

1월 금통위 리뷰

NH FUTURES

2019.01.24 (목)

www.futures.co.kr

Fixed Income / 허정인

☎ 82-2-3774-0451

✉ jeongin@futures.co.kr

내가 매인 것을 잊지마

- 1월 기준금리 1.75%로 동결. 만장일치 의결
- 2019년 성장률 전망 2.7%→2.6%, 물가 전망 1.7%→1.4%
대외 여건으로 글로벌 경기의 하방 위험이 10월 전망 때보다 확대
- 올해 하반기 금리인상 가능성 열어둬야
경기 소(小) 순환 관점에서 경기는 상반기중 저점 기록 후 하반기 반등할 가능성
- 단기적 금리 상승 우위를 전망. 시장의 기대 대비 호키시했던 경기전망 때문
무역분쟁 데드라인(3/1) 앞두고 금리 반락 가능성 고려. 불확실성 확대에 기인

기준금리 1.75% 동결의 배경

1월 한국 기준금리는 1.75%로 동결. 2018년 11월 30일 인상(1.50%→1.75%) 후 첫 금통위.

이주열 총재는 금리동결의 배경으로 대외 불확실성에 기인한 글로벌 경기 하방 위험을 꼽았음. 그럼에도 여전히 견조한 경기여건을 강조하며 현 성장률 전망치가 잠재 수준에 부합한다고 평가. 동시에 금융안정의 중요성을 피력했음.

이와 관련해 당사는 금번 동결의 배경으로 1)전망경로의 불확실성이 확대된 점 2) 여전히 완화된 기준금리 수준 3)민간 레버리지 안정화 점검으로 분석.

1)의 경우 한은의 성장전망률 하향 조정에서 확인할 수 있듯 10월 경제전망과 11월 금통위 당시보다 경기의 하방위험이 커졌다는 것에 동의(당사는 기존 2.7% 유지를 전망). 수입품 가격 상승으로 글로벌 물동량 감소 우려가 확산됐고 이는 제조업PMI 지수의 급락으로 확인할 수 있었음. 다만 글로벌 물동량 지수의 전년비 증감률을 보면 여전히 양호한 수준을 나타내는 중(11월 기준 4.7%). 우리나라 수출물량 지수도 같은 흐름으로 견조한 상승세를 기록. 따라서 무역분쟁이 이해 가능한 수준에서 유지된다면 경기하강 위험이 시장의 불안보다 크지 않을 수 있겠다는 판단. 더불어 중국은 민간기업에 유동성을 공급하는 부양책을 시행키로 결정. 2010년 이후 중국의 M1 증가율(YoY)은 우리나라 수출액(YoY)을 선행했음. 이를 고려했을 때 하반기 수출액 반등도 기대할 만 함. 금번 한은의 성장률 전망 하향 조정은 경기 하강 위험을 반영함과 동시에 시장과의 커뮤니케이션 강화 측면도 담겨 있는

본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 파생상품은 높은 가격변동성으로 인해 단기간에 투자원금의 전부 또는 상당부분을 손실할 수 있습니다. 본 자료는 당사 홈페이지(www.futures.co.kr) 에서도 이용하실 수 있습니다.

NH FUTURES

것으로 보임. 성장률 전망을 고수할 시 지난 12월 FOMC에서 경험했듯, 시장은 중앙은행의 의도를 파악하지 못하고 금리를 급락시킬 수 있음. 따라서 하방리스크를 인정하되, 자산가격의 안정을 위한 기대 부응 차원의 처방약이었다고 보여짐.

2) 이는 사실 재정정책의 효과를 살펴보겠다는 취지로 해석됨. 이 총재는 11월 금통위에서 기준금리를 인상하면서도 현 금리수준이 완화적이라고 평가. 동시에 재정의 역할을 강조했다. 수출 의존도가 높은 우리나라의 구조적 특성 상 통화정책을 통한 경기부양 효과는 금융불균형 확대라는 부작용을 동시에 생산함. 가계의 레버리지 수준이 OECD 평균을 초과한 상황에서 총재는 확대재정의 효과를 살펴보고자 하는 의도가 있을 것(올해 예산안 469.6조원, 전년비 9.5% 증가).

3) 11월 금통위 의사록을 보면 금통위원들은 통화정책방향 토론에서 매크로 레버리지를 논의했음. 정부의 레버리지는 OECD를 밑도는 반면 가계는 이를 대폭 상회. 위원 간 의견이 일치하진 않았지만 가계의 레버리지를 축소해가는 과정에서 재정을 활용할 수 있다는 의견이 제시됐음. 이는 향후 금통위 금리결정을 가늠하는 데 중요한 자료가 될 것임. 11월 의사록에서 기준금리 인상(4인)과 기준금리 동결(2)로 의견이 나뉘었음. 인상을 주장했던 위원들은 금융안정을 강조했고, 동결 소수의견을 낸 위원들은 경기 하방 위험을 이유로 들었음. 의견이 비교적 명확하게 나뉘는 가운데 금융안정과 경기하방 위험을 동시에 언급하며 우선 인상에 손을 든 위원이 의사록 두 번째에 나타남(고승범 위원으로 추정). 동 위원의 향후 경기와 금융안정 평가가 어떻게 바뀌느냐에 따라 스윙보터가 될 수 있을 전망. 이를 상기하면서 앞서 언급한 매크로 레버리지 토론 내용을 살펴보면 동 위원은 경기하방 못지 않게 금융안정을 우려하고 있음.

2019년 하반기 1회 인상 가능성 열어둬야

당사는 내년 하반기 중 1회 금리인상을 전망(기존전망: 상반기 말 1회 인상).

미국의 하드지표는 여전히 견조. 관건은 무역분쟁이 야기하는 공포심인데, 미중 무역분쟁은 점차 합의에 도달하고 있음. 지재권과 관련해 양국의 이해관계가 첨예한 까닭에 매듭이 완전히 풀리진 않을 듯. 하지만 각국이 처한 정치경제적 위기를 이유로 쌍방 협상에 우호적인 태도를 보이는 중. 미국은 중국산 수입품 추가관세 유예, 중국은 미국산 수입을 재개하는 등 실질적으로 펀더멘털에는 우호적으로 변화하고 있음. 시장이 무역분쟁에 오래도록 노출돼 적응력이 생겼고 이후에 발표되는 경제지표의 양호한 결과를 확인하면서 공포심은 가라앉을 전망.

이 경우 미국은 기존의 금리인상 경로(올해 2회 인상, 첫 인상은 6월로 예상)를 계획대로 진행할 것. 미국의 인상을 확인한 후 한국은행도 기준금리 인상 준비해 착수할 듯.

단기적 금리상승, 2월 중순 이후 금리 반락

단기적으로 금리상승, 무역분쟁 데드라인이 임박한 시점(2월 중순 이후)에 금리 반락을 전망.

금번 금통위는 역시나 시장의 기대대비 호키시켰음. 달리 말하면 시장의 전망이 지나치게 비관적이거나 혹은 중앙은행이 과하게 낙관적인 것일 수 있겠음. 지표를 해석하는 시각의 차이가 이 간극을 만든다고 생각함. 시장은センチ멘털에 민감할 수밖에 없고 보수적인 중앙은행은 실물지표를 더 중요하게 봐야 하는 역할의 차이 때문.

하드지표는 우호적으로 발표되고 있기 때문에 논외로 하고センチ멘털을 중심으로 보면 08년 금융위기 이후 OECD 선행지수는 세 번의 고점을 기록했고 현 시점은 저점을 지나고 있음. 이는 JPM 글로벌 제조업 PMI와 글로벌 주가 상승률(YoY)과 흐름이 일치함. 리세션 이후 세 번의 소(小) 순환 주기가 있었고 현재는 저점을 통과 중인 것으로 분석. 시장은 미처 반영하지 못했던 경기 반등 가능성과 총재의 호키시킨 간담회를 곱씹음으로써 금리 반등으로 금통위를 복기할 것. 다만 무역분쟁 데드라인이 임박해오는 2월 중순부터는 재차 불안감을 반영해 금리가 반락할 가능성을 고려해야 함.

<표> 통화정책방향문 주요문구 비교

	2018년 11월 30일	2019년 1월 24일
정책 결정	현재의 1.50%에서 1.75%로 상향 조정	<u>현재의 1.75%에서 유지</u>
세계 경제	(동향)3분기중 성장세가 다소 약화 (국제금융시장)주요국 주가가 하락하는 등 높은 변동성 지속. 취약 신흥국의 금융불안은 완화 (전망)보호무역주의 확산 움직임, 주요국 통화정책 정상화 속도, 미국 정부 정책방향, 유로지역 정치적 불확실성 등에 영향	(동향) <u>성장세 다소 완만</u> (국제금융시장) <u>변동성 다소 축소</u> (신흥국 내용 약세) (전망) <u>브렉시트 관련 불확실성 추가</u> (미국 정부 정책방향 약세)
국내 경제	(동향)설비 및 건설 투자의 조정 지속. 소비는 완만한 증가세, 수출은 양호한 흐름. 잠재 수준의 성장세 (고용)취업자수 증가규모가 소폭 증가. 부진이 다소 완화 (전망)10월 전망경로와 대체로 부합. 잠재수준을 크게 벗어나지 않는 성장세. 투자 둔화, 소비는 꾸준한 증가세, 수출은 양호한 흐름 지속	(동향)설비 및 건설 투자의 조정 지속. <u>소비와 수출 증가세 지속</u> . 잠재 수준의 성장세 (고용)취업자수 증가규모가 <u>상당폭 축소. 부진.</u> (전망) <u>10월 전망경로를 소폭 하회. 정부지출 확대</u> 등으로 잠재수준을 크게 벗어나지 않는 성장세.
물가	(동향)소비자물가는 농산물가격 상승폭 확대로 2% 수준 (동향)근원인플레이는 1% 내외. 일반인 기대인플레이는 2%대 중반 (전망)1%대 중후반 등락 전망. 근원인플레이는 완만한 상승 전망	(동향) <u>석유류 가격 하락 등으로 1%대 초반으로 오름세 둔화</u> (동향)근원인플레이는 <u>1% 초반</u> . 일반인 기대인플레이는 2%대 중반 (전망)앞으로 <u>1%대</u> 수준에서 등락하다가 <u>하반기 이후 1%대 중반</u> . 이하 좌동
금융 시장	(동향)주요 가격변수 변동성 확대, 11월에 축소 (가계대출)10월 들어 증가규모 확대 (주택가격)주택시장 안정대책으로 오름세 둔화	(동향)주요 가격변수 변동성 확대, 금년 들어 안정 (가계대출) <u>증가규모 축소</u> (주택가격) <u>주택가격 둔화세</u>
정책 방향	-성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록. 한편 금융안정에 유의 -국내경제가 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세를 지속, 수요측면의 물가상승압력은 크지 않을 것. 통화정책의 완화기조를 유지 -향후 성장과 물가의 흐름을 면밀히 점검, 완화정도의 추가조정 여부를 신중히 판단 -주요국과의 교역여건, 주요국 중앙은행의 통화정책 변화, 신흥국 금융경제 상황, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 살필 것	-좌동 -좌동 - <u>완화정도의 추가조정 여부는</u> 향후 성장과 물가의 흐름을 면밀히 점검하면서(어순 바뀜) -좌동