



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



1 월 금통위 Review: 그래도 한국은 인하 예정

Check Point

- 한국은행, 당사 예상과 달리 1 월 금융통화위원회에서 기준금리 3.00%로 동결. 경기 하방 위험 높아진 것은 맞으나, 환율 등 금융시장 변동성 확대와 미국 신행정부 정책 동향을 점검하는 차원에서 숨고르기로 금리 동결한 것. 인하 소수의견 1 명(신성환 위원)과 포워드 가이드(6 명 전원 3 개월 내 인하 가능성) 감안 2 월로 금리 인하 미뤄둔 것으로 봄.
- 이번 1 월만 놓고 보면 경기 하방 요인보다 금융안정과 물가에 초점을 둔 결정. 다만 한국은행의 경기 하방 리스크 확대 진단에는 변화가 없고, 오히려 가중되었음. 한은의 성장률 전망치 하향 조정 예고와 경기 하방 리스크 확대 진단, 여전히 금리 인하 사이클 속에 있다는 발언 등을 감안하면 1 월 금통위는 인하 단행 수준의 비둘기였음.
- 한국은행은 미 연준 및 신행정부의 정책 불확실성 등을 고려하면, 가파른 금리 인하보다는 신중하게 접근하는 것을 택할 것. 잠재성장률 이하의 성장률과 2% 이하 물가 수준이 예상된다는 점에서 한국은행은 기준금리를 2.25% 수준까지 낮출 것이라는 전망은 유지. 3 분기까지 매 분기 1 회 수준의 금리 인하로 인하 궤도 수정.

한국은행은 1 월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.00%로 동결 결정했다. 최근 국내 정치 이벤트로 경기 불확실성 요인이 높아졌음에도, 환율 변동성 확대에 따른 금융안정 요인과 대외 경제 정책 변화에 대한 점검 필요성 등을 근거로 추가 인하 보다는 동결을 택했다.

한국은행은 동결 결정을 내렸으나, 이는 매파적인 내용이 아니었으며, 오히려 비둘기적인 내용을 내비쳤다. 이번 동결 결정에는 신성환 위원이 인하를 주장하는 등 소수의견을 냈고, 포워드 가이드를 통해 6 명 위원 전원이 3 개월 내 인하 가능성이 있다고 의견을 냈다. 또한 성장 하방 리스크 요인이 증대해 대응 필요성이 높아졌다고 진단해, 통화정책방향문 문구를 통해 추가 인하의 시기와 정도를 조정하겠다고 주장했다.

한국은행은 지난 11 월에도 이미 성장률 전망치를 한차례 낮춘 바 있다. 당시 2025 년 성장률 전망치를 1.9%로 제시해 트럼프 정책으로 인한 성장 하방 위험으로 잠재성장률 이하의 성장세를 보일 것으로 예고했다. 그 이후 12 월 국내 정치 불안이 고조되면서 리스크가 가중되었으며, 이로 인해 추가 성장률 하향 조정을 시사했다. 2 월 성장률 하향 전망치 제시 전에 사전에 관련 자료도 발표하겠다고도 언급해 성장률 위험에 대해 초점을 맞추고 있다는 인식을 심어주었다.

지난 11 월부터 신중한 스탠스를 내려놓고 경기 부양에 초점을 맞추고 있으나, 이번 금통위에서는 미국 트럼프 행정부 정책을 확인할 필요가 있다는 인식과 함께 환율 변동성 확대에 대한 우려 부분을 고려한 것으로 보인다. 즉, 이번 동결 결정은 한국은행의 스탠스가 완전히 변화한 것이 아닌 2 월로 미뤄둔 것으로, 여전히 비둘기 성격을 띠고 있다고 판단한다.

한편 미국과 한국 모두 아직 금리 인하 사이클에 있다고 진단했다. 아직 미 연준의 동결기를 확신하기 어렵다는 점에서 한국은행은 추가 인하의 여력을 아직 확보하고 있다는 판단으로 해석된다. 이러한 인식 또한 한국은행의 2 월 인하 가능성을 지지하는 배경이다.

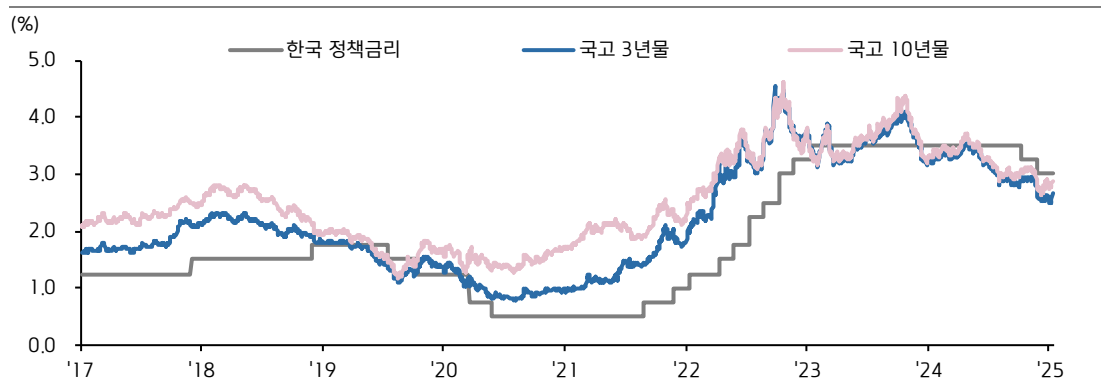
물론 1월 트럼프 취임 이후의 정책이 달러/원 환율 등 금융시장에 어떤 영향을 미치는가는 변수가 될 것이다. 트럼프 정책으로 인해 미 연준의 금리 인하 기대가 동결로 완전히 돌아선다면 한국은행의 추가 인하 여력은 악화될 가능성이 높기 때문이다. 특히 국제유가 등 상품 물가의 반등과 수입물가 상승은 금리 인하 여력을 낮추는 요인이다.

다만 전반적인 수요의 개선으로 인한 물가 반등이 아니라면 국내 근원물가 둔화 흐름이 크게 달라지지는 않을 것으로 보인다. 과거 2016년 탄핵국면에서도 정치 불확실성 완화되며 소비자심리지수가 반등했을 때도 근원 물가의 둔화 흐름이 이어졌다는 과거 사례 또한 고려하면, 지금 또한 비슷한 국면으로 한국은행의 금리 인하 가능성을 지지하는 요인이 될 것으로 본다.

즉, 환율 요인으로 인한 물가 압력은 금리 인하 속도를 낮추는 요인일뿐 금리 인하 사이클을 종료시킬만한 요인은 아니라고 판단한다. 특히 성장 기대를 기반으로 한 물가 상승이 아니라면 국내 내수 부문 취약성이 더 높아질 수 있고, 오히려 경기 부양을 초점을 맞춘 정책이 필요한 시점으로 인식될 것으로 본다. 또한 정치 요인으로 급등세를 보였던 환율 수준이 정치 이슈 완화 기대 속에 하락 안정화될 수 있다는 점 또한 경기 부양에 맞춘 점진적 인하를 기대할만 하다.

따라서 한국은행은 지난 10, 11월 연속 인하 이후 금리 인하 속도 조절 국면을 거치면서 2025년 3분기까지 점진적인 금리 인하에 나설 것으로 예상된다. 기존 1분기 2회, 2분기 1회 수준의 3회 금리 인하 궤적을 3분기까지 분기당 1회 수준의 점진적인 금리 인하 사이클이 될 것으로 전망을 수정한다. 잠재성장률 이하의 성장세와 수요 부진으로 인한 근원 물가 하락은 기준금리 2.25%까지 낮출 수 있는 배경이 될 것으로 판단한다.

국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

통화정책방향론 비교

	2024년 11월 통화정책방향	2025년 1월 통화정책방향
정책결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 3.25% 수준에서 3.00%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 환율 변동성이 확대되었지만, 물가상승률의 안정세와 가계부채의 둔화 흐름이 이어지는 가운데 성장의 하방압력이 증대되었다. 이에 따라 기준금리를 추가 인하하여 경기의 하방리스크를 완화하는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 3.00% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가상승률 안정세와 가계부채 둔화 흐름이 이어지는 가운데, 예상치 못한 정치적 리스크 확대로 성장의 하방위험이 커지고 환율 변동성이 증대되었다. 향후 국내 정치 상황과 주요국 경제정책의 변화에 따라 경제전망 및 외환시장의 불확실성이 커진 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 여건 변화를 좀 더 점검하는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계경제	세계경제는 미국 신정부의 경제정책 향방에 따른 경기 및 인플레이션의 불확실성이 증대되었다. 국제금융시장에서는 주요국의 정책금리 인하 기조가 이어졌지만 미 장기 국채금리가 큰 폭 상승하고 달러화도 상당폭 강세를 나타내었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국 신정부의 경제정책 추진양상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	세계경제는 국가별로 경기 흐름이 차별화되는 가운데 미국 신정부의 경제정책 향방 및 연준의 금리인하 속도, 주요국의 정치 상황 등에 따른 성장 및 물가 전망의 불확실성이 증대되었다. 이에 영향받아 국제금융시장에서는 미 달러화가 강세 흐름을 지속하고 장기 국채금리가 상승하는 등 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국 신정부의 경제정책 추진양상, 주요국의 통화정책 및 정치 상황, 지정학적 리스크 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
국내경제	국내경제는 내수 회복세가 완만한 가운데 수출 증가세가 둔화되면서 성장 흐름이 약화되었다. 고용은 실업률이 낮은 수준을 보이고 있지만 취업자수 증가규모는 점차 둔화되는 모습이다. 앞으로도 국내경제는 소비가 완만한 회복세를 이어가겠지만 수출 증가세는 주력 업종에서의 경쟁 심화, 보호무역주의 강화 등으로 당초 예상보다 낮아질 것으로 보인다. 이에 따라 금년 및 내년 성장률이 각각 지난 8월 전망치(2.4% 및 2.1%)를 하회하는 2.2% 및 1.9%를 나타낼 것으로 예상된다. 다만 이러한 성장경로에는 통상환경 변화 및 IT 수출 흐름, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.	국내경제는 12월중 수출 증가율이 다소 높아졌으나 소비 회복세가 약화되고 건설투자 부진이 이어졌다. 고용은 취업자수 증가규모가 줄어드는 등 둔화 흐름을 이어갔다. 앞으로 국내경제는 수출 증가세가 둔화되고 소비심리 위축 등으로 내수 회복세가 예상보다 더딜 것으로 보인다. 지난해 및 금년 성장률은 11월 전망치(24년 2.2%, 25년 1.9%)를 하회할 가능성이 큰 것으로 보이며, 향후 성장경로에는 국내 정치 상황 변화, 정부의 경기대응책, 미 신정부의 정책방향 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.
소비자물가	국내 물가는 안정세를 지속하였다. 10월중 소비자물가 상승률이 석유류가격 하락에 따라 일시적으로 크게 낮아져 1.3%를 기록하였으며 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)도 1.8%로 둔화되었다. 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 수준(2.8%)을 유지하였다. 앞으로 물가상승률은 환율 상승이 상방압력으로 작용하겠지만 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 안정세를 이어갈 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률은 각각 2.3%, 1.9%로 지난 전망치(2.5%, 2.1%)를 하회할 전망이다. 근원물가 상승률은 금년은 지난 전망에 부합하는 2.2%로, 내년은 지난 전망(2.0%)보다 소폭 낮은 1.9%로 예상된다. 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 공공요금 조정 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	국내 물가는 안정세를 지속하였다. 12월중 소비자물가 상승률이 석유류가격 상승 등으로 1.9%로 높아졌지만 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1.8%로 소폭 낮아졌다. 단기 기대인플레이션율은 2%대 후반 수준을 지속하였다. 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력 등으로 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상되지만 높아진 환율이 상방요인으로 작용할 것으로 보이며, 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름 등과 관련한 불확실성이 커진 상황이다.
금융시장	금융·외환시장에서는 국고채금리가 큰 폭 상승한 미 국채금리와 차별화된 움직임을 보이며 하락하였고 원/달러 환율은 미 달러화 강세에 영향받아 상당폭 상승하였다. 주가는 주요 기업의 실적 전망 둔화 등으로 하락하였다. 주택가격은 수도권에서는 상승폭이 축소되고 지방에서는 하락세가 이어졌다. 가계대출은 계절적 요인 등으로 증가규모가 소폭 확대되었지만 거시건전성정책의 영향이 이어지면서 주택관련대출을 중심으로 당분간 둔화 추세를 이어갈 것으로 판단된다.	금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 국내 정치 불확실성 증대, 미 연준의 금리인하 속도 조절 가능성 등의 영향으로 큰 폭 상승하였다. 주가는 상당폭 조정되었다가 금년 들어 반등하였고, 장기 국고채금리는 경기둔화 우려 등으로 하락하였다. 가계대출은 주택거래 감소 등의 영향으로 둔화 추세를 지속하였으며 전국주택가격은 하락 전환하였다.
정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정되는 가운데 성장경로의 불확실성은 높은 것으로 판단된다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 흐름이 당분간 이어질 것으로 예상되지만 환율이 높은 변동성을 나타낼	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가고 있으나 <u>정치적 리스크 확대</u> 로 성장의 하방위험이 증대되고 경제전망의 불확실성도 커진 상황이다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 추세가 당분간

가능성에 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 금리인하가 물가와 성장, 가계부채와 환율 등 금융안정에 미치는 영향과 정책변수 간 상충관계를 면밀히 점검하면서 앞으로의 인하 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

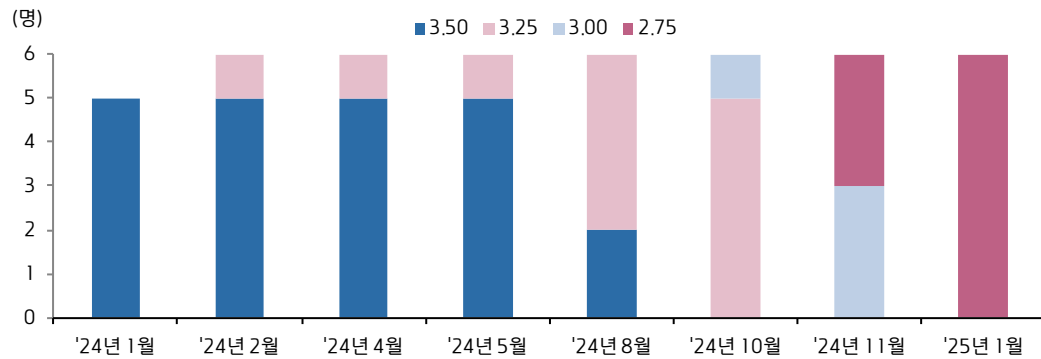
이어질 것으로 보이지만 환율 변동성 확대가 물가와 금융안정에 미치는 영향에 대해서는 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 국내 정치 상황 및 대내외 경제정책 변화와 이에 따른 물가, 가계부채 및 환율의 흐름을 면밀히 점검하면서 **성장의 하방리스크가 완화될 수 있도록 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.**

금통위 기자회견 질의응답 정리

질문	응답
(3개월 포워드 가이드스) 금통위원들의 3개월 내 금리 전망은 어떠한가?	향후 3개월 시계에서 의원들의 생각은, 3개월 내 6명 모두 현재 3%보다 인하할 가능성을 열어둬야 한다는 의견. 대외 요인 확인 이후 경기에 대응할 필요. 금통위원의 전망은 경제 상황에 따른 조건부임. 5명은 동결, 1명은 소수의견. 인하 소수의견을 낸 신성한 위원은 환율 등 대외 부문이 걱정되고 있지만 금리 인하의 방향성이 외환시장에 반영되어 왔고, 경기 둔화로 수요측 물가 압력이 낮아질 것으로 보고 있기 때문에 현시점에서도 경기에 초점을 맞춰야 한다는 의견. 그 외 동결 주장 위원들은 대외 요인의 변동성이 크기 때문에 대내 요인에 방점을 두고 쉬었다 가는 것이 적절하다고 의견
통화 완화 기대가 높았는데 동결 배경은?	금리를 동결하게 된 이유는, 모든 분들이 경기 상황만 봤을 때는 금리를 인하하는 것이 당연하다고 주장했으나, 이자율은 경기에만 영향을 주는 것이 아니고 여러 변수에 영향을 주기때문에 봐야하는데, 환율을 중심으로 한 대외 균형이 국내 정치적인 이유와 미국 신정부 정책 기대 변화도 영향을 미치는 상황이기 때문. 정치적 변화가 환율에 크게 영향을 주고 있고, 현 환율 수준은 경제 펀더멘털이나 금리 격차 요인만으로 설명하는 레벨보다 높음. 불확실성이 큰 상황에서 대외 균형을 보고 좀더 확신을 가지고 움직이는 것이 적절하다고 판단. 두차례 인하 효과도 볼 겸 숨고르기 하면서 정세를 바라보는 것이 신중하고 적절하다고 판단. 과거에는 환율 수준을 작게 봤다면, 지금은 필요 이상으로 높아졌기 때문에 물가와 내수에 미치는 영향을 유의해야 하는 상황임.
미국 금리 동결 가능성이 높은 상황에서 한국의 통화정책 여력은?	미국 통화정책도 중요한 영향을 미치고 있지만, 전세계적으로 금리 인하 사이클에서는 미국과 독립적으로 국내 요인만으로 정책을 결정할 수 있는 여력이 커진 것은 맞음. 인상 사이클에 비해서는 미국 영향을 받는 영향력이 작아진 것이 사실. 정치적 쇼크 등 외환시장 변동성이 커진 상황에서, 국내 정치 요인이 완화될 경우 미국과 독립적으로 나아갈 가능성이 있음. 이번 통방 결정시 트럼프 정책 불확실성도 고려해야 한다고 판단했음.
재정 부재 상황에서 통화정책도 부재한 것이 아닌가?	정치적 교착상태가 경제에 많은 영향을 주는데, 두번의 탄핵사건에서 보듯이 정치 프로세스와 관련 없이 경제 정책과 경제는 정상적으로 돌아가는 것을 보여주는 것이 중요함. 통화정책도 같이 기여하고 있음. 인하 사이클이 지속되고 있음. 한국은행 경기 하방 위험에 금리를 동결해 신경 쓰지 않은 것이 아니고, 두번의 금리 인하가 있었고, 3개월 인하 전망에 대해서도 얘기하듯 인하 사이클은 지속될 것이라는 점을 언급하고 있고, 조정 시기를 논의하는 단계일 뿐임. 이번엔 동결함에 따라 내수 침체로 고통받는 자영업자, 중소기업에 대해 통화정책 보완을 위해 금중대 5조원 확대 지원하기로 결정. 환율 등 다른 변수에 영향이 적기 때문에 이부분은 그러한

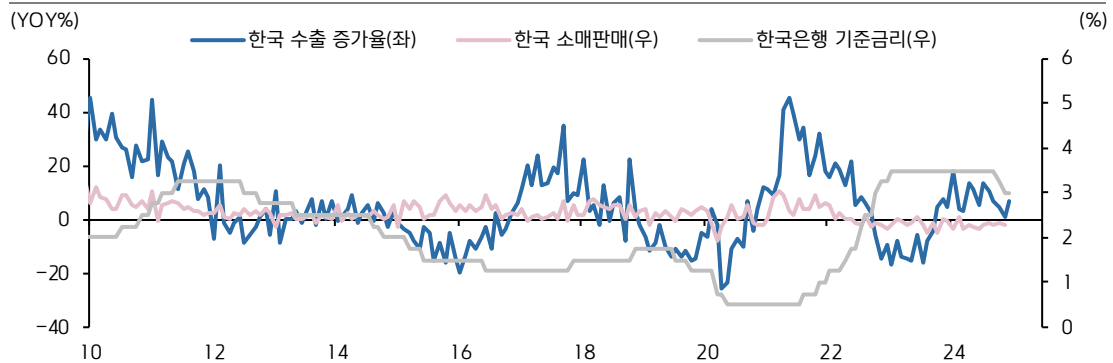
	<p>부분에서 보완수단으로 사용. 한국은행이 경기를 무시하고 있다는 생각은 하지 않았으면 좋겠음</p>
환율을 근거로 결정한 것이 아닌가?	<p>환율 수준을 보고 정책 결정을 한 것이 아님. 11월 금리 인하의 배경은 8월 이후 수출 성장률이 둔화되어서, 이 요인을 판단했으며, 수출 둔화가 구조적 요인이 크게 작용했다고 봄. 성장을 또한 하향 조정 될 것으로 예상. 수출 둔화에 대한 새로운 뉴스와 성장률 하향이 11월 금리 인하의 배경. 이번에는 환율 수준을 봤다기 보다는 올라간 배경이 정치적 요인이 있음. 정치 불확실성이 높아서 대외 신인도에도 영향을 주고 있음. 불확실성이 크기 때문에 동결한 것이지 환율 레벨 때문이 아님. 그런 과정에서 2월 환율 상승이 국내 요인인지, 전반적인 달러 강세 인지 등 요인을 점검할 필요. 그 이유에 따라 판단해 결정할 것. 환율 수준만으로 보는 것은 아님.</p> <p>환율에 가중치를 두고 한 것이라고 하시는데, 대외 신인도 등을 두고 결정한 것. 환율은 레벨을 보기 보다 환율이 올라간 배경을 보면, 70원 상승분에 50원 정도분은 달러 강세, 20원 이상은 정치 요인. 헛지 물량 등으로 인해 상승분이 상쇄된 부분이 있었음. 정치적 요인으로 30원, 펀더멘털보다 더 높은 수준. 총리 탄핵 등은 정치 변수가 50, 60원까지도 올라갔다고 봄. 정치 프로세스, 현재 프로세스가 지난 두번의 탄핵 때와 마찬가지로 안정적으로 이어진다면, 올라간 부분들이 되돌려질수 있다고 생각함.</p>
정치 요인이 경제에 미치는 영향은?	<p>정치적 충격이 경제상황에 미치는 영향을 정확하게 판단하는 것은 어려움. 12월 계엄 직후 물가 설명회를 통해 4/4분기 성장률과 내년 성장률 전망에 대해 심리가 떨어져있고, 신용카드 사용량이 크게 떨어지지 않아 4/4분기 0.4% 성장 정도를 예상함. 소비, 내수, 건설경기 등이 예상보다 떨어지고 있는 상황이기 때문에 경제 전망은 더 하향 조정할 가능성이 있음. 4/4분기 0.2% 이하의 성장 가능성. 평소와 달리 2월 전망을 발표할텐데 예상치 못한 요인으로 인한 변화를 조사국이 다음주 초쯤 점검 자료 발표 예정에 있음.</p>
물가에 대한 판단은?	<p>물가에 대해서는 고민이 커짐. 환율 상승으로 물가 상방 압력이 높아졌고, 국제유가가 높아진 점도 우려해야 하는 요인. 물가는 안정추세를 유지하고 있고 타겟 하회할 것으로 봤으나, 물가가 다시 반등하는 국면에서 환율과 유가 요인이 더해졌기에 타겟 수준이 유지될 것으로 보고 있으나, 유의해야 하는 요인으로 등장한 것으로 봄</p>
재정 정책에 대한 판단은?	<p>추경에 관해서 현재는 필요하다고 생각함. 작년에는 잠재성장률보다 성장률이 높았고, 물가도 높았기 때문에 추경을 하지 않고 재정건전성이 필요한 상황이었지만, 현재는 성장률이 잠재성장률을 하회했고, GDP 갭도 확대된 상황이기 때문에 통화정책 외에도 추경이 필요하다고 생각함. 규모 면에서도 추경을 통해 성장률을 인위적으로 올리는 것이 아니라, 성장률이 0.2%p 떨어진다면 그 정도를 보완하는 규모로 하는 것이 적절하다고 봄(15~20조원). 과도한 성장을 위한 추경이 아님. 시기적으로 빨랐으면 한다는 것은, 정부의 안이 빨리 발표될 경우 성장을 전망치를 조정할 수 있는데, 경제 전망 반영 기관은 어려움을 겪음. 경제 심리가 안좋은 상황에서 더 악화시킬 수 있는 상황이기 때문에 빠르게 결정하는 것이 필요하다고 판단. 일시적인 사용과 특정 타겟이 필요한 상황.</p>

한국은행 위원들의 포워드 가이드(3개월 내 금리 수준 전망)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
 주) '24년 1월은 금통위원 5명

한국 수출, 소매판매, 기준금리 추이



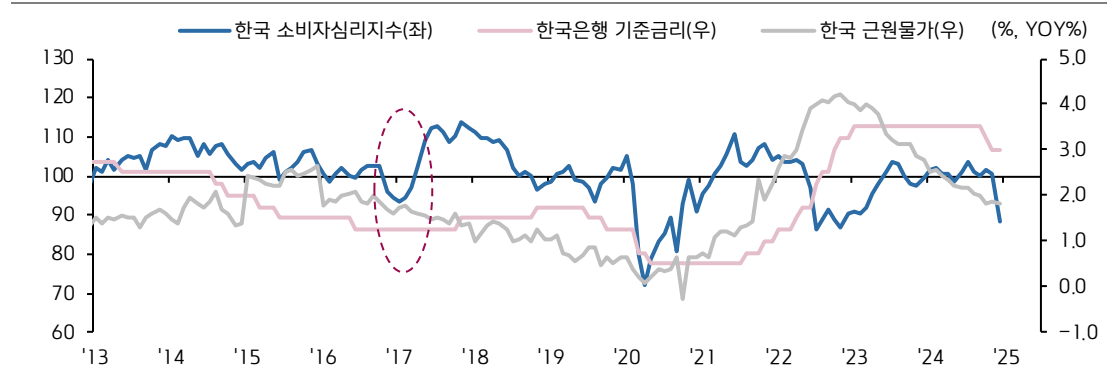
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 소비자물가지수 및 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 소비자심리지수와 한국은행 기준금리, 근원물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.