

Fixed Income Comment

[4월 금통위] 인플레이 상승의 지속 여부가 중요

- 2.50%에서 만장일치 금리 동결. 통방문에서는 올해 성장률이 2월 전망(2.0% YoY)을 하회하고, 헤드라인 CPI는 2월 전망(2.2%)을 상당 폭 상회할 것이라고 전망
- 전쟁이 장기화되지 않는다면 정부의 물가 안정 대책은 유가 충격 완화 요인. 소비심리 악화, 핵심 연령층의 고용 부진이 장기화되고 있어 수요 측면의 인플레이 압력 크지 않음
- 하반기 반도체 수출 둔화, 건설투자 회복 제한 등에 경기 모멘텀 약화 전망. 단기적으로는 지정학 불안 및 인플레이 경계심 유지될 가능성 높음. 듀레이션 중립 전략 유지

중립적 금통위, 채권시장의 금리 인상 경계심은 지속

4월 금통위는 2.50%에서 만장일치 금리 동결했다. 금리 동결 배경은 중동 전쟁 불확실성이 높아졌기 때문이었다. 통방문은 올해 성장률을 2월 전망(2.0%) 하회, 물가는 2월 전망(2.2%)을 상당폭 상회할 것으로 예상했다. 총재는 공급충격이 일시적이라면 금리로 대응하지 않는다면에서도 충격이 장기화될 시에는 정책 대응이 필요하다고 발언했다.

기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 중동 전쟁의 충격이 장기화되고 기대 인플레이션이 불안정해질 경우에는 정책적 대응이 필요, 2) 올해 인플레이 리스크가 높아진 것은 부인할 수 없는 사실, 3) 현시점에서 스태그플레이션 가능성은 작으나, 최악의 시나리오에서는 배제하기 어려움, 4) 러-우 전쟁 당시는 팬데믹의 억눌린 수요 회복기여서 물가 위주로 영향이 집중됐으나, 현재는 물가와 경기 간 상충이 심화할 우려, 5) 이란 사태가 안정되면 환율이 빠르게 하락할 가능성, 6) 추경은 초과 세수로 조달한 만큼 재정 건전성 측면에서 긍정적.

기자회견에서는 환율과 물가에 대한 질의가 주를 이뤘다. 환율 레벨을 과거와 단순 비교하는 것은 적절하지 않고, 현재 외환보유고 등 달러 수급 여건이 양호하다는 입장도 유지했다. 전반적으로 금리 인상으로 전환에 대해서는 중동 상황을 지켜보겠다는 신중한 스탠스가 확인됐다. 그러나 중동 사태 관망세와 신임 총재 취임 이후 통화정책 불확실성은 잔존하며 국내 금리는 단기물 위주로 상승했다.

공급 측 인플레이 충격을 완화할 요인들

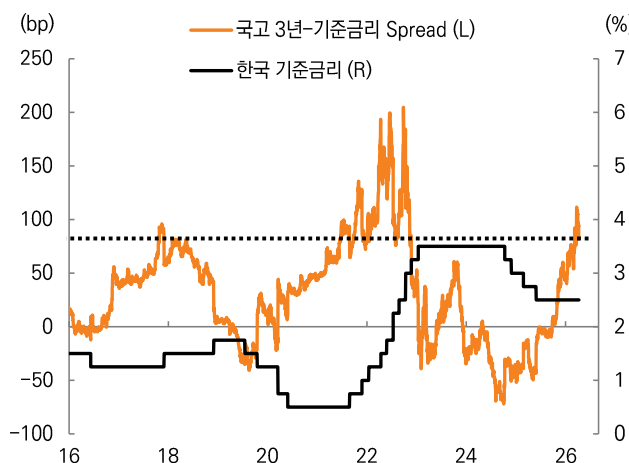
상반기 한은 금리 동결 전망을 유지한다. 금통위는 공급 충격이 인플레이에 미치는 2차 파급 효과가 없고 인플레이 급등이 단기적일 경우 금리 조정으로는 대응하지 않겠다는 입장이다. 한은이 성장률 전망 하향 조정 가능성을 시사했듯, 유가 부담은 건설경기 부진, 고용 둔화 등 경기 회복을 제한할 요인이다. 총재는 통화정책 방향을 결정할 때 물가와 경기를 모두 확인하겠다고 밝혔다.

국고채 금리 레벨은 3차례 정도의 금리 인상을 프라이싱하고 있다. 한은 총재는 러-우 전쟁과 이번 중동 전쟁의 차이점에 대해 1) 22년 당시보다 지금의 유가 충격이 국내 인플레이에 미치는 영향이 더 큼, 2) 환율 레벨이 더 높아진 부분은 우려함, 3) 그러나 지금은 경제가 충분히 회복 국면이라고 보기 어렵기 때문에 22년보다 수요 측 인플레이 압력이 크지 않다고 분석했다.

중동 전쟁 불확실성이 지속되고 있지만 최근 트럼프 대통령은 이란에 호르무즈 해협 개방을 요구하고 있다. 전쟁이 장기화되지 않을 경우 유류세 인하 및 최고 석유가격제 시행 등은 유가 부담을 일부 완화시킬 요인이다. 소비심리 악화, 구매력 높은 핵심 연령층의 고용 부진이 장기화되고 있는 점도 공급 측 인플레이 상승 압력을 일부 상쇄할 수 있다.

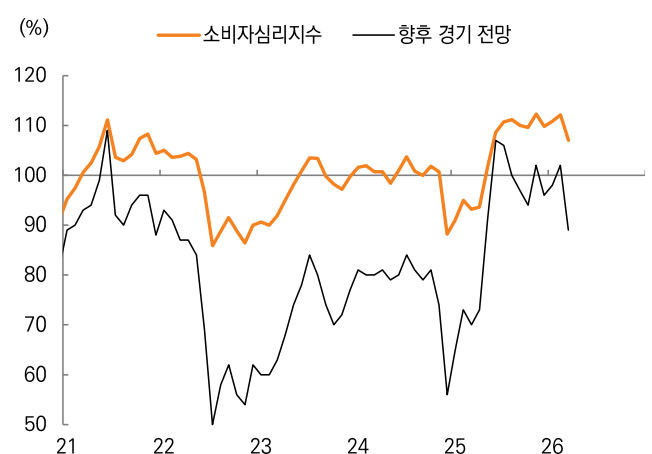
5월 금통위(5/28)부터 금통위를 주재할 신임 총재 후보자는 상황에 맞는 유연한 통화정책 운용을 강조했다. 하반기로 갈수록 반도체 수출 증가율 둔화, 건설투자 회복 제한 등으로 경기 모멘텀은 점차 악화될 전망이다. 따라서 금리 인상이 현실화될 가능성은 제한적이라고 본다. 그러나 올해 중반경 한국 인플레이가 3% 내외로 상승할 가능성이 높은 만큼, 당분간 채권시장의 긴축 경계심은 지속될 전망이다. 지정학 불안, 유가 부담이 완화될 때까지 듀레이션 중립 전략을 통한 리스크 관리가 필요하다.

그림 1. 3차례 정도의 금리 인상을 반영



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 3월 소비심리 하락



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향론 비교

구분	2월 통화정책방향론	4월 통화정책방향론
세계경제	- 세계경제는 미국 관세정책 관련 불확실성에도 불구하고 AI 관련 투자 확대, 주요국의 확장적 재정정책 등에 힘입어 양호한 성장세를 이어갈 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다. - 국제금융시장에서는 전반적인 위험회피심리가 다소 강화되었다. 장기 국제금리가 주요국 재정건전성 우려, 미 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 상승하다가 하락하였으며, 미 달러화는 엔화 강세, 미 연방대법원의 상호관계 무효판결 등으로 약세를 나타냈다. 주가는 기업실적 개선을 반영하여 대체로 상승 흐름을 이어갔으나 AI 과잉투자 및 기존 산업 대체 우려 등으로 변동성이 확대되었다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화, AI 투자 및 지정학적 위험의 전개 상황 등에 영향받을 것으로 예상된다.	- 세계경제는 그간 AI 관련 투자 및 주요국의 재정 확대 등으로 비교적 양호한 성장세를 이어왔으나, 중동전쟁에 따른 에너지 가격 상승 및 공급 차질의 영향으로 성장세가 약화되고 인플레이션은 확대될 것으로 보인다. - 국제금융시장에서는 위험회피심리가 강화되면서 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다. 장기 국제금리가 인플레이션 확대 우려 및 이에 따른 통화정책에 대한 기대 변화로 큰 폭 상승한 가운데 미 달러화는 강세로 전환되고 주가가 크게 하락하였다. 다만 미국·이란 간 임시휴전 이후에는 이러한 흐름이 일부 되돌려지는 모습이다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 중동사태의 전개양상, 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화, AI 투자 흐름 등에 영향받을 것으로 예상된다.
국내경제	- 국내경제는 소비 회복과 수출 호조에 힘입어 개선세를 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.	- 국내경제는 수출 호조와 소비 회복에 힘입어 개선세를 지속하였고 고용도 취업자수 증가 흐름을 이어갔지만, 중동사태 이후에는 경제심리가 약화되고 일부 업종에서 생산자질이 발생하는 등 성장의 하방압력이 증대되는 모습이다.
물가	- 물가를 보면, 소비자물가 상승률이 석유류가격 및 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 1월 중 2.0%로 낮아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.0%를 나타내었다. - 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2.6%로 전월 수준을 유지하였다. 금년 소비자물가와 근원물가 상승률은 전자기기 등 일부 품목의 비용상승 압력으로 지난해 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)를 소폭 상회하는 2.2% 및 2.1%로 전망된다. - 향후 물가경로는 국제유가 및 환율 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가인정 대책 등에 영향받을 것으로 예상된다.	- 3월 중 소비자물가 상승률(2.2%)은 석유류가격이 큰 폭 상승하면서 전월보다 높아졌으나, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률(2.2%)은 개인서비스 가격 오름폭 둔화 등으로 소폭 낮아졌다. - 단기 기대인플레이션율(일반인, 2.7%)은 전월보다 소폭 상승하였다. 앞으로 물가상승률은 국제유가 상승의 영향으로 상방압력이 크게 확대되었지만 정부의 물가인정 대책이 이를 일부 완화하면서 2%대 중후반 수준으로 높아질 것으로 보인다. - 금년 소비자물가 상승률은 지난 2월 전망치(2.2%)를 상당폭 상회할 것으로, 근원물가 상승률도 당초 전망(2.1%)보다 다소 높아질 것으로 예상된다. 향후 물가경로는 국제유가 및 환율 움직임, 정부 물가인정 대책의 효과, 비용상승의 파급 정도 등과 관련한 불확실성이 매우 높은 상황이다.
금융시장	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 원/달러 환율은 거주자 해외증권투자, 외국인 주식매도 등 수급부담과 엔화 등 주변국 통화 움직임에 영향받으며 등락하다가 최근 상당폭 하락하였다. 주가는 주요 업종 실적호조 전망, 자본시장 제도개선 기대 등에 힘입어 큰 폭의 상승 흐름을 이어갔는데, 글로벌 증시 움직임에 영향받아 변동성은 확대되었다. 국고채금리는 금리인하 기대 약화, 머니무브 등에 따른 수급부담으로 상당폭 상승하였다가 일부 되돌려졌다. - 가계대출은 정부의 거시건전성정책 강화 기조 지속으로 소폭 증가에 그쳤으며, 수도권 주택가격은 정부 대책 등의 영향으로 오름세가 둔화되었지만, 향후 추이를 좀 더 지켜볼 필요가 있다. - 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있다.	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다. 원/달러 환율은 중동전쟁에 따른 미 달러화 강세와 외국인 주식 순매도 등으로 1,500원대로 높아졌다가 미국·이란 간 임시휴전 이후 하락하였다. 국고채금리는 국내외 인플레이션 우려 및 이에 따른 통화정책에 대한 기대 변화로 큰 폭 상승하였다가 하락하였고, 주가도 큰 폭으로 등락하였다. - 금융안정 측면에서는 환율 변동성 확대의 영향에 유의하는 한편 수도권 주택가격 및 가계부채의 인정 흐름이 지속될지 계속 살펴볼 필요가 있다. - 가계대출은 정부의 거시건전성정책 강화 기조 지속으로 낮은 증가세를 이어갔으며, 수도권 주택가격은 정부 대책 등의 영향으로 오름세가 둔화되고 가격상승 기대도 약화되었지만 추세적 안정 여부는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.
경제 전망	- 앞으로 국내경제는 건설투자 부진이 이어지겠지만 소비 회복세가 지속되고 수출 및 설비투자 증가세도 반도체 경기 호조 및 양호한 세계경제 성장세 등으로 당초 예상보다 확대될 것으로 보인다. - 이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)를 상회하는 2.0%를 나타낼 것으로 예상된다. - 다만 이러한 성장경로에는 반도체 경기 및 내수회복 속도, 주요국 통화재정정책 및 미 관세정책, 지정학적 위험 등과 관련한 상·하방 리스크가 잠재해 있다.	- 앞으로 국내경제는 반도체 수출 호조 및 추경에도 불구하고 에너지 가격 상승 및 공급 차질의 영향으로 성장세가 당초 예상보다 둔화되면서, 금년 성장률이 지난 2월 전망치(2.0%)를 하회할 것으로 예상된다. - 다만 이러한 성장경로는 중동사태 전개 상황 및 통상환경 변화, 반도체 경기 및 내수 회복 흐름 등에 크게 영향받을 것으로 보인다. - 국내경제는 중동전쟁으로 물가의 상방위험과 성장의 하방위험이 모두 증대된 가운데 전망의 불확실성도 매우 높은 상황이다.
통화정책 운용 방향	- 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.	- 향후 통화정책은 중동전쟁 등 대내외 여건 변화와 이에 따른 물가 및 성장 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.