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.

해외채권

[2분기 QRA] 당분간 이표채 증액 리스크는 해소

- 2분기 차입규모 수정치 상향 조정, 3분기 최초 차입규모 큰 폭으로 증가. 시장이 우려했던 이표채 발행 증액 관련 가이드라인에는 변화가 없었음
- 단기물 위주의 조달은 당장의 이자 비용을 아낄 수는 있지만 빈번한 차환 과정에서 시장 변동성에 노출되는 리스크가 높아지게 됨
- 미국 10년물 금리 당분간 4.1~4.5% 레인지 내 숨 고르기 장세 이어갈 것. 견조한 경제 펀더멘털과 하반기 이후 예고된 이표채 증액 리스크 감안하면 하락 폭은 제한적일 전망

2분기 국채발행계획 (QRA) 리뷰

최근 미 재무부의 2분기 국채발행계획(QRA) 발표 직후, 미국 10년물 금리는 당일에만 7.5bp 하락하며 지난 네 차례 QRA 발표 때와는 상반된 흐름을 보였다. 중동 전쟁 종식 기대감에 따른 유가 하락이 금리 하락을 주도했지만, 시장이 우려했던 '이표채 발행 증액 가이드라인'에 변화가 없었던 점도 안도 랠리를 이끌어낸 것으로 판단된다.

[2분기 QRA 주요 내용]

① 올해 2분기 차입규모 수정치 1,890억 달러(단기채 1,280억 달러 상환+이표채 4,060억 달러-바이백 890억 달러). 3분기 최초 차입규모는 6,710억 달러(단기채 3,480억 달러+이표채 3,670억 달러-바이백 440억 달러) **[도표 1]**

② "적어도 향후 몇 분기 동안 이표채 및 FRN 발행 규모를 현 수준으로 유지"(at least the next several quarters) 문구 유지

③ 몇 주간 단기채 발행 확대 예정. 6월 세수 유입 예상됨에 따라 발행 축소하다, 7월부터는 모든 만기 구간에 걸쳐 단기채 발행 확대 예정. 6월 말 TGA 잔고 목표치 9,000억 달러

④ TBAC는 단기적으로 발행 규모 유지하지만, FY27부터 이표채 발행 규모 증액해야 할 수도 있다는 견해 유지

[시사점]

미 재무부는 정부의 차입 수요가 확대되고 있음에도 불구하고 여전히 단기채(T-Bill) 발행을 통해 이를 충당하는 방식에 확신을 가지고 있음을 확인했다. 재무부가 이표채 발행 확대를 서두르지 않는 이유는 MMF의 단기채 수요가 여전히 높으며, 주요 수요처 중 하나가 연준이기 때문이다.

작년 12월부터 연준은 은행 시스템의 충분한 지급준비금을 확보하기 위해 단기채를 꾸준히 매입해왔다(RMP). 매입 속도는 월 400억 달러에서 250억 달러로 축소되었지만, 재무부가 민간 부분에 의존해야 할 부담을 덜어주는 것은 사실이다 **[도표 2]**.

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

그러나 이러한 단기물 위주의 조달은 '양날의 검'과 같다. 수익률 곡선이 우상향하는 환경에서 당장의 이자 비용을 아낄 수는 있지만, 빈번한 차환(Refinance) 과정에서 시장 변동성에 노출되는 리스크가 극대화된다. 특히 단기 부채로 인한 재정 리스크는 상승한 이자율이 부채 상환 비용으로 전이되는 속도에서 발생된다는 점을 감안하면 부채 부담은 만기가 긴 구조일 때보다 훨씬 빠르게 증가하게 된다.

실제로 FY26 정부 세출 항목 중 순이자 비중은 14%를 상회하며 국방비 지출 비중과의 격차를 넓히고 있다 **[도표 3]**. 이는 정부의 재정 여력 약화를 의미하며, 실물 경제 활동에 대한 금리 상승의 위축 효과를 증폭시킬 수 있다.

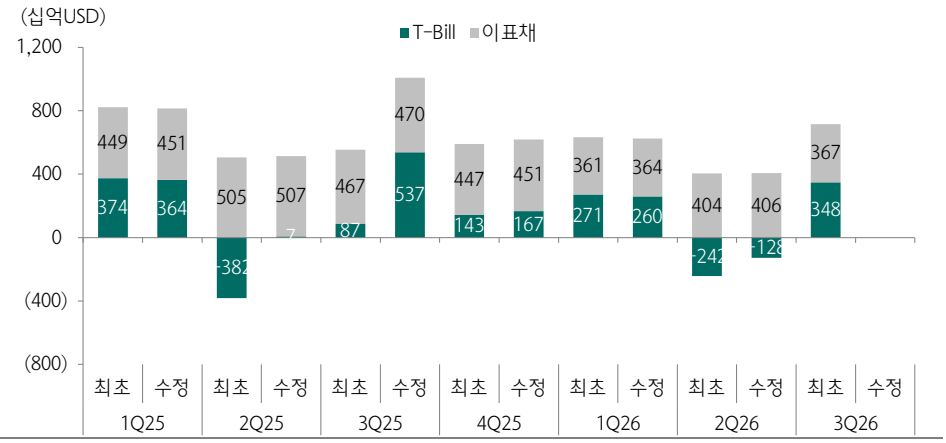
TBAC가 언급했듯, FY27(올해 10월 시작)부터는 펀딩 갭을 메우기 위한 이표채 증액이 불가피할 전망이다. 빠르면 올해 4분기부터 중장기물 발행 비중이 확대될 수 있으며, 여기에 연준의 장기채 재투자 중단까지 겹칠 경우 민간의 공급 부담은 가중될 수 밖에 없다.

결론적으로 중동 전쟁 종료 기대감 속에 10년물 금리는 당분간 4.1~4.5% 레인지에서 숨고르기 장세를 이어갈 것으로 판단한다. 다만, 여전히 견조한 경제 펀더멘털과 하반기 이후 예고된 이표채 증액 리스크를 감안할 때, 금리 추가 하락 폭은 제한적일 전망이다

2분기 차입 규모 수정치
1,890억 달러

3분기 최초 차입 규모
6,710억 달러

도표 1. 미 재무부 만기별 국채발행계획 (QRA)



자료: US Treasury, 하나증권

도표 2. 연준은 RMP 규모를 월 250억 달러로 축소

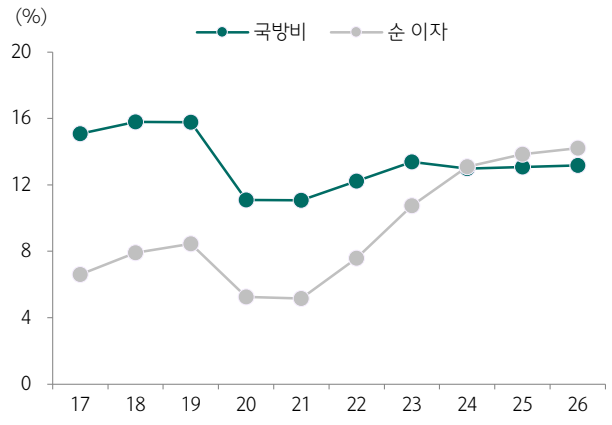
OPERATION PERIOD DETAILS | CURRENT SCHEDULE

OPERATION DATE	OPERATION TIME (ET)	SETTLEMENT DATE	OPERATION TYPE	SECURITY TYPE AND MATURITY	MATURITY RANGE	MAXIMUM OPERATION SIZE
4/16/2026	09:00 - 09:20 AM	4/17/2026	Bill Purchases	Bill 4 to 12 months	8/16/2026 - 4/17/2027	$ 5.058 billion
4/21/2026	09:00 - 09:20 AM	4/22/2026	Bill Purchases	Bill 1 to 4 months	5/21/2026 - 8/20/2026	$ 7.587 billion
4/27/2026	09:00 - 09:20 AM	4/28/2026	Bill Purchases	Bill 4 to 12 months	8/27/2026 - 4/28/2027	$ 5.058 billion
5/5/2026	09:00 - 09:20 AM	5/6/2026	Bill Purchases	Bill 1 to 4 months	6/4/2026 - 9/3/2026	$ 7.585 billion
5/7/2026	09:00 - 09:20 AM	5/8/2026	Bill Purchases	Bill 1 to 4 months	6/6/2026 - 9/5/2026	$ 7.587 billion
5/11/2026	09:00 - 09:20 AM	5/12/2026	Bill Purchases	Bill 1 to 4 months	6/10/2026 - 9/9/2026	$ 7.587 billion

*The Desk will not operate in securities with 4 weeks or less to maturity.

자료: Fed, 하나증권

도표 3. 순이자 부담과 국방비 지출 간 갭은 꾸준히 확대



자료: Bloomberg, 하나증권