MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2026.1.12

[채권]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

Fixed Income Comment

1월 금통위 Preview: 경제전망에 중립적일 금통위

- 1월 금통위, 환율 변동성과 반도체 수출 호조에 따른 높아진 성장률 전망을 고려해 금리 동결 전망. 3개월 내 금리 인하 예상하는 위원 6명 중 3명 유지될 가능성 높음
- 한은은 반도체 수출물량 증가세가 10% 중반을 유지할 경우 성장률 상향 가능성 시사. 반도체 가격 급등세 지속된다면 업황 주기 짧아질 수 있음. 하반기 수출 둔화 예상
- 아직 추경 편성을 고려하기 이르고 성장률은 1Q 고점 기록 후 점차 반락 전망. 5/3년, 10년/기준금리 스프레드는 금리 인상 직전과 비슷한 레벨. 듀레이션 확대 의견 유지

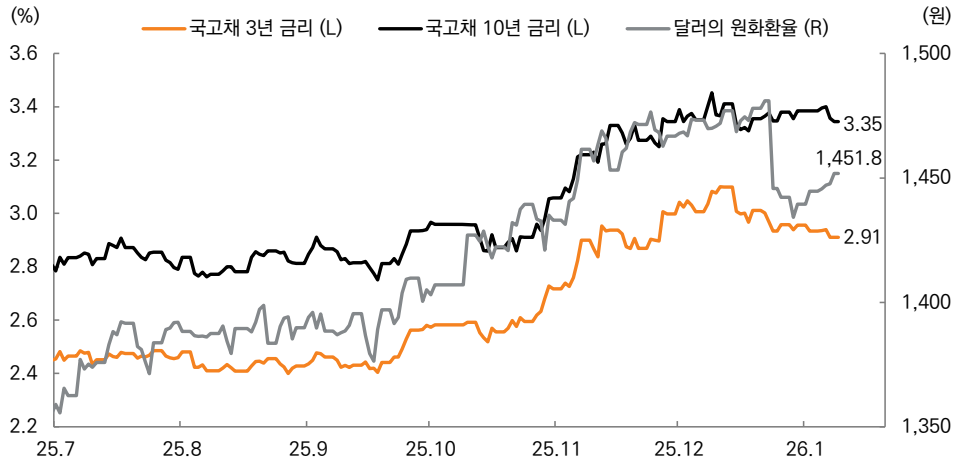
금리 동결, 포워드 가이던스 유지

1월 금통위는 환율 변동성, 반도체 수출 호조에 따른 높아진 성장률 전망 등을 고려해 금리 동결을 예상한다. 달러환율은 현재 1,450원 부근에서 등락 중이다. 정부는 달러 수급 안정 조치를 시행하고 있지만 미국 경제 성장률 상향, 반도체를 제외한 한국 수출 경쟁력 약화, 내국인의 해외 주식 투자 기조 등 달러 대비 원화 약세 요인이 상존한다. 총재는 최근 현재 환율 레벨이 펀더멘털과 다소 괴리가 있다고 판단했다(1/5 발언).

이번 금통위 주요 관전 포인트는 (1) 포워드 가이던스에서 금리 인하 예상 위원이 3명으로 유지 여부, (2) 반도체 수출 호조에 따른 성장률 전망 상향 가능성, (3) 환율과 물가에 대한 스탠스로 정리했다. 한은은 11월 경제전망에서 반도체 경기가 확장 사이클을 지속할 경우 올해 성장률이 기존 전망(+1.8% YoY) 대비 +0.2%p 상향될 수 있다고 예측했다.

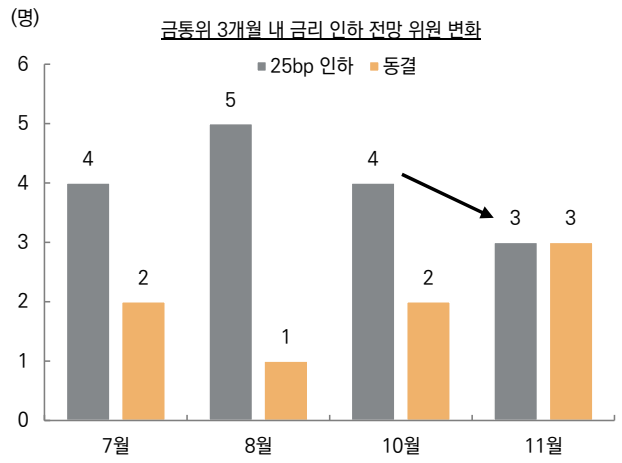
3개월 내 금리 인하를 예상하는 위원은 6명 중 3명으로 유지될 가능성이 높다. 11월 의사록에 따르면 6명 중 5명의 위원이 부문별로 고르지 못한 성장, 민간 고용 부진이 우려된다고 분석했다. 총재도 신년 발언에서 K자형 경기 회복은 지속 가능하지 않다고 평가했다.

그림 1. 정부 시장 개입 조치로 환율 하락하며 금리도 하락



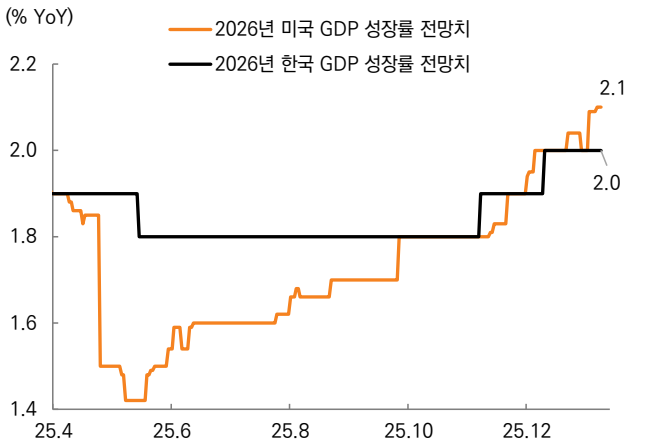
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 3개월 내 금리 인하 예상 위원 6명 중 3명



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 26년 한국, 미국 성장률 전망치 상향



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

경제 전망, 금리 인하 경로에 중립적일 금통위

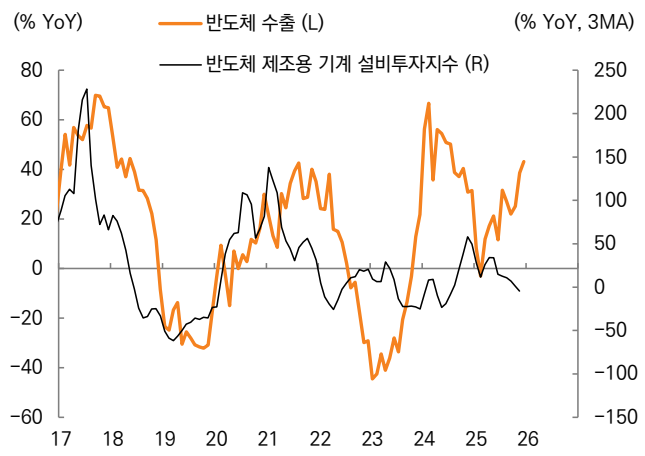
이번 금통위에서 주목할 부분은 올해 성장률 전망 추가 상향 여부에 대한 총재의 판단이다. 시장에서 예측하는 26년 한국 성장률 전망치는 1월초 2%까지 상향 조정됐다(그림3). 확장 재정 및 반도체 수출 호조가 성장률 추가 개선을 견인할 것이라는 전망이다. 한은도 낙관 시나리오에서 AI 확산으로 인해 견고한 반도체 수요가 이어질 경우 올해 성장률이 2%까지 올라갈 수 있다고 예측했다.

낮은 반도체 재고율, 반도체 가격 급등에 따른 수출가격지수 상승세를 고려하면 AI 확산에 기인한 반도체 수요는 견고해 보인다. 반도체 수출 호조에도 불구하고 기업 설비투자 증가세는 둔화되고 있다(그림4). 기업들이 투자에 보수적으로 임하고 있음을 시사한다. 반도체 시장의 타이트한 수급은 단기적으로 반도체 가격과 기업 수익성을 방어하는 데는 우호적 요인이다.

DRAM 가격 상승으로 인해 반도체 수출가격지수는 상승하고 있는 반면, 물량지수는 둔화되고 있다(그림5). 반도체 수급이 타이트한 환경을 유지할 경우 가격 상방 압력이 지속되며 결국 생산비용 부담이 높아지고 반도체 업황 사이클이 짧아질 가능성이 있다. AI 기업들의 수익성 논란도 이어지고 있다. 과거 반도체 경기 확장 국면에서 DRAM 가격이 고점을 기록한 뒤 2~3개 분기 후에는 반도체 수출 증가세도 점차 둔화됐다.

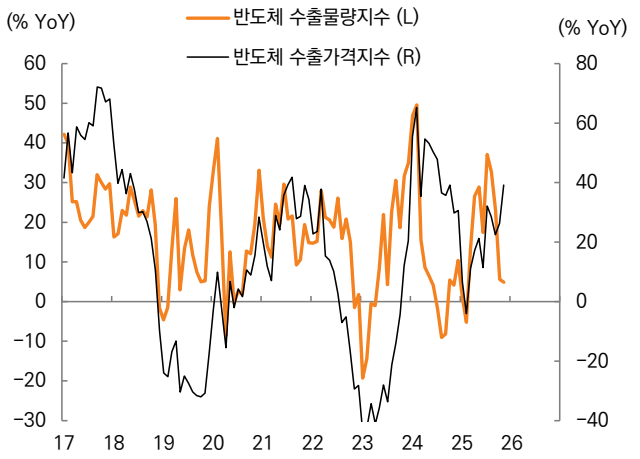
앞서 언급한 한은의 반도체 수출에 따른 성장률 전망 상향 시나리오는 10%대 중반에 근접하는 물량 증가세가 올해 연간으로 지속되는 시나리오다. 수출 물량지수는 연말 기준 전년대비 4% 수준으로 둔화됐다. 반도체 가격이 뒷받침되며 수출이 당분간 견고하겠지만 한은은 성장률 전망 추가 상향에 대해 보수적인 입장을 유지할 가능성이 높다.

그림 4. 수출 호조에도 설비투자 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 가격지수 오름세, 물량지수는 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

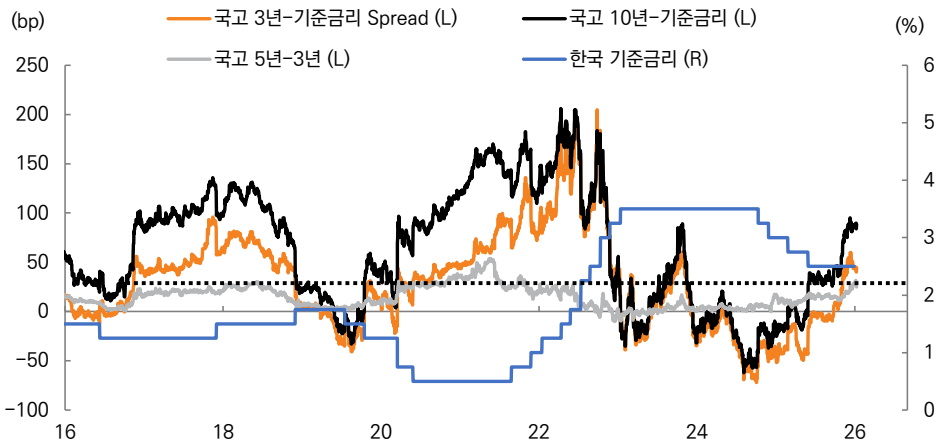
IT/비IT 부문 간 성장률 격차, 민간 고용 부진, 약해진 1,2차 소비쿠폰의 경기 부양 효과 등은 경기 회복을 제한하는 요인이다. 설비투자, 건설투자 등 투자 부문의 성장세도 개선되지 못하고 있다. 하반기로 갈수록 반도체가 견인하는 성장 모멘텀이 약화되면서 금리 인하 기대도 회복될 것으로 판단한다. 연내 금통위 금리 인하 재개를 예상하는 이유다.

국내 금리 인하 횟수와 시점과 관련된 가장 큰 변수는 6월 지방선거 전후 추경 편성 가능성 및 규모다. 우선 정부는 전체 세출예산의 75%를 상반기에 조기 집행해 성장률을 높이겠다는 입장이다. 아직 추가적인 확장 재정을 고려하기는 이르다고 판단된다.

국고채 5년과 3년 금리 스프레드는 20bp 중후반을 기록 중이다. 10년물은 기준금리와 다시 90bp에 근접하는 수준까지 확대됐다(그림6). 금리 인상 사이클이나 2020년과 같이 재정 확대 규모가 급격히 늘어났을 때 국고 5년과 3년 금리 스프레드가 확대됐다. 현재 중단기물 구간의 금리 레벨 메리트는 높다고 판단한다.

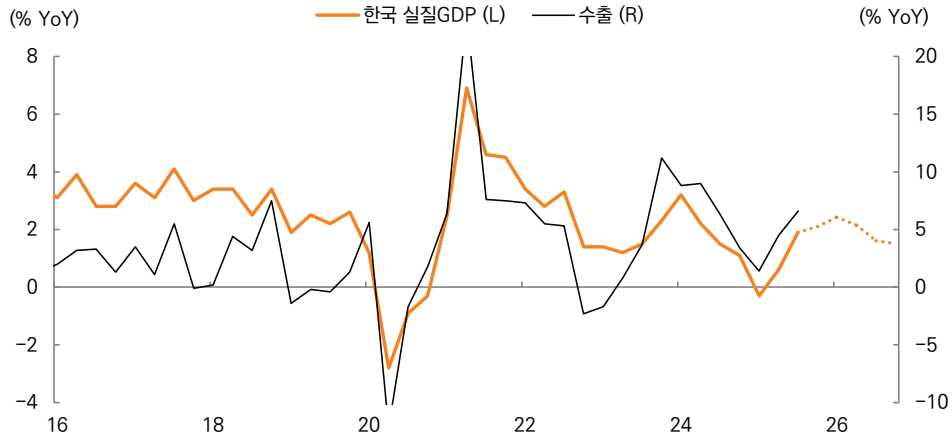
1월 금통위에서 한은 총재는 경기 전망 및 향후 금리 인하 경로에 대해 중립적인 스탠스를 유지할 전망이다. 당사 성장률 경로 전망에 따르면 YoY 기준으로 올해 1Q 성장률은 2% 중반 정도로 상승 후 점차 둔화되는 경로다(그림7). 경기가 고점을 기록 후 2Q부터 점차 둔화될 가능성이 높다는 점에서 금리 방향성은 아래 쪽이다. 금통위 전후 금리 조정 시 원화채권 듀레이션의 점진적인 확대 전략을 유지한다.

그림 6. 금리 인상 국면에서 국고 5년과 3년 스프레드 확대



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 올해 1Q 경기 고점, 점차 반락 예상



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.