

추경과 연준



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

추경 필요성 높지만, 1분기보다 2분기 논의 후 하반기 집행 예상

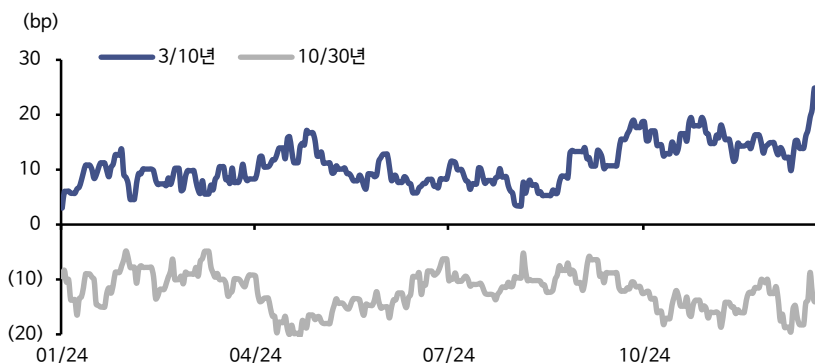
정국 혼란 후 추경 필요성이 높아졌다. 다만 2009년과 팬데믹처럼 경기침체, 재난 상황과는 다르다. 25조원 이상의 대규모 추경까지는 불필요하다. 그렇다면 통상적 추경으로 봐야 하는데 이는 명목 GDP 대비 0.6% 내외다. 현재 명목 GDP가 2,500조원이므로 대략 15조원 정도를 예상할 수 있다. 보통의 추경은 전체 재원의 약 46%를 국고채로 조달하므로 국고채 발행 증가분은 7조원 수준이다. 1분기에는 2024년 결산이 끝나지 않아 세계잉여금이나 한은잉여금을 사용할 수 없어 추경 전액을 국고채로 일단 조달할 가능성도 있다. 따라서 1분기 추경 편성 시 국고채 발행 증가분은 7~15조원으로 계산된다.

기재부는 전체 예산 75% 상반기 집중 집행 방안이 우선 순위에 있다. 이 경우 추경은 2분기 중 논의되어 하반기 집행이 유력해진다. 2분기 이후면 세수입 흐름, 올해 결산으로 남은 금액 등 국고채 외 재원조달 방법이 생긴다. 채권시장 충격이 줄어 들 수 있다. 예산안 조기 집행 후 2분기 추경 논의의 시작을 기본 시나리오로 제시한다. 추경 언급 후 20~25bp 내외까지 확대된 국고 3/10년 스프레드 수준은 과도하다. 지금 시점에서는 국고 5~10년물의 상대적 투자 매력이 보인다.

연준은 금리 인하 속도조절 해도 한은은 빠른 금리 인하가 필요

한미 통화정책 디커플링 속 미국 국채 2년에 대한 국고 3년 금리의 민감도는 역사적 평균치를 밑돈다. 엇갈린 한미 펀더멘탈 상황 속 통화정책도 다를 수 있다는 점이 반영된 결과이다. 2022~23년 금리 인상 사이클 후 높아졌던 장기 금리 민감도도 평균 수준으로 복귀했다. 적어도 내년 1분기까지는 대외 여건보다는 국내 상황이 국고채 금리 변화에 중요도가 높을 전망이다.

추경 언급 후 상대적 약세 보인 국고 10년, 20bp대 3/10년 스프레드는 과도



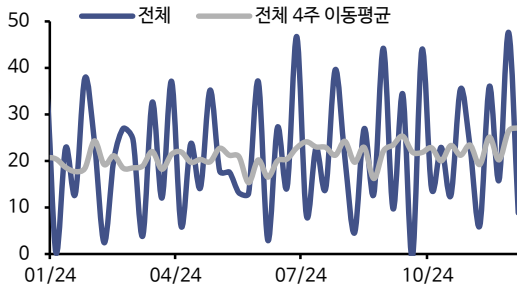
자료: 인포맥스, 신한투자증권

추경보다 예산 조기 집행이 우선, 20bp대 3/10년 스프레드는 과도

12월 3일 계엄사태 후 정국 혼란이 이어지고 있다. 14일 탄핵안 국회 가결로 일단 숨고르기에 진입했지만, 여전히 정치 불확실성은 높은 상황이다. 각종 시위로 인해 연말연초 쇼핑시즌 분위기가 조성되지 않는다. 실제 정국 혼란 후 속보성 소비지표들은 일제히 감소를 나타낸다. 12월 첫째 주 신용카드이용금액은 2020년 1월 대비 8.8% 증가에 그쳤는데 이는 4주 이동평균 27.1%p를 18.3%p 하회한 수준이다. 꾸준히 증가세를 보였던 온라인 지출금액도 12월 첫째 주에 4주 이동평균을 하회했다. 극심한 정치 위기는 일단 소비 둔화로 연결된 모습이다.

정국 혼란 후 신용카드이용금액 감소

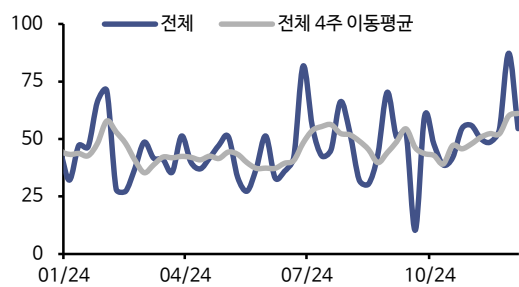
(%, 2020.01 기준)



자료: 통계청, 신한투자증권

온라인 지출 역시 정국 혼란 후 감소 전환

(%, 2020.01 기준)

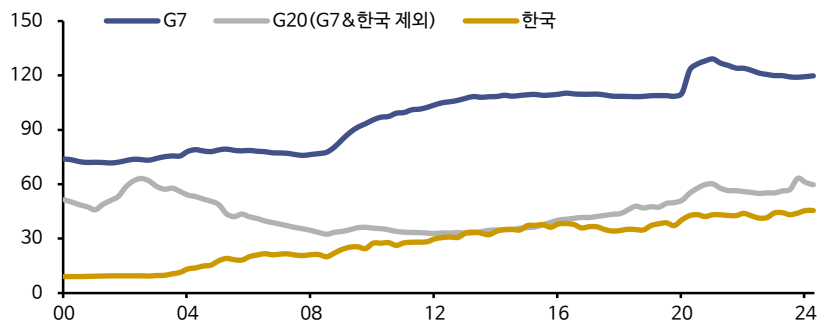


자료: 통계청, 신한투자증권

탄핵안이 국회를 넘어선 이후로는 경기 부진을 만회하기 위해 정부의 적극적 역할 주문이 쏟아진다. 내년도 예산안이 통과된 지 2주도 채 되지 않은 시점에서 추경 편성을 요구하고 있다. 야당을 필두로 이창용 한은 총재까지 내년초 추경 편성을 주문하고 있다. 사실 적극적 재정 확대는 11월부터 정부가 언급한 대책이다. 한국의 GDP 대비 부채비율은 약 45%(BIS 기준)로 G7 평균 120%, 한국과 G7을 제외한 G20 평균 60%를 밑돈다. 글로벌 대비 양호한 부채비율은 성장 둔화 우려 타파를 위한 확장적 재정정책 시행 여력이 높음을 시사한다.

한국의 부채비율은 다른 국가 대비 낮은 수준: 재정확대 여력 존재

(% of Nominal GDP)



자료: BIS, 신한투자증권 /주: 2024년 2분기말 기준

확실한 건 내년 중 추경 시행 가능성은 높다는 점이다. 통상적으로 추경이라는 단어가 언급되면 채권시장은 즉시 약세 압력을 받는다. 그러나 추경은 시행 시점, 규모, 국고채 조달 비중 3가지 요인이 중요하다. 빠르게 추진되고, 규모가 크고, 국고채 조달 비중이 높을수록 시장 약세 압력을 증대시킨다.

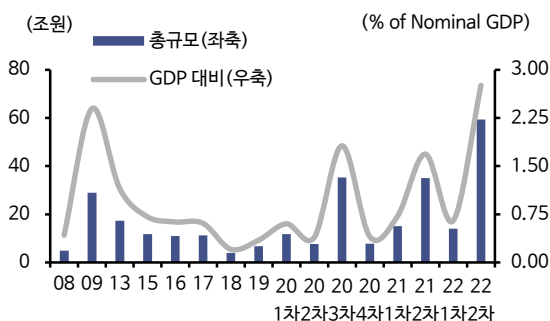
추경은 정부가 마련하고 발표하기 때문에 실제 규모와 국고채 조달 비중을 정확히 파악하기 어렵다. 추경의 편성 요건과 과거 사례를 조합하여 추정해 볼 수는 있다. 통상적으로 추경은 명목 GDP 대비 0.5~1.5% 사이로, 절대 규모로는 25조원 이내로 구성된다. 다시 말하면 25조원 이상, GDP 대비 1.5% 초과하는 추경은 대규모 추경으로 분류한다. 대규모 추경은 2009년, 2020년 3차, 2021년 2차, 2022년 2차 추경 등 4회에 불과하다. 경기침체, 재난 등 위기 상황 극복이라는 편성 요건에 부합할 때 대규모 추경안이 편성된다.

극심한 정국 혼란 시기이고 경기 충격이 향후 커질 수는 있지만, 지금을 2009년과 팬데믹 이후처럼 침체 또는 재난 상황과 비교하긴 어렵다. 따라서 내년초 추경을 편성해야 한다면 25조원 이상 대규모로 마련할 명분은 부족하다. 그렇다면 통상적 추경으로 봐야 하는데 이는 명목 GDP 대비 0.6% 내외다. 현재 명목 GDP가 2,500조원이므로 대략 15조원 정도를 예상할 수 있다.

보통의 추경은 전체 재원의 약 46%를 국고채로 조달했다. 약 15조원 내외의 추경안 편성 시 국고채 발행 증가분은 7조원 수준으로 추정할 수 있다. 내년 1분기는 아직 2024년 결산이 끝나지 않아 세계잉여금이나 한은잉여금을 사용할 수 없다. 분기 중 추경 시행 시 전액을 국고채로 일단 조달할 가능성도 존재한다. 따라서 1분기 추경 편성 시 국고채 발행 증가분은 7~15조원으로 계산된다.

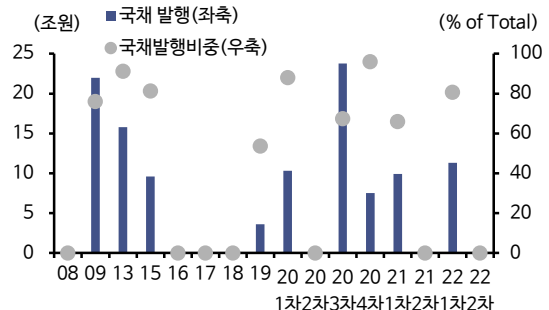
기재부는 추경 편성에 동의하지만, 1분기 중 시행에는 미온적이다. SOC 예산 4.4조원 등 2분기에 집행할 약 11.6조원을 1분기로 앞당기는 등 내년도 예산안 조기 집행을 우선 순위에 둔다. 최상목 부총리가 언급한 대로 전체 예산의 75%를 상반기에 집중 집행하는 방안도 있다. 이 경우 추경은 2분기 이후 논의되어 하반기 집행을 시점으로 잡아야 한다. 2분기 이후라면 세수입 흐름, 올해 결산으로 남은 금액 등 국고채 외 재원조달 방법이 생긴다.

25조원, GDP 대비 1.5% 상회 시 대규모 추경



자료: 기획재정부, 신한투자증권

통상적 추경 시 재원의 46%를 국고채로 조달



자료: 기획재정부, 신한투자증권

추경 언급 후 투자심리가 위축되는 이유는 내년에 대규모 국고채 발행이 예고된 상황에서 추가 공급이 생기는 것에 대한 부담이 크다. 다만 당장 내년초부터 25조원 이상 추경안을 논의하고 편성하는 것이 아니라면 추경에 따른 시장 약세는 과도한 면이 있다. 향후 성장 둔화에 대해 재정정책의 역할 확대는 분명 필요하지만 벌써부터 추경 규모를 키워서 대응하는 것은 선부르다. 기재부의 언급처럼 내년도 예산안의 조기 집행 후 성장 흐름을 보면서 추경 논의의 시작을 기본 시나리오로 제시한다. 이를 감안하면 20~25bp 내외에 있는 국고 3/10년 스프레드 수준은 과도하다. 지금 시점에서는 국고 5~10년물의 상대적 투자 매력이 보인다.

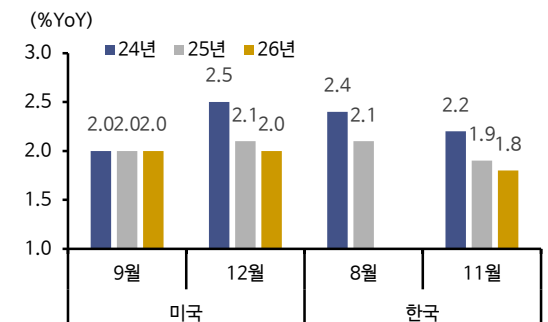
엇갈린 한미 펀더멘탈, 미국 속도 조절에도 한국은 빠른 인하 필요

12월 FOMC는 매파적이었다. 9월 금리 인하 사이클 개시 후 더 견고해진 성장 경로와 향후 금리 인하 효과 속 고용 수급 상황 개선 기대를 고려하면 2025년부터 금리 인하 속도 조절은 불가피해 보였던 것이 사실이다. 게다가 연준의 물가 전망치 상향, longer-run 금리 상승 등 추가 금리 인하 여력도 축소됐다. 9월 FOMC 이후와 달리 금리 인하에 소극적인 연준을 마주할 전망이다.

연준의 매파적 입장 선회는 한국은행의 통화정책 경로에 부정적 요인이다. 그러나 엇갈리는 한미 성장 및 물가 경로를 감안하면 연준이 멈춘다 해서 한은마저 멈춰야 하는 것은 아니다. 12월 SEP와 11월 수정경제전망을 비교하면 성장 및 물가 경로 모두 미국은 상향, 한국은 하향 조정됐다. 미국과 달리 한국은 성장이 둔화되고 물가 역시 2% 이하 상황이 예상된다. 예상보다 높은 수준에서 연준이 멈추는 것은 긍정적이지 않지만, 그래도 인하 사이클 중단까지는 아니다.

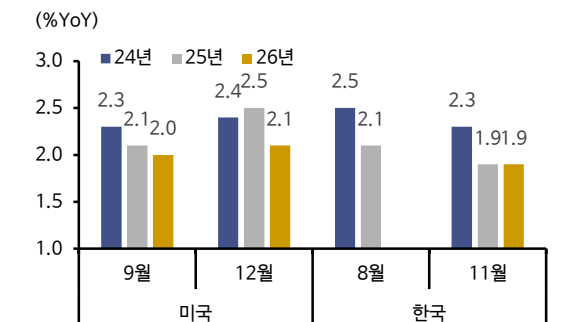
오히려 지금은 한국 펀더멘탈에 맞춰 통화완화를 지속하는 것이 바람직할 수 있다. 미국과 다른 성장, 물가 전망 경로 속 정치 불확실성 증대로 경제심리 위축도 발생했기 때문이다. 여기에 적극적 재정 확대로 정부의 입장이 변화할 경우 정책 조합 차원에서 금리 인하가 동반될 가능성도 높아졌다. 이를 고려하면 중립 수준까지 빠르게 인하하고, 상황에 맞춰 중립 이하를 고려하는 한은의 통화정책 결정 경로를 여전히 기본 시나리오라고 할 수 있다. 매파적 연준에도 불구하고 1월 인하 등을 포함하여 일단 1분기 2.50%까지 기준금리 인하를 예상한다.

성장 경로: 미국은 상향 vs. 한국은 하향 조정



자료: 한국은행, Fed, 신한투자증권

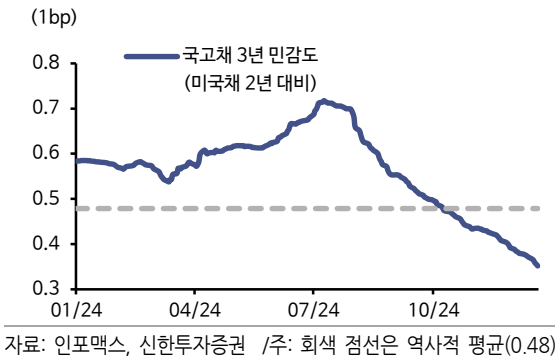
물가 경로: 미국은 상향 vs. 한국은 하향 조정



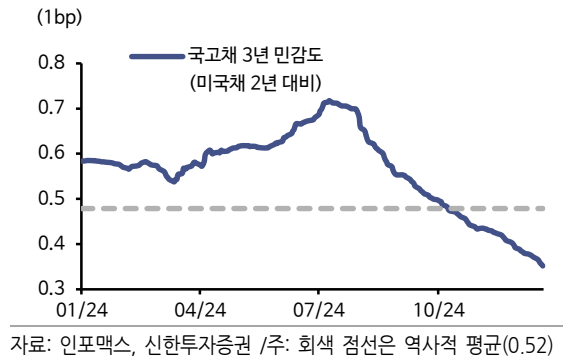
자료: 한국은행, Fed, 신한투자증권

연준의 금리 인하 속도 조절은 유력하지만 한은은 빠른 금리 인하가 아직 필요하다. 한미 통화정책 디커플링 속 단기 국고채 금리의 미국 금리 민감도는 낮게 유지될 가능성이 높다. 이미 미국 국채 2년에 대한 국고 3년 금리의 민감도는 역사적 평균치를 밑돌고 있다. 엇갈린 한미 펀드멘탈 상황 속 통화정책도 다를 수 있다는 점이 반영된 결과이다. 2022~23년 금리 인상 사이클 후 높아졌던 장기 금리 민감도도 평균 수준으로 복귀했다. 적어도 내년 1분기까지는 대외 여건보다는 국내 상황이 국고채 금리 변화에 중요도가 높을 전망이다.

한미 통화정책 디커플링 속 단기 금리 민감도 하락



높았던 장기 금리 민감도는 평균값으로 복귀



Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 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 주식관련사채에 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 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 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.