2025.10.16

채권 브리프

10월 동결, 인하 조기종료 신호일까?

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

'국고3년-기준금리' 간 역캐리 정상화의 의미: 10월 동결→11월 인하

금리인하 조기종료 Vs. 내년 경기 확인. 국고시장은 내년 상반기까지 인하사이클을 끌고 간다는 확신이 매우 필요

모든 상황 고려하면 단기물은 부담. 방향성 베팅보다는 캐리가 상대적으로 높은 장기물(물가, 재정부담 회피가능) 위주의 커브플레이가 유리

'국고3년-기준금리' 간 역캐리 정상화의 의미: 10월 동결→11월 인하

오는 10월 23일 개최되는 금통위에서 금리인하가 단행될 수 있다는 시장의 기대감은 확실히 줄어들었다. 9월말 이후 국고3년과 기준금리간 역캐리가 해소된 점이 이를 방증한다. 한은은 정부의 부동산 추가규제와 외환시장 개입을 의식할 수밖에 없고, 이를 배제하고 금리인하를 단행하기에는 명분이 부족해 보인다. 만약 수출이 크게 망가지거나 주식시장 폭락이 나온다면 달라지겠으나, 수출은 조업일수 영향이 녹아 있고, 주식시장은 선방 중이다. 따라서 추가 인하시기는 당초 10월이 아닌 11월로 1개월 지연될 수 있다는 전망이다. 지난 5월 25bp 금리인하를 단행한 이후 연속 세 번째(7월, 8월, 10월) 동결이 나올 수 있는 가장 큰 배경은 주택가격 상승세의 재점화와 원화 환율 불안정 심화로 판단된다. 특히 서울 및 수도권을 중심으로 한 주택가격 상승세는 25년 2분기 이후 점차 가팔라졌으며, 9월 들어서는 전국 아파트 매매가격지수 상승률이 전월 대비 플러스로 반전했으며 서울의 경우 증가폭이 1%대로 상승하는 등 명확한 반등세가 확인되고 있다. 이는 코로나19 기간의 초저금리 환경 이후 다시 투기성 수요와 레버리지 확대를 촉발할 수 있다는 우려로 이어질 수 있어 한은입장에서 추가 인하를 단행하기에는 매우 불편한 상황임은 사실이다. 환율 역시 통화정책 결정의 중요한 변수로 작용할 것이다. 원/달러 환율은 10월 초 1,440원을 돌파하며 연고점을 경신했고, 엔화 약세 및 글로벌 달러 강세에 원화가 동조화되는 흐름이 강해지고 있다. 여기에 대외 불확실성(미국의 관세 정책 확대 등)이 겹치며 외환시장 변동성 확대는 여전히 현재진행형이다. 금통위 내부에서도 "환율 불안 상황에서의 추가 인하는 외환시장 불안정성을 자극할 수 있다"는 우려가 다수 제기된 것으로 전해지는 등 10월 인하에 대한 불편함이 다방면에서 확인되고 있는 상황이다.

금리인하 조기종료 Vs. 내년 경기 확인. 국고시장은 내년 상반기까지 인하사이클을 끌고 간다는 확신이 매우 필요

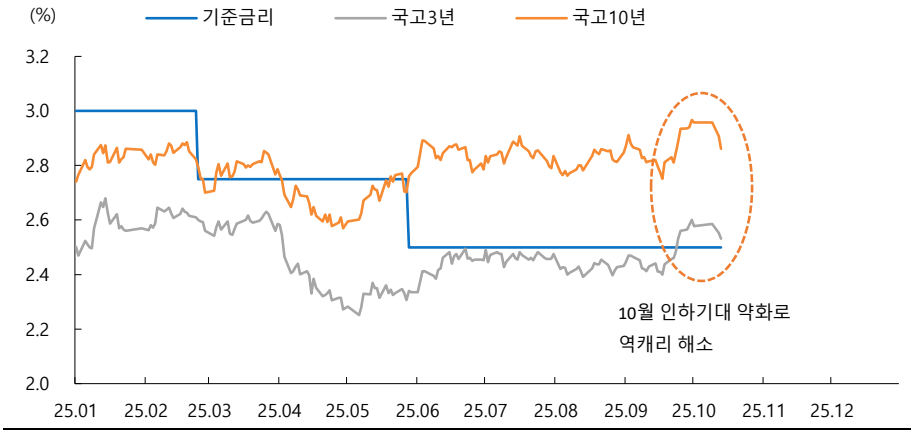
걱정거리는 또 있다. 시장의 인하 기대감은 이미 10월에서 11월로 이동 중이나, 10월 금통위에서 다시 한번 더 부동산과 환율 등 금융안정요인(금리인하 방해요소)이 강조된다면 11월 인하를 끝으로 한은의 금리인하 사이클이 조기종료 될 수 있다는 전망이 확산되는 것이다. 지난 8월 금통위를 통해 한은 총재는 내년 경기경로(상저하고)를 고려할 때 완화사이클이 적어도 내년 상반기까지는 유지될 수 있음을 언급했다. 시장에서도 이런 기대가 반영되며 한은의 기준금리 경로는 25년 4분기 25bp인하, 그리고 내년 상반기 중 25bp 추가 인하(최종 정책금리 2.0%)가 될 것으로 예상된 바 있다. 다만 이후 거시/미시적 환경은 많이 달라졌고, 특히 한은의 아킬레스건 중 하나인 부동산 가격이 재상승하기 시작했다. 결국 부동산 가격 상승과 환율 변동성이 진정되지 못한다면 11월 금리인하 단행 이후에도 국고 금리의 방향성은 정체국면을 맞이할 가능성이 크다.

모든 상황 고려하면 단기물은 부담. 방향성 베팅보다는 캐리가 상대적으로 높은 장기물(물가, 재정부담 회피가능) 위주의 커브플레이가 유리

9월 중순이후 국고금리는 빠르게 상승했고, 연중 내내 유지된 국고3년과 기준금리의 역캐리 현상도 정상화되기 시작했다. 11월 금리인하 이후 역캐리 장이 형성되기 위해서는 국고시장이 내년 상반기까지 인하사이클이 유지될 수 있다는 확신이 필요하다. 그 전제조건은 ①미-중 무역갈등 격화로 국내 수출이 관세+글로벌 물동량 축소 등의 이중타격을 받으며 급격히 위축, ②미국 셧다운 여파로 고용위축이 심화되며 연준 금리인하 가속화→QT중단→mini QE도입 등의 논의, ③부동산 추가규제로 가격상승 심리 둔화로 한은의 금융안정에 대한 부담 경감 등일 것이다. 현 매크로 상황을 고려하면 ①~②내 일부 조건들은 현실화될 수 있으나,

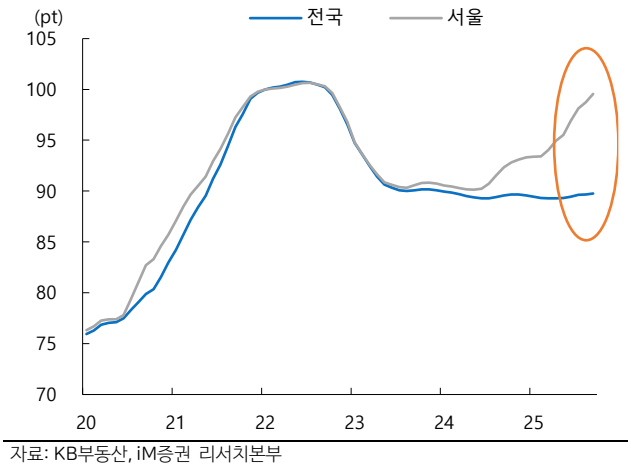
③은 확신할 수 없다. 이 점은 한은이 11월 금리인하를 단행하더라도 국고시장에서 강한 베팅이 나오기 힘든 이유다. 현재 국고3년이 2.50%를 상회했고, 국고10년도 2.90%내외를 등락 중이다. 1~2개월내 2.25%의 기준금리를 프라이싱하더라도 위 전제조건이 현실화되지 않는 한 국고 3년의 정체 현상은 연장될 수 있다는 판단이다. 방향성 베팅보다는 캐리가 상대적으로 높은 장기물(물가, 재정부담 회피가능) 위주의 커브플레이가 유리할 수 있는 국면이다.

그림1. 기준금리 및 주요 국고금리 추이: 10월 인하 기대 약화로 9월 말 이후 역캐리 정상화. 부동산 가격 재상승 및 환율 변동성 확대 원인



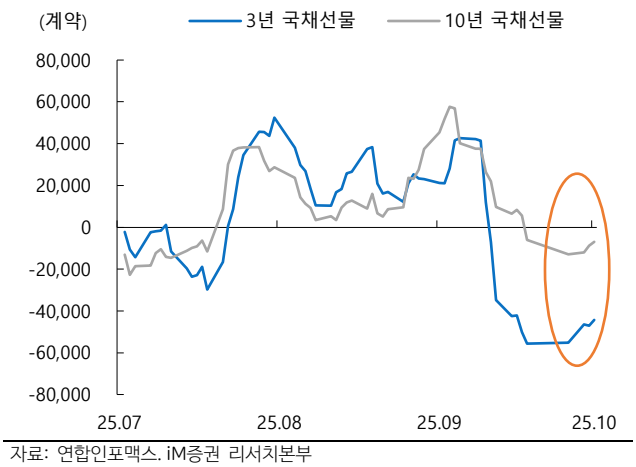
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 전국/서울아파트매매가격지수:전국/서울 아파트매매가격지수 8월 89.6/98.7→9월 89.7/99.5로 상승



자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림3. 3개월 누적 외국인 국채선물 순매수: 10월 인하 기대 축소로 9월 중순 이후 외국인 대량 선물매도 발생→10월 매도세 일부 완화



자료: 연합인포맥스. iM증권 리서치본부

그림4. 10/15 부동산대책 요약

	현행	개선	시행시기
구입목적 주담대 최대한도	수도권 및 규제지역 6억원	주택가격에 따른 차등적용 (15억원 초과~25억원 이하는 4억원 등)	10.16일
스트레스금리 상향조정	1.5~3.0%	규제지역 및 수도권 3.0%~	10.16일
1주택자 전세대출 DSR 적용	전세대출 적용 제외	1주택자가 수도권·규제지역에서 임차인으로 전세대출을 받는 경우 전세대출 이자상환분을 DSR에 반영	10.29일
주담대 위험가중치 하한 상향	15%	20%	26년 4월에서 26.1.1일로 조기시행
규제지역 강화된 대출규제	LTV비율 70%	LVT비율 40%	즉시 적용

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 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.