MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2025.10.16

[채권]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

Fixed Income Comment

10월 금통위 Preview: 11월 인하 힌트가 나올까?

- 10월 금통위, 부동산시장과 환율 변동성 고려해 금리 동결 예상. 그러나 GDP갭 마이너스 기록 중이며 경기 하방 리스크 재차 부각. 추가 인하 옵션 열어 둘 전망
- 고용 둔화로 인해 소비쿠폰의 소비 진작 효과가 지속되기 어렵다고 판단. 올해 하반기에 비해 내년 상반기는 민간소비의 성장률 기여도가 소폭 약화될 가능성 높음
- 경기와 인플레는 금리 인하를 지지하고 있지만 통화정책의 초점이 금융안정에 맞춰진다면 11월 인하 기대감도 강화되기 어려움. 3/10년 커브 플래트닝 관점으로 대응 유지

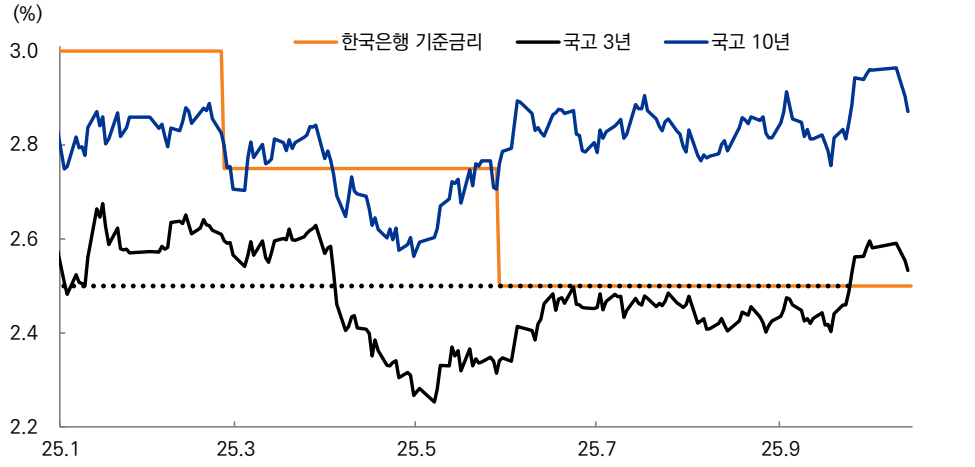
금융안정을 위한 정책 공조

10월 금통위는 부동산시장, 환율 변동성을 고려해 금리 동결을 결정할 가능성이 높다. 8월 금통위 의사록에서는 4차례의 금리 인하가 경기에 미친 영향은 제한됐지만 주택가격 상승에는 영향이 컸다고 평가했다. 의사록에 따르면 한은은 주택시장 안정 여부를 확인하기 위해 주택가격 상승 기대, 가격 상승률, 거래량이 기조적으로 낮아져야 한다고 밝혔다.

금융안정 이슈에 대한 금통위의 경계심이 높아지면서 국고채 3년 금리는 2.5%를 상회했다(그림1). 한은이 주택가격 안정의 조건으로 제시한 지표들이 아직 불안정하고, 반도체 수출 및 주식시장 호조도 지속 중이다. 10월 금통위에서 한은 총재는 금융안정 상황과 내년도 성장 경로 변화에 따라 금리 인하 여부를 결정할 것이라는 입장을 유지할 전망이다.

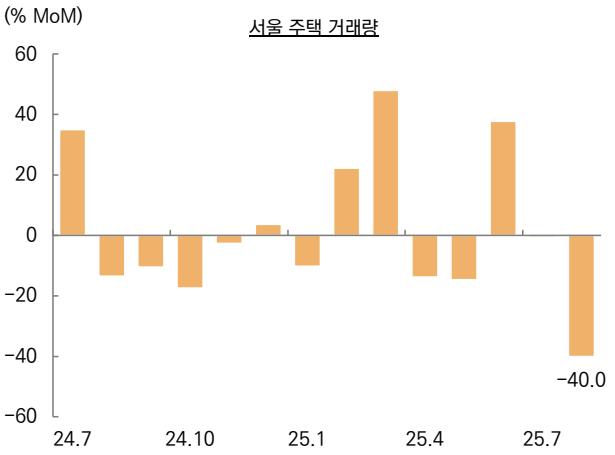
8월 서울 주택 거래량은 전월대비 40% 급감했다. 그러나 서울 선호지역의 주택가격 상승률은 주간 기준 오름세가 유지되고 있고 주택가격 전망지수도 상승했다(그림2,3). 금통위는 금리인하 국면에서 통화정책과 거시건전성 정책의 정책 공조가 필요하다고 밝혔다. 이번 회의에서는 시장의 주택가격 상승 심리를 제어하는 데 초점을 맞출 가능성이 높다.

그림 1. 국고 3년 금리 2.5% 상회



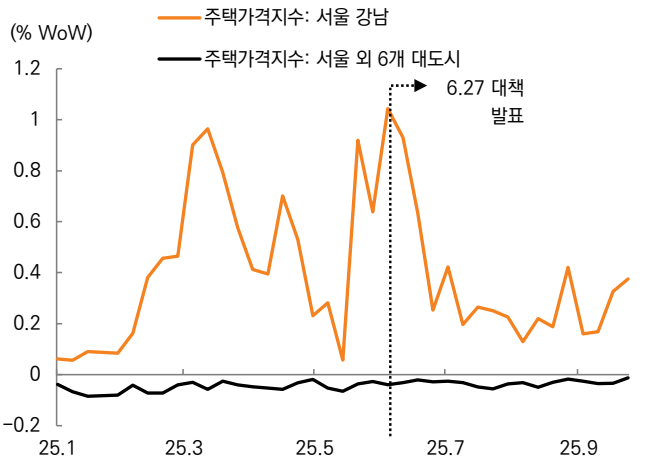
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 8월 서울 주택 거래량 급감



자료: CEIC, 한국부동산원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 서울 선호지역 집값 상승세



자료: CEIC, KB국민은행, 미래에셋증권 리서치센터

국내 경기 판단, 금통위 대응전략

이번 금통위의 관건은 11월 인하에 대한 힌트다. 총재는 내년도 성장률 전망과 금융안정 여건에 따라 금리 인하 경로는 가변적이라고 밝혔다. 총재는 10.15 부동산 대책의 효과를 확인해야 한다고 밝히며 추가 인하 시점에 대한 시그널은 명확하게 전달하지 않을 가능성이 높다. 그러나 GDP갭이 마이너스를 기록하고 있고 수출 둔화 우려도 상존한다. 3개월 내 금리 인하 예상 위원 수는 6명 중 4명 이상을 유지할 가능성이 높다.

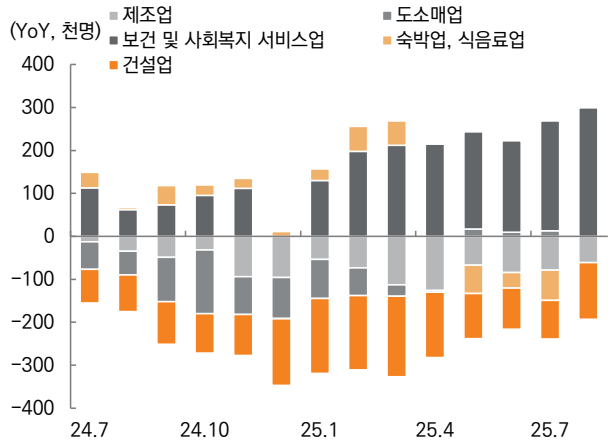
9월 한은 통화신용정책 보고서에서 성장의 상방 요인으로는 1) 무역정책 불확실성 완화, 2) 소비/기업심리 개선, 3) AI 관련 반도체 호조가 제시됐다. 하방 요인으로는 1) 무역갈등 재격화 및 확산, 2) 건설경기 부진 지속, 3) 국제금융시장 불안이 언급됐다. AI 관련 반도체 수출은 경기 상방 요인으로 작용하고 있다. 그러나 미-중 무역갈등이 재차 불거졌고 2차 소비쿠폰의 효과도 1차에 비해 제한적일 전망이다.

1차 소비쿠폰 지급으로 소비가 반등했지만 8월 소매판매는 전월대비 감소세로 전환됐다. 소비쿠폰의 소비 진작 효과가 지속되기 어려운 이유는 고용시장에서 기인한다. 현재 대부분의 고용은 공공행정/보건복지업에서 창출되고 있다. 해당 업종은 저임금, 여성 근로자의 비중이 높은 편이다. 상대적으로 임금 수준이 높은 제조업, 건설업의 일자리 감소는 장기화되고 있다. 연령대로 분류하면 29세 이하의 청년 고용은 감소 중이나, 정부 일자리대책 등으로 60세 이상에서 고용 증가를 주도하고 있다(그림4,5).

실질임금도 1분기에는 전년대비 2.3% 증가했지만 2분기에는 0.6%로 둔화됐다. 즉, 구매력이 높은 업종 및 연령대의 신규 고용 창출이 제한되고 있다. 소비쿠폰 지급은 일시적으로 소비 증가를 견인할 수 있다. 그러나 고용시장 둔화가 장기화되고 있어 소비심리 및 소비 흐름이 꾸준히 개선되기는 어렵다고 판단된다. 내년 상반기 민간소비가 성장률에 미치는 기여도는 올해 하반기 대비 낮아질 전망이다(그림6).

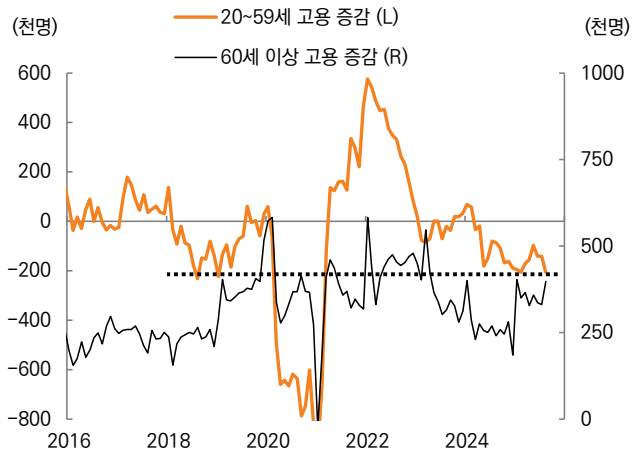
투자 부문에서는 반도체 설비투자가 비교적 견고하지만 대부분의 항목에서 설비투자가 둔화되면서 전체 지수는 전년비 감소세로 전환됐다(그림7). 수출 경기 둔화 우려, 관세협상의 불확실성 등이 투자 부진을 초래하고 있는 듯 보인다.

그림 4. 보건복지 제외하면 고용 감소세 장기화



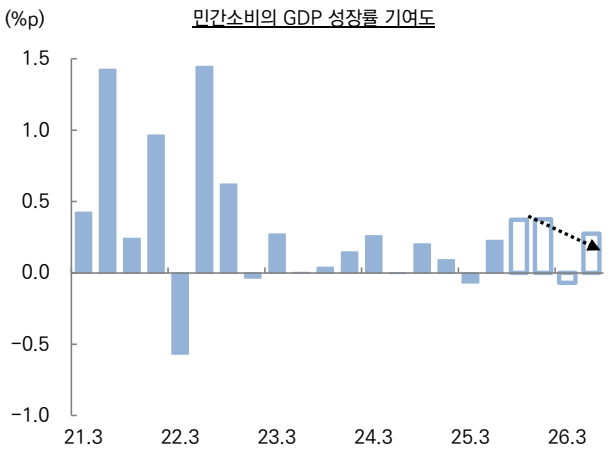
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 60세 이상에서 고용 증가를 주도



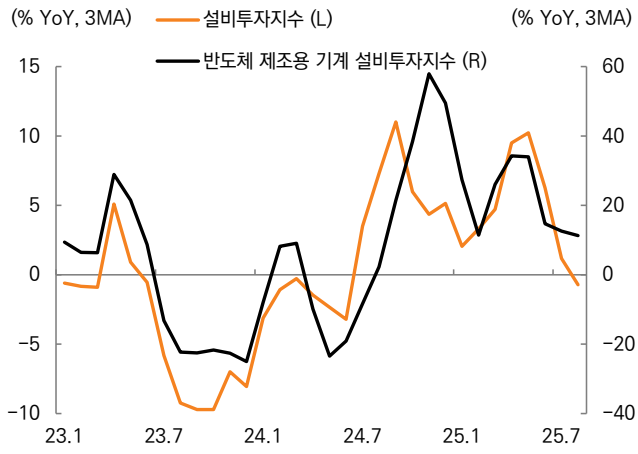
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 내년 상반기 민간소비 기여도 약화 예상



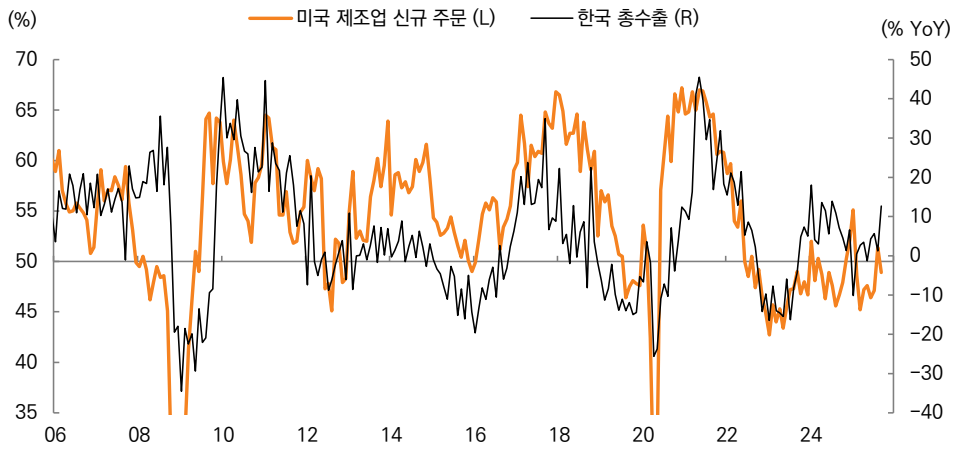
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 설비투자지수 전년대비 감소세 전환



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 미국 제조업 신규주문 위축



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

미국과 중국의 제조업 신규주문 지수는 한국 수출에 선행하는 경향을 보였다(그림8). 미국 ISM 제조업 신규주문지수는 연초부터 대체로 50%를 하회했다. 중국 제조업 신규주문지수도 49% 내외에서 등락하며 회복이 제한되고 있다. 신규주문 지수는 헤드라인 ISM 제조업 지수에 선행하는 특징이 있다. 미국과 중국의 제조업 경기 둔화는 향후 한국 수출 둔화 폭이 확대될 것임을 시사한다.

경기와 인플레는 금리 인하를 지지하고 있다. 잠재 성장률을 하회하는 성장세가 장기화되고 있기 때문이다. 그러나 통화정책의 초점이 금융안정에 맞춰져 한은이 부동산과 환율에 더 주목할 경우 단기간 내 금리인하 기대감이 강화되기 어렵다. 달러환율은 미국 인플레 부담과 미-중 무역분쟁 등으로 상방 압력이 다소 높다고 판단한다. 국고채 3/10년 커브는 플래트닝 관점으로 대응을 추천한다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.