



키움증권 리서치센터 투자전략팀  
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



## 10 월 금통위 Review:

## 11 월은 동결, 추가 인하는 2025 년 1 분기

### Check Point

- 한국은행, 10 월 금융통화위원회에서 당사 예상대로 기준금리를 3.25%로 25bp 인하. 금융안정 요인은 정부의 거시건전성 정책 측면에서 대응이 강화되고 있는만큼, 경기와 물가 대응을 위한 통화 완화 정책 시행
- 향후 금리 인하 속도를 신중하게 접근할 것으로 언급했으나, 금리 인하 기대 자체가 훼손된 것은 아님. 금융안정에 대한 불확실성은 여전한만큼 1 명의 동결 소수의견 등장했고, 6 명 중 5 명은 3 개월 후 기준금리가 3.25%로 유지될 것으로 전망. 그럼에도 불구하고 경기에 대한 불확실성이 증대했다고 평가했으며, 물가 또한 뚜렷한 안정세를 보인다고 진단하는 등, 10 월 금리 인하 이후 가계부채 급증, 부동산 가격 급등과 같은 결과만 없다면 추가 금리 인하 가능성이 있음을 시사했다고 판단
- 물가 하향 안정세가 지속된다면 실질금리를 낮추며 긴축의 정도를 완화시키는 정책 기조는 좀더 이어질 것으로 전망하며, 내년 1 분기와 2 분기 중 각각 한 차례씩 추가 인하 가능성 높음. 오는 11 월에는 동결에 나서겠으나, 경기에 대한 불확실성이 높아졌다고 평가한만큼 금리 인하 기대 유지되며 단기 중심의 강세 압력 유지 예상

한국은행은 10 월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.25%로 25bp 인하했다. 7 월 금통위 이후로 금융안정 측면을 중시해야한다고 거듭 강조해왔으나, 최근 들어 정부의 거시건전성 정책 강화 등의 효과가 나타나고 있으며, 물가가 2% 아래로 하락한만큼 실질 금리를 낮추기 위한 기준금리 인하가 단행된 것이다. 한편 금융안정 측면에 대해 여전히 불확실성이 높은만큼 장용성 위원은 동결을 주장하는 소수의견을 제시하는 등 당사 예상에 부합했다.

정부와의 정책 공조 차원에서 지난 7~8 월 금리 동결에 나서면서 금융안정을 위한 정책을 시행했으며, 최근 들어 물가가 둔화된만큼 금리 인하의 필요성이 높아졌다고 진단했다. 그간 금리를 높게 유지했던 배경에는 물가 요인이 가장 큰 배경이었던만큼 물가 둔화에 따른 실질금리 인하 필요성이 높아진 것이다. 금융안정 측면에서는 정부의 정책 효과가 나타나고 있는만큼 금리 인하 시점을 11 월로 미룰 필요성은 낮게 평가했다.

다만 이번 금리 인하 이후 인하 속도는 점진적일 것임을 시사했다. 통방문을 통해서 향후 통화정책은 물가, 성장, 금융안정 등 정책변수 간 상충관계를 면밀히 점검하면서 앞으로의 인하 속도 등을 신중히 결정해 나갈 것이라고 언급했다. 또한 동결 소수의견이 1 명 있었던 것에 더해 포워드 가이던스를 통해 6 명 중 5 명은 향후 3 개월 내 기준금리를 3.25%로 유지할 필요성이 있다고 주장한 것이다. 이를 감안하면 여전히 수출 중심으로 전반적인 성장세는 견조한만큼 급격한 금리 인하 필요성은 낮다는 것을 의미하며, 11 월 금통위에서는 금리 동결 가능성을 높게 평가한다.

### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 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.

이번 금통위에서 동결 소수의견이 등장했지만 매파적이지만은 않았다. 경기에 대한 부정적인 평가가 일부 가미되었기 때문이다. 미 대선, 중국 부양책 효과 등에 대한 불확실성이 있어 경기에 대한 불확실성 요인이 증대되었다고 평가했으며, 내수 회복 또한 지연되고 있다고 언급했다. 물가에 대해서도 낮은 수요 압력으로 안정적인 흐름을 유지할 것으로 진단했다. 높은 수요를 기반으로 한 인플레이 압력이 높아질 가능성은 낮게 평가하고 있는 점을 감안할 때, 금융안정 측면에서 큰 변화가 없는한, 물가 둔화 기조와 함께 한국은행의 금리 인하 사이클이 좀더 이어질 수 있다는 점을 의미한다.

10월 금통위 프리뷰 자료에서 언급했듯, 점차 미국, 중국 등 주요국 통화정책은 물가에서 성장으로 시선이 변화하고 있다. 한국은행 또한 이제는 물가보다는 성장으로 시선이 변화할 것으로 예상하며, 중국 부양책 효과 지속성에 대한 의구심과 미국 고용 둔화 재부각 우려 등은 한국은행의 추가 금리 인하 필요성을 부각시킬 것으로 전망한다.

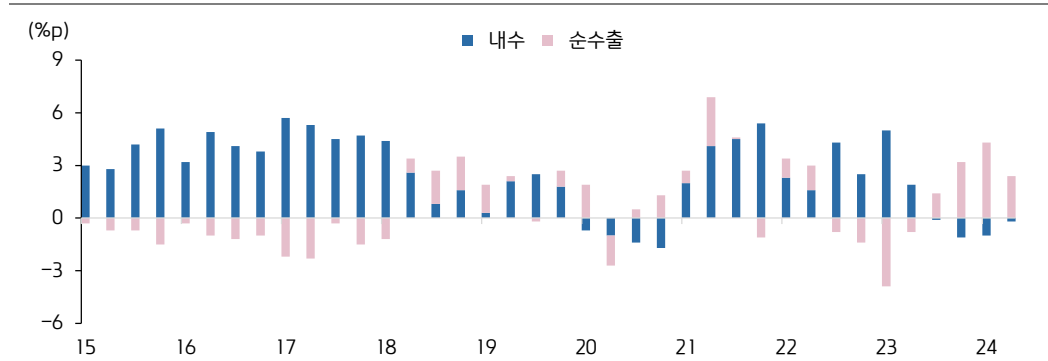
따라서 소수의견이 있는 기준금리 인하 단행에도 채권시장은 강세 흐름 유지될 것이라는 전망을 유지한다. 11월 동결 가능성이 높지만, 11월 수정경제 전망에서 여전히 경제에 대한 불확실성이 높다고 평가할 경우 인하 기대 유지되며 채권시장 강세를 유지시킬 요인으로 판단한다. 중국 지준을 인하 등으로 경기 회복에 대한 기대도 일부 있지만, 금리 인하 단행으로 인한 경기 부양 효과가 지속적일 수 있는지는 확인이 필요하다. 미국 경기 또한 인하로 인한 급격한 회복보다는 연착륙의 방향성이 예상된다는 점 또한 대외 수요 개선이 제한적일 수 있음을 시사한다. 대외 수요 개선이 제한적이라면 한국은행의 추가 인하에 대한 평가 및 불확실성을 근거로 채권 강세 흐름이 유지될 것으로 전망한다.

#### 한국 소비자물가 상승률과 기준금리



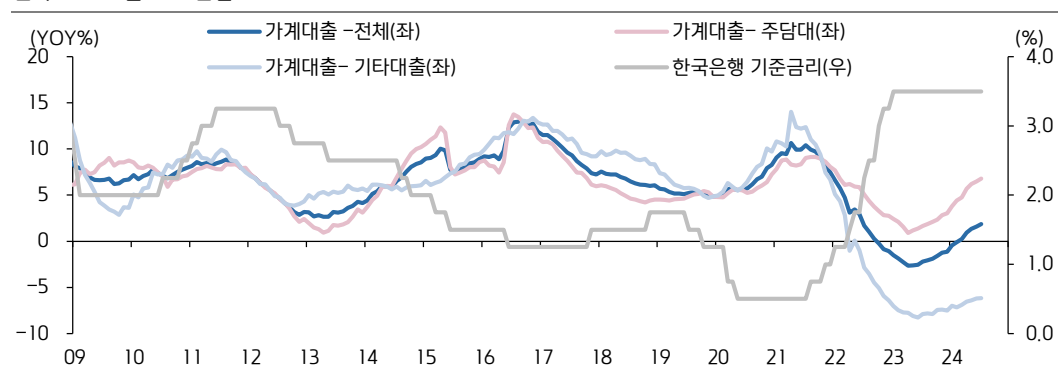
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

#### 한국 지출항목별 성장 기여도



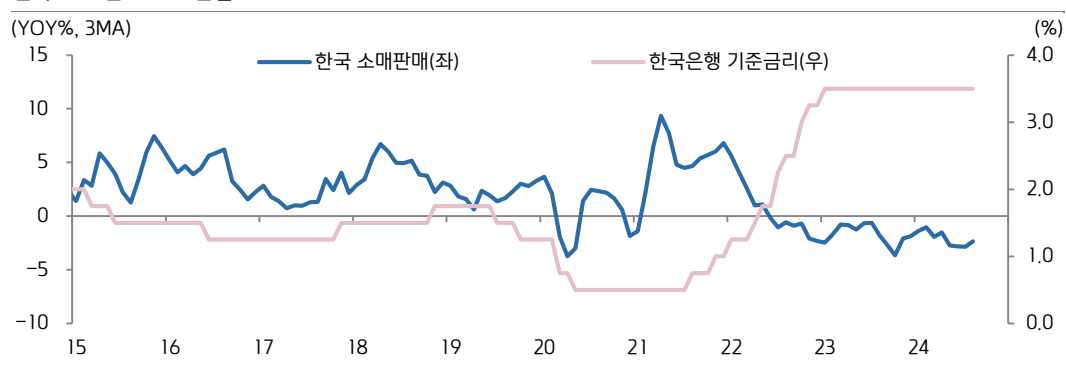
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 가계대출과 기준금리



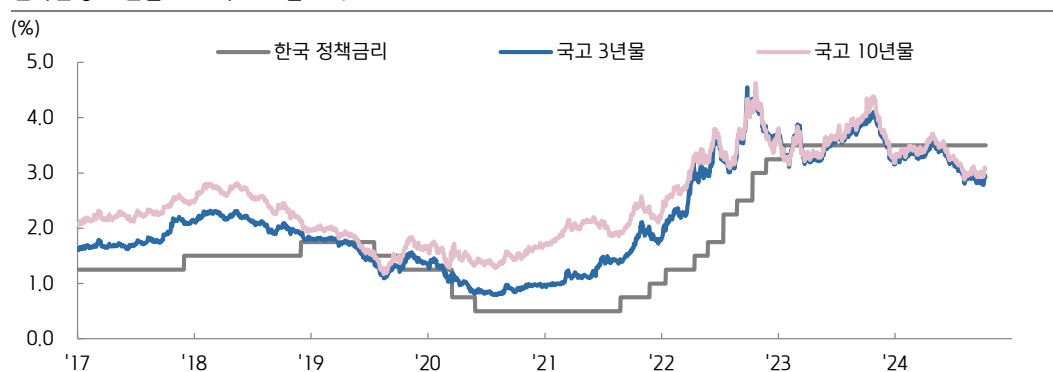
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 소매판매와 기준금리



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국은행 기준금리와 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

## 통화정책방향론 비교

	2024년 8월 통화정책방향	2024년 10월 통화정책방향
정책결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(3.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가상승률 둔화 추세가 이어지고 내수 회복세가 더디지만, 정부의 부동산 대책 및 글로벌 위험회피심리 변화가 수도권 주택가격 및 가계부채, 외환시장 상황 등 금융안정에 미치는 영향을 좀 더 점검해 볼 필요가 있는 만큼 현재의 긴축 기조를 유지하는 것이 적절하다고 보았다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 <b>현재의 3.50% 수준에서 3.25%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다.</b> 물가상승률이 뚜렷한 안정세를 보이고 있는 가운데 정부의 거시건전성정책 강화로 가계부채 증가세가 둔화되기 시작하였으며 외환시장 리스크도 다소 완화된 만큼 통화정책의 긴축 정도를 소폭 축소하고 그 영향을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계경제	세계경제는 완만한 성장세를 이어가고 있지만 미국 등 주요국의 경기 흐름과 관련한 불확실성이 다소 높아졌으며, 인플레이션은 둔화 추세를 지속하였다. 국제금융시장에서는 미국 경기둔화 우려, 엔캐리 자금 청산 등으로 위험회피심리가 크게 강화되었다가 되돌려졌으며 이 과정에서 주가가 급등락하는 등 변동성이 확대되었다. 미 달러화 지수와 장기 국채금리는 미 연준의 금리인하에 대한 기대 강화 등으로 하락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 인플레이션 둔화 흐름 및 통화정책 운용, 지정학적 리스크 및 주요국 정치 상황의 변화 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	세계경제는 완만한 성장세를 이어가고 있지만 주요국의 경기 불확실성은 다소 높아졌으며, 인플레이션은 둔화 추세를 지속하였다. 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하 속도에 대한 기대 변화, 중동지역 리스크, 중국의 경기부양책 등에 영향받으며 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 하락하였다가 반등하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국 경기 상황 및 통화정책 변화, 지정학적 리스크, 주요국 정치 상황 등이 주요 변동요인으로 작용할 것으로 보인다.
국내경제	국내경제는 수출 호조가 이어졌지만 소비가 예상보다 더디게 회복되면서 부문간 차별화는 지속되었다. 고용은 취업자수 증가세가 이어지는 등 전반적으로 양호한 상황이다. 앞으로 국내경제는 수출 증가세가 지속되는 가운데 소비도 점차 회복되면서 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 금년 성장률은 1/4 분기중 큰 폭 성장에 일시적 요인의 영향이 예상보다 컸던 점을 반영하여 지난 5월 전망치(2.5%)보다 소폭 낮은 2.4%로 전망하였으며, 내년은 지난 전망치 2.1%를 유지하였다. 향후 성장경로는 소비 회복세, IT 경기 확장 속도, 주요국의 경기 흐름 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	국내경제는 수출 증가세가 이어졌지만 내수 회복세는 아직 더딘 모습이다. 고용은 취업자수 증가세가 점차 둔화되고 있지만 실업률은 낮은 수준을 지속하였다. 앞으로 국내경제는 완만한 성장세를 이어가겠지만 <b>내수 회복 지연 등으로 지난 8월에 비해 전망(금년 2.4%, 내년 2.1%)의 불확실성이 커진 것으로 판단된다.</b> 향후 성장경로는 내수 회복 속도, 주요국 경기 및 IT 수출 흐름 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
소비자물가	국내 물가는 기초적인 둔화 흐름을 지속하였다. 7월중 소비자물가 상승률이 석유류 가격 상승폭 확대 등으로 2.6%로 높아졌으나 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.2% 수준을 유지하였고, 단기 기대인플레이션율은 2%대 후반으로 낮아졌다. 앞으로도 국내 물가상승률은 지난해 급등한 국제유가·농산물가격의 기저효과, 낮은 수요압력 등으로 둔화 추세를 이어갈 것으로 예상된다. 소비자물가 상승률은 당분간 2%대 초반에서 등락할 것으로 보이며, 금년 연간 상승률은 지난 5월 전망치(2.6%)를 소폭 하회하는 2.5%로, 내년은 지난 전망에 부합하는 2.1%로 예상된다. 근원물가 상승률은 금년 및 내년 모두 지난 5월 전망치와 같은 2.2% 및 2.0%로 예상된다. 향후 물가경로는 국제유가 및 환율 움직임, 농산물가격 추이, 공공요금 조정 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	국내 물가상승률은 안정세가 뚜렷해졌다. 9월중 소비자물가 상승률이 석유류가격의 큰 폭 하락으로 1.6%로 낮아졌으며 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.0%로 둔화되었다. 단기 기대인플레이션율도 2.8%로 낮아졌다. <b>앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력으로 안정된 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.</b> 소비자물가 상승률은 당분간 2%를 하회하면서 금년 상승률이 지난 8월 전망치(2.5%)를 소폭 하회할 것으로 보이며, 근원물가 상승률은 2% 내외의 안정세가 이어지면서 금년 상승률이 지난 전망(2.2%)에 부합할 것으로 예상된다. 내년도 상승률은 소비자물가 및 근원물가 모두 지난 전망치(2.1% 및 2.0%)에 대체로 부합할 것으로 보이지만 중동지역 리스크의 전개양상에 따른 국제유가 변동, 환율 움직임, 공공요금 조정 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.
금융시장	금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다가 완화되었지만 미국 경기둔화, 엔캐리 자금 청산 등과 관련한 경계감은 남아있는 상황이다. 주가는 급락 후 반등하였고, 장기 국고채금리는 국내외 정책금리 인하에 대한 기대 강화, 외국인의 선물 순매수 등으로 상당폭 낮아졌으며 원/달러 환율은 미 달러화 약세 등으로 하락하였다. 주택가격은 수도권에서는 거래량이 늘면서 상승폭이 확대되었으나 지방에서는 하락세가 이어졌다. 가계대출은 주택관련대출을 중심으로 높은 증가세를 지속하였다. 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF)과 관련한 리스크는 잠재해 있다.	금융·외환시장에서는 국내외 통화정책에 대한 기대 변화에 따라 장기 국고채금리가 하락하였다 반등하였고 원/달러 환율은 미 달러화 흐름, 지정학적 리스크 등에 영향받아 등락하였다. 주택시장은 수도권에서는 가격 상승세가 둔화되고 거래량도 축소되었으며 지방에서는 부진이 이어졌다. 이에 따라 가계대출 증가규모도 상당폭 축소되었다.
정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편

금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 목표수준으로 수렴할 것이라는 확신이 좀 더 커진 가운데 성장세가 완만히 개선될 것으로 예상되지만 향후 흐름을 좀 더 점검할 필요가 있다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 지속되고 외환시장의 경계감도 남아있는 만큼 정부의 부동산 대책의 효과, 국제금융시장 변동성 확대의 영향 등을 살펴볼 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 긴축 기조를 유지하는 가운데 물가, 성장, 금융안정 등 정책 변수들 간의 상충관계를 면밀히 점검하면서 기준금리 인하 시기를 검토해 나갈 것이다.

금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 목표수준에서 안정되고 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상되지만 성장 전망경로의 불확실성이 증대되었다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격과 가계부채 증가세가 거시건전성정책 강화의 영향으로 점차 둔화될 것으로 보이지만 기준금리 인하가 가계부채에 미치는 영향 등 관련 리스크에 여전히 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 물가, 성장, 금융안정 등 정책변수 간 상충관계를 면밀히 점검하면서 앞으로의 인하 속도 등을 신중히 결정해 나갈 것이다.

#### 금통위 기자회견 질의응답 정리

질문	응답
(포워드 가이드스 관련) 향후 3개월 내 위원들의 금리 전망은?	향후 3개월 내 금리 전망에 대해서 6명 중 5명은 3개월 후에도 3.25%선의 금리 유지 필요, 1명은 인하 가능성을 열어둬야 한다는 의견. 5명은 이번 금리 인하가 금융안정에 미치는 영향을 확인하는데 시간이 소요되고, 지정학적 상황 등 경제 여건을 확인하면서 신중할 필요. 1명은 거시건전성 정책이 작동하고 있고 추가 정책 얘기를 하고 있어, 내수 하방을 막기 위해 금리 인하 가능성을 열어둘 필요
(금융안정 관련) 금융 안정됐다고 판단하는 것인지?	주담대 대출은 이전 2~3개월 주택 거래량에 따라 결정되기 때문에 후행되는 특징이 있음. 주택 거래량을 보면 감소하고 있기 때문에 의미있는 진전이 있다고 판단. 금융안정을 확인하기에 충분한 시간이라고 보지는 않음. 효과를 봐야하는 시기도 있으나, 금리 인하 정책 또한 영향을 미칠 수 있기 때문에 9월 수치로 금융안정을 단언하기는 어렵겠지만, 정책 진행 과정에서의 금융안정 상황을 봐야함. 긍정적으로 보는 것은 정부의 가계부채 안정을 위한 의지가 강하고 필요시 강화하겠다는 의지도 있음. 우리도 금리 인하 속도를 조절하면서 금융안정을 추구해나갈 수 있음.
(소비 판단 관련) 민간 소비가 크게 부진한 수준은 아니라고 하셨는데, 금리 인하의 배경은? 내수에 대한 평가가 나빠진 것인지?	인하를 하나, 금융안정 부문을 고려해야 하기 때문에 매파적 인하로 해석할 수 있음 금리 인하의 가장 큰 배경은, 실질적으로 3.5%까지 올렸을때는 물가가 6% 수준까지 올랐을 때였음. 인플레이가 2% 밑으로 떨어진 상황을 보면 실질금리가 높아 긴축적인 수준이 높은 상황. 내수가 회복중이라고 하더라도 잠재성장률보다 낮고, 불필요하게 긴축 수준을 장기화할 필요는 없다고 판단. 내수에 관한 저희의 전망은 큰 변화가 없음. 하반기 소비상승률이 1% 트렌드에 있고, 잠재성장률보다 낮은 수준. 회복 국면에 있음. 그 안에서 자영업자, 소득수준에 따라 양극화가 심함. 소비만 봤을때 하반기에는 높아질 것으로 보고 있음. 다른 내수로 보면 설비투자는 좀 증가하고 있지만 건설투자는 낮음. 전반적으로 수출 견인 성장세 예상. 11월 경제 성장 점검할 때 불확실성 영향을 점검할 것. 미국 대선 결과, 미국 소프트랜딩, 중국 경기 부양 효과 등을 점검할 필요.
(추가 인하 관련) 속도가 중요하다고 말씀하셨는데, 현재의 물가와 가계부채 안정세가 이어진다면 11월 추가 인하 가능성도 있는 것이 아닌지?	11월 금리 결정에 대해 말씀드리기는 어렵고, 11월 데이터와 10월 말 3분기 데이터, 11월 경제 전망치, 가계부채 안정추세 등을 보고 결정할 것. 1명은 소수의견으로 기준금리 동결을 주장했고, 인하를 하지 않았을때 나타날 수 있는 불확실성도 있어 금리 인하 결정. 이후의 영향을 보고 결정하자는 의견이었음.