

글로벌 장기 국채금리와 수익률 곡선 평가

김윤경 | 채권분석부장 (3705-6150)

- [장기금리 제한적 하락 배경] 최근 장기 국채금리가 상방 압력을 받는 이유는 높은 정부 부채와 재정적자로 인해 재정의 역할이 정책의 최우선 고려사항이 되는 재정우위(Fiscal Dominance) 상황이 인플레이션 경계감을 키우고 있기 때문
 - (높은 정부 부채와 재정적자) 주요국들은 러-우 전쟁, 미 관세 등 글로벌 여건의 변화에 대응하기 위해 재정 지출을 늘려야 하는 상황이며, 정치 불안정성은 금리 변동성을 확대 → 장기금리 상승요인
 - (재정우위 우려) 연준에 대한 트럼프의 정책금리 인하 강압은 중앙은행의 독립성을 훼손하는 행동으로 다른 국가들도 포퓰리즘 정권 집권시 영향을 받을 수 있으며, 단기금리 하락 → 기대 인플레이션 증가 → 기간 프리미엄 상승 → 장기금리 상승요인
- [평가] 미 관세의 글로벌 공급망 재편, 물가 영향 등이 불확실한 가운데 주요국 정책금리의 인하는 수익률 곡선 steepening으로 이어질 전망. 기대 인플레이션 제어가 어려워질 경우 달러 약세, 대미 증권 투자자금 회수 등으로 이어질 수 있음에 유의

- [동향] '23년 하반기 이후 주요 선진국들의 정책금리 인하 불구 장기 국채금리 하락이 제한되거나 상승하며 수익률 곡선이 가팔라지는 모습
 - 주요국들은 '23년 중반에 대체로 정책금리 인상이 종료되었으며, '24년 상반기 중 인하 사이클에 진입(일본만 제외) <그림1>
 - 동기간 단기 국채금리는 금리 인하 기대감으로 '23년말부터 하락 추세로 돌아서며 정책금리와 유사한 폭으로 하락 <표1>

<표1> G7국가의 정책금리, 국채금리 변동(등락)폭*

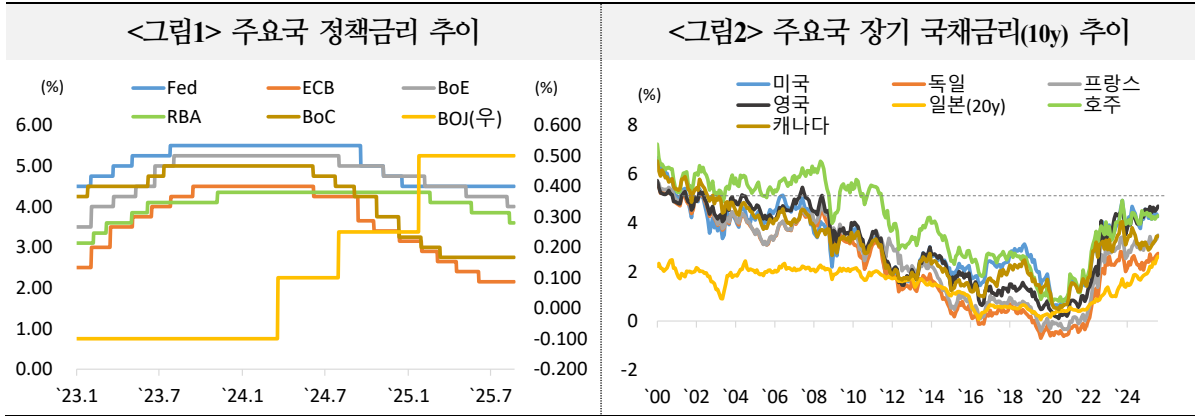
	'24년 이후 정책금리	금리인상 종료 후* 2년 금리	금리인상 종료 후* 10년 금리
미국	-100bp (5.5→4.5%)	-127bp ('23.9월, 4.88→3.61%)	+5bp (4.18→4.23%)
독일	-235bp (4.5→2.15%)	-131bp ('23.10월, 3.23→1.92%)	-22bp (2.92→2.70%)
프랑스	-235bp (4.5→2.15%)	-130bp ('23.10월, 3.49→2.19%)	+4bp (3.48→3.52%)
영국	-125bp (5.25→4.0%)	-122bp ('23.9월, 5.18→3.96%)	+31bp (4.43→4.74%)
캐나다	-200bp (4.75→2.75%)	-203bp ('23.8월, 4.73→2.70%)	-15bp (3.60→3.45%)
호주	-75bp (4.35→3.60%)	-82bp ('23.12월, 4.16→3.34%)	-19bp (4.49→4.30%)
일본	+60bp (-0.10→0.50%)	+69bp ('24.3월, 0.18→0.87%)	+89bp (0.74→1.63%)**

* 금리인상 종료 한달후부터 '25년 8월 현재까지

** 일본 20년 금리 +113bp(1.52→2.65%)

○ 한편, 장기 국채금리는 '24년 이후 정책금리 인하에도 불구하고 소폭 하락하거나 오히려 상승했으며, 대부분 '08년 금융위기 이전 수준에서 등락 <그림2>

- 영국의 경우, 현재 장기금리(4.7%대)는 '08년 7월 정책금리 5.75% 당시의 수준



자료: Bloomberg

□ [장기금리 제한적 하락 배경] 최근 장기 국채금리가 상방 압력을 받는 이유는 높은 정부 부채와 재정적자로 인해 재정의 역할이 정책의 최우선 고려사항이 되는 재정우위(Fiscal Dominance) 상황이 인플레이션 경계감을 키우고 있기 때문

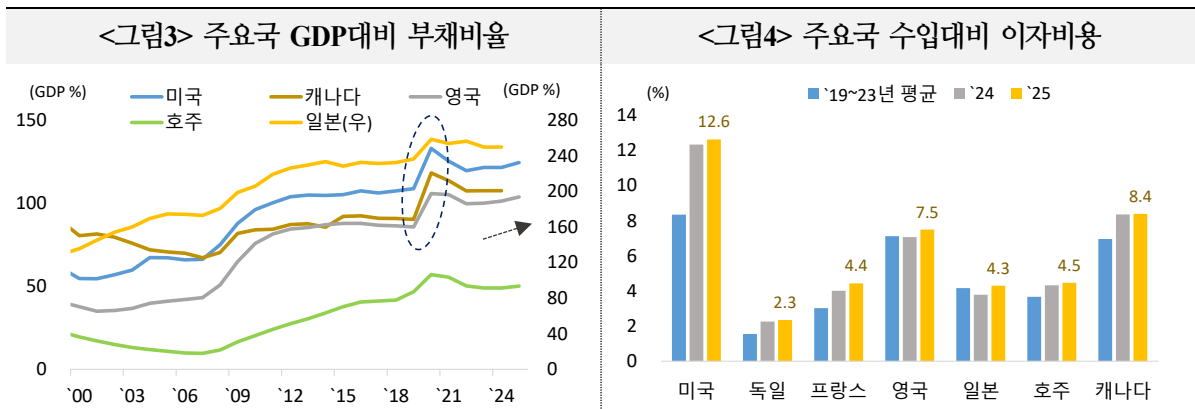
○ (높은 정부 부채와 재정적자) 주요국들은 러-우 전쟁, 미 관세 등 글로벌 여건의 변화에 대응하기 위해 재정 지출을 늘려야 하는 상황이며, 정치 불안정성은 금리 변동성을 확대 → 장기금리 상승요인

- 주요국들은 국방비 부담 확대, 고금리 및 경기 둔화에 따른 재정적자 악화, 국채 이자부담 증가, 경기부양을 위한 공공지출 등으로 재정 목표 달성에 차질

- 독일은 '29년까지 국방비를 GDP의 2.4% → 3.5%, 스페인·이탈리아·캐나다는 1.3~1.5%에서 큰 폭 증액이 필요
- 호주는 7월 총선에서 공공주택 건설, 세금감면, 보건 분야 대규모 지출 확대를 약속하면서 S&P에서 재정적자 확대시 AAA 국가신용등급 강등 리스크를 언급
- 고령화 대응(사회복지비 증가), 친환경 비용 등 구조적 정부 지출 증가도 불가피
- 미 CBO는 관세로 인한 향후 10년간 수입이 당초 전망(\$2.5조)보다 많은 \$3.3조가 될 것으로 추정했지만, 내년 추가 감세, 공화당 발의 미국 근로자 환급법(성인, 부양자녀에 최소 \$600 지급), \$37조에 달하는 정부부채 등 감안 시 재정여건은 빠듯

- ('24년 → '27년e GDP대비 부채비율) 미국 121% → 125%, 영국 101% → 106%, 프랑스 113% → 122%, 독일 64% → 69%, 선진국 평균 109% → 112%(IMF전망치)

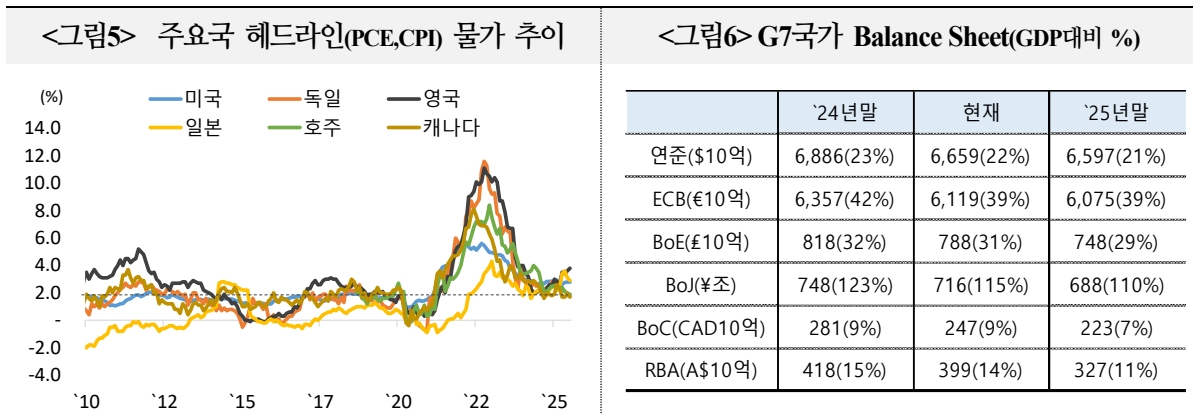
- 한편, 긴축 재정을 통한 재정적자 축소 노력은 거센 저항에 부딪혀 쉽지 않은 상황
 - 영국은 의회 과반수 여당에도 불구하고 여론의 악화로 건강 수당을 대폭 삭감하는 사회복지 개편 계획을 철회했으며, 프랑스는 지출 삭감, 세수 확대 내용의 예산안 통과를 위해 총리 신임 투표를 진행 예정
- "Debt death spiral", 장기 금리 상승은 장기적으로 재정의 지속 가능성에 대한 의구심을 낳고, 고부채와 고금리 지속시 이자비용 상승의 악순환을 초래
 - 미국의 정부 수입에서 이자비용이 차지하는 비중은 12.6%가 될 전망(Fitch)



자료: Bloomberg, Fitch

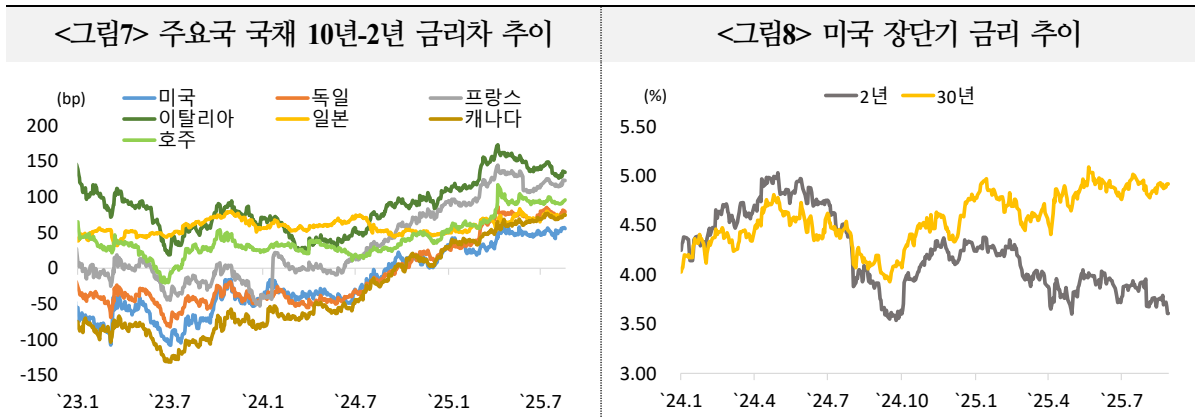
- (재정우위 우려) 연준에 대한 트럼프의 정책금리 인하 강압은 중앙은행의 독립성을 훼손하는 행동으로 다른 국가들도 포퓰리즘 정권 집권시 영향을 받을 수 있으며, 단기금리 하락 → 기대 인플레이션 증가 → 기간 프리미엄 상승 → 장기금리 상승요인
 - 금년 4월 트럼프의 파월 비난 발언 이후 장기금리는 신뢰도 하락으로 상승하고 달러화는 약세를 나타낸 바 있으며, 쿡 연준 이사 해임 당일에도 미국 30년 국채금리*는 상승
 - * 쿡 이사 해임의 정당성이 부족해 복원될 것이라는 기대로 국채금리 상승은 제한적
 - 정부가 이자비용 부담 완화를 위해 단기채 조달 비중을 확대하고, 중앙은행 독립성 약화를 통해 단기금리를 하락시킬 경우, 정부의 재정 부담이 단기적으로는 완화되는 것처럼 보일 수 있으나 기대 인플레이션 통제력 약화에 따른 장기금리 상승, 통화 약세 심화 등 악순환을 통해 결국 정부 재정 악화는 가속화(FT 등)
 - 정부부채, 이자지출 부담이 증가할수록 중앙은행에 대한 정부의 압력은 다른 국가들로도 확산될 수 있으며, 금리인하 압박 외에 양적긴축(QT) 속도 지연 등은 이미 진행 중 <그림6>

- 파월 의장은 잭슨홀에서 발언한 것처럼 물가와 고용 증 목표에서 더 벗어나고 복귀 속도가 어려운 고용에 대응하여 9월 금리를 인하할 가능성이 증가
 - 관세로 인한 미 물가_{근원} CPI는 연말까지 3.7% 정도가 예상되나(7월 3.1%) 일시적일 것이라는 전망이 우세하고, 관세율 상승에도 수출업체들의 가격 인상이나 미 기업들의 마진은 아직 축소되지 않았으나 향후 소비자 전기는 불확실
- 영국은 식품가격, 근원 서비스 물가 등이 상방압력(CPI +3.8%_{yoY})을 받고 있어 중앙은행이 아직은 금리인하에 신중한 기조 유지



자료: Bloomberg

- [평가] 미 관세의 글로벌 공급망 재편, 물가 영향 등이 불확실한 가운데 주요국 정책금리의 인하는 수익률 곡선 steepening으로 이어질 전망. 기대 인플레 제어가 어려워질 경우 달러 약세, 대미 증권 투자자금 회수 등으로 이어질 수 있음에 유의
 - 차기 연준 의장 후보인 마크 서머린은 9월 대폭적 금리인하를 단행해야 한다고 주장하면서도 장기금리가 상승하면 정책금리 인하를 중단해야 한다고 발언
 - 이는 T-bill 금리의 1~6개월 만기 구간이 역전되어 있어 정책금리 인하시에도 시장에 혼란을 주지 않을 것으로 보기 때문
 - 그러나 서머린 후보는 작년 9월 정책금리 인하시 장기금리가 상승했던 것을 상기하며, 미국 금융 및 경제에 가장 중요한 주택 시장이 장기금리 상승으로 악화된다면 정책금리 인하는 불필요하다고 언급
 - 주요국의 재정이 공통적으로 악화하는 가운데, 글로벌 국채금리가 동조화되는 경향을 감안하면 수익률 곡선 steepening은 선진국만의 문제는 아닐 것으로 평가
 - 시장에서 일본은 정책금리 추가 1~2회 인상, 유로존, 캐나다는 인하 막바지 단계, 영국, 미국, 호주는 추가 2~3회 정도 인하를 예상



자료: Bloomberg

국제금융센터의 사전 동의 없이 상업상 또는 다른 목적으로, 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3자에게 배포하는 것을 금합니다. 국제금융센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다.
문의: 02-3705-6150 혹은 kimyk@kcifor.kr, 홈페이지: www.kcifor.kr