

# 채권 브리프

## 순식간에 반영되는 발행 부담, 해결책은 없다

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

### Check Point

2025년 예산안 발표 속 국고채 201.3조원 발행 충격. 내년 상반기 발행액 월간 20조원 내외 추정

정부의 세수결손 대응과정에서 발생한 부작용 누증, 2025년 국고채 발행으로 보완할 계획

단기적으로 외국인 선물매도 불가피하며 국채금리 상방압력으로 작용. WGBI에 거는 기대감은 더욱 커질 수 밖에

### 2025년 예산안 발표 속 국고채 201.3조원 발행 충격. 내년 상반기 발행액 월간 20조원 내외 추정

우려했던 내년 국고채 발행 물량이 공개됐다. 2025년 국고채 총발행액은 201.3조원, 순증은 83.7조원으로 24년 본예산과 비교해 총발행액은 42.8조원 증가, 순증액은 33.9조원 증가한 것으로 나타났다. 당초 25년 만기상환액이 100조원 이상으로 추산되며 올해 대비 발행액이 늘어날 수 있을 것으로 예상되었으나 순증규모가 전년대비 67.9% 증가하며 총발행액이 200조원을 상회한 점은 국고채 시장에 부담으로 작용하며 장기물 금리의 상승 압력이 커지는 상황이다. 현 정부안이 국회 통과를 통해 확정될 경우 내년 상반기 국고채 발행부담은 당연히 높아질 수밖에 없다. 올해 상반기 월평균 15조원 내외의 국고채 발행이 진행되었는데 내년 상반기 중 계획물량의 60% 정도를 발행한다고 가정하면 월간 20조원 내외의 국고채가 발행되며 국고 시장에 공급부담으로 작용될 소지가 크다.

### 정부의 세수결손 대응과정에서 발생한 부작용 누증, 2025년 국고채 발행으로 보완할 계획

이처럼 2025년 국고채 발행이 예상보다 크게 늘어난 근거는 코로나 이후 발행된 국고채 중 상당물량의 만기가 도래한 영향도 있으나 그 외 2023년부터 현재까지 누적되고 있는 정부의 세수결손 관련한 문제가 큰 것으로 보인다. 참고로 2023년 국회예산정책처의 결산내역에 따르면 정부의 세수결손 대응과정에서 여러 부작용이 나타난 것으로 분석됐다. 해당 내역은 다음과 같다. 1)지방교부세와 지방교육재정교부금 미지급, 2)일반회계의 공공자금관리기금 예수이자 7.8조원 미지급, 3)공공자금관리기금이 외국환평형기금에 예탁하는 금액 5.5조원 감축, 4)외국환평형기금이 공공자금관리기금으로부터 예수한 금액을 조기에 상환(14.4조원)하고, 공공자금관리기금이 이를 일반회계에 예탁(9.6조원)하는 방식을 통해 세수결손에 대응했으나, 외국환평형기금의 목적(외환시장안정화)상 부정적 인식에 영향, 5)정보통신진흥기금 수입감소로 재원 보전이 필요했으나, 공공자금관리기금의 재원 부족으로 해당 기금을 통해 예탁이 어려워짐에 따라 우체국보험적립금을 차입(예산총칙 상 규정위반) 등이 있다. 특히 2)번 사항인 일반회계의 공자기금 예수이자 미지급은 가산이자가 적용되어 향후 재정부담을 가중시킨다는 점, 4)번 사항은 외평기금을 활용하는 과정에서 금융성 채무가 적자성 채무로 전환되어 국가채무의 질이 악화될 수 있다는 점에서 사안의 정도가 충분히 크게 해석될 수도 있다.

또한 문제는 24년 결산내역이 아직 나오지 않았지만 23년에 이어 24년에도 세수결손이 재발할 가능성이 높다는 점이다. 올해 1~6월까지 국세수입누적액은 168.6조원으로 진도율이 45.9%에 불과하다. 세수결손이 심각했던 23년 1~6월까지 누적액이 178.5조원, 진도율이 44.6%를 보였던 상황과 비슷하며 최근3년치 평균(54.6%)을 크게 하회 중에 있다. 작년에 이어 올해도 추경집행이 불가능한 여건에서 당면 정부는 세수부족에 대응해 '외국환기금→공자기금→일반회계' 전용방안을 사용할 공산이 크다. 외국환평형기금의 24년 예산안에 따르면 공적기금예수원금의 이자상환으로 10조원 규모의 계획이 예정되어 있어 이를 세수대용으로 사용할 것으로 보인다. 이 경우 앞서 23년 세수결손 대응과정에서 나타난 부작용이 24년에도 동일하게 발생할 수 있고 2년 연속 누적된 부작용을 해소하기 위해 25년 국고채 순증 증액발행은 불가피했을 것으로 보인다.

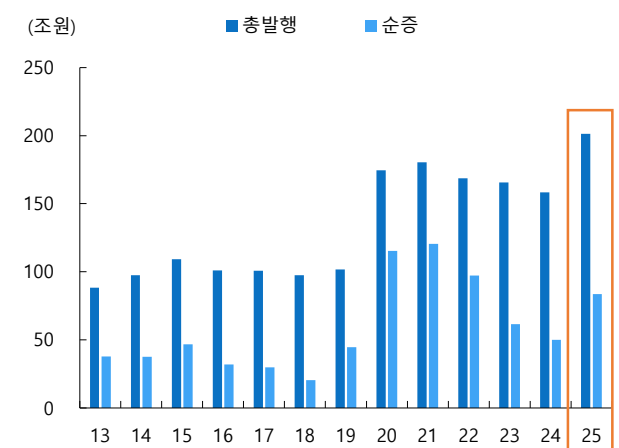
여기에 또 하나 우려되는 문제는 올해 18조원으로 책정된 외국환평형채권 발행이 후속 절차 논의가 지연되면서 현재까지도 발행이 성사되지 않았다는 점인데 25년 예산안을 통해 내년 발행액도 20조원으로 책정이 되어 있다는 점이다. 만약 올해 외평채가 일부 발행되었다면 발행만기가 대부분 1년에 불과하기 때문에 내년 발행물은 차환의 성격을 가지게 되어 전체 국고시장에 미치는 구축효과가 제한될 수 있다. 그러나 올해 하반기까지 예정된 18조원이 발행되지 못할 경우 내년 발행물은 모두 신규물로 해석되어 국고시장에 미치는 구축효과(발행부담) 역시 커질 수밖에 없다. 따라서 국고 순증확대에 이어 내년 외평채 신규발행 물량까지 가세하는 상황에서 이를 소화시킬 수 있는 새로운 수요처가 없다면 발행 부담은 금리의 상승 압력으로 연결될 것으로 보인다.

### 단기적으로 외국인 선물매도 불가피하며 국채금리 상방압력으로 작용. WGBI에 거는 기대감은 더욱 커질 수밖에

올해 하반기 국고 발행시장은 금리에 매우 우호적이었다. 상반기 평균 발행액이 15조원 내외였다면 하반기는 10조원 내외로 줄어들며 시장금리의 주요 하락 근거로 작용했을 것으로 보인다. 또한 우호적인 발행여건이 통화정책 기대감과 맞물리며 외국인 등 주요 투자자들의 현물/선물 매수세를 이끌었을 것으로 추정된다. 실제로 최근 수급측면에서 나타난 채권시장의 주요 특징점 중 하나는 외국인의 국채선물 순매수 확대였다. 3~5월까지 외국인은 3년 국채선물 17만계약 매도하며 시장 약세를 견인했다면 6월부터 최근 8월초까지는 25만계약 가량 순매수하며 반대로 시장 강세를 주도한 바 있다. 비록 25년 국고채 발행 충격이 당장 하반기 공급시장에서부터 반영되는 것은 아니지만 추가 매수재료 부재, 차익실현 등의 수요가 발생하며 시장의 불안감을 유발할 가능성은 충분히 있어 보인다.

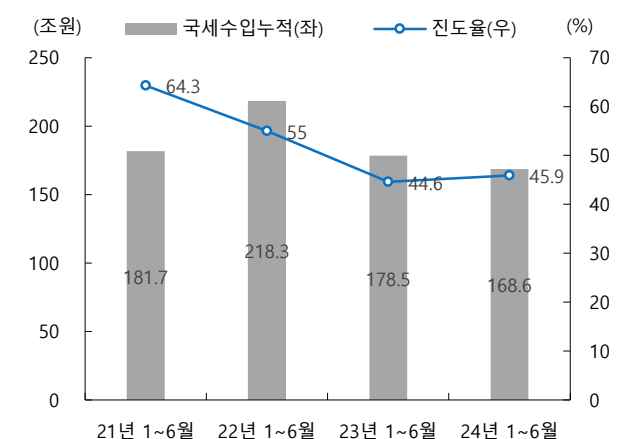
다만 내년 발행충격과 관련해 몇 가지 기대해 볼 수 있는 점도 있다. 우선 통화정책 측면에서 금리인하가 순조롭게 진행되는 시나리오다. 현재 한은 총재는 부동산과 관련한 금융안정 이슈로 금리인하에 대해 연준 등 다른 중앙은행 대비 보수적인 의사를 표명 중에 있다. 그러나 정부의 부동산 관련 규제 시행, 2단계 DSR 시행에 따른 가계대출 및 부동산 안정 여부 등을 점검한 뒤 10월 중 인하에 순차적으로 나서고 이어 한은의 중심이 금융안정에서 경기로 이동하며 적어도 내년 상반기까지 2~2.5%를 목표로 금리인하를 진행한다면 내년도 수급 부담은 상당부분 해소 가능할 것으로 보인다. 두 번째는 새로운 수요처를 확보할 수 있는 WGBI 편입일 것이다. 오는 9월말, 그리고 실패시 내년 3월말 WGBI 편입 결과가 발표 예정이다. 알려진 것처럼 편입 시 약 1년에서 1년 6개월 동안 50~70조원의 신규자금이 국내로 편입될 수 있고, WGBI의 긴 듀레이션(9.6년)을 감안하면 장기물 국고 위주로 매수세가 나올 것으로 예상된다. 25년 국고 순증이 올해대비 34조원 정도 증가하는데 WGBI로 유입되는 신규자금이 1년 환산 40조원 수준이라면 발행 증가분을 충분히 상쇄할 수 있는 수요라고 판단된다. 물론 당장은 발행충격에 따른 금리상승 압력은 불가피할 것이다. 다만 현재 확신할 수는 없으나 앞서 언급한 두 가지 시나리오의 충족 여부에 따라 국고의 발행리스크가 축소될 수 있을 가능성도 염두할 필요가 있다.

그림1. 연간 국고채 발행액, 순증액 추이: 2025년 예산안 내 국고채 총발행액 201.3조원, 순증액 83.7조원으로 발표



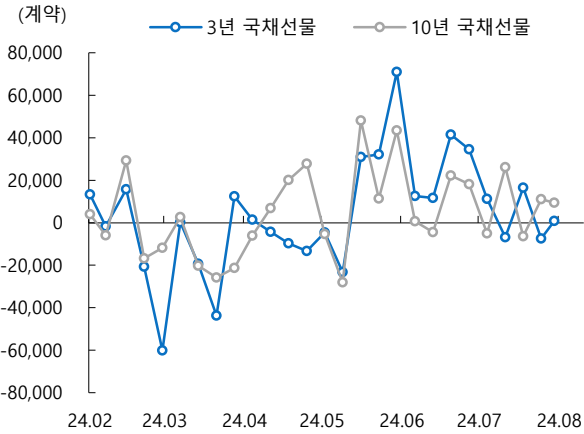
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림2. 국제수입누적액(1~6월) 및 진도율 비교: 23년에 이어 24년도 세수결손 발생



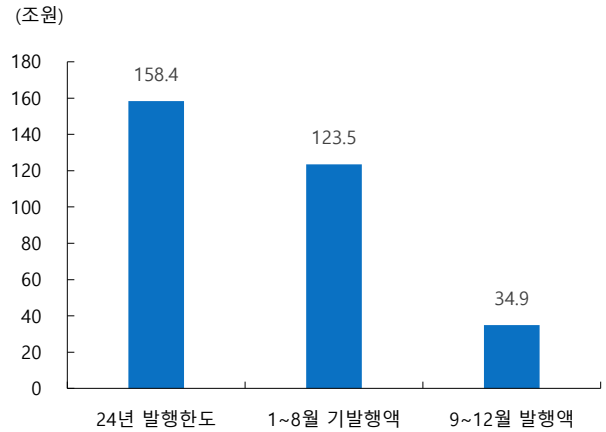
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림3. 외국인 국채선물 주간 순매수 추이: 3선기준 6월 14.6만계약, 7월 8.8만계약, 8월 2.5만계약으로 축소 중



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 24년 국고채 기발행/발행예상액 현황: 하반기 발행부담 낮은 편. 다만 25년 국고발행 충격 반영으로 당분간 금리상방압력 높을 것으로 예상



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림5. 인덱스 프로파일: 지수듀레이션 9.6년, 편입시 장기채 유리

Description	# of Issues	Par Amount*	Market Value*	Market Weight (%)	Average Coupon (%)	Average Life (Years)	Yield to Maturity (%)	Effective Duration	OAS (bps)
WGBI	1,280	29,380.10	27,001.48	100.00	2.39	9.62	3.69	7.12	7
1-3 Years	288	7,436.39	7,254.33	26.87	2.29	1.93	3.96	1.84	1
3-5 Years	223	5,825.37	5,590.85	20.71	2.36	4.02	3.64	3.76	4
5-7 Years	152	3,645.29	3,422.95	12.68	2.38	6.06	3.59	5.52	10
7-10 Years	163	3,841.55	3,607.21	13.36	2.46	8.53	3.42	7.55	11
10+ Years	454	8,631.49	7,126.15	26.39	2.48	22.01	3.63	15.67	12
North America	321	13,161.40	11,823.35	43.79	2.72	8.50	4.66	5.94	-1
Latin America	15	229.95	212.17	0.79	7.44	9.59	10.01	4.98	-0
Asia Pacific	444	5,911.31	5,779.21	21.40	1.90	10.79	1.89	8.96	-1
EMEA	500	10,077.43	9,186.75	34.02	2.14	10.40	3.42	7.52	22

자료: FTSE Russel, iM증권 리서치본부

## Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실, 이승재)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.