MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2024.9.3

[채권]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

Fixed Income Issue

25년 예산안의 초장기 커브 영향

- 25년 국고채 발행한도 201.3조원, 올해 대비 42.8조원 증가. 국채 만기별 발행 비중 고려 시 단기 60.4조(30%), 중기 70.5조(35%), 장기 70.5조원(35%) 발행 예상
- 경험적으로 수급 부담과 대외금리 상승은 초장기 커브 스팁 재료였음. 내년 초장기 국채 발행량은 23년 및 24년과 비교하면 각각 7조원 및 15조원 가량 증가할 전망
- 장투기관 수요 및 25년 WGBI 편입 기대는 외인 장기채 수요에 긍정적. 커브 스팁 지속 어렵겠으나, 단기적으로는 금리 하락 속도 조절 전망하며 듀레이션 중립 대응 추천

2025년 만기별 국고채 발행 물량 추정

2025년 예산안과 국고채 발행 계획이 발표됐다. 정부는 올해 대비 내년도 국세수입 증가를 예상했는데 이는 기업실적 개선 및 경기 회복을 전망했기 때문이다. 총지출 증가율은 올해 대비 3.2% 증가할 것으로 전망했고 이는 올해 총지출 증가율(+2.8% YoY)을 상회한다. 또 지출 대비 총수입이 더 크게 증가하며 재정수지는 개선될 것으로 추정했다〈표1〉.

내년도 국고채 발행 규모는 총 201.3조원으로 올해 대비 42.8조원 증가할 전망이다(그림 1). 최근 3년 간 국고채 연간 발행 한도의 60~65%가 상반기에 발행됐다. 내년에도 상반기 재정 조기 집행을 가정하면 내년 상반기 월 평균 20조원 수준의 국고채가 발행된다. 올해 상반기에는 월 평균 16조원 규모의 국고채가 발행됐기 때문에 내년도 국채 공급 물량은 올해 대비 증가할 전망이다.

올해에는 국고채 발행 순증 규모가 23년 대비 10조원 감소할 수 있었다. 2023년~24년 세수 결손에 대응하기 위해 정부는 외평기금 여유 재원을 공자기금으로 당겨온 후 이를 정부사업 예산 용도인 일반회계로 전입하는 방식을 선택했다. 정부는 세수 부족 재원으로 일부 활용했던 공공자금관리기금(공자기금) 재원 조달을 위해 내년도 국채 발행 규모가 확대될 것이라고 설명했다.

표 1. 2024년과 2025년 예산안 주요 내용 비교

	2024년 예산안, 조원 (A)	2025년 예산안, 조원 (B)	(B-A), 조원	(B-A), %
총수입	612.2	651.8	+39.6	6.5
국세수입	367.3	382.4	+15.1	4.1
세외수입	244.9	269.4	+24.5	10
총지출	656.6	677.4	+20.8	3.2
예산	438.3	450.9	+12.6	2.9
기금	218.4	226.5	+8.2	3.7
통합재정수지 (GDP 대비, %)	-44.4 (-1.8%)	-25.6 (-1.0%)	+18.8 (+0.8%p)	-

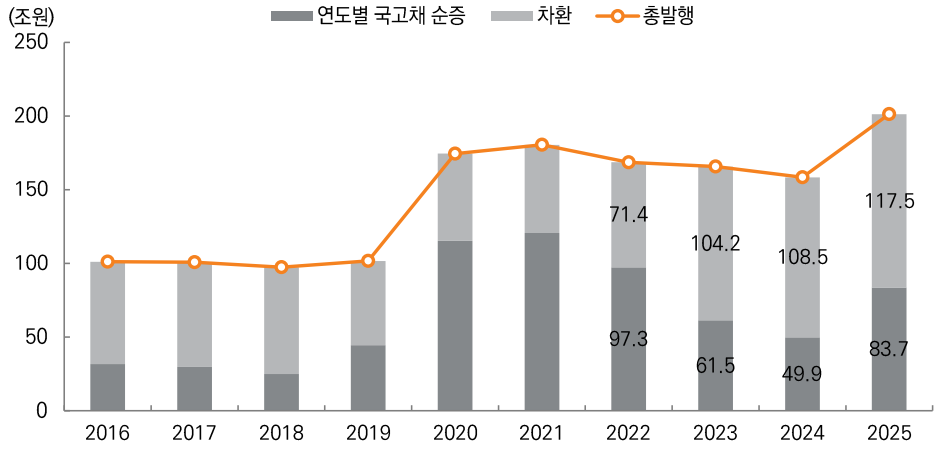
자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

내년도 만기별 국고채 발행 기조가 올해와 비슷할 경우, 중장기 구간 발행 물량이 늘어날 전망이다. 잔존만기가 10년을 초과하는 초장기 국고채 발행량은 꾸준히 증가해 올해 8월말에는 그 비중이 국채 전체 잔고의 42%로 늘어났다(그림2).

기재부는 단기(3년 이하)와 중기(5,10년), 장기(20, 30, 50년)물 국채 만기별 발행 비중을 각각 30%, 35%, 35% 내외로 유지하고 있다. 이번에 발표한 내년도 국채 발행한도(201.3조원)만큼 전액 발행한다고 가정한다. 만기별 발행 비중을 고려하면 내년도 국고채 만기별 발행 물량은 단기물 60.4조원, 중기물과 장기물은 각각 70.5조원 규모로 추정된다.

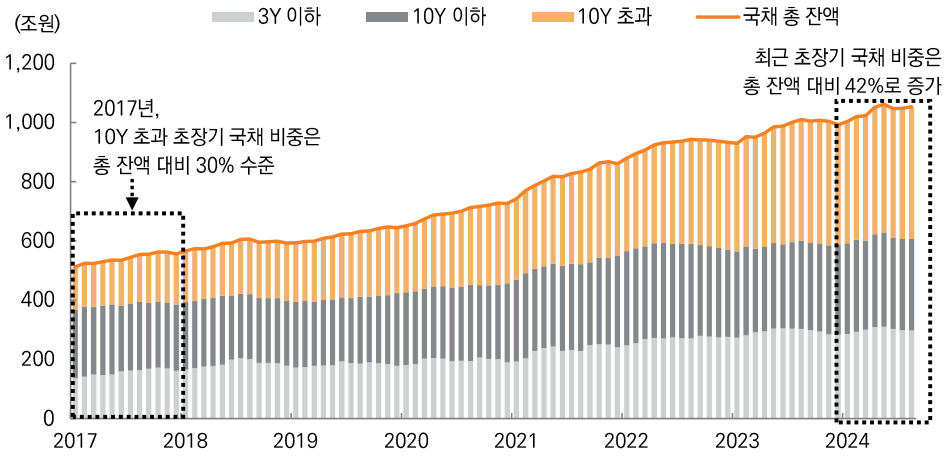
2023년에 20년 이상 장기물은 62.5조원 발행됐고 올해는 대략 55조원이 발행될 예정이다. 내년도 초장기 국채 발행량을 2023년 및 2024년과 비교하면 각각 7조원 및 15조원 가량 늘어나게 된다.

그림 1. 내년도 국고채 발행 규모는 올해 대비 27% 증가



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 초장기 국채가 총 잔액에서 차지하는 비중 꾸준히 증가



자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

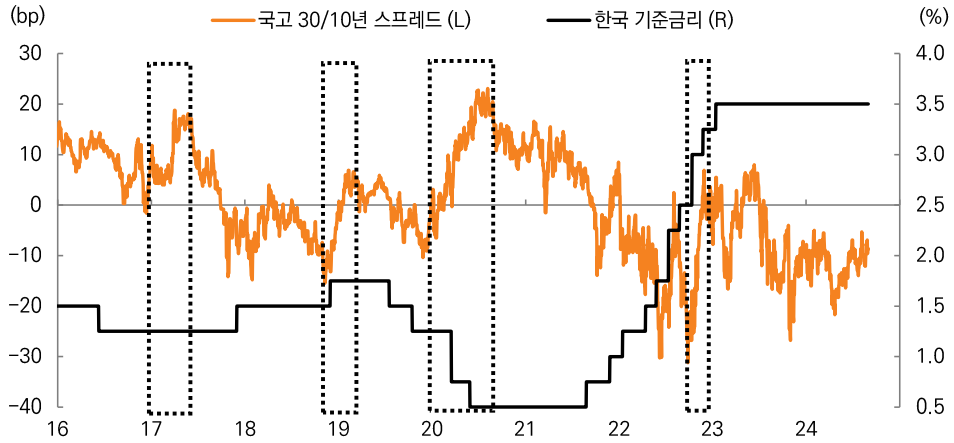
국고채 초장기 커브 스티프닝 사례 점검

초장기 커브 방향은 수급과 대외금리 변동이 좌우

내년도 국고채 발행은 장기물 국채 공급 증가 요인이며 공급 측면만 고려한다면 커브 스팁 재료다. 정부의 초장기 국채(20년물 이상) 발행량은 꾸준히 늘어나고 있지만 주로 보험사와 같은 장기 투자 기관의 초장기 국채 수요가 양호하게 유지되고 있어 국고 30/10년 커브는 2년 넘게 역전돼 있다. 내년도 국채 발행 규모가 올해 대비 큰 폭으로 확대되기 때문에 초장기 구간의 커브 역전 해소 가능성을 점검할 필요가 있다.

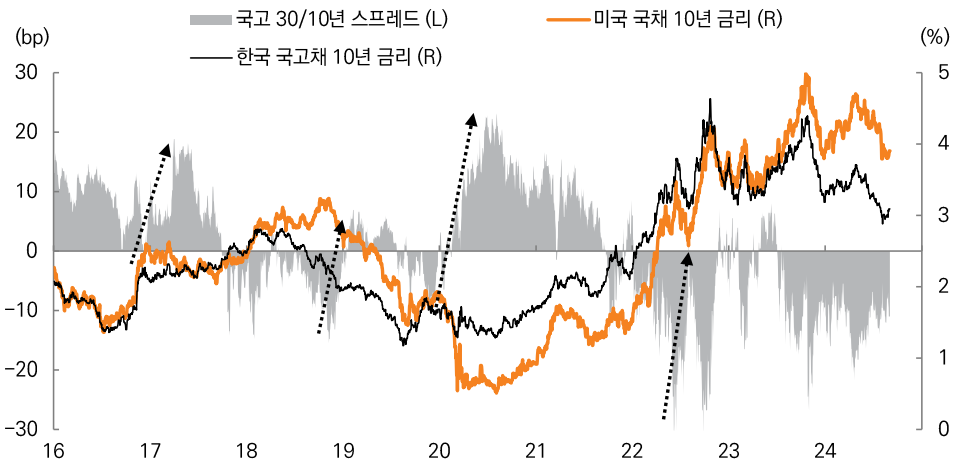
2016년부터 현재까지 국고 30/10년 커브가 추세적으로 스팁 됐던 국면은 4차례가 있다(그림3,4). 수급과 대외금리 상승, 통화정책 변화는 초장기 국채 커브에 영향을 미치는 요인들이었다. 다음은 각 시기별로 커브 스팁을 견인했던 주요 요인들이었다. 1) 2017년 상반기: 트럼프 행정부 출범 직후 미국 금리 상승과 연준 QT 논의 시작, 2) 2018년 말~2019년 초: 초장기 국채 발행 물량 확대, 3) 2020년: 코로나19로 인한 추경 편성에서 적자국채 발행 급증, 4) 2022년 3Q말: 연준의 가파른 금리인상과 국내 레고랜드 사태로 금리 상승.

그림 3. 초장기 국채 커브 방향, 수급과 대외금리 흐름이 좌우



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 금리 변화와 초장기 국채 커브 방향 비교



자료: 한국은행, 금융투자협회, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

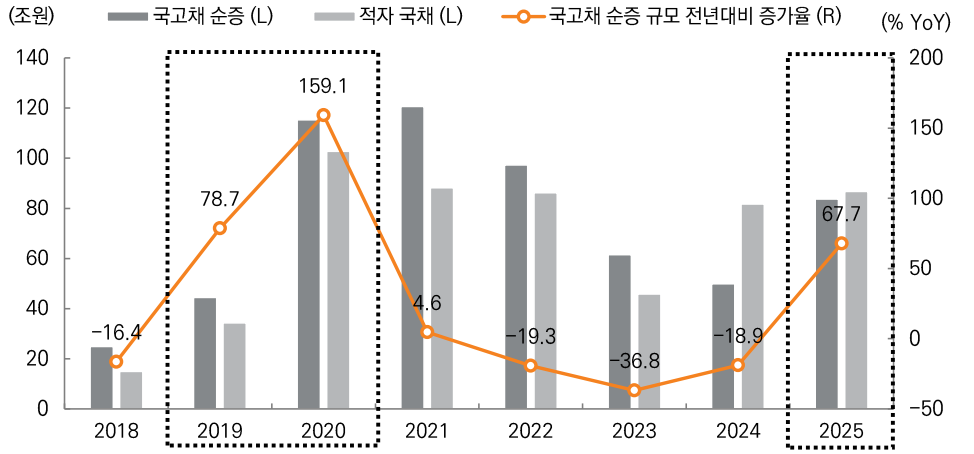
장기채 발행 증가 사례와 2025년의 비교

경험적으로 국고 30/10년 커브 스팁 사례를 고려하면 연말 미국 대선 및 원화채권 수급 이슈는 초장기 커브 스팁을 견인할 수 있다. 최근 해리스 후보 지지율이 올라가고 있지만 9/10 TV 토론이 남아 있다. 토론 이후 양 후보의 지지율 변화 등 대선과 관련된 불확실성과 함께 새로운 행정부의 복지정책 확대에 따른 재정적자 부담 심화는 장기물 금리 하락을 제한할 수 있는 요인이다.

초장기 구간은 다른 만기 대비 수급에 비교적 민감하다는 특징이 있다. 초장기 국채 공급 확대 영향을 점검하기 위해 2019~2020년 사례와 2025년을 비교할 수 있다. 2018년 말부터 2019년 초, 2020년 상반기에 국고 30/10년 커브 스티프닝이 가파르게 진행됐다. 두 국면은 국채 순증 규모의 급증 및 적자국채 발행량 확대가 공통적으로 초장기 구간 커브에 유의미한 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 2025년에도 국채 순증 규모가 올해 대비 67.7% 급증하며 적자국채 발행도 올해 대비 5조원 증가할 전망이다(그림5).

앞서 언급한 2019년 초와 2020년 상반기 기간 중 국고 30/10년 스프레드는 저점 대비 최대 30bp까지 벌어졌다. 2020년 3Q에는 대규모 추경 편성을 위한 자금 조달이 필요했기 때문에 초장기 국채 발행량이 전년대비 2배 이상으로 늘어났다. 내년에는 장기국채 발행이 늘어나더라도 올해 대비 월 평균 1조원 내외 수준으로 증가할 전망이다. 공급 이슈가 시장에 미치는 충격은 2020년에 비해 제한적일 가능성이 높다.

그림 5. 초장기 커브 스티프닝 됐던 2019, 2020년 적자국채 및 국고채 순증 규모 확대



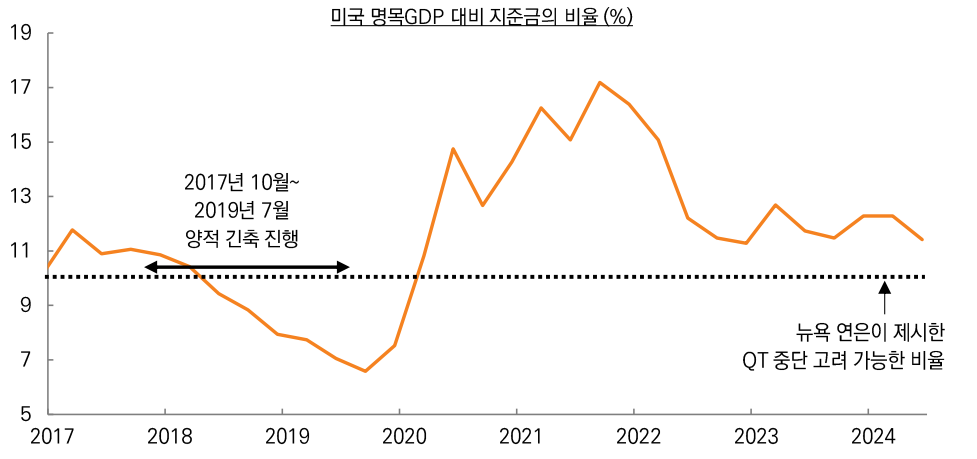
자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

스티프닝 지속되기 어렵겠지만 당분간 중립 포지션 대응 추천

펀더멘털 및 통화정책 측면도 커브 스팁 장세를 지속시키기 어려워 보인다. 현 시점 연준 금리 인하를 앞두고 있으며 미국을 비롯해 대외 금리도 통화정책 완화 전환 기대감을 반영하고 있다. 글로벌 금리 상승 국면으로 보기 어렵기 때문에 초장기 금리 상승세도 제한될 전망이다. 2018년 말에도 국고 50년물 발행 빈도 확대 등 초장기물 국채 발행 증가 경계심에 장기금리가 상승했지만 도비쉬한 FOMC와 경기 둔화에 커브는 다시 불 플랫됐다.

커브 스팁의 첫 번째 사례로 지적한 2017년 초에는 3월 FOMC에서 QT가 논의되며 당시 금리도 상방 압력을 받았다. 최근에는 QT 조기 중단 가능성이 언급되고 있다는 점이 차이점이다. 뉴욕 연은의 공개시장조작(Open market operation, 2024년 4월) 보고서에서는 명목 GDP 대비 지준 비율이 10% 수준으로 떨어질 경우 충분한 지준("ample reserves") 확보를 위해 QT가 조기 중단될 수 있다고 분석했다. 올해 2Q 말 GDP 대비 지준 비율은 11.4%로 하락해 그 기준에 근접해 가고 있다(그림6).

그림 6. 뉴욕 연은의 QT 조기 중단 기준에 근접해 가는 GDP 대비 지준 비율



자료: New York Fed, FRB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

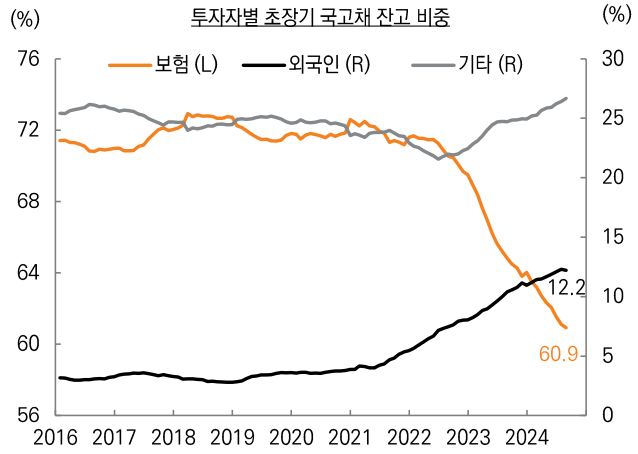
금통위가 연준과 비슷하게 연속적인 금리 인하 기조를 밟을 경우 국내 커브도 불 스티프닝 장세를 나타내며 30/10년 커브도 스팁될 수 있다. 그러나 현재 금통위는 가계부채 증가세 및 부동산 시장에 대한 경계심을 지속하고 있다. 금통위의 정책 완화 속도는 완만하게 진행되면서 중단기 금리 하락 속도도 조절될 전망이다. 더불어 낮아지는 인플레 대비 제약적인 기준금리 환경이 지속될 경우 펀더멘털에는 하방 요인으로 작용하게 된다. 장기금리 상승이 추세적으로 이어지기는 어렵다고 본다.

최근 초장기 국채 물량에 보험사 이외에 외국인 투자자의 수요도 유입되고 있다. 2019~2020년에는 초장기 국채 잔고에서 대표적인 장기투자자로 분류되는 보험사의 비중이 75%에 달했다. 반면, 지금은 보험사 비중이 60%로 감소했고 외인 비중은 점차 높아지고 있다(그림7). 10월 한국채의 WGBI 편입 가능성은 낮아졌다고 판단되나 외인 투자 접근성 개선 노력이 이어지고 있으며 한국 국채시장의 접근성 레벨이 상향될 여지는 충분하다.

WGBI가 장기채 편입 비중이 비교적 높은 점을 고려하면 동 지수를 추종하는 외국인 자금의 한국 장기채 수요도 지속될 전망이다(그림8). 장투기관의 경우에도 자산-부채 듀레이션 매칭 및 경기 둔화에 따른 안전자산 수요가 유지될 가능성이 높다. 내년도 국채 발행 물량보다 금리 인하 기조가 시작됐다는 것에 주목할 필요가 있다. 중장기적인 관점에서 3% 위의 초장기 국채 금리 레벨은 투자 메리트 높다고 판단한다.

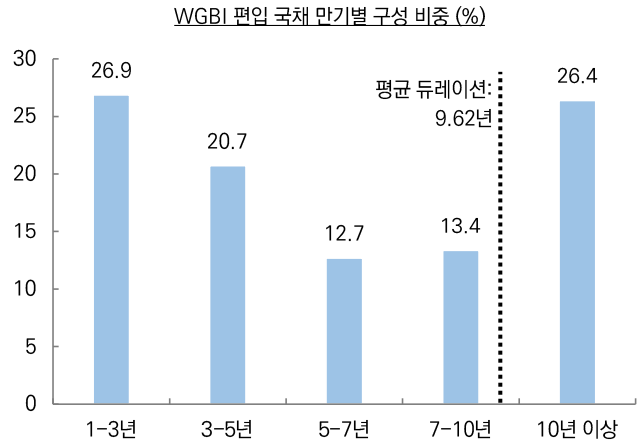
반면, 단기적으로는 금통위 금리 인하 기대 조정, 올해 하반기 WGBI 편입 불발, 연말 미국 대선 불확실성 등이 장기채권 투자에 조금 부담스러운 요인이 될 수 있다. 국내 금리와 기준금리 역캐리가 장기화되고 있는 상황에서 가계대출 증가세 및 매파 금통위는 금리 하방 경직성을 높이게 될 전망이다. 당분간 기존 전략인 듀레이션 중립 포지션 대응 전략을 유지한다.

그림 7. 외국인 투자자도 초장기 국고채 투자 비중 높아짐



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. WGBI, 10년 이상 장기채 편입 비중 높음



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.