2021.10.26

Bonds Market Comment

적정기준금리로 살펴본 3년물 오버슈팅

흥국 경제/채권
김준영
02) 6742-3519
jeffkjy@heungkuksec.co.kr

긴축과 물가가 끌어올린 단기채, 과열국면일까?

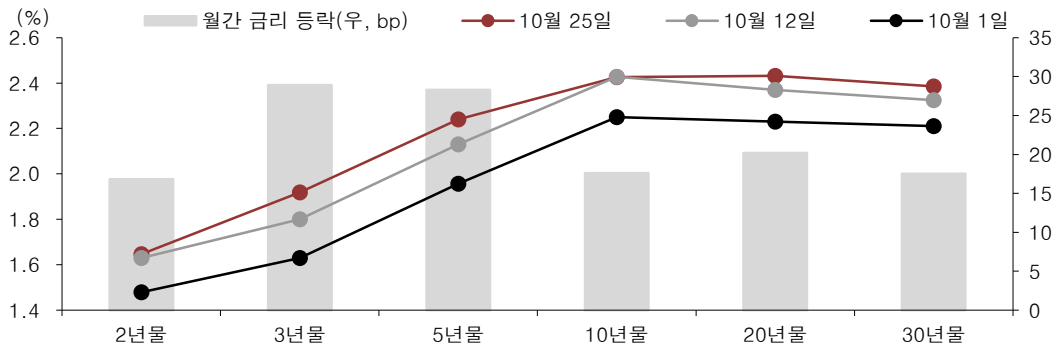
한국 최종기준금리 수준에 대한 불확실성은 단기채 금리 상승 압력으로 이어지고 있다. 10월 중순부터 10년물 금리는 횡보세(2.35%~2.45%)를 보이고 있으나 통화정책에 민감한 3년물과 5년물은 상승세가 꺾이지 않고 있다. 초장기물의 경우 글로벌 30y-5y 스프레드 축소에 동조하고 장기 투자자의 수요가 유지되면서 금리 상승폭이 제한적이었다.

한국은행의 매파적인 입장과 물가에 대한 우려로 인해 예상 기준금리 인상 횟수가 계속 늘고 있다. 경기 흐름이 양호하다면 금리 인상을 연속적으로 이어갈 수도 있고 실질기준금리가 상당폭 낮다는 등의 매파적 발언들을 종합해보면 11월 금리 인상이 유력하며 내년 1분기 추가 금리 인상 가능성도 높다고 판단된다. 2회 인상 이후 추가 금리 인상에 대한 가능성 또한 높아지면서 일드 커브 플랫트닝으로 이어졌다.

한국을 포함한 글로벌 중앙은행의 긴축 트리거로 작용한 물가는 당장 안정되기는 힘들 것으로 보인다. 한국의 경우 작년 통신비요금 지원으로 인한 기저효과와 최고가를 경신한 WTI 유가를 고려한다면 10월 소비자물가 상승률은 10년만에 3%를 상회할 가능성이 높다. 글로벌 공급망 병목현상이 지속되고 원자재 가격이 높은 상황이기 때문에 올해 물가성장률 전망치를 상회할 가능성 또한 높아졌다.

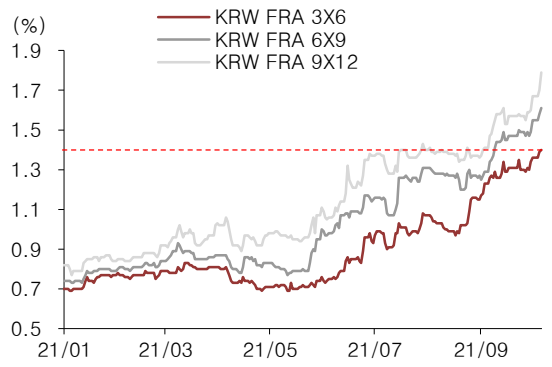
그럼에도 경기 성장을 고려하여 중앙은행은 올릴 수 있는 기준금리가 제한적이다. 내년 하반기에도 한국은행이 1.5% 이상의 수준까지 기준금리를 끌어올릴 수 있을지 고민할 필요가 있다. 과거의 잠재성장률과 기대물가를 고려한다면 1.25~1.50%가 적절한 기준금리 레벨로 보이며 이를 토대로 현재 1.9%를 상회하는 3년물 금리는 과열된 수준이라는 판단이다.

그림 1 **통화정책 불확실성으로 베어플랫 심화**



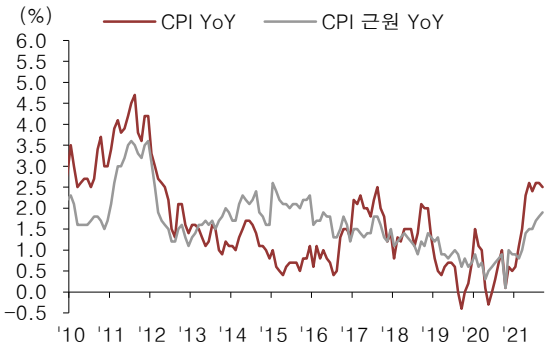
자료: 연합인포맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 내년 1분기까지 기준금리 2회 인상 반영 중



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 3 물가는 10년만에 3% 상승률 기록할 가능성 높아



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

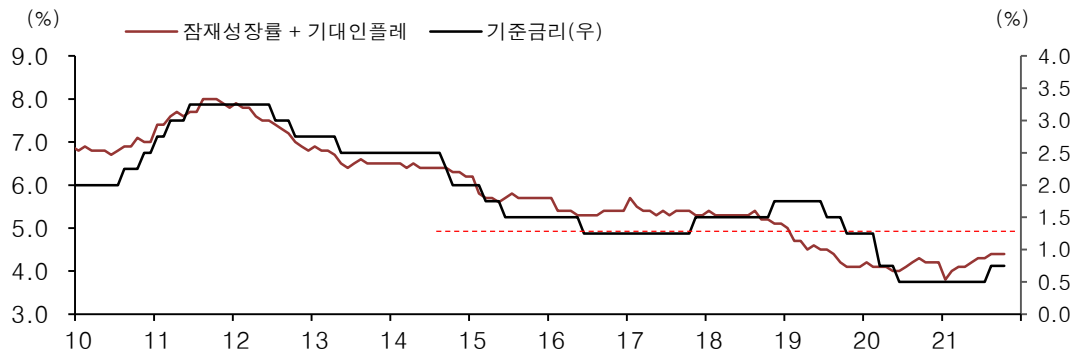
최종기준금리는 1.25~1.50% 수준이 될 가능성 높아

잠재성장률과 기대인플레이션을 통해서 과거와 유사한 경제 상황의 기준금리를 고려하여 최종기준금리 수준을 유추할 수 있다. 물가와 성장을 고려하기 위해 잠재성장률과 기대인플레이션을 더해 과거와 비교해보았다. 통화정책은 1~2년의 시계를 보고 결정할 수 있는 사안이 아니기 때문에 코로나 위기 이후 일시적으로 높은 숫자를 기록하고 있는 실질 GDP 성장률이 아닌 잠재성장률과 후행적인 경제 지표인 소비자물가 상승률보다는 경제 주체가 체감하는 기대인플레이션을 더해 물가와 성장의 레벨을 추정했다.

코로나 위기 이후 한국은행은 잠재성장률을 2.0%로 하향시켰다. 주된 원인은 생산가능인구 감소와 같은 거시적이고 구조적인 요인의 영향도 있었지만 코로나 위기의 충격으로 1)고용사정이 악화되고, 2) 서비스업 생산능력이 저하된 점이다.

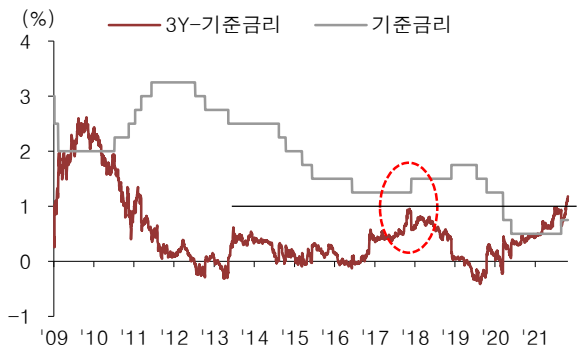
2018년 11월 1.75%로 금리를 인상한 시기와 비교해보면, 당시와 현재 기대인플레이션은 비슷한 수준이지만 잠재성장에서의 격차로 인해 '잠재성장률+기대인플레이션'은 지금 더 낮은 수준이다. 코로나 이전으로 경제가 회복하더라도 경제 위기의 상흔 효과와 기존의 구조적 원인 등으로 인해 잠재성장률은 2.5%로 돌아가기 힘들 것으로 보인다. 또한 물가가 내년 하향안정세에 접어들게 된다면 기대인플레이션 또한 지금 수준보다 하락할 것임에 틀림 없다. 이를 고려한다면 최종기준금리 수준은 1.75%보다 낮은 1.50%가 적절하다고 판단한다.

그림 4 과거 기준금리 레벨을 고려한다면 1.5%가 최종기준금리일 가능성 높을 것



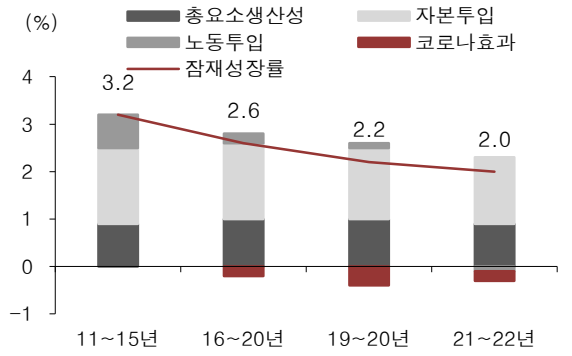
자료: 한국은행, 연합인포맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 5 3년물-기준금리 스프레드



자료: 연합인포맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 잠재성장률 하락 기여도 분석



자료: 한국은행, 흥국증권 리서치센터

11월 기준금리 인상을 감안하더라도 3년물-기준금리 스프레드는 90bp를 상회하고 있다. 2008년 금융 위기 이후 2010년 시작된 금리 인상 사이클의 경우 높은 물가와 수출 호조세에 힘입어 시장이 연이은 기준금리 인상을 예상하고 있었다. 이 시기를 제외하면 지금 수준은 역사적으로 과도하게 높은 수준이다.

최종기준금리를 1.50%라고 가정한다면 11월 금통위 이후 기준금리 인상은 2회 남아있다. 총 2차례 금리 인상을 단행한 17~18년 당시 스프레드는 최대 92bp 수준까지 확대되었다. 11월 금리 인상을 감안한, 즉 25bp를 차감한 3y-기준금리 스프레드가 93bp인데, 이는 2017년 11월 금리 인상 직전과 비슷한 레벨이다. 과거 스프레드를 비추어보아 11월 금통위에서의 기준금리 인상 이후 3년물의 추가 상승여력이 제한적일 것으로 보인다.

단기채 시장이 안정화되려면 최종기준금리에 대한 가이드라인이나 금리 인상 조건 등의 구체화와 시종일관 매파적인 색을 강하게 띄었던 한국은행의 톤다운이 동반되어야 할 것으로 보인다. 단기적으로 강세 전환의 재료가 부재할 것으로 전망된다. 그러나 금리 상방이 막혀있다고 판단되며 높은 절대 레벨의 캐리 또한 고려해야할 시기이다.

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.