

1월 금통위

2월 인하, 그리고 장기물 랠리

Monetary Policy

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

Check Point

한은, 기준금리 3.00% 동결 결정. 통방문에서 올해 성장률 1.9% 하회 가능성 언급, 3개월 포워드가이드스 전원 인하의견 개진되었다는 점이 포인트

한은의 3대 고민(부채, 부동산, 물가)에 대한 부담은 줄었으나, 고환율은 여전히 숙제. 단 국내 경기여건 고려시 2월 인하 및 상반기 중 기준금리 2.25% 도달 전망 유지

국고채 금리 경로: 2월 인하 기대감 선반영하며 단기물, 장기물 차별화 흐름 예상. 상반기는 정책금리 경로 반영 시 단기물 대비 장기물 금리 매력도 점진적으로 부각되는 시기

한은, 기준금리 3.00% 동결 결정. 통방문에서 올해 성장률 1.9% 하회 가능성 언급, 3개월 포워드가이드스 6인 전원 인하의견 개진되었다는 점이 포인트

25년 1월 금통위 결과 한은은 기준금리를 현행 3.00%로 동결 결정했으며, 인하 소수의견도 1명(신성한) 개진됐다. 이번 동결 결정의 배경에는 고환율과 트럼프 임기 초반 정책 불확실성, 그리고 국내 정치 불안요인 등이 반영된 것으로 보인다. 한편 1월 통화정책방향문에서 크게 강조된 부분은 ①올해 국내 성장률 1.9% 하회 전망, 그리고 ②연초 트럼프 정부 정책 관련 불확실성이 환율 등에 부담을 줄 수 있으나, 이로 인해 국내 경기가 예상대비 크게 둔화될 수 있다는 점이다. 기자회견 역시 통방과 유사한 맥락으로 동결결정에도 불구하고 매우 대비시켰다는 총평이다. 신성한 금통위원이 인하에 대한 소수의견을 개진했으나 실제 금통위원 논의에서는 인하에 대한 의견이 다수 존재했다는 점이 언급됐다. 또한 3개월 포워드가이드스에서 6인 전원 금리인하 필요성이 주장됐다는 점이 특징적이다. 결국 대내외 경제상황을 고려할 때 현재 금리인하가 필요했다는 점은 분명하나, 고환율 및 미국 신정부 경제정책 불확실성 등으로 일시적으로 금리동결을 단행한 것으로 풀이된다. 또한 이 점은 차기 금통위원 2월 금리인하 가능성을 높이고 있으며, 국고채 금리 역시 금리 동결 결정에도 불구하고 전구간 금리가 하락하는 흐름을 보였다.

한은의 3대 고민(부채, 부동산, 물가)에 대한 부담은 줄었으나, 고환율은 여전히 숙제. 단 국내 경기여건 고려시 상반기 중 기준금리 2.25% 도달 전망 유지

최근 국내 경제는 물가상승률 안정세 및 가계대출 둔화 흐름이 지속(정부 거시건전성정책 강화 영향으로 가계신용 증가 둔화, 가계신용 레버리지는 장기추세 하회 폭 확대 관측)되었으나, 반대로 미국 신정부 경제정책 불확실성이 커지며 경기 하방압력과 원/달러 환율 변동성이 동시에 확대되면서 통화정책 운용 상의 상충(trade-off)이 증대된 상황이다. 다만 이번 금리 동결결정이 향후 원/달러 환율의 하락과 변동성에 얼마나 영향을 줄 수 있을지는 의문이다. 원/달러 환율 상승의 주원인이 금리격차 확대보다는 미국과 한국을 포함한 주요국간의 경제성장 등 펀더멘털 격차의 심화 가능성, 특히 무역 의존도가 큰 한국의 성장이 더 크게 위축될 수 있다는 우려, 그리고 중국 위안화 약세에 대한 연동 등 대외적 요인에 의한 불확실성이 크게 반영되었다는 측면에서 볼 때 이번 동결 결정만으로 환율 방향성이 급격하게 바뀔 가능성은 다소 낮아 보인다. 아마 한은의 입장에서 볼 때 트럼프 대통령 취임 직후 임기 초반 관세 및 불법이민자 추방 관련 행정명령 발동이 빠르게 나올 수 있다는 부담, 그리고 국내 정치적 불확실성 이슈 등으로 추가적으로 노출될 수 있는 환율부담을 경감시키기 위해 한 템포 쉬는 동결 결정을 했을 가능성이 높다.

한편 과거 10년간 환율과 환율의 변동성, 그리고 한은의 기준금리간 흐름을 살펴보면, 환율의 레벨상승과 변동성 확대가 동반되었음에도 불구하고 경기 하방압력으로 인해 기준금리 인하 기조를 유지했던 사례가 다수 존재한다. 비록 레벨 측면에서는 과거 10년이래 최고치를 경신하고 있는 원/달러 환율이 부담스러운 것은 사실이나, 변동성 측면에서는 과거 평균치를 하회하고 있는 점도 차기 통화정책 운용에서 주요 고려 사항이 될 수 있다. 비록 작년 연속 인하에 이어서 3회 연속으로 인하를 하는 선택이 다소

부담이라는 점은 반박할 수 없지만, 작년 대비 올해 경기 여건이 예상보다 더 악화될 가능성(통방문을 통해 올해 성장률이 기존 전망치 1.9%를 하회할 가능성이 높다는 점이 언급)이 크다는 측면에서 볼 때 2월 인하 가능성은 크다고 볼 수 있다. 당사는 2월 1회, 2분기 2회의 인하를 통해 상반기 중 기준금리는 2.25%까지 하락할 수 있다는 기존 전망을 유지한다.

국고채 금리 경로: 2월 인하 기대감 선반영하며 장단기 차별화 흐름 예상. 상반기는 정책금리 경로 반영 시 단기물 대비 장기물 금리 매력도 점진적으로 부각되는 시기

최근 국고채 금리 흐름의 경우 1월 초 3년기준 2.47%까지 급락하며 강세장이 시현되었으나, 이후 미국 고용지표 호조 및 미국채금리 급등 영향으로 레벨 상승 압력이 강화되는 행태를 보였다. 한편 이번 금리동결 결정에도 불구하고 시장은 2월 인하 가능성을 계속 반영할 것으로 보이며, 국고 금리 역시 장단기 모두 역캐리 흐름이 지속될 전망이다. 한편 2월 인하를 가정했을 경우 그 이후부터는 국고채 금리도 만기별로 차별화 흐름이 나타날 것으로 보인다. 국고채 3년이하 단기물의 경우 ①23년 12월 이후 역캐리장이 연속되며 레벨 부담이 크고, ②현재도 기준금리 3.00% 대비 30bp 이상의 역캐리가 형성되어 있어 장기물 대비 상대적으로 가격 부담이 큰 상황이다. ③2월 인하 가정에도 3년물 역캐리는 10bp 이상 지속될 수 있어 금리의 추가 하락률은 크지 않은 편이라고 볼 수 있다. 추가적으로 ④올해 1월부터 발행될 것으로 예상되는 외평채(2년 이하 20조원 한도로 발행 예정) 역시 수급적으로 단기물에 부담을 줄 수 있다.

반면 10년 구간인 장기물의 경우 아래 요인을 근거로 단기물 대비 상대적 매력도가 부각될 수 있다. ①미국 CPI 결과 이후 미국 장기물 금리의 추가 급등 가능성이 이전 대비 줄어들 전망이다. ②2월 중 기준금리가 2.75%로 인하되면, 장기물의 역캐리가 해소될 수 있는 점도 우호적 요인이다. 반면 불확실성 요인으로 ③상반기 중 추경집행이 현실화될 수 있다는 점이 있다. 그리고 추경규모에 따라 장기물의 반응 정도가 달라질 수 있다. 수급 뿐만 아니라 경기 측면에 영향을 줄 수 있는 규모는 25조~30조원 규모의 집행이다. 위 수준 이하로 집행될 경우 추경 이슈에도 불구하고 변동성 및 금리 상승 압력은 일시적일 수 있으며, 반면 위 수준 또는 그 이상으로 추경이 집행된다면 장기물의 상승 압력은 증가할 것이다. 결국 현재와 달리 1분기 중반 이후부터는 장기물 매력도는 단기물 대비 확대될 수 있다는 판단이며, 상반기 기준 국고 10년 하단은 1분기 2.73%, 2분기 2.60%대까지 하락할 것으로 전망한다. 다만 추경규모 및 예상치 못한 미국채 금리 상승 등은 여전히 불안요인이 될 수 있다는 점에서 2월 인하 시점 직후 초기 대량 매수 보다는 점진적 분할 매수를 추천한다.

표1. 한국은행 통화정책결정문 비교

구분	24.11월 통화정책결정문	25.1월 통화정책결정문	비고
금리결정	기준금리 25bp 연속 인하하며 3.00%로 결정	기준금리 3.00% 동결	인하 소수의견 1명(신성한 금통위원)
세계경제	미국 행정부의 경제정책 추진 양상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 중요	미국 행정부의 경제정책 방향, 연준의 금리인하 속도, 주요국의 정치상황에 대한 불확실성 증대 미 달러화 강세 흐름 지속 미국 행정부 경제정책 추진 양상 중요	미국 행정부 정책 민감도 확대
국내경제	내수 회복세 완만, 수출 증가세 둔화로 성장 흐름 약화 취업자수 증가규모 둔화 수출증가세 주력 업종에서 경쟁 심화, 보호 무역주의 강화 등으로 당초 예상보다 낮아질 것 올해 성장률 2.2%(기존 2.4%), 내년 성장률 1.9%(기존 2.1%)로 기존 전망치 하회	소비회복세 약화, 건설투자 부진 올해 성장률 11월 전망치 1.9% 하회 가능성 높은 편 국내 정치 상황 변화, 정부의 경기대응책, 미 행정부의 정책 방향 관련 불확실성 높은 편	올해 성장률 1.9% 하회
물가	국제유가 하락, 낮은 수요 압력 등으로 물가 안정세 지속 올해 물가 2.3%(기존 2.5%), 내년 1.9%(기존 2.1%)로 기존 전망치 하회 근원물가도 내년 1.9%(기존 2.0%)로 하향	물가상승률은 낮은 수요압력으로 안정적인 흐름 높아진 환율은 상방 요인	환율의 물가부담 주시
금융시장	국고채 금리, 미국 국채금리와 차별화된 움직임을 보이며 하락 가계대출, 거시건전성정책의 영향으로 주택관련 대출을 중심으로 둔화추세 이어나갈 것	국내 정치 불확실성 확대, 연준의 금리인하 속도 조절 등으로 원/달러 환율 크게 상승 가계대출은 주택거래 감소로 둔화 추세 지속 전국 주택가격은 하락 전환	환율 부담 확대 가계대출 및 주택가격은 둔화 및 하락 확인
정책운용	물가상승률 안정, 성장경로의 불확실성 높아짐 환율이 높은 변동성을 나타낼 가능성 유의 금리인하가 물가, 성장, 가계부채, 환율 등에 미치는 영향 점검하며 앞으로의 인하 속도 결정할 것	물가상승률 안정, 정치 리스크 확대로 성장 하방위험 증대 가계부채 둔화 추세 지속 전망 환율 변동성 확대가 물가 및 금융안정에 미치는 영향 주시 향후 통화정책은 성장의 하방리스크가 완화될 수 있도록 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 결정할 것	인하 기조 지속

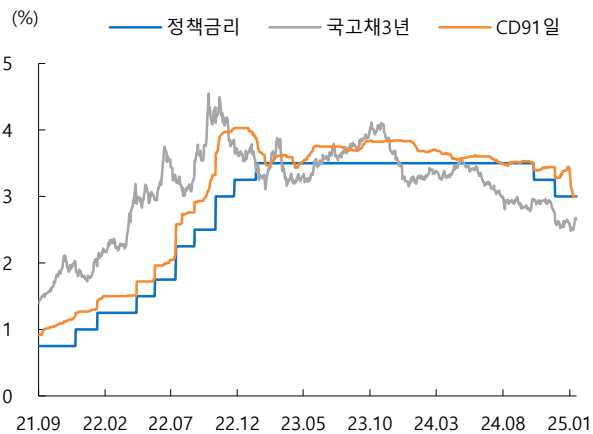
자료: 한국은행, IM 증권 리서치본부

표2. 25.1월 금통위 기자회견담회 주요 질문/답변

주요 기자 질문	이창용 한은 총재 답변
금리 결정	3개월 포워드 가이던스 6명 모두 금리인하 가능성 피력 신성한 위원 인하 소수의견은 경기 둔화로 수요측 물가 압력이 줄어든 것으로 판단. 환율은 이미 시장에 반영 중 5 대 1 이긴 하지만 경기를 보면 금리를 내리는 것이 맞다고 금통위원들 판단 두차례 금리인하 효과를 볼 겸 숏고르기로 금리 동결 결정 대내 균형보다는 대외 신인도 등 불확실성 고려하여 이번 금통위 결정
경기/정치 불확실성	정치적 불확실성으로 인한 대외 신인도를 고려 정치적 충격이 경제 성장이 어떤 영향을 미치는지는 아직 판단하기 어려움 건설경기, 내수 등이 예상한 것보다 많이 하락하고 있음
환율	정치적 변화가 때문에 현재 환율수준은 경제 펀더멘탈, 미국과의 금리격차를 반영한 것보다 훨씬 높은 수준 자금은 정상적인 상황보다 필요 이상으로 환율이 높아진 상황. 내수와 물가에 미치는 영향 유의할 필요 단순히 환율 수준으로만 판단하는 것이 아니라 내재된 요인들을 고려 환율 1,470원 유지되면 물가 15bp 정도 상승 예상
미국 정책	트럼프 취임 이후 미 연준 통화정책 방향성을 고려해야 함 신정부 정책 불확실성 높은 편

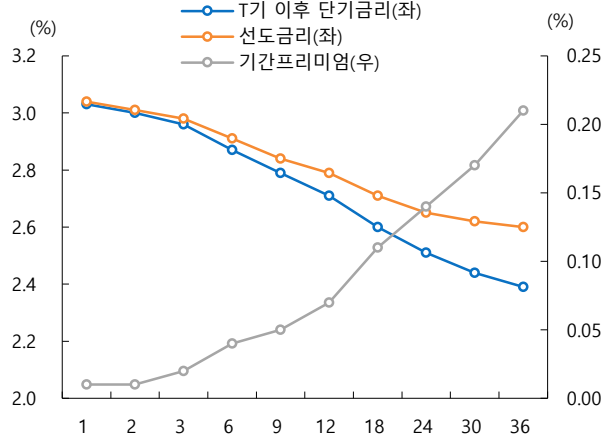
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

그림1. 한국 기준금리, CD91일 및 국고채 3년 금리 추이



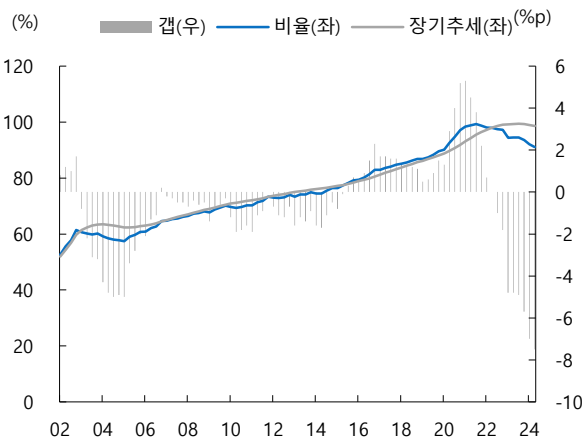
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 국고채 선도금리 현황(1/16일 기준)



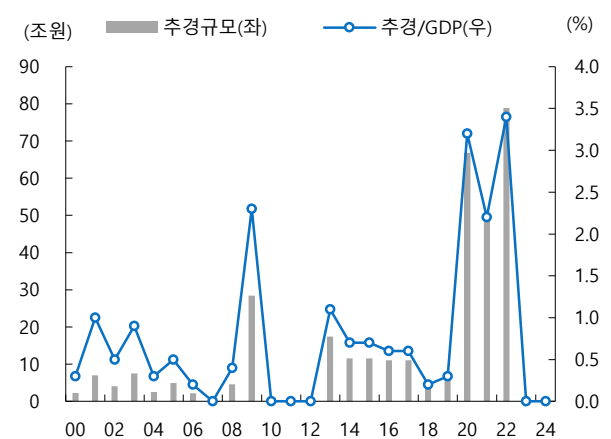
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 민간신용/명목GDP 비율 및 갭 추이: 가계신용 레버리지의 장기추세 하회 폭 확대



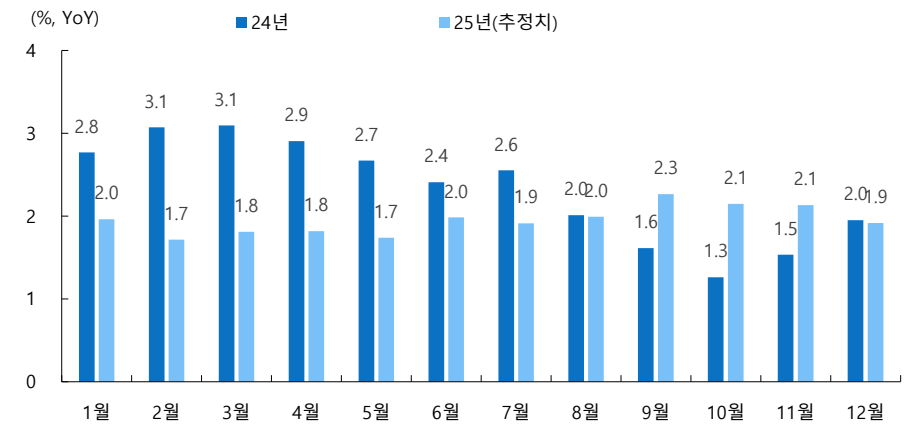
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림4. 역대 추가경정예산 규모: 재정지출 확대의 경제적 효과 위해서는 최소 GDP 1% 이상 집행 필요(25~30조원 추정)



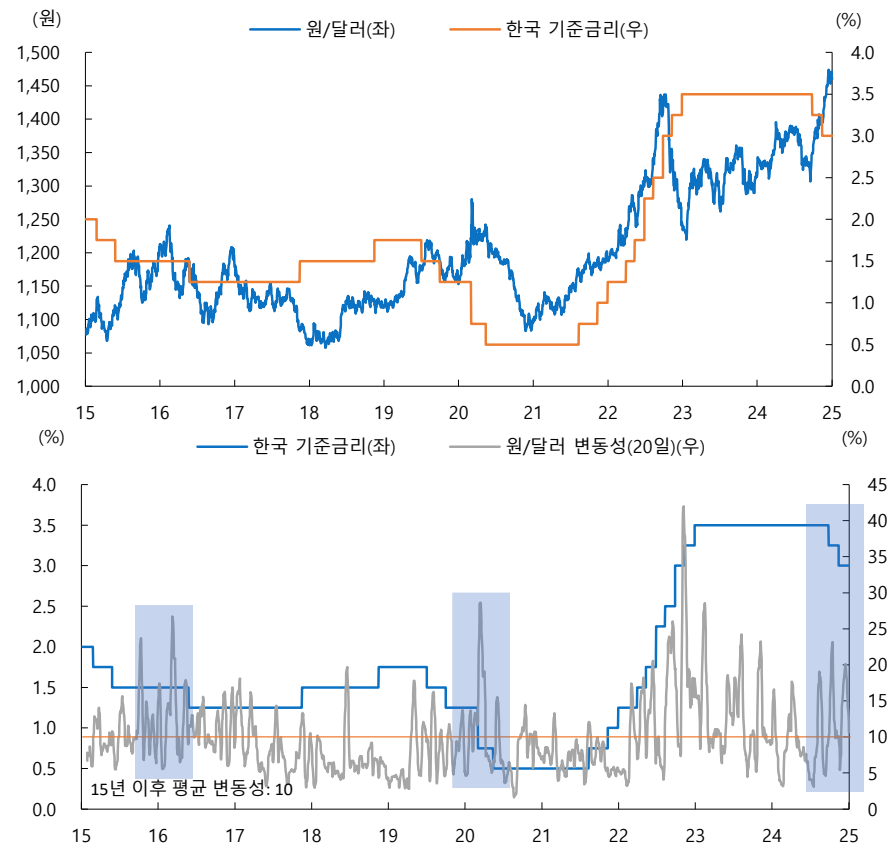
자료: 지표누리, ECOS, iM증권 리서치본부

그림5. 25년 국내 소비자물가 증가율 추정치: 한은 전망치 1.9%에 부합할 경우 아래 경로로 물가 흐름 예상됨. 통화정책의 물가민감도 24년 대비 크게 낮아질 것



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림6. 원/달러 환율 및 변동성, 기준금리 추이: 한/미 편더멘털 격차를 고려하면 원달러 환율 레벨 상승은 불가피, 한은도 레벨보다는 변동성을 더 주시. 단 과거 변동성 확대에도 경기 악화시 금리인하 기조 유지했던 사례 다수



자료: ECOS, iM증권 리서치본부

그림7. 금통위(1/16) 장중 국고채 3년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림8. 금통위(1/16) 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.