

# 국내채권

시장은 세 번까지 밀어본다

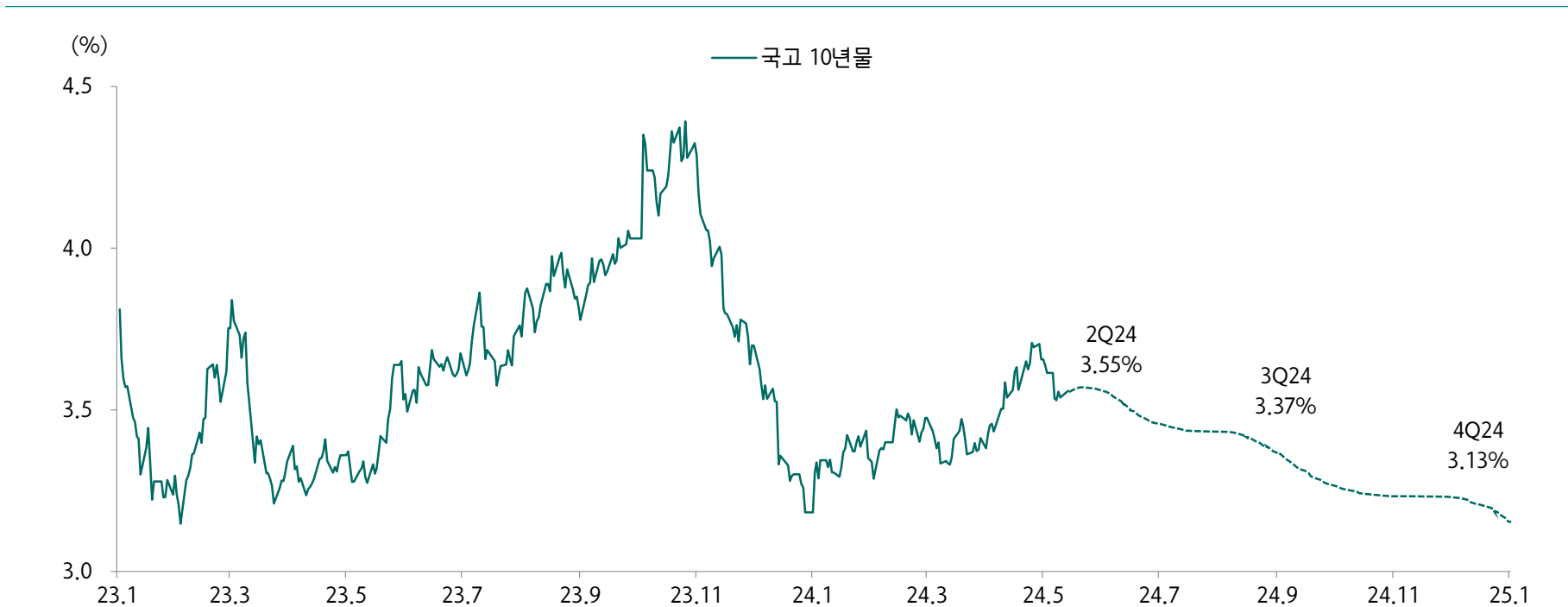
국내/선진국 채권전략

김 상 훈



## 여전히 내수가 핵심

- 3분기 첫 인하 + 연내 2차례 인하 전망. 한국은행의 금리인하 조건으로는 전기대비 내수 기여도의 2개 분기 연속 (-) 성장을 유지
- 세수 부족이 예상되는 만큼 추경 우려 부각될 수 있으나 과거 세수 진도율 패턴 감안 시 Best 시나리오는 연간 3~4조원 부족 전망
- 과거 계절성을 고려하면 하반기 헤드라인 CPI 경로도 기존 한국은행 전망에서 크게 벗어나지 않을 것으로 판단. 2분기 채권 비중 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

## 국내 헤드라인 CPI 추정

- 4월 금통위 기자회견에서 한은 총재는 헤드라인 CPI 연말 2.3% 달성 여부를 금리인하 조건으로 제시
- 최근 20년 간 월별 전월비 평균치를 적용하면 연말 헤드라인 CPI는 2.15~2.17% 수준으로 추정됨
- 4월 물가도 2.96~3.04%로 추정되었으나, 이를 소폭 하회하는 2.9%로 발표

한국 헤드라인 CPI 경로 추정

기간	YoY %							02~21년 평균	02~23년 평균
	-0.2% 가정	-0.1% 가정	0.0% 가정	0.1% 가정	0.2% 가정	0.3% 가정	0.4% 가정		
2024-05-31	2.37	2.47	2.53	2.68	2.78	2.88	2.98	2.68	2.74
2024-06-30	2.14	2.34	2.50	2.75	2.96	3.16	3.37	2.65	2.70
2024-07-31	1.81	2.12	2.38	2.73	3.04	3.35	3.66	2.73	2.75
2024-08-31	0.71	1.12	1.48	1.93	2.34	2.75	3.16	2.24	2.29
2024-09-30	0.02	0.52	0.98	1.53	2.04	2.55	3.06	2.14	2.16
2024-10-31	-0.56	0.04	0.60	1.25	1.86	2.47	3.08	1.65	1.68
2024-11-30	-0.24	0.47	1.13	1.88	2.60	3.32	4.04	1.98	1.97
2024-12-31	-0.47	0.33	1.09	1.95	2.77	3.59	4.42	2.15	2.17
2025-01-31	-1.06	-0.16	0.70	1.65	2.57	3.50	4.43	2.36	2.34
2025-02-28	-1.79	-0.80	0.15	1.20	2.22	3.24	4.27	2.21	2.20
2025-03-31	-2.14	-1.05	0.00	1.15	2.27	3.40	4.53	2.37	2.38
2025-04-30	-2.37	-1.19	-0.04	1.21	2.43	3.66	4.91	2.42	2.50

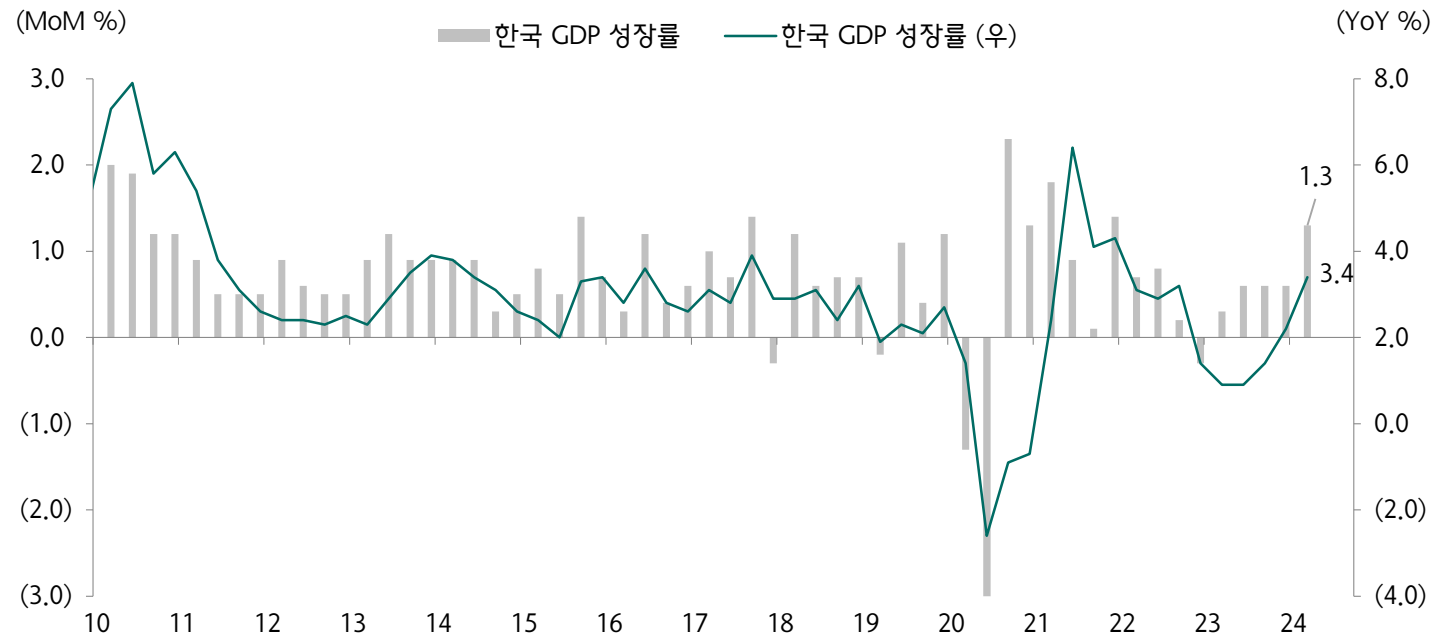
자료: 한국은행, 하나증권



## GDP 성장률

- 국내 1분기 GDP 성장률은 전기대비 1.3% 성장하며 2021년 4분기 이후 최고치를 경신
- 내수와 순수출 기여도가 전기대비 모두 증가. 특히, 내수 기여도가 GDP 성장률 호조를 견인

국내 GDP 성장률은 2021년 4분기 이후 최고치

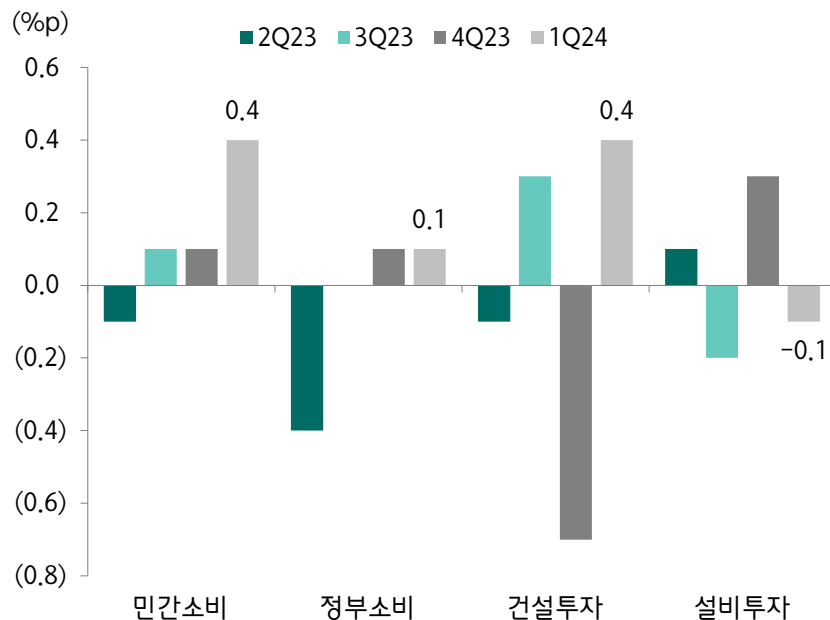


자료: 한국은행, Bloomberg, 하나증권

## GDP 성장률

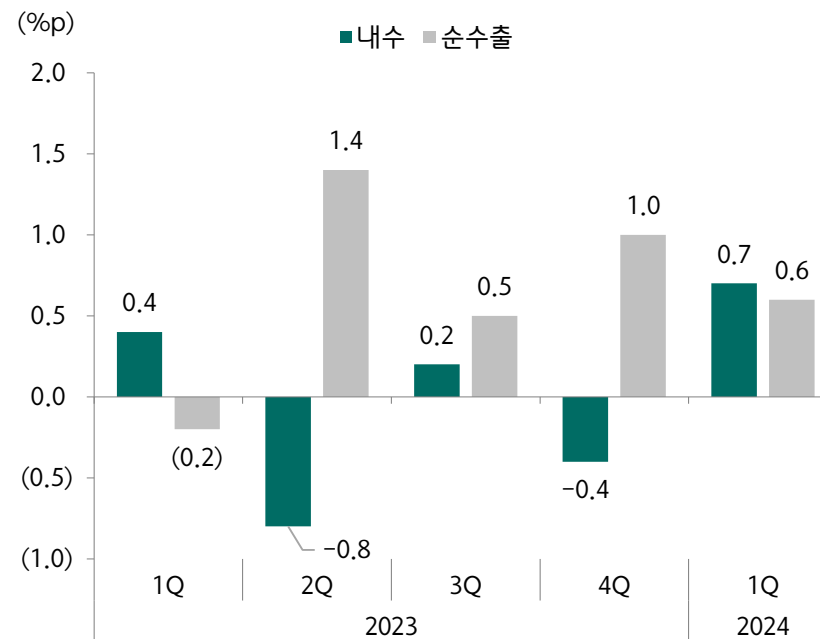
- 따라서 시장이 우려했던 내수와 수출 양극화 우려도 일부 해소
- 특히, 건설투자 기여도가 전기대비 큰 폭 증가 (-0.7%p → +0.4%p)

민간소비와 건설투자가 내수 서프라이즈를 견인



자료: 한국은행, 하나증권

내수와 수출 양극화 우려는 일단락

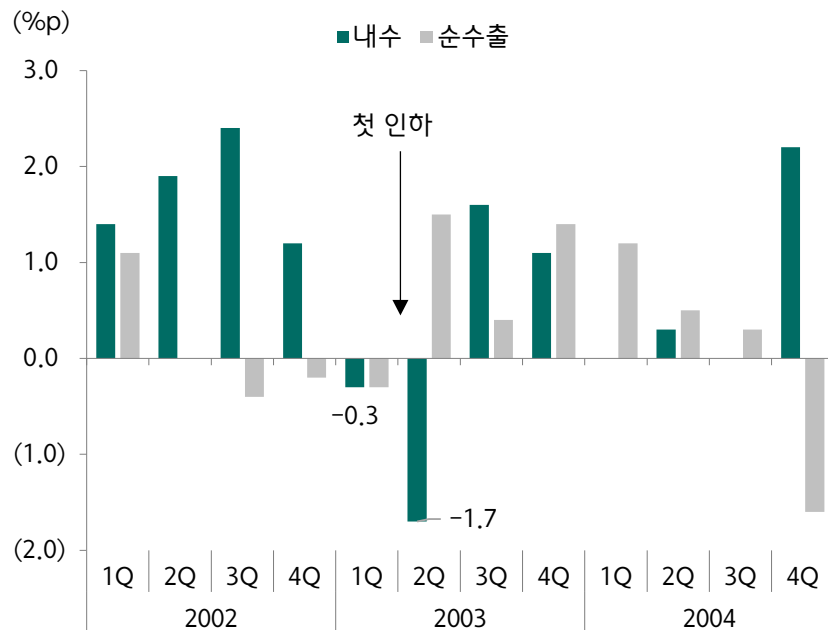


자료: 한국은행, 하나증권

## 내수 기여도와 첫 인하

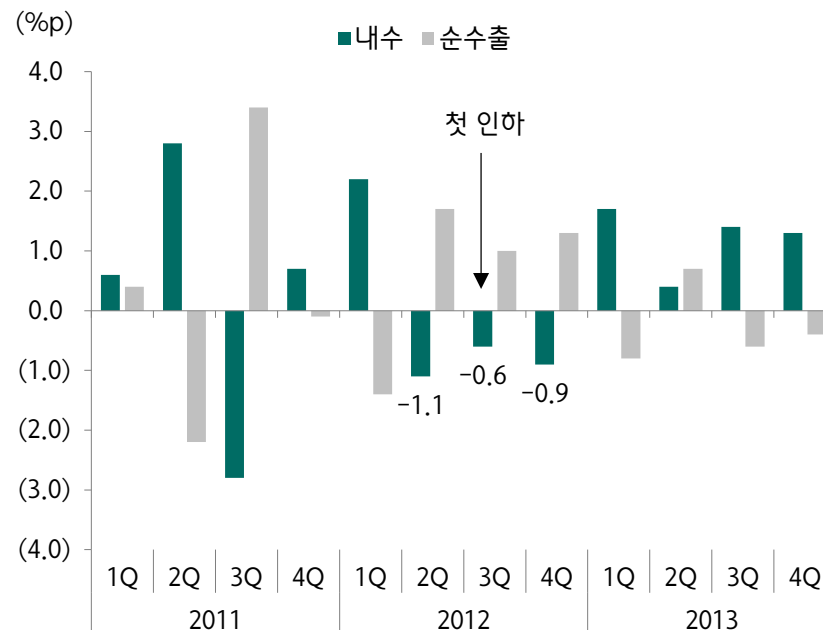
- 과거 H4L 2차례 ('02~'03년, '11~'12년) 모두 내수 기여도가 2개 분기 연속 역성장하는 가운데 2번째 역성장 분기에 첫 인하 단행
- 올해 1분기 내수 기여도가 재차 플러스로 전환되면서 인하 명분은 일시적으로 사라진 상황
- 다만, 건설투자 일시적 요인 소멸과 민간소비 회복 지연을 감안하면 여전히 3분기 인하 가능성 배제할 수 없다고 판단

‘02~’03년 인하기 전환 사례



자료: 한국은행, 하나증권

‘11~’12년 인하기 전환 사례

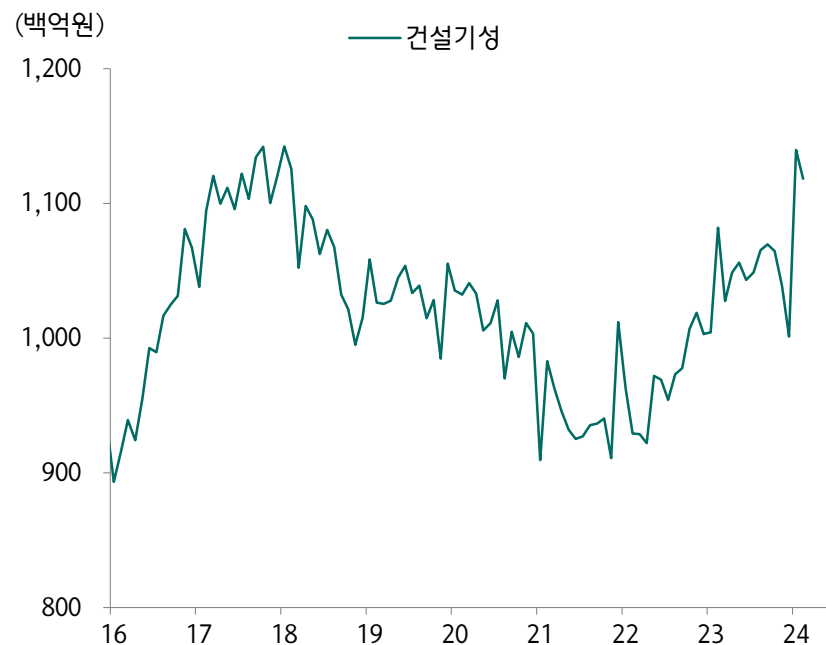


자료: 한국은행, 하나증권

## 건설기성 호조는 일시적

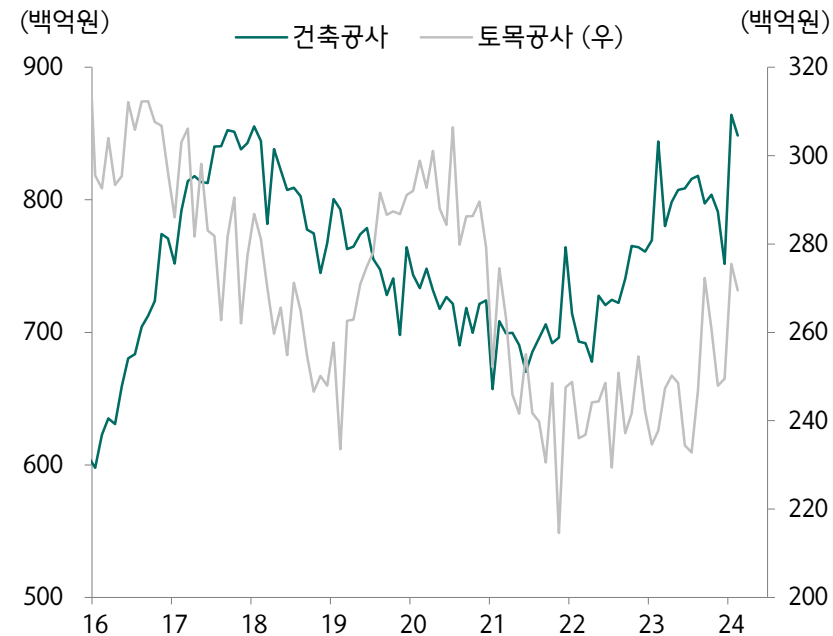
- 건설기성액은 건축과 토목 모두 연초 이후 일시적으로 급등 → '18년 2월 이후 최고치 경신
- 2년 전부터 공사 중이던 사업장들의 마무리 공사 진행 영향

건설기성: '18년 2월 이후 가장 높은 수준



자료: 통계청, 하나증권

건설기성: 건축과 토목 모두 연초 이후 급등

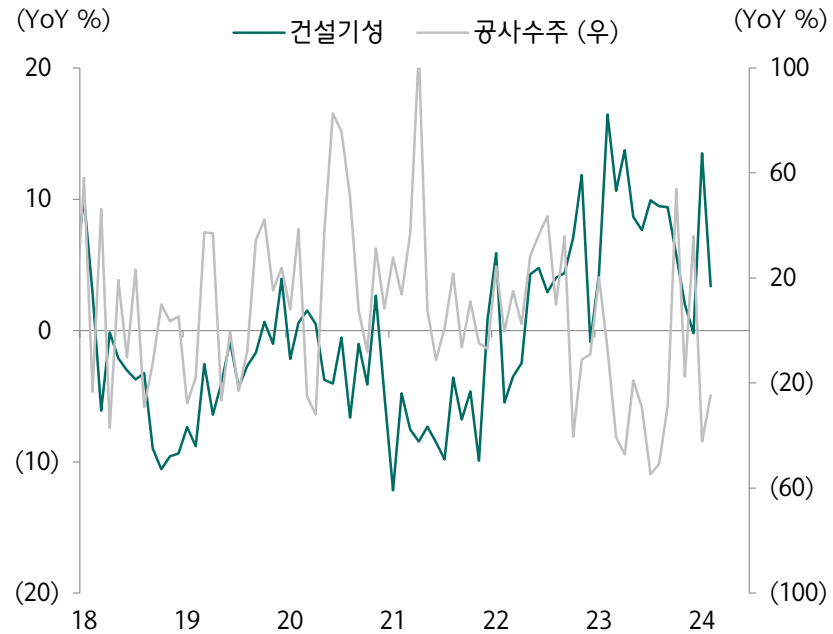


자료: 통계청, 하나증권

## 건설기성 호조는 일시적

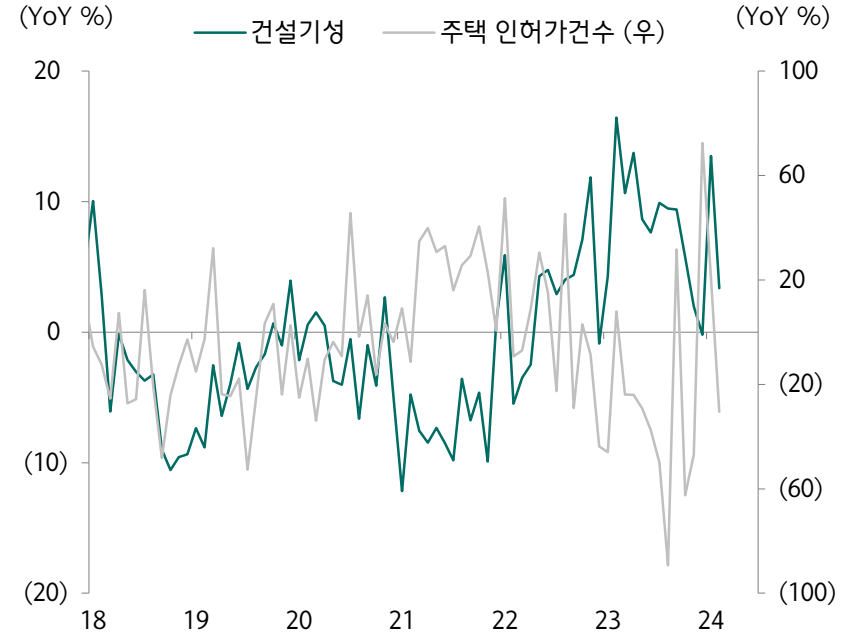
- 단, 연초 이후 급등한 건설기성액은 일시적일 가능성이 높다고 판단
- 선행지표인 ① 공사 수주액이 전년동월대비 기준으로 -42%까지 급락한 후 동 수준을 유지 중
- ② 주택 인허가 건수도 전년동월대비 증가율이 급락. 이는 향후 3~5년 이내 주택 공급이 줄어듦 가능성을 내포

선행지표 ① 공사 수주액 전년비 증가율



자료: 통계청, 하나증권

선행지표 ② 주택 인허가 건수 전년비 증가율



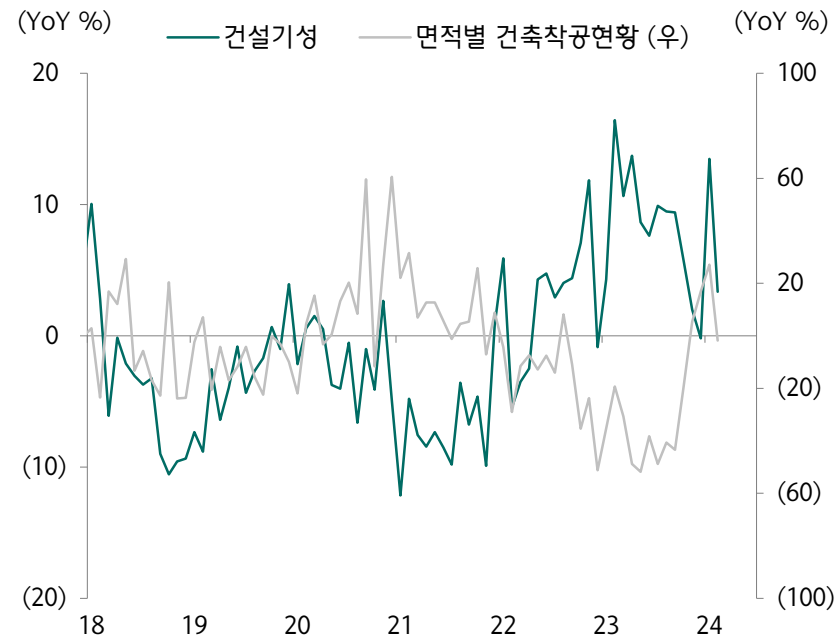
자료: 통계청, 하나증권



## 건설기성 호조는 일시적

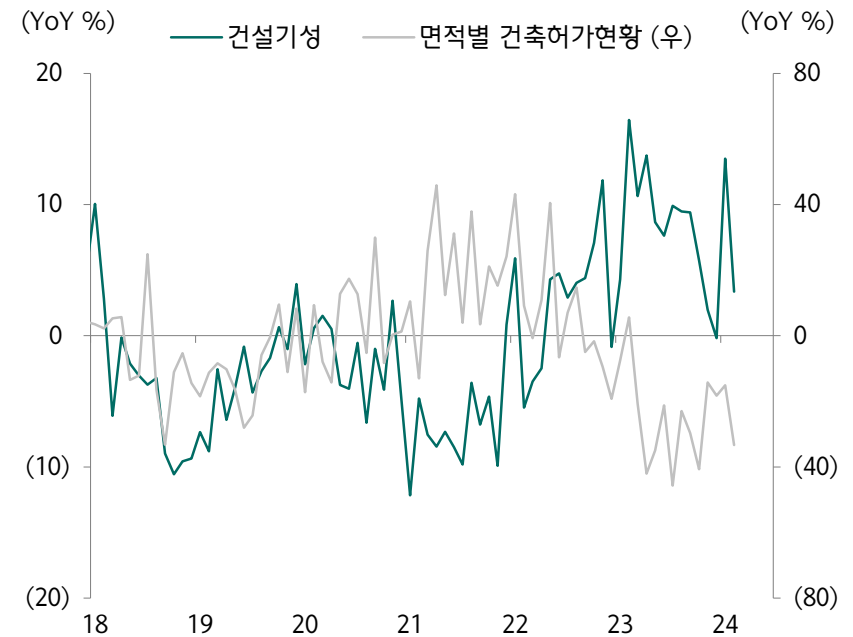
- ③ 면적별 건축착공 현황과 ④ 허가 현황 등 다른 선행지표들도 향후 건설투자 회복 지속성에 대한 의구심을 제기

선행지표 ③ 면적별 건축착공 현황



자료: 통계청, 하나증권

선행지표 ④ 면적별 건축허가 현황

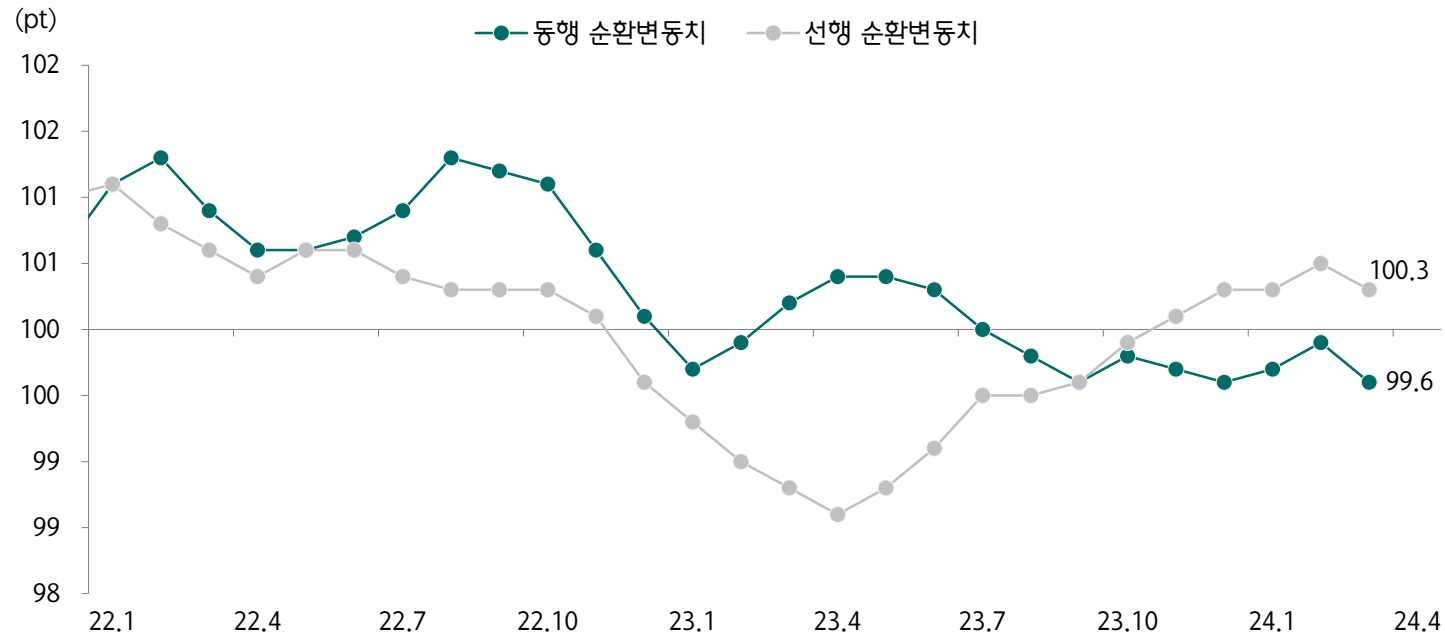


자료: 통계청, 하나증권

## 성장률 서프라이즈와 사뭇 다른 온도

- 경기 동행과 선행지수 순환변동치의 전월대비 동반 하락은 '23년 1월 이후 처음 발생
- 동행지수 순환변동치는 3개월 만에 하락했지만 '23년 8월 이후 계속해서 위축 국면
- 선행지수 순환변동치는 '23년 4월 이후 처음 하락

1분기 성장률 서프라이즈 이후에 발표된 주요 경제지표들은 사뭇 다른 온도

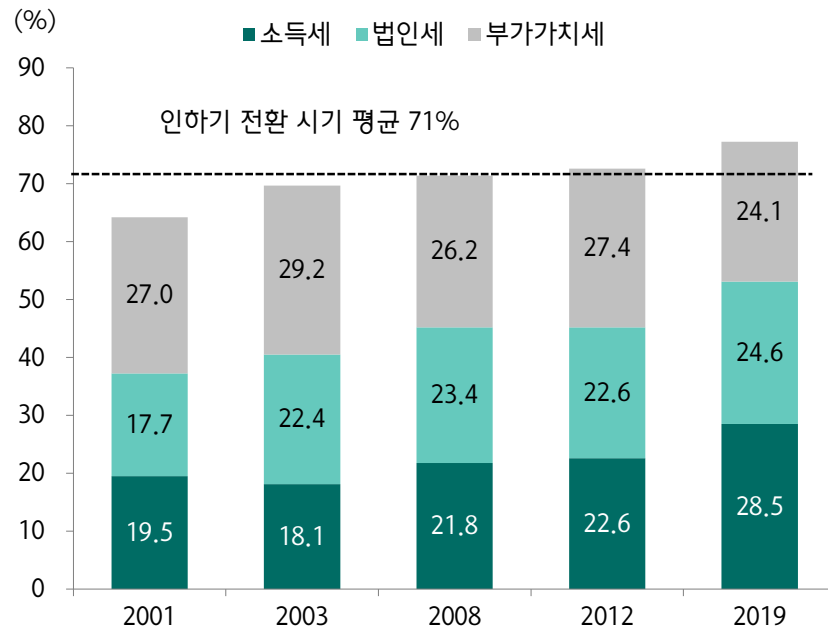


자료: 통계청, 하나증권

## 올해도 빠지지 않는 추경 이슈

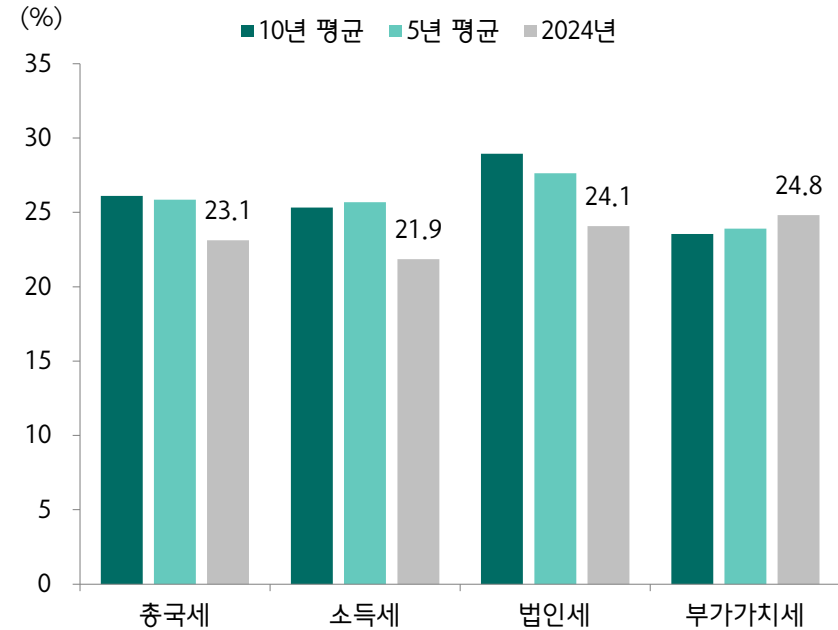
- 올해 3월 기준 세목별 가장 큰 비중을 차지하는 3가지 항목의 (소득세, 법인세, 부가세) 평균 비중은 71%
- 이는 과거 금리 인하기 전환 당시의 평균 비중과 (71%) 동일한 수준
- 단, 3월까지 총 국세 수입 진도율은 과거 평균치를 하회 (부가가치세만 유일하게 과거 평균치를 상회)

‘인상기 → 인하기’ 전환 국면 세목별 비중: 평균 71%



자료: 기획재정부, 하나증권

올해 3월까지 국세 수입 진도율은 과거 5년 및 10년 평균치를 모두 하회

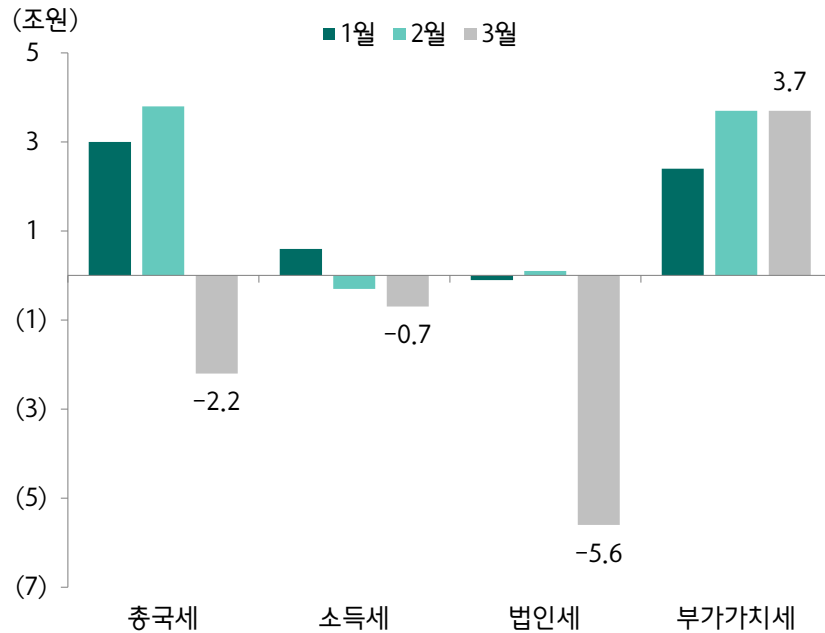


자료: 기획재정부, 하나증권

## 올해도 빠지지 않는 추경 이슈

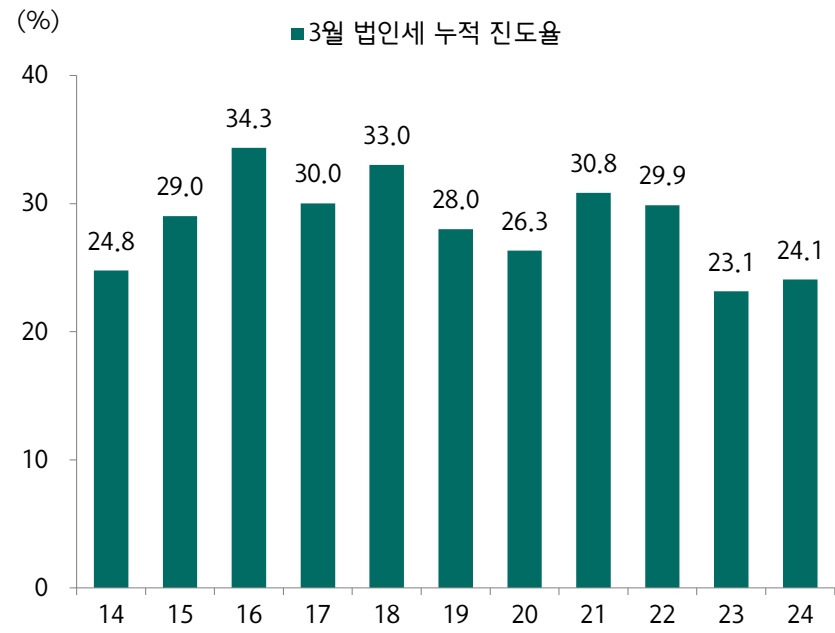
- 3월 총 국세 수입은 작년보다 2.2조원 감소. 법인세 5.6조원 감소 때문 (법인세 수입 진도율은 작년 다음으로 낮은 수준)
- 정부가 작년 대비 법인세 전망치를 하향조정한 영향으로 진도율은 상승했지만 실제 금액은 축소
- 법인세의 10% 이상을 차지하는 삼성전자가 '72년 이후 52년 만에 영업적자로 법인세를 납부하지 않았기 때문

올해 1~3월 전년대비 세수 증감



자료: 기획재정부, 하나증권

법인세 수입 진도율은 지난 10년 중 두 번째로 낮은 수준



자료: 기획재정부, 하나증권

## 올해도 빠지지 않는 추경 이슈

- 올해 국세 수입 전망치를 균등 적용 시 1분기에 이미 약 7조원 결손. 연말 27.7조원 세수 부족 예상. 적자국채 발행 규모는 19.7조원으로 추정
- 통화정책기조 변화 당시 세목별 비중을 활용하면 연간 세수 부족액은 19.3조원. 세목별 비중이 동일하다 가정하고 100%로 환산하면 27.2조원. 적자국채 발행 평균 비중인 71%를 적용 → 연간 국채발행 규모는 19.3조원 추정

연간 세수 부족액은 약 27조원으로 추정

분류 (비중)	2024년 연간 국세 수입 전망치	2024년 3월 국세 수입 전망치	2024년 3월 누적 국세 수입	전망치 대비 세수 부족액	전망치 따른 연간 세수 부족액
총 국세 (100%)	367.3	91.8	84.9	-6.9	-27.7
소득세 (34%)	125.8	31.5	27.5	-4.0	-15.8
법인세 (21%)	77.7	19.4	18.7	-0.7	-2.9
부가가치세 (22%)	81.4	20.4	20.2	-0.2	-0.6

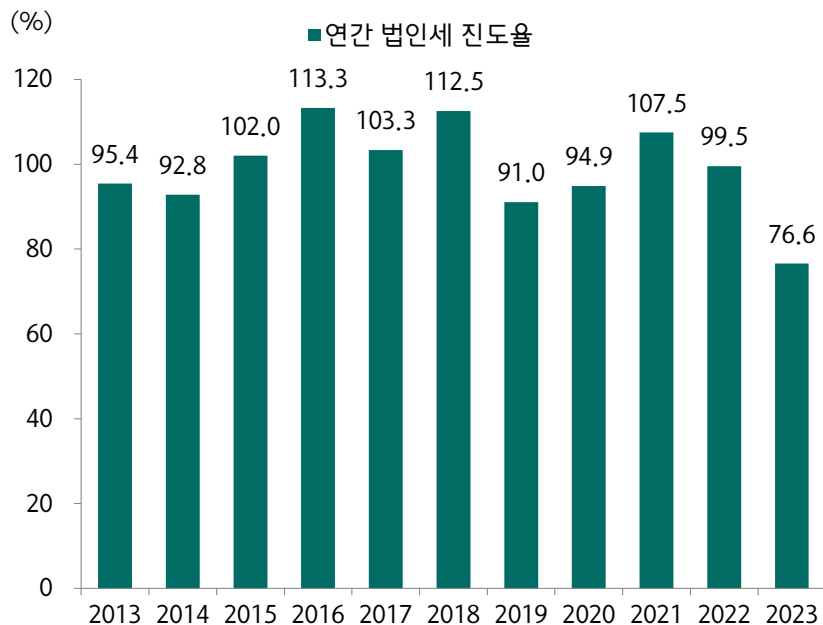
국세 수입 전망치에 따른 연말 세수 부족 전망치는 약 27.7조원. 적자국채 발행 비중 평균치 (71%) 적용 시 19.7조원  
세목별 비중에 따른 연말 세수 부족 전망치는 약 27.2조원. 적자국채 발행 비중 평균치 (71%) 적용 시 19.3조원

자료: 통계청, 하나증권

## 물론 작년 세수 부족도 법인세가 주도

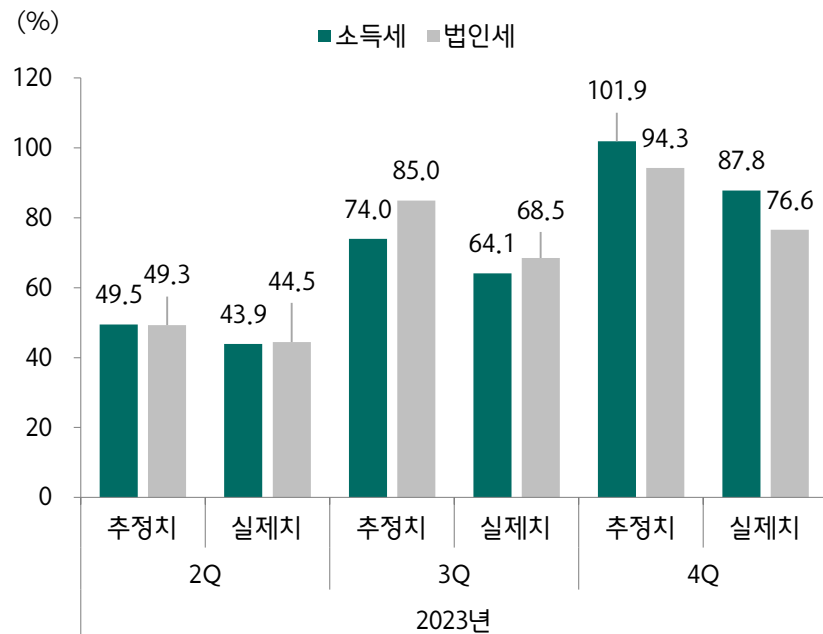
- 작년에도 주요 기업들의 영업적자 영향으로 연간 법인세 수입 진도율은 77%를 기록 → 최근 10년 중 가장 낮은 수준
- 과거 5년과 10년 평균 누적 진도율 패턴에도 부합 X

작년 법인세 수입 진도율은 10년래 최저치



자료: 기획재정부, 하나증권

과거 10년 패턴 (누적 진도율 전기비 증감)을 감안한 추정치마저 하회



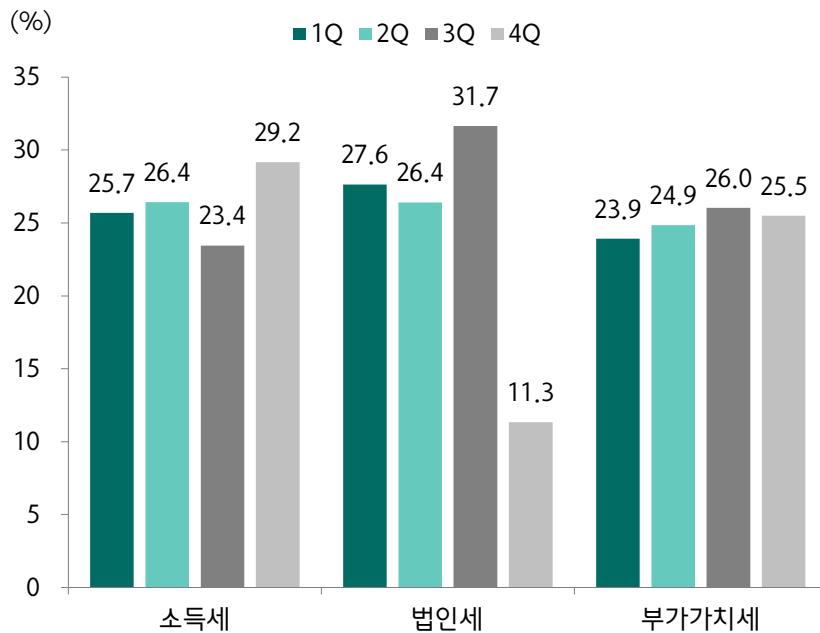
자료: 기획재정부, 하나증권



## 하지만 작년과 다를 수 있다

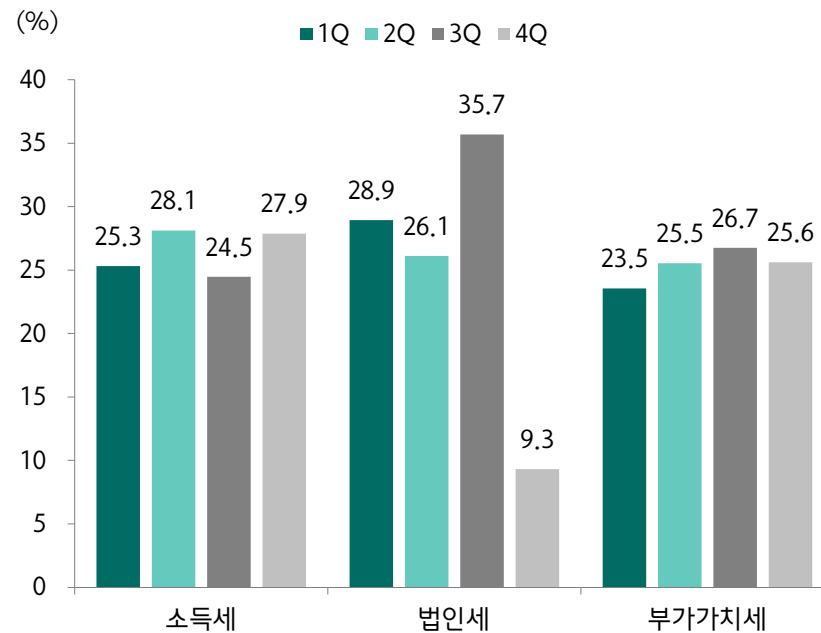
- 다만, 소득세와 법인세 모두 누적 수입 진도율이 1분기보다 남은 분기에 상대적으로 크게 증가하는 경향
- 소득세는 2분기와 4분기에, 법인세는 정식 납부 기한인 1분기보다 중간 예납이 가능한 3분기에 진도율이 큰 폭으로 증가

분기별 누적 수입 진도율 전기대비 증감 (과거 5년 평균)



자료: 기획재정부, 하나증권

분기별 누적 수입 진도율 전기대비 증감 (과거 10년 평균)



자료: 기획재정부, 하나증권

## 하지만 작년과 다를 수 있다

- 반도체 수출 경기 회복세 감안 시 8월 중간 예납 규모도 확대될 가능성. 추경 결정 여부를 3분기까지 기다려보자는 정부의 입장을 뒷받침
- 과거 평균 진도율을 올해 2~4분기에 대입해 연간 세수 규모를 재추정 하면 총 국세 수입은 정부의 전망치 대비 약 3~4조원 부족
- 여기에 적자국채 발행 평균 비중인 71%를 적용 → 적자국채 발행 규모는 약 2~3조원으로 추정됨

과거 수입 누적 진도율 패턴 (전기비 증감)을 감안한 연간 세수 부족액은 약 3~4조원으로 추정

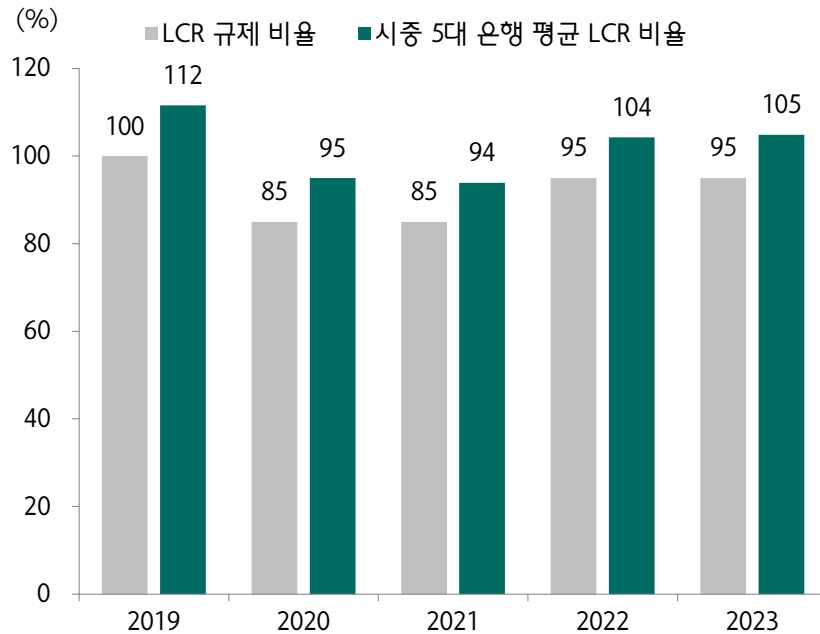
분류	총 국세	소득세	법인세	부가가치세
5년 평균 진도율 활용	-6.1	1.1	-5.1	1.0
10년 평균 진도율 활용	-2.0	2.9	-3.7	2.2
인상기 → 인하기 당시 평균 진도율 활용	-0.9	3.0	-0.3	1.4
전체 평균	-3.0	2.3	-3.0	1.5
과거 5년/10년 평균	-4.1	2.0	-4.4	1.6

자료: 기획재정부, 하나증권

## 은행 유동성 걱정은 없다

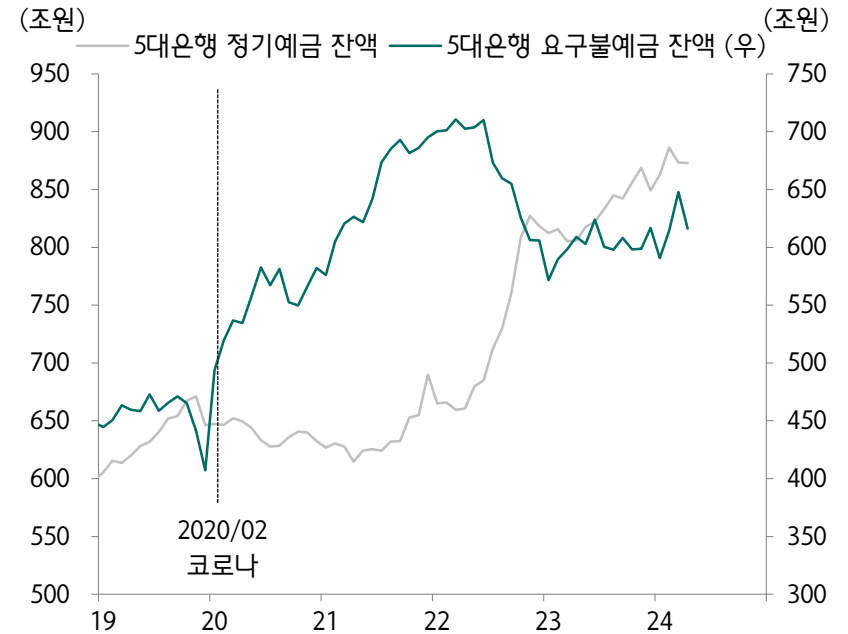
- 정부는 올해 6월까지 은행의 LCR 비율을 95%로 유지 중
- 5대 시중은행 평균 LCR 비율은 정부의 규제 비율을 이미 상회 중. 팬데믹 이후 요구불예금과 정기예금이 큰 폭으로 증가한 영향
- 결국 LCR 비율의 점진적 상향조정이 은행채 발행 확대의 직접적인 원인이 될 가능성은 낮다고 판단

시중 5대 은행 평균 LCR 비율은 정부 규제 비율을 모두 상회



자료: 금융감독원, 하나증권  
5대 시중은행: NH, 국민, 신한, 하나, 우리은행

은행 유동성은 여전히 풍부한 상황 (4월 말 기준)

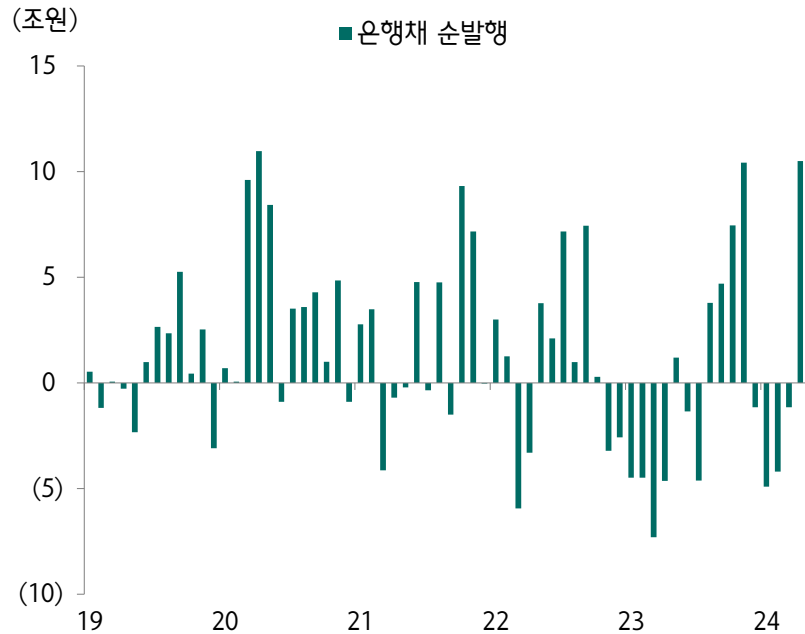


자료: 인포맥스, 하나증권

## 그럼에도 은행채 발행 확대 불가피

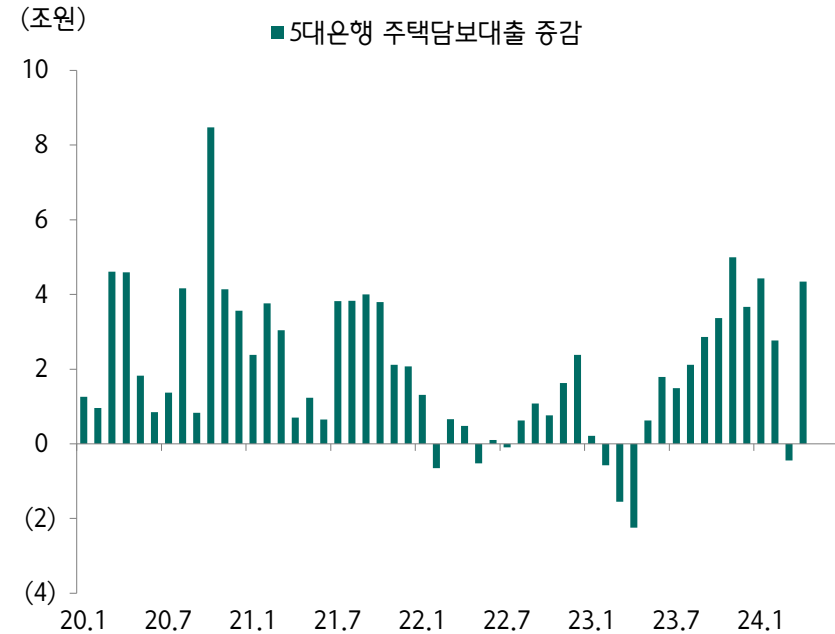
- 그럼에도 4월 은행채 순발행 규모는 10조원을 상회하면서 작년 11월 이후 최고치를 경신. 이는 가계/기업 대출 증가에 기인
- 특히 정부가 저출산 대책으로 도입한 “신생아특례대출”로 인해 주택담보대출이 큰 폭으로 증가
- 정부가 신혼부부 소득 합산 기준을 상향조정할 것이라 발표함에 따라 하반기에도 특례대출 규모는 더욱 확대될 가능성 농후

4월 은행채 순발행 규모는 작년 11월 이후 최고치



자료: 인포맥스, 하나증권

신생아특례대출 영향으로 가계대출 규모가 확대된 영향



자료: 인포맥스, 하나증권

## 단, 국고 금리 영향은 제한적

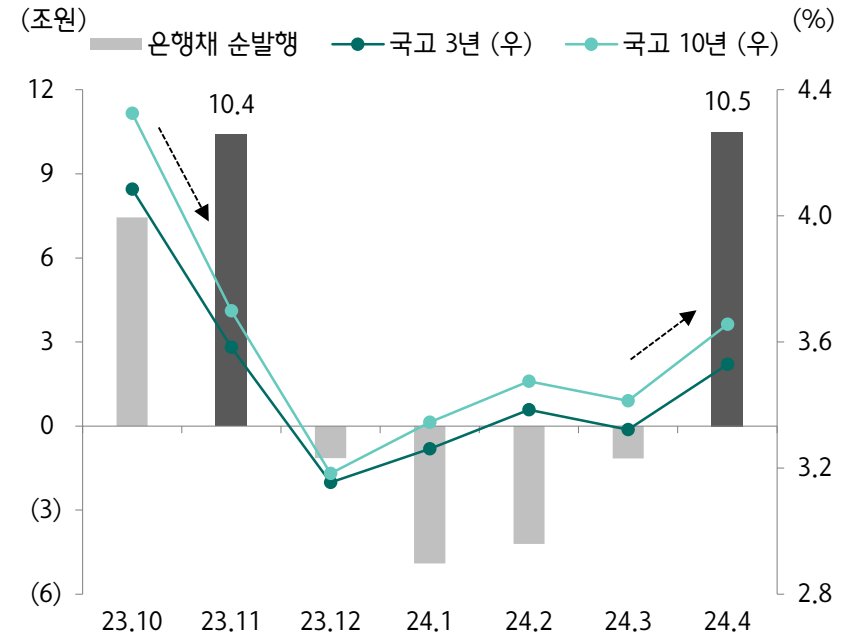
- '00년 이후 은행채 순발행 규모가 5조원을 상회한 경우는 총 24회. 당시 국고 3년/10년물의 월간 평균 금리 변화 폭은 0.5bp/-1.7bp
- 순발행 규모가 10조원을 상회했던 3차례 시기에는 -12bp/-14bp. 즉, 은행채 발행 확대가 국고 금리에 직접적으로 미치는 영향은 제한적
- 참고로 작년 11월과 올해 4월에 은행채 순발행 규모가 모두 10조원을 상회했는데, 국고 금리 방향성은 상이했음

은행채 발행과 국고 금리 변화

시기 (발행규모)	국고 3년물	국고 10년물
:	:	:
2021/11 (7.2조)	(30.4)	(36.2)
2022/07 (7.2조)	(54.1)	(50.9)
2022/09 (7.4조)	50.1	37.5
2023/10 (7.4조)	20.1	29.5
2023/11 (10.4조)	(50.2)	(62.6)
2024/04 (10.5조)	20.7	24.3
순발행 5조원 이상	0.5	(1.7)
순발행 10조원 이상	(12.0)	(13.9)

자료: 인포맥스, 하나증권

은행채 발행이 국고 금리에 미치는 영향은 미미한 수준



자료: 인포맥스, 하나증권

#### Compliance Notice

본 조사자료는 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.