

Fixed Income Comment

[1월 금통위] 경기 판단이 변화될 가능성에 주목

- 2.50%에서 금리 동결, 인하 소수의견 부재. 3개월 내 금리 인하 전망 위원 6명 중 1명으로 포워드 가이드언스 매파적으로 변화. 통방문에서도 금리 인하 관련 문구 삭제
- 지정학 리스크, 양호한 미국 경제, 반도체 제외 한국 수출 경쟁력 약화 등 원화 약세 재료 상존하고 있어 당분간 환율 안정을 기대하기 어려움. 하반기 금리 인하 재개 예상
- QoQ 성장률은 25년 3Q 고점 기록 후 약화 전망. 단기적으로는 매파 금통위에 채권시장은 인상 옵션도 염두에 둘 것. 금리 변동성 대응 위해 듀레이션 중립 의견 추천

매파적 동결과 금리 급등

1월 금통위는 2.50%에서 금리를 동결했고, 인하 소수의견은 부재했다. 금리 동결 배경은 성장의 개선세가 지속되고 있고, 환율과 부동산 가격 등 금융안정 리스크가 여전히 높기 때문이었다. 통방문에서 “금리인하 가능성을 열어두되, 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정”이라는 문구가 삭제됐다. 통방문 공개 직후 금리 인하 사이클 종료 기대가 다시 높아지면서 국고채 금리는 전구간 급등했다.

기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 3개월 내 금리 인하 전망 위원 수는 6명 중 1명, 2) 모든 금통위원들이 금융안정 리스크가 여전히 높거나 오히려 올랐다는 것에 동의해 만장일치로 금리 동결, 3) 향후 1년간 AI 관련 반도체 산업 전망은 매우 좋다고 판단하고, 경제 펀더멘털보다 AI 관련 증시 강세가 환율 수급에 영향을 주고 있다고 판단, 4) 올해 1.8% 성장 전망에 반도체의 15% 관세가 이미 반영됨, 5) 금리인하 기대를 줄이려 작년 11월 통화정책의 ‘전환’ 가능성을 언급함, 6) 지난 1년간 한미 금리차가 축소됐지만 환율은 상승했고, 통화정책은 환율이 아닌 환율이 물가에 미치는 영향을 보며 운영함.

3개월 내 추가 금리 인하가 적절하다는 입장을 보인 금통위원의 수가 5명에서 1명으로, 11월의 3명 대비 크게 줄었다. 기자회견에서는 총재는 성장률 상방 리스크가 더 높아졌다고 언급하는 등 대체로 매파적인 스탠스가 이어졌다. 매파적 통방문과 포워드 가이드언스, 낙관적인 성장률 전망 등에 채권시장 투자심리도 다시 위축됐다. 국고채 3년 금리도 다시 3%를 상회했다.

금통위의 경제전망이 점차 하향 조정될 수 있음

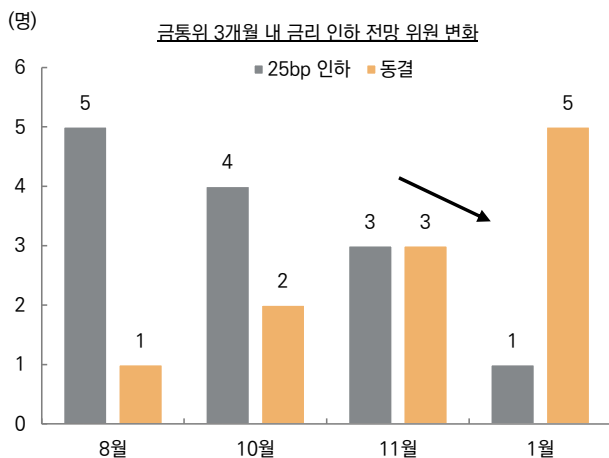
이번 금통위에서 가장 강조된 부분은 금융안정이다. 글로벌 지정학 리스크, 미국의 양호한 성장세, 대미펀드 자금 유출 가능성 등을 고려하면 원화 약세 흐름이 쉽게 반전되기 어려워 보인다. 반도체를 제외한 대부분의 분야에서 한국의 수출 경쟁력이 중국 등과 대비해서 낮아진 점도 환율 부담 요인이다. 구조적인 원화 약세 재료가 상존하는 국면에서 당분간 환율 안정을 기대하기 어려워 보인다.

금융안정에 있어 2번째 위험 요인은 부동산시장과 가계대출 흐름이다. 단기적으로 반도체 공급 쇼크와 AI 투자 수요 등은 반도체 가격을 지지할 요인이다. 총채도 언급했듯, 반도체 중심의 실적 개선 기대는 증시 강세를 뒷받침할 수 있다. 강력한 부동산시장 대출 규제가 동원되며 25년 4Q 주담대 수요는 급격히 둔화됐다. 그러나 기타대출은 12월을 제외하면 연말 증가폭이 다소 확대됐다. 우호적인 증시 환경, 주택 공급 부족 우려에 따른 주택가격 상승 기대 심리도 금통위가 경계하고 있는 요인들이다.

금일 금통위가 매파적이었던 주된 이유는 환율 불안, 성장세 개선 기대였다. 그러나 한국 성장률 추이는 25년 3Q에 전기대비 +1.3% 증가한 이후 QoQ 기준 성장세가 약화될 전망이다. 견고한 반도체 수출을 가정해도 10~11월 산업생산이나 소매판매에서 확인할 수 있듯 4Q 성장세는 예상보다 둔화될 가능성이 높다. 소비쿠폰과 같은 경기 부양책을 통한 성장세가 지속되기 어렵다는 점을 시사한다.

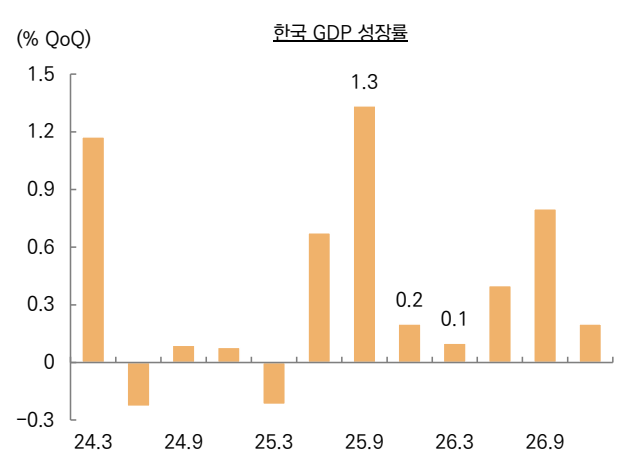
성장세가 약화되고 있다는 점은 지금의 금리 레벨이 적정 수준에 비해 다소 높다는 점을 의미한다. 상반기 기준금리 동결, 하반기 인하 재개를 예상한다. 단, 금일 매파적 통방문 등의 여파로 채권시장이 당분간 금리 인상 옵션을 완전히 배제하기는 어려울 것이다. 경제 상황에 대한 금통위의 판단이 변화되기 전까지 듀레이션 중립 전략을 통해 시장 변동성에 대응하기를 추천한다.

그림 1. 금리 인하 의견 축소



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. QoQ 성장률 25년 3Q 고점 후 둔화 예상



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향문 비교

구분	11월 통화정책방향문	1월 통화정책방향문
세계경제	- 세계경제를 보면, 미국 관세정책의 영향으로 성장세가 둔화되었지만 마중 무역갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다. - 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대변화, 주요국 재정상황 등에 영향받아 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 상승하였다가 일부 되돌려졌다. 주가는 상승세를 이어가다가 AI 부문 고평가 우려 등으로 조정되었다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향받을 것으로 보인다.	- 세계경제는 미국 관세정책의 영향에도 불구하고 주요국의 확장적 재정정책, AI 관련 투자 지속 등으로 완만한 성장세를 이어갈 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다. - 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 주요국의 추가 금리인하에 대한 기대 약화, 재정건전성 우려 등으로 상승하였고 미 달러화는 약세를 나타내다 예상보다 양호한 경제지표의 영향 등으로 강세로 전환되었다. 주가는 기업실적 개선 전망으로 상승세를 지속하였다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.
국내경제	- 국내 경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속하였다. - 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔다. - 국내경제는 성장을 전망이 상향조정되었지만 향후 경로에 상·하방 요인이 모두 잠재해 있고 물가상승률은 예상보다 다소 높아진 상황이다.	- 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선 흐름을 지속하였다. - 고용은 서비스업을 중심으로 증가 흐름을 이어갔다. 앞으로 국내경제는 수출이 반도체 경기 호조 등으로 양호한 증가세를 지속하는 가운데 내수도 소비 회복세 지속, 건설투자 부진 완화 등으로 개선 흐름을 이어갈 전망이다.
물가	- 국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률이 2.4% 및 2.2%로 높아졌다. - 단기 기대인플레이션율(일반인)은 11월 중 전월과 같은 수준(2.6%)을 유지하였다. 앞으로 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상된다. - 이에 따라 금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에도 소비자물가 및 근원물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0%로 전망된다.	- 국내 물가는 소비자물가 상승률이 석유류가격 상승폭 확대에도 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 12월 중 2.3%로 소폭 낮아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.0%를 나타내었다. - 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2.6%로 전월 수준을 유지하였다. 앞으로 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율이 상방 리스크로 작용할 것으로 보인다. - 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)에 대체로 부합할 것으로 예상되며, 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융시장	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 원/달러 환율은 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400원대 중후반으로 높아졌고, 국고채금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승하였다. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정되었다. - 가계대출은 기타대출을 중심으로 증가폭이 확대되었고, 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황이다. - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있다.	- 금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 외환시장 안정화 조치 등으로 큰 폭 하락하였다가 달러화 강세 및 엔화 약세, 지정학적 리스크 증대, 거주자 해외투자 지속 등으로 다시 1,400원대 중후반으로 높아졌다. 국고채금리는 금리인하 기대 약화로 상당폭 상승하였다가 다소 낮아졌으며, 주가는 반도체 등 주요 업종의 실적 개선 기대로 큰 폭 상승하였다. - 가계대출은 주택관련대출 증가규모 축소, 기타대출 순상환 등으로 둔화 흐름을 이어갔으나, 수도권 주택가격은 여전히 높은 오름세를 이어갔다. - 수도권 주택가격 및 가계부채, 높은 환율 변동성 등과 관련한 리스크가 여전히 상황이다.
경제 전망	- 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 수출은 증가율이 다소 둔화되었지만 반도체 경기 호조, 한미 관세협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 전망이다. - 이에 따라 금년 및 내년 성장률은 각각 지난 8월 전망치(각각 0.9%, 1.6%)를 상회하는 1.0% 및 1.8%를 나타낼 것으로 예상된다. 다만, 이러한 성장경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.	- 앞으로 국내경제는 수출이 반도체 경기 호조 등으로 양호한 증가세를 지속하는 가운데 내수도 소비 회복세 지속, 건설투자 부진 완화 등으로 개선 흐름을 이어갈 전망이다. - 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상되지만, 반도체 경기의 상승세 확대, 예상보다 양호한 주요국의 성장 흐름 등으로 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단된다. - 국내경제는 성장 개선세가 이어지는 가운데 향후 경로에 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단
통화정책 운용 방향	향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것이다.	향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.

자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 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.