하나채권

[1월 금통위] 원점에서 다시 시작

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

- 2.50%로 만장일치 동결. '인하 가능성' 문구까지 삭제. 3개월 내 인하 가이던스 1명
- 기준금리 전망을 11월 1회 인하로 수정. 향후 인상/인하는 환율보다 펀더멘털이 결정
- 국고 3년은 3.0% 수준 지속. 국고채 투자의견은 '중립'을 유지

리뷰: 만장일치 동결. '인하 가능성' 삭제. 동결 장기화 시사

금융통화위원회는 1월 통화정책 회의에서 기준금리를 2.50%로 동결했다. 작년 5월 인하 이후 5회 연속 동결이다. 작년 8, 10, 11월 모두 인하 소수의견을 개진했던 신성환 위원도 동결에 찬성해 만장일치 결정이었고, 향후 3개월 가이던스에서도 6명 중 1명만이 인하 의견을 제시했다. 5월에 임기가 만료되는 신성환 위원이 유력하다.

통화정책방향문에 결정적인 변화가 있었다 **[도표 2]**. 기존의 '금리인하 가능성을 열어두되', '추가 인하 여부 및 시기를 결정' 문구를 모두 삭제했다. 대신 성장세 회복을 지원하겠다는 문구를 추가했다. 해당 문구 변화는 인하 사이클 종료 인식을 강화시키며 기자회견 이전에 국고채 금리를 급등시켰다. 세부적으로는 대외적으로는 AI 투자, 대내적으로는 소비/고용/수출/건설 전 부문에 대한 평가가 개선됐다. 금융안정 요인은 가계대출은 대출 증가세 둔화됐으나 부동산 가격 상승 기대, 환율 상승 등 리스크가 여전하다고 평가했다.

기자회견에서 작년 10, 11월 금통위와 언론과의 인터뷰를 통해 점진적으로 (동결) 시그널을 제시해 왔다고 언급했다. 이번에 통방문 문구 변경까지 고려하면 동결 기조는 분명하다. 한편 환율이 동결의 핵심 근거였다고 밝혔다. 다만 작년 말과 달리 연초 상승은 달러화 강세 등 대외 요인이 3/4 정도의 영향을 끼쳤다고 평가했다. 그리고 일각에서 제기하는 환율 안정을 위한 '인상' 가능성에 대해서는 강하게 반발했다. 환율 그 자체가 아니라 인플레이션에 미치는 영향이 중요하며, 금리만으로 환율 안정을 위해서는 (과장해서) 200bp를 인상해야 한다고 설명했다.

전망: 11월 인하로 전망 수정. 국고 3년 3.0% 수준 지속. 투자의견은 '중립' 유지

[기준금리] 2026년 11월 1회 인하를 전망한다. 작년 11월 금통위 직후에 제시한 5, 11월 인하 전망을 대폭 수정한다. 당시 금융안정 리스크만 완화되면 여전히 인하가 가능하다고 판단했으나, 성장률 개선 흐름이 지속되고 금융안정 리스크는 더욱 확대됐다. 결정적으로 한국은행은 환율 변수에 큰 가중치를 부여하고 있다.

한은의 매파적 결정에도 불구하고 기준금리 인하 재개를 전망하는 이유는 향후 3~6개월 전후의 통화정책 전망은 한국은행의 스탠스가 중요하지만, 약 1년 후의 전망은 그것보다 펀더멘털 전망이 더 중요하기 때문이다. 장기간 동결 이후 기준금리의 방향성은 펀더멘털에 의

해 결정될 것이다. 총재의 '환율을 보고 기준금리를 결정하지 않습니다' 기자회견 발언과 일맥상통한다.

따라서 현재 성장률을 끌어올리고 있는 내수 회복과 수출 증가세가 지속되면서 성장률 전망이 2% 중반대로 꾸준히 상향 조정될 것인가, 아니면 둘 중 하나라도 기대에 미치지 못할 것인가를 판단해야 한다. 전자의 사례는 2016~2017년으로 수출과 투자 중심으로 성장률 전망이 1년 내내 상향 조정된 이후 인상으로 전환됐다. 후자의 사례로 2013~2014년에는 기준금리 인하 및 추경으로 성장률이 개선되었으나 내수 회복이 약화되자 인하를 재개했다(그 당시 통방문의 주요 내용은 **[도표 5, 6]**을 참고). 하나채권은 하반기에 성장률이 기대보다 약할 가능성이 여전하다고 판단해 인하 재개를 전망한다.

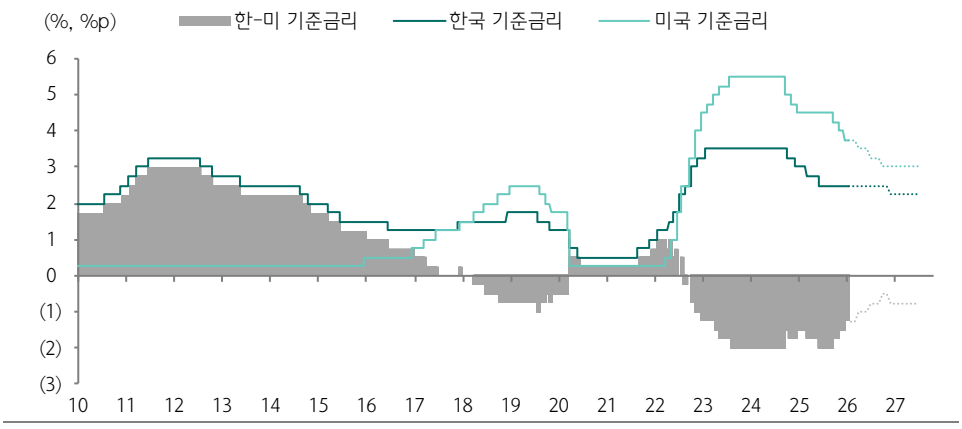
부수적으로 한은 총재가 4월에 교체될 경우, 차기 총재는 기준금리 결정에 있어서 이창용 총재보다 금융안정을 '더' 강조할 가능성은 낮고, 미국의 기준금리 인하 사이클이 지속되면 한은의 인하 여력은 개선될 전망이다.

[국채금리] 국고 3년 금리는 기준금리 대비 +50bp가 적정하다. 2016~2017년과 2013~2014년 사례를 복기하면, 향후 기준금리가 인상/인하로 완전히 엇갈렸으나 동결 장기화 기간에는 3년-기준금리 스프레드가 40~50bp 수준에서 등락했다 **[도표 3]**.

한국 국고채에 대해 1월 월보에서 제시한 '중립' 의견을 유지한다. 금통위 이후 현재 3년 금리가 기준금리 대비 50~60bp 수준에 위치해 있어 인하보다 인상 가능성을 더 반영한 상태다. 단기적으로 인상 리스크가 지속되면서 국고 3년 유사한 수준(3.0% 초반)이 지속될 전망이다. 금리가 뚜렷한 방향성을 보이기 위해서는 실제 인상 혹은 인하가 가시화돼야 하나, 상반기까지는 방향성이 부재할 것이다.

연말까지 보유가 가능한 장기 투자자는 듀레이션 소폭 확대를 추천한다. 현재 금리 레벨에서는 인하 시기를 고민하는 것이 아니라 인상과 인하 중 확률이 조금이라도 더 높은 방향에 베팅해야 하는 상황이다. 현재 국고채 3년 금리는 인상/인하가 가시화될 경우 각 +/-40bp 이상의 여력이 대칭적으로 남아있다고 보고 있다(장기물도 유사). 향후 1년 이내에 인상보다 인하 가능성이 소폭 높다고 판단하므로, 듀레이션 확대를 권한다.

도표 1. 한미 기준금리 추이 및 전망

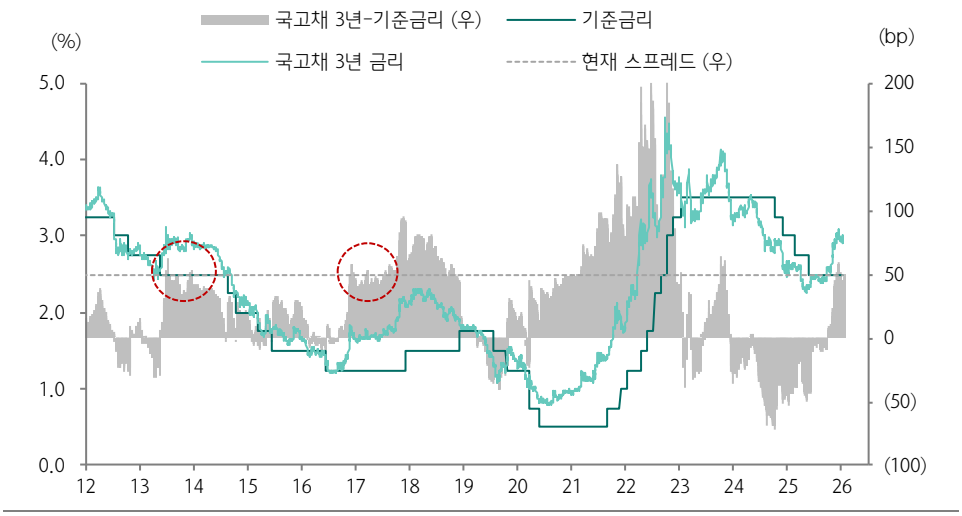


주: 점선은 하나증권 전망
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 2. 통화정책방향문 주요 내용 및 변화

	2025년 11월 27일	2026년 1월 15일	비고
정책결정	- 기준금리 2.50% 수준에서 유지 - 물가상승률이 높아진 가운데 소비와 수출 개선세 - 금융안정 측면의 리스크도 지속	- 기준금리를 2.50% 수준에서 유지 - 물가상승률이 점차 안정될 것. 성장은 개선세 - 금융안정 측면의 리스크도 지속	- 성장 개선과 금융안정 요인으로 동결 지속
세계경제	- 관세 영향으로 성장세가 둔화되겠지만 미·중 무역 갈등 완화, 주요국 확장적 재정정책으로 속도는 완만할 전망	- 관세 영향에도 주요국의 확장적 재정정책, AI 관련 투자 지속 등으로 완만한 성장세 전망	- AI 투자로 전망 개선
국내경제	- 건설투자 부진에도 소비/수출 증가로 개선 흐름 - 고용은 제조업 등 주요 업종에서는 감소세 - 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속 - 수출이 반도체 경기 호조, 한·미 관세 협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 전망 - 금년 및 내년 성장률은 각각 지난 8월 전망치(각각 0.9%, 1.6%)를 상회하는 1.0% 및 1.8%	- 건설투자 부진에도 소비/수출 증가로 개선 흐름 - 고용은 서비스업을 중심으로 증가 흐름 - 앞으로 수출이 반도체 경기 호조 등으로 증가세 지속. 내수도 소비 회복세 지속. 건설투자 부진 완화 - 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)에 부합할 것. 반도체 경기의 상승세 확대, 예상보다 양호한 주요국의 성장 흐름 등으로 상방 리스크 증대	- 경기 전망 소폭 개선. 소비, 수출, 건설 모든 부문을 긍정적으로 평가
국내물가	- 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류가격 오름세 확대 - 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 2.6% 유지 - 앞으로 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등으로 지난 전망보다 다소 높은 수준 예상 - 금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%) 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 예상. 내년 소비자물가 및 근원물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0% 전망	- 석유류가격 상승폭 확대에도 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 12월 중 2.3%로 소폭 낮아짐 - 단기 기대인플레이션율은 2.6%로 전월 수준 - 앞으로 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율이 리스크 - 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)에 대체로 부합 예상	- 물가 전망은 이전과 유사
금융안정	- 원/달러 환율은 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도로 1,400원대 중후반으로 상승 - 가계대출은 기타 대출을 중심으로 증가폭 확대 - 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황	- 원/달러 환율이 외환시장 안정화 조치 등으로 큰 폭 하락하였다가 달러화 강세 및 엔화 약세, 지정학적 리스크 증대, 거주자 해외투자 지속 등으로 다시 1,400원대 중후반으로 상승 - 가계대출은 주택관련대출 증가규모 축소, 기타대출 순상환 등으로 둔화 흐름을 이어갔으나, 수도권 주택가격은 여전히 높은 오름세	- 금융안정 리스크 지속 - 환율은 더욱 심화, 부동산은 소폭 완화
정책방향	- 성장률 전망이 상향조정되었지만 상·하방 요인이 모두 잠재, 물가상승률은 예상보다 높아진 상황 - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 유의 - 향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되, 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 추가 인하 여부 및 시기를 결정	- 성장 개선세가 이어지는 가운데 향후 경로에 상방 리스크가 다소 증대. 물가상승률은 점차 낮아질 것으로 예상되나 높아진 환율이 상방 리스크로 잠재 - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채, 높은 환율 변동성 등과 관련한 리스크가 여전 - 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정	- '금리인하 가능성을 열어두되', '추가 인하 여부 및 시기를 결정' 모두 삭제

도표 3. 국고 3년 – 기준금리 스프레드
: 과거 동결 기조 장기화 인식 시기에 40~50bp 수준. 인상 우려로 당분간은 50bp 수준 예상



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. 금통위 주요 내용 - 2025~2026 (현재 사이클)

일자	기준금리	성장률 평가	향후 주요 변수	정책방향
2025-05-29	인하(2.50%)	2월 전망(1.5%) 큰 폭 하회하는 0.8% 전망	가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조
2025-07-10	동결	성장 부진이 다소 완화. 매우 높은 불확실성	무역협상, 주택시장 및 가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-08-28	동결	5월 전망(0.8%) 소폭 상회하는 0.9% 전망	관세정책, 주택시장 및 가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-10-23	동결	8월 전망에 대체로 부합	무역협상, *반도체 경기*, 부동산 대책 효과, 환율 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-11-27	동결	8월 전망 상회 전망 ('25 1.0%, '26 1.8%)	주택가격 및 가계부채, 환율 변동성	*금리인하 가능성을 열어두되…. 인하 '여부' 및 시기 결정*
2026-01-15	동결	반도체 경기, 주요국 성장 등 상방 리스크가 다소 증대	물가 흐름, 금융안정 상황	*성장세 회복을 지원*

주: 향후 주요 변수는 중요한 변수만 표기. 단 변수 표기 순서는 통방문과 동일. 이하 동일
자료: 하나증권

도표 5. 금통위 주요 내용 - 2016~2017 (인상 전환 사이클)
: 4개 분기 연속 성장률 전망 상향되면서 인상 전환. 단, 인상 후에도 '완화기조'

일자	기준금리	성장률 평가	향후 주요 변수	비고
2016-06-09	인하(1.25%)	완만한 성장, 하방위험 확대	브렉시트, 가계부채 증가세 점검	
2016-07-14	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세, 브렉시트 점검	
2016-08-11	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세 점검	
2016-09-09	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세 점검	
2016-10-13	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세 점검	
2016-11-11	동결	완만한 성장, 더 높은 불확실성	연준 통화정책 변화, 가계부채 증가세 점검	
2016-12-15	동결	완만한 성장, 하방위험 다소 증대	연준 통화정책 정상화, 가계부채 증가세 점검	
2017-01-13	동결	완만한 성장. 성장률 2%대 중반	연준 통화정책 정상화, 가계부채 증가세 점검	*'완화기조 유지' 문구 추가*
2017-02-23	동결	완만한 성장	연준 통화정책 정상화, 가계부채 증가세 점검	위 문구 유지. 이하 동일
2017-04-13	동결	*1월 전망(2.5%) 상회* 예상	교역여건, 가계부채 증가세 점검	*트럼프 관세 정책*
2017-05-25	동결	*4월 전망치 상회* 전망	교역여건, 새 정부 경제정책, 가계부채 증가세 점검	
2017-07-13	동결	*4월 전망(2.6%) 상회* 전망	교역여건, 정부 경제정책, 가계부채 증가세 점검	*추경(문재인)*
2017-08-13	동결	7월 전망 경로 부합	교역여건, 가계부채 증가세 점검	
2017-10-19	동결	*7월 전망(2.8%) 상회.* 내년 잠재성장률 수준	*완화기조 유지해 나가되 향후 성장과 물가의 흐름 점검*, 교역여건, 가계부채 증가세 점검	
2017-11-30	인상(1.50%)	*10월 전망경로 소폭 상회* 예상	*완화기조 유지*. 교역여건, 가계부채 증가세 점검	

자료: 하나증권

도표 6. 금통위 주요 내용 (1) 2013~2014 (인하 재개 사이클)
: GDP 갭 마이너스 축소되는 과정에서 내수 회복 지연으로 인하 재개

일자	기준금리	GDP갭 평가	향후 주요 변수	비고
2013-05-09	인하(2.50%)	상당기간 마이너스 전망	*금리인하 및 추경 효과 점검*	*추경(박근혜)*
2013-06-13	동결	상당기간 마이너스 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-07-11	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-08-08	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-09-12	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-10-10	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-11-14	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-12-12	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2014-01-09	동결	*당분간* 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화에 유의	
2014-02-13	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화, 신흥국 경제에 유의	연준 QT 여파
2014-03-13	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화, 동유럽 지정학에 유의	크림반도 병합
2014-04-10	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화, 신흥국/동유럽에 유의	총재: 김중수→이주열
2014-05-09	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화에 유의, *세월호 영향 점검*	
2014-06-12	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화에 유의, 세월호 영향 점검	
2014-07-10	동결	점차 축소 전망. 다만 *속도는 완만*	*내수 회복 지연 가능성* 점검	
2014-08-14	인하(2.25%)	점차 축소 전망. 다만 속도는 완만	금리인하 효과 점검 등	

자료: 하나증권