

# 채권 브리프

## 금리 방향이 더 명확해졌다

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

### Check Point

- 5월 CPI는 배추, 과일 물가 영향이 아님. 더 불편한 형태의 인플레이션이 시작되었음을 의미
- “석유류 → 교통비 → 생활물가 → 기대인플레이션”으로 이어지는 전형적 2차 확산 메커니즘이 본격적으로 작동하며 5월 금통위의 ‘매파화’를 정당화하는 데이터는 더 명확해질 것
- 향후 물가는 6개월 연속 3%대 경로를 전망. 8월 3.5% 피크 예상
- 7월 인상 이후에도 긴축 유지 기간 장기화, 정책금리 경로 상향 가능성 부각될 것
- 국고3년 3.80~4.00% 밴드 상향 전망 유지. 27년 예산안은 추가 상방 리스크

5월 CPI 상승은 배추, 과일 물가가 아니다. “석유류 → 교통비 → 생활물가 → 기대인플레이션”으로 이어지는 전형적 2차 확산 메커니즘이 작동하기 시작했다

국내 5월 소비자물가 3.1%의 결과가 의미하는 것은 3%를 상회했다는 점도 중요하지만, 더 중요한 것은 물가가 보여준 구성일 것이다. 이번 CPI는 단순한 유가 반등이나 농산물 쇼크가 아니라, 오히려 근원물가나, 서비스, 생활물가, 교통 등 중앙은행이 더 불편하게 바라보는 영역의 동반 상승이 확인됐다는 점에서 의미가 크다. 우선 가장 눈에 띄는 부분은 물가 상승의 속도다. CPI는 올해 1~2월 2.0%, 3월 2.2%, 4월 2.6%, 5월 3.1%로 상승 흐름이 가팔라지고 있다. 특히 전월비가 연속적으로 0.5%를 기록하며 상당히 강한 숫자를 보여주고 있으며, 이는 단순히 전년 기저효과에 의해 전년동월비가 높아지는 기술적인 부분을 넘어, 실제 가격 수준 자체가 빠르게 상승하고 있음을 의미한다. 그리고 더 불편한 부분은 근원물가다. 식료품 및 에너지를 제외한 근원물가지수는 전년동월비 2.5%, 농산물 및 석유류 제외 지수 역시 2.5%를 기록했다. 두 지표 모두 4월 2.2% 수준에서 상승하며, 이번 물가 상승이 변동성이 큰 식품, 에너지 가격만의 문제가 아니라는 점이 확인됐다. 한국은행이 본질적으로 일시적 공급 충격보다 수요 기반 물가 압력과 서비스 인플레이션을 더 중시한다는 점을 고려할 때, Core CPI의 재상승 역시 한은 정책 판단 측면에서 금리인상의 강력한 명분이 될 가능성이 커 보인다.

또한 이번 CPI 구성을 보면, 물가 압력의 중심에는 에너지와 교통이 존재한다. 공업제품 물가는 전년동월비 4.2% 상승했고, 그 안에서 석유류 가격은 24.2% 급등(휘발유는 23.1%, 경유는 33.3% 상승)했다. 이는 단순한 유가 반등 수준을 넘어 국내 생활물가 및 생산비용 전반에 파급될 수 있는 강도의 움직임이다. 이 영향은 교통부문에서 명확하게 확인되었는데, 교통 CPI는 전년동월비 11.6% 상승했고, 전체 CPI 기여도는 1.17%p에 달한다. 즉 단순한 유가 상승이 아닌 “석유류 → 교통비 → 생활물가 → 기대인플레이션”으로 이어지는 전형적 2차 확산 메커니즘이 작동하기 시작했음을 시사한다. 추가적으로 서비스 물가 역시 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 서비스 물가는 전년동월비 2.8% 상승했고, 개인서비스는 3.7%, 외식 제외 개인서비스는 4.4% 상승했다. 해외단체여행비는 26.3%, 보험서비스료는 13.4%, 공동주택관리비는 4.1% 상승했다. 이는 경기 둔화 환경에서 자연스럽게 하락해야 할 서비스 가격이 오히려 높은 수준에서 고착화되고 있음을 의미한다. 특히 외식 제외 개인서비스 4%대는 상당히 중요하다고 볼 수 있다. 외식물가는 원재료 가격 영향을 받는 측면이 있지만, 외식 제외 서비스는 임금·수요·구조적 비용 상승을 반영하는 성격이 강하다. 즉, 이번 CPI는 공급 측 물가 충격뿐 아니라 국내 수요·서비스 기반 인플레이션도 동시에 살아 있음을 보여준다. 이는 한은 입장에서 가장 관리하기 어려운 형태의 물가다.

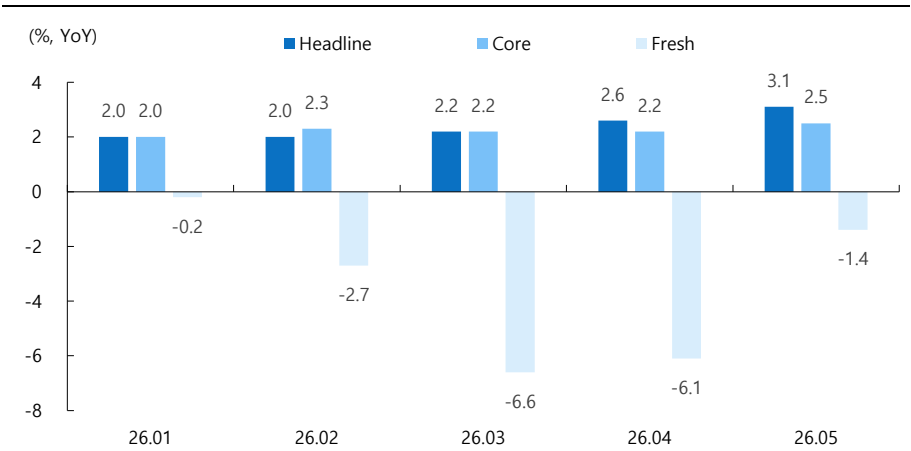
결국 이번 CPI가 던지는 정책적 함의는 명확하다. 5월 금통위는 표면적으로는 동결이었지만, 실질적으로는 상당한 매파화가 확인된 회의였다. 성장률 상향, 물가 리스크 재부각, 정책 경로 상향 가능성 등이 이미 시장의 핵심 논점이었다. 그리고 이후 발표된 5월 CPI는 그 매파적 기초를 약화시키는 데이터가 아니라 정당화하는 데이터에 가깝다. 한국은행이 직면한 환경은 점점 더 불편해지고 있다. 성장률은 예상보다 강하고, 재정은 확장적이며, 환율은 높은 수준을 유지하고 있다. 여기에 근원물가와 서비스물가가 재상승하고, 헤드라인 CPI는 다시 3%를 상회했다. 이는 중앙은행이 완화적 스탠스로 쉽게 이동하기 어려운 조합이다.

**향후 물가경로는 6개월 연속 3%대 추정 및 8월 피크. 7월 금리 인상 이후에도 강한 인상 경계감 지속적으로 국고금리에 반영. 따라서 국고3년 3.80~4.00% 밴드 상향 전망을 유지**

당사는 향후 한국 물가 경로를 6월 3.1%, 7월 3.0%, 8월 3.5%, 9월 3.3%, 10월 3.0%로 전망한다. 즉 6~10월 물가 전망 경로를 보면 8월 3.5%를 정점으로 하반기에도 3% 내외의 높은 물가가 이어질 가능성이 높다. 이는 단순히 유가 하나만으로 설명되는 그림이 아니라 국제유가 및 정제마진 부담, 높은 환율 수준, 공급망 비용, 서비스 가격의 점진적 상승, 재정확대에 따른 수요 측 압력, 기대인플레이션 재상승 가능성이 복합적으로 작용하는 환경이다.

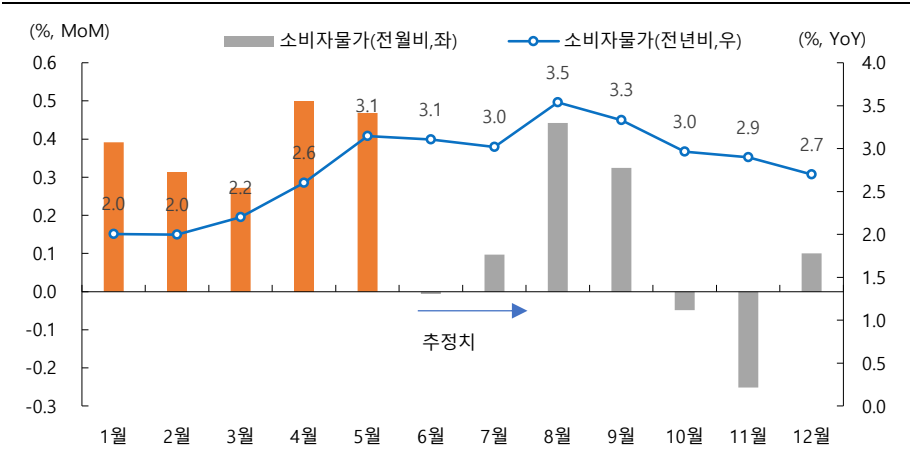
채권시장 관점에서 보면 시사점은 더욱 명확하다. 시장은 다시 "언제 인하하나"가 아니라 "얼마나 오래 높은 금리가 지속되는가"를 거래하기 시작할 것이다. 특히 단기구간인 국고3년 금리는 이러한 영향을 가장 직접적으로 받을 가능성이 높다. 물가가 6개월 연속 3% 이상을 유지하는 환경에서 시장은 기준금리의 연속적 인상 경계를 선반영할 수밖에 없어 7월 인상 이후에도 긴축 유지 기간 장기화, 정책금리 경로 상향 가능성을 보다 더 적극적으로 거래할 가능성이 높다. 이러한 환경에서는 국고3년 금리의 적정 밴드 역시 재설정될 수 있다. 현재 시장은 이미 기준금리 대비 상당한 긴축 프리미엄을 가격에 반영하고 있으나 5월 CPI와 5월 금통위를 함께 고려하면, 기존 국고3년 금리의 저점 인식 자체가 상향 조정될 필요가 있다. 단순히 일시적 오버슈팅 구간이 아니라 시장이 구조적으로 더 높은 정책금리 경로를 거래하기 시작할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 5/13일 발간한 "금리 상승은 끝나지 않았을 수도 있다" 자료를 통해 제시한 국고3년 3.80~4.00% 밴드 상향 전망을 유지하며, 7~8월초 윤곽이 드러날 27년 예산안의 확장재정 조합까지 고려할 경우 해당 밴드의 상향 오버슈팅 가능성 역시 배제할 수 없다는 판단이다.

그림1. 5월 CPI 상승은 배추, 과일 물가가 아님. 농산물이 도와주고 있는데도 CPI가 3%가 넘었다는 점은 많은 것을 시사함



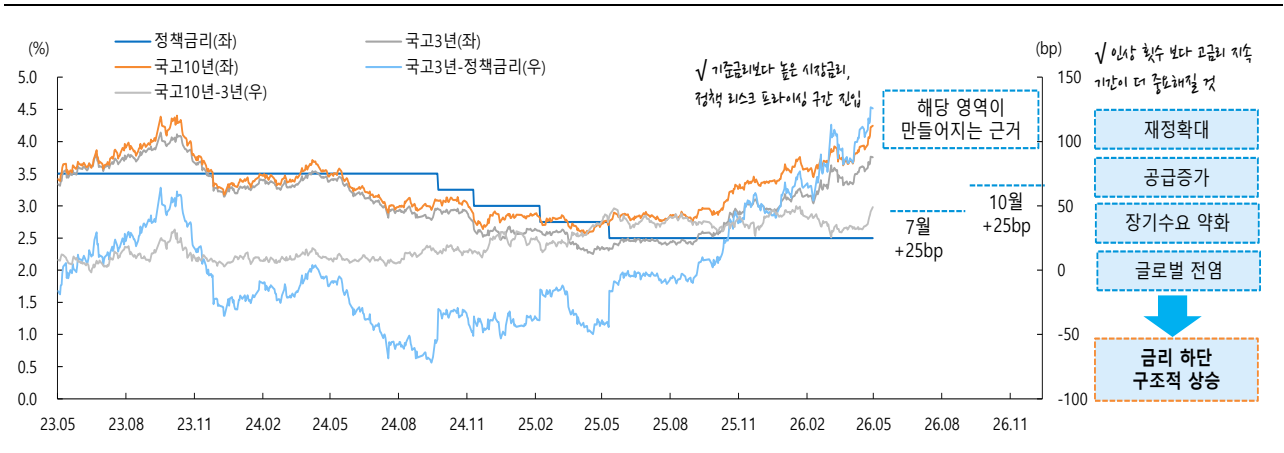
자료: 통계청, iM증권 리서치본부

그림2. 당사는 향후 한국 물가 경로를 6월 3.1%, 7월 3.0%, 8월 3.5%, 9월 3.3%, 10월 3.0%로 전망. 즉 6~10월 물가 전망 경로를 보면 8월 3.5%를 정점으로 하반기에도 3% 내외의 높은 물가가 이어질 가능성이 높음



자료: iM증권 리서치본부

그림3. 국고 금리는 기준금리 대비 이미 4회 이상 인상분을 선반영하고 있음. 연말까지 2회, 내년 1~2회 인상을 가정하더라도 문제는 인상 횟수보다 높은 금리의 지속 기간임. 시장 부담은 더 이상 “한은이 몇 번 올릴까”에 대한 질문보다 성장을 상향, 물가 재상승, 재정확대가 결합되며 균형금리 자체가 높아지고 있음



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.