



키움증권 리서치센터 투자전략팀  
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



## 5월 금통위 Preview: 매파적 동결

### Check Point

- 한국은행 5월 금통위 금리 동결 예상하나, 1~2 명의 금리 인상 소수의견이 나오며 매파적인 동결로 예상. 근래 미-이란 협상 기대 속에 국제유가가 하락하면서 급격히 인상할 필요성이 낮아진 가운데, 성장률 및 물가 전망 상향 등과 함께 금리 인상 시그널 제공 예상
- 6개월 포워드 가이드를 통해 점도표 또한 상향 조정 예상. 5~6 표는 연말 3.00% 가능성도 제시할 것으로 예상하며, 15~16 표 가량은 2.75%를 가리킬 것으로 예상. 기대물가 상향에 대한 우려에 매파적인 스탠스를 보일 것으로 판단
- 당사는 연내 2회 인상으로 기존 전망(연내 동결) 변경. 반도체 중심의 수출 호조 지속과 고환율 및 고유가에 따른 기대인플레이 관리 차원의 인상 기조 변환 예상. 호르무즈 해협 봉쇄 완화에도 전쟁 이전 수준으로 되돌리기 어렵다는 판단에 연내 2회 인상으로 전망 변화(3, 4분기 각 1회씩)
- 시장금리는 통화정책보다는 국제유가에 연동되는 가운데, 가파른 하락을 기대하기는 어려움. 이미 금리 인상 가능성을 선반영하고 있으나, 매파적인 시그널이 통화정책 불확실성 완화 요인으로 작용하기는 어려움. 투자심리 개선을 위해서는 국제유가의 추세적 하락 및 인상이 2회 수준에 그친다는 명확한 시그널이 필요하지만, 현재로서는 심리 회복을 제공할만한 유인 제약

한국은행은 5월 금통위에서 기준금리를 동결할 것으로 예상한다. 최근 미-이란 협상 기대가 일부 반영되며 국제유가가 단기적으로 조정을 보이고 있는 만큼, 한국은행이 이번 회의에서 즉각적인 금리 인상에 나설 필요성은 이전보다 다소 낮아진 상황이다. 다만 여전히 높은 환율 수준과 에너지 가격 불확실성이 기대인플레이션 상방 압력으로 작용하고 있으며, 국내 경기 또한 예상보다 견조한 흐름을 이어가고 있기에 인상 시그널을 줄 가능성이 높다. 이에 따라 이번 회의는 금리 동결 자체보다 향후 정책 경로에 대한 메시지가 핵심이 될 것으로 판단한다.

특히 이번 금통위에서는 1~2 명의 금리 인상 소수의견이 제시되며 이른바 매파적 동결 성격이 강화될 가능성에 주목한다. 최근 국제유가가 단기적으로 하락했다고는 하나 이는 지정학적 긴장 완화 기대에 따른 변동성이 반영된 결과에 가깝고, 실질적인 공급 불확실성이 해소되었다고 보기는 어렵다. 한국은행 입장에서는 기대인플레이션이 재차 불안해질 가능성을 차단할 필요가 있다. 성장률과 물가 전망 또한 상향 조정될 가능성이 높은 만큼, 이번 회의는 동결 결정과 별개로 추가 긴축 가능성을 분명히 열어두는 성격이 될 것으로 예상된다.

이번 회의의 또 다른 핵심은 6개월 포워드 가이드를 통해 제시될 금리 전망 분포 변화다. 기존 대비 금리 경로가 한 단계 상향 조정되며 한국은행의 정책 스탠스 변화가 보다 명확하게 드러날 가능성이 높다. 당사는 5~6 명의 위원이 연말 기준금리 3.00% 가능성을 열어두고, 15~16 명 가량은 2.75% 수준을 제시할 것으로 예상한다. 이는 단순히 긴축 종료 시점을 늦추는 정도가 아니라, 물가 상방 리스크에 대한 경계심을 보다 강하게 반영하는 변화로 해석할 필요가 있다. 고환율과 에너지 가격이 기대물가를 자극하는 상황에서 한국은행은 정책 대응 여지를 축소하기보다 오히려 추가 긴축 옵션을 유지하는 방향을 선택할 가능성이 높다.

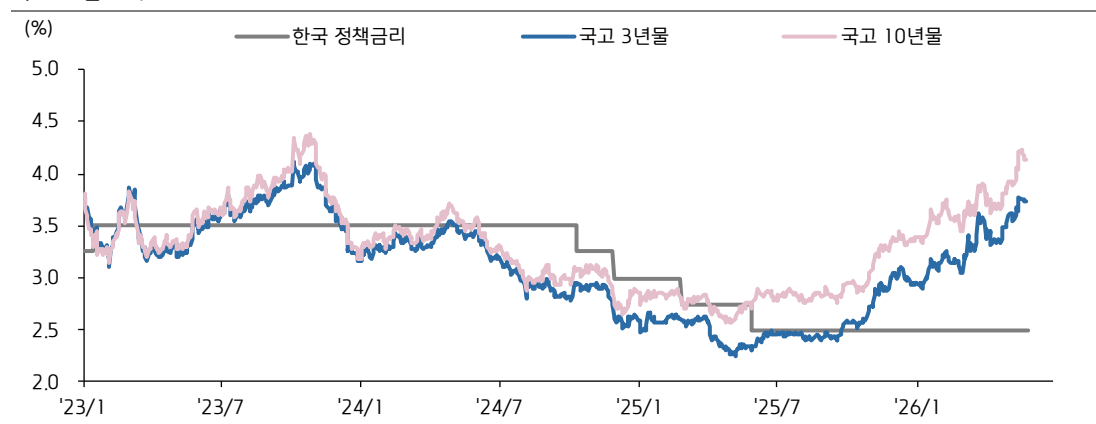
이를 반영해 당사는 한국은행의 연내 정책금리 전망을 기존 연내 동결에서 2 회 인상으로 변경한다(7, 10 월 각 25bp 씩). 가장 큰 배경은 경기와 물가 조합의 변화다. 반도체를 중심으로 한 수출 회복세가 예상보다 견조하게 이어지고 있으며, 이는 성장 둔화 우려를 일정 부분 완화시키는 요인으로 작용하고 있다. 동시에 고환율과 고유가 환경은 수입물가 및 기대인플레이션 상승 압력을 높이며 한국은행의 정책 부담을 키우고 있다. 결국 기존에는 고유가에 따른 경기 하방 리스크와 양극화 성장 우려 등이 정책 완화 기대를 일부 지지했다면, 현재는 물가 안정 필요성이 정책 판단의 우선순위로 재부상하고 있다는 판단이다.

특히 중동 관련 지정학 리스크가 일부 완화되더라도 국제유가가 빠르게 안정되기는 쉽지 않을 것으로 본다. 미-이란 협상 진전 가능성이 일부 반영되며 유가가 단기 조정을 보이고 있으나, 호르무즈 해협을 둘러싼 공급 불확실성이 완전히 해소된 것은 아니다. 호르무즈 해협 봉쇄 조치가 완화되더라도 실제 공급 회복 지연과 여름철 수요 개선 등에 따른 고유가 흐름이 이어질 가능성이 높다. 따라서 국제유가는 전쟁 이전 수준으로 빠르게 복귀하기는 쉽지 않을 전망이다. 이는 중앙은행 입장에서 일시적 공급 충격으로 보기 어려운 환경이며, 기대인플레이션 관리 차원의 선제적 대응 필요성을 높이는 요인이다. 결과적으로 한국은행은 하반기 중 2 차례 추가 인상을 통해 정책금리를 3.00%까지 인상할 가능성이 높다고 판단한다.

시장금리 측면에서는 통화정책 자체보다 국제유가와 글로벌 인플레이션 환경 변화가 보다 핵심적인 변수로 작용할 전망이다. 이미 시장은 한국은행의 추가 긴축 가능성을 일정 부분 반영해왔다고 하더라도 이번 매파적인 메시지가 곧바로 통화정책 불확실성을 완화시키는 요인은 아닐 것으로 본다. 특히 현재 시장이 안심하기 위해서는 추가 긴축이 어디까지 진행될지에 대한 정책 신뢰가 필요한데, 현재는 그 종료 지점이 명확하지 않다는 점이 부담이다.

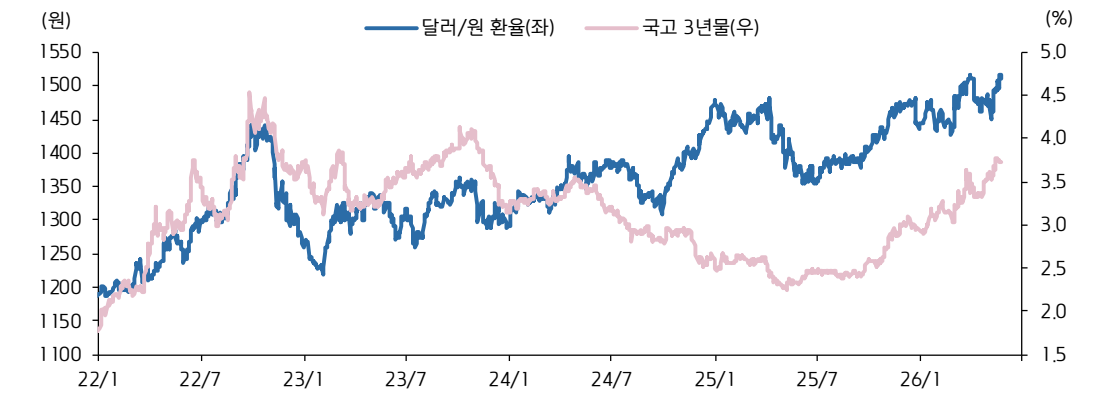
결국 채권시장 투자심리 회복을 위해서는 두 가지 조건이 필요하다. 첫째는 국제유가의 추세적 하락이다. 단기적인 변동성 완화가 아니라 공급 불안 해소에 기반한 구조적인 안정 흐름이 확인되어야 한다. 둘째는 한국은행의 긴축 경로가 연내 2 회 수준에서 마무리될 것이라는 보다 명확한 정책 신호다. 그러나 현재로서는 두 조건 모두 확인되기 어렵다. 이에 따라 시장금리의 가파른 하락을 기대하기보다는 높은 레벨에서의 변동성과 제한적인 강세 시도가 반복되는 흐름이 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

국고채 금리 추이



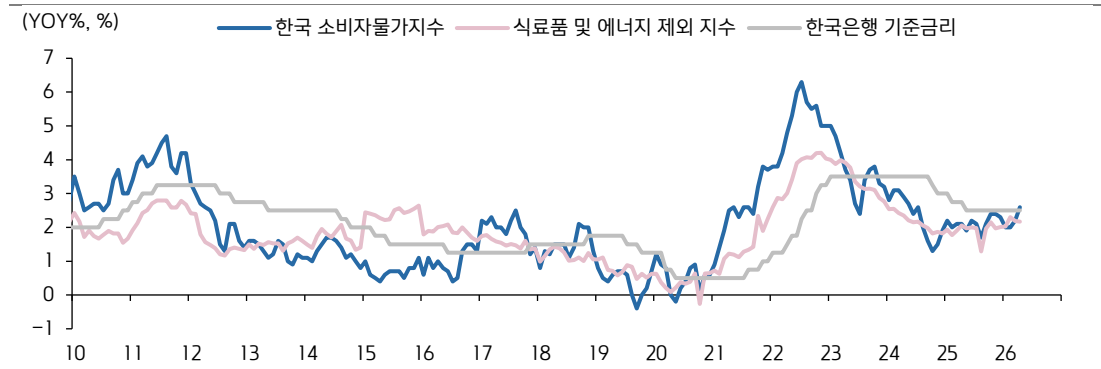
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 달러/원 환율과 국고 3년 금리



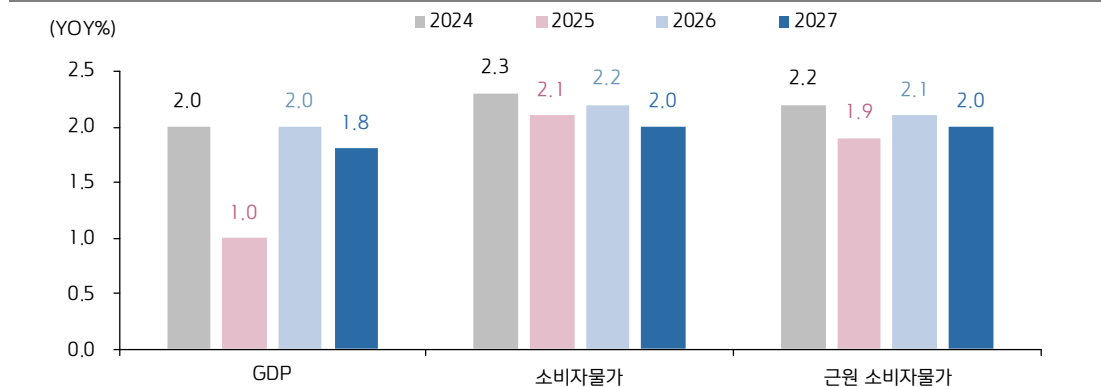
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한국 소비자물가와 기준금리 추이



자료: KB 부동산 데이터 허브, 키움증권 리서치센터

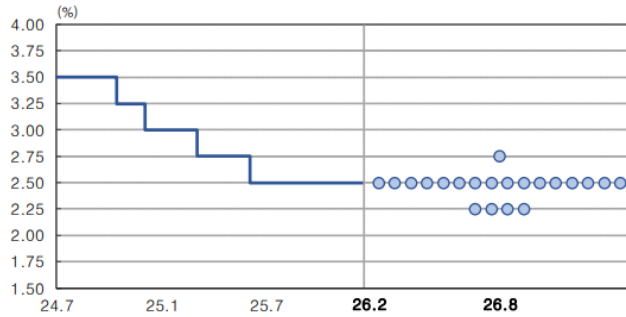
## 한국은행 경제 성장률 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국은행 금통위원 6개월 금리 전망 점도표

금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망(26.2월)



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 일체의 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.