

Fixed Income Comment

[1월 금통위] 인하 스탠스 유지

- 금통위, 경기 우려에도 환율 변동성 고려해 금리 동결. 금통위원 6인 모두 향후 3개월 내 인하 가능성 열어 둬. 또 올해 성장률이 11월 전망(1.9%)을 하회할 가능성 시사
- 2월 금통위 금리 인하 및 연말 기준금리 2.25% 전망. 트럼프 취임 이후 대외 불확실성 완화 및 연준 금리 인하 기대 회복 예상. 환율 변동성 점차 완화 전망
- FOMC 의사록에서 언급된 시장 기반 물가 둔화를 고려할 때 연내 2회 이상 연준 금리 인하 전망. 한국도 금리 인하 하단 충분히 열어 둘 필요. 원화채권 듀레이션 확대

금통위, 환율 고려해 동결 결정

1월 금통위는 3.00%에서 동결을 결정했고 1명의 금통위원이 인하 소수의견을 제시했다. 통방문에서는 “작년 및 올해 성장률이 11월 전망치(24년 2.2%, 25년 1.9%)를 하회할 가능성이 크다”고 전망했다. 또 “높아진 환율이 인플레이션 상방 요인으로 작용할 수 있다”는 문구가 추가됐다. 금리를 동결했음에도 불구하고, 성장의 하방 위험을 언급한 것이 도비쉬하게 해석되며 통방문 발표 직후 국고채 금리는 크게 하락했다.

기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 경기 부진하지만 이번에는 대외 신인도 등을 고려해 금리 동결을 결정, 2) 6명의 금통위원 모두 향후 3개월 내 금리를 인하하는 것이 필요하다고 평가, 3) 소비와 내수 및 건설 경기가 예상보다 부진, 4) 현재의 환율 상승에는 정치적 요인이 포함돼있기에 향후 정국 안정이 중요하다고 생각, 5) 작년과 달리 현재 가급적 빨리 추경을 단행할 필요성 커졌고 규모는 15조원~20조원이 적절해 보임, 6) 현재 기준금리 3%는 대외 환경을 고려하지 않은 중립금리 밴드 상단보다 조금 높은 수준이라고 판단.

2월 금통위 금리 인하 및 연말 기준금리는 2.25%를 예상한다. 1) 미국 디스인플레이션이 재확인되며 연준 금리 인하 기대 회복이 환율 변동성 완화에 기여, 2) 국내 고용시장 부진으로 내수 경기 둔화 지속, 3) 금통위원 전원이 금리 추가 인하 필요성에 동의하고 있으며 총재도 현재 기준금리를 제약적이라고 평가하고 있는 점이 주요 근거다. 3Q까지 분기당 1회씩 금리 인하를 전망한다.

금리 인하 하단에 대한 판단

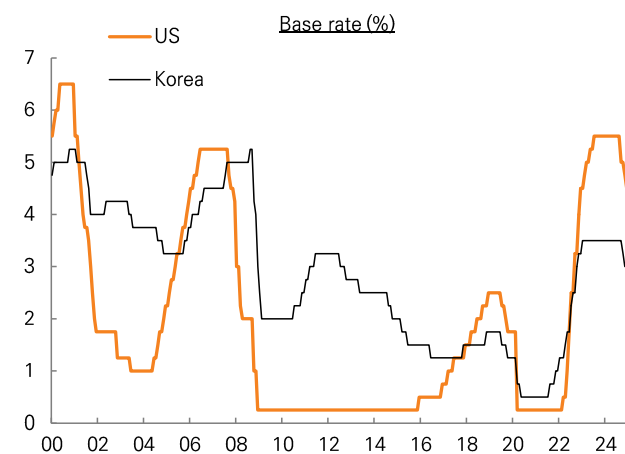
이번 금통위 금리 동결의 배경은 환율 변동성 심화였다. 한은 총재는 환율 상승에 대내외 요인이 복합적으로 영향을 미쳤으며, 달러환율이 1,470원을 유지한다면 인플레이 상방 압력으로 작용할 것이라고 평가했다. 트럼프 2기 정책에 대한 금융시장의 경계심과 미국 디스인플레이션 흐름이 정체되며 달러 강세를 견인했다. 그러나 12월 미국 CPI에서 주거비 및 슈퍼코어 서비스 인플레이션 둔화가 코어 인플레이션 안정에 기여했다. 임금 상승 압력도 완화 중이다. 연준 금리 인하 기대가 회복되며 달러환율도 서서히 안정될 전망이다.

미국에 비해 국내 고용시장 위축은 장기화되고 있다. 12월초부터 정치적 불확실성이 심화되며 국내 소비심리가 급락했고 20~54세 핵심 연령층 고용은 10개월 연속 전년대비 감소세를 유지하고 있다. 코어 인플레이션이 4개월 연속 1%대 후반을 지속 중이며 소비를 비롯한 내수 경기 둔화는 코어 인플레이션 추가 하락 요인이다. 중립 수준을 향해 기준금리 인하 기대감은 지속되며 국내 금리 하향 안정에 기여할 전망이다.

금통위에서 한은 총재는 경기 부양을 위해 추경 필요성을 언급했다. 올해 성장률에 대해 당사는 한은 전망(1.9%) 보다 낮은 1.6%를 예상한다. 수출 증가세가 둔화되고 내수 구성 항목 중에서는 민간소비 둔화 압력이 높아질 전망이다. 성장률 방어 및 세수 부족 대응을 위해 추경 편성 가능성이 높다고 판단하지만 국내 정치적 교착 상태가 지속되고 있다. 상반기 이른 시점에 추경이 논의될 가능성은 크지 않다고 본다. 대외 불확실성이 완화되면 상반기 금통위 통화정책은 경기 부양에 초점을 맞출 것이다.

금통위 정책 결정의 변수는 상반기 연준 매파적 스탠스 강화 여부다. 12월 FOMC 의사록에서 시장 기반 물가(market-based price)가 논의되며 실제 인플레이 상방 압력이 지표에서 보이는 것만큼 크지 않을 가능성이 언급됐다. 연준 금리 인하에 대해서는 연내 2차례 이상을 전망한다. 더불어 국내 인플레이션 하락 속도가 빠르고 저성장 우려가 지속되는 점을 고려할 때 금리 인하 하단에 대해서도 충분히 더 열어 둘 필요가 있다. 원화채권 듀레이션 확대의 견을 유지한다.

그림 1. 한국은행, 금리 동결 결정



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. CPI 발표 이후 달러환율 반락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향문 비교

구분	11월 통화정책방향문	1월 통화정책방향문
세계경제	- 세계경제는 미국 신정부의 경제정책 향방에 따른 경기 및 인플레이션의 불확실성이 증대되었다. 국제금융시장에서는 주요국의 정책금리 인하 기조가 이어졌지만 미 장기 국채금리가 큰 폭 상승하고 달러화도 상당폭 강세를 나타내었다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국 신정부의 경제정책 추진양상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.	- 세계경제는 <u>국가별로 경기 흐름이 차별화되는 가운데</u> 미국 신정부의 경제정책 향방 및 <u>연준의 금리인하 속도, 주요국의 정치 상황 등에 따른 성장 및 물가 전망의 불확실성이 증대되었다.</u> 이에 영향받아 국제금융시장에서는 미 달러화가 강세 흐름을 지속하고 장기 국채금리가 상승하는 등 <u>주요 가격변수의 변동성이 확대되었다.</u> - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국 신정부의 경제정책 추진양상, <u>주요국의 통화정책 및 정치 상황</u>, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.
국내경제	- 국내경제는 내수 회복세가 완만한 가운데 수출 증가세가 둔화되면서 성장 흐름이 약화되었다. 고용은 실업률이 낮은 수준을 보이고 있지만 취업자수 증가규모는 점차 둔화되는 모습이다. - 앞으로도 국내경제는 소비가 완만한 회복세를 이어가겠지만 수출 증가세는 주력 업종에서의 경쟁 심화, 보호무역주의 강화 등으로 당초 예상보다 낮아질 것으로 보인다. 이에 따라 금년 및 내년 성장률이 각각 지난 8월 전망치(2.4% 및 2.1%)를 하회하는 2.2% 및 1.9%를 나타낼 것으로 예상된다. 다만 이러한 성장경로에는 통상환경 변화 및 IT 수출 흐름, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.	- 국내경제는 <u>12월중 수출 증가율이 다소 높아졌으나 소비 회복세가 약화되고 건설투자 부진이 이어졌다.</u> 고용은 취업자수 증가규모가 줄어드는 등 둔화 흐름을 이어갔다. - 앞으로 국내경제는 수출 증가세가 둔화되고 <u>소비심리 위축 등으로 내수 회복세가 예상보다 더딜 것으로 보인다. 지난해 및 금년 성장률은 11월 전망치(24년 2.2%, 25년 1.9%)를 하회할 가능성이 큰 것으로 보이며,</u> 향후 성장경로에는 <u>국내 정치 상황 변화, 정부의 경기대응책, 미 신정부의 정책방향</u> 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.
물가	- 국내 물가는 안정세를 지속하였다. 10월중 소비자물가 상승률이 석유류가격 하락에 따라 일시적으로 크게 낮아져 1.3%를 기록하였으며 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)도 1.8%로 둔화되었다. 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 수준(2.8%)을 유지하였다. - 앞으로 물가상승률은 환율 상승이 상방압력으로 작용하겠지만 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 안정세를 이어갈 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률은 각각 2.3%, 1.9%로 지난 전망치(2.5%, 2.1%)를 하회할 전망이다. 근원물가 상승률은 금년은 지난 전망에 부합하는 2.2%로, 내년은 지난 전망(2.0%)보다 소폭 낮은 1.9%로 예상된다. 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 공공요금 조정 등에 영향받을 것으로 보인다.	- 국내 물가는 안정세를 지속하였다. <u>12월중 소비자물가 상승률이 석유류가격 상승 등으로 1.9%로 높아졌지만</u> 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1.8%로 소폭 낮아졌다. 단기 기대인플레이션율은 2%대 후반 수준을 지속하였다. - 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력 등으로 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상되지만 <u>높아진 환율이 상방요인으로 작용할 것으로 보이며, 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름 등과 관련한 불확실성이 커진 상황이다.</u>
금융시장	- 금융·외환시장에서는 국고채금리가 큰 폭 상승한 미 국채금리와 차별화된 움직임을 보이며 하락하였고 원/달러 환율은 미 달러화 강세에 영향받아 상당폭 상승하였다. 주가는 주요 기업의 실적 전망 둔화 등으로 하락하였다. - 주택가격은 수도권에서는 상승폭이 축소되고 지방에서는 하락세가 이어졌다. 가계대출은 계절적 요인 등으로 증가규모가 소폭 확대되었지만 거시건전성정책의 영향이 이어지면서 주택관련대출을 중심으로 당분간 둔화 추세를 이어갈 것으로 판단된다.	- 금융·외환시장에서는 <u>원/달러 환율이 국내 정치 불확실성 증대, 미 연준의 금리인하 속도 조절 가능성 등의 영향으로 큰 폭 상승하였다. 주가는 상당폭 조정되었다가 금년 들어 반등하였고,</u> 장기 국고채금리는 경기둔화 우려 등으로 하락하였다. - <u>가계대출은 주택거래 감소 등의 영향으로 둔화 추세를 지속하였으며 전국주택가격은 하락 전환하였다.</u>
경제 전망	- 국내경제는 물가상승률이 안정되는 가운데 성장경로의 불확실성은 높은 것으로 판단된다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 흐름이 당분간 이어질 것으로 예상되지만 환율이 높은 변동성을 나타낼 가능성에 유의할 필요가 있다. - 따라서 향후 통화정책은 금리인하가 물가와 성장, 가계부채와 환율 등 금융안정에 미치는 영향과 정책변수 간 상충관계를 면밀히 점검하면서 앞으로의 인하 속도 등을 결정해 나갈 것이다.	- 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가고 있으나 <u>정치적 리스크 확대로 성장의 하방위험이 증대되고 경제전망의 불확실성도 커진 상황이다.</u> 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 추세가 당분간 이어질 것으로 보이지만 <u>환율 변동성 확대가 물가와 금융안정에 미치는 영향에 대해서는</u> 유의할 필요가 있다. - 따라서 향후 통화정책은 <u>국내 정치 상황 및 대내외 경제정책 변화와</u> 이에 따른 물가, 가계부채 및 환율의 흐름을 면밀히 점검하면서 <u>성장의 하방리스크가 완화된 수 있도록</u> 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.
통화정책 운용 방향	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.

자료: 한국은행, 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.