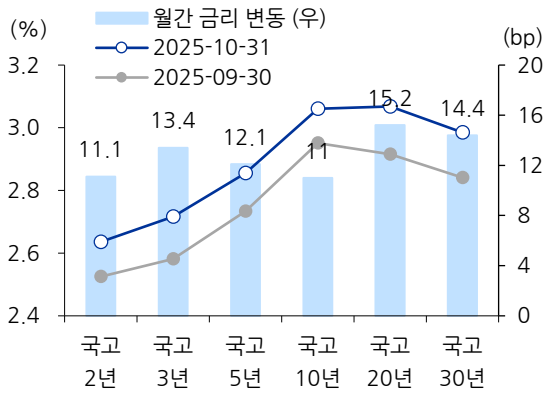
Fixed Income Strategy

금리 상승, 계속될까?

Fixed Income 김지나_ 02)368-6149_ jnkim0526@eugenefn.com

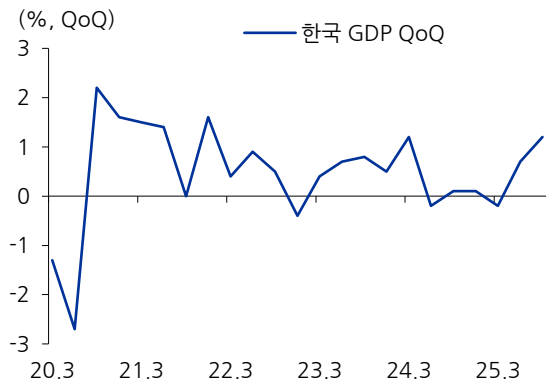
- 10월 국내 금리 상승, 국내 인하 기대 이연과 GDP 호조, FOMC 등 금리에 다양한 악재에 노출.
- 3분기 GDP 실적과 한-미 관세협상, 미-중 관세협상 등 반영해 한은 11월 경제전망 성장률 상향 예상.
- 한-미 협상 예상 범위 타결, 대중 펜타닐 관세 인하 등 기존 한은 시나리오보다 긍정적인 상황.
- 그 외 반도체 수출, 내수심리 회복 및 주식시장 강세 등 경기 상방 요인 존재.
- 관세협상 후 환율 안정 중이나 금융 안정을 기대할 수준 아님. 부동산이라는 큰 산도 남아있음.
- 경기 방어적 성격의 인하 필요성 계속 약화 중. 현재 금리, 레벨 외에 호재 없는 상황. 추가 금리 상승 전망.

10 월 금리, 빠른 상승



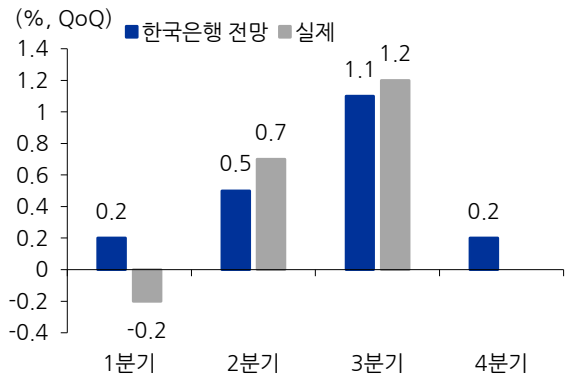
자료: 금융투자협회, 유진투자증권

3 분기 GDP 호조로 금통위 인하 기대 추가 축소



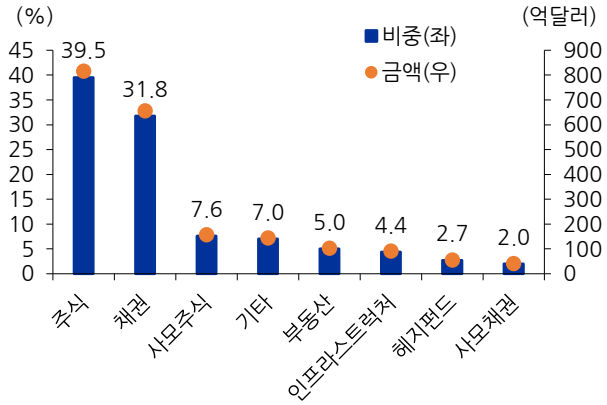
자료: 한국은행, 유진투자증권

한은 분기별 전망치 상회, 11 월 전망 상향 예상



자료: 한국은행, 유진투자증권

대미투자, 나쁘지 않은 수준에서 합의되며 환율 안정



자료: KIC, 유진투자증권

10 월 국내 금리가 상승한 이유

국내 인하 기대 이연과 GDP 호조 FOMC 등 금리에 다양한 악재

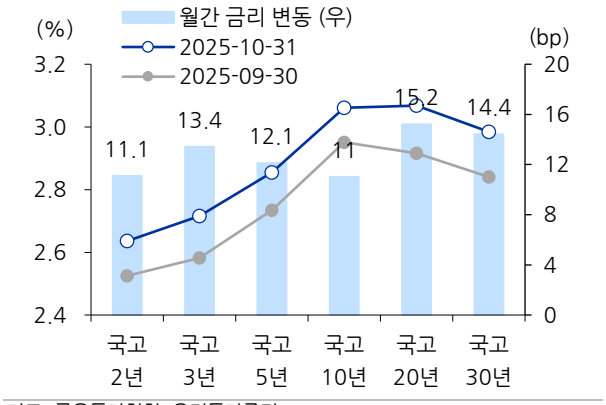
10 월 간 국내 금리 상승이 가팔랐다. 국고 3 년 금리는 2.70%을, 10 년 금리는 3.05%을 넘어섰다(국고 3 년 전월 대비 +13.4bp, 10 년 +11bp). 그 요인은 매우 다양했다.

우선 금통위에서 금융 안정을 이유로 기준금리 동결과 함께 추가 인하 시그널에 대해 인색한 태도를 취한 것이 가장 큰 이유였다. 부동산 시장 안정에 대한 한국은행의 의지가 강함을 다시 한번 확인했기 때문이다. 추가 인하의 폭이 마저 재조정됐고, 인하 예상 시기도 내년으로 이연되며 금리는 빠르게 상승했다.

여기에 3 분기 GDP 호조는 한은의 경기 방어를 위한 인하 필요성을 또 다시 약화시켰다. 한국 3 분기 GDP 는 전년대비 1.7% 상승하며 이전치와 예상치를 상회했다. 전분기대비로도 1.2% 상승했다. 한은은 이를 두고 연간 1% 성장률 달성이 가능할 것이라고 예상했다.

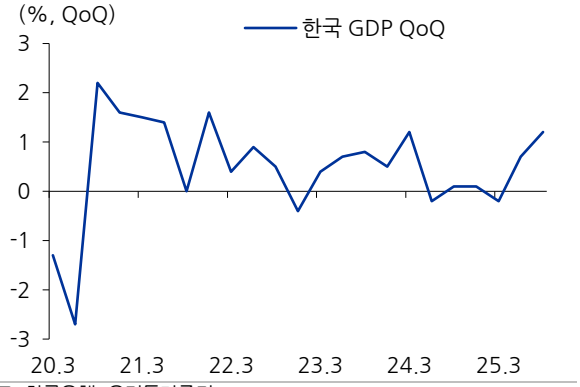
같은 기간, 미국 셧다운과 통계 부재에 따른 고용 우려 및 연준 인하 기대에 미국 금리는 하락했지만, 위와 같은 한국만의 상황은 미국 발 강세 요인보다 우세했다. 이후 FOMC 에서 12 월 인하에 대해 보수적인 태도를 보이며 미국 금리가 반등하면서 국내 금리 상승세는 더 강해졌다.

도표 1. **월간 금리 상승폭 추이**



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

도표 2. **한국 3 분기 GDP, 전기대비 +1.2%**



자료: 한국은행, 유진투자증권

3Q GDP 와 관세협상, 그리고 환율이 통화정책에 미치는 영향

한국은행 11 월 수정 경제전망 올해 & 내년 전망 상향 가능성

현재 한은의 올해 성장률 전망치는 0.9%, 내년 1.6%로 설정되어 있으며 3 분기 성장률은 1.1%, 4 분기 0.2%로 예상했었다. 다가오는 11 월 금통위, 경제전망에서는 3 분기 GDP 실적치를 반영하면서 올해 성장률 전망치를 상향하면서 경기 방어의 역할로서 금리 인하 필요성은 더 약해질 전망이다.

경기 부양 위한 인하 당위성 약화

여기서 기타 다른 가정이 변화가 없다면, 역기저효과로 인해 내년 성장률 전망이 하향되는 것이 보통이나, 이번 전망에서는 내년 전망도 함께 상향될 여지도 있다. 한은 예상보다 반도체 수출, 주식시장 및 내수심리 회복이 호조를 보이는 가운데, 한-미 관세협상 타결뿐 아니라 미-중 관세협상도 긍정적이기 때문이다.

관세협상 한은 시나리오 상 긍정적에 가까워

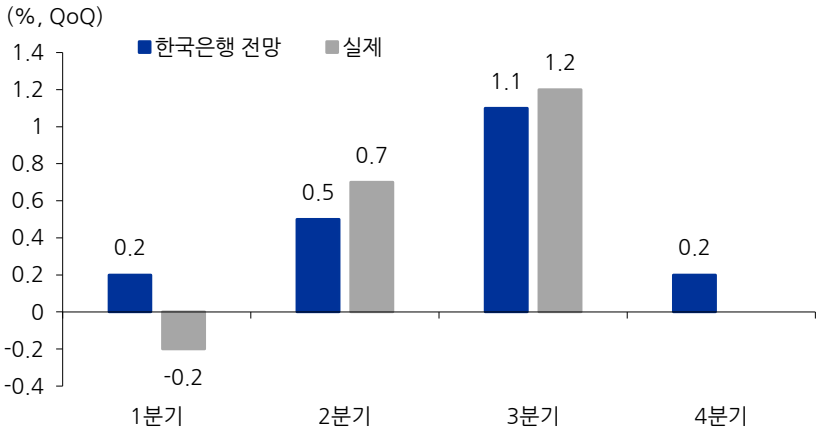
그간 한은의 경기 판단에 있어서 통상 환경은 가장 큰 변수였다. 대미투자를 포함한 이번 한-미 관세협상에 한국은행은 불확실성이 완화됐으며 '굉장히 잘된 협상'이라고 평가했다. 8 월 전망의 기본 전제는 당시 국가별 관세가 지속되는 것이며, 낙관적 시나리오는 대중국 펜타닐 관세(8 월 20%)가 낮아지는 경우가 포함됐다. 현재까지 한-미 협상은 예상 범위에서 타결됐고, 대중 펜타닐 관세는 30 일 정상회담에서 10%로 인하됐다. 믿을 수는 없으나 트럼프는 중국 정부의 펜타닐 단속 경과를 보고 나머지 10% 관세 철폐 가능성도 거론했다.

환율 안정됐으나 인하 기대할 만큼 금융 안정을 초래하지 않아

한편 한-미 관세 협상 후 원/달러 환율은 1,420 원대까지 하락했다. 대미 투자를 위한 자금조달 우려가 완화됐기 때문이다. 이번 협상으로 한국은 총 3,500 억달러의 대미 투자 중 직접투자가 2,000 억 달러이며 연간 200 억달러 한도 / 10 년 분납으로 이루어진다. 정부는 직접투자 금액을 KIC, 한국은행 등이 보유한 외화자산 운용 수익으로 충당하고, 부족한 경우 국제금융시장에서 조달할 것으로 밝히면서 외환시장에서의 직접적인 달러 조달을 피한다는 방침을 발표했다.

금통위 당시 기준금리를 동결해야 하는 이유 중 하나는 환율이었다. 관세 협상이 지지부진하면서 환율이 빠르게 상승함에 따라 금융 불균형이 배가됐기 때문이다. 이번 협상 후 환율이 안정세를 되찾는 것은 다행이나, 이로 인해 채권시장의 인하 기대가 늘어난다고 볼 수는 없다. 이번 협상 결과는 채권시장에는 호재라고 볼 수 없다. 현재 국내 채권시장에서 보이는 호재는 레벨뿐이다. 이마저도 연말이 다가와 리스크 관리가 중요해진 시점에서 금리를 하락시키기에는 부족한 재료다. 취약해진 투자심리로 국고 금리는 10bp 이상 오버슈팅이 가능하다.

도표 3. **한국은행 분기별 성장률 전망치와 실제치**



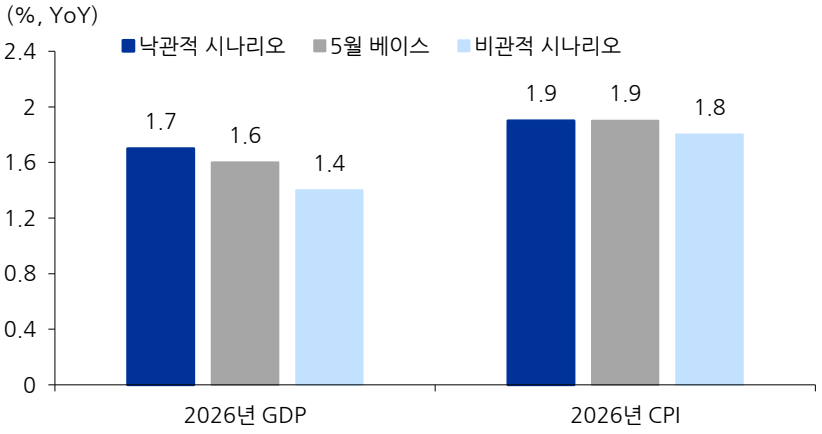
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 4. **한국은행 관세 시나리오**

	주요 내용
기본	▸현재 상호관세 및 품목관세가 유지 (반도체·의약품 관세는 내년 이후 15% 부과) ▸美**평균관세율**: 18% (**26년말**) 對**중국 평균관세율**: 45% (**26년말**) 對**한국 평균관세율**: 16% (**26년말**)
낙관	▸중국·캐나다·멕시코 관세 인하 ▸美**평균관세율**: 15% (**26년말**) 對**중국 평균관세율**: 25% (**26년말**)
비관	▸중국·캐나다·멕시코 등과 협상이 결렬되어 관세가 올라가고, 상대국은 보복관세로 대응 ▸美**평균관세율**: 25% (**26년말**) 對**중국 평균관세율**: 59% (**26년말**)

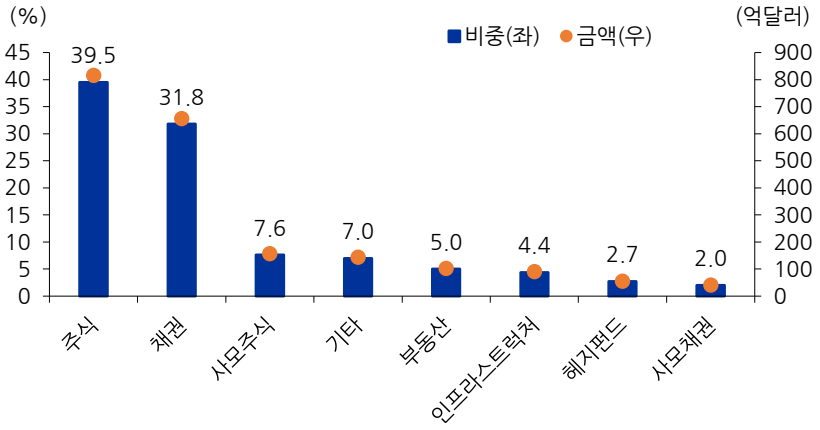
자료: 한국은행, 유진투자증권 /8월 경제전망 기준

도표 5. **한국은행 시나리오별 성장률 전망치**



자료: 한국은행, 유진투자증권
주: 베이스 : 현재 상호관세 & 품목관세 유지 및 반도체, 의약품 관세는 내년 이후 15% 부과
낙관: 중국, 캐나다, 멕시코 관세 인하. 미 평균 관세율 15% & 대중 평균관세율 25% 가정
비관: 중국, 캐나다, 멕시코 등 협상 결렬 후 관세 상향 + 보복관세. 미 평균관세율 25%, 대중 평균관세율 59%

도표 6. **KIC 외화자산 비중 및 금액**



자료: KIC, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다