



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com  
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 8월 28일 | Global Asset Research

# BondView

## [2025 예산안] 금리 상방 리스크 자극

### 예상보다 많은 순증 규모

정부는 2025년 예산안을 통해 내년도 국고채 발행 규모를 201.3조원으로 확정 발표했다. 이는 올해보다 27.0% (42.8조원) 증가한 수준이다. 그 중에서 순증 규모는 83.7조원으로 올해보다 67.9% (33.9조원) 큰 폭 증가했다. 정부는 순증 규모의 대폭 증가 배경으로 공자기금 수입을 국고채 발행으로 대체해야 하기 때문이라고 밝혔다.

즉, 작년과 올해 2년 동안의 세수 부족분을 메우기 위해 사용한 자원들을 내년에 국고채 발행으로 대체해야 함을 의미한다. 물론 국고채 발행 규모에 개인투자용 국채도 포함되지만 예상 발행 규모를 작년 말에 발표했던 수준인 1조원으로 가정하더라도 순증 규모는 올해보다 약 66% (32.9조원) 증가한다.

참고로 순증 규모 (8월달 정부안 기준) 83.7조원은 2021년 (109.7조원)과 2022년 (94.9조원) 다음으로 크며, YoY% 증가율 (8월달 정부안 기준) 66.4%는 2020년 (75.2%) 이후 가장 높은 수준이다.

물론 국회 심의를 거쳐 12월달에 발표되는 2025년 본예산 최종안은 8월달 정부안과 대부분 차이를 보였다. 2012년 이후 8월 정부안 규모가 유지된 해는 2014년과 2023년 2차례에 불과하다. 또한, 13개 연도 중에서 2019년과 2021년 2차례를 제외한 11개 연도는 8월 정부안 대비 삭감되거나 유지됐다 (평균 -0.4조원). 이를 적용해 추정한 12월 본예산에서의 국고채 발행 규모는 200.9조원이다. 단, 13개 연도 평균치 (+0.2조원)를 적용하면 201.5조원이 된다.

단, 이보다 8월달 정부안 대비 이듬해 실제 국고채 발행 실적 간 차이가 더 중요하겠다. 2012년 이후 12개 연도 중 실적이 8월달 정부안 대비 증가한 해는 6차례로 절반에 해당한다. 증가 규모는 평균 +3.9조원이다. 물론 2020년 코로나 특수 사례 제외 시 +0.2조원으로 낮아진다.

지금처럼 여소야대 국면으로 (2012년 이후 6차례, 2020년 제외) 좁혀서 보면 발행 실적이 8월달 정부안 대비 평균 -3.1조원 감소하기도 하지만 (물론 2020년 포함할 경우 평균 +3.6조원) 현 야당 기조가 확장 재정인 만큼 (세수결손을 추경으로 대응해야 한다는 입장, 본예산에서 대폭 수정 예고 등을 감안) 과거처럼 축소되기는 어렵다고 사료된다.

### 내년도 만기별 발행 규모 추정

즉, 12월 본예산과 내년 실적까지 공급 부담 우려는 잔존하게 된다. 최근 2021~23년 3개 연도 상반기 실적 비중은 평균 60.9%로 201.5~205.2조원을 기준으로 내년 상반기 예정 물량은 122.7~122조원으로 추정할 수 있다 (최대 물량 가정).

물론 만기별 비중이 내년에 어떻게 구성될 지는 알 수 없다. 공자기금의 평균 듀레이션을 감안하면 과거 대비 바벨 분할 가능성이 높아질 수도 있겠지만 최근 추세를 기반으로 추정해보자.

우선 국고채 30년물 발행 비중이 20%를 상회한 2018년 이후로 2023년까지 보면 3년물은 19.4% / 10년물 21.6% / 30년물 25.9%를 각각 차지했다. 또한, 3년물과 10년물 비중이 축소 되는 반면, 30년물 발행 비중은 늘어나는 추세를 보였다.

이에 1) 최근 6년 간 평균 발행 비중과 2) 2023년 발행 비중을 고려해 실제 발행 규모를 추정 하면 3년물 35.9~39.0조원 (상반기 21.8~23.8조원) / 10년물 35.7~43.4조원 (상반기 21.7~26.4조원) / 30년물 52.3~57.4조원 (상반기 31.8~35.0조원).

최대 물량을 가정하고 재추정 하면 3년물 36.5~39.7조원 (상반기 22.2~24.2조원) / 10년물 36.3~44.2조원 (상반기 22.1~26.9조원) / 30년물 53.2~58.5조원 (상반기 32.4~35.6조원).

## 8월 금통위 속내 재확인과 WGBI 중요도

잭슨홀 현장에서 언론매체를 통해 보도된 신성한 위원의 '미국과 디커플링 가능성 시사' 발언 및 전일 한은 총재의 '금융안정 강조' 발언 또한 포워드 가이드스 내 인하를 주장한 위원이 4명임에도 불구하고, 만장일치 동결을 결정한 배경을 다시 한번 상기시켜 줬다.

결국 연말까지 남은 2차례 금통위에서 50bp 인하 기대 약화와 8월 하순부터 9월까지 계절적으로 반복됐던 외인의 선물 순매도 (9월 13일 선물 만기일) 패턴 반복, 9월 말 WGBI 편입확정 불발 시 시장 예상보다 금리 반등 폭은 클 수 있겠다.

다만, 만약 WGBI 편입 확정 시 실질 편입으로 기대되는 외인 자금 유입 규모는 매월 3.3조~6.6조원으로 추정되고 있다. 이번 순증 규모를 고려할 때 평균적으로 매월 3조원 가량 발행 규모가 증가할 것으로 추정되는데, 편입 확정 시 장기물 금리 급등세는 다소 진정될 수 있을 전망이다.

도표 1. 8월달 정부안 내 국고채 발행 예상 규모

연도	8~9월 발표 (정부안)				
	국고채 발행 (조원)	순발행 (조원)	차환발행 (조원)	국고채발행 (YoY %)	순발행 (YoY %)
2012	80.9	30.9	50.0		
2013	79.9	22.4	57.5	-1.2	-27.5
2014	97.9	38.6	59.3	22.5	72.3
2015	102.9	43.2	59.7	5.1	11.9
2016	110.4	46.2	64.2	7.3	6.9
2017	103.9	37.7	66.2	-5.9	-18.4
2018	106.6	37.0	69.6	2.6	-1.9
2019	97.8	40.7	57.1	-8.3	10.0
2020	130.6	71.3	59.3	33.5	75.2
2021	172.9	109.7	63.2	32.4	53.9
2022	167.4	94.9	72.5	-3.2	-13.5
2023	167.8	61.5	106.3	0.2	-35.2
2024	158.8	50.3	108.5	-5.4	-18.2
2025	201.3	83.7	117.6	26.8	66.4

자료: 기획재정부, 하나증권

도표 2. 12월달 본 예산안 내 국고채 발행 예상 규모

연도	12월 발표 (본 예산안)				
	국고채 발행 (조원)	순발행 (조원)	차환발행 (조원)	국고채발행 (YoY %)	순발행 (YoY %)
2012	79.8	37	42.8		
2013	79.7	22.2	57.5	-0.1	-40.0
2014	97.9	38.6	59.3	22.8	73.9
2015	102.7	43	59.7	4.9	11.4
2016	110.1	45.9	64.2	7.2	6.7
2017	103.7	37.5	66.2	-5.8	-18.3
2018	106.4	36.7	69.7	2.6	-2.1
2019	99.6	42.5	57.1	-6.4	15.8
2020	130.2	113.4	16.8	30.7	166.8
2021	176.4	113.2	63.2	35.5	-0.2
2022	166	93.4	72.6	-5.9	-17.5
2023	167.8	61.5	106.3	1.1	-34.2
2024	158.4	49.9	108.5	-5.6	-18.9
2025					

자료: 기획재정부, 하나증권

도표 3. 실제 연간 국고채 발행 실적

연도	실제 국고채 발행 규모				
	국고채 발행 (조원)	순발행 (조원)	차환발행 (조원)	국고채발행 (YoY %)	순발행 (YoY %)
2012	79.7	22.8	56.9		
2013	88.4	37.9	50.5	10.9	66.2
2014	97.5	37.6	59.9	10.3	-0.8
2015	109.3	46.8	62.5	12.1	24.5
2016	101.1	31.8	69.3	-7.5	-32.1
2017	100.8	29.8	71	-0.3	-6.3
2018	97.4	24.9	72.5	-3.4	-16.4
2019	101.7	44.5	57.2	4.4	78.7
2020	174.5	115.2	59.3	71.6	158.9
2021	180.5	120.6	59.9	3.4	4.7
2022	168.6	97.3	71.3	-6.6	-19.3
2023	165.7	61.5	104.2	-1.7	-36.8
2024					
2025					

자료: 기획재정부, 하나증권

도표 4. 시기별 국고채 발행 목표 및 실적

연도	시기별 발행			
	상반기		하반기	
	목표 (%)	실적 (%)	목표 (%)	실적 (%)
2021	상고하저	58.8	상고하저	41.2
2022	상고하저	62.0	상고하저	38.0
2023	50~60	62.0	40~50	40.5
2024	55~60		40~45	
2025				

자료: 기획재정부, 하나증권

도표 5. 만기별 국고채 발행 규모

분류	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	발행 평균 비중
2년물 (조원)										12.5	15.2	18.1	15.3
3년물 (조원)	19.4	23.1	24.3	26.7	23.8	20	19.5	20.6	35.1	36.1	30.3	29.5	25.7
5년물 (조원)	23.5	22.7	25.5	29.7	24.5	23.9	19.9	18.5	34	31.8	30.1	25.2	25.8
10년물 (조원)	20.6	23.8	25.7	27.9	24.7	24.6	22.6	24.9	44.6	36.7	30.4	29.4	28.0
20년물 (조원)	10.8	8.7	10.8	11	10.1	10	9.8	7.7	13	9.8	10.2	10.3	10.2
30년물 (조원)	1.6	9	10.3	12.1	14.3	20.1	22.6	25.6	42.4	47.8	47.1	47.2	25.0
50년물 (조원)					1.1	0.2	3.2	3.2	4.1	4.6	4.3	4.8	3.2
물가연동국채 (조원)	3.7	1.1	0.9	1.8	2.5	2	0.9	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1	1.6
국고채발행 (조원)	79.7	88.4	97.5	109.3	101.1	100.8	97.4	101.7	174.5	180.5	168.6	165.7	

자료: 국채백서, 하나증권

도표 6. 만기별 국고채 발행 비중

만기별	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	발행 평균 비중
2년물 (%)										6.9	9.0	10.9	9.0
3년물 (%)	24.3	26.1	24.9	24.4	23.5	19.8	20.0	20.3	20.1	20.0	18.0	17.8	21.6
5년물 (%)	29.5	25.7	26.2	27.2	24.2	23.7	20.4	18.2	19.5	17.6	17.9	15.2	22.1
10년물 (%)	25.8	26.9	26.4	25.5	24.4	24.4	23.2	24.5	25.6	20.3	18.0	17.7	23.6
20년물 (%)	13.6	9.8	11.1	10.1	10.0	9.9	10.1	7.6	7.4	5.4	6.0	6.2	8.9
30년물 (%)	2.0	10.2	10.6	11.1	14.1	19.9	23.2	25.2	24.3	26.5	27.9	28.5	18.6
50년물 (%)					1.1	0.2	3.3	3.1	2.3	2.5	2.6	2.9	2.3
물가연동국채 (%)	4.6	1.2	0.9	1.6	2.5	2.0	0.9	1.3	0.7	0.6	0.7	0.7	1.5
비중 합	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

자료: 국채백서, 하나증권