Fixed Income

28 Aug. 2025

채권분석
허정인 | jeongin@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

8월 금통위 Review

예상보다 매파적

8월 금통위 동결(2.5%), 인하 소수의견(신성환)

- 기준금리 동결 결정(2.5%)
  : 내수 및 수출 중심으로 국내 경제 성장세 개선
  : 가계부채 과열이 진정됐으나, 과거와 비교하면 안정화 속도 더딤. 주택가격 상승 기대를 안정화시킬 필요
  : 향후 정부의 추가대책 발표 가능성도 고려. 정책공조 필요성 감안

- 인하 소수의견
  : 인하 1인 – 인하가 주택가격 상승 위험을 자극할 수 있지만, 주택가격 안정화 진행. 연준 9월 인하 가능성이 높아진 만큼, 한국도 선제 대응 차원에서 인하 필요
  : 동결 5인 – 수도권 부동산 가격이 충분히 안정됐다고 보기 어려움. 정부의 추가 대책 발표시 공조 가능성 열어둬야 함

- 경제전망 상향
  성장: 2025년 (0.8%→0.9%), 2026년 (1.6% 유지)
  물가: 2025년 (1.9%→2.0%), 2026년 (1.8%→1.9%)
  근원물가: 2025년 (1.9%→1.9%), 2026년 (1.8%→1.9%)
  경제전망 상향 폭이 시장 기대보다 낮았음. 숫자 자체는 완화적으로 해석

- 통방문 문구 예상 부합
  : 성장률 개선 언급 (내수를 중심으로 개선)
  : 물가 안정. 다만 일반인 기대인플레이션율 상향 우려
  : 가계부채 안정되었으나, 주택가격 상승기대 여전히 높음

- 포워드 가이던스 매파적
  : 3개월내 인하 5명 vs. 동결 1인
  : 인하 5인 (잠재수준보다 낮은 성장. 추가인하 가능성을 열어둘 필요)
  : 동결 1인 (금융안정 리스크 해소를 위한 시간 필요. 3개월 정도는 동결 필요)

- 기자회견 매파적
  : 건설 업종과 금융안정(가계부채) 측면의 구조적 리스크를 감안했을 때, 현재는 기준금리 인하의 성장률 제고효과 효용이 적음
  : 정부의 거시건전성 정책 공조 차원에서 동결할 필요
  : 내년도 경제 경로는 상저하고 예상

- 총평

: 전반적으로 시장 우려보다 더욱 매파적이었던 회의. 특히 부동산대책 관련 정부와의 공조 필요성, 내년도 성장률 상저하고 등이 매파적

: 그럼에도 10월 인하는 기정 사실화(인하 사이클 유지, GDP갭 -1%p 근접). 다만 시장금리에 연내 1회 인하 가능성 대부분 선반영. 앞으로 시장이 최종금리에 대한 의구심을 형성하는 과정에서 3년물은 밴드에서 고정, 오히려 장기물이 일시적으로 반등했다가 하락할 가능성. PD협의회에서와 같이 2026년도 예산안이 시장 컨센서스 범위 내에 해당한다면, 향후 금리는 수출 및 거시건전성 리스크(석화업종 구조조정, 건설투자 부진 지속) 소화하며 장기물 위주로 하락 가능

금통위 기자회견 주요 발언

1) 2025년 성장률 상향 조정(0.8%→0.9%) 관련,
지출항목별 영향력은 다음과 같음(▲소비 +0.2%p, ▲수출 +0.2%p, ▲건설 -0.3%p)

2) 2026년 성장률, 소비 중심으로 내수회복 유지. 다만 수출 둔화 폭 확대. 반도체 품목 관세가 가장 중요

3) 가계부채 진정됐지만, 과거 부동산 대책 직후와 비교해보면 안정화 속도가 더딤. 금리를 동결하면서 가격 상승 기대 안정화 필요. 향후 정부의 추가대책 발표 시, 공조 필요성도 고려하여 결정

4) 향후 성장경로 불확실성 높지만, 재정 확대 영향으로 개선 흐름 보이는 중

5) 2026년 성장률은 상저하고 예상. 하반기에 잠재성장률에 부합 예상. 내년 상반기까지는 인하 기조 유지.

6) 한미 정상회의 결과 순조로웠음. 성장과 금융안정간 상충 관계에서, 금번 정상회의로 하여금 금리 동결에 부담을 덜었음

7) 정치 경제 구조적 영향으로 성장률이 둔화되는 국면에서 기준금리를 빠르게 인하할 시, 경기 부양에 기여하는 긍정적 효과보다는 가계부채 측면의 부작용이 더 큼

8) 정부의 627 정책이 효과를 내려면 한국은행이 공조할 필요

9) 기준금리 100bp 인하로 성장률은 0.24%p 제고 효과 추정

10) 내년 하반기에 GDP 마이너스 갭 축소 예상

11) 내년 1.6% 성장은 금융안정문제 해결을 전제로 함

12) 한국은행 금리정책으로 부동산 가격 안정화 어려움. 정책공조가 필요. 지금은 유동성을 과도하게 줌으로써 가격 상승 분위기를 막아야 할 필요. 또한 정부 정책에 효과를 주기 위해서 시간적 여유를 두는 것

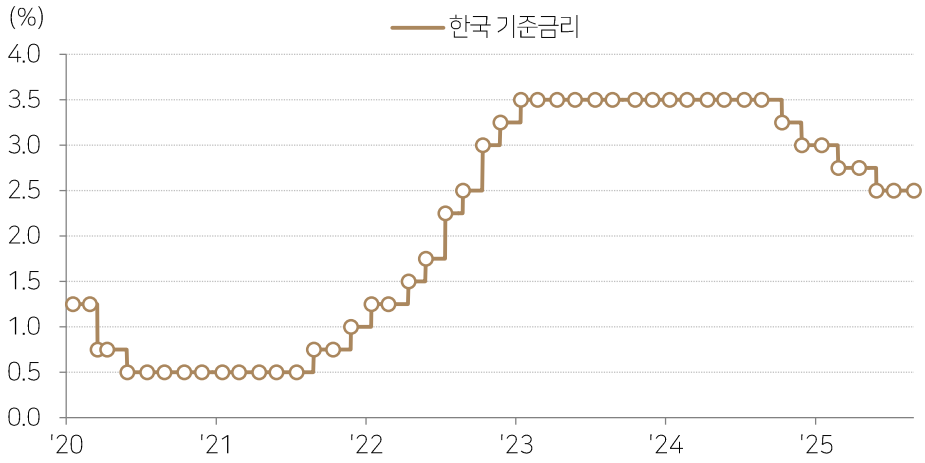
13) 한국 잠재성장률 2% 미만 평가

14) 경제 하방 리스크: 관세협상 재촉발 위험, 미국으로 생산기지 이전 과정에서 노사간 갈등 가능성. 석유화학 및 부동산 PF 구조조정 지속

15) 경제 상방 리스크: 반도체 수출 호조 지속, 국내 재정정책

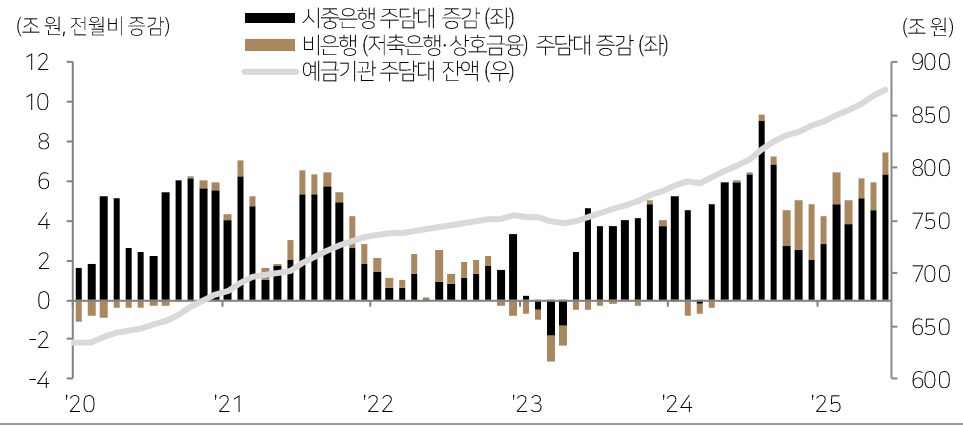
16) 건설경기, 기존에는 3분기에 바닥 형성하고 개선을 예상했었으나, 바닥형성 시기 지연. 건설투자 항목 영향을 제거하면 올해 성장률은 2.1%도 가능. 다만 건설업종에 대해 보조금 등 지원책이 생길 시 일시적 도움은 생기겠으나 구조조정을 지연시킬 수 있음. 과도하게 공급된 주택, 상가, 지방 미분양 등 불가피한 구조조정 필요

Fig. 1: 한국 기준금리 추이



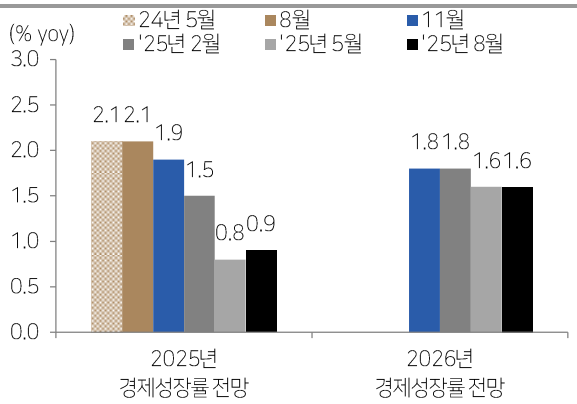
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 2: 한국 가계부채 추이



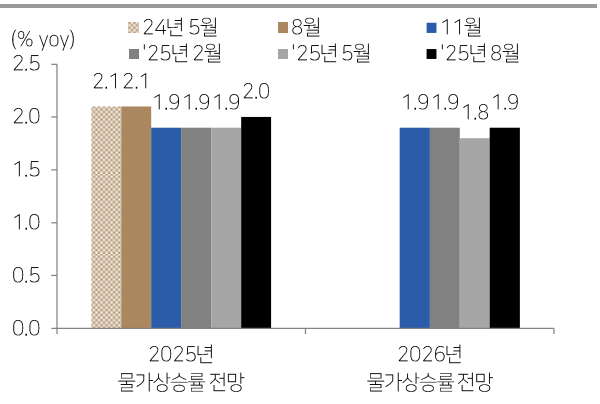
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 3: 한국은행 경제성장률 전망치 (8월)



Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 4: 한국은행 물가상승률 전망치 (8월)



Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 5: 성장률 전망치 전제조건

<대외여건 전제[1]>

(%)	2024	2025 상반[2]	2025 하반[e]	2025 연간[e]	2026[e] 상반	2026[e] 하반	2026[e] 연간
세계경제[3]	3.3	3.2	2.5	2.8 [2.7]	2.6	2.9	2.7 [2.7]
• 미 국	2.8	2.0	1.3	1.7 [1.6]	1.6	2.1	1.9 [1.9]
• 유 로	0.9	1.3	1.0	1.1 [0.9]	0.9	1.4	1.1 [1.2]
• 중 국	5.0	5.3	4.2	4.7 [4.2]	4.0	4.1	4.1 [4.0]
세계교역[3]	3.8	3.7	1.5	2.6 [2.4]	1.6	3.2	2.4 [2.5]
국제유가[4]	80	71	65	68 [69]	62	63	63 [65]

Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

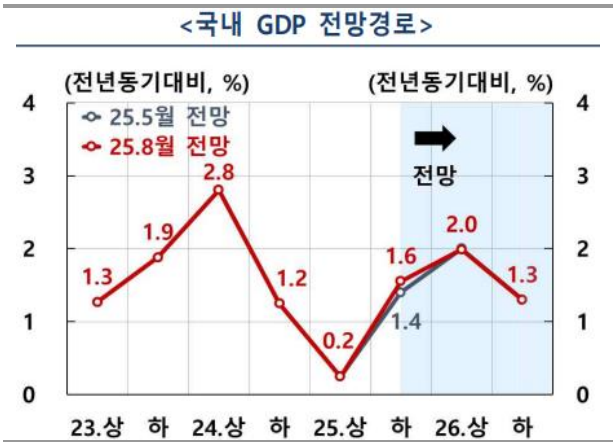
Fig. 6: 한국은행 성장률 전망

<국내 성장률 전망[1]>

(%)	2024	2025[e]	2026[e]
GDP	2.0	0.9 [0.8]	1.6 [1.6]
• 민간소비	1.1	1.4 [1.1]	1.6 [1.6]
• 재화수출	6.4	2.5 [-0.1]	-0.1 [0.7]
• 설비투자	1.7	2.5 [1.8]	1.0 [1.0]
• 건설투자	-3.3	-8.3 [-6.1]	3.8 [2.8]

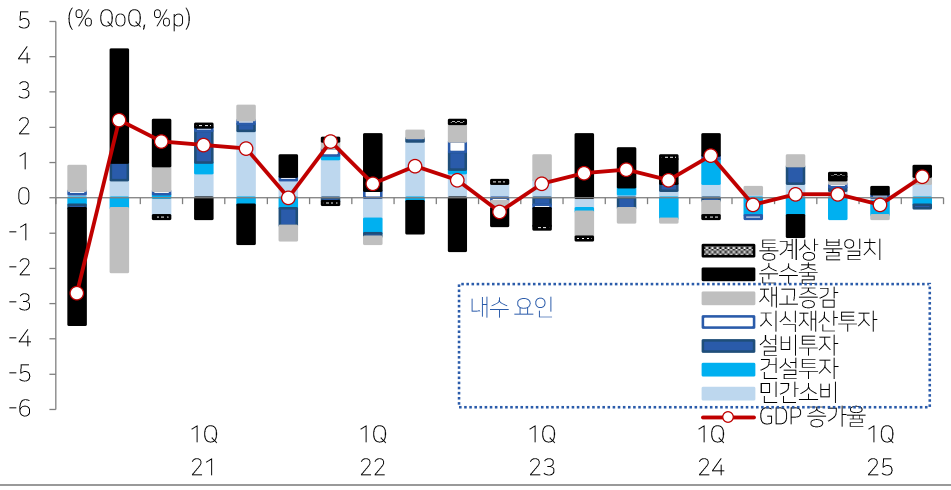
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 7: 국내 GDP전망 경로



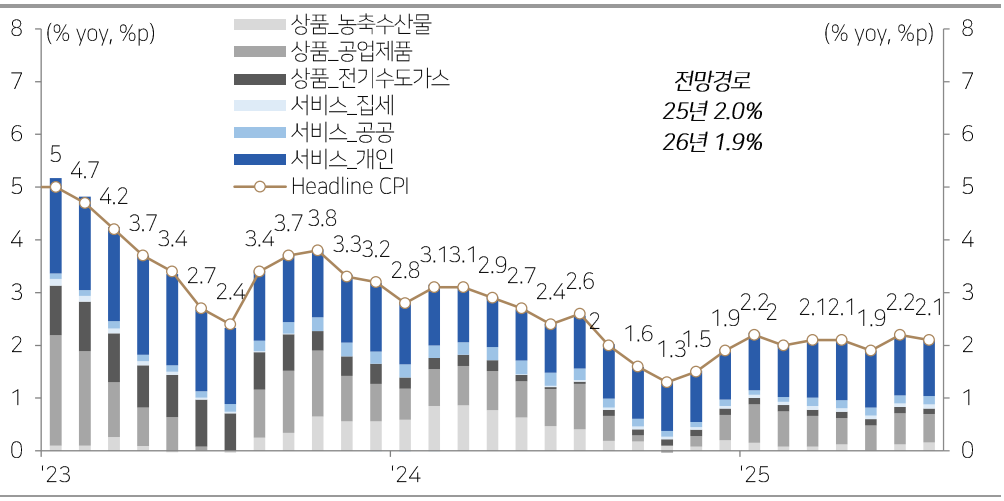
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 8: 한국 GDP 성장률 기여도



Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 9: 한국 CPI 상승률 기여도



Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 10: 한은 통방문 변화

	2025-05-29	2025-07-10	2025-08-28
정책결정	기준금리 인하(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)
세계경제	(동향) 글로벌 무역갈등이 일부 완화되었지만 높은 관세율의 영향으로 성장세가 둔화될 전망이며 물가경로의 불확실성도 높은 상황 (국제금융시장) 위험회피심리가 완화되면서 주가가 반등하였으나, 미국의 정책 불확실성 지속 및 재정적자 우려 등으로 미국 장기 국채금리가 상승하였고 달러화 지수는 소폭 상승하였다가 반락 (전망) 미국과 주요국 간 관세협상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 전개상황 등에 영향받을 것으로 보임	(동향) 통상환경의 불확실성이 이어지는 가운데 높은 관세율의 영향이 본격화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 중동지역 긴장 완화, 미·중 무역협상의 일부 진전 등으로 위험회피심리가 약화되면서 주요국 주가가 큰 폭 상승 (전망) 미국과 주요국 간 관세협상 결과, 주요국 통화정책 변화 등에 영향받을 것	(동향) ~~통상환경의 불확실성이 이어지는 가운데~~ 미국과 주요국 간 무역협상이 진전되었으나 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망('높은 관세율' → '관세 인상') (국제금융시장) 미국 장기 국채금리와 달러화 지수가 상승하였다가 연준 금리인하에 대한 기대가 높아지면서 하락하였으며, 주요국 주가는 관세협상 관련 불확실성 완화로 상승 (전망) 미·중 무역 협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화정책 변화 등에 영향받을 것('미국과 주요국' → '미·중')
국내경제	(동향) 건설투자 등 내수 회복지연과 수출 둔화로 1/4분기 역성장에 이어 4월에도 부진한 흐름을 지속 (고용) 전체 취업자수는 계속 늘어나고 있지만 제조업 등 주요 업종은 감소세 (전망) 내수는 부진이 점차 완화되겠지만 그 속도는 더딜 것. 수출은 미국 관세부과 영향 등으로 둔화폭이 확대될 것으로 예상. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(1.5%)를 큰 폭 하회하는 0.8%로 전망. 향후 성장경로에는 무역협상 전개 상황, 정부 경기부양책, 주요국 통화정책 방향 등과 관련한 불확실성이 매우높은 것으로 평가	(동향) 건설투자의 감소세가 지속되었으나 소비가 국내 정치 불확실성 해소 등으로 개선되고 수출 증가세도 이어지면서 성장 부진이 다소 완화 (고용) 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세 (전망) 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 상황	(동향) 건설투자 부진 지속에도 소비가 회복되고 수출도 반도체를 중심으로 예상보다 늘어나면서 성장 흐름이 개선('성장 부진 다소 완화' → '성장 흐름이 개선') (고용) 전체 취업자수는 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세 (전망) 내수는 추경, 소비심리 개선 등으로 완만한 회복세를 이어가겠으나, 수출은 당분간 양호한 흐름을 보이다가 미국 관세 부과의 영향이 확대되면서 점차 둔화될 것으로 예상. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(0.8%)를소폭 상회하는 0.9%로 전망되며, 내년 성장률은 지난 전망(1.6%)에 부합할 것으로 예상. 향후 성장경로에는 미·중 무역협상, 품목별 관세 부과, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단('미 관세부과 등으로 둔화' → '영향이 확대되면서 점차 둔화')
물가	(동향) 국내 물가는 4월중 소비자물가와 근원물가 상승률이 각각 2.1%를 나타내는 등 안정적인 흐름 (전망) 앞으로 물가상승률은 가공식품 및 서비스 가격 인상 등의 상방압력을 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등이 상쇄하면서 2% 내외의 안정세를 이어갈 것. 금년중 소비자물가상승률은 지난 2월 전망에 부합하는 1.9%로, 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 예상. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것	(동향) 국내 물가는 6월 중 소비자물가 상승률이 가공식품 가격 오름세 지속, 농산물·석유류 가격 기저효과 등으로 2.2%로 높아짐 (전망) 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력, 국제유가 안정세 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 이에 따라 금년 중 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 5월 전망(각각 1.9%)에 대체로 부합할 것으로 전망. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것	(동향) 국내 물가는 7월 중 소비자물가 상승률이 2.1%로 소폭 낮아지고 근원물가 상승률은 2.0%를 유지하는 등 안정적인 흐름 (전망) 앞으로 국내 물가는 농축수산물 가격 상승에도 낮은 수요압력, 국제유가 안정등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 금년 소비자물가는 5월전망(1.9%)을 소폭 상회하는 2.0%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에는 소비 회복세 지속 등으로 소비자물가 및 근원물가상승률 모두 지난 전망치(각각 1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 전망. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책등에 영향받을 것
금융시장	(동향) 금융·외환시장에서는 주요 가격변수가 미국과 주요국 간 관세협상 등 대외요인에 주로 영향받아 등락. 원/달러 환율이 높은 변동성을 지속하는 가운데 무역갈등 완화, 아시아 통화 강세 등으로 하락, 장기 국고채 금리는 미국 장기금리 상승 등의 영향으로 반등하였으나 주요국에 비해서는 상승폭이 제한적. 주가는 기업 실적 우려 완화 등으로 상승 (주택가격) 주택시장에서는 서울 지역에서는 오름세가 여타 지역에서는 하락세가 지속 (가계대출) 가계대출 증가규모는 지난 2~3월 중 늘어난 주택거래 영향으로 확대	(동향) 금융·외환시장에서는 주가가 자본시장 제도 개선 기대 등에 따른 투자심리 호전으로 큰 폭 상승. 장기 국고채 금리는 국채발행 확대 가능성 등으로 높아짐. 원/달러 환율은 무역협상의 전개양상, 지정학적 리스크 등에 영향받아 1,300원대 중후반에서 상당폭 등락 (주택가격) 주택시장은 서울 등 수도권이 과열양상을 나타내다가 정부의 가계부채 대책 시행 이후 다소 진정되는 움직임을 보이고 있으며, 지방은 부진을 지속 (가계대출) 가계대출은 그간 확대된 주택거래의 영향으로 높은 증가세를 이어감	(동향) . 장기 국고채금리가 좁은 범위에서 등락하였고 주가는 그간의 상승에 따른 조정압력, 자본시장 제도 개선에대한 기대변화 등으로 상승세가 다소 주춤. 원/달러 환율은 거주자 해외투자자금 수요 지속 전망 등으로 상승 (주택가격) 수도권 주택시장에서도 가격 상승세와 거래량이 둔화되고 있으나, 주택가격 상승기대는 여전히 높은 상황('다소 진정' → '둔화') (가계대출) 가계대출은 정부의 가계부채 대책영향으로 증가규모가 상당폭 축소('높은 증가세' →' 상당폭 축소')
정책방향	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의 - 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 금년 중 성장률이 크게 낮아질 것으로 전망되며 향후 성장경로의 불확실성도 높은 상황. 금융안정 측면에서는 금융완화 기조 지속에 따른 가계부채 증가세 확대 가능성과 외환시장의 높은 변동성에 유의할 필요 - 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의 - 국내경제는 물가상승률이 안정적 흐름을 이어가는 가운데 당분간 낮은 성장세가 이어질 것으로 예상되며 무역협상 등과 관련한 불확실성이 큰 상황. 금융안정 측면에서는 수도권 주택시장 및 가계부채 리스크가 증대된 만큼 거시건전성정책의 효과를 점검하는 한편, 외환시장의 변동성 확대 가능성에도 계속 유의할 필요 - 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의 - 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 성장세가 다소 개선되었지만 미 관세정책의 영향 등으로 향후 성장경로의 불확실성은 높은 상황. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 둔화되었지만 추세적으로 안정될지를 좀 더 점검하는 한편 환율변동성의 확대 가능성에도 계속 유의할 필요('낮은 성장세' → '다소 개선', '협상 관련 불확실성' → '미 관세정책의 영향 등', '리스크 증대' → '증가세 둔화, 추세적 안정 좀 더 점검') - 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 것

Source: 한국은행, 다올투자증권

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.