

오래가지 않을 안도감



Fixed Income Strategist

김찬희

☎ (02) 3772-1537

✉ chee@shinhan.com

고다영

☎ (02) 3772-2638

✉ dazero12@shinhan.com

기준금리 3.00% 인상. 황건일 위원 동결 소수의견

8월 기준금리는 3.00%로 연속 인상 결정됐다. 황건일 위원은 2.75% 동결 소수의견을 개진했다. 금통위 서베이에서는 동결 및 인상 의견이 5:5 정도로 나뉘었으나 대부분의 시장참여자들이 인상 가능성을 염두에 두고 있던 만큼 금리 인상 결정 자체가 서프라이즈는 아니었다. 다만 경제지표 및 점도표 전망이 엇갈리고 '금리인상 기조를 이어나갈 필요가 있다'는 문구가 삭제되며 남은 하반기 통화정책 전망에 상당한 해석의 여지를 남겼다.

경기 판단 추가 상향. 점도표 중간값 3.25% vs. 불확실성 잔존

8월 수정경제전망에서 성장률 전망을 대폭 상향했다. 26년(5월 2.6% → 3.3%)과 27년(2.1% → 2.9%) 각각 0.7%p, 0.8%p 상향했고, 특히 27년 전망치는 컨센서스(2.4~2.5%)를 대폭 상회했다. 소비자물가는 2.7%, 2.3%로 동일하게 유지됐으나 근원 소비자물가가 26년(2.4% → 2.5%), 27년(2.3% → 2.5%)로 컨센서스 상단에 근접하게 조정됐다. 점도표는 3.00%(5개), 3.25%(10개), 3.50%(6개)로 중간값(3.25%)은 컨센서스에 부합했으나 3.00%와 3.50%를 합친 점의 개수가 더 많아 정책 전망의 불확실성을 시사했다.

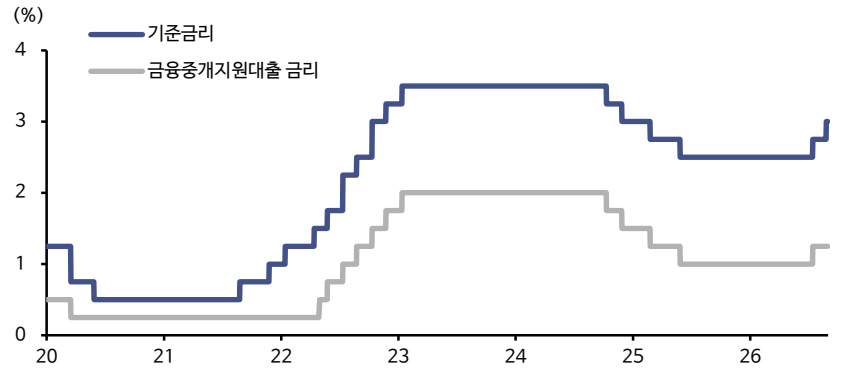
기자회견에서 총재는 7~8월 연속 금리 인상을 통해서 충분히 선제적인 대응을 했다는 뉘앙스를 내비쳤다. 구체적으로 관례를 깰 만큼 적극적인 정책이라고 언급하여 이에 따른 정책 효과 기대도 느껴졌다. 수요 측 물가 상승 압력과 더불어 금융 및 외환시장 전반의 불균형 완화에도 선제적인 대응이 안전판을 제공할 것으로 예상했다. 기자회견 자체는 단기 긴축 경계를 누그러뜨리기에 충분했다.

4분기 동결, 내년 1분기 3.25% 인상. 단기에 그칠 강세

4분기까지 한은은 선제적 긴축 효과를 확인하며 금리 동결 기조를 이어갈 전망이다. 변수는 명목 성장에 따른 수요 측 물가 상승 압력 전이 정도다. 하반기가 관련 영향이 현실화되는 초입으로 판단되는 만큼 추가 대응이 필요한 시점은 내년 1분기가 될 가능성이 높다. 근원 소비자물가를 핵심지표로 판단하며 특히 개인서비스 항목을 주목해서 봐야한다. 개인서비스 물가가 2020년 이후 평균(MoM +0.3%)을 지속적으로 웃돌 경우 4분기 금리 인상 가능성이 높아지겠다.

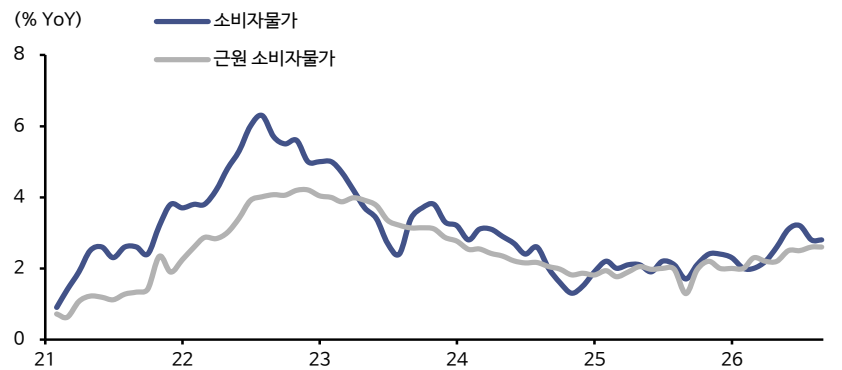
시장금리는 단기적으로 완화된 긴축 경계를 반영해 강세 흐름을 이어가겠다. 국고채 3년(3.60%)과 10년 금리(4.15%) 공히 6월 이후 박스권 하단까지는 하락할 수 있겠다. 다만 기자회견에서 부각된 선제적인 정책 효과 기대의 이면에는 그만큼 강력한 성장이 가려졌다. 2027년 성장률 전망은 3% 가깝게 상향했고 시장은 결국 이에 따른 파급을 다시 우려할 수 밖에 없는 상황에 맞닥뜨리겠다.

기준금리와 금융중개지원대출 금리



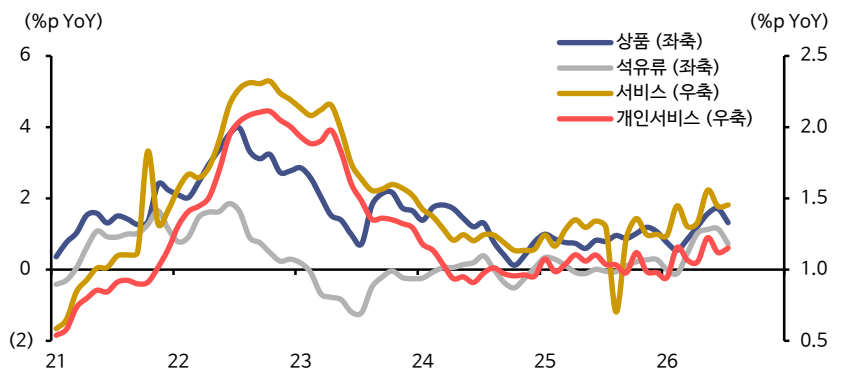
자료: 한국은행, 신한투자증권

소비자물가와 근원 소비자물가



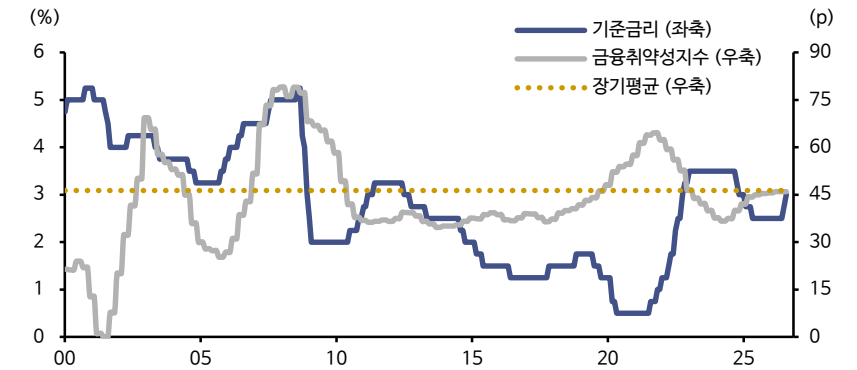
자료: 한국은행, 신한투자증권

주요 품목별 물가 상승기여도



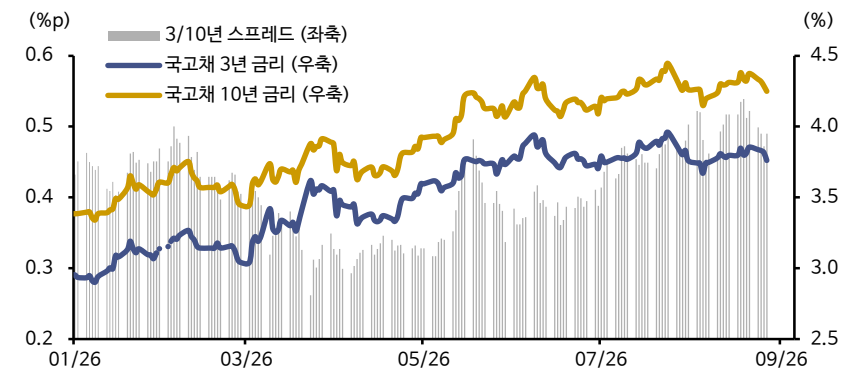
자료: 한국은행, 신한투자증권

기준금리와 금융취약성지수



자료: 한국은행, 신한투자증권

국고채 3년, 10년 금리 및 스프레드



자료: 인포맥스, 신한투자증권

통화정책결정문 주요내용 비교 및 시사점

구분	7월	8월	코멘트
세계경제	- 중동상황의 불확실성이 이어지고 있지만 건조한 시 투자로 원만한 성장세를 지속할 것으로 보이며, 물가는 그간의 에너지 가격 상승이 시차를 두고 영향을 미치면서 당분간 높은 오름세를 나타낼 것으로 예상된다. - 국제금융시장에서는 미 연준 금리인상 기대 및 중동상황의 변화 등에 영향 받아 미 달러화가 강세를 보이고 국제금리는 상승하였다. 주가는 A·반도체 경기 전망 변화에 따라 상당폭 등락하였다. - 세계경제와 국제금융시장은 미국·이란 중전협상 이행 상황, 시 투자 전망, 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향을 것으로 예상된다.	- 중동지역 긴장이 이어지고 있지만 건조한 시 투자 등으로 원만한 성장세를 보이고 물가상승률은 에너지 가격 상승의 영향 등으로 당분간 높은 수준을 나타낼 것으로 예상된다. - 국제금융시장에서는 미 연준 통화정책 및 중동상황 관련 불확실성이 지속되는 가운데 주요국 재정건전성에 대한 우려가 커지면서 경기 국제금리가 상승하고 미 달러화는 약세를 나타내었다. 주가는 글로벌 시 투자 수익성에 대한 우려에도 불구하고 양호한 기업 실적 등을 반영하여 대체로 상승하였다. - 세계경제와 국제금융시장은 중동사태의 전개양상, 시 투자 전망, 주요국 통화·재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향을 것으로 예상된다.	중동 긴장에도 시 투자로 원만한 성장세 주요국 재정건전성 우려로 강기 국제금리 상승, 달러 약세 재정정책 우려 주시
국내경제	- 국내경제는 반도체 부문을 중심으로 수출과 투자가 높은 증가세를 지속하고 소비도 양호한 흐름을 보이면서 성장세가 확대되었다. 고용 면에서는 취업자수가 서비스업을 중심으로 증가 전환하였으나, 제조업 등 주요 업종에서는 감소세가 이어졌다. - 앞으로도 국내경제는 수출과 투자가 반도체 경기 호조 등으로 높은 증가세를 지속하고 소비도 소득 여건에 힘입어 회복세가 확대되면서 건조한 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(2.6%)를 큰 폭 상회할 것으로 예상된다. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 정도 및 내수 파급영향, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재해 있다.	- 국내경제는 수출 및 투자를 중심으로 높은 성장세를 지속하였다. 취업자수는 서비스업을 중심으로 원만한 증가세를 이어갔다. - 앞으로도 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향으로 수출과 투자의 높은 증가세가 지속되고 소득 여건 개선에 힘입어 소비 회복세도 점차 확대되면서 건조한 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 및 내년 성장률은 지난 5월 전망치(각각 2.6%, 2.1%)를 큰 폭 상회하는 3.3% 및 2.9%를 나타낼 것으로 전망된다. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 및 내수 파급 정도, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재해 있다.	수출·투자 중심 높은 성장세 지속, 제조업 취업자 수 감소세 문구 삭제 금년·내년 성장률 5월 전망치 큰 폭 상회하는 3.3%, 2.9% 제 시
물가	- 6월 중 소비자물가 상승률은 석유류가격이 높은 오름세를 지속하고 농축수산물가격 상승폭도 확대되면서 3.2%로 높아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.5%를 나타내었다. 단기 기대인플레이션율(일반인) 은 2%대 후반 수준을 이어갔다. - 앞으로 물가상승률은 국제유가가 하락하였지만 그간 높아진 비용 및 환율의 영향이 지속되고 소득 개선에 따른 수요측 압력도 점차 확대되면서 상당기간 높은 수준을 나타낼 것으로 보인다. - 금년 소비자물가 상승률은 5월 전망(2.7%)에 대체로 부합하였지만 근원물가 상승률은 지난 전망치(2.4%)보다 다소 높아진 것으로 예상된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단된다.	- 7월 중 소비자물가 상승률은 석유류 및 농축수산물 가격 오름세가 둔화되면서 2.8%로 낮아졌으나 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 개인서비스 및 내구재 가격 오름세가 확대되면서 2.6%로 높아졌다. 단기 기대인플레이션율(일반인) 은 2%대 후반 수준을 이어갔다. - 앞으로 물가는 그간 높아진 비용압력의 전이 가 지속되고 소득 여건의 개선에 따른 수요측 압력도 점차 커지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 나타낼 것으로 보인다. - 금년 및 내년 소비자물가 상승률은 지난 5월 전망과 같은 2.7% 및 2.3%로, 근원물가 상승률은 금년 및 내년 모두 지난 전망치(각각 2.4%, 2.3%)를 상회하는 2.5%로 전망된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단된다.	헤드라인 물가 둔화 vs. 근원물가 상승 폭 확대 수요 측 목표 오름세 확대 소비자물가 5월 전망 유지, 근원물가 금년과 내년 모두 2.5%로 상향
금융시장	- 원/달러 환율은 외국인 주식자금 유출, 미 달러화 강세 등으로 1,500원대 중반까지 높아졌다 가 외환수급이 개선되면서 1,400원대 후반 수준으로 하락 하였다. 국고채금리는 국내외 통화정책 기대 변화 등에 영향을 받아 상승 하였고, 주가는 시 투자 관련 우려 부각, 외국인의 대규모 주식 순매도 등으로 높은 변동성을 보이면서 상당폭 조정되었다. - 가계대출은 주택관련대출과 기타대출이 모두 늘어나면서 큰 폭 증가 하였으며, 수도권 주택가격의 오름세는 확대 되었다.	- 원/달러 환율은 외국인 주식자금 유출 완화 등으로 외환수급 여건이 개선 되고 미 달러화가 약세를 보이면서 큰 폭 하락 하였다. 국고채금리는 국내외 경제 성장세 확대, 미 국제금리 및 국제유가 움직임 등에 영향을 받으며 상당폭 등락 하였다. 주가는 반도체 업종을 중심으로 급락 하였다 가 일부 반등 하였다. - 수도권 주택가격은 높은 오름세를 지속 하였으며, 가계대출도 상당폭 증가 하였다.	외환수급 개선·달러 약세로 환율 큰 폭 하락 수도권 주택가격 높은 오름세 지속, 가계대출 상당폭 증가
향후방향성	- 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향이 파급되면서 수출과 내수 모두 건조한 개선 흐름을 이어갈 것으로 보이고, 물가는 그간 높아진 비용 압력이 당분간 이어지는 가운데 수요측 압력도 점차 높아지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망된다. - 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의 해야 하는 상황이다. - 따라서 향후 통화정책은 금리인상 기조를 이어 나갈 필요 가 있다고 판단 되며, 추가 인상의 시기와 속도 는 물가상승 압력의 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검 하면서 결정 해 나갈 것이다.	- 국내경제는 수출 및 투자 호조 자세, 소비 회복세 확대 등으로 건조한 성장세를 이어갈 것으로 보이며, 물가는 그간 누적된 비용압력 전이 효과, 수요측 압력 증대 등으로 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망 된다. - 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의 할 필요 가 있다. - 따라서 향후 통화정책은 물가·경기 흐름 및 금융안정 상황을 면밀히 점검 하면서 추가 인상의 시기와 속도 등을 결정 해 나갈 것이다.	수출·투자·소비 전 부분 건조 금융안정 문구 에서 ‘높은 환율 변동성’ 삭제 금리인상 기조 를 이어 나갈 필요 문구 삭제

자료: 한국은행, 신한투자증권

기자간담회 주요 Q&A

Q1. 소수의견이 나온 배경과 논의 과정은? 별도로 제시된 점도표의 의미는?

- 가장 중요한 것은 물가 오름세. 기초적 물가 흐름을 파악하는 데 가장 유효한 지표는 근원물가인데 5월 전망 대비 상향해 금년과 내년 각각 2.5%로 제시. 여건 개선에 따른 성장 강세가 상방 압력으로 작용
- 연속 인상을 단행한 배경은 선제적 대응의 중요성. 선제적 대응은 기대인플레이션을 제어하고 물가 오름세가 확산되기 전에 대응함으로써 긴축의 강도와 기간을 줄이고 궁극적으로 성장 비용을 줄일 수 있다는 것. 호미로 막을 것을 가래로 막는 상황을 피하자는 취지이며 BIS 재직 당시 관련 연구를 다수 수행
- 한편 취약계층도 염두. 정부의 성장 계획에 차주 지원책이 포함돼 논의 중이며, 중소기업 자금 지원에 활용되는 금융중개지원대출 금리는 1.25%로 동결
- 소수의견을 낸 위원과는 기술적 차이로 해석 가능. 큰 그림과 구조에 대한 인식은 공유하되 진행 방식에서 차이가 있는 것. 금번 결정에 대해 국제시장은 긍정적으로 반응했다고 평가
- 향후 6개월 통화정책 기조는 점도표에 함축돼 있음

Q2. 금융안정을 세 갈래 중 하나로 언급했으나 통방문상 큰 변화는 없어 보이는데, 금번 결정에 고려된 부분이 있는지?

- 한은은 금융취약성지수를 통해 시장 가격, 신용, 금융기관 레버리지 등을 종합 측정. 1997년 2분기를 기준치 100으로 설정했으며 글로벌 금융위기 직전 79.5, 레고랜드 사태 직전인 2022년에는 65 수준이 최고치. 현재는 46.5 수준으로 관리되고 있으나 상승 조짐이 나타나는 상황. 9월 중 새로운 수치 발표 시 장기평균을 초과하는 수치가 나올 것 같은데 해당 부분을 염두 중
- 금리가 올라가면 일반적으로 취약지수가 내려감. 다만 통화정책과 거시건전성 정책은 상호 보완적이어서 같은 방향으로 가야 효과가 배가되며 한국은행만으로 금융안정을 달성할 수는 없는 상황

Q3. 점도표상 4분기 추가 인상 가능성을 어떻게 봐야 하는지?

- 점도표에 3.25%가 제시된 것은 현 수준에서 한 번 더 인상할 수 있다는 의미. 두 차례 연속 인상한 만큼 그 파급 효과를 확인하면서 완만한 인상세를 예상. 선제적으로 대응했기 때문에 향후 대응 부담도 줄어든 것으로 판단

Q4. 정부는 내년 800조원 규모의 확장 재정을 예고했는데 통화정책과 엇박자 우려는 없는지? 또 환율 하락 속도가 지나치게 빠른 것은 아닌지?

- 2분기 국민총소득(GDI)이 15.6% 성장하며 정부 세수도 크게 개선. 9월 초 2분기 국민소득 잠정치와 명목 GDP가 발표되면 재정건전성 지표가 개선되는 것을

확인할 수 있을 것

- 재정이 향후 성장 여력을 끌어올리는 투자로 이어질 시 통화정책과 엇박자가 되지 않을 수도 있음. 다만 지출의 규모, 용도, 집행 속도 등을 함께 봐야 판단 가능
- 환율은 6월 말 이후 하락 흐름이 이어지고 있으나 레벨 자체보다 예측성이 더 중요. 변동성이 일정 수준에서 관리되면 기업과 가계 등 경제 주체가 이를 고려해 계획과 투자를 할 수 있음. 현 수준의 수입물가 상승률을 감안하면 원화 강세 방향이 인플레이션 제어에 도움이 되고 원화 강세 여력 있다고 판단

Q5. 미국의 국채 바이백, 미일 간 외환시장 공조 등이 국내 채권·외환시장에 어떤 경로로 영향을 줄 수 있는지? 추가 인상을 위해 어떤 지표와 여건을 확인할 것인지?

- 다른 중앙은행의 정책에 대해 언급하는 것은 적절하지 않음. 일반적으로 말하자면 선제적 대응은 통화정책뿐 아니라 금융시장 관리에서도 중요한 개념. 선제적으로 대응하면 시장의 중심을 잡아주고 다른 가격 변수들이 그에 맞춰 움직이도록 유도 가능
- 시장에서는 국내 기업의 달러 매도 등 단기적이고 미시적인 요인에 주목하는 경우가 많으나, 금융시장은 하루하루의 특이 요인보다 기조가 중요. 중앙은행의 역할은 그 기조를 잡아주는 데 있음
- 10월 금통위 전까지 8월과 9월 물가를 두 차례 확인 가능해 물가 지표가 가장 중요. 2분기 GDP 잠정치, 특히 명목 GDP가 9월 초 발표되는 점도 주시. 그 외 심리지수 등 다양한 지표를 함께 점검할 예정

Q6. 통방문에서 '금리인상 기조를 이어나갈 필요가 있다'는 표현이 삭제된 배경은? 향후 네 차례 회의 중 한 차례 인상을 고려하는 것인지? '매 회의가 라이브'라는 표현은 유지되는지?

- 두 번째 질문부터 답변하자면 향후 회의는 모두 라이브. 경제 및 금융 상황에 따라 결정할 것. 점도표가 3.25%까지 제시된 것은 두 차례 연속 인상 후 그 파급 효과를 확인하겠다는 취지
- 문구 관련해서는 중앙은행 커뮤니케이션에 여러 요소가 존재. 금년 초부터 점도표를 운영 중이며, 문구 하나하나가 분석되는 방식보다 더 효율적인 소통 방식이 무엇인지 고민 중. 연준의 새로운 소통 방식에도 관심을 두고 있으며 시장과 소통하며 개선해 나갈 것. 가장 효과적인 소통 방식은 양방향 소통

Q7. 주요 측 물가 압력은 언제부터 어떤 경로로 파급되는지? 2년 연속 3% 내외 성장이 예상되는데 중립금리 구조적 상향을 전제하는 것인지?

- 두 번째 질문부터 답변하자면 잠재성장률과 중립금리에 대해 내부적으로 관련 개념을 다시 정비 중. 조만간 발표할 기회가 있을 것. GDP갭은 당초 내년에 플러스로 전환될 것으로 봤으나 현재는 전환 시점이 상당히 앞당겨질 것으로 판단. 일부 지표로는 거의 임계치 수준에 있다고 판단 가능
- 파급 경로는 GDP 구성요소별로 시차가 상이. 재정은 세금을 통해 비교적 빠르게 현실화되는 반면 기업의 성과급 등은 시차가 더 긴 구조. 미시 데이터를 통해 반도체 기업의 수익이 소비로 현실화되고 있는지 검증 중. 이른 단계지만 통계적으로는 유효하게 나타남. 향후 여러 채널을 활용해 다각화할 계획

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김찬희, 고다영).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.