2026. 4. 10 (금)

한국 금통위 (4월)

지금은 알 수 없어… 그래도 신중론 유지

- 미-이 전쟁발 물가의 상방위험과 경기하방 위험 사이 통화정책 불확실성 인정하는 신중론. 기대인플레 전이되면 금리인상 불가피하나 현재는 그조차도 불확실
- 신중론 배경 1)만장일치 동결, 2)포워드가이던스 3 개월뒤 금리결정 인상 거론되지 않음, 3)2022 년 당시보다 물가만 보고 가는 것이 아닌 경기충격도 고려
- 현재 휴전논의 진행과정 감안 4 월 중 유가 80 달러내외 안정되면 하반기 금리인상 가능성 제한. 전쟁 장기화로 기대인플레 3%대 초중반 반등 시 하반기 인상 인정

채권전략
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

전쟁발 인플레이션 vs 경기둔화 + 금융안정 측면에서 4월 금통위는 신중론 유지. 만장일치 동결 및 포워드가이던스상 의견 개진도 신중할 것(당사 전망). 전쟁 이후 첫 금통위자 이창용 총재의 마지막 금통위는 예상범위에서 벗어나지 않음

불확실성 높은 편이나 이번 주 휴전결정으로 5월 신임총재 임기까지 지켜볼 여유. 올해 성장률 전망은 기존 2.0%를 하회할 가능성이 높아졌고, 물가는 2.2%에서 상당폭 상승이라고 해도 2% 중후반 수준, 근원물가는 2.1%에서 다소 상승

펀더멘탈 여건을 고려할 때 현재 공급충격을 기준금리로 대응할 것이지 고민이 필요. 물가의 절대수준이나 이제 1개월 전쟁기간으로 기대인플레 전이 강도를 점검하는 것이 필요. 때문에 이번 회의는 만장일치 동결에 3개월뒤 포워드 가이더스에서 인상을 거론했다는 말조차 없었다고 할 정도의 신중론 확인

러-우전쟁과 비교할 때 당시는 국내경기 개선국면에서 내수호조 등 수요압력증대와 유럽쪽 공급충격 유입으로 인플레이션 파급력이 굉장히 컸음. 이번에는 공급충격은 우리포함 아시아지역이 중동 의존도가 높아 위험도가 큰 반면, 경기개선은 지난해 부진에서 벗어나는 수준에 수요견인력 2022년대비 강하지 않음

정책대응에 대해 원론적으로 2022년보다 위아래로 가능성은 다 열려있다고 한은총재가 강조했지만, **공급>수요 요인이 큰 것은 명백**. 때문에 2022년대비 경기하방 위험에 대한 점검도 중요하며, 환율과 부동산 같은 금융안정성까지 같이 고려하여 신중에 신중을 기할 상황

한은총재가 현 시점 기준으로 스태그플레이션 가능성은 낮다고 한 배경은 2%를 다소 하회하는 성장과 2% 중후반 정도의 물가를 두고 한 것. 실제 해당 조건이 **5월 수정경제전망에서 변하지 않는다면 올해 한국 기준금리는 동결기조를 이어갈 것이라는 전망을 유지하고 있음(현재 house view)**

우리는 월간보고서 등을 통해 제시해왔지만, 최악의 시나리오상 하반기 2차례 인상 가능성도 제시. 관련 기준금리 인상의 조건으로 내세우는 부분은 단순함. 한은 CSI에서 발표되는 **기대인플레이션 숫자가 역사적 평균수준인 3.1%를 초과하면 통화정책에 대한 부담이 많이 높아질 것**으로 판단〈그림 1, 2〉

한은총재가 물가와 기대인플레이션의 절대숫자를 보고 결정하지는 않는다고 했지만, 2.6%까지 안정된 기대인플레이션이 0.5%p 이상 역사적 평균수준 이상 올라가면 물가전이에 대한 고민이 커질 것으로 판단. 해당 조건이 달성되기 위해서는 5월 금통위까지 글로벌 평균유가가 100달러 내외에서 하락하지 않으면 가능할 것

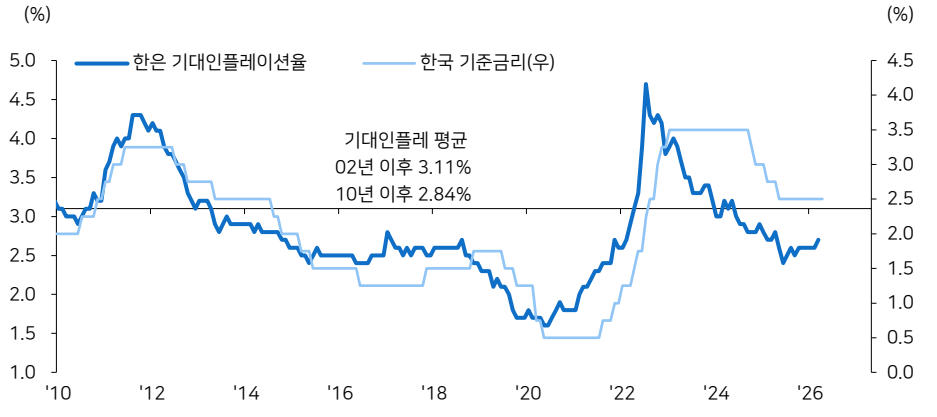
반대로 향후 2주간 휴전협상이 진척되어 유가가 80달러 내외 수준으로 안정되는 경로가 확인되면, 연내 한국 금리인상 부담은 큰 폭으로 완화될 것. 문제는 현재 90달러 내외에서 지체되는 경우 다른 물가로 전이 여부를 따지는데 해석의 시간이 필요할 것

우리는 **휴전 시나리오 기준 2월말 시장금리 레벨로 회귀, 국고3년 3.0%와 국고10년 3.4% 내외까지 안정될 룸**이 있다는 판단. 최악의 시나리오로 전개된다고 하더라도 국고3년 3.7%와 국고10년 4.0% 정도를 상단으로 그 이상에서는 위험자산이 더 위험해지는 kill-line으로 채권투자를 접근해야 한다고 권고

기자질문 중 '현재 시장금리에 반영된 인상기대가 과도한 것에 대한 평가'에 대해 한은총재는 변동성이 워낙 커서 평가할 수 없다고 언급. 현재 선도금리는 이번 주 낮아졌다고 하나 연내 100bp 인상 기대를 반영한 상황

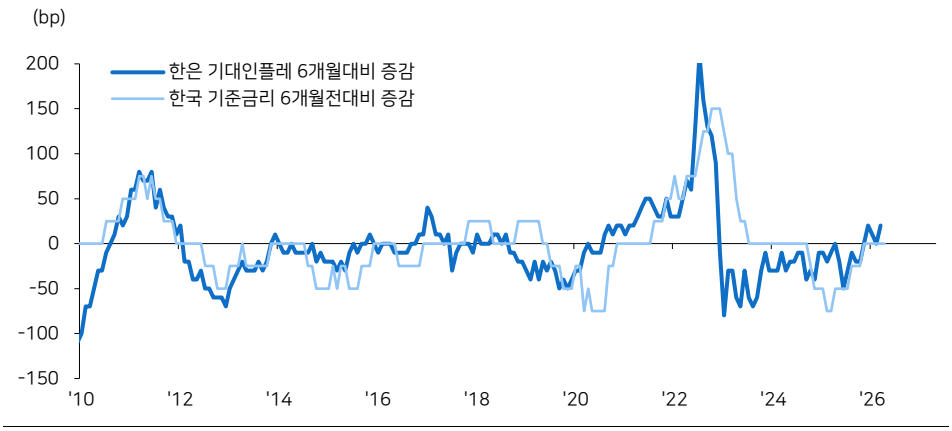
그렇지만 내심 1~2차례까지 반영이라고 언급해 하반기 인상의 강도는 2022년의 기준금리 3.5% 인상보다는 제약적일 가능성이 높다는 쪽으로 해석할 수 있음. 실제 인플레이션관련 공급〉수요 충격을 앞서는 과정에서 통화정책의 대응 강도는 낮을 수밖에 없음

그림1 **금융위기 이후 한은 기대인플레이션과 기준금리 높은 상관관계**



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **기대인플레 확산강도에 따라 통화정책 민감도 높아질 가능성은 인정**



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

이외에 금통위 관련 기자회견에서 환율 관련 아쉬움에 대한 이창용 총재의 소회와 WGBI는 긍정적이 부분에 대한 언급 정도가 관심. 한국형 점도표를 통한 포워드가이던스 유지관련 본인은 지속되었으면 하지만, 신임총재가 결정할 내용이라고 언급. 당장 5월 금통위 신현송 내정자 첫 회의에서 관련된 내용 관심 받을 것

신현송 내정자관련해서는 지난 아침 출근 당시 원론적 발언이 금일 이창용 총재 기자회견 내용과 크게 다른 점이 없다는 점에서 일단 5월말까지 확인될 전쟁의 전개상황과 기대인플레 전이 여부가 기준금리 방향 결정에 결정적일 것. 이전에 4월말 예정된 ECB와 BOE 등 우리와 사정이 유사한 자원취약국 통화정책 기조의 반응도 점검하는 것이 힌트가 될 것인데, 4월 인상 가능성 낮아졌다고 판단

금일 시장반응은 통화정책방향 제시 이후 만장일치 동결까지 확인 후 강세를 유지하다가 기자회견 이후 외국인 선물매도로 약세 전환. 금통위 자체 발언 충격보다는 아시아 시장에서 미국금리가 상승하고, 단기간 금리가 급락한 국내 채권시장 여건을 감안 금통위 이벤트 해소 대응에 무게가 실렸다는 판단

모든 가격지표의 변동성이 큰 상황에서 채권투자는 3월 중 기록한 금리상단의 함의를 고려, 전쟁위험 장기화로 반등할 경우 매수관점 접근해야 한다는 의견 유지

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.