



## 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 2월 21일 | Global Asset Research

# BondView

## 2월 금통위가 변곡점이 되기에는 재료가 부족하다

### 트럼프 관세정책의 나비효과: Non-US 국가들의 확장재정

2월 금통위를 전망하기 전에 트럼프 관세정책의 나비효과를 다음과 같이 정리해 볼 수 있다. 트럼프는 관세 부과를 통해 무역적자를 줄이고자 한다. 하지만 이는 단기적으로 달러 강세를 유발한다. 관세를 부과 받은 Non-US 국가들의 수출 경쟁력이 하락하면 생산을 줄이고 결국 경기 둔화가 불가피해지면서 Non-US 통화가 평가절하되기 때문이다.

하지만 시차를 두고 Non-US 통화 약세는 다시 수출 경쟁력을 제고시킨다. 즉, 관세 인하와 유사한 효과를 갖게 된다. 이에 트럼프는 1기 때처럼 약달러 선호를 노골적으로 드러내지는 않지만 환율과 VAT까지 고려하겠다는 일맥상통한 발언으로 다른 나라를 압박 중이다.

결국 트럼프는 Non-US 국가들에게 총수요의 부담을 전가하고 싶은 것으로 사료된다. 미국이 정부 지출을 줄이면서 적자를 관리하고, 점진적인 달러 약세를 피한다고 가정하면 Non-US는 통화완화 정책으로 인한 자국 통화 약세 폭에 제한을 받게 된다. 반면, 이를 확장재정정책으로 보완하는 방향으로 Policy Mix의 무게중심을 이동시킬 수밖에 없을 것이다.

한국도 한국은행이 직접 나서서 추경의 필요성을 주장하고 있고, 독일과 일본의 경우 트럼프 방위비 증액 압박에 대응책을 검토 중이다. 실제로 유럽과 일본 장기물 금리는 빠르게 상승 중이다. 단, 한국의 경우 확장재정 시점과 규모를 추정하기 어려운 환경에 처해 있어 상대적으로 덜 민감하게 반응하고 있다는 판단이다. 그럼에도 한국도 피해가기 어려운 재료라 판단한다.

### 핵심 관전 포인트: 2분기 인하 가능성 열어둘 것인가

지난 1월 금통위 (사실상 인하와 같은 동결로 평가) 이후 시장참여자들은 2월 금통위에서의 금리인하를 기본 시나리오로 상정했다. 하지만 트럼프 관세 정책과 한은 총재의 외신 인터뷰, 대외 금리와의 디커플링 재료들을 겪으면서 2월 금통위가 매파적 인하가 될 것이라 규정짓기 시작했다. 단, 이 역시 일주일 동안 반영됐다고 판단한다.

따라서 '매파적 인하' 조건을 다시 정의할 필요가 있겠다. 시장과 한은이 생각하는 올해 기준 금리 종착지는 크게 2.50%와 2.25%로 구분되어 있다고 판단한다. 한은이 제시한 실질 중립 금리 범위를 가지고 명목 중립금리 평균치를 계산하면 2.50% 부근으로 산출된다.

즉, 경기만을 고려한 중립금리는 2.25~2.75%로 간주할 수 있고, 금융안정을 고려한 중립금리 수준은 2.50~3.00% 수준으로 간주해 볼 수 있다. 여기에 한은 총재의 1월 금통위 기자회견 중 중립금리까지 내리는데 일정 부분 동의한다는 답변까지 감안하면 최소 2.50%까지 인하할 것이라 전망에 대해 시장은 큰 이견이 없어 보인다.

결국 핵심이 추가 인하 시점인 만큼 관련 통화정책 도구들이 어떻게 활용되는지가 중요하다. 우선 성명서 변화 여부에 주목하자. 2019년에 한국은행은 7월과 10월 2차례 금리를 인하했다.

당시 5월 통방문에 미·중 무역분쟁 심화로 전망경로의 불확실성은 높아진 것으로 판단된다는 문구 등장 이후 7월에 성장 전망치 하향조정과 함께 첫 금리인하를 개시했다.

그리고 8월 통방문에서는 성장 전망경로의 불확실성이 한층 커졌다는 문구 삽입과 함께 완화 기조를 유지해 나갈 것이란 문구 뒤에 완화 정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이란 문구가 처음으로 등장했다.

결국 10월에는 7월의 성장 전망경로를 하회할 것으로 전망하면서 추가 금리인하를 단행했다. 하지만 두 차례 인하 효과를 지켜보면서 완화정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이란 문구를 추가했다. 그리고 팬데믹 전까지 금리 동결 기조를 이어간 바 있다.

즉, 2월 통방문에 세 차례 인하 효과를 지켜보겠다는 문구 추가 여부에 주목할 필요가 있다. 위 문구가 등장한다면 시장은 2분기 Skip 가능성을 염두에 두기 시작할 전망이다.

다음은 성장률이다. 한은은 1월에 1.6~1.7%로의 하향조정을 시사했는데 이 숫자보다 낮은 1.4~1.5% (하나증권 전망치) 수준으로 제시할지, 그리고 한은이 제시한 숫자가 추경을 감안한 숫자인지 확인이 필요하다. 물론 하나증권은 추경을 반영하지 않은 올해 성장률 전망치를 1.4~1.5%로 제시했다.

하지만 한은이 1.6%를 유지하고 이 숫자에 추경이 포함되지 않았다고 밝힌다면 2분기 Skip 우려가 점차 부각될 수 있다. 한은은 15~20조원 규모의 추경이 성장률을 +0.2%p 제고시킬 수 있단 분석을 1월 금통위 때도 내놓은 바 있다. 즉, 추경만 합입되면 국내 성장률은 1.8%가 된다. 그리고 이 숫자는 한은 총재의 신년사에도 나와 있듯 주요 26개국 (잠재성장률 2%나 1인당 국민소득이 3만 달러 이상)의 올해 성장률 전망치 평균과 같다.

주지하다시피 작년 4분기 이후 나타난 Keep Calm and Buy Bond 현상의 핵심은 바로 예상보다 부진한 경기 성적표였다고 판단한다. 즉, 국내 경기 상황을 과거 위기와 같은 상황으로 보는 것이 과장됐다는 한은의 입장을 확인한다면 시장은 추가 금리 하락에 베팅하기 위해서는 경기 둔화를 일정 부분 선반영한 것보다 더 유의미한 지표 둔화를 확인해야 한다. 이에 소급의 시간으로 잠시 내려티브가 변할 수 있다고 판단한다.

또한, 물가도 중요한 변수로 꼽을 수 있다. 과거 20년 월별 전월비 평균 증가율로 올해 1~12월 헤드라인 CPI 평균치를 추정해보면 2.5%가 산출된다. 물론 현 상황을 고려해야겠지만 2월 뿐만 아니라 향후 금통위에서 2.1%를 상회하는 숫자로 전망치를 변경할 경우 시장에 충격을 줄 수밖에 없다. 단, 2월 금통위를 앞두고 물가에 대한 정책당국의 코멘트가 구체적으로 없었기에 이번 회의에서의 서프라이즈 가능성은 낮다고 판단한다.

마지막으로 소수의견과 포워드가이던스를 살펴보자. 작년 11월 금통위에서 깜짝 금리인하를 단행할 때 결정이 어려웠다는 점을 동결 소수의견 2명 개진과 포워드가이던스 3 (인하) vs 3 (동결) 제시를 통해 피력한 바 있다.

하나증권은 한은 총재의 외신 인터뷰 전까지는 포워드가이던스 3대3을 중도매파쪽으로 시장이 해석할 것이라 판단했다. 그러나 현 지점에서는 오히려 2분기 인하 가능성을 열어두는 쪽으로 생각할 공산이 크다. 따라서 동결 소수의견 개진과 포워드가이던스 동결이 4명 이상일 경우에 시장은 2분기 Skip 가능성을 우려하기 시작할 것이다.

### 아직까지는 유연함 강조. 점차 한미 역디커플링 고려할 필요

종합하면 2월 금통위는 연준과 마찬가지로 유연함 (Wait & See)을 강조할 전망이다. 하나증권 기본 시나리오 역시 '만장일치 인하 + 포워드가이던스 3대3'으로 제시한다.

트럼프가 자동차반도체 관세를 4/2일보다 빨리 발표할 가능성을 시사한 만큼 모든 가능성을 열어둘 필요가 있기 때문이다. 따라서 앞에서 제시한 통방문과 경제전망, 포워드가이던스 등이 2월 Skip을 시사하는 쪽으로 발표되기는 추경 합의가 이뤄지지 않아 어렵다고 판단한다.

결국 1월 금통위 때 전망처럼 하나증권은 여전히 20bp 싸움이란 견해를 유지한다. 1월 금통위 직전일 이후 지금까지 국고 3년 금리는 10.5bp (2.570~2.675%), 10년 금리는 9.2bp (2.796~2.888%) 좁은 범위 내에서 등락을 반복 중이다.

그럼에도 정부 지출 축소와 함께 10년물 금리 수준을 관리하려는 미국과 달리 정부 지출 확대 및 일정 부분 통화까지 절상 요구를 받는 국내 여건을 감안하면 작년 4분기와 반대 방향으로 미국과의 금리 디커플링이 나타날 수 있을 전망이다.

2월 금통위보다는 수급의 시간이 도래할 때 한은도 보다 매파적으로 변할 수 있다는 가능성을 열어두고, 2분기 전후 금리 반등 시 비중 확대를 권고한다.

## 도표 1. 2019년 5월 금통위 통방문 주요 내용

국내경제는 설비 및 건설투자의 조정이 지속되고 수출이 부진한 모습을 보였으나 소비가 완만하나마 증가세를 이어가면서 1/4분기의 부진에서 다소 회복되는 움직임을 나타내었다. 고용 면에서는 취업자수 증가규모가 줄어들고 실업률이 높아졌다. 앞으로 국내경제의 성장흐름은 건설투자 조정이 지속되겠으나 소비가 증가 흐름을 이어가고 수출과 설비투자도 하반기에는 점차 회복될 것으로 전망되는 등 지난 4월 전망경로에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다. 다만 미·중 무역분쟁 심화 등으로 전망경로의 불확실성은 높아진 것으로 판단된다.

자료: 한국은행, 하나증권

## 도표 2. 2019년 7월 금통위 통방문 주요 내용

국내경제는 소비가 완만한 증가세를 이어갔으나 건설투자 조정이 지속되고 수출과 설비투자의 부진이 심화되면서 성장세가 둔화된 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가폭이 확대되는 등 일부 개선되는 모습을 보였다. 앞으로 국내경제의 성장흐름은 소비가 증가세를 이어가겠으나 건설투자 조정이 지속되고 수출과 설비투자 회복도 당초 예상보다 지연될 것으로 전망된다. 금년중 GDP성장률은 지난 4월 전망치(2.5%)를 하회하는 2%대 초반을 나타낼 것으로 예상된다.

자료: 한국은행, 하나증권

## 도표 3. 2019년 8월 금통위 통방문 주요 내용

국내경제는 건설투자 조정과 수출 및 설비투자 부진이 지속된 가운데 소비 증가세가 약화되면서 성장세 둔화 흐름을 이어간 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가폭이 확대되는 등 일부 개선되는 모습을 보였다. 앞으로 국내경제는 미·중 무역분쟁 심화, 지정학적 리스크 증대 등으로 성장 전망경로의 불확실성이 한층 커진 것으로 판단된다.

금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 성장세가 완만할 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력이 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 향후 거시경제와 금융안정 상황의 변화를 면밀히 점검하면서 완화 정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이다. 아울러 미·중 무역분쟁, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 주의 깊게 살펴볼 것이다.

자료: 한국은행, 하나증권

도표 4. 2019년 10월 금통위 통방문 주요 내용

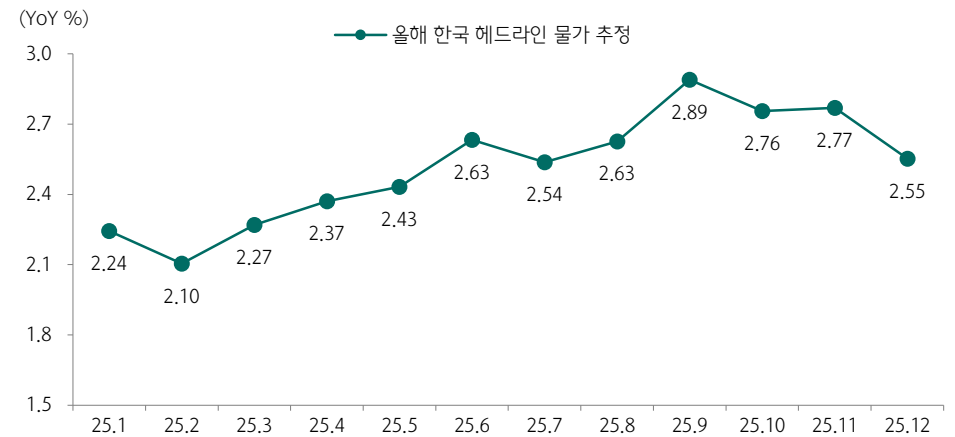
국내경제는 건설투자 조정과 수출 및 설비투자 부진이 지속된 가운데 소비 증가세가 약화되면서 성장세 둔화 흐름을 이어간 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가폭이 확대되는 등 일부 개선되는 모습을 보였다. 앞으로 국내경제는 미·중 무역분쟁 지속, 지정학적 리스크 증대 등으로 지난 7월의 성장 전망경로를 하회할 것으로 예상된다.

금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 성장세가 완만할 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력이 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 향후 거시경제와 금융안정 상황의 변화, 두 차례 기준금리 인하의 효과를 지켜보면서 완화정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이다. 아울러 미·중 무역분쟁, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 주의깊게 살펴볼 것이다.

자료: 한국은행, 하나증권

도표 5. 국내 헤드라인 CPI 경로 추정

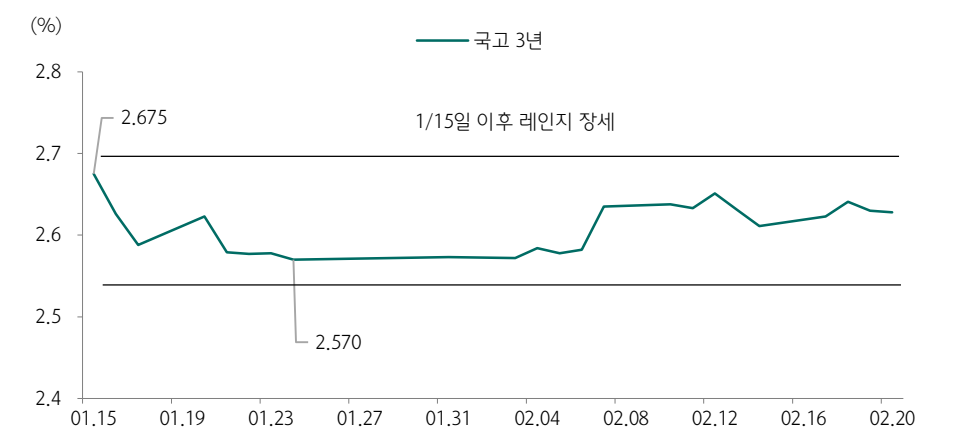
올해 국내 헤드라인 물가상승률은 2월에 하락한 뒤 3월부터 9월까지 상승하는 경로. 올해 1~12월 평균치는 2.51%



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 6. 국고 3년물 1개월 간 레인지 장세 (저점 대비 고점 10.5bp)

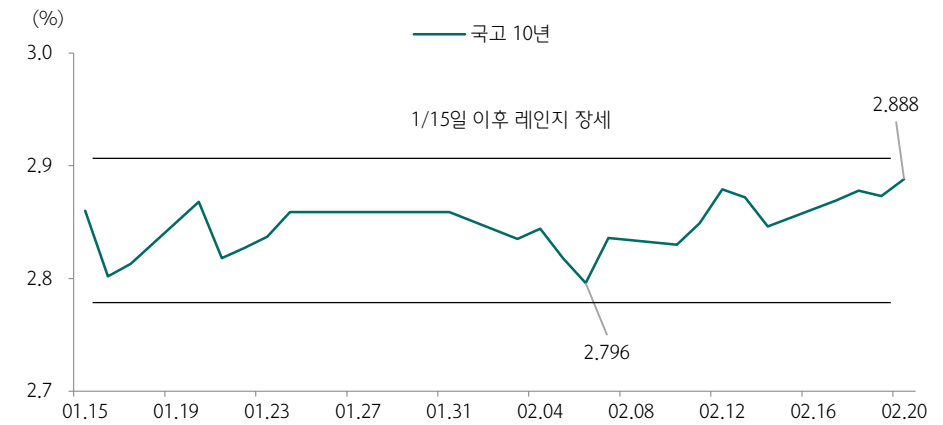
2분기 추가 금리인하 여부가 관건  
그럼에도 총 20bp 싸움



자료: 인포맥스, 하나증권

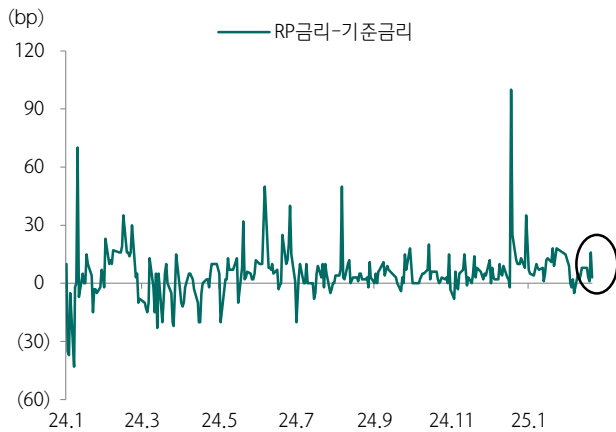
도표 7. 국고 10년물 1개월 간 레인지 장세 (저점 대비 고점 9.2bp)

추경이 연간 국채발행한도에서  
차지하는 비중이 관건  
20%를 상회할 경우 유의미한  
상승세 나타날 전망



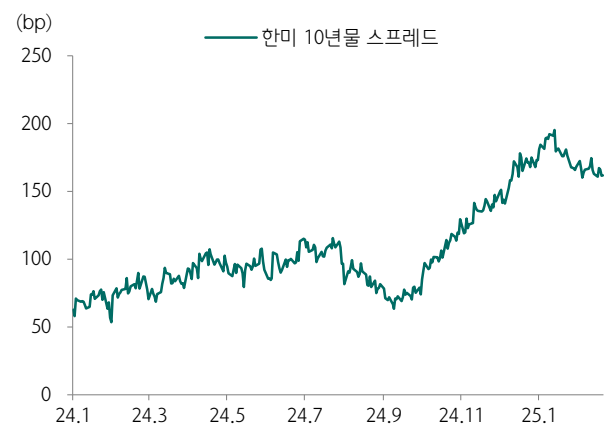
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 8. RP금리와 기준금리 갭 변동성 확대



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 9. 한미 스프레드 점진적 축소에 무게



자료: 인포맥스, 하나증권