

Fixed Income Comment

[4월 금통위] 인하에는 물가와 환율 안정이 핵심

- 10회 연속 금리 동결. 연준 금리 인하 시기 후퇴했으나 총재는 국내 인플레가 한은 전망에 부합하며 둔화할 경우 하반기 인하 가능성 배제할 수 없다고 언급
- 하반기 금리 인하는 헤드라인 인플레 둔화 경로에 달림. 1,375원까지 상승한 달러환율 레벨은 물가 안정 제한 요인. 연준 인하 기대가 재차 강화되는 지 여부가 핵심일 것
- 올해 중반을 지나며 반도체 수출의 우호적 기저효과 약화될 가능성. 대외 경기 둔화 등에 수출의 성장 기여도 낮아질 수 있음. 하반기 중 금통위 2차례 금리 인하를 전망

국내 인플레 경로 주목, 달러환율의 상승

4월 금통위는 예상대로 만장일치 금리 동결을 결정했다. 통방문에서는 긴축 기조를 '충분히 유지할 것'이라며 2월 금통위의 '충분히 장기간 지속'이라는 문구가 변경됐다. 긴축 기간이 장기화될 가능성이 이전보다 낮아졌다는 판단 등에 통방문 발표 직후 국내 금리는 단기물 위주로 하락하며 볼 스티프닝 됐다.

기자회견의 주요 발언은 다음과 같다. 1) 국가간 통화정책 탈동조화 흐름은 시작됐고 금리 인하 시점은 국내 인플레 경로에 따라 결정할 것, 2) 코어 인플레 연말까지 2.0% 수준으로 수렴하겠으나 헤드라인은 유가와 농산물 가격 변동성으로 불확실성 높음, 3) 금통위원 6명 중 5명이 향후 3개월 간 금리 동결이 적절하다고 판단했으며 1명은 금리 인하 가능성 열어둠, 4) 5월 경제전망과 6월 ECB 확인 후 하반기 통화정책 경로를 판단할 것, 5) 현재 환율 상승은 국내 펀더멘털의 문제 아니라 미국 금리 인하 시점 지연, 위안화와 엔화 약세 등에 따른 것이라고 판단.

총재는 ECB 등의 사례를 통해 연준과 독립적으로 각국이 통화정책을 결정할 수 있는 여력이 커졌다고 밝혔다. 그러나 연준 금리 인하 기대가 후퇴하면서 이날 장 중 달러환율은 1,375원까지 상승했다. 환율 상승은 수입물가의 경로를 통해 인플레 안정을 제한하는 요인이다. 미국 인플레 지표와 파월 의장 발언을 추가적으로 확인하며 연준 금리 인하 기대감이 재차 강화될 것인지 여부가 당분간 환율, 국내 인플레, 금통위 통화정책 경로에 중요한 요인이라는 판단이다.

하반기 인하의 조건: 연말 헤드라인 CPI 2.3%로 둔화 여부

당사는 하반기 중 금통위에서 2차례의 금리 인하가 단행될 것으로 전망한다. 총재가 5월 경제 전망을 확인하겠다고 한 점, 6월 ECB 금리 결정을 고려할 것이라고 언급한 점 등을 근거로 국내 통화정책 전망을 수정했다. 하반기 금통위 금리 인하 시점과 횟수는 국내 인플레이션 둔화 경로에 달렸다.

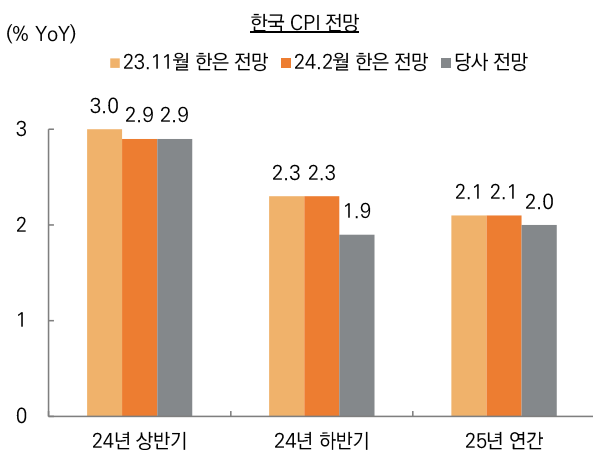
총재가 하반기 금리 인하의 조건으로 제시한 것은 ‘연말까지 헤드라인 인플레이션이 2.3% 수준에 수렴하는지 여부’였다. 2Q 공공요금 동결, 정부의 농산물 및 석유 가격 안정 대책, 민간소비 위축 등은 국내 인플레이션 안정 요인이다. 정부는 최근 유가 상승으로 인해 4월말 종료 예정인 유류세 인하 조치를 연장할 가능성도 고려 중인 것으로 알려졌다.

그러나 국내 인플레이션 둔화 기조가 이어지기 위해서는 환율 안정이 필요하다. 연준 금리 인하 기대가 약화되면서 최근 달러환율은 4월 중순까지 평균(1,354.8원)값이 3월 평균(1,322.2원) 대비 2.5% 급등했다(그림2). 연준 금리 인하 시점이 계속 지연될 경우 환율 안정이 제한될 가능성이 높고 이는 국내 인플레이션 안정을 어렵게 만들기 때문이다.

총재는 올해 성장률이 2.1%에 부합하거나 상회할 가능성을 언급했다. 근거로는 수출 증가 폭이 한은 당초 전망보다 더 확대됐기 때문이라고 밝혔다. 당사는 올해 국내 성장률이 한은 전망치를 하회할 가능성이 높다고 판단한다. 연초 반도체를 중심으로 수출 증가세가 두드러졌는데 미국 경제가 가파르게 개선되고 있다고 보기 어렵고 유로존과 중국 등 대외 여건은 대체로 부진하다. 반도체 수출의 우호적인 기저효과가 올해 중반을 지나며 약화될 가능성을 고려하면 수출 기여도가 점차 낮아질 수 있다.

올해 금통위 금리 정상화 기대감은 유효하나 연준 통화정책과 달러환율, 하반기로 갈수록 수출 증가세가 예상보다 약화될 가능성 등에 주목할 필요가 있겠다.

그림 1. 헤드라인 인플레이션이 하반기에 2.3%로 안정 여부 중요



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 4월 중순까지 달러환율 평균, 3월 평균 대비 2.5% 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향문 비교

구분	2월 통화정책방향문	4월 통화정책방향문
세계경제	<ul style="list-style-type: none"> - 세계경제는 둔화 흐름이 이어지겠지만 예상보다 양호한 성장세를 나타낼 것으로 전망된다. 주요국의 인플레이션은 낮아지고 있지만 목표수준으로 안정되기까지 상당한 기간이 소요될 것으로 예상된다. 국제금융시장에서는 미 연준의 조기 금리인하에 대한 기대 약화 등으로 국제금리가 상승하고 미 달러화는 강세를 나타내었다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 국제유가 및 글로벌 인플레이션의 흐름, 주요국의 통화정책 운용 및 파급효과, 지정학적 리스크의 전개양상 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 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.
국내경제	<ul style="list-style-type: none"> - 수출을 중심으로 완만한 개선 흐름을 이어갔다. 고용은 견조한 취업자수 증가세가 이어지는 등 전반적으로 양호한 상황이다. - 앞으로 국내경제는 소비 회복세가 더디고 건설투자가 부진하겠지만 수출 증가세가 지속되면서 개선 흐름을 이어갈 것으로 전망된다. 금년 성장률은 2.1%로 지난 11월 전망에 부합할 것으로 예상되지만, 주요국 통화정책의 영향, IT경기 개선 속도, 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF) 구조조정의 영향 등과 관련한 전망의 불확실성이 높은 상황이다. 	<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.
물가	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 물가는 둔화 흐름을 지속하였다. 1월중 소비자물가 상승률이 개인서비스 및 가공식품 가격 상승폭 축소 등으로 2.8%로 낮아졌으며, 근원인플레이션(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.5%로 둔화되었다. 단기 기대인플레이션율도 3.0%로 낮아졌다. - 앞으로 소비자물가 상승률은 농산물가격 상승 등으로 일시적으로 소폭 높아졌다가 이후 다시 완만히 낮아질 것으로 보이며, 연간 상승률은 지난 11월 전망에 부합하는 2.6%로 전망된다. 금년중 근원물가 상승률은 더딘 소비 회복세 등의 영향으로 지난 11월 전망치(2.3%)를 소폭 하회하는 2.2%로 예상된다. - 향후 물가경로는 지정학적 리스크의 전개양상, 국제유가 및 국내 농산물가격 움직임, 국내외 경기 흐름 등에 영향받을 것으로 보인다. 	<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 기대인플레이션을 (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.
금융시장	<ul style="list-style-type: none"> - 금융·외환시장에서는 미 연준 조기 금리인하 기대 약화에 주로 영향받아 장기 국고채 금리와 원/달러 환율이 상승하였다. - 가계대출은 주택관련대출의 증가세가 이어졌으나 기타대출 감소세가 지속되면서 낮은 증가세를 이어갔다. 주택가격은 수도권과 지방 모두에서 하락세를 지속하였으며 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF)과 관련한 리스크는 여전히 높은 상황이다. 	<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.
경제 전망	<ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 성장세가 개선 흐름을 지속하는 가운데 물가상승률의 둔화 추세가 이어질 것으로 전망되지만 물가 목표수준으로 안정될 것으로 확신하기는 아직 이르고 대내외 정책 여건의 불확실성도 높은 상황이다. 따라서 물가상승률이 목표수준으로 수렴할 것이라는 확신이 들 때까지 통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속할 것이다. - 이 과정에서 인플레이션 둔화 흐름, 금융안정과 성장 측면의 리스크, 가계부채 증가 추이, 주요국의 통화정책 운용 및 지정학적 리스크의 전개양상을 면밀히 점검해 나갈 것이다. 	<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 물가 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.
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.