2025.11.27

11월 금통위

당장은 인하를 지우고 시장을 객관적으로 보자

Monetary Policy

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

한은, 기준금리 2.50% 동결. 성장률·물가전망 상향 및 통방문, 포워드가이던스의 미묘한 변화에 주목

26년 통화정책 전망: 원화 약세가 금리를 바꾼다. 한은은 정책신뢰도 훼손을 가장 경계할 것

투자전략: 금리동결 이외 외국인 매도, 환율 변동성, 국채 공급 부담을 감안하면 3년물에 30~50bp 프리미엄 적절. 단 연초/연말 퇴직연금 등 특정수요 집중은 일시적 금리변동성 완화요인이 될 것

한은, 기준금리 2.50% 동결. 성장률·물가전망 상향 및 통방문, 포워드가이던스의 미묘한 변화에 주목

25년 11월 금통위 결과 한국은행은 기준금리를 2.50%로 동결 결정했다. 참고로 지난 10월과 동일하게 신성환 금통위원의 인하 소수의견이 개진됐다. 그 외 3개월 포워드가이던스는 지난 10월 "4(인하):2(동결)에서 3(인하):3(동결)"로 인하 전망이 축소 조정됐다. 금리동결 배경은 우선 경기 측면에서는 1)10월 헤드라인 물가상승률이 2.4%(y/y)로 목표(2%) 상단 부근에 재근접하며 중단기 물가의 재상승 리스크가 완전히 사라지지 않았다는 점, 2)3분기 GDP가 1.2%(q/q)로 1년만에 가장 높은 분기성장을 보이며, 이번 수정경제전망의 경기 전망치 상향 조정의 주요 근거로 작용한 점 등이 영향을 미친 것으로 판단된다. 또한 금융안정 측면에서 3)원/달러 환율이 하반기 들어 누적으로 7% 이상 절하(6월말 1,356원→11/27일 1,462원)되며 최근까지 고점 부담이 지속되고 있는 점, 4)주택가격 조정은 진행중이나 일부 수도권의 분양시장 과열 우려가 여전해, 추가 인하시 '부동산 재과열→가계부채 재확대'우려가 상존해 있다는 점도 함께 고려된 것으로 판단된다.

한편 25년 성장전망이 기존 0.9%에서 1.0%로, 26년은 기존 1.6%에서 1.8%로 상향 조정됐다. 한은의 전망에 근거하면 성장은 바닥을 통과, 26년에는 완만한 회복을 보일 것이라는 예상이다. 물가전망 역시 25년은 기존 2.0%에서 2.1%로, 26년은 1.9%에서 2.1%로 상향 조정됐다. 한은총재 발언 내 주요 내용은 1)금리인상 논의 단계 아니며, 2)고환율로 인한 물가 부담 우려 큰 편, 3)과도한 금리상승시 단순매입, 공개시장조작 등 개입 가능성 언급 등으로 요약된다. 통방문의 주요 포인트는 "향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되(10월 통방문, '금리 인하 기조 이어나가되'에서 톤 조절) 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것"이라는 멘트가 유지되며 추가 인하에 대한 가능성을 남겨 두었다는 점이다. 다만 이 멘트가 당장의 금리인하를 시사하기 보다는 경기안정 이외에도 시장의 금리 변동성 억제 등의 의도가 반영된 것으로 보인다.

26년 통화정책 전망: 원화 약세가 금리를 바꾼다. 한은은 정책신뢰도 훼손을 가장 경계할 것

당사는 11월 금통위 결과를 토대로, 적어도 26년 상반기까지는 동결 시나리오가 보다 더 현실적일 것으로 판단된다. 핵심은 아래와 같다. 첫 번째는 물가 요인이다. 한은이 이번 경제전망에서 발표한 25~26년 CPI는 2% 안팎에 안착하는 그림이지만, 에너지·환율·관세 등의 외생변수로 상방 리스크가 완전히 사라진 건 아니다. 그동안 한은의 통화정책 운용에 있어 '물가의 2% 근처 진입=즉시 인하'가 아니라, 2%근처에서 '충분한 기간 유지'를 확인하려는 성향이 강함을 고려할 때, 물가 안정의 사전적 확인 없이 중립금리 부근 수준에서 추가 인하를 단행하기는 다소 어려울 수 있다는 판단이다. 두 번째로 금융안정 요인이다. 원/달러 환율은 25년, 특히 하반기에 집중적으로 트럼프식 고관세, 대미투자 패키지 등 대외 충격 요인이 취약하게 반응하며 고점 부담이 현재까지도 지속 중에 있다. 현재 연준이 인하 사이클에 들어가면서 미국과 한국의 금리차 축소가 150bp 수준까지 진행된 상황에서 한은이 추가로 금리를 내리면 시장은 이를 원화 약세 요인으로 인식할 수 있다는 점이다. 특히 26년은 연준의 인하

속도가 불확실한 구간이므로, '한국의 선제적 인하=환율 리스크 재점화'로 해석될 가능성이 높아 한은 입장에서도 매우 신중한 정책 결정을 할 수밖에 없다.

또한 물가 안정의 지속성이 확보되지 않는 상황에서 고환율→수입물가(PPI)→CPI까지 전가되는데 3~6개월의 시차를 고려하면, 적어도 내년 상반기까지 물가 부담 해소는 어려워질 수 있다. 즉 상반기 인하 단행시 금리 인하 시점에서 오히려 CPI가 다시 올라가는 '정책 딜레마'가 발생하는데, 한은은 '정책 신뢰도 훼손'을 유발하는 이 상황을 가장 경계할 것으로 보여 한은 내부에서도 환율 안정이 보장되지 않는 한 기준금리 동결을 통한 안정적 체크가 필요하다는 의견이 우세할 것으로 보인다. 마지막으로 부동산·가계부채 등 금융불균형의 진정속도 역시 고려대상이다. 한은이 의도하는 방향은 가격의 '폭락'이 아닌 완만한 '가격 조정+거래량 정상화+대출증가율 둔화'의 조합이다. 이 중 어느 하나라도 꼬이면 '추가 인하=불균형 재점화'로 해석될 여지가 큰 상황에서 환율 요인과 마찬가지로 '확실한 안정'이 확인되기 전까지는 동결을 통해 금융안정 신뢰를 지키려 할 가능성이 크다.

결론적으로 25년 하반기 이후 한은의 정책기조는 과거처럼 '경기둔화→인하'가 아니라 '금융안정·환율안정 확인→인하 검토' 구조로 바뀐 상태다. 한은이 판단하는 추정 중립금리(명목, 당사 연간전망 자료 참고)가 2%대 중반 근처라면 2.50%는 크게 긴축적이라기보다는 '약간 타이트한 쪽에 가까운 중립' 수준이다. 물가, 금융안정 등의 불편함이 공존하는 상황에서 한은은 실질금리(명목-기대물가)가 플러스로 유지되기를 원할 가능성이 높아 정책여력(인하)은 남겨두되, 성급한 인하로 다시 마이너스 실질금리를 만들려 하지는 않을 것이라는 판단이다. 따라서 적어도 26년 1~2분기까지는 2.50% 동결을 유지할 가능성이 높고, 인하 신호가 나와도 '스탠스 변화→실제 인하'까지 래깅이 있을 것으로 예상된다.

투자전략: 금리동결 이외 외국인 매도, 환율 변동성, 국채 공급 부담을 감안하면 3년물에 30~50bp 프리미엄 적절. 단 연초/연말 퇴직연금 등 특정수요 집중은 일시적 금리변동성 완화요인이 될 것

향후 3~6개월 기간 금리동결+'쉽게 못 내린다'는 스탠스 전제와 더불어 최근의 수급 상황(외국인 매도, 환율 변동성, 26년 국채 공급 부담)을 감안하면 현 기준금리 대비 국고 3년물 프리미엄은 30~50bp(2.80~3.00%)가 적절할 것으로 판단된다. 최근 3년물 금리가 2.90% 안팎인 것도 이 정도 프리미엄을 반영한 수준일 것이다. 더욱이 11월 금통위가 인하 기대를 더 미루는 톤(성장률 상향, 한은 총재 판단, 포워드 가이던스 변화 등)이라는 점에서 적정 프리미엄의 상단(3.0% 근처)까지 한 번 위로 열려 있는 흐름이 재발할 가능성도 배재할 수 없어 보인다. 또한 국고3년과 10년의 적정 프리미엄이 30~40bp 범위라고 가정할 때 국고 10년물은 현재 약 3.25% 내외 수준에 위치하며, 적정 밴드 3.10~3.40% 중앙~약간 상단을 유지 중이다. 비록 12월 국고발행 물량이 계획대비 미달할 수 있다는 호재가 자리해 있으나, 내년부터는 다시 재정 및 공급 이슈가 부각될 수 있다는 점에서 상황에 따라 밴드 상단부근까지 무리 없이 열릴 수 있다고 본다. 따라서 보수적 관점에서 내년 1분기말~2분기초까지는 국고금리의 변동성 확대라는 위험부담이 존재(금리상단 트라이 지속)할 수 있다. 다만 12월말 ~1월초 퇴직연금 등 특정자금의 수요가 집중될 수 있으며 특히 3-5년 중심의 단기 커브가 장기대비 아웃퍼폼할 수 있는 점은 금리 변동성을 안정화하는 핵심 수급 축으로 작용할 것으로 판단된다.

표1. 한국은행 통화정책결정문 비교

구분	25.10월 통화정책결정문	25.11월 통화정책결정문	비고
금리결정	기준금리 2.50% 동결 결정	기준금리 2.50% 동결 결정	
세계경제	미국 관세인상 영향 가시화되며 성장세 완만히 둔화 미국 장기국채 금리 하락 미중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국 통화, 재정정책 변화 영향받을 것	미·중 무역 갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 성장세 둔화속도는 완만할 전망 주요국 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경에 영향받을 것	무역갈등 완화
국내경제	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	건설투자 부진 소비 회복세, 수출 증가세 이어지며 개선세를 지속 수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한·미 관세 협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름 이어갈 전망 올해 성장률 1.0%, 내년 1.8%로 상향	25년, 26년 성장률 상향 조정
물가	환율 상승에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정으로 2% 내외 오름세 지속 올해 및 내년 물가상승률 2.0%, 1.9% 전망 유지	높아진 환율, 내수 회복세 등으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것 올해 물가 2.1%(근원 1.9%), 내년 물가 2.1%(근원 2.0%)로 상향	25년, 26년 물가 상향 조정
금융시장	9월 하순이후 환율과 금리 변동성 확대	원/달러 환율, 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400원대 중후반으로 높아짐	환율, 부동산, 가계대출 금융안정 리스크 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	가계대출은 기타대출 중심으로 증가폭 확대 수도권 주택가격에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황	
정책운용	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	성장률 전망이 상향조정되었지만 향후 경로에 상하방 요인이 모두 잠재 물가는 예상보다 다소 높아진 상황 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요 금리인하 가능성을 열어두되, 정책 여건 변화와 성장 및 물가, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것	물가 리스크 경계 미묘한 문구 변화 금리인하 가능성에 대한 기존의견 유지

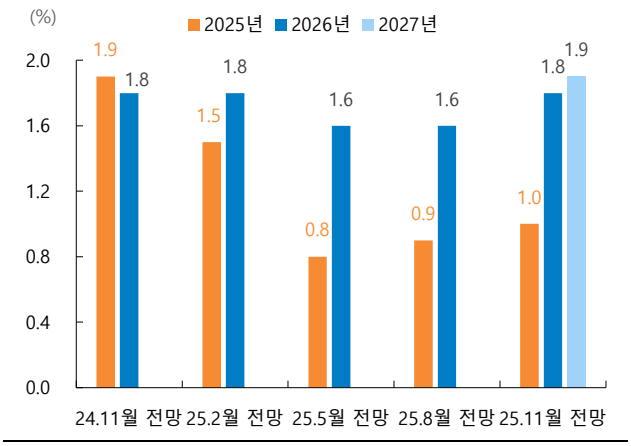
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

표2. 25.11월 금통위 기자간담회 주요 질문/답변

주요 기자 질문	이창용 한은 총재 답변
금리결정	5명 동결, 신성환 위원 인하 소수의견: 민간 실질 회복속도가 더딤 당분간 추가 인하 가능성과 동결 가능성을 모두 열어놓을 필요 3개월 포워드 가이던스 3명 동결 3명 인하 3개월 포워드 가이던스 회의에서 금리인상을 논의한 적은 없었음. 금리인상 논의할 단계가 아님 3명은 금리인하 기조 종결 가능성을 보는 것 금융안정을 고려할 때는 중립금리 수준에 와있는 기준금리
경기	향후 경로에 성장 상하방 위험이 잠재 환율 상황이 국내 경제에 미치는 영향의 불확실성 잠재 1.8%로 성장률 올라가지만 IT 수출 등 제거하면 1.4% 성장으로 추정 반도체나 수출업체 주도 성장이 착시효과라고 생각하는 의견이 있음(인하 주장 위원들) 금리 동결 기간에서 인상 기간으로 지나는 건 평균 12개월 정도
환율	최근 몇 주간 환율이 한 방향으로 쏠려가는 것(내국인의 해외주식투자) 우려 우리나라 원화만 유독 절하되는 것에 우려 환율 상승으로 물가 상승 나타날 우려 지금 1,500원으로 환율 가는 것이 해외투자수요인 것으로 판단
시장 안정	국민연금을 동원해서 뭘 해달라는 것이 아니고 현 상황에서도 할 수 있는 것이 있음 노후자산을 동원한게 아니라 노후자산 보호를 위한 것 금리가 크게 올라간다면 단순매입이나 공개시장 조작 등 쓸 Tool은 많음 실무자들이 외환시장 스왑은 논의 중 CD금리보다는 KOFR금리 사용이 바람직

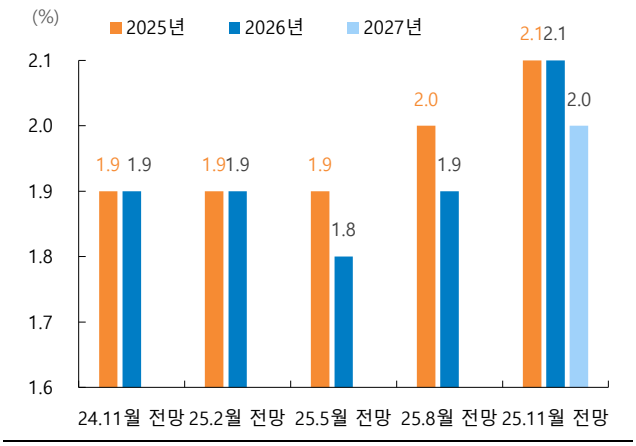
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

그림1. 한국은행 성장률 전망치 추이



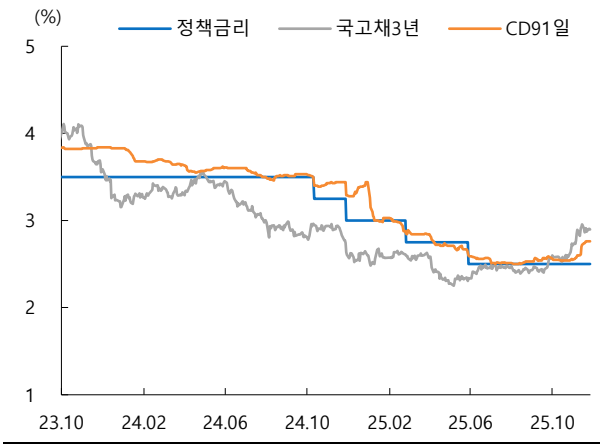
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림2. 한국은행 소비자물가 전망치 추이



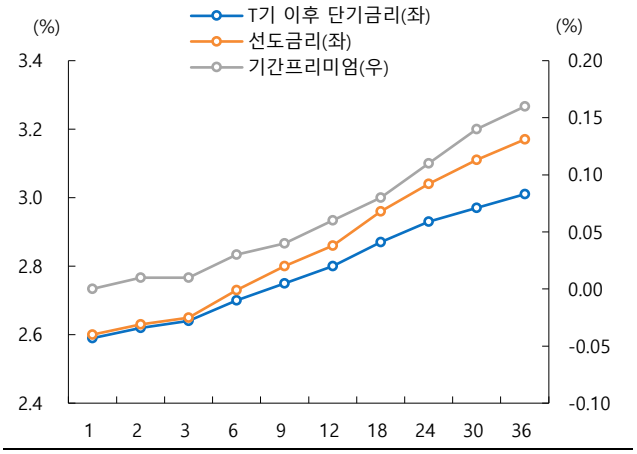
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림3. 한국 기준금리, CD91일 및 국고채 3년 금리 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 국고채 선도금리 현황(11/27일 기준)

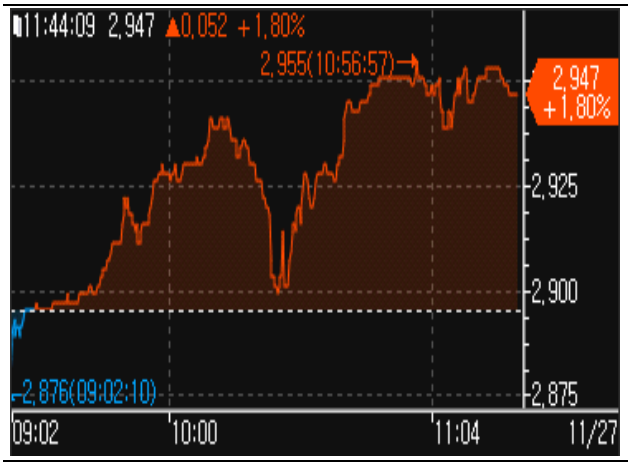


자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림5. 한국, 미국 기준금리 및 원/달러 환율: 환율 불확실성이 정점에 있는 시기=금리 동결 유인이 강해짐

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 금통위(11/27) 장중 국고채 3년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림7. 금통위(11/27) 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.