

Fixed Income / 허정인

☎ 82-2-3774-0451

✉ jeongin@futures.co.kr

모든 실수에는 교훈이 있다

- 7월 기준금리 1.50%로 인하. 소수의견 1인 출회(동결, 이일형 위원)
- 올해 기준금리 1회 추가인하 전망(8월)
일본의 한국 반도체 공격 + 국내 설비투자 장려 차원 + 정책효과 극대화
- 3년만기물 국고채 금리는 1.20%까지 하단을 열어둘 것을 권고
다만 인하사이클 진입 단정은 위험. 자산가격 버블 위험을 고려해야 하기 때문

일본의 반도체 공격에 버선발로 나선 한은

- 7월 한국 기준금리는 1.50%로 하향 조정. 2018년 11월 30일 인상(1.50%→1.75%) 후 첫 금리 변화. 한은 총재는 설비투자과 수출 부진을 거듭 강조했음.

- 당사는 금번 인하의 배경으로 1)일본의 반도체 공격 및 반도체 회복시기 지연 2)실질금리 하락을 통한 국내 설비투자 장려를 지목.

1)부터 살펴보면 무역분쟁으로 글로벌 교역량이 감소하는 상황에서 일본이 한국으로의 핵심부품 수출을 제한. 이 같은 조치가 반도체 회복시기를 더욱 지연시킬 수 있다고 보고 <차트1> 한은은 예상보다 다소 이른 7월 인하를 결정한 것으로 분석. GDP성장률의 기여도를 민간과 정부로 나눠서 살펴보면 민간의 기여도는 꾸준히 하락세를 기록 중<차트2>. 정부지출의 힘만으로 성장률이 유지되고 있는 가운데 추경 집행 가능성마저 불투명해지고 있기 때문에, 한은은 그간 강경했던 입장을 갑작스럽게 바꾸며 최악의 상황을 방어하기 위해 빠른 조치를 시행한 것으로 보임.

2)최근 물가의 급격한 하락으로 실질금리는 높은 수준을 유지했음. 이에 실질 대출금리가 19년이후 급등했고, '상대적으로 높은 대출금리+대외여건 악화'가 겹쳐 설비투자가 감소했음<차트3>. 글로벌 경기가 하강 국면을 나타내고 있어 적극적 투자확대는 어려울지라도, 실질금리 하락을 통한 한계기업 파산 방어 등이 목적이었다고 보여짐. 이외에 다소 과한 주장을 하나 보태자면, 금번 일본의 부품수출 제한과 관련해 국내기업에 대출금리 하락을 통한 새로운 기회 제공 목적도 없지 않았다고 판단함.

"시장과 소통하겠다"의 의미(8월 추가인하 전망)

- 금번 한은의 결정과 총재의 기자회견에서 적극적 의지를 읽을 수 있었음. 그리고 이는 적극적 환율 방어에 명확히 나타났음. 당사는 기존의 '연내 1회인하(9월)' 전망을 '연내 2회인하(7월, 8월)'로 수정하는 바임.

- 당초엔 한은의 공격적 2회 인하가 어렵다고 봤음. 한미간 시장금리 마진갭이 확대될 때

환율이 상승하는 패턴(원화 가치 하락)을 보였고<차트4> 이때 환 오픈으로 진입하는 외인의 증시 자금도 동반 유출됐기 때문<차트5>. 교역여건 악화로 경상수지 흑자가 줄어드는 상황에서 한은이 환율 급등을 유발할 수 있는 공격적 금리인하를 단행하기란 쉽지 않다고 전망한 바 있음<차트6>. 다만 금일 장중 달러/원 환율의 흐름을 보면, 기준금리 인하가 발표된 시점 현물환율이 급등했으나 역외 NDF 환율이 선제적으로 하락하기 시작하면서 현물환도 시차를 두고 떨어졌음<차트7>. 통화당국이 역외 매도 개입을 통해 달러/원 환율 하락을 주도한 것으로 보이고, 앞으로 한은은 '기준금리 인하+환율 스무딩'을 통해 거시건전성 위험을 제거할 것으로 예상됨.

- 이러한 맥락 하에 기자간담회 중 질의응답을 곱씹어보고자 함. 7월 인하와 관련해 기자가 '연내 추가 인하 기대가 형성될 수 있다'고 질의하자 총재는 '금통위의 견해를 알릴 필요가 있을 때는 적극적으로 시장과 소통하겠다'며 긍정도 부정도 하지 않았음. 그간 총재는 인하 기대에 대해 질의할 때마다 매번 강한 부정을 하며 시장금리를 급등시킨 바 있음. 이미 2회 이상 인하 가능성을 선반영한 수준인데도 이러한 총재의 중립적 발언은 추가 인하 가능성을 열어두는 데 충분하다고 판단함.

- 이어서 당사가 인하 시기를 8월로 앞당겨 전망하는 이유는 정책효과의 극대화과 비용 축소 때문임. 만약 4분기에 인하한다고 가정할 시 금리인하 기대가 만성적으로 형성될 수 있고, 이는 시장금리 낙폭 확대에 따른 자산가격의 버블을 형성할 수 있음. 한은은 8월 인하를 통해 정책효과를 극대화하고 추가 인하에 대해선 더욱 신중을 가할 것이라는 입장을 밝힘으로써 버블형성도 방어할 것으로 예상함.

인하사이클 진입 판단은 위험

- 단순 테일러 룰을 적용해 한은이 추정하는 적정 금리를 계산해보면 0.9~1.0% 사이로 분석함<차트8>. 한은은 마지막 한 방의 총알을 선불리 사용하기보다는 인하 옵션을 포워드 가이드선으로 사용하며 심리 다스리기에 나설 것으로 보임.

- 이 밖에 인하사이클 진입이 위험하다고 보는 이유는 인플레이션 관리에 대한 한은의 견해차 때문임. 5월 의사록을 보면 금통위원들은 저인플레이션 관리에 대한 토론을 진행했고, '적극적 금리인하 정책 vs 신중한 접근' 측면에서 토론을 했음. 여기에서 위원들의 의견은 첨예하게 나뉘었으며, 적극적 금리인하 정책에 대해 '글로벌 금융위기는 금융감독 부실 뿐 아니라 과도한 신용확대 때문'이라는 반론도 제기되었음. '가보지 않은 길'에 대한 접점이 도출되기 전까지, 직전 최저점인 1.25%를 밑도는 금리정책을 시행하진 않을 것으로 예상함.

시장금리 하단 1.20%까지 오픈

- 기준금리 인하로 CD91일물 금리가 1.62%대까지 하락했지만 여전히 국고채 금리보다 높은 수준을 유지하고 있어 시장은 역마진 상황을 벗어나지 못하고 있음. 매매차익이 요원한 시

점. '연내 추가인하'가 컨센서스로 형성돼 있고, 추가 인하를 반영한 기준금리가 1.25%인 점을 고려했을 때 시장은 공격적 매수로 금리의 하단을(3년물 기준) 1.20%까지 열어두려 할 것.

- 2016년 당시 역마진으로 고생했던 때를 상기해보면 시장은 국고채 금리를 기준금리 대비 5bp 까지 하락시키려는 성향을 보여왔음<차트9>.

차트9. 과거 역마진을 겪던 기간에 시장금리는 기준금리 하회를 시도



출처: NH선물 리서치센터

<표> 통화정책방향문 주요문구 비교

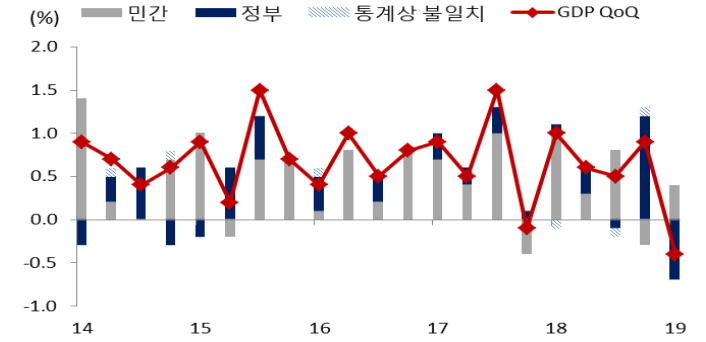
	2019년 05월 31일	2019년 07월 18일
정책 결정	현재의 1.75%에서 유지	1.50%로 하향 조정
세계 경제	(동향)성장세 완만 (국제금융시장)변동성 확대 (전망)보호무역주의 확산정도, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향	(동향)좌동 (국제금융시장)대체로 안정 (전망)좌동
국내 경제	(동향)설비 및 건설투자 조정 지속. 수출 부진. 소비 완만한 증가. 1분기 부진에서 다소 회복 (고용)취업자수 증가규모가 줄어들고 실업률이 높아짐 (전망)건설투자 조정 지속. 소비 증가. 수출과 설비투자 하반기 회복. 4월 전망경로에서 크게 벗어나지 않을 것. 다만 무역분쟁 심화로 전망경로의 불확실성 높아짐	(동향)건설투자 조정 지속. 수출과 설비투자 부진 심화. 성장세 둔화 (고용)취업자수 증가폭 확대. 일부 개선 (전망)소비 증가. 건설투자 조정. 수출과 설비투자 회복이 예상보다 지연. 올해 GDP성장률은 4월 전망치(2.5%)를 하회하는 2%대 초반
물가	(동향)석유류가격 낙폭 축소. 0%대 중반에서 소폭 상승 (동향)근원물가 0%대 후반. 일반인 기대인플레 2%대 초반 (전망)당분간 1%를 하회. 하반기 이후 1%대 초중반. 전망 경로의 불확실성 상승	(동향)석유류가격 하락세 지속. 0%대 중후반 유지 (동향)근원물가는 0%대 중후반, 일반인 기대인플레는 2%대 초반 (전망)4월 전망을 하회. 당분간 1%를 하회. 내년 이후 1%대 초중반
금융 시장	(동향)변동성 확대 (가계대출)증가세 둔화 지속 (주택가격)하락세 지속	(동향)변동성 확대 (가계대출)증가세 둔화 지속 (주택가격)하락세 지속
정책 방향	- 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가가 목표 수준에서 안정될 수 있도록. 한편 금융안정에 유의. - 국내경제가 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세를 지속, 수요측면의 물가상승압력은 크지 않을 것. 통화정책의 완화기조를 유지 - 미중 무역분쟁, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 신흥국 금융 경제 상황, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등을 주의깊게 살필 것	- 좌동 - 국내경제의 성장세가 완만할 것으로 예상. 수요측면의 물가상승압력이 낮은 수준에 머물 것. 통화정책의 완화기조를 유지 - 미중 무역분쟁, 일본의 수출규제(추가), 주요국 경기와 통화정책 변화, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등을 주의깊게 살필 것 (신흥국 경제금융 상황 삭제)

차트1. 반도체 수출이 급락, 회복시기 지연 우려



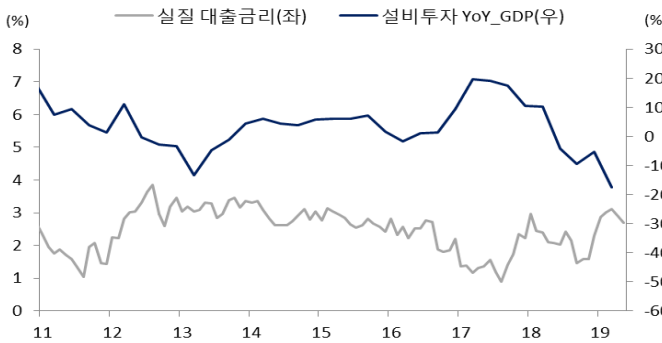
출처: NH선물 리서치센터

차트2. 민간의 GDP성장률 기여도는 계속해서 하락



출처: NH선물 리서치센터

차트3. 19년 이후 한국 실질 대출금리 급상승, 설비투자 위축



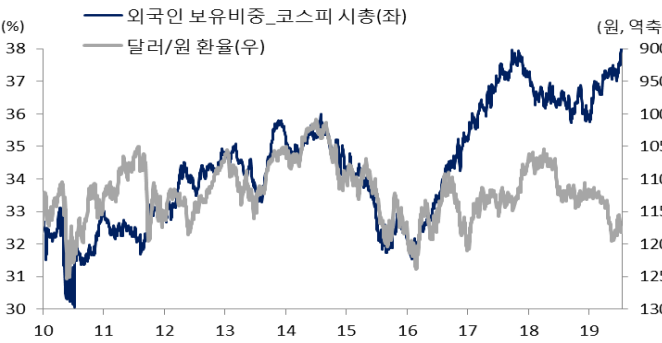
출처: NH선물 리서치센터

차트4. 한국 시장금리(원화채 마진) 하락할 때 원화 가치 하락



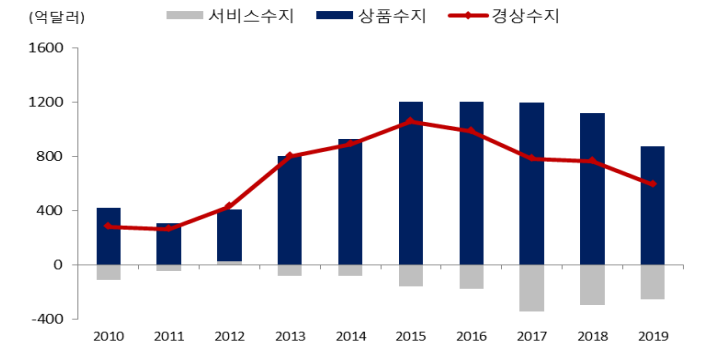
출처: NH선물 리서치센터

차트5. 원화 가치가 하락할 때 외인의 시총 비중도 하락



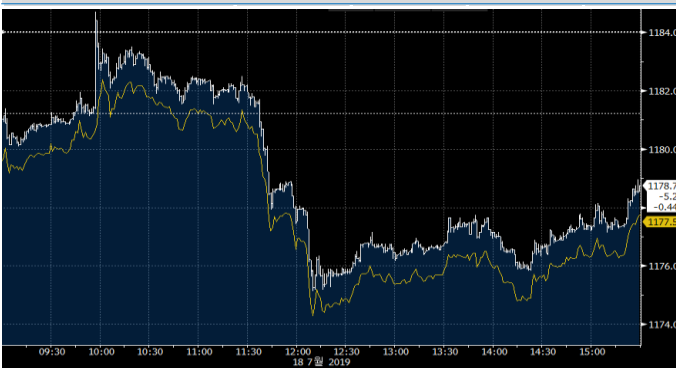
출처: NH선물 리서치센터

차트6. 경상수지 흑자금액 축소로 한은의 스무딩 노력 제한



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트7. 인하 발표 직후 현물환율 급등, 다만 NDF를 중심으로 하락



출처: Bloomberg, NH선물 리서치센터

차트8. 작년 한은 총재는 중립금리 2%초반을 암시. 이를 0.3%p 하향

적정기준금리 = 중립금리+0.5(성장률 전망-잠재 성장률)+0.5(물가 전망-물가 목표)
 = 중립금리+0.5(2.2% - 2.5%)+0.5(0.7% - 2.0%)

- 1) 중립금리 2.0% 가정 → 적정 기준금리 1.2%
- 2) 중립금리 1.9% 가정 → 적정 기준금리 1.1%
- 3) **중립금리 1.8% 가정** → 적정 기준금리 1.0%
- 4) **중립금리 1.7% 가정** → 적정 기준금리 0.9%
- 5) 중립금리 1.6% 가정 → 적정 기준금리 0.8%
- 6) 중립금리 1.5% 가정 → 적정 기준금리 0.7%

출처: NH선물 리서치센터

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.