2026. 5. 28 (목)

한국 금통위 (5월)

매파가 든 매, 기댈 곳 없는 채권시장

- 우리는 하반기 전망 통해 국내 기준금리 올해 2 차례, 내년 상반기까지 1 차례 최종 3.25%를 전제한 투자를 권고했으나 그 이상에 대한 위험까지 대비할 상황
- 물가경로는 예상한 수준에 부합했으나 성장은 반도체 호조를 기반 올해 2.6%, 내년 2.1% 예상 상회. 점도표 역시 중간값 3.0% & 상단 3.25%가 2 표나 확인. 신임 신현송 총재 입장은 금리를 상당폭 올릴 수밖에 없다는 당위론 언급
- 8 월 금통위 수정경제전망 상향 위험성까지 고려할 때, 국고 3 년 3.8%와 국고 10 년 4.2% 부근에서도 당분간 채권 투자에 주의가 필요

채권전략
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

매파적일 것이라는 것은 모두가 예상했지만, 그것을 뛰어 넘을 정도로 채권시장이 기댈 재료가 부재한 금통위. 신현송 총재 첫 금통위는 '중동전쟁의 불확실성'으로 일부 신중한 모습도 기대했으나, 물가+경기+금융안정 모든 방향이 상충되지 않고 금리인상을 가리키고 있다는 발언에서 강한 매파성향을 확인

1)최종은 얼마가 될 지 모르나 전반적 금통위원 앞으로 금리를 올려야 하는 공감대는 형성, 2)점도표상 6개월 이내 중위값은 3.0%(10표) 중심, 2.50% 동결 2표 vs 3.25% 3차례 인상 2표, 3)한국은 반도체 주도 성장이 올해 2.6% 전망치를 상회할 위험, 내년도 2.1% 잠재성장률 상회 기대, 4)근원물가 중심 물가상승 경로 우려

채권시장 관련 질문에 대해 '현재 시장이 프라이싱하고 있는 3.5%에 대한 생각' 및 '채권시장 변동성 확대 등에 대한 안정대책' 관련해서 '채권시장의 1~2초 반응에 대응하지 않는다' 및 '시장은 시장 자체로 돌아가는 것이 우선. 시장 매커니즘이 작동하지 않을 때 대응해야 하는데 현재는 그러한 상황 아니다' 발언. 해당 신임총재의 발언에서 현재 정책의 초점이 환율을 중심으로 한 금융안정 측면이지 금리상승에 따른 부담은 중심이 아니라는 방향으로 해석

이는 몇 번의 기자질문 중 금리인상으로 취약계층 여파나 일부 내수 부담 등에 대한 질문에서도 재정활용 등의 대답을 통해 현재 통화정책은 점도표에 제시한 연내 2차례 인상 이후 내년까지 경기개선 국면에서 추가 인상 가능성을 강하게 시사한 것으로 풀이. 우리는 기존 내년 상반기까지 3.25% 정도를 감안한 투자를 권고했으나 이번 금통위를 통해 3.5% 위험성 염두에 두고 대응 권고

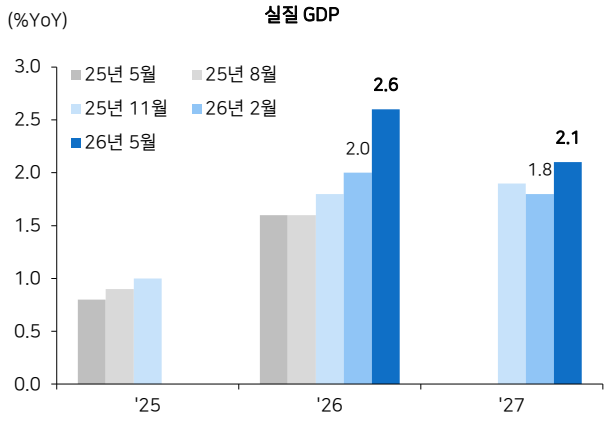
8월말에 있을 금통위에서 내년 성장률 전망이 추가 상향이 진행되지 않고, 정부의 초과세수 부채관리 정도 의지를 확인해야 시장안정 심리 회복할 수 있을 것. 현재 채권 싼 구간이나 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 이상 대응 필요

금일 금통위 매파성향은 수정경제전망에서 먼저 확인. 올해 성장률은 애초 예상했던 2.6% 정도로 상향되었으나 내년 성장률 전망이 2.1%로 시장이 예상한 수준보다 높게 제시. 반도체 호조에 따른 경기개선 사이클이 장기화될 기대를 반영한 여건. 올해는 중동전쟁 불확실성이 해소되면, 주가로 상향이 룸이 있다는 것을 강조하면서 8월에 수정경제전망 상향 가능성까지 염두에 둔 발언〈그림 1〉

물가는 올해 2.7%로 최근 상황을 감안하여 큰 폭 상향했으나 올해 하반기 정점을 확인한 이후 내년에는 2.3% 내외로 그래도 예상 범위에 들어옴. 그럼에도 생활물가 및 기대인플레 전이를 기반으로 상방 리스크를 강조하는 발언〈그림 2〉. 특히 근원물가 확산에 따른 2차경로 위험이 높다고 발언한 것에 방점

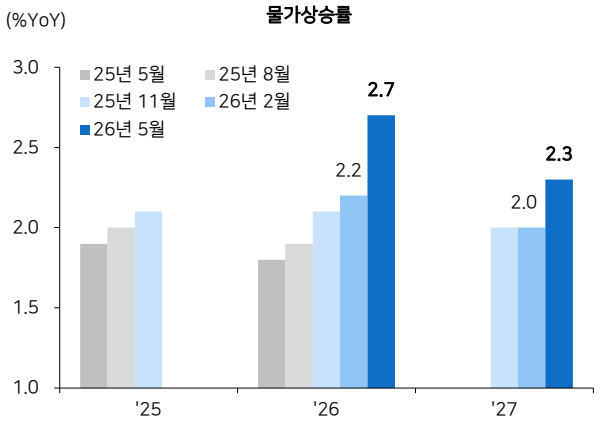
결국 우리는 3.25%를 제시하는 점도표 가능성을 낮게 평가하고 있었으나 신임 금통위원이 2명이 늘었다는 것을 감안해도 1분기만에 2월에 제시한 전망과 드라마틱하게 점도표 위치가 바뀜〈그림 3, 4〉. 6개월내 중간값 3.0%로 10표, 1번 인상 7표, 2번 인상 2표, 동결 2표로 향후 금리인상 강도를 제시

그림1 한은 성장률 전망: 올해 예상범위이나 내년 큰 폭 상향



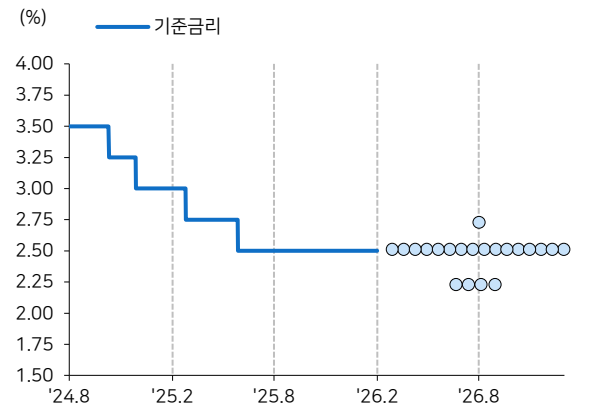
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한은 물가 전망: 성장률보다 오히려 예상한 범위



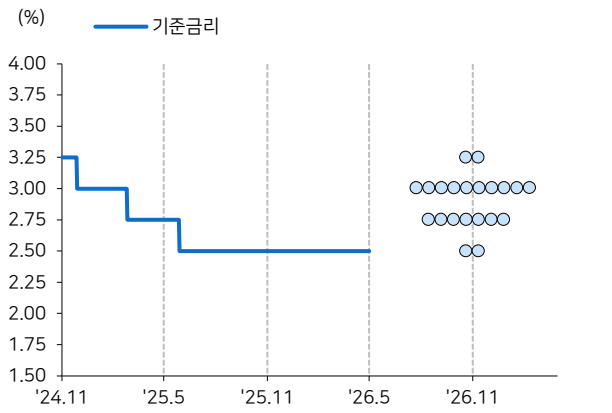
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 K-점도표 2월: 연내 동결을 중심으로 그래도 완화적



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 K-점도표 5월: 2번 인상 정당화, 추가 위험도 제시



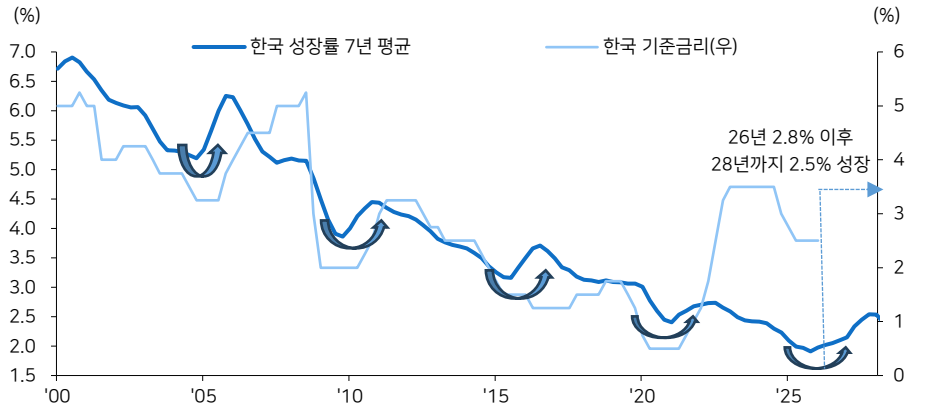
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

금일 총재가 강조했던 '정책의 방향성이 일관적이다. 물가, 성장, 금융안정 상충되는 것이 없이 일정하다'고 한 핵심은 반도체 사이클. 중동전쟁의 불확실성으로 이달은 금리를 동결했음에도 다음 금통위 금리인상을 명확히 시사한 것은 현재 반도체 사이클이 내년까지만 이어져도 성장의 추세가 바뀔 수 있다는 점〈그림 5, 6〉

확인이 필요하나 반도체 호조로 양호한 수출이 이어질 경우 8월 수정경제전망에서 올해 2.8% 내외 내년 성장률 2.2% 이상으로 상향할 위험이 존재. 점도표는 다시 3.25%가 중위값 그 이상을 제시하는 금통위원이 늘어날 것. 한은총재 기자회견 중 발언대로 올해 하반기 물가가 정점을 확인했음에도 성장성 개선이 유발한 수요압력으로 내년까지 인상기조 위험성 높아진 것으로 판단

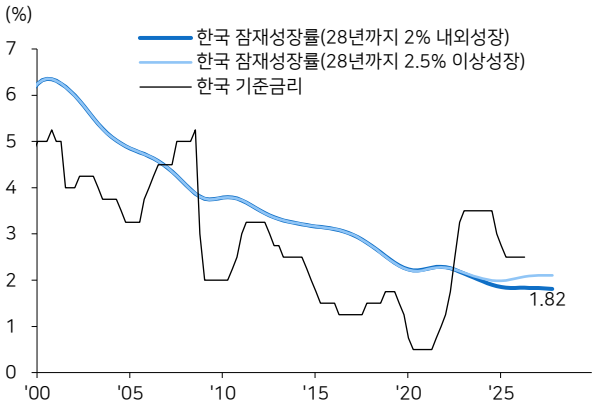
우리가 올해 내내 핵심으로 제시했던 결국 '반도체가 죽어야 채권이 산다'는 기본 전제는 현재 통화정책에 그대로 반영 중. 올해 2.8% 성장과 내년 2.5%, 내후년까지 2.5% 성장을 기록할 경우 잠재성장률이 0.3%까지 개선될 수 있으며, 이는 중립금리 상단은 현재 3.0%에서 3.25%까지 높이는 재료가 될 것

그림5 반도체 경기개선이 한국의 성장추세를 개선시킬 정도의 힘 보여주고 있어



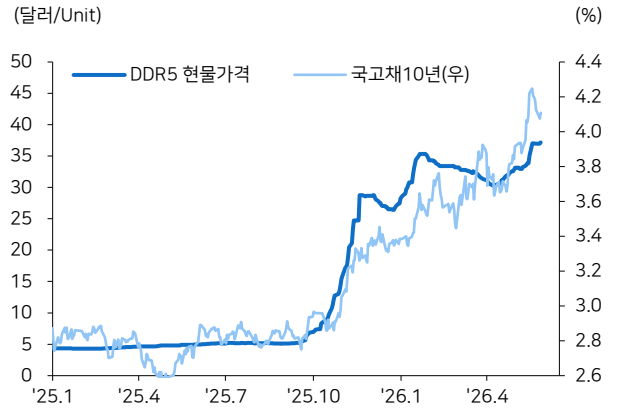
자료: 한국은행, 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 반도체 호조 이어질 경우 잠재성장률까지 높아질 것



자료: 한국은행, 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 반도체 가격상승세가 진정되어야 채권투자 개선



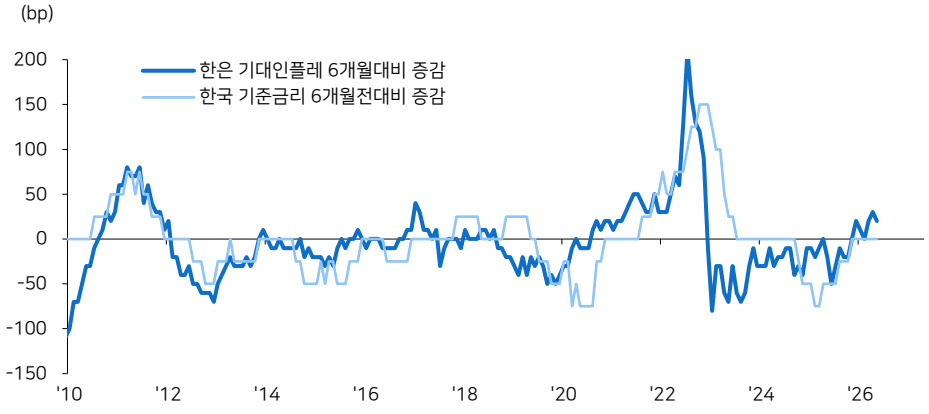
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미-이전쟁 발발 당시 우리는 물론 시장이 가장 주목했던 기대인플레 지표는 아이러니하게 5월말 예상보다 낮은 2.8%를 기록〈그림 8〉. 그럼에도 근원물가 상승 및 아직 남아 있는 물가상승 압력을 전제할 때 통화정책 당국의 부담이 존재하나 내년까지 100bp 인상의 드라이버가 될 것이라고 보긴 어려움

반도체 주도 성장에 초점을 맞추고 일부 부동산과 외환시장의 금융안정 취약성 등을 고려할 때 통화긴축의 당위론을 맞춰가게 될 것. 금번 회의에서 금융안정 측면에서 환율 관련 발언이 길었는데, 이전 이창용 총재와는 달리 대외금리차 차이에 대한 의미 부여를 높게 평가하면서 NDF 중심 대외금리차 축소에 대한 의지를 내비친 부분도 매파적 해석(시장금리차 설명력은 낮다고 평가함에도…)

금일 금통위 진행 중 이란이 미군에 공격을 했다는 뉴스는 국내 채권 및 주식시장까지 큰 폭의 약세 재료로 작용. 많은 불확실성 속에도 채권시장은 당장 우호적 재료를 확보하기 어렵다는 점에서 적어도 8월 금통위전까지 금리 고점을 형성할 수 있는 반도체 업황 정도를 점검하며, 대응에 나서야 할 것

그림8 5월 기대인플레 그래도 우려보다 통제, 향후 민감도 계속 점검해야

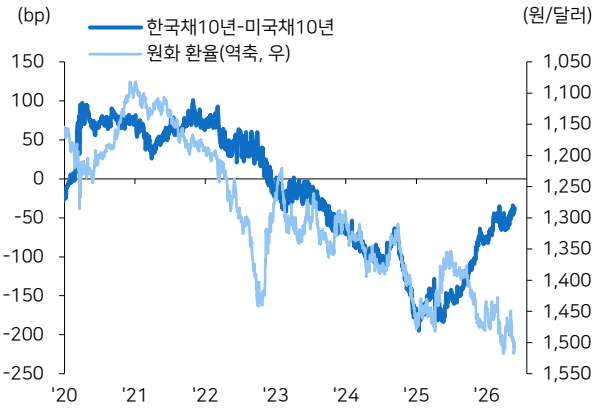


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한은 총재가 언급한 생활물가 역시 점검할 지표

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림10 대외금리차와 환율의 안정성 역시 점검 필요할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.