

금리인하기의 채권투자전략

Fixed Income Strategy

신동준 02.2014.1768
dongjun.shin@hdsrc.com

금리인하 시점까지 1년 이하 단기를 비중확대, 인하 직후 지표물 매수

- 당분간 국내경기의 방향성은 아랫쪽일 가능성이 높다. 그러나 인플레이 우려와 정책 시그널링을 무시하고 서둘러 금리를 인하해야 할 만큼 현재의 경기둔화 강도가 심각한 상황은 아니다. 5월 금통위에서는 기준금리를 동결하면서 통화정책방향 발표문을 통해 구체적인 인하 시그널링을 줄 것으로 예상된다.
- 실질기준금리로 판단할 때 현재의 경기, 물가에 기준금리 5.0%는 적절한 수준이다. 1,000원 위로 올라선 USD/KRW 환율까지 고려하면 통화완화는 이미 자연스럽게 진행 중이다. 당국의 강력한 정책의지를 고려하더라도 연내 금리인하는 최대 두차례, 50bp를 넘지 않을 것이다.
- **Strategy:** 금리인하 시점까지 1년 이하 단기를 비중을 확대하되 인하 직후부터는 3, 5년 중심의 지표물 매수를 권고한다.
- 1) 금리인하를 기정사실화한 이후 실제 금리인하 시점까지는 1년 이하 단기물이 매력적이다. CD금리도 하락이 예상된다. 그러나 추가 인하에 대한 확신이 부족한 만큼 금리하락폭은 크지 않을 것이다.
- 2) 예상과 달리 한국은행의 매파적 스탠스로 금리인하 기대가 소멸되며 급반등할 경우 curve는 steep될 것이다. 단기물 비중이 높은 만큼 상대적으로 손실폭 축소가 기대된다. 2004년의 사례를 고려할 때, 급반등시 기준금리 대비 +15bp 내외가 매수가능한 수준이다.
- 3) 금리인하 직후에는 3, 5년 중심 지표물로 교체하는 것이 바람직하다. 추가 금리인하 기대는 예상보다 빠르게 반영될 가능성이 높다.
- 4) 금리방향과 관계없이 10년 이상 장기물의 매력은 낮다.

금리인하에 대한 시각

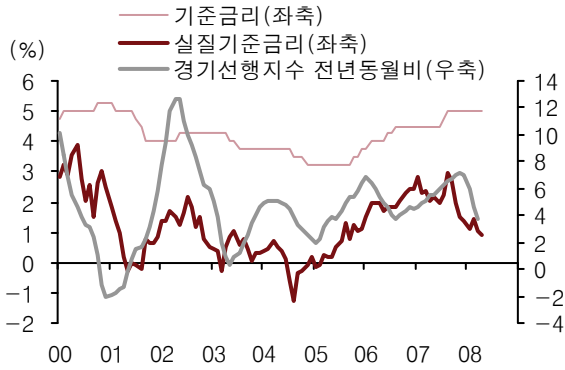
실질기준금리 고려시 현재의 기준금리 5.0%는 적절한 수준

둔화국면에 진입한 국내 경기상황에 비추어볼 때 현재의 기준금리 5.0%는 높아 보인다. 기준금리를 2000년 이후 내수증가율과 비교한다면 약 100bp까지도 높다고 볼 수 있다. 그러나 인플레이를 함께 고려하면 판단은 달라진다. 기준금리에서 소비자물가상승률을 차감한 실질기준금리로 비교할 경우 현재의 경기, 물가에 기준금리 5.0%는 적절한 수준이다. 내수증가율 대신 경기선행지수 전년동월비나 경기동행지수 순환변동치, 소비자판매증가율 등과 비교해도 결과는 동일하다.

4월 소비자물가상승률이 전년동월비 4.1%까지 상승함에 따라 실질기준금리는 0%대로 진입했다. 1,000원 위로 올라선 USD/KRW 환율까지 고려하면 2007년 하반기 이후 통화완화는 이미 진행 중이다.

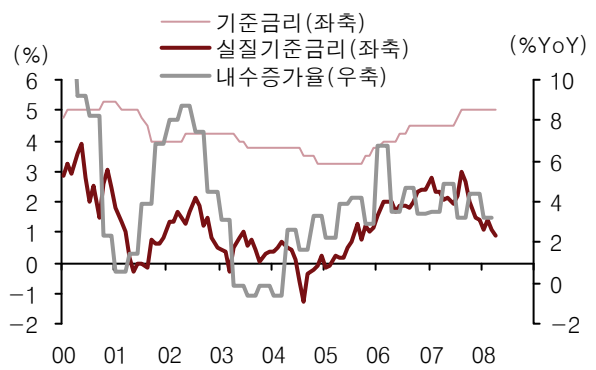
인플레이가 상승하면서 경기가 하강할 때의 정책조합은 원화가치 하락을 통해 경기둔화 속도를 늦추되, 유동성은 환수하고(태화개입) 기준금리는 점진적으로 인상하여 인플레이를 억제해야 한다. 그러나 국제유가 급등 등 공급충격이 동반되어 경기위축이 우려될 경우에는 금리인상 속도를 늦춤으로써 자연스럽게 실질금리 하락에 따른 통화완화를 용인하는 경우가 있다.

그림 1> 경기선행지수와 실질 기준금리



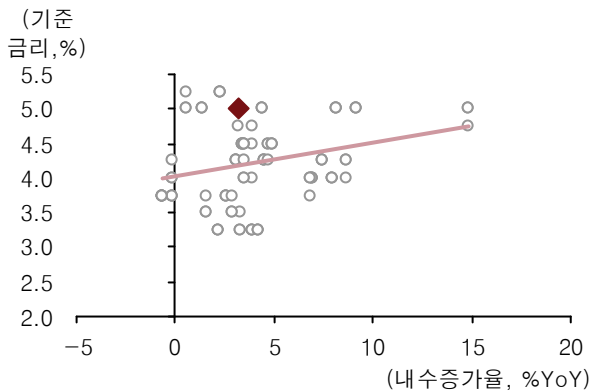
자료: 통계청, 한국은행, 현대증권

그림 2> 내수증가율과 실질기준금리



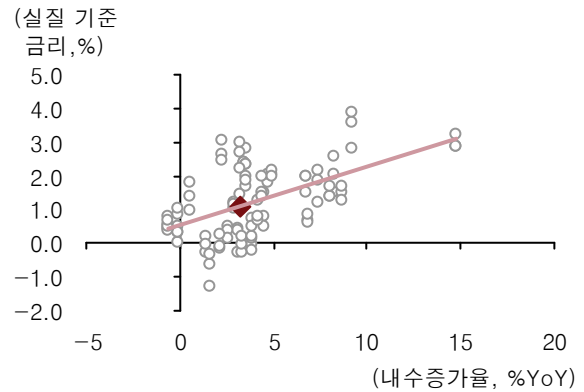
자료: 한국은행, 현대증권

그림 3> 내수증가율과 기준금리



자료: 한국은행, 현대증권
주: 붉은 점은 2008년 3월 현재

그림 4> 내수증가율과 실질기준금리



자료: 한국은행, 현대증권
주: 붉은 점은 2008년 3월 현재

5월 기준금리 동결 및 인하 시그널링 예상

편더멘털 여건상 기준금리 인하의 여지는 그다지 높지 않다. 그러나 당국의 정책의지와 판단이 물가가 다소 오르더라도 성장을 통해 이를 충분히 커버할 수 있다는 데에 있다면 시장참가자로서 취해야 할 전략은 현실적으로 달라질 수 밖에 없다.

3월 산업활동동향과 1/4분기 GDP를 통해 나타났듯이 당분간 국내경기의 방향성은 아랫쪽일 가능성이 높다. 그러나 인플레이 우려와 정책 시그널링¹을 무시하고 서둘러 금리를 인하해야 할 만큼 현재의 경기둔화 강도가 심각한 상황은 아니다.

¹ [보도참고자료] 통화정책방향 발표문 기술방식 개선, 한국은행, 2007.7.12, "정책 시그널링 등을 위해 필요하다고 판단되는 경우 통화정책기준에 대한 금융통화위원회의 평가를 추가적으로 제시"

**인하 폭은 연내 최대
50bp를 넘지 않을 것**

따라서 5월 금통위에서는 기준금리를 현수준인 5.00%로 동결하면서 통화정책방향 발표문을 통해 구체적인 인하 시그널링을 주는 수순을 밟을 것으로 예상된다. 그러나 당국의 강력한 정책의지를 고려하더라도 연내 금리인하는 최대 두차례, 50bp를 넘지 않을 것이다.

Strategy:

금리인하 시점까지 1년 이하 단기를 비중확대, 인하 직후 지표물 매수

**2004년 하반기와 유사한
환경**

물가가 급등하고 있지만 적극적 경기부양 차원에서 재정지출 확대와 금리인하가 검토된다는 점, 시장참가자들이 두차례 이상의 인하를 확신하지 못하고 있다는 점에서 현재의 상황은 2004년 하반기와 닮았다. 2004년, 금리인하에 반대하던 한국은행은 8월과 11월 두차례에 걸쳐 콜금리를 전격 인하하였고 실질콜금리는 6개월 이상 마이너스권에 머물렀다. 이는 2005년 이후 과잉유동성 문제를 야기하면서 부동산 등 자산가격과 채권금리의 급등으로 나타났다.

또한 국내 경기선행지수 전년동월비는 2004년 4월부터 하락하였고, 소비자물가상승률은 8월 4.8%까지 급등했다. 국제유가는 상반기 U\$30대에서 하반기 U\$50대로 급등하였다. FRB는 6월말 1%에 머물던 연방기금금리를 13개월 만에 인상하였고, ECB는 연중 내내 금리인하를 검토했지만 결국 인하는 없었다. KOSPI는 8월 금리인하를 기점으로 하락을 멈추고 대세상승을 이어갔다. 차이가 있다면, 글로벌 달러약세로 USD/KRW가 폭락하면서 소비자물가상승률이 연말 3.1%까지 하락하는 등 정책조합상 금리인하의 여지가 존재했다는 점이다.

**금리인하 기정사실화 이후
실제 인하까지의
사례에 주목**

2004년 8월12일 첫번째 금리인하 직전의 국고3년-콜목표 금리의 스프레드는 29bp였다. 그만큼 시장의 인하 기대는 낮았다. 주목해야 할 기간은 첫 인하 후 추가인하를 기정사실화하면서 스프레드를 -10bp까지 역전시켰던 단기저점(2004.10.5)부터이다. 공교롭게도 지난 주말(2008.5.2) 스프레드도 -10bp였다. 10월5일 이후 실제로 금리가 인화된 11월11일까지의 curve를 보면 1년 이하 단기물 금리의 하락폭이 가장 컸다. 전체적으로 하락폭이 크지는 않았는데 이는 추가 인하에 대한 확신 부족 때문일 것이다.

짧지만 강한 반등도 있었다. 10월5일 단기저점 직후 열린 10월 금통위에서 한은총재는 콜금리를 동결하면서 추가인하 시 자산가격 버블이 우려된다고 경고하였다. 국고3년 금리는 콜금리 목표 대비 +18bp인 3.68%(10월8일)까지 급반등하였고 curve는 전구간에서 bearish steepening이 나타났다.

투자전략

시사점과 투자전략은 다음과 같다.

- 1) 금리인하를 기정사실화한 이후 실제 금리인하 시점까지는 1년 이하 단기물이 매력적이다. CD금리도 하락이 예상된다. 그러나 추가 인하에 대한 확신이 부족한 만큼 금리하락폭은 크지 않을 것이다.
- 2) 예상과 달리 한국은행의 매파적 스텐스로 금리인하 기대가 소멸되며 급반등할 경우 curve는 steep될 것이다. 단기물 비중이 높은 만큼 상대적으로 손실폭 축소가 기대된다. 2004년의 사례를 고려할 때, 급반등 시 기준금리 대비 +15bp 내외가 매수가능한 수준이다.
- 3) 금리인하 직후에는 3, 5년 중심 지표물로 교체하는 것이 바람직하다. 추가 금리인하 기대는 예상보다 빠르게 반영될 가능성이 높다.
- 4) 금리방향과 관계없이 10년 이상 장기물의 매력은 낮다.

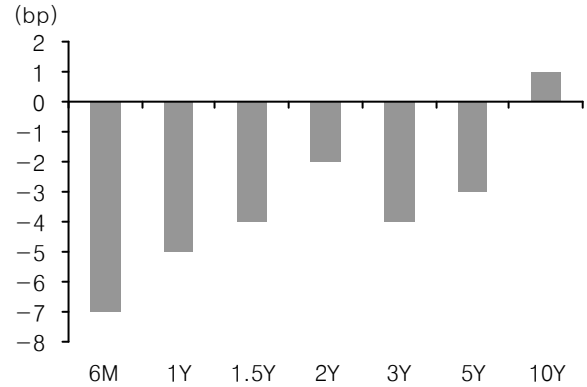
그동안 단기물 하락의 걸림돌이었던 CD금리가 떨어지지 못한 원인은 중목당 편입한도 제한에 걸려있던 MMF의 수요부진이었다. 지난 1월, 4개월물 중심으로 발행이 집중되었던 만큼 5월 이후 매수여력은 자연스럽게 증가한다. 금리인하 시점까지 1년 이하 단기물에 집중하되 인하 직후부터는 3, 5년 중심의 지표물로 교체를 권고한다.

그림 5> 2004년 하반기 금리인하의 사례



자료: 한국은행, 민평3사 평균

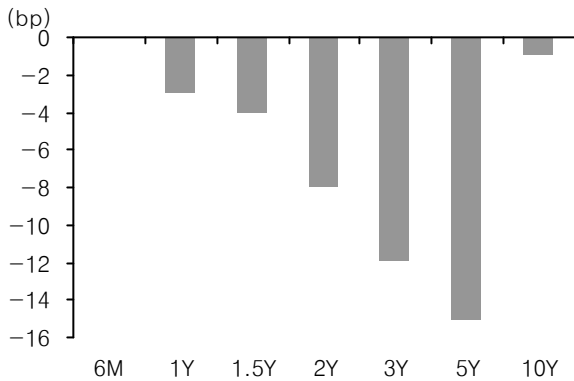
그림 6> 2004년: 금리인하 기정사실화 이후 인하까지 변동폭



자료: 민평3사 평균

주: 10월5일 이후 두번째 금리인하 시점(11월11일)까지 금리변동폭

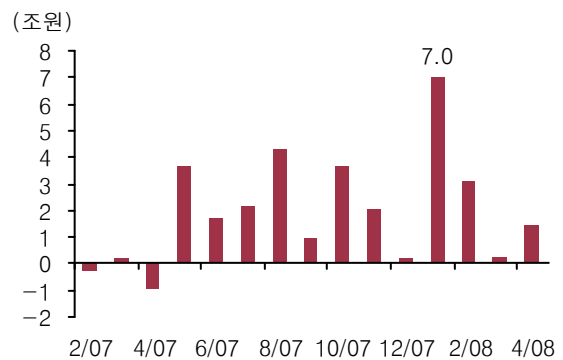
그림 7> 2004년: 두번째 금리인하 직후 최저점까지 변동폭



자료: 민평3사 평균

주: 11월11일 두번째 금리인하 이후 최저치를 기록한 12월7일까지 금리변동폭

그림 8> CD 순발행 1월에 집중. MMF의 매수여력 증가 예상



자료: 한국은행

주: 4월은 25일까지 집계

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.

■ 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

현대증권에서 발간하는 모든 리서치 자료는 현대증권 홈페이지인 www.youfirst.co.kr의 [투자정보] 메뉴를 통해서 조회하실 수 있습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 특정 증권의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 이 보고서의 내용은 당사가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것은 아니며 따라서 그에 의존하여 투자 결정을 내려서는 안될 것입니다. 이 보고서에 포함된 의견이나 전망은 해당일 당시 당사의 전문적인 판단을 반영하는 것이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 당사는 이 보고서의 내용에 의존하여 행해진 누구의 어떠한 행위로부터 발생하는 결과에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 이 보고서는 투자에 관해 전문적인 경험을 가진 분들을 위한 자료이며 증권매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에 먼저 통보하여 당사의 동의를 얻으시기 바랍니다.