

영국, 국채 수급 우려 달래기



Fixed Income Strategist

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

수급 우려1) 또다시 떠오른 국채 발행발 금리 상승 압력

지난 8월말 일시적으로 영국 국채금리가 급등했다. 10월 추계 예산안에서 국채 발행 확대 우려가 부ashed한 영향이다. 스타머 총리가 현재 영국의 재정상황이 예상보다 심각하다고 발언한 것이 화근이었다. 지난 7월 리브스 재무장관이 밝힌 220억파운드의 예산 부족분이 증세만으로 매워질수 없다는 우려감이 확산됐다.

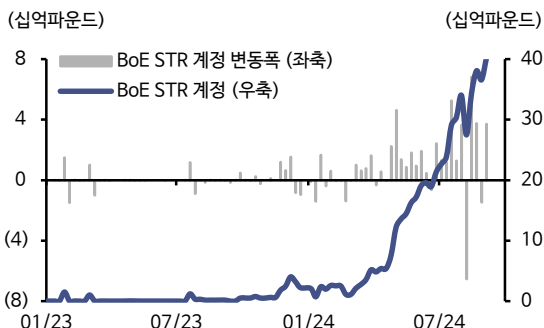
수급 우려2) 적극적 양적 긴축은 수급 우려 키우는 요인

9월 발표될 QT 계획에서 연간 1,000억파운드의 국채 매각 속도가 유지될 가능성이 높다. 영란은행은 국채 매각에 따른 부작용이 제한적이라는 입장이지만 앞으로 없을지는 미지수다. QT가 시작된 22년초부터 2년 동안 영란은행의 매도액 만큼의 국채를 외국 공공부문에서 순매수했다. 외국 공공부문의 매수세가 QT 물량을 흡수했으나 23년 하반기부터 매수세가 정체되며 영향력이 약화되고 있다. STR(단기 Repo를 통한 유동성 공급 창구) 이용 또한 꾸준히 증가하고 있는 만큼 향후 단기자금시장 불안이 심화될 가능성도 배제할수 없다.

그럼에도 유효한 연내 금리 하락 전망: 금리 상승시 비중 확대

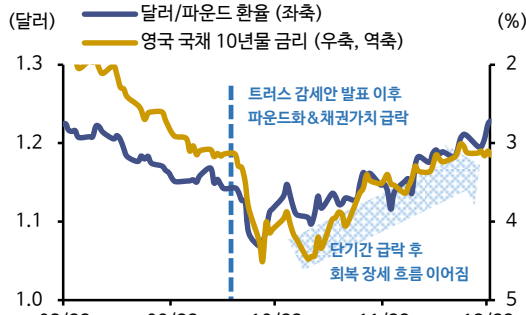
10월까지의 수급 우려가 해소되기 어려운 환경이다. 그러나 추가 충격을 유발할 수준의 발행은 없을 것으로 예상한다. 22년 재정발 금융불안 경험은 재정 우려에 큰 정치적 부담을 안겼다. 영란은행도 QT 부작용까지 고려해서 통화정책 내용을 결정하겠다는 입장이다. QT에 따른 약세 압력이 시장의 우려를 상회하지는 않을 것일 기대할 수 있는 대목이다. 수급발 금리 상승이 10월말 예정된 예산안 발표를 넘어서 이어지지는 않을 가능성이 높다. 10월말 이후에는 수급 이슈보다 기준금리 인하에 초점을 맞춰 영국 국채 금리 또한 하락세가 이어질 전망이다.

단기 Repo 매입 확대: 시장 유동성 부족 신호



자료: BOE, 신한투자증권

정부와 중앙은행 조치에 따른 충격 회복 경험



자료: Bloomberg, 신한투자증권

영국, 국채 수급 우려 달래기

수급 우려1) 또다시 떠오른 국채 발행발 금리 상승 압력

영국 재정 상황: 대규모 예산 부족분 메워야 하는 상황

이전 정부에서 약 220억 파운드의 예산 부족분 확인

국채 추가 발행이 불가피한 정치적 환경. 기간프리미엄 주도의 국채금리 급등

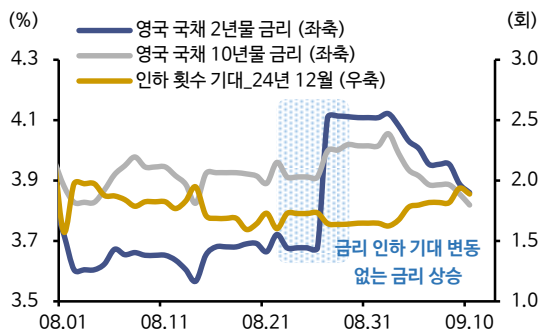
지난 8월말 일시적으로 영국 국채금리가 급등했다. 당시 통화정책과 관련한 노이즈는 부재했고 선물시장에서의 기준금리 전망 변동 또한 제한적이었다. 위험중립 금리가 아닌 기간 프리미엄의 변동에 비롯한 금리 상승이다. 8월 27일 노동당 스타머 신임 총리의 증세 발언에 수급 이슈가 부각된 것이 기간 프리미엄 상승의 주된 원인인 것으로 판단된다.

영국의 증세 전망은 이미 알려진 내용이었다. 지난 7월 리브스 재무장관은 전임 정부로부터 220억파운드의 예산 부족분을 확인했음을 알렸다. 이어서 재무부는 도로/병원 건설 취소, 보편적 겨울 연료 지급 폐지를 비롯한 즉각적 조치에 나서겠다고 밝혔다. 일단 올해 55억파운드, 내년 81억파운드의 지출 삭감을 통해 자금 부족분을 메우고, 10월말 추계 예산안에서 추가 조치 단행을 예고했다. 당시 여론은 일부 증세를 예상했다. 그러나 8월말 스타머 총리가 연설에서 예상보다 사태가 심각함을 강조하며 분위기가 급변했다. 증세만으로 예산 부족을 채울수 없다는 우려가 부상했다. 연설 직후 국채 발행 우려가 채권 매도 압력을 키웠다.

재정적, 정치적 환경은 재무부의 국채 발행 확대 우려로 연결

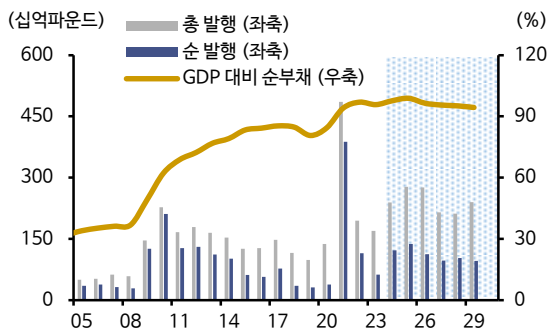
현재 영국의 재정 및 정치 환경 고려시 시장의 우려는 합리적이다. 노동당 정부는 총선 당시 소득세, 국민보험료, 부가가치세 등 이른바 핵심 재원에서의 세금 동결을 강조했다. '더 넓은 어깨의 사람이 짐을 져야 한다'는 총리의 발언을 통해 시장은 자본이득세와 상속세에서의 세금 인상이 유력하다고 전망하고 있다. 아직 해결되지 않은 예산 부족분 74억파운드(220억-55억-81억)이다. 해당 세목으로 예산 부족분을 채우기 위해서는 최소 약 30%에 달하는 증세 조치가 필요하다. 더욱이 노동당 주요 공약에는 국방, 의료 등 대규모 추가 지출이 필요한 정책이 포진되어 있다. 해당 항목 증세만으로는 해결되기 어려운 수준의 재정 상황이다.

수급 부담에 급등했던 영국 국채 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

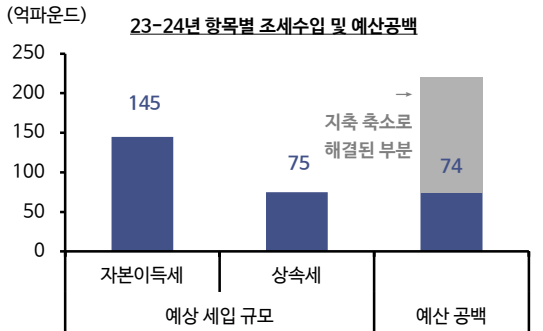
영국 재정 전망: 상향 조정 우려 확대



자료: UK DMO, 신한투자증권/ 주: 음영은 추정치

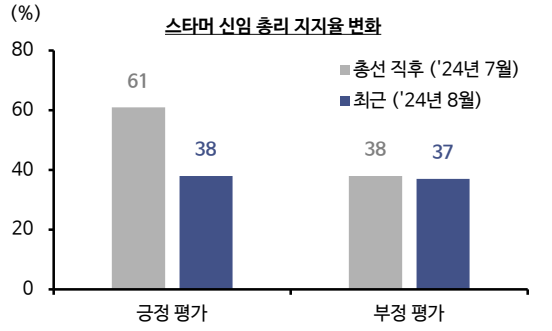
내각의 선택지는 세가지로 좁혀진다. 1) 지출 규모를 추가로 축소하거나, 2) 소득세 등 핵심 재원에서의 증세를 이행하거나, 3) 국채 추가 발행을 단행해야 한다. 노동당 정부가 현재 예산 공백을 이전 정부 과오로 돌리며 증세 조치에 정치적 명분을 확보해 나가고 있지만 역부족이다. 부임 직후 60%대를 이어오던 스타머 총리의 지지율은 최근 반이민 폭력 시위 무력 진압, 증세 불안감에 30%대로 추락했다. 이런 상황에서 1) 지출 규모 축소나 2) 핵심 재원 증세와 같이 총선 공약에 상충되는 조치는 내각에 큰 정치적 부담을 안긴다. 결국 정부는 예산부족분의 일정부분을 국채 발행을 통해 메우고자 할 공산이 크다.

상속세, 자본이득세만으로 채우기 어려운 수준



자료: 영국 정부, 신한투자증권

취임 직후 급락한 스타머 총리 지지율



자료: Politico, 신한투자증권

수급 우려2) 적극적 양적 긴축은 수급 우려 키우는 요인

영란은행의 양적긴축 속도 2025년에도 유지될 가능성

2025년에도 영란은행 양적 긴축 속도 유지될 전망

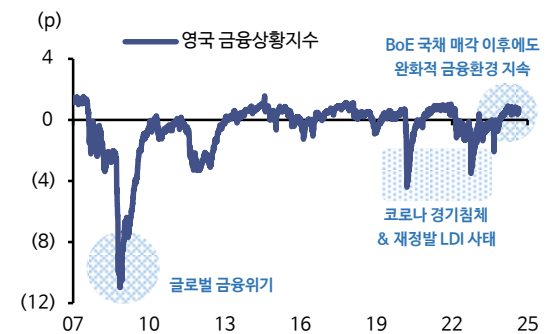
국채 공급 이슈가 부각된 현 상황에서 QT 지속은 우려를 심화시킬 가능성

영란은행이 진행하고 있는 양적 긴축(Quantitative Tightening; 이하 QT) 상황 또한 점검이 필요하다. 영국은 2022년 2월부터 보유 채권 만기 도래분에 대한 재투자율을 중단하고 회사채 매각을 실시하였다. LDI발 시장불안이 완화된 2022년 11월부터는 국채 또한 매각에 나서고 있다. 주요국 중 유일하게 자산을 직접 매도하는 적극적 양적 긴축 정책을 수행 중이다. 현재 영란은행의 대차대조표 축소 속도는 연간 1,000억파운드 규모로 2024년 9월까지 자산매입기구(Asset Purchase Facility; 이하 APF) 계정 목표 잔고는 6,580억파운드이다. 9월 통화정책회의에서 2024년 10월부터 향후 1년간 QT 계획이 발표될 예정이다.

당사는 영국이 내년에도 연간 1,000억파운드 내외의 대차대조표 축소 속도를 유지할 것으로 예상한다. 영국의 양적 긴축 목적은 '긴축'이 아닌 '대차대조표 정상화'에 있다. 이에 영란은행은 국채 매각을 1) 통화정책 도구로 이용하지 않고, 2) 시장을 방해하지 않는 선에서, 3) 점진적이고 예측가능한 방식으로 진행할 것을 시사했다. 영란은행은 또한 국채 매도에 따른 부작용은 제한적이라는 주장을 일관하고 있다. 2022년 2월 이후 영국 국채 10년물 기간 프리미엄 상승분 75bp 중에서 양적 긴축의 지분은 10~20bp 정도에 불과하다는 입장이다. 이는 대차대조표 축소 속도를 유지시킬 명분이 될 수 있다.

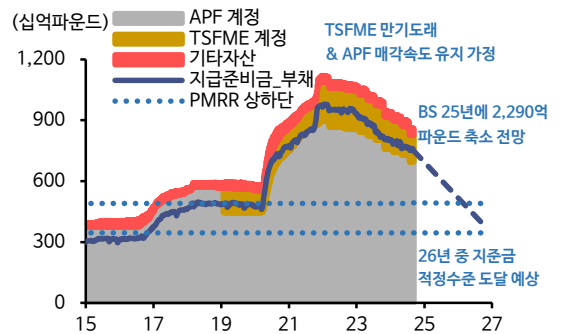
영국의 유동성 환경도 양적 긴축 속도 유지를 지지한다. 영란은행이 주요하게 살펴보는 시장 유동성 지표는 대차대조표 내 지급준비금(Reserves Balances) 계정이다. 영란은행은 3,450~4,900억파운드의 지급준비금을 시장의 적정 수준으로 판단하고 있다. 현재 기준금 계정은 7,505억파운드로 아직까지 약 2,605억파운드의 여유가 남아 있다. TSFME 계정(영란은행이 코로나19 당시 중소기업에 제공한 저금리 대출) 잔액은 현재 1,290억파운드다. 연간 1,000억파운드의 국채 매각 속도가 유지되고 TSFME 대출이 내년에 모두 상환된다고 가정해도 2025년 중에는 적정 수준을 상회하는 지준이 예상된다. 보수적인 가정에도 여전히 충분한 대차대조표 축소 여력이 남아있는 셈이다.

QT 이후에도 안정적이었던 영국 금융상황지수



자료: Bloomberg, 신한투자증권

풍부한 지준: 25년까지 QT 속도 유지 가능한 환경



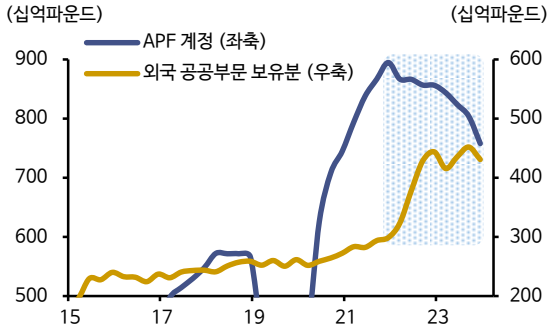
자료: Bloomberg, 신한투자증권/ PMRR: 적정 최소 지준 범위

양적 긴축 부작용이 가시화될 가능성 경계

하지만 QT에 따른 부작용이 앞으로는 없을지는 예단할 수 없다. 영란은행은 대차대조표 축소를 시작한 2022년초부터 2023년말까지 총 1,300억파운드의 국채 보유분을 순매도했다. 그런데 IMF의 선진국 국채 투자자 조사 자료에 따르면 같은 기간 외국 공공부문에서 같은 양의 영국 국채를 순매수했다. 외국 공공부문의 경우 매수 매도 의사결정에 있어 민간 부문보다 가격 민감도가 낮다. 해당 부문에서의 매수세가 영국 국채 QT 물량을 흡수하면서 시장의 금리 상승 압력이 제한됐을 가능성을 배제할 수 없다. 2023년 하반기부터 외국 공공부문의 매수세가 정체된 만큼 향후 QT에 따른 경과를 모니터링해야 한다는 생각이다.

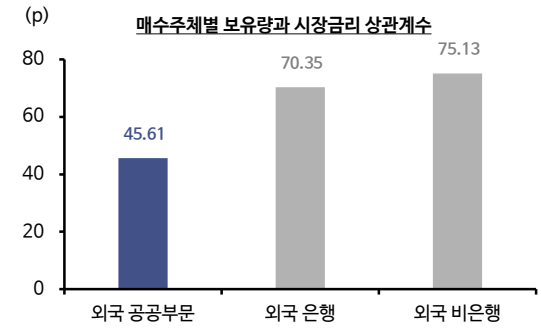
또한 영란은행은 양적긴축이 유발할 유동성 부족에 대비해 단기 Repo 시설(Short-term Repo; 이하 STR)을 새로운 유동성 공급 창구로 활용하고 있다. 영국은 STR 창구에 현행 기준금리를 적용하여 시장에 제한 없이 자금을 공급하고 있다. 작년까지만 해도 영란은행 대차대조표 상 STR 계정은 0에 수렴했다. 그러나 올해 들어 민간의 STR 창구 이용이 꾸준히 증가하고 있다. 일각에서는 중앙은행의 QT에 따른 자금시장의 유동성 부족이 유발한 결과라는 지적이 나온다. 이처럼 일부 지표에서 유동성 부족 신호가 나오는 만큼 향후에는 제약적 금융환경이 유발될 가능성 또한 배제할수 없다는 판단이다.

23년 말까지 외국 공공부문이 국채 매각분 흡수



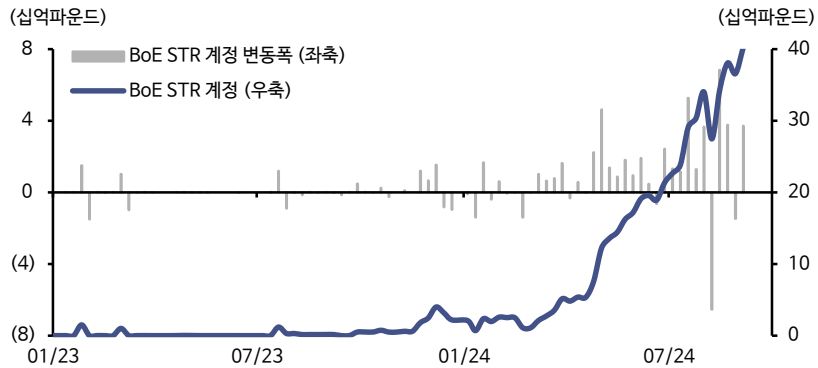
자료: IMF, 신한투자증권

외국 공공부문의 낮은 가격민감도



자료: Bloomberg, IMF, 신한투자증권

영란은행 단기 Repo 순매입 규모 확대: 시장 유동성 부족 신호



자료: BoE, 신한투자증권

그럼에도 유효한 연내 금리 하락 전망: 금리 상승시 비중 확대

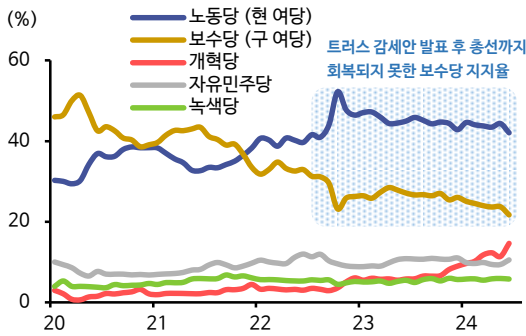
국채 수급 우려에 따른 금리 상승은 장기화되지 못할 전망

내각의 정치적 부담과
하방으로 치우친 편더멘탈
→ 국채 수급 우려 장기화를
제한하는 요인

추계 예산안에서 국채 추가 발행이 우려되는 만큼 10월말까지는 수급 이슈가 해소되기 어렵다. 국채 발행 우려는 기간 프리미엄 측면에서 국채 금리 상승 우려를 키운다. 수급발 국채 금리 하방경직성을 경계해야겠다. 같은 기간 영란은행의 QT 속도 조절이 부재하다면 국채 공급 우려는 더욱 커질 가능성이 높다.

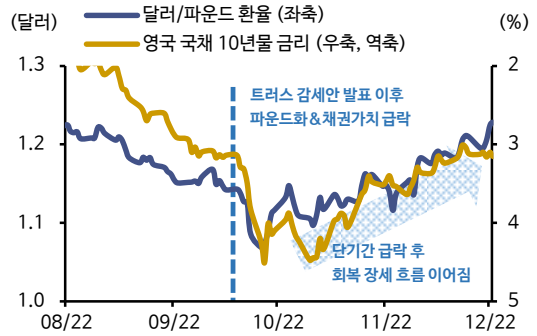
다만 국채 금리 약세 압력이 10월 추계 예산안 발표를 넘어서 이어지는 않을 전망이다. 2022년 9월 트리스 전 총리의 재원없는 감세 정책이 국채금리 급등을 촉발한 바 있다. 당시 LDI펀드의 대규모 마진 콜이 국채 매도세를 가속화하면서 금융불안을 야기했다. 해당 사태로 트리스 전 총리는 최단명 총리라는 오명을 썼다. 이후 보수당은 급락한 지지율을 극복하지 못한채 14년만에 정권을 내주었다. 재정 우려가 내각에 큰 정치적 부담이 될 수 있는 이유다. 국채금리가 급등하더라도 중앙은행이 LDI 펀드의 손실 복원력을 모니터링하고 있는 만큼 2022년의 금융불안이 재발할 가능성은 낮다고 판단한다.

총선 직전까지의 정당별 지지율 추이



자료: BBC, 신한투자증권

정부와 중앙은행 조치에 따른 충격 회복 경험



자료: Bloomberg, 신한투자증권

하방으로 쏠려있는 펀더멘탈(성장, 물가) 상황

펀더멘탈은 여전히 금리 하방 압력을 키운다. 최근 디스인플레이션에 따른 실질 임금 상승이 영국 경기 개선을 이끌고 있다. 다만 2분기 GDP에서 1분기대비 기업투자와 민간소비의 둔화가 확인된다. 재고투자는 큰 폭 증가했다. 성장이 지속 되려면 소비 개선이 기업투자와 고용 확대로 이어지는 선순환이 필요하다. 현재 데이터에서는 이런 패턴이 확인되지 않는다. 긴축에 따른 명목임금 둔화세가 가계 구매력을 떨어뜨리는 만큼 성장 모멘텀은 상반기대비 둔화될 가능성이 높다.

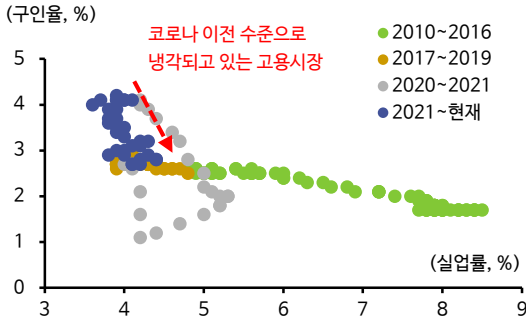
인플레이션 환경 또한 영란은행의 편만한 인하 환경을 조성할 전망이다. 높은 상승세 이어오던 서비스물가 상승률이 7월 전년대비 +5.2%를 기록하며 전월보다 0.5%p 하락했다. 고용 시장 또한 둔화가 확인된다. 베버리지 곡선 상 영국의 노동시장 초과수요는 코로나 이전 수준으로 복귀했다. 보너스 제외 임금상승률도 이에 맞추어 +3%대를 처음으로 터치하며 향후 서비스물가 하락에 자신감을 키우고 있다. 그럼에도 영국 실질 기준금리는 2010년 이후 최고치를 유지하고 있다. 영국의 성장 및 물가 레벨에 부담스러운 긴축 수준으로 빠른 시일 내 강도 조절이 요구된다. 9월 통화정책회의에서는 동결이 유력하지만 영란은행의 도비시한 스탠스가 기대된다. 연내 추가 인하 기대 여전히 유효하다는 판단이다.

영란은행의 통화정책적 지원 또한 기대할 수 있는 환경

긴축 강도 완화가 필요한 펀더멘탈 환경에서 수급발 국채금리 상승은 영란은행에게도 불편한 요소다. 영란은행은 양적 긴축이 통화정책 수단이 아님을 강조하고 있다. QT 진행이 유발하는 긴축 부작용까지 고려해서 기준금리 경로를 결정하겠다는 입장이다. 양적 긴축에 따른 약세 압력이 시장의 우려를 상회하는 수준으로 확대되지는 않을 것을 기대할 수 있는 대목이다.

LDI 사태 당시 영란은행은 예정된 국채 매각을 연기하고 임시 국채매입 프로그램(FSGP)을 진행한 바 있다. 내각의 감세 철회와 맞물려 국채 금리 상승폭은 빠르게 되돌려졌다. 만약 다시 금리가 급등하더라도 영란은행의 통화정책 지원이 기대되는 만큼 조기 진화가 가능하다는 판단이다. 양적 긴축과 국채 발행에 따른 약세가 장기화되지 못할 환경이다.

고용시장 초과수요는 코로나 이전 수준을 회복



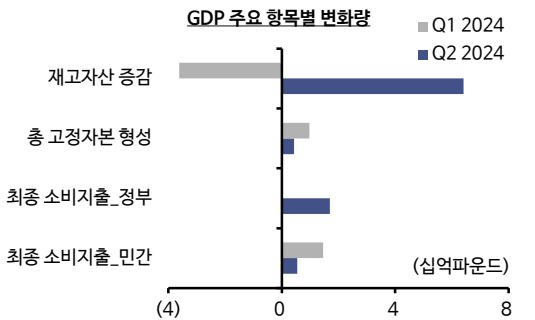
자료: Bloomberg, 신한투자증권

서비스 물가 하방을 가리키는 임금 상승률 하락세



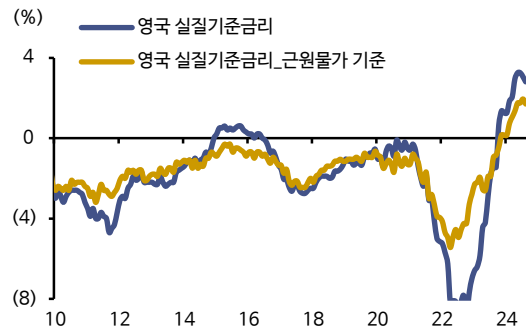
자료: Bloomberg, 신한투자증권

재고 확대와 부진한 기업투자: 성장 모멘텀 제한



자료: Bloomberg, 신한투자증권

긴축 강도 조절 차원의 인하 필요성 증대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

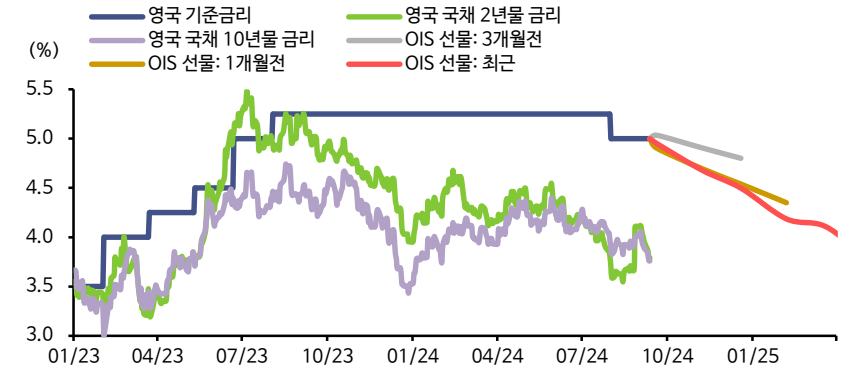
수급 이슈 제외하면 금리
하락 추세 유효

불확실성이 완화될 10월말
이후 영국 국채 비중 확대

종합하면 추계 예산안 발표에서 국채 발행 확대가 우려되지만 예상을 벗어날 수급 우려는 없을 것으로 전망한다. 불확실성이 잔재하는 만큼 10월말까지는 영란은행의 2025년 QT계획과 예산안 모니터링이 필요한 구간이다. 그때까지는 영국 국채 시장의 수급이 가장 중요한 요인이 될 가능성이 높다. 정치적 부담 및 중앙은행의 스탠스를 고려할 때 수급 부담이 점차 완화될 것으로 예상한다.

10월말 이후부터 영국 금리는 주요국 대비 상대적으로 가파른 하락세가 이어질 전망이다. 수급 우려에도 시장의 기준금리 인하 전망 경로는 유지되고 있다. 장기간 고금리 환경으로 하반기 성장 모멘텀은 둔화되고 있으며 디스인플레이션 기조 또한 유효하다. 연내 기준금리 50bp 인하 및 시장금리 하락세가 예상된다. 8, 9월 수급 이슈로 상대적으로 하락폭이 제한적이었다. 수급 우려가 완화되고 기준금리 인하 경로를 고려해 볼 때 연말까지 영국 국채 10년물 금리는 3.4% 도달이 가능하다. 수급 우려에 따른 금리 상승은 저가 매수 기회라는 판단이다.

영국 기준금리 및 시장금리 추이: 연내 2회 인하 및 금리 하락세 지속 예상



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연, 박민영).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.