



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



10월 금통위 Review:

인하 사이클은 지속, 인하 시기는 지연

Check Point

- 한국은행, 10월 23일 금통위에서 기준금리 동결 결정. 8월 금통위 이후 가팔라진 부동산 가격 상승률과 이에 대응한 정부 규제 정책 등을 고려, 한국은행은 기준금리 동결 결정. 한편 신성환 위원은 여전히 인하 소수의견 제시.
- 금통위원 가운데 4명은 3개월 내 인하 가능성을 열어두고, 2명은 3개월 내 동결 가능성을 주장. 이는 지난 8월보다 인하 의견이 축소된 것으로, 금융안정에 좀더 초점을 둔 정책 시선 변화로 해석. 그럼에도 과반수 이상이 인하 가능성을 열어둔다는 점에서 인하 기조는 이어질 전망
- 단 시점에 대한 시선도 변화시킬 필요가 있다는 판단. 지난 금통위 프리뷰 자료에서도 언급했듯, 추가 인하 시점은 내년 1분기 중으로 지연될 전망. 정부의 강도 높은 부동산 수요 억제 정책을 고려하면 한국은행이 11월 금리 인하를 단행하기는 어려울 전망. 물론 무역협상 관련 이슈가 변수가 될 수 있겠으나, 최근 반도체 중심의 수출 개선 등을 고려하면 경기 하방 리스크는 다소 완화되고 있다는 판단. 내년 재정 확장 정책과 맞물려 공조차원의 금리 인하 1회 가능 판단.

한국은행, 10월 23일 금융통화위원회에서 기준금리를 2.50%에 동결 결정했다. 8월 금통위 당시 금융안정 요인보다 경기 하방 위험 완화를 위한 금리 인하 가능성을 열어두었던 것과는 달리 10월에는 그 가능성을 후퇴시키는 결정을 하였다. 8월 금통위 이후 높아진 수도권 중심 부동산 가격 상승률에 대해 정부의 부동산 규제 정책이 제시된만큼 한국은행 또한 이에 대한 공조 차원에서 금리 동결에 나선 것이다.

최근 거시건전성 정책이 필요하다고 주장한 신성환 위원은 이번에도 금리 인하 소수의견을 제시하면서 지난 회의와 비슷한 견해를 유지했다. 금융안정 상황이 우려되나 GDP 갭이 마이너스 수준인 상황에서 금리 인하를 빠르게 단행하고 이후 영향을 지켜보는 것이 중요하다고 주장했다.

한편 금통위원 6명 가운데 4명은 3개월 내 인하 가능성을 열어둬야 한다고 주장했으며, 2명은 동결 가능성을 주장했다. 지난 통방과 대비하면 인하와 동결 의견이 5:1에서 4:2로 변화했으며, 한국은행은 이는 그만큼 금융안정에 좀더 포커스를 둔 정책 결정이라고 언급했다.

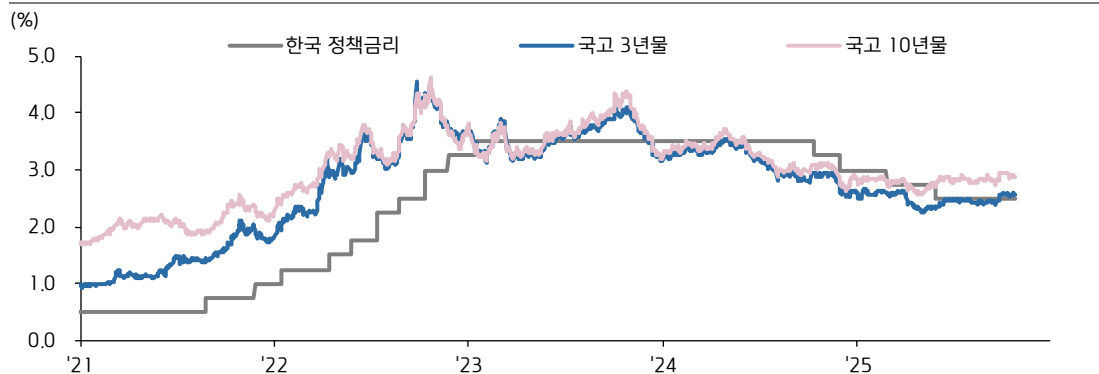
이번 회의는 '금리 인하 기대는 여전히 유지하되 그 속도 조절 필요성을 높인' 회의이며, 이를 고려하면 4분기 중 기준금리를 동결할 것으로 전망한다. 한국은행은 통방문에서 '기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다'라는 문구를 유지했다는 점과 신성환 위원의 소수의견 유지 등을 고려하면 완전히 매파적이지도 않으나, 3개월 내 인하 가능성을 열어둔 위원이 줄어들었다는 점과, 10.15 부동산 정책을 확인하기까지는 다소 시간이 필요하다는 점 등을 고려하면 한국은행은 당장 11월 통화정책회의에서 금리 인하 결정하기는 어려울 것으로 판단한다.

APEC 회담에서의 협상 결과에 따른 영향도 점검해야 하는 부분이 있겠으나, 최근 반도체 중심의 수출 경기 호조와 소비 심리 개선 흐름 등을 고려하면 금융안정 요인이 강화된 상황에서 급격하게 금리를 인하할만큼의 명분은 부족한 상황이라고 본다.

2026년 1분기 중으로 금리 인하 시기는 지연될 것으로 예상한다. 10.15 부동산 규제 정책 이후 부동산 가격 상승 압력이 다소 완화되는 점을 확인하는 시간을 거친 후 1분기 중에는 재차 확대되는 재정 정책에 대한 공조차원에서 금리를 인하할 것으로 예상한다. 경기 하방 위험은 점차 축소되겠지만, 여전히 잠재성장을 이하의 성장세를 유지하는 상황에서 한국은행과 정부는 유동성 확대 등을 통한 경기 하방 리스크를 막는 정책을 취할 것으로 보며, 그 과정에서 한국은행은 기준금리를 한 차례 인하할 것으로 보며, 그 시기는 정책금융이 확대되는 1분기 중일 것으로 판단한다.

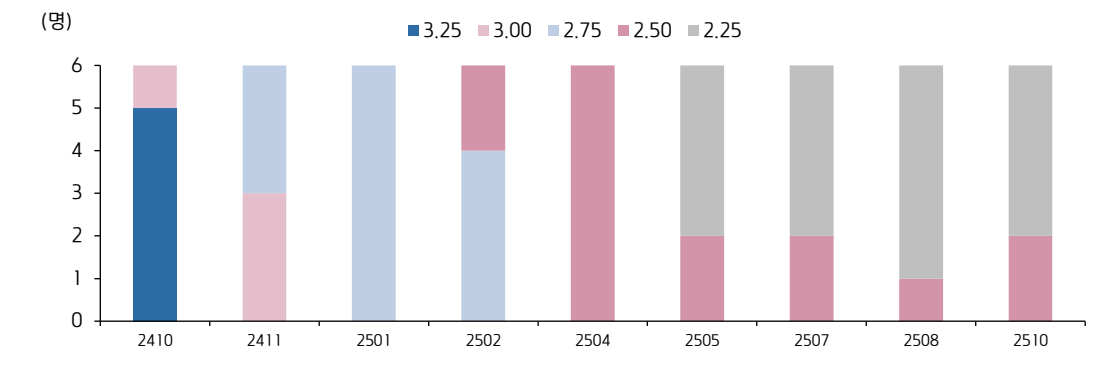
그 과정에서 시장금리는 상하방 요인이 충돌하며 상하단이 갇힌 장세가 이어질 것으로 예상한다. 금리 인하 1회 수준이 예상되나 가파른 인하폭은 아니라는 점에서 금리 하락이 제한될 것으로 본다. 한국은행이 인하 사이클이 종료되었다는 시그널이 나오는 상황이 아니라면 지금 수준에서 금리가 급격하게 더 올라갈 여력도 제한된다고 본다. APEC 회담 전후로 무역협상 결과가 긍정적으로 나오면서 환율의 상승 압력이 다소 완화된다면 시장금리도 레벨을 소폭 낮출 수 있을 것으로 판단하며 현 레벨은 최종 금리 2.25%를 감안하면 다소 높다는 점에서 저가 매수가 가능한 레벨로 판단한다.

국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국은행 금통위원 3개월 내 금리 전망



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

통화정책방향론 비교

	2025년 8월 통화정책방향	2025년 10월 통화정책방향
정책결정	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가가 안정된 흐름을 이어가는 가운데 성장세는 전망의 불확실성이 여전히 높지만 내수를 중심으로 다소 개선되는 움직임을 보이고 있고 수도권 주택가격 및 가계부채 추이를 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 여건 변화를 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가가 안정된 흐름을 지속하는 가운데 성장세는 전망의 불확실성이 여전히 높지만 소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 부동산 대책의 수도권 주택시장 및 가계부채 영향, 환율 변동성 등 금융안정 상황도 좀 더 살펴볼 필요가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계경제	세계경제를 보면, 미국과 주요국 간 무역협상이 진전되었으나 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 점차 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. 국제금융시장에서는 미국 장기 국채금리와 달러화 지수가 상승하였다가 연준 금리인하에 대한 기대가 높아지면서 하락하였으며, 주요국 주가는 관세협상 관련 불확실성 완화로 상승하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화정책 변화 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	세계경제를 보면, 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향받으며 상당폭 등락하였다. 주가는 AI 관련 부문을 중심으로 높은 상승세를 이어갔다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
국내경제	국내 경제상황을 보면, 건설투자 부진 지속에도 소비가 회복되고 수출도 반도체를 중심으로 예상보다 늘어나면서 성장 흐름이 개선되었다. 고용은 전체 취업자수는 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였다. 앞으로 내수는 추경, 소비심리 개선 등으로 완만한 회복세를 이어가겠으나, 수출은 당분간 양호한 흐름을 보이다가 미국 관세 부과의 영향이 확대되면서 점차 둔화될 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(0.8%)를 소폭 상회하는 0.9%로 전망되며, 내년 성장률은 지난 전망(1.6%)에 부합할 것으로 예상된다. 향후 성장경로에는 미·중 무역협상, 품목별 관세 부과, 내수 개선속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.	국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어갔다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였다. 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 이어가고 수출도 반도체 경기 호조 등으로 당분간 양호한 흐름을 보이겠으나 미 관세 부과의 영향이 점차 커질 것으로 예상된다. 금년 및 내년 성장률은 지난 8월 전망(각각 0.9%, 1.6%)에 대체로 부합할 것으로 보이지만, 한·미 및 미·중 무역협상, 반도체 경기, 내수 개선속도 등과 관련한 상·하방 불확실성이 확대된 것으로 판단된다.
소비자물가	국내 물가는 7월 중 소비자물가 상승률이 2.1%로 소폭 낮아지고 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)은 2.0%를 유지하는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 8월 중 2.6%로 전월(2.5%)보다 소폭 높아졌다. 앞으로 국내 물가는 농축수산물 가격 상승에도 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 흐름세를 지속할 것으로 예상된다. 금년 소비자물가는 5월 전망(1.9%)을 소폭 상회하는 2.0%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것으로 예상되며, 내년에는 소비 회복세 지속 등으로 소비자물가 및 근원물가 상승률 모두 지난 전망치(각각 1.8%)를 소폭 상회하는 1.9%로 전망된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향을 받을 것으로 보인다.	국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 2.0%를 각각 나타내는 등 안정적인 흐름을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 9월 중 2.5%로 전월(2.6%)보다 소폭 낮아졌다. 앞으로 국내 물가는 환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 흐름세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합할 것으로 보인다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
금융시장	금융·외환시장은 대체로 안정적인 모습을 이어갔다. 장기 국고채금리가 좁은 범위에서 등락하였고 주가는 그간의 상승에 따른 조정압력, 자본시장 제도 개선에 대한 기대변화 등으로 상승세가 다소 주춤해졌다. 원/달러 환율은 거주자 해외투자자금 수요 지속 전망 등으로 상승하였다. 가계대출은 정부의 가계부채 대책 영향으로 증가규모가 상당폭 축소되었다. 수도권 주택시장에서도 가격 상승세와 거래량이 둔화되고 있으나, 주택가격 상승기대는 여전히 높은 상황이다.	금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대되었다. 원/달러 환율이 대미 관세협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 높아졌다. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승하였다. 가계대출은 증가규모가 상당폭 축소되었으나 수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대되었다.
정책방향	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 성장세가 다소 개선되었지만 미 관세정책의 영향 등으로 향후 성장경로의	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가가 안정적인 흐름을 지속하는 가운데 성장세는 개선세를 이어가고 있지만 무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한

불확실성은 높은 상황이다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 둔화되었지만 추세적으로 안정될지를 좀 더 점검하는 한편 환율 변동성의 확대 가능성에도 계속 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

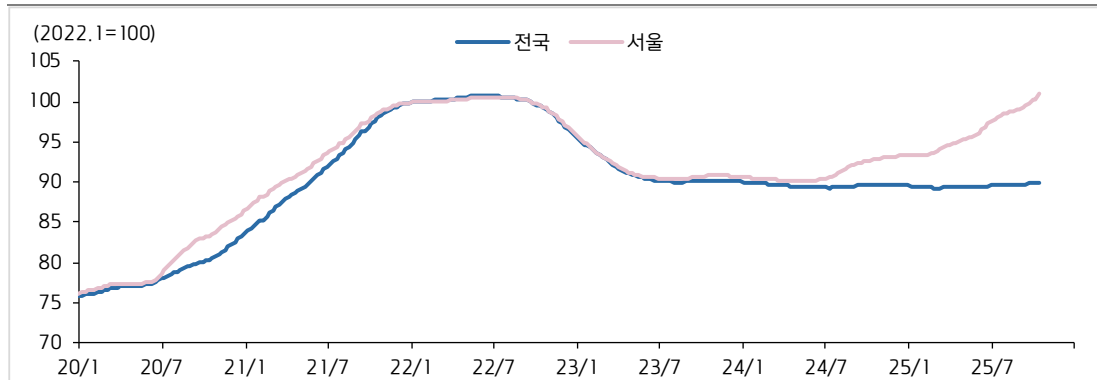
불확실성이 확대되었다. 금융안정 측면에서는 정부의 추가 부동산 대책의 효과를 점검하는 한편, 높은 환율 변동성의 영향에도 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

금통위 기자회견 질의응답 정리

질문	응답
3개월 내 포워드 가이드런스	소수의견 신성환 의원 : 주택시장과 관련한 금융안정상황이 우려되지만 GDP 갭이 마이너스 수준인 상황에서 금리 인하를 빠르게 단행하고 이후 영향을 지켜보면서 금리 인하 시기를 점검해야 한다고 주장 3개월 포워드 가이드런스: 6명 중 4명은 2.25% 인하 가능성을 열어둬야 한다. 2명은 2.50% 금리 동결 가능성 주장. 지난 통방과 비교해 인하와 동결 가능성이 변화했는데, 금리 인하 기조가 지속되겠으나, 8월에 대비 금융안정 위험이 높아져 움직임. 경제 상황에 대한 조건부라는 점을 재차 강조
부동산 효과를 지켜보기에는 11월 금통위 시점이 너무 가까워서 11월 동결 가능성이 있는 것은 아닌지	경기가 잠재성장률보다 낮기 때문에 동결을 할 수 있는 상황은 아니라고 봄. 그럼 이번 동결 결정이 가져올 영향을 살펴보면, 인하하면 투자 비용을 낮추고 부동산 가격 상승을 가속화시킬 가능성이 있고, 8월 이후 2회 동결함으로써 인하 사이클에 있지만 인하사이클을 천천히 가져간다는 기대를 줄 수 있다고 생각. 11월에는 많은 변수가 있음. 관세 협상이 어떻게 될지, 미중 관세 협상이 어떻게 될지도 봐야하고, 반도체 사이클이 좋게 가고 있는데, 미중 갈등이 겹치면 어떻게 될지 몰라서 살펴봐야 함. 11월에는 경기 전망을 하는 달이기도 함. 11월 결정에 대해서는 말씀드리기 어려움.
현재 상황에서 지난 통방에 비해 금리 인하 속도와 폭이 축소될 수 있다는 기대가 합당하다고 보는지?	5:1에서 4:2로 줄어들었다는 것이 금융안정에 좀더 포커스를 맞춘 것. 조정된다고 보는 것은 맞는것. 11월이 아예 아니라고 보기에는 여러 변수가 있기 때문에 불확실성이 높음.
금리인하를 재개하기 위해서는 어떤 조건이 필요한지? 부동산 가격이 내려오는 걸 확인해야하는지? 거래 축소로 가계대출 증가세가 둔화되는 것만으로도 인하가 가능한지?	최근 대책으로 가계부채 증가에 대한 위험은 줄어들었다고 보는데, 가격은 어떻게 될 것이라고 보느냐가 중요할 듯. 경기와 함께 종합적으로 봐야하는데, 부동산 가격의 성장세가 둔화되어야 하는 상황을 봐야한다고 생각.
환율에 따른 물가 상방 리스크는 없는지? 물가에 대한 판단은?	환율이 많이 올라서 물가 상승 압력에 대해서는 유심히 살펴보고 있음. 환율 상승에도 물가가 안정된다고 보는 것은, 유가가 안정되고 있기 때문. 성장률이 잠재성장률보다 낮은 상황이라, 수요 압력이 크지 않기 때문에 물가가 유지될 것으로 보고 있음.

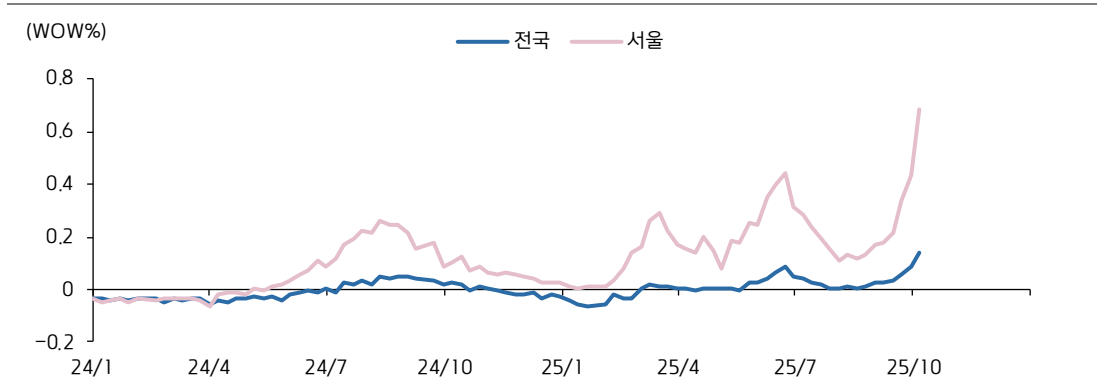
자산가격이 모두 빠르게 오르고 있는데, 실물 경기가 둔화되는데, 자산시장만 활황이라서 버블에 대한 우려는 없는지	금리는 중립금리 수준의 중간쯤에 있다고 보면, M2 8% 증가세를 보면 과거에 쌓여있던 유동성이 이동하면서 자산 가격의 상승이 나타나고 있다고 봄. 부동산에 대해서는 버블의 유무와 관계없이 서울 지역 가격이 소득수준이나 사회적 안정을 유지시키기 위해서는 다소 높다고 판단. 주가는 국제 비교로 보면 아직까지 높은 수준은 아닌데, AI 관련한 버블은 다소 조정 가능성이 있다고 봄
통화신용보고서는 계엄 충격으로 인한 부이 있어 금리 인하 효과가 지연되고 있다고 보는데, 금리 인하 영향이 악화되고 있다는 분석도 나오고 있음. 이에 대한 생각은?	평균적으로는 100bp 금리 인하하면 성장률이 0.24%p 를 높인다고 보는데, 이번 사이클이 그 효과가 적었다고 보기는 아직 어려움. 경기 부양효과보다는 자산가격 상승으로 이어지고 있는 것이 아닌가 하는 추측이 있지만 아직 확인하기에는 시계열이 짧음. 관세와 무역 문제, 성장, 등이 상충되고 있다고 보는데, 9 월에는 더욱 악화된 상황으로 보고 있음. APEC 상황의 결과를 살펴봐야 함
최근 환율 상승 요인별 영향은?	8 월 금통위 이후 환율이 올라갔는데, 그 가운데 1/4 은 달러 강세. 3/4 은 위안화 약세, 일본의 엔화 약세, 우리나라 관세 문제, 3,500 억 달러 자금 조달 걱정 등이 영향을 미쳤다고 봄.
부동산과 경기 상충 영향은 없는지	부동산 가격은 금리 정책만으로 완벽하게 조절할 수는 없음. 인플레이션 타겟팅처럼 할 수는 없음. 통화정책으로 인해서 부동산 가격을 부추기지 않는 방향으로 정책을 운용하는것. 금리 인하를 했을 때 더 과열될 것인지도 판단해야 하고, 금리 인하를 안 했을 때 경기가 둔화될 것인지도 판단해야 함.
만약 지금과 같은 자산 가격 상승세가 이어지는 가운데 경제 성장률이 IMF 전망치대로 1.8% 로 상향 조정될 요인이 생겼을 때, 하방 리스크 완화를 위한 금리 인하 명분이 약해지는 것인지?	경제성장률이 1.6% 이상으로 올라가면 금리 인하 기조가 끝난다고 보냐는 질문에는, output gap 이 계속해서 마이너스인 상황에서 이를 메꾸기 위해서는 금리를 인하하거나 완화적인 환경이 필요하다고 생각함.

주간 전국 아파트 가격 추이



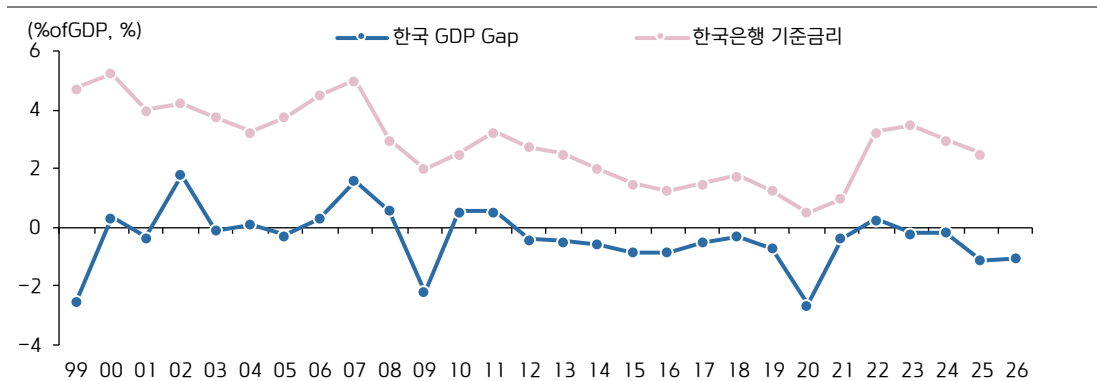
자료: KB 부동산 데이터 허브, 키움증권 리서치센터

주간 전국 아파트 가격 전주비 추이



자료: KB 부동산 데이터 허브, 키움증권 리서치센터

IMF 한국 GDP Gap 추이와 전망, 한국은행 기준금리 추이



자료: IMF, 한국은행, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 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 일체의 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.
-