



키움증권 리서치센터 투자전략팀  
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



## 2월 금통위 Review:

### 비둘기와 매를 모두, 최종금리 2.25% 전망 유지

#### Check Point

- 한국은행 2월 금융통화위원회는 당사 예상대로 기준금리를 2.75%로 25bp 만장일치 인하. 환율이 안정된 가운데 성장 하방 위험이 높아진 만큼 이를 완화시키기 위한 정책 결정.
- 추가 인하 시점은 상황을 두고 평가하겠다는 의견은 매파적이나, 여전히 인하 사이클에 있다는 코멘트는 비둘기적. 성장을 전망 하향과 근원 물가 상승률 하향 조정 또한 비둘기적으로 해석. 매와 비둘기 모두를 놓치지 않았다는 점에서 오히려 시장은 비둘기적인 포인트에 맞춰 조정 시 매수 전략 관점을 유지할 것
- 한국은행 최종금리 수준 2.25%에 의견 변화 없음. 20 조원 규모의 추경 편성에도 1.7% 성장률을 기록한다면 잠재성장을 하회 수준의 성장세 감안 추가 인하 필요 구간으로 판단. 대내외 정책 불확실성(한국 대선 가능성, 관세 정책 부과 시점 등)에 시점에 대한 판단이 어려워졌으나, 미 연준의 6월 금리 인하 가능성이 높게 평가되어 간다면 한국은행의 추가 인하 시점은 5월과 8월이 될 것으로 전망 유지(금통위원 6명 중 2명은 3개월 내 추가 인하 의견).
- 미 연준 정책 방향의 윤곽이 드러나는 2분기 중까지 국내 시장금리는 기준금리 2.50%를 가정에 두고 추경 편성 규모 등 재정에 집중되어 변동할 것으로 예상. 단기적으로는 보수적 대응이 필요해 보인다는 기준의 의견 또한 유지. 단, 미 행정부의 관세정책의 영향을 확인하는 2분기를 지나면서 미국채 금리 하방 가능성(완만한 디스인플레 구간 확인 + 미 연준 금리 인하)이 높다고 판단하는 만큼 국고 3년물 2.6% 이상 구간에서 매수 확대 필요.

한국은행 2월 금융통화위원회는 당사 예상대로 기준금리를 2.75%로 25bp 만장일치 인하했다. 달러/원 환율이 1,430 원 선으로 안정된 가운데 성장 하방 위험이 높아진 만큼 이를 완화시키기 위한 정책 결정이었다.

이번 금통위는 매와 비둘기를 모두 데리고 있는 양상이었다. 다소 매파적인 인하일 것으로 예상되었으나, 비둘기 성향도 여전히 담고 있어 시장의 흐름을 완전히 되돌릴 만한 이벤트는 아니었다. 한국은행은 추가 인하 시점은 향후 데이터 등 상황을 두고 평가하겠다는 의견을 내보이면서 매파적인 성향을 보였지만, 여전히 인하 사이클이 유지되고 있고, 성장을 전망치를 예측보다 더 하향 조정된 부분과 근원 물가 상승률 하향 조정 등을 비둘기적으로 해석되었다. 매와 비둘기를 모두 놓치지 않았다는 점에서 오히려 시장은 비둘기적인 내용에 맞춰 조정 시 매수 전략을 하겠다는 관점을 유지할 것으로 보인다.

당사는 한국은행의 이번 인하 사이클에서의 최종금리 수준이 2.25%가 될 것이라는 의견을 유지한다. 20 조원의 추경이 편성되어 성장률을 0.2%p 정도 상향 조정되는 효과가 있다 하더라도 한은 총재가 언급했듯 구조적인 변화가 아니라면 저성장 우려가 지속되는 양상이 이어질 것으로 판단한다. 현재 성장 상방 보다 하방 리스크에 더 노출되어 있으며, 상호관세, 자동차, 반도체, 철강 등에 대한 관세 부과 등의 영향이 성장에 긍정적이기 보다는 부정적인 요인으로 작용할 것으로 보인다.

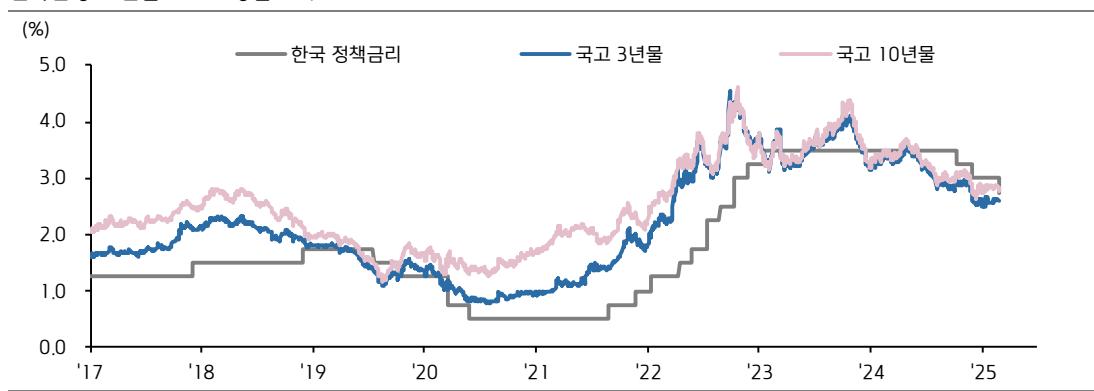
최종금리 수준이 2.25%이며, 인하 시점 또한 5 월과 8 월일 것이라는 의견 또한 유지한다. 물론 앞으로의 한국 대선 여부 등의 정치 불확실성이 있고, 정치 일정에 따른 금리 인하 가능 여부 등도 고려해야 하며, 관세 정책 부과 여부 등 또한 확인해야 하는 등 대내외 정책 불확실성 요인으로 금리 인하 시점을 판단하기 어려운 것도 사실이다. 다만 한은 내부에서도 6 명 중 2 명의 위원은 3 개월 내 인하 가능성을 평가하는 등 경기 하방에 초점을 맞춘다면 금리 인하를 추가적으로 단행할 필요성 자체에 대해서는 부정하지 않는다는 점에서 경기 하방 요인에 노출되어 있는 상반기 중에 인하를 단행할 가능성을 높게 평가한다.

뿐만 아니라 이번 금통위에서 2.75%의 기준금리 수준이 중립금리 상단에 위치하며 경기에 제약적인 수준이라고 언급한 점 또한 고려할 만 하다. 경제 성장률이 점차 둔화되고 있는 상황에서 적어도 중립금리 수준 혹은 이하의 수준까지 금리를 인하할 수 있다고 판단한다.

물론 이와 같은 전망에 가장 큰 변수는 미 연준의 정책 변화다. 사실상 미 연준의 정책 변화를 감안해 한은 금통위원들 또한 인하 시점에 대해서 좀더 보수적으로 접근하고 있는 것으로 판단한다. 미 연준의 6 월 금리 인하 가능성이 확대된다면 한국은행 또한 5 월 중 금리 인하에 나설 수 있을 것으로 판단하나, 그렇지 않을 경우 인하 여력이 축소될 수 있기 때문이다. 당사는 2 분기를 지나며 미국 통상정책이 물가 상방 리스크보다는 경기 하방 리스크를 작용할 수 있는 가능성과 함께, 실제 관세 부과가 공격적으로 되지 않을 경우 물가 경로에 큰 변화가 없을 수 있다는 가능성이 있다는 두가지 시나리오를 감안하면 미 연준의 6 월 금리 인하 가능성은 열려 있다고 판단한다. 따라서 한국은행 또한 미 연준과 마찬가지로 2, 3 분기 중 한차례 씩 인하한다는 기존의 전망을 유지한다.

다만, 당분간 최종금리 수준에 대해 2.50%인지 2.25%인지 불확실성이 높고, 추경 편성 규모와 과정 등을 확인해야 한다는 점에서 공격적인 매수가 나오기는 어려운 상황이다. 단기적으로는 2.5%까지의 인하는 반영한 상황에서 보수적인 대응이 필요하다. 단, 미 행정부의 관세 정책 영향을 확인하는 2분기를 지나면서는 미국채 금리 하방 가능성이 높다고 판단하는 만큼 국고 3년물 기준 2.6% 이상 구간에서는 매수 확대 전략은 유효하다.

#### 한국은행 기준금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 통화정책방향문 비교

2025년 1월 통화정책방향		2025년 2월 통화정책방향
정책결정	<p>금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 3.00% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가상승률을 안정세와 가계부채 둔화 흐름이 이어지는 가운데, 예상치 못한 정치적 리스크 확대로 성장의 하방위험이 커지고 환율 변동성이 증대되었다. 향후 국내 정치 상황과 주요국 경제정책의 변화에 따라 경제전망 및 외환시장의 불확실성이 커진 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 여건 변화를 좀 더 점검하는 것이 적절하다고 판단하였다.</p>	<p>금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 <b>현재의 3.00% 수준에서 2.75%로 하향 조정</b>하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 외환시장의 경계감이 여전하지만 물가상승률을 안정세와 가계부채 둔화 흐름이 지속되는 가운데 성장률이 크게 낮아질 것으로 전망되는 만큼 기준금리를 추가 인하하여 경기 하방압력을 완화하는 것이 적절하다고 판단하였다.</p>
세계경제	<p>세계경제는 국가별로 경기 흐름이 차별화되는 가운데 미국 신정부의 경제정책 향방 및 연준의 금리인하 속도, 주요국의 정치 상황 등에 따른 성장 및 물가 전망의 불확실성이 증대되었다. 이에 영향받아 국제금융시장에서는 미 달러화가 강세 흐름을 지속하고 장기 국채금리가 상승하는 등 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국 신정부의 경제정책 추진양상, 주요국의 통화정책 및 정치 상황, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>	<p>세계경제는 미국 관세정책 등의 영향으로 성장의 하방위험이 확대되고 물가경로의 불확실성도 높아졌다. 국제금융시장에서는 그간 크게 확대되었던 미 신정부 경제정책에 대한 우려가 다소 완화되고 러시아-우크라이나 종전 가능성성이 부각되면서 미 달러화 강세 흐름이 일부 되돌려지고 주요국의 장기 국채금리는 하락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국의 관세정책 추진 상황, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>
국내경제	<p>국내경제는 12월 수출 증가율이 다소 높아졌으나 소비 회복세가 약화되고 건설투자 부진이 이어졌다. 고용은 취업자수 증가규모가 줄어드는 등 둔화 흐름을 이어갔다. 앞으로 국내경제는 수출 증가세가 둔화되고 소비심리 위축 등으로 내수 회복세가 예상보다 더딜 것으로 보인다. 지난해 및 금년 성장률은 11월 전망치(24년 2.2%, 25년 1.9%)를 하회할 가능성이 큰 것으로 보이며, 향후 성장경로에는 국내 정치 상황 변화, 정부의 경기대응책, 미 신정부의 정책방향 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.</p>	<p>국내 경제상황을 보면 비상계업 사태에 따른 정치 불확실성 확대, 기상여건 악화 등으로 소비가 부진한 가운데 수출 증가세가 약화되었다. 고용은 주요 업종의 취업자수 감소세가 이어지는 등 둔화 흐름을 지속하였다. 앞으로 국내경제는 경제심리 위축, 미국의 관세정책 등의 영향으로 내수 회복세와 수출 증가세가 당초 예상보다 낮을 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.9%)를 큰 폭 하회하는 1.5%로 전망된다. 향후 성장경로에는 주요국 통상정책과 미 연준의 통화정책 방향, 국내 정치 상황 변화 및 정부의 경기부양책 등과 관련한 불확실성이 높은 상황이다.</p>
소비자물가	<p>국내 물가는 안정세를 지속하였다. 12월 소비자물가 상승률이 석유류가격 상승 등으로 1.9%로 높아졌지만 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1.8%로 소폭 낮아졌다. 단기 기대인플레이션율은 2%대 후반 수준을 지속하였다. 앞으로 물가상승률은 낮은 수요압력 등으로 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상되지만 높아진 환율이 상방요인으로 작용할 것으로 보이며, 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름 등과 관련한 불확실성이 커진 상황이다.</p>	<p>소비자물가 상승률은 국제유가 및 환율 상승의 영향으로 1월중 2.2%로 높아졌으나 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1.9%로 안정세를 이어갔다. 단기 기대인플레이션율은 2월중 2.7%로 소폭 하락하였다. 앞으로 물가상승률은 환율이 상방요인으로 작용하겠지만 낮은 수요압력 등의 영향으로 2% 내외의 안정적인 흐름을 지속할 것으로 보인다. 이에 따라 금년중 소비자물가 상승률은 지난해 11월 전망(1.9%)에 부합하는 1.9%로 전망되며, 근원물가 상승률은 지난 전망치(1.9%)를 소폭 하회하는 1.8%로 예상된다. 향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.</p>
금융시장	<p>금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 국내 정치 불확실성 증대, 미 연준의 금리인하 속도 조절 가능성 등의 영향으로 큰 폭 상승하였다. 주가는 상당폭 조정되었다가 금년 들어 반등하였고, 장기 국고채금리는 경기둔화 우려 등으로 하락하였다. 가계대출은 주택거래 감소 등의 영향으로 둔화 추세를 지속하였으며 전국주택가격은 하락 전환하였다.</p>	<p>금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 국내 정치 불확실성, 미국의 관세정책 및 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 높은 변동성을 이어가다 하락하였다. 장기 국고채금리는 국내외 금리인하 기대에 주로 영향받아 하락 후 반등하였다. 주택가격은 서울을 제외한 대부분 지역에서 하락하였고 가계대출 증가규모도 둔화 추세를 이어갔다.</p>
정책방향	<p>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가고 있으나 정치적 리스크 확대로 성장의 하방위험이 증대되고 경제전망의 불확실성도 커진 상황이다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 추세가 당분간 이어질 것으로 보이지만 환율 변동성 확대가 물가와 금융안정에 미치는 영향에 대해서는 유의할 필요가 있다. 따라서 향후</p>	<p>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가상승률이 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 낮은 성장세가 당분간 지속될 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 가계부채 둔화 추세가 이어질 것으로 보이지만 <b>금리하락 기조로 인한 재확대 가능성과 높은 환율 변동성에는 유의할 필요가 있다.</b> 따라서 향후 통화정책은 대내외 경제정책 및 국내 정치 상황의</p>

통화정책은 국내 정치 상황 및 대내외 경제정책 변화와 이에 따른 물가, 가계부채 및 환율의 흐름을 면밀히 점검하면서 **성장의 하방리스크가 완화될 수 있도록 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.**

변화, 그간의 금리 인하가 물가, 성장 및 금융안정 상황에 미치는 영향 등을 면밀히 점검하면서 **앞으로의 기준금리 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.**

### 금통위 기자회견 질의응답 정리

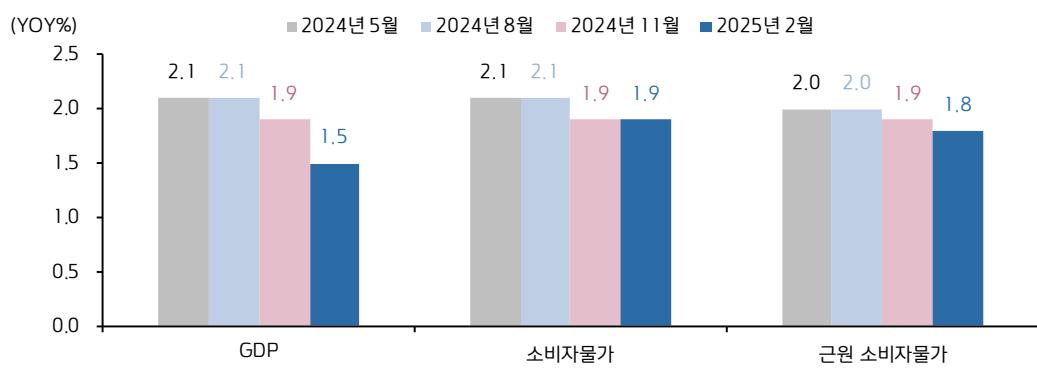
질문	응답
(포워드 가이던스) 3 개월 내 금통위원들의 금리 전망	6 명 중 4 명은 3 개월 내 2.75% 유지할 가능성이 크고, 2 명은 2.75%보다 낮은 수준으로 인하를 열어둬야 한다는 의견. 4 명은 대내외 정책 불확실성 여건이 높은 상황에서 금리 인하 여력이 축소되는 것에 대한 우려. 2 명은 경기 하방 압력을 고려할 때 열어두고 대응하는 것이 적절하다는 의견. 추가 인하 시기에 대해서는 다른 의견을 보이고 있으나, 통화정책이 금리 인하 국면에 있으며, 향후 데이터를 보고 인하 시기를 결정하자는 의견은 동일.
추가 인하 여력에 대한 평가는?	금리 인하 여력에 대한 다양한 의견 있다는 것을 알고 있음. 대부분 다수의 의견은 2 월 인하를 포함해 2,3 회 정도 낮추는 것이 대다수 의견. 한은 의견도 크게 다르지 않음.
재정정책 공조 필요성에 대한 의견은?	현재 수준에서 금리 인하를 멈춰야 한다는 의견은 많지 않은 것으로 봄. 금리 인하기에 있기 때문에 추가 인하 필요성은 있다고 보고, 성장을 전망치 하향에도 이같은 의견이 녹여져 있음. 시점이 문제임. 경기 외 다른 요소들을 보면 시점을 선택해야 한다는 의견임 재정정책이 없다면 금리를 더 낮출 때 환율과 물가에 주는 영향, 금융안정 기조 등이 위협받을 수 있어 1.5% 성장 이하까지 예상된다면 재정정책의 공조가 필요함.
관세 정책이 주는 성장에 대한 영향은?	관세 정책이 금리에 미치는 영향은, 불확실성이 높음. 가정을 해서 성장을 반영을 함. 확정하기 어려움
금리 인하가 대출 금리 인하로 이어지지 않고 있어서 내수 영향이 크지 않다는 의견이 있고, 추경이 당장 더 효과가 더 클 것이라는 의견에 대한 의견은?	지난 10 월 금리를 낮춘 이후로 보면 대출금리가 떨어지지 않았다고 보시지만, 5 월 이후로 미 연준 금리 인하 시작 예상이 되면서 금리가 상당히 떨어졌기에 금리 인하 효과는 진행중이라고 보고 있음. 과거에도 금리 인하를 시작하기 전에 시장에서 선반영했음. 금리 인하 효과가 없다는 것은 과장된 것임. 신규 대출 가산 금리는 크게 떨어지지 않았으나, 기존 대출 가산금리는 떨어졌음. 부동산 규제나 신규 대출에 대해서는 강한 규제를 가하고 있는 가운데, 부동산 가계 대출은 자리잡고 있어 신규 대출에 대한 가산금리도 점차 떨어질 것으로 예상
금리 인하로 인한 부작용에 대한 의견은	금리를 인하할 때 가계부채와 부동산 가격에 미치는 영향을 점검해보면, 서울 지역 토지허가거래제도가 시행된 지역은 가격 상승 압력이 나타나고 있으나, 지방 부동산 가격은 떨어지고 있음. 금리가 인하 기조로 가게 되면 더 높아지는 부분이 있고, 이를 기름 부을 가계부채 증가율이 얼마나 나타나는지가 중요. GDP 대비 가계부채 비율이 얼마나 올라가는지가 중요할 것. 특정지역 부동산 가격 상승 자체를 주요하게 보기보다는, 대출 증가세가 중요할 것.
20 조원 추경 영향은	15~20 조 성장을 0.2%p 정도로 판단. 1.5 가 1.7 이 되는 효과가 있다고 판단. 그 이상으로 하는 것은 부작용이 크다고 봄. 추경이라고 하는 것은 보완하는 정책일뿐 추가적인 과열을 불러오는 수준은 적절하지 않다고 판단. 재정정책으로 경기 부양을 하는 효과는 재정은 늘어나면 내년에 더 늘어나지 않는다면 마이너스 효과로 영향을 미칠 수 있음. 장기재정 건전성에 영향을 줄 수 있음. 20 조 이상은 부정적 영향이 있다고 판단

## 중립금리 수준인가?

중립금리 수준에 대해서는 2.75%라면 모델에 따라 상단 수준. 중간수준도 아님. 금리 인하기에 있음. 얼마나 빨리 인하할지 얼마나 할지는 보고 결정할 것. 추가 인하에 대해서는 2월 인하 포함 2,3 번 인하는 저희와의 예상과 크게 다르지 않음. 타이밍은 여러가지 상황을 보고 결정할 것.

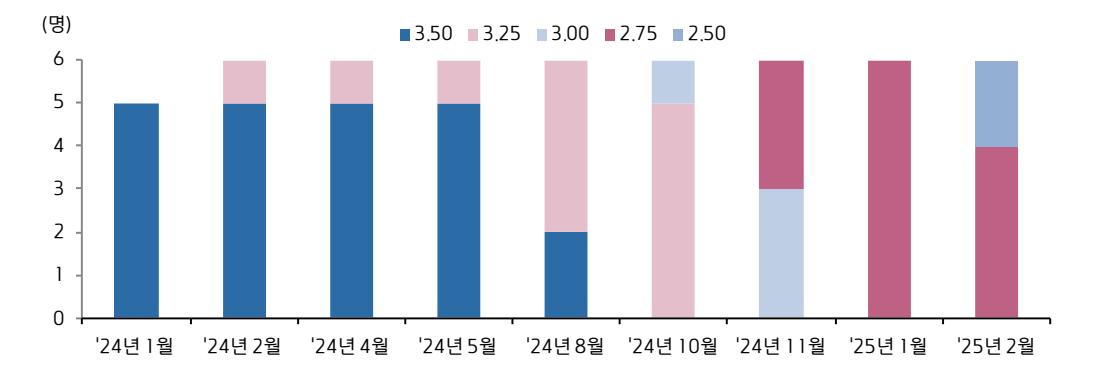
중립금리 모델상 금융안정을 고려하는 금리는 당연히 높음. 현재 2.75% 기준으로 볼 때, 양쪽 모델 모두 낮아진 것이고, 중립금리 상단에 위치한 수준이라고 봄. 중앙값보다는 높음. 중립적이거나 긴축적인 상황.

## 한국은행 경제 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국은행 금통위원 포워드 가이던스 (3개월 내 기준금리 전망)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터  
주) 2024년 1월 금통위원은 총 5명

## 국고 3년물 금리와 달러/월 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 수출증가율과 기준금리, 국고채 10년물 금리 추이



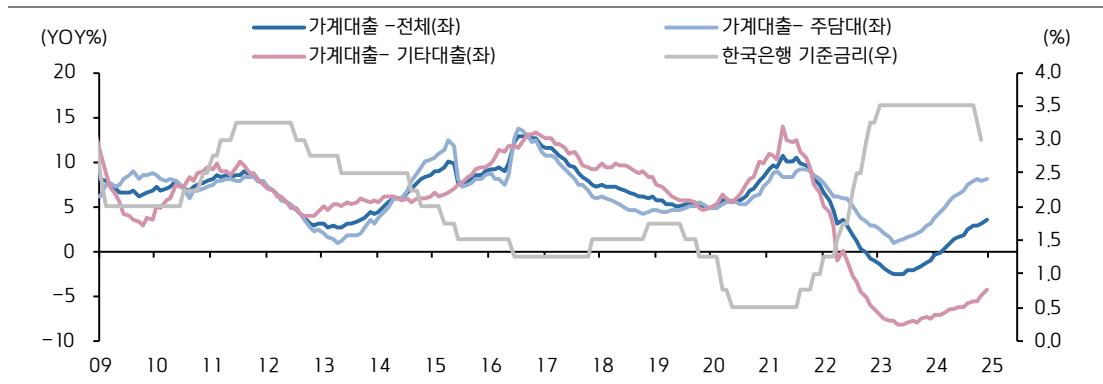
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한국 소비자심리지수



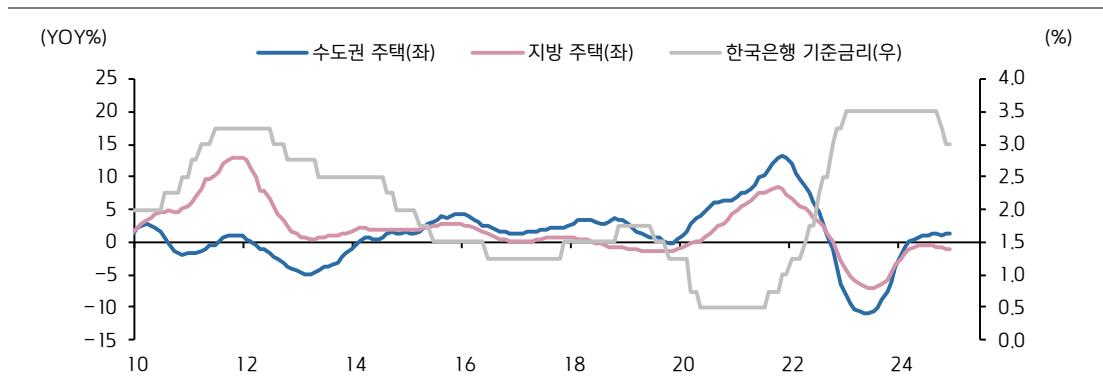
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 가계대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 한국 부동산가격 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 등 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 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 일제의 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.