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

해외채권

[1분기 QRA] 워시 리스크를 잠재우기에는 역부족

- **수급 부담: 1분기 QRA에서 이표채 발행 규모 유지되었으나 TBAC가 이표채 발행 증액 시점을 FY27보다 앞당길 가능성을 검토하고 있다는 점은 채권시장에 부담 요인**
- **정책 공조: 연준과 재무부의 '비공식 합의' 가능성. 워시(연준)의 B/S 축소에 따른 장기 금리 상승을 베센트(재무부)가 은행 규제 완화를 통한 민간 수요 확대와 재무부의 전략적 국채 발행 관리로 상쇄**

1분기 국채발행계획 (QRA) 리뷰

미 국채 10년물 금리는 연초 이후 10bp 이상 상승하며 저점을 높여가고 있다. 1월 ADP 민간 고용이 부진했고, 직전 12월 수치 하향 조정에도 불구하고, 성장률과 ISM 제조업 등 견조한 펀더멘털이 확인되며 1월 중순 이후 10년물 금리는 4.2%를 꾸준히 상회 중이다.

시장은 1분기 국채발행계획(QRA)에서 재무부가 금리 하향 안정화를 위한 조치를 취할 것으로 기대했으나, 결과적으로 작년 4분기 QRA와 큰 차이가 없었다는 점이 확인되며 QRA 직후 금리는 저점을 높여갔다. 실제로 최근 세 차례 QRA 만기별 발행 규모 발표 직후 금리가 모두 상승했던 패턴이 이번에도 재현되었다.

재무부는 향후 조달 방식에 대해 기존의 "적어도 향후 몇 분기 동안 이표채 및 FRN 발행 규모를 현 수준으로 유지한다"는 가이드라인을 재확인했다. 재무부 자문 위원회(TBAC)도 2027년 회계연도 중 이표채 발행 확대가 필요하다는 기존 입장을 유지했다. 다만, 이번 회의에서는 자금 조달 필요액이 확대된 이후 발행량을 급격히 늘리기보다는, 필요 시점보다 이르더라도 점진적으로 발행량을 확대하는 방안의 실익을 논의하기 시작했다.

즉, 조금씩 발행량을 늘려 채권시장에 부담을 주지 않고 시장이 공급 부담을 소화할 시간을 주겠다는 의도로 해석된다. 물론 증액이 현실화될 경우, 수요가 탄탄한 2~7년물(Belly 구간) 중심으로 이뤄질 가능성이 높다고 판단한다.

1분기 국채발행계획 주요 내용을 살펴봤다. 1) 작년 4분기 차입 규모(실제치) 2) 올해 1분기 차입 규모(수정치) 3) 올해 2분기 차입 규모(신규 추정치) 4) T-bill과 이표채 발행 규모로 정리할 수 있다.

작년 4분기 차입 규모 확정치는 5,500억 달러로 수정치 5,690억 달러 대비 200억 달러 감소했다. 분기 말 현금 잔고가 높았고, 순 현금 흐름이 많았기 때문이다. 올해 1분기 차입 규모는 작년 4분기에 발표한 5,780억 달러(최초 발표치)에서 5,740억 달러(수정치)로 30억 달러 하향 조정했다. 올해 2분기 최초 차입 규모는 1,090억 달러로 제시했다.

올해 1~2분기 T-bill(단기채)과 이표채 순발행 규모는 각각 2,600억 달러에서 -2,420억 달러(순상환), 3,640억 달러에서 4,040억 달러로 발표했다.

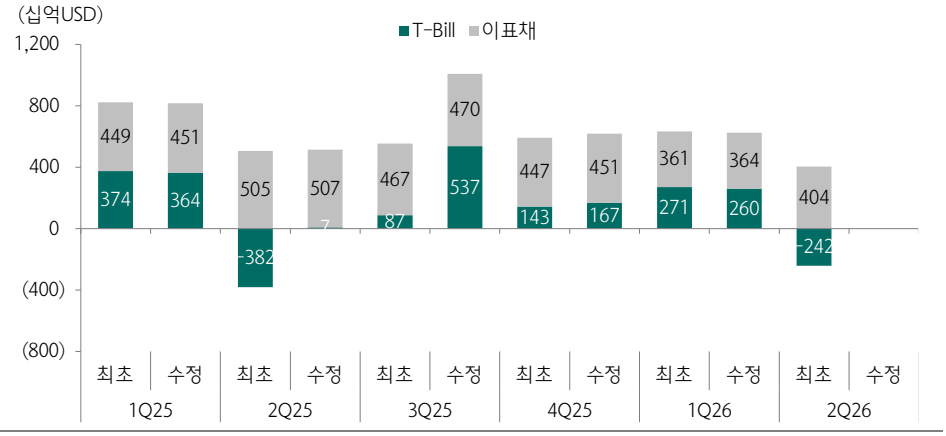
재무부는 3월 중순까지 단기채 발행 규모를 유지하다, 3월 말부터는 4월 중순 세금 납부 기한을 고려해 단기물 발행을 점진적으로 줄여나갈 것임을 밝혔다. 세수 유입에 따른 일시적 조치로, 단기채 발행 규모가 최대 3,000억 달러 감소할 것으로 추정했다.

종합적으로 보면 이번 1분기 QRA는 표면적으로는 작년 4분기 QRA와 크게 다른 점이 없었지만, 채권시장에는 다소 매파적 시그널을 전달했다고 판단한다. 특히 TBAC가 이표채 발행 확대 시점을 기존 2027년 회계연도보다 앞당길 가능성을 검토하기 시작했다는 점은 채권시장 입장에서는 부담 요인으로 작용할 수 밖에 없다.

올해 1분기 차입 규모 수정치
5,740억 달러

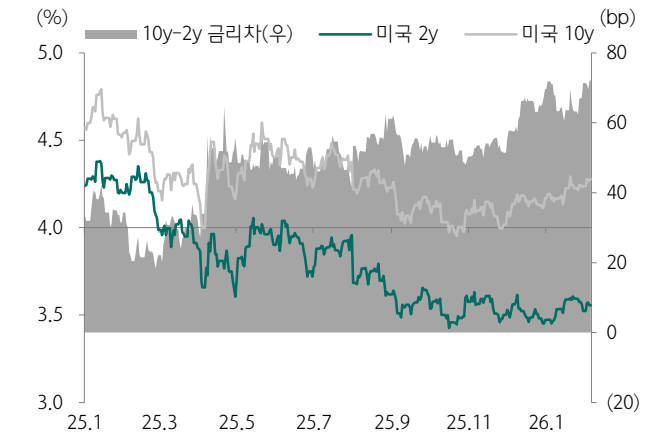
올해 2분기 최초 차입 규모
1,090억 달러

도표 1. 미 재무부 만기별 국채발행계획



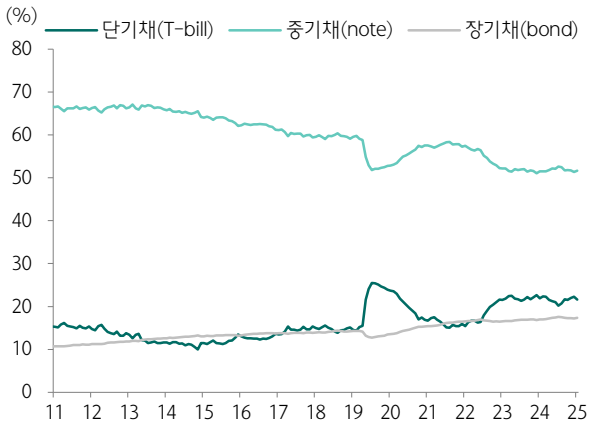
자료: 미 재무부, 하나증권

도표 2. 미 10년물 금리는 저점 높여가는 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 발행잔액 기준 단기채 비중 꾸준히 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

연준과 재무부의 '비공식 합의' 가능성

연준의 과도한 개입에 대한 워시의 견해가 베센트 재무장관의 견해와 일치한다는 점을 주목할 필요가 있다. 이는 연준과 재무부의 '비공식 합의'로 귀결된다. 신임 연준 의장으로 지명된 케빈 워시는 역사적으로 대차대조표 축소와 인플레이션 안정에 초점을 맞출 것을 반복해서 주장하며 매파적인 명성을 얻어왔다. 동시에 최근에는 금리 인하를 지지할 것임을 시사하기도 했다. 연준의 대차대조표 축소로 시장에 공급 부담이 생긴다면 시장 전반의 위험 프리미엄 상승으로 이어질 수 있다.

한편, 베센트 재무장관은 장기 금리 하향 안정화를 위한 은행 규제 완화를 꾸준히 언급한 바 있다. 즉, 연준 지급준비금에 예치되어 있는 2.9조 달러 초과 지준 자금 중 일부를 시장에 대출해주거나 채권 매입 자금으로 활용해 유동성 공급을 확대하겠다는 의미이다.

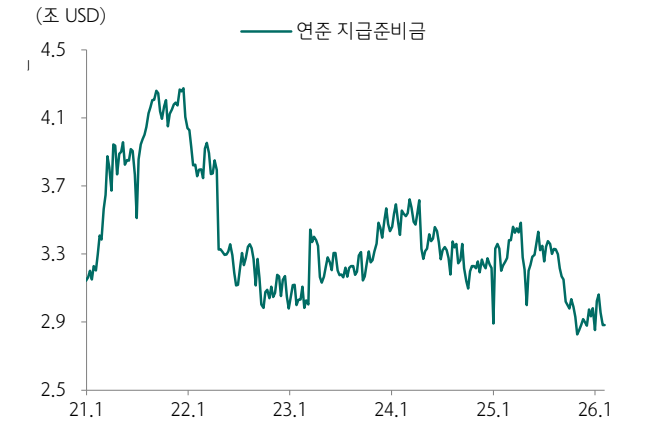
베센트가 그리는 '장기 금리 하향 안정화' 그림을 수요와 공급 측면에서 생각해보면, 은행 규제 완화가 현실화된다면 미국 대형 은행들의 국채 수요가 증가하게 된다(수요). 지금까지 은행들은 보완 레버리지 비율(SLR)과 고유동성 자산(HQLA) 규제 등으로 인해 국채 보유 여력이 제한됐지만, 규제가 완화된다면 시장에 풀리는 국채 공급 부담을 완화시킬 수 있는 주체로서의 역할을 할 수 있게 된다.

미 재무부가 지난 2년 간 향후 조달 방식에 대한 포워드가이던스 문구를 꾸준히 유지해왔던 것도 공급 불확실성에서 기인하는 위험 프리미엄을 최소화하기 위한 전략이라고 판단한다(공급). 발행 일정과 규모를 투명하기 운영함으로써 시장의 불필요한 발작(Tantrum)을 방지할 수 있다.

결국 케빈 워시가 주도하는 대차대조표 축소로 인한 장기 금리 상승 압력을 1) 은행 규제 완화를 통한 민간 유동성 공급 확대와 2) 재무부의 전략적 발행 계획을 통한 위험 프리미엄 관리로 제어하겠다는 베센트의 의도가 엿보인다.

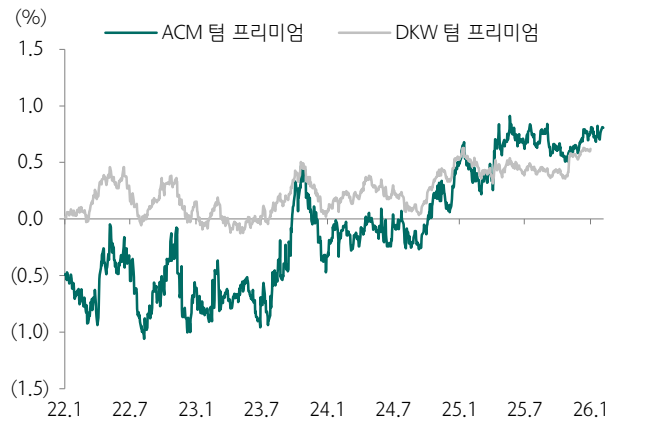
2/6 12월 JOLTs 구인건수, 2/8 일본 조기 총선, 2/11 1월 비농업 고용, 2/13 1월 CPI 발표가 예정되어 있는 만큼 미 국채금리는 4.1~4.4% 레인지 내 변동성이 확대될 전망이다.

도표 4. 연준 대차대조표 내 지급준비금은 약 2.8조 달러



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 텀 프리미엄은 꾸준히 상승하는 추세



자료: 미 재무부, Bloomberg, 하나증권