Fixed Income Strategy

7월 금통위 리뷰: 그래도 8월 인하

Fixed Income 김지나_ 02)368-6149_ jnkim0526@eugenefn.com

- 7월 금통위, 예상대로 만장일치 동결 및 포워드 가이던스 4명 인하 주장. 동결 배경은 금융 안정.
- 8월 인하 전망 및 연말 2.25% 기준금리 예상함. 금융 불균형 중요하나 성장도 동시에 고려해야 함.
- 규제정책 시차 및 부작용 가능성 등 고려할 때 8월 말에도 인하를 쉬는 것은 득이 없음.
- 규제 초기 인하를 쉬는 것은 과도한 기대를 눌러줌으로써 도움은 되지만, 계속 미루는 것은 오히려 리스크가 큼.
- 0%대 성장 및 관세 리스크 견디며 인하를 미룬다고 해서, 금융 불균형이 해소되리란 확신도 없음.
- 금융 불균형, 인하의 시기보다 횟수에 영향을 줄 것으로 예상.

7 월 금통위, 만장일치 동결 & 금융 안정이 우선

7 월 금통위, 예상 및 컨센서스대로 기준금리를 2.50% 동결했다. 결정은 만장일치였고, 3 개월 내 포워드 가이던스는 위원 4 명이 인하, 2 명이 동결을 예상하며 5 월과 같았다. 동결의 배경은 수도권 지역을 중심으로 한 주택시장 과열과 가계부채 증가로 인한 금융 불균형이었다. 한은은 이번 동결로 시장에 과도한 인하 기대를 낮춤으로서 주택시장 기대심리를 완화하고자 했다. 동시에 정부의 대출 정책 효과도 지켜볼 시간이 필요하다는 입장이다.

기자회견의 주요 발언은 다음과 같다.
통화정책 1) 이번 금리 결정, 금융 안정에 포커스 2) **통화정책 제 1 목표는 물가 안정, 성장과 금융 안정 간 우선순위는 없으며 상황에 따라 달라짐** 3) 미국 통화정책 의존도는 예전보다 많이 줄었음

금융 안정 1) 대출 규제에 따른 가계부채 규모 전망은 가능. 2 달 정도 시차 발생 후 증가세 둔화 예상 2) 가계부채만 보면 선제적 대응 가능하나, 가격도 함께 고려해야 함 3) **8 월에 집값 상승이 해결될지 여부 알기 어려움 4) 현재 부동산 상황, 작년 8 월과 유사하나 올해 수도권 집값 상승 속도가 더 빠르기 때문에 우려 중**

성장 및 관세 1) **8 월 미국 관세 결과도 중요**. 8 월 경제전망 불확실성 높음 2) **최악의 시나리오는 가계부채 증가는 잡히는데 부동산 가격은 잡히지 않고 관세가 크게 올라갈 때** 3) 추경의 성장률 제고 효과, 1 차와 2 차 각각 0.1%p. 1 차 추경 효과는 5 월에 포함 + **2 차 추경 더해지면 연간 성장률 0.9% 전망** 4) 소비 및 수출 예상보다 소폭 긍정적이나 건설투자가 나빠 상쇄.

8월 인하 전망, 미루는 것이 답은 아냐

8월 인하 전망
연말 2.25%
기준금리 전망

생각보다
관세 등 성장 우려
컸음

부동산 정책 시차
부작용 언급

작년 8월과의
부동산 시장 차이점

'해피엔딩이 금방
올지 모르겠다'

8월에도 쉰다고
금융 불균형
해결되지 않아

금융 불균형,
인하 시기보다는
횟수가 영향

기자회견을 종합할 때, 금융 불균형에도 불구하고 정책 시차 및 단기적인 성장 리스크를 고려할 때 **8월 인하는 가능하다**고 판단한다.

1) **추경 효과가 적다**. 다른 여건이 동일하다는 가정 하에 2 차 추경을(+0.1%p) 를 고려해도 올해 성장률은 0.9%다. 성장을 위한 인하 필요성은 여전히 높다.

2) **관세에 대한 걱정**도 컸다. 5월 한은 경제전망에서의 관세정책 시나리오는, 보편관세 10% + 품목관세 25%로 한국 평균 관세율을 15%로 설정했다. 기자회견 중 총재는 한국 단독의 관세율 상승 위험보다 기타국의 관세 상승에 따른 간접적인 수출 영향에 대한 우려를 여러 차례 드러냈다.

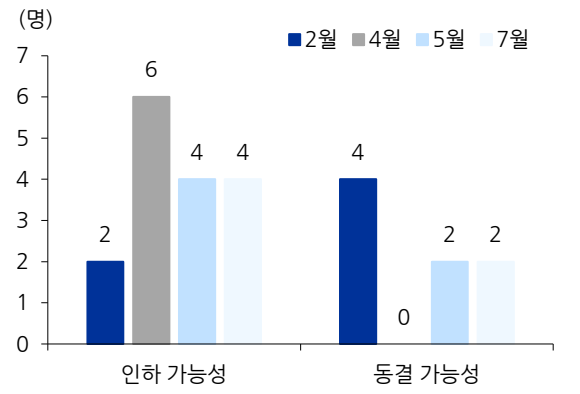
3) **부동산 정책 효과의 시차 및 부작용**도 언급했다. 총재는 **작년 8 월과 지금의 부동산 및 통화정책을 비교**했다. **당시 1 번의 동결이 '실기'라는 질타를 받았음에도, '쉬어간 것이 결과적으로 나은 결정이었고 어느 정도 금융 불균형이 해결됐다'** 고 평가했다. 그에 반해 지금은 수도권 부동산 가격 상승 속도가 빨라서 **'해피엔딩이 금방 올지 잘 모르겠다'**고 표현했다. 이는 **한은이 인하를 더 쉰다고 해서 금융 불균형을 주도적으로 해결하지 못할 것**이라는 우회적 표현으로 읽혀진다.

지난 주보에서도 언급했듯 정책 시차를 고려하면 **인하의 '시기'가 부동산 가격에 달려있다고 보기는 어렵**다. 지금처럼 0%대 성장률일 땐 더더욱 그렇다. 오히려 **인하의 '횟수'가 부동산 시장에 연동**되어 있을 가능성이 크다. 중장기적인 통화정책 목표로서 금융 안정을 접근해야 하며, 국내 부동산 상황은 단편적인 정책 몇가지와 짧은 기간 내에 해결이 불가하기 때문이다.

인하를 멈춘다고 금융 불안을 해결하진 못하지만 과도한 기대를 눌러줄 수는 있다. 이는 규제 초기에 금융 불안을 더 키우지 않고 정책 효과가 커지게끔 도와주는 역할을 한다. **7 월은 그런 시기이다. 그러나 다음 금통위인 8 월 말은 조금 다르다.** 대출 정책의 효과나 부작용이 나타날 수도 있고, 관세 위험이 생각보다 클 수도 있다. 이를 차치하더라도 실제 대출 규제의 결과는 3 달 전후에 대략적으로 확인 가능하다(과거 경험 상). **그 때까지 한은이 0%대 성장률과 관세의 하방 위험을 견디며 금융 안정에만 집중할 수는 없다**.

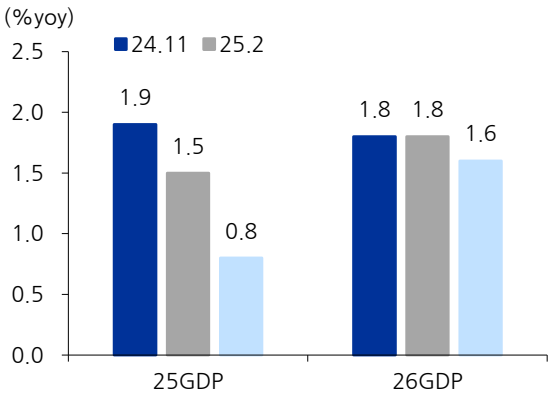
결론적으로 **8월 인하는 시행 가능할 전망이며, 올해 연말 기준금리는 2.25%** 에 그칠 가능성이 높아졌다.

도표 1. **포워드 가이던스, 인하 4: 동결 2**



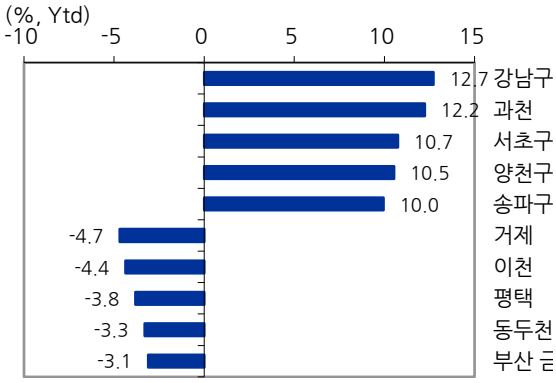
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 2. **추경 효과 +0.1% 포함해도 0.9%**



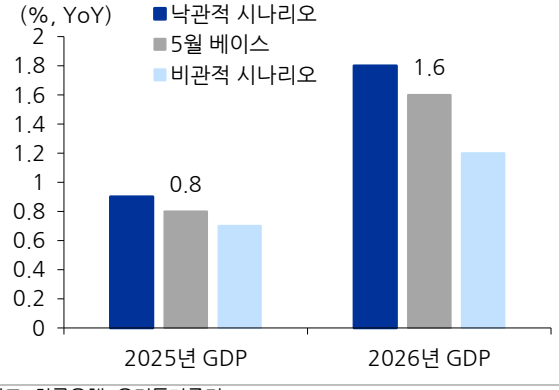
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 3. **한은, 부동산 양극화 지적**



자료: KB 부동산통계, 유진투자증권

도표 4. **관세 하방 리스크 우려 여전**



자료: 한국은행, 유진투자증권

표 1. 25년 5월과 7월 통화정책방향 주요 문구 변화

	25년 5월 통화정책방향	25년 7월 통화정책방향
세계경제	세계경제는 **글로벌 무역갈등이 일부 완화되었지만 높은 관세율의 영향으로 성장세가 둔화될 전망이며 물가경로의 불확실성도 높은 상황**이다. 국제금융시장에서는 그간 크게 확대되었던 위험회피심리가 완화되면서 주가가 반등하였으나, **미국의 정책 불확실성 지속 및 재정적자 우려 등으로 미국 장기 국채금리가 상승하였고 달러화 지수는 소폭 상승하였다가 반락**하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국과 주요국 간 관세협상, 주요국 통화정책 변화, **지정학적 리스크 전개상황** 등에 영향받을 것으로 보인다.	세계경제를 보면, **통상환경의 불확실성이 이어지는 가운데 높은 관세율의 영향이 본격화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망**이다. 국제금융시장에서는 **중동지역 긴장 완화, 미·중 무역협상의 일부 진전 등으로** 위험회피심리가 약화되면서 주요국 주가가 큰 폭 상승하였다**. 미 장기 국채금리는 연준의 금리인하 재개 기대 등으로 소폭 하락하고 미 달러화는 약세 흐름을 지속**하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국과 주요국 간 관세협상 결과, 주요국 통화정책 변화 등에 영향받을 것으로 보인다.
국내경제	국내경제는 **소비, 건설투자 등 내수 회복지연과 수출 둔화로 1/4분기 역성장에 이어 4월에도 부진한 흐름을 지속**하였다. 고용은 전체 취업자수는 계속 늘어나고 있지만 제조업 등 주요 업종은 감소세를 이어갔다. 앞으로 **내수는 부진이 점차 완화되겠지만 그 속도는 더딜 것으로 보이며** 수출은 미국 관세부과 영향 등으로 둔화폭이 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 큰 폭 하회하는 0.8%로 전망된다. 향후 성장경로에는 **무역협상 전개 상황, 정부 경기부양책, 주요국 통화정책 방향 등과 관련한 불확실성이 매우 높은 것으로 평가된다.**	국내경제는 **건설투자의 감소세가 지속되었으나 소비가 국내 정치 불확실성 해소 등으로 개선되고 수출 증가세도 이어지면서 성장 부진이 다소 완화**되었다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔다. **앞으로 소비가 경제심리 개선, 추경 등으로 점차 회복되고** 수출은 미 관세부과 등으로 둔화될 것으로 예상되지만, 향후 성장경로는 **대미 무역협상의 전개 상황, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 매우 높은 상황이다**.
소비자 물가	국내 물가는 **4월 중 소비자물가와 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 각각 2.1%를 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔다.** 단기 기대인플레이션율은 5월 중 2.6%로 전월(2.8%)보다 하락하였다. 앞으로 물가상승률은 가공식품 및 서비스 가격 인상 등의 상방압력을 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등이 상쇄하면서 2% 내외의 안정세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 중 **소비자물가 상승률은 지난 2월 전망에 부합하는 1.9%로, 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 예상**된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.	국내 **물가는 6월 중 소비자물가 상승률이 가공식품 가격 오름세 지속, 농산물·석유류 가격 기저효과 등으로 2.2%로 높아졌으나** 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 전월과 같은 2.0%를 나타내었고, 단기 기대인플레이션율은 2.4%로 전월(2.6%)보다 낮아졌다. 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력, **국제유가 안정세 등으로** 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 중 **소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 5월 전망(각각 1.9%)에 대체로 부합할 것으로 전망**된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융시장	금융·외환시장에서는 **주요 가격변수가 미국과 주요국 간 관세협상 등 대외요인에 주로 영향받아 등락**하였다. **원/달러 환율이 높은 변동성을 지속하는 가운데 무역갈등 완화, 아시아 통화 강세 등으로 하락**하였고, 장기 국고채금리는 **미국 장기금리 상승 등의 영향으로 반등**하였으나 주요국에 비해서는 상승폭이 제한적이었다. 주가는 **기업 실적 우려 완화 등으로 상승**하였다. 주택가격은 **서울 지역에서는 오름세가, 여타 지역에서는 하락세가 지속**되었으며, 가계대출 증가규모는 **지난 2~3월 중 늘어난 주택거래 영향으로 확대**되었다.	금융·외환시장에서는 **주가가 자본시장 제도 개선 기대 등에 따른 투자심리 호전으로 큰 폭 상승하였고 장기 국고채금리는 국채발행 확대 가능성 등으로 높아졌다**. **원/달러 환율은 무역협상의 전개양상, 지정학적 리스크 등에 영향받아 1,300원대 중후반에서 상당폭 등락하였으며 앞으로도 높은 변동성을 이어갈 것**으로 보인다. 주택시장은 **서울 등 수도권이 과열양상을 나타내다가 정부의 가계부채 대책 시행 이후 다소 진정**되는 움직임을 보이고 있으며, 지방은 부진을 지속하였다. 가계대출은 **그간 확대된 주택거래의 영향으로 높은 증가세를 이어갔다**.
정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 **금년 중 성장률이 크게 낮아질 것으로 전망되며 향후 성장경로의 불확실성도 높은 상황**이다. 금융안정 측면에서는 **금융완화 기조 지속에 따른 가계부채 증가세 확대 가능성과 외환시장의 높은 변동성에 유의할 필요**가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적 흐름을 이어가는 가운데 **당분간 낮은 성장세가 이어질 것으로 예상되며 무역협상 등과 관련한 불확실성이 큰 상황**이다. 금융안정 측면에서는 **수도권 주택시장 및 가계부채 리스크가 증대된 만큼 거시건전성정책의 효과를 점검하는 한편, 외환시장의 변동성 확대 가능성에도 계속 유의할 필요**가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

자료: 한국은행, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다