



Fixed Income

Compliance Notice

본 조서자료는 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 하시기를 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 7월 18일 | Global Asset Research

BondView

추가 금리 하락 룠 30bp

한국 중립금리와 장기채

주지하다시피 한국은행은 중립금리를 다시 추정해 발표했다. 참고로 2000년 1분기 기준으로 모델별 중립금리는 +1.4~+3.1% 범위였으며, 2020년 1분기에는 -1.1~+0.5%까지 하향조정 됐다. 하지만 올해 1분기 기준 추정 범위는 -0.2~+1.3%로 재차 상향조정 됐다. 즉, 팬데믹 대비 하단은 +0.9%p, 상단은 +0.8%p 각각 높아진 것이다.

물론 중립금리는 이론적인 수준으로, 중앙은행이 이를 목표 삼아 통화정책을 강행한 적은 없다. 하지만 미국의 중립금리 상승 내러티브로 장기물 국채 금리 하방경직성이 강화된 만큼 단순히 스프레드를 비교해 볼 필요는 있겠다. 즉, 2020년 1분기 (중립금리 -1.1~+0.5%) 국고 10년 금리 레인지 (1.286~1.762% / 평균 1.558%)에 중립금리 상향조정 폭을 더하면 이번 사이클에서 국고 10년 금리 레인지는 2.186~2.562% (평균 2.408%)로 산출된다.

중립금리 도달 시점을 특정하기는 어렵지만 중장기 관점에서 장기채 금리가 하락할 룠이 약 70bp 정도 남아있다고 가늠해 볼 수 있다. 단, 통화정책이 중립금리를 타겟팅해야 하며, 중립금리와 장기물 금리 간 상관관계가 높다는 전제가 분명 필요하다.

장기물 금리 추가 하락 룠은 30bp

하나증권은 인하 사이클이 시작되면 미국의 최종금리는 3.00~3.25%, 한국은 2.25~2.50%로 예상한다. 이는 중립금리와는 별개이다. 우선 미국은 물가가 2% 타겟에 도달하지 않더라도 연준이 고용시장 둔화 시그널을 포착하면 보험성 인하를 단행할 공산이 크다. 이는 비공식적이지만 물가 3% 용인하겠다는 의미로 받아들이기에 충분하다. 지난 5월 FOMC 기자회견에서 파월은 공개석상에서 양대 책무 중 고용에 더 무게를 둘 것이라 발언한 바 있다.

이를 감안할 때 연준은 실질금리를 (+)로 유지해 인플레이션 재발 우려를 경계해야만 할 것이다. 즉, 인하 사이클 진입 후 최종 금리는 물가 수준과 비슷하거나 소폭 높은 3.00~3.25%가 적절하다고 판단한다.

반면, 한국은 이번 사이클과 상당히 비슷한 재료들을 (인상기 당시 최종금리, 높은 물가 상승률, 부동산 PF 문제, 미국 신용등급 강등 등) 먼저 경험한 2011~12년 인상기 마무리 이후 통화정책 경로를 단순 적용했다.

참고로 2012년 하반기부터 한국은행은 기준금리를 인하하기 시작했다. 2013년에는 1차례 인하에 그쳤다. 그리고 하나증권이 전망하는 인하기 최종금리에 (2.25~2.50%) 도달한 2014년에 국고 10년 금리 레인지는 2.804~3.755% (평균 3.384%)였다.

하나증권은 하반기 국고 10년 금리 하단을 3.1%로 전망해 왔다. 하지만 경제지표 둔화와 연내 2차례 인하 기대 지속, 9월 WGBI 편입 확정 가능성 고조 등이 뒷받침 된다면 과거 레인지를 감안할 때 2.8%까지 30bp 추가 하락도 가능하다는 판단이다.

금리 반등 룬도 30bp

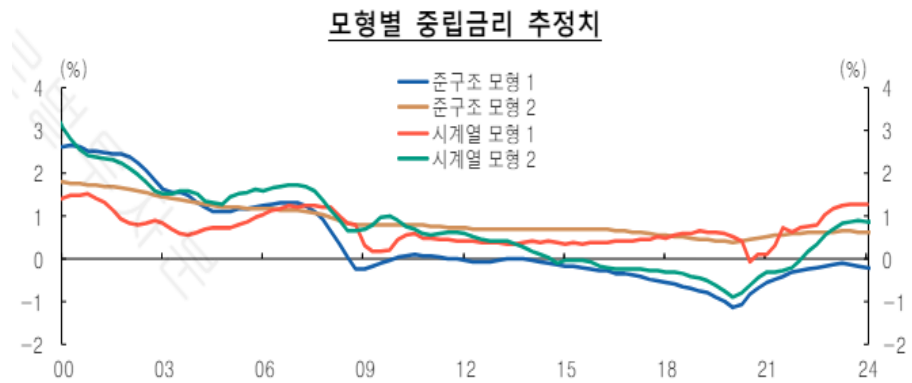
단, 첫 인하가 단행되기도 전에 금리 하락 룬이 30bp에 불과하고, 과거 평균치를 이미 하회하고 있다는 점은 레벨 부담을 가중시킨다. 이에 국고 10년 기준 3.1% 하회시 일부 차익 실현 및 포지션 조절 권고 견해를 유지한다.

단, 금리 반등 룬도 30bp로 추정한다. 한국은 금리 하락 룬 추정 방식과 마찬가지로 2012~14년도를 참고했다 (하반기 전망 마지막 페이지 중장기 금리전망 테이블 참고). 미국은 지난 4월을 상기해보자. 4월 들어 3월달 ISM 제조업과 고용, 물가, 소매판매가 모두 서프라이즈를 보이면서 미국채 10년 금리가 4.7%를 뚫고 급등한 바 있다. 하지만 그 직전 3월 점도표에서 중립금리 6bp 상향조정이란 이벤트가 없었다면 반등 폭은 줄었을 것이다. 여기서 주목할 점은 6월 점도표에서 중립금리를 3월의 3배 수준인 19bp를 추가 상향조정했다는 것이다.

하지만 작년과 올해 가장 큰 차이점은 정책당국의 의지다. 재정적자 재원은 트럼프 트레이드로 되살아나는 문제가 아닌 중장기 위험 요인이다. 그럼에도 백악관과 CBO는 차입금리를 각각 4.4%와 4.5%로 전망 중이다. 작년 하반기 5.0%, 올해 상반기 4.7%에 이어 하반기는 4.4% 위가 불편하다는 의미로 해석할 수 있다.

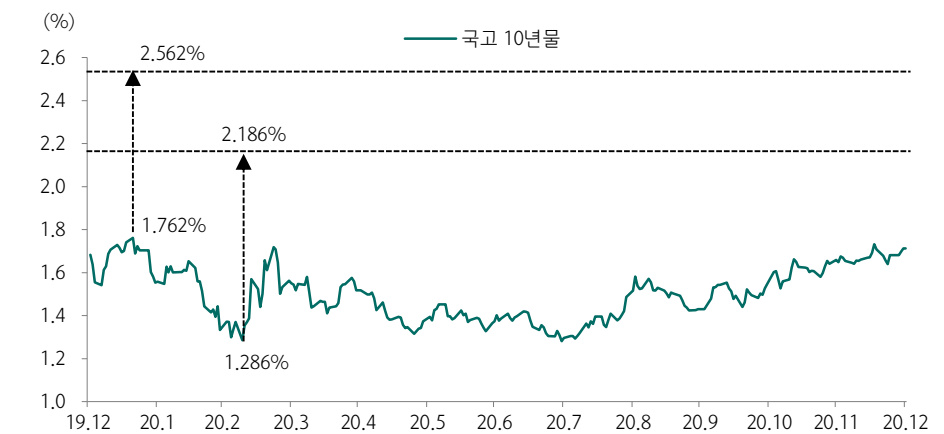
종합하면 2분기부터 비중확대를 권고한 만큼 미국채 10년물 4.1%, 국고 10년은 3.1% 하회시 비중 조절이 필요하며, 이미 큰 수익을 확보한 시장참여자들은 추가 30bp 하락 룬을 기다려볼 만하다. 반면, 금리가 반등하더라도 미국채 10년물 4.4%, 국고 10년은 3.4%부터는 적극 비중 확대를 권고한다.

도표 1. 한국은행의 중립금리 추정 범위



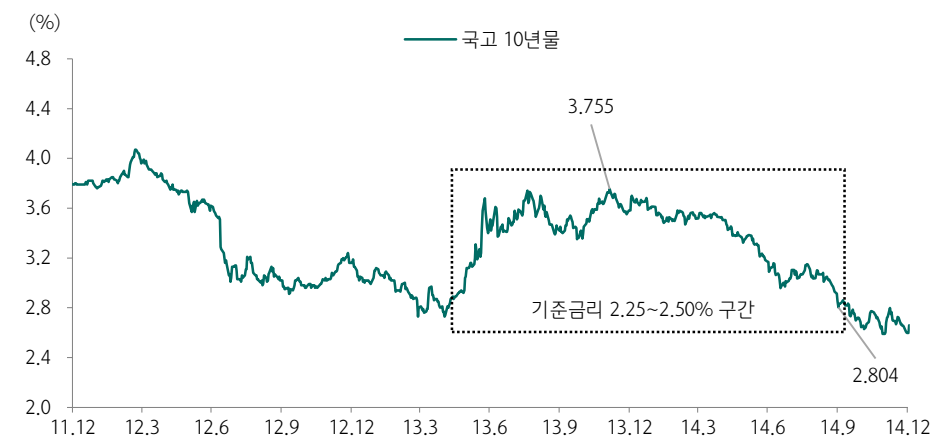
자료: 한국은행, 하나증권

도표 2. 중립금리 레인지 변화를 감안한 국고10년 금리 레인지



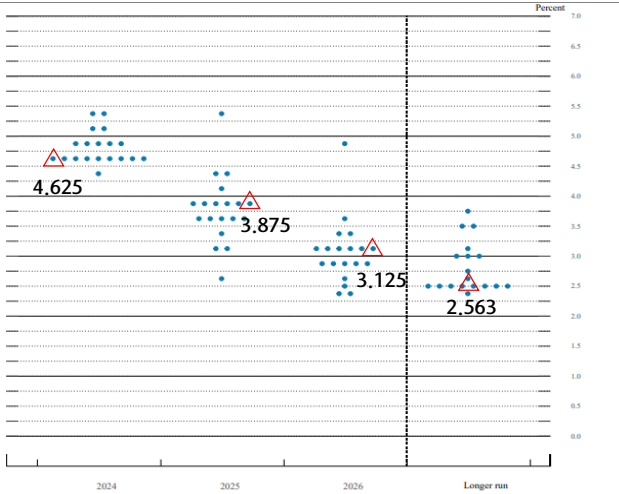
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 인하 사이클 최종금리로 예상되는 2.25~2.50% 당시 국고10년 금리 레인지



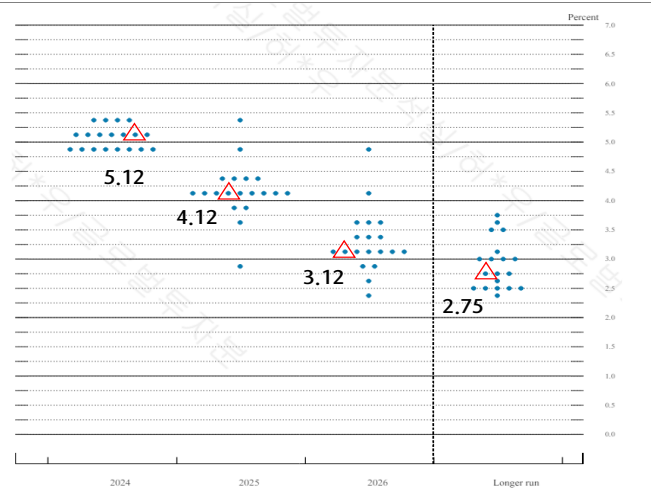
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. 3월 점도표 중립금리 중간값 6bp 상향조정



자료: Fed, 하나증권

도표 5. 6월 점도표 중립금리 중간값 19bp 상향조정



자료: Fed, 하나증권

도표 6. CBO는 미국채 10년물 금리 상단을 평균 4.5%로 제시

Percent	Annual average					
	Actual, 2023	2024	2025	2026	2027– 2028	2029– 2034
	Change from fourth quarter to fourth quarter					
Real (inflation-adjusted) GDP	3.1	2.0	2.0	1.8	1.7	1.8
Inflation						
PCE price index	2.8	2.7	2.1	1.9	1.9	2.0
Consumer price index	3.2	3.0	2.3	2.2	2.2	2.2
Payroll employment (net monthly change, in thousands)	245	195	130	78	60	52
	Annual average					
Unemployment rate	3.6	3.9	4.0	4.2	4.4	4.5
Interest rates						
Effective federal funds rate	5.0	5.3	4.8	3.8	3.1	3.0
3-month Treasury bills	5.1	5.2	4.5	3.6	2.9	2.8
10-year Treasury notes	4.0	4.5	4.1	3.7	3.6	4.0
Tax bases (percentage of GDP)						
Wages and salaries	43.2	43.3	43.5	43.7	43.8	43.9
Domestic corporate profits	10.0	10.2	10.1	9.8	9.4	9.0

자료: CBO, 하나증권

도표 7. 백악관은 소폭 더 낮은 4.4%선 방어 의지를 피력

Table 2-1. ECONOMIC ASSUMPTIONS¹
(Calendar Years, Dollar Amounts in Billions)

	Actual 2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Gross Domestic Product (GDP)													
Levels, Dollar Amounts in Billions:													
Current Dollars	25,744	27,347	28,507	29,640	30,863	32,139	33,466	34,870	36,368	37,947	39,594	41,313	43,110
Real, Chained (2017) Dollars	21,822	22,347	22,728	23,136	23,600	24,072	24,553	25,059	25,601	26,164	26,739	27,328	27,929
Chained Price Index (2017=100), Annual Average	118	122	125	128	131	134	136	139	142	145	148	151	154
Percent Change, Fourth-Quarter-over-Fourth-Quarter:													
Current Dollars	7.1	5.6	3.6	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4
Real, Chained (2017) Dollars	0.7	2.6	1.3	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Chained Price Index (2017=100)	6.4	3.0	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Incomes, Billions of Current Dollars													
Domestic Corporate Profits	2,736	2,795	2,659	2,438	2,472	2,693	2,944	3,151	3,353	3,582	3,835	4,083	4,343
Employee Compensation	13,439	14,267	14,978	15,644	16,360	17,100	17,859	18,637	19,453	20,307	21,203	22,137	23,115
Wages and Salaries	11,116	11,823	12,402	12,967	13,557	14,168	14,792	15,435	16,109	16,818	17,555	18,325	19,148
Nonwage Personal Income	6,101	6,452	6,813	7,196	7,533	7,877	8,300	8,638	9,007	9,384	9,780	10,246	10,679
Consumer Price Index (All Urban)²:													
Level (1982=1984=100), Annual Average	293.0	305.0	314.0	321.0	328.0	336.0	344.0	352.0	360.0	368.0	376.0	385.0	394.0
Percent Change, Fourth-Quarter-over-Fourth-Quarter	7.1	3.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Unemployment Rate, Civilian, Percent													
Annual Average	3.6	3.6	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Q4 Level	3.6	3.6	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Interest Rates, Percent													
91-Day Treasury Bills	2.0	5.1	5.1	4.0	3.3	3.1	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
10-Year Treasury Notes	3.0	4.1	4.4	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7

자료: 백악관, 하나증권