



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



11 월 금통위 Review: 추가 인하 불러오는 깜짝 인하

Check Point

- 한국은행 11 월 금융통화위원회에서 기준금리 3.00%로 인하(동결 소수의견 2 명). 미국 신행정부 정책 불확실성과 국내 수출 경기 불확실성이 높아진 데 따른 경기 하방 리스크를 막기 위해 깜짝 금리 인하 단행. 2025년 성장률 전망치 기준 2.1%에서 1.9%로, 물가 상승률 또한 2.1%에서 1.9%로 하향 조정
- 성장 불확실성이 높아진 구간인 가운데 가계부채 증가세 둔화와 환율 변동성 등에 대한 판단이 금리 동결이 아닌 인하를 선택한 배경임. 8 월 금리 동결과 거시건전성 대응 정책으로 가계부채 증가세가 둔화되었다고 평가했으며, 환율 변동성 또한 우려할 상황이나 대응할 수 있는 수단이 있다고 주장함
- 한국은행의 성장에 대한 시선 변화 및 가계부채 등 금융불안 완화, 물가 둔화 등의 환경을 고려할 때, 한국은행은 내년 1 월에 추가 인하 단행을 할 것으로 예상하며, 인하 사이클 최종금리 수준은 2.5%가 아닌 2.25%로 하향 조정. 경기에 방점을 둔 정책 집행으로 선회하는 상황이며, 물가 하락에 따라 금리 인하 여력이 확대된만큼 한국은행은 상반기 중 3 회(1, 2, 5 월) 금리 인하를 단행해 기준금리를 2.25%까지 낮출 것으로 전망

한국은행은 11 월 금융통화위원회에서 기준금리를 3.00%로 25bp 깜짝 인하 단행했다. 당사는 10 월 금리 인하 이후의 가계 부채 등 금융 안정 상황을 점검해야 하며, 미 신행정부 정책 불확실성이 높은 구간인만큼 금리 동결로 대응하는 것을 전망했으나, 한국은행은 가계부채, 부동산 가격 등이 8 월 동결과 거시건전성 정책으로 안정되고 있다고 평가했으며, 환율 변동성 또한 유의해야 하나 금리 인하를 제약시킬 수준은 아니라고 평가했다. 더 나아가 수출 경기 불확실성이 높아진만큼 경기 하방 리스크에 대응할 필요가 있다고 주장했다.

이러한 스탠스는 기존의 한은의 신중한 태도와 크게 달라졌다. 가계부채에 대한 우려 등으로 8 월에 금리 동결에 나서는 등 금리 인하에 신중한 입장을 보여왔으며, 10 월 금리 인하 단행 이후에도 한국은행은 6 명 금통위원 중 1명만 금리 인하 가능성을 주장하는 등 5명은 금리 동결 가능성을 주장한 바 있다. 하지만 이번 회의 이후 추가 인하를 주장하는 위원은 3 명, 동결 주장 위원은 3 명으로 의견이 분분한 상황이지만 인하를 주장하는 위원이 증가했다는 점을 감안하면, 이전보다 확실히 신중한 태도가 약화된 것으로 평가한다.

한국은행은 스탠스 변화에는 성장률 둔화에 대한 우려가 반영됐다고 설명했다. 수출 경쟁력이 구조적으로 약화되고 있다고 언급했으며, 미국 신행정부의 관세 정책으로 수출 경기 둔화 압력이 더 높아질 수 있다고 주장했다. 수출에 대한 전망치 변화가 성장률 하향 조정에 주된 배경이었다고 언급했으며, 상반기까지 수출 둔화세가 이어질 수 있다는 점을 감안할 때, 한국은행은 내년 상반기까지 금리 인하 기초를 이어나갈 수 있다고 판단한다.

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.

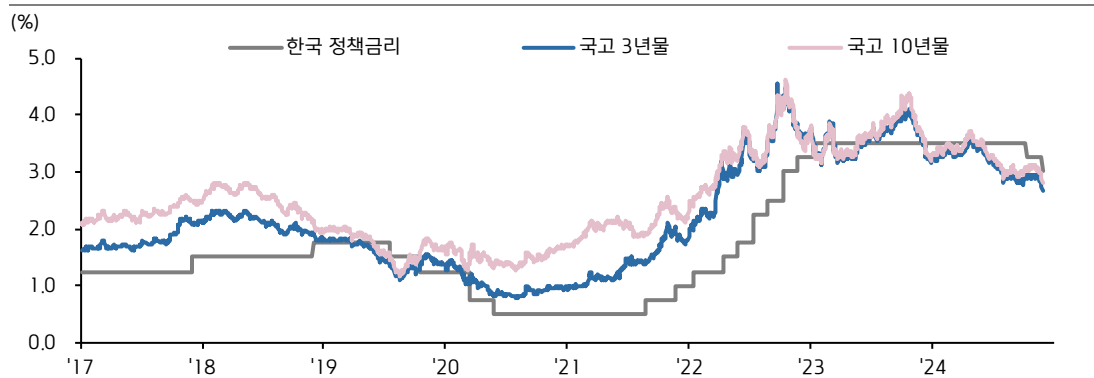
기존의 신중한 스탠스를 버리고 성장에 포커스를 맞춘 통화정책을 운용하겠다는 의지를 보여줬다는 점에서 한국은행은 2025년 1월에도 이어서 연달아 금리 인하를 단행할 것으로 예상된다. 트럼프 취임(1월 20일)을 4일 앞둔 1월 16일이 첫 금통위이나, 취임 전후의 정책 불확실성 요인을 감안하면, 한국은행은 1월에도 하방 리스크에 대응하는 차원의 금리 인하를 단행할 가능성이 높다고 평가한다. 뿐만 아니라 경기 하방 리스크로 시선이 완전히 변화했다는 점에서 2월까지도 연속 인하에 나설 가능성을 배제할 수 없다.

장기간 내수 부진에도 불구하고 금리 동결로 고금리 정책을 취해왔던 점을 감안할 때, 내수 회복세를 이끌어내기 위해서는 장기간 동결했던만큼 가파른 금리 인하가 가능하다고 평가한다. 특히 물가가 2%를 하회하는 구간에서 한국은행은 미국 대비 상대적으로 통화정책 여력이 크다. 금융안정과 환율로 인한 물가 리스크 등도 함께 점검해야 하는 부분이나, 한국은행에서는 환율 변동성을 낮출 수 있는 여러 수단이 있다고 언급한만큼, 환율 요인이 앞으로의 통화 완화정책을 제약시키지는 않을 것으로 판단한다.

그런 관점에서 볼 때 한국은행은 내년 1분기 2회, 2분기 1회 정도로 총 3회 수준의 금리 인하를 단행할 것으로 전망하며, 현재 금리 인하 사이클 상 최종 금리 수준을 기존의 2.50%가 아닌 2.25%로 하향 조정한다.

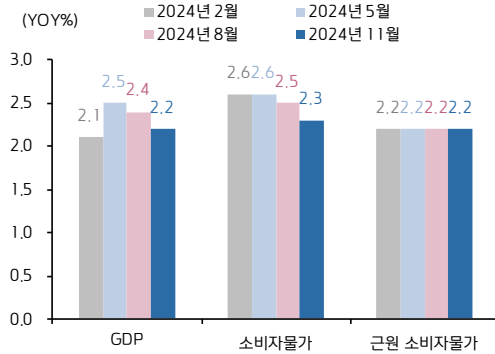
시장금리 또한 내년 1분기까지의 연속 금리 인하 가능성을 반영하면서 강세 흐름이 이어질 것으로 예상하며, 1분기까지 시장금리의 추가 하락 여력은 남아있다는 판단이다. 이번 금통위로 국고 3년물 수준이 2.65% 수준까지 떨어지면서 기준금리 2.5% 수준을 반영한 가운데, 추가 인하 가능성 또한 반영하면서 1분기까지 하락 압력이 유효할 것으로 판단한다. 따라서 미국 통화정책의 완화 속도 조절 우려와 미국 관세 정책으로 인한 인플레이션 우려 등이 부각되면서 대외금리에 연동되어 금리 상방 압력 받을 경우 매수로 접근하는 것이 적절하다고 판단한다.

국고채 금리 추이



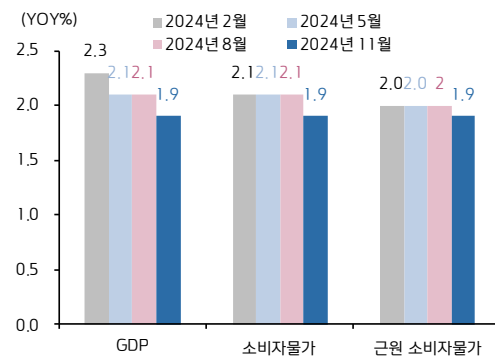
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 한국은행 경제 전망치 변화 추이



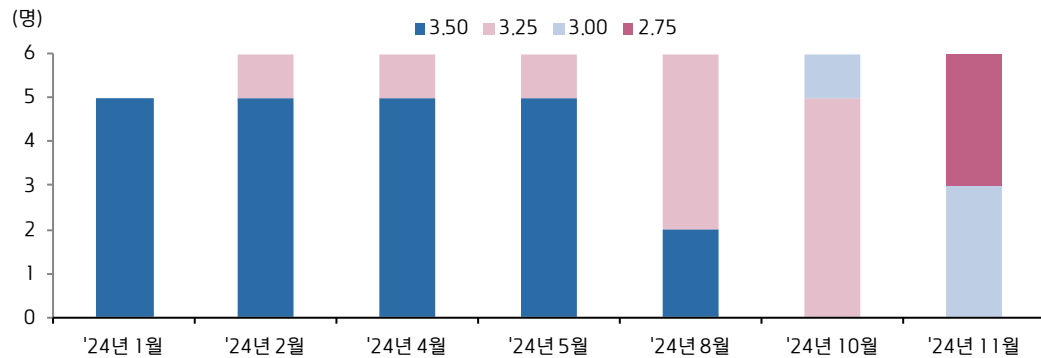
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

2025년 한국은행 경제 전망치 변화 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

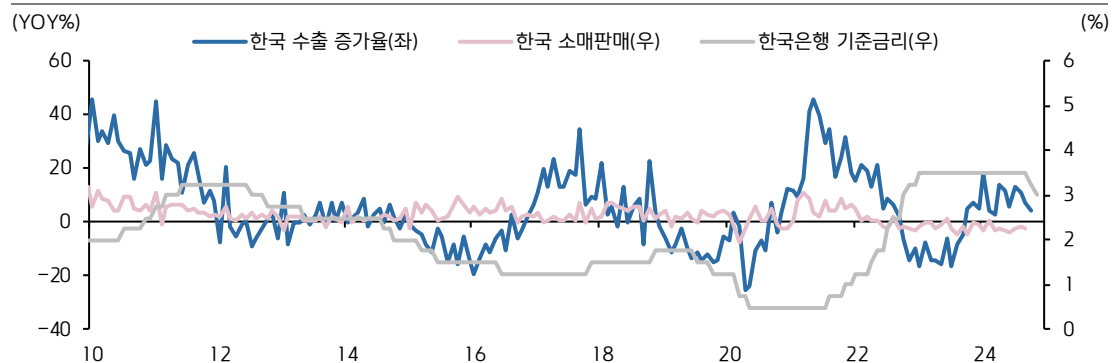
한국은행 위원들의 포워드 가이드(3개월 내 금리 수준 전망)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주) '24년 1월은 금통위원 5명

한국 수출, 소매판매, 기준금리 추이



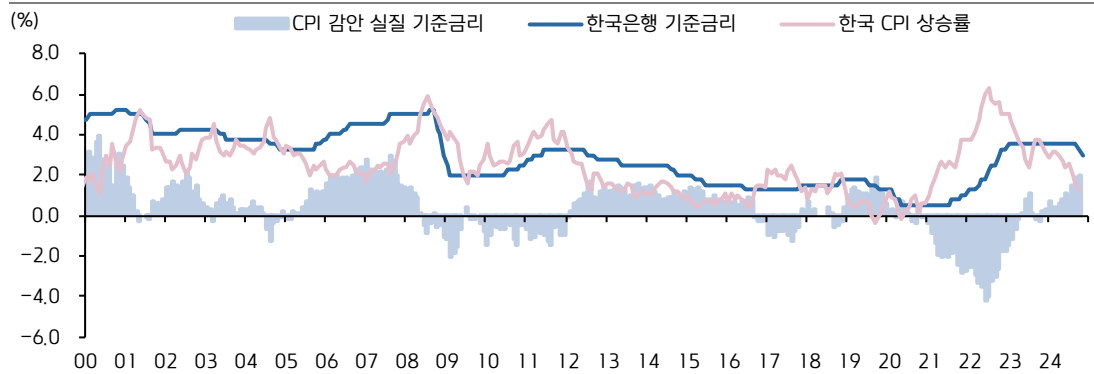
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 소비자물가지수 및 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 소비자물가지수 및 실질 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

통화정책방향론 비교

	2024년 8월 통화정책방향	2024년 10월 통화정책방향
정책결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 3.50% 수준에서 3.25%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 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.	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 증대 되었다. 이에 따라 기준금리를 추가 인하하여 경기의 하방리스크를 완화하는 것이 적절 하다고 판단하였다.
세계경제	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.	세계경제는 미국 신정부의 경제정책 향방에 따른 경기 및 인플레이션의 불확실성이 증대 되었다. 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 영향받을 것으로 보인다.
국내경제	국내경제는 수출 증가세가 이어졌지만 내수 회복세는 아직 더딘 모습이다. 고용은 취업자수 증가세가 점차 둔화되고 있지만 실업률은 낮은 수준을 지속하였다. 앞으로 국내경제는 완만한 성장세를 이어가겠지만 내수 회복 지연 등으로 지난 8월에 비해 전망(금년 2.4%, 내년 2.1%)의 불확실성이 커진 것으로 판단 된다. 향후 성장경로는 내수 회복 속도, 주요국 경기 및 IT 수출 흐름 등에 영향받을 것으로 보인다.	국내경제는 내수 회복세가 완만한 가운데 수출 증가세가 둔화되면서 성장 흐름이 약화 되었다. 고용은 실업률이 낮은 수준을 보이고 있지만 취업자수 증가규모는 점차 둔화되는 모습이다. 앞으로도 국내경제는 소비가 완만한 회복세를 이어가겠으나 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.
소비자물가	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. 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력으로 안정된 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 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.	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, 국내의 경기 흐름, 공공요금 조정 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융시장	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.	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.
정책방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 목표수준에서 안정되고 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상되지만 성장 전망경로의 불확실성이 증대 되었다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격과 가계부채 증가세가	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 판단 된다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 흐름이 당분간 이어질 것으로 예상되지만 환율이 높은 변동성을 나타낼

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.

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.

금통위 기자회견 질의응답 정리

질문	응답
(포워드 가이드스 관련) 지난 포워드 가이드스 때와 내용이 크게 달라졌는데, 달라진 의견의 가장 큰 배경은?	10 월 이후 큰 변화가 있었음. 우선 미 대선 결과에 대한 불확실성을 고민하고 있었으나, 상하원 레드스윙 결정 등은 예상에 벗어난 것이 있고, 전세계적으로 정책 불확실성이 고조. 3 분기 예상한 것보다 수출 물량 증가세가 크게 낮아지며 일시적인 요인 보다는 경쟁국가의 경쟁 심화 등 구조적인 요인이 크다고 판단. 두가지 요인을 반영해 재화 수출 증가율이 2.5%로 낮아질 것으로 전망했고, 성장률을 하향 조정함. 수출과 관련한 불확실성, 성장 전망 조정이 가장 큰 배경이었음.
3 개월 내 조건부 포워드 가이드스는?	3 개월 포워드 가이드스에 대해서는, 6 명 중 3 명은 3 개월 내 3% 금리 동결 유지, 나머지 3 명은 낮은 수준으로 떨어질 것으로 가능성을 열어둠. 3 명은 우리경제 중립금리 수준을 고려할 때 추가 인하 금리 여력을 고려해 점진적으로 할 필요가 있음, 나머지 3 명은 성장 불확실성이 높아 추가 인하할 가능성을 열어두자는 의견.
(성장률 하향 조정 관련) 성장률 2025 년 1.9%, 2026 년 1.8%로 제시됐는데, 잠재성장률 미만을 제시. 잠재 성장 이하의 성장률을 예상하는 것인지	현재 잠재성장률을 2.0%로 본다면, 잠재성장률 수치보다는 낮을 것으로 보고 있음. 잠재성장률 새로운 추정에 대해서는 연말에 제시할 예정.
성장률 전망치를 1%대로 하향 조정하며 두번 연속 인하. 금융위기 이후 처음 연속. 내수 회복세 완만하다고 했는데, 수출 리스크 크게 반영된 것으로 봄. 금리를 낮춤으로써 수출이 해결될 것인가.	금리 인하로 수출 회복에 타격을 하는 것은 아님. 수출로부터 내수로 전파되는 온기가 낮아질 것으로 보기때문에 내수 전체에 영향을 미치는 것을 고려해서 금리를 인하하는 것. 수출성장률이 떨어지는 것에 상당부분은 국제 경쟁력이 낮아지고 있어 경쟁력 강화를 위한 구조 개혁 등이 수출 성장에 기여해야 한다고 판단. 금리 정책은 이를 보조하는 것.
GDP 갭이 +로 전환되는 시점을 내년 초로 보고 계셨는데, 전망치를 보면 내후년 까지도 +로 전환되기는 어려워 보임. + 전환이 언제쯤엔 된다고 보시는지?	성장률 하향 조정으로 2025 년 초반으로 GDP 갭이 축소될 것으로 봤지만 네거티브 수준이 연말까지는 유지될 것으로 예상됨. 연말 잠재성장률 재산정이 있겠지만 + 전환은 늦춰진 것으로 봄. 불확실성이 높아진 것은 사실이나, 잠재성장률이 빠른 속도로 떨어지는 것 또한 사실.
(금리 인하 효과 관련) 이번 금리 인하로 내년 성장률이 얼마나 회복될 것인지?	금리를 인하하는 것이 성장률에 어느정도 영향을 줄 것으로 보는가 하면, 25bp 인하시 경제 성장률을 0.07%p 정도 상향 조정하는 것으로 보고 있음. 인플레이를 잡기 위해 금리를 올린 상황에서 물가 둔화 상황에서 어느정도 인하 속도를 보이느냐에 따라 영향은 다를 것으로 봄

<p>(인하 성격) 금리 인하의 성격이 트럼프 관세 인상 등에 따른 보험성 인하로 봐야하는 것인지, 경기 둔화 등에 본격적으로 대응하는 차원의 금리 인하인 것인지? 중립 이하의 금리 인하까지 염두에 두는 것인지?</p>	<p>보험성 인하냐, 경기 둔화에 대응하는 사이클이냐라는 것을 말씀드리기 전에, 인플레이션을 잡는 과정에서 이자율을 높여왔고, 금리를 이제 낮추면서 정상화하는 과정에 있는 것임. 트럼프 관세 정책 영향을 봐야하는 가운데, 불확실성이 크고, 정상화하는 과정에 있기 때문에 중립금리 이하냐 아니냐를 말하는 시기는 아니라고 판단함. 미국 경제가 어떻게 영향을 미치고 수출에 어떤 영향을 미칠지를 지켜봐야 하는 상황. 중립금리로 내리는 Path 를 보는 것. 경제 하방 압력이 커졌기 때문에 내리는 속도가 좀더 빨라졌다고 보시면 됨</p>
<p>(환율 관련) 이번 금리 결정에 있어서 환율 변동성도 고려한 것으로 보이는데, 현재 환율 수준이 높지만 위기는 아니라고 말씀하셨는데, 변동성을 감내한 수준인 것인지?</p>	<p>환율에 대해서 고려하는 것은, 특정 환율 수준을 위기라고 보기는 어렵고, 내국인의 대외 투자로 구조가 변화한 것을 고려할 필요. 속도 조절을 할 필요가 있다고 보며, 미 대선 결과를 앞두고 트럼프 트레이드로 달러 강세 속에 원화 절하 속도가 가팔랐는데, 트럼프 트레이드가 숨을 고르고 있고, 원화 절하 속도가 유달리 나쁘다고 보기도 어려움. 엔화, 위안화와도 같이 봐야하는데, 이 통화들이 절하압력이 더 크다고 보고, 우리에게는 조절할 수단이 있음.</p>
<p>(미 연준 정책 관련) 미국 물가 흐름이 상승전환하는 조짐을 보이는 것이 아닌가 하는 생각이 드는데. 트럼프 정부 출범 이후에 연준 금리 정책이 어떻게 될지, 긴축으로 전환할 가능성을 열어두고 있는 것인지</p>	<p>국제상황에 대해 인식하고 있는 것은, 미국 경기가 홀로 성장률이 높고, 그로 인해 인플레이션이 떨어지는 속도가 천천히 떨어지고 있고, 실행정부의 정책이 물가를 다시 높일 수 있다는 의견. 6개월 전보다는 금리 인하 속도가 더뎠을 수 있다고 보고 있음. 미국 경기가 견조한 것이 우리에게 어떤 영향을 미칠 것인지도 확인해야 함</p>