

채권 브리프

27년 예산안: 96조원의 안도, 223조원의 현실

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

820.9조원 슈퍼 예산 발표: 총지출은 역대 최대인 12.8% 증가, 국고채 순증은 96.3조원으로 13.1조원 감소
감소보다 레벨이 중요: 순증 96.3조원은 18~26년 평균보다 17.8% 많고 코로나 이전 평균의 2.8배로, 공급
정상화와는 거리가 멀다는 판단

진짜 부담은 차환: 만기상환용 발행이 20.2조원 급증하면서 총발행은 222.8조원으로 2.9조원 감소에 불과
총량보다 듀레이션: 12월 연간 발행계획에서 초장기물 비중이 35%에서 30%로 낮아지면 장기물 공급은 약
11조원, 25%면 약 22조원 줄어 들 수 있음

시장 결론: 순증 감소는 안도 요인이지만 총발행 규모와 역대 최대 재정지출과 성장·물가 자극 가능성을 고려하면
전체적으로는 채권시장에 비우호적인 재료가 우세. 초장기물 비중의 파격적 축소가 확인되기 전까지 강세보다 금리
상방 위험에 무게를 둘 필요

820조 슈퍼 예산 편성, 세수가 만든 확장재정

정부는 27년 총지출을 820.9조원으로 편성했다. 26년 본예산 727.9조원보다 93.0조원, 12.8% 증가한 규모다. 총지출 증가율은
글로벌 금융위기 당시인 09년 10.6%를 웃도는 역대 최고 수준으로 정부는 반도체·AI 등 성장산업과 청년, 지방, 교육·인재 분야에
재정을 집중하면서 잠재성장률을 높이고 성장의 과실을 확산시키겠다는 방향을 제시했다. 이번 예산안의 특징은 지출보다 수입이 더
큰 폭으로 증가한다는 점이다. 27년 총수입은 880.8조원으로 26년보다 205.6조원, 30.4% 증가한다. 국세수입은 584.4조원으로
전년보다 194.2조원, 49.8% 늘어날 전망이다. 반도체 호황에 따른 기업실적 개선으로 법인세가 86.5조원에서 216.7조원으로 약
130.2조원 증가하고, 소득세도 31.6% 늘어난 180.0조원으로 추정됐다.

총수입에서 총지출을 차감한 통합재정수지는 59.9조원 흑자로 전환한다. 사회보장성기금 수지를 제외한 관리재정수지는 3.1조원
적자, GDP 대비 -0.1%로 사실상 균형 수준까지 개선된다. 26년 본예산상 관리재정수지 적자 107.8조원, GDP 대비 -3.9%와
비교하면 100조원 이상 개선되는 것이다. 이는 관리재정수지 적자비율을 GDP의 3% 이내로 제한하는 재정준칙을 19년 이후 처음
충족하는 수준이다. 총지출 증가율은 역대 최고지만 재정수지는 최근 20년 중 가장 양호한 수준이라는 점에서, 이번 예산안은
전형적인 적자재정 확대와는 성격이 다르다. 반도체 호황으로 발생한 대규모 세입 증가를 기반으로 지출을 늘리면서도 일부 재원을
미래에 적립하는 세수 기반 확장재정에 가깝다고 볼 수 있다.

다만 국가채무의 절대 규모는 계속 늘어난다. 27년 국가채무는 1,519.8조원으로 26년보다 106조원 증가한다. 명목 GDP 증가율이
국가채무 증가율을 웃돌면서 GDP 대비 국가채무비율은 51.6%에서 48.3%로 낮아지지만, 채무 잔액과 이자비용은 증가한다. 국고채
이자상환 예산도 29.2조원에서 35.0조원으로 5.8조원 늘어난다. 따라서 재정건전성에 대한 평가는 엇갈릴 수 있다는 판단이다.
비율과 재정수지는 개선되지만, 국가채무는 100조원 이상 증가하고 이자비용도 빠르게 늘어난다. 특히 27년 세입 전망이 반도체
업황과 특정 대기업의 법인세에 크게 의존한다는 점에서, 세수 호황이 예상보다 짧아질 경우 재정수지와 국채 발행 전망이 동시에
악화될 위험도 상존해 있다.

미래대응기금은 27년 국고채 순증이 100조원을 하회하는 직접적인 배경으로 작용했다. 총지출이 93조원 늘어나는데도 국고채 순증은 13.1조원 감소하는데 추가세수 가운데 12.5조원을 신규 국채 발행을 줄이는 데 사용하기 때문이다. 정부가 지출 확대와 재정건전성 개선을 동시에 주장할 수 있는 핵심 연결고리도 미래대응기금이다. 다만 104.4조원 이상의 여유재원은 실질적으로 미래의 재정지출 또는 세수결손 보전 재원이다. 이를 당장 사용하지 않으면 27년 채권시장에는 우호적이지만, 향후 경기 둔화나 반도체 업황 악화 시 기금이 집행되면서 재정의 확장성이 다시 높아질 수 있다.

표1. 27년 예산안 세부내용: 총지출 증가율은 글로벌 금융위기 당시인 09년 10.6%를 웃도는 역대 최고 수준. 이번 예산안의 특징은 지출보다 수입이 더 큰 폭으로 증가

구분	2026년 본예산	2027년 예산안	증감
총수입	675.2조원 내외	880.8조원	+205.6조원
국세수입	390.2조원	584.4조원	+194.2조원
총지출	727.9조원	820.9조원	+93.0조원
통합재정수지	-52.7조원	+59.9조원	+112.6조원
관리재정수지	-107.8조원	-3.1조원	+104.7조원
국가채무	1,413.8조원	1,519.8조원	+106.0조원
GDP 대비 국가채무	51.60%	48.30%	-3.3%p

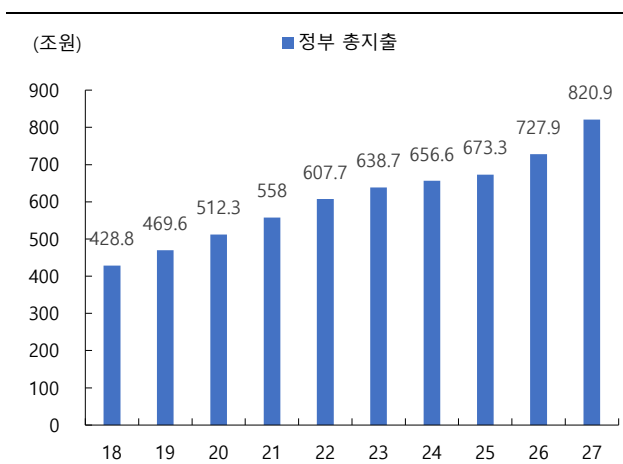
자료: iM증권 리서치본부

표2. 미래대응기금활용

미래대응기금 활용	규모	목적
총 운용재원	162.3조원	추가세수의 전략적 활용
사업성 지출	45.4조원	청년·성장동력·지방·교육·인재
국채 신규 발행 축소	12.5조원	국고채 순증 부담 완화
여유재원	104.4조원+α	세수 감소·경기 충격 대응

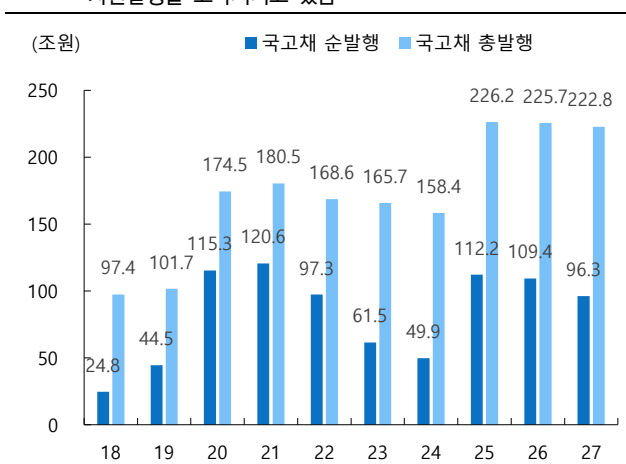
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 정부 총지출 추이: 27년 총지출을 820.9조원으로 편성. 26년 본예산 727.9조원보다 93.0조원, 12.8% 증가한 규모



자료: 재경부, iM증권 리서치본부

그림2. 국고채 연간 총발행 및 순증: 총지출과 국고채 발행의 연결고리는 약해졌지만, 누적된 국가채무가 대규모 차환발행을 고착시키고 있음



자료: 재경부, iM증권 리서치본부

순증 96.3조원의 안도보다 중요한 126.6조원의 차환(+시장조성)

27년 국고채 총발행은 222.8조원, 순증은 96.3조원으로 편성됐다. 총발행은 26년 225.7조원보다 2.9조원, 1.3% 감소하고 순증은 109.4조원보다 13.1조원, 12.0% 줄어든다. 적자국채는 100.1조원으로 26년 예산안 당시 약 110조원보다 약 10조원 감소한다. 총지출은 93조원 늘지만 국고채 순증이 감소하는 가장 큰 이유는 국세수입이 194.2조원 증가하기 때문이다. 여기에 미래대응기금이 추가세수 가운데 12.5조원을 신규 국채 발행 감축에 사용한다. 즉, 지출 증가분보다 세입 증가분이 훨씬 크기 때문에 확장적인 예산을 편성하면서도 신규 국채 공급을 줄일 수 있게 됐다.

그러나 순증 96.3조원은 절대적으로 적은 규모가 아니다. 18~26년 평균 81.7조원보다 14.6조원, 17.8% 많고 18~24년 평균 73.4조원보다 31.2% 높다. 코로나 이전인 18~19년 평균 34.7조원의 약 2.8배다. 전년 대비 공급 부담은 완화되지만 역사적으로는 여전히 높은 수준이다. 또한 무엇보다 중요한 점은 27년 만기상환과 시장조성을 위한 발행은 126.6조원으로 26년보다 10.3조원 증가한다. 세부적으로 만기상환용 발행은 90.5조원에서 110.7조원으로 20.2조원, 22.3% 급증한다. 반면 바이백과 교환 등 시장조성용 발행은 25.8조원에서 15.9조원으로 9.9조원 감소한다. 이 때문에 순발행이 13.1조원 감소해도 총발행은 2.9조원만 줄어든다. 이로 인해 월평균 총발행은 26년 약 18.8조원에서 2027년 약 18.6조원으로 사실상 비슷하다는 점이 포인트다.

즉 국고채 잔액을 새로 늘리는 속도는 둔화되지만 시장이 입찰에서 소화해야 하는 총물량은 거의 줄지 않는다. 만기상환 자금은 기존 보유자에게 지급되기 때문에 상당 부분이 국고채시장으로 재유입될 수 있기에 순발행과 동일한 수급 충격을 주지는 않을 수 있으나 외국인과 보험사, 은행이 상환자금을 같은 만기의 국고채에 재투자한다는 보장은 없다. 재투자율과 재투자 만기에 따라 특정 구간의 입찰 부담은 오히려 커질 수 있다는 판단이다. 시장조성용 발행이 15.9조원으로 줄어드는 점도 주의할 필요가 있다. 바이백과 교환 재원이 감소하면 특정 월에 집중된 만기를 사전에 분산하거나 경과물 유동성을 개선할 수 있는 여력이 줄어든다. 27년에는 연간 총량보다 110.7조원의 만기상환이 어느 분기에 집중되는지, 상반기 발행 비중을 어느 수준으로 설정하는지가 중요할 것으로 보인다.

표3. 27년 국고채 발행 내역: 96.3조원의 안도보다 중요한 126.6조원의 차환

구분	2026년	2027년 예산안	증감
국고채 총발행	225.7조원	222.8조원	-2.9조원
순발행	109.4조원	96.3조원	-13.1조원
차환·시장조성용	116.3조원	126.6조원	+10.3조원
만기상환용	90.5조원	110.7조원	+20.2조원
바이백·교환 등	25.8조원	15.9조원	-9.9조원
적자국채	약 110조원	100.1조원	약 -9.9조원

자료: IM 증권 리서치본부

진짜 승부는 12월: 초장기물 비중이 얼마나 줄어드는 것인가

이번 예산안에서 총발행과 순증은 확정됐지만 만기별 발행 비중은 아직 결정되지 않았다. 따라서 12월 재정경제부가 발표할 27년 연간 국고채 발행계획이 시장에는 더 중요할 수 있다. 총발행 감액은 2.9조원에 불과하지만, 20·30·50년물 비중을 낮추면 초장기물 공급은 10조~20조원 이상 줄어든 수 있기 때문이다. 참고로 26년 발행 가이드는 단기물 2·3년 35±5%, 중기물 5·10년 30±5%, 장기물 20·30·50년 35±5%다. 27년 총발행 222.8조원에 이를 적용하면 아래 표와 같다.

표4. 27년 장기물 발행 비중 시나리오

시나리오	장기물 비중	장기물 발행액	현행 35% 대비 감액	시장 평가
현행 유지	35%	78.0조원	-	실망
소폭 하향	32.50%	72.4조원	-5.6조원	제한적 호재
기본 시나리오	30%	66.8조원	-11.1조원	유의미한 호재
파격적 하향	25%	55.7조원	-22.3조원	강한 수급 서프라이즈

자료: IM 증권 리서치본부

26년 총발행 225.7조원에 장기물 중심 비중 35%를 적용한 금액은 약 79.0조원이다. 27년에도 비중을 유지하면 장기물 발행은 약 78.0조원으로 1조원만 감소한다. 총발행이 줄었다고 해도 초장기물시장이 체감할 감액 효과는 사실상 없다고 볼 수 있다. 반면 장기물 비중을 30%로 낮추면 발행액은 약 66.8조원으로 26년 중심값보다 약 12.2조원 감소한다. 비중을 25%까지 낮추면 약 55.7조원으로 23조원 이상 줄어든다. 총발행 감액은 2.9조원에 불과하지만 만기 배분에 따라 초장기물 공급은 그보다 네 배에서 여덟 배까지 크게 감소할 수 있다.

당사는 장기물 비중 30% 하향을 기본 시나리오로 예상한다. 근거는 첫째, 보험사의 초장기물 수요가 구조적으로 약해졌다. IFRS17과 K-ICS 도입 이후 보험사의 듀레이션 확대 필요성이 과거보다 낮아졌고, 최종관찰만기 확대 일정 조정도 단기적인 초장기채 매수 유인을 낮추고 있다. 정부가 수요가 약해진 구간의 공급을 기존 35%로 유지할 경우 입찰 부진과 금리 변동성이 반복될 수 있다. 둘째, 26년 하반기 발행에서도 이미 장기물 비중의 하단 운용이 나타나고 있다. 9월 발행계획에서 30년물은 0.3조원 감액됐고, 연간 장기물 비중도 가이던스 하단에 가까운 수준으로 관리될 가능성이 높아졌다. 월별 운용에서 나타난 변화를 12월 연간 가이던스에 공식 반영할 가능성이 있다. 셋째, 27년에는 110.7조원의 만기상환 자금을 다시 발행해야 한다. 정부 입장에서는 초장기물만 고집하기보다 WGBI 수요가 집중되는 5·10년물과 은행 수요가 풍부한 2·3년물로 재배분하는 것이 발행 안정성과 조달비용 측면에서 유리할 수 있다. 따라서 가장 현실적인 방안은 장기물 중심 비중을 35%에서 30%로 낮추고 관리 범위를 $\pm 5\%$ 로 유지하는 것이다. 공식 가이던스는 $30\pm 5\%$ 로 제시하되 실제 발행은 25~30% 구간에서 운용하는 방식이다. 이 경우 시장 충격을 최소화하면서도 보험 수요 약화에 맞춰 공급을 유연하게 조절할 수 있다.

또한 장기물 비중이 30% 이하로 낮아지면 30년물이 10년물보다 아웃퍼폼하면서 10/30년 스프레드는 축소될 가능성이 높다. 특히 감액분이 10년물로 이전되면 10년 공급 증가와 30년 공급 감소가 동시에 발생해 스프레드 축소 효과가 더욱 커진다. 다만 10/30년 스프레드가 과거처럼 큰 폭의 마이너스 역전으로 돌아갈 가능성은 제한적이다. 보험사의 초장기물 수요가 구조적으로 약해졌고, WGBI 편입 종료 이후 외인 자금은 5~10년 구간 위주로만 지지할 가능성이 높기 때문이다. 기본 시나리오는 플러스 영역 안에서의 축소이며, 장기물 비중이 25%까지 낮아지는 경우에만 제로 수준 또는 일시적인 역전을 검토할 수 있을 것으로 보인다.

결론: 96.3조원의 순증 감액은 안도 요인이지만, 222.8조원의 총발행은 여전히 무거움

이번 27년 예산안은 재정 규모만 보면 분명한 확장재정이다. 총지출은 93조원 증가하고 증가율도 12.8%로 역대 최고다. 이는 성장률과 물가, 한은의 기준금리 경로 측면에서는 채권시장에 약세 요인이다. 재정지출이 내수와 투자를 자극하면 27년 상반기까지 한은의 추가 인상 경계가 유지될 수 있다. 반면 국고채 수급 측면에서는 예상보다 우호적이다. 국고채 순증은 96.3조원으로 13.1조원 감소하고 적자국채도 약 10조원 줄어든다. 다만 총발행은 222.8조원으로 2.9조원만 줄고 만기상환용 발행은 20.2조원 증가한다. 따라서 예산안 발표만으로 채권시장 전반의 추세적 강세를 기대하기는 어렵다는 결론이다. 펀더멘털은 약세, 순증은 강세, 총입찰 부담은 중립이라는 불편함이 존재한다. 만기별로는 2·3년물이 확장재정과 한은의 추가 인상 경계에 가장 민감하다. 5·10년물은 WGBI의 공백을 액티브 외국인 자금이 추가 공급을 얼마나 흡수하는지가 중요하다. 30년물은 12월 장기물 발행 비중 하향 여부에 따라 방향이 결정될 전망이다. 장기물 비중이 30% 이하로 낮아지면 27년 채권시장의 중요한 수급 호재가 될 수 있으나, 반대의 경우에는 확장재정과 공급에 대한 불확실성이 장기물 내 기간프리미엄으로 고착화될 수 있는 위험 부담을 유의할 필요가 있다.

표5. 27년 국고채 발행 결과와 12월 연간 발행계획 장기채 비중 시나리오별 커브 영향

장기물 비중	10/30년 영향	대응
35% 유지	확대 또는 축소 지연	30년 추격매수 자제
32.50%	완만한 축소	30년 지표물 분할 매수
30%	뚜렷한 축소	10년 대비 30년 상대가치 매수
25%	빠른 축소	발표 전 선취매 가능, 발표 후 과열 유의

자료: iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.