

## 점진적인 금리상승 가능성에 대비가 필요한 상황

Fixed Income 김지만  
02) 3787-2385  
jm@hmcib.com

## 심상치 않은 신선식품 물가

신선식품지수 전년비 증가율은 7월에 12.3%를 기록했다. 2개월 연속 10%대 상승률이며 올해 1~7월 상승률은 8.2%로 2011년 이래 가장 높다. 2000년 이후 7월의 신선식품 증가율이 10%를 넘었던 해는 2004년, 2010년, 2011년 세 번의 사례가 있었는데, 신선식품 가격에 영향을 미치는 요인이 강수, 기온, 기후 등 주로 자연적인 요인이다 보니 추세적인 움직임이 나타난다. <그림1>에서 판단할 수 있듯이 적어도 8월까지의 신선식품 물가가 높은 상승세를 유지할 가능성이 높다.

내년도의 물가는 여전히 불확실한 재료들이 많지만 올해의 경우는 신선식품지수의 상승세를 고려할 때, 유가가 적어도 현재 이하의 수준으로 떨어지는 것이 아니라면 올해 물가상승률이 2%, 또는 이를 소폭 상회하는 수준을 나타낼 가능성이 있다.

## 세법개정만으로는 충분치 않은 자원, 결국 국채발행량 증가로 이어질 것

정부가 8월 2일 발표한 세법개정안은 예상 가능한 수준에서 나왔다. 즉, 핵심적인 부분은 7.27 세제개편 당정협의에서 검토되었던 내용들이 유사한 수준으로 발표된 것이다.

문제는 이번 세법개정으로 확대되는 세수는 연간 5.5조원 수준이라는 점이다. 정부는 추가재원이 5년간 178조(세입확충 82.6조원, 세출절감 95.4조원) 필요하다고 추정했는데 이번 세제개편으로 기대되는 세수확대는 5년간 22조원으로 178조원의 12%에 불과하다. 따라서 정부의 정책이 후퇴하는 것이 아니라면 재원의 많은 부분을 국채발행으로 충당될 수 밖에 없는 상황으로 판단할 수 있다. 하반기 점검에서 점검한 것처럼 9월 내년도 예산안이 발표되면 국채발행 증가에 대한 우려가 높아질 소지가 다분히 있다.

## 7월 금통위 의사록에서 드러났던 고민은?

7월 의사록으로 확인된 금통위원들의 관심은 1)가계부채 2)물가 3)내수이다. 정부의 8.2부동산 대책이 예상을 뛰어넘는 높은 수준으로 발표되어 가계부채 증가세는 주춤해질 가능성이 높아졌다. 물가 역시 앞서 점검했듯이 신선식품물가 상승률이 높게 이어지고 있으며, 근원물가도 반등함에 따라 저물가에 대한 우려가 완화될 것으로 예상된다. 가계부채 증가율이 하락하고 물가가 기대보다 오른다면 통화정책을 운용할 수 있는 여지가 생긴다고 볼 수 있지만 남은 하반기 중에는 부동산 대책의 내수영향 점검이 필요하고 내년 1분기에는 올해 1분기 높은 물가상승률에 따른 반작용을 고려해야 하기 때문에 통화정책(한국 금리인상)에 대한 기대감이 채권시장에 반영되기는 당분간 어렵다.

## Market view

채권시장이 상당기간 여전히 박스권 내에 머물러 있다. 휴가철로 인해서 거래량이 감소하고 있는 상황이며 당장은 시장이 크게 움직일 것으로 예상되진 않는다. 다만 7월에 이어서 8월에도 물가는 2%대 흐름을 이어갈 것으로 예상되고 9월에는 내년도 잠정예산안이 발표되기 때문에 국채발행량 증가에 대한 고민이 점차 반영될 것으로 예상할 수 있다. 따라서 점진적인 금리상승 가능성에 대비가 필요한 상황이라고 판단된다. 다음주 변동범위는 국고3년 1.70~1.82%, 국고10년 2.20~2.35%를 예상한다.

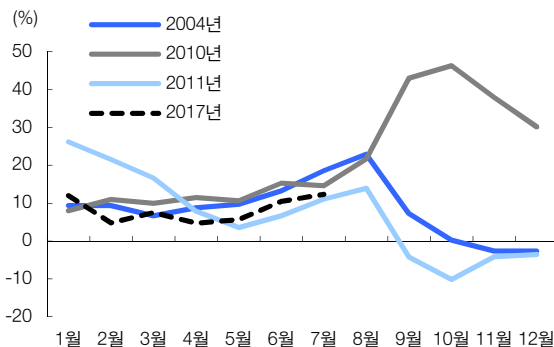
## 1. 채권시장 이슈 및 전망

### 심상치 않은 신선식품 물가

신선식품지수 전년비 증가율은 7월에 12.3%를 기록했다. 2개월 연속 10%대 상승률이며 올해 1~7월 상승률은 8.2%로 2011년 이래 가장 높다. 2000년 이후 7월의 신선식품 증가율이 10%를 넘었던 해는 2004년, 2010년, 2011년 세 번의 사례가 있었는데(소비자물가 상승률은 각각 4.8%, 3.7%, 4.7%를 기록), 신선식품 가격에 영향을 미치는 요인이 강수, 기온, 기후 등 주로 자연적인 요인이다 보니 추세적인 움직임이 나타난다. <그림1>에서 판단할 수 있듯이 적어도 8월까지의 신선식품 물가가 높은 상승세를 유지할 가능성이 높다.

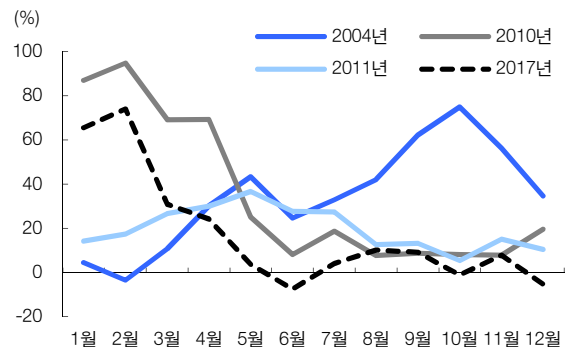
내년도의 물가는 여전히 불확실한 재료들이 많지만 올해의 경우는 신선식품지수의 상승세를 고려할 때, 유가가 적어도 현재 이하의 수준으로 떨어지는 것이 아니라면 올해 물가상승률이 2%, 또는 이를 소폭 상회하는 수준을 나타낼 가능성이 있다.

<그림1> 신선식품지수 전년동월비



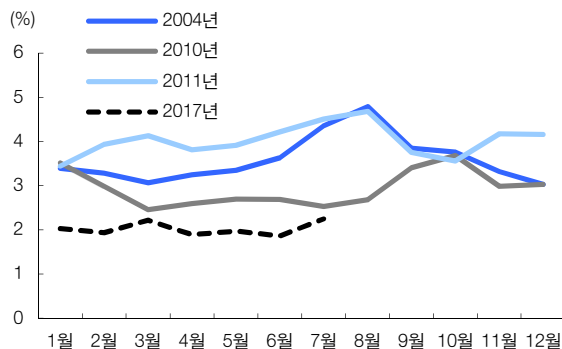
자료: 통계청, 현대차투자증권

<그림2> WTI 전년동월비(8월 이후는 현재 유가 가정)



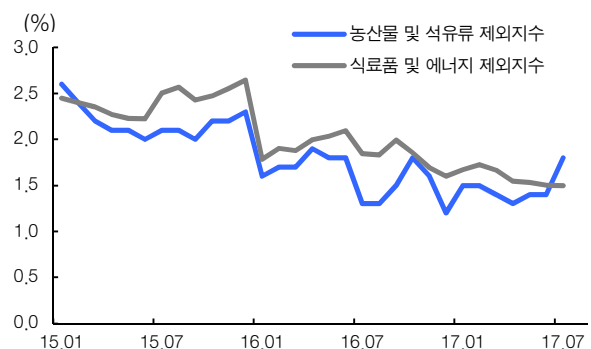
자료: Bloomberg, 현대차투자증권

<그림3> 소비자물가상승률(2005,2007,2011년과 비교)



자료: 통계청, 현대차투자증권

<그림4> 근원물가 상승률: 7월에 반등



자료: 통계청, 현대차투자증권

## 세법개정만으로는 충분치 않은 재원, 결국 국채발행량 증가로 이어질 것

정부가 8월 2일 발표한 세법개정안은 예상 가능한 수준에서 나왔다. 즉, 핵심적인 부분은 7.27 세제개편 당정협약에서 검토되었던 내용들이 유사한 수준으로 발표된 것이다.

### 〈세법개정 주요내용〉

#### 1) 소득세 최고세율 조정

:(현행) 과표 1.5~5억원에서 세율 38%, 5억원 초과에 대해서 40%

→ (개정) 1.5~3억원에서 세율 38%를 그대로 적용, 3~5억원은 40%, 5억원 초과 구간에서 42% 적용

#### 2) 대주주 양도소득세

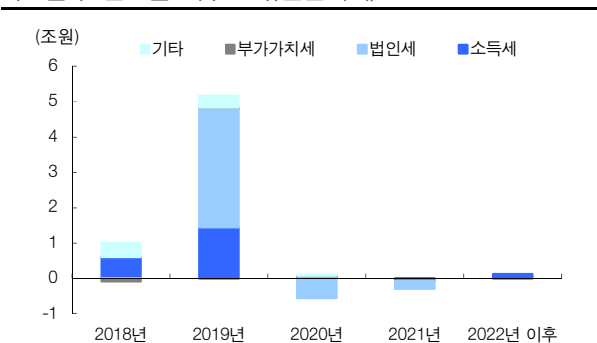
: (현행) 20% → (개정) 과표 3억원 이하 20%, 3억원 초과 25%

#### 3) 법인세

법인세에 대해서 과표 2천억원 초과 구간을 현행세율 22%에서 25%로 조정

문제는 이번 세법개정으로 확대되는 세수는 연간 5,5조원 수준이라는 점이다. 정부는 추가재원이 5년간 178조(세입확충 82.6조원, 세출절감 95.4조원) 필요하다고 추정했는데 이번 세제개편으로 기대되는 세수확대는 5년간 22조원으로 178조원의 12%에 불과하다. 따라서 정부의 정책이 후퇴하는 것이 아니라면 재원의 많은 부분을 국채발행으로 충당될 수 밖에 없는 상황으로 판단할 수 있다. 하반기 점검에서 점검한 것처럼 9월 내년도 예산안이 발표되면 국채발행 증가에 대한 우려가 높아질 소지가 다분히 있다.

〈그림5〉 연도별 세수효과(전년대비)



자료: 기획재정부, 현대차투자증권

〈표1〉 연도별 세수효과(전년대비)

(단위:억원)	2018	2019	2020	2021	2022 이후
계	9,223	51,662	-4,556	-2,892	1,214
소득세	6,133	14,508	714	-631	1,214
법인세	-341	33,773	-5,572	-2,261	
부가가치세	-493	72	52		
기타	3,924	3,309	250		

자료: 기획재정부, 현대차투자증권

### 7월 금통위 의사록에서 드러났던 고민은?

7월 의사록으로 확인된 금통위원들의 관심은 1)가계부채 2)물가 3)내수이다. 정부의 8.2부동산 대책이 예상을 뛰어넘는 수준으로 발표되어 가계부채 증가세는 주춤해질 가능성이 높아졌다. 물가 역시 앞서 점검했듯이 신선식품물가 상승률이 높게 이어지고 있으며, 근원물가도 반등함에 따라 저물가에 대한 우려가 완화될 것으로 예상된다.

가계부채 증가율이 하락하고 물가가 기대보다 오른다면 통화정책을 운용할 수 있는 여지가 생긴다고 볼 수 있지만 남은 하반기 중에는 부동산 대책의 내수영향 점검이 필요하고 내년 1분기에는 올해 1분기 높은 물가상승률에 따른 반작용을 고려해야 하기 때문에 통화정책(한국 금리인상)에 대한 기대감이 채권시장에 반영되기는 당분간 어렵다.

〈표2〉 7월 금통위 의사록 주요 발언

구분	내용
위원1: 동결주장	중기적 자연이자율에 비해 낮은 자본비용으로 지속가능한 경제성장을 위한 자본축적보다는 단기적 수익 추구 목적으로 자금이 과도하게 쏠리고 있어 선진국 중심으로 주식시장 호황뿐 아니라 전 세계적으로 주력 시장의 과열 현상이 나타나고 있음 가계소비도 유동성 제약의 완화 효과보다는 부채 상환부담에 따른 소비위축 효과가 이미 더 커진 것으로 보여 <u>완화적 기조의 부작용이 계속 누증되고 있는 것으로 평가됨</u> 통화정책의 완화적 기조의 재조명이 필요한 시기로 보임. 그러나 <u>아직 근원인플레이션의 추세가 중기목표로 근접해 가는 증거가 부족하고, 부동산관련 정책들의 효과도 아직 확인되지 않은 상태인 만큼</u> 시급하게 통화정책 기조를 변경하는 것보다는 앞으로 가계부채의 증가속도와 소비중심의 회복세의 트레이드 오프 등의 정황을 신중하게 검토하여 결정해야 할 것으로 보임
위원2: 동결주장	마이너스 GDP갭의 축소가 충분히 강한 성장세보다는 잠재성장률의 하락에 따른 것임을 감안하면 앞으로 <u>도 당분간 수요압력의 상승은 뚜렷하지 않을 가능성이 있음</u> 가계부채의 지속적인 상승세는 이러한 완화적 통화기조를 유지하는데 상당한 부담요인으로 작용하고 있음
위원3: 동결주장	작년 하반기 이후의 수출확대가 내수로 파급되고 있다고 보기는 아직 어려운 것으로 판단됨. 아울러 <u>기조적인 물가상승률이 2% 목표수준으로 확대될 수 있을 정도의 비교적 빠른 속도로 경기회복세가 지속되고 있다고 확신하기도 어려움.</u> 따라서 향후 통화정책은, 현재 수준의 완화적 기조를 유지하면서 현재의 경기 회복세가 물가상승률을 확대시킬 수 있을 정도로 유지될 수 있을 것인지를 가늠해 나가는 것이 바람직할 것으로 판단함
위원4: 동결주장	소비부진의 지속, 국내물가와 세계물가 경로의 동조화 현상을 고려하면 최근 물가경로에 대해서는 나머지 두 가설(경제주체들의 인플레이션 기대가 중장기 경제전망을 반영하여 형성되고 있고, 이때 기반이 된 경제주체들의 중장기 경제전망이 여전히 밝지 않을 가능성, 글로벌 저물가 환경이 우리나라의 물가경로에도 영향을 주고 있을 가능성)의 적합성이 보다 높아 보임 <u>우리경제의 현존 위험은 물가상승률의 가속보다는 물가상승률의 하향가능성 상존에 있었다고 판단됨.</u> 이 경우 최근의 소비심리개선이 전망과 같이 하반기 실제 소비회복으로 연결되는 것을 확인하고 그에 상응하여 대응해 가는 방식이 적절한 통화정책 운영이라고 판단됨
위원5: 동결주장	현 시점에서는 기존의 완화적 통화정책 기조를 유지하면서, 민간소비의 개선이 현실화되는지 여부 등 경제성장성이 우리가 전망한 경로대로 움직일지에 대해 좀 더 시간을 가지고 판단해야 한다고 생각함. 특히, 1.9% 전망치보다 하방 리스크가 있어 보이는 소비자물가의 경우 <u>당분간 물가안정목표를 기초적으로 상회할 것으로 보이지 않아,</u> 이러한 입장을 뒷받침해 준다고 하겠음.

주: 7월 금통위원은 7/13, 의사록은 8/1에 공개  
자료: 한국은행, 현대차투자증권

### Market view

채권시장이 상당기간 여전히 박스권 내에 머물러 있다. 휴가철로 인해서 거래량이 감소하고 있는 상황이며 당장은 시장이 크게 움직일 것으로 예상되진 않는다. 다만 7월에 이어서 8월에도 물가는 2%대 흐름을 이어갈 것으로 예상되고 9월에는 내년도 잠정예산안이 발표되기 때문에 국채 발행량 증가에 대한 고민이 점차 반영될 것으로 예상할 수 있다. 따라서 점진적인 금리상승 가능성에 대비가 필요한 상황이라고 판단된다. 다음주 변동범위는 국고3년 1.70~1.82%, 국고10년 2.20~2.35%을 예상한다.

## 2. 채권시장 동향

### 이번주 동향: 장기물 위주의 금리 상승

이번주 채권시장은 장기 금리 위주로 약세를 보이고 있다. 주초 시장은 특별한 재료가 없이 보합세를 보였다. 화요일에는 전날 수출 지표 호조에 따른 경기 개선 기대감, 그리고 예상치를 상회한 소비자물가 상승률(7월, 2.2%)에 영향을 받아 국내 채권 금리는 장기물을 중심으로 상승했다. 다만 다음날 미국 채권시장이 다시 강세를 보이고 외국인인 10년 국채 선물을 순매수함에 따라 채권 금리는 전날 상승폭을 소폭 되돌렸다. 목요일에는 뚜렷한 방향성 재료가 없는 가운데 전일 미 금리 하락과 영국 중앙은행 회의를 앞둔 관망심리로 소폭 상승 마감했다.

〈표3〉 주요 금리

(단위: %)	RP	CD	1년	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년	회사 3년 AA-
2016-12-30	1.25	1,520	1,564	1,635	1,638	1,799	2,074	2,128	2,159	2,157	2,122
2017-07-28	1.25	1,390	1,434	1,632	1,723	1,922	2,229	2,296	2,293	2,291	2,164
2017-08-03	1.25	1,390	1,429	1,637	1,737	1,954	2,250	2,337	2,325	2,324	2,184
주간변화	0bp	0bp	-0.5bp	0.5bp	1.4bp	3.2bp	2.1bp	4.1bp	3.2bp	3.3bp	2bp

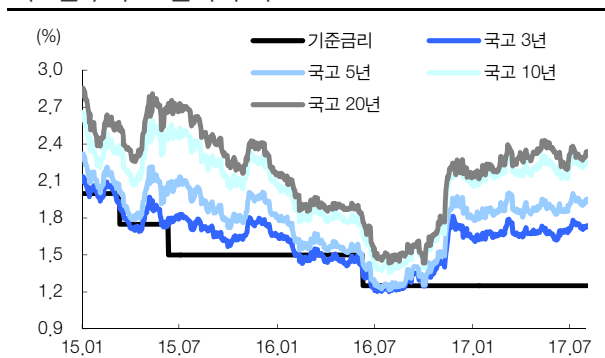
자료: 금융투자협회, 현대차투자증권

〈표4〉 주요 스프레드

(단위: bp)	국고 3/5년	국고 3/10년	국고 10/20년	국고 10/30년	국고 10/50년	3/5/10년	Butterfly 1/3/10년	Butterfly
2016-12-30	16.1	43.6	5.4	8.5	8.3	11.4	36.2	
2017-07-28	19.9	50.6	6.7	6.4	6.2	10.8	21.7	
2017-08-03	21.7	51.3	8.7	7.5	7.4	7.9	20.5	
주간변화	1.8bp	0.7bp	2bp	1.1bp	1.2bp	-2.9bp	-1.2bp	

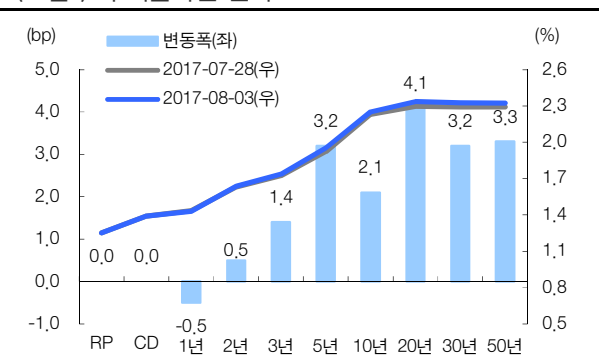
자료: 금융투자협회, 현대차투자증권

〈그림6〉 주요 금리 추이



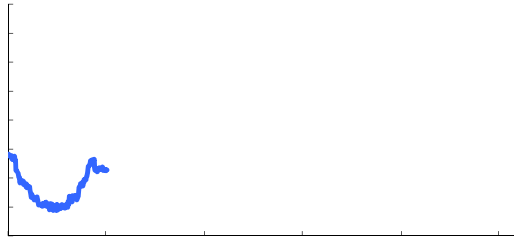
자료: 금융투자협회, 현대차투자증권

〈그림7〉 수익률곡선 변화



자료: 금융투자협회, 현대차투자증권

〈그림8〉 회사채 스프레드



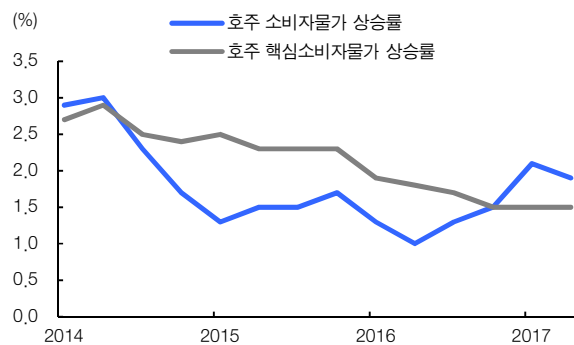
〈그림9〉 국고채 스프레드( 1 )

### 3. 글로벌 통화정책 모니터

#### 호주, 기준금리 동결 / 인도 기준금리 25bp 인하

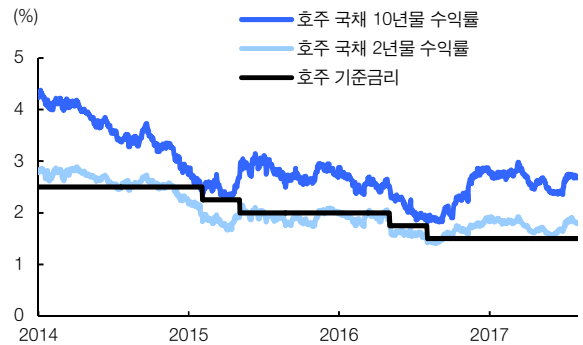
- 호주 중앙은행(RBA)은 1일 통화정책회의를 열고 기준금리를 연 1.50%로 동결. 이는 지난해 8월 기준금리 25bp 인하 이후 12개월째 동결기조. RBA는 성명서에서 호주 달러화 강세가 경제 성장과 물가 상승에 제동을 걸 가능성이 있다고 진단
- 필립 로우 RBA 총재는 회의 후 발표한 성명에서 “금리를 낮은 수준으로 유지하는 것이 호주 경제를 뒷받침한다. 이번 회의에서 정책 기조를 유지하는 것이 경제의 지속 가능한 성장과 앞으로 인플레이션 목표(2~3%) 달성에 부합할 것으로 판단했다” 고 밝힘
- 인도 중앙은행(RBI)은 2일 통화정책회의에서 기준금리를 종전 6.25%에서 6.0%로 25bp 인하. 이는 2011년 11월 이후 가장 낮은 수준
- RBI는 기준금리 인하의 이유로 경제 활성화의 필요성 언급. 올해 1분기 경제성장률 6.1%로 2년여 만에 가장 낮은 성장률을 기록하는 등 지난해 화폐 개혁 이후 소비 위축세. 지난 8개월간 인플레이션이 중기 목표치인 4%보다 낮았으며, 6월에는 소비자물가가 5년 만에 가장 낮은 1.5% 상승하는 데 그친 것이 금리 인하를 가능하게 했다고 설명

〈그림16〉 호주 물가상승률 추이



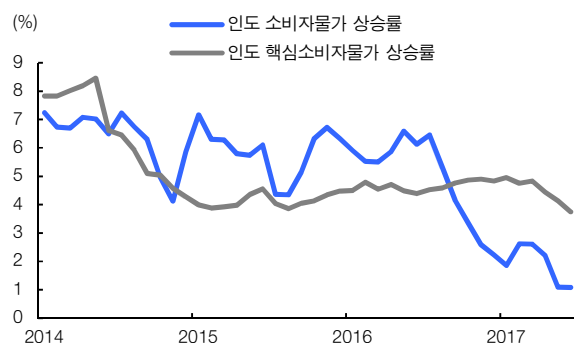
자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림17〉 호주 주요 금리 추이



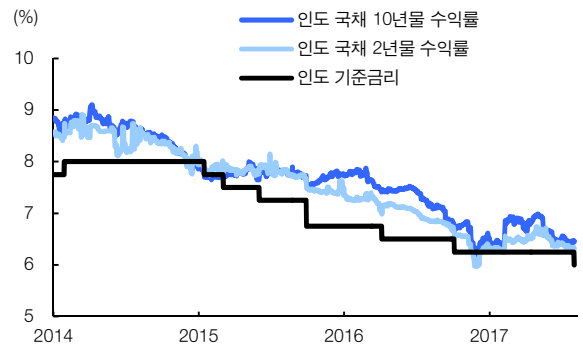
자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림18〉 인도 물가상승률 추이



자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림19〉 인도 주요 금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차투자증권

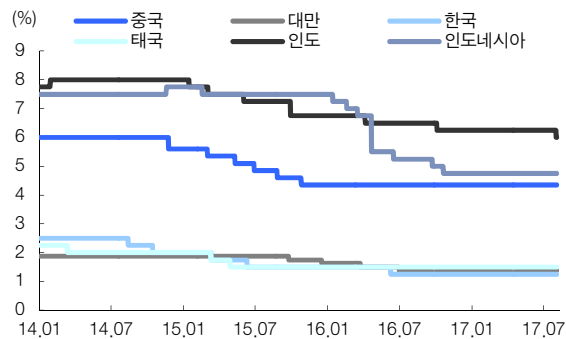


〈표5〉 주요국 기준금리 현황

지역	국가	기준금리(%)	최근 변경시점	방향성	다음 통화정책회의	비고
EM Asia	한국	1,25	16년 06월	인하	2017-08-31	
	중국	4,35	15년 10월	인하		
	대만	1,38	16년 06월	인하	2017-08-21	
	태국	1,50	15년 04월	인하	2017-08-16	
	인도네시아	4,75	16년 10월	인하	2017-08-17	
	인도	6,00	17년 08월	인하	2017-10-04	25bp 인하
DM	미국	1,25(upper bound)	17년 06월	인상	2017-09-21	
	일본	-0,10	16년 01월	인하	2017-09-21	
	영국	0,25	16년 08월	인하	2017-09-14	
	호주	1,50	16년 08월	인하	2017-09-05	동결
	유럽(ECB)	0,00	16년 03월	인하	2017-09-07	
	캐나다	0,75	17년 07월	인상	2017-09-06	
Latam	러시아	9,00	17년 06월	인하	2017-09-15	
	브라질	9,25	17년 07월	인하	2017-09-06	
	멕시코	6,75	17년 05월	인상	2017-08-10	

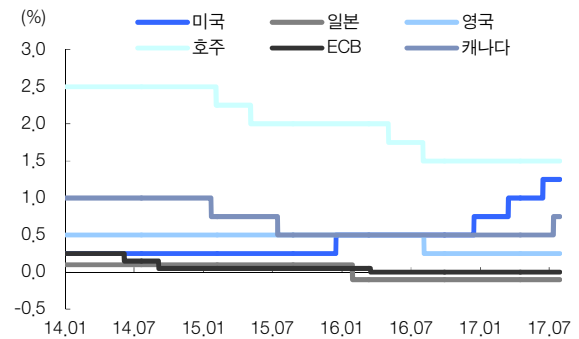
자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림20〉 EM Asia 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림21〉 DM 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차투자증권

## 4. 이벤트 캘린더

〈표6〉 이벤트 캘린더 (향후 2주)

일자	지역	이벤트	전망	이전
7/31(월)	한국	국고채 3년물 1.45조원 입찰		
8/4(금)	미국	6월 무역수지	\$Billion	-45.00
	미국	7월 실업률	%	4.3
	유로존	소매부문 PMI		53.2
8/5(토)	미국	베이커휴즈 시추 횡수		766
8/7(월)	한국	국고채 5년물 1.65조원 입찰		
	미국	블라드 세인트루이스 연은 총재 연설		
8/8(화)	미국	6월 JOLTs 구인건수	Million	5,666
	중국	7월 무역수지	¥Billion	42.77
	일본	6월 경상수지	¥Trillion	1,654
8/9(수)	한국	7월 실업률	%	3.80
	중국	7월 생산자물가	전년비,%	5.50
	중국	7월 소비자물가	전년비,%	1.50
8/10(목)	미국	더들리 뉴욕 연은 총재 연설		
	미국	7월 생산자물가	전년비,%	2.00
	미국	7월 핵심 생산자물가	전년비,%	1.90
8/11(금)	한국	국고채 1.0조원 조기상환		
	미국	키플란 달러 연은 총재 연설		
	미국	7월 소비자물가	전년비,%	1.70
	미국	7월 실질 소득	전월비,%	0.50
	미국	7월 핵심 소비자물가	전년비,%	1.70
8/14(월)	유로존	6월 산업생산	전년비,%	4.00
	중국	7월 산업생산	전년비,%	7.60
	중국	7월 소매매출	전년비,%	11.00
	일본	2분기 GDP	전년비,%	1.00
8/15(화)	한국	7월 무역수지	₩Billion	10,65
	미국	7월 소매매출	전월비,%	-0.20
	미국	8월 NAHB 주택 시장 지수		64
	일본	6월 산업생산	전월비,%	1.60
8/16(수)	한국	국고채 10년물 1.5조원 입찰		
	미국	6월 T-bond 외국인 구매	\$Billion	46.40
	미국	7월 주택 착공	전월비,%	8.30
	유로존	2분기 GDP	전년비,%	2.10
8/17(목)	미국	전월대비 경기선행지수		
	유로존	6월 무역수지	€Billion	21.4
	일본	7월 무역수지	¥Billion	440
8/18(금)	유로존	6월 경상수지	€Billion	30.1

주: 한국시간 기준

자료: 기획재정부, Bloomberg, 현대차투자증권 정리

- 
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
  - 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.
  - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-