NH투자증권

채권(전략)

[8월 금통위] 한국은행 인하 시나리오 변경

한국은행 금리인하 시나리오 변경. 기존 연내 2회, '26년 1회에서 연내 1회(10월), '26년 2회(1분기, 2분기)로 변경. 서울 주요 선호 지역 부동산 안정화 확인 뒤 연말~연초 연준 금리인하 기대감 확대가 한은 정책 스케줄의 핵심 동인일 것

강승원 (채권전략)
02)2229-6421, sw.kang@nhqv.com

김민수 (채권/원자재 RA)
02)768-7618, minsu.kim@nhqv.com

통화정책 결정: 기준금리 동결

8월 금통위 기준금리 동결(2.50%). 그러나 1명의 금리인하 소수 의견(신성환)이 있었던 가운데 한국형 포워드 가이던스에서 향후 3개월 내 추가 인하를 주장한 위원은 총재 제외 6명 중 5명. 사실상 10월 인하를 시사한 것으로 판단

BOK: 올해 한 차례, '26년 두 차례 인하로 전망 수정

한국은행의 수정경제전망은 올해 성장률 전망치를 0.9%로 소폭 상향 조정하는데 그침. 특히, 당사가 주목한 '26년 성장률은 기존 1.6% 유지. 지난 5월 수정경제전망 이후 주요국의 추가 금리인하와 내부적으로 추경이 있었음에도 '26년 성장률 전망치를 유지한 것은 경기 전망의 불확실성을 높게 보고 있다는 방증. 실제로 통방문 및 기자회견에서 총재는 향후 관세 發 '선수출 효과'가 사라지며 수출 경로 둔화를 전망

경기 측면에서 여전히 추가 부양이 필요하지만 금리를 동결한 근거는 부동산. 통방문에서 한국은행은 수도권 주택가격의 추이를 좀 더 살펴볼 필요가 있음을 동결의 근거로 제시. 주목할 점은 이미 1) 수도권 아파트 가격 상승률과 2) 주택가격전망 CSI가 모두 '24년 인하 당시 레벨보다 낮다는 것. 사실상 한국은행의 초점은 수도권 전반보다 서울 핵심 지역 부동산 가격이라는 판단. 경기 외적인 요인 특히, 서울 핵심 지역 부동산 가격이 금리 동결의 핵심 이유라면 경기 측면에서는 인하 대응이 '늦어지고 있는 것'으로 해석

'한국은행이 적어도 연준으로부터는 독립적이지 않다'는 총재의 코멘트는 여전히 유효. 잭슨 홀 연설을 통해 연준이 이미 9월 금리인하를 시사한 가운데 당사는 9월 초 QCEW 조정을 통해 연준의 9월 인하 및 추가 인하 기대감이 확대될 것으로 전망. 이에 더해 최근 EIA가 '26년 1분기 브렌트유의 35%(y-y) 하락을 전망한 가운데 당사 역시 '26년 1분기 유가 하락 폭이 연간 가장 클 것으로 전망. 이상을 감안하면 연말~연초 연준의 정책 모멘텀이 가속화될 것. 이는 한국은행 정책 스케줄에 중요한 영향력을 행사

한국은행 금리 인하 시나리오 변경. 기존 연내 2회, '26년 1회에서 연내 1회(10월), '26년 2회(1분기, 2분기)로 변경. 금일 금리 동결로 인한 금리 상승 시 단기물 위주로 매수 대응을 권고

한국 기준금리와 국고채 5년 금리

표1. '25년 7월과 8월 통화정책방향 전문의 주요 문구 변화와 시사점

	'25.7월	'25.8월	시사점
세계 경제	세계경제를 보면, 통상환경의 불확실성이 이어지는 가운데 높은 관세율의 영향이 본격화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. … 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국과 주요국 간 관세협상 결과, 주요국 통화정책 변화 등에 영향받을 것으로 보인다.	세계경제를 보면, 미국과 주요국 간 무역협상이 진전되었으나 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. … 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화정책 변화 등에 영향받을 것으로 보인다.	미국 관세정책 영향으로 **글로벌 경기 둔화와 물가경로 차별화 전망**
국내 경제	국내경제는 건설투자의 감소세가 지속되었으나 소비가 국내 정치 불확실성 해소 등으로 개선되고 수출 증가세도 이어지면서 성장 부진이 다소 완화되었다. … 앞으로 소비가 경제심리 개선, 추경 등으로 점차 회복되고 수출은 미 관세부과 등으로 둔화될 것으로 예상되지만, 향후 성장경로는 대미 무역협상의 전개 상황, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 매우 높은 상황이다.	국내 경제상황을 보면, 건설투자 부진 지속에도 소비가 회복되고 수출도 반도체를 중심으로 예상보다 늘어나면서 성장 흐름이 개선되었다. … 앞으로 내수는 추경, 소비심리 개선 등으로 완만한 회복세를 이어가겠으나, 수출은 당분간 양호한 흐름을 보이다가 미국 관세 부과의 영향이 확대되면서 점차 둔화될 것으로 예상된다. … 향후 성장경로에는 미·중 무역협상, 품목별 관세 부과, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.	내수는 추경과 소비심리 개선을 바탕으로 완만한 회복세. 수출의 경우 관세 부과 영향으로 둔화 전망. 다만, 성장 경로에 있어 **내수 회복 속도와 품목 관세, 미·중 무역 협상 결과**에 따른 **불확실성 지속되는 중**. 이에 '25년 성장률 전망치 소폭 상향 조정(0.8%→0.9%) 및 '26년 전망치(1.6%) 유지
물가	국내 물가는 6월 중 소비자물가 상승률이 … 높아졌으나 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 전월과 같은 2.0%를 나타내었고, 단기 기대인플레이션율은 2.4%로 전월(2.6%)보다 낮아졌다. 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력, 국제유가 안정세 등으로 … 지난 5월 전망(각각 1.9%)에 대체로 부합할 것으로 전망된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.	국내 물가는 7월 중 소비자물가 상승률이 2.1%로 소폭 낮아지고 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.0%를 유지하는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. … 앞으로 국내 물가는 농축수산물 가격 상승에도 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.	물가는 안정적인 흐름 지속. 향후에도 **낮은 수요압력과 국제유가의 안정화**로 한은의 물가 안정 목표 수준에 부합할 전망('25년과 '26년 소비자물가 상승률각각 2.0%, 1.9%, 근원물가 상승률은 공히 1.9% 전망)
금융 시장	… 장기 국고채금리는 국채발행 확대 가능성 등으로 높아졌다. … 주택시장은 서울 등 수도권이 과열양상을 나타내다가 정부의 가계부채대책 시행 이후 다소 진정되는 움직임을 보이고 있으며, … 가계대출은 그간 확대된 주택거래의 영향으로 높은 증가세를 이어갔다.	금융·외환시장은 대체로 안정적인 모습을 이어갔다. … 가계대출은 정부의 가계부채 대책영향으로 증가규모가 상당폭 축소되었다. 수도권 주택시장에서도 가격 상승세와 거래량이 둔화되고 있으나, 주택가격 상승기대는 여전히 높은 상황이다.	가계부채 증가폭은 유의미하게 축소. 수도권 주택시장 과열도 진정된 상황이지만, 주택가격 상승기대가 높은 상황
정책 방향	… 국내경제는 … 당분간 낮은 성장세가 이어질 것으로 예상되며 무역협상 등과 관련한 불확실성이 큰 상황이다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택시장 및 가계부채 리스크가 증대된 만큼 거시건전성 정책의 효과를 점검하는 한편, 외환시장의 변동성 확대 가능성에도 계속 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.	… 국내경제는 … 성장세가 다소 개선되었지만 미 관세정책의 영향 등으로 향후 성장경로의 불확실성은 높은 상황이다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 … 추세적으로 안정될지를 좀 더 점검하는 한편 환율변동성의 확대 가능성에도 계속 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.	성장세 개선에도 불구하고, 관세 영향으로 성장경로 불확실성은 여전히 높음. 다만, **금융안정 측면에서 추세적 흐름을 확인**할 시간 필요 또한 있음. 이에 대내외 정책여건 점검해가며 '**성장 하방 리스크를 완화하기 위한 금리인하 기조 지속**' 문구는 유지

자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

기자회견 주요 Q&A

Q. 한국형 포워드 가이던스는 어떻게 되는지?

A. 금통위원 6명 중 5명은 3개월내 금리인하 가능성 열어놓음. 이는 낮은 성장세가 예상되는 만큼 이를 완화할 추가 인하의 필요성 언급. 1명의 금통위원은 동결 가능성 제시. 향후 입수되는 데이터를 지켜보겠으나, 금융안정 필요한 상황에서 연내 남은 기간 금리 동결의 필요성 언급

Q. 인하 소수의견의 배경은?

A. 동결 주장 위원들은 수도권 주택가격과 가계부채 추이가 충분히 안정되지 않았다고 판단. 정부와의 정책 공조 및 미국과의 금리 격차도 고려해야 한다고 주장. 다만, 신성환 위원은 금리인하가 부동산 가격을 자극할 가능성 있으나, 상승세가 주춤해졌고, 연준의 금리인하 가능성 또한 높아진 상황에서 선제적인 대응 필요하다고 주장

Q. 금리인하 기조 내년에도 유지 및 1%대 기준금리 고려해야 할지?

A. 내년 성장률을 1.6%로 전망하고 있는데 분기 변화율로 보면 내년 상반기까지 낮은 추세가 이어진 후 하반기부터 잠재성장률 수준으로 회복. 이에 적어도 내년 상반기까지는 금리인하 기조 유지될 것. 하반기 정책 여건의 경우 내년 상반기에 판단하는 것이 맞다고 생각. 따라서 1%대 기준금리에 관한 질문은 답변하기 바람직하지 않음

Q. 관세 협상 및 정상회담 결과가 금번 통화정책 결정에 미쳤던 영향은?

A. 중앙은행이 평가하는 것이 맞을지는 모르겠으나, 평균 관세율의 큰 변화가 없어 경제전망 또한 크게 바뀔 필요가 없어졌고, 성장의 하방 리스크도 상당히 완화됐다고 판단. 이에 금번 동결 결정에 부담이 덜했음

Q. 성장 회복이 필요한 상황에서 재정과 통화정책의 공조가 이뤄지지 않고 있다는 비판에 대한 의견은?

A. 한국은 실질금리 수준을 보면 여타 선진국들보다 낮은 상황이고, 유동성 관리 측면에서도 상당한 완화적인 수준. 금년 상반기 정치적 불확실성 확대로 인한 이례적인 경기 부진 상황 고려하면, 부양이 필요하긴 하지만, 지금보다 금리인하 속도를 더 빠르게 한다면 여러 구조적인 요인과 결합되어 부동산 가격에 대한 부작용이 커질 것으로 예상. 정부의 부동산 공급 대책과의 공조 또한 필요하다고 생각. 정책 완화 시기의 조정일 뿐, 사이클의 축소는 아님

Q. 최근 미국 통화정책 환경에 대한 평가와 한국에 미칠 영향은?

A. 미국의 경우 물가 안정화 달성이 아직 진행 중인 상황에서 고용과 생산지표의 하락이 확인되고 있음. 경기와 물가의 상충관계가 확대 중. 이에 잭슨 홀 연설에서 파월 의장은 무게 균형이 달라졌다고 표현

Q. 중앙은행 독립성 문제에 대한 의견과 한은 독립성에 대한 평가는?

A. 중앙은행은 통화정책 운용에 있어 기대인플레이션 관리를 통한 물가 안정이 핵심. 이에 금리 정책에는 독립성 필요. 다만, 금융 안정 정책은 성격상 정부와 협의가 필요하기 때문에 공조가 필요. 한국은 독립성 잘 유지되고 있다고 생각

Q. 통화정책 운용에 있어 성장과 금융안정 비중이 어떻게 되는지?

A. 물가가 안정된 상황에서 경기와 금융안정 사이에서 매번 고민하는 중. 금융 안정은 환율도 고려해야 하기 때문에 쉽게 판단할 수 없음

Q. 내후년 혹은 내년 중 GDP 갭 (+) 전환 가능성 있는지?

A. 내년 상반기까지는 (-) GDP 갭 지속 후 하반기부터 축소될 것으로 예상. 아직 시간이 많이 남아 향후 재차 평가할 것

Q. 금리인하의 성장률 제고 효과는 어떻게 되는지?

A. 통계적으로 25bp 인하는 0.06%p 제고 효과. 따라서 지난 네 번의 금리인하는 대략 0.24%p 로 추정

Q. 가계부채에서 부동산 가격으로 기준이 바뀐 건지? 서울 집값 안정의 기준은 어떻게 되는지?

A. 금융 안정에 있어 원칙은 가계부채. 다만, 거래량과 주택 가격이 아직 불확실한 상황. 특정 지역 집값과 가계부채 추이의 상관관계가 높아서 보고 있는 것. 한국은행이 금융안정에 있어 주택가격을 유심히 살펴보는 이유는 인구에 50% 이상이 수도권에 거주하는 상황에서 월세 등 주택 가격이 물가에 미치는 영향이 크기 때문. 한은의 금리인하가 유동성 제고로 부동산 가격 상승을 자극할 수 있기 때문에 정책 운용을 신중하게 하고 있음. 특정 지역의 가격 상승이 전체로의 확산 가능성 또한 있음

Q. 11월 경제 전망에서 상향 조정 시 상반기 금리인하 기조는 어떻게 되는지?

A. 전망치에 따른 조건부 가정으로 판단한 것. 향후 변경 가능성 있음

Q. 잠재 성장률 이하의 저성장 지속에 대한 의견은?

A. 단기적으로는 정치적 불확실성과 관세로 인한 성장 하방 압력 존재. 대내외 정치 및 경제 여건 고려할 때 어느정도 받아 들어야 한다고 생각. 다만, 중장기적으로는 여러 구조 조정과 노력이 필요할 것

Q. 향후 성장 상하방 리스크는 어떻게 되는지?

A. 하방 리스크로는 관세 재협상 혹은 관세 회피를 위한 미국으로의 생산기지 이전 과정에서 기업과 노조와의 갈등 가능성이 있음. 석화와 철강의 산업 구조조정 과정이 수월하게 진행될 지도 중요. 상방 리스크로는 반도체 관세가 예상보다 높지 않고, 수출 호조가 지속될 경우가 있음. 재정 요인도 감안해야 하는데 정부의 중장기 재정지출을 감안해야 하는데, 예산안에서 지출 규모가 확대될 경우 전망 수정할 것

Q. 환율 변동성과 내외금리차에 대한 의견은?

A. 금리차를 기계적으로 보고 있지 않으며 대내외 정책 여건에 따라 향후 환율 변동성 확대 가능성 있음. 또한 해외 투자 자금 유출로 인한 리스크도 유의하는 중

Q. 금통위에 노동계 위원을 포함하는 한은법 개정에 대한 의견은?

A. 해당 법안 아직 상세하게 살펴보지 않았으나, 특정 이해 집단을 반영하지 않고, 중립적인 견해를 가진 금통위원들이 모여 통화정책 운용을 하는 것이 맞다고 생각

Q. 성장 하방 압력 지속의 주된 요인이 무엇인지? 추경 효과의 소멸 때문인지?

A. 건설경기가 기존 전망보다 더욱 악화된 상황. 다만, 건설 경기가 나쁘다고 해서 금리인하를 가속화할 시 불가피한 건설업 구조조정에 도움이 되지 않을 것

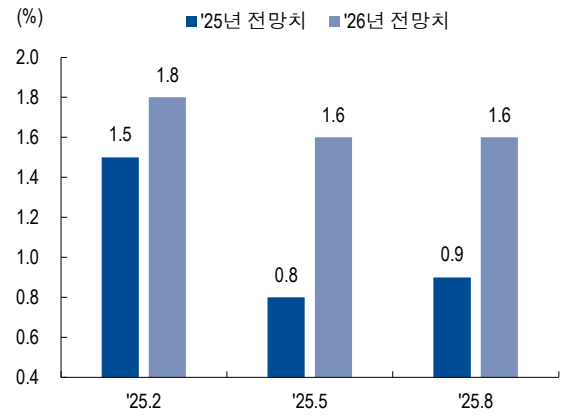
Q. 미국이 관세 이후 환율을 압박할 것이라는 전망 있는데 리스크 측면에서 이에 대한 의견은?

A. 주요 아시아 국가들은 미 재무부와 환율 논의 지속 중. 미국 입장에서는 과도한 원화 절하를 막으려는 상황이기 때문에 과거 이를 위한 한국의 노력 감안할 것으로 생각

Q. 정부의 부동산 대책에 대한 의견은?

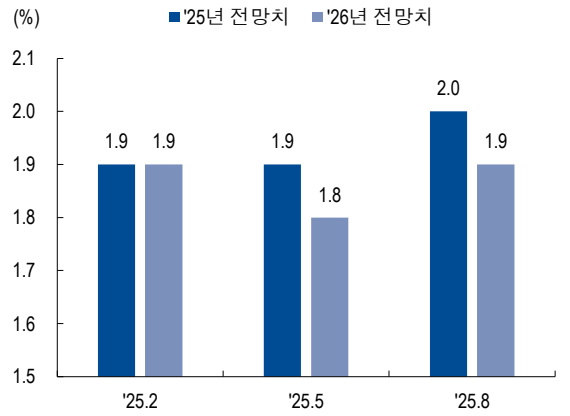
A. 6.27 대책은 매우 효과적인 정책으로 평가. 다만, 이는 수요 관리를 목적으로 한 것으로 향후 공급 관련 구체적인 윤곽을 확인하고 의견 제시하겠음

그림1. 한국은행 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국은행 소비자물가 상승률 전망 추이



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림3. 수도권 아파트 매매 지수 상승률 추이

자료: 부동산원, NH투자증권 리서치본부

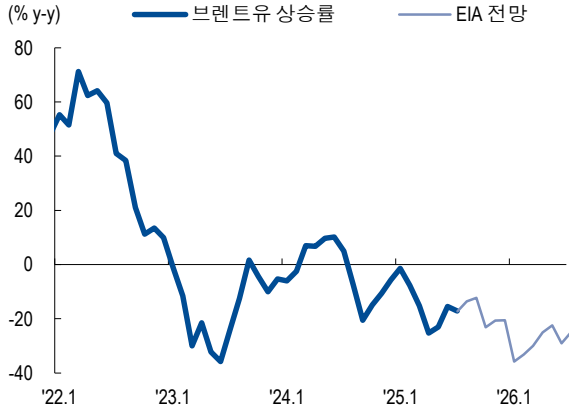
그림4. 주택가격전망 CSI

자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림5. 한국 수출 증가율 추이

자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림6. EIA는 '26년 1분기 국제유가 급락을 전망



자료: EIA, NH투자증권 리서치본부

NH투자증권 채권 정기리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-04-14	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	전황 정리: 정부, 연준, 투자자 그리고 실질금리
2025-04-21	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	'22년 잭슨 홀 연설과 시카고 연설의 공통점
2025-04-28	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	우호적일 5월 QRA
2025-05-02	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[5월 전망] 확인의 시간
2025-05-12	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	무역 협상 시나리오와 채권 시장
2025-05-19	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	무디스 신용 등급 강등 영향력 점검
2025-06-09	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	수면 밑의 변화들: 텀 프리미엄 Peak out
2025-06-16	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	6월 FOMC: 테일 리스크 시대의 연준
2025-06-23	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	미국의 이란 타격과 추경 이벤트 종료
2025-06-30	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[7월 전망] 아주 중요한 여름
2025-07-07	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	고용, 관세 그리고 7월 금통위
2025-07-14	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	양날의 검 관세: 수급 vs 물가
2025-07-21	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	파월 해임 이슈와 트럼프의 복선
2025-08-04	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[8월 전망] 비둘기(월러) 날다
2025-08-11	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	스티븐 미란 지명의 의미
2025-08-25	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	잭슨 홀 연설: 방향 〉 속도 〉 높이

NH투자증권 채권 이슈리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-04-09	FI Spot Comment	강승원	WGBI 편입 리뷰: 편입 시작 시점은 연기, 완료 시점은 유지
2025-04-09	FI Spot Comment	강승원	미국채 시장 기능 고장(Malfunction) 가능성
2025-04-15	FICC Collaboration	강승원, 권아민	전술적 원화 강세하 환헤지 전략
2025-04-17	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[4월 금통위] 5월 인하는 확보: 올해 2+1이라면?
2025-04-24	FI Spot Comment	강승원	한국 성장률 쇼크: 올해 추가 인하 횟수 2회→3회로 조정
2025-05-08	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[5월 FOMC] 연준의 딜레마와 인하 시점 변경
2025-05-12	NH Collarboration	강승원 외 4명	2025 한국 대선 공약별 금융시장·산업 영향 분석
2025-05-19	NH Collarboration	강승원 외 6명	미국 신용등급 강등의 영향
2025-05-26	Fixed Income Strategy	강승원, 김민수	[2025 하반기 FICC 전망 / 채권전략] Big Picture: 베센트의 4D 체스
2025-05-29	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[5월 금통위] 불확실한 환경 속 분명한 비둘기
2025-06-04	NH Collarboration	강승원 외 5명	Brand New Korea (2)
2025-06-04	FI Spot Comment	강승원	종합적인 관점에서 살펴본 한국 국채 수급 이슈
2025-06-16	NH Collarboration	강승원 외 5명	중동 긴장 재점화, 단기 자산 시장 영향 분석
2025-06-19	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[6월 FOMC] 누가 관세를 지불하는가?
2025-07-10	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[7월 금통위] 부동산과 '24년의 교훈
2025-07-31	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[7월 FOMC] Fed, 잭슨홀 그리고 QRA

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.