

4월 금통위

성장 對 물가, 가계부채, 환율, 중요해진 5월

Monetary Policy

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@ifnsec.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@ifnsec.com

Check Point

올해 성장률 전망치 1.5% 하향 조정 예고, 1분기 마이너스 성장 불가피

기준 중립금리 하향 추정, 2.55%(24.11월)→2.25%

5월, 수정경제전망 성장률 하향 조정 및 금리인하 동시 발표 예상

채권시장은 한은 인하 5월→8월→11월, 최종 2.0%를 프라이싱 하기 시작

장기물 수급부담 해소 시기는 2차 추경 발표 이후

국고3년 적정레벨 2.40%, 밴드 2.30~2.50% 제시

한은, 인하 같은 동결. 신성한 위원 인하 소수의견 개선, 포워드 가이드스 전원 인하 전망 개선

25년 4월 금통위 결과 한은은 기준금리를 기존 2.75%로 동결 결정했다. 24년 10월부터 시작된 한은의 금리인하 행보는 현재까지 총 3회 인하(10월, 11월, 2월)와 2번의 동결(1월, 4월) 결정이 있었으며, 이 중 지난 1월과 이번 4월 단행된 동결 결정의 주요 근거는 관세정책 불확실성 지속, 환율 변동성 확대 등 대외적 요인이 상당부분 기여한 것으로 추정된다. 다만 동결 결정에도 불구하고 통방문과 기자회견의 스탠스는 상당히 도비시했다. 우선 통방에서는 올해 성장률 전망치(1.5%)의 하향 조정이 예고됐다. 1분기 마이너스 성장 역시 불가피할 것으로 보이며, 직전 2월보다 성장의 하방리스크가 상당폭 확대됨이 보다 강조됐다. 기자회견에서도 신성한 금통위원이 인하 소수의견을 개진했으며, 3개월 포워드 가이드스의 경우 6명 금통위원이 전원 인하의견을 개진했다. 한은 총재 또한 현재의 미국 관세정책을 고려하면 기존 한은의 2월 전망이 낙관적이었음을 언급하며 향후 성장률이 상당히 저하될 수 있음이 시사됐다. 일부 외국계 기관에서 언급되는 0%대 성장률의 현실화 가능성이 높아졌으며, 한은에 이어 IMF 등 주요기관들의 전망치 하향 조정 역시 순차적으로 나올 수 있음을 의미한다.

5월, 수정경제전망 성장률 하향 조정 및 금리인하 동시 발표 예상 & 중립금리 기존 2.55%에서 2.25% 부근으로 하향 추정

국내 중립금리는 한국은행의 최근 공표자료(24.11월)에 근거하면 1.8~3.3%로 추정(중간값 2.55%)된다. 다만 작년 11월 대비 약 5개월이 지난 시점에서 물가 및 주요 실물지표 변화를 살펴보면, 1)소비자물가상승률은 2.2%(1월)→2.0%(2월)→2.1%(3월)로 중립적 수준에 근접, 단 '1분기 물가 상승, 2분기 물가 하락'이라는 계절적 특성을 고려하면 2분기부터 2% 이하로 안정적 수렴 예상, 2)25.1월 크게 부진했던 전산업생산, 광공업생산은 2월 반등세를 시현, 다만 2분기 이후 관세부과에 따른 영향 반영되며 둔화 가능성 높은 편, 3)국내 수출은 전년동월비 기준 1월 -10.1%, 2월 0.7%로 24년 수출증가율 평균 8.3%를 크게 하회, 4)소프트웨어인 소비자심리지수는 3월 기준 전월비 -1.8%로 작년 12월 이후 마이너스 반전, 제조업 및 비제조업 기업심리지수 역시 4월 전망에서 전월대비 대부분 하락하는 것으로 집계된다. 국내 물가 및 경기 상황을 종합적으로 고려해 봤을 때 국내 중립금리 역시 직전 전망대비 더 낮아졌을 가능성(당사는 1.5~3.0%, 중간값 2.25% 추정)이 높다고 볼 수 있다. 이번 인하 사이클에서 한은은 기존에 언급한 바와 같이 중립금리 또는 이하 어느 시점까지 금리를 인하할 것이다. 정확한 인하 시기를 판단하기는 어려우나 당사는 5월 업데이트된 관세정책이 반영된 수정경제전망을 발표함과 동시에 4번째 금리인하(2.75→2.50%)를 단행할 것으로 보인다.

미국채 금리 안정되자 국고 단기물리 달리기 시작. 레벨부담 높으나 수급부담으로 장기물에 손이 나가지 않을 것. 국고3년 적정레벨 2.40%, 밴드 2.30~2.50% 제시

간밤에 미국채 10년물 금리가 4.3%를 하회했다. '연준 풋'에 대한 기대감이 크게 꺾인 상황(4/16일 파월의장 연설 참고)에서도 1)미국 재무부의 국채시장 바이백 카드 제시, 2)SLR(보완적 레버리지 비율) 규제 완화 등 정부의 채권시장 안정화 의지가 확인되며 미국 장기채 금리 하락을 주도했다. 다만 불안한 모습을 보였던 미국 국채시장과 달리 국내 채권시장은 국고채 3년물 금리가 2.40%를 하회(4/16, 2.332%)하는 등 대내적 재료에 집중하는 모습이다. 국고 단기물만 보면 이미 채권시장은 2.00~2.25% 수준의 금리인하를 프라이싱하고 있는 셈이다. 다만 국고10년의 경우 WGBI 편입지연 이슈, 추경 이슈 등으로 공급부담(수급부담 해소 시기는 2차 추경안 발표 이후)이 발생하며 단기물의 금리 하락속도를 따라가지 못하는 상황이다. 다만 '단기물 강제+커브 스틱' 구도가 생각보다 길어지며, 단기구간의 레벨 부담 역시 무시하기는 어려워 보인다. 당사는 4/9일 발간한 '4월 조기금리인하설에 대한 의견' 자료를 통해 ①4월 인하시 국고3년 적정레벨 2.20%, ②'4월 동결+완화적 스탠스 강조' 조합 시 국고3년 적정레벨 2.40%를 언급한 바 있다. 따라서 4월 금통위 결과로 2번의 시나리오가 현실화된 점을 고려할 때 5월 금통위 전까지 국고3년의 적정레벨은 2.40%, 밴드는 2.30%~2.50%를 제시한다.

표1. 한국은행 통화정책결정문 비교

구분	25.2월 통화정책결정문	25.4월 통화정책결정문	비고
금리결정	기준금리 2.75%, 25bp 인하 결정	기준금리 2.75%로 동결 결정	신성한 금통위원 인하 소수의견 개진
세계경제	미국 관세정책으로 성장의 하방위험 확대 물가 경로 불확실성 확대 러시아/우크라이나 종전 가능성 부각	글로벌 무역갈등 심화로 성장의 하방위험 증대, 물가 경로 불확실성 확대	
국내경제	경제심리 위축, 미국 관세정책 등 영향으로 내수 회복세와 수출 증가세 당초 예상보다 낮을 것 올해 성장률은 지난 11월 전망치 1.9%를 큰 폭으로 하회하는 1.5%로 전망	정치불확실성 지속, 통상여건 악화로 내수와 수출 동반 둔화 제조업 등 주요 업종 고용 감소세 지속 수출은 통상여건의 불확실성이 지속되면서 둔화 흐름 이어나갈 것 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 하회할 것	올해 성장률 전망치 1.5% 하회
물가	낮은 수요 압력 영향으로 2%대 안정적 흐름 예상 올해 소비자물가 상승률은 11월 전망 1.9%에 부합하는 1.9%로 전망 근원물가 상승률은 지난 11월 전망치 1.9%를 소폭 하회하는 1.8% 전망	높아진 환율이 물가 상방압력으로 작용하나 유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 2% 내외 안정세 지속 올해 소비자물가, 근원물가는 지난 2월 전망치 1.9%, 1.8% 유지	수요 측면 물가압력 낮은편
금융시장	원/달러 환율은 높은 변동성을 이어가다 하락 전환 주택가격은 서울을 제외한 대부분 지역에서 하락, 가계대출 증가규모도 둔화 추세	주요 가격변수 변동성이 크게 확대 주택가격은 토지거래허가구역 재지정 이후 둔화 가계 대출은 낮은 증가세, 단 최근 늘어난 주택거래 영향으로 증가규모가 일시적으로 확대될 수 있음	가계대출 확대 유의
정책운용	물가상승률 안정, 낮은 성장세 지속 가계부채 둔화 추세 이어질 것이나 금리하락 기조로 인한 재확대 가능성과 높은 환율 변동성에는 유의할 필요 금리인하가 물가, 성장 및 금융안정 상황에 미치는 영향 점검하며 기준금리 추가 인하 시기 및 속도를 결정할 것	글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험 증대, 전망경로의 불확실성 확대 높은 환율 변동성이 금융안정에 미치는 영향과 금융완화로 가계부채 재확대 가능성 유의 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건 변화 등 점검하며 추가인하 시기 및 속도 결정할 것	금리인하 기조 지속

자료: 한국은행, IM 증권 리서치본부

표2. 25.4월 금통위 기자회견답변 주요 질문/답변

주요 기자 질문	이창용 한은 총재 답변
금리결정	3개월 포워드 가이드선스 6명 모두 금리인하 시사 최종 금리 수준이나 인하속도는 5월 전망과 함께 발언할 것 5월 전망에 따라 추가 금리인하 가능성도 어느정도 경해될 것으로 판단
성장	상호관세 제외하더라도 대중국관세, 품목별 관세 등 고려하면 2월 성장률 전망은 낙관적 전세계적으로 미국 관세 정책으로 인해 성장률이 낮아질 것으로 전망 1/4분기 정치 불확실성이 길게 이어진 데 더해 관세정책으로 인해 성장률 상당폭 낮아질 것 잠재성장률까지 올려버리는 너무 확장된 재정, 통화정책은 부작용을 초래
관세	관세 정책이 너무나도 급변하고 있어 전망하기 어려움
추경	정치와 분리되어 독립적으로 경제정책이 운용될 수 있다는 것을 보여주는 대표적인 사례가 추경 추경은 양도 중요하고 어디에 지출하는지가 중요, 재정적자 증가를 야기하지 않을 정도로 일시적임이 바람직 최근 발표된 연구에서 재정승수 1.45는 너무 높은 수준. 0.4~0.5가 적당하다고 생각 이를 고려할 시 12조 규모 추경은 0.1%p의 성장률 제고효과가 있을 것

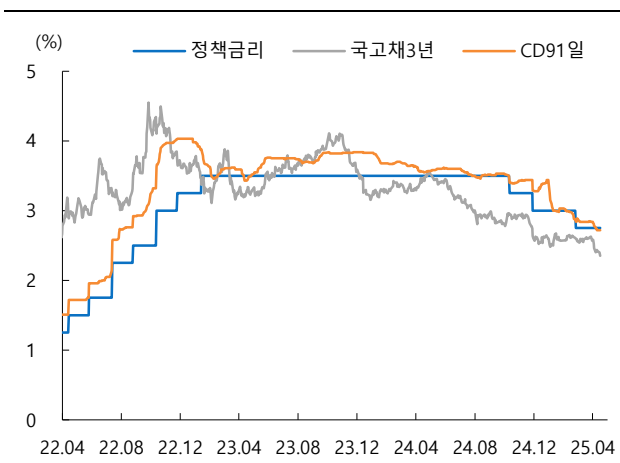
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

표3. 4/16일 파월의장 시카고 이코노믹클럽 경제전망 주요 발언 정리

주요 발언	비고
현재 진행 중인 관세 조치는 매우 근본적인 정책 변화이며, 현대 역사상 유례를 찾기 어렵다.	관세정책은 근본적 정책 변화
이러한 불확실성이 지속되면 미국 경제에 장기적인 피해가 발생할 수 있다. 이는 인플레이션 상승과 성장 둔화를 포함할 수 있다.	관세 정책이 미국 경제에 장기적인 피해 유발
지금과 같은 상황에서는 연준의 두 가지 목표, 즉 완전 고용과 물가 안정이 긴장 상태에 놓이는 도전적인 시나리오에 직면할 수 있다. (관세가) 아마 올해 남은 기간에 우리를 목표 달성에서 더 멀어지게 할 가능성이 크다.	미국 인플레이션 상승 및 성장 둔화 우려 확대
지금은 정책 기조를 변경하기보다 앞으로 전개될 상황을 좀 더 지켜보는 것이 적절하다고 판단된다.	연준의 두 가지 목표인 완전 고용과 물가 안정 긴장 상태 연준 뜻 당분간 없음. 금리 동결 기준 입장 재확인

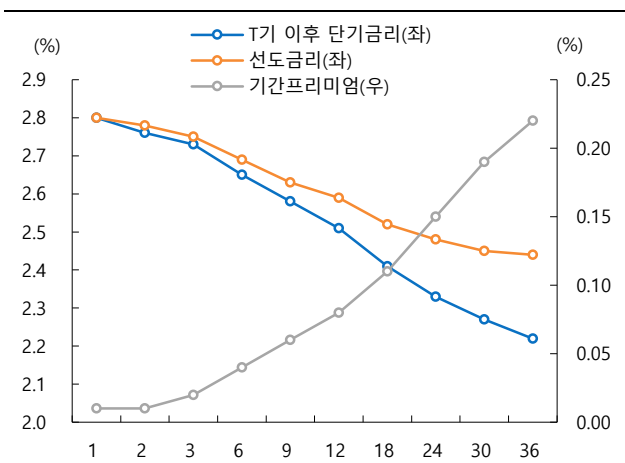
자료: iM 증권 리서치본부

그림1. 한국 기준금리, CD91일 및 국고채 3년 금리 추이



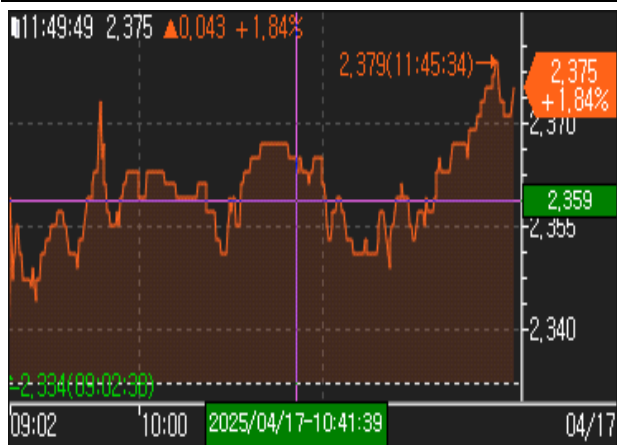
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 국고채 선도금리 현황(4/17일 기준)



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 금통위(4/17) 장중 국고채 3년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 금통위(4/17) 장중 국고채 10년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실, 이승재)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.