



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

The Bond Weekly

다시 비정상, 미국 신용등급 강등

미국 신용등급 강등으로 미국 부채문제 더 심도 있게 봐야

미중 무역협상으로 '최악의 시나리오'에서 탈출한 미국 실물경제와 금융시장은 물가보다 경기둔화 우려 감소에 초점을 맞추며 위험 신호가 살아났다. 미국 증시는 해방의 날 이후 충격을 되돌리고, 연고점 수준을 넘보고 있다. 반면, 채권시장은 당장 예상을 하회한 물가지표에도 불구하고, 연준의 인하기대 후퇴 및 미국 정부의 확대재정 우려까지 더해져 4.5% 부근에 붙잡혀 있다.

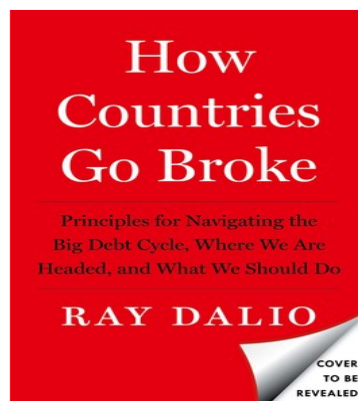
이 와중에 지난 주말 금융시장 종료 후 무디스의 미국 신용등급 강등이 전해졌다. 장중 4.3%대까지 바닥을 확인하던 미국채10년 금리는 4.5%까지 솟구쳤다가 4.48%로 마무리되었다. 줄어든 관세(tariff) 우려 이면에 감세(tax cut) 이슈가 부각되며, 미국채의 비정상 우려를 자극하고 있다.

국내 강력한 밀림 사자, 그래도 3분기까지 재정은 살피보자

미중 무역협상으로 글로벌 위험신호가 살아나고, 미국금리마저 오르면서 외국인 대규모 선물매도가 출회했음에도 국내 금리는 지난 주 증가보다 소폭 낮다. 국내 기관들이 4월부터 강했던 국내 채권시장에서 제대로 포지션하지 못했던 부분에서 국고3년 2.4%부근, 국고10년 2.7%대에서 적극적 '밀림 사자'를 실현 중이다.

당장 이달 금리인하에 연내 기준금리가 2.00%까지 낮춰질 것을 생각하면, 밀리면 사는 것이 맞다. 우리 역시 하반기 미국금리 안정 경로까지 감안하여 국내 역시 밀리면 매수라는 의견을 제시 중이다. 그렇지만 6월 대선 전후와 8월말 편성될 내년 예산 확인까지 국내 시장금리 적정수준에 대한 고민은 다시 깊어질 것이다.

레이 달리오의 걱정은 현실이 되는가? 미국 정부부채 문제로 신용등급 강등



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

미국 신용등급 강등으로 미국 부채문제 더 심도 있게 봐야

매주가 이벤트다. 지난 주 미중간 무역협상 타결은 미국 경제를 중심으로 안도 심리를 높였다. 단기적 위험선호 강화로 미국증시는 다시 전고점을 얼마 남기지 않는 수준으로 반등했고, 미국채10년 금리도 올랐다.

경기둔화 우려 감소 및 예산안 부담에 미국채10년 4.5% 상회

그렇지만 경기둔화 우려가 줄었다고 하나 인플레이 우려도 감소했음에도, 채권투자자들은 포지션을 급격하게 줄이면서 미국채10년 금리는 다시 4.5%를 넘어섰다. 현 연방금리 4.5% 상단을 감안해도 과도한 상승이다. 경기와 물가, 위험선호 이외에 미국 상원을 중심 향후 10년간 예산계획이 감세(TCJA)를 중심으로 5.8조달러나 차입이 증가할 수 있다는 법안이 통과된 것이다.

무디스의 미국 국가신용등급 강등

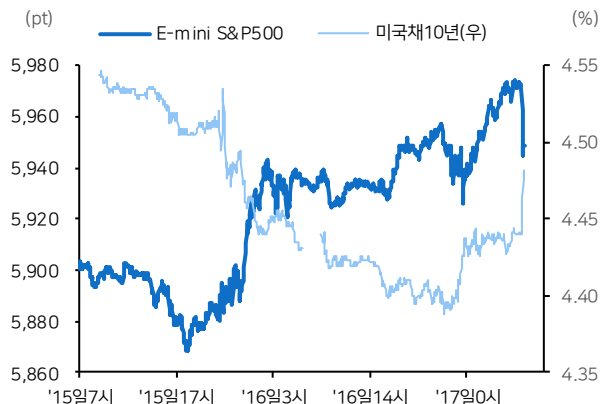
필자는 관세수입이 줄었으니 감세도 신중해야 한다는 입장이나 당장 의회를 통과한 중장기 예산안은 채권시장에 부담 요인으로 부상했다. 이를 근거로 지난 주말 장종료 직후 무디스는 미국의 신용등급을 Aa1, 즉 AA+로 1등급 낮추었다. 2011년 8월 2일 S&P의 신용등급 강등 이후 14년만이다.

그림1 16일 장종료 직후 무디스 미국 신용등급 Aaa(AAA)에서 Aa1(AA+)로 강등



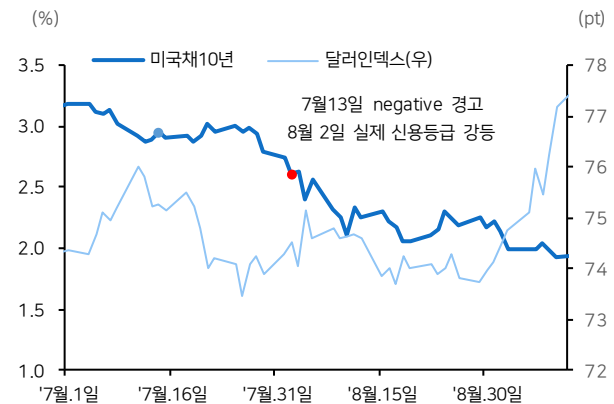
자료: Bloomberg News

그림2 장종료 후였으나 금리는 오르고, 주가 선물은 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2011년 S&P 등급 강등 당시의 금리 하락, 달러 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 정부부채 문제가 계속될 것
이라는 분석에 금리 불안정 초래

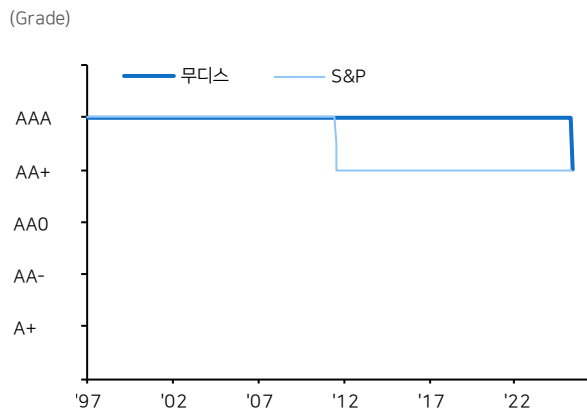
등급 강등의 핵심은 현재 GDP의 100%를 넘어선 순부채 규모에도 향후 예산편성이 재정적자 및 이자부담, 부채 증가가 심화될 것이라는 내용이 핵심이다<그림 1>. 장종료 이후라고 하나 금리는 막판 5bp 이상 급등했고, 주식 선물도 상승폭의 상당부분을 되돌렸다<그림 2>. 2011년 펀더멘탈에 의심이 없었던 당시와 달리<그림 3> 미국 정부부채가 30% 넘게 폭증한 지금 금리는 흔들리고 있다.

4월 중 미국채 안전자산 지위와 달러화 약세를 경험한 시장입장에서 미국의 신용등급 강등은 과거와 같은 미국 이슈임에도 미국채와 달러가 강세로 작용하는 아이러니(스마일 커브)가 '이번에는 다를 수 있다(실제 하버드 로고프 교수도 이를 지적 중)'는 위험으로 전이되고 있다.

과거 일본의 신용등급 강등 사례

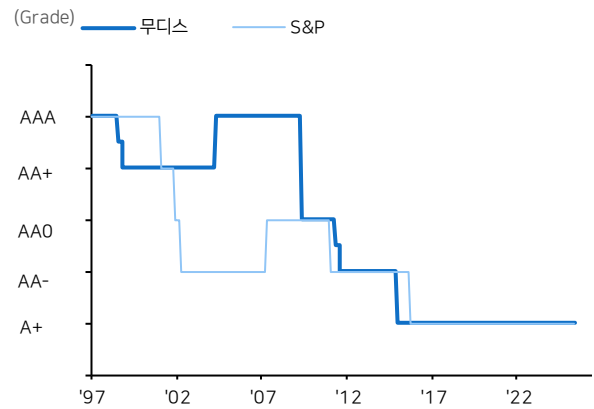
일본의 신용등급 강등 경로를 살펴보자. 정부부채 규모가 미국보다 많다고 하더라도 대외 순채권국 지위를 가지고 있고, 외국인 일본채 투자비중이 10% 초반으로 미국보다 부담이 크지 않다<그림 6>. 이를 기반으로 펜데믹 이후 일본 CDS는 미국보다 안정적이며, 미국은 2011년보다 지금이 더 높다<그림 7>.

그림4 미국 신용등급 AA+ 등급으로 하향



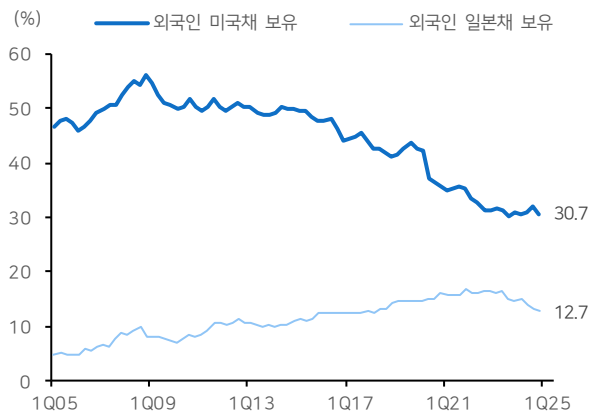
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본의 신용등급 강등의 역사처럼 될까?



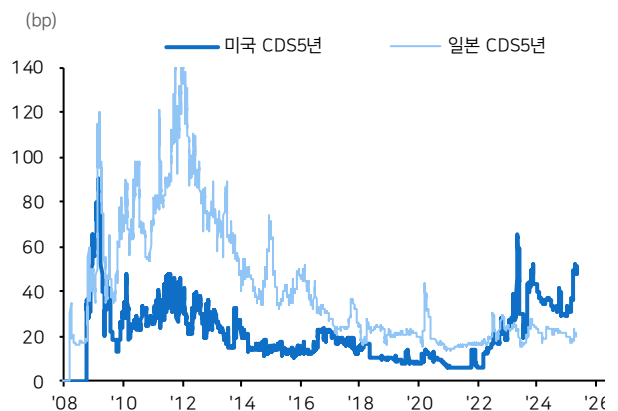
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국채 외국인 비중 줄었다고 해도 1/3 넘어서



자료: UST, 일본 내각부, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본보다 미국의 CDS가 높아지는 이유를 주목해야



자료: Datastream, 메리츠증권 리서치센터

미국 자산 신뢰성에 타격을 주는
동시에 재정운용 조정 필요성 부각

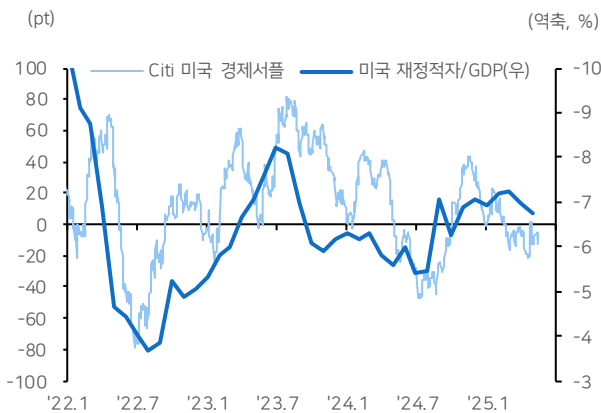
S&P와 피치가 이미 미국 등급을 AA+로 낮추었지만, 글로벌 신평사중 무게감이 큰 무디스의 등급 하향조정은 미국 정부와 의회에 미치는 시사점이 클 것이다. 당장 미국금리가 반등하고 일부 미국 자산들의 신뢰성에 타격에 관심이 클 수 있다. 핵심은 트럼프 행정부의 무리한 확대재정을 컨트롤해야 한다는 인식이다.

우리가 팔로업해 왔지만, 2022년 하반기 이후 바이든 행정부가 고물가 시절 연준의 긴축기 경기안정을 위해 무리한 확대재정 기조를 유지해 왔다<그림 8>. 덕분에 2023년과 2024년 미국의 성장률은 2% 후반대 주식시장은 20%대 상승세를 기록했다. 그렇지만 그 중간중간 미국채10년 금리가 5%를 향해 치솟는 과정에서 확대재정의 브레이크를 잡아야 할 필요성이 커졌다<그림 9>.

금리 내려가지 못하고 있기 때문
에 부채규모라도 통제해야

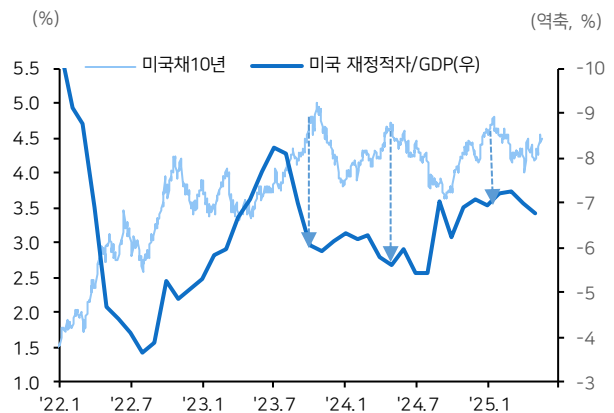
트럼프 당선 이후에도 미국의 재정적자는 소폭이나마 축소되며 6%대 진입했고, 1분기 미국 성장률 재정의 기여도는 -0.25%p를 기록했다. 현재 GDP의 4%가 넘는 이자부담액<그림 10>을 고려할 때 '이자부담=부채규모*금리'라는 점에서 금리가 하락하지 못하면 부채규모를 통제해야 한다.

그림8 2022년 하반기 이후 경기안정성 재정으로 커버



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국채10년 솟구치면 재정적자 일부 축소 대응



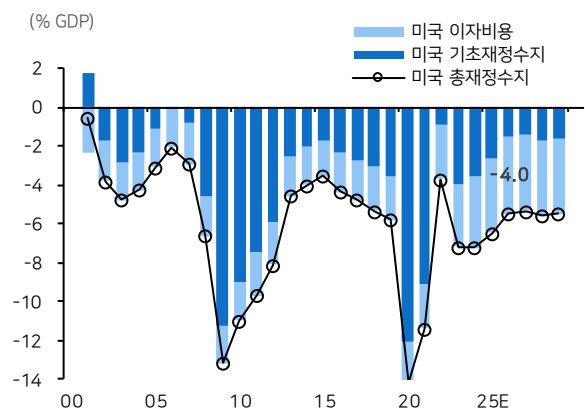
자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 늘어난 부채와 고금리로 미국채 이자부담액 급증



자료: UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 IMF 추정 이자부담 GDP 4% 내외 안정화 예상



자료: IMF Fiscal Monitor, 메리츠증권 리서치센터

IMF의 Fiscal Monitor에 따르면, 2025년 이후로 미국 재정적자는 GDP의 5%대로 낮추면서 이자비용을 제외한 기초재정수지는 1% 중반을 제시했다<그림 11>. 그래야 미국경제가 지속가능하게 건전한 부채관리를 할 수 있다고 보고 있다.

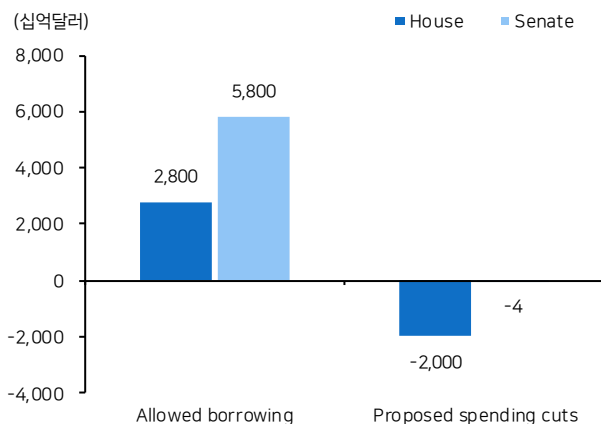
통과된 감세 법안대로라면 미국은 국가채무 소화하기 힘들어져

그러나 미국 상원은 하원의 균형 있는 감세와 지출 축소대비, 정부지출은 줄이지 않고 10년간 5.8조달러 규모의 감세는 허가함으로써 미국 재정신뢰성에 막대한 타격을 주었다<그림 12>. 이는 향후 10년간 IMF와 유사한 경로를 예측한 CBO의 GDP 120%대 정부부채대비 18%나 큰 138%, 2050년까지는 200%를 넘어서는 무리한 부채확대의 우려를 자극했다<그림 13>.

이자비용 등 만성적인 재정부담으로 이어질 가능성 존재

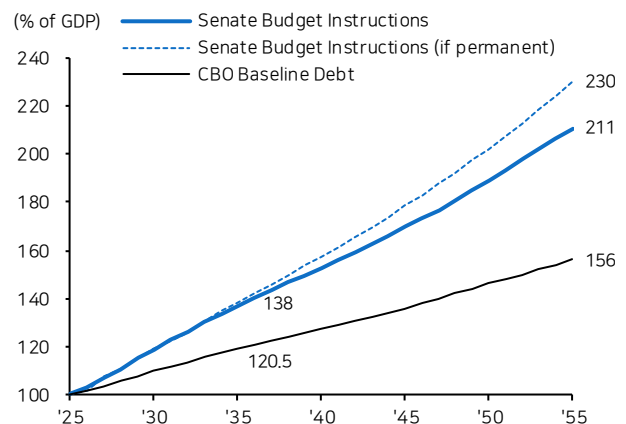
이는 연평균 5600억달러 현재 GDP의 2% 향후 GDP 평균을 감안해도 1% 중반 수준의 기초재정수지 적자를 누적적으로 늘리면서 미국의 재정적자가 향후 10년 내에 GDP -9%대까지 늘어날 것을 걱정하게 한다<그림 14>. 이는 현재 미국의 실효금리 4%대 중반을 가정하고 추정하면, GDP대비 이자비용이 10년내 6%를 넘어서는 만성적 재정부담을 야기할 공산이 크다<그림 15>.

그림12 미국 의회를 통과한 중장기 예산, 큰 폭 감세 우려



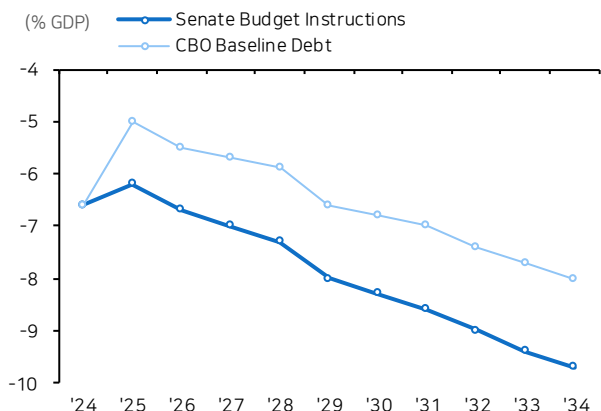
자료: CRFB, 'What's in the Senate's Concurrent FY 2025 Budget'

그림13 CBO 계획대비 미국 상원 계획대로 실시되면 재앙



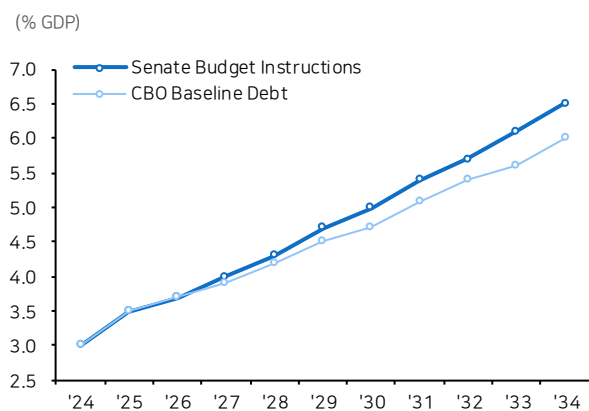
자료: CRFB, 'What's in the Senate's Concurrent FY 2025 Budget'

그림14 미국 재정적자는 GDP -7%대 이내로 들어올 수 없어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 기준 당사 추정)

그림15 미국 정부이자 부담 GDP의 6%대 이상 지속 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 기준 당사 추정)

미국 재정 균형 안 잡아간다면 미국채 안전자산 지위 위태

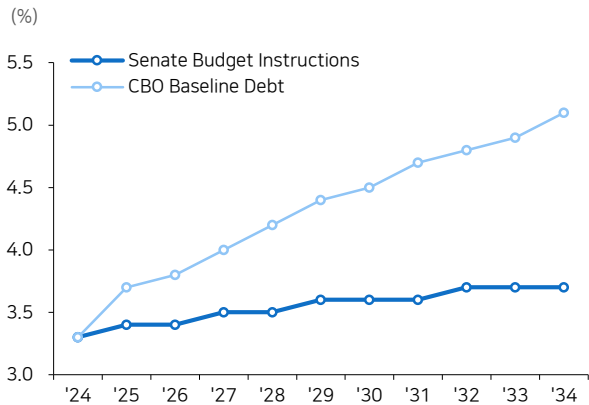
상기한 계획대로 미국 재정이 흘러간다면 미국채 금리는 기간 프리미엄이 확대되면서 진정한 안전자산의 지위를 잃을 수 있다. 그 의심이 심화되면 미국채 10년 금리는 이전부터 임계치인 5%를 넘어서 악순환이 반복될 위험에 처할 수 있다.

금리를 안정시키고 미국 재정지표 궤적 다시 점검해보는 경우

미국 정부이자부담을 줄이면서 재정수지를 안정시키기 위해서는 부채를 과도하게 늘리지 않든지 아니면 금리라도 낮추어야 한다. 경기충격반응을 기준 CRFB 추정대로 기초재정수지가 1% 중반 정도로 늘어나는 부담이 있어도 극단적 가정으로 미국 실효금리가 기존 가정인 4% 중반보다 낮은 3% 중반 정도(연방금리 3.0%까지 낮추면 가능) 낮추어 다시 재정건정성 지표를 점검해 보았다<그림 16>.

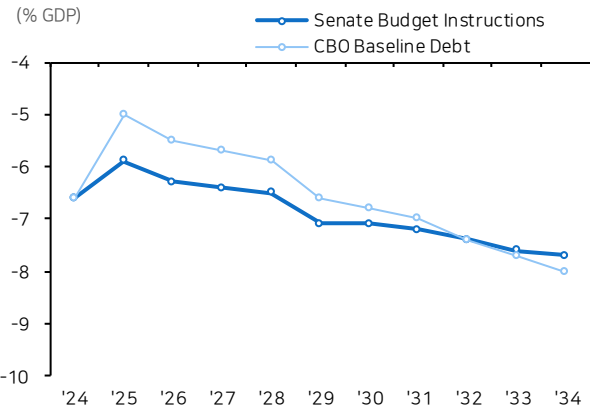
일부 감세를 통한 확대재정에 나서더라도 현재보다 미국금리가 100bp 이상 낮아질 경우 미국의 재정적자는 단기 증가하더라도 재정적자 증가 속도는 기존 CBO 예측보다 완만하게 늘어난다<그림 17>. 정부의 이자부담이 확실히 통제되면서 기존 CBO의 정부부채 증가 속도와 유사한 정도의 결과를 도출할 수 있다<그림 19>. 재정이 불안한데 금리가 안정된다는 모순에도 말이다.

그림16 일부 적자 허용해도 실효금리 3%대 안정만 시켜도..



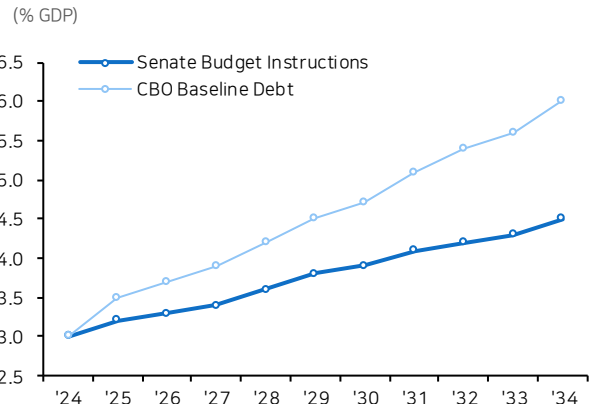
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 기준 금리안정 가정 시 추정)

그림17 재정적자 우려는 CBO 계획과 유사 경로



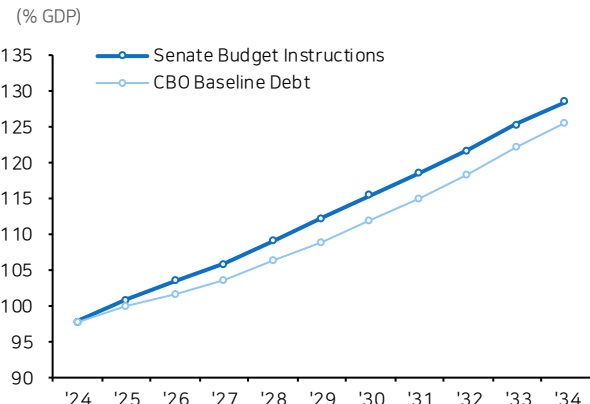
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 기준 금리안정 가정 시 추정)

그림18 미국 이자부담액 큰 폭 감소로 기초재정수지 여력



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 기준 금리안정 가정 시 추정)

그림19 트럼프 딜레마, 감세 하면서 금리 낮춰야 부채 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 기준 금리안정 가정 시 추정)

성장과 금리 최적일 경우 우려한
미국 정부부채 비율 안정화 가능

블룸버그 이코노믹스는 현재 트럼프 정부의 재정정책 관련 향후 10년뒤 GDP의 126% 정도 증가를 위한 가이드선을 제시했다<그림 20>. 여기서 재미있는 것은 미국 성장률 3% + 실효금리가 3% 정도로 안정적 흐름을 유지할 경우 정부부채가 GDP 100%까지 묶어둘 수 있다고 추정했다는 점이다.

국가부채 통제하려는 조치 부재하
다면 신용등급 강등 연쇄적일 것

이러한 내용을 종합하면 트럼프가 파월의장에게 왜이리 금리인하를 종용하는지 이해가 된다. 그러나 감세를 위한 관세수입은 무역협상으로 줄고, 금리인하까지 계획대로 되지 않는다면 부채 증가를 통제해야 한다. 그렇지 않으면 지난 주말 무디스의 신용등급 강등은 일회성이 아닌 그리고 다른 신평사까지 움직일 수 있다.

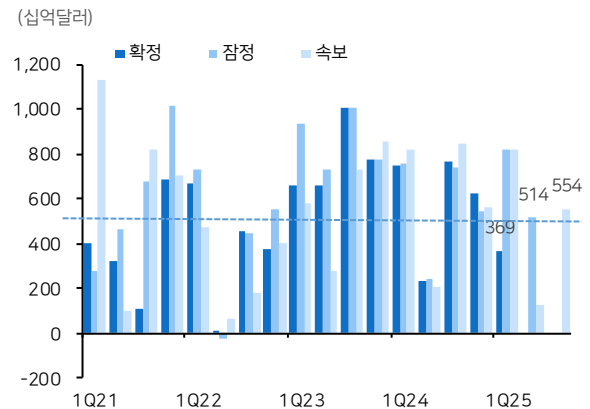
당장 올해 3분기까지 미국채 발행계획상으로는 미국채 공급이 급증하지는 않는다<그림 21>. 향후 통화정책 완화 여부를 잘 조율하면서 미국채 금리를 통제하지 않을 경우 미국 자산의 안정성 자체를 훼손할 위험이 있다. 관세협상으로 올해 침체 우려를 덜어냈다면, 무리한 감세 부분도 조정이 필요하다<그림 22, 23>. 필자가 나이브한 것일 수 있으나 경고가 뜨면, 주의를 해야하는 것은 상식이다.

그림20 블룸버그 추정, 재정건전화 조건 금리 3%대 유지

	GDP Growth Rate (2025-2034)	Fiscal Deficit (2025-2034)	10 Year Rates (2025-2034)	Debt (% GDP) in 2034
January 2025 Baseline	1.8	-7.3	4.8	132
Latest (May 2025) Baseline	1.7	-6.6	4.9	126
Bessent Ideal Scenario	3	-4.9	3	100

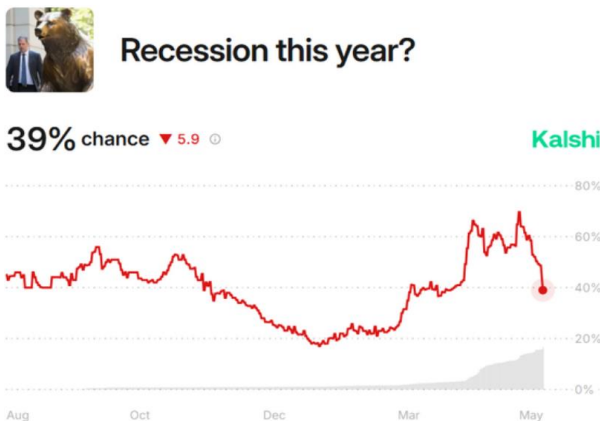
자료: Bloomberg Economics 추정

그림21 3분기까지 QRA 기준 미국채 급증 우려는 통제 중



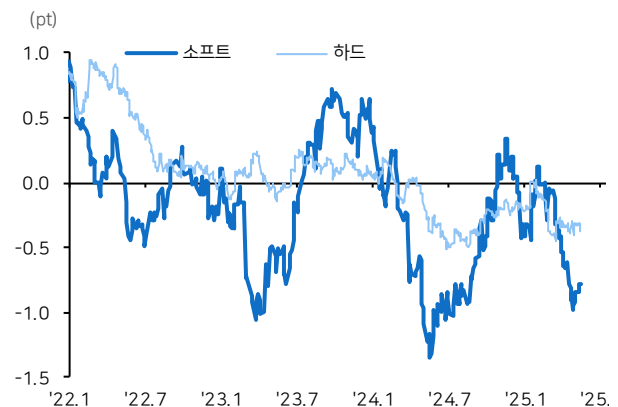
자료: UST QRA, 메리츠증권 리서치센터

그림22 관세협상으로 침체 우려 줄었다면, 감세도 신중해야



자료: Kalshi

그림23 향후 위축된 심리지표 개선대비 실물 소폭 둔화 예상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가지표 무난하게 소화해 나가는 중

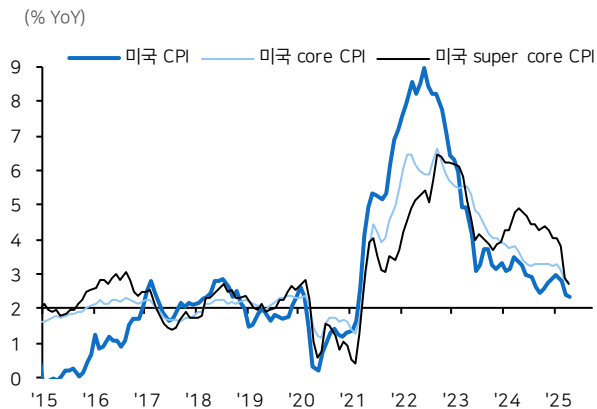
신용등급 강등까지 미국채 투자에 난이도를 높인 상황에서 물가관련 지난 주 지표들은 QRA와 마찬가지로 당장은 부담이 크지 않다는 것을 확인시켜주었다<그림 24, 25>. 4월 CPI와 PPI는 공히 예상치를 하회했는데, CPI는 헤드라인 2.3%에 근원 2.8%, 슈퍼코어도 2.7%대이다. 관세부과 충격이 일부라도 유입되었을 것을 걱정했던 PPI는 전월대비 -0.5%로 예상인 0.2%를 큰 폭으로 하회했다.

관세 이슈가 물가의 추세를 바꿔 놓을 정도는 아닐 것으로 추측

관세부과 부담이 가장 큰 재화물가는 분기연율화 마이너스를 기록, 향후 수요위축 및 정책에 대한 불확실성이 반영되었다<그림 26>. 서비스물가 모멘텀도 둔화세로 돌아서면서 미국 물가의 추세가 바뀔 정도의 환경은 아닌 것으로 추정된다. 4월까지의 파월의 걱정보다 월러의 일시적 요인이 우세할 공산이 커졌다.

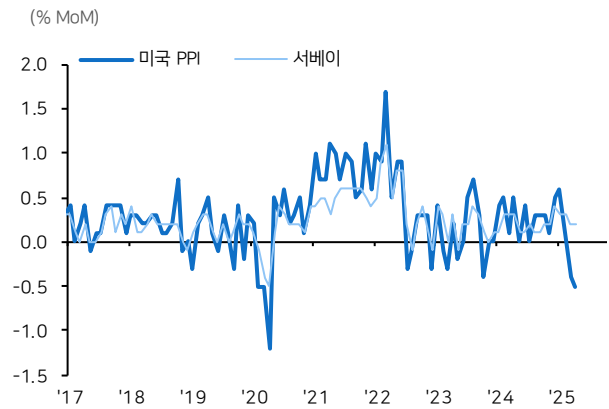
미국 물가의 몸통인 주거비의 경우 mom 0.3%대로 반등했지만, 올해 평균 0.2%대 상승으로 연율화 3%를 넘지 않아 미국 물가가 안정되는 경로를 지지하고 있다<그림 27>. 미국 주택가격 상승세가 고물가와 고금리 장기화로 정점을 그리고 있어 월세하락을 쫓아 안정될 것으로 보인다.

그림24 4월까지 예상보다 안정적 물가, 슈퍼코어도 2.7%대



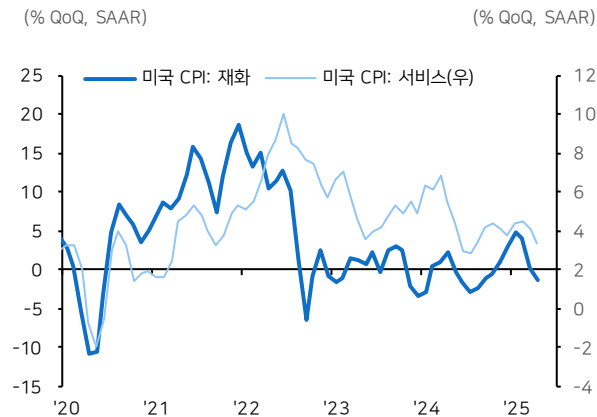
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림25 관세충격 아직 전이되지 않았다고 해도 PPI 낮아



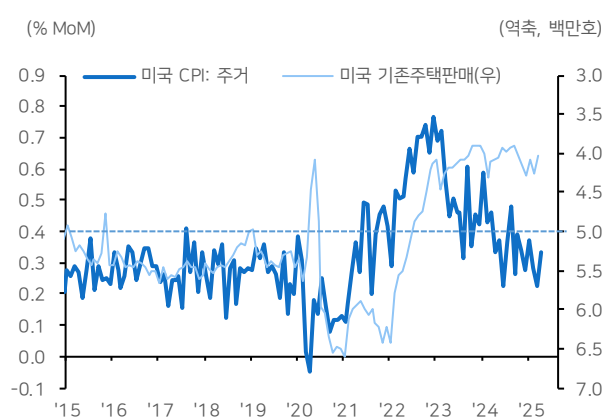
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림26 물가모멘텀 우려한 재화중심으로 오히려 낮게 유지



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림27 주거비는 월간 0.2~0.3% 내 안정 흐름 지속



자료: US BLS, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가상승률이 3%를 초과해
급등할 가능성은 낮아지는 분위기

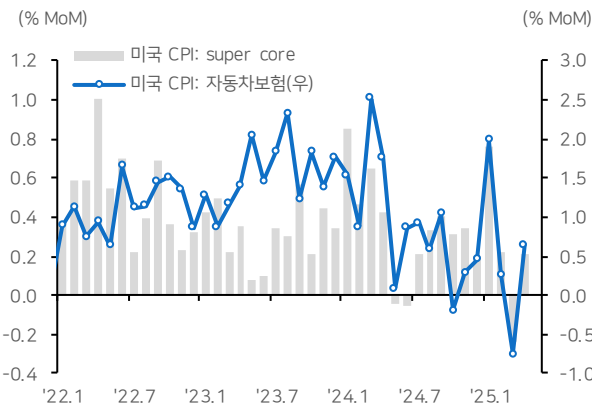
보편관세 10% 부과에 따른 물가상승이 일부 불가피하겠으나 슈퍼코어 물가 안정을 보면 서비스업 중심으로 물가상승 주도력은 아주 높지 않은 것으로 추정된다<그림 28>. 예상보다 올해 미국물가가 오르는 것은 맞지만, 최근 컨센서스가 헤드라인 CPI 3.2%에 근원 PCE도 3%까지 오를 수 있다는 우려는 덜어낸 것이다.

유가 안정에도 가솔린 가격은 4월까지 생각보다 높게 유지돼 에너지 가격모넨텀이 그렇게 둔화되지 않았음에도 4월 재화물가가 낮았다는 것은 의미가 있다. 1분기 급증한 수입이 일부 물품들의 재고를 높이면서, 관세부과의 충격을 흡수할 버퍼가 존재한다. 관세협상이 90일 유예된 것이지 끝난 것은 아니라고 하나 미국 신용등급까지 타격 받은 상황에서 확전은 무리다.

서베이 물가우려는 무역협상 결과
반영될 경우 완화 될 것으로 예상

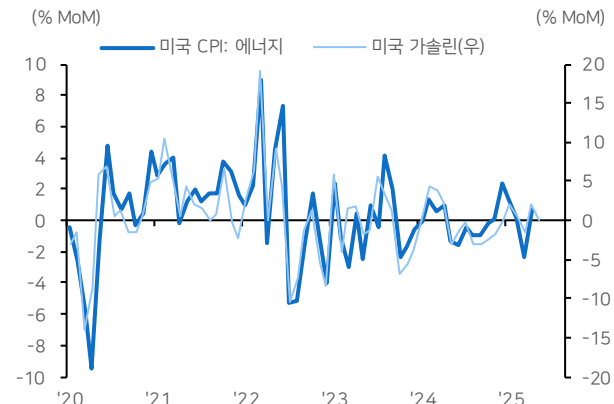
지난 주말 5월 미시간대 소비심리상 기대인플레이는 4월보다 더 솟구쳐 오일쇼크 이후 최고치를 경신하였는데, 이는 무역협상 결과가 채 반영되지 않은 속보치 결과로 보고 있다<그림 30>. 말일에 잠정치가 발표되면 서베이 물가우려는 일부 완화될 것이다. 실제 BEI가 이를 선제적으로 반영하고 있다<그림 31>.

그림28 10% 보편관세 감안해도 물가추세 전환 우려 과도



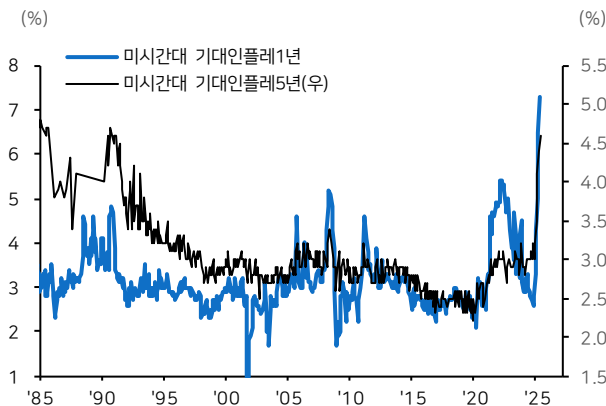
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림29 에너지 가격중심 안정 흐름 지속되면, 선방할 것



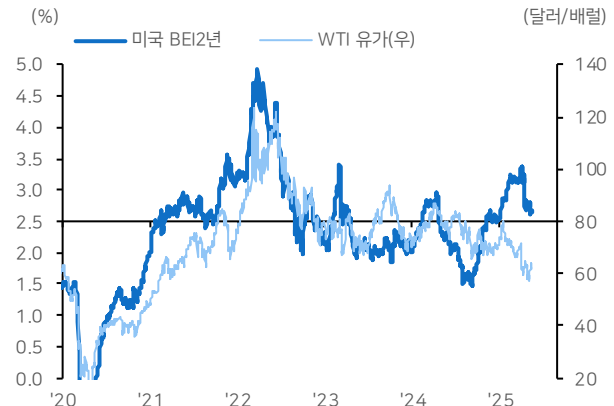
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 아직 서베이 기대인플레, 협상 반영 안되어 급등



자료: UMICH, 메리츠증권 리서치센터

그림31 시장 기대인플레는 생각보다 균형을 찾고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 부채문제와 인플레이션 공히 당장은 미국채에 악재가 아니다. 향후 늘어날 수 있는 미국채 공급증대와 오를 수 있는 물가에 대한 우려이다. 이를 기반으로 연준의 금리인하 역시 불과 1주전까지만 해도 올해 3차례 인하를 반영하던 것에서 이제 2차례 정도로 축소된 상황이다.

연준 인하 기대치 어떻게 달라질지 예단하기 힘들 정도로 변동성 커

올해 2월 중 1월 CPI 결과가 높게 나왔을 때만 해도 1번 인하도 쉽지 않을 것이라고 했다. 3월 중 경기둔화를 반영하며, 2차례 이상 인하기대를 반영하다가 4월 중에는 연내 100bp 이상 인하를 기대했었다. 이제 5월 들어와 관세협상으로 2차례로 줄었다고 하나 다음달은 어떻게 바뀔지 모른다. 심리지표 위축에 후행적으로 이번 주 소매판매같이 실물지표가 둔화되면 인하기대가 살아날 수 있다.

미국채10년 4% 중반 이상 매수영역 의견 유지

많은 악재 속 1분기 이내인 7월 FOMC까지 연준이 금리를 낮춰줄 수 있을까 의심이 미국채10년 금리를 4.5% 부근에 잡아두고 있다<그림 33>. 우리는 트럼프 행정부가 이번 신용등급 강등으로 많은 정책의 신중론을 높일 것으로 보고 있다. 미국이 망하지 않는다면, 미국채10년 4% 중반 위는 매수영역이다.

그림32 연내 인하기대 2차례로 축소, 달러도 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 1분기 1차례 인하 확신 부족, 미국채10년 현 레벨



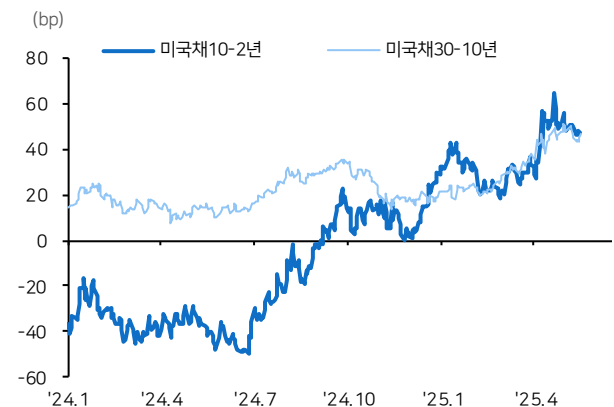
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 그래도 미국채 안전자산 지위 자체는 아직 의심 아님



자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

그림35 미국채 신뢰성 타격, 기간 프리미엄 반영 커브 스텝



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 강력한 밀림 사자, 그래도 3분기까지 재정은 살펴보자

미국금리가 향후 장기적인 재정악화와 중기적 인플레이에 대한 우려로 고공행진을 이어가는 것에 비해 국내 채권시장의 강세 기조는 쉽사리 꺾이지 않고 있다.

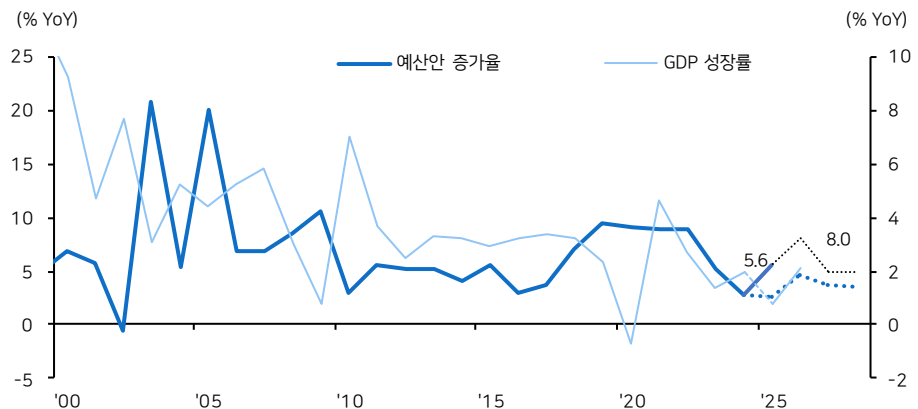
국내 채권시장, 대외금리 연동에
밀리는 듯했으나 사자 대거 유입

5월 7일 주간 추경합의로 초장기 발행물량이 늘었다는 소식에 금리가 일부 레벨 업을 했고, 지난 주 미국금리 상승과정에서 외국인 대규모 선물매도로 장중 국고3년 2.40%와 국고10년 2.70% 중반을 트라이했는데, 밀림 사자가 국내 기관을 중심으로 강하게 유입되면서, 16일 종가는 9일보다 국고3년은 1.5bp 낮은 2.315%, 국고10년 0.2bp 하락한 2.67%를 기록했다.

기준금리 2.00% 기대 고려하면
국고10년 2.80% 넘기기 어려워

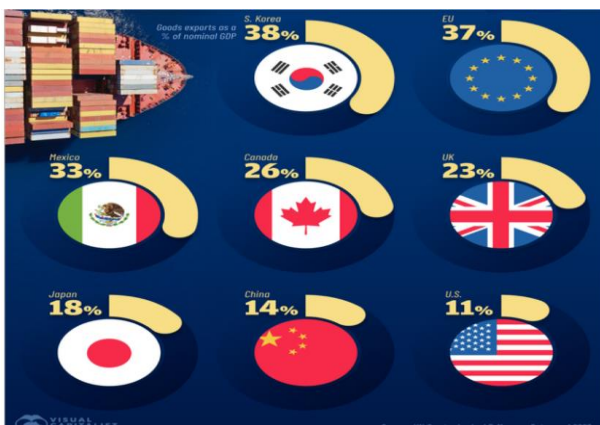
무역전쟁이 잠시 휴전에 들어갔다고 해도 아직 끝난 것이 아닌데다 국내 어려운 경제여건을 감안하면 올해 기준금리가 2.00%까지 낮춰질 것이라는 기대도 유효하다. 아무리 하반기 추경이 부담이라고 하나 기준금리 2.00% 감안 시 국고3년 2.40%에 10년은 40bp 스프레드 인정해도 2.80%를 넘기기 쉽지 않다는 인식이 지배적이다. 우리 역시 밀림 사자는 입장은 같다.

그림36 올해 하반기 추경규모 예상보다 적을 수 있으나 8월말 확인될 내년 예산 주목해야



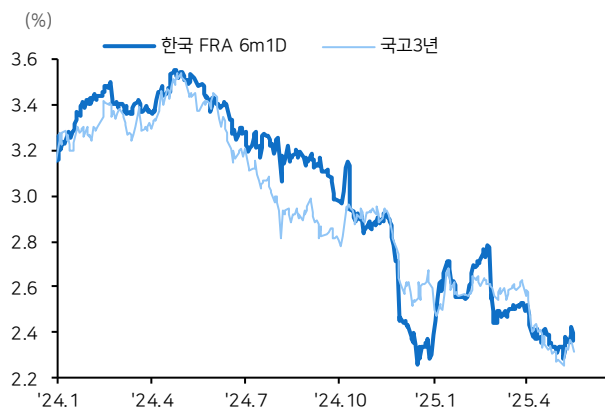
자료: 기획재정부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터(올해 예산 5.6% 추경 30조원 가정)

그림37 주요국 경제에서 교역 차지하는 비중, 한국 가장 커



자료: Visual Economics

그림38 6개월 내 2차례 인하기대 이상 반영 중인 국고3년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하반기 추경 어렵게 되더라도
내년 예산 고려해야 한다는 생각

다만, 한가지 우리가 강조하는 부분은 하반기 추경이 20조원 현실화가 어렵다고 하더라도 8월말까지 확정될 내년 예산이 늘어나는 부담까지 고려해야 한다는 것이다. 팬데믹 이전까지 연평균 예산증가는 5~6% 수준이었다. 올해 하반기 우리는 민주당이 주장하는 20조원 이상 추경은 연내 현실화가 어렵다는 점에서 8월부터 조달이 필요하다면 10조원 내외로 규모가 줄 가능성을 높게 보고 있다.

향후 5개월동안 월평균 2조원
정도 채권 공급부담 추가 예상

이 자체는 연내 수급부담을 높이지 않는다는 점에서 호재일 수 있으나 현재 9.5조원 적자국채 증가는 6월부터 월평균 1.2조원 이상의 공급부담을 늘렸다. 여기에 빨라도 8월부터 추가될 10조원 내외 추경이 적자국채로 조달된다면 5개월 동안 나누어 월평균 2조원의 추가 부담이 유입된다.

예산증가속도 빨라진다면 적자국
채 규모도 동시에 커질 수 있어

문제는 내년이다. 팬데믹때 9~10% 정도 예산증가속도가 현정부 들어와 3%대로 급격히 줄었다. 올해 성장률이 팬데믹에 준할 정도로 낮춰진다면 내년 예산은 올해보다 8% 정도 늘어도 어쩔 수 없다는 평가가 나올 것이다. 금액으로 60조원에 가까운 재원이 세수증가가 없다면 국채 발행을 통해 조달할 공산이 커진다.

재정정책 영향 계속해서
점검할 필요

이번 주 KDI가 제시한 올해 0%대 성장률(0.8%)을 한은 또한 인정한다면 기준금리는 2.00%까지 낮춰질 수 있다. 이를 기반으로 적정 가치를 고려해 시장 대응을 이어가야 한다. 그러나 우리는 8월말까지는 국내 재정정책의 영향을 좀 더 점검해야 할 필요성이 있다는 주장 또한 이어가고 있다.

진정한 밀립 사자는 1)국내 재정정책의 두 고비(추경과 내년 예산), 2)하반기 미국의 통화정책 완화 강도를 확인하면서 의미가 있겠다.

주간 이벤트 및 평가(5월 19일 주간)

— 주요 지표 휴지기인 월 후반, 미국 채권시장은 신용등급 강등 소식 소화할 것으로 보여지는 가운데 하원 재정 법안 주목. 국내는 대통령 선거 판세 정도가 관심

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	이전치	코멘트
5월 19일	중국	중국 4월 실물지표	★★	—	전반적인 경기 모멘텀은 1Q보다는 약화 (소비) 이구환신 정책으로 내구재 소비 양호, (생산) 관세 영향으로 둔화, (부동산) 바닥 타진
5월 19일	한국	한미 관세조치 관련 협의(2차)	★★	—	금주동안 제2차 한미 기술협약의 예정. 관세 합의 소식은 충분히 확인되어 우호적인 흐름이 반전되지 않는 이상 영향 제한적일 것
5월 20일	중국	5월 대출우대금리 (LPR 1Y/5Y)	★★★★	3.10%/3.60%	지난 7일 역레포 금리를 10bp 인하했으며, LPR 금리 역시 연내 첫 인하를 단행할 것으로 보여짐
5월 20일	호주	RBA 금리결정	★★★★	4.10%	그동안 추가 인하 가능성 일축해왔으며 최근 고용 및 임금 데이터가 강하게 나왔음에도 불구하고 시장 컨센서스는 대다수 인하를 예상
5월 21일	한국	1~20일 수출입 현황	★★	-5.2% YoY	보편관세의 충격만 존재한다고 하더라도, 협상이 마무리되는 7월 초순 전까지 교역실적은 부진할 가능성이 크다는 판단
5월 22일	미국	5월 S&P 제조업지수(속보)	★★	50.2	시장 컨센서스는 완만한 위축 예상(49.9). 집계 기간중 미중 무역합의 포함되었기 때문에 관세 불안 정점 이후 미국 기업환경 유의미한 변화 나타났는지 점검
5월 22일	유로존	유로존 5월 종합 PMI	★	50.1	유럽은 관세 익스포저 높아 제조업지수는 전월치(48.7)보다 소폭 하락 예상. 서비스업지수는 기준선에 수렴할 것(4월 49.7)
5월 23일	미국	윌리엄스 뉴욕 연은 총재 발언 대기	★★	—	뉴욕 연준 행사에서 기조연설 예정. 연준 위원들의 발언 및 평가 중 인플레이션에 대한 경계감 진정되는 내용 포함될 경우 금리 상승 압력을 완화 기대
5월 23일	미국	4월 신규주택매매	★	7.4% MoM	4월 심리지표 약화 및 모기지 금리 상승 등 고금리 부담 유입으로 신규 주택 판매 속도는 둔화됐을 공산 커
5월 23일	일본	일본 4월 CPI	★★	3.6% YoY	도쿄 4월 CPI(신선식품 제외)의 상승세 가속화(3월 2.4→4월 3.4) 되었기에, 전국 물가압력 확대 시사. 향후 인플레이션 둔화 지연 예상

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

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.