

채권 브리프

27년 국고채 순증 시나리오 분석

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

- 반도체·AI 사이클에 따른 기업이익 개선은 27년 법인세수 증가로 연결. 소득세·부가세 개선까지 더해질 경우 세입 여건은 크게 개선될 것
- 27년 국고채 순증 발행의 기본 시나리오는 75~90조원. 26년 대비 공급 부담은 일부 완화되지만, 시장이 기대하는 60조원 이하 급감 시나리오는 어려울 전망
- 27년 만기 도래 약 110조원을 감안하면 총발행 부담은 쉽게 줄지 않을 수 있음. 순증 75~90조원 가정 시 총발행은 대략 185~200조원 수준
- '초과세수'보다 '추가세수'라는 표현 변화도 중요. 세수 서프라이즈는 단기적으로 공급 축소 기대를 만들 수 있지만, 추가세수가 지출로 흡수될 경우 장기금리 하방은 제한

세수 서프라이즈가 국채 공급 축소로 직결될 것인가

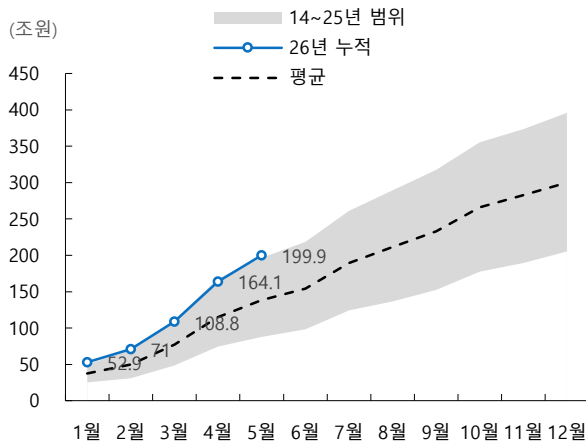
27년 국고채 시장의 핵심 변수는 통화정책보다 재정정책이 될 가능성이 높다. 최근 반도체 업황 회복과 AI 투자 확대를 배경으로 삼성전자와 SK하이닉스를 비롯한 주요 기업의 실적 전망이 빠르게 상향되고 있다. 법인세는 전년도 사업연도 실적을 기준으로 다음 해 신고·납부되는 구조인 만큼, 2026년 기업이익 증가는 2027년 법인세수 개선으로 이어질 가능성이 높다. 여기에 고용과 임금 개선에 따른 소득세, 소비 회복에 따른 부가가치세 증가까지 더해질 경우 27년 정부 세입 여건은 최근 몇 년과 비교해 상당 폭 개선될 가능성이 있다.

실제로 정부 재정통계를 보면 26년 5월까지 누적 법인세수는 46.6조원을 기록했다. 이는 대부분 25사업연도 기업 실적을 반영한 결과다. 같은 구조를 적용하면 26년 기업이익 개선은 27년 법인세수 증가로 연결될 가능성이 높으며, 이는 27년 예산 편성과 국고채 발행 규모를 결정하는 핵심 변수로 작용할 전망이다. 이러한 배경에서 채권시장에서는 세수 증가 → 관리재정수지 개선 → 국고채 순발행 축소라는 논리가 빠르게 확산되고 있다. 특히 코로나19 이후 100조원 안팎까지 확대된 국고채 순발행이 다시 평시 수준으로 복귀할 수 있다는 기대도 일부 형성되고 있다. 그러나 이러한 해석은 세입 증가와 국채 발행 간의 관계를 지나치게 단순화한 접근일 가능성이 있다.

국고채 순발행은 세수 증가 자체보다 정부의 재정 운용 방식에 의해 결정된다. 세입이 증가하면 정부는 이를 적자 축소에 사용할 수도 있지만, 동시에 총지출을 확대하는 재원으로 활용할 수도 있다. 특히 우리나라는 법적으로 관리재정수지나 통합재정수지를 일정 수준 이하로 반드시 유지해야 하는 강제적인 재정준칙이 시행되고 있지 않다. 결국 추가 세수를 재정건전성 회복에 사용할지, 성장산업 투자와 복지 확대 등 새로운 재정지출에 사용할지는 정책적 판단의 영역이다. 과거 재정운용도 이러한 특성을 보여준다. 정부 총지출은 17년 400.5조원에서 26년 727.9조원으로 약 82% 증가했다. 코로나19라는 특수 요인을 제외하더라도 산업정책, 복지, 국방, 지방재정 확대 등 구조적인 지출 수요가 지속되면서 총지출 규모는 경제 규모와 함께 꾸준히 확대되는 모습을 나타냈다. 세입 기반이 확대될수록 총지출 역시 함께 증가하는 구조가 반복되어 온 것이다. 더욱이 27년은 기존과 정책 환경도 다르다. AI 인프라 구축, 첨단산업 지원, 전력망 확충, 반도체 생태계 투자, 국방비 확대, 저출산 대응 등 중장기 재정사업이 동시에 추진될 가능성이 높다. 세수가 예상보다 크게 증가하더라도 상당 부분이 새로운 정책사업으로 재배분될 가능성을 배제하기 어렵다.

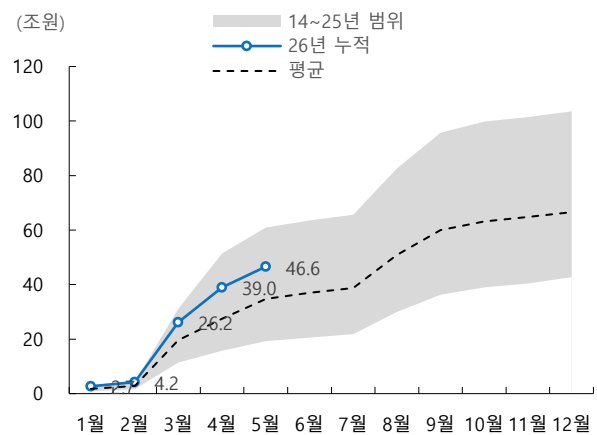
따라서 27년 국고채 시장에서 확인해야 할 핵심 변수는 법인세가 얼마나 증가하는가가 아니라, 증가한 세수를 정부가 적자 축소와 지출 확대 사이에서 어떻게 배분하는가이다. 세수 증가가 확인되더라도 국고채 순발행이 시장 기대처럼 급격하게 감소하기보다, 확대된 재정 수요를 반영하며 완만하게 감소하거나 현재와 유사한 수준을 유지할 가능성도 함께 고려할 필요가 있다. 이는 향후 국고채 공급 전망뿐 아니라 장기금리와 기간프리미엄을 판단하는 데 있어서도 중요한 전제가 될 것으로 판단한다.

그림1. 총국세 누적추이: 누적 199.9조원, 진도율 48.1%



자료: 재정경제부, iM증권 리서치본부

그림2. 법인세 누적추이: 누적 46.6조원, 진도율 46%



자료: 재정경제부, iM증권 리서치본부

27년 예산안 시나리오: 800조원 시대가 현실화될 것인가

27년 예산안은 최근 수년간 이어진 건전재정 기조와 세수 개선 가능성, 그리고 AI 중심의 성장산업 육성이라는 세 가지 요인이 동시에 반영되는 첫 번째 예산안이 될 가능성이 높다. 특히 26년 기업 실적 개선에 따른 법인세 증가가 현실화될 경우 정부의 재정 여력은 최근 몇 년보다 크게 개선될 전망이다. 그러나 이러한 세수 개선이 재정지출 확대를 제약하기보다 오히려 새로운 재정사업의 재원으로 활용될 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다. 26년 총지출은 약 727.9조원으로 편성되었다. 이를 기준으로 27년 예산 증가율을 5~10% 수준으로 가정하면 총지출은 764~801조원 수준까지 확대된다. 특히 증가율이 10% 내외를 기록할 경우 정부 총지출은 사상 처음으로 800조원을 넘어서는 구조가 된다. 중요한 점은 800조원이라는 숫자 자체보다 총지출 증가율의 성격이다. 과거에는 경기부양이나 위기 대응이 재정 확대의 주된 배경이었다면, 27년에는 구조적인 성장투자가 재정 확대를 견인할 가능성이 높다. AI 인프라 구축, 첨단산업 지원, 반도체 경쟁력 강화, 전력망 확충, 국방력 강화, 저출산 대응 등은 단기간에 종료되는 사업이 아니라 중장기적으로 지속적인 재정 투입이 필요한 분야다. 즉, 세수가 증가할수록 이러한 정책의 집행 규모 역시 함께 확대될 가능성이 높다.

여기에 정치·경제적 환경도 확장재정을 지지하는 요인이다. AI 패권 경쟁 심화와 글로벌 공급망 재편 속에서 정부의 산업정책 역할은 과거보다 확대되고 있으며, 인구구조 변화에 따른 복지지출 증가와 국방비 확대 역시 피하기 어려운 구조적 과제다. 따라서 27년에는 세입 증가에도 불구하고 총지출 증가율이 최근 평균을 상회할 가능성을 배제하기 어렵다. 채권시장에서는 법인세 증가에 따른 세수 개선을 근거로 국고채 공급 감소를 기대하는 시각이 존재한다. 그러나 총지출 증가율이 예상보다 높게 결정될 경우 세수 증가 효과는 상당 부분 상쇄될 수 있다. 예를 들어 세수가 30조원 증가하더라도 총지출을 30조원 이상 확대하면 관리재정수지 개선 폭은 제한될 수밖에 없다. 결국 국고채 순발행 규모는 세수 증가보다 총지출 증가율이 얼마나 높게 설정되는지에 더 큰 영향을 받을 가능성이 높다. 당사는 27년 총지출이 780~800조원 수준으로 확대될 가능성을 기본 시나리오로 판단한다. 이는 정부가 세수 증가분의 상당 부분을 적자 축소보다 성장산업 투자와 구조적 재정수요에 배분할 것이라는 가정을 반영한 것이다. 따라서 27년 예산안의 핵심은 '800조원 예산 달성 여부'가 아니라 '세수 증가에도 총지출 확대 기조가 유지될 것인가'이며, 이는 이후 관리재정수지와 국고채 순발행 규모를 결정하는 가장 중요한 변수로 작용할 것으로 판단한다.

표1. 27년 예산안 시나리오: 10% 예산증가율 적용시 총예산 800조원 상회 가능

시나리오	총지출 증가율	2027년 총지출	의미
건전재정형	5%	약 764조원	세수 증가분 일부를 적자 축소에 사용
기본 확장형	8%	약 786조원	2026년 확장 기조 연장
강한 확장형	10%	약 801조원	800조원 예산 진입, 성장투자·복지 동시 확대

자료: IM 증권 리서치본부

표2. 세입 시나리오: 법인세 증가가 중심축

시나리오	세입 환경	주요 가정
보수적	완만한 세수 개선	반도체 이익 증가 일부 반영, 소비 회복 제한
기본	뚜렷한 세수 개선	법인세 증가 + 소득세·부가세 동반 개선
낙관적	세수 서프라이즈	반도체 슈퍼사이클, 임금·소비 회복, 초과세수 발생

자료: IM 증권 리서치본부

표3. 관리재정수지 시나리오: 26년 관리재정수지 계획은 -107.8조원. 27년에는 세수증가로 적자 폭이 줄어들 수 있으나, 지출 확대 강도에 따라 개선 폭 달라질 수 있음. 가장 현실적인 경로는 B 또는 C에 가까움. 세수 증가분이 모두 적자 축소에 사용되기보다는, 성장산업 투자와 구조적 지출 수요로 상당 부분 흡수될 가능성 높은 편

시나리오	총지출	세수 활용 방식	관리재정수지 전망
A. 세수 환원형	760조원대	세수 증가분 상당 부분을 적자 축소에 사용	-70~-80조원
B. 균형 확장형	780조원대	세수 증가분을 적자 축소와 지출 확대에 절반씩 배분	-85~-100조원
C. 적극 재정형	800조원 이상	세수 증가분 대부분을 성장투자·복지에 재투입	-100~-115조원

자료: IM 증권 리서치본부

27년 국고채 순증 발행 시나리오: 공급 감소보다 감소 폭이 중요하다

당사는 순증 발행이 감소하는 방향성에는 동의하지만, 감소 폭은 시장 기대보다 제한적일 가능성이 높다고 판단한다. 핵심 이유는 세입 증가가 곧바로 국채 발행 축소로 연결되는 구조가 아니기 때문이다. 핵심 이유는 코로나19 이후 우리나라 재정 운용 체계 자체가 과거와 다른 국면에 진입했기 때문이다. 실제 국고채 순증 발행은 코로나19를 기점으로 구조적인 변화를 나타냈다. 10~19년 연평균 국고채 순증 발행 규모는 약 35조원이었다. 반면 20~26년 평균 순증 발행은 약 93조원으로 확대되며 과거 대비 약 2.7배 증가하였다. 단순한 경기 대응을 넘어 재정 규모 자체가 한 단계 상향되었음을 의미한다. 증가 속도 역시 차이가 뚜렷하다. 10~19년 국고채 순증 발행 증가율은 연평균 약 10% 수준이었지만, 20~26년에는 평균 30% 내외를 기록하였다. 이는 일시적인 적자 확대가 아니라 정부의 재정 운용 규모 자체가 구조적으로 확대되었음을 보여주는 지표이다. 즉 과거에는 경기 대응 중심의 재정이었다면 최근에는 AI 산업 육성, 반도체 지원, 전력망 구축, 국방비 확대, 저출산 대응 등 구조적인 정책 수요가 총지출 증가를 견인하고 있다. 즉 세수가 증가하더라도 이를 적자 축소보다 새로운 정책사업에 재투입하는 구조가 점차 강화되고 있다.

27년에도 이러한 흐름이 이어질 가능성이 높다. 법인세와 소득세 증가로 세입 기반은 개선되겠지만 정부는 확대된 재정 여력을 성장산업 투자와 구조개혁 재원으로 활용할 유인이 크다. 따라서 관리재정수지는 일부 개선되더라도 코로나 이전 수준으로 빠르게 복귀하기는 쉽지 않을 것으로 판단한다. 여기에 27년 국고채 만기 도래 규모가 약 110조원에 달한다는 점도 고려할 필요가 있다. 국고채 총발행 규모는 순증 발행뿐 아니라 차환 발행 규모의 영향을 동시에 받는다. 순증 발행이 감소하더라도 대규모 만기 상환에 따른 차환 발행은 지속되기 때문에 총발행 규모 감소 폭은 순증 발행 감소보다 훨씬 제한적일 가능성이 높다. 이는 발행 부담이 과거 평균 수준으로 빠르게 정상화되기 어려운 또 다른 이유이다. 당사의 기본 시나리오는 순증 발행 75~90조원이다. 이는 26년 대비 공급 부담이 일부 완화되는 수준이지만, 코로나 이전 평균인 35조원으로 복귀하는 수준의 정상화와는 상당한 거리가 있다. 오히려 현재의 재정 운용 체계에서는 60조원 이하의 순증 발행은 세수 서프라이즈뿐 아니라 강력한 지출 통제까지 동시에

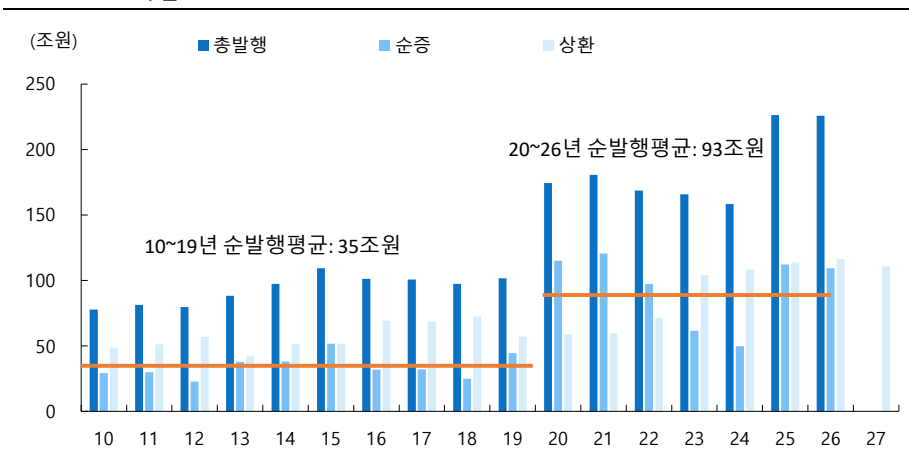
이루어져야 가능한 시나리오로 판단한다. 채권시장도 공급 감소 자체보다 공급 감소 폭이 시장 기대를 충족할 수 있는지를 확인하는 과정이 될 가능성이 높다. 만약 27년 예산안에서 총지출이 780~800조원 수준으로 확대된다면 세수 증가에 따른 공급 축소 효과는 상당 부분 상쇄될 수 있다. 결국 27년 국고채 시장의 핵심 변수는 법인세 증가가 아니라 정부가 늘어난 세수를 적자 축소와 재정 확대 사이에서 어떻게 배분할 것인가이며, 이는 장기금리와 기간프리미엄의 방향을 결정하는 가장 중요한 변수로 작용할 것으로 판단한다.

표3. 27년 국고채 발행 시나리오

시나리오	예산 규모	순증 발행	총발행(만기 110조 반영)
건전재정	760조원대	60~70조원	170~180조원
기본	780~790조원	75~90조원	185~200조원
확장재정	800조원 이상	90~105조원	200~215조원

자료: iM 증권 리서치본부

그림3. 2010년 이후 국고채 총발행, 순발행, 만기상환 추이: 순발행 기준 10~19년 평균 35조원에서 20~26년 평균 93조원으로 크게 확대. 20년 이후 연간 순발행 증가율은 평균 30% 수준



자료: 재정경제부, iM증권 리서치본부

주: 27년 상환금액은 26년 7월 7일 적용일 기준

추가세수라는 표현의 변화가 의미하는 것

참고로 최근 정부의 재정정책에서 주목할 변화는 '초과세수'보다 '추가세수'라는 표현을 사용하기 시작했다는 점이다. 과거 초과세수는 예산 편성 당시 예상보다 세입이 더 걷힌다는 의미로 사용되었으며, 시장에서는 이를 관리재정수지 개선이나 국채 발행 축소와 연결해 해석하는 경우가 많았다. 반면 최근 정부는 늘어난 세입을 '추가세수'로 표현하면서, 이를 단순히 재정건전성 회복이나 국가채무 감축에 활용하기보다 새로운 성장재원으로 활용하겠다는 정책 방향을 함께 제시하고 있다. 즉 추가세수는 적자를 줄이기 위한 재원이 아니라, 새로운 정책을 추진할 수 있는 재정 여력으로 인식하는 접근에 가깝다. 실제로 최근 정부가 제시한 정책을 보면 추가 재원은 AI 산업 육성, 첨단산업 투자, 전략산업 지원기금 조성, 국부펀드 성격의 투자기구 검토, 정책금융 확대 등 미래 성장동력 확보를 위한 투자 재원으로 활용하는 방향이 강조되고 있다. 이는 증가한 세입을 기존 부채 상환보다 국가의 성장잠재력을 높이는 투자에 우선 배분하겠다는 정책 기조로 해석할 수 있다.

채권시장 관점에서는 이러한 변화가 중요한 의미를 가진다. 앞서 언급한 것처럼 세수 증가는 정부의 재정 여력을 확대하지만, 국채 공급을 반드시 축소시키는 것은 아닐 것이다. 증가한 세입을 재정건전성 회복보다 미래 성장투자 재원으로 적극 활용하겠다는 정책 기조의 변화를 시사한다. 따라서 27년 법인세를 중심으로 세입이 예상보다 크게 증가하더라도, 그 증가분이 모두 관리재정수지 개선과 국고채 순증 발행 축소로 이어질 것이라고 단정하기는 어렵다. 오히려 추가세수의 상당 부분이 기금 확충과 전략산업 투자 등으로 흡수될 경우 국고채 순증 발행은 시장 기대보다 높은 수준을 유지할 가능성을 함께 고려할 필요가 있다.

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.