

Fixed Income Issue

2027 예산안과 커브 점검

- 기획예산처, 2027년 총지출 800조원 이상 편성 예고. 반도체 업황 호조 등에 국세수입 500조원 이상이 예상되는 만큼 총수입 증가에 재정적자 및 국채 발행 부담 완화 기대
- 관리재정수지 적자 개선 감안하면 27년 국채 순증 75~100조원 예상. 총지출이 급증하더라도 순발행 규모는 2025~26년 대비 감소, 총발행은 190조원 내외 전망
- 금리 인상 및 고용 부진 영향에 수요측 인플레이 압력 크지 않다는 판단 유지. 다만, 유가는 인플레이에 변수. 긴축 경계심은 단기금리 하락 제한 예상, 커브 플랫 대응 권고

총수입 증가에 국채 발행 부담 완화 기대

정부는 7월 국가재정전략회의에서 2027년 총지출을 올해 본예산 대비 10% 이상 늘어난 800조원 이상으로 편성하겠다고 밝혔다. 또 반도체 슈퍼사이클 등을 근거로 500조원 이상의 국세수입을 예상했다. 총지출을 800조원으로 가정한다면 26년 본예산(728조원) 대비 10%, 추경안(753.1조원) 대비로는 6.2% 증가한 규모다.

정부가 총지출 규모의 큰 폭 증가를 예고했다 보니, 국고채 발행 물량에 대한 관심도 크다. 그러나 지출 증가와 함께 반도체 호황에 따른 법인세수 증가 및 개인 소득세, 증권거래세 등 대부분의 세목에서 세수 증가도 예상된다. 총수입 증가가 동반된다면 국채 발행 부담은 우려보다 크지 않을 수 있다.

〈표1〉에 2027년 정부 예산안 주요 항목과 국채 총발행 예상치를 기재했다. 내년도 총지출이 800조원 중반까지 늘어나더라도 국고채 총발행 규모는 2025~26년 대비 크게 감소하는 방향이 예상된다.

표 1. 2025~27(F)년 정부 예산안 주요 항목 (단위: 조원)

	2025년 결산	2026년 본예산	2026년 추경안	2027년 예산안 (F)
총수입	637.4 (+7.2%)	675.2 (+5.9%)	700.6 (+9.9%)	800±20
국세수입	373.9 (+10.8%)	390.2 (+7.9%)	415.4 (+14.9%)	500±10
총지출	684.1 (+7.2%)	727.9 (+6.4%)	753.0 (+10.1%)	820±20
통합재정수지	-46.7	-52.7	-52.5	-20±20
사회보장기금수지	57.5	55.1	55.1	56
관리재정수지	-104.2	-107.8	-107.6	-80±15
국고채 순증	112.2	109.4	109.4	75~100
차환발행	113.9	116.2	116.2	108.8
국고채 총발행	226.1	225.6	225.6	190조원 내외

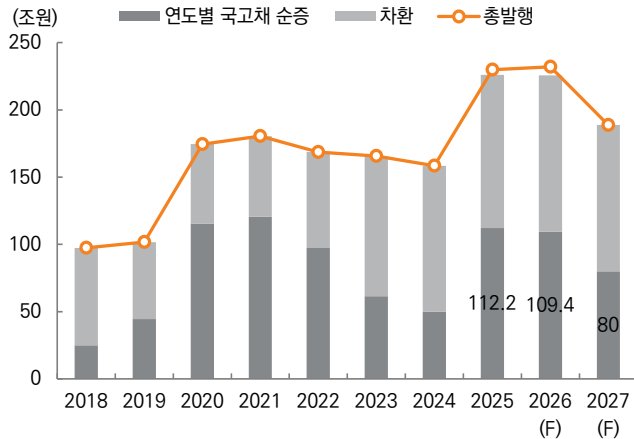
자료: 기획예산처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주1: 총수입~총지출 항목의 괄호 안 수치는 전년대비 증가율을 계산한 것.

주2: 사회보장기금수지 전망치는 NABO(2025~2029년 중기재정전망, 2025년 10월 발간) 자료를 활용

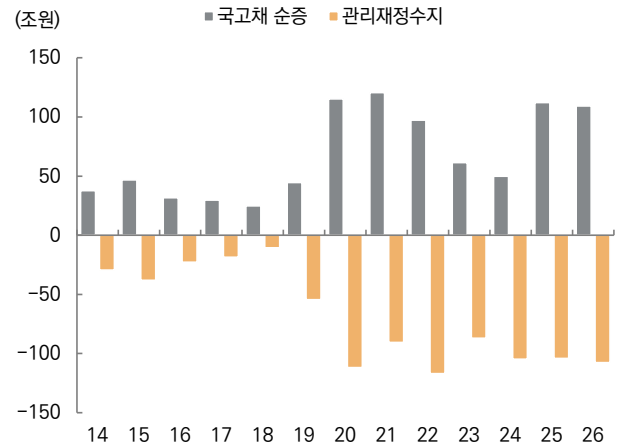
주3: 재정수지 전망 범위는 시나리오별 조합을 기준으로 산출

그림 1. 27년 국채 순증 감소 기대



자료: 기획예산처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 2. 적자국채 발행과 관리재정수지 적자폭은 대체로 비슷함



자료: 기획예산처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

정부는 내년도 국세수입 규모를 500조원으로 예상했다. 올해 대비 20% 증가한 규모다. 국세외수입 정부 전망치는 290조원 수준이다. 국세외수입은 국세수입에 비해 경기 민감도가 낮다는 점에서 정부 전망치를 활용했다. 또 최근 10년 간 세수는 정부 총수입의 60% 정도를 차지했다. 이를 감안해 정부 총수입 예상 규모는 780~820조원으로 추정했다. 총지출은 기획예산처 장관이 예고한대로 800조원 이상을 가정한다. 총수입 증가폭 확대를 감안하면 내년도 통합재정수지 적자폭은 크게 개선될 전망이다.

관리재정수지는 통합재정수지에서 사회보장기금수지 흑자를 차감한 금액이다. 내년도 사보기금 수지는 NABO의 중기재정전망(2025. 10월) 전망치(56조원)를 활용했다. NABO에서는 사회보장기여금 등 주요 사보기금 수입보다 급여 수급자 수 및 1인당 평균 수급액과 같은 의무지출의 증가율이 높아질 것으로 예상했다. 이를 반영해 사보기금 수지 증가 속도는 완만하게 둔화되는 흐름을 예상했다.

통상적으로 관리재정수지 적자 폭은 국고채 순증 규모와 유사했다(그림2). 단, 2023~24년에는 이례적으로 재정적자와 국고채 순증 규모 간 괴리가 확대됐다. 당시 대규모 세수 결손에 대응하기 위한 방안으로 정부가 국채 발행이 아닌 기금을 통한 자원 조달을 선택했기 때문이다.

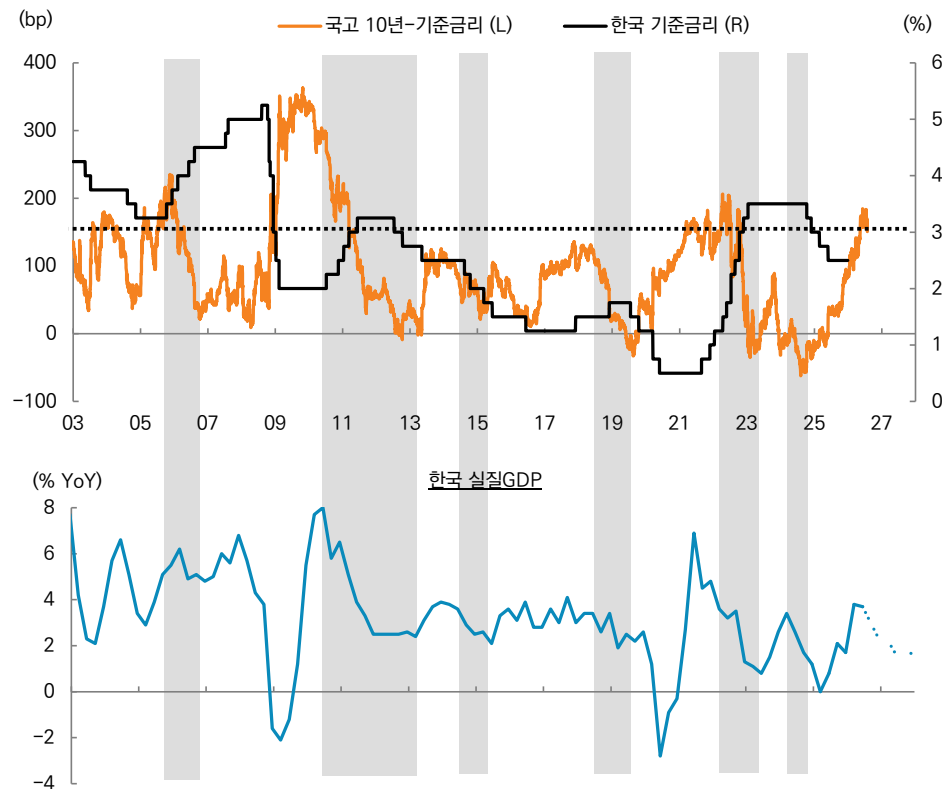
내년도 세수 여건은 대체로 긍정적이다. 따라서 23~24년과 같이 정부가 기금 재원을 추가로 활용해 자금을 조달할 필요성이 낮다. 국고채 순증액은 관리재정수지 적자 규모와 비슷한 수준으로 발표될 가능성이 높다는 의미다. 기타 금융성 채무 증가까지 감안하더라도 재정수지의 개선이 국고채 공급 부담 완화에 기여할 수 있다.

커브는 플랫 대응 적절

국고채 10년물과 기준금리 스프레드는 수급 부담, 긴축 경계심 선반영 등에 150bp로 크게 확대됐다. 채권시장이 3차례 정도의 금리 인상 가능성을 선반영했고 정부 총수입 증가는 국채 공급 부담을 완화시킬 요인이다. 재경부에서도 최근 시장 수요 환경을 반영해 만기별 발행 물량을 조정하고 있다. 향후 장기물 수급 환경은 투자하기에 양호하다고 판단된다.

7월 한국 CPI에서는 예상대로 헤드라인 수치가 크게 둔화됐지만 코어 CPI는 2.6%로 상승했다. 개인서비스 세부 항목 중에서 여름철 여행/여가 수요 증가의 영향으로 관련된 서비스 항목의 인플레이션 상승폭이 컸다. 8월 CPI에서는 환율 하락 효과가 유가 부담 및 여름철 이상 기후 영향에 따른 인플레이션 상승 압력을 일부 제한할 수 있다. 또 긴축 및 장기화된 고용시장 부진 등의 효과로 인해 국내 코어 인플레이션 상승 압력은 점차 둔화될 가능성이 크다(7/30, Fixed Income Monthly [8월 전망] 참고).

그림 3. 경기 방향과 유사한 장기물과 기준금리 스프레드



자료: CEIC, 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 실질GDP 점선은 당사 성장률 전망 경로를 나타낸 것임

국고채 장기금리와 기준금리 간 스프레드는 경기 방향과 유사하다(그림3). 성장률이 고점을 기록 후 반락하는 구간에서는 스프레드가 축소돼 왔다. 예외인 경우는 2008~09년, 2020~21년이다. 2008~09년에는 코어 인플레이가 3~4%대까지 급등하며 인플레이 우려가 높았던 국면이고, 20~21년에는 경기 부양을 위한 대규모 국채 발행이 있었던 시기다.

강한 GDP 성장을 주도하던 수출 증가세가 낮아지면서 경기 모멘텀도 둔화될 전망이다(그림4). 최근까지 반도체 수출 가격지수가 급등하며 높은 수출 증가를 견인했다(그림5). 최근 DRAM 가격 상승 속도는 점차 둔화되고 있다(그림5). 그간 수출 가격 지수가 급등하면서 수출 증가세가 급격하게 상승했던 점을 감안하면 수출 증가율은 하반기 중 둔화되는 흐름을 예상한다.

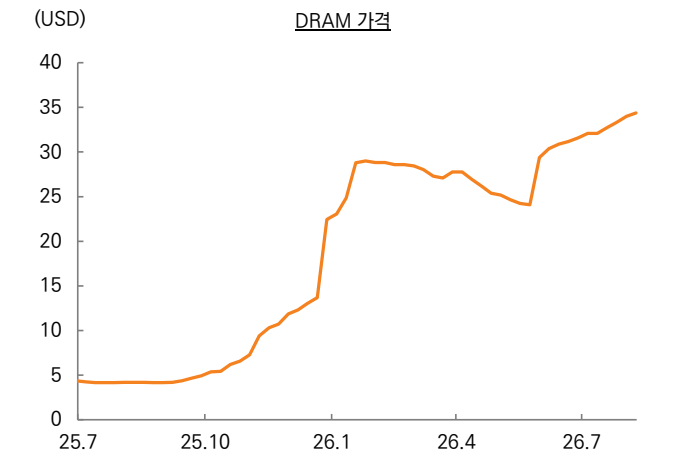
인플레이는 환율 하락 및 금리 인상 영향에 3Q 중 피크아웃할 전망이다. 다만, 당분간 전쟁 전개 상황에 따른 유가 추이는 인플레이에 변수가 될 수 있다. 8월 금통위에서 금리가 동결되더라도 한은 총재는 추가 금리 인상 옵션을 열어 두겠다는 기존의 스탠스를 유지할 가능성이 높다. 긴축 경계심은 단기금리 추가 하락을 제한하겠지만, 정부 총수입 증가에 국채 공급 부담은 점차 완화될 수 있다. 3Q 커브 플랫 대응이 적절하다고 본다.

그림 4. 수출 증가세 둔화되며 경기 반락 전망



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 5. 다소 완만해진 DRAM 가격 상승 속도



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 블룸버그의 DDR4 8Gb (1Gx8) 3200 가격임.

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.