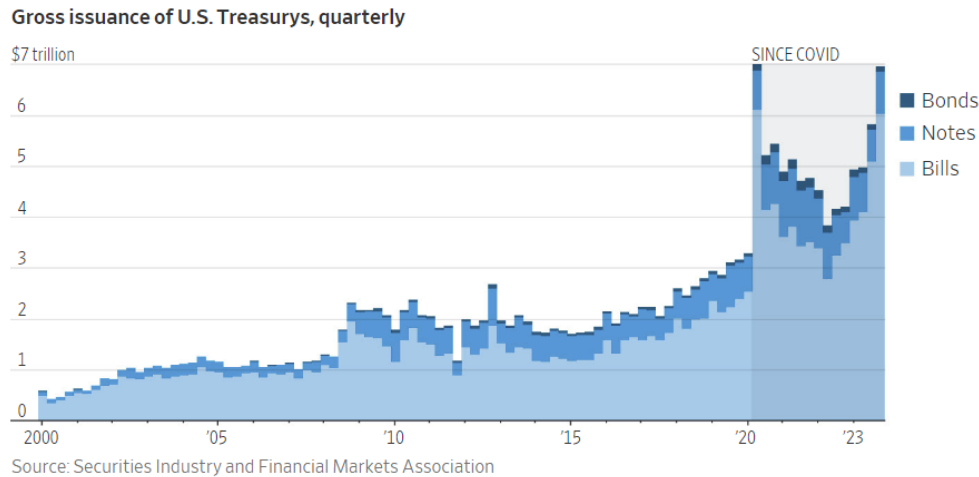


# The \$27 Trillion Treasury Market Is Only Getting Bigger

More debt, different buyers and increased regulation pose challenges



By [Eric Wallerstein](#) [Follow](#)

March 24, 2024 5:30 am ET

The world's largest, most-important financial market is growing by leaps and bounds. On Wall Street, that is making people nervous.

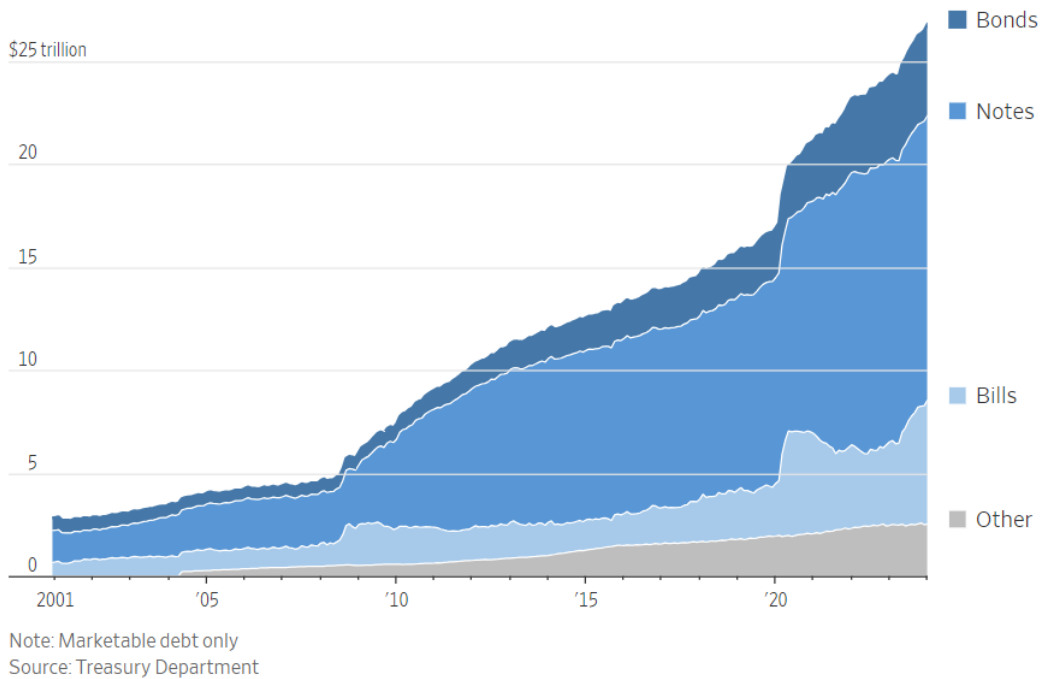
Annual issuance of [U.S. Treasuries](#) has exploded, nearly doubling since the pandemic began. The government sold a record **\$23 trillion worth in 2023**. And few think the spree is going to slow soon, given the widespread expectation that government spending will continue to rise regardless of who wins November's elections.

Rapid growth in markets from tech stocks to mortgage bonds has ended badly in the past. Treasuries are considered the safest and easiest-to-trade securities on Wall Street, and many worry that any instability there could rapidly spread.

The market's growth isn't the only thing troubling investors: Some are also concerned about new rules that are changing the way the trading works. That [x](#) could help alleviate strains but also create unforeseen consequences, such as the [cash shortages](#) in 2019 and 2020 that snarled trading and boosted interest rates.

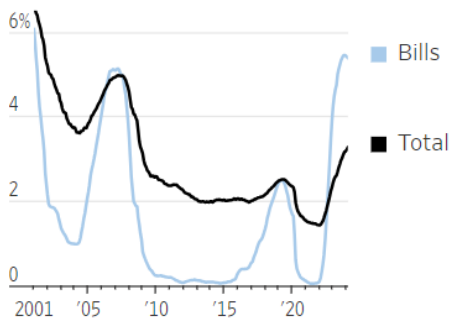
**"None of these regulations solves the mounting pile of Treasury debt," said Steven Kelly, associate director of research at the Yale Program on Financial Stability.**

## U.S. Treasury debt outstanding



## ○The mounting pile

### Average interest rate on Treasuries held by the public



Source: Treasury Department

When the government doesn't take in enough from taxes to fund its spending, the Treasury Department issues bonds to fill the gap. The agency raised a net \$2.4 trillion last year to finance the deficit, taking into account what it had to sell to repay holders of maturing debt.

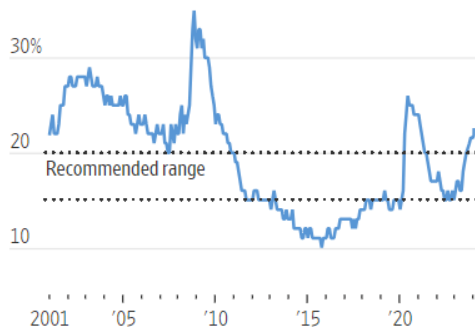
The Treasury market has grown more than 60% to \$27 trillion since the end of 2019. It is roughly sixfold larger than before the 2008-09 financial crisis.

“Running a nearly \$2 trillion deficit during a peacetime economic expansion—that’s a lot of bonds for the market to absorb,” said Stephen Miran, an adjunct fellow at the conservative Manhattan Institute and a former Treasury Department senior adviser who assisted with the Covid-19 response.

The Congressional Budget Office anticipates government spending that continues to climb in the coming years, with an aging population raising the cost of programs such as Social Security and Medicare. [Rising interest costs](#) could also boost issuance.

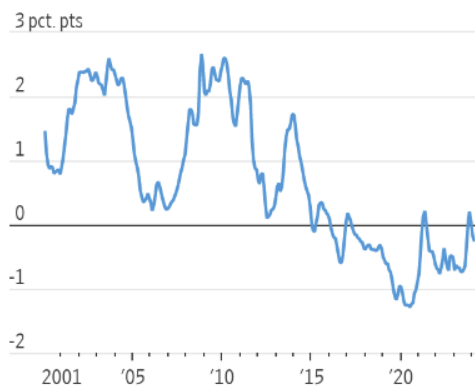
## ○A shifting market

Treasury bills as percentage of U.S. debt



Source: Securities Industry and Financial Markets Association

10-year Treasury term premium



Source: Federal Reserve

Mounting bond sales sparked market turmoil last fall, prompting the Treasury to shift toward selling more short-term debt. The amount of bills—those with maturities of one year or shorter—has risen to 22.4% of debt outstanding, above the recommended 20% limit set by the borrowing committee that advises the government.

Since then, demand has been more than adequate. Investors still aren't requiring extra compensation to hold longer-term Treasuries. The so-called term premium is actually negative.

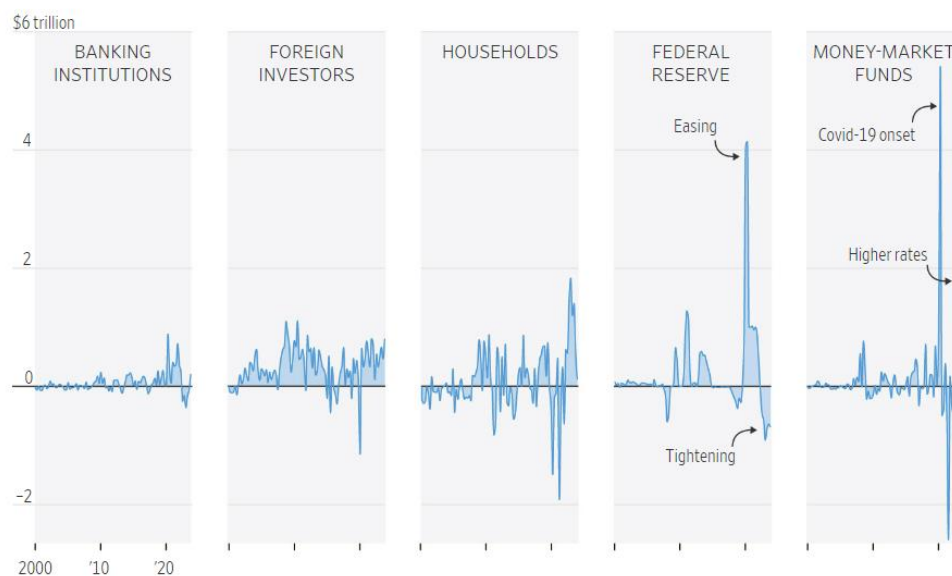
One reason demand for Treasuries remains solid: fewer alternatives. Many companies issued long-term bonds when the pandemic sent rates near zero, then slowed borrowing when the Fed started raising them. The market for mortgage-backed securities is nearly frozen, with few Americans moving in the most expensive housing market in decades.

## ○ Different buyers

Banks have pared their buying of Treasuries for years, constrained by [postcrisis regulations](#) that are poised to get even more restrictive. Hedge funds, money-market funds and foreign investors are now America's primary financiers.

Money-market funds are enjoying record inflows and scooping up [short-term Treasuries](#) in bulk. But they are mandated to only invest in bills.

Net purchases of U.S. Treasuries, quarterly, 2000-24



Note: Households include hedge funds and nonprofit organizations.  
Source: Federal Reserve  
Alana Pipe/THE WALL STREET JOURNAL

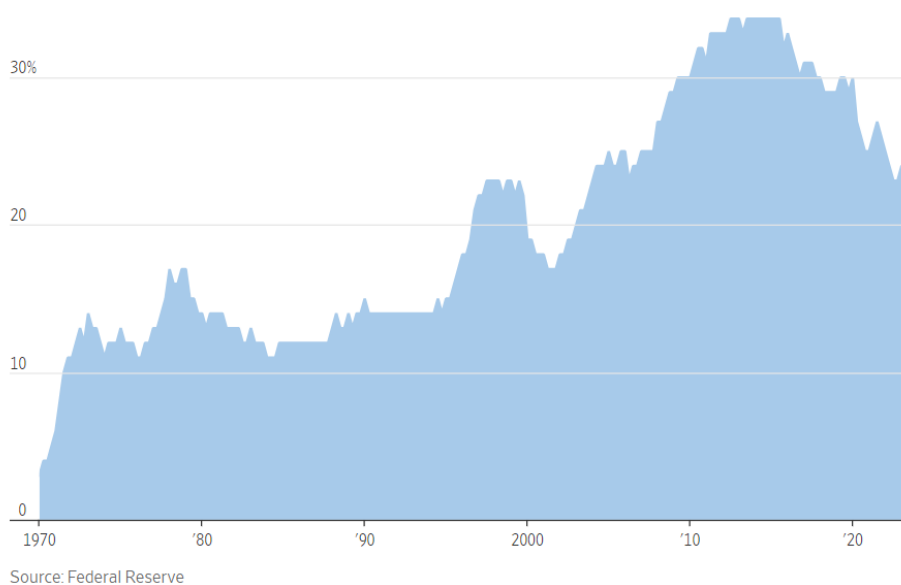
Hedge funds—lumped in with households in Fed data—have mostly filled the gap left by the central bank, which is paring its holdings of bonds accumulated in its efforts to prop up the economy. But at least one popular trade involving [Treasuries and Treasury futures](#) has regulators on edge. New rules from the Securities and Exchange Commission are likely to reduce its profitability—the [hedge-fund industry is suing](#), and funds are already pulling back.

---

## ○ What about overseas?

While foreign investors have steadily bought Treasuries, a strong dollar and growing supply of high-quality bonds elsewhere could slow purchases. Foreign holdings have declined below one-quarter of outstanding debt, after sitting at more than one-third in 2015.

Foreign holdings of U.S. debt as share of total outstanding



Dollar strength hasn't done much to deter Japanese investors. With rates below zero at home for years, they have hunted for yield overseas, recently increasing their Treasury holdings to \$1.2 trillion. Japan surpassed China as America's largest foreign creditor in 2019.

The Bank of Japan this past week raised rates out of negative territory and nixed its cap on long-term bond yields. Analysts don't expect Japan's central bank to let yields drift too high, though, preventing major outflows from Treasuries.

---

## ○ Tighter regulations

Disruptions in markets tied to government debt exacerbated both Lehman Brothers' collapse and the [March 2020 market panic](#). Fed Chair Jerome Powell said this past week the central bank wanted to avoid interventions such as the one required by the [2019 surge in overnight rates](#).

“Fed policymakers want to avoid another episode like 2019—it’s seared in their brains,” said Nate Wuerffel, head of market structure at BNY Mellon.

Even a one-day surge in funding costs can cause an institution to miss payments or be short on cash, which could lead to defaults, he said.

The Fed set up backstops during the Covid-19 pandemic to absorb potential market stress. But impending bank regulations could make capital scarcer among lenders. And the SEC is erecting new safeguards.

Those include forcing more trades tied to Treasuries through a [central clearinghouse](#). Inserting a middleman between the trillions of dollars changing hands daily would help banks offset regulatory burdens. Doing so should also mitigate cybersecurity concerns, after the November [hack of a Chinese bank](#) rattled short-term markets. Higher trading costs could discourage hedge funds from continuing to buy U.S. debt, however, prompting their lawsuit.

[Josh Frost](#), the Treasury Department’s assistant secretary for financial markets, said regulators aim to improve both daily conditions and resilience. “We want to minimize the impact on markets when a shock comes,” he said.

---

## ○ Going forward

---

Some say there is a workaround to Treasury market concerns.

The International Swaps and Derivatives Association trade group recently asked the Fed to revive a pandemic-era policy. It would allow banks to exclude Treasuries and deposits held at the central bank from a regulatory buffer that forces banks to hold capital as a percentage of loans and other assets. That would allow banks to finance more U.S. debt and open up their balance sheets when markets become strained.

Some worry that if the mounting pile of debt isn’t addressed, investors will be left with permanently higher bond yields. The prospect of inflation—from wars, expansionary fiscal policy, [deglobalization](#) and [immigration](#)—points to rates staying higher than before the pandemic.

“If you’re a long-term bond investor, the single most important question you need to ask is how long interest rates will remain elevated,” said Miran.

## ■ 기사 내용 요약

### 1. 트레저리 시장의 성장

- 미국 정부는 팬데믹 기간 동안 급증한 지출을 지원하기 위해 재무부 채권 발행을 크게 늘림. 그로 인해 지난 몇 년 동안 정부 지출의 증가 추세.
- 선거 결과와 관계없이, 정부 지출의 지속적인 증가가 예상되면서 이 시장의 성장은 앞으로도 계속될 것으로 보이며 투자자들 사이에서 안정성에 대한 우려를 낳고 있음. 특히 과거에 빠른 성장이 문제를 일으킨 다른 시장들과 같이 우려를 낳음.

### 2. 시장의 도전과 규제 변화

- 트레저리 시장의 성장 외에도, 새로운 규제가 시장 운영 방식에 변화를 가져오고 있음. 이것들은 금융 시장의 안정성을 강화하는 데 도움이 될 수 있지만, 과거에 발생한 현금 부족 사태와 같이 예상치 못한 부작용을 일으킬 수 있음. 또 이런 변화에 대한 우려들은 트레저리 시장의 안정성에 어떤 영향을 미칠지에 대한 불확실성을 증가.

### 3. 시장 구조의 변화

- 재무부 채권 시장에서는 단기 부채 발행이 증가하고 있습니다. 이는 시장 변동성에 대응하고, 장기 트레저리에 대한 수요를 유지하기 위한 조치이긴 함. 그러나 단기 채권 발행의 증가는 투자자들이 장기 트레저리를 보유하는 데 추가적인 보상을 요구하지 않는 상황을 반영.

### 4. 다양한 구매자들의 역할

- 은행들은 규제 강화로 인해 트레저리 구매를 줄였음. 그 사이 헤지펀드, 머니마켓 펀드, **외국 투자자들**이 미국의 주요 자금 조달원으로 부상했고 시장의 구매력과 투자 패턴에 영향을 미침. 특히, **헤지펀드는 중앙은행이 축적한 채권을 대체하여 핵심적인 구매자가 되었음.**(13f에서 rokos 보여주기)

### 5. 해외 투자자의 역할

- 외국 투자자들, 특히 일본 투자자들의 트레저리 시장수요 증가. 강달러와 타 국가들의 고품질 채권 공급 증가로 수요가 줄 수도 있음.
- 일본은 최근 금리를 올리고 장기 채권 수익률에 대한 상한선을 제거했지만, 이 조치가 트레저리 시장에서 대규모 자금 유출을 초래하지는 않을 것으로 예상.

## 6. 규제 환경의 변화

- 금융 위기와 코로나19 팬데믹 동안의 시장 스트레스를 완화하기 위해 도입된 안전장치와 더불어 새로운 은행 규제와 SEC의 안전 조치가 도입되고 있음.
- 이 규제 변화는 시장의 안정성을 높이는 것을 목표로 하지만, 동시에 시장 참여자들에게 새로운 고려거리를 안겨줌.

## 7. 전망

“시장 참여자들과 규제 기관은 트레저리 시장의 우려를 해결하기 위한 다양한 방안을 모색하고 있습니다. 이러한 노력은 시장의 안정성을 유지하고 금융 시스템의 전반적인 건전성을 강화하는 데 중요합니다. 그러나 지속적인 부채 증가와 인플레이션 위험은 향후 금리 상승 압력을 가중시킬 수 있으며, 이는 장기 투자자들에게 중요한 고려 사항입니다.”



## ▣ 트레저리(미국 채권)

### 1. 트레저리 빌 (T-Bills)

정의: 트레저리 빌은 만기 기간이 1년 미만인 단기 정부 채권.

특징: 이 채권은 할인율로 발행되며, 만기 시 액면가로 상환됩니다. 즉, 투자자는 빌을 액면가보다 낮은 가격으로 구매하고, 만기 때 액면가를 받아 차액을 이익으로 얻습니다. **이자 지급이 별도로 이루어지지 않습니다.**

용도: 주로 단기 자금 관리 목적으로 사용됩니다.

### 2. 트레저리 노트 (T-Notes)

정의: 트레저리 노트는 만기 기간이 2년에서 10년 사이인 중기 정부 채권

특징: 노트는 정기적으로 (보통 6개월마다) 이자를 지급합니다. 이자율은 고정되어 있으며, 채권의 액면가에 따라 결정됩니다.

용도: 중기 투자 목적이나 이자 수익을 목표로 하는 투자자에게 적합합니다.

### 3. 트레저리 본드 (T-Bonds)

정의: 트레저리 본드는 만기 기간이 20년 또는 30년인 장기 정부 채권

특징: 본드 역시 정기적으로 이자를 지급합니다. 이자는 보통 6개월마다 지급되며, 이자율은 고정됩니다.

용도: 장기적인 투자 목표를 가진 투자자나 은퇴 자금 등 장기 자금 관리를 위한 수단으로 적합합니다.

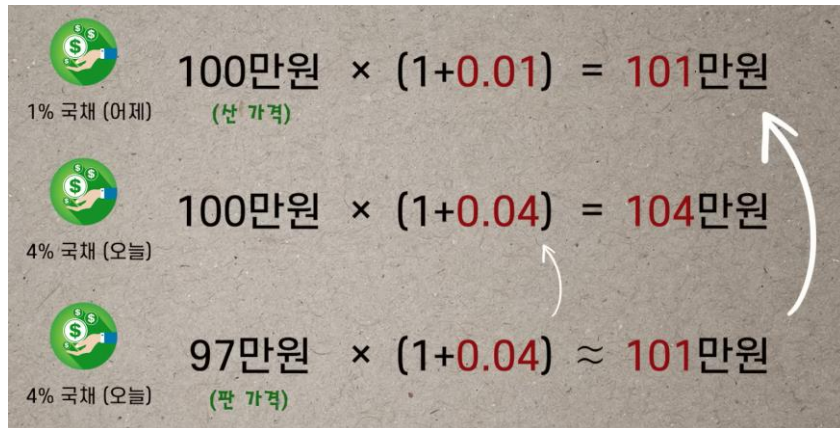
### 4. TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities)

정의: TIPS는 인플레이션으로부터 보호를 제공하는 트레저리 채권입니다. 만기 기간은 5년, 10년, 또는 30년입니다.

특징: TIPS의 주요 특징은 액면가가 인플레이션에 따라 조정된다는 것입니다. 인플레이션 발생 시 액면가가 증가하고, 디플레이션이 발생하면 액면가가 감소할 수 있습니다. 이자율은 고정되어 있지만, 지급되는 이자 금액은 조정된 액면가에 적용되어 변동할 수 있습니다.

용도: 인플레이션으로 인한 손실 우려가 있는 투자자에게 적합한 투자 수단입니다.

## ▣ 채권의 간단한 이해



1. 0.01 -> 0.04 금리 인상
2. 같은 가격에 같은 이자율을 적용하려면 채권 가격이 내려감, 그대로 판매
3. 표면금리 0.01 에 시장금리가 0.04 인 상황 발생

미국국채(26/04/30) US91282CBW01	
매매금리	4.5000%
매매단가	\$92.8802
발행일	2021.04.30
만기일자	2026.04.30
표면금리	0.7500%
신용등급	AA+
잔존일수	2년35일
중개통화	USD
이자지급방법	고정부이표
이자지급주기	6개월

매수중개신청

미국국채(34/02/15) US91282CJZ59	
매매금리	4.1300%
매매단가	\$99.3892
발행일	2024.02.15
만기일자	2034.02.15
표면금리	4.0000%
신용등급	AA+
잔존일수	9년326일
중개통화	USD
이자지급방법	고정부이표
이자지급주기	6개월

매수중개신청

\*두 상품 모두 24/03/26, 키움증권 기준

해당 경우는

1. 달러로 환전해서 알채권을 사는 방법(여기 해당)
2. 원화로 국내상장 ETF 를 사는 방법([ACE 미국 30년국채액티브\(H\)](#))
3. 달러로 환전해서 미국시장에 상장되어 있는 ETF 를 사는 방법([iShares 20+ Year Treasury Bond ETF \(TLT\)](#))

## ■ 미 국채 투자 증가 이유

“국내 주요 5개 증권사를 통한 미국채의 순매수 규모는 2022년 2,045억 원에서 2023년 7월말 1조8,710억 원으로 대폭 증가했다.”

### Why?

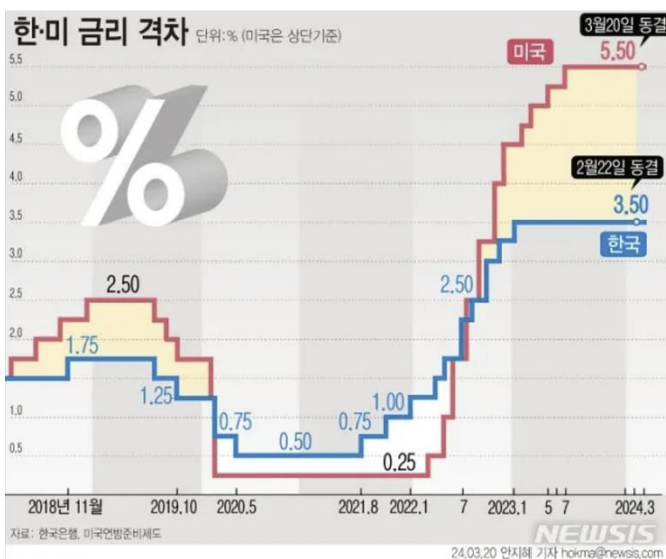
미국 국채 10년 03.26. 02:38 * 실시간	4.2440 ▼ 0.0090	-0.21%
미국 국채 2년 03.26. 02:39 * 실시간	4.5950 ▲ 0.0080	+0.17%
미국 국채 3년 03.26. 02:11 * 실시간	4.3970 0.0000	0.00%
미국 국채 5년 03.26. 02:34 * 실시간	4.2320 ▼ 0.0010	-0.02%
미국 국채 30년 03.26. 02:39 * 실시간	4.4120 ▼ 0.0140	-0.31%
미국 국채 20년 03.26. 02:39 * 실시간	4.5030 ▼ 0.0120	-0.27%
미국 국채 7년 03.26. 02:39 * 실시간	4.2480 ▼ 0.0070	-0.16%
미국 국채 1년 03.26. 01:17 * 실시간	5.0180 ▲ 0.0210	+0.42%
미국 국채 6개월 03.26. 02:31 * 실시간	5.3690 ▲ 0.0560	+1.05%
미국 국채 3개월 03.26. 01:59 * 실시간	5.3890 ▲ 0.0170	+0.32%
미국 국채 2개월 03.26. 02:40 * 실시간	5.5020 ▲ 0.1090	+2.02%
미국 국채 1개월 03.26. 02:39 * 실시간	5.4430 ▲ 0.0700	+1.30%

1. **한미금리 역전**. 즉, 미국 국채의 수익률이 한국 국고채 수익률보다 높아짐. 금융시장에서 유통되고 있는 만기 1년 정도 남은 한국 국고채의 시장수익률은 3.32%인 반면, 미국 국채는 5.018%이다(2024.03.25 기준).

2. **미 국채 직접투자에 대한 개인투자자의 접근성이 개선됨**. 현재 증권사 모바일 앱을 통해 **최소 10 달러** 단위로 미 국채를 매매할 수 있게 되었음.

## ■ 미 국채 투자 장점

### 1. 이례적인 한미 금리 격차



은행이 돈을 빌려줄 때 가장 중요한 것은 신용. 채권을 발행한 주체가 **미국 정부**라면, 그에 대한 **채무불이행 위험은 제로**에 가까움. 그래서 보통 미국 국채에 대한 금리는 다른 국가(한국 포함) 대비 낮은 편이다.

But, **최근 미국 국채의 시장이자율이 한국 국채보다 대체로 높게 형성되어 있음**. 요즘 같은 상황에서 미 국채에 투자하면 한국 국채보다 신용위험이 적은 투자자산에서 더 높은 이자수익률을 얻을 가능성이 크다.

## 2. 경기침체에 대응하면서 장기 자산배분 수단으로 활용

국채는 경기침체 시 포트폴리오의 손실을 줄이거나 수익률을 제고할 수 있는 대표적인 투자수단임

Why?

**첫째, 경기침체가 발생하면 안전자산에 대한 선호 현상이 강화된다.** 경기침체로 인해 주식과 부동산 등 위험자산에 대한 투자 수요는 감소하는데 이러한 자금이 정부가 보증하는 국공채에 모여드는 것이다.

또한 세계적인 경제위기가 발생했을 때 미국 국채를 보유하고 있다면, **외환차익까지도 거둘 수 있다.** **경기 위기 정도가 심화될수록 안전자산에 대한 수요가 높아져, 대표적인 안전자산 중 하나인 미 달러의 가치가 다른 통화에 비해 상승하기 때문**이다. 따라서 세계적인 경제위기 시에 미 국채를 보유하면 매우 방어적인 포트폴리오를 구성할 수 있게 된다.

**둘째, 금리 하락으로 인한 채권 가격 상승을 기대할 수 있다.** 경기침체가 발생하면 중앙은행은 경기 부양을 위해 기준금리를 낮춘다. **기준금리가 하락하면 채권 가격은 상승**하게 된다. 왜냐하면 금융시장에 유통되는 **국채나 회사채 대부분은 고정금리로 발행**되는데, 상대적으로 이자가 높은 채권을 보유하고 있는 상황에서 기준금리가 하락하면 신규 발행되는 채권의 이자는 낮아질 것이고 이에 따라 기존 보유 중인 채권의 가치는 높아지기 때문이다.

## 3. 이자수익 과세 시 절세 효과

채권 이자에 대한 세금은 **표면금리**에 세율을 곱해 계산한다. 미국 국채도 같은 이치로 세금이 계산된다. 시장금리가 어떻든 상관없이 표면이자율이 낮은 채권을 보유하면 세금을 아낄 수 있는데, 이는 채권 직접투자의 대표적인 장점이다.

(현재 표면금리가 0.1%대에 불과한 미 국채가 유통 중, 이를 예시로,

**시장금리가 5%인 상황에서 표면금리 0.125%**인 미국 국채를 100 만 원어치 매수했다고 해보자과세 대상인 이자소득은 시장금리에 따른 채권 수익률과 관계 없이 1,250 원(100 만 원×0.125%)에 한정된다. 이때 세금은 1,250 원에 이자 소득세율 15.4%(지방소득세 포함)를 곱한 192 원이 된다. 개인투자자의 경우 이러한 이자소득 외 나머지 수익은 자본차익으로 분류돼 비과세된다.

**그와 반대로, 확정금리가 5%인 예금 상품에 가입했다면 1 년 뒤 5 만 원이 이자소득으로 분류돼 이자소득세로 7,700 원(5 만 원×15.4%)을 내야한다.**

## ■ 미 국채 투자 단점

### 1. 환율리스크

미국 국채에 직접 투자하면 그만큼 달러를 보유하고 있는 셈. 만약 달러 가치가 하락하면 이자 등의 채권투자 수익은 환차손에 의해 상쇄될 수 있다. 따라서 미 국채에 투자하기 앞서 달러 가치가 하락하는 경우도 염두에 두어야 함.

물론 개인투자자가 외환가치 변동을 사전에 대응하기란 쉽지 않기에 환위험을 제거하면서 미국 국채에 투자하고자 할 경우, 환헤지가 된 미 국채 ETF 나 펀드에 투자하는 간접투자 방법을 사용할 수 있음.

### 2. 채권평가차손 발생 가능

금리 하락을 예상하고 채권을 사둔 상황에서 오히려 금리가 상승하면 채권의 평가차손이 발생할 수 있다. 내년 미국 연준이 기준금리를 인하할 것으로 예상해 미 국채를 샀다가, 예상치 못하게 물가 상승 혹은 그 외의 이유로 금리 상승세가 지속된다면 채권 가격이 하락할 수 있다는 것이다.

**특히 장기채권일수록 금리 상승으로 인한 가격 하락 폭이 클 수 있음을 감안해야 한다. 만기가 긴 채권은 만기가 짧은 채권에 비해 금리 변화를 경험할 가능성이 높고 그 결과 채권 가격의 변동성에 더 많이 노출되기 때문이다.** 따라서 장기물을 중심으로 투자한다면 시장 상황을 예단해서 수익을 얻어가겠다는 관점보다는 자산배분 관점에서 포트폴리오 변동 위험을 줄인다는 생각으로 미 국채를 편입하는 것이 좋다.