

## 사상 최저금리에서의 한은의 선택

Fixed Income 김지만  
02) 3787-2385  
jm@hmcib.com

### 경기우려에 따른 금리인하 기대 지속

10월 금통위 당일 한국은행이 수정경제전망을 발표한다. 기존 7월의 올해, 성장률과 물가상승률 전망치는 각각 2.8%, 0.9%였으나 성장률은 2.5~2.6%, 물가상승률은 0.8%로 하향조정될 것으로 예상된다. 전망치 하향 조정이 예상되는 만큼 국내경기에 대한 우려와 금리인하 기대는 지속될 전망이다.

### 다만, 금리인하 시점으로 10월은 빨라 보여

당사는 추가 금리인하 가능성을 예상하고 있긴 하지만 10월을 포함한 연내는 아닐 것으로 예상하고 있다. 1) 환율, 2) 자본유출 우려, 두 가지 측면 때문이다. 원화는 지난 6월 이후 달러, 위안, 엔에 대해서 약세를 나타내고 있다. 환율 여건을 반영하여 외국인의 채권잔고도 6월 이후 감소 중이다. 외국인 유출 측면에서 2013년 테이퍼 탠트럼(taper tantrum) 시기와 유사하게 전개될 가능성에 대해서 경계심이 높으며, 현재는 금통위원들조차 금리인하에 대한 시급성을 느끼고 있지 않은 것으로 보인다. 지난 7월부터는 금통위원들간 금리인하 소수의견도 나오지 않고 있다.

### 수급여건: 공급감소, 보험사와 기금수요는 우호적

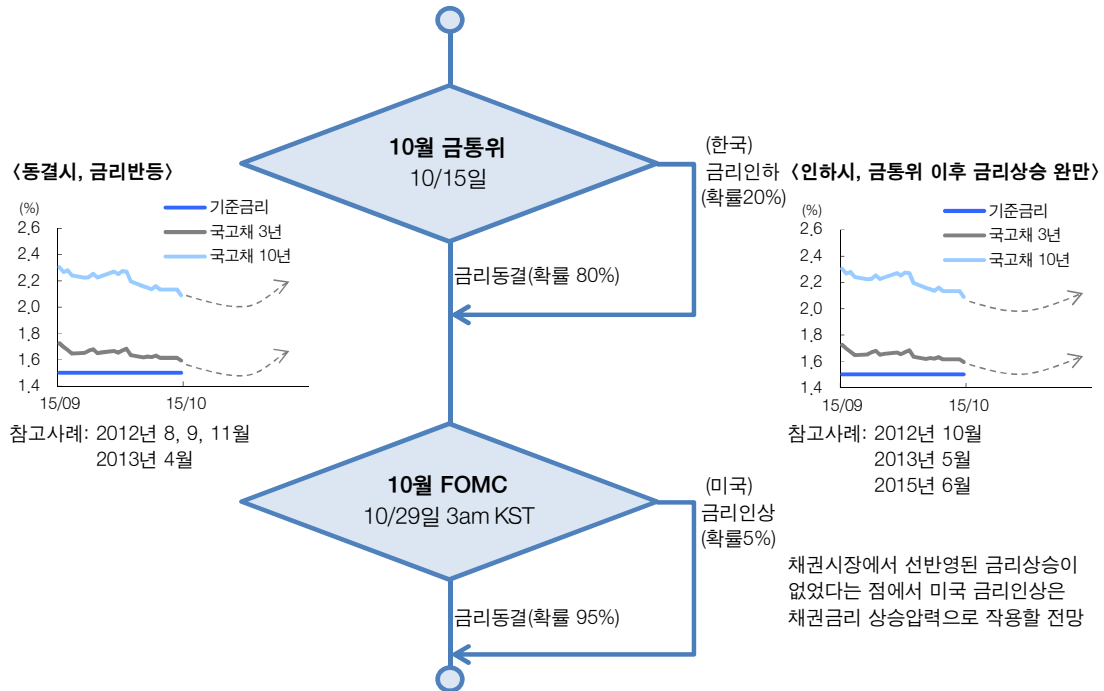
10월을 포함해 연말까지 국채 발행량이 부담으로 작용하지는 않을 전망이다. 추경에 따른 발행량 증가에도 불구하고 그동안 비경쟁물량이 원활하게 이어지면서 연간 계획물량 소화가 빠르게 이어지고 있기 때문이다. 이를 반영해 10월 국고채 발행 계획물량은 10년 이하 구간에서 다소 감소하였다(3년 및 10년물 500억원 감소, 5년물 1,000억원 감소). 크레딧물의 경우에도 회사채시장 경색을 반영해 9월대비 발행규모가 감소할 전망이다.

수요측면에서는 자산운용사와 외국인의 수요는 약화되었지만 9월 FOMC에서 미국 금리인상이 지연된 이후 장기채 매수 기관인 보험사와 기금을 중심으로 대기 수요가 유입 중이다. 이는 장기물에 우호적이다.

### 결론: 기준금리는 동결, 금리는 낮은 수준을 유지

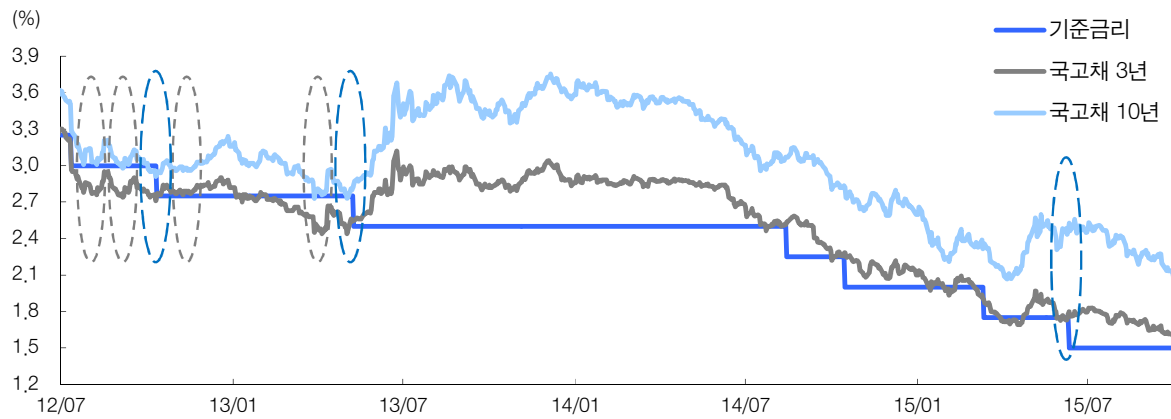
10월 중 금리인하에 대한 기대는 9월대비 높을 것으로 예상된다. 다만 당사는 10월에도 기준금리는 동결될 것으로 예상하며, 금통위 이후의 금리궤적은 다소 상승하는 경로를 예상하고 있다. 이와 관련해 2012년 하반기의 사례를 참고할 수 있다. 당해 8월, 9월, 10월, 11월에는 경기에 대한 우려가 높아 금통위 이전에는 강세를 나타내다가 금통위 확인 이후 채권금리는 다소 반등하는 흐름이었다. 특히 2012년 10월의 경우에는 금리인하가 단행되었음에도 채권금리는 새로운 저점을 향하지 않았으며 연말까지는 채권금리가 점진적으로 상승하는 움직임을 보였다(당시 주요금리는 2012년 10월 금통위 직전일 연중 최저치 기록). 우리는 이 같은 2012년 10월의 사례를 참고할 필요가 있다고 판단한다. 10월 중 국고채 3년, 5년, 10년 예상범위는 각각 1.50~1.70%, 1.65~1.90%, 2.00~2.25% 수준으로 예상된다.

〈그림1〉 10월 통화정책 시나리오 그림



자료: HMC투자증권

〈그림2〉 2012.70 이후 기준금리 및 채권금리 추이



주: 회색 원은 금리인하 기대에도 불구하고 금리가 동결되면서 채권금리가 일시 반등한 사례

파란색 원은 금리인하 단행에도 불구하고 채권금리가 반등한 사례(마지막 금리인하 또는 추가적인 정책 지연에 대한 예상 반영)

자료: BOK, KOFA, HMC투자증권

### 경기우려에 따른 금리인하 기대 지속

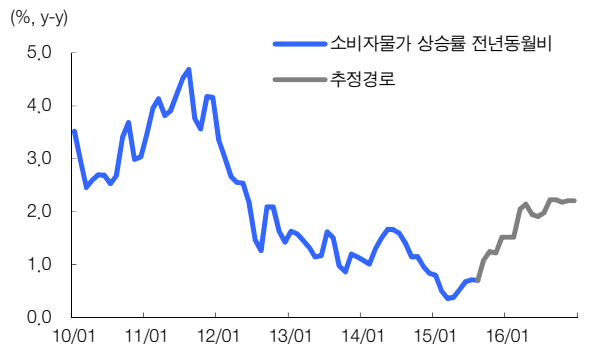
10월 금통위 당일 한국은행이 수정경제전망을 발표한다. 기존 7월의 올해, 성장률과 물가상승률 전망치는 각각 2.8%, 0.9%였으나 성장률은 2.5~2.6%, 물가상승률은 0.8%로 하향조정될 것으로 예상된다. 전망치 하향 조정이 예상되는 만큼 국내경기에 대한 우려와 금리인하 기대는 지속될 전망이다.

〈그림3〉 경제성장률 하향조정 예상 2.8% ⇒ 2.5~2.6%

| Q1 2015 | Q2 2015 | Q3 2015 | Q4 2015 | 2015(연간) |
|---------|---------|---------|---------|----------|
| 0.8     | 0.3     | 0.6     | 1.0     | 2.5      |
| 0.8     | 0.3     | 0.7     | 1.0     | 2.5      |
| 0.8     | 0.3     | 0.8     | 0.8     | 2.5      |
| 0.8     | 0.3     | 0.8     | 1.0     | 2.6      |
| 0.8     | 0.3     | 0.8     | 1.2     | 2.6      |
| 0.8     | 0.3     | 0.9     | 1.0     | 2.6      |
| 0.8     | 0.3     | 1.0     | 1.0     | 2.7      |
| 0.8     | 0.3     | 1.1     | 1.0     | 2.7      |

주: 분기별 수치는 전분기비, 단위: %  
자료: HMC투자증권 추정

〈그림4〉 물가 상승률 하향 조정 예상 0.9% ⇒ 0.8%



자료: 통계청, HMC투자증권 추정

### 다만, 금리인하 시점으로 10월은 빨라 보여

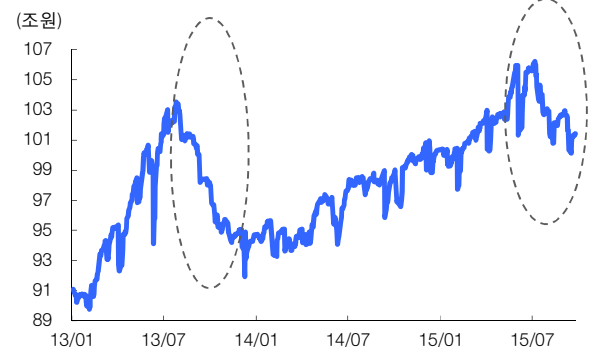
당사는 추가 금리인하 가능성을 예상하고 있긴 하지만 10월을 포함한 연내는 아닐 것으로 예상하고 있다. 1) 환율, 2) 자본유출 우려, 두 가지 측면 때문이다. 원화는 지난 6월 이후 달러, 위안, 엔에 대해서 약세를 나타내고 있다. 환율 여건을 반영하여 외국인의 채권잔고도 6월 이후 감소 중이다. 외국인 유출 측면에서 2013년 테이퍼 탠트럼(taper tantrum) 시기와 유사하게 전개될 가능성에 대해서 경계심이 높으며, 현재는 금통위원들조차 금리인하에 대한 시급성을 느끼고 있지 않은 것으로 보인다. 지난 7월부터는 금통위원들간 금리인하 소수의견도 나오지 않고 있다.

〈그림5〉 달러-엔-위안 대비 원화 흐름



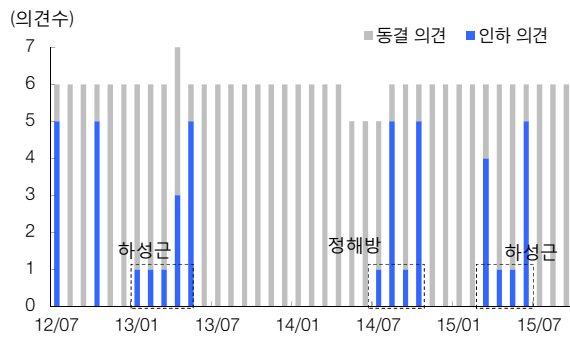
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림6〉 외국인의 채권잔고 추이



자료: 금감원, HMC투자증권

〈그림7〉 하성근 위원이 나서야 금리인하



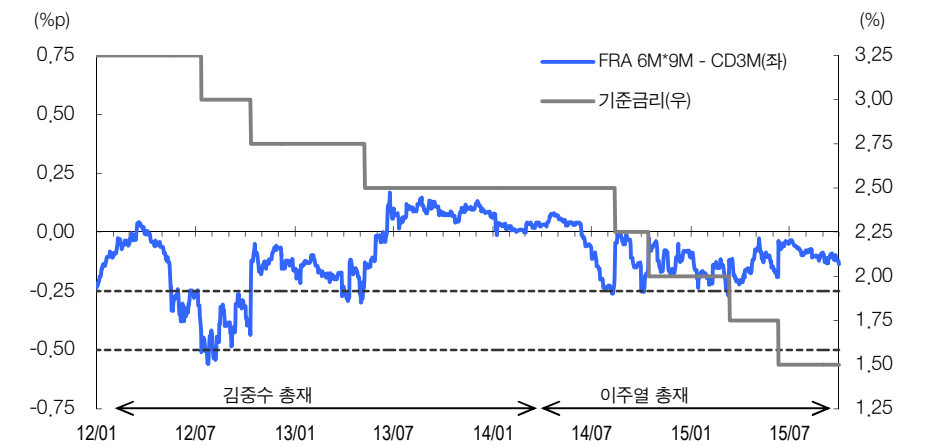
자료: HMC투자증권

〈그림8〉 위원별 성향

| 위원   | 하성근                 | 정해방         | 정순원     | 함준호     | 문우식   |
|------|---------------------|-------------|---------|---------|-------|
| 추천기관 |                     |             |         |         |       |
| 추천기관 | 금융위원회               | 기획재정부       | 대한상공회의소 | 전국은행연합회 | 한국은행  |
| 소수의견 | 7(인하)               | 4(인하3, 동결1) | 1(인하)   | 없음      | 5(동결) |
| 성향   | ← Dove ————— Hawk → |             |         |         |       |

자료: HMC투자증권

〈그림9〉 선도금리계약에 나타나는 금리인하 기대: 지난 금리인하 시점과 비교해 보자



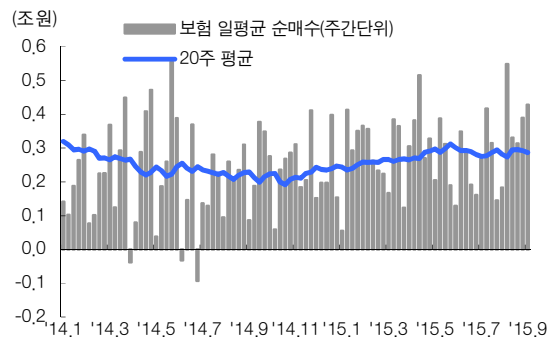
자료: Bloomberg, HMC투자증권

### 수급여건: 공급감소, 보험사와 기금수요는 우호적

10월을 포함해 연말까지 국채 발행량이 부담으로 작용하지는 않을 전망이다. 추경에 따른 발행량 증가에도 불구하고 그동안 비경쟁물량이 원활하게 이어지면서 연간 계획물량 소화가 빠르게 이어지고 있기 때문이다. 이를 반영해 10월 국고채 발행 계획물량은 10년 이하 구간에서 다소 감소하였다(3년 및 10년물 500억원 감소, 5년물 1,000억원 감소). 크레딧물의 경우에도 회사채시장 경색을 반영해 9월대비 발행규모가 감소할 전망이다.

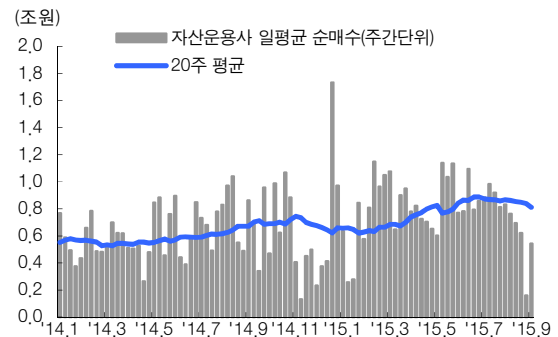
수요측면에서는 자산운용사와 외국인의 수요는 약화되었지만 9월 FOMC에서 미국 금리인상이 지연된 이후 장기채 매수 기관인 보험사와 기금을 중심으로 대기 수요가 유입 중이다. 이는 장기물에 우호적이다.

〈그림10〉 주체별 수급변화: 보험사



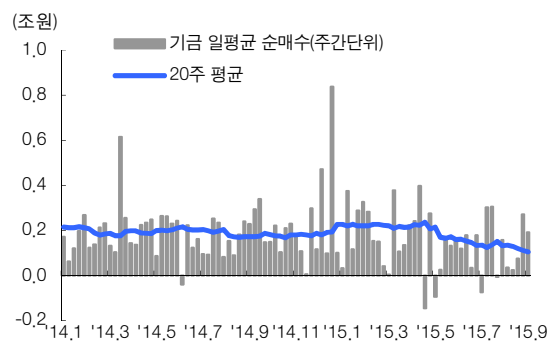
자료: 인포맥스, HMC투자증권

〈그림11〉 주체별 수급변화: 자산운용사



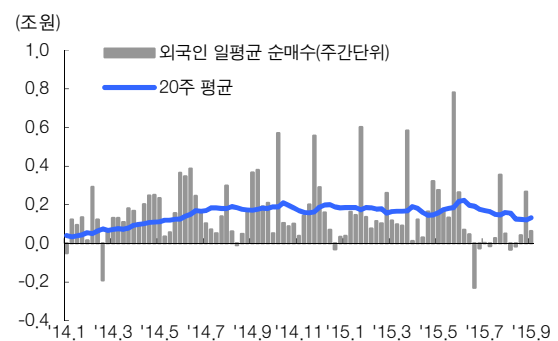
자료: 인포맥스, HMC투자증권

〈그림12〉 주체별 수급변화: 기금



자료: 인포맥스, HMC투자증권

〈그림13〉 주체별 수급변화: 외국인



자료: 인포맥스, HMC투자증권

**결론: 기준금리는 동결, 금리는 낮은 수준을 유지**

10월 중 금리인하에 대한 기대는 9월대비 높을 것으로 예상된다. 다만 당사는 10월에도 기준금리는 동결될 것으로 예상하며, 금통위 이후의 금리궤적은 다소 상승하는 경로를 예상하고 있다. 이와 관련해 2012년 하반기의 사례를 참고할 수 있다. 당해 8월, 9월, 10월, 11월에는 경기에 대한 우려가 높아 금통위 이전에는 강세를 나타내다가 금통위 확인 이후 채권금리는 다소 반등하는 흐름이었다. 특히 2012년 10월의 경우에는 금리인하가 단행되었음에도 채권금리는 새로운 저점을 향하지 않았으며 연말까지는 채권금리가 점진적으로 상승하는 움직임을 보였다(당시 주요금리는 2012년 10월 금통위 직전일 연중 최저치 기록). 우리는 이 같은 2012년 10월의 사례를 참고할 필요가 있다고 판단한다. 10월 중 국고채 3년, 5년, 10년 예상범위는 각각 1.50~1.70%, 1.65~1.90%, 2.00~2.25% 수준으로 예상된다.

〈표1〉 향후 주요일정

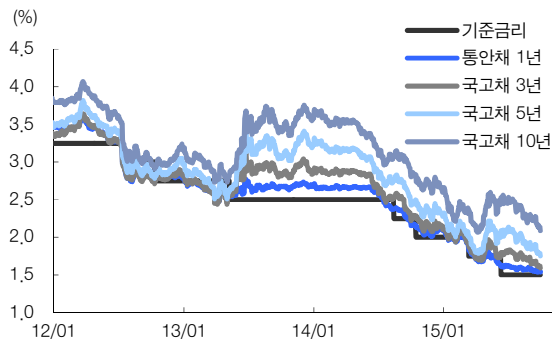
| 구분           | 일자                | 국내일정            | 해외일정                      |
|--------------|-------------------|-----------------|---------------------------|
| 금주           | 10/1(목)           | 산업활동동향(8월)      | (중국) 국경절휴장(10/1~7)        |
|              | 10/2(금)           | 소비자물가(9월)       | (미국) 고용지표                 |
| 다음주          | 10/5(월)           | 국고채 3년물(2조원 입찰) | (중국) 국경절휴장(10/1~7)        |
|              | 10/6(화)           |                 | (호주) RBA통화정책회의            |
|              | 10/7(수)           |                 | (일본) BOJ통화정책회의            |
|              | 10/9(금)           | 한글날휴장           | (미국) 9월 FOMC 의사록(3am KST) |
| 향후 FOMC관련 일정 | 10/9(금, 3am KST)  |                 | 9월 FOMC 의사록               |
|              | 10/29(목, 3am KST) |                 | 10월 FOMC                  |
|              | 12/17(목, 4am KST) |                 | 12월 FOMC                  |

자료: HMC투자증권 정리

## 9월 채권시장 동향

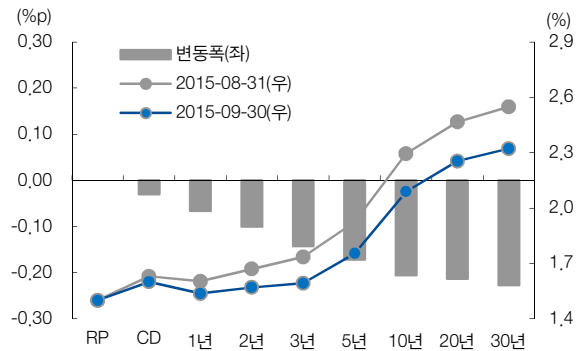
9월 금통위에서 기준금리는 동결되었으나 금리인하 기대는 월 중 지속되면서 채권금리는 하락세가 이어졌다. 또한 9월 FOMC에서 미국 기준금리가 동결됨에 따라 채권시장 강세 폭이 확대되었다. 9월 중 국고채 3년, 5년, 10년, 20년 수익률은 각각 16.7bp, 20.2bp, 23.4bp, 23.9bp 하락했다. 국고채 3/10년 스프레드는 49.3bp로 6.7bp 축소되었다.

〈그림14〉 주요 금리 추이



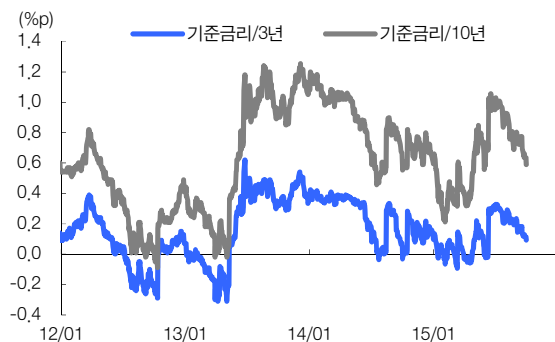
자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림15〉 수익률곡선 변화



자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림16〉 기준금리 대비 스프레드



자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림17〉 국고 3/10년 스프레드



자료: 금융투자협회, HMC투자증권

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.