



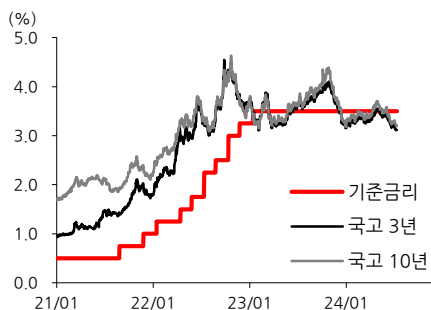
한화 금통위 의사록

인하 지연을 생각해야 할 때

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

주요 채권금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

금통위 의사록: 위원 전원 금융안정 우려

7월 한국은행 금융통화위원회 의사록에서 금통위원 전원(6명)은 가계부채와 부동산 시장 관련 우려를 표시. 이 중 5명은 외환시장도 걱정거리 중 하나임을 언급. 7월 16일 유상대 한국은행 부총재가 뽑은 금융안정 불안 요인(외환시장, 가계부채, 부동산가격)과 궤를 같이하는 부분. 3명의 위원은 7월 금통위 이창용 총재 기자회견과 같이 시장금리 하락을 지적

떠난 이 말고 또 다른 매파가 있다

금통위 내 대표적 강경파였던 조운제 위원은 지난 4월 퇴임. 이로 인해 한국은행의 매파적 색채가 열어질 것이라는 일부 기대가 있었으나, 금번 금통위 의사록을 통해 단순한 희망사항이었음이 증명

한 명의 위원은 '그간의 고금리 기간 중 경제의 디레버리징을 과감히 이루어 내지 못한 점은 매우 아쉬운 부분이며, 이는 향후 우리 경제의 성장을 제약하고 통화정책 운용의 폭을 제한하는 요인이 될 수 있을 것'으로 예상. 이전 금통위에서 고금리와 긴축 통화정책의 순효과를 이야기하던 이가 조운제 위원이 아닐 수 있다는 것

8월 만장일치 동결 전망, 11월 인하 가능성도 열어둬야

당사는 7월 금통위 Review 자료를 통해 긴축의 명분은 물가안정에서 금융안정으로 바뀌었음을 설명. 금번 의사록에서도 나타났듯 현재 금통위의 시선은 부동산 시장과 외환시장에 고정. 현 시점에서 부동산 시장 과열과 외환시장 불안을 막을 수 있는 가장 쉬운 방법은 긴축 통화정책 유지 기간의 연장

국고 3년, 10년 금리는 금통위 이후 각각 16.9bp, 18.2bp 하락. 총재와 3명 위원이 관련한 경제성 발언과 의견을 내놓았고, 한국은행이 완화에 대한 시그널을 보내지 않았음에도 추가적으로 하락한 것. 금리 레벨이 낮아진다는 것은 부동산 가격 상승과 가계부채 증가 요인

8월 금통위에서는 만장일치 기준금리 동결 전망. 회의 내용도 결코 온건하지 않을 것. 11월 첫 인하 가능성도 배제할 수 없게 되었음. 금융안정과 금리하락 관련 한국은행의 대응이 불가피해지고 있다는 판단

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[표1] 금통위원별 통화정책 관련 논의 주요 내용

위원	금리 결정 (Forward Guidance 추정)	주요 내용
위원 1	동결 (3.50% 유지)	<ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 수출이 IT 경기 호조 등으로 양호한 증가세를 이어갈 것으로 예상되고, 소비도 실질소득 여건 및 기업실적 개선 등의 영향으로 점차 회복되면서 지난 5월 전망치(2.5%)에 대체로 부합하는 성장률을 나타낼 것으로 보임 - 지난해 유가농산물 가격 급등에 따른 기저효과 영향, 근원물가의 하향 안정 흐름 등을 감안할 때 물가상승세는 앞으로도 둔화 추세를 이어갈 것으로 예상 - 국내외 통화정책 기조 전환 기대가 선반영되면서 시장금리가 하락하고 대출금리도 낮아지는 등 금융 여건의 완화 흐름이 이어지고 있음 - 기준금리를 현 수준 3.5%로 동결하는 것이 바람직하다고 생각. 디스인플레이션에 추가 진전이 있었지만 지정학적 리스크, 기상여건 등에 따른 불확실성이 잠재하고 있고 여전히 높은 기대인플레이션을 등으로 물가가 목표수준으로 안착될 지 여부를 지켜볼 필요 - <u>환율 변동성 확대, 큰 폭의 가계대출 증가세, 높아진 수도권 주택가격 등 금융안정 측면 고려</u> - 앞으로 통화정책 운용은 물가와 성장 경로를 면밀히 살펴보고, <u>주요국 통화정책의 변화, 환율 상방 압력, 가계부채 등 금융안정 측면의 리스크 등을 점검하면서 거시건전성 정책과의 조화 등을 고려하여 정책기조 전환 여부를 결정해</u> 나가야 하겠음
위원 2	동결 (3.50% 유지)	<ul style="list-style-type: none"> - 미국의 피벗 시점이 아직 불확실한 상황 - 국내경제는 반도체를 비롯한 수출 호조에도 불구하고, 고물가 고금리로 인한 내수 부진으로 금년도 경제성장률은 대체로 당초 전망에 부합한 2.5% 수준일 것으로 예상 - 소비자물가상승률은 목표치인 2%로 수렴하는 모습. 통화정책의 1차 목표인 물가가 안정되고 있는 것은 고무적이며 오랜 기간 유지된 고금리 정책의 성과 - 물가상승률 하락 추세가 지속된다면 미약한 내수 경기를 감안할 때 기준금리 인하를 고려할 만한 환경이 조성되고 있다고 판단 - 기준금리 인하를 위해서는 두 가지 점이 전제되어야 함. 1) <u>외환시장의 안정성. 대부분 통화가 달러 대비 약세를 보이고 있지만 상당한 경상수지 흑자에도 불구하고 환율이 1,300원대 후반에 머무르는 것을 경계</u> - <u>구조조정 및 부동산 가격 안정. 금리 인하가 경제의 구조조정 노력을 되돌리거나 일부 지역의 부동산 가격 상승을 촉발하는 계기가 되서는 안될 것. 최근 주택관련 대출을 중심으로 가계대출 증가세가 다소 높아지고 있는 점도 우려 요인</u> - <u>그간의 고금리 기간 중 경제의 디레버리징을 과감히 이루어내지 못한 점은 매우 아쉬움.</u> 이는 향후 우리 경제의 성장을 제약하고 통화정책 운용의 폭을 제한하는 요인이 될 수 있을 것 - 주요국의 통화정책 전개 양상, 부동산 PF 정리 과정, 금융시장 및 외환시장의 동향을 면밀히 지켜보며 향후 정책 방향을 결정해야 할 시기
위원 3	동결 (3.50% 유지)	<ul style="list-style-type: none"> - 2/4분기 소비는 1/4분기 큰 폭 상승 이후 조정되었으나 하반기 이후에는 회복세를 이어나갈 것 - <u>원/달러 환율이 주요국 정치 상황, 연화위안화 약세 및 내외금리차 역전 지속 등으로 높은 변동성을 보일 가능성에 유의할 필요</u> - 기대인플레이션이 여전히 목표보다 높은 수준으로 유지되고 있으며, 공공요금 조정 가능성이 대두되고 있음. 또한, 물가의 환율에 대한 민감도도 과거에 비해 높아졌을 가능성이 있어, 향후 물가의 상방리스크에 대해 계속해서 주의를 할 필요가 있음 - <u>가계대출은 은행의 주택담보대출 금리 하락, 정부의 정책대출 공급 등으로 예상을 상회하는 증가세를 보였고, 아파트 매매 및 전세 가격도 수도권을 중심으로 상승세를 지속하고 있음. 과거 패턴을 고려할 때 이러한 추세가 전반적인 주택시장 과열로 이어질 위험</u> - <u>주택가격 상승은 가계부채 증가뿐 아니라 주거비 상승으로 이어져 가계소비의 제약과 함께 물가상승 압력으로 이어질 가능성</u> - 주택시장으로의 유동성 유입 상황을 면밀하게 점검할 필요 - 물가가 목표수준을 향해 둔화되고는 있지만 상방리스크에 여전히 주의를 기울여야 하며, 환율 상승, 가계부채 증가 및 주택가격 상승 등 현재의 여건을 고려할 때 <u>통화정책의 완화가 가져올 리스크는 증가</u> - 향후 통화정책은 <u>기준금리 조정이 성장과 물가, 가계부채와 주택가격, 원리금상환부담 등 금융경제 전반에 미칠 편익과 리스크를 비교하고, 대외 여건의 전개 상황과 이로 인한 환율 등 외환시장의 변화, 거시건전성정책 추진 상황, 중기 시계에서 물가의 목표 수준 수렴 정도를 고려하여 결정해</u> 나갈 것

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 금통위원별 통화정책 관련 논의 주요 내용

위원	금리 결정 (Forward Guidance 추정)	주요 내용
위원 4	동결 (3.25% 인하 가능성)	<ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 하반기부터 점차 회복되는 모습을 보일 것으로 예상. 글로벌 경제의 확장 흐름에 부응하는 성장 모멘텀을 이어가기 위해서는 내수 회복이 관건 - 적어도 통화정책이 작동하는 부분에서의 물가는 대체로 목표 수준으로 근접해 가는 하향 경로에 접어든 것으로 판단 - <u>환율 변동성에 대한 모니터링 필요성이 커져가고 있음</u> - <u>수도권을 중심으로 주택가격이 상승하고 이에 수반하여 가계대출이 다시 상당폭 증가하고 있는 만큼 부동산경기 심리 안정과 가계대출 관리에 유의할 필요</u> - <u>현재 각국은 자국의 경제 사정을 반영하여 통화정책 차별화를 시행하고 있는 만큼, 우리의 통화정책 방향에 대해서도 향후 정책기조 전환에 따른 실물과 금융 부문에 미치는 편익과 비용, 정책 효과의 부문별 상충 정도 등을 다시 한번 재점검하고, 비용을 최소화할 수 있는 <u>거시건전성 정책과의 조합 모색이 어느 때보다 중요한 시점</u></u>
위원 5	동결 (3.25% 인하 가능성)	<ul style="list-style-type: none"> - 내·외수의 상반된 영향이 서로 상쇄되며 국내 경제의 전반적인 성장세는 기존 전망에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상 - 전월대비 상승률의 3개월 이동평균 기준으로도 소비자물가 상승률 및 근원물가 상승률의 둔화가 상당한 진전을 보이고 있어 물가 관점에서는 금리 인하의 필요조건이 상당히 충족된 것으로 평가 - 원/달러 환율은 주요국 정치적 불확실성 확대, 엔화 큰 폭 약세 등에 영향받아 상승하였으나 전 세계적으로 달러화의 유동성이 풍부한 상태에서 <u>달러화 강세 기조가 지속되고 있는 상황이기 때문에 원/달러 환율의 급격한 변동 가능성은 제한적</u>이라고 판단 - 국내외 통화정책 긴축기조 전환 기대 강화, 외국인의 대규모 국채선물 순매수 등으로 장기 국고채 금리가 주요 선진국에 비해서도 큰 폭으로 하락함에 따라 금융여건의 긴축 정도가 완화되는 모습 - 과거 경험상 주택가격과 가계부채 규모와의 상관관계가 상당히 높은 편이어서 주택가격 상승 추세가 지속될 경우 가계부채가 다시 큰 폭으로 증가할 가능성이 있다는 점에 유의할 필요 - 부동산 PF 구조조정 과정에서 금융 불안 요인이 현실화되지 않도록 금융 안정에 만전을 기해야할 것 - 물가 측면에서의 피벗 위험은 상당폭 낮아진 것으로 평가하나 <u>주택가격 상승폭 확대에 인한 금융안정 측면에서의 피벗 위험은 증가</u>하였다고 생각 - 향후 물가 및 주택가격의 추이를 면밀히 확인하며 금리인하 시점을 결정하되, <u>금리 인하가 금융시장 불안정 요인을 확대하지 않도록 거시건전성 정책과 긴밀히 공조</u>하는 것이 필요할 것
위원 6	동결 (3.50% 유지)	<ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 양호한 수출흐름이 지속되고 내수도 인플레이션 둔화, 가계 실질 소득여건 개선 등으로 부진이 점차 완화되면서 완만한 성장 흐름을 나타낼 전망 - 앞으로도 디스인플레이션 흐름이 이어질 것으로 전망되고 있지만, 국제유가, 환율, 농산물가격 등 주요 상방위험 요인의 전개 상황과 영향에 대해서는 계속 유의할 필요 - 정책금융 확대, 은행의 주담대 금리 하락 등의 영향으로 매수심리가 호전되면서 수도권 아파트 가격이 상승 전환하고 거래량도 늘어난 영향으로 보임 - <u>당분간은 금융불균형 누증 재개 가능성에 대해 각별히 유의</u>해야 할 것으로 생각 - 비은행권을 중심으로 기업대출 연체율이 계속 높아지고 있는데, 건설부동산업의 업황 및 재무리스크, 부동산PF 구조조정 과정에서의 비은행권 리스크 확대 가능성 등을 계속 주의깊게 살펴야 하겠음 - 인플레이션은 둔화 흐름을 이어가는 가운데 국내경제는 완만한 성장흐름을 나타낼 것으로 전망 - <u>외환시장의 변동성 확대 가능성과 주택가격 상승, 가계부채 증가 등 금융불균형 누증에 대해서는 경계해야 할 필요성이 좀더 커진 것으로 판단</u> - 정책기조 전환에 대해서는 <u>과도한 기대가 형성되어 외환시장과 금융안정 측면의 리스크가 확대</u>되지 않도록 적절한 커뮤니케이션을 통해 시장 기대를 효율적으로 관리해 나가야 하겠음

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
