

1월 금통위와 한국 채권시장



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

대외 여건보다 국내 펀더멘탈 부진에 초점을 맞춰야 할 한국은행

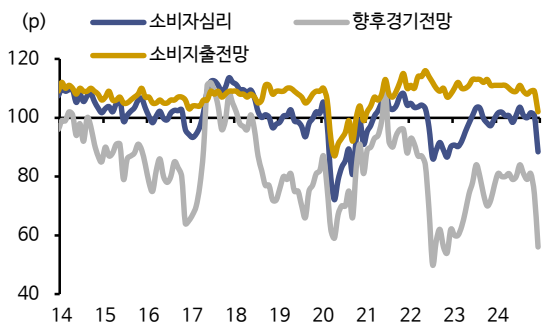
한국은행의 통화정책 결정 요인은 물가, 성장, 외환, 금융안정 4가지이다. 그 중 어느 부분을 중점적으로 봐야하는 지가 중요하고, 이는 그때의 상황에 달렸다. 당분간 물가가 목표치를 밑돌고, 성장은 잠재성장률을 하회할 것으로 예상되는 가운데 정국 혼란으로 성장 둔화 우려가 커진 상황이다. 지금은 성장 둔화에 초점을 맞출 때로 판단하며, 1월 금통위에서 25bp 기준금리 인하를 전망한다.

과거와 달라진 외국인들의 국고채 투자 흐름을 감안하면 금리 인하에도 외환시장 변동성 확대가 예상되지 않는다. 2010년대부터 외국인은 국고채로 투자 비중을 높였고, 팬데믹 이후로는 투자만기도 확대하고 있다. 차익거래유인 변화에 움직이던 2000년대와 달리 지금은 자본차익을 기대하는 투자로 바뀌었다. 오히려 추가 통화완화 시 금리 하락 전망 속 외국인 자금이 유입될 가능성이 있다. 이례는 내외금리차 관리보다는 연금의 전략적 환해지, 기타 외환 수급 요인 대응이 외환시장 안정 도모에 더욱 효과적이다.

유효한 기준금리 인하 사이클, 금통위 전후 금리 추가 하락 기대

예상과 달리 1월 금통위에서 기준금리 동결을 택해도, 향후 3개월내 인하 가능 의견은 11월처럼 3명 유지될 가능성이 높다. 현 상황에서 한국은행이 다시 매파적으로 변모하긴 어렵다. 연중 기준금리가 중립 이하인 2.25% 전망은 충분히 유지될 전망이다. 국고 3년 기준 상반기 2.0%까지 하단을 넓게 바라볼 필요가 있다. 빠르면 1분기 후반부터 추경 논의가 시작될 공산이 크다. 3/10년 스프레드는 상반기 평균 20bp로 기존 대비 5bp 상향 조정한다. 3/10년 스프레드 25bp 이상 구간을 장기물 저가 매수 기회로 제시한다.

소비자심리, 향후경기전망 및 소비지출전망 급락



자료: 한국은행, 신한투자증권 /주: 소비자동향조사 기준

제조업/비제조업 기업들의 업황전망도 모두 악화



자료: 한국은행, 신한투자증권 /주: 기업경기조사 기준

통화정책, 지금은 환율보다 성장둔화 대응이 중요

지금은 성장 둔화에 초점, 1월 금통위 25bp 기준금리 인하 예상

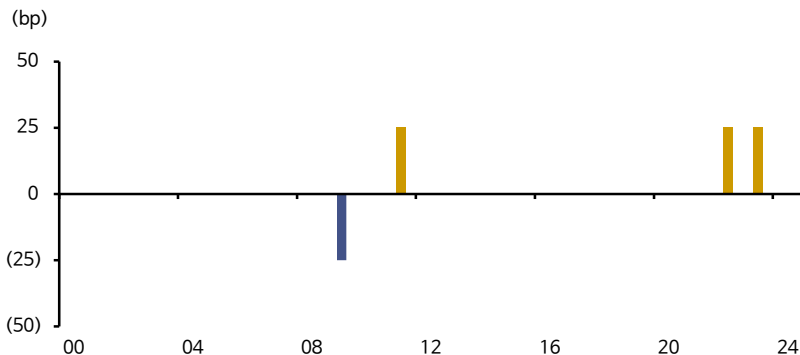
2000년 이후로 1월 금통위에서 동결 외 결정은 2009년(25bp 인하), 2011년(25bp 인상), 2022~23년(25bp 인상) 총 4차례이다. 금리 인하는 2008년 10월 글로벌 금융위기 후 시작된 인하 사이클 한 차례 뿐이다. 2022~23년의 경우 물가 안정이라는 목표를 위해 연초에도 한은이 움직였다. 새해 통화정책방향을 발표하고 2~3주 내 시작되는 금통위이기 때문에 통화정책 변화가 흔치 않다. 경기 침체 또는 물가 불안 우려가 높지 않은 이상 1월 금통위는 대체로 평온했다.

2025년은 1월부터 금통위에 대한 관심이 높다. 지난 12월부터 시작된 정국 혼란으로 향후 성장 둔화 우려가 커졌다. 정부는 상반기 재정 집행률을 67%까지 높여 경기 하강 대응에 나설 뜻을 밝혔다. 그리고 추경 편성에 대해서도 전향적 입장으로 전환했다. 지난 3년과 달리 확장적 재정정책으로 선회한 것이다.

한은 총재도 신년사를 통해 상황 변화에 맞추어 유연하고 기민한 통화정책 운영 방침을 시사했다. 국내 불확실성 지속 시 어려워진 대외여건과 함께 경제에 주는 부정적 영향 확대를 경계한만큼 12월부터의 정국 혼란은 추가 통화완화 명분으로 해석할 수 있다. 반면 물가, 성장, 환율, 가계부채 등 정책변수간 상충 확대를 언급한 부분은 1월 기준금리 동결을 예상케하는 대목이다. 정치 불안정이 성장 약화를 야기하기도 하지만, 환율 상승에 따른 금융불안도 자극하기 때문이다.

어떤 상황이던지 통화정책 결정에는 늘 상충되는 부분이 발생한다. 물가, 성장, 외환, 금융안정 요인들 중 어느 부분을 중점적으로 봐야하는 지가 중요하고, 이는 그때의 상황에 달렸다. 당분간 물가가 목표치를 밀돌고, 성장은 잠재성장률을 하회할 것으로 예상되는 가운데 정국 혼란으로 성장 둔화 우려가 커진 상황이다. 과거와 달라진 외국인들의 국고채 투자 흐름을 감안하면 금리 인하에도 외환시장 변동성 확대가 예상되지 않는다. 지금은 성장 둔화에 초점을 맞출 때로 판단하며, 1월 금통위에서 25bp 기준금리 인하를 전망한다.

2000년 이후 1월 금통위에서 인하 결정은 1회, 인상 결정은 3회에 불과

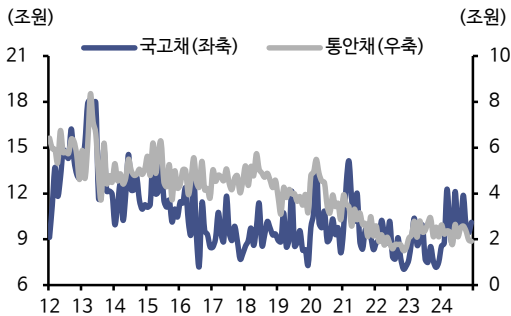


자료: 한국은행, 신한투자증권

단기에서 중장기, 통안에서 국고채로 이동한 외국인 채권 투자

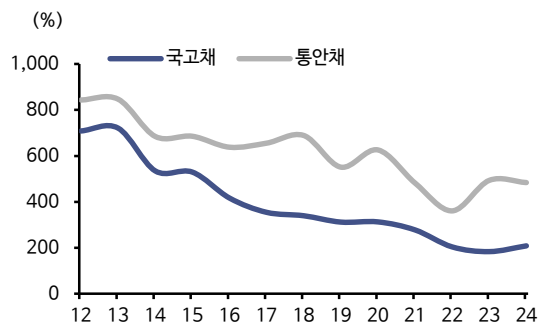
2010년대 초반과 비교하면 국고채 및 통안채 시장 거래가 줄어든 모습이 관찰된다. 지난해 12월 국고채 일평균 거래량은 10.1조원, 통안채 일평균 거래량은 1.9조원으로 2012~15년 평균값 대비 국고채는 21%, 통안채는 57% 감소했다. 연간 회전을 보면 2024년 국고채는 209%, 통안채는 484%로 2012년 708%, 843% 대비 크게 축소됐다. 회전이 거래량/발행잔액으로 계산되므로 국고 및 통안채 발행잔액이 늘어난 탓으로 해석할 여지도 있다. 그러나 발행 국고채 만기가 늘어나고, 투자자 매매 변화까지 고려하면 발행량 증대 외 요인 영향이 더 커보인다.

국고채 및 통안채 일평균 거래량



자료: 금융투자협회, 신한투자증권

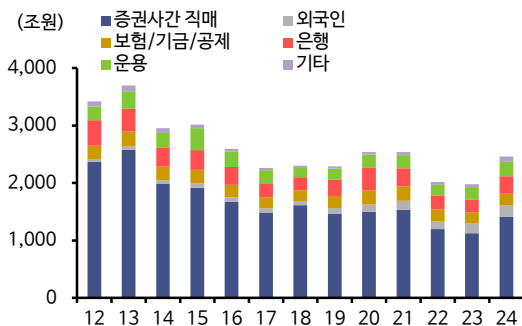
국고채 및 통안채 연간 회전율(거래량/발행잔액)



자료: 금융투자협회, 신한투자증권

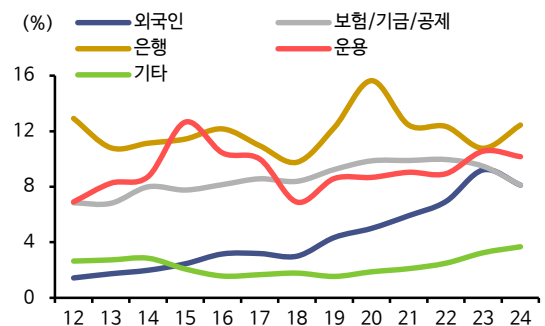
2012년 이후 국고채 현물시장 내 가장 큰 변화는 외국인 거래 비중 확대이다. 2012년 1.4%에서 2024년 8.1%로 늘어났다. 거래 규모도 2012년 49조원에서 2024년 200조원으로 확대됐다. 보험과 은행의 거래 규모는 감소했지만, 외국인은 약 4배 늘어났다. 통상적으로 은행, 운용사 및 외국인은 단기투자자, 보험/기금/공제는 장기투자자로 분류한다. 그러나 실제 외국인들의 매매 변화를 보면 과거처럼 단기 성향이 아닌 장기 성향 투자자로 변모하고 있음이 확인된다.

투자자별 국고채 현물 거래 대금



자료: 인포맥스, 신한투자증권

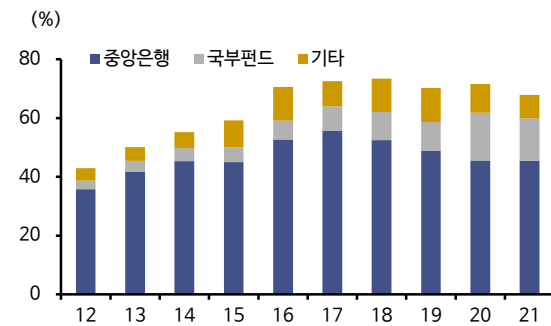
투자자별 국고채 현물 거래 비중



자료: 인포맥스, 신한투자증권

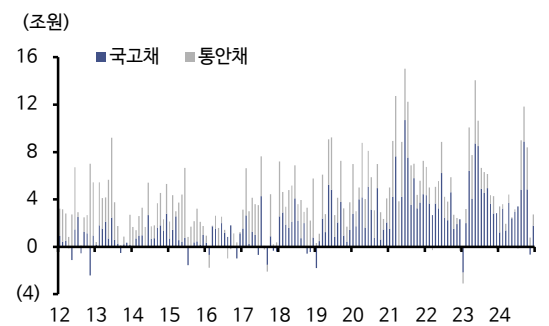
외국인 투자자들의 변화는 꾸준히 나타나고 있었다. 해외 중앙은행, 국부펀드, 국제기구 등을 중장기 성향 투자자로 분류하는데 2012년 외국인 투자자 중 43%에 불과했지만, 2017년 하반기부터 70% 이상을 유지하고 있다. 중장기 성향 투자자가 늘면서 통안채 중심 투자에서 국고채 투자 비중 확대로의 전환도 이뤄졌다. 단기물 중심인 통안채는 유동성도 풍부해서 단기 투자 성향의 외국인들이 주로 선호하는 투자처였다. 반면 국고채는 통안채 대비 만기가 긴 장기물이다.

중장기 성향 외국인 투자자 비중 70% 이상 유지



자료: 기획재정부, 신한투자증권

2018년 이후 외국인 국고채 중심 투자 확대

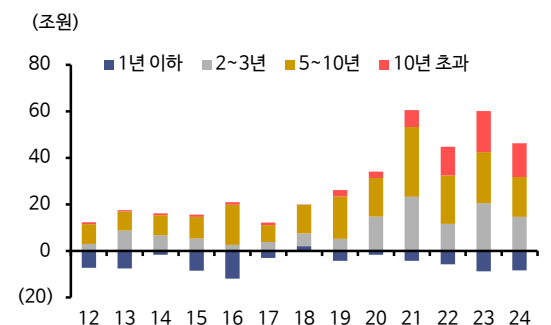


자료: 인포맥스, 신한투자증권

외국인의 연간 국고채 만기별 순매수를 보면 팬데믹 이후 장기 국고채 중심 투자 확대가 확실히 드러난다. 2021년부터 10년 초과 국고채 순매수 비중이 10%를 넘어 2024년 기준 32%로 늘어났다. 반면 통안채의 경우 전체 순매수 규모가 감소했고, 통안채 3년물 순매수 비중이 소폭 늘어났지만, 여전히 6개월 이하 단기물의 비중이 가장 크다. 외국인 투자가 국고채로 이동했다는 건 투자 만기도 늘렸다는 뜻이 되고, 실제 데이터에서도 확인된다.

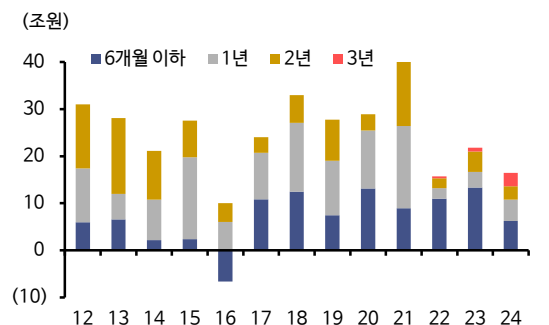
2022년 19조원에 불과했던 보험사들의 본드포워드 거래가 지난해 6월 기준 51조원으로 늘어났다. 거래 상대방으로 외국인들이 많이 참가하여 과거 대비 초장기 국고채 매수가 늘었을 개연성이 있다. 그럼에도 팬데믹 전후 국고채 투자 만기가 확대된 사실에는 큰 변화가 없다.

외국인 연간 국고채 만기별 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

외국인 연간 통안채 만기별 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한국 채권시장 내 외국인 투자자들의 매매 흐름 변화는 과거 대비 내외금리차에 따른 환율 변동이 축소됐을 가능성을 시사한다. 짧은 만기 중심의 통안채에서 만기가 긴 국고채로의 순매수 비중 확대는 단기 트레이딩 목적보다 Buy&Hold 목적으로의 변화를 의미한다. 보통 외국인은 내외금리차 확대에 따른 차익거래유인 증대 시 단기물 중심채권투자에 나섰다. 차익거래유인 변화에 따라 채권투자자금 유출입이 발생하고, 이로 인한 환율 변동성 확대가 나타났을 공산이 크다.

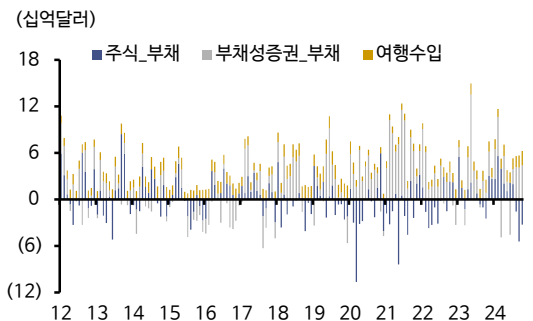
반면 지금처럼 중장기 국고채 중심 투자 시 환헤지를 통해 환율 변동성을 줄였을 가능성이 높아 환율 및 가격 변화 민감도가 낮을 수 있다. 과거보다 내외금리차에 대한 우려를 낮게 보고 통화정책 운영에 나설 수 있는 환경이다. 12월 FOMC를 통해 연준의 기준금리 인하 사이클이 예상보다 빠르게 중단될 가능성이 제기되면서, 1,400원대 고환율 장기화 우려가 짙어지며 한은의 기준금리 인하 추가 진행에 대한 의구심이 형성됐다. 다만 달라진 외국인 채권투자 흐름을 고려하면 미국 속도 조절에도 한은이 금리 인하에 충분히 나설 수 있다. 내외금리차가 변해도 외국인 자본유출입에 큰 변화를 줄 가능성이 낮기 때문이다.

달라진 외국인 채권투자, 지금의 통화완화는 자금 순유입 자극

통화정책 결정에 있어서 외환시장, 즉 환율 흐름의 중요도가 낮다는 것은 아니다. 12월 이후 1,400원대를 계속 보이는 원/달러 환율 수준은 과거보다 높고, 이로 인해 추가 기준금리 인하 결정 부담을 높이는 건 사실이다. 그러나 기본적으로 환율에는 달러화 가치 변화가 가장 큰 변동 요인이다. 10월 이후 달러화가 6.1% 절상됐고, 원화는 7.3% 절하됐다. 달러 강세폭보다 큰 원화 절하를 막기 위한 노력이 중요하다. 내외금리차 관리보다 외환 유출입폭 조절이 현실적일 수 있다.

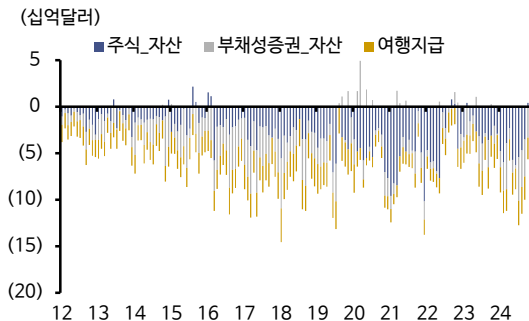
월간 외화 유출입은 무역수지도 있지만 금융시장 내 자금 이동, 국내외 환전 수요 등을 꼽을 수 있다. 2014년 이후 월평균 42억달러 규모의 외화순유출이 꾸준히 발생하며 원화 약세를 자극한다. 연금과의 환헤지 스와프 체결은 내국인 해외투자 규모 조절 대책이다. 외국인 금융투자는 과거처럼 내외금리차가 아닌 자본차익 기대가 주 요인이다. 따라서 지금의 통화완화는 외인 자본 유출 요인이 아니라 오히려 자금 순유입을 견인할 수 있는 요인이기도 하다.

월간 외화 유입 요인: 외국인 금융투자&국내여행



자료: 한국은행, 신한투자증권

월간 외화 유출 요인: 내국인 해외투자&해외여행



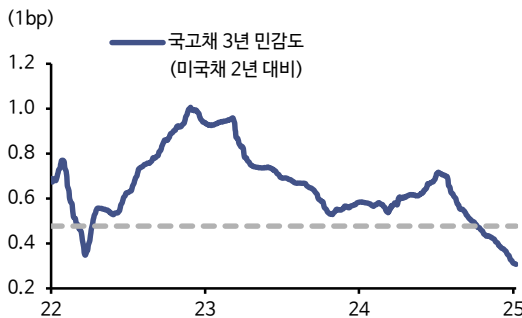
자료: 한국은행, 신한투자증권

유효한 금리 인하 사이클, 금리 추가 하락 기대

2022년부터 국고채 금리는 미국 국채 금리 민감도가 높았다. 연준의 가파른 금리 인상과 그에 따른 국채 금리 상승에 연동됐다. 반면 지난해 하반기부터 장단기 국고채 금리 모두 미국 국채 금리 민감도가 하락하고 있다. 미국과 다른 한국의 펀더멘탈 상황, 정치 불확실성 등이 가미되어 통화정책 디커플링 전망이 반영되고 있기 때문으로 해석한다. 상반기, 특히 1분기에는 연준이 금리 인하 속도 조절에 나서도 한은은 금리 인하를 계속해야 할 상황이다. 약화된 한미 금리 민감도는 1분기에도 지속될 전망이다.

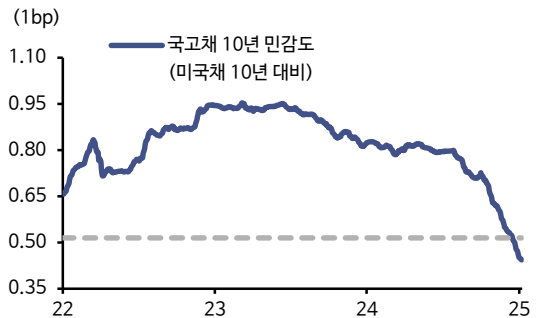
높아진 환율 수준 부담에도 지금은 성장 둔화 우려에 대응할 시기다. 1월 기준금리 25bp 인하를 예상한다. 예상과 달리 금리 동결을 택해도, 향후 3개월내 인하 가능 의견은 11월처럼 3명 유지될 가능성이 높다. 연중 기준금리가 중립 이하인 2.25% 전망은 충분히 유지될 전망이다. 국고 3년 기준 상반기 2.0%까지 하단을 넓게 바라볼 필요가 있다. 빠르면 1분기 후반부터 추경 논의가 시작될 공산이 크다. 3/10년 스프레드는 상반기 평균 20bp로 기존 대비 5bp 상향 조정한다. 3/10년 스프레드가 25bp 이상 구간을 장기물 저가 매수 기회로 제시한다.

한미 통화정책 디커플링 기대 속 금리 민감도 약화



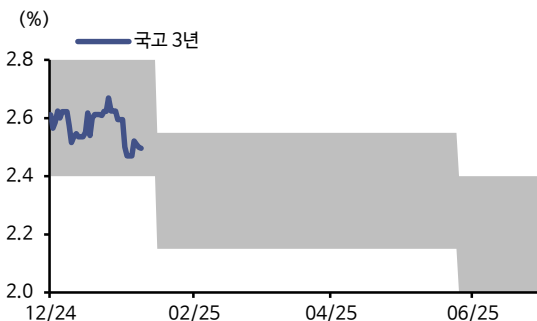
자료: 인포맥스, 신한투자증권

미국 장기 금리에 대한 국고 10년 민감도 약화



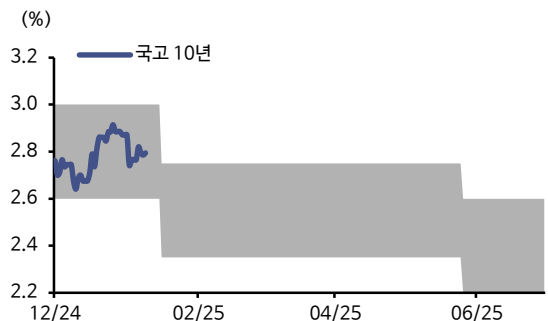
자료: 인포맥스, 신한투자증권

상반기 국고 3년 2.0~2.8% 내 흐름 전망



자료: 인포맥스, 신한투자증권

상반기 3/10년 스프레드 평균 20bp 유지



자료: 인포맥스, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.