

채권 브리프

기다릴 이유가 없다: 8월 연속 인상

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

8월 금통위, 기준금리를 2.75%에서 3.00%로 25bp 인상할 것이라는 전망을 유지

7월 헤드라인 물가는 둔화됐지만 근원물가 압력은 지속되고 있으며, 8월에는 낮은 기저와 유가·수요측 압력이 맞물려 3% 중반으로 반등할 가능성이 높음

7월 카드 국내승인액 증가율은 3.7%로 낮아졌으나 높은 역기저의 영향. 나우캐스트도 7월 평균 5.7%, 8월 초 5.4% 증가해 소비 급랭 신호는 제한적

2분기 GDP는 전기비 0.6% 성장했고 가계신용은 사상 처음 2,000조원을 돌파. 견조한 성장과 금융불균형 확대가 조기 정책 대응의 필요성을 동시에 높이고 있는 상황

인상을 10월로 미루기보다 경기의 수용력이 확보된 8월에 단행한 뒤 4분기부터 누적 긴축 효과를 점검하는 편이 정책 신뢰와 기대인플레이션 관리에 유리하다는 판단

8월 금통위 전망: 기준금리 2.75% → 3.00%, 25bp 인상

당사는 한은이 8월 27일 금융통화위원회에서 기준금리를 2.75%에서 3.00%로 25bp 인상할 것이라는 기존 전망을 유지한다. 직전 7월 인상이 물가·성장·금융안정 위험에 대응한 정책기조 전환이었다면, 8월 인상은 인상기조의 신뢰성을 확보하고 기대인플레이션의 재상승을 차단하기 위한 후속 조치가 될 것이다. 우선 7월 소비자물가 상승률은 2.8%로 낮아졌으나 8월은 국제유가 재상승과 지난해 낮은 물가의 기저효과, 폭염에 따른 농축수산물 가격, 서비스물가의 경직성이 동시에 작용하면서 헤드라인 물가가 3% 중반까지 반등할 가능성이 높다. 2분기 GDP는 전기비 0.6%, 전년비 3.7% 성장했고 8월 1~20일 수출은 전년동기비 56.0% 증가했다. 성장 방어를 이유로 인상을 늦출 필요성도 낮아졌다는 의미다. 오히려 경기와 소비가 견조한 지금이 추가 인상 비용을 최소화할 수 있는 시점이다. 따라서 7월 인상을 '보험성 1회 인상'으로 마무리하기보다는 8월 연속 인상을 통해 정책금리를 3.00%로 올린 뒤, 10월에는 누적 긴축 효과를 점검하는 경로가 가장 합리적일 것이라는 판단이다.

8월 소비자물가: 3% 중반으로 재상승할 가능성

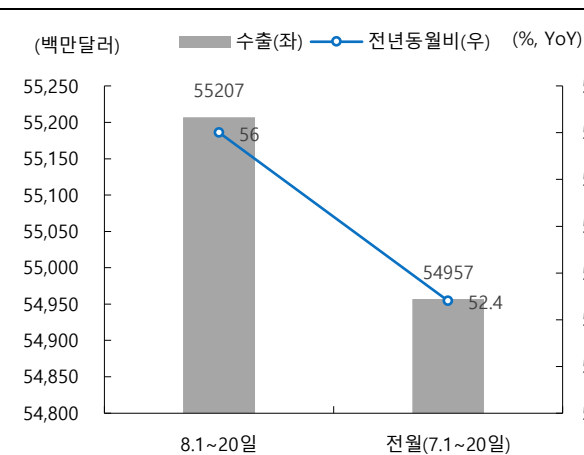
금리인상의 주요 근거인 8월 소비자물가는 전년동월비 3.4~3.6% 상승할 것으로 예상된다. 7월의 2.8%에서 비교적 큰 폭으로 높아질 수 있다. 우선 가정 강력한 요인은 기저 효과의 반영이다. 참고로 25년 8월 소비자물가 상승률은 1.7%에 불과했다. 당시 휴대전화 요금 인하 등 정책 요인으로 공공서비스 물가가 전년비 3.6% 하락했고, 식료품·에너지 제외 근원물가도 1.3%까지 낮아졌다. 이로 인해 올해 8월에는 해당 가격 인하 효과가 전년동월비 계산에서 사라지는 것만으로도 헤드라인과 근원물가가 큰 폭으로 상승할 수 있다. 특히 통신비 관련 기저효과는 유가보다 예측 가능성이 높은 상승 요인이다. 단순히 8월 CPI의 전월비가 높지 않더라도 비교 대상이었던 지난해 물가가 비정상적으로 낮았기 때문에 전년비 상승률은 크게 높아질 수 있다.

다음은 유가 상승의 시차 반영분이다. 브렌트유 등 주요 유가 가격이 80~90달러대로 재상승했다. 즉 7월 CPI에서 석유류가 전월비 5.5% 하락하며 물가를 낮췄던 것과 달리, 8월에는 석유류의 기여도가 다시 플러스로 전환될 가능성이 높다. 유가 상승이 지속되면 운송비·물류비·가공식품 가격을 통해 근원물가로 전이될 위험도 있다. 또한 8월은 계절적으로 채소와 과일 가격의 변동성이 확대되는 시기다. 폭염과 집중호우가 출하량 감소로 이어질 경우 농산물 가격의 전월비 상승 폭이 커질 수 있다. 농산물 가격은

통화정책으로 직접 통제하기 어렵지만, 가계가 자주 구입하는 품목이라는 점에서 물가인식과 기대인플레이션에 미치는 영향은 크다. 유가와 농산물 가격이 함께 상승하면 생활물가가 헤드라인보다 빠르게 높아질 수 있다.

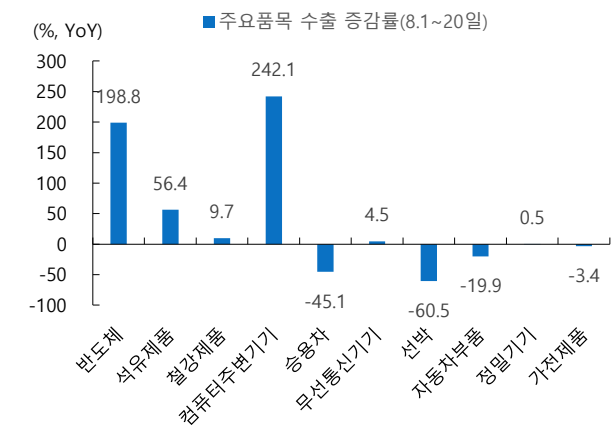
마지막으로는 수요발 인플레이션의 재등장 가능성이다. 8월 물가 반등은 기저효과와 유가 이외에도 수요 측면의 인플레 압력 역시 간과할 수 없다. 2분기 민간소비는 전기비 0.4% 증가했고 재화와 서비스 소비가 함께 개선됐다. 서비스업 생산도 전기비 1.1% 증가했으며 실질 GDI가 2분기에 전기비 3.6% 증가했다는 점 역시 중요하다. 교역조건 개선으로 가계와 기업의 실질 구매력이 높아졌고, 이는 시차를 두고 소비와 서비스가격에 반영될 수 있다. 한국은행이 주목할 부분 역시 해당 측면이다. 공급충격만 발생했다면 대응을 유보할 수 있지만, 근원물가와 서비스물가가 동시에 상승하고 있다면 기대인플레이션 고착을 막기 위해 연속적인 금리인상을 단행할 명분이 될 수 있다.

그림1. 8.1~20일 수출 통계: 동기간(1~20일) 수출 8월 기준 역대 최대 기록



자료: 관세청, iM증권 리서치본부

그림2. 8.1~20일 주요 품목별 수출 통계: 반도체가 198.8%, 컴퓨터 주변기기가 242.1% 증가했고 무역수지는 140억달러 흑자를 기록



자료: 관세청, iM증권 리서치본부

표1. 8월 물가 상승의 배경: 공급충격만 발생했다면 대응을 유보할 수 있지만, 근원물가와 서비스물가가 동시에 상승하고 있다면 기대인플레이션 고착을 막기 위한 정책 대응이 필요한 시기

물가 압력	주요 요인	지속성
기저효과	2025년 통신비·공공서비스 가격 하락 효과 소멸	단기적이나 상승 폭 큼
비용상승	유가·환율·농산물·물류비	유가와 기상 상황에 좌우
수요견인	소비·서비스업·소득 개선	통화정책상 가장 중요

자료: iM 증권 리서치본부

카드값의 비밀: 증가율은 둔화됐지만 소비가 꺾였다고 단정하기 어렵다

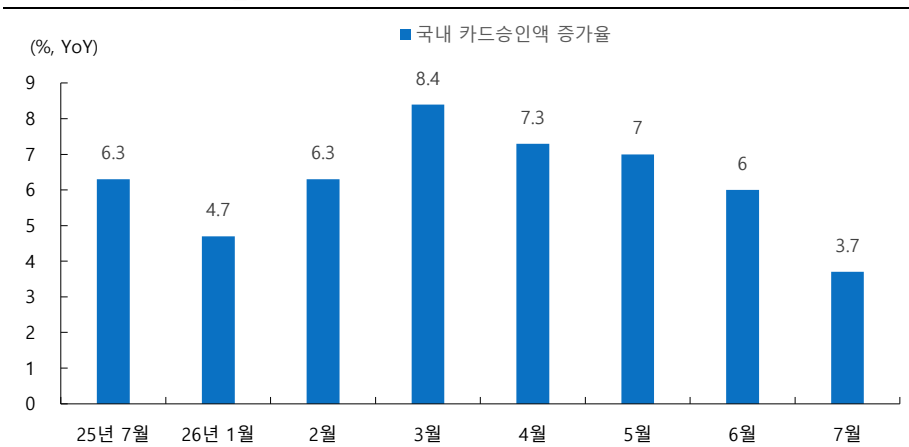
7월 신용카드 국내승인액은 전년동월비 3.7% 증가해 6월의 6.0%보다 증가 폭이 축소됐다. 백화점 카드승인액도 13.3%에서 6.6%로 둔화됐으며 국산 승용차 내수판매는 1.8% 감소했다. 표면적으로는 7월 인상을 앞두고 소비가 둔화되기 시작했다는 주장에 힘을 실어줄 수 있다. 그러나 카드승인액 하나만으로 소비경기가 꺾였다고 판단하기에는 한계점이 존재한다.

우선 7월 증가율 둔화의 상당 부분은 역기저효과가 기인했다. 25년 7월 카드 국내승인액은 전년동월비 6.3% 증가했다. 당시 2월 이후 가장 높은 증가율이었다. 올해 7월의 3.7%는 지난해의 높은 증가율 위에서 계산된 숫자다. 25~26년 간 2년 누적으로 환산하면 24년 7월보다 약 10.2% 증가한 수준이다. 2년 연평균 증가율 기준 약 5.0%로 급격한 소비침체와는 거리가 멀다. 즉 전년동월비 증가율이 6.3%에서 3.7%로 낮아졌다고 해서 소비 증가 추세가 절반 가까이 약해졌다고 단정할 수 없다. 지난해 7월에 이미 6% 이상 늘어난 카드승인액이 올해 다시 3.7% 증가했기 때문이다. 오히려 2년 평균으로 보면 카드 소비는 연간 약 5%씩 증가했으며 이는 명목 민간소비의 중기 추세와 크게 어긋나지 않는 수준이라고 볼 수 있다.

재경부의 월간 카드 국내승인액 이외에 국가데이터처 나우캐스트의 신용카드 이용금액은 7월 중 주별로 높은 변동성을 보였다. 전년동기비 증가율은 7월 3일 14.3%, 10일 0.4%, 17일 8.4%에서 24일 -15.2%로 낮아진 뒤 31일에는 20.4%로 반등했다. 7월 5개 주의 단순평균은 5.7%로, 재경부의 월간 카드 국내승인액 증가율 3.7%보다 높다. 최신 지표인 8월 7일 기준 신용카드 이용금액도 전년동기비 5.4% 증가했다. 7월 말의 20.4%에서 증가율이 크게 낮아졌지만 7월 평균과 유사한 수준이다. 따라서 7월 카드 국내승인액 증가율 둔화를 소비경기의 추세적 위축으로 해석하기 어렵다. 주간 증가율이 -15.2%에서 +20.4%까지 크게 변동한 것은 휴일과 결제 시점, 전년도 주차 구성, 고액 결제 등의 영향이 컸음을 보여준다. 특정 주의 수치보다 월평균과 이동평균을 중심으로 판단해야 한다. 이를 감안하면 최근 카드 소비는 높은 변동성에도 불구하고 전년 대비 5% 안팎의 증가 흐름을 유지하고 있다. 재경부 카드 국내승인액과 나우캐스트를 종합하면 소비 증가 속도가 상반기보다 완만해졌다는 판단은 가능하나 소비의 절대적인 수준은 여전히 높고 8월 초에도 증가세는 유지되고 있다. 즉 카드 데이터는 소비 급락에 따른 8월 금리인상 유보보다 견조한 수요가 근원물가를 지지하고 있다는 해석에 더 부합하고 있다는 판단이다.

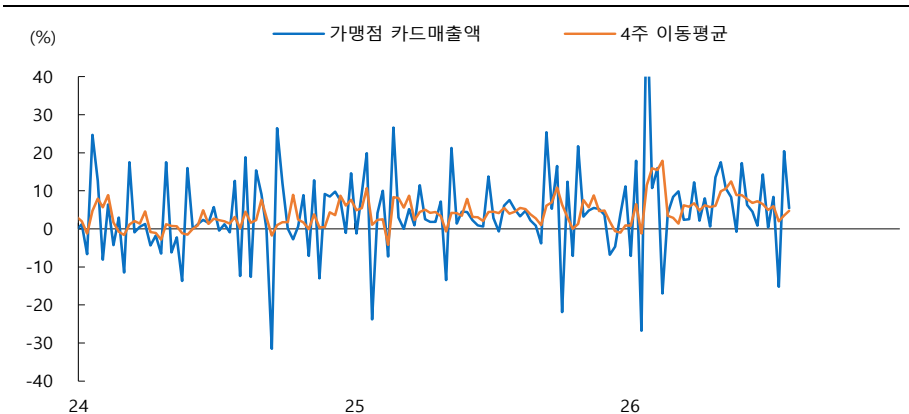
참고로 여신금융협회의 분기별 카드승인실적을 보면 26년 2분기 전체 카드 승인금액은 337.1조원으로 전년동기비 7.6% 증가했다. 개인카드 승인금액은 273.7조원으로 7.4%, 법인카드 승인금액은 63.4조원으로 8.7% 증가했다. 법인카드뿐 아니라 가게 소비와 밀접한 개인카드 승인액도 높은 증가율을 기록했다. 2분기 전체의 높은 증가율과 7월 3.7%를 연결하면 역시 소비 흐름은 '급격한 위축'보다 '상반기 강한 증가 이후의 속도 조절'에 가깝다고 볼 수 있다.

그림3. 국내 카드승인액 증가율: 7월 카드 국내승인액은 전년동월비 3.7% 증가해 6월의 6.0%보다 증가 폭이 축소. 단 증가율 둔화의 상당 부분은 역기저효과. '소비 감소'보다 '높은 수준에서의 증가율 정상화'로 해석



자료: 재경부, iM증권 리서치본부

그림4. 국가데이터처 나우캐스트 가맹점 카드 매출액: 주간 단순평균: +5.7%, 8월 7일 주간은 +5.4%로 소비의 절대적인 수준은 여전히 높고 8월 초에도 증가세가 유지



자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

왜 10월이 아니라 8월인가

결론적으로 당사는 8월 인상이 더 적절하다고 판단한다. 현재 확인되는 성장과 물가, 가계부채 여건을 고려하면 인상을 10월로 미뤄야 할 명확한 근거가 부족하며 10월 까지 두 달을 기다리는 동안 물가와 기대인플레이션, 금융불균형이 추가로 확대될 위험은 오히려 크다는 판단이다. 특히 7월 금통위 당시에도 한국은행은 수출과 투자를 중심으로 성장세가 강화되고 있다고 평가했다. 이후 발표된 2분기 GDP는 전기비 0.6%, 전년비 3.7% 증가하며 성장의 상방위험을 확인시켰다. 특히 실질 GDI가 전기비 3.6% 증가한 것은 교역조건 개선을 통해 가계와 기업의 실질 구매력이 높아졌음을 의미한다. 이는 향후 소비와 투자뿐 아니라 서비스가격의 하방 경직성을 강화할 수 있다. 8월 1~20일 수출도 전년동기비 56.0% 증가했고 무역수지는 140억달러 흑자를 기록했다. 조업일수와 기저효과를 감안해야 하지만 3분기 초반 수출경기가 급격히 악화되지 않았다는 점은 분명하다. 즉 통화정책의 관점에서 경기 상황은 두 가지 의미를 갖는다. 첫째, 추가 인상에 따른 경기 훼손 비용이 상대적으로 작다. 둘째, 수요측 물가압력이 장기간 유지될 가능성이 높아졌다. 따라서 2분기 GDP 발표 전에는 '7월 인상 후 8월 점검'이 가능했지만, 성장률 서프라이즈 이후에는 오히려 '8월까지 인상 후 4분기 점검'이 더 자연스러운 경로가 되었다는 판단이다.

한편 2분기 말 가계신용 잔액은 2,019.8조원으로 사상 처음 2,000조원을 넘어섰다. 전분기보다 25.9조원 증가해 21년 3분기 이후 가장 큰 증가 폭을 기록했다. 가계대출은 24.9조원 증가한 1,891.3조원이었으며, 주택관련대출이 12.2조원, 신용대출 등 기타대출이 12.8조원 늘었다. 주택뿐 아니라 주식투자 등을 위한 신용공여 확대가 가계대출 증가에 영향을 미친 것으로 평가된다. 2분기 가계부채 증가가 단순히 기존 대출의 이자 누적이 아니라 주택매수와 신용대출, 증권사 신용공여를 동반했다는 점에서 금융여건이 충분히 긴축적이라고 보기 어렵다. 8월 인상은 가계부채를 금리만으로 통제하려는 조치라기보다, 거시건전성 규제와 통화정책의 방향을 일치시키는 조치인데, 정부가 대출 총량과 주택 관련 규제를 강화하는 상황에서 한국은행이 8월에 동결하면 정책조합의 신호가 엇갈릴 수 있다.

7월 인상의 효과는 금융시장에는 빠르게 반영되지만 가계와 기업의 차입, 소비, 투자, 물가에는 시차를 두고 나타난다. 8월까지 연속 인상하면 9~10월부터 누적 50bp 인상의 효과를 관찰할 수 있다. 반대로 8월에 동결하고 10월에 인상하면 3.00%의 정책금리가 실물경제에 미치는 효과를 본격적으로 평가할 수 있는 시점이 연말 또는 2027년 초로 밀린다. 그 사이 8~9월 물가와 가계부채가 예상보다 강할 경우 다시 뒤늦게 연속 인상을 고민해야 한다. 정책 운영의 안정성 측면에서도 연속 인상 경로가 더 효율적이라는 판단이다.

또한 8월 소비심리 하락은 동결의 직접적 경로가 되기는 어려워 보인다. 8월 CCSI가 106.8에서 104.5로 하락한 것은 8월 인상 전망에 대한 가장 현실적인 반론일 수 있다. 현재경기판단CSI가 5포인트, 향후경기전망CSI가 3포인트 하락했고 생활형편과 소비지출 전망도 약화됐다. 그러나 이 점이 한은의 기본 전망을 바꿀 정도는 아니다. 첫째, CCSI 104.5는 여전히 장기평균 100을 웃돈다. 체감경기가 약화됐지만 절대 수준은 비판 영역이 아니다. 둘째, 한은은 소비심리 하락의 주요 원인으로 실물경제 악화보다 국내 증시 조정과 누적 물가 상승을 지목했다. 추가 하락에 따른 심리 조정은 실물소비의 구조적 침체와 구분해야 한다. 셋째, 심리 둔화에도 1년 기대인플레이션은 2.7%, 물가수준전망CSI는 149에서 낮아지지 않았다. 즉 수요심리는 약해졌지만 물가 기대는 안정되지 않았다. 따라서 8월 소비자동향조사는 25bp 인상 자체를 취소할 정도로 비둘기파적인 자료는 아니다.

즉 현재 성장률은 예상보다 높고, 근원물가와 기대인플레이션은 목표를 웃돌며, 가계신용은 2,000조원을 넘어섰다. 카드승인액과 소비심리는 다소 둔화됐지만 소비가 수축 국면에 진입했다는 증거는 부족하다. 반면 10월까지 기다리면 8~9월 물가 상승과 기대인플레이션 고착, 금융불균형 확대를 감수해야 한다. 정책금리의 실물경제 파급 시차까지 고려하면 8월 인상 후 4분기에 누적 효과를 평가하는 것이 8월 동결 후 10월 인상보다 효율적이라는 판단이다. 따라서 8월 금통위에서는 기준금리를 3.00%로 25bp 인상하고, 이후 추가 인상은 8~9월 물가와 근원물가, 소비·가계대출, 환율 흐름을 점검하며 결정하는 것이 가장 균형 잡힌 정책경로일 것으로 보인다.

그림5. 2분기 가계신용: 가계대출이 24.9조원 늘어 증가분의 대부분을 차지했고, 전년동기비 증가율도 3.4%로 높아져 금융불균형이 다시 확대되는 모습. 판매신용 증가폭은 0.9조원으로 축소됐지만, 소비 둔화보다 대출 확대가 가계신용 증가를 주도했다는 점에서 8월 금리인상의 금융안정 근거를 강화

가계신용						
(기간중 말잔 증감, 조원, %)						
	2025P				2026P	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
가 계 신 용 잔 액	1,925.0	1,950.0	1,964.8	1,979.1	1,993.9	2,019.8
전분기대비 증감액 (증감률)	2.6 (0.1)	25.0 (1.3)	14.8 (0.8)	14.3 (0.7)	14.8 (0.7)	25.9 (1.3)
전년동기대비 증감액 (증감률)	45.6 (2.4)	57.3 (3.0)	53.4 (2.8)	56.7 (3.0)	68.9 (3.6)	69.8 (3.6)
가 계 대 출 잔 액	1,806.2	1,829.7	1,841.6	1,852.9	1,866.3	1,891.3
전분기대비 증감액 (증감률)	3.8 (0.2)	23.5 (1.3)	11.9 (0.7)	11.3 (0.6)	13.4 (0.7)	24.9 (1.3)
전년동기대비 증감액 (증감률)	42.7 (2.4)	53.0 (3.0)	48.0 (2.7)	50.5 (2.8)	60.1 (3.3)	61.6 (3.4)
판 매 신 용 잔 액	118.8	120.3	123.2	126.2	127.6	128.5
전분기대비 증감액 (증감률)	-1.2 (-1.0)	1.5 (1.3)	2.9 (2.4)	3.0 (2.4)	1.4 (1.1)	0.9 (0.7)
전년동기대비 증감액 (증감률)	2.9 (2.5)	4.3 (3.7)	5.4 (4.6)	6.2 (5.2)	8.8 (7.4)	8.2 (6.8)

자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

표2. 8월 인상의 비용 vs. 10월 연기의 비용

8월 인상의 비용	10월 연기의 비용
소비심리 추가 둔화	기대인플레이션 고착
취약차주 이자 부담	8~9월 물가 상승 방지
금융시장 단기 변동성	주택·주식 레버리지 확대
일부 내수업종 부담	7월 인상의 신뢰성 약화
성장률 소폭 하락	향후 더 큰 폭의 인상 필요성

자료: iM 증권 리서치본부

8월 금통위 이후 국고채 금리 방향은?

8월 금통위의 25bp 인상이 상당 부분 선반영된 만큼 금통위 결정 직후 국고채 금리가 일제히 금등할 가능성은 제한적이다. 세부적으로 국고 3년은 8월 인상 선반영으로 금통위 직후 재료 소진성 강세가 나타날 수 있다. 그러나 최종금리 3.25~3.50% 가능성이 유지되는 만큼 의미 있는 추세 하락보다는 높은 수준의 등락이 예상된다. 장기물인 국고 10년은 통화정책보다 확장재정과 국고채 공급, 미국 장기금리의 영향을 더 크게 받을 것이다. 금통위 이후 단기물과 동반 강세가 나타나더라도 지속성은 낮으며 금리 상방 위험이 남아 있다. 초장기물인 국고30년은 보험사의 구조적 수요 약화와 초장기물 수급 부담으로 상대적 약세가 이어질 가능성이 높다. 재경부의 파격적인 초장기물 축소안이 발표되지 않는 한 신규 지표물 수요가 유입되더라도 장기적인 수요 기반 회복으로 보기는 어렵다. 따라서 금통위 직전에는 추가 인상 경계감으로 단기물이 약해지며 일시적인 플레트닝이 가능하겠으나 결정 이후에는 단기물의 재료 소진성 강세와 장기물의 공급 부담이 맞물려 3/10년 및 10/30년 스프레드가 다시 확대되는 스티프닝을 경로를 예상한다.

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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.