



금통위 실망감 불구하고 경기회복 기대는 유효

Why This Report

어제 금통위에서 정책 공조를 위한 금리인하를 기대했지만, 결과는 다소 실망스러웠습니다. 한국은행은 금리 인하 대신, 총액한도대출제도 개편이라는 미시적 대응을 통해 총액한도대출 한도를 3조원 늘리고 대출금리도 인하해 중소기업이 저금리로 자금을 원활하게 조달할 수 있는 정책을 발표했습니다. 금리동결로 경기회복 속도가 예상보다 느릴 수는 있겠지만, 추경 편성과 하반기 선진국의 본격적인 경기회복으로 인해 국내경기도 상저하고 형태를 보일 것이라는 전망에는 변함이 없습니다.

한국은행 금리동결, 하반기 경기회복과 물가상승 전망 반영

- 금리동결 배경은 향후 글로벌 경제가 점차 회복되면서 국내 경제도 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상되고, 하반기에는 물가상승 압력이 높아질 것으로 판단했기 때문
- 또한 금리인하 시 부동산으로 자금 흐름이 집중되고, 가계부채가 확대될 수 있는 부작용도 우려
- 올해 성장률 전망을 엔저와 대외 여건을 반영해 기존 2.8%에서 2.6%로 하향 조정. 내년 전망은 3.8%로 유지

총액한도대출제도 전면 개편, 기술력 뛰어난 중소기업에 저금리 대출 확대

- 금리인하를 통한 거시적 대응은 유동성이 부동산 등 자산시장으로만 유입될 수도 있는 부작용 발생 가능
- 한국은행은 총액한도대출제도 개편이라는 미시적 대응을 통해 원하는 곳(중소기업)으로 자금이 원활하게 유입되도록 하는 정책 결정
- 개편 목적은 창조형 중소기업 육성과 중소기업 금융비용 경감을 위해서이고, 개편 배경은 총액한도대출제도를 한국은행의 중요한 신용정책 수단의 하나로 재정립하기 위해서
- 한국은행은 기준금리를 이용한 통화정책을 주로 사용해왔었지만, 앞으로는 총액한도대출제도를 적극 활용해 신용정책을 중요한 정책 수단으로 활용할 예정
- 이번 조치로 기대되는 효과는 기술형창업지원 한도(3.0조원) 신설로 우수기술을 보유한 창업기업에 대한 은행의 대출이 6~12조원 정도 증가하고, 대출금리도 하락(금리 감면 폭 평균이 기존 25bp → 51bp로 확대)

IMF 4월 보고서, 선진국 완화된 통화정책 통한 경기 부양 권고

- 실업률이 물가에 미치는 영향이 최근 크게 감소했고, 물가안정(inflation targeting)을 추구하는 통화정책이 장기간 지속되면서 인플레이션 기대가 과거보다 크게 안정
- 이러한 조사 결과를 토대로 IMF가 제시한 '정책 권고'는 실업을 하락을 위해 공격적인 통화정책을 펼치더라도 물가에 큰 영향을 주지 않기 때문에 선진국은 경기부양을 위해 매우 완화된 통화정책을 지속해야 한다는 것

투자전략: IT, 소비재, 중소형주 등에 관심

- 선진국 회복기대로 IT 가장 매력적, 대체휴일제 등 통해 내수부양책 기대로 레저, 여행, 소비재 등도 유망
- 정부 중소기업 육성책과 총액대출한도 개편으로 수혜를 볼 수 있는 중소형주에도 관심

한국은행 금리동결, 하반기 경기회복과 물가상승 전망 반영

금융시장은 정부의 압박과 정책공조 기대로 11일 금통위에서 기준금리가 인하될 것으로 예상했으나, 한국은행은 예상외로 6개월짜 금리를 2.75%로 동결했다. 그러나, 자산버블을 우려하는 김중수 총재의 최근 발언들을 고려할 때 금리동결이 전혀 예상하지 못한 결과는 아니다.

한국은행의 금리동결 배경은 향후 글로벌 경제가 점차 회복되면서 국내 경제도 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상되고, 하반기에는 물가상승 압력이 높아질 것으로 판단했기 때문이다. 또한 금리인하 시 부동산으로 자금 흐름이 집중되고, 가계부채가 확대될 수 있는 부작용이 우려된 점도 금리동결에 영향을 준 것으로 보인다.

한국은행은 올해 성장률 전망을 엔저와 대외 여건을 반영해 기존 2.8%에서 2.6%로 하향 조정했다. 그러나, 내년 성장률 전망은 3.8%로 유지해 우리나라도 하반기 이후에는 성장세가 본격화될 것으로 전망했다.

올해와 내년 물가 전망은 각각 2.3%, 2.8%로 제시했다. 올해 상반기 물가는 무상보육 등 일시적, 제도적 요인에 힘입어 1.6%로 안정되었지만, 하반기에는 일시적, 제도적 요인 소멸과 경기회복으로 2.8%로 높아질 것으로 전망했다. 기대 인플레이션이 3%대 초반 수준에서 더 이상 하락하지 않고 있어 공급충격 발생시 물가상승 압력이 단기간에 확대될 소지가 있는 점도 금리동결 결정에 영향을 주었다.

겉으로 보면 한국은행의 금리동결이 경기부양을 추진하는 정부 정책과 ‘엇박자’라고 볼 수도 있겠지만, 박근혜 정부가 강조하는 경제정책이 물가안정, 중소기업 육성 등이고 이러한 목표를 달성하기 위해 한은이 금리동결과 총액한도대출 상향을 결정했기 때문에 양자가 추구하는 정책이 크게 다르지 않은 것으로 보인다.

한국은행 금리동결 배경, 하반기 이후 3%대 성장으로 회복

	2012년	2013년		2014년	
	연간	상반기	하반기	연간	연간
GDP	2	1.8	3.3	2.6 (2.8)	3.8 (3.8)
민간소비	1.7	2.3	2.6	2.5 (2.8)	3.3 (3.4)
설비투자	-1.9	-6.1	11.3	2.3 (2.7)	6.4 (6.4)
건설투자	-2.2	1.5	3.7	2.7 (2.5)	2.3 (2.0)
상품수출	3.8	4.5	5.9	5.2 (5.5)	8.3 (8.2)
상품수입	1.5	2.3	5.1	3.7 (4.0)	8.0 (8.0)

자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터
주: () 내는 2013년 1월 전망치

하반기 이후 물가 2%대 후반 전망

	2012년	2013년		2014년	
	연간	상반기	하반기	연간	연간
소비자물가	2.2	1.6	2.8	2.3 (2.5)	2.8 (2.8)
급식비·보육비 제외시	2.7	2	3.2	2.7 (2.8)	2.9 (2.8)
근원 소비자물가 (농산물, 석유류 제외)	1.6	1.6	2.6	2.1 (2.3)	2.7 (2.6)

자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터
주: () 내는 2013년 1월 전망치

지난 3월 28일 발표된 현 정부의 2013년 경제정책방향을 보게 되면, 선진국 수준의 2%대 구조적 물가안정 정착을 정책 목표로 제시한 바 있다. 새 정부는 물가안정을 상당히 중요시하며, 한은도 중기 물가안정을 위해 금리동결을 선택했다.

총액한도대출제도 전면 개편, 기술력 뛰어난 중소기업에 저금리 대출 확대

금리인하를 통한 거시적 대응은 유동성이 부동산 등 자산시장으로만 유입될 수도 있는 부작용이 있을 수 있기 때문에 한국은행은 총액한도대출제도 개편이라는 미시적 대응을 통해 원하는 곳(중소기업)으로 자금이 원활하게 유입되도록 하는 정책을 결정했다.

한국은행은 이번에 총액한도대출을 전면적으로 개편했는데, 개편 목적은 창조형 중소기업 육성과 중소기업 금융비용 경감을 위해서이고 개편 배경은 총액한도대출제도를 한국은행의 중요한 신용정책 수단 중 하나로 재정립하기 위해서이다. 지금까지 한국은행은 기준금리를 이용한 통화정책을 주로 사용해왔었지만, 앞으로는 총액한도대출제도를 적극 활용해 신용정책을 중요한 정책 수단으로 활용할 예정이다.

한국은행은 1994년 이후 은행이 취급하는 중소기업 대출의 일부(25~50%)를 저리로 지원해주는 총액한도대출제도를 운용하고 있다. 한국은행이 시중은행에 저리로 자금을 빌려주면, 은행들은 여기에 자기자금을 더해 중소기업에 대출해주고 있다.

주요 개편 내용은 우수기술을 보유한 업력 7년 이내의 창업기업 지원을 위해 3조원 규모의 기술형창업지원한도를 신설했는데, 이에 따라 총액한도대출의 한도를 현행 9조원에서 12조원으로 확대했다. 또 중소기업 금융비용 경감을 위해 총액한도대출의 금리를 현행 연 1.25%에서 연

총액한도대출 제도 개편, 기술형창업지원한도 신설과 무역금융지원한도 확대가 핵심

	한 도			지원 목적
	현행		조정후	
무역금융지원한도(증액)	0.75	→	1.5	수출금융 지원
결제자금지원한도(폐지)	0.75	→	-	결제자금 지원
신용대출지원한도	1		1	담보부족 기업 지원
지방중소기업지원한도	4.9		4.9	지방중소기업 지원
소계	7.5		7.5	
기술형창업지원한도(신설)	-	→	3	우수기술 보유 창업기업 지원
영세자영업자대출지원한도	1.5		1.5	영세자영업자 고금리 부담 경감
총계	9		12	

자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

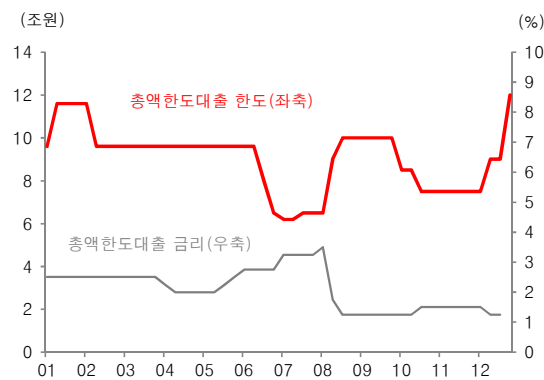
0.5~1.25%로 인하(기술형창업지원한도는 연 0.5%)했는데, 인하된 총액한도대출 금리는 기준금리 대비 약 0.18~0.36배 수준으로 제도 도입 이후 가장 낮은 수준이다.

이번 조치로 기대되는 효과는 기술형창업지원 한도(3.0조원) 신설로 우수기술을 보유한 창업기업에 대한 은행의 대출이 6~12조원 정도 증가할 것으로 예상(상업은행의 대출대비 한국은행 지원 비율이 25%~50%로 가정)된다. 그리고, 총액한도대출의 금리 인하로 지원대상 중소기업 대출금리가 크게 하락(금리 감면 폭 평균이 기존 25bp → 51bp 로 확대)하는 효과가 발생한다.

총액한도대출 개편에 대해 비판적인 시각도 없지 않다. 지금은 기업들의 돈줄이 말라 돈을 빌리지 못하는 상황이라기 보다는 경기 불확실성 때문에 투자를 주저하고 상황이기 때문이다. 이번 개편으로 총액한도대출 한도액이 역대 최대 규모이고, 대출금리도 역대 역대 최저금리이기 때문에 과거에 비해 파격적이라는 점에서 정책 효과를 기대해 볼 수도 있을 듯하다..

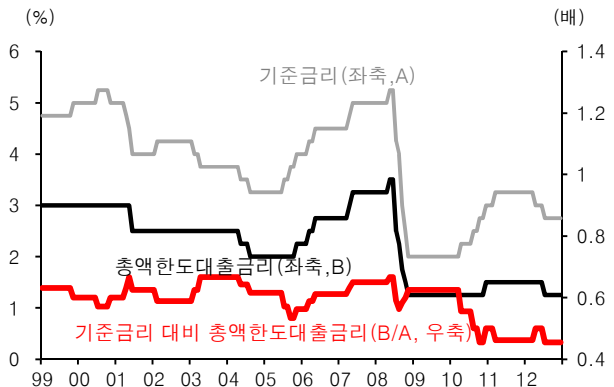
한편, 총액한도대출의 한도 증액에 따른 본원통화 증가분은 공개시장조작을 통해 환수될 것이다.

총액한도대출 한도 12 조원으로 역대 최대, 대출금리는 0.5~1.25%로 역대 최저



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

기준금리 대비 총액한도대출금리 또한 0.18~0.36 배로 역대 최저



자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터

IMF 4월 보고서, 선진국 완화된 통화정책 통한 경기 부양 권고

IMF 는 4월 9일(화) 발표된 보고서에서 글로벌 금융위기 당시에도 물가가 크게 하락하지 않는 등 선진국 물가가 안정된 이유를 다음 두 가지로 설명했다.

첫째, 1995년 이후 선진국 물가와 실업률 간의 관계를 나타내는 필립스 곡선(Phillips curve)이 수평(flat)에 가깝다. 이는 실업률이 물가에 미치는 영향이 최근 크게 감소했다는 것을 의미하며, 물가에 영향을 주기 위해서는 경제활동이 매우 활발해져 실업률이 크게 감소해야 한다.

둘째, 물가안정(inflation targeting)을 추구하는 통화정책이 장기간 지속되면서 인플레이 기대가

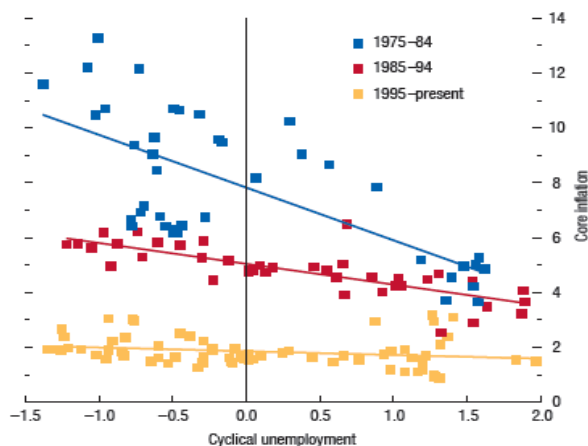
주식시장 투자전략

과거보다 크게 안정되었다.

1970년대와 1980년대에는 인플레이 압력이 컸고, 물가와 실업률 간의 역의 상관관계가 뚜렷했다. 1985~1994년 사이 중앙은행들이 물가안정(inflation targeting) 정책을 쓰기 시작하면서 물가가 안정되었고, 1995년 이후에는 선진국 물가가 2% 수준으로 안정되었고 필립스 곡선이 플랫(flat)하게 되었다.

이러한 조사 결과를 토대로 IMF가 제시한 ‘정책 권고’는 실업률 하락을 위해 공격적인 통화정책을 펼치더라도 물가에 큰 영향을 주지 않기 때문에 선진국은 경기부양을 위해 매우 완화된 통화정책을 지속해야 한다는 것이다. 과거에는 실업률과 물가 간의 역의 상관관계가 뚜렷했기 때문에 경기부양을 하면 실업률이 낮아지면서 인플레이 압력이 높아지는 부작용이 있었으나, 최근에는 인플레이에 큰 영향없이 경기부양이 가능하다는 것이다.

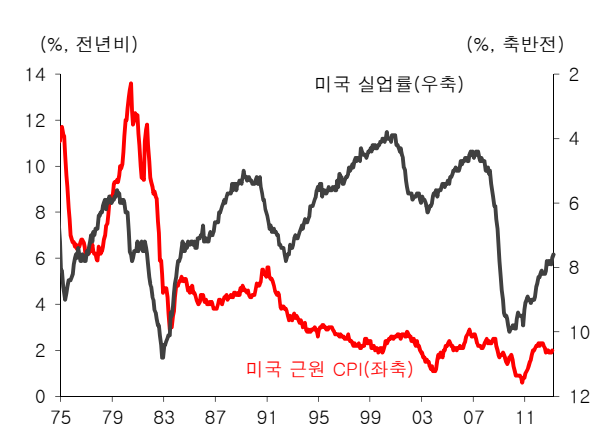
1970년대와 1980년대 선진국 실업률과 물가의 역의 상관관계 뚜렷했으나, 최근에는 실업률이 물가에 크게 영향 주지 않아



자료: IMF, 동양증권 리서치센터

주: 각각의 사각형 점은 선진국들의 물가와 실업률 평균(분기 데이터)

1970년대와 1980년대 경기부양 시 실업률 하락했지만 물가상승. 그러나, 2000년대는 경기부양해도 물가 2% 내외로 안정



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

IMF의 정책 권고로 선진국(G7) 중앙은행의 공격적인 통화정책 공조 기대감이 높아졌고, 1분기 실적 기대감도 있어 글로벌 증시는 미국 경제지표 둔화에도 불구하고 상승 흐름을 이어가고 있다.

Fed, BOJ가 개방형 QE를 통해 대규모 유동성을 공급하는 가운데, 경제지표 부진이 지속될 경우 ECB가 이르면 5월 경기부양을 위한 대응책을 준비 중이고, 오는 7월에는 캐나다 중앙은행 총재 출신인 마크 카니(NGDP 타게팅 등 매우 공격적인 통화정책 추구하는 인물)가 BOE 총재로 내정되어 있어 미국을 비롯한 주요국 증시는 선진국 통화정책 기대감으로 큰 조정 없이 상승 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

투자전략 II, 소비재, 중소형주 등에 관심

시장에선 정부의 압박과 정책공조가 이루어질 것이라는 기대로 금리인하 기대감이 높았지만, 자산버블을 우려하는 김중수 총재의 발언을 고려할 때 전혀 예상치 못한 결과는 아니다. 최근 국내 증시가 조정을 받는 과정에서 북한 도발, 엔화 약세, 중국 부동산규제 강화 등이 크게 영향을 주긴 했지만, 금리인하를 통한 정책공조가 이루어지지 않을 수도 있다는 불안감도 어느 정도 반영되었다고 생각한다.

그리고, 북한 도발 가능성은 아직 남아 있지만, 이미 이를 반영해 조정을 받은 상황이고 어느 정도 내성이 생겼기 때문에 밸류에이션 매력에 높아진 현 주가 수준에서는 매수 관점으로 접근할 필요가 있다고 판단된다.

유로존 경기침체가 지속, 미국 ISM 제조업 및 서비스업 지수, 고용지표 등 주요 경제지표가 둔화되고 있는 상황임에도 불구하고 미국증시가 연일 신고점을 경신하고 있어 올해도 과거 3년처럼 봄에 큰 조정이 오는 것이 아닌가 불안해하는 투자자들도 있을 것이다. 그러나, 지난 9일 IMF 권고처럼 이미 Fed와 BOJ 등 선진국 중앙은행들이 고용회복을 위해 적극적인 경기부양책을 펴고 있고, 이르면 5월 ECB 추가 대책이 기대되고, 7월 BOE 총재 교체 후 공격적인 통화정책은 이미 기정 사실화 되어 있기 때문에 올해 글로벌 증시는 지난 3년과 다른 양상을 보일 것이다.

향후 금리인하 기대감은 약화되었지만, 추경 편성과 하반기 선진국 경기회복이 본격화로 국내경기도 상저하고 형태를 보일 것이라는 전망에는 변화가 없다.

선진국 경기회복으로 수출 대형주 중 IT 섹터가 여전히 가장 매력적이고, 정부가 물가안정, 대체휴일제등을 통해 내수부양 정책을 추진하고 있어 이에 따른 정책 수혜가 기대되는 레저, 여행, 소비재 등에도 관심을 가질 필요가 있다.

그리고, 정부 중소기업 육성책과 총액대출한도 개편으로 수혜를 볼 수 있는 코스닥과 중소형주에도 지속적인 관심을 가질 필요가 있다.