



[채권] 백윤민 수석연구위원

3771-9175

yoonmin1983@iprovest.com

달라진 전제, 달라지는 눈높이

12월 FOMC, 기준금리 25bp 인하 예상. 점진적 통화정책 완화 경로 유지

당사는 연준이 12월 FOMC에서 추가적인 금리인하에 나서고, 내년에도 점진적인 금리인하 기조를 이어갈 것이라는 전망을 유지. 트럼프 2기 행정부에 대한 경제감으로 변동성이 크게 높아졌지만, 당장 연준의 통화정책 기조에 큰 변화는 없을 것으로 예상. 성명서에서는 연준 통화정책 결정의 무게 중심이 인플레이션에서 고용으로 좀 더 이동하고 있다는 점이 일부 확인. 그러나 연준이 통화정책 결정에 있어 고용의 비중을 더 높아진다고 하더라도 당장 통화정책 경로에 유의미한 변화를 이끌어낼 상황은 아닌 것으로 판단

금통위, 통화정책의 무게 중심은 경기 리스크 대응으로 이동

11월 금통위의 기준금리 인하는 크게 통화정책 측면에서 2가지 변화 가능성을 시사. 먼저 통화정책 결정의 무게 중심이 경기 리스크 대응으로 크게 이동했다는 점과 두 번째로 최종 금리 수준이 당초 예상보다 더 낮아질 수 있다는 점. 내년말까지 한국은행 기준금리는 2.00~2.25% 수준으로 낮아질 수 있다고 판단. 11월 이후 추가적인 금리인하 시점에서 대해서는 당장 내년 1월도 가능하다는 생각. 11월 금통위가 기준금리를 인하한 근거를 살펴보면 굳이 1월 통화정책 회의에서 금리인하를 한 템포 쉬어갈 이유는 없다고 판단

투자전략: 레벨 부담에도 우호적인 투자심리 유지

투자전략 관점에서는 국내 채권에 대한 매수 판단을 유지. 국내 채권시장은 11월 금통위가 서프라이즈 기준금리 인하를 단행하고, 수정경제전망을 통해 성장률 전망치를 큰 폭으로 하향 조정하면서 강세. 시장금리가 큰 폭으로 하락하면서 레벨에 대한 부담이 다소 높아졌지만, 2025년말 기준금리에 대한 눈높이 조정이 진행되고 있는 상황에서 당분간 우호적인 투자심리가 크게 되돌려질 가능성은 제한적일 것

Issue Check: 12월 BOJ, 25bp 기준금리 인상 전망 유지

당사는 12월 BOJ 통화정책회의에서 일본은행 기준금리가 0.50%로 25bp 인상될 것이라는 전망을 유지. 최근 우에다 BOJ 총재는 니케이 신문과의 인터뷰에서 BOJ의 다음 금리인상 시점이 '다가오고 있다(approaching)'고 언급. 12월 BOJ를 3주 정도 남겨둔 시점에서 우에다 총재의 인터뷰의 의미는 작지 않다고 판단. 우에다 총재는 임금 상승률, 임금 인상의 물가 전개, 소비 강도 등이 BOJ의 금리인상 시기를 결정하는 주요 요소로 설명했는데, 관련지표들의 움직임은 12월 금리인상 기대를 높여주고 있음

[Compliance Notice]

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

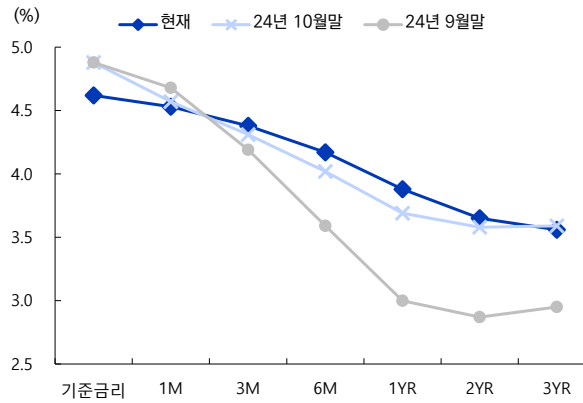
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사는 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

CONTENTS

- 3 Key Chart
- 5 12 월 FOMC, 기준금리 25bp 인하 예상. 점진적 통화정책 완화 경로 유지
- 8 금통위, 통화정책의 무게 중심은 경기 리스크 대응으로 이동
- 12 투자전략: 레벨 부담에도 우호적인 투자심리 유지
- 13 Issue Check: 12 월 BOJ, 25bp 기준금리 인상 전망 유지
- 14 Appendix: Chart Book

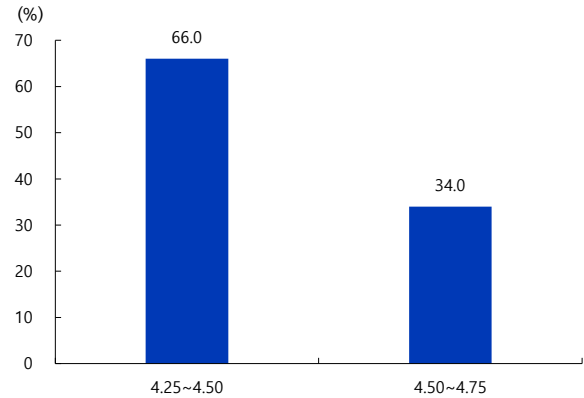
Key Chart

[도표 1] 연준, 내재정책 금리 추이



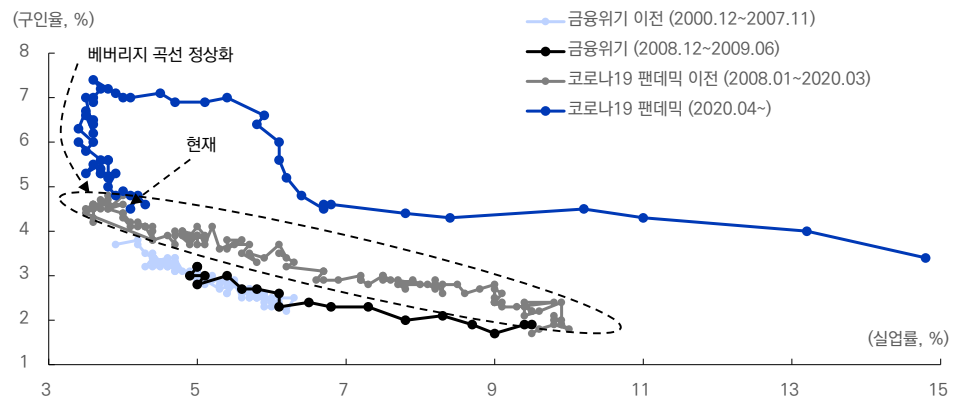
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



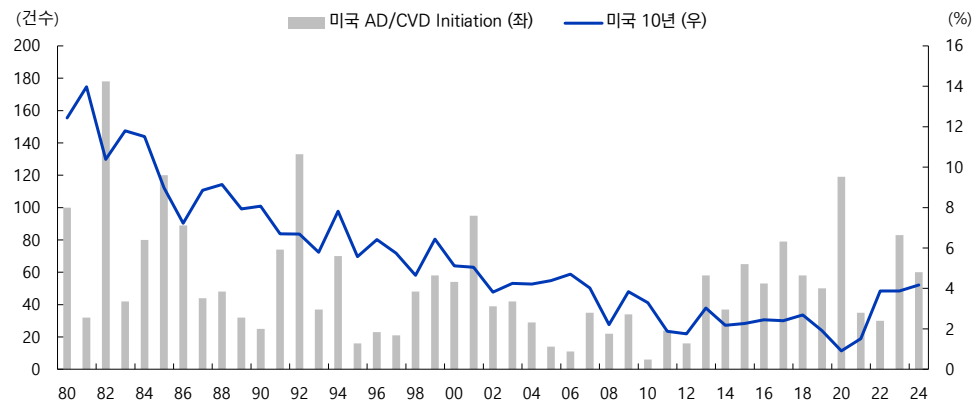
자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터 / 주: 11/30일 기준 2024년 12월 통화정책 확률

[도표 3] 미국 베버리지 곡선 추이



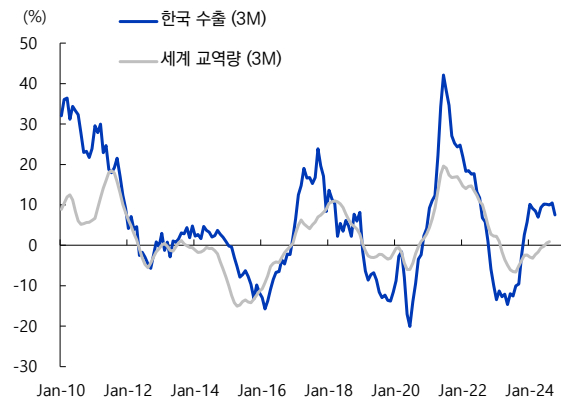
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 과거 미국 보호무역주의 확대 구간에서, 안전자산 선호심리는 강화



자료: WTO, USITC, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 한국 수출과 세계 교역량 추이



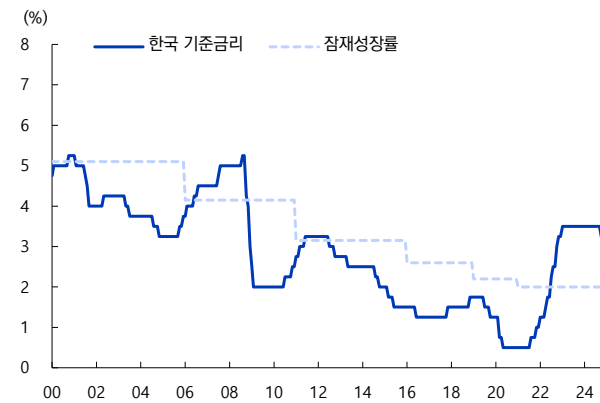
자료: CPB, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 생산자 재고순환지표 및 경기선행지수 순환변동치 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



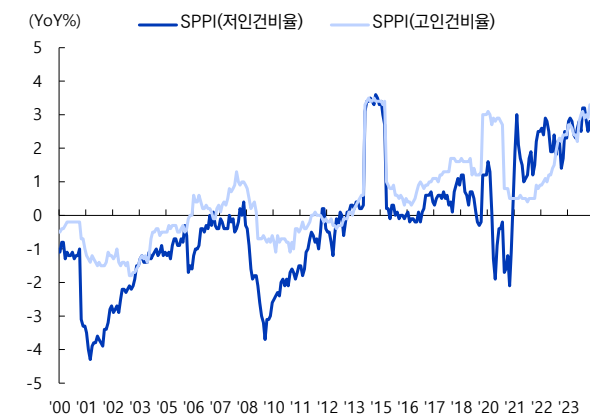
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 모형별 중립금리 추정치



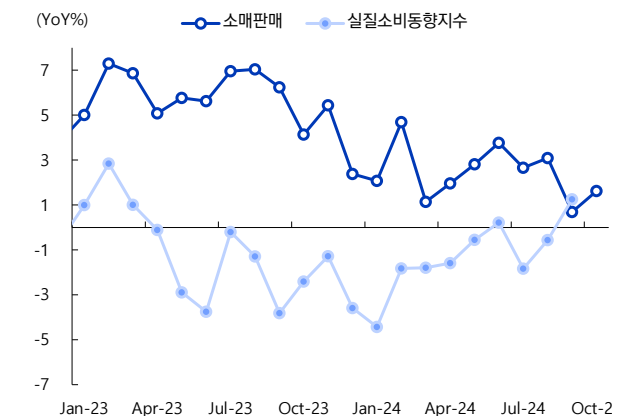
자료: 한국은행 Kyeongtak Do, Ju Hyun Ahn, Hae Ri Jung 「Exploring the Natural Interest Rate in Korea: A Multi-Model Approach」 재인용, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 기업용서비스물가지수 증가율



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 소매판매 증가율과 실질소비동향지수



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

달라진 전제, 달라지는 눈높이

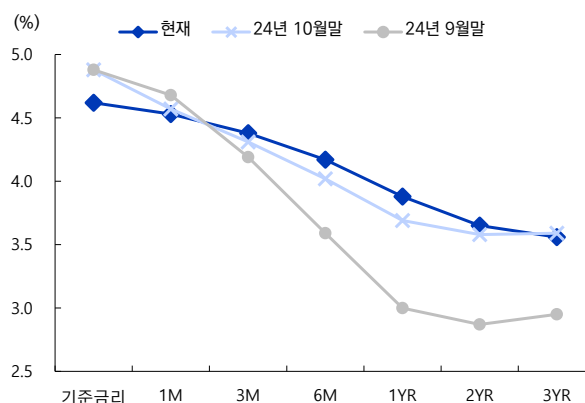
12월 FOMC, 기준금리 25bp 인하 예상. 점진적 통화정책 완화 경로 유지

미국 대선이 끝나고 진행된 첫 FOMC에서 연준은 시장 예상대로 25bp 금리인하를 단행했다. 성명서에서 일부 문구가 삽입되거나 삭제되었지만, 전반적으로 큰 변화가 나타나지는 않았다. 트럼프 2기 행정부에 대한 경계감으로 변동성이 크게 높아졌지만, 당장 연준의 통화정책 기조에 큰 변화는 없을 것으로 예상된다.

지난 11월 FOMC 기자회견에서 파월의장은 “단기적으로 선거 결과가 연준의 정책 결정에 아무런 영향을 주지 않을 것(In the near term, the election will have no effect on our policy decisions)”이라고 발언했고, 트럼프 대통령이 사임을 요구하더라도 수용하지 않고 임기(2026년 5월)를 채울 것이라고 언급했다.

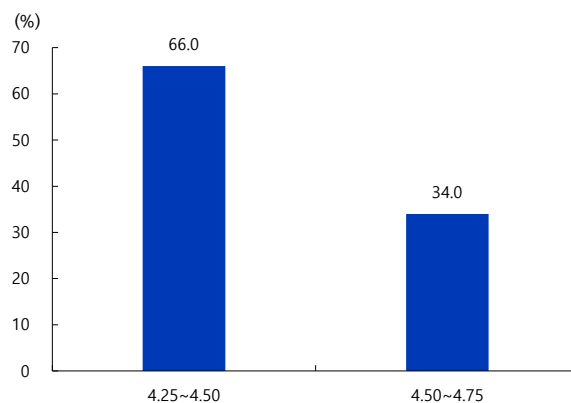
당사는 연준이 12월 FOMC에서 추가적인 금리인하에 나서고, 내년에도 점진적인 금리인하 기조를 이어갈 것이라는 전망을 유지한다. 파월의장은 “11월 FOMC에서 기준금리를 인하했음에도 불구하고 여전히 통화정책이 제약적(We think that even with today's cut, policy is still restrictive)”이라고 평가했다. 성명서에서는 연준 통화정책 결정의 무게 중심이 인플레이션에서 고용으로 좀 더 이동하고 있다는 점이 일부 확인됐다. 그러나 연준이 통화정책 결정에 있어 고용의 비중이 더 높아진다고 하더라도 당장 통화정책 경로에 유의미한 변화를 이끌어낼 상황은 아닌 것으로 판단한다.

[도표 11] 연준, 내재정책 금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포

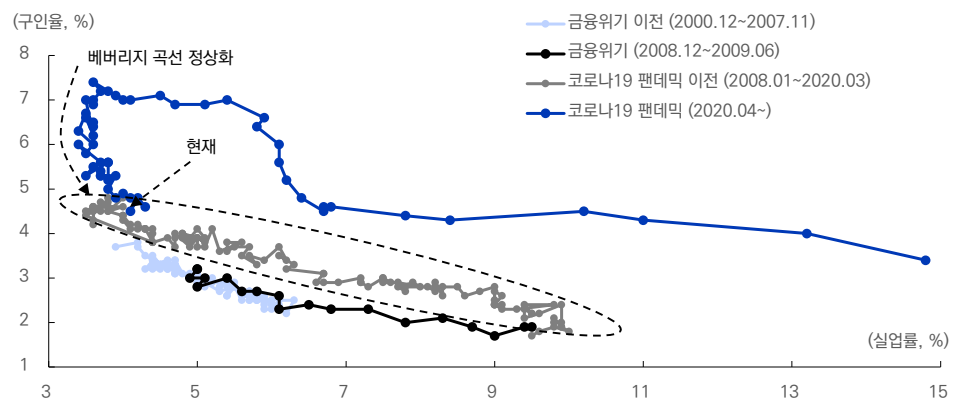


자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터
주: 11/30일 기준 2024년 12월 통화정책 확률

11월 FOMC에서는 연준의 통화정책 결정의 무게 중심이 인플레이션에서 고용으로 좀 더 이동하고 있다는 점이 일부 확인됐다. 파월의장은 기자회견에서 “최근 물가가 예상보다 다소 높았다(it was a little higher than expected)”라고 언급했지만, 아직은 물가가 연준의 예상 경로에 부합하는 흐름을 이어가고 있다고 언급했다.

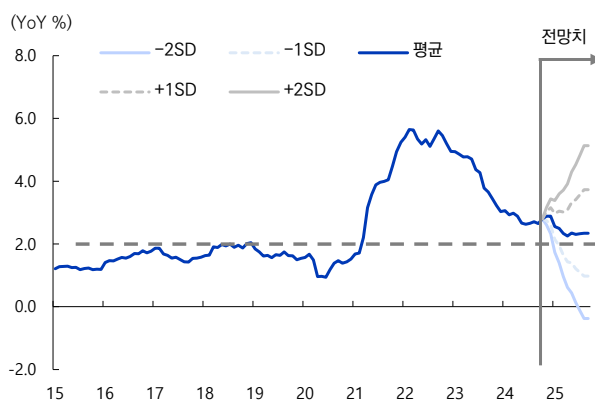
반면에 고용과 관련해서는 견조한(solid) 흐름을 유지하고 있음에도 불구하고, “COVID-19 팬데믹 바로 직전보다 덜 타이트 (the labor market is viewed as less tight than just before the Covid-19 pandemic)”하다고 언급했다. 동시에 “고용시장이 인플레이션 압력의 주요 원인이 아니(The labor market is not a source of significant inflationary pressures)”라고 발언하면서 고용시장이 추가적으로 냉각되는 것을 경계하는 모습을 보였다.

[도표 13] 미국 베버리지 곡선 추이



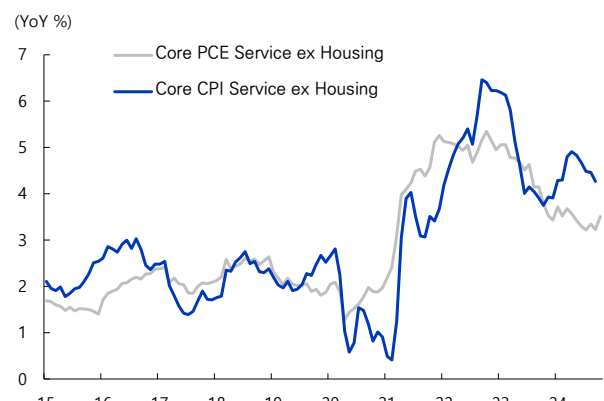
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 미국 근원 PCE 추이 및 전망



자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이

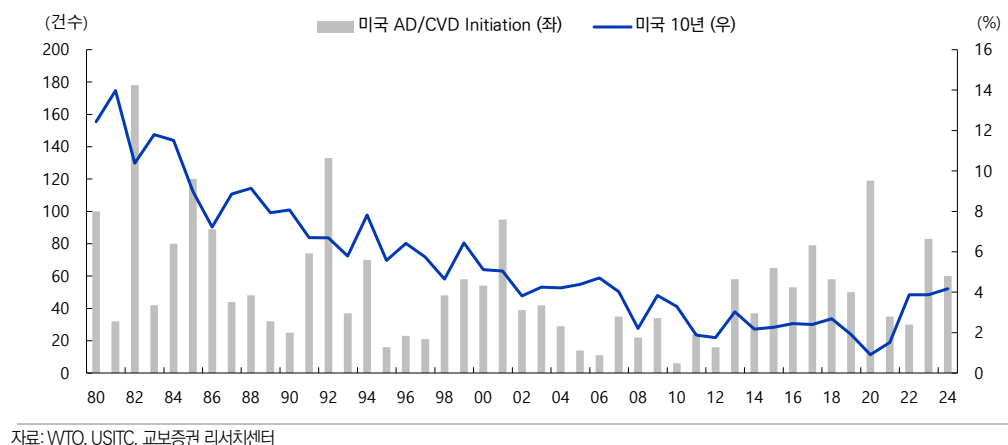


자료: 미국 노동부, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

전술했듯이, 미국 대선 이후 트럼프 2기 행정부에 대한 경제감으로 확대되면서 시장금리의 변동성도 크게 높아졌었다. 다만, 최근 트럼프 미국 대통령 당선인이 스콧 베센트 키 스퀘어 그룹 창업자를 미국 재무부 장관으로 지명하면서 트럼프 트레이드도 일부 되돌림이 진행되고 있다. 시장에서는 트럼프 2기 정책들이 경기과열과 인플레이션을 유발해 금리상승 압력을 높일 것이라는 우려가 컸었다. 트럼프 1기 행정부에서 재무장관을 지낸 므누신 전 재무장관은 트럼프 2기 행정부에서 정책에 있어 1) 관세, 2) 감세, 3) 이란 제제가 최우선 순위일 것이라고 언급한 점을 고려하면, 이 같은 시장의 우려가 단순한 기우는 아니라고 판단된다.

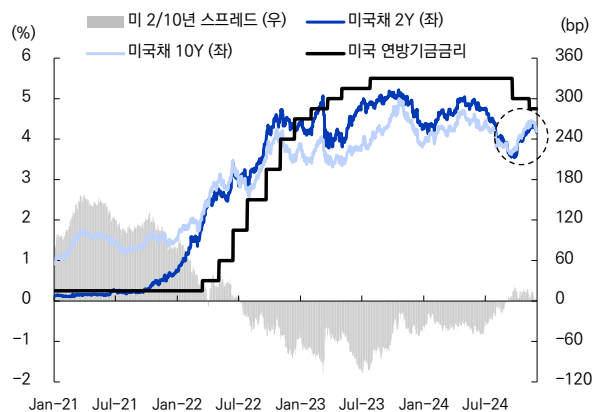
다만, 트럼프 2기 정책에 대한 구체적인 내용들을 좀 더 확인해 봐야겠지만, 베센트 재무장관 지명 이전에 나타난 금리상승 흐름은 다소 과도했다는 생각이다. 먼저 트럼프 1기 당시와는 다르게 연준의 금리인상이 아닌 금리인하 사이클이 이제 막 시작됐다. 또한 아래 도표에서 보듯이 과거 미국 보호무역주의 정책이 확대되었던 시기를 보면 오히려 안전자산 선호심리가 강화됐었다. 보호무역주의가 확대되면 가격 변수를 자극해 인플레이션을 높일 수 있지만, 동시에 경기 하방리스크도 그 만큼 커질 수 있다는 점을 기억할 필요가 있다.

[도표 16] 과거 미국 보호무역주의 확대 구간에서, 안전자산 선호심리는 강화



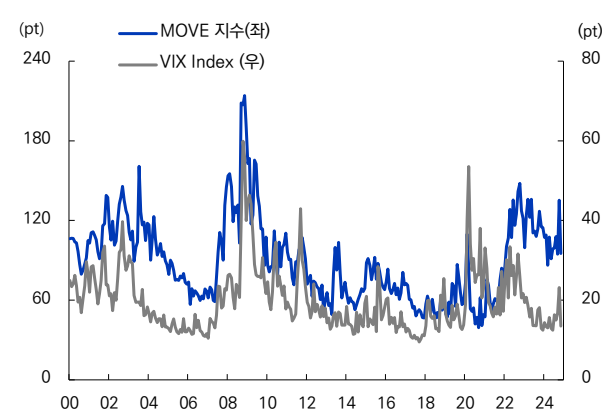
자료: WTO, USITC, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 미국 대선 전후로 시장금리 변동성 크게 확대



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] MOVE 및 VIX 지수 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

금통위, 통화정책의 무게 중심은 경기 리스크 대응으로 이동

2024년 11월 한국은행 금융통화위원회는 기준금리를 3.00%로 25bp 인하 (장용성, 유상대 위원 기준금리 동결 소수의견)했다. 가계부채, 환율에 대한 불확실성이 높은 상황에서도 1) 경기 하방 리스크 확대와 2) 트럼프 2기의 정책 불확실성 등에 대응하기 위해 기준금리를 연속적으로 인하는 것으로 판단된다.

[도표 19] 통화정책방향결정문 비교

구분	2024년 11월 통화정책방향결정문	2024년 10월 통화정책방향결정문
기준금리	- 기준금리, 3.00%로 25bp 인하 (장용성, 유상대 위원 기준금리 동결 소수의견). 환율 변동성이 확대되었지만, 물가상승률의 안정세와 가계부채의 둔화 흐름이 이어지는 가운데 성장의 하방압력이 증대. 이에 따라 기준금리를 추가 인하하여 경기의 하방리스크를 완화하는 것이 적절하다고 판단	- 기준금리, 3.25%로 25bp 인하 (장용성 위원 3.50% 동결 소수의견). 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 판단
세계경제	- 세계경제는 미국 신정부의 경제정책 향방에 따른 경기 및 인플레이션의 불확실성이 증대 - 국제금융시장에서는 주요국의 정책금리 인하 기조가 이어졌지만 미 장기국채금리가 큰 폭 상승하고 달러화도 상당폭 강세. 세계경제와 국제금융시장은 미국 신정부의 경제정책 추진 양상, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다	- 세계경제는 완만한 성장세를 이어가고 있지만 주요국의 경기 불확실성은 다소 높아졌으며, 인플레이션은 둔화 추세를 지속 - 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하 속도에 대한 기대 변화, 중동지역 리스크, 중국의 경기부양책 등에 영향 받으며 장기국채금리와 미 달러화 지수가 하락하였다가 반등. 세계경제와 국제금융시장은 주요국 경기 상황 및 통화정책 변화, 지정학적 리스크, 주요국 정치 상황 등이 주요 변동요인으로 작용할 것으로 보임
국내경제	- 국내경제는 내수 회복세가 완만한 가운데 수출 증가세가 둔화되면서 성장흐름이 약화. 고용은 실업률이 낮은 수준을 보이고 있지만 취업자수 증가규모는 점차 둔화 - 국내경제는 소비가 완만한 회복세를 이어가겠으나 수출 증가세는 주력업종에서의 경쟁 심화, 보호무역주의 강화 등으로 당초 예상보다 낮아질 것으로 보임. 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 예상. 다만 이러한 성장경로에는 통상환경 변화 및 IT 수출 흐름, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 상황	- 국내경제는 수출 증가세가 이어졌지만 내수 회복세는 아직 더딘 모습. 고용은 취업자수 증가세가 점차 둔화되고 있지만 실업률은 낮은 수준을 지속 - 국내경제는 완만한 성장세를 이어가겠지만 내수 회복 지연 등으로 지난 8월에 비해 전망(금년 2.4%, 내년 2.1%)의 불확실성이 커진 것으로 판단. 향후 성장경로는 내수 회복 속도, 주요국 경기 및 IT 수출 흐름 등에 영향 받을 것
물가	- 국내 물가는 안정세를 지속. 10월중 소비자물가 상승률이 석유류가격 하락에 따라 일시적으로 크게 낮아져 1.3%를 기록하였으며 근원물가 상승률도 1.8%로 둔화. 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 수준(2.8%)을 유지 - 앞으로 물가상승률은 환율 상승이 상방압력으로 작용하겠지만 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 안정세를 이어갈 것으로 예상. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률은 각각 2.3%, 1.9%로 지난 전망치(2.5%, 2.1%)를 하회할 전망. 근원물가 상승률은 금년은 지난 전망에 부합하는 2.2%로, 내년은 지난 전망(2.0%)보다 소폭 낮은 1.9%로 예상. 향후 물가 경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 공공요금 조정 등에 영향 받을 것	- 국내 물가상승률은 안정세가 뚜렷해짐. 9월중 소비자물가 상승률이 석유류가격의 큰 폭 하락으로 1.6%로 낮아졌으며 근원물가 상승률은 2.0%로 둔화. 단기 기대인플레이션율도 2.8%로 낮아짐 - 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력으로 안정된 흐름을 이어갈 것으로 예상. 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 예상. 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 상황
금융시장	- 금융·외환시장에서는 국고채금리가 큰 폭 상승한 미 국채금리와 차별화된 움직임을 보이며 하락하였고 원/달러 환율은 미 달러화 강세에 영향받아 상당폭 상승하. 주가는 주요 기업의 실적 전망 둔화 등으로 하락 - 주택가격은 수도권에서는 상승폭이 축소되고 지방에서는 하락세가 이어짐. 가계대출은 계절적 요인 등으로 증가규모가 소폭 확대되었지만 거시건전성 정책의 영향이 이어지면서 주택관련대출을 중심으로 당분간 둔화 추세를 이어갈 것으로 판단	- 금융·외환시장에서는 국내외 통화정책에 대한 기대 변화에 따라 장기국고채금리가 하락하였다가 반등하였고 원/달러 환율은 미 달러화 흐름, 지정학적 리스크 등에 영향받아 등락 - 주택시장은 수도권에서는 가격 상승세가 둔화되고 거래량도 축소되었으며 지방에서는 부진이 이어짐. 이에 따라 가계대출 증가 규모도 상당폭 축소
정책방향	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것. 국내경제는 물가상승률이 안정되는 가운데 성장경로의 불확실성은 높은 것으로 판단 - 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 흐름이 당분간 이어질 것으로 예상되지만 환율이 높은 변동성을 나타낼 가능성에 유의할 필요가 있음. 따라서 향후 통화정책은 금리인하가 물가와 성장, 가계부채와 환율 등 금융안정에 미치는 영향과 정책변수 간 상충관계를 면밀히 점검하면서 앞으로의 인하 속도 등을 결정해 나갈 것	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것. 국내경제는 물가상승률이 목표수준에서 안정되고 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상되지만 성장전망경로의 불확실성이 증대 - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격과 가계부채 증가세가 거시건전성 정책 강화의 영향으로 점차 둔화될 것으로 보이지만 기준금리 인하가 가계부채에 미치는 영향 등 관련 리스크에 여전히 유의할 필요가 있음. 따라서 향후 통화정책은 물가, 성장, 금융안정 등 정책변수 간 상충관계를 면밀히 점검하면서 앞으로의 인하 속도 등을 신중히 결정해 나갈 것

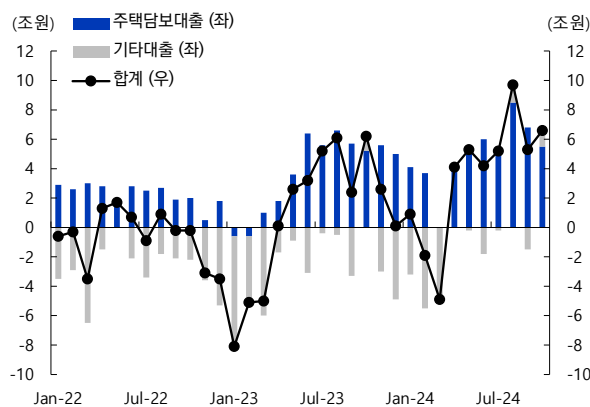
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

금통위는 10월에 첫 기준금리를 단행하기 전까지도 경기하방 리스크가 확대에도 불구하고, 가계 부채, 환율 불확실성 등을 근거로 통화정책 완화에 소극적인 모습을 보였었다. 지난 국감에서 “사실 기준금리 인하를 7월부터 고민하고 있었지만, 수도권 부동산 가격이 빨리 올라가고 가계 부채 증가 속도가 너무 빨랐기 때문에 잘못된 시그널을 주지 않기 위해 잠깐 쉬었다가 내린 것”이라는 이창용 한국은행 총재의 발언도 이와 일맥상통한다.

그러나 11월 금통위에서 한은은 기존의 금리인하 제약 조건들이 크게 달라지지 않았음에도 불구하고, 경기 불확실성 확대를 근거로 금리인하를 결정했다. 11월 금통위의 기준금리 인하는 크게 통화정책 측면에서 2가지 변화 가능성을 시사한다. 먼저 통화정책 결정의 무게 중심이 경기 리스크 대응으로 크게 이동했다는 점과 두 번째로 최종 금리 수준이 당초 예상보다 더 낮아질 수 있다는 점이다.

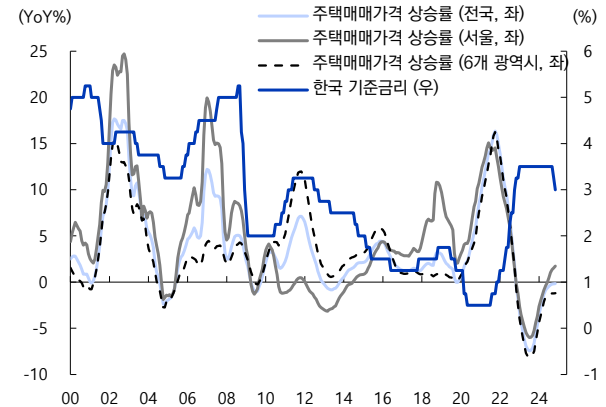
과거 신성한 금통위원은 10월 금통위를 앞두고, 가계부채 상승 모멘텀이 확실하게 둔화할 때까지 기다릴 여유는 없지만, 금융불균형 리스크가 너무 크게 부각돼 선제적 조치를 취하지 못하고 있다고 언급했었다. 스트레스 DSR 2단계 시행 이후 가계대출 증가세가 진정되는 모습을 보이고 있지만, 10월 가계대출 지표가 재차 확대된 것에서 볼 수 있듯이 아직 관련 리스크에 대해서 안심할 수 있는 단계는 아니다. 그럼에도 불구하고 11월 통방문에서 나타났듯이 가계부채 리스크에 대한 금통위의 시각은 낙관적인 방향으로 수정됐다.

[도표 20] 주택담보대출 및 기타 대출 추이



자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이

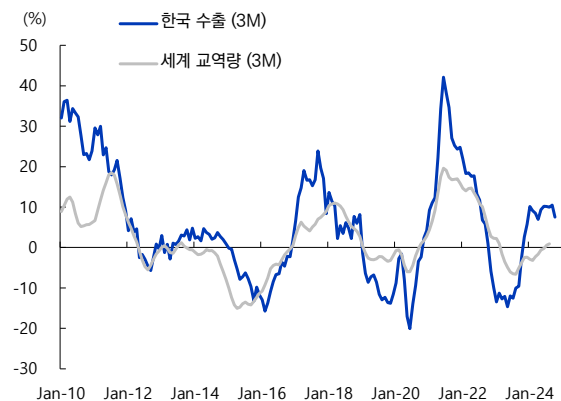


자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

국내 경제는 내수가 대체로 부진한 흐름을 이어가는 가운데, 수출 모멘텀이 약해지고 있는 상황이다. 특히 반도체 업황 부진 우려가 확대되는 가운데, 트럼프 2기 행정부의 통상정책 등이 국내 수출에 부정적으로 작용할 가능성이 높아지고 있다.

한국은행은 수정경제전망을 통해 올해 성장률과 물가상승률 전망치를 각각 2.4%→2.2%, 2.5%→2.3%로 조정했다. 내년도 성장률과 물가상승률 전망치도 모두 2.1%→1.9%로 하향 조정했다. 2026년 성장률과 물가상승률 전망치 각각 1.8%, 1.9% 제시했다. 한은은 환율 상승이 물가의 상방압력으로 작용하겠지만 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 안정세를 이어갈 것으로 예상했다. 반면에 성장률은 완전한 소비회복에도 수출이 주력 업종에서의 경쟁 심화, 보호무역주의 강화 등으로 당초 예상보다 낮아지면서 하방 압력이 확대될 것으로 전망했다.

[도표 22] 한국 수출과 세계 교역량 추이



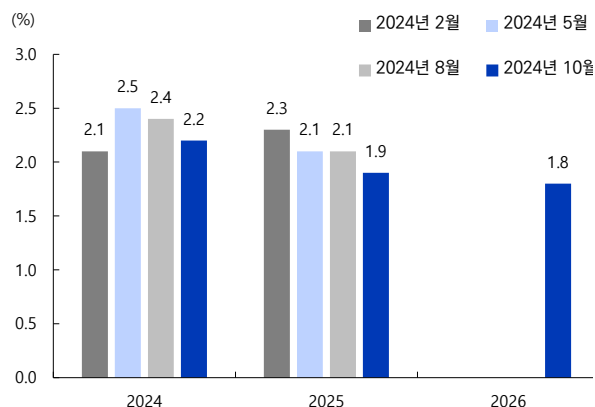
자료: CPB, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 생산자 재고순환지표 및 경기선행지수 순환변동치 추이



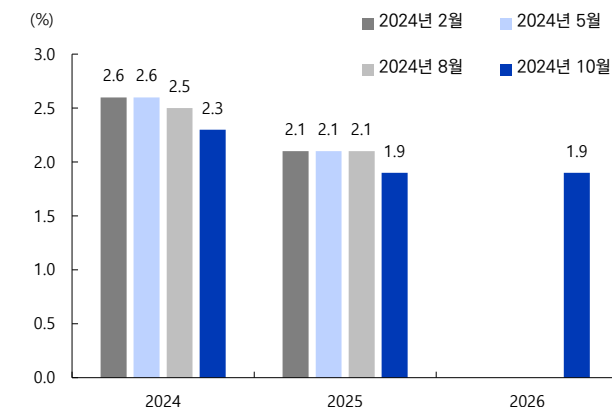
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 한국은행, 국내 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 한국은행, 물가 상승률 전망 추이



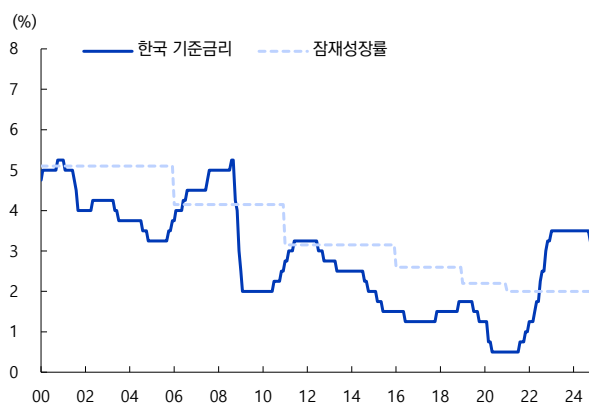
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

당사는 지난 연간전망 자료를 통해 2025년말 기준 한국은행 기준금리가 2.50% 수준으로 낮아질 것으로 예상했다. 경기하방 리스크가 급격하게 확대되는 상황이 아니라면, 금번 금리인하 사이클에서 기준금리의 1차적인 목적지는 중립금리 수준이 될 것으로 판단했다.

그러나 11월 금통위에서 통화정책 결정의 무게 중심이 경기 리스크 대응으로 크게 이동했고, 향후 한국은행이 제시할 국내 잠재성장률이 2%를 하회할 가능성이 높다는 점에서 내년말까지 한국은행 기준금리는 2.00~2.25% 수준으로 낮아질 수 있다고 판단한다. 달라진 전제만큼 최종 금리수준에 대한 눈높이도 조정이 불가피하다.

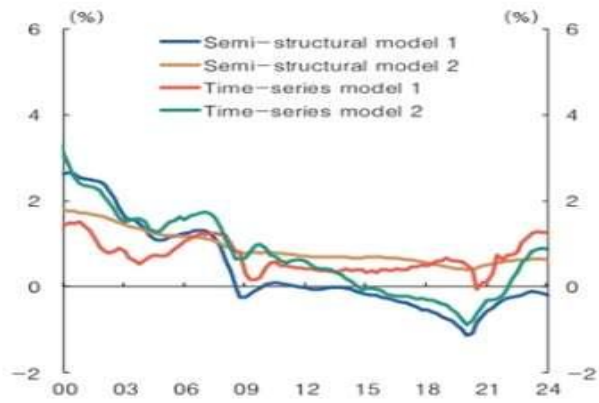
11월 이후 추가적인 금리인하 시점에서 대해서는 당장 내년 1월도 가능하다는 생각이다. 11월 금통위 통화정책 포워드 가이드스(3개월내 기준금리 인하 3인, 동결 3인)는 기준금리 인하와 동결 중 어떠한 결정도 이상하지 않음을 시사한다. 오히려 11월 금통위가 기준금리를 인하한 근거(경기방어, 환율 리스크 감내, 트럼프 2기 불확실성에 대한 선제적 대응)를 살펴보면 굳이 1월 통화정책 회의에서 금리인하를 한 템포 쉬어갈 이유는 없어 보인다.

[도표 26] 한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 모형별 중립금리 추정치



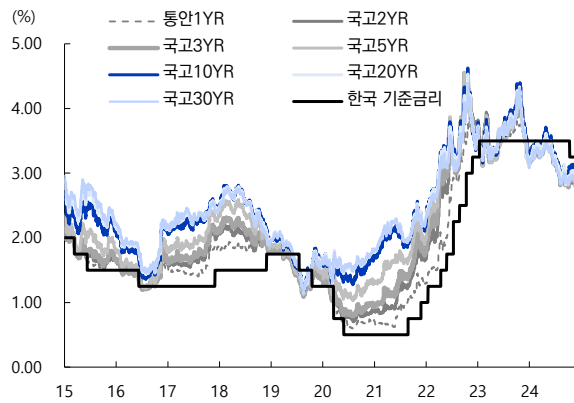
자료: 한국은행 Kyeongtak Do, Ju Hyun Ahn, Hae Ri Jung 「Exploring the Natural Interest Rate in Korea: A Multi-Model Approach」 재인용, 교보증권 리서치센터

투자전략: 레벨 부담에도 우호적인 투자심리 유지

국내 채권시장은 11월 금통위가 서프라이즈 기준금리 인하를 단행하고, 수정경제전망을 통해 성장률 전망치를 큰 폭으로 하향 조정하면서 강세 흐름을 보였다. 11월말 기준 국고채 3년, 10년물 금리는 각각 2.61%, 2.76%으로 하락하면서 전월대비 30bp 이상 하락하는 모습을 보였다.

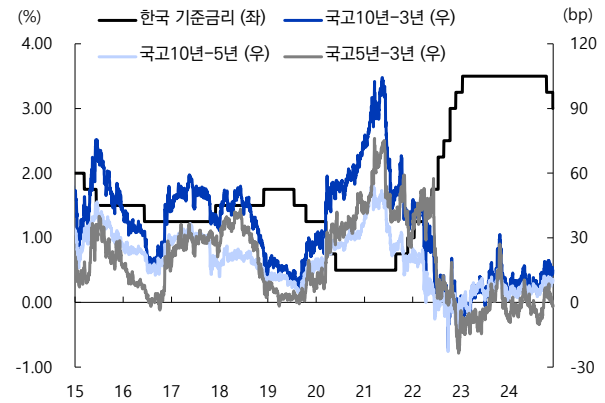
투자전략 관점에서는 국내 채권에 대한 매수 판단을 유지한다. 11월 금통위를 전후로 시장금리가 큰 폭으로 하락하면서 레벨에 대한 부담이 다소 높아졌지만, 2025년말 기준금리에 대한 눈높이 조정이 진행되고 있는 상황에서 당분간 우호적인 투자심리가 크게 되돌려질 가능성은 제한적일 것으로 판단한다.

[도표 28] 국고채 금리 추이



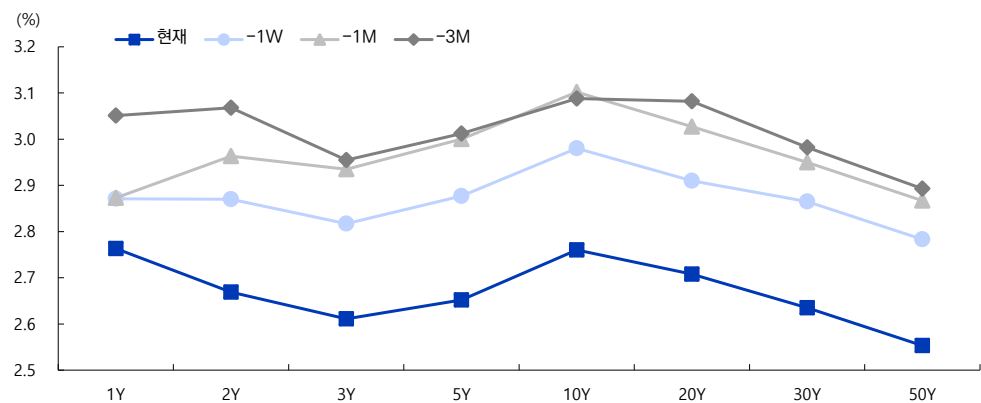
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 한국 기간별 일드 커브 추이



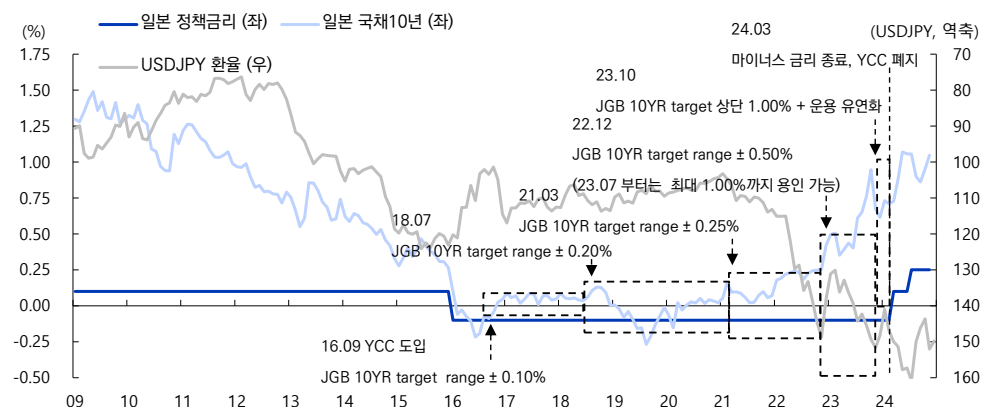
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

Issue Check: 12월 BOJ, 25bp 기준금리 인상 전망 유지

당사는 12월 BOJ 통화정책회의에서 일본은행 기준금리가 0.50%로 25bp 인상될 것이라는 전망을 유지한다. 최근 우에다 BOJ 총재는 니케이 신문과의 인터뷰에서 일본 경제지표가 BOJ가 예상한 경로에 부합하는 움직임을 보이고 있으며, BOJ의 다음 금리인상 시점이 '다가오고 있다 (approaching)'고 발언했다. 지난 7월 금리인상이 서프라이즈로 인식되고, 엔캐리 청산 등으로 시장 변동성이 크게 확대되는 모습을 보였다는 점을 고려하면, 12월 BOJ를 3주 정도 남겨둔 시점에서 우에다 총재의 인터뷰의 의미는 작지 않다고 판단한다.

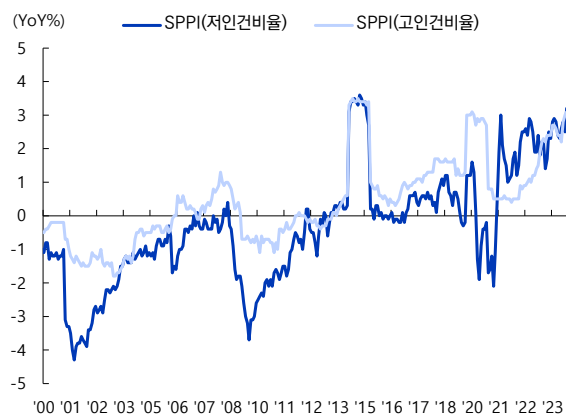
우에다 총재는 임금 상승률, 임금 인상의 물가 전개, 소비 강도 등이 BOJ의 금리인상 시기를 결정하는 주요 요소로 설명했는데, 이와 관련된 지표들의 움직임은 12월 금리인상 기대를 높여주고 있다. 11월 도쿄 CPI와 Core CPI는 각각 2.6%, 2.2%로 전월대비 (1.8%, 1.8%) 큰 폭으로 상승하는 모습을 보였다. 여기에 BOJ가 기초적 인플레이션을 판별하기 위해 제시한 SPPI 지표도 상승세를 이어가고 있으며, 실질소비동향지수도 개선세를 지속하고 있다.

[도표 31] 일본 통화정책과 국채금리, 환율 변화 추이



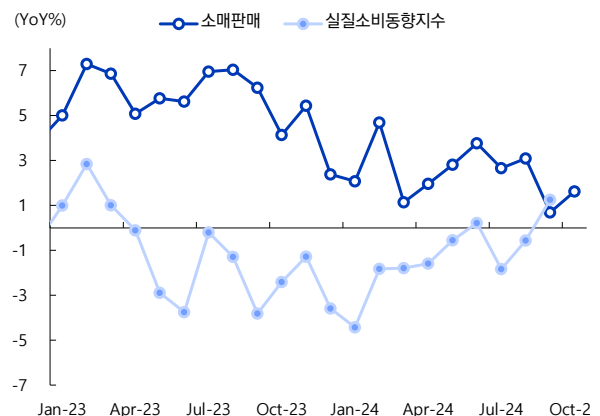
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 기업용서비스물가지수 증가율



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 소매판매 증가율과 실질소비동향지수

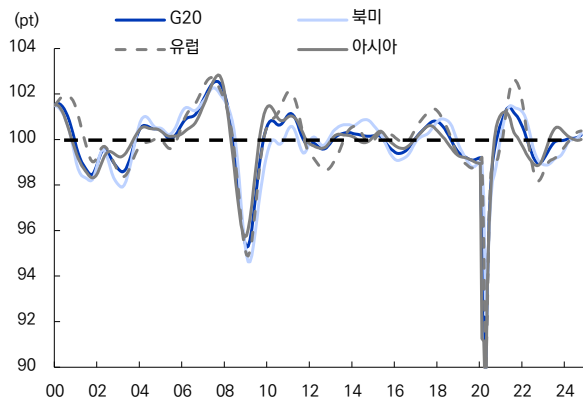


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

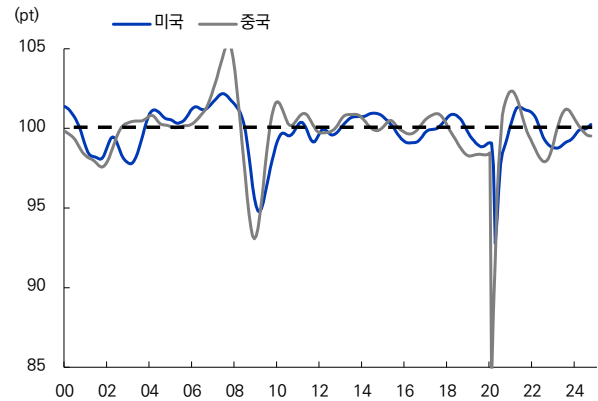
국내외 주요 경제지표

[도표 34] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 미국 ISM 제조업 지수



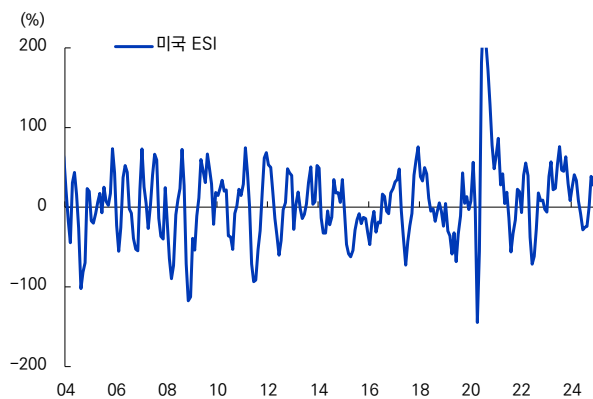
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 유로존 제조업 PMI



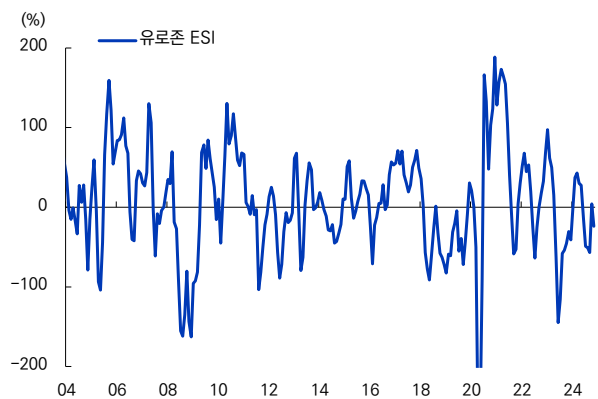
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 미국 ESI 지수



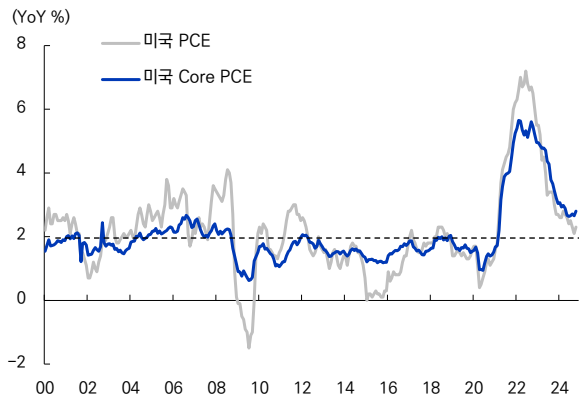
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 유럽 ESI 지수



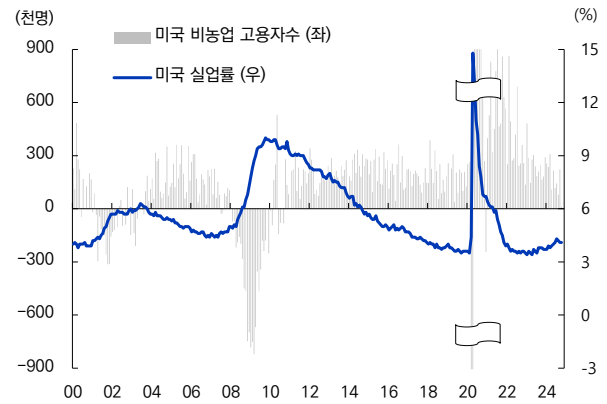
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 미국 PCE 물가



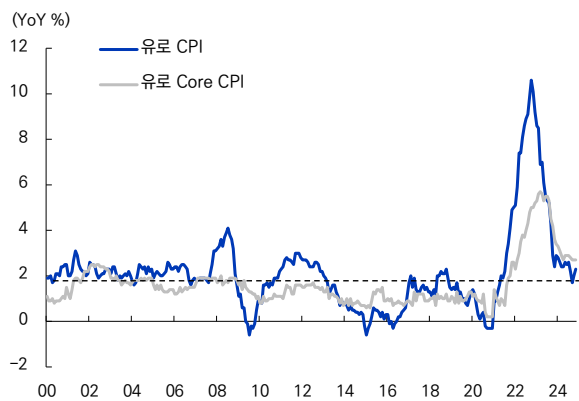
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



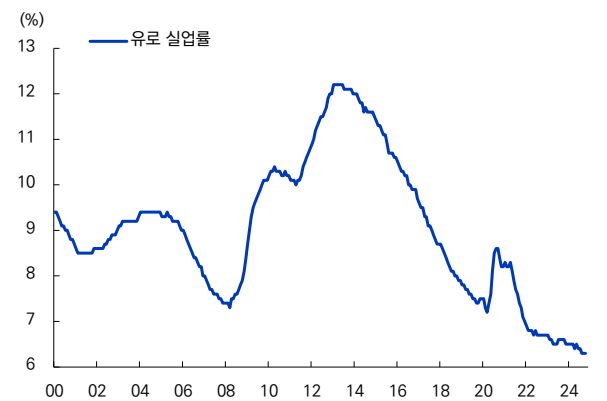
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 유로존 소비자물가 상승률



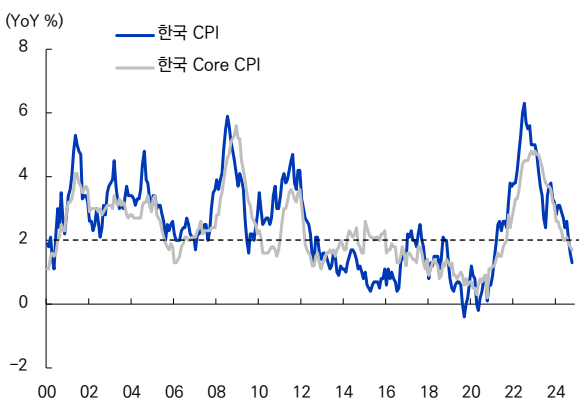
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 유로존 실업률



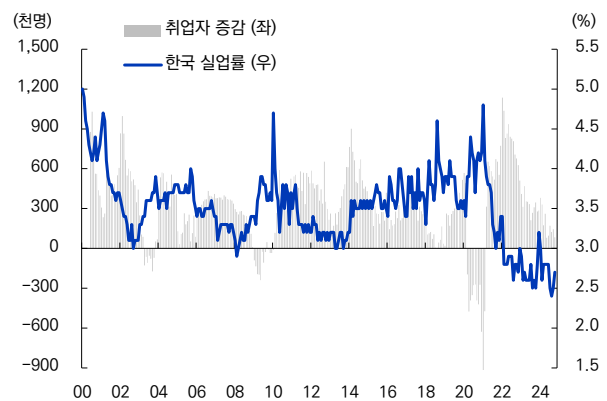
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

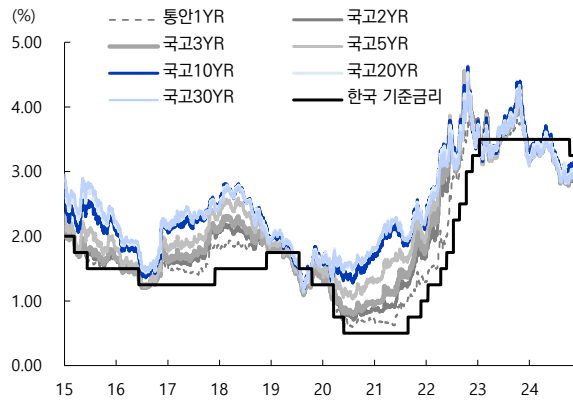
[도표 45] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

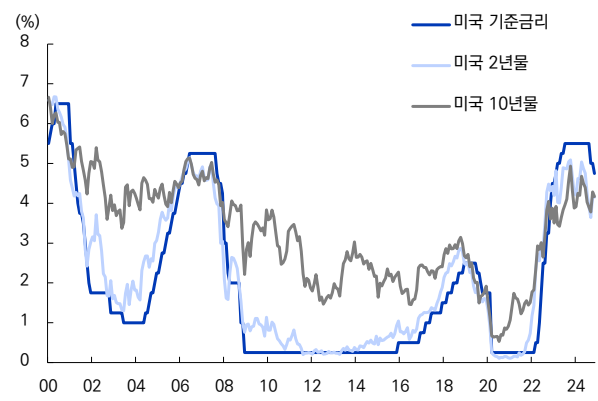
국내외 채권금리

[도표 46] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



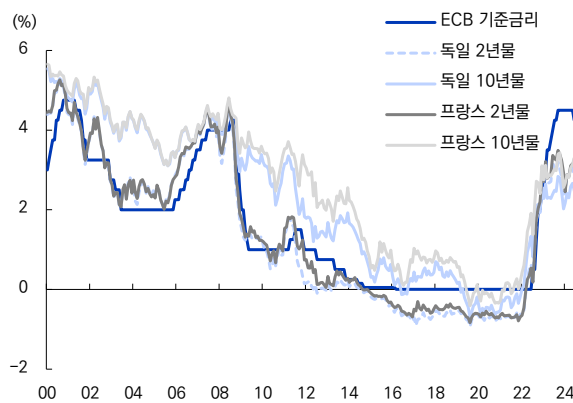
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 미국 기준금리 및 국채 수익률



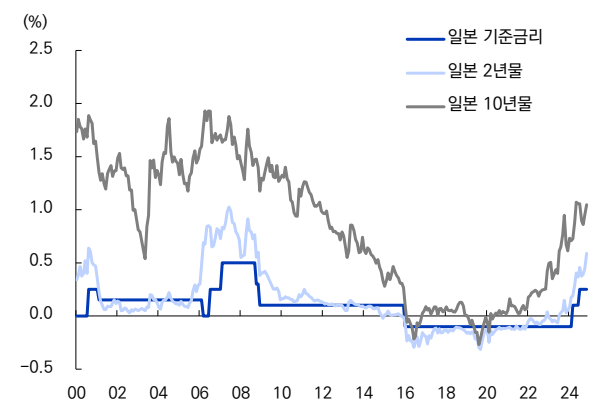
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

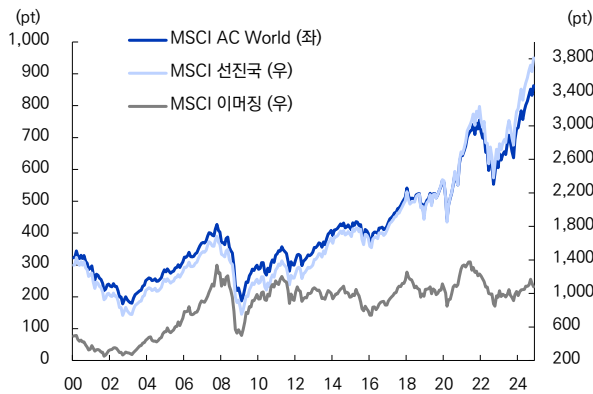
[도표 51] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

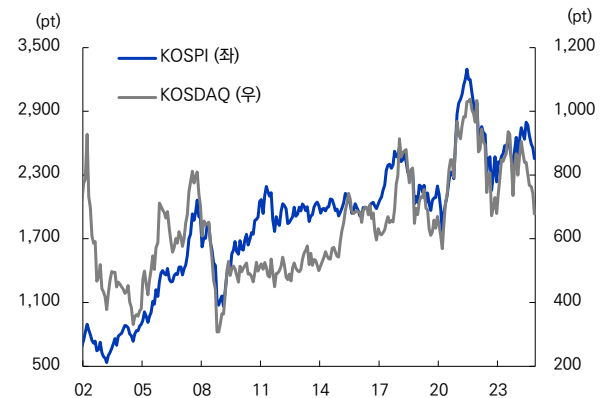
국내외 주가지수

[도표 52] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



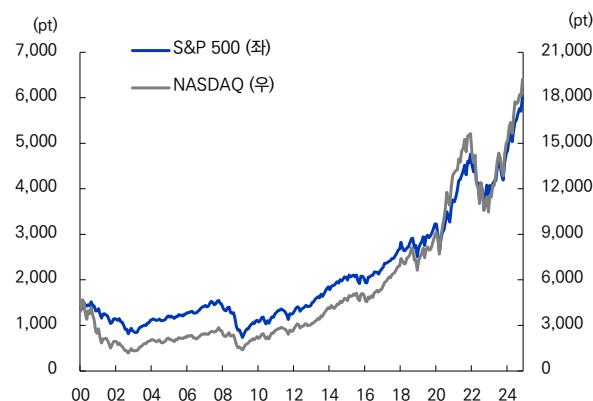
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] KOSPI, KOSDAQ 지수



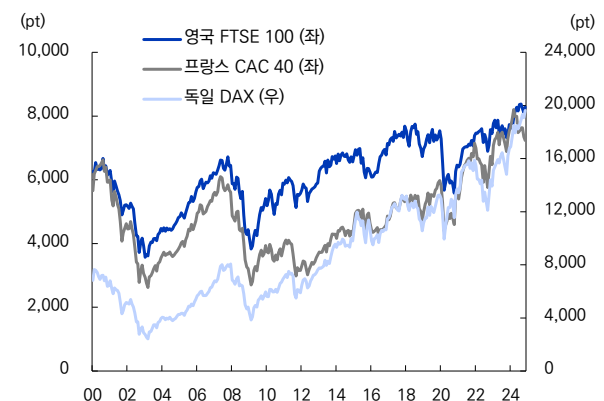
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



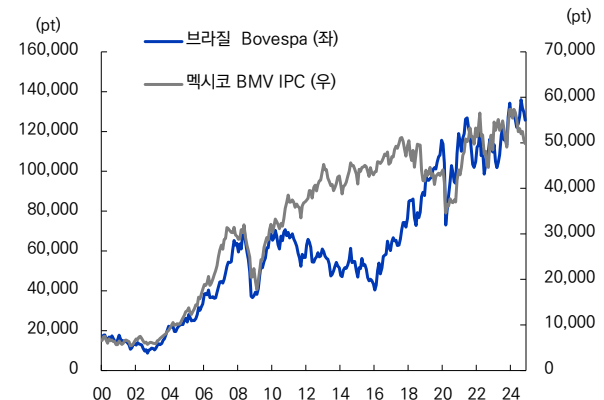
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 일본 NIKKEI225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 58] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



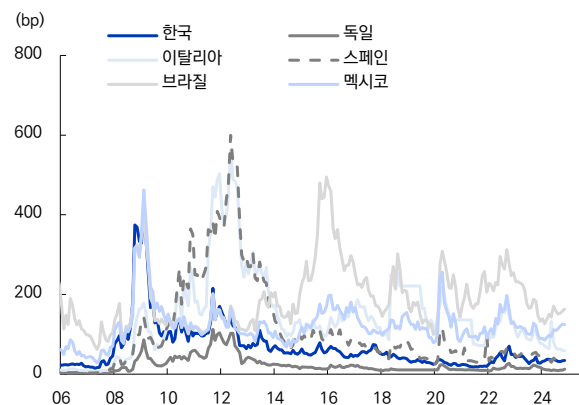
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 원/달러 및 엔/달러 환율



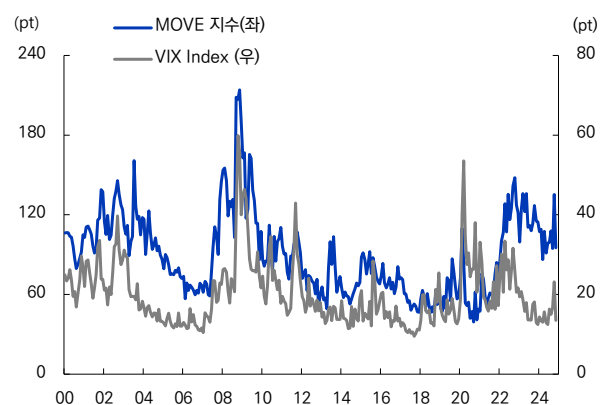
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 62] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
 주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

12 월 주요 경제지표 발표 일정

월	화	수	목	금
2	3	4	5	6
만기 3조 3237억 美 10월 건설지출 美 11월 제조업 구매 관리자 지수 美 11월 ISM 제조업 지수 中 11월 Caixin 제조업 PMI EU 10월 고용동향(실업률) EU 11월 구매관리자 지수	만기 2조 8912억 통안만기 8000억 韓 11월 소비자물가동향 美 11월 자동차판매	만기 1조 2515억 美 10월 공장주문 美 11월 ADP 고용지표 美 11월 ISM 비제조업 지수 中 11월 Caixin 서비스업 PMI EU 10월 생산자물가	한은 RP 환매수 2000억 만기 2조 3535억 韓 3/4분기 국민소득(잠정) 美 10월 무역수지 美 주간 실업수당 청구건수 EU 10월 소매판매	만기 3조 8746억 韓 10월 국제수지(잠정) 韓 3/4분기 예금취급기관 산업별 대출금 美 11월 실업률 美 12월 미시간대 소비자 신뢰지수(잠정치) 中 11월 무역수지 EU 24년 3분기 GDP
9	10	11	12	13
만기 4조 9911억 美 10월 도매 재고판매	국채만기 18조 6049억 만기 20조 4154억 통안만기 8000억 안계정 만기 1000억 中 11월 CPI 中 11월 PPI 호주 RBA 통화정책회의	만기 2조 1279억 지준일 韓 11월 고용동향 美 11월 소비자 물가 美 11월 재정수지 캐나다 BOC 통화정책회의 브라질 BCB 통화정책회의	만기 1조 8895억 美 11월 생산자물가 美 주간 실업수당 청구건수 ECB 통화정책회의	만기 3조 7945억 韓 11월 수출입물가지수(잠정) 美 11월 수출입물가 中 11월 산업생산 中 11월 소매판매 EU 10월 산업생산
16	17	18	19	20
만기 1조 8599억 韓 10월 통화 및 유동성 韓 10월 예금취급기관 가계대출 美 12월 NY 엠파이어스테이트 제조업 지수	만기 6143억 통안계정 만기 1000억 韓 3/4분기 기업경영분석 결과 美 10월 기업재고 美 11월 소매판매 美 12월 주택시장 지수 美 9월 산업생산 EU 10월 무역수지	만기 1조 1129억 韓 국민계정 2020년 기준년 2차 개편 결과 美 11월 신규 주택 착공건수 美 FOMC EU 11월 소비자물가(HICP)	만기 2조 5465억 美 11월 경기선행지수 美 11월 기준주택판매 美 12월 필라델피아 연준지수 美 3Q GDP(3rd Est.) 美 주간 실업수당 청구건수 日 BOJ 통화정책회의 英 BOE 통화정책회의 멕시코 BANXICO 통화정책회의	만기 8조 3370억 韓 11월 생산자물가지수(잠정) 美 11월 개인소득 및 개인지출 美 12월 미시간대 소비자 신뢰지수(확정치) 中 PBOC 통화정책회의
23	24	25	26	27
만기 3조 3532억 美 12월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	만기 2조 2887억 통안만기 8000억 韓 12월 소비자물가동향조사 결과 美 11월 내구재주문 美 11월 신규 주택판매	만기 850억	만기 3조 7730억 韓 11월 무역지수 및 교역조건(잠정) 美 주간 실업수당 청구건수	만기 25조 1161억 韓 12월 기업경기실사지수(BSI) 및 경제심리지수(ESI) 韓 11월 금융기관 가중평균금리
30	31			
만기 5360억 韓 11월 산업활동동향 美 12월 시카고 PMI	韓 12월 및 연간 소비자물가동향 美 10월 주택가격지수 美 10월 S&P/CS 주택가격지수 中 12월 비제조업 PMI 中 12월 제조업 PMI			

자료: Bloomberg, 본드웹, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준