

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동rak
dongrak.kong@daishin.com

국채 발행, 물량 만큼 만기(term)도 중요하다

- 美 국채, 양적인 부담 뿐만 아니라 발행 만기 상의 질적 부담도 커
- TBAC의 단기 국채 발행 권고안 15~20%. 거의 3년째 지키지 못하고 있음
- 만기 돌려막기 부작용 1) 이자 부담 ↑ 2) 재정건전성 ↓ 3) 기간 프리미엄 ↑

미국 국채 발행의 양적·질적 위기 직면

최근 미국 정부는 늘어나는 재정 적자를 메우기 위해 전례 없는 규모로 국채 발행을 확대하고 있다. 이러한 급격한 양적 팽창 과정에서 단순히 발행 규모가 늘어난 것뿐만 아니라, 국채의 '만기 구조(Duration Structure)'가 편중되는 질적 위험(Qualitative Risk)까지 동반 상승했다. 정부 채무의 만기 관리가 통제 범위를 벗어났는데 따른 대응을 임기응변으로 진행하고 있는데 따른 부담일 것이다.

TBAC 권고안의 의의와 3년째 이탈 현상

미 재무부의 공식 자문기구인 차입자문위원회(TBAC, Treasury Borrowing Advisory Committee)는 국채 시장의 충격을 최소화하고 국가 재정을 안정적으로 운영하기 위해 명확한 가이드라인을 제시해 왔다.

TBAC의 핵심 권고 사항은 단기 국채(Bills)의 적정 비중을 전체 차입 잔액의 15~20% 수준 유지하는 것으로, 그 목적은 만기 구조를 다변화하여 특정 시점에 몰릴 수 있는 '차환(Roll-over) 리스크'를 분해해 거시 경제 및 금리 변동성에 대한 방어력을 갖 주기 위한 것이다.

그런데 현재 미국의 단기채 발행 비중은 위험선인 20%를 크게 웃돌고 있다. 더 심각한 사실은 가이드라인 위반 상태가 2023년 9월 이후 현재(2026년 하반기)까지 거의 3년 가까이 지속되고 있다는 것이다(그림 1). 이는 일시적 수급 조절 실패가 아니라, 미 정부의 재정 운용 전략에 구조적인 결함을 시사하는 대목이다.

재무부의 '단기채 편중' 우회 경로 선택 배경

미 재무부가 TBAC의 권고를 무시하면서까지 단기 국채 발행에 매달린 데에는 사실 국채시장의 파국을 막기 위한 불가피한 배경이 존재했다. 장기 국채(10년·30년)를 권고에 맞춰 대량으로 발행할 경우 수급 불균형이 불가피해 정책 당국이 가장 우려하는 장기 금리의 발작적 상승을 염려했기 때문이다.

결국 이를 막기 위한 우회로로 '단기 국채(Bills) 집중 발행 → MMF 등 단기 유동성 흡수 → 장기채 수급 부담 완화 및 금리 안정'을 꾀한 것이다. 실제 2023년 당시 미국 정부가 10년이나 30년 같은 장기 국채 발행을 원칙대로 늘렸을 경우 시장이 이 거대한 물량을 소화하지 못해 장기 금리가 통제 불능 수준으로 폭등할 위험이 컸다. 또 장기 금리 상승은 모기지 금리 급등, 기업 조달 비용 상승 등의 부작용으로 이어질 수 있었다.

이에 재무부는 만기가 1년 이하로 짧은 MMF(머니마켓펀드) 등 풍부한 단기 자금을 빠르게 흡수할 수 있는 단기채를 '방파제'로 활용했다. 단기물 위주로 차입을 진행하면서 장기 국채의 공급 압박을 일시적으로 해소했고, 단기적으로는 장기 금리의 급격한 상승을 억제하는 데 성공하는 듯 했다.

*다음 페이지에서 계속됩니다.

‘만기 돌려막기’가 초래한 미봉책의 한계

그러나 소나기를 피하기 위해 선택한 단기채로의 우회는 시간이 경과할수록 부메랑이 되어 미 재정에게 더욱 큰 부담으로 작용하고 있다. 이처럼 ‘만기 돌려막기’가 가져온 한계는 다음과 같이 크게 3가지로 요약된다.

첫째, 고금리 환경에 대한 무방비 노출과 높아진 이자부담이다. 미국 기준금리는 2023년 5.5%라는 기록적인 수준까지 치솟은 후 상당 기간 고금리 기조를 유지했다. 2024년 9월부터 금리 인하가 시작되었으나 그 속도가 매우 완만하여, 현재까지도 한국의 기준금리(3.00%)보다 훨씬 높은 수준을 유지하고 있다.

그 결과 만기가 짧은 단기채가 지닌 몇 달 주기로 계속해서 새로운 고금리를 반영해 만기를 연장(롤오버)해야 하는 상황이 누적됐다. 정부가 고금리 위험에 고스란히 노출되면서 정부의 이자 부담이 더욱 증가했고, 이는 다시 재정적자를 심화시키는 악순환을 낳았다. 실제 최근 미국 정부의 이자부담은 세출 항목 가운데 국방비 지출을 압도할 정도다.

둘째, 재정 건전성 악화와 추가 국채 발행의 늪이다. 늘어난 이자 비용 때문에 정부의 재정 적자 규모는 통제하기 어려울 정도로 커졌다. 커진 적자를 메우기 위해 재무부는 다시 새로운 국채를 발행해야 하는 악순환에 직면해 있으며, 이는 정부 채무의 절대 총량을 계속 늘리는 원인이 됐다.

셋째, 기간 프리미엄(Term Premium) 상승으로 장기 채권시장에 교란을 야기한다는 점이다. 단기 국채 발행으로 장기 금리를 억누르는 조치가 한계에 다다르면서 시장에서는 조만간 미 재무부가 감당하지 못하고 결국에는 장기국채 물량을 쏟아낼 것이란 우려가 커졌다.

이로 인해 시장 참가자들은 불확실한 미래 위험에 대한 보상으로 더 높은 금리를 요구했고, 이는 결국 장기 국채의 기간 프리미엄(Term Premium)을 견인하는 결과를 초래했다. 실제로 미 재무부가 권고안을 충족하지 못한 이후 기간 프리미엄을 상승했을 뿐만 아니라 기간 프리미엄들 간의 스프레드도 더욱 확대되고 있다. 단기물로 장기 금리를 막으려던 조치가 오히려 장기 금리에 부정적 영향을 준 것이다(그림 2, 3).

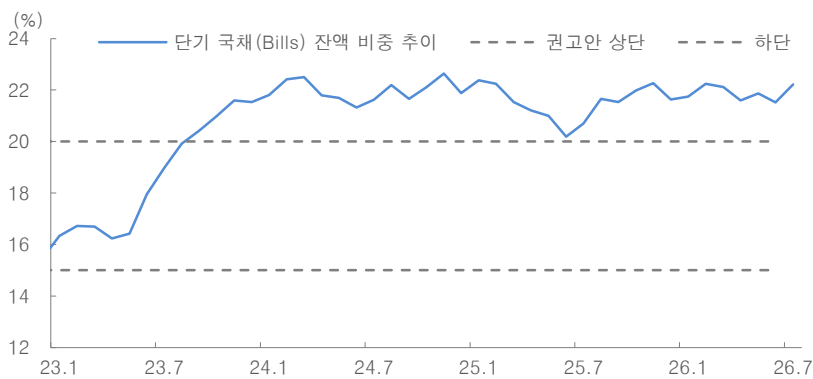
기준금리 만큼이나 중요한 국채 수급, 발행 만기도 잘 살펴야

TBAC가 제시한 적정 단기채 비중(15~20%)을 3년째 위반하고 있는 현 상황은 미국 정부의 재정적인 어려움을 그대로 드러내고 있다.

장기 금리의 발작적인 상승을 막기 위해 단기 국채의 공급을 권고 수준 이상으로 늘린 결과 당장의 소나기를 피했지만 결국 만기 돌려막기는 근본 해결책이 될 수 없으며 오히려 재정 여건을 더욱 악화시키는 부메랑으로 작용했다.

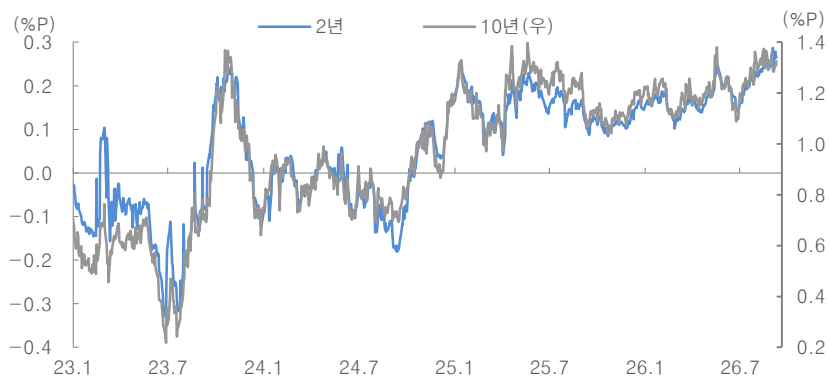
기준금리 결정만큼 미 국채시장의 수급 동향을 집중해서 볼 필요가 있다는 기존 시각을 그대로 유지하는 동시에 절대적인 국채 발행 물량뿐만 아니라 만기 구조에도 관심을 둘 필요가 있다는 판단이다.

그림 1. 7월 FOMC 전후로 달라진 수익률곡선: 과격한 스티프닝



자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 국채 기간 프리미엄 추이



자료: 샌프란시스코 연준, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 국채 기간 프리미엄 간 스프레드 추이



자료: 샌프란시스코 연준, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 공동락)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
