

채권 브리프

의사록은 Pause, 유가는 Hike

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

- 8월 금통위 의사록: 내부적으로는 Back-to-Back 이후 파급효과 점검과 '인상 시기·속도 조절' 의견이 확대. 추가 인상 필요성은 유지됐지만 10월 연속 인상의 시급성은 낮아진 것으로 판단
- 10월 금통위: 7·8월 누적 50bp 인상 효과와 9월 물가 둔화를 확인하며 3.00% 동결 전망
- 11월 금통위: 중동전쟁 장기화와 고유가의 환율·수입물가·기대인플레이 전이가 확인될 경우 3.25% 추가 인상 전망, 27년 1분기 3.50% 가능성 유지.
- 통화정책 체크 포인트: Brent 100달러 이상 지속 여부, 9월 FOMC 이후 Fed 경로와 미 10년물 5% 안착 여부, 원/달러, 근원 CPI·기대인플레이, 수도권 주택가격·가계대출이 향후 인상 속도와 Peak 결정
- 국고채 전망: 전 구간 4%대 진입과 3년-기준금리 스프레드 100bp 이상은 상당한 긴축을 선반영. 10월 동결 기대가 강화되면 3~5년 중심 되돌림 가능하나, 11월 인상과 고유가·미 금리가 하단을 제약
- 연말 전략: 11월 이후 시장의 질문은 '추가 인상 여부'에서 '3.50%가 Peak인가, New Neutral 아래 적정금리는 어디인가'로 이동. 3~5년물 상대강세 유지, 장기물은 유가·미 금리 안정과 12월 국발계의 공급 완화 확인이 선행돼야 추세적 강세 가능

8월 의사록에 기반한 통화정책 분석: 10월 동결, 11월 인상

전일 발표된 8월 금통위 의사록의 핵심은 추가 인상 필요성이 약화된 것이 아니라, 정책의 무게중심이 인상 여부에서 인상 시기와 속도로 이동했다는 점이다. 인상에 찬성한 다수 위원이 성장 호조와 기조적 물가압력, 금융불균형을 경계하면서도 최근 연속 인상의 파급효과를 확인한 뒤 추가 인상 시기를 결정할 필요성을 강조했다. 이에 따라 7·8월에 이어 10월까지 세 차례 연속 인상할 가능성은 낮아진 것으로 판단한다. 10월에는 기준금리를 3.00%에서 동결하며 누적 50bp 인상의 영향을 확인한 뒤, 성장과 근원물가, 주택가격 및 가계부채 위험이 지속될 경우 11월 3.25%로 추가 인상하는 경로를 기본 시나리오로 유지한다. 이후 수요측 물가압력이 충분히 둔화되지 않을 경우 27년 1분기 3.50%까지 추가 인상 가능성도 열려 있다.

표1. 8월 금통위 의사록 주요 내용

구분	핵심 판단	향후 정책 관련 발언	평가
A위원	시중 유동성 증가세 지속. 물가 확산 및 기대인플레이 고착 차단 필요	25bp 선제 인상. 취약차주는 재정으로 선별 지원	매파
B위원	성장 호조 + 기조적 물가 상방압력 + 금융불균형 누증	최근 인상 효과와 수출·내수·수요물가 파급을 확인한 뒤 추가 인상 시기 결정	중도매파
C위원	금융여건 양호하고 성장 견조할 때 선제 대응 필요	근원물가·경기·가계부채 확인하며 추가 인상 시점·폭 결정	매파
D위원	수출뿐 아니라 설비투자·소비 개선. 수요측 물가 및 주택 위험	인상 필요하나 파급효과 점검하며 '긴축 속도 조절'	중도매파
E위원	강한 성장→기조적 물가압력. 주택·가계대출 위험 지속	내년 이후 물가압력 감안해 추가 인상 열어두되 경제주체 영향 확인하며 인상 시기 결정	중도매파
황건일 위원	4Q 물가 둔화 예상. 반도체 피크아웃·대외 불확실성	2.75% 동결 주장. 수요측 물가압력이 기조적인지 추가 확인	비둘기

자료: iM 증권 리서치본부

8월 의사록 세부 분석: 인상 중단 신호는 있지만, 환경은 다시 매파적으로 변했다

의사록의 세부적 내용을 살펴보면, 우선 ① 추가 인상 필요성에 대한 컨센서스는 여전히 강하다는 점은 분명하다. 인상 위원들은 공통적으로 강한 성장, 기조적 물가압력, 주택가격·가계부채를 근거로 선제적 긴축을 주장했다. 특히 한은의 8월 전망은 올해 성장률을 기존 2.6%에서 3.3%, 내년을 2.1%에서 2.9%로 대폭 상향했고, 근원물가는 올해와 내년 모두 2.5%로 전망했기에 편더멘털만 보면 긴축 종료를 선언할 상황은 아니라는 판단이다.

그러나 ② 그러나 논점은 이미 '올릴 것인가'에서 '언제 올릴 것인가'로 이동했다. B는 '추가 인상 시기', C는 '시점과 인상폭', D는 명시적으로 '긴축 속도 조절', E는 경제주체 영향을 확인하면서 '인상 시기 결정'을 언급했다. 이는 7~8월 Back-to-Back 이후 10월까지 세 차례 연속 인상해야 한다는 절박성은 약하다는 의미로 해석된다. ③ 특히 D·E위원의 의견을 주목해 볼 만하며, 두 위원 모두 물가와 금융안정에 대한 문제의식은 상당히 매파적이라고 볼 수 있다. 그런데 결론은 '바로 다음 회의에서 추가 인상'이 아니라 파급효과 확인 → 속도 또는 시기 조절이다. 따라서 이번 의사록은 Peak 시그널은 아니지만 상당히 명확한 속도조절의signal로 볼 수 있다. 마지막은 ④ 황건일 위원의 동결 논리는 10월에 더 힘을 받을 수 있다. 황 위원은 4분기 물가 둔화, 반도체 사이클 피크아웃 불확실성, 환율 안정 등을 근거로 수요측 물가압력이 정말 기조적인지를 더 확인할 필요가 있다고 주장했다. 9월 CPI가 예상대로 크게 둔화한다면 10월에는 다른 위원들의 '속도조절론'과 결합될 가능성이 있다.

왜 11월에는 다시 올리는가

당사는 10월 동결을 예상하나 앞서 언급했듯이 이를 인상 사이클 종료로 보기는 어렵다는 의견이다. 한은 9월 통화신용정책보고서를 통해 물가가 상당기간 목표수준을 상회하고, 수출·투자 호조와 소비 회복으로 견조한 성장세가 이어질 것으로 전망했다. 또한 수도권 주택가격 상승세와 가계대출 증가세도 오히려 확대되고 있다고 평가했다. 즉 7~8월 누적 50bp 인상의 파급효과를 확인하기 위해 10월 한 차례 쉬어갈 수는 있지만, 성장·기조적 물가·금융불균형을 감안하면 기준금리 3.00%에서 긴축을 종료할 여건은 아니다. 실제 한은 역시 향후 정책방향을 '인상 종료 여부'가 아니라 '추가 금리인상의 시기와 속도 결정'으로 규정하고 있다.

여기에 8월 금통위 이후 중동전쟁과 유가라는 새로운 상방 위험이 빠르게 확대됐다. 호르무즈 해협을 둘러싼 원유 수송 차질에 이어 사우디의 핵심 우회 수송로인 East-West Pipeline까지 공격으로 가동이 중단됐고, 사우디는 일부 9월 유럽향 원유 선적을 취소했다. 전쟁 이전 대비 걸프 지역의 원유 수송능력이 크게 제약된 가운데 9/15일 Brent 선물은 배럴당 108달러 부근까지 상승했고, 유럽 현물시장의 Brent는 약 122달러까지 치솟았다. 9/10일 하루에만 Brent가 6.3% 급등하는 등 유가 충격의 성격도 단순한 지정학적 위험 프리미엄에서 실제 공급망 훼손 위험으로 바뀌고 있다.

한은이 경계해야 할 것은 유가 상승 자체보다 고유가의 2차 파급효과다. 고유가가 장기화되면 석유류 가격을 직접 끌어올리는 데 그치지 않고 수입물가와 기업의 생산·운송비용을 높이며, 미국의 인플레이션 및 통화긴축 우려를 통해 달러 강세와 원화 약세 압력까지 확대할 수 있다. 실제 미국에서는 유가와 물가 우려로 Fed 인상 기대가 강화되고 있으며 미 국채 10년 금리는 9/14일 5%를 넘어 23년 이후 최고 수준을 기록했다. 달러 역시 유가 상승과 금리인상 기대를 배경으로 강세를 보이고 있다. 따라서 10월에는 7~8월 인상의 효과와 유가 충격의 지속성을 확인하고, 11월에는 고유가가 환율·기대인플레이션·근원물가로 전이되는 것이 확인될 경우 3.25%로 추가 인상하는 경로가 보다 자연스럽다. 결국 11월 인상의 근거는 단순한 유가 상승이 아니라 견조한 성장 + 높은 기조적 물가 + 금융불균형 + 전쟁 장기화에 따른 고유가의 2차 파급 위험이다.

국고채 금리 전망: ①10월까지 금리 상방은 열려 있으나, 상승 속도는 둔화될 전망

10월 금통위 전까지 국고금리 상방 위험은 여전히 열려있을 필요가 있다는 판단이다. 다만 최근과 같은 상승 속도가 지속될 가능성은 낮다. 국고채 3년 이상 전 구간이 4%대에 진입했고, 특히 3년물은 기준금리 3.00% 대비 스프레드가 100bp 이상 확대되며 이미 11월 추가 인상뿐 아니라 27년 추가 긴축 위험까지 상당 부분 선반영한 영역에 있다. 8월 금통위 의사록에서도 Back-to-Back 이후 추가 인상의 필요성 자체보다 최근 50bp 인상의 파급효과를 확인하고 향후 인상 '시기와 속도'를 조절해야 한다는 의견이 확인됐다. 따라서 10월 동결 기대가 강화될수록 3~5년물을 중심으로 과도하게 확대된 긴축 프리미엄의 일부 되돌림 예상된다.

다만 국내 통화정책만으로 금리 하락 추세를 만들기 어려운 환경은 분명하다. 10월까지 국내 채권시장의 방향을 결정할 변수는 오히려 대외요인일 것이다. ① 9월 FOMC 이후 Fed의 추가 인상 경로, ② Brent 100달러 이상의 고유가 지속 여부, ③ 미 국채 10년물의 5%대 안착 여부, ④ 원/달러 환율과 외국인의 국채선물 포지션, ⑤ 국내 9월 CPI와 가계대출·수도권 주택가격을 순차적으로 확인할 필요이다. 특히 중동전쟁 장기화와 에너지 공급 차질로 고유가가 지속될 경우 미국 기대인플레이션과 장기금리 상승 → 달러 강세 및 원화 약세 → 국내 수입물가 상승으로 이어지는 경로가 작동된다. 이 경우 10월 동결 기대가 형성되더라도 국고채 금리 하락폭은 제한될 전망이다. 10월까지의 금리의 방향보다 변동성 축소와 3~5년물의 상대적 강세에 초점을 맞출 필요가 있다.

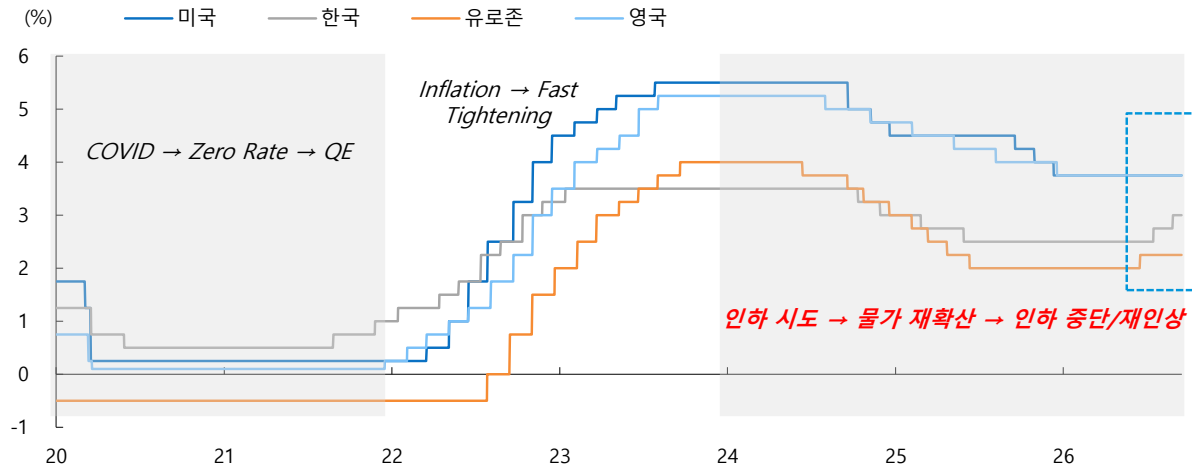
②11월 이후: Hike 자체보다 Peak가 어디인가가 중요

이후 11월 기준금리가 3.25%로 인상될 경우 시장의 관심은 인상 여부에서 최종금리 수준과 27년 추가 인상 가능성으로 빠르게 이동할 전망이다. 유가가 안정되고 근원물가와 기대인플레이션이 둔화된다면 11월 인상은 오히려 정책 불확실성 해소의 계기가 될 수 있다. 특히 3~5년물은 3.25~3.50% 수준의 최종금리를 상당 부분 반영한 상태에서 높은 캐리와 롤다운 메리트가 부각되며 가장 먼저 안정될 가능성이 크다. 반대로 Brent가 100달러 이상에서 장기화되고 유가 충격이 환율→수입물가→서비스물가 및 기대인플레이션으로 전이될 경우 27년 1분기 3.50%를 넘어서는 추가 긴축 tail risk까지 다시 가격에 반영될 수 있다. 결국 연말 단기금리의 하단을 결정할 변수는 11월 인상 자체가 아니라 유가의 2차 파급, 근원물가와 기대인플레이션, 그리고 3.50%가 실제 Peak가 될 수 있는지 여부다.

반면 10년 이상 장기물은 11월 인상이 마무리되더라도 빠른 강세 전환을 기대하기 어렵다. 국내 기준금리보다 미 10년물 5% 전후의 새로운 금리 레벨, 미국 재정·국채 공급과 기간프리미엄, 고유가, 국내 명목성장률과 중립금리 재평가, 27년 국고채 총발행 222.8조원 및 만기별 발행구조가 더 중요한 가격 결정변수가 될 것이다. 결국 10월까지의 과도한 긴축 선반영의 되돌림을 이용한 3~5년물 강세, 11월 이후에는 Peak 확인과 New Neutral 재평가를 구분해 접근할 필요가 있다. 연말까지 3~5년물의 상대적 우위를 유지하되, 장기물은 미 국채금리와 유가 안정 및 12월 국고채 발행계획에서 장기·초장기 공급 부담 완화가 확인된 이후에야 추세적인 금리 하락 가능성이 높아질 전망이다.

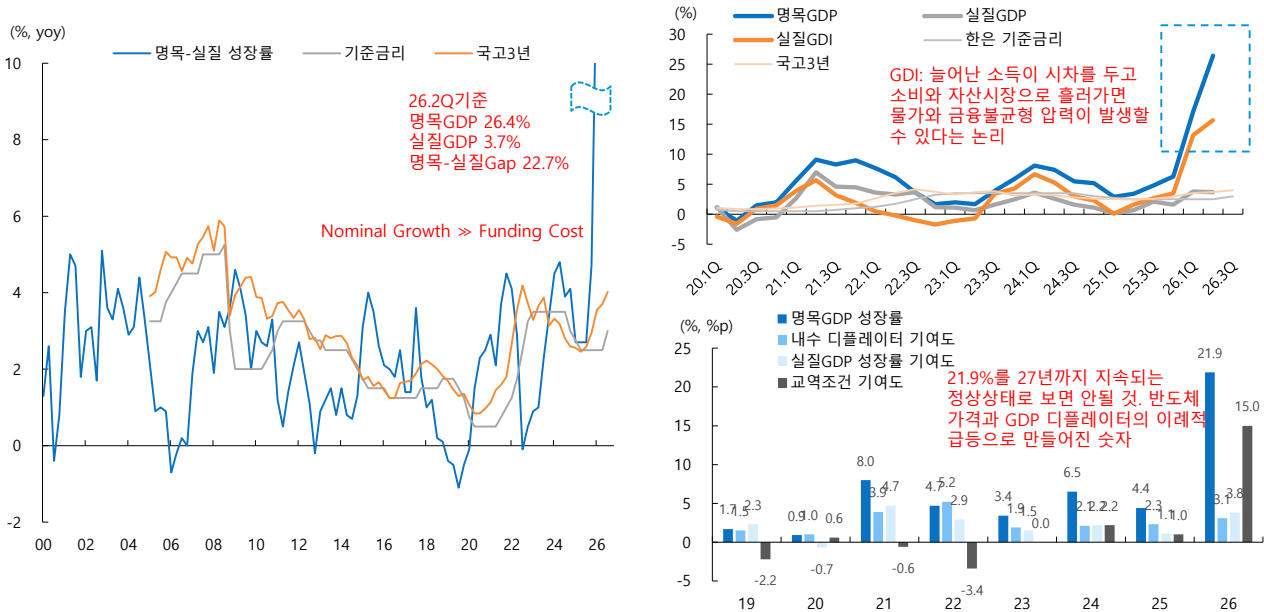
결국 10월 동결은 금리의 상단을 낮추는 재료지만, 11월 인상이 금리의 하단까지 낮춰주는 것은 아니다. 단기적으로는 과도한 긴축 프리미엄이 되돌려질 수 있지만, 연말로 갈수록 시장의 질문은 '한은이 더 올리는가'에서 '3.50%가 정말 Peak인가, 그리고 높아진 New Neutral 아래에서 국고채의 적정금리는 어디인가'로 이동할 것으로 판단된다.

그림1. 글로벌 통화정책 흐름: 물가 변동성 확대 → 중앙은행의 정책 대응 변화 → 선제적·보험적 긴축 → 정책금리 하단 상승



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 한은 정책경로: Nominal Growth > Interest Rate — 반도체가 버티면 3.50%도 견딜 수 있다



자료: 한국은행, 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.