

IBKS Bond Inside

2025년 1월 금통위 프리뷰

2025년 1월 금통위 기준금리 인하, 포워드 가이드는 4인 인하를 전망

2025년 1월 금통위 통화정책방향 결정은 기준금리 25bp 인하를 전망한다. 2024년 11월 금통위에서 단행한 기준금리 인하는 2024년 3분기 부진했던 GDP 충격과 조건부 전망의 기저인 '조건'의 대거 변경이 주요 근거였다. 2025년 1월 금통위에서는 비상계엄사태 장기화가 선제적 통화정책 대응기조와 맞물려 기준금리 인하 근거로 작용할 전망이다. **향후 3개월 포워드 가이드는 상에서 기준금리 인하 가능성을 열어둔 금통위원은 4인을 예상한다.** 2025년 2월 금통위 통화정책 결정보다 3개월 이후인 2025년 4월 금통위 통화정책방향 결정을 고려한 전망이다.

기준금리 동결 소수의견은 기존에 외환시장 불확실성 확대를 동결 근거로 제시한 금통위원들을 중심으로 형성될 것이다. 현재 원달러 수준에 대한 불확실성 확대는 외환시장에 우려를 표한 금통위원들의 동결 견해를 강화할 가능성이 높다. 향후 외환시장에 대한 기조는 단기 불안(금융안정)보다는 중장기 한국경제의 구조적 성장 문제와 연계할 전망이다(중장기 자본유출). **내외금리차에 대한 언급도 제한적으로 작용**할 가능성이 높다. 단기 환율 수준에 대한 우려 확대 구간인 2024년 12월~2025년 1월 내외금리차는 2024년 10월~12월보다 확대 폭이 크지 않다. 현재 주어진 조건에서 '경기 하방리스크 확대-내외금리차 확대'간에 상충관계가 있기 때문이다. 2024년 12월 FOMC 이후 미국 국채 10년물 금리가 급등했지만, 한국은 경기하방 우려가 추경으로(국채발행) 이어지면서 한미 내외금리차 추가 확대가 제한됐다. 향후 외환시장에 대한 우려는 (1) **2025년 1분기 전반에 걸쳐 1,400원을 상회하는 높은 원달러 환율 수준이 유지되면서** (2) 달러화 대비 **'엔화/위안화 강세+원화 약세' 조합이 관측되면** (3) **유동성공급조치가 종료되는 2025년 2월말 이후부터** 비중을 키울 것이다.

2025년 1월 금통위에서는 금리인하기에 접어들었음을 전제로 금융안정(금리인하가 가계부채 부동산 살림현상)과 경제 하방리스크 간의 상충관계가 중점적으로 다뤄질 것이다. 2024년 4분기 두 차례의 기준금리 인하가 단행된 상황에서 **금통위원들 간에 어느정도 일치해야 하는 조건(전제)은 통화정책의 파급시차**다. 정책 변곡점에 돌입한 이후 통화정책 효과가 뚜렷하게 나타날 것을 기대하는 시점이기 때문이다. 서영경(2024)에 따르면, GDP에 대한 파급시차는 종전 5분기에서 4분기로 짧아졌고, 인플레이션에 대한 파급시차는 8분기에서 4분기로 짧아졌다. 따라서 **금통위원들의 통화정책방향 결정도 향후 4개 분기 이후에 집중**할 가능성이 높다. 2024년 4분기美德선 레드스윙 이후 강화된 한은의 완화적 정책기조와 짝맞춘 통화정책 파급시차를 고려하면 통화정책 효과를 기대하는 시점은 2025년 4분기다.

금융안정 측면에서는 규제강화로 가계부채 디레버리징 기조가 뚜렷하게 관측된 만큼 지금과 유사한 거시건전성 정책 기조를 이을 것이다. 통화정책 파급시차에 대한 분석결과를 감안하면 가계대출(주택담보대출)에 대한 정책시차도 4개 분기 이후에 나타난다. **2025년 1분기 정부규제와 통화정책간의 연계도 2025년 4분기를 목표로 심화**할 가능성이 높다.

► Fixed Income Analyst

정형주

02) 6915-5654

hj.jeong@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

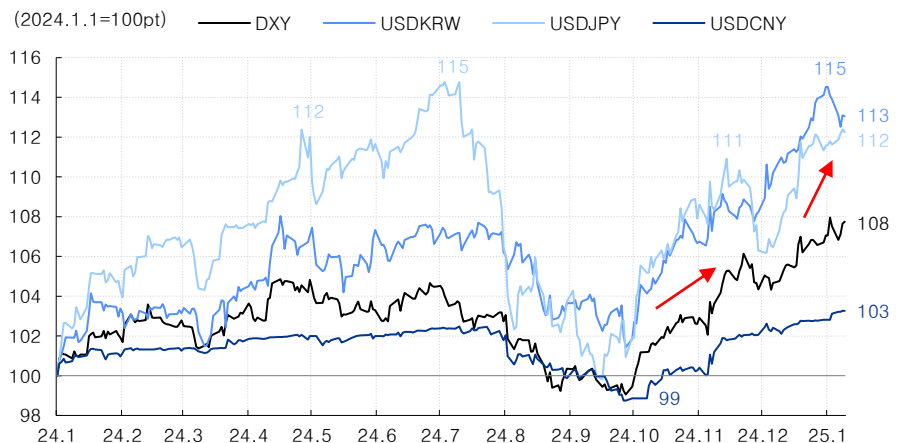
2025년 1월 금통위 통화정책방향 결정은 기준금리 인하를 전망

2025년 1월 금통위 통화정책방향 결정은 기준금리 25bp 인하를 전망한다. 2024년 11월 금통위에서 단행한 기준금리 인하는 2024년 3분기 부진했던 GDP 충격과 조건부 전망의 기저인 '조건'의 대거 변경이 주요 근거였다. 2025년 1월 금통위에서는 비상계엄사태 장기화가 선제적 정책대응 기조와 맞물리면서 기준금리 인하 근거로 작용할 전망이다. 2025년 연초 원달러 환율이 1,470원에 달하는 상황에도 (환시에 따른) 기준금리 동결이 소수의견이 될 것으로 예상하는 이유는 경쟁국에서도 달러 대비 자국 통화가치 평가절하가 나타났기 때문이다.

기준금리 동결 소수의견은 기존에 외환시장 불확실성 확대를 동결 근거로 제시한 금통위원들을 중심으로 형성될 것이다 (장용성, 유상대 위원). 2024년 12월 비상계엄사태 이후 장용성 위원은 언론인터뷰에서 '1,430원대에 달하는 환율 레벨이 우려보다 많이 오르지 않았다'고 코멘트했다. 해당 코멘트는 비상계엄사태로 인한 환율 급등이 외환위기로의 비화 가능성이 낮다는 맥락일 가능성이 높다. 그러나 2025년 1월 원달러 환율이 1,470원에 달하는 상황이다. 원달러 수준에 대한 불확실성 확대는 외환시장에 우려를 표한 금통위원들의 동결 견해를 강화할 가능성이 높다.

그러나 통화정책 결정을 좌우할 정도로 외환시장 상황이 나빠진 않다. 통화가치 약세가 다른 국가들에서도 관측되기 때문이다. 2024년 11월 금통위 기자회견 이창용 총재의 답변을 고려하면, 2025년 1월 금통위에서도 구조적 요인에 따른 주요 수출경쟁국(일본, 중국 등)과의 환율 동학을 감안할 가능성이 높다. 2025년 연초에도 한중일 통화가치는 달러 대비 약세 기조를 공유했다.

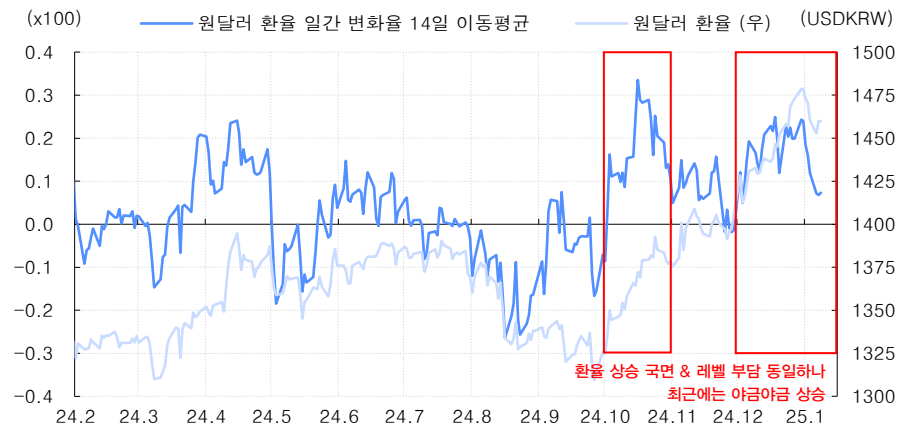
그림 1. 통화가치 공통 약세 흐름은 2024년 10월 1차 가속, 2024년 12월 FOMC 기점으로 2차 가속



자료: Bloomberg, IBK투자증권

향후 외환시장에 대한 기조는 단기불안(금융안정)보다는 중장기 한국경제의 구조적 성장 문제와 연계할 가능성이 높다(중장기 자본유출). 이창용 총재의 2025년 신년사에서 경 상수지 흑자 규모에 상응하는 '외국인과 국내 주식투자자의 자금유출'이 높아진 환율 수 준과 함께 언급됐다. 단기시계에서 2024년 11월 기준금리 인하 이후 비상계엄사태 장기 화 충격만 작용했다면 최근 원달러 환율 수준은 관리 대상이다. 그러나 앞서 살펴본 것 처럼 2024년 12월 美연준의 매파적 기조 강화가 미국 외 국가들의 통화 가치 공통 약세 요인으로 작용 중이다. 또한, 한국은행의 정책기조는 **외환시장의 변동성 급등을 관리하 는 것에 방점**을 둔다. 연초 원달러 환율 수준이 1,470원에 달하지만, 높은 레벨에 비해 변동성은 비교적 완만하게 상승했다. 마지막으로 2024년 12월 금통위(금융안정회의) 의 사록에서 여러 금통위원들은 한국의 대외지급능력 평가에 대외건전성, 외환건전성에 대 해 강건하다고 평가했다.

그림 2. 원달러 환율 수준이 부담인 것은 유사하나, 최근 상승 폭이 둔화되는 양상



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 환율 상승분이 평균을 크게 벗어나지 않고 야금야금 상승했기 때문 → 환율 변동성은 감소

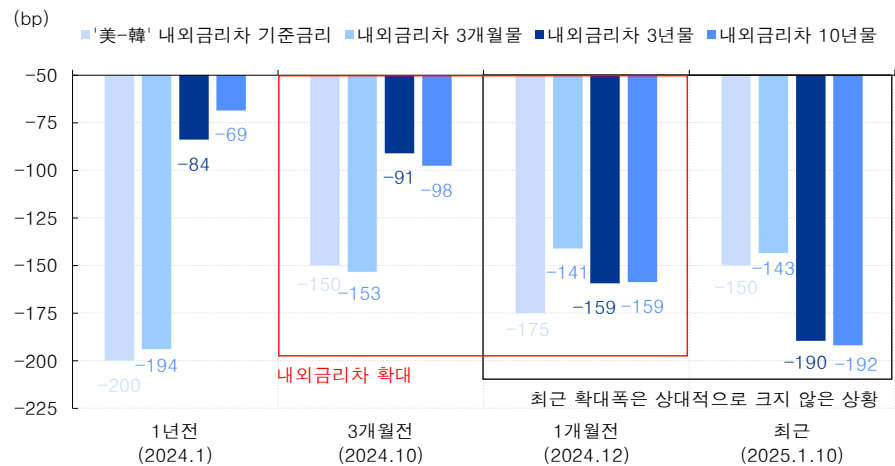


자료: Bloomberg, IBK투자증권

내외금리차에 대한 언급도 제한적으로 작용할 가능성이 높다. 2025년 1월 10일 기준 韓美 내외금리차는 국고채 3년물 기준 190bp, 국채 10년물 기준 192bp다. 그러나 단기 원달러 환율 수준에 대한 우려구간인 2024년 12월~2025년 1월 내외금리차는 2024년 10월~12월보다 확대폭이 크지 않다. 현재 주어진 조건에서 '경기 하방리스크 확대-내외금리차 확대'간에 상충관계가 있기 때문이다. 2024년 12월 FOMC 이후 미국 국채 10년물 금리가 급등했지만, 한국은 경기부진 우려가 추경우려(국채발행)로 이어지면서 한미 내외금리차 추가 확대가 제한됐다. 이처럼 **매크로 펀더멘털 악화는 추경/국채초과 발행 경로로 장기금리 상승 압력을 높일 수 있으며 이는 내외금리차 축소 원인**이다.

향후 외환시장에 대한 우려는 (1) **2025년 1분기 전반에 걸쳐 1,400원을 상회하는 높은 원달러 레벨이 유지되면서** (2) 달러화 대비 **'엔화/위안화 강세+원화 약세' 조합이 관측되면** (3) **유동성공급조치가 종료되는 2025년 2월말 이후부터** 통화정책방향 결정에 무게감을 높일 것이다.

그림 4. 미국과 한국의 시점별 내외금리차 확대 양상도 최근 둔화되는 모습



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 3개월물은 미국 국채 3월물과 한국 통안채 91일물 간의 차이

향후 3개월 포워드 가이드스 기준금리 인하 견해는 4인으로 예상

향후 3개월 포워드 가이드스 상에서 기준금리 인하 가능성을 열어둔 금통위원은 4인을 예상한다. 2025년 2월 금통위 통화정책 결정보다 3개월 이후인 2025년 4월 금통위 통화정책방향 결정에 무게를 뒀다. 2025년 1월 금통위에서 기준금리를 동결할 경우에는 포워드 가이드스 기준금리 인하 의견을 제시한 금통위원 수가 5인으로 확대될 것으로 예상된다.

2025년 1월초 이수형 금통위원은 언론 인터뷰에서 한국은행의 법적의무는 인플레이션이 목표수준을 유지하는 것이고, 이것이 충족될 경우 금융안정에 집중한다고 언급했다. '경제성장률은 앞선 두 가지 조건이 충족되는 경우에 집중'하는 요인이며, 세 가지 목표가 상충되는 경우 물가상승률과 금융안정을 우선시'한다고 말했다. 2024년 12월 한국 소비자물가상승률은 1.9%로 목표수준 2.0%를 소폭 하회했다. 금융안정 측면에서는 비상계엄 사태 이후 시장안정화 조치를 2025년 2월말까지 한시적으로 시행한다. 물가상승률은 목표수준을 소폭 하회하나 안정세가 뚜렷하다. 금융안정에 대한 정책수단도 작동하고 있기 때문에 동 위원은 포워드 가이드스에서 경제의 하방위험에 방점을 둘 것으로 예상된다.

김종화 금통위원은 2024년 12월 금융안정보고서 주관위원 메시지에서 '통화정책 긴축 정도 완화가 신용리스크 축소 등 금융불안을 줄이는데 기여하지만, 중장기 금융불균형을 확대시킬 여지'를 언급했다. 통화정책 '긴축 정도 완화'라는 워딩에 따라 동 위원은 현재 정책금리 수준이 부진한 경제성장률 경로를 전제로 여전히 제약적이라 생각할 가능성이 높다. 또한, 환율 수준에 대해서는 금융기관의 자본과 유동성을 적정 수준으로 관리하도록 유도하는 것을 언급하면서 대외부문의 양호한 복원력 유지를 강조했다. 현재 환율 수준에 대한 통화정책 대응보다 유동성 확충을 통한 금융기관들의 레벨 적응에 무게를 둔 코멘트다. 동 위원도 포워드 가이드스에서 기준금리 인하 의견을 제시할 가능성이 높다.

황건일 금통위원은 2024년 9월 통화신용정책보고서 주관위원 메시지에서 물가상승률이 목표수준으로 수렴할 것이라는 확신이 강해졌다고 언급했다. 경제성장 흐름에 대해서는 기준금리 조정의 파급시차를 코멘트하면서 경제성장 우려에 선제적으로 대응할 필요성을 언급했다. 금융안정 측면에서는 가계부채 비율을 우려했는데, 가계부채 관련 규제가 강화된 이후 2024년 2분기 기준 한국의 GDP 대비 가계부채비율은 91.1%로 18년만에 처음으로 감소했다. 2024년 3분기에도 동 비율은 90.8%로 축소되면서 감소세를 이었다. 규제에 따른 디레버리징 기조가 관측됐기 때문에 동 위원도 경제성장의 하방위험 완화에 무게를 둘 것이고, 포워드 가이드스 상에서 기준금리 인하 의견을 제시할 가능성이 높다.

물가와 성장에 대한 통화정책 파급시차는 향후 4개 분기로 예상

최근 한국은행의 연구결과는 한국 잠재성장률 추세하락을 기정 사실화한다. 2025년 1월 금통위에서는 금리인하기에 접어들었음을 전제로 금융안정(금리인하기 가계부채 부동산 풀림현상)과 경제 하방리스크 간의 상충관계를 중점적으로 다룰 것이다. 2024년 4분기 두 차례의 기준금리 인하가 단행된 상황에서 **금통위원들 간에 어느정도 일치해야 하는 조건(전제)은 통화정책의 파급시차**다. 통화정책 변곡점에 접어든 이후 정책 효과가 뚜렷하게 나타날 것을 기대하는 시점이기 때문이다.

서영경(2024)에서는 한국은행 경제모형실의 분석을 인용해 통화정책의 파급시차를 살폈고, 금통위에서도 동일한 시차를 전제할 가능성이 높다. 동 보고서에서는 통화정책의 최대 파급시차를 (10년 전과 비교해) **GDP에 대한 파급시차는 종전 5분기에서 4분기로 짧아지고, 인플레이션에 대한 파급시차는 8분기에서 4분기로 짧아졌다고 추정**한다. 이창용 총재 취임 이후 강화된 한국은행의 적극적 커뮤니케이션과 작년 WGBI 편입 추진 과정에서 진행된 외환시장 개방효과를 감안한 추정치다. 또한, 2024년 12월 금융안정보고서에서도 비은행예금취급기관 (상호금융, 저축은행)에 대한 통화정책 충격반응함수 결과를 살필 때 2개 분기 이후 시차, 4개 분기 이후 시차에 주목했다. 따라서 **금통위원들의 통화정책방향 결정도 향후 4개 분기 이후에 초점을 둘 것**이다. 2024년 11월 금통위 기자 회견에서 언급한 **포워드 가이드스 전망시계 확대안도 향후 3개월, 12개월 조합으로 확장될 가능성이 높다**. 2024년 4분기 미대선 레드스윙 이후 강화된 한국은행의 완화적 정책 기조와 짧아진 통화정책 파급시차(4분기)를 고려하면 통화정책 효과를 기대하는 시점은 2025년 4분기다.

그림 5. 한국의 경제성장률 장기 추세는 꾸준히 하락



자료: 이은경 외 3인(2024), ECOS, IBK투자증권

주: 2024년 4분기~2025년 분기는 2024년 11월 한국은행 수정경제전망 분기별 전망치

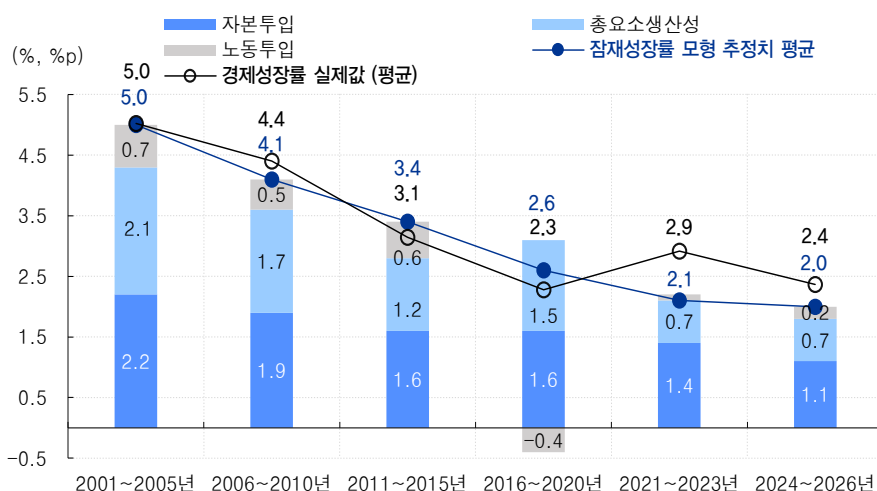
경제성장률 제고에 대한 논의, 통화정책의 한계

통화정책방향을 논의하는 과정에선 정책화두인 경제성장률과 내수부진의 구조적 원인을 고려할 것이다. 잠재성장률 추정 모형에서는 설명변수로 총요소생산성, 자본투입, 노동 투입 변수를 사용한다. **美달러화 대비 원화 약세 기조도 경제성장동력 부재에 따른 국내 자본의 해외유출 맥락(자본투입 감소)에서 다뤄질 수 있다.** 이은경 외 3인(2024)은 '우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망'에서 한국의 잠재성장률을 추정했다. 한국의 잠재성장률은 2000년대 초반 5% 수준에서 2010년 들어 3% 중반까지 하락했고, 2024~2026년에는 2% 수준이다. 분석에 따르면 한국의 (장기) 잠재성장률 하락은 생산가능인구 감소, 총요소생산성 및 자본투자 증가세 둔화에 기인한다.

한국은행이 2024년 11월 경제전망Indigo Book에서 제시한 GDP성장률 전망은 2024년 2.2%, 2025년 1.9%다. 이은경 외 3인(2024)에서 제시한 잠재성장률 추세/레벨에 부합한다. 모형에 따른 시기별 한국 잠재성장률 추정치는 경제성장률 실현값과 유사하다. 다만, 2021~2023년 구간에서 잠재성장률 모형 추정치 2.1%가 실제값 2.9%를 상대적으로 크게 하회했다. **2000년대 이후 평균 1.63 수준을 유지한 총요소생산성이 2021~23년 구간에서 1.5에서 0.7까지 가파르게 하락한 결과**다. 저자는 Isaksson(2007)에서 제시하는 총요소생산성 결정요인을 언급하는데, 지식창출 및 전달, 생산요소의 효율적 배분, 제도 및 교역 환경과 밀접한 관련을 지닌다. 팬데믹 전후 글로벌 공급망 리스크가 확대되면서 총요소생산성 감소가 상대적으로 컸다. 저자가 언급한 일시적 요인 (팬데믹 이후 글로벌 공급망 리스크) 외 총요소생산성을 높일만한 요인은 혁신(지식창출 및 전달)이다.

그러나 한국은행 경제전망의 중장기 심층연구에 따르면 (2024년 5월), 총요소생산성 감소는 앞으로도 추세 하락할 가능성이 높다. (혁신)기업의 R&D 투자증가가 실적으로 이어지지 않는 상황에서 벤처캐피탈의 혁신자금 공급기능 저하, 혁신신생기업 진입 감소 등 부정적 요인이 산재하기 때문이다.

그림 6. 모형을 통해 추정한 한국 잠재성장률 추정치와 기여도



자료: 이은경, 천동민, 김정욱, 이동재(2024), ECOS, IBK투자증권

주1: 4개 모형의 평균 (준구조모형, 다변량필터링모형, 생산함수모형, HP필터모형)

주2: 기여도 분석은 생산함수모형과 다변량필터링모형 결과의 평균

주3: 총요소생산성(TFP)은 경제 내 자원배분의 효율성, 기술수준 등을 포괄하는 개념

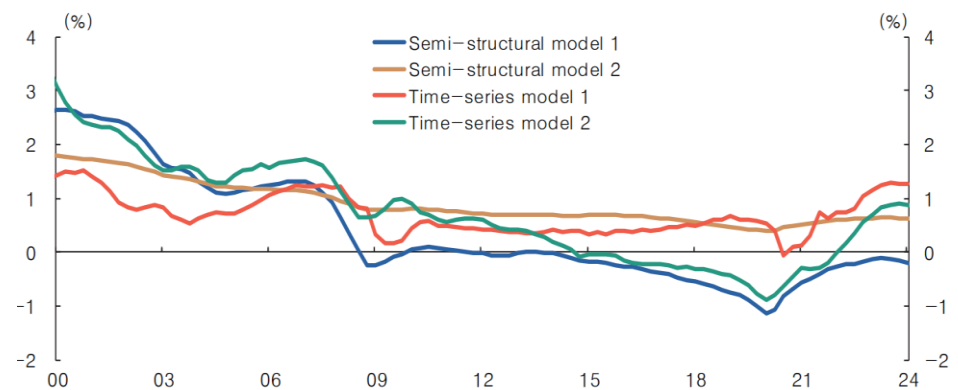
중립금리 추정결과는 완화적 통화정책 가속화 근거

중장기 경제성장동력 부재에 더하여 (단기) 중립금리 추정결과도 2025년 상반기 금통위에서 완화적 통화정책 가속화 근거로 작용할 가능성이 높다. 한국은행은 4개 중립금리모형들의 중립금리 추정결과를 제시한다. 중립금리 추정결과는 모형별로 100~200bp 차이를 보이며 신뢰구간도 넓다. 그럼에도 향후 초단기금리는 단기중립금리 추정과 한국은행의 통화정책 우선 순위를 선반영해 움직일 것이고, 하방리스크를 줄이기 위해 한국은행은 중립금리를 하회하는 수준까지 단기금리 하락을 유도할 것이다. 각 모형의 우열을 따지기보다 그러한 중립금리 추정치를 산출하게 만든 특징에 집중해야 한다.

2024년 11월 금통위 이후 (단기) 통화정책 우선순위가 뚜렷해졌다. 이 명료함은 여러 중립금리 추정치 중 어떤 결과에 더 무게를 둘 지에 대한 단서다. 한국 중립금리의 중장기 추세는 2020년 팬데믹 전까지 과거 20년동안 1.40~3.01%에서 등락했다. 현재 통화정책기조와 향후 경제전망경로를 감안하면 중립금리 추정과 그 결과에 대한 판단은 경기하방요인에 좌우될 것으로 예상된다.

중립금리와 물가상승률 간의 관계를 살펴보면, 중립금리를 명목금리 차원으로 옮기는 과정에서 물가상승률은 중요한 역할을 한다. 한국은행의 중립금리 분석자료에서는 물가상승률 목표치 2%를 중립금리에 가산한다. 2025년 한국 물가상승률은 연말까지 안정적 흐름을 보일 가능성이 높다. 따라서 현재 2% 물가목표치를 활용한 명목금리 환원은 향후 인플레이션 우려가 재부상 할 수 있는 2025년 4분기까지 통화정책방향의 불확실성을 키우지 않을 것이다.

그림 7. 한국 중립금리는 2021년 이후 반등 추세, 이는 다른 국가들의 중립금리 추정 결과에서도 공통현상. 금리인상기 이후 한국 중립금리는 대외요인보다 한국의 구조적 요인 반영하며 하락추세 보일 것

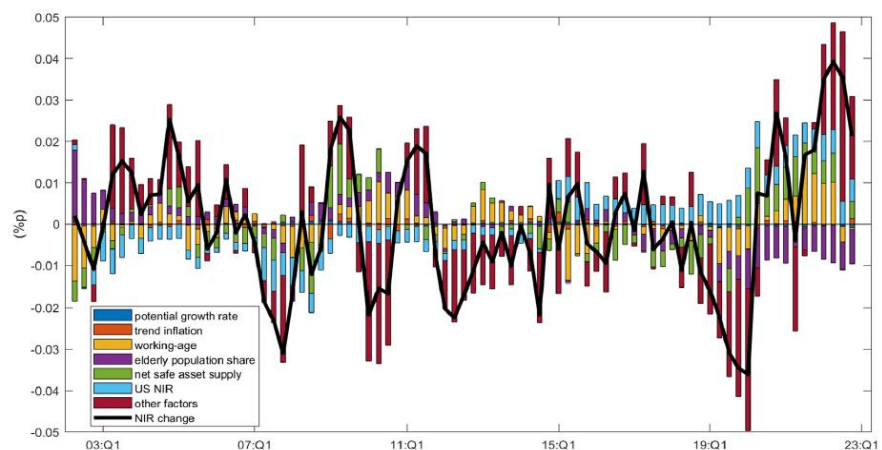


자료: 도경탁, 안주현, 정혜리 (2024), 한국은행

주1: 준구조모형은 IS곡선, 필립스곡선을 이용해 실증분석을 진행. 중립금리는 잠재성장률과 기타요인에 의해 결정된다고 전제. 준구조 모형1은 Laubach and Williams(2003) 방법론, 준구조모형2는 Vazquez-Grande(2018)의 방법론을 활용해 기타요인들이 안정적 확률과정을 따를 것을 전제. 추정치의 국가별 비교에 용이. 구조모형은 실물/금융/대외변수를 포괄하는 DSGE모형 등 구조모형을 이용해 중립금리 추정. 주1의 모형 설명은 임현준(2023)에서 발췌
주2: 시계열모형의 중립금리 추정은 중장기 추세에 집중. 중립금리를 실질금리 추세흐름에서 추출. 이를 위해 실질금리의 일시적 변동을 분해하는 것에 집중. 시계열모형1은 TVP-VAR(시변모수 벡터자기회귀) 모형으로 Lubik, Matthe(2015) 방법론에 소규모개방경제 특성을 가미. 시계열모형2는 Ferreira, Shousha(2023)의 linear unobserved components 모형을 활용하여 추정. 시계열모형의 추정 결과 한국 중립금리는 2000년 3.1%에서 2020년 1분기 -1.1%~-0.5% 수준까지 하락. 2024년 1분기 추세반전해 -0.2%에서 1.30% 기록. 이 값에 인플레이션 목표치 2.0%를 더해서 추정한 명목중립금리 수준은 1.8%~3.3%.

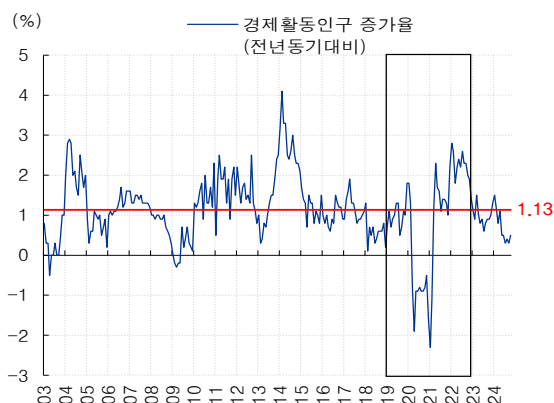
중장기 시계에서 중립금리 추세는 생산성, 부채 수준, 인구구조, 글로벌 중립금리 파급 효과, 안전자산에 대한 수급 변화 등의 영향을 받는다. 강규호, 도경탁 (2024)에서 추정 한 중립금리를 분해하면, 팬데믹 이후 중립금리 상승 요인은 잠재성장률, 생산가능인구 증가, 국채순발행(Net safe asset supply), 미국 중립금리 수준이다. **한국은 인구고령화가 심화될 가능성이 높고, 새로운 성장동력도 찾기 힘든 상황이다.** 한국의 중장기 중립금리는 하락세를 보일 가능성이 높다. 트럼프 행정부 출범을 눈앞에 둔 상황에서 한국 경제의 하방위험을 완화하려면 단기금리를 중립금리보다 낮게 유도해야 한다. 2024년 3분기 실질 GDP 성장률은 전분기 대비 0.1%로 한국은행의 예상치 0.5%보다 부진했다. 중립금리가 하락 추세를 따른다면, 경제하방위험을 막기 위해 완화적 통화정책에 가속도가 필요했다. 2024년 4분기 국내 채권시장에 서프라이즈로 작용한 기준금리 연속 인하 근거다. **기준금리가 중립금리의 추세 하락 속도를 따라가면서 단기 성장률 충격에도 대응해야 했기 때문이다.**

그림 8. 한국 중립금리 장기 시계열 변화 요인 분해 결과



자료: 강규호, 도경탁 (2024), 'Korea's neutral interest rate: Estimates, determinants, and monetary policy stance, Journal of Asian Economics 92.

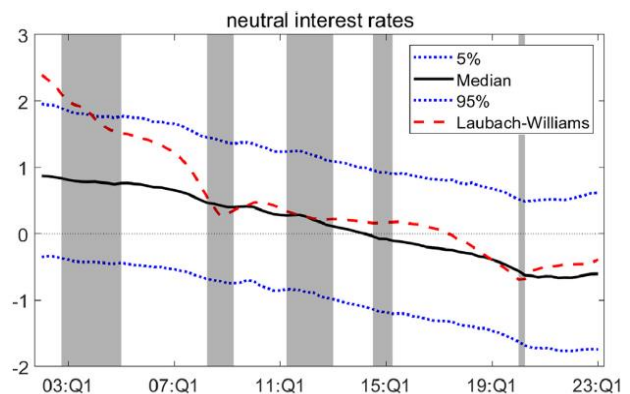
그림 9. 경제활동인구 증가율이 상대적으로 강한 영향을 미친 이유는 팬데믹 기저효과. 2022년 전후로 영향력 확대 이후 축소 흐름



자료: ECOS, IBK투자증권

주: 상기 그림의 경제활동인구 증가율은 계절조정 기준, 2024년은 10월까지의 수치

그림 10. 한국의 중립금리 추정치는 장기 우하향 하는 추세. LW와 비교한 결과로 전망치의 불확실성 범위가 넓은 편

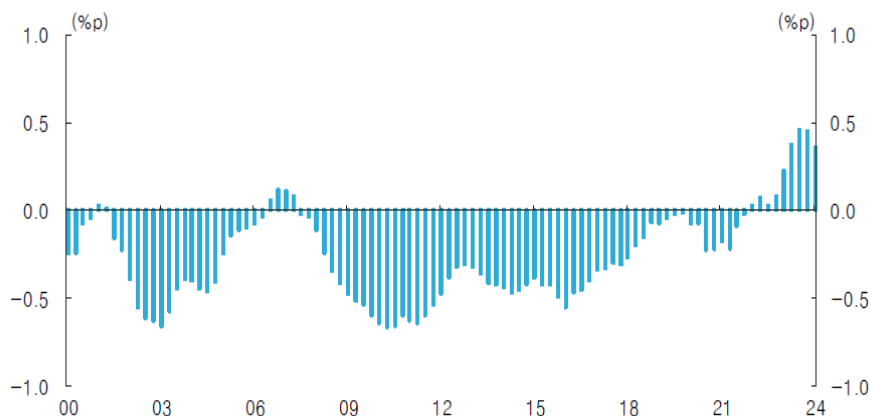


자료: 강규호, 도경탁 (2024), 'Korea's neutral interest rate: Estimates, determinants, and monetary policy stance, Journal of Asian Economics 92, / 주: NIR 추정치를 LW model 결과와 비교, 검은색 실선은 사후적 중앙값, 파란색 점선은 90% 신뢰구간, 붉은 점선은 LW 모델 추정 결과, 음영은 OECD 기준 한국의 리세션 분류 지표

중립금리 추정에 있어서 한국의 소규모개방경제 특성을 반영하기 위한 대외변수는 실효 연방기금금리, 환율 등이 있다. 이로 인한 중립금리 레벨 변화는 팬데믹 이전에 중립금리 레벨을 평균적으로 40bp 낮췄고, 팬데믹 이후에는 평균적으로 +30bp 높였다.

이 결과는 한국 중립금리 레벨(추세) 변화보단 대외변수에 따른 등락 수준을 가늠한다는 측면에서 접근했다 ($\pm 50\text{bp}$ 이내). 앞서 살펴본 한국 중립금리 시계열 분해 결과를 살펴보면 2015년 이후 美중립금리 영향이 일정한 것을 확인할 수 있는데, 올해는 이 부분이 확대될 것이다. 2024년 12월 미국 연준의 경제전망에서 향후 인플레이션 경로에 대해 큰 폭의 수정이 있었기 때문이다. 대외변수로 인한 차이는 미국 연준의 완화적 통화정책 페이스를 연간 시계 하에서 총량을 맞춰간다면 국내요인 기여도가 증가하면서 2025년 4분기에는 약 10~20bp 수준의 상방 압력으로 둔화할 것이다.

그림 11. 한국 중립금리 추정에 있어 외부적 요인 (External Factors) 영향



자료: 도경탁, 안주현, 정혜리 (2024), Exploring the Natural Interest Rate in Korea: A Multi-Model Approach, BOK경제연구 2024-13호

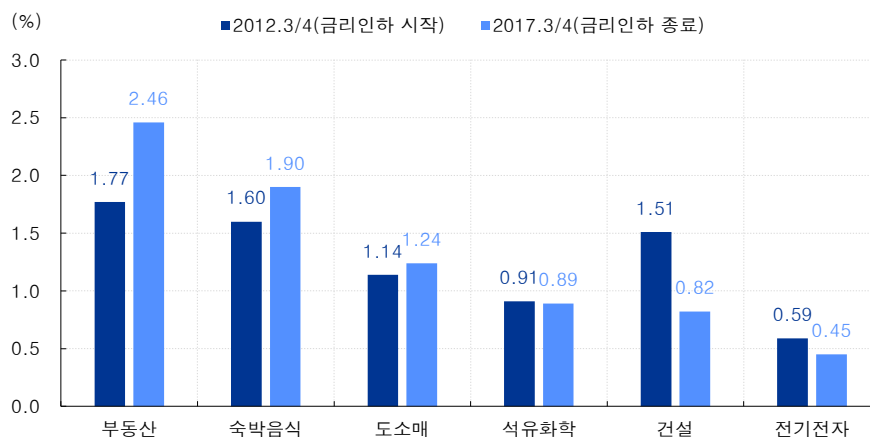
금융안정은 정부의 거시건전성정책과 연계강화

금융안정 측면에서는 규제강화 결과 가계부채 디레버리징 기조가 뚜렷하게 관측된 만큼 지금과 유사한 거시건전성 정책 기조를 이을 것이다. 그러나 부동산 중심의 가계부채 관리와 내수진작, 경제성장률 제고는 통화정책만으로 해소하기 힘들다. 통화정책 파급시차에 대한 분석결과를 감안하면 인플레이션, 경제성장률, 가계대출(주택담보대출)에 대한 정책시차는 4개 분기 이후에 나타난다. 시장금리의 선반영 강도를 감안하겠지만, **2025년 1분기 정부의 거시건전성 정책과 통화정책의 연계도 2025년 4분기를 목표로 한층 더 심화할 가능성이 높다.**

이때 한국은행의 기준금리 인하와 거시건전성정책 연계 뉘앙스를 구분해야 한다. 거시건전성을 위한 정책 연계에서 현재 한국은행의 역할은 중장기 방향성을 제시하는 싱크탱크에 가깝다. 2024년 12월 금통위 의사록에서 일부 위원이 금리인하 기조가 가계부채 급증 대응을 위해 거시건전성 강화와 더불어 리츠(REITs)를 활용한 디레버리징 견해를 제시한 것이 그 예시다.

2025년 1월 금통위에서 가계부채 규제강화, 내수부진의 상충관계를 언급하면서 정부와의 정책 연계 코멘트가 따라올 경우엔 단기 통화정책방향에 대한 시그널보단 중장기 구조적 디레버리징에 대한 방향성을 제시한 것으로 생각해야 한다. 정부의 규제강화 채널을 타고 중장기 머니무브를 유도하기 때문이다. 이는 투자시계가 상대적으로 긴 투자자들의 캐리전략 수립에 효과적이다. 2024년 부동산PF 연착륙 대책이 대체투자에서 크레딧물로 자금이동을 유도한 것이 가까운 예시다.

그림 12. 금리인하기 업종별 대출집중도 변화는 부동산업의 대출집중도 상승 상대적으로 높은 편



자료: 한국은행, IBK투자증권

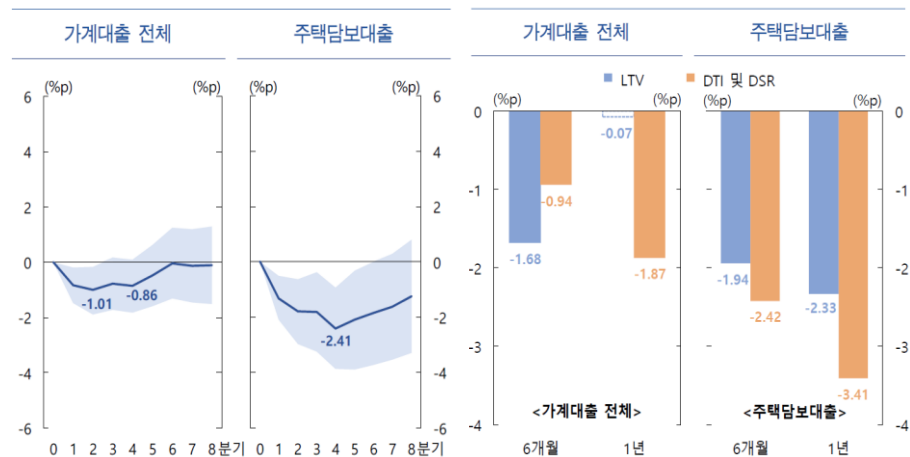
주1: 대출집중도는 업종별 기업대출 잔액 비중/업종별 GDP 비중

주2: 대출집중도는 기업대출의 산업별 비중(업종별 대출금/총기업대출)을 산업별 GDP 비중(업종별 GDP/국내총생산)과 비교하는 지표. 특정 산업에 대한 대출집중도가 1보다 클 경우 GDP 비중보다 많은 대출이 유입되고 있음을 의미. 금융보험, 공공행정 부문 제외

또다른 예시를 살펴보자. 한국은행의 분석에 따르면 다른 조건이 동일한 경우 거시건전성 규제강화는 4개 분기 이후 가계대출 증가세 축소로 이어진다. 구체적으로 살펴보면, 차주 중심의 거시건전성 규제(LTV, DTI, DSR)는 4개 분기에 걸쳐 가계대출 전반에 걸친 증가율을 0.86%p 줄인다. 동일한 기간 주택담보대출은 2.4%p 감소하며 규제강화에 더 민감하게 반응한다. **이는 통화정책방향에 대한 매파적 코멘트가 아니다. '기준금리 인하기 돌입'을 전제로 거시건전성 규제강화와 통화정책 파급경로(타겟시점)를 암시한다.**

따라서 거시건전성 규제강화 시제도 서영경(2024)에서 언급한 인플레이션, 경제성장률에 대한 파급시차와 같이 4분기 이후에 초점을 둘 가능성이 높다. 해당 시점까지 이자수익이 필요한 크레딧물(장부가) 투자자라면, 2025년 4분기 신용위험(프리미엄) 확대를 예상한 자금배분 전략을 세워볼 수 있다.

그림 13. 거시건전성 규제강화와 가계대출 증가율 간의 관계



자료: 한국은행, IBK투자증권

주1: (좌측) 거시건전성 규제강화가 각 분기별 가계대출 및 주택담보대출 증가율에 미치는 영향. 음영은 95% 수준 신뢰구간

주2: (우측) 6개월, 1년은 각각 개별 규제강화 이후 시점을 의미. 점선은 통계적으로 유의하지 않음을 의미

2025년 상반기 부동산PF 이슈는 소강국면 진입

금융감독원에 따르면 부동산PF 관련 대출 (부동산PF+토지담보대출) 잔액은 2024년 6월 156조원에서 2024년 9월 151조원으로 4.8조원 감소했다. 2024년 연내 정리를 목표로 부실사업장 평가에 본격적으로 드라이브를 걸었던 2024년 6월말 기준 집계치보다 대출잔액 감소 폭은 줄었으나, 2024년 9월 수치에는 신규 사업장 (PF시장 內 자금 선순환 사업장)이 포함되면서 대출잔액 감소 폭이 둔화했다. **이는 당국 주도의 디레버리징 과정에서 빠른 속도의 대출잔액 감소보다 긍정적이다.** 부실/우량 사업장에 대한 당국의 판단 하에 자금순환까지 유도할 수 있기 때문이다. 크레딧 시장의 과도한 불안감 확산도 줄일 수 있다. 2025년 상반기까지 부동산 PF 이슈에 따른 부정적 영향은 제한적일 전망이다.

그림 14. PF 대출잔액 감소세 둔화에는 선순환 사업장 포함

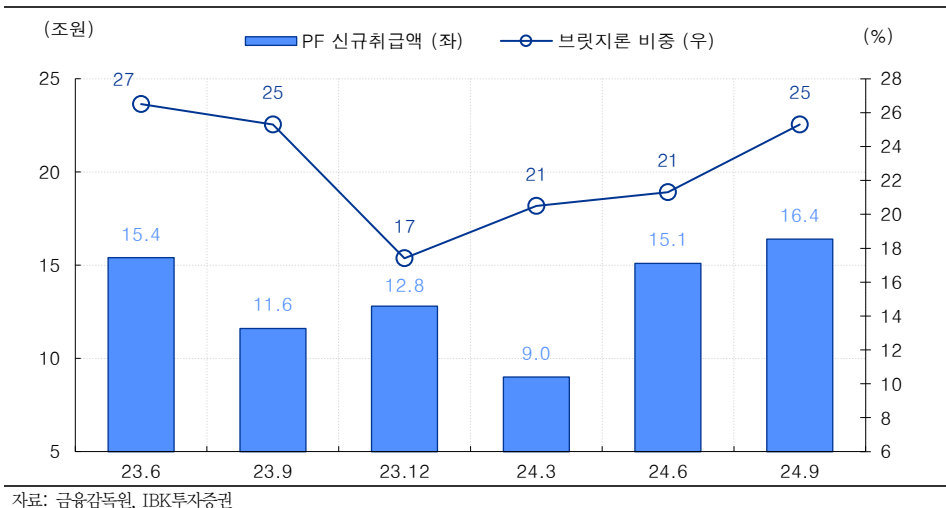


그림 15. 금융권 부동산PF 관련 대출잔액 감소세

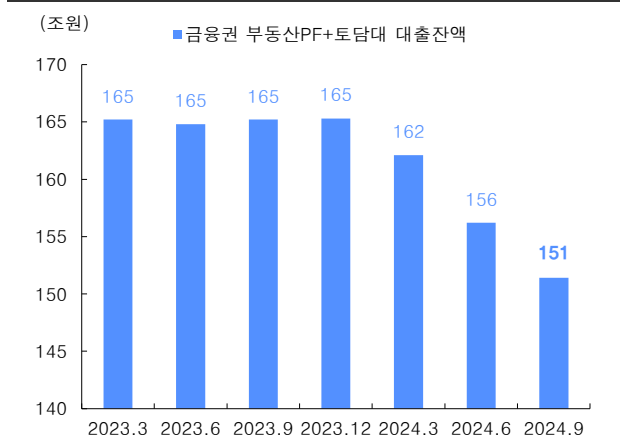
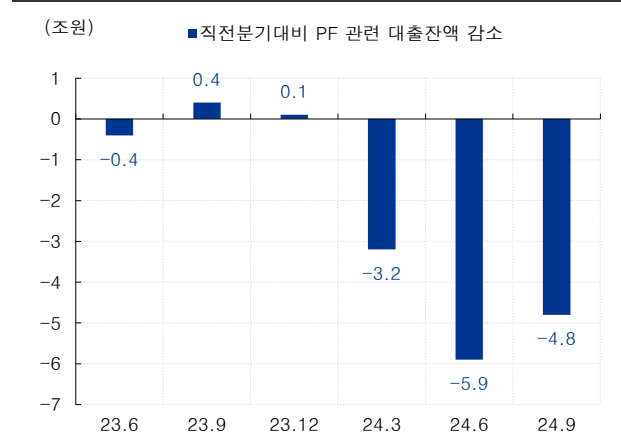


그림 16. 부동산PF 관련 대출잔액 감소 추이



출처 및 참고문헌

- 김경섭(2018). 국내 비은행 금융중개의 현황 및 잠재리스크. *한국은행* 조사통계월보 제72권 제10호.
- 도경탁, 안주현, 정혜리 (2024). Exploring the Natural Interest Rate in Korea: A Multi-Model Approach. BOK경제연구 2024-13호.
- 서영경(2024). 팬데믹 위기는 무엇을 남겼는가?: 통화정책 경험과 과제. *한국경제포럼* 제17권 제3호 1-21.
- 성재민, 방형준(2019). 기업성과, 생산성, 인구변동이 임금에 미치는 영향에 대한 연구. *한국노동연구원* 정책연구2019-17.
- 이은경, 천동민, 김정욱, 이동재(2024). 우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망. *한국은행* BOK이슈노트 제2024-33호.
- 임현준(2023). 경제구조 변화를 고려한 중장기 중립금리의 추정. *국회예산정책처 정책연구과제*.
- 한국은행(2024). 경제전망Indigo Book (2024년 11월).
- 한국은행(2024). 금융안정보고서 (2024년 12월).
- FSB(2018). Global Shadow Banking Monitoring Report 2017.
- FSB(2024). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation.
- IMF(2023). The natural rate of interest: Drivers and implications for policy. *World Economic Outlook*, Chapter 2, April.
- K,H. Kang., K. Do.(2024). Korea's neutral interest rate: Estimates, determinants, and monetary policy stance. *Journal of Asian Economics*, Volume 92.