

SK B.M.W Comment



**Fixed Income
신얼**
eshin@sk.com.kr
02-3773-8898

Bond Market Watcher Comment

금통위 리뷰: 다음 카드로 쏘리는 시선

'20년 3월 16일, 한은 이주열 총재는 임시 금통위를 열었다. '08년 10월, 금융위기 이후 11년 5개월 만이다. 금통위는 기준금리 50bp 인하를 단행했다. '09년 1월 50bp 인하 이후 처음이다. 코로나19에 의한 금융 및 실물경제의 충격이 가히 금융위기에 준하는 상황임을 인정한 금통위였다. 경제 주체의 차입 비용을 줄이는 동시에 연준의 연속적인 금리 인하 등이 2월 금통위 동결의 입장에 변화를 가져온 주요 원인이라 볼 수 있다. 또한, 정부의 재정정책과의 공조도 필요하다. 한은 총재는 기준금리의 실효하한은 가변적이며, 시장 금리 상승 시, 국제채입을 할 것임을 밝혔다. 이번 금리 인하가 한은의 정책 대응이 종료된 것이 아님을 시사한다.

코로나19에 의한 최저 기준금리 도입

한은 금통위는 기준금리 현재의 1.25%에서 0.75%로 하향 조정했다. 역사상 최저 기준금리인 동시에 0%대 기준금리 시대에 진입하게 됐다. 2월 27일 금통위의 기준금리 동결 이후 약 보름 만에 나온 전격적인 정책이었다. 통방문을 통해 코로나19에 의한 글로벌 경기 둔화 우려를 적극 고려한 모습이다. 이번 정책 대응으로 1) 금융시장 변동성 완화, 2) 성장과 물가에 대한 파급 영향을 줄여나갈 것을 기대하고 있음을 밝혔다. 2월 금통위에서는 코로나19로 인한 충격이 3월중 안정화될 것으로 전제했었다. 당시의 전제보다 장기화되는 동시에 글로벌 확산이 광범위하게 진행됨에 따라 정책의 변화가 도래할 수 밖에 없었다는 판단이다. 한편, 금번 금리 50bp 인하 결정에 있어서 임지원 위원은 25bp 인하 소수의견을 냈다.

금융중개지원대출 금리 인하와 공개시장운영 대상증권 확대

금통위는 기준금리 50bp 인하 외에도 주요한 정책 2개를 동시에 발표했다. 첫째, 금융중개지원대출 금리를 연 0.50~0.75%에서 연 0.25%로 인하하기로 했다. 특히, 지방중소기업 및 코로나 19 피해기업에 대한 지원금리는 50bp 인하됨에 따라 금융지원 효과를 확대시키고자 한다. 둘째, 공개시장운영 대상 증권을 은행채, 산금채 등을 추가했다. 이는 피해기업에 대한 자금 지원을 위해 금융기관의 신속한 소요재원 조달 채널을 확충할 필요성에 근거한다. 원활한 유동성 공급에 일조할 것으로 기대된다. 4월 1일 이후 1년간 환매조건부매매 대상에 포함된다.

경기 위축 및 둔화 가능성에 대비하는 통화당국

이주열 한은 총재는 비관적인 경기 인식을 여실히 보여줬다. 지난 2월 금통위에서 코로나 19 사태의 조속한 안정을 전제로 했던 것과는 상반됐다. 당시 하향 조정됐던 '20년 한국 경제성장률 전망치인 2.1% 달성은 어렵다고 인정했다. 하향조정의 불가 피성을 코로나 사태 장기화에 의해 밝혔다. 다만, 팬데믹 불확실성에 의해 구체적 수치를 제시하지는 않았다. 이에 정부의 추경안 등의 재정과 각종 정책이 진행되기에 한은 역시 적극성을 띄면서 폴리시믹스에 나설 것임을 표명했다. 이를 통해 경제주체의 불안 심리를 완화하는데 효과를 기대한다. 또한, 여러 여건 변화에 대해서 모든 수단을 다 망라해서 적절히 대응할 것임을 표명했다.

다음 카드로 쏘리는 시선 1. 경기

기준금리 1%대 사수 노력은 코로나 19에 의해 후퇴했다. 정부의 부동산 안정화 정책, 금융당국의 거시건전성 정책과 함께 한은의 금융안정 목표는 양질의 효과를 가져온 바 있다. 그럼에도 통화당국의 경기 및 물가부양의 원론적 정책 목표의 중요성은 전년부터 부각됐다.

'19년 7월과 10월, 총 2회의 금리 인하가 단행됐다. 역사상 최저 기준금리에 재도달 하게 됐다. 여기에 예상치 못 한 변수가 등장했다. 신종 코로나 바이러스다. 코로나 19의 나비 효과는 단시간 내에 파괴적으로 작용한다. 불확실성은 금융시장에 충격을 주는 동시에 경제 활동 위축 성향을 극대화시키겠다. 이를 완화시킬 적극적인 통화정책 대응이 요구된다.

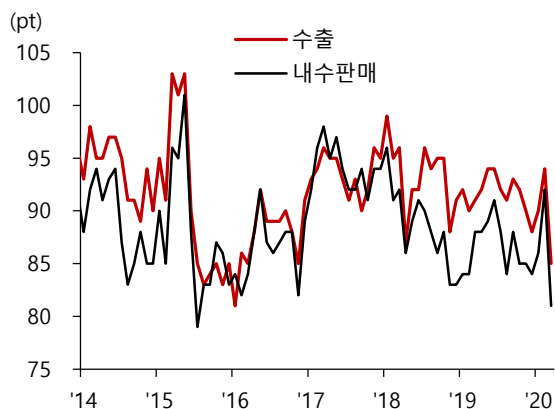
경기 회복세는 다시 꺾였다. 3월 전산업 전망 BSI는 7pt 하락한 69pt로 내려앉았다. 추가 하락은 불가피하다. 서비스업의 업황 및 매출 전망 BSI는 각각 9pt, 11pt씩 급락했다. 설상가상으로 대기업도 녹록치 않다. 수출 및 내수판매 전망 BSI도 동일 폭만큼 급락했다.

한국은행 기준금리와 전산업 BSI 전망 지수



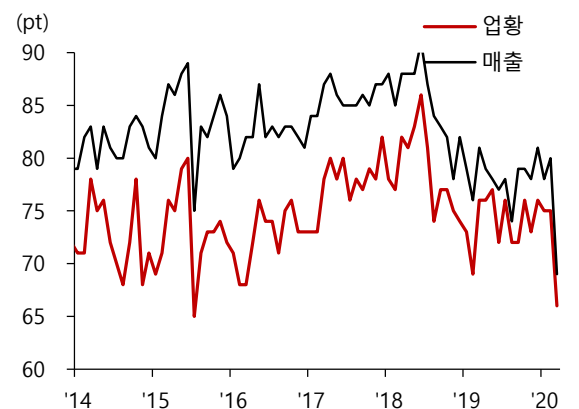
자료: 한국은행, SK증권

대기업의 수출 및 내수판매 전망 BSI



자료: 한국은행, SK증권

서비스업의 업황 및 매출 전망 BSI



자료: 한국은행, SK증권

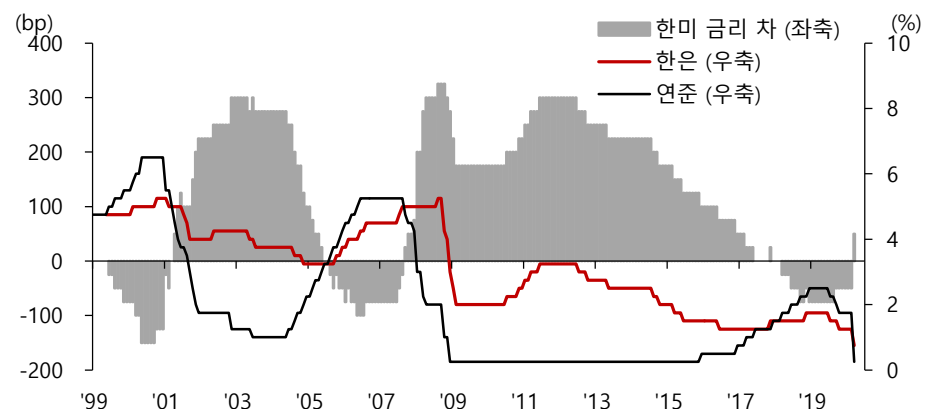
다음 카드로 쏘리는 시선 2. 국내외 정책 공조 및 정책 여력

한은의 기준금리 50bp 인하는 정부와의 정책 공조 의지와 함께 연준의 과감한 완화적 정책 결정이 이끌었다고 봐도 무방하다. 특히, 연준은 3월 3일과 15일 2회에 걸쳐 임시 회의를 통한 50bp, 100bp의 기준금리 전격 인하를 단행했다. 시장의 연준에 대한 정책 기대감이 형성될 때, 이를 대폭 상회하는 완화적 정책 대응이었다. 7천억달러의 자산매입도 발표했다.

연준의 과감한 금리 인하로 한은의 입지가 다소 넓어졌다. '18년 3월 이후 2년 만에 한미 기준금리 역전 현상이 해소됐다. 과거만큼 유의미한 상관성을 띄지는 않으나, 연준의 정책은 고려대상 1순위임은 변하지 않았다. 현재의 양국의 기준금리 차이는 50bp다.

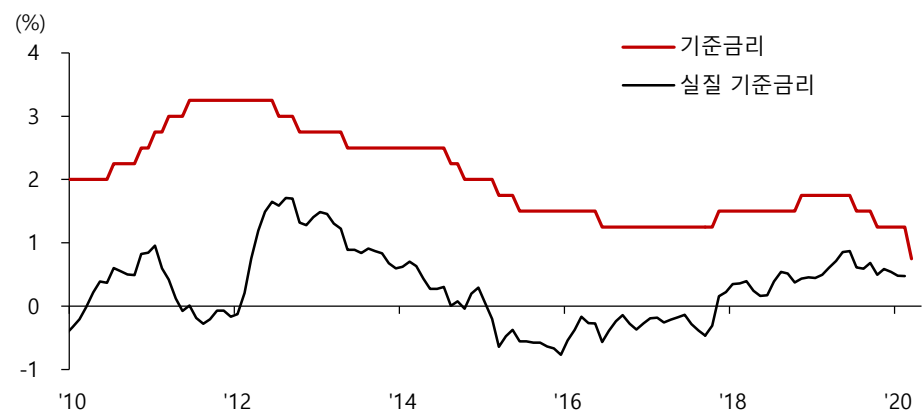
시장 관심은 연준 대비 높은 한은 기준금리의 지속 기간으로 쏠리겠다. 낮아진 금리 수준을 고려할 때, 역전은 부담스럽다. 그렇다면 소폭 상회하는 기준금리 가능성에 대한 고민을 할 것이다. 2월 한은의 실질 기준금리는 여전히 +0.4% 레벨에 위치한다. 정책 여력은 남아있다.

한은 및 연준의 기준금리와 한미 기준금리 차



자료: Bloomberg, SK증권

한은 명목 기준금리와 실질 기준금리



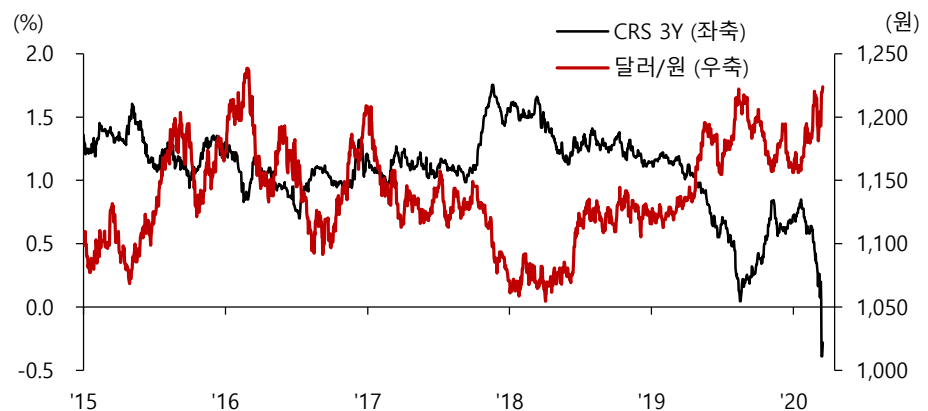
자료: 한국은행, SK증권 / 주: 실질 기준금리 = 명목 기준금리 - 근원 소비자물가 3개월 이동평균 값 기준

다음 카드로 쏘리는 시선 3. 외환시장과 외인의 원화채 포지션

기준금리 인하를 통한 경기 및 물가부양 필요성을 충족한 임시 금통위였다. 다만, 비기축통화국인 한국의 0%대 기준금리에 대한 우려의 시선도 존재한다. 특히 현재와 같이 준금융위기의 상황일 때, 환율과 외인의 원화채 포지션의 향방에 따라 리스크가 현실화될 수도 있다.

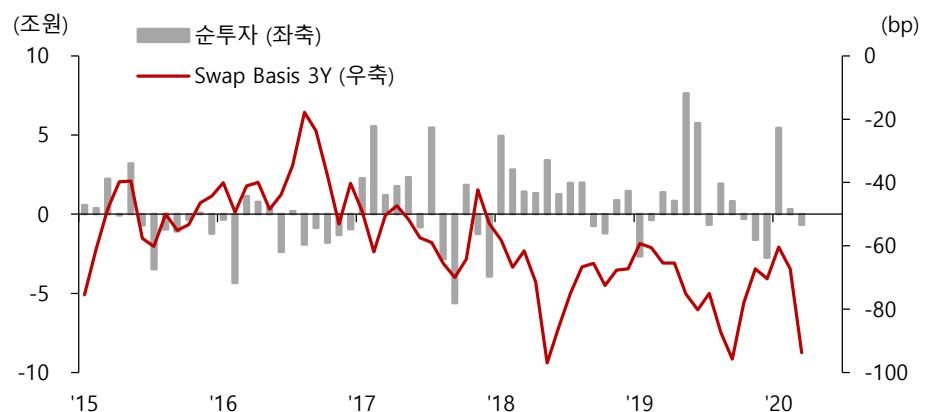
달러원 환율은 1,226.05 원까지 올랐다. 3월 평균은 1,201 원이다. 높아진 레벨이다. 원화 가치 절하가 급속히 진행되고 있다. 보다 우려스러운 점은 환율보다도 달러 조달의 경색 정도이다. 금일 금통위에서도 언급됐다. CRS는 2영업일 째 전 구간 마이너스 영역에 위치한다. 넘치는 원화에 비교해서 달러화는 너무나도 부족한 자금 시장의 풍경이다. 그나마 다행스러운 것은 외화 유출 가능성이 현실화되는 모습은 아직 확인되지 않고 있다. 달러 조달의 어려움은 가중되고 있으나, 증시와는 달리 원화채에 대한 순투자 포지션은 유지 중이다. 특히, 무위험 재정거래 유인은 보다 증대됐다. 단기물 투자 메리트가 존재함을 시사한다. 금리 인하에 따른 리스크 부각 가능성을 제한한다. 다음 정책 수단에 대한 시그널은 지속될 수 있겠다.

CRS 3년물과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, SK증권

월간 외인 원화채 순투자액과 3년물 Swap Basis



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK증권

