



## 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 10월 24일 | Global Asset Research

# BondView

## 한미 차별화를 야기한 3분기 성적표

### 3분기 성장률 예상치 대폭 하회

한국의 3분기 성장률 속보치는 전기비 +0.1% 증가해 시장 컨센서스 +0.5%와 한국은행의 8월 전망치인 +0.5%를 모두 하회했다. 특히 2분기에 -0.2% 역성장을 감안하면 3분기 +0.1% 수치가 부진한 성적표임을 부정할 수는 없다.

지출항목별로 살펴보면 2분기에 역성장 했던 민간소비와 설비투자가 각각 +0.5%, +6.9로 (+) 전환에 성공했고, 정부소비도 5개 분기 연속해서 (+) 증가세를 이어갔다. 하지만 건설투자가 -2.8%를 기록하면서 전기비 역성장 폭을 확대했고, 특히 수출이 시장 예상과 달리 -0.4%로 2022년 4분기 이후 첫 역성장세를 시현했다.

전기비 기여도를 살펴보더라도 내수가 +0.9%p로 큰 폭의 (+) 전환에 성공했지만 순수출 기여도는 -0.8%p로 (-) 폭을 확대하며 2개 분기 연속 (-) 기여도를 나타냈다.

결국 국내 채권시장 참여자들의 관전 포인트는 11월 금통위 금리 인하 여부와 경제전망에서 제시할 올해와 내년 성장률 전망이다.

### 시나리오별 올해와 내년 한국 성장률 전망치

주지하다시피 한국은행의 올해 성장률 전망치인 2.4%를 달성하기 위해서는 4분기에 전기비 +1.2% 성장이 필요하다. 물론 과거 경험상 불가능하다고만 볼 수는 없다.

2000년 이후로 한국의 전기비 성장률이 역성장을 기록한 뒤 다음 분기에 (+)로 회복했지만 그 폭이 0.5% 미만인 경우를 살펴보자. 1) 2003년 1~2Q (-0.5%→+0.1%)와 2) 2008년 4Q~2009년 1Q (-3.4%→+0.3%), 3) 2022년 4Q~2023년 1Q (-0.5%→+0.4%) 3차례 존재한다. 그리고 3차례의 세 번째 분기 성적표는 각각 +1.6% (2003년 3Q), +1.4% (2009년 2Q), +0.6% (2023년 2Q)로 평균 +1.2%를 기록했다.

그럼에도 올해 성장률 전망치 하향조정이 불가피한 이유는 과거 3차례와 현재 지출항목별 전기비 성장 흐름이 상이하기 때문이다. 1) 2003년 3Q에는 민간소비와 건설투자가 (+)로 돌아섰고, 재화수출도 3개 분기 연속 (+) 폭을 확대했다. 2) 2009년 2Q에는 민간소비와 설비투자, 재화수출이 2개 분기 연속 큰 폭의 역성장 기록 후 모두 (+)로 전환됐고 (당시 재화수출: -5.6% → -0.4% → +0.8%), 건설투자도 2개 분기 연속 호조를 보였다.

가장 최근 사례인 3) 2023년 2Q가 상대적으로 현 상황에 근접해 있다. 민간소비의 전기비 성장 흐름이 당시 -0.1% → +0.5% → -0.3% (2023년 2Q)를 보였는데 현재 -0.2% → +0.5% (2024년 3Q) 패턴과 유사하기 때문이다. 물론 설비/건설투자 및 재화수출 항목은 성장 폭에 있어 차이가 큰 편이다.

올해 3분기 설비투자는 +6.9%로 큰 폭 개선됐기 때문에 다음 분기에 유의미한 추가 성장은 어렵다고 판단되며, 건설투자도 당분간 부진할 것으로 예상하기 때문이다.

종합해 보면 2023년 2Q의 전기비 성장률이자 한국은행의 4분기 전망치인 +0.6%를 가정하거나 이보다 낮은 +0.5%로 가정하면 올해 성장률은 2.2%, 1~3분기 평균치인 +0.4%를 적용할 경우 2.1%로 각각 추정된다.

주지하다시피 한국은행은 지난 8월에 내년 1분기와 2분기 전기비 성장률을 +0.6%와 +0.7%로 각각 제시했다. 올해 성장률이 2.1~2.2% 수준으로 마무리 될 경우 내년 3~4분기에 +0.8%, +0.9%로 우상향 궤적이 뒷받침 되어야만 기존 전망치 2.1%를 유지할 수 있다. 만약 내년 1~4분기 모두 전기비 +0.6% 성장을 가정하면 2025년 성장률 전망치는 1.8%로 추정된다.

## 11월 금통위는 10월 인하 결정을 타당하게 만드는 자리가 될 것

결국 올해 11월과 내년 1월 금통위에서의 추가 금리인하 기대와 내년 말 기준금리 전망에 대한 시장 기대치가 변화할 수 있다.

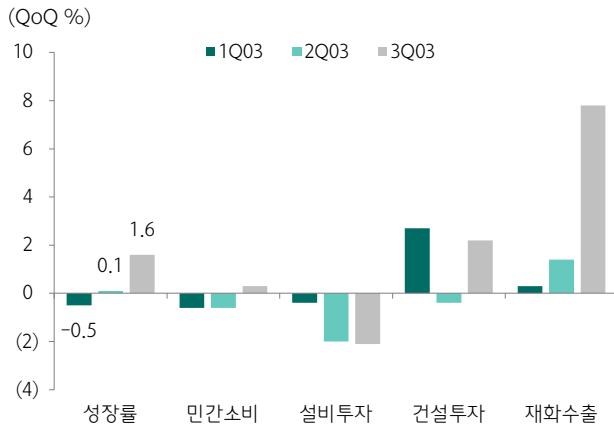
참고로 8월 금통위는 양대책무 중 하나인 금융안정을 근거로 만장일치 동결을 결정했다. 단, 포워드가이던스에서 6명 중 4명이 3개월 내 인하가 적절하단 의견을 냈다. 이후 10월 금통위는 금융안정을 확인하기까지 시간이 충분치 않았음에도 기준금리 인하를 결정했다. 하지만 포워드가이던스를 통해 6명 중 5명이 3개월 내 동결이 적절하다는 의견을 제시해 매파적 동결이란 균형을 맞췄다.

10월 첫 금리인하 배경은 내수를 필두로 한 불확실성 증대와 실질금리 축소 필요성이었다. 하지만 3분기 성적표를 열어보니 수출을 중심으로 성장을 부진이 발생했고, 기자회견에서도 여전히 전망의 불확실성이 크다고 판단했다.

트럼프 트레이드로 인한 고환율은 분명 11월 추가 인하를 제한하는 가장 큰 재료다. 그러나 최근 포워드가이던스가 현 시점을 기준으로 3개월 내 경로를 판단하다 보니 변동성이 큰 편이다. 따라서 11월에 동결을 하더라도 포워드가이던스 내 추가 인하가 적절하다고 평가하는 위원수가 10월 대비 증가할 가능성이 높다고 판단한다.

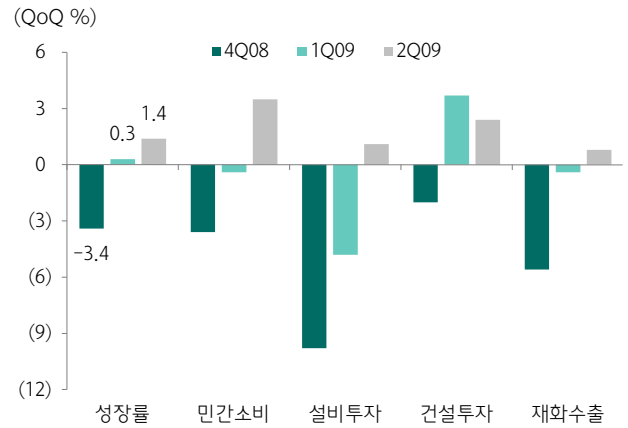
하나증권은 국고 3년 2.95~3.00%, 국고 10년 3.10%는 상당히 매력적이라 판단해 비중 확대 (Buy Call) 의견을 유지한다. 또한, 통화정책의 연속성과 내년 하반기 국내 물가 경로가 재차 올라가는 점을 고려할 때 상반기에 인하가 쏠릴 가능성도 염두할 필요가 있다. 추가 3차례 인하, 즉 2.5%까지 기준금리 인하가 이뤄질 경우 국고 3년 2.63%, 국고 10년 2.92%를 적정 하단으로 판단한다.

도표 1. 올해와 전기비 성장 패턴이 유사했던 시기 ①



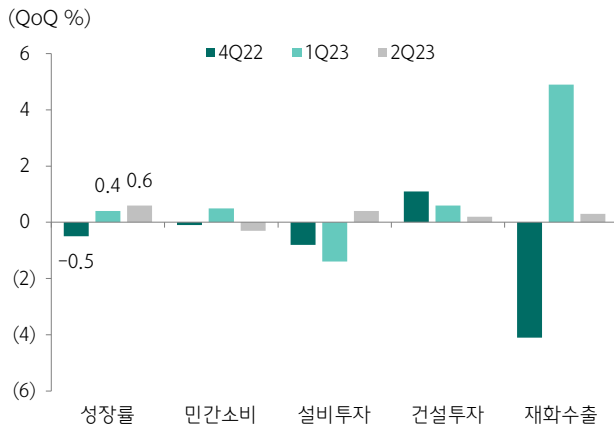
자료: 한국은행, 하나증권

도표 2. 올해와 전기비 성장 패턴이 유사했던 시기 ②



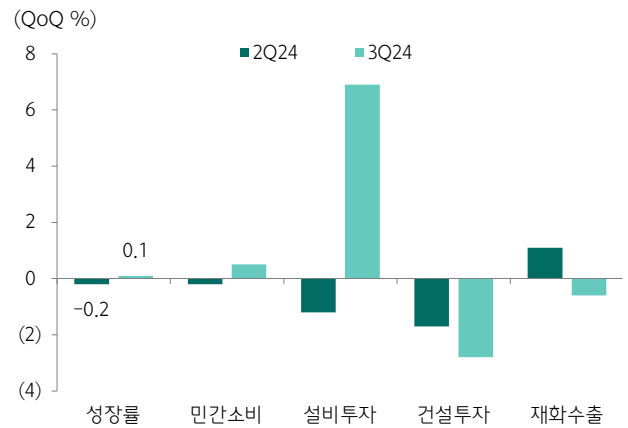
자료: 한국은행, 하나증권

도표 3. 올해와 전기비 성장 패턴이 유사했던 시기 ③



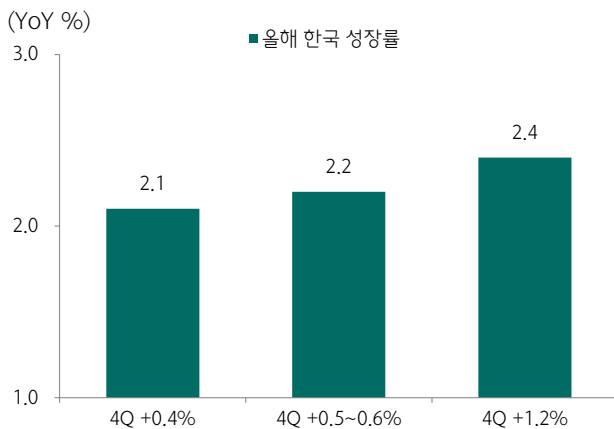
자료: 한국은행, 하나증권

도표 4. 올해 전기비 성장 패턴



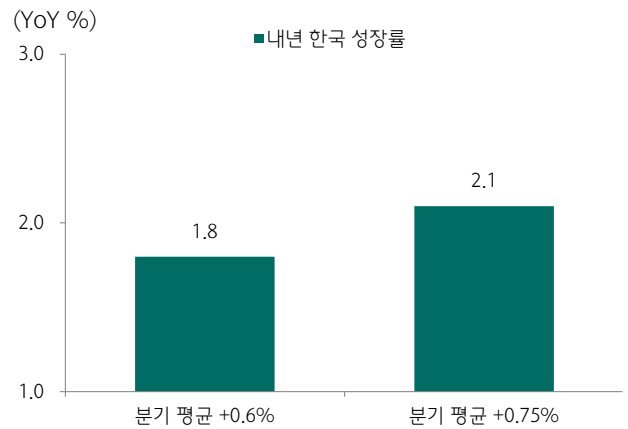
자료: 한국은행, 하나증권

도표 5. 시나리오별 올해 한국 성장률 전망치



자료: 한국은행, 하나증권

도표 6. 시나리오별 내년 한국 성장률 전망치



자료: 한국은행, 하나증권