



## 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 deanho@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 12월 11일 | Global Asset Research

# BondView

## 탄핵 정국에서의 적정레벨 추정과 금리 방향성 점검

### 지난 2차례 탄핵 정국의 공통점과 차이점

주지하다시피 한국은 2차례 탄핵 정국을 경험했다. 물론 결론은 달랐다. 2004년의 경우 헌법재판소가 탄핵소추안을 기각한 반면, 2017년에는 인용했기 때문이다.

국고 금리와 수익률 곡선 흐름도 상이했다. 2006년에는 탄핵소추안 발의 직전일 대비 현재의 탄핵 기각일까지 단기물 중심으로 금리가 하락하는 불스팁 장세를 보였다. 특히 탄핵소추안 발의 이후 (금리 기준) 단기 저점까지 불스팁 흐름이 더 강했다 (도표 1~2).

반면, 2016~17년에는 탄핵소추안 발의 직전일 대비 현재 인용일까지 장기물 중심으로 금리가 상승하는 베어스팁 장세를 보였다. 다만, 탄핵소추안 발의 이후 (금리 기준) 단기 저점까지는 2004년과 달리 장기물 강세 폭이 더 큰 불플랫 흐름을 경험했다 (도표 3~4).

즉, 차이점은 4가지로 정리할 수 있다.

- 1) 탄핵소추안 발의 직전일 종가 vs 현재 판결일 종가 비교: 2004년에는 국고 금리가 낙폭을 회복하지 못한 반면, 2017년에는 낙폭을 모두 되돌리고 그 이상 수준까지 상승
- 2) 같은 기간 커브: 2004년은 불스팁 vs 2017년은 베어스팁
- 3) 탄핵소추안 발의 직후 단기 저점까지: 2004년은 불스팁 vs 2017년은 불플랫
- 4) 국고 3년물 금리 저점 형성 시점: 2004년은 현재 판결일 (물론 그 전에 단기 저점을 형성한 구간이 있지만 현재판결일이 가장 낮았음) vs 2017년은 탄핵소추안 발의와 현재 판결일 사이

하지만 공통점도 3가지 찾아볼 수 있다.

- 1) 탄핵소추안 발의 이후 국고 금리 흐름: 장단기 모두 하락 후 반등하는 V자 형태
- 2) 단기 저점 형성 후 현재 판결일까지: 모두 베어스팁
- 3) 국고 10년물 금리 저점 형성 시점: 모두 현재 판결일 전에 저점 형성

### 이번 탄핵 정국과 비교

이번 탄핵 정국에서 현재까지 국고 금리와 수익률 곡선의 흐름을 살펴보면 탄핵소추안 발의 이후 국고 금리가 하락하고 있어 지난 2차례 공통점을 크게 벗어나지 않고 있다는 판단이다.

따라서 경험적으로는 향후 V자 형태를 보일 공산이 크고, 단기 저점 타진 후 베어스팁 장세가 나타날 가능성이 높다고 예상한다. 단, 12월 3일 (이번 탄핵소추안 발의 직전일) 이후 불플랫 심화, 달러원 환율 상승은 지난 2차례 탄핵 정국 중 2016~17년과 더 유사하다고 볼 수 있다.

참고로 2004년에 달러원 환율은 같은 기간에 (탄핵소추안 발의~현재 판결) 하락 후 상승하는 패턴을 보였다 (국고 금리처럼 V자 형태). 반면, 2016~17년에는 탄핵소추안 발의 직후 약 한 달간 상승하다 반락한 경험이 있다 (도표 5~6).

금리와 커브 흐름 외 경기 측면에서도 비교해 볼 필요가 있겠다. 과거 2차례 탄핵 정국에서 ‘GDP+CPI’ 합산 수치는 (YoY 기준) GDP와 CPI가 동반 상승하면서 탄핵소추안 발의 분기 대비 현재 판결이 있었던 분기에 모두 증가했다 (도표 7~8).

두 국면의 차이점을 찾아보기 위해 전기비 GDP 성장률을 따로 살펴봤다. 2004년의 경우 현재 판결이 있었던 분기에 전기비 성장률이 직전 대비 둔화된 반면, 2017년에는 오히려 성장 폭이 확대됐다 (도표 9~10).

참고로 한국은행은 11월 수정경제전망에서 올해 4분기와 내년 1분기 전기비 성장률을 모두 0.5%로 전망했고, 내년 2분기는 0.6%로 제시했다. 즉, 3개 분기 연속 성장 폭이 둔화됐던 2004년보다는 2016~17년의 성장 패턴이 지금과 더 유사하다는 판단이다. 이는 앞에서 서술한 금리의 V자 반등과 베어스텝 전망을 뒷받침 한다.

단, 그럼에도 불구하고 베어스텝이 제한적일 수 있다는 점도 고려해야 한다. 바로 수출이다. 지난 2차례 탄핵 정국에서 국내 수출은 전년동기대비 기준으로 모두 견조한 흐름을 보였다 (도표 11~12). 그러나 전기비 증가율로 보면 2차례 모두 탄핵 정국 때 (+)를 유지하다 현재 판결 다음 분기에 역성장으로 전환했다 (도표 13~14). 정치 불안과 수출 경기를 직접적으로 연관 짓기 어렵지만 올해 하반기 이후 수출 경기에 대한 우려가 커졌다는 사실을 간과하기도 어렵겠다.

### 탄핵 정국에서의 금리 적정레벨 추정

결론적으로 현재 탄핵 정국을 2016~17년 때와 유사하다고 가정하고, 당시 국고 금리 변화를 이번 사이클에 적용해 봤다. 기준은 탄핵소추안 발의 직전일 종가로 통일했다.

- 국고 3년 금리 저점 2.45% / 국고 10년 금리 저점: 2.51%
- 국고 3년 금리 고점 2.56% / 국고 10년 금리 저점: 2.77%
- 달러원 환율 고점 1,438원 / 달러원 환율 저점: 1,361원

참고로 2004년 패턴을 적용하면 다음과 같다. 큰 차이는 없다.

- 국고 3년 금리 저점 2.30% / 국고 10년 금리 저점: 2.52%
- 국고 3년 금리 고점 2.52% / 국고 10년 금리 저점: 2.75%
- 달러원 환율 고점 1,451원 / 달러원 환율 저점: 1,370원

### 공급 측면에서 지난 탄핵 때와의 차이점

단, 내년에 간과해서는 안될 부분이 바로 국발계와 추경이다. 2017년도 예산안은 2016년의 386.4조원 대비 3.6% 증가한 400.5조원으로 발표됐었다. 단, 국발계는 2016년의 110.1조원 대비 5.8% 감소한 103.7조원으로 발표됐다.

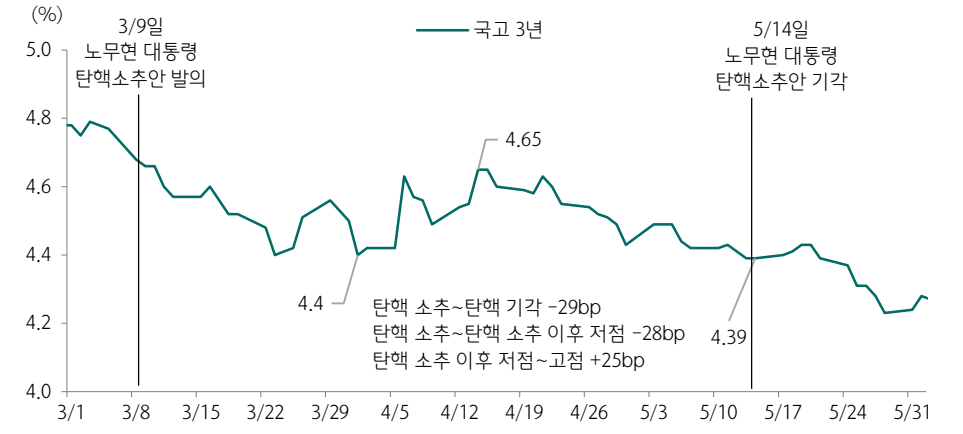
반면, 2025년 예산안은 정부안 대비 4.1조원 감액된 673.3조원으로 확정됐지만 2024년의 656.6조원 대비로는 2.5% 증가했다. 국발계도 197.6조원으로 정부안 대비 3.7조원 줄었지만 2024년의 158.4조원 대비로는 24.7% 증가했다.

또한, 2016년과 2017년 모두 추경을 단행했고, 규모도 11조원으로 동일했다. 국회 통과까지 소요 기간도 약 1개월~1.5개월로 비슷했다. 다만, 시기는 다소 차이가 있었다. 2016년은 7월 26일에 제출해 9월 1일에 통과됐고, 2017년은 6월 7일에 제출해 7월 22일에 통과됐다.

하지만 내년에는 올해 없던 추경을 단행할 가능성이 크고, 그 규모도 10조원보다 많을 것으로 사료된다. 더불어 국회 제출 시기도 통상 2분기 말~3분기 초보다 빠른 1분기~2분기 초가 될 수 있다. 이에 내년 1분기 중반~2분기 초는 내년 한 해 동안 국고 금리의 저점과 고점을 모두 확인할 수도 있는 중요한 시기가 될 전망이다.

도표 1. <2004년> 노무현 대통령 탄핵 소추 이후 국고 3년 추이

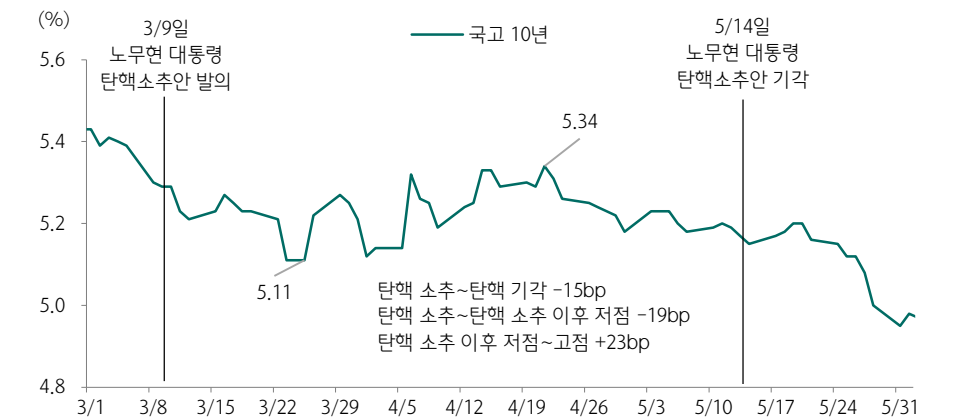
탄핵 소추 이후 국고 3년 금리  
탄핵 소추~탄핵 기각: -29bp  
탄핵 소추~금리 저점: -28bp  
금리 저점~고점: +25bp



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 2. <2004년> 노무현 대통령 탄핵 소추 이후 국고 10년 추이

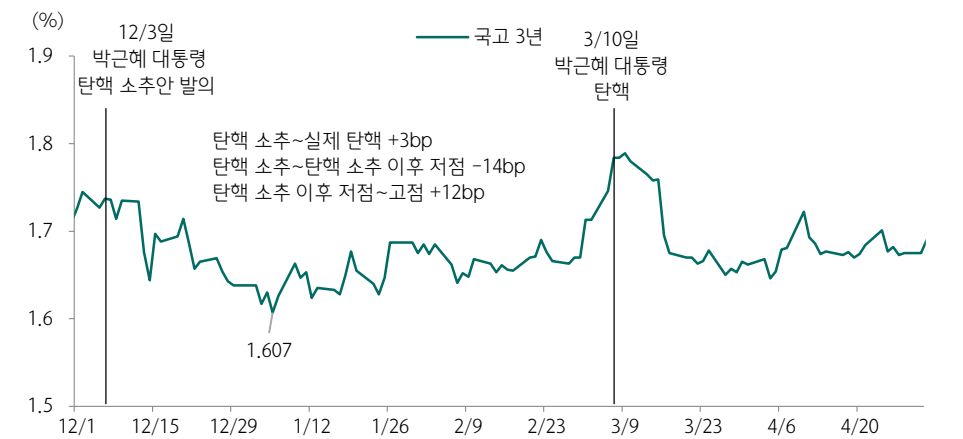
탄핵 소추 이후 국고 10년 금리  
탄핵 소추~탄핵 기각: -15bp  
탄핵 소추~금리 저점: -19bp  
금리 저점~고점: +23bp



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. <2016~17년> 박근혜 대통령 탄핵 소추 이후 국고 3년 추이

탄핵 소추 이후 국고 3년 금리  
탄핵 소추~실제 탄핵: +3bp  
탄핵 소추~금리 저점: -14bp  
금리 저점~고점: +12bp



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. <2016~17년> 박근혜 대통령 탄핵 소추 이후 국고 10년 추이

탄핵 소추 이후 국고 10년 금리  
탄핵 소추~실제 탄핵: +6bp  
탄핵 소추~금리 저점: -20bp  
금리 저점~고점: +26bp

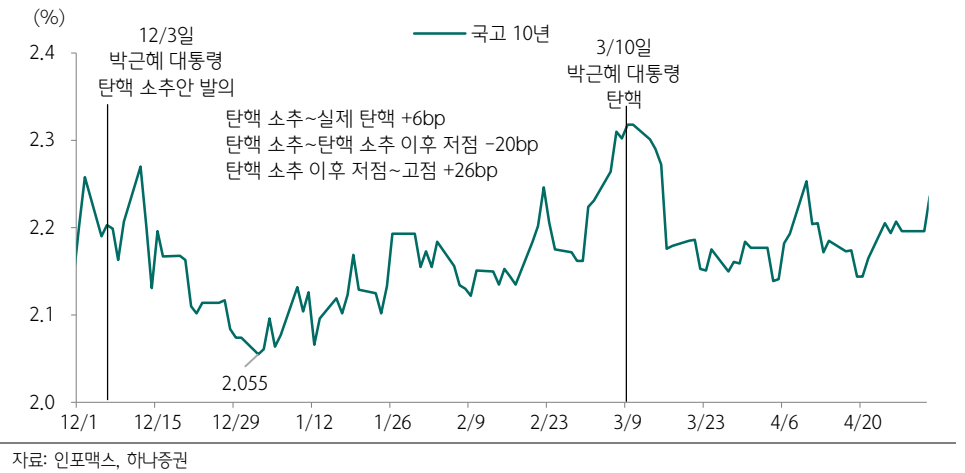


도표 5. <2004년> 노무현 대통령 탄핵 소추 이후 달러원 환율 추이

탄핵 소추 이후 달러원 환율  
탄핵 소추~탄핵 기각: 13원 상승  
탄핵 소추~환율 저점: 33원 하락  
환율 저점~고점: 48원 상승

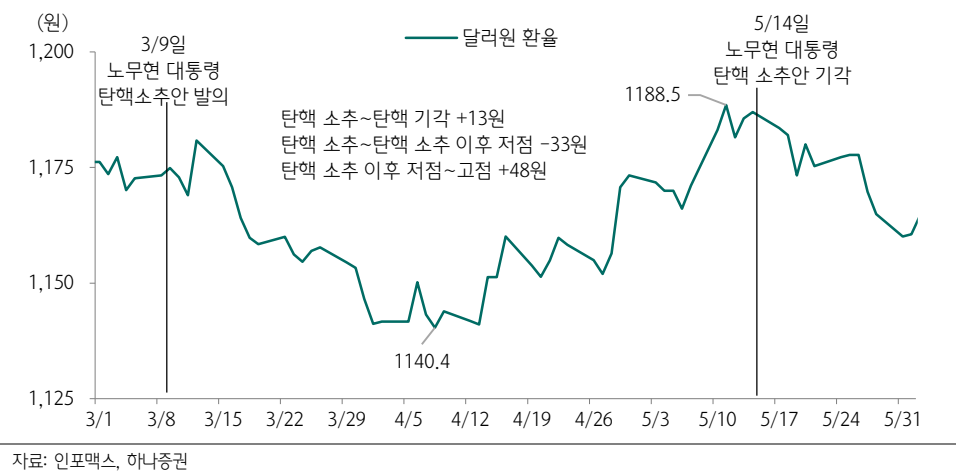


도표 6. <2016~17년> 박근혜 대통령 탄핵 소추 이후 달러원 환율 추이

탄핵 소추 이후 달러원 환율  
탄핵 소추~실제 탄핵: 15원 하락  
탄핵 소추~환율 고점: 35원 상승  
환율 고점~저점: 77원 하락

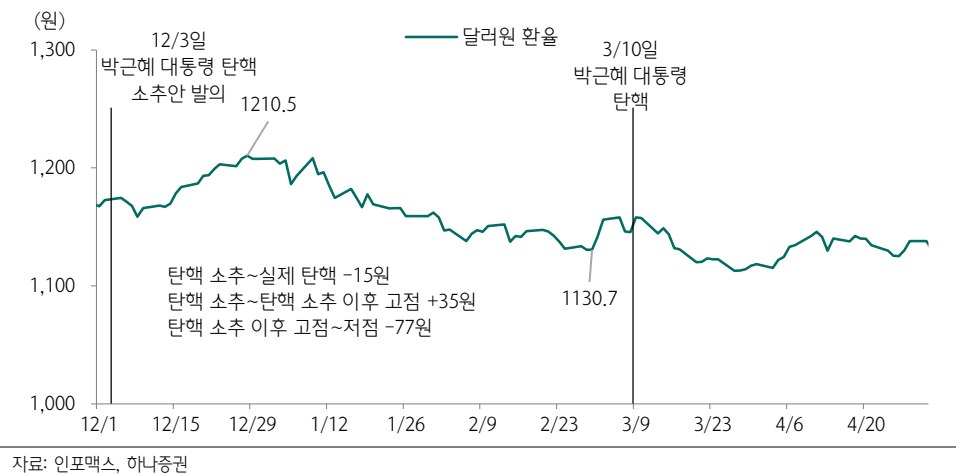
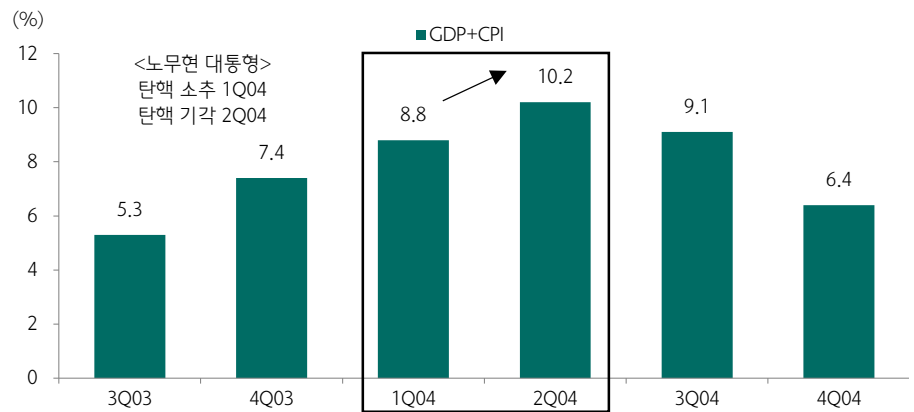


도표 7. <2004년> 노무현 대통령 탄핵 소추 이후 GDP+CPI 합산 추이

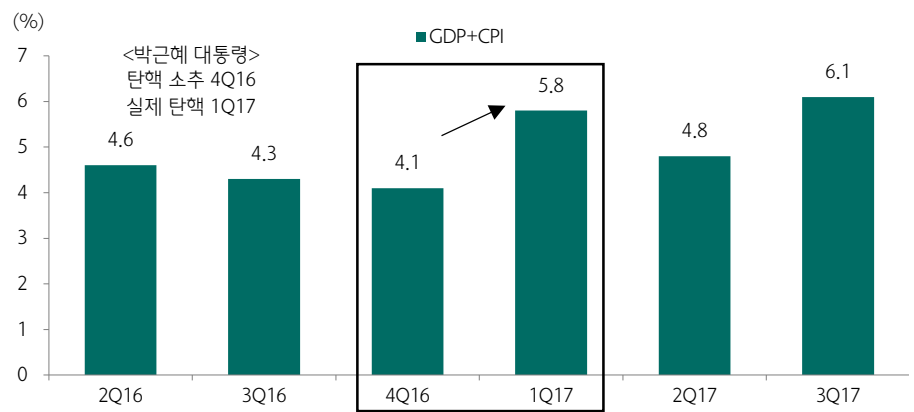
2004년 1분기 탄핵 소추  
2004년 2분기 탄핵 소추안 기각  
국내 GDP+CPI는 오히려 상승  
GDP와 CPI 동반 상승에 기인



자료: 인포맥스, 하나증권

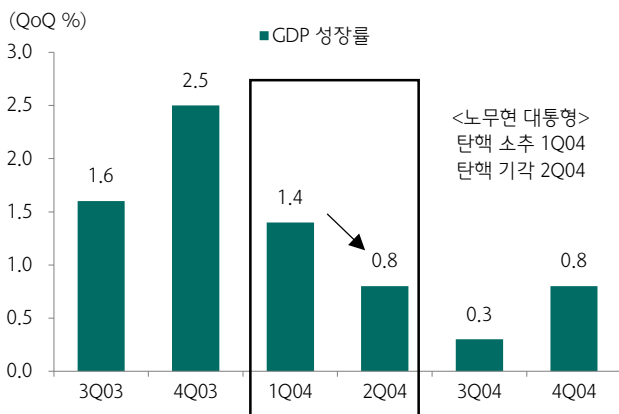
도표 8. <2016~17년> 박근혜 대통령 탄핵 소추 이후 GDP+CPI 합산 추이

2016년 4분기 탄핵 소추  
2017년 1분기 실제 탄핵  
GDP+CPI는 마찬가지로 상승  
GDP와 CPI 동반 상승에 기인



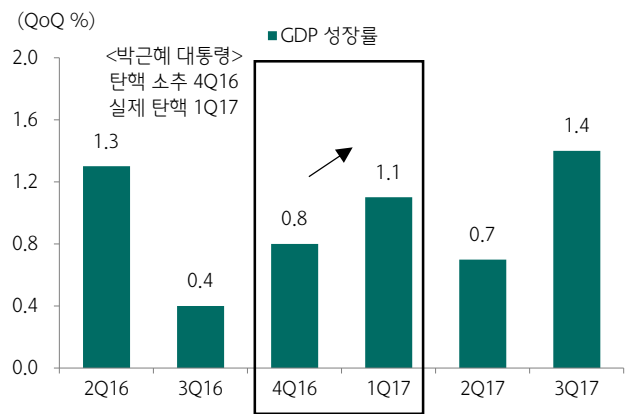
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 9. <2004년> 탄핵 정국의 전기비 성장률은 둔화



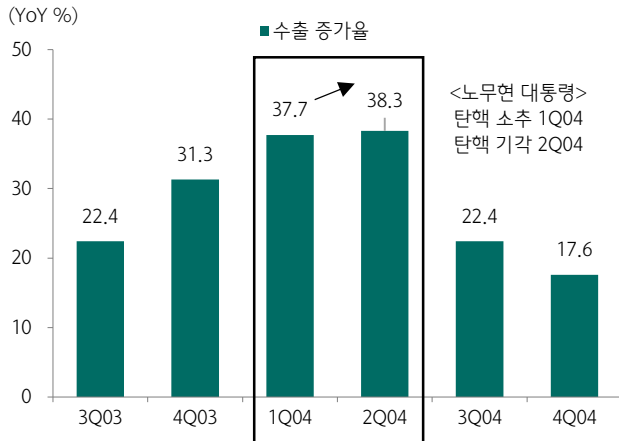
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. <2016~17년> 탄핵 정국의 전기비 성장률은 오히려 개선



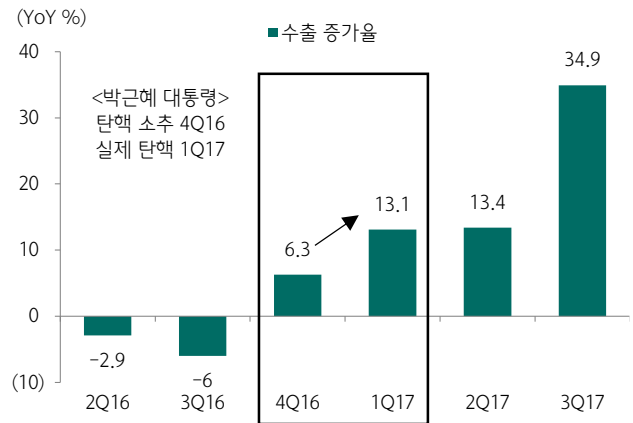
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. <2004년> 정치 불안에도 수출 신장세 지속



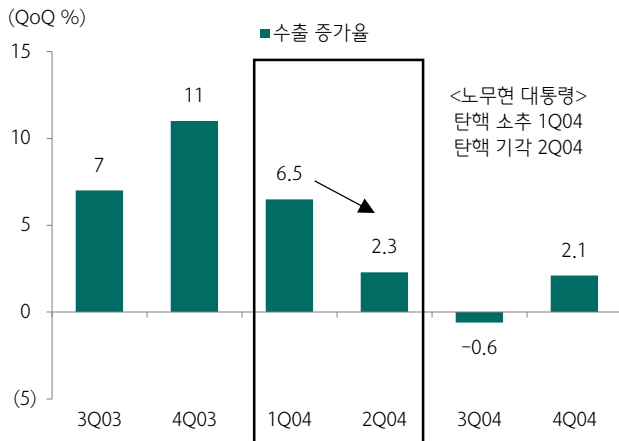
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. <2016~17년> 수출은 견조한 흐름 지속



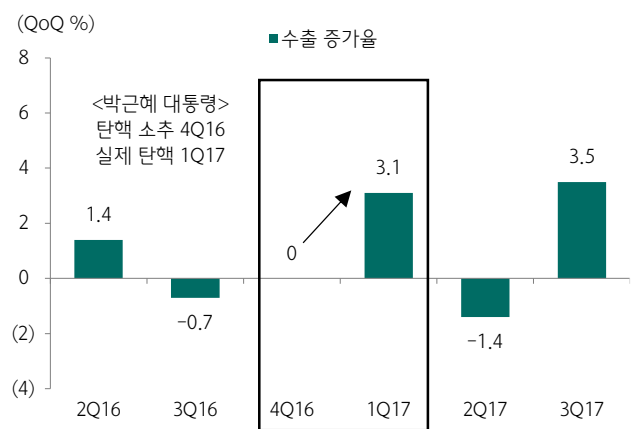
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. <2004년> 단, 전기비 수출 증가율은 3개 분기 연속 둔화



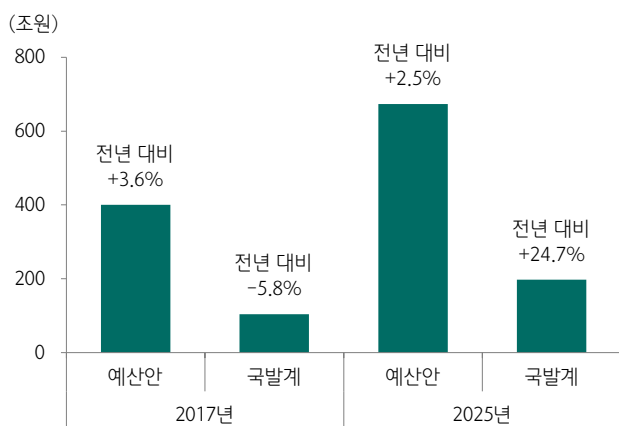
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. <2016~17년> 전기비 수출 증가율은 개선



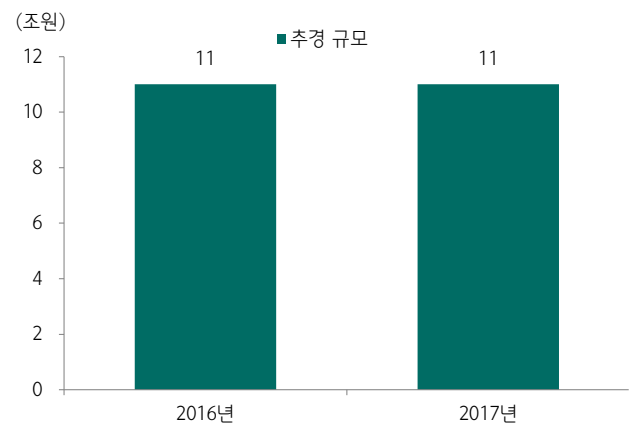
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 지난 탄핵 정국과 달리 내년에는 국발계 부담



자료: 기획재정부, 하나증권

도표 16. 지난 탄핵 정국과 달리 내년에는 올해 없었던 추경 부담



자료: 기획재정부, 하나증권