

투자 포커스

한은 금통위의 선택: 금리안정 vs 환율안정

Economist 박형중 769-3091 econ4u@daishin.com

한은, 기준금리를 추가로 내릴 수 있을까?

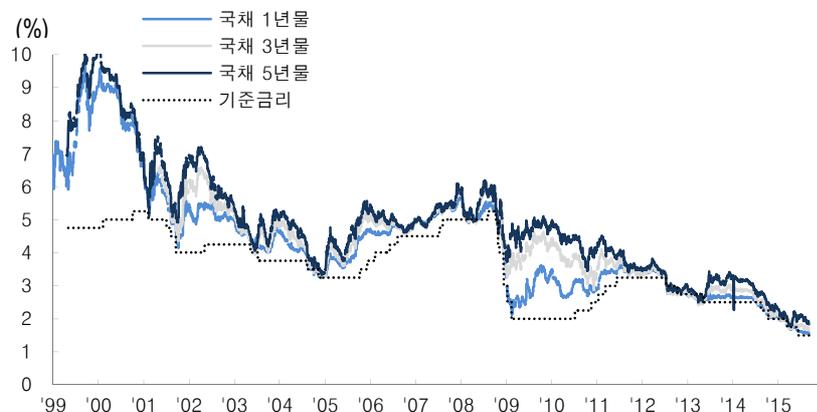
이번 주에 한은 금통위가 열린다. 기준금리를 추가로 내릴 수 있을지에 대해서는 논란이 여전하지만 필자는 한은이 9월 금통위에서 기준금리를 인하할 가능성이 있다고 보며, 설령 9월에 기준금리가 인하되지 않더라도 연내에 추가 인하 가능성을 염두에 두어야 한다고 판단한다.

필자의 예상과는 다르게 금융시장 참가자의 대체적인 전망은 앞으로 한은이 기준금리를 인하하는 것은 어렵지 않겠느냐는 쪽이 우세한 것 같다. 한은이 기준금리를 내리지 않을 것이라 보는 시각에서 '부진한 경기'와 '낮은 인플레이션' 등이 기준금리 인하 요인이라는 사실을 인정하면서도 기준금리 추가인하 가능성을 낮게 보는 것은 대략 다음의 세 가지 이유에 기인하는 듯하다.

- 1) 첫째, 과거 한국과 미국의 통화정책은 동조성을 보여왔으므로 미국이 금리를 인상한다면 한국 역시 시차를 두고 기준금리를 올릴 수 밖에 없으며,
- 2) 둘째, 미 금리인상과 중국경기 불안으로 자본유출과 환율상승 우려가 커지는 상황에서 금융불안을 확대시킬 수 있는 추가 금리인하는 바람직하지 않으며,
- 3) 셋째, 이미 1,100조원을 넘어서며 한국경제에 부담이 되고 있는 가계부채 문제를 한은이 금리결정 과정에서 반영할 가능성이 있다는 점 등이

이제는 금리인하 가능성이 희박하다고 주장하는 측의 근거이다.

그림 1. 한은 기준금리 인하 가능할까?



자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 리서치센터

한국과 미국의 경기여건 차이: 통화정책 차별화 가능

필자의 판단으로는 기준금리 인하 가능성을 낮게 보는 시각에서 제시하는 첫번째 이유는 설득력이 없다고 본다.

과거 한국과 미국의 통화정책 동조성이 강했던 이유는 미국과 한국 경기가 서로 상관성이 높았기 때문이지만 지금은 전혀 그런 상황이 아니어서 과거의 경험적 사실을 바탕으로 앞으로의 한은 통화정책을 전망하는 것은 의미가 없다고 판단하기 때문이다.

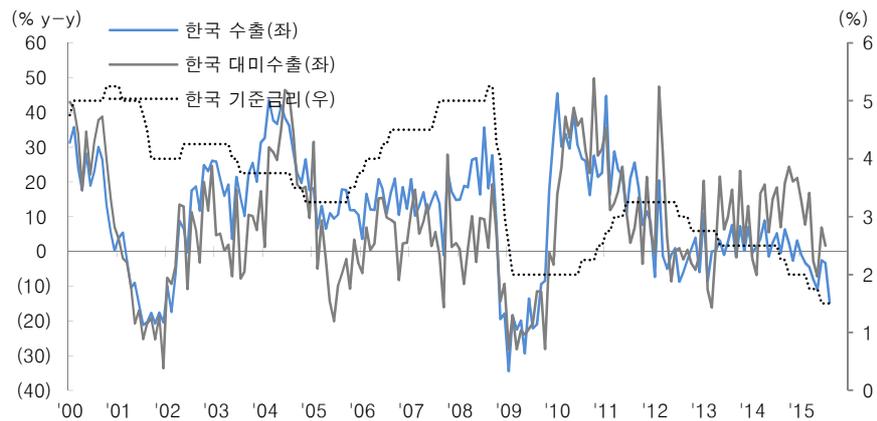
금융위기 이전만 하더라도 미국의 경기회복(후퇴)은 한국의 경기회복으로 이어졌던 까닭에 한국의 통화정책은 자연스럽게 시차를 두고 미국의 그것과 동조화 경향이 나타났었다. 그러나, 지금은 미 경제회복이 한국경제에 미치는 파급효과가 거의 나타나지 않고 있다. 미국은 금리인상을 고려할 만큼 경기가 안정세에 있어 금리인상 시기를 저울질하고 있는 반면 한국은 여전히 높은 경기하방 리스크에 노출되어 있다.

지금의 경제환경에서는 한국이 미국의 통화정책을 따를 것으로 볼 이유가 없다. 한국의 최대수출국인 중국의 경기둔화에 따른 위험이 더 크므로 중국 통화정책과의 동조화 가능성이 차라리 더 높을 수 있다.

한국과 미국간 구조적 관계 변화 뿐만 아니라 한국경제 내의 구조변화도 함께 감안해야 한다.

고령화, 생산가능인구 감소, 잠재성장률 하락 등은 미국과는 다르게 한국에서 나타나는 현상이다. 이에 대한 통화정책적 대응이 필요한 한국에서는 미국이 금리를 올리더라도 오히려 금리를 내려야 하는 압력이 더 강할 수 있다.

그림 2. 지금의 경제환경에서는 한국이 미국의 통화정책을 따를 것으로 볼 이유 없어



자료: 한국은행, 통계청, 대신증권 리서치센터

한은이 기준금리를 인하할 것으로 예상하는 이유

금리인하 가능성이 낮다는 시각에서 제시하는 두번째와 세번째 이유는 한은이 기준금리 인하를 꺼릴 수 있다는 합리적 의심을 갖기에 충분한 것임은 필자도 공감한다. 한은의 추가 금리인하는 가계부채 증가세를 확대시킬 위험이 높고 환율 상승(원화약세) 압력을 높일 수 있다는 데에 동의한다.

그럼에도 불구하고 한은이 기준금리를 추가로 인하할 가능성을 높게 보는 까닭은 다음과 같다.

첫째, 가계부채 문제는 통화정책으로 관리가 가능한 수준을 이미 벗어났다고 보기 때문이다.

저금리의 지속은 가계의 차입의지를 조장하고 가계부채를 증가시키는 요인임은 분명하다. 그렇다 하더라도 한은이 가계부채 증가세를 억제하기 위해서 통화정책의 변화(금리인상 혹은 금리인하 중단)를 피한다면 이는 취약 가계 및 금융권의 부실을 증폭시킬 수 있다. 이미 한국 가계는 가처분소득 대비 1/4 이상을 원금과 이자를 갚는 데에 쓰고 있다. 가처분소득 대비 원금과 이자의 상환 비율은 앞으로도 상승할 가능성이 있다. 지금껏 이자만 내던 가계를 앞으로는 원금과 이자를 동시에 상환하도록 하려는 것이 정부의 정책방향이어서 향후 가계의 원리금 상환 부담은 커질 것으로 예상되기 때문이다.

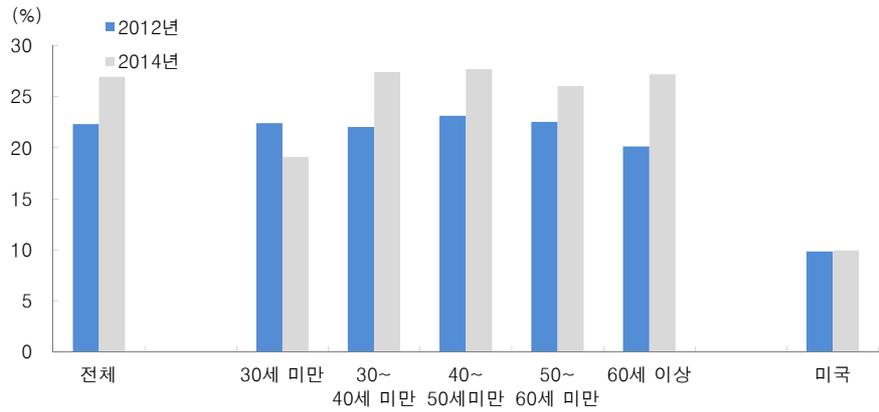
이러한 상황에서는 조그만 금리상승 충격에도 가계는 매우 취약한 상황에 놓일 수 밖에 없다. 앞으로는 가계부채 증가 리스크보다 가계부실 리스크를 차단하는 것이 더 중요한 정책 목표로 부상할 것이다. 한은은 가계부채 확대 위험을 지더라도 금리수준을 어쩔 수 없이 낮게 유지해야 할 정책적 필요가 더 높다.

둘째, 금리인하 시 환율상승(통화가치 하락) 위험은 피할 수 없으나 아직은 용인 가능한 수준에 있기 때문이다.

주변 신흥국들의 경우, 달러대비 환율은 이미 지난 금융위기 당시 수준까지 상승했거나 사상 최고치를 경신한 국가들이 꽤 있다. 그러나 한국의 경우 원/달러 환율이 1,200원을 넘어섰지만 금융위기 당시와 비교하면 여전히 여유가 있다.

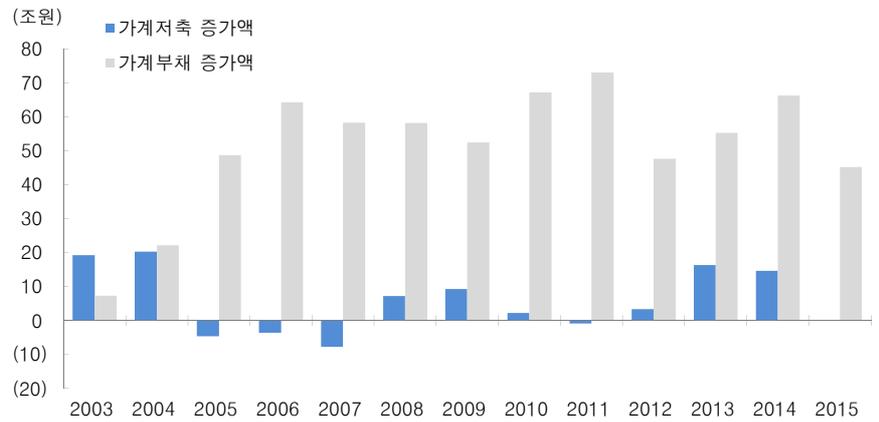
환율 상승은 한국경제의 펀더멘털(기초체력)에 대한 신뢰가 낮다는 의미이므로 이를 달갑게 보기는 어렵지만 환율이 추가로 상승하더라도 부담이 되는 수준은 아니고, 환율상승(원화약세)을 유도해 수출기업을 지원하려는 정부의 의도도 존재하는 만큼 환율요인이 한은 금통위의 금리인하 결정에 심각한 장애요인이 되지는 않을 것으로 판단한다.

그림 3. 한국 가계의 가처분소득대비 원리금 상환부담, 앞으로도 상승할 전망



자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

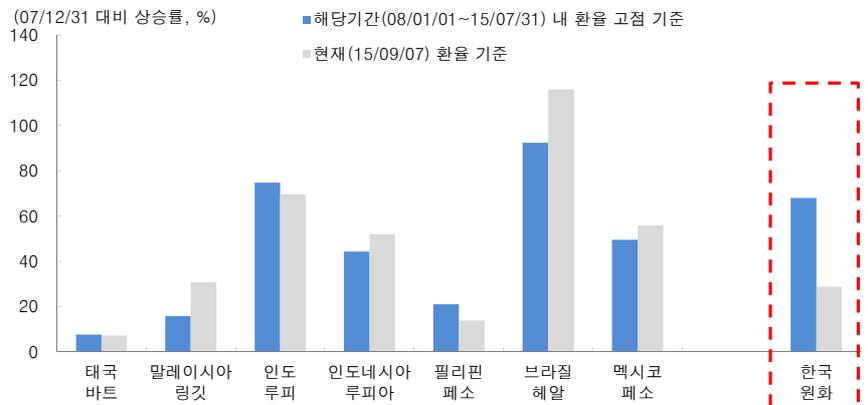
그림 4. 한국, 가계저축액 및 가계부채 증가액 비교, 금리상승시 가계 부실화 위험 높아



자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

주: 2015년 가계부채 증분은 6월까지 기준

그림 5. 다른 신흥국에 비해 다소 여유있는 원/달러 환율 수준



자료: Thomson Reuters, 대신증권 리서치센터

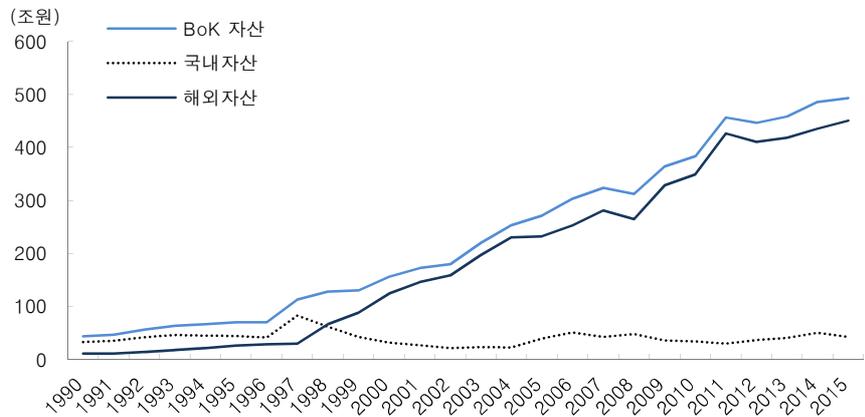
한국식 양적완화 가능성도 열어놓을 필요

한은이 보유하고 있는 자산 중 90% 이상은 해외자산이며, 국내자산 비중은 9%에 불과하다. 만일 한은 금통위가 경기를 부양하고, 금리를 안정시키려는 의지가 있다면 해외자산 비중을 줄이고, 국내자산 비중을 늘리는 방법(국내 채권 및 모기지 채권 매입)으로 금리인하를 대신할 가능성도 있다.

한국식 양적완화라고도 부를 수 있는 이러한 정책을 한은이 펼 지 아직은 미지수다.

그러나, 구조적 저성장 국면에 진입하고 있는 한국경제가 활로를 찾기 위해서는 한은 금통위의 통화정책적 대응이 반드시 필요한 시기라는 점을 고려한다면 한은이 금리인하 말고도 새로운 통화정책을 시도할 가능성을 배제하기는 어렵다.

그림 6. 한은보유 해외자산 축소하고 국내자산 늘리면 금리인하 효과 얻을 수 있어



자료: BoK, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.