2025년 11월 24일 | Global Macro Strategy

하나채권

[11월 금통위 프리뷰] 매파적 동결. 금리는 박스권

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 2.50%로 만장일치 동결 전망. 10월 회의 이후 성장률, 부동산, 환율 모두 동결을 지지
- 총재는 '방향의 전환' 발언과 관련해 인상은 일축하나 동결 장기화 가능성을 시사할 것
- 인상 리스크 사라져도 시장은 당분간 동결 장기화 반영. 3년 2.8%~3.0% 박스권 예상

기준금리를 2.50%로 만장일치 동결, 3개월 내 인하 의견은 3명으로 감소 전망

한국은행은 11월 금통위에서 소수의견 없이 기준금리를 2.50%로 동결할 전망이다(동결 전망 유지). 3개월 내 인하 가이던스는 8월 5명, 10월 4명에 이어 3명으로 감소할 전망이다. 10월 금통위 이후 (1) 성장률 회복, (2) 부동산 가격 오름세, (3) 환율 급등 등 펀더멘털과 금융안정 요인 모두 기준금리 동결을 강화하는 방향으로 작용했다.

(1) 한국은행은 내년 성장률을 8월 1.6%에서 1.8% 이상으로 상향할 것으로 기대된다. (2) 부동산은 서울 아파트 가격의 주간 상승률이 둔화됐지만 여전히 +0.2%대로 추세적 상승이 지속됐다(11/17 KB부동산 기준). (3) 환율은 당국의 외환시장 개입(특히 팩트시트 발표 전후 상당한 개입이 있었던 것으로 추측)에도 불구하고 1,470원을 상향 돌파했다. 올해 4분기 들어 주요국 중 일본을 제외하면 가장 큰 폭의 약세다 [도표 1~4].

시장의 관심은 '방향의 전환' 발언. 총재는 '동결 장기화 가능성'으로 설명할 것

지난 12일, 한은 총재는 블룸버그 인터뷰에서 '방향의 전환'을 언급했다. 이에 시장의 기준금리 인하 기대가 완전히 소멸하고, 인상 가능성까지 거론되며 국채 금리가 급등했다. 기존의 기준금리 인하 사이클은 유효하다는 입장과 상충될 수 있는 표현이었다. 금주 금통위에서 해당 발언과 관련해 '기준금리 인하 사이클은 유효하지만, 조건에 따라 동결이 장기화될 가능성도 이전보다 커졌다'는 취지였다는 설명을 제시할 것으로 보인다. 일각의 기준금리 인상 가능성은 일축하지만, 인하 시점 역시 늦춰질 수 있다는 원론적인 입장이다.

다만 인하 사이클이 유효하다고 언급하더라도 펀더멘털과 금융안정 요인이 모두 동결을 강하게 뒷받침하고 있으므로, 세부적인 커뮤니케이션은 매파적일 가능성이 높다 **[도표 5]**. 구체적으로 성장은 GDP 갭 (-)보다 성장률이 내년에 잠재 수준까지 회복할 것이라는 부분이 강조될 것이다. 물론 성장률 회복보다 GDP 갭 부진이 더 심화된 상황으로 인상은 무리다 **[도표 6]**. 부동산은 서울 아파트 가격의 주간 상승률이 낮아졌지만 0.2%대는 한은이 기대하는 수준 (ex. 0.1%대)보다 높아 모니터링이 더 필요할 것이다. 환율과 관련해 균형 수준이 구조적으로 상승했다는 평가를 근거로 완화의 필요성을 강조할 가능성은 희박하다. 변동성을 키우지 않는 쪽으로 정책을 운용하겠다는 기존의 금융안정 기조를 유지하고, 시장은 이를 매파적으로 해석할 것이다.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

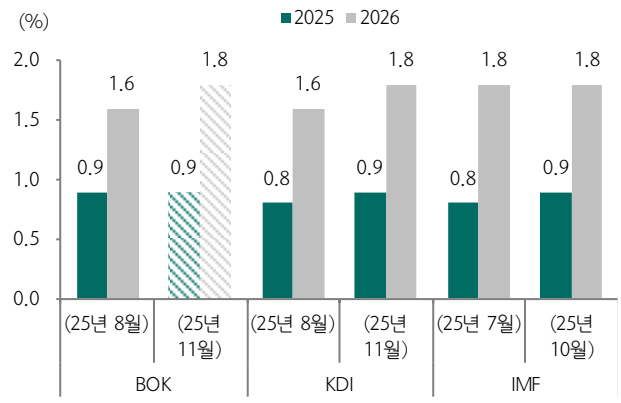
국채 금리의 큰 방향성은 하락이나, 인하 기대 재형성되기 전까지 박스권

채권시장은 기준금리가 인상으로 전환되는 것은 아니라는 인식이 생기면서 금리 저항선이 강하게 작동할 전망이다(3년물 기준 3.0%). 다만 세부적인 커뮤니케이션이 매파적이라면, 인하 기대가 재형성되기보다 동결 기조 장기화에 무게가 실릴 가능성이 높다. 이 경우 국고 3년 금리는 2.8%~3.0% 범위 내 등락이 예상된다.

최근 금리 급등 후 방향성은 2013년도를 참고할 만하다. 2013년 박근혜 정부의 추경을 통한 부양책, 반도체 호황 등에 기준금리 인하 사이클이 중단된 점이 지금과 닮았다. 당시 인하 사이클이 중단되면서 국고 3년 금리가 기준금리 대비 50bp를 상회하는 구간이 나타났다 **[도표 8]**. 급등 이후 소폭 되돌림이 나타났지만 이후 장기간 박스권 흐름이 유지됐다. 그리고 2014년 인하 기대가 형성된 이후에 추세 하락으로 접어들었다.

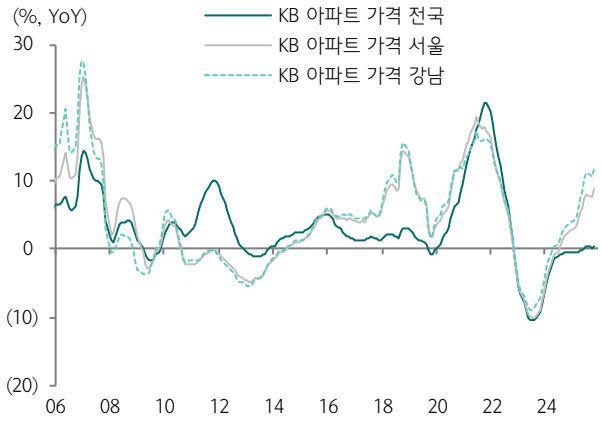
하나채권은 2026년 두 차례 기준금리 인하와 국채 강세장을 전망하고 있다. 당장은 기준금리 인하 기대가 소멸하면서 기준금리보다 상당히 높은 국고채 금리 환경이 지속될 전망이다. 투자 시계가 연말까지 짧은 투자자는 위험 대비 기대 수익이 낮다. 반면 시계가 내년까지 긴 경우 현 금리는 매력적이며, 국고 3년 2.95%, 10년 3.30%는 적극 매수할 레벨이다.

도표 1. 한국 GDP 성장률 전망: 한은도 11월에 상향 조정 예상



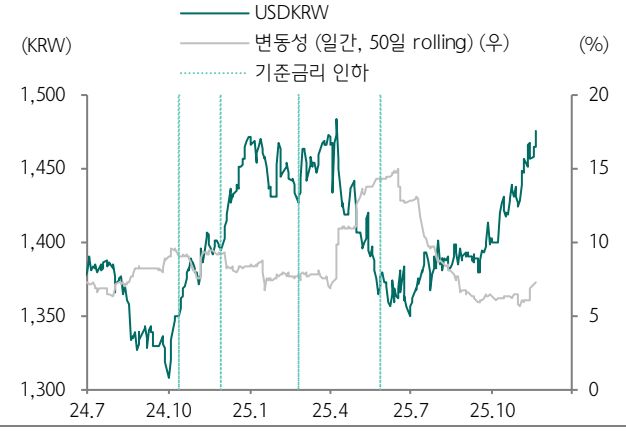
주: 한국은행 11월은 예상치
자료: 한국은행, KDI, IMF, 하나증권

도표 2. 한국 아파트 가격 상승률: 서울 중심으로 '추세' 상승



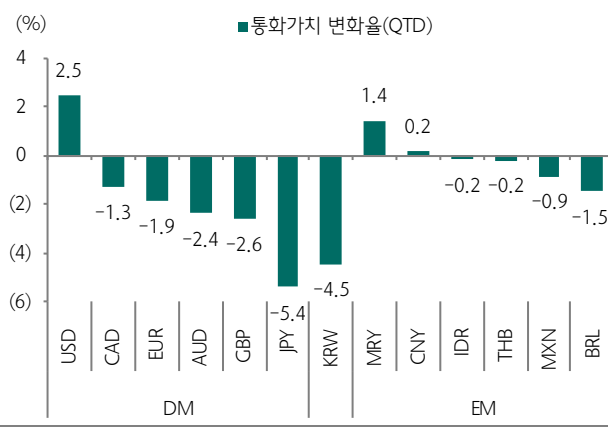
자료: KB부동산, 하나증권

도표 3. USDKRW 환율: 환율 레벨 급등. 변동성도 커지기 시작



자료: LSEG, 하나증권

도표 4. 주요 선진 및 신흥국 통화 가치 변화율: 4분기 엔과 원 약세



자료: LSEG, 하나증권

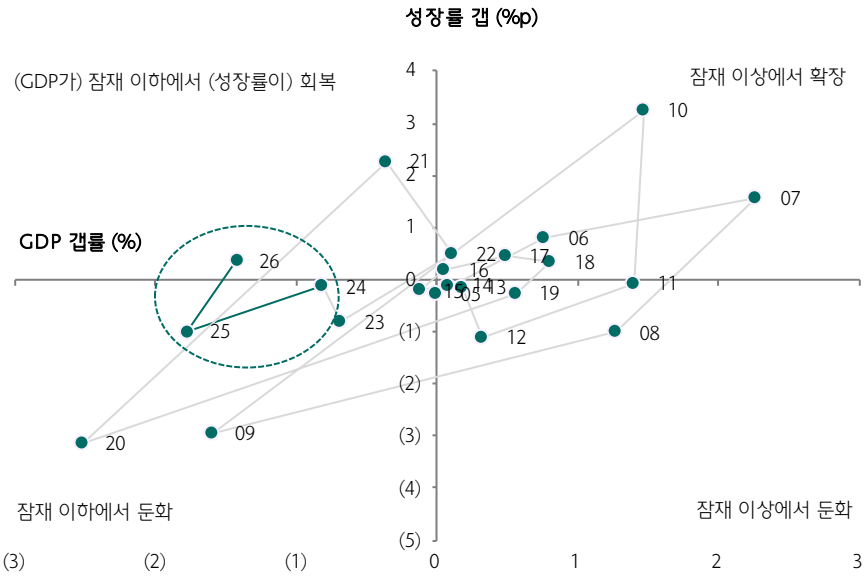
도표 5. 주요 변수에 대한 완화/긴축 논리
: 한국은행은 11월 금통위에서 긴축적인 커뮤니케이션 예상 (음영 표시)

	완화적	긴축적	11월 금통위에서 예상되는 커뮤니케이션
성장	GDP 갭 (-) 지속 2027년 잠재 이하 성장률	2026년 잠재 수준의 성장률	성장률이 잠재 수준으로 회복할 것이라는 점에 초점 → 당분간 금융안정에 보다 유의
부동산	부동산 가격 상승'률' 둔화 가계부채 증가 속도 둔화	부동산 가격 오름세 지속	부동산 가격의 추가 상승 여부를 지켜보겠다는 스탠스. 서울 아파트 주간 가격 +0.2%대는 여전히 높기 때문
환율	환율의 균형 레벨이 상승	외환시장 불안 수입물가 리스크	외환시장 불안이 기준금리 동결의 근거 환율 급등을 균형의 이동으로 결론 내리기는 시기상조

자료: 하나증권

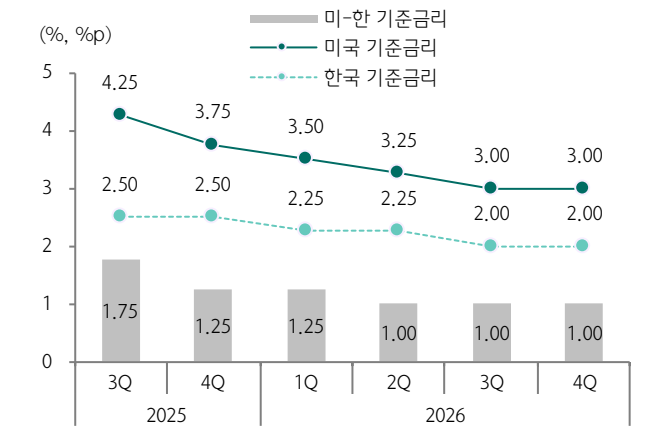
2026년 성장률은 낙관적으로 2.2%로 가정

도표 6. GDP 갭률(x축)과 GDP 성장률 갭(y축)
: GDP 갭률이 큰 폭으로 (-)인 상태에서 성장률이 회복하는 과정. 성장률 회복에도 인상이 어려운 이유



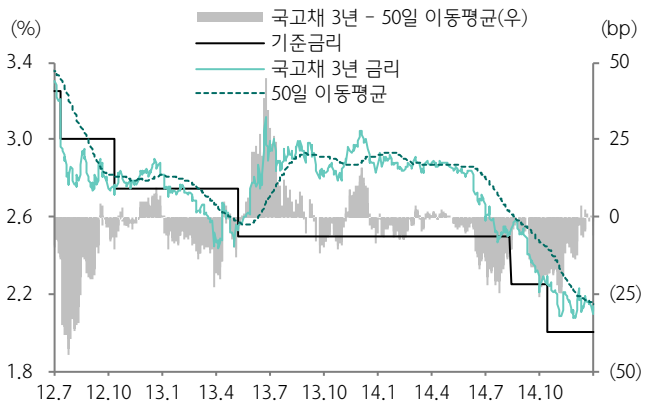
자료: OECD, LSEG, 하나증권

도표 7. 한미 기준금리 전망



자료: 하나증권

도표 8. 2013년 전후 기준금리 및 국고채 3년 금리
: 인하 사이클 중단되며 금리 급등. 인하 기대 재형성 전까지 박스권



자료: 인포맥스, 하나증권