



키움증권 리서치센터 투자전략팀  
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



## 4월 금통위 Review: “하회할 수밖에”

### Check Point

- 한국은행 4월 금통위, 기준금리 동결. 인하 소수의견 신성환 위원 1명. 3개월 내 인하 가능성 열어두는 위원 6명 전원.
- 올해 성장률은 2월 전망치를 하회할 수밖에 없다고 언급. 관세 정책이 예상보다 강화되었고, 2월에 전망하면서 내놓은 관세 정책 시나리오는 다소 낙관적인 수준이라고 주장. 이에 따라 한국은행은 5월 금리 인하 가능성을 열어두었으며, 추가적으로 8월에도 인하를 단행할 것으로 예상.
- 성장률 하향 조정 가능성과 경기 불확실성을 고려하면, 적어도 8월까지의 인하 가능성은 상정해두고 대응할 필요. 적어도 2분기 금리 인하 기대는 유호한 상황에서, 당분간 시장은 대선과 이를 둘러싼 재정정책의 방향에 따라 움직일 것. 재정 확장 가능성에 유의하며 6월 대선 이전까지 커브 스티프닝 예상.

한국은행 4월 금융통화위원회에서 기준금리를 2.75%로 동결했다. 최근 무역정책 불확실성이 높아지면서 경기 하방 요인이 증대했으나, 가계 부채와 고환율 등의 환경을 고려하며 한국은행은 금리 동결을 택한 것이다.

한편, 한국은행은 5월 인하 가능성을 시사했다. 당사가 전망했던 것과 마찬가지로 인하를 주장하는 신성환 위원이 소수의견을 내었으며, 3개월 내 인하 가능성을 열어두자는 위원이 6명 전원으로 등장했다. 여기에 성장률 하향 조정 가능성을 언급하면서 5월 인하 가능성을 상정해두는 양상이었다. 성장률 전망과 관련해 관세 정책이 예상보다 강도가 높고, 2월 전망에서의 관세 정책 시나리오는 다소 낙관적이었다고 평가했다. 이를 고려하면 당시 비관 시나리오로 변화할 경우 성장률이 0.1%p 가량 하향 조정될 수 있다고 주장했다는 점을 감안, 1.4% 이하의 성장률 전망이 제시될 가능성이 높아졌다.

여기에 한국은행은 물가 측면에서 상방 리스크가 제약된다고 평가했다. 관세 정책으로 인한 물가 상방 리스크가 있는 것도 사실이나, 수요 부진과 유가 하락 등으로 물가는 2월 전망치에서 크게 변화하지 않고 안정적일 것으로 전망했다. 물가 안정 기조가 이어진다면 한국은행은 성장 하방 요인에 맞춰 금리 인하를 유지할 것으로 예상된다.

6월 초 대선까지 정치 불확실성이 지속되는 점도 부담이다. 물론 과거 전 박근혜 대통령 탄핵 사건 당시에는 탄핵 직후 경기 심리 지수가 회복되는 양상을 보인 바 있으나, 이창용 총재가 언급했듯 정치 양극화 환경에서 명확한 대선 결과가 나오기 전까지는 심리가 빠르게 회복되기 어려워 보인다. 이를 고려하면 한국은행은 대선 직전이라는 시기적인 부담이 있더라도 5월에 금리 인하를 단행할 것으로 예상한다.

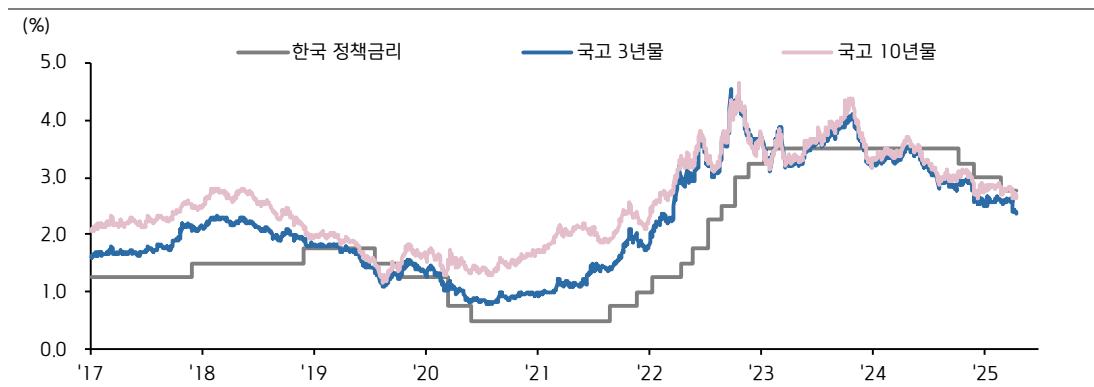
5월 이후 3분기 8월에도 금리 인하를 단행할 것이라는 기준의 전망을 유지한다. 신성환 위원은 이번에 금리 인하 소수의견을 제시하면서 물가와 성장을 고려하면 큰 폭의 인하 가능성도 있다고 평가한 만큼, 경기 하방을 막기 위한 재정과 통화 완화 정책의 policy mix가 필요한 상황이라는 것을 강조한 것이다. 물가가 2% 아래에서 등락을 보이는 상황이라면 기준금리를 중립금리 이하까지 낮춰 경기 부양에 초점을 맞출 수 있는 환경이라고 판단한다. 물론 급격한 금리 인하를 통한 금융 불안이 초래될 수도 있는 환경임을 고려할 때,

한국은행은 5월 인하 이후 7월에 추가 인하를 연달아 하기 보다는 8월에 경제전망 수정과 함께 추가 단행할 것으로 예상한다.

즉 이번 4월 금통위는 예상된 비둘기였다고 평가한다. 이미 금리 인하 기대를 반영하면서 국고 3년물 금리가 2.4%를 하회한 상황에서 아직까지 기준금리가 2%까지 떨어질지에 대한 평가를 하기엔 시기상조라고 판단한다. 상호관세 유예 후 협상과정을 살펴봐야하며, 보복관세 등 대응에 따른 경기 하방 위험 또한 아직까지 판단하기는 이른 상황이다.

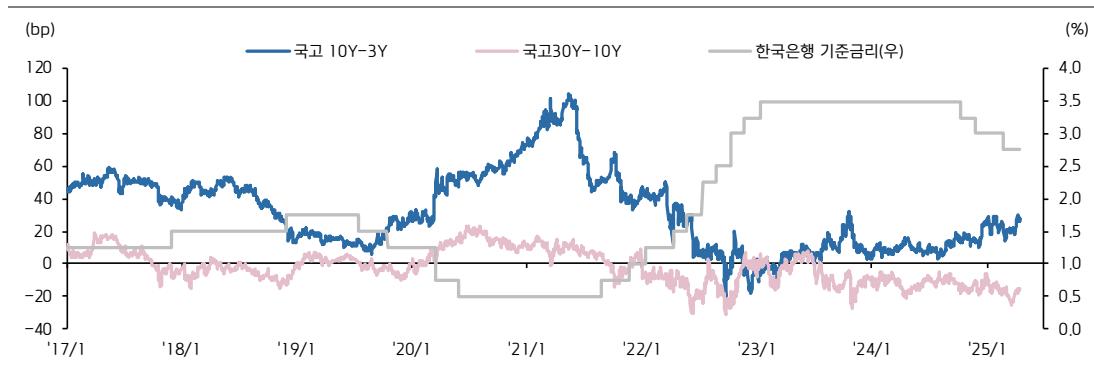
이와 같은 상황을 고려하면 적어도 2분기 5월 금리 인하를 상정한 상황에서 시장금리는 재정 상황에 영향을 크게 받을 것으로 예상한다. 앞으로 6월 초까지의 대선을 바라보면서 양당 후보 선정과 공약, 지지율 등 국내 요인에 민감하게 반응할 것으로 예상한다. 재정 확장 정책이 예상되는 상황에서 그 수준에 대한 평가가 결국 장기물 금리 변동을 가져올 것으로 예상하며, 재정 확장 정책이 기대되는 환경인만큼 단기적으로 커브는 스티프닝될 것으로 예상한다.

## 한국은행 기준금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한국은행 기준금리와 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

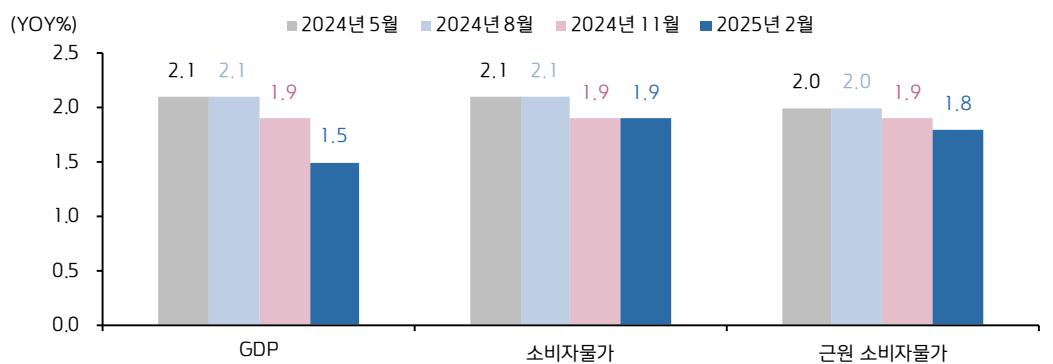
## 통화정책방향문 비교

2025년 2월 통화정책방향		2025년 4월 통화정책방향
정책결정	<p>금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 3.00% 수준에서 2.75%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 외환시장의 경계감이 여전하지만 물가상승률을 안정세와 가계부채 둔화 흐름이 지속되는 가운데 성장률이 크게 낮아질 것으로 전망되는 만큼 기준금리를 추가 인하하여 경기 하방압력을 완화하는 것이 적절하다고 판단하였다.</p>	<p>금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.75% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가가 안정된 흐름을 이어가는 가운데 1/4 분기 경기 부진 및 글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험이 확대되었다. 하지만 미국 관세정책 변화, 정부 경기부양책 추진 등에 따른 전망경로의 불확실성이 크고, 환율의 높은 변동성과 가계대출 흐름도 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 여건 변화를 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.</p>
세계경제	<p>세계경제는 미국 관세정책 등의 영향으로 성장의 하방위험이 확대되고 물가경로의 불확실성도 높아졌다. 국제금융시장에서는 그간 크게 확대되었던 미 신정부 경제정책에 대한 우려가 다소 완화되고 러시아·우크라이나 종전 가능성이 부각되면서 미 달러화 강세 흐름이 일부 되돌려지고 주요국의 장기 국채금리는 하락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국의 관세정책 추진 상황, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>	<p>세계경제는 글로벌 무역갈등 심화로 성장의 하방위험이 증대되고 물가경로의 불확실성이 높아졌다. 국제금융시장에서는 미국 관세정책의 불확실성이 이어지면서 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 커지면서 주요국 주가가 큰 폭 하락하였다가 상호관세 유예 등으로 일부 반등하였다. 미국 장기 국채금리도 상당폭 하락하였다가 급등하였고, 미 달러화는 큰 폭의 약세를 나타내었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국과 주요국 간 관세협상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 전개상황 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>
국내경제	<p>국내 경제상황을 보면 비상계엄 사태에 따른 정치 불확실성 확대, 기상여건 악화 등으로 소비가 부진한 가운데 수출 증가세가 악화되었다. 고용은 주요 업종의 취업자수 감소세가 이어지는 등 둔화 흐름을 지속하였다. 앞으로 국내경제는 경제심리 위축, 미국의 관세정책 등의 영향으로 내수 회복세와 수출 증가세가 당초 예상보다 낮을 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.9%)를 큰 폭 하회하는 1.5%로 전망된다. 향후 성장경로에는 주요국 통상정책과 미 연준의 통화정책 방향, 국내 정치 상황 변화 및 정부의 경기부양책 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.</p>	<p>국내 경제상황을 보면, 정치 불확실성 지속, 통상여건 악화 등으로 내수와 수출이 모두 둔화되면서 성장세가 예상보다 악화되었다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 늘어났으나 제조업 등 주요 업종은 감소세를 지속하였다. 앞으로 내수 부진이 일부 완화되겠지만 수출은 통상여건의 불확실성이 지속되면서 둔화 흐름을 이어갈 것으로 전망된다. <u>이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 하회할 것으로 보이나, 향후 무역협상의 전개상황, 추경의 시기 및 규모 등과 관련한 성장경로의 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다.</u></p>
소비자물가	<p>소비자물가 상승률은 국제유가 및 환율 상승의 영향으로 1월중 2.2%로 높아졌으나 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1.9%로 안정세를 이어갔다. 단기 기대인플레이션율은 2월중 2.7%로 소폭 하락하였다. 앞으로 물가상승률은 환율이 상방요인으로 작용하겠지만 낮은 수요압력 등의 영향으로 2% 내외의 안정적인 흐름을 지속할 것으로 보인다. 이에 따라 금년중 소비자물가 상승률은 지난해 11월 전망(1.9%)에 부합하는 1.9%로 전망되며, 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.9%)를 소폭 하회하는 1.8%로 예상된다. 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>	<p>국내 물가는 3월중 소비자물가와 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 각각 2.1% 및 1.9%를 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 수준(2.7%)을 유지하였다. 앞으로 물가상승률은 높아진 환율이 상방요인으로 작용하겠지만 유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 2% 내외의 안정세를 지속할 것으로 보이며, <u>금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.9%, 1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상된다.</u> 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>
금융시장	<p>금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 국내 정치 불확실성, 미국의 관세정책 및 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 높은 변동성을 이어가며 하락하였다. 장기 국고채금리는 국내외 금리인하 기대에 주로 영향받아 하락 후 반등하였다. 주택가격은 서울을 제외한 대부분 지역에서 하락하였고 가계대출 증가규모도 둔화 추세를 이어갔다.</p>	<p>금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다. 원/달러 환율이 미국 관세정책 및 중국의 대응, 증권투자자금 유출입 등에 영향받으며 단기간에 큰 폭으로 상승하였다가 반락하였다. 주가는 경기 및 기업 실적 둔화 우려로 큰 폭 하락 후 일부 반등하였으며 장기 국고채금리는 상당폭 낮아졌다. 주택시장에서는 서울 지역의 가격 오름세 및 거래량이 크게 확대되었다가 토지거래허가구역 재지정 이후 둔화되었다. 가계대출은 낮은 증가세를 이어가고 있으나 최근 늘어난 주택거래 영향으로 증가규모가 일시적으로 확대될 것으로 예상된다.</p>
정책방향	<p>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는</p>	<p>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는</p>

물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 낮은 성장세가 당분간 지속될 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 추세가 이어질 것으로 보이지만 금리하락 기조로 인한 재확대 가능성과 높은 환율 변동성에는 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 대내외 경제정책 및 국내 정치 상황의 변화, 그간의 금리 인하가 물가, 성장 및 금융안정 상황에 미치는 영향 등을 면밀히 점검하면서 앞으로의 기준금리 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

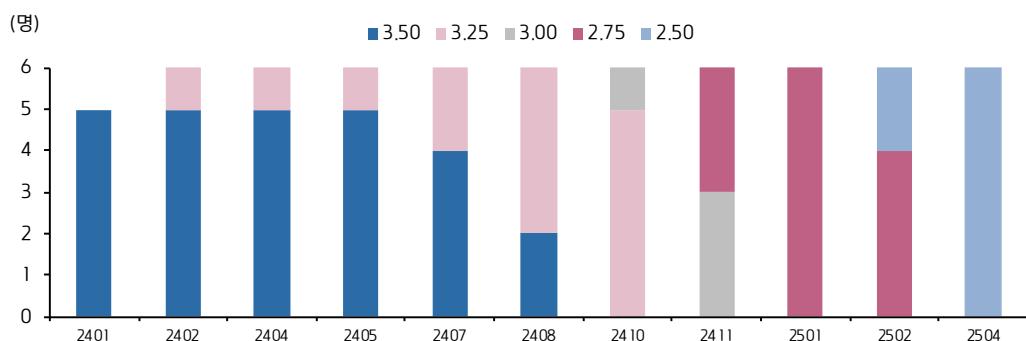
물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가고 있으나 **글로벌 통상여건 악화로 성장의 하방위험이 증대되고 전망경로의 불확실성도 크게 확대된 상황이다**. 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성이 금융안정에 미치는 영향과 함께 금융원화 기조로 인한 가계부채 재확대 가능성에 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가, 가계부채 및 환율의 흐름을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

#### 한국은행 경제 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

#### 한국은행 금통위원 포워드 가이던스 (3개월 내 기준금리 전망)



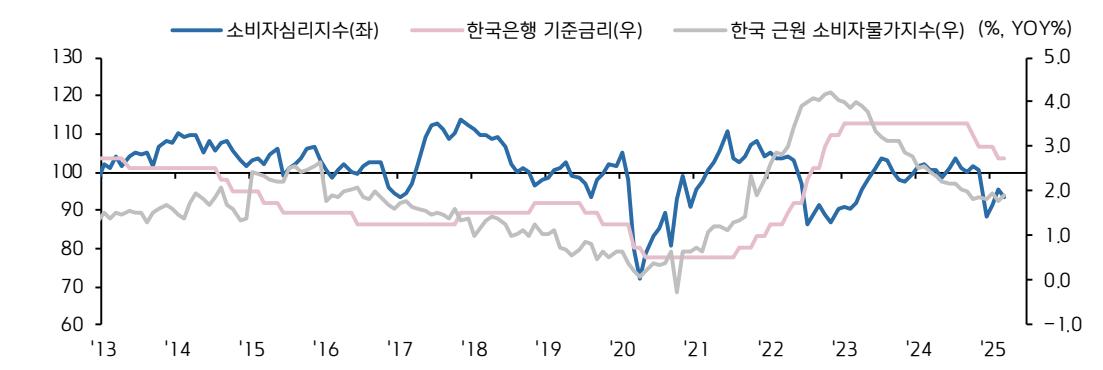
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터  
주) 2024년 1월 금통위원은 총 5명

#### 국고 3년물 금리와 달러/원 환율



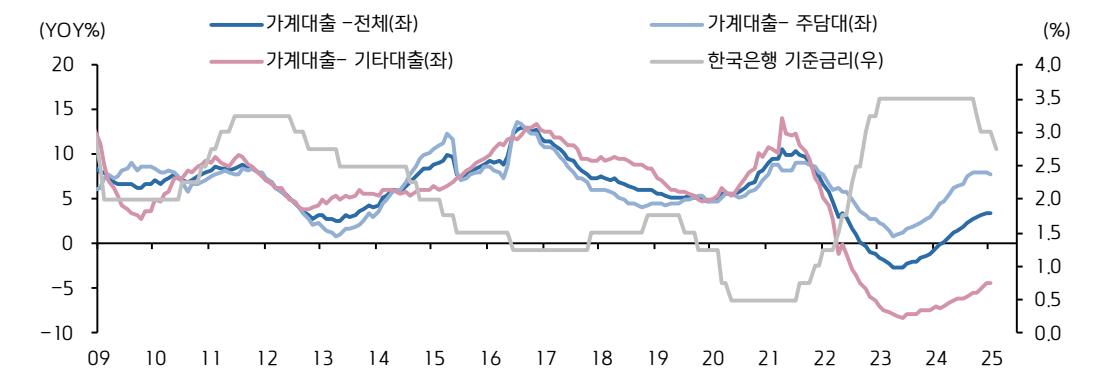
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 소비심리지수와 기준금리, 균원물가 추이



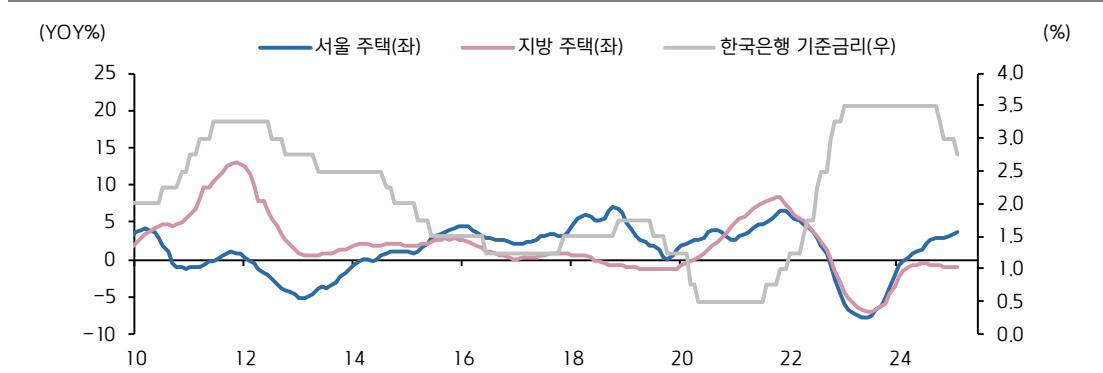
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한국 가계대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 부동산가격 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.