



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공 할 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 정확성이 나 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

2024년 8월 19일 | Global Asset Research

BondView

[8월 금통위 Preview] 금리 상방 리스크

리스크① 만장일치 동결 or 연속 인하 가능성 ↓

직전 7월 금통위는 인하 감박이를 컸다는 점을 인정했다. 하나증권이 전망한 인하 소수의견이 실제로 개진되지는 않았지만 포워드가이던스 내 인하 소수의견이 1명에서 2명으로 늘어나면서 당일 국고 금리 상승 폭도 시장 예상보다 제한적이었다 (실제 인하 소수의견 부재 & 포워드 가이던스 인하 소수의견 증가).

또 하나 주목할 점은 통방문에서 물가 목표 수렴에 대한 전망 변경 (아직 이른 상황 → 예상) 과 8월 수정경제전망에서 물가 전망치 하향조정 가능성 시사, '기준금리 인하 시기 검토' 문구 추가 등을 통해 비둘기파적인 입장을 전달했지만 기자회견에서 총재는 인하 시점 논의와 분명 거리를 두며 매파적 입장을 견지했다 (Dovish 성명서 & Hawkish 기자회견).

종합하면 7월 금통위는 한은 양대 책무 중 하나인 물가안정 측면에서 인하 시점을 고민하기 적절한 시점으로 판단한 것으로 사료된다. 하지만 3개월 내 불확실성이 큰 만큼 시장이 너무 앞서 나갈 경우 나머지 양대 책무 중 하나인 금융안정 측면에서 문제가 불거질 것을 동시에 우려한 자리였다고 판단한다. 단, 7월 의사록에서는 금융안정 부문에 대한 우려의 목소리가 더 큰 비중을 차지하고 있음을 확인할 수 있었다.

이에 하나증권은 8월 금통위를 시장 기대보다 매파적 동결로 전망한다. 물론 연준의 9월 인하 기정사실화와 8월 이후 국내 시중은행들의 대출금리 인상, 7월 회의 당시보다 낮아진 달러원 환율 등은 시장으로 하여금 10월 인하 기대를 배제할 수 없게 만들고 있다.

한은 입장에서도 시장 변동성을 줄일 수 있는 시나리오가 여러 개 존재한다.

- 1) Dovish 결정 (실제 인하 소수의견 1인 개진) & Hawkish 기자회견 (10월 인하 담보X)
- 2) Hawkish 성명서 (금융안정 측면 강조 문구 추가) & Dovish 기자회견 (10월 인하 가능성O)
- 3) Hawkish 경제전망 (성장을 전망치 유지) & Dovish 경제전망 (4분기 또는 내년 전망치 하향)

그럼에도 하나증권은 현 국고 금리 수준이 1) 8월 서프라이즈 인하, 2) 10월 첫 인하, 3) 4분기 1회 50bp 인하, 4) 4분기 2회 연속 25bp 인하 중 최소 한 가지를 반영하고 있다고 판단한다. 즉, 1) 실제 인하 소수의견이 없이 만장일치 동결, 2) 4분기 2회 연속 인하 기대를 낮추는 기자회견 확인 시 이미 3회 인하를 반영 중인 국고 금리는 상승 위험에 노출되어 있는 것이다.

하나증권은 올해 하반기 금리 전망의 기본 전제로 정책당국의 인하 의지 확인 시 실제 인하 횟수와 시장금리 낙폭은 별개임을 주장해 왔다. 이에 2분기 비중 확대를 권고했다. 그러나 현 수준은 정책당국의 의지보다 시장 반영 정도가 다소 과하다는 판단이다.

일각에서는 2019년도 금리 인하 시기와 비교하기도 한다. 당시 미국은 보험성 인하로 3차례, 한국은 7월과 10월 총 2차례 금리를 인하한 경험이 있다.

리스크② 2019년 보험성 인하 시기와 차이점

우선 한은의 7월 첫 인하 시점은 18일로 미 연준의 첫 인하 시점 (현지시간 31일)보다 빨랐다. 이는 8월 금통위 컨센서스가 동결인 점과 다르다. 물론 7월 직전 회의인 5월 금통위에서 인하 소수의견 1인 (조동철, 현 KDI 원장) 개진이 8월 컨센서스와 유사하다. 단, 그렇기 때문에 8월 만장일치 동결 시 시장금리 상승 리스크로 작용할 수 있음을 앞서 언급했다.

또한, 첫 인하를 결정한 7월 금통위에서는 동결 소수의견 1인 (이일형)이 개진됐다. 이에 국고 3년 금리 저점도 8월 19일로 1~2회 인하 사이에서 형성됐다 (1.093%). 이는 최종금리 1.25% 대비 15.7bp 낮은 수준이다. 이를 올해 4분기 2회 인하 시 3.00%에 적용하면 2.84%로 지난 주 증가 대비 남은 하락 룬이 8.5bp에 불과하다.

당시 8월 중순부터 11월 중순까지 국고 3년 금리는 상승해 최종금리 1.25% 대비 31.4bp까지 스프레드를 재차 확대했다 (1.564%). 이를 연말 최종금리로 시장이 예상하는 3.00%에 대입 시 3.314%, 2.75%에 적용하더라도 3.064%로 3%를 재차 상회할 가능성이 높다고 판단한다.

물론 시장금리가 이미 인하를 반영하고 있는 만큼 2019년처럼 한은이 Behind the curve 성격 일지라도 인하를 어렵지 않게 단행할 수 있다고 생각할 수도 있다. 하지만 부동산 지수도 2019년과 상이한 흐름을 보이는 중이다. 2019년에 한국부동산원 기준 전국/수도권 매매가격 지수는 모두 하락세를 보인 반면, 올해는 5월 초부터 반등 중이다. 또한, 5대 시중은행 가계 대출 월별 증가 규모도 2019년 인하 시기에 늘어나고는 있었지만, 올해보다 적었다.

리스크③ 배신의 8월

7월 전망 자료에서 7월이 3분기 성과를 결정짓는 패턴을 확인했었다. 다만, 금리 하락 속도가 예상보다 빠른 만큼 “7월 강세+8월 약세” 패턴으로 조건을 더 세부화 시켜 점검해 봤다.

2001년 이후 8월만 놓고 볼 때 7월 말 대비 약세 마감한 사례는 총 13차례 존재했다. 그 중 2016년 이후로 좁혀보면 전체 8개 연도 중 6개 연도에서 금리가 상승했다 (국고 10년 평균 +8.4bp 상승). 나아가 “7월 강세+8월 약세” 패턴을 보였던 시기는 총 8개 연도 중 4개 연도 (‘16, 20, 21, 22년)로 상당히 높은 비중을 차지했다. 반대로 “7월과 8월이 연이어 강세를 보인 적은 한 차례 (‘19년)에 불과했다.

또한, “7월 강세+8월 약세” 패턴에 부합했던 4개 연도 당시 8월 금리 상승 폭은 7월 낙폭을 모두 상쇄했다 (7월 국고 10년 평균 -22bp vs 8월 평균 +23.6bp). 2001년 이후로 시계열을 확대해도 6개 연도는 동일한 결과를 보였다 (7월 국고 10년 평균 -19bp / 8월 평균 +19.7bp).

리스크④ 외인 선물 매도

한편, 6~7월 미국과 디커플링을 보이며 원화채 강세를 주도한 요인으로 외인 선물 매수세를 꼽지 않을 수 없다. 3선의 경우 6월 대규모 순매수에 이어 7월에도 역대 3번째로 높은 수준을 기록했고, 10선은 6월 순매수 규모 대비 약 36% 수준이지만 역대 4번째로 높은 수준을 기록했다. 이는 한은의 금리 인하 시점 임박과 미국의 9월 인하 사이클 시작 및 9월 WGBI 편입 확정 기대발 원화 강세도 영향을 미쳤을 것으로 판단한다.

단, 8월 들어 외인의 선물 순매수 규모는 7월 대비 축소되는 모습이다. 현물 매수 강도가 약할 경우 선물 매수세도 제한적인 패턴을 반복 중이다.

참고로 10선의 경우 2011년 이후 외인은 계절적으로 8월 중순 이후 순매수 규모를 축소했던 특징을 보였다. '11년~23년까지 8월 월간 기준으로 순매도 확률은 46%로 순매수 우위를 보였지만, 8월 대비 9월 순매도 확률은 85% 확률로 순매도 확률이 압도적으로 높았다.

앞서 리스크③과 동일하게 2016년 이후로 좁혀보면, 확률은 더욱 유의미해진다. '16~23년에 7월 대비 8월 순매도 확률은 전체 평균 (46%)보다 높은 50%를 기록했으며, 8월 대비 9월의 경우 전체 평균 (85%)보다 높은 88% 확률로 순매도를 기록했기 때문이다. 과거 패턴 감안하면 8월 중순~9월까지 외인 선물 누적 순매수 규모 축소 및 순매도 전환 가능성이 높다고 판단한다. 특히 9월 WGBI 편입 불발 시 위 패턴의 촉매 역할을 할 가능성도 배제할 수 없다.

3선의 경우 2011년 이후 7월 대비 8월 순매도 확률은 52% ('16년~23년 54%), 8월 대비 9월 순매도 확률은 52% ('16~23년 62%)를 기록했다.

종합하면 현재 시장참여자들은 2019년 5월 금통위 (동결+인하소수1) 당일 플랫폼 경험을 기반으로 8월 금통위에서도 매파적 동결 확인 시 플랫폼 우위 전망에 무게를 두고 있다. 다만, 2019년 7월 첫 인하까지 결국 재차 스텝을 보였고, 외인의 계절적 선물 패턴도 3선 순매도 강도가 10선 대비 약하다는 점을 감안하면 중기적으로 커브 스텝을 전망한다.

리스크⑤ 추경

4분기 장기물 금리 반등 및 커브 스텝과 관련해 추경 재료를 배제할 수 없다. 6월까지 발표된 정부 국세 수입은 하반기 추경 또는 내년 예산안 확대 가능성을 고조시키기 때문이다. 2분기 누적 국세 수입은 168.6조원으로, 연간 전망치 367.3조원 대비 45.9% 진도율을 기록했다. 큰 비중을 차지하는 소득세, 법인세, 부가가치세 진도율은 각각 46.2%/39.5%/50.7%이다. 결국 부가가치세 제외 나머지 항목의 진도율이 상당히 부진한 상황이다. 특히 법인세의 경우 전년 동기대비 16조원 감소해 과거 10년 간 누적 진도율 중 최저치를 기록했다.

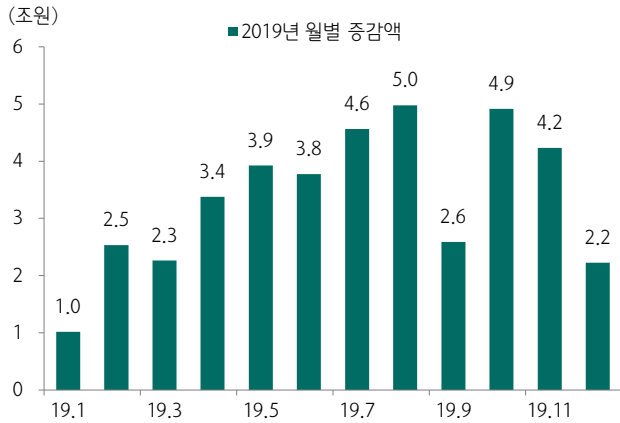
정부는 지난 5월 국세 수입 발표 이후 세수 결손 조기경보를 발령한 바 있다. 기획재정부는 당해연도 누적 국세 진도율이 과거 5년 평균 진도율 대비 5%p 이상 차이가 날 경우 재추계 작업에 들어가는데, 올해 5월 기준 총 국세 수입 진도율은 41.1%, 과거 5년 평균 진도율은 46.1%로 재추계 요건에 만족했기 때문이다. 정확한 날짜가 밝혀진 바는 없지만, 정부는 세수 재추계 작업 완료 후 9월 중순 즈음 발표할 것으로 예상된다.

6월까지 누적 세수 규모가 발표됨에 따라 연간 세수 부족액을 2가지 방식 (① 균등하게 적용 ② 과거 진도율 패턴 활용)으로 산출해보았다. ① 분기별로 세수가 균등하게 걸린다고 가정 시, 2분기까지 세수 부족액은 약 15조원이며, 연말까지는 약 30조원의 세수 부족이 예상된다. 여기에 과거 적자국채 발행 평균인 71%를 적용 시, 발행 규모는 약 21조원으로 추정된다.

② 과거 5년/10년 진도율 패턴 활용 시, 연말까지 약 16조원의 세수 부족이 예상되며 적자국채 발행 규모는 약 11조원으로 추정된다. 여기에 ③ 과거 통화정책이 유사했던 시기 (인상기 → 인하기) 진도율을 적용하면 연말 세수 부족액은 약 11조원, 적자국채 발행 규모는 약 8조원으로 추정된다.

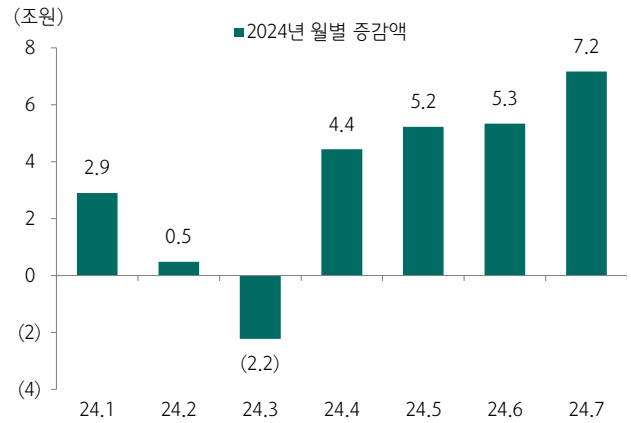
다만, 과거 법인세의 경우 정식 납부 기한인 1분기보다 중간 예납이 가능한 3분기에 진도율이 큰 폭으로 증가하는 특징을 보였다. 9월 중순 즈음 발표될 정부의 세수 재추계 결과를 주목할 필요가 있다.

도표 1. 2019년 금리 인하기 5대 시중은행 가계대출 월별 증감



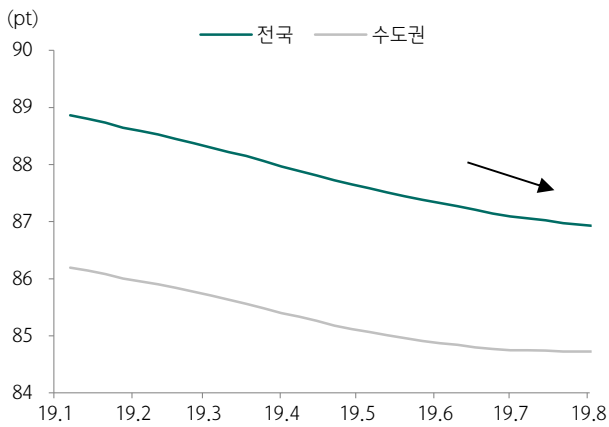
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 2. 2024년 5대 시중은행 가계대출 월별 증감



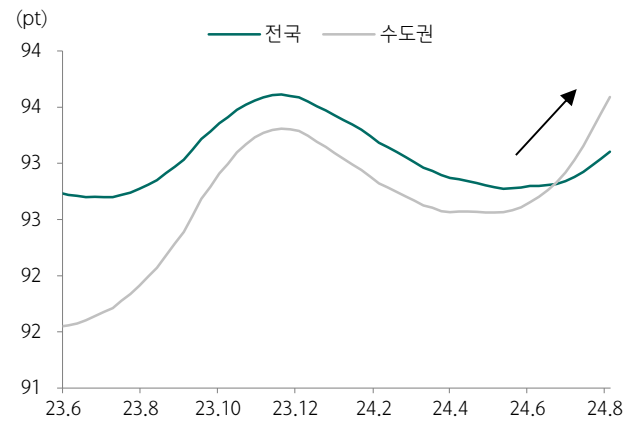
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 2019년 금리 인하기 부동산 매매가격지수 추이



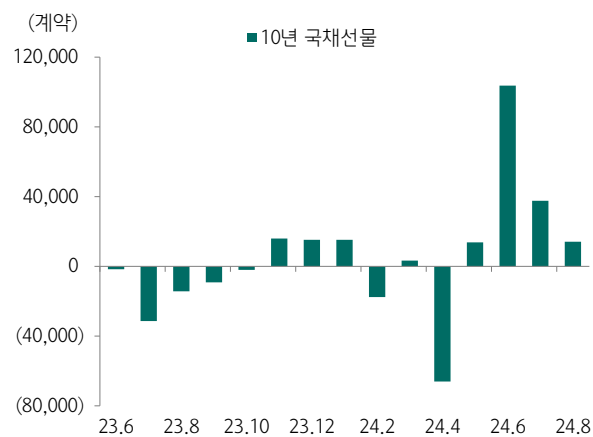
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 4. 2024년 상반기 부동산 매매가격지수 추이



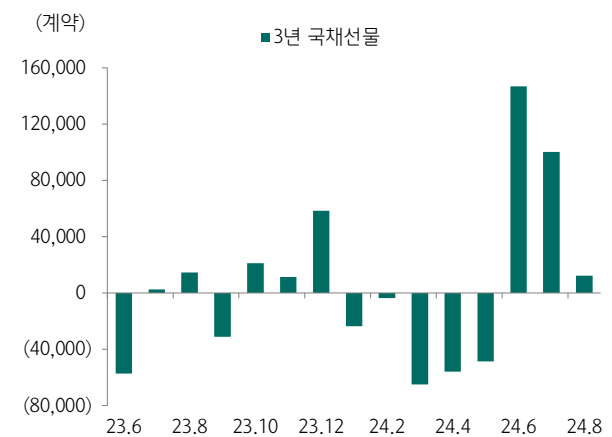
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 5. 외인 10선 순매수 추이



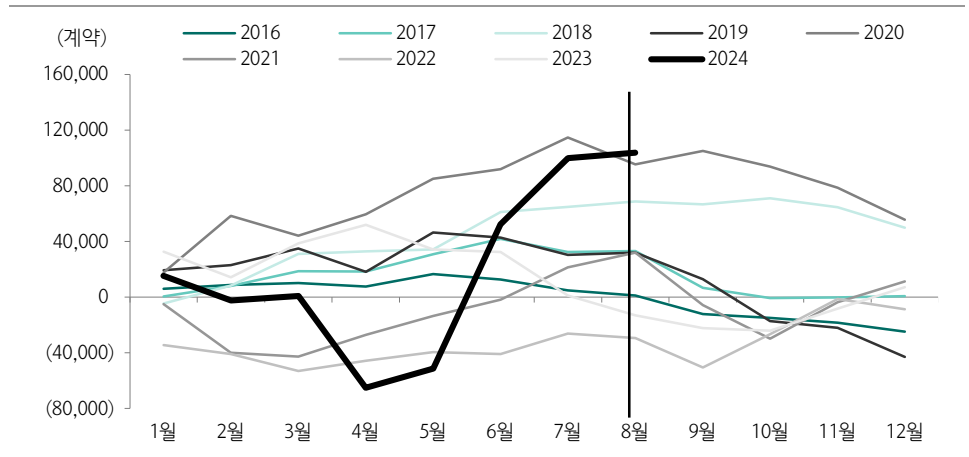
자료: 인포맥스, 하나증권
주: 8월의 경우 8/16일 기준

도표 6. 외인 3선 순매수 추이



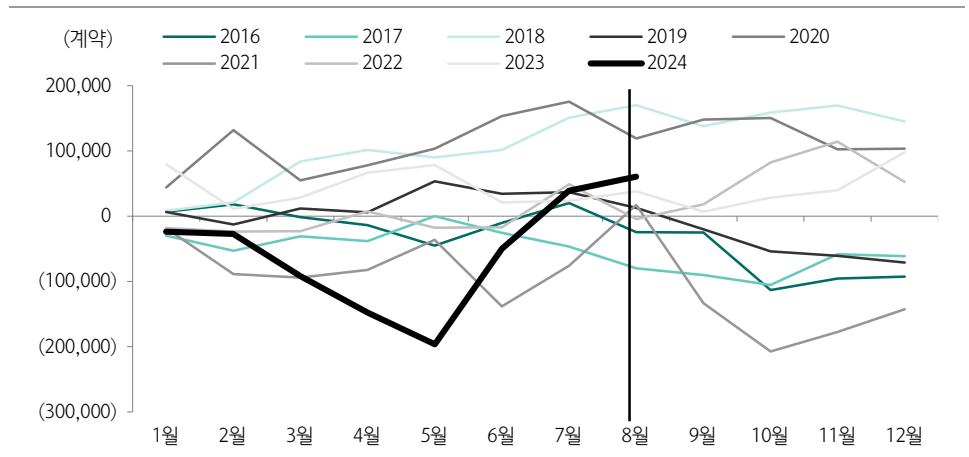
자료: 인포맥스, 하나증권
주: 8월의 경우 8/16일 기준

도표 7. 2016년 이후 외인 10선 월별 누적 순매수 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 8. 2016년 이후 외인 3선 월별 누적 순매수 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 9. 외인 3선 월별 순매수/순매도 패턴

연도	7월 대비 8월 (계약)	8월 대비 9월 (계약)	3분기 (계약)
2011	-784	-433	-203
2012	-3446	-7242	-12548
2013	5480	-137	6965
2014	3337	-3577	2513
2015	382	1510	16756
2016	-3754	-13312	-24846
2017	820	-26404	-35095
2018	4072	-2183	5609
2019	1805	-19282	-29887
2020	-19291	9753	13122
2021	10596	-37804	-3975
2022	-3382	-21043	-9548
2023	-14277	-9161	-54752
2024	3926	-103794	-52202
2011~2023년 순매도 확률 (%)	46.2	84.6	61.5
2016~2023년 순매도 확률 (%)	50.0	87.5	75.0

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 10. 외인 3선 월별 순매수/순매도 패턴

연도	7월 대비 8월 (계약)	8월 대비 9월 (계약)	3분기 (계약)
2001	3011	18194	24899
2002	6907	10685	41160
2003	-3393	28649	11854
2004	-5048	3480	16293
2005	14290	-4379	8534
2006	20662	20557	73883
2007	-65	-12108	-6720
2008	18742	-8531	18276
2009	-21300	45913	43523
2010	-11361	-25112	28681
2011	71593	-45741	15132
2012	-2400	-3184	-39278
2013	42900	35175	65830
2014	19270	39246	47880
2015	-6771	7434	70182
2016	-44724	-403	-14311
2017	-33405	-10451	-64964
2018	18836	-32238	36201
2019	-24383	-32546	-54251
2020	-56463	28681	-5676
2021	93435	-150351	5320
2022	-53173	22335	35047
2023	14559	-31039	-13931
2024	21226	-60282	49715
2011~2023년 순매도 확률 (%)	52.2	52.2	30.4
2016~2023년 순매도 확률 (%)	53.8	61.5	62.5

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 11. 2001년 이후 역대 8월 국고 금리 변화

연도	8월 국고 금리 변화량 (bp)	
	국고 3년	국고 10년
2001	-43.0	-54.0
2002	-9.0	-19.0
2003	-12.0	-19.0
2004	-52.0	-58.0
2005	-7.0	-19.0
2006	-7.0	-9.0
2007	21.0	20.0
2008	-3.0	4.0
2009	12.0	13.0
2010	-25.0	-46.0
2011	-36.0	-34.0
2012	-9.0	-12.0
2013	-4.0	4.0
2014	-0.4	-1.8
2015	-3.3	-13.3
2016	9.2	9.2
2017	2.3	3.6
2018	-20.7	-25.6
2019	-12.4	-11.4
2020	14.4	22.0
2021	-2.2	3.8
2022	67.6	59.4
2023	3.0	6.0
전체 평균	-5.1	-7.7
2016년 이후 전체 평균	7.7	8.4
연내 인상	-1.2	-5.4
연내 인하	-9.1	-11.0
하반기 1회 이상 인하	-18.8	-21.7
하반기 2회 이상 인하	-20.0	-22.2
하반기 첫 인하	-8.1	-6.5

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 12. 역대 8월 국고 10년 금리 상승시 3분기 성과

연도	6월말 (%)	9월말 (%)	3분기 성과 (bp)
2007	5.5	5.6	9.0
2008	6.1	5.9	-19.0
2009	5.2	5.3	15.0
2013	3.4	3.4	2.0
2016	1.5	1.4	-7.1
2017	2.2	2.4	16.5
2020	1.4	1.4	5.7
2021	2.1	2.2	14.5
2022	3.6	4.1	46.0
2023	3.7	4.0	35.5
전체 평균			11.8
2016년 이후			18.5
7월 강세 + 8월 약세			8.2
7월 강세 + 8월 약세 (2016년 이후)			14.8
연내 인상			24.3
연내 인하			3.9
하반기 인하			-19.0

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 13. 역대 8월 국고 10년 금리 하락시 3분기 성과

연도	6월말 (%)	9월말 (%)	3분기 성과 (bp)
2001	6.8	6.0	-75.0
2002	6.5	6.1	-41.0
2003	4.6	4.7	5.0
2004	5.0	4.0	-95.0
2005	4.8	5.1	33.0
2006	5.2	4.7	-47.0
2010	5.0	4.1	-84.0
2011	4.3	4.0	-34.0
2012	3.6	3.0	-60.0
2014	3.2	2.9	-31.6
2015	2.5	2.1	-39.0
2018	2.6	2.4	-19.9
2019	1.6	1.5	-14.0
전체 평균			-38.7
2016년 이후			-17.0
7,8월 모두 강세			-49.5
7,8월 모두 강세 (2016년 이후)			-14.0
연내 인상			-32.2
연내 인하			-44.2
하반기 인하			-45.1

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 14. 분기별로 균등하게 걷힌다는 가정시 연간 세수 부족액은 약 30조원

분류 (비중)	2024년 연간 국세 수입 전망치	2024년 6월 국세 수입 전망치	2024년 6월 누적 국세 수입	전망치 대비 세수 부족액	전망치 따른 연간 세수 부족액
총 국세 (100%)	367.3	183.7	168.6	-15.1	-30.2
소득세 (34%)	125.8	62.9	58.1	-4.8	-9.6
법인세 (21%)	77.7	38.9	30.7	-8.2	-16.4
부가가치세 (22%)	81.4	40.7	41.3	+0.6	+1.2
국세 수입 전망치에 따른 연말 세수 부족 전망치는 약 30.2조원. 적자국채 발행 비중 평균치 (71%) 적용 시 21.4조원 세목별 비중에 따른 연말 세수 부족 전망치는 약 34.9조원. 적자국채 발행 비중 평균치 (71%) 적용 시 24.8조원					

자료: 기획재정부, 하나증권

도표 15. 과거 누적 진도를 패턴 감안시 연간 세수 부족액은 약 11~16조원

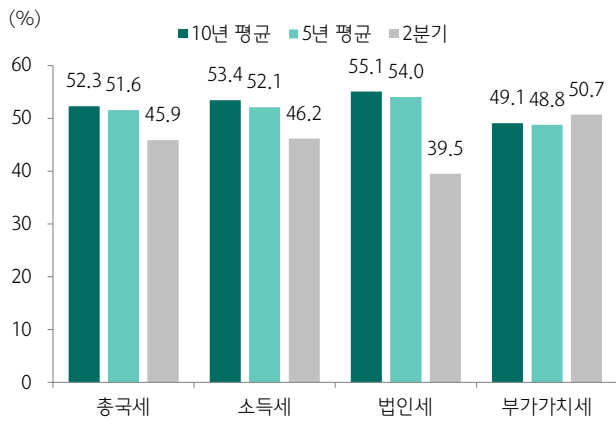
분류	총 국세	소득세	법인세	부가가치세
5년 평균 진도를 활용	-17.0	-1.5	-13.6	+1.8
10년 평균 진도를 활용	-14.4	-1.8	-12.0	+2.5
인상기 → 인하기 당시 평균 진도를 활용	-0.9	3.0	-0.3	+1.4
전체 평균	-10.8	-0.1	-8.6	+1.9
과거 5년/10년 평균	-15.7	-1.7	-12.8	+2.2

자료: 기획재정부, 하나증권

분기별로 균등하게 걷힌다고 가정
시 연말 세수 부족액 30조원.
적자국채 발행 평균 비중 (71%)
적용 시 약 21조원

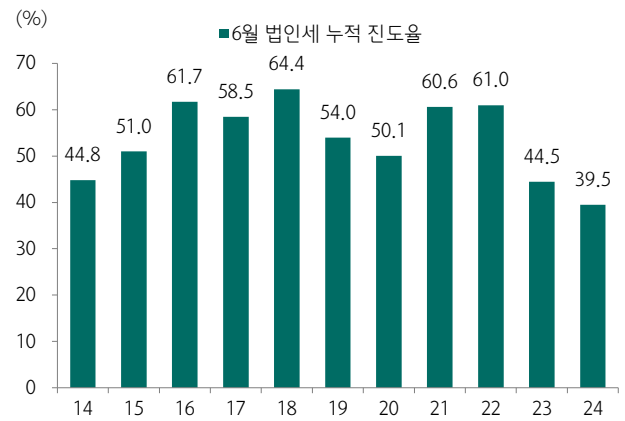
과거 누적 수입 진도를 패턴 감안
시 연말 세수 부족액 11~16조원.
적자국채 발행 평균 비중 (71%)
적용 시 약 7.6~11.2조원

도표 16. 2분기 국세 수입 진도율은 부가가치세 제외 과거 평균치 하회



자료: 기획재정부, 하나증권

도표 17. 법인세 수입 진도율은 지난 10년 중 가장 낮은 수준



자료: 기획재정부, 하나증권