

채권 브리프

성장을 1% 시대에 직면, 채권시장 영향은?

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com, [경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

채권 부문: Check Point

한은 통화정책 기조변화의 핵심은 성장률 레벨, 2%일 때는 부동산을 걱정했으나, 1%일 때는 이야기가 달라진다
25년은 재정/통화정책 듀얼 가동이 필요한 시기: 결과는 상이하나 미국, 영국, 그리고 중국은 풀 가동 중
한국, 글로벌 대비 재정(지출) 및 통화(완화)정책 모두 부진. 1)내년 1% 성장세 불가피 하고, 2)재정지출의 여력이 제한된다면, 결국 3)25년 상반기 한은 금리인하 가속화는 불가피

【채 권】

한은 통화정책 기조변화의 핵심은 성장률 레벨, 2%일 때는 부동산을 걱정했으나, 1%일 때는 이야기가 달라진다

채권시장에서 바라보는 국내 경기 판단 역시 긍정적이지 않다. 이미 한은은 10월 금통위에서 올해(2.4%) 및 내년(2.1%) 전망치를 하향 조정할 수 있음을 시사했고 11월 금통위를 통해 해당 전망치는 하향 조정될 가능성이 크다. 올해는 민간소비, 건설투자가 한은의 예상보다 부진했다면, 내년은 트럼프 관세 정책과 관련한 수출 부진 가능성이 추가적으로 경기 전망에 반영될 것이다. 25년 한은의 통화정책 운용에 있어서는 내년 성장률의 레벨과 경로가 매우 중요하며, 만약 최악의 가정으로 성장률이 2%를 크게 하회한다면 한은의 기존 통화정책 기조 역시 빠르게 변경될 수 있겠다. 또한 이번 11월 전망에서 한은의 성장률 전망이 당장 2%를 크게 하회하지 않더라도 미국의 관세 인상 등 부정적 파급효과에 대한 시장 우려감이 큰 상황이라는 점에서 시장이 예상하는 체감 성장률 전망치는 2%를 크게 하회할 소지가 크다.

25년은 재정/통화정책 듀얼 가동이 필요한 시기: 결과는 상이하나 미국, 영국, 그리고 중국은 풀 가동 중

미국, 영국 그리고 중국, 세 국가의 공통점은 재정정책과 통화정책이 경기 방어를 위해 이중 가동되고 있다는 점이다. 미국 트럼프 정부는 감세와 확장적 재정지출의 유지, 영국 노동당 정부는 집권 이후 첫 예산안에서 정부 수입과 지출, 그리고 차입을 모두 확대하는 대규모 재정완화 계획을 발표, 중국 역시 11/8일 지방정부 부채 해소를 위해 5년간 10조위안을 지원하는 등의 재정정책을 발표하며 성장률 개선에 적극적으로 나서고 있는 상황이다. 통화정책 역시 마찬가지다. 연준은 9월 및 11월 연속 인하를 통해 현재까지 총 75bp 인하를 단행했고, 영란은행은 8월 및 11월 총 50bp 금리 인하, 인민은행도 24년 중 LPR 1년 금리를 3.45%에서 3.10%로 인하하는 등 통화완화 정책에 적극적으로 동참하고 있는 상황이다.

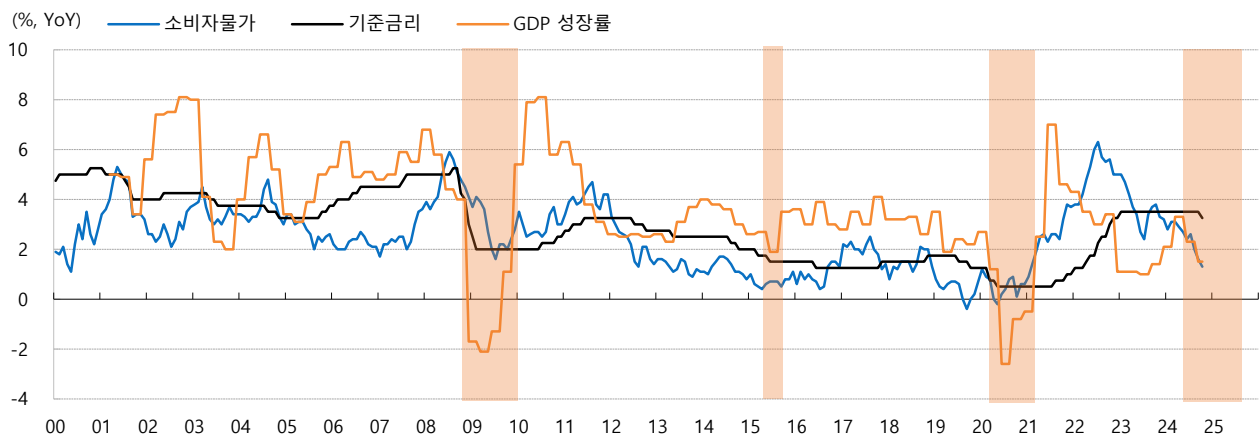
한국, 글로벌 대비 재정(지출) 및 통화(완화)정책 모두 부진. 1)내년 1% 성장세 불가피 하고, 2)재정지출의 여력이 제한된다면, 결국 3)25년 상반기 한은 금리인하 가속화는 불가피

반면 한국은 재정 및 통화정책 영역에 있어 글로벌 주요국 대비 모두 부진한 상황이다. 25년 정부예산안에 근거하면 예산 총규모는 올해 대비 3.2% 증가한 677.4조원으로 책정되며 15년 이후 장기평균치(6.4%)에 크게 미달했다. 내년 성장둔화가 보다 분명한 상황에서 정부의 재정지출에 대한 적극성이 떨어지는 대목이다. 또한 전체 예산 증액분 20.8조원 중 보건복지 및 교육예산 증액분이 14.7조원으로 전체 증가분의 70%를 차지했다. 통상 정부지출 중 SOC나 R&D 지출 증가는 GDP가 정부지출 이상으로 증가할 가능성이 높지만, 복지, 교육 등의 지출 증가는 혜택을 받은 가계가 그만큼 혹은 그 이상의 소비를 늘려야 GDP 경제 성장에 영향을 미치는 구조다. 대부분의 경우 그 혜택만큼 저축만 늘어나고 소비가 늘어나지 않는 케이스가 많다는 측면에서 25년 예산안 구조상

소비증대 효과는 떨어질 것이다. 또한 내년 대내외적 여건으로 세수 여건 역시 올해만큼 부진하다면 책정된 재정지출 계획을 지키는 것마저 어려운 과제가 될 수 있다.

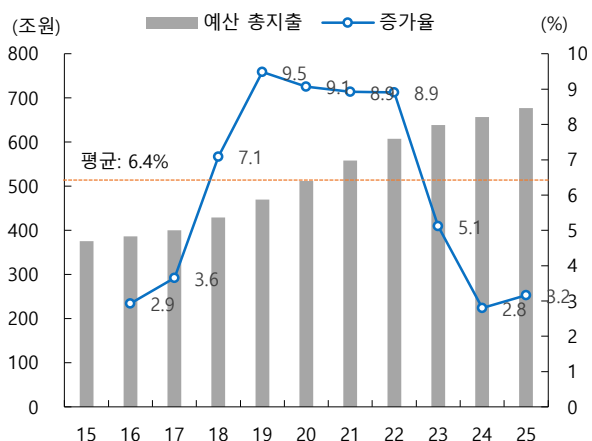
통화정책 역시 마찬가지다. 한은은 지난 10월 인상사이클 이후 첫 금리인하를 25bp 단행했다. 글로벌 주요국과 비교해서는 다소 늦은 인하 행보였고, 추가 인하 여부 역시 한은의 우선순위가 금융안정에 있다는 점을 고려하면 확신하기 어려운 상황이다. 이런 상황을 모두 고려했을 때 채권시장은 내년 1% 또는 그 미만의 성장 가능성까지도 생각하지 않을 수 없으며, 특히 주요국과 달리 국내는 재정확대 여력이 제한적인 상황이라면 결국 올해 대비 적극적인 통화완화 정책을 통해 성장률 방어에 나설 수 밖에 없다고 생각한다. 한은의 금리인하 행보는 25년 1분기 추가 금리인하 시행(25bp), 이후 2Q 50bp 인하, 3Q 25bp 인하가 단계적으로 진행되며 25년 연말 기준금리 2.25% 전망되나, 하반기 경기회복 속도가 미진할 경우 기준금리 하단 2.00%까지 인하될 수 있을 것으로 전망한다.

그림1. 성장률, 물가, 기준금리 추이: 성장률과 물가가 2%를 하회하는 시기는 곧 재정이나 통화정책이 부양에 충실해야 하는 시기. 재정을 쓸 수 없다면 한은의 적극적인 완화정책 결정이 필요. 2%대 기준금리는 필수적



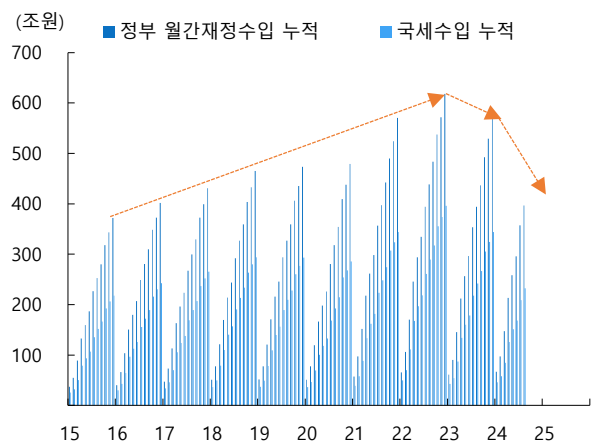
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림2. 연간 정부 예산 총지출 추이: 25년 예산 3.2% 증가했으나 과거 장기평균치 크게 미달. 분야별 지출 증가도 전체 증가분의 70% 이상이 보건복지, 교육에 한정



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림3. 정부 월간재정수입 및 국세수입 누적: 정부는 재량지출 증가율이 0.8%에 불과한 긴축적 예산안을 편성했으나 여전히 재정수지가 큰 폭의 적자 기록. 24년 세법개정과 반도체 등 세액감면, 법인세 부진 등이 영향



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

경제 부문: Check Point

트럼프 관세 충격 시 25년 국내 GDP 성장률이 1%대로 하락할 가능성이 큼

국내 증시가 트럼프 당선 이후 낙폭이 더욱 확대되고 있는 이유는 내년 국내 성장률 둔화 리스크가 일부 선반영되고 있는 분위기임

트럼프 관세 현실화와 중국 대규모 재정 부양책이 변수지만 25년 1%대 혹은 추가 성장 둔화 리스크를 경계

【경 제】

트럼프 관세 리스크, 25년 국내 GDP 성장률, 1%대로 추락할 수도

트럼프 대통령 당선으로 미국 주식시장 활황과 더불어 경기 확장 기조 기대감이 강화되고 있는 반면에 트럼프 대통령 최대 공약인 관세정책의 직접적 타격을 받을 것으로 예상되는 중국을 차지하고 한국 역시 성장률이 큰 폭 둔화될 것이라는 전망이 고개를 들기 시작했다. JP 모건이 25년 국내 GDP 성장률을 1.7%로 전망했고 바클레이즈는 25년과 26년 국내 GDP 성장률을 1.8%와 1.5%를 각각 전망했다. 바클레이즈는 2년 연속 국내 성장률이 1%대에서 벗어나지 못할 것이라는 다소는 충격적인 전망치를 내 놓았다.

현대경제연구원도 관세전쟁이 최악의 상황으로 전개되는 시나리오를 가정할 때 국내 GDP 성장률이 1.14%p 하락할 것으로 추정했다. 한국은행 역시 트럼프 2기 행정부가 대중 관세 60%를 부과할 경우 국내 수출에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 밝힌 바 있어 관세 충격에 따른 한국 성장률 둔화 리스크가 현실화될 가능성이 큰 상황이다.

실제로 트럼프 집권 1기 사례를 보면 관세 충격이 주요국 성장률에 악영향을 미쳤음을 확인할 수 있다. <표1>에서 보듯 2018년 미국이 대중 관세를 부과하면서 중국은 물론 독일 및 한국 성장률이 큰 폭 둔화되었다. 중국 GDP 성장률의 17년 6.9%에서 18년과 19년에는 각각 6.7%와 6.0%로 둔화되었고 한국 GDP 성장률 역시 17년 3.4%에서 18년과 19년 각각 3.2%와 2.3%를 기록했다. 관세부과 이후 2년만에 중국과 한국 성장률이 약 1%p 둔화된 것이다. 따라서 트럼프 1기 당시보다 더욱 강력한 관세 충격이 현실화된다면 한국 GDP 성장률이 최소 1% 이상 둔화될 수 있어 25년 성장률이 1% 내외까지 추락할 가능성을 배제할 수 없다.

올해 글로벌 증시에 유독 약세 흐름을 보였던 국내 증시는 트럼프 당선 이후 낙폭이 더욱 확대되고 있다. 미국 나스닥 지수와 코스닥 지수 간 등락을 괴리폭은 2000년 IT버블 붕괴의 최대의 격차를 보여주고 있다. 내년 국내 성장률 둔화 리스크가 일부 선반영되고 있는 느낌이다.

국내 경기 둔화 시그널은 이미 일부 지표에서 확인되고 있다. 그동안 국내 수출을 견인하던 국내 수출 모멘텀이 예상보다 빠르게 둔화되고 있다. 11월 10일까지 수출증가율은 전년동기 -17.8%를 기록했다. 조업일수 감소 영향이라고 하지만 조업일수를 고려한 수출증가율도 -0.1% 감소세를 기록했다. 기저효과 영향이 있지만 국내 수출경기를 견인하던 대미 수출증가율은 3분기부터 한자리대 증가율로 둔화되었고 11월 10일까지는 조업일수 감소 영향으로 전년동기 -37.5%를 기록하고 있다. 반도체 수출 역시 모멘텀 둔화 징후가 나타나고 있다. 수출증가율로 그래도 견조하지만 9월 반도체 생산은 전년동월 -3.0% 하락세를 기록한 바 있다. 따라서 완만한 수출둔화 흐름이 관세 부과로 빨라진다면 수출 경기의 성장 지지력이 급격히 약화될 여지가 있다.

내수 경기 불안감도 커지고 있다. 9월 취업자수 전년동월 8.3만명 그쳤다. 약간의 고용절벽과 같은 현상이 나타나고 있음은 내수 경기에 부정적 신호라 할 수 있다. 여기에 최근 주가 급락 현상이 맞물리면서 소비심리가 위축되어 실제 소비활동이 회복되기보다는 더욱 위축될 여지가 크다.

중국의 대규모 경기 부양책 지연도 국내 성장률에는 악재이다. 기대했던 대규모 실물 재정부양정책이 25년 전인대 전후로 지연될 것으로 알려지고 있어 당분간 중국 모멘텀에 기대 대중국 수출 회복을 기대하기 어렵게 되었다. 대미국 수출 둔화에 이은 대중국 수출회복 지연은 제조업 경기 부진 장기화와 함께 기업 투자 지연으로 나타날 것이다.

대내외적 환경과 국내 정책 모멘텀이 부재한 상황에서 트럼프 관세 충격이 현실화된다면 25년 국내 경기 하방압력, 즉 성장률 하락 폭은 예상보다 클 수 있다.

트럼프 관세 현실화와 중국 대규모 재정 부양책이 변수지만 25년 1%대 혹은 추가 성장 둔화 리스크를 경계

트럼프 집권 2기의 관세 정책이 아직 구체화되지 않았고 실제 실시도 불투명하다는 점에서 성장 둔화 리스크를 과도하게 우려할 단계는 아닌 것은 분명하지만 트럼프발 관세 리스크를 부정하기 어려운 것이 현실이다. 따라서 25년 국내 성장률은 2%를 지키기가 쉽지 않을 공산이 크다. 만약 1월 트럼프 대통령 취임과 동시에 관세전쟁이 현실화된다면 국내 성장률이 1%대로 둔화될 가능성이 농후하다. 다만, 변수는 관세전쟁으로 경제적으로 심각한 충격을 받을 중국이 과연 어느 정도 규모의 부양정책을 실시할지가 변수될 수 있다.

결론적으로 트럼프 대통령 당선으로 25년 국내 성장률의 하방 리스크와 관련된 불확실성이 커진 것은 분명하다.

그림4. 글로벌 IB들 25년 국내 GDP 성장률을 1%대로 전망

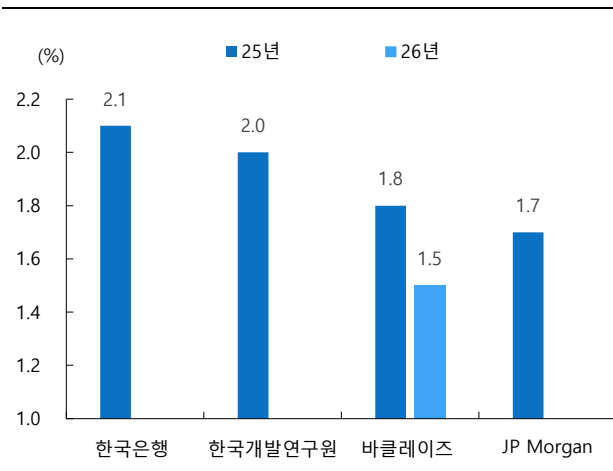


그림5. 코스닥과 나스닥 간 연간 등락률 격차(24년은 11월 12일 기준)

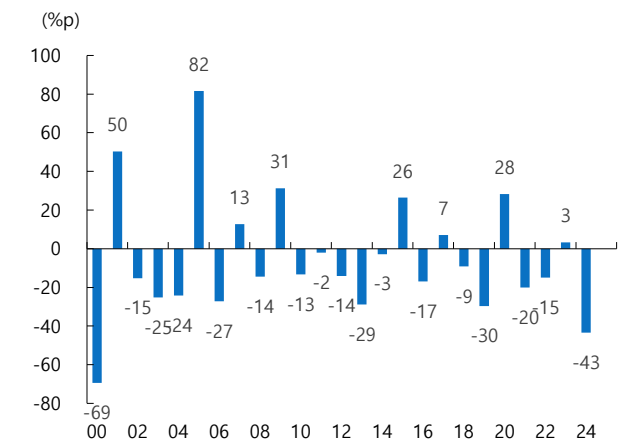


표1. 트럼프 1기 당시 대중국 관세 영향 등으로 중국은 물론 한국 등 주요국 성장률 둔화된 바 있음

(단위 %)		전세계	선진국	이머징	미국	유로	독일	영국	일본	중국	러시아	인도	아세안5	한국
트럼프 1기 : 18년 미중 무역 갈등 본격화	2016년	3.3	1.8	4.4	1.8	1.8	2.3	1.9	0.8	6.8	0.2	8.3	4.8	3.2
	2017년	3.8	2.6	4.8	2.5	2.6	2.7	2.7	1.7	6.9	1.8	6.8	5.2	3.4
	2018년	3.6	2.3	4.7	3.0	1.8	1.1	1.4	0.6	6.7	2.8	6.5	5.0	3.2
	2019년	2.9	1.9	3.7	2.6	1.6	1.0	1.6	-0.4	6.0	2.2	3.9	4.2	2.3
코로나19 팬데믹	2020년	-2.7	-4.0	-1.8	-2.2	-6.1	-4.1	-10.3	-4.2	2.2	-2.7	-5.8	-4.4	-0.7
트럼프 2기	2024년(전망)	3.2	1.8	4.2	2.8	0.8	0.0	1.1	0.3	4.8	3.6	7.0	4.5	2.5
	2025년(전망)	3.2	1.8	4.2	2.2	1.2	0.8	1.5	1.1	4.5	1.3	6.5	4.5	2.2

자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림6. 4분기 국내 수출 모멘텀 둔화를 예고하고 있는 수출산업 경기전망지수

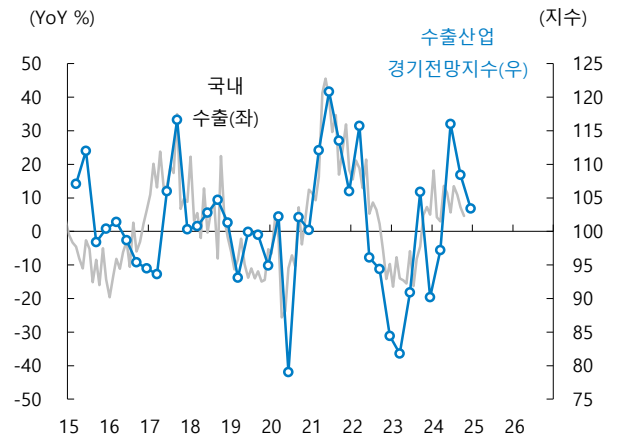


그림7. 대미 수출 증가율 둔화 속에 대중 수출 회복세는 더딘 상황임

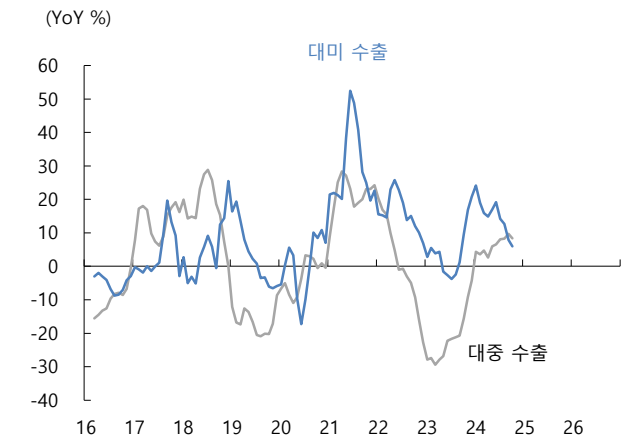
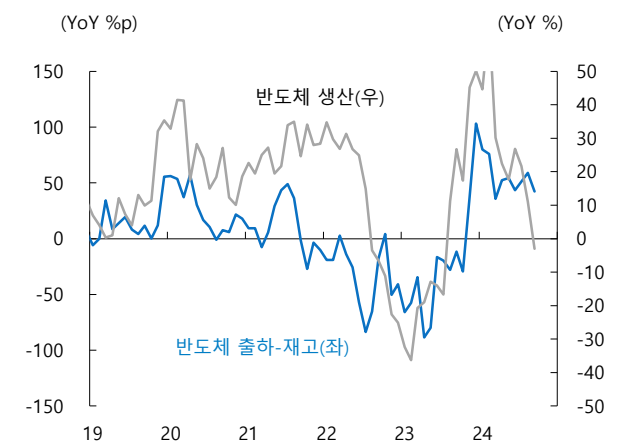
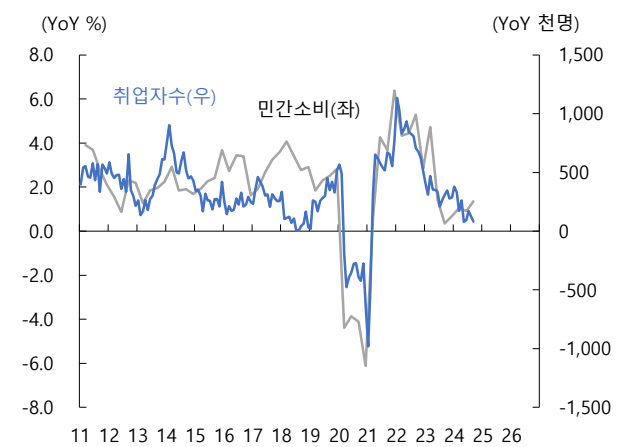


그림8. 9월 반도체 생산이 감소세로 전환



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림9. 고용시장 둔화 둔화세가 지속 중



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, 박상현)

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.