



## 매파적 동결(?)이 디폴트 옵션

- 5월 금통위, 만장일치로 동결에 나섰으나 다소 매파적 색채 관찰
- 올해 성장률 전망은 낮추고 근원물가 전망치는 상향 조정
- 추가인상 가능성은 열어 뒀지만 향후 인상 여력은 제한적일 것

### 한국은행 금통위, 3번 연속 기준금리 동결

5월 금통위에서 기준금리가 동결됨에 따라 한국은행 기준금리는 3.5%로 유지됐다. 이번까지 합하면 2월, 4월에 이어 3번째 동결이다. 물가 상승세 둔화 흐름이 예상 범위 내에서 이어지고 있고, 지금까지 누적된 긴축이 물가와 경기에 미치는 영향을 관찰해야 할 시점에 도달했다는 점이 동결 결정의 배경이다.

### 불확실성 높은 환경 반영해 이번에도 추가 금리인상 여지는 남겨

한은 총재의 기자회견에 따르면 금통위원들은 만장일치로 금리 동결을 결정했음에도 불구하고 최종금리 수준을 3.75%까지 열어둘 필요성에 모두 동의했다. 총재 역시 기자회견에서 추가 금리 인상을 못한다고 생각하면 안된다고 발언하는 등 다소 매파적인 모습을 보였다. 금리인하와 관련해서도 물가가 확실하게 2% 목표로 수렴한다는 증거가 있기 전까지 인하 시기를 언급하는 것은 시기상조라고 발언했다.

한은과 금통위원들의 관점에서 보면 근원물가의 하방경직성에 따른 물가 향방의 불확실성이 남아있고, 미국 경제와 연준의 행보(추가 금리인상)를 둘러싼 불확실성도 여전히 높아 동결과 비둘기파적 스탠스 조합을 채택하기는 쉽지 않은 환경이다. 당분간 동결과 매파적 스탠스의 조합이 디폴트 옵션이 될 것이다. 이러한 조합은 한은 뿐만 아니라 연준의 6월 FOMC에서도 관찰될 전망이다.

### 경제성장률 전망치는 하향 조정했으나 당사 전망치 대비 낙관적

한은은 올해 경제성장률을 1.6%(2월 전망치)에서 1.4%로 하향 조정했다. 당초 예상보다 중국 경기 회복에 따른 긍정적 파급효과 가시화가 지연되고 있음을 감안해 성장률을 하향 조정한 것이다.

다만, 우리는 성장률 하향 조정에도 불구하고 한은의 전망치가 당사 전망치 대비(1.2%) 다소 낙관적이라고 판단한다. 한은의 성장률 전망이 현실화 되려면 하반기에 GDP 성장률이 전분기 대비 평균 약 0.8% 성장해야 하는데[그림 3] 한국 경기가 순환시계상의 하강 국면에 진입[그림 6] 해 있음을 감안할 때 달성하기 쉽지 않은 수치다.

최제민

jmchoi@koreainvestment.com

이남강, Ph.D

nglee@koreainvestment.com

문다운

dawoon0803@koreainvestment.com

## 헤드라인 물가 전망은 유지, 근원물가 전망은 상향 조정

한편, 한은은 헤드라인 물가 전망치는 유지했지만 근원물가는 3.0%에서 3.3%로 상향 조정했다. 당초 예상보다 양호한 서비스업 경기와 고용시장, 비용인상압력의 파급효과 등을 고려한 결정임을 밝혔다.

이번 금통위가 3번째 동결 단행에도 불구하고 매파적 선택을 띤 주요 원인 중 하나가 근원물가 상향 조정이다. 기저효과가 크게 작용하면서 둔화세를 이어갈 것으로 전망되는 헤드라인 CPI와 달리 보다 기초적인 물가 흐름을 나타내는 근원 CPI의 하방경직성은 물가안정을 최우선순위에 두고 있는 한은 입장에서는 큰 부담 요인이기 때문이다.

작년 2~3분기에 높은 수준을 기록했던 유가와 식품가격의 기저효과로 헤드라인 물가의 하향 안정화는 무리없이 진행될 것이다. 다만, 유가와 식품가격을 제외한 근원물가는 여전히 양호한 서비스업과 고용시장 등의 여파로 둔화 속도가 더딜 수 밖에 없다. 우리는 하반기에 국내 경기가 내수(특히, 소비) 중심으로 약화될 것으로 보고 있어 근원물가의 상방 리스크가 제한적일 것으로 전망하고 있지만 불확실성이 여전히 높은 상황이다. 향후 근원물가에 대한 지속적인 관심이 요구된다.

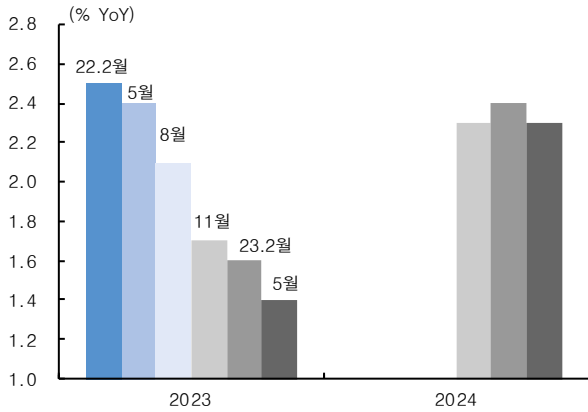
## 추가 금리인상 가능성 열어 뒀지만 인상 여력은 제한적

앞서 언급한대로 금통위원들은 근원물가와 연준의 통화정책 경로에 내포된 높은 불확실성을 감안해 추가 인상 여지를 남겨두겠다는 입장이다. 이러한 금통위의 입장은 어찌 보면 너무나 당연하고 통화정책을 운용하는 입장에서는 적절한 스탠스로 판단된다.

다만, 대내외 경기 불확실성이 높고, 지금까지 누적된 긴축만으로도 가계부채가 많고 금리 민감도가 높은 우리 경제가 느끼는 부담이 높은 상황이다. 특히, 이번 한국은행 전망 보고서에서 분석한 것처럼 깡통전세와 역전세 중 올해 하반기와 내년 하반기에 만기가 도래하는 규모가 각각 38%, 28%에 달한다는 점도 부담 요인이다. 부동산 경기 부진이 이어지는 가운데 비은행 기업대출 연체율도 빠르게 증가하고 있다.

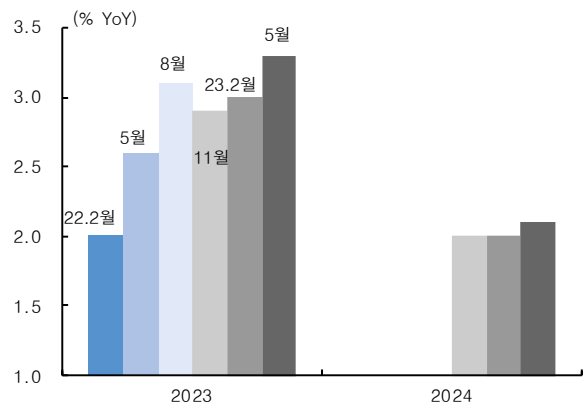
이러한 점들을 종합해보면 우리 경제가 추가적인 금리인상을 감내하기는 쉽지 않은 상황이고 이에 따라 한은 역시도 예외적인 상황(물가 재차 급등, 연준의 추가 금리인상 등) 아니라면 인상 보다는 동결 기조 유지에 무게를 둘 전망이다.

[그림 1] 한은, 경제성장률 전망치 계속해서 하향 조정 중



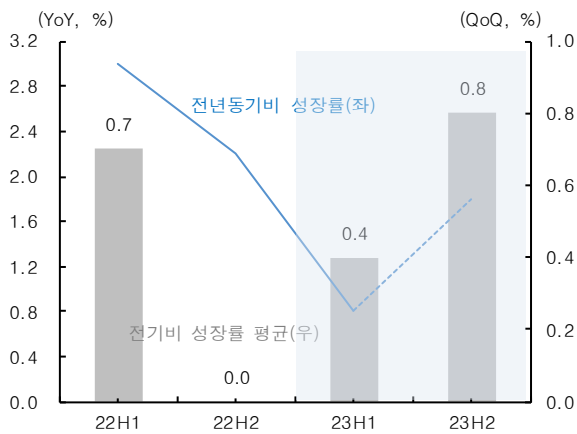
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 2] 올해 근원물가 전망치는 상향 조정 중



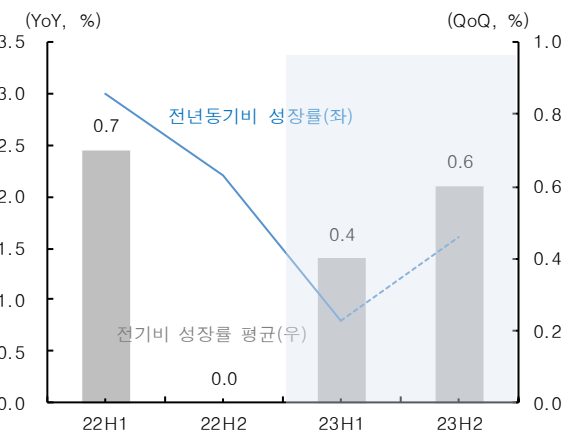
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 3] 한은 성장률 전망치(1.4%) 경로



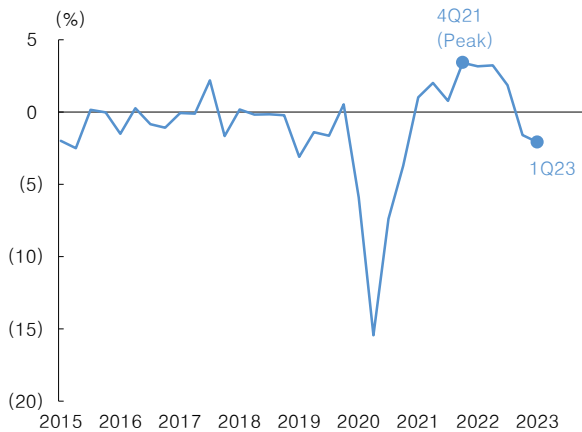
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 4] 한투 성장률 전망치(1.2%) 경로



자료: 한국투자증권

[그림 5] 한국: 성장순환 추이



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 6] 한국: 성장순환시계



자료: 한국투자증권

<표 1> 통화정책방향 문구 변화

항목	2023년 4월	2023년 5월
<b>정책결정</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준금리 인상/인하 폭: 동결</li> <li>- 기준금리: 3.5%</li> <li>- 금리 결정 사유: 물가상승률의 둔화 흐름이 이어지겠지만 목표수준을 상회하는 오름세가 상당기간 이어질 것. 주요국 금융부문 리스크 증대되는 등 정책 여건 불확실성 높아 금융안정 상황 및 여타 불확실성 요인들의 전개상황을 점검하면서 판단하는 것이 적절</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준금리 인상/인하 폭: 동결</li> <li>- 기준금리: 3.5%</li> <li>- 금리 결정 사유: 물가상승률의 둔화 흐름이 이어지겠지만 목표수준을 상회하는 오름세가 상당기간 이어질 것. <b>추가 인상 필요성은 대내외 정책 여건 변화를 점검하며 판단할 것</b></li> </ul>
<b>세계경제</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인플레이션: 둔화 지속되고 있으나 여전히 높은 수준이며 근원물가는 상대적으로 더디게 둔화되고 있음</li> <li>- 경기: 미국 실리곤밸리 은행 파산 사태로 주요국에서 금융부문의 리스크 증대 및 경기 하방 위험 커짐.</li> <li>- 국제금융시장: 금융부문 리스크와 미 연준 통화정책에 대한 기대 변화에 영향받아 주요 가격변수의 변동성 크게 확대. 미 달러화는 3월 초까지 강세를 나타내다가 금융불안 영향으로 미 연준의 긴축 약화 기대로 약세</li> <li>- 향후 전망: 금융부문의 리스크 상황, 주요국의 통화정책 변화 및 달러화 움직임, 방역정책 완화 이후 중국경제의 전개 상황, 지정학적 리스크에 영향 받을 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인플레이션: 둔화 지속되고 있으나 여전히 높은 수준이며 근원물가는 상대적으로 더디게 둔화되고 있음</li> <li>- 경기: <b>주요국의 통화긴축 기조 지속, 은행부문의 신용공급 축소</b> 등으로 성장세가 점차 둔화될 것.</li> <li>- 국제금융시장: 미 달러화가 미 연준의 금리인상 종료 가능성 시사 등으로 약세를 보이다가 <b>5월 중순 이후 시장 예상을 상회하는 경제지표, 미국 부채한도 협상 등에 영향</b> 받으며 등락.</li> <li>- 향후 전망: <b>글로벌 인플레이션의 둔화 속도, 주요국의 통화정책 변화 및 미 달러화 움직임, 미국 중소형은행 리스크와 부채한도 협상, 중국경제의 회복</b> 상황등에 영향 받을 것</li> </ul>
<b>국내경제</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 성장률: 지난 2월 전망치(1.6%) 소폭 하회 예상. 글로벌 경기 둔화, 금리 상승이 주된 이유.</li> <li>- 수출: IT 경기부진 심화로 큰 폭의 감소세</li> <li>- 소비: 지난해 4/4분기 부진 이후 다소 회복</li> <li>- 고용: 전반적으로 양호하나 경기 둔화로 취업자수 증가폭 축소</li> <li>- 향후 전망: 하반기 이후 중국 및 IT 경기 회복이 예상되나 불확실성이 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 성장률: <b>지난 2월 전망치(1.6%)를 하회하는 1.4% 예상.</b></li> <li>- 수출: <b>수출과 투자 부진 지속</b></li> <li>- 소비: <b>서비스 중심의 완만한 회복세</b></li> <li>- 고용: 전반적으로 양호하나 경기 둔화로 취업자수 증가폭 축소</li> <li>- 향후 전망: 하반기 이후 중국 및 IT 경기 회복이 예상되나 불확실성이 높음</li> </ul>
<b>소비자물가</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 헤드라인 CPI: 4.2%</li> <li>- 석유류 가격: 가격 하락폭 확대</li> <li>- 유틸리티: -</li> <li>- 식품 가격: 가공식품 가격 오름세 둔화</li> <li>- 근원 CPI: 3월 중 4.0%</li> <li>- 단기 기대인플레이션율: 3.9%</li> <li>- 향후 전망: 국제유가 기저효과, 수요압력 약화의 영향으로 2/4분기 이후 3%대로 낮아질 것. 연말 기준 3.5%. 다만 근원 CPI는 2월 전망(3.0%)을 다소 상회할 가능성이 큼</li> <li>- 향후 변수: 국내의 경기 둔화 정도, 공공요금 인상 폭, 국제유가 및 환율</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 헤드라인 CPI: <b>3.7%</b></li> <li>- 석유류 가격: 가격 하락폭 확대</li> <li>- 유틸리티: -</li> <li>- 식품 가격: 가공식품 가격 오름세 둔화</li> <li>- 근원 CPI: 5월 중 4.0%</li> <li>- 단기 기대인플레이션율: 5월 중 <b>3.5%</b></li> <li>- 향후 전망: 국제유가 기저효과 등으로 상당폭 낮아졌다가 <b>이후 소폭 높아져</b> 연말까지 3% 내외에서 등락 보일 것. 연간으로는 지난 전망치인 3.5%에 부합. <b>근원 CPI는 누적된 비용인상 압력, 양호한 서비스 수요 등으로 2월 전망(3.0%)을 상회하는 3.3%로 전망</b></li> <li>- 향후 변수: 국내의 경기 둔화 정도, 공공요금 인상 폭, 국제유가 및 환율</li> </ul>
<b>금융 및 외환시장</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융시장 동향: 국제금융시장 움직임에 주로 영향받으며 주요 가격변수의 변동성이 확대</li> <li>- 채권: 장기시장금리는 3월 초까지 상승했다가 실리곤밸리 은행 사태 이후 큰 폭 하락</li> <li>- 환율: 무역수지 흐름, 주요국 금융불안 우려, 미 연준 긴축에 대한 기대 약화 등에 영향을 받으며 상당폭 등락</li> <li>- 가계대출: 감소 지속되고 있으나 감소 폭은 축소</li> <li>- 부동산: 수도권 및 지방 모두 하락세 지속되고 있으나 감소 폭은 축소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융시장 동향: 국제금융시장 움직임에 주로 영향받으며 주요 가격변수의 변동성이 확대</li> <li>- 채권: 장기시장금리는 3월 초까지 상승했다가 실리곤밸리 은행 사태 이후 큰 폭 하락</li> <li>- 환율: 무역수지 흐름, <b>미 연준 정책금리 인상 종료 기대, 미 부채한도 협상</b> 등에 영향을 받아 다소 상승</li> <li>- 가계대출: <b>소폭 증가</b></li> <li>- 부동산: <b>하락폭 축소</b></li> </ul>
<b>향후 통화정책</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책 운용 방향: 물가 목표수준 및 금융안정 유지</li> <li>- 물가 전망: 물가 상승률 둔화 흐름이 이어지겠지만 목표수준(2%)을 상회하는 오름세가 상당기간 지속</li> <li>- 방향성: 긴축기조 이어감, 정책 여건의 불확실성 높음</li> <li>- 주요 관찰: 성장의 하방위험과 금융안정, 금리인상 파급효과, 인플레이션 둔화 속도, 주요국들의 통화정책 변화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책 운용 방향: 물가 목표수준 및 금융안정 유지</li> <li>- 물가 전망: 목표수준(2%)을 상회하는 오름세가 상당기간 지속</li> <li>- 방향성: 긴축기조 이어감, 정책 여건의 불확실성 높음</li> <li>- 주요 관찰: 성장의 하방위험과 금융안정, 금리인상 파급효과, 인플레이션 둔화 속도, 주요국들의 통화정책 변화</li> </ul>

자료: 한국투자증권

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.