



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



5월 금통위 Preview: 근원 물가 전망치 조정 여부가 중요

Check Point

- 한국은행 5월 금융통화위원회에서 기준금리 3.50%로 만장일치 동결 전망. 미 연준 금리 동결 장기화 가능성이 불거진 가운데 한국 성장률 전망 상향 조정 등에 따라 한국은행 금리 동결 기초 유지 전망.
- 한편 5월 수정경제전망에서 1분기 성장 감안, 올해 성장률을 상향 조정할 것으로 예상되는 가운데, 근원 물가 전망치는 이전 전망치를 유지할 것으로 예상. 내수 부진 흐름이 지속된다는 점에서 근원 물가 하반기 전망치 2.0% 수준을 유지하면서 연내 인하 가능성은 여전히 열려돌 것으로 판단.
- 미 연준 동결 장기화 우려가 높아지면서 한국은행의 첫 금리 인하 시점 또한 미뤄질 것으로 판단하나, 내수 부진 흐름과 하반기 수출 성장세 둔화 가능성, 근원 물가 하향 전망 등을 고려시 하반기 금리 인하 가능성은 여전히 열려둠. 연말 기준금리 수준은 3.00% 예상.

한국은행은 5월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.5%로 만장일치 동결할 것으로 전망한다. 국제유가 안정으로 물가 경로에 대한 불확실성이 일부 완화되었지만, 예상보다 견조한 1분기 GDP 성장률 실적과 함께 미 연준의 통화정책 불확실성 또한 재차 불거진만큼 한국은행은 기존의 긴축적인 정책 수준을 이어갈 것으로 전망한다.

한편 5월 금통위에서 발표되는 수정경제전망에서 성장률 전망치는 상향 조정될 것으로 보인다. 1분기 실적을 고려시 2024년 성장률 전망치는 2.5%로 상향 조정될 것으로 예상하며, 견조한 수출 실적 등을 감안한 조정일 것으로 보인다.

다만 물가 전망치는 이전 전망치 수준을 유지할 것으로 예상한다. 농산물, 에너지 가격 상승 압력이 최근 들어 약화된 점과, 내수 부진 흐름이 이어지고 있음을 고려시 물가 전망치는 큰 변화를 두지 않을 것으로 예상한다. 국제유가 변동성 확대 등으로 헤드라인 물가 경로에 대한 불확실성은 남아 있으나, 지정학적 리스크가 더 확산되지 않고 있으며, 이에 따라 국제유가 또한 배럴당 70 달러 선으로 복귀하며 물가 압력 우려는 다소 낮아진 상황이다. 지난 4월 물가에서 에너지 가격 상승 압력 또한 낮은 것을 확인했고, 특히 지난 4월 근원물가 둔화 흐름은 내수 부진의 영향을 받고 있는 것으로 판단한다.

이러한 물가 상황을 감안할 때 금리 인하 가능성을 열어두는 것을 주장하는 1명의 위원의 의견은 유지될 것으로 예상된다. 지난 4월 금통위 의사록을 통해 보면, 대부분 위원들은 경기 회복과 금융시장 완화 여건을 고려시 금리 인하를 서두를 필요가 없다는 의견을 보인 가운데, 한 명의 위원은 내수부진의 고착화를 방지하고 차입부문의 누적된 부담을 완화시키기 위해 금리 정상화 필요성이 높아졌다고 주장했다. 게다가

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

물가가 현재의 전망 경로를 유지한다는 판단이 드는 시점에서는 금리 정상화를 시작할 필요가 있다고도 주장했다. 즉 하반기 물가 경로에 큰 변화를 두지 않는다면 연내 미 연준의 금리 인하라는 선제 조건이 해결된다면 한국은행의 금리 인하 가능성도 높아진다는 것이라고 판단한다.

이를 고려할 때 한국은행 5월 수정 경제 전망에서 물가 전망치가 크게 변화하지 않는다면, 하반기 금리 인하 가능성을 여전히 열어둘 필요가 있으며, 이를 고려할 때 최근 높아진 금리 레벨은 다소 과도하며 매수 매력이 높아진 레벨이라고 판단한다. 대외 정책 불확실성에 따라 첫 금리 인하 시점은 8월로 미뤄질 수 있겠으나, 연내 인하 가능성을 여전히 상정할 필요가 있는만큼 변동성 확대와 함께 매수 대응 전략은 여전히 유효하다고 판단한다.

물론 미 연준의 금리 인하 시점 전망이 뒤로 미뤄짐에 따라 한국은행의 첫 금리 인하 시점 또한 4분기로 미뤄질 가능성이 높다. 미 연준의 금리 인하 가능성 또한 크게 약화된 상황이나, 2~3분기 중 미 고용시장 둔화, 물가 상승세 둔화 등을 확인해나갈 것으로 판단하며, 점차 금리 인하 기대는 강화될 것으로 보인다.

물론 경기의 가파른 둔화로 인해 금리 인하폭 자체가 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단하지만, 최근까지 조성된 연내 1회 인하보다는 확대된 2회 금리 인하 가능성이 높다고 보며, 한국은행 또한 2~3회 금리 인하 가능성을 여전히 높게 평가한다. 최근 한은 연내 인하 가능성이 크게 약화된 것으로 평가되어 왔으나, 미국 지표에 따라 상황이 유연하게 바뀌고 있는 점 또한 연내 인하 가능성을 완전히 배제하기는 이른 시점이다.

혼재된 경기 상황 지표 등을 고려시 물가 지표 둔화를 확인하기까지 다소 시간이 소요될 수 있겠지만, 고금리 장기화 지속에 따른 내수 부진 지속 등을 고려할 때 한국은행의 연말 최종 금리 수준은 3.00%일 것으로 전망하며, 국고 3년물 3.4% 상회하는 구간에서는 저가 매수 전략을 취하는 것이 적절하다.

국고채 금리 추이

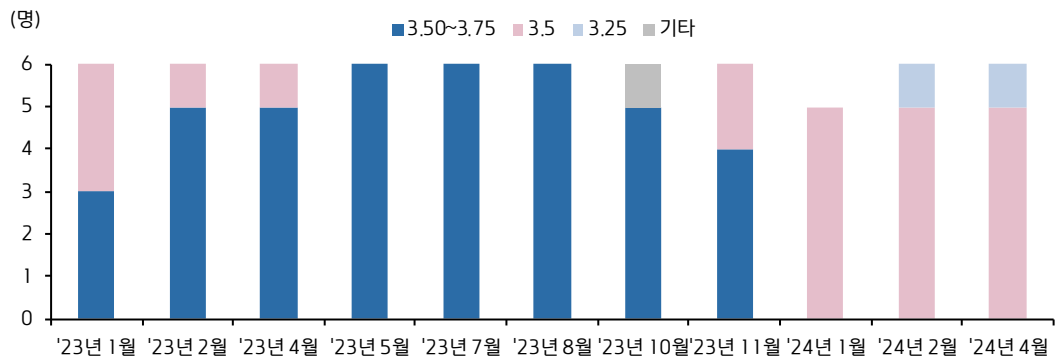


한국 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

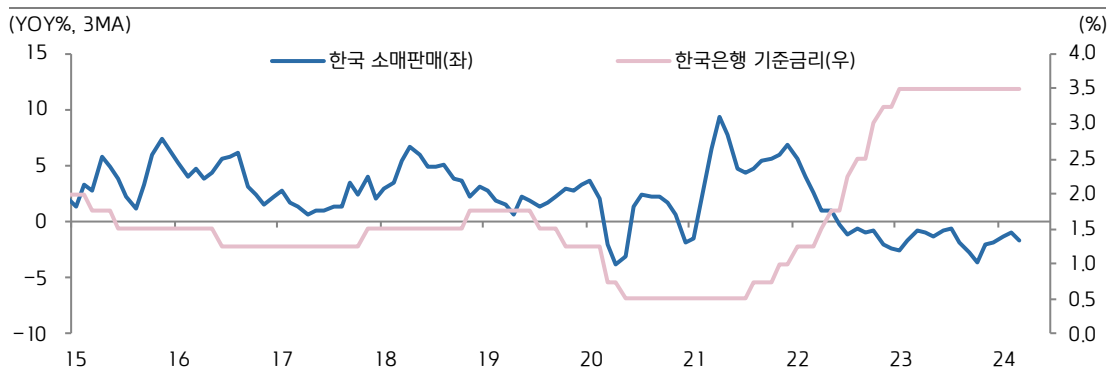
한국은행 포워드 가이드라인 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

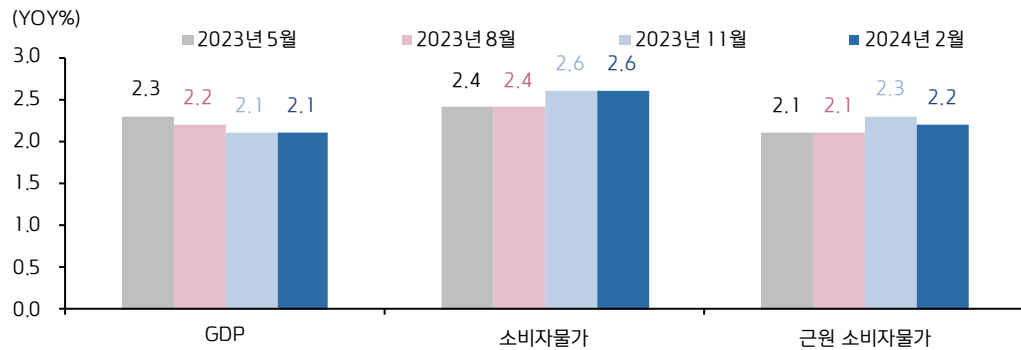
주) 2024년 1월 금통위는 금통위원 1명 공석 / 기타는 인상 인하 가능성을 모두 열어둬야 한다는 의견

한국 소매판매와 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한은 경기 전망



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한은 금통위원 위원별 의견 개진

위원	의견
위원 1	<p>요약하자면 경기가 완만한 개선 흐름을 지속하는 가운데 인플레이션은 기초적으로 둔화 추세를 이어갈 것으로 보임. 다만 국제유가 및 농산물가격 전망과 관련한 불확실성이 여전히 높은 점 등 디스플레이이션의 마지막 단계 리스크는 여전히 상존하고 있는 것으로 평가됨. 이러한 점들을 종합적으로 고려하여 금번 회의에서는 기준금리를 현 수준인 3.50%로 유지하는 것이 바람직하다는 의견임.</p> <p>인플레이션의 하향안정화를 위해서는 무엇보다도 기대인플레이션의 안정이 중요한 시기인 만큼 어느 정도의 공급충격에도 견딜 수 있을 만큼 기대인플레이션이 안정되었다고 확신할 수 있을 때까지 충분히 긴축을 이어나갈 필요가 있을 것으로 생각함.</p>
위원 2	<p>이와 같은 대내외 경제여건을 감안할 때 금번에는 현 3.5% 기준금리를 유지하는 것이 적절하다고 봄. 약화된 내수 모멘텀 회복 필요성이 강화되고 있는 가운데, 향후 미국 등 주요국의 정책금리 결정 방향, 물가 경로 및 부동산 시장과 연계된 가계부채의 흐름 등을 감안하여 대응해 나가는 것이 바람직하다고 봄.</p>
위원 3	<p>이상의 국내외 경제·금융 여건을 고려할 때 금번에는 기준금리를 현 3.50% 수준에서 동결하는 것이 적절하다고 판단함. 최근 내수 부진으로 국민들의 체감경기는 악화되고 건설·부동산업 대출 연체율이 가파르게 상승한 반면 소비자물가 상승률은 반등하고 아파트 가격이 일부 지역에서 반등하는 조짐이 보이는 등 긴축 지속 위험과 긴축 완화 위험이 모두 증가하여 통화정책 수행에 어려움이 가중되고 있음. 향후 물가 및 내수를 비롯한 경제상황의 흐름, 그리고 국내외 금융상황을 지켜보면서 금리 인하 시점을 결정하되 금융당국과의 거시건전성정책 조율을 통해 긴축 완화에 따른 위험을 최소화하는 것이 바람직하다고 생각함.</p>
위원 4	<p>이상의 상황들을 종합해 볼 때 이번 회의에서는 기준금리를 3.5%로 동결하는 것이 적절하다고 생각함. 물가가 기초적으로 둔화흐름을 보일 것으로 예상되나, 공급측 물가 리스크 등으로 향후 물가 경로에 대한 불확실성이 여전히 높은 상황임. 기업대출 연체율이 높아지고 부동산 PF 리스크가 남아 있으나 현재로서는 금융시스템 전체에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보임. 경기측면에서도 잠재수준 혹은 그 이상의 성장세를 이어갈 것으로 전망되고 있으며, 이미 금융시장 상황이 완화흐름을 이어오고 있는 점 등으로 볼 때 통화정책의 긴축기조 전환을 서두를 필요는 없는 것으로 판단됨. 물가경로의 불확실성이 남아 있고, 만약 물가상승률의 목표수준대로의 안착이 지연될 경우 물가상승률의 누적 부담이 커지면서 통화가치 안정을 저해할 수 있으므로 긴축기조를 충분한 기간동안 유지하는 것이 바람직할 것으로 보임.</p>
위원 5	<p>이상의 경제·금융상황을 종합해 보면, 내수부진의 고착화를 방지하고 차입부문의 누적된 부담을 완화하기 위해 금리정상화의 필요성은 높아졌으나 물가경로를 둘러싼 대내외 불확실성이 여전히 큰 데다 부동산 심리와 가계부채의 안정화 여부도 좀 더 지켜볼 필요가 있는 만큼, 금번 회의에서는 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 적절하다고 판단함. 다만 앞으로 물가의 공급압력이 확대되지 않고 현재의 전망경로를 유지한다는 판단이 드는 시점에서는 금리정상화를 시작하되 대내외 금융불균형이 유발되지 않도록 거시건전성 정책, 외환정책 등 보완적 정책들을 적극적으로 활용할 필요가 있음. 무엇보다도 통화정책은 장기적 구조개선보다는 경기 변동성을 완화하는 역할에 제한될 수 밖에 없으므로, 중앙은행 대차대조표 정책의 활용도를 점검하는 동시에 우리 경제의 구조개혁과 생산성 제고를 위한 정책제언 노력을 지속할 필요가 있다는 의견임.</p>
위원 6	<p>장기간의 고금리로 인한 부작용이 경제 곳곳에서 부각되고 있지만 여전히 물가안정을 최우선 과제로 삼아야 할 때라고 생각함. 기준금리를 현재의 3.5% 수준에서 동결하고 주요국의 통화정책 전개 양상을 지켜보는 한편 향후 진행될 부동산 PF 정리와 이에 따른 제2금융권의 상황을 면밀히 주시해야 할 시기임.</p>

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.