2025.10.23

10월 금통위

11월 인하가 마지막?

Monetary Policy

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

한은, 기준금리 2.50% 동결, 인하 소수의견 유지 vs. 포워드가이던스 인하의견 축소

부동산시장 안정 확인 전까지 완화 강도 제약 불가피, 11월 인하해도 내년 추가 인하는 여전히 불투명

투자전략: 채권시장에 우호적인 금통위는 아니라는 판단. 단기물은 룸이 없고, 캐리와 수급이 이끄는 장기물 투자가 합리적

한은, 기준금리 2.50% 동결, 인하 소수의견 유지 vs. 포워드가이던스 인하의견 축소

25년 10월 금통위 결과 한국은행은 기준금리를 지난 7, 8월에 이어 세 차례 연속 2.50%로 동결 결정했다. 이번 금통위의 주요 내용은 1)인하 소수의견 1명(신성환 위원) 개진, 2)3개월 포워드가이던스 4명(인하):2명(동결)으로 8월 대비 인하의견 5명→4명으로 축소, 3)10월 통방문, '기준금리 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것" 기존 문구 유지 등으로 요약된다. 인하 소수의견은 8월과 동일하게 유지되었으나, 포워드가이던스 내 인하의견이 축소된 점에서 추후 대내외 상황에 따라 인하에 대한 시장의 기대치는 더 낮아질 수 있다는 판단이다. 한편 이창용 한은총재의 기자회견 등을 통해 언급된 향후 금리 결정에 영향을 미칠 수 있는 주요 변수는 1)금융안정 관련해서는 서울 등 주요지역 부동산 가격 및 거래량 둔화 여부, 2)APEC 전후 한-미, 미-중 협상 결과 및 이에 따른 성장경로 방향, 3)환율, 레벨 보다는 변동성 완화 여부 등으로 요약된다. 결국 성장과 금융안정을 종합적으로 고려한다는 한은의 기존 스탠스는 유지된 것으로 판단되며, 해당 변수들의 움직임에 따라 추가 인하 시기 및 속도가 결정될 것으로 보인다.

부동산시장 안정 확인 전까지 완화 강도 제약 불가피, 11월 인하해도 내년 추가 인하는 여전히 불투명

앞서 언급하였듯 이번 10월 통방문에서 “기준금리 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것”이라는 기존 문구가 유지됐다. 이르면 11월, 늦어도 내년에 한 차례 정도의 추가 인하 가능성은 여전히 열어 둔 셈이다. 그럼에도 불구하고 조기 금리인하 종료(최종 기준금리 수준 2.00%에서 2.25%로 상승)에 대한 시장 논란은 계속해서 채권시장에 부담으로 작용할 수 있다는 판단이다. 우선 통방 멘트와 달리 한은 총재의 기자회견, 통방 내 금융안정에 대한 문구 강조 등을 통해서는 부동산시장 과열과 원화 약세 흐름이 정책 판단의 중요한 제약요인으로 부각되고 있음이 재확인됐다. 정부의 강도높은 부동산 규제 효과가 단시간 내 확인되기 어려운 상황에서 한은이 추가 금리인하를 단행할 경우 자산시장 과열 등이 심화될 수 있다는 점이 정책 당국의 부담으로 작용할 수 있다. 특히 한은이 판단하는 금융안정에 대한 경로는 부동산가격 상승이 실물경기 회복을 뒷받침하는 긍정요인으로 작용하기 보다는, 가계부채 확대 및 금융불균형 심화로 이어질 수 있다는 불안요인이 커 부동산 가격 상승세가 확실하게 안정되기 전까지는 통화정책의 완화 강도는 제약될 수밖에 없을 것이다. 따라서 한은이 명시적으로 금융안정을 정책 고려사항으로 언급하고 있는 만큼, 부동산 가격의 안정세 확인과 환율 변동성 완화가 선행되지 않는 한 추가 인하에 대한 명확한 시그널은 확인되기 어려울 전망이다.

또한 11월 경제전망에서 내년 성장률 전망치의 상향조정 가능성도 인하 사이클 종료에 대한 논란을 가중시킬 수 있을 것으로 보인다. 미국의 관세정책 방해에도 불구하고 반도체 수출 호조와 주가 상승에 따른 소비 개선 흐름이 뚜렷해지면, 한은의 내년 성장률 전망(1.6%)은 상향 조정될 가능성이 있다. 반도체 가격 및 물량 회복은 수출과 설비 투자를 끌어올리고, 주가 랠리는 자산효과를 통해 소비를 자극시킨다. 성장이 예상보다 빠르게 회복되면 한은의 GDP 마이너스 갭(잠재성장률 1.8% 가정시) 축소 시점이 앞당겨지고, 추가 금리인하의 필요성은 줄어들 수 있다. 결국 부동산시장의 불안정과 성장률 전망치의 상향조정 기대감이

지속되는 한 올해 마지막 금통위인 11월까지도 추가 인하 기대를 후퇴시킬 수 있고, 만약 11월 인하가 단행되더라도 시장이 내년 한 차례 더 인하를 반영하면서까지 롱베팅을 유지하기는 다소 불편한 상황이 될 수 있다는 판단이다.

투자전략: 캐리와 수급이 이끄는 장기물 우위 전망

한은의 금리인하 기대감이 축소될 경우 3년이하 국고채 단기물은 정책금리에 대한 민감도가 높은 특성상 추가 하락 여력이 제한될 가능성이 높다. 통화정책 경로를 선행적으로 반영하는 단기채 특성상, 인하 사이클 조기 종료 또는 속도 둔화 기대가 강화될 경우 단기물 금리는 현 밴드 2.45~2.60%에서 정체되거나 오히려 소폭 상승 압력을 받을 수 있다. 반면 10년 이상 장기물의 경우, 통화정책 보다는 미국 국채 등 글로벌 장기금리 및 기간프리미엄 요인의 영향을 상대적으로 크게 받는다. 단기물 대비 장기물 채권이 선호될 수 있는 첫 번째 이유는 연준의 완화적 기조 전환(금리인하, QT 종료 등)이 강화되며 미국 국채 장기물 금리가 4% 하회 랠리를 지속할 경우, 현재 정체된 미국 장기채 금리와의 동조화 현상도 재강화(현재는 비동조화 진행 중) 될 가능성이 크다는 점이다. 두 번째는 한은의 금리인하 종료 또는 지연 이슈는 인플레이션 리스크를 완화시켜 기간 프리미엄의 축소 요인으로 작용할 수 있다는 점이다. 인플레이션 리스크 축소는 장기물 투자 측면에서 실질 수익률에 대한 가시성을 상승시킬 수 있어, 장기채 수요에 우호적 환경을 조성할 수 있다. 세 번째 요인은 수 차례 언급했던 WGBI 편입 이슈다. 해당 인덱스 자금은 10년 이상 장기물 구간 비중이 상대적으로 높으며 특히 10~30년물에 대한 외국인의 순매수 수요를 증가시킬 것으로 예상된다. 이는 장기물 금리의 하락 압력을 지지하고, 수급 측면에서 단기물 대비 상대적 강세 요인으로 작용할 수 있을 것이다. 비록 한은의 인하 기대감 축소는 채권투자 전반에 비우호적 재료로 작용될 수 있으나, 미국채 랠리 등 해외요인, 인플레이션 리스크 감소로 인한 기간프리미엄 축소, WGBI 관련 외국인의 장기채권 수요 확대 등을 고려하면 장기채 위주의 선별적 투자는 유효한 국면이 될 수 있다.

표1. 한국은행 통화정책결정문 비교

구분	25.8월 통화정책결정문	25.10월 통화정책결정문	비고
금리결정	기준금리 2.50% 동결 결정	기준금리 2.50% 동결 결정	3회 연속 동결
세계경제	무역협상 진전. 관세 인상 영향 가시화되며 성장세 둔화 물가경로는 국가별로 차별화 전망	미국 관세인상 영향 가시화되며 성장세 완만히 둔화 미국 장기국채 금리 하락 미중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국 통화, 재정정책 변화 영향받을 것	미국 장기채 금리 하락
국내경제	건설투자 부진 지속 내수는 추경, 소비심리 개선으로 완만한 회복세 이어갈 것 수출은 당분간은 양호한 흐름, 미국 관세 부과 영향이 확대되면서 점차 둔화될 것으로 예상 25년 성장률 전망치 0.8%→0.9% 상향 26년 성장률 전망치 1.6% 유지	건설투자 부진 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 확인 수출은 반도체 경기 호조 등으로 양호한 흐름 보일 수 있으나 관세 부과 영향이 점차 커질 것 올해 및 내년 성장률 기존 전망치 0.9%, 1.6% 유지	올해 및 내년 성장률 전망치 유지
물가	25년 소비자물가 전망치 1.9%→2.0% 상향 근원물가는 1.9% 유지 26년 소비자물가, 근원물가 전망치 1.8%→1.9% 상향	환율 상승에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정으로 2% 내외 오름세 지속 올해 및 내년 물가상승률 2.0%, 1.9% 전망 유지	물가 부담 낮은 편
금융시장	가계대출은 정부의 가계부채 대책 영향으로 증가규모가 상당폭 축소 수도권도 가격 상승세와 거래량 둔화 단, 주택가격 상승기대는 여전히 높은 상황	9월 하순이후 환율과 금리 변동성 확대 원/달러 환율이 대미 관세 협상 관련 불확실성, 미중 무역 갈등 재부각 등으로 상승 가계대출 증가규모가 상당 폭 축소되었으나, 수도권 주택시장에서 가격 상승세와 거래량이 다시 확대	금융안정 관련 위험요소 확대
정책운용	미 관세정책의 영향 등으로 향후 성장경로의 불확실성이 높은 상황 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계 부채 증가세가 둔화되었지만 추세적으로 안정될지를 좀더 점검 환율 변동성 확대 가능성도 유의할 필요 성장 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 정책여건 변화와 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하며 추가인하 시기 및 속도를 결정할 것	무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한 불확실성 확대 물가는 안정적 흐름 지속 금융안정 측면에서 정부의 추가 부동산 대책 효과를 점검하고, 높은 환율 변동성 영향에도 유의할 필요가 있음 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 정책 여건 변화와 물가흐름, 금융안정 상황 등을 점검하며 추가인하 시기 및 속도를 결정할 것	정부의 추가 부동산 대책 효과 확인 필요 금리인하 기조는 유지

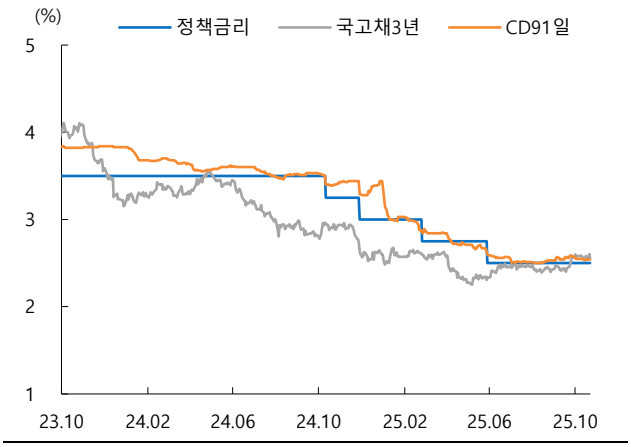
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

표2. 25.10월 금통위 기자간담회 주요 질문/답변

주요 기자 질문	이창용 한은 총재 답변
금리결정	금리결정 5:1(신성환 위원 금리인하 소수의견) 3개월 포워드가이던스 인하 4, 동결 2(8월 금통위 인하 5: 동결 1) 인하 사이클에는 있지만 인하 속도와 폭을 천천히 가져간다는 기대를 가져갈 수 있을 것 중립금리 수준보다 중간쯤 기준금리 있다고 하면 정책 면에서 볼 때 유동성이 풍부한 것은 아님 M2 등 올라가는 것은 과거에 쌓인 자산에 투자되었던 유동성이 이동하면서 자산가격 상승을 야기 단기적 시계열에서 인하 사이클에 있는 것 제일 먼저 물가, 두 번째는 금융안정 등 건전한 발전(경제성장도 포함) 종합적으로 고려
경기	금리인하 기조를 이어나갈 필요가 있다고 보지만 성장 상하방 불확실성과 금융안정 고려해 시기와 폭 결정 경기를 고려하면 지금은 금리를 동결할 수 있는 시기는 아님 신성환 위원 GDP갭 마이너스 지속되는 점에서 금리인하를 신속히 하고 영향을 바라봄이 적절하다고 발언 일반적으로 100bp 금리인하 시 0.24%p 성장률 제고 다만 지금은 자산가격을 상승시키는 영향이 더 커보임 해외증권투자가 많아져서 환율 상승하는 것은 맞음(해외에서 외화 유치보다 유출이 4배)
환율	환율로 인한 물가상승 여부를 유심히 관찰 중 환율이 오르더라도 유가가 YTD -18% 하락 수요압력이 거의 없는 수준으로 환율 올라가더라도 물가는 유지될 것으로 전망 8/28 이후 환율 상승: 1/4은 달러 강세, 3/4은 위안화 약세, 다카이치 총재 당선 이후 엔화, 3,500억달러 대미투자 관련
금융안정	금융안정에 더욱 포커스를 주었음. 인하의 시기와 폭을 조정했다고 보는 것은 적절 10/15 대책으로 당분간은 가계부채에 대한 위협은 사라진 상태 부동산가격을 보더라도 내려야 안정이라고 보는 것이 아니라 성장세가 둔화되는 모습을 보여야 하는 것임 서울/수도권 부동산가격이 소득수준이나 사회적 안정을 유지하기에는 높은 수준 9월은 금융안정 측면과 성장 측면에서 부동산가격 상승으로 상충관계가 더욱 나빠짐 한은은 금리정책으로 부동산가격을 완벽하게 조절할 수 없음 일단은 정부정책으로 부동산가격 조절하는데 통화정책으로 그것을 과열시키지 않는 수준으로 속도 조절 우리나라 부동산가격 상승은 잠재성장률 등을 갉아먹는 요인으로 작용. 적절한 정부정책 제시 필요
대외변수(관세협상)	미-중 관세협상도 중요. 반도체 사이클과 미-중 관계가 중요하기 때문 관세협상에 대한 불확실성이 환율을 올리는 요인인데 좋은 방향으로 관세협상이 해소되어야 함 투자협정에 3,500억달러를 어떻게 재원을 마련하고 투자하는 것에 대한 구체적 내용이 밝혀져야 함

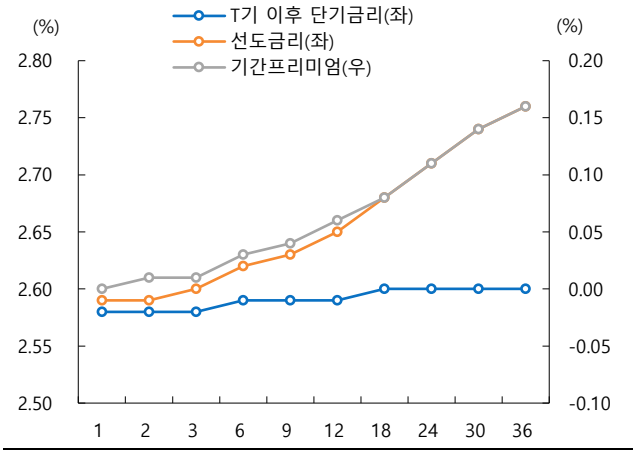
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

그림1. 한국 기준금리, CD91일 및 국고채 3년 금리 추이



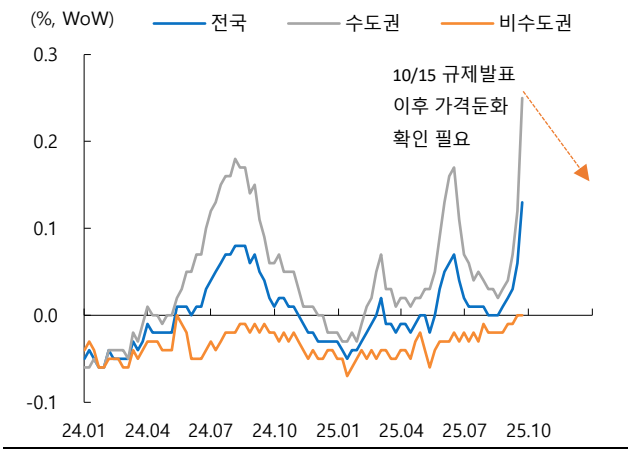
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 국고채 선도금리 현황(10/23일 기준)



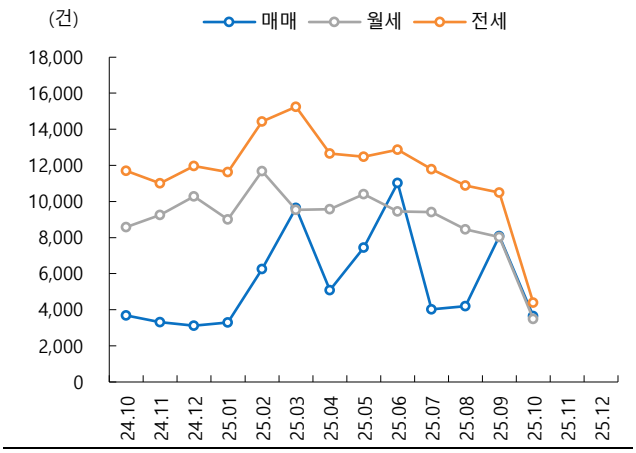
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 주간 아파트매매가격 지수(10/13일 기준)



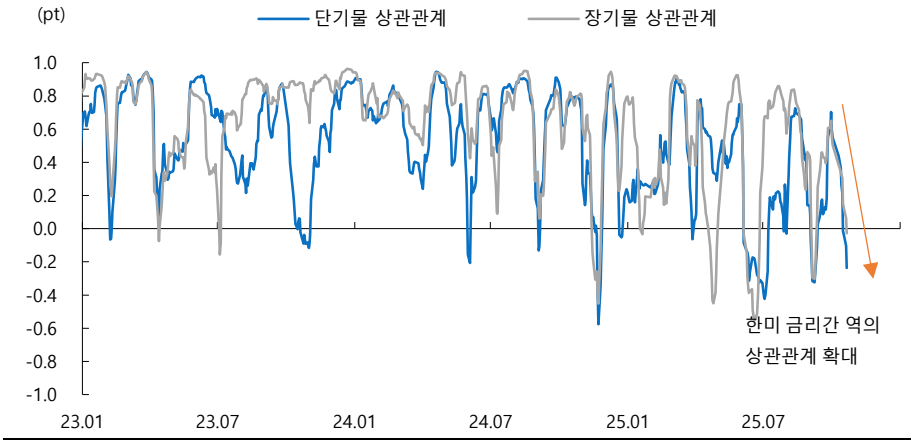
자료: 한국부동산원, iM증권 리서치본부

그림4. 서울 아파트 거래량 추이: 10/22일 집계 기준 매매거래 3,642건으로 9월 8,090건대비 크게 감소



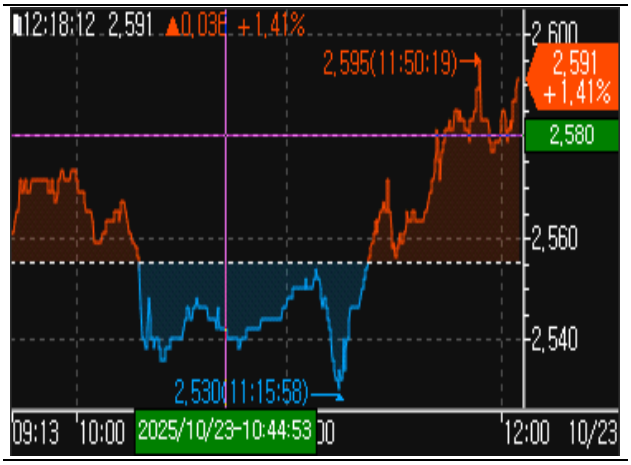
자료: 서울특별시 서울부동산정보광장, iM증권 리서치본부

그림5. 한국, 미국 국채금리 상관관계 추이: 미국 국채금리 하락 랠리에도 불구하고 국고채 금리는 역의 상관관계를 확대 중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 금통위(10/23) 장중 국고채 3년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림7. 금통위(10/23) 장중 국고채 10년물 추이

자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.