

Fixed Income Comment

[4월 금통위] 연내 3번 인하, 하반기 추경은 변수

- 4월 금통위, 성장 하방 압력 높아졌지만 관세정책 불확실성 높은 점을 고려해 금리 동결 결정. 3개월 내 금리 인하 전망한 위원 6명 전원으로 5월 인하 시그널 전달
- 5월 한은 성장률 전망치는 관세 비관 시나리오 예측치인 1.4%를 하회할 전망. 잠재 수준을 하회하는 성장 둔화에 금리 인하 기대 지속 전망. 5월 인하 및 연말 2.25% 전망
- 경기 둔화, 기대 인플레이 하락에 중립 수준까지 금리 인하 지속 전망. 당분간 관세정책 변화 및 국내 정치 불확실성 국면 지나며 금리 횡보 예상. 듀레이션 확대 전략 유지

5월 인하 시그널 전달

4월 금통위는 2.75%에서 금리 동결을 결정했고 1명의 금통위원이 인하 소수의견을 제시했다. 통상 환경의 불확실성이 높아진 만큼 대내외 여건 변화 경로를 확인할 필요가 있다는 판단에 금리를 동결했다고 밝혔다. 통방문에서는 성장 하방 압력이 높아진 점을 감안해 성장률 전망치 하향 조정 가능성을 시사했다. 5월 금리 인하 시그널 전달, 관세 영향을 확인 후 인하 결정 등 시장 예상에 부합한 금통위에 국내 금리는 단기물 위주로 상승했다.

기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 6명 금통위원 모두 향후 3개월 내 금리 인하가 필요하다고 평가, 2) 미국 금리 인하가 지연될 경우 한국 금리 인하 경로도 영향을 받을 수 있지만 기계적으로 따라가지는 않을 것, 3) 12조원 추경을 집행할 경우 성장률은 0.1%p 제고 효과를 예상, 4) 환율 변동성은 트럼프 정부 관세정책 변화, 미국 인플레이 경로, 국내 정치 불확실성 등에 달렸다고 판단, 5) 연내 3차례 보다 더 많은 금리 인하를 단행할 지 여부는 5월 금통위 경제전망의 성장률 절하 폭을 확인할 것.

5월 금통위 금리 인하 및 연말 기준금리는 2.25%를 예상한다. 5월 경제전망에서 미-중 무역갈등 및 보편관세 10% 부과 등을 반영해 성장률 전망치는 1% 중반을 하회하는 수준으로 하향 조정될 가능성이 높다. 잠재성장률보다 낮은 성장, 국내 기대 인플레이 하락 등을 금리 추가 인하의 근거로 판단한다. 올해 3Q까지 분기당 한 차례 인하 전망을 유지한다.

더 낮은 기준금리 필요, 하반기 추경은 변수

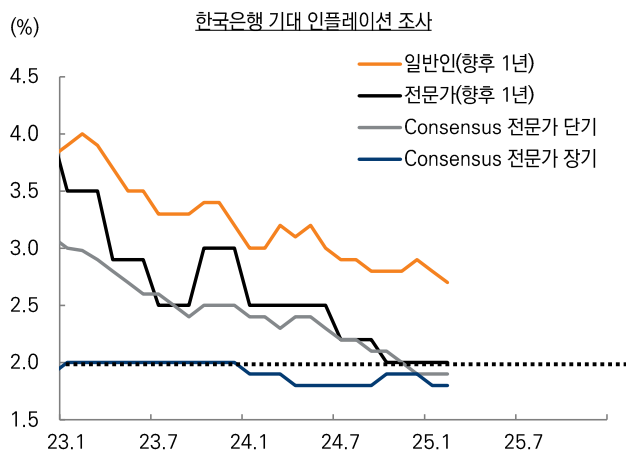
이번 금통위 금리 동결은 관세정책의 경기 영향을 더 분석할 필요가 있다는 판단에서 기인했다. 한은 총재도 언급했듯, 2월 금통위에서 예측한 올해 1.5% 성장률 전망은 예상보다 높은 관세율을 반영하지 않은 수치다. 2월 경제전망에서 한은의 관세 비관 시나리오에서는 올해 성장률이 당초 전망 대비 0.1%p, 내년에는 0.4%p 하향 조정될 것으로 추정했다. 이는 미국의 큰 폭 관세 인상과 상대국의 고강도 보복관세를 가정한 것이다.

미국도 관세 불확실성에 기대 인플레이가 급등했고 트럼프 정부가 주목하는 장기금리도 크게 상승했다. 결국 트럼프 정부는 꾸준히 교역 상대국과 관세 협상을 진행해 갈 가능성이 높다. 그러나 긍정적인 협상 결과를 확인할 때까지는 다소 시간이 필요하다. 또 현재 미국과 중국이 서로에게 부과한 관세율은 100% 이상으로 예상보다 관세율은 매우 높다. 국내 수출 주력 품목인 반도체 관세율도 추가로 발표될 수 있다. 5월 한은의 올해 성장률 전망치는 2월에 제시된 관세 비관 시나리오 전망치였던 1.4%를 하회할 전망이다.

국고 3년 금리가 2.4%를 하회하자 연말 기준금리 수준에 대한 관심도 높아졌다. 총재는 잠재성장률을 2% 혹은 그보다 더 낮은 수준이라고 추정했지만 글로벌 성장 둔화 국면에서 정책을 통해 과도하게 경기를 부양하는 것은 부적절하다는 의견을 밝혔다. 그러나 예상보다 높은 관세 충격과 함께 국내 고용시장 위축 등을 감안하면 올해 잠재성장률을 크게 하회하는 성장세가 예상된다. 잠재 수준을 밑도는 성장률이 예상되는 국면에서 중립 수준까지의 금리 인하는 과도한 경기 부양책이라고 보기 어렵다.

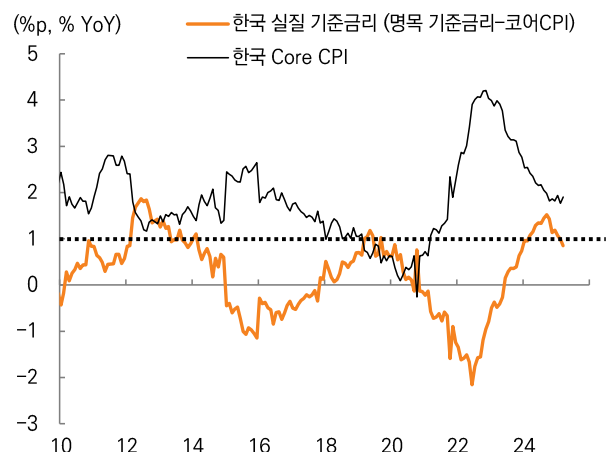
신정부 출범 이후인 하반기에는 경기 부양을 위한 추경 편성 가능성이 높고 그 규모는 시장 예상을 상회할 수도 있다. 당분간 관세정책 협상 진전 여부, 국내 정치 불확실성 국면을 지나며 금리는 횡보 흐름을 예상한다. 그러나 중기적으로는 국내 기대 인플레이 하락, 경기 둔화 우려에 2%의 물가 목표를 하회하는 인플레이 여건이 장기화될 가능성이 높다고 판단한다. 국내 금리 상승 여력이 제한적인 점을 감안해 4~5월 금리 조정 국면에서 원화채권 듀레이션 확대 의견을 유지한다.

그림 1. 낮아진 국내 기대 인플레이션



자료: 한국은행 통화신용정책보고서(2025.3월), 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 경기 부양을 위해 낮은 실질 기준금리 필요



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향문 비교

구분	2월 통화정책방향문	4월 통화정책방향문
세계경제	- 세계경제는 미국 관세정책 등의 영향으로 성장의 하방위험이 확대되고 물가경로의 불확실성도 높아졌다. 국제금융시장에서는 그간 크게 확대되었던 미 신정부 경제정책에 대한 우려가 다소 완화되고 러시아우크라이나 종전 가능성이 부각되면서 미 달러화 강세 흐름이 일부 되돌려지고 주요국의 장기 국채금리는 하락하였다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국의 관세정책 추진 상황, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.	- 세계경제는 글로벌 무역갈등 심화로 성장의 하방위험이 증대되고 물가경로의 불확실성이 높아졌다. 국제금융시장에서는 <u>미국 관세정책의 불확실성이 이어지면서 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다</u>. 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 커지면서 <u>주요국 주가가 큰 폭 하락하였다가 상호관세 유예 등으로 일부 반등하였다</u>. <u>미국 장기 국채금리도 상당폭 하락하였다가 급등하였고, 미 달러화는 큰 폭의 약세를 나타내었다</u>. - 앞으로 세계경제 및 국제금융시장은 <u>미국과 주요국 간 관세협상, 주요국 통화정책 방향, 지정학적 리스크 전개 상황 등에 영향을 받을 것으로 보인다</u>.
국내경제	- 국내 경제상황을 보면 비상계엄 사태에 따른 정치 불확실성 확대, 가상여건 악화 등으로 소비가 부진한 가운데 수출 증가세가 약화되었다. 고용은 주요 업종의 취업자수 감소세가 이어지는 등 둔화 흐름을 지속하였다. - 앞으로 국내경제는 경제심리 위축, 미국의 관세정책 등의 영향으로 내수 회복세와 수출 증가세가 당초 예상보다 낮을 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.9%)를 큰 폭 하회하는 1.5%로 전망된다. 향후 성장경로에는 주요국 통상정책과 미 연준의 통화정책 방향, 국내 정치 상황 변화 및 정부의 경기부양책 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.	- 국내 경제상황을 보면, <u>정치 불확실성 지속, 통상여건 악화 등으로 내수와 수출이 모두 둔화되면서 성장세가 예상보다 약화되었다</u>. 고용은 <u>전체 취업자수 증가규모가 늘어났으나 제조업 등 주요 업종은 감소세를 지속하였다</u>. - 앞으로 내수부진이 일부 개선되겠지만 <u>수출은 통상여건의 불확실성이 지속되며 둔화 흐름을 이어갈 것으로 전망된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 하회할 것으로 보인다</u>. 향후 무역협상의 전개양상, 추경의 시기 및 규모 등과 관련한 성장경로의 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다.
물가	- 소비자물가 상승률은 국제유가 및 환율 상승의 영향으로 1월중 2.2%로 높아졌으나 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1.9%로 안정세를 이어갔다. 단기 기대인플레이션율은 2월중 2.7%로 소폭 하락하였다. - 앞으로 물가상승률은 환율이 상방요인으로 작용하겠지만 낮은 수요압력 등의 영향으로 2% 내외의 안정적인 흐름을 지속할 것으로 보인다. - 이에 따라 금년중 소비자물가 상승률은 지난해 11월 전망(1.9%)에 부합하는 1.9%로 전망되며, 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.9%)를 소폭 하회하는 1.8%로 예상된다. 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.	- 3월중 <u>소비자물가 상승률은 2.1%, 근원물가 상승률은 1.9%로 안정적인 흐름을 이어갔다</u>. 단기 기대인플레이션율은 전월과 동일한 2.7% 수준을 유지하였다. - 향후 물가상승률은 환율 상승이 상방요인으로 작용하겠지만 <u>유가 하락 및 낮은 수요압력의 영향으로 2% 내외의 안정세가 지속될 것으로 보이며, 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 <u>지난 전망치(1.9%, 1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상된다</u></u>. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융시장	- 금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 국내 정치 불확실성, 미국의 관세정책 및 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 높은 변동성을 이어가다 하락하였다. 장기 국고채금리는 국내외 금리인하 기대에 주로 영향받아 하락 후 반등하였다. - 주택가격은 서울을 제외한 대부분 지역에서 하락하였고 가계대출 증가규모도 둔화 추세를 이어갔다.	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 <u>변동성이 크게 확대되었다</u>. <u>원/달러 환율이 미국 관세정책 및 중국의 대응, 증권투자자금 유출입 등에 영향받으며 단기간에 큰 폭으로 상승하였다가 반락하였다</u>. 주가는 경기 및 기업 실적 둔화 우려로 큰 폭 하락 후 <u>일부 반등하였으며 장기 국고채금리는 상당폭 낮아졌다</u>. - 주택시장에서는 서울 지역의 가격 오름세 및 거래량이 크게 확대되었다가 <u>토지거래허가구역 재지정 이후 둔화되었다</u>. 가계대출은 낮은 증가세를 이어가고 있으나 <u>최근 늘어난 주택거래 영향으로 증가규모가 일시적으로 확대될 것으로 예상된다</u>.
경제 전망	- 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 낮은 성장세가 당분간 지속될 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 추세가 이어질 것으로 보이지만 금리하락 기조로 인한 재확대 가능성과 높은 환율 변동성에는 유의할 필요가 있다. - 따라서 향후 통화정책은 대내외 경제정책 및 국내 정치 상황의 변화, 그간의 금리 인하가 물가, 성장 및 금융안정 상황에 미치는 영향 등을 면밀히 점검하면서 앞으로의 기준금리 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.	- 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가고 있으나 <u>글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험이 증대되고 전망경로의 불확실성도 크게 확대된 상황이다</u>. - 금융안정 측면에서는 <u>높은 환율 변동성이 금융안정에 미치는 영향과 함께 금융완화 기조로 인한 가계부채 재확대 가능성에 유의할 필요가 있다</u>.
통화정책 운용 방향	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.	- 향후 통화정책은 <u>성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가, 가계부채 및 환율의 흐름을 면밀히 점검하면서</u> 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 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.