true friend 한국투자증권

그래도 아침은 온다

- 통화정책 기조 전환은 성장과 물가가 결정, 기조 전환 우려는 시기상조
- 고환율 속 물가 재상승 리스크 부각, 다만 환율 외 부분은 안정적
- 훼손된 투심 속 국고 3년 3.10%, 국고 10년 3.45% 최상단 확인 구간

채권 Note

2025. 12. 02

내년 상반기까지 GDP갭 마이너스 확대, 정책 기조 전환 시기상조

11월 금통위에서 매파적 인상을 준 부분은 올해 및 내년도 GDP 성장률과 물가 상승률 전망치 상향 조정이다. 고환율에 따른 물가 상방 리스크를 강조한 부분은 한은의 통화정책 스탠스 변화 우려를 자극할 수 있었다. 추가적으로 통방문 문구 변화도 매파적 색채로 여겨진다. 금리인하 기조가 금리인하 가능성으로 바뀌고 추가 인하 시기 및 속도가 추가 인하 여부 및 시기로 변경된 점은 통화완화 추진 강도의 약화로 인식될 여지를 제공했다. 통화정책 기조 변화에 시간이 소요된다는 점을 강조했지만, 시장에서 그렇게 받아들이긴 어려웠던 11월 금통위였다.

그러나 한국은행의 현 정책 기조를 매파적으로만 받아들이는 것도 과도한 면이 존재한다. 여전히 절반의 금통위원들은 중립에서 약간 완화적 스탠스를 드러냈다. 3개월내 통화정책 변화 의견을 제시하는 한국판 점도표는 단기적 시각에서의 통화정책 방향성을 내포한다. 여기서는 외환시장과 가계부채로 대변되는 금융안정이 주 요인이다. 원/달러 환율이 11월 평균 1,460원을 보였지만, 전일대비 변동률은 0.37%로 10월 대비 소폭 하락했다. 환율은 절대 레벨보다 변동성을 중시하기 때문에 현재의 외환시장 상황은 통화정책 기조 변화를 야기할 요인이 아니다. 가계부채 역시 10.15 대책 효과 확인이 필요하다. 금융안정 상황을 보면 지금보다 통화정책 스탠스 변화가 더욱 나타날 여지는 낮게 판단한다.

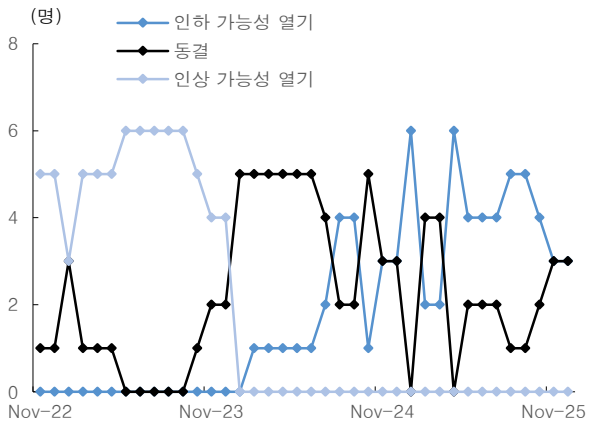
향후 성장과 물가라는 경기 전망 경로가 6개월 이상의 통화정책 기조 변화를 만드는 요인이다. 11월 수정경제전망을 보면 순수출에서 0.15%p, 설비투자에서 0.1%p 성장 기여도 증대로 추정됐다. 모두 반도체 경기 호조에 따른 성장세 개선 요인이라 할 수 있다. 미국 M7 기업들의 자본지출 전망이 연초나 8월 대비 상향된 부분들을 보면 내년도 성장세가 반도체 중심으로 추가 개선될 여지는 분명 존재한다.

그러나 이번 반도체 사이클의 특징은 높은 가격이지 물량 확대가 아니다. 실제 성장률을 높이는 효과는 과거보다 낮을 공산이 크다. 또한 석유화학산업 중심 구조재편을 정부가 추진하고 있다. 2026년 전체적으로 0.024~0.048% 가량 GDP를 낮추는 효과를 발휘할 요인으로 평가된다. 성장 측면에서 분명 개선 요인이 우세해진 것은 사실이지만, 비 IT 중심으로는 여전히 취약성이 드러난다. 11월 수정경제전망에서 제시된 2026년 성장 경로로 추정한 GDP갭은 내년 상반기까지 마이너스폭 확대이다. 펀더멘탈 측면을 보면 당장 금리인상이 요구될 상황이 아니다.

안재균
jkahn@koreainvestment.com

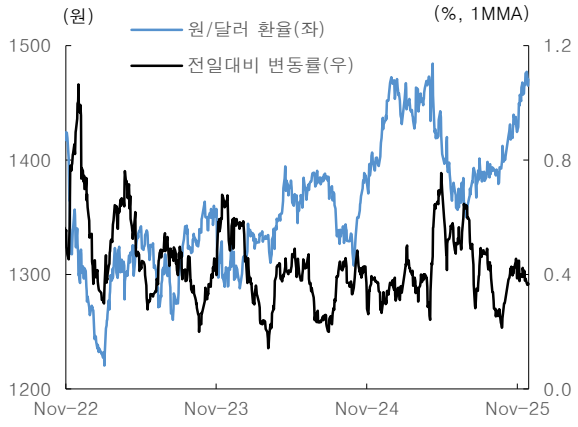
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 3개월내 인하 가능성 3명 vs. 동결 3명



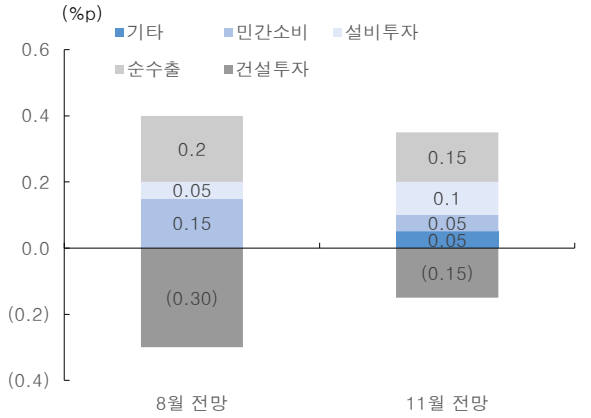
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 2] 환율 절대 레벨 높지만 변동성은 다소 둔화



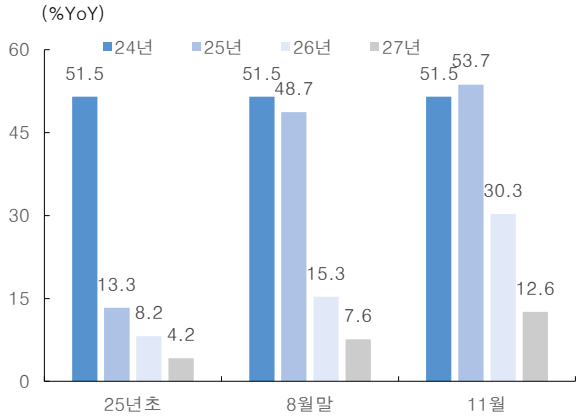
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 3] 2026년 지출부문별 성장 전망 조정



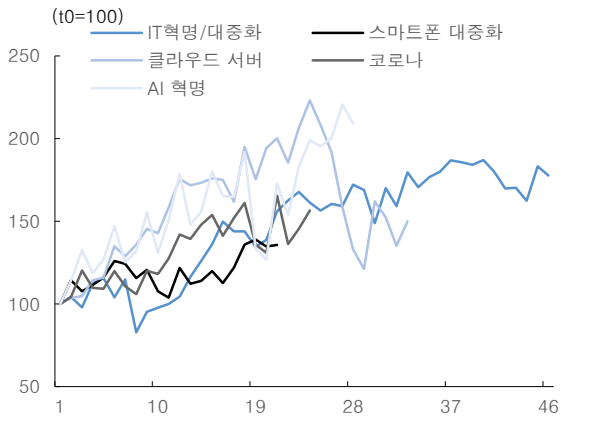
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 4] 전망 시점별 미국 M7 Capex 전망



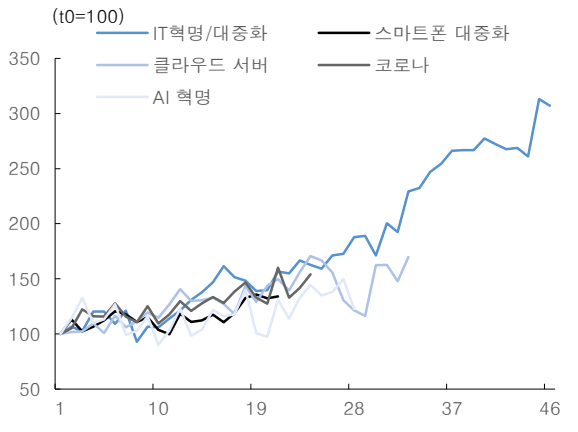
자료: Bloomberg, 한국은행, 한국투자증권

[그림 5] 반도체 수출 확장기별 수출 금액 지수 추이



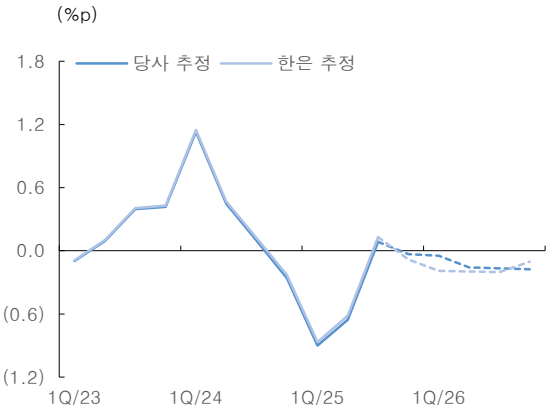
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 6] 반도체 수출 확장기별 수출 물량 지수 추이



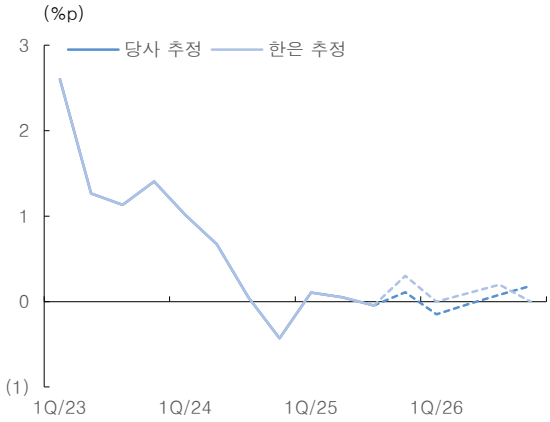
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 7] 당사 및 한은 전망 경로로 추정한 GDP갭 흐름



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 8] 당사 및 한은 전망 경로로 추정한 인플레갭 흐름



자료: 한국은행, 한국투자증권

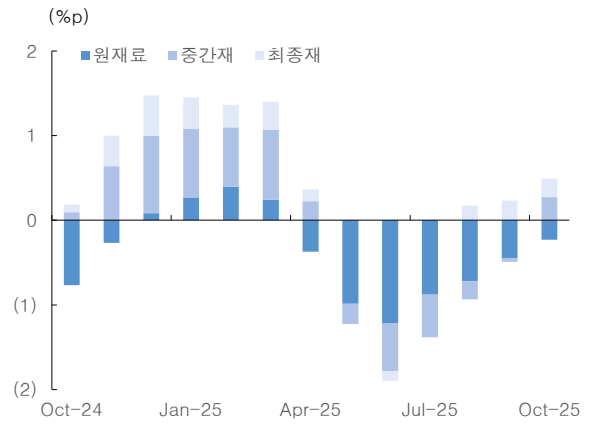
고환율 속 물가 우려 부각, 다만 환율 외 부분의 상방 압력 제한적

11월 수정경제전망에서 또 다른 특징은 한은의 물가 전망치 상향 조정이다. 주요 배경으로는 높아진 환율에 따른 물가 상승 우려이다. 5~8월 평균 1,381원을 보였던 원/달러 환율은 9월 1,392원로 상승한 뒤 10월 이후 1,444원으로 더욱 높아졌다. 3개월 가량의 환율 상승으로 수입 및 공급물가의 전월비 상승률은 7월부터 4개월 연속 플러스이다. 수입물가 상승은 1개월 뒤의 공급물가를 올리고, 공급물가는 2개월의 시차를 두고 전체 소비자물가 상승 효과를 발휘한다. 11월부터의 소비자물가 상승률에는 환율 효과가 반영되며 높아질 여지가 있음을 시사한다.

다만, 환율 외 물가 상승 효과가 낮은 점도 감안해야 한다. 10월 이후 WTI는 배럴당 60달러 이하 수준을 유지하고 있다. 2027년까지 원유의 초과공급 상태 유지가 예상되고 있어 국제 유가의 급등세 전환 우려는 제한적이다. 고환율 속 고유가 동반 시 물가 상방 리스크를 걱정해야 하지만, 지금은 그런 상황이 아니다. 추가적으로 수요측 물가 상승 압력도 낮다. 소비생활과 관련성이 높은 8개 업종들의 카드 승인 합산 실적은 8월부터 감소 중이다. 10월의 전년대비 증가율은 -2.3%로 2020년 12월 이후 가장 큰 감소폭을 기록했다. 11월부터는 연말 효과에 의한 민간소비 회복을 기대할 수 있지만, 전체 물가 상승을 자극할 수준에 미치지 못할 전망이다. 적어도 내수부진 완화에 따른 물가 상승 리스크는 낮게 평가한다.

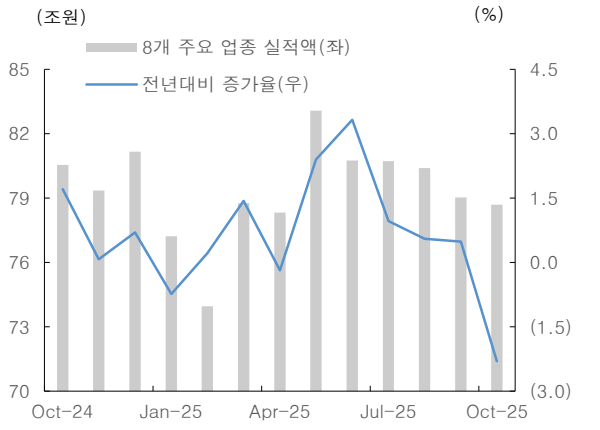
한은의 물가 전망 경로를 바탕으로 추정한 인플레이션갭을 보면 올해 4분기에 플러스폭이 일시적으로 커지고 내년 1분기 제로 수준으로의 하락이다. 당사 추정 경로보다 높지만, 일시적 물가갭 확대 정도로 바라보는 측면이 강하다. 성장과 물가, 두 요인으로 바라본 향후 통화정책 스탠스 변화 가능성은 아직 낮다고 판단한다. 속도감 있는 통화정책 기대 변화로 급격히 위축된 투자 심리 상황이지만, 펀더멘탈 경로를 바탕으로 보면 지금의 금리 상승세는 분명 과도하다.

[그림 9] 국내 공급물가 재료별 상승 기여도



주: 각 재료 모두 수입 기준
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 10] 8개 업종별 카드 승인 실적 및 증가율



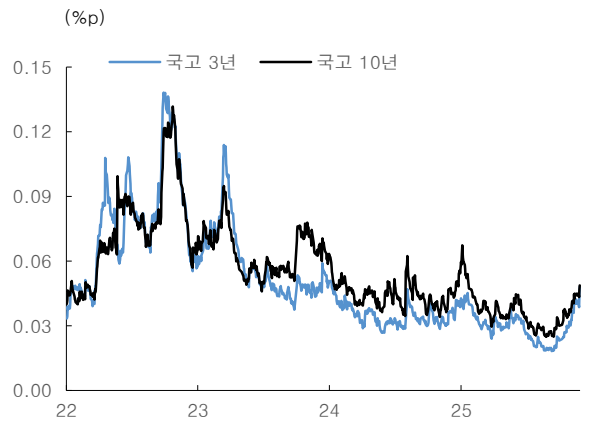
자료: 여신금융협회, 한국투자증권

국고 3년 3.10%, 국고 10년 3.45% 최상단 확인 과정 당분간 지속

불과 7~8월만 해도 국고채 금리의 저변동성이 걱정거리였다. 국고 3년 기준으로 일중 2bp 이하의 좁은 범위 내 움직임이 있었다. 지금은 국고 3년 및 10년 모두 일중 5bp에 가까운 변동성을 보인다. 금리 변동성이 상승으로 나타나면서 절대 금리의 오름세가 동반되는 것은 취약한 투자 심리의 결과물이다. 특히 장단기 국고채 금리 변동성이 모두 올라간 점은 채권시장 전반에 걸친 투자 심리 위축 증거라 할 수 있다. 현재 상황에서 제시되는 금리 고점이 유효하지 않은 이유다.

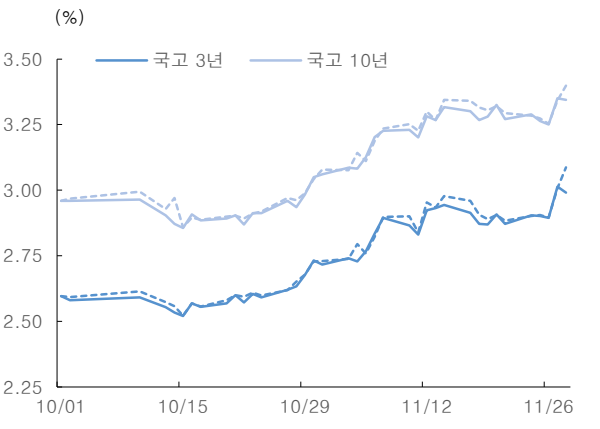
역사적으로 통화정책 방향성 전환 배경은 성장과 물가 경로이다. 3개월내 단기적 시각이 아닌 6개월 이상 중기적 관점이다. 11월 수정경제전망에서 한은은 향후 경기 및 물가 판단을 높였지만, 통화긴축 기조 전환을 시사할 정도로 강하진 않았다. 위축된 투자 심리 상황에서 이러한 부분들이 당장 다가오긴 어렵지만, 결국 펀더멘탈 전망과 실제 흐름 파악이 기준금리와 시장금리 방향을 결정하는 요인이다. 이를 바탕으로 우리는 국고 3년 3.1%, 국고 10년 3.45% 최상단을 제시하며 이를 확인하는 과정이 12월 FOMC 전까지 이어질 것으로 예상한다.

[그림 11] 높아진 일중 변동성, 취약한 투심의 결과



자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 12] 국고 3년 3.1%, 10년 3.45% 최상단 확인 중



주: 점선은 국고 3년 및 10년 금리의 일중 최고 수준
자료: 인포맥스, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.