



Fixed Income

Compliance Notice

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



채권 Strategist 박준우, CFA
junopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 25일 | Global Macro Strategy

하나채권

TGA 활용의 진의는 만기 축소. 연준과의 공조로 이어질까

- 바이백의 순발행 영향 無. ‘만기 축소’ 여부가 핵심. 연준의 오퍼레이션 트위스트와 유사
- TGA 언급은 단기채 비중 확대 가능성으로 해석. TGA 규모보다 실제 바이백 규모가 중요
- 향후 단기채 발행 확대 시 연준이 단기자금 시장 안정 위해 RMP 재개할 가능성
- 재무부의 만기 축소 + 연준의 단기채 매입 = 강력한 장기금리 안정 및 부양 정책

국채 ‘만기 축소’는 사실상 ‘공급 감소’ 효과를 발휘

국채 바이백은 연간 국채 발행 규모에 영향이 없다. 국채 발행 규모는 입법부(미국 의회, 한국 국회)의 세수/세출 계획에 따라 사전에 결정되며, 행정부(미국 재무부, 한국 재경부)는 그 계획에 따라 자금을 조달하고 지출을 실행할 뿐이다. 다만 행정부는 입법부의 통제를 받지 않는 도구들을 통해 국채의 발행/잔존 만기 구조 결정, 상환 일정 조정(만기 분산 등), 유동성 제고 등의 정책을 펼칠 수 있다.

금융시장에 중요한 정책은 ‘만기 구조’다. 채권시장의 공급 부담은 ‘채권 공급 규모 x 듀레이션(≒만기)’으로 측정되기 때문이다. 채권은 만기가 길수록 금리 리스크가 커지므로, 국채 평균 만기가 길어질수록 시장이 감내해야 하는 금리 리스크가 커진다. 투자자들은 더 높은 보상을 요구함에 따라 금리에 상승 압력이 가해진다. 반대로 만기가 짧을수록 시장의 듀레이션(금리 리스크) 부담은 감소한다. 따라서 만기 축소는 실질적으로 채권 공급을 줄이는 것과 같은 효과를 발휘한다.

재무부의 만기 축소 vs. 중앙은행의 양적완화

중앙은행의 양적완화(QE)는 ‘중장기’ 국채를 매입하므로 민간이 보유해야 하는 실질적인 공급 규모를 줄이고 듀레이션까지 축소시키는 강력한 금리 안정화 정책이다. 반면 단기물을 매도하고 장기물을 매수하는 오퍼레이션 트위스트(OT)는 공급 규모에는 영향을 미치지 않지만, 만기를 줄이는 효과를 통해 QE와 유사한 효과를 도모한다.

재무부도 공급 규모를 바꾸지 않더라도 만기 구조를 단축시킴으로써 금리 안정을 유도할 수 있다. 수년간 옐런과 베센트 재무장관은 국채 발행 규모가 늘어나는 와중에도 coupon(이표채) 발행액을 일정하게 유지해왔다. 이는 자연스럽게 Bills 비중을 확대하여 만기를 축소하여 금리를 낮추는 전략이다. 양적완화(QE)보다 오퍼레이션 트위스트(OT)와 유사한 메커니즘이다. 스티븐 마이런 전 연준 이사는 이를 Treasury Activist Issuance(적극적 국채 발행 정책)으로 명명했고, 시장은 이를 ‘stealth-QE’라고 부르는 이유다.

그렇다면 최근 재무부의 바이백 규모 확대, 그리고 전일 약 1조 달러의 TGA(Treasury General Account) 활용 가능성은 어떻게 해석해야 할까?

바이백 확대와 TGA 활용의 연결고리는 ‘단기 구조’.

지난주 재무부는 초장기물 국채에 대한 바이백 규모를 확대하겠다고 발표했다. 바이백의 재원은 또다시 국채 발행이 필요하므로 국채 발행 ‘규모’에는 변화가 없는 정책이다. 금리 영향은 (1) 유동성 제고 효과와 (2) 단기 구조 변경 가능성 관점에서 점검해야 한다. 유동성이 저하된 off-the-run 채권들을 매입하므로 유동성 프리미엄을 낮추는 효과는 분명히 있다. 다만 시장에 큰 영향을 주기 위해서는 단기 구조 변경 가능성이 나와야 한다.

문제는 바이백 정책의 원칙 중 하나는 ‘WAM(가중평균단기) 중립적(neutral)’이라는 점이다. 바이백의 목적은 유동성 제고(liquidity support)나 현금 관리(cash management)이므로 국채 단기 구조에 미치는 영향을 최소화해야 한다는 것이다. 그러나 베센트 재무장관이 바이백 정책을 두고 ‘treasury twist’라고 설명하면서 연준의 operation twist를 떠올리게 했다. 금리 안정에 진심인 재무부의 최근 행보를 고려할 때, 바이백의 원칙을 우회할 가능성을 내비쳤다고 의심할 수 있는 대목이다. 실제로 바이백 확대가 발표되자 시장에서는 단기 국채를 발행하여 초장기물을 매입할 것이라는 기대가 확산됐다(초장기 금리 하락).

8월 24일에는 재무부가 연준에 현금을 쌓아 두는 TGA(Treasury General Account)를 활용할 수 있다는 소식이 보도됐다. TGA에 쌓인 약 1조 달러의 현금을 활용한다는 것은 단기 구조를 더 적극적으로 변경할 수 있다는 의미로 해석해야 한다. 정부는 향후 1주일 동안 정부 지출이나 국채 상환에 필요한 재원을 TGA에 쌓아 둔다. 따라서 국채 바이백을 위해 TGA를 활용하더라도 TGA 잔액을 무작정 줄이는 것이 아니라 단기 국채를 발행해 TGA를 다시 목표 수준(\$950bn)으로 유지해야 한다.

‘1조 달러’는 무의미. 바이백 규모가 중요하며 연준의 RMP 재개 가능성에 주목

결국 TGA를 활용하더라도 약 1조 달러라는 수치는 무의미하다. 실제 바이백 규모를 얼마나 실시하는지에 따라 TGA 활용 규모가 결정되는 구조이기 때문이다. 동시에 바이백이 실행되면 유사한 초장기물 발행을 늘리는 것이 아니라 단기물 발행을 통해 TGA를 다시 확충하는 작업이 병행될 것이다. 2011년 9월에 발표한 1차 오퍼레이션 트위스트는 약 3개 분기 동안 \$400bn 규모로 진행됐다. 지금은 국채 시장 규모가 커졌을 뿐만 아니라 바이백 증액 규모도 분기당 \$20bn 수준이다. 향후 실제 바이백 규모에 따라 판단이 달라질 수 있겠으나, 현재로서는 장기금리 레벨을 크게 낮추는 효과는 제한적이다.

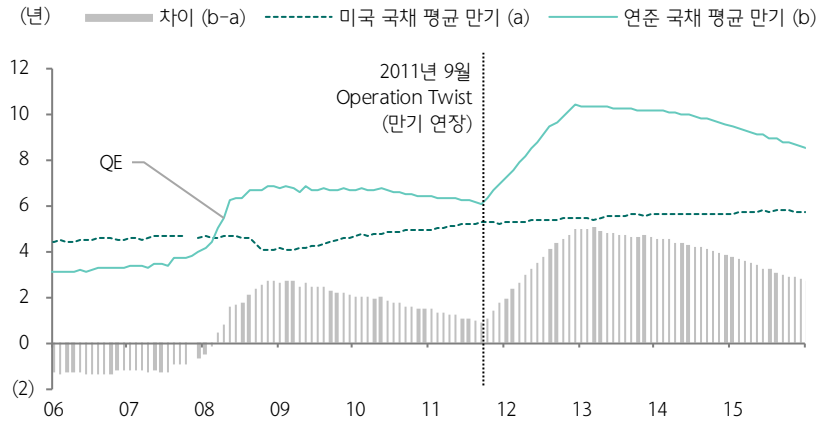
향후 주목해야 할 변수는 연준의 RMP(Reserve Management Purchases) 재개 가능성이다. 만약 재무부가 단기 국채 발행을 통해 장기 국채를 매입하는 정책을 펼친다고 가정해보자. 이는 단기 국채 공급을 증가시켜 단기자금 금리 상승을 유발한다. 단기자금 시장은 T-Bill, SOFR 등 다양한 금리가 서로 경쟁하는 구조다. 만약 재무부가 단기 국채 발행을 급격히 늘리면 ‘T-Bills 금리 상승 -> T-Bills 수요 확대 & Repo 수요 감소 -> Repo 금리 상승’ 등 단기금리 상승 요인으로 작용할 수 있다. 연준은 작년 12월부터 올해 8월 중순까지 단기자금 시장 안정을 위해 단기 국채를 매입하는 RMP를 실행한 바 있다. 단기자금 시장 금리가 높아질 경우 시장 안정이라는 명목 하에 단기 국채를 매입하는 RMP 정책을 재개할 가능성이 있다. 이는 연준(워시)과 재무부(베센트)가 공조하여 시장에 유동성을 간접적으로 주입하는 정책이 될 수 있다. 이 경우 장기금리를 억제하는 효과가 훨씬 더 크게 나타날 전망이다(부작용은 달러 약세, 인플레이션 리스크 확대이나 본 자료에서는 다루지 않음).

도표 1. 연준이 보유한 국채의 평균 만기

: 양적완화 시기마다 전체 국채 대비 만기가 급격히 증가. 오퍼레이션 트위스트도 마찬가지

연준의 금리 안정화 정책

= QE, OT 등



자료: FRB of NY, 미국 재무부, 하나증권

도표 2. 미국 국채 종류별 비중과 평균 만기

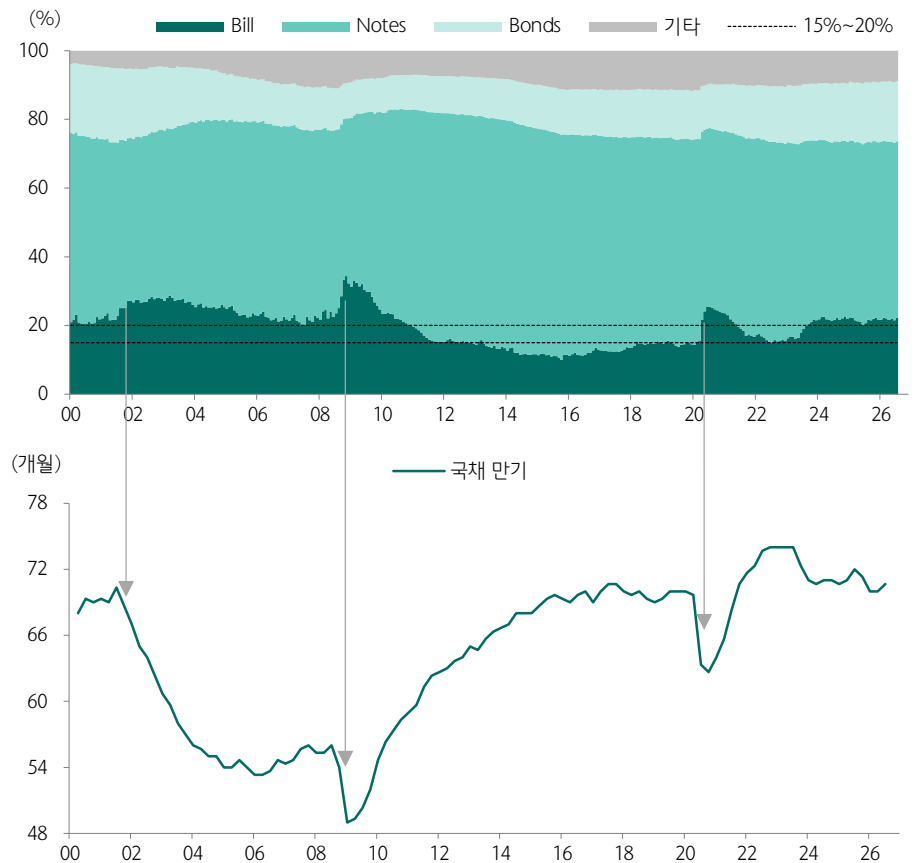
: 부양책을 펼칠 때 주로 Bill을 적극 활용. 다만 지금은 위기가 아님에도 Bill 확대 및 만기 축소를 시도

재무부의 금리 안정화 정책

= Bill 비중 확대 및 만기 축소

일반적으로 경제 위기 이후에 Bill

발행 급증하며 만기 축소



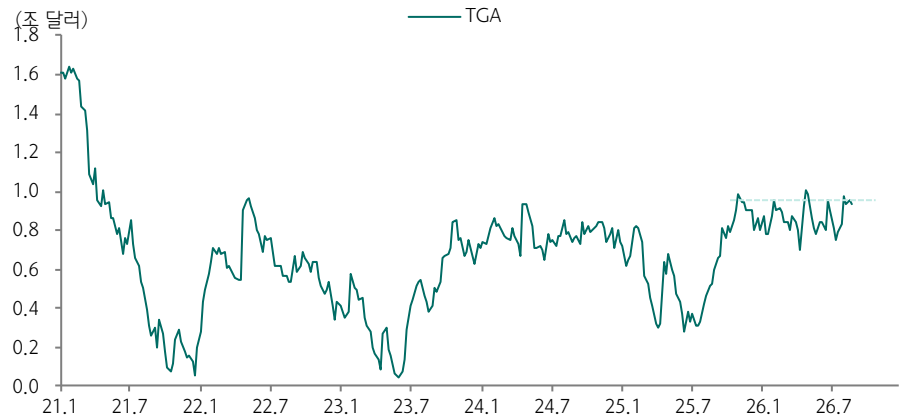
자료: FRB of NY, 미국 재무부, 하나증권

도표 3. 미국 재무부가 보유한 TGA 잔액

: 분기 목표 금액은 \$950bn으로 약 1조 달러. 바이백에 사용하더라도 다시 단기채 발행해 쌓아야 함

TGA 잔액은 향후 1주일 동안 재정 지출 및 국채 상환을 위해 보유해야 하는 현금성 자산

따라서 '1조 달러를 활용한다'에 큰 의미를 부여할 필요가 없음



자료: Fed, 하나증권