2025년 5월 9일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

무역전쟁, 의도치 않았던 美 국채 투자 불안

Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 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.

대외무역의 소중한 부산물, 외국인의 미국 국채 투자

미국이 대외 무역을 통해 얻는 부산물 중 하나는 외국인 (정부 및 민간)의 미국 국채 투자가 있다. 미국과의 교역에서 무역흑자를 기록하는 국가들은 받은 달러를 사용하기 위해 미국 국채를 매수하게 되는 원리이다. 물론 외국인의 미국채 투자 이유는 다양하다. 우선, 미국 국채 시장은 세계에서 가장 유동성이 높은 시장인 만큼 투자하기에 부담이 적을 뿐 아니라, 美 정부에 대한 신뢰라는 안전장치가 부착되어 있어 안전자산이란 인식도 크다. 이외에 분산투자의 이점과 보험적 가치를 가지고 있다.

그러나 미국채 수요계 큰 손은 늘어나는 부채 속도를 따라가지 못하는 상황

24년 말 기준, 외국인의 미국채 보유 규모는 $8.5조에 이른다. 08년 금융위기 당시 $3조에서 연평균 6.5% (CAGR)로 성장해 왔다. 한편, 미국 **공공 보유 부채 (정부 외 대중이 보유하고 있는 정부부채)는 24년 말 $28.1조를 기록했으며, 동기간 연평균 10.5% 속도로 증가해 왔다. 쉽게 말해, 외국인이 보유한 국채 규모가 꾸준히 증가해 왔음에도 불구하고 미국 정부 부채가 훨씬 빠르게 증가해 왔던 것이다. 그렇다 보니 미국채 수요계 큰 손인 외국인의 국채 보유 비중은 빠르게 줄어들어 왔으며, 현재 29.5%까지 내려왔다. 08년 금융위기 48.3% 대비 급격히 축소된 레벨이다. 만약 트럼프 행정부의 무역전쟁 격화로 대외 무역이 감소한다면, 외인의 국채 투자 니즈는 더욱 축소될 수 있고 결국 이들의 국채 보유액 증가 속도는 훨씬 더뎌지거나 심지어 감소할 수도 있다.

국채 수요의 디딤돌인 연준도 3년 가까이 QT를 단행 중이다. 연준은 22.1Q에 $5.8조의 정점 기록 후 현재는 $4.6조까지 국채 보유 규모를 줄여 놓았다. 비중도 정점 당시 26%에서 16%까지 급격히 축소되었다.

** 미국 연방정부 부채는 보유 주체를 기준으로 정부 내 부채와 공공 보유 부채로 구분하며, 공공 보유 부채에는 개인/기업/지방정부/외국인 (정부 및 민간)/연준 등이 포함된다.

美 국채 발행 확대가 불가피한 가운데, 누가 얼마에 매수할지가 심각한 숙제

대다수 경제학자들은 트럼프 행정부의 관세 정책이 가져올 부정적 효과를 두려워하고 있다. 경제성장 둔화와 인플레이션은 물론, 무역 감소로 인한 외국인의 미국채 수요 축소가 발생할 수 있기 때문이다. 경제 논리대로라면 미국 국채 발행이 늘어나는데 수요가 줄어들면 가격은 하락하고 금리 상승으로 이어질 것이다.

CBO (美 의회예산국)는 향후 10년간 미국의 연간 예산 적자가 연평균 2조 달러를 초과할 것으로 전망하고 있다. 이는 미국 정부가 앞으로도 신규 국채 발행을 계속해 나가야하는 상황임을 예고한 것과 다름없다. 늘어나는 예산 적자와 높아지는 이자비용을 충당하기 위해 더욱 채권 시장에 기댈 수밖에 없는 구조인 만큼 여느 때보다 안정된 국채 수요가 절실

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
RA 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

한 상황이다.

사실 후퇴하는 외국인과 연준은 가격보다 정책에 따라 국채를 매수한다는 점에서 가격에 덜 민감한 주체였다. 이에 비해, 은행, 연기금, 보험사 등은 가격에 훨씬 민감한 국채 수요자들이다. 그렇다 보니 남은 이들이 향후 미국 국채금리의 기간 프리미엄을 더 높이 요구하게 될 가능성을 무시할 수 없다.

무역전쟁이 의도와 달리 美 국채 투자 수요를 줄이게 될 수도

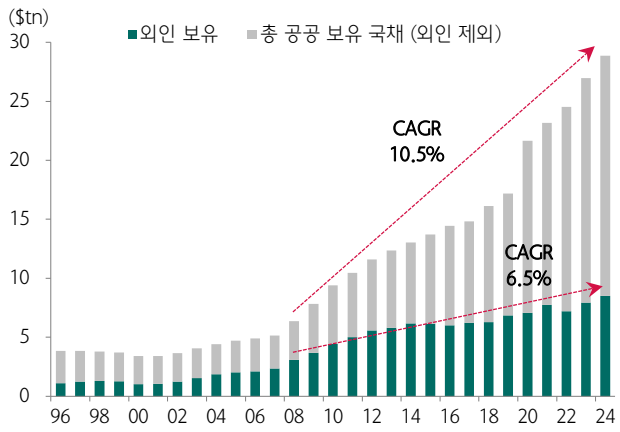
불과 몇 주 전, 미국채 시장은 상호 관세 선포 직후 거대한 채권 투매를 경험한 바 있다. 무역전쟁 심화가 국채 수급에 균열을 발생시킨 것이다. 채권 시장 공포가 극심해지자 트럼프 행정부는 즉시 관세를 유예하였으나, 이로써 시장은 미국의 진짜 취약점이 무엇인지 알게 되었다. 게다가 지난주부터 이어지고 있는 아시아 주요국 (특히, 수출 중심 경제국)의 통화 강세 또한 미 달러의 약세 전환이 본격화될 수 있다고 판단하면서 이들 국가 기업들이 환율 헤지 수요를 키우며 나타난 현상일 가능성이 높다. 문제는 단순 헤지를 늘리는 것에 그치는 것이 아니라 향후 미국채 매도로 이어질지 모른다는 점이 우려된다.

지금 미국 정부는 무역 적자의 부당함만을 주장하고 약달러 환경을 추구하면서 글로벌 교역이 그동안 미국 국채 시장에 가져왔던 중요성 (안정적 수요 환경 조성)을 간과하고 있다. 관세 부과에 대한 협상 도구로써 상대 교역국에게 미국채 수요를 압박하거나, 마이런 보고서에 언급된 보유 국채의 강제적 영구화 (강매 또는 스왑) 가능성은 달러자산에 대한 신뢰와 수요를 모두 낮출 수 있다. 물론 단기적 관점에서의 투자 메커니즘 상의 변화는 미미하겠으나, 장기적 관점에서 투자 포트폴리오 구성은 미국채 포지션을 신중하게 만들 것이다.

결국 무역 대립 격화나 무리한 환율 시장 교란 (약달러 환경)을 추구한다면 트럼프 행정부가 원했던 무역 조건 리밸런싱은커녕 진짜 지켜야 하는 국채 수급 불균형만 키울지도 모르겠다. 이는 트럼프 행정부가 원했던 방향과는 사뭇 다른 전개 양상일 것이다.

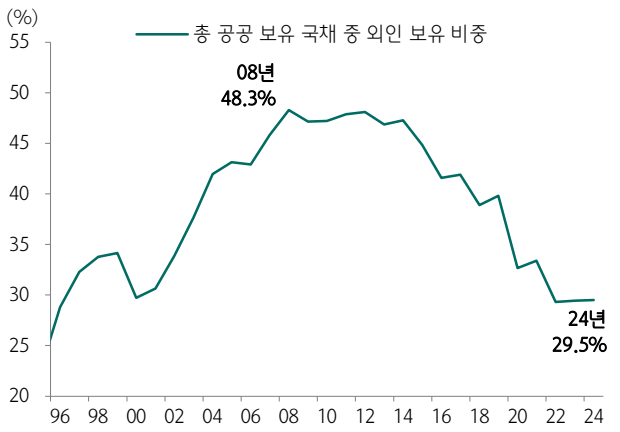
KEY CHART

도표 1. 미국 총 공공 보유 국채와 외국인 보유 물량



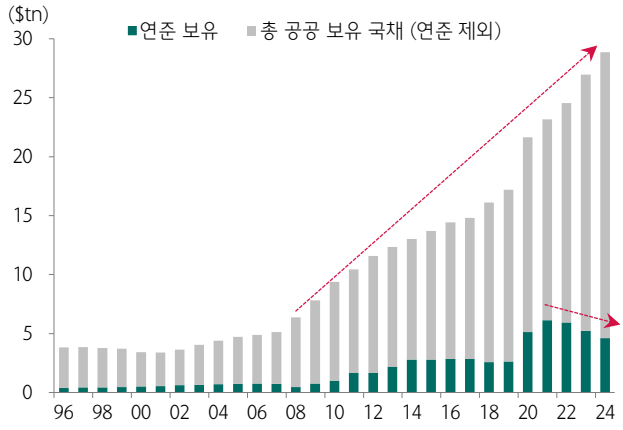
자료: U.S. Treasury, 하나증권

도표 2. 총 공공 보유 국채 중 외국인 보유 비중



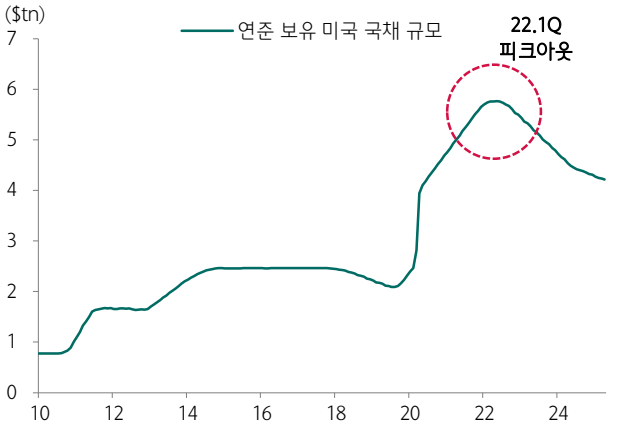
자료: U.S. Treasury, 하나증권

도표 3. 미국 총 공공 보유 국채와 연준 보유 물량



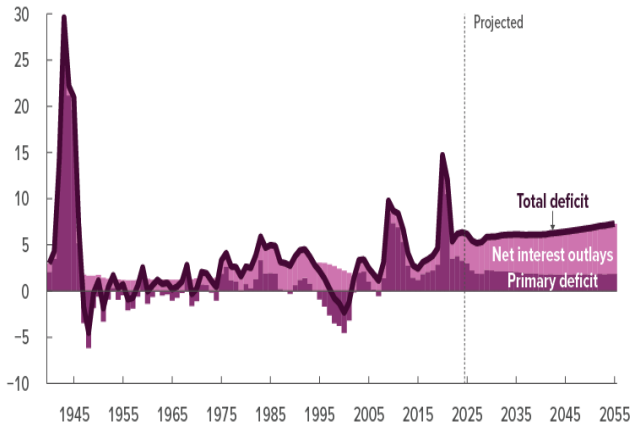
자료: U.S. Treasury, 하나증권

도표 4. 연준의 보유 국채 축소 흐름



자료: FRB, 하나증권

도표 5. CBO의 미국 GDP 대비 재정적자와 순이자비용 비율 전망



자료: CBO, 하나증권

도표 6. 국가별 미국 국채 보유 비중 변화 (아시아 감소 Vs. 유럽 증가)

국가명	총 외국 보유 국채 내 비중 (2024년 기준)	총 외국 보유 국채 내 비중 (2008년 기준)
일본	12.8%	20.3%
중국	8.9%	23.6%
영국	8.5%	4.3%
케이맨제도	4.7%	0.0%
룩셈부르크	4.7%	3.2%
캐나다	4.6%	0.5%
벨기에	4.5%	0.5%
프랑스	4.0%	0.5%
아일랜드	3.8%	1.8%
대만	3.3%	2.3%

자료: U.S. Treasury, 하나증권