

7월 금통위 Preview

2회 인상은 기본값, 그 이상은 가변적

- 7월 금통위 만장일치로 기준금리 25bp 인상 예상. 7월 포함 연내 2회 인상은 이미 정해진 경로
- 목표치 크게 상회하는 물가상승률, 성장을 상방 리스크, 높은 환율과 집값이 금리 인상을 요구
- 관건은 인상 속도와 최종금리. 백투백 인상 보다는 7월 인상, 8월 매파적 동결, 10월 인상을 예상
- 아직 높은 대내외 불확실성, 경기와 물가, 환율, 집값 상방 위험 고려해 매파적 톤 유지할 전망
- 다만, 한은, 5월 경제전망 경로 반영하면 27년 적정 정책금리 수준은 3% 초반으로 추정
- 연내 3% 도달 후 추가 인상은 근원 인플레이션 경로에 좌우, 최종금리 눈높이 지금보다 낮아질 소지

7월 만장일치 25bp 인상은 기본값, 관건은 인상 속도와 최종금리

- 7월 금통위에서는 기준금리 25bp 인상이 사실상 기정사실화된 것으로 판단한다. 물가, 경기, 금융안정 여건이 모두 인상 필요성을 가리키고 있는 만큼 만장일치 인상을 예상한다. 다만 시장은 이미 연말 기준금리 3.0%, 1년 이후 3.25% 수준까지 상당 부분 가격에 반영하고 있다. 따라서 7월 인상 자체가 국채금리와 수익률곡선에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

결국 이번 금통위의 핵심은 7월 인상 여부가 아니라, 이후 추가 인상의 속도와 최종금리에 대한 금통위의 시각이다. 현실적으로 인플레이션 리스크가 아직 충분히 해소됐다고 보기 어렵고, 기대인플레이션 통제 필요성도 남아 있다. 이에 따라 한국은행은 기존의 매파적 스탠스를 유지하며 추가 인상 가능성을 열어둘 가능성이 높다.

시장금리 측면에서는 7월 인상 자체보다 8월 연속 인상 가능성, 10월 추가 인상 여부, 그리고 최종금리 수준과 관련된 총재 발언이 더 큰 영향을 미칠 것이다.

7월·8월 연속 인상 보다는 7월·10월 인상으로 3.0% 도달할 것으로 예상

- 우리는 한은 금통위가 7월과 10월 두 차례 인상을 통해 기준금리를 3.0%까지 인상할 것으로 예상한다. 한은 총재의 발언처럼 현재 물가, 경기, 금융안정 여건은 모두 기준금리 인상 필요성을 가리키고 있다. 따라서 인상 자체의 당위성은 충분하다. 다만 7월과 8월 연속 인상 보다는 7월 인상 이후 8월에는 매파적 동결을 선택하고, 추가 데이터를 확인한 뒤 10월에 다시 인상하는 경로가 더 가능성이 높아 보인다.

현 시점에서 7월·8월 연속 인상은 통화정책의 긴급성을 과도하게 부각할 수 있다. 한국은행 입장에서는 시장에 충분히 매파적인 정책 신호를 전달하되, 추가 인상 여지를 남겨두면서 데이터 확인 이후 움직이는 것이 더 안정적인 선택이다. 기존 한은의 통화정책 운용 방식도 급격한 조정보다는 점진적 조정에 가까웠다는 점에서, 7월·10월 인상 경로가 정책 관성과도 더 부합한다.

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com

RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

호르무즈 해협 통행 관련 불확실성이 다시 높아지고 있으나, 휴전 합의 이후 유가가 예상보다 빠르게 하락했고 최근 환율 상승 압력도 일부 완화됐다. 이는 7월 인상 이후 곧바로 8월에 추가 인상을 단행해야 할 만큼의 긴급성이 다소 낮아졌음을 의미한다.

성장을 측면에서는 상방 리스크가 존재한다. 그러나 한국은행의 5월 경제전망 경로를 반영하면 하반기 GDP갭률은 마이너스권에 머무는 것으로 추정된다. 따라서 2분기 GDP가 큰 폭으로 서프라이즈를 기록하거나, 기대인플레이션이 재차 상승하거나, 근원물가 상승세가 가팔라지는 흐름이 확인되지 않는다면 지표 측면에서도 연속 인상보다는 점진적 인상에 무게가 실릴 가능성이 높다.

결론적으로 7월 인상은 높은 물가, 경기 상방 리스크, 금융안정 부담을 감안할 때 정당하나 연속 인상은 정책 긴급성을 과도하게 부각하고 시장금리 충격을 키울 수 있다. 따라서 한국은행은 7월 인상 이후 8월에는 추가 데이터를 확인하는 매파적 동결을 선택하고, 10월에 추가 인상해 기준금리를 3.0%까지 올리는 경로를 선호할 것으로 판단한다.

당분간 인상 압력은 유지, 최종금리는 헤드라인 물가 보다 근원물가가 결정. 아직은 열린 결말

- 한국은행의 기준금리 인상 압력은 당분간 유지될 전망이다. 전쟁 불확실성, 환율 부담, 물가와 경기 상방 리스크, 주택가격 및 가계부채 불안이 여전히 남아 있다. 다만 내년 최종금리 수준은 헤드라인 CPI보다는 근원 인플레이션의 하방 경직성과 재상승 여부에 의해 결정될 가능성이 크다

헤드라인 물가의 상방 압력은 내년으로 갈수록 약화될 가능성이 크다. 전쟁 불확실성은 여전히 높지만, 향후 전쟁 리스크 완화와 유가 하락 가능성을 감안하면 공급충격에 따른 헤드라인 CPI 압력은 점차 낮아질 여지가 있다. 또한 기저효과도 우호적으로 작용할 가능성이 높다. 따라서 통화정책의 핵심 판단 기준은 헤드라인 CPI의 둔화 여부보다, 근원 인플레이션이 목표 수준으로 안정적으로 복귀하는지에 맞춰질 것이다.

한국은행의 5월 경제전망 경로를 반영해 추정된 장기 적정금리도 같은 결론을 시사한다. 헤드라인 CPI갭을 기준으로 산출한 장기 적정금리는 CPI갭이 빠르게 축소되면서 2027년에는 2%대 중후반까지 낮아지는 반면 근원CPI갭을 기준으로 산출한 장기 적정금리는 2027년에도 3%대 초반, 약 3.27% 수준에 머무르는 것으로 추정된다. 이는 내년 통화정책 판단에서 헤드라인 물가보다 근원물가가 훨씬 중요해질 수 있음을 의미한다.

관성 Taylor rule 모형에서도 유사한 결과가 확인됐다. 한은 5월 전망 경로를 반영해 GDP갭률과 근원CPI갭을 산출한 뒤 모형에 적용하면, 기준금리는 2027년 1분기 3.0%에 도달한 이후 연말까지 대체로 유사한 수준에서 유지되는 것으로 추정된다. 즉, 현재 전망 경로만 놓고 보면 3.0%까지의 인상은 정당화될 수 있지만, 그 이후의 추가 인상은 자동적으로 정당화되지는 않는다는 것을 의미한다.

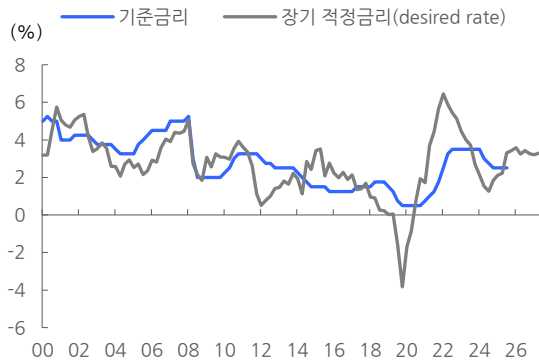
기준금리가 3.0%에 도달한 뒤 추가 인상이 이어지기 위해서는, 한국은행의 5월 전망보다 더 높은 근원물가 상승 압력이 확인될 필요가 있다. 헤드라인 물가 충격과 경기 개선 모멘텀이 근원물가로 전이되는 데에는 통상 2~3분기의 시차가 존재한다. 따라서 한국은행은 3.0% 도달 이후에도 기대인플레이션 통제를 위해 추가 인상 가능성을 열어둘 가능성이 높다. 다만 실제 인상 여부는 근원CPI갭의 하방경직성 또는 재확대 여부에 달려 있다.

결론적으로 경기, 물가, 환율, 주택가격, 대외 불확실성 등 상방 리스크를 감안하면 이번 인상 사이클의 최종 기준금리가 3.25%에 도달할 가능성은 열어둘 필요가 있다. 다만 내년도 성장을 전망이 크게 상향 조정되더라도 인플레이션 둔화 경로가 유지되고 근원물가의 상방 압력이 재차 확대되지 않는다면, 시장이 반영하고 있는 총 3~4회 인상 기대는 다소 과도할 수 있다.

CPI갭 모형에서 물가갭 반응계수는 GDP갭 반응계수의 약 3.3배, 근원CPI갭 모형에서는 약 2배로 추정된다. 이는 한국은행의 정책반응이 경기갭보다 물가갭, 특히 근원CPI갭에 더 민감하다는 점을 시사한다. 따라서 성장을 전망 상향만으로 추가 기준금리 인상이 정당화되기는 어렵고, 성장 개선이 근원물가의 하방경직성 또는 재상승으로 연결되는지가 추가 인상의 핵심 조건이다. 더욱이 올해와 내년 성장을 상향의 상당 부분이 반도체 수출 호조와 이에 따른 설비투자 증가에 기인한다면, 이를 곧바로 내수 과열이나 수요측 물가 압력으로 해석하기는 어렵다. 따라서 향후 통화정책 판단에서는 성장을 상향의 폭 자체보다, 그 성격이 수요측 인플레이션 압력으로 전이되는지 여부를 확인하는 것이 중요하다.

Key Charts

〈그림 1〉 거시여건은 금리 인상을 요구



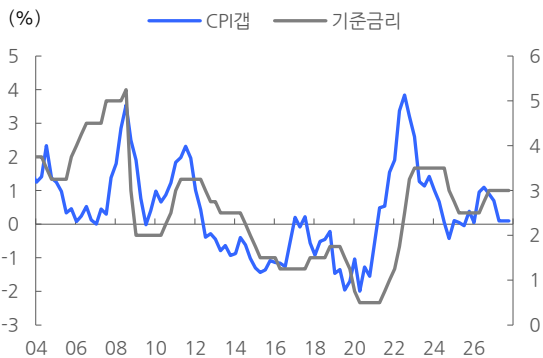
주: 위 그래프에서 장기 적정금리는 해당기의 갭(근원CPI갭)이 상당 기간 지속될 경우의 균형 정책금리를 뜻하므로 장기 적정금리가 높다고 해서 한은이 금리를 동 수준으로 올려야한다는 의미로 해석하면 부적절. 현재 거시 여건이 지속된다는 가정 하에 중기적인 균형 압력 또는 방향성 지표로 해석함이 타당
자료: 한국은행, 현대차증권 추정

〈그림 2〉 스무딩 테일러 준칙 기반 기준금리 추정



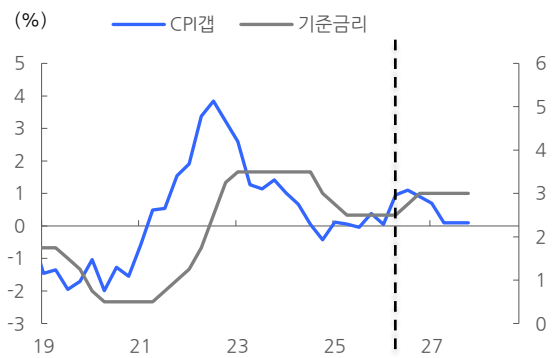
주: 기준금리의 높은 지속성과 점진적 조정 특성을 감안해, 본 분석에서는 전기 기준금리를 포함한 interest-rate smoothing Taylor rule, 즉 금리 스무딩을 반영한 테일러 준칙을 사용
자료: 한국은행, 현대차증권 추정

〈그림 3〉 CPI갭과 기준금리 장기 추이



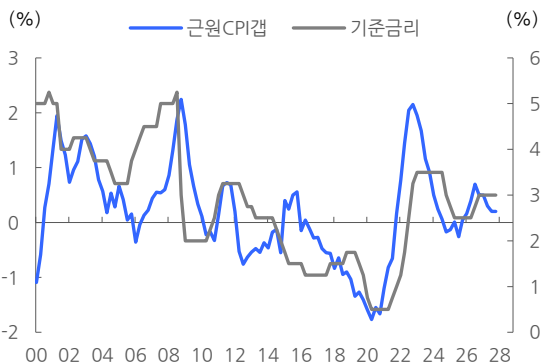
주: CPI갭 = CPI 상승률 - 한은 물가상승률 목표(2%)
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 4〉 한은 5월 전망 반영 경로



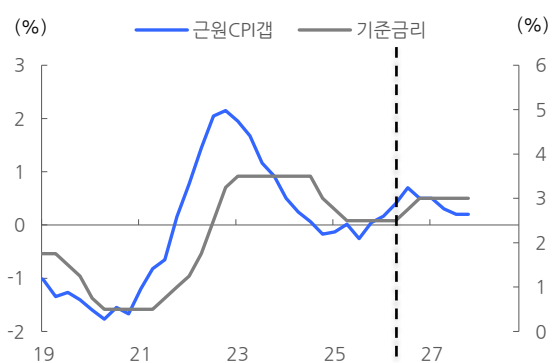
주: 한국은행 5월 경제전망 보고서의 분기별 전망 수치 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 5〉 근원 CPI갭과 기준금리 장기 추이



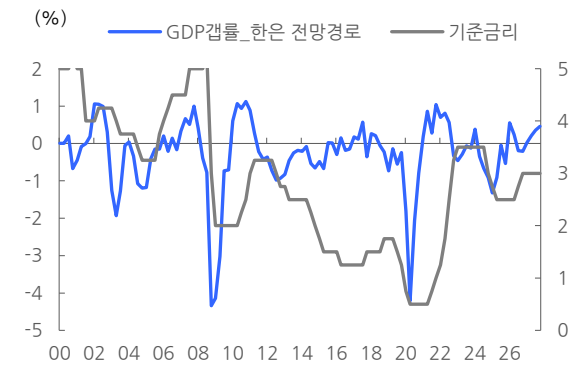
주: 근원CPI갭은 근원CPI 상승률 - 한은 물가상승률 목표(2%)
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 6〉 한은 5월 전망 반영 경로



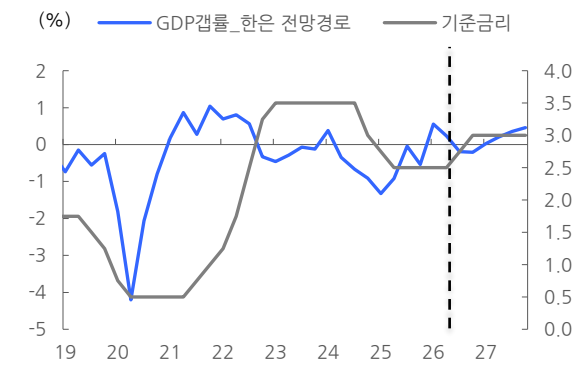
주: 한국은행 5월 경제전망 보고서의 분기별 전망 수치 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 7〉 한국 GDP갭률과 기준금리 장기 추이



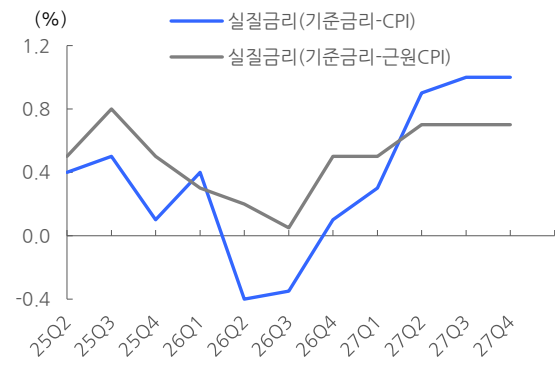
주: GDP갭률은 One-sided HP필터로 추정, 빈티지 데이터 활용은 X
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 8〉 한은 5월 전망 반영 경로



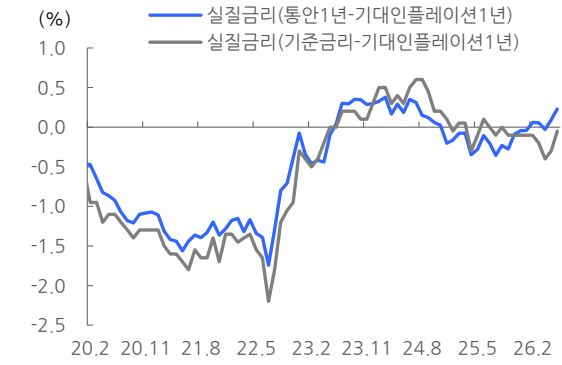
주: 한국은행 5월 경제전망 보고서의 분기별 전망 수치 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 9〉 4분기부터 실질 기준금리 플러스로 전환



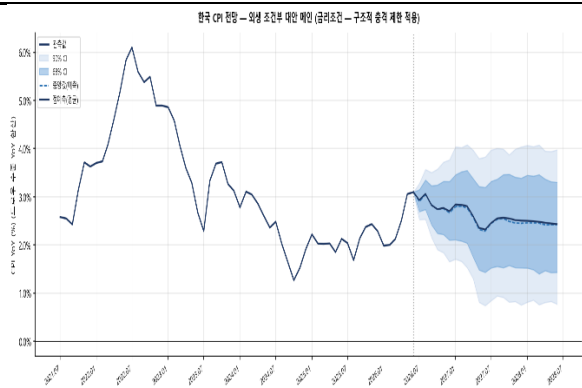
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 10〉 시장금리는 선반영으로 플러스 영역 진입



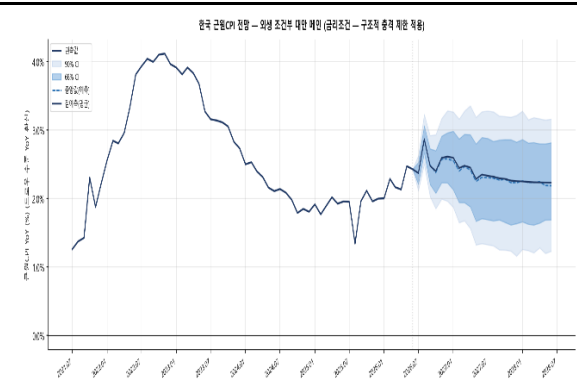
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 11〉 베이지안VAR로 전망한 소비자물가 경로



자료: 현대차증권

〈그림 12〉 근원 소비자물가 상승률 경로



자료: 현대차증권

〈표1〉 국면별 기준금리 및 실질금리 비교

기간	실제 기준금리 평균	CPI 기준 장기금리	근원 CPI 기준 장기금리	해석
2010~2011 인상기	2.69	4.47	3.32	실제 금리가 모형보다 낮아 인상 압력 컸음
2012~2016 저물가 · 완화기	2.16	0.94	1.93	CPI 기준으로는 금리가 높았고, 인하 명분 존재
2017~2019 정상화 · 인하기	1.48	1.05	1.09	실제 금리가 모형보다 약간 높음
2020 코로나	0.56	-0.91	-1.95	위기 대응으로 모형보다 높은 듯 보이나, 하한 제약 영향
2021~2023 고물가 인상기	2.12	4.71	4.09	실제 금리가 모형보다 크게 낮아 공격적 인상 압력
2024~2025 물가 둔화 · 인하기	2.97	2.22	2.18	실제 금리가 모형보다 높아 인하 명분
2026 전망 · 가정	2.69	3.24	3.36	실제 금리가 모형보다 낮아 추가 인상 명분
2027 전망 · 가정	3.00	2.60	3.27	CPI 기준으로 긴축적, 근원 기준으로 중립 · 완화적

자료: 현대차증권

〈표2〉 5월 금통위 이후 경제 여건 변화

지표	5 월 금통위	7 월 금통위	변화	비고
26 년 성장률 전망치	2.6	2.7	+0.1%p	7 월은 블룸버그 전망치
26 년 물가 전망치	2.7	2.7	+0.0%p	7 월은 블룸버그 전망치
유가(WTI)	99.0	75.6	-23.6%	이전 한 달 평균
유가(Brent)	105.4	78.8	-25.2%	이전 한 달 평균
보통휘발유(오피넷)	2011.1	1978.1	-1.6%	이전 한 달 평균
CPI(YoY)	2.6	3.2	+0.6%p	4 월/6 월 발표치
근원 CPI(YoY)	2.2	2.5	+0.3%p	4 월/6 월 발표치
1 년 기대인플레이션(YoY)	2.9	2.8	-0.1%p	4 월/6 월 발표치
3 년 기대인플레이션(YoY)	2.6	2.7	+0.1%p	4 월/6 월 발표치
5 년 기대인플레이션(YoY)	2.6	2.6	+0.0%p	4 월/6 월 발표치
생활물가지수(YoY)	2.9	3.4	+0.5%p	4 월/6 월 발표치
서비스물가지수(YoY)	2.4	2.6	+0.2%p	4 월/6 월 발표치
수입물가지수(YoY)	20.5	24.8	+4.3%p	4 월/5 월 발표치
수도권 주택가격	101.3	102.4	+1.1%	이전 한 달 평균
코스피(평균)	7459	8284	+11.1%	이전 한 달 평균
코스피(중가)	8185.3	6806.9	-16.8%	5.28/7.13 기준
원/달러 환율	1490.2	1528.3	+2.6%	이전 한 달 평균
원/달러 환율(중가)	1502.8	1503.4	+0.04%	5.28/7.13 기준
달러인덱스	98.7	100.7	+2.0%	이전 한 달 평균
국고채 3 년물	3.66	3.78	+12.0bp	이전 한 달 평균
국고채 10 년물	4.05	4.18	+13.8bp	이전 한 달 평균
미국채 2 년물	4.00	4.14	+14.0bp	이전 한 달 평균
미국채 10 년물	4.48	4.47	-0.3bp	이전 한 달 평균
일본 10 년물	2.61	2.69	+7.2bp	이전 한 달 평균
독일 10 년물	3.06	2.95	-10.5bp	이전 한 달 평균

자료: 현대차증권

〈표3〉 7월 셋째주 주간 일정

일자	지역	지표 및 일정	예상	발표	이전	지표 및 일정	예상	발표	이전
13	KR	7월 수출 1~10 일(%YoY)	-	53.9	85.9	7월 수입 1~10 일(%YoY)	-	17.4	35.6
		일정: 연준 보우먼 위원 연설(18:25)							
14	US	6월 CPI(%YoY)	3.8		4.2	6월 CPI(%MoM)	-0.1		0.5
		6월 근원 CPI(%YoY)	2.9		2.9	6월 근원 CPI(%MoM)	0.2		0.2
		연방 재정수지(10억 달러)	-128.3		-292.6				
		일정: 연준 월러 이사 연설(01:30), 유럽중앙은행 라가르드 총재 연설(06:00, 22:00), 워시 의장 하원 금융서비스위원회 반기 통화정책 보고 증언(23:00)							
15	KR	6월 수출물가지수(%YoY)	-	-	46.9	6월 수입물가지수(%YoY)	-	-	24.8
		6월 실업률(%)	2.8		2.8				
	US	6월 PPI(%YoY)	6.2		6.5	6월 PPI(%MoM)	0.0		1.1
		6월 근원 PPI(%YoY)	5.2		4.9	6월 근원 PPI(%MoM)	0.3		0.4
		7월 뉴욕 엠파이어스테이트 제조업지수	9.7		5.7				
		일정: 연준 쿡 이사 연설(02:30), 연준 보우먼 위원 연설(03:55), 연준 월리엄스 이사 연설(21:45), 워시 의장 상원 은행위원회 반기 통화정책 보고 증언(23:00)							
16	KR	7월 한은 금융통화위원회 기준금리(%)	2.75		2.50				
	US	신규 실업수당청구건수(천건)	217		215	연속 실업수당청구건수(천건)	1,815		1,814
		6월 소매판매(%MoM)	0.3		0.9	6월 근원 소매판매(%MoM)	-0.1		0.8
		일정: 연준 쿡 이사 연설(02:30), 연준 베이저북(03:00), 7월 금융통화위원회(09:00), 한은 총재 통화정책방향 기자회견(11:10)							
17	US	7월 미시간대 소비자신뢰지수[P]	51.0		49.5				
	EUR	6월 CPI(%YoY)[F]	2.8		2.8	6월 CPI(%MoM)[F]	-0.1		-0.1
		일정: 연은 로간 달러스 총재 연설(01:30), 연준 제퍼슨 이사 연설(08:00)							

주: 예상치는 블룸버그 예상치, 한국시간 기준

자료: 인베스팅닷컴, 블룸버그, 현대차증권

▶ Compliance Notice

-
- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최제민의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 - 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
-

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 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.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-