



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 26일 | Global Asset Research

BondView

7월 금통위와 11월 금통위 묘한 오버랩

원화채는 유럽과 동조화 중

최근 원화채 강세가 유독 돋보인다. 특히 미국채 10년물과 국고 10년물 간 금리차는 140bp를 상회했다. 심지어 호주 국채 10년물과의 스프레드도 150bp를 상회하면서 2018년도 4분기의 고점을 모두 큰 폭 웃돌고 있는 상황이다 (도표1).

고환율 환경 속에서 대외 시장금리와 디커플링은 분명 부담이 된다. 하지만 미국, 호주와 달리 원화채가 강한 동조 현상을 보이고 있는 시장도 존재한다. 바로 독일 (유로존) 채권시장이다.

실제로 9월 이후 국고 10Y와 독일 국채 10Y 간 상관관계는 0.70으로 미국 (0.55), 호주 (0.56)와의 상관관계보다 높은 수준을 보이고 있다. 11월 이후로 시계열을 좀해보면 한국-독일 10Y 상관관계는 0.84, 미국과의 상관관계는 -0.12로 차별화가 더욱 뚜렷하다 (도표 2).

여기서 유로존과 공통점은 달러 대비 자국 통화 약세이다. 유로화는 유로달러 parity를 위협할 정도로 약세가 진행 중이다. 그리고 그 배경에는 성장에 대한 우려가 자리잡고 있다. 독일의 3분기 전기비 성장률 수정치는 0.1%를 기록해 잠정치 0.2%에서 하향조정 됐다. 2분기에 -0.3% 역성장 했음에도 불구하고, 소폭 성장에 그친 것이다. 실제로 유로존의 Citi 경제 서프라이즈 인덱스는 미국과 호주와 달리 (-)를 기록 중이다 (도표 3)

이에 OIS 내재금리는 유로화 약세에도 불구하고, 12월 ECB 통화정책회의에서의 인하 횟수와 내년 6월 통화정책회의까지 인하 횟수를 각각 1.5회, 5.6회로 반영 중이다. 참고로 11월 1일 기준으로 각각 인하 반영 횟수는 1.2회와 4.6회였다 (도표 4).

이는 공교롭게도 2분기에 -0.2% 역성장 후 3분기에 0.1% 소폭 성장에 그친 (예상치 큰 폭 하회) 한국 성장률 패턴과 유사하며, 11월 금통위에 대한 우려를 기대로 바꾼 재료가 성장임을 방증하는 대목이기도 하다.

더불어 원화채 디커플링 배경으로 통화정책 차별화 또한 고려할 필요가 있겠다. 물론 그 기저에는 성장과 물가가 있지만 결과론적으로 살펴보면 호주는 425bp 금리를 인상한 뒤 아직 한 차례도 인하하지 않았고, 미국은 525bp 인상 후 14%에 해당하는 75bp를 인하한 상황이다. 반면, ECB는 450bp 인상 후 24%에 해당하는 110bp를 인하했다. 한국이 11월에 추가로 인하한다면 300bp 인상 뒤 16%에 해당하는 50bp를 인하하게 되는 것이다.

11월 금통위 시나리오

1) Super Dovish

깜짝 25bp 금리인하 결정과 함께 포워드가이던스에서 3개월 내 추가 인하가 적절하다고 판단하는 위원수가 동결보다 많을 경우. 이는 11월 인하 단행에도 불구하고, 내년 1분기 중 추가 인하가 필요하다는 뜻을 내포하고 있기 때문. 또한, 이 시나리오에서는 내년 성장을 전망치도 2%를 하회하는 숫자로 제시할 가능성이 높음

2) Dovish

외사 의견과 달리 로컬 전망대로 동결 결정. 단, 인하 소수의견 1인 개진과 함께 통방문에서 성장 우려를 제기. 더불어 포워드가이드를 통해 내년 1월 인하를 시사. 내년 성장률은 1.9% 또는 소수점 둘째 자리 반올림 기준 2.0% 제시

3) Hawkish

만장일치 동결 및 포워드가이드에서도 내년 1월 인하 신호를 주지 않는 경우. 내년 성장을 전망치도 2.0%를 고수. 또한, 그 가정 안에 정부 추경 등 재정정책을 통한 성장 방어 의견이 있을 경우 가장 매파적일 것

위 3가지 시나리오 중에서 하나증권은 2) Dovish 시나리오를 기본으로 제시. 단, 지난주부터 1)과 2) 시나리오를 시장이 선반영 중인 만큼 Super Dovish가 확인되지 않을 경우 일부 차익 실현이 나타날 가능성도 감안할 필요가 있다고 판단한다.

하나증권은 내년 한국 기준금리를 2.25%로 제시했고, 인하 시점도 하반기보다 상반기에 집중될 것으로 전망한 만큼 올해 4분기와 내년 1분기 비중확대 의견을 유지한다. 단, 100bp 금리 인하 시 국고 10년 금리의 적정 하단 평균치를 2.92%로 제시한 만큼 (이미 도달) 장기물은 2.8% 중반에서 한 템포 쉬어갈 것으로 예상한다 (2.85~2.95%)

국고 3년 금리는 100bp 인하 시 적정 하단 평균치로 제시한 2.63%까지 도달하지 못했지만 11월에 동결한다면 기준금리가 2.50%까지 도달할 수 있는 시점이 최소 내년 2분기라는 점에 한 템포 쉬어갈 것으로 예상된다. 단, 차익실현이 나타나더라도 2.85%를 유의미하게 상회하기 어려울 것이다. 비중확대 못한 로컬 기관이 해당 레벨에서 매수할 것으로 판단하기 때문이다.

7월 금통위와 유사한 외인이 선제적 베팅

7월 금통위 때도 하나증권과 일부 외사는 인하 소수의견 개진을 전망한 바 있다. 당시 외인은 국채선물을 빠르게 순매수하며 시장 강세를 견인했다. 다만, 7월 금통위는 주지하다시피 만장일치 동결이었다. 이에 당일 국고 3년과 10년 금리는 차익실현 매물 출회로 모두 반등했다 (도표 9~10).

그러나 외인의 선물 매수세는 금통위 이후에도 계속 이어졌고, 반등했던 금리는 다시 하단을 낮춰갔다 (도표 11~12). 즉, 하나증권은 국고 3년과 10년 1차 하단을 각각 2.6%와 2.8%로 제시하며, 금통위 이후 차익실현 매물 출회 시 매수 기회로 활용해야 한다는 의견이다.

향후 주목해야 할 자료는 1) 미국 11월 고용보고서와 2) 12월 하순에 발표되는 본예산

도표 1. 원화채 강세로 미국-한국 10Y 스프레드와 호주-한국 10Y 스프레드 모두 최고치 경신

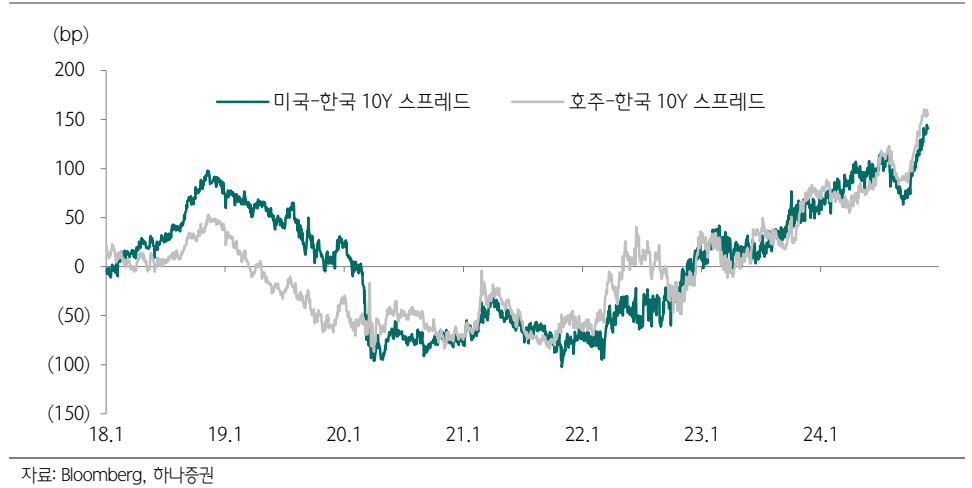


도표 2. 한국과 독일 국채 10년물 금리 간 상관관계

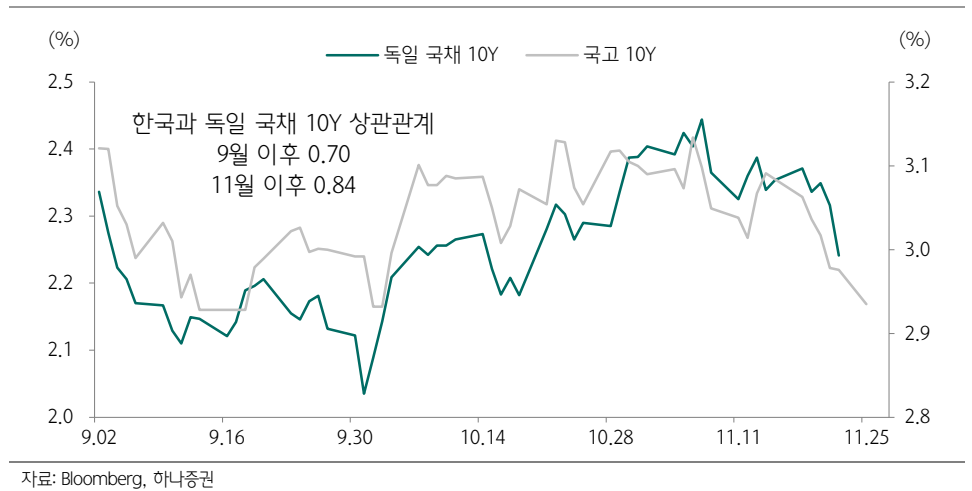


도표 3. Citi 경제서프라이즈 인덱스도 디커플링을 뒷받침

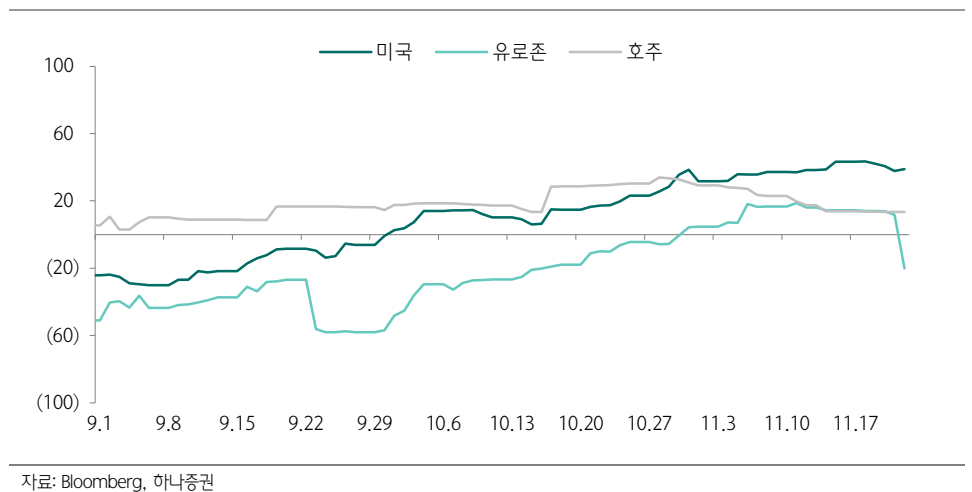


도표 4. 내년 상반기까지 ECB 통화정책회의에 대한 OIS 내재금리 반영 변화

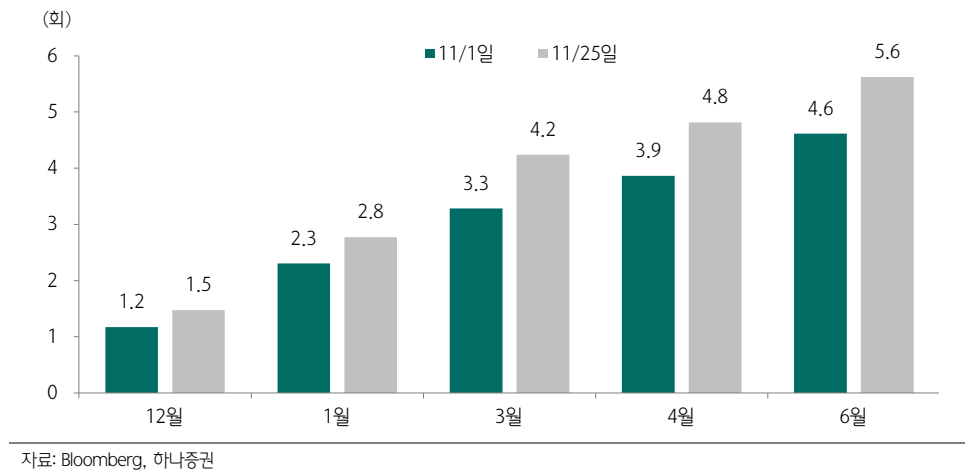
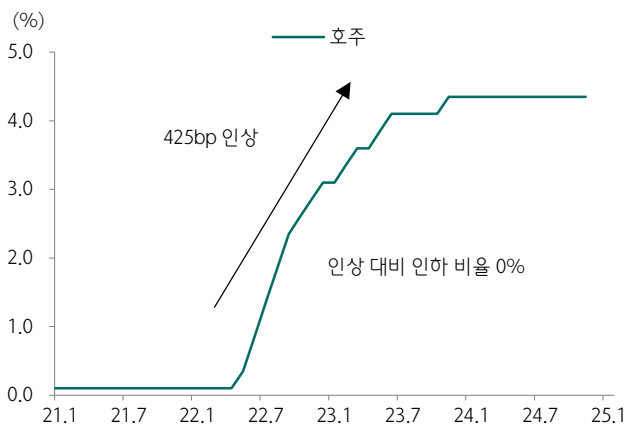
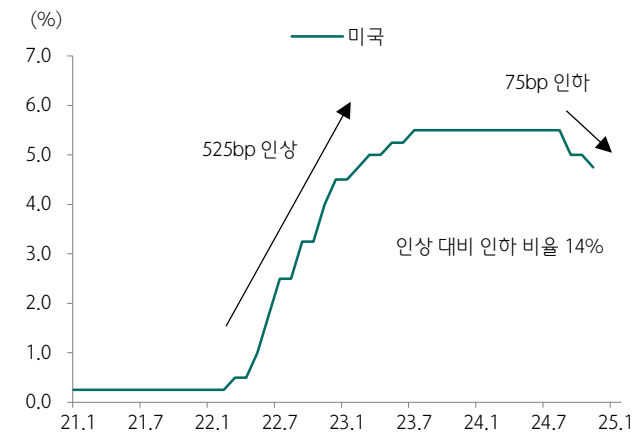


도표 5. 호주 중앙은행은 여전히 Higher for Longer 중



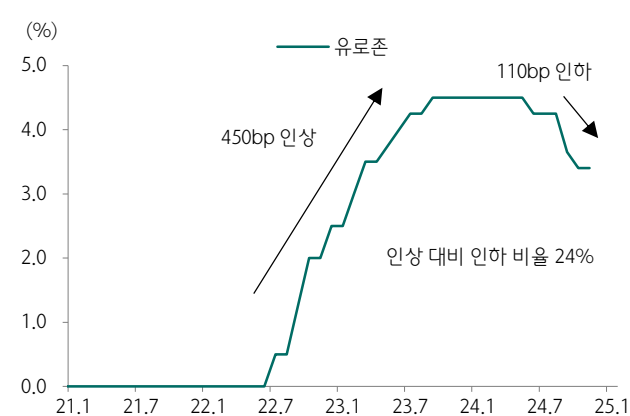
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미 연준은 금리인상 폭의 14%를 인하 되돌림



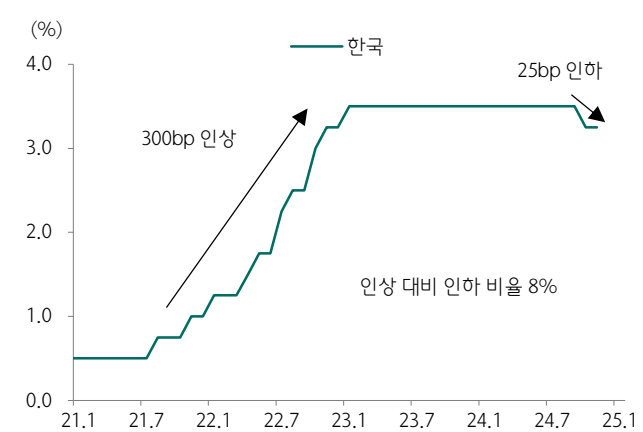
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. ECB는 금리인상 폭의 24%를 인하 되돌림



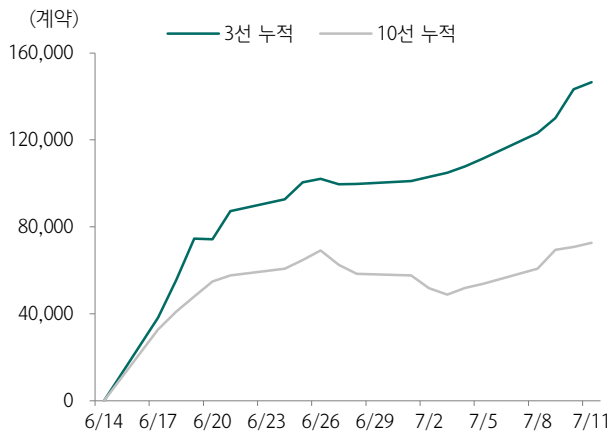
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 한국은행은 현재 8% 되돌린 상황



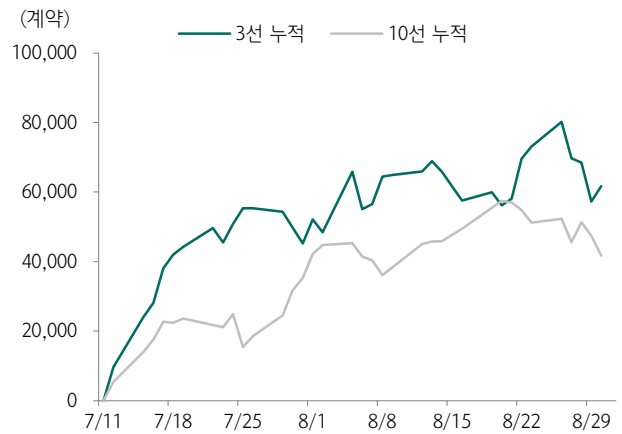
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 7월 금통위 이전 외인의 선물 순매수 추이



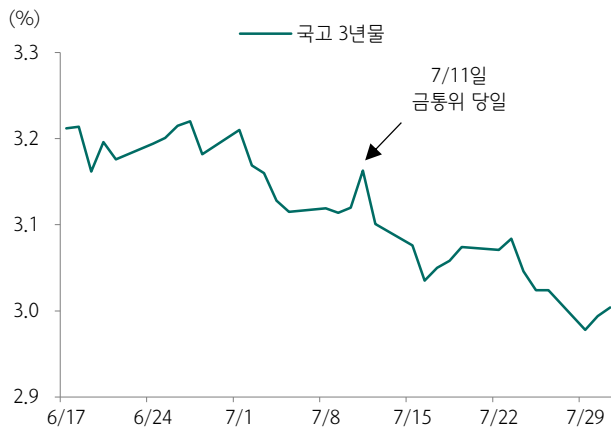
자료: 인포맥스, 하나증권
주: 금통위 7월 11일

도표 10. 7월 금통위 이후 외인의 선물 순매수 추이



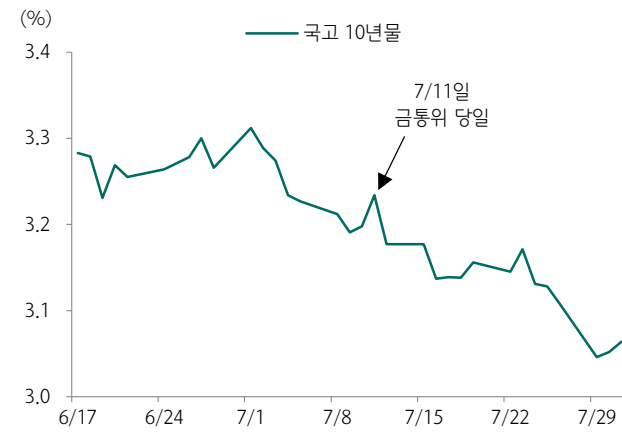
자료: 인포맥스, 하나증권
주: 금통위 7월 11일

도표 11. 7월 금통위 전후 국고 3년 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 12. 7월 금통위 전후 국고 10년 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권