

[2008년 3월 5일]

## 경기지표 결과, 금리인하 결정 쉽지 않을 듯

### 투자전략팀

### 향후 경기모멘텀 회복 차원의 소극적인 금리인하에 그칠 전망

#### Fixed Income Analyst

신동수

02)2004-4810

dsshin@nhis.co.kr

#### 서향미

02)2004-4331

hmseo25@nhis.co.kr

- 각종 경기지표 결과, 인플레이션 우려와 견조한 경기 흐름에서 크게 벗어나지 않음
- 경기 모멘텀 점진적 둔화, 그러나 경기 둔화 폭과 기간은 과거대비 작고 짧을 전망
- 향후 금리인하 단행되더라도 경기 모멘텀 회복 차원의 한두차례의 소극적인 금리인하에 그칠 전망
- 채권시장 강세 기조 유지, 다만 지속적인 금리인하 기대가 아니라면 금리 하락 폭에 대한 고민이 필요

### 현재의 견조한 경기 흐름과 다소 불확실한 미래 경기간의 괴리

- 금통위를 앞두고 주요 경기지표 결과가 발표되었으나 일부의 기대와는 달리 인플레이션 우려가 해소되지 못했고 경기지표도 기존의 견조한 흐름에서 크게 벗어나지 못했음.
- 1월 산업활동동향의 경우 지난 12월 결과와 비교시 다소 다른 결과를 나타냈으나 이는 통계청이 2000년 이후 경제구조의 변화에 맞춰 가중치, 사업체 및 품목 등을 반영하여 지수의 현실성을 제고하기 위해 기준 연도를 2000년에서 2005년으로 변경한데 기인한 것으로 보임.
- 경기선행지수 증가세가 전년동월비 5.9%에 그치는 등 지난해 8월 이후 둔화된 것으로 나타났으나 이미 선반영된 주가하락, 교역조건 악화 등과 변동성이 큰 건설수주액의 감소에 기인하고 있어 가시적인 경기 둔화 시그널로 보기는 어렵다고 판단됨.
- 특히 경기선행지수와는 달리 동행지수순환변동치는 오히려 상승하였고, 내수와 수출 호조, 소비증가 등 전반적으로 국내 경기의 상승 기조가 유지된 것으로 나타남.
- 다만 수출 호조에도 불구하고 미국, 중국, 유로 등의 수출증가세가 둔화되고 경기선행지수나 경기동행지수 구성지표들의 증가세도 약화되는 등 경기 모멘텀은 점진적으로 둔화되고 있는 것으로 판단됨.
- 이미 밝힌 바와 같이 경기선행지수가 하락세로 돌아서기는 하였으나 견조한 내수를 고려할 때 저점이 상향 조정되는 흐름, 즉 경기 둔화의 폭과 기간이 과거대비 작고 짧을 것으로 예상됨.

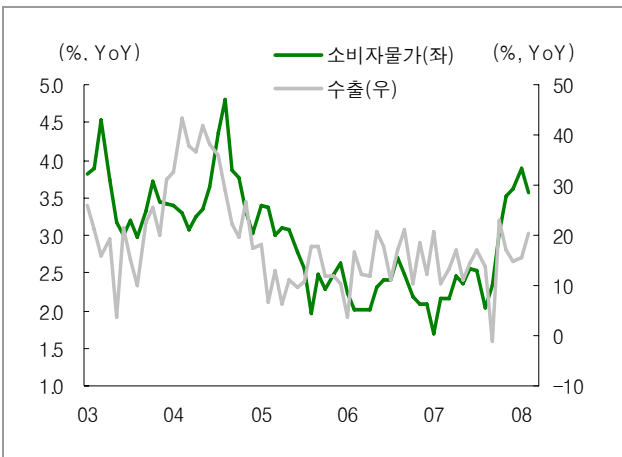
### 경기모멘텀 회복 차원의 소극적인 금리인하에 그칠 전망

- 우리는 통화당국이 경기부양을 위해 적극적인 금리인하를 단행하기 위해서는 가시적인 경기둔화나 인플레이션 리스크 완화가 전제되어야 한다는 입장임.
- 하지만 2월 경기지표 결과로 볼 때 물가가 정책목표를 상회하는 등 인플레이션 기대심리가 해소되지 않은데다 대외경기 하강 리스크에도 불구하고 당분간 수출 호조, 견조한 내수 경기의 흐름이 지속될 전망이다.
- 특히 달러화 약세에도 불구하고 원/달러환율이 상승 흐름을 보이고 있는데 금리인하는 원화 약세 요인으로 오히려 인플레이션 기대심리를 부추길 수 있다는 점에서 대외 경기의 불확실성에 선제적으로 대응하기도 쉽지 않은 상황임.
- 현재로서는 통화당국이 경기와 물가 추이의 확인 과정을 통해 2/4분기 이후 경기 모멘텀 회복 차원의 소극적인 금리인하에 그치고 금리 인하 폭도 많아야 한두차례에 그칠 것으로 예상됨.

**금리인하 선반영하고 있는 시장금리, 추가 하락 폭에 대한 고민도 필요**

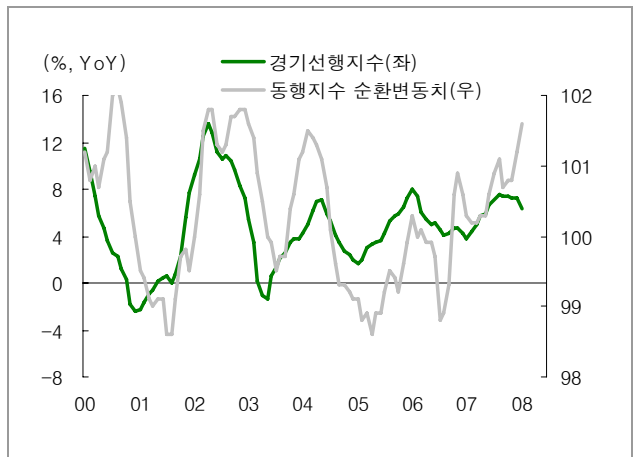
- 산업생산 발표 이후 시장금리가 소폭 반등하기는 하였지만 여전히 장단기 금리의 역전 폭이 6bp에 달하는 등 금리인하를 선반영한 상황임.
- 물가나 경기 지표를 고려할 때 7월 3월 금통위에서 기준금리가 동결될 것으로 예상되며, 이 경우 실제 금리인하까지는 상당한 시일이 남아있다는 점에서 강한 금리인하 시그널을 시사하지 않는 한 장단기 금리 역전 폭이 확대될수록 금리 수준에 대한 부담도 커질 것으로 예상됨.
- 특히 시장의 컨센서스와 같이 향후 통화당국의 금리인하 폭이 50bp에 그친다면 추가로 하락할 수 있는 시장금리 폭은 30bp 내외에 불과할 전망이며, 이 경우 금리 수준에 대한 고민이 필요할 것으로 판단됨.
- 아직은 금리인하 기대감이 유지되고 있는 상황이고 채권시장의 강세 마인드가 견고하여 시장금리가 큰 폭으로 상승할 위험은 크지 않으나 과도한 금리하락에 추종하는 전략은 실제 금리인하 시점까지 리스크를 안고 가야할 것으로 보임.
- 경기지표의 발표가 마무리되면서 이제 시장은 금통위 결과에 집중될 것으로 보임. 지금은 선부른 판단에 따른 포지션의 변화보다는 금통위 이후 한은 총재의 코멘트 결과에 대한 기다림이 필요한 시점이라 판단됨. 금통위 이전까지 채권시장의 관망세가 이어질 것으로 예상됨.

[그림1] 정책목표 상회하는 물가와 수출 호조



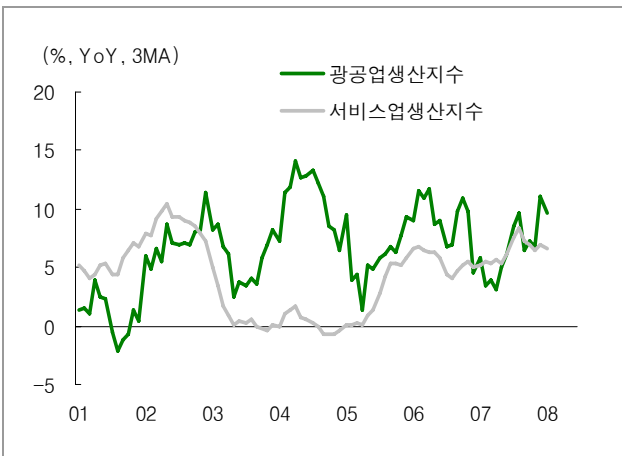
자료: 통계청, 지식경제부

[그림2] 현재와 미래에 대한 차별화된 경기 인식



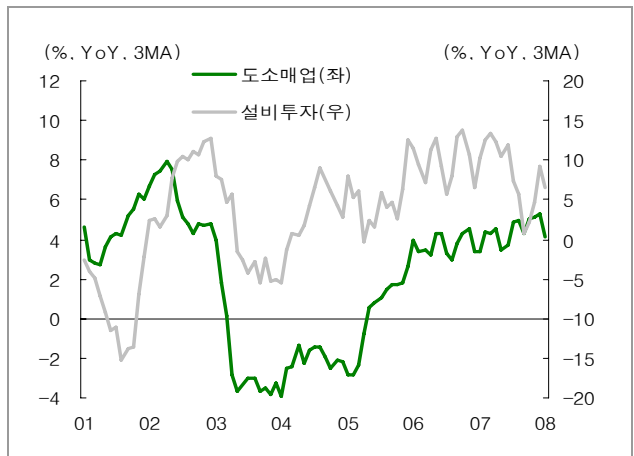
자료: 통계청

[그림3] 견조한 산업생산과 서비스업생산



자료: 통계청

[그림4] 견조한 소비 흐름과 기저 효과의 설비투자



자료: 통계청