

2025. 1. 16

한국 금통위(1월): 전술적 동결, 인하기조 유지

▲ 채권분석

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 작년 11월 금통위와 정반대의 상황, '인하 우세 속 동결'. 경기 하향 위험이 커진 것은 인정하나 당장 대내외 정치적 불확실성 & 외환시장 중심 금융안정 도모 동결
- ✓ 이번 의사결정에도 인하의 소수의견 1명과 향후 3개월 뒤 포워드 가이드선상 인하의 필요성 6명 전원 인정. 당사는 2월 금리인하 전망을 제시하며, 연간으로 매분기 1차례 정도의 인하 속도로 3분기까지 2.25%까지 낮출 것으로 전망
- ✓ 금통위 불확실성 국고3년 2.6% 중반, 국고10년 2.9%까지 상승한 금리는 매수영역 확인. 다만 추경 등 수급부담 요인 감안할 때 장기물 중심 2.7% 하회도 쉽지 않아

일단 확인 차원에서 동결, 연내 2.25%까지 인하 경로는 유효

11월과 이번 1월 금통위 결과는 시장 기대와 어긋남(split). 그럼에도 한은 총재도 인정하듯 큰 틀의 금리인하기는 유지, '속도조절' 차원의 동결로 풀이. 우리는 당위론적으로 1월 금리인하 전망을 제시, 금통위원들의 관점과 다소 차이 확인. 그럼에도 연내 3차례 인하를 실시하여 2.25%까지 낮출 것이라는 전망 유지

이를 기반 여전히 채권투자는 유효하나 향후 추경 같은 정책수단 대응까지 감안할 때 국고3년은 2.6% 중반에서 상단을 확인한 것과 달리 국고10년은 2.9%대까지 여유를 두고 대응할 필요. 3년 2.4~2.7%, 10년 2.65~3.0% 정도 레인지 장세가 당분간 유효, 커브는 다시 스텝을 고민할 필요

1월 금통위는 '환율 변동성'과 '대내외 정치&정책 불확실성'을 확인하는 차원에서 동결을 결정했지만, 실질적 통화정책 완화에 대한 기대는 충족. 1명의 인하 소수의견(신성환)과 향후 3개월 뒤 포워드 가이드선상 6명 전원이 인하 가능성을 인정

당사는 2월 금리인하를 단행할 것으로 전망하며, 추가로 5월과 8월까지 추가인하 가능성 열려있다고 판단. 원/달러 환율 레벨 및 대외금리차 확대의 부담을 거론할 수 있으나, 글로벌 통화정책 완화환경에서 한은총재가 강조하듯 절대적 숫자가 의미 있는 것이 아닌 변동성과 우리 경제사정이 더 중요

미국의 통화정책 기대가 연내 1차례 혹은 인하가 어려울 가능성도 거론되나 국내 성장률 전망이 지난 4분기에만 전분기 0.2% 정도에 그칠 위험성 감안. 현재까지 주워진 정보 하에 2024년은 2.0%와 올해는 1.7% 이하로 성장률 전망이 낮아질 수 있어 한은의 경기에 중점을 둔 통화정책 운용은 중요할 것

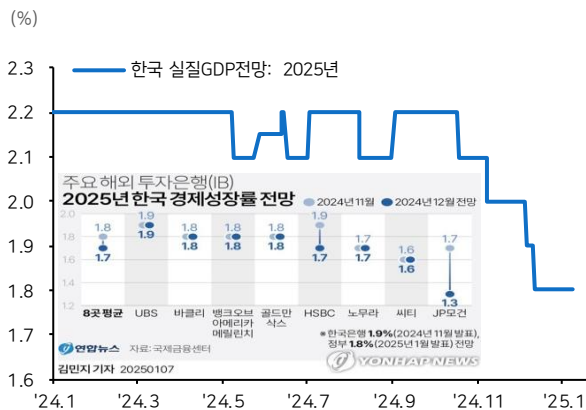
이를 감안하여 통방문구에도 '성장의 하방위험 증대'와 이를 완화할 수 있도록 '기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정'한다고 밝힘. 한은총재도 동의했듯이 현재 경제위험을 감안할 때 중립금리까지 빨리 낮춘 이후 추가 대응에 나서는 점도 고려했지만, 이론적 중립금리에 대한 논란과 함께 현재 금리인하 속도가 느리지 않다는 점에서 이번 회의는 신중론을 제시한 것으로 판단

한은총재 기자회견 내용을 보면 경기하방 위험은 분명하지만, 경기위험을 통화정책만으로 대응하는 것도 문제가 있다는 지적. 통화정책은 영향을 미치는 면이 크다는 점에서 대외여건 및 외환 및 국내 금융안정 측면도 점검하는 중요성 언급. 당장 1월 금통위를 앞두고 미국의 통화정책 기대 후퇴 및 외환 변동성 확대가 동결의 주요 요인 해석

때문에 국내 정치위험이 해소되는 과정의 확인과 함께 트럼프 취임 이후 미국 정책의 방향성을 확인하는 차원에서 이번은 '확인'과 '대응'의 영역에서 쉬어가기 결정. 대신 금융중개지원 대출 잔액을 5조원 증액하면서 미시적으로 어려운 자영업 & 지방기업을 위한 조치에 나선 점을 강조. 이는 추경의 필요성 인정에도 연결되며, 올해 경기위험은 통화정책 완화만으로 해소할 수 없다는 점 강조

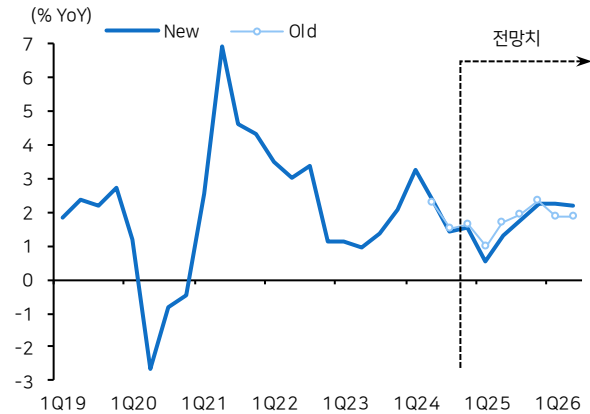
안심했던 물가 역시나 기저효과 반영 구간에서 높아진 환율과 유가로 인해 향후 '점검'이 필요한 상황으로 언급. 이를 종합할 때 경기위험성 증대 vs 금융안정 및 물가저항을 고려, 올해 2.00%까지 인하 기대는 제약될 공산이 커짐

그림1 한국경제 하방 위험이 높은 것은 분명



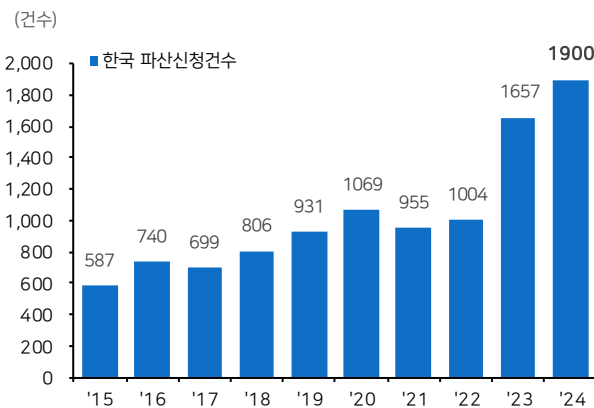
자료: 한국은행, 연합뉴스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 당사 올해 성장률 1.8%→1.5% 하향, 1분기 골 깊어



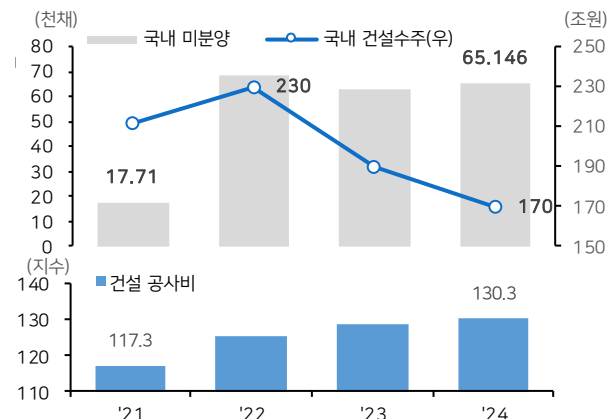
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터(당사 이코노미스트 추정)

그림3 국내 법인 파산신청 건수, 2023년 이후 큰 폭 급증



자료: 법원 통계월보, 메리츠증권 리서치센터

그림4 건설사 파산, 높은 미분양과 공사비 & 부진한 수주



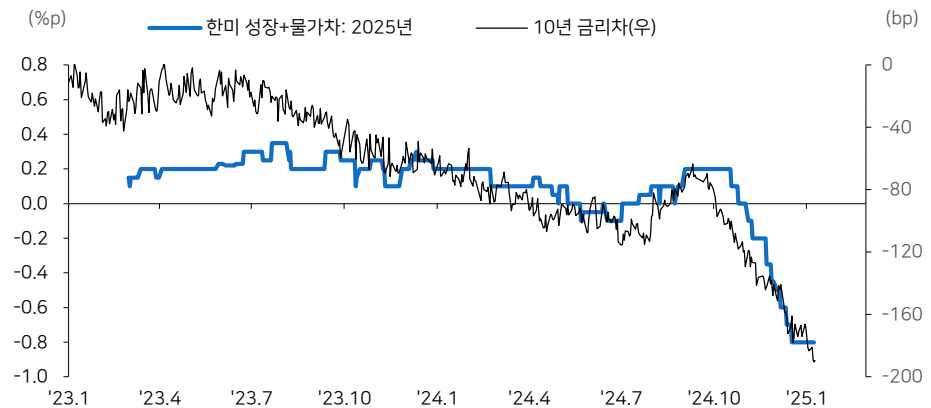
자료: 국토부, 건설산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 미국의 금리인하 기대 후퇴를 전면에 내세우면서 향후 국내 인하 기대를 통제하는 정도는 아님. 한미 성장률과 물가 차이를 인정하면, 미국대비 국내 장기금리 역전폭이 확대되고, 통화정책 완화에 대한 기대가 후퇴한 점은 쉽게 인정할 수 있음

그렇지만 현재 원/달러 환율 레벨에는 이러한 한미 통화정책 기대의 차이만큼이 녹아있는 상황이고, 이는 국내 정치적 혼란으로 더해진 부담까지 있다는 점에서 향후 2월 금통위 결정 당시 단순히 환율이 높다고 금리인하를 실시하지 못하는 것은 아니라고 강조. 연준이 올해 연방금리를 1차례 인하만 실시하고 국내는 3차례 75bp 인하를 단행해도, 이전의 기준금리 200bp 역전폭 수준

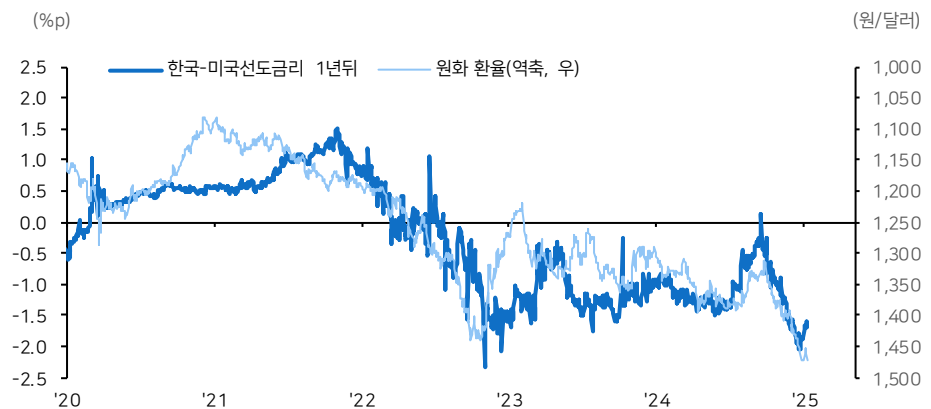
한은총재는 한미 기준금리 200bp 역전이라는 기존의 영역에 얽매이는 것이 아닌 국내 사정에 맞추는 것이 핵심이라면, 적어도 2월 금리인하를 제한할 가능성은 낮음. 국민연금 환헛지 대응까지 고려된 원화 안정 노력이 정치불안을 해소하는 과정까지 연결된다면 연내 시장의 기대치 정도의 금리인하 단행 기대는 유효할 것

그림5 2025년 미국대비 한국 성장과 물가 부진할 것이라는 기대 금리차 핵심



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1년후 선도금리 반영 한미 기준금리차, 현재 원화 약세에 대부분 반영된 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

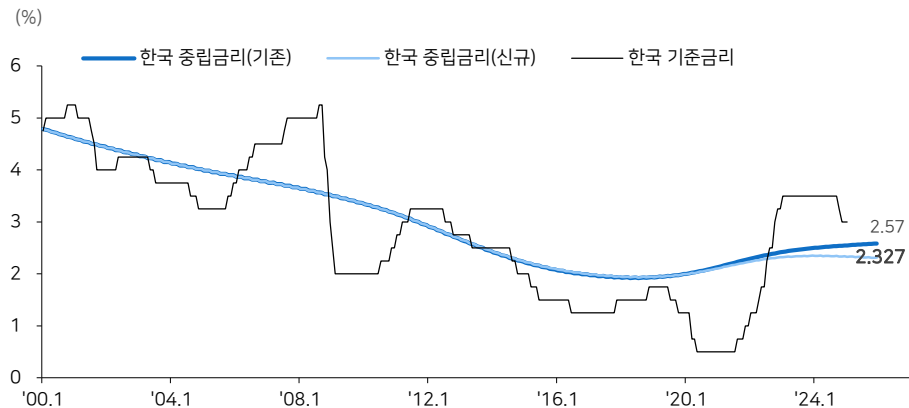
다음주 한은이 발표한다고 한 조기 성장을 전망 경로에 따라 시장의 완화 기대는 유지될 공산이 커 올해 3분기까지는 금리 상승시 매수관점으로 접근해야 한다는 생각은 유효. 이론적 개념이 크다고 하나 **당사 추정 한국의 중립금리는 2% 중반대에서 최근 성장과 물가 전망치가 낮춰진 만큼 하향압력이 높아지고 있는 것으로 추정(그림 7)**

불과 1년전 인플레이션 리스크가 높았던 구간에서 한국 중립금리 중간값은 2% 중후반대 정도를 추정했으나 현재 하방 위험이 커진 경기와 물가를 고려할 때 2% 중반 아래로 내려가고 있다는 판단. 이를 감안 우리는 올해 국내 기준금리 인하를 2.25%까지 낮추어 경기하방위험을 방어할 것으로 판단

미시적으로 한은의 금융중개지원대출 같은 수단도 있으나 추경과 같은 정부의 직접 지원(총재 발언 20조원 내외 재정지출은 0.2%p 정도의 성장을 지원 효과)의 policy mix를 감안한 투자가 필요할 것으로 판단. 2월 금리인하 실시와 함께 추경은 4월 정도까지 구체화 가능성이 높다는 점에서 5월에 한은의 금리인하가 보조를 맞출 것으로 판단

이후 하반기 미국 통화정책 완화 기대가 다시 회복되는 3분기 정도에 국내도 중립금리 중간보다 경기부양적인 2.25%까지 인하를 실시하는 것이 올해 통화정책 경로의 메인 시나리오 정도로 파악

그림7 한국의 중립금리, 낮아진 2024년과 2025년 성장과 물가반영 시 하락



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

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.