2024년 4월 25일

채권 Analyst 임재균, CFA
02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com
연구원 이정욱, CFA
02-6114-2089 junguk@kbfg.com

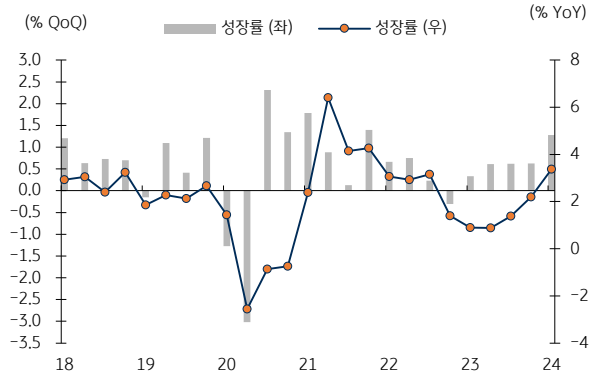
KB Bond

서프라이즈를 기록한 민간소비. 빠르게 인하할 이유가 낮아진 한은

흠잡을 곳 없는 성장을 보여준 1분기 성장률

- 한국의 1분기 경제 성장률은 전기대비 1.28% 증가. 시장 예상치 (인포맥스 기준)가 0.53%와 시장 예상치 상단인 0.7%를 크게 상회하면서 2021년 4분기 이후 최고치를 기록. 전년대비로도 3.38% 증가하면서 시장 예상치 (2.4%)를 크게 상회했으며, 시장 전망 상단 (2.6%)도 크게 상회. 지난 2월 한은이 전망한 올 상반기 경제 성장률은 2.2%였는데, 1분기 성장이 견고했던 만큼 2분기는 전년대비 1% 성장만 나와도 한은의 성장률 전망치에 부합. 한은은 5월 수정 경제 전망에서 상향 조정될 것
- 이번 성장률에서 눈에 띄는 점은 민간소비. 1분기 민간소비는 전기대비 0.79% 증가. 지난 4분기 (0.18%)보다 크게 증가했으며, 2022년 3분기 이후 최고치를 기록하면서 성장에 0.4%p 기여. 전년대비로도 1.12% 증가. 한은의 지난 2월 수정전망에서 2024년 민간소비를 기존 1.9%에서 1.6%로 하향했으며, 하반기 (2.2% → 2.0%)보다 상반기 (1.5% → 1.1%)를 더 크게 하향 조정하면서 상반기 민간소비에 대한 우려가 높았음. 하지만, 2분기 민간소비 성장이 보합세만 기록해도 상반기 민간소비는 2.1% (전년대비)를 기록
- 다른 항목들도 견고한 모습. 정부지출은 전기대비 0.72% 증가하면서 성장에 0.1%p 기여. 다만, 정부는 경기 부양을 위해 신속 집행 예산을 선정 (중앙, 지방, 교육 재정의 인건비와 기본 경비를 제외한 주요 사업 중 재량 지출을 중심으로 신속 집행 관리 대상을 선정). 상반기 중 최대 65%의 집행을 목표로 내세운 가운데, 1분기는 38%의 집행. 상반기까지 정부 지출은 성장에 기여하겠지만, 하반기는 둔화될 전망. 건설 투자는 2.68% 증가. 지난 4분기 (-4.45%)의 기저효과도 작용했지만, 금액 기준으로 봐도 2023년의 손실분을 모두 만회. 수출도 전기대비 0.92% 증가하면서 지난 3~4분기보다 증가세는 둔화됐지만, 3개 분기 연속 증가세를 보여줌
- 1분기 한국의 성장률, 특히 민간소비가 견고한 모습을 보이면서 한은의 금리인하 기대감은 더 후퇴할 전망. 한은 총재는 한은은 민간소비가 아닌 경제 전체를 바라보면서 통화정책을 운용하며, 4월 금통위 성명서에서 올해 성장률이 기존 전망 (2.1%)을 상회할 가능성이 있다고 언급. 하지만, 성장률이 상향 조정되는 이유는 민간소비 회복이 아닌 반도체 업황 개선에 따른 수출 호조 때문이며, 2월 금통위에서 한 명의 금통위원이 민간소비 둔화의 선제적 대응을 이유로 3개월 내 금리인하 가능성을 열어놓으면서 시장은 한은이 민간소비 둔화에 대응해 빠르게 금리인하에 나설 수 있다는 기대를 높임. 하지만, 민간소비가 예상외로 견고한 모습을 보이면서 시장의 금리인하 기대는 낮아질 가능성이 높음
- 더욱이 물가도 불안. 2~3월 한국의 소비자물가는 3.1%로 여전히 목표치 (2%)를 상회하고 있는 가운데, 최근 국제유가 상승 및 원화 약세는 물가의 상방 요인. 한국은행이 물가 전망에 가정한 국제유가는 상반기 82달러/배럴, 하반기 83달러/배럴 (Brent 기준)이지만, Brent 가격은 90달러 내외에서 등락. 원화 약세 및 국제유가 상승 등으로 한은의 소비자물가 전망치 (연간 2.6%, 상반기 2.9%, 하반기 2.3%)도 상향 조정이 불가피할 전망
- 다만, 통화정책에 대한 우려는 높지만, 수급에 대한 부담은 낮음. 5월 기재부의 국채 발행 규모는 14조원일 것으로 추정. 기재부는 상반기 중 전체 국채 발행 (158.4조원)의 최대 60%까지 발행한다고 밝힌 가운데, 4월까지의 국채 발행 규모는 63.3조원이며 진행률은 39.95% (남아있는 4월 동안 옵션이 실행될 경우 발행 규모는 증가하겠지만, 최근 금리가 상승한 만큼 옵션이 실행될 가능성은 낮다고 판단). 정부는 상반기 중 예산을 최대 65%까지 집행한다고 밝힌 만큼 남아있는 5월과 6월의 국채 발행 규모는 기존과 같은 전체 발행 규모의 10% 수준이겠지만, 하반기로 갈수록 발행 부담은 완화. 물론, 추경이 변수이긴 하지만, 거론되는 추경 규모가 과거보다 크지 않고 상반기에 대규모 발행을 소화한 만큼 하반기에 발행 부담은 크지 않을 것. 만기별로는 30-10년 스프레드는 20bp 내외에서 등락하고 있는 만큼 30년은 4월 (3.6조원)보다 늘리고, 10년은 4월 (2.6조원)보다 증가시킬 것으로 예상

그림 1. 한국의 성장률 추이. 1분기 성장은 서프라이즈를 기록



자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 부진할 것으로 예상됐던 민간소비는 견고

자료: Bloomberg, KB증권

그림 3. 정부소비는 견고하지만, 하반기 둔화될 가능성

자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 건설투자는 회복

자료: Bloomberg, KB증권

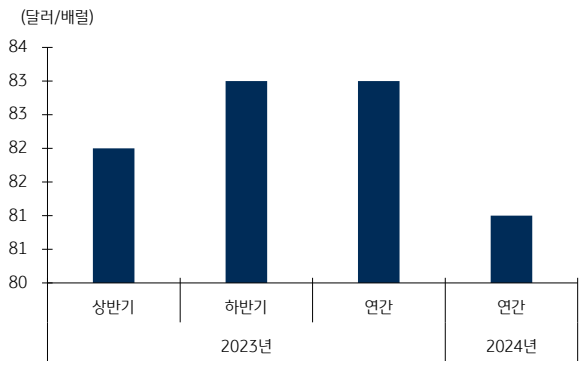
그림 5. 한은의 성장률 전망치. 올해 상향 조정 불가피

자료: 한국은행, KB증권

그림 6. 한은의 항목별 성장률 전망치

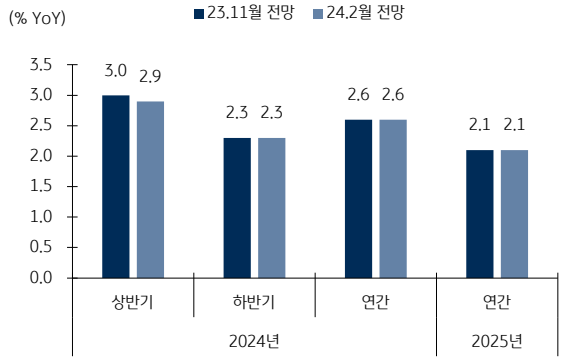
자료: 한국은행, KB증권

그림 7. 한은이 물가 전망에 가정한 국제유가 가격



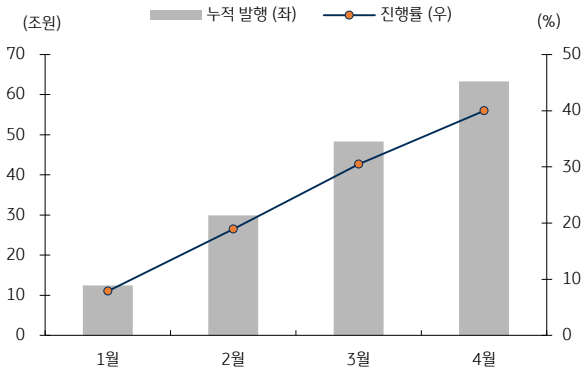
자료: 한국은행, KB증권

그림 8. 한은의 소비자물가 전망치



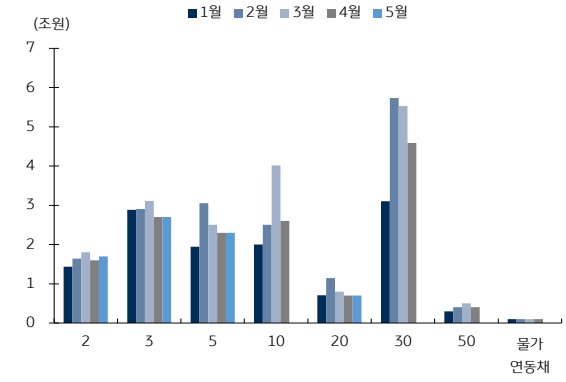
자료: 한국은행, KB증권

그림 9. 국채 발행 규모 및 진도율



자료: 기재부, KB증권

그림 10. 만기별 국채 발행 규모



자료: 기재부, KB증권

주: 5월은 추정치

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.