

Fixed Income Comment

[5월 금통위] 선제적 인하의 조건

- 만장일치 금리 동결. 올해 성장률 2.5%로 상향(기존 2.1%) 반면, 내년 성장률(2.1%)로 하향. 인플레이 전망치는 헤드라인 2.6% YoY, 코어는 +2.2%로 유지
- 하반기 금통위 관전 포인트는 연준보다 선제적 인하 여부. 5~7월 국내 코어 CPI가 2% 수준으로 하락하며 실질 기준금리 (+) 폭 확대 예상. 하반기 금통위 2회 인하 전망
- 수출 증가에도 내수 회복 제한될 것으로 판단한 점은 고금리가 내수 추가 위축 위험으로 작용할 수 있음을 시사. 7월 인하 소수의견 출현 및 피벗 시그널 강화 전망

내년 성장률 하향, 올해 인플레이 전망 유지

5월 금통위는 예상대로 만장일치 금리 동결을 결정했다. 한은은 올해 성장률을 2.1%에서 2.5%로 상향했으나, 내년 성장률은 2.1%로 하향 조정했다. 헤드라인과 코어 인플레이 전망은 각각 2.6%, 2.2%로 유지했다. 올해 성장률 상향에도 불구하고 내년도 성장률 전망치 하향 및 인플레이 전망 유지가 도비쉬하게 판단되며 국내 금리는 하락했다.

기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 올해 성장률 상향 조정됐지만 순수출 기여도가 높아 인플레이 전망을 변경할 정도는 아님, 2) 인플레이 상방 압력과 미국 금리인하 시점 불확실성에 하반기 한은의 금리인하 시점 불확실성 확대, 3) 6명 중 1명의 금통위원이 향후 3개월 내 금리 인하 가능성을 열어 둔 소수의견 유지, 4) 현재 정책은 제약적이므로 물가가 안정되고 있다는 확신이 들면 통화정책 정상화 시작 적절, 5) 하반기 헤드라인 CPI가 2.3~2.4%로 추세적 둔화될 경우 금리 인하 고려, 6) 미국 통화정책이 환율에 미치는 영향이 커졌으므로 이를 고려해 통화정책을 결정할 필요.

반도체를 중심으로 수출의 우호적인 기저효과가 연말로 갈수록 점차 약화되고 내수 회복은 제한되며 국내 성장률 하방 압력으로 작용할 가능성이 높다. 성장 기대감은 낮아지고 수출과 내수 양극화에 대한 금통위의 경계심이 점차 높아질 것으로 전망한다. 국내 금리 인하 기대는 유지되면서 국고채 금리 하락을 견인할 것으로 판단한다.

선제적 인하의 조건

하반기 금통위 관전 포인트는 연준보다 선제적인 금리 인하 여부가 될 것이다. 한국이 먼저 금리 인하 기조로 전환할 경우 환율 변동성이 높아지며 인플레이션을 제한할 수 있기 때문이다. 총재도 이번 회의에서 미국과 금리 격차를 고려해 통화정책을 결정할 것이라고 밝혔다. 연준 통화정책 변화가 국내에 미칠 영향에 대해 다소 신중한 입장을 보인 것이다.

당사 베이스 시나리오로 9월 FOMC 금리 인하 시작 및 하반기 금통위 2~3번의 금리 인하를 전망하고 있다. 금통위가 3Q에 연준보다 선제적으로 금리 인하를 단행할 조건을 다음과 같이 정리했다. (1) 5~7월 국내 코어 CPI가 2.0% 수준으로 하락하며 실질 기준금리(+) 폭 확대, (2) 미국 인플레이션 둔화하며 연준 금리 인하 기대 조금씩 회복, 달러환율 변동성 완화, (3) 유가 안정되며 헤드라인 인플레이션 3Q 중 2%대 중반으로 둔화.

총재도 언급했듯, 코어 인플레이션 상승을 견인할 정도로 내수 여건은 강하지 않다. 특히 취약 계층을 중심으로 대출 연체율은 높아지고 있다. 최근 일부 가공식품의 가격이 상승했는데, 이는 소비자의 실질 구매력을 낮추는 요인이다. 인플레이션 둔화에도 불구하고 3Q에도 금리가 동결될 경우 실질 기준금리(코어 CPI-기준금리)는 1.3%까지 상승하며 2019년 5월 고점을 소폭 상회하게 된다(그림2). 금통위에서 인플레이션 상방 압력을 우려했으나, 코어 인플레이션이 2% 수준까지 떨어지면 8월 금리 인하 가능성이 높아질 수도 있다.

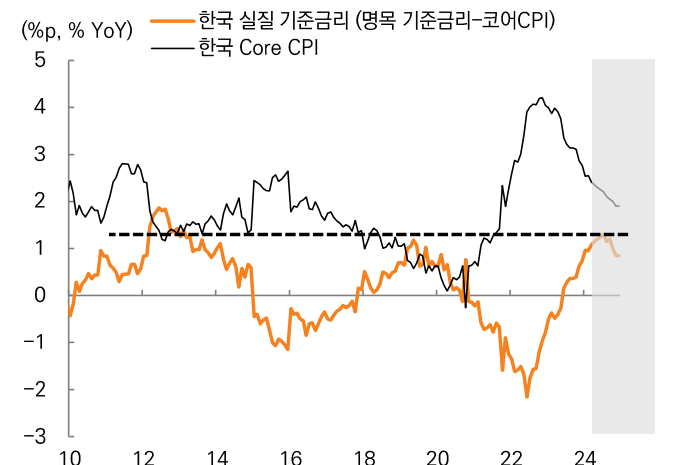
총재를 비롯해 금통위는 현재 통화정책을 제약적이라고 판단했다. 실질 기준금리(+) 폭이 확대된다는 것은 통화정책 긴축 강도의 심화를 시사한다. 한은이 내년도 성장률 전망치를 2.1%로 하향 조정한 점, 수출 증가에도 내수 회복이 제한될 것으로 판단한 점은 제약적인 금리 수준이 내수 추가 위축의 위험으로 작용할 수 있음을 시사한다. 7월 금통위에서 인하 소수 의견 출현을 시작으로 금리 인하 시그널링 강화를 전망한다.

그림 1. 서비스를 중심으로 코어 인플레이션 기조적 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

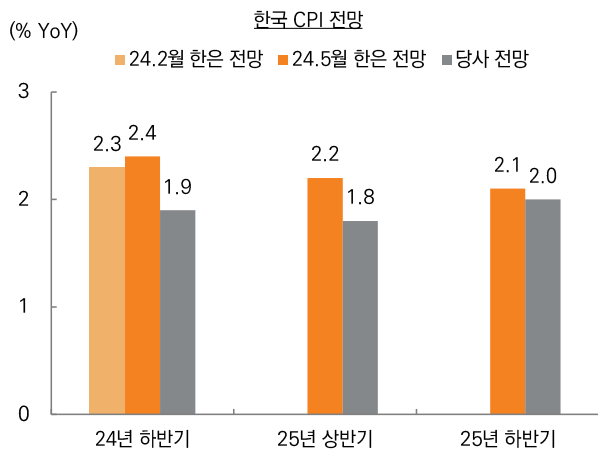
그림 2. 인플레이션 둔화로 실질기준금리 19년 고점(1.2%) 상회 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

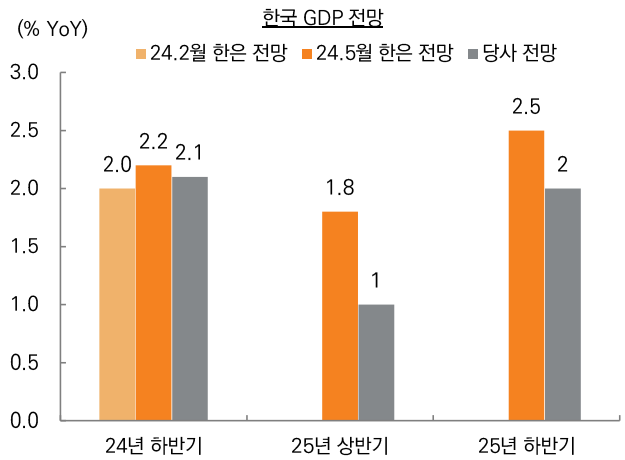
주: 2024년 5월부터는 당사 코어 CPI 및 기준금리 전망치를 활용

그림 3. 한은, 하반기 인플레이 2.4% 및 내년 2.1% 전망



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한은, 올해 성장률 2.5%로 상향 및 내년 2.1%로 하향



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향문 비교

| 구분 | 4월 통화정책방향문 | 5월 통화정책방향문 |
|------------|--|---|
| 세계경제 | <ul style="list-style-type: none"> - 세계경제는 완만한 성장세가 이어지고 인플레이션도 추세적으로 낮아지고 있지만 주요국별 경기 상황과 물가 둔화 속도는 차별화되는 모습이다. 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대가 약화되면서 국제금리가 상승하고 미 달러화는 강세를 나타내었다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 인플레이션 둔화 흐름 및 통화정책 운용의 차별화 양상, 지정학적 리스크의 전개상황 등에 영향받을 것으로 보인다. | <ul style="list-style-type: none"> - 세계경제는 완만한 성장세가 이어지고 인플레이션도 추세적으로 낮아지고 있지만 주요국별 경기 상황과 물가 둔화 속도는 차별화되는 모습이다. 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하 시기와 폭에 대한 기대 변화에 따라 주요국 국제금리와 미 달러화 지수가 상당폭 상승하였다가 반락하였다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 인플레이션 둔화 흐름 및 통화정책 운용의 차별화 양상, 지정학적 리스크의 전개상황 등에 영향받을 것으로 보인다. |
| 국내경제 | <ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 수출을 중심으로 개선 흐름을 이어갔다. 고용은 취업자수 증가세가 이어지는 등 전반적으로 양호한 상황이다. - 앞으로 국내경제는 소비 회복세가 완만한 가운데 IT경기 호조 등에 힘입어 수출 증가세가 예상보다 확대될 것으로 보이며, 금년 성장률은 지난 2월 전망치(2.1%)에 부합하거나 상회할 가능성이 있는 것으로 판단된다. 향후 성장경로는 주요국의 통화정책, IT경기 개선 속도, 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF) 구조조정 등에 영향받을 것으로 보인다. | <ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 1/4분기중 수출 호조가 이어지고 소비와 건설투자도 부진이 완화되면서 성장률이 예상을 크게 상회하였다. 고용은 건조한 취업자수 증가세가 이어지는 등 전반적으로 양호한 상황이다. - 앞으로 국내경제는 수출 증가세가 지속되는 가운데 소비는 2/4분기중 조정되었다가 하반기 이후 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상됨에 따라 금년중 성장률은 지난 2월 전망치(2.1%)를 상당폭 상회하는 2.5%로 전망된다. 향후 성장경로는 IT경기 확장 속도, 소비 회복 흐름, 주요국의 통화정책 등에 영향받을 것으로 보인다. |
| 물가 | <ul style="list-style-type: none"> - 국내 물가는 3월중 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률이 2.4%로 낮아졌지만, 소비자물가 상승률은 농산물가격 및 국제유가 상승 등으로 전월과 같은 3.1%를 유지하였다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 3.2%로 상승하였다. - 앞으로 근원물가 상승률은 지난 2월 전망경로에 부합하는 둔화 추세를 이어가면서 금년말에는 2% 수준으로 낮아질 것으로 보인다. 소비자물가 상승률도 점차 낮아질 것으로 예상되지만 지정학적 리스크의 전개양상 및 국제유가 움직임, 농산물가격 추이 등과 관련한 전망의 불확실성이 커진 상황이다. | <ul style="list-style-type: none"> - 국내 물가는 4월중 소비자물가 상승률이 개인서비스 및 농축수산물 가격 오름세 둔화 등으로 2.9%로 낮아졌으며, 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.3%로 둔화되었다. 단기 기대인플레이션율은 5월중 3.2%로 높아졌다. - 앞으로 국내 물가는 성장세 개선 등으로 상방압력이 증대되었지만 완만한 소비 회복세 등으로 그 영향이 크지 않을 것으로 보인다. 이에 따라 금년중 소비자물가 및 근원물가 상승률도 지난 2월 전망 수준인 2.6% 및 2.2%로 각각 예상된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 농산물가격 추이, 성장세 개선의 파급영향 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다. |
| 금융시장 | <ul style="list-style-type: none"> - 금융·외환시장에서는 장기 국고채 금리가 미 연준 통화정책에 대한 기대 변화에 주로 영향받아 하락하였다가 반등하였고 원/달러 환율은 미 달러화 강세, 주변국 통화의 약세 등으로 상승하였다. - 가계대출은 주택관련대출 증가세 둔화와 기타대출 순상환 지속으로 감소하였다. 주택가격은 전반적으로 하락세를 지속하였으며 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF)과 관련한 리스크는 잠재해 있다. | <ul style="list-style-type: none"> - 금융·외환시장에서는 장기 국고채 금리가 국내의 통화정책에 대한 기대 변화에 따라 상승하였다가 반락하였고 원/달러 환율은 미 달러화 및 엔화 등 주변국 통화 흐름, 지정학적 리스크 등에 영향받으며 높은 수준에서 상당폭 등락하였다. - 가계대출은 주택관련대출을 중심으로 증가하였다. 주택가격은 대체로 하락세를 지속하였으며 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF)과 관련한 리스크는 잠재해 있다. |
| 경제 전망 | <ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 성장세가 개선 흐름을 지속하는 가운데 근원물가 상승률의 둔화 추세가 이어질 것으로 예상되지만 소비자물가 전망과 관련한 불확실성이 높기 때문에 물가가 목표수준으로 수렴할 것으로 확신하기는 아직 이른 상황이다. 따라서 이러한 확신이 들 때까지 통화긴축 기조를 충분히 유지할 것이다. - 이 과정에서 인플레이션 둔화 흐름, 금융안정과 성장 측면의 리스크, 가계부채 증가 추이, 주요국 통화정책 운용의 차별화 및 지정학적 리스크의 전개양상을 면밀히 점검해 나갈 것이다. | <ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 성장세가 예상보다 개선된 가운데 물가상승률의 둔화 추세가 이어질 것으로 예상되지만 물가 전망의 상방 리스크가 커진 상황이기 때문에 물가가 목표수준으로 수렴할 것으로 확신하기는 아직 이른 상황이다. 따라서 이러한 확신이 들 때까지 통화긴축 기조를 충분히 유지할 것이다. - 이 과정에서 인플레이션 둔화 및 성장세 개선 흐름, 금융안정 측면의 리스크, 가계부채 증가 추이, 주요국 통화정책 운용의 차별화 및 지정학적 리스크의 전개양상을 면밀히 점검해 나갈 것이다. |
| 통화정책 운용 방향 | <ul style="list-style-type: none"> - 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. | <ul style="list-style-type: none"> - 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. |

자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 무단한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.