true friend 한국투자증권

금리 경로 재탐색

- 금융안정 불확실성 증대, 상당기간 기준금리 2.50% 동결 가정 필요
- GDP갭 반등세 약화될 내년 2분기부터 기준금리 인하 기대 재형성
- 금리 동결기 국고 3년 2.45~2.65%, 국고 10년 2.75~3.05% 제시

채권 Note

2025. 10. 15

금융안정 불확실성 증대, 10월 포함 연내 기준금리 동결 전환 예상

10월 기준금리 2.50% 동결 및 당분간 동결 기조 전개 가능성이 높아졌다. 통화정책 운영을 결정하는 성장, 물가, 금융안정 세 가지 요인 중 금융안정에 대한 불확실성이 확대된 영향이다. 약 3,500억달러 규모의 대미 투자 협상 진통으로 외환시장 불안감이 증폭됐다. 1,420원대의 원/달러 환율은 5월 중반 이후 최고치이며 정치 혼란 직전인 지난해 12월초 수준과 유사하다. 환율 레벨과 일평균 변동성 동시 확대는 외환시장 측면에서의 금융불안정성 확대를 의미한다.

지난 6.27 부동산 대책 시행으로 잠시 주춤했던 서울 아파트 가격은 9월 셋째주부터 재반등하고 있다. 7월 4,039건으로 줄었던 서울 아파트 거래량은 9월 5,113건으로 다시 증가했다. 토지거래허가구역이 아닌 마포, 성동, 강동구 등 한강벨트 지역 중심으로 가격 및 거래량 동시 반등이 나타나고 있다. 7월 이후 월간 주택담보대출 증가폭은 3조원대로 감소했지만, 9월 이후 가격 상승 및 거래량 증가세를 고려하면 주택담보대출 증가세가 재가속화될 여지가 있다.

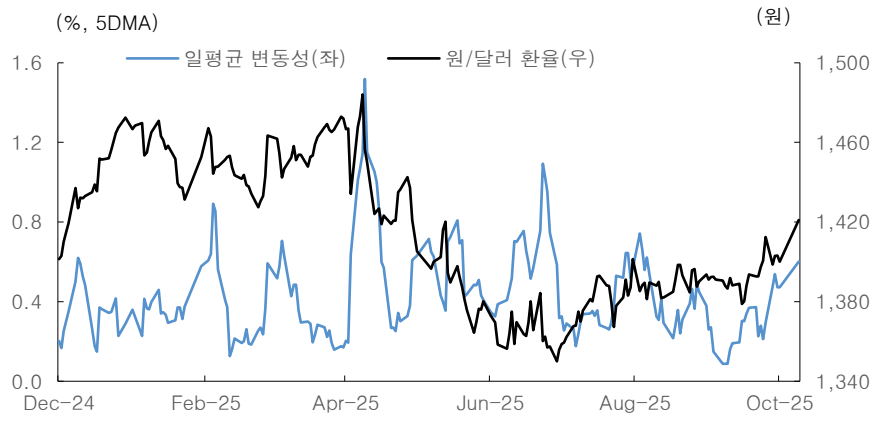
BIS 기준 한국의 가계부채 비율은 명목 GDP 대비 89.5%(1분기 기준)이다. 2022년 2분기 98%까지 상승한 뒤 꾸준히 하락하여 2019년 4분기 이후 다시 80%대를 기록했다. 다만 한은 총재가 언급한 것처럼 중장기적으로 가계부채 비율은 80% 이하로 낮출 필요가 있다. 통상적으로 신흥국이 감내할 수 있는 가계부채 비율의 하단이 명목 GDP 대비 80%이다. 한국의 경우 전체 가계대출 중 60%가 주택담보대출이고, 신용대출 등 기타 대출들도 부동산 구매와 연관되어 있을 가능성이 높다. 현 시점에서 가계부채 억제를 하려면 부동산 경기에 대응을 해야 하므로, 10월 기준금리 인하 명분이 줄어든다.

대미 투자 협상이 우리가 원하는 대로 이뤄지고, 추가 부동산 대책이 나올 경우 11월 기준금리 인하 기대가 형성될 수 있다. 그러나 이는 상당히 낙관적 시각이 포함된 경우에 해당한다. 기본 시나리오로 바라보기 무리가 있다는 뜻이다. 또한 부동산 대책 시행 효과 확인까지는 최소 1~2개월 시간이 필요하다. 10월 중 대책이 발표되더라도 11월 금통위는 다소 촉박하다. 단기적으로 외환시장이 안정을 찾아도 부동산 경기 대응이 여전히 필요하기 때문에 연내 기준금리 동결 가능성을 높게 예상한다. 향후 성장과 물가 경로를 고려하면 기준금리 동결세는 최소 내년 1분기까지 유지될 전망이다. 이를 감안한 금리 경로 재탐색이 필요한 시점이다.

안재균
jkahn@koreainvestment.com

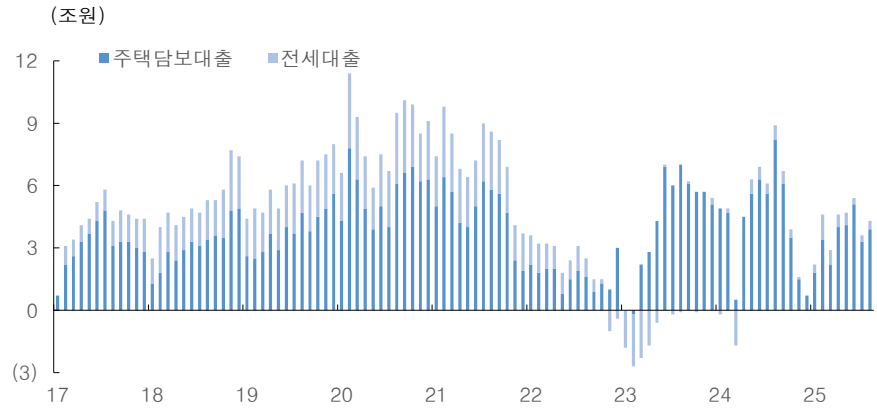
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 9월 이후 원/달러 환율 상승 및 일평균 변동성 확대 동시 발생



자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 2] 4월 이후 주택담보대출 월평균 4.1조원 증가세



자료: 한국은행, 한국투자증권

향후 성장, 물가 경로 고려 시 기준금리 동결 상당기간 지속 우려

한은이 제시하는 통화정책 결정 요인 3가지 중 금융안정은 3개월 이내 단기적 시각이 짙게 반영된다. 금융안정 내 외환시장 변동성이 단기적 요인에 해당하기 때문이다. 6개월 이상 중기적 시각에서의 통화정책 운영은 성장과 물가 예상 경로를 반영할 가능성이 높다. 최소 내년 상반기까지 성장 및 물가 흐름을 예상한다면 테일러 준칙을 통해 적정 기준금리 수준을 추정해볼 수 있다.

5월초 대비 현재 한국의 적정 기준금리 수준은 높아졌다고 추정한다. 2024년 2분기부터 전분기 대비 성장률은 -0.1%을 기록하면서 성장 부진 우려가 높았던 시기였다. 4월 시작된 트럼프 정부의 관세 조치는 추가 성장 둔화 우려를 부각시키면서 기준금리 인하 기대를 강화했다. 5월초에는 1%대 기준금리 진입 전망까지 제시될 정도로 통화완화 기대가 높았던 시기였다.

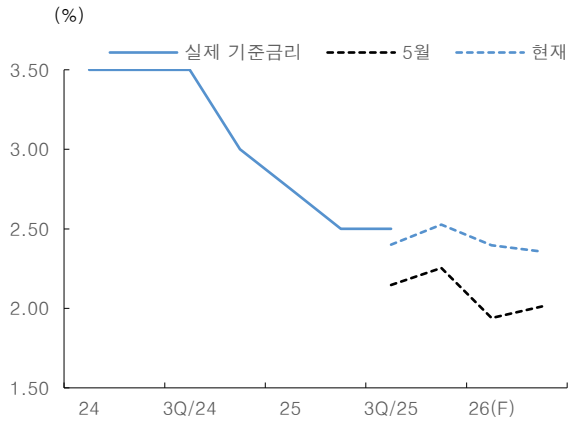
지금은 당시와 다르게 성장 및 물가갭 모두 마이너스폭을 축소하는 경로를 보이고 있다. 관세 조치에도 수출은 반도체 중심으로 예상 외 견고한 흐름을 유지하고 있다. 정치 불확실성 완화 속 5월부터 소비 심리가 개선되면서 민간소비 중심 내수가 반등 전환했다. 새 정부의 소비쿠폰 지급으로 소비 개선세가 확대되면서 2~3분기 성장세를 견인했고, 2차 소비쿠폰 지급은 4분기 내수 회복세 연장 기대를 높이는 요인이다. 2분기부터 줄어들기 시작한 성장갭 마이너스폭은 내년 1분기까지 이어질 가능성이 높다. 하반기 경기 흐름은 기준금리 인하의 필요성을 낮추는 요인으로 변모했음을 시사한다.

물가 역시 당분간 2%대 흐름이 예상된다. 통신요금 인하 등 일시적 요인들의 효과가 소멸되고, 원/달러 환율 상승에 따른 물가 반등 리스크가 재부각될 상황에 놓였다. 그나마 안정적인 국제 유가 흐름 여파로 고환율의 물가 상승 효과가 일부 상쇄되겠지만, 목표치 2% 하회 물가 경로는 당분간 쉽지 않을 전망이다. 물가 흐름 역시 기준금리 인하 명분에 해당하지 않는다.

5월초와 비교할 때 공격적인 금리 인하 기대는 소멸됐고, 오히려 금리 인하 필요성도 다시 고민해봐야 할 상황으로 바뀌었다. 10월과 11월의 금리 동결 명분은 금융안정 영향이 크게 작용하며 이후 성장과 물가 흐름은 기준금리 동결이 단기에 그치지 않을 수 있음을 시사한다. 우리는 기준금리 2.50% 동결 흐름이 올해를 넘어 최소 내년 1분기까지 이어질 것으로 전망한다.

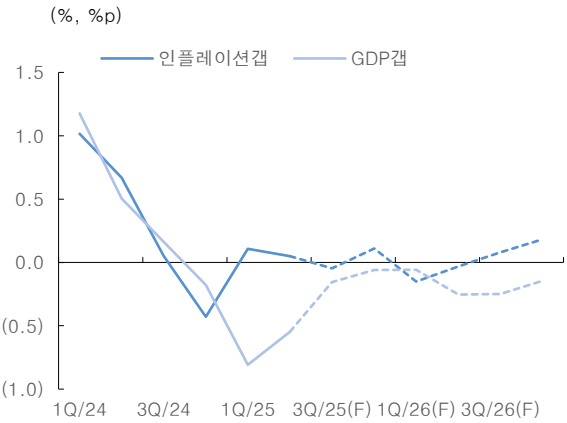
마이너스폭은 축소되고 있지만, 여전히 내년말까지 성장갭은 마이너스 흐름이 예상된다. 물가갭이 다시 하락하는 내년 2분기부터는 한은의 기준금리 인하 기대가 재형성될 수 있는 시점이다. 2분기 경기 흐름이 예상을 하회하는 경로로 갈 경우 성장세 회복을 위한 한은의 대응이 나타날 수 있다. 5월 수정경제전망에서 성장률 전망치 하향 또는 향후 성장세 약화 전망이 나타날 시 금리 인하 기대가 재형성되고 7월 실제 금리 인하로 이어지는 경로가 가능할 것으로 전망한다.

[그림 3] 5월 대비 높아진 적정 기준금리 추정치



주: 당사 성장 및 물가 전망치 토대로 추정한 적정 기준금리 경로
자료: 한국투자증권 추정

[그림 4] 내년 1분기까지 성장갭 마이너스폭 축소 경로



자료: 한국투자증권 추정

내년 상반기까지 국고 3년 2.45~2.65%, 국고 10년 2.75~3.05%

2023년 12월부터 이어진 역캐리 장세(국고 3년 금리가 기준금리를 하회하는 흐름)는 높은 기준금리 인하 선반영 인식의 결과물이다. 기준금리 3.50% 수준은 한은이 제시한 중립금리 중간값인 2.50%을 상회하는 긴축 상태를 의미한다. 고물가 위기의식 속 긴축적 기준금리 상황을 만들었지만, 추세적 저성장 우려가 공존했기 때문에 장기간 지속되긴 어려울 거란 전망이 과거보다 높은 기준금리 인하 선반영 인식을 만들어냈다. 금리 인하 기대가 커지고 실제 인하가 시작된 2024년 하반기부터 역캐리폭은 최대 -80bp까지 확대됐다. 금리 인하기에서 시장 관심은 최종 기준금리 수준에 있을 만큼 금리 인하 기대감이 높았다. 한은 제시 중립금리 중간값 이하로의 기준금리 인하 전망이 기본 시나리오였다.

10월 기준금리 동결 전망이 부각되기 시작한 9월말부터 역캐리 장세가 소멸됐다. 2024년 4월말 역캐리 장세가 일시적으로 해소된 사례가 있는데, 당시에는 기준금리 인하 시작 시점에 대한 시장과 중앙은행 시각차로 발생했다. 이후 실제 금리 인하 사이클이 도래하면서 역캐리 장세는 다시 전개됐다. 당시와 달리 지금은 역캐리 장세의 소멸 단계 진입으로 볼 필요가 있다. 중립 수준에 위치한 기준금리는 향후 추가 금리 인하에 대한 신중함을 높인다. 게다가 성장, 물가, 금융안정 모두 추가 금리 인하 명분에 해당하지 않는 상황이다. 당초 기대보다 기준금리 동결 전환이 빨라질 환경 도래는 역캐리 장세의 소멸 단계 진입을 지지한다.

[그림 5] 2023년 12월부터 시작된 역캐리 장세, 점차 소멸 단계 진입

자료: 인포맥스, 한국투자증권

우리 예상처럼 기준금리 2.50% 동결세가 내년 상반기까지 이어질 경우 동결 기간이 1년 이상 이어지게 된다. 2013년 5월 기준금리 25bp 인하 후 2014년 7월까지 동결했던 시기와 비슷하다. 당시 기준금리 수준도 2.50%이었고, 2013년 1월부터 시작된 역캐리 장세가 3개월 이상 이어지는 등 시장의 기준금리 인하 기대가 높았다는 점에서 참고할 만한 과거 사례로 꼽을 수 있다. 다만 2013년 5월 테이퍼 탠트럼, 2013년 12월 연준 테이퍼링 시작 등 대외 통화완화 환경 변화가 있었던 것은 다른 점이라고 할 수 있다.

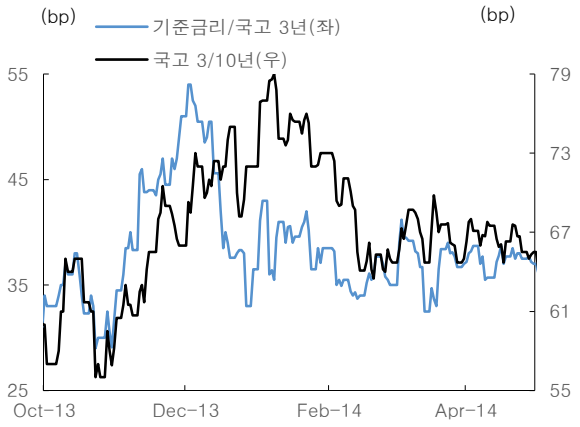
2013년 5월 9일 기준금리 25bp 인하 후 국고 3년은 기준금리 2.50%을 상회하기 시작했다. 이후 5월 23일 버냉키 전 의장의 테이퍼링 발언으로 국고 3년 금리 수준은 기준금리 대비 30bp 이상으로 상승했다. 11월 자산매입 규모 축소 경계 심화 전까지 국고 3년과 기준금리 스프레드는 30~40bp 내외 흐름을 보였다. 테이퍼링 발표 전후 40~55bp로 일시적 확대 후 2014년 6월까지 30~40bp 밴드로 복귀했다. 2013~14년 사례를 보면 시장 충격 이슈가 없는 상황에서 기준금리 동결 유지 시 국고 3년은 기준금리 대비 30bp 이상 높게 형성됨을 확인할 수 있다.

2013년 3분기부터 성장갭이 플러스로 전환되면서 마이너스 물가갭 상황에서도 기준금리 동결 전망이 유지됐다. 단기 시각에서의 금리 인하 기대가 낮을 경우 국고 3년은 기준금리 대비 30bp 가량 상회하는 수준을 보인다. 지금은 잠재성장률 하락 심화 속 저성장 고착화 우려가 높다. 물가갭이 하락할수록 금리 인하 명분이 쉽게 갖춰질 상황이다. 현재는 2013~14년과 비교 시 단기 시각에서의 기준금리 인하 기대감이 높을 수 있다.

향후 금리 인하 기대는 상반기 대비 낮아졌지만, 2013~14년 동결 시기 대비 높다고 평가한다. 국고 3년이 기준금리 대비 10bp 이상 역전되는 상황의 재도래는 기대하기 어려워졌다. 다만 2013~14년처럼 기준금리 대비 30bp 이상 상회할 가능성도 낮다. 기준금리 2.50% 수준에서 -5~15bp 내 움직임을 보일 전망이다. 성장, 물가, 금융상황에 따라 일시적 역캐리 도래 또는 해소가 반복되는 흐름이다.

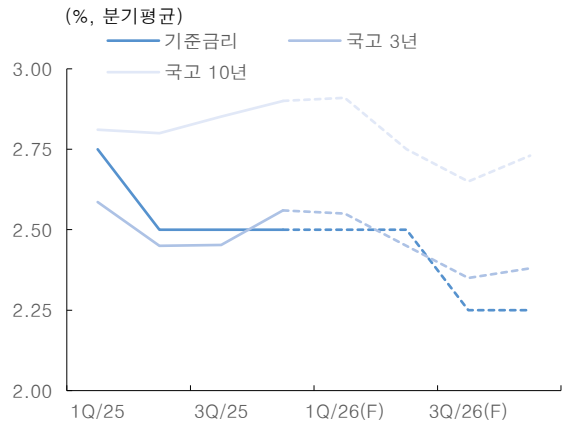
국고 10년도 2013~14년처럼 국고 3년 대비 평균 60bp 이상 높은 수준을 보이긴 어렵다. 당시보다 외국인의 장기 국채 매수 비중이 확대됐고, WGBI 편입 등 장기 국채 수요 증대 요인이 존재한다. 올해 6월 이후 2차 추경 경계 속 기록했던 48bp를 최상단으로 3/10년 스프레드는 30~40bp 내 흐름을 전망한다. 종합적으로 내년 상반기까지 기준금리 동결 기간 동안 국고 3년의 적정 밴드는 2.45~2.65%, 국고 10년은 2.75~3.05%로 제시한다. 전체적 금리 움직임은 내년 1분기까지 상승 후 2분기부터 하락 전환을 예상한다.

[그림 6] 2013~14년 동결 기간 중 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 7] 내년 1분기까지 금리 상승 후 하락 전환 예상



자료: 한국투자증권 추정

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.