Fixed Income

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

2025년 12월 5일 | Global Asset Research

해외채권

글로벌 중앙은행의 국채 발행 추세 변화

- 주요국 중앙은행들의 만기별 국채 발행 추세 변화. 단기채 발행 확대+장기채 발행 축소
- 미국의 경우 일본, 영국과 달리 잠재적 매수 주체가 있어 공급 부담은 일부 완화될 것
- 단기채 발행 확대 시 이자 비용 감소하지만 금리 상승 시 재융자 리스크도 존재

글로벌 중앙은행의 단기채 발행 확대 추세

최근 미국, 일본, 영국 등 주요국 중앙은행들의 만기별 국채 발행 추세가 변화하고 있다. 장기채 발행을 축소하는 한편 중단기채 중심으로 발행을 확대 중이다. 실제로 글로벌 국채 평균 만기(Bloomberg Global Agg Treasuries Total Return Index average time to maturity)는 8.9년으로 2014년 이후 최저치를 기록했다. 인플레이션 압력으로 인한 장기 금리 상승(차입 비용 증가) 및 일부 국가의 장기채 수요 감소에 기인한다.

'① 미국은 11월 국채발행계획(QRA)을 통해 내년 1월부터 지출 증가에 대응해 단기채 발행을 확대하겠다고 발표 ② 일본은 다카이치 정부의 추가 예산안에 따른 총 국채 발행 증가분을 중단기채, 특히 1년 미만 국채 중심으로 발행 ③ 영국은 11월 말 예산안을 통해 2025~26년 회계연도 기준 15년 이상 만기의 장기채 발행 규모를 2007~08년 이후 가장 낮은 수준으로 발행 예정

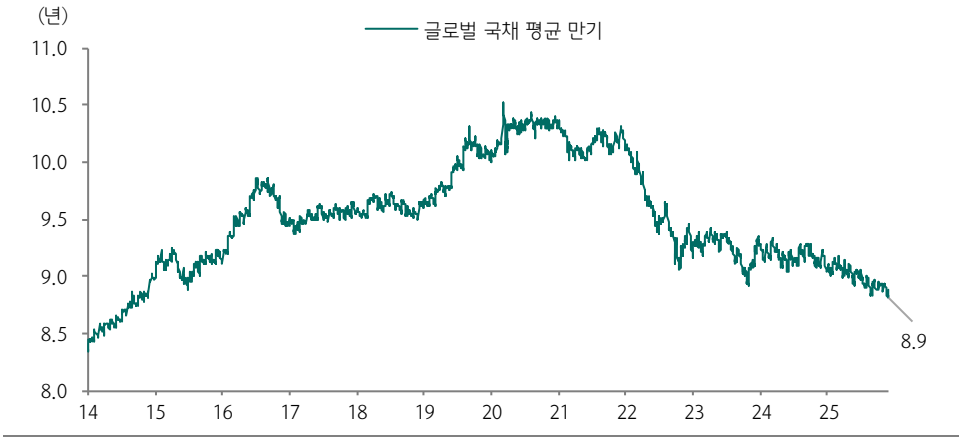
① 미국: 미 재무부는 11월 국고채발행계획(QRA)을 통해 내년 1월부터 단기채 발행을 확대하겠다는 방침을 밝혔다. 작년부터 미국의 순이자 비용이 국방비를 상회하고 있고, 관세 수입 급증에도 전체 세입 대비 4%가 채 안되는 수준이라 재정적자 우려는 여전하다. 내년 중간선거를 앞두고 지출 증가에 대응하기 위한 단기채 발행 확대는 단기 구간의 수급 부담을 한층 강화할 것으로 예상된다.

다만, MMF, 연준, 스테이블코인과 같이 잠재적 매수 주체가 있어 단기채 공급 부담이 상대적으로 완화될 전망이다. 현재 MMF 내 약 7.5조 달러 이상의 자금이 예치되어 있으며, 금리 인하 시에도 은행 대비 느린 금리 전가 속도로 인해 자금 유입이 지속되어 안정적인 자금 조달 창구 역할을 할 것으로 판단한다.

연준의 단기채 보유 규모가 점진적으로 확대될 전망이다. 12/1 양적 긴축(QT) 종료 이후 MBS/기관채 만기 회수분을 단기채에 재투자하며, 경제 성장에 따른 비지준 항목 증가 시 지준 감소 방어를 위한 자산(단기채) 매입을 통해 연준의 단기채 보유 규모가 확대될 수 있다. 연준 단기채 매입은 연준 보유 국채 평균 만기 하락으로 연결된다. 현재 연준 보유 국채 평균 만기는 9년으로, 시장성 국채 만기(6년)와 약 3년 차이 난다.

스테이블코인 발행량 확대는 기초자산인 단기채 매입 증가로 이어질 수 있다. 미국 TBAC(미 재무부 차입 자문위원회)는 스테이블코인의 단기채 보유 규모가 '28년까지 1조 달러로 약 8배 이상 증가할 것으로 추정한 바 있다.

도표 1. 글로벌 국채 평균 만기는 2014년 이후 최저치

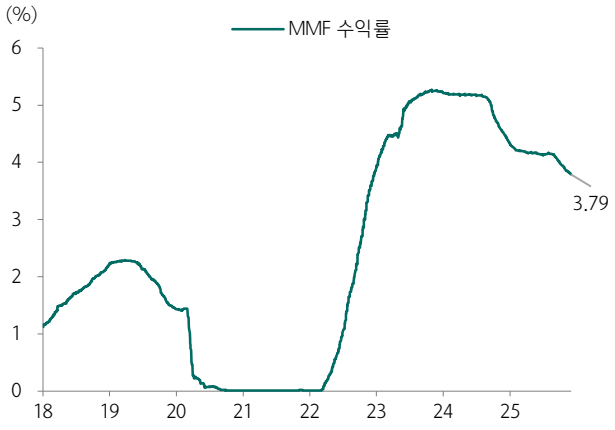


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. MMF 내 7.5조 달러 이상 자금이 예치되어 있음

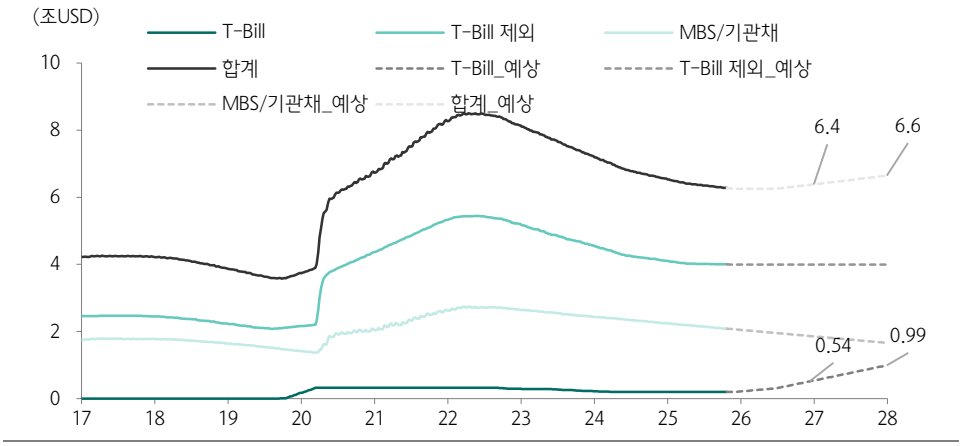
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. MMF 수익률은 약 3.8%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 연준 단기채 보유 규모 추정



자료: Bloomberg, 하나증권

단기채 발행 확대의 양면성

② 일본: 다카이치 정부의 추가 예산안에 따라 올해 국채 총 발행액이 기존 171.8조 엔에서 178.7조 엔으로 6.9조 엔 증가했다. 이 증가분은 1년 미만 T-Bill(6.3조 엔 증가), 2년물 및 5년물 국채(각 3,000억 엔 증가) 등 주로 중단기채 중심으로 확대되었다. 10년 만기 이상의 장기채 총 발행 규모는 기존과 동일한 52.6조 엔으로 유지했다.

이는 일본 재무성이 2020년 이후 단기채를 축소하고 장기채를 확대했던 기존 발행 추세를 전환한 것으로, 총 발행 대비 중단기채 비중은 확대되고 장기채 비중은 축소됐다(단기 23.5%→28.6%, 중기 33.9%→35.6%, 장기 33.6%→30.6%). 현재 일본 국채의 평균 잔존 만기는 약 9.4년이다.

③ 영국: 가을 예산 발표 이후 국채 금리가 안정세를 찾아가고 있는 모습이지만, 핵심 증세 조치들이 2028~2030년으로 미뤄진 후행적 성격이 강해 재정 우려는 상수로 작용할 전망이다.

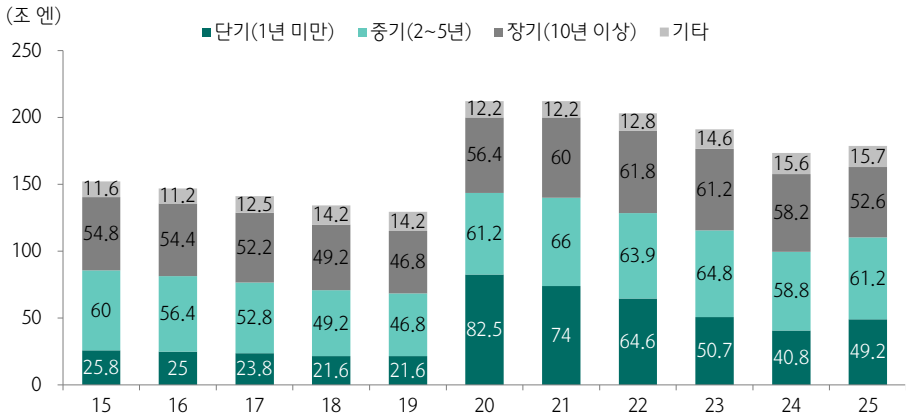
2025~26년 영국 국채 총 발행 규모는 4월 수정안 대비 46억 파운드 증가한 3,037억 파운드로 상향 조정되었다. 이 중 7년 미만 단기채와 7년~15년 중기채가 각각 156억 파운드, 124억 파운드 증가한 반면, 15년 이상 장기채는 11억 파운드 감소했다(총 발행 증가분 맞추기 위해 미할당분(unallocated)이 225억 파운드 감소한 것처럼 처리).

이로 인해 총 발행 대비 단기채 발행 비중이 직전 회계연도의 35%에서 44%로 크게 증가했다. 현재 영국 국채의 평균 잔존 만기는 약 14년이다. 여기서 미할당분이란 향후 시장 상황에 따라 유연하게 발행 물량을 조정하거나 필요한 만기에 재배분하기 위해 남겨둔 예비 물량을 의미한다.

추가 예산안 포함한 이번 회계연도 총 국채 발행량은 178.7조 엔

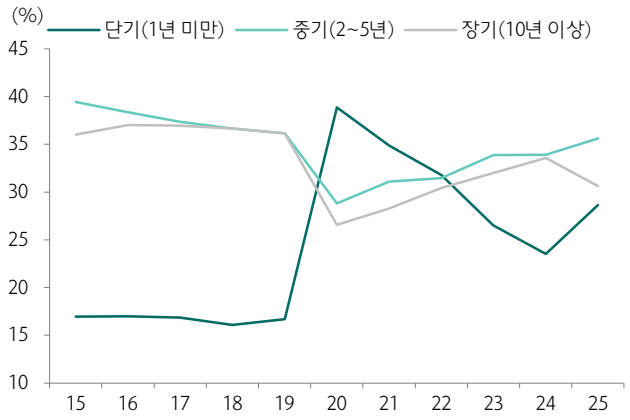
국채 발행 증가분은 중단기물 중심으로 자금 조달

도표 5. 일본 국채 만기별 발행 추이



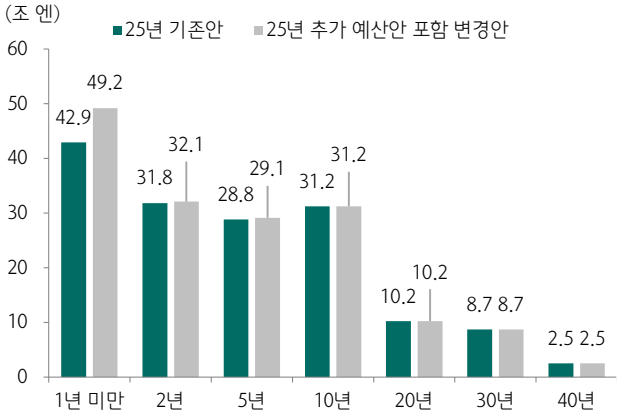
자료: Ministry of Finance Japan, 하나증권

도표 6. 일본: 중단기물 발행 비중 확대



자료: Ministry of Finance Japan, 하나증권

도표 7. 국채 발행 증가분은 대부분 1년 미만 만기 국채

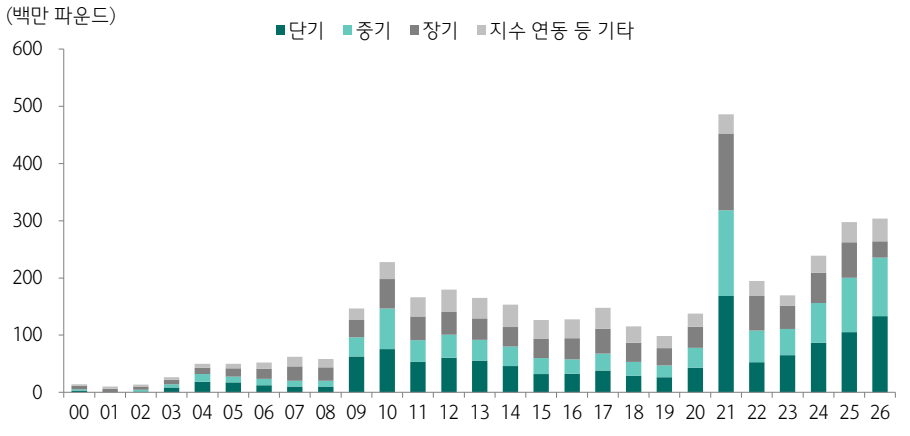


자료: Ministry of Finance Japan, 하나증권

이번 회계연도 총 국채 발행액은 3,037억 파운드

장기물 발행 규모는 2007~08년 이후 최저치

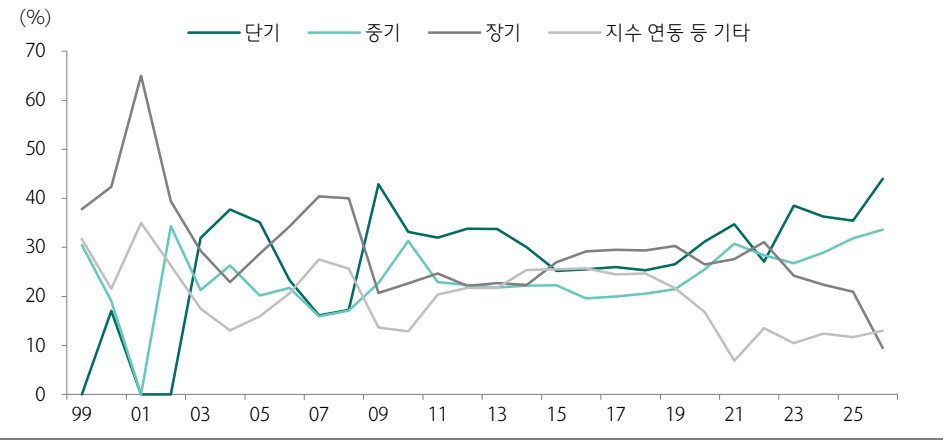
도표 8. 영국 국채 만기별 발행 추이



자료: DMO, 하나증권

일본과 마찬가지로 영국도 중단기물 발행 비중 크게 증가

도표 9. 영국: 중단기물 발행 비중 확대



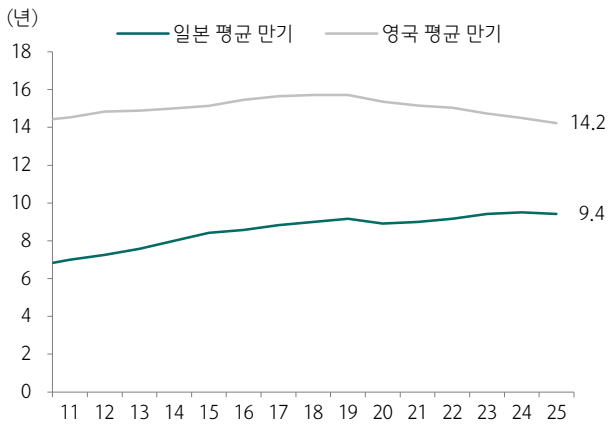
자료: DMO, 하나증권

영국 장기채 발행 축소 배경에는 1) 인플레이션 압력으로 인한 장기 금리 상승(차입 비용 증가)과 2) 연금 제도의 변화로 인한 장기 국채 수요 감소를 생각해볼 수 있다. 예산정책처(OBR)는 연기금의 영국 국채 보유액이 2024~25년 GDP의 29.5%에서 2070년대 초 10.9%로 큰 폭 하락할 것으로 추정하고 있어, 장기적인 관점에서는 공급 부담 요인으로 작용할 가능성이 높다. 일본에서도 비슷한 상황이 벌어지고 있다. 은행과 생명보험사들의 일본 초장기채에 대한 수요가 감소하고 있다.

초장기채에 대한 수요가 감소함에 따라 장단기 금리차는 확대되는 양상이다. 이는 정부에게 단기 차입을 훨씬 더 매력적으로 만들고 있다. 일본 2/30년 금리차는 2005년 8월 이후, 영국 2/30년 금리차는 2017년 10월 이후 최고치를 기록 중이다.

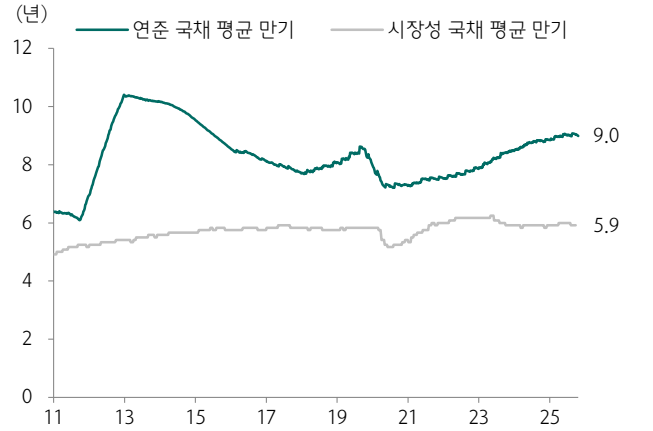
글로벌 중앙은행의 단기채 발행 확대가 단기적으로는 정부의 이자 비용 절감이라는 이점이 있지만, 재융자 리스크도 동시에 내포하고 있다. 즉, 시장 금리가 높아지면 만기 연장 시 정부의 이자 비용도 급증할 수 있다는 점을 염두할 필요가 있겠다.

도표 10. 단기채 발행 확대로 평균 잔존만기 점진적 하락 예상



자료: Ministry of Finance Japan, OBR, 하나증권

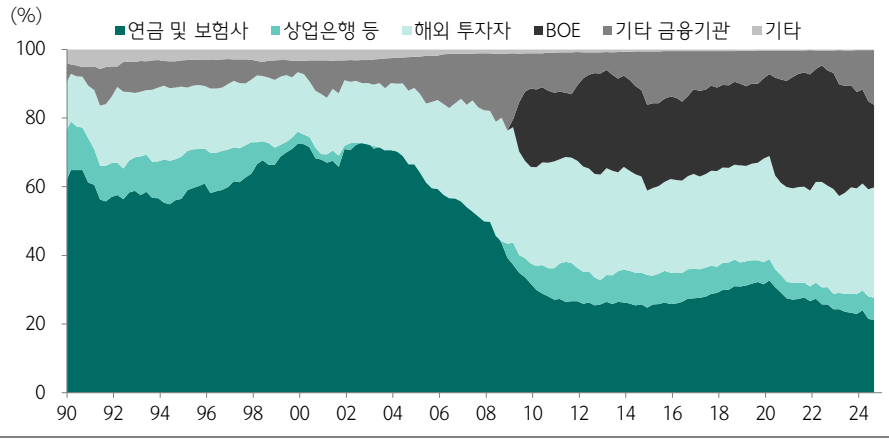
도표 11. 연준 단기채 매입은 연준 보유 국채 평균 만기 하락으로 연결



자료: US Treasury, 하나증권

연금과 보험사들의 국채 보유 비중은 큰 폭으로 축소

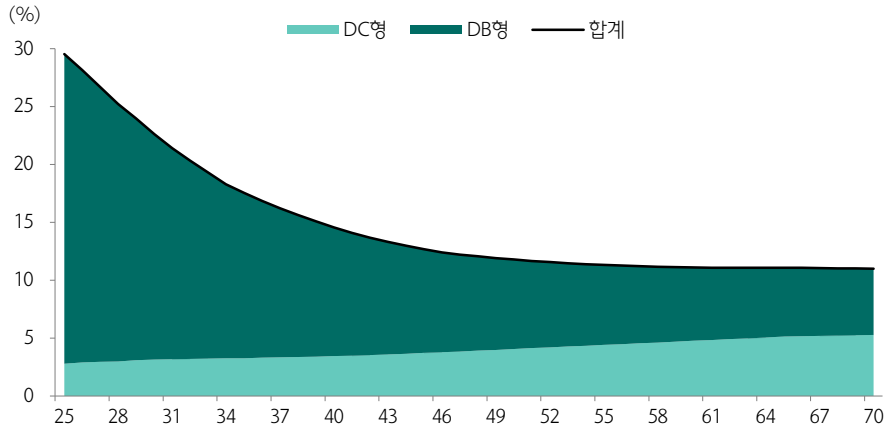
도표 12. 투자자 별 영국 국채 보유 비중



자료: OBR, 하나증권

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

도표 13. 연금의 영국 국채 수요 감소



자료: OBR, 하나증권