[Weekly]

한국은 왜 금리 급등 순위 2등일까

[Bond Strategy] 김명실(2122-9206) msbond@hi-ib.com / 류진이(2122-9210) jinlee@hi-ib.com

2022-09-28

■ Key takeaways

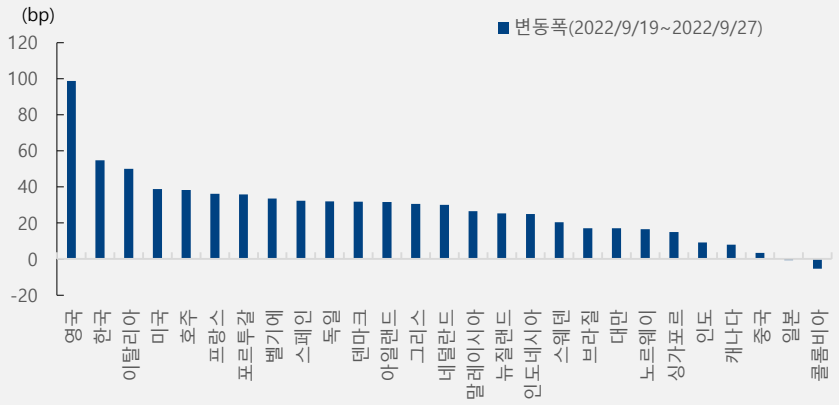
✓ 최근 주요국 국채 금리 변화, 약세 분위기 속 상승 폭은 한국이 두 번째로 커

✓ 영국과 이탈리아는 정책 변화로 급등 이유 충분. 한국 오버슈팅에 대한 의심

✓ 국내 크레딧스프레드 100bp 상회. 투심 회복 당분간 어려워

■ Key Chart

주요국 국채 10 년 금리 변화: 영국과 이탈리아가 급등한 이유는 알겠는데…한국이 왜 2 등?



자료: Infomax, 하이투자증권 리서치센터

금리 급등, 한국 채권시장이 그 중심에

9 월 19 일 이후 7 영업일 동안 27 개 국가들의 국채 10 년물 금리 변동 폭을 살펴봤다. 우선 금리 상승 폭이 가장 큰 국가는 영국이다. 10 년만기 영국 국채 금리는 9 월 19 일 3.2%대에서 9 월 27 일 기준 4.2%대까지 오르며 단기간 동안 100bp 가까이 급등했다. 9 월 22 일 영국의 소예산안 (감세법) 발표 후 정부차입 증가 우려로 CDS 프리미엄 급등, 파운드화 가치 급락, 그리고 영국 국채금리가 급등했다. 이미 경기침체가 진행 중인 영국 경제에 재정이 뒷받침되지 않은 경기 부양책이 발표됐다는 해석이다.

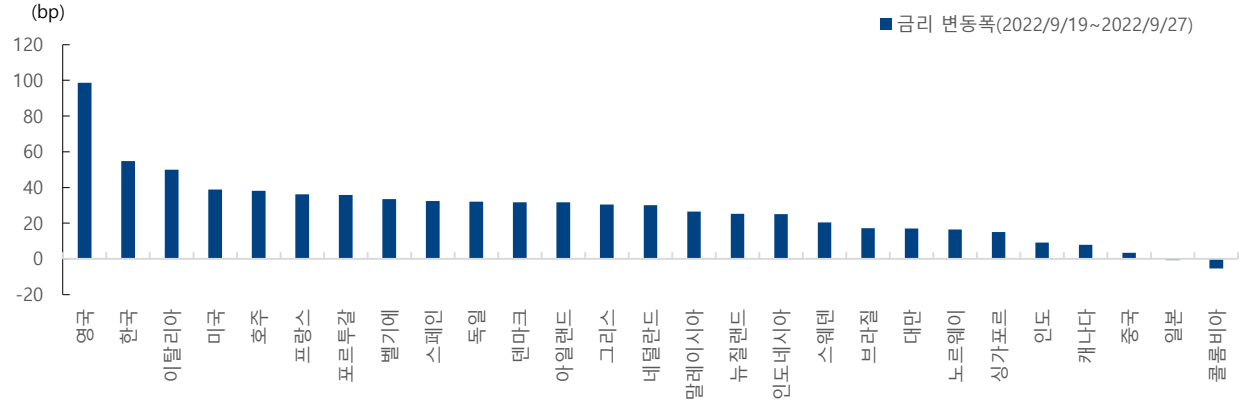
재원조달을 위해 국채발행 증가는 불가피하다. 결국 금리 상승, 파운드화 폭락을 수습하기 위해 BOE 는 금리인상 기조를 강화할 수밖에 없고, 영국 정부 및 재정에 대한 신뢰도는 낮아져 국가 신용평가에도 부정적 영향이 예상된다. 이번 영국 국채 금리 급등은 납득할 만한 이유가 존재했다.

같은 기간 세 번째로 금리 상승 폭이 큰 국가는 이탈리아다. 10 년만기 이탈리아 국채 금리는 9 월 19 일 4.05%에서 9 월 27 일 4.55%로 50bp 가까이 급등했다. 이탈리아는 전통적으로 이념적 성향과 지지기반, 정책 목표 등이

다른 복수의 정당이 연립정부를 구성하는 정치 구조로, 정치 불안이 반복되어 왔다. 그리고 최근의 정치 불안은 드라기 총리가 주요 연정 참여 정당들과의 대립으로 사임을 발표하며 발생했다. 이후 조기 총선을 앞두고 반 EU 정책을 표방하는 극우 이탈리아 형제당이 가장 높은 지지를 받음에 따라 정치적 혼란은 가중됐다. 그리고 9 월 25 일 실시된 총선에서 멜라니 대표가 이끄는 이탈리아 형제당이 제 1 당에 오르는 등 예상대로 우파 연합이 승리했다. 감세 및 완화적 재정정책 등을 공약으로 내세운 우파연합의 승리로 중장기 재정건전성에 대한 우려가 부각되며 이탈리아 국채 금리는 급등세를 보였다.

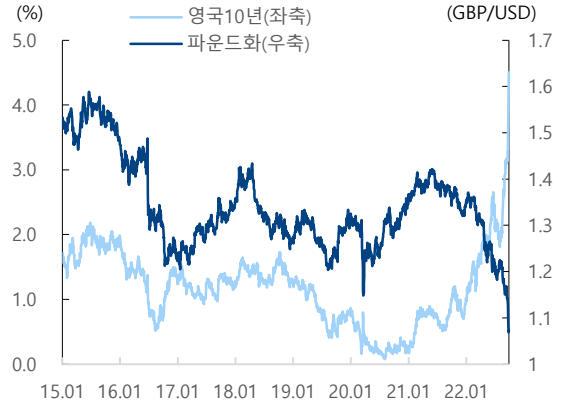
문제는 한국 채권시장이다. 국고채 10 년 금리는 같은 기간 54.8bp 상승했다. 금리 인상 주도국인 미국의 10 년 만기 국채 금리 변동 폭 38.86bp 보다도 높은 수준이다. 현재 시장 컨센서스로 자리잡고 있는 최종 정책금리 수준이 한국 대비 미국이 최소 100bp 더 높음에도 불구하고 단기간 한국 국채 금리 변동은 과도한 수준이라고 해석될 수 있다.

그림1. 주요국 국채 10 년 금리 변동폭



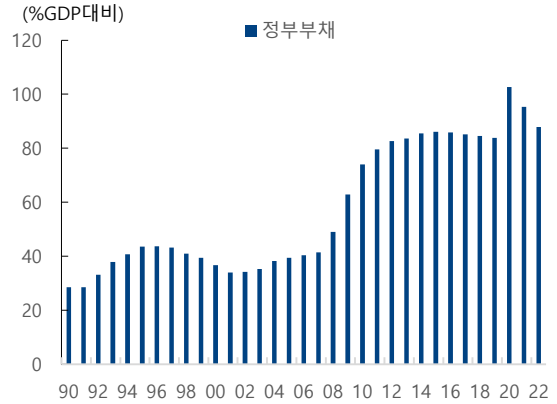
자료: Infomax, 하이투자증권 리서치센터

그림2. 영국 국채 금리 및 환율: 영국 정부의 감세안 발표 이후 금리는 급등, 통화가치는 급락



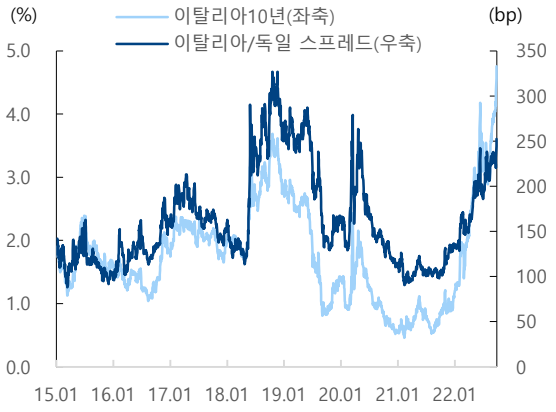
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림3. 영국의 정부부채 비율: '20 년 103%로 확대, '21 년 95%로 축소, 이번 조치를 계기로 재차 악화될 우려



자료: IMF(22 년은 예상치), 하이투자증권 리서치센터

그림4. 이탈리아 국채 10 년 금리 및 독일 국채와 스프레드 추이: 중장기 재정건전성 우려 부각되며 장기국채 스프레드 확대



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 이탈리아 우파 연합의 정치·경제 분야 주요 공약: 반이민, 반 EU 등의 정치적 입장 견지. 세금 감면, 기본소득 확대

구분	주요 내용
정치	국경 방어 및 불법상륙 차단을 위한 북아프리카 당국과의 협정 체결
	합법적 이민자의 사회적 통합 촉진
	국익 수호와 영토 방어에 중점을 둔 외교정책
	대통령 직선제
경제	5개의 소득구간별로 차등 적용(23~43%)하고 있는 소득세율은 23%로 단일화
	근로자가 부담하는 사회보장비용을 10%로 축소
	가계의 에너지비용 지원(우크라이나 사태에 따른 일시적 지출)
	매월 50~175유로씩 지급하는 아동수당을 최대 260유로까지 인상
	연금 수령대상 확대(41년 이상 납입할 경우 연령과 무관하게 지급 개시)
	재산세 인하

자료: 이탈리아 우파연합 공약집, 하이투자증권 리서치센터

10 월에도 약세 흐름 바뀌기 쉽지 않아

전일(9/27 일) 국고채 3 년 및 10 년물은 각각 23.5bp, 12.2bp 하락하며 6 영업일 간의 상승 폭을 소폭 되돌렸다. 그럼에도 불구하고 2 년~20 년물 국고채 금리는 여전히 4%를 상회 중이다. 포워드 시장에 반영된 금리 수준도 만만치 않아 보인다. 현재 1 년물 선도금리는 내년 이맘때 금리 수준을 5% 이상으로 반영 중이며, IRS 커브에 반영된 CD 금리도 같은 기간 4.8%를 예상하고 있다. 한국은행의 최종 정책금리 수준이 3.5~3.75% 정도에 형성된 점을 감안하면 5%에 가까운 금리는 과도한 수준으로 해석된다. 즉 한국 채권금리가 이렇게까지 가파르게 올라갈 만한 내부적 요인은 없다는 판단이다.

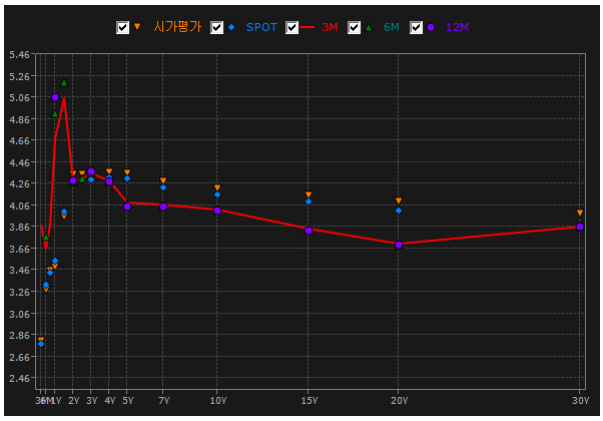
다만 문제는 글로벌 시장 추세가 약세 방향이라는 점이다. 미국발 금리 상승 압력과 함께 영국과 이탈리아의 금리 상승 영향도 가세했다. 특히 향후 영국은 BOE 가 보유한 외환보유액이 파운드화를 방어하기 충분하지 않을 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 2022 년 7 월 기준 영국의 외환보유고는 1083 억달러에 불과하다. 일본의 1 조 1700 억달러, 한국의 4300 억달러에 비해 현저히 낮은 수준이다. 결국 파운드화 방어를 위한 BOE 의 유일한 수단은 기준금리 인상 밖에 없는 셈이다. 현재 시장에 반영된 영국 최종 정책금리 수준은 6%대다. 시장 컨센서스 기준으로도 내년 1 분기 까지 3.55%를 예상한다. 현재 영국 10 년 국채금리가 4.5%까지 올라왔음에도 불구하고 향후 정세는 금리의 추가 상승을 지지하고 있다. 미국 대 비미국 국가의 통화정책 대결구도 속에서 영국 국채 금리의 상승은 비미국 국가들의 동조화를 유발할 것으로 보인다. 한국 채권시장도 예외는 아닐 것이다.

10 월 12 일 한국은행의 금통위도 예정되어 있다. 최근 통화정책 강도의 변화 가능성을 언급한 이창용 한국은행 총재의 발언을 고려할 때 금통위에 대한 시장의 관심은 여전히 뜨거울 전망이다. 최근 연준의 고강도 긴축 기조와 원화 약세를 고려할 때 추가 인상 가능성에 무게를 둔다. 10 월 50bp, 11 월 25bp 인상을 예상하며 연말 기준금리 수준은 3.25%를 예상한다. 한국은행 총재의

발언 강도도 매파적일 공산이 크다. 빅스텝과 매파적 발언 우려는 시장 약세 재료로 작용할 수 있다.

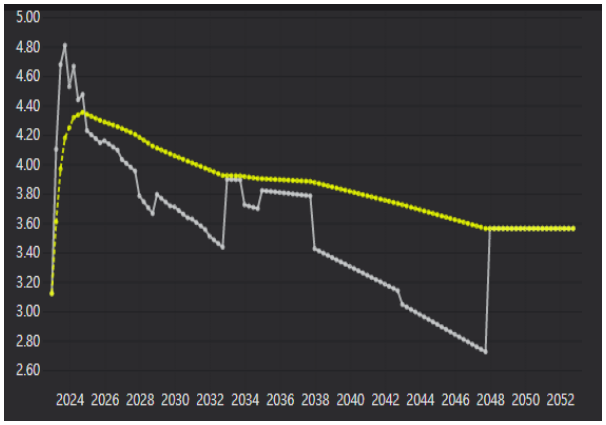
결국 10 월은 미국 대 비미국 국가들의 통화정책 대결구조 속에 금리의 불안정한 흐름이 계속될 공산이 크다. 약세 동조화는 더 공고해질 것이다. 원화채권이 국내외 시장 참가자들에게 매력적인 자산이라는 시각에는 변함이 없다. 다만 해외 투자자들에게는 환율에 대한 부담이 크고, 국내 투자자들에게는 내부적 요인보다는 외부 요인에 의한 약세 동조화 리스크가 존재하는 시기다. 9 월은 국고 3 년이 4.5%를, 10 년이 4.3%를 상회했다. 오버슈팅에 대한 시각이 존재하나 그렇다고 해서 다시 3%대로 돌아가기는 쉽지 않은 국면이다. 회사채 AA- 3 년 기준 105bp 수준까지 확대된 크레딧 스프레드 역시 채권 매수심리 회복이 쉽지 않음을 증명하고 있다. 10 월에도 시장금리는 9 월 고점에서 20~30bp 추가 상승할 여력이 있을 것으로 판단된다. 따라서 10 월은 장기채보다는 캐리 위주의 단기채로 보수적 투자를 해야 한다는 기존 의견을 유지한다.

그림6. 국고채 선도금리 추이: 1 년뒤 국고채 1 년물 금리 5%대 반영



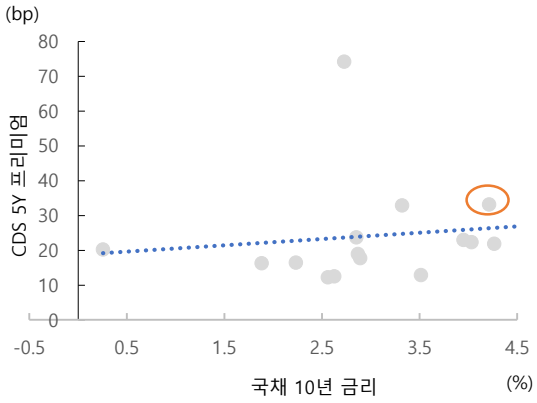
자료: Infomax, 하이투자증권 리서치센터

그림7. 9/27 일 기준 단기 Forward rate: IRS 커브에 반영된 포워드 금리, 1Y1Y 4.8%까지 반영



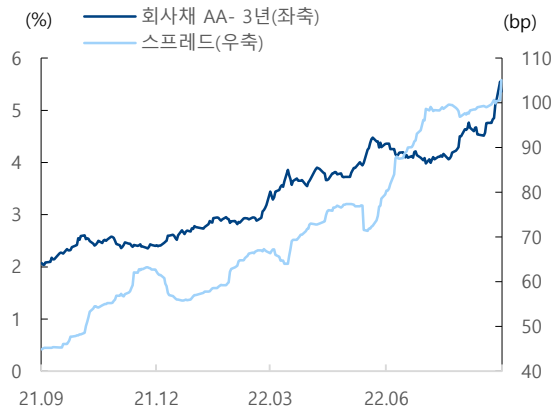
자료: Infomax, 하이투자증권 리서치센터

그림8. 주요국 CDS 프리미엄 및 국채 10 년 금리 비교: A+ 이상 국가들의 금리 매력도, 한국 신용 대비 절대금리 매력도 높아



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림9. 회사채 스프레드 추이(국고채 3 년-회사채 AA-3 년 기준): 5%가 넘은 크레딧, 스프레드는 105bp 까지 확대



자료: Infomax, 하이투자증권 리서치센터

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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김명실, 류진이)
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.