



[채권] 백윤민 수석연구위원
3771-9175
yoonmin1983@iprovest.com

복잡해진 통화정책 방정식

연준, 금리인하 '일시정지(pause)'. 트럼프는 어려워

시장에서는 연내 연준의 2회 기준금리 인하 가능성을 가장 높게 반영하고 있지만, 당사는 여전히 연내 100bp 정도 수준의 기준금리 인하 가능성은 유효하다고 판단. 다만, 1월 FOMC로 결과로 연준의 금리인하 재개 시점이 다소 늦춰질 수 있다는 점은 인정. 연준의 통화정책이 금리인하 사이클 시작 전보다 덜 제약적이기는 하지만, 아직은 추가적인 금리인하의 필요. 1월 FOMC에서 연준이 금리인하 "일시정지(pause)" 버튼을 누른 배경이 미국의 양호한 경제상황 보다는 트럼프 2기 행정부의 정책 불확실성 때문이라고 판단

2월 금통위, 기준금리 25bp 인하 예상. 여전히 경기 리스크 대응이 최우선

2월 금통위에서 한국은행 기준금리는 2.75%로 25bp 인하될 것으로 예상. 당사는 연내 한국은행 기준금리가 2.25%까지 낮아질 것이라는 전망을 그대로 유지. 국내 경기하방 리스크가 크게 확대되는 상황이라는 점을 감안하면 통화정책을 경기 방어에 좀 더 집중하는 것이 필요하다고 판단. 1월 금통위가 연준 통화정책 불확실성과 외환시장 변동성 확대 가능성 등을 이유로 기준금리를 동결했지만, 최근 원화 약세는 한미 경제 펀더멘탈 갭이 조정되는 과정에서 나타났다는 점을 기억

투자전략: 매수 관점으로의 접근 유효

국내외 채권시장은 높은 변동성 국면이 지속될 것으로 예상. 다만, 투자전략 측면에서는 여전히 채권에 대해 매수 관점으로 접근하는 것이 유효하다고 판단. 기본적으로 수출에 대한 경계를 늦추지 않는 것이 필요하지만, 국내 경제의 하방 리스크가 확대되고 있고, 한국은행 통화정책도 당분간 완화적 스탠스가 유지될 것이라는 점에서 안전자산에 대한 선호심리가 크게 훼손되지는 않을 것으로 예상

Issue Check: ECB, 경기방어 위한 완화적 통화정책 스탠스 유지

ECB는 당분간 경기 방어에 초점을 맞춰 통화정책 완화 기조를 유지할 것으로 판단. ECB는 상반기 중 유로존 기준금리를 중립금리 추정 중간값 (2.00%) 수준까지 빠르게 인하하고, 이후 추가적인 금리인하 여부를 결정할 것으로 예상. 현재 유로존 경제는 인플레이션보다는 경기하방 리스크 확대 우려가 더 큰 상황. 인플레이션의 경우 전망 경로에 부합하는 흐름이 유지될 것으로 예상되지만, 성장에 대한 모멘텀은 아직까지 뚜렷하게 개선되지 못하고 있는 상황. 여기에 미국의 관세 정책 등은 유로존 경제의 불확실성을 추가적으로 확대시킬 것

[Compliance Notice]

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

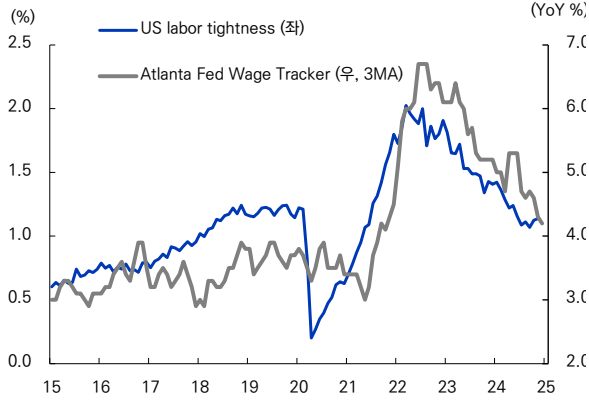
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 시키 등에 주의하시기 바랍니다.

CONTENTS

- 3 Key Chart
- 5 연준, 금리인하 ‘일시정지(pause)’. 트럼프는 어려워
- 11 2월 금통위, 기준금리 25bp 인하 예상. 여전히 경기 리스크 대응이 최우선
- 14 투자전략: 매수 관점에서의 접근 유효
- 15 Issue Check: ECB, 경기방어 위한 완화적 통화정책 스탠스 유지
- 17 Appendix: Chart Book

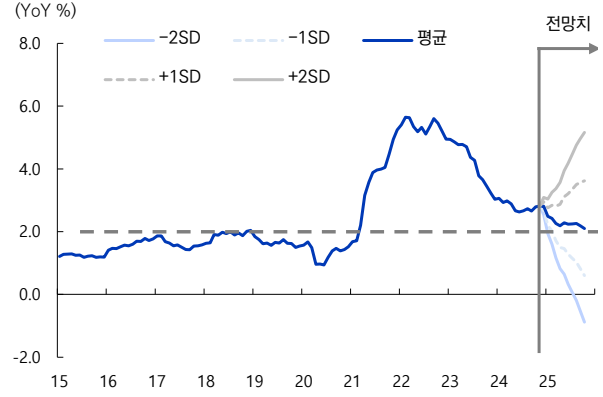
Key Chart

[도표 1] 견조한 미국 고용시장, 임금상승 압력은 제한적



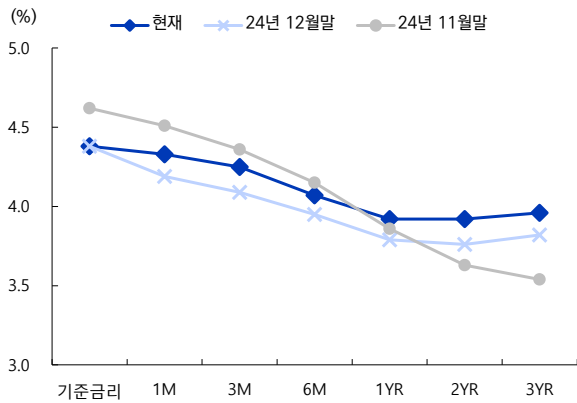
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국 근원 PCE 추이 및 전망



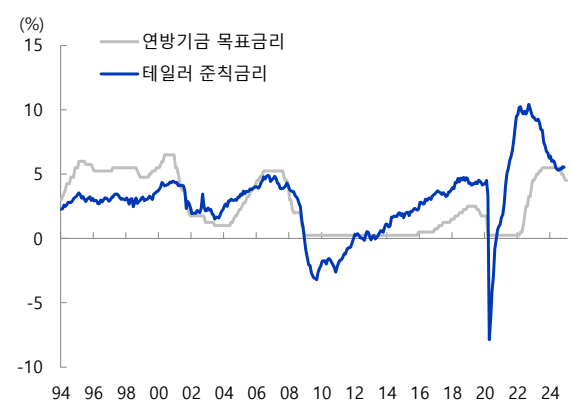
자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 연준, 내재정책 금리 추이



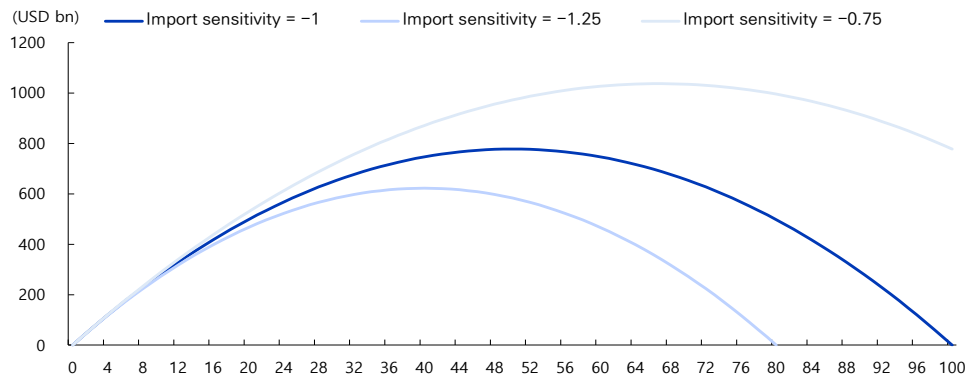
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 연방기금 목표금리와 미국 테일러 준칙금리 추이



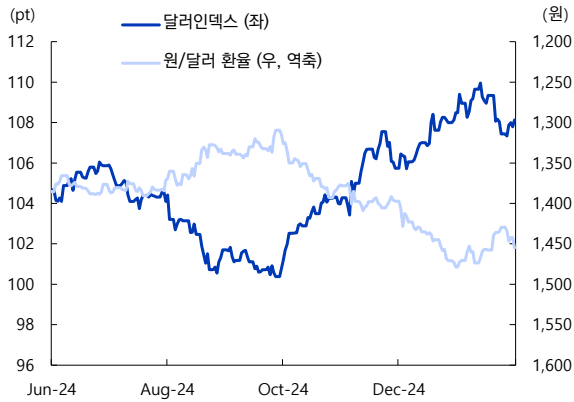
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 수입 민감도에 따른 관세 부과에 따른 세수



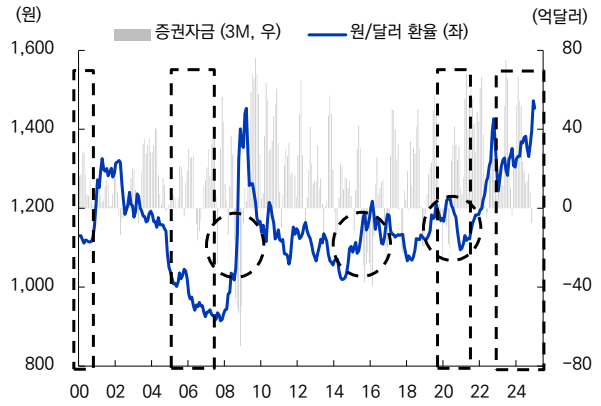
자료: PIIE, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 달러인덱스와 원/달러 환율 추이



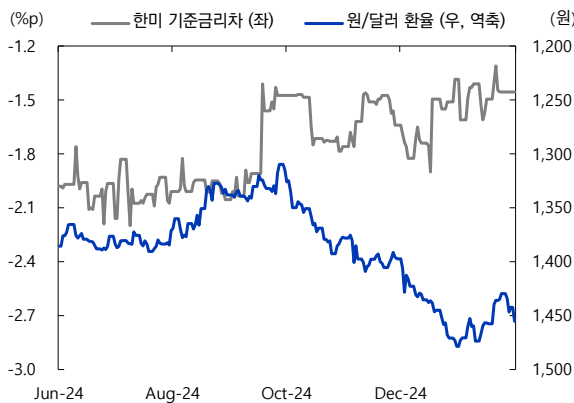
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



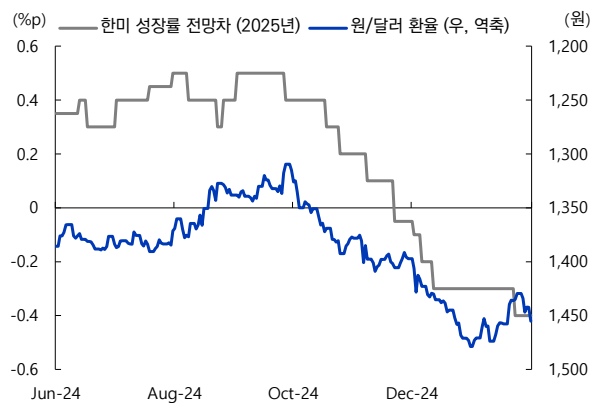
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터
주: 박스형 점선은 한미 금리역전시기, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

[도표 8] 한미 기준금리차와 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 한미 성장률 전망차와 원/달러 환율 추이



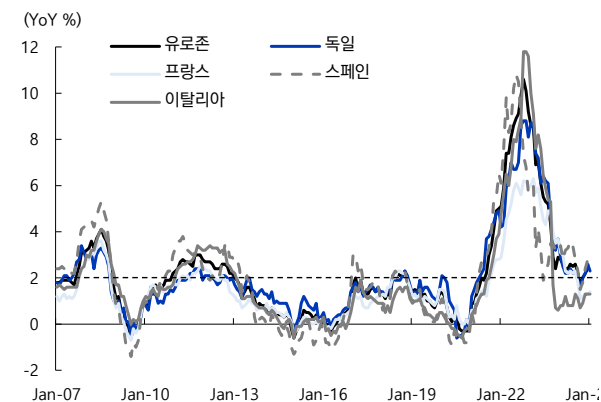
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 유로존 경제성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 유로존 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

복잡해진 통화정책 방정식

연준, 금리인하 '일시정지(pause)'. 트럼프는 어려워

1월 FOMC는 시장의 예상대로 연방기금 목표금리를 4.25%~4.50%로 동결하고, 대차대조표 축소를 지속하기로 결정했다. 성명서에서 연준은 미국 경제여건과 관련된 문구들을 일부 수정하거나 삭제했다.

먼저 인플레이션과 관련해 “2% 목표를 향해 진전을 보였지만”이라는 문구를 삭제하고 “인플레이션이 여전히 다소 높다”라는 표현만 남겨두면서 당초보다 인플레이션에 대한 경계감이 다소 높아졌음을 시사했다. 반면에 고용시장과 관련해서는 여전히 견조한 흐름이 지속되고 있다고 언급하면서 급격한 고용시장 냉각 가능성에 대한 우려는 완화된 것으로 평가했다.

[도표 12] 2024년 12월, 2025년 1월 FOMC 성명서 비교

	2025년 1월	2024년 12월
정책결정	- 연방기금 목표금리 4.25~4.50%로 동결 (만장일치)	- 연방기금 목표금리 4.25~4.50%로 25bp 인하 (동결 소수의견 1인)
경제여건 및 인플레이션 요인 평가	- 최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장을 지속했음을 보여줌. 실업률은 최근 몇 개월 동안 낮은 수준에서 안정화되었고, 고용시장은 여전히 견조. 인플레이션은 여전히 다소 높음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 위원회는 고용과 인플레이션 목표 달성 과정에 놓여있는 위험들이 대체로 균형을 이루고 있다고 판단. 경기에 대한 전망은 여전히 불확실하며, 위원회는 이중책임(dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음	- 최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장을 지속했음을 보여줌. 연초부터 고용상황은 대체로 완화. 실업률은 상승했지만, 낮은 수준 유지. 인플레이션은 2% 목표를 향해 진전. 그러나 여전히 다소 높음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 위원회는 고용과 인플레이션 목표 달성 과정에 놓여있는 위험들이 대체로 균형을 이루고 있다고 판단. 경기에 대한 전망은 여전히 불확실하며, 위원회는 이중책임(dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음
금리정책 요인	- 위원회는 목표들을 지원하기 위해 연방기금 목표금리를 4.25~4.50%에서 동결하기로 결정 - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정 규모와 시점을 고려할 때 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적절한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중. 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려	- 위원회는 목표들을 지원하기 위해 연방기금 목표금리를 4.25~4.50%로 인하하기로 결정 - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리 조정 규모와 시점을 고려할 때 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적절한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중. 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려
대차대조표 정책	- 위원회는 국채, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것	- 위원회는 국채, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것
찬성 / 반대 위원	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Michael Barr, Michelle Bowman, Susan Collins, Lisa Cook, Austan Goolsbee, Philip Jefferson, Adriana Kugler, Alberto Musalem, Jeffrey Schmid, Christopher Waller	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Thomas Barkin, Michael Barr, Raphael Bostic, Michelle Bowman, Lisa Cook, Mary Daly, Philip Jefferson, Adriana Kugler, Christopher Waller - 반대: Beth Hammack (금리 동결)

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

1월 FOMC 성명서에서 수정된 문구들만 놓고 보면, 연준의 통화정책 스탠스가 이전보다 다소 매파적으로 이동한 것으로 평가된다. 전술했듯이 인플레이션과 관련해 “2% 목표를 향해 진전을 보였지만”이라는 문구를 삭제한 부분은 물가에 대한 경계감이 재차 높아진 것으로 해석할 수 있다. 물론 파월의장은 삭제된 문구에 대해서 “문장을 간결화”하기 위한 것이었으며, “어떠한 신호를 보내기 위해 의도된 것은 아니다”라고 발언하면서 문구 삭제에 대한 의미가 부각되는 것을 경계했다.

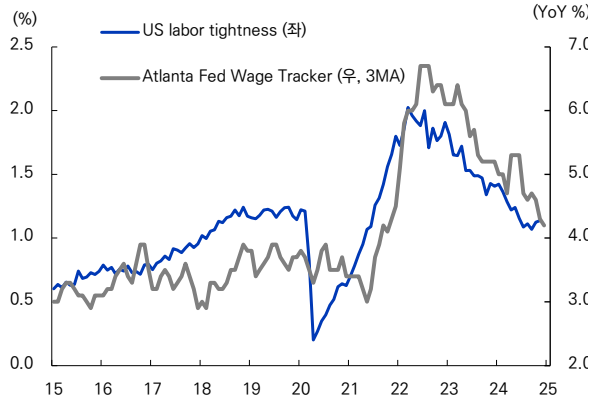
미국 경제지표들은 양호한 흐름이 지속됐다. 미국 고용시장은 빠른 냉각 가능성에 대한 우려를 가졌던 것이 기우였을 만큼 견조한 흐름이 지속되고 있고, 인플레이션은 최근까지 발표된 물가지표들에 기초할 때 아직 물가에 대한 우려를 완전하게 떨쳐 버리기는 이른 시점인 것이 분명해 보인다. 여기에 미국 4Q24 경제성장률도 2.3% QoQ로 예상치(2.6%)를 하회하면서 성장세가 다소 둔화된 것으로 나타났지만, 견조한 소비지출 바탕으로 양호한 성장 흐름이 이어지고 있음을 확인해줬다.

파월의장은 지난 FOMC 기자회견에서 연준이 “추가적인 통화정책 조정에 나서기 위해서는 인플레이션의 실질적 진전이나, 고용시장의 약세가 보여야 한다 (real progress on inflation or some weakness in the labor market before we consider making adjustments)고 언급했다. 이는 현재 미국 경제 상황이 추가적인 금리인하가 필요가 없을 정도로 양호하다는 인식을 일부 반영한 발언으로 생각된다.

지난 연간전망을 통해서 언급했듯이 금번 연준의 금리인하 사이클은 경기침체나 경기위축을 대응하는 것이 경기둔화를 대비하는 과정이라고 생각한다. 미국 경제지표가 양호한 흐름을 이어가고 있는 것은 사실이지만, 물가는 재반등 가능성을 고려하더라도 팬데믹 당시와 비교했을 때, 큰 폭으로 안정이 진행되었고, 미국 고용시장도 양호한 모습을 이어가고 있지만, 이전과 같이 임금 상승 압력을 크게 유발하고 있지는 않다고 생각된다. 결국 미국 경제지표가 양호한 흐름을 이어가고 있지만, 아직은 미국 펀더멘탈과 연준의 통화정책 제약 정도를 고려하면 아직은 추가적인 금리인하가 필요한 구간으로 판단된다.

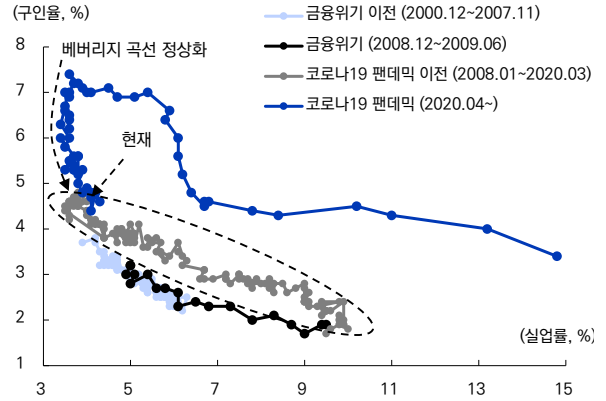
파월의장도 기자회견에서 중립금리와 관련해 자세한 의견을 제시하지는 않았지만, 현재 미국 기준금리가 “의미있게 중립금리를 상회(meaningfully above neutral rate)”하고 있다고 발언했다. 이는 연준의 통화정책이 금리인하 사이클 시작 전보다 덜 제약적이기는 하지만, 아직은 추가적인 금리인하의 필요성 또는 가능성에 대해서 언급한 것으로 판단된다.

[도표 13] 견조한 미국 고용시장, 임금상승 압력은 제한적



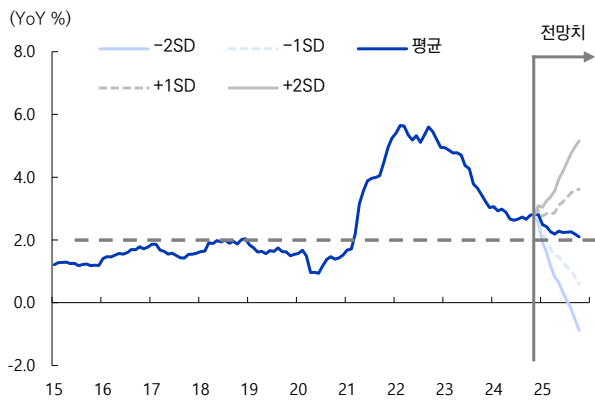
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 미국 베버리지 곡선 추이



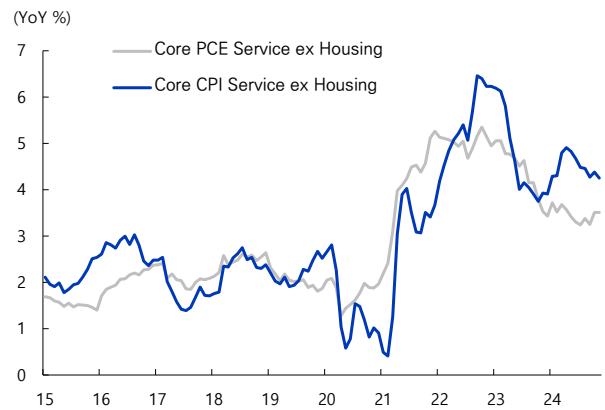
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 미국 근원 PCE 추이 및 전망



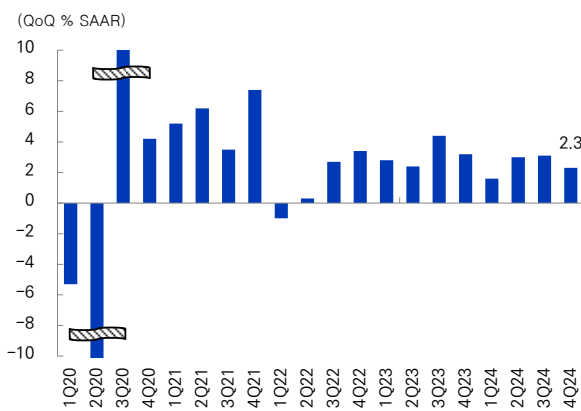
자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



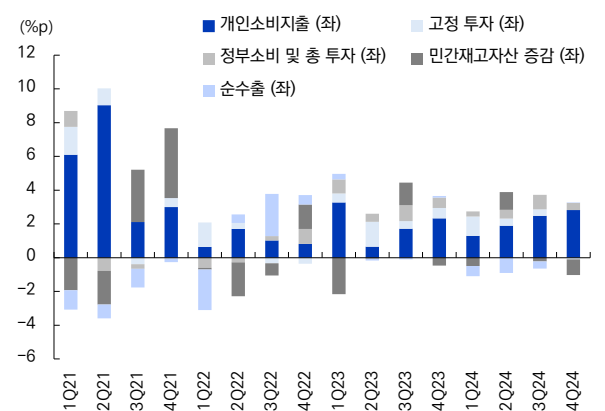
자료: 미국 노동부, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 미국 분기별 경제성장률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 미국 분기별 성장기여도 추이

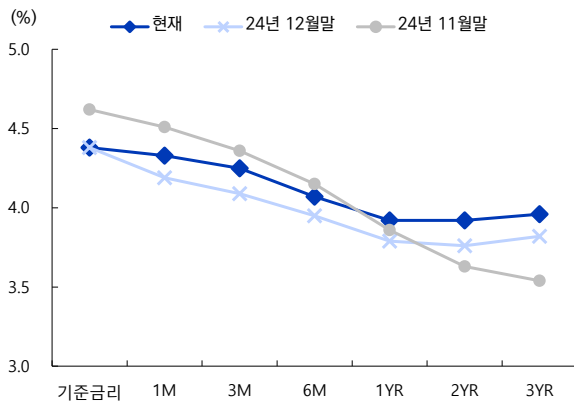


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

시장에서는 연내 연준의 2회 기준금리 인하 가능성을 가장 높게 반영하고 있지만, 당사는 여전히 연내 100bp 정도 수준의 기준금리 인하 가능성은 유효하다고 판단한다. 다만, 1월 FOMC로 결과로 연준의 금리인하 재개 시점이 다소 늦춰질 수 있다는 점은 인정한다.

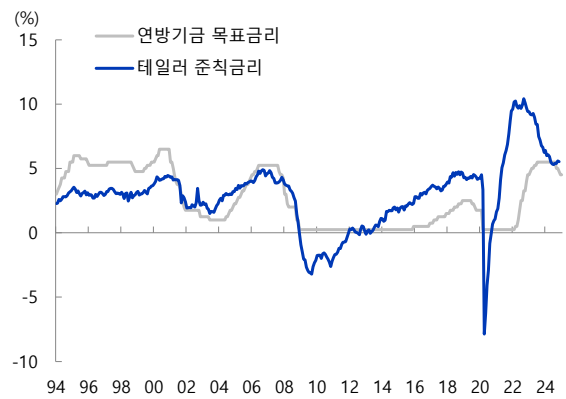
연준의 통화정책 완화가 재차 빠르게 재개되기 위해서는 3월 FOMC 이전에 물가, 고용 등 미국 경제지표들이 빠르게 둔화되는 모습이 확인되어야 하는데, 현 시점에서는 연준이 원하는 수준의 결과가 나타나기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 또한 1월 FOMC 기자회견에서 나온 파월의장의 발언을 토대로 3월 FOMC 이전까지 트럼프 2기 행정부 정책들에 대한 영향을 연준이 경제전망에 온전히 반영시킬 수 있을지도 미지수이기 때문이다.

[도표 19] 연준, 내재정책 금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 연방기금 목표금리와 미국 테일러 준칙금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

필자는 1월 FOMC에서 연준이 금리인하 “일시정지(pause)” 버튼을 누른 배경이 미국의 양호한 경제상황 보다는 트럼프 2기 행정부의 정책 불확실성 때문이라고 판단한다. 트럼프 2기 행정부가 새롭게 출범하면서 연준의 경제전망 경로의 불확실성은 그 어느 때보다 높아진 상황이다. 파월의장도 트럼프 정책이나 발언에 대한 평가를 최대한 자제했지만, 관세 정책의 경우 시장에 미칠 영향의 범위가 매우 넓으며, 이민, 감세, 규제 완화 정책들도 어떻게 전개되고, 어떠한 영향을 줄지 정확히 알 수 없다고 발언하면서 전망 경로의 불확실성이 크게 확대됐음을 언급했다.

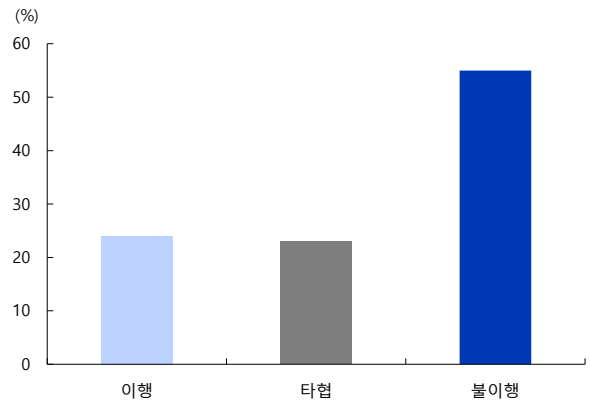
트럼프 2기 행정부는 1기 행정부 대비 더 강경한 정책 스텐스를 예고했다. 시장도 이 같은 우려를 반영해 트럼프 2기 행정부 출범 전후로 높은 변동성을 보였다. 다만, 트럼프 1기 행정부를 되돌아보면, 1) 생각보다는 많은 공약들이 이행되지 못했고, 2) 공약을 실행하는 과정에서 현실적인 부분과의 타협이 상당부분 진행됐다는 점이다.

[도표 21] Trump's Top 5 promises(1기)

정책 내용	공약 이행 여부
Repeal Obamacare	Promise Broken
Build a wall, and make Mexico pay for it	Promise Broken
Suspend immigration from terror-prone places	Promise Kept
Cut taxes for everyone	Compromise
Lower the business tax rate	Compromise

자료: PolitiFact, 교보증권 리서치센터

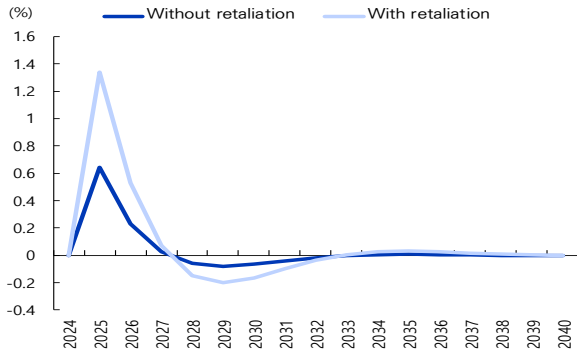
[도표 22] 트럼프 1기 당시 공약 이행 여부



자료: PolitiFact, 교보증권 리서치센터

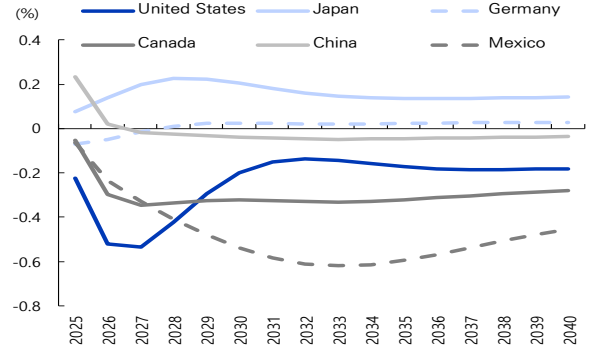
현재 시장에서 가장 주목받고 있는 트럼프 2기 행정부의 정책은 관세다. 관세는 상품의 가격을 상승시켜 인플레이션 상방 압력을 자극하고, 결과적으로 가계에 추가적인 비용으로 작용할 수 있다. 또한 비용 상승으로 기업들의 투자 및 고용 유인이 감소하고, 개인의 실질 가치분 소득 감소 등에 따른 경제 활동 감소로 성장에 대한 부정적 영향이 확대될 수 밖에 없다.

[도표 23] 보복 관세에 따른 글로벌 물가 변화 추정(관세 10%)



자료: PIIE, 교보증권 리서치센터

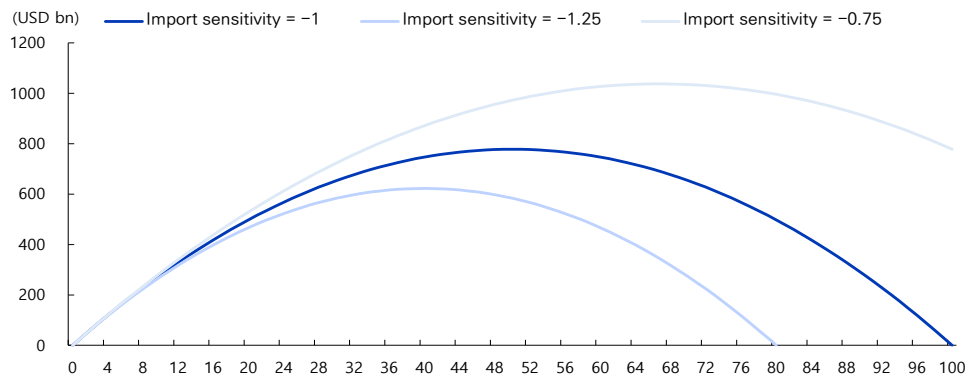
[도표 24] 보복 관세에 따른 국가별 성장률 변화 추정(관세 10%)



자료: PIIE, 교보증권 리서치센터

당사는 미국이 관세 정책을 통해 얻을 수 있는 세수 증가도 제한적일 것으로 예상된다. 아래 도표를 보면, 경제적 충격 및 현재 관세를 고려하지 않은 상황에서 동일한 표준 수입 민감도 모델을 적용했을 때 일정 비율을 넘어가는 관세는 오히려 세수를 감소시키는 요인으로 작용하는 것으로 나타난다. 트럼프 대통령의 최근 발언들을 살펴보면, 트럼프 대통령도 관세 정책에 따른 부작용에 대해 인지하고 있는 것으로 보인다. 트럼프 1기에서의 모습들을 곱씹어 보면, 현재까지 언급되고 있는 강도 높은 통상 압박은 다른 정책들을 위한 협상 카드로 활용되면서 예상보다 완화된 모습을 보일 것으로 판단된다.

[도표 25] 수입 민감도에 따른 관세 부과에 따른 세수



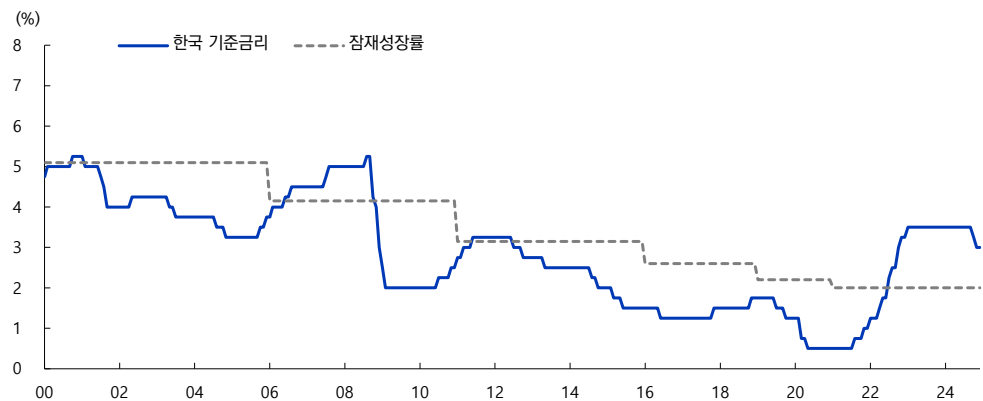
자료: PIIE, 교보증권 리서치센터

2월 금통위, 기준금리 25bp 인하 예상. 여전히 경기 리스크 대응이 최우선

2월 금통위에서 한국은행 기준금리는 2.75%로 25bp 인하될 것으로 예상된다. 당사는 연내 한국은행 기준금리가 2.25%까지 낮아질 것이라는 전망을 그대로 유지한다. 1월 금통위는 환율 상승 등 외환시장의 변동성 확대 가능성을 염두해 기준금리를 3.00%에서 동결했었다. 다만, 기준금리 동결에도 불구하고, 국내 경기 하방리스크 완화를 위한 금리인하 필요성을 통방문과 기자간담회를 통해 언급했고, 통화정책 포워드 가이드(3개월내 금리인하 의견 6인)를 통해서도 2월 기준금리 인하를 강하게 예상했다.

1월 금통위가 기준금리를 동결했지만, 금리인하를 한 템포 쉴 필요가 있었는지에 대해서는 여전히 의문이다. 후술하겠지만, 원/달러 환율의 변동성이 높아진 것은 사실이지만, 최근 원화 약세는 국내 정치 이벤트, 대내외 통화정책 기대 조정보다는 한국과 미국의 경제 펀더멘탈 차이에 따른 영향이 더 크다고 판단된다. 물론 경기 부분만을 놓고 통화정책 결정을 할 수는 없겠지만, 국내 경기 하방 리스크 크게 확대되는 상황이라는 점을 감안하면 통화정책을 경기 방어에 좀 더 집중하는 것이 필요하다고 판단된다. 또한 트럼프 2기 행정부 출범에 따른 정책 불확실성은 단기 간내에 해소되기 쉽지 않다는 점에서 오히려 선제적으로 대응한 후 관망하는 것이 통화정책 운신의 폭을 높이는 것이라고 생각된다.

[도표 26] 한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

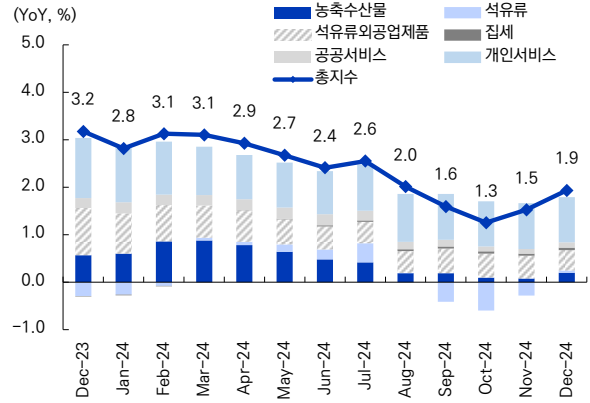
인플레이션은 작년 말 국내 소비자물가 상승률이 반등하는 모습을 보였지만, 여전히 목표 수준(2%)을 하회하고 있고, 기대 인플레이션도 2%대 후반에서 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 환율 등 일부 불확실성 요인들이 물가의 상방 리스크로 남아있지만, 전반적으로 국내 물가는 목표수준을 크게 벗어나지 않는 수준에서 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

[도표 27] 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

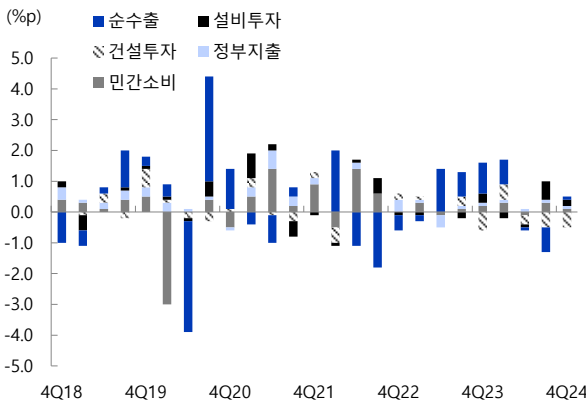
[도표 28] 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

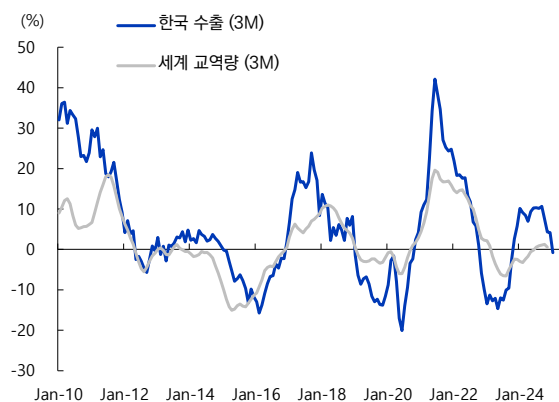
반면에 국내 경제는 하방 리스크가 확대되고 있다. 국내 4Q24 경제성장률은 예상치(+0.5%)를 크게 하회한 +0.1% QoQ에 그쳤다. 연간으로도 한국은행의 전망치(+2.2%)를 하회한 2.0% YoY에 머물렀다. 문제는 올해에는 국내 경제가 더 부진할 것으로 예상된다는 점이다. 이미 한국은행은 블로그를 올해 성장률 전망치가 당초 1.9%→1.6~1.7% 수준으로 하향 조정될 수 있다고 예고했고, 글로벌 IB들도 올해 국내성장률 전망치를 1% 중반에서 많게는 1% 초반 수준까지 하향 조정하고 있다. 당분간 내수가 부진한 흐름을 지속하는 가운데, 수출 모멘텀도 둔화가 예상되고 있다. 여기에 작년 말부터 이어진 국내 정치 이벤트도 성장 경로의 불확실성을 확대시키고 있다.

[도표 29] 지출항목별 성장기여도 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 한국 수출과 세계 교역량 추이

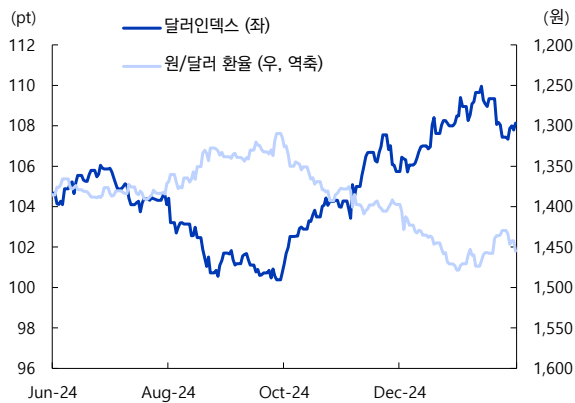


자료: CPB, 통계청, 교보증권 리서치센터

전술했듯이, 1월 금통위는 환율 상승 등 외환시장의 변동성 확대 가능성을 우려해 기준금리를 동결했다. 원/달러 환율은 미 달러화의 강세가 지속되는 가운데, 연준의 통화정책 불확실성, 국내 정치 이벤트, 경기둔화 우려 등이 복합적으로 반영되면서 변동성이 크게 높아졌다. 과거에도 국내 경제가 충격을 받거나 환율에 대한 기대가 급격하게 조정되는 구간에서 외국인의 자금 유출이 빠르게 진행되었다는 점에서 환율에 대한 한은의 경계감이 높을 수 밖에 없다는 점은 충분히 이해가 간다.

그러나 최근 원화 약세는 한미 통화정책의 차이보다는 한국과 미국의 경제 펀더멘탈 차이에 더 크게 영향을 받은 것으로 판단된다. 아래 도표를 보면 2024년 10월 이후 한미 경제성장률 전망 갭이 빠르게 축소되면서 원화도 약세 흐름이 가팔라졌다. 비슷한 시기 연준의 금리인하 사이클이 본격적으로 시작되면서 한미 기준금리 역전폭이 축소되었다는 점을 감안하면 원화 약세는 양국의 금리차 보다는 펀더멘탈 전망 차이에 좀 더 영향을 받은 것으로 보인 것으로 해석된다.

[도표 31] 달러인덱스와 원/달러 환율 추이



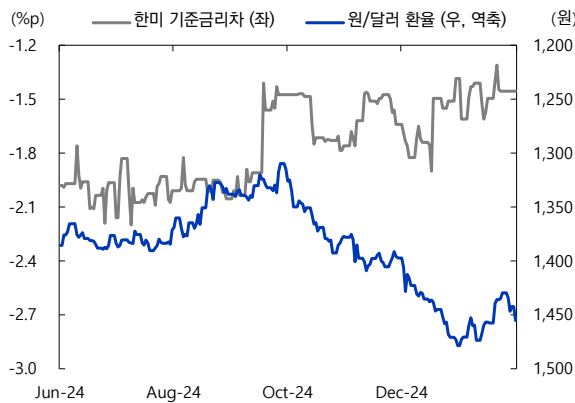
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



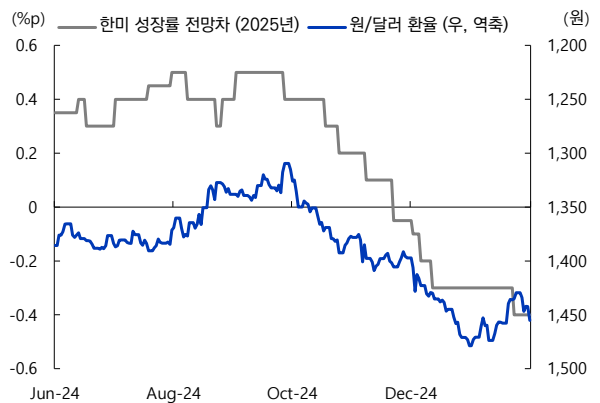
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터
주: 박스형 점선은 한미 금리역전시기, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

[도표 33] 한미 기준금리차와 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 한미 성장률 전망차와 원/달러 환율 추이



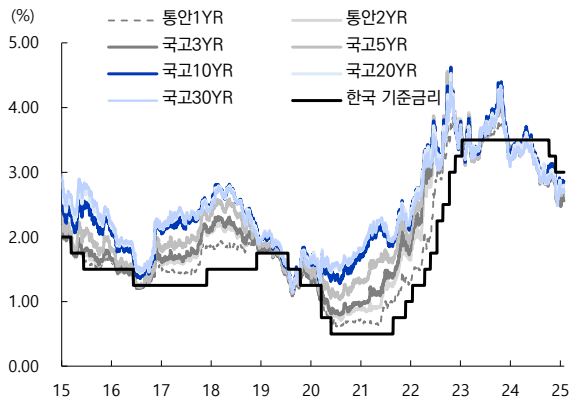
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

투자전략: 매수 관점으로의 접근 유효

국내 채권시장은 대내외 불확실성 요인들이 지속되면서 높은 변동성 국면이 이어지고 있다. 1월에 이어 2월에도 내부적으로는 통화정책, 정치, 수급 등에 대한 불확실성이, 대외적으로는 트럼프 행정부의 정책과 연준의 통화정책 경계감이 이어지면서 시장 변동성이 재차 높아지는 상황이 반복될 것으로 예상된다.

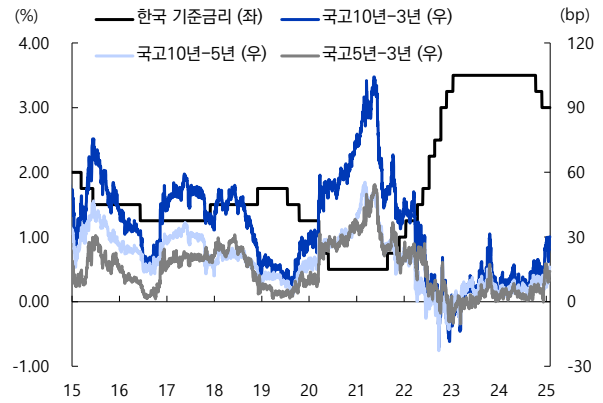
투자전략 측면에서는 여전히 채권에 대해 매수 관점으로 접근하는 것이 유효하다고 판단한다. 기본적으로 Sollim에 대한 경계를 늦추지 않는 것이 필요하지만, 국내 경제의 하방 리스크가 확대되고 있고, 한국은행 통화정책도 당분간 완화적 스탠스가 유지될 것이라는 점에서 안전자산에 대한 선호심리가 크게 훼손되지는 않을 것으로 예상된다.

[도표 35] 국고채 금리 추이



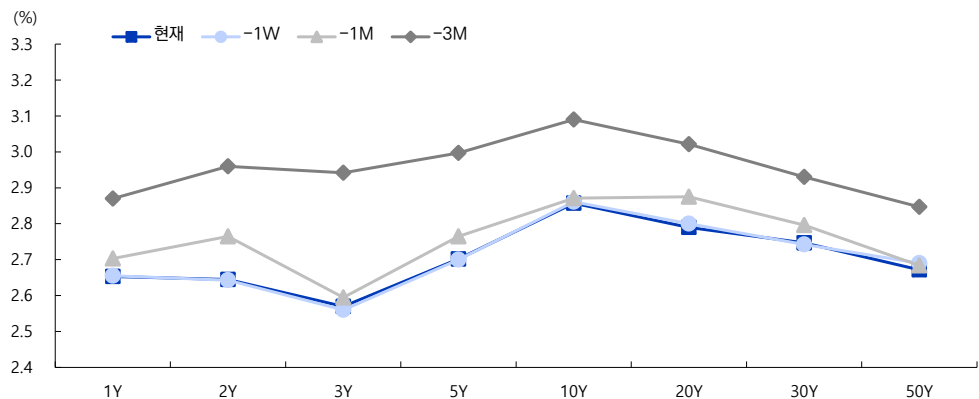
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 한국 기간별 일드 커브 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

Issue Check: ECB, 경기방어 위한 완화적 통화정책 스탠스 유지

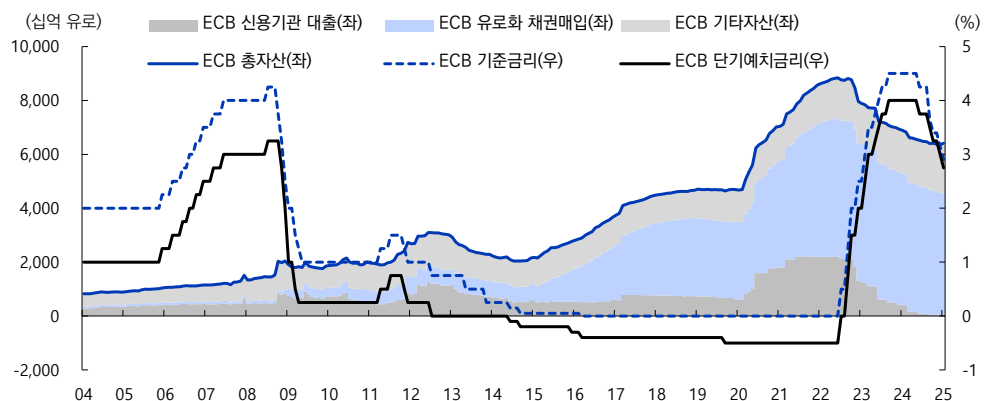
1월 ECB에서 유로존 기준금리(예금금리 기준)는 시장의 예상대로 2.75%로 25bp 인하됐다. 성명서에 ECB는 인플레이션이 전망 경로에 부합하는 흐름을 유지하고 있으며, 연내 목표 수준(2%)에 도달할 수 있을 것으로 예상했다. 반면에 경제에 대한 우려는 지속되고 있고, 금융여건도 여전히 제약적인 상황이라고 평가했다.

ECB는 당분간 경기 방어에 초점을 맞춰 통화정책 완화 기조를 유지할 것으로 판단한다. ECB는 상반기 중 유로존 기준금리를 중립금리 추정 중간값 (2.00%) 수준까지 빠르게 인하하고, 이후 추가적인 금리인하 여부를 결정할 것으로 예상된다.

현재 유로존 경제는 인플레이션보다는 경기하방 리스크 확대 우려가 더 큰 상황으로 판단된다. 아래 도표에서 보듯이 유로존 경제성장률 전망치는 하향 조정이 지속되면서 성장에 대한 눈높이가 계속해서 낮아지고 있는 상황이다. 특히 유로존 경제의 핵심인 독일의 경우 4Q24 성장률이 -0.2% QoQ를 기록하고, 연간으로도 2년 연속 역성장하는 모습을 보였다. 라가르드 총재는 기자회견에서 미국 관세 정책 등에 대한 영향을 반영하지는 않았지만, 관세가 전세계에 부정적인 영향을 줄 것이라는 점은 확실하다고 언급했는데, 이는 향후 유로존 경제의 추가적인 불확실성 확대 요인으로 작용할 가능성이 높다.

반면에 인플레이션의 경우 아직 ECB의 목표수준을 상회하고 있지만, 연내 목표 수준에 도달이 예상되는 등 전망 경로에 부합하는 흐름이 유지될 것으로 예상된다. 물론 천연가스 등 에너지 가격 상승, 유로화의 약세에 따른 수입물가 상승 등이 물가에 대한 우려를 확대시킬 수 있겠지만, 아직까지는 영향이 제한적인 모습이다.

[도표 38] ECB 기준금리 및 대차대조표 추이



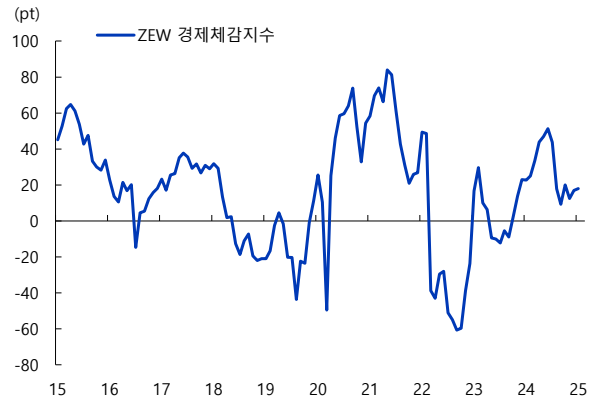
자료: ECB, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 유로존 경제성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 40] ZEW 경기체감지수 추이



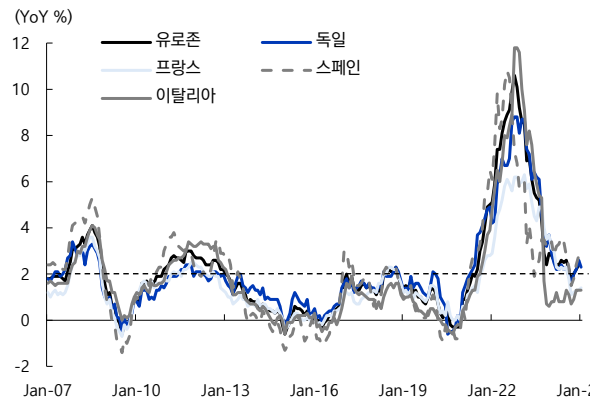
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 유로존 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 유로존 소비자물가 상승률 추이



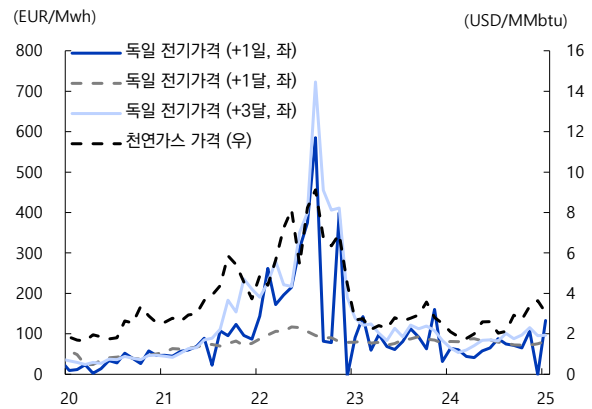
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 유로화 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 천연가스 및 독일 전기가격 추이

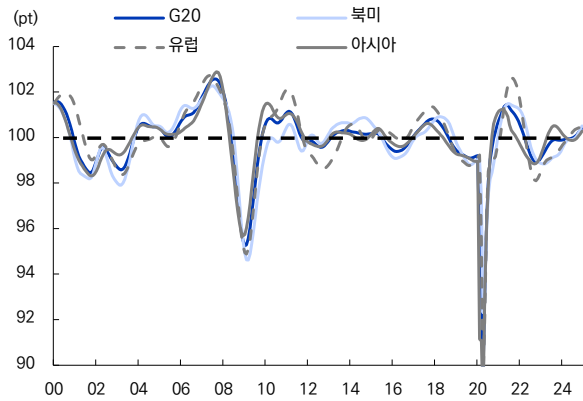


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

국내외 주요 경제지표

[도표 45] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 미국 ISM 제조업 지수



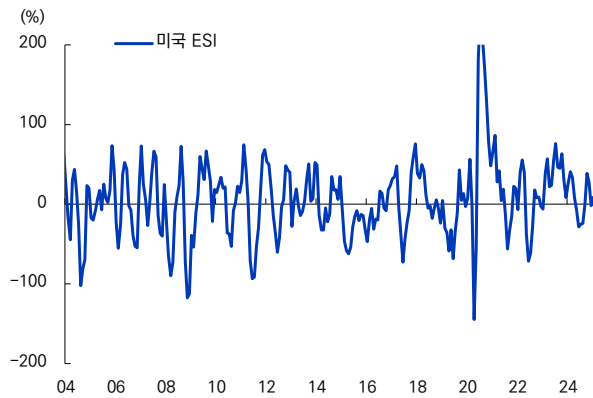
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 유로존 제조업 PMI



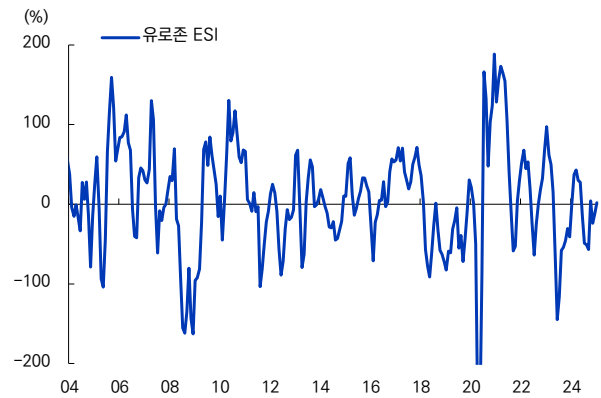
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 미국 ESI 지수



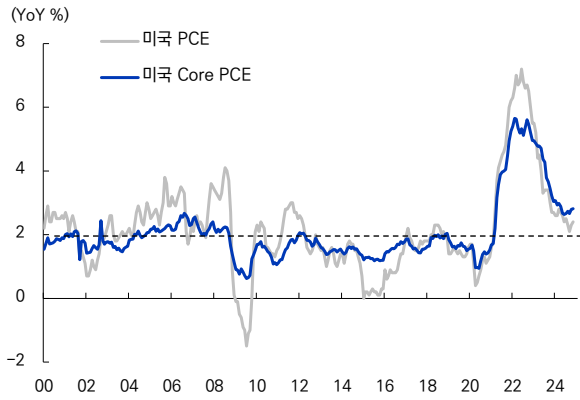
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 유럽 ESI 지수



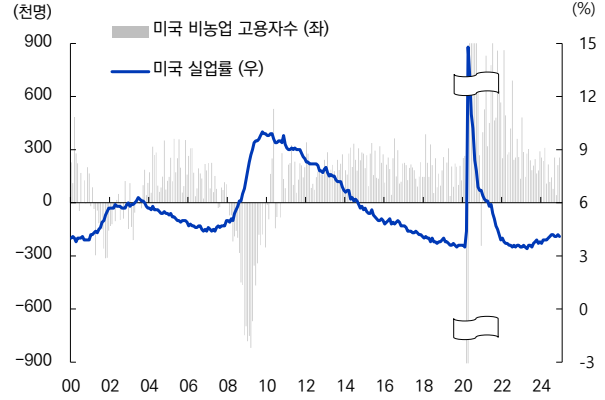
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 미국 PCE 물가



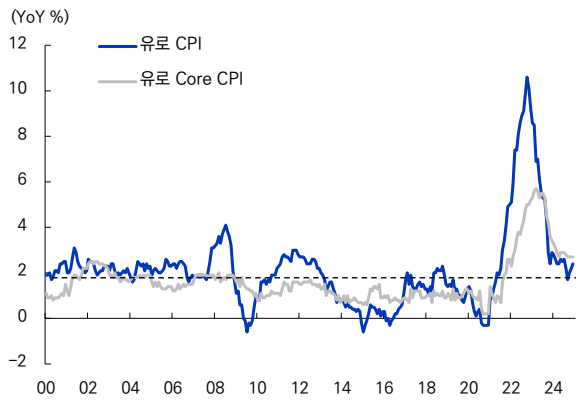
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 유로존 소비자물가 상승률



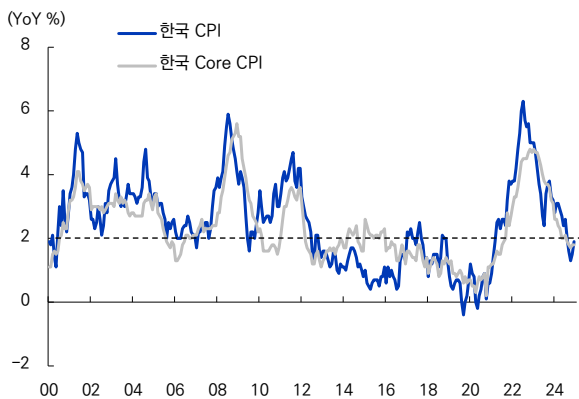
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 유로존 실업률



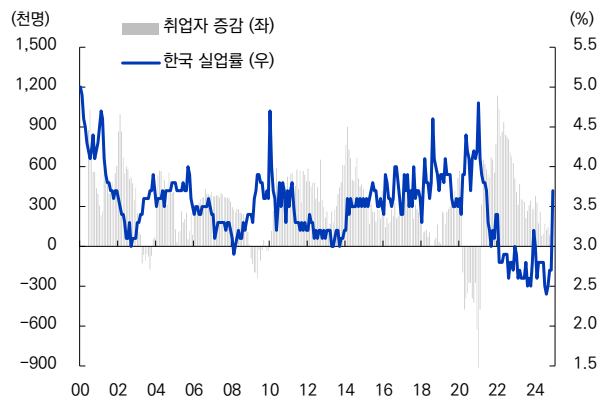
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

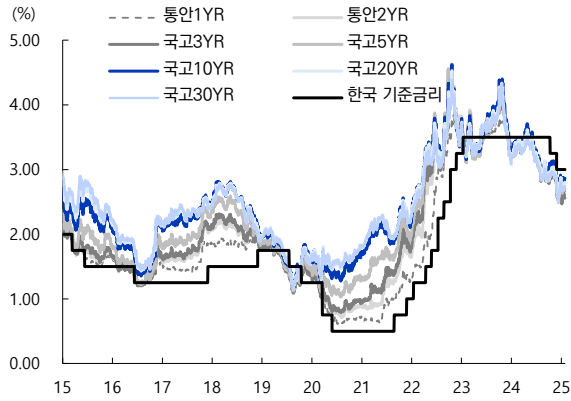
[도표 56] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

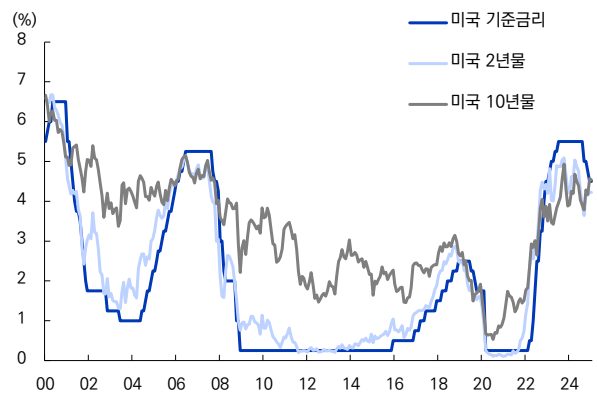
국내외 채권금리

[도표 57] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



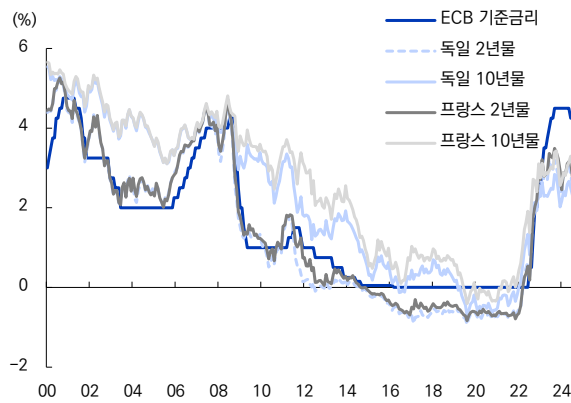
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 미국 기준금리 및 국채 수익률



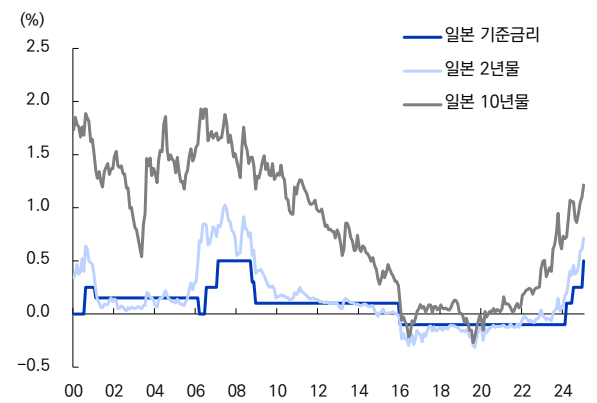
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

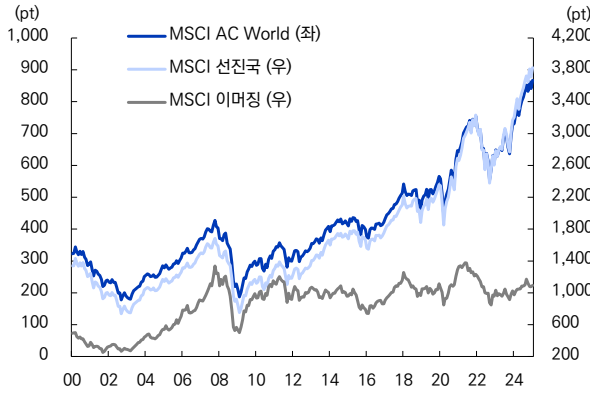
[도표 62] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

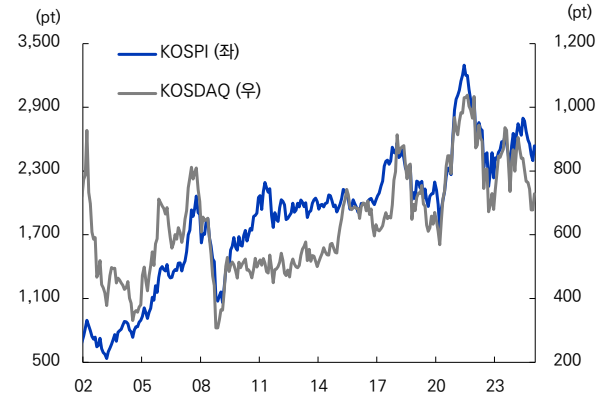
국내외 주가지수

[도표 63] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



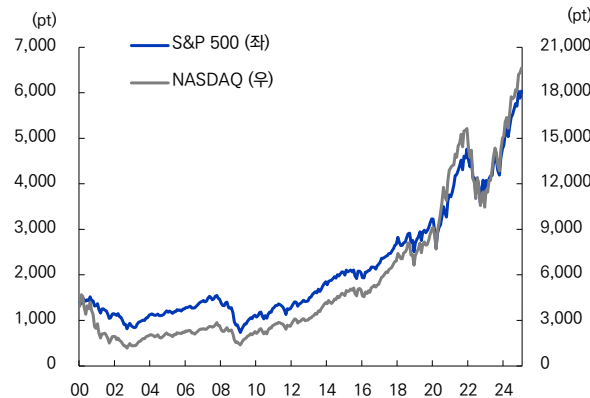
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] KOSPI, KOSDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



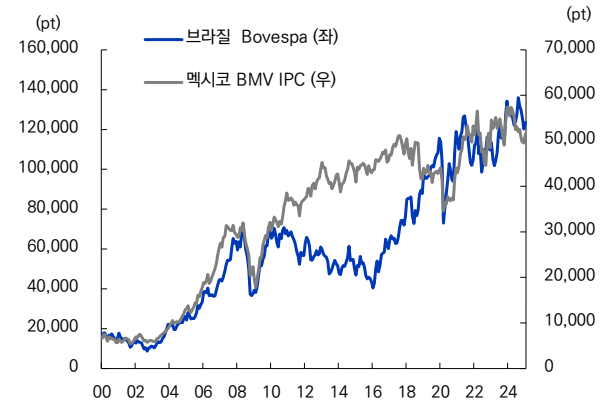
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 일본 NIKKEI 225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 69] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



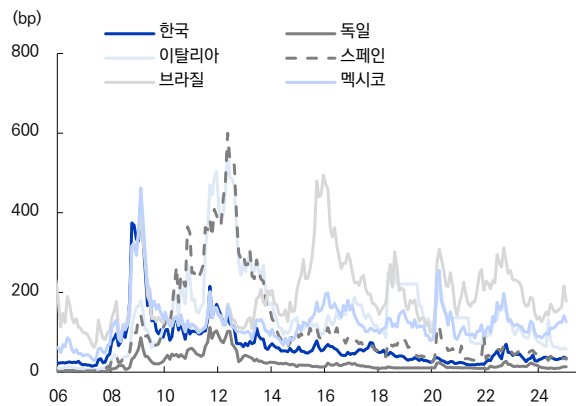
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 원/달러 및 엔/달러 환율



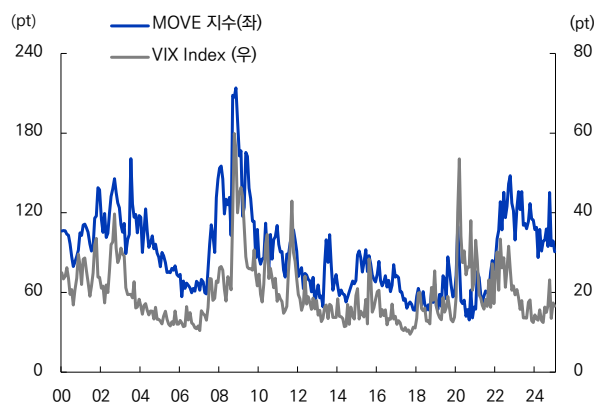
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 72] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 73] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

2월 주요 경제지표 발표 일정

일	화	수	목	금
3	4	5	6	7
만기 4조 5억 韓 2024년 12월 및 연간 산업활동 동향 美 12월 건설지출 美 1월 자동차판매 美 1월 제조업 구매 관리자 지수 美 1월 ISM 제조업지수 中 1월 비제조업 PMI 中 1월 제조업 PMI EU 1월 구매관리자 지수 EU 1월 소비자물가(HICP) 잠정치	통안만기 7100억 만기 2조 5027억 美 12월 공장주문 中 1월 Caixin 제조업 PMI	자준일 만기 5727억 韓 1월 소비자물가동향 美 12월 무역수지 美 1월 ADP 고용지표 美 1월 ISM 비제조업지수 EU 12월 생산자물가	한은 RP 환매도 13조 만기 1조 8926억 韓 2024년 12월 국제수지(잠정) 美 주간 실업수당 청구건수 中 1월 Caixin 서비스업 PMI EU 12월 소매판매 英 BOE 통화정책회의 멕시코 BANXICO 통화정책회의	만기 5조 501억 美 12월 도매 재고판매 美 1월 실업률 美 2월 미시건대 소비자 신뢰지수(잠정치) 中 1월 무역수지
10	11	12	13	14
만기 2조 2966억 中 1월 CPI [현지시간 10:30] 中 1월 PPI [현지시간]	통안만기 3900억 통안계정 만기 1000억 만기 2조 2156억 韓 2024년 4/4분기 가계신용(잠정) 美 2월 주택시장 지수 美 2월 뉴욕 제조업 지수 호주 RBA 통화정책회의	만기 1조 2296억 美 1월 소비자 물가 美 1월 재정수지	만기 1조 6239억 韓 2024년 12월 통화 및 유동성 美 1월 생산자물가 美 주간 실업수당 청구건수 EU 12월 산업생산	韓 1월 고용동향 韓 1월 수출입물가지수 및 무역 지수(잠정) 美 11월 산업생산 美 12월 기업재고 美 1월 소매판매 美 1월 수출입물가 中 1월 산업생산 中 1월 소매판매 EU 24년 4분기 GDP(잠정치)
17	18	19	20	21
만기 3조 5492억 EU 12월 무역수지	통안만기 6600억 만기 2조 2036억	만기 1조 2787억 美 1월 신규 주택 착공건수 뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의	만기 1조 9962억 韓 2월 소비자동향조사 결과 韓 1월 생산자물가지수(잠정) 美 1월 경기선행지수 美 2월 필라델피아 연준지수 美 주간 실업수당 청구건수	만기 4조 2429억 韓 2월 기업경기조사 결과 및 경제심리지수(ESI) 美 1월 기준주택판매 美 2월 미시건대 소비자 신뢰지수(확정치) EU 2월 구매관리자 지수(잠정치)
24	25	26	27	28
만기 2조 7007억 EU 1월 소비자물가(HICP)	통안만기 8000억 만기 3조 1817억 韓 금통위 美 12월 주택가격지수 美 2월 컨퍼런스보드 소비자신뢰 지수	만기 1조 8546억 美 1월 신규 주택판매	만기 1조 9379억 韓 2024년 국제투자대조표(잠정) 美 1월 내구재주문 美 4Q GDP(2nd Est.) 美 주간 실업수당 청구건수	국채만기 1조 3207억 만기 6조 9707억 韓 1월 금융기관 가중평균금리 美 1월 개인소득 및 개인지출 美 2월 시카고 PMI

자료: Bloomberg, 본드웰, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준