Asset Allocation

Compliance Notice

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

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

자산배분의 창(窓)

영국 가을 예산, 숨겨진 긴축 찾기 숙제

영국은 긴축이 필요하지만, 이번 예산에서 '당장의 긴축'은 보이지 않았다.

영국은 중기적으로 확실한 재정 긴축이 필요한 구조에 놓여 있다. 높은 부채 부담, 향후 3년간 매년 300bn 파운드 수준으로 유지되는 대규모 길트 (Gilt) 발행, 그리고 NHS·지방정부 등 핵심 공공서비스의 누적된 압력이 모두 재정의 지속 가능성을 제약하고 있기 때문이다. 그럼에도 이번 가을 예산 (Autumn Budget)은 즉각적인 긴축을 택하지 않았다.

정치·경제적 여건상 지금 당장 지출을 크게 줄이거나 세율을 올리기 어려운 상황에서 정부는 주요 재정 조정 수단을 향후 몇 년 뒤로 배치하는 후행형 구조 (Back-loaded)를 취했다. "긴축 기조를 유지하되, 충격은 당장 피한다"는 이 구성은 시장 입장에서 단기 리스크를 누그러뜨리는 요인으로 작용하며 길트 금리와 파운드 환율의 안정에 기여했다.

2026년은 '겉으로만 긴축'. 실질적 조정보다는 기계적 개선

후행형 예산 구조는 2026년에 가장 분명하게 드러난다. 정부는 공공서비스 지출을 명목상 줄이진 않지만, 증가 속도를 1.8%로 낮춰 확장을 억제하는 방식을 택했다. 여기에 소득세 기준선을 2028년까지 동결한 상태에서 임금 상승이 이어지면, 과표 구간을 자동으로 초과하게 되어 세율 인상이 없어도 세수가 증가하는 브래킷 크리프 (bracket creep) 효과가 작동한다. 더불어 공공부문 임금 정상화와 에너지 가격 안정에 따른 자동 안정화 요인까지 더해지면서 PSNB (Public Sector Net Borrowing, 공공순차입)는 2025년 4.5%에서 2026년 3.5%로 낮아질 전망이다.

그러나 이는 구조적 개혁에 의한 긴축이 아니라, 숫자상 개선이 자연스럽게 발생하는 기계적 효과에 가깝다. 핵심 증세 조치들은 대부분 2028~2030년으로 미뤄져 2026년의 개선은 보여주기 성격의 '겉긴축'일 뿐이며, 실질적 긴축은 여전히 미래의 과제로 남아 있다.

통화정책에는 중립: BOE 기존 경로 유지, 금리 인하 전망도 그대로

이번 예산은 영란은행 (BoE)의 통화정책 경로를 흔들 필요가 없게 만드는 중립적 구성이기도 하다. 재정이 당장 긴축으로 급변하지도 않고, 반대로 확장으로 전환한 것도 아니기 때문에 통화정책과의 충돌이 거의 없다. 여기에 에너지 비용 하락과 임금·물가 안정 흐름이 더해지면서 시장에서는 12월 금리 인하 및 내년도 두 차례 인하 전망을 유지하는 분위기다. 즉, 재정정책이 통화정책 경로를 새롭게 만들기보다는 기존 방향을 그대로 이어갈 수 있게 해주는 셈이다.

단기 안정은 되돌림. 자산배분은 중기적으로 보수적 듀레이션 전략 유효

예산 발표 이후 길트 금리가 하락한 것은 구조적 신뢰 회복 때문이 아니라, 최근 금리 급등에 따른 단기 되돌림 성격이 강하다. 중기적으로 보면 재정 부담은 오히려 더 뚜렷해졌다. 향후 3년간 총 300bn 파운드 수준의 길트 발행이 지속될 것으로 예상되고, 2027~

2030년 부처 예산 증가율은 연 0.6%에 불과해 사실상 동결에 가깝다. 공공서비스가 이미 과부하 상태인 만큼 이 시기 중 어느 지점에서든 추가 지출 압력이 재차 발생할 가능성이 높다. 문제는 이번 예산에서 정치적 부담이 적은 소규모 세수 수단 (부동산세, 연금 과세 조정 등)이 이미 대부분 소진된 상태라는 점이다. 결국, 이후에는 소득세·VAT·국가보험 (NI) 등 대형 세목을 손대는 증세 논의가 불가피하게 재부상할 수밖에 없다. 예산이 단기 부담을 피한 덕분에 시장은 일시적으로 안도했지만, 중기 재정 신뢰는 오히려 더 불투명해진 구조라고 평가할 수 있다.

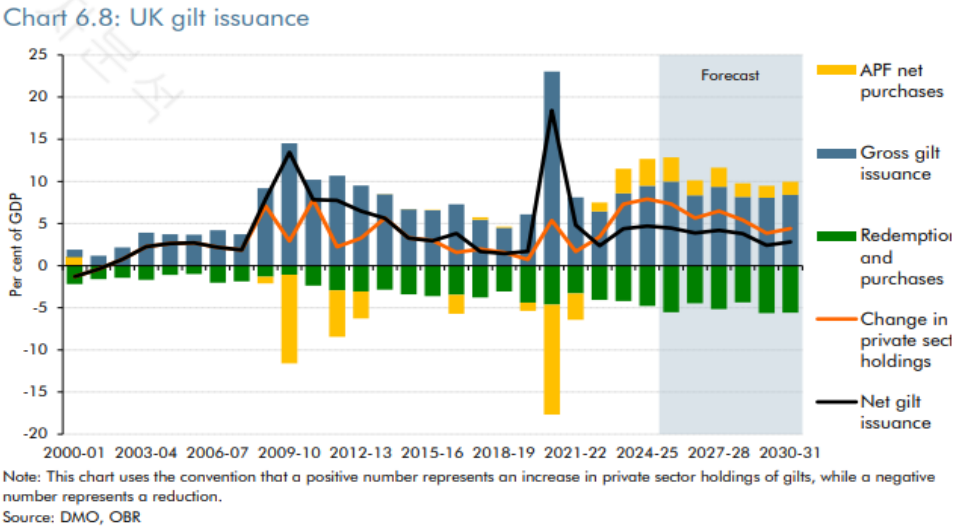
단기적으로는 PSNB 개선 착시와 재정 충격 회피 덕분에 길트 금리의 안정이 지속될 수 있으며 이를 전술적으로 활용할 수 있다. 그러나 중기적으로는 대규모 길트 발행 유지, APF (자산매입기구) 매각, 발행 만기 단기화 등 구조적 요인들로 인해 금리 변동성과 공급 부담이 다시 부각될 가능성이 높다. 따라서 자산배분 측면에서는 중기 듀레이션에 대해 보다 보수적 접근이 필요하다는 판단이 유효하다.

KEY CHART

도표 1. UK gilt issuance

* OBR 추계에서도 향후 5년간 길트 순발행은 GDP 대비 평균 3.4%, 총발행은 8.5% 수준으로 유지될 전망

* 이는 매년 약 £300bn 내외의 길트 공급이 지속되는 구조이며 결국 중장기 금리의 하방 여력이 제한됨을 시사

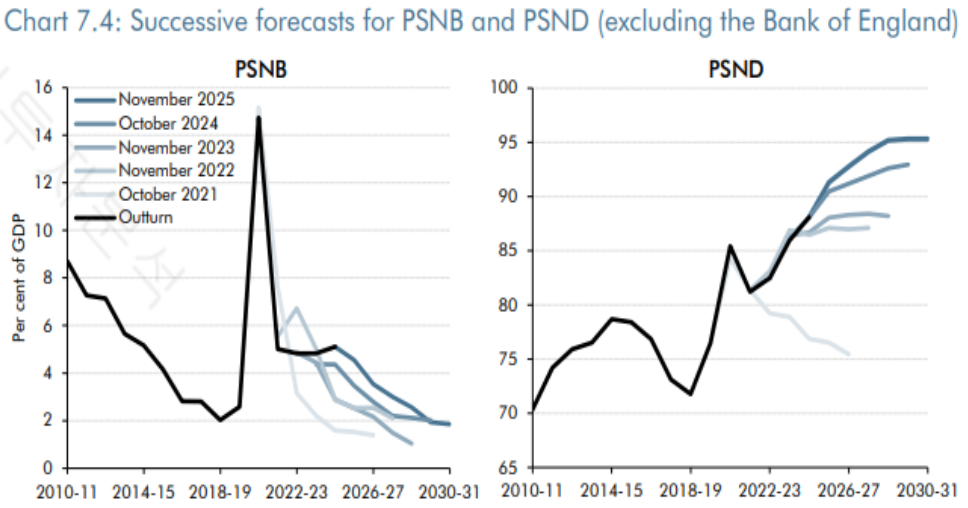


자료: DMO, OBR, 하나증권

* 26년 개선 (4.5%→3.5%)
브래킷 크리프+지출 증가율↓
구조적 긴축 없음

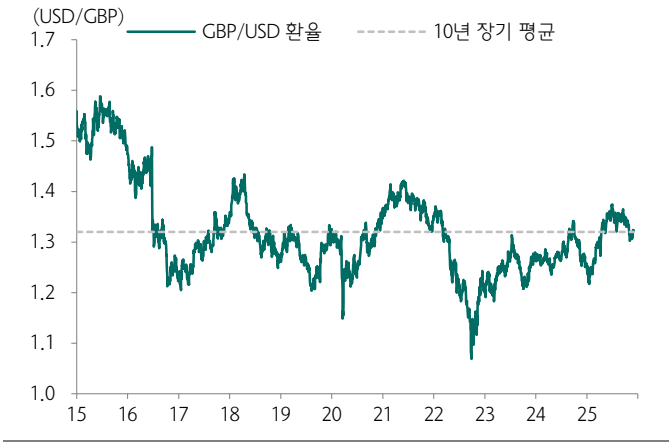
* 27~30년
표면상 조금씩 하락하지만
예측일 뿐,
실제로는 부처 지출이
동결 이어야만 가능한
비현실적 경로

도표 2. PSNB의 개선 전망



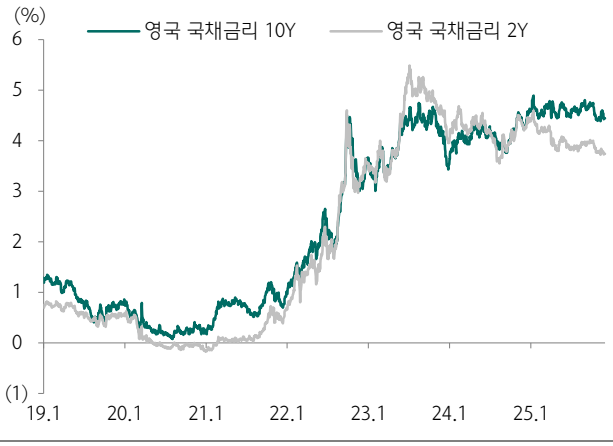
자료: OBR, 하나증권

도표 3. GBP/USD 환율



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 영국 국채금리 (10년, 2년물)



자료: Bloomberg, 하나증권