

채권 브리프

잠재성장률이 바꾸는 금리의 시간

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

반도체·AI 투자가 생산성 개선과 내수회복으로 확산시 27년 잠재성장률은 기존 1%대 후반에서 2.1~2.2%로 상향
글로벌 실질금리 상승까지 반영하면 명목 중립금리의 중심은 기존 2.55%에서 2.8~3.1%로 상향
중립금리가 높아지면 기준금리 3.50%의 긴축 강도가 약해져 27년 말 또는 28년까지 장기 동결될 가능성 확대
물가 2% 도달해도 성장률의 잠재 수준 하회와 소비·투자·고용 둔화가 확인돼야 인하 명분 형성
잠재성장률과 중립금리가 높아질 경우 기준금리의 장기 체류 가능성이 커지고, 국고채 공급 부담까지 더해지면서
장기물 금리의 균형 수준도 과거보다 높아질 전망
연준의 추가 긴축, 전쟁과 유가 상승, 외국인 선물 매도와 입찰 부담이 동시에 나타날 경우 국고채 금리는
적정가치를 넘어 단기적으로 급등할 가능성 잠재

국내 잠재성장률 상향: ①인상 필요성 자체를 없애는 재료는 아니다

한국은행은 24년 12월 국내경제의 잠재성장률을 24~26년 중 약 2.0%로 추정했다. 생산연령인구 감소로 노동투입 기여도가 약화되고 자본축적과 총요소생산성 개선도 이를 충분히 상쇄하지 못한다는 판단이었다. 중장기적으로 노동공급 감소가 빨라지면서 잠재성장률이 다시 1%대로 내려갈 가능성도 높은 것으로 평가됐다. 그러나 당시 추정 이후 국내경제의 성장 조건은 상당히 달라졌다. 반도체 수출과 생산이 예상보다 강하게 증가했고, 반도체 가격 상승에 따른 교역조건 개선으로 실질 국내총소득은 GDP를 크게 웃돌았다. 26년 1분기 GDP가 전년 대비 3.8% 증가하는 동안 실질 GDI는 13.2% 늘었으며, 2분기에도 GDP는 3.7%, 실질 GDI는 15.6% 증가했다. 한은은 이를 반영해 26년과 27년 성장률 전망을 각각 3.3%, 2.9%로 높였다.

통상 잠재성장률이 올라가면 같은 실제 성장률에서도 GDP갭이 작아질 수 있기 때문에 통화정책 긴축 압력이 완화된다는 해석이 가능하다. 그러나 지금 국면에서는 그 논리만 적용하기 어려워 보인다. 이번 성장세는 단기 재고 사이클보다는 AI 투자 → 반도체 수요 → 수출가격 상승 → 기업이익·임금·자산가격 → 소비·설비투자로 이어지는 소득경로를 동반하고 있기 때문이다. 실제로 한은이 26.7월에 발간한 [이번 교역조건 개선은 왜 다른가] 자료에 근거하면 과거 수입가격 하락형 교역조건 개선과 달리 수출가격 상승형 교역조건 개선에서는 소비가 유의하게 증가하고 투자도 시차 없이 초기부터 증가했다고 추정했다. 특히 투자 측면에서 삼성전자와 SK하이닉스의 CapEx는 25년 75조원 → 26년 120조원 → 27년 150조원까지 확대될 것으로 예상했다. 따라서 이번 잠재성장률 개선 가능성을 통화정책 관점에서 적용해 보면 잠재성장률 ↑ → 실질 균형금리(r) 상승 가능성 ↑ → 중립적 기준금리 수준 ↑ → 3.50%가 과거보다 덜 긴축적인 금리가 될 가능성 ↑으로 연결될 수 있다. 즉 잠재성장률 상향이 25bp 인상의 시점을 조금 늦추는 명분이 될 수는 있어도, 금리 사이클 전체로 보면 오히려 인하의 문턱을 높이는 변수가 될 수 있다는 점이 포인트다.

표1. 국내 잠재성장률 수정 경로: 잠재성장률 상향의 핵심은 노동보다 자본과 총요소생산성이 될 것. 생산가능인구 감소는 이어지지만 반도체·AI·전력망·데이터센터 투자가 자본투입을 늘리고, 기술 확산이 생산성을 높이는 경로

구성 요소	기존 경로(27년)	수정 경로	상향 폭
노동 기여도	-0.1~0.0%p	0.0~0.1%p	+0.1%p
자본투입 기여도	0.8~0.9%p	0.9~1.0%p	+0.1%p

총요소생산성	0.9~1.0%p	1.1~1.2%p	+0.2%p
잠재성장률	1.8~1.9%	2.1~2.2%	+0.2~0.4%p

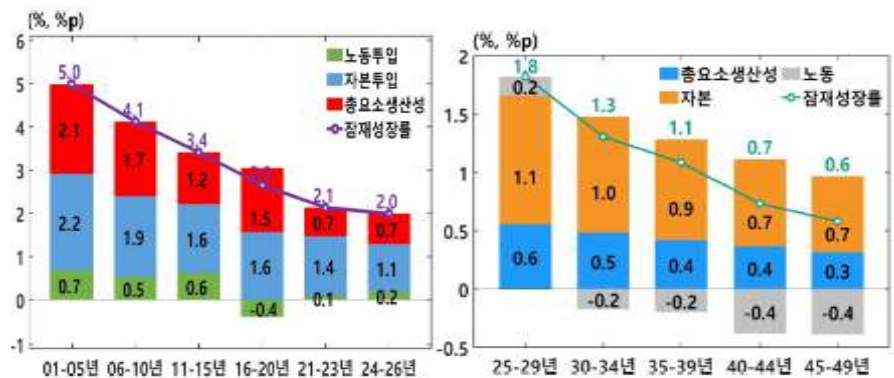
자료: iM증권 리서치본부

표2. 명목 중립금리 수정치: 명목 중립금리의 중심이 기존 2.55%에서 2.8~3.1% 상향 예상.

구분	실질 중립금리	기대물가	명목 중립금리
기존 한은 추정 범위	-0.2~1.3%	2.00%	1.8~3.3%
기존 중간값	약 0.55%	2.00%	약 2.55%
수정 시나리오	0.8~1.1%	2.00%	2.8~3.1%
상방 시나리오	1.1~1.4%	2.0~2.2%	3.1~3.6%

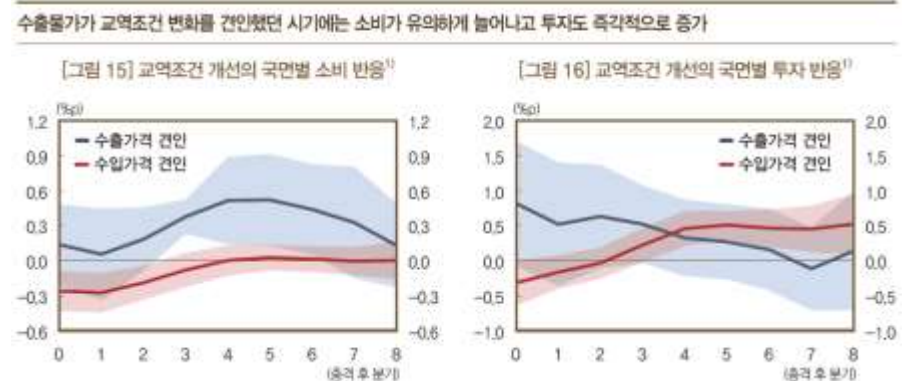
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한국은행 추정 국내 잠재성장률 경로: 24년 추정에서 잠재성장률 하락은 경기 부진 때문이 아니라 노동·자본·총요소생산성의 구조적인 둔화를 반영. 24년 잠재성장률 추정 이후 가장 크게 달라진 것은 반도체 호황의 규모와 파급경로임



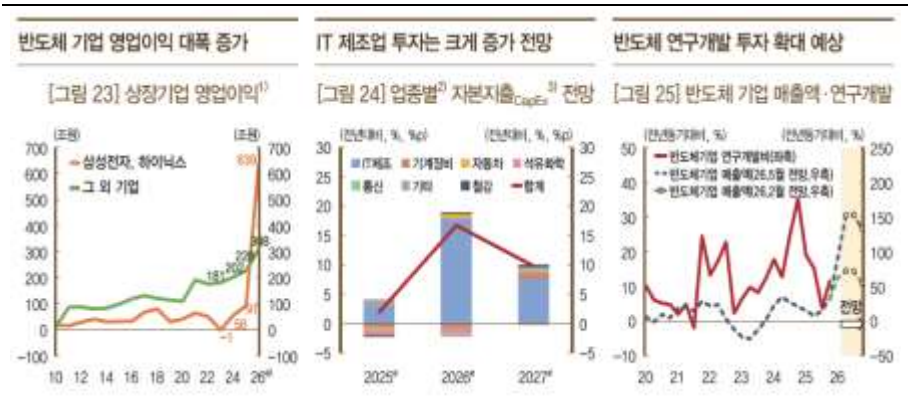
자료: 한국은행(24.12월 전망), iM증권 리서치본부

그림2. 한국은행은 과거 수입가격 하락형 교역조건 개선과 달리 수출가격 상승형 교역조건 개선에서는 소비가 유의하게 증가하고 투자도 시차 없이 초기부터 증가했다고 추정



자료: 한국은행(26.7월 전망), iM증권 리서치본부

그림3. 투자 측면에서도 한은은 삼성전자와 SK하이닉스의 CapEx가 25년 75조원 → 26년 120조원 → 27년 150조원까지 확대될 것으로 예상



자료: 한국은행(26.7월 전망), iM증권 리서치본부

주: 1) 7/13일 기준, 그 외 기업은 전업종 기준

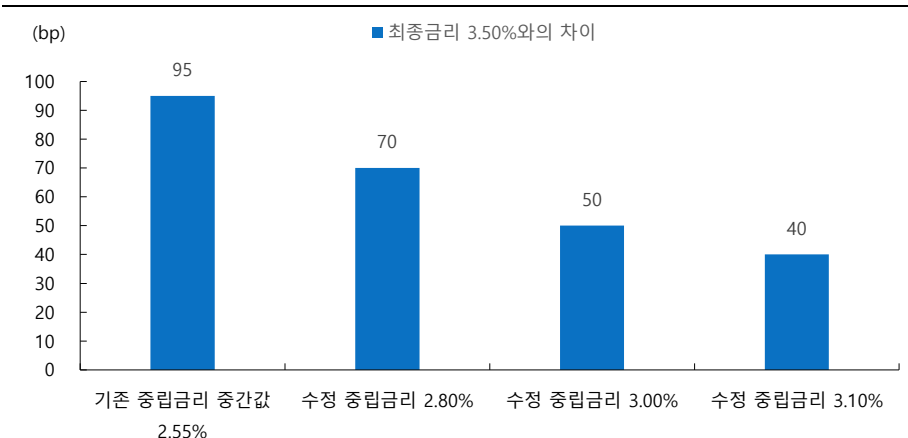
2) 전체 CapEx 증가율에 대한 업종별 기여도, 가중치로 업종별 GDP설비투자 비중(24년)을 활용

3) 국내 상장기업 연결 재무제표 기준. 설비, 건설투자 등 유형자산투자를 주로 포함

②오히려 높은 금리의 체류 시간을 늘릴 수 있다

또한 현재 통화정책의 기본 시나리오를 26년 10월 동결 → 11월 3.25% → 27년 1분기 3.50%로 본다면 내년 채권시장에서는 3.50% 도달 여부보다 3.50% 이후 첫 인하 시점이 언제냐가 훨씬 중요해질 수 있다. 한은의 기존 잠재성장률 추정치 2.0%(24~26년)에 기반한 실질 중립금리는 -0.2~1.3%, 물가목표를 더한 명목 중립금리는 1.8~3.3%로 추정됐다. 중간값은 약 2.55%다. 이 기준에서 최종 기준금리 3.50%는 중립금리를 약 95bp 웃도는 상당한 긴축 수준이다. 그러나 반도체·AI 투자와 교역조건 개선이 자본축적과 생산성 상승으로 이어진다면 잠재성장률과 중립금리를 함께 상향해야 한다. 만약 잠재성장률이 기존 추세 보다 높은 2.1~2.2%로 조정된다면 투자수익률과 자금수요가 증가하고 실질 중립금리도 올라간다. 명목 중립금리의 중심이 기존 2.55%에서 2.8~3.1%로 높아질 경우 최종 기준금리 3.50%의 긴축 폭은 40~70bp로 줄어들게 된다. 이는 최종 기준금리 수준이 될 수 있는 3.50%가 경제에 가하는 제약이 기존 추정보다 적기 때문에 해당 수준에서 더 오래 머물 수 있다는 뜻이다. 즉 실제 성장률이 잠재성장률을 웃돌고 서비스물가와 기대인플레이션이 목표 수준보다 높은 상황에서는 헤드라인 물가가 2%대로 내려오는 것만으로 금리 인하를 정당화하기 어려워질 수 있다. 또한 금리 인하의 조건도 달라진다. 물가 둔화뿐 아니라 실제 성장률이 잠재성장률을 하회하고 소비·투자·고용의 동반 둔화가 확인돼야 한다. 금융불안이나 뚜렷한 경기침체가 발생하지 않는다면 첫 금리 인하 시점은 과거 주기보다 더 늦춰질 가능성도 고려해야 한다.

그림4. 최종 기준금리 수준을 3.50%라고 가정할 때, 기존 중간값과 비교한 95bp의 긴축보다 경제에 가해지는 제약이 훨씬 작음. 이 차이가 기준금리의 체류 기간을 설명하는 핵심



자료: iM증권 리서치본부

③장기물 금리에 대한 눈높이도 높아진다

명목 중립금리의 중심이 기존 2% 중반에서 3% 내외로 높아질 경우 기준금리 3.50%의 긴축 강도는 기존 추정보다 약해진다. 성장률이 잠재 수준을 웃돌고 근원물가가 목표보다 높은 상황에서는 경기침체나 금융불안이 발생하지 않는 한 한은이 빠르게 금리를 인하할 명분도 약해진다는 의미다. 이러한 변화는 우선 국고채 3년물의 하단을 끌어올린다. 최종 기준금리가 3.50%에 도달한 뒤 1년 이상 유지된다면 3년물 금리가 기준금리를 큰 폭으로 밀돌기 위해서는 향후 뚜렷한 경기침체와 연속적인 금리 인하가 전제되어야 한다. 그러나 한은의 27년 성장률 전망이 2.9%이고 잠재성장률도 2.1~2.2%로 상향될 가능성이 있다면, 이러한 인하 기대는 쉽게 형성되기 어렵다. 단기구간 금리는 연준 인상과 유가 상승이 겹치는 구간에서는 단기적으로 오버슈팅할 확률이 높을 것이다.

무엇보다 장기물에는 중립금리 상승의 영향이 더 직접적으로 반영된다. 장기금리는 이론적으로 향후 단기 정책금리의 평균에 기대인플레이션과 기간프리미엄의 합으로 결정된다. 잠재성장률 상승은 기업의 기대수익률과 투자수요를 높이고 실질 중립금리의 균형 수준을 끌어올린다. 여기에 27년 확장재정 지속의 부담, 미국 장기금리 상승, WGBI 편입 종료 이후 외국인 수요 불확실성까지 더해진다. 미국 10년물 5% 돌파와 유가의 100달러 상회 지속 등의 충격이 동반되면 4.50% 이상으로 추가 상승할 가능성도 배제할 수 없다.

수익률곡선도 과거 인상 종료기와 다른 형태를 보일 가능성이 크다. 일반적으로 기준금리가 정점에 도달하면 시장은 다음 인하를 선반영하면서 3년물을 중심으로 강세가 나타나고 커브는 볼 스티프닝으로 전환된다. 그러나 이번에는 최종금리의 체류 기간이 길어져 3년물 하락이 제한되는 동시에 잠재성장률과 장기 실질금리, 국채 공급 부담이 10년 이상 구간을 지지할 수 있다. 그 결과 인상 종료 이후에도 커브가 빠르게 스티프닝되기보다 3년과 10년 금리가 모두 높은 수준에서 움직이는 고금리 구간이 형성될 가능성이 높다. 3년과 10년 스프레드는 기존적으로 30~50bp, 장기 공급과 유가 충격이 확대될 경우 50~70bp까지 열어둘 수 있다.

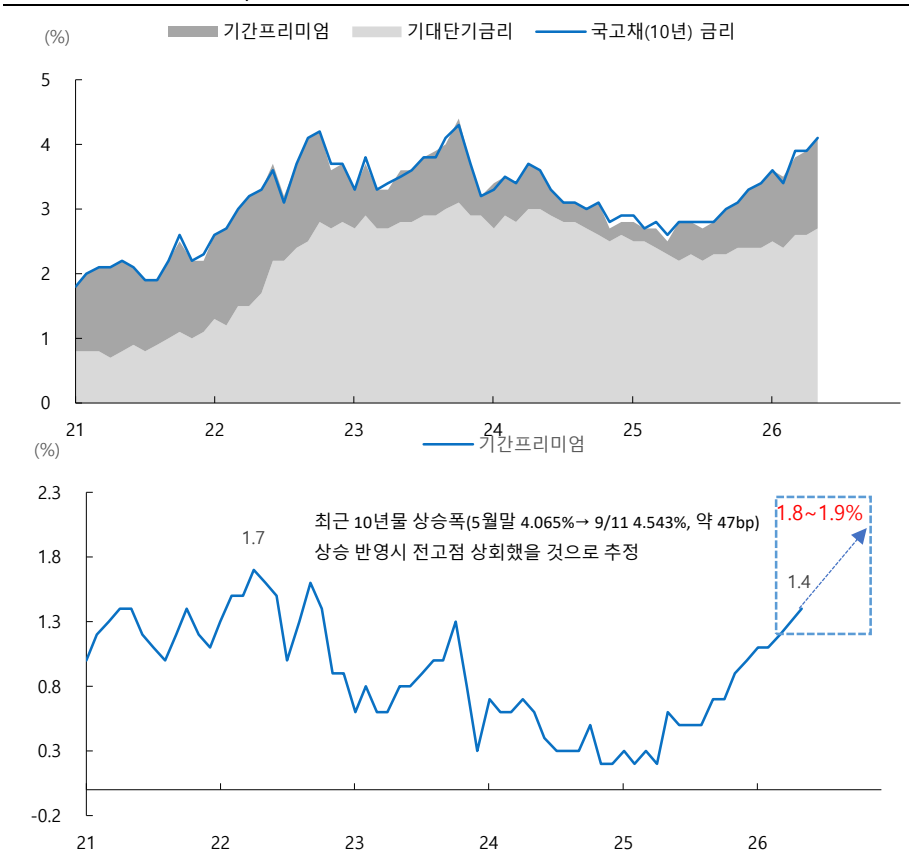
즉 단순히 인상 종료를 듀레이션 확대 신호로 해석해서는 안 된다는 판단이다. 3년물은 4.0% 이상에서 캐리 매력이 높아지지만 금리 인하 시점이 확인되기 전까지 분할매수가 적절하다. 5년물은 높은 캐리와 롤다운, 은행·기금 수요를 바탕으로 상대적인 방어력이 가장 높을 수 있다. 반면 10년 이상 장기물은 잠재성장률과 중립금리 재평가에 미국 금리와 국채 공급까지 반영해야 하므로, 기존 밴드 상단에 도달했다는 이유만으로 적극적인 매수에 나서기 어렵다. 10년물은 4.50% 이상부터 분할 접근하되 미국 10년물과 유가의 고점, 12월 국채발행계획의 장기물 비중을 함께 확인하는 전략이 유효하다.

표3. 잠재성장률과 중립금리 재평가의 채권시장 영향: 잠재성장률 상향은 금리 인상 속도를 늦추는 요인보다 최종 기준금리의 체류 기간과 장기 실질금리의 균형 수준을 높이는 요인으로 작용

주요 내용	파급경로	통화정책 영향	국고채 3년	국고채 10년
잠재성장률 상향	경제의 공급능력과 투자수익률 상승	최종금리의 긴축 강도 약화	빠른 인하 기대 제한	장기 실질금리 상승
명목 중립금리 상향	적정 정책금리 수준 상승	3.50% 체류 기간 장기화	기준금리 대비 하락폭 제한	장기금리 균형 수준 상향
실제 성장률의 잠재 수준 상회	양의 GDP갭 지속	인하 명분 약화	금리 하단 상승	성장 기대 반영
근원물가의 목표 상회	서비스물가·임금 압력 지속	고금리 장기 동결	통화정책 기대에 민감	기대인플레이션 상승
확장재정 지속	총수요와 국채 공급 동시 확대	완화 전환 제약	중단기 발행 부담	기간프리미엄 상승

자료: IM 증권 리서치본부

그림5. 국고채 10년물에 반영된 기간프리미엄: 최근 10년물 상승폭(5월말 4.065%→ 9/11 4.543%, 약 47bp 상승) 반영시 전고점(1.7%) 상회한 1.8~1.9%로 추정



자료: Bloomberg, 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.