2025년 11월 24일 | Global Asset Research

해외채권

영국

영국 국채 금리가 심상치 않다

- 길트 10년물 금리, 11월 한달 간 한국 제외한 주요국 중 가장 큰 폭으로 상승
- 물가 안정에도 11/26 발표될 예산안 우려가 반영되며 길트 투매 촉발
- 당분간 장기물 금리 상승 압력 유효. 국채 추가 발행 및 연금의 국채 보유 규모 축소는 장기적으로 공급 부담 요인

당분간 길트 장기물 금리 상방 압력 유효

11월 중순까지만 해도 10년물 길트 금리는 연내 최저점(4.386%)까지 하락하며 3분기까지의 저점(4.435%) 보다 5bp 가량 낮은 수준을 기록했다. 1) 고용 시장 완화 징후와 2) 물가 정점 통과를 시사하는 데이터 3) 소득세 인상을 통해 재정적자를 줄이려는 계획을 보도한 사실이 금리 하락을 주도했다.

하지만 최근 길트 금리 상승세가 심상치 않다. 11월 한 달간 한국을 제외한 주요국 중 장기물 금리가 가장 큰 폭으로 상승했다. 11/26 발표될 내년도 예산안에서 리브스 재무장관이 소득세 인상 계획을 철회하겠다는 보도가 나오면서 길트 투매 현상이 심화됐다. 10년물 금리는 11월 중순 이후 6영업일 만에 약 20bp 급등했으며, 올해 전고점까지 약 30bp를 남겨두고 있다(20년물과 30년물은 고점까지 각각 26bp, 27bp 남겨둔 상황).

10월 헤드라인 CPI가 전년 동월 대비 3.6%로 9월 3.8%보다 낮아졌음에도 불구하고, 시장은 물가보다는 재정 불확실성에 집중하는 모습이다. 이로 인해 길트채 10년물 텀 프리미엄은 2024년 이후 약 1.6% 상승했다.

예산책임처(OBR)가 다소 개선된 재정 전망(최대 300억 파운드까지 예상되던 재정 적자 규모가 200억 파운드로 축소)을 근거로 세금 인상 계획을 철회하려 했음에도 불구하고, 시장은 여전히 영국의 재정 건전성에 대한 불확실성을 반영 중이다.

11/26 예산안 발표를 앞두고, 시장은 부채관리청(Debt Management Office, DMO)이 예상보다 많은 국채를 발행해 자금을 조달할 것으로 예상하고 있다. 블룸버그가 14개 프라이머리 딜러(PD)를 대상으로 실시한 설문조사에 따르면, 정부는 이번 회계 연도에 부채관리청(DMO)이 4월에 발표한 것보다 약 90억 파운드 더 많은 국채를 발행할 것으로 추정했다. 추가 발행량까지 감안하면 연간 차입 예상치는 3,081억 파운드로 2021년 이후 가장 높은 수준이다.

Compliance Notice

본 조사자료는 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

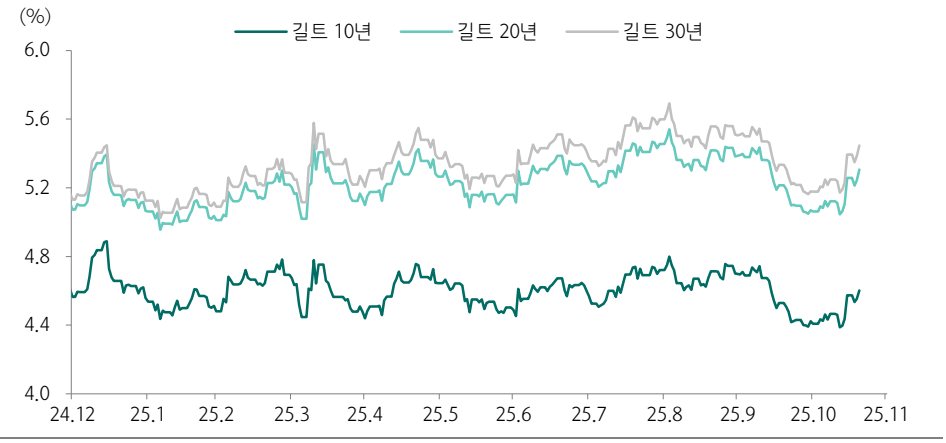
Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

11월 한달 간
길트 10년물 금리는 18bp 상승

한국 제외한 주요국 중 가장
큰 폭으로 상승

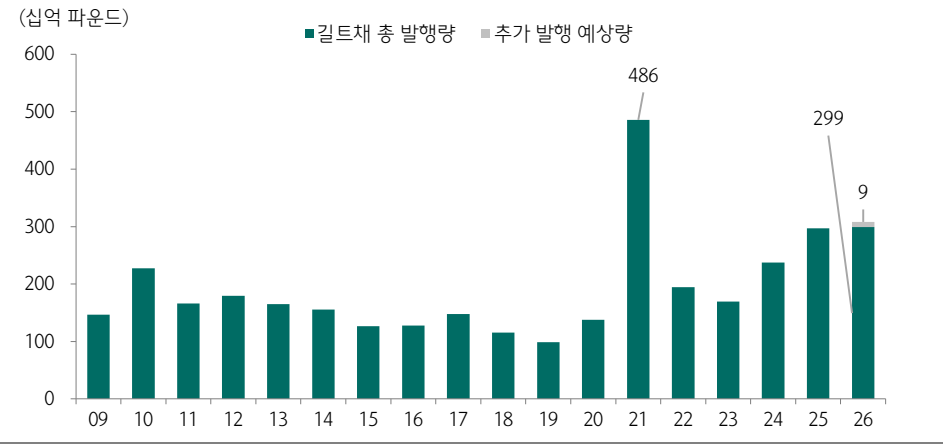
도표 1. 11월 들어 길트 장기물 금리 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

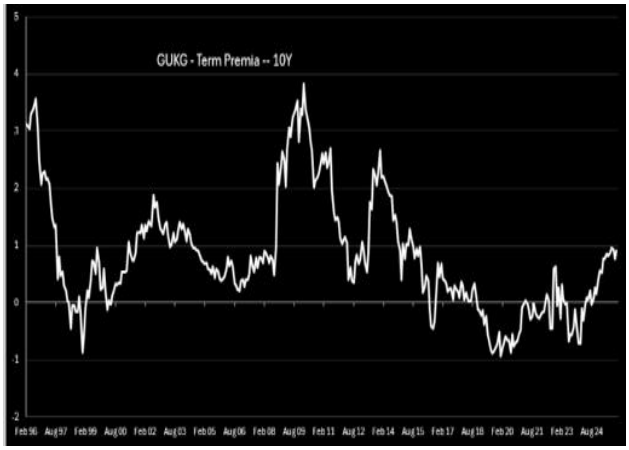
국채 발행 추가 확대 가능성
추정치 3,080억 파운드는 2021년
이후 최고치

도표 2. 국채 발행 확대될 가능성



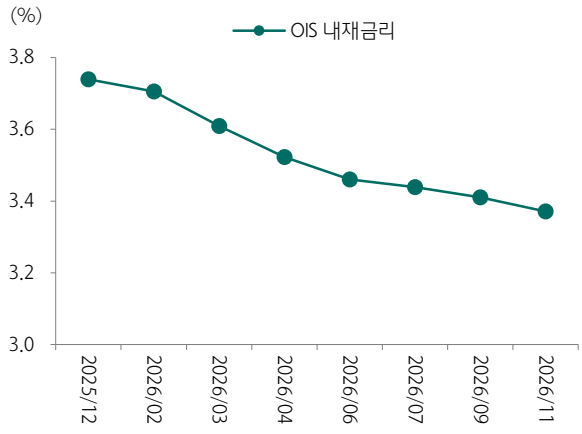
자료: OBR, 하나증권

도표 3. 길트 장기물 금리 상승은 텀 프리미엄 상승에 기인



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 선물시장이 반영하는 최종금리는 3.5% 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

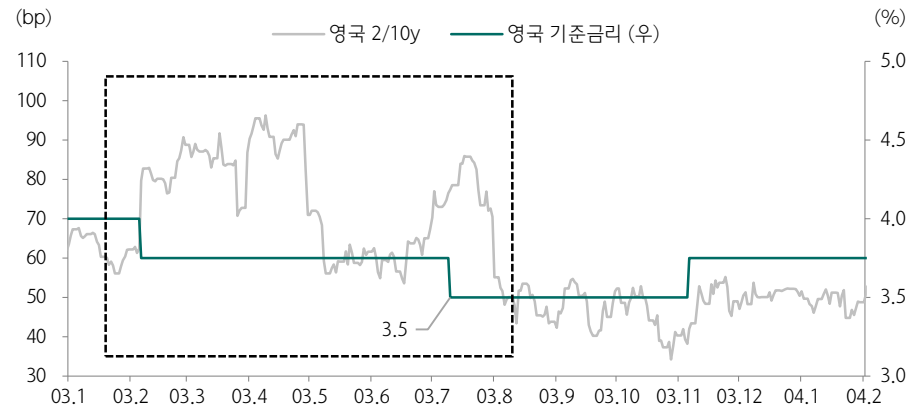
영국 중앙은행(BOE)은 지난 8월 이후 4.00% 기준금리를 두 차례 연속 동결했다. 올해 12월 추가 인하를 유력하게 보고 있으며, 내년 말 최종 금리는 약 3.5%로 반영하고 있다.

과거에도 유사한 사례가 있었다. 2003년 1월부터 최종 금리 3.5%에 도달한 7월까지의 사례를 감안할 때, 2/10년 장단기 금리차는 50bp~85bp 레인지가 적정하다고 판단된다. 현재 금리차는 약 78bp로 과거 최종 금리 3.5% 도달 시점의 레인지 상단에 근접했다. 전 고점인 96bp까지 추가 룸은 있으나, 폭은 크지 않다.

현재 금리차 수준은 과거 3.50% 최종금리였던 2003년 레인지 상단에 근접해가는 중

하지만 재정 우려 지속되면서 금리차 추가 확대될 가능성 높음

도표 5. 과거 최종금리 3.5% 도달했던 사례 감안시 2/10y 적정 레벨은 50~85bp



자료: Bloomberg, 하나증권

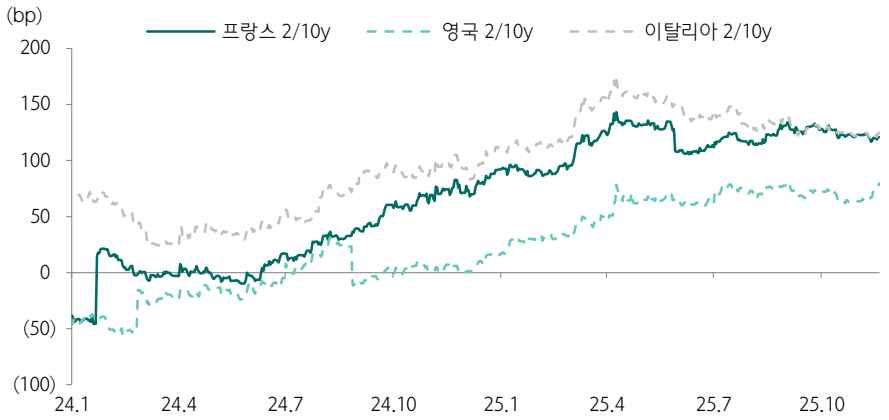
하지만 시장이 재정에 대한 신뢰를 잃으면 장단기 금리차(커브)가 확대될 수 있다는 교훈은 프랑스 사례를 통해 이미 경험했다. 2024년 프랑스 조기 총선 여파로 인한 재정 불안정은 2/10년 금리차를 이탈리아와 유사한 수준까지 확대시켰다.

영국 정부가 소득세 인상 대신 소규모 세금 인상책으로 선회한다고 발표했지만, 시장은 이를 행정부가 재정 정책을 확실하게 해결할 수 없다고 결론 내린 것으로 판단하며 대수롭지 않게 여기고 있다. 따라서 당분간 금리차 추가 확대 가능성은 여전히 유효하다.

영국을 포함한 많은 선진국에서는 연금 제도가 확정 급여형(DB)에서 확정 기여형(DC)으로 빠르게 전환되고 있다. 예산정책처(OBR)는 연금의 영국 국채 보유액이 2024~25년 GDP의 29.5%에서 2070년대 초 10.9%로 크게 하락할 것으로 추정하고 있다. 연금의 국채 수요 감소는 장기적인 관점에서 시장에 공급 부담을 가중시키는 요인으로 작용할 전망이다.

조기 총선 여파로 프랑스 2/10y 스프레드는 이탈리아와 같은 수준까지 확대

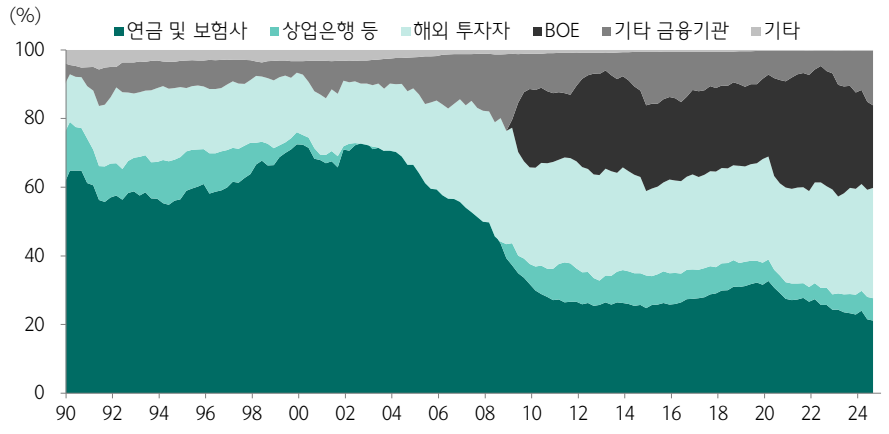
도표 6. 프랑스도 재정에 대한 신뢰를 잃으며 금리차 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

연금과 보험사들의 국채 보유 비중은 큰 폭으로 축소

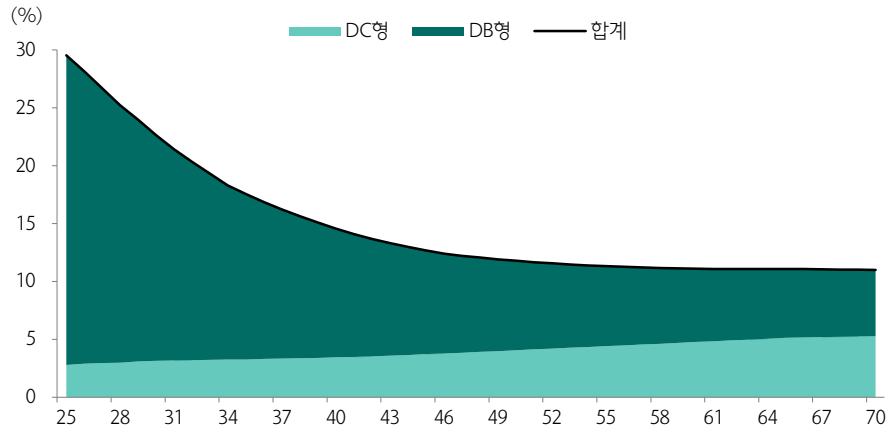
도표 7. 투자자 별 영국 국채 보유 비중



자료: OBR, 하나증권

영국 예산정책처는 연금 제도 변화로 DB형의 영국 국채 보유량이 꾸준히 축소될 것으로 추정

도표 8. 연금의 영국 국채 수요 감소



자료: OBR, 하나증권

2022년 국채 금리 급등 복기

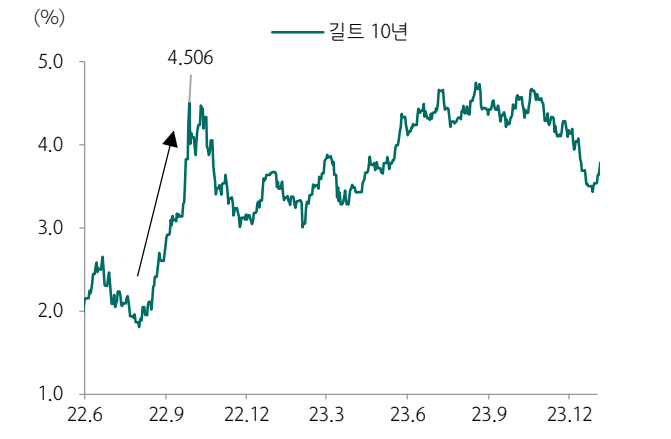
2022년 9월에도 길트 금리가 급등했던 적이 있었다. 사실 장기물 금리는 9월 이전부터 상방 압력을 지속적으로 받아왔다. ① 헤드라인 CPI는 2021년 하반기부터 본격적으로 상승하기 시작해 2022년 10월 11.1% 고점을 형성 ② BOE는 9월 통화정책회의에서 향후 12개월간 800억 파운드 규모의 국채를 매각하기로 결정

이러한 배경 속에서 9/23 콰지 콰르텡 재무장관이 광범위한 세금 감면 패키지(소득세율 인하, 법인세 인상 계획 철회 등)을 담은 미니 예산안을 발표하면서 시장의 우려를 촉발시켰다. 재무장관이 예산 발표 시 예산책임처(OBR)의 독립적인 재정 예측 보고서를 의도적으로 발표하지 않은 것은 시장의 신뢰를 상실하게 만든 결정적인 요인으로 작용했다.

그 결과, 2022년 10월 S&P, Moody's, Fitch 등 주요 신용평가 기관들은 정책 불확실성과 재정 건전성 악화를 반영해 영국의 신용등급 전망을 '부정적(Negative)'으로 하향 조정했다.

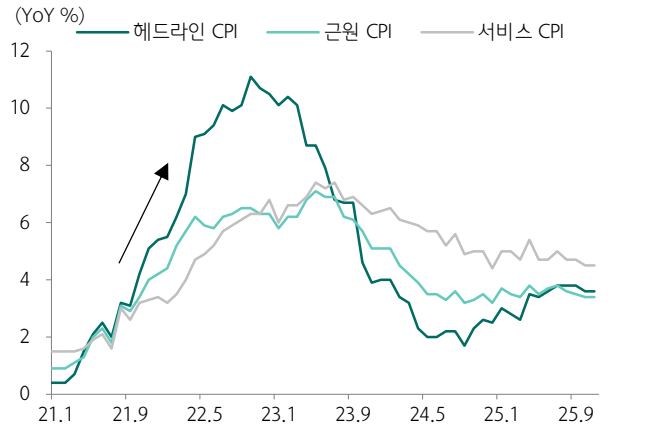
미니 예산안 발표 직후(9/23) 길트 10년물 금리는 3영업일 만에 100bp 이상 급등했으며, 2/10년 장단기 금리차도 -33bp에서 40bp까지 약 74bp 확대됐다. 장기물 금리 충격의 여파가 컸던 주된 요인은 영국 연기금의 LDI(Liability-Driven Investment) 전략이었다. 연기금은 20년 넘게 지속된 저금리 환경에서 연금 부채 증가 위험을 관리하고 초과 수익을 추구하기 위해 LDI 전략을 사용했다. 자산 일부를 채권에, 나머지는 주식, 회사채 등 성장 자산에 투자하고, 성장 자산을 담보로 파생상품을 사용해 금리 위험을 헤지하는 전략이다.

도표 9. 2022년 9월 예산안 발표 직후 금리 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 헤드라인 CPI는 21년 하반기부터 본격적으로 상승하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

문제는 금리가 단기간에 급등하면서 LDI 파생상품 포지션에서 막대한 손실이 발생했고, 연기금에게 대규모의 증거금 요청, 즉 마진콜(Margin Call)이 발생했다. 마진콜을 충당하기 위해 연기금은 보유하고 있던 국채 및 성장 자산을 매도할 수 밖에 없었고, 이 매도는 시장에 추가적인 공급 부담으로 작용해 금리 상승을 재차 부추기는 악순환의 고리로 이어졌다.

이에 9/28 BOE는 장기 국채(만기 20년 이상)를 일시적으로 매입하겠다고 발표했다. 9월 통화정책회의에서 결정한 국채 매각 결정을 연기하고 한시적으로 장기 국채 매입을 결정한 것이다. 10/10 물가연동국채 수익률이 사상 최대 폭(64bp)으로 급등하자 10/11 한시적 국채 매입 대상에 물가연동국채를 포함해 개입 범위를 확대했다.

장기물 금리 급등세가 진정되는 모습을 보이자 10/12 BOE 베일리 총재는 14일까지 예정되어 있는 국채 매입을 연장하지 않겠다고 공식화했다. 결국 BOE의 유동성 공급은 한달도 채 안되어 끝났고, 11/1부터 국채 매각을 그대로 진행했다.

BOE의 유동성 공급으로 금리 급등을 진정시키는 동안, 최고 소득세율 폐지 계획은 10일 만에 철회되었고, 법인상 인상 취소 계획도 21일 만에 철회되었다. 리즈 트러스 내각이 교체됐고, 새롭게 임명된 제레미 헌트 신임 재무장관은 대다수의 감세안을 철회하면서 금리가 안정세를 되찾았다.