2025 년 8 월 28 일

Kiwoom Fixed Income Issue

키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

8 월 금통위 Review: 시점의 문제

Check Point

- 한국은행, 8 월 28 일 금통위에서 기준금리 동결 결정. 부동산 대출 규제 시행 이후 가격 상승세와 대출 증가세가 둔화되었으나, 추세적인 둔화 흐름을 좀더 확인해야 한다는 의견과 함께 동결. 한편 신성환 위원은 인하 의견 제시. 9 월 미 연준 금리 인하 기대가 높아지고 있는만큼 선제적 대응이 필요하다는 의견을 제시
- 내수 회복 기대가 높아지고 있지만, 관세 협상으로 인한 수출 둔화 흐름, 건설경기 방향 불확실성 등을 고려 성장률 전망치는 올해 0.9%로 소폭 상향 조정했고, 내년 성장률은 1.6%로 유지. 올해와 내년 모두 잠재성장률 이하의 성장세를 보인다는 점에서 내년 상반기까지 완만한 금리 인하기가 이어질 전망. 추가적인 부동산 대출 규제가 제시될 것으로 예상되며 효과가 지속될 경우 경기 부양 목적의 금리 인하는 완만히 지속될 것
- 당사 예상과 달리 금리 인하 시기는 8월이 아닌 10월로 뒤로 미뤄지나, 올해 4분기 1회, 내년 상반기 중 1회로 현재 인하 사이클 내 2 회 인하 횟수 전망은 동일. 인하 여력이 제한된 상황에서 시장금리 방향은 앞으로 통화정책 보다는 재정정책의 방향에 좀더 긴밀하게 움직일 것으로 예상. 대외 재정 이슈와 더불어 국내 예산안 발표 이후의 방향성에 주목할 필요. 예산안 발표 이후 재정정책 불확실성 해소와 추가 경기 부양 필요성 등에 따른 장기물 중심의 매수세 유입 예상

한국은행, 8 월 28 일 금통위에서 기준금리를 2.50%로 동결했다. 지난 6.27 부동산 규제 정책 발표 이후의 금융안정 상황을 좀더 지켜봐야 한다는 의견을 제시하며 금리를 동결했다. 규제 정책 발표 이후 부동산 대출 증가세 둔화, 가격 상승세 둔화 등의 효과가 나타나고 있으나, 추세적인 흐름이 지속될지를 확인해야 하며, 추가 규제책이 나올 것으로 예상되는 상황에서 정책 공조 차원의 금리 동결을 결정한 것이었다.

그럼에도 추가 인하 가능성은 여전히 열어두었다. 통방문의 '기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것'이라는 문구에 변화를 주지 않았으며, 3 개월 내 인하 가능성을 열어두는 위원은 4 명에서 5 명으로 늘어났고, 신성환 위원은 이번 결정에 소수의견을 제시하며 인하 필요성을 주장했다. 성장률 전망치를 기존 0.8%에서 0.9%로 소폭 상향 조정했으나, 내년 성장률 전망치는 1.6%로 유지하며 잠재성장률 이하의 성장세 속에 GDP 갭 마이너스 흐름에서 내년 상반기까지는 금리 인하 사이클이 지속될 필요가 있다는 의견도 보였다.

이러한 한국은행의 코멘트를 고려하면 한국은행은 10 월과 내년 1 분기 중 금리 인하를 추가적으로 단행할 것으로 전망을 수정한다. 8 월 인하 전망이 10 월로 미뤄졌을 뿐 이번 금리 인하 사이클에서의 최종금리 수준은 2.0%가 될 것이라는 기존의 전망은 유지한다.

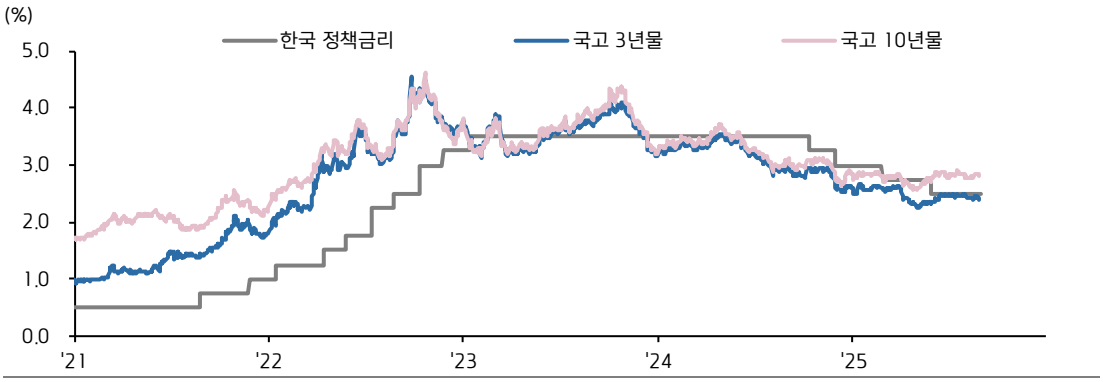
당사는 재정 확장 정책의 공조 차원에서 8 월 금리 인하 가능성을 높게 평가했으나, 한은의 신중한 스탠스를 고려하면 8 월 인하 시점이 10 월로 미뤄진다는 것을 인정하며 전망을 수정한다. 단, 인하 시점의 문제일 뿐 앞으로의 추가 인하는 2 회 수준으로 기존의 전망에서 변화가 없다. 잠재성장률 이하의 성장세가 지속되는 가운데, 한은 총재가 잠재성장률이 낮아졌을 것이라고 본다는 점 또한 계속해서 저성장 기조에 따른 통화 및 재정의 대응이 필요하다는 인식을 기반으로 한 것이다. 추가적으로 완만한 금리 인하가 이뤄질 전망이다.

특히 금융안정 측면에서 추가적인 대책이 나오면서 부동산 금융 확대가 제약되고 가격 상승제도 제한되는 상황이 나타날 경우 한국은행은 추가적인 경기 부양 측면의 금리 인하를 단행할 수 있는 환경이 주어질 것으로 예상한다.

한편, 이번 8 월 금통위로 내년 상반기 정도까지 금리 인하 사이클이 지속될 것이라는 시장의 기대도 좀더 뚜렷해지면서 단기금리 중심으로는 시장금리 변동성이 크게 축소될 것으로 예상한다. 특히 통화정책과 관련한 이슈가 시장에 미치는 영향력은 줄어들 것으로 보고, 앞으로 남은 재정 정책과 관련한 재료, 대외 이슈 등이 시장금리 변동성을 만들어나갈 것으로 예상한다.

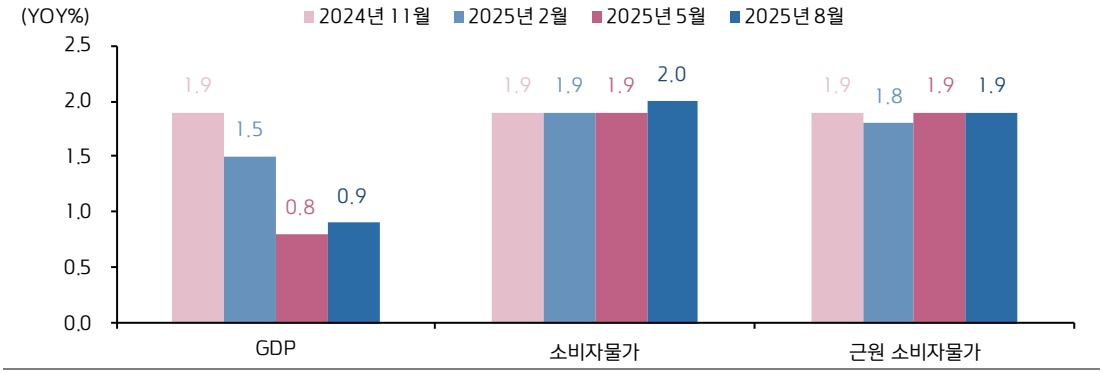
내년도 예산안에서 국고채 발행이 크게 확대되지 않는 수준이라면 재정 정책 불확실성 해소 측면에서 장기물 중심의 매수세가 유입될 가능성도 높다는 판단이다. 단, 미 연준의 금리 인하 사이클과 미 연준 독립성 이슈, 대외 재정 이슈 등에 따른 변동성에는 유의할 필요가 있어, 여전히 분할 매수로 접근하는 것이 적절하다고 본다. 단기 대비 장기물 중심의 매수 속, 앞으로 하반기 중 국고 3 년물은 2.30~2.45%, 국고 10 년물은 2.65~2.85%로 전망한다.

국고채 금리 추이



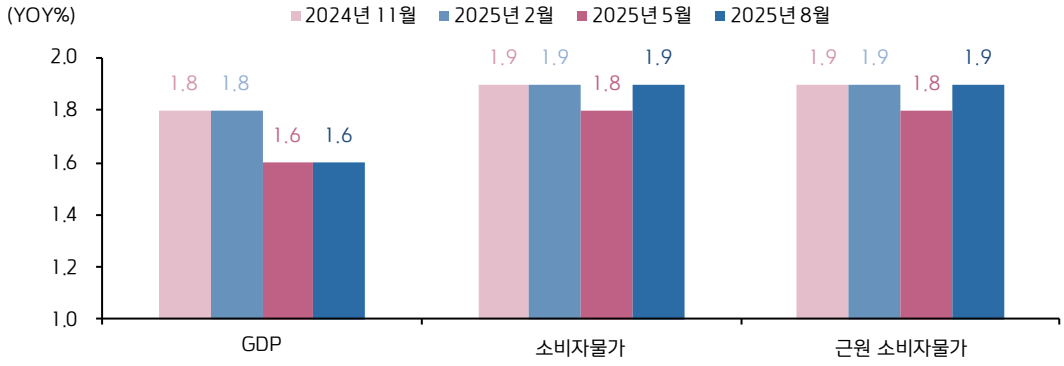
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국은행 2025년 경제전망



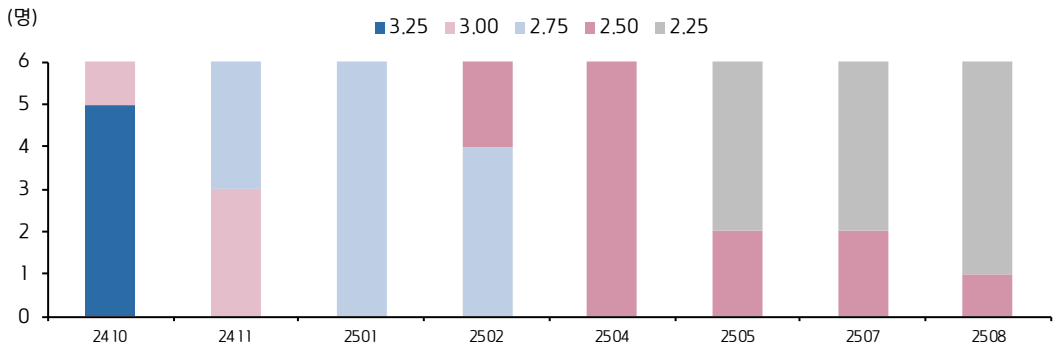
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국은행 2026년 경제전망



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국은행 금통위원 3개월 내 금리 전망



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

통화정책방향문 비교

	2025 년 7 월 통화정책방향	2025 년 8 월 통화정책방향
정책결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 국내경제는 물가가 안정된 흐름을 보이는 가운데 당분간 낮은 성장세를 이어갈 것으로 예상되며 무역협상 등과 관련한 불확실성이 큰 상황이다. 하지만 수도권 주택가격 오름세 및 가계부채 증가세가 크게 확대되었고 최근 강화된 가계부채 대책의 영향도 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가가 안정된 흐름을 이어가는 가운데 성장세는 전망의 불확실성이 여전히 높지만 내수를 중심으로 다소 개선되는 움직임을 보이고 있고 수도권 주택가격 및 가계부채 추이를 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 여건 변화를 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계경제	세계경제를 보면, 통상환경의 불확실성이 이어지는 가운데 높은 관세율의 영향이 본격화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. 국제금융시장에서는 중동지역 긴장 완화, 미·중 무역협상의 일부 진전 등으로 위험회피심리가 약화되면서 주요국 주가가 큰 폭 상승하였다. 미 장기 국채금리는 연준의 금리인하 재개 기대 등으로 소폭 하락하고 미 달러화는 약세 흐름을 지속하였다. 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. 국제금융시장에서는 미국 장기 국채금리와 달러화 지수가 상승하였다가 연준 금리인하에 대한 기대가 높아지면서 하락하였으며, 주요국 주가는 관세협상 관련 불확실성 완화로 상승하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화정책 변화 등에 영향받을 것으로 보인다.

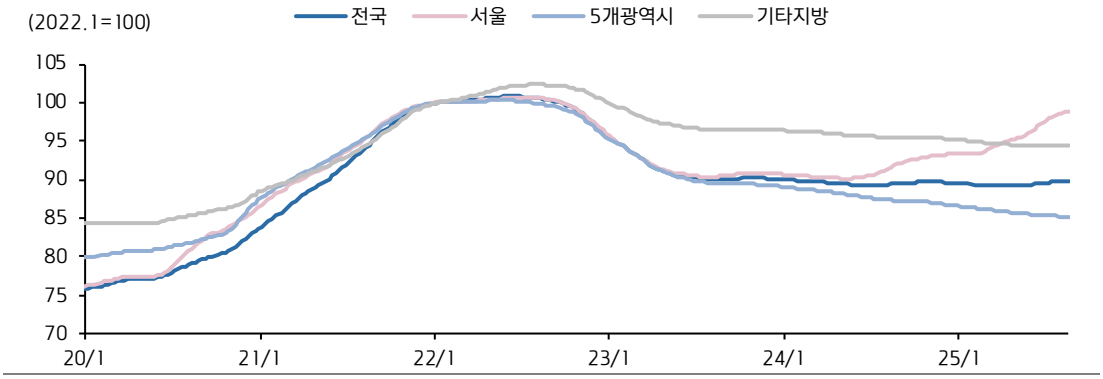
국내경제	국내경제는 건설투자의 감소세가 지속되었으나 소비가 국내 정치 불확실성 해소 등으로 개선되고 수출 증가세도 이어지면서 성장 부진이 다소 완화되었다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔다. 앞으로 소비가 경제심리 개선, 추경 등으로 점차 회복되고 수출은 미 관세부과 등으로 둔화될 것으로 예상되지만, 향후 성장경로는 대미 무역협상의 전개 상황, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 매우 높은 상황이다.	국내 경제상황을 보면, 건설투자 부진 지속에도 소비가 회복되고 수출도 반도체를 중심으로 예상보다 늘어나면서 성장 흐름이 개선되었다. 고용은 전체 취업자수는 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였다. 앞으로 내수는 추경, 소비심리 개선 등으로 완만한 회복세를 이어가겠으나, 수출은 당분간 양호한 흐름을 보이다가 미국 관세 부과의 영향이 확대되면서 점차 둔화될 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5 월 전망치(0.8%)를 소폭 상회하는 0.9%로 전망되며, 내년 성장률은 지난 전망(1.6%)에 부합할 것으로 예상된다. 향후 성장경로에는 미·중 무역협상, 품목별 관세 부과, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.
소비자물가	국내 물가는 6 월 중 소비자물가 상승률이 가공식품 가격 오름세 지속, 농산물·석유류 가격 기저효과 등으로 2.2%로 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 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 중 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 5 월 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 7 월 중 소비자물가 상승률이 2.1%로 소폭 낮아지고 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.0%를 유지하는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 8 월 중 2.6%로 전월(2.5%)보다 소폭 높아졌다. 앞으로 국내 물가는 농축수산물 가격 상승에도 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상된다. 금년 소비자물가는 5 월 전망(1.9%)을 소폭 상회하는 2.0%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에는 소비 회복세 지속 등으로 소비자물가 및 근원물가 상승률 모두 지난 전망치(각각 1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 전망된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융시장	금융·외환시장에서는 주가가 자본시장 제도 개선 기대 등에 따른 투자심리 호전으로 큰 폭 상승하였고 장기 국고채금리는 국채발행 확대 가능성 등으로 높아졌다. 원/달러 환율은 무역협상의 전개양상, 지정학적 리스크 등에 영향받아 1,300 원대 중후반에서 상당폭 등락하였으며 앞으로도 높은 변동성을 이어갈 것으로 보인다. 주택시장은 서울 등 수도권이 과열양상을 나타내다가 정부의 가계부채 대책 시행 이후 다소 진정되는 움직임을 보이고 있으며, 지방은 부진을 지속하였다. 가계대출은 그간 확대된 주택거래의 영향으로 높은 증가세를 이어갔다.	금융·외환시장은 대체로 안정적인 모습을 이어갔다. 장기 국고채금리가 좁은 범위에서 등락하였고 주가는 그간의 상승에 따른 조정압력, 자본시장 제도 개선에 대한 기대변화 등으로 상승세가 다소 주춤해졌다. 원/달러 환율은 거주자 해외투자자금 수요 지속 전망 등으로 상승하였다. 가계대출은 정부의 가계부채 대책 영향으로 증가규모가 상당폭 축소되었다. 수도권 주택시장에서도 가격 상승세와 거래량이 둔화되고 있으나, 주택가격 상승기대는 여전히 높은 상황이다.
정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적 흐름을 이어가는 가운데 당분간 낮은 성장세가 이어질 것으로 예상되며 무역협상 등과 관련한 불확실성이 큰 상황이다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택시장 및 가계부채 리스크가 증대된 만큼 거시건전성정책의 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.	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 성장세가 다소 개선되었지만 미 관세정책의 영향 등으로 향후 성장경로의 불확실성은 높은 상황이다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 둔화되었지만 추세적으로 안정될지를 좀 더 점검하는 한편 환율 변동성의 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.

금통위 기자회견 질의응답 정리

질문	응답
3 개월 금리 포워드 가이던스	6 명 중 5 명은 기준금리를 낮은 수준으로 인하할 가능성을 열어둬야 하고, 1 명은 2.5% 유지하는 의견. 낮춰야한다는 위원들의 의견은 잠재성장률보다 낮은 수준의 성장세 예상. 추가 부양 필요. 유지하자는 위원의 의견은 향후 입수되는 데이터를 봐야하나, 금융안정 데이터를 좀더 확인해야하는만큼 현재 수준의 금리를 유지할 필요.
소수의견 등장에 대한 배경	금리를 동결하시고자 하는 위원 5 명은 현재 정부의 6.27 정책 효과가 있지만 가계부채 추이가 충분히 안정됐다고 보기 어렵고, 추가 대책을 마련하는 경우 정책 공조도 해야하고, 미 연준과의 정책금리차도 고려. 금리 인하 소수의견 1 명은 부동산 가격 상승추세가 주춤해졌고, 9 월 인하 가능성도 높은 상황이니까 선제적인 대응이 필요하다는 의견
금리 인하 기조 내년까지 이어지는 것인가?	내년 성장률 1.6%로 전망. 분기간 성장률 변화를 보면, 상반기에는 낮은 성장률을 보이다 하반기 들어서는 잠재성장률 수준으로 올라설 것으로 봄. GDP 갭 수준을 보면 상반기까지는 낮은 성장률을 보일 것으로 예상하기 때문에, 내년 상반기까지는 인하 기조가 유지될 가능성이 높아보임. 내년 하반기에도 인하기조가 이어지는지 여부는 그때 가서 판단해야 할 것. 1% 금리를 생각해야 하냐는 질문에는 현재 상황에서 최종금리 수준을 말씀드리기는 어렵고, 그때 경제 상황에 대응해서 결정해 나갈 것
한미 정상 회담 이후 영향은?	금통위를 앞두고 정상회담에 대해 걱정이 많았으나, 결과가 긍정적이었고 순조로웠기 때문에, 전망을 준비하던 것에서 크게 변화를 둘 필요는 없는 상황. 정상 회담 결과가 부정적으로 나타났다면 현재 물가는 안정적이지만 성장과 금융안정과의 상충관계로 결정하기 어려웠겠으나, 이번 금리 동결에 부담은 덜었다고 봄
성장률 0.9% 상향 조정했으나, 성장 회복이 더 필요하다는 의견도 있는데, 소비회복에 통화정책의 뒷받침은 늦은 것 아닌지. 인하 사이클 축소로 봐야하는지, 한번 연기되는 것으로 봐야하는지?	금리를 동결함으로써 금리 인하 시기를 놓친 것이 아니냐는 질문으로 해석. 한은은 그렇게 생각하지 않음. 다른 국가 대비 선제적으로 인하를 하고 있는 상황. 국제적으로 보아도 실질 금리 수준은 다른 선진국에 비해 낮은 수준임. 유동성 지표를 보더라도 유동성이 부족하다는 지표는 보기 어려움. 상당한 완화 기조로 와있다고 봄. 성장률을 소폭 상향 조정했고 더 올려야 하는 의견도 있는데, 올해 성장률은 낮은 수준이나, 상반기 동안의 정치 불확실성에 따라 이례적인 상황으로 낮은 상황이고 구조적인 영향이 있었고, 더 빠르게 금리 인하를 했을 때 성장률이 얼마나 빠르게 회복하는지는 불확실함. 금리를 빠르게 낮췄을 때 부동산 가격을 더 높이는 부작용이 있을 수 있어 시점을 조정할 필요가 있다고 봄. 실기했다고 생각하지 않음. 특히 정부가 거시건전성 정책을 제시하고 추가적인 제시가 있을 것으로 보는데 정책 공조 차원의 금리 인하 시기 조정이라고 볼 수 있음. 금리 인하 사이클이 축소되는 것이 아닌 시기 조정의 문제.
금리 인하 시 성장 부양의 효과는 어느 정도로 보는지?	통계적으로 볼 때 기준금리 25bp 인하할 때 0.06% 올린다고 생각. 성장률 0.24% 올렸을 것으로 봄. 시기마다 다르다는 점은 고려해야 함. 앞으로도 금리를 낮추면 성장률 제고 효과가 있을 텐데 현 상황에서는 성장보다는 부동산 가격 상승을 이끌 가능성을 배제할 수 없음.

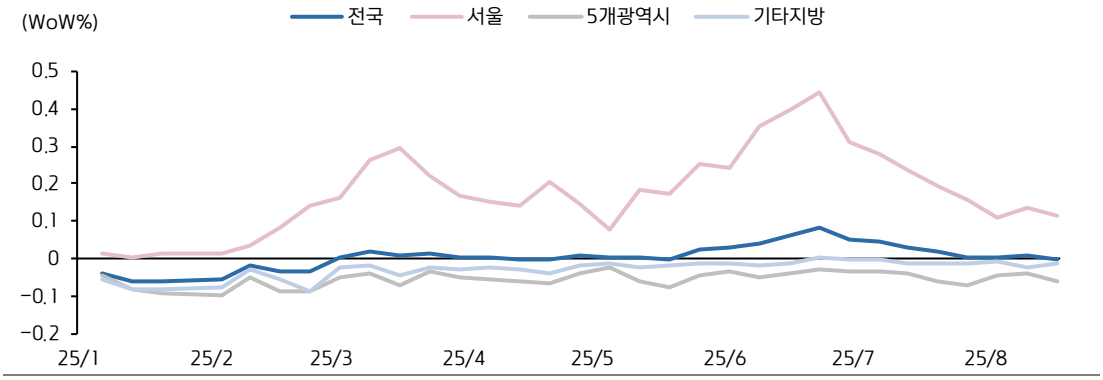
올해 성장률 1.0% 가능성이 있는지? 그리고 올해와 내년 모두 잠재성장률 이하의 성장세. 저성장 기조에 대한 의견은? 경기 상방 요인은 있는지?	1% 성장이 가능하냐는 의견은 장기와 단기로 봐야함. 올해 정치적인 요인이 굉장히 컸고, 관세 또한 컸음. 현재 합의된 관세 수준을 보면 이전에 비해 상당히 높은 수준. 관세 요인을 보면 올해 성장률은 당연히 잠재성장률보다 낮은 것이 당연하고, 재정과 통화의 부양이 필요한 상황. 다만 과도한 부양은 부작용을 낳을 수 있음. 우리나라 잠재성장률이 2%를 밑도는 상황이라고 보고 있고, 구조적인 요인이 크다고 생각함. 우리나라 인구 고령화 등에 당연시 받아들이기보다 구조적인 노력이 필요하고, 외국인 노동자 활용 방법 등도 함께 생각해야 함. 중장기적으로 높이는 노력을 해야 한다고 봄. 올해 0.9%, 내년 1.6% 상하방 위험에서 하방 위험에서 관세 협상이 재촉발되는 경우로 보고, 협상이 그대로 유지되더라도 미국 투자가 늘어나고, 자동차 생산도 미국에서 늘어야 하고 공동화 위험과 함께 노사간의 갈등이 늘어날 가능성이 큼. 이에 따른 국내 파급효과, 해결방법 등의 위험요인이 존재한다고 생각함. 또다른 하방 요인으로 보면 석유화학, 부동산 PF 구조조정이 이뤄지고 있고, 산업 구조 조정이 이뤄질 것으로 보는데, 순조롭게 이뤄질 것인지를 봐야 함. 이에 반해 상방 요인이라고 하면, 관세 협상이 잘되어 안착되면 좋을 것. 반도체 산업에 대한 관세가 생각보다 크지 않고, 반도체 수출이 생각보다 잘되면 경기에 상방 요인이 될 것. 재정 문제를 상방요인으로 봐야할지 고민은 필요하지만, 정부의 중장기 재정 정책 방향과 지출을 고려했을때, 예상보다 커진다면 성장률을 상방 조정할 가능성도 있음. 다만 이것이 중장기적으로 지속 가능한 이슈인지는 살펴봐야함
내외 금리차 및 환율 변동성에 대한 의견은?	내외금리차가 확대된 점을 고려하면, 환율 변동성이 커질 수 있다는 의견도 있는 상황. 특정 환율 수준을 보는 것이 아닌, 여러 요인을 함께 고려하자는 의견인 것. 대외 투자가 증가하는 등 환율 관리가 쉬운 상황이 아님. 리스크 요인으로 보면서 금리 정책을 운용하자는 의견임
경기 하방 리스크는?	건설경기의 하방 리스크가 가장 큼. 3/4 분기 바닥을 다지고 올라올 것으로 예상해왔으나, 성장률 전체에 기여하는 수준이 크고 예상보다 나쁜 상황이 지속. 건설경기 불확실성이 가장 큼.

주간 전국 아파트 가격 추이



자료: KB 부동산 데이터 허브, 키움증권 리서치센터

주간 전국 아파트 가격 전주비 추이



자료: KB 부동산 데이터 허브, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

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

고지사항

●본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
●본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
●본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.