

5월 금통위

8월 인하 가능성도 열렸다

Monetary Policy

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@ifnsec.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@ifnsec.com

Check Point

한은, 기준금리 25bp 전원일치 인하 결정, 3개월포워드가이던스 4명(인하):2명(동결)로 도비시 스탠스 강화
 성장을 대폭 하향 조정: 25년 1.5%→0.8%, 26년 1.8%→1.6%, 4월 경제지표 부진 감안시 2분기 연속 역성장 예상
 8월 금통위 추가 인하 예상. 신정부 정책 효과 배제할 수 없으나 시차 고려하면 연내 8월 및 11월 인하 전망 유지
 6월 대선 이후 2~3개월간 신정부 정책기대, 추경 등 채권시장 위험요인 산재
 불편한 단기금리 레벨, 재정정책 효과와 줄다리키하며 2.20~2.35% 레인지 형성
 불편함을 미리 선반영한 장기금리, 스텝은 불변이나 단기 크레딧 대체수요 등으로 3/10년 기준 40bp 이상은 과도

한은, 기준금리 25bp 전원일치 인하 결정, 3개월포워드가이던스 4명(인하):2명(동결)로 도비시 스탠스 강화

25년 5월 금통위 결과 한은은 기준금리를 기존 2.75%에서 2.50%로 25bp 인하를 결정(전원일치)했다. 지난 10월 한은의 금리인하 전환 이후(24.10월, 11월, 25.2월, 5월) 총 100bp의 금리인하가 단행되며 레벨 기준으로는 지난 22년 8월 수준까지 금리가 낮아졌다. 또한 차기 금리인하 여부를 예상해 볼 수 있는 3개월 포워드가이던스는 4명의 인하의견과 2명의 동결의견이 개진됐다. 다만 한은 총재의 기자회견 내용의 경우 도비시한 의견이 강조되었던 직전 4월 금통위와 달리 가계부채, 원화 변동성 등 금융안정 관련 내용이 언급되며 스탠스가 중립으로 일부 이동한 것으로 평가됐다. 다만 한은이 현재 진행하고 있는 금리인하 정책에 대한 큰 틀의 변화 보다는 금리인하로 인해 발생할 수 있는 부작용 등을 원론적으로 언급한 것으로 판단되며, 경기 하방위험 확대나 관세정책 등 불확실성 요인을 고려하면 현행 기조 자체가 바뀔 가능성은 낮아 보인다.

성장을 전망치, 25년 1.5%에서 0.8%로 하향 & 26년 1.8%에서 1.6%로 하향

금리인하 이외에도 한은은 이번 수정경제전망에서 성장을 전망치를 대폭 하향 조정했다. 25년은 기존 1.5%에서 0.8%(1차 추경분 반영)로, 26년은 1.8%에서 1.6%로 하향조정했으며, 물가상승률 전망의 경우 25년은 1.9%로 기존과 동일, 26년은 기존 1.9%에서 1.8%로 소폭 하향했다. 또한 통방문을 통해 금리인하에도 불구하고 소비, 건설투자 등 내수회복 속도가 매우 느린 점, 관세 영향으로 수출 둔화가 장기화될 수 있는 점을 성장을 부진의 주요 근거로 제시했다. 비록 하반기 추경과 신정부 정책이 100% 감안된 수치는 아닐 수 있으나, 정책과 실물간의 시차가 발생한다는 점, 성장 부진에는 고령화, 가계부채 누증 등 단기간 내 개선되기 어려운 구조적 요인도 존재한다는 점에서 추경과 정책이 추가로 단행되더라도 성장을 전망치가 크게 개선될 가능성은 낮아 보인다. 이번 한은의 연간 전망치 수치와 4월 수출 등 실물지표를 고려할 때 1분기에 이어 2분기에도 분기 역성장이 예상되며, 만약 90일 상호관세 유예 이후 관세 추가 인상 등의 부정적 이슈가 발생할 경우 실제 성장률이 0.8%를 하회할 가능성도 완전히 배제할 수 없어 보인다. 또한 5월 인하 이후에도 한은은 통방문, 기자회견 등을 통해 추가인하에 대한 여지를 남겼다는 점에서 오는 8월 인하 전망을 유지한다.

차기 인하시기는 8월, 단 6월 대선 이후 2~3개월간 신정부 정책기대, 추경 등 채권시장 위험요인 산재

하반기 국내 경기 방향을 두고 ①국내 정치불확실성 축소(신정부 정책 기대감), ②글로벌 통상환경 악화, 내수 경기부진 등으로 인한 성장 부담간 공방은 지속될 것이다. 정치리스크가 축소(+추경)되는 부분은 소비심리, 기업투자 회복과 연결되며 국내 경기에 긍정적으로 작용되나 통상환경 악화의 부정적 파급효과로 국내 수출과 투자가 둔화될 수 있는 리스크 요인도 고려해야 한다. 또한 내수 경기진작을 위해 신정부 정책대응, 금리 인하 등이 단행되고 있으나, 개선 시차와 구조적 둔화요인(고령화, 가계부채부담)도

있어 경기를 한 쪽 방향으로만 예측하기 어려운 시기가 될 것이다. 다만 신정부의 다양한 재정정책이 쏟아지더라도 단기간 내 지표성으로 표출되기는 어려울 것이다. 실물경제 효과로 이어지기까지 3~6개월 시차가 발생할 것으로 예상되며 기존 한은의 통화완화(금리인하) 정책은 계속될 가능성이 높아 보인다.

불편한 단기금리 레벨, 재정정책 효과와 줄다리기하며 2.20~2.35% 레인지 형성

한편 국내 단기금리 레벨은 다소 불편해질 수 있다. 당사의 연말 기준금리 전망치는 2.0%이나, 시장의 연말 기준금리 컨센서스는 여전히 2.25%와 2.00%로 나뉘는 상황이다. 이미 2.30%대 초반까지 내려온 국고3년물이 레벨 다운을 추가로 시도하기 위해서는 연말 2.0% 기준금리에 대한 확신이 필요하나, 신정부 정책효과로 예상외로 하반기 경기가 빨리 반등하기 시작한다면 올해 말까지 추가 1차례의 인하전망(연말 2.25%)이 더 우세해진다. 신정부 정책의 실효성에 대한 판단이 들기전까지 국고3년물이 2.20%이하로 내려가기는 어려울 전망이다. 다만 불확실성에도 불구하고 2.35% 이상에서는 매수 수요도 강해 앞으로 약 3개월간 국고3년은 2.20~2.40% 범위내 레인지 장세를 형성할 공간이 크다.

불편함을 미리 선반영한 장기금리, 스텝은 불변이나 단기 크레딧 대체수요 등으로 3/10년 기준 40bp 이상은 과도한 구간

반면 장기물은 추경, 신정부 정책효과 등을 상당부분 선반영 중이다. 3/10년 스프레드는 5월 중 43.3bp까지 확대되며 국고채 수급에 대한 불안감을 크게 반영하고 있다. 지금 레벨대에서 스프레드가 더 크게 확대되기 위해서는 현재 시장에서 예상하고 있는 하반기 추경수준(20~30조원)을 크게 상회하는 파격적 재정정책이 나와야 한다. 그렇지 않다면 3/10년 스프레드의 추가 확대 동력은 낮은 상황이다. 오히려 3/10년 스프레드가 40bp 이상으로 확대되면, 스프레드 매력도가 낮아진 단기 우량크레딧 수요가 국고 장기물로 이동하며 해당 구간을 채워줄 가능성도 있을 것이다. 하반기 국고채 월간 발행에 대한 윤곽이 잡히기 전까지 커브스텝의 추세가 당장 플랫폼으로 반전되기는 어렵다. 다만 공급을 제외한 경기, 물가 등의 펀더멘털 환경이 장기금리의 추가 상승을 계속 지지하기 어렵고, 크레딧 대체수요 및 킥스비율 하락에 따른 보험사의 초장기물 매수수요 등도 나올 수 있어 3/10년 스프레드 레인지는 단기적으로 30~40bp 수준을 유지할 전망이다.

표1. 한국은행 통화정책결정문 비교

구분	25.4월 통화정책결정문	25.5월 통화정책결정문	비고
금리결정	기준금리 2.75%로 동결 결정	기준금리 2.50%로 인하 결정	25bp 인하
세계경제	글로벌 무역갈등 심화로 성장의 하방위험 증대, 물가 경로 불확실성 확대	높은 관세율의 영향으로 성장세 둔화 전망 미국의 정책 불확실성 지속 및 재정적자 우려 등으로 미국의 장기국채 금리 상승	관세영향 성장세 둔화
국내경제	정치불확실성 지속, 통상여건 악화로 내수와 수출 동반 둔화 제조업 등 주요 업종 고용 감소세 지속 수출은 통상여건의 불확실성이 지속되면서 둔화 흐름 이어나갈 것 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 하회할 것	소비, 건설투자 등 내수 회복 지연과 수출 둔화로 1/4분기 역성장, 4월에도 부진한 흐름 이어짐 고용은 제조업 위주로 감소세 시현 내수 회복 속도는 더딜 것 수출은 미국 관세부과 영향으로 둔화폭 확대 성장률 전망치 1.5%를 큰 폭 하회하는 0.8% 전망	성장률 전망치 0.8%로 하향 조정
물가	높아진 환율이 물가 상방압력으로 작용하나 유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 2% 내외 안정세 지속 올해 소비자물가, 근원물가는 지난 2월 전망치 1.9%, 1.8% 유지	가공식품 및 서비스 가격 인상 등의 상방압력을 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등이 상쇄 2% 내외 안정세 예상 올해 물가 전망치는 기존과 동일한 1.9%	2% 내외 안정세 지속
금융시장	주요 가격변수 변동성이 크게 확대 주택가격은 토지거래허가구역 재지정 이후 둔화 가계 대출은 낮은 증가세, 단 최근 늘어난 주택거래 영향으로 증가규모가 일시적으로 확대될 수 있음	주요 가격변수가 미국과 주요국 간 관세협상 등 대외요인에 주로 영향을 받아 등락 주택가격은 서울 지역은 오름세, 여타 지역은 하락세 가계대출 증가규모는 지난 2~3월 중 늘어난 주택거래 영향으로 확대	가계대출 확대
정책운용	글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험 증대, 전망경로의 불확실성 확대 높은 환율 변동성이 금융안정에 미치는 영향과 금융완화로 가계부채 재확대 가능성 유의 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건 변화 등 점검하며 추가인하 시기 및 속도 결정할 것	금년 중 성장률이 크게 낮아질 전망, 향후 성장경로의 불확실성도 높은 상황 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 물가 등 금융안정 상황 점검하며 기준금리 추가인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것	기준금리 추가인하 검토

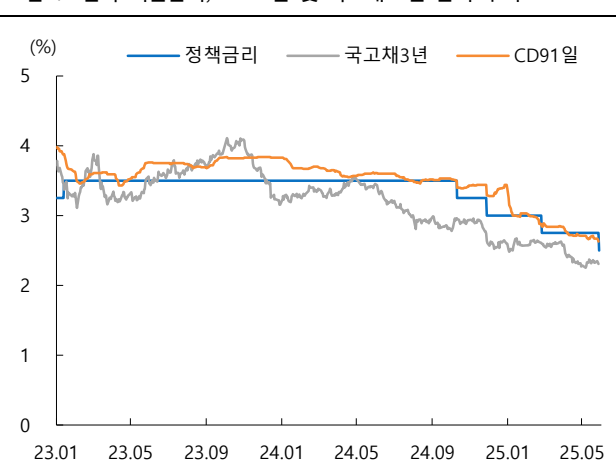
자료: 한국은행, IM증권 리서치본부

표2. 25.5월 금통위 기자회견담회 주요 질문/답변

주요 기자 질문	이창용 한은 총재 답변
금리결정	3개월 포워드 가이던스 4명 인하 가능성 피력, 2명 동결 피력 성장률 전망 하향조정된 만큼 추가 인하 가능성 커지긴 했으나 3개월 이후 통화정책에 대해서는 밝힐 수 없음 금융여건은 완화적인 수준을 보여주고 있어 너무 많은 완화정책을 하면 금융안정 부분에 훼손 유동성 공급이 실물경기 회복(기업 회복)보다는 자산가격 상승으로 전이될 가능성을 경계 중장기적으로 1%대 기준금리를 유지하는 것을 기대하지 않는 것이 좋음
성장	재정정책에 관해서는 0.8% 성장률에 1차추경은 반영되어 있으나 나머지 추경은 반영되어있지 않음 건설경기 침체 심화로 건설투자 성장률 전망치 0.4%p 낮추는 요인으로 작용 민간소비 성장률 전망치 0.15%p 낮추는 요인으로 작용 수출 성장률 전망치 0.2%p 낮추는 요인으로 작용 2008년의 성장률과 지금을 비교하기에는 단순 비교 어려움(2008년 잠재성장률 3% 수준, 현재는 2% 이하)
신정부	신정부와 정책공조 할 것 가계부채가 GDP에서 차지하는 비중, 금리가 특정지역의 부동산가격을 자극할 지에 대해 공감 나누길 바라고 있음
환율	ADB 연차총회에서 미국 정부와 환율, 관세 논의한 것은 사실 환율에 대해 어떤 이야기를 했는지 자세한 내용을 말할 수는 없음 환율이 변동한 것은 회의를 했다는 것 자체가 투자자들의 기대심리를 자극 환율은 현재 미국의 관세, 예산안 등 대외 요소에 의해 움직이는 중

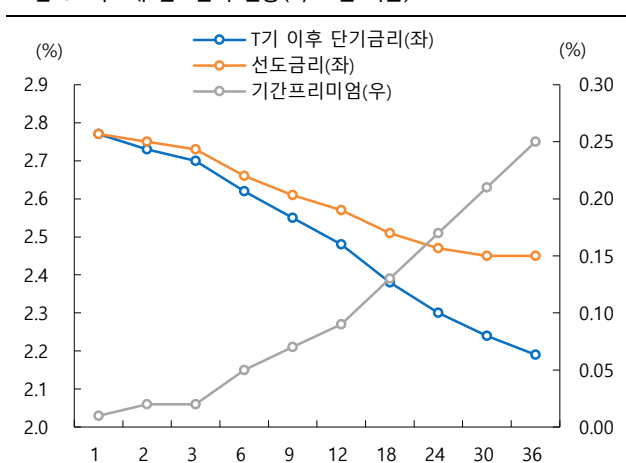
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림1. 한국 기준금리, CD91일 및 국고채 3년 금리 추이



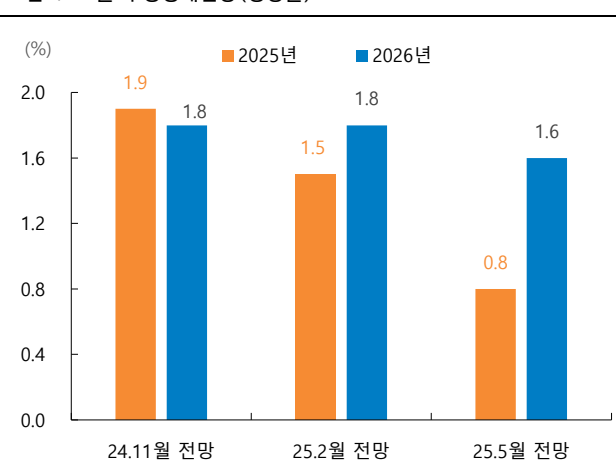
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 국고채 선도금리 현황(5/28일 기준)



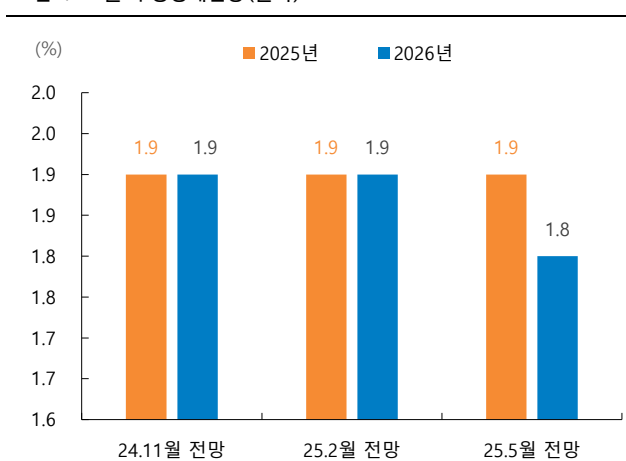
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 5월 수정경제전망(성장률)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림4. 5월 수정경제전망(물가)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림5. 금통위(5/29) 장중 국고채 3년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림6. 금통위(5/29) 장중 국고채 10년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 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, 이승재)

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.