2025.11.27

Bond Market Comment

Fixed Income / Global
수석연구위원 백윤민
3771_9175
yoonmin1983@iprovest.com

11월 금통위: 최소한의 금리 인하 여지만 남겨둔 한은

11월 금통위, 기준금리 2.50%로 동결(금리인하 소수의견 1인)

2025년 11월 한국은행 금융통화위원회는 기준금리를 2.50%로 동결(신성환 금통위원 기준금리 25bp 인하 소수 의견). 물가에 대한 상승 압력이 다소 높아진 가운데, 1) 해소되지 못한 부동산 시장 불확실성, 2) 원화 약세 심화 등을 고려한 결정으로 판단

수정경제전망: 물가, 성장률 전망치 모두 상향 조정

한국은행은 수정경제전망을 통해 성장률과 물가상승률 전망치를 모두 상향 조정. 먼저 한은은 올해와 내년도 물가상승률 전망치를 각각 2.0%→2.1%. 1.9%→2.1%로 상향 조정하고, 2027년 전망치를 2.0%로 새롭게 제시. 한은은 물가가 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠지만, 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상. 성장률은 올해와 내년도 전망치를 각각 0.9%→1.0%, 1.6%→1.8%로 상향 조정하고, 2027년 전망치를 1.9%로 제시. 한은은 국내 경제가 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데, 수출 증가율 둔화에도 반도체 경기 호조, 한·미 관세 협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 것으로 전망

최소한의 금리 인하 여지만 남겨둔 금통위

11월 금통위는 시장의 예상대로 기준금리를 동결. 물가 전망을 제외하면, 성장률 전망과 포워드 가이던스 (3개월 내 기준금리 인하 의견 3인) 모두 당사의 예상에 부합. 금통위 결과와 이창용 총재의 기자간담회를 종합해보면, 한국은행이 최소한의 금리 인하 여지를 남겨두기는 했지만, 실질적으로 금리인하 사이클이 마무리 국면에 진입하고 있음을 시사. 국내 채권시장 역시 이러한 한은의 정책 스탠스를 반영하면서 시장금리가 재차 큰 폭으로 상승

기본적으로 국내 부동산 시장, 환율 등 주요 변수에 대한 불확실성이 크게 안정되지 않은 가운데, 펀더멘탈 전망을 상향 조정한 점을 고려하면, 한은의 추가적인 통화정책 완화 의지도 크게 낮아질 수 밖에 없다고 판단. 당사도 한국은행의 추가적인 통화정책 완화 가능성이 크게 약화된 점은 동의. 다만, 금리인하 사이클이 완전히 종료된 것은 아니며, 내년 하반기에는 한 차례 정도 추가 인하 여지가 남아있다고 판단. 필자는 금통위가 제시한 성장률 전망에 비해 국내 경제를 바라보는 한은의 시각이 다소 낙관적이라고 판단. 이창용 총재가 언급했듯이, 내년도 성장률 상승에는 기저효과가 크고, 여전히 높은 대내외 불확실성이 높은 만큼 내년 하반기로 갈수록 성장에 대한 우려가 재차 확대될 가능성도 배제할 수 없음

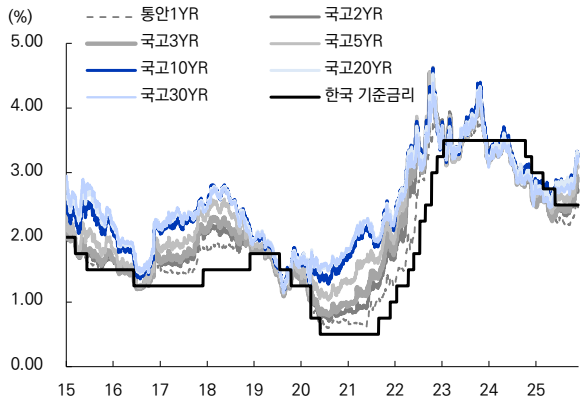
KYOBO 교보증권

[도표 1] 통화정책방향결정문 비교

구분	2025 년 11 월 통화정책방향결정문	2025 년 10 월 통화정책방향결정문
기준금리	- 기준금리, 2.50%로 동결(신성환 금통위원 25bp 인하 소수 의견) - **물가상승률이 다소 높아진 가운데** 성장은 전망의 불확실성이 여전하지만 소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단	- 기준금리, 2.50%로 동결(신성환 금통위원 25bp 인하 소수 의견) - 물가가 안정된 흐름을 지속하는 가운데 성장은 전망의 불확실성이 여전히 높지만 소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 부동산 대책의 수도권 주택시장 및 가계부채 영향, 환율 변동성 등 금융안정 상황도 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하는 것이 적절하다고 판단
세계경제	- 세계경제는 **미국 관세정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만 미 · 중 무역 갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망**이며, 물가 경로는 국가별로 차별화될 것으로 보임 - 국제금융시장에서는 **미 연준의 금리인하에 대한 기대 변화, 주요국 재정상황 등에 영향 받아 장기 국채금리와 미 달러화 자수가 상승하였다가 일부 되돌려짐.** 주가는 상승세를 이어가다가 **AI 부문 고평가 우려 등으로 조정**. 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, **글로벌 통상환경** 등에 영향 받을 것으로 보임	- 세계경제는 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가 경로는 국가별로 차별화될 전망 - 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미 · 중 무역 갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향 받으며 상당폭 등락. 주가는 AI 관련 부문을 중심으로 높은 상승세를 이어감. 세계경제와 국제금융시장은 미 · 중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화 등에 영향 받을 것으로 보임
국내경제	- 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속. 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요업종에서는 감소세를 이어감 - 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 **수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한 · 미 관세 협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 전망**. 이에 따라 **금년 및 내년 성장률은 각각 지난 8 월 전망치(각각 0.9%, 1.6%)를 상회하는 1.0% 및 1.8%를 나타낼 것으로 예상**. 다만, 이러한 성장경로에는 **글로벌 통상환경**, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단	- 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어감. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속 - 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 이어가고 수출도 반도체 경기 호조 등으로 당분간 양호한 흐름을 보이겠으나 미 관세 부과의 영향이 점차 커질 것으로 예상. 금년 및 내년 성장률은지난 8 월 전망(각각 0.9%, 1.6%)에 대체로 부합할 것으로 보이지만, 한 · 미 및 미 · 중 무역협상, 반도체 경기, 내수 개선 속도 등과 관련한 상 · 하방 불확실성이 확대된 것으로 판단
물가	- **국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류 가격 오름세 확대 등으로 10 월 중 소비자물가 및 근원물가 상승률이 2.4% 및 2.2%로 높아짐.** 단기 기대인플레이션율은 11 월 중 전월과 같은 수준(2.6%)을 유지 - **물가는 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 전망**. 이에 따라 **금년 소비자물가는 8 월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에도 소비자물가 및 근원 물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0%로 전망**. 향후 물가 경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 보임	- 국내 물가는 9 월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어감. 단기 기대인플레이션율은 9 월 중 2.5%로 전월(2.6%)보다 소폭 낮아짐 - 국내 물가는 환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요 압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8 월 전망치에 부합할 것으로 보임. 향후 물가 경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 보임
금융시장	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대. 원/달러 환율은 **거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400 원대 중후반으로 높아졌고, 국고채 금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정** - **가계대출은 기타대출을 중심으로 증가폭이 확대**되었고, **수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황**	- 금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9 월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대. 원/달러 환율이 대미 관세 협상 관련 불확실성, 미 · 중 무역 갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채 금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 높아짐. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승 - 가계대출은 증가규모가 상당폭 축소되었으나 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대
정책방향	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것. **국내경제는 성장률 전망이 상향 조정되었지만 향후 경로에 상·하방 요인이 모두 잠재해 있고 물가상승률은 예상보다 다소 높아진 상황** - 금융안정 측면에서는 **수도권 주택가격 및 가계부채 리스크,** 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있음. **향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것**	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을운용해 나갈 것. 국내경제는 물가가 안정적인 흐름을 지속하는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있지만 무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한 불확실성이 확대 - 금융안정 측면에서는 정부의 추가 부동산 대책의 효과를 점검하는 한편, 높은 환율 변동성의 영향에도 유의할 필요가 있음. 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 것

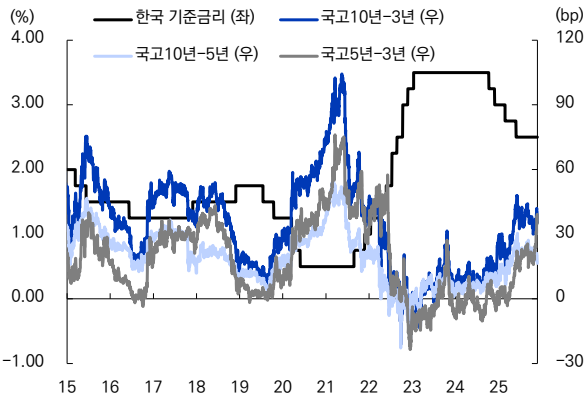
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 국고채 금리 추이



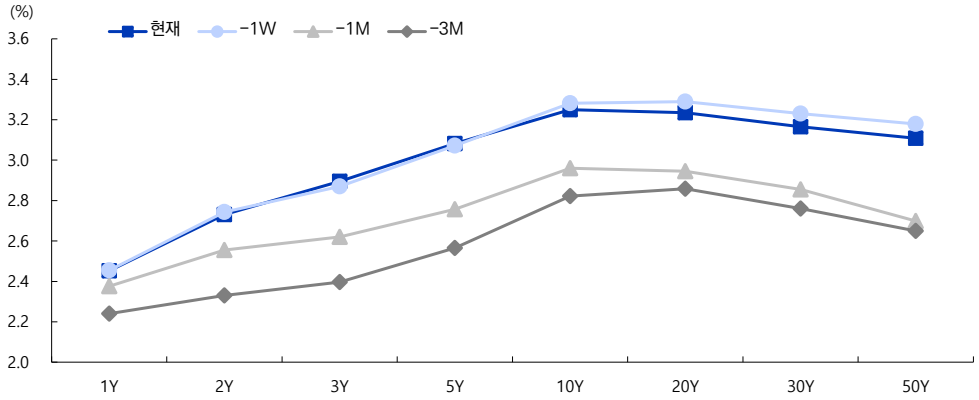
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 국고채 금리 스프레드 추이



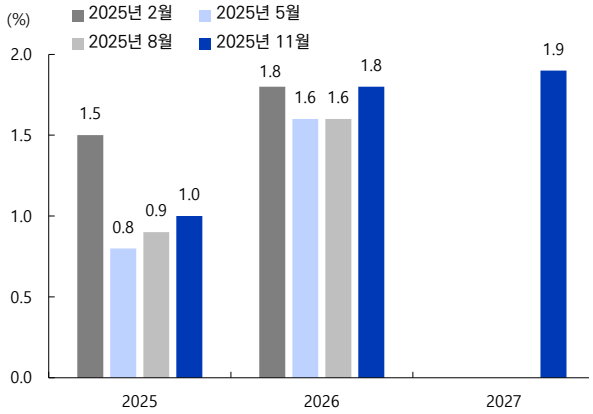
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한국 기간별 일드 커브 추이



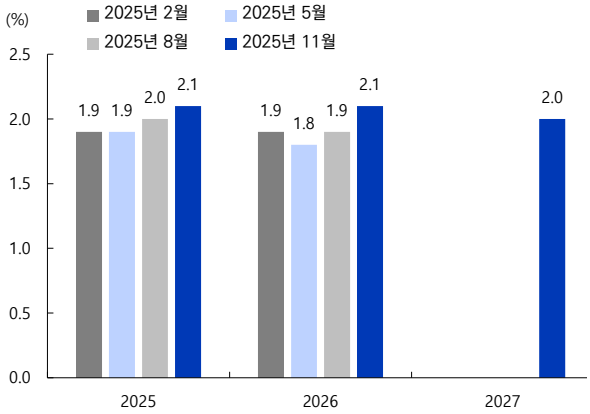
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 한국은행, 국내 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 한국은행, 물가 상승률 전망 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

11월 금통위 기자간담회 Q&A

Q. 금통위원들의 3개월 포워드 가이던스? 성장률 상향, 통방 인하 문구 삭제가 정책 전환 신호인지, 선택지에 금리 인상도 포함되는지?

A. 이번 회의에서 5명은 동결, 1명은 인하 소수의견을 제시. 동결 측은 성장 회복세, 환율, 부동산 등 금융안정 우려가 여전히 남아 있어 금리 동결이 바람직하다고 판단. 인하 위원 1명은 성장, 물가 경로가 상향 조정됐더라도 기저효과를 제외하면 민간 실질 부문 회복 속도가 더디다고 보고, 빠른 시점에 인하를 하고 그 효과를 지켜보면서 추후 판단하는 것이 적절하다고 본 것. 3개월 포워드 가이던스와 관련해, 6명 중 3명은 동결 가능성이 크다고 보았고, 나머지 3명은 2.5% 보다 낮은 수준으로 인하될 가능성도 열어둬야 한다고 판단. 동결 가능성을 본 3명은 환율 변동성 확대, 물가 우려 증대 등을 고려해 당분간 동결 후 점검이 필요하다고 봤고, 인하 가능성을 본 3명은 성장 경로의 상하방 위험 공존, 미 연준 통화정책 불확실성 등을 이유로 인하 옵션을 유지해야 한다고 봤음. 이는 모두 경제 상황에 따른 조건부 전망. 이를 단순히 정책 전환 신호로 해석하는 것은 적절치 않음. 이번 회의 논의 과정에서 금리 인상 가능성을 제기한 위원은 없었으며, 현 시점은 금리 인상을 논의할 단계가 아니라고 판단

Q. 1,400원 후반의 고환율이 경제에 부담이 되는 수준인지, 변동성은 크지 않지만 점진적 상승 흐름은 문제가 없는지? 인하 기대가 줄거나 인하 사이클이 종료되면 환율•부동산 가격 상승 압력이 완화될 것으로 보는지?

A. 환율에 대해 두 가지 측면에서 우려하고 있음. 단순 레벨보다 한 방향 쏠림이 심해졌고, 특히 내국인의 해외 주식 투자에 의해 움직이는 면이 크다고 보고 있음. 다만 예전처럼 1,400원 초과 시 금융안정 위기를 걱정해야 하는 상황은 아님. 현재 우려의 초점은 금융안정이 아니라, 고환율이 물가를 끌어올릴 가능성과, 환율 상승으로 인한 경제 내 위너와 루저가 뚜렷해지는 점. 금리 인하 기대가 사라지거나 인하 사이클이 종료될 경우, 금리 인하 기대 축소, 한미 금리 격차 축소, 유동성 공급 축소 신호 측면에서는 환율과 부동산에 긍정적 시그널을 줄 수 있다고 봤음. 다만 실제 환율, 부동산은 통화정책만으로 해결할 수 없고, 부동산은 공급 정책 등 종합 대책이 필요하다고 판단. 현재 환율 상승은 한미 금리차가 줄어든 상황에서도 내국인 해외 주식 투자 쏠림이 주된 요인이라고 보고 있어, 인하 기조 변화만으로 환율에 큰 영향을 줄 것이라고 보지는 않음

Q. 노후자산에 대한 위험 감수하면서 환율 안정에 국민연금을 동원해야 하는지? 물가 상승률 전망 상향 조정 요인?

A. 국민연금은 자산 증가 후 지급 국면으로 전환되는 구조적 특성상 환율 절하, 절상에 따른 장부수익률 왜곡이 큰 구조임, 따라서 노후자산 보호를 위해서도 적정 수준의 헤지 전략 정비가 필요함. 현재 헤지 룸이 있음에도 책임, 인센티브 구조로 인해 활용되지 못하는 상황이므로 운용 탄력성과 전략적 모호성 확보가 필요함. 국가 전체 포트폴리오 관점에서 민간 및 국민연금의 해외투자 분리적 판단만으로는 환율 쏠림이 커질 가능성이 큰 상황임. 환율안정 수단은 외환보유액 등 다양하나, 현재 환율 쏠림은 해외 주식투자가 주요 요인이라 어떤 수단이 적절한지는 신중한 판단이 필요함. 물가는 고환율 영향이 핵심 요인이며, 재정은 성장률 상승, GDP갭이 축소된 상황에서 누적 효과를 다시 평가할 필요가 있는 상황

Q. 정책 방향 문구에서 '추가 인하 여부'라는 표현만 보면 인하 사이클이 사실상 닫힌 것으로 해석될 수 있음. 성장률은 잠재 수준에 그치고 반도체 의존도가 큰 상황에서 인하 기조를 마무리하기엔 시기상조 아닌지, 아웃풋 갭이 실제로 좁혀질 것으로 보는지? 시장금리 과도 상승 시 단순매입 등의 조치를 고려할 의향이 있는지?

A. 내년 성장률 1.8% 전망은 IT, 반도체 사이클이 견인. 이를 제외한 실물 부문 성장률은 약 1.4% 수준으로 추정. 여전히 아웃풋 갭은 마이너스 상태로 판단. 반도체 중심의 성장으로 인해 실물 경제의 회복 정도에 착시가 있을 수 있음. 인하 가능성 유지 견해는 이러한 상황을 모두 반영한 판단임. 3:3 구도 자체가 동결, 인하 모두 열린 상황을 의미. 특정 방향으로 해석하는 것은 적절하지 않음. 금리 과도 상승 시 단순매입 등 대응 수단은 존재. 다만 실행 여부는 금리 수준과 시장 해석을 보고 판단할 것

Q. 국민연금 통화스왑 연장 여부, 전략적 환헤지 필요성, 1,500원 환율 우려 여부?

A. 통화스왑은 실무적으로 연장 논의 중이며 연장 자체는 큰 문제가 없는 상황임. 전략적 헤지는 정부 요청이 아니라 국민연금 스스로 노후자산 보호를 위해 필요함. 이미 룸이 있으나 활용되지 않는 구조적 문제를 개선할 필요가 있음. 환율 레벨 자체를 타깃하지 않으나, 최근 흐름은 한미 금리차나 외국인 요인이 아니라 내국인 해외투자 쏠림에 따른 국내 특이 현상임. 특히 젊은 층의 해외투자의 위험관리 미흡 가능성은 우려스러운 부분

Q. CD금리와 기준금리의 괴리에 대응할 의향? 시장금리 상승이 실물경제에 미치는 영향은?

A. 최근 CD 금리는 일부 은행채 발행 문제로 올라간 측면 존재. CD가 단기 금리 지표로 사용하기에는 많은 문제가 있음. 유동성 문제로 CD 금리의 유용성은 사라졌다고 생각. 로드맵에서 KOFR금리로 움직이기로 발표했음. 시장금리 상승은 정책 전환 국면에서 당연히 발생 가능한 현상이며, 과도해질 경우 필요한 수단을 활용할 수 있는 상황임

Q. 현재 기준금리 수준에서 유동성 증가 속도나 규모에 대한 평가? 기준금리는 완화적인 수준?

A. 자산시장으로 이동하는 유동성이 많이 풀린 것은 사실. M2 급증은 새로운 유동성 공급이 아니라 구성 변화 때문인 상황. 한국 M2는 자산운용사의 수익증권이 포함됨. 이를 제외한 IMF 기준 시리즈가 병행 발표될 예정. 기준금리는 금융안정을 고려할 때 중립 수준에 근접한 상태

Q. 인하 가능성을 열어둔 세 위원의 견해가 보험성 성격인지? 새 전망에서 GDP갭이 0에 가까워지는 시점은 언제로 보는지?

A. 3:3 의견 구도는 단지 인하, 동결 가능성 모두 열려있다는 의미이며, 인하 기조에서 동결 기조로 이동한다는 의미는 아님. 인하 가능성이 보험적 성격인지 기본 시나리오인지는 문구만으로 확률화해서 설명하기 어려운 상황. 아웃풉 갭은 모든 모델에서 의미있는 마이너스며, 0에 근접하는 시점은 빠른 경우 2026년 말~2027년 초, 늦은 경우 2027년 말로 추정

Q. 연준의 인하보다 늦을 경우 캐리 트레이드, 환율 상승, 물가 재상승 가능성에 대응 가능한지?

A. 최근 미국 금리와 달러는 한 달간 큰 변동이 있어 전망 불확실성이 큰 상황임. 한국은 미국 금리에 기계적으로 반응하지 않으며, 금리격차 조정 측면에서는 한국이 올리는 것보다 미국이 내려 격차가 축소되는 방향이 더 긍정적일 가능성이 큰 상황

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.
이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.
당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.