

채권 브리프

왜 10월이 아니라 8월인가

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

8월 금통위에서 기준금리를 2.75%에서 3.00%로 25bp 인상할 것으로 전망

현재 국면은 일회성 인상으로 끝내기에는 물가와 성장이 강하지만, 빅스텝을 단행할 정도의 물가 위기는 아님

7월 CPI 둔화는 공급측 요인에 기댄 반면, 근원·서비스 중심의 기초적 물가압력은 남아 있음

10월까지 기다리면 공급측 물가와 기초적 물가가 다시 결합하고 금융여건이 조기에 완화될 수 있음

8월의 25bp는 긴축을 강화하기보다 향후 더 높은 최종금리와 더 긴 긴축을 막기 위한 선제 대응일 것

현재 물가는 과거 연속 인상기보다 낮지만 성장률은 당시와 유사

현재 인상 사이클 국면을 물가와 성장률이라는 매크로 데이터에 기반하면 17~18년의 완만한 정상화보다 강하고, 21~23년의 인플레이션 위기보다는 약하다. 가장 가까운 형태는 10~11년 사이클이지만, 인상 속도는 당시보다 빨라질 가능성이 있다. 현재와 비교하면 성장 회복을 바탕으로 물가의 후행적 상승을 막으려 했다는 점이 유사하나 차이는 현재 한국은행이 이미 10년의 경험을 알고 있다는 것이다. 물가 상승을 확인한 뒤 움직이면 대응이 늦어질 수 있다는 점에서 8월 연속 인상 가능성은 당시보다 높다고 볼 수 있다. 물론 26년 7월의 물가 수준만 놓고 보면 과거 연속 인상기보다 낮다는 점은 사실이다. 21년 11월과 22년 1월에는 물가가 3%대로 상승하고 있었고, 22년 4월 이후에는 4~6%대의 고물가가 이어졌다. 현재 CPI 2.8%만 놓고 보면 연속 인상의 긴급성은 당시보다 낮다고 볼 수 있다. 반면 성장 여건은 과거 연속 인상기와 비교해 약하지 않다. 26년 2분기 GDP 성장률은 전년비 3.7%로 22년 5월 이후 연속 인상 당시의 3.3~3.7%와 유사하다. 특히 직전 분기 대비 성장률도 0.6%를 기록해 추가 인상을 미뤄야 할 정도의 경기 하방 위험은 확인되지 않는다. 현재와 가장 가까운 비교 대상은 22년의 빅스텝 구간보다 21년 11월~22년 1월의 두 차례 연속 25bp 인상이다. 당시에는 물가 상승과 강한 성장이 연속 인상을 뒷받침했다. 현재는 헤드라인 물가가 둔화됐지만 기초적 물가가 남아 있고, 견조한 성장으로 인상 여력이 유지되고 있다는 점이 핵심이다. 즉 과거 통계가 보여주는 현재 사이클의 위치를 평가하면 일회성 보험으로 끝내기에는 물가와 성장이 강하고, 빅스텝을 단행하기에는 물가 충격이 제한적이다. 결론은 25bp씩 빠르게 움직이는 연속 인상이다.

표1. 과거 한국은행 금리 인상 사이클 비교

구분	최초 인상	최종금리	누적 인상	인상 횟수	진행 기간	연속 인상 여부	최초 인상 당시 CPI	성장 배경	사이클 성격
2010~2011년	2.00→2.25%	3.25%	125bp	5회	11개월	없음	2.50%	GDP 5~6%대 성장	경기 회복에 따른 점진적 정상화
2017~2018년	1.25→1.50%	1.75%	50bp	2회	12개월	없음	1.20%	GDP 3%대 성장	저금리 정상화·금융불균형 대응
2021~2023년	0.50→0.75%	3.50%	300bp	10회	17개월	있음	2.60%	경제 정상화 이후 성장 둔화	고물가 대응을 위한 고강도 긴축
2026년 현재	2.50→2.75%	-	-	-	-	7·8월 연속 인상 전망	2.80%	2분기 GDP 전년비 3.7%	기조적 물가 대응을 위한 재긴축

자료: iM 증권 리서치본부

표2. 연속 인상 구간 비교: 현재와 가장 가까운 비교 대상은 2022년의 빅스텝 구간보다 2021년 11월~2022년 1월의 두 차례 연속 25bp 인상

연속 인상 구간	연속 횟수	누적 인상	CPI 흐름	GDP 성장률 흐름
2021년 11월~2022년 1월	2회	50bp	3.2%→3.7%	4.6%→4.6%
2022년 4월~11월	6회	200bp	4.2%→4.8%→6.0%→6.3%→5.5%→5.6%	4.5%→3.6%→3.6%→3.3%→3.3%→3.7%
2026년 7월~8월 전망			3.2%→2.8%	3.8%→3.7%

자료: iM 증권 리서치본부

기다림의 편익보다 자연의 비용이 커졌다

당사는 8월 금통위에서 한은이 기준금리를 2.75%에서 3.00%로 25bp 인상할 것이라는 기존 전망을 유지한다. 7월 인상 이후 두 달간 정책 효과를 지켜보는 주장이 제기될 수 있지만, 10월까지 기다려 얻을 수 있는 이득은 크지 않으며 국제유가 반등과 기조적 물가 압력의 지속, 금융여건 재완화 가능성을 고려하면 인상을 미룰 때 발생하는 비용은 커지고 있다. 10월까지 인상을 미룰 경우 국제유가 상승이 석유류와 생산비를 거쳐 소비자물가에 반영된 뒤 대응하게 된다. 통화정책이 다시 물가에 후행하는 셈이다. 일각에서 주장하는 10월 인상론의 가장 큰 근거는 7월 인상의 효과와 8~9월 물가를 추가로 확인해야 한다는 것이다. 그러나 기준금리 인상이 물가와 성장에 영향을 미치기까지는 상당한 시차가 존재한다. 10월이 되더라도 7월 인상의 실물경제 효과를 충분히 평가하기는 어려우며 추가 물가지표의 가치 역시 제한적이다. 7월 소비자물가 상승률은 2.8%로 둔화했지만, 이는 석유류와 전기·가스·수도 등 공급측 가격 하락의 영향이 컸다. 알다시피 식료품·에너지 제외 근원물가는 2.6%로 기조적 물가압력이 남아 있음을 보여줬으며 이미 상품물가보다 개인서비스·임금·기대인플레이션의 지속성이 한은 정책 판단의 핵심으로 이동한 점이 확인됐다. 그리고 무엇보다 8월 동결은 7월 인상이 일회성 조치였다는 신호를 줄 수 있다. 인상 종료 기대가 국고채와 대출금리를 낮추면 7월 인상의 긴축 효과가 약해지고, 주택가격과 가계대출이 다시 확대될 가능성도 있다. 쉽게 말해 10월까지 기다리면 더 높은 금리가 필요할 수 있다는 점에서 8월 인상의 가능성은 매우 높다는 판단이다.

7월 물가 둔화의 전제가 흔들리고 있다

7월 소비자물가 상승률은 6월 3.2%에서 2.8%로 둔화했다. 그러나 물가 전반의 압력이 약해졌다고보다 석유류와 공공요금 등 공급측 가격이 큰 폭으로 하락한 영향이 컸다고 볼 수 있다. 실제로 석유류는 전월비 5.5%, 전기·가스·수도는 5.1% 하락했다. 반면 식료품·에너지 제외 근원물가는 2.6%를 기록했다. 헤드라인 물가는 낮아졌지만, 서비스 중심의 기조적 물가압력은 남아 있었다. 문제는 7월 물가 둔화를 이끌었던 국제유가가 다시 상승하고 있다는 점이다. 유가 상승세가 이어지면 석유류 가격의 물가 하락 기여도는 빠르게 축소될 수 있다. 즉 7월까지 물가를 낮췄던 요인이 8~9월에는 물가를 높이는 방향으로 전환될 가능성이 있다. 또한 작년의 낮은 에너지 가격에 따른 기저효과까지 겹치면 국제유가가 크게 오르지 않더라도 전년비 석유류 상승률은 높아질 수 있다. 7월에는 공급측 가격 하락이 높은 서비스물가를 가려줬다면 적어도 8~9월은 유가가 반등하면 공급측 물가는 다시 높아지는 반면, 서비스물가는 충분히 낮아지지 않는 상황이 나타날 수 있다. 따라서 10월까지 기다리는 동안 확인하게 될 것은 물가 안정이 아니라 공급측 물가와 기조적 물가가 다시 결합하는 과정일 수 있다. 즉 물가 반등이 숫자로 확인된 뒤 대응하면 금리 인상의 효과는 늦어지고 정책 비용은 커질 수밖에 없다.

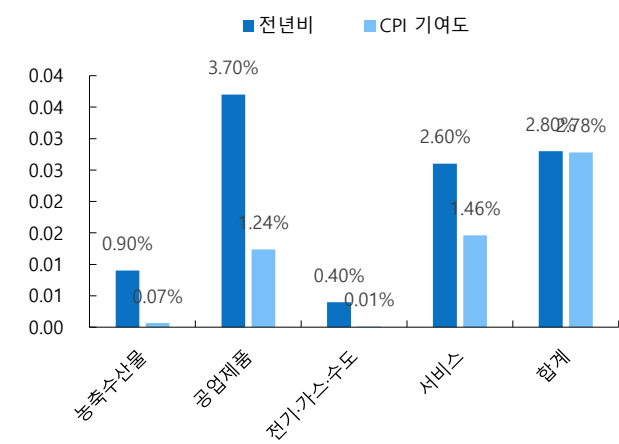
표3. 7월 국내소비자물가 세부 내용: 7월 CPI는 공급발 물가 둔화와 수요발 물가 건조가 동시에 확인. 유가와 농산물 안정으로 헤드라인 물가는 2.8%까지 둔화됐지만, 근원물가와 개인서비스 물가는 오히려 상승. 물가의 중심이 공급측에서 수요측으로 이동하고 있다는 점에서 한국은행의 추가 긴축 경계는 유지될 가능성이 높음

구분	세부 항목	7월 특징	주요 지표	시사점
공급측 물가	① 에너지	하락	석유류 전월 -5.5%, 전기·가스·수도 -5.1%, 전기료 -11.0%	국제유가 안정과 계절요인으로 헤드라인 CPI 하락에 가장 크게 기여
	② 농산물·기상요인	안정	농산물 -2.2% YoY, 채소류 -4.2%, 신선식품 -2.3%	공급여건 개선으로 식품물가 부담 완화
	③ 공산품 원가	둔화	공업제품 3.7%, 가공식품 1.0%	원자재·에너지 부담은 완화됐지만 완전한 안정은 아님
	④ 정부관리가격	안정	전기·가스·수도 0.4% YoY, 공공서비스 1.4%	공공요금이 물가를 추가로 자극하지 않는 국면

수요측 물가	① 근원(Core)	상승	식료품·에너지 제외 2.6%, 농산물·석유류 제외 2.5%	공급요인을 제거하면 기초 물가는 오히려 상승
	② 개인서비스	건조	개인서비스 3.5%, 외식 제외 4.1%	임금과 내수수요의 영향이 지속
	③ 소비자서비스	강세	음식·숙박 2.8%, 오락·문화 5.5%, 기타상품·서비스 4.4%	소비 회복과 서비스 수요 확대가 가격 상승으로 연결
	④ 주거·임금 연동	완만한 상승	전세 1.1%, 월세 1.2%, 공동주택관리비 3.5%	주거비와 노동집약 서비스 가격의 상승 지속
한은이 주목하는 부분	서비스+Core	강세 유지	Core 상승 + 개인서비스 3.5%	헤드라인보다 기초물가가 중요. 공급측 물가는 진정됐지만 수요측 물가는 아직 둔화되지 않음

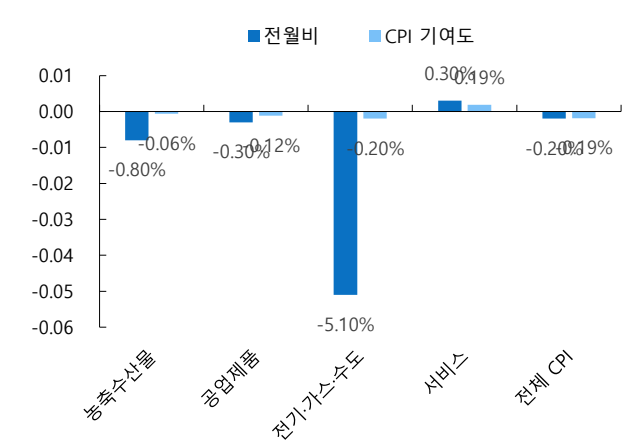
자료: 한국은행, iM 증권 리서치본부

그림1. 7월 CPI 전년동월비 기여도: 서비스의 전년동월비 기여도는 1.46%p로 전체 2.78%p의 약 53%. 공업제품 기여도도 1.24%p로 높지만, 이 가운데 석유류가 0.60%p를 차지



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 7월 CPI 전월비 기여도: 상품이 -0.37%p를 끌어내렸지만 서비스가 +0.19%p를 기여. 특히 전기료, 휘발유, 경유 세 품목의 전월비 기여도 합계가 약 -0.44%p. 이 세 품목만 없었다면 7월 CPI 전월비는 마이너스가 아니라 플러스

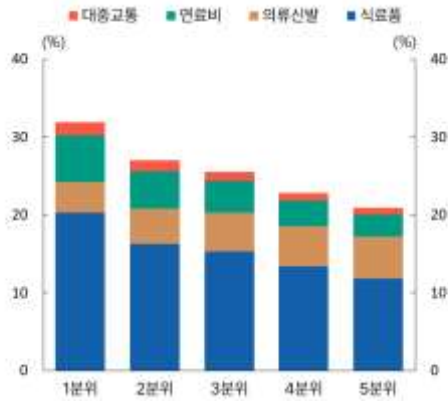


자료: iM증권 리서치본부

양극화를 이유로 금리 인상을 미루기도 어렵다

이론적으로 금리 인상은 이자 부담을 높여 취약차주와 저소득층에 더 큰 부담을 줄 수 있다. 내수 회복 역시 업종과 소득계층에 따라 차이가 크다. 이러한 양극화를 고려하면 추가 인상에 신중해야 한다는 주장에는 충분한 근거가 있다. 물론 금리 인상이 취약차주의 이자 부담을 높이는 것은 사실이다. 그러나 높은 물가의 충격도 계층별로 다르게 나타난다. 저소득층은 식료품과 주거·광열 등 필수지출 비중이 높아 동일한 소비자물가 상승에도 고소득층보다 더 높은 실효 물가상승률을 부담한다(실제로 한은은 높은 생활물가는 의식주 소비의 비중이 높은 저소득가구, 고령층 등 취약계층에게 더 큰 부담이 되며 소득분위별로 해당 계층이 실제로 직면하는 물가상승률(실효 물가상승률)을 계산해보면, 물가상승기에 저소득가구가 고소득 가구보다 물가 부담이 더 컸던 것으로 분석한 바 있다). 양극화를 이유로 금리 인상을 미룰 경우 이자 부담은 일부 줄어들 수 있지만, 생활물가 상승으로 인해 취약계층의 실질구매력이 더 크게 훼손될 수 있다. 취약차주의 부담은 재정·금융정책으로 선별 지원하되, 통화정책은 물가 안정이라는 본연의 역할에 집중할 필요가 있다.

그림3. 소득분위별, 품목별 소비비중



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부
주: 2023년 기준

그림4. 소득분위별 실효 물가상승률



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

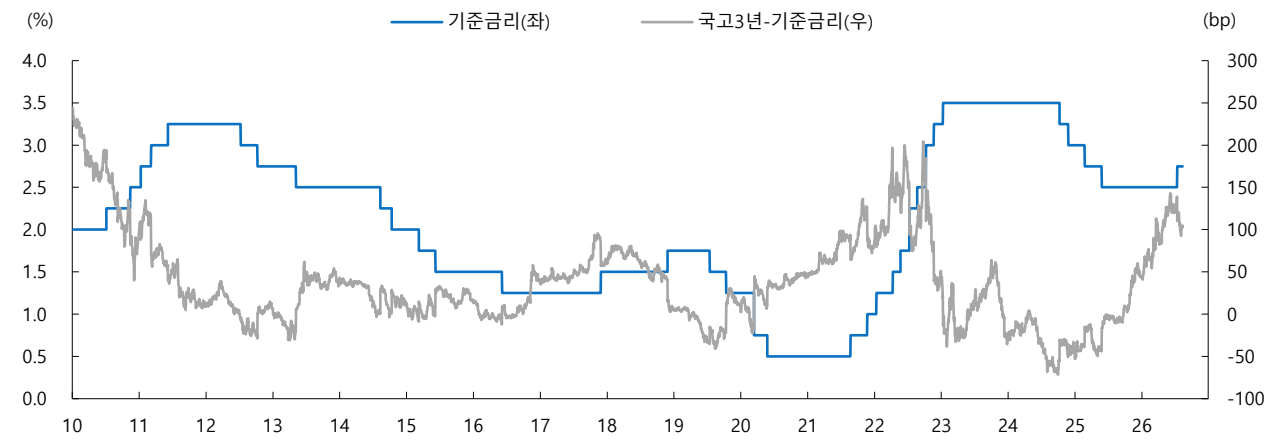
8월 인상의 편익은 분명하다

8월 인상의 편익은 분명하다. 우선, 기대인플레이션을 선제적으로 억제할 수 있다. 기초적 물가가 충분히 낮아지지 않은 상황에서 국제유가가 다시 상승하면 가계와 기업의 물가 기대도 높아질 수 있다. 8월 연속 인상은 시장에서 한은이 물가 재상승을 용인하지 않겠다는 명확한 신호로 해석될 수 있고 물가가 실제로 반등한 뒤보다 상승 위험이 커지는 단계에서 대응해야 기대를 안정시키는 효과도 커질 수 있다. 또한 유가 상승이 기초적 물가로 전이되는 것을 차단할 수 있다. 최근 원/달러 환율이 1,400원대 초반에 안착해 원화 약세 압력이 크다고 보기는 어려우나 국제유가 상승이 운송비와 생산비를 거쳐 상품 및 서비스 가격으로 확산될 가능성은 남아 있다. 기준금리 인상은 유가 자체를 낮추지는 못하지만, 비용 상승이 가격과 임금으로 전가되는 수요 여건을 제약할 수 있다.

더불어 금융여건의 조기 완화를 막을 수 있다. 7월 인상 이후 8월에 동결하면 시장은 7월 결정을 일회성 대응으로 해석할 가능성이 있다. 추가 인상 기대가 약해지면 국고채 금리와 대출금리가 하락하고, 한국은행이 의도한 긴축 효과도 빠르게 약화될 수 있다. 8월 인상은 시장금리의 과도한 하락과 주택가격·가계대출의 재확대를 제어하는 효과가 있다. 또한 한국은행의 정책 신뢰를 강화할 수 있다. 7월 인상이 성장보다 물가 안정을 우선하기 시작한 정책함수의 전환이었다면, 8월 연속 인상은 이를 행동으로 확인하는 과정이다. 반대로 물가 위험이 충분히 낮아지지 않은 상황에서 곧바로 동결하면 7월 인상이 일회성 '보험성 인상'이었다는 인식을 줄 수 있다. 정책 신뢰가 높을수록 기대인플레이션을 낮추기 위해 필요한 실제 금리 인상 폭도 줄어든다.

즉 10월까지 기다려도 7월 인상의 정책 효과를 충분히 확인하기 어렵다. 반면 기다리는 동안 국제유가 반등 등이 공급측 물가를 다시 자극하고, 서비스물가와 기대인플레이션으로 2차 파급이 확산될 수 있다. 건조한 성장으로 추가 인상을 감내할 여력이 있고 금융여건의 재완화까지 경계해야 한다면, 정책 대응을 10월로 미룰 이유는 크지 않아 보인다.

그림5. 기준금리와 국고3년 추이: 국고채 3년물-기준금리 스프레드는 금리 인상에 선행해 확대되고, 인상 사이클이 진행될수록 축소되는 경향을 보였음. 현재 스프레드는 +105bp로 2010년 이후 상위 약 11% 수준. 시장은 이미 추가 인상을 상당 부분 반영하고 있으며, 향후 3년물 방향은 인상 여부보다 최종금리 전망에 좌우될 것으로 판단



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

표4. 기준금리와 국고채 3년물 스프레드 비교: 현재 스프레드는 인상 사이클 초기에 해당하지만 추가 인상 기대는 이미 상당 부분 반영된 수준

구분	기준금리 경로	인상 초기 스프레드	사이클 중 최대	종료 시점 스프레드	시장의 선반영
2010~2011년	2.00→3.25%	+168bp	+244bp ¹	+40bp	경기 회복과 금리 정상화를 사전에 반영
2017~2018년	1.25→1.75%	+57bp	+96bp	+15bp	제한적인 정상화 반영
2021~2023년	0.50→3.50%	+65bp	+205bp	-14bp	물가 급등으로 최종금리 전망이 계속 상향
2026년 현재	2.50→2.75%	+110bp	+143bp	+105bp(8/14일 기준)	추가 인상과 고금리 장기화 반영

자료: iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.