The Bond

LS Edge | Investment Strategy | 투자코멘트 | 2025. 11. 27

11월 금통위 Review: 인상 가능성 없지만, 남은 총알 역시 별로 없다.

채권 우혜영
whydele@ls-sec.co.kr

성장 회복세와 금융안정 리스크로 동결

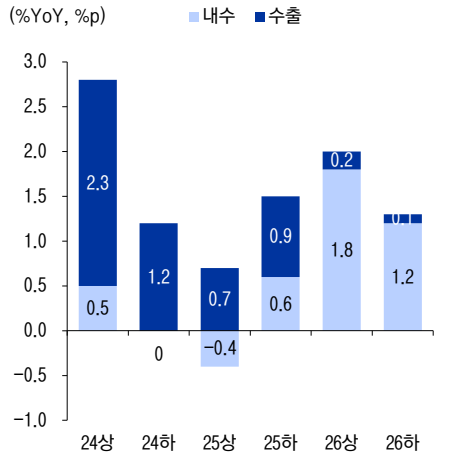
11월 금융통화위원회에서 기준금리는 2.50%로 동결됐다. 지난 금통위 당시와 비교해볼 때 ①성장이 회복세 접어들고 있고 ②환율과 부동산 등 금융안정 상황에 대한 우려가 해소되지 않은 만큼 동결이 적절했기 때문이다. 역시나 신성환 위원은 이번에도 인하 소수의견을 제시했다. 신 위원은 향후 성장 및 물가 경로가 상향조정되었지만 기저효과를 제외하면 민간 실질 부문 회복 속도가 더딘 만큼 빠른 시점에 인하를 단행해 당분간 그 영향을 지켜보면서 추후에 판단해 나가는 것이 바람직하다고 판단했다. 향후 3개월 후 포워드가이던스의 경우 3:3으로 나뉘었다. 3명의 금통위원은 상당 폭 확대된 환율 변동성과 높아진 물가에 대한 우려 등에 주목하며 동결 가능성을 높게 본 반면, 나머지 3명은 성장 경로에 대한 상하방 리스크 혼재, 향후 美 연준 통화정책 관련 불확실성 등에 주목하며 인하 가능성을 열어놓아야 한다는 의견을 냈다.

정책 전환 기로에선 한국은행?

통화정책방향문구 중 향후 정책 방향 관련 문구 변화가 눈에 띈다. '성장의 하방 리스크 완화를 위한 인하 기조를 이어나가되… 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것' 에서 '인하 가능성을 열어두되, … 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것'으로 수정되었다. 여러 차례의 인하를 보장하는 듯한 '인하 기조'라는 표현이 '인하 가능성'으로, '시기 및 속도'가 '여부 및 시기'로 수정됨으로써 당초 전망대비 인하 횟수의 축소 그리고 인하 시점 지연 등의 뉘앙스를 풍기고 있다. 지난 12일 이창용 총재의 '방향 전환' 발언 이후 금리 인상 가능성이 갑작스럽게 제기되며 국고채 금리 급등이 출현한 바 있다. 이날 기자회견에서 이 총재가 금리 인상 가능성을 언급한 금통위원은 한 명도 없었으며, 지금은 인상을 논의할 때는 아닌 것 같다 발언해 다행히 인상 관련 우려가 축소되었다.

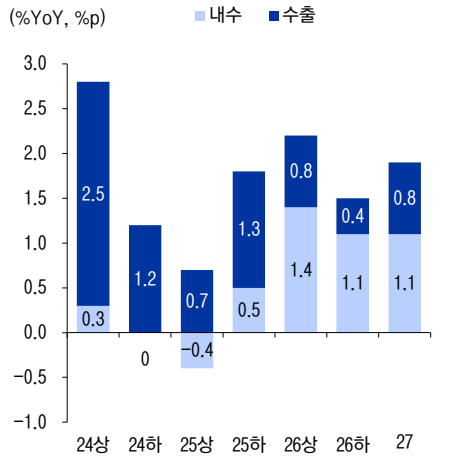
그러나 명백한 것은 5월 인하 결정 이후 어느덧 4차례 연속 동결이 이어지고 있고, 추가 인하 여부를 담보할 수 없는 매크로 환경(민간 소비 및 설비투자 등 양호한 내수 회복세, 물가 전망 경로 상향 조정, 환율 등 금융안정 리스크 지속 등)이 당분간 계속될 가능성이 높아졌다는 점이다. 심지어 내년 1분기 경제지표는 올해 1분기 역성장 기저효과가 반영되므로 양호할 수 있다. 아직 원달러 환율의 빠른 안정을 기대하기 어렵기 때문에 내년 1분기 정책금리 동결 지속을 예상한다. 그러나 근원물가의 상대적인 안정이 예상되고 있고 내년 2분기 경기 회복 속도 등에 따라 추가 인하 가능성은 여전히 남아있다. 기저효과가 소멸되며 2분기 경제지표가 예상보다 부진하다면 3분기 중 추가 인하를 전망한다.

그림1 내수·수출 순성장 기여도(8 월)



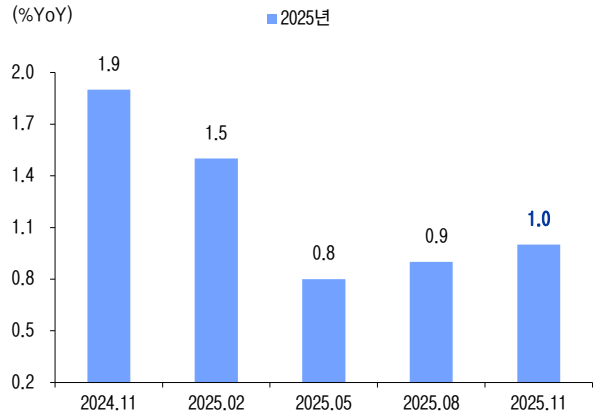
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림2 내수·수출 순성장 기여도(11 월)



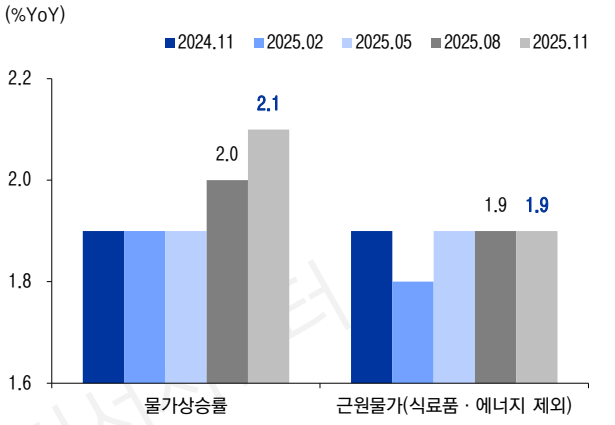
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림3 2025 년 경제성장률 전망치



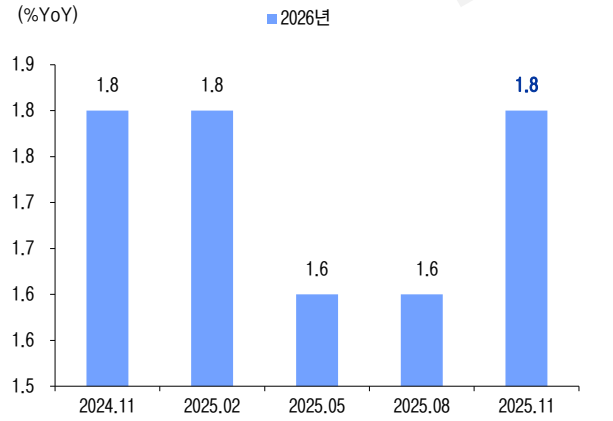
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림4 2025 년 물가상승률 전망치



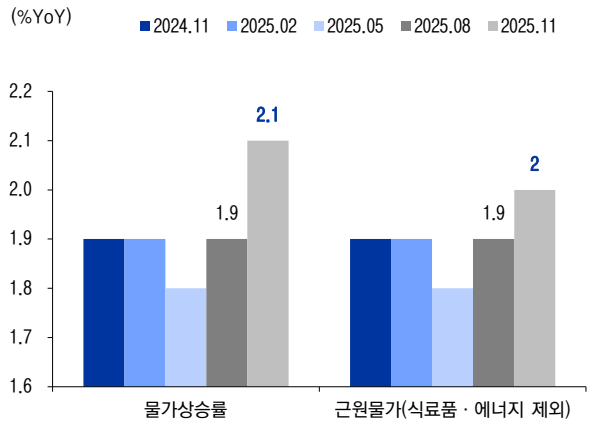
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림5 2026 년 경제성장률 전망치



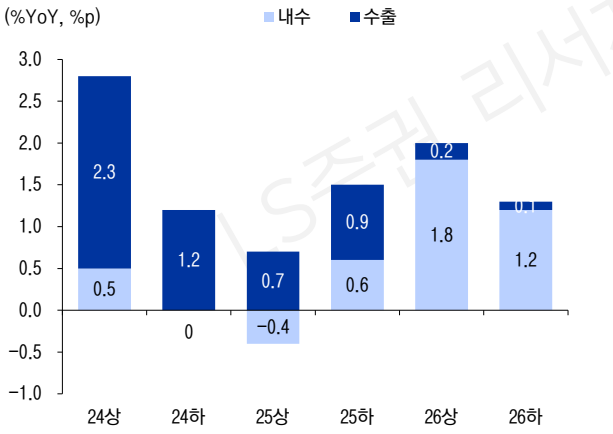
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림6 2026 년 물가상승률 전망치



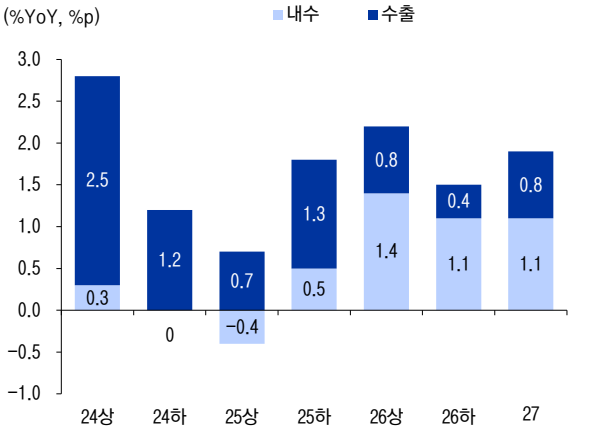
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림7 내수·수출 순성장 기여도(2025 년 8 월)



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림8 내수·수출 순성장 기여도(2025 년 11 월)



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림9 정부는 경기가 회복하고 있다고 평가 중

기재부의 그린북(경제 동향): 국내 경제에 대한 평가

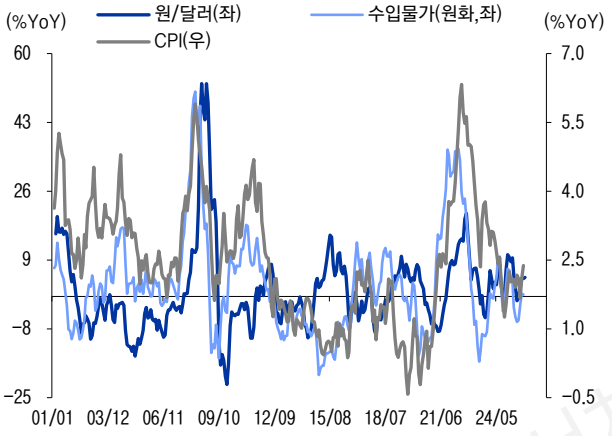
6월	- 소비·건설투자 등 내수 회복 지연 - 취약 부문 중심 고용 애로 지속 - 美 관세 부과에 따른 대외여건 악화로 수출 둔화 → **경기 하방 압력 여전**
7월	- 소비·건설투자 등 내수 회복 지연 - 취약 부문 중심 고용 애로 지속 - 美 관세 부과에 따른 대외여건 악화로 수출 둔화 우려 → 경기 하방 압력 여전. **소비심리 개선 등 긍정적 신호 나타남**
8월	- 건설투자 회복 지연 + 취약 부문 중심 고용 애로 지속 - 美 관세 부과에 따른 수출 둔화 우려 지속 → **정책 효과 등에 소비 증가세 전환** 등 향후 경기 회복에 긍정적 신호 나타남
9월	- 건설투자 회복 지연 + 취약 부문 중심 고용 애로 지속 - 美 관세 부과에 따른 수출 둔화 우려 지속 → 정책 효과 등에 소비 증가 등 **경기 회복에 긍정적 신호 강화**
10월	- 건설투자 회복 지연 + 취약 부문 중심 고용 애로 지속 - 美 관세 부과에 따른 수출 둔화 우려 지속 → 생산·소비 등 주요 지표가 월별 등락 가운데서도 **전반적 개선 흐름 보이며 상반기 부진에서 벗어남**
11월	- 취약 부문 중심 고용 애로 지속 - 건설투자 회복 속도, 미국 관세 부과 영향 등 불확실성 상존 → **소비 등 내수 개선, 반도체 호조 등으로 경기가 회복 흐름을 보이며 상반기 부진에서 벗어남**

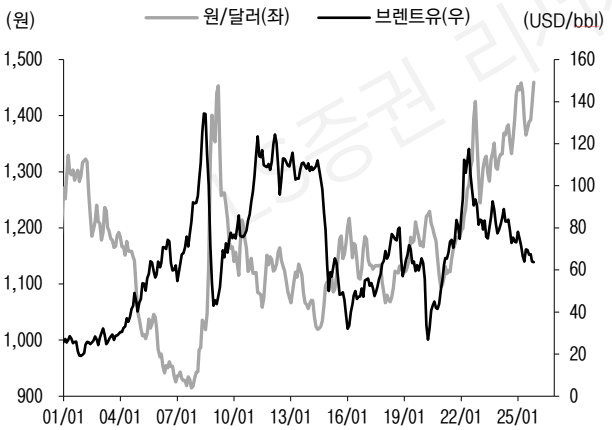
기재부의 그린북(경제 동향): 향후 정책 방향

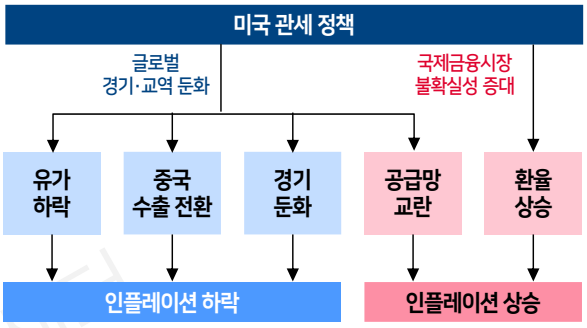
6월	- 경기 회복, 소비 활성화 및 취약계층·소상공인 지원 등 위한 추경 속도감 있게 마련·추진 - 통상 리스크 대응에 총력: 美 관세 부과에 따른 기업 피해 지원
7월	- 추경 신속 집행(경기·민생 회복 위한 31.8조원 규모), 7.21일 지급 예정인 민생회복 소비 쿠폰이 소비·지역경제 등 내수 활성화의 계기가 될 수 있도록 범정부 역량 집중 - 통상 리스크 대응에 총력: 美 관세 부과에 따른 기업 피해 지원
8월	- 추경 신속히 집행, 민생회복 소비 쿠폰이 소비·지역경제 등 내수 활성화의 계기가 될 수 있도록 범정부 역량 집중 - 통상 리스크 대응에 총력: 美 관세부과에 따른 기업 피해 지원
9월	- 추경 신속 집행, 민생회복 소비쿠폰, 대규모 할인행사 등이 소비·지역경제 등 내수 활성화 계기가 될 수 있도록 범정부 역량 집중 - 통상 리스크 대응에 총력: 美 관세부과에 따른 기업 피해 지원
10월	- 추경 신속 집행, 민생회복 소비쿠폰, 대규모 할인행사 등이 소비·지역 경제 등 내수 활성화 계기가 될 수 있도록 범정부 역량 집중 - 통상 리스크 대응에 총력: 美 관세 부과에 따른 기업 피해 지원
11월	- 향후 성장 모멘텀 확산될 수 있도록 내수 활성화 등 정책 노력 강화 - AI 대전환·초혁신 경제 선도프로젝트, 생산적 금융 등 성장 잠재력 확충에 만전

자료: 기재부, LS증권 리서치센터

그림10 환율이 물가 상승률 안정에 걸림돌?







- 당초에는 환율 상승에도 불구하고 낮은 수요 압력, 국제 유가 안정 등에 소비자물가상승률이 2% 내외 오름세 지속할 것으로 전망됨
- 최근 원화 평가 절하 정도가 여타국 대비 큰 상황이고, 국제 유가의 변동성 상존한 만큼 한국은행이 既 물가 전망 유지할지가 중요해짐
- 한국은행의 기존 전망에 따르면 美 관세 정책은 인플레이션 하락과 상승에 모두 작용 가능
- 한국은행 11 월 수정경제전망에 따르면 올해와 내년 소비자물가 전망치 일제히 소폭 상향
- 한국은행은 국제 유가 안정세 등으로 향후 물가상승률이 점차 2% 수준으로 낮아지겠지만 높아진 환율, 내수 회복세 등은 전망치 상향 배경으로 꼽음

주: 원달러 환율과 브렌트유는 월평균
자료: 한국은행, CEIC, LS증권 리서치센터

그림11 한국은행의 시나리오별 주요 전제(2025년 8월)

	2024	2025			2026e)		
	연간	상반1)	하반e)	연간e)2)	상반	하반	연간2)
<전망의 주요 전제>							
세계경제 성장률(%)3)	3.3	3.2	2.5	2.8 [+0.1]	2.6	2.9	2.7 [-]
• 미국	2.8	2.0	1.3	1.7 [+0.1]	1.6	2.1	1.9 [-]
• 유로지역	0.9	1.3	1.0	1.1 [+0.2]	0.9	1.4	1.1 [-0.1]
• 중국	5.0	5.3	4.2	4.7 [+0.5]	4.0	4.1	4.1 [+0.1]
• 일본	0.1	1.5	0.6	1.0 [+0.1]	0.0	1.0	0.5 [+0.1]
세계교역 신장률(%)3)	3.8	3.7	1.5	2.6 [+0.2]	1.6	3.2	2.4 [-0.1]
브렌트유가($/배럴)4)	80	71	65	68 [-1]	62	63	63 [-2]

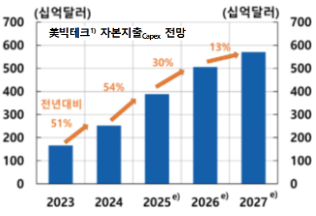
	주요 내용
기본	▸ 현재 상호관세 및 품목관세가 유지 (반도체·의약품 관세는 내년 이후 15% 부과) ▸ 美평균관세율: 18% (26년말) 對중국 평균관세율: 45% (26년말) 對한국 평균관세율: 16% (26년말)
낙관	▸ 중국·캐나다·멕시코 관세 인하 ▸ 美평균관세율: 15% (26년말) 對중국 평균관세율: 25% (26년말)
비관	▸ 중국·캐나다·멕시코 등과 협상이 결렬되어 관세가 올라가고, 상대국은 보복관세로 대응 ▸ 美평균관세율: 25% (26년말) 對중국 평균관세율: 59% (26년말)

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림12 한국은행의 시나리오별 주요 전제(2025년 11월)

	2024	2025			2026e)			2027e)
	연간	상반	하반e)	연간e)1)	상반	하반	연간1)	연간
<전망의 주요 전제>								
세계경제 성장률(%)2)	3.3	3.4	2.7	3.0 [+0.2]	2.8	3.0	2.9 [+0.2]	3.1
• 미국	2.8	2.1	1.8	1.9 [+0.2]	2.2	2.1	2.1 [+0.2]	2.0
• 유로지역	0.9	1.4	1.2	1.3 [+0.2]	1.0	1.3	1.1 [-]	1.4
• 중국	5.0	5.3	4.6	4.9 [+0.2]	4.3	4.4	4.4 [+0.3]	4.3
• 일본	-0.2	1.9	0.6	1.2 [+0.2]	-0.3	1.2	0.5 [-]	0.8
세계교역 신장률(%)2)	3.5	4.7	2.7	3.6 [+1.0]	1.8	3.0	2.4 [-]	3.0
브렌트유가(달러/배럴)3)	80	71	67	69 [+1]	62	63	63 [-]	65

	주요 내용
기본	▸ 반도체 수출 물량 증가세 완만히 둔화 (25년 10%대 중반 → 26년 7%대 → 27년 5%대)
낙관	▸ 금년(10%대 중반)에 근접하는 수출 물량 증가세 지속
비관	▸ 26년 하반기부터 증가세 둔화 후 27년에는 0% 수준으로 정체



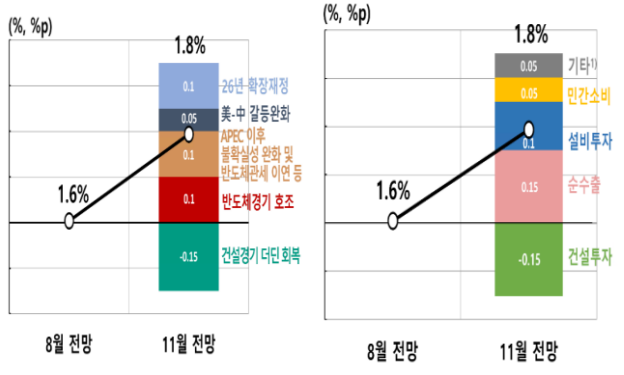
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림13 관세 정책 시나리오

시기	기본(Baseline) 시나리오 주요 내용
2월	- 미국이 주요 무역 적자국 대상으로 금년 중 품목 관세를 포함한 일정 수준(5~10%) 관세 부과 후 26년 중 점차 인하
5월	- 현재 기본(10%)·품목(25%) 관세가 대체로 유지 - 3분기 중 반도체·의약품 등 품목 관세 추가 부과(10%) 전제
8월	- 7월 31일 발표된 국가별 상호·품목 관세 대체로 유지 (상호 15%, 철강·알루미늄·구리 50% 자동차·부품 15%) - 26년 중 반도체(1Q)·의약품(3Q) 등 품목 관세 추가 부과 (15%) 전제
11월	- 상호 15%, 철강·알루미늄·구리 50% 자동차·부품 15% 유지 - 11월초 미중간 관세 인하 등 반영 - 26년 중 반도체(3Q)·의약품(3Q) 등 품목 관세추가 부과 (15%) 전제. 복제의약품은 면제

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림14 2026년 경제성장률 전망 조정



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

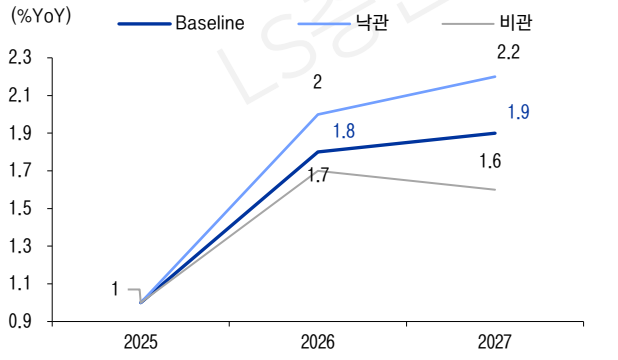
낙관 시나리오(반도체 수출 증가 추세 지속)
AI 확산으로 견조한 반도체 수요가 이어지고 미국의 반도체 품목 관세도 보류되면서 우리 반도체 수출이 금년(10%대 중반)엣 근접한 수준의 증가세 지속하는 상황을 가정

비관 시나리오(반도체 수요 정체)
AI 투자가 과도한 것으로 평가되면서, 반도체 수출의 증가세가 내년 하반기 중 둔화되고 내후년에는 정체되는 상황을 가정

[성장 상하방 리스크]
- **상방리스크**: 글로벌 무역갈등 추가 완화 / 반도체 경기 추가 개선 / 방한 관광객 수 증가세 확대
- **하방리스크**: 무역갈등 재격화로 통상환경 불확실성 지속·확대 / 국제금융시장 불안(AI 과잉투자 및 주요국 재정 우려) / 비 IT부문 부진 심화

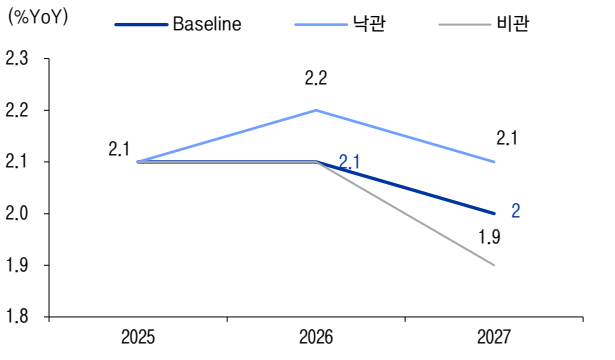
[물가 상하방 리스크]
- **상방리스크**: 고환율 지속 / 농축수산물 가격 강세 지속
- **하방리스크**: 글로벌 원유 초과 공급 / 정부의 물가안정대책 강화

그림15 2025년 11월 시나리오 전망: GDP 성장률



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림16 2025년 11월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

표1 **2025 년 10 월과 11 월 통화정책방향문구**

	10 월 통화정책방향	11 월 통화정책방향
금리결정	• 기준금리: 2.50%로 동결(신성환 위원 25bp 인하 소수의견) • 물가가 안정된 흐름을 지속하는 가운데 성장은 전망의 불확실성이 여전히 높지만 **소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 부동산 대책의 수도권 주택시장 및 가계부채 영향, 환율 변동성 등 금융안정 상황**도 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하는 것이 적절하다고 판단	• 기준금리: 2.50%로 동결(신성환 위원 25bp 인하 소수의견) • 물가상승률이 다소 높아진 가운데 성장은 전망의 불확실성이 여전하지만 소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단
세계경제	• 세계 경제를 보면, 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가 경로는 국가별로 차별화될 전망 • 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향받으며 상당폭 등락하였음. 주가는 AI 관련 부문을 중심으로 높은 상승세를 이어갔음 • 앞으로 세계 경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·**재정정책** 변화 등에 영향 받을 것으로 보임	• 세계 경제를 보면, 미국 관세정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만 미·중 무역갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보임 • 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대 변화, 주요국 재정상황 등에 영향 받아 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 상승하였다가 일부 되돌려졌음. 주가는 상승세 이어가다가 AI 부문 고평가 우려 등으로 조정 • 앞으로 세계 경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향 받을 것으로 보임.
국내경제	• 국내 경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, **양호한** 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어갔음 • 고용은 전체 취업자수 증가 규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였음 • 앞으로 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 개선 속도 등과 관련한 **상·하방** 불확실성이 확대된 것으로 판단	• 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속하였음 • 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔음 • 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한·미 관세협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 전망. 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. 다만, 이러한 성장 경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단
물가	• 국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원 물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔음. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 9월 중 2.5%로 전월(2.6%)보다 소폭 낮아졌음 • 앞으로 국내 물가는 **환율 상승** 등에도 불구하고 낮은 수요 압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원 물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합할 것으로 보임 • 향후 물가 경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 보임	• 국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류 가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원 물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률이 2.4% 및 2.2%로 높아졌음. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 11월 중 전월과 같은 수준(2.6%)을 유지 • 앞으로 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상됨. 이에 따라 금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에도 소비자물가 및 근원 물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0%로 전망됨 • 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 보임
금융시장	• 금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대되었음. 원/달러 환율이 대미 관세협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채 금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 높아졌음. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승하였음 • 가계대출은 증가 규모가 상당폭 축소되었으나 **수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대되었음**	• 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성 확대되었음. 원/달러 환율은 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400원대 중후반으로 높아졌고, 국고채금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승하였음. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정 • 가계대출은 기타대출을 중심으로 증가폭 확대되었고, 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량 둔화되었으나 가격 상승 기대 여전히 높은 상황
정책방향	• 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표 수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것 • 국내 경제는 물가가 안정적인 흐름을 지속하는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있지만 **무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한 불확실성이 확대되었음** • 금융안정 측면에서는 **정부의 추가 부동산 대책의 효과를 점검하는 한편**, **높은 환율 변동성의 영향**에도 유의할 필요가 있음 • 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 결정해 나갈 것	• 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것 • 국내 경제는 성장률 전망이 상향조정되었지만 향후 경로에 상·하방 요인이 모두 잠재해 있고 물가상승률은 예상보다 다소 높아진 상황 • 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있음 • 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 결정해 나갈 것

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

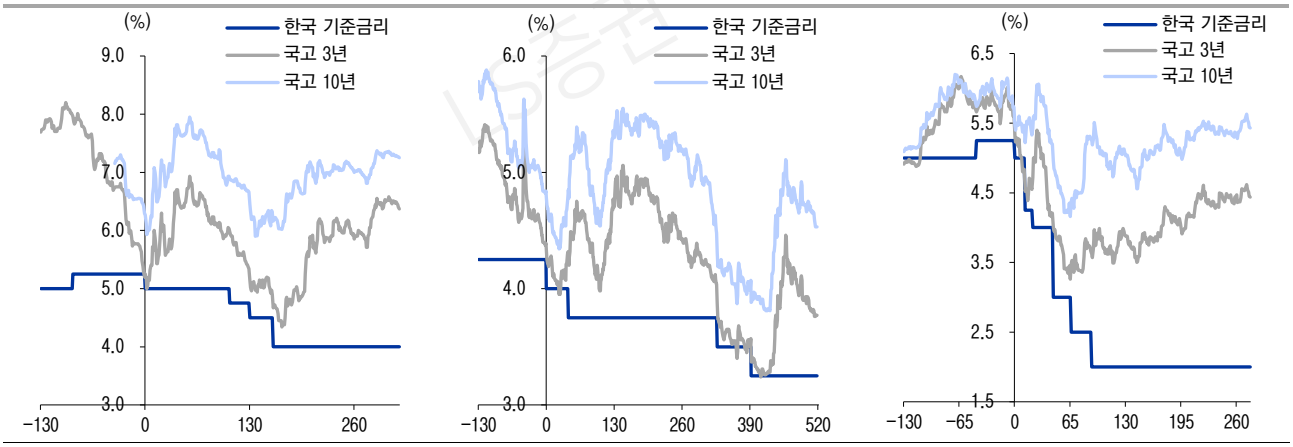
과거 인하 사이클과 인하 사이클 후반부 금리 추이

표2 과거 금리 인하 사이클: 인하 배경과 정책금리 인하 폭

구분	인하 배경	정책금리 변화
①	(2001. 2 ~ 2001. 9) 2000년 IT 버블 붕괴, 2001년 9.11 테러 등으로 국내 경제 악화	5.25% →4.00%
②	(2003. 5 ~ 2004. 11) 카드 사태, 글로벌 경기 회복 지연 및 북핵문제, 사스 확산 등으로 인한 과도한 경제활동 위축 우려	4.25% →3.25%
③	(2008.10 ~ 2009. 2) 글로벌 금융위기에 따른 금융시장 경색과 경기 위축	5.25% → 2.00%
④	(2012. 7 ~ 2013. 5 / 2014. 8 ~ 2016. 6) 유럽 재정위기, 저물가, 세월호 사고, 메르스 확산, 브렉시트	3.25% → 1.25%
⑤	(2019. 7 ~ 2020. 5) 미중 무역분쟁 격화 및 코로나 팬데믹	1.75% → 0.50%
⑥	(2024.10 ~) 디스인플레이션에 따른 과도한 긴축정책 지속 불필요, 성장 하방 리스크 완화 등	3.50% →

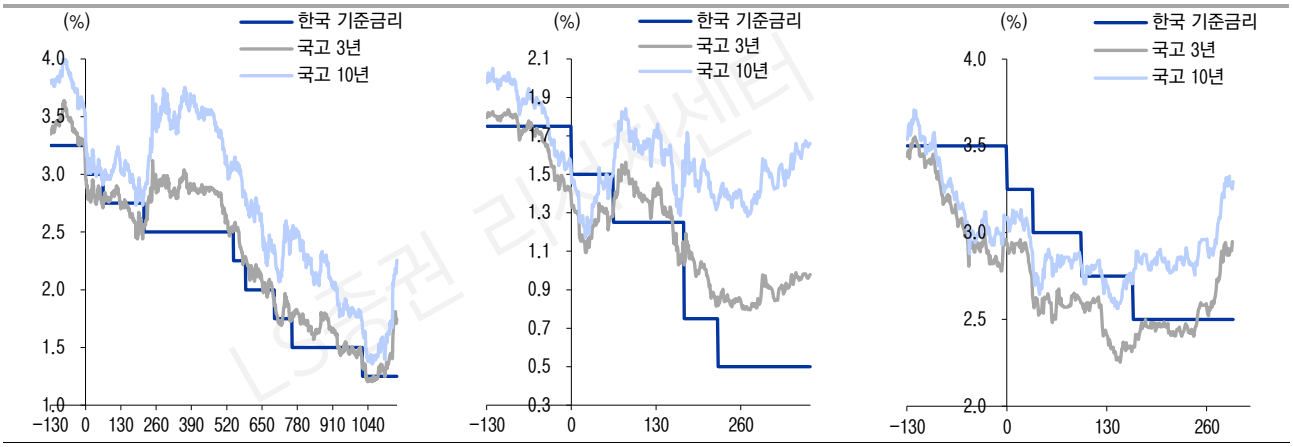
자료: LS증권 리서치센터

그림17 ① 2001. 2 ~ 2001. 9 / ② 2003. 5 ~ 2004. 11 / ③ 2008.10 ~ 2009. 2



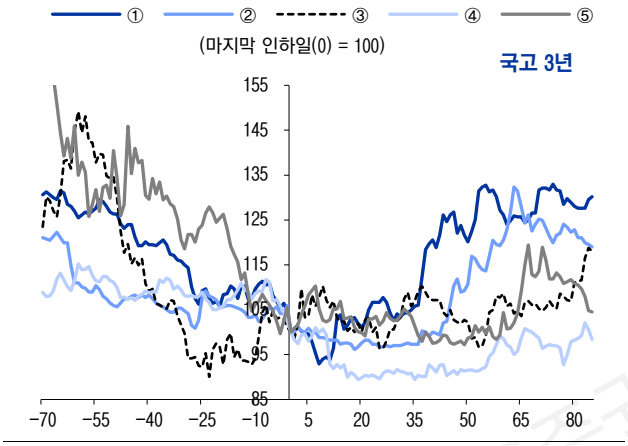
주: 최초 인하 시점 = 0
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

그림18 ④2012. 7 ~ 2013. 5 & 2014. 8 ~ 2016. 6 / ⑤ 2019. 7 ~ 2020. 5 / ⑥ 현재(2024. 10 ~)



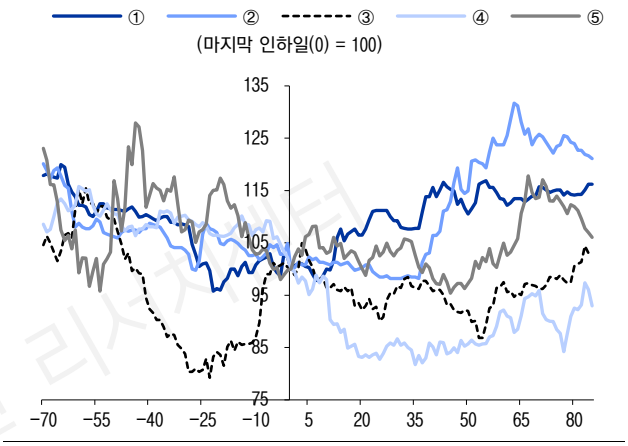
주: 최초 인하 시점 = 0
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

그림19 국고 3 년물



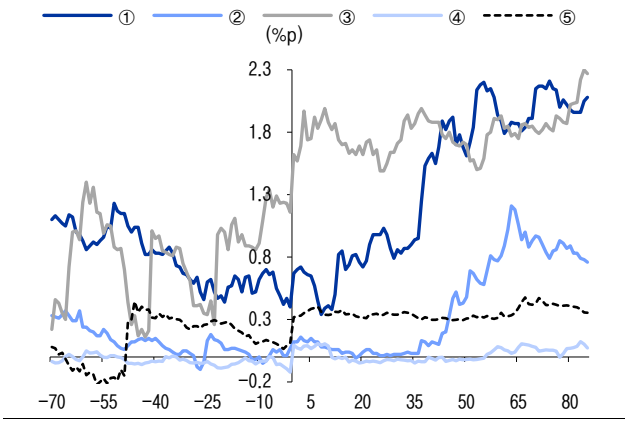
자료: LS증권 리서치센터

그림20 국고 10 년물



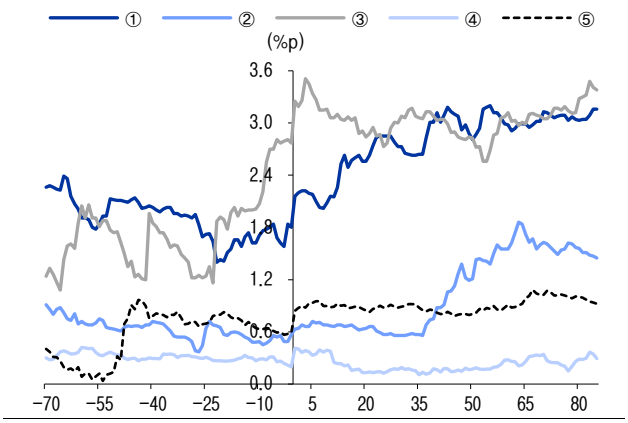
자료: LS증권 리서치센터

그림21 국고 3 년 - 기준금리 스프레드



자료: LS증권 리서치센터

그림22 국고 10 년 - 기준금리 스프레드



자료: LS증권 리서치센터

표3 인하기와 전환기의 국고채 금리 저점 레벨

구분	마지막 인하 시점	최초 인상 시점	전환 기간 (마지막 인하→동결→최초 인상)	마지막 인하 당시(%)		인하기 금리 저점(%)		전환 기간 금리 저점(%)	
				3 년	10 년	3 년	10 년	3 년	10 년
①	2001.09.19	2002.05.06	230 일(약 8 개월)	4.670	6.160	4.900	5.900	4.340	6.020
②	2004.11.11	2005.10.10	334 일(약 11 개월)	3.370	3.880	3.400	3.870	3.240	3.810
③	2009.02.12	2010.07.08	512 일(약 17 개월)	3.620	5.250	3.260	4.160	3.490	4.560
④	2016.06.09	2017.11.29	539 일(약 18 개월)	1.345	1.660	1.378	1.697	1.203	1.357
⑤	2020.05.28	2021.08.25	455 일(약 15 개월)	0.818	1.343	0.815	1.286	0.795	1.281

자료: LS증권 리서치센터

표4 인하기 ~ 전환기 중 국고채 금리 저점 시기

구분	정책금리 인하 폭	인하기 금리 저점일		전환기 금리 저점일		마지막 인하 대비(거래일)		저점 시기(인하 전후)	
		3 년	10 년	3 년	10 년	3 년	10 년	3 년	10 년
①	5.25 → 4.00%(125bp)	2001.09.18	2001.08.20	2001.10.04	2001.10.04	8 일	22 일	인하 후	인하 전
②	4.25 → 3.25%(100bp)	2004.10.05	2004.10.05	2004.12.07	2004.12.21	18 일	28 일	인하 후	인하 후
③	5.25 → 2.00%(325bp)	2009.01.08	2009.01.08	2009.03.19	2009.04.28	23 일	23 일	인하 전	인하 전
④	3.25 → 1.25%(200bp)	2016.06.08	2016.06.08	2016.07.06	2016.07.28	19 일	35 일	인하 후	인하 후
⑤	1.75 → 0.50%(125bp)	2020.05.25	2020.03.09	2020.08.05	2020.07.30	49 일	45 일	인하 후	인하 후

자료: LS증권 리서치센터

금통위 Q&A

1. 향후 3개월 포워드가이던스는? 성장률 전망 상향, 통방문구에서 인하 기조 문구 삭제 등 수정은 정책 전환에 대한 깜빡이인가? 최근 시장 금리는 인하 기조 마무리 기대 등으로 꽤 많이 상승. 이런 기대 과도한가?
→ 소수의견 내신 위원 견해 설명드리고 3개월 포워드가이던스 설명. 오늘 5명은 동결 의견, 1명은 인하 소수의견 피력. 금리 동결 결정의 금통위원 5명은 지난 통방과 비교해볼 때 성장이 회복세 접어들고 있고 환율과 부동산 등 금융안정 상황에 대한 우려가 해소되지 않은 만큼 동결이 바람직하다는 의견. 이에 반해 신성환 위원은 향후 성장 및 물가 경로가 상향조정되었지만 기저효과 제외하고 보면 민간 실질 부문의 회복 속도가 더딘 만큼 빠른 시점에 금리 인하하고 당분간 그 영향 지켜보면서 추후 판단해 나가는 바람직하다는 의견. 2주 후 공개되는 의사록에서 더욱 자세한 내용 확인 가능

향후 3개월 포워드 금리 전망의 경우 6명 중 3명은 3개월 후에도 2.50% 수준에서 유지 가능성 크다는 의견, 나머지 3명은 현재의 2.5%보다 낮은 수준으로 인하할 가능성도 열어놓아야 한다는 견해. 위원님들이 이렇게 전망한 이유는, 동결 가능성 제시한 3명은 환율 변동성이 상당 폭 확대되고 물가에 대한 우려도 다소 증대된만큼 당분간 금리를 동결하고 변화를 점검해볼 필요가 있다는 의견. 인하 가능성 제시한 3명은 성장 경로의 상하방 위험이 같이 있고 또 美 연준의 향후 통화정책 관한 불확실성이 어떻게 전개될지 고려할 때 아직 인하 가능성을 열어 둘 필요가 있다는 견해. 이러한 모든 의견은 경제 상황에 대한 조건부 전망임을 다시 한 번 강조 드림

깜빡이 비유를 드셨는데 비유로 하면 오해가 생길 수 있음. 3명은 동결 가능성을 놔둬야 한다, 3명은 인하 가능성을 열어둬야 한다 즉 그렇게 양 의견이 반으로 나뉜 케이스라고 생각해주시면 깜박이 비유없이 보다 선명하게 말씀드릴 수 있을 것. 금리 인상이 포함되었는가? 저희가 논의를 할 때, 現 시점과 3개월 뒤 전망을 얘기할 때 금통위원 중 어느 분도 금리 인상 가능성에 대해 논의하자고 하신 분 없었음. 現 시점은 금리 인상 논의할 때는 아닌 것 같음. 데이터 의존적이지만 그렇게 해석할 수 있을 것. 3명은 금리 인하기 종결할 가능성 있다고 보는 것이고 3명은 아직도 인하 가능성 열어둬야 한다는 견해라는 말로 대신할 수 있을 것

2. 1,400원 후반대의 원달러 환율은 우리 경제에 부담되는 수준인가? 변동성 크지 않은 가운데 점진적 상승 출현. 이런 흐름은 문제가 별로 없다 보는 것? 최근 금리 동결의 주 요인 중 하나였던 부동산 시장도 여전히 안정되지 않고 있음. 앞선 인하 기대나 사이클에 대해 언급하셨지만 인하 기대가 조금 더 줄어들고 향후 인하 사이클이 종료된다면 환율과 부동상 가격 상승 압력이 줄어들 것으로 예상하나?
→ 지금 (원달러 환율) 레벨 문제도 있지만 그 보다 최근 몇 주는 2가지면에서 우려스러움. 변동성보다 너무 한 방향으로 쏠려가는 것, 그게 또 내국인의 해외주식투자에 의해 주도되고 있는 면이 다소 우려됨. 또 이게 다른 나라와 달리 이전에는 달러가 강세가 되면 우리나라는 다른 나라들의 통화와 같이 움직이는 추세였는데 최근 몇 주는 원화가 조금 더 절하되는 모습을 혼자 보이고 있어서 쏠림 현상과 관련되어 있다 생각. 그래도 지금은, 예전처럼 환율이 1,400원 넘어가면서 금융안정에 대해 막 걱정하고 은행들의 LCR(Liquidity Coverage Ratio, 유동성 커버리지 비율)이 문제가 되고 외채 부담으로 인해 금융위기가 오는 상황에 대해 시장에서 얘기하지 않는 것처럼, 우리나라 CDS 프리미엄, KP 스프레드를 보면 외환시장 불안은 없음. 금융안정이 문제가 아니고 한 방향으로 쏠리다보니 우선 환율이 높은 수준이 유지되면서 통화당국 입장이나 우리 입장에서는 고환율로 인해 물가가 올라갈 가능성이 우려 됨

두 번째는 환율이라는 것이 Winner가 있고 Loser가 있음. 해외 투자하신 분은 장부가에서 수익이 많이 생겨 Win한 것처럼 보이는 반면, 수출 업체는 이익을 보나 내수 업체는 손해를 보고 국내 경기에 미치는 영향은 불확실해 개인 간 Win and Lose가 많이 생기는 것이 바람직하냐는 문제가 있음. 해외로 나갈 때 환율 절하되니까 장부가로는 수익성 높아 보이지만 사실 레버러지까지 해서 해외주식 투자했다면 과연 갖고 들어올 때 수익률을

받을 수 있을지, 해외 투자도 AI 주식으로 갔을 때 지금 자산 버블 얘기도 많고, 너무나 많은 돈이 나갔기 때문에 그 돈의 위험관리가 제대로 되고있는지 등 이런 면에서 우려 중. 과거 국가 부채가, 외채가 많았을 때와 다르고 미국이 금리를 급격히 인상함에 따라 전세계 환율이 미 달러 강세로 갔을 때와 다르고, 최근에는 우리 내국인에 의해 해외 주식투자가 늘어나면서 생기는 한 방향 쏠림 현상에 대해 우려하고 있음

만일 인하 기조가 사라진다면 환율과 부동산 가격에 어떤 영향을 줄 것이냐? 시그널 면에서 더 이상 금리가 내려가지 않고 한미 격차도 줄고 이런 시그널을 줌. 유동성도 많이 풀지 않겠구나?라는 면에서는 긍정적 효과 줄 것. 그러나 실질적으로 매번 이야기하지만 환율과 부동산을 통화정책만으로 잡을 수 없음. 사실은 한미금리차가 이전과 비교해 줄어들었음에도 불구하고 이런 현상 발생. 채권은 외국인투자자들이 많이 사고 있음. 물론 선물을 팔고 있지만 결제가 차익으로만 되므로 선물은 환율에 주는 영향 미미. 금리 문제가 지금 환율 문제가 아니고, 주식시장으로 나가는 것이 문제. 사실 인하 기조가 크게 줄어들었다고 해서 환율에 대해 아주 큰 영향 줄거라 생각하지 않음. 똑같이 부동산 문제도 수요 정책만으로 가격 잡기 어렵기 때문에 공급 등 종합 대책 필요

3. 4자 협의체(기재부·보건복지부·한국은행·국민연금) 구성. 국민연금 끌어들이는 것에 대한 우려 존재. 노후자산 위험 감수하면서까지 국민연금 동원해야하는 상황이라 판단한 것? 구윤철 경제부총리, 국민연금 뉴프레임워크 구축 언급. 환헤지 더 적극적으로 해야한다고 보나? 국민연금 외 환율 안정 위해 고려 가능한 다른 수단은? 물가상승률 전망 상향 조정하며 예상보다 다소 높아진 상황이라 언급. 원인으로 고환율 꼽았는데 정부의 확장재정 기조는 어느 정도 영향 미쳤다고 볼 수 있나? 現 수준 물가 전망은 용인 가능한 범위인가? 추가 상방리스크?
→ 국민연금 이 문제는, 사실 전문가가 아니면 이해하기 어려운 문제 많음. 부총리 기자회견 후 언론 보니 '국민연금을 동원했다', '노후자산을 희생하면서 볼모로 잡았다' 등 부정적 기사 많이 나옴. 안타까운 마음. 답이 길어지더라도 외환 당국 입장에서 설명드리면 국민연금을 동원해서 더 해달라는 것 아니고 現 제도 하에서는 할 수 있는 것 꽤 있음. 국민 노후 자산 희생하는 것 아니고 보호하기 위해 새로운 프레임워크가 필요한다는 것

직관적으로 설명하면 우리 국민연금과 다른 나라 국민연금의 해외에서 자산운용하는 케이스 너무 다른 부문 존재. 국민연금 운용해야하는 자산이 빠르게 증가하고 있음. 십 몇 년 지난 후, 우리나라는 고령화가 되므로, 투자했던 것을 지급해야하는 시점 있음. 전세계 어느 나라 투자기관도(노르웨이, 싱가폴 등) 자산규모를 안정적으로 가져가지 확 올라갔다가 확 내려가는 구조를 갖고 있지 않음. 우리는 특이한 문제에 달려 있음

해외로 돈을 막 가지고 나가는 상황에서는 불가피하게 환율의 절하라는 영향 주게 되고 가져올 때는 절상 국면 진입. 절하 국면 들어 설 때는 원화 표시 수익률이 커 보임. 지금 수익률 높아 보임. 막상 가져올 때 는 반대로 절상 압력을 주게되므로 수익률 낮아질 수 있음. 저희들이 주장하거나 외환 당국에서 얘기하는 것은 당장의 환율도 문제지만 국민들의 노후 자산을 보호하려면, 환율에 주는 영향을 보면서 올라갈 때 장부가로 수익률이 높다고 해서 단기간에 노후 자산이 커지는 것이 아니라 가져올 때도 고려해야하므로 어느 정도 환율로 이익을 보면 헤지 등 여러 가지 다양한 것을 통해 수익성을 확보할 필요가 있다는 것. 이 점에 대해 지난 2월 금요강좌 통해 왜 국민연금과 헤지를 하고, 한국은행도 하고 있는지 서로에게 윈윈이 되어 노후 자산을 보호할 수 있는지에 대해 설명한 바가 있으니 봐주시면 됨

1)원화 표시 성과를 중장기적으로 성과 평가하는 것을 고민할 필요 있음. 2)한 쪽의 쏠림. 지금 국민연금이 자산배분을 해서 얼마를 해외로 가지고 나갈지, 해외 자산에 대해 헤지를 언제부터 할 것인지, 헤지 했다가 언제 풀지 등에 대해 기금운용본부가 정한 규칙이 있고 그 안에서 대외비인데, 대외비라고 했지만, 패가 다 까 있음. 다 알고 있음. 저희같이 환율 조정하고 관리하는 입장에서 패가 까져 있으면 굉장히 어려움. 전략적 모호성도 키우고 환율 수준에 따라 신축성 있게 해야 함. 3)국민연금이 처음 해외 투자할 대 개인이나 민간들이 해외로 자산을 갖고 나가지 않았음. 지금은 국제화되고 국내 상황도 그래서 해외로 국민들이 많이 갖고 나감. 국민연금 역할이,

기금만 보면 그렇게 판단할 수 있지만, 나라 전체의 포트폴리오에서 뭐가 최선이냐 볼 때 민간들이 해외로 많이 가져간다면, 조율해서 나라 전체 최적의(optimal) 포트폴리오가 얼마인지에 대한 고민도 조금 할 필요 있지 않아? 이와 관계 없이 그냥 기계적으로 나가다 보면, 민간도 나가고 국민연금도 나가다 보면 이것이 환율에 있어 한쪽으로 쏠림을 주니까 그런 거시적인 영향도 고려해야할 때 가 된 것이 않았냐는 것. 기금 운용하는 사람들 입장에서는 내가 정부도 아닌데 어떻게 거시적 영향을 다 보고 하느냐? 충분히 이해됨. 그렇다고해서 거시경제에 주는 영향을 아예 무시하고 하기에는 국민연금의 연금 너무 커졌고 외환시장에 주는 부작용도 커짐. 국민연금 자체적으로 하기 어려우면 거시적인 생각하는 한은·기재부 등 4자 협의 통해 이런 쪽으로 제도 개선이 있는 것이 국민경제 전체에 도움이 되지 않겠냐는 것. 그래서 학계에 계신 분도 그렇고 최근 보도 보면 너무 정부가 국민연금에 대해 강압적으로 환율 때문에 급하니까 쓰려고 한다고 보시지 마시면 좋겠음. 어떤 면에서 이게 원래 작은 문제 였는데 커지다 보니 쏠림 현상이나 이런 것의 주요 요인이 국민연금의 플로우가 됨. 그로 인해 기대가 형성되니 민간도 나가게 됨. 이런 문제의 가장 적절한 답이 뭔지를 머리를 맞대고 중장기적인 제도 개선도 하자는 것. 정부가 필요할 때마다 동원하겠다는 것이 아니라는 말씀을 부총리 대신 설명 드림

외환보유고 등 다른 수단 있음. 참 애매한 것이 다른 수단이 있는데 어떤 목적에 써야하는지 모르겠음. 외채가 많을 때 환율 상승하는 것은 막는데, 해외로 다 가져가려고 해서 (상승할 때) 그것을 어떻게 막아야할지, 꼭 개입을 통해 막아야할지, 여러 다른 방법을 해야할 지 기재부에서 상의 중. 무엇보다도 쏠림 현상이 많이 사라지면 개인 투자자들도 위기 관리, 위험 관리 해야하므로 들어오지 않을까 생각 함

내년 물가상승률을 2.1%로 예상할 때의 원달러 환율 수준 밝힐 수 없어서 말씀 못 드림. 한은 예상보다 높은 수준의 환율이 오래되면, 해외투자하신 분들은 수익성은 높아서 좋겠지만, 물가가 많이 올라가는 등 여러 내부적인 다른 면 존재. 지금은 외국인과의 이익 손해 문제가 아니라 내부에서 상충 관계가 많은 상황이라 생각(환율이 높아짐에 따라 물가가 주는 저소득층에 주는 피해, 해외투자자들의 경우 장부가 수익률 높아짐 등)

확장 재정이 물가에 미친 영향은, 상반기 경제성장률이 거의 0%고 0.9%에서 1.0%로 상향했기 때문에 물가 수준에 준 영향 제한적. 올해 예산 집행되고 성장률이 많이 올라가서 GDP 갭도 줄어들고 하면 물가 영향 누적되면 다시 평가해볼 필요 있음

4. 정책 방향 부분에서의 '추가 인하 여부'의 여부란 단어만 보면 인하 사이클 닫힌 느낌. 성장률이 여전히 잠재수준에 그치고 그마저도 반도체 경기에 기댄 바 커 보임. 업종별이나 수출 기업 또는 내수 기업인지에 따라 기업별 체감 정도 상당히 다름. 인하 기조 마무리하기엔 다소 시기상조 아닌가? 일전에 강조하셨던 아웃풋 갭 축소 전망하나? 환율은 4자 협의체 등 당국의 대응이 적극적인 반면 금융시장에 대한 조치는 미흡하단 견해 존재. 시장 금리가 과도하게 상승할 경우 금융시장 변동성 완화 위해 한은에서 단순 매입 등의 조치 가능한가?
→ 성장률이 올라간다고 전망했으니 금리 인하기 끝난 것 아니냐? 굉장히 여러 면에서 다른 고려 사항 있음. 우선, 오늘 인하 기조를 열어놔야 한다 말씀하신 분들의 설명에서도 나왔듯 1.8%로 올라간다고 보지만, IT나 반도체 사이클에 의해 주도되는 면 많음. IT 빼면 성장률은 1.4% 정도 됨. 아직 잠재성장률 밑에 있고 그 이전에도 아웃풋 갭이 있었으니, 아웃풋 갭이 반도체나 수출 업체 등에 의해 많이 채워지겠지만 천천히 줄어들 가능성이 많으므로 인하 사이클을 완전히 종료되었다고 말하기 어렵다고 생각하는 분들은 실물 경제 상승률에도 반도체 중심으로 가서 착시 현상이 있을 수 있다는 생각 하고 있는 것

3명이 인하 가능성 열어두자고 했어도 믿을만 한 것 아니고 인하 종료하는 것이다 해석하시는 쪽으로 말씀하셨는데 이것은 개인들의 판단임. 제가 싱가폴에서 '정책 전환'이라 했더니. 저는 정책 전환이 오늘 얘기한대로 인하하는 국면에서 설까?했는데, 여기 계신 많은 분들이 금리 인상을 시사한다고 해서 곤욕을 치름. 금리 동결기간에서 인상 기간으로 가는데 평균 12개월 정도 소요됨. 큰 변화 없으면 막 인하하다가 팍 인상하는 것 드문 케이스.

3:3으로 내릴 가능성도 있다는 분도 있고 동결해야한다는 분도 있고 그 과정에서 어떻게 해석할지는 개인 판단

과도하게 금리가 상승하면 어떻게 할 것이냐? 지난번 제 인터뷰 이후 한 2~3일 과도하게 금리가 올랐다가 내부적으로 인상까지 얘기하는 것은 아니라면서 좀 내림. 지금 발표하면서 시장 상황을 보지 못함. 저희 생각보다 금리가 크게 올라간다면 당연히 원칙적으로는 단순 매입뿐만 아니라 공개시장조작 등 여러 면에서 쓸 도구는 많음. 저희 생각할 때 바람직한 수준보다 채권금리가 얼마나 올라가는지에 따라 할건데, 모든 것을 배제하진 않지만 얼마 올라갈지 보고 판단할 것. 크게 보면 한은에게 그런 여력이 있는 것은, RP 제도 변경에 따라서 일정 수준의 국고채를 보유해야하는 상황이기때문에 유연하게 대응해서 할 수 있음. 반드시 한다고 생각하지는 마시고 금리가 얼마나 올라갈지 보고 시장이 어떻게 해석하는지 보고 판단할 것

5. 다음 달이면 국민연금과 통화 스왑 종료. 연장할 계획? 확대하거나 전략적 환헤지 늘릴 필요 있나? 환율 변동성 중요시하고 레벨을 타게팅하지 않는다고 알고 있는데 1,500원대에 대한 우려는 없는지?

→ 다음 달에, 지난번 650억 달러 스왑은 아마 실무자들이 국민연금과 얘기하고 있을 것. 연장하든지 할 텐데 연장하는데 얼마나 사용하는지가 문제지 연장하는지는 문제 없을 것. 실무자들 논의 중. 전략적 헤지 늘려야하지 않냐? 저는 계속 얘기하지만 그것은 국민연금 기금운용본부에서 본인들의 이익을 위해서도 할 필요가 있다 생각. 사실 지금도 룸은 있는데 아까 언급했듯 제도 상으로 했을 때, 이익을 보면 성과평가 없고 손해보면 책임을 지는 구조가 우리나라에 많다 보니 있는 룸도 안쓰고 있음. 있는 룸도 안쓰다 보니 패를 까놓고 해버리게 됨. 환율 수준에 맞춰서 신축성 있게 하는 것이 국민연금 기금운용본부가 국민의 노후 자산을 보호하는데도 도움이 되지 않을까 생각. 정부가 나서서 얼마 해라하는 상황 전혀 아님

원달러 환율 1,500원 걱정 있냐? 레벨에 대해 걱정은 당연히 안 함. 금융위기 염려 없다고 하는데 지금 1,500원 가는 것이 한미 금리차때문도 아니고 제 생각엔 외국인에 의한 것도 아님. 외국인들이 채권시장에는 들어 옴. 단지 해외 주식이, 이런 얘기하면 많이 걱정되는 것이 제가 젊은 분들이 하도 해외투자를 많이 해서, 왜 그렇게 많이하는지 물어봤는데 답변 듣고 깜짝 놀람. 쿨 하잖아요. 유행처럼 커지는 것 걱정스러움. 위험 관리가 과연 되고 있는지, 그렇게 나갈 때 금융시장에서 환율 변동 발생 시 위험 관리를 어떻게 하는지에 대해 지도되고 있는지 그런 면에서 걱정. 지금 일어나는 현상은 우리나라만의 유니크한 현상이라 생각

6. 국고채금리뿐 아니라 3개월 CD금리도 기준금리 이격 벌어짐. 단기자금시장에서 CD 등 금리 상승할 때 조치 취할 계획 있는가? 시장금리 상승에 따른 내수 영향은 어떻게 보는지?

→ CD 대신 KOFR을 단기금리 지표로 사용하자는 이유 여기에 있음. 최근 금리 올라갔다 할 때도 단기금리 시장에서 KOFR은 한은 생각대로 안정적으로 유지된 반면 CD는 일부 몇 개 은행들이 은행채 발행에 문제 있다보니 많이 발행하다 올라간 면 있음. 궁극적으로 CD금리가 더이상 단기금리 지표로 사용되는데 많은 문제 있다 생각. 개별 기관 유동성이 나라 전체의 유동성보다는, 특히 유동성 관리를 느슨하게 하다 보니 막판에 몰리는 기관들이 한 기관이라도 CD 발행할 경우 금리 튀는 경우 발생. 유용성 떨어졌다 생각. 다만 관행적으로 지표로 쓰다 보니 이것이 변하면 어떻게 하냐 하는데, 한은은 이미 KOFR 금리로 하기로 얘기함. KOFR금리를 보면 지금 물어보신 문제 해소될 것. 지표금리 있는데 CD 금리 움직인다고 해서 이를 지원한다면 KOFR로의 전환에 걸림돌 될 것. CD금리보다 KOFR 금리를 써주셨으면 좋겠음. 빠른 시일 내에 이전하자고 주장하고 있음

채권금리 많이 올라서 시장 경제에 어떻 영향 미치냐? 인하사이클이 있었고 인하가 더 많이 있을 것이란 기대에서, 인상 아니더라도 동결로 간다는 것 자체가 기존에 채권 포지션 많이 갖고 있는 증권사나 채권 딜러들에게는 부담되는 것 사실. 이런 전환기간에서는 항상 금리가 변동하기 마련. 전이 과정에서 한은 생각보다 훨씬 더 금리가 많이 상승한다면 공개시장조작 등 가능한 옵션 통해 보긴할 것. 채권금리 상승해서 예대 금리 상승한느 것은 어떤 면에서는 금리 정책 변화 과정에서 당연히 일어날 수 있는 일

7. 최근 부동산 등 자산가격 상승 배경에 빠르게 늘어난 유동성 등이 언급되고 있음. 현재 기준금리 수준에서 유동성 증가 속도·규모 어떻게 평가하는지? 現 기준금리가 한은에서 판단한 것보다 완화적인 수준이라 보는지?

→ 지금 유동성 얘기 많음. 사실 유동성이 많이 풀렸냐고 한다면, 현재 볼 때 주식시장으로 가는 돈, 외환시장으로 가는 돈, 부동산 시장으로 가는 돈을 보면 유동성이 많이 풀린 것은 사실. 특히 지표상 9월 M2 증가율이 8.5%인데, 새로 풀린 것이 많다고 생각하지 않음. 과거부터 굉장히 풀려 있던 유동성이 중장기, 다른데 투자했던 것이 유동성이 큰 M2쪽으로 오는 구성 변화가 상당히 있었다고 봄. 우리나라 M2 통계 지표를 보면, 기술적인 이야기인데 다른 몇 년 전부터 나라와 비교하기 위해, ETF등 자산운용사의 수익증권 포함. 그래서 IMF에서 저희 보고 M2에서 그건 좀 빼라고 몇 년 전부터 그래서 올해 말쯤 새로 편제되는 것을 발표하려고 했는데 시기가 이상하게 겹쳐서 왜 지금 빼냐고 그래서 올해 말에 現 시계열과 새로운 시계열 같이 발표하게끔 하고 있음

9월에 M2가 8.5% 증가한 것으로 나오는데, 여기서 주식 자금으로서 ETF나 수익증권으로 들어온 것을 빼면 5.5% 정도. 어떤 면에서 최근에는 과거에 풀렸던 유동성들이 다른 곳에 있다고 집을 사려고, 아니면 주식 투자하려고 이쪽으로 구성 변화가 생기면서 증가한 면 있음. 유동성이 풍부하냐? 과거부터 보면 풍부한 것 같음. 다만 어디로 움직이냐에 따라 자산 가격이 올라가고 한 것. 새로 풀리는 유동성은 지금 저희가 관리하고 있음. 이를 모두 고려할 때, 지난번 말했듯 한은 기준금리는 금융안정을 고려할 때 중립금리 수준에 와 있다고 생각

8. 2주전 당국이 강도 높은 구두 개입에도 원달러 환율 상승 지속. 구두개입 발언에 비해 실개입이 나오지 않고, 당국의 환율 안정 의지나 대책이 기대에 못 미친다는 평가 많이 나옴. 말뿐인 개입이란 평가도 존재. 단기적으로 환율 쏠림 완화하겠다는 당국의 의지 약한 것 아닌가? 구윤철 부총리가 투기적 거래 모니터링 언급. 실제 당국에서 투기 거래가 환율을 끌어올렸다고 판단하는 부분이 있는지?

→ 환율에 대해 정부가 어느 정도 개입을 해야하냐? 할 때 제 얘기로 인해 영향을 줄 수 있어 조심스러움. 지금은 과거와 다른 패턴. 지금 개인들이 막 나가는데, 개인들이 나가는 그 근저에는 환율 쏠림 현상이 있고 우리만 변화하는 것이고, 그 쏠림 현상 뒤에는 개인투자자의 해외투자 비중이 한쪽으로 쏠리는 비중이 있으므로 그런 것. 이야기하고 조절해야 함. 그래서 국민연금과 4자 협의체 함. 몇 년 뒤 이야기라 생각하지 않음. 현행 제도에도 국민연금이 할 수 있는 룸 있는데 그 룸을 사용하는데 있어서 제도적인 제약이 있다면, 저희와 만나서 그 제약을 어떻게 풀고 할 수 있는지 논의하자는 것. 투기 이런 것들도 환율이 한쪽에 쏠릴 때, 해외기업들이 달러를 안 갖고 들어온다, 이것을 투기로 봐야할까요? 아니면 쏠림 현상에 따라 기대 때문에 안 갖고 온다고 봐야할까요?

9. 향후 3개월 포워드가이던스 관련 보험적인 성격으로 해석해야하는지? 인하 가능성 열어 둔 위원들의 세부 의견 공유 가능한가? 새로운 전망에 따라 GDP 갭의 마이너스 갭 닫히는 시점은 언제쯤?

→ 과거에는 인하 기조에 있었다고 얘기 했었으나, 3:3 이런 상황이니 지금은 내려가는 것도 열려있고 동결하는 것도 열려있다는 의미. 현재 단순하게 얘기해서 그렇습니다만, 한국은행 총재가 되면서 포워드가이던스 시작함. 그 이전에는 굉장히 정성적으로 약간 전략적으로 모호성을 갖고 말씀을 드렸기때문에 지켰냐 안지켰냐 얘기 안 나왔었음. 지금은 한단계 더 나아가서, 가능성을 둔다, 그렇게 표현할 때 보험성으로만 얘기한 것인지, 쉽게 말하면 이게 확률 몇 프로로 말한 것이냐? 지금의 문구로는 어려움. 가능성을 열어 뒀는데 80%냐 60%냐 물어본 것 아니기 때문. 내부적으로는 이자율이 얼마인지 점으로 찍으라고 하는데, 아직 대외적으로 공유하는 상황은 아님. 어떤 면에서 혼선 일으킨다고 생각할 수 있지만 예전보다 한걸음 더 투명해졌다 보면 좋겠음. 정보를 더 달라고 하면, 점을 찍은 것을 보여드려야하는데, 금통위원들과 계속 얘기해서 조만간 할 것인지 조금 더 보고할지, 아직 컨센서스가 없음. 준비 중임. 이러한 과정 설명드리기 위해 12월 15일, 이 문제에 대해 금통위원들과 함께 토론회 개최 예정. 미국 점도표처럼 보여드리면 좋을 것 같음. 미국서 점도표가 있는데 다음 번 점도표가 바뀌었다고해서 말 안 지켰다는 말은 안 나오니까. 개선 있는 방향으로 가지 않을까 싶음?

아웃풋 갭과 관련해서는 금통위원들과 상당한 논의 진행. 여러 모델 쓰고 있음. 마이너스 갭인데 물가가 왜 더 안 떨어지고 올라가는 모습 보이냐? 잠재 GDP 떨어지는 모습 봤는데 너무 안이하게 보는 것 아니냐? 더 빠르게 떨어지고 있는 것 아니냐? 그런지 아닌지에 대해 많은 논의 진행했음. 모델이기에 결과는 다르지만 현재 어느 모델을 보더라도, 현재 수준에서 아웃풋 갭은 음수. meaningful한 음수. 언제 닫히냐는 아무리 빨라도 26년 말 ~ 27년 초, 늦으면 27년 말이라고 여러 모델이 보여줌. 아웃풋 갭 닫히기 전에 금리 정책 안 변한다고 생각하지 마시고. 금리 정책이라는 것은 아웃풋 갭을 보긴하나 forward-looknig해서 보므로 제로를 기준으로 금리 정책 변하는 것 아니라는 말씀 드림

10. 연준 금리 인하 기대감 높음. 연준 인하보다 늦게 인하한다면 캐리 트레이드 발생할 수 있는 것 아닌가? 이로 인해 원달러 환율 및 물가 재상승 리스크는 어떻게 평가하나

→ 미국 금리에 따라 우리 금리가 기계적으로 반응하는 것은 아님. 미국 금리가 지난 한 달 사이 엄청난 변화 있었음. 한미 금리 격차 줄이는 방법은 우리가 올려서 또는 저기서 내려서 임. 저쪽이 내려서 금리 격차 줄여주면 걱정하시는 문제보다 긍정적 효과가 더 클 것으로 봄

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 우혜영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.