

IBKS Bond Inside

2025년 2월 금통위 리뷰

2025년 2월 금통위에서는 기준금리를 2.75%로 인하했다. 2025년 한국의 경제성장률 전망치는 1.5%로 직전 전망치 1.9%에서 0.4%p 하향했다(전년동기比). 2026년 성장률 전망치는 1.8%로 직전 전망치를 유지했다(전년동기比). 2025년 근원물가상승률 전망은 1.8%로 직전 전망치보다 0.1%p 하향했다(전년동기比). 향후 3개월 포워드 가이던스는 기준금리 동결견해를 제시한 금통위원이 4인, 인하견해를 제시한 위원이 2인이다. 이창용 총재의 기자회견 답변과 같은날 진행한 경제전망 기자회견에서 언급한 내재금리 코멘트를 감안해(p.14) 2025년 한국은행 기준금리 전망은 1~3분기 분기별 25bp, 총 75bp 인하를 유지한다.

통화정책방향문 中 향후 정책방향에서 2025년 1월의 '국내 정치 상황 및 대내외 경제정책 변화' 문구는 2025년 2월 '대내외 경제정책 변화 및 국내 정치 상황의 변화'로 순서를 바꿨다. 우선순위를 명시한 만큼 향후 통화정책 경로 (기대)에서도 국내 정치적 리스크는 일시적 요인으로 작용할 가능성이 높다. 정치권과 관련된 이슈(불확실성)는 국고채 단기물 급등락보단 상대적으로 만기가 긴 (5년이상) 국고채 금리에 반영될 전망이다. 2024년 12월 비상계엄사태로 우려가 높았던 대외신인도(국제신용평가사 레이팅)도 단기 등급하향 우려가 중장기 등급전망 불확실성으로 분산됐다. 이에 연동해 2025년 1월 금통위에서 '외부>내부'로 바뀌었던 대외요인 기조도 (결과변수의) 우선순위를 내부에 방점을 두는 방향으로 수정됐다(내부>외부). 2025년 1월 통방문 정책결정에서 '대내외 여건 변화를 좀 더 점검하는 것이 적절'하다는 마지막 문장이 2025년 2월에 '경기 하방압력을 완화하는 것이 적절하다'로 수정된 것이 근거다. 내부요인에 대한 판단은 '성장률이 크게 낮아질 것으로 전망'함에 따라 물가상승률보다 경제성장률이 상대적으로 높은 우선순위에 놓였다. 성장률에 대한 통방문 문구가 '성장의 하방위험'에서 '성장률이 크게 낮아질 것으로 전망'된 것이 근거다. 향후 성장에 대한 (부정적) 방향성이 더 명확하다. 트럼프 행정부의 관세정책에 대해 보수적인 가정을 활용했으나(p.13), 기준금리 인하에 따른 효과는 성장률 하방압력을 완화하는 정도에 그친다. 지금부터는 정치권의 추경논의가 지연될수록, 향후 성장률 제고효과는 감소할 가능성이 높다(p.16). 외환시장에 대한 코멘트도 외환시장에 대한 '불확실성'을 외환시장에 대한 '경계감'으로 수정했다. 해당 코멘트는 2024년 11월 통방문에서 환율 '변동성 확대'를 계승한다. 불확실성이 계량적으로 측정되나, 예상하기 힘든 변화를 의미한다면, '경계감'은 그 변화 폭이 예상 가능한 범위라는 것에 무게를 둔다.

2025년 1월에 이어 물가상승률 코멘트는 크게 줄었다(p.3). 통화정책에서 물가상승률을 고려하지 않는다는 의미가 아니다. 현재 주어진 조건(경기부진) 상에서 물가상승률은 후행(관리)지표로 작용할 가능성이 높다. 2024년 11월 근원물가상승률에 대한 한국은행의 연구에선 내수민감물가와 국내소비간의 시차상관을 검토했고, 내수민감물가는 국내소비에 1~2분기 후행한다. 따라서 향후 물가경로에 대한 틀은 '경기부진→소비둔화→물가하락'을 전제하는 것이 합리적이다. 금융안정 문구에서는 '당분간 이어질' 가계부채 둔화 추세가 '둔화 추세가 이어지나, 금리하락 기조로 재확대될 가능성'으로 수정됐다. 이 부분은 시중은행권의 신용공여와 최근 부동산/건설업 불안과 관련될 가능성이 높다. 시중은행이 신용공여를 안정적으로 이어가기 위해서는 수익률이 필요하다. 연초 대출규제(한도)가 일정부분 완화된 상황에서 2025년 상반기 가계부채 관리기조도 시차를 두고 (경기부진 정도에 따라) 소폭 완화될 것을 전망한다.

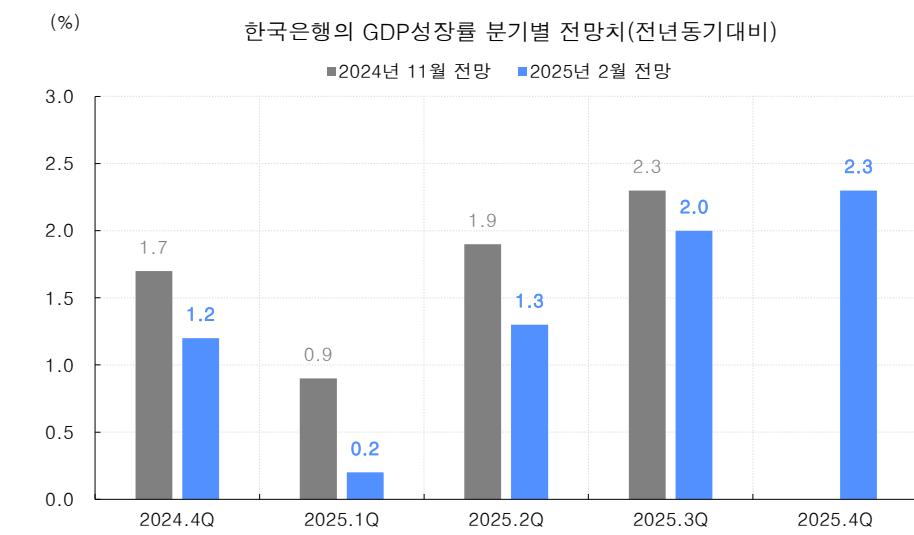
▶ Fixed Income Analyst

정형주
02) 6915-5654
hj.jeong@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 있으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

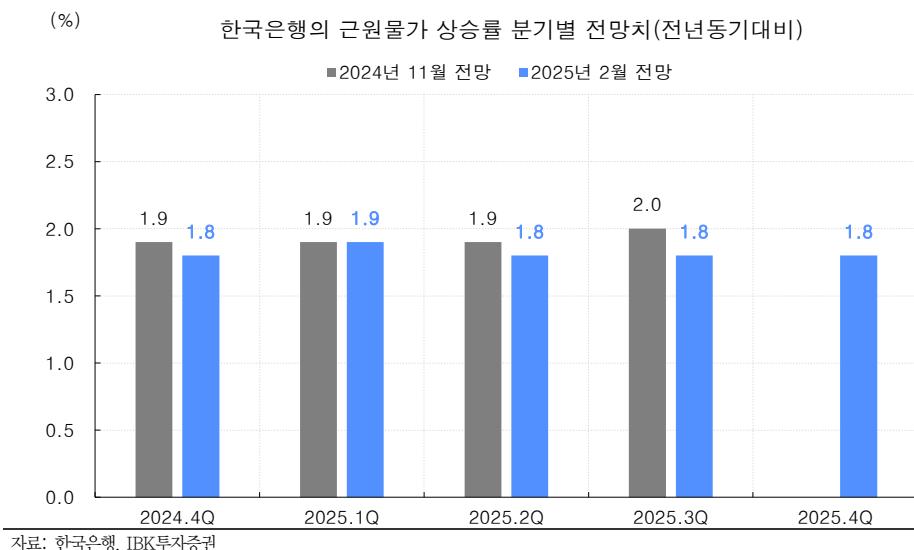
그림 1. 2025년 2월 한국은행의 경제전망의 GDP 성장을 (분기별) 전망경로



자료: 한국은행, IBK투자증권

주: 2025년 2월 시점에 전망한 2024년 4분기 전망치는 실제값(속보치)을 기입

그림 2. 2025년 2월 한국은행의 경제전망의 균원물가상승률 (분기별) 전망경로



자료: 한국은행, IBK투자증권

표 1. 2025년 통화정책방향문 주요사항 및 변동사항 정리

자료: 한국은행, IBK 투자증권

주: 유효도 높은 내용은 볼드체로 표기. 수정 및 삭제 문구는 칙적 풀방문과의 차이를 의미하며 전후 맵락을 감안해 분별

2025년 2월 금융통화위원회 기자회견 정리

Q1. 금통위원들의 향후 3개월 포워드 가이던스에 대한 질의. 미국 경제 때문에 한국은행의 기준금리 인하 여력이 줄었는지? 과거에는 향후 6개월 이내 금리인하는 없다는 시그널을 주기도 했는데, 지금은 그런 명확한 메시지 주기가 힘든 것인지? 원달러 환율이 1,460~1,470원에서 1,420~1,430원대까지 내려왔는데, 이는 감내 가능한 수준인지? 미국과의 내외금리차에 대한 견해 요청

A. 향후 3개월 포워드 가이던스는 이창용 총재를 제외한 금통위원 6명 중에서 4명이 3개월 내에 2.75% 금리를 유지한다는 견해. 나머지 둘은 2.75%에서 추가 인하를 열어두는 견해. 3개월 내 기준금리 동결 견해는 대내외 불확실성이 높은 상황에서 기준금리 인하 여력의 맥락. 3개월 내 기준금리 인하 견해는 경기 하방압력 고려할 때 향후 추가 인하 가능성을 열어두고, 여전 변화 살펴야 한다는 맥락이라 언급. 추가인하 시기에 대해선 의견이 달랐으나, 통화정책이 금리인하 국면에 있고 향후 데이터에 따라 시점을 조정하자는 의견에는 금통위원 6명이 모두 동의

2025년 기준금리 인하 횟수에 대해서는 (시장에) 다양한 견해가 형성되어 있으나, 현재 시장의 다수 의견은 2025년 2월 (이번) 기준금리 인하를 포함해서 올해 2~3회 정도 인하하는 것으로 보임. 2025년 2월에 제시한 2025년 성장률 전망치 1.5% 산출에는 한국은행 내부의 기준금리 경로가 반영. 2025년 2월을 포함해 연내 2~3회 기준금리 인하를 전제한 것과 크게 다르지 않음

환율 수준에 대해서는 2025년 1월보다 낮아졌으나, 특정 수준을 두고 '감내 가능하다'고 생각하지 않음. 지난 1월은 외환시장 변동성이 국내 정치적 요인과 달러강세가 맞물리면서 외환시장 변동성 급증. 현재 변동성이 줄어든 상황이고, 현재 변동성 수준은 1개월 전보다 상당 부분 완화됐다고 판단

Q2. 기준금리 인하 속도를 내야한다는 주장과 부진한 성장은 재정으로 뒷받침하고, 금리는 장기간 현 수준에서 머물러야 한다는 의견이 대치. 이에 대한 생각은? 미국 관세 등이 성장을 하락에 기여했다고 하는데 이에 대한 구체적 코멘트 요청. 향후 한국은행이 기준금리 인하 속도를 결정하는데 미국 트럼프 행정부의 관세정책이 영향을 줄 것인지?

A. 현재 수준에서 기준금리 인하를 멈춰야 한다는 견해는 (시장에) 많지 않음. 기준금리 인하기에 있기 때문에 몇 차례 인하를 더 해야 한다는 것에 공감대 형성된 상황. 현재 수준에서 동결이 주류는 아닌 것으로 보임. 향후 인하 속도/타이밍에 대해서는 여러 요인들을 감안할 것. 재정정책에 대해서는, 일단 당행이 제시한 2025년 1.5% 경제 성장을 전망에 기준금리 하락경로가 이미 반영. 그 이상으로 경제성장률이 하락한다면 재정정책 공조가 당연히 필요한 상황. 재정정책이 없다는 것을 전제로 기준금리를 더 내리면 환율, 물가, 가계부채 등 지금까지 소중히 여겨온 금융안정기조 등이 위협받을 여지

이번 경제성장을 하락 배경은 비상계엄사태로 인한 소비심리 위축 등이 많은 영향. 2025년 1월 초에 경제가 빨리 하락하는 국면이 있어 중간 (점검) 발표하기도 함. 최근 소비/건설/경제심리 등의 데이터가 부진한 것이 관측. 트럼프 관세정책에 대해서도 대략적인 윤곽이 드러났기 때문에 그것을 반영해 낮은 성장을 발표

관세정책이 금리에 미치는 영향은 불확실한 점이 커서, 가정을 통해 경제성장률에 반영한 상황. 향후 관측되는 성장률에 따라서 금리와 물가에 대한 기조가 변화할 것이라 지금 상황에서는 그 영향을 확답하기 힘듦

Q3. 2025년 1월 금통위 이후 국내 정국 불안이 환율과 물가에 어떤 영향을 미쳤는지? 성장률 전망치를 얼마나 깎았는지에 대한 질의. 작년에 기준금리 내렸으나 대출금리가 내려가지 않으면서 민간 영향이 제한됐을 것 같은데 여기에 대한 시각은? 최근 환율은 韓美금리차보다 성장률이나 매크로 편디멘털 시각이 클 수도 있는데 이에 대한 생각은?

A. 2025년 1월 금통위 기자회견 당시 환율 1,470원에서 30원정도가 비상계엄 영향이라 언급. 현재 달러 인덱스를 보면 DXY 기준 달러 강세가 계엄 전까지 돌아온 상황. 그러면 30원 전체가 정치적 요인이나, 이 모든 것을 계엄 요인이라 본다면 그렇지는 않음. 트럼프 정책에 대한 불확실성이 커졌고 향후 미국 통화정책에 대한 기대(견해)도 변화. 내국인의 해외투자 증가 등 이러한 요인들의 작용을 명확하게 식별하기 어려움.
2025년 1월에는 나머지 변수들이 변하지 않은 상황에서 계엄이라는 이벤트가 생겨서 식별(Identified) 가능. 지금은 여러 요인이 혼재된 상황이라 특정 변화량을 언급할 수 없음

대출금리가 기준금리 인하에도 바뀌지 않았는지에 대해서는 2024년 5월 이후로 미국이 기준금리 인하 기대가 시장금리에 반영되기 시작됐고, 한국도 기준금리 인하 곧 시작할 것이라는 기대가 증가. 이러한 부분이 시장금리에 선반영 되면서 2024년 5월 이후로 시장금리, 대출금리가 상당부분 하락했고, 이 시점부터 살펴서 기준금리 인하 효과가 대출금리 하락에 작용 중이라 생각. 과거에도 정작 기준금리 인하 이후에는 대출금리가 크게 변하지 않았음. 가산금리는 신규대출에 대해 떨어지지 않았고, 기존 대출까지 합산한 가산금리는 하락. 현재 가산금리는 역사적 수준에서도 낮은 편. 거시건전성 규제 측면에서 신규대출에 대해 가산금리 강화한 점을 나눠서 살필 필요

추경의 역할은 2025년 2월 한국은행 성장률에는 미반영. 추경이 결정될 경우 성장 가능성을 높이는 요인으로 작용할 것. 내외금리차에 대해서는 비교적 명확한 근거가 있어서 모니터링 이어가고 있으나, 금리를 내린 결과 경제성장이 개선되고, 그것이 원화 강세로 이어질 것이라는 의견에는 크게 비중을 두지 않음

Q4. 기준금리 인하와 성장률 간의 관계에 대한 질의. 이번 금리인하 결정은 경기부양에 방점을 둔 것으로 보이는데, 기준금리 인하에 대한 부작용을 살핀 것은 없는지? 물가상승률 전망치는 유지됐는데, 2025년 하반기 내수회복에 따라 물가상승률이 자극될 가능성은?

A. 기준금리와 경제성장률 간의 관계는 계량적으로는 25bp 인하할 경우 경제성장률 0.07%p 상승효과. 지난 2024년 하반기 두 차례 인하 고려하면 0.15%p 정도 성장률 제고 효과가 있을 것을 반영해 경제성장률 예측치에 반영. 현재 정치적 불확실성 증가가 지출 부진으로 이어졌다고 생각

기준금리 인하에 따른 부작용(가계부채, 부동산 가격)에 대해서는 서울지역 부동산 가격이 거래허가제 완화에 따라 상승하고 있으나, 다른 지역(지방)으로 가격 상승이 번지지는 않는 상황. 한국은행이 부동산 가격을 직접 살피는 것은 아니고, 부동산 가격 상승에 기름을 부을 가계부채(증가)를 관리하는 것에 집중. 2025년 연초에 반등한 가계부채 규모는 GDP 대비 가계부채 비율을 크게 높이지 않을 것. GDP 대비 가계부채가 떨어지는 기조를 유지하는 것이 중요한 정책 목표. 부동산 말고도 여러가지 불확실성 모니터링하는 중

물가상승률은 환율의 영향을 받을 것. 환율이 어느 선에서 유지 될 것인지는 일반화하기 어려움. 다만, 현재 물가상승률은 경기가 강하지 않기 때문에 관리가능한 수준이라 생각. 환율로 인해서 수입물가, 생필품 가격 등 오른 상황. 물가수준 특히 생필품에 대한 물가수준 걱정이 많은데, 이것은 통화정책으로 도저히 해결할 수 없음. 생산자를 보호하기 위해 소비자가 희생할 수는 없고, 이 둘을 균형있게 접근해 물가수준에 대한 구조적 해결이 필요

Q5. 트럼프 정부 출범 이후 첫 금통위. 트럼프 행정부의 통상 정책이 현실화되는 과정을 어느정도 지켜봤다면 그 효과와 한국에 대한 파급여파는? 성장을 전망치가 큰 폭으로 하향조정됐는데, 시장에서는 이보다 더 낮은 성장을 전망하기도. 여러 부정적 시나리오가 겹치면 성장률이 1.5%를 하회할 가능성이 있을지? 이때 기준금리를 지금 예상보다 더 내릴 수 있는지?

A. 트럼프 정책 관련해 현재 한국 경제성장을 1.5%에 한국은행이 파악하고 있는 부분을 어느정도 반영한 수치. 철강과 알루미늄 관세는 반영. 이에 대한 다른 국가들의 상호작용도 고려. 중국에 대한 관세부과 추가 10%는 2025년 하반기로 예상하다가 2025년 1분기로 당겨서 경제성장을 전망에 반영. 주요국에 대한 관세도 영향을 2026년 영향권 진입에서 2025년 중순 이후로 반영. 한국에 영향이 큰 것은 상호관세보다 반도체, 자동차, 철강, 의약품에 대한 25% 관세라 생각(전제). 관련해서는 아직 발표도 안됐고, 시행일도 미정이나 확률적으로 일부 반영해서 1.5% 성장률을 추산. 현재의 1.5% 성장률은 상당히 중립적(Neutral)이라 생각. 해외 IB견해는 관세 부과 타이밍을 2025년 4월 등지로 굉장히 빠를 것을 가정. 그러한 부분이 늦춰질 수도 있기 때문에 여러 시나리오가 작동할 것. 이에 맞춰 추경이 빠르게 진행될 경우 성장을 상방 요인

성장을 전망과 관련해, 연율은 상하방 맥락에서 이야기할 수 있으나, 분기별 전망은 그 변화가 굉장히 클 수 있음. 예를 들어서 추경 시점을 어떻게 전제하는지에 따라 분기별 성장을 전망이 급변할 것. 연간으로는 변화가 없어도 가정(경로)에 따라 분기로는 변화가 클 수 있다는 의미. 따라서 분기별 전망이 급변하는 것에 대해 이러한 부분을 감안할 필요

성장률이 더 떨어지면 추가 인하를 해야하는 것 아니냐고 하는데, 현재 성장률 수치에도 기준금리 인하 경로가 일부 반영. 추가 인하에 대해서는 향후 관측되는 성장률 데이터를 살펴 결정할 것. 그 과정에서 기준금리 인하에 따른 불확실성 확대요인도 지속적으로 살필 것

Q6. 추경과 관련해서 지난 회의에서 20조원 정도 코멘트 했는데, 이것이 실제로 집행되면 기준금리 인하 경로나 속도에 어느정도 영향을 줄 것인지. 기준금리 인상기에는 한국의 통화정책효과가 미국보다 컸다고 했는데, 현재 인하기에도 이것이 성립하는지? 기준금리 인하기 접어든 이후 미국의 100bp 인하보다 한국의 75bp 인하가 더 효과적 인지?

A. 추경규모는 15~20조원 집행할 경우 성장률을 약 0.2%p 증가할 것을 기대. 단순히 가산할 경우 1.5%에서 1.7%까지 경제성장률 늘어나는 효과일 것. 그러나 추경은 단기적으로 경제성장률이 떨어졌을 때 보완하는 효과. 따라서 추경 규모도 중요하고 그 집행 대상도 중요. 일시적으로 고통을 완화하는 역할이라는 의미.

재정정책으로 경기를 부양하는 효과는 긍정적일 수 있으나, 그러한 부분이 올해 늘어나면 내년에는 그보다 더 늘어나고, 추후 재정이 감소할 경우 성장률에 오히려 역으로 작용. 또한, 그렇게 늘어나다보면 한국의 재정건전성에도 부정적 영향을 줄 것. 근본적 성장률 하락 요인에 집중하고 이에 대한 구조조정 진행할 필요

기준금리 인상기에 미국보다 한국이 기준금리 인상 효과가 더 크다고 언급한 것은 한국은 변동금리부 대출이 많아 미국의 고정금리부 대출과 질적으로 다르기 때문. 이로 인해 미국은 금리를 올려도 그 효과가 상대적 시차를 두고 반영. 같은 논리로 우리나라가 금리를 내릴 때에도 (대칭적으로) 금리 인하가 총 수요에 주는 영향이 이론적으로는 더 클 것. 다만, 현재 상황에서는 우리나라가 지난 여러 불확실성(국내 경제의 정치적 불확실성) 상존한 가운데 기준금리 인하가 기업의 투자와 직결될지, 소비 진작과 직결될지에 대해 살필 필요

Q7. 추경과 관련해서 2025년 성장을 부양을 위해 추경이 필요한데, 내년과 내후년도에도 성장률이 안좋을 수 있고, 잠재성장률을 뛰어넘을 수 없고 반등의 포인트가 없는 것이 더 큰 걱정일 수 있음. 내년과 내후년도 경제성장을 방어는 어떻게 해야할지? 구조적 변화는 어떤 측면이 필요한지? 부동산PF 문제는 기준금리 인하 되면서 다소 완화될 것이라 봤는데, 여기에 묶인 자금을 순환할 필요가 있지 않을지?

A. 언급한 많은 문제가 2026년 성장을 1.8%에 대한 부정적 시각에 기반, 2026년 1.8% 성장률은 상대적으로 (긍정적으로) 재평가될 가능성. 전세계적으로 성장을 낮은 가운데 우리나라만 크게 성장할 것이라 생각하지 않음. 과거 (한국의) 고도성장에 익숙해 1.8% 성장에 대해 부정적 인식이 강한데, 우리나라가 구조조정을 하지 않고, 기존 산업에 의존하면서 새로운 성장동력 산업이 부재한 상황. 또한, 고령화가 지속되고 해외노동자 유입도 부진. 향후 1.8% 이상의 성장을 달성하기 위해서는 금리인하, 재정동원 등 부작용이 명확한 선택지만 남을 것. 따라서 1.8% 성장률을 받아들이고, 단기적으로 구조조정을 추진할 필요. 한국은행의 걱정은 내년도 성장률이 1.8%가 안되는 것. 그렇다면 그때 가서 여러 요인을 살필 것

부동산PF에 관해서는 중견기업 파산신청 등 자금이 묶여있는 것 아니냐는 우려있는데, 자금이 묶여 있는 것 맞음. 우리나라의 자금이 계속해서 부동산에 묶여있고, 그것이 부동산에 있는 것이 아니라 신성장 동력으로 쓰여야 함. 구조조정 과정의 일환이라 보고 있으며, 현재 파산신청 기업도 부동산PF 연착륙 방안에 포함. 파산할 기업은 파산하고, 파산하지 않을 기업은 땅을 싼 가격에 매각하는 등의 구조조정이 필요. 과거의 잘못을 답습하지 않아야 하고, 확고한 의지로 부동산PF 연착륙 이어갈 필요. 필요하다면 재정을 활용할 수도 있을 것

Q8. 2025년 2월 기준금리 인하하면서 중립금리 밴드 안으로 들어간 것 같은데, 현재 2.75% 기준금리 수준이 중립금리와 캡이 어느정도인지? 추가 인하에 대한 여력이 있는지? 추가 인하에 대한 시장의 경계감이 과도하다고 보는지?

A. 중립금리 수준은 어떤 모형인지에 따라 상이. 현재 기준금리 2.75% 정도면 한국은행이 가지고 있는 중립금리의 상단에 있거나, 그 위에 있거나 하는 수준. 지금 중립금리 수준보다 기준금리 인하기에 있음을 재차 강조. 향후에도 데이터를 보고 판단할 것이고, 앞서 말했지만 2025년 2월 금통위 기준금리 인하 포함해서, 현재 시장에서 형성된 2~3번 기준금리 인하 예상은 현재의 한국은행 기대와 크게 다르지 않음. 다만, 그 시점(타이밍)에 대해서는 여러가지 상황을 보고 결정할 것. (억울한 부분은) 한국은행 실기론인데, 기준금리 인하 시기를 결정할 때 작년에는 가계부채, 2025년 1월에는 환율 때문에 1개월 정도 타이밍을 조정한 것. 통화정책결정은 사후적으로 가계부채관리, 환율 변동성 관리에 도움이 됐다고 생각

Q9. 추경 관련 질의가 많이 나왔는데, KDI에서 경제전망을 발표하면서 재정정책보단 통화정책으로 (경기부진을) 대응해야 한다고 주장. 이에 대한 생각은? 물가상승률 전망도 KDI와 차이가 있는데 그 차이는 어디서 기인하는지?

A. 통화정책에 대해서는 KDI와 한국은행의 시각이 크게 다르지 않음. KDI의 2~3차례 기준금리 인하는 한국은행 경제전망에도 반영. 다만, 그 시기(타이밍)가 다른 것 같은데 그것은 한국은행이 금통위에서 결정하는 부분. 통화정책의 큰 틀에는 두 기관의 기조가 유사하다고 생각. 그러나 (KDI에서) 기준금리 인하 경로를 따름에도 추경이 필요없다고 언급한 부분은 의문. 한국은행은 물가상승률에 대해 환율은 상방요인으로, 경기는 하방요인으로 가정해서 1.9% 추산. KDI와 한국은행의 차이는 유가, 환율에 대한 가정에서 발생했을 것. 유가와 환율은 예측하기 어려운 부분

Q10. 미국의 관세정책 변화는 우리나라 잠재성장률에 영향을 줄 '구조적 변화'인지, 금리정책으로 대응해야 할 '일시적 충격'인지?

A. 미국 관세 외에도 많은 요인이 경제에 영향. 관세 충격에 따른 경기급락은 다른 정책이 필요할 것(주: 통화정책 아우르는 포괄적인 맥락이라 생각). 다만 그 외에 추가적 요인이 있을 경우에는 통화정책과 재정정책 공조가 필요. 한국의 산업구조가 변해야 함. 한국은 수출중심의 경제라 관세 등의 영향을 크게 받는다고 생각하나, 지난 10년 동안 우리나라 성장률 중에서 순수출이 기여하는 부분은 최근 몇 개년도로 국한해 (순수출이 영향을 주는 것은) 거의 0% 수준. 그 직전(주: 팬데믹 직후를 언급한 것으로 추정) 2~3% 성장에도 순수출 영향은 과거와 달리 적어짐. 이는 이미 우리의 경쟁력이 수출 측면에서 많이 하락했기 때문. 따라서 수출로 인한 낙수효과 등도 많이 변했을 것. 관세 등의 영향으로는, 새로운 산업이 들어서지 않고서는 기존 산업에 대한 관세의 부정적 영향만 작용할 것. 금리도 재정도 단기적으로 고통을 약화시켜주는 것이고, 산업 구조조정의 변화가 필요. 지난 10년간 새산업이 도입되지 않은 것이 문제

Q11. 추경결정은 올해 상/하반기 나눠서 20조 이상 들어올 가능성 있을텐데, 35조원 이상 대규모 추경이 들어왔을 때 금리인하 경로에 변화가 있을지? 중립금리에 대해서 이번(2025년 2월) 금통위에서 상단이거나 상단 위쪽이라 언급했는데, 지난(2025년 1월) 금통위에는 금융안정 감안하면 현재 기준금리가 중립금리 상단 수준이라 언급. 이번 중립금리 코멘트는 이러한 맥락에서 차이가 있는 것인지? 그와 관련해 2.75%가 여전히 제약적인지? 향후 3개월 포워드 가이던스 상에서 금통위원 4명이 3개월 이내 동결, 2명은 기준금리 인하 견해를 나타냈는데, 이 두 경우의 차이가 시점의 차이인 것인지 최종금리 수준에 대한 차이인지?

A. 두번째 질문은 금통위원에게 최종금리 수준을 물어본 것이 아니라 알 수 없음. 3개월 기준이 아니라 1년 이후까지 발표하는 쪽으로 간다면, 그에 대한 견해를 알 수 있을 것. 지금 최종금리 수준을 물어보지는 않았음. 향후 3개월 포워드 가이던스 상에서 금통위원들의 견해 차이는 향후 기준금리 경로에 어디에 방점을 둘 것인지에 대한 차이. 기준금리를 동결하며 지켜볼 것인지, 인하할 것을 전제로 통화정책방향을 결정할 것인지에 대한 차이

중립금리는 금융안정 고려할 경우 당연히 더 높음. 지난번은 3% 기준, 현재는 2.75% 기준이라 양쪽 모두 어느정도 중립금리에 가까워진 상황. 어느 모델을 하건 중립금리의 중앙값보다는 높고, 여러 다른 지표를 볼 때에도 현재 금리 수준이 약간은 중립적 이거나 긴축적 상황이라 판단

추경에 대해서는 발언을 줄일 것. 지난번 재정에 대한 언급은 경제문제와 정치문제가 엮여 있어서 이러한 혼선을 줄이기 위함. 중앙은행 입장에서 정치중립적 측면에서 바람직하다고 생각되는 추경 규모를 제시. 현재 이 이상으로 추경규모가 언급되기 때문에 여기에 대해서는 더 발언하지 않을 것. 향후 이 견해와 달리 추경이 늘어날 경우 그것을 반영해서 예측치를 산출하고 그에 따른 통화정책 경로를 판단할 것

2025년 2월 경제전망 기자회견 정리

Q1. 2025년 2월 경제전망에서 제시한 관세정책 영향 기본 시나리오가 2026년 관세 인하인데, 세계경제에 미치는 부정적인 영향을 고려할 때 중국 외 다른나라에 대해 관세를 인하하는 것이 불가피해서 인하인지? 왜 관세율을 유지하는 것이 비관적 시나리오인지? 분기별 전망에서 2025년 2분기 전망치를 상향했는데 1분기 기저효과가 큰 것으로 해석해야 하는지, 내수회복의 영향이라 봐야하는지?

A. 관세 시나리오 관련해서는 조사국에서 2025년에는 관세가 올라갔다가 2026년에는 협상 등을 통해 관세 강도가 완만하게 하락할 것을 가정. 관련 협상이 진전되면서 완만하게 하락한다는 의미. 비관적 시나리오는 현재까지 발표된 관세에 더하여, 금년말까지 중국을 포함한 무역적자국에 관세를 점차 높여 부과하고, 2026년에도 이를 유지하면서 보복관세 등으로 강화되는 시나리오

경제전망 상에서 분기 성장률에 대해서는 2025년 1분기 0.2%, 2분기 0.8%, 3분기 0.7%, 4분기 0.5%로 전분기 대비 전망. 2024년 11월보다 낮은 수준에서 경로를 가정한 결과. 2025년 1분기는 2024년 2/4분기부터 이어진 0%대의 성장에 따른 결과. 당초 2024년 4분기에 경기 회복을 전제했으나, 정치적 불확실성으로 좌초되면서 그 여파가 2025년 1분기까지 이어진 상황. 기술적으로 변한 측면도 있음

Q2. 국내 정치적 불확실성이 2025년 1분기 고점 이후 완화할 것을 가정. 내수도 완만한 회복세 따를 것을 가정했는데, 수입물가 상승 압력이 높은 상황에서 물가가 안정적 유지될 것이라 보는 이유는 내수 부진일 것. 내수 경기가 하반기에 어느정도 올라올 것이라 보는지? 수출은 통제하기 힘든 대외변수가 작용하나, 내수는 상대적으로 관리가능할 것. 추경편성에 따른 경기부양 효과는 하반기 전망에 영향을 줄 텐데, 이에 대한 시나리오는 없는지?

A. 성장 기여도를 보자면 2024년 2.0% 성장에는 순수출 기여도가 1.8%p, 내수성장 기여도가 0.2%p. 2025년은 1.5% 경제성장을 전망에 순수출 기여도가 0%p로 사실상 제로(0)이고 내수성장 기여도가 1.5%p 정도 성장에 기여할 것을 전제. 내수회복에 따른 물가상승률 압력은 환율이 물가상승률 상방요인으로 작용. 하방요인은 내수둔화가 반영 중인데, 내수가 1.5%p 성장해도 여전히 GDP갭 마이너스 상태이고 물가상승률을 크게 자극하지 않을 것이라 생각. 물가상승률의 하방요인은 정부의 물가안정대책을 염두. 유류세인하 4월까지 연장, 개별소비세 인하도 물가 하방 요인. 공공요금 인상도 지연될 것이라는 전망도 향후 물가상승률 경로에 반영. 전망을 하다보니 성장률에 대해서는 (시장) 전망의 분포가 굉장히 넓었던 상황. 인플레이션은 1.9~2.0% 정도로 전망하는 상황이며, 시장에서 형성한 전망 분포와 크게 다르지 않다는 생각

추경 관련해서는 경제전망 전제치(주: 시나리오 인풋으로 추정) 3~4가지 있는데, 처음은 정치적 불확실성으로 이는 하반기로 갈수록 감소할 것이라 생각. 관세정책은 2024년 11월보다 더 강한 가정을 반영해서 수출 전망경로를 하향조정. 추경에 대한 시나리오는 어떻게 집행되는지에 따라 큰 차이. 추경과 관련한 시나리오는 따로 가정하지 않았으나, 15~20조 원 정도에서의 성장률에 플러스 효과일 것을 고려

한국은행 정책금리 경로는 내재금리를 경제전망(모형)에 활용. 성장과 물가에 상승하는 금리가 내재금리인데, 그러한 내재금리에 따른 2025년 기준금리 인하 횟수를 2~3회로 가정. 이는 금통위원회들이 이야기하는 향후 3개월 포워드 가이던스와는 완전히 다른 이야기. 모형에서 나오는 기준금리 경로를 전망에 반영. 상술한 내용을 종합해 경제전망 수치를 이해할 필요

Q3-1. 건설투자가 2025년 상반기 -6.7% 인데, 이 수치는 2024년 4분기에도 한국은행 예상치를 크게 하회. 이것이 경제성장을 부진 주요 원인으로 지목되기도 함. 건설투자와 관련해서 전망치를 추가 하락할 가능성성이 있는지? 추가로 악화할 만한 변수가 있는지?

A. 2024년 4분기 건설투자 부진은 민간부문보단 비상계업사태 등으로 인한 정부부문의 영향이 부정적으로 작용. 2025년 상반기 -6.7% 자체는 지금까지의 프로세스 등을 반영한 결과로 상방 리스크도 존재. 현재 건설투자는 장기간에 걸친 고금리, 공사비, PF부실, 수주차 공위축 등이 상당기간 지속되며 부정적 흐름. 여기에 지난 연말 불확실성 커던 점이 추가. 2025년 연초 기상여건(한파, 폭설)으로 상반기까지는 건설투자 부진한 모습 보일 것. 건설투자는 하반기부터 기준금리 인하 효과, 건설수주 개선 등으로 완만하게 회복하는 경로를 전제

Q3-2. 그 말대로라면 정부의 건설투자 지출이 2025년 상반기에 돈이 풀리면서 홀려들어갈 가능성성이 반영된 것인지?

A. 실질적으로 공사는 끝났으나, (대단지) 입주하는 과정이 원활한 경우 등이 건설투자 전망경로의 상방요인으로 작용할 것. 다만, 정부의 예산 실집행 시점을 알 수는 없음. 일정부분 균형을 잡기 위한 전망

Q4. 내재금리에 대해 기준금리 $0.25\%p$ 하락에 따른 성장을 $0.07\%p$ 제고 효과에 대한 질의. 2025년 2~3번 인하를 다 반영한 것이 2025년 경제성을 1.5% 라면 어떤 기준에서 2~3번인지?

A. 전망모형의 내재금리는 성장률과 물가의 흐름에 상응하는 금리. 한국은행의 성장률, 물가의 분기 경로에 상응하게 나오는 금리. 노이즈를 우려해 별도로 공개하지 않으나 경제전망에는 반영. 이와 관련해 시장이 예상하지 못한 상황에서 한국은행이 기준금리를 내리면, 바로 다음달에 한국 성장률이 $0.07\%p$ 올라가는 것이 아님. 통화정책 파급경로 감안할 경우 통상 그 효과는 1년~1.5년에 걸쳐 나타남. 따라서 한국은행의 전망은 기준금리 인하 시점에서부터 실물경제 파급 시차를 감안하고, 그 결과로 나온 성장률 전망인 것. 정리하면, 앞서 언급한 내재금리는 경제성장률과 물가상승률과 일관된(Consistent) 금리수준을 의미

Q5. 국제유가 전망치가 소폭 상승. 러시아-우크라이나 종전협상이 반영된 것인지? 종전협상 타결에도 유가 별로 떨어지지 않는다고 본 것인지? 추경은 집행 시점에 따라 전망영향이 달라텐데, 언제부터 추경집행을 염두한 것인지? 2025년 1월 금통위에서 3.00% 기준금리에서 중립금리가 금융안정 고려할 경우 '중립금리 레인지 상단에 들어와 있다'에서 이번 금통위에서 2.75% 기준금리가 '중립금리 상단보다 위에 있다'는 답변 이유는?

A. (주: 기준금리-중립금리 답변은 모호해 생략). 국제유가 관련해서는 2024년 브렌트 기준 80달러, 이번에는 75달러로 지난보다 3달러 높인 수치. 여기에는 러시아-우크라이나 관련한 가정은 없음. 전개상황이 제한적이라 구체적 경로를 가정하지 않음. 러-우협상 타결 시에는 (유가 전망을) 현재 유가 전망치보다 내릴 가능성. 종전 가능성은 높아졌으나 종전시점, 유럽에서의 반대 등 종합적으로 감안해 현재까지는 유가전망이 (내려갈 수 있으나) 크게 영향받지 않을 것을 염두. 전망을 조정하더라도, 그 하락폭이 강하지 않을 것이라는 의미

추경의 효과는 시점을 2025년 2분기에 편성되면 0.2%p 연간 올린 효과. 이는 추경편성이 추경집행과 유사하다고 전제 (주: 추경편성-집행간의 시차를 구체적으로 나누지 않은 것이라 추정). 다시 말해서, 추경은 그 효과만 염두하고 경제전망에는 반영되어 있지 않음. 추경에 대한 0.2%p 코멘트는 2025년 1월말~2월초쯤에 나갔는데 그때는 빠르게 추경을 편성해서 2025년 2분기부터 추경이 사용되는 것을 전제. 따라서 저 수치는 그 당시 시점의 메시임. 실질적으로 2025년 2분기 추경편성 효과는 (전망에) 2026년에야 나타날 것

Q6. (발생 가능성이 있는) 선거 시즌 경기부양 효과가 조기대선과 맞물리며 반영됐는지?

A. 2024년 1/4분기 높은 성장률은 선거영향이 있었을 것. 현재 시점에서 가정을 하고, 그에 따른 경제전망을 수행한 것은 아님

Q7. 경기침체까지는 아니더라도 경기침체 우려가 높아질 가능성은? 2025년 성장이 낮음에도 (기저효과에 따른) 2026년 경제성장을 상승조정이 없는 이유는 2026년 경제전망도 부정적이기 때문인지?

A. 한국은행에서 제시한 1% 중반 수준의 경제성장률을 경기침체로 볼 것은 아님. 잠재성장률 자체가 하락하고 있기 때문에 이러한 점을 감안할 필요. 총재의 기자회견은 이런 맥락에서 잠재성장률을 끌어올리는 구조적 노력이 필요하다는 의미. 우리나라 수준의 인당 GDP에서 1.5% 성장률을 경기침체라고 하지는 않을 것. 트럼프 관세 등의 영향은 보수적으로 측정했다고 판단. 현재 관세 여파에 대한 시나리오는 (관세부과) 초기단계임에도 반도체, 자동차, 철강, 의약품, 알루미늄 등에 대한 관세부과안을 대부분 반영. 시나리오가 느슨한 편은 아님. 따라서 2026년 성장률이 상승할 여지도 있음

Q9. GDP캡 계산은 2026년에 어떤 숫자를 쓰고 있는지, GDP캡 산출에 사용하는 값은 내년까지 2.0%를 가정하는 것인지, 1.8%로 가정하는 것인지? 관세는 보수적, 추경은 미반영이면 향후 성장률 전망치는 상승할 가능성이 높지 않은지?

A. 발간자료에 따라 2024년~2026년 평균 잠재성장률은 2.0% 추정. 연도별 수치는 제공하지 않으나, 2024년~2026년 성장경로를 GDP 레벨로 환산해서 성장률 전망과 놓고 캡률 시산. 2025년~2029년을 1.8%로 추정한 것은 시나리오 분석을 위한 생산함수접근법에 따른 추정치. 2024년~2026년 평균은 4개 모형 산출 값. 두 시계열을 연장해서 보기는 힘들 것. 특정연도에 대한 잠재성장률을 (대중에) 제시하지는 않고, 기간 평균으로 제시하나 점차 둔화하는 양상일 것. 2025년 2월 금통위 총재 기자회견에서는 잠재성장률과 비교한다는 맥락에서 경제성장을 1.8%에 대한 코멘트. 경제전망에서 제시한 1.5% 성장률은 상하방 리스크를 다 따져서 중립적인(Neutral) 수치를 제시한 것임을 재차 강조. 현재 조건보다 (경제상황이) 더 악화되는 국면은 성장률 충격으로 작용할 것. 같은 맥락에서, 다른 조건이 동일한 상황에서 추경만 가미되면 경제성장률 전망치는 상향 가능성 높음