하나채권

[7월 금통위 프리뷰]
반응 함수에 변화가 없다면, 긴축 기조도 마찬가지

- **과거 포워드 가이던스의 부작용을 지적했던 신 총재. 지금은 긴축 신호를 강하게 제시**
- **한은의 반응 함수를 고려할 때, 긴축 가이던스가 약해질 근거가 부족**
- **7, 8월 연속 인상 우려 완화되더라도 국채 금리는 여전히 상방 리스크 우위**

Fed/ECB와 달리 한은의 선제적 가이던스는 분명

글로벌 통화정책의 화두는 선제적 안내(forward guidance)와 반응 함수(reaction function)다. 워시 연준 의장은 포워드 가이던스 폐기를 시사했다. 더 나아가 어떠한 변수들이 통화정책(기준금리)을 결정하는지, 즉 반응함수에 대한 커뮤니케이션도 꺼리고 있다. 그는 금융시장이 데이터를 보고 판단한 후 이를 '가격'에 반영하면, 중앙은행이 시장의 '가격(신호)'을 중요한 정보로 활용할 수 있다고 설명한다. 반면 라가르드 ECB 총재의 입장은 조금 다르다. 신트라 포럼에서 포워드 가이던스의 가치는 감소했으나 'Framework(≒반응함수)' 가이던스는 중요하다고 강조했다. 실제로 ECB는 시나리오 분석을 강화하면서 명시적인 가이던스보다 반응함수를 중심으로 시장과 커뮤니케이션하고 있다.

사실 워시의 포워드 가이던스 폐기 주장은 신현송 총재의 과거 연구 결과를 그대로 옮은 것 같은 느낌이 들 정도다. 과거 신 총재의 대표적인 연구의 결론은 중앙은행의 '공공 신호'는 경제 주체들의 과잉 반응을 유발하여 사회적 후생을 저하시킬 수 있다는 것이다. 특히 공공 신호의 정확도가 낮을수록 그 현상이 심화된다. 통화정책 용어로 다시 쓰면, 전망의 불확실성이 큰 상황에서 중앙은행이 가이던스(공공 신호)를 제공하면 금융시장이 그 정보에 과도하게 반응해 변동성을 키울 수 있다. 또한 시장의 가격이 중앙은행의 가이던스를 반영한 것에 불과하므로 중앙은행은 시장으로부터 유용한 신호를 얻지 못하게 된다.

그런데 신현송 총재가 취임한 이후 한국은행은 주요국 대비 상당히 강력한 가이던스를 제시하고 있다. 5월 점도표를 시작으로 한은 총재는 기회가 생길 때마다 긴축 기조를 강조했다. 부작용을 누구보다 정확히 인지하고 있는 **신 총재가 가이던스를 강하게 제시하는 이유는 현재 '반응 함수'를 고려할 때 긴축 가이던스가 틀릴 위험이 낮다고 판단**하고 있기 때문이다.

한은의 반응 함수가 바뀌지 않으면, 긴축 기조가 약화될 유인도 제한적

금주 금통위에서 만장일치로 기준금리 25bp 인상이 예상된다. 채권시장은 인상보다 총재의 긴축 가이던스에 집중하고 있다. 한은이 가이던스를 강하게 제시해온 만큼 가이던스에 변화가 생기면 변동성도 커질 것이다. 다만 한은의 반응 함수를 고려할 때, **긴축 기조가 약화될 유인은 제한적**이다.

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

현재 한은의 반응함수에 포함된 변수는 성장, 물가, 부동산, 환율 총 4가지다. (1) 성장의 경우 반도체 호황의 지속성이 더 강해지고 이에 따른 낙수 효과를 예상하고 있다. 반도체 주가가 소폭 부진했을 뿐 AI 투자 사이클에 대한 전망이 변하기는 어려운 상황으로 보인다. 또한 6월 반도체 '제외' 수출 증가율도 전년동기비 28% 증가하는 등 **성장에 대한 평가가 나빠질 가능성은 희박**하다.

(2) 물가 측면에서는 수요 측 인플레이션을 우려하고 있다는 점이 특징이다. 한은의 반응함수가 유가發 인플레이션에 큰 가중치가 부여됐다면, ECB/BoE 등과 같이 최근 유가 하락에 따라 긴축 가이던스가 약화될 수 있을 것이다. 그러나 한은은 이미 **유가 안정 이후 임금 상승發 인플레이션 압력을 우려**하고 있는 단계다. 이 우려가 완화되지 않으면 한은의 긴축 기조도 변하기 어렵다. 또한 한국은행은 유가 안정 속도에 대해서도 보수적인 입장을 갖고 있는데, 최근 유가가 소폭 반등한 점까지 고려하면 더욱 그렇다.

그 다음은 (3) 주택가격과 (4) 환율이다. 그동안 부동산 가격과 환율 급등 시 통화정책이 그 원인으로 종종 지목되어왔다. 인과관계를 떠나서 한은 입장에서는 최소한 부동산과 외환 가격 상승을 부추기지 않는다는 시그널을 보낼 유인이 매우 크다. 게다가 정부가 부동산 가격과 환율 안정을 위해 갖가지 대책을 내놓고 있는 상황에서 한국은행이 **부동산과 외환 '가격'에 과도한 가중치를 부여할 위험**에 주목할 필요가 있다.

금융 불균형 완화와 부동산 가격 하락(혹은 환율 하락)은 분명히 다르다. 부동산 가격이 상승하더라도 거시건전성 정책 등으로 경제 전반의 레버리지가 완화되고 금융기관의 복원력이 강화된다면 금융 불균형도 완화될 수 있다. 현재와 같이 명목 GDP 성장률 10%를 넘고 주가가 폭등한 환경에서 부동산 '가격' 안정에 초점을 맞출수록 긴축 기조는 지속될 가능성이 커진다.

한편 최근 정부와 한은 모두 환율이 펀더멘털과 괴리가 심화됐다고 주장하며 사실상 환율(가격) 수준에 대한 판단을 제시하고 있다. 변동성 완화를 위한 정책에서 한 단계 더 나아간 것이다. 지금 환율은 약 1,500원 수준으로 5월 28일 금통위 직전일 환율이 1,499원과 같은 수준이다. 한은은 대내외 금리차를 환율 결정 요인 중 하나로 보고 있으므로 긴축 기조가 지속될 유인이 크다.

결론적으로 한국은행의 반응 함수는 성장, 물가, 부동산, 환율 요인을 주요 변수로 삼고 있으며, '반도체 성장세 지속', '수요 측 인플레이션'을 전망하는 가운데 '부동산 가격 안정', '환율 레벨 하락'을 목표로 정책을 운용하고 있다. 유가 하락에도 긴축 기조가 크게 바뀌지 않을 것으로 보는 이유다. 한국은행이 7, 8월 연속 인상에 대한 시그널을 제시하지 않으면 시장은 안도 랠리를 보일 수 있으나, **긴축 '지속성'을 고려하면 국채 금리 하락 폭과 기간은 제한적**일 전망이다. 듀레이션 축소 의견을 유지한다.