



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안내하 yhahn@kiwoom.com



5월 금통위 Review: 8월 인하 후 연내 동결 예상

Check Point

- 한국은행 5월 금통위, 기준금리 만장일치 인하 결정. 성장률 전망치를 0.8%로 대폭 하향 조정했고, 3개월 내 인하 가능성을 시사한 위원은 4명으로 시장에서 예상했던 대로 8월 추가 인하 단행 예상.
- 가계부채 이슈 등을 여전히 거론하는 등 금리 인하 단행으로 인해 자산시장으로의 유동성 투입 가능성을 경계하는 모습. 따라서 7월 연속 인하 가능성은 낮으며, 8월에 인하한 후 신정부 정책 영향을 점검하면서 대응할 가능성 높음.
- 인하 사이클 최종 금리 수준은 2%로 전망하며, 올해 기준금리는 2.25%에서 마무리될 가능성. 1%대 기준금리 가능성을 낮게 평가한다는 총재의 발언을 감안, 올해 2.25%까지 낮춘 후 정책 여력을 확보하며 추가 인하는 내년으로 미뤄질 것으로 예상.
- 시장금리는 8월까지의 인하 가능성은 선반영한 가운데 가파른 금리 인하 단행에 대한 경계감을 감안하면, 하반기 들어 재정 확장 가능성에 유의하며 추가적으로 커브 스티프닝 예상.

한국은행 5월 금융통화위원회에서 기준금리를 2.50%로 만장일치 인하했다. 그간 높아진 무역정책 불확실성에 따른 수출 경기 위축 우려와 정치 불확실성 장기화 등 내수 부진 흐름 등에 따라 경기 하방 요인이 증대만큼 이를 완화시키기 위해 한국은행은 기준금리를 인하한 것이다.

한국은행은 5월 수정경제전망을 통해 성장률 전망치를 기존 1.5%에서 0.8%로 대폭 하향 조정했다. 물가 전망치는 기존 1.9%로 유지했고, 근원물가 전망치는 기존 1.8%에서 1.9%로 소폭 상향 조정했다. 올해 성장에 있어서 내수 부문이 100%를 차지할 것이라고 언급했고, 내년도 순수출 기여도는 -0.3%, 내수 기여도는 1.9%로 내년 성장률은 1.6%로 반등할 것으로 전망했다.

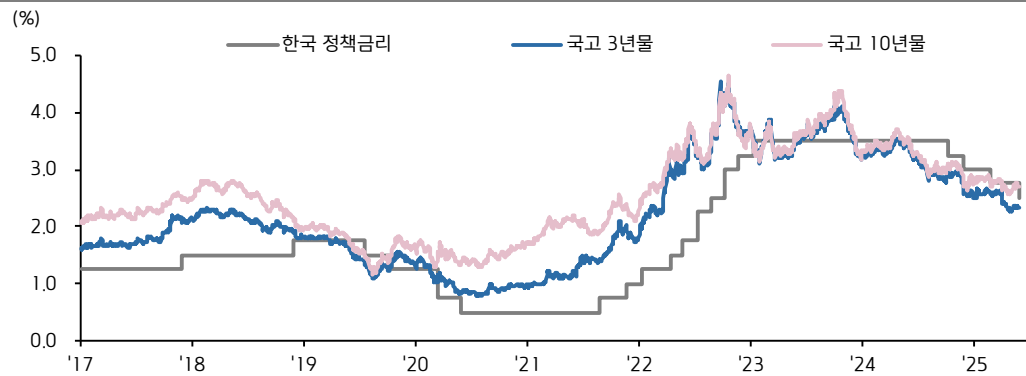
성장률 눈높이를 크게 낮춘 가운데 경기 상하방 리스크는 모두 있다고 진단했다. 미국 법원의 트럼프 행정부 정책에 대한 제동 등 무역 정책 불확실성이 지속될 수 있는 환경이나, 협상 과정을 통해 상방 리스크도 있다고 진단했고, 신정부의 재정정책 등도 상방 요인으로 작용할 수 있다고 언급했다. 그간의 금리 인하 효과와 정치 불확실성 완화 등에 따른 상방 위험이 있다고 지적한 것이다. 금융위기 수준의 성장률이지만 잠재성장률이 낮아진 점을 고려해야하며, 내년도 성장률이 잠재성장률을 하회하지만 반등한다는 점 또한 지적했다.

올해 성장률 전망치를 대폭 낮췄지만 한편으로는 상방 리스크를 염두에 둔다는 점에서 비둘기적이지만 때때로 성향이 완전히 사라졌다고 보기는 어려운 기자회견이었다고 판단한다. 특히 기준금리에 대해서 1%대로 유지될 가능성은 낮다고 언급하는 등 2% 미만으로 정책금리가 인하될 가능성에 대해서는 일축하기도 했다는 점도 주목할 만 하다. 더 나아가 과거 위기 당시와 달리 유동성이 충분한 상황에서의 추가적인 완화정책이 자산시장으로의 자금 이동을 초래해 과거와 같은 실수를 반복하는 일이 없어야 한다고 주장한 점 또한 가파른 인하 가능성을 배제하는 모습이었다.

이러한 기자회견을 고려하면 올해 7월에 추가적으로 인하하기 보다는 8월에 2.25%로 인하할 가능성이 높고, 추가적인 인하 조치는 내년으로 미뤄줄 가능성이 높아졌다고 판단한다. 내년도 성장률이 잠재성장률을 하회하는 수준이라는 점에서 경기 부양정책이 필요하다면 정책 여력을 일부 확보한다는 차원으로 접근할 필요가 있다. 하반기 경기 침체 리스크가 불거지는 것이 아니라 완만한 경기 반등과 무역정책 불확실성 완화의 분위기가 형성된다면 8월 인하 후 추가 통화 완화정책은 휴식기를 가질 것으로 본다.

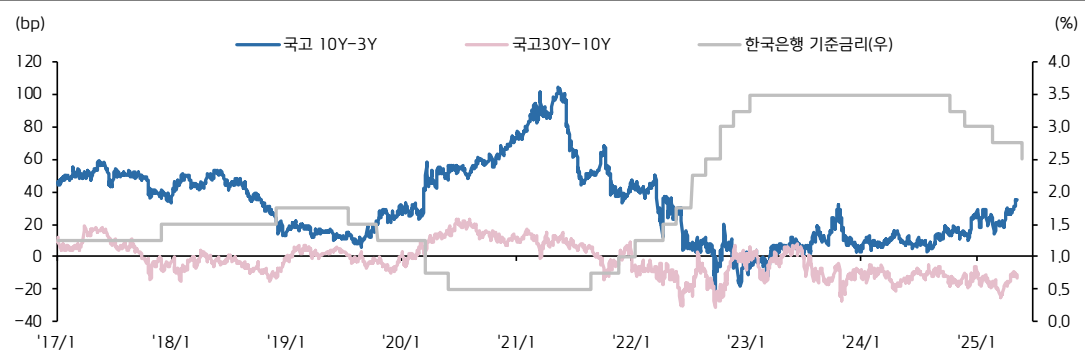
이러한 측면에서 볼 때 시장금리는 6월 대선 이후로는 상방 리스크에 노출될 것으로 예상된다. 2.25%까지 8월 인하 가능성은 선반영한 시장인 상황에서 하반기 공급 리스크를 우려할 필요가 있다. 신정부의 정책 불확실성이 있지만 대부분 후보들이 추가 추경 편성에 대한 논의를 한다는 점에서 그 규모에 대한 불확실성은 여전히 남아있다는 판단이다. 재정 확장 정책이 예상되는 상황에서 그 수준에 대한 평가가 결국 장기물 금리 변동을 가져올 것으로 예상하며, 커브는 추가적으로 스티프닝될 것으로 예상된다.

한국은행 기준금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국은행 기준금리와 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

통화정책방향론 비교

	2025년 4월 통화정책방향	2025년 5월 통화정책방향
정책결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.75% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가가 안정된 흐름을 이어가는 가운데 1/4 분기 경기 부진 및 글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험이 확대되었다. 하지만 미국 관세정책 변화, 정부 경기부양책 추진 등에 따른 전망경로의 불확실성이 크고, 환율의 높은 변동성과 가계대출 흐름도 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 여건 변화를 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.75% 수준에서 2.50%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 가계대출 증가세와 외환시장 변동성 확대에 대한 경계감이 여전하지만 물가 안정세가 이어지는 가운데 성장률이 크게 낮아질 것으로 전망되는 만큼 기준금리를 추가 인하하여 경기 하방압력을 완화하는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계경제	세계경제는 글로벌 무역갈등 심화로 성장의 하방위험이 증대되고 물가경로의 불확실성이 높아졌다. 국제금융시장에서는 미국 관세정책의 불확실성이 이어지면서 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 커지면서 주요국 주가가 큰 폭 하락하였다가 상호관세 유예 등으로 일부 반등하였다. 미국 장기 국채금리도 상당폭 하락하였다가 급등하였고, 미 달러화는 큰 폭의 약세를 나타내었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국과 주요국 간 관세협상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 전개상황 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	세계경제는 글로벌 무역갈등이 일부 완화되었지만 높은 관세율의 영향으로 성장세가 둔화될 전망이며 물가경로의 불확실성도 높은 상황이다. 국제금융시장에서는 그간 크게 확대되었던 위험회피심리가 완화되면서 주가가 반등하였으나, 미국의 정책 불확실성 지속 및 재정적자 우려 등으로 미국 장기 국채금리가 상승하였고 달러화 지수는 소폭 상승하였다가 반락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국과 주요국 간 관세협상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 전개상황 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
국내경제	국내 경제상황을 보면, 정치 불확실성 지속, 통상여건 악화 등으로 내수와 수출이 모두 둔화되면서 성장세가 예상보다 약화되었다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 늘어났으나 제조업 등 주요 업종은 감소세를 지속하였다. 앞으로 내수 부진이 일부 완화되겠지만 수출은 통상여건의 불확실성이 지속되면서 둔화 흐름을 이어갈 것으로 전망된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 하회할 것으로 보이나, 향후 무역협상의 전개양상, 추경의 시기 및 규모 등과 관련한 성장경로의 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다.	국내경제는 소비, 건설투자 등 내수 회복지연과 수출 둔화로 1/4 분기 역성장애 이어 4월에도 부진한 흐름을 지속하였다. 고용은 전체 취업자수는 계속 늘어나고 있지만 제조업 등 주요 업종은 감소세를 이어갔다. 앞으로 내수는 부진이 점차 완화되겠지만 그 속도는 더딜 것으로 보이며 수출은 미국 관세부와 영향 등으로 둔화폭이 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 큰 폭 하회하는 0.8%로 전망된다. 향후 성장경로에는 무역협상 전개 상황, 정부 경기부양책, 주요국 통화정책 방향 등과 관련한 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다.
소비자물가	국내 물가는 3월중 소비자물가와 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 각각 2.1% 및 1.9%를 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 수준(2.7%)을 유지하였다. 앞으로 물가상승률은 높아진 환율이 상방요인으로 작용하겠지만 유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 2% 내외의 안정세를 지속할 것으로 보이며, 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.9%, 1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	국내 물가는 4월 중 소비자물가와 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 각각 2.1%를 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율은 5월 중 2.6%로 전월(2.8%)보다 하락하였다. 앞으로 물가상승률은 가공식품 및 서비스 가격 인상 등의 상방압력을 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등이 상쇄하면서 2% 내외의 안정세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 중 소비자물가 상승률은 지난 2월 전망에 부합하는 1.9%로, 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 예상된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
금융시장	금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다. 원/달러 환율이 미국 관세정책 및 중국의 대응, 증권투자자금 유출입 등에 영향받으며 단기간에 큰 폭으로 상승하였다가 반락하였다. 주가는 경기 및 기업 실적 둔화 우려로 큰 폭 하락 후 일부 반등하였으며 장기 국고채금리는 상당폭 낮아졌다. 주택시장에서는 서울 지역의 가격 오름세 및 거래량이 크게 확대되었다가 토지거래허가구역 재지정 이후 둔화되었다. 가계대출은 낮은 증가세를 이어가고 있으나 최근 늘어난 주택거래 영향으로 증가규모가 일시적으로 확대될 것으로 예상된다.	금융·외환시장에서는 주요 가격변수가 미국과 주요국 간 관세협상 등 대외요인에 주로 영향받아 등락하였다. 원/달러 환율이 높은 변동성을 지속하는 가운데 무역갈등 완화, 아시아 통화 강세 등으로 하락하였고, 장기 국고채금리는 미국 장기금리 상승 등의 영향으로 반등하였으나 주요국에 비해서는 상승폭이 제한적이었다. 주가는 기업 실적 우려 완화 등으로 상승하였다. 주택가격은 서울 지역에서는 오름세가, 여타 지역에서는 하락세가 지속되었으며, 가계대출 증가규모는 지난 2~3월 중 늘어난 주택거래 영향으로 확대되었다.
정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는

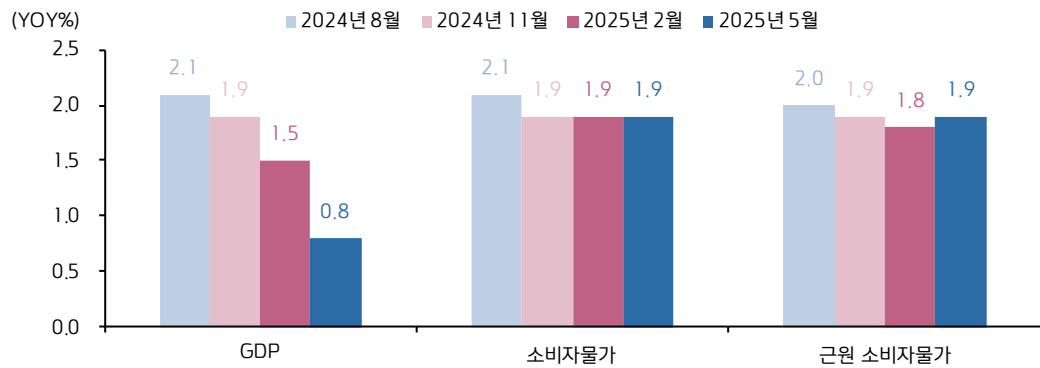
<p>물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가고 있으나 글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험이 증대되고 전망경로의 불확실성도 크게 확대된 상황이다. 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성이 금융안정에 미치는 영향과 함께 금융완화 기조로 인한 가계부채 재확대 가능성에 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가, 가계부채 및 환율의 흐름을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.</p>	<p>물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 금년 중 성장률이 크게 낮아질 것으로 전망되며 향후 성장경로의 불확실성도 높은 상황이다. 금융안정 측면에서는 금융완화 기조 지속에 따른 가계부채 증가세 확대 가능성과 외환시장의 높은 변동성에 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.</p>
--	--

금통위 기자회견 질의응답 정리

질문	응답
(포워드 가이드) 3개월 내 금통위원들의 금리 전망	3개월 내 금리 인하 전망에 대해서, 6명 중 4명은 현재 2.5%보다 낮은 수준으로 인하될 가능성을 열어둬야 한다. 2명은 2.5%를 유지할 가능성이 크다는 의견. 인하 가능성을 열어둔 4명은 경기가 더 나빠진만큼 금융안정 리스크를 고려하면서도 추가적인 인하를 통해 경기 진작이 필요하다는 의견. 인하 효과, 한미 금리차, 수도권 부동산 가격 변화, 신정부 정책 영향 등을 평가한 이후 금리 인하에 대한 결정을 하는 것이 적절하다는 의견. 경제 상황에 따라 달라질 수 있는 조건부 의견.
추가 인하 여력에 대한 평가는?	하반기 2번 더 인하 의견에 대해서는 모두 발언에서 말했듯 추가 인하 가능성이 커진 것은 사실. 내부적으로 만든 정책으로는 3개월 이후에 대한 금통위원 의견을 명확하게 주기에는 어려움이 있음. 향후 더 몇번 낮아질 지에 대해서는 밝히기 어려움.
성장률 전망에 재정정책에 대한 반영은?	현재 경제 상황은 어려운 것은 맞음. 0.8%에는 상방 위험과 하방 위험 모두 있음. 내년도 성장은 1.6%로 회복될 것으로 보고 있음. 조사국장이 자세히 말하겠으나, 관세정책에 따라 수출 리스크로 하방 리스크가 있으나, 관세 악화로 상방 리스크도 있음. 새정부 정책 영향도 봐야하고, 금리 인하 효과도 봐야하고, 정치 불확실성이 완화될 것이기 때문에 상방 위험 이 있음. 0.8%에는 1차 추경 영향은 반영되어 있고 나머지 가능성은 반영되어 있지 않음.
환율 흐름에 대한 평가와 변수는 어떻게 평가하는지?	환율은 대외 요인의 영향이 큼. 관세정책의 변동성, 예산안과 관련해 미국 장기채와 환율이 변동 중. 큰 틀에서는 미국 예외주의로 인해 달러화로 몰린 자산이 리밸런싱 과정 중. 어느정도로 크게 나타날지에 따라 환율이 변동하고 있어 대외 요인의 영향이 크다고 판단.
1% 미만의 성장세는 금융위기 수준. 25bp 인하에 그친 이유는? 올해 성장률이 0.8% 미만으로 떨어질 경우 1%대 기준금리 인하 가능성도 있는지	2000년 이후 1% 이하의 성장세는 금융위기 당시와 코로나 바이러스 당시가 있었음. 경제가 어려워진 것은 사실이나, 2008년 당시와 비교하기에는 어려움. 당시 잠재성장률은 3% 선이었으나, 그 이후 구조적 변화로 잠재 성장률이 2% 밑으로 떨어지고 있음. 과거 수준의 경기 위기라고 보기는 어려움. 당시에는 부도, 금융경색 현상 등이 나타났다면 현재는 금융여건만 본다면 유동성 상황, 금융여건은 완화적인 정도를 보여주고 있다고 봄. 금리를 너무 빨리 낮춰서 유동성을 공급할 경우 주택가격 등 자산가격으로 흘러갈 경우 COVID 당시의 실수를 다시 반복할 가능성이 있음. 따라서 25bp 인하에 그친 것.

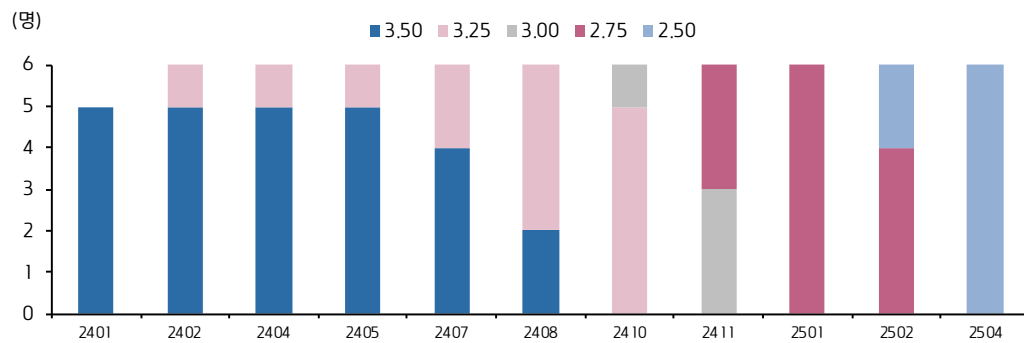
	만일 0.8%보다 더 낮아질 경우 금리 인하 추가 하락 속도도 고려해야 할 것. 지난 2월 전망보다 금리를 추가로 인하할 가능성이 커졌다고 말씀드린 것처럼 상황을 보면서 대응할 것.
실물 경기 급락에 따라 빠른 기준금리 인하 대응 가능성 관측. 시중 유동성이 과도하게 풀리면서 문재인 정부 데자뷰 가능성이 제기. 새정부와 통화정책 공조가 잘 될 수 있다고 보시는지	추가로 인하할 경우 자산 가격을 더 올릴 가능성이 있다고 봄. 불확실성이 클 경우 기업의 투자보다는 자산가격 상승으로 나타날 가능성이 큼. 모든 금통위원들은 서울 부동산 가격과 가계대출을 지켜볼 필요가 있다는 입장.
미국 중심 선진국들의 부채 우려가 나오면서 장기물금리가 오르고 있고 채권자경단 의견이 나오고 있고, 통화정책 우리나라에의 시사점은?	미국뿐만 아니라 선진국 전체로 국가 부채에 대한 걱정이 커지고 있음. 많은 이유가 있는데, 전체적인 큰 틀에서 보면 2010년대 저금리 체제, QE 진행되면서 유동성이 확대되고, 중앙은행이 금리 인하 하는 과정에서 정부 부채를 사주면서 발행금리가 0%가 되면서 재정 적자 이슈가 불거짐. 이자율이 낮은 수준에서 머무를 것으로 예상해왔기 때문. 각국이 부담해야 하는 이자 부담이 급격하게 증가. 지난 10여년간 유동성이 풍부했던 이자율이 낮았던 상황에서 이자율이 정상화되는 과정을 겪으면서 방만하게 유지했던 것이 지속될 수 있는지를 보고 있고, 조달금리에 미치는 영향이 커짐. 일본 입찰이 금리 변동성을 키우고, 미국 예산안에 따라서도 흔들리는 등 이러한 상황이 커질 것이라고 생각함. 부채가 커지면 누군가는 지불하게 되어 있음. 재정 상황에 따라 통화정책 민감도가 커진 상황이라 조심해야 함
연준과 금리차가 2% 이상으로 벌어질 수 있다는 의견 / 유동성은 충분하다 등 말씀에 신호가 엇갈리는 것으로 봄. 인하폭이 더 커질 수 있다고 보는 것이 연내 세차례 인하보다 더 커지 것인지? 1% 기준금리를 예상하지 말라고 영끌족에 대한 경고가 있었는데 1%를 염두에 뒀야 하는 것인지	2월에 전망했을 때 금통위원이 생각했던 것보다는 낮아졌다는 의견. 저희의 모델이 있지만 횡수를 명확하게 말씀드리기는 어려움. 성장률이 반등하지만 잠재성장률을 하회하는 수준이기 때문에 재정 혹은 금리 정책을 통해서 경기 부양을 해야할 필요성은 있음. 금융안정이나 부동산 가격을 보면서 결정해나갈 것. GDP 갭으로 보면 더 벌어질 것으로 보고 있음. 과거처럼 1%대의 기준금리 수준이 이어질 가능성은 낮게 평가.

한국은행 경제 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

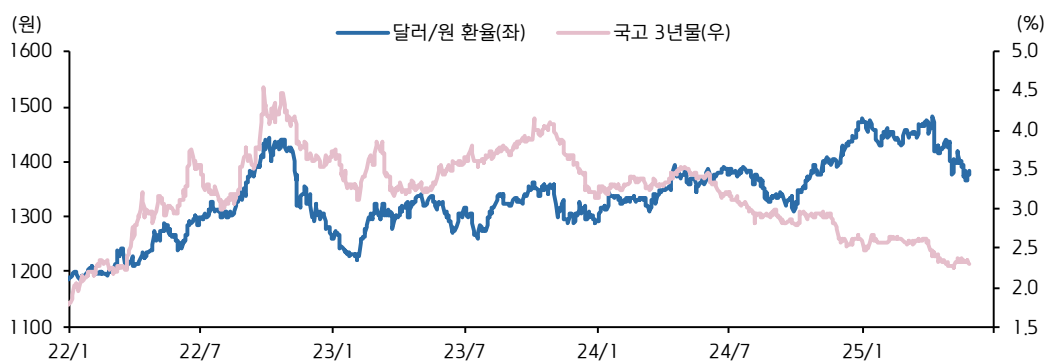
한국은행 금통위원 포워드 가이드스 (3개월 내 기준금리 전망)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

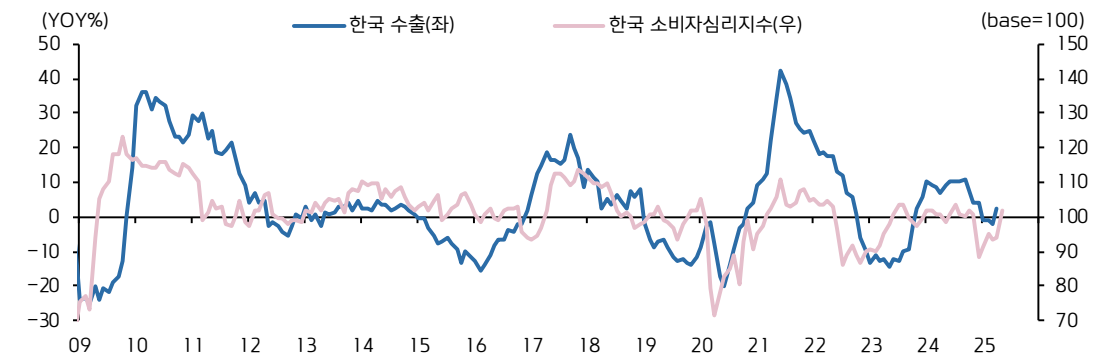
주) 2024년 1월 금통위원은 총 5명

국고 3년물 금리와 달러/원 환율



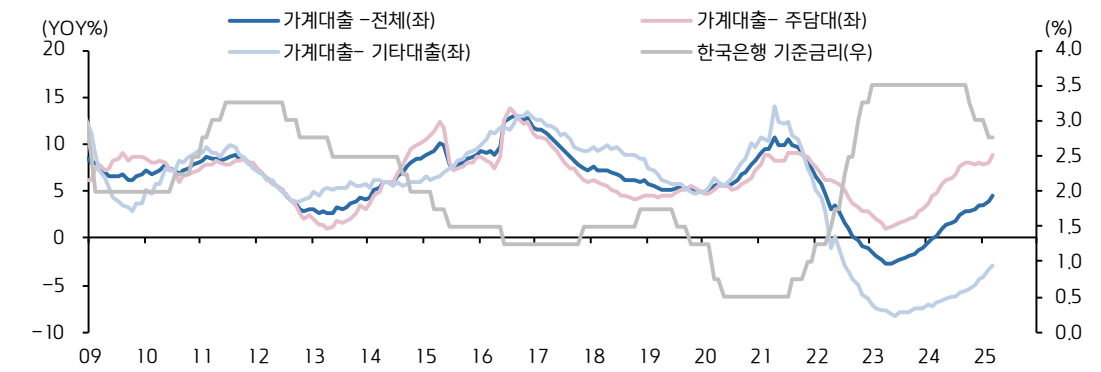
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 소비자심리지수 추이



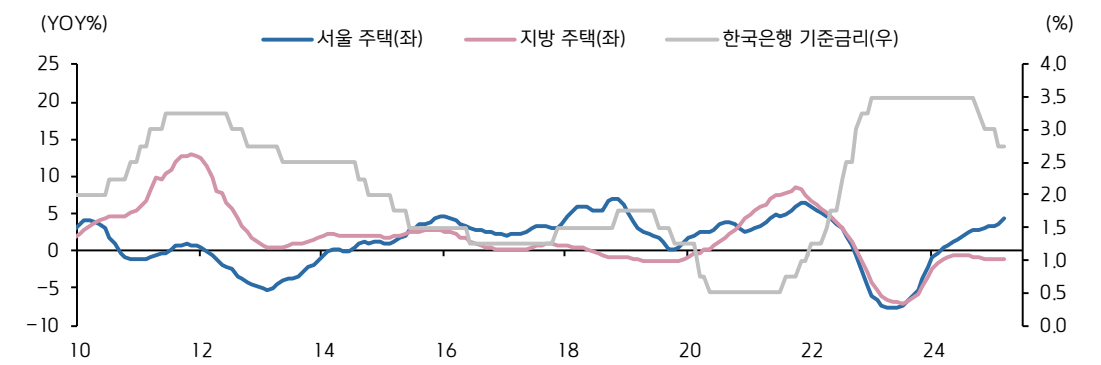
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 가계대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 부동산가격 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

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.
-