2025년 12월 29일 | Global Macro Strategy

하나채권

성장률 컨센서스와 금리('14, '17, '26년)

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- **수급, 환율 등으로 복잡해진 셈법. 결국은 '성장률 전망'이 금리의 큰 방향성을 결정**
- **3년 금리는 인하나 인상으로 방향이 잡히기 전까지 기준금리 대비 40~50bp 박스권**
- **인하 재개 시 2.5% ('14년 사례), 인상 전환 시 3.4% ('17년 사례). 지금은 전자에 무게**

한국 국고채 3년 금리는 기준금리 대비 +40bp대로 동결 장기화 가능성을 반영하고 있다. 환율 등 대외 변수의 변동성이 크고, 내년 WGBI 편입 및 정부보증채 발행 등 신규 수급 요인에 대한 불확실성도 상존한다. 이에 금리 방향성을 전망하기 어려우나, 그만큼 큰 투자 기회를 포착할 수 있을 것이다. 핵심은 성장률 전망에 집중하는 것이다. 2026년도 각종 수급 요인이 시장 판단을 흐리게 만들 터인데, 내년 상반기 중 추경 리스크 정도를 제외하면 이미 시장에 반영됐거나 노이즈에 가까운 요인들이다.

내년 금리의 방향성은 과거와 마찬가지로 성장률 전망이 결정할 것이다. 실질 성장률 컨센서스가 큰 폭으로 변화하면 기준금리도 이에 따라 조정되고, 국고채 금리는 이를 선반영하는 경향이 있다 **[도표 1]**. 2022, 2023년은 예외적으로 성장률 급락에도 러-우 전쟁에 따른 인플레이션으로 금리가 급등했으나, 일반적으로 인플레이션은 실질 성장률에 후행하는 변수다. 글로벌 공급 충격이 재차 발생하지 않는다면 실질 성장률 전망만 고려해도 충분하다.

성장률 전망의 상향 조정이 단기에 그칠지(≒인하 재개), 아니면 꾸준히 지속될지(≒인상 전환)에 대한 판단이 곧 중장기 금리 전망이다. 과거 사례로 각각 (1) 2013~2014년과 (2) 2016~2017년을 참고할 수 있다 (현재 사이클과 자세한 비교는 1월 월보에서 다룰 예정).

(1) 2013년 5월 기준금리가 2.5%로 인하된 이후 추경 등으로 2013년 성장률 컨센서스 하락이 일단락됐다. 2014년 성장률 컨센서스는 3.6%로 2013년 2.5% 대비 1%p 이상 높아졌으나, 이는 기저효과 영향이 컸고 추가적인 상향 조정은 제한적이었다. 한국은행은 2014년 8월에 수출 호조에도 GDP갭 축소 속도가 완만한 점 등을 근거로 인하를 재개했다. 국고 3년 금리는 오랜 박스권(기준금리 대비 약 40bp) 끝에 인하가 단행되기 이전에 기준금리 2.50% 수준까지 하락했다 **[도표 2]**.

(2) 2016년 6월 기준금리를 1.25%로 낮춘 이후는 상당 기간 성장률 전망에 큰 변화가 없었다. 이후 2017년 2분기부터 수출과 내수 동반 호조로 2017년과 2018년 성장률 전망이 상향되기 시작했다. 두 해 모두 2.5%에서 3.0% 수준으로 상향되면서 경기 회복에 대한 자신감이 커졌고, 한국은행은 2017년 11월 인상으로 전환했다. 국고 3년 금리는 기준금리 대비 40~50bp 수준을 유지하다가 인상 기대로 기준금리 대비 약 90bp까지 급등했다 **[도표 3]**.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

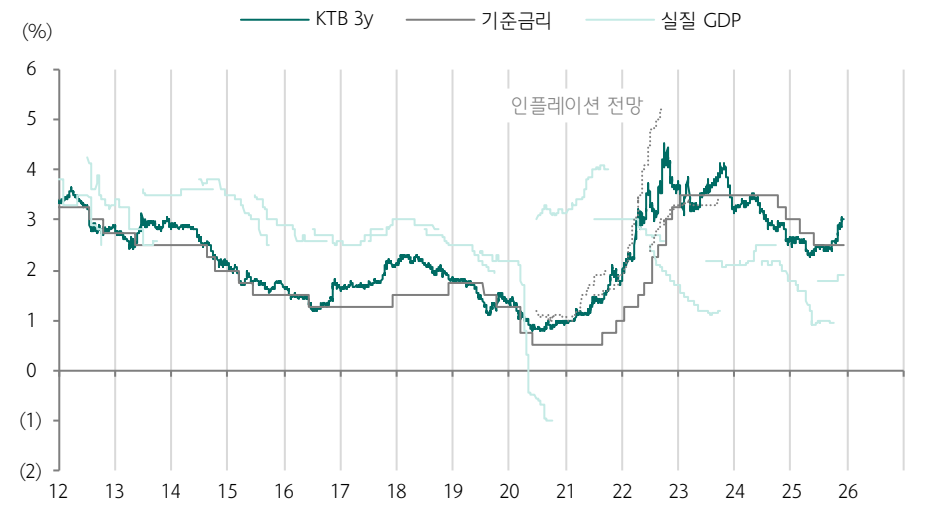
하나증권 리서치센터

현재 2025년 성장률 전망은 하향 조정이 일단락된 후 소폭 반등했고, 2026년 성장률 전망은 2025년보다 1%p 높은 수준이다. 내년 성장률 전망이 기저효과의 영향을 받고 있고, GDP갭이 여전히 마이너스인 점 등은 2013년과 유사하다. 반면 반도체 중심의 수출 호조로 성장률 전망이 개선되고 있는 점은 2017년과 닮았다. 다음 기준금리 방향성이 인상과 인하 모두 가능한 상황이라는 점을 고려하면, 단기적으로 3년물 금리는 기준금리 대비 40bp대(2.9~3.0%) 박스권이 예상된다. 다만 2분기 즈음 인하와 인상 중 정책 방향성이 잡히기 시작하면, 금리는 한쪽으로 크게 이탈할 가능성이 높다.

과거 사례에 비추어볼 때, 2014년과 같이 인하 사이클이 재개되면 3년 금리는 현 기준금리 2.50% 수준까지 하락할 수 있다. 반대로 2017년처럼 인상 사이클로 전환되면 기준금리 대비 90bp 높은 3.4%까지 상승할 여지가 있다. 지금은 내년 높은 성장률 전망이 기저효과가 크고, 추가적인 상향 조정도 상반기 중 종료될 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 인상 전환보다 인하 재개에 무게를 두고, 2026년 한국 국고채에 대한 긍정적인 뷰를 유지한다.

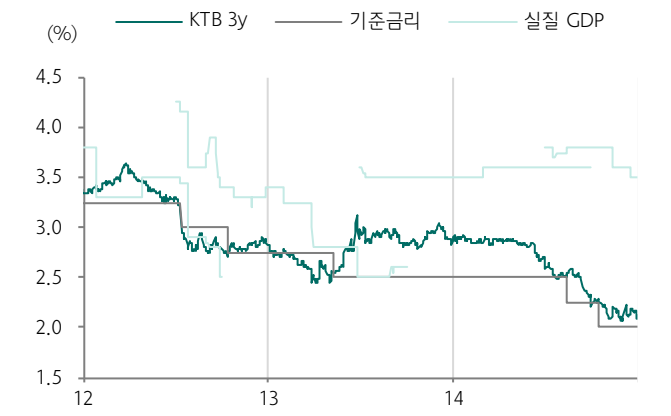
회색 점선은 인플레이션 컨센서스

도표 1. 한국 3년물 금리 및 실질 GDP 성장률 컨센서스
: 금리는 성장률 컨센서스와 같은 방향. 단, 금리가 선행



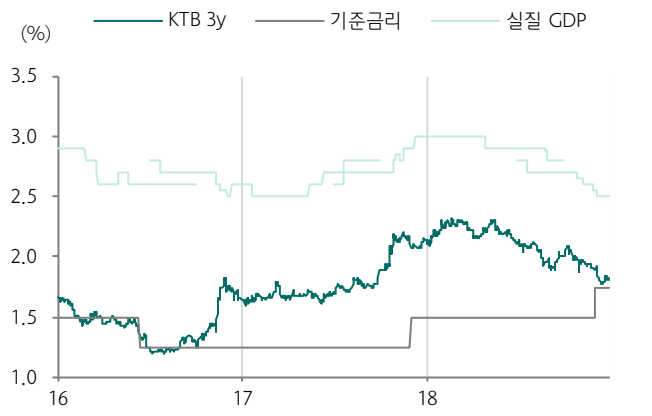
주: 성장률 컨센서스는 직전 해 7월부터 당해 9월까지 표기(2025년 컨센서스를 2024년 7월 ~ 2025년 9월까지 표기). 이하 동일
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. [2013~2014년] 금리가 반락한 사례
: 2013년 대비 2014년 성장률이 크게 개선되나, 이후 추가 상향 주춤
: 기준금리 인하 재개 기대로 3년 금리는 기준금리 대비 약 +0bp 까지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. [2016~2017년] 금리가 추가로 상승한 사례
: 성장률 전망이 기저 효과 없이 꾸준히 개선
: 인상 전환 우려에 3년 금리는 기준금리 대비 약 +100bp까지



자료: Bloomberg, 하나증권