

고물가 시대정신(Spirit)



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

7월 금리 인하 소수의견이 8월 실제 25bp 인하 보장 아니다

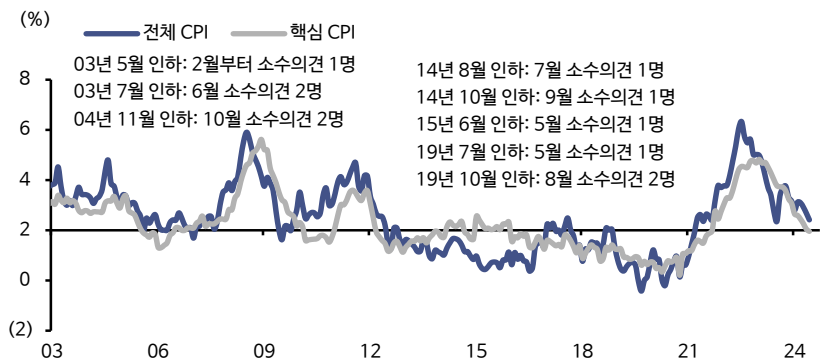
과거 금리 인하 시기 전후 사례를 보면 금리 인하 소수의견 출현이 반드시 다음 회의 금리 인하로 연결되는 것은 아님을 파악할 수 있다. 60%의 확률로 다음 회의 금리 인하 단행이 있던 것은 맞지만, 그 시기의 물가가 2%를 하회하는 저물가 시대였던 사실도 기억해야 한다. 지금처럼 물가가 목표치를 상회하던 2000년대 초반에는 2명 이상의 소수의견이 등장해야 다음 회의 금리 인하로 이어졌다.

지금의 물가는 하락세가 확인되고 있지만, 2% 하회 가능성은 낮다. 저물가 시대였던 2010년대 중반처럼 소수의견 1명 출현 시 다음 회의 실제 인하를 기정사실화하기 어렵다. 우리는 당초 예상보다 7월 금리 인하 소수의견 1명 제시 가능성이 있다고 판단하지만, 8월 기준금리 인하는 아닐 것이란 전망을 유지한다. 주택 담보대출 중심의 가계부채 증가세, 하반기 공공요금 인상 등에 따른 기대인플레이 하락 제한 등을 고려하면 7월 금리 인하 소수의견 출현 자체에도 쉽지 않다.

현 레벨에서의 추격 매수보다 10~15bp 상승 구간에서 매수 재개

7월 금통위에 대한 경계가 필요하다. 시장 기대처럼 소수의견 1명에도 8월 금리 인하 거리두기 또는 금리 인하 소수의견 미출현 가능성이 있다. 어느 쪽이든 연 2회의 금리 인하 전망이 훼손될 수 있어 현 레벨에서의 추격 매수는 부담스럽다. 우리는 지금보다 10~15bp 높은 수준을 매수 영역으로 제시한다. 국고 3년 3.25~3.30%, 국고 10년 3.35~3.40%이다. 기준금리가 25bp 인하된 3.25%으로 설정한 레벨이다. 연내 금리 인하는 유력하지만 연간 2회 금리 인하 기대 역시 과도하기 때문에 국고 3년 기준 3.20% 하회는 부담이 가중된다. 아직 견고한 경기 흐름을 고려하면 3/10년 스프레드 5bp 이하 축소 시 장기물 매수는 부담이다.

물가 2% 하회 시기 소수의견 1명 출현 후 다음 회의 25bp 인하 단행



자료: 통계청, 신한투자증권

7월 인하 소수의견이 8월 실제 인하 보장 아니다

금리 인하 기대를 높인 정치권과 시장, 그리고 하락한 국고채 금리

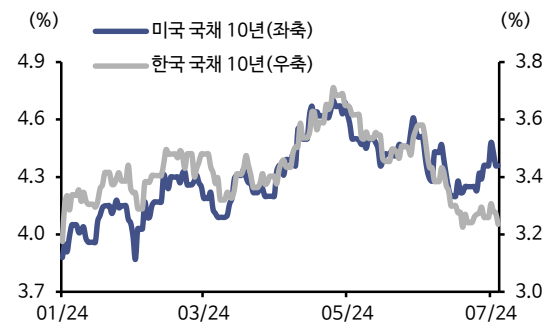
2022년보다 낮아졌지만 여전히 올해도 국고채 금리는 미국 국채 금리에 연동된 흐름을 보였다. 그러나 6월말부터 미국 국채 10년이 상승했음에도 한국 국고채 금리는 하락세를 이어가고 있다. 국고 3년 및 10년 모두 연중 저점을 경신하는 흐름이다. 특히 국고 3년의 연중 저점은 3.127%(7월 4일 장중)까지 하락했다. 이는 최근 국고채 금리 하락 요인이 대내에 있고, 한은의 기준금리 인하 기대 강화가 가장 큰 요인임을 시사한다.

연준이 연내 금리 인하를 시사한 6월 FOMC 이후 한국도 정치권 중심으로 금리 인하 압박이 강화되기 시작했다. 통상적으로 기준금리 결정에 독립성을 갖는 중앙은행이다. 그러나 고금리 장기화에 따른 피해가 누적되고 있어 실물경제 흐름이 중요한 정부와 정치권에서 기준금리 조절 필요성을 부각시키는 것은 그 만큼의 타당성이 있다. 게다가 올해 상반기 재정집행을 가속화하여 하반기에는 총예산의 35% 이하 정부 지출이 남는다. 추경 편성이 어려워진 현 상황에서 하반기 거시경제 대응책의 최우선 순위는 통화정책일 수 밖에 없는 점도 고려된다.

다만 시장은 과거 정부 압박에 따르는 경향이 있었던 한은의 모습, 이창용 총재 취임 후 강화된 정부와 한은의 정책 공조 등의 이유로 6월부터 시작된 정치권의 금리 인하 압박을 7월 금리 인하 소수의견 출현, 8월 실제 인하 및 연 2회 금리 인하 기대로 연결했다. 이에 따라 불과 5월말 3.5%에 가까웠던 국고 3년은 한달 사이 30bp 가량 하락했고, 1년 이하 단기물 금리도 3.25% 내외를 기록 중이다.

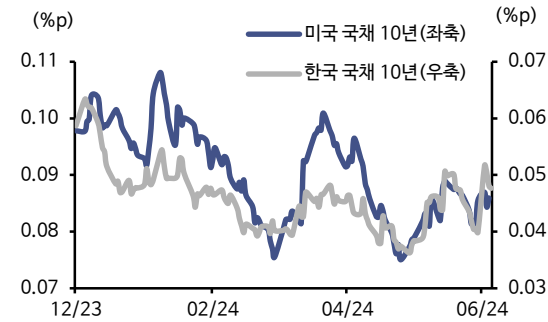
이처럼 시장 기대가 앞서가는 것도 결코 무리한 것은 아니다. 2022년 11월부터 제시되기 시작한 한국판 점도표(향후 3개월 내 기준금리 수준에 대한 금통위원들의 전망)는 약 1년간 매파적 모습이었지만, 올해부터는 중립적으로 변모했기 때문이다. 2월부터는 3.25% 가능성 열기 의견이 나오기 시작했다. 금통위도 조금씩 통화완화에 대한 시기를 생각했음을 시사한다. 여기에 정치권 압박에 더해졌기 때문에 금리 인하에 대한 시장 기대가 강화될 수 밖에 없었다고 판단한다.

한미 국채 10년 추이: 6월말부터 디커플링 심화



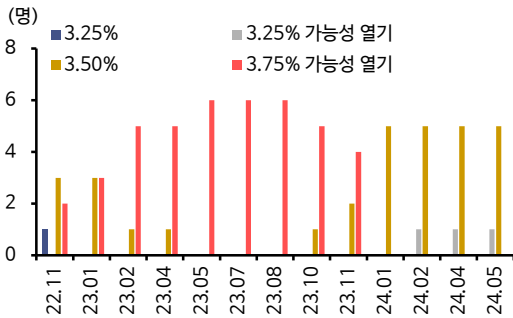
자료: Bloomberg, 인포맥스, 신한투자증권

6월말부터 한국 국채 일중 변동성 확대



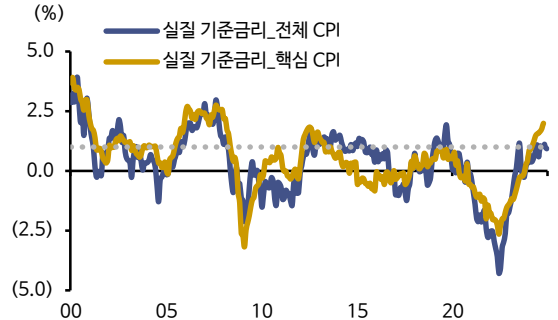
자료: 신한투자증권 /주: 한미 국채 10년 일중 변동성

이미 2월부터 중립적으로 변모한 금통위



자료: 한국은행, 신한투자증권

예상보다 빠른 실질기준금리 1%대 상회



자료: 인포맥스, 신한투자증권

물가 2% 하회 시기 소수의견 1명 출현 후 다음 회의 인하 진행

6월 헤드라인 물가가 전년대비 2.4% 상승하면서 한국은 실질기준금리가 1%를 넘기 시작했다. 당초 우리는 8월부터 실질기준금리 1%대 상회를 예상했는데, 이보다 빠른 속도다. 2010년대 이후 1%대 실질기준금리는 민간소비 중심 내수 부진을 야기했던 요인이다. 높아진 실질기준금리 여파로 향후 내수 둔화가 발생할 우려가 커졌다. 한은도 통화긴축 강도 강화 시 정상화 차원의 금리 인하를 생각하고 있었기 때문에 7월 금리 인하 소수의견 출현 가능성은 분명 높아졌다.

다만 기준금리 인하 소수의견 출현이 반드시 다음 회의에서의 기준금리 인하 단행을 보장하지 않는다. 2003년 이후 총 22번의 금리 인하가 존재하는데, 그 중 금융위기와 팬데믹 시기를 제외하면 14번 사례를 참고할 수 있다. 금융위기와 팬데믹 시기를 제외한 것은 긴박한 상황에서의 대응책이었기 때문이다.

총 14번의 사례 중 4번은 실제 인하 전 회의에서 소수의견이 없었다. 나머지 10번 중 직전 회의에서 소수의견이 나왔던 사례는 6번이다. 금리 인하 소수의견 출현은 약 60% 확률로 다음 회의에서 금리 인하를 예고했다. 또한 금리 인하 소수의견 출현 후 1~4개월 사이 실제 금리 인하가 단행됐다. 금리 인하 소수의견 제시는 대체적으로 다음 회의의 금리 인하를 예고하지만, 최대 4개월 뒤 실제 인하가 된 사례도 2번이나 있음에 주목해야 한다.

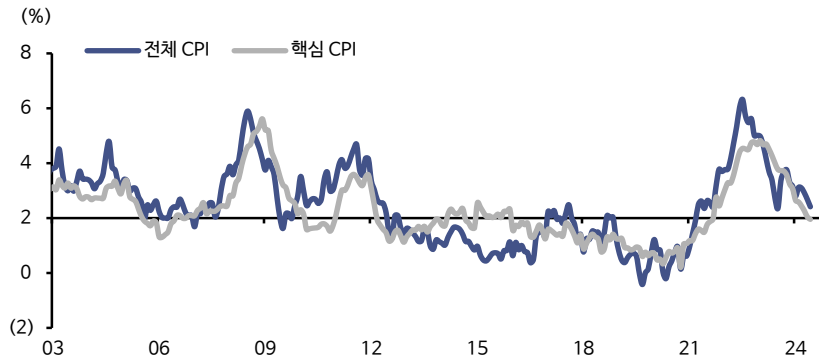
시기별로도 다소 차이가 있다. 2003~4년 4차례 금리 인하 당시 한 차례를 제외하고는 금리 인하 소수의견이 있었다. 다만 2003년 5월은 3개월 전부터 소수의견이 등장했고, 2003년 7월과 2004년 11월에는 직전 회의에서 인하 소수의견이 2명이었다. 소수의견 1명 후 다음 회의 인하 사례는 2014년부터 빈번해지기 시작한다. 한국 물가가 목표치 2%를 하회하기 시작한 것은 2012년말이고 2014년부터는 저물가 고착화 우려가 심화되던 시기였다. 지금까지 소수의견 1명 출현 후 다음 회의 금리 인하 돌입 경로는 2014년 저물가 시기에 형성된 결과물로 볼 수 있다. CPI가 2% 위에 있던 2000년대 초반에는 소수의견 2명이 제시되어야 다음 회의 금리 인하가 이뤄졌다.

금융위기 제외 금통위 기준금리 인하 시기별 현황

날짜	기준금리	인상	동결	인하	비고
2003-05-13	4.00	0	1	5	2월부터 금리 인하 소수의견 1명
2003-07-10	3.75	0	1	5	6월 금리 인하 소수의견 2명
2004-08-12	3.50	0	1	5	실제 인하 전 회의에서 소수의견 없었음
2004-11-11	3.25	0	1	5	10월 금리 인하 소수의견 2명
2012-07-12	3.00	0	1	5	실제 인하 전 회의에서 소수의견 없었음
2012-10-11	2.75	0	1	5	실제 인하 전 회의에서 소수의견 없었음
2013-05-09	2.50	0	1	5	1월부터 금리 인하 소수의견 1명, 4월 회의에서 금리 인하 소수의견 3명
2014-08-14	2.25	0	1	5	7월 금리 인하 소수의견 1명
2014-10-15	2.00	0	1	5	9월 금리 인하 소수의견 1명
2015-03-12	1.75	0	2	4	실제 인하 전 회의에서 소수의견 없었음
2015-06-11	1.50	0	1	5	4월부터 금리 인하 소수의견 1명
2016-06-09	1.25	0	0	6	2월부터 금리 인하 소수의견 1명, 5월 회의에서 소수의견 없었음
2019-07-18	1.50	0	1	5	6월 금리 인하 소수의견 1명
2019-10-16	1.25	0	2	4	8월 금리 인하 소수의견 2명

자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 2008~9년 금융위기, 2020년 팬데믹 시기는 제외

소수의견 1명 출현 후 다음 회의 실제 인하 도입 생각은 저물가 시대의 산물



자료: 인포맥스, 신한투자증권

과거 금리 인하 시기 전후 사례를 보면 금리 인하 소수의견 출현이 반드시 다음 회의 금리 인하로 연결되는 것은 아님을 파악할 수 있다. 60%의 확률로 다음 회의 금리 인하 단행이 있던 것은 맞지만, 그 시기의 물가가 2%를 하회하는 저물가 시대였던 사실도 기억해야 한다. 지금처럼 물가가 목표치를 상회하던 2000년대 초반에는 2명 이상의 소수의견이 등장해야 다음 회의 금리 인하로 이어졌다. 지금의 물가는 하락세가 확인되고 있지만, 2% 하회 가능성은 낮다. 저물가 시대였던 2010년대 중반처럼 소수의견 1명 출현 시 다음 회의 실제 인하를 기정사실화하긴 어렵다. 우리는 당초 예상보다 7월 금리 인하 소수의견 1명 제시 가능성이 있다고 판단하지만, 8월 기준금리 인하는 아닐 것이란 전망을 유지한다.

마냥 7월 인하 소수의견 출현을 기대할 수 없다

가계부채와 기대인플레이션 상황이 7월 금리 인하 소수의견 부담 가중

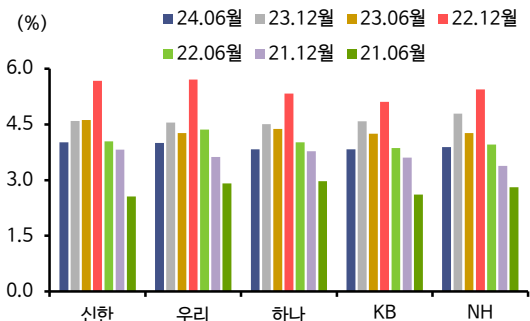
7월 금통위에서 인하 소수의견 출현 가능성이 6월보다 높아진 건 사실이다. 그러나 우리는 두 가지의 관점을 계속 유지한다. 먼저 앞서 설명한 것처럼 물가가 목표치 2%를 상회하는 시기에서는 인하 소수의견이 다음 회의 금리 인하로 연결되지 않는다는 점이다. 이는 저물가 시대에 나타났던 특징이며, 물가가 높은 시기에는 최소 2명 이상의 소수의견이 나와줘야 다음 회의 금리 인하로 이어졌다.

두 번째로 7월 금리 인하 소수의견 출현이 시장 기대처럼 단언하기 어렵다는 점이다. 다시 늘어나는 주택담보대출 중심의 가계부채, 하반기 공공요금 인상 등에 따른 기대인플레이션 하락 제한 등에 근거한다. 3월 다소 주춤했던 가계부채는 4월부터 주택담보대출 중심으로 증가했다. 5월에는 전세대출자금이 전월비 0.7조원 늘었는데 이는 2022년 8월 이후 가장 큰 폭이다. 전세거래량이 계속 늘어나면서 올해부터는 다시 매매거래량도 증가하기 시작했다. 이에 따른 수도권 부동산 매수 심리 개선은 주택담보대출 중심의 가계부채 증가세를 견인하고 있다.

게다가 주요 은행들의 주택담보대출금리가 다시 2년전 수준으로 돌아갔다. 5대 은행의 평균 주택담보대출금리는 약 3.91%로 2021년 12월 3.64% 이후 가장 낮다. 연내 금리 인하에 대한 기대와 은행들의 경쟁 속 주택담보대출금리 하락세가 나타났다. 7월 금리 인하 소수의견 출현 및 8월 실제 인하 시 연간 2회의 금리 인하를 바라보는 시장 기대에 부합하는 한은의 조치가 된다. 이는 더 큰 기대를 자극하여 주요 대출금리의 추가 하락세가 전개될 수 있다. 가계부채 증가 속도까지 가속화될 여지가 생긴다.

스트레스 DSR 2단계 도입이 9월로 연기된 부분도 한은의 신중함을 요구한다. 올해 2월 공식 도입된 스트레스 DSR은 지난해 하반기부터 예고됐던 부분이다. 이에 따라 작년 11월부터 가계부채 증가세가 다소 주춤했다. 2단계 도입 시 1단계 대비 가계부채 억제 효과가 확대될 공산이 크다. 한은 입장에서는 통화완화 전환의 부담을 덜어낼 수 있는 부분일 수 있다.

2H/21~1H/22 수준으로 돌아간 주택담보대출금리



자료: 은행연합회, 신한투자증권 / 주: 신규취급액, 분할상환방식

수도권 부동산 매수 심리 개선 속 가계부채 증가



자료: 한국은행, 신한투자증권

스트레스 DSR 단계별 도입: 당초 7월 예정이던 2단계 도입 9월로 연기

	1단계	2단계	3단계(잠정)
시행시기	(기존)24.2월~24.6월 (변경) 24.2월~24.8월	(기존)24.7월 (변경) 24.9월	(기존)25년초 (변경) 25.7월
적용대상	은행권 2금융권	주택담보대출 - 주택담보대출	주담대 + 신용 + 기타대출 주담대 + 신용 + 기타대출
스트레스 금리	25% 적용	50% 적용	100% 적용

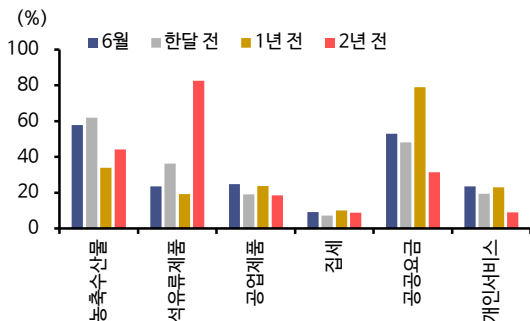
자료: 금융위, 신한투자증권

6월 기대인플레이션율은 3%로 2022년 4월 이후 3%대를 계속 상회하고 있다. 2013년 이후 높은 기대인플레이션 상황이 장기간 지속된 적은 없다. 물가 상승 기대 형성 요인의 변화는 감지된다. 2년전에는 석유류 제품과 농축수산물에 물가 상승 기대를 높이는 요인이었다. 그러나 지금은 농축수산물과 공공요금에 최대 요인이다. 이는 2년전 물가 상승 요인이 고유가, 공급차질 등 대외 여건에서 비롯됐지만, 지금은 구조적 문제 등 내부 여건 영향이 더 크다는 것을 시사한다.

농축수산물 가격이 천정부지로 치솟았지만, 점차 내려오고 있음을 확인한 6월 소비자물가 지표였다. 6월 농축수산물 품목의 물가는 전년대비 6.5% 상승하여 2023년 10월 이후 가장 낮은 수준을 기록했다. 물론 6%대 상승률도 높지만 4개월 연속 하락하고 있음에도 주목해야 한다. 농축수산물 가격 안정을 위한 정부의 노력이 병행되고 있어 하반기 기대인플레이션 하락을 기대할 수 있다.

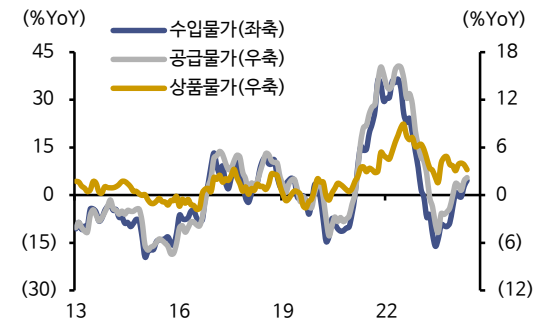
다만 하반기 상승 우려가 높은 공공요금은 기대인플레이션의 하락을 제한하는 요인이다. 8월부터 도시가스 요금이 6.8% 인상될 예정이다. 서민물가 안정을 위해 그동안 가스요금 인상을 유보해왔지만, 가스공사 재무위기가 심각해진 만큼 도시가스 요금 인상이 불가피하다. 3분기 전기요금은 일단 동결됐지만, 이는 전기 사용량이 많은 여름철 인상 시 충격이 크기 때문에 이뤄진 결정이다. 적절한 시기의 인상을 검토하는 정부 스탠스상 4분기 전기요금 인상 가능성이 높다.

하반기 공공요금 상승, 기대인플레이션 하락 제한



자료: 한국은행, 신한투자증권 /주: 물가 상승 기대 형성 요인

수입 및 공급물가 반등, 상품물가 불확실성 잔존



자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

높은 환율과 유가 등 원자재 가격 상승세를 고려하면 여전히 전체 물가 하락에 대한 경계도 필요하다. 4월부터 반등 중인 수입 및 공급물가는 상품물가 중심의 불확실성을 자극하는 요인이다. 그나마 물가 상승 우려가 낮아지려면 원/달러 환율 하락이 필요하다. 이를 위해서는 강 달러 압력 완화가 선행되어야 하며, 이는 연준의 금리 인하가 유력해져야 함을 시사한다. 연준의 9월 금리 인하 확률은 CME 페드워치 기준 78%이다. 그럼에도 원/달러 환율이 1,370원대를 상회하고 있는 것은 한은의 금리 인하 기대 시점이 빨라졌기 때문이다. 향후 물가 불확실성을 줄이려면 앞서나간 시장 기대를 조절할 필요가 있겠다.

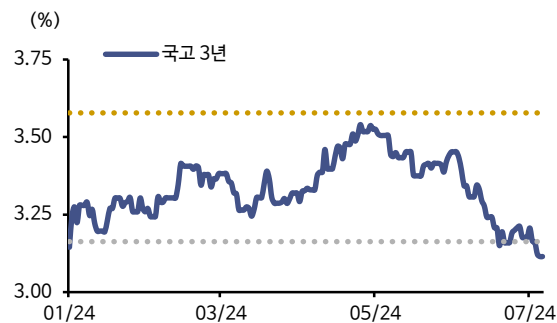
다시 늘어나는 주택담보대출 중심의 가계부채, 하반기 공공요금 인상 등에 따른 기대인플레이션 하락 제한 등을 고려하면 과연 7월 금리 인하 소수의견 출현을 가정 사실화할 수 있을 지에 대한 의구심이 생긴다. 한달 정도 먼저 나오는 것이 무슨 문제인가 할 수 있지만, 지금은 물가가 목표치를 상회하는 상황에서의 금리 인하 전환을 모색하는 시점이다. 그 어느 때보다 신중함이 필요하다는 의미이다. 우리는 7월 금리 인하 소수의견 출현 가능성을 낮게 판단한다. 우리 예상과 달리 금리 인하 소수의견이 나오더라도 8월 실제 금리 인하는 아니라는 입장이다.

연간 2회 금리 인하 기대 타격 시 금리 상승 우려

7월 금통위에서의 금리 인하 소수의견 출현 여부가 중요한 이유는 연간 2회의 금리 인하 기대 연장을 결정하기 때문이다. 정치권의 압박 시작부터 물가 하락세까지 확인한 시장은 연 2회의 기준금리 인하를 가시권에 두고 7월 소수의견 출현에 촉각을 세우고 있다. 이에 따라 국고 3년은 3.115%, 국고 10년은 3.215%까지 하락했다. 확실히 시장 기대가 한은을 앞서간 상황이다.

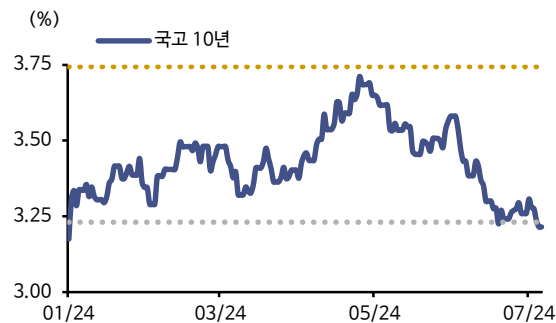
그래서 7월 금통위에 대한 경계가 필요하다. 시장 기대처럼 금리 인하 소수의견이 나오지 않을 가능성과 소수의견이 나오더라도 8월 금리 인하 연결까지 추가 확인이 필요하다는 점이다. 어느 쪽이든 연 2회의 금리 인하 전망이 훼손될 수밖에 없음을 의미한다. 현 레벨에서의 추격 매수는 상당히 부담스럽다.

강세 심리 고려해도 3.1%대 국고 3년은 과도



자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 6월 19일 기준 연중 저점

국고 10년 역시 3.2%대는 과도한 기대 반영 영역



자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 6월 19일 기준 연중 저점

우리는 현재 레벨보다 10~15bp 가량 높은 수준이 매수 부담이 낮은 영역으로 제시한다. 국고 3년 기준 3.25~3.30%, 국고 10년 3.35~3.40%이다. 기준금리가 25bp 한 차례 인하된 3.25%를 기준으로 설정한 레벨이다. 연내 금리 인하는 유력해졌기 때문에 국고 3년 및 10년이 3.50%에 근접할 가능성은 낮아졌다. 반면 연간 2회 금리 인하 기대 역시 과도하기 때문에 국고 3년 기준 3.20% 하회는 부담이 가중된다. 향후 금리 하락 기대를 감안하면 국고 3/10년 스프레드가 15bp 이상 확대될 우려는 낮다. 반면 아직 견고한 경기 흐름을 고려하면 10bp 이하 축소 시 장기물 매수가 부담이 된다.

7월 금통위에서 금리 인하 소수의견이 나오고 8월 금리 인하에 대한 힌트가 제공되지 않는 이상 현 레벨보다 10~15bp 높아질 여지가 있다. 이후 7월 FOMC에서의 연준 스텐스 확인 뒤가 편안할 수 있다. 지금은 저물가 시대가 아닌 고물가 고착화를 우려하는 시기에서의 금리 인하 전환을 타진하는 구간이다. 쉽게 기준금리를 내렸던 시기보다 통화정책 운영에 신중함이 클 수 밖에 없다. 이는 시장의 앞선 기대에 부응하지 않는 중앙은행 모습을 볼 수 있다는 의미이다.

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.