



Fixed Income

하나채권

한은 점도표, 통화정책의 핵심 도구로 자리매김 예상

Compliance Notice

본 조서자료는 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 중빙자료로 사용될 수 없습니다.

- '6개월 후 조건부 금리전망의 묘수는 '위원당 점 3개'를 통한 확률론적 소통 방식
- 2월 금통위에서 금리 안정 효과 유도. 금리 하락보다 통화정책의 파급 경로 개선에 의의
- 점도표는 선제적 대응을 가능케하는 도구로 향후 핵심적인 정책 도구로 자리매김할 것
- 향후 의사록 내 위원별 의견-점도표 병기, Longer-run 제시 등도 고려해볼 필요

조건부 금리전망의 특징과 기대효과. 위원별 점 3개가 묘수

금통위원회는 2월 통화정책방향 결정회의에서 개선된 조건부 금리전망을 발표했다. 3년 이상의 파일럿 테스트를 거친 후 발표된 이번 '6개월 후 조건부 금리전망'은 (1) 향후 6개월에 대하여 (2) 분기마다 (2, 5, 8, 11월) (3) 금통위원 7명 전원이 익명으로 (4) 각 3개의 점을 제시하는 방식이다. 이는 기존 '3개월내 금리전망'보다 중앙은행의 의도를 더 명확히 전달하여 **통화정책이 실물 경제에 미치는 파급 경로를 더욱 원활하게 만들 것으로 기대된다.**

(1) '3개월내 금리전망'은 시장에 새로운 정보를 제공한다는 측면은 긍정적이었으나, 향후 한 두번의 회의에 대한 가이드선으로 전망 시계가 매우 짧아 유연성이 부족했다. 6개월로 전망의 시계를 확장한 것은 **'다음 기준금리 결정'이 아니라 '통화정책 기조'를 커뮤니케이션함에 있어 보다 효과적**이다. (2) 그리고 경제전망과 함께 분기마다 발표하는 방식도 경제전망과 기준금리 가이드선의 일관성을 확보할 수 있는 방법이다. (3) 한은 총재의 의견까지 간접적으로 확인할 수 있는 점도 긍정적이다. 3개월내 금리전망은 시장에 과도한 시그널을 줄 수 있다는 우려로 총재의 의견을 배제했다. 그러나 가장 중요한 정보를 완전히 배제하는 것보다 간접적으로 제시하는 것이 효과적인 소통 방식으로 판단된다.

(4) 마지막으로 금통위원이 각자 3개의 점을 제시하는 방식이 실험적이면서도 '6개월 후 조건부 금리전망'의 핵심이다. **과도한 편향을 방지하는 동시에 밀도 있는 확률 분포를 제시하는 효과**가 기대된다. 연준은 7명의 연준 이사, 12명의 지역 연은 총재 총 19명이 점도표에 참여한다. 반면 금통위원은 7명이다. 점도표는 기본적으로 평균값 혹은 중간값을 기준으로 그 의미가 시장에 전달될 것인데, 개별 위원이 하나의 점만 제시할 경우 의도치 않은 쓸림 현상이 발생할 수 있다. 반면 3개의 점을 제시할 경우 한두개의 점이 전체 평균값을 크게 바꾸는 리스크가 최소화되고, 확률 분포 관점에서 해석할 수 있는 정보가 된다.

그리고 **개별 위원의 적극적인 의견 개진도 유도**할 수 있을 것이다. 일반적으로 중앙은행은 전망의 불확실성으로 인해 의사결정에 신중할 수밖에 없는 정책 관성(inertia)에서 자유롭지 못하다. 이러한 보수적 접근은 큰 부작용을 방지하는 장점이 존재하는 반면, 느장 대응으로 이어질 위험도 상존한다. 포워드 가이드선도 마찬가지다. 위원별로 하나의 점만 제시할 경우 기존의 기조(현재는 동결)에 집중되는 현상이 예상된다. 그러나 3개의 점을 제시할 경우 해 변화 가능성을 표현해 '선제적인' 소통이 가능하다.



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

2월 금통위에서 확인된 효과. 단순히 금리 하락이 아니라 정책 파급 경로에 의의

2월 금통위에서 새로운 점도표가 공개된 이후 국고채 금리가 큰 폭으로 하락했다. 만약 ‘3개월내 금리전망’ 방식이 유지됐다면, 인하 1명, 동결 5명으로 1월과 표면적으로 차이가 없었을 것이다. 또한 인하의 ‘가능성’을 제시한 위원이 있어도 그 가능성이 어느 정도의 확신도를 가졌는지도 가늠할 수 없다. 그러나 새로운 점도표는 인하의 가능성을 약 1/3의 확률로 열어둔 위원이 3명일 가능성을 시사했다(신성한 위원이 인하 2개, 동결 1개 제시했다고 가정). 반면 인상의 가능성을 1/3의 확률로 제시한 위원은 딱 한 명이었다. 기준금리 **동결 장기화를 시사하는 동시에 인상보다는 인하의 리스크가 우세하다는 정책 스탠스를 표현한** 것이다. 그 영향으로 잠재적인 인상 가능성을 우려하는 시각들이 완화되면서 금리 안정으로 이어졌다. 이는 단순히 금리 하락이 아니라 ‘기준금리 및 포워드 가이던스 → 시중금리 → 금융 여건 → 실물 경제’로 이어지는 통화정책의 파급 경로 중 **‘포워드 가이던스 → 시중금리’ 연결고리를 매끄럽게 만드는 역할**을 수행했다는 데에 큰 의미가 있다.

앞으로 점도표는 대표적인 통화정책 수단으로 자리매김할 것

향후 **점도표는 확률론적 관점에서 당국과 시장이 커뮤니케이션하는 수단으로 자리잡으면서 그 중요도는 점차 확대될** 전망이다.

설 연휴 전 한국은행 금융시장국장과 2월 금통위 기자회견 중 한은 총재의 ‘국고 3년 금리가 기준금리 대비 높다’는 발언을 통해 채권시장 안정을 유도했다. 이제는 2월 금통위에서 확인했듯 **구두 발언 이전에 점도표를 통해 유사한 효과**를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

또한 기준금리를 급격하게 조정하기보다 **6개월 후 조건부 금리전망을 통해 시장의 기대를 선제적으로 관리**할 수 있을 전망이다. 전술한 바와 같이 통화정책은 전망의 불확실성으로 인해 선제적으로 기준금리를 변경하는 것은 매우 어렵다. 그러나 기준금리 인상/인하 이전에 점도표를 통해 금융여건의 변화를 유도할 수 있으므로 정책 리스크 관리 차원에서 유용한 도구로 자리잡을 것으로 예상된다.

예를 들면, 침체 리스크가 높아져 기준금리를 인하하는 경우에 50bp 인하 등 빅 컷을 단행하는 방법도 있지만, 기준금리를 25bp 인하하고 점도표를 통해 추가로 큰 폭의 인하 가능성을 시사하는 방법이 가능하다. 반대로 금융안정 등을 위해 인상의 가능성도 고려해야 하는 경우라면 실제 인상을 단행하기 전에 점도표를 상향함으로써 시장 안정을 도모할 수도 있다.

의사록 개편 등 점도표 정책이 정교하게 개선될수록 영향력은 더 확대

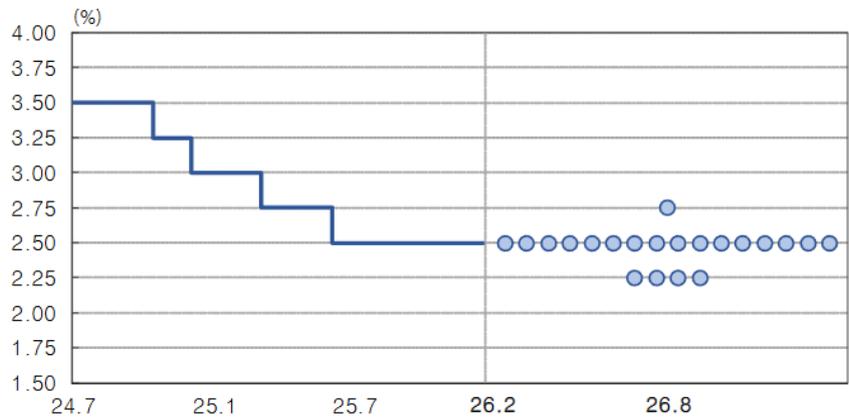
점도표 관련 정책이 개선될수록 그 효과는 더 커질 것이다. 핵심은 **경제전망(혹은 금융안정 요인)과 점도표의 연결고리 강화**다. 시장은 단순히 기준금리 전망의 중앙값만이 아니라, 상하방 리스크의 ‘거근’에도 관심을 가진다. 이른바 반응 함수(reaction function)다. 한국은행의 공식 경제전망에서 제시되는 상하방 시나리오도 중요하지만, **개별 위원들이 중요시하는 변수 혹은 시나리오 등에 대한 정보가 확인되면 점도표 분포에 대한 의미 전달이 강화**될 것이다. 이 경우 정책 스탠스를 전환하는 과정이 보다 매끄러워질 것으로 예상된다.

간단한 방법은 개별 금통위원들이 연구 및 발표 등의 활동을 확장하는 것이다. 그보다 더 정교한 방법은 의사록 개편이다. 현재 금통위 의사록 내 위원별 의견은 익명으로 표시된다. 점도표도 익명으로 표시하고 있지만, **금통위 의사록 내 특정 위원의 의견과 점도표를 병기**

할 경우, 시장이 정책 반응함수를 이해하는데 큰 도움이 될 것으로 기대한다.

한편 한국은행은 소규모 개방경제라는 한국 경제의 특징 하에 전망의 시계를 6개월로 설정했다. 연준이 약 향후 3개년 이후, 그리고 Longer-run 전망까지 제시하는 것보다 짧다. 향후 1, 2년 전망은 대외변수로 전망이 급변하여 시장에 혼란을 야기할 수 있다는 점을 고려하면 합리적일 수 있다. 부작용이 생길 수 있다. 대신 **중립금리 혹은 중장기 기준금리에 대한 정보를 제공하는 방안(위원별 점 1개)**은 고려해볼만 하다. 6개월 후 금리전망은 단기적인 사이클 요인이나 일시적인 금융안정 요인에 큰 영향을 받는 반면 중장기 금리전망은 구조적인 요인에 큰 영향을 받는다. 중장기 금리 전망을 제시할 경우 시장의 혼란을 야기하기보다 잠재 성장률의 추세나 구조적인 금융안정 요인 등에 대한 고려사항을 전망에 반영할 수 있다. 그리고 장기금리가 적정 수준을 크게 벗어나지 않는 anchoring 효과를 기대할 수 있다.

도표 1. 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망



주: 금통위원 1인당 3개의 점을 표시. 점은 총 21개
 자료: 한국은행