

2025. 8. 28

한국 금통위(8월): 판판하지 않은 빌드업

▲ 채권분석

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 8월 금통위 기준금리 동결, 1명의 인하 소수의견(신성환), 포워드 가이드스 상 5명의 인하 가능성 등은 우리 예상과 그대로 부합. 10월 인하 전망 및 내년까지 완화 분위기는 유지하되 실제 인하 단행은 신중할 것이라는 기존 견해(2.25%) 유지
- ✓ 내년 상반기까지 인하 기조를 유지할 것이라는 발언대비 금융안정 측면에서 부동산 시장을 강조한 부분이 2.0%까지 인하가 쉽지 않다는 인식을 자극
- ✓ 10월 금리인하 단행 이후에도 통방문구의 완화적 스탠스는 유지되겠으나 인하 기조 등의 단어 변화 가능성. 10월 금통위까지 국내보다 미국 통화정책이 더 중요

10월 인하 환경은 조성했지만, 너무 많은 조건부가 부담

이번 금통위는 동결하더라도 10월 인하 시그널을 제시하면서, '적당히' 비둘기적 색채를 보일 것이라는 예상과 부합. 그럼에도 금융안정 측면에서 서울 부동산 가격 안정에 대한 발언이 많아 2.00%까지 인하 기대 확산 제약. 당사는 10월 인하 후 내년 추가인하는 쉽지 않은 기준금리 2.25% 전망 유지

우리는 10월 인하 실시 이후 일부 통방문구에서 '추가 인하 시점'같은 단어는 수정이 있을 수 있어도 완화적 스탠스는 유지될 것으로 예측함. 주보에 언급했듯이 10월 금통위까지 미국 완화기대 및 무난한 내년 국고채 발행 정도를 감안한 트레이딩 기회는 있을 것인데, 이후 준예산성 정부정책 공급부담 확인 중요할 것

이번 금통위 통화정책 관련 1)한명의 인하 소수의견 등장 및 2)5명의 인하 포워드 가이드스, 3)올해 성장률 0.8% → 0.9%로 소폭 상향했으나 내년은 1.6%로 유지하면서 경기개선 강도 미약, 4)인하사이클 축소가 아닌 시점의 조정, 5)적어도 내년 상반기까지 인하기대 유지 등의 발언만 보면 **외형적으로 비둘기적 회의는 분명**

그럼에도 **국채선물 가격이 하락한 이유는** 1)이번 금리동결 결정이 인하로 경기개선 영향보다 금융안정에서 부동산 가격상승 위험이 더 크다는 판단, 2)대외금리차 측면에서 환율변동성 등 금융안정 점검, 3)내년 상반기까지 인하 기조는 맞지만, 경제전망과 금융안정을 고려할 때 2번의 인하를 담보한다는 것은 아님 등이 걸림

10월 인하를 위한 빌드업에 나선 것은 분명하나 금융안정을 고려할 때 뭔가 '단단하지 않다'는 느낌. 재정과 수출 등의 경제불확실성이 높아 통화정책 대응도 신중해야 한다는 느낌이 '조건부'라는 단어를 통해 강한 인하 스탠스로 연결되지 못함

다음 금통위까지 서울 부동산 가격 및 심리 안정이 전제되는 것이 중요. 정부의 추가대책이 중요한데 국토부 공급대책이 9월 중 발표된다고 하고, 기타 규제들이 10월 금통위 전까지 확보되어야 10월 인하를 실시하고도 내년 상반기까지 진짜 낮출 수 있을까를 기대할 수 있을 것. 당분간 국내보다 미국 통화정책 중요도를 높게 볼 것이고, 익일 공개될 내년 예산과 국고발행 계획 등에 관심가져야

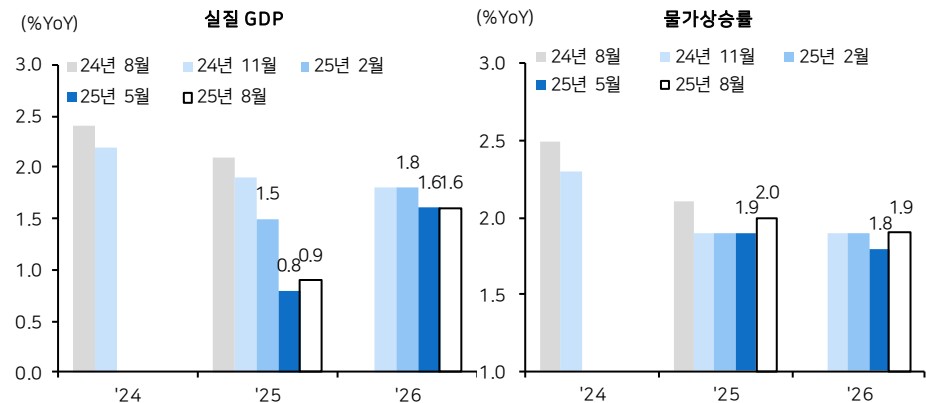
* 8월 금통위 관전포인트

기대가 너무 높았던 것일까? 8월 금통위는 1)인하 소수의견, 2)5명의 인하 포워드 가이던스, 3)2026년 성장률 전망 1.6%로 기존 전망 유지, 4)내년 상반기까지 인하기조 유지 등의 발언에도 채권시장 반응 다소 실망스러운 모습

필자는 올해 성장률은 0.8% → 0.9%에 그칠 것이나 내년 성장률은 1.6% → 1.8%로 상향될 것으로 전망. 상향의 근거는 바닥을 치고 돌아가는 건설투자와 내년까지 확장적일 재정정책 영향으로 내수개선 흐름이 이어질 것으로 판단. 그러나 미국 15% 관세협상에 도 수출경기 부담이 높는데다 예상보다 부진한 건설 투자 등으로 내년 성장의 높은 불확실성을 강조. 경기 측면만 본다면 이번 금통위는 분명 dovish함

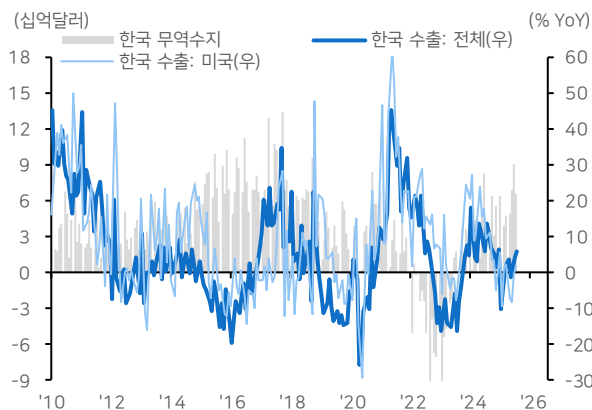
그렇지만 이번 금리동결의 핵심이 금리인하를 통해 경기를 부양하는 효과보다 부동산 가격상승을 자극할 수 있는 금융안정 리스크를 더 크게 보았다는 점이 부각. 이는 인하 소수의견과 다수의 3개월 내 금리인하를 주장하는 금통위원의 의견에도 '서울 부동산 가격 및 심리가 안정되지 못하면 인하를 못할 수 있다'는 제약요인으로 해석

그림1 한은 수정경제전망: 내년 성장률 전망을 유지한 것이 변수



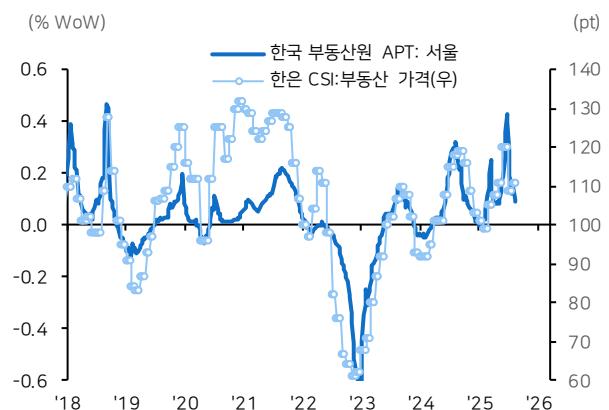
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한은 성장률 전망 8월에 올해와 내년 공히 상향할 것



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 물가도 최근 데이터 반영 소폭이나마 상향 가능성



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

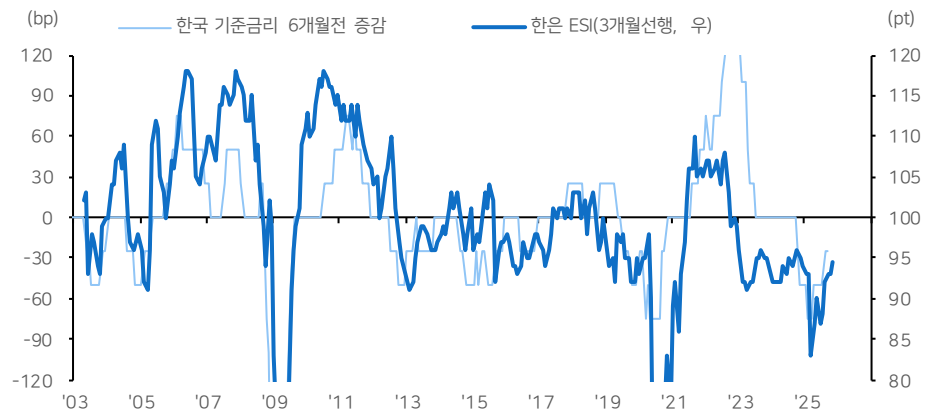
분명 부동산이 진정되지 않는다고 금리인하를 못하는 것은 아니라고 밝혔지만, GDP갭 마이너스로 내년 상반기까지 인하 기초를 유지한다는 발언에 전제조건이 금융안정에서 '부동산 가격'으로 인식됨. 10월 금통위까지 미국의 금리인하 여부 및 기대도 매우 중요하나 국내 부동산 관련 대책 등장 및 실제 시장 안정 여부가 가장 중요해짐

미약하지만 국내 경제는 확대재정 효과로 소비심리 주도 실제 소비개선으로 연결되고 있음. 여기에 내년 곧 발표될 내년 예산은 한은이 성장 예측에 기준으로 삼은 중기 재정계획보다 확장적일 가능성이 높다는 점에서 11월에 수정경제전망을 내놓을 때 재정성장기여도가 상향될 여지가 존재

경제의 높은 불확실성을 인정하더라도 올해 4분기, 10월 금리인하를 위한 빌드업은 마련되었지만 내년 상반기까지 추가인하 실시는 쉽지 않을 것으로 추정. 한은총재 기자회견 중 '내년 상반기까지 완화가조 유지이면, 2번의 금리인하가 보장되는 것이 아니냐'는 질문에 총재는 '조건부'로 경기와 금융안정을 언급함

우리는 10월 금통위 인하전망을 유지하며, 그때까지 미국 금리인하 여부가 국내에도 긍정적일 가능성을 높게 평가, 단기간 트레이딩 구간으로 판단

그림4 시중금리 하향안정세로 인해 수도권 부동산 가격상승세 가팔라져



자료: KB은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1년뒤 선도금리는 100bp 내외로 기준금리차 축소 예상, 환율은 선도금리가 더 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 인하 단행 이후에도 한은총재도 인정했지만, GDP갭 마이너스 구간에서 통방문구는 완화적 색채를 유지할 것. 그러나 통방문구의 완화적 색채가 금리인하를 전제하는 것은 아니며, 추가인하 시점과 같은 단어의 변화 가능성도 있음

게다가 포워드 가이드스상 1명의 매파는 10월 인하 단행이 만장일치가 아닐 것이라는 점을 시사. 때문에 연내 1차례 인하 이후 추가인하 연결을 위해서는 미국의 인하기대 확대 및 국내 경제추가 위험 요인 등의 재료가 역시 추가될 필요성 존재

여기에 조만간 발표될 내년 예산과 국고발행 계획이 시장이 예상하는 수준에 부합한다고 하더라도 내년 확대 재정은 본예산 이외에 수단들이 동원될 수 있어 올해 남은 4분기에는 이러한 공급 부담 재료도 잘 확인한 이후 대응해야 한다고 판단(9월 월간보고서: Easing 재시작과 마무리 참조).

국내 시장금리는 국고3년 2.3%대와 국고10년 2.7%대에서 바닥을 테스트할 정도의 강세는 예상되나 추가로 더 하락하기 위해서는 기준금리 2.00%에 대한 확신이 필요하나 10월 인하 이후 확신을 갖기 위해 재료가 많이 필요할 수 있음. 국내 채권은 1~2개월 단기 트레이딩 구간에서 향후 계류 장세가 좀 더 길어질 가능성 높다는 판단

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.