

**주요국 국채관리제도 운영 및 국채시장 동향
파악을 위한 출장**

2025. 9. 8. - 9. 14.



1 배경 및 목적

1) 2025 OECD Global Forum on Public Debt Management 참석

- OECD Global Forum on Public Debt Management(이하 PDM Global Forum)는 선진국·개발도상국의 국채 관리 책임자, 중앙은행 관계자, 금융정책 담당자 등이 참여하는 협력 플랫폼임.
 - 국채 관리와 증권시장의 효율성을 높이기 위해 모범사례와 경험을 공유하고, 효과적인 정책 방향 등을 논의함.
 - 올해 PDM Global Forum은 9월 9일~10일 양일간 개최되었으며, 주요 논의 사항은 다음과 같음.
 - 국채 차환 수요 및 자금 조달 여건 현황 점검
 - 국채 발행 시 신디케이션(syndications)의 역할, 방식 및 이점
 - 국채관리기구(DMO) 성과 평가 및 발행 전략
 - 디지털 국채의 혁신 및 실험 사례 공유
 - 국가 신용등급 현황 및 과제
 - 해외 자본시장에 대한 접근, 장점 및 과제
- 국채연구팀은 해당 포럼 참석을 통해 최근 각국의 국채 관련 거시·금융 환경 및 정책 동향을 살펴보고, 이를 향후 국내 국채 정책 운영 및 연구 방향 설정에 활용하고자 함.

2) 프랑스 국채관리청(Agence France Trésor) 관계자 면담

- 프랑스 국채관리청(Agence France Trésor, 이하 AFT)은 프랑스 재무부 (Ministry of Economy, Finance and the Recovery) 산하 국고청 (Direction générale du Trésor, DG Trésor) 소속 기관으로, 프랑스 정부의 채무 관리 및 국채 발행을 전담함.
 - 2001년 설립 이후 단기국채(BTF), 중장기국채(OAT), 물가연동국채, 녹색국채(Green OAT) 등 다양한 상품을 관리하고 있으며, 안정적이고 효율적인 국채 발행·운용을 통해 프랑스 국채시장의 신뢰성을 제고하

는 역할을 수행함.

- 특히 AFT는 유럽 내 대표적인 국채관리 기관으로, 투자자와의 적극적 소통 및 발행 전략의 투명성을 강조하고 있음.
- 금번 면담을 통해 프랑스 정부의 재정정책 기조와 AFT의 국채 발행·운용 전략을 파악하고, 2026~2027년 중기 유로존 국채시장 전망 및 녹색국채 발행·수급 현황 등을 논의함.
- 국채관리 선진 사례 조사를 통해 우리나라 국채관리 제도 개선 연구에 활용할 계획임.

3) 유럽중앙은행(European Central Bank, ECB) 관계자 면담

- 유럽중앙은행(ECB)은 유로존의 통화정책을 총괄하며, 외환 보유 자산 관리와 채권시장 운영 등을 담당하는 중앙은행임.
- ECB 내 Bond Markets & International Operations 부서의 관계자와 면담 진행함.
 - 동 부서는 유로존 국채 발행 통계 및 채권시장 모니터링을 담당하고 있으며, 면담을 통해 통화정책 변화에 따른 국채 발행시장 동향과 유통시장의 유동성 현황 등에 관한 정보를 공유
- 이번 면담에서는 ECB의 채권시장 운영 전략과 유로존 채권시장 동향 및 정책적 시사점을 논의함.
 - 이를 통해 우리나라 국채시장 안정화 및 운영 전략 수립에 참고하고자 함.

4) 독일중앙은행(Deutsche Bundesbank) 관계자 면담

- 독일중앙은행(Deutsche Bundesbank)은 독일의 중앙은행으로, 통화정책 집행, 금융 안정 유지, 지급결제 체계 운영 등을 담당함.
 - 또한, 독일 정부의 국채 계정 관리와 국채 발행 관련 증권거래의 금융결제 등을 수행함.
 - 국채 유통시장에서는 유동성 공급과 시장관리 활동을 통해 독일 정부가 국제 금융시장에서 벤치마크 발행자 지위를 유지할 수 있도록 지

원함.

- 본 면담에서는 독일중앙은행의 국채 발행 지원 체계와 유동성 관리 및 시장 안정화 활동 등의 내용을 논의함.
- 이를 통해, 우리나라 국채 발행 제도의 효율성과 유통시장 내 유동성 관리 방안 등을 모색하는 데 참고하고자 함.

5) 독일 국채관리청(German Finance Agency, GFA) 관계자 면담

- 독일 국채관리청(German Finance Agency, 이하 GFA)은 독일 연방재무부 산하 독립기관으로, 연방정부의 채무관리 및 국채 발행을 전담
- GFA는 국채 발행 전략 및 차입 조건 등에 대해 재무부에 자문과 권고를 제공하며, 재무부가 결정한 사항을 집행할 책무가 있음.
 - 독일 연방정부의 부채관리는 독일 의회 내 연방재정위원회(Federal Financing Committee)의 감독하에서 진행되며, 이를 통해 운영의 투명성과 책임성을 강화하고 있음.
 - 또한, 중기적으로 독일 정부의 이자비용을 최소화하고 부채 포트폴리오의 위험구조를 최적화하는 것을 목표로 함.
- 이번 면담을 통해 국채 지표물 발행, 위험·유동성 관리 기법 등 GFA의 채무관리 전략과 녹색국채(Green Bundesbond 등) 발행 현황 등에 대해 논의함.
- 이를 통해 우리나라 국채관리 제도 개선 및 중장기 국채 발행 전략 수립에 활용하고자 함.

6) Allianz Global Investors GmbH 운용역 면담

- Allianz Global Investors(이하 AllianzGI)는 독일 프랑크푸르트에 본사를 둔 글로벌 자산운용사로, 유럽·미국·아시아 등 주요 금융시장에서 주식, 채권, 대체투자 등을 운용하고 있음.
- 특히 채권투자 분야에서 유럽 내 대표적인 기관투자자로 평가되며, 글로벌 국채 투자 전략 수립과 포트폴리오 운용에서 선도적 역할을 수행하고 있음.

- 또한 운용하는 일부 펀드를 통해 한국 국고채를 실제로 보유한 경험이 있음.
- Sovereign&Aggregate 채권 운용팀 총괄을 맡고 있는 운용역과의 면담을 통해, 유럽 주요 기관투자자의 글로벌 국채 투자 전략 및 관리 체계를 확인하고, 국채 투자 운용의 현황 등을 파악
- 이를 통해 우리나라 국채 투자 수요 점점 및 해외 기관투자자 저변 확대 전략 수립 등에 참고할 계획임.

2 출장 개요

- (일시) '25.9.8(월) ~ 9.14(일), 5박 7일(출·입국일 포함)
- (장소) 프랑스 파리 및 독일 프랑크푸르트
- (출장자) 총 3명

	이름	소속 및 직함
1	양주영	거시·금융정책연구부 국채연구팀 부연구위원
2	송민수	거시·금융정책연구부 국채연구팀 전문연구원
3	김나영	거시·금융정책연구부 국채연구팀 전문연구원

- (출장 구성) 포럼 참석 - 기관 방문 및 면담

3 세부 일정

일자	시간	내용	비고
9.8 (월)	11:10~18:30	출국(인천→파리)	· 비행시간: 14:20 소요 · KE901 · 양주영
9.9 (화)	09:30~17:30	OECD PDM Global Forum 참석 (세션 1~4)	· 장소: OECD 본부, Room CC2
	21:50~11:48 ⁽⁺¹⁾	출국(인천→파리)	· 비행시간: 20:58 소요

일자	시간	내용	비고
			· AY042, AY951, AF1751 · 송민수, 김나영
9.10 (수)	09:30~18:00	OECD PDM Global Forum 참석 (세션 5~6 등)	· 장소: OECD 본부, Room CC2 및 Room CC1
	18:00~20:00	프랑스 국채관리청(AFT) 관계자 면담 및 간담회	· 장소: OECD 본부 및 LA CANTINA
9.11 (목)	10:30~11:45	이동(파리→프랑크푸르트)	· 비행시간: 1:15 소요 · LH1029
	15:30~17:00	독일 국채관리청(GFA) 관계자 면 담	· 장소: Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH
9.12 (금)	10:30~12:00	유럽중앙은행(European Central Bank) 관계자 면담	· 장소: ECB Tower
	14:30~15:30	독일중앙은행(Deutsche Bundesbank) 관계자 면담	· 장소: Deutsche Bundesbank
	16:00~18:00	Allianz Global Investors 운용역 면담	· 장소: Allianz Global Investors
9.13 (토)	17:40~13:40 ⁽⁺¹⁾	이동(프랑크푸르트→인천)	· 비행시간: 11:00 소요 · OZ542

4 주요 논의내용

1. OECD PDM Global Forum 참석

- 일 시: 2025.9.9. (화), 09:30 ~ 17:30
- 장 소: OECD 본부, Room CC2
- 주요 내용

- 미국, 그리스, 네덜란드, 인도네시아, 이집트, 헝가리, 나이지리아 등 각국 담당자가 25년도 국채 관리 현황에 대해 서로 공유하고, 국채 발행 전략에 대해 토의
- 미국은 지니어스 액트 통과 이후 스테이블 코인 발행이 본격화될 것으로 예상됨에 따라 91일물 이하 초단기채의 시장 수요가 확대될 것으로 예상
 - 스테이블 코인이 MMF와 같이 단기자금 저장용 혹은 지급결제 수단으로 쓰일 경우, 초단기채의 시장수요가 유의미하게 커지지 않을 것이지만, 신흥국의 달러 자산 투자처로 쓰일 경우, 시장수요가 유의미하게 확대될 것으로 예상
- 인도네시아는 만기가 도래하는 국채를 중앙은행 자산 중 잔존만기가 긴 국채와 바꾸는 국채 스위칭 (debt switching) 전략을 활용
 - 이를 통해, 재정 당국의 국채 만기상환 부담을 줄일 수 있음
 - 다만, 중앙은행 대차대조표 확대는 통화량 확대로도 이어질 수 있기 때문에 주의가 필요. 인도네시아는 타킷 물가율을 잘 유지해 왔기 때문에 통화량 확대에 의한 잠재적 물가상승에 대한 우려가 크지 않은 상황
 - 또한 코로나 시기, 변동금리 국채를 한시적으로 발행하였는데, 이는 리포시장을 통한 중앙은행의 통화정책 효과성을 높이기 위해 변동금리채권이 필요했던 것이 발행의 배경
- 이집트는 투자적격 등급 미만의 국가채권 그룹 중에서 최초로 그린국채를 발행한 나라
 - 또한, 사무라이 본드 등 국채 발행 통화를 다변화하여 국외 국채 투자자를 다변화
- 헝가리는 개인 투자자(retail investor)가 주요 국채 투자자 중 하나. 헝가리 개인 투자자는 채권가격 변화에 민감하지만, 글로벌 금융시장 충격의 완충재 역할을 수행. 또한 이들은 투자국채 만기 후 재투자하는 경향이 높음

2. 프랑스 국채관리청(AFT) 관계자 면담

일 시: 2025.9.10. (수), 18:00 ~ 20:00

장 소: OECD 컨퍼런스룸 및 LA CANTINA

면담자: Victoire Corre, Anis Marrakchi, Fatos Koc and Enzo Rossi

□ 주요 내용

- 프랑스 국채의 투자자는 크게 국내 민간 투자자, 프랑스 중앙은행 (Bank of France), 외국인 민간 투자자, ECB를 포함한 외국인 공공 투자자로 구성
 - 위 투자자 그룹의 보유 비중은 서로 비슷
 - 프랑스의 높은 정부부채를 프랑스 중앙은행 등 국내외 공공 업권이 일부 보유함에 따라 부채운용 부담을 줄이는 역할을 할 것으로 판단
- 프랑스는 2017년부터 그린 국채를 발행하기 시작하는 등 글로벌 그린 국채 발행 선두국가 중 하나
 - 그린국채 발행으로 얻은 발행수입은 정부재정의 일부로 편입되어 관리되고 운용됨. 그린국채 발행수입은 친환경 정책에 한정되어 쓰여야 하고 이에 대한 모니터링을 지속하고 있음
- 스위스는 재정건전성 기초 아래 낮은 정부부채 비율을 유지하고 있고, 정부부채 발행 및 유통규모가 높은 정부부채 비율의 국가들에 비해 낮은 특징
 - 스위스 자국 보험, 연금사의 높은 장기채 수요로 특히 장기물에 대한 강한 시장 수요가 있음
- 또한, 스위스 중앙은행은 강한 자국 화폐가치를 활용하여 원화국채에 투자하는 등 외환보유 화폐구성을 다변화하는 추세

3. 독일 국채관리청(GFA) 관계자 면담

□ 일 시: 2025.9.11. (목), 15:30 ~ 17:00

□ 장 소: Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH, 회의실

□ 면담자: Christian Hirschfeld, Eva Grunwald, Falk Solbrig, Christos Zotos, Iehmuni Sunai Tutus (이상 Federal Republic of Germany Finance Agency)

□ 주요 내용

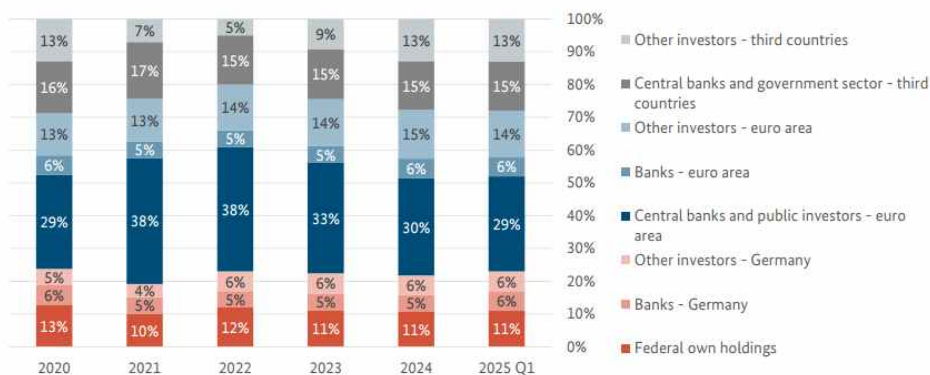
○ 독일 국채 발행 및 벤치마크 역할

- 독일 국채는 유로존 전체에서 벤치마크 채권으로 기능, 유동성과 안전성이 결합된 대표적 자산
- 매년 2년·5년·10년·30년 등 주요 만기를 규칙적으로 발행하며, 예측 가능성과 신뢰성을 중시
- 유동성 확보는 단순히 발행 규모뿐 아니라 2차 시장 거래와 선물시장 (Futures market)이 큰 역할을 함.
- 투자자층 다양성(단기 보유·거래 중심 vs. 만기보유형)이 유동성을 유지하는 기반이 됨.
- 오스트리아의 50년 채권 사례: 초저금리 환경에서 장기 비용 고정 (lock-in)을 목적으로 발행

○ 투자자 구성 및 해외 투자자 동향

- 유로존 내부 교차투자가 많아 '외국인 투자자' 정의가 다소 애매함.
- 과거에는 외국인 비중이 80%에 달했으나, ECB 매입 프로그램 이후 내국인 비중이 증가
- 주요 투자자: 중앙은행, 상업은행, 자산운용사, 보험·연기금 등으로 다변화
- 아시아·호주·뉴질랜드 투자자도 안전자산 확보 차원에서 독일 국채를 일부 보유
- 한국 사례와 비교: 한국도 외국인 비중 증가에 따른 변동성 우려 존재

Estimated Investor Structure of Federal Securities



Sources: Finanzagentur, ECB/Bundesbank (SHSS); outstanding volume including Government's own holdings; March 2025

3

투자자 구성에 대해 도식화

○ 발행 전략과 수요 대응

- 기본 원칙으로는 예측 가능성과 유동성을 유지하는 것, 단기·중기·장기 구간 모두를 균형 있게 관리
- 보험사·연기금의 장기물 수요와 같은 구조적 수요(steady demand)는 고려 대상이지만, 최종적으로는 비용·위험 균형(cost-risk tradeoff)을 바탕으로 발행 전략을 결정
- 단기물 확대 시 재차환 위험이 증가할 수 있으며, 장기물 확대 시 높은 조달비용 고정이 우려되므로 균형 중요

○ 레포(Repo) 시장 운영

- 독일재정청(DFA)의 레포 운영 목적은 크게 두 가지로,
 - ① 국채 유동성 유지(시장 참여자들이 항상 거래할 수 있도록 지원)
 - ② 단기 자금 조달 및 운용(정부의 일시적 자금 부족·과잉 대응)
- 거래 구조는 CCP(중앙청산소)를 통한 안전한 거래, 또는 양자 간 거래(담보관리 필요)
- 담보 요건은 국채, 공공부문 발행 증권, 우량 커버드본드 등임.
- 레포시장은 유동성을 높이고, 특정 만기에서 발생할 수 있는 가격 왜곡을 완화하는 역할을 함.
- 발행 전략과 직접 연계되지는 않지만, 전체 시장 안정성에 기여

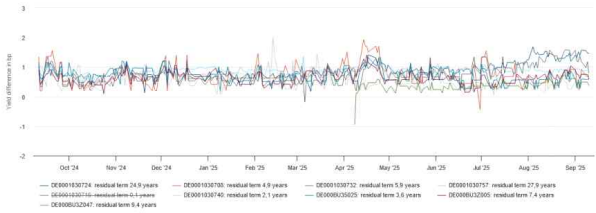
○ 그린본드 발행 및 트윈본드 시스템

- 독일은 '트윈본드' 개념을 활용해 동일한 만기·쿠폰을 가진 기존 국채와 짝을 이루는 형태로 그린본드를 발행
- 주요 목표로는,
 - ① 그린 벤치마크 곡선 형성
 - ② 동일 조건의 기존채와 비교를 통한 투명한 가격 신호 제공
 - ③ 지속가능 금융시장 확대를 위한 촉매 역할
- 투자자 반응 일부는 기존 국채의 대체재로 인식하며, 일부는 ESG 펀드의 새로운 투자대상으로 인식
- 초기 발행 당시에는 유동성 부족으로 프리미엄이 존재했으나, 점차 시장이 안정화 되었음.

Twin Bond Concept

- 1 ... transfers the Bund's established market approach to the green segment
 - 2 ... creates a liquid curve and offers a diversified maturity spectrum for different investor types
 - 3 ... provides full price transparency and allows for outperformance of the green twins
- will therefore accelerate the development of sustainable finance markets
 - will serve as a catalyst to channel more investments towards a more environmentally friendly economy
 - will attract new investors to the green bond market

Greenium – Yield Difference of Twin Bonds



트윈본드 컨셉

트윈본드의 수익률 차(그리니엄(Greenium))

○ 한-독 비교 및 시사점

- 한국은 외국인 투자 비중이 확대되면서 변동성 관리 필요성이 커지고 있음. 특히 2년물 같은 단기채권의 유동성 부족 문제가 지적됨.
- 독일은 발행 구조, 레포·선물시장 연계, 예측 가능한 정책으로 유동성을 유지하고 있음.
- 한국 국채시장의 안정성과 매력도를 높이려면
 - ① 발행의 일관성과 예측 가능성 확보
 - ② 레포·선물시장의 활성화
 - ③ 구조적 투자수요를 반영한 장기 발행 전략 마련 등이 필요함.



독일 국채관리청(GFA)과 KDI 국채팀 방문단 단체 사진

4. 유럽중앙은행(European Central Bank) 관계자 면담

□ 일 시: 2025.9.12. (금), 10:30 ~ 12:00

□ 장 소: ECB Tower, 회의실

□ 면담자: Alexander Duering (European Central Bank)

□ 주요 내용

○ 프랑스 재정과 국채시장 상황

- 프랑스는 국내 저축 기반(보험사, 은행, 연금 등)이 크기 때문에 현재까지는 자국 국채를 흡수할 수 있는 여력이 있음.
- 그러나 국채 발행 비용이 10년 이상 저금리 환경에서 갑자기 높아지면 서, 국방비 등 지출 확대와 맞물려 재정 운용에 부담이 커짐.
- 국가 부채가 GDP의 약 120% 수준인 상황에서 금리가 1%만 상승해도 GDP 대비 1.2%를 이자지출로 전환해야 하는 구조적 문제가 있음.
- 피치(Fitch)의 등급 강등 가능성이 제기되며, 프랑스 국채가 벨기에보다 싸고 이탈리아와 유사한 수준까지 내려간 상태임.

○ 투자자 행동과 시장 기술적 요인

- 프랑스 국채 스프레드(독일 대비)는 약 80bp 수준으로 확대되었지만, 투자자들은 '떨어지는 칼날(falling knife)'을 잡기 꺼려 하며 추가 약세가 멈출 때까지 대기하는 분위기
- 이탈리아 국채는 최근 국제투자자의 재진입으로 거래량과 유동성이 크게 개선되었지만, 프랑스는 구조적으로 "점진적 악화(slow moving train wreck)"라는 평가
- 유동성 지표를 보면 프랑스는 거래 비용이 낮고 시장은 질서 있게 운영되고 있어 단기적 불안 요인은 크지 않음.

○ 대체 투자처와 EU 채권의 부상

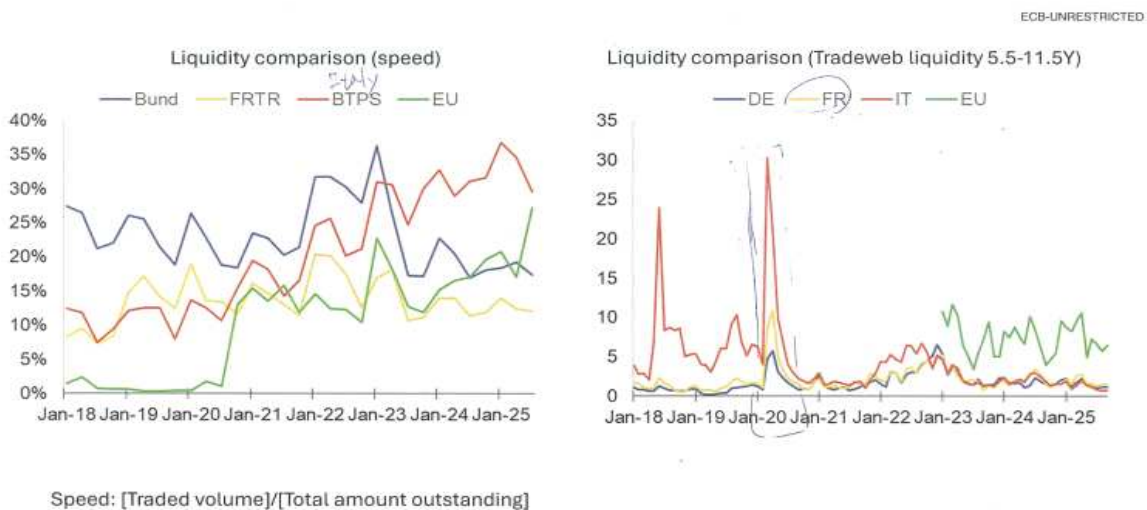
- 독일은 수익률이 너무 낮고, 이탈리아는 신용등급이 낮으며, 스페인은 시장 규모가 작아 프랑스를 회피할 투자처가 마땅치 않음.
- EU 공동채권 발행량은 최근 크게 증가했고 유동성도 개선되고 있어, 장기적으로 프랑스 국채의 경쟁상대가 될 수 있다는 지적이 나옴.
- ECB는 EU 채권 발행에 직접 관여하지 않고 단순한 자금결제 계좌 제공 역할만 수행

○ ECB의 거시경제 전망과 통화정책

- 유로존 성장률은 잠재성장률을 소폭 상회하고 있으며, 인플레이션은 목표치(2%) 근처에서 안정되는 모습
- 미국 관세 정책의 영향은 상반기 GDP를 끌어올렸으나, 하반기에는 반대로 성장 둔화를 가져올 가능성이 있음. 다만, 독일 재정 확대(인프라, 국방지출) 효과가 이를 상쇄할 것으로 전망
- ECB는 현재 통화정책 스탠스를 중립으로 유지하고 있으며, 시장은 12월이나 내년 3월 추가 금리인하 가능성을 일부 반영

○ 유동성과 채권공급 이슈

- ECB 보유채권 만기 도래에 따라 연간 약 590억 유로의 유동성이 흡수되고 있으나, 은행들이 상당 부분을 소화하고 있어 시장 유동성은 안정적
- 2022년 가을에는 공급 급증으로 일시적 불안이 있었지만, 현재는 발행 물량이 원활히 소화
- 글로벌적으로 주요 중앙은행(Fed, ECB, BoJ)의 대차대조표 축소가 이어지며 장기금리가 완만히 상승하는 흐름



유럽 국가별 유동성 비교(독일, 프랑스, 이탈리아, EU)

○ 일본과 글로벌 채권시장 연계성

- 일본 국채(JGB)의 매력 상승이 유럽 채권으로부터 자금 이동을 유발할 것이라는 우려는 크지 않으며, 일본은행의 정책 변화는 엔화 강세를 유발할 수 있으나, 실제 유럽시장으로의 충격은 제한적

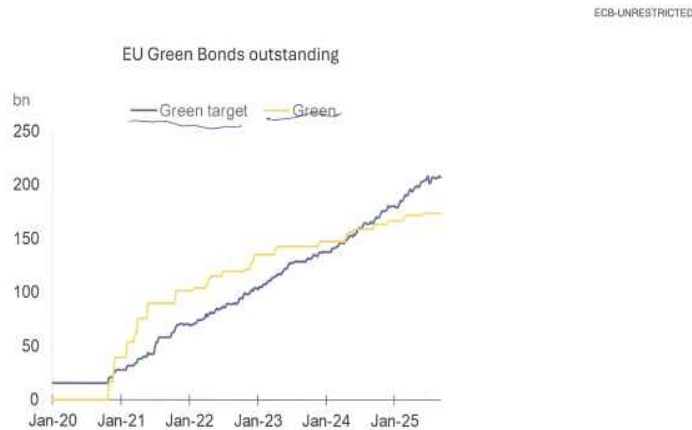
- 다만 일본과 유럽 금리곡선 간 상대적 매력은 투자자들의 스왑거래를 통해 상호 연동될 수 있음.

○ 초장기 채권 발행 논의

- 독일, 오스트리아, 한국 등에서 50년물 이상의 초장기 국채 발행 논의가 있으나 실제 수요는 제한적
- 장기간 금리상승으로 보험사·연금이 보유한 장기채권에서 평가손실이 발생해 추가 매입 여력이 약화되었으며, 새로 발행되는 초장기물은 유통이 제한적이고 유동성도 낮아질 수 있어, 발행 확대는 신중해야 한다는 시각이 제시

○ 녹색채권(Green Bond) 시장 동향

- 그린본드는 일반 국채 대비 유동성이 낮고, '그린 의무 투자자'가 보유 후 매도하지 않는 특성이 있음.
- 독일의 트윈본드 제도를 통해 비교 가능성이 높아졌지만, 발행 프리미엄(그린리움)은 최근 거의 사라졌으며, 발행기관 입장에서는 추가 문서 작업 등 비용이 발생하기 때문에, 프리미엄이 없다면 발행 인센티브가 줄어들었음.
- ESG 레이블 자체의 중요성은 약화되고 있으며, 대신 자금 사용의 투명성과 보고 체계가 더 중요한 기준이 되고 있음.



Target: 30% of total bonds outstanding

EU Green Bonds outstanding

○ ECB의 레포 운영

- 과거에는 레포가 ECB의 주요 유동성 공급 수단이었으나, 현재는 보유

- 자산 축소 과정에서 부수적으로만 활용
- 은행들은 규제상 단기(1주일) 자금보다 장기(30~90일) 자금을 선호해 ECB 단기 레포 수요는 크지 않음.
- ECB는 보유채권을 시장 유동성을 위해 대여(securities lending)하지만, 가격을 높게 책정해 '최후의 보루(backstop)' 역할만 수행해 독일 재정청(DFA)의 적극적 레포 운영과 대비

5. 독일중앙은행(Deutsche Bundesbank) 관계자 면담

- 일 시: 2025.9.12. (금), 14:30 ~ 15:30
- 장 소: Deutsche Bundesbank, 회의실
- 면담자: Spies Holger, Alander Anna, Werner Clemens, Nübel Barbara, Christmann Lisa-Marie and Marie Christmann (이상 Deutsche Bundesbank)
- 주요 내용
 - 한국 국채시장 현황과 특징
 - 한국 국채의 약 80%는 국내 투자자, 20%는 외국인 투자자가 보유하고 있으며 외국인 비중은 점진적으로 증가하는 추세
 - 주요 보유 주체는 국내 은행과 보험사로, 한국은행은 큰 비중을 차지하지 않으며 이는 독일 및 유럽과 다름.
 - 국채 발행은 기획재정부가 담당하며 아직 독립적 DMO(채무관리청)는 없음. 향후 채무 증가에 대비해 별도 기구 설립 필요성은 제기
 - Bundesbank의 자산매입 프로그램 경험
 - 2015년 자산매입프로그램(APP)과 2020년 팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP)을 통해 유로존 국채, 커버드본드, 기업채 등을 대규모로 매입
 - 금리가 제로·마이너스 수준에서 더 낮추기 어려운 상황에서, 인플레이션 목표 달성을 위한 비전통적 통화정책 수단으로 시행
 - 매입규모는 최대 5조 유로에 달했고, 시장의 약 40%를 차지했으나 현재는 3.9조 유로로 축소되어 '패시브 런오프(만기 도래 시 채투자하지 않고 상환)' 단계에 있음.

- 각국 중앙은행이 자국 국채를 매입하는 구조였으며, 독일은 독일 국채·주채·공공기관채를 중심으로 매입
- 시장에 미친 영향과 부작용
 - 대규모 매입으로 안전자산 부족(collateral scarcity)과 유동성 경색이 발생했고, 단기 레포금리가 심각하게 마이너스로 치우친 시기가 있었음.
 - 이를 완화하기 위해 유럽중앙은행(ECB)과 각국 중앙은행은 국채 대여(securities lending)와 레포 시설을 운영해 시장 유동성을 공급
 - 매입 과정에서 특정 만기에 왜곡이 생기지 않도록 '시장 중립성(market neutrality)' 원칙을 지키려 노력
- 중앙은행의 자산 보유와 투자 성격
 - Bundesbank는 통화정책 목적의 자산매입과 자체 투자 포트폴리오를 명확히 구분
 - 자체 투자 규모는 매우 작고, 전통적으로 '작은 대차대조표'를 유지하려는 철학을 고수
 - 외환보유액은 달러, 엔, 파운드, 캐나다·호주 달러 등으로 분산 보유하며, 여전히 세계 2위 수준의 금 보유국임.
- 한국과 비교한 시사점
 - 한국은행은 아직 양적완화(QE)를 실시하지 않았지만, 향후 위기 상황에서 자산매입을 검토할 경우 독일·유럽 사례와 같은 유동성 부족, 단기금리 왜곡 문제를 고려해야 함.
 - 한국 국채시장은 아직 부채 수준이 낮아 QE 시행 시 안전자산 부족 가능성이 크므로, 레포 및 대여제도 같은 보완 장치가 필요
 - 독일 국채는 유럽 내 몇 안 되는 AAA 자산으로 '편의수익(convenience yield)'을 제공하며, 이로 인해 낮은 차입비용을 유지한다는 점에서 한국에 참고가 될 수 있음.

6. Allianz Global Investors 운용역 면담

□ 일 시: 2025.9.12. (금), 16:00 ~ 18:00

□ 장 소: Allianz Global Investors, 회의실

□ 면담자: Thomas Knigge, Christian Tropp
(이상 Allianz Global Investors)

□ 주요 내용

○ Allianz의 조직 구조와 채권 운용 방식

- 운용 규모: 고정수익자산 약 2,700억 유로, 이 중 AFI(Advanced Fixed Income)가 600억 유로 관리.
- 주요 운용 부문으로는 Advanced FI(리스크 최적화 중심), Core FI(기초적·펀더멘털 분석 중심) 등이 있으며 신흥국·아시아 채권은 유럽 중심의 운용을 보완하는 '위성' 성격으로 보조적 역할을 함. 또한, 보험 계정 운용은 단순 성과뿐 아니라 규제·재무제표 관리 목적 포함.

○ 한국 국채 투자 및 특징

- 한국 원화채권은 비중이 크지 않음, 주로 홍콩 거래 데스크 통해 매입.
- 거래 방식: 원화 채권 매입 시 통화노출이 발생하고 주로 NDF(역외선물환)·스왑을 활용해 환헤지
- 한국 국채 선물시장에 대한 거래는 거의 활용하고 있지 않으며 Allianz는 안전성과 안정적인 수익을 중시하는 보험사 자산운용 성격상 현물(spot) 위주로 거래
- 한국은 프라이머리 딜러(PD) 제도를 통해 국채를 발행하며, 발행 물량의 대부분을 국내 금융기관이 소화하기 때문에 시장은 안정적이지만, 위기 상황에서는 외국인 자금 이탈 위험이 존재한다는 점도 존재
- 한국 국채는 국내 투자자 비중이 약 80%로 높은 편이며 외국인 비중 확대는 조달비용 절감 효과를 가져오므로 적절한 균형이 필요

○ Allianz의 투자 판단 기준

- Allianz가 채권 투자에서 가장 중요하게 보는 지표는 수익률(yield), 신용위험(credit risk), 금리위험(duration risk).
- 포트폴리오 전반은 장기 보유 가능하지만 3개월 단위 전망 기반으로 적극적 리밸런싱을 함.
- 벤치마크로는 Bloomberg Global Aggregate Index, WGBI 등 글로벌 지수가 주로 사용되며, 이들 지수에서 한국 국채의 비중은 매우 낮음.

- 단순 추종(passive)보다는 벤치마크 대비 초과성적을 추구하는 액티브 운용을 하고 있으며, 클라이언트들은 성과에 대해 엄격한 평가를 내림.
- 거시 변수와 시장 기대
 - 금리·통화정책: 단기(3개월) 전망에 따라 리스크 포지션 조정
 - 인플레이션은 채권 가치에 직접적 영향을 미쳐 가장 중요한 변수로 꼽히며 물가가 급등하면 채권가격은 하락하고 투자자 매도세가 강화됨.
 - 유럽 투자자의 입장에서 원화 등 비주류 통화 노출은 필요 시 헤지하지만, 헤지 비용이 발생한다는 점을 항상 고려
 - 선거, 관세, 지정학적 사건 등은 '특수 시장 요인(unique market drivers)'으로 분류되며, 단기 변동성에 영향을 미치는 중요한 요인으로 관리
 - 한국의 재정·신용 평가
 - 외부 신용평가사에 따르면 한국은 OECD 국가 중 높은 수준인 AA2 등급을 보유하고 있으며, 현재 부채비율은 충분히 지속 가능한 범위로 평가됨.
 - Allianz 내부 평가에서는 부채/ GDP 비율, 재정수지, 경제성장률, 외부 취약성(예: 외화부채 구조), 과거 위기 대응 경험 등을 종합적으로 검토하며, 현 추세 및 UN 기반 예측치 활용 시 한국의 채무지속성은 양호하고 신용등급도 적정 수준으로 판단