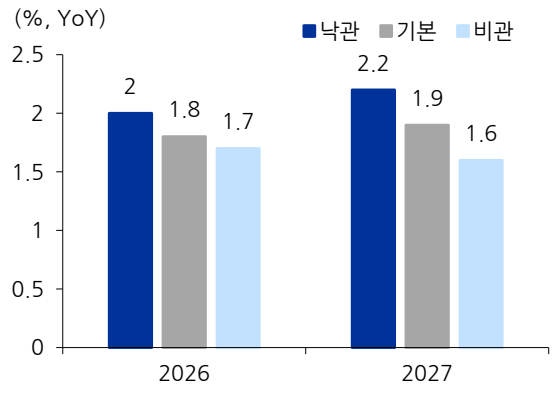
Fixed Income Strategy

환율과 물가, 동결의 신호

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

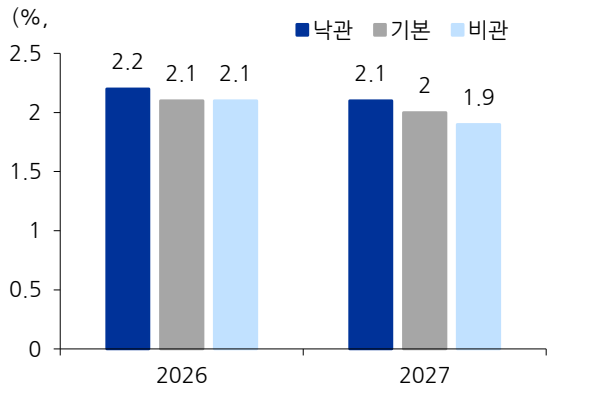
- 11월 금통위, 예상보다 매파적. 인하 문구 변경 및 환율 통한 물가 우려 드러냄.
- 총재, 성장률 상향은 중립적이었으나 환율 발 물가 상승 압력에 대한 우려는 여러 차례 언급하며 금리 상승 견인.
- 기조적 물가 2% 하회 및 25~27년 물가 전망치 2.1%인 것을 고려 시 물가 우려할 수준은 아닌 것으로 보임.
- 굳이 환율에서 물가까지 언급한 이유는 결국 인하 사이클 조정 시그널을 주기 위함.
- 이번 기자회견은 결국 부동산에 이어 인하를 하기 어려운 새로운 이유인 환율을 설명한 것이 핵심.
- 내년 동결 가능성 더 높아짐. 단기간 내 금리 하락 추세 어려움. 중장기 캐리 접근 가능.

시나리오별 성장률 전망



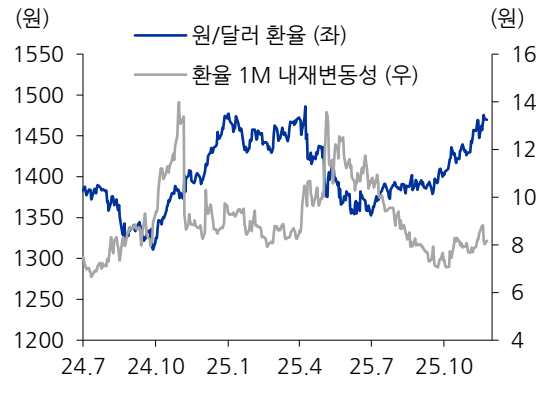
자료: 한국은행, 유진투자증권

시나리오별 물가 전망



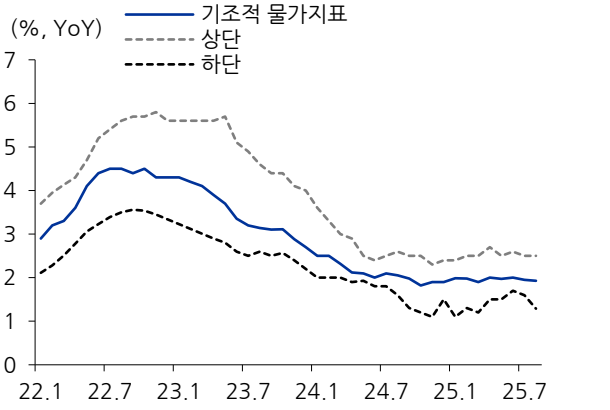
자료: 한국은행, 유진투자증권

원달러 환율 상승 및 쏠림



자료: 한국은행, 유진투자증권

한국, 기조적 물가는 2% 하회



자료: 한국은행, 유진투자증권

11 월 금통위, 동결 & 인하 문구 수정

11 월 금통위 동결 및 포워드 가이던스 축소

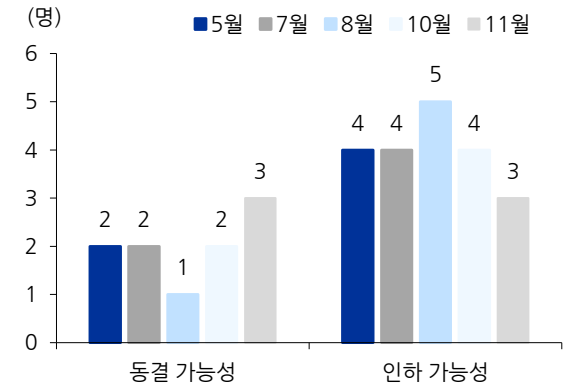
11 월 금통위에서는 예상대로 기준금리를 동결했지만, 그 외 매파적인 부분으로 당일 채권시장에 큰 충격을 줬다. 1) 경제전망을 상향했고 2) 포워드 가이던스는 인하 3: 동결 3 으로 줄었으며 3) 통방문 내 '인하 기조'를 '인하 가능성'으로 변경했으며 4) 환율로 인한 물가 우려를 언급했다.

인하 문구 수정 환율 발 물가 우려 등 매파적 발언

경제전망 상향, 포워드 가이던스 축소 등은 이미 시장에 반영된 재료였지만 통화정책과 관련된 문구를 수정한 것과 환율 발 물가 우려는 예상치 못한 부분이었다. 당사 예상보다도 매파적인 결과였다. 상향한 성장률과 물가 수치는 막상 그렇게 높지 않았음에도 불구하고 총재의 발언은 좀 달랐다.

총재는 내년 비 IT 부문 성장률이 1.4%로 성장이 치우치고 있으며, 아웃풋갭 전환은 빨라야 26 년말~27 년 초라고 언급하며 성장에 대해서는 전망치 상향을 어느 정도 상쇄시켜줄 수 있는 중립적인 발언을 했다.

도표 1. **포워드 가이던스 축소**



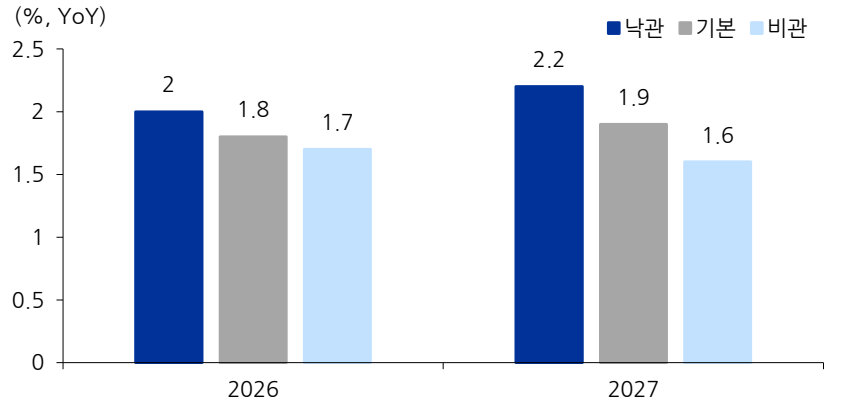
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 2. **전망의 관건은 반도체 경기**

	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, 유진투자증권

도표 3. **시나리오별 성장률 전망**



자료: 한국은행, 유진투자증권

갑자기 물가 우려? 인하 사이클 조정의 신호

환율 발 물가 우려 예상보다 강했음

이번 금통위에서 중요한 부분은 환율과 물가였다. 한은 물가 전망치에 따르면 2025~2027 년까지 2.1%로 예상했음에도 불구하고, 총재는 환율로 인한 물가 상승 위험이 우려된다고 명시적으로 언급했다. 최근 환율의 빠른 오름세로 인해 기자회견에서 당연히 언급될 만한 주제였으나, 예상과 실제 발언은 좀 달랐다.

현 물가 & 27 년까지 물가 전망 인플레 위험 지적할 필요 없는 수준

시장은 환율 레벨과 변동성에 대한 우려와 함께 최근 구두개입이 들어왔던 것의 연장선상으로 모니터링 후 개입 가능성을 기대했으나, 정착 총재의 발언은 금리 상승을 부추기기에 충분했다. 1) 환율, 레벨 걱정하지 않고 쏠림이 문제 2) 현 쏠림은 한미 금리차나 외국인에 의한 것이 아닌, 개인의 해외투자 확대로 인한 특이한 현상 3) 환율, 금융 안정 저해보다는 물가 상승 자극하는 위험이 우려.

그럼에도 불구하고 물가 우려는 인하 사이클 조정의 신호

중앙은행이 물가를 거론하는 것은 단편적으로 봤을 때 금리 인상의 근거다. 현재 상황이 인상을 고려할 만한 상황은 아니나, 적어도 인하의 필요성이 낮아졌다는 것으로 받아들이기엔 충분하다.

내년 동결 전망

더군다나 경제전망 상향을 통해 기존 인하 기조를 예상했던 가정 사항들이 변했다면, 환율 발 물가 위험이 없더라도 인하 필요성은 낮아진 상태다. 지난 자료에서 언급했듯이, 내년 성장률 전망이 1.8%을 상회한다면 기존에 한은이 제시한 중장기 잠재성장률에 준하는 수준에 도달하면서, 사실 상 인하 사이클에 대한 근거가 약해지기 때문이다.

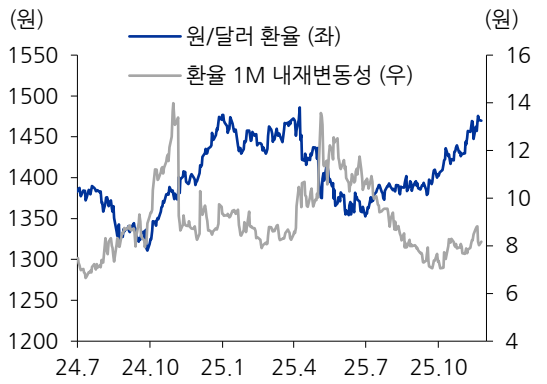
현재 국내 물가는 기조적으로 2%를 하회하고 있다. 예상보다 높은 환율로 인해 물가가 8 월 한은 목표치를 소폭 상회할 것으로 상향됐으나, 그래도 물가는 여전히 근원과 헤드라인 모두 2.1% 수준에 그친다. 인플레이션 우려를 드러낼 만한 수준은 아니라는 것이다.

굳이 환율에서 물가까지 언급한 이유는 결국 인하 사이클 조정(동결 기조)에 대한 시그널을 주기 위함으로 생각된다. 때문에 이번 기자회견은 결국 부동산에 이어 인하를 하기 어려운 새로운 이유인 환율을 설명한 것이 핵심이다. 이로서 내년 연간 동결 가능성은 더욱 높아졌다.

투자심리가 불안한 상황에서 금통위 기자회견은 손절을 부르기 충분했다. 금요일 오후 시장은 다소 진정되는 모습이었으나, 금리가 완전히 하락 추세로 돌아섰다고 안심하기는 이르다.

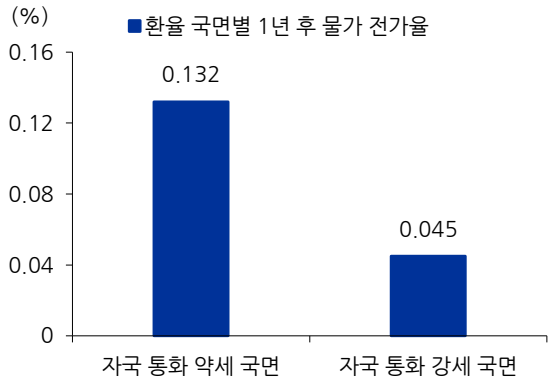
연말이라는 계절적 특수성으로 인한 거래량 감소는 소량의 충격만으로도 큰 변동성을 부를 수 있다. 그나마 다행인 것은 11 월 들어 외국인의 현물 매수가 이어지고 있다는 점이고, 금통위를 통해 모든 악재가 수면 위로 올라왔다는 것이다. 단기적인 수익은 어려우나 중장기적 캐리 포지션 정도는 기존 전망을 유지한다.

도표 4. **원달러 환율 상승과 쏠림**



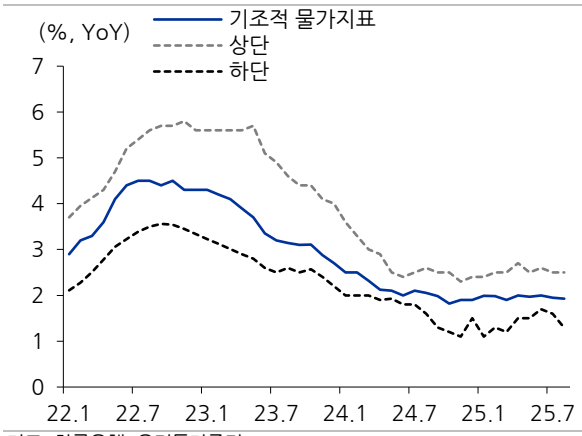
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 5. **환율 약세 시 물가 압력**



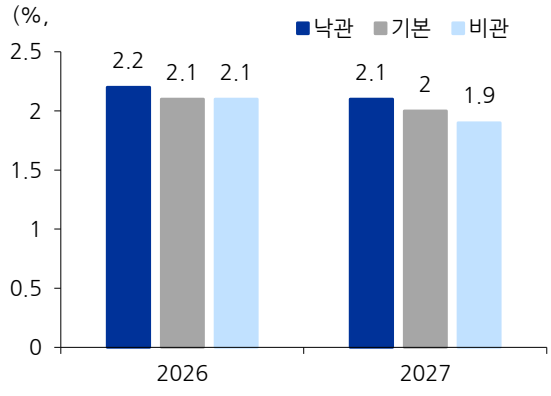
자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 6. **한국, 기조적 물가 2% 하회**



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 7. **시나리오별 물가 전망**



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 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다