

미국 과세(Taxable) 지방채 연구



Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

seungkyu.moh@shinhan.com

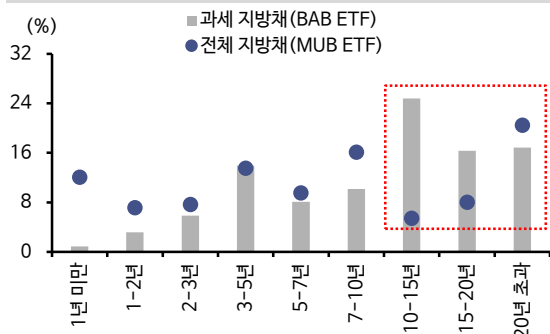
[Summary] 미국 과세 지방채(Taxable Muni)

미국 지방채(U.S. Municipal Bonds, 이하 Muni)는 주(State), 지역 정부(Local Government), 기타 정부기관이 공익사업을 위해 발행하는 채권이다. 일반적으로 연방소득세 면제 혜택 때문에, 미국 개인들의 보유 비중(약 40%)이 가장 높은 채권이기도 하다. 다만, 일반적으로 외국인(연방소득세 감면의 대상이 되지 않는다. 미국 대표 지방채 ETF(MUB)는 면제 혜택이 반영된 수익률을 제공하지만, 국내 투자자는 해외 ETF 이자 배당에 대한 국내 배당소득세(15.4%, 지방소득세 포함)에 귀속될 것이다.

과세 지방채(Taxable Muni)는 외국인(개인), 글로벌 기관투자자 또는 뮤추얼펀드 입장에서 조금 더 투자 유인이 높은 채권이다. 회사채에 비해 신용 위험은 낮고, 다른 과세 채권들에 비해 듀레이션은 긴 편이다. 과세 지방채 시장은 장기물 비중이 높으며, 채권 바스켓의 50% 이상(BAB ETF 기준)이 10년물 이상으로 구성되어 있다. 장기 부채에 대한 자산 듀레이션 매칭이 필요한 투자자에게 특히 더 활용도가 높다는 판단이다. 올해 YTD Total Return 기준으로도 과세 지방채(+3.19%)는 하이일드를 제외한 거의 대부분의 지방채 ETF 전략을 아웃퍼폼했다.

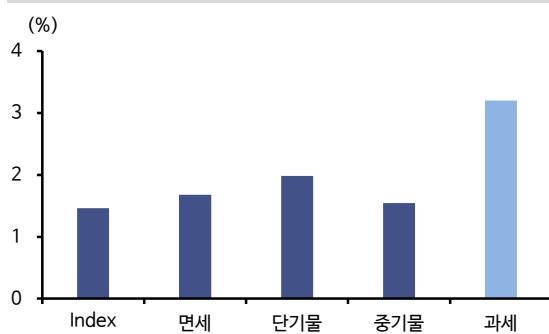
과세 지방채 커브 전략은 7년물을 중심으로 구축하는 것이 합리적이다. 현재 금리-스프레드를 고려할 때, Roll-Down(잔존만기 감소에 따른 금리 하락) 기대 수익이 큰 편이고, 최근 금리 상승으로 가격 부담도 완화되었기 때문이다. 느리든 빠르든 2025년 말까지 美 연준은 금리를 인하할 것이므로, 향후 단기물 금리 하락은 장기물에 비해 비교적 자명하다. 향후 단기금융상품, SOFR 등이 유의미한 절대 수익을 주지 못하는 수준까지 단기 금리가 하락하고, 커브는 스티프닝되어 있다면, 투자자들은 듀레이션을 다시 조금씩 늘려나갈 것이다.

지방채: 만기 분포



자료: ETF.Com, 신한투자증권

지방채: ETF 전략별 성과



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 전략별 AUM 가중평균 YTD Total Return

미국 과세(Taxable) 지방채 연구

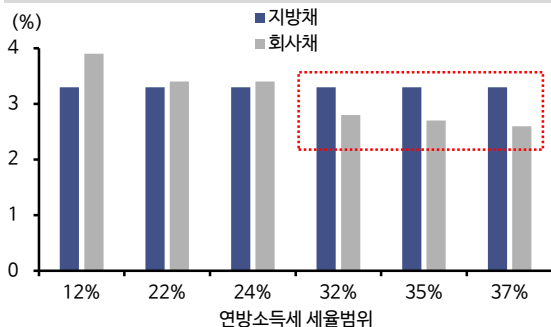
미국 지방채 시장: 개요

미국 지방채(U.S. Municipal Bonds, 이하 Muni)는 주(State), 지역 정부(Local Government), 기타 정부기관이 공익사업을 위해 발행하는 채권이다. General Obligation(GO) Bond(세입 담보), Revenue Bond(수익사업 미래현금흐름에 기초)가 각각 발행잔액(약 4조달러)의 28%, 68%를 차지한다. 일반적으로 연방소득세(Federal Income Tax) 면제(Exemption) 혜택 때문에, 미국 개인들의 보유 비중(약 40%)이 가장 높은 채권이기도 하다.

지방채는 비교가능한 과세 채권들에 비해 절대 금리는 낮지만, 높은 세율 구간(Tax Bracket)에 속하는 美 고액납세자들에게는 회사채보다 높은 세후 수익률을 제공한다. 예컨대, 연방소득세 37% 구간, 주 소득세 10%, 순 투자 소득세 3.8%를 납부하는 지방채 투자자는 약 6.7% 수익률(10/1 기준)을 제공하는 일반 과세 채권과 동일한 투자 효과를 기대할 수 있다.

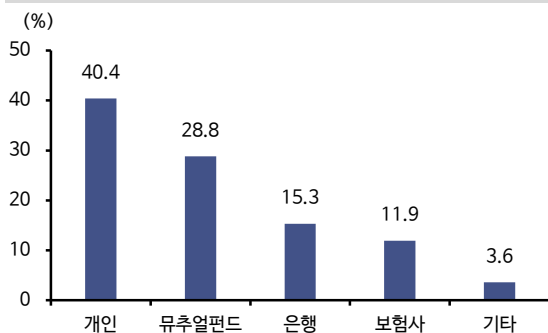
다만, 일반적으로 외국인인 연방소득세 감면의 대상이 되지 않는다. 미국 대표 지방채 ETF(iShares National Muni Bond ETF, 이하 MUB)는 면세 혜택이 반영된 수익률을 제공하지만, 국내 투자자는 해외 ETF 이자 배당에 대한 국내 배당소득세(15.4%, 지방소득세 포함)에 귀속될 것이다.

세후(After-Tax) 수익률



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 회사채는 32%/35%/37% 세율 구간에 주 소득세(5%), 순 투자 소득세(NIIT, 3.8%) 적용

미국 지방채 보유 비중

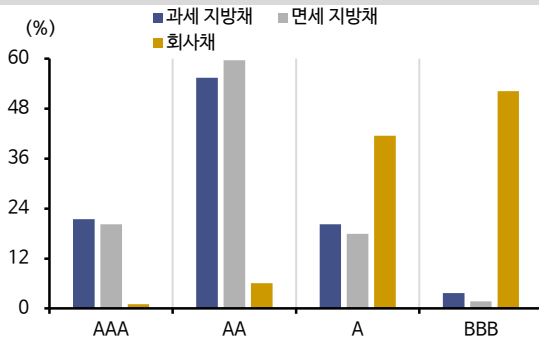


자료: SIFMA, 신한투자증권

과세 지방채(Taxable Muni)

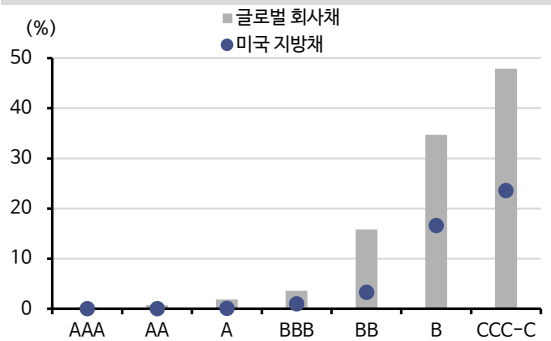
과세 지방채(Taxable Muni)는 외국인(개인), 글로벌 기관투자자 또는 뮤추얼펀드 입장에서 조금 더 투자 유인이 높은 채권이다. 회사채에 비해 부도율은 낮고(Lower Credit Risk), 다른 과세 채권들에 비해 듀레이션은 긴 편(Longer Duration)이다. 과세 지방채 시장은 장기물 비중이 높으며, 채권 바스켓의 50% 이상이 10년물 이상으로 구성(Invesco Taxable Municipal Bond ETF, 이하 BAB 기준)되어 있다. 장기 부채에 대한 자산 듀레이션 매칭이 필요한 투자자에게 특히 더 활용도가 높다는 판단이다. 올해 YTD Total Return 기준으로도 과세 지방채(+3.19%)는 하이일드 지방채를 제외한 거의 대부분의 지방채 ETF 전략(Index +1.43%, 면세 +1.53%, 단기물 +1.91%, 중기물 +1.41%)을 아웃퍼폼했다.

등급별 비중: 지방채 vs. 회사채



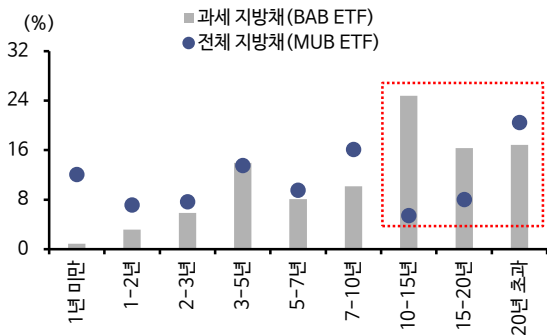
자료: Bloomberg, 신한투자증권

10년 누적 부도율: 지방채 vs. 회사채



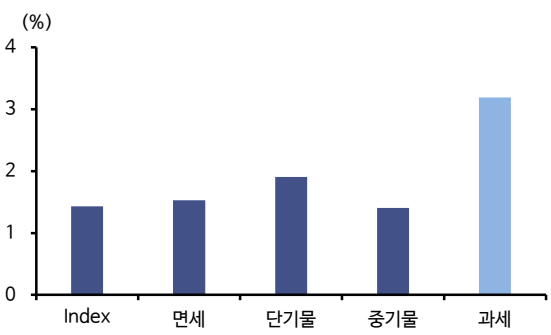
자료: Moody's, 신한투자증권

지방채: 만기 분포



자료: ETF.Com, 신한투자증권

지방채: ETF 전략별 성과



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 전략별 AUM 가중평균 YTD Total Return

미국 지방채 ETF: BAB(과세) vs. MUB(종합)

	BAB	MUB
ETF명	Invesco Taxable Municipal Bond ETF	iShares National Muni Bond ETF
ETF 매니저	Invesco	BlackRock
운용보수(%)	0.28	0.05
AUM(십억달러)	1.1	38.9
일 평균 거래량 (백만달러)	6.4	318.1
벤치마크 Index	ICE BofA US Taxable Municipal Securities Plus Index	ICE AMT-Free US National Municipal Index
보유 종목 수(개)	641	5,742
YTM(%)	4.98	3.31
배당수익률(%)	3.85	3.07
유효 듀레이션(년)	7.86	6.25
Total Return(%)	3.19	1.51

자료: Invesco, BlackRock, 신한투자증권 / 주: Total Return은 YTD 기준

미국 지방채 ETF 리스트

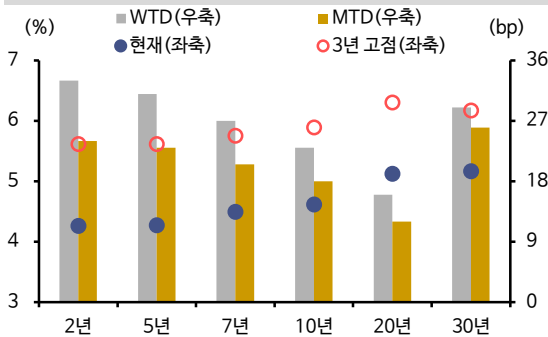
Ticker	ETF명	전략	AUM (십억달러)
MUB	iShares National Muni Bond ETF	Aggregate	38.9
VTEB	Vanguard Tax-Exempt Bond ETF	면세(Tax-Exempt)	34.6
SUB	iShares Short-Term National Muni Bond ETF	단기물	8.6
SHM	SPDR Nuveen Bloomberg Short Term Municipal Bond ETF	단기물	3.8
TFI	SPDR Nuveen Bloomberg Municipal Bond ETF	Aggregate	3.6
HYD	VanEck High Yield Muni ETF	하이일드(HY)	3.1
PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF	Aggregate	3.0
HYMB	SPDR Nuveen Bloomberg High Yield Municipal Bond ETF	하이일드(HY)	2.8
FMB	First Trust Managed Municipal ETF	면세(Tax-Exempt)	2.0
ITM	VanEck Intermediate Muni ETF	중기물	1.9
MUNI	PIMCO Intermediate Municipal Bond Active Exchange-Traded Fund	중기물	1.7
DFNM	Dimensional National Municipal Bond ETF	Aggregate	1.4
BAB	Invesco Taxable Municipal Bond ETF	과세(Taxable)	1.1

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: AUM(10억달러 이상) 기준 정렬

과세-면세 지방채의 결정적 차이는 이자 수익이 연방소득세에 귀속되는지 여부에 있다. California 주, New Jersey 유료도로 관리국, Michigan 대학교 등은 과세-면세 지방채를 모두 발행하는 대표 발행자들이며, 이들이 발행하는 과세-면세 지방채는 신용도 차이가 없지만 해당 시점의 금리 환경, 신규 투자자 유치에 유리한 방향에 따라 선택된다. 예컨대, 2019~21년 저금리 환경에서는 기존 면세 지방채를 과세 지방채로 차환(Refi)하려는 수요가 급증한 바 있다.

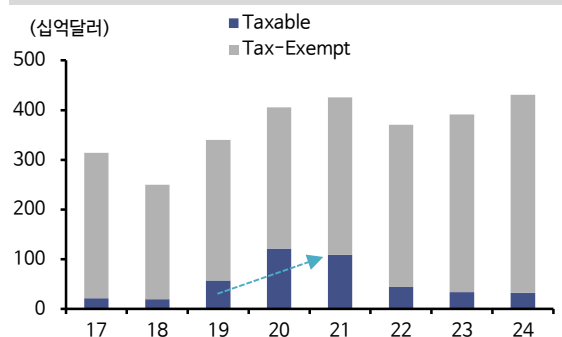
특정 주에서 발행된 과세 지방채의 경우, 거주자(Resident)에게 주/지방 소득세(State and Local Taxes)를 면제해주는 경우가 많으므로, 과세 지방채에 대한 역내 수요도 존재한다. 또한, 면세 혜택이 없더라도 낮은 세율 구간(Lower Tax Bracket)에 속하는 미국인 투자자들은 과세 지방채가 면세보다 더 매력적인 최종 수익률을 제공할 수도 있다.

AA급 과세 지방채 금리



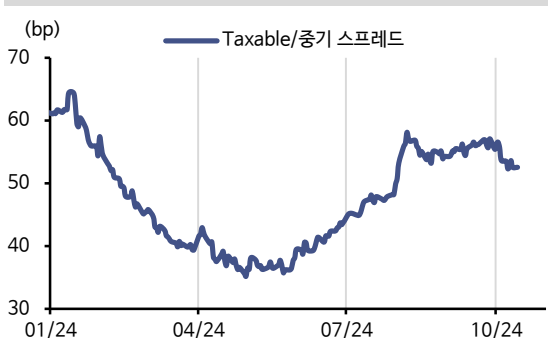
자료: ICE, LSEG Workspace, 신한투자증권

지방채 발행



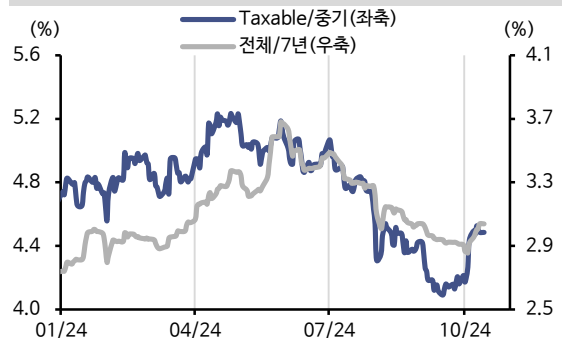
자료: Bloomberg, 신한투자증권

과세 지방채 크레딧 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

지방채 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

지방채 ETF 보유 종목 Top 10: BAB(과세) vs. MUB(종합)

BAB	비중(%)	MUB	비중(%)
Short Term Investments Trust Government & Agency Portfolio Institutional	1.33	U.S. Dollar	0.69
California St 7.55% 01-APR-2039	1.22	Atlanta Ga Wtr & Wastewtr Rev 5.0% 01-NOV-2040	0.21
Illinois St 6.9% 01-MAR-2035	0.94	Northwest Tex Indpt Sch Dist 5.0% 15-FEB-2048	0.20
University Tex Univ Revs 4.644% 15-AUG-2030	0.92	Battery Pk City Auth N Y Rev 5.0% 01-NOV-2053	0.19
California St 7.35% 01-NOV-2039	0.91	New York St Twy Auth St Pers Income Tax Rev 5.0% 15-MAR-2048	0.18
Metro Ore 3.25% 01-JUN-2028	0.89	Massachusetts St 5.0% 01-NOV-2052	0.18
California St 7.6% 01-NOV-2040	0.84	New Jersey St Edl Facs Auth Rev 5.0% 01-MAR-2043	0.17
City of New York (New York) 5.968% 01-MAR-2036	0.82	New York St Dorm Auth Revs Non St Supported Debt 5.5% 01-JUL-2054	0.17
California St 7.5% 01-APR-2034	0.81	Seattle Wash Mun Lt & Pwr Rev VAR 01-NOV-2046	0.16
California St 5.1% 01-MAR-2029	0.76	California St 5.0% 01-SEP-2031	0.16

자료: ETF.Com, 신한투자증권

과세 지방채 투자: 위험과 기회

위험(Risk)

과세 지방채 투자에 따른 주요 위험은 다음과 같다.

첫째, 과세 지방채는 국채나 일반 회사채에 비해 거래 유동성이 떨어진다(Lower Liquidity). 지방채는 연간 발행, 유통시장 규모, 거래량 면에서 우량 회사채 대비 열위하다. 지방채 최대 투자 주체인 미국 개인들이 트레이딩보다는 매수 후 보유(Buy & Hold)를 선호하는 영향도 일부 있을 것이다.

둘째, 과세 지방채는 특히 듀레이션이 길기 때문에, 금리 민감도(가격 위험)가 높다. 금리가 하락할 때에는 조기상환 위험(Call Risk)도 커질 수 있다. 하지만, 통상적으로 지방채의 콜 조항(Call Provision)은 발행일로부터 10년 후부터 가능하므로, 10년 전 금리와 비교해볼 때 현재 조기상환 위험은 높지 않다.

셋째, 대선 리스크(U.S. Election Risk)다. 공화당-민주당 후보의 세금 정책 노선이 판이한 점은 향후 지방채 투자와 관련된 불확실성을 높인다. 지방채 시장은 대체로 감세(Trump)보다 증세(Harris)가 유리하며, 대선 결과에 따라서는 지금과 11월 대선 사이가 이번 인하 사이클에서 투자의 최적기가 될 수도 있다. 1980년대 후반 이래 美 연준의 첫 금리 인하 이후 6~12개월 지방채 Total Return은 대체로 (+)를 유지(1998년, 2007년 제외)했지만, 대선이 변수가 될 수 있다.

美 대선 후보별 세금 정책 공약: 지방채 시장 영향

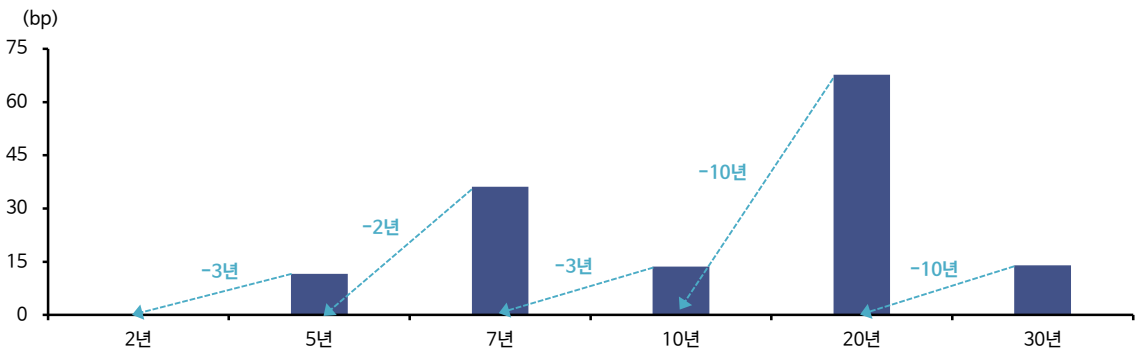
Tax Policy	Trump		Harris	
	제안	(예상) 지방채 시장 영향	제안	(예상) 지방채 시장 영향
법인세	美 역내에서 제품 생산하는 기업에 대해 법인세율 인하 (21% ▶ 15%)	지방채 세후 수익률 매력 저하	법인세율 인상 (21% ▶ 28%)	은행/보험의 면세 지방채 투자 세후 수익률 개선
개인 소득세	TCJA 개인 소득세 감면 영구화	현 수준 유지	40만달러 초과 소득 최고 한계세율 39.6%로 복구. 40만달러 초과 소득자 TCJA 소득세 감면 연장	면세 지방채 수요 개선
자본차익	미실현이익 과세 반대	현 수준 유지	자본차익 세율 28%로 인상(차익 100만달러 초과), 또는 순자산 1억달러 초과하는 납세자 미실현소득 과세	자본차익 세율 증가는 모든 지방채에 긍정적. 특히 면세 지방채 매력 높일 수 있음

자료: JP Morgan, 신한투자증권 / 주: TCJA(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)는 2017년말 도입된 감세에 관한 법. 법인세 단일세율(21%) 적용, 개인 소득세 혜택 등을 골자로 함(2025년말 만료 예정)

기화: 7년물 커브 전략

과세 지방채 커브 전략은 7년물을 중심으로 구축하는 것이 합리적이다. 현재 금리-스프레드를 고려할 때, Roll-Down(잔존만기 감소에 따른 금리 하락) 기대 수익이 큰 편이고, 최근 금리 상승으로 가격 부담도 완화되었기 때문이다. 느리든 빠르든 2025년 말까지 美 연준은 금리를 인하할 것이므로, 향후 단기물 금리 하락은 장기물에 비해 비교적 자명하다. 향후 단기금융상품, SOFR 등이 유의미한 절대 수익을 주지 못하는 수준까지 단기 금리가 하락하고, 커브는 스티프닝되어 있다면, 투자자들은 듀레이션을 다시 조금씩 늘려나갈 것이다.

AA급 과세 지방채: Roll-Down 여력



자료: ICE, LSEG Workspace, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 모승규).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.