

# 채권 브리프

## 10월 금통위 프리뷰: 선택지는 두 가지

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

### Check Point

세수펍크 간과하지 말자. 정부지출 효과 떨어지는 하반기, 특히 4분기 국내 GDP의 급격한 둔화는 불가피  
 실질 기준금리 1% 상회. 빈대(부동산) 잡으려고 초가삼간(경기) 다 태운다  
 한은의 선택지는 두 가지, ①25bp 인하 또는 ②매우 비둘기파적인 동결. 두 가지 모두 커브 스틱 재료

### 세수펍크 간과하지 말자. 정부지출 효과 떨어지는 하반기, 특히 4분기 국내 GDP의 급격한 둔화는 불가피

과감한 금리인하 결정에도 여전히 연착륙을 확신하는 미국 경기 기대감과 달리 국내경기의 회복세는 매우 미약할 것으로 추정된다. 1분기 GDP의 반짝 호조 이후 2분기 민간소비와 설비투자 부진 여파로 역성장(전분기 대비 -0.2%)을 경험하고 있는 국내 경기는 하반기에도 반등을 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 남은 기간 경기 개선 여부의 핵심은 결국 정부지출이 주도하는 경기부양일 수밖에 없으나 국내 세수상황은 녹록치 않다. 올해 1~7월까지 세수진도율은 56.8%로 최근 5년 평균 64.3%를 크게 하회하고 있으며 세수 부진이 심각했던 작년 63.2%에도 미치지 못하는 상황이다. 즉 작년 대비 더 부진할 것으로 예상되는 국내 세수여건 등을 고려하면 정부지출의 확대 가능성은 매우 낮아 보인다. 부진한 정부지출을 민간소비나 설비투자 등이 메어줄 수 있을지 모르겠으나 예상보다 고금리 기간이 장기화되고 있는 점을 고려하면 회복의 가능성은 낮아 보인다. 정부지출 효과가 떨어지는 하반기, 특히 4분기 국내 GDP의 급격한 둔화는 불가피한 시나리오가 될 것이다.

### 실질 기준금리 1% 상회. 빈대(부동산) 잡으려고 초가삼간(경기) 다 태운다

2010년 이후 실질 기준금리와 명목 기준금리 간의 흐름을 보면 실질금리 1% 상회 시 한국은행은 금리인하로 긴축 강도를 조절하는 패턴을 보였다. 24년 8월 국내물가 발표치를 적용한 현재 실질 기준금리는 헤드라인 기준 1.5%, 근원 1.4%에 도달하며 과거 기준금리 인상사이클 고점 수준에 임박한 것으로 추정된다. 물론 이전 대비 높은 실질금리 수준은 부동산 시장의 과열과 가계대출 급증이라는 국내 경제의 고질적 문제를 해소하는데 일부 도움이 될 수도 있다. 다만 1% 이상의 실질금리를 장기간 유지할 경우 정부지출 효과가 감소하는 하반기 특성상 소비와 투자 둔화까지 진행된다면 국내 경기개선에 심각한 부작용을 초래할 가능성이 크다. 경기와 물가, 그리고 금융안정이라는 세 마리 토끼를 모두 다 잡을 수 있는 완벽한 정책은 없다. 한국은행이 경기에 불편함을 느끼기 시작한다면 통화정책의 행보는 분명 변화할 수 있다는 생각이다.

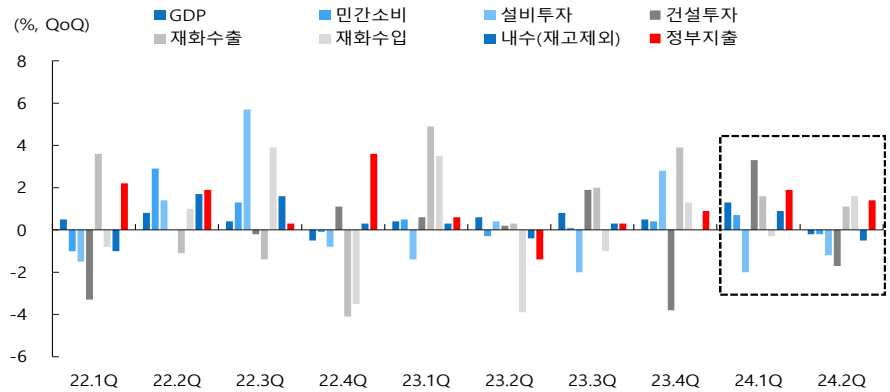
### 한은의 선택지는 두 가지, ①25bp 인하 또는 ②매우 비둘기파적인 동결. 두 가지 모두 커브 스틱 재료

10월 금통위에서 한은의 선택지는 ①25bp 인하 또는 ②매우 비둘기파적인 동결 밖에 없을 것 같다. 특히 미국(글로벌)과의 통화정책 디커플링을 장기간 유지하기는 쉽지 않을 것이며, 전일 신성한 금통위원의 발언(주택시장만 아니었다면 지난 7월 동결의견 피력했을 것, 최근 집값 급등세에 브레이크 징후 발견 등 비둘기파적 의견 강하게 피력) 등을 고려하면 10월은 금통위원 내에서도 이견이 상당할 것으로 추측된다. 앞서 언급한 국내 경기 하방리스크 확대까지 고려하면 당장 10월 인하도 무리는 아닐 것 같다.

다만 최근까지도 계속 표명되고 있는 부동산 가격상승에 대한 한은의 높은 민감도를 고려할 때 10월 금통위부터 당장 금리인하 결정을 하지 않을 가능성도 물론 존재한다. 따라서 이를 고려하면 오는 10월 금통위에서는 금리동결을 결정하되 ①동결 결정이 만장일치가 아니며, ②'긴축기조를 유지하겠다'라는 통방문의 멘트는 삭제, ③기자회견을 통해 연준 등 주요국의 금리인하 단행에 대한 한은의 동참 가능성 멘트와 같은 완화된 시그널이 처음으로 등장할 수 있다. 즉 매우 비둘기파적인 동결 가능성이다. 특히 위 3가지 요인 중 2가지 이상 요인이 전망에 부합할 경우 11월 인하의 가능성은 한층 더 높아질 것으로 보이며, 국고 금리 역시

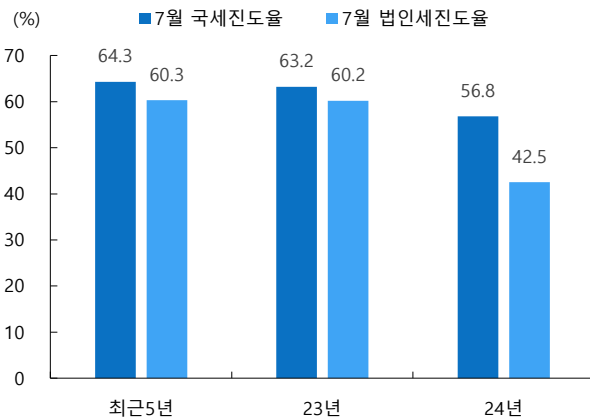
단기채권 위주로 하락 압력이 재형성될 것으로 전망한다. 한편 최근 국고 시장이 미국 국채시장에 연동되며 커브 스티프닝 압력이 커지는 상황이며, 침체를 시사하는 지표가 부재하다면 적어도 11월 금통위 전까지는 스티프 압력이 유효할 것으로 전망된다. 다만 3/10년 기준 최대 25bp 정도가 한계일 것으로 판단되며 25bp 이상으로 확대될 경우 장기채권 매수구간이라는 판단이다.

그림1. 국내 GDP 지출 구성: 남은 기간 경기 개선 여부의 핵심은 정부지출이 주도하는 경기부양. 다만 세수 여건 생각하면 쉽지 않을 것



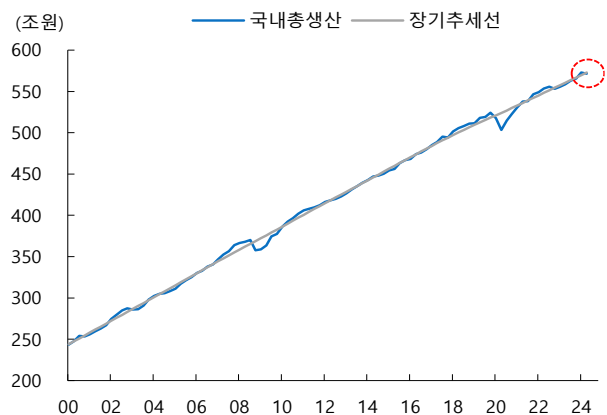
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림2. 1~7월 누적 국세 및 법인세진도율: 법인세수 부진으로 국세진도율 최근 5년 및 작년 모두 하회



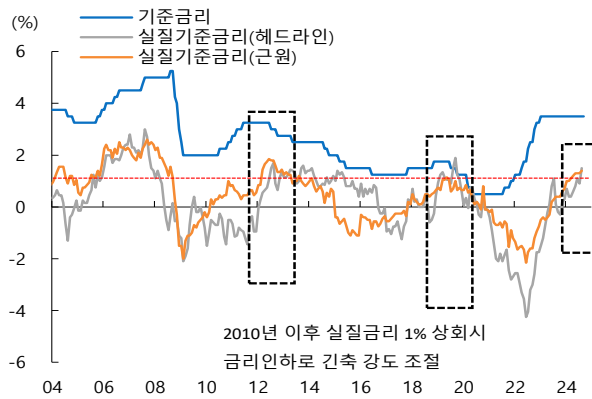
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림3. 국내총생산과 장기추세선: 24년 2분기 기준 장기추세선 하회



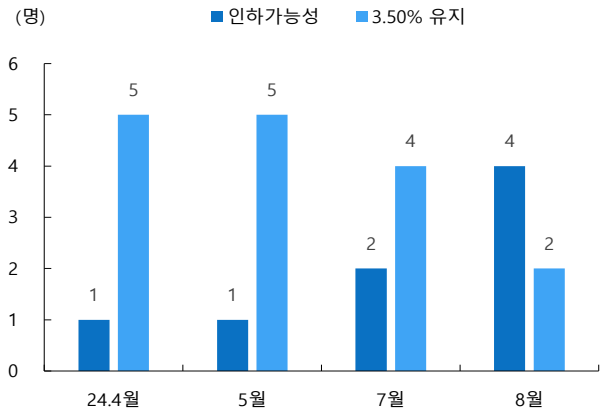
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림4. 실질 기준금리 추이: 한은, 2010년 이후 실질금리 1% 상회 시 금리인하로 긴축 강도 조절



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림5. 금통위원의 향후 3개월 내 조건부 기준금리 전망 변화



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 총 7명의 금통위원 중 총재를 제외한 6인의 의견

#### Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실, 이승재)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.