2025년 10월 20일 | Global Asset Research

하나채권

2026년 확장 재정에도 한국 국채 강세를 전망

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

- 이재명 정부의 재정정책 '기조'는 분명히 확장적. 채권시장의 잠재 리스크
- 그러나 2026년 관리재정수지 적자 비율(-4.0%)은 올해(-4.2%)보다 '축소'
- 2026년 재정정책의 성장률 효과는 약화. 채권 강세장 전망의 주요 근거

1) 채권시장의 최대 리스크는 재정. 한국은 재정의 수급보다 성장률 효과가 중요

한국을 포함한 글로벌 채권시장의 화두는 확장적인 재정정책의 여파다. 재정정책은 성장률 경로와 수급 경로를 통해 국채 금리를 상승시킨다. 국가별로 장기금리 상승 요인은 다르다. 영국 ('22), 프랑스 ('25)는 공급 충격이, 독일 ('25)은 성장률 제고 경로가 크게 작용했다. 그 차이는 정부부채 수준, 재정수지 추세, 그리고 투자자의 신뢰도 등에 기인한다.

[도표 1]과 같이 프랑스는 정부부채 비율이 100%를 넘어섰고, 내년 재정수지 적자 비율이 5~6%로 2024년 대비 뚜렷한 개선이 없을 것으로 예상된다. 프랑스 국채 금리가 수급적인 이유로 상승한 이유다. 영국은 2022년부터 재정 리스크發 금리 급등이 반복됐다. 마찬가지로 정부부채 비율이 100%를 상회하고 2024년까지 5% 이상의 재정적자 비율이 지속됐기 때문이다. 그러나 2026년에는 적자 비율이 3%대로 개선이 예상된다. 여전히 큰 폭의 적자이지만 장기금리의 급등은 다소 진정되는 양상이다. 예외도 있다. 미국은 정부부채 비율이 높고, 재정적자 폭도 크다. 그러나 달러화 표시 국채에 대한 구조적인 수요가 여전하므로 공급 충격이 제한적이다. 반면 독일은 올해 대규모 재정정책 발표 이후 금리가 상승했는데, 이는 공급 충격보다는 성장률 전망이 크게 개선된 영향이 컸다. 정부부채 비율이 60% 수준에 불과했기에, 투자자들은 국채 수급 우려보다 성장률 개선 효과에 집중했다. 이는 독일 장기금리와 유로화 가치가 동반 상승한 것으로 설명이 가능하다.

한국은 정부부채 비율이 50% 수준으로 미국, 영국, 프랑스보다 독일에 가깝다고 보는게 합리적이다. 한국의 재정정책의 금리 영향은 수급보다도 성장률 관점에서 해석하는 것이 더 중요하다는 의미다. 이하에서는 한국의 재정 통계를 해석할 때 유의할 사항들을 살펴보고, 이를 바탕으로 2026년 경제 및 채권시장의 함의를 살펴봤다.

2) 재정 통계 해석에 주의. 2026년 재정수지 적자 비율은 올해 대비 축소

지난 8월에 발표한 이재명 정부의 내년 예산안 규모는 728조원이다. '슈퍼 예산, 역대 최대 규모, 8.1% 증액'이라는 수식어가 붙었다. 그러나 투자자들은 재정 통계를 해석할 때 매우 신중해야 한다. 특히 (1) 본예산보다 '추경(혹은 결산)', (2) 총지출보다 '수지', (3) 절대 규모보다 'GDP 대비 비율', (4) %보다 '%p'가 중요하다.

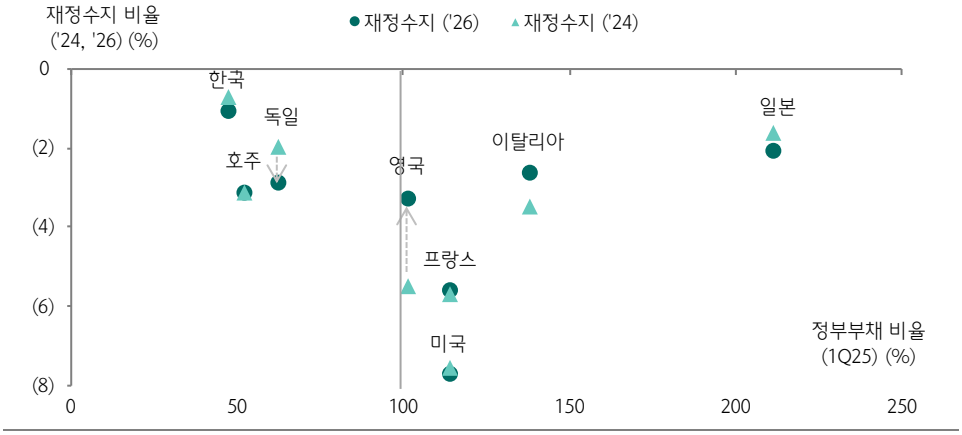
Analyst 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

정부부채 비율이 100% 이상이고 재정적자가 증가하는 추세라면, '수급' 리스크가 커지는 경향 (단, 기축통화국 미국은 리스크↓)

반면 정부부채 비율이 낮다면, 재정적자가 수급보다 '성장률' 경로가 크게 작용

도표 1. 주요국의 정부부채 및 재정수지 비율
: 한국의 재정 여건은 프랑스, 일본 (수급 경로)보다 독일(성장률 경로)과 비슷한 관점에서 해석해야

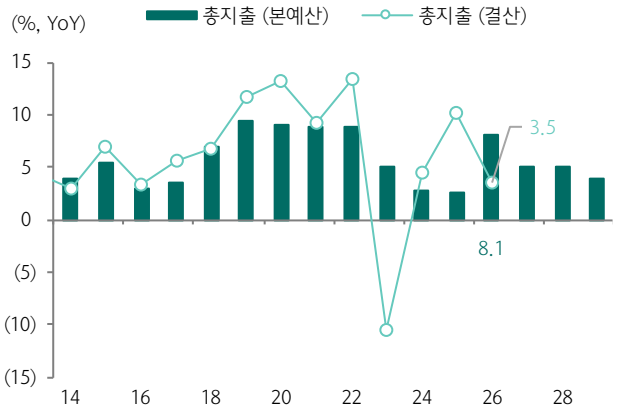


주: 재정수지는 IMF의 경기조정 재정수지 기준. 2026년은 전망 수치
자료: IMF, BIS

(1) 본예산보다 '추경(혹은 결산)': 8월 예산안에 따르면, 2026년 예산안 총지출 증가율은 8.1%다. 이 수치는 (2024년 12월에 확정된) 2025년 본예산 총지출 673.3조원 대비 (2025년 8월에 발표한) 2026년 예산안 총지출 728.0조원의 증가율이다. 그러나 2025년은 추가 경정을 통해 총지출이 703.3조로 증가할 것으로 예상된다. 따라서 내년 실질적인 총지출 증가율은 8.1%가 아닌 '3.5%'다 **[도표 2]**. 정책 '기조'는 본예산 대비 증가율로 평가하는 것이 합리적이다. 추경은 예외적인 변수라고 볼 수 있기 때문이다. 그러나 경제적 영향을 평가할 때는 전기의 추경(혹은 결산) 대비 실제 증가율(3.1%)이 훨씬 더 중요한 수치다.

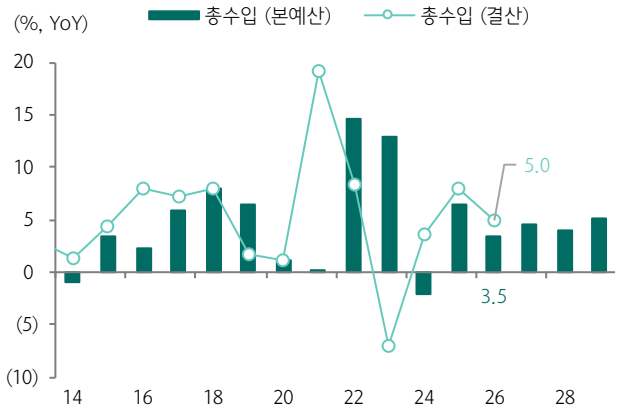
[참고] 2025년 예산 절차: 24년 9월 예산안(정부 제출) → 24년 12월 본예산(국회 확정) → 25년 7월 추경 → 26년 12월 결산 예정

도표 2. 정부의 총지출 증가율
: 2026년은 2025년 본예산 대비 +8.1%, 추경 대비 +3.5%



주: '26~'29는 예산안 및 국가재정운용계획 기준. 총지출 (결산)의 2025년은 추경 기준
자료: 기획재정부, 하나증권

도표 3. 정부의 총수입 증가율
: 2026년은 2025년 본예산 대비 3.5%, 추경 대비 +5.0%



주: 좌동
자료: 기획재정부, 하나증권

(2) 총지출보다 '수지': 예산안의 규모는 대개 총지출 기준으로 언급된다. 그러나 재정정책의 효과는 지출과 수입을 모두 고려한 '수지'가 중요하다. 지출을 늘리더라도 증세 등을 통해 수입을 확대하면 부양 효과가 감소하기 때문이다. 현 정부는 국채 발행만으로 재원을 모두 조달하기는 부담스럽기 때문에 수입을 늘리는 정책을 동시에 펼치고 있다. 세제개편안을 통해 발표한 법인세율과 증권거래세율 환원 등이 대표적이다.

2026년 예산안의 총수입은 674.2조원이다. 2025년 본예산(651.6조원) 대비 3.5% 증가한 수치다. 앞서 강조한 바와 같이 추경 예산의 총수입(642.4조원) 대비를 기준으로 삼으면 증가율은 +5.0%다. 실질적인 총수입 증가율은 3.5%가 아닌 5.0%다 **[도표 3]**. 총지출 증가율(3.5%)보다 오히려 크다.

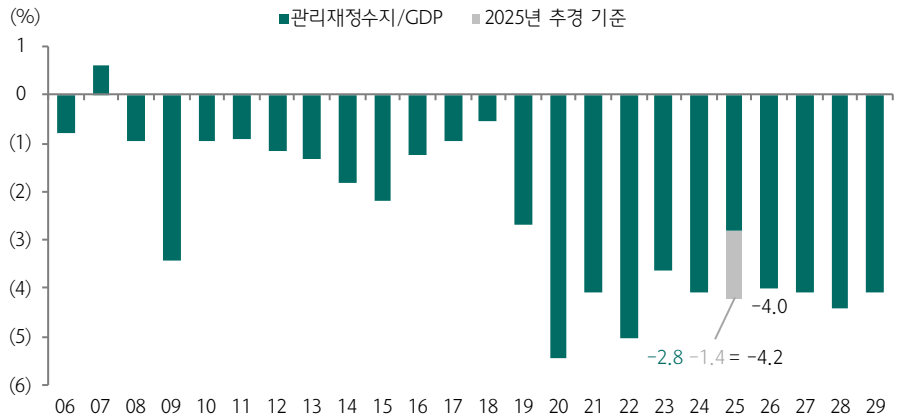
총수입에서 총지출을 차감한 통합재정수지는 2025년 본예산 -21.7조원, 추경 -60.8조원, 2026년 예산안 -53.8조원이다. 내년 적자 규모가 2025년 본예산보다는 크게 증가하지만 추경 대비로는 오히려 소폭 감소한다. 통합재정수지에서 사회보장성기금 수지를 제외한 관리재정수지도 동일하다 ('25 본예산 -73.9조원, '25 추경 -111.6조원, '26 예산안 -109.0조원).

(3) 절대 규모보다 'GDP 대비 비율': 앞에서 총지출과 총수입을 모두 고려하여 '수지'를 확인했다. 그 다음은 이를 명목 GDP 대비 비율로 변환하는 과정이 필요하다. 시기별로 다른 규모를 동일한 기준에서 비교하기 위함이다. 2026년 GDP 대비 관리재정수지 비율은 -4.0%로 예상된다 **[도표 4]**. 적자임은 물론이고 과거 20년 ('05-'24) 평균 -2.1%의 두 배에 가까우므로 재정정책이 확장적인 기조임은 분명하다.

(4) %보다' '%p': GDP 대비 관리재정수지가 -4.0%로 확장적인 기조라면 2026년 경제 성장률에는 얼마나 큰 기여를 할 수 있을까? 재정지출의 성장률 효과는 -4.0%보다 2025년 대비 그 비율이 얼마나 변화했는지, 즉 %p가 중요하다. 2025년 관리재정수지 비율은 본예산 기준으로 -2.8%이었고, 추경을 반영하면 -4.2%였다. 2026년은 2025년 대비 관리재정수지 비율이 +0.2%p '상승'할 것으로 예상된다.

도표 4. 한국의 재정수지 (수입-지출) 비율
: 2026년 재정수지 비율은 2025년 대비 0.2%p 상승

2026년 재정수지 비율은 -4.0%
2025년은 추경 기준으로 -4.2%



주: 2024년 이전은 결산, 2025년은 추경 (회색 막대는 추경 효과), 2026~2029년은 예산안 및 국가재정운용계획 기준
자료: 기획재정부, 하나증권

3) 2026년 재정정책의 성장률 효과는 제한적. 채권시장을 낙관하는 이유

재정 통계를 해석할 때 유의할 네 가지 사항을 종합하면, 2026년 재정정책은 GDP 대비 (관리)재정수지 비율이 -4.0%로 2025년 대비 0.2%p 상승한다. 금융시장의 관심은 GDP의 규모가 아닌 성장률(%)이고, 이를 설명하는 재정 변수는 재정수지 비율의 '변화'(%p)다.

한국의 경제 성장률은 상반기에 바닥을 찍고 회복 중이다. 정부의 추경 등을 통한 확장적인 재정정책이 주요 요인 중 하나다. 대표적인 예는 소비 쿠폰 지급을 통해 가계 소비 활성화다. 그런데 이러한 재정정책이 내년에 성장률 기대를 지금보다 '더' 높일 수 있을까?

소비 쿠폰 정책이 2025년 성장률에 (+) 효과를 낼 수 있는 이유는 2024년에는 없었던 정책을 통해 더 많은 소비를 유도했기 때문이다. 반대로 2026년에는 올해와 동일한 규모로 쿠폰이 지급되고 가계 소비가 발생한다면, 직접적인 성장률 효과는 없다. 쿠폰을 지급하더라도 저년보다 규모가 작다면 오히려 (-)다. 따라서 2026년에 해당 정책이 성장률에 (+) 효과를 내기 위해서는 더 큰 규모의 쿠폰 지급이 필요하다는 의미다. 재정적자 수준(level)은 기조(stance)를, 변화(change)는 충격(impulse)을 의미하는데, 성장률 분석에는 후자가 더 중요하다.

한국은 여타 주요 선진국과 마찬가지로 확장적인 재정정책 기조가 분명하다. 채권시장은 향후 수년 동안 이를 리스크로 인식할 수밖에 없다. 성장률 경로 외에 수급 측면의 부담도 커질 수 있다. 2026년도 재정적자 축소 폭이 미미하므로 경제 둔화 요인으로 보기는 어렵다. 또한 그 수치들마저 예산안 혹은 계획에 불과하다. 당장 내년 선거를 앞두고 추경이 반복될 가능성도 존재한다.

그럼에도 불구하고 하나증권은 내년 한국 채권에 대해 긍정적으로 전망한다. 금융시장을 전망할 때 가장 중요한 요소는 시장의 기대와 전망을 비교하는 것이다. 시장의 우려가 크다면, 리스크를 상대적으로 낮게 평가하는 것만으로도 강세 전망의 근거로 충분하다. 시장은 확장적인 재정정책에 대한 두려움이 큰 상태다. 반면 내년에는 (예산안 기준으로) 재정수지 적자 비율이 올해 대비 축소되므로, 재정정책이 성장률을 높이는 효과는 올해보다 약화될 가능성이 크다. 또한 추경을 시도하더라도 이는 이미 성장률 회복이 기대에 미치지 못하고, 금리도 이를 반영해 한단계 낮아진 이후에 추진될 가능성이 높다.