Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터



# 하나채권

## [11월 금통위] 인하 '기조'에서 '가능성'으로

- 4회 연속 2.50%로 동결. 신성환 인하 소수의견. 3개월 내 동결과 인하 각 3명
- 성장과 물가 전망 모두 상향. '인하 기조' → '인하 가능성'으로 수정해 동결 장기화 시사
- GDP 갭, 연준의 인하 고려 시 인하 전망 유지. 다만 시기를 2, 8월에서 5, 11월로 수정

### 리뷰: 성장과 물가 전망 상향. 인하 '기조'에서 '가능성'으로 스탠스 전환

한국은행은 11월 금통위에서 기준금리를 2.50%로 4회 연속 동결했다. 신성환 위원은 8, 10월에 이어 인하 소수의견을 유지했다. 반면 향후 3개월 (~2026년 2월) 가이던스는 10월 4명에서 3명으로 축소됐다 (하나채권은 만장일치 동결과 3명의 인하 가이던스를 예상).

통화정책방향문은 성장 회복과 금융안정 리스크를 강조한 점은 10월과 같았다. 물가는 상승률이 다소 높아졌다고 지적했다. 결정적으로 향후 가이던스 관련 문구를 10월 '금리인하 **기조**를 이어나가되'에서 11월 '금리인하 **가능성**을 열어두되'로 수정됐다. 인하 '기조'는 인하는 분명하지만 시기와 폭을 고민한다는 의미인 반면 인하 '가능성'은 인하 여부를 저울질한다는 뜻이므로, **동결 장기화 가능성을 시사**한 셈이다.

경제전망은 2025, 2026년 성장률을 8월 0.9, 1.6%에서 1.0, 1.8%로 상향하고, 2027년은 1.9%로 내년보다 더 높은 수치를 제시했다 [도표 1]. 세계 경제가 미-중 갈등 완화와 확장적인 재정정책으로 둔화가 완만할 것이며, 국내 경제도 기존 내수 회복 흐름에 더해 한미 관세 협상이 타결된 점이 긍정적일 것이라고 평가했다. 인플레이션 전망은 올해와 내년 모두 2.1%로 10월 대비 상향하고, 2027년에는 2.0%로 목표 수준에서 안정될 것으로 전망했다 [도표 2]. 여행 관련 서비스, 농축수산물 가격 상승, 그리고 환율 상승에 따른 석유류 등 수입물가 상승을 주 요인으로 지적했다.

기자회견에서 총재는 3개월 내 가이던스에서 밝힌 대로 3명은 동결, 3명은 인하 가능성을 높게 보고 있는 상황이므로, 기준금리 인상을 논의할 단계는 아니라고 발언했다. 지난 블룸버그 인터뷰에서 언급한 방향의 전환은 인상이 아니고, 동결 가능성이라는 점을 명확히 밝혔다. 기자회견은 환율과 관련한 내용이 주를 이루었는데 걱정만 많았을 뿐 통화정책 방향보다는 여타 정책(국민연금, 개인투자자 리스크 관리 등)에 대한 언급이 대부분이었다.

### 전망: 동결 장기화 이후 2분기 인하 재개. 국채 금리도 내년에는 하락

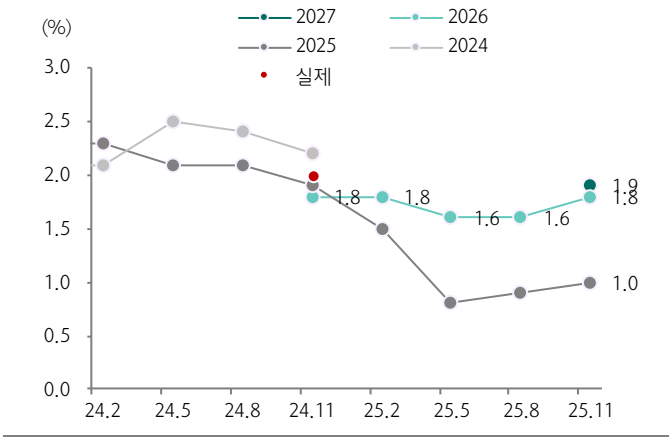
11월 금통위는 예상대로 매파적이었고, 인하 기대가 소멸한 국면에서 '**연초까지 국고 3년 2.8~3.0%' 전망**을 유지한다 ('11/24, 매파적 동결. 금리는 박스권'). **2026년 2분기에 기준금리 인하 사이클이 재개되고 (5, 11월), 국고 금리는 그보다 앞서 하락할 것으로 예상**한다.

최근 한은의 기준금리 결정은 성장, 부동산, 환율에 의해 영향을 받고 있다. 성장률 회복, 부동산 가격 상승, 환율 급등 고려하면 이번 동결은 당연하고, 동결이 장기화될 위험도 분명히 상존한다. 이에 기준금리 인하 시기를 기존 2, 8월에서 5, 11월로 수정했다.

여전히 기준금리 인하 사이클을 전망하는 이유는 **(1) 성장률 갭은 축소되나 GDP 갭은 여전히 큰 폭 (-)**이기 때문이다. **[도표 4]**와 같이 2026, 2027년에 잠재 수준의 성장률을 기록하더라도 GDP 갭률은 -1%대가 유지될 것으로 예상된다. GDP 갭이 (-)이더라도 성장률이 가파르게 확장 국면으로 진입하면 인하 사이클이 종료될 수 있다. 하지만 내년은 성장률이 잠재 수준으로 회복하는 정도로 GDP 갭이 빠르게 축소되는 상황이 아니다. 신성환 위원은 기저 효과를 배제하면 민간 부문의 성장이 여전히 약화되고 있다는 점을 고려해 기준금리를 인하해야 한다고 주장했는데, 이와 같은 생각이다.

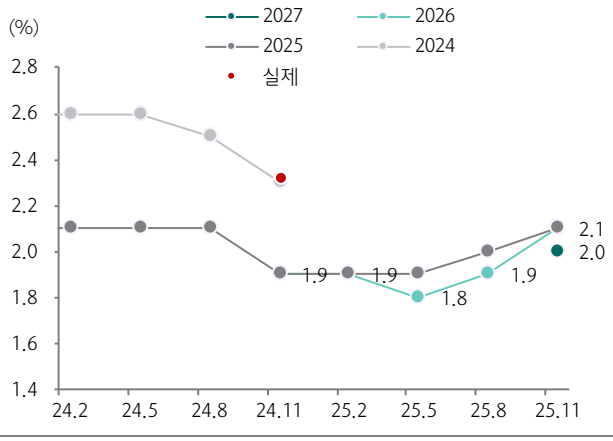
한편 한은이 5월 이후 6개월 동안 기준금리를 동결했음에도 부동산 가격과 환율은 급등했다. 즉, 기준금리가 두 변수의 Key Driver가 아님은 너무나 명확하다. 그럼에도 불구하고 금융안정을 근거로 **(2) 기준금리를 중립 수준에서 동결을 장기화할수록 내수 경기에는 부담**으로 작용할 수밖에 없다. 기준금리 인하 기대 소멸로 인한 시중금리 상승은 시차를 두고 기업의 투자(특히 건설투자)와 가계의 소비 여력에 악영향을 미칠 전망이다. 한국은행은 내년에 성장률 전망이 추가적으로 상향 조정되지 않고 **(3) 연준이 올해 12월 연속 인하를 포함해 내년까지 100bp를 추가적으로 인하**한다면 인하 사이클을 재개할 확률이 높다.

**도표 1. 한국은행의 경제 전망 – 실질 GDP 성장률**
**: '25, '26 상향. '27은 1.9%로 균형 수준을 전망**



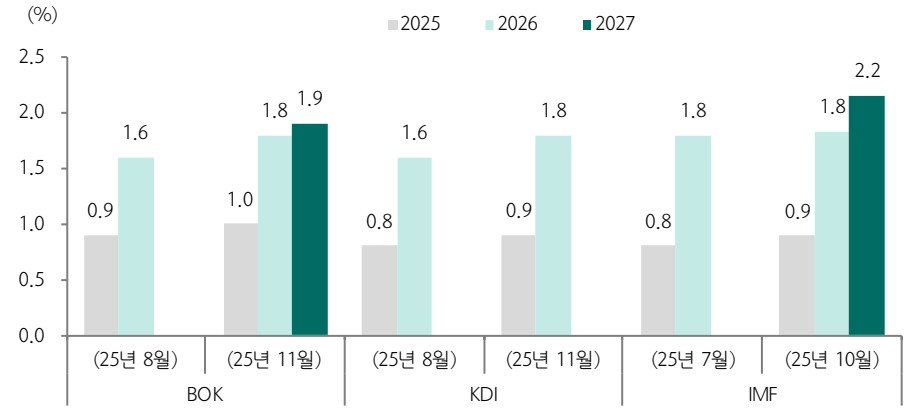

자료: 한국은행, 하나증권

**도표 2. 한국은행의 경제 전망 – 소비자물가 상승률**
**: '25, '26 상향. '27은 2.0%로 목표 수준을 전망**



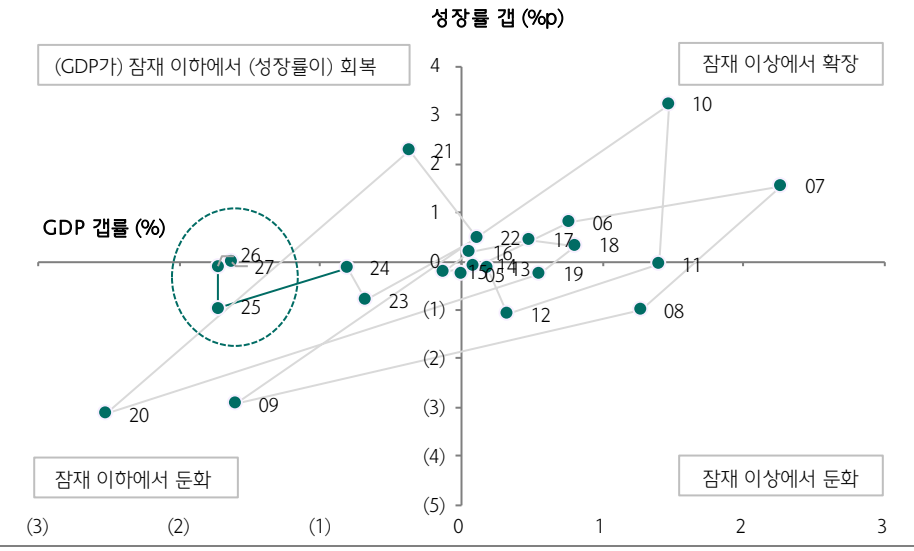

자료: 한국은행, 하나증권

**도표 3. 한국은행 및 주요 기관의 한국 성장률 전망**
**: 전망 시점의 차이로 타 전망 기관보다 올해 성장을 더 높게 평가**



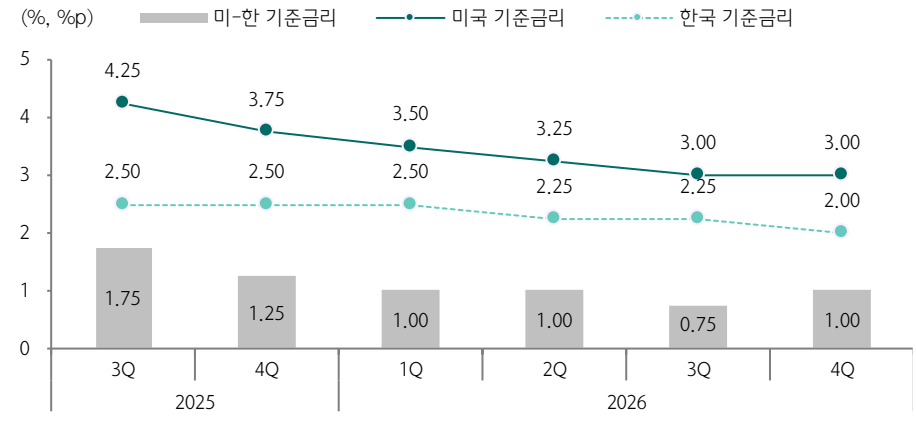

자료: 한국은행, KDI, IMF, 하나증권

**도표 4. 한국 GDP 갭률과 성장률 갭**
**: 2026년과 2027년은 잠재 수준의 성장률 회복하더라도 GDP 갭이 큰 폭으로 (-)인 국면이 지속**




주1: 2025~2027년 성장률은 한국은행의 11월 전망, 잠재 성장률은 1.9% 기준
주2: 성장률 갭 = 실질성장률 – 잠재성장률, GDP 갭률= (실질GDP – 잠재GDP) / 잠재GDP
자료: 한국은행, OECD, 하나증권

**도표 5. 한국 기준금리 추이 및 전망**
**: 미국은 12월 포함 100bp 추가 인하. 한국은 2회 추가 인하 전망**




자료: 하나증권