

Eugene Fixed Income

한은의 금리인상, 가능하다면 시점은?



Fixed Income Strategist 신동수
Tel. 02)368-6181
dsshin@eugenefn.com

Summary

한은 금리인상 우려의 확대 배경: 한은의 통화완화 축소 시사와 가계부채로 인한 금융 불안 리스크

- 경기상황 개선시 통화완화 정도의 축소 가능성과 가계부채로 초래될 금융불균형 우려로 한은의 금리인상 경계감이 높아짐. 국내 경제 성장세, 가계부채 문제, 한/미 기준금리 역전시기 등이 금리인상 시점을 좌우할 것이나 북한 리스크 등 불확실성을 고려할 때 한은의 금리인상은 연내보다는 내년 상반기에 가시화될 전망이다

내년도 한은의 금리인상을 전망하는 근거 세가지

첫째, 견고해질 잠재 수준의 성장, 기준금리의 중립수준으로의 정상화 압력

- 더딘 민간소비 회복, 부동산 및 가계부채 정책 효과 확인 필요성, 북한 리스크 등을 고려하면 연내 기준금리가 인상되기는 어려울 전망이다. 다만 재정확대 등에 따른 민간소비의 개선, 정부지출 증가 등으로 잠재 수준의 성장이 견고해지는 내년도에는 중립수준으로의 기준금리 정상화 압력이 가중될 전망이다

둘째, 주택가격보다는 가계부채 부작용 우려로 동반될 금리인상

- 정부의 8.2 부동산 대책과 9월 예정된 가계부채관리 정책의 효과를 확인하기까지 가계대출 증가에 대한 한은의 통화정책 대응은 지연될 전망이다. 다만 대규모 아파트 입주 물량에 따른 과거 평균을 상회할 가계대출 증가세로 내년도 가계부채에 대한 통화정책 대응은 강화될 것이며, 그 수단은 금리인상이 될 것으로 판단됨

셋째, 자산정책보다는 금리정책 민감도가 높은 통화정책, 연말 한/미 기준금리 역전은 한은 금리인상 모멘텀

- 과거 주요국 중앙은행의 B/S 축소와 금리간 상관관계가 뚜렷하지 않으나 정책금리 변화에 대한 민감도는 높은 것으로 나타남. 미 연준의 완만한 자산 재투자 축소 보다는 금리인상 속도나 시점이 한은 통화정책 변화 모멘텀으로 판단됨. 한/미 기준금리가 역전되는 연말 이후 한은 금리인상 압력의 확대가 예상됨

한은 금리인상, 과거와 달리 한은 총재 교체 이전인 내년도 2월 금통위로 전망

- 해외 통화정책의 정상화와 저금리 장기화로 인한 가계부채 증가와 금융불균형 확대 추세를 고려할 때 내년도 금리인상 시점이 과거와 같이 한은 총재 교체 이후로 지연되기는 어려울 전망이다. 올해 12월 미 연준의 추가 금리인상을 전제로 할 때 한은의 금리인상 시점은 내년도 2월 금통위로 판단됨

C Contents

I. 잠재 성장과 중립수준의 정상화 압력	4
II. 가계부채 부작용 우려로 동반될 금리인상	13
III. 해외 통화정책, 관건은 속도가 아닌 방향	19
IV. 한은의 금리인상, 가능하다면 그 시점은 ?	25
V. 9월 채권시장 환경 점검과 금리 전망	28

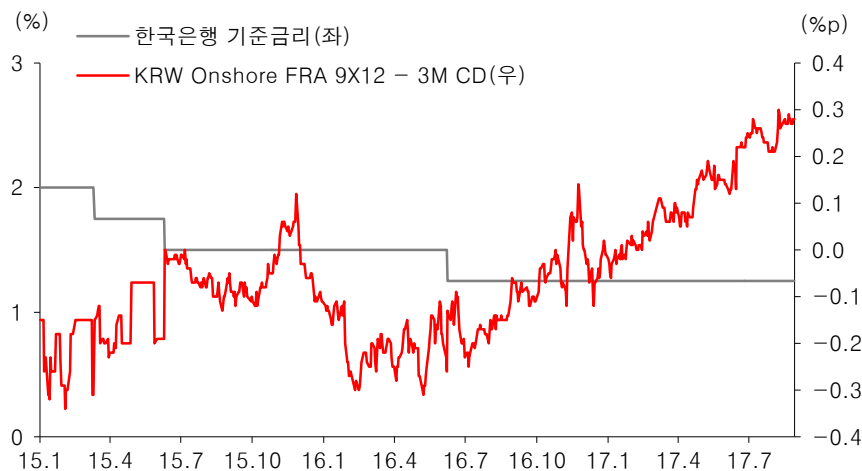
1. 잠재 성장과 중립수준의 정상화 압력

연내 통화완화 정도 축소 후 잠재 수준의 성장이 견고해지는
내년도 기준금리 중립 수준으로 정상화 진행

한은의 통화완화 축소 시사와 가계부채로 인한 금융불균형 우려 등으로 높아진 한은의 금리인상 경계감

- 한은 총재는 특정시점을 염두해 둔 것은 아니나 **경기 상황이 보다 뚜렷이 개선될 경우 통화완화 정도를 축소**할 수 있음을 시사함. 성장세가 확대되면 통화정책의 완화정도가 커져 기존 수준의 정책스탠스를 유지하기 위해서는 완화 정도의 축소가 필요하다는 입장임
- 7월 금통위 의사록에서 나타난 금통위원들의 가계대출 부작용과 금융 불안 우려, 8월 금통위에서 나타난 한은 총재의 **높은 수준의 가계부채 총량하에서 완화 기조가 장기간 지속될 경우 금융불균형 심화** 우려 등이 한은의 금리인상 경계감이 확대됨
- 특히 **금리인상 조건과 관련 성장률이 지속해서 잠재성장률을 상회**하고 수요 압력으로 **물가 상승률이 한은의 목표 수준에 안착하는 상황**으로 설정함
- 8월 금통위 이후 **통화정책 방향은 금리인상쪽으로 선회**된 것으로 판단되며 기준금리 인상 시점은 국내 경제의 잠재 수준 성장, 가계부채 부작용과 이로 인한 금융불안 우려, 미 연준의 추가 금리인상에 따른 한/미 기준금리 역전 시점, 한은 총재의 교체 시기 등에 좌우될 것으로 예상됨

올해 들어 한차례 금리인상 가능성을 선반영한 선도 금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 유진투자증권

금리인상 경계감 반영하며 확대된 단기금리와 기준금리 격차



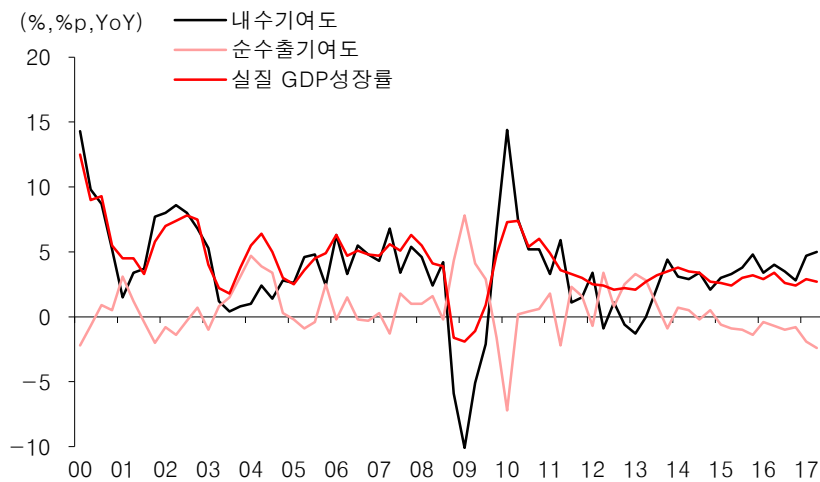
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

연내 금리인상을 제한하는 요인: 1) 민간소비의 더딘 회복

내수 중심의 성장 불구 더딘 민간소비 회복, 민간소비의 성장 기여도가 확대되기까지 기다림이 필요

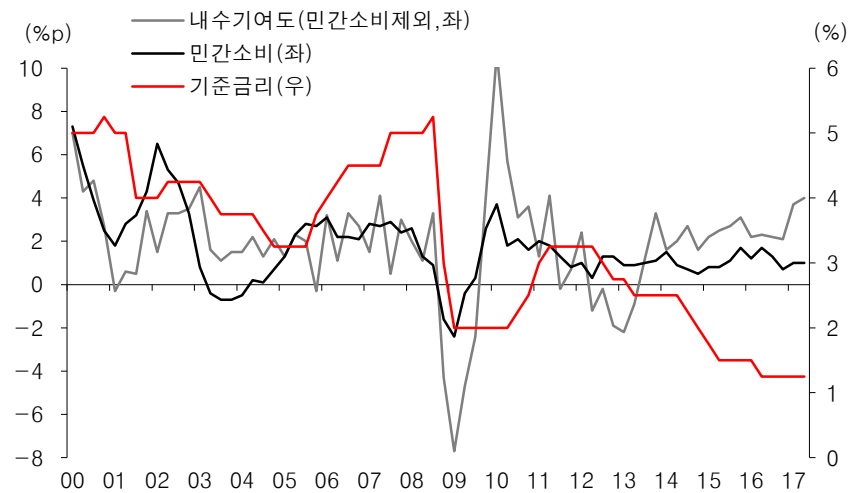
- 과거 한은은 수출의 성장 기여도가 마이너스인 국면에서도 내수의 성장 기여도가 확대되는 국면, 특히 민간소비의 성장 기여도가 높은 국면에서 기준금리 인상을 단행함
- 최근 내수 중심의 성장에도 불구하고 민간소비 회복은 과거 대비 크게 낮은 수준임. 상반기 GDP성장률에서 내수의 성장기여도가 4.9%p에 달하나 이중 민간소비의 성장기여도는 1%p에 불과했음. 동기간 순수출의 마이너스 성장 기여도(-2.2%p)로 실질 GDP성장률은 2.8%에 그침
- 민간소비의 성장 기여도가 과거 기준금리 인상 시점의 2%내외로 높아지기까지 한은의 금리인상은 제한될 전망이다

내수의 성장 기여도 확대로 개선 추세의 국내 경제 성장률



자료: 한국은행, 유진투자증권

민간소비의 더딘 회복은 통화정책 정상화 지연 요인



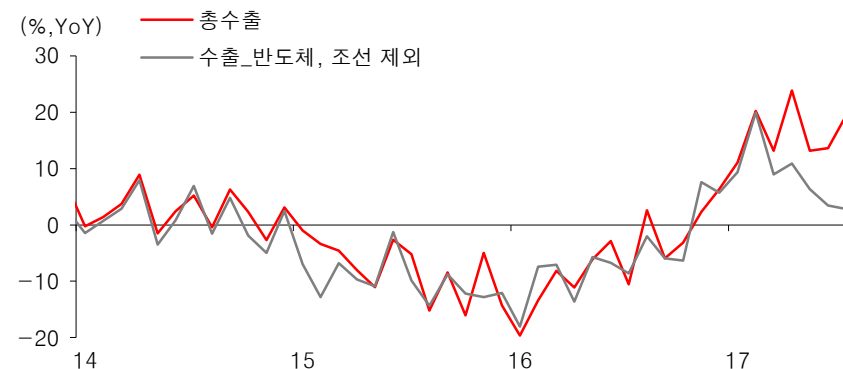
자료: 한국은행, 유진투자증권

2) 건설투자 약화 우려 및 수출 차별화 등 불확실성

부동산 안정화 대책에 따른 건설투자 둔화와 수출 차별화 현상도 잠재적 불안 요인

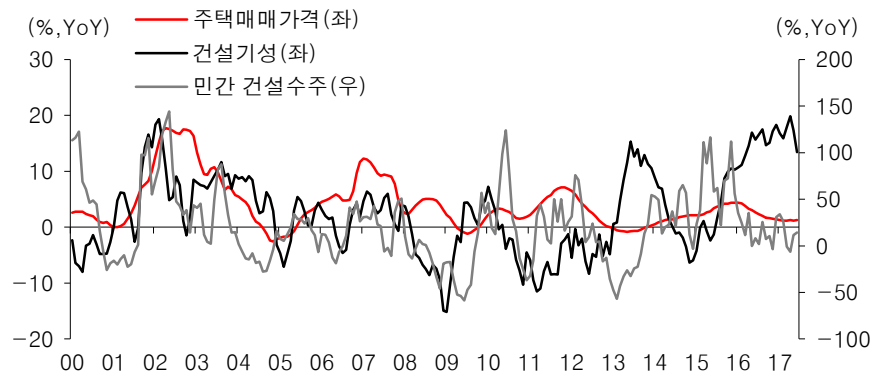
- 과거 정부의 부동산 대책 강화 이후 건설투자 둔화되며 성장 둔화 요인으로 작용함. 정부의 8.2 고강도 부동산 안정 대책을 고려할 때 건설투자의 성장 기여도 약화가 불가피함
- 국내 수출은 10%대 중반의 호조세가 이어지고 있지만, 1)반도체와 조선을 제외한 수출 증가율은 2%(YoY)대에 불과하고, 2) 상품가격의 하락과 수출 단가 하락, 3)지난해 4분기의 수출 호조에 따른 기저효과 등으로 4분기 수출증가율의 둔화가 예상됨

수출 호조 불구 반도체, 조선을 제외한 수출은 둔화 추세



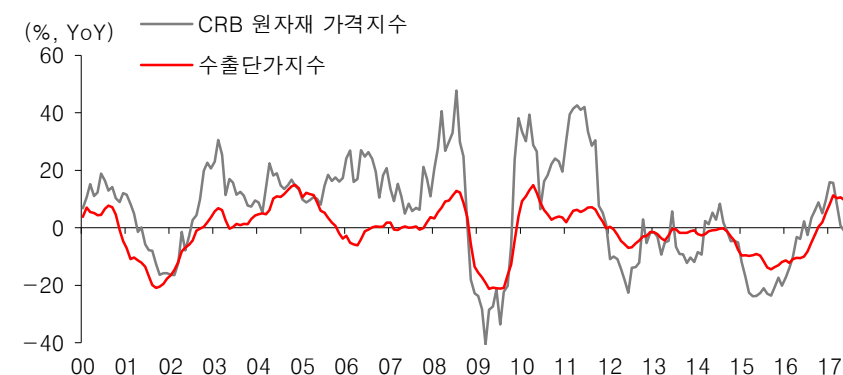
자료: 무역협회, 유진투자증권

부동산 대책에 따른 주택가격 둔화와 건설투자 약화 우려



자료: 통계청, 국민은행, 유진투자증권

상품가격 하락에 따른 수출 단가 하락 모멘텀



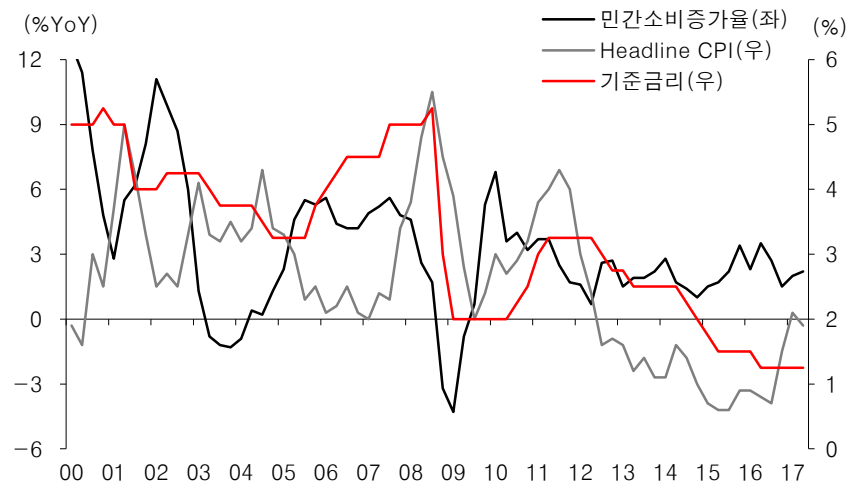
자료: Thomson Reuters, 한국은행, 유진투자증권

3) 낮은 수요측 인플레이션 압력과 체감지표의 둔화

최근의 물가 상승은 수요보다는 공급측 요인, 북한 리스크와 부동산 대책 강화로 체감 지표도 하락

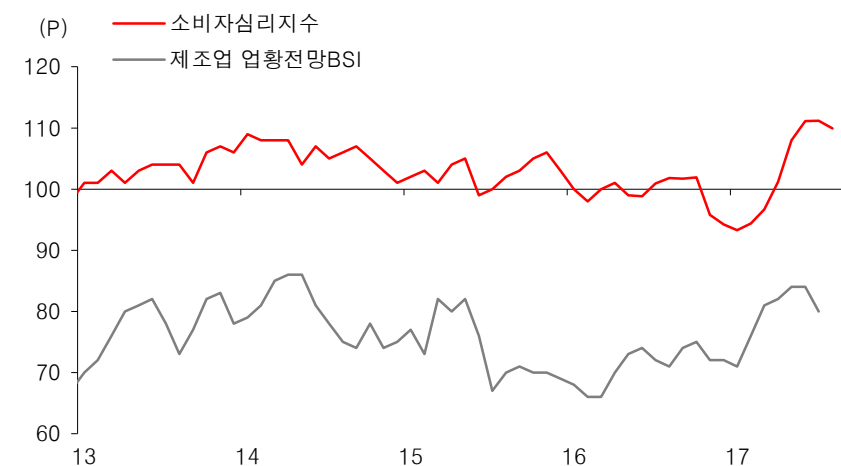
- 지난 8월 소비자물가 상승률은 2.6%(YoY)로 한은의 정책목표인 2%를 2개월 연속 상회함, 그러나 최근의 물가 상승은 폭염과 폭우, 계란파동에 따른 농축산물의 가격 급등 등 공급측 요인에 기인함.
- 단기적으로 물가 상승률이 2%를 상회했지만 일시적인 성격이 짙고 서비스 부분의 마이너스 물가 기여도 등 낮은 수요측면의 인플레이션 압력을 고려할 때 통화정책으로 대응할 만큼 인플레이션 압력이 확산되기는 어려울 전망이다. 일반인의 기대인플레이션이 2%대 중반에서 대체로 안정세를 유지하는 점도 물가에 대한 통화정책 대응을 제한하는 요인임
- 최근 북한의 미사일 발사 등에 따른 지정학적 리스크와 정부의 부동산 대책 강화 등에 따른 소비자 및 기업의 체감지표 둔화도 한은의 정책 변화에 부담 요인으로 판단됨

7월 소비자물가 2% 상회, 그러나 낮은 수요측 인플레이션 압력



자료: 한국은행, 유진투자증권

북한 리스크와 부동산 정책 등에 따른 체감지표의 둔화



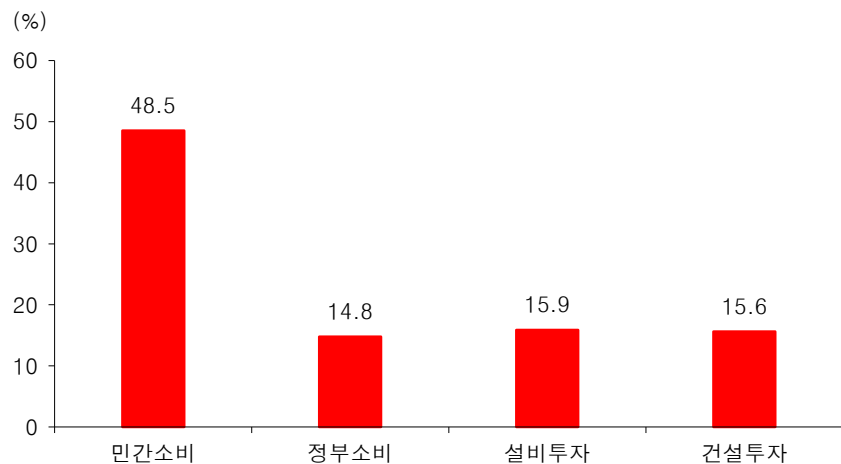
자료: 한국은행, 유진투자증권

내년도 견고해질 잠재 수준의 성장, 중립 수준의 정상화 압력(1)

부동산 대책에 따른 건설투자의 성장기여도 하락을 민간소비 회복과 정부지출 증가가 커버하며 잠재 수준의 성장 견인 예상

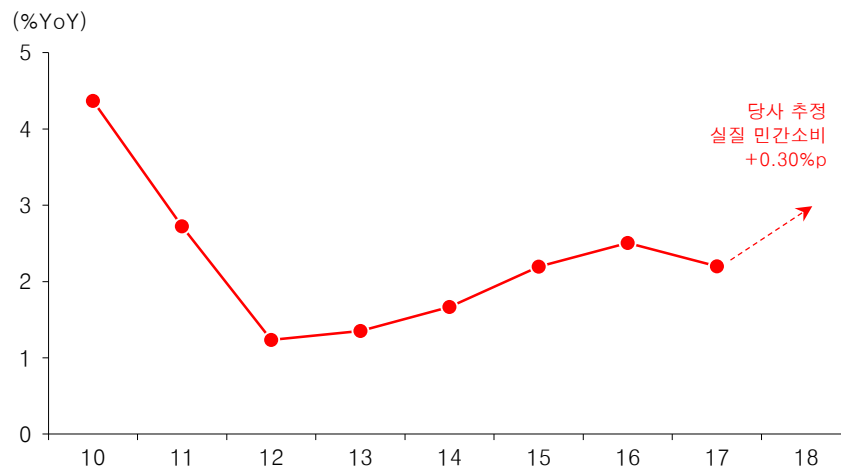
- 정부의 강력한 부동산 안정화 대책으로 그동안 내수 성장의 한 축이었던 건설투자의 성장 기여도 하락은 불가피할 전망이다. 다만 올해 상반기 GDP 중 민간소비 비중은 48.5%로 건설투자 비중 15.6%를 3배나 상회하는 수준이며 정부소비 비중도 14.8%로 건설투자에 소폭 못 미치는 수준임
- 정부의 일자리 창출, 최저임금 인상 등에 따른 **민간소비의 회복**, 경상GDP성장률을 상회하는 예산안과 **재정지출 확대** 계획은 **건설투자 둔화를 커버하며 잠재 수준의 성장을 견인**할 것으로 예상됨
- 당사의 추정에 따르면 최저임금 상승으로 내년도 실질 민간소비는 0.3%p 개선될 것으로 추정됨

GDP에서 민간소비 비중이 건설투자의 3배 상회(올해 상반기 기준)



자료: 한국은행, 유진투자증권

최저임금 인상 등을 통한 민간소비 개선은 성장 회복에 기여



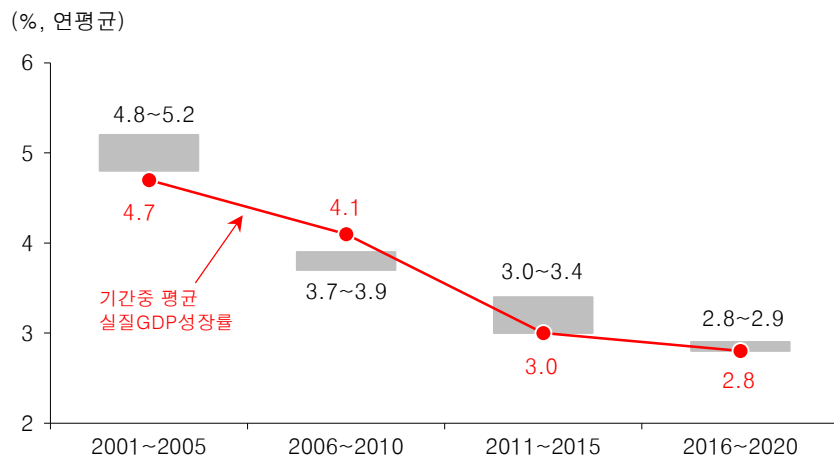
자료: 한국은행, 유진투자증권

내년도 견고해질 잠재 수준의 성장, 중립 수준의 정상화 압력(2)

국내 잠재성장률 하향 추세, 그러나 내년도 성장률 잠재 수준 내외 예상되며, 정부의 재정확대 고려시 추가 개선도 가능할 듯

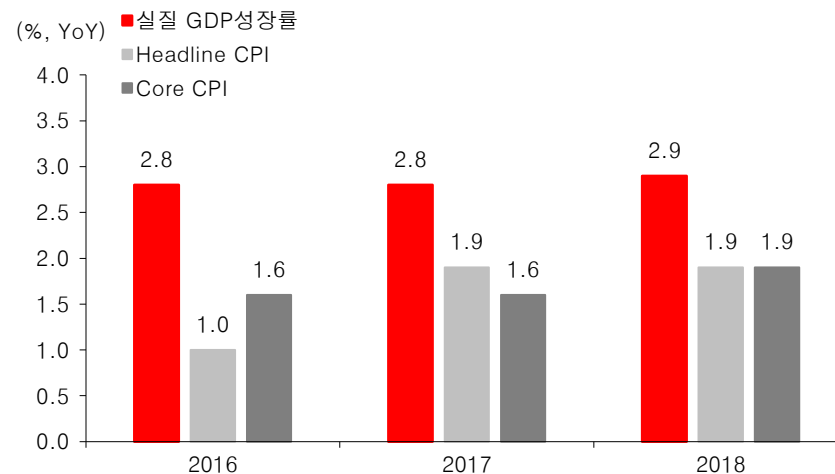
- 국내 잠재성장률은 1)총요소 생산성 하락, 2)자본축적 둔화, 3)고령화 등 구조적 요인에 따른 수요 부진 등으로 하향 추세임
- 한은은 2016~2020년 잠재성장률을 2.8~2.9%로 예상함. 한은 GDP성장률 2017년 2.8%, 2018년 2.9%로 전망했는데 **정부의 재정확대** 영향이 반영되지 않은 점을 **고려하면** 내년도 국내 성장률은 **잠재 수준 이상의 성장도 가능**할 것으로 예상됨
- 성장률의 잠재성장률 상회하는 그동안 장기화되었던 마이너스 GDP갭의 플러스 전환과 수요측 인플레이션 압력이 높아질 것임을 시사함

한은 2016~2020년 잠재성장률 2.8~2.9%로 추정



자료: 한국은행, 유진투자증권
주: 2016~2020년 평균 성장률은 2016년 기준

한은 올해와 내년도 성장률, 잠재 수준 전망



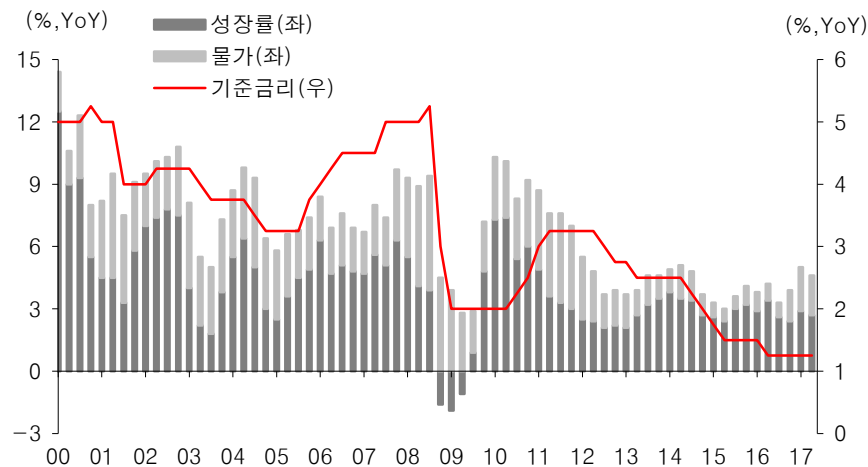
자료: 한국은행, 유진투자증권

내년도 견고해질 잠재 수준의 성장, 중립 수준의 정상화 압력(3)

성장 개선으로 강화된 금융완화 축소 후 잠재수준의 성장이 견고해지는 내년도 금리인상 국면으로 전환 예상

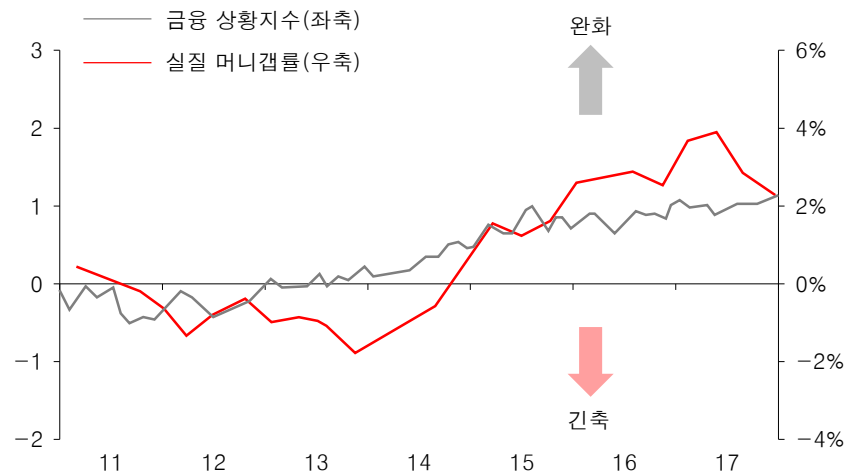
- 2016년 이후 성장률과 물가를 고려할 때 현 기준금리 수준은 중립 수준보다 크게 낮은 수준으로 판단됨
- 최근 성장이 개선되면서 한은이 기존의 통화정책 스탠스를 유지하는 상황에서도 통화완화 정도는 오히려 강화됨
- 단기적으로 민간소비의 더딘 회복과 대외 불확실성을 고려할 때 **향후 통화정책은 통화완화 정도를 축소한 후 잠재수준의 성장이 견고해지는 내년도 인상에** 나설 것으로 예상됨

성장률+물가 대비 과도하게 낮아진 기준금리



자료: 한국은행, 유진투자증권

성장 개선으로 높아진 금융완화 강도



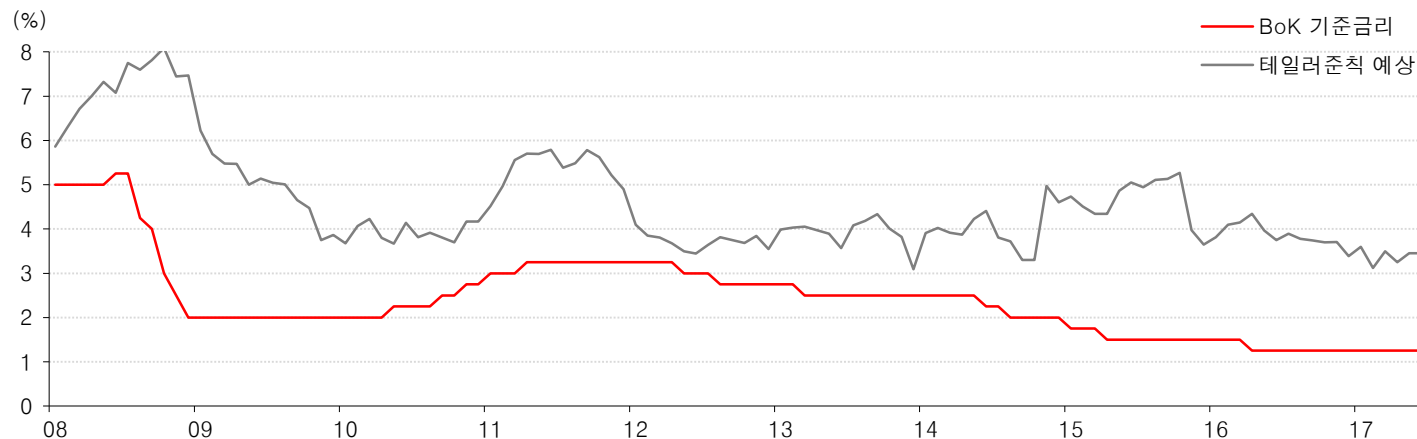
자료: 한국은행, 유진투자증권

테일러준칙은 한은 통화정책의 점진적 정상화를 시사

테일러준칙에 따른 국내 중립 금리 수준은 3.0~3.5%내외로 추정

- 블룸버그의 물가와 고용을 고려한 테일러준칙은 국내 중립 기준금리가 3.0~3.5%로 추정됨
- 2014년 이후 테일러준칙의 중립금리와 기준금리간 격차가 확대된 것은 세월호 및 메르스 사태 등에 따른 불확실성 요인에 기인했지만 이후 동 격차는 축소되었고, 성장이 회복되고 물가가 상승하면서 확대 추세로 전환됨
- 테일러준칙에 따르면 국내 중립 기준금리는 지난 4월 저점을 형성한 후 소폭 상승함. 절대적인 수준보다는 방향성이 중요한데 한은의 통화정책 정상화 압력이 완만하게 높아지고 있음을 시사함

테일러 준칙은 한은의 통화정책 변화 가능성을 시사



자료: Bloomberg, 유진투자증권

II. 가계부채 부작용 우려로 동반될 금리인상

부동산 안정대책 효과 미흡할 경우 최후 수단은 금리인상

한은의 가계대출 부작용 우려 확산

한은의 높아진 가계대출 부작용 우려, 점차 정책 대응 강화로 이어질 듯

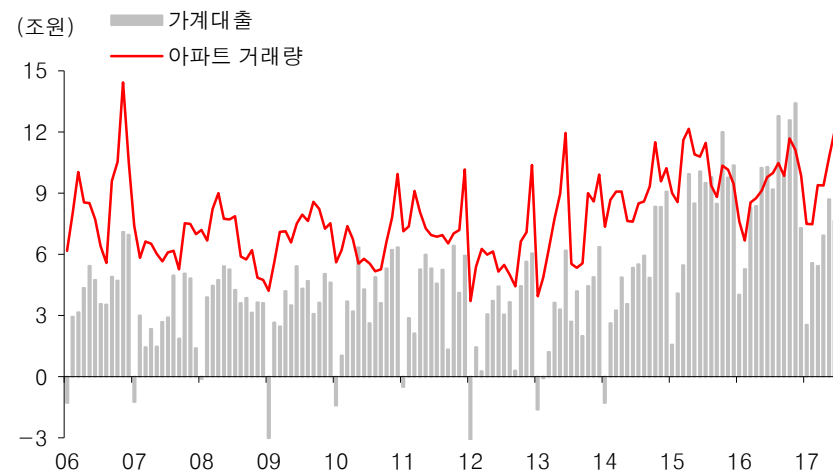
- 가계부채 누증의 주된 요인은 1)경제성장세 회복 지원을 위한 저금리 지속, 2)부동산 규제 완화 과정에서 나타난 주택 매입 수요와 주택 공급물량 확대, 3)부동산 매입 등을 위해 차입을 늘리는 적극 차입 계층(35~59세)의 증가와 고령화로 인한 가계부채의 구조적 증가, 4)기업신용 리스크 증가로 낮게 형성된 가계대출의 리스크 프리미엄 등에 기인함
- 최근 가계부채 증가세가 계속되면서 금통위원들의 가계부채로 인한 부작용에 대한 경계감이 크게 높아짐. 7월 금통위 의사록에서 대부분의 **금통위원이 가계부채로 인한 금융 불안 우려가 통화정책에 부담** 요인이 되고 있는 것으로 판단함
- 8월 금통위에서 기준금리가 만장일치로 동결되었지만 **한은 총재의 완화 기조를 지속하면 가계부채로 인한 금융불균형 심화** 발언으로 한은의 **통화정책 방향이 금리인상쪽으로 기울어졌음을 시사함**

금통위원, 가계부채 부작용에 따른 금융 불안 우려 확산

금통위원	가계부채관련 주요 발언
A위원	- 완화 기조에 의해 증대되는 가계부채의 부작용 누적 - 부채상환 부담에 따른 소비 위축 - 자본축적보다는 단기적 수익 추구 목적 자금의 과도한 쏠림 (자원배분 비효율로 지속가능한 성장 저해) - 통화정책 완화 기조의 재조명 필요
B위원	- 가계부채의 지속적 증가 → 통화완화 기조 유지에 상당한 부담 요인 - 가계부채관련 위험 안정화, 더 이상 미룰 수 없는 긴박하고 절실한 과제
C위원	- 공공정책 규율과 거시건전성 정책 강화 - 가계부채 위험에 대한 시장의 과소 평가 제어 필요
D위원	가계부채 안정화 실패시 거시 불안정성 한층 증폭, 금융불안정 위험 상승
E위원	가계부채문제 등 금융안정 이슈는 통화정책 부담 요인

자료: 한국은행, 유진투자증권

아파트 거래량 증가에 동조화되는 가계대출 증가



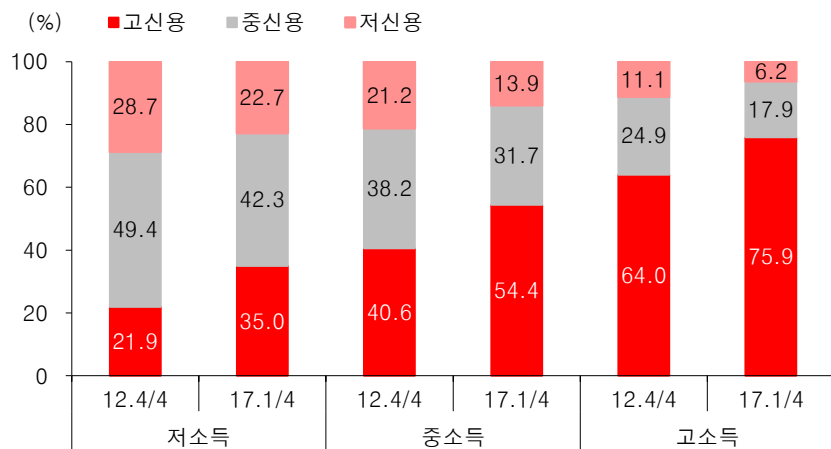
자료: 부동산114, 한국은행, 유진투자증권

고신용층을 중심으로 증가한 가계대출, 양호한 상환 능력을 시사

고소득, 고신용층 중심의 가계대출 증가, 금리인상 등 외부 충격에 대한 대응 여력 개선을 의미

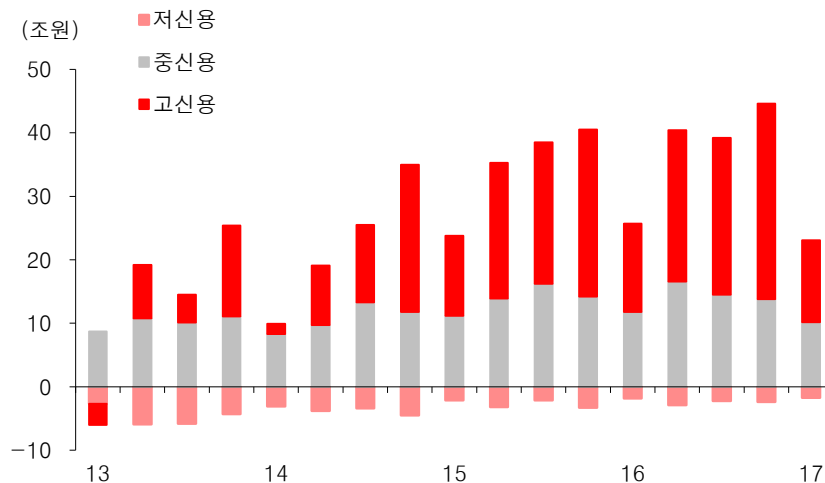
- 소득 수준별로 신용등급별 가계대출 차주 수 비중은 2012년에 비해 모든 소득수준에서 크게 상승함. 특히 저소득층에서도 고신용 차주의 비중이 2012년말 21.9%에서 2017년 1/4분기말에는 35%로 높아짐
- 신용등급별로 고신용 차주의 비중이 지속적으로 증가하는 가운데 금융기관들의 리스크 관리 강화로 신용도가 높은 차주의 가계대출 증가가 더욱 높아지는 패턴임
- 대출금리가 상승할 경우 가계의 채무 상환 부담의 확대가 불가피하나 **고소득, 고신용층 중심의 대출 증가**를 고려하면 **가계의 채무상환 부담이 한은의 금리인상을 가로막는 변수로 작용하기는 어려울 전망**임

모든 소득계층에서 고신용층 차주 비중이 크게 확대



자료: 한국은행, 유진투자증권

가계대출, 저신용층은 감소, 고신용층 중심으로 증가



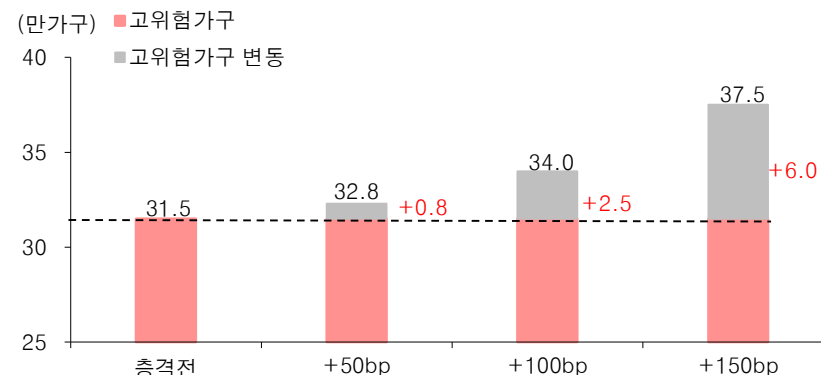
자료: 한국은행, 유진투자증권

완만한 대출금리 상승시 채무상환 능력 저하는 제한적

완만한 대출금리 상승시 고위험 가계대출 증가 제한적

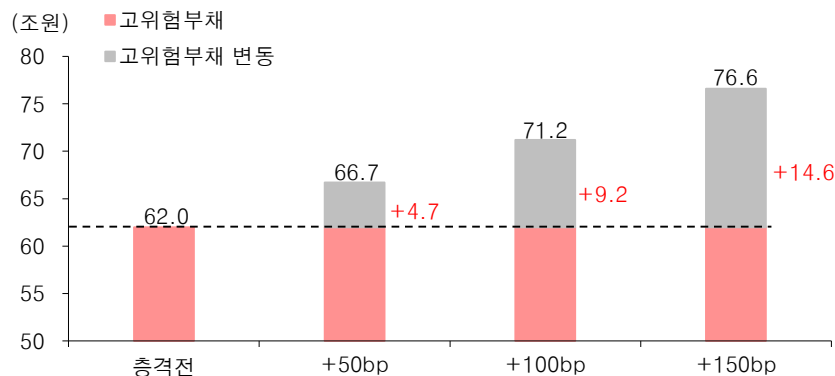
- 한은의 스트레스 테스트 결과, 대출금리 50bp 상승시 고위험 가구는 0.8만 가구, 고위험 가구의 금융부채 규모 4.7조원 증가함
- 대출금리의 급등시 고위험 가구의 취약성이 높아지나 **완만한 대출금리 상승시 가계의 채무 상환능력 저하는 크지 않을** 전망이다
- 정부의 가계대출 안정화 대책으로 40%대 중반으로 **높아진 주택담보대출의 고정금리 비중**도 **금리 상승에 따른 충격을 완화**하는 요인으로 판단됨

대출금리 상승시 고위험 가구수 변동 폭



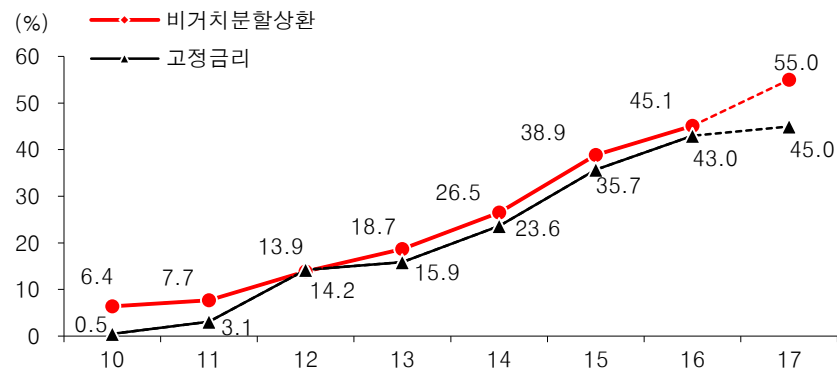
자료: 한국은행, 유진투자증권

대출금리 상승시 고위험 부채 변동 폭



자료: 한국은행, 유진투자증권

주택담보대출의 고정금리 대출 비중 확대도 금리상승 충격 완화 요인



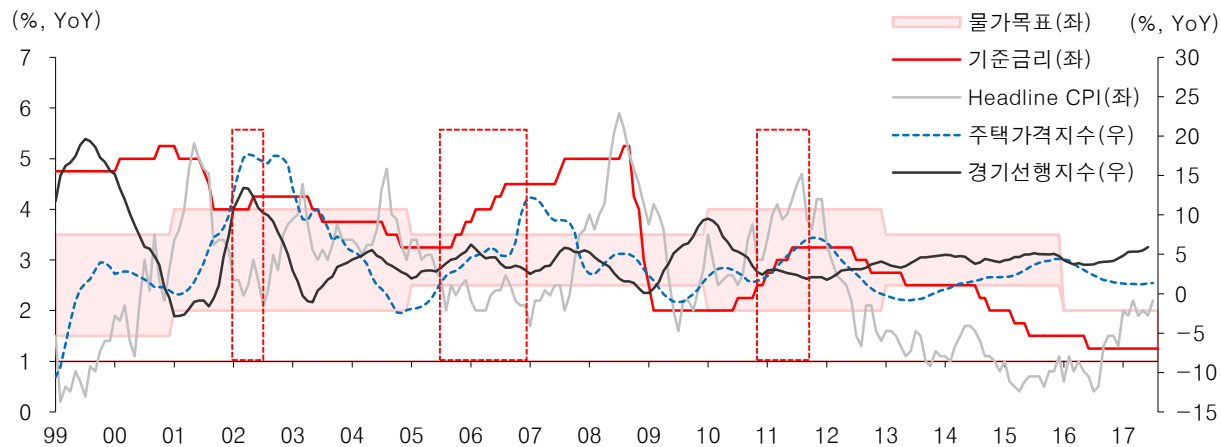
자료: 한국은행, 금감원, 유진투자증권

과거 높은 부동산 가격 상승에 동반된 한은의 금리인상

경기회복 국면에서 부동산가격 상승 또는 물가 상승 확대시 동반된 한은의 금리인상

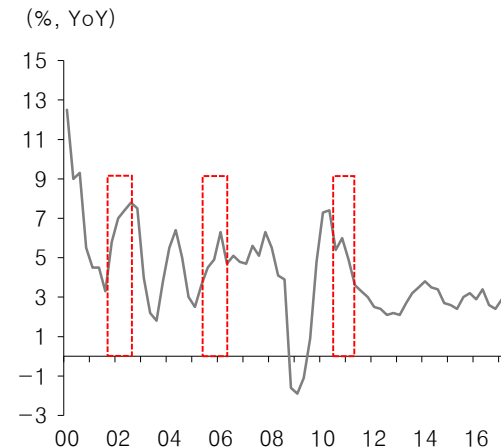
- 과거 **한은의 금리인상** 국면을 살펴보면 **주택가격의 높은 상승세가 금리인상에 미치는 영향이 컸음**. 인플레이션 압력이 높지 않은 상황에서도 높은 주택가격 상승세가 이어지는 국면에서는 기준금리가 인상됨. 실제 2005년 금리인상 국면에서 소비자물가가 정책목표 하단을 하회했음에도 불구하고 한은은 금리인상을 단행함
- 성장률의 경우 잠재 수준을 상회하는 국면에서 금리인상이 단행되었는데 내년도 일자리 창출과 최저임금 인상 효과, 정부지출 확대 등에 따른 성장 개선으로 내년도에는 잠재 수준의 성장이 견고해질 것으로 예상됨
- 정부의 **부동산 안정책이나 가계부채관리 효과가 미흡할 경우** 과거 사례를 고려할 때 한은의 **금리인상 가능성**이 높은 것으로 판단됨

부동산 가격 상승 국면에서 동반된 금리인상, 다만 경기와 물가 상황에 따라 차별화



자료: 한국은행, 통계청, 유진투자증권

국내 실질 GDP성장률 추이



자료: 한국은행, 유진투자증권

주택가격보다는 가계부채 누증 부담, 통화정책 대응 강화될 듯

가계대출 누증 원인인 저금리, 통화정책 수단은 금리인상

- 정부의 8.2 고강도 부동산 안정대책을 고려할 때 투기과열 및 투기 지역의 주택가격 상승세는 점차 둔화될 것으로 예상됨
- 주택가격과 가계대출의 높은 상관관계를 고려할 때 주택가격 안정이 가계대출 증가세 둔화로 이어질 것이나 2019년까지 예정된 **대규모 아파트 입주 물량**을 고려할 때 집단대출을 중심으로 한 **가계대출 증가**가 불가피할 전망이다
- 정부의 8.2 부동산 대책과 9월 예정된 가계부채 정책 등에 대한 효과를 확인하기까지 통화정책 대응이 지연될 수 있지만 **가계대출 증가와 이로 인한 부작용에 대한 우려**가 높아졌다는 점에서 점차 **통화정책 대응이 강화될 것**이며, 그 수단은 결국 금리인상이 될 것으로 예상됨

정부의 8.2 부동산 고강도 안정대책

※ 투기과열지구 및 투기지역 지정

- 투기과열지구: 서울 전역 + 과천시, 세종시
- 투기지역: 서울 11개구 + 세종시

※ 재건축, 재개발 규제 정비

- 재건축 초과이익환수제 2018년 예정대로 시행, 분양권 전매 금지

※ 양도소득세 증과

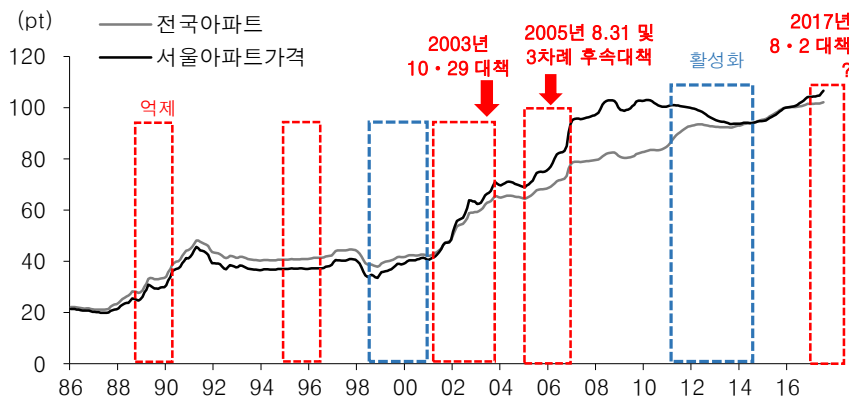
- 2주택자 +10%p, 3주택자 이상 +20%p
- 1세대 1주택 비과세 요건 강화(2년 이상 거주)

※ LTV, DTI 강화

- 투기과열지구 및 투기지역 **LTV, DTI 40% 적용**
- 주택담보대출 1건 이상 보유: **+10%p씩 강화**

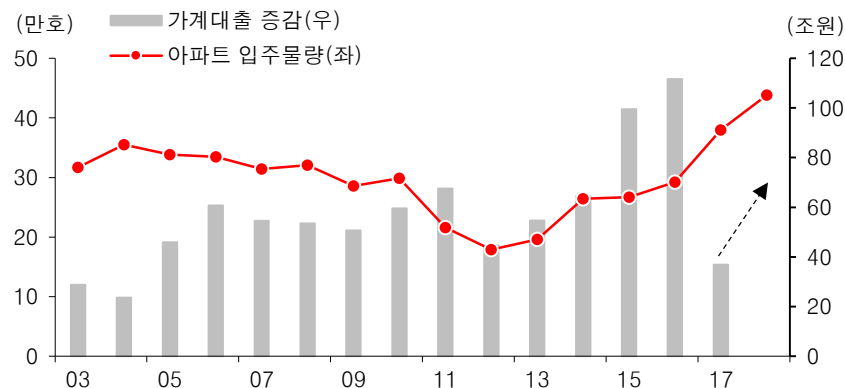
자료: 금감원, 유진투자증권

정부의 8.2 대책으로 부동산 가격 상승세 둔화 예상



자료: 국민은행, 유진투자증권

아파트 입주 물량 고려시 집단대출 중심의 가계대출 지속 불가피



자료: 부동산114, 한국은행, 유진투자증권

III. 해외 통화정책, 관건은 속도가 아닌 방향

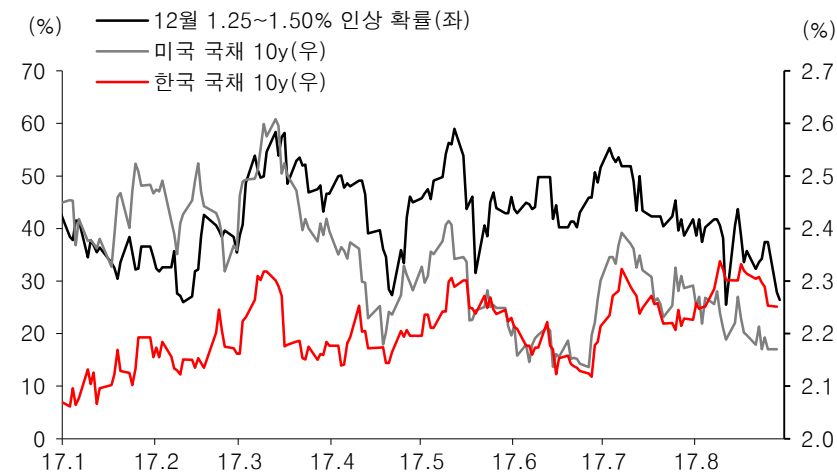
빠른 긴축 우려 완화로 통화완화 여력 확보, 그러나 정상화
지속시 내년도 한은의 금리인상 압력 확대 불가피

빠른 긴축 우려 완화로 통화정책 여력 확대된 한은

해외 중앙은행 총재의 빠른 긴축 완화는 한은의 완화정책 유지 부담을 완화

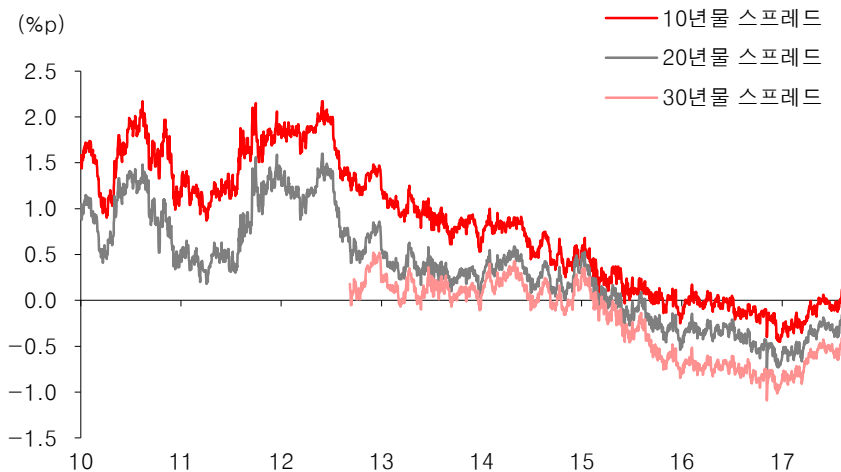
- 비둘기 성향 통화정책 의사록에 이은 잭슨홀 미팅에서의 긴축 강화 시그널 부재는 빠른 긴축 우려를 완화하며 미 연준의 추가 금리인상 확률 하락 및 글로벌 장기금리의 하락을 견인함
- 북한 리스크와 한은의 통화정책 경계감으로 해외금리 대비 하락 폭이 작았던 국내 금리 영향으로 한/미 국채 10년물 역전 현상이 정상화되었고, 초장기물의 역전 폭도 축소되면서 한은의 완화정책 유지 부담을 완화함
- 주요국 중앙은행의 포워드 가이드라인 변화로 인한 예기치 않은 금융긴축 상황 초래에 대한 억제 노력을 고려할 때 연내 해외 통화정책 정상화에 대한 한은의 통화정책 대응 가능성은 낮아진 것으로 예상됨

20%대까지 하락한 미 연준의 올해 12월 추가 금리인상확률



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한/미 채권금리 역전 정상화는 통화정책 부담 완화 요인



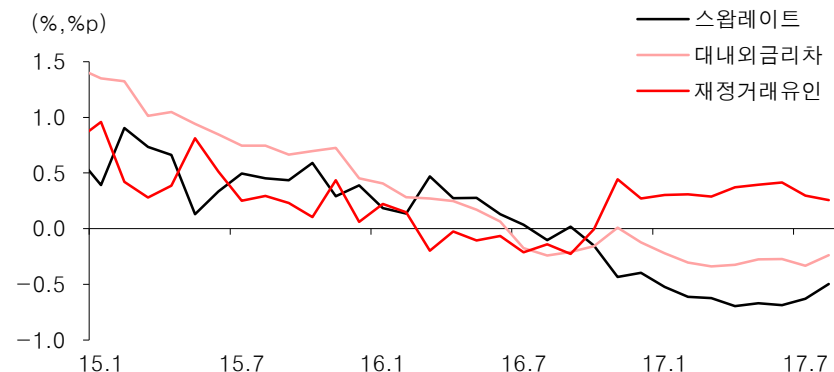
자료: 한국은행, 유진투자증권

원화채권 투자 유인 지속, 외국인 자금이탈 우려 제한적

외국인 자금이탈 우려 완화는 한은의 통화정책 부담을 완화

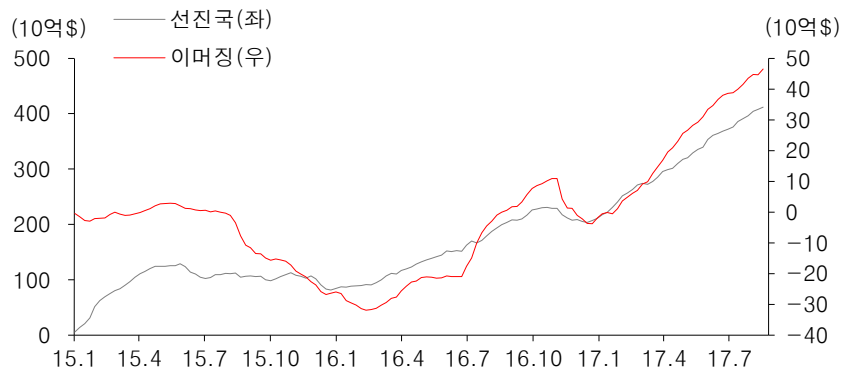
- 주요국 중앙은행의 빠른 긴축 우려 완화로 글로벌 채권형펀드의 자금 유입 현상이 단기간 내에 변화되기는 어려울 것으로 보임
- 스왑레이트의 반등으로 재정거래 유인이 약화되었지만 국내외금리차 축소로 외국인의 원화채권 투자 유인도 지속됨
- 헷지 비용 상승에 따른 해외채권 투자 유인 약화되며 국내 투자자들의 장기물 원화채권 투자 수요도 강화됨
- 외국인의 계속되는 국내 채권 투자 유인은 한은의 통화정책 부담을 완화하는 요인으로 판단됨

스왑레이트 반등 불구 계속되는 외국인의 재정거래 유인



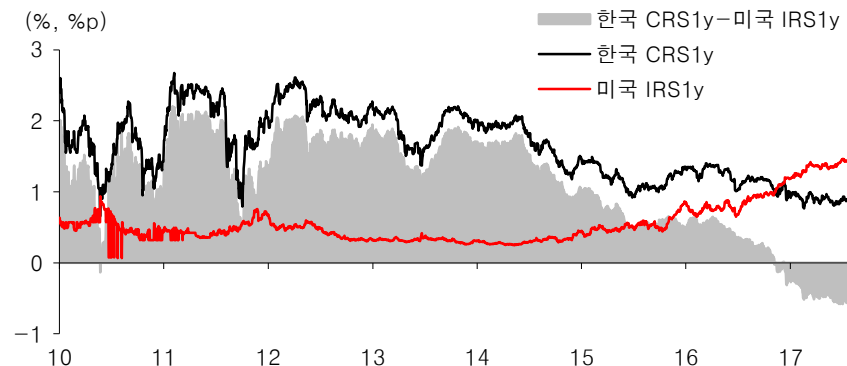
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 선진국 및 이머징 채권형 펀드 증가세 지속



자료: 국제금융센터, 유진투자증권

헷지 비용에 따른 국내 투자자의 해외채권 투자 유인 약화



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

자산정책보다는 금리정책에 크게 반응하는 채권금리

과거 뚜렷치 않은 중앙은행의 B/S 축소와 금리간 상관관계

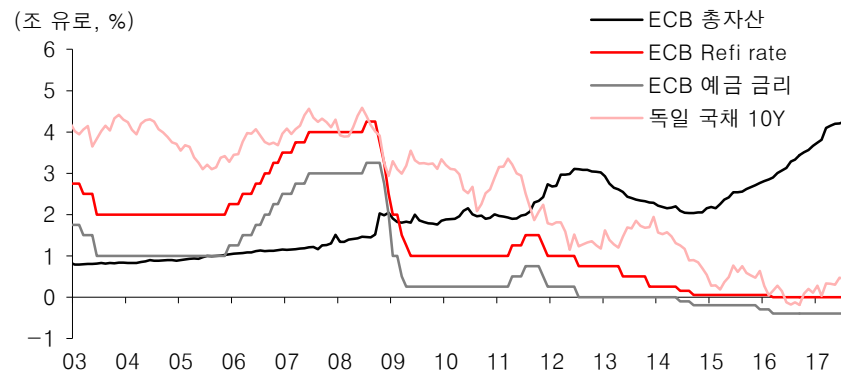
- 과거 주요국 중앙은행의 Tapering을 포함한 B/S 축소 사례를 살펴보면 B/S 변화와 금리간 상관관계는 뚜렷하지 않음
- 양적완화 규모가 축소되는 상황에서도 금리가 하락한 경우가 많았던 반면 Tapering 시사만으로도 금리가 급등했음(2013 Tapering Tantrum)
- B/S 변화의 직접적인 영향보다는 금융/경제 상황이나 글로벌 리스크 요인이 채권금리에 미치는 영향력이 컸던 것으로 나타남
- 특히 주요국 중앙은행의 금리인상 우려가 채권금리 상승으로 이어지는 등 금리정책 기대 변화에 따른 채권금리의 민감도가 확대되는 패턴을 보임

미 연준 총자산과 기준금리, 미국 국채 10년 금리 추이



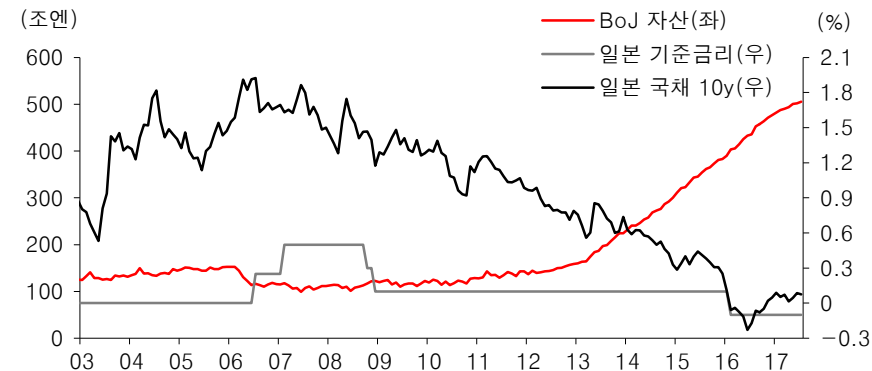
자료: Bloomberg, 유진투자증권

ECB 총자산과 정책금리, 독일 국채 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

BOJ 총자산과 기준금리, 일본 국채 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

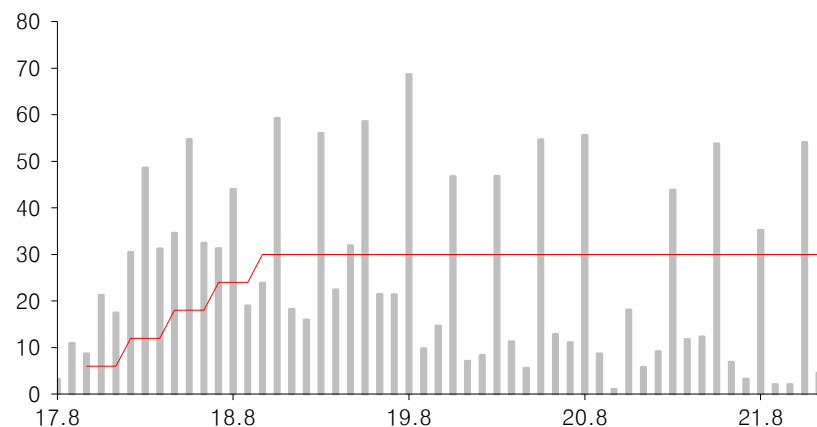
Fed, 발표된 자산 재투자 축소시 기간 프리미엄 확대 완만할 듯

미 연준 자산 재투자 축소는 Tantrum 리스크보다는 기간 프리미엄 및 금리의 완만한 상승에 그칠 듯

- 미 연준은 국채 재투자 축소 한도 매월 60억달러로 시작해 3개월 단위로 60억달러씩 상향 조정할 계획임. 국채 재투자 축소 최대한도를 300억달러로 설정해 동 규모에 도달하는 1년 후에는 300억달러를 유지하기로 결정함.
- **미 연준의 재투자 축소계획**에 따라 추정해 볼때 향후 1년간 국채의 재투자 축소 규모는 1,800억 달러로 예상됨. 미 연준이 9월 FOMC에서 자산 재투자 축소를 발표할 계획임을 고려하면 올해 10월부터 자산 재투자 축소가 가시화될 것으로 예상됨. 올해 10월 국채 재투자 축소의 시작을 가정하면 향후 1년간 국채 재투자 축소 규모는 국채 만기도래 규모 3,738억달러의 48.2%, 6개월간 재투자 축소 규모(540억달러)는 만기도래 규모 1,578억 달러의 34.2%에 그칠 전망이다.
- 향후 1년간 만기도래 국채의 50%가 넘는 규모가 재투자 된다는 점에서 Fed의 국채 재투자 축소는 **과거의 Tantrum 리스크보다는 기간 프리미엄 및 금리의 완만한 상승 압력**에 그칠 것으로 예상됨.

미 연준 보유 국채의 만기 현황과 자산 재투자 축소 계획

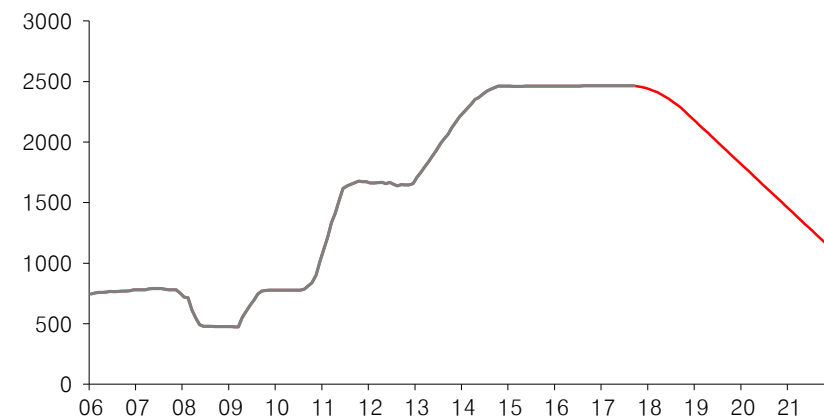
(십억달러)



자료: Bloomberg, 미 연준, 유진투자증권

미 연준 자산 재투자 축소 계획에 따른 국채 잔액 전망

(십억달러)



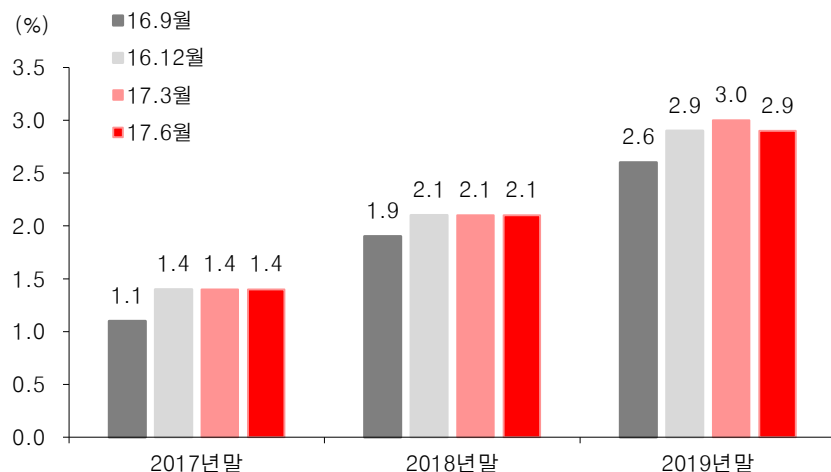
자료: Bloomberg, 미 연준, 유진투자증권

한/미 기준금리 역전시 한은 금리인상 지연 장기화되기 어려울 듯

미 연준 12월 추가 금리인상에 따른 한/미 기준금리 역전은 한은 금리인상 확대 압력

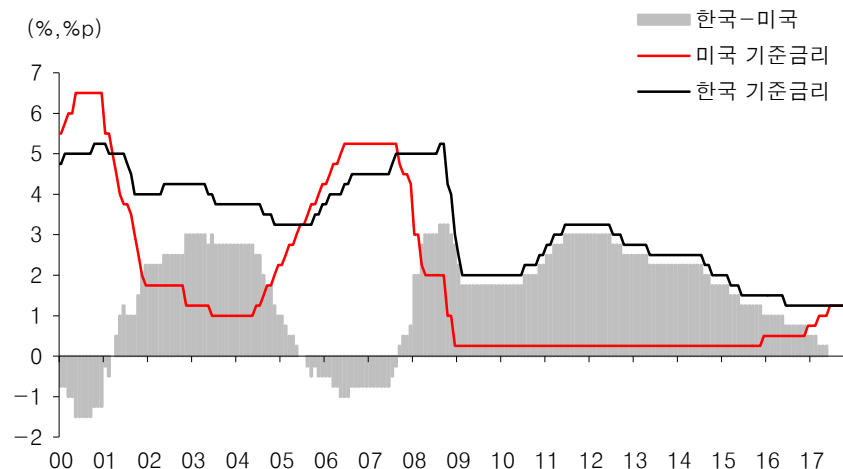
- 지난 6월 미 연준의 점도표에 따르면 미 연준은 2019년까지 연방기금금리가 매년 3차례 정도의 금리인상을 시사함. 최근 상반된 인플레이션에 대한 평가로 금리인상과 관련 "조만간 단행"과 "당분간 유보"가 대립하는 상황이나 **고용호조와 성장 개선 흐름을 고려할 때 12월 추가 금리인상을 전망함**
- 미 연준의 추가 금리인상에 따른 **한/미 기준금리 및 채권금리의 역전시** 외국인 자금이탈 우려 등 한은의 통화정책 부담이 높아질 것으로 보이며, **국내 성장 개선과 가계부채문제 등과 더불어 한은의 금리인상 지연이 장기화되기는 어려울 것**으로 예상됨.
- 과거 2005년 한/미 기준금리가 역전된 8월 이후 2개월 뒤에 한은은 기준금리 인상을 단행함

미 연준 점도표 매년 세차례 금리인상을 시사



자료: 미 연준, 유진투자증권

12월 미 연준 추가 금리인상시 한/미 기준금리 역전 가시화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

IV. 한은 금리인상, 가능하다면 시점은?

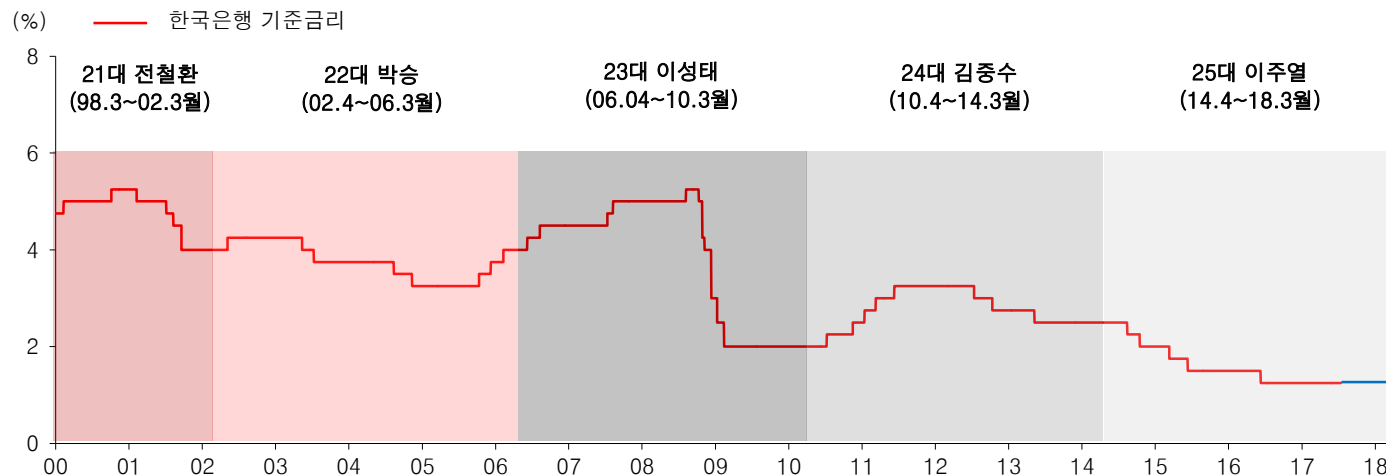
미 연준의 12월 금리인상 전제하에 잠재 수준 성장, 가계부채 문제, 총재 교체 시기 등 고려시 내년도 2월 금통위로 전망

국내외 경제 및 통화정책 고려시 한은 금리인상 내년 2월로 예상

과거 한은 총재 교체 이후 통화정책이 변화되었지만 금번에는 저금리로 인한 부작용 고려시 교체 이전 금리인상 가능성에 무게

- 과거 한은 총재의 교체 이후 통화정책 변화까지는 짧게는 2개월, 길게는 5개월이 소요됨. 이를 반영할 경우 한은의 금리인상 시점은 내년도 2분기로 추정됨
- 다만 저금리의 장기화로 인한 부작용이 커지고 국내 경제의 성장과 해외 통화정책의 정상화 추세를 고려할 때 과거와 달리 한은 총재 교체 이전에 금리인상 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 미 연준의 추가 금리인상 시점에 따라 달라질 수 있지만 현재로서는 12월 추가 금리인상과 3월 금통위가 열리지 않는 점을 고려할 때 한은의 금리인상 시기는 내년도 2월 금통위가 될 것으로 예상됨

과거 한은 총재 교체 이후 정책 변화는 짧게는 2개월, 길게는 5개월 소요



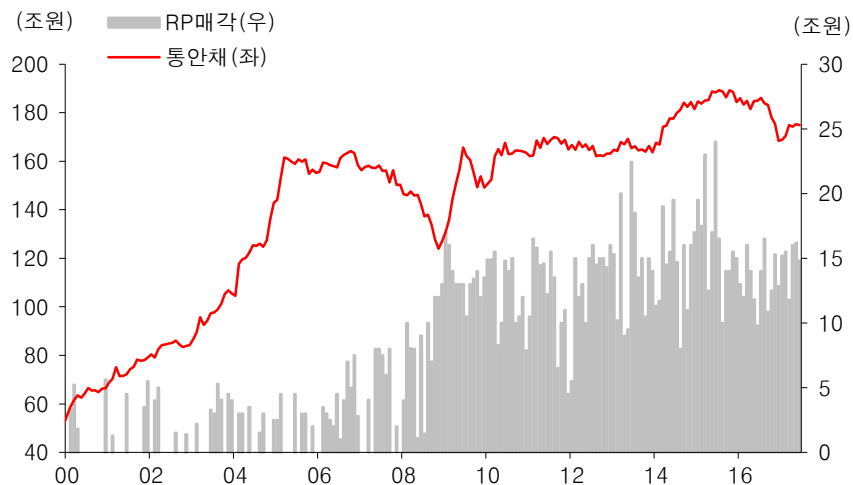
자료: 한국은행, 유진투자증권

한은의 통화완화 축소는 통안채를 통한 유동성 조절에 무게

성장 개선으로 확대된 연내 통화완화의 축소는 통안채 발행 확대를 통한 유동성 조절로 대응

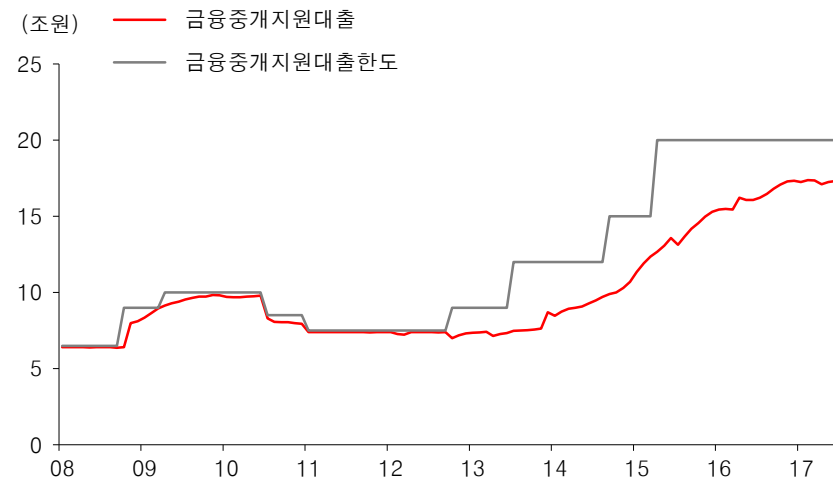
- 금리정책을 제외한 한은의 통화정책 수단은 공개시장운영과 대출제도를 통한 유동성 관리임
- RP매각 규모를 확대하기 위해서는 이에 수반되는 채권 매입이 증가한다는 점, 금융중개지원대출 제도는 중소기업 등에 대한 금융중개 기능에 필요한 자금을 지원하는 제도라는 점에서 유동성 축소시 후행적으로 사용될 수단으로 판단됨.
- 따라서 통화완화 정도의 축소는 통안채 발행 확대를 통한 유동성 조절이 우선될 것으로 예상됨. 이는 단기물 수급 악화와 단기금리의 하방 경직성을 강화해 장단기차 축소를 제한하는 요인으로 작용할 전망이다

한은 공개시장 운영 대상은 RP매각과 통안채 발행



자료: 한국은행, 유진투자증권

한은 금융중개지원대출, 중소기업 지원 목적 고려시 한도 축소 제한적



자료: 한국은행, 유진투자증권

V. 9월 채권시장 환경 점검과 금리 전망

통화정책 이벤트로 인한 상승 리스크, 듀레이션 베팅보다는
캐리하에서 장단기 차별화 대응

9월 금리 전망 및 투자 전략(1)

9월 채권금리, 혼조세 전망, 수급여건 우호적이나 해외 통화정책 이벤트로 인한 금리 상승 리스크 지속

- 국고채 발행 감소, 추석 연휴를 앞둔 캐리 수요 등 수급여건은 양호할 것으로 예상됨. 금리인상을 선반영한 선도금리나 초장기물의 스프레드 축소 압력도 밸류에이션 부담을 완화하는 요인임. 다만 ECB와 FED의 통화정책 이벤트, 재정 확대에 따른 성장 개선 및 가계부채 부작용 우려 등 고려시 중장기 금리 상승 리스크는 계속될 전망이다. 한은 총재의 완화기조 장기화에 따른 금융불균형 심화 우려는 통화정책 경계감과 금리의 하방경직성을 강화요인으로 예상됨
- 9월 국고채 3년 금리는 1.65~1.85%, 국고채 10년 금리는 2.20~2.35%로 전망됨

9월 채권시장 환경 점검

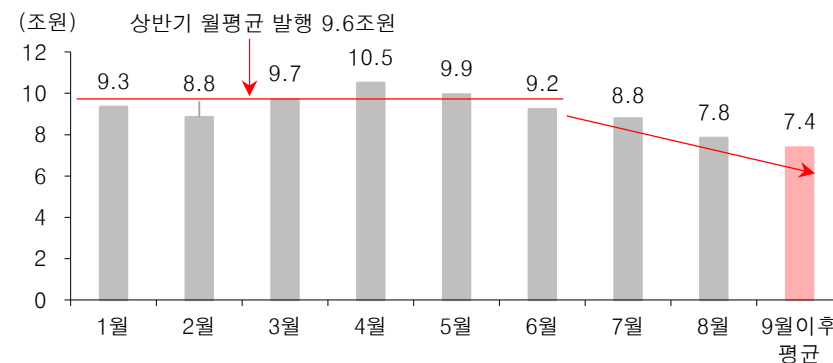
구분	주요 내용	평가
펀더멘탈	■ 추경 집행 등 정부의 재정확대 영향으로 성장 개선 전망 ■ 꾸준한 해외 수요로 수출 호조세 지속, 8월 수출 전년동월비 16%내외 증가 전망 ■ 부동산 대책 강화 등에 따른 체감 지표 악화 및 더딘 민간 소비 회복세 ■ 물가 상승 불구 낮은 수요측 인플레이션 압력	0
통화정책 (정부정책)	■ 경기 부양과 가계부채관리 등 금융안정의 상반된 정책 조합 환경 ■ 부동산 및 가계부채관리는 통화정책보다는 정부의 미시적 정책 우선 ■ 과거 정부의 부동산 정책 효과 제약시 한은의 금리인상 동반 ■ 성장 개선으로 강화된 금융완화 환경, 금리인상에 앞서 금융완화 정도의 축소 불가피	-1
수급	■ 9월 국고채 경쟁입찰 6.3조원으로 전월보다 0.4조원 감소 ■ 추석 연휴에 따른 국고채 3년/30년물 선발행으로 9월 순발행 크게 감소 ■ 해외 금리하락과 헷지비용 등에 따른 국내 초장기물 투자 수요 지속 ■ 금리 상승 대비한 크레딧물 발행 수요는 스프레드 확대 요인	+1
대외요인	■ ECB, 9월 통화정책회의(9/7일)에서 Tapering 논의 가능성 ■ Fed, 9월 FOMC회의(9/19~20일), 미 연준의 자산 재투자 축소 및 점도표 기존 견해 유지 여부 ■ 점진적이고 시장예측 가능한 완만한 정상화, 기간 프리미엄의 안전한 상승	-1
Valuation	■ 한은 통화정책 경계감에 따른 단기금리의 하방경직성 강화 ■ 국고채 50년물 발행 아니라면 최근 확대된 초장기물 스프레드 축소 ■ 장단기 금리차 제한적 축소, 신용 스프레드 완만한 확대	+1
기타	■ 북한 9/9일 정권수립일까지 미사일 발사 등 계속될 지정학적 리스크 ■ 북한 리스크는 무력 충돌이 아니라면 단기적 해외금리와의 비동조화 요인	-1

9월 금리 전망 및 투자 전략(2)

캐리하에서 듀레이션 확대보다는 중장기 상승 리스크에 대비

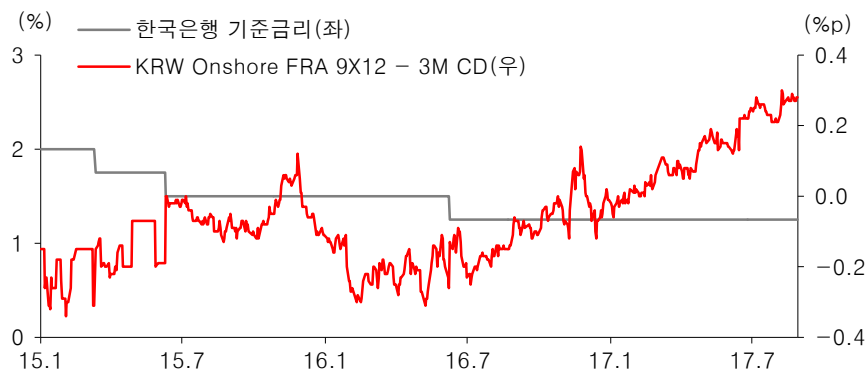
- 주요국 중앙은행 총재의 비둘기 성향으로 해외 통화정책 정상화가 보다 구체화되기까지 채권금리의 일부 추가 하락도 가능함. 그러나 9월 ECB와 Fed의 통화정책 이벤트를 고려할 때 하락 림은 크지 않으며 오히려 반등 리스크에 노출될 가능성이 높음
- 금리의 혼조세로 캐리 전략이 바람직하며 매수를 통한 듀레이션의 확대보다는 중장기 금리 상승 리스크에 대한 대응이 필요한 국면으로 판단됨.

추석 연휴 캐리 수요와 국채발행 축소로 우호적 수급여건 지속



자료: 기획재정부, 유진투자증권

선반영된 금리인상 기대, 단기금리 하방경직성 강화 모멘텀



자료: Bloomberg, 유진투자증권

금리간 스프레드 만기별 차별화, 장단기 스프레드의 제한적 축소 압력



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2017.06.30 기준)