2026. 5. 7 (목)

한국: 수요측 인플레와 연내 금리인상 가능성

- 한국 4월 CPI에서 개인서비스, 집세 등 수요측 물가압력이 높아지는 신호 포착
- 2026~27년 Core CPI 전망을 2.6%-2.1%에서 2.6-2.3%로 상향
- 5월 금통위 점도표 확률분포 상향되며 사실상 8월 인상 시사할 가능성 높아
- 당사는 8월 인상 개시 전망으로 변경. 11월은 경제전망 상향 조정을 전제

경제분석
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

글로벌 인플레이션 압력 점차 부상

전쟁이 10주차에 접어 들고 있다. 화력전은 없지만 대화가 교착 상태에 머무르면서, 호르무즈 해협은 막혀 있으며 유가는 고공행진 중이다. 4월 말 장중 배럴당 126달러를 기록했던 브렌트유는 5월 6일 108달러까지 내려왔지만 여전히 높다.

이러한 고유가는 경기에 하방 압력인 동시에 인플레 상방 위험이며, 현재는 인플레를 먼저 자극하며, 주요국 물가상승률을 끌어 올리고 있다. 미국 3월 CPI 상승률은 3.3%(2월 2.4%), 유로존 4월 CPI는 3.0%(2월 1.9%, 3월 2.6%), 영국 3월 CPI는 3.3%(2월 3.0%)로 1~2개월 전 대비 숫자가 올라가고 있다. 또한 각국 소비자동향 조사의 단기(1년) 기대인플레이션 뿐 아니라, ECB 4월 기대인플레 조사에서는 향후 3년 인플레이션 기대까지 상승했다(3.0% vs 3월 2.6%).

한국 4월 소비자물가 평가: Core, 특히 서비스물가 압력 부상

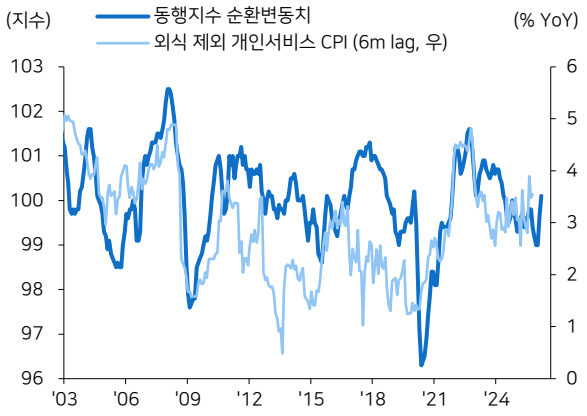
이러한 흐름에서 한국도 예외는 아니다. 한국 4월 소비자물가는 전월대비 0.5%, 전년대비 2.6% 상승하며 당사 및 컨센서스 예상에 부합했다. 석유공사에서 집계하는 주유소 판매가격 상승분(+7.9% MoM) 만큼 석유류 가격이 올랐으나, 양호한 날씨 덕에 농산물 가격이 하락(-3.8% MoM)하며 인플레 압력을 완충시켜 준 결과이다. 유가가 고공 행진하는 이상, 유류세 인하와 석유가격 상한제가 적용되면서 유가 충격이 가계부담을 가중시키는 것을 일정 수준 완충할 것으로 예상한다. 여기에, 한국 물가전망에 추가적으로 고려해야 하는 두 가지 변수가 있는 것 같다.

4월 물가에서 확인된 것은 1) 개인서비스 물가와 2) 빨라지는 집세 상승세이다. 농산물 가격 하락폭이 당사 예상(-2.3% MoM)을 하회하였음에도 전체 물가상승률이 당사 전망에 부합한 이유이다. 이 두 항목은 근원물가 항목에 해당되는 것으로 수요측 물가압력으로 분류된다. 먼저, 4월의 개인서비스 인플레이션 요인은 대체로 단체여행비 상승(해외: 전년대비 11.5%)이지만 상승세가 높아지고 있으며, 그 중에서 비중이 높은 보험서비스, 주택관리비도 13.4%와 4.6% 상승하였다.

다음으로, 집세 CPI의 경우 대개는 전월세 실거래가 상승 이후 9~12개월 시차를 두고 움직이는 것이 일반적이었다. 당장의 실거래가가 오르더라도, 임차인 전체의 집세 부담(CPI 반영 시점)은 높은 가격으로 전월세를 갱신하는 때이기 때문이다. 전세 계약기간(통상 2년)의 중간 시점에 해당 CPI가 움직이는 이유였다. 그런데 코로나19 이후 전월세 실거래가와 집세 CPI 시차는 6개월 이내로 줄어들었다. 전세의 월세/반전세 전환으로 가격 조정이 빈번해졌고 신규 계약 가격이 빠르게 반영되었을 가능성이 있기 때문이다. 과거 변수간 시차를 고려하면 지금은 집세 CPI 상승률 둔화 구간이나, 실상은 그렇지 않음을 고려할 필요가 생겼다.

이 같은 서비스 물가의 특징적인 상승세 확대를 반영하여, 우리는 **2026~27년 한국 Headline CPI 전망 2.6%-1.8%를 유지하는 가운데, 근원물가(식료품/에너지 제외) 전망을 기존 2.6%-2.1%에서 2.6%-2.3%으로 조정**한다. 유가 안정화 및 기저효과로 Headline 물가가 내년 2분기 이후 빠르게 안정됨과 달리 근원물가는 올해 4분기 이후 Headline 물가상승률을 상회할 가능성이 커진 것으로 보인다.

그림1 **한국 동행지수 순환변동치와 외식 제외 개인서비스 CPI**



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **KB부동산 전국 전세가격지수 vs 집세 CPI**

자료: 국가데이터처, KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

표1 **한국 CPI: 분기별 전망과 환율 및 유가 가정 (New)**

(분기평균)	Headline CPI	Core (ex 식료품, 에너지)	달러/원	두바이유 (달러/배럴)	도입단가 (달러/배럴)
1Q26	2.1	**2.2**	1,464	86.2	69.7
2Q26E	2.8	**2.3**	1,476	98.5	109.4
3Q26E	3.0	**3.0**	1,455	82.7	90.0
4Q26E	2.4	**2.8**	1,430	73.7	80.4
1Q27E	2.2	**2.5**	1,420	70.0	72.9
2Q27E	1.5	**2.4**	1,420	70.0	72.9
3Q27E	1.7	**2.2**	1,420	70.0	72.9
4Q27E	2.0	**2.2**	1,420	70.0	72.9
2026E	2.6	**2.6**	1,456	85.3	87.4
2027E	1.8	**2.3**	1,420	70.0	72.9

주: 6월까지는 정책 영향으로 석유류 CPI 지수가 151.6에서 고정된다고 가정하였음 (4월: 140.6)
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

통화정책 시사점

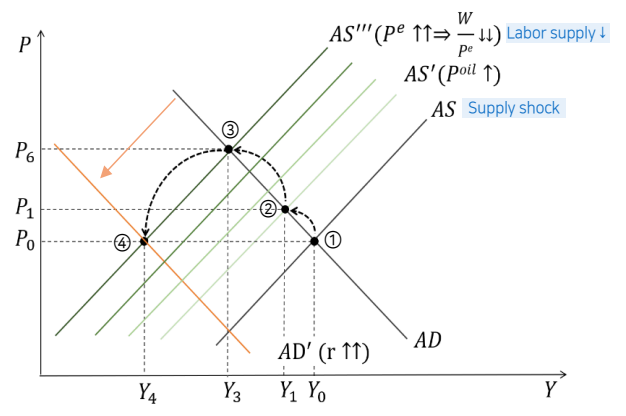
근원물가, 즉 수요측 물가압력이 부상하는 환경이라면 한국은행의 고민도 깊어질 수 밖에 없다. 4월 CPI 발표 이틀 전인 5월 4일, 한국은행 유상대 부총재는 ADB 연차총회에서 5월 금통위에서 금리인상 시그널이 나올 가능성을 내비쳤다.

부총재는, 1) 전쟁에 따른 오일쇼크는 스태그플레이션 스러운 충격을 주지만, 2) 경기는 반도체 사이클이 굉장히 강하게 나오며 수출을 중심으로 좋아졌고, 정부 부양책으로 소비심리도 크게 회복했다고 발언했다. 그러면서 3) 4월 금통위는 중동 전쟁 직후였기에 성장 하방-물가 상방이 고려되었지만, 현재까지 상황은 경기보다 물가에 대한 부정적 측면이 강했기 때문에 금리인상을 고민할 때가 됐다고 언급했다. 그러면서 4) 5월 점도표는 2월 대비 상단이나 평균 분포가 전반적으로 올라갈 소지가 많이 있다고 했다.

사실상 6개월 내 인상이 적절하다고 보는 금통위원 수가 많아지고, 확률분포도 그러한 방향으로 움직일 것임을 시사한 것이다. 이러한 배경에는 상기한 서비스물가 압력도 있었겠지만, 경제주체들의 인플레이션 기대가 올라오고 있음도 고려되었을 것이다. 4월 소비자동향조사에서 소비자들의 1년 기대인플레이션율은 2.9%로 전월대비 0.2%p 상승했고, 작년 11월 이후 처음으로 5년 기대인플레도 2.6%로 0.1%p 상승했다. 기대인플레가 소비자물가 상승률에 후행함을 감안시, 몇 개월 간 추가 상승이 예상된다. 2022년 7월, 당시 홍경식 통화정책국장께서 한국은행 블로그에 기재한 내용처럼, 기대인플레이션이 자기 실현적 예언처럼 물가압력을 더욱 끌어올리기 전에 선제적인 대응을 해야 할 필요성이 제기된 것으로 해석할 수 있다.

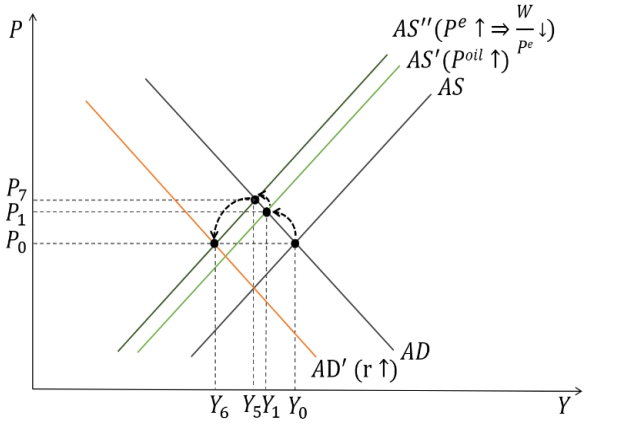
우리는 5월 금통위에서 부총재 발언과 같은 점도표 변화가 현실화된다면, 사실상 3개월 뒤인 8월에는 첫 번째 금리인상을 단행할 가능성을 높게 봐야 할 것이다. 만약 경기의 upside risk가 현실화(수출물량, 낙수효과, 확장재정 등) 되어 내년 GDP성장률이 2% 혹은 그 이상에 도달한다는 확신이 생기면, 11월 추가 인상 가능성까지 열어야 한다. **우리의 새로운 baseline은 하반기(8월) 인상 개시이다.**

그림3 **유가 충격시의 총수요-총공급 곡선 (늦은 대응)**



주: "국제원자재發 물가상승에도 통화정책으로 대응해야 하는 이유"
자료: 한국은행 블로그(2022년 7월), 메리츠증권 리서치센터

그림4 **유가 충격시의 총수요-총공급 곡선 (선제적 대응)**



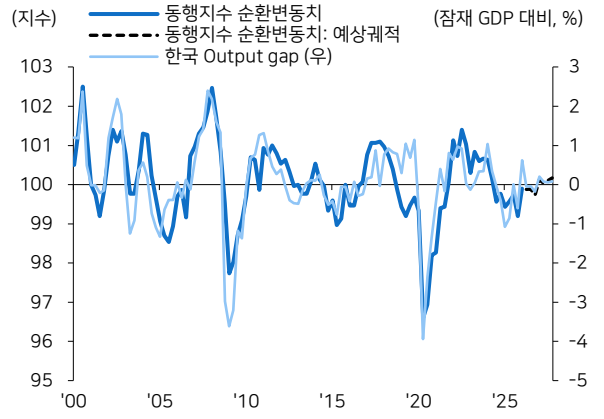
주: "국제원자재發 물가상승에도 통화정책으로 대응해야 하는 이유"
자료: 한국은행 블로그(2022년 7월), 메리츠증권 리서치센터

연내 2회 이상 금리인상 가능성이 제한적일 이유

당사 경제전망을 대입하여 한국의 GDP갭을 Hodrick-Prescott (HP) 필터링 방식으로 추정해 보면, Base case(2026~27년 GDP 2.6%-1.8%)에서 우리는 2분기 소폭의 QoQ 역성장 이후 하반기 정(+)의 성장으로 복귀를 예상한다. GDP갭은 올해 4분기부터 (+)로 본격 전환하여 내년 4분기 0.09%로 추정된다. Bull case(2026~27년 GDP 3.0%-2.0%)에서는 QoQ 역성장이 없다. 이 시나리오 하에서 GDP갭은 (+)를 유지하고, 내년 4분기에는 0.28%까지 개선될 것으로 추정된다.

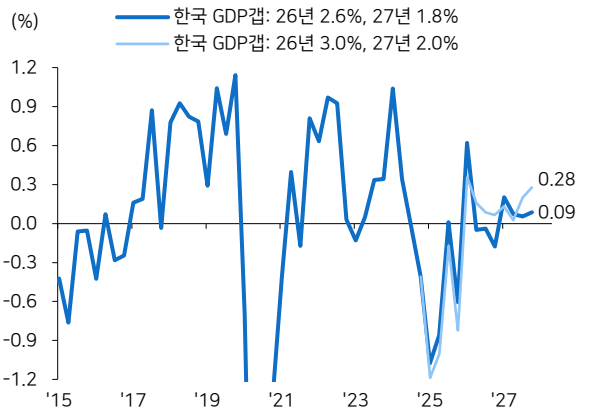
추정이 맞다면, (+) Output gap 상태에서 비롯되는 수요측 물가압력이 완만할 가능성이 크며, 산술적으로 대략 25bp 인상 재료로 보는 것이 사실은 타당해 보인다. 한편, HP filtering을 통한 추정에서도 한국 잠재성장률이 1.82%로 추정됨은 그간 당사가 고수해 온 중립금리 2.23%의 타당성을 보여 준다. 그 기준 하에서 현행 기준금리 2.50%는 제약적인 영역에 있다. 금리인상을 한다 해도 연내 50bp 이상을 정당화할 수준과는 거리가 있어 보인다.

그림5 한국 Output gap과 동행지수 순환변동치



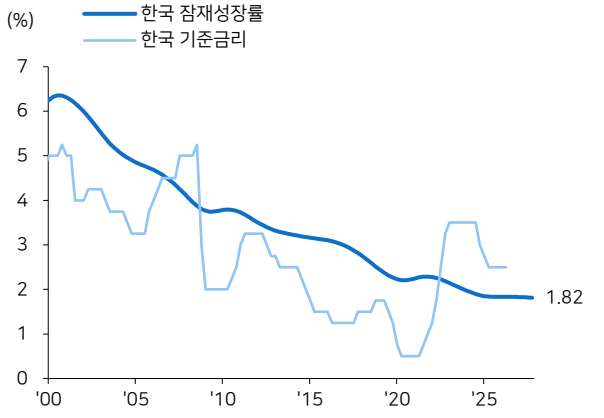
자료: 한국은행, 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림6 한국 GDP갭: Base vs Bull case



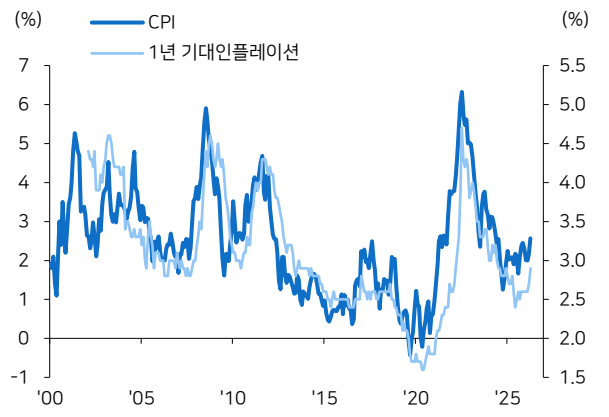
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 한국 잠재성장률과 기준금리



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림8 한국 소비자물가 상승률과 1년 기대인플레이션



자료: 국가데이터처, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

아래는 Bloomberg에서 집계하고 있는 현행 정책금리와 선도금리에 반영된 미래의 정책금리 기대이다(5월 6일 기준임). 현재 인플레에 민감한 지역/국가를 중심으로 금리인상 위험이 대두되고 있다. 향후 3개월 내 금리인상을 단행할 수 있다는 기대가 있는 지역은 원유/가스 가격에 민감한 유럽, 그리고 Sticky inflation이 문제인 호주, 뉴질랜드이다. 호주는 5월 5일 금리를 25bp 인상한 바 있었다.

한국은 향후 3개월 내 7bp, 6개월 내 38bp 인상 가능성(1.5회)이 반영되어 있다. 우리의 정책금리 전망 변화는 선도금리가 시사하는 금융시장 기대에 부합하는 수준이다. 돌려 말하면, 통화긴축 우려에서 비롯되는 시중금리의 상승 압력은 정점을 지나고 있을 가능성이 크다는 것이다.

표2 **주요국 정책금리와 내재 정책금리**

지역	국가	다음	실제 금리	내재 정책금리						현재 대비 반영된 변화 (bp)		
		회의일	현재 (A)	1M	3M (B)	6M (C)	1Y (D)	2Y	3Y	3M (B-A)	6M (C-A)	1Y (D-A)
미주	미국	6/17	3.63	3.64	3.61	3.61	3.69	3.53	3.57	-2	-2	6
	캐나다	6/10	2.25	2.23	2.28	2.51	2.82	3.02	3.00	3	26	57
	멕시코	5/7	6.75	6.68	6.65	6.74	7.41	8.31	8.49	-10	-1	66
	칠레	6/16	4.50	4.53	4.66	4.81	4.91	5.00	5.06	16	31	41
	브라질	6/17	14.50	14.47	14.27	14.15	13.89	13.63	14.12	-23	-35	-61
EMEA	유로존	6/11	2.00	2.04	2.27	2.48	2.60	2.50	2.58	27	48	60
	영국	6/18	3.75	3.77	3.93	4.18	4.30	4.09	4.10	18	43	55
	스위스	6/18	0.00	-0.05	-0.04	0.01	0.21	0.30	0.37	-4	1	21
	노르웨이	5/7	4.00	3.92	4.15	4.32	4.34	3.86	3.68	15	32	34
	스웨덴	5/7	1.75	1.75	1.80	1.94	2.20	2.37	2.54	5	19	45
아시아	호주	6/16	4.35	4.61	4.70	4.84	4.86	4.62	4.59	35	49	51
	뉴질랜드	5/27	2.25	2.29	2.54	2.85	3.66	3.66	3.93	29	60	141
	일본	6/16	0.75	0.78	0.95	1.10	1.39	1.89	2.09	20	35	64
	중국	-	1.40	1.47	1.46	1.47	1.50	1.52	1.62	6	7	10
	인도	6/5	5.25	5.34	5.46	5.69	6.39	6.50	6.76	21	44	114
	대한민국	**5/28**	**2.50**	**2.47**	**2.57**	**2.88**	**3.54**	**3.61**	**3.59**	**7**	**38**	**104**

주: 5월 6일 기준. 자료: Bloomberg 〈MIPR〉, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.