

전략공감 2.0

Strategy Idea

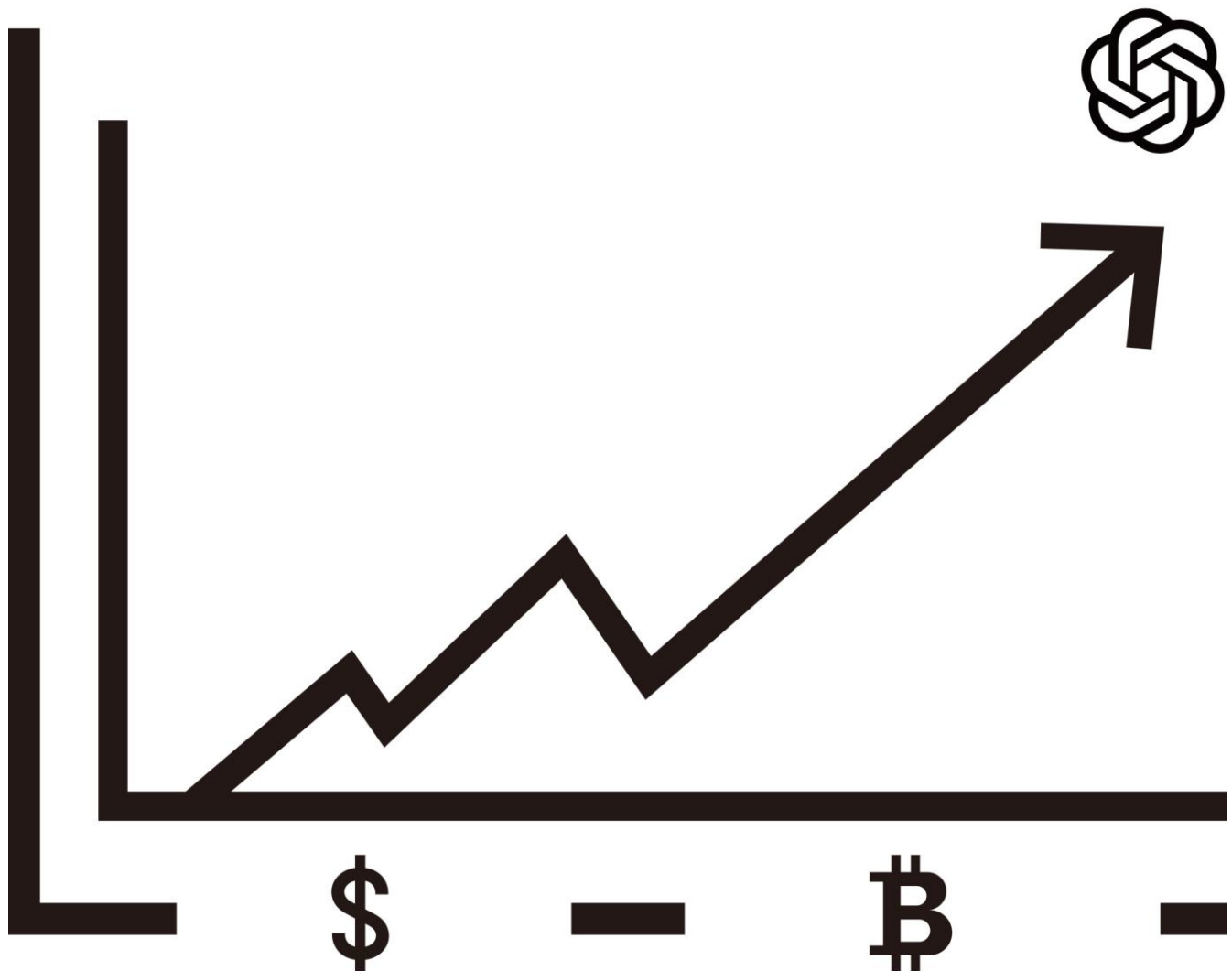
한국 기준금리 2.25%에서 Pause!

오늘의 차트

SLR 규제 완화에 따른 미국채 매수여력 점검

칼럼의 재해석

암모니아 추진선은 선택이 아니라 필수



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

한국 기준금리 2.25%에서 Pause!

- ✓ 우리는 4월 금통위 직후 기준금리 전망을 2.00%까지 낮추었던 것을 다시 2.25%로 상향
- ✓ 1분기 마이너스 및 연간 0%대 성장을 걱정했던 국내 경제는 대선 이후 큰 변화. 미국 관세부와 우려 일부 완화로 예상보다 2분기 수출이 견조했고, 추경을 중심으로 한 확장적 재정정책으로 심리 지표 개선 두드러짐. 들쭉이는 부동산 가격 및 가계부채, 금융안정 필요성 증대
- ✓ 애초 4분기 금리인하는 미국 인하기대 여부에 따라 아슬아슬(close call)하다고 평가했으나, 최근 금융안정 측면에서 8월 금리인하가 쉽지 않을 가능성도 검토해야 할 정도

신정부 출연으로 통화정책 기대 전환, 정치적 이유 아니다

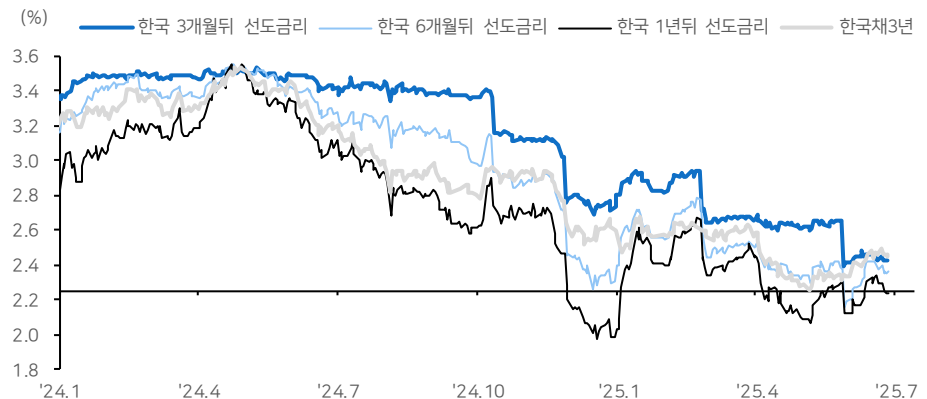
불과 2개월이 채 안된 5월 초만 해도 국고3년 2.2%, 국고10년 2.5%대로 2022년 인플레이션발 금리급등 이후 최저점을 기록했다. 5월말 해도 일부 외사계를 중심으로 올해 기준금리가 2% 아래로 내려갈 것이라는 전망까지 득세했다.

금리인하가 시급해 보일 정도로
좋지 않았던 당시 상황

지난해 계엄정국 이후 국내외 정치적 혼란까지 가세하면서, 한국경제에 대한 우려가 금리하락으로 직결되었다. 손발이 묶인 재정정책을 대신하여 금리인하 압력이 높아질 것으로 추정했다.

4월 금통위 당시 1분기 성장률이 마이너스(-)를 기록할 것이라는 한은총재 발언과 동시에 올해 기준금리 인하 전망은 2.25% → 2.00%로 당사조차 하향조정을 실시했다. 대선 이후 추경이 예정되어 있었으나 당장이 급해 보였다.

그림1 한국 선도금리 이제는 향후 1년 이내에도 25bp 인하 기대 그쳐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한은총재 역시 5월 중반까지 국제회의나 국회 등에서 '우리는 금리인하 기조에 있다. 충분히 인하할 것이다' 등의 발언을 통해 통화정책의 완화 의지를 표명했다. 5월 금통위까지 확인한 직후에도 시장은 2.00%까지 금리인하 가능성을 높게 보는 투자자가 다수였다.

대선 이후 채권시장 분위기 반전

그러나 6월 3일 대선 이후 시장분위기는 급격하게 바뀌었다. 아직 한은의 통화정책 완화기조 자체가 끝났다고 할 정도는 아니나 금리인하 기대치는 <그림 1>에서 보듯 향후 1년 이내 2.25% 정도까지만 반영할 정도로 후퇴했다. 일부 정치적으로 보수는 경기친화적이고 진보는 그렇지 않다고 이야기하나, 한국 통화정책은 정권과 무관하게 경기 여건에 맞춰 정권 내에서 인하와 인상이 공존한다<그림 2>.

금리 저점 국면에서

부동산 리스크가 복합적으로 작용

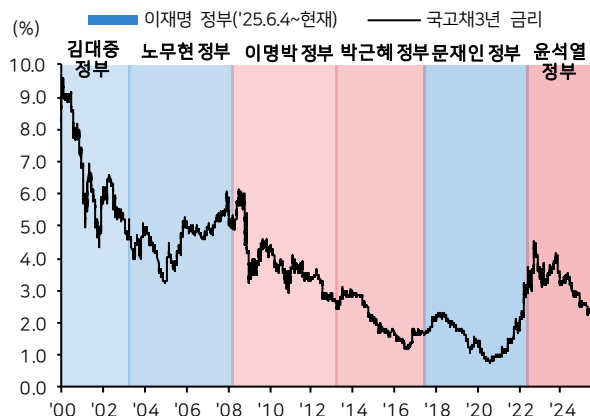
일반적으로 진보정권 당시 시장금리 특징은 하락세를 이어오다 바닥을 확인하는 과정이 존재했으나 대부분 부동산 관련 부담이 맞물린 결과였다. 최근 이재명 정권의 시작과 함께 부동산 시장이 들쭉이고 있다. 정권교체와 무관하다고 이야기했지만, 다양한 여건이 추가 금리인하 기대를 후퇴시키고 있다.

그림2 정권별 한국은행 기준금리 변화, 금리는 정치를 따르지 않고, 경기를 따른다



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 정권별 국고채3년 금리



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 정권별 국고채3년 vs 기준금리 스프레드



자료: 한국은행, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

인하 기대를 회복하고 있는 미국

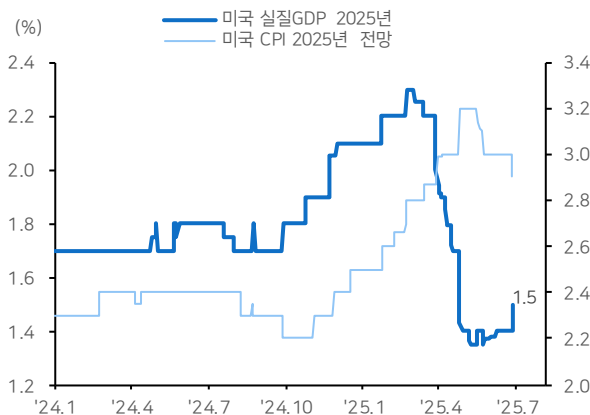
반면, 국내 금리인하에 제약요인이 될 것으로 우려했던 미국은 되려 6월 FOMC에서 연준의 신중한 입장을 확인했음에도 인하 기대가 다시 높아지고 있다. 미국의 관세전쟁이 일부 일단락되면서 성장률은 반등하고, 물가전망은 하향세로 돌아선 가운데<그림 5>, 고용을 중심으로 3분기 경제에 대한 우려감이 커지고 있다.

6월 점도표와 달리 선도금리는 7월 인하를 반영 중

올해 점도표는 2차례 인하를 지켰지만 동결 의견이 과반에 이를 정도로 늘었고, 내년은 2차례에서 1차례로 인하폭이 축소되었다<그림 6>. 파월의 발언만 보면 6월 회의 당시 인하 시그널은 전혀 없었다는 점에서 7월 인하가 쉽지 않은 듯 보이나 선도금리에는 7월에도 인하 확률을 50% 부근까지 끌어올리고 있다. 파월의 해임가능성까지 거론하면서 말이다.

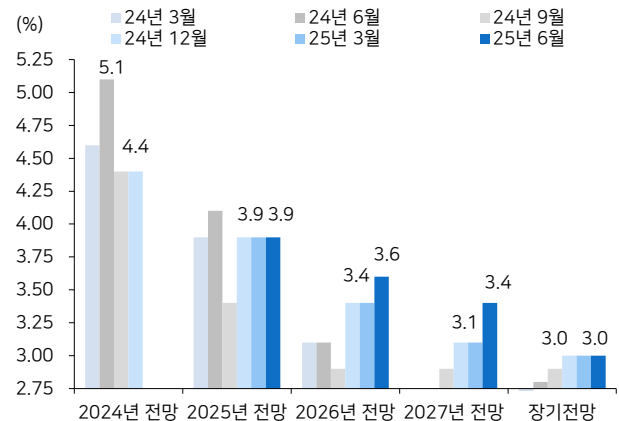
고공행진을 하던 미국채10년 금리는 최근 4.3%를 하회 4.2% 초반까지 내려왔고 국내 채권시장에는 긍정적인 재료로 작동하고 있다<그림 7>. 그럼에도 국내금리는 미국금리가 높을 때 하락하고, 지금처럼 하락할 때는 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있다. 하반기는 우리보다 연준의 금리인하가 더 많을 것이다.

그림5 미국 성장률과 물가 소폭 개선, 그래도 좋은 건 아니



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 점도표 예상, 작년에도 상반기보다 하반기 큰 폭 인하



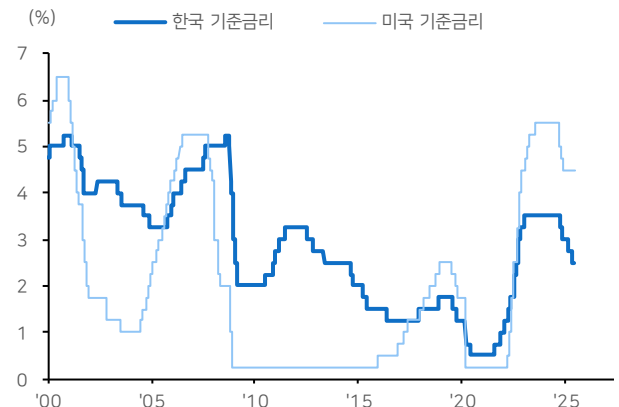
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국금리 4% 중반 잡혀 있는 동안 한국채 안정 기조



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 하반기 미국 금리인하 강도 정도는 확인 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 금리인하 기대 후퇴(1): 펀더멘탈 개선 예상보다 빨라

채권시장 분위기가 바뀌게 된 계기는 펀더멘탈 변화

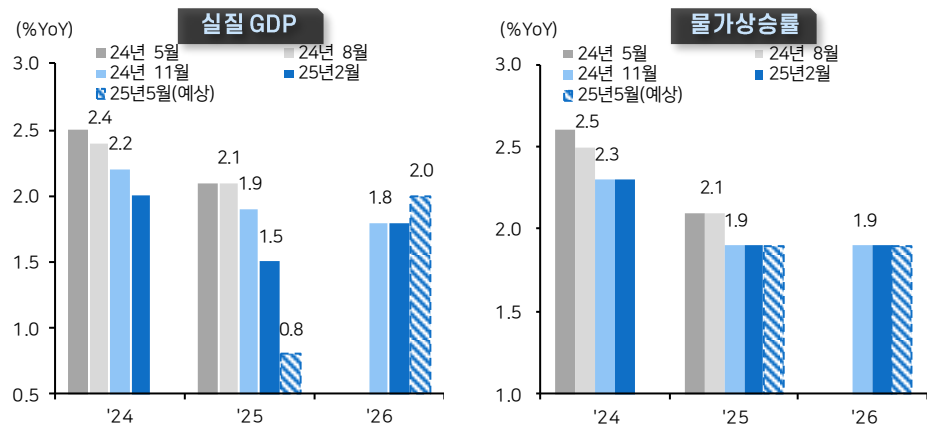
국내 금리인하 기대의 확대와 축소의 핵심은 일단 경기, 즉 펀더멘탈이다. 사실 물가는 지난해 하반기 안정범위인 2% 이내 1%대까지 반락하면서 한은의 관심 순위에서 밀렸다. 올해도 관세전쟁이나 지정학적 리스크로 유가가 올라도 물가에 대한 전망에는 큰 변화가 없었다.

내수중심 성장이 위축되면서 물가에 미치는 영향마저 제한적이었던 것이다. 4월 금통위 당시 한은총재는 1분기 역성장 가능성을 언급하면서 '미국 관세부과까지 더해진 어두운 터널에 진입했다'는 표현을 썼다. 작년 11월말 해도 올해 2%에 가까운 성장을 예상했던 한은은 계엄과 관세여파로 0.8%까지 전망을 낮췄다.

당시 순수출 둔화 가능성이 부각되면서 성장에 대한 우려 확대

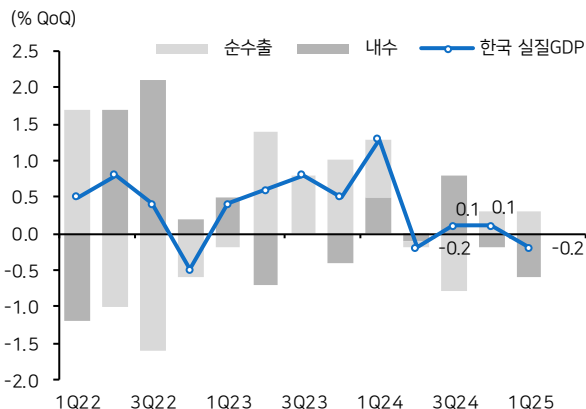
실제 1분기 QoQ -0.2%와 4분기 평균 마이너스 성장은 경기침체급 충격이었다<그림 10>. 관세충격마저 심화되어 2분기 순수출 기여도마저 무너지면, 한국은 올해 추경을 실시해도 0%대 중반 성장이 안될 것이라는 주장까지 나왔다. 때문에 공격적인 1%대 기준금리 인하의 필요성까지 거론된 것이다.

그림9 한은 5월 수정경제전망 올해는 0.8% 제시했지만, 최근 전망 상향 가능성 부각



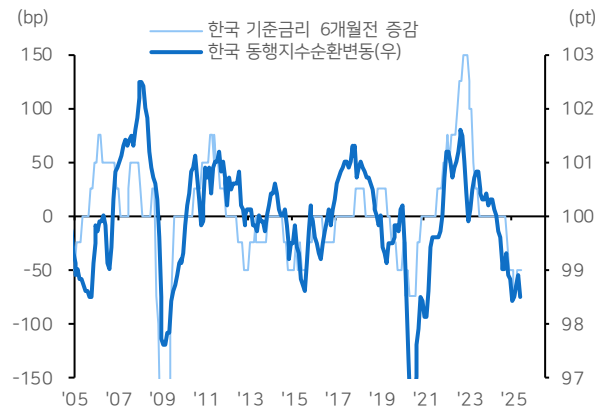
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림10 올해 1분기 뿐만 아니라 지난 4분기 평균 마이너스



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림11 침체기 제외 내수위축 심화, 금리인하폭 확대



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

내수지표인 동행지수순환변동치는 금융위기와 팬데믹 제외하고, 카드버블 붕괴때보다도 더 낮은 수준을 기록했다. 그래서 한은의 금리인하는 작년 10월을 시작으로 연이어 11월, 올해 2월과 5월, 3분기만에 100bp 인하를 단행했다<그림 11>.

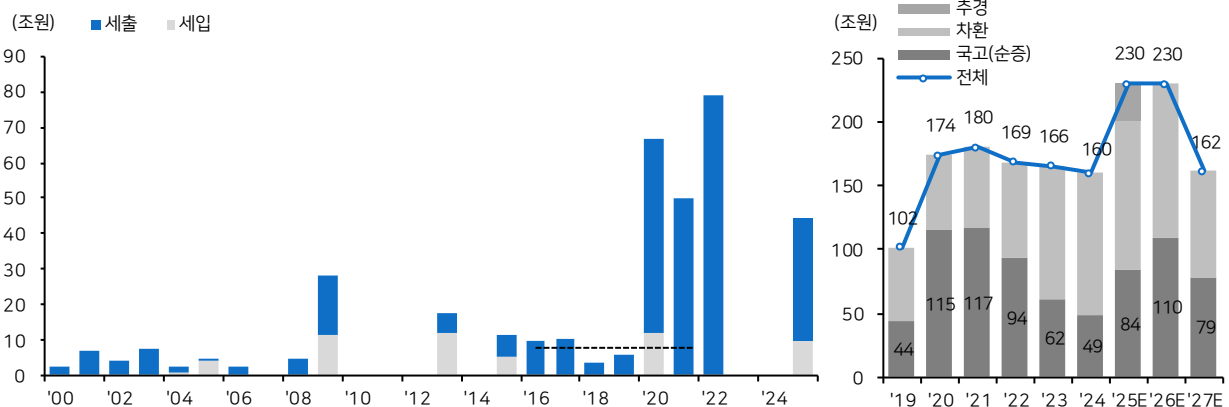
신정부 출범 이후 경기 회복에 대한 기대가 커지기 시작

5월 금통위까지 산불로 인한 1차 추경이 의결되었지만, 정치적 혼란 속 재정은 미래의 기대였다. 성장률 컨센서스 하락만큼 높아지던 금리인하 기대는 대선을 지나자 분위기가 급변하기 시작했다. 신정부는 2차 추경을 기존 세출기준 20조원대에 세입 10조원까지 30조원대로 결정되었다. 재원으로 적자국채가 20조원 넘게 편성되면서 국채 공급부담도 거론되었으나 경제 개선 기대가 강화되었다.

이는 내년 예산편성 발표시점까지 이어질 가능성이 커

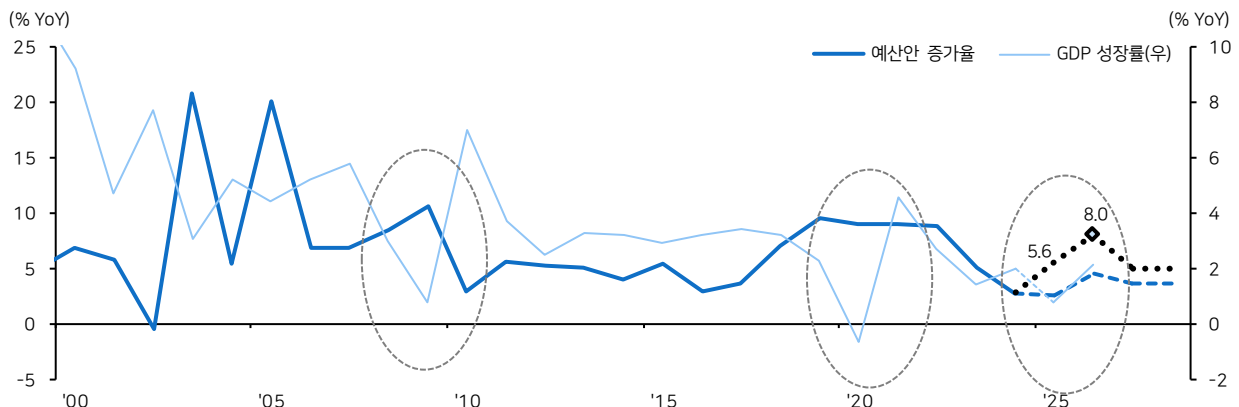
올해 민생지원금 중심 내수를 방어하기 위한 추경도 중요하지만, 한국경제 기대감은 8월 말 정도에 확인될 내년 예산편성까지 이어질 공산이 크다. 현재 주요 기업들의 지원 및 구조조정 이슈로 예산확대가 불가피하다. 올해만 1~2차 추경을 합쳐 예산액의 5%가 넘는 수준을 늘렸다는 점에서 내년은 기업정책 중심 8% 가까운 예산 증가가 예상된다<그림 13>.

그림12 한은 금리인하보다 1~2차례 걸쳐 유입된 40조원 추경으로 채권시장은 공급부담 + 경기개선 부담



자료: e나라지표, 연합뉴스, 머니투데이, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2026년 예산은 올해 추경포함한 8% 증가에 육박하는 편성, 팬데믹 이후 최대 수준 예상



자료: 기획재정부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

당사는 올해 성장률 전망을 상향 조절하기로 결정

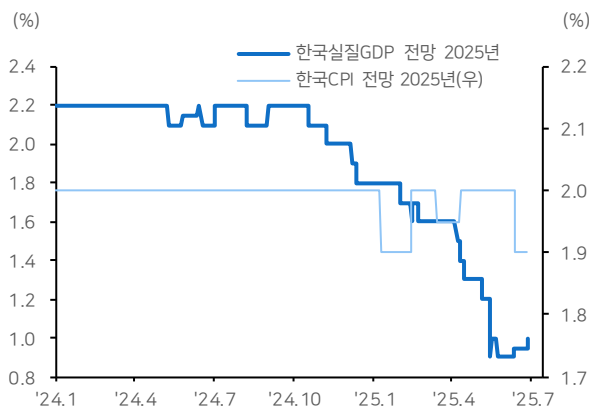
이를 기반으로 미약하지만 0.9%까지 하락하던 컨센서스가 최근 1.0%로 상향되었다. 당사 이코노미스트 역시 7월 1일자 전략공감 자료를 통해 올해 0.8%→1.0%, 내년 2.1%→2.2%로 성장률을 상향했다. 추경과 예산확대는 공급물량 충격으로 채권시장의 부담요인이기도 하나 근본적으로 경기안정을 통해 통화정책 경로에 미치는 영향이 더 크다고 볼 수 있다.

대내외 불확실성 완화에 한국 증시 호조

당장 2분기 물량기준 순수출이 우려보다 관세충격을 크게 받지 않았고, 한국보다 먼저 협상한 영국이나 협상 중인 중국을 보면 우리 또한 긍정적 타협 가능성이 높은 편이다. 바깥의 위험이 줄고, 내부적으로 신정부 확대재정으로 수혜는 주식시장으로 이어지면서, KOSPI는 3,000pt를 넘어섰다<그림 15>.

증시가 선행지표로 함의를 담고 있다면 아직 위축된 동행지수는 최근 경제심리(ESI)반등을 쫓아 개선될 것이다<그림 16>. 그런 경제심리는 민생지원 등의 기대까지 녹여 정책민감도가 기업보다 높은 소비심리 개선을 쫓아 더 개선될 여지가 크다. 심리가 돌아오면, 통화정책 기대도 같이 돌 수 있다.

그림14 한국 물가 안정적, 성장률 둔화에서 소폭 개선 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 경제심리 개선, 가파른 주가상승 이후 금리도 올라



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림16 동행지수 아직 바닥이나 경제심리 선행적 개선



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 경제심리 내에서도 정책민감도 높은 소비심리 빨라



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 금리인하 기대 후퇴(2): 부동산과 가계부채의 금융안정

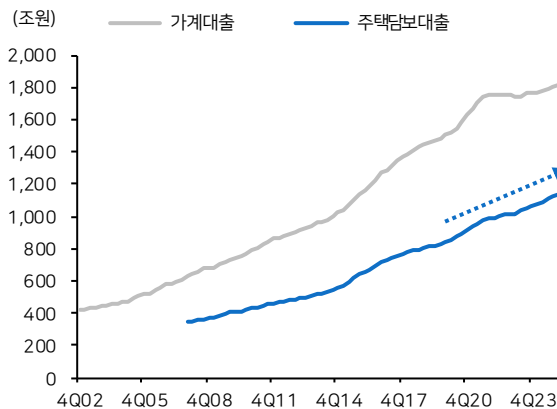
경기둔화 우려가 완화되고 일부 개선세로 돌아선다고 해도 올해 1% 내외 성장률은 부진한 성장임은 분명하다. 재정정책이 중요도를 맡았다고 하나 한은총재도 충분히 인하하겠다는 입장을 밝힌 상태에서 금리인하 기대를 이렇게 빨리 접는 것이 맞느냐는 일부 투자자들의 의견도 듣고 있다.

금리인하 기대를 약화시키는 데 일조한 금융안정 요소

최근 금리인하 기대 후퇴에 성장률 전망 및 주가&심리 지표 개선도 중요도가 있겠으나 핵심은 부동산 시장을 중심으로 한 가계대출, 금융안정 측면이 부각되고 있다. 신정부 들어와 들쭉이는 부동산 관련 대통령마져 '주택은 투기가 아닌 주거'라고 강조하며, 강한 규제를 시사했다.

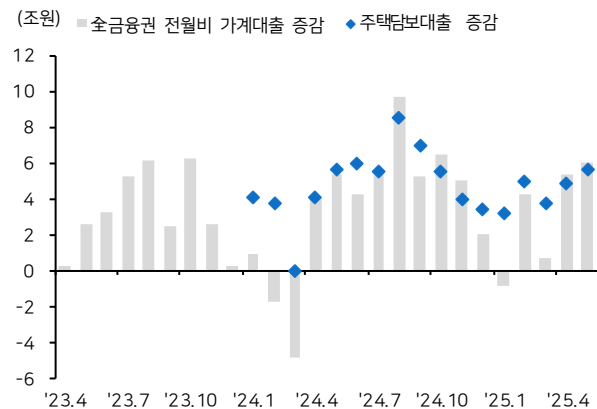
실제 2022년 급격한 금리인상으로 위축되었던 부동산 경기는 2024년 은행들의 대출규제로 기준금리 수준까지 주담대 금리가 하락하자 가계부채 급증과 동시에 들쭉였다. 이후 은행들이 가산금리를 통해 대출 속도조절에 나섰으나 신정부 기대 및 풀려있는 유동성 여건이 다시금 부동산 시장을 자극하고 있다.

그림18 부동산이 통화량을 흡수?



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림19 최근 금융권 가계대출 증가세, 다시 확대되기 시작



자료: 금융위원회(25년 6월은 잠정치), 메리츠증권 리서치센터

그림20 6월 긴급 가계부채 점검회의에서 발표된 가계부채 관리 강화방안 주요 내용

구분	주요내용	시행일
총량관리	전 금융권의 정책대출 외 가계대출 총량목표는 하반기부터 당초 계획(연간 75조원) 대비 50% 수준으로 감축(하반기 37.5조원 → 19조원) 정책대출은 연간 공급계획 대비 25%를 감축	7월 1일 시행
주담대 제한	수도권·규제지역 내에서 취급하는 주택구입 목적 주담대의 최대한도를 6억원으로 제한(이전 총액한도 없음)	공표된 다음 날부터 시행
LTV 강화	수도권·규제지역 내 생애 최초 주택구입 목적 주담대의 LTV를 80%에서 70%로 강화 및 전입의무 없음에서 6개월 이내 전입의무를 부과. 지방은 현행과 동일	공표된 다음 날부터 시행
다주택자 규제	수도권·규제지역 내에서 2주택 이상 보유자가 추가 주택을 구입하거나, 1주택자가 기존 주택을 처분하지 않고 추가 주택을 구입 하는 경우에는 추가 주택구입 목적 주담대를 금지(현행 규제지역 LTV=30% → LTV=0%)	공표된 다음 날부터 시행
생활안정자금	수도권·규제지역 내 보유주택을 담보로 해 생활비 등 조달목적으로 대출받는 생활안정자금 목적 주담대 한도를 최대 1억원으로 제한(이전 2억원). 수도권·규제지역 내 주택을 2채 이상 보유한 차주에 대해서는 해당 주택들을 담보로 한 생활안정자금 목적 주담대 취급을 금지	공표된 다음 날부터 시행
정책대출 최대 한도 축소	주택기금 디딤돌(구입)·버팀목(전세) 대출은 최대 한도를 대상별로 축소 조정. 세부항목별로 축소폭은 상이(e.g. 신생아 디딤돌 대출 현행 5조원 → 4조원, 청년버팀목 현행 2억원 → 1.5조원)	공표된 다음 날부터 시행
대출 만기 제한	수도권·규제지역 내 주담대 대출만기를 30년 이내로 제한해 총부채원리금상환비율(DSR) 규제 우회를 방지	공표된 다음 날부터 시행
전세대출 제한	수도권·규제지역 내 소유권 이전 조건부 전세대출을 금지. 수도권·규제지역 내 주공금·HUG·SGI 전세대출 보증비율을 90%에서 80%로 현행보다 강화	7월 21일 시행
신용대출	신용대출 한도를 차주별 연소득 이내로 제한해 신용대출을 활용한 주택 구입 등을 방지	공표된 다음 날부터 시행

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

당장 급증하는 월간 주담대출 규모는 7~8월 규제 전 수요까지 더해져 9조원 내외까지 늘 것이라는 우려가 크다. 정부는 서울 수도권 대출 6억원이라는 물량 규제를 통해 시장안정을 도모하기로 했다. 여기에 한은 부총재가 6월 27일 국정위 보고에서 '기준금리 추가 인하에 신중하겠다'고 밝혔다고 한다.

부동산 가격 오름세로 인해 인하 시점을 기다려야 했던 작년

작년에도 둔화되는 경기여건에 8월 인하설까지 기대되었지만, 당시 부동산 상승세에 한은은 금리인하 시점을 10월까지 기다렸다. 큰 틀의 경기바닥 인식도 중요하나 올해도 통화정책 당국은 부동산이 '뜨거운 감자'로 부상했다. 현재 한은의 금리인하와 동시에 늘어난 M2 증가는 지난해 어려운 경기 여건에 안전판 역할을 했지만, 이제는 통제가 필요한 상황으로 인식된다<그림 21>.

최근 주택가격 흐름에는 유동성 통제가 더 효과적인 수도

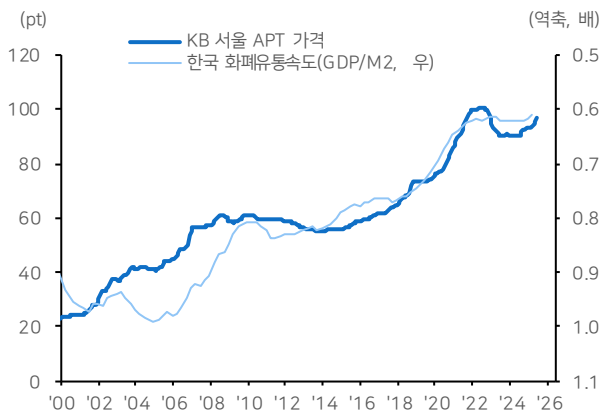
2000년대 들어와 성장대비 과도한 유동성 공급은 화폐유통속도(GDP/M2)의 둔화로 연결되어 일부 자산가격 상승의 원인이 되었다<그림 22>. 팬데믹 과정에서 과도하게 늘었던 유동성이 정체기를 지나 지난해 하반기 다시 늘기 시작했다는 점에서 최근 주택가격은 금리보다 직접 유동성 통제가 더 유용할 것이다.

그림21 금리인하 구간에서 다시 급증한 유동성, 부동산 시장의 연료 활용



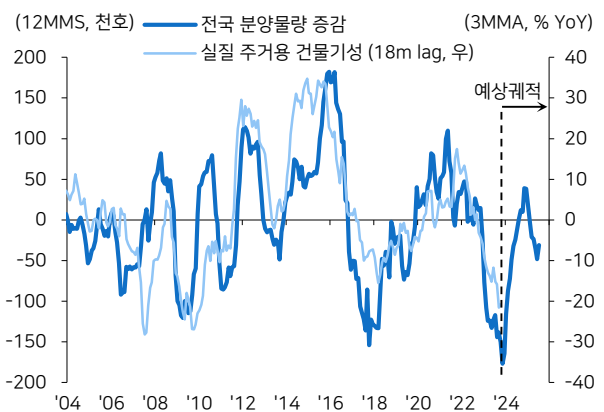
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림22 화폐유통속도 둔화=잉여유동성 풍부, 부동산 긍정적



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림23 2025년 성장률 부진 원인 건설투자는 바닥 통과



자료: 통계청, 부동산 114, 메리츠증권 리서치센터

연내 1차례 추가인하 전망 유지

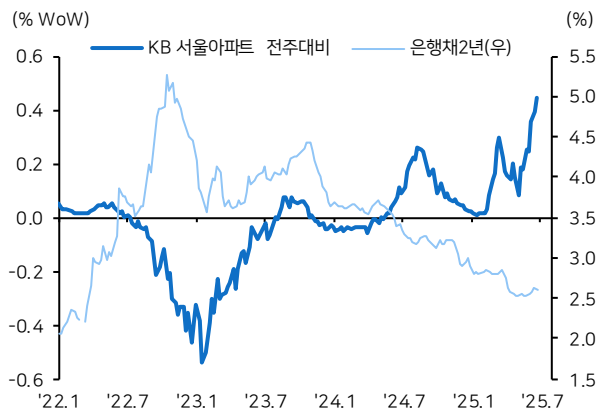
2010년 중반 이후 부동산 빅사이클이 한번을 지나 이제 급격한 조정이 마무리되는 과정이다. 올해 한국 성장률 부진의 핵심이 건설투자였다면, 부동산 가격상승은 금리로 결정하기보다는 직접적 유동성을 통제하는 것이 중요하다. 이를 감안하여 우리는 올해 1차례 금리인하가 단행될 것이라는 전망은 유지 중이다.

인하 실시 이후 내년까지
통화정책 휴지기 예상

개선되었다고 해도 올해 성장률은 겨우 1% 남짓이다. 간접적 정책수단인 금리는 부동산만 보고 단행될 수 없다고 한은총재가 한결같이 이야기를 해왔다. 부동산은 현재 열기를 식히는 것이 목적이지만 이제 겨우 건설투자 바닥에서 다시 찬물을 끼얹을 상황은 아니다. 때문에 금리인하는 향후 1차례 인하를 실시한 이후 내년까지 휴지기에 진입할 것으로 예상된다.

서울과 수도권 부동산이 난리이지 지방은 아직도 해결해야 할 문제들이 산재해 있다. 때문에 이번 대출 규제가 서울과 수도권 주택 6억원이라는 것에 방점이 찍힌 것이다. 금리는 간접적으로 대출규제로 자칫 식을 수 있는 경기와 금융시장에 안전판 역할을 수행하는 정도를 기대할 수 있겠다.

그림24 은행채금리 소폭 올라도 2년내 최저 수준 완화적



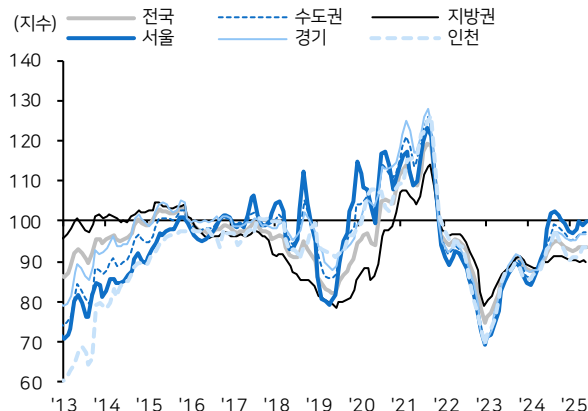
자료: KB부동산, 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림25 주담대금리와 기준금리 스프레드 120bp는 낮은 편



자료: 5대 시중은행, 메리츠증권 리서치센터

그림26 수도권 수요 > 공급, 지방은 아직 공급이 과다



자료: 한국부동산원(0은 공급多, 200은 수요多), 메리츠증권 리서치센터

그림27 수도권-비수도권 아파트 가격 격차 다시 확대



자료: KB부동산(중형 62.81㎡이상~95.86㎡미만 기준), 메리츠증권 리서치센터

한국 금리인하 휴지기, 그래도 하향 안정 기조는 유효

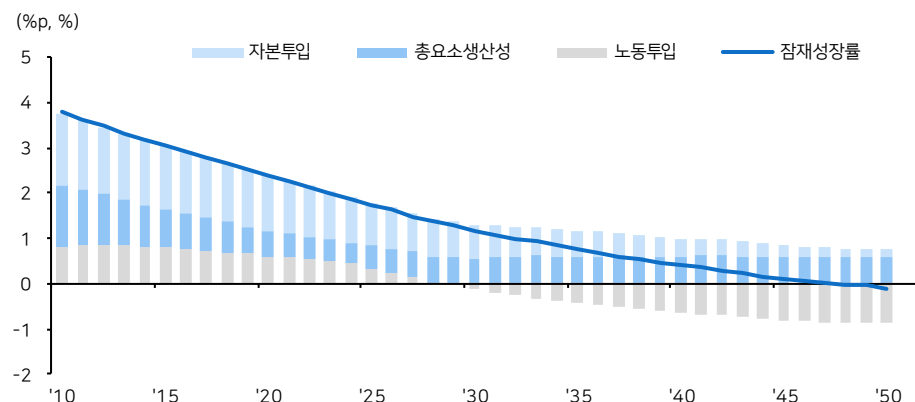
우리는 전망 의견 수정에 보수적인 편이다. Data dependent와 유연성을 운용뿐만 아니라 분석의 영역에서도 잘 갖추어야 한다. 그럼에도 복이 없는 우리라도 기존 논거를 기반 중심을 잡으려고 노력해야 한다고 생각해 전망 변경에 보다 신중하게 대응하고 있다(미국 하반기 3차례 인하 전망 작년 12월 이후 견지).

그래서 4월 이전은 대선 이후 재정정책의 역할을 주목하면서 2.25%에서 인하가 멈출 것을 제시했다. 그러나 올해 0%대 성장을 인정하면서 2.25% 기준금리를 2.00%까지 낮췄다가, 지금은 다시 올해 1.0%대 성장과 금융안정 측면을 고려해 기준금리 전망을 다시 2.25%로 상향했다.

8월 금통위 동결론 부상 중

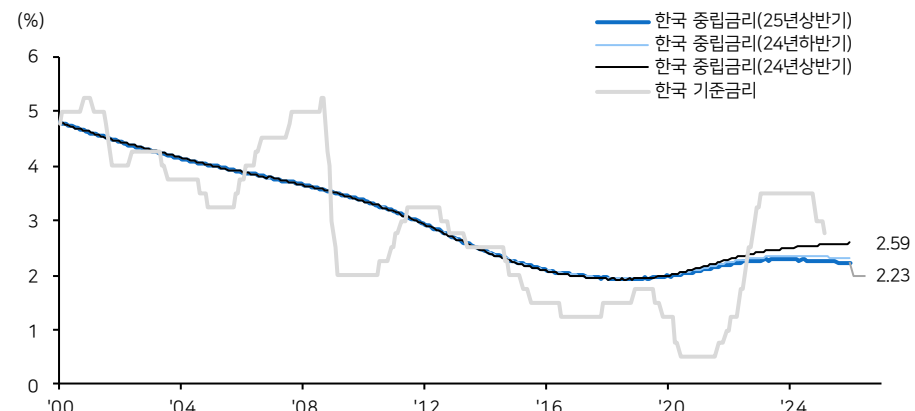
시장기대 역시 우리와 유사하게 변화하는 과정에서 최근 가계부채 급증을 염려하여 8월에 인하를 실시하지 않을 것이라는 의견이 큰 폭으로 늘고 있다. 금융안정에 초점을 맞추면 그럴 수 있다. 그러나 7월부터 실시되는 DSR III와 수도권 대출 규제는 3분기 이후 대출증가세가 둔화될 것을 예견하게 한다.

그림28 KDI추정 현 잠재성장률 1%대 후반, 5년내 1% 중반 10년 이후에는 0%대로 하락



자료: KDI 김지연, 김준형, 정규철, '잠재성장률 전망과 정책적 시사점', 메리츠증권 리서치센터

그림29 당사추정 한국 중립금리는 2% 중반에서 2.2%대로 하향, 향후 더 내려갈 수 있어



자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리를 빠르게 낮추고 기대를 통제하는 것이 적절하다는 평가

올해 금리인하의 핵심이 경기둔화였다면 최근 바닥을 확인하는 과정에서도 한은이 약속한 중립금리의 중간값 수준인 2.25%까지 빨리 낮추는 것이 우리는 옳다고 생각한다. 추경과 맞춰 경기부양에 최선을 다한 이후 추가 완화 기대를 통제하는 것이 더 효과적이라고 보는 것이다.

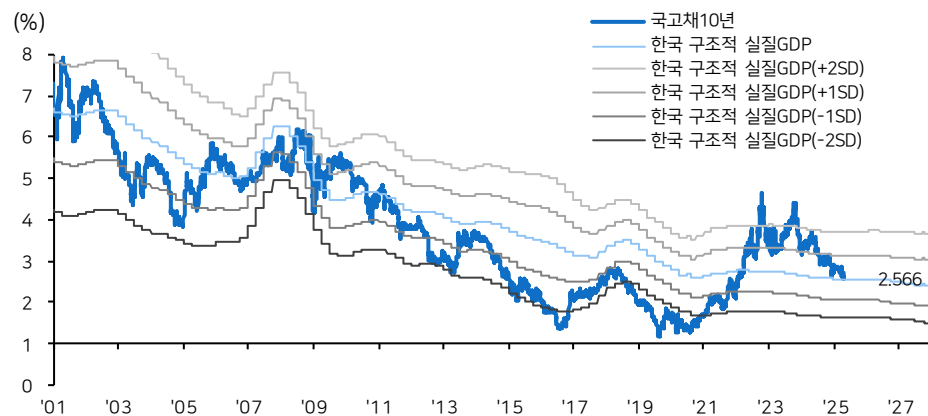
그렇지만 최근 금융안정에 포커스를 맞춘 인식에서는 8월까지 추이를 살핀 이후 대출규제가 효과를 발휘하는 4분기에 안정적으로 금리를 낮추는 것을 권고하고 있다. 미국의 통화완화 시점도 9월 정도이니 대외금리차까지 고려하여 인하가 더 편할 수 있다고 한다.

추가 인하 시점에 대한 불확실성이 확대되고 있는 상황

최근 필자 역시 이 부분에 대한 고민이 깊어지고 있다. 때문에 7월 금통위에서 인하에 대한 시그널이 강하지 않을 경우 5월 포워드가이드스 4명의 인하 제시에도 불구하고 8월마저 건너 뛸 수 있다. 현재 국고3년 2.5% 부근은 올해 1차례 인하 정도를 인정할 수준에서 균형을 잡는 수준이나 8월 동결은 자칫 '인하는 할 수 있는 거야?'하는 의구심을 야기할 수 있다.

우리가 추정한 중립금리 중간값과 한은 통방문구, 한은총재의 기존 발언에 기인하면 1차례 인하는 남았다고 볼 수 있으나 시점의 불확실성은 부담이다. 7월 중 미국의 통화정책 기대라도 살아나는 부분을 확인하는 것이 중요하겠다.

그림30 장기 성장추세 기준, 아직 역사적 평균보다 높은 대출보다 저축에 유리한 영역



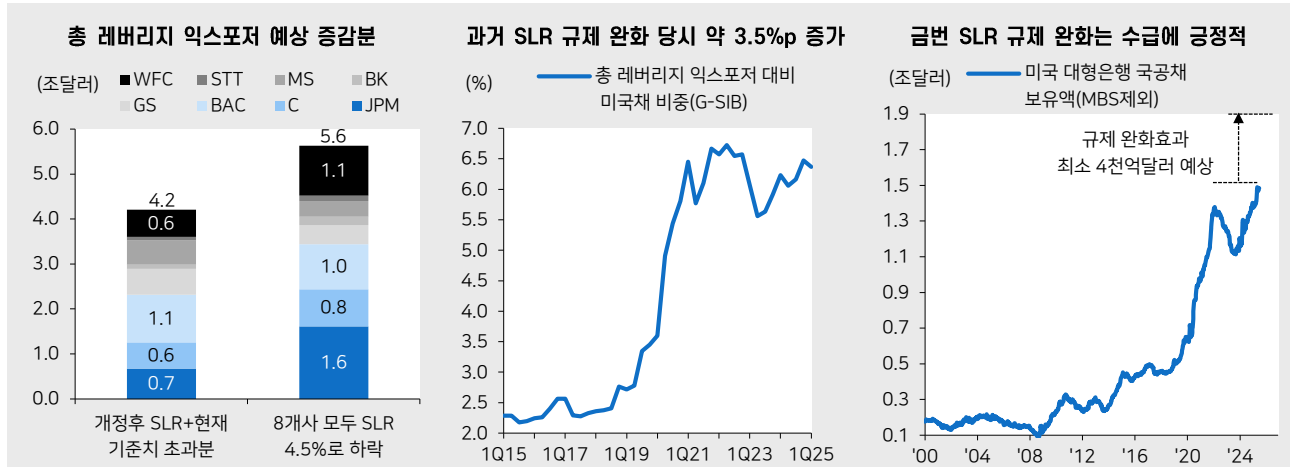
주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임

자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

윤여삼 연구위원

SLR 규제 완화에 따른 미국채 매수여력 점검



주: 두번째 그래프에서 미국채는 매도가능증권(AFS) 및 만기보유증권(HTM)을 합산하여 계산

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

이전보다 탄력적으로 바뀌게 된 SLR 개정안

SLR 개정안이 발표된 지 일주일 이 지났다. 기존 eSLR 방식을 새로운 버퍼 산정 방식으로 대체해 일괄적으로 적용되던 규제(SLR 비율 5.00%)를 폐지하고, 개별 리스크 수준에 따라 적용받는 규제 비율을 3.50%에서 4.25% 사이로 낮출 수 있도록 변경되었다(G-SIB 지주회사 기준). 미국 채권시장에서는 이번 규제 변화가 은행들의 미국채 매입 여력을 얼마나 확대시킬 수 있을지에 주목하고 있다.

SLR 산식의 분자와 분모 추정

SLR 비율은 Tier 1 자본(분자)과 총 레버리지 익스포저(분모)로 이루어져있다. Tier 1 자본의 경우 FRB에서 언급했듯이 감소할 가능성이 있는데 다른 규제 비율도 충족해야 하기 때문에 그 감소폭은 2% 이내로 추정된다. 총 레버리지 익스포저는 예상되는 SLR 비율과 Tier 1 자본을 통해 역산해서 증감분을 도출할 수 있다. 각 기업별 현재 SLR 기준을 초과하는 수치를 변경된 기준에 적용해 다시 SLR 비율을 산출하면 총 레버리지 익스포저는 약 4조달러 이상 증가하는 것으로 나타난다. 모두 4.50%로 SLR 비율을 낮추면 5조달러까지 확대된다.

매수여력이 늘어날 때 미국채를 얼마나 살까

늘어나는 총 레버리지 익스포저에서 각 금융사들이 얼마만큼 미국채를 매수할지 추정하기 위해 각 금융사별 미국채 보유 비율 추이를 참고했다. 특히 과거 일시적으로 비율 산정에 미국채를 제외한 때와 각 기업의 포트폴리오 등을 감안해 총 레버리지 익스포저의 10%가 미국채에 투자될 것으로 추산했다.

SLR 개정안은 수급부담 완화 요인

가정을 토대로 G-SIB의 미국채 매입 여력을 산출하면 4.3천억달러부터 시작된다. 계산과정에서 단기매매증권(Held for trading)을 포함하지 않았기 때문에 실제 수치는 이보다 높아질 가능성이 존재한다. 최근 상원을 통과한 OBBBA가 향후 10년간 3.4조달러 재정적자를 유발할 것으로 분석이 제기되고 있는데, SLR 규제 완화가 해당 충격의 일부를 상쇄해줄 수 있을 것으로 기대한다.

칼럼의 재해석

배기연 수석연구원

암모니아 추진선은 선택이 아니라 필수 (TradeWinds)

암모니아 추진 선박이 조선·해운 산업의 탈탄소 전략에서 핵심 축으로 부상하고 있다. 2025년 4월 IMO는 2050년까지 선박 배출가스의 완전 제거를 목표로 한 해양오염방지협약(MARPOL)의 중기조치를 마련했으며, 여기에는 탄소 배출 성과에 따라 교정 비용 또는 감축 크레딧을 부여하는 방안도 포함되었다. 해당 조치가 2025년 10월 특별 회기에서 채택되면 2028년부터 본격적으로 실효를 갖게 된다.

이에 따라 University College London은 2030년대 중반부터 암모니아 추진선이 총비용 측면에서 경쟁 우위를 확보하게 될 거라고 전망한다. VLSFO 또는 LNG와 비교했을 때 연료 비용 효율은 떨어지지만, MARPOL이 시행되어 탄소 비용이 부과되기 시작하면 암모니아는 친환경성분 아니라 비용 부담 회피 수단으로서도 매력적인 대안이 된다.

물론 유독성 물질인 암모니아의 특성상, 안정성 확보는 선박 운항 외에도 벙커링 과정에서도 핵심 이슈로 남아 있으며, 관련 인프라 부족 역시 상용화에 걸림돌로 작용하고 있다. 이로 인해 시기상조라는 시각도 존재하지만, 중장기적으로는 탈탄소 시대에 대응하기 위한 유력한 대안으로 주목받고 있다.

2028년, 선박 탄소배출의 판도가 바뀐다

2025년 4월, IMO(International Maritime Organization)는 제83차 해양환경보호 위원회(MEPC 83)를 통해 해운산업의 탈탄소화를 위한 강도 높은 중기조치를 승인했다. 기존 규제가 연료 효율이나 선박 설계 기준 등 기술적 요소에만 국한되었다면, 2028년부터 적용될 이번 규제는 금융적 인센티브와 페널티 구조를 최초로 명문화했다. 이는 책임경영을 넘어 탄소 회계 시스템으로의 전환을 의미한다.

MEPC 83 핵심 변화 - 이중가격제를 통한 페널티와 인센티브

MEPC 83 규제의 가장 핵심적인 변화는 '이중가격제(Dual Rate System)'의 도입을 통해 선박 온실가스 연료 집약도에 따른 차등적 비용을 실질적으로 부과한다는 점이다. 기존 초과분에 따라 톤당 최대 \$380/tCO₂eq의 교정 비용(Remedial Cost)이 부과되며, 반대로 기준보다 적게 배출한 선박은 잉여 감축분(Surplus Units)을 금융 자산으로 전환할 수 있다. 즉, 해당 감축분을 동일 선사의 다른 선박으로 이월하거나, 향후 IMO가 설립할 Net-Zero Fund에 판매하여 금전적 보상을 받을 수 있다.

표1 MEPC 82와 MEPC 83 규제 상 차이점

	MEPC 82 (기존 규제)	MEPC 83 (2028년 시행 예정)
평가 기준	EEXI (기존 선박의 설계 효율 평가기준) CII (선박의 실제 운항 중 탄소 배출 효율)	GFI (단위 에너지당 온실가스 배출량 수치) GFS (저탄소 연료 표준)
배출량 기준	TtW(Tank-to-Wake): 연소 시 배출만 반영	WtW(Well-to-Wake): 생산부터 연소까지 전 과정 반영
기준 미달 시 페널티	등급 평가 후 개선 요구	Tier1: \$100/tCO ₂ eq의 벌금 Tier 2: \$380/tCO ₂ eq의 벌금
감축 인센티브	없음	있음 (감축 분은 Surplus Unit으로 인정, 금융 자산으로 전환 가능)
핵심 변수	기술적 효율	저탄소 배출 연료

자료: Global CCS Institute, 메리츠증권 리서치센터

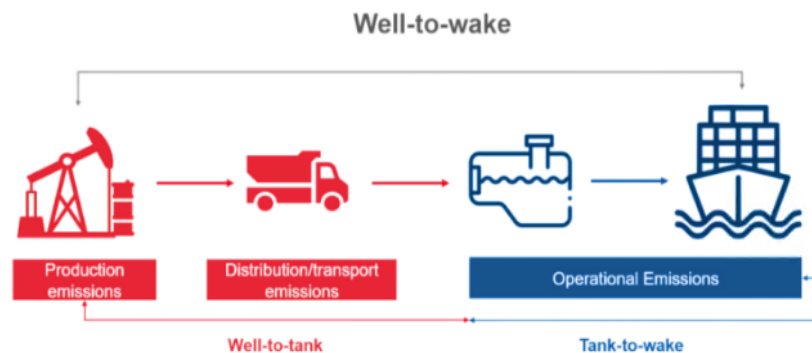
MEPC 83 핵심 변화 - WtW 방식을 통한 GFI 산출

두 번째 변화는 온실가스 연료 집약도 (Greenhouse gas Fuel Intensity, GFI) 산출에 있어 기존 Tank-to-Wake (TtW) 방식에서 Well-to-Wake (WtW) 방식으로의 전환이다. TtW 방식은 연료의 연소 과정에서 발생하는 직접 온실가스 배출량만을 탄소 배출량 산출에 포함한다. 반면 WtW 방식은 연료의 생산, 수송, 저장, 사용에 이르는 전 과정에서 발생하는 간접 온실가스 배출까지 포함하는 총 생애 주기 기준을 사용한다. 이에 따라 단순히 연소 효율이 높은 연료를 선택하는 전략만으로는 규제 대응이 어려워졌으며, 조선소, 연료공급사, 항만 인프라까지 포함한 전 밸류체인 차원에서의 감축 계획이 필요하다.

암모니아, LNG의 다음 대안이 되다

이러한 규제 변화 속에서 암모니아 추진선이 대안으로 부상하고 있다. 암모니아 연료는 친환경 연료로 오래전부터 논의되어 왔지만, 높은 비용으로 인해 상업화는 제한적이었다. 2025년 5월 기준 그린 암모니아의 톤당 가격은 평균 \$867.9/tm 수준으로, 이는 VLSFO 대비 2.5배, LNG 대비 3배에 해당한다.

그림1 탄소 배출량 산출 방법



자료: American Bureau of Shipping

표2 온실가스 연료 집약도 산출식

$$GFI_{attained} = \frac{\sum_{j=1}^J EI_j \times Energy_j}{Energy_{total}}$$

j	연료 종류
J	총 사용된 연료 종류 수
EI_j	연료 j의 WtW 기반 온실가스 배출량
$Energy_j$	연료 j의 에너지 사용량
$Energy_{total}$	총 에너지 사용량

자료: IMO, 메리츠증권 리서치센터

표3 WtW 기준 연료 별 온실가스 배출량

Fuel Type	GHG Emission Intensity (gCO ₂ eq/MJ)
VLSFO	91.4
LNG	84.9
그린 암모니아	1.4

자료: IRENA, 메리츠증권 리서치센터

암모니아 추진선은 향후 비용 경쟁력으로 발주량 증가 추세

하지만 암모니아는 WtW 기준 탄소 배출량이 사실상 제로에 가까운 유일한 상용 가능 연료인 만큼, 탄소 비용의 감축 및 이에 따른 Net-Zero Fund 거래 가능성을 고려하면 장기적인 관점에서는 비용 경쟁력이 있다. 실제로 Clarksons에 따르면 2024년 발주된 암모니아 선박 수는 84척(+2.1%p, YoY), 암모니아 겸용선 수는 162척(+2.3%p, YoY)으로 빠르게 증가하는 추세다.

국내 기업들의 암모니아 추진선 개발 노력

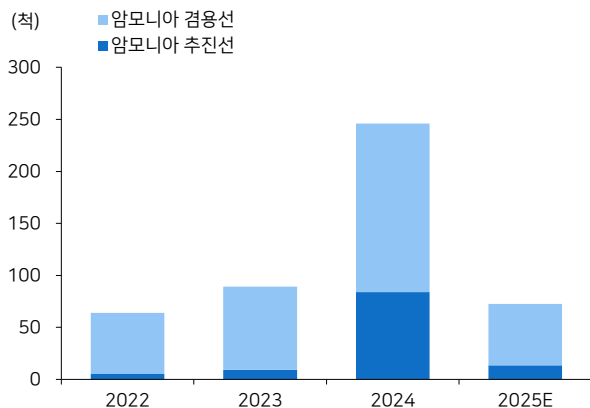
국내 조선업체도 암모니아 추진선 건조, 기술개발에 착수 중

이러한 기술적 과제와 경제성 재평가가 교차하는 상황에서, 국내 조선업체도 암모니아 추진선 개발에 속도를 내고 있다. HD현대중공업과 삼성중공업은 지난해 6월 자사 개발 암모니아 연료전지 추진 관련 시스템 및 VLAC 설계 등으로 기본인증을 획득한 바 있다. HD한국조선해양 역시 암모니아 연료의 안전성 개선을 위한 솔루션 '하이클리어스'를 개발해 암모니아 추진선 상용화를 위한 기술 개발에 착수하는 중이다.

실질적인 수주도 발생하고 있다. HD현대미포는 벨기에 선사 EXMAR로부터 암모니아 추진선 4척을 수주하여 지난해 12월 세계 최초로 건조에 착수했다. HD현대중공업은 지난달 팬오션으로부터 수주한 VLCC 2척을 LNG-암모니아 겸용선으로 설계했으며, 한화오션 역시 미국의 암모니아 수소 연료전지 시스템 전문기업 Amogy와 업무협약을 체결해 올해 안에 암모니아 추진선 상용화를 목표로 하고 있다.

선박 연료비는 선사들의 수익성과 직결된다. 연료비는 운항 거리, 속도, 선박 규모에 비례하기 때문에 장거리 운항 컨테이너 선박의 경우 총 운영 비용의 50~75%가 연료비에서 발생한 사례도 있다. 따라서 향후 시장 경쟁력 장악을 위해서는 친환경 규제에 대한 선제적 대응과 핵심 기술의 내재화가 얼마나 효과적으로 이뤄질지가 중요한 변수로, 그 행보에 귀추가 주목된다.

그림2 글로벌 암모니아 선박 발주 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림3 HD현대미포 암모니아 추진선 강재절단식



자료: HD현대미포

원문: Ammonia fuel 'a no-brainer', says University College London study (TradeWinds)