Fixed Income

27 Nov. 2025

채권분석
허정인 | jeongin@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

11월 금통위 Review

우선은 환율 걱정이 먼저

11월 금통위 동결(2.5%), 인하 소수의견(신성환)

- 기준금리 동결 결정(2.5%)
  : 내수 및 수출 중심으로 성장 개선흐름 지속
  : 내년도 성장률 상향 조정
  : 금융안정 리스크 지속

- 인하 소수의견
  : 인하 1인 – 성장률이 상향 조정됐으나, 기저효과를 제외하면 성장 회복속도 더딤
  : 동결 5인 – 지난 회의 대비 성장 회복세 확인. 환율 및 부동산 문제 지속으로 동결이 바람직

- 경제전망 상향
  성장: 2025년 (0.9%→1.0%), 2026년 (1.6%→1.8%), 2027년 (1.9%)
  물가: 2025년 (2.0%→2.1%), 2026년 (1.9%→2.1%), 2027년 (2.0%)
  근원물가: 2025년 (1.9% 유지), 2026년 (1.9%→2.0%), 2027년 (2.0%)
  경제전망 상향 폭이 시장 기대보다 낮았음. 다만, 인하기조 관련 통방문 문구 변화 및 기자회견 영향으로 성장전망의 시장 영향력은 제한적

- 통방문 문구 매파적
  : 성장률 개선. 다만 불확실성 확대→성장 전망 상향되었으나 상하방 요인 잠재
  : 물가 안정적 흐름→예상보다 높아진 상황
  : 금리인하 기조를 이어나가되→금리인하 가능성을 열어두되

- 포워드 가이던스 예상 수준에서 매파적
  : 3개월내 인하 3명 vs. 동결 3인
  : 기존의 인하 4인 vs. 동결 2인 구도에서 변경
  : 변화 자체는 매파적이었으나, 시장이 이 정도 변화는 이미 예상
  : 인하 3인 (성장경로 상하방위험 존재. 연준 정책 불확실성 등 고려)
  : 동결 3인 (환율 변동성 및 물가 우려. 당분간 동결하고 변화 점검 필요)

- 기자회견 예상 수준에서 매파적
  : 대체로 예상에 부합
  : 다만 '통화정책 전환기에 금리 변동은 당연' 발언 등이 매파적으로 해석

- 총평

: 기자회견, 시장이 예상한 수준에서 매파적이었음. 따라서 오히려, '우려 대비해서는 완화적'이라고 볼 수도 있었음

: 다만 발언 중 '통화정책 전환기에 금리 변동은 당연'과 같은 발언이 기관의 로스컷을 부추긴 듯. 장중 운용사 공모펀드 중심으로 로스컷 출회. 다만 은행·보험은 현물 매수 대응

: 이외에, 새롭게 제시한 2027년 성장률 전망치가(1.9%) 2026년 성장전망(1.8%)보다 높은 점 등이 '인하 기조의 종료'로 해석된 점도 시장 매도세를 유발

: 당사는 금일 채권금리 급등이 연말 수급과 연동되어 과도하게 나타났다고 판단함. 국고3년 3.0% 상회 구간은 내년 한국 기준금리 인상을 반영한 수준. 내년 한국 성장률의 취약성과 연준 인하 경로를 생각하면 한은의 인상 전환을 반영하는 것은 과도하다고 판단함

: 연말연초가 지나고 나면, 펀드 자금집행이 재개되면서 채권펀드 수급 여건이 개선되고, 연준 인하 사이클을 소화하면서 원/달러 환율 안정 흐름도 어느 정도 확인할 수 있을 것으로 봄. 이에 2026년 한국 성장률 상고하저 흐름을 고려, 한국은행이 내년 상반기 내에 추가 1회 정도 인하가 가능할 것이라고 판단함

: 당사가 기존에 제시한대로 연말연초까지 금리는 현 레벨 수준에서 레인지 등락을 지속하겠음(공모펀드 로스컷 vs. 은행·보험사 저가매수 진입의 반복으로 금리 방향성이 확고해지지 않고 높은 레벨에서 등락 및 간보기만 지속). 다만 2026년 이후 수급 개선 및 연준 인하 확인 이후에는 국고금리 하락이 가능하다고 판단함. 현 레벨에서는 분할매수가 타당

금통위 기자회견 주요 발언

1) 금번 금통위에서 인상 논의 없었음. 아직 인상을 논의할 단계 아님

2) 환율은 변동성보다는 너무 한 방향으로 쏠리는 것을 우려 중

3) 환율 불안정, 과거와는 다름. 과거에는 외채가 많았고 외인들의 자금 유출이었다면, 금번에는 자국민의 해외투자 때문

4) 환율에 따른 물가상승 가능성 우려 중

5) 인하기조 기대 사라지면, 환율 및 부동산 시그널 면에서 긍정적일 수 있음. 유동성을 많이 풀지 않는다는 의미로. 다만 둘 다 통화정책만으로 잡을 수 없음

6) 인하기대가 줄어들었다고 해서 환율에 큰 영향을 주긴 어려움. 부동산도 마찬가지

7) 국민연금 환헤지, 중장기적으로 국민 노후자산 보호 목적으로 필요

8) 환율 안정화 정책 관련, 개인의 해외투자 때문에 이를 어떻게 안정시켜야 할지 논의 중

9) 2026년 성장률 1.8% 전망. 다만 IT부문 제외하면 1.4% 정도 추정

10) 동결에서 인상으로 전환하는데 평균 12개월 소요

11) 과도한 금리 상승 시, 단순매입, 공개시장조작 등 가용한 툴은 많음

12) 국민연금과의 통화스왑, 연장 논의 중

13) 단기금리로서 CD금리는 부적합. KOFR금리 사용 권고

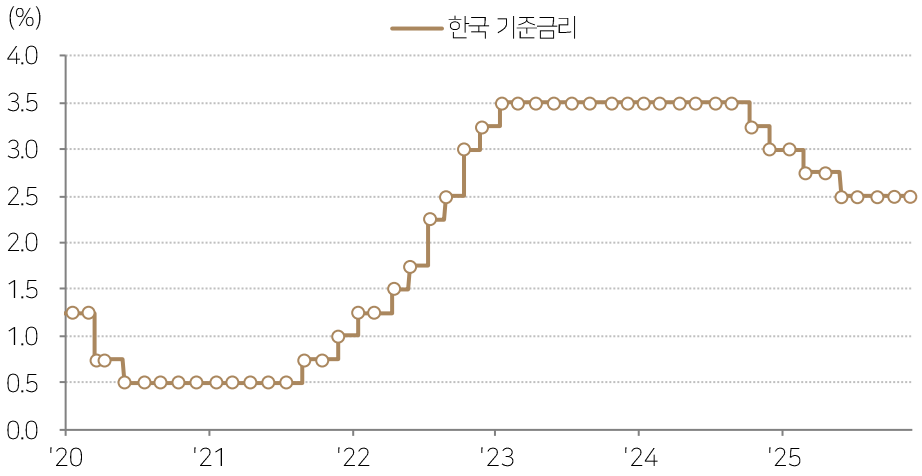
14) 통화정책 전환기에는 금리가 변동하기 마련

15) 한국 M2 과대계상되는 특징. ETF 수익증권등도 포함되기 때문. 기존 시리즈에서는 9월 8.5% 증가이지만, 수익증권 등 제외하면 5.5% 평가. 곧 새로운 편제 데이터 발표 예정

16) 한국 기준금리, 금융안정 고려 중립금리 수준

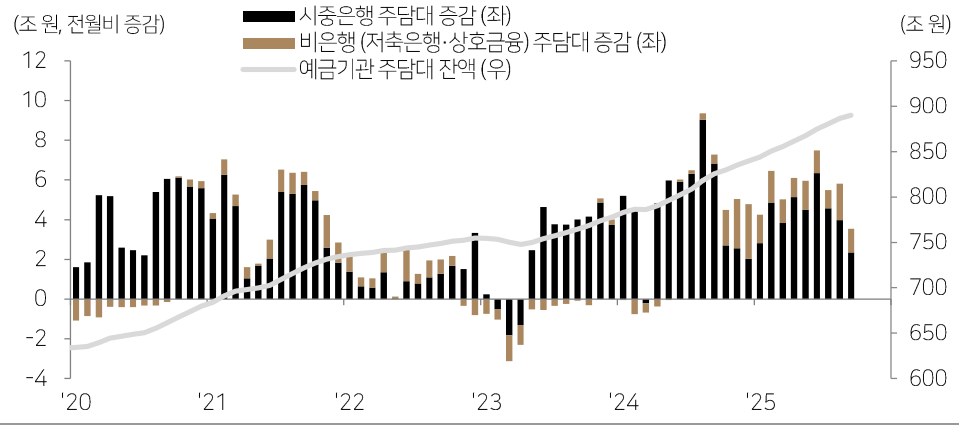
17) GDP 마이너스 갭 축소, 빨라도 2026년말~2027년초 예상

Fig. 1: 한국 기준금리 추이



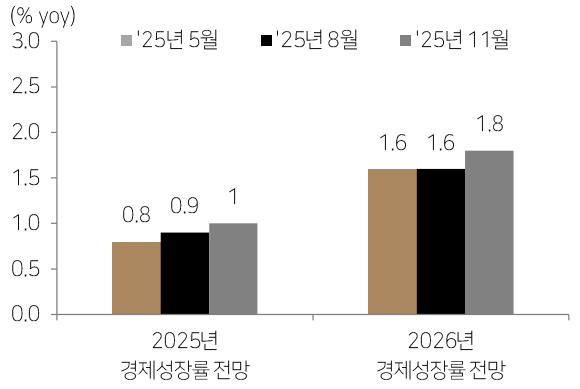
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 2: 한국 가계부채 추이



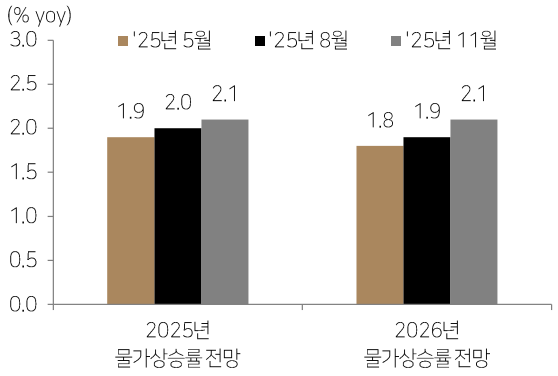
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 3: 한국은행 경제성장률 전망치 (11월)



Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 4: 한국은행 물가상승률 전망치 (11월)



Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 5: 성장률 전망치 전제조건

<대외여건 전제[1]>

(%)	2024 연간	2025 상반	2025 하반[e]	2025 연간[e]	2026[e] 상반	2026[e] 하반	2026[e] 연간	2027[e] 연간
세계경제[2]	3.3	3.4	2.7	3.0 [2.8]	2.8	3.0	2.9 [2.7]	3.1
• 미 국	2.8	2.1	1.8	1.9 [1.7]	2.2	2.1	2.1 [1.9]	2.0
• 유 로	0.9	1.4	1.2	1.3 [1.1]	1.0	1.3	1.1 [1.1]	1.4
• 중 국	5.0	5.3	4.6	4.9 [4.7]	4.3	4.4	4.4 [4.1]	4.3
세계교역[2]	3.5	4.7	2.7	3.6 [2.6]	1.8	3.0	2.4 [2.4]	3.0
국제유가[3]	80	71	67	69 [68]	62	63	63 [63]	65

Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 6: 한국은행 성장률 전망

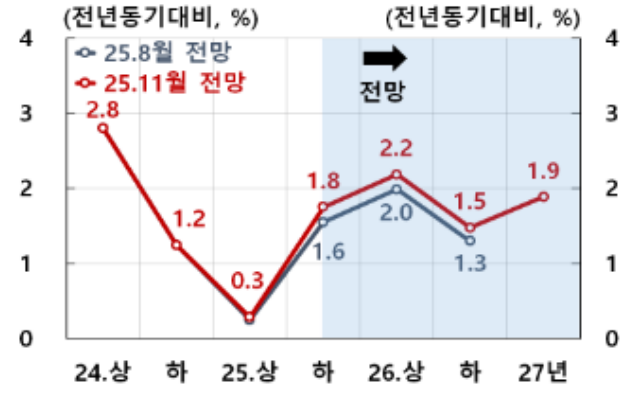
<국내 성장률 전망[1]>

(%)	2024	2025[e]	2026[e]	2027[e]
GDP	2.0	1.0 [0.9]	1.8 [1.6]	1.9
• 민간소비	1.1	1.3 [1.4]	1.7 [1.6]	1.7
• 재화수출	6.4	2.9 [2.5]	1.4 [-0.1]	2.4
• 건설투자	-3.3	-8.7 [-8.3]	2.6 [3.8]	1.9
• 설비투자	1.7	2.6 [2.5]	2.0 [1.0]	1.9

Source: 한국은행, 다올투자증권

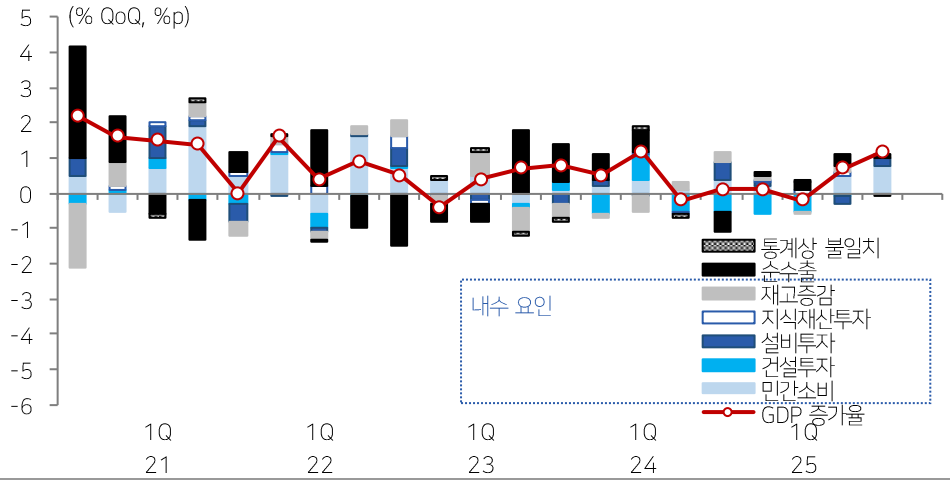
Fig. 7: 국내 GDP전망 경로

<국내 GDP 전망경로>



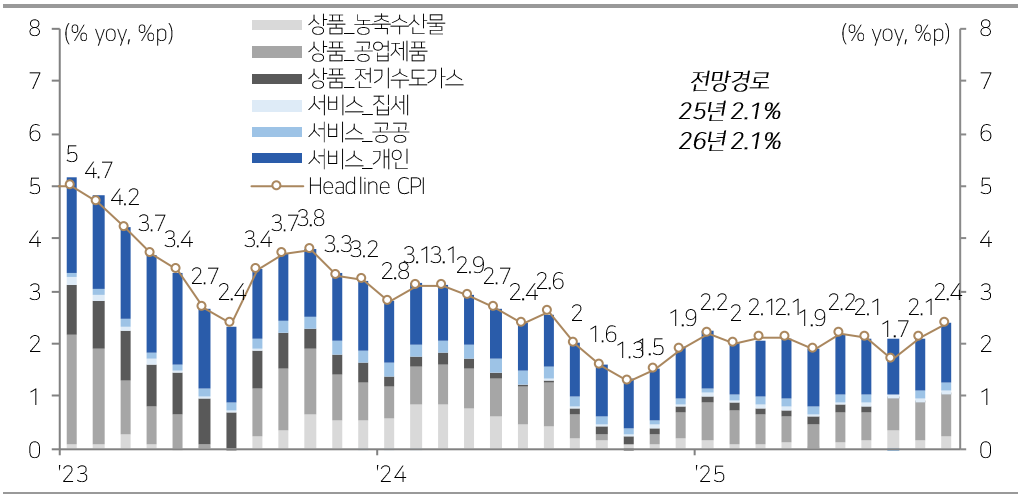
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 8: 한국 GDP 성장률 기여도



Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 9: 한국 CPI 상승률 기여도



Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 10: 한은 통방문 변화

	2025-08-28	2025-10-23	2025-11-27
정책결정	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)
세계경제	(동향) 미국과 주요국 간 무역협상이 진전되었으나 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 미국 장기 국채금리와 달러화 지수가 상승하였다가 연준 금리인하에 대한 기대가 높아지면서 하락하였으며, 주요국 주가는 관세협상 관련 불확실성 완화로 상승 (전망) 미·중 무역 협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화정책 변화 등에 영향받을 것	(동향) 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향받으며 상당폭 등락 (전망) 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화 등에 영향받을 것	(동향) 미국 관세 정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만, 미·중 무역 갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 미 연준의 금리 인하에 대한 기대 변화, ~~주요국 재정상황~~ ~~미·중 무역갈등 재부각~~ 등에 영향을 받아 장기 국채금리와 미 달러화는 상승하였다가 일부 되돌림('금리 인하' -> '금리 인하 기대 변화') (전망) 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향받을 것('미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방' -> '글로벌 통상환경')
국내경제	(동향) 건설투자 부진 지속에도 소비가 회복되고 수출도 반도체를 중심으로 예상보다 늘어나면서 성장 흐름이 개선 (고용) 전체 취업자수는 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세 (전망) 내수는 추경, 소비심리 개선 등으로 완만한 회복세를 이어가겠으나, 수출은 당분간 양호한 흐름을 보이다가 미국 관세 부과의 영향이 확대되면서 점차 둔화될 것으로 예상. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(0.8%)를소폭 상회하는 0.9%로 전망되며, 내년 성장률은 지난 전망(1.6%)에 부합할 것으로 예상. 향후 성장경로에는 미·중 무역협상, 품목별 관세 부과, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단	(동향) 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어감 (고용) 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업등 주요 업종에서는 감소세 지속 (전망) 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 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 확대된 것으로 판단	(동향) 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속 (고용) 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요업종에서는 감소세 지속 (전망) 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한·미 관세협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 전망. 금년 및 내년 성장률은 각각 지난 8월 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('미·중 무역협상' -> '글로벌 통상환경')
물가	(동향) 국내 물가는 7월 중 소비자물가 상승률이 2.1%로 소폭 낮아지고 근원물가 상승률은 2.0%를 유지하는 등 안정적인 흐름 (전망) 앞으로 국내 물가는 농축수산물 가격 상승에도 낮은 수요압력, 국제유가 안정등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 금년 소비자물가는 5월전망(1.9%)을 소폭 상회하는 2.0%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에는 소비 회복세 지속 등으로 소비자물가 및 근원물가상승률 모두 지난 전망치(각각 1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 전망. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책등에 영향받을 것	(동향) 국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름 (전망) 앞으로 국내 물가는 환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 금년 및 내년 소비자물가상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합할 것. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것	(동향) 국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류 가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원물가(식료품 및 에너지제외 지수) 상승률이 2.4% 및 2.2%로 증가 (전망) 물가상승률은 ~~낮은 수요압력~~ 국제유가안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상. 금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난전망에 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. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것
금융시장	(동향) 장기 국고채금리가 좁은 범위에서 등락하였고 주가는 그간의 상승에 따른 조정압력, 자본시장 제도 개선에대한 기대변화 등으로 상승세가 다소 주춤. 원/달러 환율은 거주자 해외투자자금 수요 지속 전망 등으로 상승 (주택가격) 수도권 주택시장에서도 가격 상승세와 거래량이 둔화되고 있으나, 주택가격 상승기대는 여전히 높은 상황 (가계대출) 가계대출은 정부의 가계부채 대책 영향으로 증가규모가 상당폭 축소	(동향) 금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대. 원/달러 환율이 대미 관세협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 상승. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승 (주택가격) 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대 (가계대출) 증가규모가 상당폭 축소	(동향) 주요 가격변수의 변동성이 확대. 원/달러 환율은 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 ~~대미 관세 협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각~~ 등으로 1,400원대 중후반으로 높아졌고, 국고채 금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승. 주가는 반도체 경기 호조 ~~자본시장 제도 개선~~ 등으로 상승세를 이어가다 조정 (주택가격) 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대가 여전히 높음('확대' -> '둔화') (가계대출) 기타 대출 중심 증가폭 확대('축소'->'확대')
정책방향	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의 - 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 성장세가 다소 개선되었지만 미 관세정책의 영향 등으로 향후 성장경로의 불확실성은 높은 상황. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 둔화되었지만 추세적으로 안정될지를 좀 더 점검하는 한편 환율변동성의 확대 가능성에도 계속 유의할 필요 - 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	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의 - 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 필요 - 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	- 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 확대의영향 등에 계속 유의할 필요('부동산 대책 효과 점검' -> '수도권 주택가격 및 가계부채 리스크') - 향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부 및시기를 결정해 나갈 것('인하 기조를 이어나가되'-> '인하 가능성을 열어두되')

Source: 한국은행, 다올투자증권

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.