

# eBEST Edge

Investment Strategy 투자코멘트 | 2023. 11. 30

## 11월 금통위 Review: 크게 변하지 않은 물가전망 경로



우혜영's  
Macro Indicators

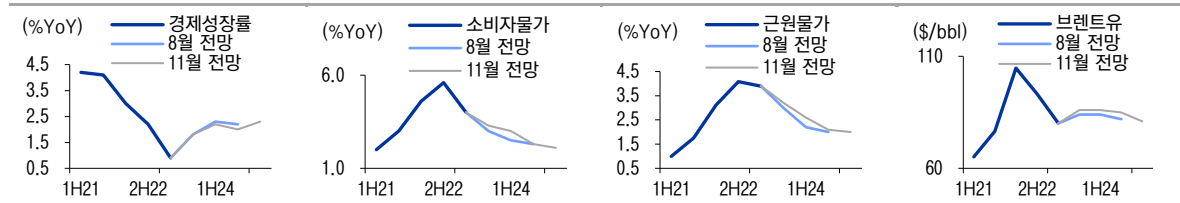
Fixed Income 우혜영  
02 3779 8630 \_whydele@ebestsec.co.kr

### 높아진 동결 선택의 장기화 가능성

11월 금융통화위원회에서는 만장일치로 기준금리를 3.50%로 동결했다. 금리는 유지됐지만 이번에도 최종금리관련 금통위원 의견에 변화가 있었다. 10월에는 1명의 위원이 정책여건 불확실성이 크므로 인상뿐 아니라 인하 가능성도 열어둬야 한다는 의견을, 5명의 위원들은 물가 상방 리스크와 물가안정 목표 수렴 시기 지연 가능성 확대에 따라 금리를 3.75%로 인상할 가능성을 열어둬야 한다는 의견을 냈었다. 이번 회의에서는 2명의 위원들이 물가 및 금융안정을 모두 고려해 동결이 적절하다는 의견을, 4명의 위원들이 물가 전망 경로 상향조정과 비용 상승 파급 효과 지속성 및 향후 국제유가 관련 불확실성 등에 따라 추가 인상 가능성을 열어 놓을 필요가 있다고 평가했다. 인하 가능성을 언급한 위원은 부재했지만 추가 인상 가능성을 지지하던 위원이 1명 감소했다. 통화 정책방향문구에서 주목할만한 부분은 물가전망 경로 상향조정과 긴축기조 유지기간 문구 수정(상당기간→충분히 장기) 등이다.

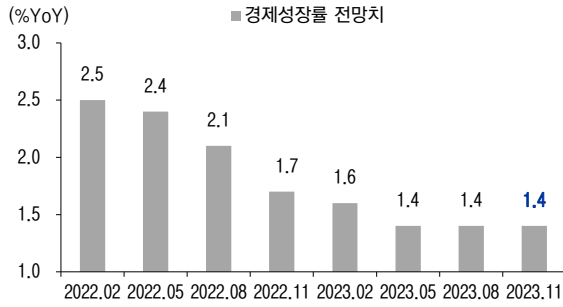
GDP 경제성장률의 경우 2023년 1.4% 유지, 2024년 2.2%→2.1%로 -0.1%p 하향조정, 2025년 2.3%로 제시됐다. IT 경기가 4분기 중 반등해 수출에 긍정적인 영향을 미치고 있고 내년에도 수출과 설비투자 회복이 기대되나 고금리·고물가 부담으로 소비와 건설투자 등 내수 회복 모멘텀이 약화되는데 기인해 내년 전망치가 소폭 낮아졌다. 하향조정 되긴 했지만 ①선진국의 내년 경제성장률이 올해보다 부진할 것으로 전망되는 반면 한국은 성장률 개선이 예상돼 2%대 성장률이 나쁘다고 말하기 어렵다는 이창용 총재의 발언, ②현 시점에서 한국은행 잠재성장률 추정치가 2%인 점을 감안하면 최소한 내년 상반기에도 한국은행은 경기회복 및 개선 기대감을 유지할 것으로 예상된다. 물가 전망은 10월 통방문과 이 총재 발언에서도 알 수 있듯 8월 전망대비 상향조정 됐다. 헤드라인 물가상승률은 2023년 3.5%→3.6%로, 2024년 2.4%→2.6%로 각각 +0.1%p, +0.2%p씩 상향조정 됐고 2025년 2.1%로 제시됐다. 근원 물가상승률은 2023년 3.4%→3.5%로, 2024년 2.1%→2.3%로 각각 +0.1%p, +0.2%p씩 상향조정 됐고 2025년 2.0%로 제시됐다. 기조적인 둔화 흐름이 지속될 것이라는 전망은 유지했지만 국제유가·환율·농산물 가격·누적된 비용 인상압력의 파급 영향으로 평균 수치는 높아질 것이라 전망했다. 기존 경로대비 0.1 ~ 0.2%p 높아졌지만 ①물가 반락 시점이 한 달 정도 늦어진 것이라는 이 총재 발언과 ②2%대 초반 물가 달성 시점의 큰 변화 부재(24년 연말 또는 25년 연초)를 고려하면 전망 경로 형태의 유의미한 변화는 없었던 것으로 보인다. 「Today Chart: 더욱 매파적일 한국은행?(2023.11.23)」에서 언급했듯 이번 회의에서 한국은행의 물가전망 경로 변화 여부와 가계부채 등 금융안정 대응 필요성 관련 스탠스 조정 여부가 중요했다. 전반적으로 기존 스탠스가 유지됐고 오히려 긴축 기조 장기화 문구가 추가된 만큼 동결 선택의 장기화 가능성이 높아졌다는 판단이다.

### 8월과 11월 한국은행의 경제전망 변화



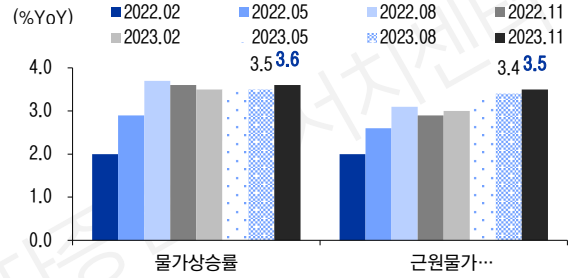
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 2023년 경제성장률 전망치



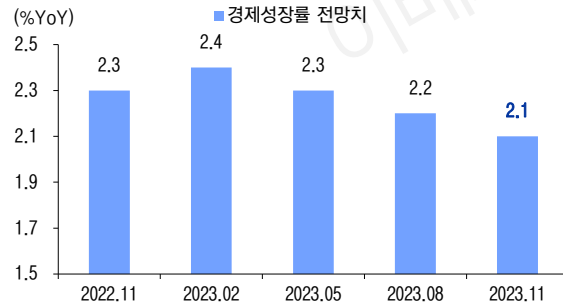
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2023년 물가상승률 전망치



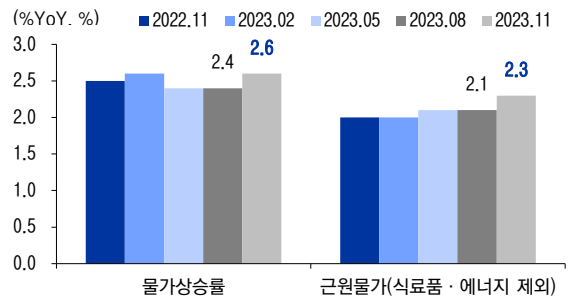
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 2024년 경제성장률 전망치



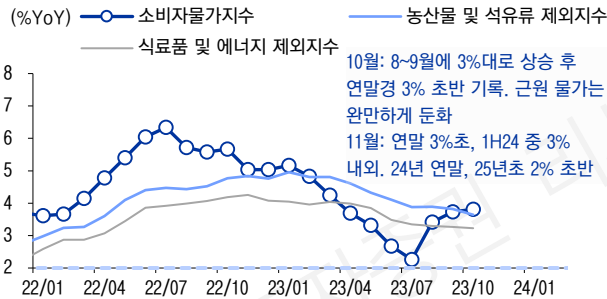
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 2024년 물가상승률 전망치



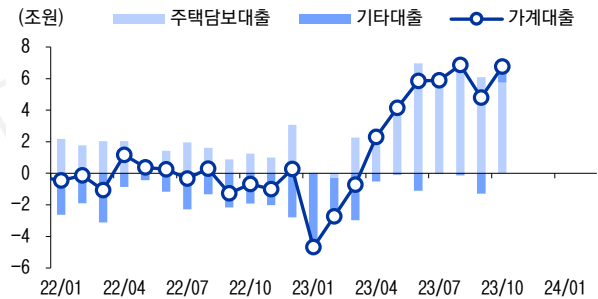
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 기존 물가 전망 경로를 소폭 벗어난 물가?



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 가계대출 월간 증감



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한국은행의 시나리오별 주요 전제(8월)

	Baseline		시나리오1		시나리오2		시나리오3	
	2023년	2024년	2023년	2024년	2023년	2024년	2023년	2024년
▶ 세계 성장률	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%	-	-	2.5%	2.5%
▶ 미국 성장률	1.9%	0.8%	2.2%	1.6%	-	-	-	-
▶ 중국 성장률 (관광객수)	5.0%	4.5%	5.2%	4.7%	4.5% (△30만명)	4.0% (△50만명)	4.9%	4.3%
▶ 국제유가(Dubai)	81달러	81달러	83달러	85달러	79달러	76달러	-	-

자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

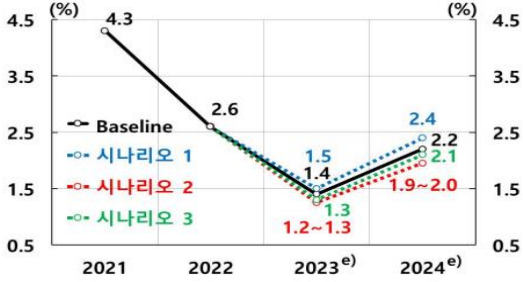
그림8 한국은행의 시나리오별 주요 전제(11월)

	2022		2023		2024 <sup>a)</sup>		2025 <sup>b)</sup>	
	연간	상반	하반 <sup>a)</sup>	연간 <sup>a)</sup>	상반	하반	연간	연간
세계경제 성장률(%) <sup>1)</sup>	3.4	2.9	2.9	2.9	2.4	3.1	2.8	3.0
• 미국	1.9	2.0	2.7	2.4	1.8	0.9	1.3	1.8
• 유로지역	3.4	0.8	0.1	0.4	0.5	1.3	0.9	1.6
• 중국	3.0	5.5	5.0	5.2	4.6	4.7	4.6	4.5
• 일본	0.9	1.9	1.5	1.7	0.7	1.2	1.0	0.9
세계교역 성장률(%) <sup>1)</sup>	5.1	0.4	1.1	0.8	3.6	3.3	3.4	3.6
국제유가(달러/배럴) <sup>2)</sup>	101	80	86	83	86	85	85	81

	Baseline		시나리오1		시나리오2	
	2024년	2025년	2024년	2025년	2024년	2025년
▶ 세계 성장률	2.8%	3.0%	-	-	3.0%	3.2%
▶ 국제유가(Dubai)	84달러	79달러	92달러	86달러	87달러	82달러

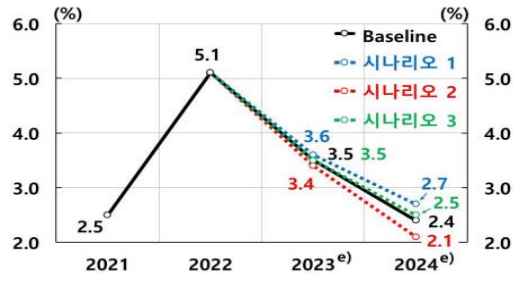
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 2023년 8월 시나리오 전망: GDP 성장률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 2023년 8월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

**시나리오 1: 미국 등 주요국 경제의 양호한 성장흐름 지속 및 IT 경기 조기 반등**

미국 등 주요국 경제가 경기 둔화 없이 양호한 성장흐름을 지속하면서 IT 경기에다 긍정적으로 작용. 미국 등 주요국에서 금리상승의 파급영향이 제한적으로 나타나면서 국내수출이 baseline보다 증가하고 IT 경기의 조기 반등으로 반도체 감소도 빠르게 마무리 될 경우 성장의 상방 압력 증대. 물가는 국내외 경기회복에 따른 수요측 물가압력 증대와 유가 등 원자재 가격 상승이 상방압력

**시나리오 2: 중국 부동산 부진 지속에 따른 성장세 추가 약화**

부동산산 부문 부진으로 중국 민간심리가 위축됨에 따라 중국인 방한객수 및 우리 상품수출이 baseline을 하회하면서 우리 성장흐름에 부정적 영향이 파급될 수 있음. 물가는 중국의 수요둔화에 따른 유가 등 원자재 가격 하락, 국내경기 둔화 등의 영향으로 하방압력이 나타날 수 있음

**시나리오 3: 지정학적 리스크, 이상기후 등으로 원자재 가격 추가 상승**

지정학적 리스크 및 이상기후로 인해 주요 원자재 공급차질이 예기치 못하게 빈번하게 발생 가능. 디스인플레이션 흐름 약화되면서 주요국 통화인축 기조 지속. 원자재가격 상승에 따른 비용충격이 글로벌 성장세 둔화로 이어질 경우 무역경로를 통해 우리 수출 위축 가능. 또한 인플레이션 둔화흐름이 더디어지면서 주요국 긴축적 통화정책이 지속될 가능성. 이는 국내외 자금조달여건 악화로 이어져 소비·투자에 대한 하방압력으로 작용. 물가의 경우 수요측 물가압력이 다소 약화되었지만 원자재가격 상승은 상방압력으로 작용할 가능성

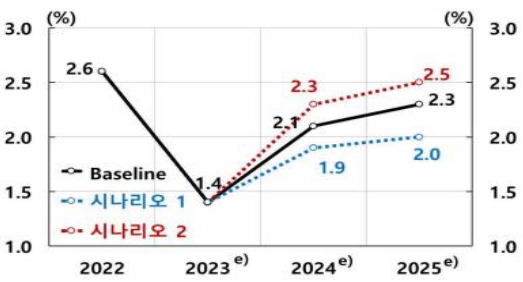
**[성장 상하방 리스크]**

- 상방리스크: 미국 등 주요국의 양호한 성장세, IT 경기 조기 반등 등
- 하방리스크: 중국경제 회복세 약화, 지정학적 리스크 및 이상기후로 인한 원자재가격 추가 상승 등

**[물가 상하방 리스크]**

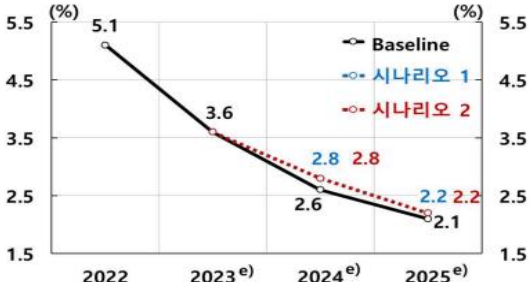
- 상방리스크: 국제유가 상승폭 확대, 근원물가 예상보다 더디게 둔화, 기상여건 악화 등
- 하방리스크: 국내외 경기 둔화세 심화, 국제유가 하락세 전환, 공공요금 인상 지연 등

그림11 2023년 11월 시나리오 전망: GDP 성장률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 2023년 11월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

**시나리오 1: 지정학적 갈등 재심화에 따른 원자재 가격 상승 및 이차 파급효과 확대**

이스라엘-하마스 전쟁 등 지정학적 갈등이 단기적 불확실성으로 작용하고 있는 가운데, 분쟁이 다시 심화될 경우 주요 원자재 공급에 차질이 발생하고 이차 파급효과가 확대될 수 있음. 원유 및 천연가스의 주요 생산지이자 운송경로인 중동지역의 갈등은 원자재 가격 상승으로 이어져 비용충격의 형태로 우리 성장에 하방압력으로 작용 가능. 물가는 수요측 압력은 낮아지겠지만 원자재가격 상승이 비용상승압력을 높이는 데 다이에 따른 파급영향이 커지는 경우 근원인플레이션은 예상보다 더디게 둔화할 가능성 존재

**시나리오 2: 반도체 등 글로벌 제조업 경기의 빠른 반등**

주요국 산업정책 및 친환경 전환이 글로벌 투자를 촉진하고 최근 인공지능의 빠른 진보가 반도체 등 글로벌 제조업 경기의 빠른 반등으로 이어지고. 미국 인플레이션 감축법(IRA) 및 유로지역 회복기금 등 주요 선진국 산업정책으로 기계·장비 등 우리나라 자본재에 대한 견조한 수요 이어지고, IT 산업의 가파른 성장으로 고성능·고용량 반도체 수요가 더욱 확대될 경우 국내 투자 및 수출은 예상을 상회할 가능성. 물가는 수요측 압력 증대와 글로벌 투자수요 확대에 따른 원자재 가격 상승이 상방압력으로 작용할 가능성

**[물가 상하방 리스크]**

- 상방리스크: 국제유가 재상승, 비용압력의 파급영향 지속, 기상이변에 따른 국제식물가격 상승 등
- 하방리스크: 국내외 수요 부진 심화, 국제유가 하락, 정부 물가안정정책 효과 등

표1 2023년 10월 통화정책방향문구와 2023년 11월 통화정책방향문구

	10월 통화정책방향	11월 통화정책방향
금리결정	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리: 3.50% 동결(만장일치)</li> <li>물가상승률이 기초적인 둔화 흐름을 이어갈 것으로 전망되지만 주요국의 통화긴축 기조 장기화, 지정학적 리스크 증대 등으로 물가 및 성장 전망 경로의 불확실성이 크게 높아진 가운데 물가상승률의 둔화 속도가 당초 예상보다 완만해질 것으로 전망되고, 가계부채의 증가 흐름도 지켜볼 필요가 있는 만큼 현재의 긴축 기조를 유지하는 것이 적절하다고 봄. 추가 인상 필요성은 대내외 정책 여건의 변화를 점검하면서 판단해 나갈 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리: 3.50% 동결(만장일치)</li> <li>물가상승률이 <b>당초 예상보다 높아졌지만</b> 기초적인 둔화 흐름이 이어질 것으로 전망되고 <b>가계부채 증가 추이와 대외여건의 불확실성도 높은 만큼</b> 현재의 긴축 기조를 유지하는 것이 적절하다고 봄</li> </ul>
세계경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>세계경제는 주요국의 통화긴축 기조 장기화, 이스라엘·하마스 사태 등의 영향으로 경기 및 인플레이션 흐름과 관련한 불확실성이 증대됨. 글로벌 경기는 성장세 둔화가 이어질 것으로 전망되며, 주요국 인플레이션은 점차 둔화되고 있지만 여전히 높은 수준인 가운데 국제유가 상승 등으로 상방 리스크가 증대</li> <li>국제금융시장에서는 <b>국제금리가 큰 폭 상승하고 미 달러화가 상당 폭 강세</b>를 나타내는 등 주요 가격변수의 변동성이 확대</li> <li>앞으로 세계경제와 국제금융시장은 국제유가 움직임 및 글로벌 인플레이션의 둔화 흐름, 주요국의 통화정책 변화 및 파급효과, 이스라엘·하마스 사태의 전개양상 등에 영향 받을 것으로 보임</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>세계경제는 미 연준의 추가 긴축 우려와 지정학적 리스크가 완화되었지만 주요국의 통화긴축 기조 장기화 등의 영향으로 성장세 둔화가 이어질 것으로 전망됨. 주요국 인플레이션은 둔화되고 있지만 여전히 높은 수준이며 <b>근원물가는 더디게 둔화되고 있음</b></li> <li>국제금융시장에서는 <b>주요국 국제금리가 큰 폭 하락하고 미 달러화는 상당폭 약세</b>를 나타냄</li> <li>앞으로 세계경제와 국제금융시장은 국제유가 움직임 및 글로벌 인플레이션의 둔화 흐름, 주요국의 통화정책 운용 및 파급효과, 이스라엘·하마스 사태의 전개양상 등에 영향 받을 것으로 보임</li> </ul>
국내경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내경제는 <b>소비 회복세가 다소 더딘 모습</b>이지만 수출 부진이 완화되면서 성장세가 완만한 개선 흐름을 이어감</li> <li>고용은 낮은 실업률과 견조한 취업자 증가가 이어지는 등 전반적으로 양호한 상황</li> <li>앞으로 국내경제는 수출 부진 완화로 성장세가 점차 개선되면서 금년 성장률도 지난 8월 전망치(1.4%)에 대체로 부합할 것으로 예상. 다만 <b>지정학적 리스크 증대</b>, 주요국의 통화긴축기조 장기화 등의 영향으로 향후 성장 경로의 불확실성이 높아진 것으로 판단</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내경제는 수출 부진이 완화되면서 완만한 개선 흐름을 이어감</li> <li>고용은 취업자수 증가규모가 확대되고 실업률이 낮은 수준을 지속하는 등 전반적으로 양호한 상황</li> <li>앞으로 국내경제는 <b>수출 회복세 지속</b> 등으로 개선 흐름을 이어갈 것으로 보임. 금년 성장률은 지난 8월 전망치에 부합하는 1.4%로 예상되고 내년은 2.1%로 높아지겠으나 국내외 통화긴축기조 장기화와 <b>더딘 소비 회복세의 영향</b>으로 지난 전망치(2.2%)를 소폭 하회할 것으로 예상. 향후 성장경로에는 국내외 통화긴축 기조 장기화의 <b>파급영향</b>, 지정학적 리스크의 전개 양상 등과 관련한 불확실성이 높은 상황</li> </ul>
물가	<ul style="list-style-type: none"> <li>소비자물가는 <b>에너지 및 농산물 가격 상승</b> 등으로 9월중 상승률이 3.7%로 전월보다 높아졌지만, 근원 인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)과 단기 기대 인플레이션율은 모두 9월중 3.3%로 전월과 같은 수준 나타냄</li> <li>앞으로 소비자물가 상승률은 <b>금년 말에는 3%대 초반으로 낮아지고 내년에도 완만한 둔화 흐름을 이어갈 것으로 보임</b>. 다만 높아진 국제유가와 환율의 파급영향, 이스라엘·하마스 사태 등으로 물가의 상방 리스크가 높아짐에 따라 소비자물가 상승률이 목표수준으로 수렴하는 시기도 당초 예상보다 늦춰질 가능성이 커진 것으로 판단됨</li> <li>근원물가도 수요 압력 약화 등으로 기초적인 둔화 흐름을 이어가겠으나 누적된 비용인상 압력의 파급영향 지속 등으로 둔화 속도는 당초 예상보다 완만해질 가능성이 높은 것으로 판단됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>소비자물가 상승률은 <b>농산물 및 에너지 가격 상승</b>으로 10월중 3.8%로 높아졌지만 근원물가 상승률은 3.2%로 낮아짐. 단기 기대 인플레이션율은 <b>3.4%로 소폭 상승</b></li> <li>앞으로 국내 물가는 수요압력 약화, 국제유가와 농산물가격 하락 영향 등으로 기초적인 둔화 흐름을 이어가겠지만 <b>예상보다 높아진 비용압력의 영향으로 지난 8월 전망경로를 상회할 것으로 예상. 소비자물가 상승률은 점차 낮아져 내년 상반기중 3% 내외</b>를 나타내겠으며, 연간으로는 금년 3.6%, 내년 2.6%로 전망됨(8월 전망치 3.5% 및 2.4%)</li> <li>근원물가는 완만한 둔화 흐름을 지속하겠으며 금년 및 내년 상승률은 각각 3.5% 및 2.3%로 예상됨(8월 전망치 3.4% 및 2.1%). 향후 물가 경로는 국제유가 및 환율 움직임, 국내외 경기 흐름 등에 영향 받을 것으로 보임</li> </ul>
금융시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융·외환시장은 미 연준의 높은 정책금리 장기화 시사, 지정학적 리스크 증대 등으로 변동성이 확대된 가운데 장기 국고채 금리와 원/달러 환율이 상당폭 상승하고 주가는 하락. 일부 비은행부문의 리스크는 진정되는 모습</li> <li>주책가격은 수도권을 중심으로 상승세가 이어졌으며 가계대출은 주택관련 대출을 중심으로 증가세가 지속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융·외환시장에서는 지정학적 리스크가 완화된 가운데 미 연준의 금리 인상 종료기대가 높아지면서 위험회피심리가 완화</li> <li>국고채 금리와 원/달러 환율이 큰 폭 하락하였으며 주가는 상승</li> <li>가계대출은 주택관련 대출을 중심으로 증가세를 지속하였고 주택가격 상승폭은 축소</li> </ul>
정책방향	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표 수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것</li> <li>국내경제는 성장세가 점차 개선되는 가운데 정책 여건의 불확실성도 높아진 상황. 따라서 물가안정에 중점을 두고 긴축 기조를 상당기간 지속 하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것</li> <li>이 과정에서 인플레이션 둔화 흐름, 금융안정 측면의 리스크와 성장의 하방 위험, 가계부채 증가 추이, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크의 전개양상 등을 면밀히 점검해 나갈 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표 수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것</li> <li>국내경제는 성장세가 개선 흐름을 이어가는 가운데 <b>물가경로가 당초 전망보다 높아질 것으로 예상</b>되는 만큼 <b>물가상승률이 목표 수준으로 수렴할 것이라는 확신이 들 때까지 통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속할 것</b></li> <li>이 과정에서 인플레이션 둔화 흐름, 금융안정 측면의 리스크와 성장의 하방 위험, 가계부채 증가 추이, 주요국의 통화정책 운용 및 지정학적 리스크의 전개양상을 면밀히 점검하면서 <b>추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것</b></li> </ul>

자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

## 금통위 Q&A

1. 대부분 중앙은행 금리 인상 마무리 평가. 추가 인상 필요성 문구 삭제. 한은 금리 인상 마무리하고 고금리 장기화로 전환? 향후 3개월 내 추가 인상 필요하다는 의견의 금통위원 있었나?

→ 향후 기준금리 수준에 대한 개별 금통위원들 의견 설명드릴 것. 요약문에 나온대로 금통위원 여섯분 모두 금리를 동결하고 그 수준에서 충분히 장기간 유지하면서 물가상승률이 목표수준까지 수렴하는지 봐야 되는데 이견 없었음. 추가 인상 필요하기에 대한 가능성의 경우 6명 중 2명이 물가와 금융안정을 모두 고려할 때 금리를 現 수준에서 유지하는 것이 적절하다는 의견. 이에 반해 4명은 물가 경로가 상향조정 되고 비용 상승 파급 효과의 지속성과 향후 국제유가 움직임 관련 불확실성이 남아있는 만큼 추가 인상 가능성 열어놔야 한다는 의견. 앞으로 인상 종료에 대해서는 서로 상이한 의견 가지고 있었음

2. 연준의 조기 금리 인하 기대감 높아지고 있는데 총재의 평가는?

→ 시장과 중앙은행 총재 간 인식이 달라져서 변동성이 있는지는 지난 한 달간 미국 장단기금리 변화만 보더라도 느낄 수 있음. 미국뿐 아니라 영국 등 금리 인하 사이클, 조만간 인하하는 것 아니냐는 인식 존재. 확실히 시장이 앞서가고 있는 것 같음. 변동성 줄이기 위해서는 소통이 계속 잘 돼야 할 것 같은 문제 존재

3. 금리를 동결하는 기간 동안 물가 변동 컸음. 물가가 너무 높게 올라감에 따라 실질 금리 수준이 덜 긴축적이게 된 것이 아닌가하는 의견 존재. 現 금리 수준이 여전히 긴축적인가?

→ 現 금리수준이 충분히 긴축적인지에 대한 문제는 지난달 물가 수준이 3.8%이 됐을 때 계속 올라가면 점검할 필요가 있다고 생각했음. 지난번 물가 상승은 공급 요인 영향을 많이 받았음. 앞으로 두 ~ 세 달 간 물가상승률이 내려갈 것으로 보고 있음. 단기적으로 보면 일시적 현상이므로 긴축적인지에 대한 견해 바뀔 정도 아니었음

시계열을 넓혀서 1년 정도 보면 1년 반 동안 기준금리를 300bp 인상하면서 기준금리뿐 아니라 장단기 금리, 예금·대출금리, 환율 수준 등 금융변수를 종합한 금융상황지수를 보는데 작년보다 더 긴축적인 상황에 있음. 최근 데이터 점검해본 결과 소비 둔화 조짐, 부동산 가격 조정 등을 보면 기준금리가 충분히 긴축적인 수준에 있고 얼마나 오래 끌고 갈지에 따라 그 효과가 계속 나타날 것으로 판단

4. 내년과 내후년 경제성장을 전망치 2%대. 잠재성장률 수준 회복인지, 저성장 고착화의 글루미한 전망인가?

→ 인플레이션 없이 성장률이 높아지면 제일 좋지만, 올해 1.4%는 2%(잠재성장률)을 하회하고, 잠재성장률을 2%정도로 보고 있으니, 내년도에는 2%대 이상으로 보고 있으므로 잠재성장률 수준으로 가고 있으며 GDP갭도 축소되고 있다고 봄. 한국은 미리 팬데믹에서 나왔기 때문에 1.4%로 낮은 편인 반면, 미국과 선진국은 올해 성장률이 좋다가 내년에는 떨어지는 추세. 우리는 올라가는 추세에 있으므로 2%대 이상의 성장률이, 물론 좀더 높은 성장을 하고 싶은 인식은 이해하나 국제적으로 보면 2% 이상의 성장률은 그렇게 나쁜 성장률은 아니라 판단

5. 통방문에서 '긴축기조 상당기간 지속' 문구를 '충분히 장기간 지속'으로 수정. 상당기간은 대략 6개월로 보는데 충분히 장기간은 그 보다 더 긴 시기를 의미하는가?

→ 어느 정도 금리 유지할지는 달력(캘린더)으로 몇 개월이라고 얘기하고 싶진 않음. 2%대 물가 안정 목표 수준으로 충분히 수렴한다는 확신이 있을 때까지라는 조건을 단 것처럼 6개월보다 더 될 수 있고, 현실적으로 지금 상황에서 보면 저는 6개월 이상이 걸릴 것으로 생각하지만, 얼마나 오래될지 모르겠지만 충분히 오랫동안 긴축기조를 가져가겠다는 뜻으로 하기 위해 상당기간 같은 오해가 있을 수 있는 문장 피함

6. 추가 금리 인상 필요성 검토 문구를 맨 마지막으로 변경한 것은 금리 인상 가능성 더 낮춘 것을 의미하나?

→ 추가 인상 가능성에 대해 두 분과 네 분이 생각이 다름. 네 분도 물가가 전망 경로대로 가는지, 유가 경로 등을 보고 판단하기 위해 인상 가능성을 열어두는 것이 좋겠다고 지난번처럼 말씀하셨음



**7. 미국보다 한국의 물가 목표 수렴 시기가 빠를 것으로 전망한 바 있는데 의견 유지? 그 시기는?**

→ 조건부 전망임. 지금 전제하에 2%대 초반으로, 2%대로 낮아지는 시기는 내년 말이나 25년 초반으로 지금 전제하에 전망. 미국 물가에 대한 예측치를 보면 2%대 수렴 시기를 25년 중후반임. 미국 근원인플레이션이 한국보다 1%p 정도 더 높음. 물가상승률이 떨어지는 속도는 다를 수 있음. 각 기관, 시장 전망 하에서는 미국보다는 한국이 빠를 것으로 보지만 데이터에 의해 바뀔 수 있는 부분

**8. 물가전망 상황조정에도 불구하고 동결 결정을 한 것은 물가가 우선순위 아닌 것인가?**

→ 한국은행에게는 물가안정이 최우선. 물가를 낮추는 방법은 기준금리를 올리는 방법도 있고 긴축 수준에서 오래 끌고 가는 방법도 존재. 상황에 따라 판단. 물가상승률 올랐지만 금리 인상할 것인지 現 수준에서 오래 가져갈 것인지는 여러 요인을 보고 판단. 물가가 올라간 것이 일시적인지? 기대 인플레이션에 영향을 주는지? 이렇게 올라간 물가로 인해 비용상승 압력이 생기고 비용상승 압력이 2차적으로 전이를 일으키는 지 등 여러 요인 보면서 판단. 금리를 인상하면 물가를 우선시하고 인상하지 않으면 우선시 하지 않는다고 판단하는 것은 바람직하지 않음. 지난 전망대비 0.1~0.2%p 정도 물가전망 경로가 올라갔지만 올라간 이유는 하마스 전쟁 이전에 유가 많이 상승했고 여름 날씨 때문에 농산물 가격 많이 상승해서 경로가 점프한 것. 저화들이 판단하건대 내려오는 패스는 예상했던 바와 크게 다르지 않고 예상보다 한 달 정도 늦어진 것. 큰 기조상 변화는 없다고 생각. 금리를 유지하고 긴축 상황을 유지. 물가 레벨이 올랐기 때문에 당연히 근원물가도 올라갈 것

**9. 現 금리 수준 장기화 기간은? 향후 어느 시점에 금리 인하하더라도 기업 생산 비용 상승, 금리가 빠르게 하락하지 않는 등 중금리 중물가 고착화에 대한 의견?**

→ 중립금리와 관련 있고 중앙은행의 물가안정 목표를 2%로 해야 하는지의 문제. 기후변화로 탄소 배출을 줄이면서 비용 증가, 글로벌 분절화에 따른 공급망 재편 등 비용 커져서 전반적인 물가 수준이 과거 10년 평균보다 높아지는 것 아니냐? 평균적으로 목표 수준으로 3%로 해야하는 것 아니냐? 중립금리도 변해야 할 것 아니냐?하는 문제. 1~2년 통화정책 펴는데 참고사항은 아님. 기후변화, 구조변화는 천천히 시간을 갖고 오는 것이므로 중장기적으로 봐야 함. 한국은 고령화 문제도 존재해서 성장률이 떨어지고 일본 경험처럼 인플레이션이 낮아질 가능성 존재. 전세계가 그렇게 가더라도 한국에는 다른 트렌드가 존재하므로 실제로 어떻게 갈지 이론적으로 모르겠음. 중물가 고민은 단기적인 고민은 아니므로 당분간은 의사결정에 큰 고려 요인 아님.

**10. 마지막 금통위인 만큼 올 한해 통화정책에 대한 평가과 내년 전망은?**

→ 올 한해 통화정책에 대해서는 한은 총재 끝나고 갈 때 한꺼번에 말씀드릴 것. 현재도 전투 중. 당연히 내년도 물가가 높기 때문에 취약계층, 빚을 많이 낸 사람, 소득 낮은 사람들은 굉장히 어려울 것. 나라 전체로 보면 2%의 성장률이 너무 낮은 수준으로 봐야 하나? 전세계적으로 보면 그렇지 않은 것 같다고 생각함. 지금 상황에서는 선불리 부양하다보면 부동산 가격만 올라갈 수 있고 중장기 문제가 더 생길 수 있으므로 긴축기조를 유지하고 성장 문제는 중장기 문제이므로 구조조정으로 통해 해결 필요. 타겟해서 어려운 계층 지원 필요. 어려운 계층 존재하는 것은 사실이나 그렇다고 부양책 필요한가? 아직 이 단계에서 고려할 것 아님

**11. 올해 4분기 GDP 성장률(%QoQ) 0.7% 달성 어렵다는 전망 존재. OECD는 내년 성장을 전망 상황조정인 반면 한국은행은 전망치를 하향조정인 이유?**

→ 1.4%로 확정할 수 있어서, 봐야겠지만 한 달간 큰 변화가 있겠습니까? 한은 예측대로 가서, 다른 기관보다 먼저 1.4로 유지했는데 직원들이 정확히 예측해서 고맙게 생각하며 한은 신뢰성에 도움될 것. 수출이 9월부터 반등할 거라 생각했는데 수출 반등이 좀 늦어서 마음 고생을 했는데 최근 한 두 달 IT 중심의 수출 호조를 보여 1.4% 달성 가능할 것으로 기대. (OECD의 한국 성장률 전망치 상황조정인 경우) OECD의 경우 한국 교역 상대국인 미국과 중국에 대한 성장률 예측이 0.1%p씩 한국은행 예측치보다 높음. 수출이 더 나아질 것으로 보고 있는 것. 한국은행은 소비 증가세가 둔화돼 이자율 올라간 것들의 영향을 받을 것으로 생각. 낙관적인 예측이 아니라 상하방 모두 갈 수도 있음. 수출이 잘된다면 2.1%보다 높아질 수 있음. 다만 전제조건, 가정 보셔야 할 것

**12. 3분기 가계신용 역대 최고치 기록하는 등 가계부채 문제 해결의 기미 보이지 않는다는 우려 큼. 기준금리 인상 효과가 무력한 것 아닌가는 우려에 대한 의견?**

→ 가계부채를 한국은행이 공론화를 하고 가계부채가 금융불안의 주요인 중 하나다, 이것을 중장기적으로 고쳐야 한다는 이슈를 한국은행이 많이 제기한 것은 자랑스럽게 생각. 가계부채가 증가하니까 문제가 된다? 절대 액수로 언급하는데 지금 수준에서 가계부채 절대액이 늘어나지 않게 정책을 할 경우 여러 문제 생길 것. 성장을 더 낮아지고 오히려 금융불안 일켜 부채가 더 늘어나고 금융시장도 쉽지 않을 것. 20년간 가계부채가 GDP 성장률보다 낮은 때는 위기 때 밖에 없었음. 장기적으로 떨어지게끔 해서 GDP대비로 낮아지는 모습을 보이는 것이 바람직. 장기적으로 GDP 대비로 줄일 필요. 기업부채 조정은 위기 때 구조조정 통해 확 해결하는 경우 많으나 가계부채 연착륙을 천천히 하는 것은 전세계적으로 찾기 어려움. 절대액이 아닌 비율이 낮아지는 것을 봐야 함

**13. 통화정책과 재정정책의 공조 필요성과 한국은행의 독립성 위축 우려감 상존. 이에 대한 의견?**

→ 정부와 만나면 영향 받는다? 한국은행이 정부를 만나서 정부에 영향을 준다고 생각하진 않는가? 한국은행이 좋은 아이디어를 가지고 계속 이야기하면 정부가 그 이야기를 들을 수 있음. 정부에 좋은 영향을 줄 수 있음

**14. 美 장기금리 상승 시 중앙은행의 일을 대신해주는 것이라 발언한바 있음. 장기금리, 시장금리가 많이 하락했고 주담대 금리도 많이 하락함. 現 상황은 중앙은행의 일을 덜어주는 것 아니라 추가로 일을 주는 것인가?**

→ 現 주담대 금리를 언제와 비교하는지가 중요. 월별 움직임 보고 판단하지 말고 여러 가지 보면 금융상황지수, 6개월 ~ 1년 사이 흐름, 그 결과 나타나는 부동산 가격, 소비 등을 보면 긴축 수준에 있다고 봄. 당연히 해외 금리가 올라가면, 사실 지난 한 달간 어려웠던 것은 美 중장기 금리가 재정문제 등 여러 가지로 인해 움직일 때 우리 금리가 같은 수준으로 많이 움직인 것은 퍼줄. 美 금리가 자체적으로 내려와서 정상화돼 해외 요인 덜해짐

**15. 美 경제상황 평가가 분분한 상황. 둔화 본격화 우려 존재하나 최근 지표 견조. 美 경제에 대한 평가?**

→ 美 경제에 대한 견해가 바뀌어 왔는데, 최근 데이터가 잘 나오고 물가도 빨리 떨어지고 있어 시장은 연착륙을 예상. 아마 이슈는 성장과 관계없이 물가가 떨어지는 속도가 빨라지면 기준금리가 더 낮아지지 않겠냐는 프레임으로 바뀌어 가고 있음. 미국이 홀로 너무 잘 나가서 걱정이 될 정도로 좋은 것 같음. 작년은 곤혹스러웠음. 美 경제가 성장률이 좋는데 물가가 너무 높아 금리를 마구 인상하다보니 환율에 주는 영향으로 어려웠는데 올해는 인상 종료 시점이 된 것 아니냐는 견해가 많아 환율에 주는 영향보단 수출하는데 좋아서 美 경제 연착륙을 희망

**16. 부동산PF 상황 심상치 않다는 우려 존재. 내년 총선 이후 PF 문제 불거질 가능성? 現 부동산PF 상황 평가?**

→ 작년 말에는 사실 부동산 가격이 막 떨어질 때 너무 빨리 떨어지면 여러 금융기관의 부담이 되는 것 아닌가 하는 측면에서 걱정 많이 함. 아파트 매매 지수를 보면 20% 정도 떨어졌다가 거기서 머물렀음 좋겠는데 5~6% 정도 올라가서 정점대비 14% 정도 낮아진 수준에 머물고 있음. 이 수준에서 머물면 부동산 가격 하락에 따른 위험은 많이 줄어들었음. 반면 높은 금리가 앞으로 상당히 유지될 것이므로 이로 인한 부담을 커질 것. 부동산 PF 문제가 완전히 해결됐다고 생각하지 않고 아직 안심할 단계 아님. 이제부터는 몇몇 조그만 기관, 건설회사가 고금리 지속으로 문제가 생기면 하나하나씩 구조조정 해가고 그런 과정에서 지금 대주단이 금융위·금감원이 굉장히 열심히 노력해주고 있기 때문에 큰 문제없이 차곡차곡 정리해나가는 한 해가 됐으면 좋을 것

**17. 10월 금통위에서 금리 인하 가능성 열어둔 금통위원은 인하 가능성 철회한 것?**

→ 인하 가능성을 열어두자는 말씀 철회. 당시 하마스 전쟁, 유가가 튀고 잘못되고, 하마스 전쟁이 악화돼 성장을 떨어지는 문제 발생하면 국제 금융상황 불확실성이 굉장히 크므로 인상을 열어 줘야 하나 인하도 열어 줘야 한다고 봤음. 美 통화정책의 인상 종료 인식이 더 자릴 잡았고, 중동전쟁도 예측하기 어렵지만 지난 한 달간 주변국 많은 국가들이 중동전쟁 확대하고 싶어하는 생각은 없는 것으로 생각되는 등 국제금융상황이 많이 안정됐기 때문에 現 상황에서 인하 가능성을 열어 줘야 하는 불확실성은 줄었고 오히려 긴축을 오래 해 나가면서 물가를 안정시키는 게 좋겠다면서 인하 가능성을 철회

18. 통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속하겠다는 것은 금리를 더 길게 유지하겠다는 의지를 담은 것 아닌가?  
→ 당분간은 3개월, 상단기간은 6개월 인식 존재. 6개월이라고 못을 박고 싶지 않아서 문구 사용하지 않기로 함. 충분히 장기간은 인플레이션 경로가 생각하는 수준으로 떨어질 때까지 조건부로 생각해줬음 좋을 것

19. 이전에도 2% 수렴 시기를 25년 초로 전망. 물가 전망 경로 높아졌음에도 수렴 시기에 차이 없는 이유?  
→ 물가상승률이 7월에 저점 찍고 8~9월에 올라갔다가 떨어질 것으로 생각. 저점 찍고 농산물과 유가 때문에 일시적으로 확 튀어버림. 이제부터 내려오는데 빨리 내려오면 되는 것. 일시적인 것이므로 빨리 해결되지 않을까 생각함. 더 높은 곳에서 떨어지는 것이므로 평균적으로 인플레이션 수준은 올라가지만 수렴 시기는 8월 전망과 약간이나 조금 차이 지 거의 차이 없음

20. 최종금리 가이드언스의 경우 금리 인하 의견이 강해진 것 아닌가?  
→ 통화정책의 선택이 인상, 인하만 있다고 생각하는 것 같음. 그 중간에 머무는 것도 있음. 인상하지 않는다는 것이 인하하자는 것인가? 세 개의 선택 존재. 포워드가이드언스가 명확하지 않냐는 것에 대해 미국 따라하는 것은 아니지만 점도표가 나올 때 확률은 알 수 없는 부분. 4명의 금통위원은 인상을 열어둘 가능성이 있다고 보는 것이고 나머지 2명은 생각보다 그 가능성이 낮으므로 닫았다고 해석했음 좋겠음

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 우혜영).  
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.  
\_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
\_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
\_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.  
\_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.