



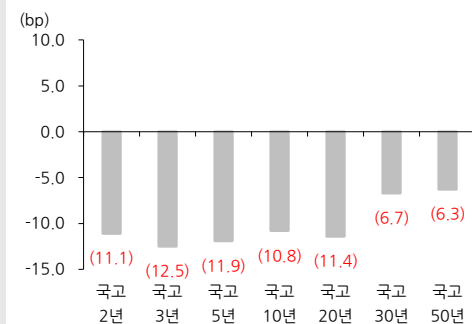
한화 FI Weekly

금통위 Preview: 급할수록 침착하게

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

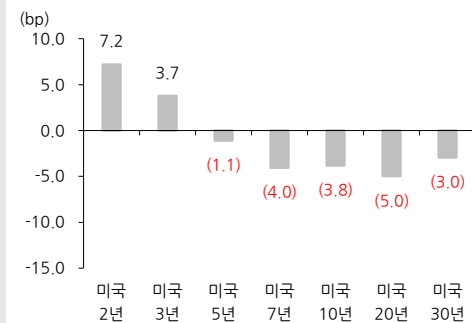
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

상반된 정책을 요하는 금융안정과 경제

금융안정 판단요소 중 부동산과 가계대출은 일단 한숨을 돌린 모습. 부동산 거래량, 대출 증가율 모두 크게 둔화. 그러나 관련 대책이 실행된지는 이제 겨우 두 달이 지났을 뿐. 안심을 논할 상황은 결코 아님. 한국은행도 부동산 수요는 언제든지 강해질 수 있다며 신중하게 접근 중

미국 대선 이후 외환시장은 또다른 걱정거리로 부상. '상대적' 관점에서 보더라도 원화 가치 절하 폭은 큰 편. 미중 무역분쟁과 위안화-원화 상관관계를 생각하면 외환시장은 상당히 불안정한 상황이 전개될 것. 부동산과 대출은 지켜볼 시간이, 외환시장은 대응하고 준비할 시간이 필요. 금융안정은 긴축 통화정책을 지지

경제는 통화정책 조정 필요성이 점점 커져감. 당초 기대했던 '수출이 버텨주는 동안 소비가 개선' 되는 양상은 나오기 힘들 것. 11월 수정경제전망에서 트럼프 관련 리스크가 반영되면 2025년 성장률 전망치는 2.0%를 하회할 가능성을 배제할 수 없다는 판단. 잠재성장률을 하회하는 것이고, 이는 통화정책 조정의 강한 명분. 당사도 한국은행의 경기 대응은 필요하다는 입장

하나씩 풀어 나가자

금융안정 노력은 현재진행형. 환율의 경우 지나친 변동성이나 가치 하락은 물가를 자극할 수 있고, 나아가 그리잖아도 힘든 경제에 또 다른 악재로 작용 가능. 내외금리차가 예전처럼 외환시장에 절대적인 영향을 미치지는 못하지만 여전히 중요한 요인임은 부정할 수 없는 사실. '물가안정과 금융안정'이라는 통화정책 목표를 보아도 경제보다는 금융안정을 우선시하는 것이 타당

경제는 과거 트럼프 정부시절 상황 전개 양상을 보면 시간이 조금 남아있음. 트럼프 정부 정책이 국내경제에 본격적인 하방 압력으로 작용하는 시점은 집권 2년차부터. 그들도 정책 운영을 위한 준비 기간이 필요. 본격적인 정책이 시행될 때 아껴뒀던 정책 여력으로 맞받아치는 것이 적절

운신의 폭이 좁은 환경을 인정해야 함. 그렇다면 우선순위를 메겨놓고 하나씩 실타래를 풀어나가는 것이 순리. 일단은 금융안정, 그 다음이 경제

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

주간 채권시장 전망

1. 급할수록 침착하게

11월 금통위:
기준금리(3.25%) 동결 전망

‘멀티플레이어’는 이도 지도 아닌 애매한 선수들이 대부분이다. 하나에 집중해도 성공을 자신할 수 없는 것이 프로의 세계다. 이것저것 한꺼번에 대응하는 것 보다 일단 하고 있는 것부터 끝내는 것이 올바른 선택이다. 그렇기에 11월 금통위에서의 기준금리 만장일치 동결 전망을 유지한다. 경제가 힘든 것은 맞지만 지금은 금융안정이 우선이다.

금융안정(부동산, 대출):
평가는 시기상조

금융안정 판단요소 중 부동산과 가계대출은 일단 한숨을 돌린 모습이다. 부동산 거래량, 대출 증가율 모두 크게 둔화되었다. 그러나 관련 대책이 실행된지는 이제 겨우 두 달이 지났을 뿐이다. 안심을 논할 상황은 결코 아니다. 한국은행도 부동산 수요는 언제든지 강해질 수 있다며 신중하게 접근 중이다.

금융안정(외환시장):
새로운 걱정거리

미국 대선 이후 외환시장은 또다른 걱정거리로 부상했다. ‘상대적’ 관점에서 보더라도 원화 가치 절하 폭은 크다. 미중 무역분쟁과 위안화-원화 상관관계를 생각하면 외환시장 상황은 그 어느때보다 불확실한 상황이 전개될 것이다. 부동산, 대출은 지켜볼 시간이, 외환시장은 대응하고 준비할 시간이 필요하다. 금융안정은 긴축 통화정책을 지지한다.

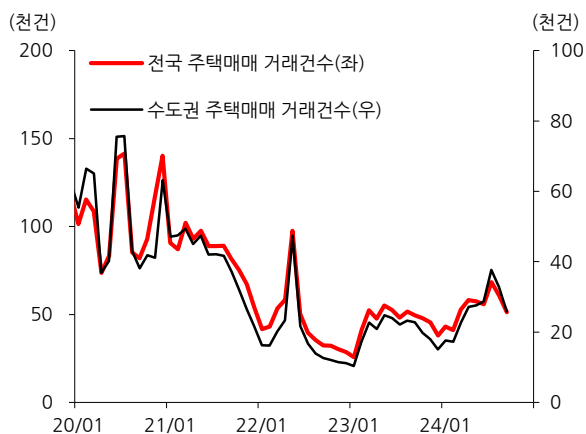
경제: 커져가는 통화정책
대응 필요성

경제는 통화정책 조정 필요성이 점점 커져간다. 당초 기대했던 ‘수출이 버텨주는 동안 소비가 개선’ 되는 양상은 나오기 힘들 것 같다. 김종화 위원이 이야기했듯 11월 수정경제전망에서 트럼프 관련 리스크가 반영되면 2025년 성장률 전망치는 2.0%를 하회할 가능성을 배제할 수 없다. 잠재성장률을 하회하는 것이고, 이는 통화정책 조정의 강한 명분이다. 당사도 한국은행의 경기 대응은 필요하다는 입장이다.

반대의 대응이 필요한
금융안정과 경제

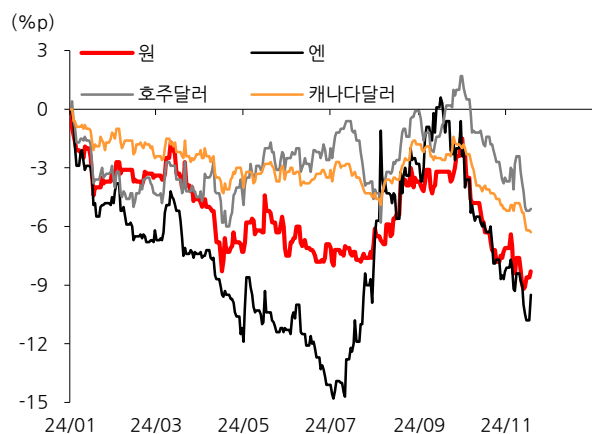
금융안정은 신중한 정책을, 경제는 정책의 완화를 필요로 한다. 반대의 조치가 요구되는 상황이기때 우선순위를 정하는 것이 불가피한데, 일단은 금융안정에 마저 집중하는 것이 적절해 보인다.

[그림4] 부동산과 대출은 한숨 돌린 듯 한데,



자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 환율이 또 다른 걱정거리로 부상



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

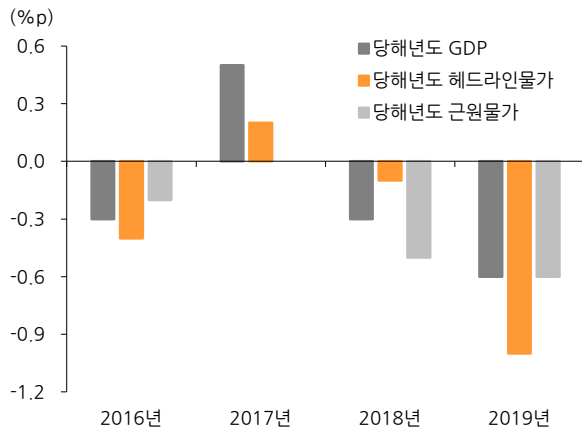
금융안정 우선 금융안정 노력은 현재진행형이다. 환율의 경우 지나친 변동성이나 가치 하락은 물가를 자극할 수 있고, 나아가 그러잖아도 힘든 경제에 또 다른 악재로 작용할 수 있다. 물론, 내외금리차가 예전처럼 외환시장에 절대적인 영향을 미치지는 못하지만 여전히 중요한 요인임은 부정할 수 없다. ‘물가안정과 금융안정’이라는 통화정책 목표를 보아도 경제보다는 금융안정을 우선시하는 것이 맞다.

미국발 부정적 영향은 2026년부터 시작 경제는 이전 보고서에서 설명했듯 과거 트럼프 정부시절 상황 전개 양상을 보면 시간이 조금 있다. 트럼프 정부 정책이 국내경제에 본격적인 하방 압력으로 작용하는 시점은 집권 2년차부터다. 그들도 정책 운영을 위한 준비 기간이 필요하다. 본격적인 정책이 시행될 때 아껴뒀던 정책 여력으로 맞받아치는 것이 맞다.

하나하나씩 해결해 나가자 운신의 폭이 좁은 환경을 인정해야 한다. 그렇다면 우선순위를 매겨놓고 하나씩 실타래를 풀어나가야 한다. 일단은 금융안정, 그 다음이 경제다. 오타니, 굴리트 정도를 제외하면 ‘멀티플레이어’로서 성공한 사례는 극히 드물다.

국고 3년: 2.75~2.85% 이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.75~2.85%, 2.93~3.05%을 제시한다. 당사는 매파적인 회의(만장일치 동결)를 전망하나 어떤 결정이 나와도 납득이 가능할 11월 금통위인만큼 상, 하단을 넓게 잡는 것이 적절하다. 회의 결과와 별개로 2025년도 주요 전망치들은 대부분 하향 조정될 것이다. 이 중 경제성장률 전망치가 1%대로 떨어질 경우 금리 하방 압력은 커질 것으로 예상된다.

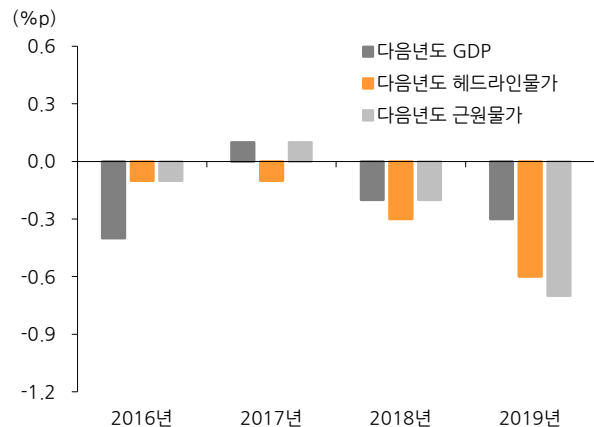
[그림6] 외환시장은 당장의 대응이 '시급히' 필요하고,



주: 트럼프 1기 한국은행의 전망치 조정 추이(당해년도)

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 경제는 조금이나마 시간이 있음



주: 트럼프 1기 한국은행의 전망치 조정 추이(다음년도)

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 관련 당국자 발언 주요 내용

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/18	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 일부 둔화 징후가 존재하나 일본 경제는 완만하게 회복하고 있음. 민간소비도 비슷한 수준으로 개선 중 - 전망치에 부합하는 수치들이 나오면 완화정책 조정할 것. 기준금리 인상도 마찬가지 - 기업 이익과 설비투자 간 연관성이 높아지는 중 - 정책 조정 시기와 정도는 경제와 물가, 금융상황에 달려있음 - 점진적인 통화정책 조정은 지속가능한 경제성장과 물가 안정에 필요 - 민간소비 개선은 명목임금 상승에 기인. 앞으로도 임금협상 추이 지켜볼 것
11/19	김종화 (한국은행 금융통화위원)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 이번 경제전망에 트럼프 관세 정책 등 관련 내용 반영할 것
11/19	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 서비스물가가 목표 수준을 상회하지만 현재 레벨은 물가 안정 목표 달성에 해가 되지 않음(compatible with on-target inflation) - 그럼에도 서비스 부문 인플레이션을 눈여겨보아야 하는 이유는 고용시장 상황을 반영하기 때문. 동 부문의 추가 둔화가 필요 - 전반적인 물가 상황은 기준금리 인하 당시 예상보다 낮음. 목표 수준으로 복귀하는 속도도 빠른 편. 신중한 통화정책을 통해 물가 위험 제거할 것 - 정부 예산안의 핵심은 기업들이 높아진 고용 비용을 어떻게 반영하는가임. 임금 압력은 고착화되려는 조짐이 보이고 있음. 과거 고용 정책이 해고에 용이했기 때문 - 의료보험 인상이 어떠한 영향을 미칠지는 불확실. 관련 리스크도 점진적인 통화정책 완화를 지지 - 상반기 경제성장률은 예상보다 상당히 강했음(noticeably stronger than expected) - 여러 부문에서 2차 효과(기저효과)가 약해진다는 증거들이 존재 - 준비금을 쌓아놓는 것은 통화정책 목표에 부합하지도 않을뿐더러 향후 정책 운영에 걸림돌이 될 가능성
11/20	Jeffrey Schmid (캐자스시티 연은 총재)	매파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 기준금리 인하는 연준이 물가가 2%로 복귀한다는 확신이 생겼음을 증명하는 부분 - 막대한 재정적자는 인플레이션을 자극하지 않을 것. 연준은 대응할 것이기 때문. 이는 높은 금리 환경이 이어질 수 있음을 시사 - 지금은 긴축 정책을 되돌릴 때(dial back). 금리는 긴축적인 레벨이지만 과도한 수준은 아님 - 완전 고용, 추세적으로 둔화되는 물가, 견조한 성장이 현재 미국의 상황 - 본인은 금리 레벨이 코로나 이전 수준만큼 낮아지지 않을 것으로 예상 - 관세와 이민정책 변화가 고용과 물가에 영향을 미친다면 연준의 통화정책에도 영향이 있을 것
11/21	Lisa Cook (연준 이사)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 고용과 물가 상황이 예상에 부합한다면 기준금리를 지속적으로 인하하는 것이 적절 - 높은 근원물가상승률은 연준이 여전히 해야 할 일이 남아있음을 보여줌 - 경제는 양호한 상황. 현 시점에서 리스크도 균형잡힌 모습. 전반적으로 디스인플레이션은 지속되고 있으며, 고용시장은 점진적으로 둔화 중 - 기준금리 인하 정도와 시기는 데이터가 결정. 정책을 예단하고 운영하지 않을 것 - 물가 관련 진전이 더디고, 고용 모멘텀이 유지된다면 기준금리 인하 휴지기에 들어설 수 있음 - 고용시장은 상당 부분 정상화(largely normalised). 더 이상 물가의 상방 압력이 아님 - 임금상승률 둔화도 디스인플레이션 지속에 대한 확신을 갖게하는 요인 - 고용은 하방 압력이 우세하나 그 정도는 최근 약화 - AI 관련 생산성 향상을 과소평가하고 있을 가능성

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/21	Michelle Bowman (연준 이사)	매파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 물가 관련 진전이 주춤한 모습(stalled) - 11월 FOMC에서 여러 정책 옵션들을 남겨둔 것은 긍정적 - 본인은 11월 인하에 찬성. 점진적인 기준금리 인하 기조에 부합한 결정이었기 때문 - 개인적인 중립금리 추정치는 코로나 이전보다 매우 높은 수준(much higher) - 현재 기준금리는 연준의 생각보다 중립금리에 훨씬 더 가까이 위치하고 있을 가능성 - 실업률은 본인이 생각하는 완전고용 상태의 실업률을 하회 - 5월부터 근원 PCE 물가 추이를 보면, 주택 공급이 불안정한 상태에서 수요는 증가하는 모습 - 경기는 강력하고 고용시장은 지금도 완전고용 상태에 가까움. 반면, 물가는 여전히 높은 수준 - 물가 안정 관련 리스크들은 증가. 연준의 정책 결정에 유연성이 필요한 시점 - 통화정책 조정이 시작되었음에도 물가 목표를 달성하지 못하고 있는 점이 우려스러움
11/21	Susan Collins (보스턴 연은 총재)	중립, X	<ul style="list-style-type: none"> - 정책 경로는 회의 때마다 결정 - 경제 상황에 비추어보면 통화정책은 적절한 수준에 위치. 리스크도 균형잡혀 있는 상황 - 최종 기준금리는 불명확 - 지나치게 더딘 기준금리 인하는 고용 모멘텀을 훼손시킬 것. 다만, 너무 빠른 인하도 경계할 필요 - 통화정책은 여전히 긴축적이기 때문에 추가 기준금리 인하(additional rate cuts)가 적절 - 물가 목표 달성까지 남은 길도 울퉁불퉁할 전망 - 생산성 향상은 임금이 물가 상승 압력으로 작용하지 않는다는 의미 - 고용시장 추가 둔화는 불필요. 추가적인 정책 조정 있을 것 - 대차대조표 정책은 우발적인 상황에서 유용한 도구
11/22	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 내년 말 금리는 현재 수준보다 약간(a fair bit) 낮을 것 - 인플레이션은 2%로 복귀 중이고, 고용시장은 안정적이면서도 완전고용에 근접한 상황 - 본인은 완전고용에 가까운 현재 상황이 훼손되지 않을 것이라는 확신이 커졌음 - 중립금리는 현재 금리보다 훨씬 낮은 곳에 위치(a long way below)
11/22	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	매파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 연준은 재정정책 대응을 위해 기다릴 것 - 현재 기준금리는 과도하게 긴축적인 수준이 아님

자료: 한화투자증권 리서치센터

Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
25	26	27	28	29
(한국) 국고 5년 입찰(9,000 억원) (미국) 10월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.28, 전년: -0.59)	(한국) 국고 20년 입찰(3,000 억원) 11월 CSI (전월: 101.7, 전년: 97.3) (미국) 2년 국제 입찰 (4.13%, 간접: 58.2%, 응찰률: 2.50배) 11월 달라스 연은 제조업 활동지수 (전월: -3.0, 전년: -21.4) 9월 FFA 주력가격지수 (전월: 0.3%, 전년: 4.2%) 9월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (전월: 0.35%, 전년: 5.2%)	뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 11월 미국 연준 FOMC 의사록 (한국) 12월 BSI 제조업 업황전망 (전월: 71.0, 전년: 68.0) (미국) 5년 국제 입찰 (4.14%, 간접: 76.4%, 응찰률: 2.39배) 10월 신규주택 판매 (예상: -1.4%, 전월: 4.1%, 전년: 6.3%) 11월 컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수 (예상: 113, 전월: 108.7, 전년: 101.0) 11월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -14.0, 전년: -7.0) 3분기 GDP(잠정) (예상: 2.8%, 전기비연율: 2.8%)	한국은행 통화정책방향 결정회의 Bullock RBA 총재 연설 (미국) 7년 국제 입찰 (4.22%, 간접: 72.0%, 응찰률: 2.74배) 10월 PCE, Core PCE (PCE 예상 전월: 0.2%, 전년: 2.3%) (Core 예상 전월: 0.3%, 전년: 2.8%) (PCE 전월: 0.2%, 전년: 2.1%) (Core 전월: 0.3%, 전년: 2.7%) 10월 미결주택 판매 (전월: 7.4%, 전년: 2.2%) (유로존) 10월 M3 통화공급 (전월: 1.6%, 전년: 3.2%) (일본) 일본은행 국제매입	(한국) 10월 광공업생산 (전월: -0.2%, 전년: -1.3%) 10월 소매판매 (전월: -0.4%, 전년: -2.2%) 10월 선행지수 순환변동지 (전월: 100.6, 전년: 99.8) 11월 수출입(12/1) (수출 전월: -1.8%, 전년: 4.6%) (수입 전월: 4.4%, 전년: 1.7%) (중국) 11월 제조업 PMI(11/30) (전월: 50.1, 전년: 49.4)
12/2	3	4	5	6
(유로존) 11월 제조업 PMI (전월: 46.0, 전년: 44.2) 10월 실업률 (전월: 6.3%, 전년: 6.6%)	Waller 연준 이사(매파, O) 연설 (한국) 11월 CPI, Core CPI (CPI 전월: 0.0%, 전년: 1.3%) (Core 전월: 0.2%, 전년: 1.8%) (미국) 11월 ISM 제조업지수 (전월: 46.5, 전년: 46.6)	Musalem 세인트루이스 연은 총재(중립, X) 연설 (유로존) 10월 PPI (전월: -0.6%, 전년: -3.4%)	미국 연준 Beige Book (한국) 3분기 GDP(잠정) (전분기: 0.1%, 전년: 1.5%) (미국) 10월 공장 수주 (전월: -0.5%, 전년: -1.6%) 10월 내구재 주문 (전월: -0.7%, 전년: -2.8%) (유로존) 10월 소매판매 (전월: 0.5%, 전년: 2.9%)	(한국) 10월 경상수지 (전월: +111.2억\$, 전년: +74.4억\$) (미국) 11월 실업률 (예상: 4.1%, 전월: 4.1%, 전년: 3.7%) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 73.0, 전년: 69.7) (유로존) 3분기 GDP(확정) (전분기: 0.4%, 전년: 0.9%)

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
