



Fixed Income

Compliance Notice

본 조서자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanho@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 5월 31일 | Global Asset Research

BondView

공급 부담의 끝은 금리인하

부채, 아직까지는 용납할 수 있다

GDP 대비 공공부채 비율이 고공행진 중이다. 시장은 작년에도 부채한도 협상이 난항을 겪을 때 우려를 표한 바 있다 (장기채 금리 급등). 하지만 옐런 재무장관은 작년 5월에도 부채 비율 보다 적어도 당분간은 순이자부담 비중이 건전성 지표로 더 의의가 있다고 밝힌 바 있다.

즉, 옐런의 부채 지속가능성 (Debt sustainability) 판단 지표는 “GDP 대비 실질 순이자 비율”이다. 이는 GDP 대비 순이자 비율에서 연간 CPI 상승률을 차감한 것이다. 해당 비율이 2%를 상회하지 않도록 관리해야 한다는 입장은 작년 5월과 이번 달에 거듭 강조했다. 래리 서머스 전 재무장관도 해당 지표의 중요성을 언급했다. 다만, 2%라는 트리거 레벨은 여러가지 상황을 고려한 임의적인 숫자라고 언급한 바 있어 유동적임을 고려할 필요가 있겠다.

반면, 물가를 차감하지 않은 GDP 대비 순이자 비율은 1940년 이후 평균치가 1.7% 수준인데, 2022년 초부터 상승해 작년 말 기준 2.4%를 기록했다. CBO는 동 비율이 2025년에 3.1%까지 도달해 1940년 이후 최대치를 기록할 것이라 전망 중이다. 재정적자의 가장 큰 요인은 순이자 비용이 될 것이며, 이자 비용 증가는 2024~2034년까지의 적자 증가분의 약 3/4를 차지할 것이라는 게 주요 골자다.

그럼에도 옐런이 선호하는 “GDP 대비 실질 순이자 비율” 추세는 사뭇 다른 양상이다. 팬데믹 이전에도 (-)로 전환된 경우가 많았고, 미 정부는 물가 안정에 따라 올해 0%대 진입 및 향후 10년 간 1.3% 수준으로의 안정화를 예상하고 있다.

다만, 부담되는 순이자 비용

결국 GDP 대비 실질 순이자 비용이 하락하기 위해서는 ① 명목 GDP가 상승하거나 ② 순이자 비용이 감소해야 한다. ① 명목 GDP 상승은 최근 미국으로의 이민자 유입이나 AI 붐에 따른 산업 전반의 생산성 향상을 감안할 때 충분한 여력이 있다. 물론 명목 GDP 내 P의 상승, 즉 물가 상승도 동반될 가능성을 염두할 필요가 있다.

단, 최근 국제유가 하향 안정화와 근원 서비스 물가 항목들의 전월비 증가율 둔화를 고려할 때 물가의 유의미한 반등 가능성은 낮다고 판단한다. 결국 정부가 직접적으로 관리할 수 있는 ② 순이자 비용을 낮추는 것이 합리적이다.

정부가 부담해야 할 순이자 비용은 재무부가 발행한 만기별 부채 평균 금리에 연동된다. 해당 금리는 정책금리 인상 탓에 2022년 초 1.4% → 2024년 4월 3.3%로 급등했다. 정부 세출 내 순이자 비용 비중도 이에 3위를 기록했다 (4월 기준 13.4%). 2019년과 작년까지만 하더라도 6위였는데, 올해 들어 규모가 급격하게 늘고 있다. 세출 상위 항목들의 비중은 순이자 항목을 제외 시 작년 대비 모두 하락하고 있어 이자 비용 증가에 대한 심각성을 대변한다.

실제로 엘런은 지난주 G7 정상회의 참석 당시 인터뷰를 통해 바이든 행정부가 3월에 제출한 ‘Annual Budget Proposal’에는 재정적 책임이 있다고 생각되는 수준에서 이자비용을 부담하기 위해 예산에 많은 적자 감축 방안을 포함시켰다고 언급한 바 있다.

이는 정부에서도 이자 지출에 대한 심각성을 인지하고 있다는 의미로 해석된다. 결국 순이자 비용을 감소시키려면 평균 금리 하락이 동반되어야 하며 정책금리 인하의 명분으로 작용할 수 있다. 물론 엘런 발언이 당장 금리 하락을 주도하지는 않겠지만 금리 상승압력을 완화시키기 위한 정책당국의 의지임에는 분명하다.

도표 1. 부채 비율은 코로나 이후 최고치

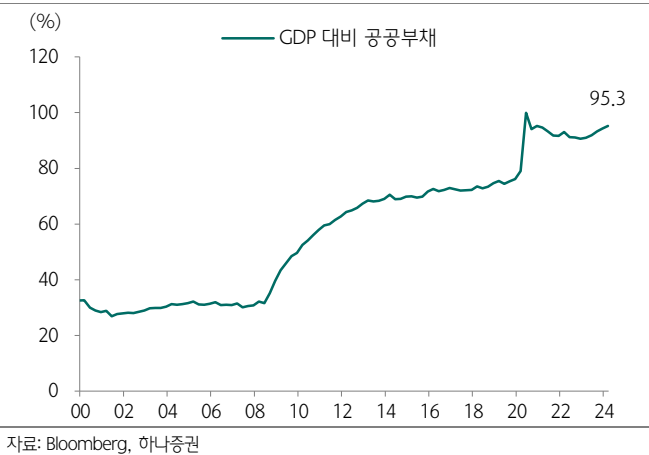


도표 2. GDP 대비 재정적자도 -5.7%로 높은 수준

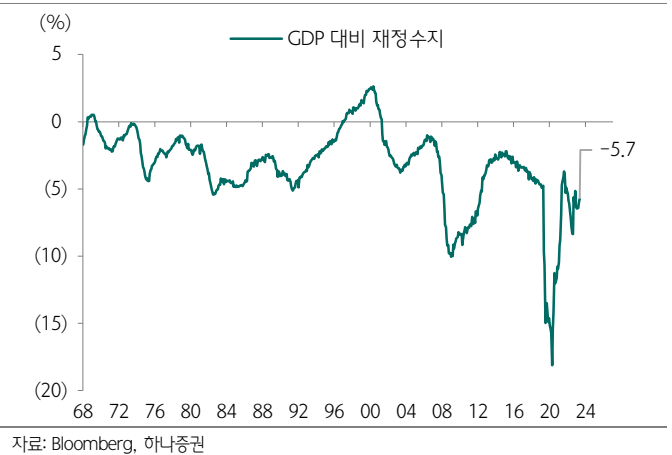


도표 3. 특히 GDP 대비 순이자 비율이 급격하게 확대될 가능성



도표 4. 부채의 평균 금리 상승이 순이자 비용 확대를 견인 중

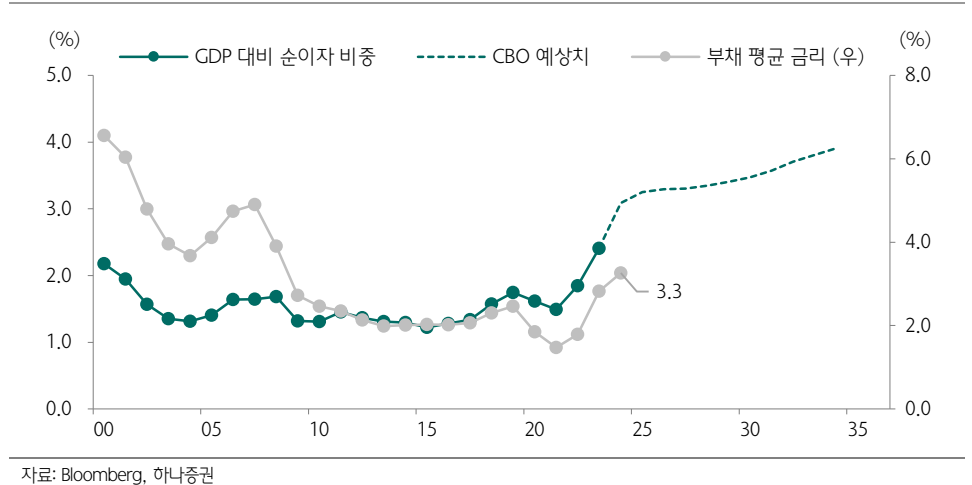


도표 5. 다만, 물가까지 감안하면 아직까지는 허용할 수 있는 수준

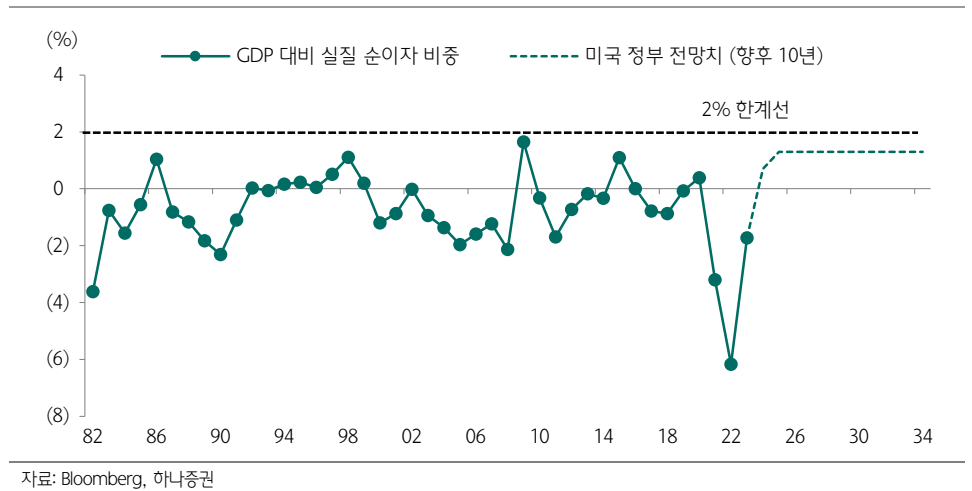


도표 6. 그럼에도 정부 세출 항목 중 순이자 비용 순위는 3위까지 상승

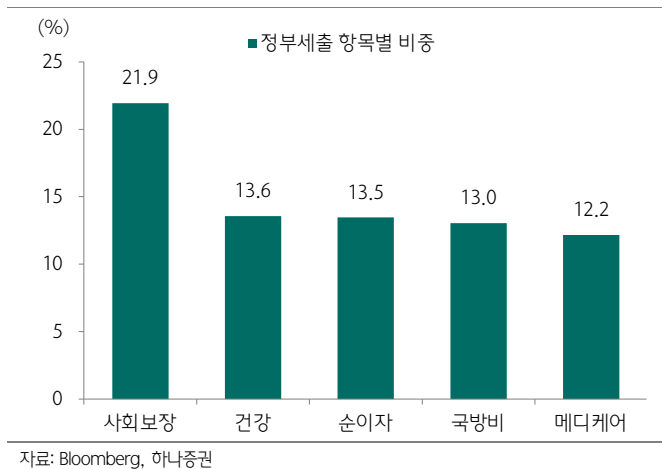


도표 7. 반면, 소득세와 법인세가 정부 세입의 대부분을 차지

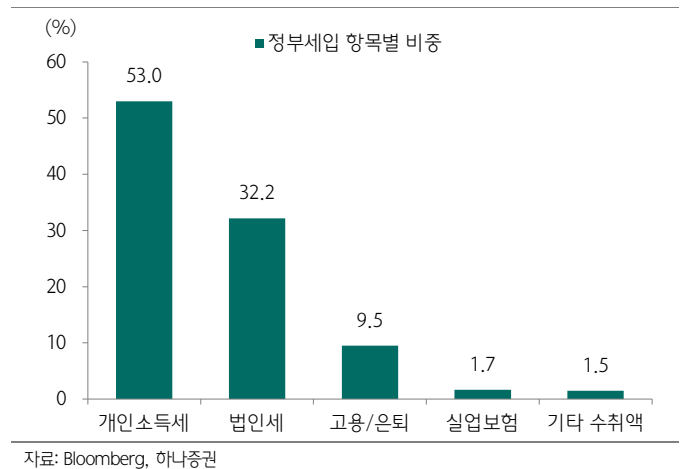


도표 8. 정부 세출 상위 5개 항목 중 순이자 항목만 작년 대비 상승

