



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

2025년 1월 2일 | Global Asset Research

BondView

연초 적정레벨 추정 ① 소수의견

역대 금통위 소수의견 총정리

우선 이번 자료에서 '기준금리 인상기'는 '첫 금리 인상부터 첫 금리 인하 직전'까지, '기준금리 인하기'는 '첫 금리 인하부터 첫 금리 인상 직전'까지를 각각 일컫는다.

① 인하 소수의견

2000년 이후 기준금리 인하 소수의견은 총 28회 개진됐다. 그 중 기준금리 인하기는 21회 (75%), 기준금리 인상기는 7회 (25%)로 구분할 수 있다. 나아가 기준금리 인하 소수의견이 개진되고 바로 다음 금통위에서 기준금리를 인하한 사례는 13회로 46% 비중을 차지했다.

이어서 기준금리 인하 소수의견이 개진된 금통위 직전 종가 대비 바로 다음 금통위까지 국고 3년 금리의 평균 변화 폭을 정리하면 아래와 같다.

- 1) 전체 평균: -1.8bp
- 2) 기준금리 인하기: -4.3bp
- 3) 기준금리 인하기 + 금통위 동결 + 인하 소수의견 개진: -1.0bp
 - 소수의견 1인 -2.9bp
 - 소수의견 2인 이상: +3.0bp
- 4) 기준금리 인하기 + 금통위 인하 + 다른 폭의 인하 소수의견 개진: -35.2bp
 - 25bp 인하 소수의견: -16.3bp
 - 50bp 인하 소수의견: -54.0bp
- 5) 기준금리 인상기: +5.7bp

주지하다시피 인하 소수의견은 기준금리 인하기에 상당부분 개진됐다. 다만, 추가 인하를 잠시 쉬어가는 동결 결정 구간에 인하 소수의견이 개진되면 다음 금통위까지 국고 3년 금리는 큰 변화를 보이지 않았다.

반면, 금통위의 기준금리 인하 결정에도 불구하고 다른 폭의 인하 소수의견이 개진되면 국고 3년 금리는 상대적으로 큰 폭 하락했다. 물론 2008년과 2020년 2차례는 모두 경기침체 국면이었다 (도표1 참고).

② 인상 소수의견

2000년 이후 기준금리 인상 소수의견은 총 20회 개진됐다. 그 중 기준금리 인하기는 7회 (35%), 기준금리 인상기는 13회 (65%)로 구분할 수 있다. 나아가 기준금리 인상 소수의견이 개진되고 바로 다음 금통위에서 기준금리를 인상한 사례는 10회로 50% 비중을 차지했다.

이어서 기준금리 인상 소수의견이 개진된 금통위 직전 종가 대비 바로 다음 금통위까지 국고 3년 금리의 평균 변화 폭을 정리하면 아래와 같다.

- 1) 전체 평균: -0.9bp
- 2) 기준금리 인하기: +24.1bp
- 3) 기준금리 인상기: -14.4bp
- 4) 기준금리 인상기 + 금통위 동결 + 인상 소수의견 개진: -10.1bp
 - 소수의견 1인: -7.0bp
 - 소수의견 2인 이상: -12.3bp

특이점은 인상 소수의견 개진에도 불구하고, 기준금리 인하기에는 국고 3년 금리가 반등, 기준금리 인상기에는 반락했다는 것이다. 참고로 기준금리 인상기 13회 중에서 위 4) 조건에 해당하는 사례가 12회로 대부분을 차지했고, 그 중 8차례에서 국고 금리는 하락했다 (도표2 참고).

③ 동결 소수의견

2000년 이후 기준금리 동결 소수의견은 총 32회로 인하와 인상 소수의견보다 많이 개진됐다. 그 중 기준금리 인하기는 18회 (56%), 기준금리 인상기는 14회 (44%)로 나뉜다. 나아가 동결 소수의견 개진 이후 바로 다음 금통위에서 기준금리를 동결한 사례는 27회 (84%)로 인하와 인상 소수의견 개진 때보다 더 큰 영향력을 행사했다.

이어서 기준금리 동결 소수의견이 개진된 금통위 직전 종가 대비 바로 다음 금통위까지 국고 3년 금리의 평균 변화 폭을 정리하면 아래와 같다.

- 1) 전체 평균: -2.3bp
- 2) 기준금리 인하기: -8.7bp
- 3) 기준금리 인하기 + 금통위 인하 + 동결 소수의견 개진: -8.7bp
 - 소수의견 1인: -3.5bp
 - 소수의견 2인 이상: -33.2bp
- 4) 기준금리 인상기: +5.1bp

위에 정리한 과거 동결 소수의견 개진 사례 중에서 2024년 11월 금통위는 세 번째 카테고리 (기준금리 인하기 + 금통위 인하 + 동결 소수의견 개진)에 해당된다. 단, 17회 동일 사례 중에서 지난해 10~11월 금통위처럼 '2회 연속' 기준금리 인하 + 동결 소수의견 개진 사례는 지난해를 포함해 총 2회에 불과 (2001년 7~8월 / 2024년 10~11월)하다 (도표3 참고).

소수의견과 1~2월 금통위 시나리오

좀 더 자세히 살펴보자. 2001년 7~8월 2회 연속해서 기준금리를 인하했을 때 모두 동결 소수의견이 개진됐다. 그리고 9월 금통위는 2가지로 구분할 필요가 있다. 첫 회의 때는 기준금리를 만장일치로 동결했지만 9.11 테러 이후 긴급 금통위에서는 만장일치로 50bp 빅 스텝을 단행했기 때문이다.

① 1월 금통위까지 시나리오별 국고 3년 금리 추정

2001년 9월 금통위를 동결로 보면 통화정책 패턴은 '2회 연속 동결 소수의견을 동반한 금리 인하 → 다음 회의에서 만장일치 동결'이 된다. 따라서 1월 금통위를 만장일치 동결이라 가정 하면 국고 3년 금리 하단은 2.57%로 산출된다 (지난해 11월 금통위 직전 종가에 당시 국고 3년 금리 변동 폭 -17.0bp를 차감). 물론 인하 소수의견 개진 시 금리 하단은 더 낮아진다.

2001년 9월 금통위를 인하로 보면 통화정책 패턴은 '2회 연속 동결 소수의견을 동반한 금리 인하 → 다음 회의에서 만장일치 50bp 인하'가 된다. 즉, 3회 연속 인하인 것이다. 따라서 1월 금통위를 만장일치 50bp 인하로 가정하면 국고 3년 금리 하단은 2.07%로 산출된다 (지난해 11월 금통위 직전 증가에 당시 국고 3년 금리 변동 폭 -62.0bp를 차감).

하지만 9.11 테러로 인한 50bp 긴급 인하였기에 당시 국고 3년 금리 변동 폭도 절반 수준인 -31.0bp를 적용할 필요가 있다. 이 경우 국고 3년 금리 하단은 2.38%로 산출된다. 물론 만약 25bp 인하와 함께 동결 소수의견이 개진된다면 금리 하단은 더 높아진다.

종합하면 1월 금통위까지 국고 3년 금리 밴드는 2.07~2.57%로 추정되나 빅스텝을 배제하면 하단은 2.38%가 더 합리적인 수준이라 판단한다.

② 2월 금통위까지 시나리오별 국고 3년 금리 추정

나아가 2월 금통위까지 전망하기 위해 2001년 10월 금통위까지 살펴볼 필요가 있다. 단, 2001년 9월 금통위는 동결과 인하로 구분할 수 있고, 2001년 10월 금통위는 만장일치 동결이었다. 즉, 통화정책 패턴은 '2회 연속 동결 소수의견을 동반한 금리 인하 → 다음 회의에서 동결 or 인하 → 다음 회의에서 만장일치 동결'이 된다.

즉, 1월과 2월 금통위를 모두 만장일치 동결로 가정하면 국고 3년 금리 하단은 2.27%로 산출된다 (1월 금통위 동결 시나리오 추정치인 2.57%에 당시 국고 3년 금리 변동 폭인 -30bp를 차감). 물론 1월 또는 2월 금통위에서 인하 소수의견이 개진되면 하단은 더 낮아진다.

다음으로 1월 금통위에서 만장일치 50bp 인하와 2월에 만장일치 동결을 가정하면 국고 3년 금리 하단은 1.99%로 산출된다 (1월 금통위 빅 컷 시나리오 추정치인 2.07%에 당시 국고 3년 금리 변동 폭인 -8.0bp를 차감).

단, 위에서 서술한 것처럼 1월 금통위가 25bp 인하라면 국고 3년 금리 하단은 2.30%가 되며, 1월에 동결 소수의견 또는 2월에 인하 소수의견 개진 여부에 따라 금리 수준은 변하게 된다.

종합하면 2월 금통위까지 국고 3년 금리 밴드는 1.99~2.27%로 추정되나 빅스텝을 배제하고 1월과 2월 소수의견이 다른 방향으로 개진될 것을 가정하면 2.27~2.30%가 더 합리적인 수준이라 판단한다.

도표 1. 인하 소수의견 사례 정리

금통위 당일	다음 금통위	금리	금리 방향에 대한 소수의견	소수의견 개진 (명)	다음 금통위 인하	인상/인하기	3년물 변화량
2002-08-06	2002-09-12	동결	인하(김태동)	1	x	인상기	21
2003-02-06	2003-03-06	동결	인하(김태동)	1	x	인상기	-16
2003-03-06	2003-04-10	동결	인하(김태동)	1	x	인상기	2
2003-04-10	2003-05-13	동결	인하(김태동)	1	o	인상기	-34
2003-06-12	2003-07-10	동결	인하(김태동, 최윤열)	2	o	인하기	29
2004-10-07	2004-11-11	동결	인하(김종창, 이덕훈)	2	o	인하기	-9
2008-04-10	2008-05-08	동결	인하(강문수, 박봉흠)	2	x	인상기	19
2008-05-08	2008-06-12	동결	인하(최도성, 강명현)	2	o	인상기	76
2008-11-07	2008-12-11	인하	인하(강명현)	1	o	인하기	-54
2009-03-12	2009-04-09	동결	인하(강명현)	1	x	인하기	19
2009-04-09	2009-05-12	동결	인하(강명현)	1	x	인하기	-6
2013-01-11	2013-02-14	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	3
2013-02-14	2013-03-14	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	-11
2013-03-14	2013-04-11	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	2
2013-04-11	2013-05-09	동결	인하(하성근, 정애방, 정순원)	3	o	인하기	7
2014-07-10	2014-08-14	동결	인하(정애방)	1	o	인하기	-7
2014-09-12	2014-10-15	동결	인하(정애방)	1	o	인하기	-21
2015-04-09	2015-05-15	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	15
2015-05-15	2015-06-11	동결	인하(하성근)	1	o	인하기	-6
2016-02-16	2016-03-10	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	2
2016-03-10	2016-04-19	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	3
2016-04-19	2016-05-13	동결	인하(하성근)	1	x	인하기	-6
2019-05-31	2019-07-18	동결	인하(조동철)	1	o	인상기	-28
2019-08-30	2019-10-16	동결	인하(조동철, 신인석)	2	o	인하기	15
2019-11-29	2020-02-27	동결	인하(신인석)	1	x	인하기	-24
2020-02-27	2020-03-16	동결	인하(조동철, 신인석)	2	o	인하기	-4
2020-03-16	2020-04-09	인하	인하(임지원)	1	x	인하기	-16
2020-04-09	2020-05-28	동결	인하(조동철, 신인석)	2	o	인하기	-21
전체평균							-1.8
인하기							-4.3
인상기							5.7
인하기+금리 동결+인하 소수의견 (전체)							-1.0
인하기+금리 동결+인하 소수의견 (1인)							-2.9
인하기+금리 동결+인하 소수의견 (2인 이상)							3.0
인하기+금리 인하+인하 소수의견							-35.2

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 2. 인상 소수의견 사례 정리

금통위 전일	금통위 당일	금리	금리 방향에 대한 소수의견	소수의견 개진 (명)	다음 금통위 인상	인상/인하기	3Y 변화량
2003-10-09	2003-11-06	동결	인상(최윤열)	1	x	인하기	56
2003-11-06	2003-12-11	동결	인상(최윤열)	1	x	인하기	14
2005-07-07	2005-08-11	동결	인상(김태동)	1	x	인하기	34
2005-08-11	2005-09-08	동결	인상(김태동)	1	x	인하기	13
2005-09-08	2005-10-11	동결	인상(김태동)	1	o	인하기	37
2007-06-08	2007-07-12	동결	인상(심훈)	1	o	인상기	16
2010-09-09	2010-10-14	동결	인상(김대식, 최도성)	2	x	인상기	-53
2010-10-14	2010-11-16	동결	인상(최도성)	1	o	인상기	4
2011-02-11	2011-03-10	동결	인상(김대식, 최도성)	2	o	인상기	-25
2011-04-12	2011-05-13	동결	인상(김대식, 최도성)	2	x	인상기	-12
2011-05-13	2011-06-10	동결	인상(김대식, 최도성)	2	o	인상기	-2
2011-09-08	2011-10-13	동결	인상(김대식, 최도성)	2	x	인상기	-5
2017-10-19	2017-11-30	동결	인상(이일형)	1	o	인하기	14
2018-07-12	2018-08-31	동결	인상(이일형)	1	x	인상기	-14
2018-08-31	2018-10-18	동결	인상(이일형)	1	x	인상기	0
2018-10-18	2018-11-30	동결	인상(이일형, 고승범)	2	o	인상기	-13
2021-07-15	2021-08-26	동결	인상(고승범)	1	o	인하기	1
2021-10-12	2021-11-25	동결	인상(임지원, 서영경)	2	o	인상기	23
2022-10-12	2022-11-24	인상	인상(주상영, 신성환)	2	o	인상기	-65
2023-02-23	2023-04-11	동결	인상(조윤제)	1	x	인상기	-41
전체평균							-0.9
인하기							24.1
인상기							-14.4
인상기+금리 동결+인상 소수의견 (전체)							-10.1
인상기+금리 동결+인상 소수의견 (1인)							-7.0
인상기+금리 동결+인상 소수의견 (2인 이상)							-12.3

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 동결 소수의견 사례 정리

금통위 당일	다음 금통위	금리	금리 방향에 대한 소수의견	소수의견 개진 (명)	다음 금통위 동결	인상/인하기	3Y 변화량
2001-02-08	2001-03-08	인하	동결(남궁훈)	1	o	인하기	110
2001-07-05	2001-08-09	인하	동결(황익각, 강영주, 남궁훈)	3	x	인하기	-89
2001-08-09	2001-09-06	인하	동결(장승우)	1	x	인하기	-17
2003-05-13	2003-06-12	인하	동결(남궁훈)	1	o	인하기	-33
2003-07-10	2003-08-07	인하	동결(남궁훈)	1	o	인하기	31
2004-08-12	2004-09-09	인하	동결(이성남)	1	o	인하기	-39
2004-11-11	2004-12-09	인하	동결(이성태)	1	o	인하기	-28
2005-12-08	2006-01-12	인상	동결(강문수, 김종창)	2	o	인상기	-24
2006-02-09	2006-03-09	인상	동결(강문수)	1	o	인상기	-2
2006-08-10	2006-09-07	인상	동결(강문수, 이성남, 박봉흠)	3	o	인상기	-2
2007-08-09	2007-09-07	인상	동결(강문수)	1	o	인상기	10
2008-08-07	2008-09-11	인상	동결(강명현)	1	o	인상기	-1
2010-07-09	2010-08-12	인상	동결(강명현)	1	o	인상기	-18
2011-01-13	2011-02-11	인상	동결(강명현, 임승태)	2	o	인상기	40
2011-03-10	2011-04-12	인상	동결(강명현)	1	o	인상기	-11
2012-07-12	2012-08-09	인하	동결(임승태)	1	o	인하기	-37
2012-10-11	2012-11-09	인하	동결(임승태)	1	o	인하기	8
2013-05-09	2013-06-13	인하	동결(문우식)	1	o	인하기	27
2014-08-14	2014-09-12	인하	동결(문우식)	1	o	인하기	-11
2014-10-15	2014-11-13	인하	동결(문우식)	1	o	인하기	-7
2015-03-12	2015-04-09	인하	동결(장해방, 문우식)	2	o	인하기	-21
2015-06-11	2015-07-09	인하	동결(문우식)	1	o	인하기	3
2017-11-30	2018-01-18	인상	동결(조동철)	1	o	인상기	6
2018-11-30	2019-01-24	인상	동결(조동철, 신인석)	2	o	인상기	-8
2019-07-18	2019-08-30	인하	동결(이일형)	1	o	인하기	-23
2019-10-16	2019-11-29	인하	동결(이일형, 임지워)	2	o	인하기	10
2021-08-26	2021-10-12	인상	동결(주상영)	1	o	인상기	38
2021-11-25	2022-01-14	인상	동결(주상영)	1	x	인상기	3
2022-01-14	2022-02-24	인상	동결(주상영)	1	o	인상기	27
2023-01-13	2023-02-23	인상	동결(주상영, 신성환)	2	o	인상기	13
2024-10-11	2024-11-28	인하	동결(장용성)	1	x	인하기	-32
2024-11-28	2025-01-16	인하	동결(장용성, 유상대)	2		인하기	?
전체평균							-2.3
인하기							-8.7
인상기							5.1
금리 인상+동결 소수의견							5.1
금리 인하+동결 소수의견 (전체)							-8.7
금리 인하+동결 소수의견 (1인)							-3.5
금리 인하+동결 소수의견 (2인 이상)							-33.2

자료: 인포맥스, 하나증권