Fixed Income Strategy

11월 금통위 리뷰: 인하, 말 그대로 가능성

Fixed Income 김지나_ 02)368-6149_ jnkim0526@eugenefn.com

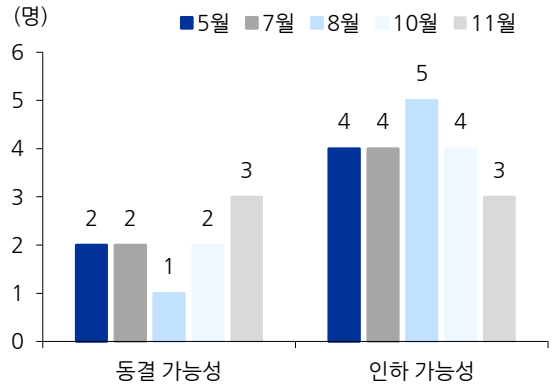
- 11월 금통위, 예상대로 기준금리 동결(인하 소수의견 1명) & 경제전망 상향. 포워드 가이던스 양분화.
- 한은, 성장 상하방 리스크 인정하면서도 전망 상향 및 환율로 인한 물가 우려 등을 표현.
- 인하 기조에서 인하 가능성을 열어두는 것으로 문구 변경. 이제 동결과 인하 가능성 모두 열려있다는 언급.
- 기존 전망, 1분기 인하 못한다면 연간 동결 뷰에서 연간 동결로 전망 변경.
- 인하가 가능하려면 많은 가정이 필요. 환율 및 부동산 안정, 경기의 심각한 둔화 등. 인하는 말 그대로 그저 가능성.
- 환율 자체 뿐 아니라 그로 인한 물가 우려까지 주목하기 시작했다면 굳이 인하해야하는 이유를 찾기 어려움.
- 호재는 레벨 뿐이나 단기적으로 악재 대부분 확인. 중장기 캐리 포지션 쌓는 정도로는 대응 가능한 시기.

11 월 금통위 동결, 포워드 가이던스 축소 및 문구 수정

11 월 금통위, 예상대로 기준금리를 2.50%로 동결 및 신성환 위원의 소수의견이 포함됐다. 3 개월 내 포워드 가이던스는 동결 3 명, 인하 3 명으로 완전히 갈렸다. 10 월에 비해 인하 의견은 1 명 줄었고, 통화정책방향문 상 문구도 '성장의 하방리스크 완화를 위한 인하 기조를 이어나가되' 에서 '금리인하 가능성을 열어두되'로 수정했다. 금리 동결의 배경은 물가 상승률 높아진 가운데 성장 개선이 이어지고 있고, 금융 안정 위험(부동산, 환율)이 지속되고 있기 때문이었다.

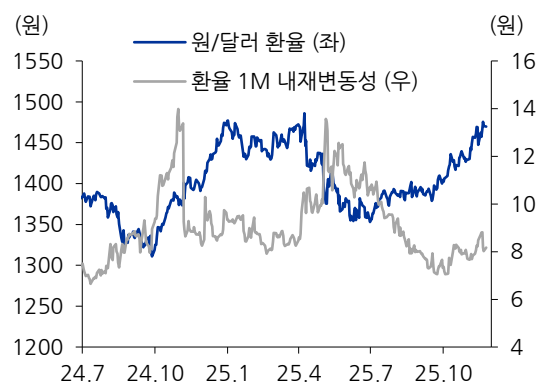
경제전망에서는 올해 성장률 전망치를 8 월 0.9%에서 1.0%로 상향했으며, 내년 성장률도 1.6%에서 1.8%로 상향했다. 예상과 같았다. 올해와 내년 물가 상승률은 각각 2.0%에서 2.1%로, 1.9%에서 2.1%로 상향했다.

도표 1. **금통위 내 의견 양분, 인하 3: 동결 3**



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 2. **환율로 인한 물가 부담 증가**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

인하 시그널은 없었음...그저 가능성의 영역

인하 가능성은 말 그대로 가능성에 그칠 것

기자회견의 주요 내용은 다음과 같다.

성장률 & 물가 1) 2026년 비IT 부문 성장률 1.4% 예상 2) 아웃풋갭 현재 음수, 전환은 2026년말~2027년 초 예상 3) 확장 재정에 의한 물가 압력 재평가 필요

환율 자체보다는 그로 인한 물가 우려가 더 컸음

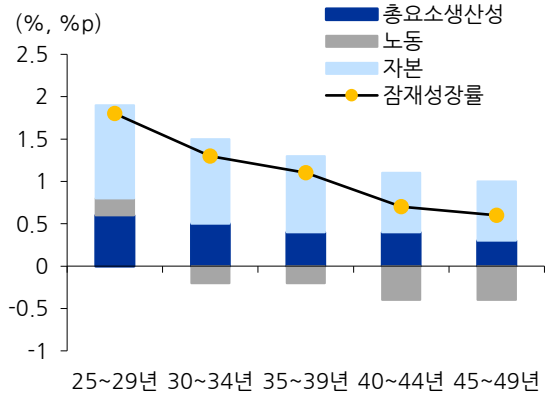
통화정책 및 시중금리 1) **당분간 동결과 인하 가능성 모두 열어둬야** 2) **인상 논의할 단계는 아님** 3) 동결에서 인상 전환, 평균 12 개월 소요 4) **통화정책 전환기, 시장 변동은 자연스러운 현상** 5) **기준금리, 금융 안정 고려 시 중립금리** 수준 6) **통화정책으로 환율, 부동산 잡는 것은 불가능** 7) 예상보다 금리 크게 올라가면 개입 가능, 모니터링 예정

인하를 굳이 해야할 이유 낮아짐

환율 1) **환율, 레벨 걱정 안함. 쏠림이 문제** 2) 현재 상황, 한미 금리차나 외국인 아닌 개인의 해외투자 확대로 인한 현상 3) 국민연금 논의뿐 아니라 그 외 외환시장 안정 도구들 보유 4) **환율, 금융 안정 저해보다는 물가 상승 위험 우려**

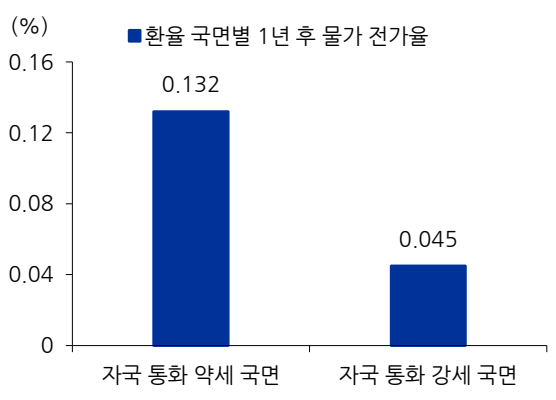
예상대로 총재는 외신과의 인터뷰 내용을 부인하지 않았다. 역시나 경제전망 상향을 근거로 통방문 문구를 수정했으며, 기자회견도 동결과 인하를 모두 열어놓아 시장에 실망감을 안겨줬다. 환율과 함께 물가 우려도 내비치면서 금리 인하의 근거를 더욱 약화시켰고, 부동산 문제는 디폴트로 봤다. 종합적으로 예상대로 금리 인하를 위한 시그널은 없었다고 보여진다.

도표 3. **잠재성장률에 준한다면 인하 필요성 낮아**



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 4. **환율 약세 국면에서 물가 영향 연구**



자료: 한국은행, 유진투자증권

2026 년 동결 전망...중장기 캐리 접근은 가능

2026 년 동결 전망

기존 당사의 뷰는 내년 1 분기 인하를 놓치면 내년은 동결 유지였다. 내년 1 분기 인하라고 기간을 한정지었던 이유는, 성장률 전망 상향 및 잠재성장률에 준하는 성장라면 GDP 갭이 플러스로 전환하는 시기가 빨라질 수 있고, 그에 따라 통화정책을 선제적으로 시행할 수 있는 시기가 줄어들기 때문이었다. 그러나 부동산 등 금융 안정이 해결되지 않는다면 1 분기 중 인하를 놓칠 가능성이 매우 높고, 이런 경우 연내 동결 가능성을 봤다.

1 분기 인하 기대하기엔 가정이 많이 필요

단기적으로 투심 돌아서기 어려워

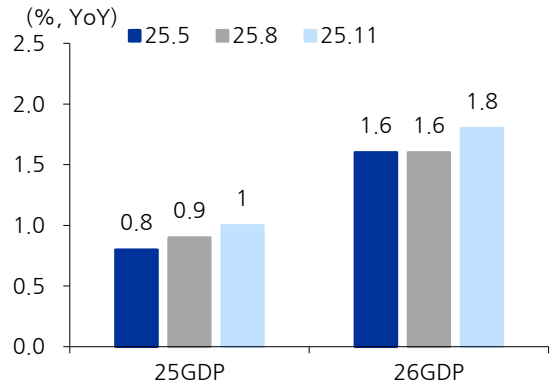
현재 상황에서는 인하를 하려면 더 많은 가정 사항이 필요하게 됐다. 단기간에 금융 불균형이 해소되기는 더 어려워졌고, 한국은행이 단순 환율 움직임 뿐 아니라 그로 인한 물가 압력을 주시하기 시작했다면 인하 가능성은 더더욱 낮아졌다고 본다. 2026 년 연내 동결을 전망한다.

그래도 악재는 대부분 확인했음

중장기 캐리 쌓기 정도로 대응 가능

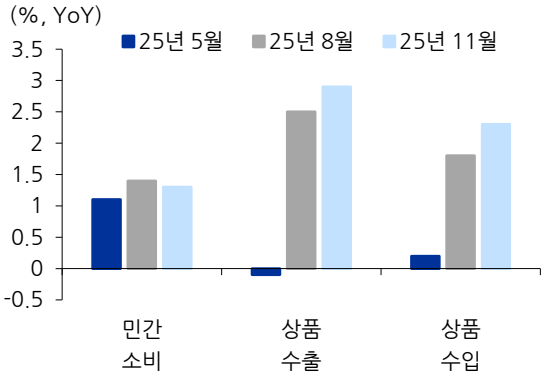
주보에서 기술했듯이 금통위가 끝났다고 해서 달라지는 것은 없게 됐다. 불안했던 것들(경제전망 상향)을 재확인했고, 인하 가능성은 열려있긴 하나 총재의 해명이 시장 마음에 들지 않았기 때문에 금리 하락의 계기는 아니었다. 이미 주간 자료를 통해 단기적 수익은 어려워도 중장기 관점의 캐리 포지션 쌓기로 대응하자는 의견을 제시했다. 역시나 호재는 레벨뿐인 상태가 지속되고 있으나 단기적으로 악재는 대부분 확인됐다는 것은 그나마 다행이다.

도표 5. **내년 잠재성장률 수준의 성장**



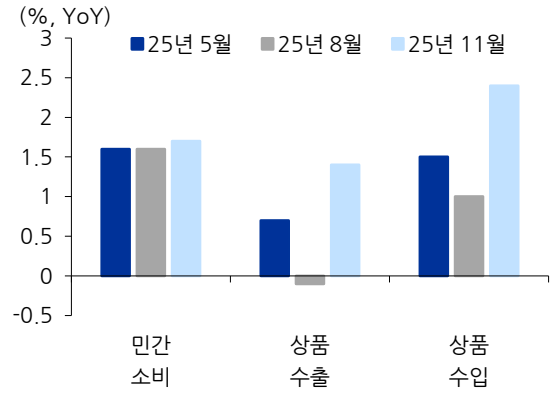
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 6. **올해 성장률, 수출입 상향이 컸음**



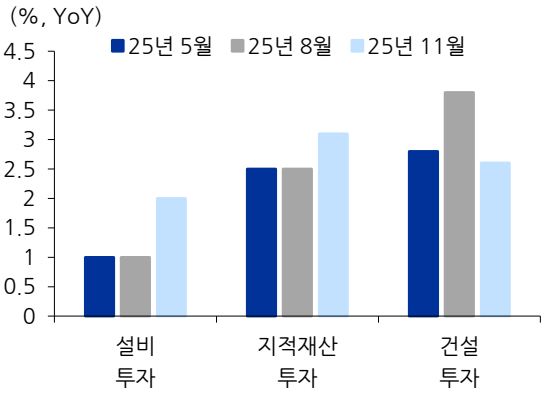
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 7. **내년 성장률, 내수와 수출 고루 개선 예상**



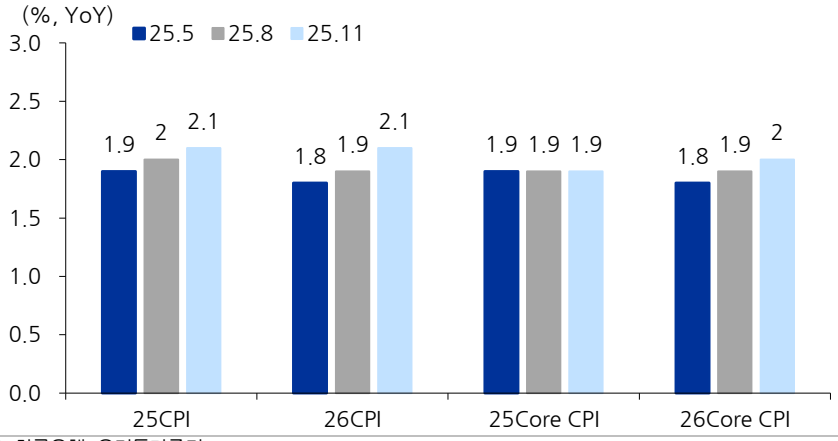
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 8. **내년 투자도 양호, 건설투자 기저효과**



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 9. **환율로 인한 물가 자극을 우려하기 시작**



자료: 한국은행, 유진투자증권

표 1. 25년 10월과 11월 통화정책방향 주요 문구 변화

	25년 10월 통화정책방향	25년 11월 통화정책방향
세계경제	세계경제를 보면, 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 **미 연준의 금리 인하, 미·중 무역갈등 재부각** 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향받으며 상당폭 등락하였다. 주가는 **AI 관련 부문을 중심으로 높은 상승**세를 이어갔다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 **미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화** 등에 영향받을 것으로 보인다.	세계경제를 보면, 미국 관세정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만 **미·중 무역 갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망**이며, 물가 경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다. 국제금융시장에서는 **미 연준의 금리 인하에 대한 기대변화, 주요국 재정상황** 등에 영향받아 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 상승하였다가 일부 되돌려졌다. 주가는 상승세를 이어가다가 **AI 부문 고평가 우려 등으로 조정**되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 **주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경** 등에 영향받을 것으로 보인다.
국내경제	국내경제는 건설투자 부진에도 **소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름**을 이어갔다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였다. 앞으로 **내수가 소비를 중심으로 회복세를 이어가고 수출도 반도체 경기 호조 등으로 당분간 양호한 흐름을 보이겠으나 미 관세 부과의 영향이 점차 커질 것으로 예상**된다. 금년 및 내년 성장률은 **지난 8월 전망(각각 0.9%, 1.6%)에 대체로 부합할 것으로 보이지만, 한·미 및 미·중 무역협상, 반도체 경기, 내수 개선속도 등과 관련한 상·하방 불확실성이 확대**된 것으로 판단된다.	국내경제는 건설투자 부진에도 **소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속**하였다. 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔다. 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**이다. 이에 따라 금년 및 내년 성장률은 각각 **지난 8월 전망치(각각 0.9%, 1.6%)를 상회하는 1.0% 및 1.8%를 나타낼 것으로 예상된다. 다만, 이러한 성장경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것**으로 판단된다.
소비자 물가	국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 9월 중 2.5%로 전월(2.6%)보다 소폭 낮아졌다. 앞으로 **국내 물가는 환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속**할 것으로 예상된다. 이에 따라 **금년 및 내년 소비자물가 상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합**할 것으로 보인다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.	국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률이 2.4% 및 2.2%로 높아졌다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 11월 중 전월과 같은 수준(2.6%)을 유지하였다. 앞으로 **물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상**된다. 이에 따라 **금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에도 소비자물가 및 근원물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0%로 전망**된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융시장	금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대되었다. **원/달러 환율이 대미 관세협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 높아**졌다. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승하였다. **가계대출은 증가규모가 상당폭 축소되었으나 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대**되었다.	금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. **원/달러 환율은 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400원대 중후반으로 높아졌고, 국고채금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승**하였다. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정되었다. **가계대출은 기타 대출을 중심으로 증가폭이 확대되었고, 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은** 상황이다.

정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 **물가가 안정적인 흐름을 지속하는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있지만 무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한 불확실성이 확대**되었다. 금융안정 측면에서는 **정부의 추가 부동산 대책의 효과를 점검하는 한편, 높은 환율 변동성의 영향에도 유의할 필요**가 있다. 따라서 **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 결정**해 나갈 것이다.	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 **성장률 전망이 상향조정되었지만 향후 경로에 상·하방 요인이 모두 잠재해 있고 물가상승률은 예상보다 다소 높아진 상황**이다. 금융안정 측면에서는 **수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요**가 있다. 따라서 **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 결정**해 나갈 것이다.

자료: 한국은행, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다