

2020/ 1/ 20

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

기준 금리 동결.. 실탄 비축하는 한 해

시장 컨센서스와 같이 2020 년 첫 금융통화위원회에서 기준 금리가 동결되었다. 취재진과의 질의응답 과정에서 '경기 지표들이 계속 좋아지고, 물가 상승률도 올라가면 금리를 인상할 수도 있느냐'는 질문이 있었는데 한은 이 총재는 '여러 가지 여건을 감안해 볼 때 완화 기조를 유지할 가능성이 높다'는 뉘앙스를 보였다. 경기 지표가 호전되는 조짐을 보이고 있지만 잠재적 리스크도 고려하겠다는 방침인 것으로 해석된다.

그 동안의 자료에서 언급해 온 바와 같이 금년 중에는 글로벌 및 한국의 경기 지표 회복이 지속될 가능성이 높다. 이에 따라 물가 상승률도 미미하나마 오름세를 보일 전망이다. 그러한 상황이라면 금년 중 기준 금리 인하의 확률은 낮다. 작년 말 고강도 부동산 정책도 기준 금리 인하의 확률이 낮음을 시사한다. 기준 금리 동결을 전망한다는 것인데 여기서 중요한 점은 그 동결이 향후 금리 인상을 준비해 가는 과정상의 액션일 것인가, 아니면 가까운 시일내에 아니더라도 향후 재차 불안해 질 수 있는 글로벌 경제 환경을 대비하는 실탄 비축용일 것인가에 있다. 전자일 경우와 후자일 경우의 투자전략이 다르기 때문이다. 필자는 예상되는 기준 금리 동결 기조를 후자의 관점에서 볼 필요성이 있다고 본다. 다음 몇 가지 이유에서이다.

첫번째 이유는 글로벌 경기 흐름을 좌우하는 미국 경제에 있다. 현재 미국 경제 흐름은 제조업(최근 글로벌리 완만한 회복 조짐) 의존도가 상대적으로 높은 미국 이외 주요 지역들이 경기 저점을 벗어나고 있는 흐름이 아니다. 그 동안의 활황 국면에서 둔화되는 양상이다. 바닥에서 위로 올라가는 방향성이 아니라 위에서 아래로 내려오는 속도를 조절하면서 저점으로 가는 시간을 늦추고 있다는 것이다. 참고로 경기 순환에 대해서는 NBER 방식(2 분기 연속 전분기 대비 실질 경제성장률이 마이너스인 것이 경기 침체)이 아니라 통상적인 잣대인 실질 경제성장률의 전년동분기대비 방향성으로 판단한다.

미국 경제가 역사상 가장 기간의 호황 국면을 이어가고 있는 것은 저물가, 저금리에 기반한 바도 크지만 트럼프 행정부 집권 이후의 경기 부양 정책에 힘입어 호황 국면이 연장되고 있는 바도 크다. 이번 미국 경기 사이클이 미국 이외 지역과 상이한 모습을 보이고 있는 것은 바로 이 때문이다.

과거와 같은 글로벌 경기 동조화 관점에서 보면 미국 경제도 미국 이외 지역처럼 2017 년 하반기에 경기 고점을 지나 2019 년 말까지 빠르게 하강했을 가능성이 높다. 그러나 트럼프 집권 초기인 2017 년의 고강도 경기 부양 정책, 그리고 2017 년만큼 강하지는 않더라도 금년의 대선 승리용 경기 부양 정책으로 인해 미국 경제는 2017 년 하반기 이후 최근까지 미국 이외 지역이 보인 경기 하강과 회복의 모습을 생략하고 여전히 고점 부근에 머무르는 모습이 된다. 따라서 추후의 경기 부양 정책 모멘텀이 크게 약화될 경우를 고려할 필요가 있어 보인다. 미국 대선 이후 시기가 걱정되는 것은 바로 이 때문이다.

미국 경제는 최근 글로벌리 회복 조짐을 보이고 있는 제조업의 비중이 GDP 대비 10% 남짓한데 불과한 경제이다. 반면 서비스업은 80%에 달한다. 서비스업 경기가 미국의 전체 경기 흐름을 좌우하는데 <그림 1>에서 보는 바와 같이 서비스업 경기 모멘텀은 2018 년 초부터 약화되기 시작했다. 그러나 그 속도가 더디다. 경기 부양에 힘입은 바가 크기 때문이다. 금년 중 트럼프 행정부의 경기 부양 정책이 또 집행되면 서비스업 경기는 여전히 고점 부근에 머무를 확률이 높다.

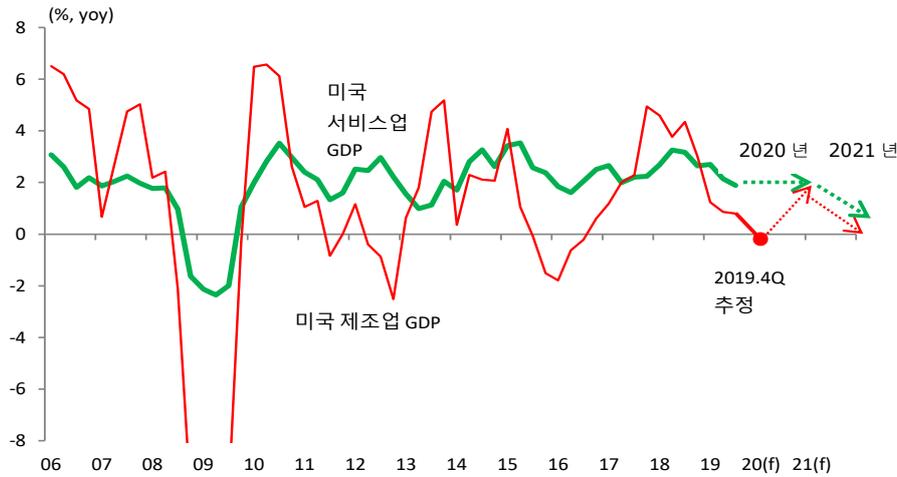
한편 글로벌 제조업 PMI 의 반등세(<그림 2>)와 달러화 약세 예상으로 금년 미국 제조업 경기 회복을 기대하고 있다. 이 때문에 금년 미국 경기 흐름은 나쁘지 않을 전망이다. 서비스업 경기 둔화 속도가 더 느려질 수 있다는 점, 제조업 경기는 일정 부분 회복된다는 점이 금년 미국 경기 둔화 속도를 최대한 늦추는 흐름으로 본다는 것이다.

그러나 앞서 언급한 바와 같이 대선 이후에는 상황이 달라질 수 있음에 유의해야 한다. 기존의 고강도 경기 부양 강도가 2021 년에는 크게 약화될 수 있기 때문에 서비스업 경기 모멘텀 약화가 다시 이어질 확률이 높다. 그리고 어느 당이 집권을 하든 금년 중 수면 아래에 있을 미중 무역 갈등이 다시 부각될 수 있다는 점도 리스크 요인이다. 2 단계 미중 무역협상은 더 터프한 상황이 될 수 있음을 고려할 필요가 있는데 금년 중 회복 기조에 있을 제조업 경기에 당연히 부정적이다.

서비스업 경기와 제조업 경기는 각각 독립된 경기 순환 패턴을 보이는 것이 아니라는 점도 유의 사항이다. 단기적으로는 다른 방향이 나올 수 있어도 장기적으로는 같은 방향으로 간다. 비중이 압도적으로 큰 미국 서비스업 경기가 다운 턴을 이어가면 미국 제조업 경기 회복, 특히 내수 관련 제조업 회복은 길게 못 간다. 수출 관련 제조업 경기의 경우 미국 이외 지역 경제에 달려 있는데 미국 경제 성장률이 낮아진다면 최근의 글로벌 제조업 지표 회복도 그리 오래 가지는 못할 가능성이 높다. 여기에다 2021 년에 미중 무역 갈등이 재부상하면 제조업 경기가 언제 피크 아웃할 지에 대한 컨선이 강해질 가능성이 있다.

현재 블룸버그 컨센서스는 미국 경제가 2018 년 2.9% 성장을 지나 2019 년에 2.3% 성장하고, 2020 년에 1.8%, 2021 년에 1.9% 성장하는 것으로 형성되어 있다. 경기 부양 정책 모멘텀이 약화되는 가운데 1 단계 협상 때 보다는 갈등의 강도가 더 높을 미중 무역협상 문제가 부상할 수 있는 2021 년 경제성장률이 2020 년과 비슷하다는 점에 신경이 쓰인다. 필자는 금년 경제성장률이 컨센서스인 1.8%보다 높고, 내년이 컨센서스보다 낮을 가능성을 염두에 둘 필요가 있다고 본다.

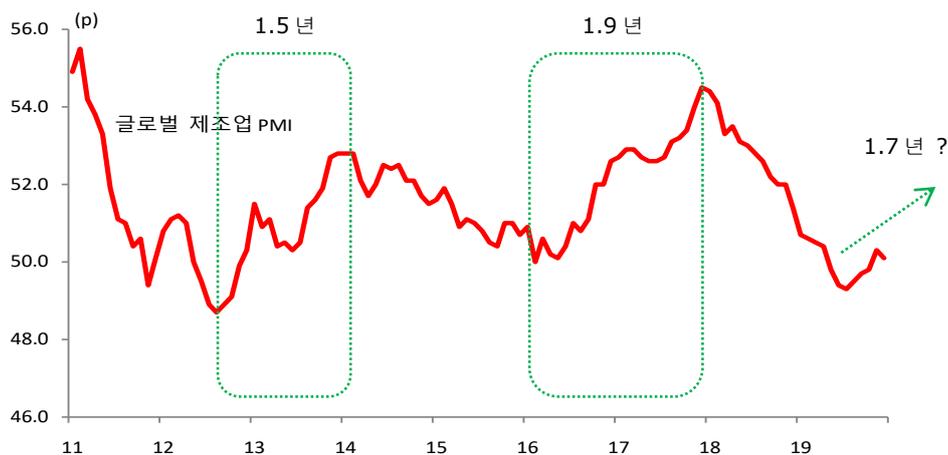
<그림 1> 미국 제조업 및 서비스업의 경기 순환



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

금년 중 한국은행의 기준 금리 동결이 실탄 비축의 관점이라고 보는 두번째 이유가 바로 방금 언급한 2021년에 예상되는 글로벌 제조업 경기 순환상의 위치라고 생각한다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 리먼 사태 이후 글로벌 제조업 경기의 상승 주기는 평균 1.7년 정도이다. 글로벌 제조업 PMI 데이터 기준으로 작년 7월에 저점을 보였으니 평균 상승 주기를 감안하면 2021년 1/4분기경이 정점이 될 수 있다. 만약 그 시기 즈음에 미중 무역 분쟁 문제가 재차 부각되면 글로벌 제조업 경기가 피크 아웃할 확률은 더 높아진다. 다운 턴의 강도에 대해서는 아직 판단하기 힘들지만 그 시기 전후부터는 경기 불확실성에 대한 컨션이 다시 높아질 수 있다. 앞서 언급한 2021년 미국 경제 리스크 요인도 고려하면서 금융시장은 미리 반응할 것이다.

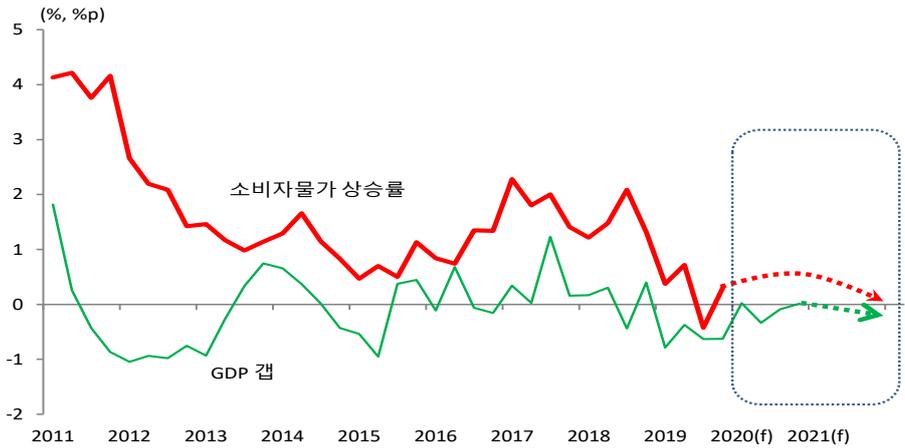
<그림 2> 글로벌 제조업 경기의 상승 주기



자료 : Bloomberg

세번째 이유는 물가 상승률 측면에 있다. 금년에는 경제성장률이 소폭 높아지면서 실제 GDP가 잠재 GDP에 근접해 갈 전망이다. 이에 따라 수요 측면의 인플레이션 압력이 미미하나 커질 수 있다. 그러나 앞서 언급한 첫번째, 두번째 이유와 접목해 생각해 보면 2021년에는 상황이 달라질 수도 있다. 그렇게 되면 금년 중 일정 부분 확대된 인플레이션 압력이 다시 축소 반전할 가능성이 높아지고, 경제 주체들의 인플레이션 기대심리 또한 다시 위축될 수 있다(<그림 3>).

<그림 3> GDP 갭과 소비자물가 상승률(한국)



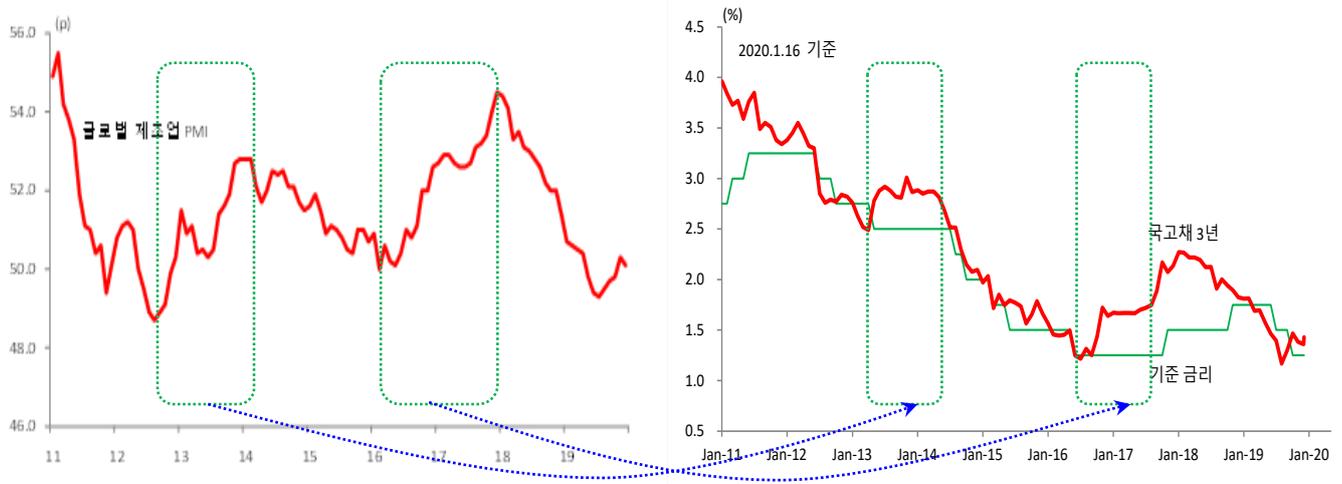
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

위 세가지 경우를 감안할 때 금년 중 예상되는 기준 금리 동결은 향후의 금리 인상을 준비해 가는 과정이라기 보다는 내년부터 다시 불안해 질 수도 있는 글로벌 경제 환경을 대비한 실탄 비축용일 가능성이 높다는 측면으로 해석할 필요가 있다. 그런 상황이라면 금년 중 경기 지표 및 물가 상승률 회복에도 불구하고, 시장 금리 흐름은 박스권에서 등락할 개연성이 높다.

우선 한국 경제가 저성장 국면으로 전환된 2011년 이후 경기 지표가 호전되는 가운데 기준 금리 동결이 계속된 국면에서 시장 금리 흐름이 어떠했는지를 관찰하고 그 이유를 판단해 보았다. <그림 4>에서와 같이 2013.4 ~ 2014.7 기간과 2016.6 ~ 2017.8 기간이 경기 지표가 호전되는 가운데 기준 금리가 동결되었던 시기인데 시장 금리는 경기 지표 회복 초기에 일거에 상승한 이후 보험권 흐름을 계속 이어가는 모습이다(2017년 하반기 이후의 시장 금리 재상승은 펀더멘털 효과 보다 부동산 규제 일환으로 기준 금리를 인상한데 따른 바가 더 크다고 봄). 순환적인 경기 회복을 일거에 반영하고, 이후에는 잠재성장률과 인플레이션 압력이 낮아지는 경제 구조라는 점을 반영했기 때문이라고 본다. 2~3 페이지에서 2021년 글로벌 경제 리스크에 대해 논의한 대로라면 이번의 시장 금리 흐름도 과거 흐름과 크게 다르지 않을 것이라는 판단이다.

현재의 금리 레벨도 중요하다. 현재 시장 금리(국고채 3년물 기준)는 1.43%(1월 16일 기준)로 2016년 하반기(순환적 경기 회복 초기) 일거에 오른 구간(1.25%~1.72%)의 중간 정도의 위치에 있다. 그런데 2016년 하반기 경제 성장률(2.7%)과 소비자물가 상승률(1.1%)을 현 상황(1% 후반~2% 초반의 경제성장률, 0%대의 소비자물가 상승률)과 비교해 보면 현재의 시장 금리 수준이 상대적으로 많이 낮다고 보기는 힘들다. 여기에다 전술한 2021년 글로벌 경제 환경상의 리스크 요인, 2017년 하반기 이후와 같은 기준 금리 인상 가능성은 희박하다는 점 등을 고려하면 향후 시장 금리는 현재 레벨을 중심으로 좁은 박스권에서 등락할 가능성이 높다고 판단한다.

<그림 4> 순환적 경기 회복 국면 하에서의 기준 금리와 시장 금리(국고 3)



주 : 경기 지표를 글로벌 제조업 PMI로 삼은 이유는 한국의 경기 순환이 수출과 제조업에 대한 의존도가 높기 때문
 자료 : Bloomberg

향후 금리 인상을 준비하는 상황에서의 기준 금리 동결 국면에서는 시클리컬 성격이 강한 가치주가 투자 우선 순위일 수 있다. 경기 회복 강도가 점점 더 높아진다는 것이 그 논리적 배경이 될 것이기 때문이다. 당연히 KOSPI 상승폭도 클 수 있다. 그러나 경기 지표 회복에도 불구하고, 그 속도가 완만하고, 정책적으로는 향후에 사용해야 할 실탄을 비축하는 차원에서 기준 금리 동결이 이루어지는 환경이라면 투자전략은 달라진다.

일단 경기 지표 회복과 저금리 상황을 감안하여 금년 코스피 목표치는 현 수준보다 높은 2,350p 를 유지한다(‘2020 금융시장 전망’, 2019.10.29 참조). 다만 ‘경기지표 회복 → 밸류 스타일에 대한 관심’으로 가는 과정은 선별적이어야 한다. 저성장 국면하에서의 완만한 경기 회복이고, 그 지속성이 길지 않을 수 있다는 리스크를 감안해야 한다는 것이다. 여전히 밸류 트랩에 빠져 있을 업종/종목군이 과거 고성장 국면 때보다 많을 수 있기 때문이다. ‘반도체(업황 회복), 퀄리티 스타일(큰 폭의 경기 회복은 아님. 저금리 기조는 계속 유지, 저성장 국면에 덜 민감한 어닝 퀄리티의 중요성), 선별된 밸류 스타일(밸류 트랩 유의)간의 균형’이라는 관점을 계속 유지한다. 절대적으로 저평가된 업종/종목이 아니라면 금년에도 싸고 비싸고의 밸류에이션 논리가 뚜렷하지 않을 상황이 계속될 것 같다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.