

11월 금통위

2%대 기준금리는 선택 아닌 필수

Monetary Policy

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

Check Point

한은, 매우 도비시한 기준금리 25bp 인하 결정. 성장률, 물가 전망치 전부 하향조정했으며 내년 초 추가인하 가능성 열어 둔 것으로 평가

성장률 1% 시대 도래. 2%대 기준금리는 선택 아닌 필수. 25년 최종 정책금리 2.25% 기존 전망 유지

이미 2.6%대까지 하락한 국고3년, 단 내년 최종 정책금리 레벨 고려하면 역캐리 장기화 지속 예상. 3/10년 스프레드 15bp 이상에서는 10년물 매수 필요

한은, 매우 도비시한 기준금리 25bp 인하 결정. 성장률, 물가 전망치 전부 하향조정했으며 내년 초 추가인하 가능성 열어 둔 것으로 평가

11월 금통위 결과 한은은 기준금리를 현행 3.25%에서 25bp 인하한 3.00%로 결정했다. 이번 결정은 4명의 금통위원이 인하의견, 2명 금통위원이(장용성, 유상대) 동결 의견을 개진했다. 10월에 이어 11월 연속 인하결정의 주요 배경은 1)물가 상승률 안정세, 2)가계부채 증가세 둔화, 3)성장 하방리스크 확대, 4)그 외 미국 대선 결과 등으로 요약된다. 한편 이창용 총재의 기자회견에서 주목해볼 포인트는 1)25년 성장률 전망치 1.9%는 잠재성장률을 하회하는 수준, 2)이번 인하 결정은 보험성 인하성격과 본격적 인하 사이클 진입 성격을 모두 포함, 3)이번 인하사이클에서 우선 한은은 기준금리를 종립금리 수준까지 인하할 것이며 종립금리 이하로 진입 여부는 상황에 따라 달라질 것, 4)통방문에서 '신중히'라는 단어를 삭제하며 물가와 부동산 등 금융안정에 대한 불안이 이전대비 완화되었음을 시사, 5)3개월 포워드 가이드스 결과 인하가능성 3명, 동결가능성 3명으로 변화 등으로 요약된다. 종합해보면 지난 10월 금통위가 '매파적 인하' 결정이었다면 이번 11월 금통위는 '매우 비둘기파적 인하' 라고 볼 수 있다. 또한 한은은 내년 상반기까지 기준금리 인하에 속도를 낼 수 있음을 뜻하며 상황에 따라 종립금리 이하까지도 완화 강도를 높여갈 수 있음을 시사한 것으로 판단된다.

성장률 1% 시대 도래. 2%대 기준금리는 선택 아닌 필수. 25년 최종 정책금리 2.25% 기존 전망 유지

이번 11월 금통위의 핵심은 국내 성장률이 2년 연속(25년 1.9%, 26년 1.8%) 1%대를 기록할 수 있다는 한은의 공식전망이다. 또한 내년 1.9%라는 성장률 전망치를 제시했으나 내년 재정과 통화정책간 공조가 적극적으로 진행되지 않을 경우 경기주체가 체감하는 성장률 레벨은 1% 중반 수준까지 떨어질 수 있고, 내년 상반기(2월, 5월) 추가 하향 조정 역시 현실화될 수 있다. 미국의 관세정책으로 인한 수출 감소 영향뿐만 아니라 대내적으로 내년 재정여건이 녹록치 않다는 점도 큰 문제이며 고령화에 따른 중장기 재정수요를 감안하면 정부가 현재의 건전재정 기조 고수에 변화를 줄 가능성도 제한적이다. 내년 예산안 증가율은 3%대에 불과해 장기평균치 6%를 크게 하회하고 있으며, 예산 증액분 역시 SOC나 R&D 지출보다는 보건복지, 교육 등 재정의 승수효과가 낮은 항목 위주로 구성되어 있다는 한계점도 생각해볼 이슈다. 결국 재정지출 확대 여력이 낮다면, 내년 성장률 둔화에 대한 직접적 타개책 중 하나는 한은의 적극적인 금리인하 행보 밖에 없을 것이다. 이번 인하 결정 역시 이런 점이 상당부분 반영된 것으로 판단된다. 2000년 이후 국내 성장률과 물가, 그리고 기준금리와의 관계를 살펴보면 성장률과 물가가 2%를 하회하는 시기는 곧 재정이나 통화정책이 부양에 충실해야 하는 시기와 일치했다. 실제로 적극적 재정정책과 완화적 통화정책(금리인하)이 수반되며 경기 하방리스크 방어에 힘을 쏟았다. 과거와 달리 내년 재정지출에 대한 큰 여력이 없다면, 결국 내년 한은의 적극적인 완화정책은 필수적이며 2%대 기준금리 역시 불가피하다는 판단이다. 따라서 당사는 한은의 차기 금리인하 경로에 대해 25년 1분기 추가 금리인하 시행(25bp), 이후 2Q 50bp 인하가 단계적으로 진행되며 25년 최종 기준금리 2.25% 예상한다. 또한 하반기 경기회복 속도가 미진할 경우 물가 등 대내외 상황에 따라 기준금리 수준이 2.00%까지 인하될 수 있다는 기존 전망을 유지한다.

이미 2.6%대까지 하락한 국고3년, 단 내년 최종 정책금리 레벨 고려하면 역캐리 장기화 지속 예상. 3/10년 스프레드 15bp 이상에서는 10년물 매수 필요

한은의 예상 밖 인하 결정과 성장률, 물가 전망치의 큰 폭 하향조정으로 국내 채권시장 역시 초강세장이 형성됐다. 국고3년은 2.6%대로 레벨다운을 시도했고, 10년물도 2.80%대 초반으로 하락하는 흐름을 보였다. 인하 결정으로 기준금리가 3%대로 내려왔음에도 불구하고 국고와 기준금리간 격차는 전날 -50bp에서 금일 -34.6bp(금통위 직후 장내호가 기준)로 크게 조정되지 않는 흐름을 보였다. 23년 12월 이후 거의 1년간 역캐리장이 지속되고 있으나, 내년 최종정책금리 레벨에 대한 시장 기대감이 2%대 초중반에 형성되어 있어 역캐리 장기화 가능성은 여전히 유효하다는 판단이다. 한편 기준금리 인하 결정으로 3/10년간 스프레드는 16bp대로 다시 확대됐다. 금리인하가 초반에 발생하는 전형적인 볼스텝장이 11월 후반이후 다시 강화되는 추세다. 다만 내년과 내후년 성장률에 대한 전망치가 연속적으로 낮아지고 있고 물가 역시 크게 다르지 않다. 대내외적 상황을 고려할 때 성장의 상방재료보다는 하방 리스크의 재료가 더 강해질 수 있는 점에서 장기구간 매력도 역시 시간이 지날수록 높아질 수밖에 없을 것이다. 잠재성장률을 하회하는 25년, 26년 성장률 전망을 고려하면 장기구간의 상대적 매력도나 듀레이션 매력은 증가할 것으로 예상되며 투자관점에서 3/10년 커브 기준 15bp 상회시 10년물 매수 포인트로 판단한다.

표1. 한국은행 통화정책결정문 비교

구분	10월 통화정책결정문	11월 통화정책결정문	비고
금리결정	기준금리 25bp 인하하며 3.25%로 결정	기준금리 25bp 연속 인하하며 3.00%로 결정	
세계경제	미 연준의 금리인하 속도에 대한 기대 변화 중동지역 리스크, 중국 경기부양책 영향	미국 신정부의 경제정책 추진 양상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 중요	신정부 정책 추진 여파 확인 필요
국내경제	수출 증가세는 이어지나 내수 회복세는 더딘 모습 내수 회복 지연으로 8월 성장률 전망(금년 2.4%, 내년 2.1%)에 불확실성 커진 상황	내수 회복세 완만, 수출 증가세 둔화로 성장 흐름 약화 취업자수 증가규모 둔화 수출증가세 주력 업종에서 경쟁 심화, 보호 무역주의 강화 등으로 당초 예상보다 낮아질 것 올해 성장률 2.2%(기준 2.4%), 내년 성장률 1.9%(기준 2.1%)로 기존 전망치 하회	성장률 전망치 하향 조정
물가	물가 안정세 뚜렷. 8월 물가 전망(금년 2.5%, 내년 2.1%) 중 금년 전망치 소폭 하회할 것으로 예상	국제유가 하락, 낮은 수요 압력 등으로 물가 안정세 지속 올해 물가 2.3%(기준 2.5%), 내년 1.9%(기준 2.1%)로 기존 전망치 하회 근원물가도 내년 1.9%(기준 2.0%)로 하향	헤드라인, 근원물가 하향 조정
금융시장	장기 국고채 금리 변동성 확대. 주택시장은 수도권에서 가격 상승세 둔화, 거래량 축소 발행. 지방은 부진 지속. 가계대출 증가규모도 상당 폭 축소	국고채 금리, 미국 국채금리와 차별화된 움직임을 보이며 하락 가계대출, 거시건전성정책의 영향으로 주택관련 대출을 중심으로 둔화추세 이어나갈 것	금융안정 부담감 일부 해소
정책운용	성장 전망경로 불확실성 증대. 수도권 주택가격과 가계부채 증가세가 거시건전성정책 강화 영향으로 점차 둔화. 단 기준금리 인하가 가계부채에 미치는 영향은 유의할 필요 앞으로의 인하 속도 등을 신중히 결정할 것	물가상승률 안정, 성장경로의 불확실성 높아짐 환율이 높은 변동성을 나타낼 가능성 유의 금리인하가 물가, 성장, 가계부채, 환율 등에 미치는 영향 점검하며 앞으로의 인하 속도 결정할 것	'신중히' 문구 삭제

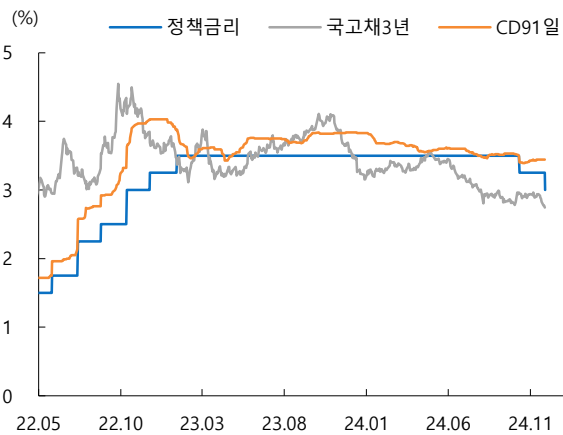
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

표2. 11월 금통위 기자회견담회 주요 질문/답변

주요 기자 질문	이창용 한은 총재 답변
금리결정 관련	3개월 포워드 가이던스: 3명 3개월 내 금리 유지, 3명 금리인하 가능성 피력 동결 3명: 추가 금리인하 속도 고려하여 점진적인 금리인하 이어나가는 것에 동의 인하 3명: 성장 불확실성 확대된 만큼 추가 인하 가능성 열어놔야 함 이번 인하 결정은 보험성 인하성격과 본격적 인하 사이클 진입 성격을 모두 포함
가계부채/부동산가격	금융안정에 대한 불안 완화 8월 금리 동결함으로써 부동산가격 안정과 더불어 가계부채 문제 안정되었다고 판단 적어도 몇 개월 동안은 가계부채 안정세가 이어질 것으로 판단
성장률/내수	3분기 수출 증가세 크게 낮아졌으며 경쟁국가의 수출경쟁 심화되고 구조적인 요인이 크다고 판단 25bp 인하시 성장률 0.07%p 높일 것으로 전망하나 인하 속도와 강도 관련하여 그 영향 달라질 것 성장률 전망 하향으로 GDP 갭이 양으로 전환되는 시점은 늦춰진 것이 사실 잠재성장률이 빠른 속도로 떨어지고 있는 것도 사실
환율	환율 변동성을 염두에 두고 통화정책 운용하나 외환보유고도 충분하고 사용할 수 있는 수단이 충분 12월 국민연금과 외환스왑 액수 증가 논의 중

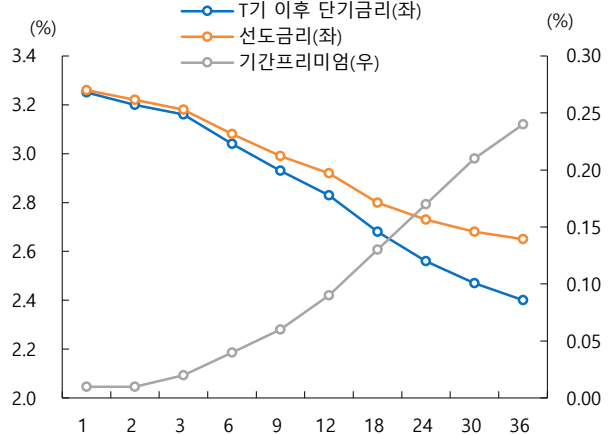
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림1. 한국 기준금리, CD91일 및 국고채 3년 금리 추이



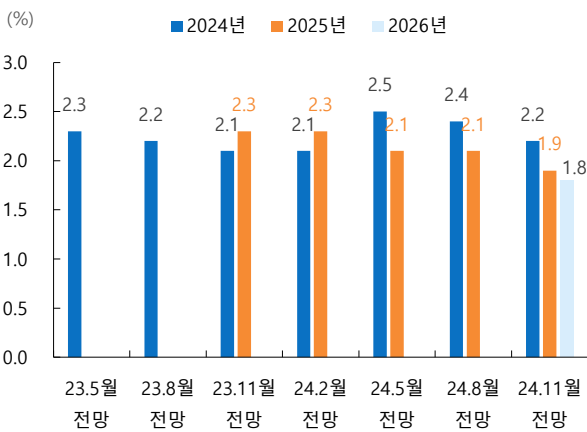
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 국고채 선도금리 현황



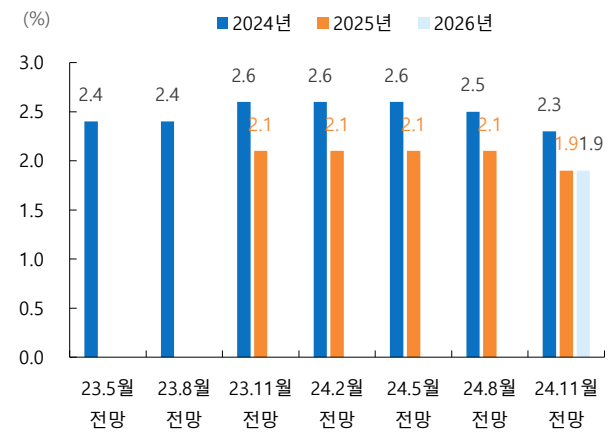
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 한국은행 성장률 전망치 추이



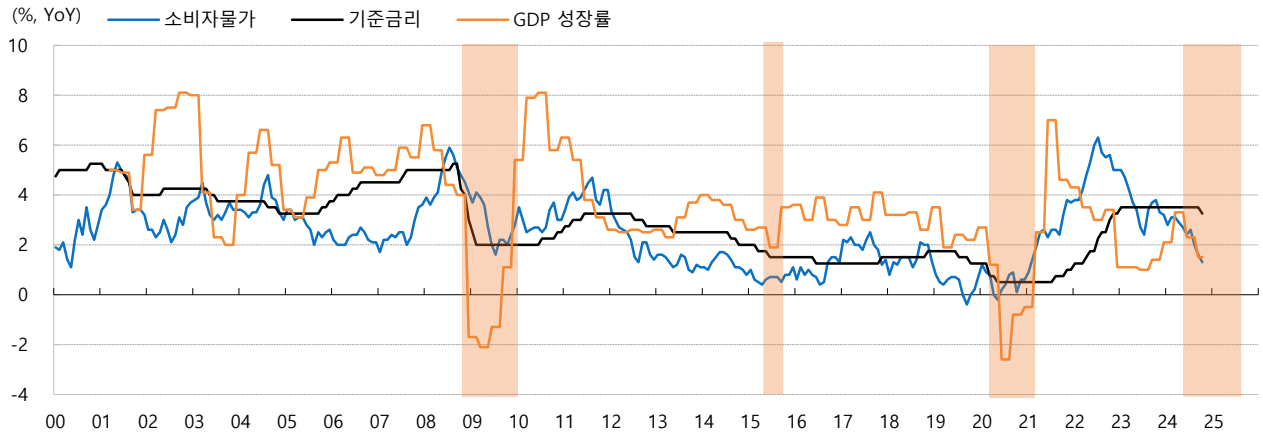
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림4. 한국은행 소비자물가 전망치 추이



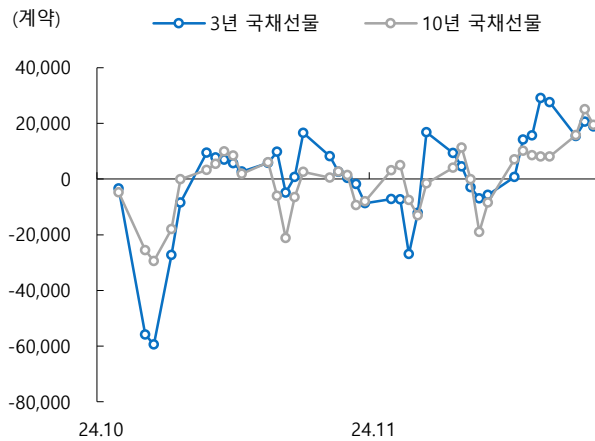
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림5. 성장률, 물가, 기준금리 추이: 성장률과 물가가 2%를 하회하는 시기는 곧 재정이나 통화정책이 부양에 충실해야 하는 시기. 재정을 쓸 수 없다면 한은의 적극적인 완화정책 결정이 필요. 2%대 기준금리는 필수적



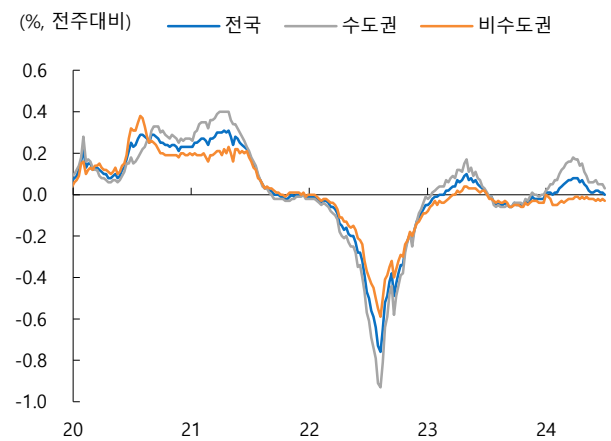
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림6. 외국인 국채선물 3년, 10년 누적순매수(10월이후) 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림7. 아파트 매매가격 상승률



자료: 한국부동산원, iM증권 리서치본부

그림8. 금통위(11/28) 장중 국고채 3년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림9. 금통위(11/28) 장중 국고채 10년물 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실, 이승재)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.