MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2025.11.27

[채권]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

Fixed Income Comment

[11월 금통위] 내년도 통화정책의 핵심 변수

- 금리 동결 및 26년 성장률 1.8%로 상향(기존: 1.6%), 내년도 인플레 전망치는 2.1%로 상향. 3개월 내 인하 전망 위원 6명 중 3명으로 추가 축소(10월: 4명)
- 1월 금리 동결, 내년 2회 인하 전망은 유지. 환율 부담에도 불구하고 인플레 상방 압력 낮고, 하반기로 갈수록 기저효과 약화로 경기도 점차 둔화될 전망
- 전망의 핵심 변수는 확장 재정정책의 강도, 달러환율 추가 상승 속도. 국고채 금리 레벨 메리트 높아졌지만 환율 흐름 확인하며 듀레이션 중립 대응 전략 유지

예상보다 도비쉬했던 기자회견, 금리는 급등

11월 금통위는 2.50%에서 금리를 동결했다(인하 소수의견 1명). 금리 동결 배경은 환율 변동성과 함께 부동산 가격 안정도 제한되면서 금융안정 경계심이 지속됐기 때문이다. 올해 성장률 전망치는 1.0%(8월: 0.9%)로, 내년 전망치는 1.8%(8월: 1.6%)로 상향 조정했다. 올해와 내년도 헤드라인 인플레 전망은 모두 2.1%로 소폭 상향 조정했다.

기자회견 주요 내용은 다음과 같다. 1) 환율 변동성 확대와 물가 상승 우려에 3개월 내 금리 인하 전망 위원이 6명 중 3명으로 축소(기존: 4명), 2) 현 시점은 금리 인상을 논의할 단계가 아님, 3) 환율이 한 방향으로만 쏠리며 고환율로 인해 물가가 올라갈 수 있음, 4) 성장률은 IT와 반도체 사이클에서만 주도되는 중이고, 해당 업종을 제외 시 내년 성장률은 1.4% 정도, 5) 국고채 금리가 과도하게 상승 시 원칙적으로 단순매입 등은 원칙적으로 사용 가능하지만, 시장을 보고 판단할 것, 6) 현 기준금리는 금융안정을 고려 시 중립금리 수준

10월에 이어 11월 금통위에서도 3개월 내 추가 인하가 적절하다는 금통위원의 수가 줄었다(10월: 5명 → 4명, 11월: 4명 → 3명). 통방문도 인하 가능성을 열어뒀지만 "인하 여부 및 시기는 상황에 따라 결정할 것"이라는 내용으로 문구가 수정됐다. 총재가 인상으로 전환되기 까지는 아직 시기상조라는 입장을 밝혔지만 통방문 내용, 성장률 전망 상향 등이 매파적으로 해석됐다. 국고채 3년 금리는 3%에 근접하는 수준까지 상승했다.

인하 전망 유지, 핵심 변수는?

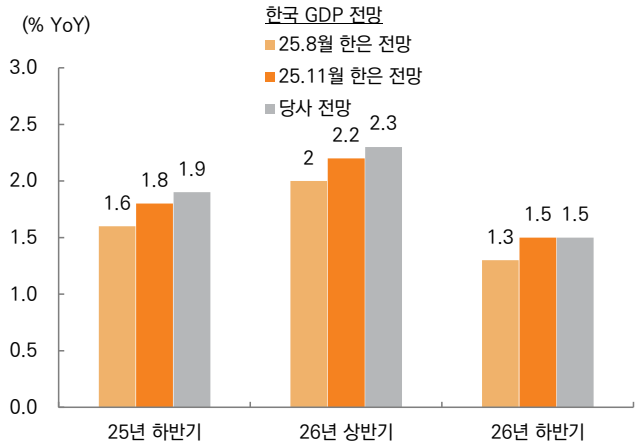
금통위원 6명 중 3명은 환율 변동성으로 인해 물가 상승 압력이 확대될 수 있는 점을 감안하여 당분간 금리 동결이 적절하다고 밝혔다. 성장률 전망 상향, IT 수출 호조, 높은 환율 등을 고려하면 인하 시점 지연으로 인해 국고채 금리 하락도 제한될 전망이다.

내년도 2차례 금리 인하 전망을 유지한다. 환율 부담에도 불구하고 인플레 상방 압력이 낮고, 상반기를 지나면서 기저효과도 낮아져 경기는 둔화될 전망이다. 내년도 성장률의 절반 이상은 민간소비에서 기여할 가능성이 높다. 6월 지방선거를 앞두고 추경 등 재정확대 기조가 이어질 수 있겠다. 그러나 구조적인 고용 둔화가 지속되는 국면에서 소비쿠폰이 올해 3Q와 비슷하게 성장률에 큰 폭으로 기여할 가능성은 제한적이다.

민간소비 외에 건설투자, 수출 등이 성장에 미치는 기여도는 미미할 가능성이 높다. 총재도 건설투자 부진이 완화되겠지만 건설경기가 개선되는 속도는 완만할 것이라고 판단했다. 건설업 고용 부진이 장기화되고 있고 높아진 인건비 및 자재비용 등은 건설경기 회복을 제한하는 요인이다. 반도체 가격이 급등하면서 가격 부담이 높아짐에 따라 내년 중반 이후부터 IT 수출 모멘텀도 점차 약화될 전망이다.

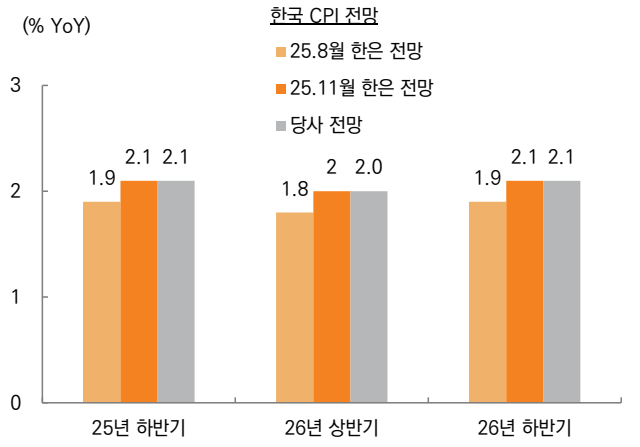
현재 매크로 여건은 아직 통화정책 전환을 지지하고 있지 않다. IT를 제외한 성장은 여전히 잠재수준을 크게 하회하기 때문이다. 따라서 인하 기조가 지속될 가능성이 여전히 높아 보인다. 그렇지만 내년도 확장 재정의 강도, 달러환율 상승 속도 등이 주요 변수로 작용할 수 있다. 환율이 1,500원을 상회해 상승 속도가 예상보다 가팔라지거나 확장 재정정책 강도가 더 높아진다면 내년도 금리 인하는 부재할 수 있다. 금리 레벨 메리트는 높지만 당분간 환율 흐름을 확인하며 듀레이션 중립 관점으로 대응하는 전략을 추천한다.

그림 1. 한은, 내년도 성장률 전망 1.8%로 상향



자료: 한국은행, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한은, 내년도 인플레 전망 2.1%로 상향



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국은행 통화정책방향문 비교

구분	10월 통화정책방향문	11월 통화정책방향문
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 상승세를 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 무역갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망**이며, **물가경로는 국가별로 차별화**될 것으로 보인다. - 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대변화, 주요국 재정상황 등에 영향받아 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 상승하였다가 일부 되돌려졌다. 주가는 상승세를 이어가다가 AI 부문 고평가 우려 등으로 조정되었다. - 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향받을 것으로 보인다.
국내경제	- 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어갔다. - 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였다. - 국내경제는 물가가 안정적인 흐름을 지속하는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있지만 무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한 불확실성이 확대되었다.	- 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속하였다. - 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔다. - 국내경제는 **성장률 전망이 상향조정되었지만 향후 경로에 상·하방 요인이 모두 잠재해 있고 물가상승률은 예상보다 다소 높아진 상황**이다.
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 지속할 것으로 예상된다. - 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합할 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.
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 높아졌다. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승하였다. - 가계대출 증가규모가 상당폭 축소되었으나 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대되었다. - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 둔화되었지만 추세적으로 안정될지를 좀 더 점검하는 한편 환율변동성의 확대 가능성에도 계속 유의할 필요가 있다	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 **변동성이 확대**되었다. 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 조정**되었다. - 가계대출은 **기타대출을 중심으로 증가폭이 확대**되었고, 수도권 주택시장에서는 **가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황**이다. - 금융안정 측면에서는 **수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요**가 있다.
경제 전망	- 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 이어가고 수출도 반도체 경기 호조 등으로 당분간 양호한 흐름을 보이겠으나 미 관세 부과의 영향이 점차 커질 것으로 예상된다. - 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 판단된다.	- 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한·미 관세협상 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 예상**된다. 다만, 이러한 성장경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.
통화정책 운용 방향	- 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 것이다.	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 시기**를 결정해 나갈 것이다.

자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.