



## 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 5월 29일 | Global Asset Research

# BondView

## [5월 금통위 Review] 충분히 = 2.0%

### 금리인하 결정에도 시장은 베어스텝

5월 금통위는 만장일치로 기준금리를 2.50%로 인하하면서 하나증권과 시장 예상에 부합했다. 이는 1월과 2월 금통위 패턴과 동일한 결과였다 (1월 포워드가이던스에서 6인 모두 인하 적절 의견 제시 → 2월 만장일치 인하. 4월 포워드가이던스에서 6인 모두 인하 적절 의견 제시 → 5월 만장일치 인하). 하지만 포워드가이던스는 하나증권 전망처럼 2월과 달랐다.

5월 포워드가이던스는 향후 3개월 뒤 4명이 인하 vs 2명이 동결이 적절하다고 밝혔다. 이는 성장을 하향조정폭이 2월보다 컸고, 내년 성장을 전망치 하향조정까지 감안한 결정이라 판단된다. 물론 6명 위원 모두 금융안정을 유의할 필요가 있고, 총재도 3개월 뒤 시점은 전망하지 않는다고 선을 그었지만 2월과 달리 3분기 추가 인하 가능성을 열어둔 점이 중요하다.

한국은행은 5월 경제전망을 통해 올해와 내년 성장을 각각 1.5%→0.9%로, 1.8%→1.6%로 하향조정했다. 헤드라인 물가상승률은 올해를 1.9%로 유지했지만 (근원 물가는 1.8%→1.9% 상향조정) 내년은 1.8%로 -0.1%p 하향조정했다. 이는 여전히 성장이 통화정책 최우선 순위임을 방증하는 대목이다. 통방문에서도 한국은행의 위와 같은 입장을 찾아볼 수 있다.

마지막 문단에서 향후 통화정책 결정에 있어 가계부채와 환율을 면밀히 점검하겠다는 문구를 금융안정으로 통합했는데, 이는 원화 절상과 더불어 최근 들어 환율이 물가에 미치는 영향이 크지 않다고 판단한 것으로 사료된다.

또한, 1차 추경을 반영했음에도 불구하고, 성장률을 대폭 하향조정한 배경으로 건설을 꼽았다. 건설은 GDP의 14% 차지하는데 침체 심화로 예상보다 감소폭이 커 성장률을 -0.4% 낮추는 역할을 하며 내수와 순수출을 각각 +0.8%, 0.0%로 전망했다고 밝혔다.

물론 한국은행은 하반기부터 경기 회복을 기본 시나리오로 제시했다. 단, 관세정책이 유지되더라도 수출에 미칠 부정적 영향은 하반기에 더 많이 적용되어 순수출 기여도가 -0.3%로 낮아지고, 내수의 경우 민간소비 1분기 저점 타진 후 반등, 건설 하반기 저점 타진 후 반등을 가정하나 강건한 회복을 예상하지 않아 내년도 성장을 전망치도 하향조정했다고 답변했다. 특히 건설을 차치하더라도 민간소비가 1.1%로 잠재성장률 2.0%보다 꽤 낮고, 회복되더라도 1.6% 수준으로 전망하는 만큼 경기 둔화가 관세 때문만은 아니라고 밝혔다.

향후 성장경로 불확실성은 여전히 크다. 한국은행은 무역 협상의 완만한 타결과 신정부 확장 재정정책을 상방 요인, 통상 갈등 장기화와 품목별 관세 부과를 하방 요인으로 각각 꼽았다.

종합하면 5월 금통위는 통화정책 결정 우선순위를 성장 > 금융안정 > 물가로 삼고 있고, 추가 금리 인하를 시사했다. 하지만 국내 채권시장은 베어스텝 장세를 시현했다.

이는 기자회견 막판에 나온 총재 답변에 기인한다. 그는 0.8% 성장이 경기가 어렵다는 점을 반영하는 것은 맞지만 과거 0%대 국면과 비교가 적절하지 않고, 현 시점에서 기준금리 1%대 가능성은 내년 성장률을 1.6%로 전망하고 있어 크지 않다고 보며, 중장기적으로도 1%대가 유지될 정도로 경기가 하락하는데 시간이 좀 걸릴 것이라는 견해를 전달했다.

이와 함께 총재는 과거 위기 때는 잠재성장률이 3%대였던 반면, 지금은 구조적 이유로 2% 이하로 떨어지고 있는 추세이며, 경기 변동폭은 수출 의존도가 높기 때문에 거의 변하지 않았다고 밝혔다. 즉, 평균이 낮아진 상황에서 변동폭이 유지되었기 때문에 역성장 확률이 기존 5%에서 14%까지 상승했다는 근거를 함께 제시했다.

단, 이는 이번 금통위가 빅컷 (50bp 인하)을 하지 않은 이유에 대한 대답이었고, GDP 갭 (-) 폭도 내년에 더 확대될 것으로 전망했다. 총재는 내년 성장률이 1.6%까지 회복되더라도 잠재 성장률 2.0%보다 낮기 때문에 내년에도 경기 부양 필요성이 존재할 가능성을 시사했다. 이와 함께 2월보다 기준금리 전망 경로가 더 낮아졌다고 밝혔다.

당시 금융안정 고려 여부에 따라 시장에서 해석한 기준금리 레인지가 2.25~2.50%였던 만큼 이번 발언은 올해 2.0%까지 인하할 가능성이 높아졌음을 시사했다고 판단한다.

### 8월 추가 인하. 스틱 대응 권고

종합하면 성장 둔화를 감안할 때 한국은행의 최종금리에 대한 눈높이는 분명 낮아졌다. 다만, 과거 위기 때와 달리 유동성 상황이 긴축적이지는 않기 때문에 자산가격 상승 위험을 충분히 걱정하는 모습이다. 불확실성이 큰 국면에서는 유동성 공급이 기업 투자 등 실물 경기의 회복보다 자산가격 상승에 기여할 수 있기 때문이다.

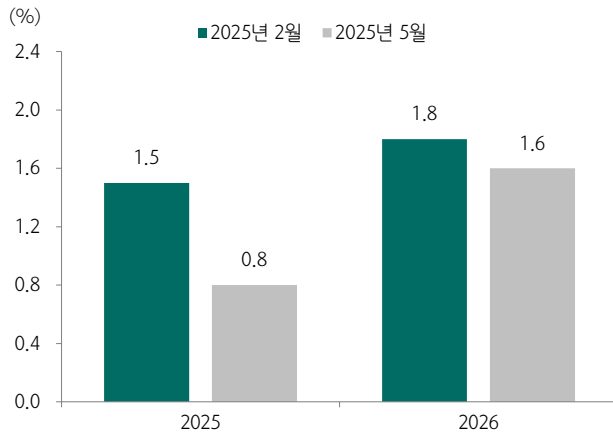
즉, 이는 속도의 문제로 귀결되며 총재의 마지막 발언 이후 시장도 일부 차익실현으로 대응한 것으로 판단된다. 단, 내년 성장률이 신정부 확장재정정책으로 상향조정되는 시나리오를 생각해 보면 '성장+공급부담' 조합은 장기물 약세 요인이다. 그렇다고 GDP 갭 (+) 전환으로 인한 기준금리 인상기로의 전환까지는 시기상 무리가 있다.

따라서 금리 반등 시 단기물 비중확대를 통한 스틱 대응을 권고한다. 그리고 주요국 장기채 금리 급등 현상에 대해 총재는 국가부채에 대한 경계감 때문이라 답변했다. 스완다이어그램을 통해 한국 등 비미국은 확장재정정책이 필연적이라 판단한다. 이 역시 장기물 하단이 단기물 대비 빨리 막힐 수 있는 상방 요인이라 판단한다.

반면, 연준의 금리 결정이 국내 통화정책에 미치는 영향에 대해서는 기존 입장을 재확인시켜 줬다. 금리 인상기에는 한국도 미국을 빠르게 따라가야 했지만 지금은 내외금리차와 환율 간 상관성이 낮아진 만큼 금리 인하기에는 대내 여건에 맞춰 독자적으로 결정할 수 있는 룬이 더 커졌다고 밝혔다.

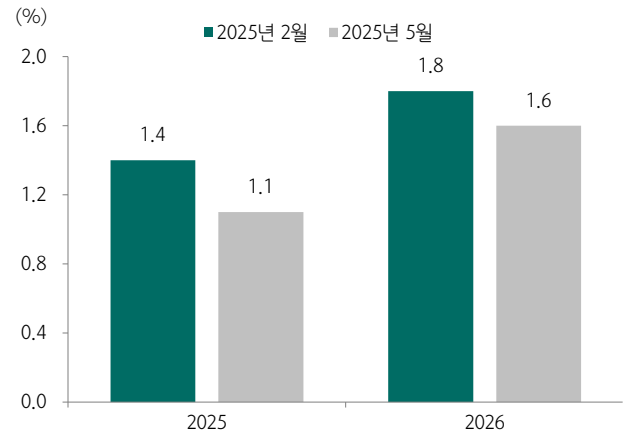
단, 7월부터 스트레스 DSR 3단계 적용과 대선 직후 새정부 정책을 고려할 필요가 있기에 7월보다 8월에 추가 인하를 단행할 것으로 전망하며, 국고 3년물 금리도 점진적으로 2.1%까지 하단을 낮출 것으로 전망한다.

도표 1. 한국은행 경제성장률 전망 변화



자료: 한국은행, 하나증권

도표 2. 한국은행 민간소비 전망 변화



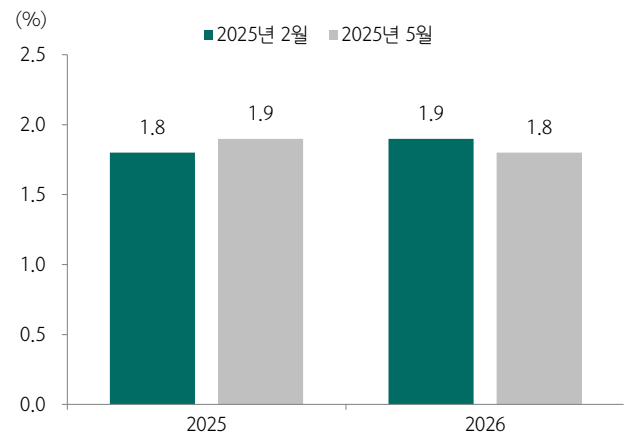
자료: 한국은행, 하나증권

도표 3. 한국은행 헤드라인 물가상승률 전망 변화



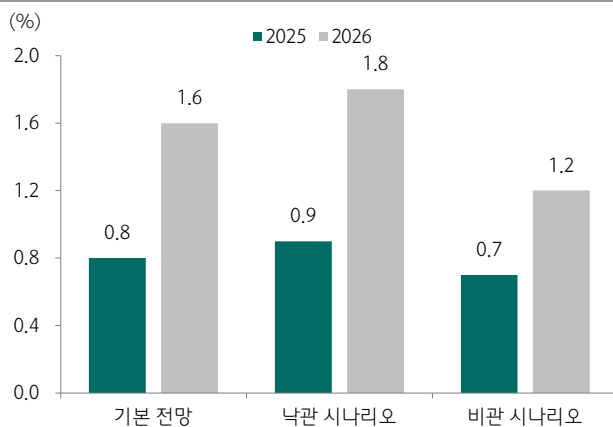
자료: 한국은행, 하나증권

도표 4. 한국은행 근원 물가상승률 전망 변화



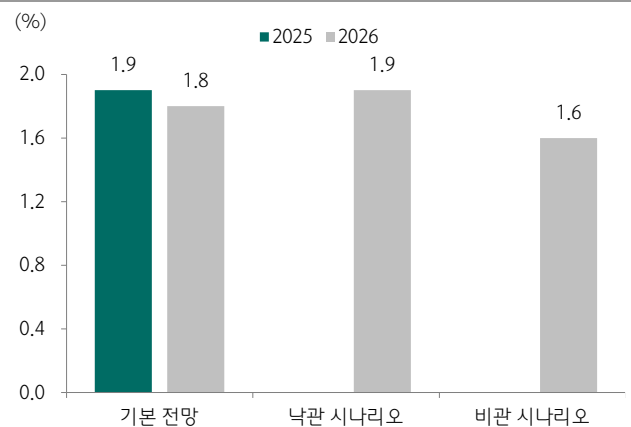
자료: 한국은행, 하나증권

도표 5. 한국은행 시나리오별 경제성장률 전망



자료: 한국은행, 하나증권

도표 6. 한국은행 시나리오별 헤드라인 물가상승률 전망



자료: 한국은행, 하나증권