

Strategy Idea



채권/자산배분
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

Big Brother, 고민할 때가 되었다

- ✓ 바이든 행정부 이후 GDP의 7%는 넘는 적자를 통해 미국경제 부양. 그러나 여전히 열려 있는 미국 정부 지갑이 '화수분'은 아니라는 점은 분명
- ✓ 트럼프 취임, 감세정책을 통한 확장적 재정정책 우려 다시 높아지고 있으나 DOGE(예산효율부)와 같은 지출 축소를 통한 균형을 모색할 시점. 트럼프 금리를 낮추고 싶다면 작은 정부를 통한 균형 재정의 필요성 인정해야 할 것
- ✓ 미국채10년 4.5% 이상 오버슈팅 구간, 하반기 미국 금리인하 기대 다시 살아날 것

기축통화 국가들의 정부부채를 걱정하는 것이 맞을까 싶지만...

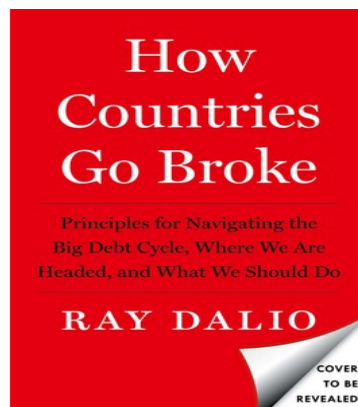
선진국들의 정부부채 증가를
우려하고 있는 레이 달리오

아직 발간도 하지 않은 책이지만 미리 '올해의 베스트셀러' 하나를 추천하려고 한다. 'How Countries Go Broke: 국가는 어떻게 파산하는가(망가지는가)'라는 제목이다. Principle로 유명한 브릿지워터의 수장 레이 달리오가 작성중인 서적이다.

그는 big debt cycle을 통한 경기순환주기의 중요성을 역설한 사람이다. 현재 미국을 중심으로 펜데믹 과정을 거치면서 주요국은 막대한 유동성 공급을 통해 정부부채가 급증한 상황이다.

성장률이 올라오면서 추가로 정부부채가 늘어나는 부담을 통제하는 듯 보였지만, 2022년 영국에서 'Truss moment', 당시 리즈 트러스 총리가 취임 45일만에 낙마하는 이벤트까지 벌어졌던 경험에 있다.

그림1 금융시장의 그루인 레이 달리오, big debt cycle 측면에서 선진국들의 정부부채를 걱정



Do big government debts and fast rates of adding to them threaten our collective well-being? In this groundbreaking analysis, Ray Dalio, one of the greatest investors of our time and the #1 New York Times bestselling author of Principles, shares the reasons behind his fears for the US debt markets, answering some of the most important market and economic questions we now face: Are there limits to debt growth? Can a big, important reserve currency country like the US really go broke? Is there such a thing as a "Big Debt Cycle" that can tell us when to worry about debt and what to do about it?

자료: Amazon "Avid Reader Press/Simon & Schuster (2025년 9월 2일 발행예정)"

과거 트러스 총리발 재정적자 확대 우려에 영국채10년 금리 급등

2022년 트러스 총리는 취임 직후 부자감세를 들고 나오면서 팬데믹 이후 급격하게 줄어든 재정적자를 다시 확대하겠다는 이야기를 꺼냈다. 당시 보수당 총리인 트러스가 재정축소 속도가 너무 빠르고, 자산가들의 세수가 늘어난 부분을 줄여서 ‘낙수효과’를 언급했으나 결과는 2022년 6월까지만 해도 1.8%대였던 영국채10년 금리가 당해 10월 4개월도 안되어 4.4%까지 260bp 급등했다(그림 2).

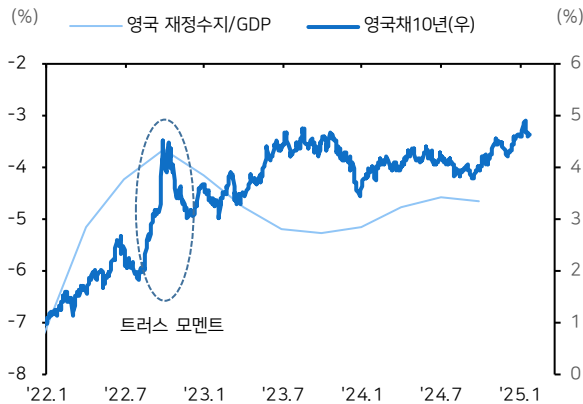
장기간 영국의 재정적자 규모를 감안했을 때 무리까지는 아니지만

사실 장기간 영국의 재정적자 규모를 고려하면 영국의 GDP대비 재정적자가 4%대로 올라서는 것은 영국이 그렇게 무리했다고 할 정도는 아니었다(그림 3). 영국 정부가 주요국 중 지출이 GDP의 50% 내외로 선진국과 G20 평균보다 높은 수준인 것은 분명하나 세수가 높아 그나마 균형을 잡는 편이었다(그림 4, 5).

경기부양을 도모하려다 금리가 급등하며 정권 자체를 잃었던 영국

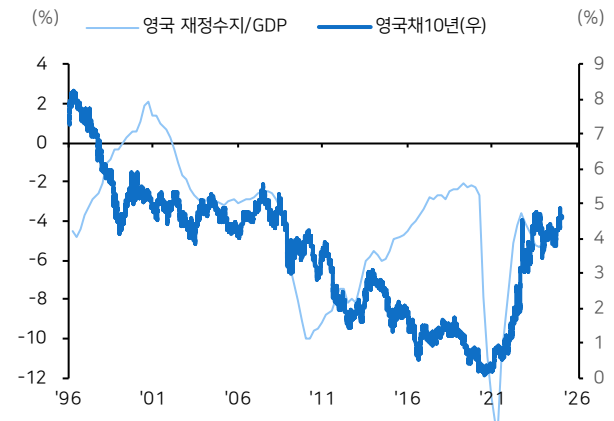
그럼에도 2022년 세수가 40%에 육박할 정도로 자산가 중심으로 개선되자 이를 활용하여 경기부양을 도모하려고 하다 ‘채권시장 자경단’에 의해 금리가 급등하여 정권 자체를 잃었던 사건이다. 투자자들의 기억 속 영국 정부가 무리한 재정확대를 통해 금리 급등을 야기한 사건이 ‘Truss moment’이다.

그림2 2022년 하반기 영국채10년 260bp 이상 급등



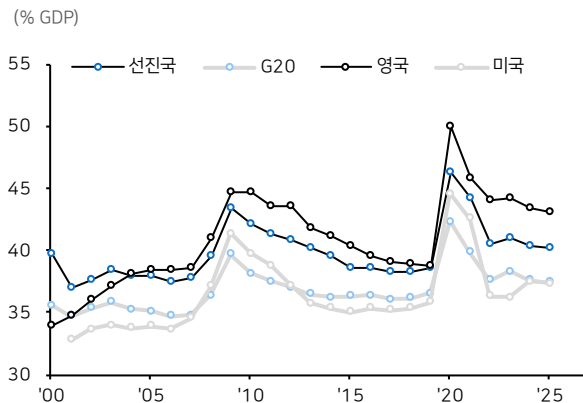
자료: UK ONS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 장기간 영국 재정적자 수준 무리하다고 볼 정도 아나



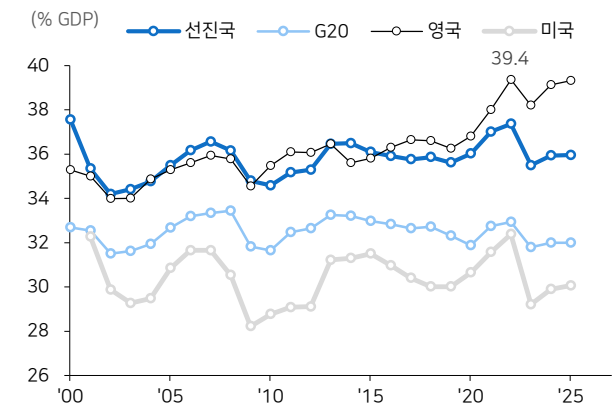
자료: UK ONS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 정부지출은 영국이 높은 편이지만



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림5 정부수입 또한 영국은 균형을 잡아가고 있어



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

영국 금리가 미국 금리보다 더
오르게 된 배경

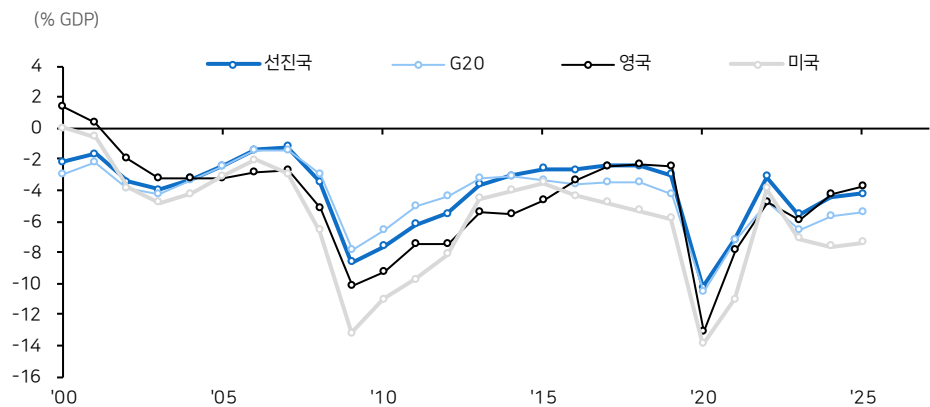
총리 사퇴로 영국채10년 금리는 3%대로 안정되었지만, 그 후폭풍은 아직도 남아 있다. 2024년 미국보다 경기가 좋지 않은 영국은 높은 인플레이션 때문에 통화정책마저 완화로 전환할 수 없자 다시 감세를 통한 재정확대 논의가 진행되었다. 그 여파로 2024년 영국채10년 3.6% & 미국채10년 3.8%대에서 출발하여 2025년 1월 중 영국채10년 4.9% & 미국채10년 4.8%로 영국금리가 더 올랐다.

지금 영국의 재정적자는 오히려
안정적으로 관리되는 상황

사실 영국은 좀 억울할 수도 있다. 2022년 트러스 모먼트 발생한 해에만 영국의 재정적자가 선진국 평균인 -3.1%, 미국 -3.9%보다 높은 -4.7%를 기록했을 뿐 이후에는 영국의 재정적자는 선진국 평균보다 오히려 안정적으로 관리했다(그림 6). 오히려 적자 규모는 2022년만 균형을 잡았던 미국이 2023년 -7.1%, 2024년 -7.6%, 2025년도 전망치가 -7.3%로 높은 수준을 유지 중이다(그림 6).

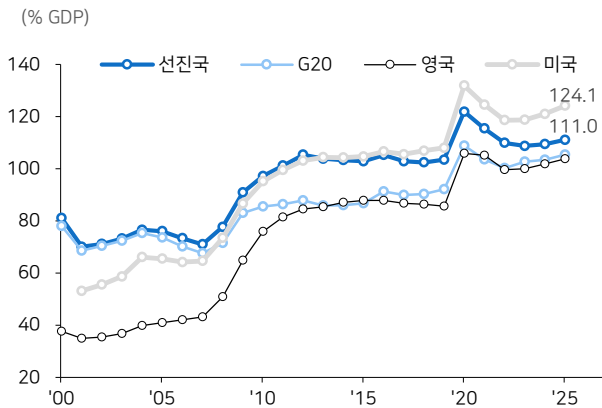
영국의 정부부채가 총부채로는 선진국 평균보다 낮은 편이나 순부채가 90%로 좀 높다(그림 7, 8). 그런데 이조차 미국은 총부채가 GDP의 124%, 순부채가 100%를 넘어서 주요국 중 부채부담이 많은 축에 속하고 있다.

그림6 영국의 재정적자, 2022년에는 선진국 평균보다 높았다는 트라우마



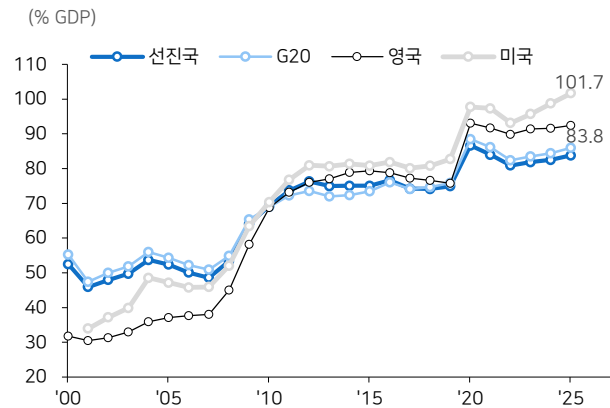
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림7 선진국과 G20, 영국과 미국의 소득대비 총부채



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림8 선진국과 G20, 영국과 미국의 소득대비 순부채



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 2.0 ‘작은 정부 = 재정 균형’, 일자리 증가 속도 둔화 주목

재정의 신뢰성이 약화되었을 때
파운드조차 공격대상이 되기도

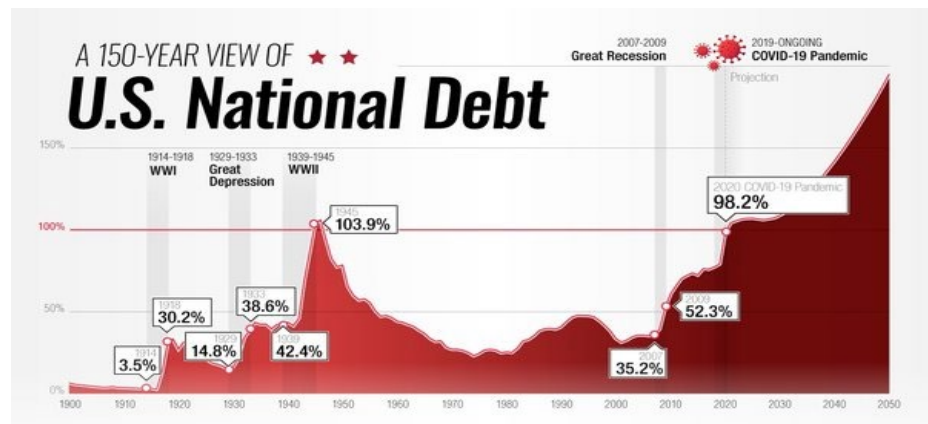
달러라는 가장 강력한 기축통화를 보유하고 있는 미국의 정부부채를 의심하는 것은 불경한 일일지 모른다. 그럼에도 필자가 동 자료에서 이야기하려는 바는 달러 이전의 핵심 기축통화였던 파운드조차 재정의 신뢰성이 약화되었을 때 ‘자경단’의 공격대상이 될 수 있다는 것을 불과 2년전에 확인했다는 점이다.

미국은 금액으로도 소득대비 비중으로도 전세계 주요국 중 정부부채 부담이 높은 편에 속한다. 그럼에도 당사 이승훈 이코노미스트가 작성한 2025년 연간전망: ‘미국이니까 괜찮아’에서도 미국의 재정여력이나 부채의 안정성을 고려할 때 현재의 확대재정 여건이 좀 더 이어져도 문제가 없다고 정리했다. 동의하는 바이다.

미국정부, 구조적으로 재정적자의
악순환에 빠질 가능성 존재

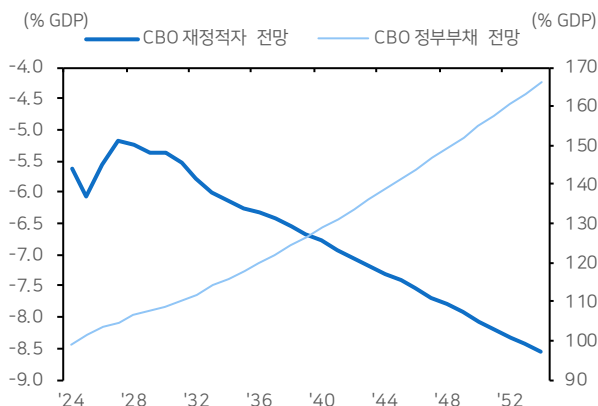
그러나 ‘영원한 것은 절대 없다’는 노래말처럼 미국정부는 늘어난 부채와 높아진 금리로 구조적 재정적자의 악순환(loophole)에 빠질 수 있다. 의회예산처인 CBO는 향후 30년내 미국의 재정적자가 구조적으로 늘어나 정부부채가 IMF 추정임계치인 GDP 160%를 넘어설 수 있다고 경고하고 있다(그림 10).

그림9 미국 정부부채 향후 급증할 것이라는 경고는 이미 익숙



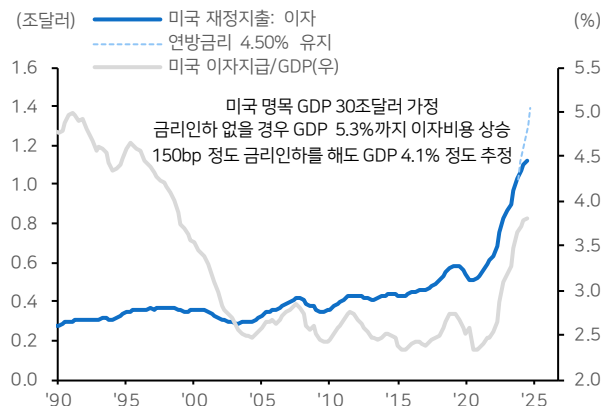
자료: Visual Capitalism

그림10 구조적 재정적자 문제, 향후 정부부채 임계치 고민



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 정부 이자부담 GDP 4% 수준 멀지 않아



자료: UST, Fed, 메리츠증권 리서치센터

올해 미국채 만기도래 3조달러,
현 이자부담 수준에서 증가 가능

이미 미국 정부의 이자부담은 GDP의 4% 수준인 1.2조달러 수준으로 오르고 있다. 올해만 미국채 만기도래가 3조달러 정도로 예상되는데 2015년 발행한 미국채 10년 금리는 2.2%, 2020년 발행했던 미국채 5년 금리는 0.5%였으나 둘 채권은 올해 4.5%가 넘는 금리로 조달해야 한다.

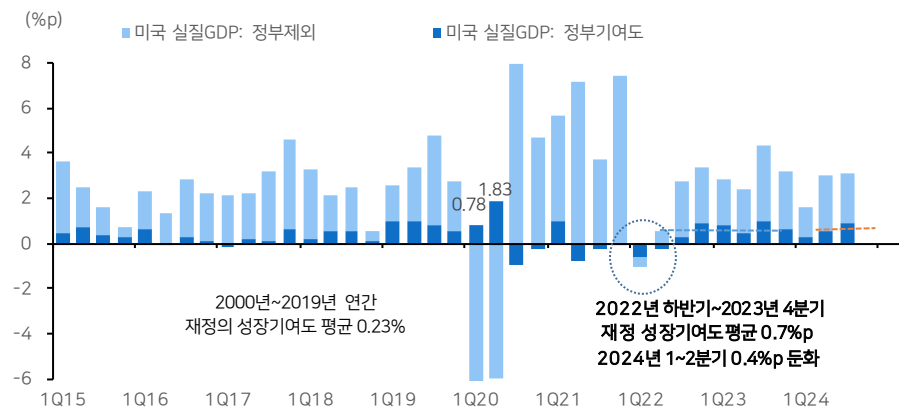
감세와 정부지출 축소를 동시에
추구하는 미국 신정부

트럼프 2.0 시작과 동시에 베센트 재무장관은 TCJA를 통한 대규모 감세를 통해 가계와 기업의 소비&투자 의욕을 높이려고 한다. 하지만 일론 머스크 DOGE는 정부지출의 효율화를 통해 애초 목표보다는 적지만 2조 → 1조달러 규모의 지출을 줄이는 ‘작은 정부’를 지향하고 있다. 이렇게 감세와 정부지출 축소를 현재 GDP의 1/3을 책임지고 있는 무리한 부양도 줄여야 하는 것이다<그림 12>.

트럼프 대통령 바람대로 연준이
금리를 낮추려면 재정 균형 필요

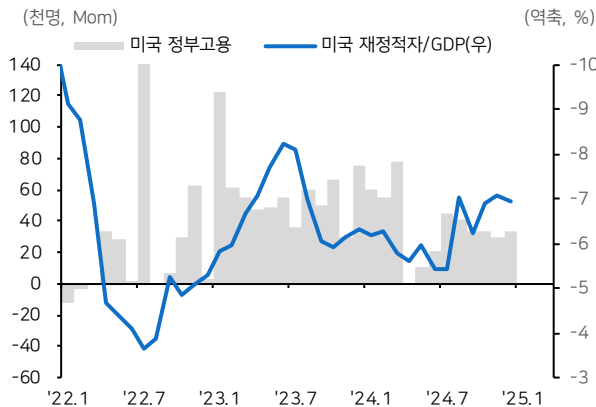
2023년 이후 다수의 전문가 예측과 달리 미국경제가 2% 후반대 고도성장을 이뤄 온 연료로 정부의 재정기여도는 매우 높은 부분을 차지해왔다. 이는 최근 연준의 통화정책 완화의 필요성을 줄이는데 결정적 역할을 했다. 트럼프 대통령이 원하듯 연준이 금리를 낮추려 한다면 재정이 먼저 균형을 잡아야 한다.

그림12 성장률의 1/3 이상을 커버하는 재정지출, 일자리의 1/4도 정부 고용이 일조



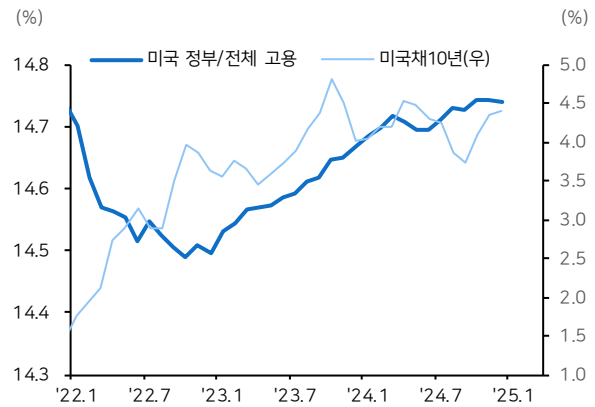
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 재정적자가 늘어나는 구간에서 정부고용 증가



자료: US BLS, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 정부의 일자리 자극 구간은 금리상승에도 영향



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

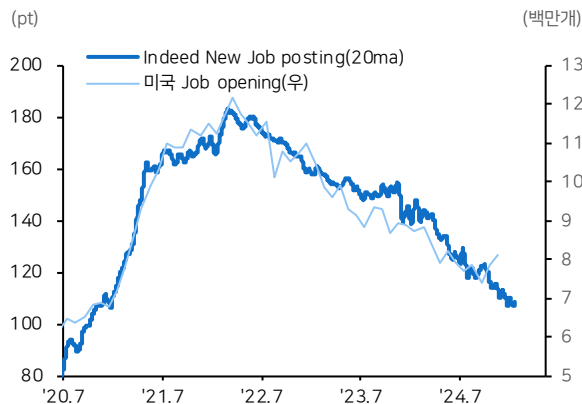
재정에서 통화정책으로 초점이 맞춰지며 연착륙 진행되게 된다면

트럼프 정책기준이 '재정 → 통화'로 넘어가야 연착륙을 도모할 수 있다고 우리는 생각한다. 그렇게 연착륙이 진행된다면, 재정의 성장기여도가 1/3이었다면 고용의 정부 기여도 1/4 역시나 줄어드는 것이 옳다는 판단이다(그림 13, 14). 지난해 3분기 미국 실업률이 4.3%까지 오르면서 삼률(sahm-rule)이 작동한 시점에서 재정적자가 GDP 5.5% 정도 수준이었다. 정부고용 역시 상반기 줄어들고 재정의 성장기여도 역시 2024년 상반기 20%에도 미치지 않을 정도로 줄었다.

미국 GDP대비 재정적자 6%아래 및 연준 75bp 인하 전망

트럼프 행정부가 균형재정을 회복하면 우리는 작년 3분기처럼 고용 우려가 확산되는 정도는 아니겠으나 고용 여건의 변화에 주목해야 한다고 보고있다. 최근 미국 재정확대로 경기는 개선된 듯 보이나 금리가 높아지고, 재정에 다시 부담을 주는 순환참조가 같은 여건은 지속되기 어렵다고 본다. 때문에 최근 12월 미국 고용지표 호조에도 민간의 구인률이나 여러 심리지표들의 부담이 늘어난 점을 주목할 필요가 있다(그림 15~18). 우리는 올해 GDP대비 재정적자가 6% 아래로 줄고, 연준의 금리인하는 75bp까지 진행될 것이라는 전망을 유지 중이다. 빅 브라더는 지난 2년간 무리했다. 올해는 좀 쉬어갈 것을 고민할 시점이다.

그림15 미국 구인 반등했지만, 민간 데이터 둔화 중



자료: Indeed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 더 좋은 일자리를 찾는 노력 줄어가는 과정



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 일시적 개선된 취업 심리, 지난해 막판 다시 위축



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 소비심리에도 고용여건이 점차 위축될 가능성 부각



자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.