



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

이벤트 파도 헤쳐가기

연준, 모호함 속에 비춰진 비둘기

트럼프 행정부의 관세 정책 일정을 고려하면, 연준의 금리인하 재개 시점은 여전히 2분기(6월)가 유력. 필자는 금번 FOMC를 통해 연준이 인플레이션보다 성장에 대한 우려를 좀 더 드러냈다고 판단. 당사는 내수를 중심으로 견조한 모습을 보였던 미국 경제 모멘텀이 점차 둔화될 것으로 예상. 미국 정치 관련 불확실성 등이 완화되면, 연준도 경기 방어를 위해 좀 더 속도감 있는 통화정책 대응에 나설 수 있다는 생각. 당사는 연내 100bp 수준의 기준금리 인하가 가능하다는 시각을 유지

4월 금통위, 기준금리 동결 예상. 신중함 유지하며, 서두르지 않을 것

4월 금통위에서 한국은행 기준금리는 2.75%에서 동결될 것으로 예상. 당사는 한국은행의 추가적인 기준금리 인하 시점을 5월로 예상하며, 연내 기준금리가 2.25% 수준까지 낮아질 것이라는 전망도 유지. 펀더멘탈을 고려한 통화정책 경로는 여전히 추가적인 금리인하를 지지. 다만, 금융안정 측면에서 높은 환율 변동성과 가계부채 재확대 가능성 등이 남아있고, 4월에는 미국 상호 관세 등과 같은 대외 이벤트들로 예정되어 있는 만큼 추가적인 액션을 취하기 보다는 상황을 좀 더 지켜볼 것으로 판단

투자전략: 중기적 시계에서 방향성 유지되겠지만, 단기 변동성 확대에 유의

중기적 시계에서 시장 방향성이 크게 달라지지 않겠지만, 단기적으로는 대내외 이벤트를 소화하는 과정에서 시장 변동성이 크게 확대될 수 있는 상황. 투자전략 측면에서는 이벤트 소화 과정에서 시장 변동성이 크게 확대될 수 있고, 현재 금리 레벨도 다소 부담스러운 영역에 위치한 만큼 무리해서 채권을 매수하기 보다는 리스크 관리에 신경 써야 할 것으로 판단. 또한 아직은 한은의 추가 기준금리 인하 시점에 대한 기대가 4월 보다는 5월이 우세하고, 추경 등에 대해서도 불확실성이 남아있다는 점을 고려

Issue Check: 4월 ECB, 다시 울퉁불퉁(bumpy)해진 금리인하 경로

당사는 4월 ECB에서 유로존 기준금리가 추가적으로 25bp 인하될 것이라는 전망을 유지. 다만, 금번 통화정책의에서는 기준금리 동결 소수의견이 출회하는 등 ECB내 통화정책 스탠스 조정 의견이 반영될 것으로 예상. 필자도 대내외 정책 이벤트 등으로 인해 ECB의 통화정책 경로가 재차 울퉁불퉁(bumpy)해졌다는 것에 동의. 다만, 독일의 재정개혁안의 경우 당장의 통화정책 경로에 줄 수 있는 영향은 제한적이고, 미 관세정책에 따른 영향도 인플레이션 보다는 성장에 대한 위험이 더 크다고 판단해 ECB가 기준금리를 인하할 것으로 예상

[Compliance Notice]

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

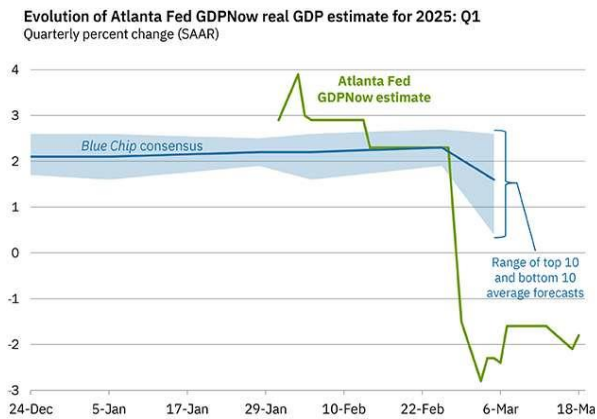
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 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. 당사는 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

CONTENTS

- 3 Key Chart
- 5 연준, 모호함 속에 비춰진 비둘기
- 10 4월 금통위, 기준금리 동결 예상. 신중함 유지하며, 서두르지 않을 것
- 14 투자전략: 중기적 시계에서 방향성 유지되겠지만, 단기 변동성 확대에 유의
- 15 Issue Check: 4월 ECB, 다시 울퉁불퉁(bumpy)해진 금리인하 경로
- 17 Appendix: Chart Book

Key Chart

[도표 1] GDPNow 1Q25 미국 성장률 전망, 큰 폭으로 하향 조정



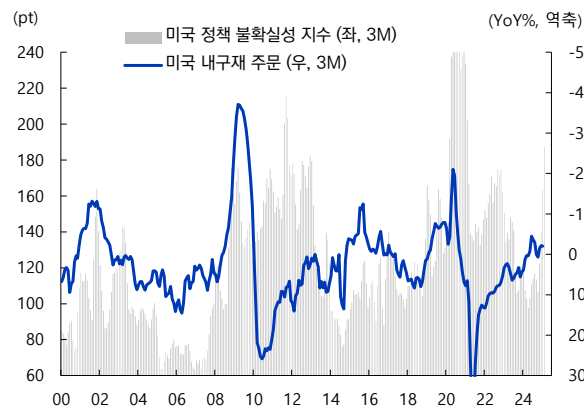
자료: Atlanta Fed, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국 소비자심리지수와 실질 소매판매 추이



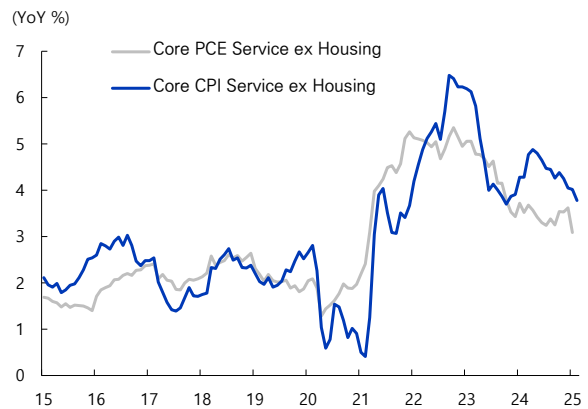
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 미국 정책불확실성 지수와 내구재 주문 추이



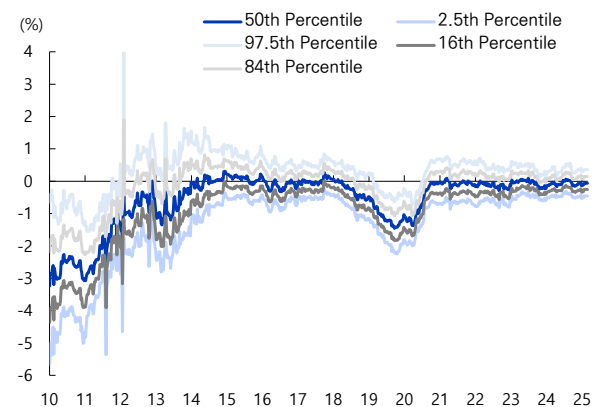
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



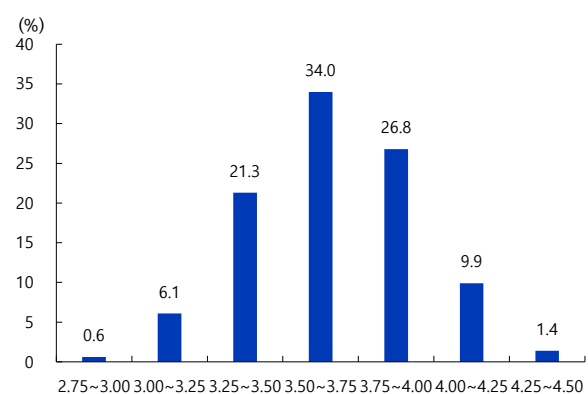
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 지급준비금 수요 탄력성 (Reserve Demand Elasticity) 추이



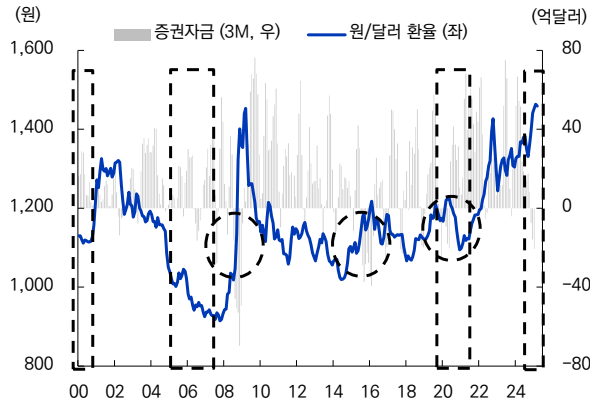
자료: Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 2025년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



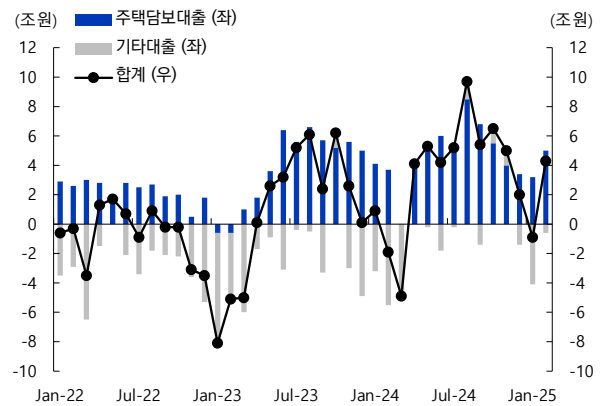
자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터 / 주: 3/21일 기준 2025년 12월 통화정책 확률.

[도표 7] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 국내 가계대출 추이



자료: 금감원, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 기준금리 인하의 소비자물가 상승률 영향



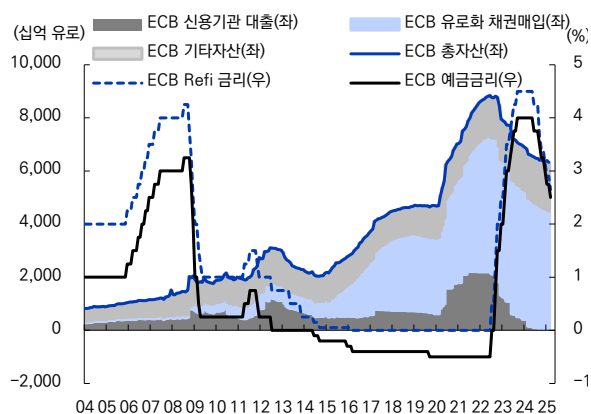
자료: 한국은행 통화신용정책보고서, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 국내 수입물가 및 원/달러 환율 상승률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] ECB 기준금리 및 대차대조표 추이



자료: ECB, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 독일 부채 브레이크(debt brake) 재정 개혁 타임라인

날짜	내용
2024-11-06	- 신호등 연정, 부채 브레이크 규정개혁 필요성 두고 대립 - 솔트 총리가 자민당 린트너 재무장관 해임, 연정 붕괴 - 자민당은 재정보수, 나머지는 재정확대 주장
2025-02-23	- 기민당 대표 메르츠, 부채 브레이크(재정준칙) 완화 통해 침체된 독일 경제 살리겠다고 공언
2025-03-04	- 기민당(CDU) 대표 메르츠, 인프라-국방 분야 대규모 재정
2025-03-14	- 기민당-기사당연합과 사민당, 녹색당은 인프라-국방 특별 예산 수립을 위한 헌법 개정 합의
2025-03-18	- 연방하원, 재정개혁 헌법 개정안 찬성 513표, 반대 207표 로 가결
2025-03-21	- 연방상원, 재정개혁 헌법 개정안 찬성 53표, 반대 및 기권 16표로 가결
~	- 대통령 승인 완료 시 재정개혁안 공식 발효

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

이벤트 파도 헤쳐가기

연준, 모호함 속에 비춰진 비둘기

3월 FOMC는 전반적으로 모호함 속에서 예상보다 비둘기파(dovish)적인 모습을 보였다. 3월 FOMC는 시장의 예상대로 연방기금 목표금리를 4.25%~4.50%에서 동결했지만, 오는 4/1일부터는 양적긴축(QT) 속도를 조절(국채는 월간 한도를 250억 → 50억 달러로 축소. MBS는 월간 한도를 350억 달러 유지)하기로 결정했다.

성명서에서 연준은 ‘고용과 인플레이션 목표 달성 과정에 놓여있는 위험들이 대체로 균형을 이루고 있다고 판단한다’는 문구를 삭제하고, 경제 전망에 대한 불확실성이 증대(Uncertainty around the economic outlook has increased)되었다고 문구를 수정했다.

[도표 13] 2025년 1월, 2025년 3월 FOMC 성명서 비교

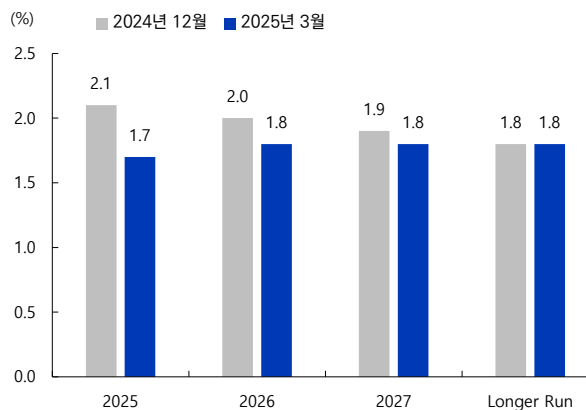
	2025년 3월	2025년 1월
정책결정	- 연방기금 목표금리 4.25~4.50%로 동결	- 연방기금 목표금리 4.25~4.50%로 동결 (만장일치)
경제여건 및 인플레이션 요인 평가	- 최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장을 지속했음을 보여줌. 실업률은 최근 몇 개월 동안 낮은 수준에서 안정화 되었고, 고용시장은 여전히 견조. 인플레이션은 여전히 다소 높음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 경기 전망에 대한 불확실성은 증대. 위원회는 이중책무(dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음	- 최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장을 지속했음을 보여줌. 실업률은 최근 몇 개월 동안 낮은 수준에서 안정화 되었고, 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 이중책무(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%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
대차대조표 정책	- 위원회는 국채, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것. 다만, 4/1일부터 국채는 월간 한도를 250억 → 50억 달러로 축소. MBS는 월간 한도를 350억 달러 유지	- 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. - 반대: Christopher Waller 위원은 기준금리 동결 의견에는 찬성하지만, 대차대조표 정책 속도 조정과 관련해서는 반대	- 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

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 3월 경제전망 자료(SEP)를 통해 경제성장률 전망치를 큰 폭으로 하향 조정하고, 반대로 물가 전망치는 상향 조정했다. 연준이 성장률 전망치를 하향 조정하고, 물가 전망치를 상향 조정하면서 스테그플레이션(stagflation) 가능성에 대한 경계감도 일부 작용한 것으로 보이지만, 기본적으로 물가보다는 성장 리스크에 대한 경계감이 더 크게 반영된 것으로 판단된다.

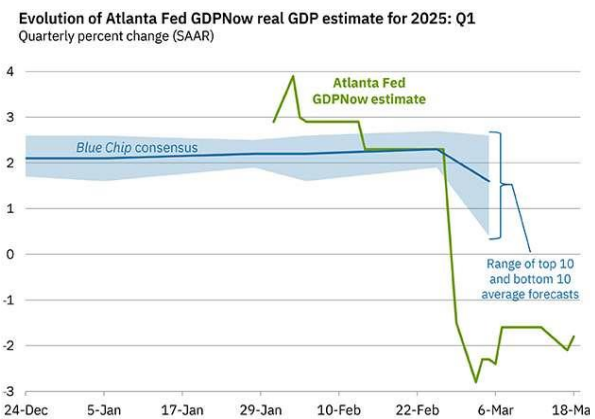
연준은 올해 경제 성장률 전망치를 2.5%→1.7%로 하향 조정하고, 2026년, 2027년 전망치도 각각 2.0%→1.8%, 1.9%→1.8%로 하향 조정했다. 파월의장은 기자회견에서 일부 소프트 데이터(soft data)의 부진이 실제 하드 데이터(hard data) 부진으로 연결되는지에 대해서 확인 필요하다고 언급했지만, 이전보다 성장에 대한 하방 위험이 높아지고 있음을 인정했다.

[도표 14] 2025년 3월 SEP: 경제성장률



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 15] GDPNow 1Q25 미국 성장률 전망, 큰 폭으로 하향 조정



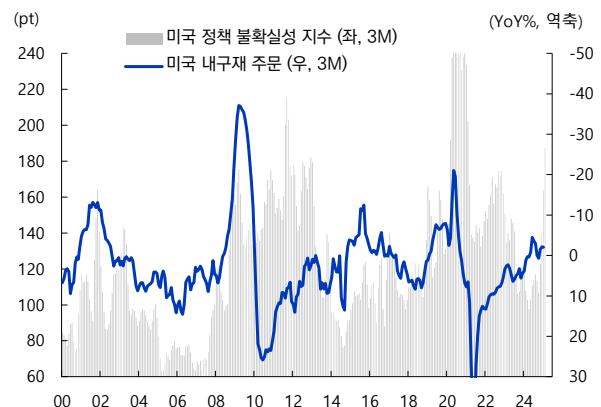
자료: Atlanta Fed, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 미국 소비자심리지수와 실질 소매판매 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 미국 정책불확실성 지수와 내구재 주문 추이

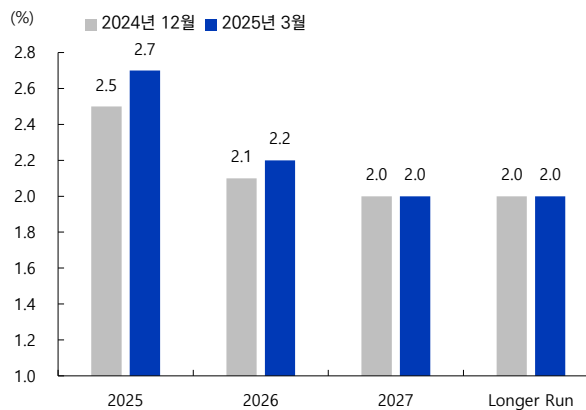


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

인플레이션과 관련해서 연준은 올해 근원 PCE 물가 전망치를 2.5%→2.8%로 상향 조정하고, PCE 물가 전망치도 2.5%→2.7%로 상향 조정했다. 다만, 성장률 전망치와 다르게 내년도 근원 PCE 물가가 소폭 상향 조정되었다는 점을 제외하면, 대체로 물가에 대한 전망은 작년 12월 전망과 크게 달라지지는 않았다.

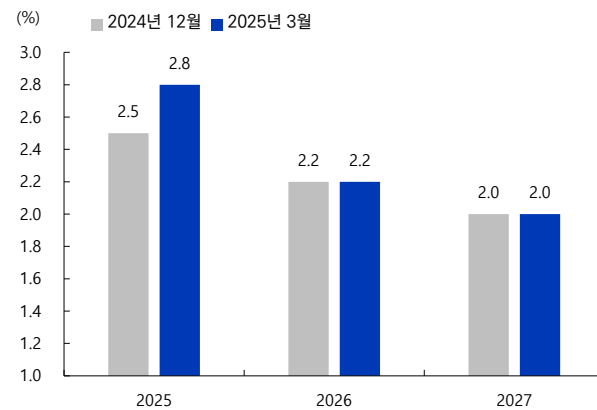
연준은 물가의 상방 위험이 상당부분 트럼프 대통령의 관세 정책에 기인하는 것으로 판단하고 있다. 파월의장도 기자회견에서 인플레이션 전망을 상향 조정하게 된 원인의 일부는 관세에서 비롯된 것이 분명하며, 이로 인해 인플레이션 둔화세가 지연될 수 있다고 언급했다. 다만, 동시에 관세로 인한 인플레이션이 일시적(transitory)일 가능성이 있다고 발언하면서 이 경우 별도의 조치가 필요하지는 않을 것이라고 말했다.

[도표 18] 2025년 3월 SEP: PCE 물가



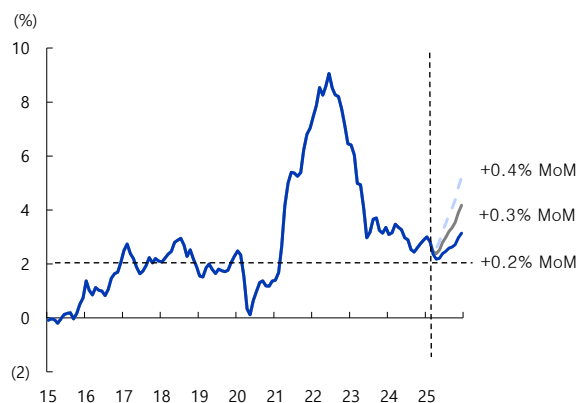
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 2025년 3월 SEP: 근원 PCE 물가



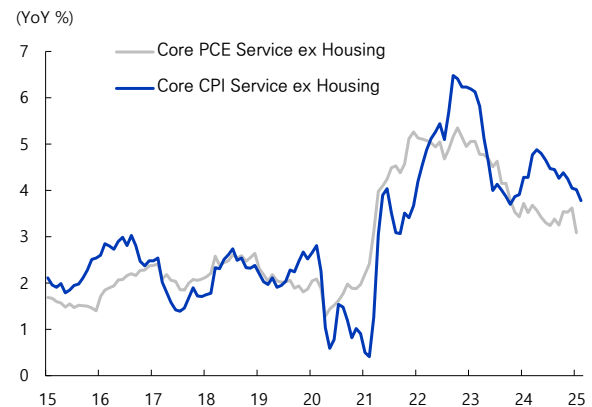
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 미국 CPI 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

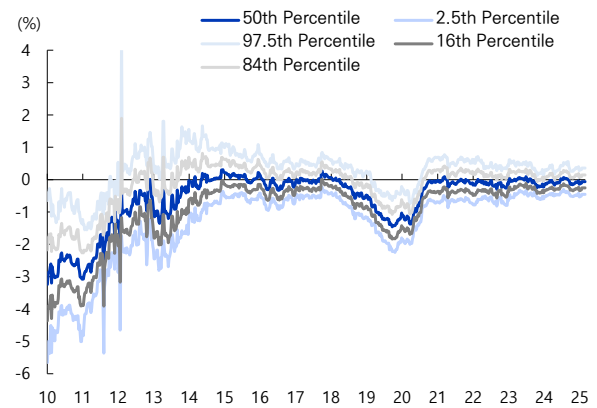
대차대조표 정책과 관련해서는 1월 FOMC 의사록에서 양적긴축(QT) 중단 또는 속도 조절 이야기가 언급되기는 했지만, 시장의 예상보다 이른 시점에 QT 속도 조절 결정이 나왔다. 특히 미국 명목 GDP 대비 기준 비중은 뉴욕 연준이 연준의 자산매입 재개를 권고한 10% 수준에 근접했지만, 아직 유동성 리스크 우려가 제한적인 상황에서 선제적인 조치에 나선 것으로 판단된다.

[도표 22] 미국 명목 GDP 대비 연준 자산 및 기준 비중 추이



자료: Bloomberg, Federal Reserve, IMF, 교보증권 리서치센터

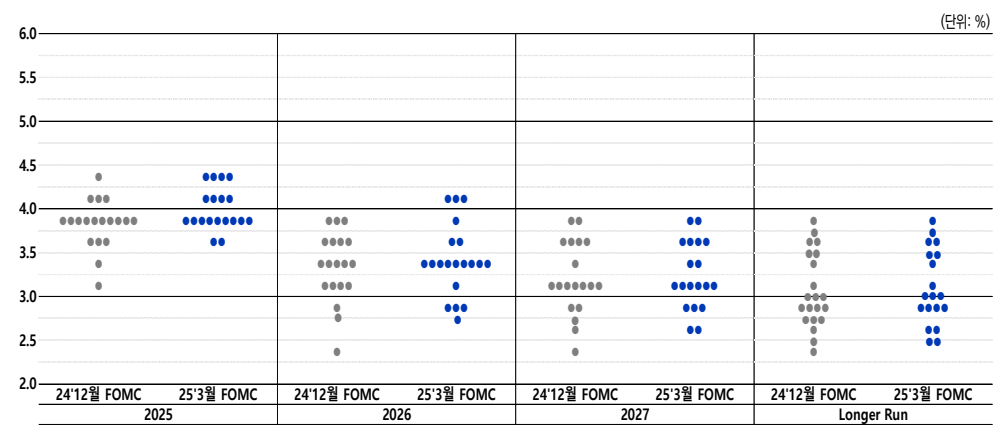
[도표 23] 지급준비금 수요 탄력성 (Reserve Demand Elasticity) 추이



자료: Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

여기에 연준의 금리 점도표 중간값의 변화가 없었다는 부분도 비둘기파적으로 해석했다. 물론 개별 위원들의 금리전망 범위(range)가 이전대비 높아진 부분이 매파적으로 해석될 여지는 있다. 그러나 2025~2027년까지의 통화정책 완화 경로가 달라지지 않았고, 장기금리 전망치(longer run)도 추가 상승이 제한되면서 미 경제의 구조적 변화 가능성에 대한 경계감이 다소 완화됐다는 점에서 개별 위원들의 전망 조정이 추세를 전환시킬 정도의 변화는 아니라고 판단했다.

[도표 24] 2024년 12월, 2025년 3월 금리점도표 비교

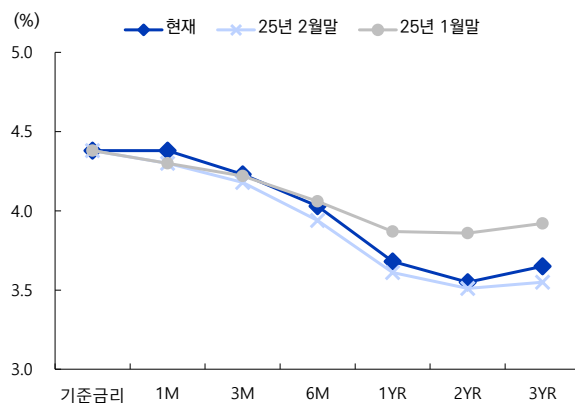


자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

트럼프 행정부의 관세 정책 일정을 고려하면, 연준의 통화정책 완화 재개 시점은 여전히 2분기(6월)로 예상된다. 지난 보고서에서 언급했듯이, 연준이 금리인하를 일시적으로 중단하게 된 배경은 트럼프 2기 행정부의 정책 불확실성이 가장 큰 이유다. 3월 FOMC에서 연준은 경제전망과 통화정책 경로에 대해 다소 모호한 입장을 보였는데, 이는 트럼프 행정부의 정책 불확실성을 아직 연준의 전망에 완전히 반영시키지 못했기 때문이다.

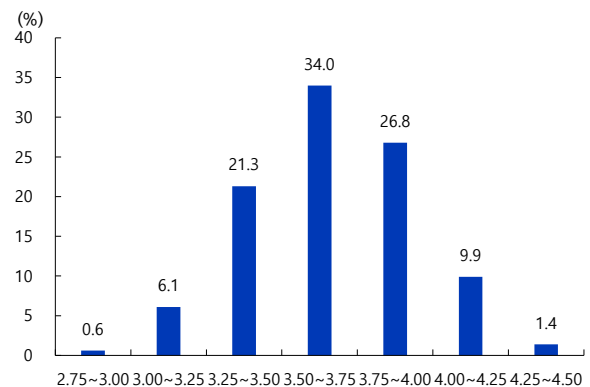
기본적으로 내수를 중심으로 견조한 모습을 보였던 미국 경제는 점차 성장 모멘텀이 둔화될 것으로 예상된다. 특히 미국 경제가 리오프닝 이후 가계 소비를 통해 보여준 견조한 성장 흐름은 지속되기 어렵다고 판단한다. 결국 미국 정치 관련 불확실성 등이 완화되면, 연준이 성장에 대한 리스크를 고려한 통화정책 결정에 나설 수 있을 것으로 보인다. 시장에서는 연내 연준의 2~3회 기준금리 인하가 컨센서스로 형성되어 있지만, 당사는 연내 100bp 수준의 기준금리 인하가 가능하다는 시각을 유지한다.

[도표 25] 연준 내재 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 2025년 말 기준 FedWatch 연준 통화정책 확률 분포

자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터
주: 3/21일 기준 2025년 12월 통화정책 확률

4월 금통위, 기준금리 동결 예상. 신중함 유지하며, 서두르지 않을 것

4월 금통위에서 한국은행 기준금리는 2.75%에서 동결될 것으로 예상된다. 당사는 한국은행의 추가적인 기준금리 인하 시점을 5월로 예상하며, 연내 기준금리가 2.25% 수준까지 낮아질 것이라는 전망도 유지한다.

지난 금통위는 펀더멘탈을 고려한 통화정책 경로는 여전히 추가적인 금리인하를 지지한다는 점을 재확인했다. 한은은 물가 변동성이 확대됐음에도 불구하고, 인플레이션에 대한 전망을 크게 조정되지 않은 반면, 성장률 전망치는 당초 예상 수준에서 큰 폭으로 하향 조정했다. 특히 수정된 2025년 성장률 전망치가 향후 1~2회 정도의 추가적인 기준금리 인하 기대를 반영한 수치라는 점을 언급했다는 점에서 경기 방어를 위한 통화정책 대응의 필요성이 크게 줄어들지 않았음을 확인했다.

또한 이창용 총재가 현재의 기준금리가 한국은행이 추정하는 중립금리의 중앙값 보다 높고, 중립금리 상단 혹은 소폭 상단을 상회하는 수준이라고 발언하고, 시장에서 예상(향후 1~2회 수준의 인하)하는 통화정책 기대가 과도한 수준이 아니라는 점을 언급했다는 점에서 당분간 한은의 금리인하 사이클 지속될 것으로 예상된다.

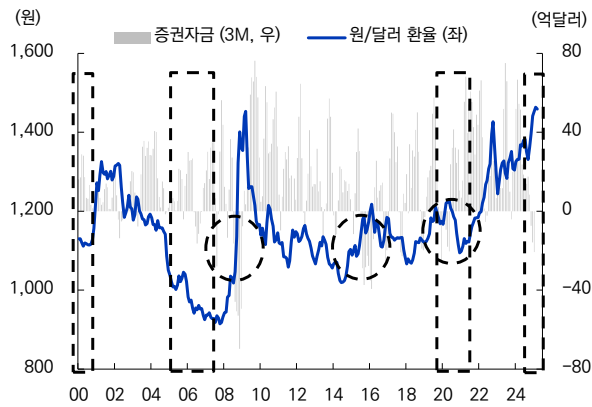
다만, 금융안정 측면에서 높은 환율 변동성과 가계부채 재확대 가능성 등이 남아있고, 4월에는 미국 상호 관세 등과 같은 대외 이벤트들로 예정되어 있는 만큼 추가적인 액션을 취하기 보다는 상황을 좀 더 지켜볼 것으로 예상된다.

원/달러 환율은 최근 제한적인 레인지에서 등락을 반복하면서 변동성이 크게 확대되는 모습을 보이지는 않았다. 그러나 2월 말 이후 달러 인덱스가 3pt 이상 하락했음에도 불구하고, 원화는 2월말 수준(1,463.4원)에서 크게 달라지지 않고 있다. 원화가 높은 수준을 유지하게 되면, 이는 수입 물가 상승으로 이어질 수 있고, 특히 체감물가를 빠르게 끌어올려서 실질적인 생활 여건을 악화시킬 수 있다.

여기에 최근 가계대출 규모가 크게 증가한 부분도 한은의 통화정책 결정에 부담 요인으로 작용할 것으로 보인다. 2월 금통위는 통방문에서 '가계대출 증가 규모가 둔화 추세를 이어갔다'고 언급했지만, 이후 발표된 2월 가계대출 규모는 전월(-0.9조원)대비 +4.3조원으로 크게 증가했다.

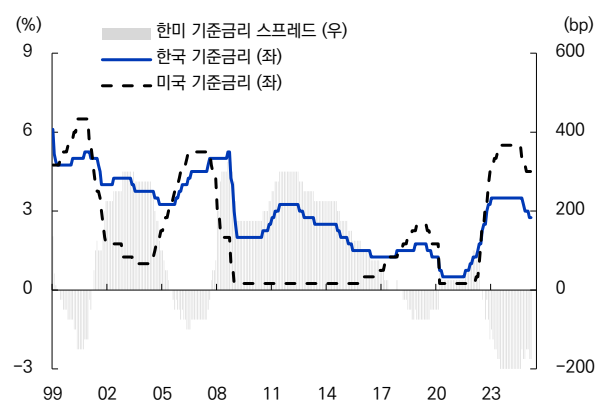
추경에 따른 통화정책 완화 속도 조정 가능성에 대해서는 여전히 쉽게 예단할 수 없지만, 기본적으로 현재의 통화정책 경로에 큰 영향을 주지는 않을 것으로 예상된다. 이창용 총재는 향후 추가적인 기준금리 인하 기대와 20조 내외의 추경 가능성을 고려한 올해 성장률 전망치가 1.7% 수준이라고 언급했다. 추경 규모가 파격적으로 늘어나는 상황이 아니라면 재정정책 시행으로 통화정책의 필요성이 크게 줄어들지는 않을 것으로 보인다.

[도표 27] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



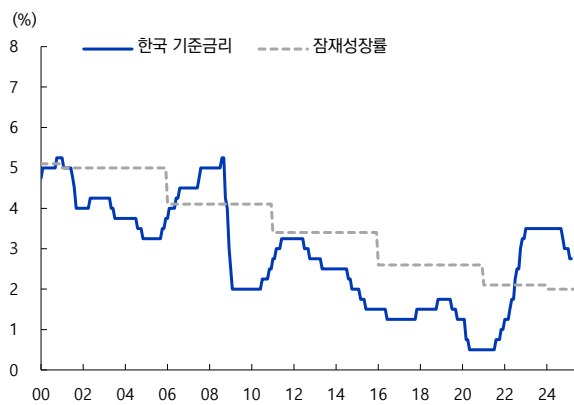
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 한미 기준금리 및 스프레드 추이



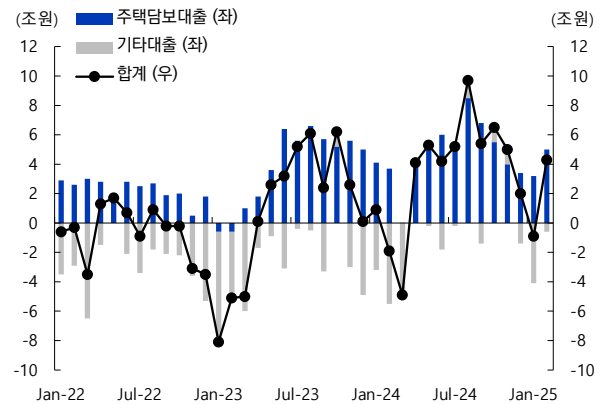
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 국내 가계대출 추이

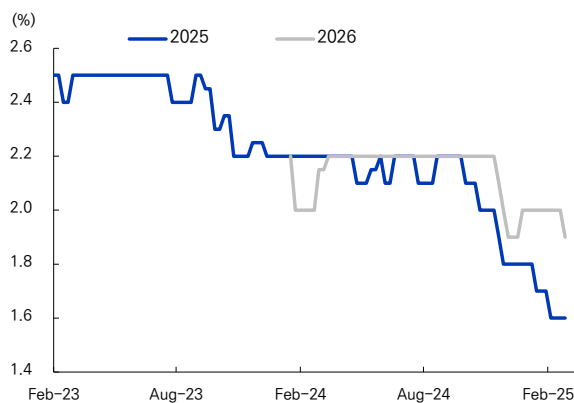


자료: 금감원, 교보증권 리서치센터

국내 경제는 경기둔화 우려가 확대되는 가운데, 성장에 대한 눈높이 조정이 지속되고 있다. 최근 OECD는 올해 국내 성장률 전망치를 큰 폭(2.1%→1.5%)으로 하향 조정했다. 미국과의 관세 전쟁을 시작한 캐나다, 멕시코 등 일부 국가를 제외하면서 성장률 전망치 하향 조정 폭이 가장 컸다. 정부도 그린북을 통해 우리 경제가 내수 회복이 지연되는 가운데, 수출 증가세 둔화, 경제심리 위축 등 경기 하방 압력이 증가하고 있다고 평가했다.

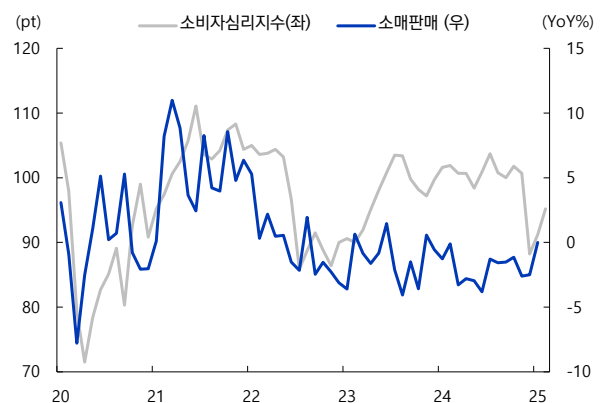
최근 국내 소비자심리지수가 반등하면서 소매판매도 일부 개선되는 모습을 보였지만, 아직은 미미한 수준이다. 특히, 국내 정치 관련 불확실성 남아있고, 아직은 전반적인 경기 및 금융여건 등이 실질적인 소비 회복세를 지속시켜 주기 어려운 상황이다. 여기에 국내 수출 모멘텀이 부진한 흐름을 이어가는 가운데, 높아진 대미 수출 비중만큼 미국 관세 정책이 국내 수출에 미치는 부정적 영향을 확대시킬 수 있다는 점도 우려가 되는 부분이다.

[도표 31] 한국 연도별 성장률 전망 추이



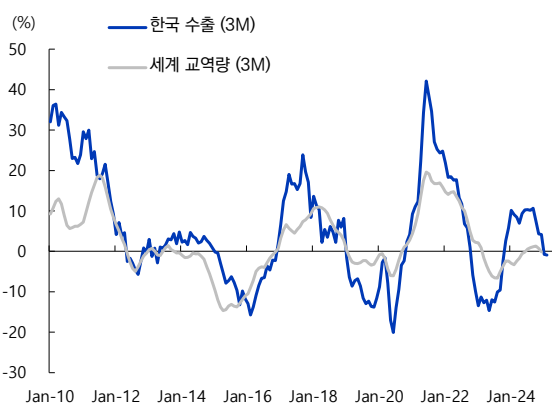
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 국내 소비, 아직은 개선세 미약



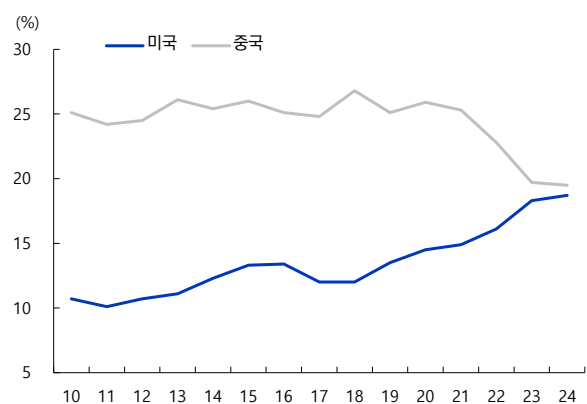
자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 한국 수출과 세계 교역량 추이



자료: CPB, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 국내 수출 중 대미, 대중 비중 추이

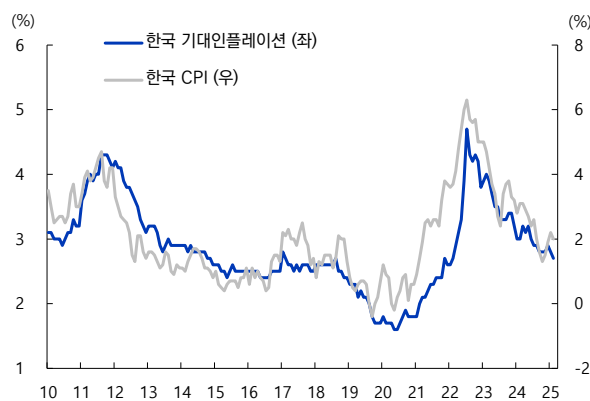


자료: 한국은행, 관세청, 교보증권 리서치센터

국내 2월 소비자물가 상승률은 +2.0% YoY, 근원 물가는 +1.8% YoY를 기록하면서 전월대비 상승세가 둔화됐다. 당분간 환율 등이 물가의 변동성 확대 요인으로 작용할 가능성이 높지만, 국내 물가가 기본적으로 수요 측면에서의 물가 상승 압력이 제한되는 가운데, 연내 물가 목표치를 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다는 점에서 통화정책 측면에서의 인플레이션 부담은 제한될 것으로 예상된다.

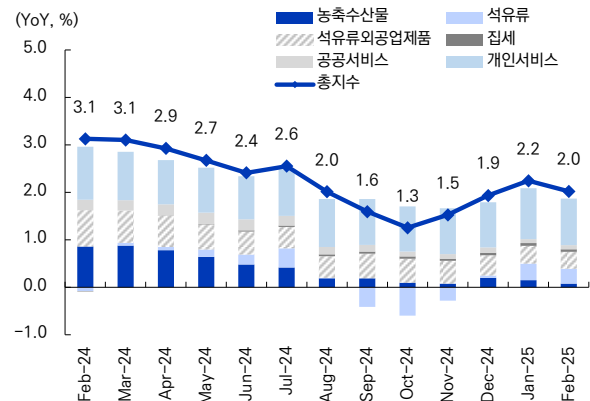
또한 금리인하에 따른 물가 상승 압력 영향이 제한적이라는 부분도 통화정책에 대한 부담을 완화시켜 줄 것으로 판단한다. 한은은 기준금리 75bp 인하에 대한 물가 상승 압력이 2025년, 2026년 각각 +0.09%p, +0.20%p로 추정된다고 밝혔는데, 안정적 물가 흐름을 저해할 정도는 아니라고 판단했다.

[도표 35] 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 기준금리 인하의 소비자물가 상승률 영향



자료: 한국은행 통화신용정책보고서, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 국내 수입물가 및 원/달러 환율 상승률 추이



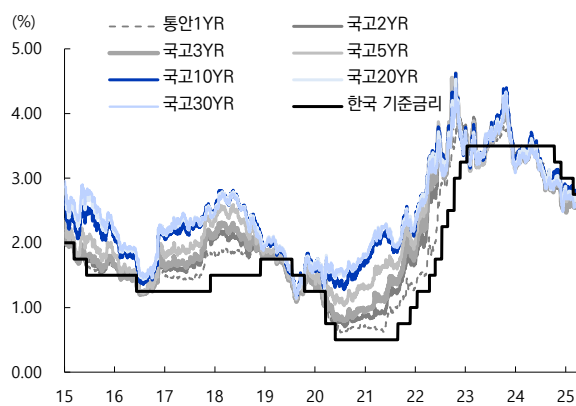
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

투자전략: 중기적 시계에서 방향성 유지되겠지만, 단기 변동성 확대에 유의

대내외 불확실성 요인들이 지속되고 있지만, 중기적 시계에서의 시장 방향성은 크게 달라지지 않을 것으로 예상된다. 다만, 내부적으로는 헌법재판소의 대통령 탄핵심판 선고가 머지않은 시점에 나올 것으로 예상되고 있고, 대외적으로는 4/2일에 미국 상호관세 시행 등을 비롯해 당분간 이벤트가 연속적으로 예정되어 있다는 점에서 시장 변동성이 재차 크게 확대될 수 있다.

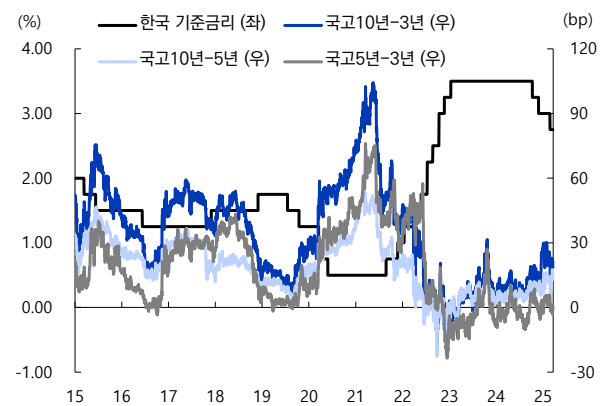
투자전략 측면에서는 현재 금리 레벨이 다소 부담스러운 영역에 위치해 있고, 전술한 이벤트들을 소화하는 과정에서 시장 변동성이 크게 확대될 수 있는 만큼 무리해서 채권을 매수하기 보다는 리스크 관리에 신경을 할 것으로 판단한다. 또한 아직은 한은의 추가 기준금리 인하 시점에 대한 기대가 4월 보다는 5월이 우세하고, 추정 등에 대해서도 불확실성이 남아있다는 점도 고려할 필요가 있다.

[도표 39] 국고채 금리 추이



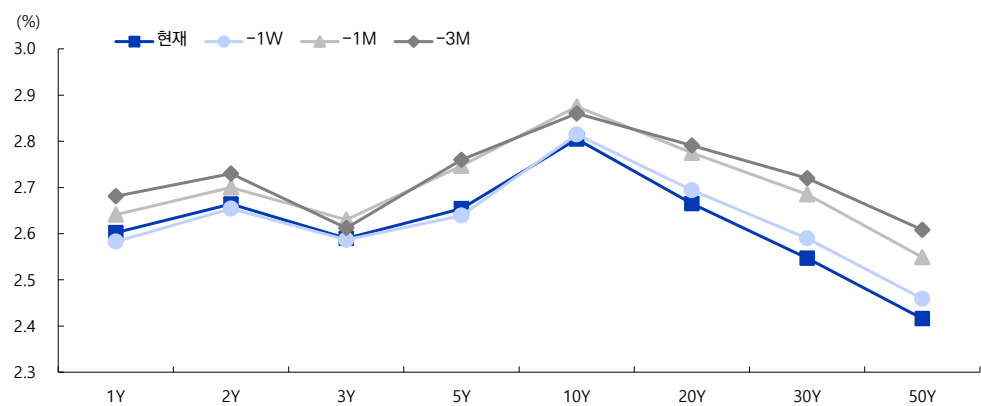
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 한국 기간별 일드 커브 추이



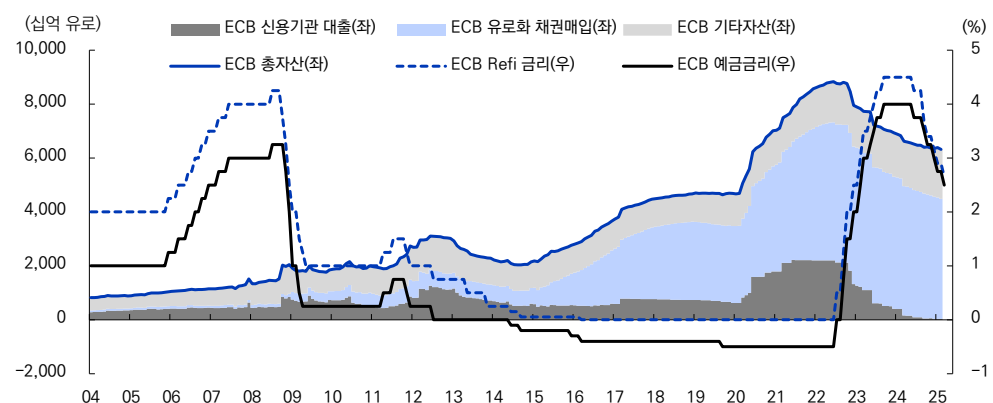
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

Issue Check: 4월 ECB, 다시 울퉁불퉁(bumpy)해진 금리인하 경로

3월 ECB는 기준금리(예금금리 기준)를 2.50%로 25bp 인하했다. 성명서에 ECB는 디스인플레이션 경로가 잘 유지되고 있는 가운데, 대부분의 기초적 물가지표가 위원회의 중기적 2% 물가 목표 안착 가능성을 시사하고 있다고 언급했다. 다만, 기준금리 인하로 기업들의 신규 차입 비용이 감소하고, 가계대출이 증가하는 등 통화정책이 유의미하게 덜 제약적인 수준(meaningfully less restrictive)이라고 평가하면서 통화정책 완화 속도의 조절 가능성을 시사했다.

ECB는 2025년과 2026년 성장률 전망치를 각각 1.1%→0.9%, 1.4%→1.2%로 하향 조정하고, 올해 헤드라인 물가 전망치를 2.1%→2.3%로 상향 조정했다. 다만, 올해 근원 물가 전망치는 2.3%→2.2%로 소폭 하향 조정했다. 다만, 이 같은 전망은 독일의 재정개혁안을 반영하지 않은 수치다. 지난 3/21일 독일 상원은 찬성 53표, 반대와 기권 16표로 재정개혁안을 가결시켰다. 재정개혁안의 핵심 내용은 1) 인프라 투자: 향후 10년간 총 5000억 유로를 인프라에 투자하는 특별기금 설립, 2) 지방정부 재정준칙 완화: 연간 GDP 대비 구조적 재정적자 0% → 최대 0.35% 허용, 3) 국방비 지출 확대: GDP 1%를 초과하는 국방 지출에 대해 부채한도 규정을 예외 적용하는 것이다.

[도표 42] ECB 기준금리 및 대차대조표 추이



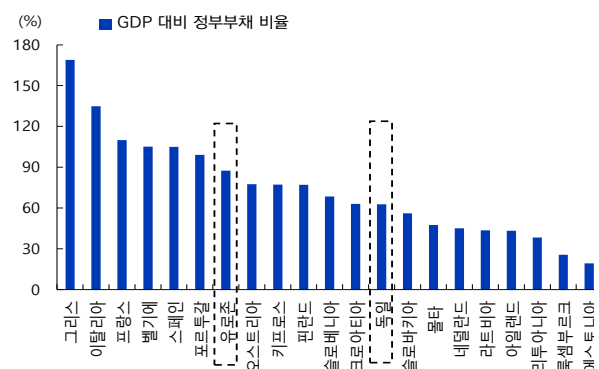
자료: ECB, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 독일 부채 브레이크(debt brake) 재정 개혁 타임라인

날짜	내용
2024-11-06	- 신호등 인정, 부채 브레이크 규정개혁 필요성 두고 대립 - 솔츠 총리가 자민당 린트너 재무장관 해임, 연정 붕괴 - 자민당은 재정보수, 나머지는 재정확대 주장
2025-02-23	- 기민당 대표 메르츠, 부채 브레이크(재정준칙) 완화 통해 침체된 독일 경제 살리겠다고 공언
2025-03-04	- 기민당(CDU) 대표 메르츠, 인프라·국방 분야 대규모 재정
2025-03-14	- 기민당·기사당연합과 사민당, 녹색당은 인프라·국방 특별 예산 수립을 위한 헌법 개정 합의
2025-03-18	- 연방하원, 재정개혁 헌법 개정안 찬성 513표, 반대 207표 로 가결
2025-03-21	- 연방상원, 재정개혁 헌법 개정안 찬성 53표, 반대 및 기권 16표로 가결
~	- 대통령령 승인 완료 시 재정개혁안 공식 발효

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 유로존 국가별 GDP 대비 정부부채 비율



자료: Bloomberg, IMF, 교보증권 리서치센터 / 주: 2023년 기준

당사는 4월 ECB에서 유로존 기준금리가 추가적으로 25bp 인하될 것이라는 전망을 유지한다. 다만, 금번 통화정책의에서는 기준금리 동결 소수의견이 출회하는 등 ECB내 통화정책 스탠스 조정 의견이 반영될 것으로 예상한다. 당초 시장에서는 ECB가 경기 방어에 초점을 맞춰 올해 상반기 중에 기준금리를 중립금리 추정 중간값 (2.00%) 수준까지 인하하고, 이후 추가적인 금리 여부를 결정할 것으로 예상했다. 그러나 미국의 관세 정책이 본격화되고 있고, 여기에 독일의 재정 개혁안이 변수로 작용하면서 금리인하 속도 조절 가능성이 높아지고 있는 것이 사실이다.

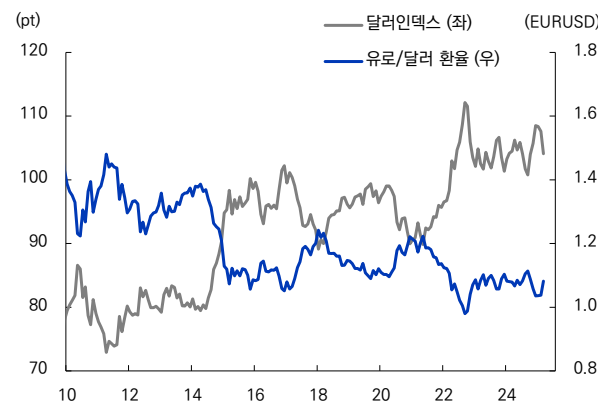
필자도 전술한 이벤트들이 ECB의 통화정책 경로를 재차 울퉁불퉁(bumpy)하게 만들었다는 것에 동의한다. 그러나 독일의 재정개혁안의 경우 당장의 통화정책 경로에 줄 수 있는 영향은 제한적이라고 판단하고, 미 관세정책에 따른 영향도 인플레이션 보다는 성장에 대한 위험이 더 크다고 판단한다. 라가르드 ECB 총재는 미국이 유럽산 수입품에 25% 관세율을 적용하면 첫째 유로존 성장률은 0.3%p 낮아질 것으로 예상되고, 유럽이 미국산 수입품에 관세 인상으로 대응하면 감소 폭이 0.5%p로 확대될 것이라고 언급했다.

[도표 45] 유로존 경제성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 달러 인덱스와 유로화 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 유로존 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 유로존 소비자물가 상승률 추이

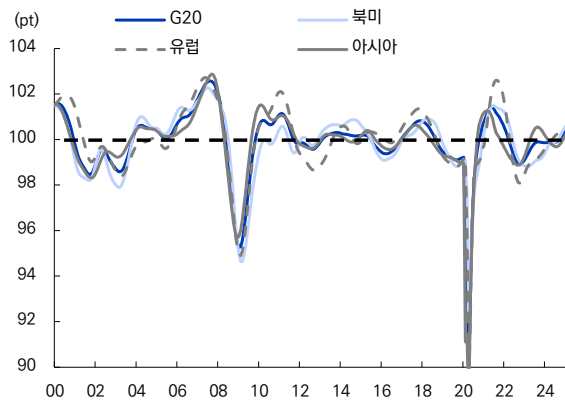


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

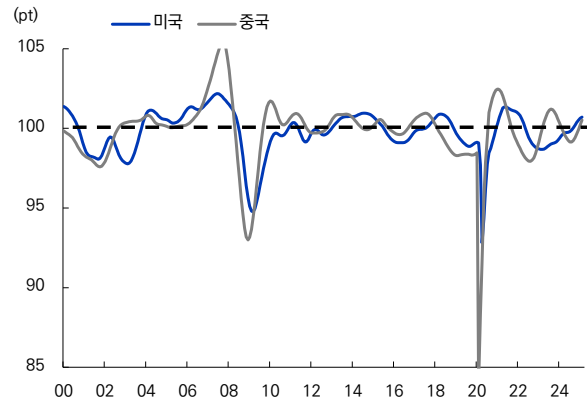
국내외 주요 경제지표

[도표 49] 지역별 OECD 경기선행지수



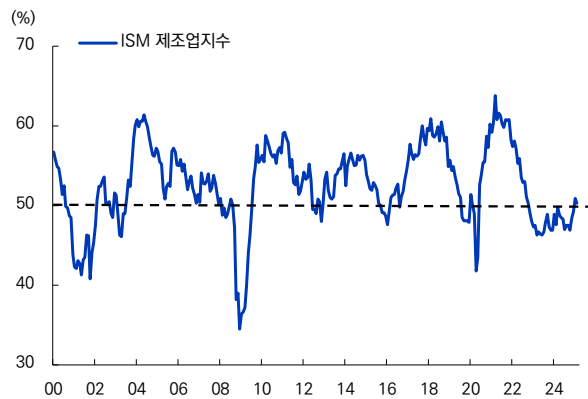
자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 미국 ISM 제조업 지수



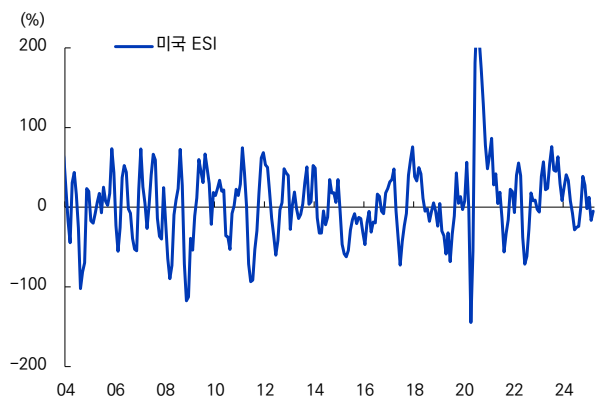
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 유로존 제조업 PMI



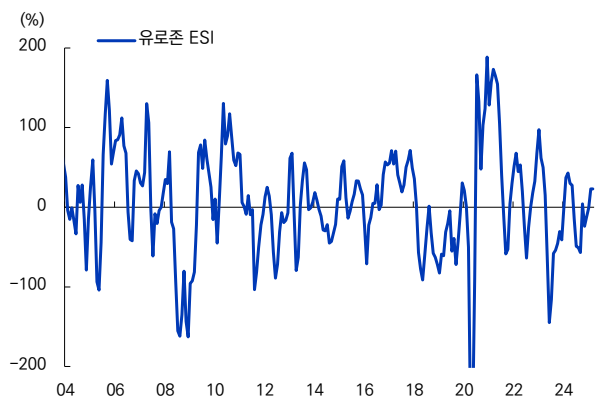
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 미국 ESI 지수



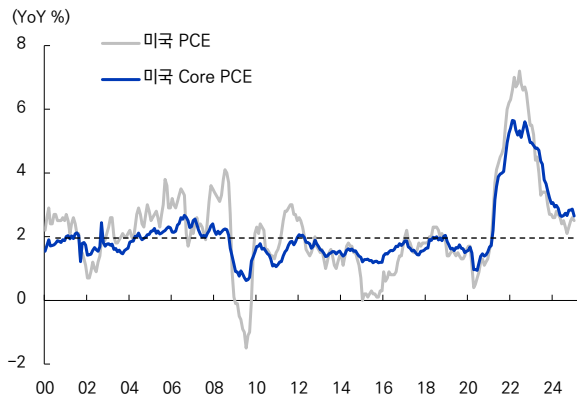
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 유럽 ESI 지수



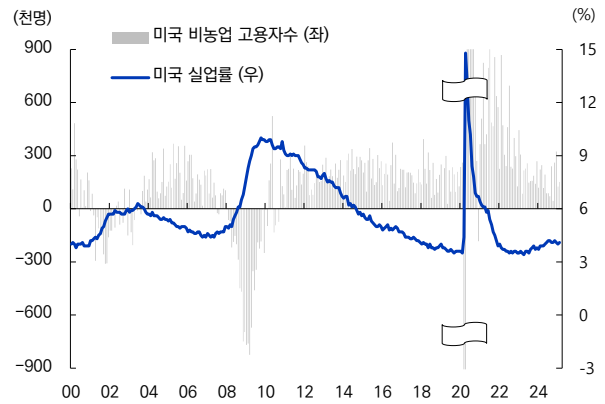
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 미국 PCE 물가



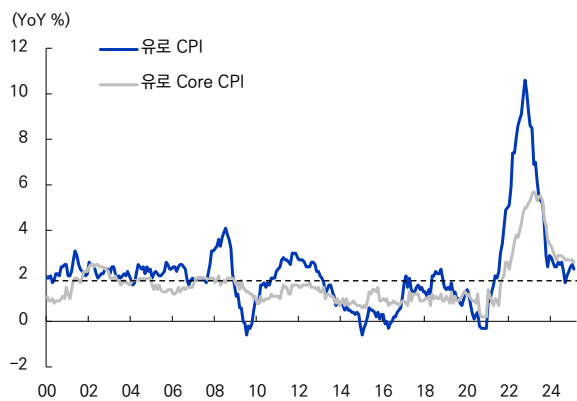
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



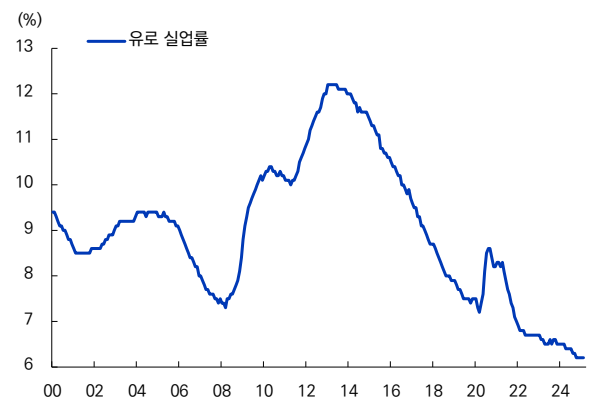
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 유로존 소비자물가 상승률



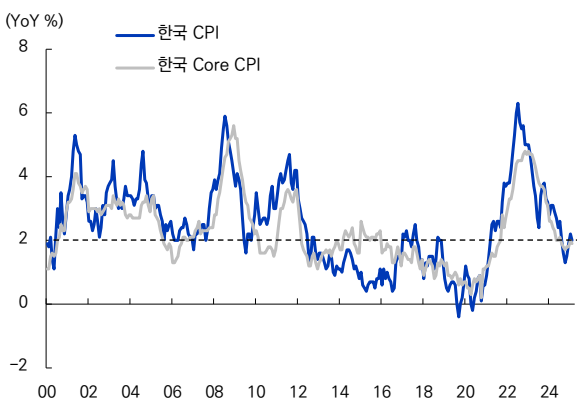
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 유로존 실업률



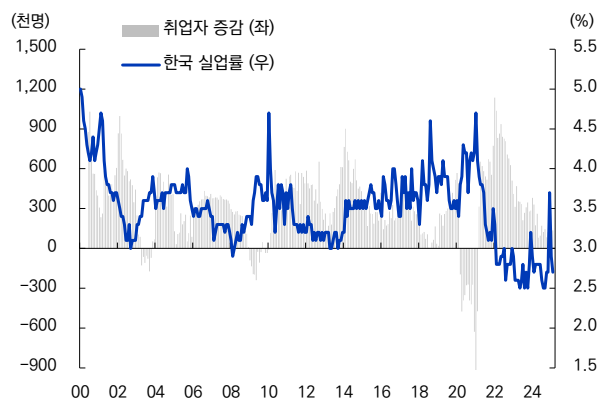
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

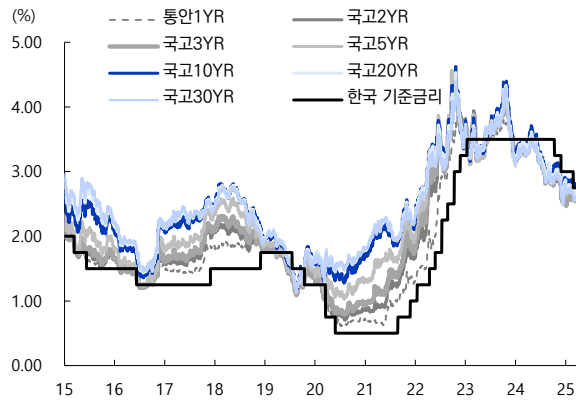
[도표 60] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

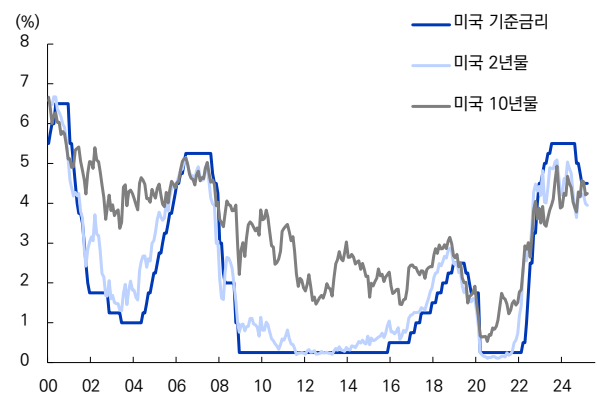
국내외 채권금리

[도표 61] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



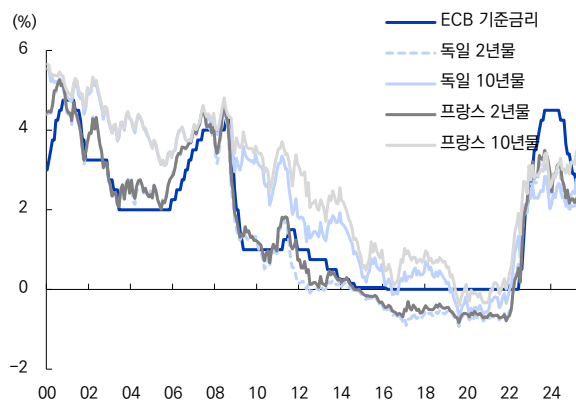
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 미국 기준금리 및 국채 수익률



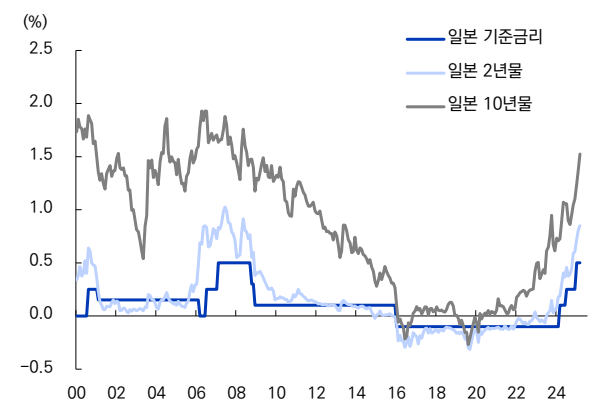
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

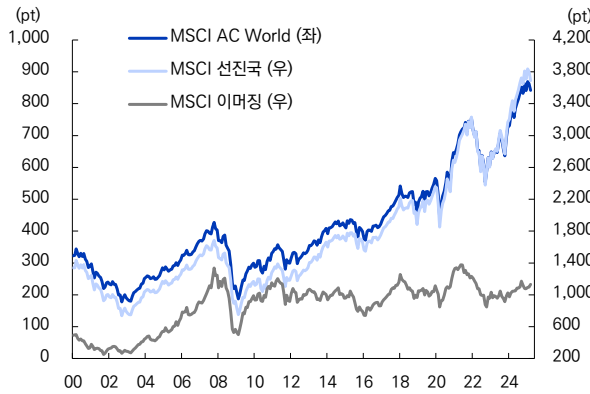
[도표 66] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

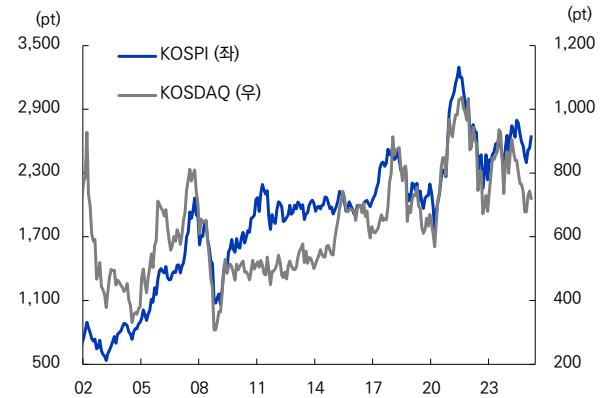
국내외 주가지수

[도표 67] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



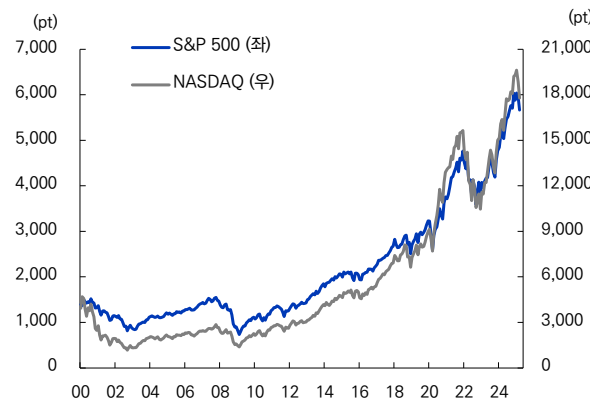
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] KOSPI, KOSDAQ 지수



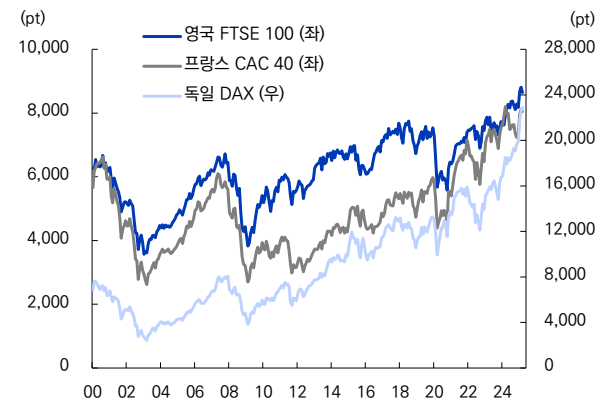
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



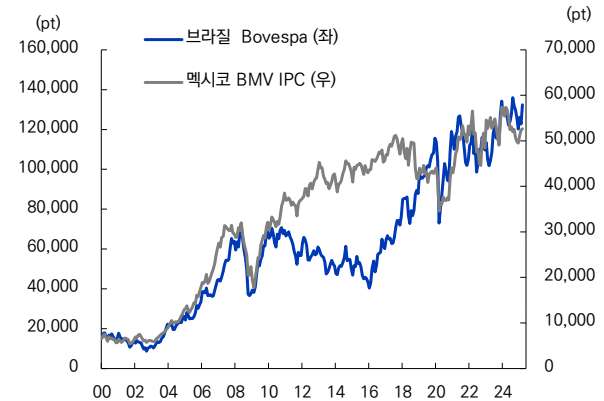
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 일본 NIKKEI225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 73] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



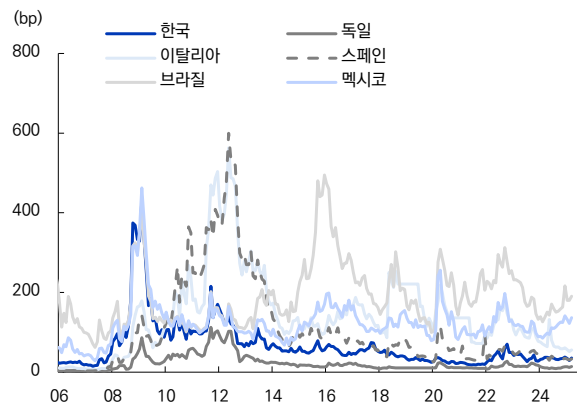
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 원/달러 및 엔/달러 환율



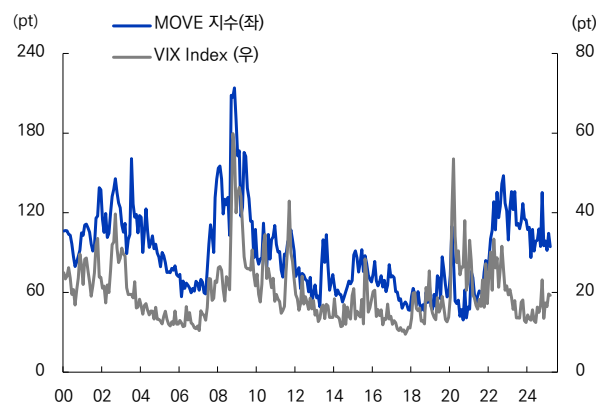
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 76] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 77] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 평균유가 및 금 가격



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

4 월 주요 경제지표 발표 일정

월	화	수	목	금
	1	2	3	4
	만기 4079억 美 2월 건설지출 美 3월 자동차판매 美 3월 ISM 제조업지수 中 3월 제조업 및 비제조업 PMI 中 3월 Caixin 제조업 PMI EU 2월 고용동향(실업률) EU 3월 구매관리자 지수 EU 3월 소비자물가(HICP) 잠정치 호주 RBA 통화정책회의	만기 9조 3119억 통안만기 8조 1700억 韓 3월 소비자물가동향 美 2월 공장주문 美 3월 ADP 고용지표	만기 1조 6568억 美 2월 무역수지 美 3월 ISM 비제조업지수 美 주간 실업수당 청구건수 中 3월 Caixin 서비스업 PMI EU 2월 생산자물가	만기 2조 9615억 美 3월 실업률
7	8	9	10	11
만기 3조 5295억 中 3월 무역수지 EU 2월 소매판매	통안만기 1조 2000억 통안계정 만기 1000억 만기 3조 4791억 韓 2월 국제수지(잠정)	지준일 만기 9923억 韓 3월 고용동향 美 2월 도매 재고판매 中 3월 CPI & PPI 뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의	만기 3조 1687억 국채만기 2조 韓 2024년 자금순환(잠정) 美 3월 소비자물가 美 3월 재정수지 美 주간 실업수당 청구건수	만기 3조 4682억 美 3월 생산자물가 美 4월 미시건대 소비자 신뢰지수(잠정치)
14	15	16	17	18
만기 2조 8019억 韓 2024년 경제통화별 수출입(확정)	통안만기 1조 만기 1조 8935억 韓 2월 통화 및 유동성 美 3월 수출입물가 美 4월 뉴욕 제조업 지수 EU 2월 산업생산	만기 1조 6700억 韓 3월 수출입물가지수 및 무역지수(잠정) 美 1월 산업생산 美 2월 기업재고 美 4월 주택시장 지수 EU 3월 소비자물가(HICP) 캐나다 BOC 통화정책회의	만기 3조 7246억 국채만기 2조 韓 금동위 美 3월 소매판매 美 3월 신규 주택 착공건수 美 4월 필라델피아 연준지수 美 주간 실업수당 청구건수 中 1Q GDP 中 3월 산업생산 및 소매판매 ECB 통화정책회의	만기 3조 47억
21	22	23	24	25
美 3월 경기선행지수	韓 3월 생산자물가지수(잠정)	韓 4월 소비자동향조사 결과 美 3월 신규 주택판매 EU 2월 무역수지 EU 4월 구매관리자 지수(잠정치)	韓 4월 BSI 및 ESI 韓 1/4분기 실질 국내총생산(속보) 美 3월 기존주택판매 美 3월 내구재주문 美 주간 실업수당 청구건수	美 4월 미시건대 소비자 신뢰지수(확정치)
28	29	30		
	美 2월 주택가격지수 美 4월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	韓 3월 산업활동동향 韓 3월 금융기관 기준평균금리 美 1Q 고용비용 지수 美 1Q GDP(1st Est.) 美 3월 개인소득 및 개인지출 美 4월 시카고 PMI 美 4월 ADP 고용지표 中 4월 Caixin 제조업 PMI EU 25년 1분기 p GDP(잠정치)		

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