MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2026.2.13

[채권]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

Fixed Income Issue

국내 통화정책과 금리 레벨 점검

- 한은 관계자, 최근 시장 금리 레벨이 과도하다고 평가. 반도체 외 수출 정체, 구매력 높은 핵심 연령 고용 창출 제한, 높은 지방 부동산 미분양 물량 등은 K자형 경기를 시사
- K자형 경기 장기화될 경우 GDP갭 상승세가 제한되고, 인플레 압력도 크지 않음. 상반기 GDP갭 축소 예상되나 반도체 제외하면 한국 경기 반등을 견인할 요인이 부족
- GDP갭 상승이 금리 인상의 근거가 되기 어렵고, 금리 인하 기대는 회복될 전망. 단, 2월 금통위와 WGBI 편입 여부 확인되기 전까지 듀레이션 중립 대응 전략을 유지

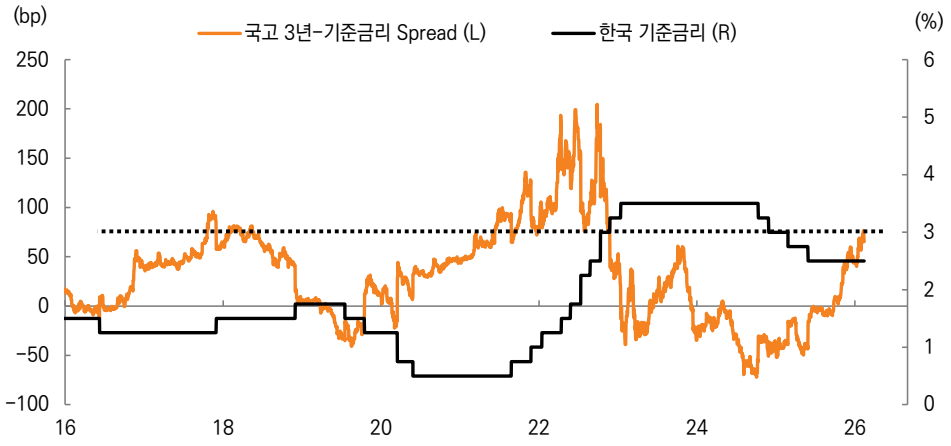
한은, 현재 금리 레벨 높다고 평가

2/12일 한은 금융시장국장은 현재 기준금리를 감안하면 국고 3년 금리가 다소 높은 수준이라고 평가했다. 동 발언이 나오자 국고채 3년 금리는 3.1%대로 빠르게 하락했다. 현재 국고 3년 금리와 기준금리 스프레드는 65bp로 2차례 정도의 금리 인상을 선반영하고 있다(그림1).

이날 한은 관계자 발언에서 주목할 점은 경기나 물가 수준이 지금의 한은 물가 목표나 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는다고 평가했다는 점이다. 잠재성장률은 2% 또는 2%를 하회하는 레벨로 판단했다. 시장은 올해 2% 내외의 성장률을 예상하고 있다. 2월 금통위에서는 성장률 전망치를 기존 전망(+1.8% YoY) 대비 1.9% 정도로 소폭 상향 조정할 가능성이 높다. 전망치가 상향 조정되더라도 올해 성장률은 대략 잠재성장률에 해당한다.

금통위가 경기의 상방 리스크가 커졌다고 평가하며 연초 채권 약세가 심화됐다. 향후 통화정책 방향과 함께 현재 금리 레벨의 적정 여부를 점검했다.

그림 1. 기준금리와의 스프레드 확대 후 소폭 되돌림



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

K자형 경기를 시사하는 지표들

1) 반도체 제외 수출 정체 장기화

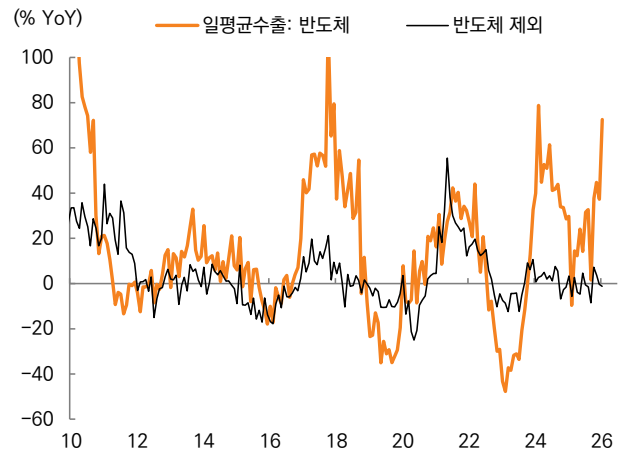
한은 총재도 신년사에서 지적했듯, 최근 한국 경제는 K자형 양극화로 정리할 수 있다. 이를 보여주는 반도체와 비반도체 수출, 취업시장의 양극화, 수도권과 지방 부동산 경기를 비교했다.

총수출 증가율은 월간 조업일수에 따라 다소 왜곡될 수 있기 때문에 일평균 수출 금액으로 반도체와 반도체 제외 수출 증가율을 비교했다(그림2). 반도체 수출은 일평균 기준으로도 1월 전년대비 72%로 큰 폭 증가했다. 반면, 반도체를 제외한 수출은 작년 12월에 이어 1월에도 전년대비 감소세가 유지됐다. 팬데믹 기간을 지나며 반도체 제외 품목의 수출은 2022년부터 대체로 정체됐다.

2000년대와 2010년대 초중반, 팬데믹 직후만 해도 글로벌 경기가 회복되는 국면에서 비반도체 수출은 견고하게 증가했다. 비반도체 업종도 반도체와 비슷한 수출 실적을 나타냈다는 의미다. 그러나 지금은 반도체를 제외하면 수출 경쟁력이 약화됐고, 중국과의 경쟁도 심화됐다. 미국의 관세 인상도 반도체 제외 수출 회복을 제한하고 있다.

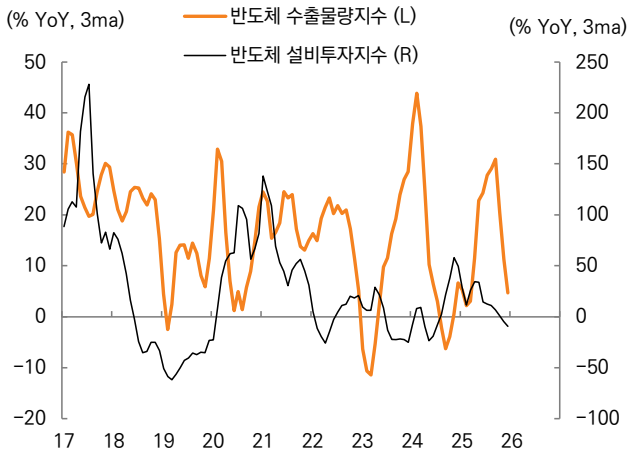
반도체 가격 급등은 반도체 수출 증가를 견인하고 있는 반면, 수출물량지수는 둔화 중이다(그림3). 반도체는 비교적 국내 고용에 미치는 긍정적인 파급효과가 제한적이며 수출 물량 증가세는 완만해지고 있어 설비투자 회복도 제한됐다. 반도체 수출 호조를 근거로 전체 경기를 낙관적으로 평가하기는 어렵다고 본다.

그림 2. 반도체 제외 일평균 수출 정체



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 반도체 수출물량 둔화, 설비투자 감소



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2) 취업자 수 양극화, 낮아진 명목임금

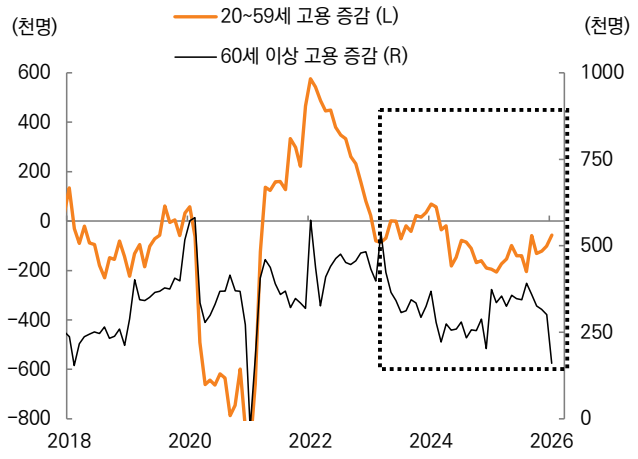
연령대 및 업종별로 고용시장의 양극화도 뚜렷하게 나타나고 있다. 소비성향이 비교적 낮은 60세 이상에서는 일자리 전년대비 증가하고 있는 반면, 20~59세 일자리는 2024년부터 2년 간 감소 중이다(그림4). 최근에는 60세 이상 취업자 수 증가 폭도 둔화됐다.

반도체 경기 호조에도 불구하고 제조업 부문 취업자가 전년대비 감소 중이며 건설업 고용도 부진하다. 대면 서비스업에 해당하는 숙박/식음료 서비스업은 작년 3Q 추경 효과를 통해 일자리가 일시적으로 전년대비 증가했지만 최근 다시 감소했다. 한국 고용시장 둔화는 소비 증가세가 지속되기 어렵다는 점을 시사한다. 내수 측면에서 인플레 상방 압력은 제한적이라고 본다.

2024년을 기준으로 2025년까지의 명목임금 추이를 살펴보면 전체 업종의 평균 임금은 오히려 24년 대비 하락했다(그림5). 대부분의 업종에서 임금이 줄었는데 특히 광업, 제조업, 전기/가스/수도처리, 교육서비스, 도소매 업종에서의 임금이 2025년 들어 크게 하락했다.

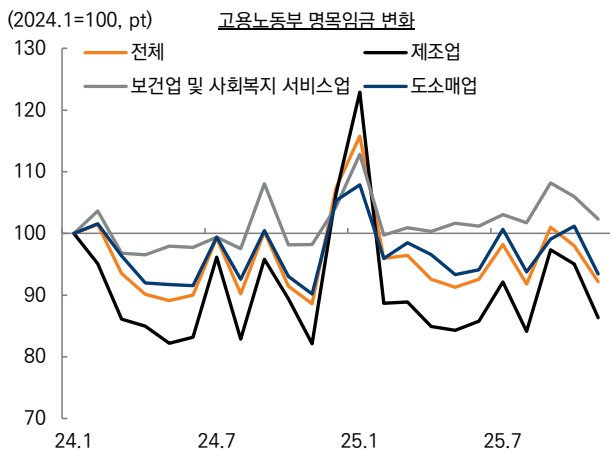
보건/사회 복지 서비스업종은 유일하게 취업자 수가 꾸준히 증가하는 업종이다. 동 업종은 임금이 완만하게 상승하고 있지만, 한국 고용시장에서 가장 많은 고용을 창출하는 제조업과 도소매업의 임금이 대체로 감소하고 있는 점이 문제다. 임금과 노동시장은 소비를 지탱하는 요인이기 때문에 고용시장 둔화로 평균 임금 수준도 함께 낮아지며 내수 둔화 압력으로 작용할 전망이다.

그림 4. 60세 이상 고용만 전년대비 늘어남



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 대부분의 업종에서 명목임금 수준 낮아짐



자료: 고용노동부, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

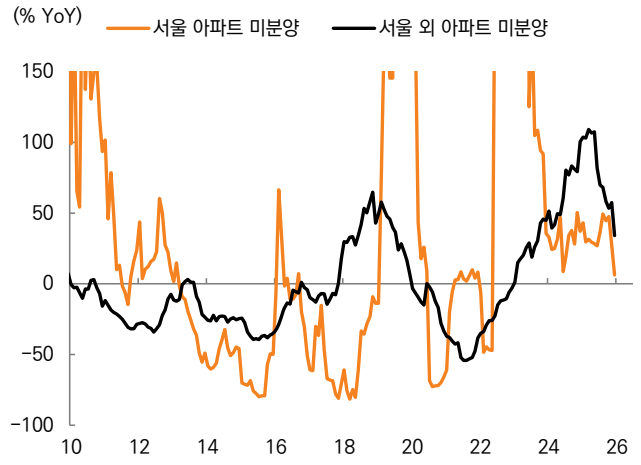
3) 수도권 외 부동산시장 부진

서울 주요 지역과 지방 부동산 가격도 양극화가 지속되고 있다. 부동산 PF 구조조정 등의 효과로 서울 외 지역에서 아파트 미분양 건수 증가율이 둔화되고 있지만 아직 두 자릿 수 증가율을 기록 중이다(그림6).

한은 총재는 선호도가 높은 강남 지역의 집값에 주목하겠다고 밝혔다. 최근 고가주택에 대한 강력한 규제로 인해 강남의 집값 상승률은 다소 둔화됐다. 서울 안에서는 강남 외 지역의 집값 상승세가 높아지고 있다(그림7). 반면, 서울 외 지역의 높은 아파트 미분양 건수는 지방 주택경기 회복을 제한하는 요인이다. 서울 미분양은 견고한 수요 등에 빠르게 해소되는 반면, 지방 주택시장 부진은 장기화되고 있다.

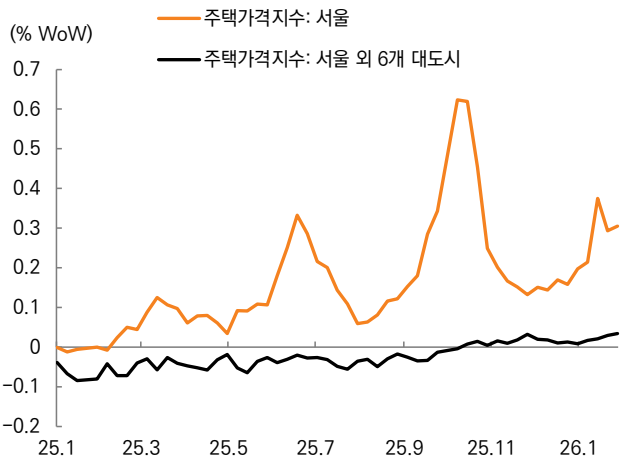
미분양이 감소하면서 건설수주가 증가했기 때문에 이번 국면에서도 건설경기는 점진적으로 회복될 전망이다(그림8). 그러나 지방 주택시장 미분양 건수 물량이 여전히 큰 규모를 유지하고 있다 보니 건설수주 및 건설기성 등 건설지표 회복은 더디게 이뤄질 가능성이 높다.

그림 6. 아직 높은 서울 외 아파트 미분양 건수 증가율



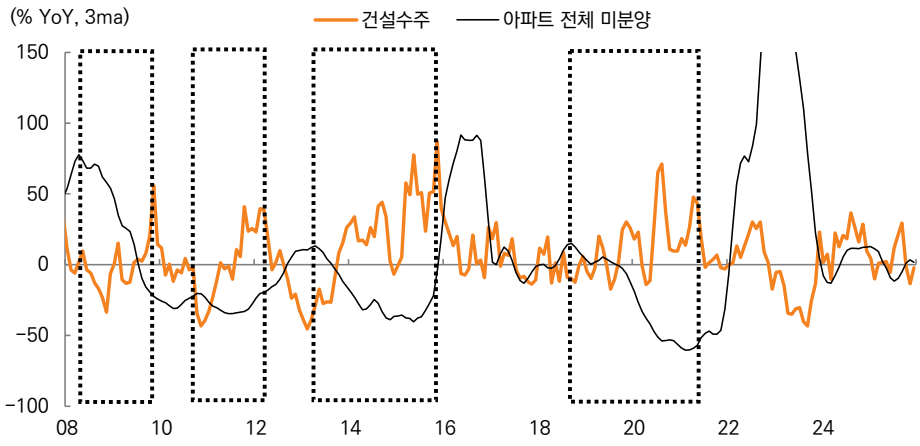
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 서울과 서울 외 지역 주택가격 양극화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 미분양 물량 증가율 둔화되며 건설수주 회복



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

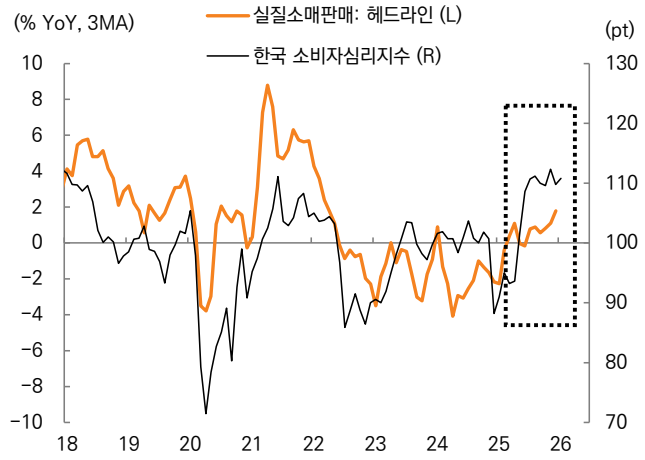
GDP갭, 인플레이션, 통화정책의 관계

1) GDP갭 반등이 지속되기 어렵다고 판단

한은을 비롯한 주요 기관의 올해 한국 잠재성장률 추정치는 1.8~2.0%에 위치한다. 작년 3Q 추경 효과로 인해 GDP갭의 (-) 폭이 축소된 뒤 4Q에는 다시 -0.4%p까지 하락했다. 당사는 올해 한국 실질GDP 성장률을 2.0% 내외로 예상한다.

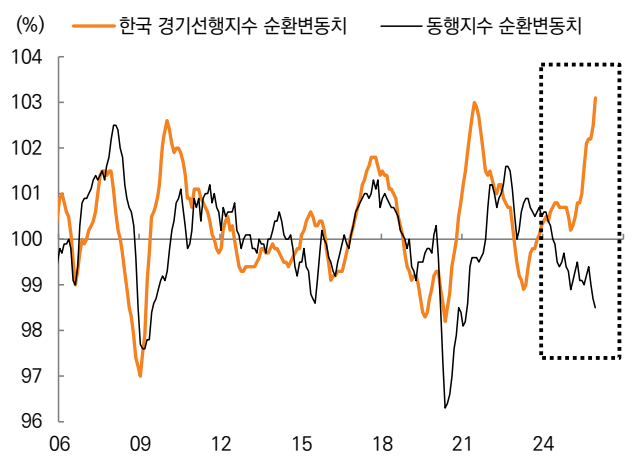
국내 증시 호조 등에 최근 소비자심리지수가 개선됐다(그림9). 2/10일까지 반도체 수출도 높은 증가세를 기록 중이다. 올해 반도체 기업의 영업이익 증가 기대, 정부의 코스닥 활성화 정책 등에 당분간 국내 증시에 우호적인 환경이 예상된다. 소비심리가 소매판매에 선행하는 특징을 고려하면 상반기 민간소비는 대체로 견고할 전망이다. 반도체 수출 호조와 민간소비 증가세에 상반기 GDP갭은 반등할 가능성이 높다.

그림 9. 소비심리 개선, 소매판매 증가 시사



자료: CEIC, 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 경기선행과 동행지수 디커플링 심화



자료: CEIC, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그렇지만 GDP갭의 상승 추세가 지속될 가능성은 제한적이라고 판단한다. 선행지수 상승세에도 불구하고 동행지수는 계속 하락 중이다. 심리지수 개선에도 불구하고 실물 경기의 모멘텀이 낮다는 점을 시사한다(그림10).

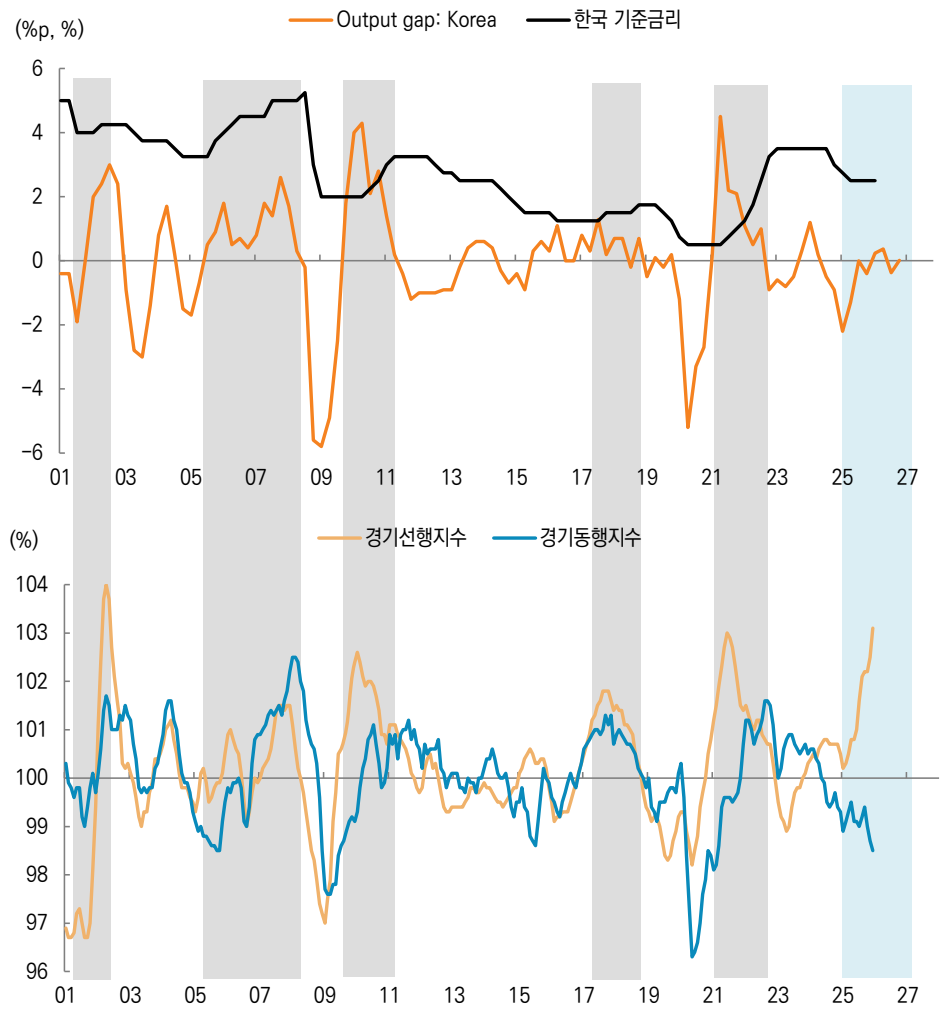
동행지수 구성요소로는 광공업생산, 서비스업생산, 건설기성, 소매판매, 내수출하지수, 수입, 고용이 포함된다. 추경과 소비심리 개선에 힘입어 서비스업 생산은 증가했지만 광공업생산 회복이 제한되면서 서비스 부문 생산 증가 효과를 일부 상쇄했다. 반도체 공급이 원활하지 못해 반도체 생산 지표는 소폭 둔화됐다.

IT를 제외한 부문에서 수출이 장기간 정체됐기 때문에 반도체 외 업종의 생산 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 건설경기 하방 압력에 따른 건설기성 항목 부진, 비농업 고용 둔화도 동행지수 하락 요인이다.

과거 GDP갭이 상승하던 구간과 현재를 비교하면 차이점이 더 뚜렷하다(그림11). GDP갭 상승으로 한은이 금리 인상을 단행했던 구간을 회색 음영으로 표시했다. 선행지수가 먼저 상승한 다음 1~2개월 뒤에 동행지수 반등이 확인됐다. 이때 GDP갭도 (+)로 전환되면서 증가폭이 확대됐고 금리 인상을 초래했다. 지금은 소비심리가 개선됐지만 양질의 고용 창출이 부재하고 있어 소비가 지속적으로 견고한 증가세를 보이기는 어렵다고 판단한다.

GDP갭의 흐름은 한국은행이 금리 동결을 이어간 뒤 재차 인하 기조로 전환될 가능성이 높다고 판단하는 이유다. 1월 금통위 의사록을 참고하면 일부 금통위원도 GDP갭의 (-) 흐름이 상당 기간 지속될 것이라고 평가했다.

그림 11. 동행지수 반등 제한, GDP갭 상승하던 국면과 다름



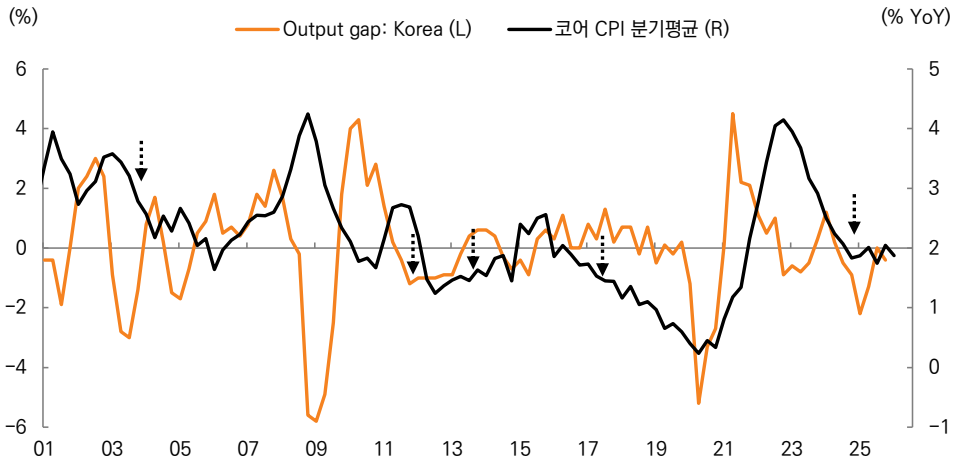
자료: 한국은행, 통계청, OECD, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2) 고환율에도 인플레 압력 크지 않음

한국의 인플레 상승 압력이 크지 않다는 점도 동결 후 통화정책 기조 전환 가능성을 낮게 보는 이유다. GDP갭이 (-)를 기록한 국면이나 GDP갭이 (+)로 전환되더라도 상승률이 크지 않았을 때 코어 인플레 상승 압력은 제한됐다(그림12). 헤드라인 인플레도 비슷한 흐름이다. GDP갭이 낮아지는 구간에서 인플레는 대체로 후행하며 둔화됐다.

고환율로 인해 올해 1월 농산물, 식품 가격이 상승했고 서비스 물가도 상승했다. 달러환율 상승은 수입물가지수 상승을 견인하면서 헤드라인 인플레 상승 압력으로 작용할 수 있다. 그러나 GDP갭 상승폭이 제한될 가능성이 높기 때문에 올해 인플레는 2%대에서 등락할 전망이다. 내수 경기가 인플레 상승을 견인할 정도로 강하지 않은 점은 금리 인하 기대를 점차 회복시킬 요인이다.

그림 12. GDP갭 낮을 때 코어 인플레 상승 압력 크지 않음



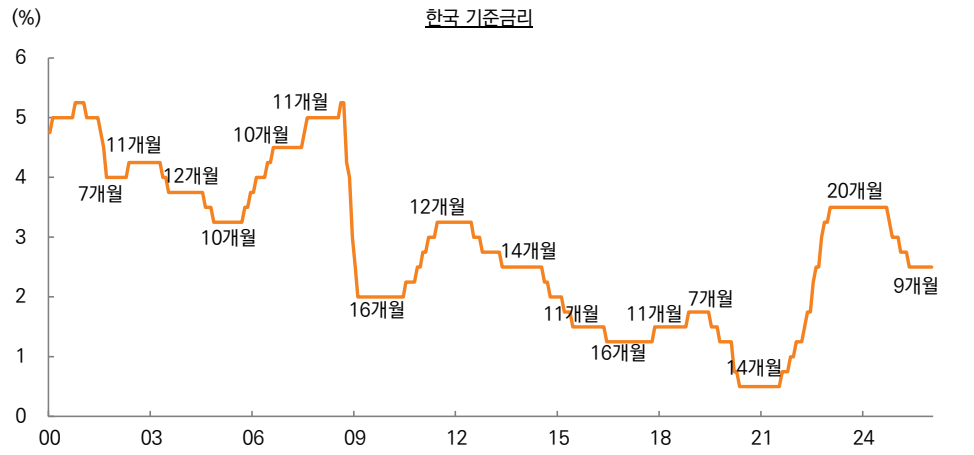
자료: 한국은행, OECD, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

3) GDP갭 축소는 인상의 근거가 되기 어려움

향후 통화정책 방향성을 판단하기 위해 과거 한국은행 통화정책도 참고했다. 2000년 이후 6개월 이상 금리를 동결했던 구간은 총 16번이다(그림13). 이 중에서 2008년 금융위기 이후, 2013~14년, 2016~17년, 팬데믹 직후 2020~21년과 2023~24년의 5번을 제외하면 금리 동결 기간은 7~12개월에서 분포한다. 지금은 9개월째 2.50%에서 금리 동결 기조가 이어지고 있다.

1년 이상 금리가 동결됐을 때는 2013~14년을 제외하면 4번 모두 통화정책 기조 전환이 나타났다. 다만, 금리 인상으로 전환했던 2010년, 2017년 하반기, 2021년 상반기에는 저금리 기조가 장기화되면서 통화정책 추가 완화 여력이 제한적이었고, 금리 인상 직전 경기 흐름도 뚜렷하게 개선됐다.

그림 13. 한국의 금리 동결 구간은 대체로 7~12개월 내 분포



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

총재는 현재 금리 수준을 중립에 가깝다고 평가했다. 경기 하방 압력이 높아질 경우 한은이 중립 이하로 기준금리를 추가 인하할 수 있는 여력이 확보돼 있다. 앞서 논의한대로 건설 경기 부진과 설비투자 회복 제한, 일시적인 추경 효과, 비IT 부문 경기 부진 등은 GDP갭의 꾸준한 반등을 제한할 전망이다. 올해 금리 동결 구간이 끝난 뒤 한은이 금리 인하 기조를 이어갈 가능성이 여전히 높다고 본다.

하반기 금리 인하 기대는 점차 회복될 전망이다. 따라서 2차례 정도의 금리 인상을 프라이싱하는 시장 금리 레벨은 과도하다는 판단이다. 연내 추경 규모가 변수지만 적어도 상반기 중에는 경기 부양을 위한 대규모 추경의 필요성은 약화되고 있다. 법인세 증가로 인해 추경 재원 조달에 필요한 적자국채 발행 부담도 완화됐다.

2월 금통위(2/26)는 금리 동결과 함께 성장률은 1.9%, 헤드라인 CPI는 2.1% 수준으로 상향 조정이 예상된다. 포워드 가이던스는 3개월 내 금리 동결을 예상하는 위원들의 숫자가 인하보다 우세하게 유지될 것이다. 전체적으로 1월 금통위와 비슷하게 한동안 금리 동결 기조가 이어질 것이라는 입장이 반복될 전망이다.

한은 총재는 K자형 경기를 금리 정책으로 대응하기 어렵다고 발언했다. 그러나 반도체를 제외하면 한국 경제 반등을 견인할 요인들이 적고 구조적으로 제조업 경쟁력이 약화되고 있다. GDP갭 축소가 금리 인상의 근거가 되기 어렵다고 판단된다. GDP갭 상승세가 제한될 경우 한은은 금리 인하를 단행했던 경험이 있다. 금리 추가 상승 여력은 제한적이나, 2월 금통위와 WGBI 4월 편입 여부 등을 확인하기 전까지 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.