Macro Issue

15 Jan. 2025

투자전략/거시경제
조병현 | bhcho@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

1월 금통위 Review

삭제된 금리인하 가능성 문구

1월 금통위 동결(2.5%), 만장일치

- 기준금리 5회 연속 동결 결정(2.5%), 만장일치 결정
  : 양호한 대외 경기로 수출 호조 지속
  : 내수도 소비 회복과 건설투자 부진 완화로 개선 흐름 지속
  : 성장 상방 리스크 다소 증대
  : 물가 안정화 경로(11월 전망) 예상되나, 환율발 상방 리스크 존재
  : 금융안정 측면에서의 리스크(수도권 부동산가격, 환율 변동성 등)는 여전한 상황으로 평가
  : 지난 회의 소수의견이었던 신성환 위원 인하의견 철회(5/12 임기 만료)

- 경제전망에 대한 뉘앙스 상향
  새로운 경제 전망치 제시는 없었으나 전체적인 톤은 상향
  → 성장률 11월 전망치(1.8%)에 대체로 부합할 것
  → 반도체 경기의 호조, 예상보다 양호한 주요국의 성장 등 대외 경기 평가 개선에 따라 상방 리스크가 증가한 것으로 평가
  물가에 대해서는 2%대로 안정되는 경로를 전망하고 있으나, 여전히 환율 부담이 잔존하는 것으로 평가

- 통방문 문구 변화, 단시일 내 금리인하 기대감 훼손
  : 11월 경제 상/하방 리스크가 모두 잠재해 있다는 표현이 상방 리스크가 다소 증대됐다는 표현으로 변화
  : **통화정책 기조에 대해 '향후 금리인하 가능성을 열어두되'라는 표현을 삭제. 당분간 인하를 고려하지 않는다는 의미로 해석 가능**
  : 다만, 기자회견에서 환율을 보면서 금리 정책을 운용하지는 않는다고 밝혀 인상에 대한 기대 형성에도 선을 그은 것으로 해석

- 포워드 가이던스 3개월 내 동결 5명, 인하 1명
  : 인하 의견, 25년 8월 5인 → 11월 3인 → 26년 1월 1인
  : 대부분(5명) 참여자가 3개월 이내에 경제 환경이 크게 바뀌지 않을 것으로 전망
  : 반면 1인의 참가자는 내수회복이 약한 만큼 인하 가능성은 열어 두어야 한다는 의견 제시

- 환율 논의가 주가 되었던 기자회견, 통방문 이상의 충격은 부재
  : 총재는 이번 결정에서 성장보다 환율이 중요 변수였음을 인정
  : 문구 변화와 가이던스 통해 3개월 이내 인하 가능성을 사실상 부인
  : 반대로 즉각적 인상 가능성도 부인하며 매파적 해석으로의 쏠림도 방어

- 총평

: 예상대로 금리 동결이 단행됐으나, 시장 금리는 통방문 발표와 함께 급등. 동결 자체보다 통방문의 문구 삭제가 충격

: 성장 측면에 대해 개선된 뉘앙스를 표명했고, 물가도 환율 리스크를 제외하면 안정적인 경로 전망, 결국 현재 가장 주안점을 둔 변수는 환율(기자회견에서도 직접 언급했듯). 그러나 환율의 단시일 내 안정 가능성을 특정하지 않으면서 적어도 3개월 가량은 현 기조에서 벗어나지 않고 지켜보겠다는 의지를 시사한 것으로 볼 수 있음

: 금리 측면에서 다행인 점은 금리 인상 가능성도 일축한 점. 기자회견에서 환율을 보고 정책금리를 움직이지 않는다고 직시

: 언급한 바와 같이 통방문 확인 직후 금리는 급등세를 보였으나, 기자회견을 통과하는 과정에서 추가 상승은 부재. 결국 금리는 현 수준에서 상/하방으로 레인지를 이탈하기가 쉽지 않은 환경에 처한 것으로 판단

: 향후 정책금리 결정의 조건 변수는 두 가지 AND 조합일 것. ①금융 리스크 부문(환율)의 안정과 ②매크로 지표의 둔화

: 당사 매크로 전망과 같이 2분기 중 미연준의 자산매입 프로그램이 가시화되면서 원/달러 환율의 안정 시도가 확인되고, 하반기 수출 둔화 및 내수 회복 탄력도 둔화가 가시화되는 시나리오라면 하반기 인하 가능성은 잔존

: 조건 충족 여부 확인은 빨라야 3분기. 금리 인하 가능성 완전 소실보다는 하반기 조건 변수들의 변화 점검해 볼 필요

: 시중 금리는 일시적으로 금리 인상 우려까지 반영하며 장 중 10bp(3년 기준)가까이 상승했지만, 단시일 내에 인상 기대도 차단된 상황. 반면 미국에서는 완화적 정책 스탠스에 대한 기대가 잔존 중. 이 같은 대외 여건 고려 시 국내 금리의 독립적인 상승 움직임 전망도 쉽지 않음. 결론적으로 제한된 범위 내에서의 등락 지속이라는 기존의 경로 전망은 유지

금통위 기자회견 주요 발언: 환율, 환율, 환율

1) 만장일치 동결 결정. 3개월 이내 전망에 대해서는 5인 동결, 1인은 내수 부담에 따른 인하 가능성 잔존 필요성 제기. 3개월 정도의 시계는 포워드 가이던스 제공 가능하나, 6개월 뒤 상황은 불확실성이 큼. 향후 상황을 보고 판단할 것

2) 이번 금리 결정에 있어서 환율의 영향이 주된 배경이 되었던 것이 사실. 펀더멘털 요인이 환율을 모두 설명하지 못하며, 현재 환율 상승은 펀더멘털보다 수급 요인에 따른 영향이 크다고 평가. 특히, 채권시장보다 주식관련 수급 영향이 큼

3) 한국 경제가 장기적으로 구조적 문제를 해결하고 잠재 성장률을 올려야 할 필요는 있으나, AI 관련 자체 경쟁력을 가진 몇 안 되는 국가 중 하나가 한국. 원화 약세가 비관적인 한국 경제 때문이라는 해석에는 동의하기 어려움

4) 전일 미국에서 반도체 관세부과 행정명령이 나왔는데, 현재 성장률은 15% 관세만을 반영. 우선 협상 결과를 볼 필요

5) 잠재성장률 제고 시 환율이 안정된다는 말을 하기는 쉽지만, 실현은 어렵고 효과 확인은 오래 걸림. 정책담당자는 단기 대응과 장기적 방향 설정이 모두 중요. 당국이 근본은 놓치고, 단기 환율 수급에만 집중하고 있다는 비판은 수용하기 어려움

6) 연말 진행된 환율 안정화 대책이 효과 없던 것은 아님. 복지부 측에 요청했던 수급 지원도 도움을 많이 받은 상황

7) 베센트 장관이 전일 언급했던 바와 같이 어떤 모델로 보더라도 원화는 약세 구간에 있는 것이 사실

8) 대미투자 200억$는 환율 시장 불안과 연동되어 있어 추가적인 불안을 야기하지 않을 것

9) 달러의 절대적 부족이 아니라, 높아진 달러 보유 수요로 현물 시장이 아닌 대차 시장에만 거래가 쏠리는 비대칭 존재

10) 환율 때문에 금리 인상이 필요하다는 생각 동의 어려움. 환율이 중요 변수인 것은 맞지만, 통화정책은 환율 그 자체가 아니라 환율이 물가에 미치는 영향을 보고 판단(금리로 환율 통제하려면 25bp가 아니라 2~300bp는 필요)

11) 1,500원대 환율이라 해도 대외 순채권국인 만큼 과거와 같이 기업 디폴트 같은 문제가 생기지는 않음. 금융위기의 성격이 아니라 고환율에 따른 인플레이션 같이 특정 부문의 어려움이 발생할 수 있음

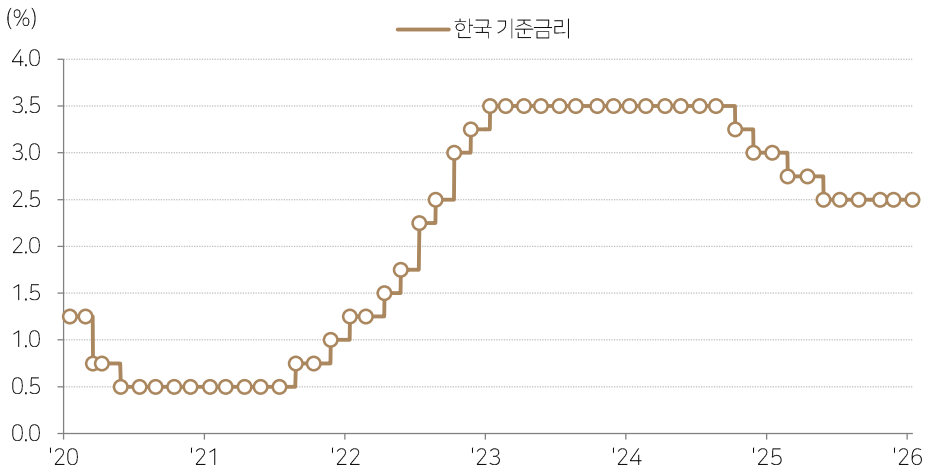
12) 지난 해 금리 방향성 발언과 관련해, 11월 당시에는 금리 인하 기대가 인하 쪽으로 너무 쏠려 있었고, 중앙은행 총재로서 바로 잡을 필요가 있었음. 현재 수준은 한은이 원하는 적절한 기대값에 온 것으로 판단

13) 우리나라 양극화 관련 가장 우려하는 부분은 하청구조. 이는 통화정책으로 해결 불가능. 구조조정과 재정정책 필요

14) 미국 주식 매수에 대해 개인의 합리적 선택이 거시적 부담을 누적시킬 수 있고, 국민연금의 국내 투자 비중 점검도 필요

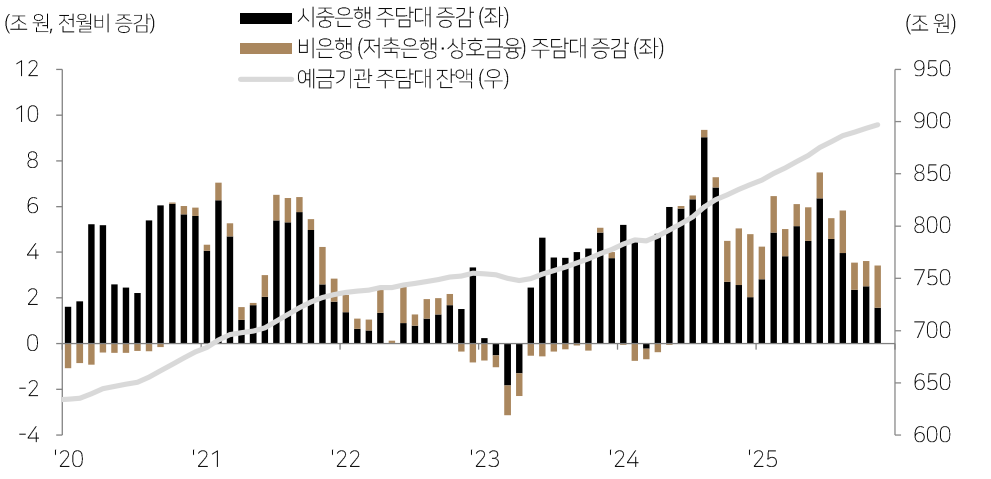
15) 통화정책만으로는 부동산을 억제하는 데 한계가 있으며, 정부의 종합적인 부동산 정책 필요

Fig. 1: 한국 기준금리 추이



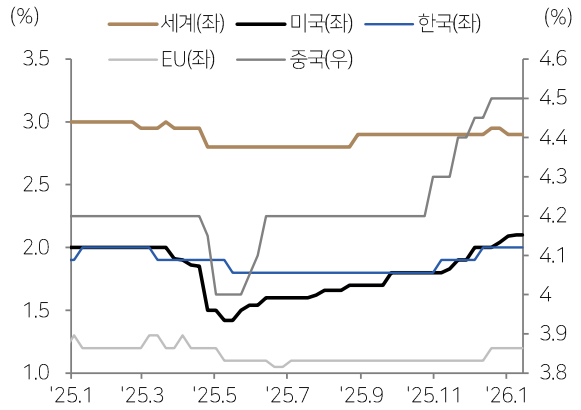
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 2: 한국 가계부채 추이



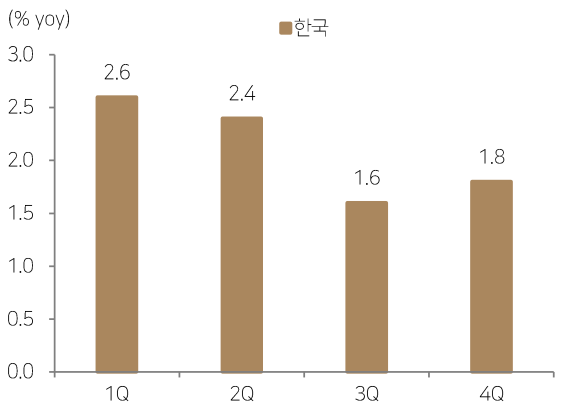
Source: 한국은행, 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 3: 26년 주요국 성장률 전망치



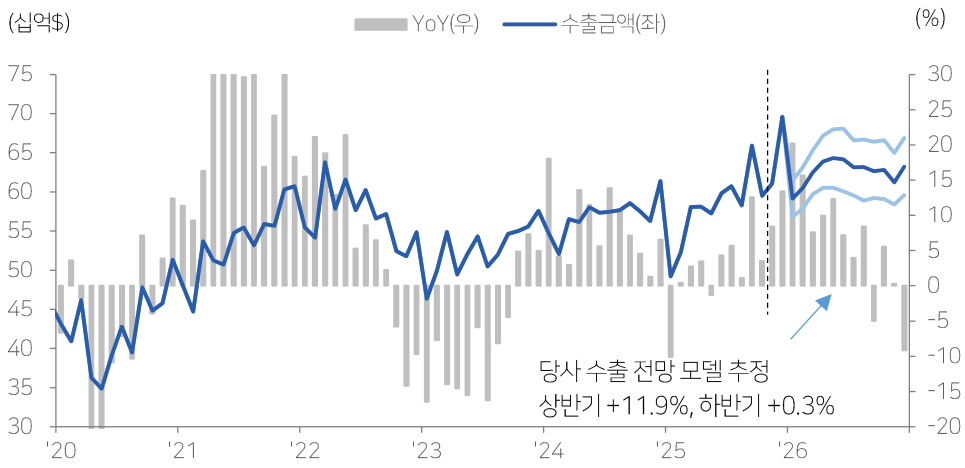
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: 26년 한국 성장률 전망치



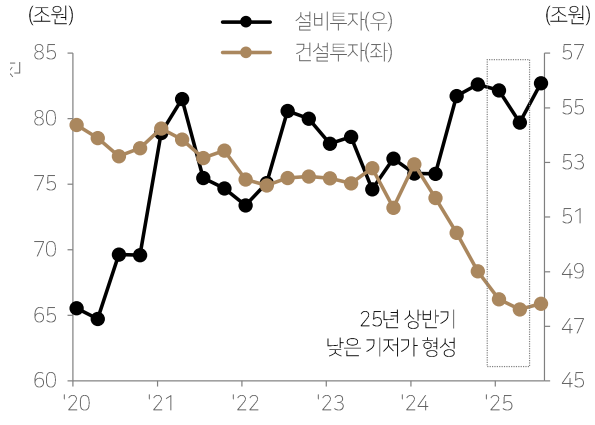
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 5: 당사 한국 수출 전망 경로, 하반기 YoY 사이클 둔화 가능성 예상 중



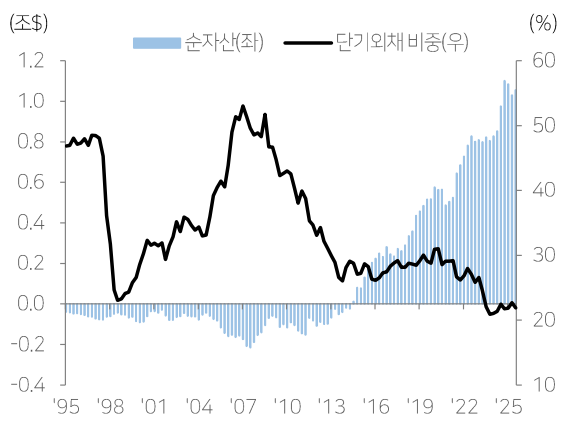
Source: 당사 추정치, 다올투자증권

Fig. 6: 한국 설비투자 및 건설투자, 상반기 낮은 기저 존재



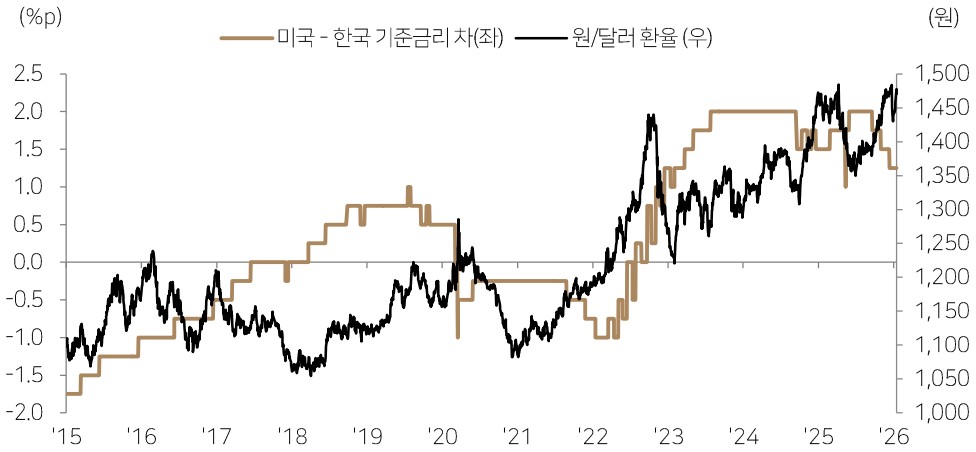
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 7: 한국 대외 순자산과 낮은 단기외채 비중



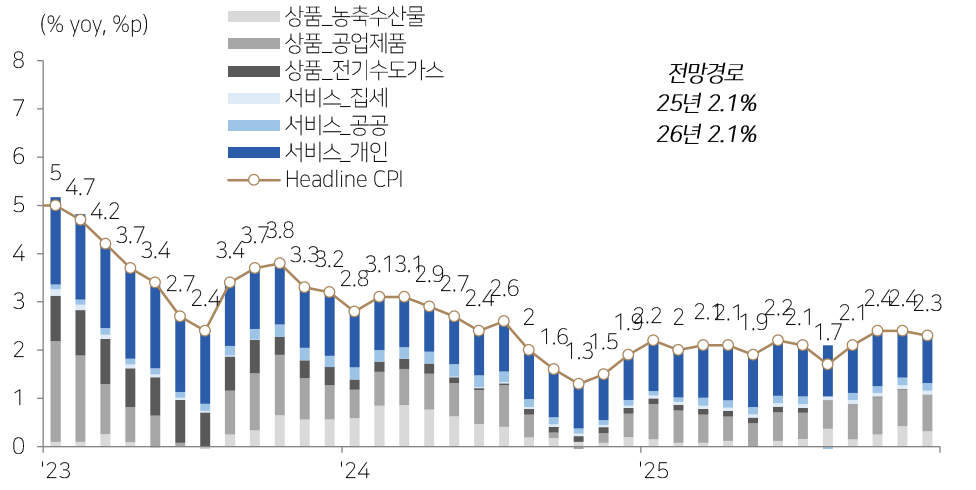
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 환율과 한-미 기준금리 차



Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 9: 한국 CPI 상승률 기여도



Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

Fig. 10: 한은 통방문 변화

	2025-10-23	2025-11-27	2026-01-15
정책결정	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)	기준금리 동결(2.50%)
세계경제	(동향) 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향받으며 상당폭 등락 (전망) 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화 등에 영향받을 것	(동향) 미국 관세 정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만, 미·중 무역 갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장) 미 연준의 금리 인하에 대한 기대 변화 등에 영향을 받아 장기 국채금리와 미 달러화는 상승하였다가 일부 되돌림 (전망) 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향받을 것	(동향) 미국 관세정책의 영향에도 불구하고 주요국의 확장적 재정정책, AI 관련 투자 지속 등으로 완만한 성장세를 이어갈 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 전망 (국제금융시장)장기 국채금리가 주요국의 추가 금리인하에 대한 기대 약화, 재정건전성 우려 등으로 상승하였고 미 달러화는 약세를 나타내다 예상보다 양호한 경제지표의 영향 등으로 강세로 전환 (전망) 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것
국내경제	(동향) 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어감 (고용) 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업등 주요 업종에서는 감소세 지속 (전망) 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 개선속도 등과 관련한 상·하방 불확실성이 확대된 것으로 판단	(동향) 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속 (고용) 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요업종에서는 감소세 지속 (전망) 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한·미 관세협상 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%를 나타낼 것으로 예상. 다만, 이러한 성장경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단	(동향) 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선 흐름을 지속 (고용) 서비스업을 중심으로 증가 흐름을 지속 (전망) 수출이 반도체 경기 호조 등으로 양호한 증가세를 지속하는 가운데 내수도 소비 회복세 지속, 건설투자 부진 완화 등으로 개선 흐름을 이어갈 전망. 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상되지만, 반도체 경기의 상승세 확대, 예상보다 양호한 주요국의 성장 흐름 등으로 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단
물가	(동향) 국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름 (전망) 앞으로 국내 물가는 환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것으로 예상. 금년 및 내년 소비자물가상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합할 것. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것	(동향) 국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류 가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률이 2.4% 및 2.2%로 증가 (전망) 물가상승률은 국제유가안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것으로 예상. 금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에도 소비자물가 및 근원물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0%로 전망. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것	(동향) 국내 물가는 소비자물가 상승률이 석유류가격 상승폭 확대에도 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 12월 중 2.3%로 소폭 낮아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.0%를 유지 (전망) 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율이 상방 리스크로 작용할 것으로 예상. 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)에 대체로 부합할 것으로 예상되며, 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것
금융시장	(동향) 금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대. 원/달러 환율이 대미 관세협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 상승. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승 (주택가격) 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대 (가계대출) 증가규모가 상당폭 축소	(동향) 주요 가격변수의 변동성이 확대. 원/달러 환율은 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400원대 중후반으로 높아졌고, 국고채 금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정 (주택가격) 수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대가 여전히 높음 (가계대출) 기타 대출 중심 증가폭 확대	(동향) 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 높아졌다. 국고채 금리는 금리인하 기대 약화로 상당폭 상승하였다가 다소 낮아졌으며, 주가는 반도체 등 주요 업종의 실적 개선 기대로 큰 폭 상승 (주택가격) 수도권 주택가격은 여전히 높은 오름세를 지속 (가계대출) 주택관련대출 증가규모 축소, 기타대출 순상환 등으로 둔화 흐름
정책방향	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의 - 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 필요 - 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 기존금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것	- 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 필요 - 향후 통화정책은 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기존금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것	- 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것 - 국내경제는 성장 개선세가 이어지는 가운데 향후 경로에 ~~하방 요인이 잠재~~ 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단되며, 물가상승률은 점차 낮아질 것으로 예상되나 높아진 환율이 상방 리스크로 잠재. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채, 높은 환율 변동성 등과 관련한 리스크가 여전한 상황 - 향후 통화정책은 ~~금리인하 기능성을 열어두되~~ 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것

Source: 한국은행, 다올투자증권

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.