

채권 브리프

물가 분석: 한은과 채권시장의 다음 경로

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@ifmfnsec.com

Check Point

8월 소비자물가는 3.1%지만, 통신비 기저효과 0.58%p를 제외하면 약 2.5% 수준

석유류·농축수산물 등 공급 측 압력은 완화되는 반면, 개인서비스와 내구재 물가는 여전히 높은 상황

9월 물가는 2% 중반으로 낮아지겠지만, 이는 추세적 안정보다 기저효과 소멸의 영향이 큼

한은은 10월 동결 후 11월 추가 인상에 나설 가능성이 있으며, 고금리 장기화 위험도 잔존

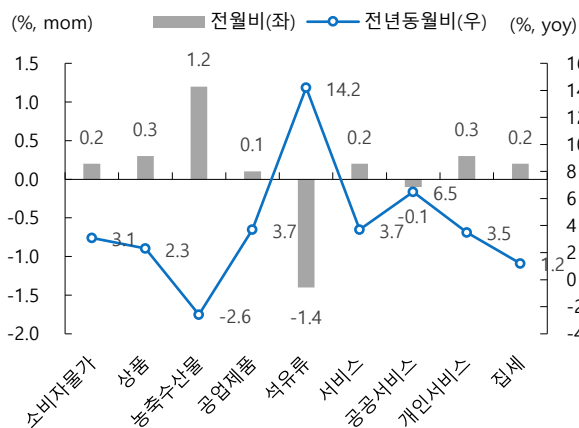
채권시장은 3~5년물의 캐리가 상대적으로 유리하지만, 장기물은 미국 금리와 국고채 공급 부담으로 강세가 제한

8월 국내 소비자물가의 핵심: 일시적 상방요인을 제거해도 기초적 물가가 한은의 2% 목표를 상회

8월 소비자물가는 전월비 0.2%, 전년비 3.1% 상승해 7월의 2.8%보다 높아졌다. 다만 물가가 전반적으로 다시 강해졌다고 보기는 어렵다. 작년 8월 이동통신사가 요금을 한시적으로 50% 할인하면서 비교 기준이 비정상적으로 낮아졌기 때문이다. 이 영향만으로 올해 8월 물가상승률이 약 0.58%p 높아졌으며, 이를 제외하면 실제 상승률은 약 2.5% 수준이다. 따라서 8월의 3.1%는 물가가 다시 본격적으로 상승했다는 신호라기보다 일시적인 통계 효과가 반영된 수치로 해석하는 것이 적절하다.

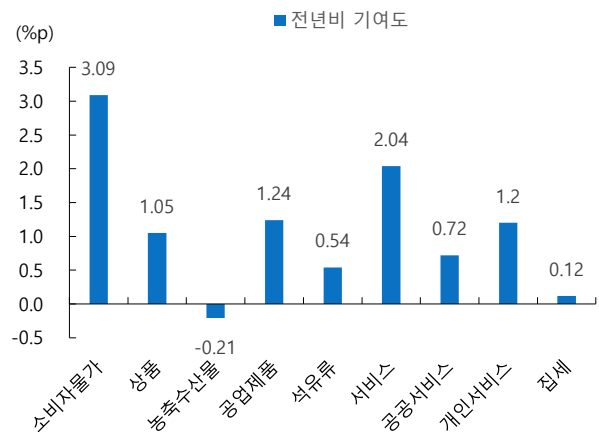
다만 8월 물가를 단순한 기저효과로 치부하기도 어렵다. 개인서비스는 3.5%, 외식 제외 개인서비스는 4.0% 상승했고, 내구재 물가도 6월 3.1%에서 7월 3.9%, 8월 4.1%로 높아졌다. 하방 경직성이 높은 서비스 품목의 상승세도 여전하다. 이는 누적된 임금·관리비·부품가격 상승이 최종 소비자가격으로 전가되는 가운데, 성장과 소비 여건이 기업의 가격 전가를 일정 부분 흡수하고 있음을 시사한다. 9월에는 통신비 기저효과가 사라지면서 소비자물가 상승률이 2.5~2.7%로 낮아질 가능성이 높다. 그러나 이는 수요 둔화에 따른 본격적인 디스인플레이션이라기보다 일시적 통계 왜곡의 소멸에 가깝다. 오히려 향후 물가판단의 초점은 통신비를 제외한 근원물가와 개인서비스, 내구재의 상승세가 얼마나 빠르게 둔화되는지에 맞춰져야 한다. 결국 8월 물가의 핵심은 3.1%라는 표면적 수치가 아니라, 일시적 상방요인을 제거해도 기초적 물가가 약 2.5%로 한은의 2% 목표를 웃돌고 있다는 점이다. 헤드라인은 과장됐지만, 근원적인 물가압력까지 약해진 것은 아니라고 볼 수 있다.

그림1. 26.8월 국내 소비자물가 상승률: 작년 SK텔레콤의 50% 요금 감면에 따른 휴대전화료 기저효과가 크게 작용



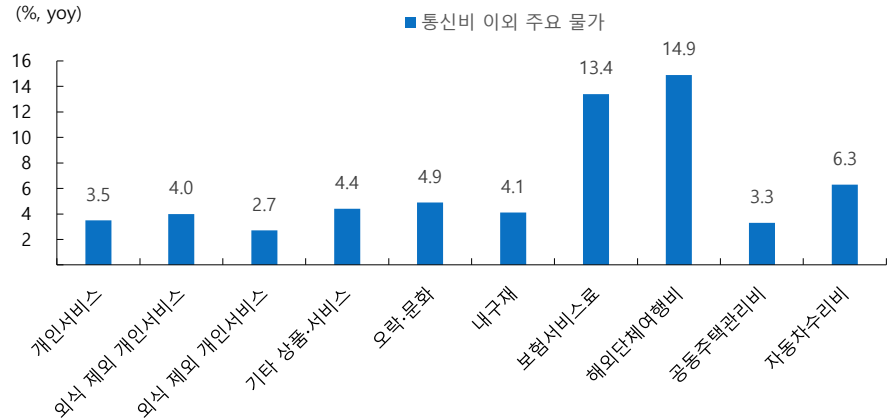
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림2. 물가 기여도 3.09%p 가운데 서비스 기여도가 2.04%p로 3분의 2를 차지. 반면 농축수산물은 물가를 0.21%p 낮췄음



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림3. 전부 착시는 아니다: 통신비를 제외한 기초적 물가가 2.5% 수준이고, 수요와 임금에 민감한 일부 개인서비스는 여전히 3~4%대



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

공급 측 물가: 유가 충격은 완화됐지만 사라지지 않았음

8월 석유류는 전년동월대비 14.2% 상승해 소비자물가를 0.54%p 높였다. 다만 전월비로는 1.4% 하락했다. 정부는 석유 최고가격제가 없었다면 8월 소비자물가가 약 3.6%까지 상승했을 것으로 추산했다. 즉 최고가격제가 약 0.5%p를 억제한 셈이다. 이 조치는 단기적으로 CPI를 낮출 수 있으나, 최고가격제 종료 시 국내 석유가격의 지연 반영, 재정 또는 정유사 부담 누적, 국제유가와 소비자 체감가격 간 괴리 확대, 27년 기저효과 변동성 확대 등의 잠재 위험도 있다. 또한 현재 브렌트유가 배럴당 90달러대에 머물고 있어 향후 에너지 물가는 하방 안정 요인이자기보다 정책으로 억눌린 상방 위험에 가깝다고 볼 수 있다.

표1. 공급측 물가 요인 vs. 수요측 물가 요인

구분	세부 요인	6월(MoM)	7월(MoM)	8월(MoM)	최근 움직임과 원인	향후 방향
공급	식료품·비주류 음료	0.40%	-0.30%	1.00%	7월에는 출하량 증가와 정부 할인행사로 하락했으나, 8월 폭염으로 채소류가 12.4% 급등하며 재상승	9월까지 기상·명절 수요로 변동성이 크지만, 전년의 높은 가격과 출하 회복을 감안하면 전년대 압력은 제한적
	석유류	0.00%	-5.50%	-1.40%	국제유가 안정과 석유 최고가격제 영향으로 7~8월 연속 하락. 다만 전월비로는 8월에도 14.2% 상승	단기적으로 최고가격제가 상승을 억제하나, 브렌트유 90달러대와 환율 부담으로 하락 여력은 제한적. 제도 종료 시 이연된 상승압력 주의
	전기·가스·수도	0.00%	-5.10%	0.10%	7월 전기요금의 계절적·정책적 조정으로 하락한 뒤 8월 도시가스와 수도요금에 소폭 상승	공공요금 정상화가 진행되면 점진적 상승 가능. 정부 정책에 따라 인상 시점이 이연될 위험
수요	식료품·에너지 제외 근원물가	0.00%	0.40%	0.20%	7월 내구재와 개인서비스가 상승했고, 8월에는 서비스 가격 오름세가 지속. 다만 8월 수치에는 통신비 기저효과가 포함	통신비 효과는 9월 소멸하지만 성장·소득 개선과 비용 전가로 월평균 0.2% 안팎의 상승세 예상
	음식·숙박	0.00%	0.70%	0.30%	여름 휴가 수요로 7월 호텔·여행·외식 가격이 크게 상승했고 8월에도 호텔숙박료 등이 상승	휴가철 종료로 상승폭은 둔화되겠지만 임금·식재료비 전가로 외식물가는 완만한 상승 지속
	집세	0.10%	0.20%	0.20%	전세와 월세가 3개월 연속 상승. 주택가격과 임대차 비용 상승이 시차를 두고 CPI에 반영	변동성이 작은 대신 완만한 상승세가 장기화될 가능성. 근원물가의 하방 경직성을 강화
	기타 개인서비스	-0.40%	0.70%	0.50%	8월 공동주택관리비·호텔숙박료·여행비·자동차수리비 등이 상승. 외식 제외 개인서비스는 전년대 4.0%	내수 성장과 임금·보험료·관리비 상승을 반영해 3%대 후반의 높은 상승률이 이어질 가능성

내구재	0.50%	1.00%	0.10%	반도체 가격과 신제품 출시, 자동차 출고가격 및 개별소비세 환원으로 7월 전년비 3.9%, 8월 4.1% 상승	환율과 수입비용의 후행 전가로 단기간에 2% 아래로 안정되기 어려울 전망
-----	-------	-------	-------	---	--

자료: IM 증권 리서치본부

수요 측 물가: 6월 조정 이후 7~8월 서비스와 내구재를 중심으로 재차 상승

최근 수요 측 물가는 6월 조정 이후 7~8월 서비스와 내구재를 중심으로 재차 상승하는 흐름이다. 8월 근원물가 3.4%에는 통신비 기저효과가 포함돼 있어 수치 자체는 과대평가됐지만, 기타 개인서비스 4.0%, 내구재 4.1%, 외식 2.7% 등 통신비를 제외한 품목에서도 상당한 압력이 확인된다. 특히 외식을 제외한 기타 개인서비스는 전월비 기준 6월 -0.4%에서 7월 0.7%, 8월 0.5%로 빠르게 반등했다. 6월에는 여행·숙박 관련 가격이 조정됐지만, 7월 이후 여름 휴가 수요와 서비스 이용 증가로 호텔숙박료, 휴양시설이용료, 승용차임차료 등이 상승했다. 8월에는 호텔숙박료가 전월비 6.5%, 승용차임차료가 19.9%, 휴양시설이용료가 4.0% 올랐고 공동주택관리비도 0.8% 상승했다. 전년동월비로도 기타 개인서비스는 4.0% 올라 외식물가 2.7%를 크게 웃돌았다. 보험서비스료 13.4%, 해외단체여행비 14.9%, 자동차수리비 6.3%, 공동주택관리비 3.3% 등 가격 조정 빈도가 낮고 한번 인상되면 쉽게 내려가지 않는 품목의 오름세가 두드러졌다. 이는 최근 서비스 물가가 단순한 휴가철 계절성뿐 아니라 임금·관리비·보험료와 누적된 원가 상승을 반영하고 있음을 의미한다.

내구재 물가는 전년동월비 기준 6월 3.1%에서 7월 3.9%, 8월 4.1%로 상승세가 확대됐다. 7월에는 전기동력차 출고가 인상과 개별소비세 환원, 반도체 가격 상승, 신제품 출시가 복합적으로 작용했다. 컴퓨터 가격은 7월 25.1%, 8월 23.7% 상승했고 휴대전화기 역시 8월 4.3% 올랐다. 내구재 가격 상승을 전적으로 국내 수요만으로 해석하기는 어렵다. 환율과 반도체·부품 가격 등 공급 요인이 함께 작용하기 때문이다. 다만 기업이 높아진 원가를 소비자가격에 전가할 수 있다는 것은 소비 여건과 가격 결정력이 유지되고 있음을 보여준다. 특히 자동차와 전자제품처럼 구매를 연기할 수 있는 품목의 가격이 상승하는 것은 재화 부문의 수요압력이 약하지 않다는 신호다.

향후 휴가철 효과가 사라지면서 기타 개인서비스의 전월비 상승폭은 둔화될 수 있다. 그러나 높은 성장률과 소득 개선, 기대인플레이션, 누적 원가 전가 및 집세 상승을 고려하면 수요 측 물가가 빠르게 2% 아래로 내려가기는 어렵다. 따라서 9월 헤드라인 물가의 하락을 추세적인 물가 안정으로 해석하기보다, 서비스와 내구재를 중심으로 한 근원물가의 하방 경직성이 유지되는지 확인해야 한다. 이는 한은이 10월에 일단 동결하더라도 11월 추가 인상과 2027년 상반기 긴축 가능성을 열어둘 근거가 될 수 있다.

26년 예상 물가 경로: 3%대에서 2%대로 내려오지만, 목표 수준인 2%에는 도달하지 못하는 흐름

9월에는 통신비 기저효과가 소멸하면서 소비자물가 상승률이 2.5~2.7%로 낮아질 전망이다. 다만 이 같은 하락은 물가압력 자체가 약해지는 디스인플레이션이라기보다 통계적 왜곡이 해소되는 성격이 강하다. 개인서비스와 내구재, 가공식품 가격의 상승세가 이어지고 있어 4분기 물가는 2%대 후반에서 쉽게 내려오지 못할 가능성이 높다. 우선 공급 측 물가를 완전한 하방 요인으로 보기는 어렵다. 원/달러 환율 하락이 수입 원가에 대한 부담을 낮추고 있으나, 브렌트유는 여전히 높은 수준에 있다. 석유 최고가격제가 종료되거나 가격 상한이 조정되면 그동안 억제됐던 상승분이 뒤늦게 국내 소비자 가격에 반영될 수 있다. 또한 7월 생산자물가가 전월비로는 0.4% 하락했지만 전년동월비로는 7.7% 상승한 만큼, 기존 비용 충격이 가공식품과 공산품 가격으로 후행 전가될 가능성도 남아 있다.

4분기 물가 전망에서 더 중요한 변수는 서비스와 내구재다. 외식 제외 개인서비스는 전월비 기준 6월 -0.4%에서 7월 0.7%, 8월 0.5%로 반등했고, 전년동월비로도 4.0% 상승했다. 휴가철 종료로 여행·숙박 관련 가격은 일부 조정될 수 있지만, 보험서비스료와 공동주택관리비, 자동차수리비처럼 하방 경직성이 높은 품목의 가격 상승세는 이어질 가능성이 높다. 외식물가도 8월 2.7%로 전체 물가보다 낮지만, 인건비·임차료·가공식품 가격의 누적 상승을 고려하면 빠르게 2% 아래로 하락하기는 어렵다. 집세 역시 전월비 기준 6월 0.1%, 7월 0.2%, 8월 0.2%로 완만한 상승세를 이어가고 있다. 집세는 시장 전·월세 가격을 시차를 두고 반영하기 때문에 4분기 이후 근원물가의 하방 경직성을 높이는 요인이다. 내구재 가격도 전년동월비 기준 6월 3.1%에서 7월 3.9%, 8월 4.1%로 상승했다. 반도체 가격 상승과 신제품 출시, 자동차 출고가격 인상, 개별소비세 환원 등이 복합적으로 작용했다. 국제유가 상승이 둔화되더라도 환율과 부품가격 상승이 내구재 가격에 후행 반영될 가능성이 있어, 상품 물가 역시 에너지를 제외하면 예상보다 높은

수준을 유지할 수 있다는 판단이다. 따라서 기본 시나리오에서는 9월 물가가 2% 중반으로 낮아진 뒤 4분기 동안 2%대 후반에서 등락할 것으로 예상된다. 하방 시나리오는 중동 상황이 빠르게 진정되고 국제유가와 환율이 동시에 안정되는 경우다. 반대로 유가 재상승, 원화 약세, 공공요금 정상화가 겹치면 연말 물가가 다시 3%에 근접할 수 있을 것으로 보인다.

표2. 4분기 물가 시나리오

시나리오	4분기 CPI 범위	2026년 연간	전제
하방	2.3~2.6%	2.6% 내외	중동 긴장 완화, 유가 하락, 환율 안정, 농산물 출하 개선
기본	2.6~2.9%	2.70%	최고가격제 유지, 서비스 물가 3%대, 근원물가 완만한 둔화
상방	2.9~3.2%	2.8% 이상	유가 재상승, 원화 약세, 공공요금 인상, 기상 악화

자료: IM증권 리서치본부

한은 통화정책 및 채권시장 영향: 단기적인 물가 둔화보다 최종금리 상향과 고금리 유지 기간, 재정발 장기채 공급 부담에 더 민감하게 반응할 전망

8월 소비자물가 상승률 3.1%만 놓고 보면 한은의 추가 긴축 필요성이 높아진 것으로 보이나 8월 물가를 새로운 인플레이션 충격으로 평가해 10월까지 세 차례 연속 인상에 나설 가능성은 높지 않다. 또한 한은은 7월과 8월 두 차례 연속 기준금리를 인상한 만큼, 10월에는 누적 긴축 효과를 점검할 필요가 있을 것이다. 기준금리 상승이 가계대출과 주택시장, 소비, 금융기관 조달비용에 미치는 영향은 시차를 두고 나타난다. 금리 인상의 실물경제 파급효과를 확인하지 않은 채 연속 인상을 이어갈 경우 정책 과잉의 위험도 커진다. 다만 현재의 성장·물가 조합이 10월 연속 인상을 반드시 요구하지는 않지만, 11월은 장담할 수 없다. 4분기 소비자물가가 2%대 후반에 머물고 근원물가도 2.5% 안팎에서 하방 경직성을 보인다면, 한은은 기준금리를 3.25%로 추가 인상할 명분은 여전히 남아 있다. 특히 성장률 3.3%와 가계신용 2,000조원 상회, 주택시장 불안이 동시에 나타나는 환경에서는 물가가 일시적으로 2%대 중반까지 내려가더라도 금융완화로 전환할 명분이 부족하다. 물가만 보면 10월 동결이 가능하지만, 성장과 금융안정까지 고려하면 긴축 사이클이 종료됐다고 보기는 어렵다. 따라서 기본 시나리오는 10월 동결과 11월 3.25% 인상 이후 상당 기간 동결하는 경로다. 다만 내년 상반기까지 근원물가가 2.5% 안팎을 유지하고 성장률이 한은 전망에 부합한다면 3.50%로 한 차례 추가 인상할 가능성도 열어둘 필요가 있다.

한편 채권시장이 주목해야 할 부분은 한은이 기준금리를 몇 차례 더 올리는지뿐 아니라 최종금리를 얼마나 오래 유지하는지다. 27년 상반기 헤드라인 물가는 기저효과로 2% 안팎까지 내려갈 수 있지만, 근원물가는 2%대 중반에 머물 가능성이 높다. 이 경우 한은은 헤드라인 물가 하락만으로 인하에 나서기 어렵다. 현 시점에서 정책 리스크는 최종금리가 3.25%에서 3.50%로 높아지는 경우와 함께 이후 동결 기조가 장기간 유지되는 경우까지 포함해야 한다. 이는 중장기채의 강세 전환 시점을 늦추는 요인이다. 근 국고3년물리 3.90%를 빠르게 상회하며 기준금리 3.50% 가능성까지 상당 부분 반영한 수준까지 올라왔다. 캐리와 롤다운 매력이 높아질 수 있는 구간임을 고려하면 3년물은 추세적인 강세보다 정책금리 전망 변화에 따라 박스권에서 등락할 가능성이 크며, 금리 상승 시 분할 매수 전략이 유효하다. 또한 10월 동결과 11월 한 차례 인상이라는 경로가 확인될 경우 5년물은 최종금리 불확실성 완화의 수혜를 받을 가능성이 높다. 다만 근원물가가 2.5% 이상에서 정체되거나 한은이 27년 상반기 추가 인상을 시사하면 강세 폭은 제한될 수 있다. 전반적으로 3~5년 구간은 높은 캐리와 정책 경로의 가시성을 확보할 수 있는 상대적 우위 구간이라는 판단이다.

반면 10년물도 국내 물가와 통화정책의 영향을 받지만, 3년물보다 대외금리와 재정·수급 요인에 더 민감하다. 9월 국내 물가가 2%대로 낮아지더라도 미국 장기금리가 높은 수준을 유지하고 국고채 공급 부담이 지속되면 10년물의 강세 폭은 제한될 수 있다. 30년물은 한은의 기준금리 경로보다 국고채 발행 비중과 보험사의 초장기 수요에 더 크게 좌우된다. 9월 30년물 발행 축소는 단기적인 수급 개선 요인이지만, 보험사의 듀레이션 확대 수요가 과거보다 약해진 상황에서는 공급 감소만으로 구조적인 강세를 기대하기 어렵다. 물가가 예상보다 높아 장기 기대인플레이션이 상승하면 30년물에도 약세 압력이 발생할 수 있어, 아직까지 적극적인 듀레이션 확대는 불필요한 구간이라는 판단이다.

결론적으로 8월 물가는 한은에 즉각적인 10월 추가 인상을 요구하는 지표는 아니지만, 긴축 종료를 허용하는 지표도 아니다. 따라서 기본 정책 경로는 10월 동결, 11월 3.25% 인상, 27년 상반기 3.50% 가능성 점검이다. 채권시장에서는 9월 헤드라인 물가 하락을 추세적인 강세 신호로 해석하기 어렵다. 3년물은 최종금리와 인하 시점의 재평가로 하단이 제한되고, 10년물은 미국 금리와 재정·공급 부담으로 강세 탄력이 약할 전망이다. 상대적으로는 3~5년 구간의 캐리와 롤다운이 유리하며, 10년물은 대외금리와 외국인 수급을 확인한 뒤 매수하는 전략이 적절하다. 30년물은 물가보다 발행 감액과 보험 수요를 확인하면서 지표물 중심으로 선별 접근할 필요가 있다.

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 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.