

Fixed Income Issue

대내외 금리 상승 요인 판단

- 트럼프 당선 가능성과 한국 세수 부족 문제는 최근 장기금리 상승을 견인. 2017~20년 트럼프 행정부 당시와 비슷하게 재정적자 급증 가능성 부각
- 한국은 세수 부족 우려 심화. 내수 회복 제한되면 연간 20조원 규모의 세수 결손 가능. 상반기 재정 조기 집행 및 세계잉여금 감소 등에 연말로 갈수록 재정 여력 축소 전망
- 미 대선, 당분간 금리 상승 요인이나 경기 둔화 국면에서 베어 스틱 지속 가능성 낮음. 정부 추경 편성으로 세수 부족 대응 시 역대 추경안 고려할 때 15조원 내외 예상

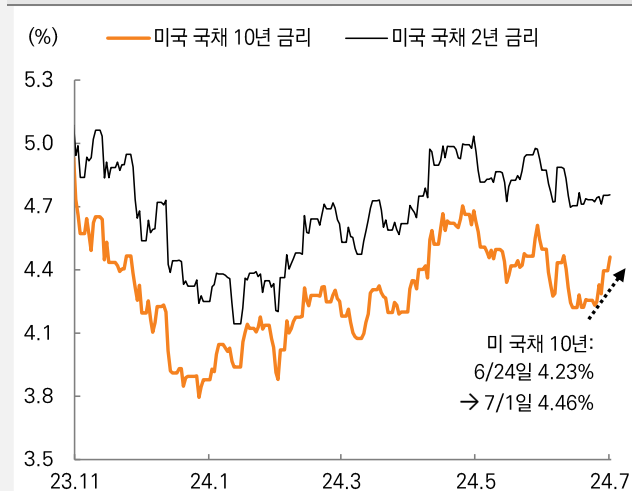
대외 요인: 트럼프 당선 시나리오

최근 1주일 동안 미 국채 10년 금리는 20bp 이상 상승했다(그림1). 캐나다와 호주 인플레이션 상승 및 미국 대선 이슈가 부각되며 금리 상승을 견인한 것으로 판단된다. 현지시간 28일 미 대선 토론 이후 트럼프 지지율이 급등했다. 트럼프 재집권 시 고관세 부과, 다양한 감세 조치, 이민 규제 등의 정책이 인플레이와 재정적자 확대 우려를 자극할 수 있다.

팬데믹 쇼크를 감안해도 2017년 12월 트럼프가 서명한 세제 개편 법안(법인세 및 소득세 감면) 발효 이후부터 재정적자는 이미 확대되는 중이었다(그림2). FY2016년 재정적자 규모는 5,800억달러 수준이었는데, 트럼프 행정부 말기인 FY2020년 말 적자 규모는 3.1조달러로 크게 확대됐다.

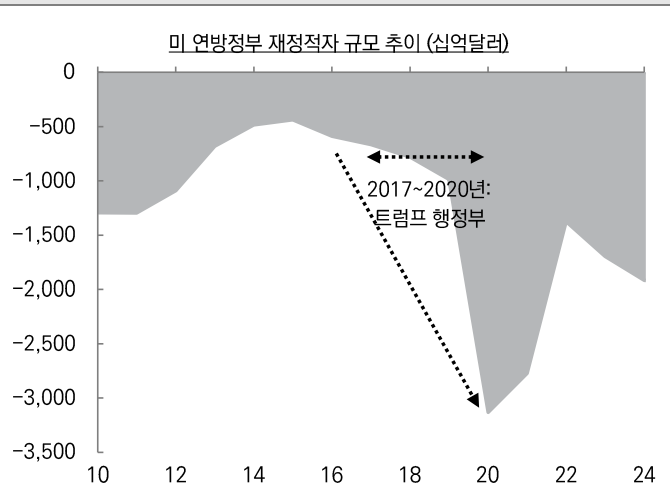
미국 금리 상승은 장기물 위주로 나타나며 베어 스틱프닝 장세를 기록했다. 예상에 부합한 5월 미국 코어 PCE 인플레이, 6월 ISM 제조업지수 위축 국면 지속은 인플레이와 경기 둔화를 시사했다. 그러나 시장은 트럼프 당선 시나리오에서 촉발될 수 있는 재정적자 확대 가능성에 주목한 것으로 보인다(자세한 공약은 <표1> 참고).

그림 1. 미국 장기금리, 1주일 간 20bp 이상 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 트럼프 집권 당시 재정적자 크게 확대



자료: CEIC, Bureau of Fiscal Service, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2024년 미국 대선: 트럼프 주요 공약

| 분야 | 주요 내용 |
|-------|---|
| 세금 | <ul style="list-style-type: none"> - 법인세 15%로 인하 (기존 21%) - 2017년 제정한 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act) 법안의 개인소득세 감면 영구화 - 재정지출 감소를 통한 재정 균등 추구 |
| 무역 | <ul style="list-style-type: none"> - 중국의 MFN(최혜국 대우) 지위 박탈 - 중국산 전기차에 대한 200% 관세 부과 - 전기차 외 중국산 수입품에 대해 60% 관세 부과 - Universal Baseline Tariffs: 대부분의 국가의 수입품에 대해 기존 관세에 +10% 관세 추가 - Reciprocal Trade Act: 미국산 제품에 대한 보호무역조치에 상응하는 조치 적용 |
| 에너지 | <ul style="list-style-type: none"> - 친환경 에너지 투자 축소 및 화석연료 생산 증진 - 전기료 낮출 것 - 중국 및 러시아 의존도 높은 핵심 광물은 미국 내 생산을 증진시킬 것 - 전략적 비축유 재축적 |
| 국방/안보 | <ul style="list-style-type: none"> - 중국 견제 강화를 위해 국방비 지출 확대 - 우크라이나 지원 중단 - 동맹국들의 방위 책임 비중 높일 것 |
| 고용/임금 | <ul style="list-style-type: none"> - 미국에 있는 것으로 추정되는 불법 이민자 추방 |

자료: 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

국내 요인: 세수 부족

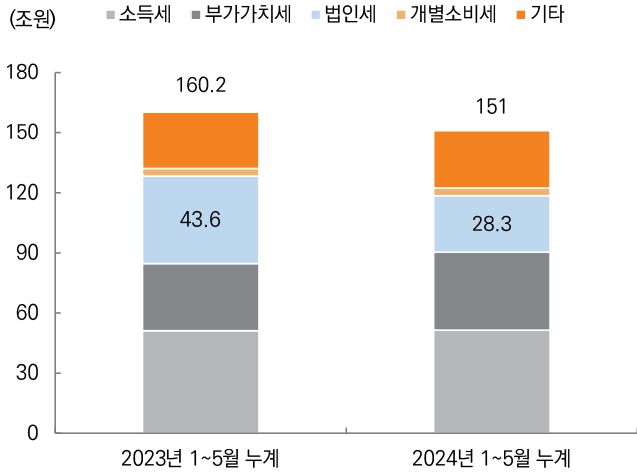
내수 회복세 제한되면 연간 20조원 규모의 세수 결손 가능

5월까지 국세수입 진도율은 41.1%로 최근 5년 평균(47.0%) 대비 5%p 이상 괴리가 확대됐다. 이에 정부는 세수 부족 '조기 경보'를 발령하고 세수 재추계에 돌입했다. 통상적으로 국내 기업들은 3~5월 중 법인세를 납부한다. 5월까지 법인세 납부액은 작년 동기간 대비 15.3조원 적게 걷히며 올해 세수 결손 우려가 부각됐다(그림3).

정부는 56조원 규모의 역대급 세수 결손이 발생했던 작년과 올해 상황은 다를 것으로 전망하고 있다. 올해 상반기 수출 호조를 고려할 때 8~9월 법인세 중간예납 기간에 부족했던 세수의 추가 확보를 기대하고 있는 것이다. 그러나 반도체 기업의 설비투자에 대한 세액공제 혜택이나 소비 등 내수 둔화로 인해 세수가 기대에 미치지 못할 가능성도 있다.

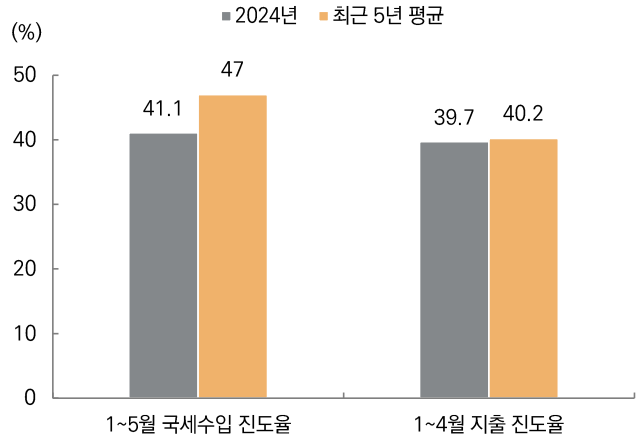
5월까지 올해와 비슷한 추세로 국세 진도율이 부진했던 2013~2014년과 비교해 볼 필요가 있다. 당시 국세수입 진도율은 95~96%로 마무리됐다. 올해 본예산에서 책정한 국세수입 규모는 367.3조원이다. 국세 진도율이 2013~14년과 비슷하게 종료된다면 연말까지 14조~18조원 규모의 세수 결손이 예상된다. 고금리 장기화 영향에 하반기 내수 회복세가 제한되는 경우 연간 20조원 이상의 세수 결손도 발생할 수 있다.

그림 3. 법인세 감소하며 세수 결손 우려 심화



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국세수입 진도율 최근 5년 평균 대비 크게 하회



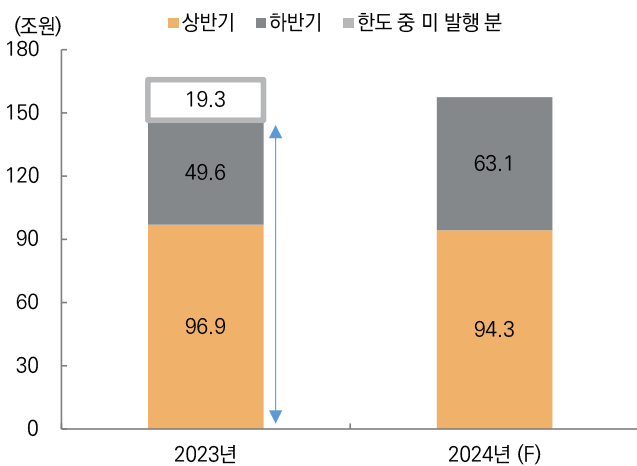
자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

세수 결손 대응 방법 예측과 그 영향

세수 부족 대응 방법은 크게 3가지다. (1) 본예산에서 책정한 총지출 일부 불용, (2) 추경, (3) 기금 재원이나 세계잉여금 활용. 작년도 세수 결손에 정부는 추경 없이 (1)과 (3)의 방안을 선택했다. 정부는 아직 추경에 부정적인 입장이다. 그러나 세계잉여금은 2.7조원으로 크게 줄어들었고 (23년에는 9.1조원) 외평기금도 상반기 중 9조~10조원 정도를 사용한 것으로 추정된다. 추경 부재 시 2년 연속 지출 불용 규모가 확대될 가능성이 높다.

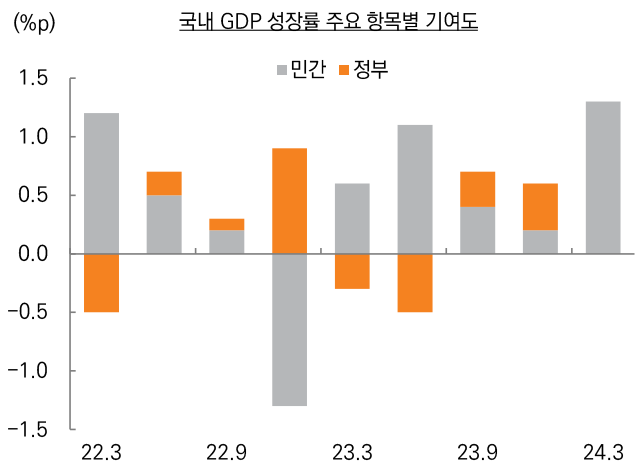
재정 조기 집행을 강조한 정부는 올해 국고채 발행 한도(157.4조원*: 개인투자용 국채 1조원 제외) 중 60%의 국고채를 상반기에 발행했다(그림5). 금리 부담에 전반적인 내수 둔화 흐름이 지속되고 있다. 올해 1Q 국내 GDP 성장률 기여도는 민간 1.3%p, 정부 기여도는 0%p였다(그림6). 재정 여력 축소 및 고금리 기조가 이어지는 상황에서 정부가 올해에도 지출 불용으로 세수 부족에 대응할 경우 성장 둔화 요인으로 작용할 것이다.

그림 5. 올해 발행한도 중 60%의 국고채를 상반기에 발행



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 하반기 민간과 정부의 성장률 기여도 추가 둔화 가능성



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

베어 스티프닝은 듀레이션 확대 기회

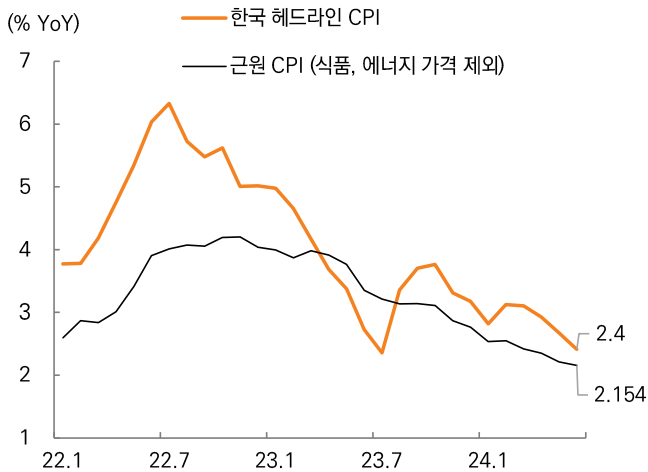
트럼프의 공약들은 대체로 채권 약세 요인이나, 법인세 인하는 주식시장에 긍정적 재료다. 2017~2020년 트럼프 집권기 당시 채권시장은 재정적자 확대 및 미-중 무역갈등의 영향을 경험했다. 최근 금리 상승을 고려할 때 신행정부 출범 이후 재정적자 확대 가능성을 일부 선반영하고 있는 것으로 판단된다. 2차 토론은 9/16일 예정돼 있다. 다음 토론 전까지 채권시장은 다시 통화정책 및 데이터 방향에 주목하게 될 것으로 판단된다.

인플레 등 주요 지표를 감안할 때 베어 스티프 장세가 지속되기는 어려울 것으로 판단하며, 당사는 원화채권 듀레이션 확대 전략을 유지한다. 6월 국내 코어 인플레가 2.15%로 추가 하락했고, 헤드라인은 2.4%까지 하락하며 예상(2.6%) 수준을 하회했다(그림7). 내수 둔화가 코어 인플레 하락을 견인하고 있는 것으로 판단된다. 재정과 통화정책 모두 긴축 기조를 유지하고 있는 상황에서 내수 회복을 기대하기는 어려워 보인다.

올해와 비슷한 국제 진도율을 기록했던 2013년도에 정부가 편성한 추경 규모는 17.3조원이었다(그림8). 당시 세수 부족분은 12조원이었고, 여기에 경기 부양을 위한 금액까지 포함한 규모다. 팬데믹 기간이었던 2020~2021년과 국세가 예상보다 많이 걷혔던 2022년을 제외하면 최근 10년 간 역대 추경 규모는 10조원 내외 수준이다.

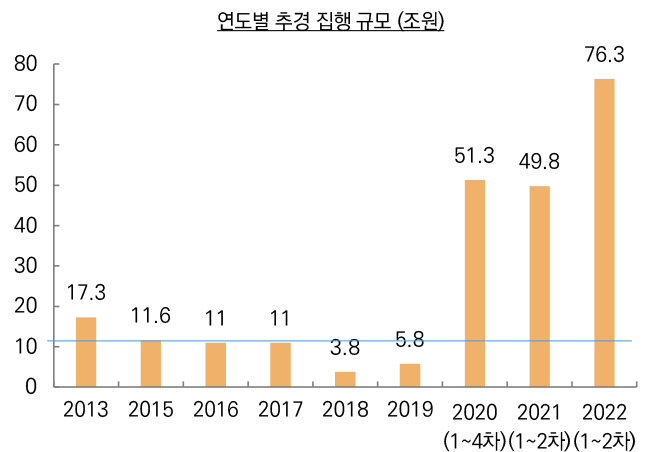
건전재정기조를 중시하는 현 정부가 경기 부양을 위한 적극적인 추경안을 편성할 확률은 낮다. 대략 20조원 규모의 세수 부족 대응을 위해 부득이하게 추경안이 편성되더라도 그 규모는 15조원 내외 수준에 그칠 가능성이 높아 보인다. 대외 이슈로 금리 반등 시 원화채권 듀레이션을 꾸준히 확대하는 전략이 유효하다.

그림 7. 한국 인플레 하향 안정



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 코로나 기간 제외하면 역대 추경 규모 10조원 내외



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.