

Fixed Income Comment

7월 금통위 Preview: 선반영된 매파적 메시지

- 7월 금통위, 부동산 가격 상승 우려에 만장일치 동결 전망. 단, 성장 둔화로 대부분의 금통위원이 추가 인하에 동의. 3개월 내 금리인하 전망 위원 수 6명 중 4명 이상 예상
- 하반기 금통위의 초점은 다시 경기 부양으로 옮겨 갈 전망. 민간소비 회복이 하반기 성장의 대부분을 견인하겠지만 순수출 기여도 하락, 투자 부진 등이 성장률 하락 요인
- 미국 감세 법안의 채권시장 영향은 제한적이었음. 관세 협상 관망세 지속, 미 장기금리 횡보 전망. 8월 금통위 전까지 단기금리 변동성 유의하며 원화채 듀레이션 확대 추천

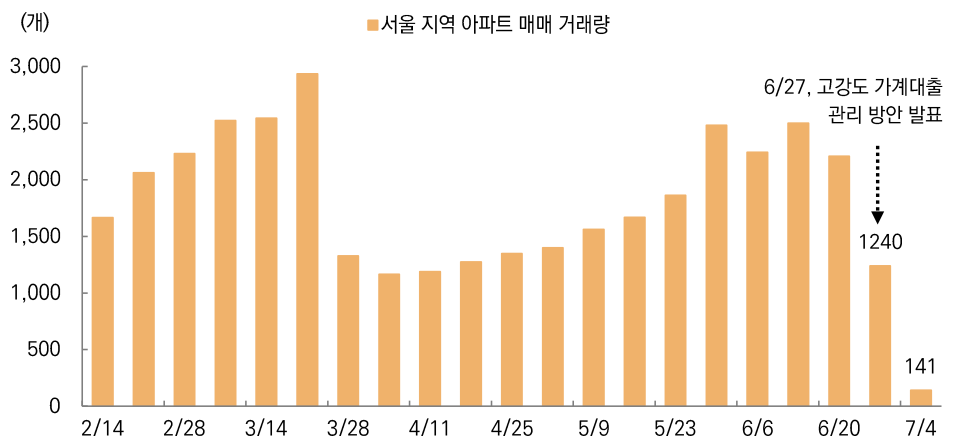
금융안정 위험 경계, 추가 인하 옵션은 열어 둘 것

7월 금통위는 2.50%에서 만장일치 금리 동결을 단행할 전망이다. 이번 회의의 주요 관전 포인트는 1) 포워드 가이던스(3개월 내 금리 인하 전망 위원 수), 2) 두 차례 추경의 성장률 부양 효과에 대한 금통위의 판단, 3) 수도권 부동산시장, 경기 흐름 등을 고려한 금통위의 향후 금리 인하 예상 횟수로 정리했다.

최근 한은 총재는 향후 금리 인하 속도와 시기를 결정할 때 금융안정 리스크에 유의할 것 이라고 언급했다(7/2 발언). 수도권 지역의 주택가격 상승세가 가파른 상황에서 금리 인하 기대가 추가적인 집값 상승을 자극할 수 있다고 판단했기 때문이다. 6/27일 정부에서 가계 대출 관리 방안을 발표했으며 금통위는 대출 규제 등의 정책 효과를 점검하겠다는 입장을 나타낼 전망이다.

6월말 대출 규제가 발표된 후 서울 지역 아파트 매매 거래량은 전주대비 90% 가량 급감했다(그림1). 금융권의 가계대출 총량목표 감축, 정책대출 감소 등이 동반되면서 주택 거래가 감소함에 따라 가계대출 증가세도 빠르게 둔화될 가능성이 높다. 7월부터 고강도 대출 규제가 적용되며 부동산시장은 점차 안정될 전망이다.

그림 1. 7월초 서울 아파트 매매 거래량 전주대비 90% 가량 감소



자료: 국토교통부 실거래가 공개시스템, 미래에셋증권 리서치센터

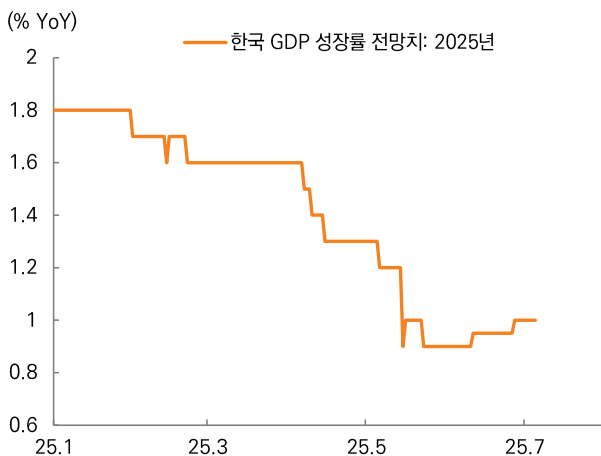
한은 총재가 금융안정 위험을 통화정책 결정에 고려하겠다고 언급하자 최근 일각에서 금리 인하 시점이 4Q로 이연될 수 있다는 주장이 제기됐다. 또 추경이 편성되면서 경기 우려가 완화된 점도 추가 인하 기대를 낮추는 요인으로 작용했다. 한국 성장률 전망치는 관세정책 발표 후 0.9% YoY까지 하향 조정됐지만 하반기 추경안이 발표되자 1%까지 상향됐다(그림 2). 한은 총재도 추경이 성장률에 0.2%p의 제고 효과를 초래할 것이라고 추정했다. 2Q들어 소비심리를 중심으로 경제심리지수가 반등한 점도 하반기 경기 회복을 시사한다.

당사의 경우 대출 규제 정책이 하반기 중 가계대출 증가세 둔화를 견인할 가능성이 높다고 판단한다. 수도권 부동산 가격 안정이 확인된 후 하반기 금통위의 관심은 다시 경기 부양에 초점을 맞출 가능성이 높다. 5월 금통위 의사록에서 확인했듯, 대다수의 위원들이 낮아진 성장세에 대응하기 위해 추가 금리 인하가 필요하다는 의견에 동의하고 있다. 포워드 가이던스에서는 5월 금통위와 비슷하게 6명 중 4명 이상의 위원들이 금리 인하를 전망하며 추가 인하 가능성을 열어 둔 전망이다.

한은 전망과 비슷하게 두 차례의 추경 집행에 따른 소비심리 개선 등에 연말까지 민간소비는 전년대비 1% 중반 수준으로 반등하는 흐름을 예상한다. 하반기 민간소비가 전분기대비 연율 2% 후반의 속도로 증가하는 경로이며 소비의 증가가 하반기 성장률의 대부분을 견인하는 흐름이다. 그러나 순수출의 성장률 기여도가 구조적으로 낮아지고 있으며 관세 불확실성에 따른 기업의 고용 창출 부진 장기화 및 신규 투자 여력 제한 등이 경기 회복을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다. 당사는 8월 금통위 금리 인하 전망을 유지한다.

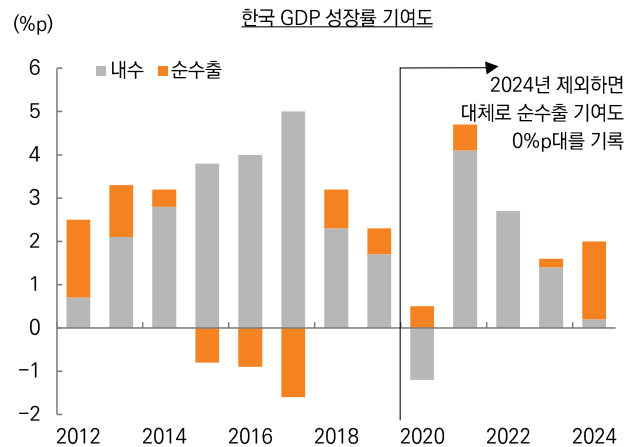
2% 초반을 중립금리로 추정할 때 여전히 2.50%의 기준금리는 0%대 성장률 전망 대비 긴축적이라고 판단된다. 중립금리를 향해 금리 인하 기초가 지속될 것으로 판단하는 이유다. 다만, 8월 금통위 전까지 부동산시장 가격 추이, 한은 총재의 매파적 발언 등으로 단기금리 변동성이 확대될 수 있음에 유의할 필요가 있다. 금통위 전후 금리 반등 시 듀레이션 확대 대응을 추천한다.

그림 2. 한국 성장률 전망치 1%로 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 순수출 기여도 하락세



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

부채한도 증액 영향 제한적, 관세 협상과 인플레이 흐름이 핵심

현지시간 7/4일 감세 연장 법안(OBBBA)이 하원에서 218:214로 통과된 후 트럼프 대통령이 동 법안에 서명하면서 공식적으로 감세법안이 발효됐다. 기본적으로 2025년에 만료 예정이었던 2017년 감세 조치를 영구적으로 연장하고, 중산층 및 가계에 대한 세금 감면 조치가 주요 내용이다(표1 참고). 해당 법안과 함께 부채한도도 5조달러로 상향 조정되면서 부채한도 증액도 완료됐다.

재무장관이 현재 장기금리 수준에서는 이표채 발행을 더 늘리지 않을 것이라고 언급했던 점을 감안하면 하반기 미국채 발행은 T-bill 위주로 증가할 전망이다(그림4). 연준 SLR 규제가 완화되면서 총 익스포저가 추가로 확대될 수 있다는 점에서 시중은행의 추가적인 미국채 투자 여력이 확보될 수 있다. 또 4.3%대의 T-bill 금리는 대부분 2%대 초반에 형성돼 있는 은행 조달금리 대비 투자 시 레벨 메리트가 높다. 하반기 미 국채 수급 부담은 크지 않다고 판단된다.

2025년 1Q 기준 8개 대형은행의 자본 규모는 1.09조달러이며 평균 보완적 자본비율(SLR)이 6.1%였던 점을 감안하면 총 익스포저는 16.5조달러로 추정된다. 대출과 지준 및 기타 현금 등을 제외하면 총 익스포저에서 미 국채가 차지하는 비중은 32% 정도이며 완화된 SLR 비율은 보수적으로 4.5%로 가정했다. 시중은행들의 자본 규모가 1Q와 동일하다고 가정하면 총 익스포저는 5.8조달러 가량 증가한다. 국채 투자 비중을 고려할 때 대형은행은 대략 1.9조달러 규모의 미 국채를 추가로 투자할 수 있는 여력이 확보된다(그림5).

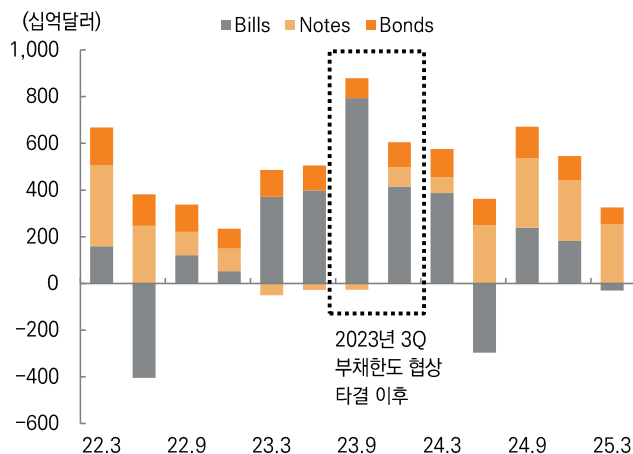
현재 미국 금리 선물시장은 연내 2차례 이상의 금리 인하를 80% 수준으로 반영하고 있다. 연준 금리 인하 기대를 선반영한 미 국채 10년 금리는 인플레이 지표와 트럼프 정부 인사들의 발언에 따라 4.3%를 중심으로 횡보하는 흐름을 예상한다. 3Q 인플레이 흐름과 관세 협상을 관망하며 미 국채 장기금리 추가 하락 여력은 당분간 제한될 가능성이 높다.

표 1. 트럼프: "하나의 크고 아름다운 법안(One Big Beautiful Bill Act, OBBBA) 주요 내용

항목	주요 내용
주요 감세조치	- 개인 소득세율 인하 - 법인세 최고세율 인하 - 표준소득공제 및 자녀 세액 공제 확대 - 연소득 15만달러 근로자 팁 및 초과근무수당 면세 - 주, 지방세(SALT) 공제 한도 연소득 50만달러 미만 납세자에 대해 5년간 4만달러로 인상
전임 행정부 등에서 추진한 지출 축소	- 메디케이드 관련 지출 삭감 - 푸드 스탬프(저소득층 식료품 지원) 복지 예산 감축 - 청정에너지 세액공제 단계적 폐지 - 전기차 구입 및 전기차 충전 세액공제 종료
불법 이민자 차단, 추방	- 국경안보 등에 1,700억달러 투입 - 미국-멕시코 국경 장벽 건설 465억달러 - 4년 간 45억달러 투입해 10만개의 구금시설 확대 등
국방비 확대	- 국방 관련 예산 1,500억달러 증액
기타	- 연방정부 부채한도 5조달러로 상향 - 반도체법에 따른 미국 내 시설, 장비 투자에 대한 세액 공제 기존 25%에서 35%로 확대

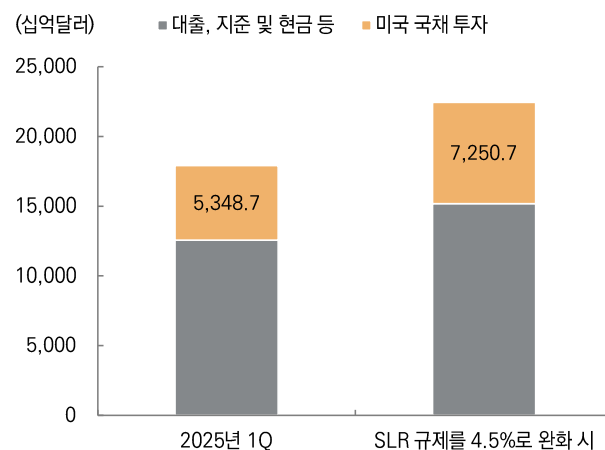
자료: 미국 의회예산국(CBO), 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 부채한도 협상 후 T-bill 순발행 8천억달러 수준으로 증가



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SLR 규제 완화 시 미 국채 투자 2조달러 가량 확대 가능



자료: SIFMA, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.