

2024. 11. 28

한국 금통위(11월): 이젠 성장, 내려가는 Terminal Rate

▲ 채권분석

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 우세했던 동결 전망을 깨고 전격 2번 회의 연속 인하 단행. 우리도 염려했던 한국 경제의 중기&구조적 둔화에 대한 우려를 감안한 조치로 판단
- ✓ 한은의 통화정책 완화 속도 가속화로 2025년 한국 기준금리 전망치 기존 2.50% → 2.25%로 하향조정. 2026년까지 1%대 성장을 우려를 감안할 때 최종 안착지(terminal rate)는 2.00%까지 완화의 기대폭 확대에 대비할 필요
- ✓ 국고3년 2.6%대 진입으로 채권투자 가격부담 높아졌으나, 낮아진 기준금리 기대치 만큼 '달리는 말'에서 뛰어내리기 쉽지 않음. 국고3년 하단 2.5% 돌파도 고민

Back to back 인하, 중기&구조적 성장둔화 우려

'아슬아슬(close call)'은 결국 현실이 됨. 서프라이즈 인하라고 하나 지난 주부터 강화되기 시작한 금리인하 기대는 국고3년 금리를 금통위 이전에 2.7%대까지 끌어내림. 이제 시장의 고민은 빨라진 금리인하 속도를 감안해야 할 것인데, 우리가 연간 전망에 제시한 내년 국고3년 2.6% 바닥 수준은 20bp 가량 낮춰 대응할 필요

우리는 미약하나마 이번 달 연속 인하 가능성 정도는 인정한 바, 주보에서 언급했듯이 내년 기준금리 전망을 매분기 1차례씩 2.50%까지 제시했던 수준을 2.25%로 하향. 2명의 동결 소수의견 감안 1월 연속 인하까지는 다소 과도하다는 판단 하에 2월과 5월, 8월 정도 수정경제전망 여건에 맞춘 금리인하 경로 제기

현재 기준금리 2.5%를 대부분 프라싱한 영역임에도 국내 채권투자는 '달리는 말'에서 뛰어내리기 힘든 상황. 게다가 조건부라고 하나 3개월 내 금리인하 가능성을 열어둔 금통위원 3명으로 과반인 점도 고려할 부분. 미국 통화정책 속도조절 우려에도 국내 사정에 맞춰 움직임 여력이 크다는 점도 고려 대상

금일 금통위 대부분 내용이 물가와 금융안정에서 정책 초점이 성장으로 옮겨간 점을 인정할 때 금리하향 경로(기준금리 추가 조정 필요)는 유효. 2023년 1.4%와 올해 2.2%, 내년 1.9%, 2026년 1.8% 성장을 감안하면 4년 평균 잠재성장률을 하회. 성장과 물가추세 둔화를 감안할 때 한국 중립금리가 하향세로 꺾인 점 인정

물가는 환율 부담에도 내후년까지 목표를 하회할 공산이 커졌고, 가계부채와 부동산 관련 금융안정 또한 거시건정성 정책효과 등으로 부담을 감소. 유일한 금융안정 요인으로 환율이 거론되나 금일 깜짝 인하에도 환율상승 압력 높지 않음. 한은총재가 강조했듯 환율은 '수준보다는 변동성' 측면에서 당장 통화완화 걸림돌 아님

미국 금리인하 속도가 완만해지더라도 미국과 금리차가 다시 이전 200bp 수준으로 벌어질 정도가 아니라면, 내년 점도표 상 미국 연방금리 3.50% vs 한은 2.25% 125bp는 대외금리차 축소 방향성은 인정. 당분간 우리 경제회복 위험에 대한 내년 금리인하와 확대재정의 부양효과에 맞춰 추가 인하 강도 조절될 것

우리는 지난 주부터 강화된 금리인하 기대를 인정하면서도 동결전망을 유지한 이유는 이번 금통위 직전까지 소통이 부족한 부분이었음. 경기관련 둔화 위험은 이전부터 주목한 바 내년 기준금리 전망치를 2.50%까지 제시했었음. 이번 한은의 빠른 인하 대응으로 큰 틀의 인하기조는 2.50%까지가 디폴트에 2.25% 정도까지 인정, 의견 변경

한은총재가 아직 먼 시점인 2026년 성장을 전망치 1.8%에 많은 의미를 두지 말라고 이야기했으나 2025년 금리인하+확대재정의 부양에도 1%대 성장률이 현실화될 경우 2.0%는 'why not'이라는 기대가 확산될 것으로 판단. 환율의 레벨문제는 팬데믹 이후 원/달러 환율 고점인 2022년10월 1444원을 넘기지 않는 한 큰 제약 아닐 것

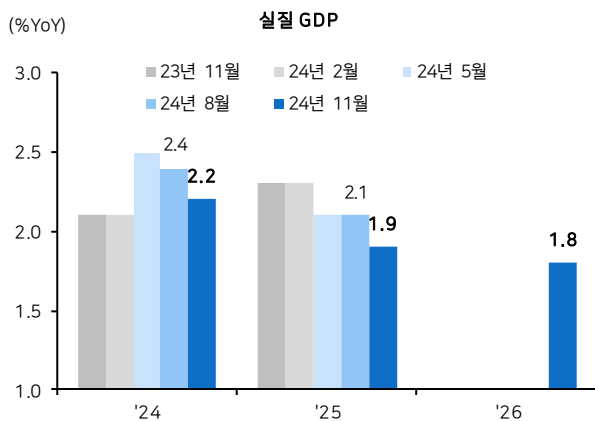
금일 금통위와 기자회견 관련 특징적인 부분을 몇 개만 정리하면 1)통방문구에서 '인하 속도 등을 신중히 결정'에서 신중히 빠진 부분인데, 이달에 깜짝 인하라는 평가가 등장한 상황에서 신중히 유지하는 것이 모순일 수 있음. 주보에서 'back to back 인하 가능성에 대해 역사라는 것이 깨지라고 있는 것이다'고 우리도 이야기했지만, 한은총재도 비슷한 취지에 '포워드 가이드는 조건부'라는 부분을 강조

그림1 11월 25일자 주간 보고서, 높아진 금리인하의 배경 설명(참고 요망)



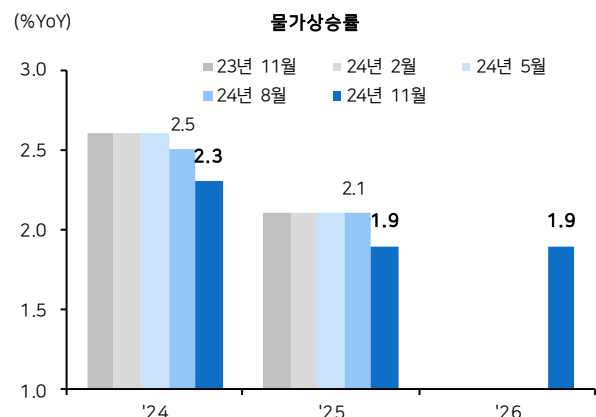
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년까지 1%대 중기적 성장 부진 우려가 핵심



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 물가 우려는 더 이상 통화정책 화두가 아니야



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그리고 2)동결의 소수의견이 2명, 3개월 뒤 현 금리수준 유지 의견은 3명 정도로 과도한 완화기대를 통제하려는 정도는 제시. 그럼에도 시장은 내년 2.75%를 생각한 투자자는 2.50%로 2.50%를 생각한 투자자들은 2.25%로 기대가 하향되는 것은 통제되지 않음

3)10월 금통위 포워드 가이드스 및 통화정책 기대가 미흡했다는 평가에 대해서는 '미국 대선 및 선거결과'라는 불확실성과 함께 수출관련 구조적 약세요인 언급을 새로운 재료(news)로 평가. 이를 감안 성장 불확실성이 높아진 점이 성장률 하향조정과 이번 달 금리인하의 직접 원인이라고 강조

4)물가와 금융안정에 대한 판단은 정책노력 등으로 우려할 정도가 아니라는 것에 방점. 성장률 전망은 불확실성이 높지만, 하향 위험이 크다는 점에서 한은의 대응이 필요하다는 입장. GDP갭 플러스 전환도 지연되고, 물가는 당분간 목표수준을 하회하는 상황에서 한은의 중립금리 회귀는 당연하다고 말하는 뉘앙스

5)현재 금리수준이 긴축에서 막 벗어나 인하하는 경로였다는 점을 강조하고, 속도만 좀 더 빠르게 대응하였다고 함. 다만, 중립수준보다 낮아질 가능성은 일단 중립까지 간 이후 경기여건을 고민하겠다는 함. 사실 이부분에 대한 가능성을 열어둔 부분만 해도 2026년 성장률이 1.8%인 것보다 2.25% 금리인하 확률을 높이는 발언으로 평가

6)금리인하 실기론은 여전히 중장기적 시각으로 봐 달라고 언급. 그리고 국무총리 하마평은 '현재 한은총재의 역할을 충실히 실행한다'는 원론적 답변으로 가능성은 열려 있는 정도로 해석됨 (이상 금통위 포인트 정리)

결국, 11월 금통위는 인하기대가 사전적으로 반영되었음에도 채권시장 우호적인 재료가 되었고, 현 금리수준의 레벨부담보다 **내년까지 기준금리 하단 프라이싱 고민으로 당분간 강세 분위기가 쉽사리 해소되지 않을 것으로 판단**

국고3년 기준 2.8%가 새로운 상당 역할을 할 공산이 커보이고 내년 상반기까지 2.5% 하향돌파 가능성이 높아진 것으로 판단. 국고10년은 예산편성 및 추경 여부에 따라 단기보다 하락률이 제한될 수 있지만, 현재 분위기는 2.7%까지 하단 트라이 가능성을 점검하면서 대응할 필요성 높아졌다고 판단

미국도 트럼프 정책에 따른 통화정책의 불확실성이 높아졌지만, 완화 기조자체가 유효하다면 국내는 국내 사정에 맞춰 움직일 공산이 커진 것으로 판단해야 함. **연내 미국채 10년 4.3%가 중심라인이라고 강조하지만, 내년 상반기는 3%대로 진입 예상. 이를 감안 국내 시장금리 현 수준에서도 추가 하락률 고려하여 '매수'관점 유지**

우리는 1월은 쉬어갈 가능성을 높게 보고 있으나, 이번의 '깜짝 인하'를 감안 금통위 앞두고 다시 깜짝 인하가 실시될 여부를 열심히 추적해갈 것임

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.