



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 10월 20일 | Global Fixed Income

해외채권

미국 금리 고점은 언제 형성될까

- 1990년 이후 미국 10년물 금리 고점 6차례 모두 고금리의 ‘부작용’으로 꺾였음
- 과거 고점은 연준이 금리를 충분히 올린 뒤 ‘마지막 인상 전후 4개월’에 나왔음.
지금도 인상 초입이며 기간프리미엄까지 겹쳐 고점 조건이 아직 갖춰지지 않았음
- 최종금리 4.50%. 이 경우 10년물 금리 고점 구간은 올해 4분기~내년 1분기로 판단.
리스크는 1) 12월 점도표 H4L 시사(고점 지연)와 2) 부작용의 조기 현실화(고점 앞당김)

금리 고점은 ‘부작용’이 만든다

[요약] 미국 10년 금리는 크게 두 가지로 이루어진다. 하나는 앞으로 10년간 연준 기준금리가 평균적으로 얼마일지에 대한 기대다. 다른 하나는 장기채를 들고 있는 위험에 대한 보상, 즉 기간프리미엄이다. 금리가 오르는 국면에서는 둘 중 하나, 혹은 지금처럼 둘다 커진다. 경기가 좋고 물가가 오르면 기준금리 기대가 올라간다. 재정적자가 커지거나 해외매수자가 줄거나, 지금처럼 회사채와 경쟁하는 시대에서는 기간프리미엄이 올라간다.

금리가 고점을 찍는 순간은 이 둘을 밀어 올리던 힘이 꺾일 때다. 역사적으로 그 계기는 대부분 ‘부작용’이었다. 금리가 충분히 높아지면 빚을 많이 진 곳(가계, 기업, 레버리지, 신흥국)이 먼저 버티지 못한다. 경기 우려가 커지면 시장은 연준이 결국 금리를 내릴 것이라고 예상하고 장기금리를 끌어내린다.

1990년 이후 미국 10년물 금리 고점은 6차례 있었다. 모든 사례에서 2년 뒤 금리는 더 낮았고, 평균 하락폭은 164bp였다. 고점은 ‘좋은 뉴스’를 통해 꺾인 적이 없다. 매번 고금리가 무언가를 부러뜨렸다. 경기(1990, 2000년), 레버리지와 신흥국(1994년), 신흥시장(2007년), 주식시장(2018년), 그리고 국채 수급에 대한 재무부의 대응(2023년)이었다. 과거와 가장 다른 점은 연준 사이클의 위치다. 과거 고점은 첫 인상 후 평균 21개월, 누적 평균 280bp(최소 75bp)를 올린 뒤에 나왔다. 연준은 이제야 25bp를 인상했다.

1990년을 제외한 과거 5차례 인상 사이클에서 **10년물 고점은 ‘마지막 인상 전후 4개월 이내’**에 몰려 있다. 결국 시장이 ‘이제 연준이 거의 다 올렸다’고 확신할 때 장기금리가 꺾인 것이다. 2007년만 예외적으로 1년 동결 후 고점을 기록했다. **연준이 언제 마지막 인상을 할지가 곧 10년물 고점 시점을 가늠하는 열쇠**다.

하나증권은 올해 12월, 내년 3월 두 차례 인상을 전망하고 있다(최종 기준금리 4.50%). 이 경로라면 **12월 FOMC 인상 전후, 즉 4분기에서 내년 1분기 사이가 고점 구간이라 판단**한다. 단, 리스크는 양방향으로 열려 있다. 1) 12월 점도표에서 내년에도 H4L를 시사하는 경우와, 2) 고금리로 ‘부작용’이 예상보다 빠르게 나타나는 경우다.

결론: 세 가지 잣대로 본 2026년의 위치

금리 고점은 아직

- 1) 아직 인상 사이클 초입
- 2) 물가 눌러줄 외부 충격 부재
- 3) 뚜렷한 성장 둔화 확인 안됨

지금의 10년물 금리를 과거 고점과 비교하면, [1] 연준 사이클로는 1997년, [2] 금리 상승 동인으로는 2023년과 1994년, [3] 인플레이션의 성격으로는 1990년과 닮았다. 세 차례 모두 결국 금리가 꺾였지만, 꺾인 이유는 각각 달랐다.

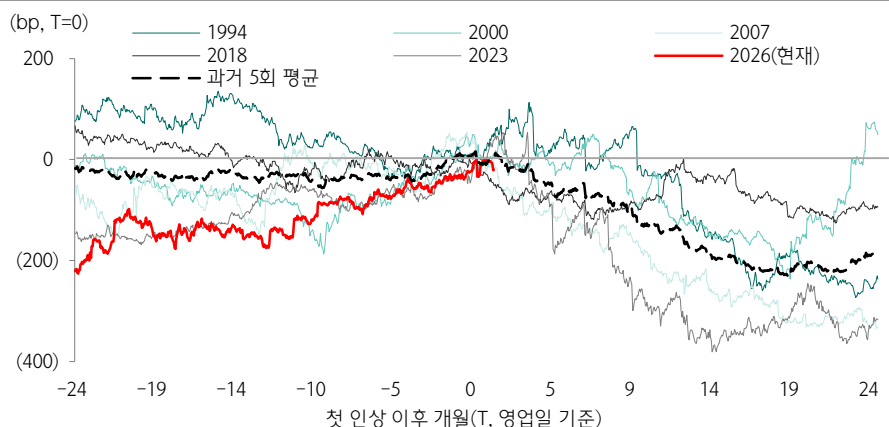
[1] 과거 금리 고점은 모두 연준이 금리를 충분히 올렸거나 인상을 끝낸 뒤에 나왔다. 지금처럼 인하 사이클 이후 다시 인상한다는 점에서 가장 비슷한 사례는 1997년 3월이다. 당시 연준은 75bp 인하 뒤 한 차례 인상하고 동결했고, 10년물 금리는 인상 직후인 4월 고점을 찍고 하락했다. 한 번의 인상으로 끝낼 수 있었던 것은 1997년 여름 아시아 외환 위기로 달러가 강해지고 아시아산 수입품 가격이 떨어지면서 물가가 안정됐기 때문이다. 이후 1998년 러시아 위기와 LTCM 파산으로 연준은 다시 인하로 돌아섰다. 즉, 1997년 한 차례 인상 시나리오가 성립하려면 외부 충격이 물가를 대신 눌러줘야 한다.

[2] 1994년, 2000년, 2018년의 금리 고점은 대부분 연준의 긴축 기대가 장기금리를 끌어올린 경우였다. 지금은 기준금리와 10년물 금리의 차이가 110bp(최대 130bp)로 과거 고점 평균(약 100bp)보다 높다. 연준의 긴축 기대에 더해 기간프리미엄이 장기금리를 추가로 밀어 올리고 있다는 뜻이다. 순환적 요인과 구조적 요인이 함께 작용하고 있는 셈이다(['미국 기간프리미엄 방향성 점검'](#) 자료 참고). 이 점에서 가장 닮은 사례는 이표채 증액으로 인해 기간프리미엄이 급등했던 2023년과 레버리지 청산이 금리를 끌어올린 1994년이다. 두 사례 모두 금리 고점은 재무부의 발행 조정, 포지션 청산 완료처럼 '수급 쪽'에서 해법이 나왔을 때 꺾였다.

[3] 지금의 인플레이션은 에너지·공급 충격이다. 과거 금리 고점 중 가장 비슷한 사례는 유가 충격이 겹쳤던 1990년이다. 당시 유가는 급등했지만 침체가 이를 압도하면서 금리는 하향 안정됐다. 다만 지금은 성장률과 서비스 물가가 아직 견조하다. 1990년처럼 성장이 꺾이는 신호도 나타나고 있지 않다.

세 가지 잣대를 합치면 **금리 고점의 조건은 아직 갖춰지지 않았다**. 연준은 인상 사이클 초입에 있고, 물가를 대신 눌러줄 외부 충격(1997년)이나 뚜렷한 성장 둔화(1990년)도 확인되지 않았다. 물론 수급 쪽(2023년, 1994년)에서 해법이 나온다면 5%를 일시적으로 하회할 수 있겠지만, 가장 중요한 것은 여전히 높은 기준금리 기대 경로이다.

도표 1. 기준금리와 10년물 금리 갭



주: 첫 인상 시점을 T=0으로 정규화.

자료: 인포맥스, 하나증권

과거 5차례 정규화해보면

인상 직전 2년 간 갭 18bp 확대

이번에는 200bp 넘게 확대

장기금리 상승은 기준금리 기대와

기간프리미엄도 동시에 작용

도표 2. 미국 10년 금리 고점 6차례와 트리거 요인

고점	10Y 고점	당시 연준 사이클	금리를 올린 힘	금리를 꺾은 계기
1990/05	9.09%	인하 국면 (1989.6~)	독일 통일발 글로벌 금리 상승, 근원물가 5% 안팎	S&L 위기·신용경색, 경기침체 (8월 유가 급등에도 금리 하락)
1994/11	8.05%	인상 9개월째 (누적 175bp)	2월 기습 인상, MBS 헤지 매도, 헤지펀드 레버리지 청산	11월 75bp 인상으로 연준 신뢰 회복, 12월 오렌지카운티 파산·멕시코 페소 위기
2000/01	6.79%	인상 7개월째 (누적 75bp)	닷컴 호황, 유가 상승, 연속 인상	재무부 바이백·재정흑자로 장기물 공급 축소, 3월 나스닥 고점 후 버블 붕괴
2007/06	5.26%	인상 종료 1년 후 동결	인하 기대 소멸, 글로벌 성장	베어스탠스 헤지펀드 부실, 8월 BNP 환매중단 → 서브프라임 위기
2018/11	3.24%	인상 막바지 (누적 200bp) + QT	감세발 재정적자, 국채 공급 확대, 파월 '중립까지 갈 길 멀다'	4분기 추가 급락, 미중 무역전쟁, 2019.1 파월 피벗
2023/01	4.98%	인상 종료 3개월 후 동결	피치 강등, 재무부 쿠폰 발행 확대, 텀 프리미엄 급등	11월 리펀딩 발행 속도 조절, CPI 둔화, 12월 점도표 인하 시사

자료: Lance Roberts(RIA Advisors, 2026.10) 재인용, Fed, 하나증권

① 1990년 5월: 10년 9.0%. 글로벌 금리 상승과 침체

글로벌 금리 상승과 침체

1989년 말 7%대 후반이던 10년물 금리는 1990년 봄 9%를 상회하기 시작했다. 금리 상승을 촉발한 것은 미국이 아니었다. 베를린 장벽 붕괴 후 통일 비용을 국채로 조달할 것이라는 전망에 독일 국채 금리가 급등했다. 일본은 1990년 초 버블 붕괴가 시작되고 BOJ가 금리를 인상하기 시작하면서 일본 국채 금리가 동반 상승했다.

연준은 1989년 6월부터 이미 금리를 인하하고 있었지만 장기금리는 해외 요인에 의해 상승한 것이다. 6번의 고점 중 유일하게 인하 국면에서 나왔던 사례다.

금리를 꺾은 것은 미국 경기였다. 저축대부조합(S&L) 부실로 은행 대출이 막히는 신용경색이 나타났고, 미국은 1990년 7월부터 1991년 3월까지 침체에 진입했다. 8월 이라크의 쿠웨이트 침공으로 유가가 급등하며 10년 금리도 9% 근처까지 재차 반등했지만, 지난 5월 고점은 넘지 못했다. 유가 충격이 소비를 위축시켜 침체를 깊게 만든 탓이다.

연준은 1992년까지 기준금리를 3%까지 인하했고, 10년물 금리는 2년 뒤 7.5%로 약 150bp 하락했다. 해외 장기금리 상승(지금은 프랑스, 영국, 일본 등)이 미국 장기금리를 끌어 올렸고, 중동발 유가 충격이 겹쳤다.

1990년 당시 공급 충격으로 인한 유가 상승이 단기적으로는 금리를 끌어올렸지만, 결국 실질소득을 깎아 성장 둔화를 통해 금리를 낮추는 쪽으로 작용했다. 하지만 지금은 공급 충격에도 불구하고 성장이 아직까지 견조하다. 지금과 가장 큰 차이점이다.

도표 3. (1) 1990년 5월
: 미국 기준금리, 10년, S&P 500 추이

금리 고점은 1990년 5월

금리 추세가 꺾였던 계기는
유가 충격發 경기 둔화

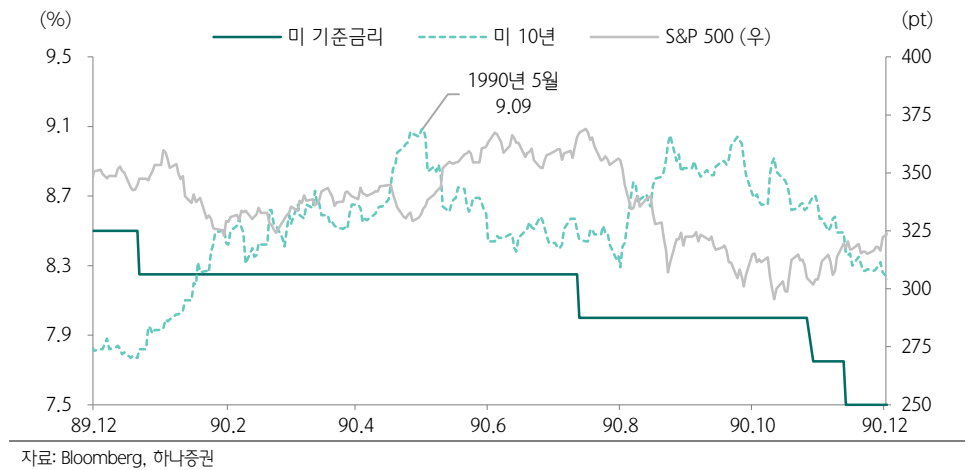


도표 4. 주요국 장기금리
: 해외 장기금리 상승이 미국 장기금리 상승을 주도

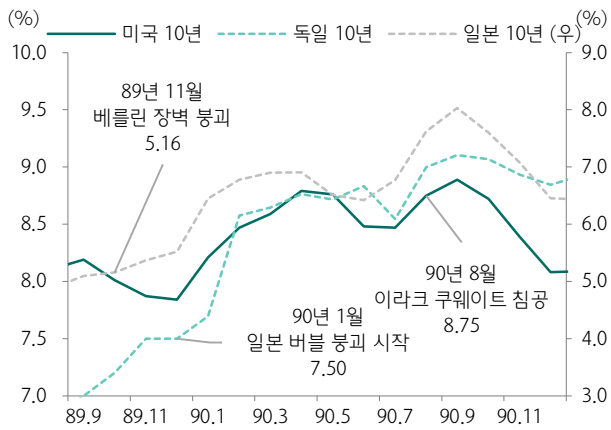
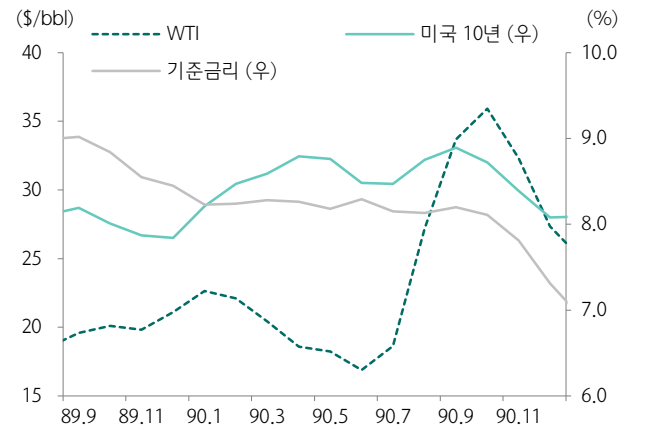


도표 5. WTI, 10년 금리, 기준금리
: 유가 \$18.6→35.9로 2배가 됐지만 침체 속에 금리 하락



‘채권 대학살’과 레버리지 청산

② 1994년 11월: 10년 8.0%. ‘채권 대학살’과 레버리지 청산

1993년 10월 5.2% 수준이던 10년물 금리는 1년 만에 8%를 상회했다. 1994년 2월 연준의 기습 인상 영향이 컸다. 저금리 장기화로 경기가 회복되면서 인플레이션 압력이 가시화되기 시작함에 따라 그린스핀 의장 주도로 사전 예고 없이 금리를 인상한 것이다.

당시 저금리가 오래간다고 믿고 차입해 채권을 사들인 헤지펀드들이 한꺼번에 매도에 나섰다. 금리 상승으로 주택담보대출 상환이 줄자 MBS 보유자들이 듀레이션을 맞추려고 국채를 매도한 것이다(컨벡시티 헤지). 금리 변화가 작을 때는 MBS와 국채 가격 움직임이 거의 같다. 따라서 MBS를 사고 같은 듀레이션만큼 국채를 매도하면 헤지 역할을 할 수 있다. 금리 하락 시 국채보다 MBS의 가격 상승 속도는 상대적으로 적다. 고금리 MBS가 조기상환되기 때문이다.

반대로 금리가 가파르게 상승하면 MBS의 가격 하락 속도가 국채보다 가팔라진다. 조기상환이 끊기면서 MBS 만기가 길어지고, 같은 금리 상승에서 손실이 커지는 구조다. 1994년 처럼 기습 인상으로 금리 급등 시 처음 맞춰둔 헤지로는 MBS 손실을 막지 못한다. 차이를 메우려면 국채를 추가로 매도해야 하고, 이 매도가 금리를 더 올리는 구조다. 결국 매도가 매도를 부르는 구조였다.

연준은 1년 동안 7차례, 누적 300bp를 인상했고, 10년물 금리는 11/7 8.05%로 고점을 형성했다. 11월 FOMC에서 자이언트 스탬(75bp)으로 **인플레이션을 확실히 잡겠다는 신뢰를 얻자 장기금리는 오히려 안정됐다**. 급격한 긴축 사이클로 인해 12월부터는 고금리의 부작용이 터졌다. 레버리지 채권 투자로 손실을 본 오렌지카운티가 파산했고, 멕시코가 폐소화를 평가절하하며 ‘데킬라 위기’가 시작됐다. 연준은 1995년 2월 마지막 인상 후 7월 인하로 돌아섰고, 미국 경제는 침체 없이 연착륙했다.

1994년은 침체 없이도 금리가 크게 하락했던 시기다. 금리 급등의 원인은 물론 연준의 기습 인상 단행 영향도 있었겠지만, 포지션 청산도 유의미하게 작용했던 시기다. **금리 고점은 마지막 인상 3개월 전, 시장이 ‘연준이 앞서 있다’고 믿기 시작한 시점에 나왔다**.

도표 6. (2) 1994년 11월
: 미국 기준금리, 10년, S&P 500 추이

그린스핀 의장 주도 금리 인상
금리 고점은 1994년 10월

금리 추세가 꺾였던 계기는
연준의 가파른 긴축 사이클

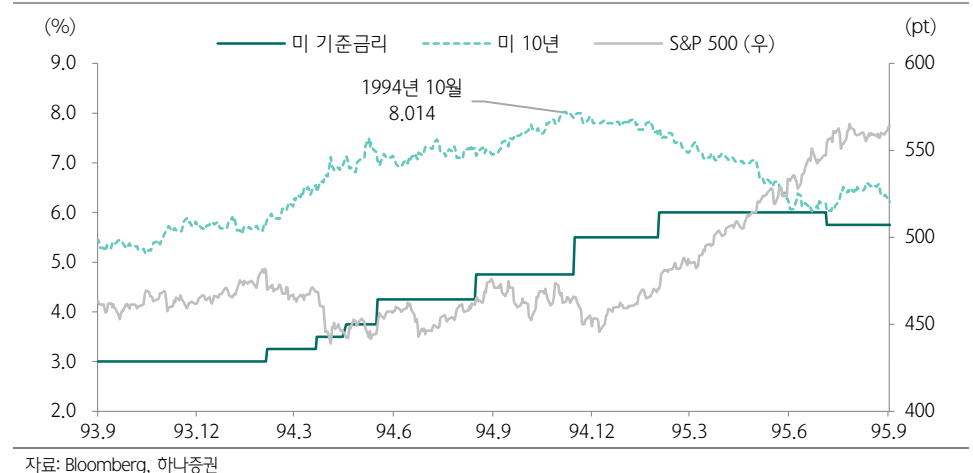
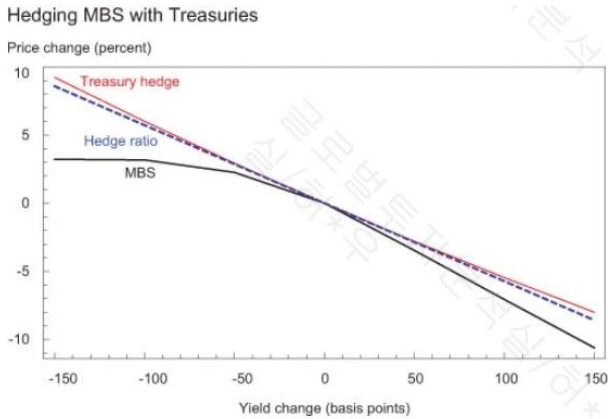


도표 7. 컨벡시티 헤지(Convexity Hedge)

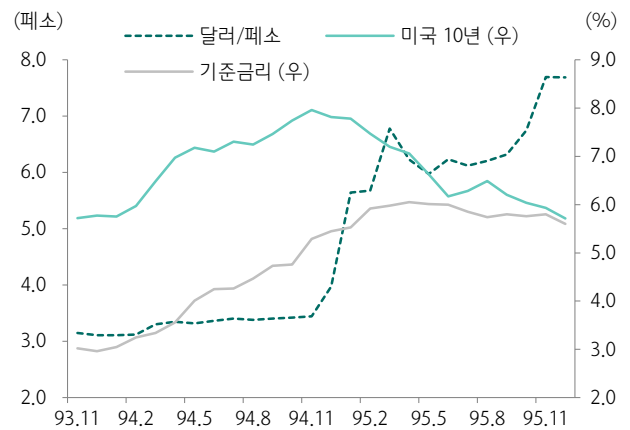
: 금리가 가파르게 오를수록 MBS 가격은 국채보다 빠르게 하락



자료: NYFed, 하나증권

도표 8. 멕시코 데킬라 위기

: 연준의 급격한 인상이 신흥국(멕시코)을 먼저 부러뜨린 사례



자료: FRED, 하나증권

③ 2000년 1월: 10년 6.8%. 닷컴 버블과 국채 공급 축소

닷컴 버블과 국채 공급 축소

1998년 LTCM 사태 때 연준은 금리를 3차례 인하했고, 10년물 금리는 4%대 초반까지 하락했다. 위기가 진정되고 경기가 과열되자 연준은 1999년 6월 인상을 재개했다. 성장을 호조, 주가 급등, 유가 상승이 겹친 호황이었다. 10년물 금리는 2000년 1월 6.8%까지 상승했다.

금리 추세가 꺾였던 첫 번째 계기는 국채 수급이었다. 당시 미국은 재정흑자를 내고 있었고, 재무부는 2000년 1월 장기국채를 되사는 바이백 계획을 발표했다. 연내 최대 300억 달러 규모로 고금리 장기물을 우선 상환해 이자비용을 줄이고 평균 만기 상승을 막겠다는 취지였다. 장기물 공급 축소 기대에 장기금리가 먼저 하락했고, 연준이 인상 사이클을 이어가는 동안 금리차는 역전됐다.

두 번째 계기는 주가(나스닥)가 3월 고점을 기록한 뒤 시작된 버블 붕괴였고, 이는 2001년 침체로 이어졌다. 연준은 2000년 5월 마지막 인상(50bp) 후 2001년 1월 긴급 인하에 나섰고, 10년물 금리는 2년 뒤 5%를 하회했다.

2000년 금리 고점은 연준이 인상 사이클을 마무리하기 4개월 전에 형성됐다. 그 힘은 국채 공급 축소였다. 지금은 반대로 재정적자와 금리 상승에 따른 이자비용 증가로 공급이 늘고 있어 2000년식 수급 반전을 기대하기는 어려운 환경이다.

도표 9. (3) 2000년 1월
: 미국 기준금리, 10년, S&P 500 추이

금리 고점은 2000년 1월

금리 추세가 꺾였던 계기는

- 1) 재무부 바이백 발표
- 2) 버블 붕괴

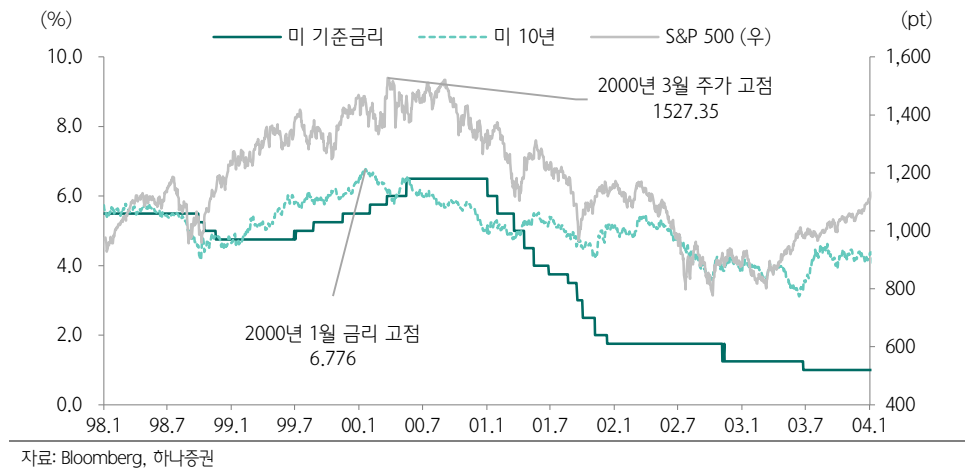


도표 10. 미국 재정수지와 세입 대비 순이자 비중
: 1998년 들어 미국은 4년간 재정흑자 기록

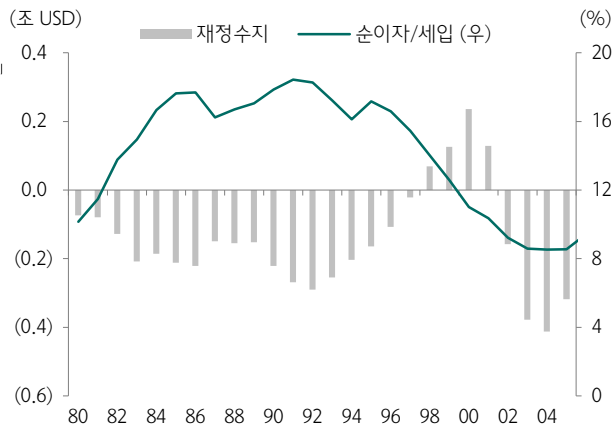


도표 11. 2000년 재무부 바이백
: 재정흑자 시기. 재무부는 연내 최대 300억 달러 국채 바이백 발표

PRESS RELEASES

TREASURY DEPARTMENT LAUNCHES
DEBT BUYBACK PROGRAM

January 13, 2000

(Archived Content)

FROM THE OFFICE OF PUBLIC AFFAIRS

LS-335

Treasury Secretary Lawrence H. Summers on Thursday announced the introduction of debt buybacks, an important new tool for Treasury's management of the public debt and announced Treasury's plan to buy back as much as \$30 billion of Federal debt held by the public.

Buying back old, higher-interest debt allows us to manage the Federal debt in a way that saves the American taxpayer money, said Secretary Summers. We are committed to paying down the Federal debt in a way that best serves the interest of the American taxpayer.

During the first half of the year, Treasury plans to conduct several buyback operations and may buy back as much as \$30 billion in 2000.

자료: US Treasury, 하나증권

동결 중 고점과 서브프라임 위기

④ 2007년 6월: 10년 5.3%. 동결 중 고점과 서브프라임 위기

연준은 2004년 6월부터 17차례에 걸쳐 누적 425bp 인상을 단행했다(최종금리 5.25%). 동 기간 10년물 금리는 상승폭은 50bp에 그쳤고, 인상 초기 1년은 오히려 하락했다. 그린스펀 의장은 2005년 의회 증언에서 이를 '수수께끼(conundrum)'라고 불렀다[BOX 참고]. 그러나 2007년 봄 경기가 예상보다 강하고 대외금리(독일, 일본 등)도 오르자 인하 기대가 사라졌고, 10년물 금리는 5.29%까지 상승했다.

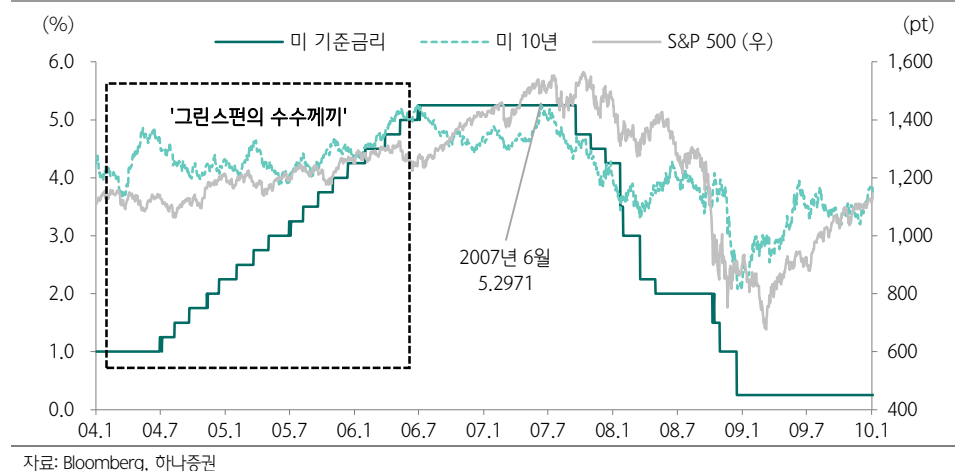
고점 직후 균열이 드러났다. 6월 베어스턴스 산하 헤지펀드 두 곳이 서브프라임 모기지 증권 손실로 무너졌고, 7월에는 신용평가사들이 서브프라임 증권 등급을 대거 낮췄다. 8월 BNP 파리바가 펀드 환매를 중단하면서 은행 간 자금시장이 마비됐다. 연준은 9월 50bp 인하를 시작으로 빠르게 금리를 내렸고, 이는 2008년 금융위기로 이어졌다. 10년물은 2년 뒤 3.8%까지 하락했다.

2007년은 인상이 끝난 지 1년 뒤, 동결 중에 고점이 나온 유일한 사례다. 고금리의 부작용은 즉시 나타나지 않고 레버리지가 많이 쌓인 곳(당시 주택금융)에서 시차를 두고 터졌다. 지금 그 역할을 할 후보로는 사모신용, AI 관련 회사채 발행 급증, 상업용 부동산을 점검할 필요가 있다.

도표 12. (4) 2007년 6월
: 미국 기준금리, 10년, S&P 500 추이

금리 고점은 2007년 6월

금리 추세가 꺾였던 계기는
금리 동결 중 서브프라임 위기



[BOX] 그린스펀의 수수께끼와 2026년의 ‘逆수수께끼’

가파른 인상 사이클에도
장기금리가 오르지 않았던 이유
= 그린스펀의 수수께끼

- 1) 글로벌 저축 과잉
- 2) 환율 목적의 공적 매수
- 3) 기간프리미엄 하락

2004~06년 연준은 기준금리를 누적 425bp 인상했지만 10년물은 50bp 남짓 오르는 데 그쳤다. 1994년에는 300bp 인상에 10년물 누적 250bp가 올랐다는 것과 대조적이다. 금리 인상에도 금리차는 계속 좁혀져 2006년 초에는 2/10년 금리차가 역전됐다(inverted).

수수께끼는 여러 힘이 겹친 결과다.

첫째, 버냉키 당시 연준 이사가 제시한 ‘글로벌 저축 과잉’이다. 아시아 외환위기 이후 신흥국이 외환보유고를 쌓고 고유가로 산유국에 달러가 몰리면서, 갈 곳 없는 저축이 미국 채로 흘러들었다.

둘째, 환율 목적의 공적 매수다. 중국은 위안화를 달러에 고정하려고, 일본은 2003~04년 대규모 엔고 저지 개입으로 달러를 사들여 미국채에 투자했다.

셋째, 기간프리미엄 하락이다. ACM 모형에서 10년물 금리를 누른 것은 단기금리 기대보다는 기간프리미엄이었고, 0% 근처까지 하락했다. 여기에 30년물 발행 중단(2001~06년 2월)에 따른 장기물 부족, 일본 제로금리책 캐리 트레이드가 가세했다.

수수께끼에는 대가가 따랐다. 모기지 금리는 장기금리를 따라간다. 기준금리를 425bp 올려도 주택금융 여건은 크게 조여지지 않았고, 주택 붐과 서브프라임 대출은 계속 커졌다. 누적된 레버리지가 2007년 고점 이후 한꺼번에 터졌다.

2026년은 정반대인 상황

- 1) 자본 수요 경쟁 시대
- 2) 기간프리미엄 상승
- 3) 국채 공급 증가와 글로벌 금리 상승

2026년은 정확히 반대다. 연준은 25bp만 인상했는데도 10년물 금리는 연초 대비 100bp 넘게 상승했다. 2004~06년에 금리를 누르던 힘이 모두 반대로 작용하고 있는 것이다.

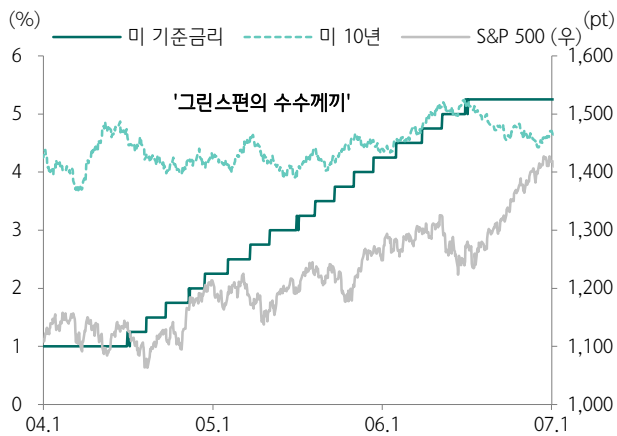
첫째, 자본의 공급이 뒤집혔다. 2004~06년에는 저축이 넘쳐났던 반면, 지금은 AI 설비투자, 국방비, 재정지출이 동시에 자본을 빨아들이는 ‘자본 수요 경쟁’의 시대다. 돈을 빌려주려는 곳이 많을 때는 금리가 낮아지고, 빌리려는 곳이 많을 때는 금리가 높아진다. 돈의 수요가 곧 ‘금리’이기 때문이다.

해외 매수자도 달라졌다. 당시에는 중국과 일본이 환율 방어를 위해 미국채를 사들였다. 지금은 해외 공적기관 등 가격에 둔감했던 매수자가 빠지고 가격에 민감한 민간 투자자가 그 자리를 채우면서, 미국은 더 높은 금리를 주고서야 국채를 팔 수 있게 됐다.

둘째, 기간프리미엄이 반대로 움직이고 있다. 2004~06년에는 성장과 물가의 변동성이 낮았고, 연준이 매년 25bp씩 예고된 인상을 해 금리 경로가 대체로 예측 가능했다. 기간프리미엄이 0% 근처까지 하락한 주된 이유다. 지금은 유가 충격과 관세로 물가와 정책 불확실성이 커졌고, 재정에 대한 우려까지 더해져 기간프리미엄이 12년 최고치를 기록했다.

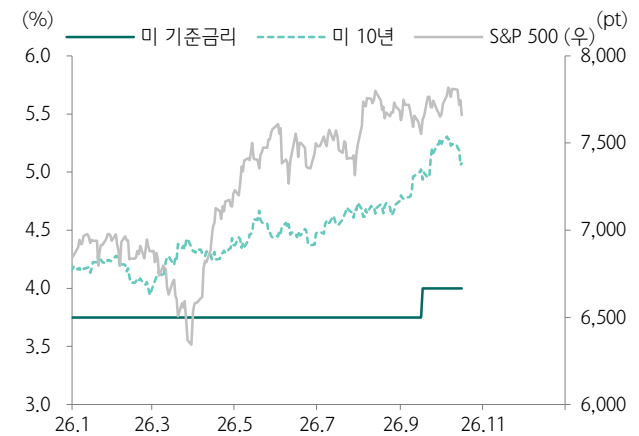
셋째, 국채 공급과 해외 금리 환경도 반대다. 당시 미국은 1990년대 말 재정흑자를 기록했었으며, 30년물 발행까지 일시 중단한 바 있다. 지금은 대규모 적자로 발행이 늘어날 수밖에 없는 환경이며, 순이자비용이 연방 세입의 약 20%를 상회한다. 당시 일본과 유럽의 저금리는 캐리 트레이드를 통해 미국채로 자금을 밀어 넣었다. 지금은 일본과 독일 30년물 금리가 모두 4%대까지 올라 미국채의 경쟁자가 됐다. 2004~06년 미국 장기금리를 누르던 힘이 이제는 모두 금리를 밀어 올리는 힘으로 바뀐 셈이다.

도표 13. 그린스펀의 '수수께끼(Conundrum)'
: 425bp 인상에도 10년물 금리는 50bp 가량 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

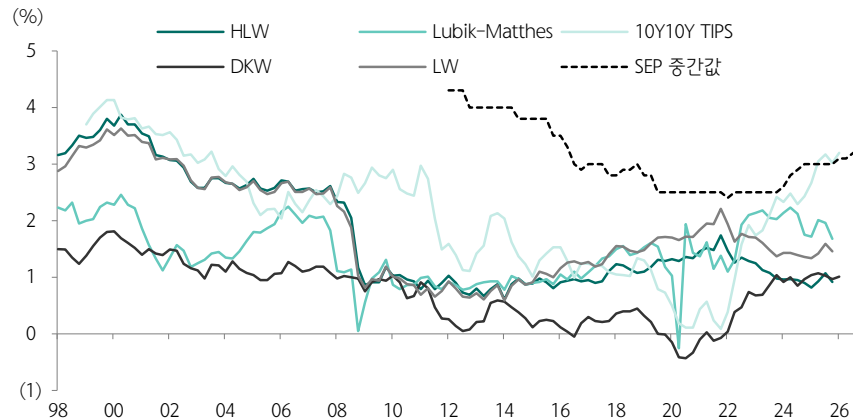
도표 14. 2026년의 '逆수수께끼'
: 25bp 인상에도 10년물 금리는 100bp 이상 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 중립금리 추정치 상향 조정
: 추정치가 상향조정되고 있는 것은 견조한 성장과 투자 수요 때문. 핵심은 AI

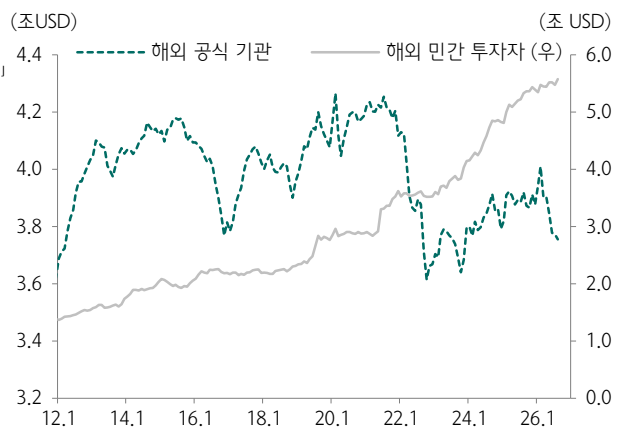
투자 수요 > 저축 공급
장기 중립금리 추정치 상향조정



주: HLW와 LW 모형은 뉴욕 연은, Lubik-Matthes 모형은 리치먼드 연은, 10y10y TIPS 모형은 세인트루이스 연은, DKW 모형은 연준 이사회의 스태프가 추정한 값

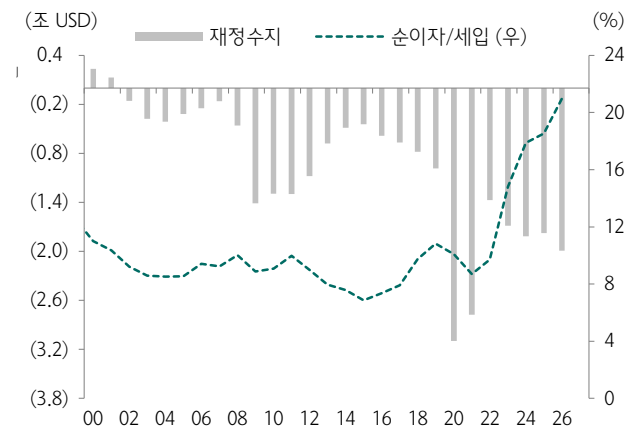
자료: NYFed, Richmond Fed, Saint-Louis Fed, Cleveland Fed, 하나증권

도표 16. 해외 공적기관의 미국채 매수
: 해외 공적기관 자리를 민간 투자자가 메우기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 미국 순이자비용 증가
: 연방 세입 대비 순이자비용 20% 상회하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

⑤ 2018년 11월: 10년 3.2%. 재정적자, QT와 주가 급락

재정적자, QT와 주가 급락

2017년 말 대규모 감세와 2018년 초 예산 합의로 재정적자가 1조 달러 수준으로 커졌고, 재무부는 국채 발행을 늘렸다. 연준은 2015년 12월부터 인상을 단행하는 동시에 2017년 10월부터 보유 채권을 줄이는 양적긴축(QT)을 시작했다. 공급은 늘고 최대 수요가 빠지는 구조였다. 여기에 파월 의장이 ‘중립금리까지 아직 갈 길이 멀다’고 언급하자 시장은 추가 인상을 반영했고, 10년물 금리는 11월 3.2%로 7년 만의 최고치를 기록했다.

금리를 꺾은 것은 주식시장이었다. 당시 S&P 500은 9월 고점에서 12월 말까지 약 20% 넘게 하락했다. 미중 무역전쟁이 격화되고 국제유가도 10월 이후 급락했다.

2018년은 재정적자와 국채 공급 증가라는 요인이 금리 상승을 주도했지만, 위험자산(주식) 버티지 못하자 연준이 물려서며 금리가 꺾인 사례다. 연준이 금융여건에 얼마나 민감하게 반응하느냐가 고점 형성의 열쇠였다.

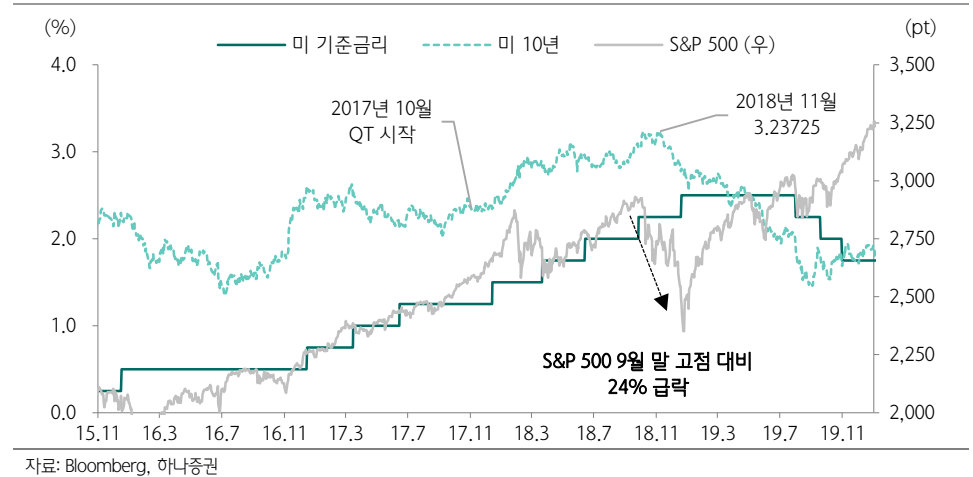
도표 18. (5) 2018년 11월
: 미국 기준금리, 10년, S&P 500 추이

금리 고점은 2018년 11월

금리 추세가 꺾였던 계기는

1) QT

2) 미중 무역전쟁 따른 주가 급락



기간프리미엄 급등과
재무부의 대응

⑥ 2023년 10월: 10년 5.0%. 기간프리미엄 급등과 재무부의 대응

연준은 2022년 3월부터 2023년 7월까지 11차례에 걸쳐 누적 525bp 인상했다(최종금리 상단 5.50%). 인상이 끝난 뒤에도 10년물 금리는 2023년 10월 5% 근처까지 상승했다. 원인은 연준이 아니라 국채 수급이었다. 8월 Fitch가 미국 신용등급을 AAA에서 AA+로 낮췄고, 이를 뒤 재무부는 QRA에서 이표채 발행을 크게 늘렸다. 여기에 3분기 견조한 성장과 9월 점도표에서의 H4L가 겹치며 기간프리미엄이 급등했다.

금리를 꺾은 것은 정책 당국의 대응이었다. 11월 QRA에서 재무부는 이표채 발행 증가 속도를 줄이고 단기물(T-bill) 비중을 늘렸다. 같은 날 FOMC에서 파월 의장은 장기금리 상승이 금융여건을 긴축시키고 있다고 인정했다. 이어서 12월 점도표가 2024년 인하를 시사하자 10년물은 두 달 만에 4%를 하회하기 시작했다.

2023년과 2026년 모두 기간프리미엄이 상승했다는 공통점이 있다. 2023년 장기금리를 안정시킨 해법이 재무부의 발행 조정과 연준의 ‘금융여건 긴축’ 인정이라는 수급, 정책 신호에서 나왔다는 점을 감안하면, 이번에도 11월 QRA의 발행 구성과 워시 의장의 발언이 금리 안정의 재료가 될 수 있겠다. 결국 재무부가 이표채 증액을 자제하고 단기채 비중을 늘리는지, 그리고 워시 의장이 장기금리 상승을 추가 인상을 대신하는 긴축 효과로 인정하는지가 관건이다. 다만 차이점도 있다.

2023년에는 연준이 인상을 끝낸 상태였지만, 지금은 인상 사이클의 초입에 있다. 2023년 하반기처럼 가파른 금리 안정을 기대하기에는 어려운 국면이다.

도표 19. (6) 2023년 10월
: 미국 기준금리, 10년, S&P 500 추이

금리 고점은 2023년 10월

금리 추세가 꺾였던 계기는

- 1) 11월 QRA
- 2) 12월 점도표 인하 시사

