의 승리로 점차적으로 적자 재정을 확대할 것으로 기대되고 있으며, 미국 또한 감세 정책을 바탕으로 국채 발행 확대가 불가피한 상황

국가별 GDP 대비 총부채 비율 추이



자료: IMF WEO, 키움증권 리서치센터.

국가별 GDP 대비 재정수지 비율 추이



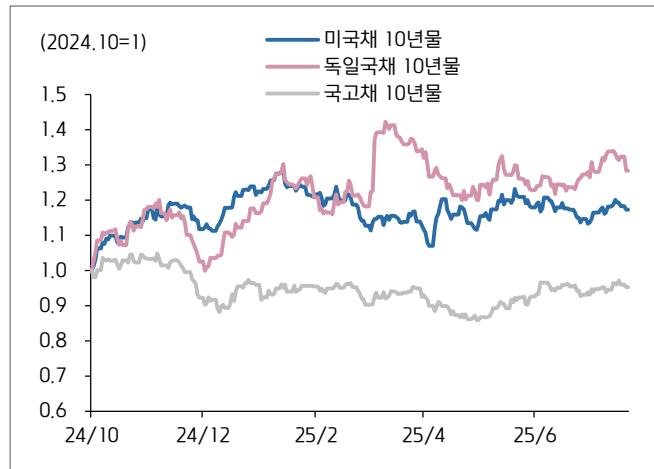
자료: IMF WEO, 키움증권 리서치센터.

02.

재정 확장 국가들의 금리 상방 압력 우위

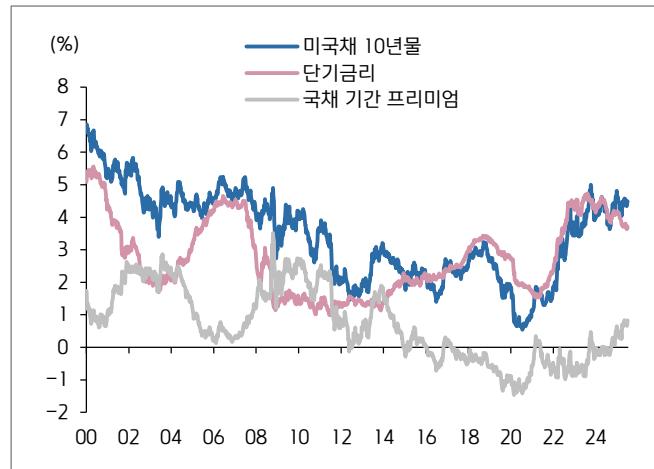
- ▶ 2024년 11월 치뤄진 미 대선을 전후로 미국 재정 확장 부담이 부각된 상황에서 글로벌 10년물 국채 금리 또한 재정 확장 정책에 민감하게 반응한 것을 알 수 있음
 - 한국은 정치 불확실성에 따른 정책 부재에 상대적으로 하락 압력을 받은 한편, ECB의 금리 인하에도 독일의 재정 확장, 일본 재정 확대 우려, 미국의 감세 정책 등 모두 재정 확장에 영향을 받으며 독일, 미국채 금리는 수시로 상방 압력을 받는 등 국가 간 금리 방향성 엇갈림

국가별 10년물 금리 추이(2024. 10. 1=1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

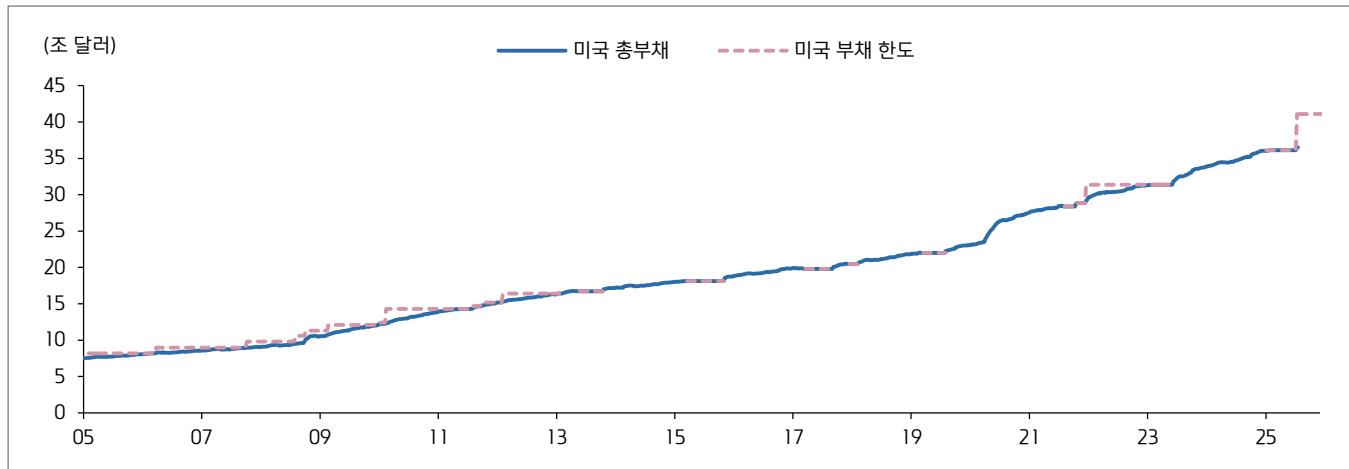
미국채 10년물 금리 분해



자료: 뉴욕연은, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 2025년 7월 미국 상하원에서 모두 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) 법안이 통과된 후 트럼프 대통령의 서명으로 전격 시행. OBBBA 법안은 세제 혜택과 소비 환급 확대 등 감세를 바탕으로 한 내수 경기 부양이 주요 골자
 - 자녀 세액 공제 확대, 고령자 추가 공제, 초과근로소득에 대한 비과세 등은 소비여력 높일 것
 - 기업들에 대해서는 R&D 세액 공제 등 감세 조치로 인해 투자 확대 요인으로 작용할 것으로 기대
 - CBO는 이번 감세안이 10년간 3.3조 달러의 재정적자를 확대할 것으로 추정
(감세로 인한 재정수입 4.5조 달러 감소, 재정지출 1.3조 달러 감소)
- ▶ OBBBA 법안에서는 부채한도 증액 규모 4조 달러에서 5조 달러로 확대하는 내용이 포함되어 부채한도는 41.1조 달러로 증액되었음

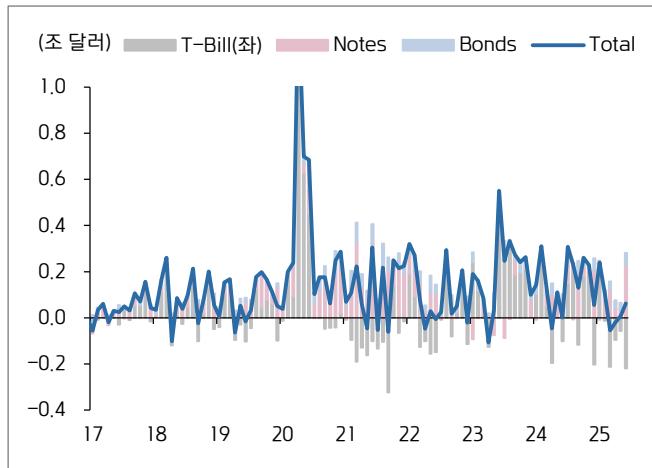
미국 총부채와 부채한도 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 부채한도 증액에 따라 미 재무부는 국채 발행을 확대할 수 있게 되었으며, 7월 말 발표 예정인 분기 차입 계획(QRA)를 통해 국채 발행 확대 의지를 보일 것으로 예상
- ▶ 한편 베센트 재무 장관은 향후 정부채 발행을 재정 증권 중심 발행할 계획이라고 언급한 바 있음.
현재의 높은 금리 수준에서 장기채 발행을 하기에는 어렵다는 입장을 보였으며, 높아지는 정부 이자 비용을 고려할 때 장기채보다는 단기채 중심의 발행을 확대할 것으로 기대
 - 과거 옐런 재무장관이 재정증권 중심의 발행을 했던 것에 대해 비판적인 입장을 보인 바 있으나
2023년과 같이 미 연준의 QT가 지속되는 환경 속에서 장기채보다는 단기채 발행을 택한 것으로 볼 수 있음
 - 장기채 발행에 대한 경계감이 완화되는 점은 기간 프리미엄을 낮출 요인

미국채 순발행 월별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

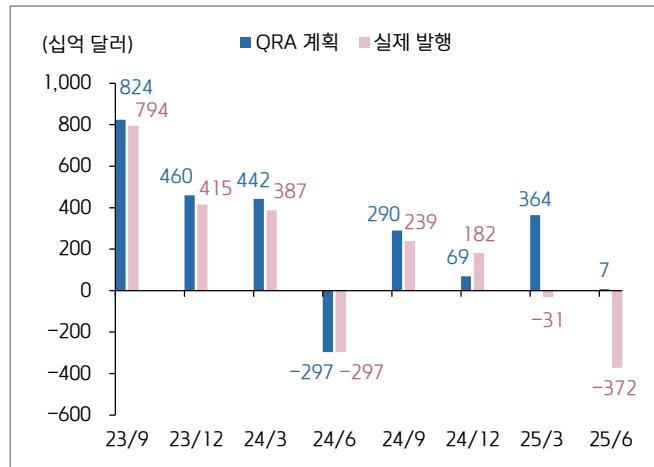
GDP 대비 정부 이자비용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

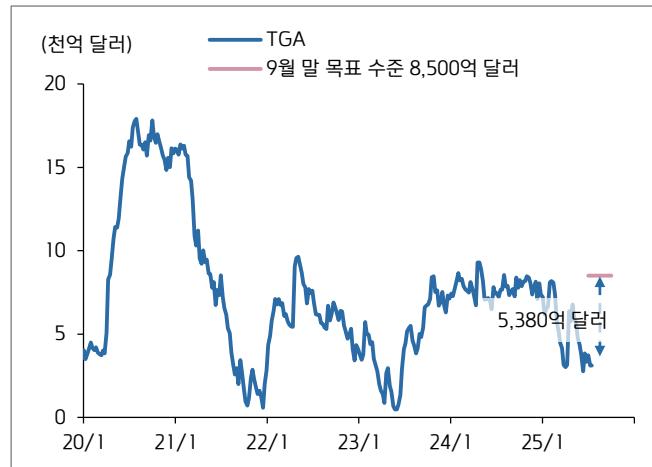
- ▶ 그렇다면 재정 증권의 발행 규모는 어느 수준으로 증가할까
- ▶ 연초 부채 한도 도달 이후 T-bill 순발행은 감소세를 보인 한편, QRA 계획상으로는 1, 2분기 총 3,710억 달러 발행이 필요한 상황. 1, 2분기 총 -4,030억 달러 순상환한 점을 고려할 때, 약 7,740억 달러 발행 확대할 가능성
- ▶ 여기에 미 연준 TGA 계정 계획상 9월 말까지 현금 보유량을 8,500억 달러로 확대할 계획임을 고려하면, 7월 22일 기준 추가로 5,380억 달러가 필요. 재정 증권으로 약 1조 달러 넘게 3분기 중 발행할 것으로 예상

미국 재무부 T-Bill 발행 계획량과 실제 발행량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

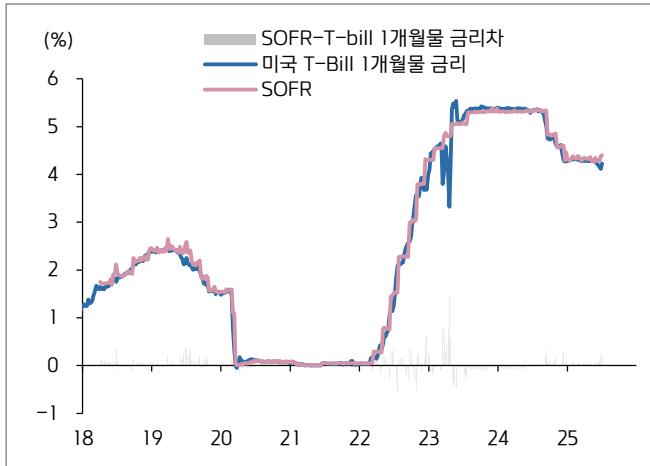
미 연준 TGA 계정



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

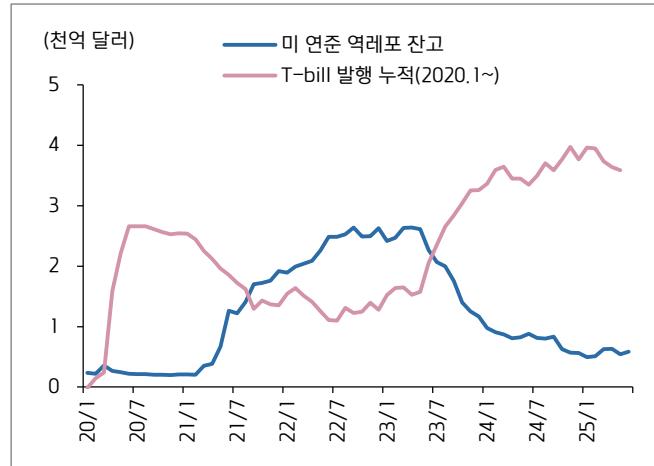
- ▶ 3분기 중 1조 달러 수준의 T-bill 발행은 미 연준 내 역레포 잔고를 감소시키면서 단기 자금시장 변동성을 키울 수 있는 요인임
- ▶ 과거 2023년에도 미 연준의 자산긴축(QT)와 함께 단기채 발행이 확대되자, T-bill 금리가 상승 압력을 받으면서 역레포 잔고가 T-bill 발행을 소화한 바 있음. 유동성이 T-bill 발행으로 흡수됨에 따라 역레포 잔고 감소 이후 미 연준 지급준비금 감소에 대한 경계감이 높아진 바 있음. 이후 T-bill 발행 확대가 제약되는 가운데 금리 인하 등에 T-bill 금리가 하락하자 역레포 잔고는 더 감소하지 않고 횡보하면서 단기 자금 시장은 안정적인 흐름을 보임
- ▶ 하지만 하반기부터 T-bill 발행 급증에 따라 역레포 잔고가 소진될 가능성이 높으며, 이후 유동성 긴축 환경에 따라 미 연준의 QT가 종료될 수 있다는 분위기가 형성될 것으로 예상

미국 단기금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

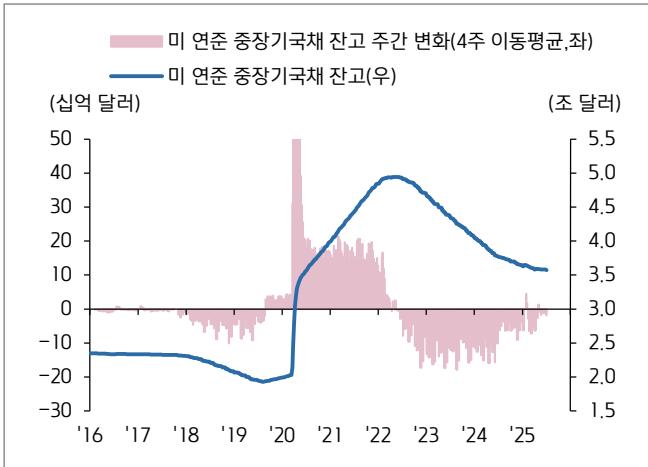
미 연준 역레포 잔고 추이와 T-bill 발행 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 미 연준은 2022년 6월부터 미 연준 보유 자산을 축소하는 QT 정책을 지속하고 있음
 - 2022년 6~8월 3개월 간 월간 한도 국채 300억 달러, MBS 175억 달러 규모로 진행했던 가운데
 - 2022년 9월부터 2024년 5월까지는 950억 달러(국채 600억 달러, MBS 350억 달러)로 자산규모를 축소해왔고, 부채 한도 협상, 지준 감소 등에 따른 자금시장 유동성 긴축 우려가 불거지면서 2024년 6월부터는 총 600억 달러(국채 250억 달러, MBS 350억 달러)로 축소
- ▶ 지급준비금 수준이 안정적으로 이어지는 가운데, 뉴욕 연은에서는 명목 GDP의 8% 수준(2.4조 달러)가 최소 보유해야 하는 수준이라고 주장해 아직 여유는 남아 있는 상황이나, 1조 달러 수준의 재정증권이 발행될 경우 이를 소화하는 과정에서 지준 감소에 따른 QT 중단 기대가 높아지면서 빠르면 3분기 말, 늦으면 연말에 미 연준의 QT가 종료될 것으로 예상
 - 해외 IB들에서는 충분한 지준의 기준으로 2.3~3.0조 달러 수준을 주장한 바 있음

미 연준 중장기국채 보유 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

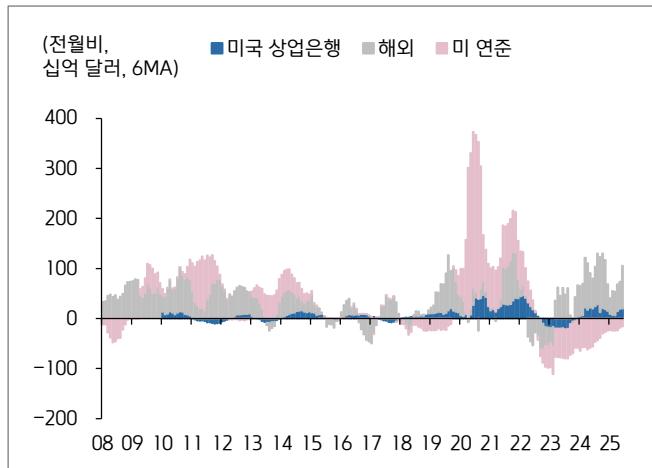
미 연준 지급준비금 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

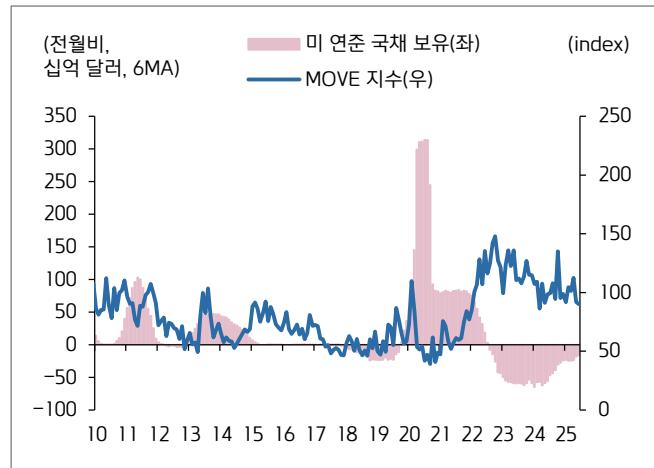
- ▶ 미 재무부에서 단기 재정증권 중심의 발행을 주장하고 있으나, 감세로 인한 재정 확장 정책은 결국 국채 발행을 수반하게 되며, 미국채 공급을 어떤 수요 주체가 다 소화할 수 있는지가 계속해서 과제로 남게될 것
- ▶ 미 연준의 QT 중단은 일시적으로 높아진 기간 프리미엄을 낮춰주는 역할을 하며 금리 하방 요인이 될 것. 단, 장기간 미 연준의 비전통적 통화정책 수단인 양적완화로의 전환이 아니라면 결국 미국채 금리 변동성을 낮추는 데에는 역부족일 것으로 판단

미국채 주요 수요 주체별 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 연준 국채 보유량과 MOVE 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 2025년 5월, 미 연준은 제 2회 Thomas Laubach Research Conference를 통해 2025년 통화정책 프레임워크를 변경할 계획을 예고
 - 5년마다 정기적으로 진행하는 통화정책 프레임워크 리뷰를 통해 앞으로의 방향을 설정
 - 2020년 미 연준은 당시 프레임워크 리뷰를 통해 FAIT(유연한 평균 인플레이션 타게팅, Flexible Average Inflation Targeting)으로 정책을 변경한 바 있음
- ▶ 미 연준은 8월 잭슨홀 컨퍼런스에서 향후 정책 방향성을 좀더 매파적으로 변경할 가능성
 - 과거 정책 변경시 고용에 대한 부족분(shortfall)이라는 표현으로 수정해 고용 부족분을 기준으로 고용시장을 판단하며, 그 과정에서 물가가 일시적으로 목표를 상회하는 것을 허용하는 것으로 해석됨. 이와 같은 표현을 수정함으로써 미 연준은 이전보다 물가를 좀더 중시하는 정책이라는 점을 강조할 것. 물가 및 기대 인플레를 낮추기 위한 정책으로의 변경을 시사

미 연준 2019–2020년 통화정책 리뷰 내용

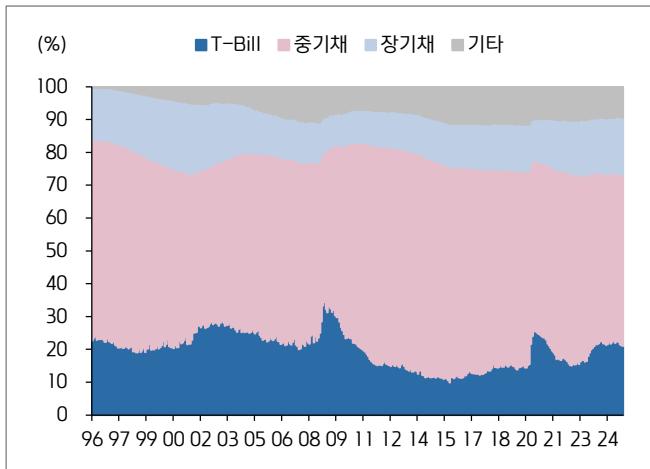
Monetary policy actions tend to influence economic activity, employment, and prices with a lag. In setting monetary policy, the Committee seeks over time to mitigate **shortfalls of employment** from the Committee's assessment of its maximum level and **deviations of inflation from its longer-run goal**. Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system. Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals.

자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

10. 미 연준은 물가 안정을 택할 것이라면

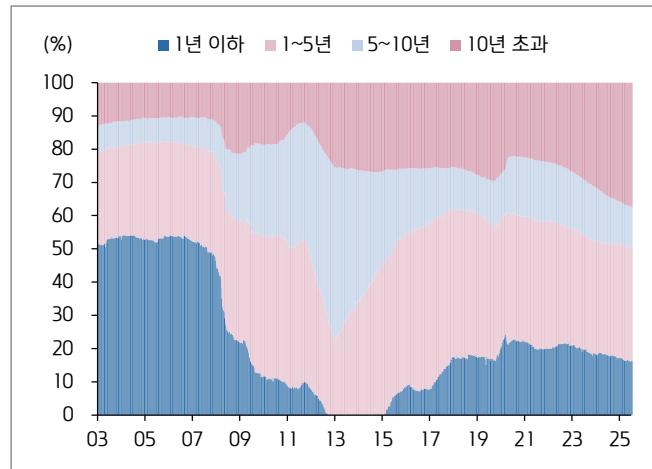
- ▶ 미 연준은 성장을 이끌어내는 재정정책을 취하는 동안 선택할 수 있는 정책은 물가를 과열시키지 않는 것. 과거에는 미 연준도 양적완화 등을 통해 장기금리를 낮추면서 레버리지를 일으켜 투자를 활성화시키도록 하는 정책을 취했다면, 중물가 시대에서 미 연준은 물가가 과열되지 않도록 조정하는 것이 책무
- ▶ 그 과정에서 미 연준은 단기 금리 인상을 통해 인플레를 제어할 수 있지만, QT 지속 혹은 역오퍼레이션 트위스트 등의 미 연준 보유 국채의 만기 변화 등을 통해 기대인플레를 제어하는 정책을 취하게 될 것
 - 단기 금리 인상을 통해 기업들의 단기 조달 비용을 높이기보다는, 단기금리도 4% 수준으로 과거보다 높게 유지하면서, 장기금리가 지나치게 낮아지지 않도록 하는 물가 안정 정책을 예상 가능
 - 과거 미 연준은 2012년 오퍼레이션 트위스트(OT)를 통해 단기채는 매도하고 장기채는 매수하여 장기채 금리 하락을 유도한 바 있음. 역OT는 월러 이사가 주장해온 내용으로 반대의 효과를 가져옴

미국채 만기별 잔액 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 연준의 미국채 만기별 보유 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 미 연준은 물가안정이라는 책무를 택해야 한다면 미국 내부에서 미국채 수요를 충당할 수 있는 방안을 마련해야 함. 그 차원에서 미국 은행권들에 대해 SLR 규제를 완화하기로 결정
 - 주요 대형은행들에 적용되는 강화된 보완적 레버리지 비율을 낮추는 것. 기존 은행 기관 별로 2% 혹은 3%의 추가 보완적 레버리지 비율을 적용받았으나 이를 절반으로 줄이는 것으로 함
- ▶
$$SLR = \frac{\text{자기자본 Tier 1 Capital}}{\text{총 익스포저(대출, 은행 보유 자산(국채, 지준 등)}} * 100$$
 - 적용 규제 비율을 5%에서 3.5%로 낮추게 된다면 자기자본 대비 총 익스포저 규모를 더 확대할 수 있게 됨
 - 자기자본 1,000억 달러 가정시 3.5%일 경우 5.0%일 때보다 총 익스포저는 8,571억 달러 증가하는 효과

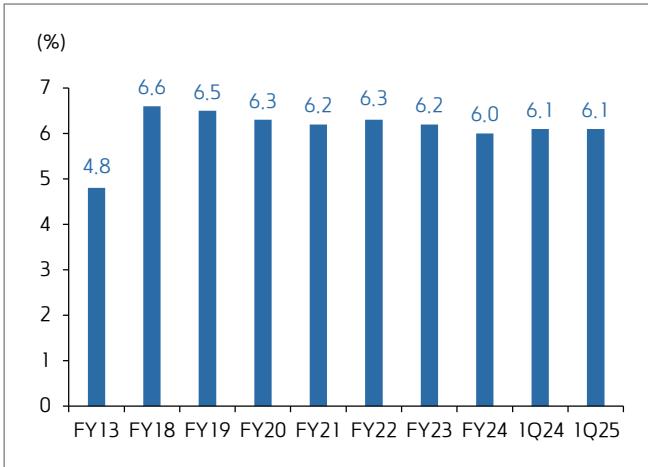
미국채 10년물 금리 분해 요인별 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

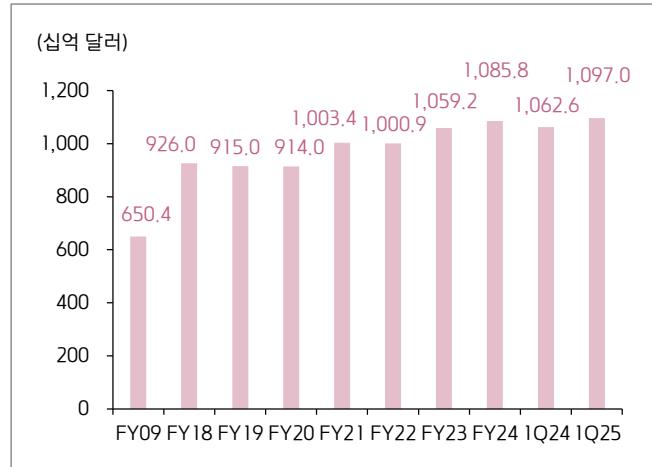
- ▶ 2025년 1분기 기준 미국 8개 G-SIB의 Tier 1 Capital 규모는 1조 97억 달러였으며, SLR 비율이 6.1% 수준 이었다는 점을 감안 역추산하게 되면 1분기 기준 G-SIB의 총 익스포저는 17조 9,830억 달러 가량. SLR 비율이 3.5%까지 낮아지게 될 경우 확대 가능한 익스포저 규모는 31조 3,430억 달러 가량으로 약 13조 달러 증가
- ▶ 다만 현실적으로 3.5%까지 낮아지는 비율을 모두 활용할 가능성은 낮고, 현재 6.1% 수준을 5% 수준으로만 낮춘다고 가정하면 익스포저 한도는 21조 달러로 가정할 수 있음
 - 이는 2025년 1분기와 비교하면 총 익스포저 한도는 약 4조 달러가 증가하는 셈
 - 이 가운데 국채 매입 규모를 20% 수준으로 산정한다면 8천억 달러 가량 추가 매수 여력이 존재

미국 8개 G-SIB SLR 비율 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

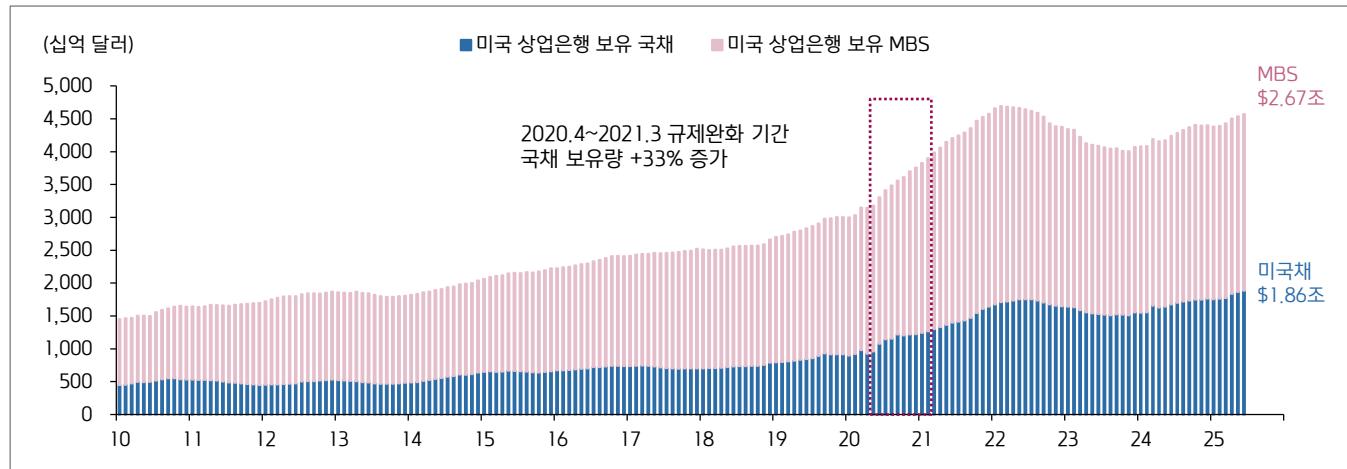
미국 8개 G-SIB Tier 1 Capital 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 늘어나는 익스포저가 모두 국채로 이어지지는 않음. 과거 코로나 기간 당시 은행들의 SLR 규제로 미국채 금리가 급등하는 등 변동성이 커지자 한시적으로(2020.4~2021.3) 총 익스포저에서 국채와 지준을 제외하기로 결정한 바 있으며, 당시 미국 상업은행들의 국채 보유량은 33% 증가했고, 이후로도 금리 하락과 함께 매수세가 지속된 바 있음
- ▶ 단, 위기 수준의 완화정책이 아니라는 점에서 과거만큼의 영향을 기대하기는 제한적
 - 코로나19 당시 SLR 비율에서 분모에 해당하는 총 익스포저에서 국채와 지급준비금을 제외했으나, 이번 규제 완화에는 해당 내용은 아직 옵션으로 놓여진 상황으로, 비율을 완화하는 정도로 정해질 것으로 판단
 - 당시에는 국채만 보유량이 33% 증가했으나, 이번에는 분모에서 제외하는 방안은 아니라는 점에서 증가 비율이 10~20% 수준에 그칠 가능성이 높다는 판단(현재 1조 8천억 달러 가량 보유)

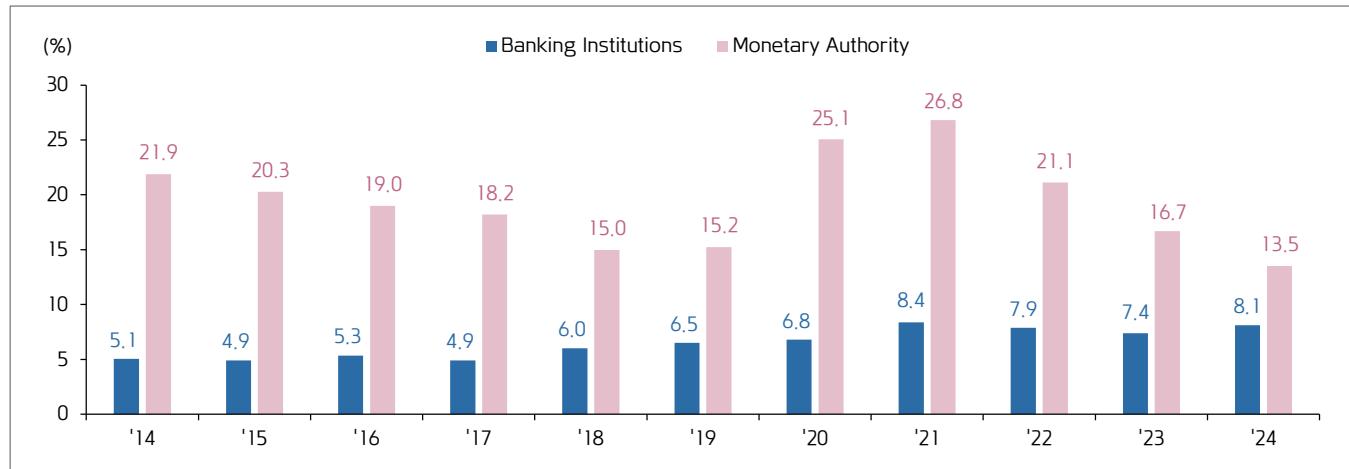
미국 상업은행 국채와 MBS 보유량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 특히 지난 코로나 당시와 비교하기 어려운 부분에는 연준이라는 존재가 있음. 당시에는 연준이 대마불사로 회사채까지 매입하는 기구를 설립하는 데에 지원을 했다면 현재는 QT를 통해 미국채 보유량을 축소해나가는 상황임
- ▶ 즉, 미 연준의 공백이 최근의 국채 변동성을 키웠다는 점에서 은행의 매수 여력 확보는 변동성을 일부 축소하는 기제로 작용하겠으나, 미 연준의 역할이 없다면 역부족인 상황이라 판단
- ▶ 단기채 발행 과정에서 연준의 QT 종료 가능성이 있으나 중물가 환경이 크게 변화하지 않는다면 미 연준의 QE(양적 완화) 전환을 기대하기는 어려움. 연준의 자산 변화가 크지 않다면 이전과 같은 변동성 확대 흐름이 유의미하게 변화하지 않을 것으로 판단

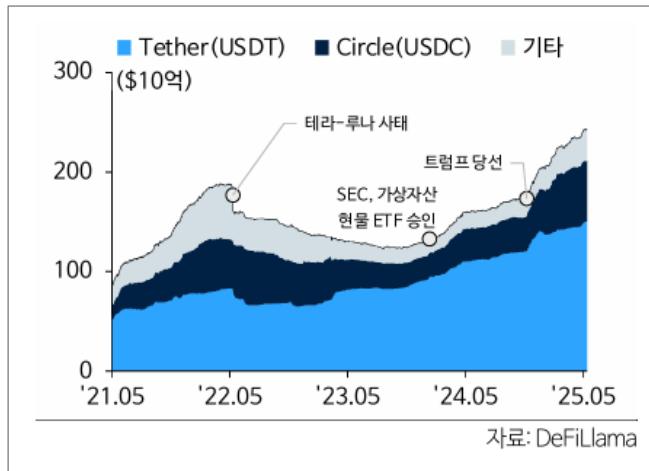
미국 상업은행과 미 연준 및 재무부 계정 내 국채 보유 비중 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

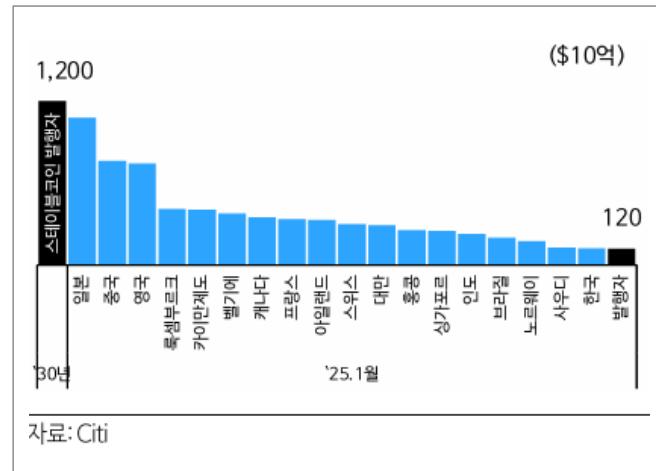
- ▶ 재정 적자 확대에 따른 신용등급 강등 등은 수요를 위축시킬 수 있으나, 미 재무부는 수요를 회복시키기 위한 정책을 시행 중. 은행에 대한 SLR 규제 완화를 통한 은행권 수요 회복과 함께 달러 패권 유지를 위해 미국채 수요를 보장할 수 있는 달러 스테이블코인 발행을 위한 입법 진행(GENIUS Act)
 - 스테이블코인이 가상자산 시장에서의 기축 통화 역할. 스테이블 코인 가격은 법정 화폐에 고정된 자산으로 미국채, 은행예금 CP 등 법정화폐표시 안전자산을 담보로 잡음(테더, USDC)
- ▶ 미 재무부가 장기물이 아닌 단기 재정 증권 중심으로 미국채 발행을 하겠다는 것은 새로운 수요의 기회에서 달러 패권을 유지하겠다는 의지를 확인할 수 있으며, 암호화폐 시장의 확대와 안정성이 확보되는 환경이 펼쳐진다면 달러 패권 유지는 강화될 것으로 기대. 달러 패권 유지시 미국채 안정성에 대한 의구심은 약화되며 해외의 미국채 수요를 회복시킬 것으로 예상

스테이블코인 시가총액



자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터.

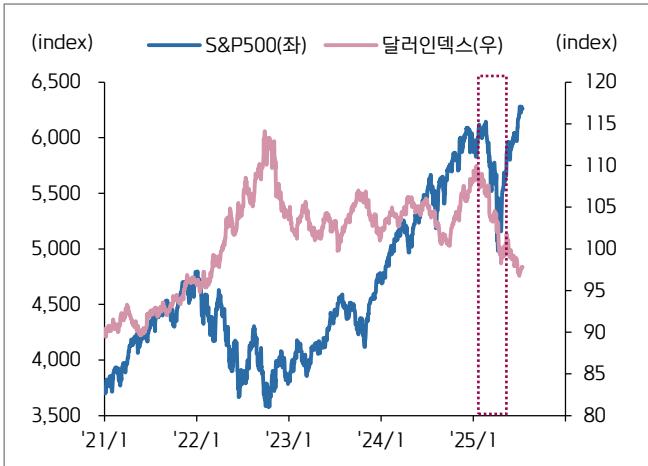
스테이블코인 발행자 및 해외의 미국 국채 보유



자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터.

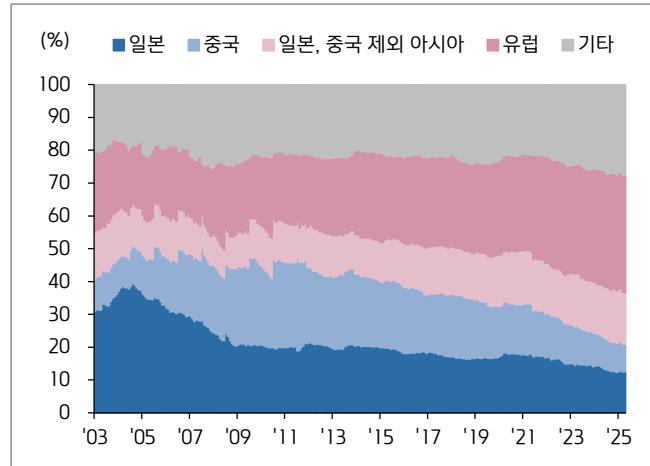
- ▶ 단, 미국채를 담보로 하는 스테이블코인이라는 점은 결국 미국채 리스크를 더 높일 수 있다는 점에서 과거 미 연준의 안정적인 수요처와 같은 역할을 하기에는 역부족. 암호화폐의 확장과 신뢰가 보장되어야 미국채로의 리스크 전이가 발생하지 않는다는 점을 고려할 필요
 - 변화하는 결제 시스템 환경에서 스테이블 코인의 기축통화는 점차 받아들여지고 있는 현실이기는 하나 전통 시스템과 전통 자산이 공존하는 과도기 구간에서 2025년 상반기와 같은 'Sell US' 분위기가 수시로 등장할 수 있음

S&P500과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

국가별 미국채 보유량 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

III. 미국채 및 국고채 금리 방향 점검



- ▶ 즉 앞서의 수급 요인을 다시 정리해보면, 미국 재정증권 발행이 확대될 것으로 예상되는 상황에서 이에 대한 수요는 스테이블코인 발행 담보와 미 금융기관의 SLR 규제 완화, 미 연준의 QT 중단 등이 충족시킬 것으로 예상
- ▶ 단, 암호화폐시장 변동성을 고려하면 해외 측의 미 달러 자산에 대한 안정성 확보까지는 좀더 장기적인 시각으로 봐야하며, 미 연준의 역 OT 시행 또한 QT 중단 이후 시차가 발생하게 될 것
- ▶ 결국 하반기만 놓고 보면 미 국채 수요를 감당할 수 있는 주체는 미 금융기관의 SLR 완화를 통한 자산 수요에 있음. 다만 SLR 규제 완화를 통한 국채 수요가 이전 코로나 당시보다는 약하다는 점에서 수급 리스크로 인한 기간 프리미엄 축소는 제한적인 수준에 그칠 것

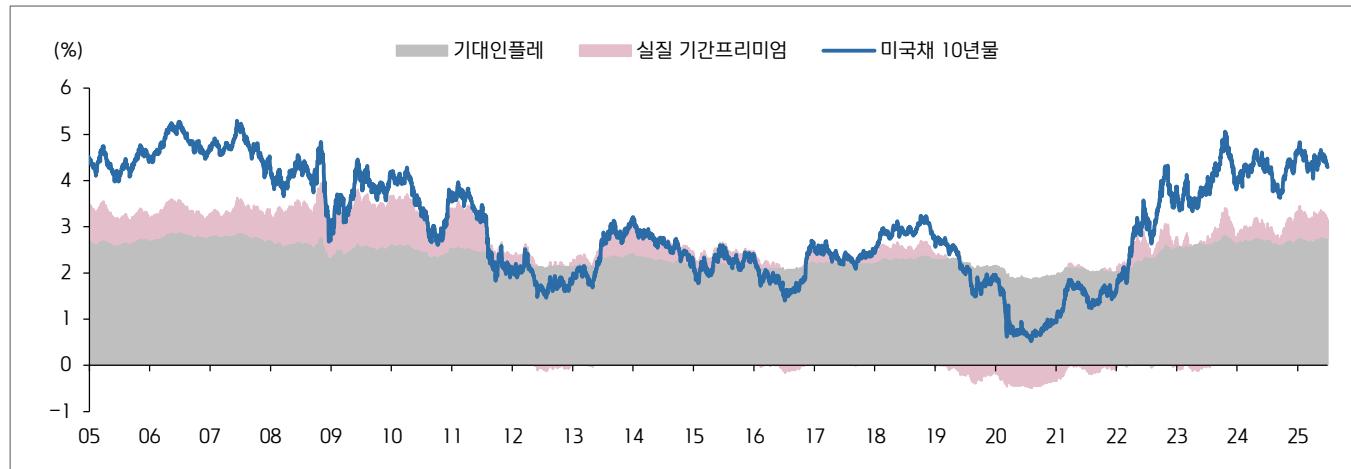
미국채 수급 리스크 도식화

미국채 공급	미국채 수요		
	수요 주체	효과(단기)	효과(장기)
미 은행	+	(SLR 규제 완화)	(SLR 규제 완화)
미 재무부, 부채한도 협상 이후 3분기 중 재정증권 1조 달러 발행 확대 가능성	미 연준	+(미 연준 QT 종료시)	(역 OT, 단기채 매수, 장기채 매도)
해외	-	(재정건전성 리스크 우려)	+/- (스테이블코인 등을 통한 달러 패권 유지 여부에 따라 다를 것)

자료: 키움증권 리서치센터.

- ▶ 최근 관세로 인한 인플레 경계감은 있으나, 수요 둔화를 확인하는 과정에 있다고 판단하며, 수시로 불거지는 미 연준에 대한 금리 인하 압박 요인을 고려하더라도 미 연준은 9월과 10월 두 차례 금리 인하에 나설 것으로 예상
- ▶ 과거 미국채와 국고채의 디커플링 과정에서 다시 동조화되는 과정은 결국 미 연준의 금리 인하에 있었다는 점을 고려, 4분기 초까지 미국채 금리는 기간 프리미엄 상승 압력이 완화되면서 금리가 하락할 것으로 예상

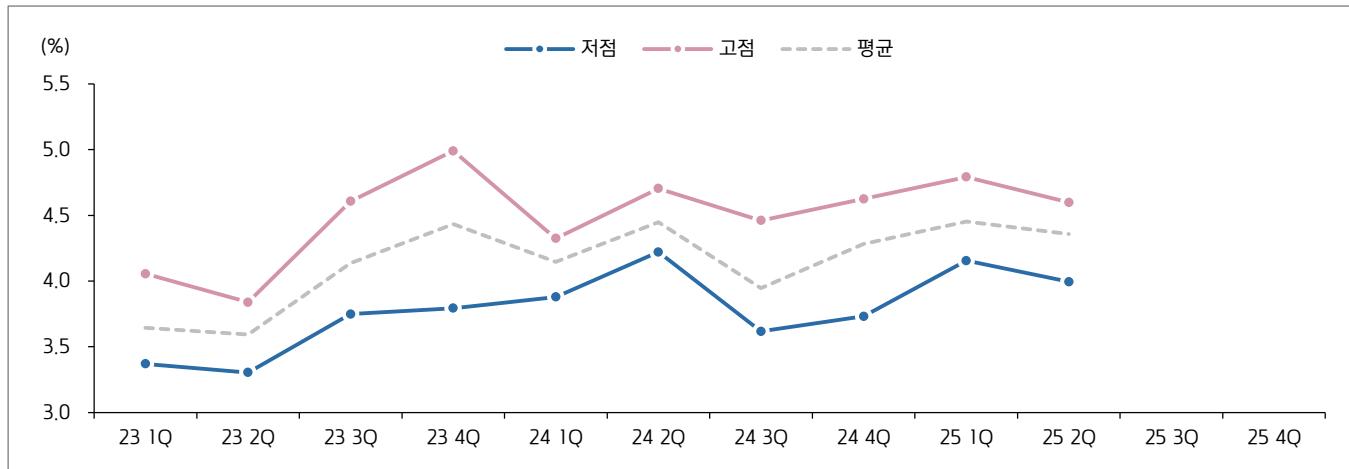
DKW 모델 미국채 금리 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 기간 프리미엄의 축소는 장기금리 하락 요인으로 더해질 것. 미 연준의 3, 4분기 금리 인하 과정 또한 단기금리 하락 요인으로 작용하면서 시장금리를 낮출 것으로 예상
- ▶ 3분기 중 미국채 10년물 금리 하단은 3.9% 수준일 것으로 예상하며, 상단은 4.5% 수준으로 예상하며 점진적 하락세를 보일 것
 - 단, 관세 정책 리스크는 Sell US를 부추길 수 있다는 점에서 금리 상방 리스크 요인으로 작용할 수 있으며, 미 연준의 금리 인하폭이 제약된다는 점이 부각되는 점 또한 상방 리스크 요인. 따라서 미국채 10년물 금리가 4%를 하회하는 국면에서는 점차 비중 축소가 적절할 것

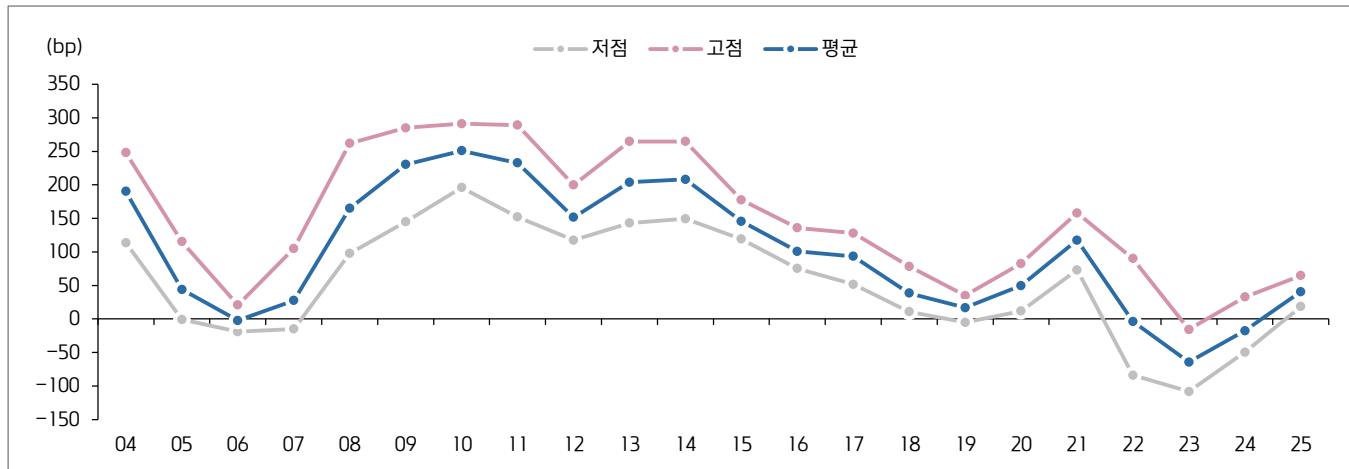
미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 미국채 10년물 고점이 점차 낮아질 것이라는 전망을 고려하면 장단기 금리차 확대 속도 또한 더 확대되기는 어려울 것으로 판단. 미 연준 인하의 배경에는 성장 둔화라는 점이 있다는 것에서 장기물 수요가 은행권의 수요를 비롯해 해외의 수요 또한 회복될 것으로 판단하기 때문
- ▶ 2024년 대비 2025년의 연고점 상승 속도가 제약되고 있다는 점은 긍정적. 연평균 수준은 2024년에 비해 가파르게 올라왔다는 점에서 박스권에서 갇혀있는 장세가 예상되며, 당분간 10-2년 스프레드는 50bp를 전후로 등락을 보일 것으로 예상함

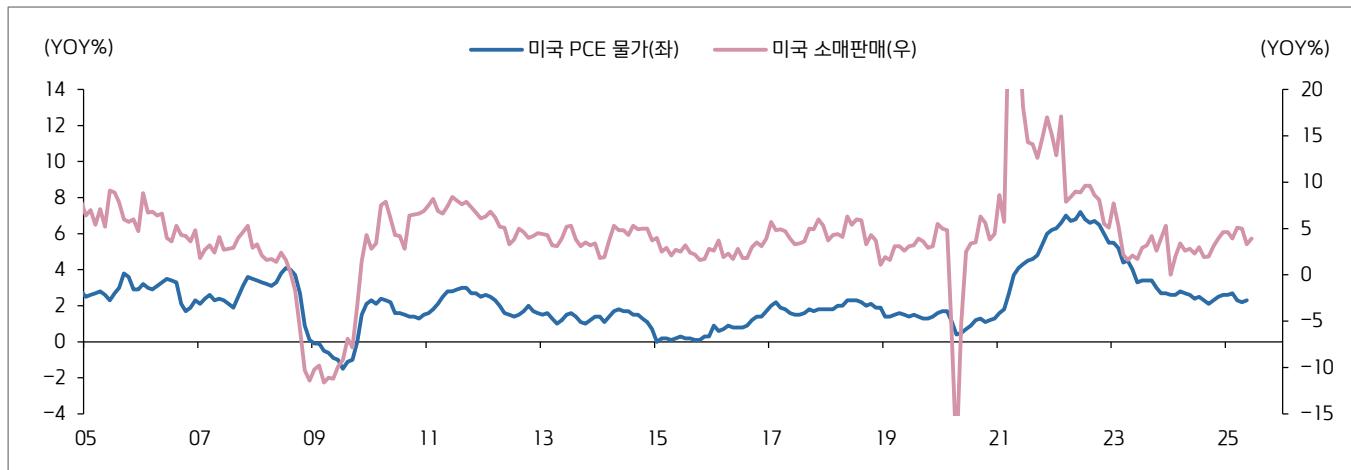
미국 10-2년 장단기 금리차 연평균/연저점/연고점 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 단기적으로는 높아진 기간 프리미엄이 낮아지면서 금리에 하방 압력을 높이겠으나, 이후로는 인플레 요인이 금리 상방 압력을 높일 수 있어 미국채 금리가 4%를 하회하는 국면에서는 비중을 축소할 것을 권고
- ▶ 관세정책으로 인한 인플레 압력은 현재 수요 둔화로 인해 상쇄된 부분이 있지만, 이후 미 행정부의 감세 정책으로 인한 수요발 인플레 리스크가 높아질 수 있기 때문. 특히 그간 미국은 리쇼어링 정책 등 미국 내 생산 시설을 확보하는 작업을 거치면서 미국 내 생산과 소비가 선순환될 수 있는 구조를 형성해 옴. 전반적인 무역환경 악화는 경기 하방 리스크 요인이나, 미국의 인프라 투자 등을 통한 수요 확보는 결국 물가 상방 리스크를 수시로 불러올 것

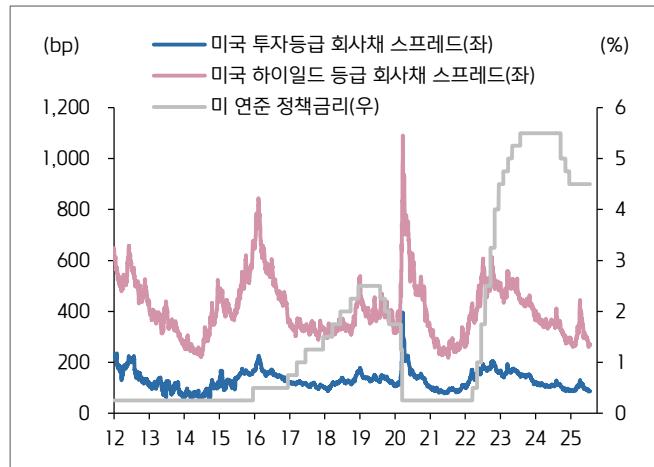
미국 PCE 물가와 소매판매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

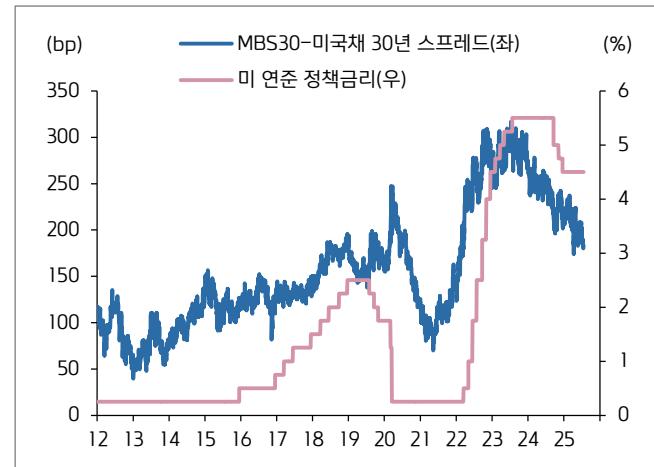
- ▶ 미국채 금리는 단기 금리 하락 요인과 기간 프리미엄의 하락 요인으로 3분기 중 하락 압력을 받을 것으로 예상하나, 4분기 들어서는 단기 금리 요인 횡보, 감세 정책으로 인한 수요 기대 등을 고려하면 4% 이상 선으로 복귀 예상
- ▶ 그 가운데 금융기관에 대한 SLR 규제 완화는 미국채 뿐만 아니라 다른 자산에 대한 익스포저를 확대시키는 것으로, 미국채를 포함한 MBS, 미국 크레딧풀 투자 확대 등으로 이어질 것으로 기대
 - 미국 감세안으로 인한 내수 경기 회복 기대 또한 기업 실적에 대한 안정성을 확보해줄 것으로 기대
 - 하이일드, 투자등급 회사채 스프레드 모두 역사적 저점 수준에 있는 등 밸류에이션 부담이 높지만 비중 축소로 대응할 필요는 적음. 금리 인하 과정에서 경기 둔화 우려에 스프레드 반등할 경우 비중 확대 전략
 - 여전히 높은 금리 수준은 MBS 수요 확대를 제약시킬 수 있으나, SLR 규제 완화 등을 통한 MBS 수요 수혜 기대해볼만

미 연준 정책금리와 회사채 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

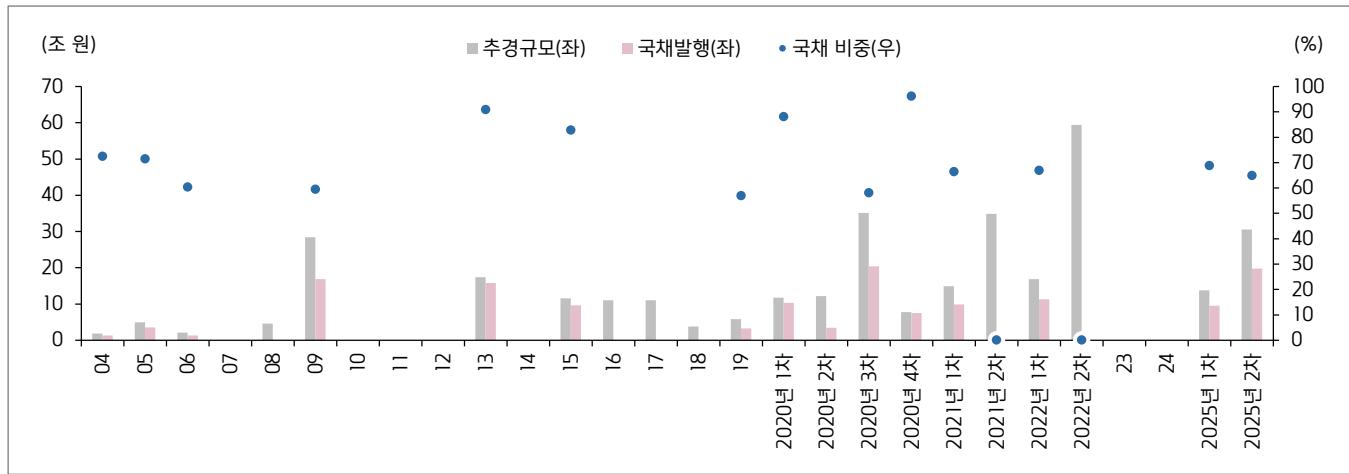
MBS – 국채 스프레드와 미 연준 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한편, 한국 또한 6월 신정부와 함께 재정 확장의 기조로 선회. 2025년 1,2차 추경을 통해 내수 진작을 위한 소비쿠폰 발행 등을 위한 재원을 마련했으며, 국채로 대부분을 조달
- ▶ 세수를 확보하려는 움직임도 함께 진행되고 있으나, 보편복지와 내수 진작 등을 중시하는 정권 하에서 국고채 발행이 수반되는 것은 불가피

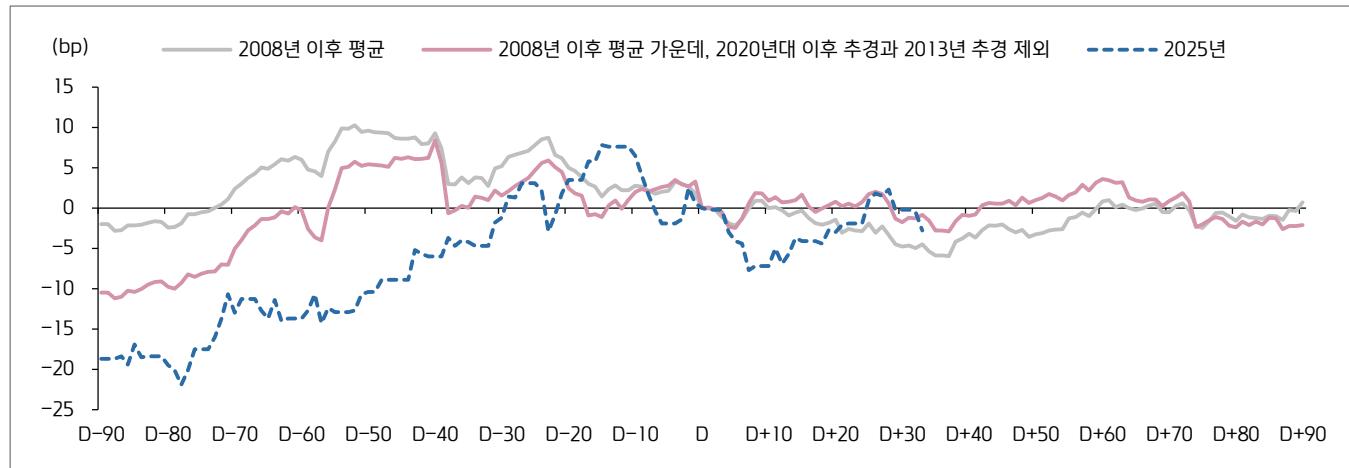
과거 역대 추경과 적자국채 발행 비중



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 세수 확보를 위한 정책도 함께 추진하고 있으나, 9월 이후 소비쿠폰으로 인한 내수 회복에 대한 효과 약화와 미국의 상호관세 부과에 따른 한국 수출 경기 타격 등은 재정 및 통화 완화에 대한 기대를 계속해서 높게 유지시킬 요인
- ▶ 올해 1% 이하의 성장 이후 내년 반등에 대한 기대도 있지만, 여전히 잠재성장률을 하회하는 성장세라는 점을 고려하면, 내년 예산안을 통한 내년 국고채 발행 물량에 대한 우려는 확정될 때까지 이어질 요인이라는 판단임. 수시로 금리 상방 리스크 요인이 될 것
 - 역대 추경 전후의 장단기 금리차의 방향성을 살펴보면, 추경안 제출일 전까지 확대되었던 스프레드는 제출일 이후 축소. 단, 이후 추가 편성에 대한 경계감 등에 제출일 당시 수준의 스프레드로 회귀하는 특징을 보임

추경안 제출일 전후 90일 커브 평균 변화(2008년 이후 추경 편성을 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 다만 미국과 한국 채권시장의 디커플링의 원인이 재정정책이며, 이로 인해 성장이 기대되는지, 인플레가 예상되는지 여부가 금리 방향성을 결정하는 것이라는 점을 고려해볼 필요
- ▶ 미국은 재정정책을 기반으로 성장이 기대되면서, 재정 확장에 따른 재정건전성 우려가 다소 완화될 수 있다고 판단하나, 한국의 경우 소비 진작 등의 단발성에 그치는 재정 활용으로는 성장을 기대하기 어려움
- ▶ 그렇다면 미국채 금리가 4분기 상승 압력을 받는 가운데, 국고채 금리는 이에 연동되더라도 반등 폭이 제한되고 오히려 성장 둔화에 대한 우려를 반영하며 하락 압력을 받을 것. 내년까지 미국채와 국고채의 디커플링이 지속될 가능성 높음
 - 재정정책으로 인한 성장 여부가 금리 방향을 가르게 될 것

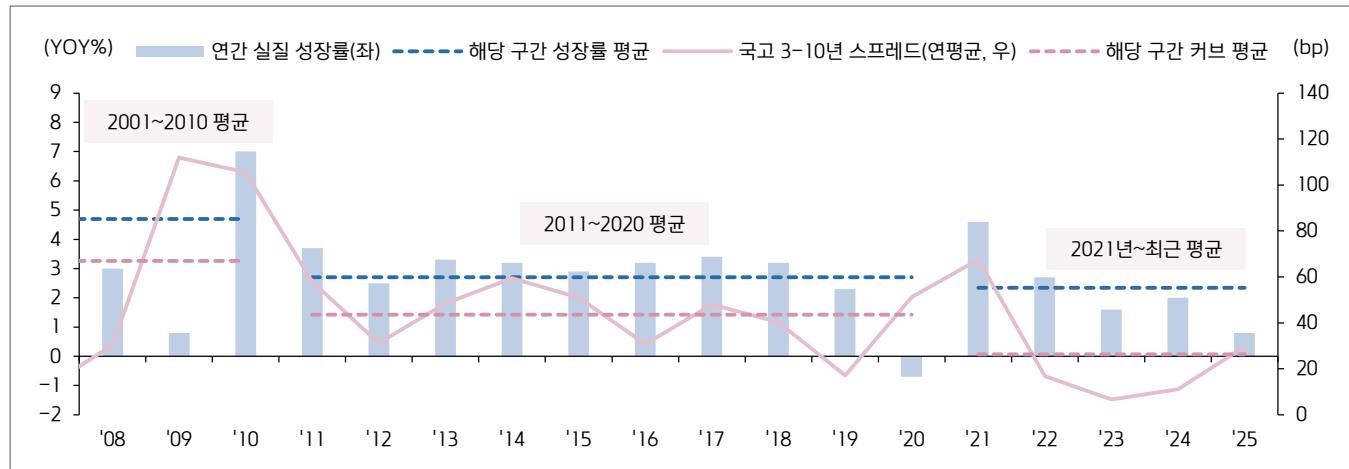
한미 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 추경과 재정 정책 방향에 대한 경계감이 남아있더라도 결국 성장이 담보되지 않는다면 국고채 금리는 하방 압력을 받게될 것으로 예상. 특히 미국과 달리 한국의 경우 2%까지도 금리 인하 가능성은 열려있다는 점에서, 시장금리는 저성장 우려에 따른 하방 압력도 불가피
- ▶ 재정과 통화 완화에도 수출 경쟁력 약화 등에 따른 국내 성장 기대 약화는 결국 장단기 금리차 레벨을 낮추는 요인이 될 것이며, 하반기 공급 부담에 따른 금리 상방 압력 시 장기채 매력이 높아질 것으로 전망
 - 2001~2010년, 2011~2020년, 2021년 이후 구간 별로 경제 성장률과 국고 3-10년 커브 평균 수준을 비교해보면, 재정 확장으로 인해 장단기 금리차가 큰 폭 확대된 구간이 있더라도 전반적인 평균 수준은 결국 성장률에 비례해서 나타나는 것을 알 수 있음. 장기 금리 상승과 스프레드 확대 등의 상황이라면 밀리면 사자 대응이 적절할 것

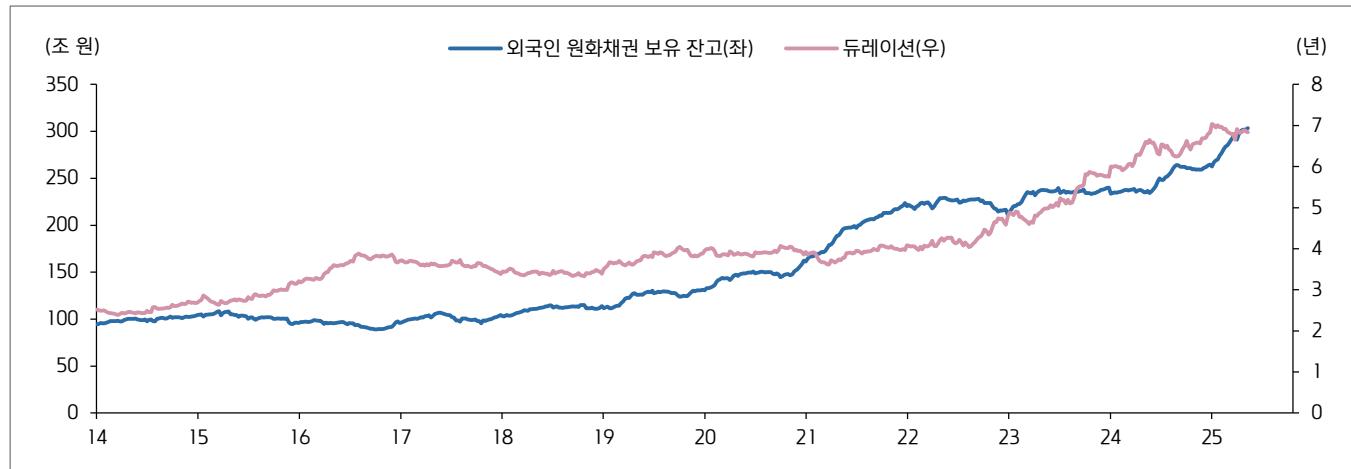
한국 성장률과 국고 3-10년 스프레드 추이



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한국 국고채의 WGBI 편입으로 외국인의 중장기 수요가 확대될 것으로 기대되는 점 또한 장기채 매수 요인으로 작용할 것으로 예상. 편입 지연 이슈가 있었지만, 내년 초 이후 집행될 자금 유입은 수급적으로 우호적으로 작용할 것
 - 올해 하반기 늘어나는 국채 발행 부담에도 장단기 스프레드 확대가 제약된 점 또한 향후 집행될 WGBI 관련 자금에 대한 기대가 작용했을 것
- ▶ 미국채 발행 부담을 내부 수요를 통해 완충시켰다면, 국내 채권시장은 외국인 수급이 그 부담을 완화시켜주는 역할을 할 것으로 기대

WGBI 편입 이후 외국인 보유 원화채권 드레이션 확대 기대



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.



Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.