



더 많은 리포트 보기

KB Bond

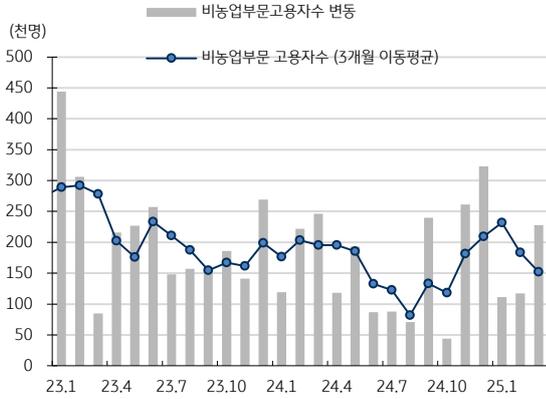
바뀐 전제로 바뀔 수 있는 결과

일단은 금리 하락. 금리 반등 시기는 기존 2분기에서 2분기 말~3분기 초로 후퇴

- 높아진 경기 침체 우려. 4월 2일 트럼프 대통령은 예상보다 강한 상호 관세율을 발표. 베센트 재무장관은 보복관세가 없다면 최고 관세율을 적용했다고 언급했지만, 중국은 모든 미국산 수입품에 대해 34%의 관세를 부과한다고 발표. 중국의 보복으로 미국은 중국산 제품에 대한 관세율을 더 높일 수 있음. 또한, 아직 구체적인 내용은 없지만, EU도 미국의 상호관세에 대응해 보복 조치를 준비하고 있는 것으로 알려짐. 만약 EU까지 보복 관세를 단행한다면 보호무역주의에 따른 경기 둔화 우려는 더욱 높아질 것
- 미국의 관세 정책이 약해지기 위해서는 실물 경제 지표가 둔화되는 것의 확인이 필요. 트럼프 대통령 그리고 베센트 재무장관은 금융시장의 폭락에도 불구하고 메인스트림은 견고하며 미국을 더 위대하기 만들기 위해서는 단기간의 고통은 감수해야 한다고 언급. 소비자심리지수는 하락하고 있지만, 아직 실물 경제에는 뚜렷한 경기 침체의 흐름은 포착되고 있지 않는 모습. 지난 3월 비농업부문 고용자수도 22.8만명 증가하면서 시장 예상치 (13.8만명)를 크게 상회. 실업률이 4.2%로 지난달 (4.1%)보다 반등했지만, 소수점 둘째자리까지 보면 4.14%에서 4.15%로 상승한 것. 하지만, 헤드라인 수치가 견고하며 트럼프는 고용발표 이후 예상보다 더 좋은 결과이고 정책이 이미 작동하고 있다고 자부심을 보여줌. 이를 고려하면 트럼프의 관세 정책은 더 지속될 가능성이 존재
- 예상보다 강한 트럼프의 강경한 보호무역주의로 복잡해진 한은. 한은은 지난 2월 수정전망에서 미국의 보호 무역주의 일부를 반영하면서 올해 성장률을 전망. 하지만, 지난 3일 한은 부총재보는 미국의 관세율은 예상보다 높았고, 대상국가도 광범위했다고 언급. 이를 고려하면 트럼프의 관세 정책은 한은이 전제한 것보다 강했을 것이며 이에 따라 한은이 제시한 올해 성장률 1.5%보다 추가 하향 조정은 불가피. 물론, 지난 2월 금통위에서 한은 총재는 올해 성장이 1.5%를 하회해도 이는 통화정책이 아닌 재정지출로 대응해야 한다고 언급. 다만, 당시와 비교해 관세 정책이 더 강해진 점을 고려하면 바뀐 전제로 인해 한은도 추가 인하 시점을 4월로 앞당길 가능성은 높아짐
- 더욱이 헌법 재판소에서의 탄핵이 인용되면서 국내의 정치적 불확실성도 완화. 지난 2016~17년 사례를 보면 정치적 불확실성이 해소된 이후 소비자심리지수가 빠르게 반등한 점을 고려하면 이번에도 정치 불확실성 해소로 소비자심리지수가 반등할 수 있음. 4월 인하를 단행하는 것이 금리인하의 효과 측면에서도 보다 클 수 있음
- 1,470원을 상회했던 1,450원대까지 재차 반락. 지난 2월 금통위 당시 1,430원부근이었던 점을 고려하면 여전히 높은 수준이지만, 트럼프의 관세에 따른 악달러 그리고 탄핵으로 국내 정치 불확실성이 해소되며 추가 약세 모멘텀은 약해진 점을 고려하면 환율에 대한 우려는 완화. 지난 2~3월 서울 부동산 가격이 상승하고 이에 따른 가계대출이 점차 통계에서 확인될 수 있는 점은 부담. 다만, 지난 4분기 사례를 보면 한은은 부동산 가격은 거시 건전성 및 부동산 대책에 보다 의존할 수 있음. 참고로 6일 국토부의 실거래가시스템에 따르면 토지거래허가구역이 실행된 이후 서초구와 용산구는 거래가 0건이며 토지거래허가지역의 총 거래 건수는 9건에 불과
- 한은 입장에서 대선 일정도 통화정책의 부담으로 작용할 수 있음. 아직 대선일은 확정되지 않았지만 늦어도 6월 3일 (화)에 대선이 열려야 하며 전주에 열린다면 5월 28일 (수) 전후가 유력. 문제는 금통위가 5월 29일 (목)로 선거 직전 혹은 직후에 열린다는 점은 한은의 부담. 과거에도 한은은 대선 및 총선 직전 혹은 직후에는 기준금리를 동결한 바 있음. 만약, 한은이 5월까지 기준금리를 동결한다면, 7월 금통위 전까지 트럼프의 관세로 3개월 이상 경기가 둔화되는 것을 지켜봐야 하는 점은 부담
- 만약, 한은이 4월에 기준금리를 동결하더라도 인하 소수의견 가능성은 높음. 또한, 한은은 금리가 낮아지면서 부동산 가격이 자극될 수 있는 우려가 존재하지만, 지난 1월 금통위와 마찬가지로 경기를 고려해 추가 인하 가능성을 열어 놓을 것. 또한, 금리인하 소수의견이 개진될 경우 시장은 결국 여차피 단행할 금리인하라고 예상하면서 인하 기대감을 유지할 것

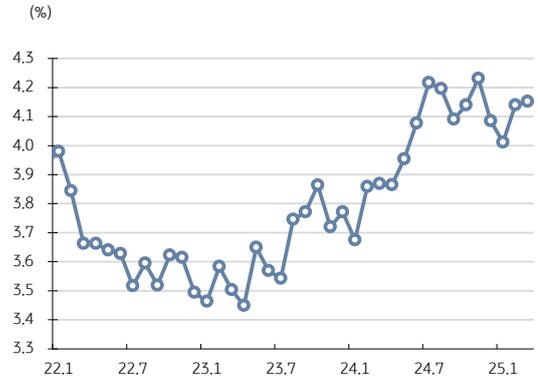
- 4월 금통위 전까지 추경안이 국회에서 최종 통과되거나 최종 통과 가시성이 보이면 인하 기대감은 소폭 후퇴하겠지만, 그 전까지 빨라진 금리인하 기대감 그리고 최종 기준금리도 기존 2.25%에서 재차 2% 전망이 반영되면서 금리는 하락할 것. 최종 기준금리 2.25% 전망에서 국고 3년 2.5%하단은 견고했지만, 이를 하회하고 있는 점을 고려하면 이미 시장은 최종 기준금리 2%에 대한 전망도 일부 반영으로 판단. 국고 3년은 2.40%, 국고 10년은 2.60%가 하단이라고 판단. 다만, 이 때부터는 비중을 축소해야 한다고 판단
- 한은의 인하 여력이 많지 않은 상황에서 추경이 예상보다 크게 그리고 빠르게 통과된다면 한은도 금리를 동결하면서 보다 환율 및 가계부채 등의 움직임을 확인할 수 있는 시간이 존재. 정부가 10조원 가량의 추경을 제시했지만, 의회 과반을 차지하고 있는 민주당은 부족하다는 입장. 추경의 최종 통과가 예상보다 지연될 수 있음
- 트럼프의 당선, 한국의 정치적 불확실성 확대 그리고 생각보다 강한 관세 등 여러 전제가 바뀌면서 예상보다 빠르게 한은이 기준금리를 인하하고 있지만, 환율 및 부동산 가격에 대한 경계심으로 한은이 인하할 수 있는 여력은 많지 않음. 경기에 대한 부정적 영향은 크지만 경기의 하방은 하반기로 갈수록 점차 완화될 것. 대선 전까지 추경에 대한 논의가 지지부진할 수 있지만, 대선 이후 신 정부가 들어서면 경기를 살리기 위한 추경 논의가 보다 구체적으로 힘을 받을 수 있기 때문. 더욱이 경기의 하방 압력이 크다는 점에서 신 정부에서는 경기를 우선 순위로 두고 정책을 펼칠 가능성도 높음. 문재인 정부가 들어섰던 2017년에도 대선 전에는 추경에 대한 뚜렷한 논의 없었지만, 대선 이후 일자리 중심의 10조원 추경이 논의. 정부가 제시한 10조원 추경이 진행과정에 대한 확인은 필요하지만, 대선 전 10조원의 추경이 통과되면 시장은 대선 이후 2차 추경 가능성을 반영할 것. 만약, 대선전까지 추경안이 통과되지 않는다면, 늦어진 추경 편성과 신정부의 경기 부양에 대한 의지로 추경 규모는 기존 시장이 반영하고 있는 20조원보다 큰 규모로 편성될 가능성이 높음. 또한, 8월 말 발표되는 2026년 예산에서 정부의 확장적인 예산안에 대한 우려도 반영할 것. 긴축적인 재정지출에서 확장적 재정지출로 바뀌면서 경기에 대한 기대감이 높아지며 금리인하 기대감은 축소되고 재정적자에 대한 우려는 커질 것
- 또한, 하반기로 갈수록 관세에 대한 우려도 점차 완화될 것. 고용지표에서 보듯이 강한 경제 펀더멘털로 트럼프는 강한 관세 정책을 유지할 수 있음. 공화당 지지자들도 트럼프의 정책에 고통이 수반될 것이라는 것에 어느정도 인정하고 있기 때문. 다만, ISM 제조업지수에서 보듯이 미국의 다양한 제조업 부문은 이미 관세의 불확실성에 노출. 트럼프는 관세를 통해 해외의 공장을 미국으로 이전하고 이에 따라 일자리를 창출하겠다는 전략이지만, 막상 경기의 불확실성이 높아지면 기업들은 투자를 축소할 수밖에 없음. 3월 고용지표도 견고했지만, 실업자 중 신규로 진입한 사람 수가 73.9만명으로 2017년 2월 이후 최고치를 기록하고 있으며, 시간당 평균 임금 상승률도 전월대비 0.25%로 전월 (13.7만명)보다 둔화되고 있는 점은 고용시장이 약해지고 있다는 증거. 더욱이 본격적으로 반영은 되지 않고 있지만 2~3월 진행된 연방정부 공무원들의 유예사직이 반영되기 시작하면 고용시장은 더 흔들릴 수 있음
- 2분기 중 점차 실물 경제에서도 둔화되는 모습이 확인되기 시작하면 트럼프도 관세 정책에 부담을 느낄 것. 트럼프 임기는 이번이 마지막이고 추가 당선은 헌법이 개정되기전까지 불가능하지만, 2026년 11월에 선거를 통해 재선출되는 상/하원 공화당 의원들은 트럼프에게 관세 정책에 반기를 들기 시작할 것. 2024년 상원 선거에서 트럼프의 지지를 받았던 테디 크루즈 (공, 텍사스) 상원의원은 트럼프의 관세가 지속될 경우 물가를 올리는 반면, 경기에 부정적 영향을 미쳐 2026년 선거에서 공화당은 피바다 (bloodbath)가 될 것이라고 언급. 점차 공화당 내에서도 트럼프의 강경한 관세 정책을 우려하는 의원들이 나타나고 있음
- 트럼프의 정책 중 아직 구체화되지 않은 것은 감세. 감세에 따른 재정적자 확대 우려를 줄이기 위해서는 지출의 축소와 세수입 대안이 필요. 다만, 트럼프 정부는 메디케이드 지출을 삭감하려 했지만, 공화당의 반대가 존재. 결국 감세안이 추진을 받기 위해서는 다른 곳에서 새로운 세수입이 들어오고 있다는 확인이 필요. 4월부터 시작된 상호관세로 5월이면 관세수입이 확인되기 시작할 텐데, 이 경우 감세안도 보다 힘을 받을 것이며, 이에 따라 트럼프도 경기의 하방 압력을 줄이기 위해 관세를 완화하기 시작할 것
- 강경한 관세에 따른 경기 하방 그리고 이에 따른 연준 및 중앙은행들의 금리인하를 반영했던 가운데, 관세 정책이 약해진다면 금리인하 기대감이 후퇴할 것. 더욱이 국내는 추경의 불확실성도 금리 반등의 이유. 기존 금리 반등의 시기를 2분기로 전망했으나, 관세 정책과 국내 정치적 불확실성으로 인해 금리 반등의 시기를 2분기 말~3분기 초로 다시 지연될 것으로 예상

그림 1. 3월 비농업부문 고용자수는 22.8만명으로 예상치를 상회



자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 미국의 공식 실업률은 4.2%로 반등했지만, 소수점 둘째자리까지 보면 0.01%p 상승



자료: Bloomberg, KB증권

표 1. 한은은 2월 수정 전망에서 미국의 관세 정책을 반영했지만, 트럼프의 관세는 한은의 전제보다 더 강했음. 비관적 시나리오에 가까운 관세

구분	주요내용
기본	<ul style="list-style-type: none"> - 중국: 25.1/4분기부터 관세 부과 후 유지 - 여타국: 25년중 관세 부과, 26년중 완화 - 저강도 보복관세 - 무역정책 불확실성은 26년부터 완화
낙관	<ul style="list-style-type: none"> - 중국: 26년중 관세 완화 - 여타국: 낮은 수준 부과 후 26년중 완화 - 중국만 부분 보복관세 - 무역정책 불확실성은 25년 하반기 이후 완화
비관	<ul style="list-style-type: none"> - 25년중 큰폭 관세 인상 후, 26년에도 유지 - 고강도 보복관세 - 무역정책 불확실성 심화

자료: 인포맥스, KB증권

그림 3. 2016~17년 소비자심리지수는 정치적 불확실성 완화 이후 반등한 점을 고려하면 소비자심리지수는 이번에도 반등할 수 있음



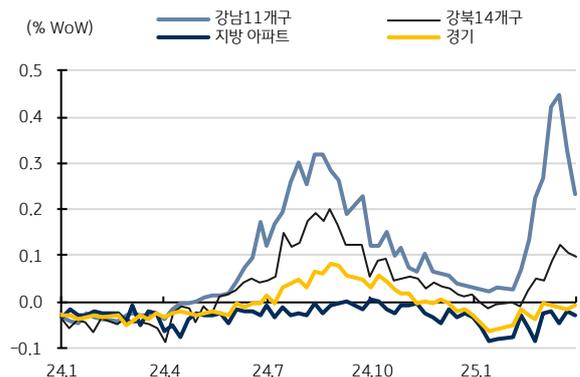
자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 꾸준히 상승하던 원화도 상승세가 둔화



자료: Bloomberg, KB증권

그림 5. 부동산 가격은 부담이지만, 한은은 정부의 정책에 더 의존할 수 있음



자료: KB부동산, KB증권

표 2. 과거 총선 및 대선과 한은의 통화정책 결정

선거일	선거	선거일 전 금통위			선거일 후 금통위			기준금리	
		일자	선거 일-금통위 일	결정	일자	선거 일-금통위 일	결정	선거 전	선거 후
2000-04-13	총선	2000-04-06	-7	동결	2000-05-04	21	동결	5.00	5.00
2002-12-19	대선	2002-12-12	-7	동결	2003-01-09	21	동결	4.25	4.25
2004-04-15	총선	2004-04-08	-7	동결	2004-05-06	21	동결	3.75	3.75
2007-12-19	대선	2007-12-07	-12	동결	2008-01-10	22	동결	5.00	5.00
2008-04-09	총선	2008-03-07	-33	동결	2008-04-10	1	동결	5.00	5.00
2012-04-11	총선	2012-03-08	-34	동결	2012-04-13	2	동결	3.25	3.25
2013-02-25	대선	2013-02-14	-11	동결	2013-03-04	7	동결	2.75	2.75
2016-04-13	총선	2016-03-10	-34	동결	2016-04-19	6	동결	1.50	1.50
2017-05-10	대선	2017-04-13	-27	동결	2017-05-25	15	동결	1.25	1.25
2020-04-15	총선	2020-04-09	-6	동결	2020-05-28	43	인하	0.75	0.50
2022-03-09	대선	2022-02-24	-13	동결	2022-04-14	36	인상	1.25	1.50
2024-04-10	총선	2024-02-22	-48	동결	2024-04-12	2	동결	3.50	3.50

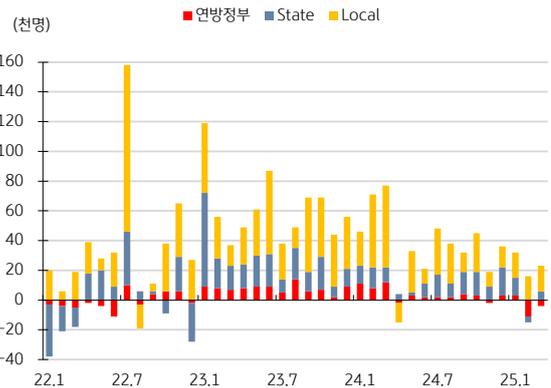
자료: Bloomberg, KB증권

그림 6. 실업자 중 신규로 진입한 사람수는 2017년 2월 이후 최고치



자료: Bloomberg, KB증권

그림 7. 아직 연방정부 공무원들의 유예사직에 따른 영향은 뚜렷히 확인되고 있지 않음



자료: Bloomberg, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 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.