발간일자: 2025/ 11/ 28

Fixed Income Monthly

[채권] 백윤민 수석연구위원
3771-9175
yoonmin1983@iprovest.com

마지막까지 노이즈

12월 FOMC, 팽팽한 긴장 속 추가적인 금리인하 예상

당사는 연준이 12월 FOMC에서 추가적인 기준금리 인하에 나설 것이라는 전망을 유지. 연준 내 통화정책에 대한 이견이 높은 상황이지만, 예외적인 상황이 발생하는 것이 아니라면 연준의 통화정책 완화 경로는 유지될 것으로 예상. 또한 9월 고용지표에 대한 다양한 해석들이 나오고 있지만, 비선형적(nonlinear)' 충격 가능성을 고려한 연준의 통화정책 완화 필요성도 유효하다고 판단

최소한의 금리 인하 여지만 남겨둔 한국은행

당사도 한국은행의 추가적인 통화정책 완화 가능성이 크게 약화된 점은 동의. 다만, 금리인하 사이클이 완전히 종료된 것은 아니며, 내년 하반기에는 한 차례 정도 추가 인하 여지가 남아 있다고 판단. 필자는 금통위가 제시한 성장률 전망에 비해 국내 경제를 바라보는 한은의 시각이 다소 낙관적이라고 판단. 이창용 총재가 언급했듯이, 내년도 성장률 상승에는 기저효과가 크고, 여전히 높은 대내외 불확실성이 높은 만큼 내년 하반기로 갈수록 성장에 대한 우려가 재차 확대될 가능성도 아직 배제할 수 없음

투자전략: 당분간 리스크 관리에 집중

국내 채권시장은 실망스러웠던 11월 금통위 결과를 반영하면서 재차 변동성이 확대. 투자전략 관점에서는 당분간 리스크 관리에 집중할 필요가 있어 보임. 현재의 시장금리 레벨은 금리 인하 사이클 종료를 가정해도 다소 높은 영역에 위치하고 있다고 판단. 다만, 금리 레벨만 고려한다면 여전히 저가 매수 구간으로 보이지만, 롱재료 부재와 한은의 적극적인 채권시장 안정 의지가 제한되는 상황에서 투자심리가 빠르게 개선되기는 어려울 것으로 예상

Issue Check: 12월 BOJ, 기준금리 인상 예상

당사는 BOJ가 12월 통화정책회의에서 기준금리를 25bp 인상할 것이라는 전망을 유지. 최근 발표된 3분기 일본 경제성장률이 부진했고, 다카이치 정권의 정책 기조 등을 감안하면 금리 인상 시점이 일부 지연될 가능성도 완전히 배제하기는 어려움. 그럼에도 불구하고 일본의 물가가 여전히 높은 수준을 유지하고 있고, 특히 엔화 약세가 다시 심화되고 있다는 점을 고려하면 BOJ가 금리 인상 결정을 계속해서 미루기는 어려울 것으로 판단

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 시기 등에 주의하시기 바랍니다.

KYOBO 교보증권

CONTENTS

3 Key Chart

5 12 월 FOMC, 팽팽한 긴장 속 추가적인 금리인하 예상

8 최소한의 금리 인하 여지만 남겨둔 한국은행

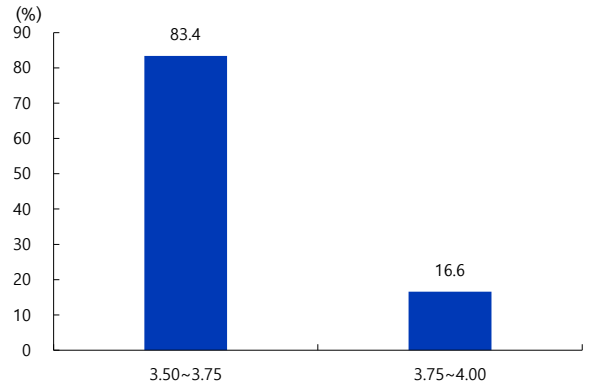
11 투자전략: 당분간 리스크 관리에 집중

12 Issue Check: 12 월 BOJ, 기준금리 인상 예상

13 Appendix: Chart Book

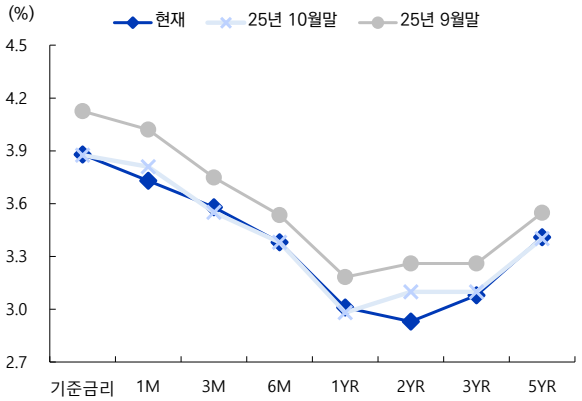
Key Chart

[도표 1] Fed Watch, 12 월 FOMC 통화정책 확률 분포



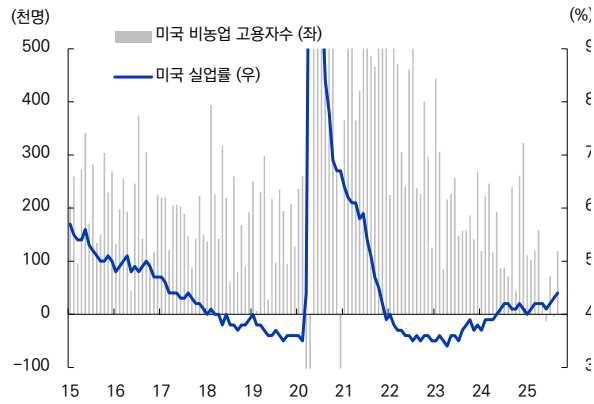
자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 연준 내재 정책 금리 추이



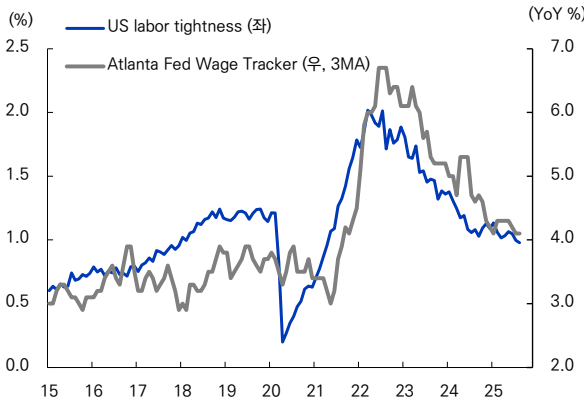
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



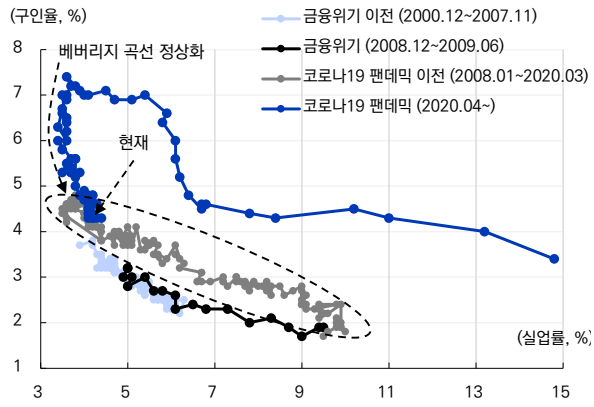
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 더 이상 타이트하지 않은 미국 고용시장



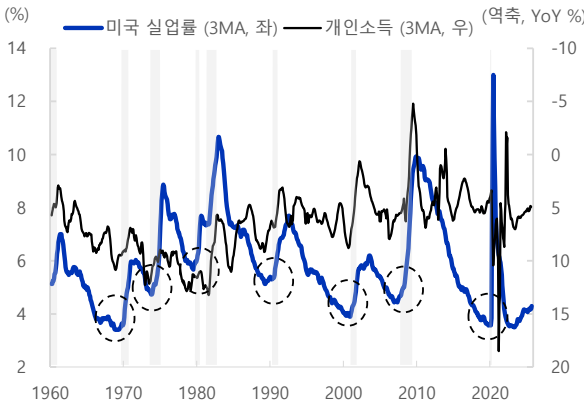
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국 베버리지 곡선 추이



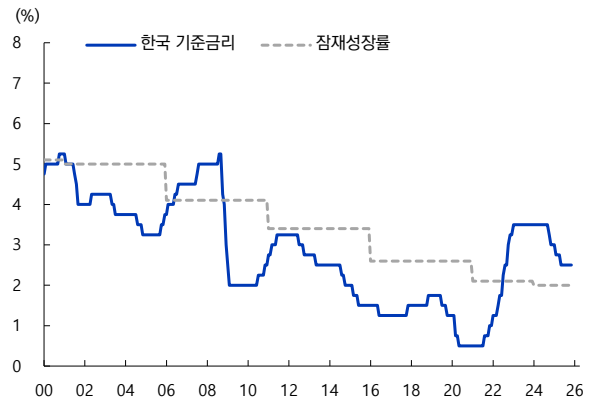
자료: Bloomberg, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 역사적으로 미 고용시장 피크 아웃 구간에서 침체가 발생



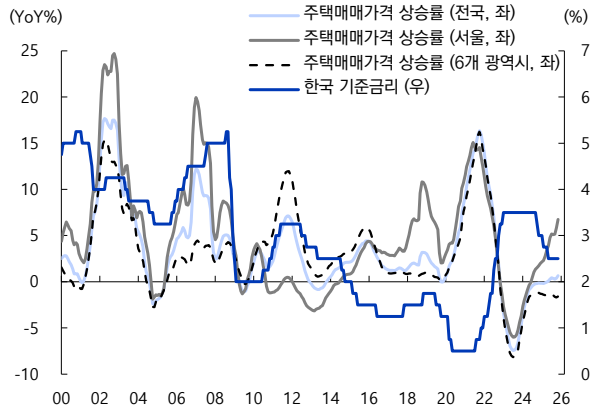
자료: Bloomberg, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



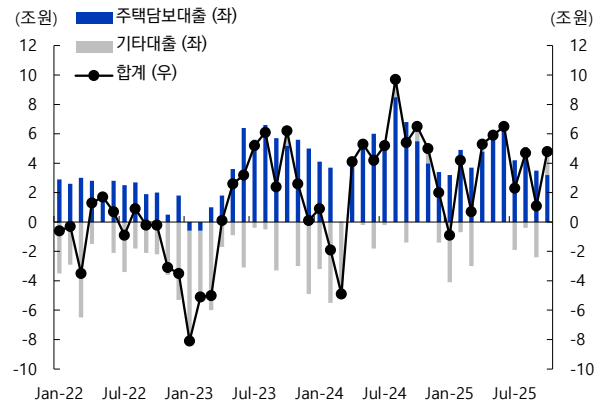
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이



자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 국내 가계대출 추이

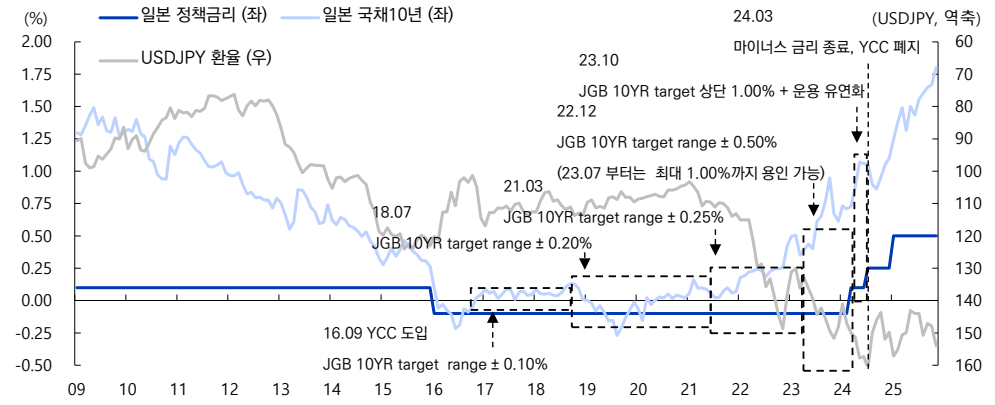


자료: 금감원, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향

자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 11] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

마지막까지 노이즈

12월 FOMC, 팽팽한 긴장 속 추가적인 금리인하 예상

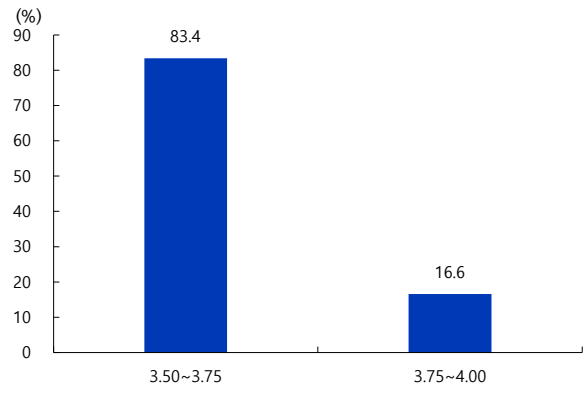
10월 FOMC 이후 지역연방은행 총재들의 잇따른 매파적 발언과 통화정책 이견이 어느 때보다 크게 드러난 10월 FOMC 의사록 영향으로 당초 예상과 달리 12월 FOMC까지 유지될 것으로 보였던 금리 인하 기대는 빠르게 약화됐다. 여기에 미 정부 셧다운 종료 이후 처음 발표된 9월 고용지표 역시 연준의 금리 인하 기대를 되살리기에는 다소 부족했다.

다만, 윌리엄스 뉴욕 연준 총재과 월러 연준이사 등의 12월 추가 금리인하 지지 발언 등이 이어지면서 연준의 12월 통화정책 완화 기대도 재차 높아지는 모습을 보였다.

사실 연준은 지난 두 차례 회의에서 기준금리를 인하했음에도 불구하고, 9월 점도표(dot plot)에서 확인할 수 있듯이 통화정책 완화 속도에 대한 연준내 컨센서스가 명확히 형성되지 않은 상황이었다. 이런 상황에서 미 정부 셧다운 장기화로 주요 경제지표 발표가 지연되면서, 통화정책에 대한 이견이 크게 좁혀지지 못한 것으로 보인다.

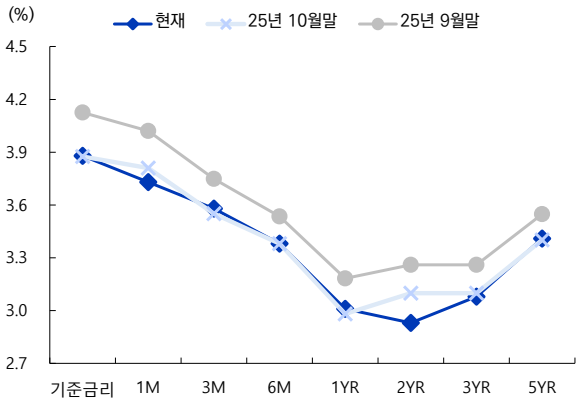
당사는 연준이 12월 FOMC에서 추가적인 기준금리 인하에 나설 것이라는 전망을 유지한다. 지난 자료에서도 언급했듯이, 미국 경제는 물가보다 고용 측면에서의 불확실성이 더 큰 것으로 보이며, 특별한 이벤트가 발생하는 것이 아니라면 연준의 통화정책 완화 경로도 크게 조정되지는 않을 것으로 판단된다.

[도표 12] Fed Watch, 12 월 FOMC 통화정책 확률 분포



자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 연준 내재 정책 금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 연준위원별 통화정책 관련 발언 정리

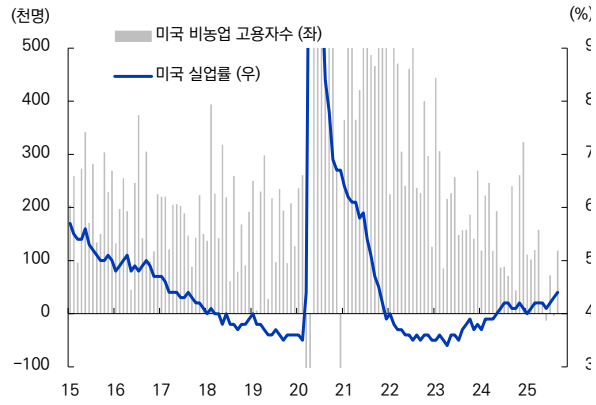
성명	통화정책 관련 발언	25 년 투표권	26 년 투표권
제롬 파월	-	O	O
크리스토퍼 월러	- 연준의 이중책무 측면에서 가장 큰 우려는 노동시장. 12 월 인하 지지, 다만 1 월 인하 여부는 경제통계 발표 지연으로 불확실 - 물가나 고용이 반등하거나, 경제가 강해질 우려 존재. 다만, 향후 몇 주 내로 노동시장이 급반전할 가능성은 크지 않다고 판단	O	O
필립 제퍼슨	- 최근 AI 호황과 닷컴 버블은 차이점 존재. 닷컴 버블과 달리 현재 AI 관련 기업은 실제 수익을 창출 - AI 로 인한 생산성 향상은 고용과 인플레이션 관계에 영향을 미쳐 통화정책의 실행에도 영향을 미칠 수 있음. 다만 AI 가 통화정책에 미치는 영향에 대해 말하기는 아직 너무 이름	O	O
마이클 바	- 인플레이션이 여전히 3% 수준에 머물러 있는 점이 우려스러움. 2% 목표 달성을 위해 통화정책을 매우 조심스럽고 신중하게 운영해야 함	O	O
리사 쿡	- 고평가된 자산 가격이 하락할 가능성이 증가. 그러나 금융시스템의 전반적인 회복력을 고려하면 대침체 시기에 나타난 약화는 발생하지 않을 것	O	O
스티븐 마이런	- 내 결정이 결정적인 표가 된다면, 25bp 인하에 찬성할 것. 9 월 데이터들은 완화적 통화정책이 필요함을 시사 - 데이터가 부족하다고 해서 전망을 하지 못하는 것은 아님. 연준은 데이터 기반이 아닌 전망에 기반해야 함	O	O
미셸 보우먼	-	O	O
존 윌리엄스	- 인플레이션 위험은 감소한 반면 고용 악화 위험은 커졌기 때문에 가까운 시기에 기준금리를 추가 조정할 여지가 아직 남아있음 - 관세정책은 인플레이션에 약 0.5~0.75%p 기여. 관세영향은 내년까지 이어지겠지만 인플레이션은 2027 년 2%로 목표로 복귀할 것 - 재정정책은 중립금리를 25~50bp 상승시키는 요인이지만 여전히 그 수준은 구조적으로 낮음	O	O
오스탄 굴스비	- 9 월 고용보고서는 상당히 강한 안정성을 보여줬음. 인플레이션이 일시적인지 확인하기 전에 선제적으로 금리 인하를 단행하는 것에 대해 불편함을 느낌	O	X
수잔 콜린스	-9월 고용보고서는 여러 시그널들이 혼재된 결과이며, 노동시장에 대한 기존 판단을 크게 바꿀 정도는 아니었음 - 현재 인플레이션이 여전히 연준의 목표치(2%)보다 높은 상황에서 최근 금융시장 강세를 경기 탄력성을 떠받치고 있음. 이를 고려하면 현재 금리 수준은 적절	O	X
알베르토 무살렘	- 인플레이션이 여전히 연준 목표 수준을 상회하는 만큼, 추가 인하는 신중할 필요. 현재 통화정책 기조는 다소 제약적인 수준과 중립적인 수준의 중간 정도 - 인플레이션이 목표치를 웃도는 상황에서 노동시장을 일부 지원하면서도 인플레이션 억제를 위한 긴장감을 유지해야 함	O	X
제프리 슈미트	- 추가 인하는 노동시장의 균형에 도움이 되지 않고 오히려 인플레이션에 더 오래 영향을 미칠 수 있음. 현재 금리는 경제에 완만한 수준의 압력만 주고 있으며 이는 적절한 수준 - 캔자스시티 연은 관할 지역 기업들의 의료비와 보험료, 전기요금 상승 등에 대한 우려를 보면 인플레이션은 단순히 관세 영향만 있지 않는 것을 보여줌	O	X
애나 폴슨	- 9 월 고용보고서는 고무적. 일자리 증가 둔화가 노동 공급 둔화와 일치하면서 노동시장이 대체로 균형을 이뤘다는 점에서 긍정적임 - 기본적인 전망은 관세가 지속된 인플레이션을 초래하지 않을 것이라는 것. 수요 둔화가 가격 상승을 억제하고 있음 - 인플레이션 위험과 고용 하락 위험이 존재하는 상황에서 통화정책은 매우 신중하게 다뤄야 함	X	O
로리 로건	- 인플레이션이 예상보다 더 빠르게 하락하거나 노동시장이 더 빠르게 둔화되지 않는 이상 12 월 인하는 어려울 것 - 인플레이션은 여전히 높아 2% 목표를 오랫동안 상회할 가능성이 있어 보임 - 노동공급과 노동수요가 동시에 감소. 구직자 수와 일자리 수 사이의 격차가 빠르게 확대하는 현상은 나타나지 않았음	X	O
닐 카시카리	- 인플레이션은 3% 수준으로 여전히 매우 높음, 일부 노동시장 부문은 압박을 받고 있는 상황 - 12 월 방향에 대해서는 아직 결정하지 못했으며 향후 발표될 경제지표 흐름에 따라 인하, 동결 모두 판단할 여지가 있음	X	O
베스 해맥	- 인플레이션을 목표 수준으로 되돌리기 위해 통화정책을 다소 제약적인 상태로 유지할 필요 - 인플레이션 압력은 올해 말에서 내년 초까지 지속될 것으로 전망. 지금까지 기업들은 관세인상분을 흡수했지만, 최근 비용을 소비자에게 전가하려는 움직임이 나타나고 있음	X	O
토마스 바킨	- 인플레이션은 목표 위에 있고, 고용 증가는 약하지만 동시에 양측 모두에서 완화 요인도 존재 - 소비자들의 가격 저항과 생산성 향상이 인플레이션을 제한하고, 노동공급이 노동 수요와 비슷한 속도로 둔화하면서 실업률 충격이 줄어들고 있음	X	X
라파엘 보스틱	- 전반적으로 연준이 가지고 있는 지표는 애매모호하며 정부 셧다운으로 지난 몇 달 동안 중요한 지표들을 얻지 못했음. 정책을 결정하기 매우 어려운 환경임 - 지난 두 차례 금리인하는 지지했으나, 다음 결정은 좀 더 지켜볼 필요	X	X
메리 데일리	- 12 월 인하 지지. 현재 노동시장은 충분히 취약해 비선형적으로 변화할 위험이 존재. 저고용-저해고 상태는 부정적인 방향으로 깨질 위험이 높음 - 관세발 인플레이션은 예상보다 약해 인플레이션 재급등 가능성은 낮아졌음. 여전히 실업률 상승 없이 인플레이션을 2% 목표로 되돌릴 수 있다고 생각	X	X

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

역사적으로 미국 고용시장 피크 아웃(peak out)하는 구간에서 경기침체가 발생했다. 다만, 아직은 미국 고용시장이 과거처럼 급격하게 위축되고 있는 상황은 아니다. 다만, 미국 고용시장은 베버리지 곡선의 정상화 초입 국면에 위치하고 있는데, 현재의 위치에서 미 고용시장은 작은 충격에도 급격하게 위축될 수 있는 위험을 수반하고 있다. 연준도 이러한 '비선형적(nonlinear)' 충격 가능성을 고려해 지난 9월 FOMC 부터 통화정책 완화를 재개했다.

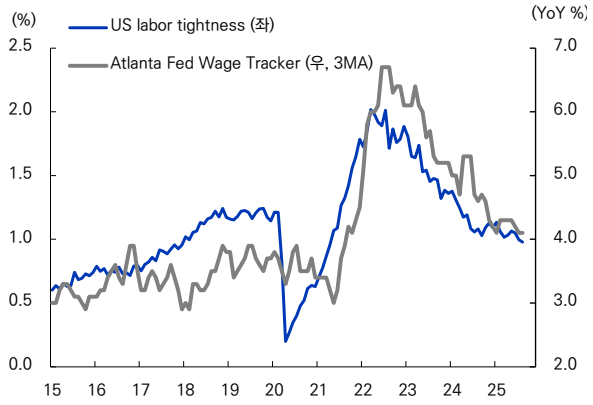
미국 9월 비농업고용자수는 예상치(+5.4만 명)를 크게 상회한 +11.9만 명을 기록했다. 다만, 7~8월 고용자수가 3.3만 명 하향 조정되고, 실업률은 +4.4%로 전월(4.3%)대비 소폭 상승했다. 미 고용지표에 대한 다양한 해석들이 나오고 있지만, 한 가지 확실한 점은 최근까지 발표된 민간 고용지표에서도 볼 수 있듯이, 고용시장의 불확실성은 점증되고 있고, 이는 추가적인 통화정책 완화의 필요성이 아직은 크게 달라지지 않았다는 점을 의미한다.

[도표 15] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



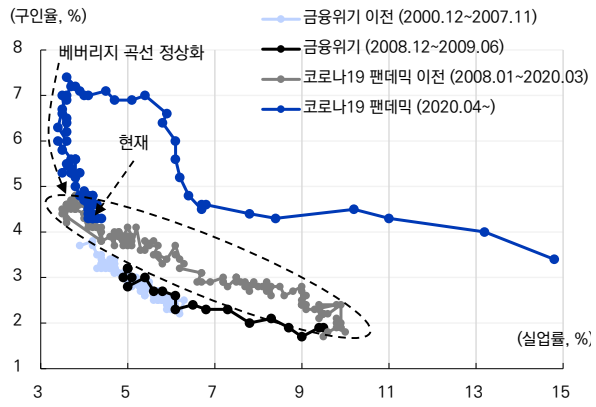
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 더 이상 타이트하지 않은 미국 고용시장



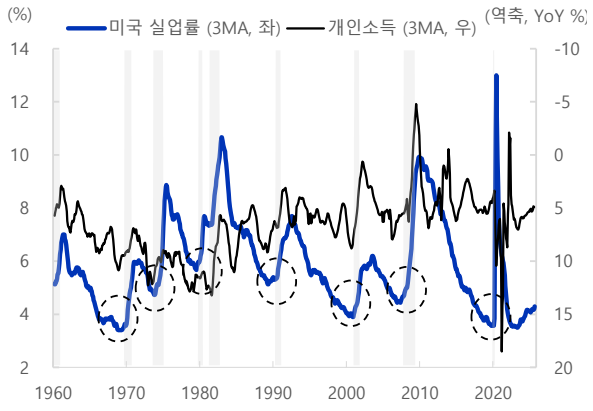
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 미국 베버리지 곡선 추이



자료: Bloomberg, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 역사적으로 미 고용시장 피크 아웃 구간에서 침체가 발생



자료: Bloomberg, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

최소한의 금리 인하 여지만 남겨둔 한국은행

2025년 11월 한국은행 금융통화위원회는 기준금리를 2.50%로 동결했다. (신성환 금통위원 기준금리 25bp 인하 소수 의견). 물가에 대한 상승 압력이 다소 높아진 가운데, 1) 해소되지 못한 부동산 시장 불확실성, 2) 원화 약세 심화 등을 고려한 결정으로 판단된다.

[도표 19] 통화정책방향결정문 비교

구분	2025년 11월 통화정책방향결정문	2025년 10월 통화정책방향결정문
기준금리	- 기준금리, 2.50%로 동결(신성환 금통위원 25bp 인하 소수 의견) - 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	- 기준금리, 2.50%로 동결(신성환 금통위원 25bp 인하 소수 의견) - 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 상황도 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하는 것이 적절하다고 판단
세계경제	- 세계경제는 미국 관세정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만 미·중 무역 갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망이며, 물가 경로는 국가별로 차별화될 것으로 보임 - 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대 변화, 주요국 재정상황 등에 영향 받아 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 상승하였다가 일부 되돌려짐. 주가는 상승세를 이어가다가 AI 부문 고평가 우려 등으로 조정. 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향 받을 것으로 보임	- 세계경제는 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가 경로는 국가별로 차별화될 전망 - 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미·중 무역 갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향 받으며 상당폭 등락. 주가는 AI 관련 부문을 중심으로 높은 상승세를 이어감. 세계경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화 등에 영향 받을 것으로 보임
국내경제	- 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속. 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요업종에서는 감소세를 이어감 - 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. 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 성장경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단	- 국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어감. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속 - 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 성장률은지난 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
물가	- 국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류 가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원물가 상승률이 2.4% 및 2.2%로 높아짐. 단기 기대인플레이션율은 11월 중 전월과 같은 수준(2.6%)을 유지 - 물가는 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 전망. 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 전망. 향후 물가 경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향 받을 것으로 보임	- 국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어감. 단기 기대인플레이션율은 9월 중 2.5%로 전월(2.6%)보다 소폭 낮아짐 - 국내 물가는 환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요 압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 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
금융시장	- 금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대. 원/달러 환율은 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400 원대 중후반으로 높아졌고, 국고채 금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정 - 가계대출은 기타대출을 중심으로 증가폭이 확대되었고, 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황	- 금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대. 원/달러 환율이 대미 관세 협상 관련 불확실성, 미·중 무역 갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채 금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 높아짐. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승 - 가계대출은 증가규모가 상당폭 축소되었으나 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대
정책방향	- 금융통화위원회는 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 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있음. 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	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을운용해 나갈 것. 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 필요가 있음. 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

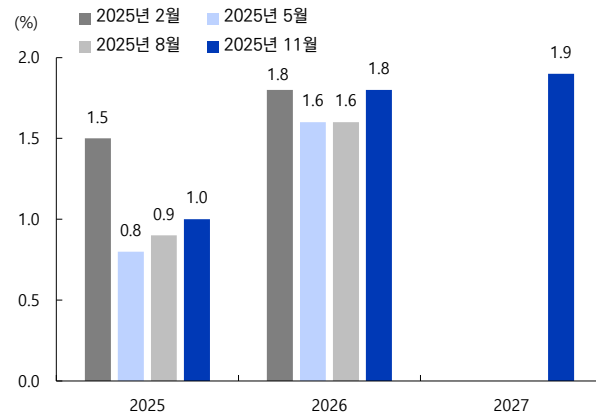
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

11월 금통위는 시장의 예상대로 기준금리를 동결했다. 물가 전망을 제외하면, 성장률 전망과 포워드 가이던스 (3개월 내 기준금리 인하 의견 3인) 모두 당사의 예상에 부합했다. 금통위 결과와 이창용 총재의 기자간담회를 종합해보면, 한국은행이 최소한의 금리 인하 여지를 남겨두기는 했지만, 실질적으로 금리인하 사이클이 마무리 국면에 진입하고 있음을 시사한 것으로 보인다. 국내 채권시장 역시 이러한 한은의 정책 스탠스를 반영하면서 시장금리가 재차 큰 폭으로 상승하는 모습을 보였다.

한국은행은 수정경제전망을 통해 성장률과 물가상승률 전망치를 모두 상향 조정했다. 먼저 한은은 올해와 내년도 물가상승률 전망치를 각각 2.0%→2.1%. 1.9%→2.1%로 상향 조정하고, 2027년 전망치를 2.0%로 새롭게 제시했다. 한은은 물가가 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠지만, 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상했다.

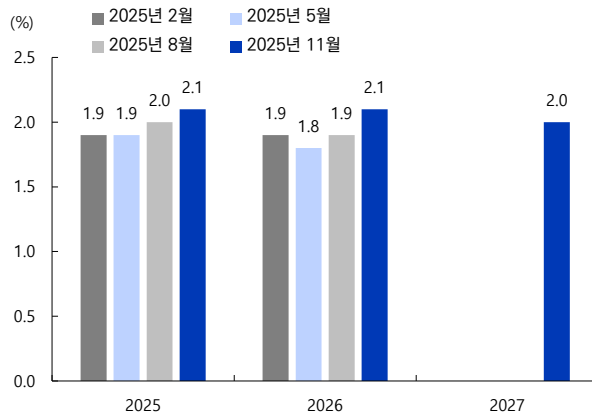
경제 성장률은 올해와 내년도 전망치를 각각 0.9%→1.0%, 1.6%→1.8%로 상향 조정하고, 2027년 전망치를 1.9%로 제시했다. 한은은 국내 경제가 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데, 수출 증가율 둔화에도 반도체 경기 호조, 한 · 미 관세 협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 것으로 전망했다.

[도표 20] 한국은행, 국내 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 한국은행, 물가 상승률 전망 추이

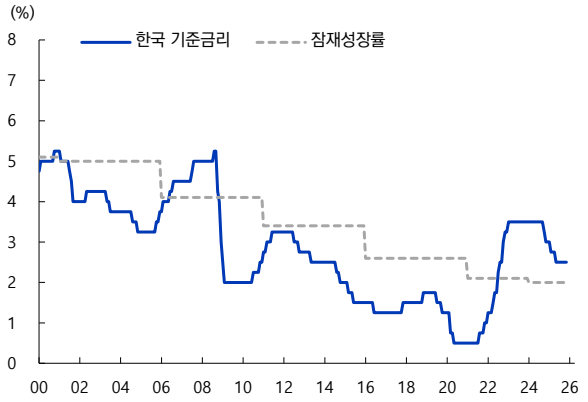


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

기본적으로 국내 부동산 시장, 환율 등 주요 변수에 대한 불확실성이 크게 안정되지 않은 가운데, 펀더멘탈 전망을 상향 조정한 점을 고려하면, 한은의 추가적인 통화정책 완화 의지도 크게 낮아질 수 밖에 없다고 판단된다.

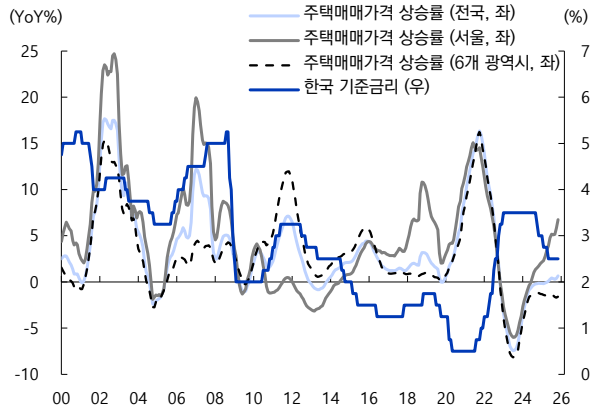
당사도 한국은행의 추가적인 통화정책 완화 가능성이 크게 약화된 점은 동의한다. 다만, 금리인하 사이클이 완전히 종료된 것은 아니며, 내년 하반기에는 한 차례 정도 추가 인하 여지가 남아 있다고 판단한다. 필자는 금통위가 제시한 성장률 전망에 비해 국내 경제를 바라보는 한은의 시각이 다소 낙관적이라고 판단한다. 이창용 총재가 언급했듯이, 내년도 성장률 상승에는 기저효과가 크고, 여전히 높은 대내외 불확실성이 높은 만큼 내년 하반기로 갈수록 성장에 대한 우려가 재차 확대될 가능성도 아직 배제할 수 없다.

[도표 22] 한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



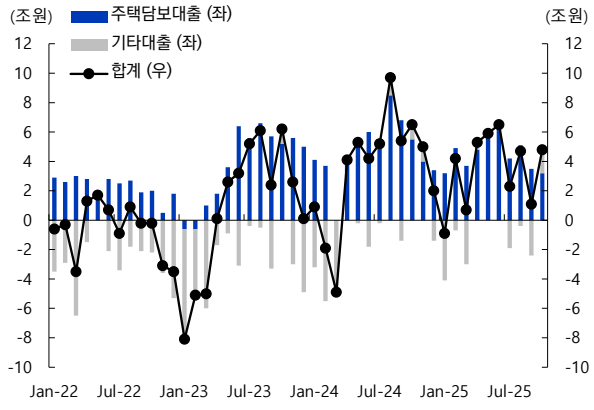
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이



자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 국내 가계대출 추이



자료: 금감원, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향

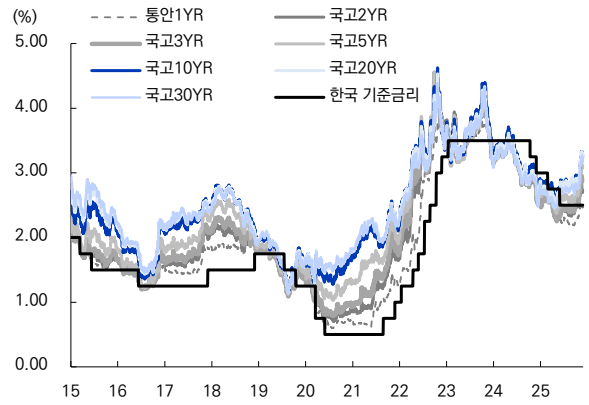
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터

투자전략: 당분간 리스크 관리에 집중

국내 채권시장은 전반적으로 롱재료가 부재한 가운데, 이창용 한국은행 총재의 '방향 전환' 발언으로 기준금리 인상 경계감을 반영하면서 시장금리가 큰 폭으로 상승했다. 이후 11월 금통위를 앞두고, 변동성이 다소 완화되는 모습을 보였지만, 실망스러웠던 11월 금통위 결과를 반영하면서 재차 금리 상승폭이 확대되는 모습을 보였다.

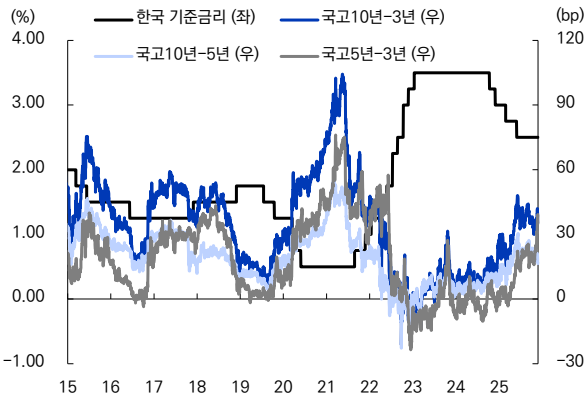
투자전략 관점에서는 당분간 리스크 관리에 집중할 필요가 있어 보인다. 현재의 시장금리 레벨은 금리인하 사이클 종료를 가정해도 다소 높은 영역에 위치하고 있다고 판단한다. 다만, 금리 레벨만 고려한다면 여전히 저가 매수 구간으로 보이지만, 롱재료 부재와 한은의 적극적인 채권시장 안정 의지가 제한되는 상황에서 투자심리가 빠르게 개선되기는 어려울 것으로 예상한다.

[도표 26] 국고채 금리 추이



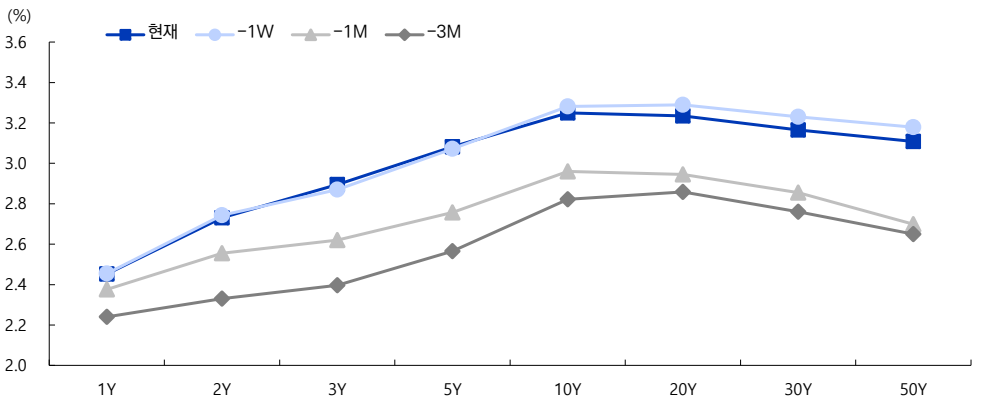
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 한국 기간별 일드 커브 추이



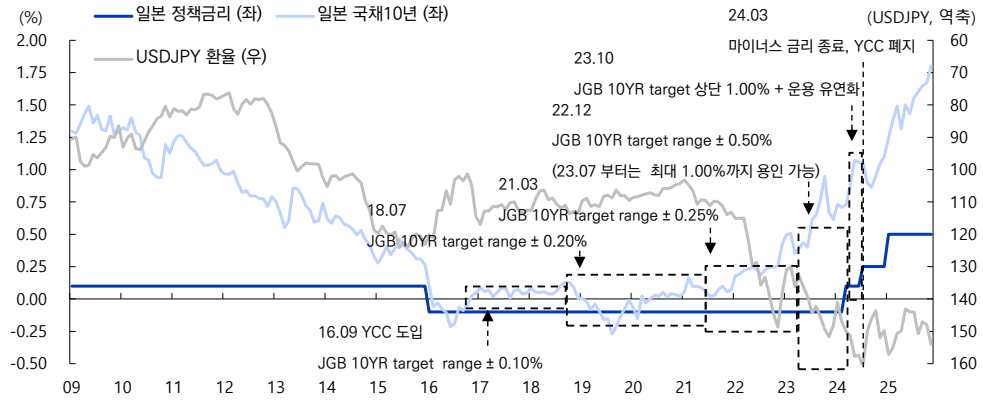
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

Issue Check: 12월 BOJ, 기준금리 인상 예상

당사는 BOJ가 12월 통화정책회의에서 기준금리를 25bp 인상할 것이라는 전망을 유지한다. 지난 10월 BOJ는 일본 기준금리를 현 수준(0.50%)에서 동결했다. 다만, 9월 통화정책회의와 마찬가지로 두 명의 정책위원이 기준금리 인상 소수의견을 개진했다. BOJ의 일본 경제 전망 역시 지난 7월과 비교해 큰 변화가 나타나지는 않았다.

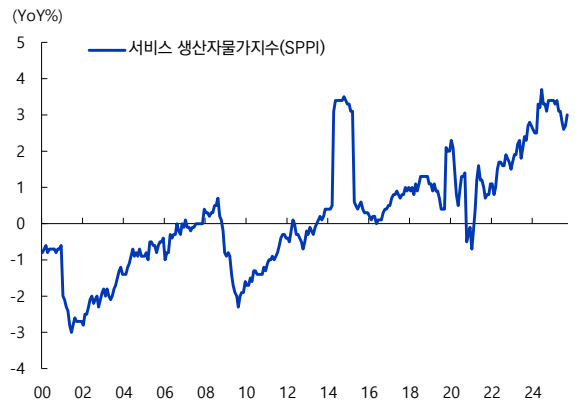
최근 발표된 3분기 일본 경제성장률이 부진했고, 다카이치 정권의 정책 기조 등을 감안하면 금리 인상 시점이 일부 지연될 가능성도 완전히 배제하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 일본의 물가가 여전히 높은 수준을 유지하고 있고, 특히 엔화 약세가 다시 심화되고 있다는 점을 고려하면 BOJ가 금리 인상 결정을 계속해서 미루기는 어려울 것으로 판단된다.

[도표 29] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



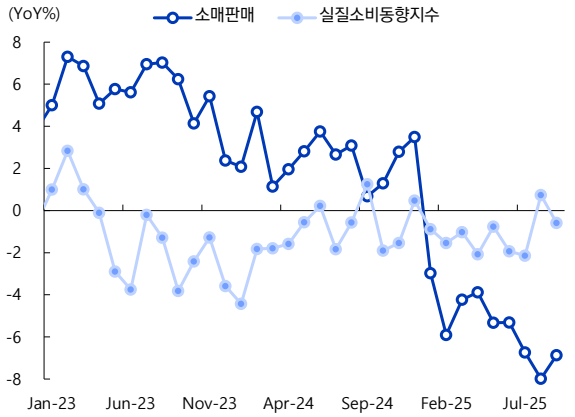
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 일본 서비스 생산자물가지수 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 일본 소매판매 증가율과 실질소비동향지수

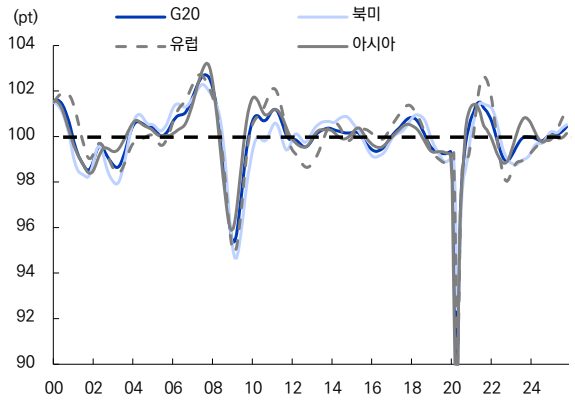


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

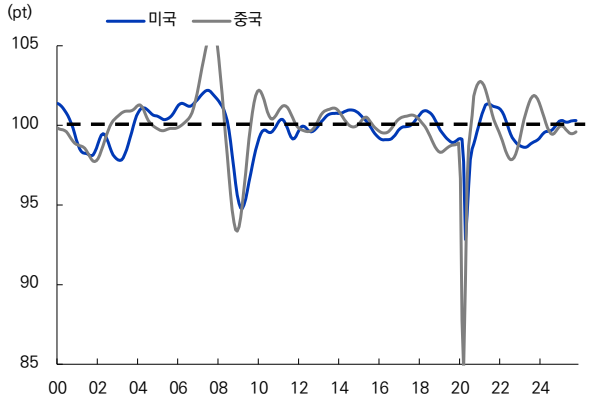
국내외 주요 경제지표

[도표 32] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 미국, 중국 OECD 경기선행지수

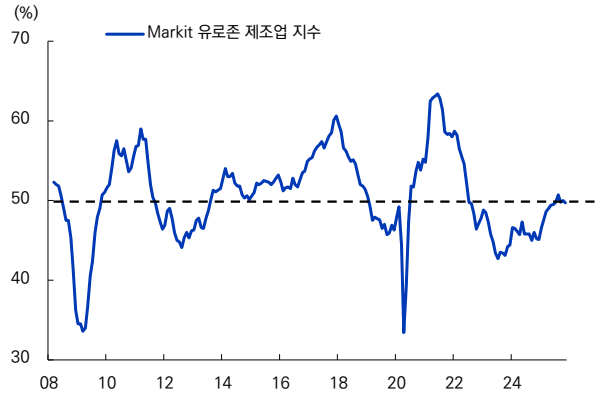


자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 미국 ISM 제조업 지수

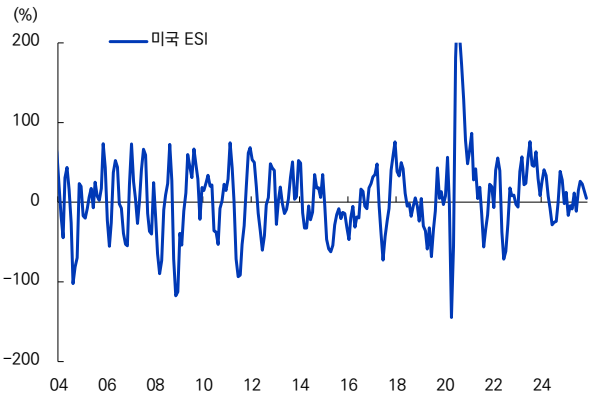
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 유로존 제조업 PMI



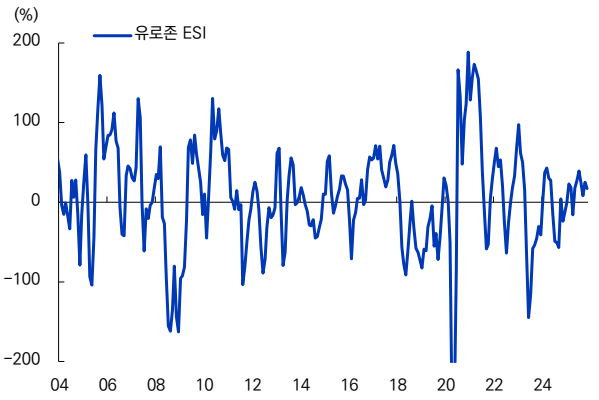
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 미국 ESI 지수



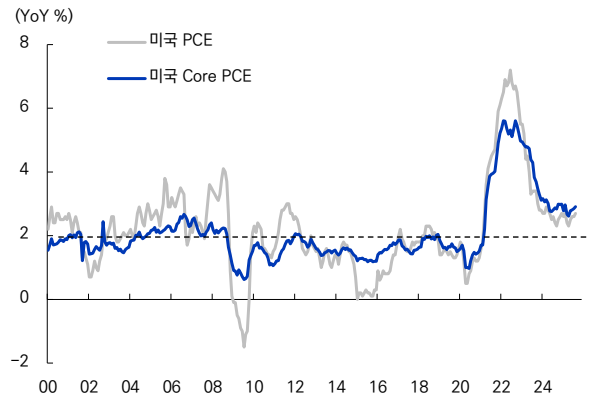
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 유럽 ESI 지수



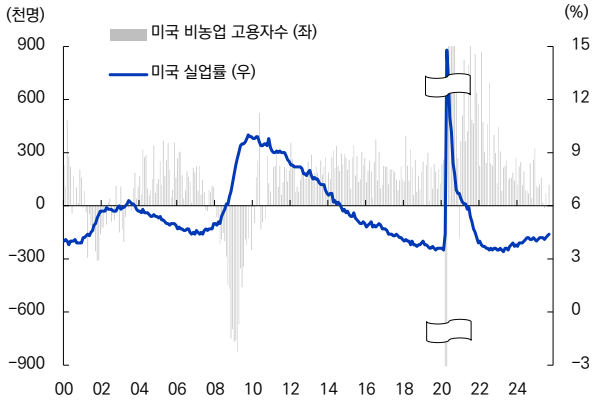
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 미국 PCE 물가



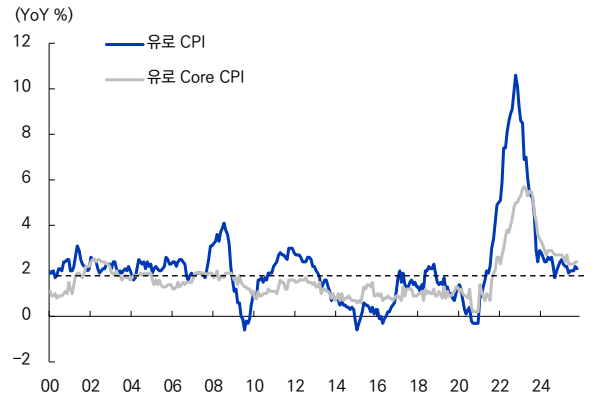
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



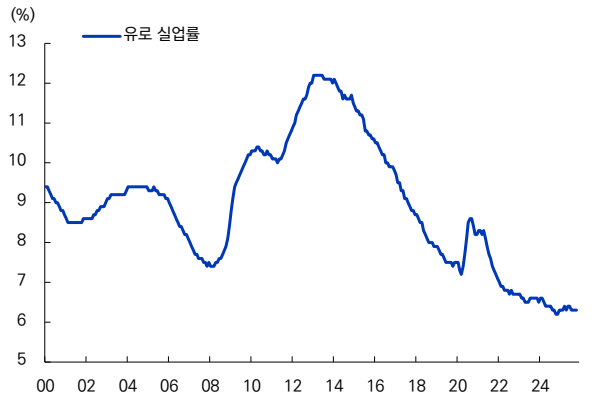
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 유로존 소비자물가 상승률



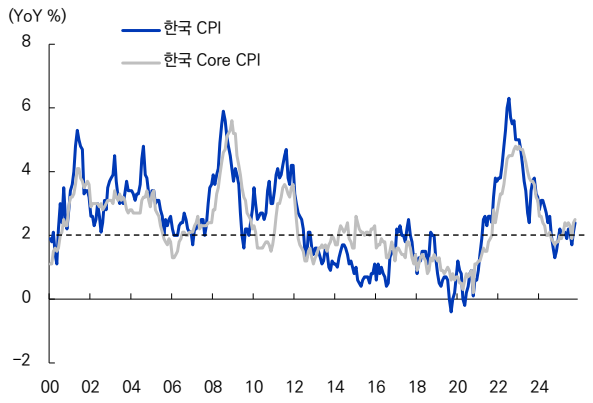
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 유로존 실업률



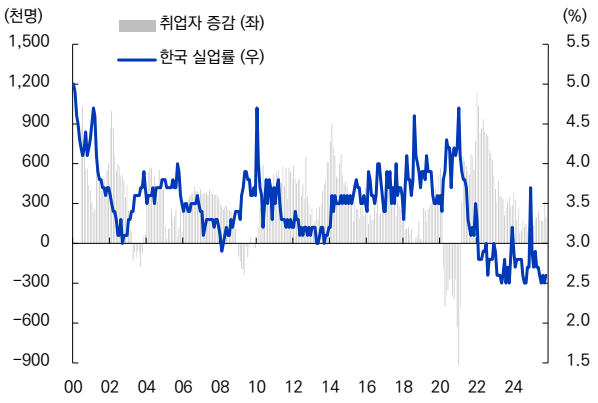
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

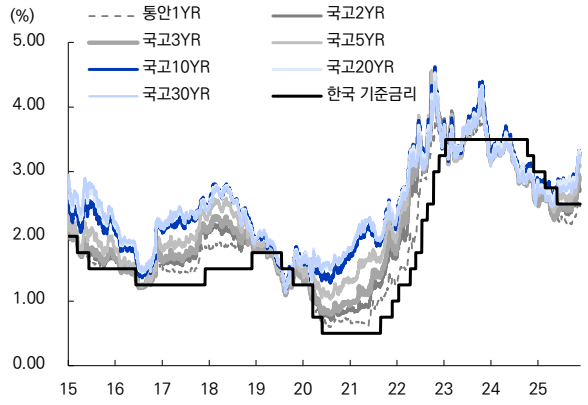
[도표 43] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

국내외 채권금리

[도표 44] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

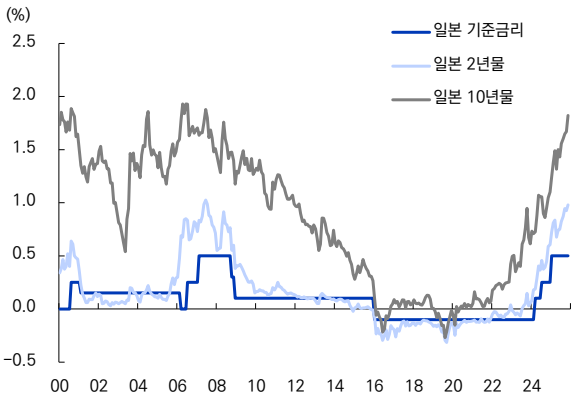
[도표 45] 미국 기준금리 및 국채 수익률

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 브라질 기준금리 및 국채 수익률

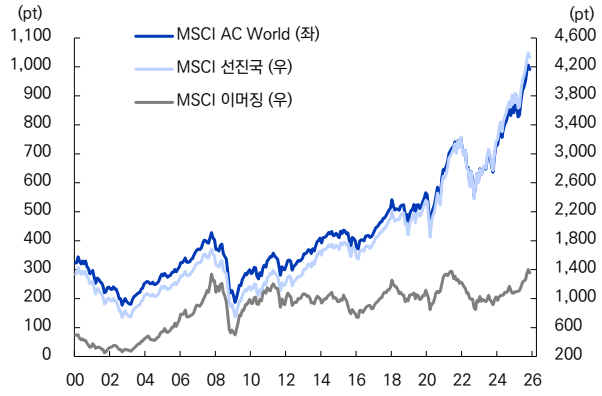
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

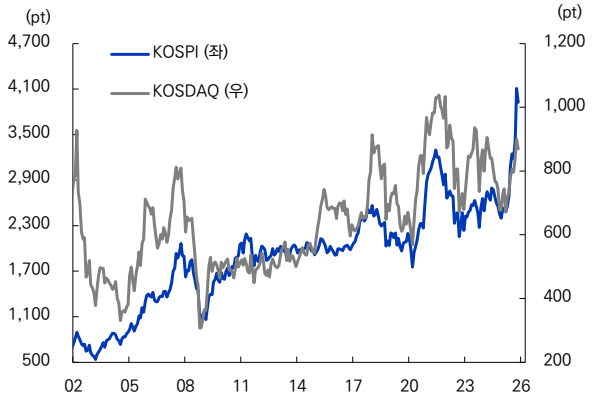
국내외 주가지수

[도표 50] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



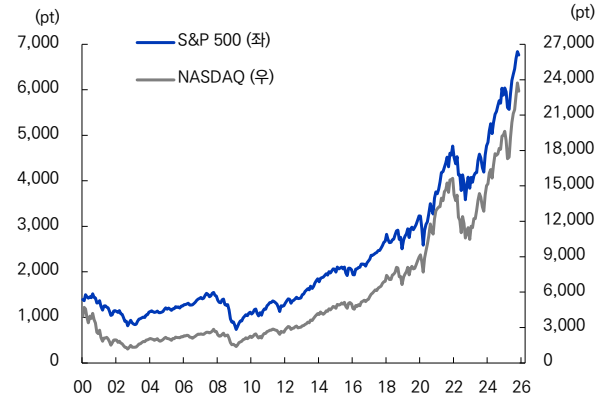
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] KOSPI, KOSDAQ 지수



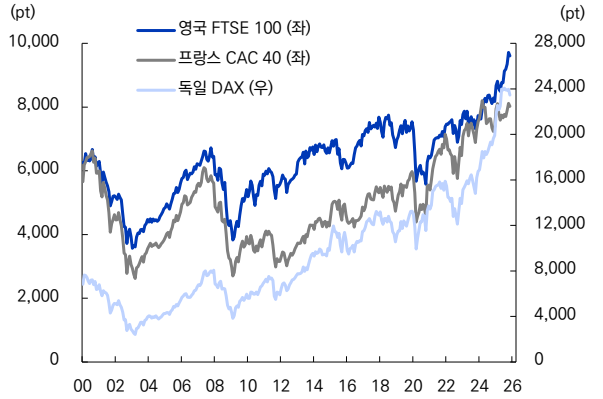
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수

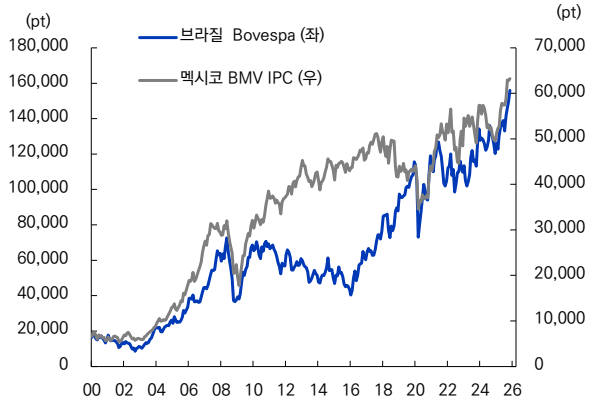


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 일본 NIKKEI225, 중국 상해종합지수

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

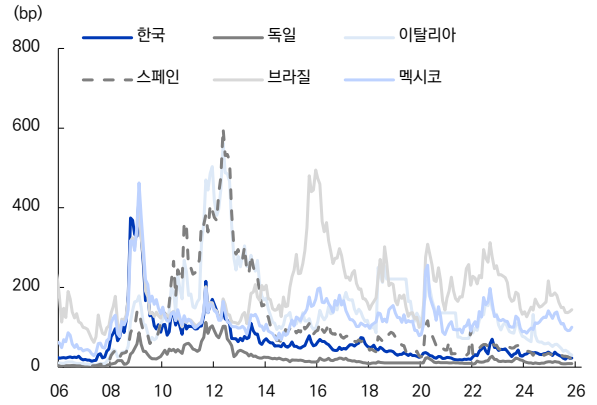
[도표 56] 달러인덱스 및 유로/달러 환율

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 원/달러 및 엔/달러 환율

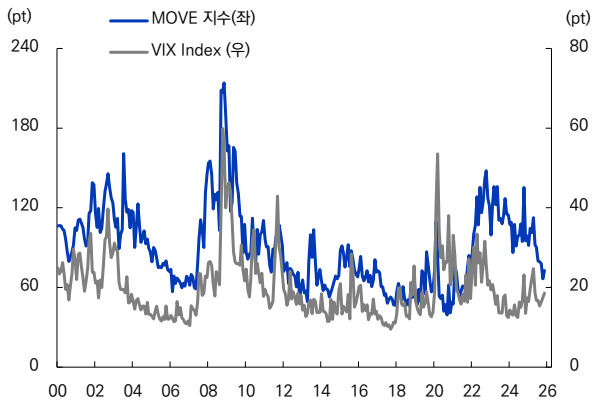
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] MOVE 및 VIX 지수

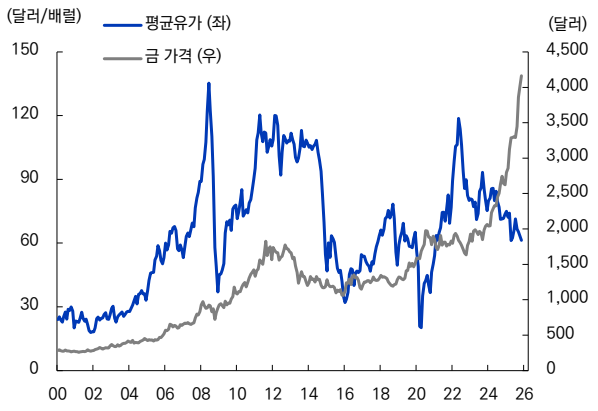


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 60] CRB 지수

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

12 월 주요 경제지표 발표 일정

월	화	수	목	금
1	2	3	4	5
만기 4 조 4868 억 **국채만기 1 조 5309 억** 美 10 월 건설지출 美 11 월 제조업 구매 관리자 지수 美 11 월 ISM 제조업지수 中 11 월 제조업 및 비제조업 PMI 中 11 월 Caixin 제조업 PMI EU 11 월 구매관리자 지수	**만기 3 조 1413 억** **통안만기 8900 억** 韓 11 월 소비자물가동향 美 11 월 자동차판매 EU 10 월 고용동향(실업률) EU 11 월 소비자물가(HICP) 잠정치	**만기 1 조 7601 억** 韓 3/4 분기 국민소득(잠정) 美 11 월 ADP 고용지표 美 11 월 ISM 비제조업지수 中 11 월 Caixin 서비스업 PMI EU 10 월 생산자물가	**통안계정 만기 2000 억** **만기 2 조 4249 억** 美 10 월 무역수지 美 주간 실업수당 청구건수 EU 10 월 소매판매	**만기 3 조 5033 억** 韓 3/4 분기 예금취급기관 산업별 대출금 韓 9 월 개인소비지출 韓 10 월 국제수지(잠정) 美 10 월 공장주문 美 11 월 실업률 美 12 월 미시건대 소비자 신뢰지수(잠정치) EU 3 분기 GDP
8	9	10	11	12
만기 4 조 5727 억 中 11 월 무역수지	**만기 2 조 9057 억** **통안만기 9400 억** 中 11 월 CPI 中 11 월 PPI 호주 RBA 통화정책회의	**만기 25 조 5775 억** **국채만기 24 조 8484 억** **지준일** 韓 11 월 고용동향 美 10 월 도매 재고판매 美 11 월 소비자 물가 美 11 월 재정수지 美 FOMC 캐나다 BOC 통화정책회의 브라질 BCB 통화정책회의	**통안계정 만기 1000 억** **만기 2 조 1300 억** 美 11 월 생산자물가 美 주간 실업수당 청구건수	**만기 4 조 3740 억** 韓 11 월 수출입물가지수 및 무역지수(잠정)
15	16	17	18	19
만기 3 조 612 억 美 12 월 주택시장 지수 美 12 월 뉴욕 제조업 지수 EU 10 월 산업생산	**만기 2 조 4947 억** **통안만기 8300 억** 韓 10 월 통화 및 유동성 美 11 월 수출입물가 美 11 월 신규 주택 착공건수 美 9 월 산업생산 EU 10 월 무역수지 EU 12 월 구매관리자 지수(잠정치)	**만기 9642 억** 韓 3/4 분기 기업경영분석 美 10 월 기업재고 美 11 월 소매판매 中 11 월 산업생산 中 11 월 소매판매 EU 11 월 소비자물가(HICP)	**통안계정 만기 1000 억** **만기 1 조 2173 억** 美 11 월 경기선행지수 美 12 월 필라델피아 연준지수 美 주간 실업수당 청구건수 ECB 통화정책회의 英 BOE 통화정책회의 멕시토 BANXICO 통화정책회의	**만기 5 조 207 억** 韓 11 월 생산자물가지수(잠정) 美 11 월 개인소득 및 개인지출 美 11 월 기존주택판매 美 12 월 미시건대 소비자 신뢰지수(확정치) 日 BOJ 통화정책회의
22	23	24	25	26
만기 2 조 5273 억	**만기 2 조 5893 억** **통안만기 9100 억** 美 11 월 신규 주택판매 美 12 월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	**만기 1 조 8615 억** 韓 12 월 소비자동향조사 결과 美 11 월 내구재주문 美 주간 실업수당 청구건수		
29	30	31		
韓 11 월 금융기관 가중평균금리	韓 11 월 산업활동동향 韓 12 월 BSI 및 ESI 美 10 월 주택가격지수 美 12 월 시카고 PMI	韓 12 월 및 연간 소비자물가동향 美 주간 실업수당 청구건수		

자료: Bloomberg, 본드웹, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준