

Fixed Income Comment

금리 상승 이슈 점검: 예산안과 인플레이션

- 26년 예산안 핵심은 적자국채 발행 규모. 팬데믹 대응 국면인 20~21년 제외하면 적자국채 전년비 증가율 평균 11.3%. 이를 고려하면 26년 적자국채 순증은 98조원 수준
- 내년도 경기 회복되며 총수입 증가로 국채 발행 부담 완화 기대. 월 평균 20조원 초반 국채 발행 예상. WGBI 편입 및 금리 인하 기대 긍정적. 듀레이션 확대 전략 유지
- 미국 인플레, 관세로 인한 상품 물가 추가 상승 전망. 주거비 둔화되고 있지만 기대 인플레 불안에 주거비 제외 서비스 인플레 반등 위험. 하반기 인플레 경계심 지속 전망

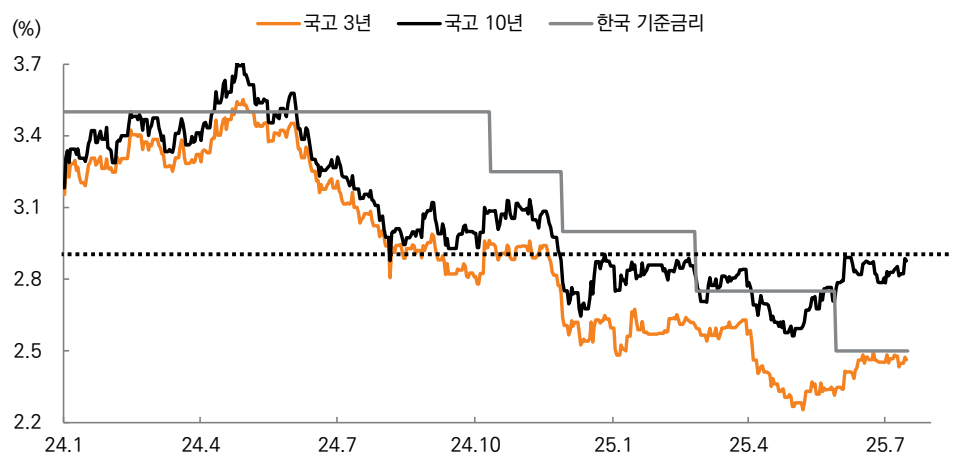
한국 금리 상승, 2026년 예산안 Preview

7월 금통위는 예상보다 도비쉬했지만 최근 국내 장기금리는 상승하고 있다. 국고채 10년 금리는 2.9%에 근접하는 수준까지 상승했다(그림1). 장기금리 상승의 이유는 1) 2026년 한국 예산안 불확실성, 2) 국내 경기 회복 기대, 3) 미국 인플레 경계심으로 판단된다.

2026년 예산안에서 가장 핵심이 되는 부분은 적자국채 발행 규모다. 국가채무는 크게 조세 등의 기타 재원을 활용해 상환해야 하는 적자성채무와 자체 상환이 가능한 금융성채무로 분류한다. 적자성채무의 80% 이상은 일반회계 적자보전용 국고채가 차지하고 있다.

기재부는 2024~2028년 국가재정운용계획을 통해 향후 국가채무가 적자성채무를 중심으로 증가할 것이라고 추정했다. 이는 재정적자를 조달하기 위해 중기적으로 적자국채 발행량이 꾸준히 늘어날 것이라는 전망이다.

그림 1. 7월, 한국 장기금리 상승

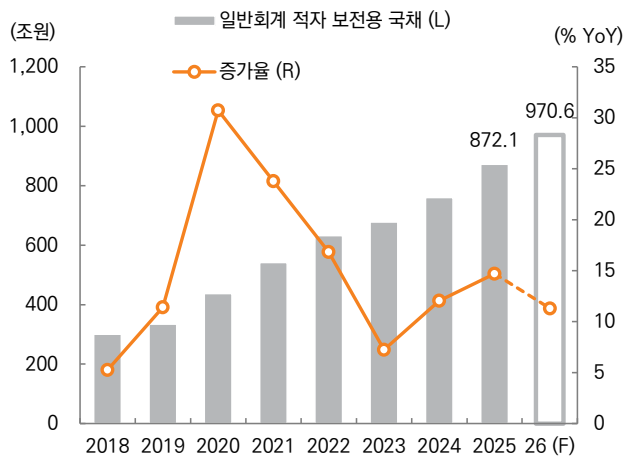


자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

최근 8년 간 적자국채 발행 추이를 통해 2026년 적자국채 순증 규모를 추정했다(그림2). 팬데믹 기간 중 경기 부양을 위해 국채 발행이 급격히 늘어났던 2020~21년을 제외한다. 이 경우 적자국채 규모의 전년대비 증가율은 평균 11.3%였다.

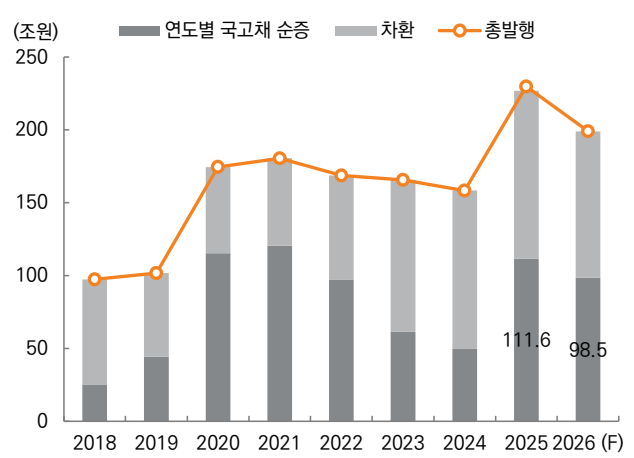
전년비 증가율을 11.3%로 가정하면 내년도 일반회계 적자 보전용 국채 잔액 규모는 970조원 수준으로 증가하며 내년 국채 순증은 98조원 정도로 추정된다. 내년 만기 도래분에 대한 차환 발행 금액 100.5조를 더하면 당사 추정 내년도 국고채 발행 규모는 대략 200조원 초반으로 계산된다(그림3). 2026년 예산안이 당사 전망에 부합한다면 내년도 월 평균 국채 발행 규모는 20조원 초반으로 예상된다.

그림 2. 20~21년 제외, 적자국채 전년대비 증가율 평균 11.3%



자료: NABO(국회예산정책처), 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2018~2025년도 중 각 연도별 추정안을 포함한 적자국채 잔액을 계산했음

그림 3. 내년 국채 발행 규모 200조원 초반 수준



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그러나 총수입 증가율(전년대비)에 비해 지출 증가율이 크게 책정될 경우 국채 발행 규모는 이보다 더 늘어날 수 있다. 이를 위해 통합재정수지 규모를 추정할 필요가 있다. 2024~2028년 국가재정운용계획에서 발표된 기재부의 내년도 총수입 증가율 예상치는 4.6%다. 정부는 올해 2차례 추경을 감안한 총지출 증가율을 7%로 전망했다.

총수입 및 총지출 증가율을 각각 4.6%와 7%로 가정하면 통합재정수지 적자는 -78조원으로 확대된다(그림4). 만일 내년 본예산 총지출의 전년대비 증가율이 올해보다 둔화될 것으로 예상해 5%로 가정하면 적자 폭은 더 축소될 수 있다. 그러나 현 정부의 경기 부양 및 확대 재정에 대한 의지가 강한 점을 고려할 때 보수적으로 내년 적자 확대 폭이 급격히 커지는 시나리오를 가정했다.

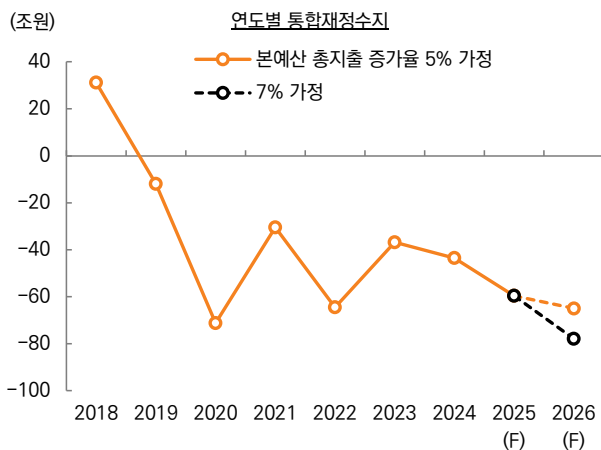
내년에 7%보다 더 큰 폭의 총지출 증가율이 책정된다면 국채 발행 규모는 월 평균 20조원 보다 크게 늘어난다. 그러나 최근 대통령은 경기 부양을 위해 재정의 적극적인 역할이 중요 하지만 나라 살림의 여력이 많지 않은 문제도 있다고 언급했다. 재정 여건을 고려할 때 총 지출 증가율이 시장 예상을 크게 상회할 가능성은 크지 않다고 판단된다. 또 내년도 재정지출 확대로 경기가 회복되는 국면에서 국세수입 등의 총수입 증가분이 국채 발행 부담을 일부 완화해 줄 수도 있다.

내년도 국채 발행량이 늘어나겠지만 내년에는 WGBI 편입과 관련된 수급적 호재도 기대할 수 있다. WGBI 지수 내 한국 국채 비중을 고려한 당사의 지수 편입에 따른 외국인 신규 자금 유입 추정 규모는 3년 간 75~90조원 수준이었다. 중국 등의 WGBI 편입 국가 사례를 고려할 때 보통 지수 편입 초기에 자금 유입이 집중됐던 점을 고려하면 국채 발행 물량에 따른 부담은 외국인 신규 수요가 일부 흡수할 전망이다.

또 한국은행의 5월 경제전망의 베이스 시나리오에서는 하반기 관세율이 15% 수준을 유지할 것이라는 점을 가정하고 있다. Fitch에 따르면 현재 한국 실효관세율은 15% 수준이지만 상호관세 협상이 잘 진전되지 않거나 반도체 및 의약품 관세가 추가될 경우 실효관세율은 18.7%로 상승한다(그림5). 하반기 관세 효과가 본격적으로 반영되고 품목별 추가 관세의 불확실성이 상존하는 국면에서 국내 수출 둔화 흐름이 지속될 전망이다.

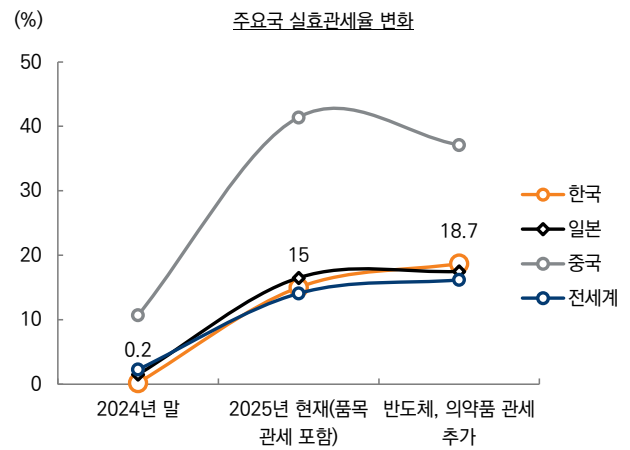
2차 추경안에 포함된 소비회복 쿠폰이 다음 주부터 지급되며 내수 경기는 점차 회복될 전망이다. 그러나 인구구조적인 변화, 고용시장 둔화, 부진한 수출 등 올해 성장을 둔화를 고려할 때 국내 장기금리 상승 여력은 크지 않다. 연내 금통위 금리 인하 기대가 지속되는 국면에서 최근 장기금리 상승을 듀레이션 확대 기회로 활용하기를 추천한다.

그림 4. 총지출 증가율 7%로 가정 시 재정적자 78조원으로 확대



자료: NABO(국회예산정책처), 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목관세 추가 시 실효관세율 18.7%로 상승



자료: Fitch(2025.6월), 미래에셋증권 리서치센터

연준이 금리인하를 재개하기 어려운 이유

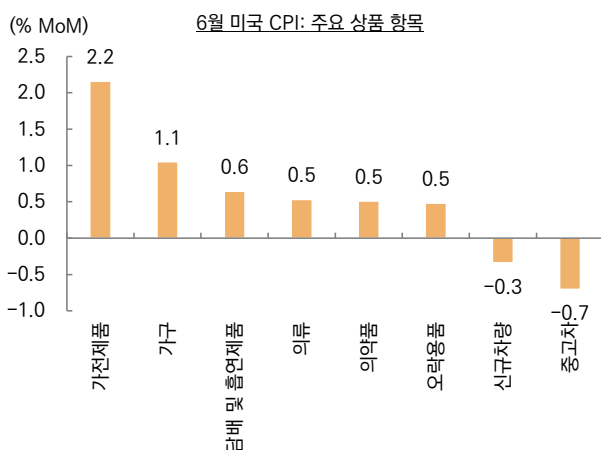
6월 미국 코어 CPI는 예상치(+0.3% MoM)를 하회하는 +0.23%로 발표됐다. 코어 인플레이가 예상치를 하회했지만 미 국채 금리는 오히려 상승했다. 상품 물가를 중심으로 전월대비 상승폭이 확대되면서 관세 영향이 본격적으로 반영되고 있다고 판단됐기 때문이다. 자동차를 제외하고 의류, 가구, 가전제품, 오락용품 등 대부분의 상품 항목에서 전월비 상승률이 가속화됐다.

가구, 가전제품, 전자기기 등은 대표적인 내구재 상품들이다. 해당 항목들은 중국산 수입품의 비중도 적지 않다. 내구재 상품의 경우 PPI와 소비자 물가(PCE 인플레이) 간 상관관계가 높다는 특징이 있으며 5월 내구재 PPI는 전월비 +0.4%로 상승폭이 확대됐다. 베이지북이나 ISM 지수를 통해 알수 있듯 관세로 인해 기업들의 생산 비용이 증가하고 있는 국면이다. 6월 물가에는 자동차 가격이 전월비 하락했지만 CPI에 선행하는 6월 만하임 중고차 가격지수는 전년비 +4.8%, 전월비 +1.6%로 급등했다(그림7).

연준은 상호관세 협상이 진행되는 3Q 관세율 결과와 함께 실제 관세정책이 인플레이에 반영되는 하반기 인플레이 경로를 확인해야 한다. 주거비가 둔화되면서 6월 CPI 디스인플레이션을 견인했지만 PCE 인플레이에는 주거비 비중이 CPI보다 적다. 상품 물가가 상승하면서 기대 인플레이가 다시 불안정해지면 서비스 인플레이도 재차 반등할 위험이 있다. 6월 CPI 둔화에 연준이 안심할 수 없는 이유다. 7월 FOMC에서 연준은 하반기 인플레이 지표를 점검하겠다는 기존 스탠스를 유지할 전망이다.

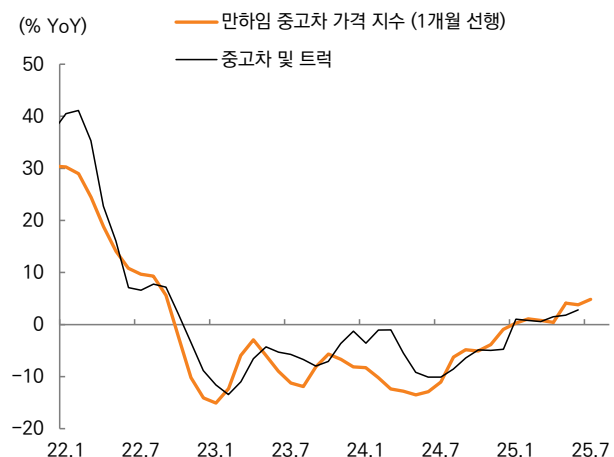
미국 경기도 둔화되고 있어 미 국채 10년 금리도 4% 중반에서는 추가 상승 여력이 크지 않다고 판단된다. 그러나 인플레이 경계심은 당분간 지속될 가능성이 높다. 단기적으로 미 국채 10년 금리는 4.4%를 중심으로 등락하는 흐름을 예상한다.

그림 6. 대부분의 상품 항목 인플레이 상승 가속



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 중고차 가격지수 상승



자료: Bloomberg, 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.