

채권 브리프

4월 한은 조기 인하설에 대한 의견

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

4월 조기 인하설 확산으로 기준금리와 국고3년간 역캐리 재확대. 4월 금통위 직전까지 단기물 상대적 우위장 형성
 한은 4월 조기 인하의 방해요인: 1)고환율 부담, 단 과거와 다른 달러화 약세 환경은 원/달러환율 급등 제한요인
 2)재정정책과 엇박자, 추경 시기 여야간 이견 및 대립 예상. 4월말~5월 초 1차 추경, 6월 대선 이후 2~3차 추경
 일정이라면 한은 입장에서 4월 선제적 인하카드 꺼낼 수 있는 환경
 4월 인하시 최종정책금리 2.00%로 하향, 동결시 기존 전망 2.25% 유지. 결과에 따라 국고3년 하단 변경 전망

4월 조기 인하설 확산으로 기준금리와 국고3년간 역캐리 재확대. 4월 금통위 직전까지 단기물 상대적 우위장 형성
 트럼프 상호관세 행정명령이 쏟아 올린 공으로 국내 채권시장도 매우 뜨거워졌다. 경기전망을 크게 프라이싱하는 채권시장 측면에서
 상호관세 정책은 수출 의존도가 높은 한국 경제에 상당한 경기 하방압력으로 작용할 수 있고 장기적으로도 관세 회피를 위한
 수출기업의 미국 현지생산 확대 가능성 등으로 국내투자 감소 및 고용부진이 불가피 할 수 있다는 점이 국고 금리에 빠르게
 반영됐다. 이로 인해 2월 금통위 이후 급격하게 후퇴했던 4월 금리인하설이 재확산됐고 국고3년 금리는 2.40%대까지 급락하며
 기준금리와의 역캐리차는 -34.5bp(4/7)까지 벌어졌다. 지난 2월 말 기준금리인하 직전 형성됐던 역캐리 -39bp 이후 최고 수준이다.
 관세여파 등 현재 금리에 반영된 자료에 큰 이변이 없다면 국내 채권시장은 4월 금통위(4/17) 직전까지 4월 인하기대, 경기둔화
 우려, 재정정책 불확실성 등을 프라이싱하며 현 레벨대에서 강보합권의 흐름이 유지될 공산이 커 보인다.

한은 4월 조기 인하의 방해요인: 1)고환율 부담

물론 한은의 4월 인하를 100% 확신하기에는 여러 방해요인도 존재한다. 첫 번째는 고환율 부담이다. 작년 12월 말 원/달러 환율이
 1,480원대로 급격히 상승했던 당시 1월 금통위에서 한은 총재는 금리 동결의 요인으로 원/달러 환율의 급등을 강조했고 금통위
 의사록과 통방문 등에서 고환율에 대한 리스크가 수차례 언급되며 24년 10월, 11월 연속되었던 한은의 금리인하 행보가 25년 1월
 일시적으로 중단된 바 있다. 이후 원/달러 환율이 1,420원대까지 안정적으로 하락하자 한은은 경기방어 등을 근거로 2월
 금리인하를 재개했다. 물론 가계부채 추이나 글로벌 정세 등 기타 변수 등도 영향을 미쳤으나, 당시 한은의 금리정책 변화에
 결정적으로 기여한 변수는 환율안정이라고 볼 수 있다. 현재 트럼프 상호관세 발표와 국내 탄핵인용 발표 등 주요 이벤트 해소 이후
 원/달러 환율이 1,470원대 부근까지 다시 올라온 상황이다. 다만 작년 연말과 비교해 관세정책의 혼란 등으로 킹달러의 위상이 예전
 같지 않다는 차별점이 존재한다. 최근 달러인덱스 추이는 24년 연말, 25년 연초과 다르게 하락추세로 전환하며 작년 10월 이후
 최저치를 기록 중이다. 러시아-우크라이나 종전 기대감과 유럽 재정확장 정책으로 유로화가 강세로 전환된 점 등이 달러화 가치
 하락의 주 원인으로 작용했다. 국내 경기회복의 지연 및 정치적 불확실성 등이 원화의 저평가에 영향을 미치고 있으나, 반대로
 달러화의 위상 자체가 이전대비 낮아지고 있다는 점은 원/달러 환율의 상방을 제어할 수 있는 요인이다. 이 점을 고려할 때 고환율에
대한 한은의 민감도는 이전 대비 낮아질 수 있다는 판단이며, 경기방어의 시급성을 고려한다면 4월 조기인하도 가능성을 의미한다.

한은 4월 조기 인하의 방해요인: 2)재정정책과 엇박자

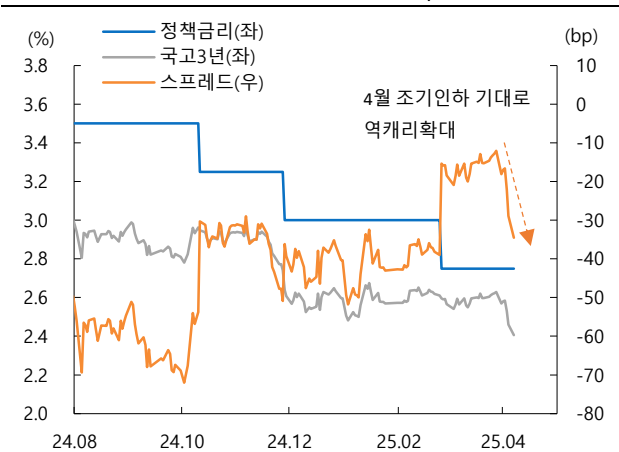
두 번째는 재정정책과 엇박자로 금리인하의 효과 자체가 제한될 수 있다는 논리다. 현재 정부는 다음주 초 10조원 추경안 발표를
 예고한 상태다. 탄핵결정으로 조기대선 국면이 시작되며 정부가 이미 공식화한 10조원 추경 논의가 본격화된 것이다. 야당이 기존에
 주장했던 35조원 추경 논리를 감안하면, 초기 10조원 추경 이후 2~3차 추경 편성 가능성도 배제할 수 없다. 문제는 추경 집행

시기다. 조기대선 일정이 6월 3일로 결정된 상황에서 추경 집행 시기를 두고 여야간 이견이 커질 수 있다. 여당 입장에서는 대선 전에 대규모 추경을 추진해 정치적 우위 확보를 도모할 공간이 크나, 야당 입장에서는 대선 전 보다는 대선 이후 집행 의견도 다수일 것으로 추측된다. 대선 전(4월말~5월초) 10조원 규모의 소규모 1차 추경이 나오고, 이후 새 정부가 들어선 6월 이후 2~3차 등 대규모 추경이 이어진다면 사실 한은의 4월 또는 5월의 금리인하 행보(6월은 금통위 부재)가 '재정정책과의 공조'라고 연결 짓기는 다소 힘들 수 있다. 완벽한 공조가 힘들다면 한은이 할 수 있는 최선의 선택은 무엇일까. 24년 10월 한은의 첫 금리인하가 시작된 이후 국내 통화정책은 "인하(10월)→인하(11월)→금통위부재(12월)→동결(1월)→인하(2월)→금통위부재(3월)"의 행보를 보였다. 과거처럼 3개월의 텀을 두고 5월 금리인하를 재개하는 방안도 있으나 내수, 수출 경기 부진의 이중고를 겪고 있는 국내 경제 상황을 고려하면 차선의 선택인 선제적 4월 금리인하도 배제할 수 없을 것이다.

4월 인하시 최종 정책금리 2.00%로 하향, 동결시 기존 전망 2.25% 유지. 결과에 따라 국고3년 하단 변경 전망

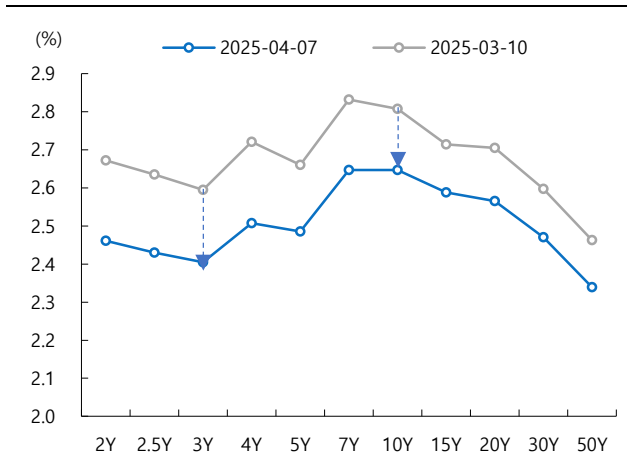
한편 이번 4월 금통위는 금통위원 내에서도 상당한 의견 충돌이 예상된다. 만약 4월 금리인하가 결정될 경우 시장은 올해 최종 정책금리 기대치를 기존 2.25%에서 2.00%까지 낮아질 수 있다. 이 경우 국고3년 단기물 역시 추가 하락 례이 열릴 전망이다. 밴드 하단은 2.20%대까지 낮아질 것으로 예상된다. 반면 급부상한 조기인하 기대와 달리 금리동결이 결정될 경우 최종 정책금리 기대치는 기존 2.25%로 유지될 것이다. 4월 금통위에서 매파적 스탠스가 특별히 강조되지 않는다면 채권시장은 곧바로 5월 인하 기대를 프라이싱할 수 있다. 다만 금리 동결에도 불구하고 금리 상승요인 부재로 국고 금리는 크게 밀리지 않을 수 있으나, 단기금리의 하단은 2.40%대에서 제한될 것으로 전망한다.

그림1. 기준금리 및 국고3년 금리, 스프레드 추이: 4월 조기인하 기대로 기준금리/국고간 역캐리 34.5bp로 확대



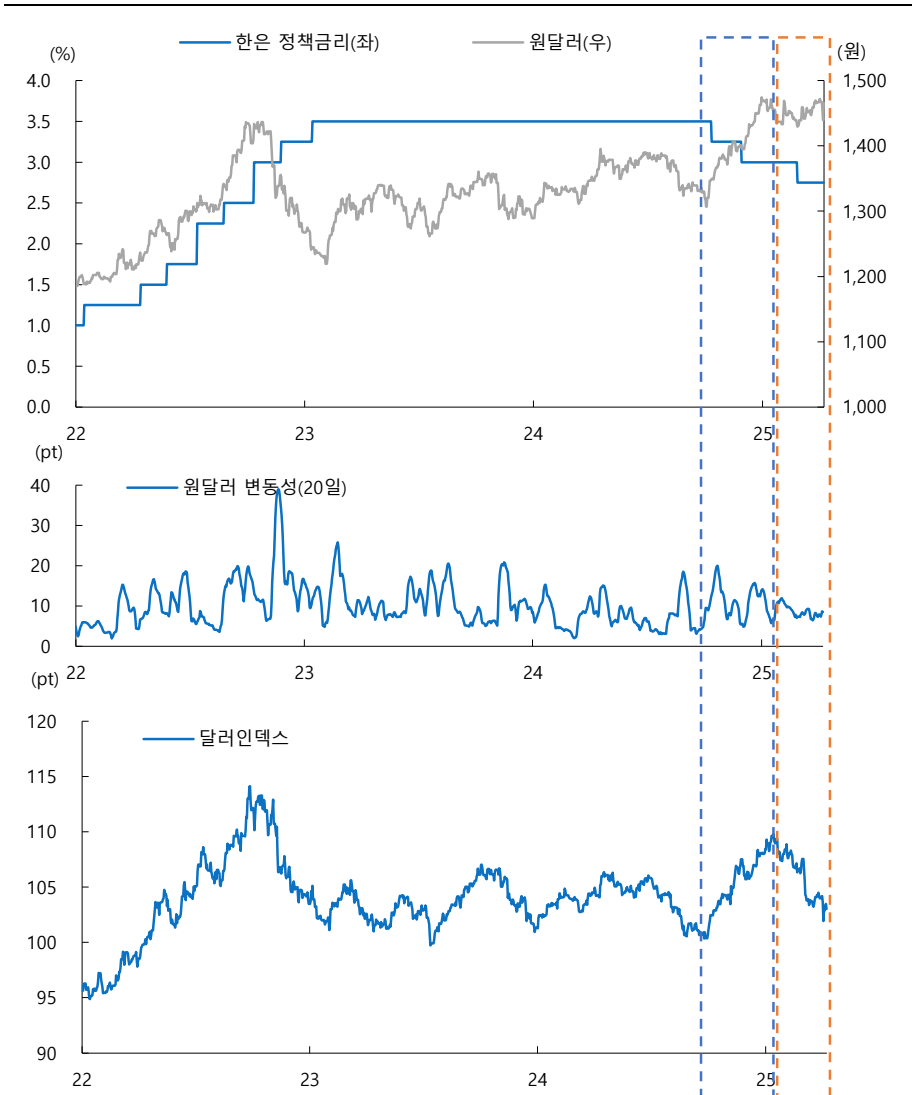
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 1개월 전 대비 국고 일드 커브 변화: 금리 하락압력 우세 속 커브 스텝



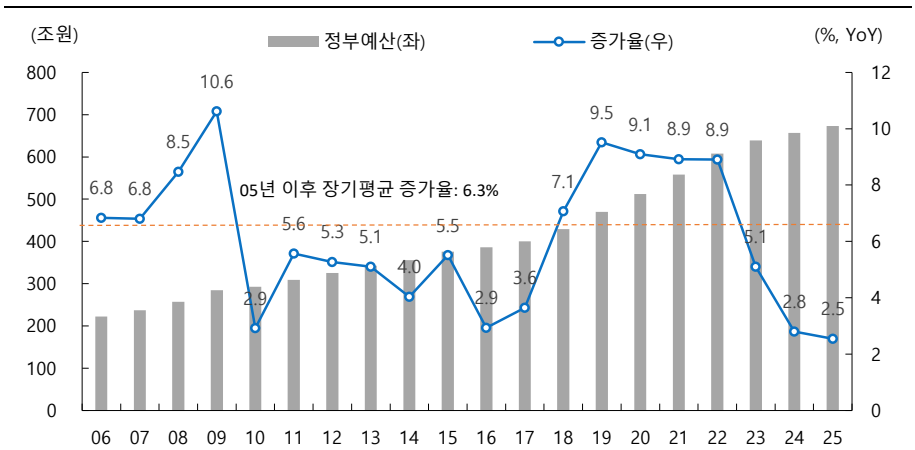
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 기준금리, 원/달러 환율, 달러인덱스 추이: 과거 한은 금리인하 정체가(24.12월, 1월) 대비 원/달러 환율 변동성 축소, 달러인덱스(달러화가치) 하락



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 국내 정부예산 및 증가율 추이: 05년 이후 장기평균 증가율 6.3%. 25년 실제 증가율은 2.5%에 불과해 사실상 긴축 재정. 25조원 수준 추경 집행될 경우 장기평균 증가율에 수렴



자료: 기획재정부, 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)
- 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.