



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com  
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 28일 | Global Asset Research

# BondView

## [11월 금통위 Review] 10월에 못한 Super Dovish 기조 전환

### 통화정책 결정에 '성장'이 최우선. 인하속도 결정에 '신중히' 삭제

11월 금통위는 기준금리를 연 3.00%로 깜짝 인하했다. 10월 첫 인하에 이어 연속 인하 결정이다. 10월 포워드가이드에서 5명의 위원이 동결을 주장했는데, 11월에 깜짝 인하를 결정한 배경은 바로 경기 둔화 우려가 기존 전망 대비 커졌기 때문이다. 통방문에도 경기 하방리스크 완화를 기재했다.

실제로 한국은행은 올해 성장을 전망치를 2.4% → 2.2%로, 내년 성장을 전망치는 2.1% → 1.9%로 각각 하향조정했다. 내후년 성장률도 내년보다 낮은 1.8%로 전망했다. 또한, 내수가 아닌 수출을 성장을 하향조정 이유로 제시했다. 3분기 성장을 부진 때 확인한 수출물량 감소가 일시적이 아닌 경쟁력 약화에 따른 구조적 문제라 인식했고, 미 대선 결과가 Red Sweep으로 결정되자 불확실성이 더 커졌다고 판단했기 때문이다.

더불어 물가상승률 전망치도 올해 2.5% → 2.3%, 내년 2.1% → 1.9%로 모두 하향조정했고, 내후년 물가도 1.9%로 제시했다 (헤드라인 기준). 즉, 10~11월 통방문을 비교해보면 물가에 대해 자신감을 유지했고, 금융안정 측면에서도 정부와의 공조를 통해 한시름 놓았다는 인식을 확인할 수 있었다. 단, 성장, 그 중에서도 내수는 완만한 회복을 예상하나 수출 전망이 기존 대비 상당 폭 낮아질 것을 우려해 기준금리를 인하한 것이다.

하나증권은 이번 11월 금통위를 기본 시나리오로 제시한 비둘기 동결이 아닌 대안 시나리오, Super Dovish에 가깝다고 판단한다. 그 이유는 향후 인하속도 결정 문구에서 '신중히'를 삭제하면서 내년 1분기 추가 인하 가능성을 열어 뒀기 때문이다.

만약 깜짝 인하를 하면서 추가 인하를 시사하지 않았다면 현 시점에 금리를 인하할 만큼 성장 둔화 우려가 큰 것인가에 대해 혼선을 야기할 수 있었기 때문이다.

### 시장에게 받아들여지지 않은 중립 기어

물론 한국은행은 이번 인하 결정이 정말 어려웠음을 여러 방면으로 피력했다. 우선 동결 소수 의견이 2명이나 개진됐고 (장용성 위원, 유상대 위원), 포워드가이드에서도 3:3으로 동결과 인하에 무게중심을 잡았기 때문이다. 또한, 여전히 환율 상승을 리스크로 제시했다.

하지만 최소 당일 채권시장에는 어떠한 제동 장치도 영향을 미치지 못했다. 트럼프 트레이드 우려에도 물가에 대해서는 공급측 상방압력 완화와 수요측 압력 또한 크지 않을 것이라 판단했고, 환율 변동성 확대 시 정부 및 국민연금과의 공조로 대응 의지를 보여줬기 때문이다.

실제로 달러원 환율은 내외 금리차 확대에도 이론대로 움직이지 않았다. 하나증권은 성장둔화 국면에서는 금리인하가 자국 통화 절하를 일정 부분 막아줄 수 있는 조치라 판단한다. 나아가 총재는 기조전환의 근거로 실질금리를 우회적으로 10월에 이어 다시 한번 언급했다.

## 내년 2월 추가 인하 전망

하나증권은 실질금리를 활용해 내년 한국 기준금리를 2.25%로 전망했다. 그리고 실질금리와 물가, 건설투자 경로 등을 감안할 때 하반기보다 상반기에 집중될 것이라 예상했다. 나아가 2.25% 기준금리 추정 근거로 1) 국내 GDP가 전기비 역성장 했을 당시 인하 횟수 (4~6회), 2) 가산금리 버퍼 (100bp 가량)를 제시했다. 이 경우 국고 3년, 10년 금리 하단은 2.4%와 2.6%까지 낮출 것으로 판단한다.

즉, 중립금리까지 인하 룬이 남아있고, 속도 조절을 시사하는 ‘신중히’ 단어 삭제까지 고려하면 내년 1분기 추가 인하가 적절하다. 단, 내년 1월 금통위 개최일이 16일인 만큼 4분기 성장을 확인이 불가능하고, 트럼프 취임 전인 만큼 2월이 적절하다는 판단이다.

## 단, 시장은 잠시 차분해질 필요

다만, 이번 Super Dovish 시나리오 발생 시 1차 하단으로 제시한 국고 3년 2.6% 초반과 10년 2.8% 초반까지 단숨에 내려온 만큼 내년 먹거리에 대한 고민도 동반될 필요가 있겠다. 만약 1분기에 2차례 인하가 없다면 내년 2월에야 기준금리는 2.75%가 된다.

첫째, 12/3일에 개최되는 KTB 컨퍼런스에서 내년도 국발계와 비중 확인이 필요. 원화 외평채 발행까지 감안한 공급 확대는 낮은 금리 레벨에 부담으로 작용 불가피

둘째, 12/6일에 발표되는 미국 11월 고용보고서에 대한 불확실성. 만약 서프라이즈로 발표될 경우 미국 채권시장과의 디커플링 흐름에 제동 예상. 포워드가이던스는 언제나 변할 수 있음. 만약 11월 고용 확인 이후 12월 FOMC 동결 전망이 우세해지면 환율을 다시 최우선 순위로 변경할 수 있기 때문

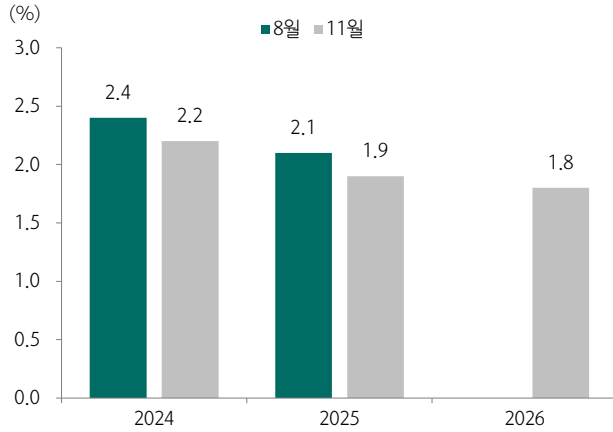
셋째, 금리인하의 숨은 조력자였던 가산금리의 추가 인상 여력에 대한 불확실성. 금리 인하 시 가산금리를 높이더라도 대출 금리를 꾸준히 상향 유지하기엔 정책적인 어려움도 감안할 필요

넷째, 내년 추경 가능성. 이는 성장을 전망에 대한 변화를 야기할 수 있음

다섯째, 내년 초에 확인되는 12월 미국 헤드라인 CPI의 3% 상회 가능성

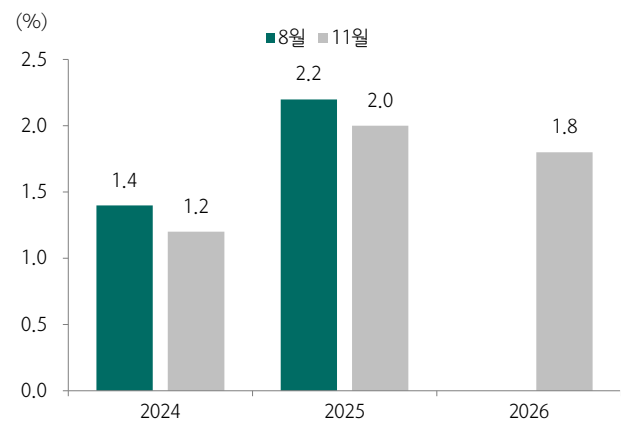
물론 하나증권은 내년 국발계 비중 조정 시 단기물이 상대적인 수혜를 받을 수 있고, 11월 미 고용보고서도 예상보다 부진할 것으로 전망하고 있다. 그럼에도 차분함을 강조하는 이유는 2.25%를 내년 최종금리로 가정하고 추정한 적정금리 하단까지 추가 하락 룬이 약 20bp 밖에 남아 있지 않았기 때문이다.

도표 1. 한국은행 경제성장을 전망 변화



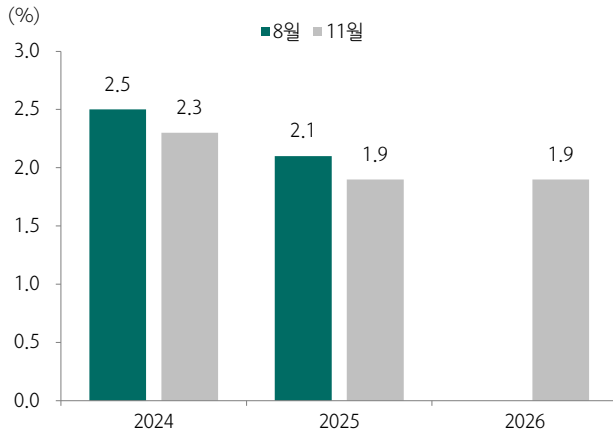
자료: 한국은행, 하나증권

도표 2. 한국은행 민간소비 성장을 전망 변화



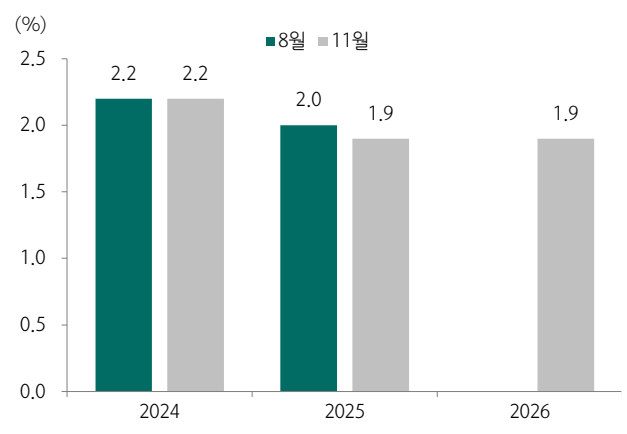
자료: 한국은행, 하나증권

도표 3. 한국은행 헤드라인 물가상승률 전망 변화



자료: 한국은행, 하나증권

도표 4. 한국은행 근원 물가상승률 전망 변화



자료: 한국은행, 하나증권

도표 5. 가계대출 가산금리



자료: 한국은행, 하나증권

주: 가산금리는 10월까지 수치

