



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 4월 16일 | Global Asset Research

BondView

[4월 금통위 Preview]

동결. 단, 최종금리 기대 변화 여부가 더 중요

관전포인트 3가지

4월 금통위에 대한 기본 시나리오로 '기준금리 동결과 인하 소수의견 1인 개진'을 제시한다. 만약 하나증권 예상대로 동결 결정시 금통위 관전 포인트는 다음과 같다

첫째, 인하 소수의견 개진 및 향후 3개월 뒤 인하가 적절하다고 판단하는 위원 수에 주목할 필요가 있다. 시장은 이번 4월 금통위에서 기준금리를 동결하더라도 1월 금통위 때와 유사할 것으로 예상하고 있다. 참고로 1월 금통위는 기준금리를 동결했지만 신성환 위원 1인의 인하 소수의견 개진과 6인 전원이 포워드가이드를 통해 인하 적절 의견을 내놓은 바 있다.

이후 2월 금통위에서 시장 예상대로 기준금리를 인하했고, 만장일치로 결정됐다. 즉, 매파적 인하 신호를 주지 않았다. 다만, 포워드가이드는 2명의 위원만이 추가 인하를 열어둘 필요가 있다고 밝혔고, 4명은 기준금리 현 수준 유지가 적절하다는 입장이었다.

따라서 4월 금통위가 1~2월 금통위 이상의 슈퍼 도버시 기조로 해석되려면 인하 소수의견 2인 개진 (1월보다 +1인)과 포워드가이드스 전원 인하 적절 의견을 통해 5월 금리 인하를 기정 사실화해야 한다. 나아가 5월 금통위에서는 만장일치 금리 인하와 함께 포워드가이드스에서 3명 이상의 추가 인하 동의 그림이 뒷받침되어야 할 것이다.

하지만 4월 금통위가 하나증권 기본 시나리오에 부합한다면 연말 최종금리 레벨이 2월 금통위 직후 시장 컨센서스로 자리 잡힌 2.25%에서 2.00%로 내려갔다고 단정짓기는 어려울 것이다.

둘째, 성장과 환율 중 어느 쪽에 무게중심을 둘 지가 관건이다. 트럼프의 상호관세 발표 이후 일부 기관들은 올해 한국 성장을 전망치를 1%보다 낮게 발표했다. 참고로 2월 수정경제전망에서 한국은행은 올해 성장을 전망치를 1.5%로 작년 11월 수치 대비 0.4%p 하향조정했다. 그리고 바로 직전 1월 금통위 통방문에서 '기존 전망치를 하회할 가능성이 큰 것으로 보인다' 문구를 통해 이를 미리 시사한 바 있다.

즉, 4월 통방문에서 5월 수정경제전망을 앞두고 '큰 폭' 등의 단어가 추가된다면 올해 성장을 전망치를 0.5%p 이상 하향조정도 가능하다고 짐작할 수 있겠다.

하지만 상호관세 적용이 90일 유예된 만큼 다음 적용 예상일은 6월 9일로 한국 대선일 이후가 (6월 3일) 된다. 미국의 선물/스왑시장도 첫 인하 반영 시점을 상호관세 유예 발표 이후 6월→7월로 순연시킨 상황에서 한국은행이 선제적으로 대응할 가능성은 낮다고 판단한다.

또한, 금통위를 앞두고 필수 추경 규모도 2조원 증액한 12조원으로 편성했다. 90일 동안 대선 후보들의 공약이 확장재정정책에 집중되고, 여론조사 결과에 따라 금융시장 변동성도 확대될 공산이 크다고 판단한다.

환율의 경우 한국은행의 기존 입장은 절대레벨보다 변동성에 더 무게를 둔다는 것이었다. 1~4월 월간 달러원 환율 변동폭 (고점-저점)은 각각 39.5원→39.8원→30.5원→62.5원으로 4월에 변동성이 가장 큰 상황이다. 달러인덱스 100 하회 이후 원화가 이틀 동안 급격히 강해졌지만 지난주까지는 주요국 통화량 비교했을 때 달러 대비 강세 폭이 제한적이었다 (정규화 기준).

셋째, 총재의 추경 규모에 대한 입장 변화 여부와 재정승수에 대한 평가에도 관심을 가질 필요가 있다. 13일 한국은행에 따르면 최근 '정부 지출의 GDP 효과 분석' 논문을 한은 경제연구원 계간 학술지 경제분석에 게재했다.

핵심 내용은 다음과 같다. 한국의 정부지출승수는 1.45로, 정부지출 1원 증가는 GDP를 1.45원 증가시킨다는 의미이다. 이를 필수 추경 12조원에 적용하면 GDP 제고효과는 0.68%p가 된다. 만약 분석 기간을 코로나19 이전인 2019년 4분기까지로 좁히면 정부지출승수는 1.23이 되며 이를 다시 필수 추경 12조원에 적용하면 0.58%p로 산출된다.

물론 재정승수는 분석 모형 및 기간, 지출 유형 등에 따라 상이하다. 단, 대체로 정부소비 > 정부투자 > 이전지출 순으로 크다고 알려져 있다. 더불어 추경이 집행되는 시점도 중요하다. 따라서 이를 모두 고려해야 하나 금통위 직전에 게재된 재정승수가 한은 총재가 언급했던 15~20조원 추경 시 0.2%p 제고효과보다 크다는 점은 고려할 필요가 있겠다.

다음 내러티브는 확장재정

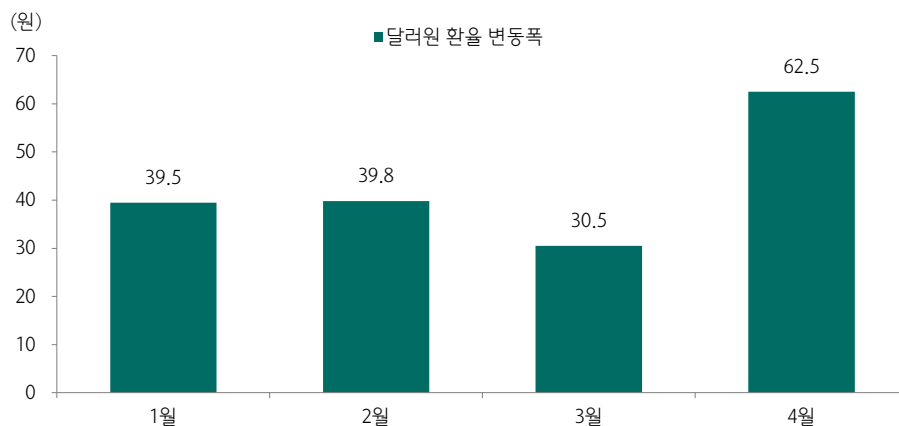
물론 작년 11월 금통위처럼 시장 예상과 달리 4월에 기준금리를 인하한다면 연말 최종금리에 대한 기대는 기존 2.25%에서 2.00% 이하로 낮아지게 된다. 이 경우 국고 3년물, 10년물 금리 하단은 2.24%, 2.41%로 하향조정이 불가피하다.

하지만 위에서 언급한 3가지 관전 포인트를 종합해보면 4월 금통위는 금리 인하보다 동결할 명분이 크다고 판단한다. 이에 국고 3년물, 10년물 금리 하단은 2.4%와 2.6%가 여전히 적절하다는 의견을 유지한다.

대선 국면에 돌입한 상황에서 다수의 후보들과 정당이 내놓은 추경 규모는 최상목 부총리가 발표한 12조원을 모두 상회하고 있는 만큼 장기 불황 우려는 점차 해소될 것으로 전망한다.

절대레벨을 1,420원까지 하락
하지만 변동성은 최대

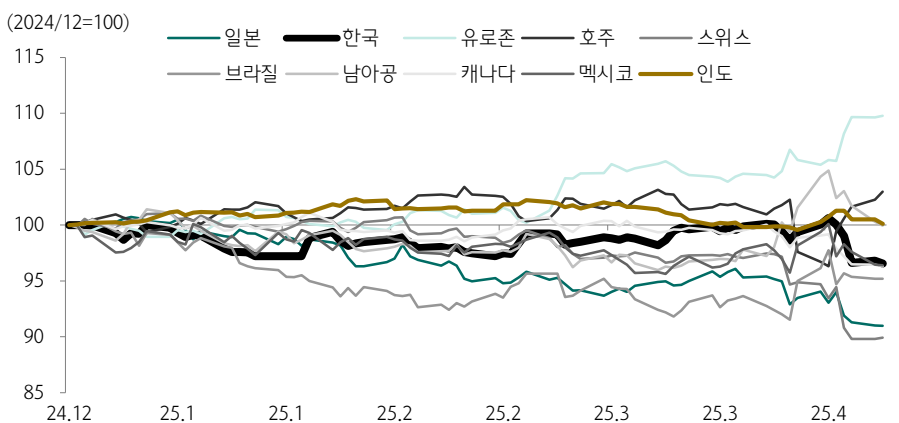
도표 1. 올해 1~4월 달러원 환율 변동폭 (고점-저점)



자료: 인포맥스, 하나증권

계속 감소

도표 2. 연초 이후 달러 대비 주요국 통화 환율 추이 (정규화)



자료: 인포맥스, 하나증권

정부지출의 초기효과 (Impact)는
긍정적이고 강한 것으로 추정됨
초기효과는 1.45

단기적으로 경기를 부양하는 효과
단, 시간이 지남에 따라 그 효과가
빠르게 감소하거나 오히려 (-)로
전환될 가능성

도표 3. 시점별로 추정된 정부지출승수

〈Table 4〉 Impact Government Spending Multiplier Estimates

Impact	1 Period	2 Period	3 Period	4 Period	5 Period
1.45 [0.41, 4.81]	0.62 [-2.58, 3.74]	0.17 [-2.04, 2.55]	-0.62 [-2.71, 1.38]	-0.76 [-3.26, 1.55]	-0.60 [-3.56, 2.24]

Note: Median and [16%, 84%] error band estimates are reported.

자료: 한국은행, 하나증권

도표 4. 시점별로 추정한 정부지출승수

코로나19로 시계열을 좁히면
초기효과는 1.23

〈Table 5〉 Cumulative Government Spending Multiplier Estimates:
Pre-COVID19 Pandemic Sample

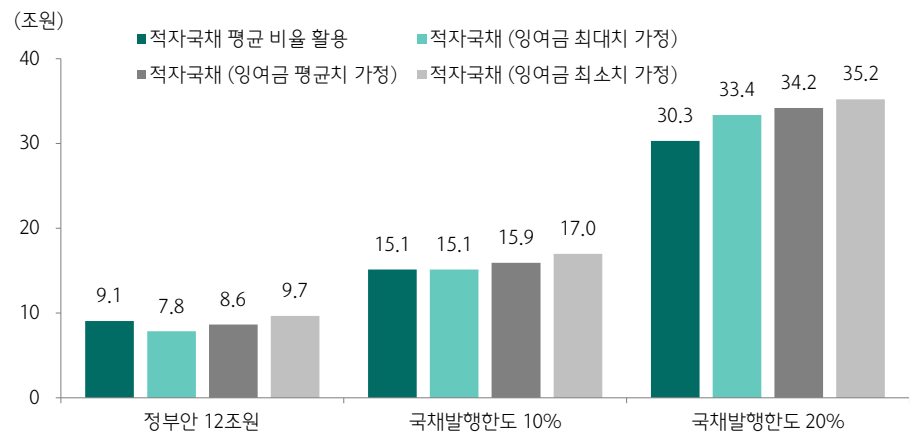
Impact	1 Period	2 Period	3 Period	4 Period	5 Period
1.23 [0.23, 5.05]	0.86 [-0.39, 4.48]	0.66 [-1.51, 3.84]	0.55 [-1.52, 3.22]	0.55 [-1.28, 2.85]	0.59 [-0.92, 2.58]

Note: Median and [16%, 84%] error band estimates are reported.

자료: 한국은행, 하나증권

도표 5. 추경 12조원 / 20조원 / 40조원 편성 시 예상되는 적자국채 규모

연간 적자국채 발행 예상액은
최소 7.8조원에서
최대 35.2조원으로 추정됨



자료: 기획재정부, 한국은행, 인포맥스, 하나증권