2025. 11. 27 (목)

한국 금통위 (11월)

인하 기조가 가능성으로 바뀌었을 때 실망

채권전략
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

- 연간전망 발간 직후 국내 통화정책 전망 현 2.50%에서 추가인하가 없을 것으로 수정. 금일 금통위 세부내역 확인 이후 해당 전망 확신 더 높아진 것으로 평가
- 성장률 전망 소폭 상향 및 상하방 위험 인정, 아직 비둘기 색채를 유지한 금통위였으나, 고물가 부담은 인정. 여기에 결정적 통방문구 변화 '인하 기조 → 가능성'으로 인하 기대감 후퇴. 인하 소수의견 유지에도 포워드 가이던스 기존 4명 인하가 3명으로 줄어 인하3 vs 동결3의 균형 의견으로 확인
- 통화정책 변화기 인정, 시장금리 변동성 확대 자연스러운 현상. 국내채권 매수 재료 부재로 당분간 미국금리 정도에 기댄 캐리 투자 정도 이외에 약세심리 이어질 전망

금통위 스무딩은 시장기대 못 미쳐, 인상은 아니어도 인하도 아니다

우리는 연간전망에서 제시했던 2.25%까지 인하 전망을 발간 직후 철회, **2.50%에서 동결 기조가 내년 연간으로 이어질 것으로 수정**. 부동산과 고환율의 금융안정 요인도 문제이나, 당사의 내년 성장률 전망 2.0% 및 물가 전망 2.3%를 고려할 때 한은 역시 수정경제전망이 상향이 불가피할 부분까지 고려한 의견 변경

그럼에도 이번 금통위에서는 한은이 기존에 유지해온 완화적 스탠스의 급격한 변경이 어려워 '비둘기적 색채'는 유지할 것으로 주보에 작성. 당사 추정 내년 성장률 전망 1.6% → 1.8%, 물가 1.9 → 2.0% 정도로 보수적 상향을 통해 아직은 인하 가능성을 열어둘 것으로 예상

내년 수정경제전망은 최근 환율 부담으로 물가만 2.1% 수준으로 소폭 부담. 이외 인하의 소수의견도 유지되고, 포워드 가이던스는 1명이 후퇴했으나 3명은 아직 인하를 주장하고 있어 11월 무너진 시장기대대비 한은의 외형적 톤은 아직 비둘기 색채를 유지하려는 의지 정도는 확인. 그러나 시장은 전혀 위로가 안됨

금일 시장의 기대를 무너뜨린 핵심은 통방문구에서 '인하 기조 → 가능성' 및 '인하 시기 → 인하 여부'의 강화된 중립 성향. 여기에 한은 총재 '방향 전환'이 소통의 문제였다고 하셨던 것 대비 '현재 통화정책 전환기로 시장금리 민감도 높아진 것은 자연스러운 현상'이라는 톤으로 발언

보수적 수정경제전망 상향 및 인하라는 단어가 통방문구에 남아있었음에도 시장 실망감은 국고채 금리가 다시 인상을 프라이싱한 수준으로 올려놓음. 한은총재의 '시장금리 상승이 문제가 될 시 대응'이라는 언급도 최근 채권시장 약세 심리 가속화. 당분간 국고3년 2.9%와 국고10년 3.3%대에서 상단 테스트 불가피. 우리는 현 금리는 매수구간으로 판단하나, 크레딧 공급확인까지 주의 권고

11월 금통위 관련 Check point

우리는 현재 시장금리 수준은 매수에 나서야 할 영역으로 판단. 선도금리 기준 인상을 프라이싱한 영역으로 적어도 내년까지 금리인상 단행은 쉽지 않을 것. 그럼에도 금일 금통위 직후 국고3년 금리는 2.99%, 국고10년 금리는 3.33%로 11월 고점을 다시 경신하고 있는 상황

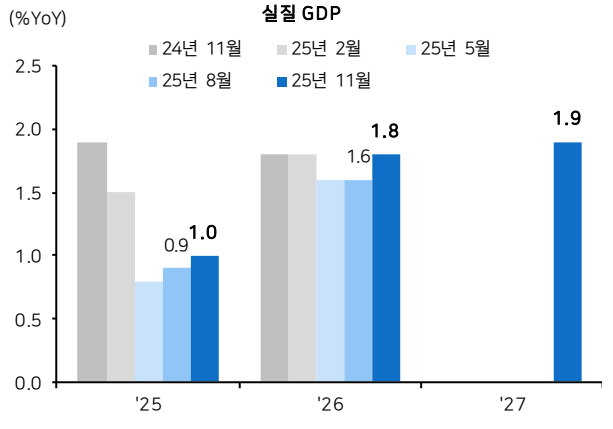
금일 금통위에서 비둘기적 색채는 1)수정경제전망의 보수적 상향 및 경제의 상하방 위험 경고, 2)인하의 소수의견 및 3명의 인하전망 포워드 가이던스 유지, 3)통방문구에서 인하라는 단어를 유지한 정도임. 우리가 예상한 금통위에서 외형적으로 많이 어긋나지 않는 수준의 금통위로 평가

금일 금통위 기자회견에서 경제개선 및 통화정책 자체 질문보다 '고환율'관련 질문이 많았으나 환율은 한은총재도 인정했지만 통화정책이 대응할 수 있는 문제가 아님. 현재 원화 약세가 국민연금을 비롯한 국민들의 해외투자 압력이 높은데 기인한다는 점에서 대외금리차 축소가 환율안정에 기인할 수 없음

그럼에도 채권시장 실망감을 키운 핵심은 '인하 기조 → 가능성', '인하 시기와 속도 → 인하 여부'의 수정. 8월 금통위에서 언급했던 통화정책 완화기조가 내년 상반기까지는 아니더라도 10월 아웃풋갭 마이너스를 이유로 통방문구를 그대로 유지했던 한은이 이번에는 인하 가능성을 타진할 정도로 후퇴했다는 평가

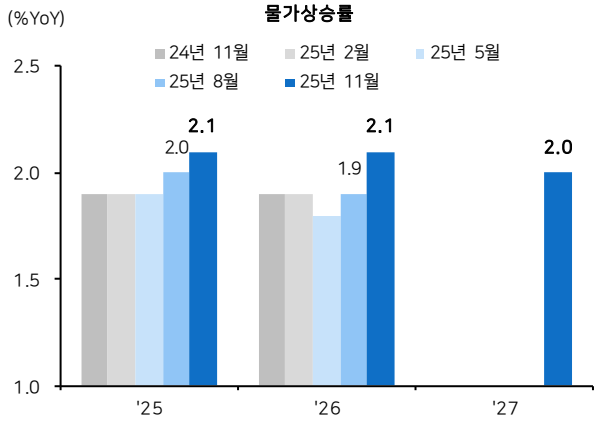
여기에 한은총재가 무의식적으로 '통화정책 전환기'라는 발언을 통해 최근 시장금리 상승은 인하기대를 반영해 오다가 불가피한 측면이 있다고 발언하여, 채권시장 실망감 자극. 부동산과 고환율로 인한 금융안정 측면에서 금리인하가 쉽지 않다는 것은 이미 인정한 시장이지만, 펀더멘탈(경기+물가)의 전환 자체가 부담

그림1 성장 전망 소폭 상향, 그래도 상하방 위험 공존 언급



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 고환율이 미치는 물가에 대한 자신감 약화



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

때문에 3명의 금통위원이 인하의 포워드 가이던스를 열어 두더라도 실질적 통화정책 완화는 마무리 구간에 들어왔다는 인식으로 금일 국고3년을 3% 부근까지 밀어 올림. 인상관련 가능성에 대해서는 분명 '3개월 이내 거론한 금통위원은 없다', '단기에 전환이 쉽지 않다' 등으로 방어적이었음에도 시장은 '인하 끝은 인상이다'는 흑백 논리에 가까운 취약함을 보이고 있음

사실 현재 시장금리는 적어도 상당기간 동결기조를 인정해도 상승폭이 과도한 구간인 것은 분명. 이제 시장은 내년 1월 금통위까지 미국 금리인하 정도 이외에 기댈 수 있는 매수재료가 부재한 상황. 오히려 국민성장펀드와 같은 생산적 금융으로 인한 공급부담까지 소화하며 대응해야 할 상황. 퇴직연금 및 외인, 은행들의 수요 유입에도 당분간 채권시장 매수 회복을 위해서는 시간이 필요

우리는 11월 중 발간한 주간보고서 등을 통해 국고3년 2.9%와 국고10년 3.3%대는 오버슈팅 구간이라는 인식은 유지. 높은 고금리 수취를 통한 캐리 확보의 기회로 올해 남은 기간 대응하는 것 이외에는 큰 대안이 없다는 것이 부담

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.