

8월 국채선물 전망

금리정책의 주도권을 쥐어야 할 한은

- I. 한국은행 7월 인하의 배경
- II. 한은이 갖고 있는 선택지
- III. 국채선물 가격 전망

Fixed Income / 허정인
☎ 82-2-3774-0451
✉ jeongin@futures.co.kr

I. 한국은행 7월 인하의 배경

■ 한국은행의 7월 깜짝인하 배경

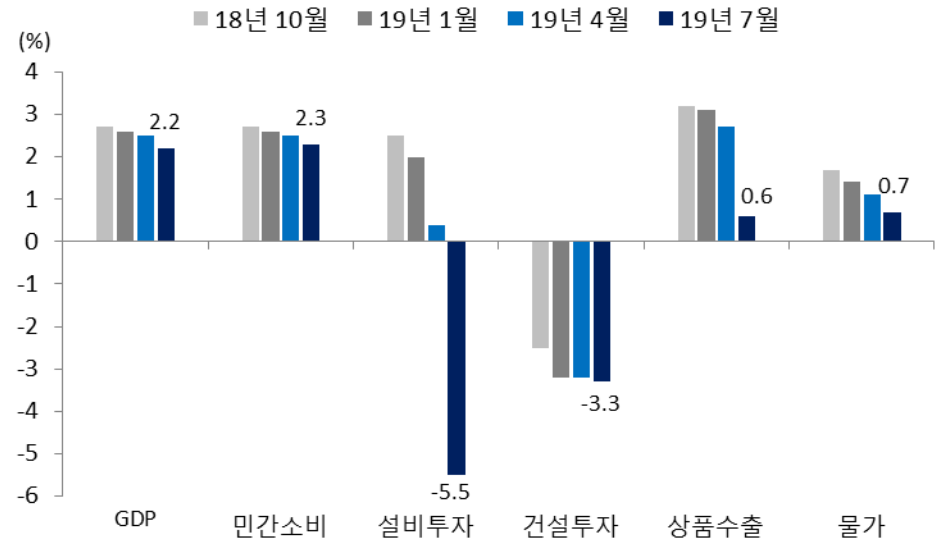
- 한국은행은 시장의 예상보다 다소 이른 7월에 기준금리를 인하. 주된 이유는 ①반도체 회복 지연 ②수출 부진 ③설비투자 부진
- 이 셋을 관통하는 이슈는 '무역분쟁 지속'과 '반도체 핵심부품 수출 제재'
- 반도체 업황 전망이 한은의 예상을 벗어나자, 기존의 보수적 정책기조에서 벗어나 파격적 선택(인하)을 한 것으로 분석

7월 금통위에서 한국은행은 기준금리를 기존 1.75%에서 1.50%로 인하



자료: NH선물 리서치센터

더불어서 성장률 전망을 하향 조정. 설비투자과 수출 조정 영향이 가장 큼



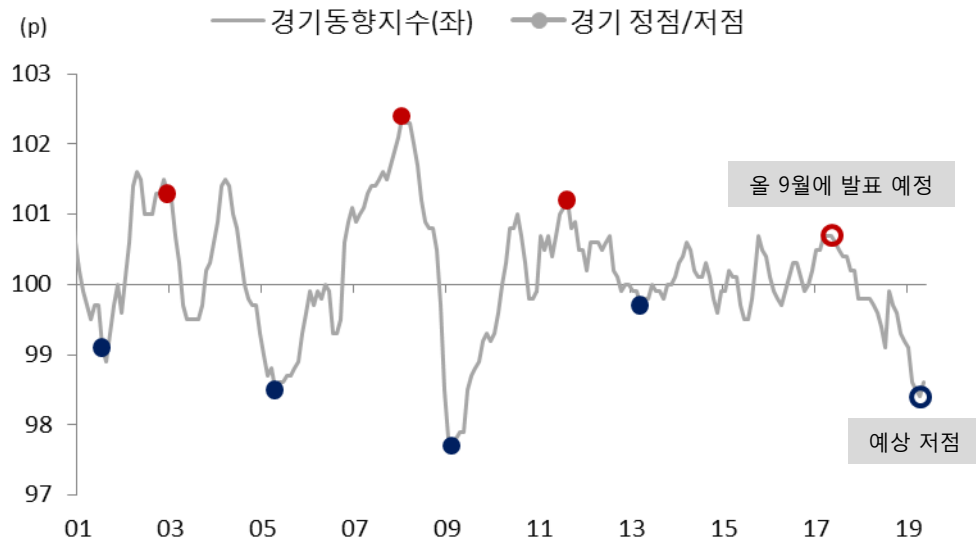
자료: NH선물 리서치센터

I. 한국은행 7월 인하의 배경

▪ 경기의 단기 저점은 지났다

- 우리나라 경기는 49개월의 주기를 갖고 확장과 수축을 반복(확장 31개월, 수축 19개월)
- 통계청이 최근 공표한 경기 저점은 2013년 3월. 오는 9월에 새로운 고점을 발표키로 했으며 그 시점은 2017년 5월을 예상
- 순환주기와 경기여건을 고려했을 때 예상 저점은 2019년 4월이 유망. 올해 4월 이후 동향지수는 반등을 시도하고 있음
다만 여기서 추세적으로 반등할 지, 혹은 저점이 더 낮아질 지의 기로에 놓여 있음

경기동향지수를 봤을 때 우리나라 경기의 단기 저점은 지난 것으로 판단



자료: NH선물 리서치센터

경기동향지수와 일치하는 한국 GDP 성장률 추이



자료: NH선물 리서치센터

I. 한국은행 7월 인하의 배경

▪ 하방압력 방어에 총력을 다할 것

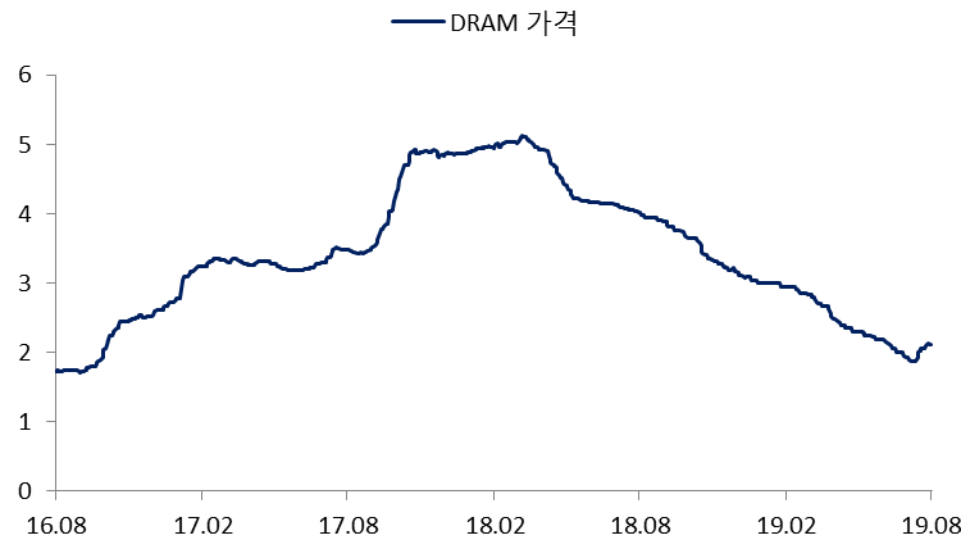
- 가장 큰 리스크 요인은 무역분쟁의 지속과 반도체 부품 제재 등 국제정치 문제. 정치 갈등이 투자심리를 훼손시키는 양상
- 한은이 손 쓸 수 없는 정치갈등 문제는 차치하고, 경기순환의 변곡점에서 통화당국은 최대한 공격적인 정책을 펼칠 것으로 예상

전세계 무역전쟁으로 한국의 반도체 수출이 큰 타격을 입음



자료: NH선물 리서치센터

반도체 초과공급 여건도 DRAM 가격 하락을 유발



자료: NH선물 리서치센터

II. 한은이 갖고 있는 선택지

▪ 한국의 기준금리 하한은 어디?

- 소규모 개방국가인 한국의 특성을 고려했을 때 우리는 선진국 경기에 순응할 수밖에 없음. 성장률과 통화정책 모두 제약
- 공개된 공식 자료는 없지만 한은은 시장이 마지노선으로 삼는 한미간 기준금리 격차 1%p를 유의미하게 주시(2018년 8월 금통위 의사록) 연준이 ZLB에 처한 현실을 고려했을 때 우리나라 기준금리 하한은 1% 혹은 그 보다 소폭 낮은 수준으로 추정 가능
- 단순 테일러룰을 적용했을 때 우리나라 중립금리 역시 '1%'에서 ~ '1%보다 소폭 낮은 수준'으로 추정

한국은행은 시장이 인식하는 한미금리차 수준을 유의깊게 주시

한은은 잠재성장률을 0.3%p 하향 조정
연초 언급했던 중립금리(2%대 초반)도 비슷한 수준(0.3%p) 하향 조정해 계산

아울러 동 위원은 자본유출이 본격화되는 임계치로 시장참가자들 사이에서 거론되는 한·미 기준금리 격차 수준에 특별한 의미가 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 해당 수치에 특별한 근거가 있다기보다는 다분히 심리적인 저항선으로 여겨지는 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 기준금리 격차가 급격한 자본유출을 촉발할 수 있다고 보는 근거는 경기 상황 등 낮은 기준금리에 내포된 의미와 그 해석에 따라 투자자금이 민감하게 반응할 수 있기 때문으로 보인다고 첨언하였음.

$$\begin{aligned} \text{적정기준금리} &= \text{중립금리} + 0.5(\text{성장률 전망} - \text{잠재 성장률}) + 0.5(\text{물가 전망} - \text{물가 목표}) \\ &= \text{중립금리} + 0.5(2.2\% - 2.5\%) + 0.5(0.7\% - 2.0\%) \end{aligned}$$

- 1) 중립금리 2.0% 가정 → 적정 기준금리 1.2%
- 2) 중립금리 1.9% 가정 → 적정 기준금리 1.1%
- 3) **중립금리 1.8% 가정** → 적정 기준금리 1.0%
- 4) **중립금리 1.7% 가정** → 적정 기준금리 0.9%
- 5) 중립금리 1.6% 가정 → 적정 기준금리 0.8%
- 6) 중립금리 1.5% 가정 → 적정 기준금리 0.7%

II. 한은이 갖고 있는 선택지

▪ 인하 폭 보다는 인하 속도로

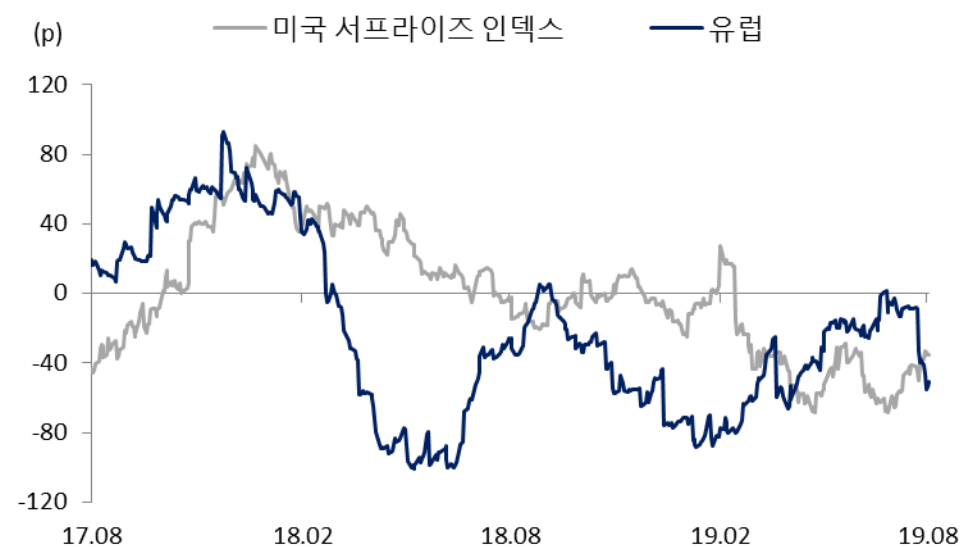
- 한은이 기준금리 인하 폭을 키우기에는 부담스러운 여건
교역전쟁 확전으로 생산을 담당하는 국가의 성장동력이 상실. 다시금 미국의 경기여건이 부각 받는 중. 이는 달러화 강세를 나타나고 있음
- 따라서 '인하 폭' 보다는 '속도'를 통해 공격적 정책을 시행할 것으로 예상

한미간 펀더멘털 격차가 확대될 때 달러/원 환율 상승 폭도 확대



자료: 2018년 8월 금통위 의사록, NH선물 리서치센터

미국의 서프라이즈 인덱스 반등, 유로존은 하락. 이는 달러화 강세를 유발



자료: NH선물 리서치센터

II. 한은이 갖고 있는 선택지

▪ 8월 인하 예상: 한국에서 포워드 가이드는 유효하지 않다①

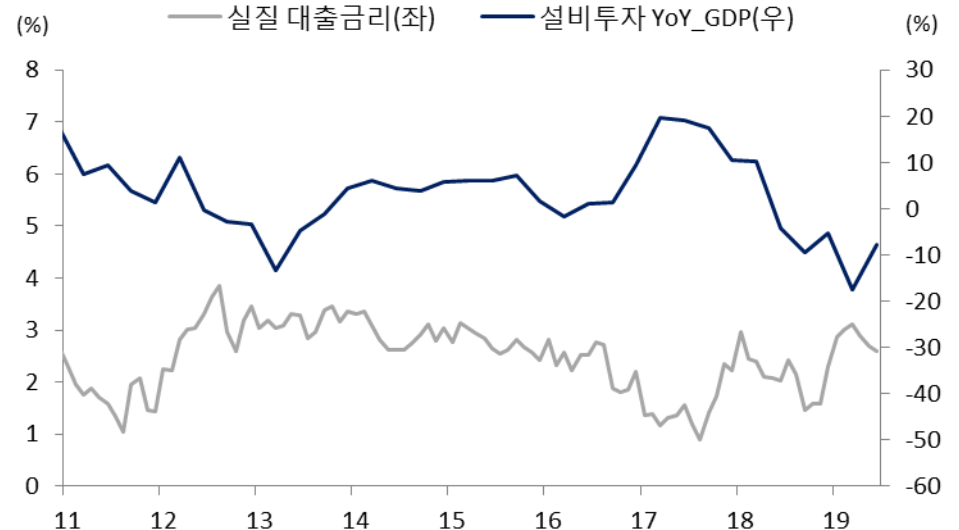
- 통화정책 파급경로는 크게 네 가지로 나눌 수 있음 1)금리 2)신용 3)환율 4)자산가격
- 3)환율의 경우 한은 정책으로 조정하기 어렵고 4)는 부동산 미시정책 시행으로 부의 효과를 제한하고 있음
현 시점에서 극대화할 수 있는 정책 기대경로는 1)금리와 2)신용을 통한 투자 증가
- 예상치 못한 충격을 통해 앞선 1), 2)의 정책효과를 극대화할 필요. 인하 폭을 키울 수 없다면 속도조절을 통해 정책효과 극대화

통화정책의 파급경로와 현재 상황 비교

경로	통화정책 파급과정	현재 상황
금리	시장금리 하락에 따른 소비 및 투자 증가	금리 하락 여건 충분
신용	자금여건 개선으로 대출 증가, 소비 및 투자 증가	대출태도지수 완화로 신용창출 여건 형성
환율	금리 인하로 환율 상승, 경상수지 개선	지나친 환율 상승은 거시건전성을 위협
자산 가격	금리인하에 따른 주가상승으로 투자 증가 자산가격 상승에 따른 부의효과 발생, 소비 증가	실물경제 부진으로 주가상승 제한 자산가격은 미시정책으로 제한

자료: NH선물 리서치센터

금리인하를 통한 실질금리 하락으로 설비투자 증대를 기대



자료: NH선물 리서치센터

II. 한은이 갖고 있는 선택지

▪ 8월 인하 예상: 한국에서 포워드 가이드는 유효하지 않다②

- 한은은 2017년 1월 금통위부터 사실상 포워드 가이드를 시행(통방문에 처음으로 '완화기조 유지'를 명시하기 시작)
다만 이 포워드 가이드가 유효하지 않음. 중앙은행에 대한 신뢰를 바탕으로 성립되는 정책인데, 이미 시장의 신뢰를 잃은 지 오래
- 어차피 올해 추가인하 1회가 시장의 컨센서스라면 한은은 깜짝인하를 통해 정책효과를 극대화하고 금리정책의 주도권을 쥌 필요가 있음
- 한은은 두 가지 시나리오에 대비해 금리를 주도할 필요가 생겼기 때문
시나리오1) 정치갈등 장기화와 반도체 회복시기 대폭 지연, 시나리오2) 정치갈등 완화와 경기반등 가능성

2017.01에 선제 안내문구 도입을 시행했지만 정책효과가 없다고 봐도 무방

- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에 접근하도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 성장세가 완만하여 수요 측면에서의 물가상승압력이 크지 않을 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 대내외 여건의 불확실성과 그 영향, 미 연준의 통화정책 정상화 추이, 가계부채 증가세 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

자료: NH선물 리서치센터

경기의 상하방 리스크 요인이 너무나 분명한 상황. 금리정책 주도권을 쥌 필요



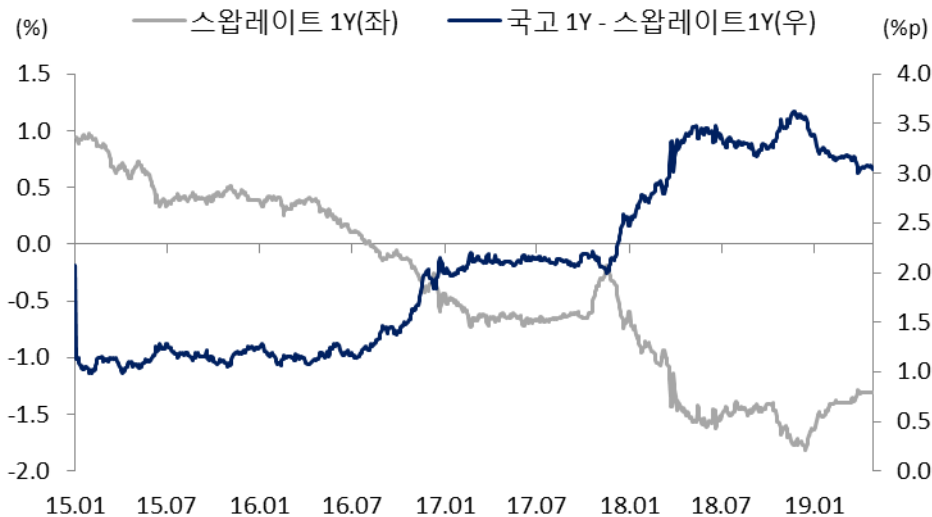
자료: NH선물 리서치센터

II. 한은이 갖고 있는 선택지

▪ 기준금리 1.25%에서 장기간 머물 전망

- 앞서 언급했듯 우리나라 기준금리는 연준에 연동될 수밖에 없음. 더불어 지금은 더욱 금리 환경이 제약된 상황
반도체 경기악화로 경상수지 흑자가 감소하고 있기 때문에 1)거시건전성 위험 확대 2)매도개입 여력 축소가 환율 상승을 유발할 수 있음
- 한은은 선진국의 경기여건을 최대한 관망한 후에 추가 인하를 시행할 전망
- 기준금리 장기 종착점은 1.00%로 보고 있으며, 1.25%까지 내린 후 오랜 기간 관망을 예상

환율 상승에 따른 스왑레이트 상승과 외인의 환차익 유인 감소



자료: NH선물 리서치센터

경상수지 흑자 감소로 외환보유액 규모도 감소



자료: NH선물 리서치센터

III. 시장금리 전망

- 단기저점은 1.20%, 하향 돌파 시 1.10% 전망(3년 국고 기준)

- 8월 한달 간 시장금리 하단을 내릴 전망. 저점의 기준은 추가 금리인하를 반영한 1.20%로 설정
과거 역마진을 겪을 때 시장은 '기준금리 기대치 - 5bp'까지 금리하단을 내렸던 경험
3년 국고 단기저점은 1.20%로 설정하되, 이를 하향 돌파할 시, 시장은 다음 빅피겨인 1.10%까지 추격매수 할 전망

3년물 금리 1.15 ~ 1.35% / 10년물 금리 1.25 ~ 1.50%
3년선물 110.80 ~ 111.60 / 10년선물 133.70 ~ 135.40

8월 시장금리 레벨은 7월보다 낮아질 전망



감사합니다

본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 파생상품은 높은 가격변동성으로 인해 단기간에 투자원금의 전부 또는 상당부분을 손실할 수 있습니다. 본 자료는 당사 홈페이지(www.futures.co.kr) 에서도 이용하실 수 있습니다.