



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사항목은 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.



채권 Strategist 박준우, CFA  
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 4일 | Global Macro Strategy

# 하나채권

## [2027년 예산안] 재정수지 개선의 역설

- 2027년 예산안, 국고채 순발행 감소는 긍정적이나 경기순응적 재정정책과 미래대응기금 구조 고려 시 금리 상승 압력
- #1. 채권 공급 경로: 순발행 감소는 긍정적이나 금리 방향 결정할 변수는 아님(p.3)
- #2. 펀더멘털 경로: 재정 승수 낮아도 경기 순응적 지출 확대는 성장을 상향 요인(p.4)
- #3. 미래대응기금 평가: 재정 안정화보다 과도한 부양책 재원으로 활용될 리스크(p.5)

### 내년 예산안, 수급 호재에도 부양 효과와 미래대응기금 고려 시 금리 상승 압력

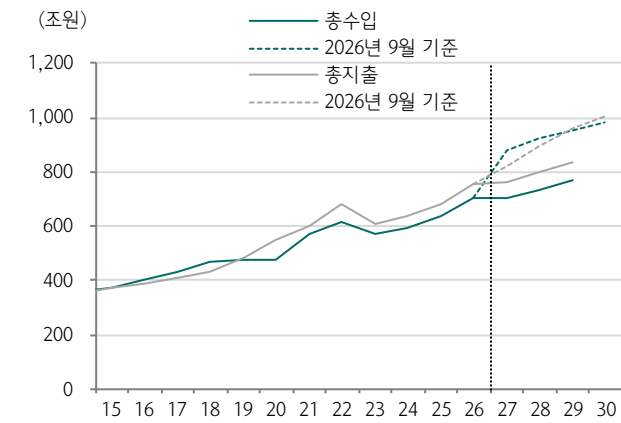
정부는 9월 1일 2027년도 예산안과 국가재정운용계획을 발표했다. 재정정책이 금리에 미치는 영향을 분석할 때, 채권시장은 종종 ‘공급’ 요인을 통해 모든 것을 설명하려는 경향이 있다. 그러나 (1) 국고채 수급 경로와 (2) 경제 펀더멘털(성장 등)에 미치는 영향, 그리고 이번에는 신설된 (3) 미래대응기금의 잠재적인 영향까지 종합적으로 판단해야 한다. 본 보고서에서는 주요 재정 수지들을 점검한 이후 (1)~(3) 관점에서 예산안의 금리 영향을 평가했다.

우선 주요 재정 수지를 정리하면 다음과 같다(다음 페이지 도표 참고). 수입과 지출이 폭증했고, 대규모 수입에 더해 지방교육재정교부금 개편 등을 통해 미래대응기금까지 신설했다.

- 2027년 총수입 880.8조원, 총지출 820.9조원 [도표 1]  
→ 2026년 추경안 대비 각각 +25.7%, +9.0% 증가
- 2027년 통합재정수지(총수입-총지출) 59.9조원 ‘흑자’ [도표 2]  
→ 작년 재정운용계획(-52.4조원) 대비 100조원 이상 개선
- 2028년부터 ‘지출 증가율 > 수입 증가율’  
→ 2029년 통합재정수지 다시 적자로 전환. 2030년 총지출은 1,005조원
- 통합 및 관리 재정수지 비율 개선  
→ 2029년 기준 작년 재정운용계획 대비 1.6~1.7%p 개선 [도표 3]
- 미래대응기금 162.3조원 신설 [도표 4]  
→ 2027년 지출 45.4조원 + 국채 신규발행 축소 12.5조원 + 여유자금 104.4조원

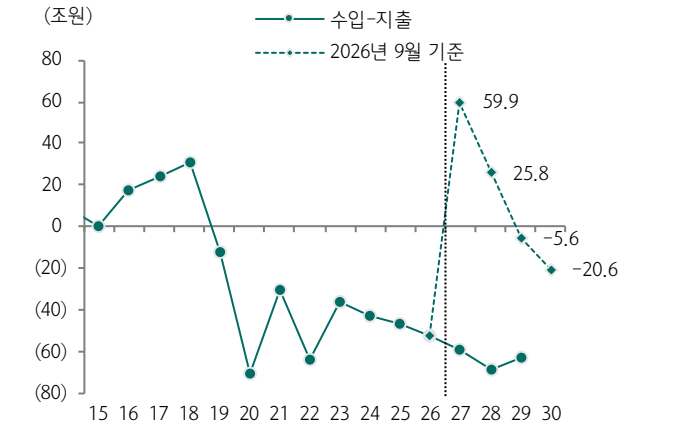
결론부터 말하면, 채권시장 입장에서 이번 예산안이 최악은 피했으나 금리 하락보다 상승 압력이 더 클 전망이다. (1) ‘GDP 대비 국고채 순발행 비율’ 감소는 수급 관점에서 긍정적이나, 금리 방향성을 결정하는 변수는 아니다. (2) 승수 효과는 제한적이나 대규모 지출이 내년 성장 전망을 소폭 높일 것이다. 또한 (3) 미래대응기금은 ‘안정화 기금’ 성격보다 ‘전략적 투자’ 등 부양책 성격이 강하며, 이는 중기 성장을 전망(≠잠재 성장률)과 재정 리스크 프리미엄을 높이는 요인이다. 3 페이지부터 (1)~(3)의 요인을 하나씩 살펴보자.

도표 1. 한국 정부의 총수입과 총지출 추이 및 전망  
: 총지출 2027년 820.9조원, 2030년 1005.2조원



주: 실선은 2025년 9월 재정운용계획, 점선은 2026년 9월 재정운용계획 기준  
자료: 기획예산처, 하나증권

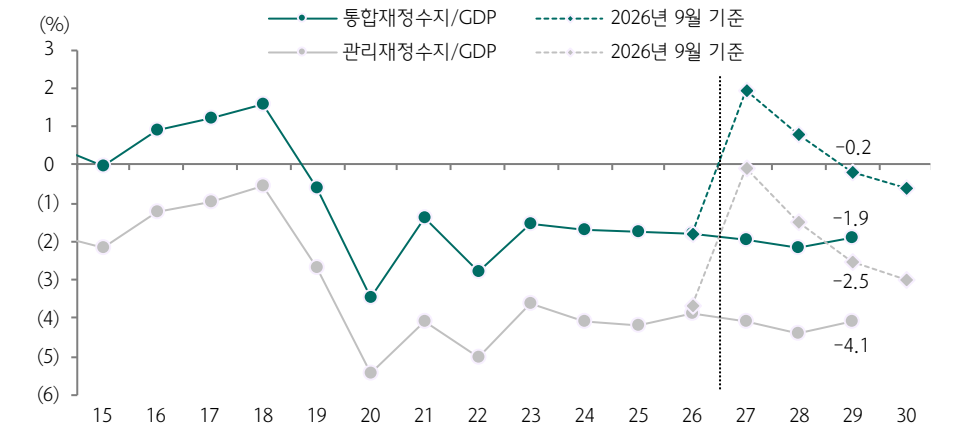
도표 2. 한국 정부의 통합재정수지(수입-지출) 추이 및 전망  
: 2027년이 59.9조원 '흑자' (기존 52.5조원 적자)



주: 좌동  
자료: 기획예산처, 하나증권

도표 3. 재정수지 비율 추이 및 전망  
: 적자 폭이 크게 개선. 2029년은 기존 계획 대비 +1.6~1.7%p 상향

적자 폭 크게 개선  
단, 시간이 지날수록 악화



자료: 기획예산처, 하나증권

도표 4. 미래대응기금 규모(a) 및 주요 활용 내역(b, c, d)

| 미래대응기금                         |          | 규모<br>(조원) | 비중<br>(%) | 주요 내역                                      |
|--------------------------------|----------|------------|-----------|--------------------------------------------|
| 2027년 수입 (a) = (b) + (c) + (d) |          | 162.3      | 100.0     | 재원: 내국세 추세선 상회분 + 교부금 개편에 따른 절감액 일부        |
| 2027년 지출 (b)                   |          | 52.9       | 32.6      | 지출 45.4조원 + 여유자금 7.5조원                     |
|                                | 청년 계정    | 13.3       | 8.2       | 일자리·창업, 주거, 자산형성, 혼인·출산                    |
|                                | 성장동력 계정  | 14.2       | 8.7       | 프론티어급 AI(4.7조원), 전략기술, 자본투자, 전력·용수         |
|                                | 지방 계정    | 15.3       | 9.4       | 지방미래성장지원금(3.5), 행정통합(3.5), 여유자금(5.0) 포함    |
|                                | 교육·인재 계정 | 10.1       | 6.2       | 초격차 인재, 고등·영유아, 여유자금(2.5) 포함               |
| 2027년 국채 신규발행 축소 (c)           |          | 12.5       | 7.7       |                                            |
| 2027년 여유자금 (d)                 |          | 96.9       | 59.7      | 정책적 필요 시 추경 없이 기금 변경으로 탄력 대응. 타 계정 여유자금 제외 |

자료: 기획예산처, 하나증권

### (1) 국채 공급 관점: 순발행 감소는 긍정적이나, 금리 방향 결정할 변수는 아님

국고채 순발행 감소는 채권시장에  
긍정적

그러나 (1) 규모, (2) 중장기 전망  
고려 시, 금리 방향성 결정은 무리

국고채 순발행은 2026년 109.4조원에서 2027년 96.3조원으로 13.1조원 감소한다. 2026년보다 순발행 규모가 감소한다는 측면에서 수급 여건에 긍정적이다.

그러나 금리 방향을 결정할 가능성은 낮다. 우선 (1) 규모가 크지 않다. 순발행 감소액 13.1조원은 GDP 대비 0.4% 수준이다 [도표 5]. 국고채 순발행은 2020년 팬데믹 대응과 2025년 이재명 정부의 추경 사례처럼 급격히 ‘증가’하는 경우가 일반적이며, 반대로 급격히 감소하는 사례는 제한적이다. 이번 순발행 감소폭은 이 비대칭을 뒤집을 만한 수준이 아니다.

연간 수치보다 (2) 중장기 궤적이 중요하다는 점도 감안해야 한다. 재정과 금리의 관계를 규명한 대표적인 연구(Laubach, 2009)는 미국 의회예산처(CBO)의 5년 후 재정 전망 ‘변화’가 장기 선도금리에 유의미한 영향을 미친다고 분석했다. 재정부용계획에 따르면, 2028년부터 적자가 다시 확대되는 구조다. 2027년 재정수지 비율은 작년 계획보다 4%p 개선되지만, 2029년 개선폭은 1.6~1.7%p로 좁혀진다. 반도체 사이클이 꺾일 위험까지 고려하면 더 보수적으로 평가할 필요도 있다. 따라서 재정 건전성이 개선된 것은 분명하지만 2027년 수치가 주는 인상에 비하면 실제 시장 영향력은 작을 수 있다.

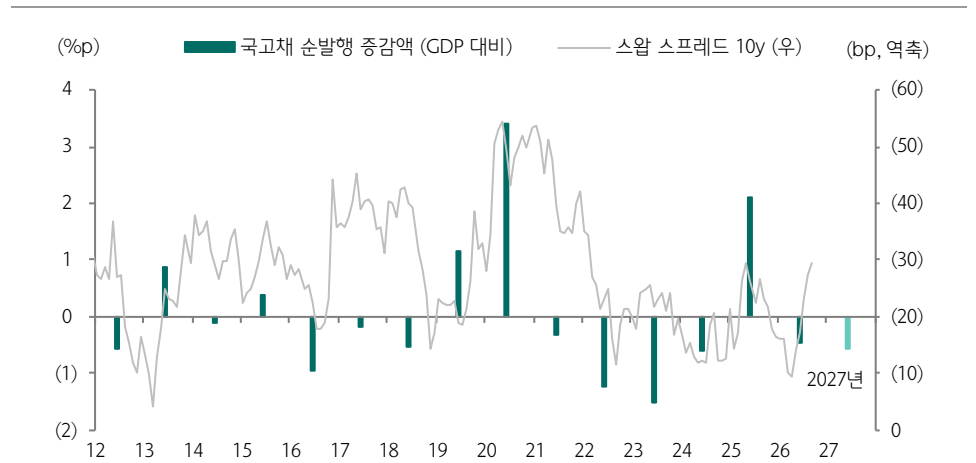
스왑 스프레드 확대, 즉 스왑 대비  
‘상대적’ 강세 관점에서 접근

국고채 순발행과 같은 공급 변수가 금리에 미치는 영향을 식별하기가 어렵다는 점도 문제다. 금리가 움직였을 때 이것이 기준금리 경로를 반영한 것인지, 아니면 국채 공급을 반영한 것인지 구분하기가 어렵기 때문이다. 따라서 국고채 공급 변수의 영향은 스왑 스프레드 관점에서 해석하는 것이 바람직하다. 스왑 스프레드는 국고채 시장(혹은 스왑 시장)에만 가해지는 영향을 보여주기 때문이다. 국채 순발행 감소는 국채 가격 상승 기대를 높이는 동시에, 달러 등 투자자들이 국채 보유를 위해 감내해야 하는 자본 비용 부담을 낮춘다. 두 경로 모두 스왑 금리 대비 국고채 강세(=스왑 스프레드 확대 = 스왑 스프레드 역전 폭 축소)로 나타난다.

실제로 순발행이 급증한 2020년과 2025년에는 스왑 스프레드가 크게 축소(역전 폭 확대)됐고(도표의 스왑 스프레드는 역축이므로 하락), 이후 순발행이 줄어드는 시기에는 확대(역전 폭 축소)됐다 [도표 5]. 이번 순발행 감소 역시 금리 레벨보다는 스왑 스프레드를 통해 그 영향이 나타날 가능성이 높다. 수급 개선은 방향보다 상대가치 관점에서 접근하길 권한다.

도표 5. 한국 국고채 순발행 변화 (GDP 대비 비율 기준, 단위는 %p)와 스왑 스프레드

국고채 순발행 감소는  
스왑 스프레드 확대 요인  
(도표에서 회색 선 하락)



주: 스왑 스프레드는 월간 데이터 기준 / 자료: 기획예산처, LSEG, 인포맥스, 하나증권

## (2) 펀더멘털 관점: 재정 승수 낮으나, 대규모 재정지출은 성장을 상향 요인

### 재정 지출의 성장률 효과

재정지출은 성장 혹은 물가 전망을 높이는 경로를 통해서도 금리에 영향을 미친다. 경기 부양의 효과는 (1) 규모, (2) 용처, (3) 여건에 의해 결정된다. 일반적으로 규모가 클수록, 재정 승수가 높은 분야에 사용할수록, 침체 기간일수록 효과가 크다.

내년 재정정책은 재정수지가 크게 개선되나 대규모 지출 확대로 성장을 제고 효과가 예상된다. 다만 재정승수가 낮은 분야에도 상당한 재원이 투입되고, 제반 여건도 승수 효과를 낮추는 환경인만큼 규모 대비 효과는 제한적일 전망이다.

### (1) 규모: 재정수지보다 지출 증가 폭에 주목

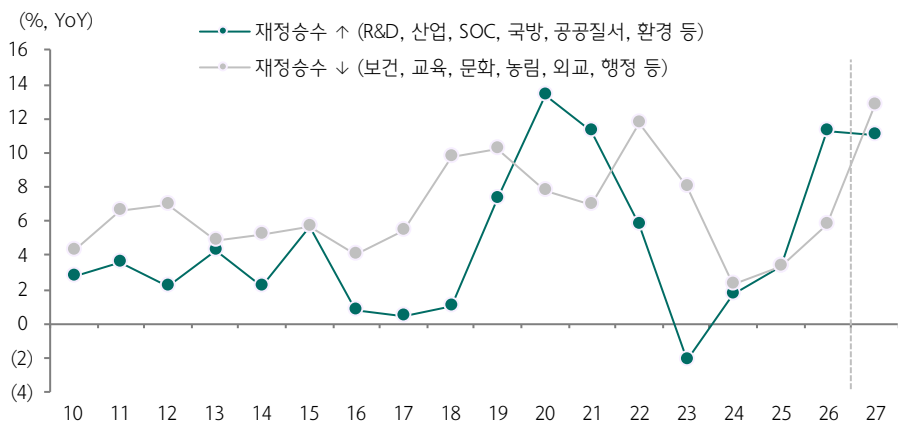
(1) 내년 지출 규모는 820.9조원으로 올해 추경안 대비 9.0%, 본예산 대비 12.8% 증가할 예정이다. 일반적으로 재정정책의 기조를 평가할 때 (기초)재정수지가 활용된다. 이 기준을 적용하면 한국의 2027년도 재정정책은 적자 규모가 급격히 축소되므로 긴축적이다. 그러나 지금과 같이 수입과 지출이 모두 급증하는 상황에서는 기준이 달라져야 한다.

증세와 달리 경기 팽창에 따른 수입 증가는 가계의 노동공급 유인이나 기업의 경영활동을 위축시키는 효과가 제한적이다. 반면 정부의 지출은 규모가 클수록 성장을 제고 효과도 커진다. 따라서 재정수지 개선에도 **높은 '지출' 증가율이 성장률을 제고할** 것으로 예상된다.

### (2) 용처: 승수 구분 없이 골고루 분산

(2) 재정지출의 분야는 재정승수와 무관하게 주요 분야에 골고루 분산될 예정이다. 재정승수가 높은 R&D, 산업, SOC, 국방 등의 분야와 승수가 낮은 보건, 교육, 문화 등의 분야 지출이 모두 11~13%대 증가율을 기록할 전망이다 [도표 6]. **채권시장에서 최악은 피했다**고 볼 수 있다. 후술할 미래대응기금도 마찬가지다. 투자 분야가 성장동력 계정 뿐만 아니라 승수가 상대적으로 낮을 것으로 추측되는 청년, 교육 관련 계정에 상당한 규모가 배정됐다.

도표 6. 분야별(재정승수가 높고 낮음으로 그룹화) 재정지출 증가율  
: 승수가 높은 분야와 낮은 분야 모두 큰 폭으로 증가



자료: 기획예산처, 하나증권

(3) 여건: 침체 시기가 아니므로  
재정지출 효과 제한적

(3) 재정 지출의 부양 효과가 다음과 같은 여건들이 충족될 때 크게 나타난다.

- 침체 시기
- 통화정책이 완화적 (혹은 제로금리 하한)
- 증세가 아닌 부채 조달에 기반 (적자재정)
- 수입 의존도가 낮음
- GDP 대비 재정지출/재정적자/정부부채 비중이 작음

핵심은 침체 시기 여부다. 지금은 경기가 확장 국면에 진입하여, 지출의 승수가 2025년 추경을 펼칠 당시보다 낮을 수밖에 없는 환경이다. 재원이 부채가 아닌 세수라는 점, 통화정책이 완화적이지 않다는 점도 같은 방향을 가리킨다. 따라서 지출 증가 폭에 비해 성장을 효과가 작을 가능성이 높다.

그럼에도 경기 순응적 재정정책은  
경기/물가 상방 압력

그럼에도 금리에는 상방으로 작용할 전망이다. 경기 확장 국면에서 세수를 재원으로 지출을 확대하는 것은 전형적인 경기 순응적(pro-cyclical) 재정정책이다. 승수가 낮더라도 방향은 경기 과열과 물가 압력을 자극하는 쪽이다. 시장은 성장 및 물가 전망을 소폭 상향시키는 요인으로 해석할 것으로 판단한다.

### (3) 미래대응기금: 재정 안정화보다 부양책 목적으로 활용될 가능성

미래대응기금은 성격이 혼재

2027년 미래대응기금 수입 규모는 162.3조원이다 [도표 4]. 이 중 45.4조원은 지출에 활용하고, 12.5조원은 국채 신규발행 물량 축소에 활용한다. 그리고 남은 104.4조원은 여유자금으로, 향후 추경 없이 기금 변경으로 활용할 수 있도록 설계했다. 경기 부양책, 국채 상환, 세수 결손 대응 등 여러 목적이 하나의 기금에 합쳐진 형태다.

일반적인 기금의 세 가지 형태

- (1) 재정 안정화 기금
- (2) 저축형 국부 펀드
- (3) 전략 투자형 기금

미래대응기금의 성격을 정의하려면 일반적인 기금의 형태를 이해하는 것이 우선이다. 재정 안정화 기금, 저축형 국부 펀드, 전략 투자형 기금으로 구분할 수 있다. [도표 7]. 재정 안정화 기금은 유동성 자산으로 보유하면서 세수 결손을 보전하는 것이 가장 큰 목적이다. 저축형 국부 펀드는 노르웨이 국부펀드처럼 글로벌 주식 및 채권 중심의 분산투자로 시장 수익률을 수취하여 재정을 장기적으로 확충한다. 마지막으로 전략 투자형 기금은 하이 리스크, 하이 리턴 성격으로, 잠재 성장률을 제고하거나 최근에는 국가 안보 강화를 목표로 한다. 사우디의 공공투자펀드가 대표적이다.

미래대응기금, 한마디로 정의하기  
어려운 기금

미래대응기금은 어떠한 형태와 성격의 기금일까? 한마디로 정의하기 어렵다. 정부 발표에 따르면 재정 안정화 기금(ex. 여유자금)과 전략 투자형 기금(ex. 프론티어 AI) 성격이 혼재하며, 더 나아가 복지성 지출(ex. 청년/신혼 지원) 등 일반적인 재정지출 항목까지 포함되어 있다.

도표 7. 기금의 세 가지 형태. 미래대응기금은 (1) 재정 안정화 기금보다 (3) 전략 투자형 기금 성격이 강함

|            | 보수적                                                 | 중립적                                             | 공격적                                           |
|------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 구분         | (1) 재정 안정화 기금                                       | (2) 저축형 국부 펀드                                   | (3) 전략 투자형 기금                                 |
| 목적         | 재정의 자동 안정화<br>(automatic-stabilizer)                | 세대 간 재정 균형                                      | 중장기(잠재) 성장을 제고                                |
| 대표 사례      | 텍사스주 경제안정화기금 (Rainy Day Fund)<br>칠레의 경제사회안정기금(ESSF) | 노르웨이의 국부펀드(GPFG)<br>아부다비의 투자청(ADIA)             | 사우디아라비아의 공공투자펀드(PIF)<br>싱가포르의 테마섹(Temasek)    |
| 운용 방식      | 유동성 자산<br>(Low Risk, Low Return)                    | 글로벌 분산투자<br>(Mid Risk, Mid Return)              | 신산업 투자<br>(High Risk, High Return)            |
| 성장 영향      | 경기 과열시 억제, 침체시 완충<br>경기 변동 평탄화                      | 단기적 효과 부재<br>외화 유입 제한, 통화 절하, 수출 경쟁력↑           | 추경 대비 부양 효과 점진적<br>투자 성과에 따라 큰 차이 발생          |
| 물가 영향      | 안정<br>(인플레이션 평탄화)                                   | 완화<br>(국내 유동성 제어)                               | 상승<br>(한정된 생산요소에 초과 수요 유발)                    |
| 금리 영향      | 하락                                                  | 하락                                              | 상승                                            |
| 미래대응기금 유사성 | 재정 안정화 위해 여유자금 확보<br>단, 구속력 여부가 더 중요. 이 부분은 의문      | 여유자금을 국고채 수익률 이상에 투자한다면<br>유동성 자산보다 중위험/수익에 가까움 | 정부의 최대 목표는 잠재 성장을 제고<br>프론티어 AI 등은 전략 투자형에 해당 |

자료: 하나증권

채권시장 입장에서 ‘안정화 기금’  
성격이 얼마나 강한지가 중요.

강도는 (1) 적립, (2) 인출 준칙,  
(3) 기금 운용 방식으로 평가

칠레의 안정화 기금 사례

채권시장의 영향을 판단할 때 가장 중요한 포인트는 세수 결손을 보완하는 안정화 기금 성격이 얼마나 강한지다. 재정 안정성을 위한 장치의 구속력이 강하면 리스크 프리미엄을 낮춰 금리 하락 요인으로 작용하는 반면 느슨하면 미래의 지출로 인식되면서 금리 상승 압력을 키운다. 구속력의 강도는 (1) 적립 준칙, (2) 인출 준칙, (3) 기금 운용 방식 등으로 평가할 수 있다.

칠레의 경제사회안정화기금(ESSF, 舊 구리안정화기금)\*을 예시로 살펴보자. 칠레는 글로벌 금융위기 당시 ESSF의 재원을 활용해 확장 재정을 펼쳐 신용등급을 방어하고 경기 하강폭을 최소화한 바 있다.

\*구리안정화기금은 국영 구리 기업의 수익에 기반하여, 구리 가격에 따른 재정 여건 급변을 완충하기 위한 목적으로 설립됐다. 2007년 경제사회안정화기금으로 전환된 이후 경제 사이클 변화에 대응하는 기금으로 범위가 확장됐다. 한 국은 반도체 사이클에 따라 재정 수입이 크게 변동한다는 측면에서 참고할 만하다.

(1) 적립 준칙: 적립 방식이 ‘재정책임법’에 규정되어 있다. 실질적인 재정 흑자가 발생하면, (a) GDP의 0.2%~0.5%를 빈곤층 지원 목적의 연금준비기금에 적립하고, (b) 공공 부채 상환 등에 활용한 이후, (c) ESSF에 적립한다.

(2) 인출 준칙: 구리 가격 하락 등으로 재정 수입이 감소하여 적자가 발생하거나, 공공부채를 상환하는 목적으로 인출이 가능하다. 또한 연금준비기금 적립액이 부족할 경우 ESSF 자금을 활용하여 납입할 수 있다. 즉, 경기 대응 목적이 명확한 경우로 인출이 한정되며, 경기 확장기의 재량적 지출에는 사용할 수 없다.

(3) 기금 운용: 기금에 적립된 자산은 글로벌 초우량 채권에 100% 투자된다(벤치마크: 미국 국채 54%, 유로존 국채 19%, 일본 국채 9%, 중국 국채 3%, 미국 MBS 15%).

## 한국 미래대응기금의 특징

칠레의 사례를 염두에 두고 한국의 미래대응기금을 평가해보자.

(1) 적립 준칙: 추가세수를 판단할 때 '수입'만 고려하고, 그 세수 추세선도 기준이 모호하다. 칠레 기금은 재정 흑자를 기금에 쌓는 구조인 반면, 미래대응기금은 내국세 추세선을 적용하여 추가세수를 판단한다. 지출을 고려하지 않으므로 재정수지가 적자여도 추가세수가 쌓이는 현상이 발생할 수 있다.

(2) 인출 준칙: 미래대응기금으로 조성된 162.3조원 중 32.6%(여유자금 7.5조원 포함)는 내년 지출로 활용될 예정이다. 활용 분야는 기존의 항목과 유사한 사업과 새로운 사업이 혼재한다. 나머지 여유자금의 상당 부분을 정부가 원하는 분야에 지출로 활용할 수 있다. 기금의 재원 사용을 엄격하게 제한하지 않는다는 점에서 '안정화 기금'보다 일반적인 추경이나 '전략적 투자형 기금'에 가깝다.

(3) 기금 운용: 지출에 활용하고 남은 여유 자금을 국고채 이상의 수익률을 달성하겠다고 발표했다. 원금 보전 및 유동성 확보보다 일정 수준의 수익을 추구하는 방식으로, 초우량 유동성 자산 대비 리스크가 커진다.

진정한 의미의 '재정 안정화 기금'이 되려면, 결손이 발생할 때에만 기금을 활용할 수 있는 장치 등이 필요하다. 그러나 미래대응기금은 세수를 반드시 결손에 대응시키기보다, 향후 지출에 필요한 경우에 손쉽게 투입될 수 있는 구조다. 경기 확장기에도 잠재 성장을 제고 등을 명분으로 경기 순응적(pro-cyclical) 재정정책을 펼치는데 활용될 가능성이 크다.

## 잠재 성장을 영향은 아직 미지수

그렇다면 잠재 성장률에 어떠한 영향을 미칠까? 정부가 미래대응기금을 마련한 주된 목적은 잠재 성장을 제고다. 원대한 목표인 동시에 달성하기가 가장 어려운 목표이기도 하다. 특정 소수의 산업을 전략 산업으로 지정하여 과도할 정도의 기금을 투입하고, 그 산업이 기대만큼 성장하여 투자까지 적중한다면 가능할 수 있겠다. 정부가 추진하는 투자의 질이 높으면 민간 투자까지 유도하여 잠재 성장률을 높일 수 있으나, 그 반대의 경우에는 과도한 부채만 남는 결과가 발생할 수도 있다.

이 기준으로 보면 미래대응기금의 지출 분야는 기존의 재정정책과 큰 차이가 없다. 성장 동력 계정은 14.2조원에 불과한 반면 청년 및 교육/인재 계정에 23.4조원이 배정됐다. 투자자들이 이를 잠재 성장률을 높이는 재료로 판단할지는 미지수다.

미래대응기금은 재정 리스크 프리미엄 높이며, 사이클적으로 금리 상승 압력으로 작용할 소지

결론적으로 미래대응기금은 재정 리스크 프리미엄을 낮추기보다 높이는 요인이다. 향후 2~3년간 세수 결손 보전보다는 추가적인 재정지출을 통해 부양 기조를 지속할 가능성이 높다. 잠재 성장률을 끌어올릴지는 불확실하지만, '사이클적으로' 금리 상승 압력으로 작용할 소지가 상당하다.